

〔論 説〕

狭義の適合性原則の射程に関する序章的考察 —— 最高裁判決と金販法立法時の議論状況を手掛かりに ——

永 田 泰 士

はじめに

第一章 最高裁判例に見る狭義の適合性原則の射程

第一節 はじめに

第二節 平成 17 年判決

第三節 平成 17 年判決が残す示唆

第四節 小括

第二章 金販法立法時の議論状況

第一節 はじめに

第二節 立法時の議論状況 —— 提示された二つの問題点 ——

第三節 検討 —— 問題点の回避可能性 ——

第四節 小括

おわりに —— 次なる検討に向けて ——

は じ め に

本稿は、私法効を伴う狭義の適合性原則の射程が、勧誘行為だけでなく、勧誘を伴わない投資者の主体的投資判断を前提とする販売行為にも及ぶ余地が認められるかを考察することを目的とする。本稿では、かかる考察を、後述の狭義の適合性原則に関する最高裁判例及び金融商品の販売等に関する法律（以下では「金販法」とする）立法時の議論状況を参照しつつ行う。それは、以下の問題意識に基づく。

狭義の適合性原則とは、「一定の利用者に対してはいかに説明を尽くしたとし

ても一定の金融商品の販売・勧誘を行ってはならない」というルールとされる¹⁾。同原則をめぐっては、周知の通り、最判平成 17 年 7 月 14 日民集 59 卷 6 号 1323 頁²⁾（以下では「平成 17 年判決」とする）が、適合性原則から著しく逸脱した証券取引の「勧誘行為」が不法行為法上も違法となることを最高裁として初めて明らかとした。この平成 17 年判決によって示された法理の射程を問う必要性は、従来の投資市場においては乏しかったといえよう。なぜなら、従来の投資市場における主要な投資仲介者は、平成 17 年判決の事案における投資仲介者もそうであるように、勧誘員を配置し、個々の投資者のソフト情報に着目して対面や電話などで勧誘行為を行う対面証券会社であり³⁾、投資者の取引（投資仲介者の販売行為）には投資仲介者の勧誘行為が介在することが通常であったためである⁴⁾。そして、投資取引をめぐって従来構築されてきた判例法理においても、また、学説における議論においても、暗黙裡にかかる投資仲介者像が念頭に置かれてきたものと思われる。しかし、今日の投資市場には、日本版金融ビッグバンによる規制緩和と技

-
- 1) 金販法立法時に示された定義である。参照、金融審議会第一部会・後掲注(42)「中間整理」14頁以下。
 - 2) 同判決の評釈で接することができたものとして、以下のものがある。丸山絵美子・法セ 611 号(2005) 118 頁、清水俊彦・NBL817 号(2005) 11 頁、大武泰南・金法 1233 号(2006) 60 頁、森田章・民商 133 卷 6 号(2006) 90 頁、宮坂昌利・ジュリ 1311 号(2006) 186 頁、谷本誠司・銀法 657 号(2006) 50 頁、近江幸治・判評 570 号(2006) 188 頁、角田美穂子・法教別冊付録判例セレクト 2005(2006) 16 頁、加藤雅之・神戸学院法学 36 卷 1 号(2006) 79 頁、潮見佳男・金法 1780 号(2006) 71 頁、同・私法判例リマークス 33 号(2006) (以下、「適合性原則違反」として引用) 66 頁、山田廣己・私法判例リマークス 33 号(2006) 102 頁、黒沼悦郎・ジュリ臨増 1313 号(2006) 119 頁、王冷然「判批」法学(東北大学) 70 卷 4 号(2006) 147 頁、坂田桂三＝鬼頭俊泰・税務事例 38 卷 3 号(2006) 58 頁、滝澤孝臣・判タ臨増 1215 号(2006) 76 頁、堀部亮一・判タ 1232 号(2007) 34 頁、川島いずみ・商法(総則・商行為)判例百選〔第 5 版〕(2008) 180 頁、宮坂昌利・法曹 60 卷 1 号(2008) 212 頁、松井智予・金融商品取引判例百選(2013) 40 頁。
 - 3) 当時の証券会社の営業手法を論じるものとして、参照、伊藤元重『デジタルな経済』(日本経済新聞社・2001) 159 頁以下。
 - 4) 実際、膨大な数の判例を生んだワラント訴訟において、高裁判決をすべて見渡しても、勧誘行為が例外なく介在している。参照、拙稿・後掲注 12)「責任配分法理(2)」597 頁以下。
 - 5) 同改革の概要として、参照、深見泰考「日本の証券市場の歴史」日本証券経済研究所編『図説 日本の証券市場 2016 年度版』(日本証券経済研究所・2016) 28 頁。

術革新とが相まって、投資者が主体的に投資判断を行うことを前提として、サービスの規格化・標準化をなし、勧誘行為を行わずに販売行為のみに徹することで、安価で迅速な仲介業務を提供するネット証券会社という新たな投資仲介者が出現⁶⁾し、市場においてかなりのシェアを有するに至っている⁷⁾。そのため、今日の投資市場においては、そのビジネスモデルを根本的に異にするアクター、すなわち、顧客属性に着目し、顧客との信頼関係を前提とした勧誘行為を行う投資仲介者と、サービスの規格化・標準化をなし、不特定多数の顧客を対象として販売行為のみを行う投資仲介者とが混在している状況にある。かかる市場の変化によって、狭義の適合性原則の射程は勧誘行為を伴わない販売行為にも及ぶのか、及ぶとして、当該義務水準は勧誘行為の場面と同質であるのかが大きな問題となる⁸⁾。それは以下の理由に基づく。

私法効を伴う狭義の適合性原則の射程が勧誘行為のみに及び、販売行為には及ばないとするならば、販売行為の場面では、金販法との関係に限ると、金販法 3 条 1 項所定の事項が同条 2 項に従い当該投資者の属性に応じて説明されれば、当該取引に内在するリスクは投資仲介者から投資者に移転する。逆に私法効を伴う狭義の適合性原則の射程が販売行為にも及ぶとするならば、金販法との関係に限

-
- 6) かかるビジネスモデルの先駆者というべき松井証券は、自社が行う勧誘の定義を、「WEB サイト、電子メール、ダイレクトメール、新聞・雑誌等の媒体に金融商品の案内等を掲載すること、およびセミナー等で金融商品の案内を直接行うこと」と定義している。参照、松井証券 HP 《<http://www.matsui.co.jp/utility/rule/canvass.html>》これは、「対面営業で行われている個別銘柄の売買の推奨を目的とした勧誘とは異なり、金融商品の購入を奨めるものではなく、それを目的に電話や個別訪問などの営業行為は一切行わない」ことを明確にするための定義であるとされている。参照、インプレス社 HP 《<http://www.watch.impress.co.jp/finance/news/2000/12/27/doc1557.htm>》。
- 7) 個人投資家による現物株式に限定するならば、9 割を超える取引がネット証券会社を経由して行われているという。参照、日本経済新聞 2014 年 6 月 29 日付「株売買ネットで身近に」。
- 8) 裁判実務においても、ネット証券会社を経由した主体的株式信用取引における適合性原則違反の成否につき、結論を分けた地裁判決と高裁判決が提示されるに至っている。参照、和歌山地判平成 23 年 2 月 9 日金法 1937 号 133 頁、大阪高判平成 23 年 9 月 8 日金法 1937 号 124 頁。なお、同事案は、最決平成 24 年 5 月 8 日（裁判例集未掲載）において上告不受理の決定がなされている。この最高裁の決定を踏まえた高裁判決の検討は、別稿で行うことを予定しており、本稿では、平成 17 年判決との関係につき必要最小限で参照する。

るにせよ金販法3条1項所定の事項が同条2項に従い当該投資者の属性に応じて説明されたとしても、リスクは投資仲介者から投資者に移転するとは限らない。金融商品に関する所定の事項の説明という、それ自体は取引適合性に関する評価を伴わない行為⁹⁾に加え、ある商品の当該投資者に対する適合性を評価し、評価結果に基づき一定の行為をなすことが投資仲介者に対して私法上要求されることになるためである。そして、狭義の適合性原則の射程が販売行為に及ぶ場合にはさらに、いかなる水準の評価が求められるか（以下ではこれを「義務水準」とする）、そして、要求される水準の評価ができない場合、あるいは要求される水準の評価を行った結果、否定的評価に至った場合、いかなる行為が求められるかが問題となる（以下ではこれを「義務対応行為」とする）。このように、狭義の適合性原則の射程如何によっては、販売行為における投資仲介者の私法上の義務内容に看過し得ない差が生じる。そのため、狭義の適合性原則の射程（と、射程が及ぶ際の義務水準及び義務対応行為）が不明確であるということは、投資仲介者（とりわけネット証券会社）の私法上の義務内容が著しく不明確であるという法律状態を意味する。かかる義務内容の不明確さは、投資仲介者の利益だけでなく、投資者の利益をも害する¹⁰⁾ため、放置し得ない問題と言える。学説上も、この問題への関心が高まっており、様々な立場が提示されるに至っている¹¹⁾。

9) 現在の金販法3条2項は、同条1項所定の事項につき、顧客属性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での説明を要求しているため、厳密には、ある説明が当該顧客に適したものであるかの評価が必要であるといえる。しかし、ある商品が当該顧客属性に照らして適合的か否かを評価する要素については今日の金販法上の説明義務には含まれていない。

10) 経済学の立場からかねてより指摘されてきた点である。参照、柳川範之「消費者契約法（仮称）は、市場活動の活性化、市場の効率化を阻害するか」ESP331号（1999）27頁以下、同「法律問題のミクロ経済分析」経済セミナー542号（2000）29頁以下。同時期に、民法学の立場からこの点を先駆的に指摘するものとして、参照、山田誠一「金融取引における説明義務」ジュリ1154号（1999）27頁。また、近時、民法学の立場からこの点を強調するものとして、参照、牧佐智代「市場秩序と消費者保護——断定的判断の提供法理をめぐる思想のねじれ——（4）」NBL926号（2010）122頁以下。

11) 例えば、山本豊「現代契約法講義第五回 契約準備・交渉過程に関わる法理（その2）——適合性原則、助言義務」法教336号（2008）101頁以下、伊藤靖史「適合性原則と勧誘」同志社法学61巻2号（2009）287頁、木下正俊「金融商品の販売・勧誘ルールとしての説明義務と適合性原則について」広島法科大学院論集5号（2009）29頁以下、王冷然「適合性原則と私法秩序」（信山社・2010）（以下『私法秩序』として引用）370頁

もっとも、かかる投資仲介者の義務内容を検討するにあたっては、今日の投資市場が従来型の事前調整型投資市場から競争型投資市場へと構造変革を遂げたこと、そして今日の競争型投資市場においては、前述の通り（財や）サービスが多様性を帯びていることが念頭に置かれなければならない。そして、従来の投資勧誘規制論が依拠すると思われる投資者の自己決定権をはじめとする投資者の権利擁護を目的として、投資仲介者の配慮義務の内容を決する場合には、かかる義務設定がいかなる意味で、今日の競争型投資市場においてもなお投資者の権利擁護に資しているのが明確にされなければならない。

筆者は前稿¹²⁾において、かような問題意識のもと、説明義務論を素材として、従来の事前調整型投資市場から変容を遂げた今日の競争型投資市場における法の主要な役割は、投資仲介者の義務水準を一律に高度化することを志向することにあるのではなく、サービスや財の多様性の維持・増進への配慮と、マッチング支援にあるとした。そして、金販法上の説明義務を過度に高度化することは、市場の効率性を害するなど重大な副作用をもたらすこと、また、個々の投資者にとっても、投資者の選好が多様である限り、投資者の利益擁護に資さないことを論じた。そして、高度な説明義務は、法によって創出するまでもなく、競争市場において、契約上の義務として創出されることを論じた。そして、これらを踏まえ、「後見的説明義務論から市場志向型説明義務論へ」と思考の転換が求められているとした。かかる前稿の問題意識は、必然的に狭義の適合性原則の射程論や義務水準論

、頁以下、川地宏行「投資取引における適合性原則と損害賠償責任（2・完）」法律論叢 84 巻 1 号（2011）48 頁以下、倉重八千代「インターネット取引に対する適合性原則・説明義務と私法上の責任 —— 大阪高判平成 23 年 9 月 8 日金法 1937 号 124 頁を契機に ——」明治学院大学法学研究 96 号（2014）17 頁、荻野昭一「適合性原則の意義 —— 公法と私法の比較において ——」北海道大学経済学研究 64 巻 1 号（2014）12 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）15 頁以下などが挙げられる。また、前述の市場構造の変化が生じる前からの先駆的研究として、参照、上村達男「証券会社の法的地位」商事 1314 号（1993）16 頁、川浜昇「ワラント勧誘における証券会社の説明義務」民商 113 巻 4=5 号（1996）657 頁、潮見佳男「投資取引と民法理論（4・完） —— 証券投資を中心として ——」民商 118 巻 3 号（1998）（以下、「投資取引」として引用）369 頁以下。

12) 拙稿「投資市場における責任配分法理（1）～（4・完） —— 投資者自己責任と投資仲介者配慮義務との相克 ——」姫路法学 52 号（2012）226 頁、同 54 号（2013）640 頁、同 55 号（2014）57 頁、同 57 号（2015）1 頁。

等へと連なる。なぜならば、前述の通り、狭義の適合性原則の射程、そして義務内容を明らかとしない限り、「市場志向型」に立脚した際の投資仲介者の配慮義務の全容が明らかなものとはならないためである。したがって、市場志向型説明義務論を踏まえた、市場志向型適合性原則論を示し、その二つを接合することが、市場志向型説明義務論に続く必要不可欠の課題として浮き上がるのである。

かかる問題意識・問題状況を踏まえ、本稿では、市場志向型適合性原則を構築する上での序章的考察として、平成17年判決と金販法立法時の議論状況のいずれかから、狭義の適合性原則の射程を販売行為に及ぼすべきではないとの結論が得られるのか、それとも、両者を踏まえても、販売行為に射程を及ぼすべきではないとは必ずしも言えず、それゆえ、狭義の適合性原則の射程を販売行為にも及ぼす余地はなお残されているのかを検討する。最上級審の示す法状態及び立法の背景を踏まえることが、かかる狭義の適合性原則をめぐる今日的課題に取り組むための出発点となるためである。なお、本稿では「狭義の適合性原則」を、現在の金販法上の説明義務、すなわち、「広義の適合性原則」が反映された金販法3条所定の説明義務¹³⁾の履行に還元できない、何らかの適合性評価を伴う行為を投資仲介者に要求する原則の意味でこれを¹⁴⁾用いる。

13) 立法担当者による説明である。松尾直彦編『一问一答 金融商品取引法〔改訂版〕』（商事法務・2008）480頁以下。現行の金販法3条に関する同様の理解として、参照、黒沼・前掲注（2）121頁。なお、金販法立法時、広義の適合性原則とは、「利用者の知識・経験・財産力、投資目的等に照らして適合した商品・サービスの販売・勧誘を行わなければならない」というルールであると定義されていた。参照、金融審議会第一部会・後掲注（42）「中間整理」15頁。

14) このことが意味するところは、次の通りである。仮に狭義の適合性原則が、不適合者との「取引拒絶」を投資仲介者に命じる点に固有の意義を有する法理であり、その他の行為を要求する法理ではないと定義されるべきであるならば、本稿の関心事はかかる定義づけがなされた狭義の適合性原則よりも広い。すなわち、本稿の関心事は「取引拒絶」に限らず、何らかの適合性審査を投資仲介者に命じ、その審査結果如何によって、金販法3条所定の義務の履行に還元できない行為義務が投資仲介者に課される余地があるのか、である。このため、かかる「取引拒絶」に必ずしも限定されない行為義務を課す法理を一括りに「狭義の適合性原則」としてよいかは問題となる。かような狭義の適合性原則の適用場面に関する理解の相違につき、参照、山本・前掲注11）102頁以下。仮に一括りに把握すべきでないならば、本稿の検討対象は、広義の適合性原則が反映された説明義務に還元できない、狭義の適合性原則及びその他の適合性評価に基づく作為を要求する法理、と記述するか、あるいは取引拒絶を命じる法理を「最狭義の適合性原

第一章 最高裁判例に見る狭義の適合性原則の射程

第一節 はじめに

前述の通り、平成 17 年判決は、「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るときは、当該行為は不法行為法上も違法となる」と述べ、適合性原則に反する勧誘が不法行為法上も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。これは、（説明義務には還元することのできない¹⁵⁾）狭義の適合性原則を問題とした判決であると理解されており、本稿も、同様の理解（正確には、勧誘販売回避を義務対応行為とする狭義の適合性原則を問題としたという理解）に基づく¹⁷⁾。

本章では、この平成 17 年判決が、適合性原則の射程は勧誘行為のみに及ぶことを示唆する手がかりを残しているのか、逆に、勧誘行為のみに射程は限定されないことを示唆する手がかりを残しているのかを分析することを目的とする。

、則」として、本稿の指す狭義の適合性原則と区別して記述すべきであるが、これでは煩雑となるため、本稿では、狭義の適合性原則を上述の定義において用いる。

15) 黒沼・前掲注 2) 120 頁、荻野・前掲注 11) 7 頁、川地・前掲注 11) 9 頁、加藤・前掲注 2) 87 頁以下、堀部・前掲注 2) 41 頁。

16) 宮坂・前掲注 2) 229 頁、松尾・前掲注 13) 480 頁、角田・前掲注 2) 16 頁、前越俊之「金融商品販売業者等の情報提供義務について —— わが国裁判例の検討から ——」東北学院大学法学 76 号 (2015) 462 頁。

17) 平成 17 年判決では、具体的商品特性との相関関係において顧客属性を総合的に考慮するという適合性の判断枠組みが提示されているが、その中で説明義務の履行状況は一切考慮要素とされていない。そのため、平成 17 年判決では、適合性原則を、説明義務の履行状況に左右されない別個独立の法理として位置づけられていると解されるためである。同様の指摘をなすものとして、堀部・前掲注 2) 41 頁、瀬々敦子「銀行のリスク商品販売における説明義務と適合性原則の関係についての考察」京都府立大学学術報告公共政策 2 号 (2010) 54 頁。これに対して、倉重・前掲注 11) 53 頁では、平成 17 年判決につき「適合性原則の本質を『狭義の適合性原則』とする立場を採ったように捉えられるものの、業者が取引の危険性等について、十分に説明することにより、一般投資家の不適合性が補完され、その者が取引市場から排除されなくなる可能性を残している」との指摘がなされている。しかし平成 17 年判決のどの部分にその可能性が見いだされているのかは定かではない。

第二節 平成 17 年判決

I 平成 17 年判決の意義

平成 17 年判決は、「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るときは、当該行為は不法行為法上も違法となる」と説示する。

この説示は、不法行為法上も違法となる「適合性の原則から著しく逸脱した証券取引の勧誘（傍点筆者）」の例として、「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」¹⁸⁾することを挙げていると把握することができる。そのため、この平成 17 年判決の説示部分は、適合性の原則から著しく逸脱した金融商品取引の勧誘行為が不法行為法上も違法と評価されることを明らかにしているが、それを越えて、狭義の適合性原則の射程が勧誘行為のみに限定されるのか、それとも、狭義の適合性原則の射程は必ずしも勧誘行為に限定されず、販売行為にも及ぶ余地があるのかについては、何ら言及をなしていない。¹⁹⁾

II 投資仲介者の行為態様と平成 17 年判決との関係

もともと、平成 17 年判決につき、「適合性原則から著しく逸脱した証券取引の勧誘」の例示として「積極的（に）勧誘」という証券会社の勧誘態度に言及する

18) これに対して、山本・前掲注 11) 100 頁以下では、平成 17 年判決は、「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』場合を、適合性原則からの著しい逸脱の例示として挙げているが、これはあくまでも典型例を示したにとどまり、能動的顧客への適合性原則の適用を否定した趣旨ではないと解される」と指摘がなされているが、平成 17 年判決が示したのは、適合性原則からの著しい逸脱となる「勧誘」の典型例であると思われる。

19) この点につき、平成 17 年判決は、「勧誘行為がない場合にまでその射程が及ぶものではない」とした上で、後述する金融商品取引法の立法担当者の立場を引用しつつ、勧誘行為が不在である際には適合性原則違反の有無を論じる余地はないとの理解も示されている。参照、田澤元章「勧誘によらぬ取引と適合性原則・非対面による説明義務の履行——インターネット株式信用取引口座の開設」ジュリ 1454 号 (2013) 97 頁。確かに、勧誘の違法性を問題とした平成 17 年判決の射程が、「勧誘行為がない場合」にまで及ぶものではない。ただし、平成 17 年判決をもって、勧誘行為がない場合には適合性原則の射程は及ばないという立場を最高裁が示したとまでは解せないのではなかろうか（もちろん、及ぶという明示もなされていない）。

ものの、投資者の適合性の有無を判断する際には証券会社の勧誘態度を問題に²⁰⁾していないこと、そして、平成 17 年判決の事案は、証券会社側の勧誘が積極的なものではなかったこと²¹⁾、そのため、同判決をめぐり「勧誘者側の勧誘態度が重要な要因であるか否かが問題」となることが指摘されている²²⁾。かかる指摘の通り、仮に平成 17 年判決が不法行為法上の違法性の有無を認定する上で投資仲介者の勧誘態度を一切問題としていないならば、投資仲介者の行為態様は不法行為法上の違法性を判断する上で必ずしも重要な考慮要素ではないという示唆が導かれる。そして、そこから、狭義の適合性原則の射程が勧誘行為を伴わない販売行為にも及びうることに示唆が連なる余地がある。従ってこの点を確認しよう。

確かに、平成 17 年判決で適合性の有無が問題となった二度のオプション売り取引は、投資仲介者が積極的に勧誘をなした結果行われたものではない。すなわち、最初のオプション売り取引は、投資者が証券会社の担当者に株価指数オプション取引に関して尋ね、それに証券会社の担当者が一定の資金の範囲内で行ってはどうかと勧めたことを受けて開始されたものであり、二回目のオプション売り取引は、投資者と証券会社の担当者が運用方針について話し合い、その結果開始されたものである。また、それだけではなく、大規模な損失の原因となった大量のオプション売りは、投資者側の決算対策の意図をもってなされており、投資仲介者側の「積極的な勧誘」によってなされたものではない。

しかし、この点を平成 17 年判決は問題としていないわけではなく、むしろ投資者の投資意向の文脈において考慮要素としているように思われる。というのは、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」投資者の側の「事情により行われたものであること等が明らかである」と認定しており、この点も総合考慮の要因

20) 王・前掲注 2) 157 頁以下。

21) 森田・前掲注 2) 975 頁は、「本件オプション取引は、証券会社の販売圧力によるものというよりも、会社の証券投資事業において生じた多額の損失額についての急場をしのぐための会社の決算対策としてなされたようであり、少なくとも証券会社の勧誘に取引の契機があったとはいえない」とする。また、王・前掲注 2) 157 頁も、「証券業者側からの積極的な勧誘によって行われたものとは言い難い」と指摘する。

22) 王・前掲注 2) 158 頁。

の一つとしているためである。²³⁾この認定は、裏を返せば、投資仲介者側の勧誘主導によって取引が行われたわけではないことを、不法行為法上の違法性の有無を判断するにあたっての総合考慮の要素としたことを意味する。ただし、平成17年判決は、このことのみをもって不法行為法上の違法性を否定しているわけでもない。²⁴⁾それゆえ、投資仲介者の行為態様は、総合考慮の一要因とされていると解しうるが、それが総合考慮の中でどの程度大きな意味を持つといえるのかは定かではない。²⁵⁾従って、勧誘行為がないという事情は、適合性原則違反の有無を決する一要素として機能すると推測することはできても、それが決定的要因となり、適合性原則違反を否定することを17年判決が明らかにしたとまではいえない。

23) 川地・前掲注11) 11頁においても、投資者が「オプション売り取引に積極的であった点…を最高裁は適合性原則違反を否定する理由の一つに挙げている」との指摘がなされている。また、清水・前掲注2) 12頁でも、「オプション売り取引の目的も明確であって」証券会社の「担当者が積極的に勧誘したとまでは言い難い状況であったことが示唆されている」と指摘がなされている。

24) 山本教授によって指摘がなされている点である。参照、山本・前掲注11) 102頁(脚注5))。

25) この点に関連し、証券会社側の行為態様が、適合性原則に違反する行為を私法上も不法と評価するために必要な「著しい逸脱」の質的な評価視点とみているのかどうかについては、例として挙げられた「積極的に勧誘する」という表現の含意するところが多義的である上に、その適示された態様が一例として挙げられた典型的事例限りのものであると見えないわけでもないことからすれば不明である、とする見解として、参照、潮見佳男「適合性原則違反の投資勧誘と損害賠償」新藤幸司＝内田貴編『継続的契約と商事法務』（商事法務・2006）(以下、「適合性原則」として引用) 177頁以下、同・前掲注2)「適合性原則違反」68頁。同様の見解として、参照、山本・前掲注11) 101頁以下。他方、堀部・前掲注2) 40頁では、さらに踏み込んで、平成17年判決は、適合性原則から著しく逸脱する場合として「①顧客の意向と実情に反すること、②当該取引が明らかに過大な危険を伴うこと、③勧誘が積極的に行われること」という3つの要素を挙げているとし、その上で、「仮に、これらの要素の一部が満たされない場合であっても、本判決がこれらの要素を顕著性を示す例示として掲げているにすぎず…適合性の判断自体が諸要素を総合的に考慮する必要があるとしていることからすれば、なお適合性原則からの著しい逸脱が認められる場合がある」とする。

第三節 平成 17 年判決が残す示唆

I 市場から排除される「べき」との法的評価

以上要するに、平成 17 年判決は、適合性原則から著しく逸脱した勧誘行為が不法行為法上も違法となることを明らかにし、そのうえで、投資仲介者の行為態様を一考慮要素としていると解しうるが、そうであるとしても、投資仲介者の行為態様がどの程度重要な考慮要素となるかについては明確にはしていない。従って、このことから、最高裁が、狭義の適合性原則の射程が販売行為には及ばないとの立場をとると判断することはできない。

もっとも、平成 17 年判決には、狭義の適合性原則の射程が勧誘行為以外にも及ぶ場合があることを示唆する判示部分がある。それは、問題となった投資者につき、「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（傍点筆者）」として、適合性原則違反を否定している箇所である。

平成 17 年判決のかかる言及を踏まえるならば、「取引市場から排除されるべき」との法的評価を受ける投資者を勧誘し取引市場に参加させる（換言するならば「引き込む」²⁶⁾）行為が不法行為法上も違法となるとの理解を平成 17 年判決は示したことになる。そして、ここで示された「取引市場から排除されるべき」との法的評価を踏まえるならば、狭義の適合性原則の射程が勧誘行為にのみ及び、販売行為には及ぶ余地がないとは言えず、むしろ販売行為にも狭義の適合性原則の射程が及びうると解する方が自然であるといえる。なぜなら、販売行為は、「取引市場から排除される『べき』」という法的評価を受ける者の「市場参加を認める」という意味で、この法的評価に反するという点では、勧誘に基づく販売行為と異なることはないためである。それゆえ、平成 17 年判決が述べる「市場から

26) 前述の大阪高裁平成 23 年判決も、「適合性原則は…自己責任原則の妥当する自由競争市場での取引耐性のない者を、勧誘によって市場に参加させることのないように、業者に対し、そのような行為を禁ずるものである」と理解を示している。

27) 「適合性原則の基礎とする思想が当該投資取引について耐性を欠く者との間で行われた取引を禁止する（もしくは、それに対する法的保護を与えない）」という点にあるのだとするならば、証券会社側の行為態様は、この観点からする無価値的判断にとって決定的要因であるとは言えないように思う」とする潮見教授の指摘は示唆に富む。参照、潮見・前掲注 25)「適合性原則」178 頁。同様の指摘をなすものとして、参照、伊藤・前掲注 11) 300 頁、木下・前掲注 11) 29 頁以下。

排除されるべき」との法的評価に反し「参加を認めた」ことをもって不法行為法上の違法性を基礎づける可能性が見いだせるのである。^{28, 29)}

もっとも、「取引市場から排除される『べき』」投資者からの自発的参入の申し出を単純に認めたことのみをもって直ちに不法行為法上の違法性を基礎づけるとまでは解し得ないように思われる。なぜなら、単に投資者の自発的参加希望を受けて「参加させる」行為の違法性は、少なくとも、平成17年判決が問題とする「取引市場から排除される『べき』」者を（積極的に）勧誘し、「引き込む」行為の違法性と同視し得ないためである。従って、「取引市場から排除される『べき』」者の自発的参加の申し出を認めたに過ぎない場合でもなお違法と評価され得るのはいかなる場合か、何が当該違法性を基礎づけるのかが明らかにされなければならない。

この点、例えば、純粋な経済的利益のみならず、生存的利益が問題となるなど、当該不適合者が市場参加することによって犠牲とする法的利益の性質如何によっては「参加を（単純に）認めたこと」が違法と評価される場合があると考えられ³⁰⁾る。また、「取引市場から排除されるべき者」であることがさほどコストを伴わ

28) この点、前述の大阪高裁平成23年判決は、「顧客に対する勧誘の有無は、適合性原則違反による不法行為の成否の判断に当たっては極めて重要な要素というべき」と述べる一方で、当該事案で問題となった信用取引を「開始したこと自体が…適合性原則から著しく逸脱しているなどとは到底いえない（傍点筆者）」と認定している。このように同判決は、取引開始行為にかかる適合性原則違反の有無を判断しているため、狭義の適合性原則の射程が取引開始行為にも及ぶとする理解に立つ可能性がある。というのは、同判決が仮に狭義の適合性原則の射程が勧誘行為以外に及ばないと解しているのであれば、田澤・前掲注19) 97頁において指摘がなされている通り、端的に勧誘行為が不在であるため適合性違反の有無を論じる余地はないとされるはずだからである。これに対して、倉重・前掲注11) 31頁は、大阪高裁平成23年判決につき「勧誘がないことから、全面的に狭義の適合性原則の適用を否定した点に特徴がある」と指摘する。この点を含む同判決の検討は、別稿において行いたい。

29) 勧誘行為がない販売行為の場合でも不法行為の要件を満たせば、投資仲介者は投資者に不法行為を負うという理解はすでに指摘されている。参照、重倉・前掲注11) 81頁、伊藤・前掲注11) 301頁以下。

30) 例えば、1億円程度の余剰資産がある投資取引未経験者が、そのうちの1000万円を証拠金として株式信用取引を開始した場合、ここで狭義の適合性原則のレベルで問題となる投資者の利益は純粋な財産的利益であるといえるが、投資未経験の老人が、老後の生活のための唯一のたぐわえである1000万円を全額先物取引に投下したという場合に、

ず簡易な審査によって容易に識別し得たのに、それにも関わらず簡易な審査を怠り、「参加を（単純に）認めた」という事情や、「取引市場から排除されるべき者」であることを認識していたにも関わらず、「参加を（単純に）認めた」という事情があれば、識別が困難あるいは高コストが伴う場合に比べるならば違法であると評価されやすいと考えられる。あるいは、高レバレッジが可能となるような信用供与を投資仲介者自身が行っている場合や、追証・強制的ロスカットのシステムを適切に構築していない場合、というように、投資者が被るリスクが甚大になるような取引環境を投資仲介者自らが積極的に作出し提供している場合には、自らが構築し提供している著しく危険な取引市場から「排除されるべき者」の「参加を（単純に）認めた」ことをもって違法と評価される余地があるようにも思われる。

このように排除される「べき」という法的評価が問題としている被侵害利益の重大性や投資仲介者の不作為の悪質性、あるいは回避措置を講じるために生じるコストといった観点から、「参加を（単純に）認めたこと」が不法行為法上の違法性（あるいは過失）を基礎づける余地があり得ることについての示唆を「取引

は、投資者の利益は純粋な財産的利益のみならず、生活基盤の破壊を招くリスクを負うという意味で生存的利益もが問題となる。後者の局面においては、前者よりも問題となる利益の重要度が高いと評価されるであろう。かかる財産権と生存権の区別につき、参照、潮見・前掲注 11)「投資取引」366 頁以下。

31) 例えば、可処分所得は高くなく、金融資産は預貯金 50 万円のみで投資未経験であるがリスク愛好的選好を有する者の信用取引の適合性は否定されると思われるし、かつ、かかる申告がなされる限り（そしてそれを前提に審査をなしてよい限り）、識別は極めて容易である。これに対して、同じく可処分所得は高くないものの、金融資産として評価額 1400 万円相当の現物株式を保有し、預貯金 400 万円を有する、数年の現物株式取引経験を有するリスク回避的ではない者が、預貯金 200 万円を証拠金として A という銘柄の株式の信用取引を希望している場合、仮に保有株式が全て A 社のものであったなら、リスクが極端に偏ったポートフォリオ構成となるため、少なくとも適切とはいえない。しかし、これが適切でないことは、保有株式の構成までもを調査しなければ分からない。前者の見落としは、後者の見落としとの対比では、違法性を帯びるとの評価を受けやすいといえるのではなからうか。

32) 証拠金を金銭ではなく、現物株式といった評価額に変動が生じる金融商品で差し入れることを当該投資仲介者自身が認めている場合には、評価の低下に備え、ある程度現時点での評価額から割引いた担保価値として評価しているか否かも問題となるように思われる。

市場から排除されるべき者」という平成 17 年判決の法的評価は残しているように思われる。

II なぜ「市場から排除されるべき」者は排除されなければならないのか

なお、平成 17 年判決の「市場から排除されるべき者」という法的評価は、上述の通り狭義の適合性原則の射程が販売行為にも及ぶ場合があることを示唆するだけでなく、その際の義務対応行為の確定について問題を投げかけているようにも思われる。というのは、「およそ…取引を自己責任で行う適性を欠く者」は、そもそもなぜ「取引市場から排除されるべき」であるのかが問われなければならない、その根拠如何によって、以下の通り、義務対応行為がいかに規定されるべきかに影響を与えるからである。

まず、排除の目的が当該投資者個人の利益保護に向けられている可能性がある。この場合、当該投資者が自身は自己責任において取引を行う適性を欠いており、それゆえ狭義の適合性原則による保護の対象になっていることを認識した上で取引を望んだ場合、つまり自らの保護法益の放棄を望んだ場合に、それでもなお「取引拒絶」が義務対応行為とされるとするならば、当該投資者による自らに属する法益放棄が認められるべきではない根拠が示されなければならない。そして、当該投資者による法益放棄を認めるべきではない根拠が乏しい局面では、義務対応行為が「取引拒絶」と規定されるべき論理的根拠はなく、義務対応行為は、法益放棄がもたらす危険性に関する「警告」と規定される道が開かれるように思われる。³⁴⁾

33) この点、適合性原則の保護法益を、財産的利益と生存的利益に区分し、後者は投資者自身の自己決定原則に優位するとして、たとえ投資者側から取引を望んだとしても取引拒絶が求められるべきであるとする潮見教授の指摘は示唆に富む。参照、潮見・前掲注 11)「投資取引」368 頁以下。

34) 例えば、投資取引を一度も行ったこともなく、また、特に投資に関する知識もない者が、最初の投資取引として、複数の指数を対象とするノックアウトオプションを余剰資金で購入しようとしているとしよう。この場合、知識及び経験の観点から当該ノックアウトオプション取引の適合性が否定されるのであれば、警告の意味もおおよそ理解できないのであって、ゆえに警告は無意味である以上、義務対応行為は取引拒絶と規定されざるを得ないとの批判はあり得る。しかし、「知識及び経験の面で、自立的・合理的投資判断を行うことがおおよそ期待できないこと、従って、取引を見合わせるべきこと、それ

なお、かかる理解に立つ場合、平成 17 年判決においても、投資仲介者が投資勧誘を行う一方で不適合であることにつき「警告」を発した場合には、違法性が否定される余地があるのかが問われるが、かかる余地は否定されるべきである。というのは、ここで問題となっているのは、「市場から排除されるべき」との法的評価を受ける投資者が自主的に市場参加を希望してきた場合であり、投資仲介者は、当該投資者のかかる投資判断の形成に介入をなしていない。そのため、少なくとも投資者が市場参加を求めてきた時点で、投資仲介者には違法と評価されるべき先行行為はない。これに対して、勧誘行為の局面では、投資仲介者が市場参加をする意思を形成していない投資者の自己決定基盤に積極的に介入し、当該投資者が「排除されるべき」市場への参加の意思を形成させている。かかる意思の形成を勧誘行為によって積極的にもたらし実際に市場参加をさせたことが違法と評価されるとの理解が正しいならば、当該意思を実際に解消させなければ、その違法性も治癒されないはずであり、事後的にいかなる警告を発したとしても、投資者を現に市場参加させたことをもって、違法な勧誘によって形成された意思が解消されたとは評価できない。

次に、狭義の適合性原則は「取引市場から排除されるべき者」を排除することを投資仲介者に命じることにより、当該投資者の個人的利益に還元できない「市場」の利益を（あるいは個人的利益の保護に加え、市場の利益「をも」維持しようとしているという理解も示されている³⁵⁾。かような理解に立った場合には、当該投資

、でもなお取引をするのであれば、投下資金の全額を失う蓋然性が極めて高いことを覚悟すべきこと」を理解し得るだけの知的水準と、ロックアウトオプションにつき適合性を肯定されるための知識及び経験とは次元が異なるものと思われる。

35) 先駆的指摘として、参照、上村・前掲注 11) 16 頁。これを支持するものとして、川島・前掲注 2) 181 頁。民法学においても、「公正な市場」の実現のための義務として適合性原則が論じられている。例えば、「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ではないでしょうか。単に当該相手方に対する義務だけではないように思います」との見解が山田誠一教授によって示されている。参照、神崎克郎ほか「《座談会》証券会社の投資勧誘と自己責任原則」民商 113 巻 4=5 号 (1996) 529 頁 (山田発言)。また、村本教授も、投資勧誘の文脈ではあるが、「流通市場としての投資市場における適合性原則の要請は、市場にとって不適格な投資者を排除し、市場での取引の公正を図ることにある。この機能は、参加者が、自由かつ自主的な投資判断を行い、取引損失に耐えうる資力があって初めて果たされる。そのような属性を有しない者の市場へ、

者の市場参加を認めるならば市場の利益を（も）害することになるために、それを防ぐべく当該投資者を市場から排除し、もって市場の利益の維持に寄与すべき要請が投資仲介者に求められている以上、当該投資者の法益放棄が認められるか否かを問う余地は乏しい。なぜなら、自身の法益に還元できない市場の利益の維持が問題となっているためである。従って、狭義の適合性原則の目的論として市場の利益を据えるならば（あるいは加味するならば）当該投資者の市場参加は市場の利益を（も）害すると評価された際には、当該投資者による法益放棄の有無にかかわらず、「取引拒絶」が義務対応行為となることになるものと思われる。³⁶⁾

かかる問題については、本稿ではこれ以上立ち入らず、別稿において検討を加えることとしたい。

第四節 小括

本章の検討を通じて、以下を確認することができた。まず、平成17年判決は、販売行為に適合性原則の射程が及ぶかについて、直接的には肯定も否定もしていない。もっとも、その手がかりはいくつか示されている。

第一に、平成17年判決の事案において投資仲介者がオプションの売り取引を積極的に勧誘したわけではない、という投資仲介者の行為態様を、平成17年判決は違法性の総合考慮における一要素としている。これは、販売行為には適合性原則の射程が及ばないとの結論を示唆するともいえなくはない。しかし、平成17年判決が、このことのみをもって違法性を否定したわけではなく、投資仲介者の行為態様という要素が違法性の総合考慮の中でどの程度の重要性を持つかは明らかではない。

ㄨ の参加は、証券・商品の流通市場のかかる機能を著しく阻害する。その意味で、適合性原則は、投資市場の機能を実現するための公序とも考えられる」ことを指摘する。参照、村本武志「消費者取引における適合性原則——投資取引を素材として——」姫路法学43号（2005）10頁。ただし、「市場」に着目する点で両者は共通性を有していても、そこで目指されているものが市場の「厚生」であるのか「公正」な市場であるのかによって、異なる帰結が導かれる場合があることには注意を要する。

36) このことは、少なくとも狭義の適合性原則を支える原理論が現れる一局面では、投資者の権利・法益保護からのアプローチよりも、市場の観点からのアプローチの方が要請される規制の程度が大きい、すなわち、市場参加者の自由を排する程度が大きい余地があることを示している。

第二に、平成 17 年判決が示す「取引市場から排除されるべき者」という法的評価は、投資仲介者が販売を行ったのか、勧誘を行ったのかという行為態様にかかわらず妥当するものであり、かつ、販売行為もこの法的評価に反するという意味では勧誘行為と異なるところはないため、かかる法的評価からは、販売行為にも適合性原則の射程が及ぶことが示唆されている可能性がある。また、平成 17 年判決の示すかかる法的評価は、「取引市場から排除されるべき者」を勧誘によって「引き込んだ」行為の違法性ないしは過失と、「取引市場から排除されるべき者」の市場参加希望を「認めた」行為の違法性ないしは過失とは直ちに同視できないため、何らかの違法性や過失を基礎づける事由が伴わなければならないという問題や、このような法的評価がいかなる法益との関係で導かれているのかという問題など、狭義の適合性原則の根幹に連なる問題を生じさせる。もっとも、これらについても、最高裁が明言するものではない以上、明らかであるとまではいえない。

いずれにせよ、平成 17 年判決によって、販売行為にも狭義の適合性原則の射程が及ぶことが明確に否定されているわけではなく、同時に、明確に肯定されているわけでもないことは確かである。では、かかる最高裁が示す法状況に加え、金販法立法時の議論状況からは、何がいえるだろうか。次に視点を金販法立法時の議論状況に転じよう。

第二章 金販法立法時の議論状況

第一節 はじめに

本章では、金販法立法時の議論状況に焦点をあて、販売行為に対する狭義の適合性原則の射程につき、いかなる示唆が得られるかを検討する。かかる本章における検討は、以下の問題意識に基づく。

今日、明文の規定をもって適合性原則を定める金融商品取引法 40 条の本質は、狭義の適合性原則であると理解されている。³⁷⁾ それでは、かかる業法上の狭義の適合性原則は、勧誘行為を伴わない、販売行為にも妥当するのであろうか。この点、立法担当者によれば、「『狭義の適合性原則』は『勧誘』にかかる行為規制である

37) 松尾・前掲注 13) 480 頁。

から、『勧誘』がない場合には適用されない」とする³⁸⁾。これは不法行為法上の狭義の適合性原則を直接論じたものではないが、勧誘規制であるから勧誘がない場合には適用されないとする論理は、一見すると不法行為法においても妥当しそうである。なぜなら、狭義の適合性原則は、投資勧誘規制として判例上発展を遂げた法理だからである。従って、不法行為法上の狭義の適合性原則もまた投資勧誘規制法理であるため、「勧誘」がない場合には適用されない、との帰結を導けそうである。実際、「勧誘」がない場合には、適合性原則違反の有無はそもそも問題とならないとする見解も示されているところである⁴⁰⁾。

もっとも、かかる立法担当者³⁹⁾の見解は、必ずしも本稿の問題意識に答えるものではない。ルーツとしてはなるほど確かに勧誘規制法理としての性格を狭義の適合性原則が有しているとして、そのことをもって、勧誘がない場合には適用「されるべきではない」ことを積極的に根拠付けることは必ずしもできないためである。従って、ルーツとしては勧誘規制法理であるにせよ、販売行為にも適用されるべきであるとする主張が示されたとき、両者はともに反論可能性を欠き、議論の発展は望めないであろう。「適用される『べきでない』」という帰結を導く積極的根拠があるのか否かに、本稿の問題意識は向けられている。

この点、金融商品取引法の立法担当者が立法に際して前提とする金融審議会第⁴¹⁾

38) 松尾・前掲注13) 311頁。他方、金融庁「コメントの概要及びコメントに対する金融庁の考え方」(2007)(金融庁HP〈<http://www.fsa.go.jp/news/19/syouken/20070731-7/00.pdf>〉において閲覧可能である) 415頁では、対面取引を念頭に置いているものと思われるが、適合性がない、又は疑わしい顧客につき「当該顧客と当該取引を行うことが不相当と認められる場合には、ご指摘のように『顧客がどうしても取引を行いたいと主張する場合』であって、『当行からは一切勧誘をしていないこと』及び『顧客が自己の責任において取引を行うことを明確にする』としても、『適合性の原則』に違反する可能性があるものと考えられます」と述べられている。また、同414頁には、顧客の属性調査に顧客が応じない場合の対応につき、業者は適合性の原則に即して「取引を拒むこともできる」という記述が見受けられる。このように、金融庁の見解は、立法担当者の見解とは異なるものとなっており、かつ、狭義の適合性原則の射程に関しての立場が明確なものとは言えない。

39) 清水俊彦弁護士によって20世紀末の投資紛争事案を網羅的に検討された文献のタイトルがそれを端的に表している。参照、清水俊彦『投資勧誘と不法行為』(判例タイムズ社・1999)。

40) 田澤・前掲注19) 97頁。

41) 松尾・前掲注13) 308頁以下。

一部会「中間整理（第一次）⁴²⁾」に至る過程においては、狭義の適合性原則の射程を販売行為に及ぼすべきではない積極的な理由が二つのアプローチから示されており、かかる理由付けを前提に、勧誘がない場合には狭義の適合性原則の射程は及ばないと結論部分が立法担当者によって提示されている可能性もある。そのため、本章では、検討対象を金融審議会第一部会における議論状況に設定する。

第二節 立法時の議論状況 —— 提示された二つの問題点 ——

I 金融審議会第一部会「中間整理（第一次）」

狭義の適合性原則の射程は勧誘行為だけでなく、販売行為にも及ぶのか。この問題につき、金販法立法時にどのような議論が展開されたのかを把握すべく、最初に、金融審議会第一部会「中間整理（第一次）」に焦点をあてる（以下、単に「中間整理」とする）。

中間整理における適合性原則の定義を確認しよう。中間整理によれば、狭義の適合性原則とは、「ある特定の利用者に対してはどんなに説明を尽くしても一定の商品の販売・勧誘を行ってはならない」ことを意味すると定義され⁴³⁾、これを取引ルール⁴⁴⁾として考えれば、こうした利用者への一定の金融商品の勧誘に基づく販売はいかなる場合も無効とみなされ、リスク移転も認められない、と位置付けられている。また、同原則を業者ルール⁴⁵⁾としてみれば、利用者に対する一定の金融商品⁴⁶⁾の勧誘行為あるいは販売行為を禁止することになる、と位置付けられている。

42) 金融審議会第一部会「中間整理（第1次）」(1999)（以下、「中間整理」として引用）。全文は金融庁 HP（http://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/kinyusin/tosin/kin003a.pdf）において閲覧可能である。

43) これに対して、広義の適合性原則とは、「業者が利用者の知識・経験、財産力、投資目的に適合した形で勧誘（あるいは販売）を行わなければならないというルール」であると定義されている。参照、金融審議会第一部会・前掲注 42)「中間整理」18 頁。

44) 取引ルールとは、「金融取引の当事者間の私法上の権利関係を明確化するためのルール」をいう。参照、金融審議会第一部会・前掲注 42)「中間整理」2 頁。

45) 業者ルールとは、「業者に対して一定の行為を義務づける」ルールをいう。参照、金融審議会第一部会・前掲注 42)「中間整理」2 頁。

46) 金融審議会第一部会・前掲注 42)「中間整理」17 頁。また、広義の適合性原則については、「業者ルール」として考えた際、適合性に配慮する勧誘・販売の前提として顧客調査が必要となるが、得られる利用者の協力には限度があり、これを義務付けることは難しいため、業者の内部的な行為規範を義務付けるべき方向性が示されており、また、

本稿の検討対象は、これら二つのルールのうち、取引ルールとしての狭義の適合性原則であるが、中間整理は、その明文化に消極的立場を鮮明にしている。その理由は、「取引を一律に無効とする取り扱いを法令で明示的に規定することは、契約における私的自治の原則等に照らせば難しい」ということにある。⁴⁷⁾ そのうえで、中間整理では、金融取引の実情に照らして、「ルールの必要性が高いのであれば、むしろ取引・契約の成否ではなく、その前段階の勧誘行為に着目し、『業者ルール』として、一般的な個人に対して極端にリスクが大きい金融商品の勧誘行為を禁止する、あるいは厳格な手続きに従うことを義務づける、といったように、何らかのルールを設ける余地がないか」が模索されている。⁴⁸⁾

このように、中間整理においては、取引ルールとしての狭義の適合性原則の明文化につき、「私的自治の原則等」から困難であることを理由として否定的立場が示されているといえる。かかる中間整理の立場は、中間整理における取引ルールとしての狭義の適合性原則の定義との関係上、ある問題を投げかけている。それは、中間整理において、取引ルールとしての狭義の適合性原則がいかなる行為に適用されるものとして論じられているのかという問題である。というのは、前述の通り、中間整理において、取引ルールとしての狭義の適合性原則は「金融商品の勧誘に基づく販売（傍点筆者）」を問題とするものとされており、これは、業者ルールにおいて「勧誘行為あるいは販売行為（傍点筆者）」を問題とするものとされていることとの対比でみるならば、純粋な販売行為に取引ルールとしての狭義の適合性原則の射程は及ばないことが前提とされているとみる余地があるためである。しかし、仮にそうであるならば、以下の通り、中間整理が取引ルールとしての狭義の適合性原則の創設につき消極的立場を示す根拠と整合が取れない。

狭義の適合性原則の効果が、当該取引の無効であって、投資仲介者から投資者

ㄨ、不適合と判断される利用者が取引を希望した場合、私的自治の原則に照らして取引自体を禁止することは難しいが、利用者に対する警告義務を課す方向が示されている。ただし、これらの広義の適合性原則は「あくまで業者の内部的な行為規範に関するルールであり、個別の訴訟において、業者の内部体制の不備が斟酌されていく余地はあろうが、私法上の効果に直接連動させて考えるのは困難」とされている。参照、金融審議会第一部会・前掲注 42)「中間整理」18頁。

47) 金融審議会第一部会・前掲注 42)「中間整理」17頁。

48) 金融審議会第一部会・前掲注 42)「中間整理」17頁以下。

へのリスク移転はいかなる場合にも認められないと規定されるならば、当該狭義の適合性原則の義務対応行為は、「勧誘販売回避」及び「取引拒絶」となる。というのは、適合性を有しない投資者へのリスク移転が（勧誘の有無を問わず）いかなる場合であっても否定されるとするならば、「勧誘販売回避」のみでは投資仲介者がそのリスクを負担することを回避できず、勧誘が伴わない販売局面でも、リスク負担回避のためには、「取引拒絶」が求められるためである。その結果、ある投資取引につき不適合と判断される投資者は、当該投資取引につき、勧誘行為に基づかない投資者の主体的投資判断に基づく取引を希望したとしても、義務対応行為である「取引拒絶」の対象とされることにより、当該市場への参加の道が完全に閉ざされる。それゆえ、当該投資取引に関する当該投資者の私的自治との抵触が確かに問題となる。自らが取引をいかに望もうとも、他者の判断によってそれが認められないためである。

もっとも、取引ルールとしての狭義の適合性原則の射程が中間整理の定義の通り「勧誘に基づく販売行為」にのみ及び、本稿が検討対象とする（勧誘を伴わない）販売行為には及ばないとするならば、私的自治との抵触は生じない⁴⁹⁾。なぜならば、勧誘を介することのない投資者の能動的取引の局面については、「取引拒絶」を義務対応行為とする狭義の適合性原則の射程が及ばない以上、少なくとも金販法上は、同法 3 条所定の説明義務を履行すればリスク移転が認められるため、投資仲介者は取引を拒絶する必要性はその限りではなく、投資者の市場参加が閉ざされることはないためである。従って、市場参加に関する投資者の私的自治との抵触は回避される。かかる義務の射程を前提とする狭義の適合性原則の義務対応行為は「勧誘販売回避」のみであって「取引拒絶」を含むものではない。この場合であっても、確かに投資者は自らに不適合な投資取引につき、勧誘の機会（勧誘という投資情報へのアクセス源）を失う（勧誘という投資情報へのアクセス源から排除される）ことになるが、そのことと、当該投資者が主体的に市場参加を望んだとしても、参加が認められない⁵⁰⁾という意味での市場それ自体からの排除とは次元が異なる。

49) この点は、後掲注 60) の通り、山田誠一教授によって当時から指摘されていた点である。

50) 従って、販売行為にも義務射程が及び、取引拒絶をも義務対応行為とする狭義の適合性原則は「(市場からの) 排除論」ととらえることができるが、勧誘販売回避のみを義務対応行為とし、取引拒絶については義務対応行為とはしない狭義の適合性原則を

以上を踏まえるならば、私的自治との抵触を根拠に取引ルールとしての狭義の適合性原則の明文化に消極的姿勢を示す中間整理は、「勧誘に基づく販売行為」のみならず、(勧誘に基づかない)販売行為にも射程が及ぶ狭義の適合性原則の明文化の是非を検討したものと理解することが許されるように思われる。次に、かかる中間整理の基礎をなしたと思われる、金融審議会第一部会のワーキンググループの議論状況に視点を転じる。

II ワーキンググループレポート

同部会ホールセル・リーテイルに関するワーキンググループの「レポート」⁵¹⁾においても、取引ルールとしての狭義の適合性原則の明文化の可否が検討されている。

まず、WG レポートは、適合性原則とは、「販売行為を含めて考える見方もあるが、ウエイトとしては主に『勧誘』行為（販売行為の前段階となる過程の部分）に着目したルールである」とし、「狭義には、一定の者に対しては如何に説明を尽くしても一定の金融商品の勧誘（あるいは販売）を行ってはならない」という意味であると定義する⁵²⁾。その上で、これを取引ルールとして考えると、「当該利用者への一定の金融商品の（勧誘に基づく）販売は如何なる場合も無効と見なされ、リスクの移転も認められないということになる」とする⁵³⁾。そして、かかる取引ルールとしての狭義の適合性原則の明文化につき、消極的立場が示されている。

、 「(市場からの) 排除論」としてとらえることはできない。あえて排除論とするのであっても、それは市場からの排除論とは評価できず、「勧誘という情報源からの排除論」でしかない。

51) 金融審議会第一部会ホールセル・リーテイルに関するワーキンググループ「レポート」(1999) (以下、WG「レポート」として引用)。全文は、金融庁 HP (http://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/kinyusin/tosin/kin003b.pdf) において閲覧可能である。

52) WG・前掲注 51)「レポート」30 頁。また、同頁においては、広義の適合性原則とは、「利用者の知識・経験、財産力、投資目的等に照らして適合した勧誘（あるいは販売）を行わなければならないといった意味で用いられており…説明義務の延長線上に位置づけられることになる」とされている。それは、「利用者取引の属性に応じて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ることもできる」ためであるという。参照、WG・前掲注 52)「レポート」44 頁。

53) WG・前掲注 51)「レポート」44 頁。

それは、「私的自治の原則や選択の自由の基準等に照らして、法令で明示的に規定することについては慎重に考えるべき⁵⁴⁾」である、との理由に基づく。ただし、取引・契約の成否ではなく、その前段階としての勧誘行為に着目するのであれば、「業者ルール」として、例えば、「一般的な個人に対して、極端にリスクが大きい金融取引の勧誘行為を禁止するといった形であれば、民法の私的自治の原則に抵触しない範囲内で何らかのルールを設けることができ」、また、「金融取引の実態に照らして、こうしたルールの必要性は高い⁵⁵⁾」、との意見も示されている。

かかる WG レポートについても、中間整理と同様に、ここで議論されている狭義の適合性原則の射程が「(勧誘に基づく) 販売行為」にのみ及ぶことが念頭に置かれているのか、「(勧誘に基づかない) 販売行為」にも及ぶことが念頭に置かれているのかという疑問が生じる。この点につき、WG レポートが狭義の適合性原則は「ウエイトとしては主に『勧誘』行為（販売行為の前段階となる過程の部分）に着目したルールである」とすることからすれば、「(勧誘に基づく) 販売行為」にのみその射程が及び、「(勧誘に基づかない) 販売行為」には射程が及ばないとしていたと解することもできる。しかし、WG レポートが狭義の適合性原則の取引ルール化に消極的立場を示す根拠である「私的自治の原則や選択の自由の基準等」からは、中間整理と同様の理由から WG レポートにおいても、「(勧誘に基づかない) 販売行為」にも射程が及ぶ狭義の適合性原則が念頭に置かれ、その明文化の是非が検討されたと解さざるを得ないように思われる。以上を踏まえ、最後に、WG レポートの基礎になったと思われる WG メンバーの提出資料を確認し

54) WG・前掲注 51)「レポート」44 頁。なお、広義の適合性原則については、利用者に対する説明に要するコストが業者にとってリーガルリスクを低減させる効果を上回る場合には実質的に販売・勧誘が手控えられる可能性があること、業者に顧客の調査義務を課すことは利用者の協力が得られるとは限らないことや、プライバシーの保護といった観点から時期尚早であるため、利用者について知るための十分な体制整備を求めることが適当であること、利用者から業者に虚偽の情報が提供された場合には、業者は当該情報に基づいて適合性の判断を行うことで足りること、不適合と判断される利用者が取引を希望する場合、私的自治の原則等に照らして取引の禁止は難しいが、警告等が必要になると考えられること、かかるルールは業者の内部的な行為規範に関するものであり、私法ルールに連動させて考えるのは困難である（ただし、内部体制の不備が個別の訴訟において斟酌される余地はあるとする）ことなどが指摘されている。参照、WG・前掲注 51)「レポート」44 頁以下。

55) WG・前掲注 51)「レポート」44 頁。

よう。

Ⅲ WG メンバー提出資料

まず、井上聡弁護士⁵⁶⁾の提出資料を見よう。井上弁護士からは、狭義の適合性原則を取引ルールとすること、つまり、「一定の場合には、どんなに説明を尽くしても、一定の金融商品の販売を勧誘すること自体が業者の義務違反となり、顧客に損害が生じればその賠償責任を業者が負うか、場合によっては契約の無効・取消原因を構成することとすること」につき、次のような問題提起がなされている。すなわち、「民法の意思無能力・行為無能力制度以外にこのような結果を承認することは、私的自治の重大な例外であるので、その適用範囲は限定的に考えるべきであろう」、と。

かかる井上弁護士の指摘にも、上述の疑問が妥当する。勧誘対象からある投資者を排除させしめることと、販売行為からある投資者を排除させしめることとは次元が異なり、投資者の私的自治との抵触が生じるのは、後者であって、前者ではないためである。それゆえ、私的自治の重大な例外になることをもって、取引ルールとしての狭義の適合性原則の明文化に消極的姿勢を示す井上弁護士においてもまた、勧誘行為だけでなく、販売行為にも射程が及ぶ狭義の適合性原則が念頭に置かれていると推測せざるをえないように思われる。⁵⁷⁾

この点につき、勧誘行為とは区別された（あるいはされたものと思われる）販売行為に狭義の適合性原則の射程を及ぼすことの是非が明確に検討された WG メンバー提出資料もある。その一人である神作裕之教授の見解をみよう。神作教授の提出資料においては、「一定の者は一定の金融商品・サービスを購入することができない（筆者注：傍点筆者）」というのが適合性原則の内容としたら、との留保の上で、かかる狭義の適合性原則の取引ルール化は、「私的自治の原則に対する侵害であるとの見解を完全に否定するのはむつかしいであろう」との理解が示されており、そのうえで、次のような方向性が提示されている。すなわち、「一

56) 井上聡「金融商品の販売・勧誘における取引ルールと業者ルール」WG・前掲注 51) 「レポート」89 頁以下。

57) かかる理解は、井上弁護士が、「適合しない顧客に対する金融商品の販売を禁止する義務」として適合性原則を捉えていることから肯定できるように思われる。参照、井上・前掲注 56) 89 頁。

一般的には狭義の説明義務ないし情報提供義務（筆者注：金融商品のリスクの内容・要因や運用成績等の説明を指す）を課すこととし、フィデューシャリーに該当する者に限り利益擁護義務および警告義務を課すといった規制の分化を行うこと⁵⁸⁾で、利益擁護義務及び警告義務を通じて「適合性原則の果たすべき機能の一部を達成することができ、かつ、私的自治に対する不当な介入であるという批判を回避できる」と。

かかる神作教授の見解を整理すると次のようになる。神作教授における適合性原則が、一定の者は一定の金融商品・サービスを「購入することはできない」とされている以上、これは、勧誘に基づく販売行為のみならず、勧誘に基づかない販売行為にも適用される、換言するならば、「勧誘販売回避」を越えて「取引拒絶」をも義務対応行為とする狭義の適合性原則が念頭に置かれていると言える。その上で、かかる狭義の適合性原則は私的自治への不当な介入であるとする批判を完全に否定するのは困難であるとして、明文化に消極的姿勢が示されている。もっとも、神作教授によってかかる狭義の適合性原則の果たすべき役割の（一部）実現と私的自治への不当な介入であるという批判の回避とを両立させることができる制度設計についても言及されている。それは、投資仲介者をフィデューシャリーに該当する者とそうでない者とに区分し、フィデューシャリーに該当する者については、義務対応行為を「勧誘（推奨）販売回避」及び顧客による不適合な商品の購入の申出に対する「警告」とする狭義の適合性原則⁵⁹⁾の射程を及ぼすという制度設計であった。

次に、「私的自治」に加え別の異なる視点からも、狭義の適合性原則の取引ルール化に消極的姿勢を示し、かつ、勧誘行為と販売行為の両者を区別し、勧誘

58) 神作裕之「金融サービス法（仮称）における『取引ルール』の意義と在り方」WG・前掲注 51)「レポート」112 頁以下。利益擁護義務の帰結としては、特定の顧客に対して特定の証券を推奨することが禁じられたり、より積極的に顧客からの購入の申出に対し警告を発すべき警告義務が認められる場合がある、という。従って、利益擁護義務および警告義務から導かれる義務は、不適合な商品の「勧誘（推奨）販売回避」及び顧客による不適合な商品の購入の申出に対する「警告」となる。

59) 前掲注 14) のとおり、狭義の適合性原則の定義が、義務対応行為を「取引拒絶」とする原則である、とされるならば、「警告」を義務対応行為とする適合性原則を狭義の適合性原則と把握することはできない。ただ、本稿の定義においては、神作教授によって模索されている適合性原則も、今日の金販法 3 条の説明義務に還元できないため、狭義の適合性原則として把握される。

行為についてのみに射程を限定するのであれば、取引ルールとしての狭義の適合性原則を観念し得るとする山田誠一教授の見解を見よう。

狭義の適合性原則を勧誘規制だけではなく、販売規制としても考えることにつき、山田教授によって次の問題点が指摘されている。すなわち、狭義の適合性原則を販売規制とすることは、「法律によって、一定の顧客は、一定の金融商品を購入することができない状態におかれることになり、そのような顧客の取引をする機会の確保という点から」容認しがたいほか、「顧客が自発的に購入を求めてきた場合、業者がこのような義務に違反することがあり得、その場合には、顧客は、リスクを負わず、仮に利益が生じた場合には、その利益を手に入れることができる」、つまり、「リスクをテイクせずに利益を手に入れるという可能性」が生ずる⁽⁶⁰⁾、と。

もっとも山田教授によって、次のような問題回避策も指摘されている。すなわち、「適合性原則を、業者は、顧客に、適合しない金融商品を勧誘してはならない、あるいは、推奨してはならないというルールとして考えることもできる。このような勧誘行為や推奨行為におけるルールとして構成した場合には、上記の問題は、実質的には、回避することができる。すなわち、業者がそのような勧誘・推奨をしなければ、顧客のリスクをテイクせずに利益を手に入れるという可能性は生ずることはなく、また、どのような顧客もどのような金融商品であつても、その取引をする機会が確保されているからである」と⁽⁶¹⁾。以上要するに、販売規制としての狭義の適合性原則には、私的自治の原則との抵触と、「リスクをテイクせずに利益を得る可能性」が生ずるという問題が内在していること、(販売行為には射程が及ばない) 勧誘・推奨規制に限定した狭義の適合性原則であれば、これらの問題が回避できることが山田教授によって示されている、といえる⁽⁶²⁾。

60) 山田誠一「金融商品の販売・勧誘に関する規制についての考え方」WG・前掲注51)「レポート」134頁以下。

61) 山田・前掲注61)135頁。

62) かような勧誘・推奨行為のみに射程が及ぶ民事ルールとしての狭義の適合性原則の必要性につき、一般的説明では正確な理解を得られない顧客の存在も想定しなければならないことその他、次のように指摘がなされている。「金融商品の重要なまたは主要な内容は、説明義務を尽くすことで説明されているとすると、顧客の意向は顧客の領域の問題であるから、商品と意向の適合の有無、程度は、顧客が評価し判断すべきであると思われる。したがって、原則的には、助言義務を負わない業者は、顧客に適合しない金融商品を勧誘してはならないという取引ルールは、適切ではないと思われる。しかし、一方

かかる山田教授の指摘を踏まえて考察を進めるうえで、一点、明らかにしなければならないことがある。それは、「リスクをテイクせずに利益を手に入れるという可能性」が生ずることがいかなる意味で問題とされているのか、である。本稿では、山田教授の指摘は、投資者と投資仲介者という当事者間で不公正が生じることを問題とするもの、つまり「公正」の見地からの指摘であると解する。すなわち、不適な商品の「勧誘・推奨」という形で投資者の自己決定基盤に投資仲介者が関与する以上、それによって投資者に「リスクをテイクせずに利益を手に入れるという可能性」が生じたとしても不公正と評価できない。しかし、そのような事情がなく、投資者の主体的投資判断によって自らに不適な商品の購入を決したにも関わらず、「リスクをテイクせずに利益を手に入れるという可能性」を投資者に与えることは、公正の観点から問題であるというのが、山田教授の問題提起についての本稿の理解である。⁶⁴⁾

、で、助言義務を負わない業者も、専門性が高いこと、取引を営業として行っていることから、顧客から業者への事実上の信頼が形成されることがあり、他方で、少なくともこれまでは、業者による組織的な、また、巧妙な勧誘が行われることがあり、したがって、いかなる場合であっても、顧客が全面的に自らの意向と商品の適合の有無、程度についての評価、判断を行わねばならず、それに失敗した場合に生ずる損失を自ら負担すべきであるとするのは、リスクある金融取引を広く安定したものととして、社会経済の中で定着させ、発展させていくためには、現実的ではない」と。参照、山田・前掲注 60) 135 頁以下。

63) なお、「リスクをテイクせずに利益を手に入れるという可能性」が生ずることが、当事者間の公正の観点からではなく、市場の厚生観点から問題とされているとみる余地もある。当事者間の公正を超えて、かかる可能性が、市場の厚生を害するために適切ではないとの理解である。狭義の適合性原則の射程を販売行為に及ぼすべきではない根拠としてモラルハザードに言及し、かかる理解を示すものと思われるものとして、参照、王・前掲注 11) 『私法秩序』372 頁以下。もっとも、狭義の適合性原則の問題場面でいかなるメカニズムでモラルハザードが生じるのかは、後掲注 64) の通り検討を要する。この点については別稿で論じたい。

64) 本稿が山田教授の問題提起をモラルハザードが問題視されたものと解するのではなく、公正の見地からの問題提起であると解する根拠は、以下の通り、山田教授によって論じられている取引ルールとしての狭義の適合性原則の枠組みにおいては、それを販売局面に妥当させたとしても、モラルハザードが生じる余地は乏しいことにある。山田教授によって論じられている取引ルールとしての狭義の適合性原則は、損失の最大が当初元本を上回るような商品を、「商品と自己の意向との間の不適合に気がつかないような判断力・理解力」の顧客に勧誘・推奨することを禁止する（その違反に対し業者に損害賠償ノ

さて、以上の WG メンバー提出資料を総合するならば、次のようになる。まず、義務対応行為を「勧誘販売回避」及び「取引拒絶」とする、勧誘行為だけでなく販売行為にも射程が及ぶ取引ルールとしての狭義の適合性原則の規定創設に消極的立場が示された根拠は、投資者の私的自治との抵触が生じること及び公正に反する帰結が生じる可能性があることの二点に求められる。他方、それを回避した制度設計も可能であることが指摘されていた。第一に、神作教授によって提示された、義務対応行為を勧誘（推奨）販売回避及び顧客からの不適合な注文に対する「警告」とする狭義の適合性原則を、フィデューシャリーに該当する投資仲介者のみに課すという制度設計、第二に、山田教授によって提示された、義務対応行為を「勧誘（推奨）販売回避」とする狭義の適合性原則を設計すること、換言するならば、狭義の適合性原則の射程を勧誘（推奨）行為のみに及ぼし、「販売行為」には及ぼさないとする制度設計である。

IV 小括

WG メンバー提出資料、とりわけ神作教授と山田教授の提出資料を踏まえるならば、両教授と同様「私的自治」や「選択の自由」との抵触から取引ルールとしての狭義の適合性原則の明文化に消極的立場を示す WG レポートも、中間整理もまた、勧誘行為のみならず販売行為にも射程が及ぶ狭義の適合性原則を念頭に置いたものであると理解することができる。

、責任を課す）というものであり、かつ、損害賠償責任が認められるためには「顧客自身が、自己の意向または投資目的に不適合であることを知らない」ことが求められている。参照、山田・前掲注 60) 136 頁。かかる内容の適合性原則を販売ルールとした場合を考えてみよう。第一に、自らの判断力・理解力が及ばない商品であり、かつ、自己の意向または投資目的に照らして不適合であるハイリスク商品に（事後的訴訟を経てリスク移転が否定されるか否かが不確実な中で、換言するならば、結果としてリスクを引き受けなければならぬ可能性が否定されない中で）投資をするインセンティブを付与し、結果として過剰支出がなされるという事態は、顧客がリスク回避的であればあるほど、生じにくいものと思われる。また、第二に、そもそも、事前の判断において、顧客が自己の意向または投資目的に合致しないことを認識しつつ、「第一」の基準を満たす取引を行ったのであれば、顧客へのリスク移転は否定されない。そのため、リスクテイクをせずに利益を得ることを意図して取引を行うという事態は抑止されるものと思われる。それゆえ、モラルハザードを誘発しかねないとの理由からかかる販売ルールを否定する必要性は乏しい。

また、WG メンバー提出資料においては、かかる問題点を克服し得る二つのあり得る取引ルールとしての狭義の適合性原則の設計が示されていた。これらの提案が後の金販法の立法段階においてなぜ採用されなかったのかは定かではない。⁶⁵⁾

いずれにせよ、かかる立法時の議論状況は、本稿の関心事である、「狭義の適合性原則の射程を販売行為に及ぼす『べきではない』根拠」が存在することを示すものである。そして、その根拠は、投資者の私的自治との抵触と、不公正な帰結が生じる危険性の二つであった。この点を踏まえつつ、以下では、私法効を伴う狭義の適合性原則の射程を販売行為にも及ぼし、かつ、これら二つの問題点を解消することが可能であるかを検討したい。

第三節 検討 — 問題点の回避可能性 —

繰り返しとなるが、以上の金融審議会第一部会・WG レポート・WG メンバー提出資料における取引ルールとしての狭義の適合性原則の規定化をめぐる議論は、義務射程が「勧誘（販売）行為」のみならず「販売行為」にも及ぶ法理としての狭義の適合性原則が念頭に置かれており、また、義務対応行為を「勧誘販売回避⁶⁶⁾」及び「取引拒絶」と規定されることを所与としたものであった。そして、かかる狭義の適合性原則は、投資者の私的自治・選択の自由との抵触及び不公正な帰結発生の危険性の観点から消極的に解するべきとされていた。本稿では、前者を私的自治アプローチ、後者を公正アプローチとする。

以下では、かような二つのアプローチからの問題提起を回避しつつ、(勧誘に基

65) ただし、中間整理が目指した「私法上の権利義務関係を明確化するためのルール」として、かかる狭義の適合性原則を明文化することは著しく困難を伴うことは想像に難くない。なぜならば、いかなる行為が勧誘にあたるのか、あるいはいかなる要件を満たせばフィデューシャリーが肯定されるのが過不足なく記述されなければならない。かような難問に加え、いかなる場合に適合性が否定され、もって勧誘販売回避義務ないしは警告義務が生じるのかを過不足なく記述することは、さらに困難を伴う。かかる難点は、本稿の問題意識にもそのまま妥当する。従って、かかる困難をいかにして解消しうるかについての検討が必要不可欠であるため、本稿を基礎として別稿において取り組みたい。

66) 義務射程及び義務対応行為とならぶ狭義の適合性原則をめぐるもう一つの主要な各論的要素である、義務水準に関しては、いかなる水準が規定されるものとされていたのか、必ずしも定かではない。

づかない) 販売行為に際して、現在の金販法3条の説明義務に還元できない、ある金融商品のある投資者に対する適性のある水準において評価し、その評価に基づき一定の行為を投資仲介者に要求する私法上の義務(取引ルール)を設計することが可能であるかを検討しよう。まず、私的自治アプローチからの問題提起を回避する道は、すでに金販法立法時の議論状況の中において示されている。義務対応行為を「取引拒絶」ではなく、神田教授によって(「フィデューシャリーに該当する者に限り」との留保を付してではあるが)指摘されているように、そしてWGレポートが広義の適合性原則において述べているように、さらに中間整理が広義の適合性原則の中で論じているように「警告」と規定し、警告義務を尽くし、かつ、少なくとも金販法上は、同法3条所定の説明義務を履行しさえすれば、当該投資に内在するリスクは投資仲介者から投資者に移転することを認めるという内容の狭義の適合性原則を設計したならば、その射程を販売行為に及ぼしたとしても、投資者の私的自治・選択の自由との緊張関係は一切生じない。⁶⁷⁾なぜならば、警告を踏まえつつ取引を行う自由が投資者に完全に保障されているからである。⁶⁸⁾このように、狭義の適合性原則に基づく義務対応行為を「取引拒絶」から「警告」へ変更したならば、少なくとも私的自治アプローチからは、狭義の適合性原

-
- 67) ここでは、金販法3条2項との関係で当該商品への適合性を否定される投資者にとっても理解され得る説明が観念できるかが問題となるが、金販法3条1項の「取引の仕組みのうちの重要な部分」に何を読み込むか、限定的に解するか、非限定的に解するかは左右されるものと思われる。限定説と非限定説の相違については、拙稿・前掲注12) 601頁以下を参照。
- 68) ただし、同じく「公正」の観点からは、山田教授による指摘が示唆するとおり、なぜ、販売行為のみをなすに過ぎない投資仲介者に、かかる私法上の義務を課すことが正当化されるのかは別の問題として問われることになる。参照、山田・前掲注60) 135頁以下。神作教授が「フィデューシャリーに該当する者に限り」との留保の上で警告義務を観念する理由もこの問題と関連するものと思われる。参照、神作・前掲注58) 113頁。この問題については、後掲注76)を踏まえ、別稿において検討したい。
- 69) もっとも、かようなルール設定をしたとしても、当該ルールが投資仲介者の行動に与える影響により結果として投資者の私的自治・選択の自由を害することはあり得ることが看過されてはならないように思われる。例えば、要求される適合性審査の水準が高度で評価エラーが生じる可能性が高ければ高いほど、あるいは、評価エラーを避けるために支出するコストが高まれば高まるほど、投資仲介者は、評価エラーによる警告義務違反を回避するため、あるいはコスト増を避けるために、販売対象となる投資者を過度に限定する可能性があり、結果として投資者の私的自治・選択の自由が過度に限定されるためである。

則の射程を販売行為に及ぼすことは必ずしも否定されない。⁷⁰⁾

もっとも、このように義務対応行為を「警告」としたとしても、山田教授によって示された公正アプローチからの問題提起は回避することができない。なぜならば、投資仲介者に適合性審査を求め、審査に基づき「取引拒絶」義務ではなく「警告」義務を課したとしても、その違反に私法効を認める限り、投資仲介者が警告「義務に違反することがあり得、その場合は、顧客は、リスクを負わず、仮に利益が生じた場合は、その利益を手に入れることができる」という山田教授の指摘は、何ら変わらずそのまま妥当するためである。もっとも、かかる公正アプローチからの批判をもっても、販売行為に際しておよそいかなる適合性審査も私法上不要とすべきであるとの帰結は必ずしも導かれぬものと思われる。なぜなら、投資仲介者が適合性評価を誤る（義務に違反する）危険は、義務水準、すなわち要求される適合性審査の水準に左右されるためである。具体的には、評価に際して求められる考慮事項が多くなればなるほど、評価エラーが生じる危険性が高まる。⁷²⁾ また、要求される評価の尺度が緻密になればなるほど、評価エラーが生じる危険性が高まる。⁷³⁾ 加えて、適合性審査をなさねばならない頻度が多くなれ

70) 業者の勧誘行為に関する規制の域を超えて、顧客の取引上の権利や選択の自由まで制限するという効力を付与することには慎重でなければなるまい、としつつ、だからといって、能動的顧客に対して、業者が適合性の判断を放棄してよいことにはならず、適合性を有しないことを警告する義務が依然として存在すると指摘するものとして、参照、王・前掲注 11) 『私法秩序』 373 頁。

71) 山田・前掲注 60) 135 頁。

72) 例えば、顧客の資力の項目において、単純に保有金融資産と可処分所得を考慮因子とすべきとされた場合と、保有金融資産のポートフォリオ構成をも考慮因子とすべきとされた場合とでは、評価の難易度に著しい違いが生じよう。この点、大阪地判平成 21 年 3 月 4 日判時 2048 号 61 頁は、上場株式の購入を従来型の対面証券会社が推奨した事案で、商品特性として特別大きなリスクを伴うものではないとしつつ、ポートフォリオの約 64% を占める規模で一銘柄に資産が集中したこと等をもって、当該投資者の属性に照らし過大な危険と評価している。適合性原則を考慮する上で、かかる観点からの緻密な評価の重要性を指摘するものとして、参照、村本武志「証券取引における集中投資推奨・受託の違法性 —— 大阪地判平成 21・3・4 を素材として ——」千葉大学法学論集 25 巻 2 号 (2010) 278 頁。

73) 例えば、金融商品のリスクレベルを 10 段階に分類し、当該投資者にとって最も適切なリスクレベルを評価しなければならぬ場合と、リスクを 100 段階に分類し、当該投資者にとって最も適切なリスクレベルを評価しなければならぬ場合とでは、やはり評

ばなるほど、適合性審査を誤る危険性は高まる⁷⁴⁾。さらに投資者の申告を必ずしも前提とできず、申告の真偽を詳細に確認すべきことを求められれば求められるほど、やはり評価エラーの危険性は高まるであろう⁷⁵⁾。かような点に留意しつつ、投資仲介者が審査を誤り、狭義の適合性原則違反を事後的に問われる可能性を生じさせることが少ない義務水準が設定されるならば、投資仲介者の評価エラーはさほど生じず、その結果、不公正な結果が生じる危険性を防ぐことができる。そのため、公正アプローチからの問題提起を踏まえるならば、義務水準が不公正な結果を生じさせる危険がさほどないように適切に設定された狭義の適合性原則を設計することが求められているといえる。

また、このことは、仮に狭義の適合性原則の射程が販売行為に及ぶとされた際の、今日の我が国投資市場において販売行為に特化しているネット証券会社の実務上の対応においても、重要な視点を投げかけているものと思われる。というのは、現在の金販法3条2項は、前述のとおり、広義の適合性原則を説明義務の履行の有無の判断指針として組み込んでいる。そのため、私法上、ネット証券会社は、説明義務の履行の前段階として、投資者の知識、経験、財産状態、取引の目的を把握しなければならない。上述の留意事項に配慮しつつ、ここで把握されている顧客属性に基づき、適合性審査を行うことができるように狭義の適合性原則の義務水準を設計すれば、不公正な帰結が生じる危険性を回避できるばかりか、現在のネット証券会社の実務の状況に過度な影響を及ぼさずして、私法効を伴う狭義の適合性原則を販売行為に妥当させることが可能であるといえる⁷⁶⁾。

、 価の難易度に相応の差が生じるものと思われる。

74) 取引開始時に一括して適合性審査を行う場合と、具体的取引ごとに適合性審査を行わなければならない場合とでは、そこで要求される考慮要素と精度とも相まって、後者の方が評価を誤る可能性が高まるといえる。

75) 顧客の申告の妥当性を様々な角度から検証し、少しでも矛盾点が見いだされた際には、再申告を求めたり質問をしつつ確認をしたりするなどの対応が求められる場合と、基本的には顧客の申告に依拠してよいとされる場合とでは、評価の難易度に看過しがたい差が生じよう。この点、広義の適合性原則に関してではあるが、「利用者から業者に虚偽の情報が提供された場合には、業者は当該情報に基づいて適合性の判断を行うことで足りると考えるべきである」というWGレポートの指摘は示唆に富む。参照、WG・前掲注51)「レポート」46頁。

76) この点は、勧誘をなさず、「販売行為」のみに徹する投資仲介者に、何故私法効を伴う狭義の適合性原則を課すことが「公正」の観点から正当化できるのか、という問いに

なお、私的自治アプローチは考慮に入れず、公正アプローチのみに限定してみると、義務水準が評価ミスを生じさせない水準に適切に設定されている限り、義務対応行為が警告と規定されようと取引拒絶と規定されようと基本的に差異は生じない。私的自治アプローチが基本的に義務対応行為に着目するのに対して、公正アプローチは、義務水準に着目するという相違があることが判明する。

第四節 小括

本章では、金融審議会第一部会が中間整理に至る過程において示された取引ルールとしての狭義の適合性原則の射程を販売行為に及ぼすべきではないことを根拠づけるのは、私的自治アプローチと公正アプローチという異なる二つのアプローチであることを踏まえ、この二つのアプローチから示される懸念事項を回避しつつ、取引ルールとしての狭義の適合性原則の射程を販売行為に及ぼす余地があることを明らかにした。それは、私的自治アプローチからの批判を回避するためには、義務対応行為を「取引拒絶」ではなく「警告」とする狭義の適合性原則を設計すればよいこと、そして、公正アプローチを回避するためには、投資仲介者側の評価エラーの危険が高まらないレベルで義務水準を設定した狭義の適合性原則を設計すればよいこと、の二点であった。また、私的自治アプローチの観点からは、義務対応行為の設計が重要であり、義務水準をどのように設計すべきかの回答は直接的には導けず⁷⁷⁾、逆に公正アプローチの観点からは、義務水準の設計が重要であって、義務対応行為をどのように設計すべきかを直接的には導けないという相違があることも明らかとなった。

いずれにせよ、金融審議会第一部会が示した二つのアプローチをもって、販売行為に際して、投資仲介者にある水準の適合性審査と当該審査結果に基づく一定の行為を私法上一切求める「べきではない」という結論は、少なくとも帰結できないことは明らかとなった。

ㄨ ついても、一定の回答を示すようにも思われる。それは、自らが法定の義務として負担している説明義務の履行に際して収集すべき情報に基づき、追加的負担をさほど伴わずに、かつ、評価を誤る危険をさほど伴わずに履行しうるため、かかる水準の低い義務を課されたとしても、それが直ちに「不公正」であるとはいえない、というものである。

77) もっとも、前掲注 69) で述べた点は、私的自治アプローチにおいても無視し得ないはずであり、この点から、義務水準が規律されていくものと思われる。

おわりに — 次なる検討に向けて —

本稿における分析結果を要約するならば、次のようになる。第一に、平成17年判決を根拠に「勧誘行為」以外には狭義の適合性原則の射程が及ぶことはない⁷⁸⁾と結論付けることはできない。逆に、平成17年判決は、狭義の適合性原則の射程は、当該場面で問題となっている投資者の利益の重要性、その利益の侵害となる行為態様如何によっては、「勧誘行為」以外の局面にも及ぶことを示唆している可能性すらある。

第二に、金販法立法時に示された、狭義の適合性原則を販売行為には及ぼすべきではないとする二つの根拠、すなわち、私的自治アプローチと公正アプローチは、「勧誘販売回避・取引拒絶」の双方を義務対応行為とし、かつ、評価を誤る危険が看過し得ない程度存在する義務水準が設定された狭義の適合性原則を念頭に置いた場合に妥当するものであり、少なくとも、これら二つのアプローチからの問題提起は「警告」を義務対応行為とし評価ミス⁷⁸⁾の危険がさほど生じない義務水準が設定された狭義の適合性原則を販売行為に妥当させることを否定する根拠にはならない。

そして、平成17年判決に関する検討と、金販法立法時の議論状況の検討を合わせるならば、販売行為にも狭義の適合性原則の射程が及ぶ余地がある一方で、そこで設定される義務水準は、勧誘行為に課せられる狭義の適合性原則の義務水準とは異質なものであるべきことの輪郭が浮かび上がる。すなわち、公正アプローチからの問題提起を回避するためには、義務水準を高度化しないことが不可欠であった。これは、平成17年判決における、「市場から排除されるべき者」を「引き込んだ」わけではなく、参加希望を「認めた」に過ぎない行為が何ゆえ不法行為法上の違法性を基礎づけるかに対する一定のありうる回答を示すことにも連なる。なぜなら、高度な注意義務を尽くさずとも簡易な審査さえ尽くしていれば「排除されるべき者」であると容易に判断し得たはずであるのに、その簡易な

78) この点を考慮する上でも、かつての金販法とは異なり、現在の金販法3条2項は、広義の適合性原則を踏まえた説明の履行を求めており、説明義務の履行段階で、当該顧客の属性を把握しておく必要性があり、投資仲介者は、適合性審査を為すための一定の情

審査すら怠り、あるいはその審査結果を無視し、漫然と参加を認めた行為の悪性は、勧誘によって「引き込んだ」悪性と同視し得ないまでも、「余りにも安易に（あるいは不適合であることを認識しながら）市場参加を認めた」という意味で、不法行為法上の違法性あるいは過失がないとは言えないとの法的評価が可能であると思われるためである。このように、平成 17 年判決に関する検討から得られる示唆と金販法立法時の議論状況から得られる示唆は、相互に関連を有しており、販売行為における狭義の適合性原則のありかたを一定の方向に規定していく可能性がある。

しかし、本稿は、「販売行為にいかなる内容の狭義の適合性原則であっても、その射程を及ぼす『べきではない』」とする根拠は最高裁判例及び立法時の議論状況からは見いだせないことを示したにとどまる。したがって、別の理由から、「販売行為にいかなる義務水準及び義務内容であろうとも狭義の適合性原則の射程を及ぼすべきではない」との結論が得られる可能性はなお排除されておらず、また、「販売行為にも（ある義務水準と義務対応行為からなる）狭義の適合性原則の射程を及ぼす『べき』である」とする根拠を積極的に提示したわけでもない。それゆえ、今日的競争型投資市場を踏まえた、「市場志向型適合性原則」の観点から、いかなる義務射程・義務対応行為・義務水準の狭義の適合性原則が、なぜ望ましいといえるかを論証する作業は未だ手つかずで残されていると言わなければならない。

この本格的検証は、本稿における序章的考察を踏まえ、別稿において行いたい。その際、かつての投資市場とは異なる今日の投資市場において、ある狭義の適合性原則を市場に妥当させた場合、それが市場参加者たる投資者・投資仲介者双方にいかなる影響を与えるのか、そして、それが市場全体にどのような影響を与えるのか、また、その影響は、投資者の利益擁護に資するのかが本稿の後に連なる検証における関心事として設定される。

かつての事前調整型投資市場における対面証券会社を前提とせず、今日の競争型投資市場と、新たな投資仲介者であるネット証券会社を考慮した際、狭義の適合性原則をめぐる議論も、説明義務論と同様に、発想の転換が求められている可

、報を保有していることが通常であることは、前述のとおり重要な意味を持つものと思われる。

能性がある。本稿における序章的考察を土台として、今後、考察の歩みを各章へとつなげていきたい。

追記

渡辺正志教授が定年を迎えられ、ご退職になられた。渡辺先生の研究室の隣に着任した大学院の遠い後輩にあたる筆者に対し、渡辺先生は、研究教育両面で数多くのご教示を下さった。

ご退職という節目を迎えられた渡辺先生が、奥様とともに今後末永く、お元気に、お幸せにお暮しになられることを念じつつ、また、渡辺先生から賜ったご教示にいくばくかでも報いることができるよう精進を重ねることをお誓いし、本稿を渡辺先生に捧げる。