

○研究ノート

証券投資信託の投資勧誘と適合性の原則——大阪高裁平成20年6月3日判決の事案を題材に

弁護士 神谷隆一

【目次】

第1 はじめに

第2 適合性の原則

1. 適合性の原則の意義

(1) 適合性の原則とは

(2) 広義の適合性の原則

2. 適合性の原則の沿革

3. 最高裁第一小法廷平成17年7月14日判決（民集59巻6号1323頁）

第3 大阪高裁平成20年6月3日判決（金融・商事判例1300号45頁）

1. 事案の概要

2. 裁判所の判断

3. 本判決が適合性の原則違反の不法行為の成立を認めた点についての評価

(1) 本判決と平成17年最判との関係

(2) 本件投資商品の特性についての判断

(3) Xが歯科医師の免許を有している点、多額の資産を有している点についての判断

(4) 適合性の原則違反の不法行為を認定しながら、さらに説明義務違反について判断している点

4. 適合性の原則違反と過失相殺

5. 本判決の証券投資信託販売実務への影響

第4 証券投資信託の投資勧誘が適合性の原則に違反するとして損害賠償責任が認められた主な裁判例

第1 はじめに

1. 社団法人投資信託協会によれば、平成21年9月末の契約型公募株式投資信託の純資産残高は48兆494億円であり（純資産残高の推移につき表1参照）、平成10年12月に銀行等登録金融機関（以下「銀行等」という）の窓

口で証券投資信託の販売が開始されてから10年余りで、約4倍へと大きく増加している（このうち銀行等による販売分の純資産残高は24兆5,205億円、販売形態別で見たシェアは51.0%に達している）。

2. 一方、平成20年秋のいわゆる「リーマン・ショック」以降の株価の大幅下落により、証券投資信託の運用成績も低迷した。これに伴い、証券投資信託の投資勧誘行為をめぐる、投資者が、販売会社に対して適合性の原則違反、説明義務違反を理由に損害賠償を請求する事例も増加しており、日本証券業協会が運営するあっせん手続においても、証券投資信託に関する新規申立件数も激増している（表2参照）。
3. 投資勧誘行為が適合性の原則に違反するということは、そもそもその投資者には当該投資商品の勧誘を行うべきではなかったということであり、販売会社としては、いかに丁寧に説明を尽くそうとも、やはり投資勧誘を行ってはならなかったということになるのである。したがって、販売会社にとっては、「貯蓄から投資へ」の流れにおいて資産運用手段として証券投資信託が重要性を増す中、どのような投資勧誘行為が適合性の原則に違反するのかを十分認識することが、投資者保護の立場に立った業務運営を行う上で極めて重要なこととなる。そこで本稿では、証券投資信託の投資勧誘行為に関する諸規制のうち、「適合性の原則」に焦点をあてて、その意義、法制上の沿革、裁判例の動向、販売実務上の留意点等について検討する。
4. なお、適合性の原則に違反する投資勧誘行為の私法上の効果や顧客の適合性を判断するに際して考慮すべき事情を、最高裁として初めて明示したものが最高裁第一小法廷平成17年7月14日判決（民集59巻6号1323頁）であるが、この最高裁判例の示した規範を用いて適合性の原則違反の有無について判断した最近の高裁裁判例として、大阪高裁平成20年6月3日判決（金融・商事判例1300号45頁）がある。この裁判例は、歯科医師の資格を持ち、約3億2,000万円もの資産を有する投資者に対する短期間での合計約2億1,630万円の証券投資信託等の勧誘行為について、原審の判断を覆し、適合性の原則に著しく違反し不法行為上も違法であるとしたものである。投資者が歯科医師の免許を持ち、多額の資産を有していても、適合性の原則違反の不法行為の成立を認めた点で実務上重要であり、本稿における適合性の原則の検討に際しては、この裁判例の事案を題材として取り上げることとする。

【表1 契約型公募株式投資信託の純資産残高の推移】

| | 純資産残高 |
|-----------|------------|
| 平成10年12月末 | 11兆4,960億円 |
| 平成11年12月末 | 15兆6,963億円 |
| 平成12年12月末 | 14兆6,105億円 |
| 平成13年12月末 | 14兆9,054億円 |
| 平成14年12月末 | 16兆3,728億円 |
| 平成15年12月末 | 21兆3,393億円 |
| 平成16年12月末 | 27兆4,352億円 |
| 平成17年12月末 | 40兆8,289億円 |
| 平成18年12月末 | 55兆6,578億円 |
| 平成19年12月末 | 66兆7,844億円 |
| 平成20年12月末 | 40兆8,421億円 |
| 平成21年9月末 | 48兆 494億円 |

(社団法人投資信託協会ホームページより作成)

【表2 日本証券業協会 投資信託に関するあっせん新規申立件数】

| 平成18年度 | 平成19年度 | 平成20年度 |
|--------|--------|--------|
| 19件 | 37件 | 114件 |

(日本証券業協会ホームページより作成)

第2 適合性の原則

1. 適合性の原則の意義

(1) 適合性の原則とは

ア. 適合性の原則とは、金融商品取引業者等（証券会社、銀行等はこれに該当する）は、金融商品取引行為（証券投資信託の販売はこれに該当する）について、顧客の知識、経験、財産の状況及び金融商品取引契約を締結する目的に照らして不適当と認められる勧誘を行ってはならないとする原則をいう。

イ. 金融商品取引法40条1号は、金融商品取引業者等の業務の運営の状況が、「金融商品取引行為について、顧客の知識、経験、財産の状況及び金融商品取引契約を締結する目的に照らして不適当と認められる勧誘を行って投資者の保護に欠けることとなっており、又は欠けることとなるおそれがあること」のないように業務を行わなければならないと規定しており、この要請が「適合性の原則」と言われるものである。これは、ある特定の利用者に対しては、いかに説明を尽くしても一定の商品の勧誘を行ってはならないというルールであると言える。

ウ. 金融商品取引法40条1号を受けた罰則規定はないが、その違反は、内閣総理大臣（その委任を受けた金融庁長官〔194条の7第1項〕）による業務改善命令（51条）又は監督上の処分（52条1項6号）の対象となり得る。上記の意味での適合性の原則は、一般投資家への市場開放の中で、自己責任原則の妥当する自由競争市場での取引耐性のない顧客を、後見的配慮に基づいて、市場から排除することによって保護することを目的としたルールとして位置付けられるものである（宮坂昌利「判批」法曹時報60巻1号229頁）。

エ. なお、最高裁平成17年7月14日判決（民集59巻6号1323頁）は、この金融商品取引法40条1号の前々身である、平成10年法律第107号による改正前の証券取引法54条1項1号の規定をもって、適合性の原則を定めたものと判示している。

(2) 広義の適合性の原則

ア. 適合性の原則には、「狭義の適合性の原則」と「広義の適合性の原則」があるとされており（金融審議会第一部会「中間整理（第一次）」（平成11年7月6日））、この立場によれば、上記（1）で説明した適合性の原則が「狭義の適合性の原則」で、「広義の適合性の原則」とは、業者が利用者の知識・経験・財産等に適合した形で勧誘を行わなければならないというルールであると言える。

イ. 狭義の適合性の原則が、取引耐性を欠く者を後見的配慮に基づいて市場から排除しようとするものであるのに対し、広義の適合性の原則は、顧客が市場に参加するための自己決定基盤の整備に向けた能動的な働き掛けを要請するものである。その結果、広義の適合性の原則は、説明義務の範囲や程度と相関関係的な概念として捉えることができる。下級審の裁判例で適合性の原則違反を認めた裁判例の多くは、広義の適合性の原則違反に係るものである。広義の適合性の原則の概念は、以前から実務上承認されていたものといえるが、金融商品の販売等に関する法律の平成18年改正時に、その趣旨が明記されることとなった。すなわち、同法3条2項は、同条1項の金融商品販売業者等の説明義務規定を受けて、「前項の説明は、顧客の知識、経験、財産の状況及び当該金融商品の販売に係る契約を締結する目的に照らして、当該顧客に理解されるために必要な方法及び程度によるものでなければならない。」と規定し、説明義務を果たすための説明の方法及び程度という位置付けで広義の適合性の原則に法律上の位置付けを与えたのである（宮坂・前掲230頁）。

また、実質的説明義務を定めたものと理解されている金融商品取引業等に関する内閣府令117条1項1号は、契約締結前交付書面、上場有価証券等書面、目論見書等および契約変更書面の交付に関し、当該書面の記載事項について

顧客の知識、経験、財産の状況及び金融商品取引契約を締結する目的に照らして当該顧客に理解されるために必要な方法及び程度による説明をすることなく金融商品取引契約を締結する行為を禁止行為としている。この禁止行為としての実質的説明義務は、広義の適合性の原則の考え方を説明義務に取り込むものであると考えられる（松尾直彦ほか「金融商品取引法関係政府令の解説（1）金融商品取引法制の政令・内閣府令等の概要」旬刊商事法務1807号47頁）。

2. 適合性の原則の沿革

（1）わが国の法令等において、証券取引に関する適合性の原則が明文化されたのは、昭和49年、日本証券業協会会長宛大蔵省証券局長通達「投資者本位の営業姿勢の徹底について」（昭49年12月2日蔵証2211号）において、「投資者に対する投資勧誘に際しては、投資者の意向、投資経験及び資力等に最も適合した投資が行われるよう十分配慮すること、特に証券投資に関する知識、経験が不十分な投資者及び資力の乏しい投資者に対する投資勧誘については、より一層慎重を期すること」が指摘されたことにさかのぼる（長島・大野・常松法律事務所編『アドバンス金融商品取引法』662頁（平成21年、商事法務））。この通達を受けて、日本証券業協会では、公正慣習規則において、顧客の職業、年齢、資産状況、投資経験の有無等を記載した顧客カードの備え付けを協会員に義務付けた。

（2）その後、平成4年の証券取引法改正により、大蔵大臣の是正命令の発令要件として、証券会社が、「顧客の知識、経験及び財産の状況に照らして不適当と認められる勧誘」を行って投資者の保護に欠けることとなっている場合を規定し、適合性の原則が法令上に明文化された（当時の証券取引法54条1項1号）。

（3）この規定は、平成10年の証券取引法改正の際、証券会社の業務規制という位置付けで証券取引法43条1号に引き継がれ、さらに平成18年、証券取引法が金融商品取引法に改称された際、金融商品取引法40条として規定されるに至った。なお、平成18年改正は、単なる条文の位置の変更ではなく、第一に、適合性原則の判断要素として従来の証券取引法43条1号及びその前身の54条1項に掲げられていなかった「投資目的」を明記した点、第二に、特定投資家への適用を制限した点（金融商品取引法45条1号）で、実質改正を含むものである（宮坂・前掲231頁）。

（4）適合性の原則違反を理由とする行政処分としては、日経225オプション取引の勧誘行為について、平成16年3月に関東財務局が泉証券㈱に対して業務停止命令・業務改善命令を行った例がある。

(5) なお、日本証券業協会では、「協会の投資勧誘、顧客管理等に関する規則」(自主規制規則)第3条2項で「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」と定め、さらにその具体的対応として同規則第5条で顧客カードの整備を義務付けている。

3. 最高裁第一小法廷平成17年7月14日判決

(1) 最高裁第一小法廷平成17年7月14日判決(民集59巻6号1323頁、以下「平成17年最判」という)は、最高裁が、初めて、「適合性の原則」の本質を「狭義の適合性原則」で理解することを明らかにするとともに^(*)、行政規制である適合性の原則違反のいわゆる民事効を認め、その基準を明らかにしたものである。

(*) 従来の下級審裁判例では、適合性の原則を狭義のものと捉えて説明義務と区別して理解するものと、適合性の原則を広義のものと捉えて説明義務として理解するものに分かれていたが、平成17年最判は、最高裁が「適合性の原則」の本質を「狭義の適合性原則」で理解することを明らかにしたものであると考えられる(神田秀樹ほか編著『金商法実務ケースブックⅠ判例編』160頁(平成20年、商事法務))。

(2) 事案の概要

証券取引により巨額の損失を被った株式会社(水産卸売業者)が、証券会社に対して、オプション取引の勧誘行為は適合性の原則に違反するものであったなどと主張して、不法行為による損害賠償を求めた事案である。

(3) 判決要旨

ア. 平成10年法律第107号による改正前の証券取引法54条1項1・2号等は、業務停止命令等の行政処分の前要件としてではあるが、証券会社が、顧客の知識、経験及び財産の状況に照らして不相当と認められる勧誘を行って投資者の保護に欠けることとならないように業務を営まなければならないとの趣旨を規定し、もって適合性の原則を定める。

イ. 証券会社の担当者が、顧客の意向と実情に反して、明らかに過大な危険を伴う取引を積極的に勧誘するなど、適合性の原則から著しく逸脱した証券取引の勧誘をしてこれを行わせたときは、当該行為は不法行為上も違法となると解するのが相当である。

ウ. そして、証券会社の担当者によるオプションの売り取引の勧誘が適合性の原則から著しく逸脱していることを理由とする不法行為の成否に関し、顧客の適合性を判断するに当たっては、単にオプションの売り取引という取引類型における一般的抽象的なリスクのみを考慮するのではなく、当該オプションの基礎商品が何か、当該オプションは上場商品とされているかどうか

などの具体的な商品特性を踏まえて、これとの相関関係において、顧客の投資経験、証券取引の知識、投資意向、財産状態等の諸要素を総合的に考慮する必要があるというべきである。

エ. これを本件についてみるに、適合性の原則から著しく逸脱するものであったということはできず、この点について不法行為責任を認めることはできない（なお、才口千晴裁判官が、補足意見において、証券会社の信義則上の指導助言義務について言及している）。

第3 大阪高裁平成20年6月3日判決（金融・商事判例1300号45頁）

1. 事案の概要

(1) Xは、昭和13年生まれ的女性で、大学歯学部を卒業後、勤務歯科医として稼働してきたが、実母が病に倒れた後はその看護、付添にあたり、時間があるときには、開業医である兄A（養親）の診療所で調剤の手伝いをしていた。

(2) Xは、それまで自ら証券投資取引をした経験はなかったが、Aの遺産を相続した後（Xは相続後約3億2,000万円の資産を保有するにいたった）、Aが生前取引していた証券会社Yの従業員Bの勧誘により、平成11年12月から平成12年8月までの間に次の証券投資信託や日経平均ノックイン債（以下「本件投資商品」という）合計約2億1,630万円を購入し、Xはこの取引によって合計約4,282万円の損失を被った（日経平均ノックイン債で得た利益控除前）。

【Xが購入した本件投資商品の概要】

| 投資商品 | 投資商品の概要 |
|---------|--|
| 証券投資信託① | 株式への投資割合に制限がなく、株式組入比率は高位で、投資対象には上場銘柄だけでなく店頭登録銘柄も含まれ、高成長企業への積極投資を行う。また、アジア株式にも投資可能であり、外貨建資産への投資は30%まで認められている。 |
| 証券投資信託② | 主として国内株式を投資対象とするが、株式投資割合に制限がなく、株式組入を高水準とし、店頭登録銘柄も投資対象に含む。 |
| 証券投資信託③ | ファンドのほとんど全てを全世界の普通株式に投資することができる。低格付け証券にも投資可能で、一定の範囲でオプション取引も可能。 |

| | |
|------------|--|
| 証券投資信託④ | ファンドのほとんど全てを全世界の普通株式に投資することができる。低格付け証券にも投資可能で、一定の範囲でオプション取引も可能。ライフサイエンス志向と考えられる関連業界へ投資を集中。 |
| 証券投資信託⑤ | 株式組入を高水準とすることを基本とし、投資対象は国内の株式であるが、リバイバル銘柄（企業の再生・復活が期待できる銘柄）、リバウンド銘柄（今後の株価の反発が期待できる銘柄）の二つの観点から投資銘柄を選定。 |
| 証券投資信託⑥ | 株式への投資割合に制限がなく、株式組入比率は高位で、外貨建資産への投資は30%まで認められている。投資対象が、わが国の株式のうち、主として中小型株であり、店頭登録銘柄や箱積み株式等も対象とする。 |
| 日経平均ノックイン債 | 償還価格が、一定期間中の日経平均株価の終値によって額面額となったり、あるいは、日経平均株価終値の下落分に応じて決定されるという債券。日経平均株価の終値が期間中一度でも基準価格（設定価格の80%相当額）未満になり（ノックイン）、償還日の15営業日前に設定価格を下回っていた場合には、設定価格を基準として日経平均株価の下落に応じた損失を負う。期間1年で、途中売却不可。 |

(3) そこで、Xは、Yの担当者Bの適合性の原則違反及び説明義務違反の勧誘行為により本件投資商品を購入し損害を被ったとして、Bの不法行為によるYの使用者責任ないしBを履行補助者とするYの債務不履行責任に基づき、Yに対し損害賠償を請求した。

(4) 原審判決（大阪地裁平成19年7月26日判決、証券取引被害判例セレクト30巻217頁）は、Bの勧誘行為につき、適合性の原則違反は否定しつつ、説明義務違反があったと判断してYの損害賠償責任を認めたが、Xの過失割合を7割として過失相殺をした（X、Y双方控訴）。

2. 裁判所の判断

(1) 大阪高裁平成20年6月3日判決（以下「本判決」という）は、Bによる本件投資商品の勧誘行為が、説明義務違反の不法行為を構成するだけでなく、適合性の原則違反の不法行為を構成するとしてYの損害賠償責任を認め（民法709条、715条）、過失相殺についてはXの過失割合を4割とした。

(2) 適合性の原則違反についての判断

ア. 証券会社は、顧客の知識、経験及び財産の状況に照らして不相当と認められる勧誘を行って投資者の保護に欠けることとならないように業務を営まなければならない、証券会社の担当者が、顧客の意向と実情に反して、明らかに過大な危険を伴う取引を積極的に勧誘するなど、適合性の原則から著しく逸脱した証券等投資商品の取引の勧誘をしてこれを行わせたときは、当該行為は不法行為上も違法となる。顧客の適合性を判断するにあたっては、当該投資商品の取引類型における一般的抽象的なリスクのみを考慮するのではなく、具体的な商品特性を踏まえて、これとの相関関係において、顧客の投資経験、証券等投資商品の取引の知識、投資意向、財産状態等の諸要素を総合的に考慮する必要がある。

イ. 本件投資商品は、いずれもその仕組みが複雑で、理解が容易とはいえない投資商品である。本件投資商品のうち、6投資信託は、組入が予定ないし許容されている株式の累計に照らし、株価変動リスクが大きく、公社債投資信託や国内一部上場会社の株式と比較して、また他の投資信託と比較しても、いずれも相対的にハイリスクな投資商品であり、各商品の特性やリスクをよく知った上で、リスクをとっても相当な利益を得ることをねらう積極的な投資意向に適合する投資商品である。また、日経平均ノックイン債は、得られる利益は利金（手数料は控除される）の限度であるのに、利金程度にとどまらない損失を受ける可能性があり（一定の限度はある）、しかも途中で売却することができないといった制約を負っている。購入すべきかどうかを決定するに際しては、その仕組みをよく知り、経済状況、株式市況の動向に関心を払い、1年先の株式市況の動向を予測した上で、途中で売却できないというリスクをとりつつなお購入すべきか否かを判断しなければならない、主體的積極的な投資判断を要する投資商品であり、リスク性の高い投資商品である。

ウ. Yの従業員BのXに対する一連の本件投資商品の勧誘は、これまで投資経験がなかったのに億単位の額を相続し、投資についての知識を持たず積極的な投資意向もないXに対し、Xの投資経験に注意を払わず、Xの投資意向を確認しないまま、Xの意向と実情に反し、堅実な株式投資から転じて、明らかに過大な危険を伴う商品のみの取引に、そして額においても一個人の投資目論見には到底及ばない桁に達する取引へと積極的に誘導したものであり、適合性の原則から著しく逸脱した証券取引勧誘に該当するといわざるを得ない。

Xが歯科医師の免許を有することだけで適合性を肯定する根拠となるものではなく、Xが相続により約3億2,000万円の資産を有していたことについて

ても、Xの投資経験に注意を払わず、投資意向を確認しないまま、Xの意向と実情に反して本件投資商品の取引を勧誘することを正当化するものではない。

エ. したがって、Bによる本件投資商品の勧誘行為は全体としてXに対する適合性の原則違反の不法行為を構成する。

3. 本判決が適合性の原則違反の不法行為の成立を認めた点についての評価

(1) 本判決と平成17年最判との関係

本判決は、①金融商品取引法40条1号の規定をもって適合性の原則を定めたものと理解していると考えられる点、②適合性の原則から著しく逸脱した証券取引の勧誘をしてこれを行わせたときは不法行為上も違法となるとしている点、③顧客の適合性を判断するにあたっては、具体的な商品特性を踏まえて、これとの相関関係において、顧客の投資経験、投資商品の取引の知識、投資意向、財産状態等の諸要素を総合的に考慮する必要があるとしている点において、平成17年最判の判示した内容を踏襲している。

(2) 本件投資商品の特性についての判断

本判決では、本件投資商品（6つの投資信託と日経平均ノックイン債）は、いずれもその仕組みが複雑で、理解が容易とはいえない投資商品であると認定している。

投資信託の商品特性については、「一般に投資信託の本質は専門家によって行われる分散投資の小口化であるといえ、株式投資などと比較しても格別リスクが高い商品とはいえず、投資信託の一つである株式投資信託それ自体の取引適合性の程度については、格別高度なものが要求されるとは解されない。」とする裁判例（大阪地判平成18年4月26日判例時報1947号122頁）、「投資信託における資産運用は、投資家ではなく証券取引の専門家が行うものであり、安全保持のために分散投資をすることとされていることからいって、株取引等において生じる過大なリスクは一般的には生じない。」とする裁判例（東京地判平成10年2月23日金融・商事判例1051号49頁）もある。

しかし、投資信託といっても、投資対象となる有価証券、リスクの所在、商品の仕組みなど商品の特性はファンド毎に異なるのであるから、「専門家が分散投資する仕組み」であることのみをもって、「取引適合性の程度については、格別高度なものが要求されるとは解されない」であるとか、「株取引等において生じる過大なリスクは一般的には生じない」という評価をすることは適切とは言えないであろう。

この点について本判決では、本件投資商品中の6投資信託について、組入れが予定・許容されている株式の累計に照らして株価変動リスクが大きいこ

とから、各商品の特性やリスクをよく知った上で、リスクをとっても相当な利益を得ることをねらう積極的な投資意向に適合する投資商品であると判断しており、専門家が分散投資する仕組みが特徴の投資商品である投資信託であっても、リスクの高い投資商品であると判断している。この判断は、「顧客の適合性を判断するにあたっては、当該投資商品の取引類型における一般的抽象的なリスクのみを考慮するのではなく、具体的な商品特性を踏まえて、…総合的に考慮する必要がある。」という本判決及び平成17年最判の判断基準に照らせば、妥当な判断であると考えられる。

(3) Xが歯科医師の免許を有している点、多額の資産を有している点についての判断

本判決は、Xが歯科医師の免許を有している点、多額の資産を有している点については、それだけで適合性の原則に違反しないという判断はしなかった。原審が「Xは、…大学の歯学部を卒業して歯科医として勤務してきた高学歴の女性であり、株価が変動する程度のことは当然に分かっていたのであり、また、兄（養親）であるAの多額の遺産を相続して、本件取引開始時には、約3億2,000万円もの資産を有していたものである。そして、Xは、その後本件取引を始めたころには、Aの診療所の後処理や売却手続を一人で行っており、これらの事情に照らすと、Xは、本件取引当時、相当の資力を有し、かつ、本件取引をするのに必要な判断力や理解力も十分にあったというべきである。」と判断していることに比べると、本判決は、顧客の適合性を厳格に判断していると言える。

確かに、Xは大学歯学部を卒業し歯科医師資格を有する点からすれば、一般的な判断能力や理解力は相当高い水準にあるとは考えられる。しかし、経済学を学んだわけではないこと、歯科医師としても勤務医経験がなく、病院経営の経験はないことを考えれば、証券取引に関する判断能力や理解力についても当然に高い水準にあったということとはできないであろう。

また、Xには相当の資力があったが、平成17年最判によれば、資力は、適合性を判断するにあたって考慮される要素の一つ（財産状態）に過ぎない。

そのような観点からすれば、「Xが歯科医師の免許を有することだけで適合性を肯定する根拠となるものではなく、Xが相続により約3億2,000万円の資産を有していたことについても、Xの投資経験に注意を払わず、投資意向を確認しないまま、Xの意向と実情に反して本件投資商品の取引を勧誘することを正当化するものではない。」とした本判決の判断は妥当であると考えられる。

(4) 適合性の原則違反の不法行為を認定しながら、さらに説明義務違反について判断している点

本判決は、適合性の原則違反の不法行為を認定した後、BのXに対する説明義務違反は明らかであり、Bの勧誘行為は不法行為を構成すると判示している。

適合性の原則の定義からいうと、本来、適合性の原則によって勧誘してはならない場合は、いくら説明を尽くしても勧誘してはならないことが留意されるべきであるという見解（上柳敏郎「適合性原則と説明義務をめぐる判例法理と課題」金融法務事情1535号28頁）にみられるように、適合性の原則違反の不法行為を認定しながら、さらに説明義務違反について判断する必要があるのか、適合性の原則違反の不法行為を認める以上は、説明義務の履行状況を検討するまでもなく民事上の責任を問えるのではないかという疑問がある^(*)。

しかし、原告が裁判において適合性違反原則ととともに説明義務違反も主張・立証している場合には、裁判所は、上級審を意識して説明義務違反についても判断する必要がある（平成17年最判において差戻しとなったのは、原審が説明義務違反について判断していなかったためである）。また、過失相殺において過失割合を決定する際に、業者側に説明義務違反も認められる場合には、その事実も考慮要素となるであろう。

したがって、裁判においては、適合性の原則違反の不法行為を認定できる場合であっても、説明義務違反についても判断する必要があると考えられる。

(*)京都地裁平成14年9月18日判決（判時1816号119頁）は、日経平均株価オプション取引の事案について、適合性の原則違反を認定し、原告主張の説明義務違反や過当勧誘・過当取引に関する判断を示すことなく、証券会社に不法行為による損害賠償責任（過失相殺2割）を認めている。ほかに、「適合性の原則」を「狭義の適合性の原則」であると明確に理解して、適合性の原則違反のみにより証券会社の勧誘の違法性を認めた従前の裁判例として、大阪高判平成13年1月31日（外国投資信託の事案、証券取引被害判例セレクト17巻16頁）、東京高判平成15年4月22日（平成17年最判の原審）がある（神田秀樹ほか編著『金商法実務ケースブックⅠ判例編』160頁（平成20年、商事法務））。

4. 適合性の原則違反と過失相殺

(1) 本判決では、Bによる本件投資商品の取引の勧誘行為は、適合性の原則違反と説明義務違反の不法行為を構成すると判断したが、「Bは、Xに無断で取引をしたものではない。Xにおいても、Bの勧誘に軽々に従わず、商品の仕組みや内容についてBに対し納得できるまで説明を求め、あるいは取引を拒絶することは可能であった。投資商品の取引は本来自己の責任と判断に基づいて行うべきところ、本件投資商品の購入金額の大きさに照らせば、当

時のXの置かれた状況を考慮しても、Xが被告会社のブランド力を盲信し軽々に本件投資商品の取引を承諾したことは、軽率である」として、Xの過失割合を4割として過失相殺するのが相当と判断している。

(2) 投資勧誘行為について適合性の原則違反による不法行為責任を認める場合の過失相殺の当否については議論がある。

否定説は、そもそも適合性の原則は、顧客の過失を問わないか、あるいは顧客に過失がありうることを前提としてそこに業者側が配慮すべきことを求めるものであり、他方、過失相殺は、公平の理念に基づいて被害者側の事情にも着目して損害賠償額を斟酌するものであるから、これらは相容れない概念であるとして、適合性の原則違反を理由に損害賠償を命じながら、過失相殺を理由に賠償額を何割か減額する判例は、理論的には説明がつかないとする(桜井健夫ほか『金融商品取引法ハンドブック』241頁(平成14年、日本評論社))。

これに対して肯定説は、適合性の原則に反した証券取引をした顧客であっても、その取引が一定のリスクを有する取引であること自体は認識しているのが通常であること、また、当該取引について一応の説明がなされ、説明文書等の交付があり、必要に応じて質問をすることができた状況にあったのであれば、当該取引を自ら理解しようとしたり、理解ができるまで取引の実行を保留すべきだったのであり、勧誘者を信頼したなどという理由で理解に努めなかったことは顧客側の落ち度といわざるを得ない事情であること、さらに、適合性の原則があくまで勧誘行為についての問題であり、当該取引を行う最終的な意思決定を顧客自身が行っていることからすれば、適合性原則違反の事例であることだけを理由に、過失相殺を否定するのは相当でないとする(堀部亮一「証券取引における適合性原則について」判例タイムズ1232号44頁)。

(3) 一般的にいうと、過失相殺における損害分配機能を重視すれば、投資勧誘行為について適合性の原則違反による不法行為責任を認める場合においても、過失相殺規定の適用を肯定する方向になるであろう。他方、被害者の救済(損害の補填)と将来の不法行為の抑止という不法行為制度の機能(内田貴『民法Ⅱ』300頁(東京大学出版会、平成9年))をより重視すれば、投資勧誘行為について適合性の原則違反による不法行為責任を認める場合には、過失相殺規定の適用を否定すべき方向になるであろう。

(4) 適合性の原則違反の私法上の位置付けに関する議論の中で、「複雑化した現代社会においては、一定以上の知識・経験を要する分野についての分業化や専門化は必然のなりゆきであるが、その結果として情報の保有量に構造的な格差が生じた場合にも、①社会のすべての構成員にすべての分野を守備

範囲とするよう要求するシステムを維持するか、それとも、②専門家が非専門家に対して相応の配慮をするシステムに漸次移行していくか、選択を迫られる。①の法律上の帰結は、古典的な私的自治ないし自己責任の原則をあくまで妥当とする立場であるが、②の方が社会全体の効率的な発展に寄与するという見方もありうる。これは価値判断の問題であり、②は「消費者保護」と重なる場面があるかもしれないが、必ずしもそれに限られない視点で捉えうる」という見解がある(清水俊彦『投資勧誘と不法行為』431頁(平成11年、判例タイムズ社))。

適合性の原則違反による不法行為責任を認める場合における過失相殺の可否の議論は、「貯蓄から投資へ」の流れの中で、上記見解の①のような考え方を選択するのか、②のような考え方を選択するのかという問題として考えることができるのではないだろうか。

証券投資信託について、政策として①のような考え方を選択すれば、過失相殺規定の適用を肯定する方向になるであろう。それでは、政策として②のような考え方を選択し、適合性の原則違反の効果として、販売会社に不法行為に基づく損害賠償責任を負わせるだけでなく、過失相殺規定の適用を否定するという厳しい処置により、適合性の原則の遵守を促す(将来の不法行為を抑止する)ことが、投資者の保護だけでなく、証券市場の健全な発展、ひいては国民経済の健全な発展という社会全体の効率的な発展に寄与するといえるであろうか。

証券市場の健全な発展の観点からは、投資商品の取引は、本来自己の責任と判断に基づいて行うべきである。したがって、投資商品の仕組み自体が投資者からの収奪を意図したものである場合や、勧誘行為が詐欺的と評価される場合、投資者の過失に乗じている関係にある場合など、特段の事情がある場合を除き、公平の観点から認められている過失相殺の規定の適用を一般的に否定することは、行き過ぎた投資者保護であって、軽率な投資を助長するなど、かえって証券市場の健全な発展を阻害する虞があるのではないだろうか。

このような立場からは、少なくとも証券投資信託の勧誘行為の場合には、適合性の原則違反による不法行為責任について過失相殺の規定の適用を一般的に否定すべきではないと考える。

5. 本判決の証券投資信託販売実務への影響

(1) 平成17年最判及び本判決が示しているように、判例上、顧客の適合性を判断するにあたっては、当該投資商品の取引類型における一般的抽象的なリスクのみを考慮するのではなく、具体的な商品特性を踏まえて、これとの相

関関係において、顧客の「投資経験」、「証券等投資商品の取引の知識」、「投資意向」、「財産状態」等の諸要素を総合的に考慮する必要があるとされている。このように、顧客の適合性の判断は、極めて個別的・具体的な判断を要するものであって、形式的・画一的な判断には馴染まないものである。

現在、証券会社や銀行等の販売業者においては、投資信託の勧誘に際し、顧客カードに、氏名、住所、生年月日、職業、投資目的、投資資金の性格、資産の状況、投資経験の有無、取引の種類、顧客となった動機等の記入を受け、勧誘する投資商品が当該顧客に適合するかどうかについて判断していると考えられるが、その際、職業等から顧客の判断能力が高いと判断できることや、多額の資産を有することは、一般的には適合性を肯定する事情になると考えられる。

しかし、本判決が示したように、判断能力が高い顧客であっても、当然に「投資商品の取引の知識」を有するとは限らず、また、「投資経験」が（ほとんど）無い場合もありうるし、積極的な「投資意向」を持ち合わせていないことも当然ありうることである（後掲の大阪地判平成19年10月17日では、適合性原則違反と判断された根拠の一つとして、取引開始時には積極的投資意向は有していなかったことが挙げられている）。

そして、顧客が多額の資産を有していても、それは適合性判断の考慮要素の一つである「財産状態」の判断材料に過ぎないのである。

「貯蓄から投資へ」の流れの中で、販売会社、特に銀行等においては、それまで元本保証のない金融商品への投資経験のなかった顧客に対して証券投資信託を販売する機会が増大していると考えられるが、顧客の適合性の判断に際しては、判断能力が高いことや多額の資産を有することを過大評価することなく、顧客の投資経験・投資商品に関する知識や投資意向を十分考慮する必要がある。さらに、後日の紛争発生に備えて、投資勧誘が適合性の原則に違反するものではないことを十分説明できるよう、折衝記録を作成しておくことの有用性に留意すべきである。

(2) 顧客の適合性を判断するにあたっては、勧誘する投資信託の具体的な商品特性の把握が不可欠となる。具体的な商品特性の把握に際しては、投資信託は専門家が分散投資する仕組みであるから過大なリスクは一般的には生じないという一般的抽象的な判断をするのではなく、運用対象として予定されている資産の具体的なリスク特性や、中途解約の可否などの商品の仕組みを十分踏まえる必要がある。

また、販売会社において、販売担当部門が投資信託の具体的な商品特性を十分理解した上で投資勧誘できるような体制を整備する必要がある。

第4 証券投資信託の投資勧誘が適合性の原則に違反するとして損害賠償責任が認められた主な裁判例

証券投資信託の投資勧誘が適合性の原則に違反するとして損害賠償責任が認められた主な裁判例として、次のようなものが挙げられる。販売会社においては、投資者保護の立場に立った業務運営を行うために、これらの裁判例も参考にして、投資勧誘行為が適合性の原則に違反することがないように十分留意することが求められる。

| 裁判例 | 投資商品 | 投資者の属性 | 原告の過失割合 |
|---------------------------------|---|---|---------|
| 名古屋地判 平成12年 3月29日 (※1) | 単位型・成長型・無分配型の株式投資信託。信託期間4年(当初1年間は換金不可)。購入資金を証券金融会社からの借入金にて調達していたので、10%以上の利回りなければ手取額で元本割れとなる。 | 高齢、無職の夫婦。 収入は、退職金で買った有価証券の配当と夫の年金のみ。 自宅不動産を所有。 夫は脳出血で右半身麻痺。 妻は白内障・緑内障・狭心症。 自己資金の範囲内で、投資信託・現物株式取引等の経験有。 | 5割 |
| 大阪高判 平成13年 1月31日 (※2) | <ul style="list-style-type: none"> ルクセンブルク大公国法によって設立された会社が運用する投資信託で、投資目的はアジア新興諸国及び発展途上国の取引所に上場された会社の株式や証券等。 トルコに投資する投資信託で、米国の証券取引所に上場されている。 | 61歳女性、亡夫は工務店社長。 結婚前に短期間会社勤めした以外は就労経験なし。夫の工務店手伝いをする以外は主婦として生活。 夫の死後は国民年金収入のみ。 夫の死亡により1,100万円の死亡保険金受領。 投資経験はほとんどなし(価格を決定するような国際的に広く分散する諸要因、またはトルコにおける諸要因を自ら調査判断し、その価格変動を予測することは不可能である)。 | 3割 |

| | | | |
|---------------------------------------|--|---|----|
| 大阪地判 堺支部 平成14年 12月6日 (*3) | リスク・リターン分類 5 ^(※6) の投資信託。日 経平均株価(225種)先 物取引を活用すること で、わが国株式市場全 体の日々の値動きの2 倍程度の投資成果を目 指すもの。 | 開業医(年収3,600万円)とその妻、 医院(妻が代理人として取引)。 本件取引をするまでリスク・リター ン分類5の投資信託への投資経験な し。 有価証券投資経験年数は長い、経 験年数の割に証券取引に関する知識 は浅く、取引はどちらかといえば受 動的な態様でなされていた。 | 7割 |
| 大阪地判 平成18年 4月26日 (*4) | ・リスク・リターン分 類4 ^(※7) の投資信託、 ・リスク・リターン分 類5 ^(※6) の投資信託。 | 取引開始時66歳の主婦。職業につ いたことはない(夫のおでん屋手伝 い)。 資産は、自宅土地建物、株式2,600 万円、預金800万円。年金生活者。 証券取引の知識・経験はおろか、経 済に関する一般的な知識も不十分な 状態。 | 2割 |
| 大阪地判 平成19年 10月17日 (*5) | リスク・リターン分類 5 ^(※6) の投資信託。日 経平均株価(225種)先 物取引を活用すること で、わが国株式市場全 体の日々の値動きの2 倍程度の投資成果を目 指すもの。 | 取引開始時67歳の男性。 大学法学部卒業後、会社員として海 外関係・輸出営業業務に従事。 銀行預金2,000万円、自宅不動産所 有、年金収入年500万円。 従業員持株制度を除いて株式の取引 経験はなかった。 商品先物取引で5,700万円の損失を 出したが、証券会社を提訴して和解 金5,000万円を受領。 取引開始時には積極的投資意向は有 していなかった。 | 8割 |

(*1) 金融・商事判例1096号20頁

(*2) 証券取引被害判例セレクト17巻16頁

(*3) 証券取引被害判例セレクト21巻275頁

(*4) 判例時報1947号122頁

(*5) 公刊物未登載

(*6) 大きな値上がり益の追求を目標として、派生商品や値動きの激しい証券等に積極的
に投資するファンドで、より大きな値下がりのリスクがある(積極的値上がり益追

求型)。

- (＊7) 値上がり益の追求を目標として株式を中心に運用するファンドで、一方で大きな値下がりのリスクがある(値上がり益追求型)。