

## 《投資取引と勧誘業者の説明義務》

松岡 久和

### 1 東京地判平成 15 年 5 月 14 日金判 1174 号 18 頁

#### 【判示事項】

証券会社担当のした内外の株式買付勧誘によって生じた損失につき適合性原則違反、説明義務違反があったとして証券会社に使用者責任が認められた事例

#### 【判決要旨】

一 証券会社が顧客に対し、適合性の原則に違反して、典型的に見て明らかに過大な危険を伴う取引や自主的な投資判断をすることが期待できないような取引を勧誘した場合には、社会相当性を欠き、不法行為を構成するので、米国上場現物株の買付を勧誘した証券会社に損害賠償責任が認められる（過失相殺 3 割）。

二 証券会社が顧客に対し、説明義務に違反して、取引に伴う具体的な危険性についての説明をしないで取引を勧誘し、それが社会的相当性を欠く場合には、不法行為を構成するので、日本上場現物株の買付を勧誘した証券会社に損害賠償責任が認められる（過失相殺 7 割）。

請求額：19,828,993 円、認容額：6,527,854 円

#### 【事実】

平成 5 年 6 月に X（平成 12 年当時、74 歳、年金生活者である寡婦）は、証券会社である Y に取引口座を開設し、Y の従業員 B の勧めに応じた投資信託までは行っていたが、株式投資の経験はなかった。A は、保有株式の値下がりを懸念していたものの、株式売買による利益取得によるカバーまでは考えていなかった X の投資についての意向を確かめることをせず、X の取引履歴も調べることなく、投資信託や株式購入を勧誘した。

X は、証券取引に関して、自らが投資判断のための情報を収集したことはほとんどなく、証券会社の担当者から勧誘を受ける際に提供される情報が、投資判断のためのほぼ唯一の情報であった。

A は、介護関連の株式を中心に構成された投資信託を購入するよう勧誘する際に、介護保険市場の拡大により将来性がある値上がりが見込めることを説明しただけで、投資信託の一般的な危険性については、以前の投資経験から X には知識があると考え

て説明をせず、年齢的に X には介護保険についての知識があると考え、介護保険についての説明もしなかった。X には元本保証がないことの認識はあった。さらに、A は、その他の投資信託や内外の債券・株式への投資を勧誘する際も、将来性が見込める IT や介護関連企業であることを強調するのみで、IT 関連銘柄の株式の購入を勧誘する際には、インターネットの普及が止まった場合には業績拡大も止まる可能性があるといった、IT の将来性に関する一般的な危険性についての説明をするだけで、個別銘柄の株価動向などに基づく危険性や、外国株式の場合の為替変動による危険性については説明をしていなかった。X も、そのような危険性の情報や勧められた銘柄の企業内容などについて、自分から説明を求めることはなかった。

角川書店株や日本テレビ株の売買については、X は、差額合計 95 万円弱の利益を得た。

平成 12 年 7 月ころになって、X は、A が担当になってから購入した株式や投資信託が全体としてどのような評価損益になっているのかを確認したいと考え、A にその一覧表を作成して送付するよう依頼した。A は、一覧表を見て、1500 万円以上の評価損が生じていることを知り、平成 13 年 2 月、損失を確定するため、全購入商品の売却を求め、それが実行された。

X が、A に適合性原則違反、断定的判断の提供、説明義務違反の不法行為があったと主張して、Y に対し、使用者責任に基づき、その損失と弁護士費用について損害賠償を求めた。

#### 【判決理由】

### 2 適合性原則違反（争点(1)）について

#### (1) 適合性原則違反と不法行為

ア 株式投資などの証券取引は、証券会社の勧誘を契機とするものであっても、基本的には投資者の自己責任によって行われるものである。しかし、証券会社は業務として証券取引やその媒介を行い、専門的な知識や豊富な情報収集手段を有しているのに対し、顧客の投資に関する知識や経験は顧客によって差異が大きく、一般投資者としての顧客は、専門家である証券会社の助言や投資勧誘に依拠して投資判断をするのが通常である。

したがって、証券会社が顧客に投資勧誘をする場

合には、顧客の知識や経験、財産状況、投資目的などに照らして明らかに過大な危険を伴う取引や、商品の構造や価格形成過程からして顧客が自主的な投資判断をすることが期待できないような取引を勧誘することを回避すべき義務がある（証券取引法 43 条参照）。

イ この点につき、Yは、証券取引法 43 条は行政取締規定であって、証券会社やその従業員に対し一定の行為を禁止するものではなく、投資者の投資への適合性は、原則として投資者自身が判断すべきものであり、投資勧誘についてこれが問題になるとしても、それは例外的な場合にに限られると主張する。確かに、証券取引法 43 条の規定は行政取締法規としての性質を有するものであり、これに違反したからといって直ちに私法上も違法であるということにはならない。

しかし、自己の知識や経験、財産の状況については顧客自身が熟知しているとしても、他方、証券会社は商品の構造や危険性、市場の状況などについて圧倒的な知識と情報を有しているのであるから、適合性の判断をもっぱら顧客自身の責任とすることは相当でない。証券会社が顧客に対し、上記の義務に違反して、明らかに過大な危険を伴う取引や自主的な投資判断をすることが期待できないような取引を勧誘した場合には、顧客に適合しない投資勧誘をしたものとして社会的相当性を欠き、不法行為を構成する。

ウ 前記認定のとおり、Xはこれまで職業に就いたことがなく、主婦として生活してきたものであって、証券取引に関する知識もほとんど有していなかった。平成 3 年ころXが株式投資を始めたのは、夫の死亡保険金などで取得した資産について、一部を株式にして保有するのが安全でよいと聞いたからである。Xの投資目的は、長期的に堅実な投資を行って将来的には 3 人の子に資産を分け与えようというものであり、短期的な売買を行って利益を得ようという意図はなかった。Xは証券会社の担当者に勧められるまま取引を行っていて、X自身が得た知識や情報を用いて取引を行ったことはなく、証券取引に関する情報はもっぱら証券会社の担当者からの情報に頼っていた。Yの八王子支店においても、AがXの担当者となるまでは債券と転換社債、投資信託を購入していて、株式の売買を勧誘されたり自ら注文したりすることはなかった。

したがって、Xの担当者となったAとしては、このようなXの証券取引に関する知識や経験、投資目的に適合しない取引は、その勧誘を回避すべき義務があったというべきである。

## (2) 外国株式の取引

ア XがAに勧誘されて購入した商品のうち、QUALCOMM、CISCO SYSTEMS、NOKIACORP、AT&T WIRELESS の株式は、いずれも IT 関連の外国会社の株式であり、日本の証券取引所には上場されていない米ドル建ての米国株式である。

これらの外国株式については、その企業の事業内容や今後の業績見通しなど、投資判断に必要な情報を収集して適切な投資判断をすることが、国内企業の場合に比べて困難であり、また、米ドル建てであるため、為替相場に関する知識や情報も要求される。Xは証券取引に関する知識に乏しく、自分だけで投資判断を行ったことがなく、投資判断に必要な情報の入手は証券会社の担当者に依存していたというのであるから、そのようなXに、外国株式について自主的な投資判断を期待することはできない。

取引が米ドル建てで行われるため、株式自体の価格変動により損失を生じる可能性に加え、為替相場の変動によってもかなりの損失を生じる危険性がある。Xにこの点についての知識や経験があったとは認められず、その投資目的も長期的に堅実な投資を行うというものであったから、そのようなXにとっては、これらの外国株式の取引は明らかに過大な危険を伴う取引であるといえることができる。

したがって、これらの外国株式の取引をXに勧誘したAの行為は、適合性原則に違反し、社会的相当性を欠くものとして不法行為になる。

イ Yは、Xは危険性の高い投資信託の取引を含め、本件取引以前から株式や投資信託などの取引を行っており、証券取引に関してかなりの知識や経験を有していたし、保有株式の含み損を取り戻すために、有望な取引であれば一定の危険性があっても容認する意図を有していたと主張する。

しかし、Xは、担当者に勧められて 1、2 回売却した以外には保有株式を売却したことがなかったものであり、その取引経過からも、株式は長期保有目的で購入しようとしていたことが明らかである。このようなXの取引経過や投資目的は、新しくXの担当となったAとしても、当然に把握しておくべきことであった。危険性が高いという投資信託も、日経平均株価の変動幅に対し 2 倍の割合で価格が変動するというものであり、外国株式における危険性とは質的に異なるのであって、Xが外国株式の取引に伴う危険性を容認していたものとはいえない。

ウ Yは、また、これらの外国株式は世界的に知名度の高い企業のものばかりであり、その業種、事業内容、株価の変動状況などもXに説明していると主張する。

しかし、これらの企業が世界的に著名であり、Aがある程度の説明をしたからといって、外国株式の取引であること自体から生じる投資判断の困難性や為替変動による危険性が消失するものではない。

### (3) 外国株式以外の取引

ア Aが購入を勧誘した外国株式以外の商品は、投資信託と東証 1 部、2 部又は店頭市場に上場された国内株式である。

これらの商品のうちには、上場して半年程度しか経過していない企業の株式や、短期間に価格が大きく変動していて価格の安定性が懸念される株式も含まれているが、投資信託や上場された現物株式を購入するという取引は、典型的に投機性の高い取引ではない。投資判断についても、外国株式ほど知識や経験を必要とせず、情報の収集も比較的容易である。

したがって、Xが投資の経験や知識に乏しく、堅実な投資目的を有していたことを考慮しても、投資信託や上場された現物株式の取引が明らかに過大な危険を伴う取引であるとはいえず、また、自主的な投資判断をすることが期待できないような取引であるともいえない。

イ Xは、Aが勧誘した商品はIT関連、介護関連、新規公開株といった個別特殊の危険要因を抱えた投機性の高いものであったと主張する。

しかし、ITや介護に関連する株式、あるいは新規公開の株式であるからといって、そのことが直ちに危険要因になるということとはできない。Xの購入後に価格が大幅に下落している銘柄もあるが、事後的に価格の急落が生じたことをもって、その取引が投機性の高いものであったと判断するのは妥当でない。

## 3 断定的判断の提供（争点(2)）について

### (1) 断定的判断の提供と不法行為

有価証券の取引において、証券会社が価格の騰貴などにつき断定的判断を提供して勧誘することは、投資者の自己責任の原則を損ね、その保護に欠けることになるので、禁止される（証券取引法 42 条）。

したがって、これに違反し、断定的判断を提供して取引を勧誘した場合には、不法行為を構成する。

### (2) Aの勧誘行為

ア 中略……Aは、……一般的な情報に基づく将来の予想を示して勧誘したにすぎないというべきである。

イ Aは、平成 12 年 4 月 21 日、Xやその他の顧客あてに「0101」を買って下さい。既にお持ちの方は買い増して下さい。現実社会の情報化がこれからののに株価が天井を打つことはありません」と自筆で記載した書面を送付しており（甲 10）、勧誘に

際して断定的な言葉を使用していたことがうかがわれる。

しかし、Xも投資信託が場合によっては損失を生じるものであることは認識していたし、株式が値下がりする可能性があることはだれもが認識している。一般的な情報に基づいて相場を確実に予測することは不可能であり、Xにおいても、Aの勧誘文言は将来の予想の域を出ないものであることが理解できたと考えられる。

Aの勧誘には断定的な言葉が使用されているという問題点はあるが、社会的相当性を欠くとまではいえず、不法行為には当たらない。

## 4 説明義務違反（争点(3)）について

### (1) 時機に後れた主張

略

### (2) 説明義務違反と不法行為

ア 前記 2 のとおり、株式投資などの証券取引は投資者の自己責任によって行われるものであるが、一般投資者としての顧客は、専門家である証券会社の助言や投資勧誘に依拠して投資判断をするのが通常である。

したがって、証券会社が顧客に取引を勧誘するにあたっては、顧客が自己責任をもって取引を行うことができるようにするため、取引の内容や顧客の知識経験に応じて、取引に伴う危険性についての説明をすべき義務があるというべきである。

証券会社が顧客に対し、この義務に違反して、取引に伴う危険性についての説明をしないで取引を勧誘し、それが社会的相当性を欠く場合には、不法行為を構成する。

イ 前記認定のとおり、Xが本件取引以前に行っていた証券取引は、証券会社の担当者に勧められるまま行った取引であり、これによって投資判断のための知識や経験を積んだということとはできない。投資判断のための情報も担当者からの情報に依存しており、自らが情報収集をしたことはほとんどなかったから、X自身は投資判断をする能力に乏しかった。

したがって、Aとしては、本件取引を勧誘するにあたり、Xにおいて的確な投資判断が可能となるように、取引に伴う危険性についても説明をすべき義務があった。

ウ もっとも、AがXに勧誘した取引は、投資信託や上場された現物株式の購入である。これらの取引について、一般的に購入した商品が値下がりする危険性があることは、だれでも認識していることであり、また、その価格は様々な事情により変動するものであるから、説明を要する危険性もおのずから限定されてくる。

証券会社の担当者としてこのような取引に伴う危険性について説明義務が生じるのは、その取引を勧誘する時点において、一般的な危険性を超えて具体的な危険要因がある場合に限られるというべきである。

(3) ソフトバンク、光通信、グッドウィル・グループの株式の取引

ア 前記認定のとおり、ソフトバンク株、光通信株、グッドウィル株は、AがXに取引を勧誘した当時、IT や介護関連の銘柄として人気を集め、いずれも急激に株価が上昇していた。しかし、反面、前月や前々月の株価の変動には、短期間に価格が大きく上下する場面も見られた。

これらの株価の動きからは、当時、市場で将来を有望視されていることの表れという評価ができる一方で、人気が過熱気味で価格動向に不安定さを残すという評価もできる状況にあった（Xが保有していたフォーカスシステムズ株も、平成 11 年 12 月から平成 12 年 2 月にかけて株価が急騰し、A自身、平成 12 年 2 月には過熱感があると判断して売却を勧めている。甲 15 の 1・2、乙 12 の 1・2、28）。株価が短期間に急上昇している場合には、過熱感から価格が下落に転じたときは逆に急落する危険性も大きいと えることができる。

したがって、Aとしては、長期的な堅実な投資目的をもってXに対し、ソフトバンク株、光通信株、グッドウィル株の購入を勧誘するにあたっては、このような危険性も考慮に入れてXが的確な投資判断を行うことができるように、有望な銘柄ではあるが株価動向には不安定な部分があり、下落に転じた場合には大幅な損失を被る可能性もあるという具体的な危険性について説明をすべき義務があった。

イ ところが、Aは、有望な銘柄で株価の上昇が期待できることを強調して何度も勧誘をする一方、取引による危険性については、インターネットの普及が止まった場合には業績拡大も止まる可能性があるといった IT の将来性に関する一般的な危険性を説明したにとどまり、個々の銘柄についてそれまでの株価動向などに基づいた具体的な危険性の説明はしなかった。

したがって、このようなAの勧誘行為は説明義務に違反し、社会的相当性を欠くものとして不法行為になる。そして、Xが堅実な投資目的をもってXのことを考慮すると、Xが危険性についての説明を受けていれば、これらの株式を購入しなかった蓋然性が高いというべきである。

(4) そのほかの取引

本件取引のうち、そのほかは、株式と比較して危

険性が分散される投資信託の取引と、Xも熟知している有名企業や東証 1 部新規上場企業の株式の取引である。

これらの取引については、Aが取引を勧誘した時点で、一般的な危険性を超えて価格下落などの具体的な危険性があったことを認めるには足りないから、説明義務違反があったということとはできない。

5 賠償すべき損害額について

(1) XがAの適合性原則違反の勧誘により被った損害は、別紙取引明細表に記載の損益のうち、QUALCOMM、CISCO SYSTEMS、NOKIACORP、AT&TWIRELESS の外国株式の売買によって生じた損失の合計 309 万 4662 円である。

また、説明義務違反の勧誘により被った損害は、ソフトバンク、光通信、グッドウィル・グループの株式の売買によって生じた損失の合計 1253 万 8637 円である（ソフトバンク株と光通信株について、売却までに取得した配当合計 720 円を控除した）。

Aを当時従業員として使用していたYには、民法 715 条 1 項により、Xが被った損害を賠償する責任がある。

(2) ところで、Xは担当者の勧誘に依存して行ったとはいえ数年間の証券取引の経験があり、株式や投資信託の取引が危険性を伴うものであることを一般的には認識していた。本件取引はいずれも投資信託や現物株式の売買であって、取引自体が特に複雑なものではない。XはAの説明内容が十分理解できなかったにもかかわらず、さらなる説明を求めたり取引を明確に拒絶することをしないで、最終的には取引に応じているのであり、価格の上昇を期待して勧誘に応じたものと認められるような状況にあった。

このような一切の事情を考慮すると、Xにも損害の発生につき落ち度があったというべきである。損害の公平な分担という観点から、Xの過失の割合を、適合性原則違反に関する損害については 3 割、説明義務違反に関する損害については 7 割と認めるのが相当である。

したがって、過失相殺後の損害額は、外国株式の取引により被った損害 309 万 4662 円の 7 割に相当する 216 万 6263 円と、ソフトバンク、光通信、グッドウィル・グループの株式の取引により被った損害 1253 万 8637 円の 3 割に相当する 376 万 1591 円との合計 592 万 7854 円となる。

(3) 本件事案の内容、Xの請求が認められた程度などを考慮すると、Aの不法行為と相当因果関係があると認められる弁護士費用は、60 万円と認めるのが相当である。

## 2 名古屋簡判平成5年6月30日判タ848号266頁

### 【判示事項】

ワラント債券（行使期間制限のある新株引受権）の取引によって顧客が損害を被った場合、右取引を勧誘した証券会社の従業員に説明義務の違反があったとして、証券会社の損害賠償責任が認められた事例

### 【判決要旨】

証券会社は、証券市場を取り巻く政治、経済状況、各会社の財務状況等の分析について豊富な経験情報、高度な専門的知識を有しており、一方一般の顧客は証券会社の推奨にはそれなりの合理性があるものと信頼して投資を決定するものであり、証券会社が投機性の高いワラント取引を勧誘するにあたっては、商品の十分な説明をする義務があるから、本件の勧誘にあたって証券会社の従業員には、右義務を怠った違反・過失責任があるところ、顧客にも容易にワラントの内容の調査が可能であったとして、2割の過失相殺を認めるのが相当である。

請求額：374,815円 認容額：299,852円

Xの属性：宗教法人の檀家総代で浄財運用を任された者、宅建業者、株式取引経験有

安全性のある商品への投資に限定することをY従業員Aに伝えていた

取引時期：平成2年2月13日。それ以前のワラント取引で8000円余の収益有

Aからはワラントの説明なし

平成3年11月末に8万円弱で売却し損害37万円余が確定。

Xは訴外寺に合計50万円を賠償し、損害賠償債権を取得（賠償者代位？）

## 3 東京地判平成6年4月18日判時1522号114頁

### 【判示事項】

証券会社Yの営業担当者Aが顧客Xに対し外貨建ワラント取引を執拗に勧誘したことが不法行為に該当することを理由に証券会社の使用者責任を認めるとともに、顧客の過失が5割の限度で斟酌された事例

請求額：6,378,608円 認容額：3,189,304円

Xの属性：年齢不明。奥さんB任せで国債等の資産運用。ワラント取引経験なし

取引時期：平成2年5月

相場上昇傾向が見えた時期に評価損をカバーように、ワラントが株式の3倍値上がりするとAがBを執拗に電話勧誘（3回断って4回目）。危険性の説明なし。その6日後に値上がり傾向を指摘しさらに取

引。Bは危険な商品を買付けたとの認識を欠き、集金担当者から渡されたワラント取引説明書（X側は交付も争ったようである）を読まずに紛失。平成3年7月Aが担当を交代した頃、600万円の評価損となった。その時も対処方法等については説明なし。

判決理由から

「ワラントの特殊性にかんがみれば、このような取引説明書は、初めての取引の勧誘に際して営業担当者が予め顧客に交付して取引開始前に熟読することを求めるべきものである。しかるに、本件においては、取引成立後に、しかも集金の担当者が事務的に交付したにとどまるのであり、その交付の時期、方法において相当性を欠いている。章江が読まずに紛失してしまったのも、このような顧客の注意を引かない交付時期、方法の不当さにも一因があるといふべきであり、これらを交付したことによりYが不法行為責任を免れるとはいえない」。

## 4 東京高判平成9年6月24日判時1620号93頁

### 【判示事項】

証券会社Yの担当者AやBが証券取引に十分な経験のない年金生活者である60歳の女性に対してワラント取引を勧誘するに際してその危険性につき説明義務を尽くしていないとして証券会社に損害賠償責任が認められた事例（過失相殺1割）

請求額：20,295,662円 認容額：18,386,095円（A個人の責任は否定）

Xの属性：事務職経験のある老婦人60歳。夫と共に年金生活者。中学卒程度の理解力。預貯金2000万円、証券5000万円の資産保有。老後の蓄え確保目的での取引。株式購入経験は35年近くある。昭和52年頃からXY間で取引有

株式取引で損をした経験から担当者を交代してもらい、新担当のAやその後の担当者Bには株式取引をしない旨を確認。株式取引勧誘を断ったこともある。

ワラントの意味を理解せずに契約（錯誤主張なし）。危険性を説明したとのAらの証言は不採用。

取引時期：昭和62年12月、平成元年7～9月

判決理由から

「証券会社の担当者が、一般投資家にして、ワラント取引の勧誘をする場合には、その投資効率の面のみを強調するべきではなく、それに必然的に伴う重大な危険性をより十分に説明すべきである。それも、単にハイリスクであるなどという抽象的な説明では、不十分である。当該一般投資の経歴、証券取引に対する従前の知識経験などに照らし、当該一般

投資家が容易に理解できる方法により、ハイリスクであるという意味を具体的に説明すべきである。そうであるから、ワラント取引に関する十分な知識があり、価格変動要因に関する情報収集力も備えた投資家に対しては、証券会社の担当者の説明義務は例外的にある程度軽減される。

しかし、反対に、右のような知識がないとか情報収集能力を備えていない一般投資家に対しては、そもそもワラント取引の勧誘をすべきではない。不十分ながらも右のような知識や情報収集能力を有する一般投資家に対しては、ワラント取引の勧誘をすること自体は許される場合もあるかもしれない。しかし、その場合には、ハイリスクの意味を、容易に理解できる手段によって、個別的、具体的に懇切丁寧に説明すべきである。」

「顧客であるXの意向、財産状態、投資経験などに照らし、Xは前示のとおり危険なワラント取引に適合しているとはいえ、そもそも適合性の原則に照らしワラント取引を勧誘すべきでなかったというべきである」。

「……勧誘をした行為の違法性は欺罔行為にも比肩すべきものであるといわざるをえない」。

過失相殺 1 割。Aの偽証を理由とする精神的苦痛の慰謝料請求は否定。