

〔論 説〕

過当取引規制に関する序章的考察

永 田 泰 士

はじめに

第一章 過当取引と過当取引による不法行為の成立要件

第一節 過当取引の定義，規制目的，業法上等の禁止規定

第二節 過当取引による不法行為の成立要件

第三節 小括

第二章 過当取引はいかにして適合性原則や説明義務の規制を潜り抜けるのか

第一節 過当取引はいかにして適合性原則の規制を潜り抜けるのか

第二節 過当取引はいかにして説明義務の規制を潜り抜けるのか

第三節 小括

第三章 高裁判例にみる適合性原則及び説明義務の過当取引規制に向けた進化

第一節 適合性原則の進化に関する先行研究

第二節 高裁判例にみる適合性原則の過当取引規制に向けた進化

第三節 量的適合性原則の意義

第四節 高裁判例にみる説明義務の過当取引規制に向けた進化

第五節 小括

おわりに —— 次なる課題に向けて ——

は じ め に

過当取引は、業者の手数料収入を高める一方、顧客に過当な取引による累積コストを発生させ、それにより投資収益の悪化を生じさせるといった弊害をもたらす。かかる過当取引は、後に見るように、適合性原則や説明義務等の他の違法勧誘規制法理による規制を潜り抜ける可能性がある点にその特色があるとされてき

た。

本稿は、金融商品取引における過当取引に対して、従来、必ずしもそれを規制できないとされてきた適合性原則や説明義務が、今日においてもなお、その規制を「管轄外」とし続けているのか、それとも、過当取引に対応すべく進化を遂げているのかを、過当取引勧誘又はそれに類する問題が争点となった近時約十年の高裁判例を素材として検討することを目的とする¹⁾。

以下では、まず、第一章において、過当取引の定義、その禁止の業法上又は業界自主規制上の根拠を確認した後、過当取引による不法行為の成立要件を確認し、過当取引規制の概要を把握する。次いで、第二章において、過当取引が、いかにして、適合性原則や説明義務の規制を潜り抜ける可能性があるのかを明らかにしたのち、第三章において、近時約十年間において過当取引または過当取引に類する問題が争点となった高裁判例を素材として、適合性原則や説明義務が、「過当取引によって生じた累積コストにより顧客の投資収益を悪化させる」という過当

1) 以下では、金融商品取引における過当取引を検討対象とする。過当取引は、金融商品取引の分野だけでなく、商品先物取引の分野でも問題となる。金融商品取引及び商品先物取引双方に関する過当取引の総合的研究として、今川嘉文『過当取引の民事責任』（信山社・2003）がある。

2) 本稿が、「過当取引（の勧誘）は、適合性原則や説明義務の規制を潜り抜ける可能性がある」とされてきたことに着目するのは、次の理由による。適合性原則や説明義務では必ずしも規制し得ない過当取引とは、後述するように、顧客の意向と実情に反する金融商品を一連の取引において勧誘対象とせず、また、個々の取引に伴うリスクやコスト等につき、説明が尽くされているものを指す。かかる取引においては、個々の取引において、リスクが現実化したとしても、そのリスクは、顧客にとってその意向と実情に反するものではなく、個々の投資判断に際して顧客が覚悟していたものである。そこで、過当な取引の勧誘を受け、累積コストによって投資損益に悪影響が生じていても、それは、自らの意向と実情に反することのない、自らが覚悟していた個々の取引に含まれるリスクの集積であるかのように認識する可能性があり、その結果、（特に最終的損益の損失が少額にとどまる場合には）過当取引勧誘の不当性・違法性に関する顧客の認知を妨げかねない。これが、「適合性原則や説明義務の規制を潜り抜ける過当取引」の特色であるといえる。

かような特色は、過当な取引の勧誘を行い、手数料収入を得ようとする業者に対して、訴訟リスクが軽減されるという効果をもたらすために、かかる勧誘を行うことへの抑止が機能しにくい。この問題に何らかの対応がなされていないとするならば、この問題への対応は、過当取引規制における一つの重要な課題となる。この点については、本稿の最後に論じる。

取引規制が問題視する事象を、いわば「管轄外」として放置してきたのか、あるいは、かかる問題に対応すべく進化を遂げているのかを検討する。結論を先に述べるならば、適合性原則や説明義務は、かかる弊害に対応すべく、一定の進化を遂げていることが確認できるが、これらの進化を前提としてもなお、過当取引が適合性原則や説明義務の規制を潜り抜ける可能性は、過当取引規制論に重大な課題を提起し続けていることが明らかにされる。

第一章 過当取引と過当取引による不法行為の成立要件

第一節 過当取引の定義、規制目的、業法上等の禁止規定

過当取引（過当売買）の定義は、論者によって若干異なるところがあるが³⁾、ある論者の定義によれば、「金融商品取引業者等が、手数料稼ぎの目的で、顧客の属性に照らして不適切に多量・頻回の取引を顧客の計算で行うこと⁴⁾」をいう。かかる行為が、金融商品取引市場においてなぜ禁止されるべきか。その根拠につき、

-
- 3) 例えば、今川・前掲注(1) 228頁では、過当取引とは、「証券業者が顧客たる投資家の投資に係る無知に付け込み、顧客利益に優先して、証券業者自身の利益を追求かつ実現させるため、または損失を回避するため、証券業者が顧客口座を支配することにより、一連の証券売買を主導して、顧客の属性、投資目的および資力に照らし、頻度および数量において顧客に適合しない過度の証券取引を行うこと」であると定義されている。また、石田真得「過当取引と損害賠償責任」神田秀樹＝神作裕之編『金融商品取引法判例百選』（有斐閣・2013）80頁では、過当取引とは、「金融商品取引業者等が、顧客の計算において、手数料稼ぎ等の自己の利益を図る目的で、顧客の資力、投資目的、投資傾向、知識、経験などに照らして不適切に多頻度、多量の取引を行うこと」であると定義されている。また、川島いづみ「過当取引の勧誘と証券会社の責任」河上正二＝沖野真巳編『消費者法判例百選〔第2版〕』（有斐閣・2020）138頁では、過当取引とは、「金融商品取引業者（証券会社やその従業員等）が、顧客の信頼を悪用して顧客の取引口座に支配を及ぼし、委託手数料稼ぎなど自己の利益のために顧客の利益を犠牲にして、顧客の口座を用いて行う過当な取引」であると定義されている。また、松岡啓祐『最新金融商品取引法講義〔第6版〕』（中央経済社・2021）（以下、『金融商品取引法講義』として引用）138頁では、過当売買とは、「証券会社等が顧客の利益ではなく、手数料の収入等を目的として過当な数量や金額の取引を勧誘するという不正（違法）な行為」であると定義されている。
- 4) 黒沼悦郎『金融商品取引法〔第2版〕』（有斐閣・2020）（以下、『金融商品取引法』として引用）580頁。

二つの異なる視点が提示されている。まず、過当取引は、実需に基づかない取引を繰り返すものであるため、金融商品取引市場の価格形成を歪める恐れがあることが指摘されている⁵⁾。かかる指摘は、過当取引が「市場」に対して与える害悪を問題とするものである。次に、過当取引は、顧客に勧誘されるままに取引を行わせ、手数料等の支払いを余儀なくさせたり、本来ならば行はずのない取引により投資損失を被らせる可能性を生じさせたりするなど、顧客の利益を害することが指摘されている⁶⁾。かかる指摘は、過当取引が「顧客の利益」を害することを問題とするものである。このように、過当取引は、「市場」及び「顧客利益」に与える害悪性ゆえに規制対象とされている。次いで、過当取引を禁止する法令及び自主規制上の規定を確認しよう⁷⁾。

業者が一任勘定取引等を行う場合、業者が過当取引を行うことは、委託契約等の趣旨に反すると考えられることから⁸⁾、以下のような規制が置かれている。まず、

-
- 5) 松岡・後掲注(13)「過当売買(一)」223頁、石田・前掲注(3)80頁、川島・前掲注(3)138頁。また、今川・前掲注(1)175頁でも、適合性原則との関連における過当勧誘の文脈であるが、それが、「不適切な投資選択または不十分な投資判断により、市場の価格形成機能を歪曲させることになる」ことが指摘されている。
 - 6) 松岡・後掲注(13)「過当売買(一)」223頁、石田・前掲注(3)80頁、川島・前掲注(3)138頁。また、今川・前掲注(1)175頁でも、適合性の原則との関連における過当勧誘の文脈であるが、それが「顧客利益を損なう虞れ」があることが指摘されている。
 - 7) なお、過当取引を規制する私法上の直接的な手掛かりとして、平成28年の消費者契約法改正により新設された同法4条4項の「過量な内容の消費者契約」の勧誘規制が注目に値する。消費者契約法上の消費者契約の定義は、消費者(事業者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個人)と事業者との間で締結される契約であるため(同法2条1項・3項)、消費者の定義に該当する個人顧客(以下、単に「個人顧客」とする)が業者を介して行う投資取引には、消費者契約法の規制が適用される。そこで、個人顧客に対して、業者が故意に当該個人顧客にとって著しく過量な内容の投資取引を勧誘し、それにより個人顧客が著しく過量な内容の投資取引を行った場合には、同法4条4項による取消権が生じることになるとも解し得る。しかし、消費者庁は、「金融商品のようにそれを保有すること自体を目的として購入されるものである場合等には、当該消費者にとっての通常の分量等が多くなるため、結果的に過量性が認められにくい」との見解を示している。参照、消費者庁「逐条解説(平成31年2月)」79頁。過当取引と消費者契約法上の「過量な内容の消費者契約」の勧誘規制との関係の検討は、別稿において行うこととし、本稿では、これらを確認するにとどめる。
 - 8) 黒沼・前掲注(4)『金融商品取引法』580頁。

金融商品取引法は、「内閣総理大臣は、……金融商品取引業者等若しくは取引所取引許可業者の行う過大な数量の売買であって取引所金融商品市場若しく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制限するため、公益又は投資者保護のため必要かつ適当であると認める事項を内閣府令で定めることができる」とする(同法 161 条 1 項。同条 2 項により市場デリバティブ取引及び店頭デリバティブ取引に準用)。この規定を受け、「有価証券の取引等の規制に関する内閣府令」は、「金融商品取引法第二条に規定する定義に関する内閣府令」16 条 1 項 8 号イ・ロまたは「金融商品取引業等に関する内閣府令」123 条 13 号ロ～ホに規定する契約に基づき、有価証券の売買を行う場合には、金融商品取引業者等は、「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金融商品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」旨を規定する(有価証券の取引等の規制に関する内閣府令 9 条 1 項。同条 2 項により市場デリバティブ取引及び店頭デリバティブ取引について準用⁹⁾)。この禁止は、一任勘定取引等において、業者が過当取引を行うことを禁止するものであって、その他の場面における過当取引を禁止するものではない。しかし、日本証券業協会は、自主規制「協会の従業員に関する規則」¹⁰⁾7 条 5 号において「顧客カード等により知り得た投資資金の額その他の事項に照らし、過大な数量の有価証券の売買その他の取引等の勧誘を行うこと」を禁止しており、広く過当取引の「勧誘」行為を禁止している。本稿は、これらのうち、一任勘定取引等における過当取引の場面を除く、過大な取引の「勧誘」を検討場面とする。過大な取引の「勧誘」が、いかにして適合性原則や説明義務による勧誘規制を潜り抜ける可能性があるのか、適合性原則や説明義務はこれに対応すべくどのような進化を遂げているのか、本稿の関心事だからである(以下では、「過当取引」を、「過大な取引の勧誘」を指すものとして用いる)。

次に、過当取引を理由とする不法行為の成立要件に視点を転じよう。

9) これらのほかに、過当取引を直接に禁止する規定はないとされる。参照、石田・前掲注 (3) 80 頁。

10) 全文は、日本証券業協会 HP 《https://www.jsda.or.jp/about/kisoku/200616_zyugyoin.pdf》にて閲覧可能である。

第二節 過当取引による不法行為の成立要件

I 過当取引による不法行為の成立要件

過当取引が、不法行為を構成する余地があることについては、今日、下級審判例上確立されているといえる。過当取引による不法行為の成立要件（あるいは判断基準¹²⁾）としては、アメリカ法を比較法とする研究が議論をけん引したこともあってか、アメリカ法の影響を受けているとされるが¹⁴⁾、以下の三要件（又は三基準）が挙げられる。すなわち、①取引の過当性（過度性）、②口座支配、③悪意性（欺罔の意図）である。平成20年以降の高裁判例を概括しても、これを過当取

-
- 11) 以下に続く検討において、近時約十年間における過当取引勧誘が問題となった高裁判例を参照する。なお、以下で、引用する裁判例のうち、その出典として、Westlaw Japan 文献番号とともに「先物取引裁判例集」又は「証券取引被害判例セレクト」を記載するものは、全て、同データベース上において出典とされているが、筆者はこれらの裁判例集に接することができなかつた。そこで、このことを明記し、同データベース上において出典とされているという参考情報としてこれを掲載する。
- 12) 例えば、神崎克郎＝志谷匡史＝川口恭弘『金融商品取引法』（青林書院・2012）791頁では、過当取引の「判断基準」とされている。なぜこのような表現が用いられているかは、必ずしも明らかではないが、後述する通り、「三要件」とされているもののうち、「悪意性」につき、その独自性に疑問を投げかける見解があり、また、裁判例においても、「悪意性」の充足を明確に認定することなく、違法性を肯定しているものも見られることから、三「要件」という表現が意図的に避けられている可能性がある。
- 13) アメリカ法における過当取引に関しては、小島秀樹「日米における証券過当売買規制の相違」商事1289号（1992）6頁、松岡啓祐「アメリカにおける証券の過当売買（churning）の規制と認定基準（一）～（四・完）」早稲田大学大学院法研論集63号（1992）（「過当売買」として引用）221頁、65号（1993）227頁、66号（1993）217頁、67号（1993）219頁、山下友信「証券会社のブローカー業務」証券取引法研究会国際部会編『証券取引における自己責任原則と投資者保護』（日本証券経済研究所・1996）44頁。
- 14) このことを指摘するものとして、小島・前掲注（13）10頁以下、清水俊彦『投資勧誘と不法行為』（判例タイムズ社・1999）379頁（注14）、黒沼悦郎「過当取引への誘致と損害賠償責任」商事1642号（2002）（以下、「過当取引」として引用）63頁、荒井哲朗編『改訂 Q&A 投資取引被害救済の実務』（日本加除出版・2015）181頁、松岡・前掲注（3）『金融商品取引法講義』138頁。
- 15) 神崎＝志谷＝川口・前掲注（12）791頁のほか、石田・前掲注（3）81頁、芳賀良「取引に関する行為規制」川村正幸編『金融商品取引法〔第5版〕』（中央経済社・2014）446頁、荒井・前掲注（14）181頁、高橋均「信用取引における過当取引の損害賠償と過失相殺」ジュリ1522号（2018）122頁、川島・前掲注（3）139頁、松岡・前掲注（3）『金融商品取引法講義』138頁以下。

引による不法行為の違法性要件とすると解されるものが多くみられる。¹⁶⁾そこで、以下、順にこれらの内容を確認しよう。

II 「取引の過当性」

第一に、「取引の過当性」では、顧客の投資知識、経験、資産状況、投資目的に照らして、頻度や数量が過当と評価できるか否かが問題とされ、その判断基準としては、取引回数、取引総額、年次資金回転率、短期売買の割合、証券の保有期間等の客観的指標が用いられるが、絶対的な数値基準があるわけではないとされる。¹⁷⁾何が過当であるかは、顧客属性に大きく左右されるためであると考えられる。¹⁸⁾

16) 近時の高裁判例としては、大阪高判平成 20 年 3 月 25 日 Westlaw Japan 文献番号 2008WLJPCA03256007（証券取引被害判例セレクト 31 巻 1 頁）、名古屋高判平成 22 年 8 月 20 日 Westlaw Japan 文献番号 2010WLJPCA08206001（証券取引被害判例セレクト 38 巻 1 頁）、大阪高判平成 22 年 10 月 29 日 Westlaw Japan 文献番号 2010WLJPCA10296002（証券取引被害判例セレクト 38 巻 85 頁）、大阪高判平成 30 年 3 月 28 日 Westlaw Japan 文献番号 2018WLJPCA03286023（先物取引裁判例集 79 号 126 頁）などがある。

例えば、大阪高判平成 20 年 3 月 25 日は、「証券会社が、顧客の取引口座に対して支配を及ぼして（口座支配性）、顧客の信頼に乘じ、顧客の利益を犠牲にして売買委託手数料を稼ぐ等、自己の利益を図るために（悪意性）顧客の属性に照らして過当な頻度、数量の証券取引をすること（過度性）は、顧客に対する誠実義務に違反し、不法行為法上、違法なものとして評価すべきである。すなわち、①取引の過度性、②口座支配性、③悪意性の各要件を検討し、各要件がすべて満たされる場合には、当該取引は違法な過当取引に当たり、証券会社は不法行為責任を負うことになる」とする。

また、名古屋高判平成 22 年 8 月 20 日は、「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、投資意向、投資知識、経験等に照らして過当な頻度、数量の取引を勧誘することは、顧客に対する誠実義務に違反する背信的行為として、私法上も違法になる」とする。

なお、これら三件の裁判例は、共通して、不法行為法上の「違法性」を充足する上での要件として、これらの三要件を掲げる。

- 17) 石田・前掲注 (3) 81 頁、高橋・前掲注 (15) 122 頁。今川・前掲注 (1) 237 頁以下、川島・前掲注 (3) 139 頁では、手数料額や手数料率も指摘されている。
- 18) 相場の停滞期においても、大規模な取引で短期売買を繰り返し、高収益を目指してきた者にとっての過当と、資産が、老後のための資産形成のために堅実に行ってきた貯蓄に限られる投資未経験者にとっての過当とは、意味合いが大幅に異なる。

Ⅲ 「口座支配」

次に、「口座支配」では、一連の取引における金融商品取引業者等の主導性が問われるとされる¹⁹⁾。この要件は、投資者の自由で自主的な投資判断がなされていれば、過度に頻回・多量の取引といえどもその結果は投資者に帰すべきものであるために求められるとされる。口座支配は、取引が業者に一任されている場合に認められやすいが²⁰⁾、必ず取引一任があったことを要するわけではなく、顧客が業者に勧誘ないし助言されるままに取引を行い、実質的に見て業者が投資判断を行っているものと評価できる場合も主導性は満たされるとされる²¹⁾。

Ⅳ 「悪意性」

「悪意性」の定義は、論者において微妙な相違がみられる。ある論者によると、「悪意性」とは、業者が、顧客の利益を無視して手数料を得る目的のために取引を頻繁に繰り返したか否かを問うものであるとされる²³⁾。さらに、別の論者によると、悪意性とは「証券業者が顧客との継続的取引関係および証券取引に関する専門家として、顧客からの信頼を濫用して、顧客利益を無視または配慮せずに、顧客の投資経験、投資知識、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」であると定義される²⁴⁾。

これらの定義の共通項は、業者が「自己利益を追求する目的」で「顧客利益を無視又は配慮しなかったこと」に見いだせる。もっとも、かかる「悪意性」に関しては、以下のように、その積極的意義に懐疑的な見解が多く存する。

まず、「悪意性」は、アメリカ法にその沿革を有するが、アメリカ法とは異なる

19) 今川・前掲注 (1) 241 頁, 石田・前掲注 (3) 81 頁。

20) 石田・前掲注 (3) 81 頁。

21) 神崎=志谷=川口・前掲注 (12) 792 頁, 石田・前掲注 (3) 81 頁, 川島・前掲注 (3) 139 頁。

22) 石田・前掲注 (3) 81 頁。川島・前掲注 (3) 139 頁では、顧客の意思に反していない取引であっても、顧客が個々の取引の相当性を具体的に判断できる能力を備えておらず、個々の取引を行うか否かの実質的・具体的判断を業者が行っていた場合に、口座支配が認められる例があることが指摘されている。

23) 石田・前掲注 (3) 81 頁。

24) 今川・前掲注 (1) 244 頁, 341 頁。

り、日本の民法 709 条においては「故意または過失」で足りるから、日本において「悪意性」の要件を立てる必要性はないとも考えられるとの見解が示されている。²⁵⁾ 同見解は、続けて、「過当取引は、個々の取引については顧客の承諾を得ており、また投資対象について顧客が適合性を有している場合であっても、一連の取引を一体のものとして違法と評価されるような行為であるから、その違法性の認定要素として、過失を超える心理要件を課すこととしても不合理ではない」としつつも、「客殺しの意図がある場合にのみ悪意性ありとされるのか、顧客の利益を積極的に犠牲にしようとは考えなかったが、顧客の利益になるかどうかを顧慮せずに手数料稼ぎのために一連の取引を主導した場合にも悪意性を認定すべきなのかが問題となる」が、後者の解釈が妥当であるとし、²⁶⁾ 「そうすると悪意性の要件を立てる必要はないようにも思われる」とする。かかる見解が、「顧客の利益になるかどうかを顧慮せずに手数料稼ぎのために一連の取引を主導した」と評価できるかを、「取引の過当性」と「口座支配」の有無とは別に考慮する必要はないとする理由は、必ずしも明らかではない。恐らく、業者主導で、当該顧客属性に照らして過当な取引が行われた場合において、つまり、「取引の過当性」と「口座支配」とを充足する場合において、当該業者が、「顧客の利益になるかどうかを顧慮せずに手数料稼ぎのために一連の取引を主導した」とはいえない場合は、まずあり得ないとの理由に基づくものと考えられる。

また、(業者が主導した) 個々の取引内容の合理性や手数料率から、手数料稼ぎの目的が推認されるとの見解や、²⁸⁾ 「取引の過当性」と「口座支配」から「悪意性」

25) 黒沼・前掲注 (14) 「過当取引」64 頁。

26) この点、大阪高判平成 12 年 10 月 24 日 Westlaw Japan 文献番号 2000WLJPCA 10246003 (証券取引被害判例セレクト 17 卷 158 頁) は、業者側の「悪意性が認められるためには、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って、単に自己の利益を図ったというだけで、悪意性が認定できるわけではない」との主張を、「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」として退け、「悪意とは、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」と定義し、当該事案において、業者が得た手数料・保管料が、顧客の得た売買益を数千万も上回っていたことや売買手数料率が 13% を超えていたことから、「手数料等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」としている。本判決に言及する研究として、今川・前掲注 (1) 363 頁、石田・前掲注 (3) 81 頁がある。

27) 黒沼・前掲注 (14) 「過当取引」64 頁。

28) 石田・前掲注 (3) 81 頁。また、今川・前掲注 (1) 244 頁以下でも、悪意性につき、

が推定されることも多く、必ずしも「悪意性」の積極的な認定は要しないとする見解もある。²⁹⁾かかる見解によるならば、「取引の過当性」と「口座支配」が充足されれば、残る「悪意性」要件の充足が推認・推定され、不法行為責任が基礎づけられることになる。³⁰⁾

なお、平成20年以降の高裁判例を概括するならば、過当取引による不法行為の成立を肯定する上で「悪意性」を認定するものも見られる³¹⁾一方、業者に短期かつ取引額の大きい取引の積極的勧誘に顧客が応じることによって、業者には相当額の手数料収入がもたらされることは自明であるから、手数料稼ぎ等の意図があったものと推認するのが相当として、過当な取引の勧誘を積極的に行っていることから悪意性は推定されると解していると考えられるものと³²⁾、「悪意性」を認定しているとは必ずしも解せないものが混在している状況にある。また、これら³³⁾³⁴⁾

「証券業者が顧客を害する意図を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、多数量かつ頻繁な証券売買を繰り返していたことから立証することができる」こと、業者が顧客の利益を無視して、自己の利益を図ったことは、業者が主導した取引内容が、顧客にとって「投資リスクが拡大し、損失を被る可能性が高く」、その反面、業者にとって、「売買委託手数料などの利益が増大する、という経済的に非合理的な」取引態様等から推認されることが指摘されている。

29) 川島・前掲注(3)139頁。

30) 業者側で、「悪意性」要件を充足しないことを主張立証すれば、「悪意性」要件充足の推定が覆る余地があるものと考えられるが、それがどのような場合において成り立つかについての言及は見られない。おそらく、理論的な可能性はあるものの、そのような反証が成り立つことはほぼあり得ないと考えられているものと思われる。

31) 「取引の過当性」及び「口座支配」とともに、「悪意性」の充足を認定し、過当取引による不法行為の成立を肯定したと解されるものとして、前掲注(16)大阪高判平成20年3月25日、大阪高判平成20年8月27日判時2051号61頁がある。

32) 前掲注(16)名古屋高判平成22年8月20日。

33) 「取引の過当性」及び「口座支配」の充足を認定する一方、手数料額に言及するのみで「悪意性」の充足を明確には認定していないものとして、前掲注(16)大阪高判平成22年10月29日があるほか、「取引の過当性」と「口座支配」に相当する事項を認定するが、手数料額や手数料率等を除いて、「悪意性」に相当する事項を明確には認定していないものとして、東京高判平成29年10月25日判時2385号66頁がある。

34) 他の二要件の充足を否定し、かつ、「悪意性」の充足も否定し、不法行為の成立を否定するものは見られる。東京高判平成29年6月14日 Westlaw Japan 文献番号2017WLJPCA06146006(裁判例集未掲載)、東京高判平成29年8月9日 Westlaw Japan 文献番号2017WLJPCA08096006(裁判例集未掲載)がこれに該当する。他の二要件の充

の過当取引を理由とする不法行為の成立を認めた判例においては、過当取引の「違法性」とは別に、「故意または過失」の存否を問題としていないという点に共通点がみられる。

第三節 小括

過当取引とは、業者が手数料稼ぎを意図して、当該顧客の属性に照らして過当な取引を主導することをいい、かかる過当取引は、市場及び顧客利益の双方に弊害をもたらすものとして、規制対象とされている。

過当取引を理由とする不法行為の成立要件をめぐっては、業者が、当該顧客の属性に照らして過当な取引を主導したこと、すなわち、「取引の過当性」と「口座支配」とが求められることについては、学説上も、また、下級審判例上もおおむね一致しているといえるが³⁵⁾、これらに加え、「悪意性」が必要であるかについて議論がみられる。過当取引による不法行為の成立は、「客殺しの意図」といった強度の悪質性が業者に存する場合に限定されるべきではないとする指摘がみられ³⁶⁾、また、「詐欺的」、「背信的」といった強い違法性が業者に存する場合に限定されないとする下級審判例の存在も指摘されている。さらに、学説上、「悪意性」の意義につき、消極論が多く、また、下級審判例においても、これを明確に問題とせずには不法行為責任を認めるものがみられる。

「悪意性」に関する消極論や、これを問題としない下級審判例は、過当取引では、手数料収入を意図する業者が、当該顧客属性に照らして過当な取引を主導していることを自覚している（場合がほとんどである）ことを前提とするものである

、足を肯定するが、「悪意性」を充足しないために、不法行為の成立は否定されると明示するものがあるならば、当該判例では、「悪意性」に独自性を見いだしていることになる。

35) これまで検討した諸見解とは異なり、森田章『金融サービス法の理論』（有斐閣・2001年）103頁では、三要件につき、「過当取引を判断するのに必ずしも妥当性を有していない」とし、「むしろ、売買回転率などの指標や、あるいは適合性原則からみて著しく過当と思われる取引を勧誘し取引させたことが、忠実義務違反となれば足り、これをもって不法行為責任を問うための違法性を満たすというべき」とされている。この見解では、過当取引は、次章で検討する適合性原則違反の一類型とされる可能性が開かれている。

36) 黒沼・前掲注（14）「過当取引」64頁。

可能性がある。このことは、「投資勧誘事件は違法性一元論になじむようであり、故意過失の認定は違法性の認定とほぼ一体としてなされ、独立に問題になることはまずない」との指摘を想起させる³⁷⁾。過当取引による不法行為の成否を（「取引の過当性」及び「口座支配」の）二要件の充足の有無によって決することを、違法性一元論として表現するならば、過当取引の「違法性」二要件の内部に、「顧客属性にそぐわないことを自覚して自己利益を図る」ことを内容とする「故意」が組み込まれており、「取引の過当性」及び「口座支配」の要件は、「業者が当該顧客属性に照らして過当な取引を主導していることを認識しながらこれを行わせた場合」に充足すると定義されることになる。この場合、二要件に組み込まれている故意と悪意性の内容が重なる限り、二要件とは別に、「悪意性」や、「故意または過失」の存否を判断する必要性はない。

もっとも、業者が認識していた顧客属性と真の顧客属性に乖離が存し、業者が認識していた顧客属性に照らせば、「取引の過当性」及び「口座支配」要件を充足しない場合には、かかる判断構造を維持できない余地があると考えられる。例えば、業者が、通常要求される顧客属性調査をすることなく、職業や年齢からある顧客属性を想定し、その想定との関係では取引の過当性や口座支配を充足することのない勧誘内容と態様を構成したが、これが真の顧客属性との関係では、取引の過当性や口座支配を充足する場合もあり得なくはない。この場合、「当該顧客の属性に照らして過当な取引を業者が主導して行わせる」ことについて故意が存する場合にのみ不法行為責任が肯定されるのか、それとも、「過失」が認められる場合についても、不法行為責任が肯定されるのか、後者において、注意義務の水準はどのように設定されるのかといった問題が生じることになる。これらを

37) 清水俊彦「改正金販法と取引の仕組みの説明義務（1）」金法1776号（2006年）10頁。

38) 二要件充足の有無の判断に顧客属性が大きな影響を与えることは、今川・前掲注（1）238頁以下の裁判例分析においても、顕著に示されている。すなわち、「取引の過当性」の認定に際しては、裁判所は「一連の取引にかかる客観的要素および客観的指標の数値及び取引手法を詳細に指摘」しており、「そして、顧客の属性、財産状況、収入、投資目的および意向などの主観的要素に加え、付随的要素として、取引の経緯、投資勧誘の状況、初期の取引の特徴、投資資金の出所および調達方法、取引に関する顧客の理解度、損益の状況の把握、証券業者による説明内容」などの「各要素との関係を考慮して」とされており、また、口座支配が成立するかどうかは、「顧客の属性、投資目的および資力並びに取引の手法および取引の態様が問題となる」とされている。

違法性一元論に即して換言するならば、取引の過当性及び口座支配要件に故意だけでなく、過失を組み込むべきか、組み込むとして、どの程度の注意義務を組み込むかが問題となる。³⁹⁾「悪意性」をめぐっては、このような課題が可能性としては存するものと考えられる。

かかる可能性につき、過当取引規制論において議論が蓄積されてこなかったのは、過当取引のほとんどにおいて、業者は、顧客属性に照らして過当な取引を主導していることを自覚しつつ、一連の勧誘を行い、取引を行わせていることを示すのかもしれない。業者には、過当取引を行う強いインセンティブが働くことは、以下のように表されている。すなわち、「証券業者は顧客に証券取引をさせることにより、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獲得している。顧客が証券取引により損失を被ったとしても、多数量かつ頻繁な売買をさせることにより、証券業者が獲得する利益は増大するという意味において、投資家たる顧客と証券業者は構造的に利益相反関係にあることは否定できない⁴⁰⁾」。また、「証券会社にとって株式取引等の売買委託手数料は主要な収益源であるから、……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⁴¹⁾」と。

一定の群の業者には、かかる誘因が強く作用し、過当取引によって手数料収入を高めようとする業者が一連の過当取引勧誘を行い、一連の勧誘に即した取引を顧客が行った場合、業者は（少なくとも短期的には）着実に利益を高めることができる一方で、顧客には、過剰な取引による累積コストが生じ、それにより投資収益を悪化させられるという弊害が生じる。かかる不当な勧誘は、市場に悪影響を及ぼすのみならず、顧客の利益を害するものであり、そこで、過当取引規制はも

39) 悪意性に即して表現するならば、悪意性とは、(客殺しを意図したとまでは評価できないにせよ)手数料を取得するために意図的に顧客の利益を犠牲にしたことのみをいうのか、それとも、手数料を取得するために、顧客の利益を適切に顧みなかったことを含むのが問題となる。後者を含むとして、これら両者を違法性一元論に即して二要件に組み込むならば、取引の過当性及び口座支配は、「業者が当該顧客属性に照らして過当な取引を主導していることを認識しながらこれを行わせた場合」又は「業者が当該顧客属性に照らして過当な取引を主導していることを認識すべきであったのに、これを認識することなく取引を主導した場合」に充足すると定義されることになる。

40) 今川・前掲注 (1) 229 頁。

41) 清水・前掲注 (14) 378 頁。

とより、適合性原則や説明義務など、その他の違法勧誘規制法理を活用して、その抑止を図る必要がある。

しかし、過当取引は、適合性原則や説明義務といった、その他の違法勧誘規制法理による規制を潜り抜ける可能性がある点にその特色があることが指摘されている。すなわち、過当取引は、「個々の取引については顧客の承諾を得ており、また投資対象について顧客が適合性を有している場合であっても、一連の取引を一体のものとみて違法と評価されるような類型の行為」である⁴²⁾とされる。別の論者は、このことを「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要素が集積することにより、不法行為を構成する」と表している⁴³⁾。このことは、過当取引に含まれる個々の取引は、他の違法勧誘規制を潜り抜ける余地があること、そこで、他の違法勧誘規制によっては、過当取引を必ずしも規制できないことを意味している。

もっとも、過当取引につき、当該顧客にとって過剰な取引を勧誘し行わせるという点に着目したならば、それは適合性原則との親近性を想起させる。また、個々の取引に伴うリスクや負担を顧客に認識させ得る説明を業者がなしていないとすれば、説明義務による規制を受けそうである。では、過当取引は、どのように適合性原則や説明義務による規制を潜り抜ける可能性があるのだろうか。次

42) 黒沼・前掲注(14)「過当取引」64頁。

43) 今川・前掲注(1)236頁。

44) 黒沼教授は、過当取引の「三要件を採用すると否とを問わず、過当取引の違法性は適合性の原則に違反することに求められると考えるが、その理由は、過当取引を構成する個々の取引は、投資家にとって適合的なものであっても、過当取引への勧誘は、過当性と悪意性ゆえに、大部分の投資家に適合しない取引または勧誘になっていると解されるからである」とされる。参照、黒沼・前掲注(14)「過当取引」64頁以下。また、前述の通り、森田教授も、過当取引を適合性原則違反の一類型と把握し得ることを示唆されている。参照、森田・前掲注(35)103頁。

これに対して、適合性原則と過当取引との関係につき、過当取引は「広い意味では適合性原則の違反に含まれる行為であるといえるが、一連の取引の違法性が問題とされる点で、狭義には、適合性原則違反とは別個の独立した違法行為類型である」との指摘がなされている。参照、松岡啓祐「株式の信用取引により損失を被った顧客が証券会社に対し、同社の従業員による過当取引および指導助言義務違反による債務不履行があると求めた損害賠償請求が容認された事例—大阪高判平成20・8・27判時2051号61頁—」金商1335号(2010)(以下「判批」として引用)10頁、石田・前掲注(3)80頁、川島・前掲注(3)138頁。

章では、この点を具体的に明らかにしよう。

第二章 過当取引はいかにして適合性原則や説明義務の規制を潜り抜けるのか

第一節 過当取引はいかにして適合性原則の規制を潜り抜けるのか

I 最高裁平成 17 年判決

周知のとおり、最判平成 17 年 7 月 14 日民集 59 卷 6 号 1323 頁（以下、「平成 17 年判決」とする。）は、適合性原則を「直接には、公法上の業務規制、行政指導又は自主規制機関の定める自主規制という位置付けのもの」としたうえで、「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」として、適合性原則に反する勧誘が、不法行為法上違法となる余地があることを、最高裁として初めて明らかにした。

平成 17 年判決の事案では、業者を介して約 10 年にわたる投資取引が行われ、その売買総額は 1800 億円に達している。また、取引対象も、株式、投資信託、信用取引、国債先物、株式先物、外貨建てワラント、日経平均株価オプションなど、様々な投資商品が含まれている。これらのうち平成 17 年判決において適合性原則違反の違法性の有無が問題となった取引は、日経平均株価オプションの売り取引である。オプションの売り取引は、損失が当初元本に限定されず、特にコールオプションの売りでは、限月を待たずにリスク限定を講じない限り、損失は、理論上無限大に広がりかねない。平成 17 年判決の原審は、かかるオプションの売り取引につき、顧客の適合性を否定し、業者の損害賠償責任を認めた。⁴⁵⁾⁴⁶⁾

45) プットオプションの売りでは、損失の最大値は、原資産価格がゼロとなった時点に限定されるが、それでもその損失の規模は甚大となる。

46) 前提となる平成 17 年判決の事案の概要と原審の判断は次の通りである。

平成 17 年判決の事案では、日経平均株価オプション取引を含む多様な金融商品を対象として取引が行われており、顧客側は、それら一連の取引が過当取引に該当するとの主張の他、オプション取引につき、適合性原則に反するとの主張等を行っている。原審は、（適合性原則違反が問題とされたオプション取引及び説明義務違反が問題とされた

れに対して、平成17年判決では、当該事案における顧客は「およそオプションの売り取引を自己責任で行う適性を欠き、取引市場から排除されるべき者であったとはいえない」とされ、適合性原則違反を理由とする不法行為の成立が否定されている。

平成17年判決の事案の特色としては、日経平均株価オプション売り取引の中でも、決算対策という顧客側の事情から「期末にオプションを大量に売り建てるという手法」が選択されたこともあり、「取引内容が極端にオプションの売り取引に偏」っていた点に見いだせる。この平成17年判決の事案の特色との関係で、平成17年判決は、「オプションの売り取引」に関する適合性の有無を問題としており、オプションの売り取引の中でも極端な売建てを行うという、具体的取引内

、ワラント取引を除く）一連の取引が過当取引に該当することを否定する一方で、以下のような取引内容のオプション取引のうちの一部につき、適合性原則違反を認定している。

平成17年判決の事案における日経平均株価オプション取引は、第一期から第四期までに区分される。第一期のオプション取引は、買い取引1回（10単位）が行われ、また、第二期のオプション取引は、買い取引が計10回（計65単位）行われ、いずれも、買い取引のみが対象となっている。これに対して、第三期のオプション取引は、買い取引だけでなく、売り取引も行われ、期末にコールとプットを各20単位ずつ売建てる取引を含む計68回の取引が行われている。また、第四期のオプション取引は、売り取引を中心に計199回の取引が行われている（原審の認定によると「約定日から売り取引と判明するものだけで157回」が売り取引である。）。

平成17年判決の原審は、日経平均株価オプション取引につき、買い取引は、「損失がオプション価格の範囲に限定」されるため、一般投資家に対する勧誘であっても直ちに適合性原則に違反することはないが、売り取引は、「無限大あるいはそれに近い大きな損失を被るリスクを負担することになるため、「オプションの売り取引に伴う損失のリスクを限定し、あるいは回避するための知識、経験、能力を有しない顧客にオプションの売り取引を勧めてこれを行わせることは、特段の事情のない限り、適合性の原則に違反する」とし、事案における顧客会社の取引にかかる意思決定者二名の適合性を否定している。

この点からは、第三期と第四期のオプションの売り取引のみが適合性原則違反となりそうであるが、原審は、続けて、第三期の「オプション取引は、それまでと異なって極めて多数回に及び、しかもその少なくとも半分以上は売り取引であり」、第四期の「取引に至っては、さらに多数回の取引であり、しかもそのほとんどが売り取引であったというのであるから」、第三期及び第四期の「オプション取引は、その全体が適合性原則に違反する違法なものであった」として、第三期及び第四期中の売り取引だけでなく、買い取引を含め、オプション取引全体につき、適合性原則違反を認定している。

容の適合性を問題としていない。⁴⁷⁾

では、平成 17 年判決において示された適合性原則による規制を、過当取引は、いかなる意味で潜り抜ける可能性があるのだろうか。以下では、平成 17 年判決に見られる適合性原則違反の有無の判断枠組みと、過当取引勧誘規制の相違を順に見よう。

II 適合性原則と過当取引規制との相違

平成 17 年判決では、業者を通じて行われた一連の取引の中で対象となった商品のうち、日経平均株価オプション取引の売り取引の適合性(のみ)が問題となっている。⁴⁸⁾これに対して、過当取引勧誘規制では、日経平均株価オプション取引の売り取引を含む様々な金融商品を対象とした一連の取引が、全体として、当該顧客の属性に照らして過当な取引であるかが問題とされるという相違がある(以下では、個々の金融商品の適合性を金融商品ごとに別個に判断する適合性原則を「各金融商品の適合性」とする。⁴⁹⁾)。この点から、過当取引勧誘において、一連の取引に含

47) 平成 17 年判決は、「大きな損失の原因となった期末にオプションを大量に売り建てるという手法は、決算対策を意図する被上告人(筆者注:顧客)の側の事情により行われたものであること等が明らかである」と認定し、具体的取引内容にも言及しているが、これは、オプション取引が、業者による「積極的勧誘」によって行われたのではなく、また、顧客の投資意向に沿って行われたことを認定するものであり、「具体的取引内容」の適合性を正面から問題としたものではないと考えられる。なぜなら、「日経平均株価オプション取引において極端に偏った売り取引を行うこと」の適合性を問題とせず、「日経平均株価オプションの売り取引」を行うことの適合性のみを問題としているためである。

なお、平成 17 年判決の補足意見は、「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」とし、具体的取引内容に照らした業者の義務に言及している。この補足意見において示されている指導助言義務と過当取引規制との関係については、その後の下級審判例上の展開を含め、別稿において検討を行う。

48) もちろん、これは、平成 17 年判決が、前掲注(46)に記述した原審の判断に対して、業者側が行った上告受理申立てを受けて下された判決であることに起因するものであり、平成 17 年判決が、「適合性原則違反の有無は、個々の金融商品ごとに判断をしなければならない」と積極的に判断したものではない。

49) なお、平成 17 年判決の事案では、第一審(東京地判平成 13 年 7 月 27 日裁判例集未)

まれる各金融商品の適合性が全て肯定されるならば、適合性原則による規制を過当取引勧誘は潜り抜ける余地があることになる（以下、「適合性原則による過当取引の規制困難①」とする。）。

この各金融商品の適合性原則と過当取引との関係について、次の重要な相違を説く見解がある。すなわち、「過当取引と適合性原則違反の関係については、従来から、過当取引が取引開始後の取引量や取引傾向に着目するのに対して、適合性原則は勧誘時において特定の金融商品が顧客に適合するかを問うものであり、両者は多くの共通点を含みながら、適用領域を異にする別個の違法性基準と解されてきた」とする川地教授の指摘である。⁵⁰⁾かかる指摘は、平成17年判決にも色濃く表れている。前述の通り、平成17年判決は、日経平均株価オプション売り取引が、当該顧客に対して適合性を有していたか否かを問題としており、その具体的取引内容の特色である、極端な売建てを行うことにつき、当該顧客に適合性が存したか否かを問題としていない。これに対して、過当取引規制は、取引の量及び頻度に着目するという意味で両者には大きな相違がある。平成17年判決は、適合性原則違反の有無を判断するにあたり、ある金融商品取引の取引類型の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」を踏まえるべきことを明らかにしたものであるが、当該金融商品を対象とし、どのような投資判断が重ねられたかを具体的に考慮せず、この点を捨象する（以下では、このような意味での適合性原則を、（各金融商品の）「勧誘開始の適合性原則」とする。）。そこで、ある一定の期間において、当該顧客の属性に照らして過当な取引の勧誘が行われ、勧誘を受けた取引が重ねられた場合において、勧誘対象とされた各金融商品について、当該顧客に勧誘開始の適合性が認められる場合、過当取引は、（勧誘開始の）⁵¹⁾適合性原則による規制を潜り抜ける可能性がある（以下、「適合性原則による過

ㄨ、掲載）、原審（東京高判平成15年4月22日判時1828号19頁）においては、過当取引による不法行為の成否も争われており、これが否定されている。

50) 川地宏行「投資取引における適合性原則と損害賠償責任（二・完）」法律論叢84巻1号（2011）19頁。

51) 逆に、過当取引規制では把握困難であるが、適合性原則による規制では把握可能な事態は、考えられなくもない。例えば、業者が、投資未経験者に、オプションの売り取引を、最小の取引単位から開始してみようことを勧め、取引が行われたが、最小の取引単位で、一度限り行われたのみで、取引が終了したという場合、これを適合性原則違反とは評価できても、当該顧客にとって過当な量及び頻度の取引が勧誘されたことと評価すること

当取引の規制困難②」とする。)

関連して、平成 17 年判決では、業者にとって過当取引の誘因となる「手数料収入」の累積と、その反面、顧客が負担することになり投資収益に悪影響を及ぼす「累積手数料」には一切着目されていない。これは、各金融商品の勧誘開始の適合性原則は、勧誘による取引が開始された後、それらの金融商品を対象として具体的にいかなる取引の勧誘がなされ取引が行われたのかを、適合性を判断するにあたって捨象する帰結である。そこで、ある金融商品を対象とする過剰な量及び頻度の取引の勧誘がなされ、それに即して取引が行われ、それに伴い、過当な手数料が累積したとしても、取引の対象とされた各金融商品の勧誘開始の適合性が認められるならば、過当取引は、適合性原則による規制を潜り抜ける可能性がある（以下、「適合性原則による過当取引の規制困難③」とする。)

以上要するに、各金融商品の勧誘開始を規制する法理としての適合性原則は、ある一連の取引に含まれる個々の金融商品の勧誘開始の適合性を問題とし、それらの金融商品を対象として、具体的にいかなる内容の取引が勧誘に基づき重ねられていったのか、それに伴い、顧客はいかなる規模の累積手数料等を負担することになったのかを捨象する。それゆえ、過当取引は、適合性原則による規制を潜り抜ける余地がある。次に、過当取引は、いかにして説明義務の規制を潜り抜ける可能性があるのかを検討しよう。

第二節 過当取引はいかにして説明義務の規制を潜り抜けるのか

前述の通り、過当取引を業者が勧誘する誘因は、手数料収入を得ることにあることが指摘されている。ここでいう手数料収入とは、一連の取引における「『累積』手数料等収入」であり、取引の量及び頻度が高まれば高まるほど、それに比例し、「『累積』手数料等収入」も高まるため、業者には、過当取引の勧誘を行う誘因が働くことになる。これは、顧客側からすれば、自らの属性に照らして過当な量及び頻度の取引の勧誘を受け、これを行うことにより、個々の取引によって生じる手数料等の負担が累積することで、自らの投資収益を悪化させかねないことを意味する。

ところで、「手数料」は、これまでも、金融商品の販売等に関する法律（以下、

ㄨ には、困難が伴うであろう。

「金販法」とする。) 上の法定の説明義務論において意識されてきた「顧客の負担」である。というのは、金販法3条1項1号ハ等の「取引の仕組みのうちの重要な部分」に対応する要説明対象として、「手数料額」が含まれるとするのが、立法担当者⁵²⁾の見解だからである。ある取引に伴う「手数料額」は、当該取引の損益分岐点を変動させるという意味で、投資損失を生じさせる直接の原因となる。そこで、金販法上の説明義務の範囲を「投資損失を生じさせる直接の原因」に限定的に解釈したとしても、金販法上の説明義務の範囲に含まれることになる。⁵³⁾ かように解釈するならば、例えば、信用取引における「利息」等も、金販法上の説明義務の範囲に含まれることになる。⁵⁴⁾

かかる理解が正当であるならば、勧誘がなされてきた取引の数量に関わらず、また、そもそも勧誘の有無にかかわらず、あらゆる業者に基本的に適用される金販法上の説明義務は、取引に内在するリスクに加え、取引に伴う「手数料」や「利息」等の負担を、要説明事項とし、これらを顧客に認識させることなく、取引を行わせることそれ自体を規制していることとなる。

しかし、過当取引規制は、金販法が要説明事項としていると解される個々の取引に伴う手数料や利息を「単体として」問題視するのではなく、当該顧客にとって過剰な取引が積み重ねられることにより生じる、累積手数料や累積利息などの「累積コスト」と、それが顧客の投資収益に与える悪影響を問題視するものである。一連の取引に含まれる各取引において、取引に含まれるリスクや、各取引に要する手数料等のコストの説明を顧客が受けたとしても、累積でどの程度の手数料等の費用が生じたのか、その時々⁵⁵⁾の投資収益にその時々⁵⁶⁾の累積手数料がいかなる影響を与えているのかを顧客が認識するとは限らない。それゆえ、過当取引において、個々の取引に伴うリスクや手数料等の負担に関する説明がなされ、これを顧客が認識したとしても、それを通じて、過剰な取引に伴う累積コストにより、

52) 池田和世「金融商品販売法の改正」商事1782号(2006)19頁、松尾直彦編『一問一答 金融商品取引法〔改訂版〕』(商事法務・2008)476頁。

53) 金販法の解釈をめぐる限定説と非限定説については、参照、拙稿「投資市場における責任配分法理(2)一投資者自己責任と投資仲介者配慮義務との相克一」姫路法学54号(2013)601頁以下。

54) 拙稿「投資市場における責任配分法理(4・完)一投資者自己責任と投資仲介者配慮義務との相克一」姫路法学57号(2015)76頁以下。

自らの投資収益に悪影響が生じていることを顧客が認識するとは限らず、個々の取引においてリスクやコストの説明義務が尽くされた上で一連の過当取引の勧誘が奏功することが十分にあり得る。この意味で、過当取引勧誘は、説明義務の規制を潜り抜ける可能性がある。

第三節 小括

過当取引は、適合性原則や説明義務の規制を潜り抜ける可能性があるとの指摘の意味は、具体的には次の通りである。適合性原則は、各金融商品の勧誘開始の適合性につき、具体的取引内容を捨象して、その判断を行う。その帰結として、取引の量及びそれに伴う累積手数料等は考慮されない。それゆえ、一連の取引に含まれる各金融商品の勧誘開始の適合性を全て満たしたならば、過当取引は、この意味での適合性原則によって違法とされることはなく、適合性原則の規制を潜り抜ける可能性がある。

また、説明義務は、各取引に伴うリスク及びコストの説明を業者に要求するが、その説明を業者が顧客に対して尽くしたとしても、顧客が、一連の取引の結果集積した「トータルコスト」を把握した上で、それが投資収益にいかなる影響を与えているのかを十分に分析し、提案され続けてきた一連の取引の合理性を再検討するとは限らず、過当取引勧誘が奏功する余地が残されることとなる。この意味で、過当取引は説明義務の規制を潜り抜ける可能性がある。

では、過剰な取引の勧誘が行われ、手数料が累積することにより、顧客の投資収益に悪影響を与えるという問題は、適合性原則や説明義務においては、いわば「管轄外」とされ、放置され続けているのだろうか。それとも、かかる問題に対応すべく、適合性原則や説明義務は、進化を遂げているのだろうか。これらを確認するため、次章では、過当取引またはそれに類する内容が争点となった近時約十年の高裁判例を検討しよう。

第三章 高裁判例にみる適合性原則及び説明義務の過当取引規制に向けた進化

第一節 適合性原則の進化に関する先行研究

高裁判例を検討する前に、判例における適合性原則の進化に関する先行研究を

踏まえよう。今から約十年前の段階で、川地教授は、平成17年判決の原審のように、「取引開始後も適合性原則が適用されることを認めるのであれば、適合性原則違反と過当取引の適用領域が重なり合うことになる」とし、「現に、最近になって、過当取引の要件を具備した事案において適合性原則違反を認定した裁判例が登場している」ことを指摘されている。

かかる指摘は、前章において確認した「適合性原則による過当取引の規制困難」を克服すべく、適合性原則が進化を遂げつつあることを示唆するものである。また、川地教授によってかかる指摘が示された直後から、アメリカ法における適合性原則の進化を示す一連の研究が示され続けている⁵⁷⁾。これらの研究において、アメリカ法では、適合性原則につき、「顧客の投資プロフィールに照らして、勧誘が当該顧客にとって適合性を有するものであると信ずる合理的根拠」があることを業者に求める「特定顧客適合性義務」とは区別される、「たとえ個々の取引が顧客に適合しても、勧誘した一連の取引が顧客の投資プロフィールからみて当

55) 前述の通り、平成17年判決の原審は、オプションの買い取引は、一般投資家であっても直ちに適合性を否定されることはないが、売り取引に関しては、「取引に伴う損失のリスクを限定し、あるいは回避するための知識、経験、能力を有しない顧客にオプションの売り取引を勧めてこれを行わせることは、特段の事情のない限り、適合性の原則に違反する」として、当該事案における顧客会社の運用担当者二名は、オプション売り取引に対する適合性を有していなかったと判断している。この判断までは、具体的取引内容を捨象し、各金融商品の勧誘開始の適合性を判断しているが、続けて、第三期と第四期のオプション取引が、売り取引に偏っていたことを指摘し、その具体的取引内容から、売り取引だけでなく、買い取引を含めた第三期及び第四期のオプション取引全体について適合性原則に反するとしている。

56) 川地・前掲注(50)19頁。下級審判例における過当取引と適合性原則の重複に関しては、日本弁護士連合会消費者問題対策委員会編『金融商品取引被害救済の手引(6訂版)』(民事法研究会・2015)246頁以下においても、過当取引の「3要件を検討するのではなく投資対象商品のリスクの高さや手数料額等を根拠に適合性原則違反の有無に言及する判決」として指摘されているほか、荒井・前掲注(14)181頁においても、同様の指摘がなされている。裁判例において過当取引を適合性原則の違反の一類型ととらえているものがみられることに関する先駆的言及として、参照、黒沼・前掲注(14)「過当取引」63頁。

57) 村本武志「仕組商品販売と適合性原則——米国FINRA規定改正を契機として——(1)」現代法学22号(2012)119頁、王冷然「米国における適合性原則の現状——適合性原則の内容の深化について——」現代消費者法28号(2015)26頁、川口恭弘「適合性の原則」金融商品取引法研究会研究記録54号(2016)1頁。

該顧客に過剰あるいは不適合になっていないと信じる合理的根拠」を事実上顧客の口座を支配した業者に求める「量的適合性義務」が存するとされている。この「量的適合性義務」は、川地教授が指摘される適合性原則と過当取引の重なり合いと軸を一にするものと考えられ、現に、アメリカ法における量的適合性義務は、かつて過当取引として処理されていたものであるが、「量的な観点から適合性原則違反になるという議論も昔から存在し、現在では適合性原則の一内容として統合されている」とされている。⁵⁸⁾

以下では、これらの先行研究を踏まえ、過当取引またはそれに類する問題が争われた近時約十年の高裁判決を検討し、適合性原則に、いかなる進化がみられるかを検討しよう（以下では、過当取引等にかかる業者の営業担当者を「E」とする。）。

第二節 高裁判例にみる適合性原則の過当取引規制に向けた進化

I 特定の種類の取引の一連の具体的取引内容に着目する判例

1. 前掲注(33) 大阪高判平成 22 年 10 月 29 日

【事案の概要】

顧客 X は、10 代のころに発症した小脳出血の後遺障害が残存し、身体障害者等級 1 級の設定を受けている無職の 30 代の男性であり、2 か月に 1 度、約 16 万円の障害基礎年金を受給している以外に収入はない。X は、約 4 年にわたり労働に従事していた時期があり、その間の給与、賞与、退職金、その後の雇用保険などのほぼすべてを貯蓄しており、800 万円の銀行預金を有していた。

58) 王・前掲注(57) 29 頁、村本・前掲注(57) 130 頁以下、川口・前掲注(57) 11 頁。なお、これらの研究によると、アメリカにおける適合性原則は、合理的根拠適合性義務、特定顧客適合性義務、量的適合性義務の三段階構造をとるとされている。合理的根拠適合性とは、「業者に、合理的注意をもって、勧誘が少なくとも一定の顧客にとって適合性を有するものであると信ずる合理的根拠があることを要求するもの」とされる。参照、王・前掲注(57) 29 頁、川口・前掲注(57) 10 頁以下。村本・前掲注(57) 128 頁では、これを「商品適合性」とし、「証券事業者において推奨対象の金融商品等が一般投資家に適合すると信じるに足る合理的根拠を求めるものである」とされている。

59) 王・前掲注(57) 29 頁、村本・前掲注(57) 135 頁。また、川口教授も、量的適合性(義務)につき、「我が国では過当取引として規制の対象になるのだろう」とされている。参照、川口、前掲注(57) 14 頁。

60) 本判決の原審は、大阪地判平成 22 年 5 月 12 日 Westlaw Japan 文献番号 2010WLJPCA 05126002 (証券取引被害判例セレクト 37 巻 37 頁) である。

Xは、平成12年4月ごろ、業者Yの担当者Eから電話勧誘を受け、Yとの取引を開始した。その際、Xは、顧客カードを兼ねる申込書において、投資経験を「なし」、投資目的を「中期」、「インカムゲイン重視」、「安定重視貯蓄型」とし、収入及び金融資産をいずれも「300万円未満」と申告した。Xは自分が知っている銘柄を選択したり、Eの勧誘を受けるなどして、約2年4カ月にわたり21銘柄の株式又は投資信託を合計約705万円で購入した。この間、顧客カードにおいて、投資経験欄の「株式」、「その他投信」について、「3年以下」に、投資目的欄について、「利回り・値上り益重視」にそれぞれ申告が変更された。

平成14年8月12日、Xの保有銘柄が値下がりしていたことから、EはXに対し、短期で儲かるものとして信用取引を勧誘した。Eは、信用取引の仕組みリスクについて一応の説明はしたが、リスクの具体的な内容についてXが十分に理解する程度にまでは説明しておらず、パンフレット等の説明書も交付しなかった。

本件信用取引が開始された同年9月24日、Xは、保有する20銘柄の株式及び投資信託のうち13銘柄の株式及び投資信託を代用証券として、A1社株1500株を757万5000円で買建して信用取引を開始した。この取引により合計21万9842円の利益を得たことから、Xは、短期間に合計964万7373円もの株式又は投資信託の買建て及び代用証券を信用取引で購入したが、価格が大幅に下落した状態で6か月後の決済期限を迎えることになったため、Xが本件信用取引開始前から保有していた20銘柄の株式又は投資信託のうち本件信用取引の代用証券とした13銘柄を決済せざるを得なくなり、代用証券としなかった7銘柄の株式又は投資信託についても、このころ、売却したが、その売却代金を信用保証金に充当することはなかった。これらにより、手数料支払い額を含む損失は、平成15年5月に500万円を超えた。この時点までは、Eの勧誘に対して、Xが拒否したり、意見を述べたりすることなどがあったが、以降、取引回数が非常に多くなり、Xは、基本的に、Eから言われるままに、それに応じて取引を行っていた。また、YのX名義口座への入金について、当初は、Xが自ら行っていたが、この時期以降、Eが立替えるようになり、XがYの支店に来店すると、用意していた現金をXから入金があったように装い、X名義の口座に入金した。その後、同口座からXへの出金を立替分の返済に充てていた。

平成15年11月、Xは信用取引を終了させ、その後は、取引回数が大幅に減

少し、現物株取引が行われ、平成 17 年 9 月以降、X と Y との取引はいったん途絶え、平成 19 年 9 月に現物株の最後の取引が行われ、X と Y との取引は終了した。本件取引における損益は、本件信用取引で約 564 万円の損失、それ以外の取引約 162 万円の損失であった（手数料は、本件信用取引だけで約 271 万円生じている）。

X は、本件信用取引を含む Y との取引につき適合性原則違反、説明義務違反、過当取引の違法があるとして、不法行為（使用者責任）に基づき、Y に損害賠償を求めた。原審は、本件信用取引に限りこれらの違法を全て認め、Y の損害賠償責任を認めた（過失相殺 2 割）ため、XY が共に控訴した。

【判旨】

本判決は、説明義務違反及び過当取引⁶¹⁾を認定し、併せて次のように述べ、本件信用取引について適合性原則違反を認定した（過失相殺⁶²⁾1 割）。

61) 本判決は、過当取引につき、次のように認定している。

「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て、手数料稼ぎ等自己の利益を図るために、過当な取引を行うことは、不法行為上も違法と評価されるべきであるところ、本件信用取引の状況は、……平成 14 年 9 月 24 日に信用取引及びその代用証券に係る取引を開始してから、取引が信用取引に傾斜し、平成 15 年 5 月以降は、ほぼ全ての取引が信用取引となったのであり、その取引回数も、同年 5 月から 9 月初めまでに、買建、売建を合わせて約 90 回にも及ぶ取引がされており、……平成 15 年 1 月から 12 月までの売買回転率は、少なくとも 13.928 であり、同年 5 月から 9 月までに限ると、少なくとも 19.753 であることが認められるのであって、これは、前記の X の属性や投資意向等に照らしても、明らかに過当な取引であるといえる。」

「しかも、……X は、個別の取引について注文を付けることはあったとしても、平成 15 年 5 月に 500 万円以上の損失が生じた後は、全体として、E を信頼し、E から言われるままに取引を行ったことが認められるのであり、しかも、E が X の口座への入金を立て替えて行っていたのであるから、E が X の取引口座を支配していた実情も認められるところである。」

「このように、本件信用取引は、E が X の取引口座を事実上支配をしている実情があり、これに乗じて X を主導して過当な信用取引を行い、信用取引だけで総額約 271 万円も手数料を受領していたのであるから、本件信用取引は、過当取引に当たり、不法行為上も違法である……。」

62) 本判決は、本件信用取引を除く X と Y との取引につき、本件信用取引前の取引については、不法行為との相当因果関係のある損害ではないこと、本件信用取引開始後の取引については、利益が損失及び手数料額の合計額を上回っており、損失が生じていないことを理由として、X の請求を退けている。

「本件信用取引の状況をみると、平成14年9月24日に、最初の信用取引で、いきなり合計757万5000円という、それまでの約2年4か月間の株式現物の購入総額をも上回る高額の買建てを一度にしたのを皮切りに、その後も、短期間に合計964万7373円もの買建てをするなどし、信用取引開始からわずか約7か月後である平成15年5月に、すでに損失が500万円以上となっていたが、さらに、その後も、信用取引又は代用証券の購入取引を続けたものである。」

「本来、顧客が、信用取引を始めたばかりの段階で、かかる高額の取引の委託をした場合、Yとしては、リスクの大きさを説明して顧客に再考を求めるなど、適切な助言をすべきであるところ、Yが、Xにかかる助言をしたと認める証拠もなく、高額の信用取引の委託に応じ、短期間のうちに、Xに多額の損失を被らせたものである。また、本件信用取引において、同月から同年9月初めまでに、買建て、売建てを合わせて約90回にも及ぶ取引がされており、これは、極めて積極的な投資意向に沿う取引であって、Xの投資意向とは全く異なるものといえる。しかも、同年5月に500万円以上の損失が生じた後の取引は、Eが主導してなされたものであり、Xは、Eを信用して、Eから勧誘されるままに取引を行っていたと認められるのである。」

「以上を総合的に考慮すると、本件信用取引を勧誘し、取引を行わせたEの行為は、X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し、実際にかかる取引をさせたものといえるのであって、適合性の原則から著しく逸脱しており、不法行為上も違法であるというべきである。」

【検討】

本判決は、Eの勧誘により信用取引が開始された後に、最初の取引でいきなり極端に高額の買建てが行われ、その後も短期間に過剰な買建てがなされるなどし、500万円を超える損失が生じたこと、この間、Eは適切な助言をしたと認められないこと、その後も、90回に及ぶ取引がEの主導で行われたことを踏まえ、適合性原則違反を認定している。

このように、本判決では、本件信用取引の開始後に行われた具体的取引内容を捨象することなく、これを考慮した上で、信用取引の適合性を判断している点に特徴ある。

II 一連の取引に含まれる各金融商品の特性に加え、それらを対象とした一連の取引の具体的内容に着目した判例

2. 広島高裁岡山支判平成 27 年 7 月 16 日 Westlaw Japan 文献番号 2015 WLJPCA07166002 (証券取引被害判例セレクト 49 巻 416 頁)⁶³⁾

【事案の概要】

顧客 X は、取引開始当時 60 歳の女性であり、夫と死別しており、検針と集金の仕事で月約 20 万円の収入を得ていたほか、約 10 万円の遺族年金を受給していた。また、亡父の生命保険金を含む 2700 万円の預金を有していた。

X は、利付国債を約 300 万円で購入し、その償還金約 307 万円で MMF を購入したことがあるほか、投資経験はなかった。

X は、投資信託に興味を持ち、平成 17 年 5 月、集金先の顧客の紹介で、業者 Y の従業員 E1 と面会し、E1 から説明書を示されながら国内投資信託 b1 を勧誘され、約 100 万円で購入することとし、証券総合取引申込書の記入欄のうち、「ご年取・金融資産」は「500 万円未満」、「ご投資の経験」は「公社債」につき「5 年以上」、「主たるご資金の性格」は「余裕資金」、「主たるご投資の目的」は「利回り追求及び値上がり益追求」、「ご資金の基本的な運用期間」は「中・長期」にそれぞれチェックを入れる等した。翌月 1 日、X は投資信託 b1 を約 99 万円で買い付け、その分配金が入金されたため、7 月 7 日に同投資信託 b1 を約 100 万円分買い増した。

X は、別の証券会社とも取引を行うようになり、約 336 万円を入金して、株現物の取引を行った。

平成 18 年 3 月、Y における X の担当者は E1 から E2 に交代となり、E2 は、X に説明書を示しながら、外国債券の勧誘を行った。同月 9 日、X は外国債券 c1 を約 310 万円で買い付けた。その後 E2 は、X に資金があるならば国内株取引を行わないかと勧めたところ、X は亡父の生命保険金等により 3000 万円近い金融資産があること、別の業者との間で株取引を行っていることを E2 に告げたため、E2 は X に国内株取引を勧めることにした。平成 18 年 3 月 10 日、X は E2 の勧めに従い、a1 社株 2000 株を約 83 万円で購入した。同日、X は E2 の勧めに

63) 本判決の原審は、岡山地裁倉敷支判平成 27 年 1 月 27 日 Westlaw Japan 文献番号 2015WLJPCA01276002 (証券取引被害判例セレクト 49 巻 283 頁) である。

従い、a2社株1000株を53万円で購入した。同月23日、E2はa1社の株価が上がっており、さらなる値上がりを期待できると買増しを勧め、Xはこれを45万円で1000株買増した。同月29日、E2はa3社株を勧め、Xは、a3社株500株を購入した。

同月31日、E2は、Xに説明書を示しつつ、世界各国の株式を主要投資対象とする国内投資信託b2を勧め、Xはこれに応じ、4月3日、b2を200口購入した(a3社株の購入と併せて300万円を超える)。E2はXにa1社株の利確を勧め、Xは、a1社株1000株を売却し、その後も、E2は、a1・a2・a3社の株の売買を勧め、Xはこれに応じて取引を行った。これらの取引で、Xは、約19万円の利益を得た。

平成18年5月26日、E2はa4社株をXに勧め、Xはa4社株1株を約92万円で買い付けた。同日、E2は、説明書を示しながら外債c1をXに勧め、Xはc1を約200万円で購入した。同月30日、a2株の損切りとa4株の買増しを勧め、Xはこれに応じ、a2社株を2000株売却し、a4社株を1株買った。6月1日、E2は、a5社株の公募買付のため、a2株及びa4株の売付を提案し、Xはこれに応じ、同日から翌日にかけて、a4社株2株とa2社株2000株を売り、a5社株を購入した。これにより、約47万円の損失が生じた。その後も、同年10月27日までの間にE2の勧めに応じて、Xは国内株式の売買を行った。この間、同年6月30日、E2は、a5社株を売って、国内投資信託b2の買い増すことを提案し、Xは、これに応じて、a5社株1800株を売り、翌月3日、b2を220万口買増した。また、7月31日には、E2はb1から国内投資信託b3への乗り換えを提案し、Xはこれに応じて、b1を248万口売って、b3を165万口購入した。さらに同年10月18日には、XはE2の勧めに応じて、外債c2を購入した。

以降、Xは、主としてE2の推奨に応じる形で、取引の対象を外国仕組債、外国株式へと拡張させつつ、短期(又は比較的短期の)乗換売買を重ねていった。最終的にXには、売買差損1500万円弱が生じた。

Xは、E1及びE2の勧誘行為には、適合性原則違反、説明義務違反、過当取引及び実質一任売買の違法があるとして、不法行為(使用者責任)等に基づく損害賠償請求をYになした。原審は、適合性原則違反と説明義務違反を認定し、Yの不法行為責任を認めた(過失相殺6割)。これに対して、XY双方が控訴した。

【判旨】

本判決は、平成 17 年判決を引用しつつ、E1 の勧誘の適合性原則違反を否定したが、E2 の勧誘については、国内株式、国内投資信託、外国債券、外国投資信託、外国株式等の商品特性についてそれぞれ判断した上で、次のように述べて、適合性原則違反を認定している（過失相殺 5 割）。

「……X の投資経験、証券取引の知識、投資意向、財産状態等及び X が勧誘を受けた商品特性等並びに……E2 が担当していた期間の本件取引の経過や内容等を総合して検討する。」

「X が行っていた国内株式の取引は、多岐にわたる業種の株式の投資であるから、広範囲に及ぶ業種のそれぞれの会社の業績に関する情報を収集、分析して投資するか否かを判断する必要があるが、X のそれまでの投資経験等からすれば、X にはそのような知識や能力はなかったと認められる。しかも、……国内株式の取引であっても、中・長期の保有ではなく短期間の売買の場合は、投資リスクが高くなる……ことなどからすれば、国内株式を短期間に売買するという取引は、X の本来の投資意向ではなく、E2 の積極的勧誘によるものと認められる。」

「そうすると、E2 による国内株式の勧誘は、X 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したものと評価できる。」

「また、E2 が X に勧誘した国内投資信託は、……リスクが高く、相当高度な証券取引の知識と投資経験を有する者を対象とした商品である上、これらの国内投資信託、外国債券、外国投資信託は、いずれも、その性質上、中・長期の保有に適する商品であ……るにもかかわらず、比較的短期間で売却をして別の商品の買付（乗換売買）を勧誘していることからすれば、E2 は、X の意向や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したと認められる。」

「さらに、外国株式は、国内株式と比べて、為替変動リスクやカントリーリスクを考慮しなければならない上、価格変動の要因等についての情報収集が困難であり、E2 が X に勧誘した外国株式が比較的値動きの大きい商品であ……ることなどを考慮すると、E2 は、X の意向や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したと認められる。」

「しかも、E2 は、国内株式の勧誘と同時並行して、国内投資信託や外国投資信託、外国債券の取引を勧誘して、短期間の売買や乗換売買を勧誘している。このように、国内株式と並行して国内投資信託、外国投資信託、外国債権の取引を行

うと、取引全体の損益を自ら把握することが困難になる……。」

「また、……X が勧誘された国内投資信託や外国債券、外国投資信託、外国株式は、個別に取引を行う場合であっても、株式相場や日経平均株価の動き、為替相場の動向、世界的な社会経済情勢等の情報を入手、分析して判断することが可能な程度の投資経験と証券取引の知識が必要であり、かつ、投資リスクに耐えられるだけの十分な余裕資産を有している必要があるところ、乗換売買を行う場合には、それ以上に、刻々と変化する国内及び世界的な社会経済情勢等の情報を入手、分析、判断する必要があるから、さらに高度な投資経験と証券取引の知識と十分な余裕資産が必要になるが、……X の投資経験、証券取引の知識、投資意向及び財産状態等によれば、X において、……多様な商品を並行して取引した上、短期間のうちにそれらの商品間で乗換売買を行うについて必要な投資経験や証券取引の知識や十分な余裕資産を具備していなかったと認められる。」

「……これらを総合考慮すれば E2 は、X 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したという適合性の原則から著しく逸脱した証券取引の勧誘をしたと認められるから、不法行為上も違法といえる。」

【検討】

本判決は、国内株式、国内投資信託、外債、外国投資信託、外国債券など多種多様な金融商品を対象とする一連の取引が並行して、かつ、短期乗換売買の形で行われたことなど一連の取引の具体的内容を捨象することなく、これらを考慮した上で、様々な金融商品を対象とする一連の取引についての適合性を判断した点に特徴がある。

なお、本件事案では、X から、過当取引や実質的一任売買等を理由とする違法の主張がなされているが、これらにつき、本判決は、次のように述べて、過当取引や実質的一任売買による違法性の有無を別途判断する必要はないとしている。⁶⁴⁾

64) 本判決の原審においても、適合性原則違反及び説明義務違反の認定がなされているが、過当取引や実質一任売買であるとする X の主張については、判断がなされていない。

また、本判決は、以下のように述べ、説明義務違反の有無を別途判断する必要はないとする。

「E2 の勧誘行為は、適合性の原則から著しく逸脱した違法な勧誘行為であるから、……E2 の説明によって、X が自己責任で取引が行える程度に理解することができた」と

「X が主張する過当取引や実質一任売買であるという違法事由は、E2 の主導で X の意向と実情に反した取引が行われたか否かという判断と重なるから、……適合性原則違反の判断において考慮しており、また、短期間の売買や乗換売買等についても、適合性原則違反の判断において、個々の商品特性のみではなく、短期間の売買や多様な商品の取引を同時並行して行うことや乗換売買により投資リスクが増加しているという観点から考慮しているから、本件において、別途、過当取引や実質一任売買の違法性の有無について判断する必要はないと解される。」

Ⅲ 一連の取引に含まれる各金融商品の特性に加え、それらを対象とした一連の取引の具体的内容及び手数料に着目する判例

3. 前掲注(16)大阪高判平成 20 年 3 月 25 日⁶⁵⁾

【事案の概要】

顧客 X は、法学部卒の 67 歳であり、会社員として、海外関係、輸出営業関係の業務会社勤務を経て、定年退職し、無職である。X は約 2000 万円の銀行預金のほか、福祉年金用預託金 1500 万円のほか、先物取引業者からの和解金 5000 万円を受領する予定があり、後にこれを受領した。X は年金及び公的年金収入として、年間 500 万円を得ていた。

X は在職中、従業員持株制度により、勤務会社の株約 2 万株を取得したが、これを除いて株式取引の経験はなかった。また、X は、平成 10 年 8 月ごろから、先物取引を開始し、5700 万円の損失を被ったため、先物取引業者に訴えを提起し、平成 15 年 3 月 7 日、先物取引業者が X に 5000 万円を支払うことを内容とする裁判上の和解をした。

X は業者 Y のダイレクトメールを見て、平成 15 年 4 月 1 日、Y の支店を訪問し、支店長らと面談し、a1 社株 1 万株を買い付けたいと申し入れ、翌日にこれを約 1039 万円で買付け、Y との本件取引を開始した。X は Y の新規取引申込書において、「1. 安定重視」、「2. 利回り重視」、「3. 値上がり益重視」、「4. 上記

は評価することはできない。」

「したがって、本件においては、E2 の勧誘に説明義務違反があるか否かについて別途判断する必要はない。」

65) 本判決の原審は、大阪地判平成 19 年 10 月 17 日 Westlaw Japan 文献番号 2007 WLJPCA10176001（証券取引被害判例セレクト 30 巻 123 頁）である。

2. 3. のバランス」, 「5. 積極投資」の各選択肢のうち, 「4. 上記2. 3. のバランス」の選択肢にチェックマークを記載した。また, Xは, 5月19日, a1社株5000株を約502万で買増した。Xは, これらa1社株の株式を, E1からの勧めに応じて, 6月2日に売却し, 80万円の利益を得たのち, 7月2日, a1社株5000株を買付けた。

同月7月2日, E1はXに説明書を示し, PCAを勧誘した。PCAは, 格付けBBないしBの米国社債を投資対象とする投資信託であり, Yにおけるその販売手数料は, 買付け額の3.5%であった。説明書には, PCAの概要, リスク, 前述の投資対象の格付け, 販売手数料などが示されていた。7月3日, Xは約1071万円でPCAを購入した

同月5日, E1及びE2は, Xに対し, 株式の信用取引を勧めた。Xは, 先物取引業者との取引で損失を被った経験があったため, これを断ったが, E1からの電話勧誘を受け, 8日, Xはa1社株5000株を信用取引で買い, Yとの間で信用取引を開始した。同日, E1は, Xを訪問し, 信用取引の仕組み, リスク等記載された書面を交付した。

同年8月14日, E1とその上司のE3は, 投資信託ブル2.5及びベア2.5の説明書を示しながら, 次の概要, リスク, 手数料を説明しつつ, その取引をXに勧誘した。ブル2.5は, 株価指数先物取引を活用し, 日経平均株価の概ね2.5倍程度の投資成果を目指す投資信託である。ベア2.5は, 株価指数先物取引を活用し, 日経平均株価の2.5倍程度反対の投資成果を目指す投資信託である。Yにおけるこれらの販売手数料は, いずれも申込金額の2.5%である。Yにおいて, ブル2.5とベア2.5の間での手数料無料の乗換えは行われていない。ただ, 両者は, 基準額の値動きが激しいため, 相場の動きいかにによっては短期で頻繁な売買あるいは乗換えを行うこともある金融商品である。

Xは同年8月15日, ブル2.5を約743万円で購入し, Yとの間で, ブル2.5及びベア2.5の取引を開始した。

Xは平成16年4月7日, 二部上場株b1社株を購入し, Yとの間で二部上場株の取引を開始した。同月9日, Xは, 国内新興市場株c1社株を購入し, Yとの間で国内新興市場株の取引を開始した。5月28日, YはXに国内新興市場株取引のリスクが記された説明書を交付した。

本件取引における個別の取引は, a1社株の取引を除き, 全てE1による提案に

より行われた。X は本件取引の全体として、最初の間は利益が出ていたのでこれを継続していたが平成 16 年以降に損失が次第に拡大していき、最終的には平成 17 年 4 月 22 日に本件取引を止めた。本件取引による X の損失額は約 2293 万円、Y が本件取引により取得した手数料額は約 3131 万円であった。

X は、E1 らの勧誘には、適合性原則違反、過当取引、説明義務違反の違法があるとして、Y に対し不法行為（使用者責任）に基づく損害賠償請求をなした。原審は、過当取引及び説明義務違反の主張を退け、適合性原則違反のみを認定し、Y の不法行為責任を認め（過失相殺 8 割）。これに対して XY 双方が控訴した。

【判旨】

本判決は、説明義務違反を否定する一方、適合性原則違反、過当取引を認定している（過失相殺 8 割）。前者に関しては、平成 17 年判決を引用し、本件取引に含まれる個々の金融商品の特性を個別に認定した上で、「本件取引全体の特性」を次のように認定し、X に対する適合性を否定している。

「本件取引の対象となった金融商品等は、現物取引……を除き、いずれもリスクの大きいものであり、そのうち、2 部上場株及び新興市場株は、投資経験の浅い者にとっては、その相場の変動を予測することが困難な金融商品であるというべきである。」

「……本件取引には、ブル 2.5 及びベア 2.5 のように、商品の特性上、顧客の手数料負担が大きいものとなる可能性の高い金融商品が含まれていただけでなく、実際にも、保有期間 30 日以内の取引が本件取引の約 82.6 パーセントを占めており、短期的に、かつ、頻繁に売買が行われたというべきであって、約 2 年間の本件取引において X が負担することとなった手数料額は 3130 万 7969 円に及び、X の手数料負担は大きいものであったというべきである。」

「以上によれば、本件取引は、主にリスクの大きい金融商品等を対象としており、その中には投資経験の浅い者にとっては相場の変動を予測することが困難な金融商品も含まれているとともに、顧客に及ぼす手数料負担が大きいことから、売買により相当な利益を上げなければ顧客が取引損を被ることになるという特性を有していたというべきである。したがって、本件取引は、全体として、顧客が利益を得るには相応の投資経験・知識を必要とする取引であり、積極的な投資意向を有する顧客に適した取引であったものと評価することができる。」

「……X は、……株式や投資信託の取引に精通してこれらの相場の変動要因等について高度の知識を有していたとは認められず、さらに、本件取引開始時においては積極的な投資を行う意向を有しておらず、主としてE1からの多種のハイリスクな金融商品等の勧誘を受けたことの影響により、その投資意向が変化し、次第に投資に対する積極性を有するに至ったにすぎないというべきであるから、本件取引において、Xを上記ハイリスクな金融商品等の取引に導いたE1の前記認定のとおり勧誘行為は、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とわがざるを得ず、不法行為法上違法なものというべきである。」⁶⁶⁾

66) なお、本判決は、次のように述べ、過当取引を理由とする不法行為の成立も認定している。

「証券会社が、顧客の取引口座に対して支配を及ぼして（口座支配性）、顧客の信頼に乘じ、顧客の利益を犠牲にして売買委託手数料を稼ぐ等、自己の利益を図るために（悪意性）顧客の属性に照らして過当な頻度、数量の証券取引をすること（過度性）は、顧客に対する誠実義務に違反し、不法行為法上、違法なものと評価すべきである。すなわち、①取引の過度性、②口座支配性、③悪意性の各要件を検討し、各要件がすべて満たされる場合には、当該取引は違法な過当取引に当たり、証券会社は不法行為責任を負うことになる。」

「本件取引期間中の取引回数は一覧表のとおり合計740回（a1株の取引を全て含む。）に及び、その年次回転率（1年間における投資資金の回転率。対象期間の買付総額を同期間の平均投資額〔対象期間における各月末の投資残高の平均金額〕で除し、それを年ベースに換算して算出）は16.99であり、また、本件取引のうち保有期間14日以内の取引が約79.2%（保有期間1か月以内の取引が約82・6%）を占める。」

「また、Xは本件取引の当初は積極的な投資を行う意向はなく、a1社株の買付及び取引終盤での投資商品の売却・手仕舞いを除き、すべてE1による勧誘・提案に基づき個別取引の銘柄選択・その規模（投資額）・投資時期が決められ、Xはこのような個別取引についての具体的相当性を判断し得る能力（各金融商品のリスクの具体的軽重についての認識はなく、投資金額の相当性〔一時期に投資額をまとめて投資するのか、あるいは投資金額を小分けした分散投資をするのか等〕、投資時期の是非等につき、その時々々の相場状況を勘案しながら判断する能力）を持たず、このような能力を前提にして、E1に対し個別取引について承諾を与えていた……。」

「……Xが本件取引により最終的に負担することになった手数料合計は3130万7969円となり、相場取引自体による買い及び売りによっては損失が出ていなかったものの、手数料負担も含めた全体としてはXにとって大きな損失が生じていた。そして、本件取引の継続過程でXがこのような客観的事実を把握していたのかは、……疑問である。」

「口座支配性については、顧客の意思に反していない取引であるからといって常にこれが否定されるものではない。本件取引では、個人投資家（X）にとっては異常というべき取引回数・取引規模・取引頻度であったこと、Xが個々の取引の相当性を具体的

【検討】

本判決は、様々な金融商品を対象とする一連の取引につき、商品の特性上、顧客の手数料負担が高くなる可能性の高い金融商品が含まれており、実際に短期に頻繁な取引が行われたこと、それにより手数料の累積が高まったことなどの取引の具体的内容を捨象することなく、これらを考慮した上で、「本件取引は、全体として、顧客が利益を得るには相応の投資経験・知識を必要とする取引であり、積極的な投資意向を有する顧客に適した取引であった」としている点に特徴がある。

4. 大阪高判平成 22 年 9 月 16 日 Westlaw Japan 文献番号 2010WLJPCA 09166002（証券取引被害判例セレクト 38 卷 74 頁）⁶⁷⁾

【事案の概要】

顧客 X は、62 歳であり、中学校を卒業した後、工員として勤務し、平成 14 年に会社を退職した。X は、本件取引開始時に、少なくとも本件業者 Y において、a1 社株 1 万株（1 株約 2000 円）と a2 社株の売却金約 820 万円を有していた。X は、平成 11 年 2 月に、自らの属性として、「年収」欄には、「500 万円以上」（1000 万円未満）に、「金融資産」欄には、「2000 万円以上」（3000 万円未満）に、「ご資金の性格」欄には、「余剰資金」に、「ご投資目的」欄には、「中・長期バランス運用」にそれぞれチェックをして回答し、「投資経験」欄には「株式現物」の投資経験 20 年と回答している。

X は、勤務先の株式を、持株会を通じて取得したほか、昭和 54 年に Y に口座を開設し、a1 社株を順次買付け、平成 15 年 3 月には、a1 社株を 1 万 4000 株保有していた。平成 17 年 10 月、X は、自身の判断で、a1 社株 4000 株を売り、a2 社株 2 万 7000 株を買い、同年 11 月、自身の判断でこれを売り、約 90 万円の利

ㄨ に判断できるだけの能力を備えておらず、E1 を中心とする Y が個々の取引を行うか否かの実質的・具体的判断を行っていたことを重視し、これまでに認定・判断した点を総合考慮すると、本件取引において Y が X の取引口座に支配を及ぼし（口座支配性）、Y が利益（手数料）を得る目的のために個々の取引を頻繁に繰り返した（悪意性・過度性）といえる。」

「したがって、本件取引について全体として過当取引の違法性があるといえる……。」

67) 本判決の原審は、大阪地判平成 22 年 4 月 15 日 Westlaw Japan 文献番号 2010WLJPCA 04156001（証券取引被害判例セレクト 37 卷 1 頁）である。

益を得た。

Xは、同年11月末頃、E1の勧誘を受け、a3社株を2万4000株（1株343円）買い、本件取引を開始した。また、平成18年1月16日、E1の勧誘により、本件取引以前から保有していたa1社株1万株を2505万円で売却し、これを投資資金に加え、取引を拡大した。XとE1の間では、効率よく利益を追求するとの方針は確認されたものの、E1がXから投資意向を聞くことはなかった。

2月8日、XはE1の勧誘により、信用取引口座を開設し、a4社株1万株、a5社株1万株を買い、信用取引を開始した。Xは同日、E1から信用取引制度の説明書を受領した。また、Xは、7月3日に、Yの支店を訪れ、投資信託300口を約321万円で購入した。

E1は同年10月1日付で移動となったため、同月16日以降、E2がXの担当者となった。Xは、同年12月25日、Yの支店を訪れ、E2に対して平成18年度中の取引損を問い合わせ、約1400万円であるとの回答を得た。Xはこれに苦情を述べたが、同日以降も、新規の株取引を行った。

平成19年1月5日、XはE2に株取引を終了する意向を伝え、同月24日までに、保有銘柄のほとんどを順次決済し、Yから約517万円を受領した。最終的に、Xの損失は約2451万円となった。

本件取引において、投資対象となったのは、多くは国内上場株式であるが、平成18年11月ころから、外国株及び新興市場株式の取引が開始され、また、投資信託の取引も行っている。本件取引の決済件数146件及び未決済の2件を含む148件に占める保有期間の割合は、3日以内が約35%を占めている。XはE1及びE2からの提案を断ることはほとんどなかった。

Xは、E1及びE2には、過当取引、一任売買、適合性原則違反、仕切拒否の違法行為があるとして、Yに対して不法行為（使用者責任）に基づく損害賠償請求をなした。原審は、仕切り拒否、一任売買を否定した上で、「著しく過大な危険を伴う取引を積極的に勧誘した」⁶⁸⁾（適合性原則違反等）として、Yの不法行為責任を認めた（過失相殺7割）。これに対して、Yが控訴した。

68) 原審は、「当該投資者にとって明らかに過大な危険を伴う取引を積極的に勧誘したり（適合性原則違反等）、投資者の意向に明らかに反し、あるいは、自由な意思決定を妨げる行為（投資家の意向に反する一任売買や仕切拒否等）を行うなど、社会的に相当性を

【判旨】

本件における争点は、E1 及び E2 が「当該投資者にとって著しく過大な危険を伴う取引を積極的に勧誘した」か否か「適合性原則違反等」である。本判決は、各金融商品の特性を認定した上で、本件「取引の特性」を踏まえ、次のように述べている。

「本件取引は、……本件取引開始（平成 17 年 12 月）から X が Y に対し、株取引を終了するとの意向を伝えた平成 19 年 1 月までの 14 か月間で、新規件数 146 件、決済件数 143 件であり、当該期間の年次資金回転率は 19.37 回、保有期間は 10 日以内のものが 6 割を超える……。」

「本件取引は、開始から 1 か月間程度の間は、単一の銘柄を買い付け、これを短期間で売り付けることを繰り返したものの、平成 18 年 1 月中旬ころ以降、複数の銘柄を同時に保有した上で売買を繰り返すようになり、その保有期間も比較的長期のものと短期間のものが混在するようになった。その直後の平成 18 年 2 月以降は信用取引も開始され、以後、信用取引と現物株取引とが混在した状況で売買が繰り返されたといえることができる。」

「本件取引を全体としてみると、……基本的には短期間の取引による利益取得を目的とするものであったが、短期間で利益が得られなかった場合には直ちに損切りをせず、その後比較的長期間保有されることになった株式もあり、その中には信用取引によって買い付けられた株式も含まれていた。そして、その後も短期間の取引による利益取得を目的とする株式取引が継続されたことにより、手数料の負担が増大し、他方では、比較的長期間保有している株式のうち信用取引によるものは 6 か月以内に決済をする必要があったから、短期間の取引による損益、手数料の負担及びそれ以外の株式の決済に伴う損益を総合勘案した通算損益の予測が次第に困難になっていき、どのような取引をすれば利益が出るのかを判断す

-
- 、欠く手段又は方法による勧誘を回避すべき注意義務があるというべきであり、これに反したときは、不法行為法上違法との評価を免れないというべきである」とした上で、一任売買や仕切り拒否等を否定しつつ、「著しく過大な危険を伴う取引を積極的に勧誘したものと評価されるから、全体として不法行為法上違法というべきである」としている。そこで、「適合性原則違反等」を認定したことになるが、これが、適合性原則違反かつ過当取引等を意味するのか、適合性原則違反のみを意味するのかは定かではない。いずれにせよ、適合性原則違反は存すると判断しているものと思われる。

るには相当程度の株式取引に関する知識・経験を要する状態になっていったと考えられる。」

「……本件取引は、取引開始後2か月弱でXが長期間保有してきた全株式を売却し、かつ、約3か月後には信用取引を開始して、短期間かつ頻回に取引を行うというものであって、……Xの取引経験及び知識との比較において著しく過大な危険を伴うものであり、かつ、……投資意向とも乖離したものであったというべきである。……勧誘態様は、Xの……取引経験や知識等に鑑みれば甚だ不十分な態様のものであり、また、Xの取引経験等に照らせば著しく過大な危険を伴う取引にXを引き込む態様のものというべき」である。

「したがって、Eらが上記のような本件取引を勧誘し実行したことは、著しく過大な危険を伴う取引を積極的に勧誘したものと評価されるから、全体として不法行為法上違法というべきである……。」

【検討】

本件における争点か、「当該投資者にとって著しく過大な危険を伴う取引を積極的に勧誘した」か否か（「適合性原則違反等」の有無）である点では、原審と変わらず、これが適合性原則違反及び過当取引等を認定しているのか、適合性原則違反のみを認定しているのかは定かではないが、適合性原則違反は存すると判断したと考えられる（なお、控訴審において、Yは、原審が適合性原則違反を認定したものであることを前提に、その判断の不当性を主張している）。

本判決の特色は、Xが長期間保有してきた全株式を売却し、信用取引を短期間かつ頻回に行ったことなど、取引の具体的内容を捨象することなく、これらを考慮し、かつ、手数料負担が増大したことも考慮した上で、国内株式、外国株、信用取引等を対象とする一連の取引の適合性の有無を判断している点にある。

以上の事例「1」、「2」、「3」、「4」にみられる、適合性原則の射程の、過当取引の規制領域への拡張現象を以下で確認しよう。

第三節 量的適合性原則の意義

I 量的適合性原則と適合性原則の過当取引規制困難の克服

過当取引勧誘は、いかなる意味で適合性原則の規制を潜り抜ける可能性がある

のかを再度確認しよう。

平成 17 年判決では、一定期間に行われた、様々な金融商品を対象とする一連の取引に含まれている特定の金融商品について、当該顧客に適合するか否かが問題とされた（これを「各金融商品の適合性原則」とした）。これに対して、過当取引は、一定期間に行われた、ある特定の又は様々な金融商品を対象とする一連の取引が、当該顧客の属性に照らして過当であるか否かが問われる。両者のこの点に関する相違から、一定の期間に行われた一連の取引を全体として把握した場合に、当該顧客にとって過当であると評価される場合においても、一連の取引において対象とされた各金融商品（の全て）について当該顧客に適合性が認められる場合には、各金融商品の適合性原則違反を問われることはない。これが、「適合性原則による過当取引規制の困難①」であった。

また、適合性原則は、各金融商品の適合性判断において、取引が開始された後に、いかなる具体的内容の取引が行われたのかを捨象し、当該顧客に適合するかを問う（これを「各金融商品の勧誘開始の適合性原則」とした）。これに対して、過当取引は、一連の取引において、いかなる量及び頻度の取引が行われたのかを具体的に問うものであり、適合性原則が捨象する点に焦点を当てる。そこで、ある一連の取引における具体的取引内容について、取引の過当性が認められる場合においても、その取引において対象とされた各金融商品につき当該顧客に勧誘開始の適合性が認められるならば、適合性原則違反とは評価されない。これが、「適合性原則による過当取引規制の困難②」であった。

関連して、適合性原則は、ある金融商品を対象として行われた具体的取引の内容を捨象するため、その帰結として、一連の取引によって顧客に生じた「累積手数料」とそれが顧客の投資利益に与えた弊害を考慮することはない。これに対して、過当取引勧誘規制は、この点をまさに重視するものである。そこで、ある金融商品を対象として行われた一連の取引において、顧客属性に照らしておよそ合理性に欠ける「累積手数料」が生じ、それが顧客の投資利益に深刻な悪影響を与えたとしても、対象とされた金融商品につき当該顧客に適合性が認められる場合には、適合性原則違反とは評価されない。これが、「適合性原則による過当取引規制の困難③」であった。これらの意味で、過当取引勧誘は、適合性原則の規制を潜り抜ける可能性がある。

もっとも、川地教授は、「取引開始後も適合性原則が適用されることを認める

のであれば、適合性原則違反と過当取引の適用領域が重なり合う」こと、また、下級審裁判例において、現にかような現象がみられることを、約十年前に指摘しておられる。また、その後、アメリカ法を比較法とする一連の研究において、アメリカ法では、過当取引が適合性原則の中に統合された結果、特定顧客適合性義務とは区別される量的適合性義務が生じたことが指摘されている。本稿では、これらの研究を踏まえ、近時約十年間において、過当取引か、過当取引と類似する内容が争点となった高裁判例を概括し、過当取引に対する適合性原則の射程の拡張現象が観察できるかを検討した。その結果は、次の通りである。

まず、一連の取引に含まれる個々の金融商品を単体として把握するだけでなく、それらの金融商品を対象とする取引を総体として、その特性を把握し、適合性を判断するものがみられる（「2」、「3」）。これらは、「適合性原則による過当取引規制の困難①」を解消するものである。

また、ある（一つの又は複数の）金融商品を対象として、具体的にいかなる内容の取引が行われたのかを捨象することなく、具体的取引内容の特性を問題とし、これが当該顧客に適合するかを判断するものがみられる（「1」、「2」、「3」、「4」）。これらは、「適合性原則による過当取引勧誘規制の困難②」を解消するものである。

関連して、具体的取引内容の特性を評価する上で、「（累積）手数料」を考慮要素の組み込んでいるものもみられる（「3」、「4」）。これらは、「適合性原則による過当取引勧誘規制の困難③」を解消するものである。以下では、過当取引規制の困難を解消した適合性原則を、アメリカ法における適合性原則に関する先行研究に倣い、「量的適合性原則」としよう。下級審裁判例にみられる量的適合性原則は、先行研究において指摘されている通り、「投資対象商品のリスクの高さや手数料額等を根拠に適合性原則違反の有無に言及する」ものであり、これらは、川地教授が指摘される通り、過当取引規制と重なる⁶⁹⁾。近時約十年間の高裁判例をみても、量的適合性原則により、適合性原則の射程が、過当取引規制の領域に拡張されており、定着しつつあるといえる⁷⁰⁾。かかる現象の中において、上でみたように、

69) 高裁判例においては、前述の2000年代初頭に示された、過当取引を適合性原則違反の一形態として把握し得るとする森田教授の示唆や、過当取引の違法性は適合性原則違反に求められるとする黒沼教授の指摘が、定着しつつあるといえる。

70) 前述の通り、適合性原則と過当取引との関係につき、過当取引は「広い意味では適合

「適合性原則違反の判断において、個々の商品特性のみではなく、短期間の売買や多様な商品の取引を同時並行して行うことや乗換売買により投資リスクが増加しているという観点から考慮しているから、本件において、別途、過当取引や実質一任売買の違法性の有無について判断する必要はない」とする判例（「2」）さえ出現している。

もっとも、かような現象の持つ意義を評価するためには、以下の通り、慎重な検討を要する。

II 量的適合性原則が過当取引規制に与える意義

従来、適合性原則と過当取引規制とは、その問題領域が異なるとされてきたのは、前述の通りであり、適合性原則によって過当取引を規制することには諸困難があり、それにより、過当取引は適合性原則の規制を潜り抜ける可能性があった。これに対して、近時約十年の高裁判例に見られる「量的適合性原則」は、適合性原則の射程が過当取引に拡張されたものであり、過当取引と量的適合性原則とは、その問題領域が重なる。しかし、これは、過当取引に対する規制が強化されたことを直ちに意味するものではない。その理由は次の通りである。

仮に、量的適合性原則によって業者の不法行為責任が生じる勧誘と、従来、過当取引を理由として業者に不法行為責任が認められてきた勧誘とが一致するならば、過当取引に対する規制の強度は、従前と同じである。従来、過当取引を理由として不法行為責任を認めてきた違法勧誘類型を、今日では、適合性原則違反（量的適合性原則違反）と「も」評価できるようになったに過ぎない。量的適合性原則が、従来、不法行為責任を認められていなかったような過当取引に対しても、

-
- ㄨ 性原則の違反に含まれる行為であるといえるが、一連の取引の違法性が問題とされる点で、狭義には、適合性原則違反とは別個の独立した違法行為類型である」との指摘がなされている。参照、松岡・前掲注（44）「判批」10頁、石田・前掲注（3）80頁、川島・前掲注（3）138頁。これらの指摘は、量的適合性原則の定着を前提としても、本稿のいう「各金融商品の勧誘開始の適合性原則」又はアメリカ法の研究における「特定顧客適合性義務」と「量的適合性原則」は、別個の独立した違法性類型であるという意味で、その妥当性を有する。例えば、信用取引につき、各金融商品の勧誘開始の適合性をおよそ有しない顧客に信用取引の勧誘が行われ、取引が行われた場合、少なくとも理論的には、信用取引の具体的取引状況から、量的適合性原則違反の有無を問題とするまでもなく、各金融商品の勧誘開始の適合性原則に反することからその違法性が肯定されるという意味で、両者は「適合性原則」内部における、別個独立の違法性類型であるためである。

不法行為責任を生じさせる場合にのみ、適合性原則の射程の拡張により、過当取引規制が強化されたといえる。

それゆえ、適合性原則の射程の拡張の意義を判断するためには、量的適合性原則違反を理由とする不法行為責任が認められる勧誘は、従来過当取引を理由に不法行為責任が認められてきた勧誘と一致するのか、それとも、従来過当取引を理由とする不法行為責任が認められてこなかった勧誘行為にまで及んでいるのかを検討しなければならない。とりわけ、量的適合性判断と、「取引の過当性」判断が重なるのか、積極的勧誘という業者の態様と「口座支配」とは重なるのかなどが重要な検討対象となろう。これは別稿に譲りたい。⁷¹⁾

次に、視点を説明義務に転じ、説明義務が、「過剰な取引により累積コストが生じ、投資収益を悪化させる」という過当取引が問題視する事象に対応すべく、どのような進化を遂げているかを確認しよう。

第四節 高裁判例にみる説明義務の過当取引規制に向けた進化

I 高額な手数料が損益分岐点に与える影響と現に大半の顧客が損をしていたことについての説明義務を認めた事例

5. 東京高判平成 25 年 9 月 12 日 Westlaw Japan 文献番号 2013WLJPCA09126001 (先物取引裁判例集 69 号 162 頁)⁷²⁾

【事実の概要】

顧客 X は、68 歳の男性であり、高校卒業後、58 歳までの会社勤務を経るなど

71) 本稿の限られた検討対象の一部からは、量的適合性原則では、一連の取引の具体的内容を踏まえたリスクに着目し、当該顧客の意向と実情に反して過大なものであるといえるかが問題とされ、取引回数や手数料額は必ずしも重視されない（「1」及び「2」）という特徴がみられる。このような傾向が大勢として見られるかは、別稿において検討したい。

72) 内橋一郎「株式信用取引の事例」三木俊博編『事例で学ぶ金融商品取引被害の救済実務』（民事法研究会・2016）105 頁には、「本件では、X の属性が 50 歳代の自営業者であり、ベテラン投資家であることから、適合性原則違反（量的適合性違反）よりも、過当取引の 3 要件を主張立証することによって、証券会社の悪質性をえぐり出すことに力を入れた。そのほうが、事案の実質に沿うと考えたからである。」との記述がみられる。この点からは、量的適合性原則違反と過当取引とは、やや性質が異なることが示唆されているように思われる。

73) 本判決の原審は、東京地判平成 25 年 2 月 22 日 Westlaw Japan 文献番号 2013WLJPCA 02226008（先物取引裁判例集 69 号 133 頁）である。

して、本件取引当時無職であった。X は、20 年の間に、株式、投資信託に合計 3000 万円程度を投資してきた経験を有する（原審によれば、加えて X は、本件取引の数年前に、先物取引を 1 カ月間行い、100 万円の損失を被る経験をしているとあるが、本判決は、この点に言及していない）。X は、預貯金 100 万円、有価証券 1700 万円（うち 7 割から 8 割程度は投資信託）の資産を有しており、本件取引当時、日常生活資金を年金でまかっていた。

本件会社は海外先物オプション取引の取次業務を行っており、本件会社では、取引手数料はオプション価格とは関係がないとの理由で、買付手数料をオプション価格とは無関係に 1 枚当たり 7 万 3500 円と定めていた。

X は、本件会社の従業員 E1 による電話勧誘を契機として、本件会社を訪れ、E2（Y4）らから書面の交付を受け、オプション取引の説明を受けた。その際、X は、前述の投資経験及び資産の状況を E3 に回答し、投資金額として 30 万円、最高限度額は 300 万円とし、リスクについては「仕方がないがなるべく回避したい」と回答した。なお、X は、E3 によるオプション取引の理解度を問う質問に対して、限月、ストライクプライス、損益分岐点につき、正しく答えられなかった。

原審の認定によると、本件取引は平成 21 年 7 月 22 日に開始され、X は砂糖のコールオプション 1 枚を購入し、翌 23 日、E1 らから 10 枚を買増すように勧められ、3 枚買増し、その翌日にも買増しを勧められて 6 枚買増し、さらにその翌日にも買増しを勧められ 2 枚買増した。これらはいずれも利益が生じ、X は約 48 万円を得たとある。

8 月 4 日、X は本件会社のセミナーにおける会長の綿花の推奨や、できるだけ多く買った方がよいとする E1 の電話勧誘により、綿花のコールオプション 2 枚を購入した。その後、同月 10 日までに、3 枚、4 枚、4 枚と買増していった。綿花による X の損失は約 209 万円となった。その後 X は投資限度枠等の変更届を本件会社に提出し、本件取引の投資最高限度額を 300 万円から 500 万円に引き上げた。

同月 24 日ころ、E2 は、X に大豆の買いを勧め、X はコールオプションを 2 枚購入し、その後、9 月 11 日までに、7 枚、1 枚とさらに買い増したが、計 320 万円の損失が生じた。

また、E2 は、8 月 20 日には、X に金のコールオプションの購入を勧め、X は

同日金のコールオプション3枚を買い、翌日にも3枚購入した。20日購入分では約18万円の利益を出したが、21日購入分では約3万円の損失を出した。

これら本件取引の結果、Xには合計約489万円の損失が生じた。また、Xが本件会社に支払った買付手数料の総額は約400万円であり、これは、買付代金（プレミアム）の総額約463万8千円の約86%に相当する。また、一回当たりの買付代金に占める手数料額の平均は、93%であって、極めて高率であった。

また、このような高額かつ高率の手数料により、本件会社顧客が手数料込みで投資金額以上のリターンを得られる確率は、最も高い年（平成20年）で約15%であり、最も低い年（平成21年）で約3%であって、本件会社の大半の顧客は損をしていた。

Xは、担当者であったE2（Y4）は、適合性を有しないXを本件取引に勧誘し、Xに対して同取引の仕組み及びリスクを説明せず、一任取引、過当取引、暴利行為にあたる本件取引をさせたとして、不法行為責任を負うとし、また、本件会社の取締役であったY1、Y2、Y3は組織的に従業員に違法勧誘をさせたとして、E2（Y4）と共に共同不法行為責任を負うなどとして損害賠償請求をなした。⁷⁴⁾原審は、Xの主張を全て退けたため、Xが控訴した。

【判旨】

控訴審における争点及び争点に対する当事者の主張は、原審と同様であるとされているが、本判決は、Y4の説明義務違反と、Y4の説明義務違反に関するY1からY3の共同不法行為のみを認定し、その他は判断を加えていない（過失相殺なし）。Y4の説明義務違反については、次のように述べている。

「……平成17年から平成21年までの間に、本件会社を取り扱っていた海外先物オプション取引に係る顧客の損益状況をみると、顧客が手数料込みで投資金額以上のリターンを得られる確率は、最も高い年（平成20年）で約15%であり、最も低い年（平成21年）で約3%であって、本件会社の顧客の大半は損をしてい

74) その他、Y1、Y2、Y3には、会社法429条1項に基づく損害賠償請求もなされているが、この点は省略する。また、原審では当初本件会社を含む10名が被告とされていたが、本件会社が破産開始決定を受け、本件会社に対する訴訟が終了し、また、その他のY1からY4以外の者とは、和解又は訴えの取り下げがなされており、そこで、原審では、Y1からY4に対する請求のみ判決がなされている。

たこと、本件取引では、手数料はオプション価格とは関係がないとの理由で、買付手数料はオプション価格とは無関係に1枚当たり7万3500円（消費税を含む。）と決められていたため、Xが本件会社に支払った買付手数料は合計400万0500円（消費税を含む。）となり、買付代金（プレミアム）総額463万8085円の86%に当たっている。また、1回の取引における買付代金（プレミアム）に対する買付手数料の割合は平均で93%であり、さらに、Xの損失総額489万4207円に占める本件会社が取得した手数料総額407万5868円の割合は83%であって、いずれも極めて高率であること、したがって、オプション購入時のプレミアムがその後を上昇して損益分岐点を超えれば利益が見込まれるものの、実際には、プレミアムがその損益分岐点を超えることは容易ではない上、プレミアムが下がった場合や現状を維持した場合はもとより、プレミアムが上がった場合でも損益分岐点を超えない限り、必然的に損失が生じるものであること、それにもかかわらず、本件会社の従業員は、Xに対して、あたかもプレミアムが容易に損益分岐点を超えて上昇し、簡単に利益が得られるかのような、実際とは乖離した説明をただけではなく、海外先物オプション取引が先物取引とは異なって追加証拠金が発生せず、損失がどこまでも膨らむことはないローリスク・ハイリターン取引であるなどと説明していたことが認められるから、本件取引をもって直ちに暴利行為に該当するとまで断定することはできないとしても、Y4らの本件会社の従業員が、Xに対して、本件取引の危険性について正確で十分な説明を尽くしたものとすることはできない。」

「……以上のとおり、……Y4らが、Xに対し、オプション取引の基本的な仕組みを構成するストライクプライス、損益分岐点、プレミアム等の基本的な性質や原資産の価格変動の可能性やその予想変動率（ボラティリティ）などの意味はもとより、予測の困難なさまざまな変動要因の影響を受ける本件オプション取引の危険性について、特に、本件会社の大半の顧客は損をしていたこと等について、Xが理解できるように正確で十分な説明を尽くしたものと認められないから、Y4は、本件取引に係る一連の行為について、Xに対して不法行為を負うべきである。」

【検討】

本判決は、高額な手数料が取引の損益分岐点に与える影響を問題視し、高額な

手数料を踏まえるならば、プレミアムが損益分岐点を超えて上昇することは容易ではなく、これを超えない限り必然的に損失が生じるにも関わらず、これとは異なり、容易に損益分岐点を超えて利益となるような説明をした点において、正確で十分な説明ではないとしている。また、本件会社の大半の顧客は損をしていたことについて、Xが理解できるように説明を尽くしていないとしている。

これらのことから、本件において、説明義務を尽くしたと評価されるためには、手数料が損益分岐点に与える影響を具体的に説明したうえで、これがいかに困難かを、大半の顧客が損失を生じさせていることを踏まえて説明すべきことになる。

II 両建てに伴いスワップ金利のスプレッドによる逆ざやの負担、反対売買のスプレッドのコストの二重負担、手数料の二重負担が生じる場合があることなどの説明義務を認めた事例

6. 名古屋高判平成 26 年 12 月 18 日 Westlaw Japan 文献番号 2014WLJPCA 12186003 (証券取引被害判例セレクト 48 卷 71 頁)⁷⁵⁾

【事案の概要】

顧客 X は、50 代の女性であり、パートタイム勤務により月収 13 万円を得ていた。また、X には、父から相続した 2000 万円の資産があった。X は、従前、投資信託や外貨預金の取引経験があった。

X は、業者 Y の従業員による電話営業を受け、面談をし、平成 23 年 10 月 5 日、Y に証券口座を開設すべく申込書を提出した。その際、X は、FX の説明を受けたいという欄にチェックをした。同月 13 日、X は Y を介して投資信託 125 万口を購入した。その際、為替について話題になったことから、Y の従業員は、FX の説明のための面談を X に求め、同月 15 日に、E1 (Y1) が X と面談した。⁷⁶⁾ E1 は FX の仕組みとリスクに関する説明をし、X は FX 取引を開始することを

75) 本判決の原審は、名古屋地判平成 26 年 4 月 11 日 Westlaw Japan 文献番号 2014 WLJPCA04116006 (証券取引被害判例セレクト 48 卷 51 頁) である。

76) 本判決が認定する説明義務違反との関係で、Y1 は以下のような説明をしている。

約定価格豪ドル 79 円として、「100 万円を預けて、10 万豪ドルの取引をし、1 年後の為替レートが 1 豪ドル 75 円となったときには元金 100 万円が 40 万円マイナスとなるが、FX 取引の場合はスワップポイント 25 万 5500 円があるので、それを織り込んだ損益に

決め、FXの口座開設申込書等において、投資の目的について「スワップ等定期的収入も重視するが、併せて投資資産の価値の増大も追究」と回答し、投資経験について「投資信託1年未満」「外貨預金3年未満」と回答し、年収について「300万円未満」、金融資産について「1000万円以上2000万円未満」と回答したが、取引額を留保して回答しなかった。

10月7日、XはYに証拠金500万円を送金し、同日、豪ドル50取引単位(約定79.95円)の買建てをした。E1は、同月24日、Xにランド買いと、相場が逆に15銭動いたら、仕切るか売りの新規を建てることを提案した。同日午後5時、ランド40取引単位(40万ランド)(約定9円60銭)が買建てられたが、その後ランドが急落し、同日午後7時40分、ランド40取引単位(約定9円45銭)が新規に売建てられ、両建てとなった。これにより、それぞれ片道あたり20万円の手数料が必要となった。

同月25日、E1はランドが値下がりしているため、買いポジションを決済することを提案し、Xはこれに応じて、同日、前日のランド買いを仕切った(約定価格9円55銭。売買損20万円、手数料20万円)。

翌26日、E1は、Xに、豪ドル、ランドが値下がりしているが、豪ドルの方が下がっているため、それぞれの売りを提案し、Xは、同月24日付のランド売りを仕切り(約定価格9円65銭。売買損80万円、手数料20万円)、豪ドル50取引単位の新規売建てをした。これにより豪ドルが両建てとなった。

同月28日、Xは、E2(Y2)から証拠金の余裕があった方がよいのではないかと提案され、Yに200万円を送金した。E2は、同月31日、Xに豪ドル50取引単位の売りを勧め、Xは、同月17日付の豪ドル50取引単位の売建てを仕切り、さらに豪ドル50取引単位の新規に売建てた(約定価格82円)。

、なり、手数料(3万円)を差し引いても元金は82万5500円になること、ただし、FX取引の場合には、マージンコールというものがあるため、為替レートが1豪ドル72円と7円変わると、マージンコールが発生し、追加証拠金を入金するのか、取引の全部又は一部を終了させる必要が出てくる。」

「また、売りスタートとあって、値段が下がればプラス、上がればマイナスになる運用方法があること、買いスタートと売りスタートの両方を同時に持つことによって両建てになるところ、メリットは損失が固定されること、デメリットは手数料がかかり、スワップのマイナスが負担になる。」

同年11月2日、E2はXに、1豪ドル81円を超えるようであれば、豪ドル50取引単位の売りの決済と、新規豪ドル100取引単位の買建てを勧め、Xはこれに応じ、同年10月31日付の豪ドル50取引単位の売りを仕切り（約定価格81円03銭）、豪ドル50取引単位の新規買建てを2回行った（合計豪ドル100取引単位。約定価格はそれぞれ81円06銭、81円07銭）。これにより10月26日付の売建てと両建てが生じた。

同年11月10日、E2はXに対して、豪ドルの売りを勧め、翌11日、豪ドル50取引単位が売建てられた（約定価格78円35銭）。その結果、追加的に50取引単位の両建てが生じ、計100取引単位の両建てとなった。

Xはその後もE2を担当者として取引を継続したが、同年11月24日、XはE2に対し、取引を全て終了したいと伝え、同日、本件FX取引を終了させ、最終的損失は約585万円となった（豪ドルの取引につき、売買差損金約327万円、手数料74万円、スワップポイントの損失1万数千円、ランドの取引につき、売買差損金100万円、手数料80万円、スワップポイントの損失約4万円）。

Xは、Y、E1（Y1）、E2（Y2）に対し、不招請勧誘禁止違反、適合性原則違反、新規顧客保護義務違反、説明義務違反、両建て勧誘等の違法があるとして不法行為（使用者責任）に基づく損害賠償請求をなした。原審は、不招請勧誘違反、適合性原則違反、両建て勧誘の違法を否定した上で、ランドにかかる取引について新興国通貨固有の価格変動リスクについてのY1の説明義務違反を認め、ランド取引についてのみ、Xの請求を一部認容した（過失相殺なし）。これに対してXが控訴、Y及びY1が附帯控訴した。

【判旨】

本判決は、不招請勧誘禁止違反、適合性原則違反、新規顧客保護義務及び取引継続中の適合性原則違反⁷⁷⁾、過当取引を否定した上で、Y1がスワップポイントの有利性を強調したことにより、マージンコール発生リスクについて誤解を与え

77) 本件で争われた適合性原則は、「勧誘開始の適合性原則」に該当し、新規顧客保護義務違反及び取引継続中の適合性原則は、新規顧客に対して「取引開始後の一定期間、取引数量を制限する等の配慮をすべき」業者の義務であり、過当取引と重なる。本判決は本件におけるYらのこれら双方の義務違反を否定している。

た点につき、⁷⁸⁾ 豪ドル取引を含む本件 FX 取引全体につき説明義務違反を認めた（過失相殺 2 割）。

加えて、本判決は、ランドの相場変動リスクや手数料に関する Y1 の説明義務違反、ランド及び豪ドルにおける両建てのリスクに関する Y1 及び Y2 の説明義務違反を、以下のように述べて認定している（豪ドルの両建てリスクに関する Y2 の説明義務違反の内容は、ランドの両建てリスクに関する Y1 の説明義務違反の内容と同一であるため、省略する）。

「Y1 は、X が FX 取引を始めて間もない時期に、資料を提示するなどしてランドの相場変動リスク……や手数料（150 万円強の証拠金による取引（ランド 40 取引単位（400 万ランド））につき、片道 20 万円の手数料がかかるので、決済時を合わせると 40 万円の手数料が必要となる。）について詳しく説明をしないで、直ちに買いを決断させたばかりか、15 銭下げたところでの売建ても同時に決断させているが、15 銭の相場変動の見通し、両建てのリスク（スワップ金利のスプレッドによる逆ざや、反対売買のスプレッドのコストの二重負担、手数料が二重にかかる場合があること）、両建てを仕切る場合には両建てではない場合の仕切りに比べてより難しい判断が要求され、利益を得るのが容易ではないことなどについても、詳しく説明をしないで、直ちに両建てとなる売りの逆指値注文を決断させている。Y1 は、これらの点について十分説明をしないまま、X もこれらのリスクについて理解しないまま取引を決断したと認められるのであり、これらの点について、Y1 の説明義務違反があると認められる。」

【検討】

本判決は、ランド取引に要する（往復の）手数料、両建てに伴い、スワップ金利のスプレッドによる逆ざや、反対売買のスプレッドのコストの二重負担、手数料が二重にかかる場合があることの説明を要求している。

建玉を決済することなく、両建てにし、かつ、建玉整理をした場合、当該業者

78) 具体的には、Y1 の説明が、100 万を証拠金として預け、その一部で 10 万豪ドルを購入した場合に、1 年後、為替相場が円高になり損失が生じても、スワップポイントにより実損が少なくなることを前提としているが、その前提となる証拠金額が異なれば、為替相場の変動に 1 年耐えうることなく、早々に追証が生じることとなることに伴うリスクについて誤解を与える説明である点等を、本判決は問題視している。

取引条件によっては、手数料等が二重にかからない場合もあるが、建玉整理ではなく、個別に仕切った場合には、手数料が二重にかかることとなり、現に本件事案においては、建玉整理ではなく、個別決済の提案がなされ、これに応じてそのようにされている。

本判決の特色は、各取引に伴う（往復の）コストだけでなく、両建てを選択した場合に、将来において手数料等のコストの二重負担が生じる可能性につき説明を求めている点に見いだすことができる。

以上の事例「5」、「6」にみられる、説明義務の過当取引規制への接近を以下で確認しよう。

Ⅲ 説明義務の過当取引規制への接近

「5」、「6」では、共通して、取引に伴うリスクやコスト負担それ自体の説明のみが求められているものではないという点に特色があり、以下の点において、説明義務が、過当取引規制に接近している。

まず、「5」では、取引に伴う手数料額の単純な説明ではなく、手数料が極めて高率かつ高額であること、それによって取引から現実に利益が発生する可能性が極めて低くなることにつき、「大半の顧客は損をしていたこと等」について顧客が「理解できるように正確で十分な説明」をすべきとしている⁷⁹⁾。この点において、説明義務の射程が、「累積コストが投資収益に与える悪影響」を問題視する過当取引規制へと接近している。

次に「6」では、まず、豪ドル50万通貨の取引との対比で（往復）手数料が高額となるランド400万通貨の取引の（往復）の手数料の説明が求められている（豪ドル50万通貨の取引では、片道5万円・往復10万円であるところ、ランド400万通貨の取引では、片道20万円・往復40万円となる）。この点については、各取引に伴うコストの説明義務の範疇であるといえる。しかし、「6」における説明義務の範囲

79) かような厳格な説明義務は、顧客に当該取引をなさない選択をさせようとするものと考えられ、「そのような取引の勧誘をしてはならない義務」に接近する。ドイツにおける海外市場での商品先物オプション取引をめぐる厳格な説明義務につき、参照、川地宏之「デリバティブ取引における説明義務と損害賠償責任（1）」専修法学論集92号（2004）137頁以下。

は、これだけにとどまらない。

「6」では、建玉の仕切りではなく、⁸⁰⁾両建てが行われ、その後、業者側の勧誘により（業者の取引条件によっては手数料負担が生じない）建玉整理ではなく、それぞれの建玉が個別に仕切られている。これにより、仕切りによる建玉の決済が選択された場合との対比で、手数料だけを見ても、⁸¹⁾倍の負担が生じている。このように、両建てという投資戦略は、建玉整理ではなく、売り建玉と買い建玉とをそれぞれ別個に仕切った場合には、手数料の二重負担が生じるという意味で、顧客の将来のコスト負担を高める可能性がある。また、両建てに伴い、スワップポイントの逆ざやが生じる場合には、これを両建ての解消時まで負担し続けなければならない。

これらの点など着目し、「6」は、両建て状態を生じさせる建玉に伴う手数料負担そのものだけでなく、将来において「手数料やスプレッドのコストの二重負担が生じる可能性」や、両建て解消までの間「スワップポイントの逆ざやが生じる場合には、これを負担しなければならない」ことの説明等を求めており、当該取引に伴うコストの説明を超えて、説明の対象が、以後「発生する可能性があるコスト」、「累積可能性があるコスト」に及んでいる。この点において、説明義務が、⁸²⁾累積コストとそれが投資収益に与える悪影響に着目する過当取引規制へと接近している。

80) 両建てを行い、売り建玉を、その約定価格以下で仕切り、かつ、買い建玉をその約定価格以上の価格において仕切ることができた場合には、手数料負担を考慮しても（より正確には、（手数料とは別に生じる限り）スプレッドのコスト、スワップポイントの逆ざやの負担も併せて考慮しなければならない）、両建ての双方から利益を得ることができ的可能性はあり、例えば、相場観として、短期では価格はなお下落するが、長期では価格は上昇すると考えており、短期的価格下落からも利益を得たいと考えている場合などについては、両建てがおおよそ経済合理性に欠けるとまではいえない。しかし、例えば、両建て状態において、売り建玉をその約定価格以下で仕切った段階で、買い建玉の損失は、両建てをした時以上に膨らんでおり、以降、価格低下リスクをヘッジしていない状態で、買い建玉を維持している状態となるということを覚悟しなければならない。

81) スプレッドのコストに関しても（これが手数料とは別に徴収される限り）同様である。

82) もっとも、「6」の事案は、FX取引の基本的な仕組み及びリスクを適切に説明していない事案であり、それを顧客に認識させ得るに足る説明がなされていた場合において、「両建てに伴う手数料等の二重負担の可能性」につき説明を欠いていたことをもって、両建てを生じさせた取引に関する説明義務違反が認定されるのかは、定かではない点にノ

もちろん、これらの判例において示されている説明義務が、判例法理として定着したとしても、説明義務によって、過当取引全般を規制できるわけではない。例えば、(極めて)高額な手数料を伴う金融商品取引を一連の取引の中に組み込まず、また、両建てのような将来のコスト負担を高めかねない戦略を一連の取引の中に組み込まなければ、「5」及び「6」において見られる、各取引に伴うリスク及びコストそれ自体の説明を超える説明義務が課されることはないという意味で、過当取引は、「過当取引規制に接近した説明義務」の規制をも潜り抜け得る。

しかし、そのような商品又は戦略が組み込まれた場合、当該取引に関しては、説明義務の規制が及ぶという理解が判例において定着したならば、説明義務の規制を回避しようとする限り、かかる商品又は戦略を一連の取引の中に組み込まなくなるという限りでは、過当取引規制に接近した説明義務は、過当取引に組み込まれる可能性がある一定の商品の勧誘及び一定の戦略の提案を規制していると評価することができる。

第五節 小括

過当取引は、適合性原則による規制や説明義務による規制を潜り抜ける可能性があることが指摘されてきた。

確かに、適合性原則は、各金融商品についての、具体的取引内容を捨象した各金融商品の勧誘開始の適合性を問題とするものであるとするならば、また、それゆえに、手数料負担の状況等を考慮要素に入れることもないならば、過当取引は、適合性原則の規制を潜り抜ける可能性がある。また、金販法上の説明義務は、個々の取引に伴うリスクや手数料等のコストを要説明事項としているが、それらの説明をもって、累積手数料や、それが投資収益に与える悪影響を顧客が認識するとは限らず、それゆえ、過当取引は、説明義務の規制も潜り抜ける可能性がある。

もっとも、過当取引又はそれに類する問題が争点となった近時約十年間の高裁判例を概括するならば、次のような状況が確認できる。まず、適合性原則では、量的適合性原則が定着・発展を遂げつつある。量的適合性原則は、一定期間に、いかなる金融商品(ら)を対象として、具体的にどのような取引が行われてきた

、は注意を要する。

のか、そのような一連の取引が当該顧客に適合するものであったかを問うため、過当取引をもその射程に収める。ただし、その規制の対象が、従来、過当取引を理由として業者の不法行為責任が認められてきた勧誘と同じであるのか、それとも異なるのかは、別途検討を要する。

また、高裁判例からは、説明義務の過当取引規制への接近も確認できた。各取引に伴うリスク及びコストそれ自体の説明を超え、極めて高額な手数料が伴う取引において、それにより利益が現実には生じる可能性が極めて低くなること、現に大半の顧客は損をしていることなど、手数料が投資収益にもたらす影響の説明を求めるものや、両建てという特殊な投資戦略を採用した場合に、将来において手数料等の二重負担が生じる可能性の説明を求めるものがみられる。これらは、手数料が投資収益に与える悪影響や、将来生じる可能性がある手数料の累積に着目しているという意味で、「累積手数料が投資収益に与える悪影響」を問題視する過当取引規制への接近がみられる。かかる説明義務が判例法理として一般化されるならば、かかる説明義務の負担を回避しようとする限り、一定の商品又は一定の戦略を、過当取引を構成する一連の取引の中に組み込めなくなるという限りでは、過当取引規制に接近した説明義務は、過当取引に組み込まれる可能性がある一定の商品の勧誘及び一定の戦略の提案を規制していると評価することができる。

お わ り に — 次なる課題に向けて —

過当取引は、当該顧客の属性に照らして過剰な取引を業者が主導することを規制しようとするものである。過当取引は、それにより業者が手数料等の収入を増加させることができる反面、顧客には、過剰な取引に伴う累積コストが発生し、投資収益を悪化させられるという弊害が生じる。

かかる弊害を顧客に生じさせる過当取引は、その特徴として、適合性原則や説明義務による規制を潜り抜ける場合があるとされてきた。この点に着目し、本稿では、いかなる意味で過当取引は適合性原則や説明義務の規制を潜り抜け得るのかを具体的に明らかにした後、過当取引やそれに類する内容が争点となった近時約十年の高裁判例において、適合性原則や説明義務に、過当取引規制への拡張がみられるかを分析した。その結果を要約するならば、次のようになる。

まず、適合性原則が、各金融商品の当該顧客に対する適合性を、具体的取引内

容を捨象した上で判断するものであるならば、一連の取引に含まれる各金融商品に対する適合性を当該顧客が有する限り、過当取引は、適合性原則による規制を潜り抜ける可能性がある。かかる適合性原則を、本稿では、「各金融商品の勧誘開始の適合性原則」とした。これに対して、近時約十年の高裁判例を観察するならば、適合性原則違反の有無の判断に際して、ある一種の又は複数の金融商品を対象として行われた具体的取引の内容が当該顧客に適合するものであるかを問うものがみられる。本稿では、これを、先行研究に倣い「量的適合性原則」とした。この量的適合性原則の派生により、適合性原則は、過当取引に対しても、その規制の射程を及ぼしたことになる。もっとも、量的適合性原則により業者の不法行為責任が認められる範囲は、従来、過当取引を理由として業者の不法行為責任が認められてきた範囲と重なるのか、それとも異なるのかは、別途検討を要する。これは、別稿における課題としたい。

また、説明義務は、各取引に伴うリスク及びコストそれ自体を要説明事項とするものである。これらが説明されたとしても、累積手数料が投資収益を悪化させていることを顧客が認識するとは限らず、それゆえ、過当取引は、説明義務の規制を潜り抜ける可能性がある。しかし、近時約十年の高裁判例を観察するならば、極めて高額な手数料を要する取引において、極めて高額な手数料により取引から現実に利益が発生する可能性が極めて低くなること、現に大半の顧客は損をしていることの説明を求めるものや、特殊な戦略を採用した場合、将来において二重負担を要するコストを発生させる可能性があることにつき説明を求めるものがみられる。これらは、手数料が投資収益に与える影響や、将来において累積する可能性があるコストに着目しているという意味で、「累積手数料が投資収益を悪化させる」ことを問題視する過当取引規制に説明義務が接近しているといえる。かかる過当取引規制に接近した説明義務が判例法理として定着するならば、過当取引において、説明義務の規制を回避するためには、高額な手数料を伴う取引の勧誘、コストの二重負担を発生させる可能性がある投資戦略の提案を組み込めないという意味では、過当取引規制に接近した説明義務が、過当取引に組み込まれる可能性がある一定の商品の勧誘及び一定の戦略の提案を規制していると評価することができる。

もっとも、過当取引は適合性原則や説明義務の規制を潜り抜ける可能性があるという従来の指摘は、本稿において検討した適合性原則や説明義務の進化を前提

としてもなお、深刻な課題を提起し続けていると考えられる。なぜなら、一連の取引において対象とされた金融商品が、各金融商品の勧誘開始の適合性原則に抵触せず、かつ、一連の取引に含まれる個々の取引に伴うリスクやコストに関する説明義務にも違反することなく、過当取引が行われた場合、一連の取引の過程において、当該顧客の意向と実情に反するリスクや、当該顧客にとって認識し得ないリスクが現実化することはないため、顧客は、自らがそのリスクを覚悟して行った個々の取引による投資損益が累積した結果、現在の累積投資損益が生じているものと認識しかねないためである。このように、各金融商品の勧誘開始の適合性原則や、説明義務の規制を潜り抜ける過当取引の勧誘は、「過剰な取引により生じた累積コストが投資収益を悪化させる」という意味での違法勧誘であることについての顧客の認知をも妨げる点にその特色があるといえる。その結果、取引の過程において、あるいは取引の終了後においても、顧客は、自らが受けた一連の勧誘の不当性・違法性を認識し得ず、取引を途中で思いとどまる契機をつかみにくく、また、訴訟によって被害を回復するという選択をとりにくい。このことは、業者側に、各金融商品の勧誘開始の適合性原則に抵触せず、また、説明義務に反することもなく、過当取引を行おうとする動機を与え、そのような勧誘態様に対する抑止が機能しにくい。本稿の検討結果からは、適合性原則や説明義務が、「手数料等の収入の獲得を意図した業者主導により過当な取引の勧誘が行われ、一連の取引がなされることにより、過剰な取引コストが累積し、顧客の投資収益に悪影響を与える」という事態に対応する進化を遂げていることが確認できたが、これらの進化によっても、過当取引勧誘の不当性・違法性に関する顧客の認知を妨げる可能性があるという深刻な問題に必ずしも対応できない⁸⁴⁾。

83) 一連の過当取引勧誘の中に、各金融商品の勧誘開始適合性原則違反となるような金融商品が含まれていたり、あるいは、断定的判断の提供を伴う勧誘や説明義務違反が問われるような勧誘がなされていたりする場合には、一連の取引の中で、顧客の意向と実情に反するリスクや、顧客が認識していなかったリスクが現実化した場合に、そこから、顧客が、自らが受けてきた勧誘の不当性・違法性を認知でき、それにより訴訟による被害救済を試みる可能性が高まる。

84) 一連の取引において、極めて高額な委託手数料を伴う金融商品の取引を勧誘したり、将来のコスト負担を伴う可能性がある投資戦略を提案した場合には、「各取引に伴うリスクやコスト」の説明に加え、「コストが投資収益に与える悪影響の具体的な説明」や、「累積可能性があるコスト」の説明が求められる可能性があり、かかる説明により、顧客

本稿において確認した下級審判例における適合性原則や説明義務の進化を前提としてもなお、かかる問題に対応し得る、新たな法理の構築が、過当取引勧誘規制論における今日的課題の一つとして存することを確認し、本稿における序章的考察を終え、別稿において、この課題に取り組みたい。

※ 本稿は JSPS 科研費 17K13659 の助成を受けたものである。

ㄨ 客の認知が「累積手数料とそれが投資収益に与える悪影響」に及ぶことはあり得る。しかし、このような勧誘や提案を一連の取引に組み込むことを控えれば、かかる追加的説明義務の負担を回避することができ、それにより、過当取引勧誘の不当性・違法性が違法であることに関する顧客の認知を妨げることが可能となる。