

## 1 取引開始の経緯

(1) 原告が旧野村證券京都支店で有価証券取引を始めたのは、原告から同支店に電話があり、被告Aにおいてその対応をしたのがきっかけである。被告Aは、原告から、株式を保有しているが下がって損をしている、これを売って外国債券に乗り換えようと思うがどうかとの相談を受けた。被告Aは原告の保有銘柄を尋ねたが、原告はみておくと述べてその場では答えなかった。

(2) その後、被告Aの方から原告に電話して、原告の保有銘柄をいくつか聞き、その値上がり見込についてはあまり有望ではないと思うとの意見を述べ、当時旧野村證券で扱っていた外国債券の利回り等の案内をしたところ、原告は、被告Aに対し、本当によいと思うかと聞いたため、被告Aは特によいとは思わないと述べると、原告は、本当によいと思うものがあれば案内するように述べた。そこで、被告Aは、あらかじめ訪問する日時約束をした上、最初の電話から2週間ほどして、原告方を訪問した。

(3) 被告Aは、原告方において、本件ファンドの商品説明及び商品の勧誘をした。被告Aは、原告から、それまでに取引引きしていた証券会社の預かり明細を見せてもらったが、銘柄数は10ないし15銘柄程度で、時価にして2000万円から3000万円と推測された。また、原告は、旧野村證券の関連会社が運用する投資信託で損をしている旨述べ、その受益証券説明書を示したこともある。

## 2 原告の属性

(1) 原告は、保険代理店を営んでいる夫の手伝いなどにより、税金の青色申告で専従者扱いとなっている旨主張するが、甲43、44に照らし信用できない。

(2) 原告は証券取引の経験はあるが、証券会社の営業マンに勧められ、リスクの少ないものを少額ずつ買っていたにすぎない旨主張するが、上記取引額からいっても、岡三証券株式会社（以下「岡三証券」という。）に外国証券の取引口座を有していたこと、ユニバーサル証券株式会社（以下「ユニバーサル証券」という。）との取引は外国債券が組み入れられた投資信託であったことからして、失当である。

## 3 本件ファンドについての義務違反について

### (1) 適合性原則違反との主張について

ア 大蔵省証券局長通達「投資者本位の営業姿勢の徹底について」（昭和49年12月2日蔵証第2211号）は法的拘束力はないし、日本証券業協会の規則（公正慣習規則1号ないし9号等）は、証券業界の自主ルールにすぎない。これらが証券会社と個別の顧客の私法関係を直接規律するものではない。

イ 本件ファンドのために原告が用意した資金5000万円については、5年間解約できないことを承知で原告が契約していることからすれば、余裕資金であると被告Aが考えたとしても合理的である。

ウ 本件ファンドは、私募形式であって少人数の投資家に対してのみ販売されたものであるが、法人投資家のみを対象としたものではないし、投資信託の種類としては株式型の投資信託であるということも特別の商品ではない。しかも、平成7年当時、国内の経済情勢は活況とはいえず、それに比して経済成長率の高かった韓国に対する投資を有望と考えたのは、当時の一般的な経済動向予測であって、被告Aが原告に対して、投資対象に高い利回りの韓国の公社債と韓国のベンチャー企業の株式を含んだ本件ファンドを推奨したについては理由があるし、それ以前から外国債券に興味があった原告が本件ファンドを買い付けたのは、原告自身がこれを有望であると考えたからである。分散投資をする投資信託であることからも、ことさらリスクが高いというのではなく、個人投資家には一般的に適合しないとはいえない。

### (2) 説明義務違反との主張について

ア 被告Aは、本件ファンドについて、韓国が経済成長のまっただ中であって、インフレ抑制のため高金利政策をとっており、債券の利回りが10ないし13パーセントになっていること、投資対象に現地のベンチャー企業の株式を含めて投資する私募投信の形態をとるため、通常日本人にはできない債券投資が可能となること、そのベンチャー企業投資が最大25パーセントになること、米ドル建てであるため、為替リスクがあること、5年間は解約ができないことを説明し、その上で、リスクはあるが現地の公社債の高利回りが狙えることを述べて投資勧誘をした。

イ 原告が本件ファンドを購入する意向を示したため、被告Aは、平成7年10月17日、原告方を訪れ、同月16日作成の本件ファンドの目論見書の概要案

(乙18)を交付した。本件ファンドは外国証券であるから、その取引をするためには、まず「外国証券取引口座設定約諾書」(乙19。以下「約諾書」という。)の作成が必要になるが、被告Aは、平成7年10月17日、この約諾書の書類と共に目論見書の概要案(乙18)、「私募外国投資信託の購入に関する確認書」(乙17。以下「確認書」という。)用紙、転売制限に関する告知書(乙20)及び「コリア・ディベロップメント・ファンド」への投資に関するご注意を原告方に持参して、約諾書と確認書の作成を求めた。被告Aが、約諾書は外国証券の取引をするときに一般的に必要な  
となる書類であり、確認書は本件ファンドのリスクの確認書であることを説明したところ、原告は約諾書についてはその場で作成して被告Aに交付したが、確認書については内容をよく読んでから作成すると述べて、その日は作成交付をしなかった。被告Aは、同月24日、原告からの連絡により、原告の署名押印した確認書を受領した。

ウ 原告が本件ファンドの買付を決めた時点においては、本件ファンドの目論見書はそもそも作成されておらず、その交付もしていなかったが、被告Aは約1時間半ほどの時間を掛けて面接して本件ファンドの運用内容及びそのリスクについて話をし、原告からの質問にも答えて説明した。

原告が本件ファンドの推奨を受けたのが平成7年10月初旬であり、上記の経過からして、仮に正式な目論見書の交付が買付の後になったとしても、それで説明不足ということにはならない。

#### 4 THK株式会社についての義務違反について

##### (1) 取引経緯

ア 被告Aが、原告に対し、THK株式会社についての投資勧誘を初めてしたのは、平成7年10月24日、25日にTHK株式の売出があった際、電話によりなしたものである。その際、被告Aは、THKが半導体の製造装置を作っている会社であること及び売出株の取引の利点(買付手数料が不要で、売出の値段が時価より少し安いこと)を述べたが、原告は考えておく旨述べただけであった。

イ 平成7年10月31日、野村総合研究所から、THK株式の値上がり見込について非常によい情報が入ったため、被告Aは原告方を訪れ、THK株式の値動き及び同社の内容、業績が書いてある資料(乙5)を持参し、20分ほど話をした。

被告Aは、同日原告から3000株の買付注文を受けた後、同株式が店頭登録株であることを説明することを失念し、買付注文を執行するときに、当時店頭登録株の取引をする際に必要であった店頭取引に関する確認書を徴求していないことに気づいたが、総務部門の従業員に対応を尋ねたところ、一兩日中に徴求できればよいということであったため、注文の時了解を得た値段が変わることを慮って、原告の買付注文を執行した。

そして、被告Aは、同日4時ころ、原告方を訪問し、本件株式が店頭登録株であることを述べて、店頭取引に関する確認書の作成を求めた。原告は、店頭登録株は危ないのではないかと尋ねたので、被告Aは、店頭登録株が上場株と比較して規模の小さい会社が多く、売買高も少ないため、値動きが大きくなるというリスクはあるが、THKが有望な企業であるためよいと思うと述べた。原告は、確認書要旨の記載を読み上げるよう被告Aに求めたが、被告Aは、この書類が顧客自身で読んで確認してもらうよう上司から指導されていることを述べて原告自身で読むよう述べたところ、原告は、その場で書類に目を通して、署名捺印をし、乙7を作成した。

ウ 被告Aが、平成7年11月2日、THK株式が値上がりをしていることを述べてその7000株の買い増しを勧めたところ、原告は1200万円程度であれば資金があることを述べ(この点からも、原告に余裕資金があることが分かる。)、4000株の買付注文をしたものである。

エ その後、本件株式は値下がりしたが、被告Aは、原告に対し、月1回程度、本件株式の価格、その後の値動きの見込等について連絡していた。平成8年5月ころには、THKの業績の予想が下方修正され投資判断が変わったため、被告Aはそのことを原告に知らせ、時間はかかるが回復を待つように述べた。ところが、平成9年1月末には、THKと旧野村証券の間に株の取引についてトラブルが発生し、その後THK自体もパリバ投資顧問と対立するなどしたことから、被告Aは、そのたびにそうした情報について速やかに原告に報告し、株価が値下がりしているのを売るかどうかを原告に打診したところ、結局、原告も本件株式の先行きに見切

りを付けたのである。

(2) 適合性原則違反との主張について

ア 社債は電力債でも地方債でも店頭取引の形態で取引されているものであり、取引態様が店頭取引であることによって、特に投資家に不利益ということはない。

イ 店頭銘柄一般について、店頭取引確認書を徴求することが廃止された（店頭特則銘柄を除く。なお、THK株式は店頭特則銘柄ではない。）のも、店頭市場の整備を背景として、当時既に店頭市場が一般投資家にとって身近になっていたことを示すものである。

ウ 原告の資力、投資指向、投資判断力等に照らし、本件の推奨行為が原告に適合的でなかったなどということはない。

(3) 説明義務違反との主張について

上記(1)の説明の経緯からして、説明義務違反ということはない。

(4) 証券取引法50条1項1号の断定的判断の提供の禁止義務は、個々の投資者の保護を趣旨とするものではなく、市場の価格形成の公正を図るものである（そのことは、同法が損失補填を禁じていることから裏付けられる。）。

第3 争点に対する判断

1 争点(1) (旧野村証券ないし被告Aの義務違反の有無)

(1) 原告の属性

ア 原告は中学校卒業の主婦である。

原告の夫Cは、食料品卸と保険代理店を営み、その所得は、200万円代から500万円代であった。Cの営業に関し、原告は青色申告の専従者となっている（甲48の1ないし8）。

イ 証拠（原告本人〔1回目〕、甲15、16、47、調査囑託の結果〔その書証化が乙3、4〕）によると、原告の証券取引の経験としては、岡三証券について昭和61年以降取引があり（最後の購入が平成3年11月22日、日本石油株式会社5000株、478万6514円）、ユニバーサル証券については平成7年の1回の購入に止まっていること、これら取引は、日本火災海上分（Cが代理店を営む保険会社の1つ）、日本石油分（息子の就職先）など、個人的縁故関係による購入が少なくなく、特にリスクの大きい銘柄はみられないこと、取引開始の時点においてこれら証券の取扱額は1000万円程度に止まることが認められる（被告A本人〔1回目〕は、10～15銘柄、時価2000万円～3000万円であった旨供述するが、これを裏付ける証拠はない。）。

(2) 原告と旧野村証券の取引開始の経緯

証拠（原告本人〔1回目〕、被告A本人〔1回目〕）によると、以下の事実が認められる。

ア Bが、旧野村証券以外の証券会社にドイツ銀行株を持っており、その証券会社から保管料を請求された。Bは、ドイツ銀行株の株券がどこにあるか知らなかったため、原告にその所在を当該証券会社に聞いておいてくれるよう頼んだ。原告が当該証券会社に電話してそのことを尋ねたところ、日本では旧野村証券が窓口なのでそちらに尋ねてほしい旨言われた。そこで原告が旧野村証券京都支店に電話をしたところ、被告Aが出た。その機会に原告は、被告Aに対し、保有株式が下がっている旨述べた。被告Aが銘柄を尋ねると、原告は調べておく旨述べて即答はしなかった。被告Aは、ドイツ銀行株券の問題への回答と、株式の問題の相談に対応するため、原告の電話番号を確認した。

イ その後、被告Aの方から原告に電話して、ドイツ銀行株券問題について回答した上、原告から保有銘柄をいくつか聞き、その値上がり見込についてはあまり有望ではないと思うとの意見を述べ、当時旧野村証券で扱っていた外国債券の利回り等の案内をしたところ、原告は、被告Aに対し、本当によいと思うかと聞いたため、被告Aが特によいとは思わないと述べると、原告は、本当によいと思うものがあれば案内するように述べた。そこで、被告Aは、あらかじめ訪問する日時の約束をした上、最初の電話から2週間ほどして、原告方を訪問した。

ウ 被告Aは、平成7年10月初旬ころ原告方を訪れ、本件ファンドの商品説明及び商品の勧誘をした。

(3) 証券会社が投資家に対して負う義務について

投資は一般的にリスクを伴うものであるから、投資家は、自己が購入を決定した商品の価額変動については、基本的に自己責任で処理することが原則であ

る。

しかしながら、具体的取引状況によっては、投資家において意思決定のための資料を十分に有していないことがあり、一方証券会社は専門家として豊富な情報を保有しているのであるから、特に証券会社側で勧誘を行う場合には、リスク及び損失について具体的に説明する義務を負う場合がある。そして、そこで考慮すべき要素としては、投資家の取引経験、証券会社において購入を勧誘する商品の知名度及びリスク等が挙げられる。

そして、いわゆる適合性原則等については、それがただちに法規範として妥当するとはいえないが、上記説明義務の内容を確定するために参考になるものということができる。

#### (4) 本件ファンドの取引について義務違反の有無

ア 取引経緯（原告本人〔1, 2回目〕, 被告A本人〔1, 2回目〕）

(ア) 被告Aは、平成7年10月初旬ころ、原告に対し、本件ファンドについて、韓国がインフレ抑制のため高金利政策をとっており、債券の利回りが10ないし13パーセントになっていること、ベンチャー企業投資が含まれていること、米ドル建てであるため、為替リスクがあること、5年間は解約ができないことを説明した。このとき、リスクの問題としては主として為替リスクが話題となり、被告Aはリスクについては現地の公社債の高利回りが狙えるから対応でき、8パーセント台から14パーセント台の利回りが期待できる旨述べて、投資勧誘をした。

ベンチャー企業が含まれること自体は確認され、被告Aはそれが必須であることは説明したが、その具体的危険性については、原告が理解しているものと考え説明していない。

(イ) 原告が本件ファンドを購入する意向を示したため、被告Aは、平成7年10月17日、原告方を訪れ、同月16日作成の本件ファンドの目論見書の概要（乙18）、約諾書（乙19）、確認書（乙17）用紙、転売制限に関する告知書（乙20）を原告方に持参して、約諾書と確認書の作成を求めた。被告Aが、約諾書は外国証券の取引をするときに一般的に必要な書類であり、確認書は本件ファンドのリスクの確認書であることを説明したところ、原告は約諾書についてはその場で作成して被告Aに交付したが（乙17によれば、約諾書の受入日付も同日となっている。）、確認書については、その日は作成交付をしなかった。被告Aは、同月24日、原告からの連絡により、原告の署名押印した確認書を受領した。

確認書2項には、「当社／私は、「Offering Circular（目論見書）」、「英文目論見書の概要」、「『コリア・ディベロップメント・ファンド』への投資に関するご注意」及び「（転売制限に関する）告知書」を受取り、当ファンドの商品性格とリスク、換金制限について十分理解して投資いたします。またファンドの内容及びそのリスクについても十分承知しております。」との記載がある。

#### イ 検討

(ア) 上記(1)イ認定によれば、原告は、証券取引経験はあるものの、回数もさほど多くはなく、また、銘柄的にも家族の縁故関係の有名企業が中心であるなど、経験豊富とはいえず、岡三証券とユニバーサル証券の取扱額は1000万円程度であったものである。

(イ) 取引の開始については、原告側も株価が下がったことに伴う運用の改善を図っていた点が認められるが、具体的な銘柄の選定は旧野村証券側にて行っている。

(ウ) 本件ファンドは一口5000万円と大口である。

上記(1)ア認定のCの収入に照らしても、余裕資金であるとはいえない。

(エ) 本件ファンドの英文目論見書の概要（甲28）には「投資家は、受益証券の購入、保有または処分に関して、国籍、居住地または住所を有する国の法律上の要請、税務上の取り扱いまたは外国為替管理について、自ら調査することが望まれます。」「日本においては本ファンドは証券取引法に従って少人数の投資家に販売されます。」「（3頁）、「原則として法人投資家に販売されます。」「（10頁）とされている。また、確認書の作成名義欄の不動文字は、「社名」、「代表者又は担当者」であり（上記ア(イ)記載のとおり、本文には「当社／私は」との記載もあるが）、法人の機関投資家を本来的顧客層としていることが明らかである。

(オ) 以上のとおり、原告は取引経験が豊富とはいえず、一方、本件ファンドは、高額で、長期拘束を伴い、為替リスク、株価変動リスクのあるもので、法

人の機関投資家を本来的顧客層とするリスクの高いものであると共に、一般に知られたものではないから、証券会社である旧野村証券側は、その危険性について具体的に説明する義務を負う。

ここで、譲渡制限や買戻制限については被告側から交付された書面(乙17, 20)にある程度記載があり、為替リスクについては被告Aにおいて説明していることが認められるが、為替リスクを公債の利率で回避すると説明したのか社債の利率で回避すると説明したのかすら明確でなく、また、ベンチャー企業特有の株価変動のリスクについて十分な説明がされたと認めるに足る証拠はない。

(本件ファンドの目論見書の概要案〔乙18〕6頁には、「韓国のベンチャー・キャピタルは、韓国の初期段階にあり、将来のある中小企業の発行する債券や株式に投資します。」「本ファンドの投資対象には、市場の価格変動のほか、投資有価証券に付随するその他のリスクがあり、本ファンドの投資の目的が達成されるという保証はありません。本

ファンドの投資家は、投資有価証券の市場価格が変動するものであり、従って本ファンドの純資産価格が変動するものであることを、承知して下さい。」との記載があるが、一般的なものに止まっており、本件ファンドが主として想定している法人投資家において理解可能であるとしても、原告においてこれから具体的なリスク及びその理由が判断できるとは認めがたい。)

(カ) そうすると、本件ファンドの取引について説明義務違反を認めざるをえない。

(5) THK株式の取引について義務違反の有無

ア 取引経緯(乙11, 原告本人〔1回目〕, 被告A本人〔1回目〕)

(ア) 被告Aは、平成7年10月24日、25日にTHK株式の売出があった際、原告に対し、電話で、THKが半導体の製造装置を作っている会社であること及び売出株の取引の利点(買付手数料が不要で、売出の値段が時価より少し安いこと)を指摘して、同社の株式の購入を勧誘したが、原告は考えておく旨述べただけであった。

(イ) 平成7年10月31日、野村総合研究所が、THK株式の値上がり見込について有望であるとの分析を示したので、被告Aは、いわゆるアポなしではあったが急遽原告方を訪れ、THK株式の値動き及び同社の内容、業績が書いてある資料(乙5)を持参し、半導体について世界的に不足が予想されることから有望であることなど、20分ほど話をした。

被告Aは、同日原告から3000株の買付注文を受けた後、同株式が店頭登録株であることを説明することを失念し、買付注文を執行するとき、当時店頭登録株の取引をする際に必要であった店頭取引に関する確認書を徴求していないことに気づいたが、旧野村証券総務部門の従業員に対応を尋ねたところ、一両日中に徴求できればよいということであったため、注文の時了解を得た値段が変わることを慮って、原告の買付注文を執行した。

そして、被告Aは、同日午後4時ころ、原告方を訪問し、本件株式が店頭登録株であることを述べて、店頭取引に関する確認書の作成を求めた。原告は、店頭登録株は危ないのではないかと尋ねたので、被告Aは、店頭株が上場株と比較して規模の小さい会社が多く、売買高も少ないため、値動きが大きくなるというリスクはあるが、THKが有望な企業であるためよいと思うと述べた。原告は、確認書要旨の記載を読み上げるよう被告Aに求めたが、被告Aは、この書類が顧客自身で読んで確認してもらうよう上司から指導されていることを述べて原告自身で読むよう述べたところ、原告は、その場で署名捺印をし、乙7を作成した(乙7には受入日平成7年10月31日との印が押されている。)

(ウ) 被告Aが、平成7年11月2日、THK株式が値上がりをしていることを述べてその7000株の買い増しを勧め、原告は、これに応じて、4000株の買付注文をしたものである。

(エ) その後、THK株式は値下がりし、原告からは被告Aに、売った方がよいのではないかと述べたが、被告Aは、アナリストに問い合わせたところ投資判断に変更はないとのことであったため、そのことを連絡した。原告に対し、月1回程度、本件株式の価格、その後の値動きの見込等について連絡していた。ところが、平成8年5月ころには、THKの業績の予想が下方修正され投資判断が変わったため、被告Aはそのことを原告に知らせた。

平成9年1月末には、THKと旧野村証券の間に株の取引についてトラブルが発生し、その後THK自体もパリバ投資顧問と対立するなどしたことが

ら、被告Aは、このころから株価が値下がりしているのを売るように原告に勧め（「100円になる」と言ったと認めるに足りる証拠はない。）、原告は結局THK株式を売却するに至った。

イ 検討

(ア) 原告が取引経験豊富といえないことは、上記(1)イ認定のとおりである。

(イ) THK株式は店頭登録株であり、必ずしも一般に知られたものではない。

また、一般的には、相対売買であること、市場性が薄いことにより値段が大きく変動するリスクがあるといえる。

(ウ) 原告は既に一口5000万円の本件ファンドを購入している。

(エ) 以上によれば、証券会社である旧野村証券側は、原告に対し、THK株式の危険性について具体的に説明する義務を負う。

ここで、ア認定の事実を照らせば、被告Aにおいて、1回目の買付を基準とすれば事後的になったという点で問題はあるものの、店頭登録株の危険性について過不足なく説明したものと評価できる。原告は、本人尋問（1回）において、何ら具体的な説明はなく店頭株との言葉も全く聞いていない旨供述するが、甲20とも矛盾し、採用できない。

また、THK株式の値動きについての被告Aの予測はずれたというよりほかはないが、証券会社側の説明すべき情報については、契約時の状況から合理的に予測できる範囲であることを要するが、それをもって足りるところ、被告Aの説明が、当時の状況を前提として不合理であったと認めるに足りる証拠はない。

2 争点(2)（被告らが責任を負う場合、原告に賠償すべき損害の額）

(1) 原告の本件ファンド関係の損失は、購入額との差額833万8437円である。

ただし、原告は、8パーセント台から14パーセント台の利回りを期待したということであるが、いかに取引経験が乏しいとはいえ、当時の状況の元において、そのような高い利率が得られる可能性がある取引には、反面リスクが伴うことは予測すべきであり、この点について3割の過失相殺をすべきである。そうすると、583万6906円となる。

(2) (1)を前提に、弁護士費用としては60万円を相当因果関係ある損害と認める。

3 以上によれば、原告の請求は主文の限度で理由がある。

京都地方裁判所第2民事部

裁判官 本 吉 弘 行