

証券会社の顧客に対する 指導助言義務

弁護士 長谷川 彰

1 はじめに

日経平均オプション取引に関する最高裁平成17年7月14日判決で、才口裁判官が補足意見として、「証券会社の指導助言義務」を肯定するなど、金融商品取引における業者の指導助言義務が注目されている。

最近、株式取引に関して、証券会社の指導助言義務を肯定した一審判決(大阪地裁平成21年3月4日)が控訴審判決(大阪高裁平成22年7月13日)によって否定されるというケースがあった。

2 最高裁平成17年7月14日判決における才口裁判官の補足意見

最高裁平成17年7月14日判決の事案は、証券会社の勧誘により日経平均株価オプション取引を開始した顧客が、当初はオプションの買い取引を数量的にも限定的に行っていたが、その後売り取引を中心とするオプション取引を本格的に行うようになり、その際、オプション取引の損失が1000万円を超えたらやめるという方針を立てて、実際にもその方針に従って、オプション取引を一旦は中断させたが、その後間もなく再開したオプションの売り取引で2億円以上の損失を被ったというものである。

才口裁判官の補足意見は以下の通りである。

「オプション取引は、抽象的な権利の売買であって、その仕組みを理解することは容易ではなく、特にオプションの売り取引は利益がオプション価格の範囲に限定される一方、損失が無限あるいは莫大になる危険性ははらむものであり、各種の証券取引の中で、最もリスクの高い取引の一つであるといえることができる。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あたっては、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ないが、本件においては、被上告人が一般投資家の通常行なう程度の取引とは比較にならないほどの回数及び金額の証券取引を経験し、その経験に裏付けられた知識を蓄え

ていたことから、結論的に適合性の原則は否定されるべきものである。しかしながら、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あ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言うまでもない。

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、これを勧誘して取り引きし、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、是正させるための積極的な指導、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。」

3 大阪地裁平成21年3月4日判決

上記最高裁判決後に、業者側の指導助言義務について言及した判決に大阪高裁平成20年8月27日判決(証券事件)や平成20年9月26日判決(商品先物取引事件)などがあるが、本稿では、地裁と高裁の判断が異なった大阪地裁平成21年3月4日判決とこれの控訴審判決である大阪高裁平成22年7月13日判決を取り上げる。

事案は、本件以前には勤務先の株式を従業員持ち株制度により購入した以外には証券取引の経験がなかった者が、勤務先を定年退職するにあたり、同社株を売却するため相手方証券会社に口座を開設し、同社株すべてを売却した代金を相手方証券会社に預託し、社債及び中期国債ファンドを購入していたところ、同証券会社よりNTT株など東証1部上場会社の株式取引を勧誘されて中期国債ファンドをすべて解約し、NTT株25株をはじめ数社の株式を購入したが、いずれも大幅に値下がりし、約1500万円の損失を被ったというものである。

地裁判決は次のように判示して請求を一部認容した。

「丁原(被告証券会社従業員)は、原告から25株という大量のNTT株の購入申込を受けた際に、この取引が原告の投資経験、株式取引の知識、投資意向、財産状態からして明らかに過大な危険を有する取引であることを認識し得たと解されるし、また、

原告が25株という株数を決めるに至ったのは、丁原告がNTT株を推奨したことと、原告の質問に応じて、原告の保有する中期国債ファンドをすべて解約すれば、28株購入することができる旨の説明をしたことに強く影響された結果であることも容易に認識し得たものと解される。

原告の25株の申込に対し、丁原告は、原告においてその取引の危険性を認識しているかどうかを確認し、購入株数が過大であることを指摘して再考を促すなどの指導、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するものであって、不法行為法上違法となる」。

4 大阪高裁平成22年7月13日判決

これに対し、控訴審は、次のように判示して一審判決を取り消し、原告の請求を棄却した。

「株式の現物取引は、その仕組み自体がレバレッジのかかる商品先物取引などに比較して単純であり、わずかの値動きで予想外の損失を被るようなことはなく、また、いつでも売却することが可能であり、「損切り」などでリスクをある程度はコントロールすることができるから、それ自体リスクが過大であるとはいえない。また、株価の変動の要因については、市場リスクのほか、発行体の個別リスクがあるのは当然であるが、上場企業の中でもとりわけ大企業にあってはその経済的または社会的活動等がマスコミ等により報道される機会も多いことから、その投資判断が一般人であっても容易である面がある。(中略)

株式がリスクのある資産であるといっても、その銘柄によってリスクの程度はさまざまであり、NTTが東証一部上場の有名な企業であり、業績の低迷から抜け出せないような環境にあったとも認められない以上、一審原告にとって本件NTT株購入をリスクの高い過大取引であったということはできない。

したがって、一審原告においては、そのリスクを認識しつつ自らの意思で本件NTT株を購入したといえるのであるから、一審被告が、一審原告に対し、本件NTT株の購入について、株数の減少を再考させる指導、助言をしたり、分散投資をするよう指導、助言する義務を負うことはないし、本件NTT株の

ほか、本件ドコモ株及び本件コナミ株を追加して購入するように勧誘した行為についても、適合性の原則に反したり、一審原告のいう誠実公正義務及び適合性原則遵守義務に違反するとも認めがたい。

なお、一審原告がその保有する金融資産のほとんど全部をNTT株等の購入にあてたものであるとしても、そのリスクが上記のような限定されたものである以上、それが適合性の原則から著しく逸脱した証券取引にあたるということはできず、一審原告が主張する再考・指導・助言義務の根拠となるとは言えない。」

5 考察

(1) 事業者課される指導・助言義務の根拠

潮見佳男教授によると、交渉当事者間の情報や専門的知識のアンバランスを背景に一種の信認関係が両当事者間に成立しているときには、契約上の協調的関係から、自己決定基盤の維持・整備を目指した情報提供義務とは別に、協力義務としての説明・助言義務が導かれることがあるとされる。そして、一方当事者が専門的知識を持ち、他方当事者がそれを信頼して行動するタイプの契約においては、助言義務を認めるべきであるとして、ある種の金融取引、医療契約、弁護士との委任契約などをその例としてあげられる。

同教授はこれに続けて、専門家として社会において期待されている役割から、その専門性に依拠した取引交渉にあたり、交渉相手の信頼にこたえるべく、適切な情報提供・説明・助言が義務づけられることになる(先物取引被害研究30号「投資取引と説明義務」93頁)。

一方、松島基之弁護士は、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、是正させるための積極的な指導、助言を行うなどの信義則上の義務が認められる可能性も十分あるとされる(NBL946号「レバレッジを含む金融商品に関する説明義務その他の法的问题点の検討」64頁)。

(2) 才口裁判官の補足意見の射程範囲

既に引用したとおり、才口補足意見は、「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、これを勧誘して取り

引きし、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、是正させるための積極的な指導、助言を行うなどの信義則上の義務を負う」と述べ、リスクの高い取引について、リスクコントロールができなくなるおそれがある場合に限定して信義則にもとづく指導・助言義務を認めているとも解される。そうだとすると、松島弁護士が説かれるような限定された条件の下でのみ認められる義務にとどまり、株式の現物売買においては、発生しないことになりそうである。

しかし、法廷意見が、被上告人の投資経験等に照らして、証券会社がオプションの売り取引を勧誘して3回目、4回目のオプション取引を行わせた行為が、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ではできないとして原審を破棄したことに対する補足意見として才口裁判官が述べていることを考えると、その様なベテラン投資家にと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だから、専門家である証券会社の指導・助言義務を問題とすべきとしたと解するべきである。

この最高裁判決の後に出了た株式の信用取引に関する大阪高裁判決(平成20年8月27日)も、顧客が株式取引に関する豊富な投資経験や知識を有しているので、証券会社の取引勧誘が適合性原則に違反するものとはいえないとの認定をした上で、「その取引内容や数量等に照らし、控訴人においてその投資経験等を考慮しても、情報処理に基づく自主的かつ的確な投資判断ができる限界を超えていると言わざるを得ず、上記のような知識経験を有する控訴人であっても、情報処理や投資判断については、信用取引のプロといえる乙山^{*1}とは比ぶべくもなく、しかも、保証金維持率^{*2}が30%を割っても乙山の証言に反して、取引は何ら縮小されることなく、むしろ拡大し、それに伴って損失も拡大されており、しかも、その拡大は、乙山の主導によるもので、取引拡大の必要性も認められない。上記損失拡大は、ITバブル崩壊や単に控訴人が損切りを嫌ったことのみによって生じたとはいえないものであり、上記認定の保証金維持率が30%を割って以降の乙山の対応の仕方は、明らかに控訴人の損失を拡大させるおそれのあるもので

あり、証券会社担当者の指導助言義務に反するというべきである」との判断を示し、証券会社の不法行為責任(使用者責任)を認めた。

*1 乙山は、証券会社の支店長に次ぐ地位である営業次長

*2 信用取引は、保証金を入金すればその約3倍を超える取引ができ、この取引総額において委託保証金が占める割合を「保証金維持率」という。保証金維持率が30%を割ると決済を除き新たに信用取引をすることができなくなり、20%を割ると、追証が発生する。

(3) 本件の検討

本件の投資家は、従業員持ち株制度により保有していた勤務先の株式2000株を退職後に売却したことを除き、本件取引をはじめのまで株式の取引経験がなかった。この点で、上記最高裁判決や大阪高裁判決とは投資家の属性が異なっている。

また、取引の対象となった取引は、NTT株の現物売買であり、地裁判決も「株式として相応の株価変動リスクを有する商品ではあるが、基本的には、その取引に特別大きなリスクを伴うものではない」と認定している。

すなわち、本件は、株式取引に関する豊富な投資経験や知識を有した投資家が、リスクの高い商品について、リスクをコントロールすることができなくなったり、情報処理に基づく自主的かつ的確な投資判断ができる限界を超えているという場面の問題ではない。

つまり、本件では、株式投資を初めて行う投資家に対する指導助言義務が問題になっている事実と考えることができる。

一審の裁判所は、①自ら株式取引の危険性を認識しながら、自主的な判断に基づいて取引を行うだけの知識や理解力を有していたとは言えない、②NTT株購入までは、貯蓄中心の取引を指向し、積極的な投資意向を有していなかった、③NTT株25株の購入はこの投資意向に反しているが、これは丁原がNTT株のメリットを示しつつ同株の購入を推奨したことによる、④社債及び中国ファンド合計3723万円が原告の有するほとんどすべての金融資産であったとの認定のもとに、NTT株25株の購入は、原告にとっては過大な危険を伴う取引であったと認定した。

これに対し、控訴審では、①勤務先の株式を売

却するにあたっては、価格動向を自ら観察しながら、値上がりしたのを見計らって売却したというのであるから、株式の価格を決定する要素やリスクについてある程度は学習し、知識や理解力を付けていた、②NTT株購入は、単に資産株として保有するというのではなく、積極的に値上がりを追求する意図があった、③一審原告は、一審被告従業員が問いただすまでもなく、それまでの投資に対する安全性を重視する指向をやや変化させた、④丁原の説明に基づいて原告自らの自由な判断のもとに株数を決定したとの認定を行い、NTTが東証一部上場の有名な企業であり、業績の低迷から抜け出せないような環境にあったとも認められないとした上で、本件NTT株の取引が、数量・金額とも大きいものであっても、特定の株式を大量に購入した一事をもって過大な危険を伴う取引をしたとはいいがたい、と判示した。

両判決の結論の違いが、事実認定の違いによると簡単に片づけるには躊躇を覚える。既に述べたように、才口補足意見は、経験を積んだ投資家についてもリスクの高い取引に関しては、損害賠償請求が認められる場合があることを示唆し、その後の高裁判例で具体的な救済事例が示された。

これに対し、本件では、実質的に初めて株式取引を行なうものが、「基本的には、その取引に特別大きなリスクを伴うものではない」NTT株を、中国ファンドをすべて売却して25株購入したという事案である。原告は、「東証一部上場の有名な企業であり、業績の低迷から抜け出せないような環境にあったとも認められない」といった一般的な情報のみを頼りに、他の投資家と比較しても突出した大量のNTT株を購入しようとしていたのであるから、専門家である証券会社従業員としては、それまでの貯蓄中心の取引指向を変化させて、リスクをとっても値上がり追求を求めようとしている積極的な意図を有しているのかの確認、他の投資家が購入している株数はどの程度で、原告の購入数が突出していることの教示などを行うべき義務があると考えべきであろう。

ここで参考になるのは、商品先物取引における新規委託者保護の原則である。そこでは、3ヶ月間を習熟期間とし、建玉枚数の制限を行うとともに、資金に余裕のある取引となるように顧客を勧奨すべきとし、顧客の理解度、判断力、資産状況、投資予定額等から見て明らかに過度な取引と

判断されるときは顧客と相談の上取引の縮小あるいは制限等の措置をとることとしている。確かに、NTT株の購入は、商品先物取引と比較すると、特別大きなリスクを伴うものではないと言えるかも知れないが、初の株取引で、原告の金融資産の約64%にも達する金額を貯蓄性資産を売却して価格変動のあるNTT株の購入にあてようとしているのであるから、株式取引のプロである証券会社従業員からの何らかのアドバイスが必要とされると判断した一審の裁判所の判断のほうが、合理的であると考えられる。

以上