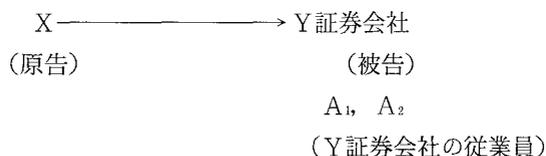


ワラント販売に際し証券会社の不法行為責任が認められた事例

山田 剛志

[事実]



Xは、Y会社の従業員である訴外A₂らの勧誘により、平成2年6月から以下のような新株引受権（ワラント）の取引を始めた

- ①第一製薬ドルワラント10証券 代金額約196万円
- ②青木建設ドルワラント10証券 代金額約195万円
- ③大京ドルワラント10証券 代金額約177万円

上記ワラントのうち、①については、行使されることなく権利行使期間が徒過し、現在では無価値である。なお②については、平成2年7月216万で売却し、21万の利益を上げているので本訴請求の対象ではない。

Xは、主婦業の傍ら、夫の家業（食堂）の手伝いをしていたもので、過去にY以外との証券取引はなかった。その内容も国債や投資信託のような安定的な取引が殆どであった。その後昭和63年秋頃からいわゆるバブル景気に伴う株価上昇により、Xも株式取引に興味を持ち始め、Yとの間で、昭和63年10月20日頃から、株価の低迷する平成2年11月まで株式の取引をした。その取引もいわゆる一部上場の優良企業が対象であり、しかもその取引は、現物取引のみで信用取引は含まれず、全体として、Xの資産形成の意向を反映した手堅いものであった。

その後Xは、A₂らの勧誘により、前記のワラントを購入したわけであるが、その際にA₂らには以下のような証券取引法等の違反行為があった、とXは主張した。

①A₂は勧誘に際し、「ワラントは絶対儲かります。」と述べ、断定的な判断を提供した（改正前証券取引法50条1項1号）。〔断定的判断の提供〕

②A₂は、勧誘に際し、「これで損をしたら自分が責任を持つ。」と述べ、損失を負担することを約した（改正前証券取引法50条1項3号）。〔損失保証の約束〕

③A₂は、ワラントがハイリスクな商品であることを告げずに、「株みたいなものですわ」と客観的事実に反したことを述べた（改正前証券取引法50条1項5号）。〔虚偽・誤認表示〕

④本件ワラントの取引は、発券前のものであるが、Xには目論見書が交付されなかった（証券取引法15条2項）。

⑤A₂は、ワラント販売に際し、日本証券業協会が作成した新株引受権証書説明書を交付せず、取引に関する確認書も徴求しなかった（日本証券業協会・公正慣習規則9号「協会の投資勧誘・顧客等に関する規則」5条）。〔公正慣習違反〕

⑥更に本件ワラントは外国証券であるのに、その契約をせず、「外国証券取引口座設定約諾書」も提出させなかった。（同・公正慣習規則4号「外国証券の取引に関する規則」3条）。〔公正慣習違反〕

⑦A₂は、ワラントのようなハイリスクで難解な商品について、基本的な仕組みや、期限を過ぎたら無価値になるというリスクの説明をしなかった。〔説明義務違反〕

Xは、Yに対しその従業員らの前述の違法な行為により、損害を受けたとして、民法709条及び715条に基づき損害賠償請求をした。

[判旨] 一部認容

「一般に、証券取引は、本来リスクを伴うものであって、証券会社が投資者に提供する情報助言等も経済情勢や政治状況等の不確定の要素を含む将来の見通しに依拠せざるを得ないのが実情であるから、投資者自身において右情報を参考にして自らの責任で当該取引の危険性の有無の程度さらにはそれに耐えう

る財産的基礎を有するか否かを判断して取引を行うべきものであって（自己判断の原則）、このことは本件のようなワラント取引においても当てはまるものといわねばならない。

しかしながら証券会社が証券市場をとりまく政治、経済情勢は勿論、証券発行会社の業績、財務状況等についての高度の専門知識、豊富な経験、情報等を有する一方で、多数の一般投資者が証券取引の専門家としての証券会社の推奨、助言等を信頼して証券市場に参入している状況の下においては、このような投資者の信頼が十分に保護されなければならないこともまた当然である。

以上述べた証券取引の特質からすると証券会社またはその役員もしくは使用人は、投資者に対し当該取引に対する虚偽の情報または断定的情報等を提供してはならないことは勿論、投資者の投資の意思決定に対し重要な投資の危険性について正当な認識を形成するに足りる情報を提供すべき注意義務を負うことがあるというべきであり、証券会社又はその役員若しくは使用人がこの義務に違反して違法な投資勧誘に及んだときは、具体的事情によっては、私法秩序全体から、違法と評価されるべきものというべきである。

本件においてA₂らは、前述の①及び②のワラントを販売する際に、ワラントには権利行使の期間の定めがあると抽象的に告げるにとどまり、ワラントのハイリスク性については、積極的に伝えることがなかった、などの証券会社の従業員に課せられた前記の情報提供義務に違反して、各勧誘行為は、私法秩序全体から見てもいずれも違法なものであって、被告証券会社は、右投資勧誘に応じて本件取引行為を行い損害を被った原告に対して使用者としてその損害を賠償する責任を負うものである。

以上の理を本件について検討するに、①のワラントについては、財産的価値が失われたというべく、③のワラントについても現時点では殆どその価値がないのは明らかである。Yは、②のワラントについて得た利益を損害額から控除すべき旨を主張するが、損益相殺しうる場合に当たらないことは勿論、被害者が不法行為により損害を被ると同時に同一原因により利益を受ける場合にもあらず、被告の主張を受け入れるわけにはいかない。

しかしながら③のワラント取引時には、Xは既に外国新株引受権付証書取引説明書の交付を受けており、またA₂らにより権利行使期間の説明は受けていたのであるから、僅かの努力を払ってさえいけば、ワラントのリスクを認識し

得たといえ、Xにも損害発生について過失があるというべきである。そこで③の取引による損害額の3割5分を減ずるのが相当である。従ってXは、①のワラント取引額の代金相当額、及び③の代金相当額から3割5分を減じた額との合計額の約310万の損害を被ったというべきである。」

[研究] 判旨に一部賛成、一部反対

1. ワラント取引のリスクについて

新株引受権付社債とは、社債権者に新株引受権が付与された社債で、昭和56年の商法改正により設けられた規定である（商法第341条の8以下）。権利者は所定の期間（権利行使期間）内に、所定の条件で所定の数又は価額の新株の発行を請求できるものである。

この新株引受権付社債には、新株引受権を分離できるもの（分離型）と分離譲渡できないもの（非分離型）がある。分離型の新株引受権付社債においては、分離された新株引受権は、新株引受権証券という有価証券に表章され、社債権とは別個に流通する（商法第341条）。

ワラントとは、元々新株引受権自体のことであるが、本件では分離型の場合の新株引受権のことである。この社債から分離したワラントを購入したものは、所定の期限までに所定の価額を払い込んでその権利を行使しないと全く無価値となる。

また所定の額とは、通常はワラント発行時の株価よりやや高めに設定されるから、株価が所定額を超える場合には利益が出るが、所定の権利行使期限までに所定の価額まで株価が上昇しないときは、これを行使又は転売して値鞘を得る機会がなく、当該ワラント取得額全額を損失することになる。このようにワラントは、通常の株式取引に比べその投機性及び危険性は、かなり高い。

前述のようなリスクの高いワラントは、昭和56年の商法改正以前にも存在した。新株引受権を株主に与えて新株を発行する場合に、既に昭和41年改正により、新株引受権を独立した権利として流通させる制度も存した（商法第280条ノ2第1項6号、商法第280条ノ6ノ2）。しかしこの制度は、通常払込額は株式の額面と同じとされてきたので、前述のワラントような損害が生ずるケースはほとんどなかった。

ワラントの売買は現実的には、昭和56年の改正後しばらく分離型は発行され

ていなかったが、昭和60年に日本国内でも解禁となり、昭和61年1月からは、本件のような海外で発行されたワラントの国内販売も許可された。しかしコストの問題や無担保の適債基準の問題等の理由により、昭和62、63年とワラント債の発行はゼロであった⁽¹⁾。その後しかし平成元年からは、活発に発行され始めた。この風潮は、バブル景気の株高と相俟って、一般個人投資家によるワラント購入をも促した。

しかしその後いわゆるバブルの崩壊により株価が低迷し、株価が所定の基準価格に達せず、そのため一般投資家は、転換権を行使せず（払い込みをせず）、又はワラントを転売することもできずにそのまま権利行使期間が徒過してしまい、ワラントが紙切れとなってしまい、投資額全額が損失となってしまったという事件が平成2年以來続出したものである。

2. 証券取引と自己責任の原則

～損失保証及び損失補填に対する証券取引法の規制

本件では、A₃が「これで損をしたら自分が責任を持つ」といっているが、この点は明らかに証券取引法が禁止する『損失補填・損失保証』に該当し、このことは証券市場における「自己責任原則」を危うくするものである。そこで本稿では先ず損失補填とは何かについて検討する。

損失補填と似て非なる損失保証というものがある。損失保証とは、当該取引が行われる前に証券会社が顧客に対して当該証券取引により損害を被ったときに生じる損失の全部または一部を負担することを約束して勧誘する行為である（平成3年改正前証券取引法50条1項3号）。また証券取引において損失が生じなくても顧客の利益が、ある程度に達しない場合に証券会社の財産上の利益を提供する利回り保証も損失保証に含まれる。これに対して損失補填は、このような約束がないにも拘らず、証券会社が顧客との取引の後で証券会社が顧客の損失を補填しあるいは利益を追加するために財産上の利益を申し込み、または提供するもので、事後的な行為である（平成3年改正証券取引法第50条の3第1項2号、同3号）。

ところで改正証券取引法は平成3年10月に成立したものであり、損失補填問題が発覚してから損失補填の禁止のため急遽改正されたものである。従って損失補填がなされた当時は、損失補填は少なくとも違法ではなかった。ではなぜ批判されたかという点、証券会社の市場仲介者としての公平性に欠けたからで

ある⁽²⁾。つまり今回の損失補填は損失を被った投資家全てに損失を補填するのではなく、一部の大口の投資家のみに対して損失を補填または利益の追加をするものであったから、今回の補填行為により証券市場全体に対する内外の投資家の信頼は大きく損なわれたのである。このことは本質的に市場仲介者として仲介手数料をその大きな収入源としてきた証券会社からしてみると、証券市場に対する重大な違背行為であるという意見が強い。更に証券市場において最も基本的なルールは、投資家の自己責任の原則であり、損失補填はこの原則に対しても重大な違反である。なぜなら証券市場における公平な価格というのは、証券取引が損であれ得であれ自分の責任において取引を行うというものであり、この原則が貫徹されていればこそ市場に於ける公平な価格が形成されるからである。つまり損失補填により市場の公正な価格形成機能が侵害されたのである。

このように損失補填行為は証券市場の公正性に対する重大な侵害行為であるが、それでは損失補填は証券取引法が改正される前は規制されていなかったであろうか。確かに法律では規制されていなかった。しかし大蔵省の通達により規制されていた。平成元年12月に証券会社による損失補填が表面化した際に、大蔵省は通達により事後的な損失の補填や利益提供を慎むように証券業協会を通じ証券会社に要請した⁽³⁾。しかしそれにも拘らず大手を中心とした証券会社は通達がでた後も大口顧客に対して補填を続けた。大蔵省は損失補填を禁止する通達を出した後で、さらに損失補填を産む土壌となったいわゆる営業特金（証券会社が実質的に管理・運用する特定金銭信託）を廃止する指導をしていたが、実効が上がらなかったため証券取引法改正で損失補填禁止と同時に、営業特金を禁止した（平成3年改正証券取引法50条1項3号、同4号）。

現在損失補填につき、以下のような2種類の訴訟が提起されている。そのひとつは、損失補填に関する取締役の損害賠償責任（商法第266条1項5号）の問題であり、その責任は、株主代表訴訟（商法267条以下）により、追求される（その代表例は、野村証券損失補填株主代表訴訟第一審判決、東京地判平成5・9・16、金融商事判例928号16頁参照）。これについては、株主の訴えは、取締役の経営判断の範囲内であるとして棄却されている。

他方証券取引法改正前になされた利益保証若しくは損失保証約束の履行を求める訴えのグループも存在する（その代表例は、大和証券損失保証事件第一審

判決、東京地判平成6・3・8、金融商事判例946号22頁参照)。これについては、民法90条及び民法708条の趣旨により許されないとする判決が多い。

3. 証券会社の不当勧誘と損害賠償

～証券取引法50条1号と民法709条

有価証券による取引の損害を、事後的に証券会社が損失補填することは禁止されているが、このことは直ちに顧客の損害賠償の請求を排除するものではない⁽⁴⁾。ではもし証券会社との有価証券取引により、顧客の側に損害が生じ、その損害が証券会社による違法取引によるものであった場合に民法上の不法行為(民法709条及び民法715条)は成立するか。

この点について証券取引法50条1号は、有価証券の価格が騰貴するし、または下落するなどの断定的判断を提供して勧誘する行為を不当勧誘行為として禁止している。この禁止規定は投資家の保護のための行政取締規定である。ここで問題となるのは、行政取締法機違反が直ちに民法709条の不法行為の「違法性」の要件に該当するか否かである。すなわち民法上の相関関係理論によれば、行為の違法性の判断に関しては、被侵害利益の種類と侵害行為の態様を相関的に考慮して決すべきとしているが、その中で取締法規違反も刑罰法規違反や公序良俗違反と並んで侵害行為の態様をなす、とされている⁽⁵⁾。しかし取締法規違反の行為は、必ずしも違法とはならない、とする批判も強い。そこでこの点につき学説及び判例を検討すると、例えば商品取引員の不当勧誘行為を禁止した商品取引所法94条違反の行為による不法行為責任が争われた事例では、取締法規違反の一事を持って違法性を肯定するのではなく、外務員の一連の行為が社会通念上許容しうる域を超えたことにより違法性を肯定している(例えば古くは、東京地判昭和52・3・29や札幌地判昭和55・3・28など)。近年では、外国人女性が商品取引会社の従業員からの違法な勧誘行為により金先物取引において損失を被った事件につき、全体として社会通念上許容される限度を超え、不法行為の成立を肯定している。(東京地裁平成5・8・31、金融商事判例942号29頁)。学説もこの点について基本的には賛成し、河本教授は具体的には、「顧客の投資経験や財政基盤に照らし判断する。」としている⁽⁶⁾。

4. ワラント販売に関する証券会社の責任

～証券会社の不法行為責任に関する最近の判決例

前述のように現在では、いわゆるバブルの崩壊に伴う株価低迷により証券会

社と顧客との間で、ワラント販売に関する訴訟が頻発している。そこでその判決例につき検討を加えた上で、本件の事案を検討する。

ワラントの損害を証券会社に請求した事件で最初に出された判決である大阪地判平成4・6・22は、原告の顧客は、従前から被告証券会社との間で株式取引や投資信託の取引を行っており、被告の担当者は、原告に対しワラント取引の仕組みやリスクをよく説明していたと事実認定した上で、原告の請求を棄却した（判例タイムズ809号165頁）。

また東京地判平成5・5・12も、原告は、被告証券会社と継続して多数の株式ワラントの取引を行い、株価暴落前はその取引のより多額の利益を上げていたこと及び従前の際に既にワラントに関する説明書を交付されていたことを事実認定した上で、原告の請求を棄却した（判例時報1466号105頁）。

他方不法行為の成立を認めて、証券会社の責任を認めた判決例も幾つか出ている。例えば東京地判平成6・2・4は、従来数百万程度の株式投資しかしていなかった原告に対し、被告証券会社の従業員がいきなり1千万以上の株式投資を勧め、本件ワラント購入前に全ての取引を整理した上、必ず値上がりするからといって本件ワラントの購入を勧めたことを認定した上で、証券会社の不法行為の成立を認める判決を下した。しかしこの際に原告には過去に相当な株式取引があったことを認定した上で、過失相殺の法理を準用し総損害額の85%を原告の責任による損害と認めた（判例タイムズ841号271頁）。同様な判決としては、名古屋簡裁判決平成5・6・30は、原告が被告証券会社の従業員の勧めるままに、本件ワラントを購入したが、ワラントに関する説明は、購入後説明書を郵送しただけであった。原告は従前に一度被告証券会社を通じてワラントを従業員の勧めるままに購入したという経験があるが、この事案につき判決は、リスクの高いワラント取引につき説明義務を尽くしたとはいえないとして不法行為の成立を認めた。ただしこの際に原告にも過失があったとして20%の過失相殺を認めた。

なおワラントの購入に留まらず、株式の購入についても株価が上昇すると断定的判断をして勧誘したことが不法行為になるか否か争われた事案で、当該勧誘行為が不法行為となるか否かは証券取引法の禁止する不当勧誘にあたるか否かに留まらず、広く社会通念上外交員に許された勧誘行為を逸脱しているか否かを検討すべきとしている。そのうえで東京地判平成5・5・25は、当該外務

員の勧誘行為は不法行為にあたらないとしている(判例タイムズ851号265頁)。

これらの判決を総合すると、取締法規違反で直ちに違法性ありとはいえ、顧客の投資経験や財政基盤に照らし判断するという前述の学説の理が妥当しているものといえよう。

そこでこれらの検討をふまえた上で本件の事案を検討すると、本件Xは、従前約3年にわたりYとの取引を継続している。しかしそれは、国債や投資信託などのほかせいぜい優良株式を現物で取引していたに留まる。その事実からおよそ自ら主体的に判断し、積極的に証券投資を行っていたとは認めがたい、とする。判決はそのうえで、このような人物に対しワラントという商品がハイリスク・ハイリターンであり、権利行使の期間定めがあることを抽象的に告知するだけでは必要な情報を提供したとはいえないとする。従って3件のワラント取引のうち利益を上げた一件は別として、他の2件のうち1件については、全額の賠償を認め、他の1件については、その取引以前に被告から説明書の交付を受けていた点を斟酌し、35%の過失相殺を認めたものである。

本件は、証券会社の違法な勧誘行為により投資家に損害が発生した場合に、不法行為の成立を認めそのうえで個別の事情に基づき過失相殺を認めるという判決のうちの一つであるが、その法理は妥当であるが結論は一部賛成できない。確かに原告は、ワラントに対する取引についてはあまり知識はなかったが、過去において株式の取引を継続しており、株式には、値下がりの危険性があることも承知していたと考えられる。本件では確かに①の取引の際には、ワラント取引をよく知らないという事情が考えられるが、③の取引では、Xは事前の①及び②の取引からワラントの性質を理解し始めていたことが伺え、私見では、不法行為は成立しないものと解する。更に①の取引についてもA₂の勧誘行為には違法性が認められるとはいえ、Xの側でも自己責任の原則に基づいて自分からワラントの取引について確認するなどの行動をすべきにも拘わらず、その点を怠ったことにより過失相殺が認められるべきである。なお本件のような事例では、株式取引により利益が出ている限りは、顧客の側に不満はないのであるが、本件のように有価証券の価値が暴落して顧客に損害が発生したときにトラブルとなるのであり、利益が出ている限りは証券会社まかせという顧客の姿勢にも問題があるといわざるを得ない。

(注)

- (1) 岸田雅夫『会社法入門』（日本経済新聞社、1994年）247頁参照。
- (2) 田中誠二「金融・証券不祥事の法的改善策の研究」（『金融商事判例』907号、6頁以下参照。）なおその他の文献でもこの点についての言及がある。例えば堀口亘「法改正に至る経緯と全般的考察」（『金融商事判例』907号、13頁以下参照。）等が挙げられる。
- (3) 「証券会社の営業姿勢の適正化及び証券事故の未然防止について」（平成元年12月26日、蔵証第2150号）
- (4) 松井一郎「ワラント取引につき違法な投資勧誘があったとして証券会社に対する損害賠償請求が認められた事例」（『金融商事判例951巻44頁』）
- (5) 加藤一郎『不法行為・増補版』（有斐閣）132頁以下参照。
- (6) 河本一郎「証券・商品取引の不当勧誘と不法行為責任」『商事法の解釈と展望』（有斐閣、昭和59年）488頁参照。

なお不当な投資勧誘に対する諸外国の立法例としては、アメリカでは不当な投資勧誘を詐欺禁止規定として、1934年証券取引所法 [Securities Exchange Act] 15条C項Iで一般的に規定し、これにより、SEC規則15C1-2以下で具体的に規制している。ドイツでは、投資仲介業者の投資勧誘に関する責任として一般私法的な [allegeine-zivilrechtliche] 目論見書責任について判例法が確立している。

[参考文献] 本文に引用したもののほか

田中誠二・堀口亘『全訂コンメンタール 証券取引法』

神崎克郎『現代法律学全集証券取引法』

吉川 純「証券業者の不法行為責任」『裁判実務体系16』402頁以下。

大武泰南「証券会社の勧誘行為と不法行為責任の有無」（『金融商事判例』962巻41頁）

山下友信「証券会社の投資勧誘」『証券取引法体系』319頁以下。