

## 過当取引の民事責任（二）

今 川 嘉 文

～目 次～

はじめに

第一部 証券の過当取引規制の法理

第一章 米国における証券業者の行動規範

第二章 米国における過当取引の認定基準

第三章 米国の判例にみる損害賠償額の算定

第四章 民事救済の実現に係る諸問題（以上、31巻2号）

第五章 日本における証券業者の行動規範

第一節 誠実公正義務

第二節 善管注意義務

第三節 適合性原則

第四節 説明義務

第五節 断定的判断の提供の禁止

第六節 過当数量取引の制限

第六章 日本の判例にみる過当取引の違法性

第一節 判例にみる違法性類型

第二節 過当取引の違法性概念

第三節 証券業者の行動規範と過当取引

第七章 日本における過当取引の認定基準

第一節 過度の取引要件（取引の過度性）

第二節 口座の支配要件（取引の主導性）

第三節 欺罔の意図要件（取引の悪意性）

第四節 売買回転率の意義

- 第五節 判例にみる認定要素の総括
- 第八章 損害賠償請求棄却事例の分析
  - 第一節 請求棄却原因の分類
  - 第二節 請求棄却事例の概要
- 第九章 日本における損害賠償額の算定
  - 第一節 判例にみる算定方式
  - 第二節 損害賠償額算定の特徴
  - 第三節 過失相殺の理由
  - 第四節 使用者責任
  - 第五節 判例にみる算定方法の概要（以上、本号）
- 第二部 商品先物の過当取引規制の法理
  - 第一章 米国における過当取引規制
  - 第二章 CFTC 事例にみる認定基準
  - 第三章 米国の判例にみる認定基準
  - 第四章 損害賠償額の算定方法
  - 第五章 日本における過当取引規制
  - 第六章 日本の判例にみる認定基準
  - 第七章 最高裁判決の意義
- 第三部 過当取引の立証試案
- おわりに

## 第五章 日本における証券業者の行動規範

わが国の証券取引法において、過当取引を禁止する明文規定はない。そこで、誠実公正義務、善管注意義務、適合性原則の遵守義務、断定的判断の提供の禁止、説明義務、過当数量取引の制限という、証券業者の行動規範に関する規定に基づき、過当取引の違法性を指摘する。

### 第一節 誠実公正義務

証券取引は投資家の自己責任原則に基づく、任意かつ自由な判断が集積することにより、適切な需給関係が構築され、その結果、価格形成が

## 過当取引の民事責任（二）

公正なものとなる。それ故、証券会社と顧客との関係においては、特定顧客の利益に偏った特別な行動並びに顧客利益に反する行動は、当然に禁止される。<sup>(1)</sup>

そして、個々の顧客に対する投資勧誘、および助言指導などの投資顧問的行為は、証券会社並びにその役員および使用人（以下、証券業者）が、市場の公正さを損なってはならないことを前提とするものである。

当該市場の健全性を図るためには、証券業者は、顧客に対して誠実かつ公正に、その業務を遂行しなければならない（証取33条）。そして、証券業者が自己利益の実現のみを意図した、投資家保護に欠ける不公正な行為は、当然に禁止される（証取157条）。

証券市場は、国民経済において果たす役割が多岐であり、かつ多数の一般投資家が参入をすることから、当該市場における取引が公正に行われることが不可欠である。そこで、証券取引法は、市場の担い手である証券会社に、内閣総理大臣の登録を受け（証取28条）、一定業務に関する厳格な認可基準を課している（証取29条の4）。

また、証券会社は有価証券の売買の取次を業とする、商法上の問屋である（商551条）。そのため、証券会社と委託者である顧客との関係は、委任および代理に関する規定が準用される（商552条2項）。そして、市場が適切に運営され、投資家保護がより現実化されるために、証券会社に対し、誠実公正義務が課されることとなった。

誠実公正義務規定が設けられたのは、証券監督者国際機構（IOSCO）における行為規範原則のうち、わが国に明文規定のないものについてもわが国に適用させるべく、根拠規定を置こうとしたためである。<sup>(2)</sup>

証券監督者国際機構とは、各国の証券監督者が証券取引の国際化に伴う諸問題を討議する機構であり、平成2年11月総会において、証券業者の行為規範として、7つの原則を採択した。<sup>(3)</sup> その目的は、金融・資本市場の国際化、大衆化および多様化が進展するなかで、証券業者に対する規制の国際的調和を図り、健全性を確保するという観点に基づく。<sup>(4)</sup>

採択された行為規範原則の第1原則は、「業者は、その業務に当たっては、顧客の最大の利益および市場の健全性を図るべく、誠実かつ公平に行動しなければならない」と規定する。当該原則は、平成4年の証券取引法改正の際に、証券取引法49条の2として立法化され、その後、平成10年改正により、証券取引法33条となった。

証取法33条と関連する証券取引法157条は、証券取引に係る包括的詐欺禁止条項である、米国の1934年証券取引所法10条b項および法規則10(b)-5にならい制定された。

証券取引法157条は、有価証券の売買について、「不正の手段、計画又は技巧をすること」、「重要な事実について虚偽の表示があり、又は誤解を生じさせないために必要な重要な事実の表示が欠けている文書その他の表示を使用して金銭その他の財産を取得すること」、「取引を誘引する目的をもって、虚偽の相場を利用すること」を禁止している。

証券取引法157条が禁止する一連の行為は、投資家の自主的かつ冷静な投資判断を誤導させる結果となる。証券業者が証券取引法157条に反し、投資家の合理的な投資判断を害する行為は、不法行為責任または債務不履行責任を負うものである。すなわち、証券取引法157条は、誠実公正義務を具体化しているともいえる。

他方、日本証券業協会「定款」5条1号は、「本協会の目的は、……有価証券の売買その他の取引等を、公正かつ円滑ならしめ、証券業の健全な発展を図り、もって投資者の保護に資すること」とする。そして、同25条1項4号は、会員たる証券会社が、取引の信義則に反する行為をしたとき、理事会の決議により、処分を行うことができると規定する。

同協会「定款の施行に関する規則」14条は、取引の信義則に反する行為を、「協会または協会の信用を失墜し、または信義に反する行為」と規定する。その具体例として、同条1項2号は、証券の取引に関し、詐欺的な行為、不信若しくは不穏当な行為又は著しく不注意若しくは怠慢な事務処理を行うことを指摘している。

## 過当取引の民事責任（二）

さらに、証券取引法43条2号に基づく「証券会社の行為規則等に関する総理府令」10条1号は、証券会社に対し、「あらかじめ顧客の意思を確認することなく、頻繁に顧客の計算において有価証券の売買等を行うこと」を是正措置の対象としている。本号における「取引の頻繁さ」は、投資の性質および当該売買が顧客の利益よりも、証券会社が手数料など自身の収入の獲得を優先させたものであるのか否か、を問題としている。

同総理府令4条1号は、証券会社が有価証券の売買等に関し、「虚偽の表示をし又は重要な事項につき誤解を生ぜしめるべき表示をする行為」を禁止する。本号における「重要な事項」とは、投資判断の決定に重大な影響を与えると考えられる事項である。<sup>(6)</sup>

一般投資家は証券業者による積極的な勧誘を契機に証券売買を行うことが多く、強固な信頼関係の下で取引が継続される場合、証券業者の投資選択および取引手法に関する助言指導に影響を受けやすい。そして、顧客との信頼関係を濫用して、証券業者が手数料稼ぎのため、顧客利益を無視または配慮しない非合理的かつ頻繁な証券取引に誘引した場合、顧客は経済的損失を被ることが多い。

市場が健全に運営されるためには、投資家の保護に欠け、取引の公正を害する不当な勧誘行為および不合理な投資運用を行う証券業者を規制することは、必要不可欠であると言える。証券業者に課せられている誠実公正義務は、顧客に対する忠実義務ともいえ、米国で発展してきた看板理論が、証券取引法33条として採用されたといえる。<sup>(7)</sup>

証券業者は誠実公正義務に基づき忠実義務を負い、そして、このような一般的義務から、専門家責任としての善管注意義務、適合性原則の遵守義務、説明義務および断定的判断の提供による投資勧誘の禁止という具体的義務が生じる。投資家が自己責任原則に基づき、投資判断をする前提として、これら義務が証券業者に課せられている。<sup>(8)</sup>

過当取引においては、不当な投資勧誘並びに投資運用に関する証券業者の行動規範との関係が問題となる。証券業者が顧客との信頼関係を濫

用して、手数料稼ぎなどの自己の利益を図るために、顧客の利益を無視または配慮せず、一連の取引を主導して、顧客の投資経験、知識および目的に照らして、社会的相当性を逸脱した過度な頻度および数量の証券取引並びに投資リスクが拡大する経済的合理性に欠ける証券取引を顧客に行わせることは、証券業者が負うべき上述した行為規範に反するといえる。

- (1) 野村証券株式会社法務部＝川村和夫編『注解証券取引法』(有斐閣, 1997年) 580頁。
- (2) 近藤光男＝吉原和志＝黒沼悦郎『証券取引法入門〔新訂版〕』(商事法務研究会, 1999年) 267頁。
- (3) 近藤光男＝吉原和志＝黒沼悦郎・前掲注(2) 400頁。
- (4) 証券法制研究会編『逐条解説証券取引法』(商事法務研究会, 1995年) 403-404頁。
- (5) これには、コメントとして、「この原則は、錯誤を回避する義務および欺罔行為または欺罔表現を回避する義務を含む」ことが明らかにされた(森田 章『金融サービス法の理論』(有斐閣, 2001年) 35頁)。
- (6) アンドリュウ・M・パーテック『証券取引勧誘の法規制』(商事法務研究会, 2001年) 102頁。
- (7) 森田 章・前掲注(4) 36頁。
- (8) 近藤光男＝吉原和志＝黒沼悦郎・前掲注(2) 266-267頁。

## 第二節 善管注意義務

「過当取引の温床である」とされる証券会社による売買一任勘定取引は、証券取引法42条1項5号に基づき禁止<sup>(1)</sup>されている。売買一任勘定取引とは、有価証券取引、有価証券指数等先物取引、有価証券オプション取引、有価証券店頭又は有価証券店頭デリバティブ取引若しくはその受託などにつき、個別の取引ごとに顧客から同意を得ないで、売買の別、銘柄、数又は価格の四要素の全部またはその一部について、証券会社側の裁量により、それらを決定して顧客勘定で証券取引を行うことである。

また、日本証券業協会「証券従業員に関する規則」9条の2第1項に基づき、協会員は、その従業員が、「銘柄、価格、数量、指値又は成行の

## 過当取引の民事責任（二）

区別等顧客の注文内容について確認を行わないまま注文を執行すること」がないように、指導、監督しなければならない。

証券取引法および日本証券業協会規則が、売買一任勘定取引契約の締結を原則的に禁止している趣旨として、①顧客の自己責任意識の希薄化をもたらし、損失が生じた場合に顧客と証券会社との間で紛争が生じやすいこと、②証券業者が売買委託手数料を稼ぐ目的で過度の売買を行うなど、顧客に対する背任的あるいは利益相反的取引が行われる温床となること、③相場操縦的な行為が行われて、証券市場における公正な価格形成が阻害されること、④顧客と証券会社との紛争が頻発することで証券会社の信用が損なわれること、などの弊害が伴うと考えられるからである。

例えば、大阪地裁平成11年5月31日判決は、「一任勘定取引は、証券会社の役職員が顧客に対する背任的あるいは利益相反的取引を行う温床となり、投資の合理性を害するおそれがある。そして、証券取引の事後承認の押し付けなどの形で弊害が顕在化し、その結果、現実に被害が発生したとみられる場合は、そのこと故に、私法上違法となり、損害賠償請求が認められる余地がある」と説示する。<sup>(2)</sup>

証券会社並びにその役員および使用人（以下、証券業者）は、顧客が勧誘をうけ、取引を継続している当該証券業者に対する社会的名声並びに担当営業員を強固に信頼し、顧客の投資経験および知識が乏しい場合、信頼関係を濫用して、顧客口座を支配して投資判断および投資選択を主導することが可能である。そして、証券取引法が禁止する売買一任勘定取引が実質的に行われる状況に顧客を誘引し、投資目的に反して証券売買を繰り返すことにより、多額の手数料を稼ぎ出すことも可能である。

すなわち、顧客が証券業者に著しく依存し、強固な信頼の下で取引が継続され、証券会社側が顧客口座を実質的に支配して取引内容を決定している場合、個々の取次委任契約ないし売買契約以外に、投資顧問契約に準ずる契約が黙示されていることがある。このように、証券業者が顧

客口座の運用に関する事実上の裁量権を有し、信頼を基礎とした継続的取引関係および投資顧問的役割を有している場合、顧客との間に誠実公正義務を根拠とする「信託関係」が成立しうる。

証券会社による情報提供者としての行為は、市場の健全性を維持しつつ、顧客に対し誠実かつ公正に業務を遂行するものでなくてはならない。証券投資は自己責任原則に基づくものであり、これら規則違反により、顧客が投資上の損失を被ったとしても、直ちに民事責任を求めることが可能であるかが問題となる。

証券会社は商法上の問屋であり（商552条2項）、委託事務の処理に当たっては、高度の善管注意義務が要請される。そのため、証券業者は顧客の売買注文を仲介し、適正な時価において売買を成立させる責務を負い、当該委託事務は善管注意義務に基づき処理されねばならない（民644条）。

ここにいう善管注意義務は、受任者が専門的な知識および経験に基づき、素人から当該事務の委託を受けることを営業とし、それが何らかの形で公認されているのであれば、それは当該事務についての周到な専門家を標準とする高い程度<sup>(3)</sup>になる。

委任者が事務を処理する方法について指示を与えた場合、受任者はこれに従うべきであるが、その指示が不適當なことを発見したときは、直ちに委任者に通知して、指示の変更を求めることも必要とする、極めて高い注意義務である<sup>(4)</sup>。当該注意義務を尽くすことが、証券投資における自己責任の前提となる。

証券会社は内閣総理大臣の登録を受けた株式会社であり（証取28条）、証券取引の専門家として投資家から証券売買の委託を受けることを営業とし、一定業務に関し厳格な認可基準に服する（証取29条の4）。その条件として、①申請者たる証券会社は、認可を受けようとする業務に係る損失の危険の管理に関して、適切な体制および規則の整備を行っていること（証取29条の4第1項1号）、②資本の額が、認可を受けようとする

## 過当取引の民事責任（二）

業務の態様に応じ、公益または投資者保護のため必要かつ適当なものとして政令で定める金額以上であること（証取29条の4第1項2号）、が求められる。

証券価格の変動要因は極めて複雑であり、投資判断には高度の情報分析能力および多角的かつ迅速な情報収集能力を要する。そのため、一般投資家は投資判断に当たっては、専門家である証券業者の助言推奨または取引手法に依存する傾向にある。他方、証券業者の営業成績の伸長もこのサービスのいかに係るところが大きい。その結果、証券業者の勧誘または助言推奨が過熱することは避け難い傾向にあり、このような立場にある投資家の保護が求められる。<sup>(5)</sup>

内閣総理大臣の登録または一定業務に関する認可を受けた証券会社は、「投資家に対して公正に業務を遂行すること」を表明したものと見える。また、証券会社は、市場環境、取引対象となる証券相場の推移および発行会社に関する業績・財務状況に関する高度の情報分析能力・情報収集能力並びに証券取引に係る高い専門的知識および豊富な経験を有している。洗練された投資技術を有さない一般投資家は、証券取引の専門家である証券業者の助言推奨にはそれなりの合理的理由が存在するものと信頼して、投資判断を行っているとも見える。

そこで、証券業者が投資勧誘を行う際には、顧客の属性に照らし、取引対象となる金融商品の特性およびリスクに関する的確な情報を十分に提供し、顧客が正しい理解を形成したうえで、その自主的かつ冷静な判断に基づいて取引を行うことができるように配慮すべき注意義務がある。<sup>(6)</sup>

すなわち、証券業者は問屋として顧客の売買注文を取り次ぐことに加え、顧客に証券取引の勧誘を行い、助言推奨により顧客の意思決定に影響を与えることが多い。顧客もまた証券会社の助言推奨に従って証券取引を行い、証券会社に対する強固な信頼の下で取引が繰り返されているという状態に基づき、証券会社が顧客の口座を支配し、事実上の売買一

任勘定取引が認められる場合、継続的委託契約における受託者として、証券会社は顧客のために善良なる管理者としての注意義務を負う。

そのため、証券業者と顧客との間に存在する証券投資に関する専門的知識および情報の偏在に基づき、証券会社は、顧客が予測できないような過大な投資リスクを負担させる結果とならないように、証券会社は専門家としての責任を負うことになる。それ故、証券会社は顧客との継続的取引関係および信頼関係を濫用してはならないことは当然である。

証券業者に求められる、顧客に対する一連の行動規範は、私法上の法的関係における忠実義務を規定しているとも言える。証券業者は顧客との継続的な信頼関係を濫用し、自己利益の実現のため、顧客の利益を無視または配慮しない行為をした場合、それは証券業者の専門家責任に対する忠実義務違反および債務不履行責任が認められる。

本来、証券業者は顧客からの売買注文を仲介する責務にありながら、取引における中立性および公正さを損なう行為は禁止されるものである。すなわち、証券業者は顧客に対し誠実公正に業務を遂行し、市場が健全かつ効率的に機能するための高度な善管注意義務を負うものである。

- (1) ただし、証券取引法34条2項1号に基づき、証券会社は、有価証券に係る投資顧問業の規制等に関する法律2条2項に規定する投資顧問業又は同条4項に規定する「投資一任契約」に係る業務を営むことができる。
- (2) 大阪地判平成11年5月31日全国証券問題研究会編『証券取引被害判例セレクト13』（全国証券問題研究会）11頁。
- (3) 神崎克郎『証券取引規制の研究』（有斐閣、1968年）167-168頁。
- (4) 我妻 栄『債権各論（中巻）』（有斐閣、1968年）671頁。
- (5) 東京高判昭和63年10月20日金融商事判例813号24頁。
- (6) 東京高判平成8年11月27日判例タイムズ926号263頁。

### 第三節 適合性原則

#### 1 適合性原則に関する規定

証券会社またはその役員若しくは使用人（以下、証券業者）による投資勧誘に対する規制として、証券取引法は断定的判断の提供による勧誘

## 過当取引の民事責任（二）

（証取42条1項1号ないし4号）、特定銘柄の証券に関する大量推奨販売（証取42条1項7号）並びに損失保証および損失補填による勧誘（証取42条の2）を禁止し、かつ適合性原則の遵守を求めている。

すなわち、証券業者は適合性原則に基づき、有価証券の売買若しくはその委託等について、顧客の知識、経験および財産状況に照らして不相当と認められる勧誘を行い、投資家の保護に欠けることとなり、または欠けることとなるおそれがないように、業務を営まなければならない（証取43条1号）。

わが国の適合性原則規定の前提となった証券監督者国際機構（IOSCO）の第2原則および第4原則は、以下のように規定する。まず、第2原則は「証券業者は、その業務に当たっては、顧客の最大の利益および市場の健全性を図るべく、相当の技術、配慮および注意をもって行動しなければならない」と規定する。そして、第4原則は、「証券業者は、サービスの提供に当たっては、顧客の資産状況、投資経験および投資目的を把握するよう努めなければならない」と規定する。<sup>(1)</sup> これら原則が、平成4年証券取引法改正の際に、54条1項1号に立法化され、その後、43条1号となった。

例えば、店頭登録銘柄の株式は、ベンチャー企業など、小規模な企業が発行するものが多い。そのため、流通する株式量が限られ、市場性が薄く、相場の乱高下が、取引所に上場する株式と比較して激しい。また、店頭登録企業は、取引所に上場する企業よりも、国内の景気動向に左右されやすく、店頭市場における株式公開後、経営改革および研究開発などに消極的な企業も多く、株価が下落することも少なくない。<sup>(2)</sup>

店頭登録株は取引所の上場株に比較して、市場性が薄く、相場変動の幅が大きいいため、投資リスクも高い。そこで、日本証券業協会「公正慣習規則」のうち、「店頭における有価証券の売買その他の取引に関する規則」36条は、「会員は、店頭有価証券の売買その他の取引の勧誘、顧客管理等について、『協会の投資勧誘、顧客管理等に関する規則』に定める

ところに従うものとする」と規定し、証券業者が店頭登録株式について、証券投資について、投資経験および知識、資力を有する者以外に対する勧誘の制限をしている。

店頭登録株の取引に加え、適合性原則との関係が問題となる取引として、株式の信用取引がある。信用取引とは、証券会社が顧客に信用を供与して行う有価証券の売買である。信用取引には、十分な資金または株式を有していない者でも参加することができる反面、資金が豊かでない者が安易に取引参加することを防止するため、証券会社は顧客から委託保証金の預託を受けることを要求している。

信用取引においては、信用供与に係る金利負担とともに、株価が急変した場合、顧客は追加手当を負担しなければならない。そして、現物取引とは異なり、売買取引の成立した日から、六ヶ月以内には必ず、株価動向に係わらず、反対売買による差金決済をするか、買付代金を支払い、買建株式を取得する現引（品受）をしなければならない。

証券会社は売買委託手数料に加え、信用供与による金利分の収入など、現物取引よりも、信用取引を顧客に行わせることにより、多額の利益を得ることができる。そのため、概して、証券会社は顧客を信用取引に誘引する傾向が見られる。

そこで、取引所の上場株に比較してリスクの高い店頭登録株の取引および現物取引に比較してリスクの高い信用取引により、投資家が多大の損失を被ることがないように、日本証券業協会「協会員の投資勧誘、顧客管理等に関する規則」2条は、「協会員は、顧客の投資経験、投資目的、資力等を十分に把握し、顧客の意向と実情に適合した投資勧誘を行うよう努めなければならない」と規定する。

また、同規則3条に基づき、「協会員は、投資勧誘に当たっては、顧客に対し、証券投資は投資者自身の判断と責任において行うべきものであることを理解させる」義務を負うとともに、証券業者に、顧客の「投資目的」を含む適合性原則に基づき、投資勧誘を行うことを求めている。

## 過当取引の民事責任（二）

そして、同規則 4 条は、協会員に対して、証券の売買その他の取引などを行う顧客について、以下の内容を記載した顧客カードを作成することを要求している。すなわち、①顧客の氏名、住所および連絡先、②職業および年齢、③投資目的、④資産の状況、⑤有価証券投資の経験の有無、⑥取引の種類、⑦顧客となった動機、⑧本人確認の方法、⑨その他各協会員において必要と認める事項、である。当該顧客カードは、投資家の「投資目的」に関する情報を聞き出すことを要求している。

同規則 4 条は、証券業者に対し、「証券の取引を行う」顧客について、顧客カードを作成することを要求している。しかし、投資リスクが高い金融商品および投機的な取引を、証券業者の勧誘により、顧客が行う場合には、顧客が「取引を行う」段階ではなく、証券業者が「勧誘を行う」前または段階で、規則 4 条が規定する顧客に関する情報を知るべきであろう。<sup>(3)</sup>

さらに、投資リスクが高いとされる、信用取引、店頭取扱有価証券の取引、新株引受権証券の取引、有価証券先物取引、有価証券指数等先物取引、有価証券オプション取引、外国市場証券先物取引、有価証券店頭デリバティブ取引などについて、同規則 5 条 1 項は、「協会員は、取引開始基準を定め、当該基準に適合した顧客から取引を受託するものとする」という義務を、証券業者に課し、同条 2 項において、「取引開始基準は、顧客の投資経験、顧客からの預かり資産その他各協会員において必要と認める事項について定めるものとする」と規定する。

外貨建ワラントなどの外国証券の取引については、日本証券業協会「外国証券の取引に関する規則」5 条は、「協会員は、顧客に対する外国証券の投資勧誘に際し、顧客の意向、投資経験および資力等に適合した投資が行われるよう十分配慮するものとする」と規定する。加えて、同規則 6 条に基づき、勧誘を行わずに外国証券を売り付ける場合には、協会員は、当該注文が顧客の意向に基づくものである旨の書面を当該顧客から提出させなければならない。

適合性原則が問題となった裁判例の多くでは、証券業者による投資勧誘に際し、顧客の投資知識、経験および財産状況に加え、顧客の投資目的<sup>(4)</sup>を検討している。このように、投資勧誘において、適合性原則を満たしているかどうかの判断は、顧客の投資知識、経験、目的および財産状況という要素が問題となる。すなわち、顧客が勧誘された金融商品に適合するか否かは、顧客の投資目的が当然に考慮されるものである。そこで、証券取引法43条においても、「投資目的」要件を含めるべきであろう。

## 2 適合性原則と民事責任

顧客が証券業者から投資助言を受けてはいるが、自己の意思により売買注文を発する場合、その投資リスクは発注者たる顧客が負うべきであろう。しかし、顧客の属性に照らし不適當な過当勧誘は、顧客利益を損なう虞れがあり、不適切な投資選択または不十分な投資判断により、市場の価格形機能を歪曲させることになる。

それ故、証券業者は、私法上の義務の具体的内容を示した、顧客に対する誠実公正義務とともに、適合性原則に基づき、顧客の投資知識、経験、目的および財産状況に照らして、明らかに過大な投資リスクを伴うと考えられる証券取引を積極的に勧誘することを回避すべき注意義務を負うものである。そして、証券会社はある金融商品を勧誘をするためには、顧客の属性にそれが適合すると信じる合理的な根拠を有してなくてはならない。これらは投資家保護および公益保護に資するものである。

顧客が個人投資家の場合、概して投資知識および自ら取得できる情報量は、専門家である証券会社のそれに比較すれば微々たるものであり、投資家が取引を行うにあたり、証券取引についての最水準の投資知識、経験および情報を有する証券会社に対する信頼および依存度の度合いは相当に強い場合が多い。

証券会社は営利企業であり、証券取引における手数料収入が基本となっている。そのため、勧誘行為には、自らの利益を優先し、顧客の事情

## 過当取引の民事責任（二）

を無視した行き過ぎた勧誘行為が多いことは否定できない。

証券会社における基本原理としての適合性原則は、証券取引においては、証券会社側に顧客の自己責任による取引の前提条件を確保すべき責務がある。それ故、適合性のない投資家への勧誘により、自己責任原則に基づき、このような勧誘および取引を正当化することはできない。

また、具体的な取引における適合性の有無は、顧客の属性並びに当該取引の投機性の程度および難易度との相関関係において各個別に決せられることとなるであろう。すなわち、単なる社会的地位の高さおよび資力だけから、適合性が認められるものではない。

それに対し、証券業者は、顧客の属性に関する特別な調査権限を有してはいない。そのため、顧客が顧客カードの記載などにより、自己の投資経験、目的および財産状況などに関する情報を、証券業者にどの程度開示するかは、顧客自身が決定するものである。これら理由から、適合性原則に基づき、顧客が任意に開示した投資経験、目的および財産状況などの情報に照らして不相当と考えられる投資勧誘は禁止される。そして、適合性原則の遵守義務は必ずしも、不適合な投資運用における損失発生を可及的に防止することではない、という見解がある。<sup>(5)</sup>

証券業者が顧客に顧客カードを記載させることは、適合性を判断するうえで、証券業者には顧客のことを熟知すべき一定の義務が課せられていると考えられる。とりわけ、証券業者が勧誘を積極的に行い、それが動機となり、証券取引がなされ、顧客の信頼が強固に示され、証券業者が実質的に投資決定を支配している場合には、証券業者は当該顧客の投資目的および財産状況などを知るように努めなければならない。<sup>(6)</sup>

ただし、顧客のことを熟知していたかということと、不適合な金融商品を勧誘したことにより責任を負うかということは別の問題であろう。後者においては、積極的に不適合であるということを知りながら、顧客にリスクの高い金融商品を勧誘した場合、損害賠償責任が生じると考えられる。<sup>(7)</sup>

### 3 判例の分析

顧客の投資経験および知識が明らかに不十分であり、資力が乏しく、保守的な投資目的を有していることを知りながら、顧客に対し、ワラント<sup>(8)</sup>を含むデリバティブ取引など、投資リスクが高く、仕組みが複雑難解であり、多大の損失が生じる可能性が大きい金融商品を勧誘した場合、一回性の取引においても、適合性原則違反となるであろう。

例えば、東京地裁平成7年8月30日判決は、「一般投資家に対してワラントの取引を勧誘することが、当該投資家の財産状態、投資経験等に照らして明らかに過大な危険を伴う取引に積極的に勧誘したものと評価される場合には、私法上違法と評価されることがありうる」と説示<sup>(9)</sup>する。

また、適合性原則は、証券業者が顧客の属性に反し、投資リスクの高い取引を個別に推奨していなくとも、継続的に繰り返し行わせた場合、適合性原則違反が問われることになる。

例えば、頻繁な信用取引による損失に係る民事責任が問題となった事例として、大阪地裁平成9年8月29日判決<sup>(10)</sup>がある。原告は長年にわたり優良銘柄の株式を購入し、それらを長期的に保有し、資産を維持形成してきた。しかし、被告証券会社の担当者は、原告が正確な知識を有していないにもかかわらず、原告を信用取引に誘引し、信用取引を繰り返し行わせた。本件大阪地裁は、「本件取引の手法は、投資について相当の知識、経験、情報収集・分析能力を有する顧客でなければ適合性がない」と指摘している。

投資勧誘の方法および取引手法が、投資家の投資目的、財産状態および投資経験などに鑑みて著しく不適合であり、または明らかに過大なリスクを伴う取引に積極的に勧誘したものと評価される場合、私法上、債務不履行または不法行為責任が生ずるといえるだろう。

証券業者と一般投資家との情報格差などを根拠として、証券業者は、証券取引の勧誘および助言推奨において、顧客自身による冷静かつ自主的な投資判断に基づき、合理的な取引を行えるように配慮する義務があ

## 過当取引の民事責任（二）

る。そして、これに違反して、顧客に予測しえない過大なりスクを負担させた場合、適合性原則に反する実質的な違法性があると考えられる<sup>(11)</sup>。

この場合、違法性を構成する判断要素は、投資の種類、数額、投資家の財産・収入、投資家の意向・目的、資金の性格、取引についての知識・経験の有無、職業・学歴、取引に至る経緯、勧誘文言の内容、執拗性の程度など、一切の具体的事情である<sup>(12)</sup>。

しかし、「適合性原則に違反した投資勧誘が私法上、直ちに違法」とする裁判例は必ずしも多くはない。東京高裁平成11年7月27日判決は、「適合性原則違反は、不法行為の故意、過失を直接構成するものではないが、その違反の有無は、不法行為の要件である違法性を判断するための要素の一つとなることは明らかである<sup>(13)</sup>」と指摘する。

本判決は、適合性原則に照らして必ずしも適切とはいえない勧誘があったと認定された場合、適合性が低いことを、説明義務違反若しくは断定的判断の提供が社会的相当性を逸脱するかを検討し、適合性原則違反と併せて、その違法性を認定している。

### 4 説明義務との関係

適合性原則は、証券会社が負う説明義務との関係が問題となる。「証券会社が勧誘する金融商品の特質および投資リスクなどについて十分な説明を尽くし、顧客がその内容を理解したならば、適合性原則違反とはならない」とする裁判例は少なくない。適合性原則を説明義務に組み込んでいるのである<sup>(14)</sup>。大阪高裁平成8年9月13日判決は、一審原告にはワラント取引の経験はないが、「一審原告らが一審被告の説明と交付された説明書によってワラント取引の危険性の概要を知って取引をする以上、本件取引は一審原告らに適合しないとはいえない<sup>(15)</sup>」と述べる。

また、ある論者は、「勧誘自体が不相当であるとする裁判例においても、当該取引への投資を勧誘することを回避すべき注意義務の違反を責任の根拠としているわけではなく、顧客に対する説明義務が尽くされたかが

中心的な問題となる」と指摘する。<sup>(16)</sup>さらに、ある論者は、「一般に投資の適合性の大小と説明義務の程度は、相関的な関係にある。例えば、ワラント投資に関し、適合性の極めて低い投資家に対しては、説明内容は相当詳しくなければならない。これに対し、適合性が高ければ、説明の程度は低くてもよいことになる」と述べる。<sup>(17)</sup>

しかし、証券業者が勧誘する金融商品について十分な説明を尽くし、その内容を顧客が理解したとしても、顧客の属性に鑑みれば、本質的に当該商品の取引に適合していないこともある。適合性原則は、このような顧客に対しては、取引の勧誘自体を禁止するものであると考えられる。

何故ならば、金融商品の特質および投資リスクなどを十分に説明し、顧客にその内容を理解させたことにより、適合性原則を満たしたことになるのであれば、いかなる顧客に、いかなる金融商品の勧誘を行ったとしても、その投資リスクは顧客が自己責任に基づき負うことになる。<sup>(18)</sup>それは証券取引の公序に反することになるともいえる。<sup>(19)</sup>そのため、本来、顧客の属性に照らし、勧誘をしてはならない場合には、その金融商品について十分な説明を尽くし、顧客に理解させたとしても、証券業者は適合性原則により、当該取引に顧客を誘引してはならないであろう。

## 5 大量推奨販売との関係

適合性原則との関係において問題となる「証券会社による特定銘柄の大量推奨販売」は、証券取引法42条1項7号違反であるとともに、「証券会社の行為規則等に関する総理府令」4条11号ないし14号に基づき、禁止されている。

大量推奨販売とは、証券会社が特定かつ少数の銘柄の証券について、不特定かつ多数の顧客に対し、買付け若しくは売付け又はその委託などを、「一定期間継続して一斉にかつ過度に勧誘する行為」であり、公正な価格形成を損なうおそれがある。

また、大量推奨販売は「顧客の財産状況および投資目的など、適合性

## 過当取引の民事責任（二）

原則を無視した強引な勧誘」により、顧客に買い付けさせることが多い。そして、大量の買注文の集中により、急激な価格変動を作り出し、公正に価格形成を損なうおそれが強いといえる。

さらに、証券業者が大量に保有する特定銘柄の証券を、同社の営業方針に基づき、顧客に過度に集中的な推奨をすることにより売り付けて、売買差益を得ることも少なくない。それ故、大量推奨販売は、禁止されている。

### 6 過当取引との関係

適合性原則を過当取引との関係について考察すれば、過当取引は個々の取引に加え、一連の取引全体の違法性がより問題となる。そこで、顧客に対し、証券会社が金融商品の特質および投資リスクなどに関する正確な情報を伝えることなく、当該内容に関し誤った認識を生じさせ、顧客属性に反する金融商品の売買を繰り返させた場合、これら取引行為全体が適合性原則に反する不当勧誘であるとも言える。

過当取引は、証券業者が顧客の口座を支配し、事実上の一任勘定取引を行っている状態である。当該状況下においては、個別取引に関する都度の勧誘および売買委託がなく、証券業者の裁量により、取引が繰り返されている。

とりわけ、頻繁な短期売買取引は、過当取引事例の特徴でもある。頻繁な短期売買取引は相場の乱高下に対処するため、顧客が被る損失の拡大を防止し、または利益を一時的に確保する場合には、一定の経済的合理性が存在すると考えられる。しかし、頻繁な短期売買取引が相場の乱高下に対処するために行われるものであるならば、このように相場が著しく変動することが予想される証券銘柄を、投資経験、知識、資力の乏しい顧客に推奨して、取引対象とすること自体、適合性原則の観点から問題がある。取引数量が多大であれば、株価の小幅の変動でも、多大の損失を被ることになるからだ。

多くの過当取引事例では、相場が乱高下していなくとも、頻繁な短期売買が繰り返されている。例えば、同一日または連続した数日間に、同一銘柄の証券を、同一単価または近似の単価で、買付または売付けられている。このような取引は、相場が乱高下に対処するものではなく、頻繁な短期売買により、証券業者が売買委託手数料などの収入を稼ぐ意図を推認することができる。

また、過当取引事例を概観すれば、株式の現物取引だけでなく、信用取引が頻繁に行われている。株式の信用取引とは、顧客が証券会社から金銭または株券を借りて行う取引であり、委託保証金に基づき、投資家は自己資金を何倍も上回る取引が可能である。反面、顧客は信用供与に係る金利および短期間の急落に対する追加手当を負担しなければならない。また、株式の現物取引とは異なり、株価動向に係わらず、新規建玉をした日から6ヶ月の期限内に、差金決済をするか、現引をしなければならない。

株式の現引は、信用取引の決済期限までに株価が下落して、差金決済をすれば、多額の売買損が生じる場合、そして、将来、株価が騰貴することを期待して、または株価が騰貴するであろう見込みがある場合に、信用買建の約定代金を支払って、概してやむを得ず、株式を引き取ることである。

他方、証券会社は売買委託手数料に加え、信用供与による金利など、現物取引よりも多額の利益を顧客から得ることができる。そのため、証券会社は顧客を信用取引に誘引する傾向が見られる。

このように、株式の信用取引は顧客にとり売買経費が現物取引よりも重い負担となる。そして、自己資金を何倍も上回る取引が可能であるため、顧客の資産を遥かに凌駕する株式取引が繰り返されていることが多い。証券業者が顧客勘定の取引を主導して、無思慮な株式銘柄の選択を行った結果、顧客は現物取引よりも多大の損失を被ることになる。

例えば、証券業者は、顧客が信用取引に関する正確な知識を有してい

## 過当取引の民事責任（二）

ないことを認識しながら、当該顧客を信用取引に誘引し、それを繰り返し行わせた場合、適合性原則違反として、民事責任を負う。すなわち、「投資について相当の知識、経験、情報収集・分析能力を有する顧客でなければ適合性がない」と言える<sup>(20)</sup>。

さらに、過当取引の特徴として、一部上場株だけでなく、一部上場株よりも株価の乱高下が激しい二部上場株および店頭登録株、証券会社の大量推奨販売の対象となっている株式、ワラントを含むデリバティブなど、多数の証券銘柄および複雑多岐に取引手法に基づく売買が行われている事例が多い。

これら取引を、証券業者が洗練された投資技術を有さない個人投資家にさせることは、適合性原則に係わるとともに、顧客利益を無視または配慮しない行為である。そして、このような証券取引が可能であった側面には、証券業者が顧客の口座を支配し、一連の取引を主導していたと推認される。そのため、適合性過当取引の認定上、とりわけ、「口座支配性（取引の主導性）」要件に関し考慮されるものである。

- (1) 近藤光男＝吉原和志＝黒沼悦郎『証券取引法入門〔新訂版〕』（商事法務研究会，1999年）400頁。
- (2) 今川嘉文『相場操縦規制の法理』（信山社，2001年）252頁。
- (3) 森田 章『金融サービス法の理論』（有斐閣，2001年）47頁。
- (4) アンドリュー・M・パーデック『証券取引勧誘の法規制』（商事法務研究会，2001年）100，107頁。
- (5) 野村証券株式会社法務部＝川村和夫編『注解証券取引法』（有斐閣，1997年）624頁。
- (6) 潮見佳男「投資取引と民法理論（二）——証券投資を中心として——」民商法雑誌118巻1号15頁。
- (7) 近藤光男「投信販売と証券取引法・金融商品販売法」銀行法務21 No. 58（2001年2月号）25頁。
- (8) 新保恵志『デリバティブ——リスク・ヘッジが生み出すリスク——』（中公新書，1996年）111-114頁，大阪地判平成6年12月16日判例タイムズ908号219頁。

大阪高判平成7年4月20日判例タイムズ885号207頁は、証券会社がワラントの勧誘において、以下の説明を十分に行い、顧客がワラントの仕組み

および投資リスクについての的確に認識できるようにしたかを問題としている。すなわち、①ワラントの価格は権利行使期間を経過すれば無価値となり、同期間前でも価格の上昇が期待できないときは、その危険が生ずること、②ワラントの値動きは価格により大きく異なるため、価格別特性の説明を行ったか否か、③投資対象として不適格な、行使期限まで2年未満のワラントを販売しなかったか、④外貨建ワラントは為替変動によるリスクを具有しており、当該リスクの説明があったかどうか、⑤一般紙に投資家が必要な情報が掲載されていない、ワラント取引の特殊性および売買形態を説明したか、⑥ワラントの価格は株価と連動して株価の数倍の値動きをする結果、高い収益率が見込める反面、大きなリスクも負うことを説明したか、⑦外貨建ワラントは上場株式などと異なり、証券会社との相対取引によることを説明したか。

なお、ワラント取引のリスクおよび説明義務との関係については、本章第四節で詳述する。

- (9) 東京地判平成7年8月30日判例タイムズ911号163頁。
- (10) 大阪地判平成9年8月29日判例時報1646号113頁。
- (11) 清水俊彦『投資勧誘と不法行為』(判例タイムズ社、1999年)437頁。
- (12) 清水俊彦・前掲注(11)120頁。
- (13) 東京高判平成11年7月27日全国証券問題研究会編『証券取引被害判例セレクト14』(全国証券問題研究会)1頁。
- (14) パーデック・前掲注(4)215頁、242頁。
- (15) 大阪高判平成8年9月13日判例タイムズ942号191頁。
- (16) 小粥太郎「説明義務違反による不法行為と民法理論(上)——ワラント投資の勧誘を素材として——」ジュリスト1087号119頁。
- (17) 清水俊彦・前掲注(11)224頁。
- (18) パーデック・前掲注(4)147頁、潮見佳男・前掲注(6)9頁。
- (19) 三木俊博＝榎田寛一＝田端 聡「証券投資勧誘と民事的違法性——外貨建てワラント取引を巡って——」判例タイムズ875号32頁。
- (20) 大阪地判平成9年8月29日・前掲注(10)113頁。

#### 第四節 説明義務

##### 1 説明義務の内容

説明義務とは、証券会社並びにその役員および使用人(以下、証券業者)が金融商品を勧誘する場合、顧客が投資判断をするうえで、当該商品の特質および投資リスクなど、取引に関する重要な情報を提供し、顧

## 過当取引の民事責任（二）

客の属性に鑑み、十分な説明を尽くし、理解させなければならないとする義務である。証券会社に説明義務が求められる根拠として、金融商品の特質、条件および投資リスクなどに関する、顧客と証券会社との情報収集能力および分析能力のギャップ並びに証券会社の専門家が考えられる。

証券取引は本来リスクを伴うものであり、証券会社が提供する情報も、不確定な要素を含む将来の見通しに依存せざるを得ないのが実情なのである。そのため、当該情報を参考にして、投資家自身において、投資リスクおよびリスクに耐えうる財産的基礎を有するか否かを判断して、自らの責任で取引を行うべきものである。<sup>(1)</sup>

このように、証券投資が証券会社の勧誘および助言推奨により行われたとしても、投資家は自己責任原則に基づき、取引から生じた損失は自身が負うことになる。しかし、証券業者の勧誘および助言指導がいかなる程度のものであっても許されるわけではない。顧客は証券業者の投資勧誘を契機に証券取引を行い、その助言推奨により投資選択をすることが多い。そして、証券業者は当該取引により売買委託手数料または信用供与に係る金利などの利益を得ている。そのため、証券業者は顧客に対し、冷静かつ自主的な投資判断を妨げることのないように、専門家性として「信義則上の義務」を負う。

例えば、福岡高裁平成10年2月27日判決は、「証券取引を勧誘するに当たっては、投資家の職業、年齢、証券取引に関する知識、経験、資力等に照らして、当該証券取引による利益やリスクに関する的確な情報の提供や説明を行い、投資家がこれについて正しい理解をしたうえで、その自主的な判断に基づいて当該取引を行うか否かを決することができるように配慮すべき信義則上の義務を負う」と指摘する。<sup>(2)</sup>

証券会社は内閣総理大臣の登録を受けた株式会社であり、一定業務に関し厳格な認可基準に服している。登録または一定業務に関する認可を受けた証券会社は、投資家に対して公正に業務を遂行することを表明し

たものとみなされる。また、証券業者は、証券市場を取り巻く政治・経済情勢に加え、証券発行会社の業績・財務状況などについて、高度の専門的知識、豊富な投資経験、多角的かつ迅速な情報収集能力および精鋭的な情報分析能力などを蓄積している。

他方、洗練された投資技術を有さない一般投資家は、証券取引の専門家である証券業者の推奨助言にはそれなりの合理的理由が存在するものと信頼して証券市場に参入し、投資決定を行っているともいえる。このような一般投資家の信頼は十分な保護に値するものであり、証券業者は金融商品を勧誘するにあたっては、当該商品が投資家の属性に適合すると信じるに足りる合理的な根拠を説明しなければならないと言える。<sup>(3)</sup><sup>(4)</sup>

## 2 説明義務に関する規定

説明義務に関する具体的な規定を概観すれば、証券取引法40条は、投機的かつ投資リスクが大きい一定の金融商品について、証券会社に、取引の概要その他総理府令で定める事項を記載した書面の交付を義務づけている。これは、有価証券先物取引などは、小額の証拠金で多額の取引が可能な反面、投資リスクが大きい取引であることから、証券会社がこれらの取引に係る契約を締結しようとするときは、事前に顧客に対して、当該取引の概要などを記載した書面の交付を義務づけることにより、投資家保護を図ろうとするものである。<sup>(5)</sup>

そこで、証券会社は、①有価証券先物取引、有価証券指数等先物取引またはオプション取引、②外国有価証券市場における有価証券先物取引と類似の取引または外国市場証券先物取引、③有価証券店頭デリバティブ取引、④その他内閣府令で定める有価証券の売買その他の取引契約を締結しようとする場合、あらかじめ顧客に対し、これらの取引の概要またはその他内閣府令で定める事項を記載した書面を交付しなければならない（証取40条）。

また、日本証券業協会「外国証券の取引に関する規則」9条は、一定

## 過当取引の民事責任（二）

の外国証券については、協会員たる証券会社が外国証券内容説明書を交付することにより、勧誘を行うことができる。そして、同規則12条3項は、「協会員は、外国証券の取引の注文を受けるに当たっては、顧客に対し、当該外国証券については我が国の証券取引法に基づく企業内容の開示は行われていない旨を説明する」ことを求めている。後述する外貨建ワラントは、外国証券に該当する。

そして、日本証券業協会「協会員の投資勧誘、顧客管理等に関する規則」6条から同規則6条の5は、協会員に対し、信用取引、新株引受権証券取引、先物取引、店頭取扱有価証券、証券投資信託の販売について説明を義務づけている。

まず、同規則6条は、会員に対し、信用取引および時価発行公募増資に係る発行日決済取引を初めて行う顧客に対し、信用取引制度または発行日決済取引制度の概要を記載した説明書を交付し、その内容について十分な説明をする義務を、証券業者に課している。

同規則6条の2は、会員に対し、「店頭売買有価証券の登録及び価格の公表等に関する規則」5条1項2号に規定する登録基準による登録銘柄、東京証券取引所マザーズ上場銘柄、ナスダック・ジャパン市場グロース上場銘柄、札幌証券取引所アンビシャス上場銘柄、福岡証券取引所 Q-Board 上場銘柄などの取引を初めて行う顧客に対し、当該市場の概要および性格について、十分説明するものとする。

同規則6条の3は、会員に対し、顧客と新株引受権証券取引若しくは先物取引などに係る契約を締結しようとするときは、「あらかじめ、当該顧客に対し、これらの取引の概要、取引に係る損失の危険に関する事項および顧客の注意を喚起すべき事項を記載した説明書を交付し、これらの事項について十分説明する」ものとし、顧客の判断と責任において当該取引を行う旨の確認を得るため、当該顧客から当該取引に関する確認書を徴求するものとする。なお、契約の締結前1年以内において、当該顧客に当該説明書を交付した場合を除く。

同規則6条の4は、会員に対し、「店頭取扱有価証券の取引を初めて行う顧客に対し、店頭取扱有価証券の性格、取引の仕組み等について十分説明する」ものとし、顧客の判断と責任において当該取引を行う旨の確認を得るため、当該顧客から細則に定める店頭取扱有価証券の取引に関する確認書を徴求し、その写しを当該顧客に交付するものとする。

同規則6条の5第1項は、会員に対し、「証券投資信託の受託証券の募集、販売に当たっては、顧客に対し、当該証券投資信託の受託証券に関する『受託証券説明書』により商品内容等を十分説明するとともに、当該受託証券を取得しようとする顧客に対しては、細則に定める方法により、当該受託証券説明書を交付又は送付しなければならない」と規定する。

同規則6条の5第2項は、特別会員である金融機関に対し、「証券投資信託及び外国証券投資信託の受託証券、投資証券若しくは外国投資証券の募集又は証券取引法施行令第17条の2に規定する有価証券の募集若しくは売付けの勧誘に当たっては、これらの有価証券と預金等との誤認防止を図るため、顧客に対し、書面の交付その他の適切な方法により、細則で定める事項について十分説明しなければならない」と規定する。

このように、証券取引法および日本証券業協会規則は、証券業者に対し、顧客が投資判断をするうえで、金融商品の特質および投資リスクなど、売買取引に関する重要な情報を提供し、十分な説明をしなければならないことを求めている。また、投資リスクが高い一定の金融商品に関しては、顧客から確認書の徴求を義務づけ、勧誘者たる証券会社に情報提供義務を課している。

### 3 判例の分析

#### (1) ワラント取引のリスク

証券取引法および日本証券業協会規則は、証券業者に説明義務を課しているが、証券業者が負う説明義務の範囲および程度が問題となる。す

## 過当取引の民事責任（二）

なわち、勧誘する金融商品の内容について、どの顧客に対しても一定の形式に従った説明で足りるのか、説明書の交付および口頭による十分な説明により、顧客ごとに具体的かつ現実に理解させることが必要であるのか、である。

説明義務の範囲と民事責任が問題となった事例として、多数の「ワラント訴訟」がある。そこで、ワラント取引に係る損害賠償請求訴訟に基づき、証券業者が負う説明義務の範囲および程度について、考察をする。

ワラントとは、新株引受権付社債（ワラント債）のうち、社債と新株引受権が分離可能な形で発行され、新株引受権だけが独自の証券となったものであり、当該証券が社債部分と切り離されて売買流通される。ワラントには、国内で発行される円建ワラントおよび海外で発行される外貨建ワラントがある。

ワラントは、権利行使期間内に、予め決められた権利行使価格で、ワラント発行会社の株式を一定数量、購入できる権利である。ワラントの購入者は、権利行使期間内に、株価がワラントの権利行使価格および1株当たりのワラント購入費用を合算した額を上回れば、その権利を行使することにより、市場価格よりも安い費用で、株式を取得することができる。その株式を市場において時価で売付ければ、売却益を獲得できる。

ワラントの価格は株価と連動して、株価の数倍の値動きをするため、高い収益が見込める反面、株価がワラントの権利行使価格を上回らなければ、マイナスパリティとして、権利行使価格をする意義はない。そして、マイナスパリティのまま、権利行使期間を経過した場合、ワラントは無価値となる。さらに、行使期間内であっても、行使期限が少なくなるにつれ、ワラント価格は下落するとともに、権利行使価格が株価を上回り、株価の騰貴が期待できないときは、ワラントの価値は著しく低くなる。そのため、ワラントは同額の資金で株式の現物取引を行う場合に比べて、投資資金の全額を失うリスクを伴っている。<sup>(6)</sup>

外貨建ワラントは為替変動によるリスクを具有していることから、売

却価格は為替変動の影響を受ける。また、外貨建ワラントには、売買価格、売買数量、発行会社の株価との連動状況など、日刊の新聞紙をはじめ、投資家にとり売買の判断根拠となる情報が開示されていない。そして、ワラントの時価は証券会社から入手するしかないため、取引に係る損失状況について、正確な数値を知ることも困難であった。

そして、外貨建ワラントの取引方法は、上場証券などとは異なり、証券会社との相対売買による。そのため、証券会社によりワラント価格が恣意的に操作される側面があり、価格形成過程は不透明であった。<sup>(7)</sup>

そこで、不透明な価格形成を是正するため、平成2年7月18日付の日本証券業協会理事会決議「外国新株引受権証券の売買、手配の発表等について」により、平成2年9月25日から、業者間売買を原則として、日本相互証券株式会社に集中させて、その値段を公表することとし、併せて、顧客との仕切値幅についても、一定の制限を設けた。<sup>(8)</sup>

このように、外貨建ワラントは証券会社との相対売買によるため、顧客がワラントを処分するには、証券会社に買い戻してもらわなければならない。しかし、顧客が証券会社にワラントを売却する場合、証券会社は顧客から買戻した価格よりも高い価格で売却できる見込みがない場合、買い戻しに応じることはない。とりわけ、ワラント価格が下落しているときには、証券会社は当該ワラントを買戻価格よりも高い価格で売却することは困難であるため、買い戻しに応じないといえる。<sup>(9)</sup>

前述したように、株価がワラントの権利行使価格を下回っている場合、新株引受権を行使することは無意味であり、当該ワラントは残存期間の減少とともに価値が下がり、売却処分が困難になる。そして、株価がワラントの権利行使価格を下回り、権利行使期限までの「残存期間が2年未満」のワラントは、取引される割合が大幅に低下する。<sup>(10)</sup>

さらに、ワラント価格は、パリティ部分は株価に連動するものの、プレミアム部分は株価とは連動せず、複雑な要因により形成される。そのため、ワラントの価格変動の予測は極めて困難である。すなわち、ワラ

## 過当取引の民事責任（二）

ントは株式の現物取引に比較して、数段に投資リスクの高い金融商品である。

大阪高裁平成9年6月24日判決は、「ワラントの価格形成に関する仕組みは複雑であり、一般投資家が正確に理解して、予測をたてることは至難の業である」と指摘する<sup>(12)</sup>ように、一般投資家がワラント取引により利益を獲得するには、高度に洗練された投資技術を有するといえる。

### (2) ワラント取引と説明義務の範囲

ワラント取引に係る判例のなかには、顧客の投資経験、知識および判断能力などから、証券業者がワラントの説明書を交付し、その確認書を徴求<sup>(13)</sup>ただけで、説明義務は果たされたとする事例もある。

しかし、多数の裁判例を概観すれば、説明義務の範囲および程度は、金融商品の仕組みなどの複雑性および取引によるリスクの大きさ、これらの周知性、顧客の投資経験、理解力などの相関関係により決定<sup>(14)</sup>している。

そのなかで、大阪高裁平成7年4月20日判決は、説明義務の範囲および程度を具体的に示している。すなわち、「外貨建ワラントのリスクに関する的確な認識を形成させるため、①ワラントの意義、②権利行使価格、権利行使期間、権利行使による取得株式数の意味、③外貨建ワラントの価格形成のメカニズムおよびハイリスクな商品であり、無価値となることもあること、④外貨建ワラントは上場証券などと異なり、証券会社との相対取引によることについて十分説明し、投資家がそれらについての的確に認識できるようにすべきである」と指摘<sup>(15)</sup>する。

ただし、顧客の財産状況および投資目的などの属性に鑑み、ワラント取引の勧誘をしてはならない場合には、顧客にワラントの特質および投資リスクなどを理解させたとしても、証券業者は当該取引に顧客を誘引<sup>(16)</sup>してはならないであろう。

東京高裁平成8年3月18日判決は、ワラント取引の経験がない顧客に

対する勧誘に関し、「一審被告証券会社は、信義則上、外貨建て分離型ワラントが内包する高い危険性について一審原告に十分説明をすべき契約締結上の注意義務があった。しかし、一審被告証券会社は、本件ワラントの持つ高い危険性についての説明をしておらず、しかもこの説明があれば一審原告は本件ワラントの購入の決意をしなかったものと推認するに難くないから、これによる損害について一審被告は債務不履行責任を負う」と判示した。<sup>(17)</sup>

本判決では、証券業者は顧客に勧誘する金融商品の投資リスクなどについて、十分な説明を尽くす義務があるとする。そのため、ワラント取引に関する小冊子などの説明書を交付していたとしても、取引経験のない顧客に対し、投資リスクなどについて説明が不十分であり、顧客がリスクなどを理解しないままにワラント取引に誘引し、損害が生じた場合、証券業者は民事責任を負うことになる。

東京地裁平成6年9月8日判決は、「証券取引の知識および経験がなく、資金的なゆとりもなかった原告のような適格のない顧客にあえてワラント取引を勧誘する場合には、単に当該取引の危険性に言及しその点についての理解を得るだけでは足りず、明確かつ詳細に最悪の場合にどのような事態になるかを説明し、その事態についての十分な理解をえさせた上、それを承知の上でなお取引するのかを確認すべき義務がある」と説示した。<sup>(18)</sup>

本判決では、証券業者は顧客の属性に鑑み、勧誘する金融商品の投資リスクの理解を得るだけでは足りず、最悪の場合の事態を説明し、そのことを顧客が理解した上で取引をするのかを確認すべき義務を負うとした。

特に注視すべきは、大阪高裁平成9年6月24日判決である。本件では、証券業者が投資家にワラントを推奨する時点で、発行会社の株式価格がワラントの権利行使価格を下回っていないながら購入させたことが問題となった。

## 過当取引の民事責任（二）

本判決は、「勧誘時点で株価が権利行使価格を下回っているような場合は、将来株価が相当な率で上昇し、権利行使価格を上回る事態が到来するとのそれ相応の蓋然性がなければ、当該ワラントに対する投資は無意味であり、投資資金全額を失うおそれが強い。そうであるから、そもそも右のようなワラントを一般投資家に勧誘することに特段の事情がない限り、不適切なものであるといわざるを得ない。そして、何らかの特段の事情により勧誘をする場合には、一般投資家に対し、当該銘柄について、具体的な権利行使価格と権利行使期間を明示して、現在の株価水準と今後の株価水準との関係を明らかにした上で、今後の株価が上昇したり、権利行使価格を上回ると考える根拠とその確度を客観的な情報に基づいて個別的、具体的に懇切丁寧に説明すべきである」と説示する<sup>(19)</sup>。

買付時点で、マイナスパリティのワラントは将来、権利行使価格を上回るほど株価が相応の率で騰貴し、権利行使価格を上回る事態が到来することの蓋然性がなければ、投資家がマイナスパリティのワラントを買付ける経済的合理性はない。そのため、本判決は、証券業者が顧客にマイナスパリティのワラントを「何らかの特段の事情」により推奨し、買付けさせる場合には、「今後の株価が上昇したり、権利行使価格を上回ると考える根拠とその確度を客観的な情報に基づいて具体的に説明すべき義務がある」と指摘する。

このような説明が欠けているにもかかわらず、投資リスクの極めて高い当該ワラントを購入させているのであれば、証券業者が自身の利益を優先させるため、投資家の利益を無視または配慮しない「欺罔の意図」があると推認される。

さらに、大阪地裁堺支部平成9年5月14日判決は、「証券会社は、的確な情報の提供や説明を行うとともに、その後においても投資家が間違った情報や認識の下で、不当に損失を受けることがないように、情報等の提供や適切な助言を行うべき信義則上の注意義務がある」と述べる<sup>(20)</sup>。

本判決では、証券業者は顧客に勧誘する金融商品の特質およびリスク

を十分に説明し、その内容を理解させることに加え、取引成立後においても、不当に損失を拡大させないように、適切な時期に証券の売付を促すなどの助言義務を負うとした。

助言義務は、証券取引の専門家としての証券会社に対する投資家の信認関係に、その根拠があるとする。当該信認関係が存在するかは、証券会社による事実上の売買一任勘定取引が行われている場合に、より明確となる。<sup>(21)</sup>

#### 4 証券業者の責任

証券業者は、勧誘する金融商品と顧客属性との適合を検討し、顧客が当該取引の特質および投資リスクなどを正しく理解しているかどうか並びに顧客の意思決定について確認をしなければならない。顧客の投資経験、知識、判断能力が乏しい場合には、より強化した説明義務が求められ、単に説明書を交付しただけでは、当該義務を果たしたことにはならない。

そこで、証券業者は、顧客が自主的な判断に基づき取引を行うことができるように、顧客の投資経験、知識、判断能力、理解力、職業、年齢、資力などに鑑み、勧誘する金融商品に關した確な情報の提供および説明を行い、その内容について正しい理解および認識を形成させなければならない。<sup>(22)</sup> 当該理解が得られない場合には、顧客に取引をしないように「断念させる義務」<sup>(23)</sup>があると考えられる。

また、証券取引の専門家としての証券会社に対する投資家の信認関係に基づき、①証券業者による事実上の売買一任勘定により取引が行われていた場合、②顧客と証券業者が継続的取引関係にあり、証券業者が投資顧問的役割を有している場合には、長期的な投資計画を示すとともに、証券業者は不当に、顧客の損失を拡大させないように、適切な助言を提供しなければならない。

そのため、顧客の属性に照らし、勧誘者の説明が明らかに不十分であ

## 過当取引の民事責任（二）

り、顧客が金融商品の投資リスクなどを理解しないまま取引を成立させ、または合理的な根拠を有しない事実または意見を述べて取引に誘引した結果、顧客に損害を被らせた場合、証券業者は民事責任を負うものと考えられる。

- (1) 大阪地判平成6年2月10日判例タイムズ841号276頁。
- (2) 福岡高判平成10年2月27日判例タイムズ292号138頁。
- (3) 大阪地判平成6年9月14日判例タイムズ875号171頁。
- (4) 大阪高判平成9年1月28日判決金融商事判例1023号19頁。
- (5) 証券法制研究会編『逐条解説証券取引法』（商事法務研究会，1995年）398頁。
- (6) 渡邊正則「ワラント取引における投資勧誘と投資者保護」判例タイムズ870号12頁。
- (7) 大阪地判平成7年2月23日全国証券問題研究会編『証券取引被害判例セレクト2』（全国証券問題研究会）128頁。  
例えば、平成2年から平成3年にかけて問題となった損失補填では、外貨建ワラントの価格形成が不透明であることを奇貨として、外貨建ワラントを安く売却して、高値で買い戻す方法が行われた（日本経済新聞平成3年8月30日付朝刊）。平成元年4月19日付けの日本証券業協会理事会決議で、代表銘柄についての店頭気配値が公表されるようになるまで、顧客にとり、ワラントの時価を知ることは困難であった。しかし、投資家にとり必ずしも、投資判断のうえで必要な情報を入手できる状態ではなかった。
- (8) 大阪高判平成7年4月20日金融商事判例974号3頁。その結果、証券会社と顧客との間の外貨建ワラントの売買価格は、日本相互証券の仲値から上下0.75ポイントずつに制限された。すなわち、平成2年7月18日付の日本証券業協会理事会決議により、証券会社が取得できる利鞘は、1.5ポイントに制限された。
- (9) 神崎克郎「証券会社の投資勧誘における注意義務」民商法雑誌113巻4・5号618頁。
- (10) 東京高判平成8年11月27日判例タイムズ926号263頁。
- (11) 東京高判平成9年7月10日判例タイムズ984号201頁。
- (12) 大阪高判平成9年6月24日判例タイムズ965号183頁。
- (13) 東京地判平成5年5月12日判例時報1466号105頁、大阪高判平成8年9月13日判例タイムズ942号191頁。
- (14) 宮崎地裁都城支判平成10年3月25日金融商事判例1516号47頁。
- (15) 大阪高判平成7年4月20日・前掲注(8)3頁。

- (16) 大阪高判平成9年6月24日・前掲注(12)183頁。
- (17) 東京高判平成8年3月18日判例タイムズ923号146頁。
- (18) 東京地判平成6年9月8日判例時報1540号71頁。
- (19) 大阪高判平成9年6月24日・前掲注(12)183頁。
- (20) 大阪地裁堺支判平成9年5月14日金融商事判例1026号36頁。
- (21) アンドリュー・M・バーデック『証券取引勧誘の法規制』（商事法務研究会，2001年）232頁。
- (22) 東京高判平成8年11月27日・前掲注(10)183頁。
- (23) 広島高判平成9年6月12日判例タイムズ971号170頁。
- (24) 東京地判平成2年9月17日判例時報1387号98頁。

## 第五節 断定的判断の提供の禁止

### 1 断定的判断の提供の禁止規定

証券会社並びにその役員および使用人（以下、証券業者）は、有価証券の価格またはオプションの対価の額が騰貴し、または下落することの断定的判断を提供して勧誘する行為は禁止されている（証取42条1項1号）。

同じく、証券業者は、有価証券指数等先物取引、有価証券店頭指数等先渡取引および有価証券店頭指数等スワップ取引に関連して、有価証券の価格、約定指数若しくは現実指数、金利または通貨の価格が上昇し、または低下することの断定的判断を提供して勧誘する行為は禁止されている（証取42条1項2号ないし4号）。

そのため、日本証券業協会「証券従業員に関する規則」9条の2第3項に基づき、協会員は、その従業員が、「有価証券等の価格の騰貴若しくは下落することについて、顧客を誤認させるような勧誘をすること」がないように、指導および監督しなければならない。

有価証券の将来の価格は正確には予測できない。しかし、証券業者が、①経済情勢および市場環境などに照らし、相場の騰落に関する合理的根拠を有する予想および評価を表示すること、<sup>(1)</sup>②客観的な情報を提供すること、③勧誘対象の取引についての経済的合理性に関する意見を述べる

## 過当取引の民事責任（二）

ことは許されるであろう。<sup>(2)</sup>

証券取引の勧誘に際し、有価証券の将来価格の騰落だけでなく、将来の利益配当に関する断定的な表示をすることは禁止される。それに対し、当該表示の内容が、「予想に基づくもの」である旨を明示すれば、違法ではない（証取171条）。

しかし、証券業者が、顧客による冷静かつ自主的な投資判断を歪曲または妨げる程度に、証券価格の騰落について断定的判断の提供をして勧誘をするならば、顧客はそのことに相当な根拠があると信頼し、投資判断を誤導させられ、損害を破る危険性がある。

すなわち、投資勧誘に係る断定的判断の提供を禁止する理由は、顧客による冷静かつ自主的な投資判断を歪曲または誤導させることを回避することにより、投資家保護を図るとともに、価格形成の公正さを維持するためであると考えられる。

断定的判断の提供に関し、法文上は「価格の騰落又は下落」と規定しているだけである。しかし、断定的判断の提供を禁止した目的からすれば、証券価格の騰落についての勧誘文言が断定的判断の提供に該当するかどうかは、「そのような表示を受けた顧客による冷静かつ自主的な投資判断を歪曲または妨げるようなものかどうか」という観点から判断されるべきである。

## 2 判例の分析

証券業者が証券取引の勧誘をする場合、銘柄の値上がりの可能性について、ある程度、誇張したセールストークを使うことが多い。そこで、勧誘行為の態様および方法が社会通念上、許されない場合、および当該勧誘行為により、顧客が正当な認識の形成または自由な意思決定を妨げられた場合には、断定的判断の提供に基づく不法行為が成立すると考えられる。<sup>(3)</sup>

それ故、①証券価格の騰落に関する具体的な数値、範囲、時期を明示

すること、②「必ず」または「きっと」という修飾語を伴うこと、③「請け合う」または「保証する」などの断定調の言葉を使うことも必要ではない。しかし、証券価格の騰落に関する具体的数値または時期を示したり、「必ず」「きっと」「確実に」「絶対に」という修飾語および断定調の言葉を使うほど、断定的判断の提供の該当性は高まることになる。

例えば、富山地裁平成7年3月15日判決は、「鉄鋼株は値上がりが確実に倍にでも値上がりする……値上がりするから絶対に儲かる、損をさせない」という証券業者による勧誘の文言を、断定的判断の提供と認定している<sup>(4)</sup>。同様に、大阪地裁平成7年9月8日判決は、「3,000円まで上がります。絶対大丈夫です」という文言を、断定的判断の提供と認めている<sup>(5)</sup>。

また、大阪地裁平成5年10月13日判決は、「大手信託銀行がニチモ株を大量に買いに入るから、短期間に3,000円まで値上がりする。自信をもってお勧めする。ほかの株式を売却してでも、ニチモ株を買って損を取り戻せる」という勧誘につき、「絶対に」または「間違いない」という言葉を用いていないが、顧客に確かかつ特別な内部情報で、これを要因とする株価の騰貴も間違いないと思わせるに十分だとして、断定的判断の提供を認めている<sup>(6)</sup>。

とりわけ、「仕手性」の強い株式の勧誘については、断定的判断の提供が比較的良好に認定される傾向がある。株式のなかには、株価が急騰したのち、暴落するという、極めて乱高下の激しいものがある。これら株式は、業界紙などで、「仕手株」と指摘されることも多い。事実、株式の発行会社の業績並びに画期的な新製品の発売など、株価に重要な影響を及ぼすニュースがないにもかかわらず、株価は短期間に急騰し、その後、すぐに下落する。

仕手株は、仕手筋の投機的な売買により、株価が人為的に操作されている側面があり、仕手筋が高値で売り抜けると、株価は暴落する。そのため、仕手の対象となった株式の相場は、発行会社の業績、経済情勢お

## 過当取引の民事責任（二）

よび経済的ファンダメンタルズなどから乖離して推移するため、当該相場の推移を予測することは極めて困難である。

一般投資家は、仕手筋が相場を騰貴させた段階で、対象となった株式を購入させられることが多く、仕手筋の介入がなくなると株価は暴落することから、仕手株は投資リスクが極めて高い。

仕手株の勧誘と断定的判断の提供について、例えば、東京地裁平成6年2月15日判決は、「被告会社の視点を通じて、仕手が永谷円本舗の株式を買っている……そのため、株価は短期のうちに、3,000円まで騰貴する」という文言を、断定的判断の提供と認定している<sup>(7)</sup>。また、横浜地裁平成6年12月9日判決は、「ユニデン株を住友信託銀行が大量に買い付けるので……小型株だから間違いなく急騰する……4,000株でもかなりの儲けは確実だ……目先でも堅いところで、5,900円まで上がる」という勧誘の文言を問題にしている<sup>(8)</sup>。

さらに、証券業者が、顧客の売却委託を断念させた行為を、断定的判断の提供と認定した事例がある。大阪地裁昭和59年11月29日判決は、原告の購入した株式が、仕手グループの対象となっていることが報道されたため、保有する当該株式全ての売却を、被告証券会社に申し入れた。しかし、被告証券会社の営業員が、「何を言うんですか。この株は大丈夫なんですから……安心して見といてください」と述べ、原告に購入させた株式の売却委託を断念させている<sup>(9)</sup>。

証券業者は事実を示しているのか、推測または意見を述べているのかを明確に区別し、証券価格の騰落の見込みも自らの見通しにすぎず、最終的な投資判断をするのは顧客であることを理解させなければならない。そして、顧客の冷静かつ自主的な投資判断を歪ませないように配慮すべきである。すなわち、多少誇大宣言にわたることがあっても、その方法程度が社会的に許容される範囲のものであれば、法的な責任を生ずべき問題とはいえないが、その範囲を逸脱し、行き過ぎた不当な勧誘方法を行った場合には、その行為は違法性を帯び、不法行為を構成すると考え

<sup>(10)</sup>  
られる。

顧客に投資経験および知識があったとしても、証券業者の断定的なセールストークにより、顧客の投資判断が歪められるのが実情である。そのため、断定的判断の提供による証券業者の民事責任を認定するに際しては、必要以上に、顧客の投資経験および知識の有無を重視すべきではない。

また、過当取引においては、証券業者が顧客の口座を支配し、一連の取引を主導しているといえる。当該状況下において、断定的判断の提供により、特定の証券銘柄に関する投資が有利性が強調される場合がある。例えば、証券会社が大量推奨販売の対象とした銘柄の証券を、断定的判断を提供して、多大に買付けさせるのである。それは、当該投資に対する顧客の自己決定権を妨げ、不当な勧誘をしたという点において、証券業者の責任が問題となるであろう。

- (1) 森田 章『金融サービス法の理論』(有斐閣, 2001年) 33頁。
- (2) 野村証券株式会社法務部=川村和夫編『注解証券取引法』(有斐閣, 1997年) 589頁。
- (3) 山田誠一「断定的判断を含む勧誘行為と証券会社の不法行為責任」民商法雑誌113巻4号188頁。
- (4) 富山地判平成7年3月15日全国証券問題研究会編『証券取引被害判例セレクト2』(全国証券問題研究会) 40頁。
- (5) 大阪地判平成7年9月8日全国証券問題研究会編『証券取引被害判例セレクト3』(全国証券問題研究会) 43頁。
- (6) 大阪地判平成5年10月13日判例時報1510号130頁。
- (7) 東京地判平成6年2月15日判例時報1525号87頁。
- (8) 横浜地判平成6年12月9日全国証券問題研究会編『証券取引被害判例セレクト2』(全国証券問題研究会) 30頁。
- (9) 大阪地判昭和59年11月29日判例タイムズ546号154頁。
- (10) 神戸地裁尼崎支判昭和60年12月26日判例時報1200号100頁。

## 第六節 過当数量取引の制限

投資運用に関する証券業者の行動規範として、証券業者は、証券取引

## 過当取引の民事責任（二）

法161条に基づき、自己の計算において行う有価証券の売買、又は過大な数量の売買であって有価証券市場の秩序を害すると認められるものを制限されている。本条は公益または投資家保護のため、証券業者が流通の円滑性を補完する目的以上に、大量の自己取引を行ったり、市場秩序を害する過大な数量の売買取引を制限している。

その理由は、証券業者が合理的理由のない頻繁売買および投機利益を意図した過大な数量の売買取引を行った場合、このような頻繁な取引の外形が、投資家をして不適切な投資判断を行わせ、公正な価格形成を歪曲させる結果となるからである。

すなわち、一時に過大な数量の取引が特定の有価証券についてなされている場合、当該売買取引を行っている証券会社自身は、他の市場参加者による売買取引を誘引する目的を特段に有していなくても、当該有価証券の売買取引が繁盛に行われていることが外形的には明らかな場合には、これに乗じた適切な投資判断に基づかない資金が集中的に当該有価証券に流入することにより、価格が一方向的に暴騰したり、暴落したりといった混乱状態を示す可能性がある。当該状態が、「市場の秩序を害する<sup>(1)</sup>と認められるもの」と言える。

また、「証券取引法161条の規定により過大な数量の売買を制限する総理府令」1項は、「証券会社又は登録金融機関は、証券取引法42条1項5号又は6号に掲げる契約に基づき、有価証券の売買を行う場合には、当該契約の委任の本旨又は当該契約の金額に照らし過当と認められる数量の売買で取引所有価証券市場又は店頭売買有価証券市場の秩序を害すると認められるものを行ってはならない」と規定する。

これら規定の違反に基づき、被害者が直ちに民事責任を求めることができるものではない。しかし、これら規則は証券業者に対し、投資家保護の観点から重要な意義を有するものである。

(1) 野村証券株式会社法務部＝川村和夫編『注解証券取引法』（有斐閣、1997年）1165頁。

## 第六章 日本の判例にみる過当取引の違法性

### 第一節 判例にみる違法性類型

過当取引に関するわが国の判例を概観すれば、過当取引の違法性を次のように分類している。

第一の見解は、過当取引を「証券業者が、顧客の口座を実質的に支配し、顧客の信頼を濫用して頻繁な売買を行うことにより、損害を被らせた顧客に対する不法行為」とする説。

第二の見解は、過当取引を「証券業者と顧客との継続的取引関係に基づき事実上の売買一任勘定取引が行われ、証券業者が顧客との信頼関係を濫用し、その取引内容が社会的相当性を逸脱した過度な行為である場合、善管注意義務違反による債務不履行責任が生じる」とする説。

第三の見解は、過当取引を「証券業者と顧客との間に売買一任勘定取引契約が締結されている場合、受任者たる証券業者は善管注意義務を負い、顧客利益に配慮しない過度な取引は債務不履行責任が生じる」とする説。

第四の見解は、「売買一任勘定取引契約が締結されている場合、受任者たる証券業者は善管注意義務を負い、自己の利益を図るため顧客の利益に配慮せず、顧客の正当な利益を保護する注意義務に違反した場合、債務不履行責任に加え、不法行為にも該当する」とする説、である。そこで、これら判例を以下において、紹介をする。

#### 1 実質的な口座支配に基づく不法行為説

第一の見解は、過当取引を「証券会社の役職員が、顧客の口座を実質的に支配し、顧客の信頼を濫用して頻繁な売買を行うことにより、損害を被らせた顧客に対する不法行為」とする説である。

(1) 大阪地裁平成9年8月29日判決

## 過当取引の民事責任（二）

「証券会社及びその使用人は、信義則上、一般の投資者を顧客として証券取引に勧誘する場合、当該顧客の知識・経験・投資目的・資金力などに照らして、不適切に多量・頻繁な投資活動に勧誘してはならないという義務を負っている（いわゆる「過当取引の禁止」）というべきである。そして、証券会社が過当取引の禁止の義務に違反して証券取引を行った場合には、当該顧客の知識・経験、投資目的、資産の状況等の具体的な属性と当該過当取引の対象である取引内容、その一般的な危険性の程度、経緯、証券会社側の事情によっては、私法上も違法として不法行為を構成する。

そして、違法な過当取引とされる要件は、前記趣旨に照らせば、次のとおりと解するのが相当である。①取引の数量・頻度が顧客の投資知識・経験や投資目的あるいは資金の量及び性格に照らして過当であること（過当性の要件——取引の大量性・頻回性、適合性）、②証券会社等が一連の取引を主導していたこと（コントロール性）、③証券会社等が顧客の信頼を濫用して自己の利益を図ったこと（悪意性の要件）」

本件では、顧客の属性と取引内容、その一般的な危険性の程度および経緯などから、過当取引を「私法上も違法として不法行為を構成する」と指摘し、その要件を取引の過当性、コントロール性、悪意性に求めている。

### (2) 名古屋地裁岡崎支部平成9年9月18日判決<sup>(2)</sup>

「証券取引が投資家の自己責任で行うべきものであるといっても、証券業者が行う勧誘がいかなるものであってもよいというわけではなく、証券取引の専門家である証券業者やその使用人は、当然、投資家に誤った認識をさせるような虚偽又は断定的な情報・判断を提供することは回避すべきであり、また、投資家の投資目的、財産状態、投資経験等に照らして明らかに危険を伴う取引方法ないしは過当な取引を積極的に勧誘することは回避すべき注意義務があるというべきであり、証券業者やそ

の使用人がこれに違背したときには、当該取引の一般的な危険性の程度、その周知度、投資家の職業と投資経験、その他の当該取引がなされた具体的状況の如何によっては、右証券業者又はその使用人は、違法な投資勧誘をしたとして、この勧誘に応じて取引をして損害を被った投資家に対し、不法行為による損害賠償の責任を免れないものと解するのが相当である」

本件では、必ずしも、過当取引を取引の過度性、取引の主導性、取引の悪意性という三要件に基づき、その違法性を指摘してはいない。しかし、投資家の属性、利益が必ず得られると誤信させるような勧誘方法、信用取引およびワラント取引に関する十分な説明の欠如、取引の重要事項につき原告の意向を徴することもなく、売買が行われていたことなどから、過当取引の違法性を認定している。

(3) 大阪地裁平成10年9月7日判決<sup>(3)</sup>

「証券業者は信義則上、顧客属性に照らし不適切に多量かつ頻繁な投資勧誘をしてはならない義務を負い、「過当取引は証券取引法157条に違反し、不法行為を構成する」と説示する。そして、米国の判例法理を参考として、取引の過当性、主導性および悪意性の三要件に基づき、過当取引の成否を判断している。

(4) 大阪地裁平成11年1月29日判決<sup>(4)</sup>

「本来、証券取引は、投資家の責任と判断においてなされるべきものであるが、その判断には相当な能力が必要なため、投資家は、証券会社やその担当者の助言等に依存し、その結果、証券会社の利益が投資家の利益よりも優先され、投資家の利益が害されるおそれがある。

したがって、証券会社あるいはその担当者が、投資家に証券取引を勧誘するに際し、その信頼を濫用して、手数料取得等証券会社の利益を図る目的で、投資家の口座を支配し、顧客の経験、投資の目的等に照らし、

## 過当取引の民事責任（二）

過当な頻度・数量の取引を勧誘した場合には、社会的相当性を逸脱し、不法行為を構成すると解するのが相当である」

本件において、大阪地裁は、「被告担当者が原告との取引を主導して、手数料取得の目的で、原告の意向を越えた過度な頻度、数量の取引を勧誘したもの」として、被告担当者による取引の勧誘行為は、違法な過当取引として不法行為を構成することを、三要件に基づき、判断している。

### (5) 福岡地裁平成11年3月9日判決<sup>(5)</sup>

「証券取引の専門性、証券会社への情報の偏在等からすると、一般の投資家は、専門家である証券会社ないしその担当者からの勧誘ないし助言・指導に依存して株式投資を行うのが通例であり、取引銘柄の選定のみならず、取引頻度や取引数量の決定に当たって、証券会社ないしその担当者からの勧誘ないし助言・指導に大きな影響を受けることになりやすく、他方、証券会社は、その収益は主として証券取引の手数料に依存し、一般の投資家を相場取引に誘致することによってその収益すなわち、取引手数料を得るのであるが、その取引頻度や取引数量が多ければ多いほど証券会社の収益が大きくなる関係にあるのが実情であるから、顧客を過当な取引に誘う危険が内在していることを否定することができない。

従って、証券会社が、顧客の取引口座について支配を及ぼし、顧客の信頼を濫用して、手数料稼ぎ等の自己の利益を図るために、顧客の資産、経験、知識や当該口座の性格に照らして社会的相当性を逸脱した過当な取引勧誘を行うことは、証券取引法157条、161条、過当取引制限省令1項、投資者本位通達1項(2)4口等に違反するのみならず、顧客に対する誠実義務に違反する詐欺的・背任的行為として不法行為と評価されるものというべきである。

そして、違法な過当取引であるか否かの判断要素としては、右に述べた趣旨に照らせば、①取引の数量・頻度が顧客の投資知識・経験や投資目的などに照らして過当であること（過当性の要件）、②証券会社等が取

引口座を支配するかのように一連の取引を主導していたこと（口座支配の要件）、③証券会社等が顧客の信頼を濫用して自己の利益を図ったこと（悪意性の要件）の三要件を充足しているか否かにより判断するのが妥当である」

本件では、過当取引を過当性、口座支配性、悪意性の三要件に基づき、顧客の属性、口座の性格に照らして社会的相当性を逸脱した過度の取引勧誘を行うことは、顧客に対する誠実義務に違反する詐欺的・背任的行為として不法行為と構成すると指摘する。

(6) 大阪地裁平成11年3月30日判決<sup>(6)</sup>

「一般に、証券会社又はその従業員が、①顧客の口座を実質的に支配し、②詐欺の目的により又は顧客の利益を無謀に無視して、③顧客をして、右口座の目的や性質に照らして過度な取引を行わせた場合には、証券会社は顧客に対し不法行為責任を負うものと解することができる」

本件において、大阪地裁は、口座支配、顧客利益の無視、過度な取引という三要件に基づき、過当取引を認定し、証券会社は顧客に対し不法行為責任を負うと指摘する。

(7) 大阪地裁平成11年5月31日判決<sup>(7)</sup>

「証券会社にとっては、株式取引等の売買委託手数料が主要な収入源であるから、顧客がなるべく大量、頻回の取引をするのが望ましく、勢い、強力な投資勧誘が行われ、あるいは相当数の取引が実行されることになりがちである。そして、このような証券会社による頻回の売買が合理性のないものであれば、不必要な行為によって余分な支出をさせた点で違法視され、また、手数料稼ぎを目的として行動すると、ともすると、不合理な売買を敢えて行ってしまい、結果として顧客に過大なりスクを負わせることにもなりかねない。このような過当売買は、顧客からの個々の委託に伴うチェックを受けない一任勘定の下において現実化する可能

## 過当取引の民事責任（二）

性が高いことから、このような過当売買については、一任勘定（的）取引と一体のものとして違法性の有無を検討すべきである。

そして、証券会社が顧客の取引口座について支配を及ぼし（なお、一任勘定取引契約が認められれば、当然この要件も充たされる。）、顧客の信頼を濫用して、手数料稼ぎ等の自己の利益を図るために、顧客の資産、経験、知識や当該口座の性格に照らして社会的相当性を逸脱した過当な頻度・数量の取引を行うことは、顧客に対する誠実義務に違反する行為として私法上違法と評価されるというべきである。

……以上より、本件取引は、被告による口座支配の下、一連のものとして誠実義務違反の違法性を帯びると解すべきであるから、被告の行為は、原告らに対する誠実義務違反の行為として、一体として不法行為（横山及び阿部の使用者としての責任）を構成するというべきである（ただし、本件取引が明確な一任勘定取引契約の結果なされたものとまで認めに足りる証拠はない。）」

本件では、証券会社が顧客の取引口座について支配を及ぼし、顧客の信頼を濫用して、手数料稼ぎなどの自己の利益を図るために、顧客の属性および口座の性格に照らして社会的相当性を逸脱した過度の取引を行うことは、顧客に対する誠実義務に違反する行為として、不法行為を構成すると指摘する。すなわち、三要件に基づき、過当取引の違法性を指摘する。

### (8) 東京高裁平成11年7月27日判決<sup>(8)</sup>

本件の一審判決である東京地裁平成10年8月26日判決は、過当取引の違法性に関し、以下のように指摘する。

「専門家たる証券外務員が顧客に対し証券取引に関する推奨ないし助言を与え、他方、顧客が、証券取引の知識・経験に乏しく、専門家としての証券外務員による説明内容を信頼して、右推奨ないし助言されるまま、これに従って取引の注文をなすという関係にあって、実質的に証券

外務員が顧客の取引口座を支配しているような場合には、証券外務員は、証券取引受託者として、顧客に対し、私法上も、顧客の利益を保護すべき信義則上の義務（ここでは特に信任義務ないし誠実義務）を負っているものと解するのが相当である。従って、証券外務員が、顧客の資産、投資目的、知識・経験等に適合しない過大な頻度・数量の投資勧誘を行った場合は、右信義則上の義務に違反するものとして、右勧誘行為が違法性を帯び、不法行為を構成する場合があるというべきである」

同控訴審の東京高裁平成11年7月27日判決は、一審判決を支持するとともに、過当取引の違法性に関する意見はほぼ同一である。すなわち、「実質的に証券外務員が顧客の取引口座を支配しているような場合には、証券外務員は、証券取引受託者として、顧客に対し、私法上も、顧客の投資運用目的や投資方針を確認し、それに見合った原則的な投資運用策を示して、それについて顧客の基本的同意を取り付けるなどして、投資金を運用して顧客の保護すべき信義則上の義務（ここでは特に信任義務ないし誠実義務）を負っているものと解するのが相当である。

……従って、証券外務員が、顧客の資産、投資目的、知識・経験等に適合しない過大な頻度・数量の投資勧誘を行った場合は、右信義則上の義務に違反するものとして、右勧誘行為が違法性を帯び、不法行為を構成する場合があるというべきである」

本件は被告証券会社の担当者が、本件取引期間を通じて、取引の主導性を握り、原告の口座を支配していたものと評価し、本件取引につき全体として、「証券外務員の信任ないし誠実義務」に著しく違反する違法なものと指摘する。

(9) 大阪高裁平成12年10月24日判決<sup>(9)</sup>

大阪高裁平成12年10月24日判決は過当取引の違法性に関し、一審の京都地裁平成11年5月28日判決が以下のように示した判断をそのまま引用している。すなわち、

## 過当取引の民事責任（二）

「一般に証券取引は、相当のリスクを伴う行為であり、投資者の責任と判断において行うべきであるが、証券の価格変動要因は極めて複雑であって、その投資の判断には高度の知識、情報収集・分析能力等を要するため、一般投資家が投資判断をするに当たっては、専門家である証券会社の勧誘ないし助言・指導に依存せざるを得ないのが通例である。一方、証券会社は、証券取引業務の専門家として必要な知識、情報収集・分析能力を有する存在として、証券取引業を行っている者である。したがって、証券会社は、顧客に対し、信義則上、顧客の投資目的、知識、経験及び財産の状況に照らして不相当と認められる取引を勧誘してはならないという義務を負うものというべきである。

そして、証券会社が、顧客の取引口座について支配を及ぼし（口座支配）、顧客の信頼あるいは無知に乗じて、主として手数料等自己の利益を図るために（悪意性）、顧客の投資目的、知識及び財産の状況に照らして過大な量及び頻度の取引に誘致する行為は（取引の過度性）、詐欺的行為として私法上も違法と評価されるべきである（過当取引の禁止）。したがって、……原告を本件取引に勧誘した各行為は、その余の点を判断するまでもなく、それぞれ不法行為を構成する」

京都地裁は、「本件は売買回転率が50回を超え、売買手数料率は13%を上回るなど、被告は顧客より自らの利益を図るために取引をし、当該取引は詐欺的行為で違法なものといわざるを得ない」と説示し、三要件に基づき、過当取引を認定している。そして、大阪高裁は一審判決を支持している。

### (10) 福岡地裁平成13年1月29日判決<sup>(10)</sup>

「一般に、証券取引は必然的に危険を伴う取引であり、……投資家者自身が自己の判断と責任のもとに行うべきものであって、右取引によって生じた損失は、投資者自身に帰属するのが原則である。しかしながら、証券取引において的確な投資判断をするには、高度の知識、経験、情報

の収集、分析能力等が必要であるところ、右知識、経験等において、一般投資者と証券会社との間には格段の質的、量的差異があり、一般投資者は証券会社の専門的立場から提供される情報や助言に依拠して投資判断をすることとなり、他方、証券会社は一般投資者を証券取引に誘致することによって手数料の利益を得るという関係にあるから（投資者が損失を被っても証券会社が手数料利益を得るという意味においては構造的に利益相反関係にある。）、証券会社及びその従業員は、一般投資者に対し、証券取引の勧誘を行うに当たって、信義則上、受託者として顧客の利益を図る高度の信認義務を負い、当該顧客の知識、経験、投資目的、資力等に照らして、不適切に多量、頻繁な取引を勧誘してはならない注意義務を負うものと解される」と指摘する。

それ故、「証券会社またはその従業員が、右注意義務に反し、当該顧客の知識、経験、投資目的、資力等に照らして、社会的相当性を逸脱する程度に過当な取引勧誘を行った場合には、証券取引法161条、157条1号等の趣旨に反するとともに、当該顧客との関係においても、右勧誘行為は委任の本旨に反する違法性を有し、その結果、当該顧客が損害を被ったときは、不法行為に基づく損害賠償義務を負う」と判示する。

そして、「過当取引に該当する要件としては、①過当性（当該口座における取引数量、頻度が、顧客の投資知識、経験、投資目的などに照らし、過当であること）、②口座支配性（証券会社が顧客の口座に対し、支配影響力を行使したこと）、③悪意性（証券会社が顧客の信頼を濫用して、自己の利益を図ったこと）が必要である」と述べる。

## 2 実質的な口座支配に基づく債務不履行責任説

第二の見解は、過当取引を「継続的取引関係に基づく事実上の一任勘定取引が、顧客の信頼を濫用し、社会的相当性を逸脱した過度な行為である場合、善管注意義務違反による債務不履行責任が生じる」とする説である。すなわち、継続的取引関係に基づき顧客の信頼を濫用すること

## 過当取引の民事責任（二）

により、証券業者の自己利益を図り、顧客に損害を被らせた場合、善管注意義務、債務不履行責任または誠実義務違反となる考える。

### (1) 東京高裁昭和63年10月20日判決<sup>(11)</sup>

本件の一審判決である東京地裁昭和62年3月31日判決は、「過当取引は顧客に対する忠実義務に違反し、証券会社の債務不履行となるとともに、証券取引法58条（現157条）1号に該当し、民法上の不法行為を構成することになるとの見解にも異論はない」と述べる。一審判決は、過当取引を忠実義務違反および債務不履行として、「事実上の一任勘定取引」が行われているかを問題とした。そして、過当取引を原因とする損害賠償請求は棄却するが、過当取引の違法性自体は肯定している。

控訴審の東京高裁昭和63年10月20日判決は、一審判決を支持するが、「証券会社と顧客との間に、継続的信用取引が存在する場合において、証券会社の投資勧誘の方法や態様が、投資家の投資目的、財産状態および投資経験等に鑑みて、著しく不適合であり、その結果投資家に損害を及ぼしたときは、証券会社は善管注意義務に違反するものとして、顧客に対し債務不履行責任を負うものである」として、証券取引法58条（現157条）ではなく、債務不履行責任（商552条2項、民644条）を問題としている。

本件は、米国の判例で形成されてきた、口座支配性、取引の過度性、欺罔の意図という過当取引の要件を初めて取り入れた裁判例である。しかし、過当取引の違法性自体は肯定されたが、「口座支配性」要件が認められず、一審原告の請求は棄却されている。

### (2) 東京地裁平成8年2月29日判決<sup>(12)</sup>

東京地裁は、「短期回転売買が民法709条違反、証券取引契約上の善管注意義務違反並びに債務不履行責任が生じるためには、回転売買の頻度、信用取引・無断売買の有無、推奨の合理性、顧客の具体的指示、顧客意

向の反映、損益に関する顧客の認識、口座支配性等を総合的に考慮すべき」と述べる。しかし、原告が被った多額の損失は短期売買にあるのではなく、下落傾向時に損失確定を嫌った原告の姿勢にあるとして、損害賠償請求を棄却した。

(3) 大阪高裁平成9年11月28日判決<sup>(13)</sup>

本件の一審判決である大阪地裁平成7年7月24日判決は、以下のよう  
に説示する。

「証券会社ないしその従業員は、顧客からの依存度が高ければ高いほど、株式投資に対する適合性について、より慎重な配慮をしかるべき注意義務がある。……しかし、それまで株式取引に経験のない個人投資家であった原告にとって右二で述べた本件取引の状況（原告は、本件取引まで株式取引の経験がなく、個人投資家であること、そして、同取引の売り・買いの回数、信用・現物の回数、乗換の回数、割合、取引金額——1回の金額も含めて——など）は、過度に過ぎるうえ、里野の勧誘ないし助言・指導に依存する度合いが極めて強かった原告の状況からすれば、同取引の内、里野が関与した範囲において、過度の投資勧誘による取引として違法と解するのが相当である」

このように大阪地裁は、被告証券会社の担当者が主導した取引態様から、一連の取引を「過度の投資勧誘による取引として違法と解するのが相当である」との考えを示し、わが国で初めて、過当取引を原因とする損害賠償請求を認容した。

控訴審の大阪高裁平成9年11月28日判決もまた、「証券会社が、顧客の取引口座について支配を及ぼし、顧客の信頼を濫用して、手数料稼ぎ等の自己の利益を図るために、顧客の資産、経験、知識や当該口座の性格に照らして社会的相当性を逸脱した過当な頻度・数量の取引勧誘を行うことは、顧客に対する誠実義務に違反する詐欺的・背任的行為として違法と評価されるべきというべきである」と指摘する。

## 過当取引の民事責任（二）

控訴審判決は、「一審原告は証券会社の勧誘ないし助言・指導に盲従していない」ことなどを理由として、損害賠償請求を棄却する。しかし、過当取引を「顧客に対する誠実義務に違反する詐欺的・背任的行為である」と説示していることは、注視すべきである。

### 3 売買一任勘定取引契約に基づく債務不履行責任説

第三の見解は、過当取引を売買一任勘定取引契約との関連でとらえる。すなわち、「証券会社と顧客との間に一任勘定取引契約が締結されている場合、受任者たる証券会社は善管注意義務を負い、顧客利益に配慮しない過度な取引は債務不履行責任が生じる」とする説である。なお、現在では、売買一任勘定取引契約は明文上、禁止されている（証取42条1項5号）。

#### (1) 東京地裁平成10年1月22日判決<sup>(14)</sup>

「本件一任勘定取引契約は、委任契約であるから、受任者である被告は、委任の本旨に従い、善良な管理者の注意をもって受任義務を行うべき義務を負うものであり、被告が委任の本旨に反し、過当な取引を行うときは、本件一任勘定取引契約の債務不履行となると解するのが相当である。……原告らは、本件一任勘定取引契約において、できる限りの利益を獲得する目的で、従前の取引と格段の差のない投資規模と回数取引を行うことを委任したものと認められるところ、本件一任取引は、投資規模と回数において、従前の取引を遥かに上回り、短期売買を繰り返しているのであるから、原告らの委任の本旨に反した過当な取引といふべきである。……被告担当者Tには原告らの利益を配慮しない過失があったと認めるのが相当である。

……本件一任取引の当時、取引一任勘定取引における過当取引の禁止が証券取引における公序の一内容を成していたと解することはできない。そして、本件における過当取引が不法行為を構成するような強度の違法

性を帯びていると認めるべき証拠もない。したがって、被告の不法行為責任を肯定することはできない」

本件において、東京地裁は「一任勘定取引契約が締結されている状況下では、委任の本旨に反し、過当な取引を行うときは、当該契約の債務不履行となる」と説示するが、「過当取引が不法行為を構成するような強度の違法性を帯びていると認めるべき証拠もない」と指摘する。そして、「被告担当者Tには原告らの利益を配慮しない過失があったと認めるのが相当である」と述べるにとどまる。 -

(2) 東京高裁平成10年2月25日判決<sup>(15)</sup>

「本件取引は、控訴人の注文及び承諾に基づき執行され、一任勘定取引の委託契約が成立したとは認められず、債務不履行責任はない」として請求を棄却した。

当該見解によれば、一任勘定取引契約が締結されていなければ、債務不履行責任を追求することはできず、過当取引を原因とする損害賠償は認容されないことによる。

4 売買一任勘定取引契約に基づく債務不履行責任および不法行為説

第四の見解は、「売買一任勘定取引契約が締結されている場合、受任者は善管注意義務を負い、自己の利益を図るため顧客の利益に配慮せず、顧客の正当な利益を保護する注意義務に違反した場合、債務不履行責任に加え、不法行為にも該当する」とする説である。

(1) 東京高裁平成10年9月30日判決<sup>(16)</sup>

前述した東京地裁平成10年1月22日判決の控訴審判決である、東京高裁平成10年2月25日判決は、「当裁判所は、本件一任勘定取引契約に基づく被控訴人担当者Tの行為は、過当売買として、債務不履行責任及び不法行為のいずれをも構成するものと判断する。……Tのした過当取引は、

## 過当取引の民事責任（二）

顧客である控訴人らの利益を第一に考えたものであったとは評価することはできないから、結局同取引は、T自身ないし被控訴人の利益を控訴人らに優先させたものであったと認めるのが相当である。そして、Tの右行為は、旧証券取引法127条1項、旧規則1条1項にも違反するものというべきである。そうすると、Tは、証券会社従業員として、一任取引の委託を受けた顧客たる控訴人らとの間で負うべき、顧客の正当な利益を保護する注意義務に違反したものとすべきである。したがって、Tの行為は控訴人らに対する不法行為にも該当し、かつ、同人の不法行為は被控訴人の事業の執行についてされたものであるから、被控訴人は、民法715条の規定に基づき、これにより控訴人らに生じた損害を賠償する義務を負うものというべきである」と述べる。

一審判決である東京地裁平成10年1月22日判決は「本件における過当取引が不法行為を構成するような強度の違法性を帯びていると認めべき証拠もない」と指摘するにとどまる。しかし、控訴審判決は、「……証券会社従業員として、一任取引の委託を受けた顧客たる控訴人らとの間で負うべき、顧客の正当な利益を保護する注意義務に違反したものとすべきである。したがって、Tの行為は控訴人らに対する不法行為にも該当し……」と指摘する。

すなわち、証券会社従業員が、顧客の利益よりも自己の利益を優先させ、一任取引の委託を受けた顧客たる控訴人らとの間で負うべき、顧客の正当な利益を保護する注意義務に違反した場合には、債務不履行責任および不法行為に該当することになる。

### (2) 大阪高裁平成12年9月29日判決<sup>(17)</sup>

「一般に証券取引は、投資者の責任と判断により行うべきであるが、証券の価格変動要因は極めて複雑であり、その投資判断には高度の証券投資に関する知識、情報収集、分析能力等を要する。そのため、一般投資家が証券取引をするに当たっては、証券取引の専門家である証券会社

の勧誘ないし助言，指導に依存して同取引を行うのが通例である。

他方，証券会社は，証券取引の専門家であり，必要な知識，経験，資料，情報収集，分析能力を有する者として，免許を受け業として証券取引を行っている。しかも，証券会社は，一般投資家を証券取引に誘引することによって収益を得ており，その取引頻度や取引金額が多いほど自己の収益が多くなるので，顧客を過大な取引に誘う危険を内在している。

したがって，証券会社が，顧客の取引口座に対して支配を及ぼして，顧客の信頼を濫用し，顧客の利益を犠牲にして手数料稼ぎ等の自己の利益を図るために，顧客の資産状況，投資目的，投資傾向，投資知識，経験に照らして過大な頻度，数量の証券取引の勧誘をすることは，顧客に対する誠実義務に違反する詐欺的，背任的行為として，私法上も違法と評価すべきである。

……被控訴人は控訴人に対し，控訴人が本件取引中の……までの取引により被った損害について，債務不履行（受任者としての善管注意義務違反），不法行為（使用者責任）による損害賠償責任を免れない」

大阪高裁は，本件取引を三要件に基づき，「取引の一任を受けていることを濫用し，手数料を稼ぐ悪意をもって，顧客の利益より手数料稼ぎを優先した過当取引」と認め，一審判決を取消し，損害賠償請求を認容している。

- (1) 大阪地判平成9年8月29日判例時報1646号113頁。
- (2) 名古屋地裁岡崎支判平成9年9月18日全国証券問題研究会編『証券取引被害判例セレクト10』（全国証券問題研究会）1頁。
- (3) 大阪地判平成10年9月7日公判判例集未登載。
- (4) 大阪地判平成11年1月29日公判判例集未登載。
- (5) 福岡地判平成11年3月9日公判判例集未登載。
- (6) 大阪地判平成11年3月30日全国証券問題研究会編『証券取引被害判例セレクト12』（全国証券問題研究会）120頁。
- (7) 大阪地判平成11年5月31日全国証券問題研究会編『証券取引被害判例セレクト13』（全国証券問題研究会）1頁。
- (8) 東京高判平成11年7月27日全国証券問題研究会編『証券取引被害判例

## 過当取引の民事責任（二）

- セレクト14』（全国証券問題研究会）1頁。
- (9) 大阪高判平成12年10月24日全国証券問題研究会編『証券取引被害判例セレクト17』（全国証券問題研究会）158頁。
- (10) 福岡地判平成13年1月29日公判判例集未登載。
- (11) 東京高判昭和63年10月20日金融商事判例813号24頁。
- (12) 東京地判平成8年2月29日公判判例集未登載。
- (13) 大阪高判平成9年11月28日判例時報1644号137頁。
- (14) 東京地判平成10年1月22日全国証券問題研究会編『証券取引被害判例セレクト7』（全国証券問題研究会）38頁。
- (15) 東京高判平成10年2月25日公判判例集未登載。
- (16) 東京高判平成10年9月30日全国証券問題研究会編『証券取引被害判例セレクト11』（全国証券問題研究会）55頁。
- (17) 大阪高判平成12年9月29日公判判例集未登載。

### 第二節 過当取引の違法性概念

#### 1 違法性の根拠

わが国の証券取引法において、過当取引を禁止する明文規定はない。そこで、判例に基づき過当取引の違法性根拠を指摘すれば、以下のよう

に分類することができる。すなわち、

第一の見解は、過当取引を「証券業者が、顧客の口座を実質的に支配し、顧客の信頼を濫用して頻繁な売買を行うことにより、損害を被らせた顧客に対する不法行為」とする説。

第二の見解は、過当取引を「証券業者と顧客との継続的取引関係に基づき事実上の売買一任勘定取引が行われ、証券業者が顧客との信頼関係を濫用し、その取引内容が社会的相当性を逸脱した過度な行為である場合、善管注意義務違反による債務不履行責任が生じる」とする説。

第三の見解は、過当取引を「証券業者と顧客との間に売買一任勘定取引契約が締結されている場合、受任者たる証券業者は善管注意義務を負い、顧客利益に配慮しない過度な取引は債務不履行責任が生じる」とする説。

第四の見解は、「売買一任勘定取引契約が締結されている場合、受任者

たる証券業者は善管注意義務を負い、自己の利益を図るため顧客の利益に配慮せず、顧客の正当な利益を保護する注意義務に違反した場合、債務不履行責任に加え、不法行為にも該当する」とする説、である。

京都地裁平成8年4月9日判決は「過度の取引、口座支配、欺罔の意図要件の充足により不法行為が成立すると解釈すべき法的な根拠はなく、証券取引法157条規定及び公正慣習規則を勘案しても、その判断は動かし<sup>(1)</sup> 難しい」と説示する。しかし、近年、京都地裁平成8年4月9日判決のように、過当取引概念を明確に否定する事例は極めて少ない。

過当取引は本質的に、一定業務に関し厳格な認可基準に服し、専門知識および高度な情報分析能力を有する証券会社およびその役職員が、顧客たる投資家の無知に付け込み、顧客の利益よりも、自己の利益を優先させるため、顧客の売買取引を主導し、その投資目的に反する過度の取引を行うことにより、顧客の資産を浸食して、多額の手数料を稼ぎだす行為である。このような行為に対し、わが国の判例はその違法性を認めているといえる。

過当取引の認定に際し、顧客属性、取引手法または損害原因など、いずれの要素が重視されるかは事例毎に異なるが、総体的に証券業者と顧客との関係は詳細に検討されている。そして、取引内容または損益などに関する虚偽の認識を付与し、顧客が投資に係る正確な理解を阻害する行為並びに証券業者が自己利益を実現させるため、顧客利益を意図的に無視した行為に基づき損害が生じたかを問題としている。

証券取引は、投資家の自己責任原則に基づくものであり、投資判断および投資選択に係る損失は、投資家自身に帰属するべきものである。しかし、株価は発行者の開示情報に多大の影響を受けるが、現実の市場価格は、これら情報を完全に反映するものではなく、社会、政治、経済情勢などを反映しつつ、市場の需給関係により決定される。

すなわち、相場は様々な要因が関連し、複雑に変動するものであり、的確な投資判断には、多角的かつ迅速な情報収集能力、精鋭な情報分析

## 過当取引の民事責任（二）

能力および高度な専門知識などを必要とする。近年、市場は大衆化しながら、資産運用の方法が複雑多岐になり、金融商品の多様化が進んでいる。そのため、洗練された投資技術および投資知識を有しない投資家は、証券会社並びにその役職員から提供される情報および助言に依拠することが多い。

そこで、契約当事者間に情報収集能力に著しい差異がある場合、当該能力に劣る当事者を保護することが求められる。<sup>(2)</sup> 的確な投資判断には発行者の開示情報だけでなく、多角的な情報収集および高度の分析能力などが必要である。そのため、金融商品の多様化は、証券業者に対する依存度を強めることになる。しかし、期待される品質内容が保証される消費者保護とは異なり、証券投資にはリスクが伴うため、投資家の自己責任を安易に軽減させることは困難である。<sup>(3)</sup>

証券業者は、証券取引の専門家として投資家から売買の委託を受けることを営業として、一定業務に関し厳格な認可基準に服する（証取29条の4）。当該専門性および公認性に基づき、委託事務の処理に際し、高度の善管注意義務が要請され、顧客との継続的取引関係に基づく信頼を濫用することは、当然に禁止される。そこで、証券業者が投資顧問的側面を有していた場合、売買注文の執行に係る善管注意義務、適合性原則の遵守義務、説明義務および過当数量取引の制限などの責務に加え、公正誠実義務に基づく忠実義務を負う。<sup>(4)</sup>

すなわち、証券取引の専門家としての社会的信用および継続的取引から生じた、顧客が証券業者に有する信頼並びに証券業者と顧客との間に存在する投資知識、経験、情報収集能力および分析能力などの乖離から、証券業者は自身の投資決定に依存せざるを得ない状況に顧客を誘引し、顧客口座を実質的に支配していることがある。当該状況下においては、取引対象となっている証券の相場動向に応じて顧客利益に配慮すべき忠実義務を負うといえる。<sup>(5)</sup>

投資知識などが不十分である顧客を、証券業者が主導する取引に黙従

させ、冷静かつ自主的な投資判断を歪曲または妨げ、多種多様な証券を短期頻繁に回転させた場合には、顧客利益に配慮しない重大な過失が生じる。

多数の過当取引事例において指摘される、同一日または複数日にわたり、同一銘柄の証券を、同一単価または近似の単価で分けて買付け、同時にまたは買付直後に、買付単価と同一または類似の単価で売付ける取引を、短期間に頻繁に繰り返すなどの手法は、顧客に売買委託手数料などの支払経費負担および投資リスクを拡大させ、結果的に投資損失を招く。

これら行為は顧客利益を無視または配慮しない取引手法であり、証券業者が一連の当該行為を主導したのであれば、誠実公正義務に基づく忠実義務違反といえる。<sup>(6)</sup> また、証券取引法157条が禁止する、顧客の証券取引に関する知識不足および信頼関係を濫用した欺罔の行為である。なお、本条は米国1933年証券法17条、1934年証券取引所法10条b項および同規則10(b)-5にならって設けられた規定である。

しかし、証券取引法157条は、証券売買に係る欺罔の行為を禁止するが、私法的請求権の発生根拠となるものではない。行為の違法性が認められ、利益を損なわれた者は、民法709条の要件を充足する場合に、損害賠償請求が可能となる。<sup>(7)</sup>

そこで、証券業者が専門性を有する地位を利用し、顧客利益を無視または配慮せず、自己の利益の実現のため、顧客勘定により、経済的合理性に反する売買取引を含む、過度の取引を行ったのであれば、証券業者は専門家としての信認義務に反し、不法行為責任が生ずると考えられる。

## 2 重視される要素

判例を概観すれば、頻繁な短期回転売買が過当取引として、その違法性を判断する基準として、「取引の過度性、主導性および悪意性」要件を直接的に明示していなくとも、取引頻度、投資目的、取引手法、投資選

## 過当取引の民事責任（二）

扱の主体性、投資推奨の合理性、顧客の指示および意向、損益の認識などが詳細に考慮されている。

取引頻度に関し、判例のなかには、わが国市場は株式の配当性向が低く、短期的な投機利益を求めざるを得ない。その結果、必然的に回転率及び手数料率も高くなる（東京地判平成8年2月29日<sup>(8)</sup>）。また、信用取引には決済期間があり、信用取引を続ける以上、取引回数は増えていかざるを得ない（東京高判平成8年12月19日<sup>(9)</sup>）。さらに、短期売買は利益または損失を確定する目的から行われ、顧客利益を意図的に無視したことはならないとする見解がある（大阪地判平成8年10月30日<sup>(10)</sup>）。

近年、米国の判例法理を参考として、「30回以上の回転率は異常というほかに、投資者の冷静な投資判断に基づく投資行動とは認められない」と指摘（大阪地判平成9年8月29日<sup>(11)</sup>）するように、売買回転率などの客観的指標から取引頻度の違法性を認定する事例がある（大阪地判平成10年9月7日<sup>(12)</sup>）。しかし、判断基準として明確な数的指標は、わが国においては未だ採用されていない。

そのため、原告の属性、投資経験、投資目的、投資資金の出所、取引の理解及び把握、取引に対する苦情などの要素を、過当取引の成否に関し重視する立場がある。裁判所は原告の属性として、例えば、開業医または会社経営者など、一定の社会的地位または社会的信用を有する者が、洗練された投資家と同視する傾向にあった。過去に投資経験を有していた場合、一連の取引に対するリスクを認識していたものと考えられ、さらに、被告以外の証券会社と並行して取引が行われていた事実は極めて問題とした（神戸地判平成9年5月28日<sup>(13)</sup>）。

しかし、近年の判例では、証券業者が主導した取引内容を検討し、特に原告にとり投資リスクが拡大し、損失を被る可能性が高く、反面、被告証券業者にとり売買委託手数料などの利益が増大する、という経済的に不合理な取引の有無を重視している。

例えば、①同一銘柄の証券を、短期間に買付および売付を繰り返す「出

し入れ取引」, ②ワラント取引の経験のない顧客に, 買付時点でマイナスパリティのワラントを大量に買付けさせること, ③信用取引において, 決済期間を相当に残して現引し, 買建時点よりも株価が騰貴していないにもかかわらず, 現引株を売却させるなどの取引があるかどうか。

または, ①同一時刻に, 同一銘柄証券の買付と売付の同時注文がなされていること, ②同一銘柄証券を売付直後に, 売付価格を下回る価格で買付注文がなされていること, ③同一銘柄証券を買付直後に, 買付価格を下回る価格で売付注文がなされていること, ④同一銘柄証券を売付直後に, 売付価格と同一価格で買付注文がなされていることが, 問題とされる。

このような売買注文を行うことは, 投資リスクを拡大させ, 結果的に投資家にとり損失を被ることはあっても, 利益となることは極めて少ない。手数料などの支払経費を考えれば, 損失はより増大することになる。すなわち, このような取引を行うことは, 投資家にとっては無益かつ経済的損失をもたらす行為にすぎず, 他方, 証券業者にとっては手数料などの経済的利益をもたらす行為である。まさに, 証券業者にとっては当該売買を行うことに, 経済的な誘因があるといえる。

他方, 投資目的に関しては, 投資資金の出所および資産形成の過程に関連づけて, 証券買付が個人資産による長期的保有を意図したものか, 借入金の返済資金の捻出, 会社資産の形成に係る取引であるのか否かを重視している(東京高判平成10年2月25日<sup>(14)</sup>)。また, 売買の具体的提示, 苦情および異議の申立, 取引中止の指示などは, 一連の取引に対する顧客の積極的意思の有無を確認する要素であり, 取引の主導性を原告が有していたものと推認される。

過当取引の認定基準は判例毎に差異があり, 必ずしも「取引の過度性, 主導性および悪意性」を判断基準としているわけではない。しかし, 当該基準を明示していなくとも, 各基準の認定要素が問題となっている。

原告属性を重視する事例がある反面(東京高判昭和63年10月20日<sup>(15)</sup>), 属

## 過当取引の民事責任（二）

性よりも取引手法および損害原因を重視する事例がある（東京地判平成10年1月22日<sup>(16)</sup>）。過当取引は、個々にみれば、必ずしも違法性を有しない様々な取引要素が集積することにより、違法性を構成する不法行為である。証券業者が自己の利益を実現させるため、顧客利益を無視または配慮せず、経済的合理性のない取引手法および投資選択により、頻繁な売買を顧客勘定により行い、多大の損害を被らせた場合、証券業者は民事責任を負うことになる。

- (1) 京都地判平成8年4月9日公判判例集未登載。
- (2) 平井宣雄『債権各論（第二版）』（有斐閣，1988年）52頁。
- (3) 今川嘉文「投資利益と過当売買の損害概念」経済研究（大阪府大）42巻1号47頁。
- (4) 神崎克郎『証券取引規制の研究』（有斐閣，1968年）167-168頁。
- (5) 村本武志「投資事業者の忠実義務と専門家責任」立命館大学人文科学研究所紀要71号97頁，行澤一人「証券会社の売買一任勘定を解禁することに係る法的研究・覚書」どんと来い自由化委員会委託研究論集（日本証券業協会大阪地区編）上巻12頁。
- (6) 森田 章『金融サービス法の理論』（有斐閣，2001年）102-103頁。
- (7) 証券法制研究会編『逐条解説証券取引法』（商事法務研究会，1995年）700頁。
- (8) 東京地判平成8年2月29日公判判例集未登載。
- (9) 東京高判平成8年12月19日公判判例集未登載。
- (10) 大阪地判平成8年10月30日公判判例集未登載。
- (11) 大阪地判平成9年8月29日判例時報1646号113頁。
- (12) 大阪地判平成10年9月7日公判判例集未登載。
- (13) 神戸地判平成9年5月28日公判判例集未登載。
- (14) 東京高判平成10年2月25日公判判例集未登載。
- (15) 東京高判昭和63年10月20日金融商事判例813号24頁。
- (16) 東京地判平成10年1月22日全国証券問題研究会編『証券取引被害判例セレクト7』（全国証券問題研究会）38頁。

### 第三節 証券業者の行動規範と過当取引

米国では、過当取引を証券詐欺類型の一つとして捉え、1934年証券取引所法10条b項および同規則10(b)-5に基づき、過度の取引要件、口座の

支配要件および欺罔の意図要件から、その違法性を認定している。

しかし、米国の証券取引所法10条b項および同規則10(b)-5違反となる証券詐欺は、わが国の詐欺概念と比較して、極めて広範な不正行為を対象としている。そのため、過当取引をわが国の法律で規制する場合、証券取引法157条を根拠として、米国で認定基準が示されてきた過当取引の三要件から、直接に過当取引の違法性を指摘することには、無理がなくもない。

そこで、証券業者に課されている適合性原則の遵守義務、説明義務、善管注意義務および誠実公正義務の観点から、問題となっている一連の証券取引が、証券業者の行動規範を逸脱したものであるかを指摘する必要があると思われる。

## 1 適合性原則違反

証券業者は適合性原則に基づき、有価証券の売買若しくはその委託等について、顧客の知識、経験および財産状況に照らして不相当と認められる勧誘を行い、投資家の保護に欠けることとなり、または欠けることとなるおそれがないように、業務を営まなければならない（証取43条1号）。

顧客が証券業者から投資助言を受けてはいるが、自己の意思により売買注文を発する場合、投資リスクは発注者たる顧客が負うべきであろう。しかし、顧客の属性に照らし不相当な過当勧誘は、顧客利益を損なう虞れがあり、不適切な投資選択または不十分な投資判断により、市場の価格形機能を歪曲させることになる。

それ故、証券業者は、私法上の義務の具体的内容を示した、顧客に対する誠実公正義務とともに、適合性原則に基づき、顧客の投資知識、経験、目的および財産状況に照らして、明らかに過大な投資リスクを伴うと考えられる証券取引を積極的に勧誘することを回避すべき注意義務を負うものである。そして、証券業者はある金融商品を勧誘をするために

## 過当取引の民事責任（二）

は、顧客の属性にそれが適合すると信じる合理的な根拠を有してなくてはならない。これらは投資家保護および公益保護に資するものである。そのため、顧客の投資経験および投資知識が明らかに不十分であり、保守的な投資目的を有していることを知りながら、顧客に対し、投資リスクの高いワラント取引、店頭銘柄株の取引、信用取引を推奨することは、適合性原則に反する行為である。

投資勧誘の方法および態様が、投資家の投資目的、財産状態および投資経験などに鑑みて著しく不適合であり、または明らかに過大なりリスクを伴う取引に積極的に勧誘したものと評価される場合、私法上、債務不履行または不法行為責任が生ずるといえるだろう。

証券業者と一般投資家との情報格差などを根拠として、証券業者には証券取引の勧誘において、顧客がその自由な判断の下に合理的な投資を行えるように配慮する義務があり、これに違反して顧客に予測しえない過大なりリスクを負担させたことに実質的な違法性があると考えられるからである。そして、株価の乱高下が激しい銘柄の取引を、証券業者が洗練された投資技術を有さない個人投資家にさせることは、適合性原則に係わるとともに、顧客利益を無視または配慮しない行為であると推認され、民事責任の対象となると考えられる。

そこで、適合性原則との関係から、問題となる要素として、以下のことが考えられる。

第一に、顧客と証券業者との間で行われた取引にみる多額の買付総額および売買委託手数料総額が、顧客の投資経験、投資知識、年収および資力などに照らし、多大であり、売買対象となった証券銘柄は、株式、ワラント、転換社債など、極めて多数の銘柄が売買されていないかが問題となる。

第二に、後述するように、売買回転率は6回の場合、支払経費率の関係上、一定の騰貴を示す銘柄でなければ、運用益（実益）が生じない。多数銘柄の証券取引において、一般投資家が、高い回転率に基づき、支

払経費を考慮して運用益を獲得できる投資を何年もまたは一定期間にわたり、続けることは極めて困難であるといえる。

第三に、証券を買付けてから、処分するまでの期間が短くはないか、また、同一銘柄の証券を短期に、買付と売付を頻繁に繰り返す「出し入れ取引」が行われいまいかが問題となる。

証券の短期売買は、相場の乱高下に対処するため、投資家の利益を確保し、損失の拡大を防止するのであれば、その合理性も考えられる。相場の乱高下が激しく、特に相場が暴落していることにより、損失をくい止める状況でない限り、取引の支払経費である売買委託手数料および税金などが重い負担となる。

しかし、必ずしも相場が乱高下していない証券銘柄であっても、翌日売買または1週間内の売買など、短期売買が繰り返されている場合、証券業者が頻繁な短期売買を繰り返すことによる売買委託手数料の増大を図ったものと推認される。

また、短期売買が相場の乱高下に対処し、損失額の増大をくい止めるためであるならば、投機的な投資目的を持たず、洗練された投資技術を有さず、資金力に限界がある投資家に対し、このような証券を投資対象とすること自体、適合性原則の観点から問題がある。

第四に、頻繁かつ多銘柄による信用取引が行われていないかが問題となる。証券業者は売買手数料に加え、信用供与による金利など、現物取引よりも多額の利益が得ることができるため、概して顧客を頻繁な信用取引に誘引する傾向が見られる。また、ナンピン買い、出し入れ取引、途転、多数の決済期限を残しての現引、現引した後に短期で売却、という売買が行われている場合、多額の支払経費増となる。

第五に、ワラント取引の売買量および売買銘柄の質が問題となる。とりわけ、買付時点で、マイナスパリティのワラントおよび権利行使期限までの残存期間が2年未満のワラントによる取引は、権利消滅による損失となる危険性が大きい。株価が騰貴するという合理的根拠もなく、証

## 過当取引の民事責任（二）

券業者が勧誘することは、顧客利益に配慮しない行為といえる。

### 2 説明義務違反

説明義務とは、証券業者が金融商品を勧誘する場合、顧客が投資判断をするうえで、当該商品の特質および投資リスクなど、取引に関する重要な情報を提供し、顧客の属性に鑑み、十分な説明を尽くし、理解させなければならないとする義務である。証券業者に説明義務が求められる根拠として、金融商品の特質、条件および投資リスクなどに関する、顧客と証券業者との情報収集能力および分析能力のギャップ並びに証券業者の専門家が考えられる。

証券投資が証券業者の勧誘および助言推奨により行われたとしても、投資家は自己責任原則に基づき、取引から生じた損失は自身が負うことになる。しかし、証券会社の勧誘および助言指導がいかなる程度のものであっても許されるわけではない。顧客は証券会社の投資勧誘を契機に証券取引を行い、その助言指導により投資選択をすることが多い。そして、証券会社は当該取引により売買委託手数料などの利益を得ている。そのため、証券会社は顧客に対し、冷静かつ自主的な投資判断を妨げることをないように、「専門家」として信義則上の義務を負う。

洗練された投資技術を有さない一般投資家は、証券取引の専門家である証券会社の推奨助言にはそれなりの合理的理由が存在するものと信頼して証券市場に参入し、投資決定を行うことが多い。このような一般投資家の信頼は十分な保護に値するものであり、証券業者は金融商品を勧誘するにあたっては、当該商品が投資家の属性に適合すると信じるに足りる合理的な根拠を説明しなければならないと言える。

そこで、証券業者は、顧客が自主的な判断に基づき取引を行うことができるように、顧客の投資経験、知識、判断能力、理解力、職業、年齢、資力などに鑑み、勧誘する金融商品に関する確かな情報の提供および説明を行い、その内容について正しい理解および認識を形成させなければな

らない。当該理解が得られない場合には、顧客に取引をしないように「断念させる義務」があると考えられる。

そのため、顧客の属性に照らし、勧誘者の説明が明らかに不十分であり、顧客が金融商品の投資リスクなどを理解しないまま取引を成立させ、または合理的根拠を有しない事実または意見を述べて取引に誘引した結果、顧客に損害を被らせた場合、証券業者は民事責任が課せられるといえる。

そこで、説明義務違反との関係から、問題となる要素として、以下のことが考えられる。

第一に、信用取引のリスク、支払経費および決済期限に関する説明が十分に尽くされていたかが問題となる。多くの過当取引事例でみられるように、建玉の決済では目先の利益がでない場合、多くの決済期間を残したまま、現引をして、現引株を売却している。建玉の決済をすれば多額の売買差損となる場合、または決済期限までには値上がりをしないが、将来、株価が騰貴する見込みがある場合に、株式の現物を引き取る。すなわち、将来の株価の騰貴を期待して、やむを得ず株式の現引をするのである。しかし、多くの決済期間を残したまま、現引をして、現引株を売却することは、顧客の負担する支払経費額および運用損が拡大する可能性が高くなるだけである。それにもかかわらず、敢えて顧客に現引を推奨するのであれば、今後の株価が騰貴する見込みに関する根拠およびその確度を、客観的な情報に基づいて具体的に説明すべき義務がある。

第二に、ワラント取引において、買付時点で、マイナスパリティのワラントが多数、含まれ、当該取引のリスクを説明したかが問題となる。マイナスパリティのワラントを買付けても、株価が騰貴しないかぎり、権利行使をする意義はない。このようなワラントを買付けることは、将来株価が相当の率で騰貴する具体的根拠がないかぎり、すでに買付時点で、損失を被る可能性が高いと言える。株価の将来見通しの予測が極めて困難であることを考えれば、マイナスパリティのワラントを、多銘柄

## 過当取引の民事責任（二）

かつ大量に買付けることは、合理的な投資家の行動に反するといえる。また、ワラントは権利行使のできる残存期間が短くなれば、その価値は下落することから、残存期間が2年未満のワラントは、権利消滅となる可能性は高い。すなわち、マイナスパリティのワラントおよび残存期間が2年未満のワラントを、証券業者が勧誘する場合には、そのリスクを的確に説明しなければならない。

第三に、店頭登録株は取引所の上場株に比較して、流通する株式量が限られ、市場性が薄く、相場変動の幅が大きいため、投資リスクは高い。そのため、証券業者は、「非常に有望であるとか、値上がりが見込める」ということに重点を置いた説明をするのではなく、店頭登録株の特質およびリスクなどに関し、顧客が自主的かつ冷静な投資判断を行うために必要とされる詳細かつ適切な説明を行う必要がある。

### 3 善管注意義務違反

顧客が証券業者に著しく依存し、強固な信頼の下で取引が継続され、証券業者が顧客口座を実質的に支配して取引内容を決定している場合、個々の取次委任契約ないし売買契約以外に、投資顧問契約に準ずる契約および継続的取引関係に基づく信託関係が成立しうる。証券業者による情報提供者としての行為は市場の健全性を維持しつつ、顧客に対し誠実かつ公正に業務を遂行するものでなくてはならない。

証券の価格変動要因は極めて複雑であり、投資判断には高度の分析および総合能力を要するため、投資家は投資判断に当たっては専門家である証券業者の勧誘または助言指導に依存する傾向にある。他方、証券業者の営業成績の伸長もこのサービスのいかに係るところが大きく、証券業者の勧誘または助言指導が過熱することは避け難い傾向にあり、このような立場にある投資家の保護が求められる。

そのため、証券業者と顧客との間に存在する証券投資に関する専門的知識および情報の偏在に基づき、証券会社は、顧客が予測できないよう

な過大な投資リスクを負担させる結果とならないように、専門家としての責任を負うことになる。それ故、証券会社は顧客との継続的な信頼関係を濫用してはならないことは当然である。

証券業者に求められる、顧客に対する一連の行動規範は、私法上の法的関係における忠実義務を規定しているとも言える。証券業者は顧客との継続的な信頼関係を濫用し、自己利益の実現のため、顧客の利益を無視または配慮しない行為をした場合、それは証券業者の専門家責任に基づく信託義務違反である。

そこで、善管注意義務違反との関係から、問題となる要素として、以下のことが考えられる。

第一に、短期頻繁売買と塩漬証券の有無である。例えば、目先の利益がでる証券銘柄の多くは、短期に処分をして、売買手数料を稼ぎ、当該証券の売付代金をもって、直ちに他の証券銘柄を買付ける。他方、合理的な根拠もなく、無思慮な投資選択により購入された後、相場の下落により多額の評価損が生じている証券銘柄は、売付処分により多額の損失が確定するのを先送りする。このように顧みられることなく「塩漬け」された証券は、市場価格が著しく下落した後に売却され、その結果、多額の売買差損が生じている。

第二に、同一銘柄の証券を短期に、買付と売付を頻繁に繰り返す「出し入れ取引」が、多数の銘柄で行われていないかである。すなわち、或る証券銘柄を買付後、短期で売付け、再び短期で買付けるのである。投資家にとり、証券を買付後、短期で売付ける意義は、株価の急落により損失の拡大をくい止めるためか、一定の利益を確保するためである。もし、「株価の急落により損失の拡大をくい止める」ためであれば、再び短期のうちに、同一銘柄を再度、買付けることは、損失額を増加させるか、またはその可能性が極めて高くなる。

他方、「一定の利益を確保するためである」ということは、相場が騰貴傾向にあると言える。そうであれば、証券を買付後、短期で売付け、再

## 過当取引の民事責任（二）

び短期で買付けなくとも、当初に買付けた証券を短期で売付けずに、保有しておれば、売買委託手数料などの支払経費もかからない。

すなわち、出し入れ取引は、株価の急落により損失の拡大をくい止めるためか、一定の利益を確保するためであったとしても、投資家にとり経済的利点は見つけにくく、売買委託手数料を含む支払経費の増大および損失額増加の可能性を高めるだけである。まさに、出し入れ取引は、投資家にとり不合理な売買と言える。

第三に、証券取引では、「ナンピン買い」として、当初の買値よりも株価が下落傾向にあっても、さらに買い増しをする手法がある。後に株価が反発し、騰貴した場合、元の水準にまで株価が戻ることもなくとも、ある程度、戻れば損をしないで、売却することも可能であるからだ。しかし、「ナンピン買い」と言われる当該取引手法は極めて高度な投資判断を要し、洗練された投資技術を有する職業的投資家でなければ、結果的に利益を得ることは困難である。

ナンピン買いは極めてリスクの高い取引手法であり、相場推移の予測および売買時期に関する高度な分析能力を必要とされる。その判断を誤れば、多大の投資額に比例して、売買損も比例して多大となる。

第四に、信用取引において、建玉の決済をすれば、多額の売買差損となる場合、または決済期限までには値上がりをしなかったが、将来、株価が騰貴する見込みがある場合、建玉の決済をせずに、株式の現物を引き取る取引手法がある。しかし、決済により目先の利益がでないということだけで、多くの決済期間を残したまま、現引をし、現引株を将来の株価の騰貴を待つことなく、短期で売却処分する。すなわち、買建、現引、現引株を現物取引として現引から短期の売却という取引は、投資家にとり無益であり、他方、証券業者にとり、売買委託手数料および信用供与に係る金利という利益を獲得できる。

第五に、経済的合理性に反する取引態様の有無である。例えば、①同一時刻に、同一証券銘柄の買付と売付の同時に注文する、②同一時刻に、

同一証券銘柄を高く買付け、安く売付けるという注文がなされている、③同一証券銘柄を売付直後に、売付価格を下回る価格で買付注文がなされている、④同一証券銘柄を買付直後に、買付価格を下回る価格で売付注文がなされている、⑤同一株式銘柄を売付直後に、売付価格と同一価格で買付注文がなされている、⑥同一株式銘柄を売付直後に、売付価格を上回る価格で買付注文がなされている、という手法である。

「証券を安く買付け、高く売付ける」ことが、投資家本来の行動である。しかし、指摘した手法はまさにその逆であり、投資家にとり損失を被ることはあっても、利益となる可能性は極めて低い。支払経費を考えれば、損失はより拡大することになる。他方、証券業者にとっては売買委託手数料などの経済的利益をもたらす行為であり、当該取引手法には経済的誘因がある。

#### 4 誠実公正義務違反

一般投資家は証券業者による積極的な勧誘を契機に証券売買を行い、強固な信頼関係の下で取引が継続される場合、証券業者の投資選択および運用手法に関する助言指導に影響を受けやすい。当該関係を濫用して、証券業者が手数料稼ぎなど、自己利益の実現のため、顧客の利益に配慮しない不合理かつ頻繁な証券取引に誘引した場合、顧客は経済的損失を被ることが多い。そのため、投資家の保護に欠け、取引の公正を害する不当な勧誘行為を規制することは、必要不可欠であると言える。

そのため、証券業者が顧客の取引口座を支配し、顧客の信頼を濫用して、自己利益を図るために、顧客の投資経験、知識および目的に照らして、社会的相当性を逸脱した過度な頻度または仕手株などの特異な株価推移を示す株式銘柄の取引を行うことは、証券業者が負うべき行為規範に反するといえる。

誠実公正義務違反は、証券業者による適合性原則違反、説明義務違反および善管注意義務違反から認めることができる。多くの過当取引事

## 過当取引の民事責任（二）

例では、顧客は、証券業者が主導する一連の取引により多額の損失を被っていたために、証券取引に関する専門的知識および情報を有している証券会社の担当者に頼らざるを得ない状況にあった。そして、証券業者が繰り返す不合理な取引手法は、顧客に関する当該事情を熟知し、それに付け込んだ悪意あるものである。

一般投資家は証券業者の投資勧誘を契機に証券取引を行い、その助言指導により投資判断をすることが多い。そして、証券業者は当該取引により売買委託手数料などの利益を得ている。そのため、証券取引を勧誘するに当たっては、投資家の証券取引に関する知識、経験、資力などに照らして、当該証券取引の投資リスクに関する的確な情報の提供および説明を行い、投資家がこれについて正しい理解をしたうえで、その自主的な判断に基づいて当該取引を行うか否かを決することができるように配慮すべき、専門家として信託義務を負う。

それに対し、洗練された投資技術を有さない一般投資家は、証券取引の専門家である証券会社の推奨助言にはそれなりの合理的理由が存在するものと信頼して証券市場に参入し、投資決定を行っているともいえる。このような一般投資家の信頼は十分な保護に値するものであり、証券会社は金融商品を勧誘するにあたっては、当該商品が投資家の属性に適合すると信じるに足りる合理的な根拠を説明しなければならない。自己の利益の実現または不利益を回避するため、投資家の利益を無視または配慮しない勧誘助言行為をなしたことにより、投資家が損害を被った場合、証券業者は民事責任を負うべきである。

## 第七章 日本における過当取引の認定基準

過当取引を原因とする損害賠償請求が認容された事例を概観すれば、証券業者が主導した頻繁な短期乗換売買を、違法な過当取引として認定するうえで、「過度の取引（取引の過度性）、口座の支配（取引の主導性）、

欺罔の意図（取引の悪意性）」を判断基準としている事例が少なくない。

しかし、当該基準を直接的に明示していなくとも、顧客の投資目的、投資経験、投資知識、投資資金の出所、取引頻度、証券業者が主導した口座運用の手法およびその経済的合理性、取引における顧客側の指示の有無、金融商品の仕組みおよび投資リスクに関する詳細な説明の有無、適合性原則に反する証券銘柄の取引の有無、顧客に取引内容および損益状況を的確に認識させていたか、誰が投資選択を主体的に行っていたか、などが考慮されている。そこで、取引の過度性、取引の主導性および取引の悪意性に関する認定基準について、損害賠償請求が認容された裁判例に基づき検討をする。

## 第一節 過度の取引要件（取引の過度性）

### 1 過度の取引要件の認定基準

「過度の取引（取引の過度性）」要件に関し、請求棄却事例である東京地裁平成8年2月29日判決<sup>(1)</sup>および東京高裁平成8年12月19日判決<sup>(2)</sup>は「わが国市場は株式の配当性向が低く、短期的な投機利益を求めざるを得ない。その結果、必然的に売買回転率および手数料率も高くなる。また、信用取引には決済期間があり、信用取引を続ける以上、取引回数は増えていかざるを得ない<sup>(3)</sup>」と述べる。大阪地裁平成8年10月30日判決は、「短期売買は利益または損失を確定する目的から行われ、顧客利益を意図的に無視したことはにはならない」とする。

しかし、過当取引に関する近年の判例を概観すれば、裁判所はまず、顧客の投資目的、投資経験、投資知識、年齢、職業、投資資金の出所、財産状況、取引の理解度、投資内容と適合性原則との関係など、顧客の属性に関する主観的要素を問題としている。

裁判所は投資目的に関しては、投資資金の出所および資産形成の過程に関連づけて判断している。個人資産として長期保有するため一般投資家が自己資金により証券を購入したものなのか、会社が借入金返済のた

## 過当取引の民事責任（二）

め銀行から融資を受け投機的な投資を行っていたのか、などを事例毎に検討し、証券業者が主導した取引の頻度および数量の妥当性について検討している。

例えば、僅かな年金収入などの個人資産により、元本を維持させつつ、銀行預金よりも有利であるということから株式取引を始めているなど、投機的目的を有していないにもかかわらず、顧客の資産を遥かに超える頻繁かつ大規模な証券取引が行われている場合、裁判所は顧客側の主張に有利な判断を下している。

また、顧客の属性に関し、過去の判例を概観すれば、顧客の社会的地位の高さをもって、洗練された投資技術を有する投資家と同視される傾向にあった。そして、顧客が問題となった取引以前に投資経験を有していた場合、一連の取引に関する投資知識および投資リスクを認識していたものと考えられてきた。

しかし、近年の判例においては、当該傾向は極めて変わりつつある。そして、原告が長年の投資経験を有する資産家または銀行からの多額の借入資金に基づき投資を行っている法人であったとしても、証券業者が主導した口座運用の内容に関する客観的要素を重視することにより、裁判所が「取引の過度性」要件を認定している事例は増加している。

例えば、①売買総額、②売買回数、③取引銘柄数、④1回当たりの取引金額、⑤年次売買回転率、⑥顧客が一連の取引により被った損失額または投資額、⑦これら金額と手数料額との比較、⑧高い手数料率、⑨購入から売却までの保有期間が短い証券が占める割合、⑩短期乗換売買による支払経費の増加、⑪全取引に占める短期乗換売買の割合、⑫株式取引のうち、現物取引と信用取引の割合およびその損益状況、⑬ワラント、店頭登録株および仕手株などリスクの高い証券取引の有無、⑭無思慮に証券を購入し、含み損が出ている証券は長期間、放置して評価損を拡大させていること、⑮経済的合理性に反する取引態様など、証券業者が主導した顧客勘定による取引方法および客観的指標を精査する。そして、

これら取引方法並びに顧客の属性および投資目的との関係を考慮して、裁判所は「取引の過度性」要件を認定している。

さらに、証券業者が主導した証券売買が大量かつ頻繁であることに加え、適合性原則に反する取引の有無を問題とする。例えば、①投資経験が乏しく、洗練された投資技術を有さない顧客に対し、被告証券会社による大量推奨販売の対象となっている株式または仕手株の噂がある株式を多額に購入させていること、②顧客が取引の仕組みおよび投資リスクに関する正確な知識を有していないにもかかわらず、多額の信用取引またはワラント取引を繰り返し行わせていること、③証券業者が複雑多岐な取引を行っているにもかかわらず、顧客に具体的かつ長期的な投資計画を示していないこと、などの要素を「取引の過度性」要件を認定するうえで重視している。

そこで、以下において、「取引の過度性」要件の認定に関し重視された要素と具体的事実との関係を考察する。

#### (1) 問題となる認定要素

大阪高裁平成12年10月24日判決は、<sup>(4)</sup>「本件取引が顧客の投資目的、知識、経験および財産の状況に照らして過当であったか否かを判断するためには、顧客の投資額が証券取引で何回転したかを示す売買回転率の大小、買入証券の保有期間、売買委託手数料の金額・割合などを総合的に考慮する必要がある」と指摘する。

本件の一審原告は本件取引当時、年商が約30億円から50億円の衣料関係の株式会社であり、銀行との取引関係を円滑にするため、当該銀行株の購入を契機に、一審被告証券会社と継続的な証券取引を行っていた。

本件で問題となった5年4ヵ月の間に、一審被告証券会社を通じ本格的に取引を行い、株式の現物取引、信用取引、ワラント取引、転換社債、投資信託、株価指数取引、オプション取引など多種多様な金融商品が組み合わされ、売買総額は1,900億円、売買回数は2,900回、銘柄数は700銘柄

## 過当取引の民事責任（二）

柄に及ぶ。一審原告が被った損害は29億3,540万円余に達し、一審被告が獲得した手数料および保管料は約11億4,000万円である。

大阪高裁が指摘する客観的指標を概観すれば、①売買回転率は昭和62年が約53倍に達し、全体でも約11倍である、②証券の保有期間は、即日売買が90回、翌日売買が272回である、③一審被告が獲得した手数料および保管料は約11億4,000万円であり、手数料率は昭和62年が約50%であり、全体でも13%を超えている。

大阪高裁はこれら要素に基づき、「一審原告の証券取引の知識、経験及び財産の状況に照らして、過当であるといわざるを得ない」と述べる。一審被告は、「一審原告の損害は短期の取引ではなく、長期に保存された銘柄で発生したものであるから、短期売買の割合が大きいことは不法行為の成立と関連性がない」と主張する。それに対し、大阪高裁は、「過当取引によって証券会社への支払を余儀なくされた手数料は顧客の損害と認められるから、短期売買の割合が大きいことと不法行為の成立には関連性があるというべきである」と説示した。

### (2) 投資目的の内容

投資目的に関しては、投資資金の出所および資産形成の過程に関連づけて、僅かな年金収入などの個人資産により、元本を維持させて、銀行預金よりも有利であるということから株式取引を始めているなど、顧客が投機的目的を有していないにもかかわらず、頻繁かつ大規模な証券取引が行われている場合、裁判所は顧客側の主張に有利な判断を下している。

例えば、東京高裁平成11年7月27日判決において、被控訴人は証券取引の経験に乏しい寡婦であり、二人の息子に加え、養母の面倒を見る必要があった。本件取引の目的は銀行預金よりも有利な利率の利息を得ることにより、息子の教育資金に充てる財産の維持を図ることにあった。資産は亡夫の退職金および生命保険金の計5,000万円があるが、収入は遺

族共済年金の年124万3,000円だけである。本件取引の経緯は、息子の教育資金として、証券会社に勤める友人Aの甥に勧められ、金貯蓄をするとともに、同時期に被告証券会社の担当者の勧誘により、株式の現物取引を開始したことによる。

問題となった平成2年4月から平成3年7月までの14ヵ月間に、株式の買付回数は70回にのぼり、取引銘柄数は36種、売買回転率は4.45回であるが、売買委託手数料などの取引経費は420万円であり、買付総額は2億0,408万円余に達する。取引の具体的態様は、短期で損きり、他の銘柄に乗り替える投機的なものであり、一日当たりの買付金額も1,000万円前後に及び、取引銘柄の中には、仕手株も多数、含まれている。

東京高裁は、「投資金額、頻度が被控訴人の収入、資産の性質・金額、投資経験、投資目的に比して、著しく過大であると認められる。……本件取引の寡婦が望んだものとかけ離れているというほかない」と指摘する。

また、大阪地裁平成7年7月24日判決<sup>(6)</sup>では、本件原告は過去に株式取引の経験がない個人投資であり、投資資金は老後の生計資金を注ぎ込んだものである。昭和63年5月から平成元年5月までの354日間に取引が集中し、三菱重工株以外はすべて、被告証券会社の担当者が具体的銘柄をあげて、勧誘したものであった。大阪地裁は、「一回の投資金額は1,000万円を超え、それは老後の生計資金を注ぎ込んだ原告の財産状況に鑑みて、極めて多額である」と述べ、売買回数、短期乗換売買の回数、買付総額、原告の利益を遙かに凌駕する手数料額などから、一連の取引を過度なものと認定している。

### (3) 顧客属性の問題

顧客属性に関する問題として、過去の判例を概観すれば、例えば、会社名義で同社社長が取引を行っている場合、または開業医が取引を行っている場合など、原告の社会的地位の高さをもって、洗練された投資技

## 過当取引の民事責任（二）

術を有する投資家と同視される傾向にあった。また、裁判所は顧客が問題となった取引以前に投資経験を有していた場合、一連の取引に関する投資知識および投資リスクを認識していたものと考えてきた。

しかし、近年の判例には当該傾向は必ずしも、妥当しない。例えば、東京高裁平成10年9月30日判決<sup>(7)</sup>において、一審原告Zは二つの病院を経営し、長年の投資経験を有する医師であり、税務申告の関係から、会社組織により証券取引を行うことを考え、一審原告会社Xを設立している。一審原告の投資は銀行からの借入れに基づき、売買一任勘定取引契約により運用されている。東京高裁は一審被告証券会社の担当者による過当取引は、一審被告の利益を一審原告に優先させたものであり、不法行為に該当すると指摘した。

本件において問題となった取引期間の取引回数は、本件取引以前と比較して、一取引日平均で一審原告会社Xが3.39倍、一審原告Zが2.91倍に増加している。また、投資額は本件取引以前と比較すれば、一取引日平均で一審原告会社Xが1.8倍、一審原告Zが2.8倍に増加している。

証券の保有期間は極めて短期であり、証券の売却資金を直ちに他の証券に再投資する行為が繰り返されている。東京高裁は、「当該行為が合理的な判断に基づくものであるという証拠はない」と指摘している。

売買委託手数料は多額であり、ワラント取引が頻繁に行われ、全買付銘柄に占めるワラントの率は、一審原告Zが約66%、一審原告会社Xが約62%に達し、当該取引による損失の額は、一審原告Zの損失全体の約85.0%、一審原告会社Xの損失全体の約83.3%にも上っている。ワラント取引は、本件取引当時、その投資リスクが周知されておらず、ワラント取引に係る損害は近年、司法救済の対象となっている。

また、大阪高裁平成12年9月29日判決<sup>(8)</sup>において、本件一審原告は電機製品の製造販売を目的とする株式会社であり、従業員が200名弱、毎年の営業利益は数億円である。証券取引を専門とする部署はなく、長年の投資経験を有する同社社長が一審原告会社側の担当者として、一審被告証

券会社と本件取引を行っていた。その投資資金は全額借入金によるものであった。

しかし、大阪高裁は以下の要素から、過度の取引性を認定している。平成2年1月から平成5年3月までの間に、一審被告証券会社を通じ、株式の現物取引、信用取引および転換社債などの証券取引が行われ、売買総額106億円余、総取引回数402回、1回当たりの取引金額は2,600万円余にのぼる。また、証券の保有期間が1週間以内の取引は投資金額の構成比率で50%弱を占める。これら取引により一審原告が被った損失は、2億5,650万円余であり、一審被告が獲得した手数料収入は6,188万円余に達する。とりわけ、平成3年2月から平成4年9月の間に頻繁な取引が行われ、年次売買回転率は6.8回である。平成3年の手数料額は平成3年が3,558万円余、平成4年が2,191万円余であり、控訴人の加重投資額平均の7%前後、純投資額平均の10%強が一審被告の手数料収入となっている。

大阪高裁は、「年次売買回転率6.8回は著しく高率であり、短期売買の比率が極めて高く、頻繁に短期売買が繰り返されていたことが明らかである。また、手数料率は異常な高率である。平成3年2月から平成4年9月にかけての本件取引は、一審原告会社の資産状況、投資目的、投資知識、経験に照らして過大な頻度、数量の証券取引であり、過度性の要件を充足している」と判示し、地裁判決を破棄し、損害賠償請求を認容した。

#### (4) 売買回転率の重視

売買回転率とは、一定の期間における投資資金の回転数を示すものであり、通常、一年間を基準とすることから、「年次売買回転率」と呼ばれる。顧客口座に属する全証券が売却され、それにより得た資金により、新たな証券が購入されるならば、当該口座は、一回転したことになる。

売買回転率が高い取引を継続すれば、売買委託手数料および税金の合

## 過当取引の民事責任（二）

計額が増大する。そのため、売買回転率が高い株式取引においては、株価が一定以上の騰貴を示さない限り、売買差益が生じた取引があったとしても、支払経費が売買差益を上回り、必然的に運用損となる。

売買回転率が幾らであれば、一連の取引が過度であるかについて、米国の判例法理を参考している事例が多い。例えば、福岡地裁平成11年3月29日判決は、<sup>(9)</sup>「年次回転率が6回であっても、個人投資家としては冷静な投資判断が明らかに困難であると考えられるにもかかわらず、本件においては、それを上回る約8.8回に及んでいるうえ、多種の投資対象に対し、頻繁に複雑な売買がされており、長年の投資経験を有するものの、これまでは堅実な個人投資家にすぎなかった原告にとって、過当性の要件を充足するのは明らかである」と判断する。

本件原告は元高校の教師であり、長年にわたり預貯金の延長として、投資信託、転換社債および株価の安定した大企業の株式に投資を行ってきた。本件において問題となった平成4年12月から平成7年5月までの30ヵ月間の取引における売買総額は11億6,500万円、売買回数が423回に及び、保有期間が10日未満の取引が全体の約23%を占め、短期乗換売買も多い。

それに対し、東京高裁平成11年7月27日判決では、<sup>(10)</sup>年次売買回転率は4.45回であるが、一審原告は投資取引の経験に乏しい寡婦であり、二人の息子に加え、養母の面倒を看る必要があった。資産は亡夫の退職金および生命保険金の計5,000万円があるが、収入は遺族共済年金の年124万3,000円だけである。問題となった14ヵ月間に、株式の買付回数は70回にのぼり、取引銘柄数は36種、売買委託手数料などの支払経費は420万円であり、買付総額は2億0,408万円余に達する。一日当たりの買付金額も1,000万円前後に及び、取引銘柄の中には、仕手株も多数、含まれている。

すなわち、本件では売買回転率は6回未満であるが、一審原告の属性、資産を遙かに凌駕する買付総額、取引銘柄数、支払経費、取引対象の株式の質などを勘案して、取引の過度性を認定している。

また、大阪地裁平成11年3月30日判決<sup>(11)</sup>において、原告は材木商の経営者であり、平成8年6月に、自ら被告証券会社に赴き、口座を開設し、問題となった約17ヵ月間に、現物の株式取引を行った。原告は計870万円余を投資したが、本件取引終了後に302万円余の返還を受けたのみであった。被告証券会社は348万円余の手数料を収受し、それは原告の投資額の約40%に当たる。証券の保有期間が極めて短い取引が多数存在し、総売買回数は214回、年次売買回転率は12.7回である。大阪地裁は「極めて頻繁に取引がなされていたということが出来る」と説示している。

さらに、大阪地裁平成9年8月29日判決<sup>(12)</sup>では、原告は長年の証券経験を有し、被告証券会社に頻繁に連絡をとっている。しかし、大阪地裁は、売買総額、取引回数、株式銘柄数、証券の保有期間の長さおよび手数料額に加え、「30回以上に達する年次売買回転率は異常というほかなく、到底投資者の冷静な投資判断に基づく投資行動とは認められない」と指摘する。

しかし、いずれの判例においても、売買回転率の高さと顧客利益との相反関係については論述をしていない。当該問題については、本章第四節で考察をする。

#### (5) 損失額または投資額と手数料との比較

顧客が一連の取引により被った損失額または投資額に対し、証券会社が獲得した売買委託手数料額を比較して、取引の過度性を認定するうえでの重要な要素としている事例がある。

多くの過当取引事例では、同一日に同一銘柄の証券を、単一単価または近似の単価で何回にも分けて売買するという取引手法が採られている。売買委託手数料は取引金額に応じて高くなるが、取引金額が小さいほど高い料率で設定されている。そのため、投資総額が同じでも、当該資金を1回で投資するよりも、小口で分散して売買をすれば、売買委託手数料を結果的に多く支出しなければならない。そして、売買回数に比例し

## 過当取引の民事責任（二）

て手数料の合計金額は増大し、証券会社の収入は増えることになる。

例えば、株式取引の売買委託手数料は、平成11年9月30日までは、証券取引所の受託契約準則が定める料率に基づき算出されている。当該料率は、買付また売付の約定代金が100万円を超え500万円以下の場合には0.900%であり、約定代金が3,000万円を超え5,000万円以下の場合には0.375%である。そこで、総額5,000万円で株式を購入する場合、5,000万円を200万円ずつ25回に分けて購入すれば、売買委託手数料額は45万円である。それに対し、5,000万円を1回で投資すれば、売買委託手数料額は18万7,500円にしかない。

また、平成11年10月1日以降、売買委託手数料は自由化され、各証券会社が株式の買付または売付の約定代金に応じた手数料率を示している。或る大手証券会社が示す手数料率によれば、買付また売付の約定代金が100万円を超え300万円以下の金額につき0.80%+3,080円であり、約定代金が3,000万円を超え5,000万円以下の金額につき0.24%+106,480円である。そこで、総額5,000万円で株式を購入する場合、5,000万円を200万円ずつ25回に分けて購入すれば、売買委託手数料額は47万7,000円である。それに対し、5,000万円を1回で投資すれば、売買委託手数料額は22万6,480円にしかない。

他方、顧客が保有する証券の相場が少しでも騰貴すれば、すぐに売却し、当該資金をもって、すぐに他の銘柄の証券を購入する。これら短期乗換売買を繰り返すことにより、一部の取引において売買差益が生じたとしても、手数料などの支払経費が多額となり、運用損となっている取引も少なくない。

まず、大阪地裁平成11年1月29日判決<sup>(13)</sup>は、「売買差益が生じながら、多額の手数料より結果的に運用損となっている取引が多数にのぼる」と指摘する。本件原告は長年の投資経験を有する元薬剤師であり、退職金の残り約1,500万円および預金約1,000万円に基づき、昭和61年6月から被告証券会社を通じ信用取引を開始している。

特に頻繁な取引がなされた平成3年11月末ころから平成5年6月7日の間には、約1,167万円の損失が生じ、被告が獲得した手数料は損失の64%に相当する。この間の資金回転率は10回を超え、短期乗換売買が多い。売買差益が生じながら、多額の手数料より結果的に運用損となっている取引が多数にのぼる。

大阪地裁は、「株式市況は平成3年以降下落を続け、このような頻繁な売買を正当化できる事情は特になかった」と説示している。

また、大阪地裁平成11年5月31日判決<sup>(14)</sup>では、原告は計2億1,000万円を被告口座に振り込んだが、売買委託手数料および信用供与に係る利息の合計額は4,563万円余に達している。

本件原告は知人Aが被告証券会社の幹部Bと同窓会で再開し、被告証券会社と取引をするに至った。当該資金は原告を出所とし、原告は平成元年10月にA名義で、計2億1,000万円を被告口座に振り込んだ。その投資目的は生活費および税金分の金員を捻出することにあつた。

問題となった平成元年10月から平成2年9月までの間に、年次売買回転率は11.93回、株式の保有期間は現物取引および信用取引ともに、大半が15日以内で売却されており、売買委託手数料および信用供与に係る利息の合計額は4,563万円余に達する。原告は平成2年4月頃、株価が暴落したことを知り、被告担当者に問い合わせたところ、「1億円以上の金は確保しているから大丈夫であり、今はあまり良くないがいずれ良くなるので心配しないで任せておいて欲しい」と言われた。しかし、平成3年末頃からは、口座に資金が残っていないこともあり、生活費を口座から引き出すこともできなくなっていた。

さらに、名古屋地裁岡崎支部平成9年9月18日判決<sup>(15)</sup>では、本件原告は個人投資家ではなく海運会社であるが、昭和59年から平成5年4月までに約950回の売買が行われ、原告が被った損失額に対し、被告が獲得した手数料額は多額である。そして、原告の被った運用損の約7割強は、被告担当者から「絶対儲かります」と勧められて購入した「タテホ化学」

## 過当取引の民事責任（二）

株の暴落による。それはタテホ化学の財テクの失敗が原因である。

### (6) 高い手数料率

証券業者は顧客との信頼関係を濫用して、顧客利益よりも自己の利益を実現させるため、一連の取引を主導して、短期かつ投資資金を小口に分けて頻繁な売買取引を繰り返すことにより、多額の手数料および信用取引の金利を稼ぐことができる。そのため、手数料率の高さを、「取引の過度性」要件の認定基準として重視している事例がある。

手数料率の算定方法は、問題となった期間の手数料総額を、同期間の平均投資額で除し、それを年ベースに換算することにより求められる。すなわち、(問題となった期間の手数料総額÷同期間の平均投資額)×(365日÷同期間の日数)＝年次手数料率、という計算式になる。なお、平均投資額とは、対象期間における各月末の投資残高の平均金額である。

大阪高裁平成12年10月24日判決<sup>(16)</sup>では、一審被告証券会社が獲得した手数料および保管料などは、一審原告が得た売買益を数千万円も上回り、売買手数料率は13%を超えている。大阪高裁は、「一審被告担当者らが、主として手数料など、自己の利益を図るために本件取引を勧誘したと推認される」と指摘する。

### (7) 短期乗換売買による支払経費の増加

過当取引の特徴として、証券業者は、顧客が保有する証券の相場が少しでも増加すれば、すぐに売却をして、手数料を稼ぎ、また別の銘柄の証券を購入し、それを売却した後に、短期間で別の銘柄または元の銘柄の証券に乗り換えている。

このような取引により、僅かではあるが、売買差益が生じる場合があり、それは証券会社との取引を継続させる資金となる。しかし、前述したように、短期乗換売買により、支払経費は増大し、結果的に当該経費の総額は、売買差益を上回ることになる。また、短期損切り売買により、

多額の投資損を被っている事例も多い。そして、長期的計画性に欠け、無思慮な銘柄の選定により、含み損が生じている証券は長期間、塩漬けにされ、評価損は拡大することになる。

頻繁かつ多額の短期乗換売買は、相場の乱高下が激しく、特に相場が暴落していることにより、損失をくい止める状況でない限り、証券の売買経費である売買委託手数料および取引に係る税金などが重い負担となる。

すなわち、頻繁な短期売買の妥当性に関しては、相場が乱高下しており、一時的に利益を確保したり、または損失を食い止めるものであるならば、経済的合理性を見いだすことも可能である。しかし、多くの事例において、短期乗換売買の対象となった証券銘柄は、必ずしも相場が乱高下を繰り返してはいない。

短期乗換売買が著しい相場の乱高下から、顧客の利益を護るためであるならば、投資経験および知識が乏しく、洗練された投資技術を有さない投資家に対し、相場の乱高下が予測される証券を推奨し、現実に売買をさせること自体、適合性原則に違反する側面がある。そこで、証券の保有期間と支払経費の増大との関係について、具体的事例を以下に示す。

①大阪地裁平成9年8月29日判決<sup>(17)</sup>では、平成元年7月から平成3年2月までの間に、売買回数が776回であり、証券の保有期間は、即日売買が12.6%、10日未満の売買が63.7%、30日未満の売買が85.1%である。一連の取引による損失額は約2億2,355万円であり、被告証券会社が獲得した手数料は約1億6,000万円以上に達し、原告が被った損失額の74%を占める。

②東京高裁平成10年9月30日判決<sup>(18)</sup>では、89取引日において、一審原告会社Xの売買は124回、一審原告Zの売買は57回である。証券の保有期間は、一審原告会社Xについては、翌日売買が16回、翌々日売買が14回、三日後の売買が11回である、一審原告Zについては、翌日売買が9回、翌々日売買が4回、三日後の売買が5回である。そして、三取引日以内

## 過当取引の民事責任（二）

の短期売買で被った損失は、一審原告会社Xが2,772万円余（損失全体の約48.6%）、一審原告Zが1,578万円余（同じく約55.3%）にのぼる。そして、支払われた売買委託手数料は、一審原告会社Xが369万円余、一審原告Zが214万円余に達する。

③大阪地裁平成11年1月29日判決<sup>(19)</sup>では、平成3年11月29日から平成7年9月30日までの間に、現物取引は180回の売買が行われ、即日売買は5回、翌日売買は21回、10日以内の売買は71回である。原告が被った損失は約5,972万円であり、うち手数料は約4,542万円に達する。

④大阪地裁平成11年5月31日判決<sup>(20)</sup>では、特に頻繁に取引がなされた平成元年10月から平成2年9月までの間に、株式の保有期間は、現物取引では10日以下が全体の43.6%、15日以下が51.3%、30日以下が64.1%、60日以下が76.9%である。他方、信用取引では10日以下が42.9%、15日以下が47.6%、30日以下が58.7%、60日以下が71.4%である。一連の取引により、原告が被った損失は1億5,397万円余であり、被告証券会社が売買委託手数料および信用供与に係る利息の合計額は4,563万7,285円に達する。

⑤大阪高裁平成12年9月29日判決<sup>(21)</sup>では、平成2年1月から平成5年3月までの間に、売買回数は402回であり、証券の保有期間は、一週間以内の売買が全体の50%弱、1ヵ月以内の売買が70%以上、6ヵ月以内の売買が90%以上を占める。一審原告が被った損失は2億5,650万円余であり、一審被告証券会社が獲得した手数料収入は6,188万円余に達する。

⑥大阪高裁平成12年10月24日判決<sup>(22)</sup>では、昭和62年1月から平成4年5月の間に、売買回数は2,900回であり、証券の保有期間は、即日売買が90回（全体の5.60%）、翌日売買が272回（16.92%）、週間売買が486回（30.22%）、半月売買が260回（16.17%）、1ヵ月売買が190回（11.82%）、3ヵ月売買が152回（9.45%）、6ヵ月売買が73回（4.54%）である。大阪高裁は、「このように、本件取引は短期で売却していることが認められる」と述べる。一審原告が被った損失は29億3,540万円余であり、一審被告証

券会社が獲得した手数料および保管料は、約11億4,000万円である。

(8) 適合性原則に反する証券の買付

大阪地裁平成9年8月29日判決は、取引の大量性および頻繁性並びに<sup>(23)</sup>適合性原則違反という二つの観点から分析し、「取引の過当性」要件を認定している。

まず、取引の大量性および頻繁性について、本件原告は長年の証券投資歴を有する個人投資家であるが、大阪地裁は、問題となった20ヵ月間における取引の売買総額、売買回数、株式銘柄数、証券の保有期間の短さ、原告の損失額に対し、被告が獲得した売買委託手数料は多額であった。これら要素に加え、大阪地裁は、「30回以上に達する年次売買回転率は異常というほかはない」と述べ、本件取引の大量性および頻繁性を認定している。

つぎに、適合性原則違反については、被告担当者は原告に、①仕手株のうわきがある株式を購入させていること、②原告が正確な知識を有していないにもかかわらず信用取引を繰り返させていること、③複雑多岐な取引を行っているにもかかわらず具体的な投資計画を示していないこと、④原告の資産および投資目的・意向に基づき、大阪地裁は、「本件取引は適合性があるとは言い難い」と判断している。そして、取引の大量性および頻繁性並びに適合性原則違反に基づき、取引の過当性要件を認定している。

適合性原則が問題となる証券売買として、仕手株、大量推奨販売の対象となった証券、店頭登録銘柄の株式およびワラントの取引がある。また、取引手法として、株式の信用取引がある。ワラント取引および株式の信用取引は後述し、仕手株、大量推奨販売の証券および店頭登録株と適合性原則との関係について指摘する。

第一に、株式のなかには、株価が急騰したのち、暴落するという、極めて乱高下の激しいものがある。これら株式は業界紙などで、「仕手株」

## 過当取引の民事責任（二）

と指摘されることが多い。事実、株式の発行会社の業績向上および画期的な新製品の発売など、株価に重要な影響を及ぼすニュースがないにもかかわらず、株価は短期間に急騰し、その後、すぐに急落する。

仕手株は、仕手筋の投機的な売買により、株価が人為的に操作されている側面があり、仕手筋が高値で売り抜けると、株価は暴落する。仕手の対象となった株式の相場は、発行会社の業績、経済情勢および経済的ファンダメンタルズなどから乖離して推移するため、当該相場に関する今後の見通しを予測することは極めて困難である。

一般投資家は、仕手筋が相場を騰貴させた段階で、対象となった株式を購入させられることが多く、仕手筋の介入がなくなると株価は暴落することから、仕手株は投資リスクが極めて高い。それ故、証券会社が一般投資家に仕手株の買付を推奨することは、適合性原則に反するものである。

第二に、大量推奨販売の対象となった証券銘柄が、証券業者の推奨により、多大に買付けられていることも、適合性原則との関係において問題となる。後述するように、大阪高裁平成12年10月24日判決は、大量推奨販売対象の証券銘柄が、一連の取引において多く売買されていることを指摘している。

証券会社による特定銘柄の大量推奨販売は、証券取引法42条1項7号違反であるとともに、「証券会社の行為規則等に関する総理府令」4条11号ないし14号に基づき、禁止されている。

大量推奨販売とは、証券会社が特定かつ少数の銘柄の証券について、不特定かつ多数の顧客に対し、買付け若しくは売付け又はその委託などを、「一定期間継続して一斉にかつ過度に勧誘する行為」であり、公正な価格形成を損なうおそれがある。また、大量推奨販売は「顧客の財産状況および投資目的など、適合性原則を無視した強引な勧誘」により、顧客に買付けさせることが多い。そして、大量の買注文の集中により、急激な価格変動を作り出し、公正な価格形成を損なうおそれが強いといえ

る。さらに、証券会社が大量に保有する特定銘柄の証券を、同社の営業方針に基づき、顧客に過度に集中的な推奨をすることにより売り付けて、売買差益を得ることも少なくない。それ故、大量推奨販売は、禁止されている。

第三に、店頭登録銘柄の株式は、ベンチャー企業など、小規模な企業が発行するものが多い。そのため、流通する株式量が限られ、市場性が薄く、相場の乱高下が、取引所に上場する株式と比較して激しい。また、店頭登録企業は、取引所に上場する企業よりも、国内の景気動向に左右されやすく、店頭市場における株式公開後、経営改革および研究開発などに消極的な企業も多く、株価が下落することも少なくない。

このように、店頭登録株は上場株に比較して、市場性が薄く、相場変動の幅が大きいいため、投資リスクも大きい。そこで、日本証券業協会「店頭における有価証券の売買その他の取引に関する規則」36条および「協会の投資勧誘、顧客管理等に関する規則」2条は、証券業者が顧客の投資経験、投資目的および資力などを十分に把握し、顧客の意向および実情に適合した投資勧誘を行うよう努めなければならないと規定する。

そこで、顧客に対し、証券業者が金融商品の特質および投資リスクなどに関する正確な情報を伝えることなく、当該内容に関し誤った認識を生じさせ、顧客属性に反する金融商品の売買を繰り返させた場合、これら取引行為全体が適合性原則に反する不当勧誘であるとも言える。

証券業者が顧客の口座を支配し、事実上の売買一任勘定取引を行っている場合、個別取引に関する都度の委託がなく、証券業者の裁量により、証券取引が行われる。当該状況下において、相場が著しく変動されることが予想される仕手株または大量推奨販売対象の証券などを取引対象とすることは、適合性原則の観点から問題がある。

証券業者は、私法上の義務の具体的内容を示した、顧客に対する誠実公正義務とともに、適合性原則に基づき、顧客の投資知識、経験、目的および財産状況に照らして、明らかに過大な投資リスクを伴うと考えら

## 過当取引の民事責任（二）

れる証券取引を積極的に勧誘することを回避すべき注意義務を負うものである。そして、証券業者はある金融商品を勧誘をするためには、顧客の属性にそれが適合すると信じる合理的な根拠を有してなくてはならない。これらは投資家保護および公益保護に資するものである。

そのため、証券業者は、顧客の投資経験および投資知識が明らかに不十分であり、資力が乏しく、保守的な投資目的を有していることを知りながら、顧客に対し、仕手株、大量推奨販売の対象となっている証券銘柄、店頭登録銘柄の株式またはワラントを推奨し、大量かつ頻繁に売買させることは、適合性原則に反する行為である。

### (9) 売買対象となった証券の質

証券業者が主導した口座運用により、顧客が損害を被る原因として、まず、頻繁な短期乗換売買により手数料などの支払経費が増大する。その一方、無思慮に購入された多銘柄の証券のうち、目先で含み損が発生しているものは放置され、損失の現出を故意に避ける。その結果、これら証券は多額の評価損を抱えることとなる。当該口座運用は、顧客利益に合致したものかについて疑問であり、大量かつ複雑な売買取引が長期にわたり行われながら、取引銘柄の認定について、合理的かつ具体的な投資計画が欠如しているといえる。

例えば、大阪高裁平成12年9月29日判決<sup>(24)</sup>では、証券を購入後、3ヵ月内売買、6ヵ月内売買、1年内売買およびそれを超える長期売買では、いずれも支払経費を考慮する前の売買損益段階で、既に大幅な損失となっている。大阪高裁は、「損失が発生している証券については長期間放置して、含み損が表面化するのをできるだけ遅らせ、一審原告からの批判をかわす目的からと推認できる」と説示する。

また、売買対象となった証券の質が問題となる事例においては、株価の乱高下が概して激しい二部上場株および店頭登録株に加え、仕手株の噂がある株式、大量推奨販売の対象となっている株式を多額に購入させ

ている。例えば、大阪高裁平成12年10月24日判決<sup>(25)</sup>において、一審被告証券会社は、特定銘柄を大量推奨販売していた時期に、当該銘柄70万株を、17億9,110万円で信用取引による買付を、一審原告会社に行わせていた。

東京高裁平成11年7月27日判決<sup>(26)</sup>では、一審原告は投資経験に乏しい寡婦であり、母および子供を養う必要がありながら、収入は遺族共済年金だけであった。しかし、一審被告証券会社は仕手株を多数購入させ、多額の損失を被らせた。東京高裁は、「本件取引は、一審原告である寡婦が望んだものとかけ離れているというほかない」と指摘する。

大阪地裁平成9年8月29日判決<sup>(27)</sup>では、原告は本件取引前には、株価が安定している優良株を長期にわたり保有することで資産の形成を図っていた。しかし、被告証券会社の担当者は、原告に仕手株の噂がある株式を勧誘している。大阪地裁は、「このような株式は、株価が乱高下する可能性があり、株式取引について相当程度の知識・経験がないと、不測の損害を被る危険性が高く、そのような知識・経験がない一般の投資家に対し、特段の説明もなしにその購入を勧誘すること自体、違法性を帯びるものというべきである」と述べる。

さらに、多くの過当取引事例では、ワラント取引による損害が問題となっている。例えば、東京高裁平成10年9月30日判決<sup>(28)</sup>では、一審原告会社Xが購入した全65銘柄のうち40銘柄がワラントであり、その割合は約62%にのぼる。また、一審原告Zが購入した全29銘柄のうち19銘柄がワラントであり、その割合は約66%にのぼる。そして、ワラント取引による損失額は、一審原告会社Xが4,756万円余であり、損失額全体の約83.3%を占め、一審原告Zが2,425万円余であり、損失額全体の約85.0%を占める。

東京高裁は、「ワラントは株式に比較して値動きが激しく投機性の高い商品であり、ワラント取引に係る一審証券会社の利益は、株式などの委託手数料に比べ、かなり大きいことが認められる」と述べ、顧客の利益よりも、証券会社の利益を優先させた売買であるといえる。

## 過当取引の民事責任（二）

ワラント取引は、行使期限を過ぎれば、ワラントの価値は無になるものであり、必ずしも信用取引のほうが投資リスクが大きいは限らない。また、外貨建ワラントは為替レートに大きな影響を受け、株価騰貴分に比例してワラントの価値が上昇するとは限らない。日刊の一般紙には投資家がワラント取引をするうえで必要な情報が、掲載されていない。このように、ワラント取引は特殊な特徴を有し、その投資リスクは株式の現物取引の比ではない。

他方、ワラント取引は証券会社と顧客との間で売買される相対取引であり、ワラント取引による証券会社の利益は、売買委託手数料ではなく、仕入値との差額（値鞘）である。そのため、ワラント取引は、顧客と証券会社との利益が相反する性質がある。

前述した判例において、ワラントが実際に購入された当時、ワラント取引に関するリスク認識は、一般的に低くかつ周知されていなかった。ワラントを販売する証券会社の担当員も、その投資リスクを具体的に把握していなかったことが、多くの裁判で指摘されている。このような金融商品を勧誘する証券業者は、より慎重なる顧客対応および十分な説明義務が課せられるものである。それが不十分である場合、近年の判例においては、司法救済の対象とされている。

### (10) 株式の信用取引による損失

証券業者が獲得する売買委託手数料および株式の信用取引に係る金利の収入の増減は、取引の頻繁さと表裏一体の関係にある。株式の信用取引を頻繁に行えば、より多額の売買委託手数料および金利収入を証券業者にもたらすからである。過当取引が問題となった事例では、被告証券会社が獲得した売買委託手数料および株式の信用取引に係る金利が多額であるため、せつかく生じた売買差益が支払経費に奪われ、運用損（実損）となっている取引が少なくない。

「信用取引」とは、証券会社が顧客に信用を供与して行う有価証券の

売買である。すなわち、顧客は株式を買付ける場合、買付代金を借り入れ、他方、顧客が株式を売付ける場合、対象となる株式を借り入れて行う取引である。

信用取引には、十分な資金または株式を有していない者でも参加することができる反面、その問題点として、顧客の投資計画が切迫して、取引行動が偏り、市場が極端に投機的になるおそれが生じる。そこで、信用取引を行うに際して、証券会社は顧客から「委託保証金」の預託を受けることを要求し（証取161条の2）、資金が豊かでない者が安易に取引参加することを防止している<sup>(29)</sup>。

委託保証金は、買付または売付が成立した場合、信用取引に係る有価証券の約定価額の30%に当たる額以上の額であり、当該金額が30万円未満のときは、30万円である。顧客は売買成立の日から起算して3日目の日の正午までに、証券会社に当該金額の委託保証金を差し入れなければならない（証取法第161条の2に規定する取引及びその保証金に関する総理府令2条の2、東京証券取引所・大阪証券取引所受託契約準則39条）。委託保証金の率は市場状況に応じて、過当投機抑制などのために、引き上げられることがある<sup>(30)</sup>。

また、委託保証金は、有価証券をもって代用することができる（証取法第161条の2に規定する取引及びその保証金に関する総理府令5条、東京証券取引所・大阪証券取引所受託契約準則40条）。有価証券の差し入れの際における代用価格は、その前日における時価に、一定の率を乗じて得た額を超えない額である。例えば、取引所の上場株および店頭登録株では、70%を乗じて得た額を超えない額となる（受託契約準則40条2項）。

相場の変動により、委託保証金が信用取引に係る約定価格の20%に相当する金額を下回ることになったときは、当該約定価格の20%に相当する金額を、損失計算が生じた日から起算して3日目の日の正午までに、追加差入れをしなければならない（受託契約準則48条）。もし、顧客が追加差入れをしなければ、証券会社は任意に、顧客計算において、売付ま

## 過当取引の民事責任（二）

たは買付契約の締結ができ、その結果、損害が生じた場合、顧客に負担させることができる（受託契約準則53条）。

信用取引の建玉の処分には、二つの方法がある。第一に、顧客が借りた金銭（買付の場合）または株券（売付の場合）を証券会社に返して、担保として預けている株券（買付の場合）または金銭（売付の場合）の返還を受ける「現引（品受）」という方法である。

第二に、顧客が借りた金銭または株券を返さないで、証券取引所で同一銘柄の株式と反対売買（売りの場合は買い、買いの場合は売り）をすることにより、決済をする方法である。この際、買付のときは、証券会社に担保として預けている株券を転売して、その売付代金と証券会社からの借入金とを相殺して決済をする。また、売付のときは、担保として預けている売付代金で株式を買い戻して、それを証券会社に返すのである<sup>(31)</sup>。

信用取引は現物取引とは異なり、決済期限がある。相場の動向に係わらず、売買成立日の6ヵ月目の応答日から起算して、4日目の日までに、信用売りまたは信用買いの決済を行わなければならないのである（東京証券取引所・大阪証券取引所信用取引及び貸借取引規程12条）。反対売買による決済をしない場合、株券の現引（品受）をすることになる。

信用取引は顧客が買付代金または売付株券を証券会社から借りて行うため、売買委託手数料に加え、信用供与に係る経費を負担しなければならない。まず、信用取引の買付の場合、顧客は買付代金である借受資金に対する金利（買方金利）を、証券会社に支払わなくてはならない。

つぎに、信用取引の売付の場合、証券会社から借りた株券を売付けたことにより生じた売付代金は、顧客に引き渡されることなく、証券会社に借りた株券の担保として差し入れる。当該金銭は、信用取引で買付けた他の顧客に対して貸し付ける。証券会社は株券を売付けた顧客に、売却代金相当額に対する金利（売方金利）を払うことになっている。

しかし、信用取引による売付数が、買付数を上回る場合には、株不足

となり、証券会社は他から株券を工面しなければならない。このような場合、売付顧客は他から借りた株券についての品借料を支払い、買付顧客がそれを受け取ることになる。<sup>(32)</sup>

信用取引は証券会社に対する金利負担とともに、株価が急変した場合、顧客は追加手当を負担しなければならない。そして、現物取引とは異なり、6ヵ月以内に必ず、株価動向に係わらず、買付代金を支払い買建株式を取得する現引き（品受け）をするか、反対売買による差金決済をしなければならない。

信用取引を顧客に行わせることにより、証券会社は売買委託手数料に加え、信用供与による金利分の収入など、現物取引よりも、多額の利益を得ることができる。そのため、概して、証券会社は顧客を信用取引に誘引する傾向がある。

株式の信用取引に対する原告の属性および適合性原則が問題となった事例を指摘すれば、①大阪地裁平成9年8月29日判決では、原告は無職の高齢者であり、長年にわたり優良銘柄の株式を購入し、それらを長期的に保有し、資産を維持形成してきた。しかし、被告証券会社の担当者は、原告が正確な知識を有していないにもかかわらず信用取引に誘引し、それを繰り返し行わせた。大阪地裁は「本件取引の手法は、投資について相当の知識、経験、情報収集・分析能力を有する顧客でなければ適合性がない」と指摘する。<sup>(33)</sup>

②大阪地裁平成11年1月29日判決では、原告は高齢の元薬剤師であり、被告証券会社の支店長に、「老後の資金を確保するため堅実な取引をしたい」旨を伝えている。しかし、被告証券会社が主導した複雑多岐な取引手法により、原告は約5,972万円の損失を被り、そのうち、信用取引による損失額は約1,179万円に達する。<sup>(34)</sup>

③大阪高裁平成12年10月24日判決では、5年4ヵ月間に、2,900回の売買が行われ、29億3,540万円余の損害を被っている。大阪高裁は、「一審原告会社の代表者は、本件取引開始前は、信用取引の経験はなく、リス

## 過当取引の民事責任（二）

クの高い株式の信用取引およびワラント取引が複雑に組み合わせられている本件取引において必要とされる程度の高度な情報収集・分析能力を有していなかったことが推認される」と指摘する。

このように、株式の信用取引はハイリスク・ハイリターンである。そのため、証券業者が顧客に頻繁かつ多額の信用取引を行わせるには、顧客が豊富な投資経験および高度な投資知識、洗練された投資技術、相場動向に関する多角的かつ数理的な分析能力並びに相当な資力を有しているかを確認しなければならない。もし、そうでなければ、適合性原則から逸脱する側面がある。

そこで、以下において、認定要素ごとに分類した判例から、「過度の取引（取引の過度性）」要件について説示した部分を詳細に紹介する。これら判例には、公刊の判例集に登録されていないものも多く、その紹介は裁判実務に役立つものと思われる。

### 2 判例にみる過度の取引要件の認定

#### (1) 大阪地裁平成7年7月24日判決<sup>(36)</sup>

原告は昭和4年生まれ男性である。株式投資に興味を持ち、遠縁の者が証券会社に勤務していたことから、昭和63年5月に三菱重工業株1万株および三菱製鋼5千株の買付けを契機に、被告証券会社を通じ、株式の現物取引を行ってきた。取引額は1,000万円以上と当初から多額であった。昭和63年8月からは、石川島播磨株5千株の取引をかわきりに、株式の信用取引をも行うようになる。

原告は自発的に株式取引を始めたが、過去の投資経験は皆無であり、老後の生計資金を注ぎ込んだ個人投資であった。被告証券会社の担当者とは遠い姻戚関係にあり、「少なくとも、自己（原告）に悪くすることはない」との認識を抱き、かつ信頼していた。投資に関する情報源は、日刊の一般紙以外になかったため、当該担当者の投資助言および指導に極

めて強く依存していた。

本件取引の内容は、昭和63年5月から平成3年3月までの2年9ヵ月余間に、取引回数は、現物および信用取引を合わせて110回に達し、買付総額は10億円余である。問題となった被告担当者が関与した、昭和63年5月から平成元年5月までの354日間には、取引回数が93回、買付総額は8億9千万円に及んでいる。

本件取引の特徴は、他の株式銘柄への売り直しおよび買い直しが極めて多いことである。短期売買として、即日の売り直しおよび買い直しは、取引が集中する昭和63年5月から平成元年5月までの354日間における総売買回数93回のうち、78回であり、全体の83.9%にのぼる。

売買回転率は、一連の取引全体においては、9.1回であり、問題となった被告証券会社の担当者が関与した取引において、11.16回に達する。また、同一銘柄による乗換えが3回もある。

本件取引において、原告が被告に対して現実に支払った金額は、合計で6,185万円にのぼる。それに対し、原告が被告から証券取引に係る利益として受領した金額は、685万2,913円にとどまる。

他方、被告証券会社は、原告が本件取引を開始した昭和63年5月から平成3年3月までの間に、1,380万1,293円の手数料を獲得している。すなわち、原告が被告に支払った総投資額6,184万8,895円に対する手数料率は、約22%に達する。

大阪地裁は、「被告証券会社の担当者が、具体的に勧誘した取引について、原告は自身の調査に基づき、拒絶することも可能でありながら、安易に取引を継続し、かつ一定の範囲において、実際に投資選択に関与している」ことを指摘する。しかし、以下の理由に基づき、問題となった被告証券会社の担当者が関与した範囲において、過当取引の存在を認定している。すなわち、

①原告は過去に株式取引の経験がなく、本件取引が個人投資であること、②昭和63年5月から平成元年5月までの11ヵ月間に取引が集中し、

## 過当取引の民事責任（二）

三菱重工株以外はすべて、被告が具体的銘柄をあげて勧誘したものであること、③一回の投資金額は1,000万円を越えるものばかりであること、④売買回数、乗換取引の回数、短期売買、取引金額、手数料額、などから一連の取引が過度であるとしている。

なお、原告が主張する無断売買に対しては、例えば、原告が弟の死亡により不在にしている間も、被告により売買が行われている。しかし、原告は取引内容について月次報告書を受領し、署名捺印したうえで回答書を被告に返送している。そして、当該取引に対し、何らかの苦情および異議を申し立てたりはしていない。これら理由から、大阪地裁は無断売買および取引の事後承諾の強制に関し、原告の主張を退けている。

### (2) 大阪地裁平成9年8月29日判決<sup>(37)</sup>

原告は大正15生まれの男性であり、商業学校を卒業後、京都の地場証券会社で臨時雇として3ヵ月間、働いたあと、昭和24年から昭和50年まで、警察官としてパトカー乗車勤務に従事する。警察官を辞職した後、私企業の運転手を勤めるが、昭和62年に退職して以降は無職であった。

原告は昭和30年頃から被告証券会社を通じ、株式取引を行ってきた。それは、年平均3回ないし5回の割合で、優良銘柄または有望と思われる株式を1,000株ずつ購入するものであり、長期間保有していた。昭和62年当時、被告証券会社に設けている原告の口座には、34銘柄、時価9,000万円から1億円の株式が保有されていた。

妻も株式投資を行っていたことが判明し、昭和63年に、妻が死亡したのを契機に、妻が保有していた株式を現金化し、原告名義の口座に資金を移した。原告はそれら資金とともに、保有する株式をより安定した少数の銘柄に絞ることを意図し、被告証券会社の担当者に「資産を2億円から、3億、4億円へと増やす方法はないか」と相談した。そこで、担当者は「株式の現物取引では限界がある」として、投資信託およびワラントを購入させた。そして、平成元年10月頃、保有している株式を新た

な銘柄に投資するため、すべてを売却した。

大阪地裁が指摘するように、原告は長い証券投資歴を有し、投資に対する執着も強い。保有していた優良銘柄の株式をすべて売却して、新たな投資選択を模索している。また、株式の信用取引を勧められるままに始めている。当該事実から、投資に基づく資産形成を積極的に有していたと言える。

被告証券会社の担当者は朝、原告に取引する株式銘柄を告げ、取引を勧誘したこともあった。しかし、原告の方から当該担当者に電話をかけたり、被告証券会社に来店した際に、担当者の勧誘に応じることもあった。担当者は原告に、事前に連絡せず株式を売買し、事後的に報告することも多数行われたが、原告はこれに苦情を述べたことはない。

原告は被告証券会社を週2、3回は訪れ、株式投資に関する強気の自説を述べ、投資に関する講演会には毎回のように出席していた。しかし、取引回数および取引金額が極めて多いため、売買報告書が何枚にも及び、売りと買いの対応が分からず、それについて担当者から説明を受けたこともない。

本件取引は、平成元年7月から平成3年2月までの20ヵ月間に、売買金額が総額314億8,218万円余、売買回数が776回に達している。株式銘柄も21業種にのぼる143銘柄であり、取引対象の市場は8市場に及ぶ。取引内容は、株式の現物取引および信用取引、投資信託、転換社債、ワラント取引など多岐にわたる。

また、即日売買が12.6%、保有期間が10日未満の取引が63.7%、同30日未満の取引が85.1%であり、年次売買回転率は、30回以上である。また、同一銘柄の売りと買いを頻繁に繰り返し、利益を生じなかったことも多く、短期間での乗換売買が頻繁に行われている。一連の取引による投資損は約2億2,355万円に対し、被告証券会社が獲得した売買委託手数料は約1億6,000万円以上に達する。それは投資額の58%に及び、原告が被った損失額の74%を占める。

## 過当取引の民事責任（二）

大阪地裁は、本件取引態様における「取引の過当性」について、取引の大量性および頻繁性並びに適合性原則の違反という、二つの観点から分析している。

第一に、取引の大量性および頻繁性について、「30回以上に達する年次売買回転率は、異常というほかなく、到底投資者の冷静な投資判断に基づく投資行動とは認められない」と述べる。そして、「当該取引方法は被告証券会社に対する手数料を増やすためだけのものであり、投資者の冷静かつ自主的な判断に基づくものとは到底考えられない」と指摘する。

このように本件取引は、30回以上に達する年次売買回転率、即日売買をはじめとする短期乗換取引が多数にのぼる。大阪地裁はこれら客観的要素から、「大量かつ頻繁に取引が行われていることは明白である」と説示した。

第二に、適合性原則の違反について、原告は本件取引が開始される以前には、株価が安定している優良株を長期にわたり保有することで資産の形成を図っていた。株式の信用取引およびワラント取引の経験は皆無であり、投資情報は日本経済新聞などから得る程度であった。

それに対し、本件では短期乗換売買が頻繁であり、それに伴い被告証券会社が獲得した手数料が多額である。大阪地裁は、「当該取引方法は、証券会社に支払う手数料を増やすだけのものであり、投資家の冷静かつ自主的な判断に基づくものとは到底認められず、およそ、一般の投資家に適合しないものというべきである」と述べる。そして、裁判所は以下の事実を重視した。

被告担当者は、原告に対し、仕手株の噂がある株式の購入を勧誘しているが、このような株式は、株価が乱高下する可能性があり、株式取引について相当程度の知識および経験がないと、不測の損害を被る危険性が高く、そのような知識および経験がない一般の投資家に対し、特段の説明もなしにその購入を勧誘すること自体、違法性を帯びるものというべきである。

さらに、被告は原告が信用取引について正確な知識を有していないにもかかわらず信用取引に誘引し、それを繰り返し、複雑多岐な取引を行っているにもかかわらず、具体的な投資計画を原告に示していない。

大阪地裁は、「これらは、投資について相当の知識、経験、情報収集・分析能力を有する顧客でなければ適合性がない。元来、原告は、主として優良株を購入して長期的に保有し、資産を維持形成してきたことをも考慮すると、本件取引は、原告の資産および資産意向の点からも適合性があるとは言い難い」と判断した。

(3) 名古屋地裁岡崎支部平成9年9月18日判決<sup>(38)</sup>

原告は海運会社であり、昭和58年12月に中期国債ファンドの購入を契機に、被告証券会社との取引が始まった。原告は昭和59年2月初旬、被告担当者から投資勧誘を受け、中期国債ファンドを解約し、株式の現物取引とともに、信用取引を主とした売買を開始した。

その取引回数は、昭和59年が125回、昭和60年が152回、昭和61年が75回、昭和62年が231回、昭和63年が222回、平成元年には81回もの多数回におよび、最終的に株式などの売買委託を中止した平成5年4月までに約950回の売買が行われた。

これらの取引によって、原告は合計1億8,178万4,261円の損失を被ったのであるが、被告はこれにより、9,540万8,421円の手数料収入を原告から得ている。

なお、原告の被った損失の約7割強は、被告担当者により、「絶対儲かりますよ」と勧められて購入した「タテホ化学」株の暴落による。それはタテホ化学の財テクの失敗が原因である。

(4) 東京高裁平成10年9月30日判決<sup>(39)</sup>

一審原告（控訴人）乙は大正12年生まれ of 医師であり、昭和45年以降、二つの病院を経営している。昭和50年ころから株式取引を行うが、税務

## 過当取引の民事責任（二）

申告の関係から、会社組織により証券取引を行うことを考え、昭和58年に有価証券の運用および管理などを目的とする一審原告会社（控訴人）Xを設立する。

一審原告Zは昭和62年ころ、一審被告証券会社（被控訴人）の本店営業部に口座を開設し、取引を開始した。一審被告証券会社の担当者の異動により、取引は中断されるが、その後、別の一審被告証券会社の担当者から、平成2年1月ころに勧誘を受け、同年2月から取引を再開する。一審原告会社Xもまた、一審被告証券会社の担当者の勧誘を受け、平成2年9月から取引を開始した。なお、一審原告Zの証券取引の資金は、銀行からの借入れに基づき、売買一任勘定取引契約により運用された。

一審原告Zは、株式投資などの証券投資につき十分な専門知識および情報を有していたとまではいえないが、証券投資につき相当期間の経験と少なくとも一般投資家並の知識を有していたものであり、一審原告らの一審被告証券会社の本店営業部との従前の取引において、投機性の高い銘柄への投資傾向はなかったものの、利益の獲得を図り、相場の変動に応じ積極的に高額かつ多数回の取引を重ねていたものといえる。

本件一任取引の期間である89取引日間に、一審原告会社Xの取引は計124回にのぼり、一取引日平均で1.39回である。他方、一審原告Zの取引は、計57回にのぼり、一取引日平均で0.64回である。本件取引以前の取引回数と比較して、一取引日平均で一審原告会社Xが3.39倍、一審原告Zが2.91倍に増加している。

一審原告会社Xの本件一任取引の総投資額は約7億9,165万円であり、一取引日平均で約889万円に達する。他方、一審原告Zのそれは約4億0,924万円であり、一取引日平均で約460万円に達する。本件取引以前の投資額と比較すれば、一取引日平均で一審原告会社Xが1.8倍、一審原告Zが2.8倍に増加している。証券の保有期間は極めて短期であり、一審原告会社Xについては、買付の翌取引日に売付した取引が16回、買付の

翌々取引日に売付した取引が14回、買付の3日後の取引日に売付した取引が11回であり、短期売却の比率が高く（合計41回）、短期損切り売却が目立つ。一審原告Zについても、買付の翌取引日に売付した取引が9回、買付の翌々取引日に売付した取引が4回、買付の3日後の取引日に売付した取引が5回であって、これら短期売却の比率が高く（合計18回）、短期損切り売却が目立つ。

そして、3取引日以内という短期売却において生じた損失は、一審原告会社Xの場合が2,772万9,048円（損失全体の約48.6%）、一審原告Zの場合が1,578万4,607円（同じく約55.3%）に上っており、そのように証券を売却した資金を直ちに他の証券に再投資するという行為が繰り返されたといえる。短期間における多数回の取引が証券取引として合理的な判断に基づくものであったことについては、一審被告証券会社から何ら具体的な主張立証はなく、そのように認めるに足りる証拠はない。

本件一任勘定取引の委託手数料について、株式、転換社債および投資信託の取引の委託手数料は、一審原告会社Xが369万2,461円、一審原告Zが214万9,910円を支払っている。他方、ワラントは株式に比較して値動きが激しく投機性の高い商品であり、ワラント取引に係る一審被告証券会社の利益は、株式などの売買委託手数料に比べ、かなり大きいことが認められるところ、本件一任取引期間中の一審原告会社Xに関する買付全65銘柄のうち40銘柄、一審原告Zに関する買付29銘柄のうち19銘柄がワラントであり（全銘柄に占めるワラントの率は、一審原告会社Xが約62%、一審原告Zが約66%）、しかもワラント取引による損失の額は、一審原告会社Xが4,756万0,429円（損失全体の約83.3%）、一審原告Zが2,425万7,719円（同じく約85.0%）にも上っている。

(40)  
(5) 大阪地裁平成11年1月29日判決

原告は大正12年生れの薬剤師であり、昭和40年代前半ころ、当時の被

## 過当取引の民事責任（二）

告証券会社の豊中支店長から勧誘を受けて、証券取引を開始したが、その際、同支店長に対し、老後の資金を確保するため堅実な取引をしたい旨伝えた。原告は、昭和61年ころ、退職金の残り約1,500万円および預金約1,000万円の資産を有しており、昭和61年6月5日付けで被告に差し入れた信用取引開設申請書には、「信用取引として、4銘柄、1万1,000株、預り資産として、1,700万円、資金拡大可、資金有効利用のため」との記載がある。

本件取引の損失は、信用取引で約1,179万円、現物取引で約4,793万円、合計約5,972万円で、うち手数料は約4,542万円で、損失の約76パーセントにあたる。

問題となった被告担当者は、平成3年11月29日から平成7年9月30日まで、原告を担当した。前担当者あるいは原告から、日本信販ワラントの値下がりで損をしたから、預かり資産（700万円から800万円）の範囲で挽回してくれと言われ、また、その後も、原告から、短期的に収益の上がる銘柄の推奨を求められた。そこで、被告証券会社の担当者は、被告の情報に基づき、短期的に収益の上がりそうな店頭登録株式、転換社債およびワラントなどを推奨し、原告の了解を得て、取引を重ねた。

原告は、問題となった被告担当者時代において、現物取引として、買付けを88回、売り決済を92回行い、前担当者と比べて、取引回数が増加した。右取引のうち、買付日に売り決済された取引は5回、買付日の翌日に売り決済された取引は21回、買付けから売り決済までの期間が10日以内の取引は71回を占め、短期間の取引が極めて多い。

被告証券会社が、頻繁な取引がなされた期間（平成3年11月末ころから平成5年6月7日）に取得した手数料は、合計約658万円で、損失の64％に相当する。また、この間の資金回転率は、10回を超えている。右取引により、約1,167万円の損失が生じており、損失の殆どが短期間の取引によるものである。さらに、右取引により、利益が生じているのに、手数料が控除された結果、損失が生じたり、殆ど収益が生じなかった取引が

多数存する。株式市況は、平成3年以降下落を続け、右のような頻繁な売買を正当化できる事情は特になかった。

(6) 福岡地裁平成11年3月29日判決<sup>(41)</sup>

原告は昭和2年生れて、大学卒業後、県立高校の理科の教師を勤めていたが、昭和62年に退職後は、退職金および年金を主たる生活の糧としながら、私立高校および自衛隊の非常勤講師に従事してきた。原告は、県立高校に勤務を始めた昭和29年頃、投資信託を中心とする証券取引を開始し、昭和51年からは、幾つかの証券会社において、株式などの証券取引を行うようになった。しかし、今回の被告証券会社福岡支店との取引開始前の取引内容は、投資信託、転換社債および株価の安定した大企業の株式などが中心で、取引金額もさほど大きくはなく、預貯金の延長といった感覚で、株式などの売買を行っていた。また、原告は被告担当者を通じて、被告福岡支店と取引を開始するようになってからも、他証券会社数社と取引を継続している。

被告証券会社の担当者を通じた本件取引は、平成4年12月から平成7年5月までの30ヵ月間に売買金額が、総合計11億6,500万円、売買回数が423回に及んでおり、内容が株式のみならず、投資信託、転換社債、外国証券に及び、株式銘柄・市場も多種にわたっていて、大量かつ頻繁に行われている。

本件取引期間中の手数料額は、原告側訴訟代理人の計算によれば、約2,500万円（現物取引分約1,500万円、信用取引分約1,000万円であり、被告は当該金額につき、なんら反論を加えていない）であり、個人投資家としては相当多額にのぼっている。

また、保有期間が10日未満の売買取引が全体の約23%、同30日未満の取引が約54%であり、売買回転率は年約8.8回である。さらに、持田製薬株、古川電工株、不動建設株など、短期間の乗換え売却証券の短期買戻しなどが見られる。

## 過当取引の民事責任（二）

以上の事実を総合すると、売買回転率が6回であっても、投資資金の総体が2ヵ月に1回、回転することになり、一般的な個人投資家としては冷静な投資判断が明らかに困難であると考えられるにもかかわらず、本件においては、それを上回る約8.8回に及んでいるうえ、多種の投資対象に対し、頻繁に複雑な売買がされているというのであるから、長年の投資経験を有するものの、これまでは堅実な個人投資家にすぎなかった原告にとって、過当性の要件を充足するのは明らかである。

なお、本判決は控訴審で破棄され、現在、上告審で係属中である。

### (7) 大阪地裁平成11年3月30日判決<sup>(42)</sup>

原告は昭和19年生まれの男性で、高等学校卒業後、家業の材木商を継いで経営をしている者である。原告は平成8年6月5日に、被告証券会社の心斎橋支店に赴き、口座を開設し、同年6月7日から平成9年11月5日までの約17ヵ月間に、現物の株式取引を行った。原告は、本件取引のために、計870万1,597円を投資したが、本件取引終了後の平成10年2月18日に、302万7,118円の返還を受けたのみであった。

本件取引の内容を見ると、買付当日またはその後数日間のうちに決済された取引が多数存するほか、年次回転率が12.7回、17ヵ月間において総計214回の売買回数、平均月額売買回数が12.5回に達している。大阪地裁は「極めて頻繁に取引がなされていたということが出来る」と指摘した。その結果、被告は348万2,079円の手数料を収受し、それは原告の投資額の約40%に当たる。

### (8) 大阪地裁平成11年5月31日判決<sup>(43)</sup>

原告は昭和13年に生まれの男性であり、中卒後、幾つかの職を経て、貸しビルおよび喫茶店を経営する。平成元年9月に、これらを売却し、約2億円を得た。現在は、警備員として警備会社に勤務している。また、本件取引が開始される以前の平成元年3月から、訴外証券会社と証券取

引を開始している。

本件取引の経緯として、原告は知人である訴外Aの勧めもあり、本件取引が開始される以前の平成元年3月から、訴外証券会社と取引を開始した。Aは、中学の同窓会で訴外Bと再開し、Bが被告証券会社の幹部であることを知り、平成元年9月、被告支店において、自己資金を運用のため、被告と取引したい旨を申し出た。

しかし、当該資金は原告を出所とし、原告は平成元年10月にA名義で、計2億1,000万円を被告口座に振り込んだ。原告らは、平成元年9月末頃、今後の東京での株式取引に備え、大阪から、東京においてマンションを借りて生活を始めているが、その投資目的は、生活費および税金分の金員を捻出することにあった。

本件取引の特徴として、特に頻繁に取引がなされた平成元年10月から平成2年9月までの年次売買回転率は11.93回、株式の保有期間は現物取引では10日以下が43.6%、15日以下が51.3%、30日以下が64.1%、60日以下が76.9%、90日以下が89.7%、180日以下が92.3%、1年以下が100%である。信用取引では10日以下が42.9%、15日以下が47.6%、30日以下が58.7%、60日以下が71.4%、90日以下が76.2%、180日以下が92.3%である。

売買委託手数料および信用取引に係る利息の合計額は4,563万7,285円に達し、月末投資残高1億0,432万7,596円に占める割合は、43.7%にのぼる。当該事実は被告証券会社の担当者が、過大な売買を行うことにより、手数料稼ぎを企図していたことを強く推認させる事情が存在する。

原告は平成2年4月頃、株価が暴落したことを新聞などで知り、保有する株式の残高が7,800万円くらいしかなかった。不安になった原告はAを通じ、被告担当者に問い合わせたところ、「1億円以上の金は確保しているから大丈夫であり、今はあまり良くないがいずれ良くなるので心配しないで任せておいて欲しい」とのことであった。そこで、原告は、書類上は資金が減っているように見えても、相手が内々に資金を確保して

## 過当取引の民事責任（二）

くれており、見かけ上の金額とは別に1億円以上の金員が確保されていると思って安心してた。そして、被告担当者から今はあまり動けないということ聞き、それなら東京に滞在して経費をかけても意味がないと考えて、東京のマンションを引き払って大阪に戻った。

原告は必要に応じて金員を引き出していたが、平成3年末頃からは、口座に資金が残っていないこともあり、生活費を口座から引き出すこともできなくなっていた。

### (9) 東京高裁平成11年7月27日判決<sup>(44)</sup>

一審原告（被控訴人）は証券取引の経験に乏しい寡婦であり、平成2年当時48歳であり、無職であった。大学浪人の長男、高校二年生の次男を養育し、養母の面倒を見る必要があり、その資産としては、亡夫の退職金および生命保険計5,000万円があったが、収入は遺族共済年金の年124万3,000円（月額10万3,583円）だけである。

本件取引の経緯は、一審原告が息子の教育資金として、証券会社に勤める友人Aの甥に勧められ、平成2年3月、Aに伴われ被告支店において、金貯蓄を開始する。同時期に、一審被告証券会社の担当者の勧誘に基づき、現物取引を同社を通じ開始した。平成2年5月14日から15日の取引により、33万円以上の利益が生じたため、一審被告証券会社の担当者を信頼することとなり、勧められる株式を売買した。

本件取引の内容は、平成2年4月から平成3年7月まで、14ヵ月の取引期間に、株式の買付回数は70回にのぼり、取引銘柄数は36種、売買回転率は4.45回であるが、手数料などの取引経費は420万円であり、買付金額は総額2億0,408万5,370円に達し、東京高裁は、「その投資金額、頻度が一審原告の収入、資産の性質・金額、投資経験および投資目的に比して、著しく過大であると認められる」と述べる。

本件取引の具体的態様は、基本的には、短期で損きり、他の銘柄に乗り替える投機的なものであり、しかも、同じ日に複数の銘柄の売り買い

を勧めて、一日当たりの買付のための投資金額も1,000万円前後に及び、その取引銘柄の中には、仕手株も多数、含まれているなど、本件取引の寡婦が望んだものとかげ離れているというほかない。

また、一審被告証券会社の担当者の勧誘行為は、本来なら一審被告証券会社側の立場に立つものと目される社員の感覚ですら、受け容れがたいものであった点に、注目すべきである。

(10) 大阪高裁平成12年9月29日判決<sup>(45)</sup>

一審原告（控訴人）は電機製品の製造販売を目的とする株式会社であり、本件取引当時、従業員は200名弱、毎年数億円の営業利益があった。一審原告には証券取引を専属に行う従業員はおらず、同社社長が一審被告証券会社（被控訴人）と本件取引を行い、投資資金は全額借入金によるものであった。同氏は昭和40年代から個人的に証券取引をしていた。しかし、短期売買が多数回行われ、百数十銘柄にも及ぶ多種多様で複雑な本件取引に、積極的に関与できるほどの時間的余裕並びに洗練された投資知識および経験まではなかった。

平成2年1月から、平成5年3月までの間に、一審証券会社を通じ、株式の現物取引、信用取引および転換社債などの証券取引が行われ、売買総額106億円余、総取引回数402回、1回当たりの取引金額は2,600万円余にのぼる。これら取引により一審原告が被った損失は、2億5,650万円余であり、被控訴人が獲得した手数料収入は6,188万円余に達する。とりわけ、平成3年2月から平成4年9月の間には、1ヵ月平均18.61回の頻繁な取引が行われ、平成3年の売買総額は69億円、平成4年の売買総額は29億円である。

大阪高裁は年次回転率に関し、信用取引が含まれる場合でも、信用取引において売買された額（名目上の売買金額）をそのまま投資額とし、当該投資額が1年間に何回、売買回転されているか、すなわち、「加重投資残高」に基づき算出する方法を採用している。特に頻繁な取引が行わ

## 過当取引の民事責任（二）

れた平成3年2月から平成4年9月の間までの年次回転率は、控えめにみても6.8回である。大阪高裁は、「この年次回転率は、著しく高率である」と指摘する。

本件取引の期間別売買分布は、証券の保有期間が1週間以内の取引が投資金額の構成比率で50%弱、保有期間が1ヵ月以内の取引が投資金額の構成比率で70%以上、保有期間が6ヵ月以内の取引が投資金額の構成比率で90%以上を占める。大阪高裁は、「本件取引は短期売買の比率が極めて高く、頻繁に短期売買が繰り返されていたことが明らかである」と述べる。

さらに、一審被告の本件取引による手数料収入は、平成3年が3,558万円余であり、平成4年が2,191万円余である。そのため、一審原告の加重投資額平均の7%前後、純投資額平均の10%強が一審被告証券会社の手数料収入となっており、大阪高裁は「手数料率は異常な高率である」と指摘する。

他方、本件取引中のワラント取引は、15銘柄、売買回数34回、買付総額1億7,000万円余にのぼっており、一審被告がワラント取引により得た売買差益も相当額に達している。

大阪高裁は、「平成3年2月から平成4年9月にかけての本件取引は、一審原告の資産状況、投資目的、投資知識、経験に照らして過大な頻度、数量の証券取引であり、過度性の要件を充足している」と判示した。そして、原告請求を棄却した一審判決を破棄し、損害賠償請求を認容した。なお、最高裁判所は平成13年6月26日に、控訴審判決支持の決定を下した。

(11) 大阪高裁平成12年10月24日判決<sup>(46)</sup>

一審原告は本件取引当時、年商が約30億円から50億円の株式会社であり、昭和57年11月以来、一審被告証券会社と継続的な証券取引を行っていた。昭和61年12月までは、株式、中期国債ファンド、投資信託、転換

社債の取引をしていたが、株式取引は銀行株など、一審原告の取引先の株式を保有する程度であった。

昭和62年1月29日から、一審被告を通じ本格的に証券取引を行い、平成4年5月18日までの5年4ヵ月間の売買が本件取引として問題となった。この間に、株式の現物取引、信用取引、ワラント、転換社債、投資信託、株価指数取引、オプション取引など多種多様な金融商品が組み合わされ、その売買金額の総合計は1,900億円、売買回数は2,900回（うち、ワラントは300回）、銘柄数は700銘柄（うち、ワラントは100銘柄）に及ぶ。一審原告が本件取引により被った損害は、29億3,540万円余に達し、それに対し、一審被告が本件取引により獲得した手数料および保管料は、約11億4,000万円である。

大阪高裁は、「本件取引が顧客の投資目的、知識、経験および財産の状況に照らして過当であったか否かを判断するためには、顧客の投資額が証券取引で何回転したかを示す売買回転率の大小、買入証券の保有期間、手数料の金額・割合などを総合的に考慮する必要がある」と指摘する。

第一に、売買回転率は、一定期間中の買付総額を平均投資額（各月末の投資残高の単純平均）で除することにより計算すると、昭和62年が約53倍、昭和63年が約16倍、平成元年が約14倍、平成2年が約3倍、平成3年が約7倍、平成4年が約0.04倍であり、全体で約11倍である。

第二に、証券の保有期間を概観すれば、即日売買（購入した証券を同日中に売却）が90回（全体の5.60%）、翌日売買が272回（16.92%）、週間売買が486回（30.22%）、半月売買が260回（16.17%）、月間売買が190回（11.82%）、3ヵ月売買が152回（9.45%）、6ヵ月売買が73回（4.54%）である。大阪高裁は、「このように、本件取引は短期で売却していることが認められる」と述べる。

第三に、一審被告が本件取引により獲得した手数料および保管料は、約11億4,000万円である。そこで、平均投資額に対し、手数料を取得した割合である売買手数料率を概観すれば、昭和62年が約50%、昭和63年が

## 過当取引の民事責任（二）

約19%，平成元年が約15%，平成2年が約7%，平成3年が約9%，平成4年が約0.13%であり，全体で13%を超えるものである。

大阪高裁は、「一審原告は，本件取引開始前は，信用取引およびワラント取引の経験はなく，証券取引に関する情報収集・分析能力についても，一般の個人の投資家とさほど変わらない程度のものであり，リスクの高い信用取引やワラント取引が複雑に組み合わされている本件取引において必要とされる程度の高度な情報収集・分析能力を有していなかったことが推認される。……本件取引の買付総額が1,000億円にせまり，初年度の売買回転率が50倍を超え，全体の売買回転率も約11倍に及んでおり，証券保有期間も1ヵ月以内の短期売買が全体の約80%を占め，全期間を通じた売買手数料率が約13%以上に及んでいるというのは，……一審原告の証券取引の知識，経験および財産の状況に照らして，過当であるといわざるを得ない」と指摘する。

一審被告は、「一審原告の損害は短期の取引ではなく，長期に保存された銘柄で発生したものであるから，短期売買の割合が大きいことは不法行為の成立と関連性がない」と主張する。それに対し，大阪高裁は，「過当取引によって証券会社への支払を余儀なくされた手数料は顧客の損害と認められるから，短期売買の割合が大きいことと不法行為の成立には関連性があるというべきである」と説示した。

- (1) 東京地判平成8年2月29日公判判例集未登載。
- (2) 東京高判平成8年12月19日公判判例集未登載。
- (3) 大阪地判平成8年10月30日公判判例集未登載。
- (4) 大阪高判平成12年10月24日全国証券問題研究会編『証券取引被害判例セレクト17』（全国証券問題研究会）158頁。
- (5) 東京高判平成11年7月27日全国証券問題研究会編『証券取引被害判例セレクト14』（全国証券問題研究会）1頁。
- (6) 大阪地判平成7年7月24日全国証券問題研究会編『証券取引被害判例セレクト4』（全国証券問題研究会）53頁。なお，大阪高裁は，以下の理由から一審判決を破棄している。すなわち，本件取引において，大きな損害が生じた主たる原因は，頻繁な取引にあるのではなく，特定の数名柄に係

る投資が失敗に終わったことにある。他方、売買回数が全体の約20%を占め、取引が頻繁に繰り返された三菱製鋼株の売買ではむしろ利益が生じている。そして、大阪高裁は、「一審被告証券会社の担当者による取引勧誘の行為が、原告の信頼に乗じて、手数料稼ぎ等の自己の利益を図ることを目的とした、誠実義務に違反する詐欺的・背任的な取引勧誘に当たるものとまでは認めることはできない」と判断し、本件取引を違法な過当取引に該当するものではないとした(大阪高判平成9年11月28日判例時報1644号137頁, 同判決については第八章を参照)。本件は上告審においても、一審原告の請求は棄却されている。

- (7) 東京高判平成10年9月30日全国証券問題研究会編『証券取引被害判例セレクト11』(全国証券問題研究会)55頁。
- (8) 大阪高判平成12年9月29日公判判例集未登載。
- (9) 福岡地判平成11年3月29日全国証券問題研究会編『証券取引被害判例セレクト12』(全国証券問題研究会)28頁。
- (10) 東京高判平成11年7月27日全国証券問題研究会編『証券取引被害判例セレクト14』(全国証券問題研究会)1頁。
- (11) 大阪地判平成11年3月30日全国証券問題研究会編『証券取引被害判例セレクト12』(全国証券問題研究会)120頁。
- (12) 大阪地判平成9年8月29日判例時報1646号113頁。
- (13) 大阪地判平成11年1月29日公判判例集未登載。
- (14) 大阪地判平成11年5月31日全国証券問題研究会編『証券取引被害判例セレクト13』(全国証券問題研究会)1頁。
- (15) 名古屋地裁岡崎支判平成9年9月18日全国証券問題研究会編『証券取引被害判例セレクト10』(全国証券問題研究会)1頁。
- (16) 大阪高判平成12年10月24日全国証券問題研究会編『証券取引被害判例セレクト17』(全国証券問題研究会)158頁。
- (17) 大阪地判平成9年8月29日判例時報1646号113頁。
- (18) 東京高判平成10年9月30日全国証券問題研究会編『証券取引被害判例セレクト11』(全国証券問題研究会)55頁。
- (19) 大阪地判平成11年1月29日公判判例集未登載。
- (20) 大阪地判平成11年5月31日全国証券問題研究会編『証券取引被害判例セレクト13』(全国証券問題研究会)1頁。
- (21) 大阪高判平成12年9月29日公判判例集未登載。
- (22) 大阪高判平成12年10月24日全国証券問題研究会編『証券取引被害判例セレクト17』(全国証券問題研究会)158頁。
- (23) 大阪地判平成9年8月29日判例時報1646号113頁。
- (24) 大阪高判平成12年9月29日公判判例集未登載。

## 過当取引の民事責任（二）

- (25) 大阪高判平成12年10月24日全国証券問題研究会編『証券取引被害判例セレクト17』（全国証券問題研究会）158頁。
- (26) 東京高判平成11年7月27日全国証券問題研究会編『証券取引被害判例セレクト14』（全国証券問題研究会）1頁。
- (27) 大阪地判平成9年8月29日判例時報1646号113頁。
- (28) 東京高判平成10年9月30日全国証券問題研究会編『証券取引被害判例セレクト11』（全国証券問題研究会）55頁。
- (29) 近藤光男＝吉原和志＝黒沼悦郎『証券取引法入門〔新訂版〕』（商事法務研究会，1999年）188-189頁。
- (30) 堀口 亘『最新証券取引法』（商事法務研究会，1991年）260頁。
- (31) 河本一郎＝大武泰南『証券取引法読本〔第4版補訂版〕』（有斐閣，2000年）176頁。
- (32) 河本一郎＝大武泰南・前掲注(31)175-176頁。
- (33) 大阪地判平成9年8月29日判例時報1646号113頁。
- (34) 大阪地判平成11年1月29日公判判例集未登載。
- (35) 大阪高判平成12年10月24日全国証券問題研究会編『証券取引被害判例セレクト17』（全国証券問題研究会）158頁。
- (36) 大阪地判平成7年7月24日全国証券問題研究会編『証券取引被害判例セレクト4』（全国証券問題研究会）53頁。
- (37) 大阪地判平成9年8月29日判例時報1646号113頁。
- (38) 名古屋地裁岡崎支判平成9年9月18日全国証券問題研究会編『証券取引被害判例セレクト10』（全国証券問題研究会）1頁。
- (39) 東京高判平成10年9月30日全国証券問題研究会編『証券取引被害判例セレクト11』（全国証券問題研究会）55頁。
- (40) 大阪地判平成11年1月29日公判判例集未登載。
- (41) 福岡地判平成11年3月29日全国証券問題研究会編『証券取引被害判例セレクト12』（全国証券問題研究会）28頁。
- (42) 大阪地判平成11年3月30日全国証券問題研究会編『証券取引被害判例セレクト12』（全国証券問題研究会）120頁。
- (43) 大阪地判平成11年5月31日全国証券問題研究会編『証券取引被害判例セレクト13』（全国証券問題研究会）1頁。
- (44) 東京高判平成11年7月27日全国証券問題研究会編『証券取引被害判例セレクト14』（全国証券問題研究会）1頁。
- (45) 大阪高判平成12年9月29日全国証券問題研究会編『証券取引被害判例セレクト17』（全国証券問題研究会）50頁。
- (46) 大阪高判平成12年10月24日全国証券問題研究会編『証券取引被害判例セレクト17』（全国証券問題研究会）158頁。

## 第二節 口座の支配要件（取引の主導性）

### 1 口座の支配要件の認定基準

「口座の支配（取引の主導性）」要件は、売買一任勘定取引契約が締結されている場合には、証券業者が自らの判断により口座運用をすることができ、当然に顧客の口座を支配しているといえる。

例えば、東京高裁平成10年9月30日判決<sup>(1)</sup>において、一審被告証券会社の担当者は、医師である一審原告が診療などのため連絡が取れず、買付の機会を逃すことが多かった。そこで、一審被告証券会社の提案により、投資総額および期間を決めないで売買一任勘定取引契約が締結された。東京高裁は、当該事実に基づき、証券業者による顧客口座の支配を認めている。

また、大阪地裁平成11年3月30日判決<sup>(2)</sup>において、大阪地裁は、「被告証券会社の担当者は本件取引の当初より、原告口座の取引を一任され、以後、被告担当者の実質的判断により、ほとんどの取引がなされたことが認められるから、被告担当者は本件取引の当初より、原告の口座を実質的に支配していた」と指摘している。

しかし、大阪高裁平成12年10月24日判決<sup>(3)</sup>において、大阪高裁は、「口座支配が認められるには、必ずしも無断あるいは一任勘定取引がなされたことを要するわけではなく、顧客が証券会社の勧誘ないし助言のままに証券取引をし、実質的に証券会社が投資判断を行っている」と評価される状況にあれば足りるといふべきである」と説示する。

そこで、売買一任勘定取引契約が顧客と証券業者との間で締結されていない場合、どのような要素があれば、証券業者が事実上、顧客口座を支配していたといえるのか。

判例を概観すれば、①顧客が証券取引に関する専門的知識および投資経験が皆無かまたは乏しく、洗練された投資技術を有していないこと、②証券取引に関する顧客と証券業者の専門的能力の優劣関係に基づき、顧客は証券業者の推奨を鵜呑みにするしかない状態に置かれ、顧客の資

## 過当取引の民事責任（二）

産および意向を遥かに超える規模の証券取引が行われていること、③顧客が自宅または会社に不在であるにもかかわらず、証券業者が顧客から事前承認を受けずに大量かつ頻繁な証券売買を行い、これら取引について、事後に詳細な説明もなされていないこと、④顧客が投資経験および知識が欠如し、または多額の投資損を被っていたため、信用取引の清算ができなかったり、これら損失を埋めるため、証券業者に依存せざるを得なかった状況に追い込まれていたこと、⑤証券業者が主導した運用手法が複雑なため、取引の仕組みおよびリスクなどがわからず、証券業者が銘柄・売買の別・金額・数量などの選択を行い、顧客がそれに黙従していること、⑥証券業者が顧客から事前に承諾を得ることなく、多種多様の市場および証券銘柄を対象とした現物取引および信用取引並びに短期乗換売買および短期損切り売買を大量かつ頻繁に行っていること、⑦証券業者が取引内容、売買損益状況および預かり資産状況について顧客に虚偽の報告をするなど、これら情報に関する的確な認識を得ることを妨げる行為がなされていること、⑧顧客が証券業者の指示通りの口座への入金を繰り返したり、投資資金を一括して預託していること、⑨顧客が取引手法に関し、証券業者に苦情を申し立てながら、それを無視して過度な取引が継続されていること、などの要素に基づき、証券業者による事実上の口座支配を認定している。

そこで、以下において、「口座の支配」要件の認定に関し重視された要素と具体的事実との関係を考察する。

### (1) 問題となる認定要素

<sup>(4)</sup>  
大阪高裁平成12年10月24日判決において、大阪高裁は、「口座支配が認められるには、必ずしも無断あるいは一任勘定取引がなされたことを要するわけではなく、顧客が証券会社の勧誘ないし助言のままに証券取引をし、実質的に証券会社が投資判断を行っていると評価される状況であれば足りるといふべきである」と説示する。そして、以下の事実から、

証券業者による顧客口座の支配を認めている。

①証券会社側が主体的に投資選択を行っていたこと、②一審原告会社の代表者が多種多様な金融商品が組み合わされてなされた本件取引において必要とされる程度の高度な情報収集・分析能力を有していなかったこと、③一審原告会社は証券取引の決済に必要な資金を、一審被告証券会社に指示されるままに出金していたこと、④一審被告証券会社が特定銘柄を大量推奨販売していた時期に、当該銘柄70万株、17億9,110万円に及ぶ信用買いを一審原告会社に行わせていたこと、⑤一審原告会社の代表者が取引先とのゴルフおよび海外出張などのために会社に不在中であつた日にも、売買金額計100億円以上の取引が行われていたこと、を指摘する。

大阪高裁は、「これらは、一審被告担当者らが本件取引において銘柄、数量、価格、処分時期などを主導的に決定していたことを強く推認させるものである」と判断した。

## (2) 顧客が不在時の取引

裁判所は、顧客が自宅または会社に不在であるにもかかわらず、証券業者が多額の証券取引を頻繁に行っている事実を重視して、「口座の支配」要件を認定している事例がある。福岡地裁平成11年3月29日判決、大阪高裁平成12年9月29日判決、大阪高裁平成12年10月24日判決などである。

例えば、大阪高裁平成12年9月29日判決<sup>(5)</sup>において、一連の証券取引は一審原告会社の名義により行われ、同社社長が一審原告側の担当者となっている。本件取引は二百数十銘柄にも及び、その内容も株式の現物および信用取引、転換社債取引、投資信託取引、ワラント取引など多種多様であり、短期売買が繰り返され、取引金額も1口当たり2,600万円余に達する。このような取引が、一審原告会社の社長が海外出張またはゴルフのプレー中などに行われ、多額の損失が生じている。

## 過当取引の民事責任（二）

大阪高裁は、「同社長がゴルフのプレー直前、プレー中、プレー直後に、総額9千数百万円もの取引、しかも4千数百万円もの損失を現出する取引の注文を出すことなどは、およそ考えられないことである。一审原告会社の社長が、本件のような多種多様で、高額かつ複雑な証券取引を、海外、国内出張中またはゴルフ中に、一審被告証券会社の担当者に電話で何口も注文することは事実上不可能である」と説示する。

### (3) 証券業者への依存度の大きさ

証券業者による口座支配を認定に関し、顧客が証券業者に強く依存していることを重視している事例がある。

例えば、大阪地裁平成7年7月24日判決において、<sup>(6)</sup>①原告は従兄弟から紹介を受けた被告担当者が被告証券会社支店の営業課長で、遠い姻戚関係にあり、少なくとも自己に悪くすることはないと認識を抱いていたこと、②原告の投資経験の欠如、③本件取引の売買回数、株式の現物および現物取引の回数、乗換回数、1回当たりの取引金額、④被告担当者が具体的銘柄を挙げてその勧誘を行い、それを受けて本件取引が行われたものであること、などの要素を指摘する。

大阪地裁は、「本件取引のうち、被告担当者の関与した取引については、少なくとも、同人の勧誘ないし助言・指導に依存する度合いが極めて強かったものと推認され、それを覆すに足りる証拠はない」と述べ、「顧客の担当者ないし証券会社に対する当該依存度が高ければ、高い程、担当者らは、顧客の株式投資に対する適合性について、より慎重な配慮をしてしかるべき注意義務がある」と説示する。

また、大阪地裁平成11年1月29日判決において、大阪地裁は、「原告は<sup>(7)</sup>ワラント取引などで多大の損失を受けていたため、被告証券業者の担当者の言に頼らざるを得なかった。被告担当者自身も、当該事実を認識しながら、短期間に利益あるいは損失を確定させるため積極的な勧誘をしていた」と認定したうえで、「被告担当者は原告との取引を主導して、手

数料取得の目的で、原告の意向を越えた過度な頻度、数量の取引を勧誘したものというべきである」と判断した。

(4) 顧客の指示のない大量かつ頻繁な売買

大阪地裁平成9年8月29日判決<sup>(8)</sup>において、裁判所は、証券業者が主導した取引態様を、口座の支配要件の認定上、重視している。

本件において、大阪地裁は、「本件取引の大半を占める大量かつ頻繁の信用取引、多種多様の市場および株式銘柄を対象とする短期損切り売買、短期乗換売買など、本件原告のような個人投資家が自発的ないし自主的な投資判断で実行するのは、到底不可能である」と指摘する。

そして、①被告会社の担当者は原告から事前に承諾を得ることなく証券取引をしていたが、原告は平成2年10月まで不平を述べたことはなかったこと、②短期損切売買は被告担当者の指示ないし操作により導かれたこと、③原告は資産の増加には執着していたが、個々の取引に具体的な投資判断をしていなかったことを理由に、大阪地裁は一連の取引が被告証券会社の担当者の指導下で行われ、顧客の口座を支配していたことを認定している。

(5) 証券取引に係る専門的能力の優劣関係

東京高裁平成11年7月27日判決<sup>(9)</sup>は、証券取引に係る顧客と証券業者との専門的能力の優劣関係を指摘して、証券業者による「口座の支配」を認定している。

一審原告は投資経験および知識に乏しく、自力で各銘柄の特質および値動きなどを調査する能力を備えていなかった。一審被告証券会社の担当者は電話で矢継ぎ早に投資の推奨を行い、一審原告は当該推奨を鵜呑みにするしかない状態に置かれていた。その結果、一審原告の希望をはるかに超える数量の証券取引に対しても断りきれず、黙従するしかなかった。

## 過当取引の民事責任（二）

東京高裁は、このような取引態様とともに、「一審原告と一審被告担当者との証券取引に関する専門性ないし能力にかかる明らかなる優劣関係に徴すると、一審被告担当者は、本件取引期間を通じて、取引の主導権を握り、一審原告の口座を支配していたものと評価することができる」と説示した。

### (6) 損益状況の認識を妨げる行為

福岡地裁平成11年3月29日判決<sup>(10)</sup>において、福岡地裁は、被告証券会社の担当者が作成した売買損益および預かり資産などに関する手書報告書は事実と反する記載が多く、原告による具体的な投資判断および損益状況の認識を妨げるものであるとした。

そして、①原告は株式などに対する情報収集および分析能力が欠如していること、②本件取引の相当割合を占める信用取引および短期乗換売買について、原告のような個人投資家が自発的ないし自主的な投資判断で実行することは到底不可能であること、③原告が自ら選定した2銘柄を除き、銘柄、単価および数量、処分時期の選定をほとんどすべて被告担当者に委ねていたこと、④原告が信用取引の中止を申し入れても、その後また取引が再開されていること、⑤原告が海外旅行中にも売買が行われていること、⑥断定的判断を提供したり、虚偽の内容の売買報告書を提示することにより、原告の具体的な投資判断を妨げ、原告は多額の損失を被りながら、その事実気づいていないこと、などを理由として、福岡地裁は、「これは被告会社による事実上の一任売買が行われている」と判断した。

### (7) 証券業者に投資資金を一括預託

証券業者に対し、顧客が投資資金をどのように渡しているかを問題としている事例がある。前述した大阪高裁平成12年10月24日判決<sup>(11)</sup>は、「口座の支配」要件を認定するうえで、一審原告会社が証券取引の決済に必要な

な資金を、一審被告証券会社に指示されるままに出金していたことを、重要な要素としている。

また、大阪地裁平成11年5月31日判決<sup>(12)</sup>において、投資経験が極めて乏しい個人投資家である原告は、2億1,000万円という多額の資金を取引開始時期に被告証券会社の口座に一括して振り込み、その後は、原告の具体的指示に基づくことなく、被告会社は頻繁な取引を行った。

大阪地裁は、①原告は知人Aの同窓生である被告証券会社の幹部であったBを信頼していたこと、②原告は投資資金を取引開始時期に被告会社の口座に一括預託していること、③取引は原告が自らするのではなく、Bとつながりのある知人Aの名義で資金運用を申し込んでいること、④Aは被告担当者に対して、本件取引を任せたい旨表明し、被告担当者は、これに対して悪いようにはしない旨返答していること、などの事情に基づき、「原告の知人Aと被告との間に明確に売買一任勘定取引契約が締結されたものとまでは認められないまでも、少なくとも、結果として、被告が原告の資金を一任勘定的に運用したものである」として、証券業者による口座支配を認定した。

(8) 取引の苦情に対する証券会社の対処

名古屋地裁岡崎支部平成9年9月18日判決<sup>(13)</sup>は、一連取引に係る顧客の苦情に対する被告証券会社の対処を問題としている。各取引において、取引の種類、銘柄、売買の別、値段の限度などについて、原告が被告証券会社の担当者に対して予めこれを指示したことはなく、そのほとんどが被告担当者の判断で決められていた。

そこで、原告は被告担当者によるの口座運用の独断および損失に関し抗議をした。被告証券会社は担当者を数回、交替させたうえ、「責任をもって利益を出します」と原告に伝えている。しかし、交替した担当者もまた、取引内容を一方的に決め、取引の事後報告も多い。

その後、被告担当者から「絶対儲かります」と勧められて購入した夕

## 過当取引の民事責任（二）

テホ化学株が、発行会社の財テクの失敗により大暴落し、原告の損失は一挙に増大した。これら事実から、名古屋地裁岡崎支部は被告証券会社による顧客口座の支配を認定している。

以下において、認定要素ごとに分類した判例から、「口座の支配（取引の主導性）」要件について説示した部分を詳細に紹介する。

### 2 判例にみる口座の支配要件の認定

#### (1) 大阪地裁平成7年7月24日判決<sup>(14)</sup>

原告は、自発的に株式取引をしようと思い、本件取引を行うにいたったものであるが、同取引をするまで株式取引の経験がなかった。また、本件取引の間には、即答を避けるため妻に相談する旨、また、購入株式の価格がどんどん下がった場合、どうしてこうなるのか、造船不況なのに石川島播磨株を購入しても大丈夫なのかなどの苦情を言ったり、また、自己の意思で川崎製鉄株の売りを申し出て売ったりしたこともあった。

しかし、原告は従兄弟から紹介を受けた被告担当者が被告枚方支店の営業課長で、遠い姻戚関係にあって、終始、少なくとも、自己に悪くすることはないと認識を抱いていたこと、そして、原告は本件取引まで株式取引に経験がなく、個人投資家であること、そして、同取引の売りおよび買いの回数、信用および現物取引の回数、乗換えの回数、割合、1回の取引金額などの本件取引の状況および本件取引が主として被告担当者ら被告の従業員が原告に対し、具体的銘柄を挙げてその勧誘を行い、それを受けて同取引が行われたものであることからすれば、本件取引のうち、被告担当者の関与した取引については、少なくとも、同人の勧誘ないし助言・指導に依存する度合いが極めて強かったものと推認され、それを覆すに足りる証拠はない。

原告は昭和63年9月7日分の三菱製鋼株5,000株分の売りについて、自己の意思に反して被告担当者の勧誘により売らされたとの思いを持ち、

また同年10月12日の三菱石油株から三菱製鋼株への乗換えについても妻に反対されたが、被告担当者の勧誘に従った処理をしているところ、これら事実は被告担当者の勧誘に原告が強く依存していたことを裏付ける。

顧客の担当者ないし証券会社に対する当該依存度が高ければ、高い程、担当者らは、顧客の株式投資に対する適合性について、より慎重な配慮をしてしかるべき注意義務がある。

(2) 大阪地裁平成9年8月29日判決<sup>(15)</sup>

「口座の支配」要件について、大阪地裁は、「取引の過当性」要件を認定するうえで前提となった取引態様を重視し、「本件取引の大半を占める大量かつ頻繁な株式の信用取引、多種多様の市場および株式銘柄を対象とする短期損切り売買、短期乗換売買など、原告のような個人投資家が自発的ないし自主的な投資判断で実行するのは、到底不可能である」と説示した。

また、大阪地裁は以下の事実を指摘する。すなわち、①原告は被告担当者に銘柄・単価・数量・処分時期などの選定を委ね、被告担当者が多数回にわたって、原告の事前の承諾なしに、原告の計算で証券取引をしたのに、その判断および取引方法について平成2年10月まで不平を述べたこともなかったこと、②原告の短期損切判断は被告担当者の指示ないし操作により導かれたものであること、③原告は証券取引による資産増加には執着していたが、個々の取引について具体的な投資判断を行っていたわけではないこと、である。

これら理由に基づき、大阪地裁は、「本件取引は、被告証券会社の担当者が主導して行われたものであると認められ、コントロール性の要件を充たしている」と認定した。

(3) 名古屋地裁岡崎支部平成9年9月18日判決<sup>(16)</sup>

各取引において、取引の種類、銘柄、売と買の別、値段の限度などに

## 過当取引の民事責任（二）

ついて、原告が被告の担当者に対して予めこれを指示したことはなく、そのほとんどが被告担当者の判断で決められていた。原告は、売買の取引の都度、被告担当者から事前の了解を求められることも当初の頃はあったのであるが、そのうち、事後の通知・報告のみの場合が多くなってきた。

原告が被告に抗議したところ、「この程度の損失なら埋めることができる。担当者を交替させ、私が責任をもって必ず喜んでもらえるように利益を出します」との説得を受け、結局は、これまでどおりの株式などの信用取引を含む売買取引を被告に引き続いて委託することになった。

そこで、被告担当者は、従前どおり、取引の種類、銘柄、売と買の別、値段などを一方的に決め、株式などの売買取引を続け、原告には事前に承認を求めることもあったが、事後報告もかなりあった。

その後、被告担当者はまた交替されたが、原告は「責任をもって利益を出します」との被告担当者の言葉を信じて、全てを被告に任せ、取引のやり方に異議を述べることはほとんどなかった。

昭和60年および昭和61年には、僅かながら利益をあげることができたものの、被告担当者から「絶対儲かります」と勧められて、昭和61年8月頃から買い始めたタテホ化学株が、昭和62年9月に至り、発行会社の財テクの失敗が原因で大暴落し、原告の損失は一挙に増大した。被告担当者の「原告には迷惑をかけしません。大丈夫です」との言葉にもかかわらず、その損失は、その後も、結局埋めることはできなかった。

### (4) 東京高裁平成10年9月30日判決<sup>(17)</sup>

一審被告証券会社（被控訴人）の担当者は、平成2年10月頃、一審原告（控訴人）Zが診療などのため連絡が取れず、買付の機会を逃すことが多かったことから、控訴人らの取引を任せて欲しい旨提案したところ、一審原告Zは当該提案に同意し、一審原告らと一審被告担当者との間で、投資総額および期間を決めないで本件一任勘定取引契約が締結された。

一審被告証券会社の担当者は、本件一任勘定取引契約締結前は、必ず事前に一審原告Zの個別の委託により取引を行っていたが、その後は、一審原告らに対し、売買取引につき、事後の報告もなく、一審原告Zに送金依頼の電話をした際、一審原告Zから小切手を受領した際、一審原告Zから送金の指示があった際などに、一審原告Zに対し、送金依頼の理由となる取引などの説明をしたり、取引の概況を報告したに止まった。

(5) 大阪地裁平成11年1月29日判決<sup>(18)</sup>

原告は、自らの判断により、数銘柄の株式を注文したことがあったが、取引の殆どが問題となった被告証券会社の担当者の勧誘に従って取引をしたものであった。また、原告が当該担当者の勧誘に応じたのは、ワラントなどで多大の損失を受けていたため、当該担当者の言に頼らざるを得なかった。さらに、問題となった被告担当者自身も、証券の買付けから売り決済までが短期間になされた取引が頻繁に存すること並びに原告がワラントなどで多大の損失を受けていたため、自身の言に頼らざるを得なかった事実を認識しながら、短期間に利益あるいは損失を確定させるため、積極的な勧誘をしていたことが認められる。それ故、当該担当者は、原告との取引を主導して、売買委託手数料の取得目的で、原告の意向を越えた過度な頻度、数量の取引を勧誘したものである。

(6) 福岡地裁平成11年3月29日判決<sup>(19)</sup>

原告は株式などに対する情報収集・分析能力はほとんどなく、本件取引の相当割合を占めるハイリスク・ハイリターン信用取引および短期乗換売買などが見られる証券取引について、原告のような個人投資家が自発的ないし自主的な投資判断で実行することは到底不可能であったと認められる。

また、原告が自ら選定した銘柄はわずか2銘柄にすぎず、その他の銘柄、単価、数量、処分時期等の選定をほとんどすべて被告担当者に委ね

## 過当取引の民事責任（二）

ていたこと、原告が信用取引の中止を申し入れても、その後また取引が再開されたり、原告が海外旅行中にも売買が行われたり、事実上の一任売買が行われていること、断定的判断を提供したり、虚偽の内容の売買報告書を提示するなどして原告の具体的な投資判断を妨げていること、原告は、多額の損失を被るようになってからも、明確にこれに気づかず、不動建設株式の関係で、追加保証金の提供が要求されるまでほとんど抗議らしい抗議をしていないことなどの事実からすれば、本件取引は、被告担当者が主導して行われたのは明らかであって、口座支配の要件を充足しているというべきである。

なお、本判決は控訴審で破棄され、現在、上告審で係属中である。

### (7) 大阪地裁平成11年3月30日判決<sup>(20)</sup>

被告証券会社の担当者は、本件取引の当初より、原告から、原告が被告証券会社において設定した口座の取引を一任され、以後、被告担当者の実質的判断により、ほとんどのり本件取引がなされたことが認められるから、被告担当者は、本件取引の当初より、被告における原告の口座を実質的に支配していたといえることができる。

### (8) 大阪地裁平成11年5月31日判決<sup>(21)</sup>

原告は訴外証券会社と取引をしているが、本件取引のわずか半年前に若干、株式取引を行った程度の経験しかなく、訴外Aについては、本件取引以前に株式取引の経験は皆無である。

また、本件取引においては、原告が自ら取引するのではなく、敢えて、被告の幹部であったBとつながりのあるAの名義で資金運用を申し込んでいること、Aは被告担当者に対して、本件取引を任せたい旨表明し、被告担当者は、これに対して悪いようにはしない旨返答していること、原告らは、本件取引のために、大阪からわざわざ上京してマンションまで借りており、被告担当者はそのことを認識していたこと、原告はA名

義にて、平成元年10月の短期間に総計2億1,000万円という多額の資金を、取引開始時およびその直後の時点で振り込んでいること、原告口座においては、頻繁かつ多数の取引注文がなされ、かつ、それらが原告らの具体的指示に基づいていないことといった事情が窺われる。

かかる事情を総合すれば、原告らが、特別な人間関係のある被告の幹部を信頼して、被告に多額の資金をまとめて預託し、その資金運用を委ねたものといえ、Aと被告との間に明確に売買一任勘定取引契約が締結されたものとは認められないまでも、少なくとも、結果として、被告が原告の資金を一任勘定的に運用したものであるということができ、したがって、被告が顧客の取引口座について支配を及ぼしていたものと評価できる。

(9) 東京高裁平成11年7月27日判決<sup>(22)</sup>

一審原告（被控訴人）は、株式取引につき知識および経験とも乏しい者といってもよいものであって、予め自力で各銘柄の特質および値動き等につき、調査する能力を備えておらず、本件取引においては、一審被告証券会社（控訴人）の担当者が電話で決めて矢継ぎ早に推奨するのに対して、ほとんどその場で、事実上、控訴人担当者の推奨を鵜呑みにするしかない状態に置かれていた以上、しばしば一審原告が希望するのをはるかに超える株数の取引を強く勧められて断りきれず、結局のところ言いなりになるしかなかったものである。このような本件取引の具体的な態様と、一審原告と一審被告担当者の専門性ないし能力にかかる明らかなる優劣関係に徴すると一審被告証券会社の担当者は、本件取引期間を通じて、取引の主導権を握り、一審原告の口座を支配していたものと評価することができる。

(10) 大阪高裁平成12年9月29日判決<sup>(23)</sup>

本件取引は二百数十銘柄にも及ぶ証券取引であり、その内容も株式の

## 過当取引の民事責任（二）

現物取引、同信用取引、転換社債取引、投資信託取引、ワラント取引などの多種多様な取引である。その取引金額も1口当たり2,600万円余もの高額取引である。一審原告会社（控訴人）の社長は、超多忙な毎日をごしており、本件取引のように、多種多様で複雑な証券取引に積極的に関与し、短期取引を何回にもわたって多数行うことができるほどの時間的余裕はなかった。

また、一審原告会社の社長が海外出張またはゴルフなどで、会社不在の日にも証券取引が行われている。例えば、パスポートによれば、平成3年9月5日から15日まで、同社長は米国に出張している。当該出張中に、8銘柄の株取引がなされ、そのうちの7銘柄までは信用取引であり、売買総額は2億4千数百万円に達している。

大阪高裁は、「同社長が信用取引という高度の判断を要する取引につき、米国から一審被告証券会社（被控訴人）に電話をして、総額で2億4千数百万円にも達する株取引の売買注文をすることは、通常考えられないことである」と指摘する。平成4年5月29日には、同社長は午前9時からゴルフのプレーを開始し、午後3時半前頃に終了している。当日は午前中に2回、午後3時まで3回の株式の売注文が出され、売総額が9千数百万円、それにより現出した損失合計は4千数百万円にのぼる。

大阪高裁は、「同社長が、ゴルフのプレー直前、プレー中、プレー直後に、総額9千数百万円もの取引、しかも4千数百万円もの損失を現出する取引の注文を出すことなどは、およそ考えられないことである」と述べる。そして、「一審原告会社の社長が、本件のような多種多様で、高額かつ複雑な証券取引を、海外、国内出張中やゴルフ中に、一審被告証券会社の担当者に電話で何口も注文することは事実上不可能である。……海外出張中であれば、日本の証券市場に関する情報も限られたものになるのに、多数回にわたり多種多様で多額の証券取引の注文などできるものではない。ゴルフ場では必ず仲間がいるから、他人の目も気になる筈である。ゴルフ場から頻繁に株の売買注文などできるものではない」と説

示する。

大阪高裁は、「一審原告は、遅くとも信用取引を始めた平成3年2月13日までには、証券の売買銘柄、数量、時期などを、一審被告証券会社の担当者の判断に一任し、当該売買一任勘定取引は新規の信用取引の最終日である平成4年9月28日まで続いた。……その間の取引の少なくとも、9割以上は一審原告会社の社長の事前の具体的な売買注文によるものではなく、一審被告証券会社の担当者が独自の判断に基づき証券の銘柄、数量、時期などを選択してなされたものである」として、一審被告証券会社による口座支配を認定している。

(11) 大阪高裁平成12年10月24日判決<sup>(24)</sup>

大阪高裁は、「口座支配が認められるには、必ずしも無断あるいは売買一任勘定取引がなされたことを要するわけではなく、顧客が証券会社の勧誘ないし助言のままに証券取引をし、実質的に証券会社が投資判断を行っていると同様に評価される状況にあれば足りるというべきである」と説示する。そして、以下の事実から、一審被告証券会社による口座支配を認めている。すなわち、

①一審原告会社の代表者自ら、銘柄および数量を指定して株式を購入したり、一審被告担当者が勧める銘柄を拒絶したこともあるが、全体の取引量からみるとわずかであること、②一審原告会社の代表者は本件取引のような株式の現物取引、信用取引、ワラント、転換社債、投資信託、株価指数取引、オプション取引など多種多様な金融商品が組み合わされてなされた証券取引において必要とされる程度の高度な情報収集・分析能力をも持ち合わせていなかったのであるから、一審被告担当者らの勧誘ないし助言を真に理解していたとは考え難く、概ね一審被告担当者らの勧誘ないし助言に沿って本件取引をしていたこと、③取引の決済に必要な資金は一審被告担当者に指示されるままに出金していたこと、とりわけ、④一審被告が東急電鉄株式を大量推奨販売していた時期に、一審

## 過当取引の民事責任（二）

原告についても、合計70万株、買付金額17億9,110万円に及ぶ信用買いが行われていたこと、⑤一審原告会社の代表者が取引先とのゴルフ、旅行、親族の葬儀などのために会社に不在中であった日（合計21日間）でも、多額の取引（売買合計金額100億円以上）が行われていたこと、が指摘できる。

大阪高裁は、「これらは、一審被告証券会社の担当者らが本件取引において銘柄、数量、価格、処分時期などを主導的に決定していたことを強く推認させるものである」と判示した。

- (1) 東京高判平成10年9月30日全国証券問題研究会編『証券取引被害判例セレクト11』（全国証券問題研究会）55頁。
- (2) 大阪地判平成11年3月30日全国証券問題研究会編『証券取引被害判例セレクト12』（全国証券問題研究会）120頁。
- (3) 大阪高判平成12年10月24日全国証券問題研究会編『証券取引被害判例セレクト17』（全国証券問題研究会）158頁。
- (4) 大阪高判平成12年10月24日全国証券問題研究会編『証券取引被害判例セレクト17』（全国証券問題研究会）158頁。
- (5) 大阪高判平成12年9月29日公判判例集未登載。
- (6) 大阪地判平成7年7月24日全国証券問題研究会編『証券取引被害判例セレクト4』（全国証券問題研究会）53頁。
- (7) 大阪地判平成11年1月29日公判判例集未登載。
- (8) 大阪地判平成9年8月29日判例時報1646号113頁。
- (9) 東京高判平成11年7月27日全国証券問題研究会編『証券取引被害判例セレクト14』（全国証券問題研究会）1頁。
- (10) 福岡地判平成11年3月29日全国証券問題研究会編『証券取引被害判例セレクト12』（全国証券問題研究会）28頁。
- (11) 大阪高判平成12年10月24日全国証券問題研究会編『証券取引被害判例セレクト17』（全国証券問題研究会）158頁。
- (12) 大阪地判平成11年5月31日全国証券問題研究会編『証券取引被害判例セレクト13』（全国証券問題研究会）1頁。
- (13) 名古屋地裁岡崎支判平成9年9月18日全国証券問題研究会編『証券取引被害判例セレクト10』（全国証券問題研究会）1頁。
- (14) 大阪地判平成7年7月24日全国証券問題研究会編『証券取引被害判例セレクト4』（全国証券問題研究会）53頁。
- (15) 大阪地判平成9年8月29日判例時報1646号113頁。

- (16) 名古屋地裁岡崎支判平成9年9月18日全国証券問題研究会編『証券取引被害判例セレクト10』（全国証券問題研究会）1頁。
- (17) 東京高判平成10年9月30日全国証券問題研究会編『証券取引被害判例セレクト11』（全国証券問題研究会）55頁。
- (18) 大阪地判平成11年1月29日公判判例集未登載。
- (19) 福岡地判平成11年3月29日全国証券問題研究会編『証券取引被害判例セレクト12』（全国証券問題研究会）28頁。
- (20) 大阪地判平成11年3月30日全国証券問題研究会編『証券取引被害判例セレクト12』（全国証券問題研究会）120頁。
- (21) 大阪地判平成11年5月31日全国証券問題研究会編『証券取引被害判例セレクト13』（全国証券問題研究会）1頁。
- (22) 東京高判平成11年7月27日全国証券問題研究会編『証券取引被害判例セレクト14』（全国証券問題研究会）1頁。
- (23) 大阪高判平成12年9月29日全国証券問題研究会編『証券取引被害判例セレクト17』（全国証券問題研究会）50頁。
- (24) 大阪高判平成12年10月24日全国証券問題研究会編『証券取引被害判例セレクト17』（全国証券問題研究会）158頁。

### 第三節 欺罔の意図要件（取引の悪意性）

#### 1 欺罔の意図要件の認定基準

一連の取引を主導した証券業者による「欺罔の意図（取引の悪意性）」要件に関し、大阪高裁平成12年10月24日判決は、「証券会社などが顧客の信賴を濫用して自己の利益を<sup>(1)</sup>図ったことをいう」と述べる。また、大阪地裁平成11年1月29日判決は、「被告担当者が、原告との取引を主導して、手数料取得の目的で、原告の意向を越えた過度な頻度、数量の取引を勧誘すること」と指摘する。

すなわち、「証券業者が顧客との継続的取引関係および証券投資に関する専門的立場に対する信賴関係を濫用して、顧客利益を無視または配慮せず、顧客の投資経験、投資目的および資力などに照らし、経済的合理性に欠ける売買を含む、過度な証券売買を繰り返すことにより、売買委託手数料などの利益を獲得しようとする意図」であるといえる。

過当取引における欺罔の意図は、証券業者が「顧客を害する意図」を

## 過当取引の民事責任（二）

有していたかを立証する必要はなく、自己の利益を実現させるため、顧客の利益を無視または配慮せずに、顧客の属性に照らし、経済的合理性に欠ける売買を含む、頻繁な証券売買を繰り返していたことを立証すれば足りる。

そして、欺罔の意図要件は、過度の取引要件および口座の支配要件を認定するうえで問題となった様々な要素から指摘できる。例えば、①多種多様の証券銘柄に基づき、短期乗換売買、現物取引に加え、投資リスクの高い信用取引およびワラント取引などが繰り返行われていること、③結果的に支払経費が増大することとなる売買回転率および手数料率が高いこと、④顧客が被った損害額に比較して、証券業者が獲得した手数料、保管料、株式の信用取引における信用供与に係る利息、およびワラント取引による利益が多額であること、⑤株価が今後、騰貴するであろうという合理的根拠を示すこともなく、買付時点でマイナスパリティのワラントまたは権利行使の残存期間が2年未満のワラントを、証券業者が顧客に積極的に勧誘していること、⑥証券業者が獲得した手数料額が、顧客が被った損失額に占める割合が高いこと、⑦顧客が支払った手数料額と被告営業員が担当する他の顧客の手数料額との比較並びに顧客の手数料額と被告証券会社の問題となった支店が獲得した手数料収入との比較をすれば、前者が極めて高い割合を占めていること、⑧顧客が証券業者の推奨に黙従して投資選択がなされていること、⑨顧客の属性が投資経験および知識に乏しい寡婦または高齢者であり、収入が僅少の年金のみであり、その投資目的が極めて保守的である者に対し、資産を遥かに凌駕する規模の取引を行っていること、⑩顧客がワラント取引などで多大の損失を受けていたため、被告担当者の言に頼らざるを得なかったこと、または顧客が証券業者を強く信頼していることを奇貨として、社会的相当性を逸脱した過度な頻度および数量の証券取引を行っていること、⑪顧客が自宅または会社に不在であるにもかかわらず、大規模な証券取引が行われ、多額の運用損を出していること、⑫証券会社の担当者が顧

客の苦情を無視して取引を継続していること、である。

また、同一日または連続した複数日において、同一銘柄の証券を、同一単価または近似の単価で何回にも分けて売買し、多額の売買差損を出しているものが多いこと。取引を小口で分けて売買すれば、売買委託手数料の利率が高くなり、かつ支払経費は取引回数に比例して多くなる。その結果、証券会社の収入は増えることになる。このような取引手法により、一定の取引において売買差益が生じたとしても、手数料などの支払経費が多額となり、運用損となっている取引も少なくない。

さらに、証券業者が主導した口座運用および取引手法に関する非合理性に基づき、欺罔の意図を指摘することができる。例えば、無思慮に多数銘柄の株式を現物取引または信用取引により、大量に購入する。株価が少しでも騰貴し、目先の利益が僅かでも出ているものは、直ちに売却して手数料稼ぐ。しかし、このような頻繁な短期乗換売買により、手数料などの売買経費の合計金額が売買差益を上回り、結果的に運用損となっている。

他方、相場が下落した株式については、顧客からの批判をかわす目的から長期間放置して、含み損が表面化するのをできるだけ遅らせる。そのため、顧客は売買経費の負担に加え、多額の投資上の損失を被ることになる。

投資経験および投資知識が乏しく、洗練された投資技術を有さず、投機的な利益ではなく、元本の維持を堅持したいという保守的な投資目的を有している顧客に対し、証券業者は誠実な取引上の対応が求められるものである。しかし、全売買回数だけでなく、一日当たりの売買回数、売買数量および売買金額は多く、売買総額は顧客の資産を遥かに凌駕するものであることが多い。顧客の投資目的および財産状況に鑑みれば、適合性原則に反する取引内容であるといえる。

過当取引が認定された事例においては、このような複雑な取引手法にもかわらず、証券会社の担当者は、具体的な投資計画を示しておらず、

## 過当取引の民事責任（二）

各取引に関する投資リスク並びに取引全体の売買損益および評価損益に関する詳細な説明を行っていない。これら取引態様は、証券業者が顧客の利益を無視して、自己の利益を図った側面があり、本件取引の悪意性を否定できるものではない。これら「欺罔の意図（取引の悪意性）」は、損害賠償額の算定に影響を及ぼす要素であるといえる。

そこで、以下において、「欺罔の意図（取引の悪意性）」要件の認定に関し重視された要素と具体的事実との関係を考察する。

### (1) 問題となる認定要素

大阪地裁平成11年1月29日判決は、取引の悪意性要件の認定に関し重視される要素を具体的に列挙している。<sup>(3)</sup>

大阪地裁は、平成3年11月29日から平成5年6月7日までの取引について、①証券の保有期間が短い取引が頻繁に存すること、②被告証券会社が取得した手数料額は、原告が被った損失額の6割以上に達していること、③売買差益が生じている取引もあるが、手数料を控除すれば、運用損となっていること、④一部銘柄を除き、被告担当者の勧誘に従って投資選択がなされていること、⑤原告が被告担当者の勧誘に黙従したのは、ワラント取引などで多大の損失を受けていたため、当該担当者の言に頼らざるを得なかったこと、⑥被告担当者は短期乗換売買および投資選択を原告に黙従させていたことを認識しながら、短期間に利益あるいは損失を確定させるため、頻繁な売買の勧誘をしていたことが認められる、という要素を指摘している。

そして、大阪地裁は、「被告担当者は、原告との取引を主導して、手数料取得の目的で、原告の意向を越えた過度な頻度、数量の取引を勧誘したものであると、……社会的相当性を逸脱した違法な過当取引に当たる」と説示した。

### (2) 他の顧客の手数料額との比較

原告の属性を考慮したうえで、原告が支払った手数料額と被告営業員が担当する他の顧客の手数料額との比較、被告証券会社の問題となった支店が獲得した手数料収入と原告の手数料額との比較に基づき、裁判所は一連の取引の悪意性を認めている。

まず、大阪地裁平成9年8月29日判決<sup>(4)</sup>において、大阪地裁は、原告が職をもたない高齢の個人投資家であることを指摘する。そして、①平成2年度に被告証券会社の池田支店が獲得した手数料の合計額は7億円余のうち、原告の取引による手数料は1億円余であり、支店全体の手数料収入のうち、それは約14.7%に達していること、②短期損切り売買および短期乗換売買などが繰り返されていることに基づき、大阪地裁は、「被告担当者は、原告の利益を犠牲にして、自己の業績を上げ、あるいは被告池田支店の収入を得る目的で原告を本件取引に誘致したと推認されるのであり、……本件取引は、悪意性の要件を充たしている」と説示した。

また、福岡地裁平成11年3月29日判決<sup>(5)</sup>では、本件取引期間中の手数料額は計約2,500万円であり、福岡地裁は、「当該金額は、個人投資家としては相当多額である」と指摘する。また、被告担当者は原告との取引期間中に、営業成績が中国、九州地区の同期の中で一番になり、「原告のお陰で営業成績がトップになりました」と原告に礼を述べている。福岡地裁は、これら事実に加え、過度の取引要件および口座の支配要件を充足していることから、「被告担当者は、原告の利益を犠牲にして、自己の業績を上げる目的で、原告を本件取引に誘致したと推認できる」と述べ、取引の悪意性を認定している。

### (3) 損失額と手数料額との比較

名古屋地裁岡崎支部平成9年9月18日判決<sup>(6)</sup>では、原告が被った損失額の5割強が、被告証券会社が獲得した手数料額に相当することを重視している。

海運会社である原告およびその代表者は投資経験がないにもかかわらず

## 過当取引の民事責任（二）

ず、被告担当者は、当初より株式の現物取引だけでなく、大量の信用取引およびワラント取引を行わせていた。そして、「年利15%ないし20%、少なくとも10%の利益は間違いない」旨の虚偽ないしは誇大な情報を提供し、高い利益が必ず得られると誤信させるような勧誘をした。また、タテホ化学株の購入に際しては、被告担当者は断定的判断の提供により勧誘し、その結果、原告は莫大な損失を被っている。

被告担当者は原告に対して、事実上、売買一任勘定取引に誘引し、取引の多くは原告に事後報告をしたに過ぎなかった。とりわけ、最初の6年間の取引回数は異常に多く、当該取引により原告が被った損失額の5割強が、被告証券会社の手数料額に相当する。

名古屋地裁岡崎支部は、信用取引およびワラント取引などについて、取引の仕組み、内容およびリスクについて十分な説明をしたか証拠上、疑問が残る」と指摘したうえで、「取引の種類、銘柄、売買の別、値段などの取引の重要事項につき、原告の意向を徴することも少なく、被告の一方的判断により取引が行われていた。結果的にさして利益があがっていないのに、異常とも思える取引回数の多さなどを総合すると、……本件各取引は違法・不当な取引であったと断定せざるを得ない」と説示している。

### (4) 高い手数料率

取引の悪意性は、証券業者が顧客との信頼関係を濫用して、顧客利益を無視または配慮せずに、自己の利益を実現させることであるから、手数料率の高さを当該要件の認定基準として重視している事例がある。

大阪高裁平成12年10月24日判決<sup>(7)</sup>では、一審被告証券会社が獲得した手数料および保管料などは、一審原告が得た売買益を数千万円も上回り、売買手数料率も13%を超えていた。これら要素から、大阪高裁は、「一審被告担当者らが、主として手数料など、自己の利益を図るために本件取引を勧誘したと推認される」と述べる。

一審被告は、「悪意性が認められるためには、単に自己の利益を図っただけでは足りず、詐欺的あるいは背信的というほどに違法性の強いものであることが必要である」と主張する。それに対し、大阪高裁は、「それでは詐欺による不法行為を認めれば足り、過当取引における悪意性の要件は意味がなくなるから、上記主張は採用できない」と説示した。

(5) 信頼関係の濫用

大阪地裁平成7年7月24日判決<sup>(8)</sup>において、裁判所は売買回数、信用および現物取引の回数、短期乗換回数、1回の取引金額などの客観的要素に加え、原告が投資経験がない個人投資家であり、被告担当者の勧誘または助言に依存する度合いが極めて強かった、という関係を重視している。大阪地裁は、「本件取引は過度の投資勧誘による取引として違法と解するのが相当である」と説示した。

また、大阪地裁平成11年5月31日判決<sup>(9)</sup>において、年次売買回転率は11.93回、株式の保有期間は現物取引で43.6%、信用取引で42.9%が10日以内に売買されている。売買手数料および信用取引に係る利息の合計額は4,563万円余であり、月末投資残高1億0,432万円余に占める割合でも43.7%という高い数字を示している。当該要素に基づき、大阪地裁は、「被告担当者が、過当の取引を行うことにより、手数料稼ぎを企図していたことを強く推認させる事情が存在する」と指摘する。

そして、投資経験および知識が乏しい原告は、事業を閉鎖して作った資産を被告証券会社に委ねていたのであり、その投資目的は生活費および税金の金員を捻出するためのものであった。大阪地裁は、「本件取引においては、頻繁かつ大量に売買を繰り返す必要性のみならず許容性もないといえる。……被告担当者は、原告が被告を強く信頼しているのを奇貨として、手数料稼ぎ等の自己の利益を図るために、原告の資産、経験、知識および当該口座の性格に照らして社会的相当性を逸脱した過当な頻度・数量の取引を行ったものと評価できる」と述べ、「被告の行為は、原

## 過当取引の民事責任（二）

告に対する誠実義務違反の行為として、一体として不法行為を構成する」と判示した。

### (6) 投資目的に反する過度な取引

東京高裁平成11年7月27日判決は、<sup>(10)</sup> 一審原告である顧客の投資目的に反する過度な取引が、一審被告証券会社の主導により行われたことを重視している。

一審原告は投資経験および知識に極めて乏しい寡婦であり、資産として亡夫の退職金および生命保険金は有しているが、収入は僅少の年金のみである。そのため、資産を守りつつ、二人の子供の教育費および養母の生活費を捻出しなければならなかった。東京高裁は、「一審原告が一審被告証券会社と取引を開始した当初の目的は預金よりは利回りのよい金貯蓄であり、教育費などにいつでも引き出せるように短期運用をなして、財産維持を図ることが主眼であった」と認めている。そして、「一審被告証券会社の担当者は取引初期の段階で、一審原告の投資目的、収入および財産状況を認識しながら、14ヵ月間に、生活資金である亡夫の退職金および生命保険金を大量につき込み、買付金額合計が2億0,408万円余にのぼる投機的な株式売買を繰り返している。当該取引形態は、一審原告に全く適合していないというものというべきである」として、本件取引における一審被告証券会社の「欺罔の意図」を認定している。

### (7) 非合理的な取引手法

証券業者が主導した口座運用の内容を詳細に分析し、取引手法の非合理性に基づき、証券業者の「欺罔の意図」を認定している事例がある。

大阪高裁平成12年9月29日判決では、<sup>(11)</sup> 一審原告が被った損失は2億5,650万円余であり、そのうち、運用損は1億5,100万円余、売買委託手数料、信用供与に係る利息、租税などの支払経費は1億0,550万円余にのぼる。

大阪高裁は本件において、「欺罔の意図」が問題となる非合理的な取引手法を指摘している。例えば、1回当たり1億円弱で、第二CBオープンが売買されている。第二CBオープンは買付時に買付価額の2%の手数料が必要であり、買付単価よりも2%を超える価格上昇がないと、実質的な利益を得ることはできない。しかし、本件では単価が下がり続けているのに、約1ヵ月毎に連続して3回、第二CBオープンの売買が繰り返されている。その結果、一審被告証券会社は600万円弱の手数料を得る一方、一審原告は売買差損および支払経費により890万円余の損害を被っている。大阪高裁は、「一審原告がこのような無益な取引を繰り返す理由は見当たらない。これは、顧客の利益を無視した証券会社の手数料稼ぎというほかない」と述べる。

また、複数の株式銘柄の信用取引について、一旦売却した株式を翌日、同一単価で買戻したり、即日売買により、一審被告は多額の手数料を得るが、一審原告はこれら取引により、多額の損失を被っている。これら取引についても、大阪高裁は、「一審被告証券会社の担当者の売買一任勘定取引による手数料稼ぎを目的としたものとする外に考えられず、そのように推認すべきである」と説示する。

さらに、大阪高裁は短期売買による手数料稼ぎと証券の塩漬けによる評価損の増大について指摘する。本件取引中、即日売買、翌日売買、週間内売買、1ヵ月内売買までは、支払経費を考慮する前の売買損益段階でいずれも利益となっている。それに対し、3ヵ月内売買、6ヵ月内売買、1年内売買、長期売買は、いずれも売買損益段階で大幅な損失となっている。すなわち、一審被告証券会社は目先の利益が僅かでも出ているものは直ちに売却して利食いし、目先で含み損が発生しているものは放置して、損失の現出を避けている。しかし、頻繁な短期売買による差益も、手数料総額がそれを上回っている。

大阪高裁は、「一審被告証券会社の担当者が、目先の利益が僅かでも出ているものは、直ちに売却して手数料稼ぎをし、損失が発生している証

## 過当取引の民事責任（二）

券については長期間放置して、含み損が表面化するのをできるだけ遅らせ、一番原告からの批判をかわす目的からと推認できる」と述べ、本件取引の悪意性を認定している。

他方、東京高裁平成10年9月30日判決では、東京高裁は、「<sup>(12)</sup> 一番原告は本件売買一任勘定契約において、本件以前の取引と格段の差のない規模および回数<sup>(12)</sup>の投資を行うことを委任したものと認められる」としたうえで、「本件売買一任勘定取引は、本件以前の取引を遥かに上回り、極めて投機性の強い反面、一番被告証券会社にとって利益の大きいワラント取引を主体として、投資家の利益獲得を目指す証券投資として合理的な理由の認められない短期売却、多くは短期損切り売却と他の証券への再投資を短期間に繰り返す、その結果、巨額の損害を累積させたもの」と指摘する。

そして、「当該取引は委任の本旨に反した過当な取引というべきであり、被控訴人担当者は……顧客の正当な利益を保護する注意義務に違反したものである」と判示した。

### (8) 頻繁な信用取引およびワラント取引

証券業者が主導した取引の悪意性の認定要素として、投資リスクが極めて高い反面、証券業者にとり利益が大きい株式の信用取引およびワラント取引がある。

例えば、東京高裁平成10年9月30日判決では、<sup>(13)</sup> 一番原告が被った損失額のうち、80%以上はワラント取引によるものである。ワラントは証券会社と顧客との間で売買される相対取引であり、ワラント取引による証券会社の利益は、売買委託手数料ではなく、仕入値との差額（値鞘）である。そのため、ワラント取引は、顧客と証券業者との利益が相反する性質がある。

本件東京高裁は、「ワラントは株式に比較して値動きが激しく投機性の高い商品であり、ワラント取引に係る一番証券会社の利益は、株式など

の委託手数料に比べ、かなり大きいことが認められる」と述べる。

他方、証券業者は株式の信用取引を頻繁に行わせることにより、売買委託手数料に加え、信用供与による利息が利益となる。そのため、証券業者は株式の現物取引よりも多額の利益を得ることができ、顧客を信用取引に誘引する傾向が見られる。

大阪地裁平成9年8月29日判決<sup>(14)</sup>では、原告は無職の高齢者であり、長年にわたり優良銘柄の株式を購入し、それらを長期的に保有し、資産を維持形成してきた。しかし、被告証券会社の担当者は、原告が正確な知識を有していないにもかかわらず株式の信用取引に誘引し、それを繰り返し行わせた。大阪地裁は「本件取引の手法は、投資について相当の知識、経験、情報収集・分析能力を有する顧客でなければ適合性がない」と指摘する。

このように、株式の信用取引およびワラント取引は、投機的側面を有している。証券業者は顧客が豊富な投資経験および専門的知識並びに洗練された投資技術を有し、相当な資力を有しているかを確認しなければ、これら取引を勧誘することは適合性原則違反となるものであり、顧客の利益よりも、自己の利益を優先させた口座運用であるといえる。

#### (9) 顧客の苦情を無視した取引

大阪地裁平成11年3月30日判決<sup>(15)</sup>は、被告証券会社の担当者が顧客の苦情を無視して取引を継続したことを問題としている。

被告証券会社の担当者は、結果的に手数料稼ぎと言われても仕方のない取引になっていることを自覚しており、原告から「手数料稼ぎばかりではないか」との苦情を受けても、短期決済による取引を改めようとしなかった。

大阪地裁は当該事実に基づき、「被告証券会社の担当者において、顧客である原告の利益および意向より、被告の利益および自己の営業成績を重視する傾向があったことは否めない。そうすると、本件取引は、全体

## 過当取引の民事責任（二）

として違法性を帯びるものであって、被告の業務の一環として本件取引を担当した被告証券会社の担当者の行為は、原告に対する不法行為を構成する」と判示した。

### (10) 小口分割売買による手数料の増加

証券業者は、多額の売買委託手数料を稼ぐために、同一日に同一銘柄の証券を、単一単価または近似の単価で何回にも分けて売買するという取引手法を採ることが多い。その理由は、売買委託手数料は取引金額に応じて高くなるが、取引金額が小さいほど高い比率で設定されているため、取引総額が同じでも、当該資金を1回で投資するよりも、小口で分散して、売買回数を増やせば、売買委託手数料の総額は多くなるからである。

例えば、株式取引の売買委託手数料は、平成11年9月30日までは、証券取引所の受託契約準則が定める料率に基づき算出され、投資金額が100万円を超え500万円以下の場合には0.900%であり、投資金額が3,000万円を超え5,000万円以下の場合には0.375%である。総額5,000万円を株式を購入する場合、5,000万円を200万円ずつ25回に分けて購入すれば、手数料額は45万円である。それに対し、5,000万円を1回で投資すれば、売買委託手数料額は18万7,500円にしかない。

また、平成11年10月1日以降、売買委託手数料は自由化され、各証券会社が株式の投資金額に応じた手数料率を示している。或る大手証券会社が示す手数料率によれば、投資金額が100万円を超え300万円以下の金額につき0.80%+3,080円であり、投資金額が3,000万円を超え5,000万円以下の金額につき0.24%+106,480円である。そこで、総額5,000万円を株式を購入する場合、5,000万円を200万円ずつ25回に分けて購入すれば、売買委託手数料額は47万7,000円である。それに対し、5,000万円を1回で投資すれば、売買委託手数料額は22万6,480円にしかない。

このように、多くの過当取引事例では、同一銘柄の証券を、単一単価

または近似の単価で何回にも分けて売買するという特徴が見られる。

以下において、認定要素ごとに分類した判例から、「欺罔の意図（取引の悪意性）」要件について説示した部分を詳細に紹介する。

## 2 判例にみる欺罔の意図要件の認定

### (1) 大阪地裁平成7年7月24日判決<sup>(16)</sup>

被告担当者は、原告の本件取引において、同人に損害を被らせようと意図したこと、そして、被告の手数料収入をあげるための主目的としていたことは本件の証拠をもっても窺えず、かえって、原告に利益をあげて貰えるよう意図して行動したことが窺える。

しかし、原告は本件取引まで株式取引に経験がなく、個人投資家であること、そして、同取引の売りおよび買いの回数、信用および現物取引の回数、乗換えの回数、割合、1回の取引金額などの本件取引の状況は、過度に過ぎるうえ、被告担当者の勧誘ないし助言に依存する度合いが極めて強かった原告の状況からすれば、同取引の内、被告担当者が関与した範囲において、過度の投資勧誘による取引として違法と解するのが相当である。

### (2) 大阪地裁平成9年8月29日判決<sup>(17)</sup>

「欺罔の意図」要件について、大阪地裁は、被告証券会社の池田支店全体の手数料収入と原告から獲得した手数料収入との関係で検討している。すなわち、平成2年度の被告証券会社の池田支店が獲得した売買委託手数料の合計額は7億0,142万円である。それに対し、本件取引により、無職の個人投資家である原告から獲得した売買委託手数料は約1億0,327万円であり、池田支店全体の全手数料収入のうち、原告だけで約14.7%を占める。被告証券会社の池田支店にとって、平成元年7月から平成3年2月までの間、原告からの手数料収入は極めて大きな収入で

## 過当取引の民事責任（二）

あった。

また、問題となった取引期間において、被告証券会社の担当者が扱った顧客は、職をもたない高齢の個人投資家である本件原告のみである。原告は被告担当者の勧めに従って大量かつ頻繁な取引を行い、その間、短期損切り売買、短期乗換売買などが繰り返されている。

大阪地裁は、「これらの事実によれば、被告担当者は、原告の利益を犠牲にして、自己の業績を上げ、あるいは被告証券会社の池田支店の収入を得る目的で、原告を本件取引に誘致したと推認されるのであり、右推認を覆すに足りる事実はない。したがって、本件取引は、悪意性の要件を充たしている」と説示した。

### (3) 名古屋地裁岡崎支部平成9年9月18日判決<sup>(18)</sup>

原告会社およびその代表者は、これまで株式などの売買経験がなく、株取引などには必ずしも乗り気がなかったのであるが、被告担当者は、これを知りながら、「株の方が利益があがり、年利15%ないし20%、少なくとも10%の利益は間違いない」旨の虚偽ないしは誇大な情報を提供し、原告をして、あたかも高い利益が必ず得られると誤信させるような勧誘をした。特に莫大な損失が生じた「タテホ化学」株の勧誘に際しては、被告担当者は値上がりが確実である旨の断定的判断・資料を示して勧誘し、原告は、この勧誘に応じて当該株式を買って損失を被っている。

また、被告担当者は、原告およびその代表者も株式などの取引経験がないのに、いきなり信用取引を勧誘し、当初より、現物取引に併せて大量の信用取引を原告に行わせているだけでなく、予め、信用取引の仕組み・内容・危険性などについて、原告に十分な説明をしたか証拠上、疑問が残る。

なお、その後、行っているワラント取引などについても、被告が原告に対し、その内容・性質・危険性などの詳細を事前に十分説明しているかも証拠上、疑いが残る。

さらに、被告担当者は、原告に対して「任せてください」と言って、取引の種類・銘柄・売と買の別・値段などの全てを自らの判断で一方的に決め、原告に事前の了解を求めることもあったものの、その多くは事後報告をしたに過ぎなかったし、特に最初の6年間の取引回数は異常に多く、これらの取引によって原告が被った損失の5割強が被告の手数料に消えていることなどの各事情を総合して考えると、被告の原告に対する株式などの取引の勧誘の仕方、取引の仕組みおよびその内容の未経験者に対する周知のあり方、取引の種類・銘柄・売と買の別・値段などの取引の重要事項につき、原告の意向を徴することも少なく、ほとんど被告の一方的判断による取引の方法、結果的にさして利益があがっていないのに、異常とも思える取引回数の多きなどを総合すると、法規・社会通年に照らし、全体として、やはり原・被告間の本件各取引は違法・不当な取引であったと断定せざるを得ず、被告は、これらの取引によって原告が被った損害を賠償する責任がある。

(4) 東京高裁平成10年9月30日判決<sup>(19)</sup>

本件取引に対し、一審東京地裁は以下の判断を示した。すなわち、被告が委任の本旨に反し、過当な取引を行うときは、本件一任勘定取引契約の債務不履行となると解するのが相当である。原告らは本件一任勘定取引契約において、できる限りの利益を獲得する目的で、従前の取引と格段の差のない投資規模と回数の取引を行うことを委任したものと認められるところ、本件一任勘定取引契約は投資規模と回数において、本件取引以前の取引を遙かに上回り、短期売却を繰り返していることから、原告らの委任の本旨に反した過当な取引である。そのため、被告担当者には、原告らの利益を配慮しない過失があったと認めるのが相当である。

証拠および従前の取引における原告らの投資傾向に照らし、終始短期売買による収益の確保を求めていたとする被告担当者の供述は、信用で

## 過当取引の民事責任（二）

きない。しかし、過当取引が不法行為を構成するような強度の違法性を帯びているとは認められない。

それに対し、東京高裁は一審判決よりも踏み込んだ判断を示した。本件一任取引は、従前の取引を遥かに上回り、極めて投機性の強い反面、一審被告証券会社の担当者ひいては一審被告証券会社にとって利益の大きいワラント取引を主体として、投資家の利益獲得を目指す証券投資として合理的な理由の認められない短期売却、多くは短期損切り売却と他の証券への再投資を短期間に繰り返し、その結果、巨額の損害を累積させたものというべきであるから、当該取引は委任の本旨に反した過当な取引というべきであり、一審被告証券会社の担当者は一任取引の委託を受けた顧客のため一審原告との間で負うべき、顧客の正当な利益を保護する注意義務に違反したものである。従って、一審被告証券会社の担当者の行為は、一審原告に対する不法行為に該当するものである。

### (5) 大阪地裁平成11年1月29日判決<sup>(20)</sup>

問題となった被告担当者時代の取引のうち、平成3年11月29日の持田製薬株買付けから平成5年6月7日のオリンパスワラント買付けまでの間の取引については、①証券の買付けから売り決済までが短期間になされた取引が頻繁に存すること、②しかも、この間の取引の損失は、殆ど頻繁な売買によるもので、被告の取得した手数料は原告の損失の6割以上に達し、手数料を控除した結果、原告の利益が殆ど生じなかった取引も多数存したこと、③原告は、自らの判断により中島製作所等数銘柄を注文したことがあったが、取引の殆どが問題となった被告担当者の勧誘に従って取引をしたものであること、④原告が当該担当者の勧誘に応じたのは、ワラントなどで多大の損失を受けていたため、当該担当者の言に頼らざるを得なかったこと、⑤問題となった被告担当者自身も、①ないし④の事実を認識しながら、短期間に利益あるいは損失を確定させる

ため、右勧誘をしていたことが認められるから、当該担当者は、原告との取引を主導して、手数料取得の目的で、原告の意向を越えた過度な頻度、数量の取引を勧誘したものであると見て、したがって、問題となった被告担当者時代の取引のうち、平成3年11月29日の持田製薬株買付けから平成5年6月7日のオリンパスワラント買付けまでの間の取引の勧誘は、社会的相当性を逸脱した違法な過当取引に当たる。

(6) 福岡地裁平成11年3月29日判決<sup>(21)</sup>

本件取引期間中の手数料額は、原告側訴訟代理人の計算によれば、合計約2,500万円(現物取引分約1,500万円,信用取引分約1,000万円であり、被告は当該金額につき、なんら反論を加えていない)と個人投資家としては相当多額にのぼっており、証拠によれば、被告担当者は、原告との取引期間中に、営業成績が中国、九州地区の同期の中で一番になり、原告に対し、「原告のお陰で営業成績がトップになりました」と礼を述べていることが認められる。

これらの事実に加え、本件取引が過当性の要件および口座支配の要件を充足していることを併せ考慮すると、被告担当者は、原告の利益を犠牲にして、自己の業績を上げる目的で、原告を本件取引に誘致したと推認でき、右推認を覆すに足りる事実は認められない。

従って、本件取引は悪意性の要件も充足しているというべきである。そうすると、被告担当者による本件取引は、過当取引としてその全体が違法である。

なお、本判決は控訴審で破棄され、現在、上告審で係属中である。

(7) 大阪地裁平成11年3月30日判決<sup>(22)</sup>

被告証券会社の担当者は、結果的に手数料稼ぎと言われても仕方のない取引になっていることを自覚しており、原告から「手数料稼ぎばかりではないか」との苦情を受けても、短期決済による取引を改めようとし

## 過当取引の民事責任（二）

なかったことに照らすと、被告証券会社の担当者において、顧客である原告の利益や意向より、被告の利益や自己の営業成績を重視する傾向があったことは否めない。

そうすると、本件取引は、全体として違法性を帯びるものであって、被告の業務の一環として本件取引を担当した被告証券会社の担当者の行為は、原告に対する不法行為を構成するものであって、当該担当者の使用者である被告は、民法715条に基づく責任を免れない。

### (8) 大阪地裁平成11年5月31日判決<sup>(23)</sup>

本件においては、年次売買回転率は11.93回、株式の保有期間は現物取引で43.6%、信用取引で42.9%が10日以下という非常に頻繁な売買が繰り返されており、また、売買委託手数料および信用取引に係る利息の合計額は4,563万7,285円と多額であって、月末投資残高1億0,432万7,596円に占める割合でみても43.7%という非常に高い数字を示しているのであるから、被告担当者が、過大な売買を行うことにより、手数料稼ぎを企図していたことを強く推認させる事情が存在する。しかも、原告は、事業を閉鎖して作った資産を被告に委ねていた。

本件取引は、原告の知人であり、被告証券会社の幹部と中学時代の同窓生である訴外Aの勧めが始められたが、Aは全く証券取引の経験および知識がなく、原告も訴外証券会社での少々の取引経験を有していたにすぎないのであって、そして、本件取引口座は、資産運用によって原告らの生活費分および原告の税金分の金員を捻出するためのものであったのであるから、本件取引においては、顧客および口座の性質上、頻繁かつ大量に売買を繰り返す必要性のみならず許容性もないといえる。

したがって、被告担当者は、原告らが被告を強く信頼しているのを奇貨として、手数料稼ぎなどの自己の利益を図るために、原告らの資産、経験、知識および当該口座の性格に照らして社会的相当性を逸脱した過当な頻度・数量の取引を行ったものと評価できる。

すなわち、本件取引は被告による口座支配の下、一連のものとして誠実義務違反の違法性を帯びると解するべきであるから、被告の行為は、原告らに対する誠実義務違反の行為として、一体として不法行為を構成する。

(9) 東京高裁平成11年7月27日判決<sup>(24)</sup>

一審原告（被控訴人）は、本件取引以前には、株式を含めた証券取引の知識・経験に乏しい寡婦であり、資産として、亡夫が残した退職金および生命保険は有しているものの、収入は僅少の年金のみで、当該資産を守りつつ、二子の高校、大学の教育費と養母の生活費を捻出しなければならぬ立場にあって、その投資目的も、一審原告が一審被告証券会社（控訴人）と取引を開始しようとした当初の目的は預金よりは利回りのよい金貯蓄であったことなどから見られるように、元来、銀行預金よりは有利な利率の利息を得ながら、教育費などにいつでも引き出せるようにという意味での短期運用をなして、財産維持を図ることが主眼であったと認めることができる。

従って、このように一審原告の属性に鑑みると、本来年金生活者の一審原告にとって、生活資金である夫の退職金ないし生命保険を次々と大量につき込んで、多数回にわたって投機的に株式の売買を繰り返すという取引形態は、全く適合していないというものというべきである。ところが、一審被告証券会社の担当者は、本件取引開始にあたって、その後まもなくの時期には、少なくとも一審原告が寡婦であり、年金生活者であることを認識しながら、一審原告の収入、資産状態、投資目的および取引経験などにつき注意を払うこともなくして、本件取引を開始した。

しかも、本件取引のうち、株式の買付回数は14ヵ月の取引期間に、買付回数は70回にのぼり、取引銘柄数は36種、買付金額の合計が2億0,408万5,370円売買回転率は4.45回であって、その投資金額、頻度が一審原告の収入、資産の性質・金額、投資経験および投資目的に比して、著しく

## 過当取引の民事責任（二）

過大であると認められる。

### (10) 大阪高裁平成12年9月29日判決<sup>(25)</sup>

大阪高裁は、本件取引の悪意性について、一審被告証券会社（被控訴人）の利益と一審原告（控訴人）の損失を比較している。一審被告が本件取引により得た利益は、手数料収入6,188万6,208円に、ワラント売買益が加算される。

すなわち、証券会社はワラント取引については、顧客から受領する手数料により利益を得るのではなく、証券会社と顧客との相対取引により売買差益を稼ぐのである。本件のワラント取引は、15銘柄、売買回数34回、買付総額1億7,000万円余にのぼり、一審被告が当該取引により得た売買差益も相当額に達している。

それに対し、一審原告が本件取引により被った損失は、2億5,650万円余であり、そのうち、売買差損は1億5,100万円余、売買経費は1億0,550万円余にのぼる。売買経費には、売買委託手数料、信用取引の金利、有価証券取引税、消費税および名義書換料・管理費からなる。

つぎに、大阪高裁は「取引の悪意性」が問題となる個々の取引を指摘している。例えば、本件では、1回当たり1億円弱の第二CBオープンの売買がなされている。第二CBオープンを買付時に買付価額の2%の手数料が必要であり、買付単価よりも2%を超える価格上昇がないと、顧客は利益をあげることかできない。しかし、本件では、約1ヵ月毎に連続して3回に、単価が下がり続けているのに、第二CBオープンの売買を繰り返されている。その結果、一審被告証券会社は600万円弱の手数料収入を獲得している一方、一審原告は買付けて約1ヵ月後に、買付単価よりも安い単価で売却し、その損失は手数料、消費税、値下がり損で総額890万円余にのぼる。

大阪高裁は、「一審原告がこのような無益な取引を繰り返す理由は見当たらない。これは、顧客の利益を無視した証券会社の手数料稼ぎという

ほかない」と述べる。

また、ファナック株、三井造船株、昭和アルミニウム株の信用取引について、一旦売却した株式を翌日、同一単価で買戻したり、即日売買により多額の損失を出したりすることにより、一審被告証券会社は多額の手数料収入をあげている。大阪高裁は、「一審被告証券会社の担当者の売買一任勘定取引による手数料稼ぎを目的としたものとする外に考えられず、そのように推認すべきである」と述べる。

さらに、大阪高裁は短期売買による手数料稼ぎと損失証券の放置について指摘する。本件取引は、1週間内売買が投資金額の5割弱、1ヵ月内売買が投資金額の7割以上、3ヵ月内売買が投資金額の8割以上、6ヵ月内売買が投資金額の9割以上を占めている。本件取引中、即日売買、翌日売買、週間内売買、1ヵ月内売買までは、支払経費を考慮する前の売買損益段階でいずれも利益となっている。ところが、3ヵ月内売買、6ヵ月内売買、1年内売買、長期売買は、いずれも支払経費を考慮する前の売買損益段階で既に大幅な損失となっている。一審被告証券会社は目先の利益が僅かでも出ているものは直ちに売却して利食いし、目先で含み損が発生しているものは放置して、その損失の現出を故意に避けている。しかし、短期売買で僅かにあげた利益も、大部分が手数料で食潰している。

大阪高裁は、「これは、一審被告証券会社の担当者が、目先の利益が僅かでも出ているものは、直ちに売却して手数料稼ぎをし、損失が発生している証券については長期間放置して、含み損が表面化するのでできるだけ遅らせ、控訴人からの批判をかわす目的からと推認できる」と説示する。これら理由から、大阪高裁は、本件取引の悪意性を認定している。

(11) 大阪高裁平成12年10月24日判決<sup>(26)</sup>

大阪高裁は、「悪意とは、証券会社などが顧客の信頼を濫用して自己の利益を図ったことをいう」と述べる。

## 過当取引の民事責任（二）

本件取引において一審被告証券会社が得た手数料・保管料などは、一審原告が得た売買益を数千万円も上回り、売買手数料率も13%を超えていたことから、一審被告担当者らが、主として手数料など、自己の利益を図るために本件取引を勧誘したと推認される。

一審被告証券会社は、「悪意性が認められるためには、単に自己の利益を図っただけでは足りず、詐欺的あるいは背信的というほどに違法性の強いものであることが必要である」と主張する。それに対し、大阪高裁は、「それでは詐欺による不法行為を認めれば足り、過当取引における悪意性の要件は意味がなくなるから、上記主張は採用できない」と説示した。

- (1) 大阪高判平成12年10月24日全国証券問題研究会編『証券取引被害判例セレクト17』（全国証券問題研究会）158頁。
- (2) 大阪地判平成11年1月29日公判判例集未登載。
- (3) 大阪地判平成11年1月29日公判判例集未登載。
- (4) 大阪地判平成9年8月29日判例時報1646号113頁。
- (5) 福岡地判平成11年3月29日全国証券問題研究会編『証券取引被害判例セレクト12』（全国証券問題研究会）28頁。
- (6) 名古屋地裁岡崎支判平成9年9月18日全国証券問題研究会編『証券取引被害判例セレクト10』（全国証券問題研究会）1頁。
- (7) 大阪高判平成12年10月24日全国証券問題研究会編『証券取引被害判例セレクト17』（全国証券問題研究会）158頁。
- (8) 大阪地判平成7年7月24日全国証券問題研究会編『証券取引被害判例セレクト4』（全国証券問題研究会）53頁。
- (9) 大阪地判平成11年5月31日全国証券問題研究会編『証券取引被害判例セレクト13』（全国証券問題研究会）1頁。
- (10) 東京高判平成11年7月27日全国証券問題研究会編『証券取引被害判例セレクト14』（全国証券問題研究会）1頁。
- (11) 大阪高判平成12年9月29日公判判例集未登載。
- (12) 東京高判平成10年9月30日全国証券問題研究会編『証券取引被害判例セレクト11』（全国証券問題研究会）55頁。
- (13) 東京高判平成10年9月30日全国証券問題研究会編『証券取引被害判例セレクト11』（全国証券問題研究会）55頁。
- (14) 大阪地判平成9年8月29日判例時報1646号113頁。

- (15) 大阪地判平成11年3月30日全国証券問題研究会編『証券取引被害判例セレクト12』（全国証券問題研究会）120頁。
- (16) 大阪地判平成7年7月24日全国証券問題研究会編『証券取引被害判例セレクト4』（全国証券問題研究会）53頁。
- (17) 大阪地判平成9年8月29日判例時報1646号113頁。
- (18) 名古屋地裁岡崎支判平成9年9月18日全国証券問題研究会編『証券取引被害判例セレクト10』（全国証券問題研究会）1頁。
- (19) 東京高判平成10年9月30日全国証券問題研究会編『証券取引被害判例セレクト11』（全国証券問題研究会）55頁。
- (20) 大阪地判平成11年1月29日公判判例集未登載。
- (21) 福岡地判平成11年3月29日全国証券問題研究会編『証券取引被害判例セレクト12』（全国証券問題研究会）28頁。
- (22) 大阪地判平成11年3月30日全国証券問題研究会編『証券取引被害判例セレクト12』（全国証券問題研究会）120頁。
- (23) 大阪地判平成11年5月31日全国証券問題研究会編『証券取引被害判例セレクト13』（全国証券問題研究会）1頁。
- (24) 東京高判平成11年7月27日全国証券問題研究会編『証券取引被害判例セレクト14』（全国証券問題研究会）1頁。
- (25) 大阪高判平成12年9月29日全国証券問題研究会編『証券取引被害判例セレクト17』（全国証券問題研究会）50頁。なお、最高裁判所は、平成13年6月26日に、原判決支持の決定を下した。
- (26) 大阪高判平成12年10月24日全国証券問題研究会編『証券取引被害判例セレクト17』（全国証券問題研究会）158頁。

#### 第四節 売買回転率の意義

##### 1 売買回転率の算定方法

売買回転率は、「過度の取引」要件を認定するうえで、多大の影響力を有する客観的指標である。売買回転率とは、一定の期間における投資資金の回転数を示すものである。顧客口座に属する全証券が売却され、それにより得た資金により、新たな証券が購入されるならば、当該口座は、一回転したことになる。通常、一年間を基準とすることから、「年次売買回転率」と呼ばれる。

年次売買回転率の算定方法は、問題となった期間の買付総額を、同期

## 過当取引の民事責任（二）

間の平均投資額で除し、それを年ベースに換算することにより求められる。すなわち、「年次売買回転率」＝（問題となった期間の買付総額÷同期間の平均投資額）×（365日÷同期間の日数）、という計算式になる。なお、「平均投資額」とは、対象期間における各月末の投資残高の平均金額である。

「年次売買回転率が6回であるならば、取引の過度性を示す重要な認定要素となる」ことが、米国において、1960年代の論文で初めて指摘され、当該アプローチはその後の判例において多数採用されてきた。年次売買回転率が6回の場合、2ヵ月毎に全投資額を再び回転したことになる。

近年、わが国の過当取引を原因とする民事訴訟において、売買回転率を「過度の取引」要件の認定に関し、重視している事例が極めて多い。そこで次に、売買回転率の高さと顧客利益との相反関係について論述する。

### 2 売買回転率と支払経費増

売買回転率が高いということは、証券取引が頻繁であることを示す。とりわけ、頻繁な株式取引に付随する問題として、売買委託手数料および取引に係る税金の合計額が増大するということである。過当取引事例においては、証券業者が主導して、顧客利益に配慮せず、経済的合理性もなく証券を売買し、運用損（実損）をもたらしている。また、売買回転率が高い株式取引においては、売買差益が生じたとしても、支払経費が売買差益を上回り、結果的に運用損となっている事例が少なくない。そこで、売買回転率と支払経費増の関係について考察する。

#### (1) 平成11年9月30日までの取引

株式の現物取引に関する主たる支払経費として、①買付と売付のそれぞれに、約定代金に応じた売買委託手数料、②売買委託手数料に係る消

費税, ③株式の売付時に, 約定代金に係る有価証券取引税, ④株式の売付時に, 約定代金に応じて必ず課される源泉分離課税, ⑤個人投資家の場合, 1年間の株式売買を通じ, 譲渡益が存すれば課される申告分離課税, がある。源泉分離課税かまたは申告分離課税かにするかは, 個人投資家が選択をする。

第一に, 「売買委託手数料」は投資金額, すなわち, 買付または売付の約定代金により異なる。その料率は, 証券取引所の受託契約準則に基づき定められていた。買付または売付の約定代金が以下の場合には, 証券取引所の受託契約準則が定める料率に基づき, 算出される。

①100万円以下の金額につき1.150%, ②100万円を超え500万円以下の金額につき0.900%, ③500万円を超え1,000万円以下の金額につき0.700%, ④1,000万円を超え3,000万円以下の金額につき0.575%, ⑤3,000万円を超え5,000万円以下の金額につき0.375%, ⑥5,000万円を超え1億円以下の金額につき0.225%, ⑦1億円を超え3億円以下の金額につき0.200%, ⑧3億円を超え5億円以下の金額につき0.125%, ⑨5億円を超え10億円以下の金額につき0.100%, ⑩10億円を超える金額につき0.075%, の各料率を約定代金に乗じた金額が売買委託手数料となる。

なお, 平成6年4月1日から, 買付または売付の約定代金が10億円を超える場合, 売買委託手数料の自由化が実施されている。

第二に, 「消費税」は, 売買委託手数料額に, 一定の率を乗じて課される。平成9年3月31日までが売買委託手数料額に, 3%を乗じた金額であり, 平成9年4月1日以降は売買委託手数料額に, 5%を乗じた金額である。

第三に, 「有価証券取引税」は, 株式の売付時に, 売付の約定代金に一定の率を乗じて課される。平成8年3月31日までが売付の約定代金に, 0.3%を乗じた金額であり, 平成8年4月1日から平成11年3月31日までが売付の約定代金に, 0.21%を乗じた金額である。株式の譲渡益の有無に係わらず, 株式の売付時に課される。なお, 有価証券取引税は平成11

## 過当取引の民事責任（二）

年4月1日以降、廃止となっている。

第四に、「源泉分離課税」は、株式の売付時に、売付の約定代金に1.05%を乗じた金額を、証券会社が天引きをして納税する。株式の譲渡益の有無に係わらず、株式の売付時に必ず課される。なお、平成14年12月末をもって、源泉分離課税は廃止となる。

第五に、「申告分離課税」は、個人投資家に対し、1年間の株式売買を通じ、譲渡益が存すれば確定申告により課される。税額は株式の譲渡益に26%を乗じた金額であり、譲渡益がなければ課されない。

なお、株式の売付時に必ず課され、売付の約定代金に1.05%を乗じた金額を、証券会社が天引きをして納税する「源泉分離課税」か、または譲渡益がある場合にのみ、当該利益の26%を乗じた金額を確定申告で納税する「申告分離課税」にするかは、個人投資家が選択をする。ただし、平成14年12月末をもって源泉分離課税は廃止となるため、申告分離課税に一本化される。

例えば、平成11年1月x日に、ある銘柄株式に関し、400万円の資金で買付け、翌日、売付けをした場合、主たる支払経費は以下ようになる。①売買委託手数料は買付と売付の両方で $0.9\% \times 2 = 1.8\%$ の料率に基づき計72,000円、②買付と売付時の売買委託手数料に5%の消費税として、 $72,000円 \times 5\% = 3,600円$ 、③株式の売付時に、売付の約定代金に0.21%の有価証券取引税として、 $400万円 \times 0.21\% = 8,400円$ 、④同じく、株式の売付時に、売付の約定代金に1.05%の源泉分離課税として、 $400万円 \times 1.05\% = 42,000円$ が加算される。それ故、400万円の資金で買付と売付を合わせた1回転の支払経費だけで、126,000円がかかる。

そこで、400万円の資金を1回転すれば、 $1.8\% + (1.8\% \times 5\% = 0.09\%) + 0.21\% + 1.05\% = 3.15\%$ が、主たる支払経費となる。年次売買回転率が6回の場合、その6倍の18.90%がかかる。また、年次売買回転率が5回の場合でも、15.75%がかかる。市場の株価上昇率が10%の時期であれば、売買差益が生じたとしても、支払経費がそれを上回り、結果的に運

用損となる。

400万円の資金を年間6回転させて、運用益10%を目指すのであれば、 $10\% + 18.90\% = 28.90\%$ の株価騰貴を示す銘柄でなければならない。また、年間5回転だとしても、25.75%の株価騰貴を示す銘柄でなければならない。

他方、有価証券取引税が廃止されている平成11年4月×日に、400万円の資金を1回転すれば、2.94%が支払経費となる。年次売買回転率が6回の場合、その6倍の17.64%がかかる。また、年次売買回転率が5回の場合でも、14.70%がかかる。

400万円の資金を年間6回転させて、運用益10%を目指すのであれば、 $10\% + 17.64\% = 27.64\%$ の株価騰貴を示す銘柄でなければならない。また、年間5回転だとしても、24.70%の株価騰貴を示す銘柄でなければならない。他方、株式の信用取引においては、信用供与に係る利息が加わることになる。

いずれにせよ、一般投資家がこのような回転率に基づき、運用益を獲得できる投資を何年もまたは一定期間にわたり、続けることは極めて困難である。

## (2) 平成11年10月1日以降の取引

平成11年10月1日以降、売買委託手数料は自由化され、各証券会社が株式の買付または売付の約定代金に応じた手数料率を示している。なお、平成6年4月1日から、買付または売付の約定代金が10億円を超える場合には、売買委託手数料の自由化が実施されている。また、有価証券取引税は、平成11年4月1日以降、廃止となっている。

そのため、平成11年10月1日以降における株式の現物取引については、①各証券会社が示す料率に応じた売買委託手数料、②手数料に係る消費税、③株式の売付時に必ず課される源泉分離課税、④1年間の株式売買を通じ、譲渡益が存すれば課される申告分離課税、が主たる支払経費と

## 過当取引の民事責任（二）

なる。

まず、売買委託手数料の算定について、或る大手証券会社は以下のよ  
うな売買委託手数料率を示している。すなわち、

①50万円以下の金額につき1.30%、②50万円を超え70万円以下の金額  
につき1.00%+1,500円、③70万円を超え100万円以下の金額につき0.86  
%+2,480円、④100万円を超え300万円以下の金額につき0.80%+3,080  
円、⑤300万円を超え500万円以下の金額につき0.77%+3,980円、⑥500  
万円を超え1,000万円以下の金額につき0.64%+10,480円、⑦1,000万円  
を超え3,000万円以下の金額につき0.52%+22,480円、⑧3,000万円を超  
え5,000万円以下の金額につき0.24%+106,480円、⑨5,000万円を超える  
金額につき0.10%+176,480円、の各料率を約定代金に乗じた金額に、一  
定の金額を加算した額が売買委託手数料となる。

つぎに、消費税は、売買委託手数料額に5%を乗じた金額が、買付時  
と売付時の両方に課される。また、源泉分離課税は、株式の売付時に、  
譲渡益の有無にかかわらず、売付の約定代金に1.05%を乗じた金額を、  
証券会社が天引きをして納税する。そして、申告分離課税は、個人投資  
家に対し、1年間の株式売買を通じ、株式の譲渡益が存すれば、当該利  
益に26%を乗じた金額を、確定申告により納税する。なお、株式の売付  
時に天引きされる源泉分離課税か、または株式の譲渡益が存する場合に  
のみ、確定申告で納める申告分離課税にするかは、個人投資家が選択を  
する。

例えば、平成13年11月×日に、前述した大手証券会社を通じ、ある銘  
柄株式に関し、400万円の資金で買付け、翌日、売付をした場合、主たる  
支払経費は以下ようになる。①売買委託手数料は買付と売付の両方で  
 $0.77\% \times 2 = 1.54\%$ の手数料率に基づき61,600円に、 $3,980 \times 2 = 7,960$ 円  
が加算され、計69,560円、②買付と売付時の売買委託手数料に5%の消  
費税として、 $69,560 \text{円} \times 5\% = 3,478$ 円、③株式の売付時に、売付の約定  
代金に1.05%の源泉分離課税として、 $400 \text{万円} \times 1.05\% = 42,000$ 円が加算

される。それ故、400万円の資金で買付と売付を合わせた1回転の支払経費だけで、115,038円がかかる。

そこで、400万円の資金を1回転すれば、 $(69,560円 \div 400万円 \times 100 = 1.739\%) + (1.739\% \times 5\% = 0.08695\%) + 1.05\% = 2.87595\%$ が、主たる支払経費となる。年次売買回転率が6回の場合、その6倍の17.2557%がかかる。また、年次売買回転率が5回の場合でも、14.37975%がかかる。市場の株価上昇率が10%の時期であれば、売買差益が生じたとしても、支払経費がそれを上回り、結果的に運用損となる。

400万円の資金を年間6回転させて、運用益10%を目指すのであれば、 $10\% + 17.2557\% = 27.2557\%$ の株価騰貴を示す銘柄でなければならない。また、年間5回転だとしても、24.37975%の株価騰貴を示す銘柄でなければならない。手数料率が下がり、有価証券取引税が廃止されても、一般投資家がこのような回転率に基づき、運用益を獲得できる投資を何年もまたは一定期間にわたり、続けることは極めて困難である。

### (3) 平成13年11月30日以降の取引

個人投資家が株式取引で得た利益に係る「株式譲渡益課税」の軽減を中心とする証券税制改正法が、平成13年11月16日に成立し、同年11月30日<sup>(1)</sup>から施行された。

同改正法によれば、まず、平成14年12月末をもって、株式の売付時に売付の約定代金に1.05%を乗じた金額を、証券会社が天引きをして納税する「源泉分離課税」は、廃止となった。その結果、選択性であった源泉分離課税または申告分離課税は、申告分離課税に一本化された。

つぎに、株式取引に係る新税制は、以下のように恒久措置および時限の優遇措置に大別できる。第一に、株式取引に係る恒久措置として、①平成15年1月1日以降に、株式を譲渡し、利益が生じた場合、譲渡益に係る税率を、26%から「20%」に引下げる、②平成15年1月1日以降に株式を売付け、損失が発生した場合、翌年から三年間にわたり、当該売

## 過当取引の民事責任（二）

却損を売却益と相殺し、課税対象額を低くできる「売却損の繰越控除制度」が新設された。

第二に、一年を超えて保有した株式に係る時限の優遇措置として、①平成15年1月から平成17年12月末までの三年間に、「一年を超えて保有」した株式を売付け、売却益が発生した場合、売却益に係る税率を「10%」とする。②平成13年10月から平成17年12月末までの間に、「一年を超えて保有」した株式を売付け、売却益が発生した場合、売却益から最大100万円を差し引くことができる「100万円特別控除制度」が新設された。売却益が100万円までの場合には、非課税となる。①および②の優遇措置を利用するためには、株式を一年を超えて保有しなければならないため、株式の買付時期は平成16年12月<sup>(2)</sup>までとなる。

第三に、緊急投資優遇措置として、①平成13年11月30日から平成14年12月末までの間に株式を買付け、その後、当該株式を二年間、保有し、平成17年1月から平成19年12月末までの三年間に、当該株式を売付けた場合、買付額が1,000万円までの株式について、売却益を非課税とする。

そのため、平成15年1月以降における株式の現物取引について、売却益が生じなかった場合、①各証券会社が示す料率に応じた売買委託手数料、②手数料に係る消費税、が主たる支払経費となる。

そこで、前述した、或る大手証券会社が示す売買委託手数料率に基づき、支払経費を算定すれば、例えば、平成15年1月×日に、ある銘柄株式に関し、400万円の資金で買付と売付をし、譲渡益が生じなかった場合、主たる支払経費は以下ようになる。

①売買委託手数料は買付と売付の両方で $0.77\% \times 2 = 1.54\%$ の手数料率に基づき61,600円に、 $3,980 \times 2 = 7,960$ 円が加算され、計69,560円、②買付と売付時の売買委託手数料に5%の消費税として、 $69,560 \times 5\% = 3,478$ 円、となる。それ故、400万円の資金で買付と売付を合わせた1回転の支払経費だけで、73,038円がかかる。もし、譲渡益が生じた場合には、支払経費は増加する。

そこで、400万円の資金を1回転すれば、 $(69,560円 \div 400万円 \times 100 = 1.739\%) + (1.739\% \times 5\% = 0.08695\%) = 1.82595\%$ が、主たる支払経費となる。年次売買回転率が6回の場合、その6倍の10.9557%がかかる。市場の株価上昇率が10%の時期であれば、売買差益が生じたとしても、支払経費がそれを上回り、結果的に運用損となる。市場の株価上昇率が10%の時期であれば、売買差益が生じたとしても、支払経費がそれを上回り、結果的に運用損となる。

400万円の資金を年間6回転させて、運用益10%を目指すのであれば、 $10\% + 10.9557\% = 20.9557\%$ の株価騰貴を示す銘柄でなければならない。また、年間5回転させて、運用益10%を目指すのであれば、 $10\% + 9.12975\% = 19.12975\%$ の株価騰貴を示す銘柄でなければならない。

いずれにせよ、手数料率が下がり、有価証券取引税および源泉分離課税が廃止されても、一般投資家がこのような回転率に基づき、運用益を獲得できる投資を何年もまたは一定期間にわたり、続けることは極めて困難である。

### 3 米国の判例にみる回転率の判断

米国において、「年次売買回転率が6回であれば、取引の過度性を示す重要な認定要素となる」ことが、1960年代の論文において初めて指摘された。<sup>(3)</sup> 当該アプローチは多数の判例において採用されている。例えば、Craighead 判決は、「6回という年次売買回転率は、過度の取引を構成する」と指摘する。<sup>(4)</sup> また、Rolf 判決は、「年次回転率が6回に近づかないならば、過度の取引とはいえない」と述べる。<sup>(5)</sup> さらに、Hatrock 判決において、第九巡回区裁判所は、年次売買回転率6回を絶対的な指標であるとは明確にしてはいない。しかし、その重要性を認識したうえで、「洗練された投資技術を有しない、若い夫婦の株式口座における初期の投資は、ブローカーが主導し、三ヶ月間に、売買回転率を6回から7回とする取引がなされた」と述べ、取引の過度性を認定している。<sup>(6)</sup>

## 過当取引の民事責任（二）

Goldberg は、年次回転率と過当取引との関係について、「2-4-6」ルールを主張する。これは、「年次回転率が2回を超えるならば過当取引の可能性があり、4回を超えるならば過当取引の存在が推定され、6回を超えるならば過当取引が決定的である」とする<sup>(7)</sup>。

年次売買回転率6回を基準として、それに満たない売買回転率の場合、過度の取引要件を否定している判例は多く存在する。例えば、Smith 判決は、「原告は洗練された投資技術を有する投資家である。株式およびオプション取引により、9ヵ月間の売買回転率は5.34回であっても、その間に利益を得ており、一連の取引内容を原告が認識していた場合、過度の取引を構成しない」と指摘する<sup>(8)</sup>。

それに対し、年次売買回転率が6回を超えても取引の過度性が認定されない事例がある。Newburger, Lobe & Co. 判決は、「投機目的を有する投資家にとり、年次回転率が7回であったとしても、過当取引には該当しない」と指摘する。また、SEC は、Reynolds 審決において、顧客の投資経験および知識の有無、財産状況、運用資金の出所、投資目的などから、年次売買回転率が4.8回であっても、取引の過度性を認定している<sup>(10)</sup>。

しかし、年次売買回転率6回が、過度の取引要件に係る重要な認定要素となるのかについて、米国の判例および学説はその根拠について明確にはしていない。また、Goldberg が主張する「2-4-6」ルールについても、判例の統計的データである側面も否定できない。そこで、前述したように、売買回転数と売買委託手数料などの支払経費増との関係を考察すれば、相場が上昇している局面でないかぎり、6回の年次売買回転率を長期間にわたり続ける口座運用は、必然的に支払経費が増大し、売買差益が生じたとしても、経費が当該差益を上回る。その結果、顧客は経済的損失を被ることになる。

このように、取引の過度性を認定するうえで、売買回転率、とりわけ年次回転率が「6回」という指標は重要な要素であるが、必ずしも絶対

的な尺度ではない。年次回転率が6回未満であったとしても、投資経験および知識が乏しく、投機的利益を追求しない保守的な投資目的を有し、年金などの僅かな収入しかない個人投資家が、退職金または子供の教育費などの自己資金を預金代わりに証券会社に託しながら、証券会社の担当ブローカーが当該投資家の資産を遥かに凌駕する大量かつ頻繁な証券売買を繰り返している、などの事例では過当取引が認定されることがある。それ故、顧客側の属性および主観的要素は考慮されなければならない。

証券業者は訴訟対策として、一定期間に極めて頻繁な売買を行い、多額の手数料を獲得した後に、意図的に売買回転率を下げる行為をとることも少なくない。証券業者が主導して、経済的合理性に基づくことなく、無思慮に購入された多数の証券のうち、相場が少しでも上昇すれば、すぐに売却し、手数料を稼ぐとともに、表面上は売買差益が生じているように顧客に思わせる。他方で、購入後に相場が下がり、含み損が生じ、売却時期を逃した証券は、それを売却すれば、顧客から批判されることを避けるため、長期間にわたり放置する。このように塩漬けにされた証券は、その後、多額の評価損をもたらすことになる。そのため、過度の取引性を立証するため、全取引期間の売買回転率に加え、年度毎などの一定期間ごとの売買回転率を算出することが必要である。

#### 4 日本の判例にみる回転率の判断

売買回転率が幾らであれば、一連の取引が過度であるかについて、裁判所は米国の判例法理を参考にしている。例えば、福岡地裁平成11年3月29日判決<sup>(11)</sup>は、「年次回転率が6回であっても、個人投資家としては冷静な投資判断が明らかに困難であると考えられるにもかかわらず、本件においては、それを上回る約8.8回に及んでいるうえ、多種の投資対象に対し、頻繁に複雑な売買がされており、長年の投資経験を有するものの、これまでは堅実な個人投資家にすぎなかった原告にとって、過当性の要

## 過当取引の民事責任（二）

件を充足するのは明らかである」と判断する。

本件原告は元教師であり、長年にわたり預貯金の延長として、投資信託、転換社債および株価の安定した大企業の株式に投資を行ってきた。問題となった30ヵ月間の取引における売買総額は11億6,500万円、売買回数が423回に及び、保有期間が10日未満の取引が全体の約23%を占めている。

また、大阪地裁平成11年3月30日判決<sup>(12)</sup>において、原告は材木商の経営者であり、自ら被告証券会社に赴き、口座を開設した。問題となった約17ヵ月間に、870万円余を投資したが、本件取引終了後に302万円余の返還を受けたのみである。手数料総額は348万円余に達し、それは投資額の約40%に当たる。証券の保有期間が極めて短い取引が多数存在し、総売買回数は214回、年次回転率は12.7回である。大阪地裁は「極めて頻繁に取引がなされていたということが出来る」と説示した。

さらに、大阪地裁平成9年8月29日判決<sup>(13)</sup>では、原告は長年の証券経験を有し、被告証券会社とも頻繁に連絡をとっている。しかし、大阪地裁は、売買総額、取引回数、株式銘柄数、証券の保有期間の長さおよび手数料額に加え、「30回以上に達する年次売買回転率は異常というほかなく、到底投資者の冷静な投資判断に基づく投資行動とは認められない」と指摘し、取引の過度性を認定している。

このように、過当取引に関する判例を概観すれば、裁判所は年次売買回転率が6回という指標を重視しつつ、顧客の投資目的、財産状況、投資経験がある場合、どのような口座運用をしてきたのか、問題となった一連の取引の売買総額、売買回数、投資対象の銘柄数、証券の保有期間および投資額と手数料額との対比などの要素を考慮して、取引の過度性について判断をしている。

しかし、いずれの判例においても、「年次売買回転率が6回になれば支払経費が増大し、株価が一定の騰貴を示さない限り、運用損を必然的に被らせることになること」並びに「このような高い水準の年次売買回転

率に基づき、一般投資家が運用益を獲得できる投資を何年もまたは一定期間にわたり、続けることは極めて困難であること」の根拠を示してはいない。

(1) 日本経済新聞平成14年2月24日付朝刊, 同平成13年12月23日付朝刊, 同平成13年11月26日付夕刊, 同平成13年11月14日付朝刊。

(2) 株式の新税制により、以下の事例に基づき、税額を算出する。

事例①として、平成15年中に、X社株を売付け、200万円の損失が発生した。翌平成16年に、一年を超えて保有したY社株を売付け、400万円の売却益が発生した。この事例では、Y社株の売却益400万円から「100万円特別控除制度」を利用して、100万円を差し引くことができる。また、売却損の「繰越控除制度」により、平成15年のX社株の売却損200万円を、売却益から控除できる。残った100万円(Y社株の売却益400万円-控除(特別控除100万円+繰延控除200万円))に、暫定税率10%を適用する。その結果、 $100\text{万円} \times 10\% = 10\text{万円}$ が税額となる。

事例②として、平成15年に、A社株を買付および売付け、100万円の売却損が発生した。翌平成16年に、一年を超えて保有したB社株を売付け、100万円の売却益が発生した。同年中に、C社株を買付および売付け、150万円の売却益が発生した。この事例では、B社株の売却益100万円から「100万円特別控除制度」を利用して、100万円を差し引くことができる。そのため、B社株の売却益100万円に対しては、非課税となる。また、売却損の「繰越控除制度」により、平成15年のA社株の売却損100万円を、C社株の売却益から差し引くことができる。残った50万円(C社株の売却益150万円-繰延控除100万円)に、税率20%を適用する。その結果、 $50\text{万円} \times 20\% = 10\text{万円}$ が税額となる。なお、C社株の保有期間は、一年以下なので、暫定税率10%は適用されない。

(3) Note, Churning by Securities Dealers, 80 Harv. L. Rev. 869, 876 (1967).

(4) Craighead v. E F Hutton & Co., Inc., 899 F. 2d 485 (6th Cir. 1990).

(5) Rolf v. Blyth, Eastman Dillon & Co., Inc., 570 F. 2d 38 (2nd Cir. 1978).

(6) Hatrock v. Edward D. Jones & Co., 750 F. 2d 767 (9th Cir. 1984).

(7) Goldberg, Fraudulent Broker-Dealer Practices, §2-43 (松岡啓祐「アメリカにおける証券の過当売買の規制と認定基準(四・完)」法研論集(早稲田大) 67号223頁).

(8) Smith v. Sade & Co., Fed. Sec. L. R. (CCH) ¶98, 846 (1982).

(9) Newburger, Lobe & Co., Inc. v. Gross, 563 F. 2d 1057 (2nd Cir. 1977),

## 過当取引の民事責任（二）

- cert. denied, 434 U. S. 1035, 98 S. Ct. 769, 54 L. Ed. 2d 782 (1978).
- (10) In the Matter of the Application of Reynolds, Fed. Sec. L. R. (CCH) ¶ 84, 901 (1991).
- (11) 福岡地判平成11年3月29日全国証券問題研究会編『証券取引被害判例セレクト12』（全国証券問題研究会）28頁。
- (12) 大阪地判平成11年3月30日全国証券問題研究会編『証券取引被害判例セレクト12』（全国証券問題研究会）120頁。
- (13) 大阪地判平成9年8月29日判例時報1646号113頁。

### 第五節 判例にみる認定要素の総括

過当取引を原因とする損害賠償請求が認容された事例を概観すれば、証券業者が主導した頻繁な短期乗換売買を、違法な過当取引として認定するうえで、「過度の取引（取引の過度性）、口座の支配（取引の主導性）、欺罔の意図（取引の悪意性）」を判断基準としている事例が少なくない。

しかし、当該基準を直接的に明示していなくとも、顧客の投資目的、投資経験、投資知識、投資資金の出所、取引頻度、証券業者が主導した口座運用の手法およびその経済的合理性、取引における顧客側の指示の有無、金融商品の仕組みおよび投資リスクに関する詳細な説明の有無、適合性原則に反する取引の有無、顧客に取引内容および損益状況を的確に認識させていたか、誰が投資選択を主体的に行っていたか、などが考慮されている。そこで、取引の過度性、取引の主導性および取引の悪意性に関する認定要素を指摘すれば以下のようなになる。

第一に、「過度の取引」要件に関し、請求棄却事例である東京地裁平成8年2月29日判決<sup>(1)</sup>および東京高裁平成8年12月19日判決<sup>(2)</sup>は「わが国市場は株式の配当性向が低く、短期的な投機利益を求めざるを得ない。その結果、必然的に売買回転率および手数料率も高くなる。また、信用取引には決済期間があり、信用取引を続ける以上、取引回数は増えていかざるを得ない」と述べる。大阪地裁平成8年10月30日判決<sup>(3)</sup>は、「短期売買は利益または損失を確定する目的から行われ、顧客利益を意図的に無視したことはにはならない」とする。

しかし、過当取引に関する近年の判例を概観すれば、裁判所はまず、顧客の投資目的、投資経験、投資知識、年齢、職業、投資資金の出所、財産状況、取引の理解度、投資内容と適合性原則との関係など、顧客の属性に関する主観的要素を問題としている。

裁判所は投資目的に関しては、投資資金の出所および資産形成の過程に関連づけて判断している。個人資産として長期保有するため一般投資家が自己資金により証券を購入したものなのか、会社が借入金返済のため銀行から融資を受け投機的な投資を行っていたのか、などを事例毎に検討し、証券業者が主導した取引の頻度および数量の妥当性について検討している。

例えば、僅かな年金収入などの個人資産により、元本を維持させつつ、銀行預金よりも有利であるということから株式取引を始めているなど、投機的目的を有していないにもかかわらず、顧客の資産を遥かに超える頻繁かつ大規模な証券取引が行われている場合、裁判所は顧客側の主張に有利な判断を下している。

また、顧客の属性に関し、過去の判例を概観すれば、顧客の社会的地位の高さをもって、洗練された投資技術を有する投資家と同視される傾向にあった。そして、顧客が問題となった取引以前に投資経験を有していた場合、一連の取引に関する投資知識および投資リスクを認識していたものと考えられてきた。

しかし、近年の判例においては、当該傾向は極めて変わりつつある。そして、原告が長年の投資経験を有する資産家または銀行からの多額の借入資金に基づき投資を行っている法人であったとしても、証券業者が主導した口座運用の内容に関する客観的要素を重視することにより、裁判所が取引の過度性要件を認定している事例は増加している。

例えば、①売買総額、②売買回数、③取引銘柄数、④1回当たりの取引金額、⑤年次売買回転率、⑥顧客が一連の取引により被った損失額または投資額、⑦これら金額と手数料額との比較、⑧高い手数料率、⑨購

## 過当取引の民事責任（二）

入から売却までの保有期間が短い証券が占める割合、⑩短期乗換売買による支払経費の増加、⑪全取引に占める短期乗換売買の割合、⑫株式取引のうち、現物取引と信用取引の割合およびその損益状況、⑬ワラント、店頭登録株および仕手株などリスクの高い証券取引の有無、⑭無思慮に証券を購入し、含み損が出ている証券は長期間、放置して評価損を拡大させていること、⑮経済的合理性に反する取引態様など、証券業者が主導した顧客勘定による取引方法およびそれに係る客観的要素を精査する。そして、これら取引方法並びに顧客の属性および投資目的との関係を考慮して、裁判所は取引の過度性要件を認定している。

さらに、証券業者が主導した証券売買が大量かつ頻繁であることに加え、適合性原則に反する取引の有無を問題とする。例えば、①投資経験が乏しく、洗練された投資技術を有さない顧客に対し、大量推奨販売の対象となった株式または仕手株の噂がある株式を多額に購入させていること、②顧客が取引の仕組みおよび投資リスクに関する正確な知識を有していないにもかかわらず、多額の信用取引またはワラント取引を繰り返し行わせていること、③証券業者が複雑多岐な取引を行っているにもかかわらず、顧客に具体的かつ長期的な投資計画を示していないこと、などの要素を取引の過度性要件を認定するうえで重視している。

第二に、「口座の支配」要件は、売買一任勘定取引契約が締結されている場合には、証券業者が自らの判断により口座運用をすることができ、当然に顧客の口座を支配しているといえる。

例えば、東京高裁平成10年9月30日判決<sup>(4)</sup>において、被控訴人証券会社の担当者は、医師である控訴人が診療などのため連絡が取れず、買付の機会を逃すことが多かった。そこで、被控訴人の提案により、投資総額および期間を決めずに売買一任勘定取引契約が締結された。東京高裁は、当該事実に基づき、証券業者による顧客口座の支配を認めている。

また、大阪地裁平成11年3月30日判決<sup>(5)</sup>において、大阪地裁は、「被告証券会社の担当者は本件取引の当初より、原告口座の取引を一任され、以

後、被告担当者の実質的判断により、ほとんどの取引がなされたことが認められるから、被告担当者は本件取引の当初より、原告の口座を実質的に支配していた」と指摘している。

しかし、大阪高裁平成12年10月24日判決<sup>(6)</sup>において、大阪高裁は、「口座支配が認められるには、必ずしも無断あるいは一任勘定取引がなされたことを要するわけではなく、顧客が証券会社の勧誘ないし助言のままに証券取引をし、実質的に証券会社が投資判断を行っている」と評価される状況にあれば足りるといふべきである」と説示する。

そこで、売買一任勘定取引契約が顧客と証券業者との間で締結されていない場合、どのような要素があれば、証券業者が事実上、顧客口座を支配していたといえるのか。

判例を概観すれば、①顧客が証券取引に関する専門的知識および投資経験が皆無かまたは乏しく、洗練された投資技術を有していないこと、②証券取引に関する顧客と証券業者の専門的能力の優劣関係に基づき、顧客は証券業者の推奨を鵜呑みにするしかない状態に置かれ、顧客の資産および希望を遥かに超える規模の証券取引が行われていること、③顧客が自宅または会社に不在であるにもかかわらず、証券業者が顧客から事前承認を受けずに大量かつ頻繁な証券売買を行い、これら取引について、事後に詳細な説明もなされていないこと、④顧客が投資経験および知識が欠如し、または多額の投資損を被っていたため、信用取引の清算ができなかったり、これら損失を埋めるため、証券業者に依存せざるを得なかった状況に追い込まれていたこと、⑤証券業者が主導した運用手法が複雑なため、取引の仕組みおよびリスクなどがわからず、証券業者が銘柄・売買の別・金額・数量などの選択を行い、顧客がそれに黙従していること、⑥証券業者が顧客から事前に承諾を得ることなく、多種多様の市場および証券銘柄を対象とした現物取引および信用取引並びに短期乗換売買および短期損切り売買を大量かつ頻繁に行っていること、⑦証券業者が取引内容、売買損益状況および預かり資産状況について顧客

## 過当取引の民事責任（二）

に虚偽の報告をするなど、これら情報に関する的確な認識を得ることを妨げる行為がなされていること、⑧顧客が証券業者の指示通りの口座への入金を繰り返したり、投資資金を一括して預託していること、⑨顧客が取引手法に関し、証券業者に苦情を申し立てながら、それを無視して過度な取引が継続されていること、などの要素に基づき、証券業者による事実上の口座支配を認定している。

第三に、証券業者による「欺罔の意図（取引の悪意性）」要件に関し、大阪高裁平成12年10月24日判決は、「証券会社等が顧客の信頼を濫用して自己の利益を図ったことをいう」と述べる。また、大阪地裁平成11年1月29日判決は、「被告担当者が、原告との取引を主導して、手数料取得の目的で、原告の意向を越えた過度な頻度、数量の取引を勧誘すること」と指摘する。

すなわち、「証券業者が顧客との継続的取引関係または証券投資に関する専門性に基づく信頼を濫用して、顧客利益を無視または配慮せずに、経済的合理性に欠ける無思慮な売買を繰り返すことにより、手数料などの自己利益の実現を図る意図」であるといえる。大阪地裁平成11年1月29日判決は、「被告担当者が、原告との取引を主導して、手数料取得の目的で、原告の意向を越えた過度な頻度、数量の取引を勧誘すること」であるといえる。

「欺罔の意図」は、過度の取引要件および口座の支配要件を認定するうえで問題となった様々な要素から指摘できる。例えば、①多種多様の証券銘柄に基づき、短期乗換売買、現物取引に加え、投資リスクの高い信用取引およびワラント取引などが繰り返行われていること、③結果的に支払経費が増大することとなる売買回転率および手数料率が高いこと、④顧客が被った損害額に比較して、証券業者が獲得した手数料、保管料、株式の信用取引における信用供与に係る利息、およびワラント取引による利益が多額であること、⑤証券業者が獲得した手数料額が、顧客が被った損失額に占める割合が高いこと、⑥顧客が支払った手数料額

と被告営業員が担当する他の顧客の手数料額との比較並びに顧客の手数料額と被告証券会社の問題となった支店が獲得した手数料収入との比較をすれば、前者が極めて高い割合を占めていること、⑦顧客が証券業者の推奨に黙従して投資選択がなされていること、⑧顧客の属性が投資経験および知識に乏しい寡婦または高齢者であり、収入が僅少の年金のみであり、その投資目的が極めて保守的である者に対し、資産を遙かに凌駕する規模の取引を行っていること、⑨顧客がワラント取引などで多大の損失を受けていたため、被告担当者の言に頼らざるを得なかったこと、または顧客が証券業者を強く信頼していることを奇貨として、社会的相当性を逸脱した過度な頻度および数量の証券取引を行っていること、⑩顧客が自宅または会社に不在であるにもかかわらず、大規模な証券取引が行われ、多額の運用損を出していること、⑪証券会社の担当者が顧客の苦情を無視して取引を継続していること、である。

また、同一日に同一銘柄の証券を、単一単価または近似の単価で何回にも分けて売買し、多額の売買差損を出しているものが多いことも問題となる。取引を小口で分けて売買すれば、売買委託手数料の利率が高くなり、かつ支払経費は取引回数に比例して多くなる。その結果、証券会社の収入は増えることになる。このような取引手法により、一定の取引において売買差益が生じたとしても、手数料などの支払経費が多額となり、運用損となっている取引も少なくない。

さらに、裁判所は証券業者が主導した口座運用の内容を詳細に分析し、取引手法の非合理性に基づき、証券業者の欺罔の意図を認定している。例えば、無思慮に多数銘柄の株式を現物取引または信用取引により、大量に購入する。株価が少しでも騰貴し、目先の利益が僅かでも出ているものは、直ちに売却して手数料稼ぐ。しかし、このような頻繁な短期乗換売買により、手数料などの売買経費の合計金額が売買差益を上回り、結果的に運用損となっている。

他方、相場が下落した株式については、顧客からの批判をかわず目的

## 過当取引の民事責任（二）

から長期間放置して、含み損が表面化するのでできるだけ遅らる。そのため、顧客は売買経費の負担に加え、多額の投資上の損失を被ることになる。

投資経験および投資知識が乏しく、洗練された投資技術を有さず、機械的な利益ではなく、元本の維持を堅持したいという保守的な投資目的を有している顧客に対し、証券業者は誠実な取引上の対応が求められるものである。しかし、全売買回数だけでなく、一日当たりの売買回数、売買数量および売買金額は多く、売買総額は顧客の資産を遥かに凌駕するものであることが多い。顧客の投資目的および財産状況に鑑みれば、適合性原則に反する取引内容であるといえる。

過当取引が認定された事例においては、このような複雑な取引手法にもかかわらず、証券会社の担当者は、具体的な投資計画を示しておらず、各取引に関する投資リスク並びに取引全体の売買損益および評価損益に関する詳細な説明を行っていない。これら取引態様は、証券業者が顧客の利益を無視して、自己の利益を図った側面があり、本件取引の悪意性を否定できるものではない。これら「取引の悪意性」は、損害賠償額の算定に影響を及ぼす要素であるといえる。

過当取引の認定に関し、原告属性を重視する事例がある反面、属性よりも取引手法および損害原因を重視する事例がある。過当取引は、必ずしも違法ではない様々な主観的および客観的要素が集積することにより、違法性を構成する不法行為である。証券業者の自己利益を実現させるため、顧客利益に無思慮にまたは相反する行為に対しては、民事責任の対象となるものである。

自衛能力を有する投資家だけでなく、一般投資家といえども、安易な投資活動を行っているならば、そこから生じた損失は自ら負担しなければならない。また、問題となった証券取引が証券業者の勧誘を契機とするものであっても、証券投資の自己責任原則は妥当する。しかし、投資上の損害すべてが、投資家自身の責任であるのか。

証券投資にはリスクが伴うため、消費者保護に基づく品質保証が求められるものではないが、投資家はリスクの範囲を判断できる立場でのみ、投資に係る自己責任を負うべきであろう。また、当事者間に情報収集能力に著しい差異がある場合、当該能力に劣る当事者を保護することが必要である。そこで、専門家としての証券業者は、顧客が正しい理解と判断に基づき取引を行うことを確保する注意義務を負うとともに、自己の投資決定に依存せざるを得ない状況に顧客を誘引したのであれば、忠実義務を負うものである。

それに対し、過当取引は証券業者が主導する投資運用に顧客を黙従させ、取引内容または損益等に関する虚偽の認識を付与し、冷静かつ合理的な投資判断の機会を顧客から剝奪する。そして、顧客利益を配慮しない重大な過失の結果、証券業者は自己利益を実現させる一方、顧客に手数料負担及び投資リスクを拡大させる。これは顧客にとり、「ブローカーリスク」であるといえる。

過当取引に対する損害賠償請求が可能となるためには、手数料率及び回転率が高いことだけでなく、証券業者が本来求められるべき行為規範に反し、かつ顧客を欺罔させる要素の存在が必要である。頻繁な取引が直ちに違法性を構成するものではない。しかし、一連の運用方法があえて投資リスクを拡大させるものであり、豊富な投資経験及び知識、情報収集能力、多角的な分析能力、洗練された投資技術を必要とするものである場合、かつ冷静な投資判断及び投資計画に基づく行動とは考えにくいものである場合、それらが適正と認められるためには、極めて短期間で投機的な利益を獲得したいと望む顧客からの強いアプローチまたは顧客を説得できるほどの経済的合理性が必要であろう。もしそれを示すことができない場合、わが国の法理に照らしても、違法性が指摘される。そのためには、取引の主導性要件の立証が重視されねばならない。

- (1) 東京地判平成8年2月29日公判判例集未登載。
- (2) 東京高判平成8年12月19日公判判例集未登載。

## 過当取引の民事責任（二）

- (3) 大阪地判平成8年10月30日公判判例集未登載。
- (4) 東京高判平成10年9月30日全国証券問題研究会編『証券取引被害判例セレクト11』（全国証券問題研究会）55頁。
- (5) 大阪地判平成11年3月30日全国証券問題研究会編『証券取引被害判例セレクト12』（全国証券問題研究会）120頁。
- (6) 大阪高判平成12年10月24日全国証券問題研究会編『証券取引被害判例セレクト17』（全国証券問題研究会）158頁。

## 第八章 損害賠償請求棄却事例の分析

### 第一節 請求棄却原因の分類

過当取引を原因とする損害賠償請求が棄却された判例を分析すれば、①過当取引の違法性概念自体を否定する事例、②顧客の社会的地位および財産状況などの属性を重視した事例、③顧客の投資目的が短期売買による投機的な利益獲得を狙ったものとした事例、④損害の原因を重視し、下落傾向時に損失確定を嫌った顧客の姿勢または特定銘柄の投資の失敗によるものとした事例、⑤証券業者が取引銘柄、単価、数量などを顧客と相談したうえで取引をしていることから、顧客は取引内容を理解しているとした事例、⑥問題となった取引以外に、訴外証券会社と並行して取引をしていることから、自衛能力を有する投資家とみなされた事例、などに分類することができる。そこで、以下において、顧客の損害賠償請求が棄却された原因を概観する。

#### 1 過当取引の違法性概念の否定

京都地裁平成8年4月9日判決<sup>(1)</sup>では、原告は複数の会社を経営しているが、投資経験はない。被告証券会社から勧誘を受け、銀行からの借入原資6,000万円に基づき会社名義で取引を行った。問題となった平成3年10月までの5年間において、売買差損は約6,162万円、手数料額は約6,131万円にのぼる。一回の買付額が1,000万円を超える取引も多く、売買回転率は全体では29.24回に達し、原告が不在の時に行われた売買取引も少な

くない。

しかし、京都地裁は、「民法709条の実体法規定を離れて、過度の取引、口座支配、欺罔の意図という要件が充足されれば、不法行為が成立すると解釈すべき法的な根拠はない」と説示し、本件の取引内容を検討することなく、過当取引の違法性を否定している。本件において、京都地裁が示した「過当取引の違法性概念」をこのように完全に否定する事例は、近年では皆無であるといってよい。

## 2 顧客の属性を重視

東京高裁昭和63年10月20日判決<sup>(2)</sup>では、一審原告は開業医であり、被告証券会社の勧誘を契機に、株式の現物取引および信用取引を行い、約3年間の取引回数は251回、投資損は約3,600万円であり、うち手数料総額が約1,350万円、他諸経費が約1,523万円に達する。

東京地裁は、「過当取引は顧客に対する忠実義務違反並びに債務不履行であり、証券取引法58条（現157条）1号に該当し、民法上の不法行為を構成する」と説示し、要件として「証券会社による口座支配、過度な取引、詐欺の目的あるいは顧客利益を無視した行動」を挙げる。

一方、東京高裁は一審判決を支持しながらも、過度の取引、口座の支配、詐欺の目的要件に基づき、本件取引が過当取引に該当するか否かを判断していない。証券業者の投資勧誘および取引態様が、顧客属性に鑑みて著しく不適合であり、顧客に損害を及ぼした場合、債務不履行責任を負うと指摘する。

しかし、一審判決および控訴審判決はともに、客観的な指標に基づく分析をせずに、本件取引は過当取引には該当しないとしている。その理由として、①十分な専門的知識および情報を有していたわけではないが、一般投資家なみの知識および経験は得ていたこと、②一審原告が資産の増加を図る目的をもって取引を重ねたこと、③投資損失につきブローカーを非難したこと、④株式の優良銘柄を投資対象としたこと、などを挙

## 過当取引の民事責任（二）

げている。

すなわち、本件では顧客が資産を有する開業医ということから、取引経験はなくとも、一般投資家なみの知識を有していたと判断されている。当該指摘に対し、投機的利益を追求する投資家でなくとも、平均的な投資家であれば、当然に資産の増加を図るため、相場の変動に応じて取引を重ねるものである。その場合、取引の主導性が投資家自身に属していたか、証券業者に属していたかにより、頻繁な売買の違法性が問題となるのである。

また、一連の取引が証券業者の主導下にあり、それにより多額の損失が生じた場合、当該証券業者を非難するであろう。また、証券業者が顧客の口座を支配して行った取引であったとしても、極めて多数の売買取引においては、顧客自身が選定した幾つかの株式も含まれる場合がある。近年、過当取引が認定された事例においては、顧客の選定する証券が皆無であることを条件とはしていない。そして、本件のように優良銘柄の株式を投資対象としたとしても、過当取引は十分に成り立つものである。

とりわけ、顧客が被った約3,593万円の損害額のうち、手数料が約1,350万円、売買に係るその他の諸経費が約1,523万円に達している。また、売買回転率および手数料率など、取引内容について客観的な数値に基づく詳細な検討があってもよいのではないか。裁判所は、原告の投資損を基本的に市場リスクに起因したものと捉えている。

### 3 顧客の投資目的を重視

<sup>(3)</sup>  
大阪地裁平成8年10月30日判決では、原告は酒小売店を経営し、時価4,000万円の不動産を有していた。原告は昭和59年3月以降、株式の現物取引を行い、その後、証券業者の勧誘により、信用取引を開始している。

現物取引の売買回転率は、昭和59年が28.1回、昭和60年が19回である。また、信用取引の売買回転率は昭和59年が14.9回、昭和60年が17.1回、昭和61年が15.2回にのぼる。全取引の50%以上が10日以内に処分され、

1%から2%の益出しのための即日売買が頻繁に行われている。

原告は被告証券会社に苦情を述べたことはなく、その取引手法に黙従していた。昭和59年から平成4年までの売買委託手数料は約2,723万円であり、それは本件取引による損害額約3,594万円のうち、75.7%にのぼる。

しかし、大阪地裁は、「回転率は取引の頻繁性を示す指標ではあるが、直ちに違法性が認められるものではない」と述べ、原告の投資目的は、「短期間で利益を上げたい意向を有していた」と指摘する。そのため、「頻繁な短期売買は利益を確定したり、損失をくい止める目的から行われているのであり、結果的に手数料が増加したとしても、顧客利益を意図的に無視したことはにはならない」と説示する。

高い売買回転率が経済的に非合理的なことを示す指標であることを指摘できていないため、単に売買回転率が高いことをもって、取引の過度性は認定され難いであろう。ただし、本件にみる高い売買回転率に加え、全取引の50%以上が10日以内に処分され、1%から2%の益出しのための即日売買が頻繁に行われている状態では、必然的に支払経費が、売買差益を上回る結果となる。頻繁な短期乗換売買と支払経費増は相関関係にあり、本件取引は顧客利益を十分に配慮したい取引であるかは疑問である。

他方、大阪地裁平成10年9月7日判決では、原告は会社経営者であるが、投資経験はない。根抵当権の設定費用を捻出するため、銀行からの借入金を投資運用した。5年5ヵ月間の取引回数は計926回、売買回転率は5.92回である。投資総額6億4,200万円に対し、3億3,900万円の返済を受けるが、手数料総額は約6,500万円、信用取引の支払利息は約3,200万円にのぼる。

しかし、大阪地裁は以下の理由から、原告請求を棄却した。すなわち、①取引は大量かつ頻繁であるが、原告は借入金を運用し、借入利息を超える利益の獲得を意図した、②原告は借入利息の支払のため、被告から計3億円を受領している、③原告は信用取引の開始後、被告会社を頻繁

## 過当取引の民事責任（二）

に連絡し、取引状況の把握に務め、売買報告書などの内容に異議を述べていない。

原告の投資目的は「根抵当権の設定費用を捻出するため」であり、銀行からの借入金を運用し、「借入利息を超える利益の獲得」を意図したことから、取引規模は大量かつ頻繁である。また、原告は被告と頻繁に連絡し、取引状況の把握に務めている。そのため、大阪地裁はこれら要素を重視し、取引の過度性および口座の支配性を否定したと思われる。しかし、手数料および信用取引の支払利息の合計額は1億円近くへのぼり、証券業者が顧客利益を配慮した取引であったのか、疑問が残る。

### 4 損害の原因を重視

東京地裁平成8年2月29日判決<sup>(5)</sup>では、原告は会社の元役員であり、退職金で購入した投資信託が大幅に値下がりをしたため、損失を取戻すため本件取引を始めた。平成3年8月までの約10ヵ月間の取引において、即日売買が全体の15%、一ヵ月以内の処分が43%であり、81%が一ヵ月以内に処分されている。売買回転率は18.95回、信用取引が60%以上を占め、結果的に約4,500万円の投資損が生じた。

東京地裁は、「本件取引は回転率が高く、5銘柄による反復売買、2ヵ月間に約3,000万円を超える実損が生じ、うち手数料は約700万円であるなど、手数料稼ぎを目的とした回転売買の疑いは残る」と述べる。しかし、以下の理由から、原告の損害賠償請求を棄却した。

すなわち、①わが国の株式は配当性向が低く、売買差益の獲得を目的とした投資が多いため、回転率は弾力的に判断すべきである、②多額の損失は短期売買ではなく、下落傾向時に損失確定を嫌った原告の姿勢にある、③原告は投資信託の評価損から、株式相場の危険性を認識している、④月間100万円の運用益を上げてほしい旨を被告に述べている、⑤本件取引とともに、他証券会社において、信用取引を並行して行っている。

このように、東京地裁は、本件取引の損失の原因は、「株価の下落傾向

時に損失確定を嫌った原告の姿勢にある」とする。しかし、頻繁な短期取引による手数料額は多額であり、投資信託の評価損から株式取引のリスクを十分に認識していたとは、直ちに考えにくい。ただ、原告は「月間100万円の運用益を上げてほしい」旨を被告に述べるなど、短期売買による投機的利益の獲得を狙っていた側面があることは否定できない。

東京地裁は、売買回転率の高さが必ずしも取引の過度性を示す指標にはならないことを指摘するが、近年、売買回転率を重要な認定要素とする判例は少なくない。

他方、大阪高裁平成9年11月28日判決<sup>(6)</sup>は、過当取引に係る損害賠償請求を初めて認容した一審判決を破棄した控訴審判決である。一審原告(控訴人)は老後の生計資金により証券投資を自発的に開始した。被告証券会社の担当者とは姻戚関係にあり、「少なくとも、自己(一審原告)に悪くすることはない」との認識を抱き、その投資助言に強く依存していた。

昭和63年5月からの2年9ヵ月余間の取引回数は110回であり、買付総額は10億円余にのぼる。特に、昭和63年5月からの354日間に取引が集中し、買付総額は8億9,000万円、取引回数は93回、うち短期売買は78回である。全体の売買回転率は9.1回であり、問題となった担当者による取引の売買回転率は11.16回に達する。

一審原告が支払った投資総額は6,185万円であり、そのうち、手数料総額は約1,380万円、手数料率は22%にのぼる。それに対し、一審原告が証券取引に係る利益として受領した金額は685万円余にとどまる。

一審の大阪地裁は、次の理由から過当取引を認定し、原告請求を一部認容した。すなわち、①原告は投資経験のない個人投資家である、②昭和63年5月からの354日間に取引が集中し、三菱重工株以外はすべて、被告担当者が具体的銘柄をあげて勧誘し、一回の投資金額は1,000万円を超えている、③売買回転率、短期乗換売買、投資総額、手数料総額、手数料率などの客観的要素から、一連の取引を違法な過当取引であるとしている。

## 過当取引の民事責任（二）

大阪地裁は、賠償額の算定に関し、過失相殺として、請求金額から八割を減じている。このような大幅な過失相殺は、過当取引を投資家に対する重大な害意かつ悪意のある行為として捉えていないのではないかとと思われる。

他方、大阪高裁は、「証券会社が、顧客の資産、経験、知識および当該口座の性格に照らして社会的相当性を逸脱した過当な頻度・数量の取引勧誘を行うことは、顧客に対する誠実義務に違反する詐欺的・背任的行為として違法と評価されるべきというべきである」として、過当取引の違法性を肯定している。しかし、頻繁な乗換売買、取引総額、一回当たりの投資金額および手数料額は高額であるとしながらも、以下の理由から、一審判決を破棄した。

すなわち、①個々の取引に関し、取引銘柄、数量、単価、現物取引と信用取引の別、手数料、特殊状況などを具体的に把握している、②一審被告担当者の助言および指導に対し疑問を呈したり、苦情を述べるとともに、一審原告の判断に基づき、信用取引の決済を申し入れている。これらから、一審被告担当者の取引手法に盲従してたのではない、③昭和63年5月から8月の間に、総額6,100万円を投資して以降、新たな投資資金を支払っていない、④信用取引は、損失額が投資総額の範囲内に収まる規模でなされている、⑤損害の主たる原因は、頻繁な取引にあるのではなく、特定の数銘柄に係る投資損による、⑥売買回数が全体の約20%を占める三菱製鋼株の売買では利益が生じている。

以上の事情を総合勘案し、大阪高裁は、「本件は、誠実義務に違反する詐欺的・背任的な取引勧誘に当たるものとまでは認めることはできない」と判断した。なお、本件は上告審においても、一審原告の請求は棄却されている。

このように、大阪高裁は一審原告の属性に鑑みて、取引総額、一回当たりの投資金額および手数料額は高額であると指摘するが、「損害の主たる原因は、頻繁な取引にあるのではなく、特定の数銘柄に係る投資の失

敗による」として、本件は過当取引ではないとしている。

しかし、多数の過当取引事例で見られるように、証券業者は顧客との信頼関係を濫用し、無思慮に多銘柄の株式を購入し、株価が少しでも騰貴し、目先で利益がでる銘柄はすぐに売却して手数料を稼ぎ、株価が下落した株式は損失を現実化させないために長期間、放置して評価損を拡大させている。大阪高裁は「特定の数銘柄に係る投資の失敗」が損害の主たる原因としているが、長期間にわたり塩漬けされた株式の評価損が、それに該当している可能性もある。また、「頻繁な取引が損害の原因ではない」と述べているが、手数料総額は一審原告が個人投資家であることを考慮すれば極めて高額であり、手数料総額の大きさは、まさに「頻繁な取引」が行われていたといえる。

投資家は、証券投資において、市場本来の投資リスクと悪質なブローカーに係るリスクという二つのリスクを負っている。とりわけ、過当取引はブローカーが投資家たる顧客との信頼関係を濫用したものであり、その害意性ないし悪意性は、より批判されるべきであろう。

## 5 投資内容の理解

東京高裁平成10年2月25日判決<sup>(7)</sup>では、一審原告（控訴人）は当時、店頭公開を予定する企業である。一審被告（被控訴人）が主幹事証券会社であり、株式公開に係る諸経費を捻出するため、一審被告の子会社を通じ、2億5,000万円を借入れ、一審被告の投資勧誘に応じた。一審原告側の担当者は同社役員であるが、投資経験はない。

平成2年9月から1年間に、取引回数は1,080回、買付総額は約130億円、売付総額は約126億円におよぶ。信用取引およびオプション取引が多く、売買回転率は40.89回である。本件取引による損失額は約5億円であり、そのうち、手数料総額は1億9,367万円に達し、損失額の約39%を占める。

東京高裁は以下の理由から、「一審被告の債務不履行はない」として、

## 過当取引の民事責任（二）

控訴を棄却した。すなわち、①本件取引は、一審原告がその内容を理解したうえで行っている、②一審被告は投資選択に影響力を有していたが、週二、三回は一審原告に連絡をとり、取引銘柄、単価、数量などを相談している、③各取引の結果は個別に報告され、一審原告は異議を述べていない、④本件取引は一審原告の注文および承諾に基づき執行されている。

本件一審原告は個人投資家ではなく、株式公開の経費を捻出するため、一審被告の子会社を通じ資金を借入れ、一審被告の投資勧誘に応じている。しかし、一審原告会社の担当者は投資経験はなく、1年間の取引回数および売買総額は多額であり、売買回転率も極めて高い。信用取引およびオプション取引が多く、損失額の約39%が手数料総額であり、顧客利益よりも、証券業者の利益を優先させた傾向がある。これら客観的要素を概観すれば、過当取引が認定された事例に類似する。

東京高裁はこれら指標よりも、一審被告が取引銘柄、単価、数量などを相談したうえで取引を行い、一審原告がその内容を理解しているとして、一審原告の請求を棄却している。しかし、本件取引の客観的要素に鑑みれば、各取引の経済的合理性およびリスク説明が十分に、一審原告に対しなされていたか疑問である。

### 6 他証券会社と並行した取引

神戸地裁平成9年5月28日判決<sup>(8)</sup>では、原告は食品会社を経営し、銀行からの融資76億円の一部を使い、被告証券会社と取引をしている。問題となった平成元年9月以降の117取引日間に、総買付額は約71億円、売買回数は約350回、売買回転率は9.06回に達する取引が行われている。本件取引の投資により、約1億3,000万円の損失を被り、手数料総額は6,430万円にのぼる。

しかし、神戸地裁は、①一定の株式買付について原告からの指示があったこと、②原告は本件以前にも訴外証券会社5社と取引を行い、本件

取引と並行して訴外証券会社を取引関係にあり、本件以後も信用取引を継続していたことから、「原告は投資経験および知識を有している」として、請求を棄却している。

本件では、一取引日当りの平均手数料額は約55万円にのぼるなど、極めて多額かつ頻繁な証券取引が行われている。しかし、裁判所は本件取引の客観的要素については詳細に検討していない。そして、原告は、①投資資金として銀行からの融資の一部を使っていること、②原告からの投資に係る指示があったこと、③複数の証券会社と本件以前にも取引を行い、本件以後においても信用取引を継続している、という要素から、本件取引内容も理解でき、投資経験が豊富な「自衛能力を有する投資家」と判断していると思われる。

以下において、請求棄却の原因を分類した各判例について、その概要を紹介する。

- (1) 京都地判平成8年4月9日公判判例集未登載。
- (2) 東京高判昭和63年10月20日金融商事判例813号24頁。
- (3) 大阪地判平成8年10月30日公判判例集未登載。
- (4) 大阪地判平成10年9月7日公判判例集未登載。
- (5) 東京地判平成8年2月29日公判判例集未登載。
- (6) 大阪高判平成9年11月28日判例時報1644号137頁。
- (7) 東京高判平成10年2月25日公判判例集未登載。
- (8) 神戸地判平成9年5月28日公判判例集未登載。

## 第二節 請求棄却事例の概要

### 1 東京高裁昭和63年10月20日判決<sup>(1)</sup>

一審原告（控訴人）は昭和41年以降、産婦人科医院を開業し、医業は順調であり、経済的に相当の余裕があった。そこで、昭和59年1月に、被告証券会社の外務員から勧められ、株式の現物取引を行い始めた。これを契機に、自己または妻の名義で、株式の信用取引をも行うようになった。

## 過当取引の民事責任（二）

本件取引は、昭和54年4月から昭和57年7月までの間に、合計251回に上り、一番原告は約3,600万円の損害を被った。その内訳は、売買差損が約720万円であるのに対し、売買委託手数料は約1,350万円であり、取引税、信用取引の信用供与に係る利息および事務管理費が約1,523万円に達している。

一審の東京地裁は、「過当取引は、顧客に対する忠実義務に違反し、証券会社の債務不履行となるとともに、証券取引法58条（現157条）1号違反である」と指摘する。そして、過当取引の要件として、①証券会社が、顧客の口座を支配していたこと、②投資目的および性質に照らし過度な取引を行わせたこと、③詐欺の目的あるいは顧客の利益を無謀に無視して行動したこと、を挙げている。とりわけ、口座支配とは「証券会社の意向が顧客の意向に優先し、顧客に対し取引の主導権を握っている状態である」と述べる。

しかし、東京地裁は以下の理由から、原告の損害賠償請求を棄却した。すなわち、①原告は株式投資について、十分な専門的知識および情報を有していたわけではないが、一般投資家なみの知識および経験は得ていたこと、②原告は資産の増加を図るため、相場の変動に応じて積極的に取引を重ねていたこと、③取引に損失が生じた場合、担当者を非難している。それは、ブローカーの甘言に惑わされたものではないこと、④取引規模および回数が、顧客の投資目的、投資経験および財産状況からみて、不適合なものではないこと、⑤売買取引の対象となった株式は、優良銘柄であること、⑥一連の取引には原告自身が選定した株式も含まれ、個々の取引は、全て原告の承諾を得たものであったこと、⑦原告の投資決定意思には、かなり強固なものがあったことなどから、「口座の支配」要件を満たさないとした。

控訴審の東京高裁は、「証券会社と顧客との間に、継続的信用取引が存在する場合において、証券会社の投資勧誘の方法および態様が、投資家の投資目的、財産状態および投資経験などに鑑みて、著しく不適合であ

り、その結果投資家に損害を及ぼしたときは、証券会社は善管注意義務に違反するものとして、顧客に対し債務不履行責任を負うものである」と指摘する。

本訴訟事件に対し、東京高裁は一審判決を支持している。しかし、東京高裁は一審判決と異なり、口座支配などに言及せずに、過当取引を債務不履行責任の問題とした。

## 2 東京地裁平成8年2月29日判決<sup>(2)</sup>

原告は臨床検査会社の元役員であり、相当の資産を有し、退職金で購入した投資信託が約四割の値下がりをしたため、損失を取戻すため取引を開始した。平成3年8月まで約10ヵ月間に即日売買が全体の15%、1週間内の処分が23%、1ヵ月以内の処分が43%であり、1ヵ月以内の処分が81%にのぼる。売買回転率は18.95回、信用取引が60%以上を占め、結果的に約4,500万円の投資損が生じた。

東京地裁は、「短期回転売買が民法709条違反、証券取引契約上の善管注意義務違反並びに債務不履行責任が生じるためには、回転売買の頻度、信用取引・無断売買の有無、推奨の合理性、顧客の具体的指示、顧客意向の反映、損益に関する顧客の認識、口座支配性などを総合的に考慮すべき」と述べる。

本件取引は売買回転率が高く、5銘柄による反復売買、2ヵ月間に約3,000万円を超える実損が生じ、うち手数料は約700万円であるなど、手数料稼ぎを目的とした回転売買の疑いは残る。投資経験のない原告に対し、信用取引の勧誘は問題がある。

しかし、以下の理由から、原告の損害賠償請求を棄却した。①わが国の株式は配当性向が低く、売買差益の獲得を目的とした投資が多いため、回転率は弾力的に判断すべきである、②多額の損失は短期売買ではなく、下落傾向時に損失確定を嫌った原告の姿勢にある、③原告は投資信託の評価損失から株式相場の危険性を認識し、損失を取戻すため投資をした、

## 過当取引の民事責任（二）

④月間100万円の運用益を上げてほしい旨を被告に述べている、⑤本件取引に加え、他証券会社において、株式の信用取引を並行して行っている。

### 3 京都地裁平成8年4月9日判決<sup>(3)</sup>

原告は昭和4年生まれ男性であり、複数の会社を経営し、年収は約1,500万円である。投資経験はなく、定期預金で資産を運用。昭和62年9月に、被告証券会社から投資勧誘を受け、銀行からの借入原資6,000万円に基づき会社名義の取引を行う。平成3年10月までの5年間の取引回数は433回、売買損は約6,162万円、手数料額は約6,131万円にのぼる。対象銘柄は多種多様であり、売買金額は35億円、一回の買付額が1,000万円を超える取引も多い。回転率は全体では29.24回、手数料率は昭和61年から同62年までは44.2%、昭和62年から同63年までは20.6%、昭和63年から平成元年までは53.2%に達する。原告が不在の時に行われた売買取引も少なくない。

京都地裁は、「民法709条の実体法規定を離れて、過度の取引、口座の支配、欺罔の意図という要件が充足されれば、不法行為が成立すると解釈すべき法的な根拠はない。証券取引法157条規定および公正慣習規則の内容を勧告しても、その判断は動かし難い」と説示し、原告請求を棄却した。

### 4 大阪地裁平成8年10月30日判決<sup>(4)</sup>

原告は昭和7年生まれ男性であり、酒小売店を経営する。年収は約500万円であるが、時価4,000万円の不動産を所有。昭和59年3月以降、現物取引を行うが、被告証券会社の担当者は同年6月、KDD株の買増しを勧めるが、原告は資金がないことから断る。そこで、信用取引の勧められ取引を開始する。

現物取引の回転率は昭和59年が28.1回、昭和60年が19回。他方、信用取引の回転率は昭和59年が14.9回、昭和60年が17.1回、昭和61年が15.2

回。短期売買は昭和59年は27回にのぼり、うち翌日売買が7回、全取引の50%以上が10日以内に処分され、1%から2%の益出しのための即日売買が多い。原告は被告に苦情を述べることなく、被告証券会社の担当者の勧誘に黙従した。昭和59年から平成4年までの売買委託手数料は約2,723万円であり、投資損約3,594万円の75.7%にのぼる。

大阪地裁は以下の理由から、原告の損害賠償請求を棄却した。すなわち、①頻繁な取引は投資目的および相場動向などにより許容される、②回転率は取引の頻繁性を示す指標ではあるが、直ちに違法性が認められるものではない、③原告は被告証券会社の投資助言および指導に依存し、短期間で利益を上げたい意向を有していた、④取引は相場状況に応じ売買され、短期売買は利益を確定したり、損失をくい止める目的から行われている、⑤結果的に手数料が無駄であるかのようにみえたとしても、それをもって顧客利益を意図的または無謀に無視したことはにはならない。

なお、ワラント取引を原因とする損害賠償請求は認容されている。

5 神戸地裁平成9年5月28日判決<sup>(5)</sup>

原告は昭和17年生まれの男性であり、食品会社を経営者。平成元年9月に銀行からの融資76億円の一部を投資に使い、昭和63年10月以降の16ヵ月間に被告会社と取引。問題となった平成元年9月以降の5ヵ月半に、総買付額は約71億円、月平均投資額は約17億円、取引日数117日における取引回数は約350回、回転率は9.06回に達する。手数料総額は6,430万円、一取引日当りの平均手数料額は約55万円にのぼり、約1億3,000万円の投資損を被る。

神戸地裁は以下の理由から、原告の損害賠償請求を棄却した。すなわち、①新規発行株などの買付は原告による積極的な指示があり、信用取引によるつなぎ売りも、配当を受けたいとする原告の意向があった、②これらを除外した売買は6銘柄であり、買付は6日間にとどまり、信頼

## 過当取引の民事責任（二）

を濫用して被告利益を図る過度な取引とはいえない、③被告証券会社の担当者による強い勧誘は認められるが、原告は被告との取引以前に他の証券会社5社と取引を行っている、④本件取引と並行して、他の証券会社と取引関係にあり、本件取引が終了後も、信用取引を継続している、⑤原告は投資経験および知識を有し、取引報告書などの内容に異議を唱えず、放置さえしている。

### 6 大阪高裁平成9年11月28日判決<sup>(6)</sup>

本件は原告請求を認容した一審判決を破棄した控訴審判決である。

一審原告は昭和4年生まれ男性である。株式投資に興味を持ち、遠縁の者が証券会社に勤務していたことから、昭和63年5月に三菱重工業株1万株および三菱製鋼5千株の買付けを契機に、被告証券会社を通じ、株式の現物取引を行う。取引額は当初から多額であった。昭和63年8月からは、石川島播磨株5千株の取引をかわきりに、株式の信用取引をも行うようになる。

一審原告は自発的に株式取引を始めたが、投資経験は皆無であり、老後の生計資金を注ぎ込んだ個人投資家である。被告証券会社の担当者とは遠い姻戚関係にあり、「少なくとも、自己（一審原告）に悪くすることはしない」との認識を抱き、かつ信頼をしていた。投資に関する情報源は、日刊の一般紙以外にないため、当該担当者の投資助言および指導に極めて強く依存していた。

昭和63年5月から平成3年3月までの約2年9ヵ月間に、取引回数は株式の現物取引および信用取引を合わせて112回であり、買付総額は10億円余に達する。とりわけ、昭和63年5月から平成元年5月までの11ヵ月間に、取引が集中し、取引回数は91回、買付総額は8億9,000万円である。

本件取引の特徴は、他の株式銘柄への売直しおよび買直しが極めて多く、即日の売直しおよび買直しは、昭和63年5月から平成元年4月までの約11ヵ月間における総売買回数91回のうち、78回であり、全体の85%

にのぼる。売買回転率は取引全体において、9.1回であり、問題となった被告証券会社の担当者が関与した取引において、11.16回に達する。

昭和63年5月から平成3年3月までの取引において、一審原告が一審被告証券会社に支払った金額は合計6,185万円にのぼり、そのうち、売買委託手数料は約1,380万円であり、手数料率は22%に達する。それに対し、一審原告が証券取引に係る利益として受領した金額は、685万円余にとどまる。

大阪地裁は、「被告証券会社の担当者が、具体的に勧誘した取引について、原告は自身の調査に基づき、拒絶することも可能でありながら、安易に取引を継続し、かつ一定の範囲において、実際に投資選択に関与している」ことを指摘する。しかし、以下の理由に基づき、問題となった被告証券会社の担当者が関与した範囲において、過当取引を認定している。

すなわち、①原告は過去に株式取引の経験がなく、本件取引が個人投資であること、②昭和63年5月から平成元年5月までの354日間に取引が集中し、三菱重工株以外はすべて、被告が具体的銘柄をあげて、勧誘したものであり、一回の投資金額は1,000万円を越えるものばかりであったこと、③売買回数、乗換取引の回数、短期売買、取引金額および手数料額などから、一連の取引を違法な過当取引と認定している。

なお、原告が主張する無断売買に対しては、例えば、原告が弟の死亡により不在にしている間も、被告により売買が行われている。しかし、原告は取引内容について月次報告書を受領し、署名捺印したうえで回答書を被告に返送している。また、当該取引に対し、何らかの苦情および異議を申し立てたりはしていない。これら理由から、大阪地裁は無断売買および取引の事後承諾の強制に関し、原告の主張を退けている。

それに対し、大阪高裁は、「一審原告は、取引銘柄の選定、取引数量の決定、売買回数および乗換回数などの投資判断に際し、一審被告証券会社の担当者が行った勧誘ないし助言・指導に依存する度合いが比較的強

## 過当取引の民事責任（二）

かったことが窺われる」と述べる。そして、当初から1,000万円を超える額の株式取引および乗換売買が頻繁に繰り返され、年間の取引総額が投資額の10倍以上に達し、支払った手数料の総額は1,384万円と高額であることを指摘する。しかし、以下の理由から、一審被告の控訴に基づき、一審原告の請求を棄却した。

まず、一審原告は株式取引の経験は皆無であったが、最初の三菱重工株の取引を自己の意思で行っている。また、個々の取引に関しても、取引の銘柄、数量、単価、現物取引と信用取引の別、手数料、持株状況などを具体的に把握しており、一審被告証券会社の担当者による助言および指導に盲従してたのではない。

その例として、一審原告は投資に関する当該助言および指導に対し、疑問を呈したり、苦情を述べ、即答を留保している。そして、自己の判断に基づき、同社に電話をかけて、一定の株式および転換社債の売買を行い、信用取引により取得している株式の決済を積極的に申し入れている。

さらに、昭和63年5月から同年8月の間に、総額6,100万円を投資して以降、その後は、平成2年8月に75万円余を支払ったことを別にすれば、新たな投資資金を支払ってはいない。

それ故、本件取引の状況は、損失が生じて投資総額が目減りして以降は、目減りした投資額の範囲内で株式の売買が行われている。株式の信用取引に関しても、損失額が、その時々投資総額の範囲内に収まる規模でなされていることが認められる。

本件取引において、大きな損害が生じた主たる原因は、頻繁な取引にあるのではなく、特定の数名柄に係る投資が失敗したことにある。他方、売買回数が全体の約20%を占め、取引が頻繁に繰り返された三菱製鋼株の売買では、むしろ利益が生じている。

以上の事情を総合勘案し、大阪高裁は、「一審被告証券会社の担当者による取引勧誘の行為が、一審原告の信頼に乗じて、手数料稼ぎなどの自

己の利益を図ることを目的とした、誠実義務に違反する詐欺的・背任的な取引勧誘に当たるものとまでは認めるとはできない」と判示し、本件取引を違法な過当取引に該当するものではないとした。

なお、本件上告審は、原審支持の判決を下している。

7 東京高裁平成10年2月25日判決<sup>(7)</sup>

一審原告（控訴人）は当時、店頭公開を予定する企業である。一審被告（被控訴人）が主幹事証券会社であり、株式公開に係る諸経費を捻出するため、一審被告証券会社の子会社を通じ、2億5,000万円を借入れ、一審被告の投資勧誘に応じた。一審原告会社側の担当者は同社役員であるが、投資経験はない。

平成2年9月から1年間に、取引回数は1,080回、買付総額は約130億円、売付総額は約126億円。信用取引及びオプション取引が多く、回転率は40.89回である。約5億円の投資損に対し、手数料総額は1億9,367万円であり、損失額の約39%を占める。

東京高裁は以下の理由から、一審原告の控訴を棄却した。すなわち、①本件取引は、一審原告がその内容を理解したうえで行ったものであり、過当取引ではない、②一審被告は投資選択などに影響力を有していたが、週二、三回は一審原告に連絡をとり、今後取引する銘柄、単価、数量などを相談している、③各取引の結果は個別に報告され、一審原告は異議を述べていない、④本件取引は一審原告の注文および承諾に基づき執行され、一任勘定取引の委託契約が成立したとは認められず、一審被告の債務不履行責任はない。

8 大阪地裁平成10年9月7日判決<sup>(8)</sup>

原告はプラスチック加工製造会社の代表取締役であるが、投資経験はない。根抵当権の設定費用を捻出するため、銀行からの借入金の一部を投資運用し、その後も追加借入れにより投資を継続した。

## 過当取引の民事責任（二）

昭和62年3月から5年5ヵ月間の取引回数は計926回であり、売買回転率は5.92回、信用取引は1ヵ月未満の処分が全体の57%を占める。投資総額6億4,200万円に対し、原告は被告から3億3,900万円の返済を受けるが、手数料総額は約6,500万円、信用取引の信用供与に係る支払利息は約3,200万円にのぼる。

大阪地裁は「証券取引法157条および161条に基づき、証券会社は一般投資家を勧誘する場合、投資知識、経験、目的、資金などに照らし、不当に多量かつ頻繁な投資に誘引してはならない。当該違反は不法行為を構成するが、その要件は取引の大量性・頻繁性、コントロール性、悪意性である」と説示する。

しかし、以下の理由から原告の損害賠償請求を棄却した。①売買回数および回転率などから取引は大量かつ頻繁であるが、原告は銀行からの借入金を運用し、借入利息を超える利益の獲得を意図した、②原告が被告に要求した月250万円または400万円の利益は借入利息の支払に必要であり、原告は被告から48回にわたり、計3億円を受領している、③原告は信用取引の開始後、被告証券会社と頻繁に連絡をとり、取引状況の把握に務め、売買報告書などの内容に異議を述べていない、④無断売買および売買一任勘定取引により、直ちに損害が生じたとは言えない。

- (1) 東京高判昭和63年10月20日金融商事判例813号24頁。
- (2) 東京地判平成8年2月29日公判判例集未登載。
- (3) 京都地判平成8年4月9日公判判例集未登載。
- (4) 大阪地判平成8年10月30日公判判例集未登載。
- (5) 神戸地判平成9年5月28日公判判例集未登載。
- (6) 大阪高判平成9年11月28日判例時報1644号137頁。
- (7) 東京高判平成10年2月25日公判判例集未登載。
- (8) 大阪地判平成10年9月7日公判判例集未登載。

## 第九章 日本における損害賠償額の算定

第一章第一節で述べたように、米国の連邦証券諸法に係る民事訴訟で

は、裁判所は証券業者側の賠償責任を「全か無か (all or nothing)」で判断している。過当取引を原因とする損害賠償請求訴訟においても、証券業者側が責任を負うのかどうかの有無を明確にし、証券業者が責任を負うと判断された場合には、顧客が被った損害を賠償額としている。

それに対し、日本の過当取引に係る民事訴訟では、過当取引が認定されたとしても、証券業者側と顧客側の両方に責任を課し、過失相殺により、その責任を配分し、顧客が被った損害額から一定の割合に基づき減じた額を賠償額としている。

そこで、以下において、過当取引が認定された事例に基づき、損害賠償額の算定方式を概観し、どのような要素が加わった場合に、どの程度の過失相殺がなされるのかについて考察をする。

## 第一節 判例にみる算定方式

### 1 算定方式の種類

過当取引が立証された場合に、顧客は証券業者に対し、損害賠償を請求することができる。損害賠償の目的は、不法行為が全くなければ、顧客が有していたであろう状態により完璧に近づけることにある。その場合に、顧客が本来、負担しなければならない投資リスクを証券業者に転嫁することを避け、かつ棚ぼた的利益を付与することのないように賠償額を算定する必要がある。

米国の判例を概観すれば、過当取引に係る損害賠償額の算定方式として、①証券業者に支払った手数料などの売買経費を顧客に返還する「準契約損害賠償方式」、②投資に係る全支出額から、最終的に取引口座に残存した証券を換金した額の差を返還する「差額損害賠償方式」、③顧客の口座が適切に管理されれば、どれくらいの価値を有することになったかを、株価指数に従い、全体的な市場変動を配慮し、調整する「取引上の損失賠償方式」、がある。

これら方式により算定された損害額は、過失相殺のため減額されるこ

## 過当取引の民事責任（二）

となく、賠償額として補償される。すなわち、証券業者が責任を負うと判断された場合には、顧客が被った損害額を上述した三方式により算定し、それを賠償額としている。

他方、日本の判例では、準契約損害賠償方式または差額損害賠償方式により、顧客が被った損害額を算定し、過失相殺により一定の割合で減じた額を、賠償額としている。その結果、差額損害賠償方式により算定した額が、過失相殺のため準契約損害賠償方式により算定した額よりも、少なくなっている事例が多い。

### 2 準契約損害賠償方式の問題点

準契約損害賠償方式が採用された事例として、東京高裁平成10年9月30日判決<sup>(1)</sup>の一番である東京地裁平成10年1月22日判決がある。本件では、売買委託手数料および取引に係る税金などの支払経費に加え、東京地裁は、「原告はワラント取引において、被告証券会社が得たと推認される利益と同額の損害を被っている」として、損害額を算定している。しかし、控訴審において東京高裁は、運用損を損害賠償額に含めている。

準契約損害賠償方式は、証券業者の不当な稼ぎに焦点を当て、その利益を剥奪することを目的としている<sup>(2)</sup>。当該方式は、米国においては以下のような利点が指摘されている。すなわち、当該方式は他の方式よりも計算が容易であり、差額損害賠償方式は顧客の損害を強調しすぎる<sup>(3)</sup>。また、適切に口座運用されたとしても、証券取引による損失を被ることがある<sup>(4)</sup>。それ故、支払経費以外に、口座の市場価値の下落から生じた損失を補償することは、証券業者にとり懲罰的である。

しかし、このような見解に対し、以下のような批判がなされている。まず、損害賠償は証券業者が稼いだ利益に焦点を当てるのではなく、顧客が過当取引により、どれくらいの損害を受けたかに注視すべきである<sup>(5)</sup>。また、証券業者が顧客との信頼関係を濫用して、無思慮な投資選択および不適切な証券取引を行ったことにより、支払経費以外のさらなる

損失を引き起こしている可能性がある<sup>(6)</sup>。さらに、証券業者が受領した売買委託手数料を返還するだけでよいならば、不法行為に対する抑止とはならない<sup>(7)</sup>。

過当取引の違法性は、経済的合理性の根拠なく、証券業者が主導して頻繁な証券売買を繰り返し、多額の手数料を稼ぐことにある。過当取引は本質的に、顧客口座の価値を害するものであり、顧客は当該損害に対する補償を受ける権利があると思われる<sup>(8)</sup>。それ故、準契約損害賠償方式は不十分である。

### 3 差額損害賠償方式の問題点

差額損害賠償方式は、証券業者が受け取った利益に基づくのではなく、顧客が被った経済的損失に焦点を当てている。それは支払経費を含む総投資額から顧客に返還された金銭との差額を損害賠償額とする。そして、支払経費に加え、支払経費を除いた証券の売買差損である「運用損」を補償対象としている。

過当取引は個々の取引行為が違法とされるのではなく、証券業者が主導した一連の広範な過程における取引行為が違反とされる<sup>(9)</sup>。それ故、差額損害賠償方式は適合性の原則に違反する、不適切な証券の売買により引き起こされた損失だけではなく、過当取引の間における顧客の口座価値の全下落分を損害の対象としている<sup>(10)</sup>。

下落傾向の市場で証券を売却すれば、顧客の投資目的に適した証券であり、証券業者が合理的根拠をもって適切に口座運用をしていたとしても、売買差損が生じることになる。差額損害賠償方式は当該差損に対する補償をすることにより、下落傾向の市場における投資リスクを証券業者に転嫁し、「証券業者を市場の保険業者としている」という批判がある<sup>(11)</sup>。

わが国の判例を概観すれば、顧客が証券業者が支払った総投資額から顧客に返還された金銭との差額を損害額とする。そして、支払経費に加

## 過当取引の民事責任（二）

え、支払経費を除いた証券の売買差損である「運用損」を補償対象としている。

しかし、大阪地裁平成7年7月24日判決<sup>(12)</sup>、大阪地裁平成11年5月31日判決<sup>(13)</sup>および名古屋地裁岡崎支部平成9年9月18日判決<sup>(14)</sup>では、過失相殺による減額割合が大きいため、賠償額は原告が被告に支払った手数料額を下回っている。また、大阪地裁平成11年1月29日判決は損害額の算定対象となる期間を限定しているため、弁護士費用を含めた賠償額は、現実<sup>(15)</sup>に顧客が被った損失額と極めて差異がある。

さらに、大阪地裁平成11年3月30日判決<sup>(16)</sup>は損失額に占める手数料額が大きいため、過失相殺は4割減にとどまるが、結果的に賠償額は顧客が支払った手数料額を下回っている。同じく、大阪地裁平成9年8月29日判決<sup>(17)</sup>は、株価の暴落による損失を損害額に算入しているが、損失額に占める手数料額が大きいため、過失相殺は5割減であるが、賠償額は手数料額を下回っている。

それに対し、福岡地裁平成11年3月29日判決<sup>(18)</sup>は、全取引終了時の売買純損失を損害額と算定している。また、東京高裁平成11年7月27日判決<sup>(19)</sup>および大阪高裁平成12年9月29日判決<sup>(20)</sup>は、顧客判断の注文による取引から生じた損害額を、過当取引による損害額から控除している。そして、大阪高裁平成12年10月24日判決<sup>(21)</sup>は、一番原告が投資資金として銀行から借り入れた金員に対し支払った利息額を損害額に加えている。そのため、これら判例においては、賠償額は顧客が支払った手数料額を上回り、運用損の一部が補償されている。

このように、過当取引を原因とする損害賠償請求が認容された判例を概観すれば、東京地裁平成10年1月22日判決以外、損害額の算定において、差額損害賠償方式が採用されている。しかし、過失相殺として損害額を一定の割合により減じて、賠償額を算出している。その結果、多くの事例では、賠償額は手数料額を下回っている。裁判で敗訴した証券業者が、顧客から稼いだ手数料額にも満たない額を吐き出すだけでよいな

らば、過当取引はまさに、証券業者にとり、「やり得」な行為である。

- (1) 東京高判平成10年9月30日全国証券問題研究会編『証券取引被害判例セレクト11』(全国証券問題研究会)55頁。
- (2) Dashjian, *Overcoming Defenses to Churning Claims Under the Federal Securities Laws*, 20 S. R. L. J. 362,379 (1993).
- (3) Stevens v. Abbott, Proctor & Paine, 288 F. Supp. 836 (1968).
- (4) Twomey v. Mitch, Jones & Templeton, Inc., 262 Cal. App. 2d at 732 (Dashjian, *supra* note 1, at 380 を参照).
- (5) Brodsky, *Measuring Damages in Churning and Suitability Cases*, 6 S. R. L. J. 157, 165 (1978).
- (6) Dashjian, *supra* note 1, at 379; Note, *Churning by Securities Dealers*, 80 Harv. L. Rev. 869, 883 (1967). Hyman, *Churning in Securities: Full Compensation For the Investor*, 9 U. Day. L. Rev. 1, 23 (1983).
- (7) Comments, *Churning and the Death of Low Risk Larceny: Calculating Damages to Redress the Churning Client's Loss in Portfolio Value*, 21 Calif. Wes. L. Rev. 149, 161 (1984).
- (8) Hyman, *supra* note 6, at 23.
- (9) Note, *Churning by Securities Dealers*, 80 Harv. L. Rev. 869, 884 (1967).
- (10) Note, *Measuring Damages in Suitability and Churning Actions Under Rule 10b-5*, 25 Boston C. L. Rev. 839, 845 (1984).
- (11) Note, *supra* note 10, (Boston C. L. Rev. 1984), at 847.
- (12) 大阪地判平成7年7月24日全国証券問題研究会編『証券取引被害判例セレクト4』(全国証券問題研究会)53頁。
- (13) 大阪地判平成11年5月31日全国証券問題研究会編『証券取引被害判例セレクト13』(全国証券問題研究会)1頁。
- (14) 名古屋地裁岡崎支判平成9年9月18日全国証券問題研究会編『証券取引被害判例セレクト10』(全国証券問題研究会)1頁。
- (15) 大阪地判平成11年1月29日公判判例集未登載。
- (16) 大阪地判平成11年3月30日全国証券問題研究会編『証券取引被害判例セレクト12』(全国証券問題研究会)120頁。
- (17) 大阪地判平成9年8月29日判例時報1646号113頁。
- (18) 福岡地判平成11年3月29日全国証券問題研究会編『証券取引被害判例セレクト12』(全国証券問題研究会)28頁。
- (19) 東京高判平成11年7月27日全国証券問題研究会編『証券取引被害判例セレクト14』(全国証券問題研究会)1頁。

## 過当取引の民事責任（二）

(20) 大阪高判平成12年9月29日全国証券問題研究会編『証券取引被害判例セレクト17』（全国証券問題研究会）50頁。

(21) 大阪高判平成12年10月24日全国証券問題研究会編『証券取引被害判例セレクト17』（全国証券問題研究会）158頁。

### 第二節 損害賠償額算定の特徴

日本の判例にみる過当取引に係る損害賠償額の算定方式は、準契約損害賠償方式および差額損害賠償方式に大別できる。しかし、東京地裁平成10年1月22日判決以外は、差額損害賠償方式に基づき、支払経費に加え、支払経費を除いた証券の売買差損である「運用損」を損害額算定の対象としている。

米国では、過当取引が立証され、証券業者が民事責任を負うと判断された場合には、顧客が被った損害を賠償額としている。それに対し、日本では、過当取引が認定されたとしても、証券業者側と顧客側の両方に責任を課し、過失相殺により、その責任を配分し、顧客が被った損害額から一定の割合に基づき減じた額を賠償額としている。その結果、証券業者が受領した手数料額にも満たない額を、賠償額としている事例が多い。

また、損害額の算定期間を限定する判例がある一方、全取引終了時の売買純損失を損害額と算定する判例がある。さらに、顧客判断の注文による取引から生じた損失額を過当取引による損害額から控除している判例並びに顧客が投資資金として銀行からの借入金に対する利息額を損害額に加えている判例がある。このように、事例ごとに、賠償額の基礎となる損害額の算定は多様である。そこで、以下において、各事例における損害賠償額算定の特徴を概観する。

#### 1 一審は支払経費・ワラント取引損に限定

東京高裁平成10年9月30日判決<sup>(1)</sup>の一審である東京地裁平成10年1月22日判決は、損害額の算定について、売買委託手数料および取引に係る税

金などの支払経費に加え、「ワラント取引は原告と被告との相対取引であり、原告はワラント取引において、被告が得たと推認される利益と同額の損害を被っている」と説示し、原告会社Xの損害額は合計1,418万5,172円、原告Zの損害額は合計1,050万2,210円とした。

しかし、「差引損失合計額に相当する損害は、相場の変動および被告担当者の予測が結果的に外れたことに起因し、過当取引に起因するものと認めることは困難である」と述べ、投資目的、投資規模および回数に鑑みて、原告会社Xについては損害額から5割を減じた709万円余、原告Zについては損害額から4割を減じた630万円余を、本件一任取引が過当であることと相当因果関係にある賠償額とした。

それに対し、控訴審の東京高裁平成10年9月30日判決は、損害額を支払経費およびワラント取引損に限定した一審判決を破棄し、本件取引による運用損を含めて損害額を算定している。東京高裁は、「損失の中には……相場の変動および一審被告証券会社の担当者の予測が外れたことに起因する損失の部分が含まれている……本件一任取引が委任契約の本旨に従ってされていたとしても、相場の変動などにより損失が発生したといえる場合には、債務不履行または不法行為と相当因果関係を有しない……しかし、本件ではこれを認めるに足りる的確な証拠はない」と説示し、一審原告会社X（控訴人）は合計5,703万9,130円の損失、一審原告Z（控訴人）は合計2,852万8,881円の損失を被っているとした。

しかし、東京高裁は、「一審原告Zは相当の投資経験を有し、月次報告書の内容を注意して見れば取引内容を認識することができ、損害発生を阻止しえたものと考えられる」と指摘して、損害額から4割を減じ、一審原告会社Xの賠償額は3,422万円余、一審原告Zの賠償額は1,711万円余と算定し、弁護士費用として、一審原告会社Xに300万円、一審原告Zに150万円を加算している。

本件では、一審原告会社Xが支払った手数料額は369万円余、一審原告Zのそれは214万円余にとどまる。しかし、証券取引による多額の運用

## 過当取引の民事責任（二）

損に加え、ワラント取引による損失額は、一審原告会社Xが4,756万円余、一審原告Zが2,425万円余にのぼり、いずれも損失額全体の80%以上を占める。

一審の大阪地裁が支払経費およびワラント取引損の一部を損害額としたため、賠償額は一審原告が実際に被った損失額と極めて差異がある。二審の東京高裁は運用損を損害額に算入し、過失相殺を4割減としているため、一審と比較して賠償額は大幅に増加している。

### 2 過失相殺による多大の賠償額減

①大阪地裁平成7年7月24日判決<sup>(2)</sup>では、大阪地裁は、原告が支払った総投資額は6,185万円に対し、原告が受領した投資利益685万円余との差額のうち、「問題となった被告証券会社の担当者が関与した分に対してのみ、違法性が認められる」と述べ、原告の損害額を5,320万円と算定した。しかし、大阪地裁は、「原告が被告担当者の勧誘推奨を調査すれば拒絶することも可能であり、安易に取引を継続した」として、損害額から8割を減じた1,064万円を賠償額とした。

本件では過失相殺による減額割合が大きいため、賠償額は原告が被告に支払った売買委託手数料額1,380万円余を下回っている。

②大阪地裁平成11年5月31日判決<sup>(3)</sup>では、取引終了時点において、投資合計額から口座残金を差し引いた、1億5,397万円余を損失額としている。しかし、大阪地裁は、「原告は積極的に一任勘定的な資金運用を欲し、被告証券会社と連絡を密にするため、大阪から東京にマンションを借りて居住するなど、取引に対する強い意欲が窺われる。また、本件に並行して訴外証券会社と取引を行っている経験から、本件取引で損失が発生していることを認識でき、いつまでも被告による特別の扱いを期待し、損失につながった出金を繰り返していた」と指摘し、7割5分を減じた3,849万円余を賠償額とし、弁護士費用380万円を加算している。

本件では、取引終了時点において、投資合計額から口座残金を差し引

いた額をそのまま損失額としている。しかし、過失相殺として損失額から7割5分を減じているので、賠償額は売買経費である手数料および信用取引に係る利息の合計額4,563万円余を下回っている。

③名古屋地裁岡崎支部平成9年9月18日判決<sup>(4)</sup>では、原告が支払った売買委託手数料だけでなく、運用損を含めた額である1億8,178万円余を損失額としている。しかし、名古屋地裁岡崎支部は、「自己の財産は自らの力で維持すべきものであるところ、原告は投資経験および十分な知識がないにもかかわらず、口座運用を被告に任せっぱなしにして多くの利益をあげようと安易に考えて危険な取引を継続してきた」と指摘する。そして、損害額から7割を減じた5,453万円余を賠償額とし、弁護士費用272万円を加算している。

本件では、過失相殺による減額割合が大きいため、賠償額は原告が被告に支払った手数料額9,540万円余を下回っている。

### 3 損害額の算定期間の限定

大阪地裁平成11年1月29日判決<sup>(5)</sup>では、問題となった被告証券会社の担当者Xが主導した平成3年11月29日の持田製薬株買付けから平成5年6月7日のオリパスワラント買付けまでの一連の取引において、手数料を含めた売買投資損である1,024万円余を損害額とした。そして、損害賠償請求権の時効について、「個々の取引毎に消滅時効が進行するのではなく、全ての取引の決済が終了した平成6年6月9日から消滅時効が進行する」と説示する。しかし、「原告は被告担当者Xに対し、短期的に利益の出る証券の勧誘を要求し、多数回の取引を重ねた結果、多額の損失を生じたものである」と述べ、大阪地裁は損害額から約5割を減じた500万円を賠償額とし、弁護士費用50万円を加算している。

一連の取引全体では、原告は約5,972万円の損失を被っており、そのうち、手数料は約4,542万円にのぼり、損失額の約76%を占める。しかし、問題となった被告担当者は、平成3年11月29日から平成7年9月30日ま

## 過当取引の民事責任（二）

で、原告を担当していた。そのため、大阪地裁は、特に頻繁な取引がなされた平成3年11月29日から平成5年6月7日までの、手数料を含めた売買投資損1,024万円余を損害額とした。過失相殺は5割減にとどまるが、賠償額は弁護士費用を含め、550万円であり、現実に原告が被った損失額との差異は大きい。

### 4 損失額に占める多大の手数料額

大阪地裁平成11年3月30日判決<sup>(6)</sup>では、本件取引に関し、原告は被告に計870万円余を支払っている。しかし、大阪地裁は、「原告は売買報告書および月次報告書から頻繁な取引を知ることができ、遅くとも平成9年5月には、一任勘定取引は違法な行為であることを知ったにもかかわらず、同年11月まで、被告担当者に取引の一任を撤回することなく、損害を拡大させた」と指摘する。そして、原告が被告に支払った870万円余に対し、過失相殺として4割を減じた522万円余から、原告が被告から返金を受けた302万円余を控除した219万円余を賠償額とし、弁護士費用22万円を加算している。

本件では、原告が被告に支払った合計金額を損害額と認定し、過失相殺により損害額から4割を減じた額から、原告が返金を受けた額を控除し、賠償額を算定している。しかし、手数料額が348万円余と多額であり、損失額に占める割合が高い。そのため、過失相殺は4割減にとどまっているが、賠償額は手数料額を下回っている。

### 5 株価暴落による損失を損害額に算入

大阪地裁平成9年8月29日判決<sup>(7)</sup>は、株価暴落による損失を損害額に算入している。被告は、「損失のほとんどは、平成2年8月のイラクによるクウェート侵攻を原因とする株価暴落、および被告担当者の勧めに従わず、信用取引による建玉を処分しなかったことによる」と主張した。それに対し、大阪地裁は以下の理由から、被告の主張を退け、原告が被っ

た損害額を2億2,354万円余とした。すなわち、

①被告が主張する株価暴落の事実は、株価が各種要因によって変動するものであることの反映に他ならない、②平成2年8月以降も短期の売買が行われ、過当取引が継続している、③平成2年6月末まで著しい過当取引をし、被告が多額の手数料を取得していたにもかかわらず、原告の損失累計が1,641万円余にすぎなかったのは、それまでの株価上昇による、④被告は株価上昇時の利益を享受する一方、株価下落の場合には責任を免れるとするのは公平を失する、⑤原告が被告担当者の勧めに従わず、信用取引による建玉を処分せずに、損失累計を増加させたとしても、過当取引と原告の損失との相当因果関係が失われるわけではない、⑥本件取引における大量性・頻回性、短期損金決済が多いなどの問題点に関しては、平成元年9月頃から、被告証券会社の本店営業考査課が目にする程度に常軌を逸し、そのことは、被告池田支店宛に繰り返し注意されていた。

しかし、大阪地裁は、「原告は被告担当者に証券の銘柄・数量・価額などの選択を委ね、過当取引の原因の作出に寄与している。損失の多くは平成2年8月以降のものであり、被告担当者から信用取引による建玉の処分を勧められたのに、原告は株価変動に対する生半可な見通しにより、これに応じずに損失を増大させている。ワラント取引においては、被告担当者に何らの説明を求めている」ことなどから、損害額から5割を減じた1億1,177万円余を賠償額とし、弁護士費用1,200万円を加算している。

原告が被告に支払った売買委託手数料は1億6,000万円以上に達し、極めて多額である。そのため、過失相殺の割合が5割にとどまっているが、賠償額は手数料額を下回っている。

## 6 全取引終了時の売買純損失を損害額と算定

福岡地裁平成11年3月29日判決<sup>(8)</sup>では、福岡地裁は、「原告が被った損害

## 過当取引の民事責任（二）

は、全取引終了時の売買純損失である」と指摘し、売買損失4,427万円余から信用取引による株式の配当金66万円余を控除した、4,360万円余を損害額めるのが相当である。しかし、証券取引には当然にリスクが伴うことに加え、「詳細な説明を求めるなどして、商品の性格を十分理解したうえで、ハイリスク・ハイリターン<sup>(9)</sup>の信用取引を行うべきところ、これらを怠り、損害を被った」として、損害額から4割を減額した2,616万円余を賠償額とした。

福岡地裁は、原告の損害額を全取引終了時の売買純損失と認定し、賠償額を損害額から4割減としている。しかし、本件取引期間中の手数料額は約2,500万円にのぼり、結果的に、原告が支払った手数料額がほぼ賠償額となっている。

### 7 顧客注文の取引による損害を控除

東京高裁平成11年7月27日判決は、株式取引により被った損失を損害額としている。すなわち、一審原告（被控訴人）が本件取引により被った損失額は、「買金額」（買付代金および諸経費の合計額）の合計（但し、未だ売付ができず、損益が確定していない各株式の買金額は除く）と、「売金額」（売付代金から諸経費を控除した金額）の合計との差額である2,763万円余である。そのうち、株式以外の証券取引により被った損失額55万円余を控除すれば、2,707万円余となる。また、一審原告の注文による取引損については控除すべきであるから、一審原告が被った損害額は2,419万円余となる。しかし、東京高裁は、「一審被告証券会社の担当者の勧誘に軽率に応じて、損害の回復を図るために従前と同様な態度で漫然と取引を継続した」と述べ、5割を減じた1,209万円余を賠償額と算定した。

本件では、「買金額」と「売金額」との差額を損失額としながらも、一審原告が自らの判断で注文し、それにより生じた取引損は損失額から控除し、当該金額を損害額としている。手数料などの支払経費は420万円で

あり、過失相殺として損害額の5割減を賠償額と算定しているため、一審被告担当者による無思慮な株式売買による運用損の一部も補償されている。

#### 8 顧客注文の取引による損失額を控除

大阪高裁平成12年9月29日判決<sup>(10)</sup>では、大阪高裁は、「本件において問題となった平成3年2月13日から平成4年9月28日までの証券取引により被った損害に加え、当該期間の信用取引に対し、平成4年9月29日以降に行った清算取引の結果も斟酌すべきである」と述べ、損失額を2億3,165万円余とした。そのうち、「一審被告証券会社の担当者が一審原告から事前に売買の了解を得ずに、違法な一任取引により行ったのは全体の9割以上に当たる」と指摘し、損失額の9割である、2億0,848万円余を損害額と算定した。

しかし、大阪高裁は、「一審原告が一審被告証券会社の担当者に一任取引を委ね、売買取引報告書を郵送されていることに加え、預かり金銭高などの報告に間違いがない旨の回答をしていることから、損害額から6割を減じた8,339万円余の損害賠償金支払義務は免れない。それ故、一審原告による6,700万円の本件損害賠償請求はすべて理由がある」と述べ、「一審被告証券会社は本件取引により、手数料収入6,188万6,208円に加え、ワラント売買益を得ている。それ故、一審被告が6,700万円程度の損害賠償金の支払を命じられても、何ら過酷な結果とはならない」と指摘した。

本件では、問題となった取引期間の損害に加え、信用取引の清算の結果も斟酌している。しかし、顧客判断の注文による取引から生じた損失額を過当取引による損害額から控除し、損害額を2億0,848万円余と算定している。そして、過失相殺として損害額から6割減の8,339万円余を一審被告証券会社に対する賠償責任額としている。しかし、一審原告の損害賠償請求金額は、それを下回ることから結果的に、その全額が認容さ

## 過当取引の民事責任（二）

れている。

### 9 投資資金の借入利息を損害額に算入

大阪高裁平成12年10月24日判決<sup>(11)</sup>では、大阪高裁は一審原告が現実に被った損害額として、「一審原告が支出した金銭」から「一審被告から配当金および満期償還金として受け取った金銭および証券（一審被告に保護預かりしている証券も含む）の口頭弁論終結時の評価額」の差額に、「投資資金として銀行から借り入れた金員に対し支払った利息額」を加算した、29億3,540万円余と算定した。しかし、大阪高裁は、「一審原告は、多額の投資をしているにもかかわらず、他人任せの態度で安易に利益を得ようと考えていたものということができ、当該態度が一審被告担当者の不法行為を助長する一因になった。また、5年4ヵ月という長期に及ぶ取引期間中に、損失の拡大を防止することも可能であった」と指摘し、5割を減じた14億6,770万円を賠償額とし、弁護士費用8,000万円を加算している。

本件では、一審証券会社が主導した証券取引の運用損および売買経費に加え、一審原告が投資資金として銀行から借り入れた金員に対し支払った利息額を損害額としている。賠償額は損害額から過失相殺により5割を減じた額であり、一審証券会社が一連の取引により獲得した手数料および保管料の合計約11億4,000万円を上回っている。

- (1) 東京高判平成10年9月30日全国証券問題研究会編『証券取引被害判例セレクト11』（全国証券問題研究会）55頁。
- (2) 大阪地判平成7年7月24日全国証券問題研究会編『証券取引被害判例セレクト4』（全国証券問題研究会）53頁。
- (3) 大阪地判平成11年5月31日全国証券問題研究会編『証券取引被害判例セレクト13』（全国証券問題研究会）1頁。
- (4) 名古屋地裁岡崎支判平成9年9月18日全国証券問題研究会編『証券取引被害判例セレクト10』（全国証券問題研究会）1頁。
- (5) 大阪地判平成11年1月29日公判判例集未掲載。
- (6) 大阪地判平成11年3月30日全国証券問題研究会編『証券取引被害判例

- セレクト12』(全国証券問題研究会)120頁。
- (7) 大阪地判平成9年8月29日判例時報1646号113頁。
  - (8) 福岡地判平成11年3月29日全国証券問題研究会編『証券取引被害判例セレクト12』(全国証券問題研究会)28頁。
  - (9) 東京高判平成11年7月27日全国証券問題研究会編『証券取引被害判例セレクト14』(全国証券問題研究会)1頁。
  - (10) 大阪高判平成12年9月29日全国証券問題研究会編『証券取引被害判例セレクト17』(全国証券問題研究会)50頁。
  - (11) 大阪高判平成12年10月24日全国証券問題研究会編『証券取引被害判例セレクト17』(全国証券問題研究会)158頁。

### 第三節 過失相殺の理由

米国と異なり、日本では、過当取引が認定されたとしても、証券業者側と顧客側の両方に責任を配分し、過失相殺により、顧客が被った損害額から一定の割合に基づき減じた額を賠償額としている。その結果、多くの判例において、証券業者が顧客から獲得した売買委託手数料額にも満たない額を、賠償額としている。

過失相殺については、損害額の8割減から4割減を賠償額とする事例まで、減額率は多様であるが、近年の判例で、損害額の5割前後を減じて、賠償額としている事例が多い。そこで、以下において、過失相殺による減額率と顧客側の過失理由との関係を概観する。

#### 1 8割減から7割減の理由

以下の事例では、過当取引が認定されながら、損害額から8割から7割を減じた額を賠償額と算定している。このような大幅な過失相殺の理由として、裁判所は、①被告担当者の過失度の低さ、②取引に対する強い意欲、③証券業者一任による危険な取引の継続を指摘している。結果的に、賠償額は投資家が支払った売買委託手数料額を下回り、裁判所は、過当取引の違法性を重大なものとは認識していないと感じられる。

## 過当取引の民事責任（二）

### (1) 被告担当者の過失度の低さ

大阪地裁平成7年7月24日判決は、原告の損害額を5,320万円と算定するが、8割を減じた1,064万円を賠償額とし、それは手数料額1,380万円余を下回っている。

本件原告は自発的に株式取引を始めたが、それまで投資経験はなく、老後の生計資産を注ぎ込んだ高齢の個人投資家である。被告証券会社の担当者とは遠い姻戚関係だったことから、その投資助言および指導に強く依存していた。本件では昭和63年5月から平成元年5月までの354日間に取引が集中し、三菱重工株以外はすべて、被告が具体的銘柄をあげて、勧誘したものであった。

大阪地裁は、「一回の投資金額は1,000万円を超え、それは原告の財産状況に鑑みて、極めて多額である」と述べ、売買回数、短期乗換売買、買付総額、原告の利益を遥かに凌駕する手数料額などから、過当取引を認定している。

しかし、①原告は被告担当者の投資勧誘を拒絶することも可能であり、安易に取引を継続し、原告側の落ち度は大きい、②被告担当者の過失および違法性の程度はそれほど高くないことから、大幅な過失相殺をしている。

本判決でわが国で初めて、過当取引に係る民事責任を証券会社に課しているが、賠償額を損害額から8割を減じた額と算定している。そのため、裁判所は過当取引の違法性を実質的に認識していないといえる。なお、本件は控訴審において一審判決を取り消し、上告審においても控訴審判決を支持している。

### (2) 取引に対する強い意欲

大阪地裁平成11年5月31日判決は、原告の損害額を1億5,397万円余と算定するが、7割5分を減じた3,849万円余を賠償額とした。弁護士費用380万円を加算しているが、賠償額は手数料および信用取引に係る利息の

合計額4,563万円余を下回っている。

本件原告は貸しビルおよび喫茶店を経営していたが、それらをを売却し、当該資金により訴外証券会社と証券投資を始めた。原告の知人Aが被告証券会社の幹部Bと同窓会で再開し、原告はBから被告証券会社支店を紹介され、同支店と取引をするに至った。原告は知人のA名義で、計2億1,000万円を被告証券会社で開設した口座に振り込んでいるが、その投資目的は生活費および税金分の金員を捻出することにあつた。

大阪地裁は、①原告は積極的に一任勘定的な資金運用を欲し、原告の知人Aの同窓生の「つて」を巧みに利用して、A名義で取引を行っている、②大阪に住む原告は東京での株式取引に備え、東京のマンションを借りて居住するなど、本件取引に対する強い意欲が窺われる、③取引の各種報告書からの知識および並行して行っていた訴外証券会社との取引経験から、本件で損失が発生していることを認識できた、④いつまでも被告による特別な扱いを期待していた」ことをなどを指摘し、原告側に「相当大きな過失がある」と判示している。

しかし、取引に対する原告の強い意欲並びに被告による特別な扱いを期待することなどが、賠償額の算定として、損害額から7割5分を減じるほどの「相当大きな過失」といえるのか疑問である。

(3) 証券業者一任による危険な取引の継続

名古屋地裁岡崎支部平成9年9月18日判決は、原告の損害額を1億8,178万円余と算定するが、7割を減じた5,453万円余を賠償額とした。弁護士費用272万円を加算しているが、賠償額は手数料額9,540万円余を下回っている。

本件原告は海運会社であり、昭和59年から平成5年4月までに約950回の売買が行われ、運用損の約7割強は、被告担当者から「絶対儲かります」と勧められて購入した「タテホ化学」株の暴落による。このように、本件は断定的判断の提供に近い勧誘により購入した特定銘柄の株式の暴

## 過当取引の民事責任（二）

落が運用損の大部分を占めているが、原告が被った損失額に対し、被告証券会社が獲得した手数料は多額である。

名古屋地裁岡崎支部は、「自己の財産は自らの力で維持すべきものであるところ、証券取引の経験および知識がないにもかかわらず、ほとんど一切を被告に任せっぱなしにして多くの利益をあげようと安易に考えて危険な取引を継続してきた」と述べ、原告の「多分の過失」を指摘している。

本件は原告が被った損失額に対し、手数料は極めて多額である。本判決は被告担当者が過当取引を認定しながらも、「自己の財産は自らの力で維持すべきであるところ、危険な取引を継続した」ことを理由として、7割減もの過失相殺をすることは妥当であろうか。

### 2 6割減から5割減の理由

以下の事例では、損害額から6割から5割を減じた額を賠償額と算定している。裁判所は、①取引内容に対する異議の有無、②過当取引の原因の作出、③短期的利益の追求、④損害回復のための漫然とした取引継続、⑤他人任せによる安易な利益獲得の企図、を過失相殺の理由としている。そして、投資家の落ち度を認めながら、証券業者の不当な行為に基づき、前述したような大幅な過失相殺をしていない。しかし、損失額に占める手数料額の割合が大きい事例では、結果的に、賠償額が手数料額を下回っている。手数料額にも満たない額を賠償額とするのは、裁判所が過当取引の悪性を認めていないとも言える。

#### (1) 取引内容に対する異議の有無

大阪高裁平成12年9月29日判決は、一審原告の損害額を2億0,848万円余を上回ると算定し、6割を減じた8,339万円余を支払義務のある賠償額とした。しかし、一審原告が請求した損害賠償金額は6,700万円であったため、当該請求額の全額が認容されている。一審被告証券会社は手数料

収入6,188万円余に加え、多額のワラント売買益を獲得していることから、大阪高裁は「6,700万円程度の損害賠償金の支払を命じられても、一審被告証券会社にとっては何ら過酷な結果とはならない」と判示した。

一審原告は毎年数億円の営業利益がある製造会社であり、長年の投資経験を有する同社社長が一審原告会社側の担当者として、一審被告証券会社と本件取引を行っていた。投資資金は全額、銀行からの借入金によるものであった。本件では、1回当たりの取引金額は2,600万円余にのぼり、証券の保有期間が1週間以内の取引は投資金額の構成比率で50%弱を占めている。

しかし、大阪高裁は、①一審原告が一審被告証券会社の担当者に一任取引を委ねている、②一審原告は一審被告証券会社から、本件取引が成立する毎に売買取引報告書を郵送されており、本件違法取引の内容を確認できた、③一審原告は一審被告証券会社から、定期的取引明細、預かり金銭高、預かり証券残高の明細の報告を受け、間違いがない旨の回答までしている、として、一審原告の過失を指摘している。

すなわち、一審原告は売買取引報告書により本件取引の内容を確認することができ、取引明細書などに間違いがない旨の回答をしており、取引内容に異議を述べていない。そこで、損害額から6割減の過失相殺をしている。しかし、一審原告が本件取引にみる複雑な取引手法の合理性を理解できないでいたからこそ、一審被告は一審原告の口座を支配し、過当取引が可能であったのである。また、一審被告は具体的な投資計画および取引内容についての詳細な説明も受けておらず、単に取引明細書などに間違いがない旨の回答をしていることをもって、6割減の比較的大幅な過失相殺をするのは、投資家にとり過酷である。

(2) 過当取引の原因の作出

大阪地裁平成9年8月29日判決は、原告の損害額を2億2,354万円余と算定するが、<sup>(5)</sup>5割を減じた1億1,177万円を賠償額とした。弁護士費用

## 過当取引の民事責任（二）

1,200万円を加算しているが、賠償額は手数料額約1億6,000万円を下回っている。

本件原告は退職した個人投資家であるが、長年の証券投資歴を有し、被告証券会社に頻繁に連絡をとり、投資に対する執着も強い。しかし、問題となった20ヵ月間の売買総額は314億8,218万円余、対象証券は143銘柄、売買回数は776回、年次売買回転率は30回以上に達する。保有期間が30日未満の取引が81.5%であり、被告証券会社が獲得した手数料は投資額の58%、原告が被った損失額の74%を占める。

被告担当者は原告に、仕手株の噂がある株式を購入させ、原告が正確な知識を有していないにもかかわらず、信用取引を繰り返させていた。また、複雑多岐な取引を行っているにもかかわらず、具体的な投資計画を示されていない。

しかし、大阪地裁は、①原告は被告担当者Xに、証券の銘柄・数量・価額などの選択を委ね、過当取引の原因の作出に寄与している、②損失の多くは平成2年8月以降のものであり、原告は被告担当者Sから、遅くとも平成2年9月頃には、信用取引による建玉の処分を勧められている、③それに対し、原告は株価変動に対する生半可な見通しにより、これに応じずに損失を増大させている、④ワラント取引に関し、被告担当者Xに何らの説明を求めていることなどから、原告側の「相当の落ち度」を指摘している。

過失相殺を5割減としたことについて、大阪地裁は、「本件取引における大量性・頻回性、短期損金決済が多いなどの問題点について、平成元年9月頃から、被告証券会社の本店営業考査課が目にする程度に常軌を逸しており、そのことは被告池田支店宛に繰り返し注意されていた。しかし、被告池田支店は、原告に対し、本件取引の危険性を周知させ、信用取引を縮小させることなどの問題解消に努力していない」として、「被告証券会社は原告の損害を拡大に寄与しており、原告の落ち度を過大に評価することは、原被告間の公平を欠くことになる」と説示している。

本件では、被告証券会社の本店営業考査課が注目する程度に、被告池田支店の担当者が常軌を逸した取引を行っている。過失相殺は5割減にとどまっているが、損失額に占める手数料額の割合が大きいため、賠償額は手数料額を下回っている。本件のような事例では、少なくとも、手数料額に匹敵するような賠償額が認定するべきではないかと思われる。

(3) 短期的利益の追求

大阪地裁平成11年1月29日判決は、原告の損害額を、手数料を含め、<sup>(6)</sup>1,024万円余と算定するが、5割を減じた500万円を賠償額とした。弁護士費用50万円を加算しているが、一連の取引全体では、原告は約5,972万円の損失を被っており、そのうち、手数料額は約4,542万円にのぼり、損失額の約76%を占めている。

本件原告は長年の投資経験を有する元薬剤師であり、退職金の残り約1,500万円および預金約1,000万円に基づき、昭和61年6月から被告証券会社を通じ信用取引を開始している。特に頻繁な取引がなされた平成3年11月29日から平成5年6月7日までの間の損害額は約1,024万円余であり、短期乗換売買により、売買差益が生じながら、多額の手数料より結果的に運用損となっている取引が多数にのぼる。

大阪地裁は、「株式市況は平成3年以降下落を続け、このような頻繁な売買を正当化できる事情は特にない」と説示している。しかし、「原告も、被告の担当者Xに対し、短期的に利益の出る証券の勧誘を要求し、その勧誘に応じて多数回の取引を重ねた結果、多額の損失を生じたもので、責任の一端は原告にある」と指摘し、損害額から5割減の過失相殺をしている。

一連の取引全体により、原告は約5,972万円の損失を被っており、そのうち、手数料は約4,542万円でありながら、本件では過当取引の対象となった期間を極めて限定し、損害額を手数料を含め、1,024万円余と算定している。そのため、過失相殺は5割減にとどまるが、賠償額は弁護士費

## 過当取引の民事責任（二）

用を含め550万円であり、現実原告が被った損失額との差異は大きい。

### (4) 損害回復のための漫然とした取引継続

東京高裁平成11年7月27日判決は、一審原告の損害額を2,419万円余と算定するが、5割を減じた1,209万円余を賠償額とした。本件取引に係る売買委託手数料などの支払経費は420万円であり、賠償額をそれを上回り、一部運用損が賠償されている。

本件一審原告は投資経験に乏しい寡婦であり、二人の息子に加え、養母の面倒を見る必要があった。本件投資目的は銀行預金よりも有利な利率の利息を得ることにより、息子の教育資金に充てる財産の維持を図ることにあった。資産は亡夫の退職金および生命保険金の計5,000万円があるが、収入は遺族共済年金の年124万円余だけである。

問題となった14ヵ月間に、株式の買付回数は70回、取引銘柄数は36種、売買回転率は4.45回であるが、買付総額は2億0,408万円余に達し、手数料などの支払経費は420万円にのぼる。取引手法は短期で損きり、他の銘柄に乗り替える投機的なものであり、一日当たりの買付金額も1,000万円前後に及び、取引銘柄の中には、仕手株も多数、含まれている。

しかし、東京高裁は、①一審原告は、平成2年8月2日のイラクのクウェート侵攻前までは、一審被告証券会社の担当者に推奨された銘柄については、納得して買い付けていた、②イラクのクウェート侵攻による経済情勢の変化および株価暴落については、報道により明確に認識しており、この時点で、一審原告自ら取引を控える余地も十分あった、③一審被告証券会社の担当者の勧誘に軽率に応じて、それまでの損害の回復を図るために従前と同様な態度で漫然とその取引を継続していた、ことから、「一審原告には損害の発生および拡大につき、少なからぬ落ち度があった」と説示した。

本件では、一審被告証券会社の担当者の本件取引への勧誘行為の態様、違法性の程度、一審原告の落ち度の内容・程度に加え、一審原告の属性

を重視しており、一部運用損が賠償されている。

(5) 他人任せによる安易な利益獲得の企図

大阪高裁平成12年10月24日判決は、一審原告の損害額を29億3,540万円余と算定したが、5割を減じた、14億6,770万4,771円を賠償額とした。弁護士費用8,000万円を加算し、一審被告が賠償すべき合計額を、15億4,770万円余とした。売買委託手数料および保管料の合計額は約11億4,000万円であり、賠償額をそれを上回り、一部運用損が賠償されている。

一審原告は本件取引当時、年商が約30億円から50億円の衣料関係の株式会社であり、5年4ヶ月間において、投資総額は1,900億円、売買回数は2,900回、銘柄数は700銘柄に及ぶ。売買回転率は、昭和62年が約53倍、昭和63年が約16倍、平成元年が約14倍であり、全体で約11倍に達する。平均投資額に対し、手数料を取得した割合である売買手数料率は、昭和62年が約50%、昭和63年が約19%、平成元年が約15%であり、全体で13%を超える。

大阪高裁は、「一審原告は多額の投資をしているにもかかわらず、一審被告を信頼するあまり、一審被告担当者に銘柄、数量、価格、処分時期などの選定を委ねて、自らは投資対象の商品の性格および内容について詳しく知ろうともせず、他人任せの態度で安易に利益を得ようと考えていた。一審原告のかかる態度が一審被告担当者の本件不法行為を助長する一因になったものと認められる。本件取引は5年4ヶ月という長期に及び、この間に信用取引を止めて損失の拡大を防止することも十分に可能であった」と指摘している。

本件では、一審原告は投資資金を銀行からの借入金により行い、その利息についても、一審被告の不法行為と因果関係のある損害として認められている。しかし、損害額自体が極めて多額であるため、過失相殺は5割減であるが、賠償額と損害額との差異は大きい。

## 過当取引の民事責任（二）

### 3 4 割減の理由

以下の事例では、損害額から4割を減じた額を賠償額と算定している。裁判所は、①取引内容を認識していないこと、②商品の性格に対する理解努力の欠如、③売買一任勘定取引を継続させたこと、を過失相殺の理由としている。これら判決では、「原告投資家は売買報告書および月次報告書を見れば、証券業者による頻繁な取引を容易に知ることができ、それを止めさせなかった」ことを指摘している。すなわち、証券業者に対する黙従を批判しているともいえる。しかし、投資家を黙従させることができたからこそ、証券業者は過当取引を行うことが可能であったのである。裁判所は過当取引を認定した場合には、一連の取引の合理性を認識させなかった証券業者の責任をより問題とすべきであろう。

#### (1) 取引内容を認識していないこと

東京高裁平成10年9月30日判決<sup>(9)</sup>において、本件一審原告Zは二つの病院を経営し、長年の投資経験を有している。税務申告の関係から、会社組織により証券取引を行うことを考え、一審原告会社Xを設立し、投資資金は銀行からの借入れに基づき、売買一任勘定取引契約により運用された。

問題となった89取引日間に、一審原告会社Xの取引は124回、一審原告Zの取引は57回であり、本件取引以前に比べ、一取引日平均で一審原告会社Xが3.39倍、一審原告Zが2.91倍に増加している。また、投資額は本件取引以前と比較すれば、一取引日平均で一審原告会社Xが1.8倍、一審原告Zが2.8倍に増加している。

全買付銘柄に占めるワラントの割合は、一審原告Zが約66%、一審原告会社Xが約62%に達し、当該取引による損失の額は、一審原告Zの損失全体の約85.0%、一審原告会社Xの損失全体の約83.3%に達している。

一審の東京地裁平成10年1月22日判決は、「株式、転換社債、投資信託の取引に係る損害は、相場の変動および被告担当者の予測が結果的に外

れたことに起因する。しかし、原告らはワラントの取引において、被告が得たと推認される利益と同額の損害を被ったものと認めるのが相当である」として、被告がワラントの取引において得た利益は、過当取引に起因して、原告会社Xは773万円余、原告Zは438万円余の損害を被っていると算定した。

本件取引の売買委託手数料および経過利子などの支払経費は、原告会社Xが645万円余、原告Zが611万円余であり、ワラント取引の損害と合算して、原告会社Xの損害額を1,418万円余、原告Zの損害額を1,050万円余と算定した。

そして、過当取引と相当因果関係のある損害額は、原告会社Xおよび原告Zの投資目的、従前の投資規模および回数、本件一任取引の投資規模および回数に鑑みて、原告会社Xについては損害の5割に当たる709万円余、原告Zについては、損害の6割に当たる630万円余とし、これら金額を賠償額とした。

結果的に、賠償額は原告会社Xおよび原告Zが支払った経費にほぼ匹敵している。なお、東京地裁は、「過当取引が不法行為を構成するような強度の違法性を帯びているとはいえない」として、弁護士費用を認めていない。

それに対し、控訴審の東京高裁平成10年9月30日判決は、支払経費とともに、「一審被告の債務不履行または不法行為と相当因果関係に立つ損害である」として、相場の変動および一審被告証券会社の担当者の予測が外れたことに起因する損失をも含め、損害額を、一審原告会社Xは5,703万円余、一審原告Zは2,852万円余と算定した。しかし、4割減の過失相殺により、賠償額を一審原告会社Xは3,422万円余、一審原告Zは1,711万円余とした。さらに、弁護士費用について、一審原告会社Xは300万円、一審原告Zは150万円を加算しているため、一審判決よりも、大幅に賠償額は増加している。

過失相殺について、東京高裁は、「一審原告Zは相当の投資経験を有し、

## 過当取引の民事責任（二）

一審被告から送付される月次報告書の内容から、困難なく取引内容を認識することができ、損害発生の阻止が可能であった」として、損害額から4割を減じた額を賠償額としている。

一審原告Zの属性、銀行からの借り入れによる投資、一審原告会社Xは税務対策のため設立された証券取引専門の会社であるにもかかわらず、東京高裁は、相場の下落分を損害額に算入し、一審判決よりも投資家側に有利な判決を下さしている。

### (2) 商品の性格に対する理解努力の欠如

福岡地裁平成11年3月29日判決は、原告の損害額を4,360万円と算定したが、4割を減じた2,616万円余を賠償額とした。弁護士費用200万円を加算しているが、手数料額は約2,500万円にのぼり、賠償額にほぼ匹敵している。

本件原告は元高校の教師であり、投資信託、転換社債および株価の安定した大企業株に投資をしてきた。問題となった30ヶ月間における売買総額は11億6,500万円に達し、売買回数は423回、年次売買回転率は約8.8回である。保有期間が10日未満の取引が全体の約23%を占め、短期乗換売買も多い。

福岡地裁は、①原告のような個人投資家においても、商品の性格などにつき自分なりに研究し、理解したうえで取引に入るべきものである、②取引に入った以上は、自分の財産の保全に気を配り、取引の継続・終了についても判断すべきものである、③原告はハイリスク・ハイリターン信用取引に入るうえでは、パンフレットを熟読し、詳細な説明を求めるなどして、商品の性格などについて十分理解すべきである、と指摘し、「原告はこれを怠り、損害を被ったものである」と説示している。

本件では、損害額に占める手数料額は大きい。そのため、過失相殺は4割減にとどまるが、運用損はごく一部が賠償されたにすぎない。なお、本判決は控訴審で破棄され、現在、上告審で係属中である。

(3) 売買一任勘定取引を継続させたこと

大阪地裁平成11年3月30日判決は、原告の損害額を870万円余と算定したが、4割を減じた522万円余から、原告が返金を受けた302万円を控除した219万円余を賠償額とした。弁護士費用22万を加算しているが、賠償額は被告が獲得した手数料額348万円余を下回っている。

本件原告は材木商を経営し、自ら被告証券会社に赴き、口座を開設している。問題となった約17ヶ月間に、214回の株式現物取引を行い、年次売買回転率は12.5回であり、被告証券会社に支払った手数料額は、投資額の約40%に相当する。

大阪地裁は、①原告は送付されている売買報告書および月次報告書を見れば、頻繁な取引がなされていることを容易に知ることができた、②遅くとも平成8年9月頃には、手数料稼ぎの取引がなされているのではないかとの疑念を抱いていた、③遅くとも平成9年5月には、一任勘定取引は証券取引法上、違法な行為であることを知ったにもかかわらず、同年11月まで、取引の一任を撤回することはなかった、と指摘して、「損害の拡大は、原告に一定の過失がある」と説示した。

大阪地裁は、「被告担当者から原告に一任取引を持ちかけ、過大な取引をしたことを考慮しても、損害の公平な分担という見地から、4割の過失相殺を行うのが相当である」と判示する。しかし、賠償額が手数料額を大幅に下回る算定を、「損害の公平な分担」といえるのか疑問である。

- (1) 大阪地判平成7年7月24日全国証券問題研究会編『証券取引被害判例セレクト4』(全国証券問題研究会)53頁。
- (2) 大阪地判平成11年5月31日全国証券問題研究会編『証券取引被害判例セレクト13』(全国証券問題研究会)1頁。
- (3) 名古屋地裁岡崎支判平成9年9月18日全国証券問題研究会編『証券取引被害判例セレクト10』(全国証券問題研究会)1頁。
- (4) 大阪高判平成12年9月29日公判判例集未登載。
- (5) 大阪地判平成9年8月29日判例時報1646号113頁。
- (6) 大阪地判平成11年1月29日公判判例集未登載。
- (7) 東京高判平成11年7月27日全国証券問題研究会編『証券取引被害判例

## 過当取引の民事責任（二）

- セレクト14』（全国証券問題研究会）1頁。
- (8) 大阪高判平成12年10月24日全国証券問題研究会編『証券取引被害判例セレクト17』（全国証券問題研究会）158頁。
- (9) 東京高判平成10年9月30日全国証券問題研究会編『証券取引被害判例セレクト11』（全国証券問題研究会）55頁。
- (10) 福岡地判平成11年3月29日全国証券問題研究会編『証券取引被害判例セレクト12』（全国証券問題研究会）28頁。
- (11) 大阪地判平成11年3月30日全国証券問題研究会編『証券取引被害判例セレクト12』（全国証券問題研究会）120頁。

### 第四節 使用者責任

#### 1 使用者の事業との関連性

或る事業のために他人を使用する者は、被用者がその事業の執行に付き、第三者に加えたる損害を賠償しなければならない（民715条）。そのため、証券会社の従業員または登録外務員たるブローカーが、その業務の過程で犯した不法行為または債務不履行を原因として、顧客である投資家が損害を被った場合、ブローカーの活動を管理および監督する立場にある証券会社は、補償的損害賠償の責任を負うことになる。

その場合、被告証券会社の従業員または登録外務員の行為が、「その事業の執行に付き」行われたものであるのか、また、当該ブローカーの行為が第三者に損害を加えた場合、賠償責任を負う「使用者」の概念が問題となる。

まず、被告証券会社の従業員または登録外務員の行為が、「その事業の執行に付き」行われたものであるのかについて検討をする。民法715条の解釈に関し、最高裁判所は「被用者の行為の外形をとらえて客観的に観察したとき、使用者の事業の態様および規範などからして、それが被用者の職務行為の範囲内に属するものと認められれば足りる」と説示し<sup>(1)</sup>、被用者の当該行為を「その事業の執行」とみなす。

被用者の行為の外形が、使用者の事業の態様および規範などと相当の関連を有している場合、そして、「使用者の事業」の執行行為を契機とし、

これと密接な関連を有する行為につき、第三者に損害が生じた場合、使用者は賠償の責任を負うと考えられる。

一般に証券売買は必然的に投資リスクを伴い、投資家自身が自己の判断と責任のもとに行うべきものであり、当該取引によって生じた損失は、投資家自身に帰属するのが原則である。

証券取引において的確な投資判断をするためには、証券市場を取り巻く政治および経済情勢に加え、証券発行会社の業績・財務状況などについて、豊富な投資経験、高度な投資知識、精鋭な情報分析能力および多角的かつ迅速な情報収集能力などが必要とされる。しかし、当該経験および知識、分析能力<sup>(2)</sup>などにおいて、一般投資家と証券会社との間には格段の質的差異がある。

一般投資家は証券会社の従業員または登録外務員たるブローカーによる投資勧誘を契機に証券取引を行うことが多く、一般投資家はブローカーの専門的立場から提供される情報および助言に依拠して、投資選択および投資判断をすることとなり、資産運用の多様化および金融商品の複雑化に伴い、ブローカーに対する依存度は高くなっている。

他方、証券会社は投資家を証券取引に誘致することにより、売買委託手数料などの利益を得ている。また、投資家が損失を被っても、売買委託手数料などの利益を得るという意味において、構造的に利益相反の関係にある。

そのため、ブローカーは、一般投資家に対し、証券取引を勧誘するに当たっては、投資家の証券取引に関する知識、経験、資力などに照らして、当該証券取引の投資リスクに関する的確な情報の提供および説明を行い、投資家がこれについて正しい理解をしたうえで、その自主的な判断に基づいて当該取引を行うか否かを決めることができるように配慮すべき、「専門家性」として信義則上の義務を負う。

洗練された投資技術を有さない一般投資家は、証券取引の専門家であるブローカーの推奨助言にはそれなりの合理的理由が存在するものと信

## 過当取引の民事責任（二）

頼して証券市場に参入し、投資決定を行うことが多い。このような一般投資家の信頼は十分な保護に値するものであり、ブローカーは金融商品を勧誘するにあたっては、顧客をして自主的かつ冷静な投資判断を歪曲させてはならない。そして、当該商品が投資家の属性に適合すると信じるに足りる合理的な根拠を説明しなければならない。

それ故、ブローカーが自己利益の実現のため、顧客との信頼関係を濫用して、顧客の利益を無視または配慮せず、顧客の経験、知識、投資目的および資力などに照らし、社会的相当性を逸脱する程度に過度な取引を、顧客口座を支配することにより、事実上の売買一任勘定取引に基づき行った場合、証券取引法157条などの趣旨に反することになる。それは、当該顧客との関係において、委任の本旨に反する違法性を有することになる。

ブローカーによるこれら一連の勧誘行為、およびブローカーが主導した売買行為は、まさに証券売買業務に係る行為であり、過当取引は証券会社の事業と密接な関連を有するものであるといえる。

## 2 被控訴人会社の使用者責任

当該ブローカーの行為が第三者に損害を加えた場合、賠償責任を負う「使用者」の概念が問題となる。本問題については、米国の1934年証券取引所法20条 a 項が規定する「支配者 (control person)」責任の概念に関する判例が参考となる。<sup>(3)</sup>

米国の1934年証券取引所法20条 a 項は、現実にブローカーを支配する証券会社が当該ブローカーを通じて、連邦証券諸法に違反する行為をさせた場合、または第一次違反行為者に現実的または潜在的な支配権を有する者は、ブローカーの不法行為などにより損害を被った投資家に対し、<sup>(4)</sup>損害賠償をしなければならない。

例えば、Metge 判決は、支配者責任を求めるためには、「被告証券会社が特定の違法とされる行為に対する支配権限を現実に行使したことを立

証する必要はない」と説示する。<sup>(5)</sup>

そして、Brown 判決は、「証券諸法違反が為された当時、第一次違反行為者の業務全般を支配する権限を有し、結果的に第一次違反行為者の特定行為に、直接的または間接的に、支配または影響を与えることができるに必要な権限を有していたならば、証券取引所法20条 a 項に基づく支配者責任を有する」と指摘する。<sup>(6)</sup>

Brown 判決は、第一次違反行為者の業務全般に対する「支配権の現実的行使の有無」にではなく、「第一次違反行為者の特定行為に影響を与えることができるに必要な権限」を有していたかを基準とする。その場合、「直接的な支配または影響力」か、「間接的な支配または影響力」かを問わない。

他方、わが国の裁判例を概観すれば、民法715条の「被用者」を、広く使用者の指揮・監督の下に使用者の経営に従事する者を指称すると解<sup>(7)</sup>し、元請負人と下請負人間における指揮・監督の事実から「二重支配」の關係に基づく責任を認めている。<sup>(8)</sup>

証券会社の従業員または登録外務員たるブローカーが、過当取引を原因として、顧客に損害を被らせた場合、当該ブローカーは直接的支配下または影響下にあることは明白である。それ故、証券会社が直接に担当ブローカーに過当取引を命じていなくとも、ブローカーの活動を管理および監督する立場にある証券会社は、補償的損害賠償の責任を負うことになる。

- (1) 最判昭和39年2月4日民集18巻2号252頁。
- (2) 福岡地判平成13年1月29日公判判例集未登載。
- (3) 今川嘉文「支配者概念と民事責任」商事法務1572号25頁。
- (4) Booth, *Damages in Churning Cases*, 20 S. R. L. J. 3, 21 (1992).
- (5) *Metge v. Baehler*, 762 F.2d 621 (1985), *cert. denied*, 474 U. S. 1057 (1986).
- (6) *Brown v. Enstar Group, Inc.*, 84 F.3d 393 (1996), *cert. denied*, 117 S. Ct. 950 (1997).
- (7) 大判大正6年2月22日民録23巻212頁。

## 過当取引の民事責任（二）

（８） 最判昭和41年7月21日民集20巻6号1235頁。

### 第五節 判例にみる算定方法の概要

#### 1 大阪地裁平成7年7月24日判決<sup>(1)</sup>

##### (1) 原告の損害

本件取引において、原告が支払った総投資額は6,185万円であり、被告は約1,380万円の手料金を獲得している。それに対し、原告が受領した投資利益は、685万2,913円にとどまる。しかし、「本件取引のうち、問題となった被告証券会社の担当者が関与した分に対してのみ、違法性が認められる」ため、同範囲内において、原告に生じた損害は、5,320万円である。

##### (2) 過失相殺

当該損害については、原告が担当者の投資勧誘および指導などに依存したとはいえ、原告が調査すればそれらを拒絶することも可能であり、安易に取引を継続したこと。それが自己の利益を追及を意図してなされた行為であり、原告の側の落ち度が大きいこと。そして、担当者の過失および違法性の程度はそれほど高くないことから、大阪地裁は、過失相殺として、損害額から8割を減じた1,064万円をもって、原告が被告から賠償を受けるべき額とした。

なお、原告が主張する無断売買に対しては、例えば、原告が弟の死亡により不在にしている間も、被告により売買が行われている。しかし、原告は取引内容について月次報告書を受領し、署名捺印したうえで回答書を被告に返送している。そして、当該取引に対し、何らかの苦情および異議を申し立てたりはしていない。これら理由から、大阪地裁は無断売買および取引の事後承諾の強制に関し、原告の主張を退けている。

#### 2 大阪地裁平成9年8月29日判決<sup>(2)</sup>

(1) 原告の損害

本件取引により、原告が被った損失額の累計は、2億2,354万8,961円であり、この額をもって損害とすべきである。もっとも被告は、損失のほとんどは、平成2年8月のクウェート侵攻による株価の暴落によるものであり、また、原告は被告担当者Sの勧めに従わず信用取引による建玉を処分しなかったのであるから、取引による各損失は過当取引による損失とみるべきではないと主張する。

しかし、被告の主張する株価暴落の事実は、株価が各種要因によって変動するものであることの反映に他ならず、被告の主張は要するに、過当取引が行われていても、原告の取引に有利に株価が趨勢すれば、損害を被ることがなかったであろうというに過ぎない。

本件取引については、平成2年8月以降も、松下通信および帝国通信の信用取引などにみられるように短期の売買が行われ、過当取引による不法行為が継続しているとみるべきである。また、平成2年6月末まで著しい過当取引をし、被告が多額の委託手数料を取得していたにもかかわらず、本件取引の損失累計が1,641万円あまりにすぎなかったのは、それまでの株価の上昇によるものであり、被告はその株価の上昇の利益を享受しながら、株価が下落した場合について責任を免れるとするのは公平を失するものであって、被告の主張は採用できない。

もっとも、本件取引の損失累計が増加した要因の一つに、原告が、被告担当者Sの勧めに従わず、信用取引による建玉を処分しなかったことが挙げられるが、これによって、過当取引と原告の損失との間が相当因果関係を失われるわけではない。

(2) 過失相殺

原告は、資産を増加させることを望んで本件取引を開始し、被告担当者Xに証券の銘柄・数量・価額などの選択を委ねるなど、自ら過当取引の原因の作出に大きく寄与していると言わざるを得ない。そして、本

## 過当取引の民事責任（二）

件取引の損失の多くは平成2年8月以降のものであり、原告として、それまでに保有株や信用取引の建玉を処分して損害の拡大を防止することも全く不可能だったわけではない。

さらに、原告は、被告担当者Sから、平成2年5月28日に信用取引を縮小して現物取引に切替えるよう勧められ、また、遅くとも平成2年9月頃には、被告担当者Sから信用取引による建玉の処分を勧められたのに、株価の変動に対する生半可な見通しによってこれに応じないまま損失を増大させたこと、ワラント取引においては、被告担当者Xに対し何らの説明を求めていることなどを考慮すると、本件取引による損害の発生については、原告自身にも相当の落ち度があるというべきである。

他方、本件取引における大量性・頻回性、短期損金決済が多いなどの問題点については、その比較的早い段階である平成元年9月頃から、被告証券会社の本店営業考査課が目にする程度に常軌を逸していたものであり、そのことは、被告池田支店宛に繰り返し注意されていた。しかし、被告池田支店においては、原告から形式的に「顧客問い合わせ」に署名押印を求めただけの対応に終始するだけであって、原告に対して、本件取引の危険性を周知させ、信用取引等を縮小させる等、問題の解消に努力していないことも、原告の損害拡大に寄与していると認められるから、原告の落ち度を余り過大に評価することは、かえって、原被告間の公平を欠くことになるというべきである。

そこで、以上の事情を総合して、本件においては、5割の過失相殺を行い、前期損害額から5割を減じた1億1,177万4,480円をもって、原告が被告から賠償を受けるべき金額とするのが相当である。また、弁護士費用は1,200万円が相当である。したがって、被告が原告に賠償すべき合計額は、1億2,377万4,480円となる。

### 3 名古屋地裁岡崎支部平成9年9月18日判決<sup>(3)</sup>

原告は、本来、自己の財産は自らの力で維持すべきものであるところ、

被告との取引において、経験がなく、かつ、十分な知識がないにもかかわらず、被告の担当者の言うがまま何もせず、ほとんど一切を被告に任せっぱなしにして多くの利益をあげようと安易に考えて危険な取引を継続してきた点において、原告にも多分の過失があるといわざるを得ず、被告において賠償すべき損害は、原告の被った損失の1億8,178万4,261円の3割に相当する5,453万5,000円をもって相当と考える。

なお、弁護士費用として、272万円をもって相当因果関係にある損害と認める。

4 東京高裁平成10年9月30日判決<sup>(4)</sup>

(1) 東京地裁平成10年1月22日判決

①委託手数料など

本件一任取引において、原告会社Xは、株式、転換社債および投資信託の取引の委託手数料として369万2,461円、経過利子として、93万3,472円、取引税およびその他経費として182万4,124円を支出し、原告Zは、委託手数料として214万9,910円、経過利子として、12万1,467円、取引税およびその他経費として384万4,377円を支出したから、原告会社Xおよび原告Zは過当取引に起因して、それぞれこれと同額の損害、すなわち、原告会社Xは645万0,057円、原告Zは611万5,754円を被ったものと認められる。

②差引損失合計額に相当する損害

株式、転換社債および投資信託の取引においては、損害は、相場の変動および被告担当者の予測が結果的に外れたことに起因するものであると考えられ、過当取引に起因するものと認めることは困難であって、他にこれを認めるに足りる証拠はない。

ワラントの取引においても、損害の多くは、相場の変動および被告担当者の予測が結果的に外れたことに起因するものであると考えられ、過当取引に起因するものと認めることは困難である。しかし、ワラントの

## 過当取引の民事責任（二）

取引は原告らと被告との相対取引であり、被告の利益はその価格に含まれているから、原告らはワラントの取引において、被告が得たと推認される利益と同額の損害を被ったものと認めるのが相当である。被告がワラントの取引において得た利益は、過当取引に起因して、原告会社Xは773万5,115円、原告Zは438万6,456円の損害を被ったものと認められる。

それ故、原告会社Xの損害額は合計1,418万5,172円、原告Zの損害額は合計1,050万2,210円となる。

### ③弁護士費用

本件のような一般の債務不履行において、その不履行が不法行為を構成するような強度の違法性を帯びる場合でない限り、弁護士費用は債務不履行と相当因果関係にある損害とはいえないところ、本件においては、過当取引が不法行為を構成するような強度の違法性を帯びているとはいえない。

### ④過当取引と相当因果関係のある損害

原告会社Xおよび原告Zはそれぞれの投資目的、従前の投資規模および回数、本件一任取引の投資規模および回数に鑑みると、本件一任取引が過当であることと相当因果関係のある損害は、原告会社Xについては、損害の5割に当たる709万2,586円、原告Zについては、損害の6割に当たる630万1,326円と認めるのが相当である。

## (2) 東京高裁平成10年9月30日判決

### ①過当取引に起因する控訴人らの損害

本件一任取引に起因して、一審原告会社X（控訴人）は合計5,703万9,130円の損失、一審原告Z（控訴人）は合計2,852万8,881円の損失をそれぞれ被った。

当該損失の中には、本件一任取引に係る一審被告証券会社（被控訴人）の委託手数料ないし利益および取引税、経過利子などの経費のほか、相場の変動および一審被告証券会社の担当者の予測が外れたことに起因す

る損失の部分が含まれているところ、後者については、本件一任取引が委任契約の本旨に従ってされていたとしても、相場の変動等により一定の損失が発生していたといえる場合には、その部分の損失は、債務不履行または不法行為と相当因果関係を有しないというべきであるから、これを各損失から控除するのが相当である。しかし、本件ではこれを認めるに足りる的確な証拠はないから、結局、損失額が被控訴人の債務不履行または不法行為と相当因果関係に立つ損害であると認めるのが相当である。

## ②過失相殺

一審原告Zは、以前から多額の投資をして相当の投資経験を有しており、かつ、本件一任取引の内容についても、一審被告から送付される月次報告書の内容を注意して見れば、大きな困難なく取引内容を認識することができ、そうすれば、途中で損害発生を阻止しえたものと考えられるから、一審原告らにも損害発生について過失があったというべきである。当該過失は、本件の賠償額を定めるについて斟酌するのが相当であるところ、諸般の事情を総合し、損害の公平な分担の観点から、本件においては、4割の過失相殺をするのが相当である。

そうすると、前記損害に関し、一審被告が賠償すべき損害額は、一審原告会社Xについて3,422万3,478円、一審原告Zについて、1,711万7,329円となる。

## ③弁護士費用相当の損害

本件一任取引については不法行為も成立するから、一審原告らは、同行為と相当因果関係のある弁護士費用相当額については、不法行為による損害として賠償を求めることができるというべきところ、不法行為と相当因果関係のある弁護士費用は、一審原告会社Xについては300万円、一審原告Zについて150万円と認めるのが相当である。

## 過当取引の民事責任（二）

### (1) 原告の損害

大阪地裁は、「被告は、担当者Xの時の取引のうち、平成3年11月29日の持田製薬株買付けから平成5年6月7日のオリンパスワラント買付けまでの一連の取引について、使用者責任を負う」としたうえで、当該責任に基づく損害賠償請求権が時効により消滅したかについて、「一連の取引は、全体として違法な過当取引と評価されることにより、原告に対する不法行為を構成するものであるから、これを構成する個々の取引毎に消滅時効が進行するのではなく、全ての取引の決済が終了した平成6年6月9日から消滅時効が進行するものと解するのが相当である。そうすると、本訴提起のあった平成8年10月9日までに、右消滅時効は完成しているとはいえない」と説示する。

そして、「被告は、担当者Xの時の取引のうち、平成3年11月29日の持田製薬株買付けから平成5年6月7日のオリンパスワラント買付けまでの一連の取引について、使用者責任を負い、その損害は、1,024万6,738円である」とした。

### (2) 過失相殺

大阪地裁は、「証券取引は自己責任原理に立脚してなされるものであり、原告も、被告の担当者Xに対し、短期的に利益の出る証券の勧誘を要求し、その勧誘に応じて多数回の取引を重ねた結果、多額の損失を生じたもので、責任の一端は原告にあるというべきである」と指摘したうえで、「そこで、本件記録から窺える一切の事情を考慮すると、約5割の過失相殺をするのが相当であるから、被告は、原告に対し、過失相殺後の損害500万円にその一割に相当する弁護士費用50万円を加えた550万円を賠償すべきである」と判示した。

## 6 福岡地裁平成11年3月29日判決<sup>(6)</sup>

### (1) 原告の損害

被告担当者の本件取引によって原告が被った損害は、全取引終了時の売買純損失と考えるべきところ、本件においては、売買損失4,427万2,249円から信用取引による株式の配当金66万4,000円を控除した4,360万8,249円と認めるのが相当である。

(2) 過失相殺

もともと証券取引には何らかの危険が伴うことは常識であり、原告のような個人投資家においても、商品の性格などにつき自分なりに研究し、理解したうえで取引に入るべきものであり、また取引に入った以上は、自分で財産の保全等に気を配り、取引の継続・終了についても判断すべきものである。原告は、危険性の比較的低い現物取引から取引に入ったものの、信用取引に入るうえでは、パンフレットを熟読し、あるいは詳細な説明を求めるなどして、商品の性格などについて十分理解すべきであるのに、これを怠り、ハイリスク・ハイリターン<sup>(7)</sup>の信用取引に入り、損害を被ったもので、損害の発生については原告にも過失があるというべきである。

従って、原告の損害額4,360万8,249円から4割を減額するのが相当であり、原告が被告から賠償を受ける金額は2,616万4,949円となる。

(3) 弁護士費用

本件不法行為と相当因果関係のある弁護士費用としては、原告請求にかかる200万円が相当である。

なお、本判決は控訴審で破棄され、現在、上告審で係属中である。

7 大阪地裁平成11年3月30日判決<sup>(7)</sup>

(1) 原告の損害

原告か被告に対し、本件取引に関し、合計870万1,597円を支払ったことは、当事者間に争いがなから、原告は、本件取引により、同額の損

## 過当取引の民事責任（二）

害を受けたことになる。

原告においても、被告から送付されてきた売買報告書および月次報告書を見れば、被告担当者の判断により頻繁な取引がなされていることを容易に知ることができた。そして、遅くとも平成8年9月頃には、手数料稼ぎの取引がなされているのではないかとの疑念を抱くようになった。さらには、遅くとも平成9年5月には、一任勘定取引は証券取引法上、違法な行為であることを知ったにもかかわらず、同年11月まで、被告担当者に対する取引の一任を撤回することはなかったものであるから、本件取引における損害の拡大について、原告にも一定の過失があるといわざるを得ない。

### (2) 過失相殺

原告においても、被告から送付されてきた売買報告書および月次報告書を見れば、被告担当者の判断により頻繁な取引がなされていることを容易に知ることができた。そして、遅くとも平成8年9月頃には、手数料稼ぎの取引がなされているのではないかとの疑念を抱くようになった。さらには、遅くとも平成9年5月には、一任勘定取引は証券取引法上、違法な行為であることを知ったにもかかわらず、同年11月まで、被告担当者に対する取引の一任を撤回することはなかったものであるから、本件取引における損害の拡大について、原告にも一定の過失があるといわざるを得ない。

そうすると、被告担当者から原告に一任地を持ちかけ、手数料稼ぎと目されても仕方のないような過当な取引をしたことを考慮しても、損害の公平な分担という見地から、4割の過失相殺を行うのが相当である。

それ故、870万1,597円の6割に相当する522万0,958円から、原告が被告から返金を受けた302万7,118円を控除した219万3,840円に、弁護士費用として、22万を加算した241万3,840円が、被告が原告に賠償すべき金額となる。

8 大阪地裁平成11年5月31日判決<sup>(8)</sup>

(1) 原告の損害

大阪地裁は、「本件全取引終了時点において、原告の最終的な投資合計額1億5,397万8,000円から、口座残金5,415円を差し引いた、1億5,397万2,585円の損失が発生したと認められ、これが被告の違法行為によって原告の被った損害である」とした。そして、「本件取引開始時から被告による口座支配の状態が生じており、これが解消されたという事情も認められないのであるから、被告の違法行為によって発生した損害発生の危険性が、因果の流れを辿って本件取引終了時点までに損害として具現化したものと評価できる」と説示する。

(2) 過失相殺

原告は口座支配が形成される過程において、被告から何ら勧誘されていなくてもかかわらず、自ら積極的に一任勘定的な資金運用を欲し、原告の知人Aと共謀して、その同窓生のつてを巧みに利用して、Aが取引主体であるかのような形式をとり、わざわざ東京にマンションを借りて居住するなどの手段をもちいているのであって、一般通常人には考え難いような取引に対する強い意欲が窺われる。

また、本件取引の各種報告書からの知識、および同時並行で行っていたナショナル証券の取引による経験から、本件取引で損失が発生していることを認識し得、被告に対する過信および誤信から抜け出せる機会があったのであるから、いつまでも被告による特別の扱いを期待し、なんらの措置も講じることもなく、結果的に損失につながった出金および出金要求を繰り返していたという点においても、原告にも落ち度があるものと言わざるを得ない。

「これらの事情を自己責任の観点からみれば、損害の発生について、原告にも相当大きな過失があったものというべきである」として、過失相殺として7割5分減の3,849万3,146円および弁護士費用380万円の合

## 過当取引の民事責任（二）

計4,229万3,146円を損害賠償額とした。

### 9 東京高裁平成11年7月27日判決<sup>(9)</sup>

#### (1) 一審原告の損害

一審原告（被控訴人）が本件取引によって被った損害は、「買金額」（買付代金と諸経費の合計額）の合計（但し、未だ売付ができず、損益が確定していない各株式の買金額は除く）と、「売金額」（売付代金から諸経費を控除したた金額）の合計との差額である2,763万0,729円の損失であることが認められるが、そのうち、株式以外の証券取引により被った損失は、合計55万7,020円であるので、まず、これを控除すると、本件取引のうち株式取引によって一審原告が被った損失は、2,707万3,709円となる。

次に、公平の観点から、一審原告自ら注文して取引に及んだものと認定したものについては、一審原告らに賠償させるべき損害から全額控除するのが相当である。それ故、一審原告が一審被告証券会社（控訴人）の担当者Sの不法行為によって被った損害額は、2,419万8,996円となる。

#### (2) 過失相殺

認定事実によれば、一審原告（被控訴人）も、本件取引において、遅くとも比較的初期の段階である平成2年6月ないし7月ころまでには、一審被告証券会社（控訴人）の担当者Yから、「一審被告証券会社の担当者Sが買っている銘柄は高すぎる」、「株でない方がよい」などと、一審被告証券会社の担当者Sの勧誘する銘柄などにつき問題があることを助言ないし示唆されていたが、少なくとも平成2年8月2日のイラクのクウェート侵攻前までは、一審被告証券会社の担当者Sに推奨された個々の銘柄については、一応納得して買い付けていた点、一審原告自身、イラクのクウェート侵攻による経済情勢の変化（株価暴落）については、報道により明確に認識しており、一審被告証券会社の担当者Sに相談す

るまでもなく、この時点で、自ら取引を控えることを選択する余地も十分あったことが認められるところ、このような助言・示唆および経済情勢の変化にもかかわらず、自ら取引を継続した点、更に、右時期以降の取引については、一審原告自身も気が進まないものが多く出てきて、一審被告証券会社の担当者Sの勧誘に対して直接返事せず、口座担当者に聞いて欲しいなどという言葉で応じることにより、抵抗の意を暗に示したのみで、一審被告証券会社の担当者Sらの積極的な意思の封殺ないし無視があった訳でもなかったのであるから、自らの意思で一審被告証券会社との取引を終了させられたにもかかわらず、一審被告証券会社の担当者Sの勧誘に軽率に依りて、それまでの損害の回復を図るために従前と同様な態度で漫然とその取引を継続していた点において、一審原告にも、いわゆる自己責任の原則の観点から、本件取引による損害の発生・拡大につき、少なからぬ落ち度があったものと評価することができる。

そして、これまで検討した一審被告証券会社の担当者Sの本件取引への勧誘行為の態様、違法性の程度、一審原告の落ち度の内容・程度、一審原告の属性など、本件に現れた一切の事情を斟酌すると、公平の観点から、一審原告らに賠償させるべき損害額は、前記の損害額から過失相殺により5割を減じた1,209万9,498円とするのが合理的と思料される。

10 大阪高裁平成12年9月29日判決<sup>(10)</sup>

(1) 一審原告の損害

一審原告（控訴人）が被った損害は、本件において問題となった平成3年2月13日から平成4年9月28日の取引により生じた損害に加え、当該期間の信用取引に対し、平成4年9月29日以降に行った清算取引の結果も斟酌すべきである。その合計額は、2億5,650万3,819円である。しかし、違法取引期間中の取引とは認められない現物取引による損失額は248万2,749円である。それ故、本件取引中に一審原告が被った損失額は、当該金額を控除した2億3,165万1,070円となる。

## 過当取引の民事責任（二）

違法取引期間中の証券取引の少なくとも9割以上は、一審被告証券会社（被控訴人）の担当者らが一審原告から事前に個別具体的な売買注文、売買の了解を得ずに、その独自の判断に基づき行った一任取引によるものである。したがって、一審原告が一審被告証券会社の担当者の違法な一任取引（過当取引）により被った損害額は、違法取引期間中に被った損失額2億3,165万1,070円の9割である、2億0,848万5,963円を上回るものと推認できる。

### (2) 過失相殺

一審原告が本件取引中の違法取引により損害を被ったことについては、次のような過失があることが認められる。①一審原告が一審被告証券会社の担当者に一任取引を委ねた、②一審原告は一審被告証券会社から、本件取引が成立する毎に売買取引報告書を郵送されており、本件違法取引の内容を確認できた、③一審原告は一審被告証券会社から、定期的取引明細、預かり金銭高、預かり証券残高の明細の報告を受け、間違いがない旨の回答までしている。

したがって、一審被告証券会社は一審原告に対し、本件違法取引により被った損害額2億0,848万5,963円の4割である8,339万4,385円の損害賠償金支払義務は免れない。そうすると、一審原告の6,700万円の本件損害賠償請求はすべて理由がある。

一審被告証券会社は本件取引により、手数料収入6,188万6,208円に加え、ワラント売買益を得ている。それ故、一審被告証券会社が本訴で6,700万円程度の損害賠償金の支払を命じられても、一審被告証券会社にとっては何ら過酷な結果とはならない。

<sup>(11)</sup>  
11 大阪高裁平成12年10月24日判決

#### (1) 一審原告の損害

大阪高裁は、「本件取引により一審原告が現実に被った損失額は、本件

取引により支出した金銭と受領した金銭および証券（現在、一審被告に保護預かりしている証券も含む）の口頭弁論終結時の評価額の差額に、一審原告が本件取引を行うために銀行から借り入れた金員に対し支払った利息相当額を加えた額と解すべきである。……本件取引は数億円から20億円以上の資金量をもって行われており、一審原告程度の規模の法人にあっては銀行借入による資金なしにこのような巨額の取引を行うことは不可能であり、一審被告もこれを認識し又は認識可能であったと認められることからすれば、借入金の利息についても、一審被告の不法行為と相当因果関係のある損害と認めるのが相当である」と述べる。

本件取引において、一審原告が一審被告に出金した金額と、一審被告が一審原告に入金した金額を比較すると、一審被告に出金した金額が27億5,902万0,700円多い。一審原告が一審被告から平成4年以降に配当金および満期償還金として受け取った金額は3,659万2,229円であるため、全入出金を差引すれば27億2,242万8,471円の出金となる。また、一審原告が一審被告から現実に引き取った株式に関し、平成10年9月末時の評価額は3億4,129万1,800円であり、一審被告に保護預り中の有価証券に関し、同時点の評価額は1億4,572万7,129円である。一審原告が銀行から借り入れた本件取引資金の利息は7億円を下らない。それ故、一審原告が本件取引により被った損害は、29億3,540万9,542円に達する。

## (2) 過失相殺

大阪高裁は、「一審原告は、当初から短期間に投機利益を得ようとして、本件取引を開始し、また、多額の投資をしているにもかかわらず、一審被告を信頼するあまり、一審被告担当者らに有価証券の銘柄、数量、価格、処分時期などの選定を委ねて、自らは投資の対象となる商品の性格や内容について詳しく知ろうともせず、他人任せの態度で安易に利益を得ようと考えていたものということができ、一審原告のかかる態度が一審被告担当者の本件不法行為を助長する一因になったものと認められる。

## 過当取引の民事責任（二）

さらに、本件取引は、5年4ヵ月という長期に及んでいるが、この間に信用取引を止めて損失の拡大を防止することも十分に可能であったと認められる。したがって、一審原告にも、本件取引による損害の発生については、相当の落ち度があったと言わざるを得ない」として、前記の損害額から過失相殺により5割を減じた、14億6,770万4,771円を賠償額とした。そして、弁護士費用として8,000万円を加え、賠償すべき合計額を、15億4,770万4,771円と算定した。

- (1) 大阪地判平成7年7月24日全国証券問題研究会編『証券取引被害判例セレクト4』（全国証券問題研究会）53頁。
- (2) 大阪地判平成9年8月29日判例時報1646号113頁。
- (3) 名古屋地裁岡崎支判平成9年9月18日全国証券問題研究会編『証券取引被害判例セレクト10』（全国証券問題研究会）1頁。
- (4) 東京高判平成10年9月30日全国証券問題研究会編『証券取引被害判例セレクト11』（全国証券問題研究会）55頁。
- (5) 大阪地判平成11年1月29日公判判例集未掲載。
- (6) 福岡地判平成11年3月29日全国証券問題研究会編『証券取引被害判例セレクト12』（全国証券問題研究会）28頁。
- (7) 大阪地判平成11年3月30日全国証券問題研究会編『証券取引被害判例セレクト12』（全国証券問題研究会）120頁。
- (8) 大阪地判平成11年5月31日全国証券問題研究会編『証券取引被害判例セレクト13』（全国証券問題研究会）1頁。
- (9) 東京高判平成11年7月27日全国証券問題研究会編『証券取引被害判例セレクト14』（全国証券問題研究会）1頁。
- (10) 大阪高判平成12年9月29日全国証券問題研究会編『証券取引被害判例セレクト17』（全国証券問題研究会）50頁。
- (11) 大阪高判平成12年10月24日全国証券問題研究会編『証券取引被害判例セレクト17』（全国証券問題研究会）158頁。