

デリバティブ取引の投資勧誘における投資者保護

―近年の投資者をとりまく法制度の整備と理論の深化から得る示唆について―

松原正至

- 一 はじめに
- 二 投資者をとりまく法の整備 ― 特に投資勧誘規制について
- 三 平成一七年最高裁判決
- 四 適合性の原則と説明義務の考え方
- 五 指導・助言義務
- 六 おわりに ― その他の救済方法等と方向性について

一 はじめに

平成に入っていわゆるバブルが崩壊した後、投資勧誘に絡む訴訟や不祥事が頻発したが、その一つにいわゆるワラント訴訟があった^①。そのようなワラント訴訟に関して何らの示唆が得られないかと拙い論文を平成七年に公表したことがあった。当時はわずか二〇件に満たない判例しか存在していなかったばかりか、それらの判例では適合性の原則や説明義務を精査するどころか、そもそも投資者の保護が必要なのかという疑問すら呈していた状況であった。例えば、株式の現物投資ですら投機的であって、かかる取引に参加すること自体、保護に値しないとも考えているような判旨も多かった。拙いという意味では拙稿の分析もまた同様であり、適合性の原則と説明義務の関係性がまったく

説明しきれていなかった。それから一五年あまりが経過し、問題意識の高まりとともに判例の数は数百を超えるとともに、多数の論文・評釈が発表された。また法制度も証券取引法から金融商品取引法となるまでの数度の改正、さらには金融商品販売法や消費者契約法の成立等があり、一般投資者をとりまく法環境も格段に整備されてきた。そして最近では、以前は非常に珍しかったいわゆる投資者勝訴判決も多くみられるようになったという印象すらある。これについては、投資者の自己責任を基礎としていたはずの投資者保護の理念が、次第に変化し、その性格を変えつつあるような印象があり、投資者に対してパターナリスティックな姿勢が強くなっているように思われるとの指摘もされるほどである。

パターナリスティックな印象を受けるようになってきたのは、ワラント訴訟以来の適合性の原則や説明義務等の理論の深化・集積が果たした役割が非常に大きいと思われる。それとともに、法制度の整備・拡充に加えて、後述する平成一七年の最高裁判所判決によって、適合性の原則や説明義務に一定の法的評価が与えられることとなったことも大きな影響を与えている。しかしながら、このように法的に整備された状況になっても、いわゆる仕組み債等のデリバティブ取引に関してトラブルが多発している。言葉は悪いが、手を替え品を替えて一般投資者から金銭をとろうとする状況は悪質性を増しているようにも思われる。

本稿ではこのような新しい投資商品等も視野に入れ、一般投資者に対していわゆるデリバティブ取引の投資勧誘がなされる際に、保護の判断枠組みをどのようにとらえるかということにつき一定の考え方を提示することを目的としている。とはいえ新しい考え方ではなく、これまでの判例や制度そして理論の集積を前提にした場合にどのように考えるのが自然かといういわば現実の流れに基づいたものである。

投資勧誘に関する判例の増加とともに制度の充実が図られ、現在に至っている。そこでまず投資勧誘規制のベース

となる誠実・公正義務と適合性の原則の明文化の流れを概観した後、説明義務の明文化や契約取消しの道を開いた金融商品販売法と消費者契約法の立法化に触れる。そして、証券会社（現在は金融商品取引業者）の禁止行為に関する法整備等の流れを時系列に沿って整理する。これにより、個々の判例の事実がどのような法環境にあったかということが理解できることにもなる。さらにこれらの法環境に加えて、平成一七年の最高裁判決を踏まえて、適合性の原則や説明義務等をどのようにとらえるべきかを考えることとする。その後、デリバティブ、特に仕組み債といわれる投資商品においての留意点等を適合性の原則や説明義務との関連で紹介した後、最高裁判決で言及された指導・助言義務についてその位置づけ等についても若干の考察を試みることにする。

なお、以下に商品・投資商品等として言及している場合には、いわゆるデリバティブ取引一般を指しているものとする。

二 投資者をとりまく法の整備 — 特に投資勧誘規制について

1 誠実・公正義務の明文化

誠実・公正義務は、平成四年の証券取引法の改正（平成四年法律第七三号）により、証券会社ならびにその役員および使用人の義務として明文化された（平成四年改正証券取引法四九条の二）³⁾。これは、証券監督者国際機構（IOSCO）における第一原則「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、誠実かつ公正に行動しなければならない」と定めていたものを立法化したものである。

平成一八年に金融商品取引法に改正された際に三六条に定められ、対象者として金融商品取引業者一般に広げられた。これによりようやくIOSCOでの検討における誠実・公正義務の適用対象と整合性がとれたと評価されている⁴⁾。現行の三六条一項では、「金融商品取引業者並びにその役員及び使用人は、顧客に対して誠実かつ公正に、その職務を遂行しなければならない」と定めており、第一原則にいう「顧客の最大の利益および市場の健全性を図るべ」き旨の文言はないが、立法過程や金融商品取引法の目的(一条)から考えて、これを読み込むことに異論はないかと思われる。

投資勧誘のあり方についてもこの規定の適用が及ぶと考えられているが、投資勧誘については個々に具体的な規定が存在していることから、実際にはこれらでカバーできない行為や今後新しく発生する不誠実、不正な行為に対して適用されることになるであろうとの指摘がある⁵⁾。

2 適合性の原則の明文化

現行の金融商品取引法は、その四〇条一号において、金融商品取引業者等は、「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、その業務を行わなければならないとする。この規定がいわゆる適合性の原則を明文化したものとされている。

平成四年改正前の証券取引法では、適合性の原則を定める明文の規定はなかったものの、大蔵省証券局長通達や証券業協会の公正慣習規則等において、これと同趣旨の原則が要請されていた。

平成四年の証券取引法改正により、(業務停止命令等の行政処分的前提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らないように業務を営まなければならない旨が明文化された(平成一〇年法律第一〇七号による改正前の証券取引法五四条一項一号、二号及び証券会社の健全性の準則等に関する省令(昭和四〇年大蔵省令第六〇号)八条五号)⁽⁷⁾。

その後金融システム改革による平成一〇年の証券取引法改正により、証券会社の禁止規定として整理し直され(平成一〇年改正証券取引法四三条一号)、平成一八年の金融商品取引法への改正により現行の同法四〇条一号へと引き継がれることとなった。なお、金融商品取引法では、「投資目的」が新たに追加された。⁽⁸⁾

3 金融商品販売法と消費者契約法の成立

金融商品取引法以外にも、平成一二年に金融商品販売法と消費者契約法が制定されたことが注目に値する。まず、金融商品販売法⁽⁹⁾は同年五月に成立し、翌二三年四月から施行され、平成一八年に金融商品取引法と併せて改正されている。この法律は不法行為の特則として制定されたが、適用対象とされていた行為や違法類型が極めて限定されていたこともあって、損害額や因果関係の推定規定が実際にその機能を發揮できる状況にはなかったとの批判もされていた⁽¹⁰⁾。これらの反省を踏まえ、また後述の平成一七年の最高裁判決を受けて、平成一八年に、対象となる金融商品の定義の拡充が図られるとともに(同二条)、説明義務の内容が拡充・整理された(同三条)⁽¹¹⁾。加えて、新たに断定的判断の提供等を禁止する規定が設けられ(同四条)、説明義務違反と同様、違反があった場合に無過失かつ直接責任である損害賠償責任(同五条)を課すとともに、損害額の推定(立証責任の転換)(同六条一項)等の規定が設けられた。

なお、金融商品販売法上の対象および説明義務については関係する箇所にて随時触れることとする。

同じく平成一二年五月に成立した消費者契約法¹²⁾は、消費者と事業者との間の契約である「消費者契約」(同法二条三項)について、一定の場合に取消しや無効を認め、民法の特則という位置づけとなっている。ここにおいて「消費者」とは「個人(事業として又は事業のために契約の当事者となる場合におけるものを除く。)をいう」(同法二条一項)とされ、「事業者」とは「法人その他の団体及び事業として又は事業のために契約の当事者となる場合における個人をいう」(同法二条二項)とされていることから、一般個人投資家と金融商品取引業者(証券会社等)との間の契約についても適用されることが考えられる。¹³⁾

4 金融商品取引業者の禁止行為 — 伝統的禁止行為とその拡充

昭和四〇年の証券取引法改正により証券業に免許制が導入された際、証券会社とその役員・使用人に対して、断定的判断の提供による勧誘・損失負担約束を伴う勧誘・その他大蔵省令で定める行為が特別の禁止行為として明文で定められた(当時の五〇条)。その後昭和六三年の改正において先物・オプション取引についての規定が加えられ、平成三年の改正では損失負担約束を伴う勧誘行為の禁止規定(五〇条一項三・四号から新設の五〇条の二へ移行)、取引一任勘定の原則禁止規定(五〇条一項三・四号として新設)、平成四年の改正により大量推奨販売についての規定(五〇条一項五号)がそれぞれ新設された。その後平成一〇年の改正により四二条に移設され(損失補てんの禁止は四二条の二)、金融商品取引法では三八条となっている(損失補てんの禁止は三九条)。ここでの禁止規定は時代とともに拡大しているが、¹⁴⁾投資勧誘との関係からは、①虚偽告知の禁止(三八条一号)、¹⁵⁾②断定的判断等の提供の禁止

（同一号）、③無登録業者の信用格付に関する不告知勧誘の禁止（平成二二年改正により新設、同三号）、④不招請勧誘の禁止（平成一八年に新設、同四号）、⑤顧客の勧誘受諾意思確認義務（平成一八年に新設、同五号）、それに⑥再勧誘の禁止（平成一八年に新設、同五号）が重要であるばかりでなく、三八条七号に規定する行為として、⑦金融商品取引業者等に関する内閣府令（以下、金商業等府令という）一一七条に列挙する行為の禁止が重要である。

三 平成一七年最高裁判決¹⁶

【事実の概要】

水産物卸売業者であるX株式会社（原告・控訴人・被上告人）は、昭和五九年九月、A証券会社（被告・脱退被控訴人）に運用資金五億円を預託して証券取引を開始することとした（以下、本件取引という）。本件取引はまず株式等現物および中期国債ファンドの売買から開始し、平成元年七月までには、株式等の現物取引のほかに、信用取引、国債先物取引、外貨建てワラント取引、株式先物取引も行うようになり、これらの取引にかかる売買総額は二〇〇〇億〇〇億円に上った。

平成元年六月に大阪証券取引所において株価指数オプション取引の一つである日経平均株価オプション取引が開始された。これを機に同年八月、Xはコールオプションの買い付けを行った。A社とXとの間のオプション取引は大きく分けて四回の時期に分けることができる。第一回目では約一〇七万円の損失を出したが（平成元年八月、買付金額は約二三四万円）、第二回目では約六九〇万円の利益を上げた（平成二年四月から五月、買付総額約三、四〇〇万円）。第三回目は、Xが平成二年度末の保有有価証券に多額の含み損（一〇億円超）を抱える中で運用益を上げるために行

われたが、取引を行うに際して、A社の担当者に対して、オプション取引の損失が一、〇〇〇万円以上になったら止めることを告げて始められた。ここでは、新規取引の回数で六八回のオプション取引が行われたが、新たな現金が不要であるとの理由からオプションの売り取引が多く選択され、結局、約二、〇九〇万円の損失となった(平成三年二月から始められ、平成四年四月一日の決済により差し引き一、五〇〇万円を超える損失が生じたため終了させた結果である)。

第四回目の取引はA社の担当者が交替したのを機に、Xらは今後の運用方針について当該担当者と四、五回にわたる話し合いの後、再開されたもので、平成四年一二月から平成五年一月にかけて行われた。ここでは、オプションの売り取引を中心に新規取引の回数で計一九九回行い、約二億七二一万円の損失が生じた。

そこでXは、A社の担当者の行為につき、オプション取引にかかる適合性の原則違反、顧客にできる限り損失を被らせないようにすべき義務違反、さらには説明義務違反等があったと主張し、A社に対し、不法行為による損害賠償を求めた。

第一審の東京地裁平成一三年七月二七日判決(判例集未搭載)は、Xの請求を棄却した。X控訴。控訴審継続中に、A社で組織再編が行われ、Y会社(被控訴人)がA社から営業を承継するとともに、本件訴訟を引き受けた。原審である東京高裁平成一五年四月二二日判決(判時一八二八号一九頁)は、本件取引中、特にオプションの売り取引に着目してその勧誘行為の適合性の原則違反を認めて、Y会社の不法行為責任を肯定し、五割の過失相殺をした上で損害賠償請求を一部認容した。Y会社上告。

【判旨】 原判決破棄差し戻し

「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法上も違法となると解するのが相当である。」

「そして、証券会社の担当者によるオプシヨ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、単にオプシヨ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、当該オプシヨンの基礎商品が何か、当該オプシヨ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。」

「：本件で問題となっている日経平均株価オプシヨン取引は、証券取引法二条二二項に規定する有価証券オプシヨン取引に当たるものであって、いわゆるデリバティブ取引の中でも、より専門性の高い有価証券店頭オプシヨン取引などとは異なり、証券取引所の上場商品として、広く投資者が取引に参加することを予定するものである。」

「：平成一〇年法律第一〇七号による改正前の証券取引法四七条の二（現行法の四〇条一項参照）は、有価証券オプシヨン取引など、一般投資家の保護の観点から特に当該取引のリスクについて注意を喚起することが相当と考えられる類型の取引に関し、証券会社は、いわゆる機関投資家を除く顧客に対し、契約締結前に損失の危険に関する事項等を記載した説明書をあらかじめ交付しなければならない旨を定めるが、この規定は、専門的な知識及び経験を有するとはいえない一般投資家であっても、有価証券オプシヨン取引等の適合性がないものとして一律に取引市場から排除するのではなく、当該取引の危険性等について十分な説明を要請することで、自己責任を問い得る条件を付与し

て取引市場に参入させようとする考え方に基づくものと解される。そうすると、日経平均株価オプションの売り取引は、単にオプションの売り取引という類型としてみれば、一般的抽象的には高いリスクを伴うものであるが、そのことのみから、当然に一般投資家の適合性を否定すべきものであるとはいえないといふべきである。」

才口裁判官の補足意見

「証券会社が顧客に対してこのようなオプションの売り取引を勧誘してこれを継続させるに当たっては、格別の配慮を要することは当然である。証券会社に求められる適合性の原則の要求水準も相当に高いものと解さなければならぬ。…本件取引の適合性が認められる被上告人についても、証券会社がオプションの売り取引を勧誘してこれを継続させるに当たっては格別の配慮が必要であるという基本的な原則が妥当することはいうまでもない。」

「このような観点から、本件においては、証券会社の指導助言義務について改めて検討する必要がある。すなわち、被上告人のような経験を積んだ投資家であってもオプションの売り取引のリスクを的確にコントロールすることは困難であるから、これを勧誘して取引し、手数料を取得することを業とする証券会社は、顧客の取引内容が極端にオプションの売り取引に偏り、リスクをコントロールすることができなくなるおそれが認められる場合には、これを改善是正させるため積極的な指導、助言を行うなどの信義則上の義務を負うものと解するのが相当であるからである。」

四 適合性の原則と説明義務の考え方

1 適合性の原則

(一) 広義と狭義の区分

金融商品取引法の立案担当者によれば、適合性の原則には、ある特定の利用者に対してはいかに説明を尽くしてもしも一定の商品販売・勧誘を行ってはならないとのルールという意味での「狭義の適合性原則」と、金融商品取引業者が利用者の知識・経験・財産等に適合した形で販売・勧誘を行わなければならないとのルールという意味での「広義の適合性原則」があること、そして、適合性の原則とは狭義のものであり、広義のものは説明義務を拡張させた概念に相当すると説明されている。¹⁷⁾ この考え方は平成十一年に金融審議会の第一部会により公表されているものである。¹⁸⁾ 現在の学説においては、適合性の原則に狭義と広義の考え方が存在していることについては異論はないものの、特に広義の意義あるいはとらえ方については若干の差異が見られるように思われる。¹⁹⁾

平成一七年の最高裁判決は、適合性の原則を最高裁が具体的な事案に当てはめた試金石的な判決であり、評釈も数多く公表されているが、そこでは適合性の原則のとらえ方に幅があることが理解できる。例えば黒沼教授は「顧客が適合性を有しない取引については、そもそも勧誘すること自体が違法であって、取引の危険性を説明したかどうかは結論に影響を与えないとする立場（狭義の適合性の原則）をとるものであり、本件判決も同じ立場に立つことを前提

とするものと考えられる⁽²⁰⁾とするが、これは適合性の原則とは狭義のものであるとすることで立案担当者と同じ理解に立つが、広義のものを積極的に考えているわけではない。大阪地裁の堀部判事補（平成一九年当時）も「本判決は、不法行為法上も違法となる適合性原則とは、いわゆる狭義の適合性原則に反した場合を意味するのであり、狭義の適合性原則に反する場合は、説明義務を尽くしたか否かにかかわらず、不法行為が成立するという前提に立っていると理解することができる⁽²¹⁾」と述べて、同様の立場をとる。

また、東大の藤田教授は、（本判決の射程について）「この適合性原則に関する限り、狭義の適合性原則、つまり「幾ら説明してもだめですよ」というふうなものである以上は、非常に限定して不法行為の成立を認めるというのが最高裁です。ただ、にもかかわらず、周辺にまだ広義の適合性原則があつて、説明義務違反と結びつく余地があるものが外にあることを前提にしているから、これは非常に狭く、著しい違反と絞ったのではないかと思ひます⁽²²⁾」としており、これも最高裁判決のいう適合性の原則は狭義のものであると解していることを前提にしているが、広義のもので説明義務に結びつく⁽²³⁾と解している点で立案担当者と同様の見解である。

これに対し、千葉地裁の滝澤判事（平成一八年当時）は、（原審に差し戻したことについて）「説明義務」については、適合性原則に違反しないとされる以上、当該義務違反も否定されるのではないかと思われ⁽²³⁾」と述べており、この趣旨について、適合性が認定されれば説明義務も果たされ⁽²⁴⁾るとの理解であると解すれば、広義の適合性の原則を適合性の原則として位置づけているものと思われる。

本稿では、説明義務との混乱を避けるために、以下では、適合性の原則は狭義のもののみであるとの立場から適合性の原則という言葉を用いることとした。

(一) 適合性の原則の要件

金融商品取引法の立法化の際、適合性の原則の考慮要素として、平成一七年最高裁判決や英米の例を参考に、従前の証券取引法の「顧客の知識、経験及び財産の状況」(同法四三条一号)に加えて、「金融商品取引契約を締結する目的」が追加された(金商法四〇条一号)²⁴。しかし適合性の原則違反が主張された裁判例は数多く、以前から(少なくとも平成八年以降は)、投資目的がその一要素とされていることには異論がない。

狭義の意味で適合性の原則をとらえる場合、適合性がないと判断されれば、ここではそもそも一定の商品を勧誘してはならないことを意味する。したがって、例えば、被勧誘者である投資者の属性について、①リスクを担えるだけの十分な投資用の財産を所有していないにも関わらず、過大なりリスクを伴う投資を勧誘すること、②財産はあるものの知識・経験がない者に非常に複雑な仕組みの投資を勧誘すること、さらには③投資目的を極めて安全な投資(とりわけ元本保証のある投資)と決めている者に株式の現物投資を勧誘することなども一律に禁止されると考えられる。

しかしながら、①の場合には勧誘してはいけないという結論に異論は少ないだろうが、②においては、商品の説明を丁寧に行うことで投資者が理解できれば問題ないのではないかとの疑問も出てこよう。さらに③では、投資者が元本の保証を重要視している場合には、株式投資ですらそもそも勧誘してはならないということになり、そうであれば株式市場に資金が流れてこなくなるのではないか等の反論も予想される。すなわち、狭義の意味で適合性の原則をとらえてその要件から逸脱する場合には勧誘すべきではないとの結論を主張するのは簡単であるが、その要件自体にも一定の幅があり、最高裁判決が明らかにしたように、まさに「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」なのである。

ところで、潮見教授によれば、適合性の原則には多様な意義が盛られているという理解のもと、財産権保護型の防衛的・消極的支援の局面で問題となる適合性の原則と生存権保障型の防衛的・消極的支援の局面で問題となる適合性の原則があるとする⁽²⁵⁾。前者においては、十分な説明をすることによって不適合性が補完される余地を認めるべきとしていること⁽²⁶⁾から、広義の適合性の原則に相当する考え方であろう。これに対して後者においては、生存の基盤を破壊する危険を孕んだ投資商品については、当該商品の取引勧誘ならびに交渉自体が排除されるべきであるとし、いかなる説明と情報提供をもつてしても、投資不適合が補完されるものではないと説明されている⁽²⁷⁾。これは狭義の適合性の原則に該当する考え方である。しかしながら、適合しない投資者を排除するのは生存権を保障するためであろうか。効果としてそのような側面があることは否定できないし、消費者保護的な発想も理解できるが、それを強調すると他方で業法的性質をもつ金融商品取引法という側面を強調した批判(例えば、生存の基盤を破壊するか否かを判断する方法ではない等)もなされようし、私法との接続が不法行為的側面からのみ強調されはしまいかとも危惧する。

ここではむしろ、(狭義の)適合性の原則を商品設計をした発行者や金融商品取引業者からみて、あるいは市場監督者からみて、その者が当該商品に投資することで市場の信頼性が損なわれる一逆に言えば、投資するにふさわしい者だけが参加することで商品・市場の信頼性が高まる一ことを理由として、一定の適格性がない者を排除させる原則だととらえるのはいかがであろうか⁽²⁸⁾。

このような理解を出発点にすると、適合性の原則にいう「適合」の有無は市場あるいは投資商品取引への参加資格というところから判断されることになる。例えば、日本証券業協会の「協会員の投資勧誘、顧客管理等に関する規則」において、証券会社等の日本証券業協会の会員は、「信用取引」「新株予約権証券の売買その他の取引」「有価証券関

連デリバティブ取引等」「特定店頭デリバティブ取引等」「店頭取扱有価証券の売買その他の取引」「その他証券会社において必要と認められる取引等」を行う場合には、それぞれ取引開始基準を定め、その基準に適合した顧客からこれを受託するものと定めている（同規則六条一項）。そして取引開始基準は、当該顧客の投資経験、当該顧客の預り資産その他証券会社等において必要と認める事項について定めるものとされている（同一項）。したがって、ここにいう取引開始基準が適合性を判断するための重要な指針になれば、不適合者を排除することにより、市場あるいは投資商品の信頼が確保できないのではないかと考える。このような考え方に対しては、投資者により状況は千差万別であるから具体的な定めはできないとの反論がなされるであろう。しかし、抽象的な基準であるためにトラブルも多く発生して市場・商品自体に信頼が寄せられないのでは本末転倒であろう。

加えて、平成二二年九月一三日に金融庁から公表された「デリバティブ取引に対する不招請勧誘規制等のあり方について」において、自主規制による販売勧誘ルールの強化として「勧誘開始基準」が求められることとなったことは上述の考え方と親和的である。ここでは、店頭デリバティブ取引に類する複雑な仕組債や投資信託は、個人にとって商品性やリスクを理解しにくい商品であり、また、勧誘の態様に係るトラブルよりも説明不足によるものが多いことを踏まえ、自主規制ルールにより、①適合性の原則等に基づく勧誘の適正化や②説明責任等の徹底を図ることとされた。²⁹⁾ ①については、「個人顧客にとつて分かりにくい、店頭デリバティブ取引に類する複雑な仕組債や投資信託については、適合性の原則等を具体化する自主規制ルールの作成を求める」とし、その（注）として、「商品のリスク特性や顧客の性質に応じて勧誘を行うか否かの基準を設定（勧誘開始基準）、投資者へ販売する商品としての適否を事前検証（合理的根拠適合性）など」としている。³⁰⁾ なお、「勧誘開始基準」は「協会員の投資勧誘、顧客管理等に関する規則」五条の二（平成二三年四月一日施行）に規定するとおり、「当該取引の勧誘を要請していない顧客」の中で、

訪問、電話、店頭において勧誘を行ってよい範囲を予め定めておくものであり、基準を満たさない顧客に対しては、結果として契約締結に至るかどうかに関わらず、勧誘を行うことができない」旨が明らかにされている。一方、「取引開始基準」は、「協会員が顧客との間で取引契約の締結を行うことに關する基準であることから、勧誘を行うかどうかに関わらず、当該基準を満たさない顧客と取引契約を締結することはできない。」⁽³¹⁾したがって、「勧誘」があれば「勧誘開始基準」が、取引がなされれば「取引開始基準」がそれぞれ適合性を判断する基準として用いることが可能である。

(三) 適合性の原則違反と不法行為の成立について — 「著しく」逸脱

上述のように解すれば、適合性の原則がかなり客観的に明確になり、その結果それに違反することをもって不法行為の成立を導きやすいとも考えられるが、伝統的な考え方からすれば、行政法規たる金融商品取引法の違反から不法行為の成立という私法上の効力を導き出すためには、公序良俗や信義則等の一般概念をいわば經由させることが必要とされている。この点について、神作教授は平成一七年の最高裁判決について、「著しく」という条件はつけたものの、行政法規の違反と不法行為の成立を結びつけたとして画期的だと指摘する。⁽³²⁾また、金融商品取引法の立案担当者によれば、適合性の原則の違反自体について立法により一律に損害賠償責任等の民事効を付与するには、要件の明確化等の観点から困難を伴うのであって、最高裁判決においても、民事効が認められるのは「適合性の原則から著しく逸脱した」場合に限定されていることに留意する必要があるとする。⁽³³⁾このようにいわば伝統的な理解を前提とすれば、「著しく」逸脱することの内容について精査されることになるのであろう。

他方で、狭義の適合性の原則の違反は不法行為を構成するとの黒沼教授の立場からは、「適合性の原則は幅のある概念であるから、適合性の原則違反を違法と言おうが、著しく逸脱した場合に限って違法と言おうが、結論に大差な」ともいえる。判旨が、適合性原則の違反が不法行為を構成する範囲を限定する趣旨であるか否かは明らかでないが、このようなレトリックが一人歩きすることは適当でないだろう」と批判されている。³⁶⁾

2 説明義務

(一) 説明義務の位置づけ — 適格性を満たした投資者に対する行為義務

従来から説明義務はそれ単独ではなく、適合性の原則と結びつけて検討されており、論者ごとにその内容がさまざまである。³⁶⁾ 本稿の立場からは勧誘の適格性を満たした投資者に対する行為義務であり、広義の適合性の原則といわれる場面における説明義務として位置づけられるものである。³⁷⁾ 後述する図表1においては、被勧誘者の属性に応じて変化する義務として表現されている。具体的な例としては、平成一八年の金融商品取引法制の整備による改正において、契約締結前交付書面等の交付に関して、あらかじめ顧客の属性（知識・経験・財産状況・契約締結目的）に照らして当該顧客に理解されるために必要な方法および程度による説明をすることなく契約する行為が禁止されたこと（三八条六号（現七号）、金商業等府令一一七条一項一号）、説明義務の内容が具体的に明らかにされた。さらには金融商品販売法の改正により、説明義務の解釈基準として適合性の原則の考え方が導入されている（同法三条二項）。³⁸⁾

説明義務の内容について参考になる判例として、平成一七年の最高裁判決以降に出された平成二〇年六月三日の大

阪高裁判法³⁹⁾がある。ここでは「証券会社は、一般投資家を取引に勧誘することによって利益を得ているところ、一般投資家と証券会社との間には、知識、経験、情報収集能力、分析能力等に格段の差が存することを考慮すれば、証券会社は、信義則上、一般投資家である顧客を証券取引に勧誘するにあたり、投資の適否についての確に判断し、自己責任で取引を行うために必要な情報である当該投資商品の仕組みや危険性等について、当該顧客がそれらを具体的に理解することができ程度の説明を当該顧客の投資経験、知識、理解力等に応じて行う義務を負うというべき⁴⁰⁾」であると判示した。これについては、業者にとって厳しい判旨であるとの評釈もみられるところではあるが、この判旨は現在の金融商品販売法における説明義務の要求程度と同じものであり(ただし、同法と比べて契約目的(投資目的)は具体的に言及されていない(同法三条二項)、違和感なく受け入れられる内容かと思われる。また金融商品取引法では、前述のように内閣府令において、契約締結前交付書面等の交付に関し、あらかじめ顧客の属性(知識、経験、財産の状況およ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せるために必要な方法およ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が禁止行為として追加されているが(金商業等府令一七条一項一号)、これは、説明義務が重要事項の情報提供義務であることにかんがみて、その形骸化を避け、ルールの実質化を図ろうと意図されたためであると説明されている⁴¹⁾。

(二) 必ず説明しなければならない事項 — 形式的説明義務と実質的説明義務

投資者の属性にに応じて実質的に説明しなければならない事項が変化するとしても、属性に関わらず最低限これだけは説明しなければならないという事項が存在し、それを形式的な説明義務の内容とすれば、それらの事項(場合によ

つては追加的な事項も含めて）を投資者の属性にあわせてどのように説明するかということが説明義務の実質的な内容となると思われる。形式的な説明義務の内容が具体的には、少なくとも、金融商品取引法にもとづく契約締結前交付書面の事項（同法三七条の第三項、金商業等府令八二条）ならびに金融商品販売法三条が定める重要事項等に該当しよう。このことは契約締結前交付書面が、金融商品取引法の整備による証券取引法の改正において、第一部会報告をふまえ、民事上の義務である金融商品販売法上の説明義務と同内容の説明義務を業法上の行為規制として位置づけることが適当であるとの観点から導入された制度であることからも明らかである。

契約締結前交付書面には、一般的な利用者が当該取引を行うかどうかを判断するうえで必要かつ重要な事項（契約に関する情報、リスクに関する情報、取引コスト等）が記載される。⁽⁴³⁾ また金融商品販売法では、金融商品取引法制の整備による改正により、「取引の仕組みのうちの重要な部分」について説明義務の対象とされる（同三条一項一号、六号各ハ）とともに、「取引の仕組み」について、商品取引の類型に応じて整備された（同三条五項）⁽⁴⁴⁾。

契約締結前交付書面については、記載事項だけでなく、記載事項の重要性に即して記載方法が三段階に区分指定されており（金商法三七条の第三項本文、金商業等府令七九条）、その指定は詳細である。またこの違反に対しては、罰則の定めがあるほか（同法二〇五条一二号）、行政処分の対象となっている（業務改善命令として同法五一条、法令違反に基づく監督庁の処分として同法五二条一項六号）。しかしながら実際に実物をみた時、契約締結前交付書面として「契約締結前交付書面集」と題して上場有価証券等書面ほか数種の契約締結前交付書面がまとめられた様式になっており、⁽⁴⁵⁾ また、リスクの説明についても損失の発生のおそれに触れているばかりで、ある意味当然のことが記載されているようにも感じる。⁽⁴⁶⁾ これに対して例えば、店頭デリバティブ取引であるCFD取引の契約締結前交付書面を見ると、専門用語等が非常に多く難解な印象を受けるだけでなく、書かれてはいるものの、特に取引の仕組みやリス

クの程度(確からしさも含めて)が非常にイメージしにくい。⁽¹⁷⁾ここではむしろここに記載されている事項をいかにして説明したのかという実質が問われることになる。なおその場合に、投資者が理解したかどうかを問題とすることもできようが、「理解」の程度についても幅があり、また「理解した」かどうかは勧誘者側にもわからないことであるから、そこまで求めるのは厳しすぎるであろう。

このように、説明義務の内容・程度は投資者の属性だけでなく取引対象商品によっても多様であることがわかる。以下では、取引の属性に応じた説明のあり方、問題点について若干の指摘を行いたい。

3 仕組み債等に対する説明義務 — 特に留意すべきと思われる事項

(一) オーダーメイド商品と市場取引商品

有価証券店頭デリバティブ取引(有価証券先渡取引、有価証券店頭指数等先渡取引、有価証券店頭オプション取引)もしくは有価証券店頭指数等スワップ取引)は、平成一〇年の証券取引法改正(同年二月施行)により導入された。そして同法の下では、有価証券店頭デリバティブ取引は専門性やリスクが高く、十分なリスク管理体制の整備を求めると必要のあるところから、投資者保護の観点から認可制とされていた(平成一八年改正前証券取引法二九条一項一号)。また認可の条件として、有価証券店頭デリバティブ取引等を行う株式会社社の最低資本金は一〇億円とされていた(同施行令一五条の三)。現在では、デリバティブの範囲が拡大しているほか、一般投資者に対して取引を行うには、第一種金融商品取引業等の登録が必要とされる(金商法二八条一項、二九条参照)。

有価証券店頭デリバティブ取引の特徴は、金融商品取引所に上場しているデリバティブ取引とは異なり、いわゆるオーダーメイド型の商品であつて、業者が投資者のニーズにあつた商品を開発・販売できる点が魅力であるとされる⁽⁴⁸⁾。したがつて少なくとも、オーダーメイド型であれば、業者側で勧誘開始基準・取引開始基準がかなり具体的に策定されようし、そうであれば適合性の判断は容易であろう。また説明義務についても、被勧誘者がかなり具体的に「理解できる」ところまで説明することがオーダーメイドである所以であるべきとも思われる。

これとは反対に、市場で取引されている商品の場合にはどのように考えるべきであろうか。平成一七年の最高裁判決では、問題となつた日経平均株価オプション取引が上場商品であつたことが判断に影響を及ぼしていると考えられる。すなわち、上場商品であるから広く投資者が参加することが予定されていること、投資者保護のための一定の制度的保障と情報環境が整備されていること等を理由として被上告人の適合性を否定しなかつた。この点については、黒沼教授からは「一般投資家も当該オプション取引に参入することが予定されていることは、一般投資家の適合性を肯定する理由として必ずしも説得的でない。むしろ、一般投資家の取引への適合性は、日経平均株価オプション売り取引のリスクを限定することが比較的容易であることに求められるべきではないだろうか」と疑問が提起されている⁽⁴⁹⁾。本稿の立場からは、本事件の原告の適合性はもともと否定できないにしても、売り取引のリスクを限定することが容易であることについて、金融商品取引業者による説明の懈怠あるいは後述する指導・助言義務の懈怠と構成することができる。あるいはそもそも上場商品であるからリスク限定の方法（反対売買すること）は容易であるから、説明の義務もないと構成されるかもしれない（その場合でも指導・助言義務は排除されないと考える）。

(二) デリバティブ取引に対する不招請勧誘規制等のあり方について

後述する仕組み債等を含め、デリバティブ取引については、金融庁から「デリバティブ取引に対する不招請勧誘規制等のあり方について」(平成二二年九月一三日付)が公表されていることについては前述した。ここでは自主規制による販売ルールの強化として①適合性の原則等に基づく勧誘の適正化以外にも、自主規制による販売勧誘ルールの強化の一つとして、②説明責任等の徹底が求められている。ここでは、「優越的地位の濫用等によるトラブルが多い法人向けの店頭デリバティブ取引や、十分な説明が必要となる店頭デリバティブ取引に類する複雑な仕組債・投資信託については、より一層の説明の徹底を図るために自主規制ルールの策定を求める」として、その(注)に、(a)最悪シナリオを想定した損失の説明を適切に行う、(b)法人を相手方とする場合に、優越的地位の濫用がないことの説明を適切に行う、(c)顧客からリスク等について説明を受けた旨の確認(チェックシートの利用)を行う、などが例示されている。⁽⁵⁰⁾

ここでは顧客に実質的に「理解できる」程度までの説明が求められているとも考えられ、自主ルール策定以降の取引については、これまでの判例以上に実質的な説明義務の履行が求められていると思われる。

(三) 仕組み債に関する裁判例

いわゆる仕組み債は普通社債に株式オプションを組み込んだデリバティブの一種として、平成一二年前後に人気を

博したが、翌一三年以降は不祥事が顕在化しているという⁽⁵¹⁾。訴訟では、投資者側の一部勝訴を含めた勝訴判決も平成一五年以来一九件（控訴審を含む）を数えている⁽⁵²⁾。

仕組み債をめぐる判決に関しては、平成二二年三月二六日の大阪地裁判決と平成二二年一月一二日の大阪高裁判決⁽⁵⁴⁾が重要であると思われる。まず大阪地裁判決は、私募債である仕組み債の売買について、証券会社の説明義務違反を理由とする損害賠償請求が認められた事例である。ここでの仕組み債については、その仕組みが非常に複雑であるが、リスクに比して利益が大きくないこと、そもそも経済的な合理性があるとはいい難く正当性にも疑問があること、加えて流通性にも疑問があることなどを具体的に指摘し、ハイリスクで賭博性の高い商品であると判示している⁽⁵⁵⁾。しかし、それ故に違法性を認定しているわけではなく、原告の適合性にも疑問があり、そのような者には特に誤解を与えないような説明をする必要があるとして説明義務違反を認定している点に留意すべきである。

また大阪高裁判決は、同じく私募債である仕組み債の売買について、第一審である大阪地裁平成二二年三月三〇日判決と同様、買主である顧客の意思表示に錯誤があるとして売買契約の無効が認められた事例である。本件では仕組み債の複雑さや流通性の問題等、平成二二年三月二六日の大阪地裁判決と類似する問題点が指摘されているだけでなく、原告の顧客の投資目的と合致していないばかりか、顧客が終始キャンセルを希望していたり、仕組み債の内容やリスクを検討する時間的余裕が与えられていなかったなどの事情があった。なおこの事件では、商品そのものについて、そもそも「取引の公正さに欠けていた可能性が高いといえよう⁽⁵⁷⁾」との評価がなされていた。

これらの判決からは、仕組み債の商品性についてはリスクの説明にとどまらず、そのリスクに比した利益の程度や経済的合理性、さらには市場取引が欠落していることによる流通性の程度等について説明する必要があることが理解できる。まさにオーダーメイド型であるために顧客が「理解できる」程度の説明義務が求められているのである。も

ちろん本稿の立場からは、まず取引に参加させるべき顧客について、その勧誘開始基準・取引開始基準を具体的に定めて遵守することから始めるべきことは言うまでもない（勧誘対象者に関するこれらの基準の具体的想定がなく商品が組成されることは考えにくいから、これは容易に実行できるように思われる）。まさにこの勧誘開始基準・取引開始基準の策定と説明義務こそがデリバティブ取引を組成する際に金融商品取引業者に求められている誠実義務の具体化ではないかと考える。⁽⁵⁸⁾

(四) その他レバレッジリスクを含む金融商品 — 勧誘に係る論点

(a) リスクの説明

これまでに判例等で扱われてきた金融商品でいわゆるレバレッジリスクを伴うハイリスクな商品は多様である。最近では内在的な仕組みとしてレバレッジが含まれ、顧客がレバレッジリスクを負担していることも多いとされる。⁽⁵⁹⁾ 例えば、匿名組合出資持分や仕組み債（エクイティリンク債・パワーリバースデュアルカレンシー債）、通貨スワップ取引等がその具体例であり、ハイリスクといわれるこれら商品の説明について少なくとも、「当該金融商品または金融商品取引に含まれるレバレッジの仕組みが、元本を毀損するリスクまたは元本を上回る損失を生じさせるリスク」を生じさせる場合には顧客の属性に応じて説明をしなければならぬと指摘されている。⁽⁶⁰⁾ その他、市場がないあるいは転売に制限があるなどの流動性に欠けるものや中途解約が困難なもの、あるいはリスクに比して利益が大きいといえないもの等については、その旨を強調して説明する必要があると思われる。

(b) 適合性の原則との関係

ハイリスクの商品の場合、適合性の原則との関係からいえば、投資目的に安全な運用を挙げている者は排除すべきである。また勧誘の際にも、例えば「投機を目的とする方に適した商品」等として紹介すべきであろう。適合性のあ
る者だけに商品が販売することが業者のみならず市場全体の信用につながると考える本稿の立場からは、目的が投機
となっていない以上勧誘すべきではなく、また、勧誘開始基準・取引開始基準を明確に定めるべきと考えていること
から、仮に勧誘して取引することになった場合には、訴訟の際には適合性があつたとの証明は業者側が負うべきと思
われる。

この点に関して、近年、地方自治体や学校法人が資産運用の一環としてデリバティブ取引を行い、多額の損失を出
して一部に社会問題化している。この場合、勧誘する金融商品取引業者の側で、特に地方自治体などの公共団体に対
しては、そもそも勧誘してはいけな^①とは考えられないであろうか。資金があり、リスク負担能力があるとしても、
その属性から投資目的が投機であつてよいはずはなく、適合性の原則からは逸脱しているように思われる。この場合
ではまさに古くからいわれている「顧客を知る」義務（know your customer rule）として金融商品取引業者の基本的な
行為義務があるようにも思われる。個人の場合には適合する商品を勧めるに当たっては当該個人の意向によってその
幅がさまざまであるが、公共団体等の場合には担当者の意向だけでなく業者の側で確認をとるなどの対応が必要な
のではないかと疑問提起したい。この点からも金融商品取引業者には、取引参加資格としての明確な勧誘開始基準・取
引開始基準を策定する義務が認められると思われる。

五 指導・助言義務

平成一七年の最高裁判決において才口裁判官が指摘した指導・助言義務をどのように考えるかということがここで課題である。説明義務が問題とされる場面と決定的に違うのは、指導・助言義務が問題とされるのは取引を開始した後であるということであり、勧誘段階のこれまでの考察とは別の段階の問題であるということである。才口裁判官はこれを信義則上の義務ととらえている。この最高裁判決後に指導・助言義務に直接的に言及した裁判例として平成二一年三月四日の大阪地裁判決⁽⁶²⁾がある。ここでは、「購入株数が過大であることを指摘して再考を促す等の指導、助言をする信義則上の義務を負っていたものというべきであり、同義務を果たさずに行われた勧誘行為は、明らかに過大な危険を伴う取引を積極的に勧誘する行為と同視することができ、証券取引における適合性の原則から著しく逸脱したものであって、不法行為法上違法となるというべきである」と判示した。この判旨については指導・助言義務違反を適合性の原則違反に取り込んでいのように見受けられるとの評価もされている⁽⁶³⁾。なお、控訴審ではかかる指導・助言義務は認められなかった⁽⁶⁴⁾。

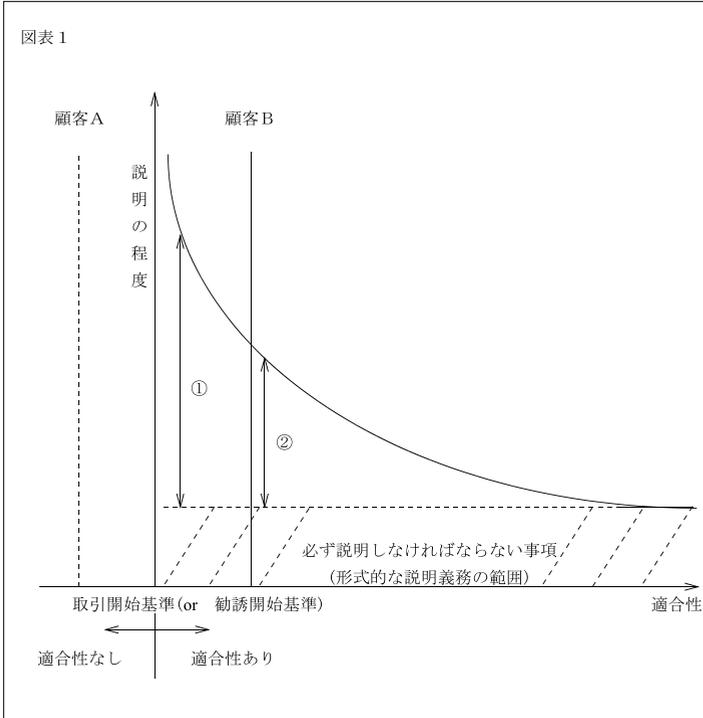
指導・助言義務が実際に問題となる場面では、投資者との契約の状態(勧誘を受けて取引に入ったのか否か、一度限りか継続的な契約か、金額は多いか少ないか等)、その方法(担当者が応対すべきか、DMやメールマガジ的な配信でいいのか)、その程度(参照となる指標が株価の場合に株価情報だけでいいのか、売り買いの提案まで必要か)など、多分に事実関係によって左右されよう。しかし次のことは指摘できるかと思われる。まず、指導・助言義務が問題となる契約は、金融商品取引業者の側が勧誘した場合に認め易いと思われる。勧誘して購入させた商品について

アフターケアを行うということについては（積極的にアフターケアをさせるかどうかは別として）違和感を感じないからである。対して、ネットから購入するなど、投資者の側で積極的に購入した商品に対してアフターケアを認めるには、手数料にそれが含まれている場合等でなければならぬように思われる。加えて、継続的に取引を行っている場合には、投資者と業者との間には一種の信認関係（信頼関係）が形成されており、業者の側に指導・助言義務を課すことがより積極的に肯定されるであろう。⁽⁶⁵⁾

つぎに、金融商品の仕組みが複雑で何らかの数値や指標を参考にしなければならぬ場合などには、そもそも商品の組成自体に指導・助言義務が前提として組み込まれていなければならないように思われる。例えば、「特に流動性に欠ける金融商品や中途解約が制限される金融商品取引の場合、顧客自身によるリスクコントロールが難しく、レバレッジによりリスクが増幅されている場合には、これを改善、是正させるため積極的な指導、助言を行うなどの信認則上の義務が認められる可能性も十分にあると思われる」⁽⁶⁶⁾との指摘がなされているところでもある。

指導・助言を行う義務の根拠として、最高裁判決は信義則に言及しており、それ自体に異論はないが、金融商品取引法の三六条一項に基づく誠実義務には前述したようにIOSCOの第一原則である「顧客の最大の利益および市場の健全性を図る」という目的があるのであって、指導・助言義務の根拠を誠実義務に求めることもできるのではないかと思われる。⁽⁶⁷⁾

図表 1



六 おわりに — その他の救済方法等と方向性について

本稿では、投資勧誘をめぐる法による保護の拡充や理論の集積を簡単に概観した。これらを踏まえて、まず、適合性の原則をいわゆる狭義のものとして限定し、その境界を勧誘開始基準あるいは取引開始基準に求めることを述べた。その理由として、投資商品や市場ひいては金融商品取引業者の信用を確保するためにこの原則があると考えるのである。そして適合性がある場合に、次に顧客の属性に応じて説明義務の履行が問題となる。この段階では、まずいかなる属性であっても（特定投資家等のプロ認定されている者は除いて）説明しなければならない事項があり、契約締結前交付書面の記載事項や金融商品販売法で「取引の仕組みのうちの重要な部分」など同法三条に定める事項がそれに該当する（形式的説明義務）。それに

加えて、顧客の属性等にあってその説明の方法が変化すること（実質的説明義務）を述べた。これらを単純にモデル化したものが図表1である。

以上のように構成した場合、まず、適合性なく取引に入った場合（図表1の顧客A）の救済については、不法行為あるいは（消費者契約法的な考え方から）契約無効・取消しにより解決できよう⁽⁶⁸⁾。この際、勧誘開始基準あるいは取引開始基準が適合性の有無の境界線であることから、適合性があることについての立証責任は業者側に求められる。つぎに、取引契約に入った後は（図表1の顧客B）、金融商品取引業者は、必ず説明しなければならない事項（前述した形式的説明義務の対象事項）について説明することはもちろん、顧客Bの属性に応じてそれを理解できるように説明するとともに、必要に応じて説明事項を増やすことも要求されよう。すなわち、勧誘開始基準あるいは取引開始基準をクリアーした顧客に対しては、形式的説明義務と実質的説明義務が金融商品取引業者に課せられ、顧客の適合性の程度（属性等）に応じて実質的説明義務が変化するのである。この段階での顧客の救済方法は、これまでの判例の多くが適合性の原則と説明義務のそれぞれの違反をワンセットにして不法行為を認めることが多かった場面であるが、説明義務違反として契約責任の文脈（債務不履行）として構成することも可能である（むしろこの方が自然かもしれない）⁽⁷⁰⁾。もちろん、このようなある種単純な線引きには実務家から異論が多く出されることが予想され得るが、ベースとなる考え方として提示することは許されるのではないかと思う。

また、適合性云々の問題以前に、商品そのものがそもそも勧誘すべきものではない場合もある。商品の賭博性に言及した判決⁽⁷¹⁾などが参考になるほか、「金融商品または金融商品取引の性質に起因して、金融商品取引に関する詐欺・錯誤等が肯定されるのは、金融商品または金融商品取引の構造自体が不合理な場合（確率を踏まえた損益の均衡が著しく欠けているような場合は、これに該当する可能性があるものと考える）に限られるであろう」との指摘がなされ⁽⁷²⁾

ているところでもある。

このほか、最近では金融商品取引法の一五七条二号の活用も考えられる。同号では「有価証券の売買その他の取引又はデリバティブ取引等について、重要な事項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」を禁止しているが、これを不法行為の根拠等として、この規定を勧誘段階あるいは説明段階で適用するのである。⁽¹³⁾

以上のように、近年では以前とは違って格段に投資者保護の制度的バックアップや理論的根拠が整備されてきたといえる。これらを遵守しつつ、適合性の判断基準を具体的に金融商品取引業者側に策定させることにより、終局的には投資者を「被害者」ではなく「投資家」に育てることが可能であるし、それにより商品や市場への信頼が確保されていくことが金融商品取引法の目的に寄与するものと考ええる。

- (1) 拙稿「投資勧誘における自己責任原則・適合性原則・説明義務―ワラント訴訟を契機として―」*島法三八卷四号三七頁* (平七)。
- (2) 志谷匡史「投資者保護の現代的課題」*商事一九二号四頁* (平二二)。
- (3) 立法当初は四九条の二として新設され、平成九年改正で旧四九条が削除されたことにより繰り上げられ、平成一〇年改正で三三三条になった。
- (4) 岸田雅雄監修『注釈金融商品取引法 第二卷』一三三頁「有吉尚哉」(金融財政事情研究会、平二二)。
- (5) 大武泰南「投資勧誘」河本一郎・龍田節編『金融商品取引法の理論と実務』一〇〇頁(経済法令研究会、平一九)。
- (6) 昭和四九年通達「投資者本位の営業姿勢について」。なお、現在は廃止されている。
- (7) これは平成三年の証券取引審議会報告「証券監督者国際機構(IOSCO)行為規範原則のわが国への適用について」(平成三年六月一日)において、適合性原則に対して法令上の根拠を明確にすることが適当との提言がなされたことを受けて規定された。岸田・前掲注(4)三七二頁「澤飯敦」大越有人。

- (24) 松尾・前掲注(11)三〇九頁。なお、従前の証券取引法の「業務の状況」(同法四三条柱書)を「業務の運営の状況」(金商法四〇条柱書)に改正しているが、これは文言を整理したものであり、実質的な内容に変更はないとされる。前掲。
- (25) 潮見佳男『契約法理の現代化』一二〇～一二三頁(有斐閣、平一六)。
- (26) 前掲一二二頁。
- (27) 前掲二二一～二二三頁。
- (28) 座談会「証券会社の投資勧誘と自己責任原則」民商一一三卷四・五号五二九頁(平八)において、山田誠一教授は「公正な市場を確保するために、そのようなリスク・テイクができないような人の参加を拒むのは、専門家あるいは専門業者たる証券業者の公的な義務なのではないでしょうか」と同旨のことを述べている。
- (29) 齋藤将彦「デリバティブ取引に対する不招請勧誘規制等のあり方について」金融二〇一〇年二月号二二頁(全国銀行協会)。
- (30) 具体的には、各金融商品取引業者において、「商品のリスク特性及び顧客の年齢、取引経験、主な収入・資産、投資目的等に照らした勧誘開始基準を定め、当該基準に合致した顧客に対してのみ勧誘すること」ならびに、「販売しようとする商品に關し、その参照対象となる株価指数等の変動率との対比で、商品の利回りが適切な水準かどうか等、商品の適切性(合理的根拠適合性)をチェックすること」とされている。前掲。
- (31) 日本証券業協会「協会の投資勧誘、顧客管理等に関する第五条の二の考え方」(平成三年二月一日付)。
- (32) 前掲。
- (33) 山田・前掲注(22)三六頁「神作発言」。なおここでは、「最高裁は、行政法規の違反にとどまらず、自主規制の重大な違反に対しても不法行為成立の余地を認めており、この点も「著しい」という限定を付した根拠になっているのではないかと推測しております」とも述べている。
- (34) 松尾・前掲注(11)四八一頁。
- (35) 黒沼・前掲注(20)一二〇頁。なお、神作教授は前述の「著しく」という限定について、「ただ、エンフォースメントの観点からすると、「著しく」はだんだん要らなくなる方向に行くのが望ましいのかなと個人的には考えております。」とも述べている。山田・前掲注(22)三六頁「神作発言」。
- (36) この点については、近江幸治「判批」判時一九三二号一九二頁以下(平一八)に詳しい。なお、ここでは私の考えも紹介されている

るが、当時は適合性原則について狭義・広義の整理がまだできておらず、現在からみれば拙い主張であった。現在では、広義の適合性原則が問題とされる場面において説明義務が顕在化すると考えている。

- (37) 広義の適合性原則は、「利用者」と取引の属性に応じた販売時に提供されるべき情報（重要事項）の内容が異なってくるという意味で、説明義務を拡張させた概念に相当する」と考えられる」とされる。岸田・前掲注（4）三七五～三七六頁「澤飯敦二大越有人」。その場合、ここにいう説明義務とは、商品の説明において必ず説明しなければならぬ事項を説明する義務という意味であろうか。
- (38) 同法三条二項では、「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、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ぬ」と定める。
- (39) 大阪高判令平成二〇年六月三日金判一三〇〇号四七頁。
- (40) 山田・前掲注（22）一八頁「山田発言」。
- (41) 松尾・前掲注（11）二八八頁。加えて、必ずしも一定の形式的な手続・方法を履践すれば足りるというものではない点に留意すべきではあるが、説明を通じて当該顧客が結果的に「理解した」ことまでは求められていない旨の指摘もされている。
- (42) 前掲二八六～二八七頁。
- (43) すべての契約締結前交付書面に共通して記載されるべき事項（金商法三七条の三第一項、金商業等府令八一条）と金融商品別の記載事項（金商業等府令八一条から九六条）が定められている。この定め方がやや難解・複雑であることにつき、証券取引法研究会「金融商品取引業者等の行為規制―政令・内閣府令を受けて―」金融商品取引法の検討「三」二二四頁「伊藤発言」（商事法務、平二〇）参照。
- (44) 清水・前掲注（10）一四頁（平一八）では、「重要な部分」をどう解釈すべきかという問題提起をしている。
- (45) 例えば、SBI証券作成の「契約締結前交付書面集」（平成二二年九月三〇日付）（http://search.sbisec.co.jp/v2/popwin/info/home/bm_070928a.pdf）では、上場有価証券等書面のほか、新規公開株式、円建て債券、外貨建て債券、個人向け国債、それに国内上場新株予約権証券取引のそれぞれについて記載がされている。
- (46) 証券取引法研究会・前掲注（43）一三五頁「河本発言」同旨。
- (47) 例えば、SBI証券作成の「CFD取引の契約締結前交付書面」（平二三年二月付）（http://search.sbisec.co.jp/v2/popwin/info/cfd/cfd_exp.pdf）参照。

- (48) 志谷匡史「他社株券償還特約条項付社債に係る法的諸問題」商事一六一四号二二頁(平一一三)。
- (49) 黒沼・前掲注(20)一一二頁。
- (50) 説明責任等の徹底については、平成二二年四月一六日に、顧客への説明態勢等について利用者保護の充実を図る観点から改正された金融庁による「主要行等向けの総合的な監督指針」等に盛り込まれた検証項目を自主規制により具体化することが想定されているとする。齋藤・前掲注(29)一二二頁。
- (51) 志谷・前掲注(48)一二二頁。
- (52) 全国証券問題研究会の判例データベース (<http://cgj2.osk.3web.ne.jp/~syouken/db/index.html>) に於て。
- (53) 大阪地判平成二二年三月二六日金判一三五八号五七頁。
- (54) 大阪高判平成二二年一〇月二二日金判一三五八号三七頁。
- (55) 志谷・前掲注(2)一〇頁では本件判旨につき、「取引の本質は賭博的要素を持つことを踏み込んで説示した。その姿勢には敬意を表する」と述べる。
- (56) 証券取引被害判例セレクト三七卷九六頁。
- (57) 志谷・前掲注(2)九一〇頁では、「投資者は、当初一年のみ一五パーセントの金利を得られる(これがプットオプションの最低売却代金に相当する)が、その後は長期にわたり、米ドルおよび豪ドル両者が円に対して高い(円安)状態が続かないと、金利はまったく得られない。最悪三〇年間社債は償還されることなく、金利もつかず、しかも償還は円高の下で価値が低下した米ドルまたは豪ドルで行われてしまう。さらに、定期的に取得した金利相当額が額面の二九パーセントに達する(これがプットオプションの最高売却代金に相当する)と、社債は早期償還されてしまう。したがって、この取引は取引外観の金利の高さにもかかわらず、実質的には投資者に不利な仕組みが設定されていたことは明らかである。取引の仕組みの複雑さが証券会社の説明義務を厳格化することはもちろんであるが、そもそも取引の公正さに欠けていた可能性が高いといえよう」と指摘する。
- (58) 志谷・前掲では、「デリバティブ取引を組成するとき、証券会社に求められる誠実義務の内実は何か」ということが検討課題であると指摘している。
- (59) 松島基之「レバレッジリスクを含む金融商品に関する説明義務その他の法的問題点の検討—大阪地判平成二二・一〇・二八を契機として」NBL九四六号六二頁(平一一三)。

- (60) 前掲六一～六三頁。
- (61) know your customer rule については、以前から、顧客調査義務の規則として神崎教授により紹介されている。神崎克郎『証券取引規制の研究』一七四頁以下（有斐閣、昭四三）参照。
- (62) 大阪地判平成二二年三月四日判時二〇四八号六一頁。
- (63) 松島・前掲注（59）六五頁注（一二）。
- (64) 大阪高判平成二二年七月一三日金法一九〇六号七九頁。
- (65) ベストアドバイス義務が観念される場面があると指摘するものとして、潮見・前掲注（25）一三一～一三三頁。
- (66) 松島・前掲注（59）六四頁。
- (67) 志谷・前掲注（2）九頁においても、指導・助言義務の根拠は証券会社の誠実義務に由来すると考えられるとする。
- (68) 例えば、投資商品が顧客に適合性が見いだせない場合に、錯誤による無効を認めた判例（大阪高判平成二二年一〇月二二日金判一三五八号三七頁）が参考になろう。
- (69) 図表1では、勧誘開始基準・取引開始基準に近い顧客に対しての説明の程度（①の部分）と、当該基準をそれなりに多少超えている顧客に対する説明の程度（②の部分）の差として表される。
- (70) 山下友信「証券会社の投資勧誘」河本一郎先生還暦『証券取引法体系』三四〇～三四三頁（昭和六一）においてすでに提言されている。
- (71) 大阪地判平成二二年三月二六日金判一三五八号五七頁。
- (72) 松島・前掲注（59）六五頁。
- (73) 武井一浩、石井輝久「日本版一〇b―五としての金商法一五八条「下」」商事一九〇六号一〇八頁（平二二）では、場面は違うが、一五八条の「偽計」が適用される場面での一五七条二号の適用を肯定している。