

リテール顧客向けデリバティブ 関連商品販売における民事責任 — 「新規な説明義務」を中心として—

公益財団法人 日本証券経済研究所
金融商品取引法研究会

リテール顧客向けデリバティブ関連商品販売における民事責任 —「新規な説明義務」を中心として—

(平成 26 年 7 月 30 日開催)

報告者 青 木 浩 子
(千葉大学専門法務研究科教授)

目 次

I. 最近の裁判例の傾向	2
1. 銀行・ヘッジ・スワップ	5
2. 証券・投機・仕組債	8
3. その後：「銀行完勝」の波及	12
II. 「新規な説明義務」	14
1. なぜ販売業者は説明する義務を負うか	15
2. スワップ事件、仕組債事件に見る「新規な説明義務」	15
3. どのように説明義務の範囲を画するか(その1)消極的な方向	20
4. どのように説明義務の範囲を画するか(その2)積極的な方向	21
III. 主体・客体・取引	26
IV. 東京地方裁判所プラクティス委員会第三小委員会 「金融商品に係る投資被害の回復に関する訴訟をめぐる諸問題」	27
討 議	28
報告者レジュメ	53
資 料	67

金融商品取引法研究会出席者(平成26年7月30日)

報告者	青木浩子	千葉大学大学院専門法務研究科教授
会長	神田秀樹	東京大学大学院法学政治学研究科教授
副会長	前田雅弘	京都大学大学院法学研究科教授
委員	飯田秀総	神戸大学大学院法学研究科准教授
〃	加藤貴仁	東京大学大学院法学政治学研究科准教授
〃	川口恭弘	同志社大学大学院法学研究科教授
〃	神作裕之	東京大学大学院法学政治学研究科教授
〃	黒沼悦郎	早稲田大学大学院法務研究科教授
〃	藤田友敬	東京大学大学院法学政治学研究科教授
〃	松尾健一	大阪大学大学院法学研究科准教授
〃	松尾直彦	東京大学大学院法学政治学研究科客員教授・弁護士
〃	山田剛志	成城大学法学部教授
幹事	萬澤陽子	専修大学法学部講師・当研究所客員研究員
オブザーバー	永井智亮	野村証券常務執行役員 兼チーフ・リーガル・オフィサー
〃	荻野明彦	大和証券グループ本社執行役員経営企画部長
〃	田島浩毅	三菱UFJモルガン・スタンレー証券法務部長
〃	三森肇	日本証券業協会自主規制本部副本部長
〃	高良美紀子	東京証券取引所総務部法務グループ課長
研究所	増井喜一郎	日本証券経済研究所理事長
〃	大前忠	日本証券経済研究所常務理事
〃	安田賢治	日本証券経済研究所事務局長

(敬称略)

リテール顧客向けデリバティブ関連商品販売における 民事責任—「新規な説明義務」を中心として—

神田会長 定刻になりましたので、始めさせていただきますと思います。お暑い中、お集まりいただきましてありがとうございます。

本日は、金融商品取引法研究会の第2回目の会合になります。この研究会は、司会は、私と、お隣の前田先生で交互にさせていただきますと思いますが、私が次回に報告をさせていただく関係で、前回に引き続いてで恐縮ですが、本日の司会を私が、次回を前田先生ということにさせていただきます。

まず最初に、人事異動等に伴いましてオブザーバーに変更がございますので、簡単にご紹介させていただきます。

まだおいでになっていないようですけれども、金融庁総務企画局の市場課長が田原さんになられまして、今後、田原さんがオブザーバーとして参加されると伺っております。

三菱UFJモルガン・スタンレー証券法務部長の田島さん。

それから、東京証券取引所総務部法務グループ課長の高良さん。

日本証券経済研究所のほうも交代がございまして、理事長に増井さん、常務理事に大前さんがなられました。今後は増井理事長と大前常務理事にご出席いただくことになります。

皆様、よろしく願いいたします。

本日は、委員の皆様方は、海外にいる方もおられるので、16名中12名がご出席ということで、まだお見えでない先生が1人いらっしゃいますけれども、始めさせていただきます。

既にご案内のとおり、本日は、千葉大学の青木先生から、「リテール顧客向けデリバティブ関連商品販売における民事責任—『新規な説明義務』を中心として—」ということでご報告をしていただきます。

よろしくお願いいたします。

[青木委員の報告]

青木報告者 レジュメ1件と、添付論文が全部で7本、「添付論文の配付資料一覧」という1枚物をつくっていただきましたけれども、お手元にご覧いただけますでしょうか。

きょうは、先ほど神田先生がおっしゃってくださったように、「リテール顧客向けデリバティブ関連商品販売における民事責任」という題でお話しさせていただきます。

I. 最近の裁判例の傾向

この問題につきましては、レジュメの1枚目にグレーの網がけをしている平成25年3月7日の最高裁判決、これは金利スワップ契約をヘッジ目的で銀行が中小企業と締結した際の銀行の説明義務が問題となったものですが、この最高裁判決を頂点といたしまして、最近いろいろ判決が出ています。日本だけではなく世界的にも、2008年9月のリーマンショックを契機として金利や為替相場が予想外の動きをしましたが、同じような商品を世界中で売っていたため、比較法的にも興味深い様相を呈しています。

もっとも既に紛争としての旬は過ぎています。というのは、問題となったのは為替リスク関係の事件が多いので、円ドルで見ますと、それまでの4年間続いた円高傾向が背景になって訴訟が起こっていたわけですが、2012年11月以降のアベノミクスの金融政策により、一転して円安基調になって一息ついた顧客が多かった。また、2008年のリーマンショックの時点にすでに損害は出ていたので、訴える人は既に訴えているし、様子見していた人は3年の時効が来てしまったという感じで、ADRにせよ訴訟にせよ、件数自体は少なくなっているようです。

とはいえ、こういう投資損失の問題は繰り返し発生するものです。これまでもデリバティブ関連商品による投資損失が問題となった、例えばバブル崩

壊直後の1990年代のワラント、あるいは2000年代前半のE B債が問題となっています。

今回は何が特徴的かということ、金商法時代になって、銀行が顧客に投資商品を売るようになったということが一番目立つ特徴かと思われます。もちろんスワップ、デリバティブは、別に金商法（の仲介業規定の導入）をまつまでもなく売れるといえばそうですが、今まで投資商品を積極的に売ってこなかった銀行が顧客（投資商品にあまり慣れていない場合が多い）に売るようになったということが大きな違いと思われるわけです。

また、監督官庁が販売の前後にわたって非常にしっかり監督していたことも従来との大きな違いと思われます。

更に、金商法とは直結しませんが、弁護士の数が非常にふえたので、顧客側の訴訟活動が非常に活発であったということも言えるかと思います。

そういう中で最近の裁判例として重要と思われるものを、主に説明義務の観点から取り上げてまいりたいと思います。

なぜ説明義務かですが、レジュメの14ページに「配布資料以外の参考文献等」として挙げている中の下から2つ目の「金融機関による説明義務・適合性の原則と金融商品販売法」を、2009年に本研究会で山田先生が発表されたときに、「投資損失を争う場合、錯誤とか公序良俗違反とか、いろいろ請求の方法が考えられるが、不法行為に基づく説明義務違反あるいは適合性原則違反というのがよく使われる」とおっしゃっていました。また、新規な説明義務というのはなかなかおもしろいものなので、取り上げる値打ちがあるろうということです。

最近の訴訟で目立ったのは、リテール向けデリバティブ関連商品について、今までそんなことを要求しないのに何で今更そういうことを言うのかなと思うような事項について説明義務ありと主張することです。業者はそんなことは当然説明してないわけですから、業者に責任があるという主張につながります。

今までにないような事項というのは何かということ、例えば、顧客の取得し

た商品の時価、理論価値、清算価格、最大損失額、解約清算金、そういうものの数値自体、数式や算定の根拠、代入する数値、を説明しろ、そういったものでした。

数値を言えぐらいならまだ対応できそうですが、算定方法を説明せよとなると、実際問題として不可能なので、その物を売ることを禁止するに等しいと思われるわけですが、そういうことを要求するようになったということです。

全体に、顧客側代理人がそういう新規な説明義務があることを前提とする主張をし、下級審裁判所にはそのような主張を認めるものもぼつぼつあったのですが、結局、上級審で覆されることが続いています。

新規な説明義務を認める下級審の理由もですが、上級審の破棄あるいは取り消しの理由にも、いずれも突っ込みどころが多く、全体として解釈が安定しているとは言いがたい状態にあるように思われます。

「新規な説明義務」として目立つ例として、レジュメ1ページ目の(1)「銀行・ヘッジ・スワップ」、2ページ目の(2)「証券・投機・仕組債」とありますが、この2つのタイプを取り上げたいと思います。なぜこの2つを選んだかと申しますと、前者のスワップは、金融商品の損害賠償請求で最高裁が自判したおそらく初めての例です。差し戻しの例ならば今までもありますが、自判は見いだすことができず、この点からも影響が強く検討から外せないとおもわれます。

その一方で、銀行によるヘッジ目的のスワップというのは、説明義務を考えるに当たって事例として典型的とは言いかねるものです。なぜかという、先ほど申しましたように、銀行が投資商品を積極的に販売することは今までになく、販売するにあたって、ちょっと腰が引けているというか、スワップ契約についていえば、露骨な投機目的ではなく金利リスクや為替リスクをヘッジするため締結するということでした。また、顧客も、投機商品に投資したことがないとか、仮にあっても当該銀行とはそういう取引をしたことはないという例が多いわけです。

このように、いくらデリバティブ商品販売といっても、そもそも（商品リスクを）説明するとか理解するといった次元にあるとは言いがたい節があるわけです。また「新規な」説明義務といっても、「伝統的な」説明義務の内容が確立しているわけでもない。「説明」うんぬんよりはむしろ、優越的地位の濫用とか、「ヘッジ不適合だから説明不十分」といった理由づけのほうが、恐らくこのような状況にはなじみやすい把握でないかと思われるのです。

比較の対象として証券会社の仕組債販売を取り上げた理由は、これは高裁判決までしか出ていないのですが、典型的な投機的商品販売の例と言えますし、顧客にそれなりの投資経験もあり、売る業者も相当注意しているので、「新規な説明義務」を考えるに当たって考えやすいし件数も多いことから併せて参照する次第です。

1. 銀行・ヘッジ・スワップ

まず、「銀行・ヘッジ・スワップ」のほうから見てまいりたいと思います。

平成 25 年 3 月 7 日の最高裁判決は、先ほど申し上げたように、金融商品投資損失に係る事例の破棄自判例ということで画期的ですが、その原審判決は、平成 23 年 4 月 27 日に福岡高裁で下されました。事案はレジュメ 1 ページの下にある注 1 に要約してございますけれども、もうちょっと具体的にご説明します。

実は私、最高裁判決が出て（追記：予想外に差戻しでなく自判であったため訴訟記録を確認したいと思い）1 週間ぐらいで最高裁に訴訟記録を閲覧しにいこうとしたら、「もう第 1 審に返してしまいました」と言われ、この 1 審が大牟田だったので九州まで長崎経由で見に行ったのですけれども、そのおかげで（判決記載の事実にはない）訴訟記録の内容を現地で体感できました。

原告は九州島原の地元老舗のパチンコ屋さんです。パチンコ業界は非常に厳しいらしく、本州から来たチェーン店に押され気味、息子もいるのだけど会社代表者として統率していたのは 70 歳ぐらいのおばあさんでした。原告

は、既にメインバンクはあるけれども、大牟田から来たメガバンクの銀行員に「貸し付けするので改装しましょう」「ついては金利スワップをつけませんか」と、そういう売り方がされたということです。金利上昇に備えた形の金利スワップ契約を結んだところ、見込みが外れて低金利が続いてしまい、毎回毎回のスワップ契約上の支払いが目に見える形で大きく嵩んだという事例でした。

この事例についての福岡高裁は顧客請求を過失相殺4割の上で認めました。この程度の過失相殺での一部勝訴ということでデリバティブ訴訟を専門にする顧客側弁護士さんたちは非常に力を得、類似の訴訟の受任に向けいろいろ宣伝活動をするほか、日経新聞などにも繰り返し記事が載りました。もっとも先ほど申し上げましたように、この種の損失はリーマンショックが主因なので、2009年には損害が発生しているのですが、その時点でADRで解決するものは解決する、我慢する人は（市況が変化すれば支払わなくてもよくなるので）様子見するといった調子で、2011年に福岡高裁判決が出たときには解決するものはある程度解決済みの状態にありました。

レジュメの6ページの表をごらんください。新規な説明義務の対象と理由について書いてあります。上が金利スワップ、下が仕組債となっており、金利スワップは高裁と最高裁と分けて書いてあり、高裁で原告である顧客側が何を言っていたかを要約しています。表の左側に①から③ですが、①は、解約清算金の算定方法を言わなかった。②は、先スタート型と先スポット型の利害得失をちゃんと説明しなかった。③は、ヘッジ目的に照らして支払い固定金利が妥当なことを説明していない。そういうことを問題とし、高裁が認めたのです。その根本的な理由は右に書いてありますが、一口で言えば、情報格差があるのに説明しないのはけしからぬということです。

ところが最高裁は、高裁が認めた①から③の全てを、こういうことについて説明義務はないとあっさり否定した上で自判しました。自判すると、説明義務とは何かを言わなくてはいけないのですけれども、そのことについて余り規範を明確にしないで判断してしまったので、のちのち困っているという

ことです。

表の左側の最高裁のところに「積極」、「消極」とあります。「消極」は説明義務はないというつもり、「積極」は、どういうときに説明義務はあるかというつもり判示の要約です。「積極」とあるところで、この銀行は、基本的な仕組みや金利、金利が一定未満ならば融資のみより金利支払いが多くなることを説明しているから、説明義務を果たしていると最高裁は言っています。

果たしているという理由については、右に書いてあります。下線部分のところですが、「金利変動にのみ左右され構造原理が単純で、企業経営者なら理解可能」という、このフレーズは、この最高裁のさわりの部分としてよく引用されるものですが、そういうことを言った上で、本件の説明は十分であると言ったのでした。

ただ、このフレーズの上のほうに但し書き的に、「前記事実関係によれば」とついているものですから、最高裁判決の射程は一体どこまで及ぶかが問題となったわけです。

レジュメ1ページの下のほうを見ていただくと、「射程・規範の抽出がむずかしい」とある、すぐ下にわくがあります。また、配付資料の3、「固定金利と変動金利を交換してその差額を決済するという金利スワップ取引に係る契約における銀行の説明義務」という判例評釈があります。これは東京高等裁判所の加藤新太郎という、事実認定論等で有名な判事の方がお書きのものです。

実は私は、割合早い段階で「射程なんかわからない」みたいな評釈を書いて、もっと真面目にやれとか、射程を画さないで一体何の評釈だとかのお叱りを受けたのですが、わくの中の④で加藤新太郎判事も、「事例判決であるから射程には限界があるが、同旨ないし類似の事例については同様に解すべきことになろう（青木評釈と古田評釈の中間といったところか（ママ）」と言っておられます。③の古田さんというのは弁護士の方です。加藤判事でもそういうふう流してあるので、やはり射程を読むことはプロ中の

プロでも難しいのだなと思った次第です。なにしろ「類似」とか「一定のケースにつき」といった不確定概念が随所に使われているのですから。

実は他の小法廷で同年3月26日に同様の事案につき似た判決が出ています。いずれも個別意見がなく、文章もまるきりと言っていいぐらい同じなので、調査官室で「原審のこれはちょっと問題でないか」という意向が強かったのではないかとされます。しかし、射程がわかりにくい上、民集でなく集民に載っており調査官解説は出ないということで、最高裁判決をどう扱うかについて下級審で相当問題となることも当初から予想されたものです（追記：伊藤正晴＝上村考由「最高裁民事破棄判決等の実状（下）」判時2225号17頁（2014）は本件の説明として「デリバティブ取引の中には、企業関係者にとって正確に理解することができないものも多いといえるが、本件の金利スワップ取引は将来の金利変動の予測が当たるかのみによって結果の有利不利が左右される基本的な構造ないし原理自体が単純な仕組みのものであって、企業経営者であれば、その理解が一般に困難なものでないといえる。このような取引に係る契約を企業経営者が締結する際の説明義務の内容としては、原審の説示する内容は、従前の裁判例の傾向を逸脱しているものように思われる。」「本判決は、事例判断ではあるが、デリバティブ取引における説明義務の有無、内容につき最高裁が判断を示したものとして、実務上参考になるものと思われる。」とある。「新規の説明義務は過激すぎ」くらいが反歌となろうか）。

実際に下級審でどういうふうに踏襲されているか、この最高裁判決が影響しているかについては後ほど見ますけれども、事例判断というぎりぎりの扱いというよりは広く適用される傾向にあるようです。以上が金利スワップの話です。

2. 証券・投機・仕組債

次に、レジュメの2ページ、「証券・投機・仕組債」について見てまいりたいと思います。こちらはスワップと違い、地裁・高裁という組み合わせで

す。公表された事例ベースですが、スワップよりも件数はずっと多いので、研究するときにも、同じ商品、具体的には私はE C O債という、富裕層向けエクイティリンク私募債を調べました。銘柄を固定すると、似通ったお客さんということになり、比べやすいからです。

先ほどの平成 25 年金利スワップ最高裁判決が出たことが相当影響していると思いますが、全体的な傾向として、東京地裁で新規な説明義務を認める判決がぽつぽつ出ていたのですけれども、それが東京高裁でバタバタ覆されるとというのが、去年から今年にかけての傾向です。

どういう新規な説明義務を、これらの裁判所がどのような理由で認めたあるいは否定したかについて、レジュメの 2 ページ以下、あるいは 6 ページの表に整理しました。

新規な説明義務を認めた判決としてよく知られているレジュメ 2 頁の平成 24 年 11 月 12 日の東京地裁判決の裁判所は、判決小見出しに「元本を償還しないことにする仕組み」とするなど、はじめから当該商品に極めて悪い心証をもっていたものようです。この判決のあらまは、まず第 1 に「本件仕組債にはオプションの売りが組み込まれている」というところから始まります。ここが大事で、オプションが組み込まれているのに、オプションについて説明してないじゃないかという論理をとるわけです。高裁はそこが違ひまして、(オプションを組み入れていても) オプション取引に係るリスクを特に説明する必要はない、しょせんこれは債券だと議論しており、地裁とは大きく異なります。

地裁のほうに戻りますと、まず第 1 に、これは法律的にもオプション商品だということ、第 2 に、業者と顧客との格差からして、証券会社は一般投資家に対してオプション勧誘するに当たって説明義務を負うのである。レジュメ 2 ページに「金融工学上の評価手法」とありますが、具体的に何かというと、6 ページの表の①「金融工学上のリスク評価手法の基礎となるボラティリティに基づく確率計算の方法」、②「参照対象株式のボラティリティの数値」、③「予測される元本毀損の程度」、これらを説明せよと言うのです。そ

の法的根拠として「これを怠ったときは、金販法4条、信義則上の説明義務懈怠として民法709条により賠償責任を負う」と言っております。

次に、高裁のほうを見ていきたいと思います。

レジュメの2ページと6ページの表を見てください。まず2ページ目の真ん中から下ぐらいに、(1)「説明義務は当該顧客が自己責任の下に合理的判断を下し得たかで決定される」。そして、大事なのは、ログインをする確率の予測である。その確率の予測に当たって、①から④の事項を業者は説明している。したがって、本件には説明義務違反はないという認定及び判断をしているということでもあります。

これだけだとよくわからないので、レジュメ3ページ2行目に「上の高裁類似の裁判例」とあり、これは具体的にはレジュメの4ページの④「東京高裁判平 25.11.14」で、同じ裁判長によるのですが、この判決の理屈はさらに立ち入ったものであり、おそらくは上の判決にも及びそうな内容です。そこで何が言われているかということ、「ボラティリティとか想定された損失額について、原告の顧客のほうは説明義務を怠ったと主張している。しかしながら、将来の為替レートを正確に予測することは困難である。また、ボラティリティというのは、正確性、信用性についても一定の限界がある。その説明をしたからといって、将来の為替レートを正確に予測できるものではないのである」と。そこまではついていけますが、次が悪い、「(したがって) ボラティリティについての説明がなかったからといって、説明義務の違反があったと解するのは相当とは言えない」と。つまり、確実に将来のことがわかるわけではないから説明は要らないということです。これは幾ら何でも筆が滑ったのだろう(追記: この論法でいけば、金販法その他でリスク(フランク・ナイトの不確実性とリスクとの区分を引くまでもなく、リスクとは、何げどのような発生確率で起こるかわかるけれども、将来どうなるかは確実でない状況を指す)について説明させていることがおかしいということになりかねない)と思いますが、とにかくも、そういう理由づけがされているということです。

地裁と高裁とを比べると、地裁のほうはちょっと履行できそうもないようなことを説明せよと要求する一方、高裁は妙な理由づけの上で業者のプラクティスでよいですよと言っています。コメントに窮するのですが、恐らく地裁も高裁も、余り理論的な野心はないのだらうと思います。つまり、説明義務とは何かを真面目に詰めようとか、仕組みの重要部分とは何かをきちんと定義しようとか思っておらず、恐らくは結論が先行しており、それを疑念の余地なく理由づけたかっただけではないか。具体的には、地裁では「こんな商品は禁止すべきだ」という結論が先にあり、そのため十分過ぎるほどハードルの高い説明義務をバシバシと設定したのでないか。だから、裁判所の判示を研究した上で販売を再開しようと思っている業者からすれば、とんでもないことを言っている裁判所だということになるのではないかと思います。

逆に高裁のほうは、恐らく審理の過程で「パンフレットや業者の陳述からすれば、これは結構わかりやすい商品ではないか。まして、本件のようなハイスペックの顧客がわからないなんて、どうも嘘っぽい。業者の実務追認で結構じゃないか」という心証をもち、その直感を根拠づけるため、説明義務が満たされている理由を縷々書いたのだけど、余り金融に詳しいわけでもないから、つい不用意なことを書いたということではないかと思われるわけです。

こういう状態ですと、後の裁判所は非常に困りそうですが、幸い、最初に申し上げたように紛争自体が減っているので、スワップ事件に限れば、仮に結論優先、理由は後づけ的な処理をしていても（そしてその理由が多いに問題含みでも）、さほど不都合をきたさないかもしれません。

しかし、応用事例、後ほど具体例を出しますが、エキゾチックオプション、その中でもかなりハイレベルな、例えば経路依存型とかになってくると、直感的に実務追認をすとか、逆に初めから敵対的にたたき潰すといったやり方でよいのかなという気がします。

また、デリバティブではありませんけれども、説明方法が確立している伝

統的な株式社債とは違う新しいもの、例えば投資信託の説明義務について、こんなことまで説明するのかという事例が出てきていることを考えると、やはり難しい問題がまだまだあると思われるわけです。

今回のスワップや仕組債に関する裁判例は、「銀行完勝、証券完勝」ととらえる向きもあるようですが、それゆえ「新規な説明義務は認められない」で終わりとしては恐らくいけないのであり、いろいろ考える必要がありそうだとということです。

3. その後：「銀行完勝」の波及

説明義務、特に新規な説明義務についていろいろ考える前に、先ほど少し申しました最高裁判決が後の下級審にどのように影響しているかについて、レジュメの3ページから4ページにかけて事例を挙げて紹介しております。

事例と申しましても、どれが最高裁判決を意識した下級審の判決かというのは、なかなかわかりません。恐らく射程が読みにくいということもあると思いますが、明白に最高裁を引用するということをなかなか判決中で明らかにしてくれません。

第一法規データベースでは各判決につき連想判例という項目があって、各判決の判決日のある程度以降の連想判例は影響を受けている可能性があると考えられます（アメリカのデータベース LEXIS のシェパード機能に似ている）し、おそらく裁判官も参考としていると思われる。

金利スワップ最高裁の連想判例で最高裁判決以降の判決は2件で、レジュメ4頁の①と②です。それから、先ほど、最高裁は「金利変動にのみ左右され構造原理が単純で、企業経営者なら理解可能」といったフレーズを用いると申しましたが、これに酷似するフレーズを使っているものを、私自身でデータベースから探しました。それが③と④です（追記：②と③は同じ事件です）。

これらの事案を見ますと、最高裁判決がどの程度まで拡張されているかがわかるだろうということです。ただ、事案違いといっても、最高裁は説明義務違反を認めないということを行ったわけです。ですから、違う事実が説明

義務を認めない方向に働く事実であれば、ある意味、当たり前で最高裁判決の拡張とまでは言えないでしょう。そこで説明義務違反を認めやすい方向での事案違いの部分に十字マーク（＋）をつけております。

具体的にどういうものがあるかという点、①については、非対称3倍レバレッジ、ノックアウト条項つき。最高裁はプレーンバニラなわけですから、かなり難易度が高く、説明しろという雰囲気かと思われまます。

②は、最高裁のほうはメインバンクではなかったけれども、こちらはメインバンクが売ったということで、メインバンクだったら少し気をつける（説明義務が重くなりそう）ということが言えそうです（追記：満期も10年と長い）。

④は、（追記：①と同様）非対称3倍レバレッジ・ノックアウト（追記：本件満期は3年5ヶ月）というもので、どちらかという点説明義務を認めやすいだろうなという事案違いなのに、下級審では最高裁とよく似たロジックを使って、顧客の請求を認めなかった。要するに、説明義務違反なしというふうにしたということです。

ただ、一概にどんどん拡張しているかという点、各事案をよく見れば、説明義務違反を認めにくい方向の事案違いも併存しています。たとえば①では、最高裁の事案がそうであったような銀行ではなく証券会社がこういう商品を買ったとなっていますが、銀行の場合に比べて、どちらかという点証券会社はお客さんのほうもよくわかっているんじゃないか、商品は難しくなっているけれども、証券会社が、しかもよく慣れた顧客に売っているんだからというところで、説明義務を認めるべきか否かにつき、プラスマイナス両方向の事案違いがあるので、一概に最高裁よりも緩く説明義務を認めるというわけではありません。ともあれ、最高裁の事案にはない要素を持つ事案に最高裁のロジックを当てはめている例があるということには間違いがないと思います。

他方、レジュメ4ページから5ページにかけて（ii）として書いてある箇所ですが、最高裁判決が出た以降は顧客請求は全て門前払いかという点、そ

うではなく、特に適合性原則違反で攻めれば案外勝っています。最高裁判決によりリテール向けデリバティブ商品に関する訴訟の雰囲気は確かに変わったけれども、負けっ放しかというとそうでもないと思われるわけです。

II. 「新規な説明義務」

今度は、説明義務の中の特に新規な説明義務について検討したいと思います。レジユメの5ページをごらんください。

最初の囲みのところに、「ここ20年ぐらいにお客さんに対する説明についての常識が逆転するということはないか」といった、挑発的な問題提起が書いてありますが、私自身は、そこまではないだろうと思っています。ただ、現状そのままかという、恐らく実質逆転と言っていいほど、ハイマージンの商品とか、隠れたリスクのある商品が売りにくい情勢になっていくことはあり得ると思っています。

なぜそのように厳しくなっているかという、要は状況の変化だと。今までは投資商品というのは余裕資産をハイリスク商品に投資し、長い目で見れば勝ったり負けたり、ひどい商品、下手な説明で損が出て、損失補填するなり何なりして相場が右肩上がりの中で埋め合わせは大体ついた。仮に運悪く資産を失っても、社会保障が充実していて年金で食べていける世の中だったと思うのです。

でも、今は、年金が危ない、自分たちで備えろということが言われており、まず安全に、その限りでお得な運用をと考える人がふえている。そういうところに、今までのような調子で売っていたら、やはりひんしゆくを買うだろう。イギリスでも過去にそういうことがあったのですけれども、そういう人向けの商品に関しては、異例に厳しい義務が業者に課されるということなのだろうと思います。全ての領域でそうなるとは思わないですけれども、相当に重要な部分について、今よりも透明性や低マージンが求められる状況になりつつあるように思われます。

1. なぜ販売業者は説明する義務を負うか

レジュメの5ページをごらんいただくと、(1)「なぜ販売業者は説明する義務を負うか」。これは抽象的な話ですが、法律上の根拠や民法学説などについて、簡単にまとめました。

法律上の根拠については、過去の山田先生のご報告にもありましたが、民事効の問題をはじめとして、なかなか難しいけれども、業規制その他の存在が全く無意味ではないことについてはコンセンサスがあるかと思います。

また、民法理論ではいろいろなことが言われるわけですが、実際の事案に当てはめると、人によって随分違って、結果もばらばらです。私は資料2の論文に「裁判官だけで考えていることには限界があり、古今東西の知恵に学ぶと言えば大げさかもしれないが、金融庁監督指針には情報が反映されているので、あれを一通り参照すれば、判決の内容も俄然よくなるし、判決同士の矛盾も減るだろう」ということを書いていますが、裁判所でどの程度考えてくださっているかはわかりません。弁護士は最近監督指針を随分と参照しているようです。

2. スワップ事件、仕組債事件にみる「新規な説明義務」

レジュメ5ページの(2)「スワップ事件、仕組債事件に見る『新規な説明義務』」ですが、規範的理由として情報格差を持ちだすこと自体には余り異論はないでしょうが、実際にやらせてみると、原審は格差が甚だしいからよく説明しろと言うし、上級審のほうは、いやいやそれほど難しくないと言うという具合で水かけ論になりがち、余り抽象度の高い規範を提示しても生産性が低いと思ったりするわけです。

そこで、説明義務の範囲を画すに当たって、どういう考え方が特に最近あるのかにつきもう少し具体的に、レジュメ8ページに「どのように説明義務の範囲を画するか(その1)消極的な方向」、9ページに「どのように説明義務の範囲を画するか(その2)積極的な方向」というふうに紹介しています。

その前に、ちょっと脱線させていただきたいと思います。レジюме7ページに「(脱線/試論)」と書いてありますが、結局、新規な説明義務として何が求められているかなのですが、詰めると最大損失と理論価値、あるいはこれらに関連するものが求められているようなのです。そして、そういう要求自体はさほど荒唐無稽なものでもないと思われます。というのは、レジюме7頁上部にあるように、最大損失については監督指針で数値の提示が求められています。理論価値についても、市場または店頭デリバティブについては取引残高報告書で定期的に示すことが求められています。以上をデリバティブ関連商品にそのまま類推するのはちょっとあり得ないと思う一方で、こういった事項の開示は全く例がないわけではないし、最大損失とか理論価値が顧客に有益だということ自体は余り疑いのないことではないかと思うのです(追記:説明義務内容として求められる中で優先順位が高く、顧客の投資判断における有用度がとくに高いのがこの2点であり、他の技術的な情報(レジюме6頁の仕組債に関する地裁判決の①②など。③は最大損失の趣旨かと思われる)よりも優先順位は高いと思われる。顧客にとって、最大損失は資産全体の関係で当該投資をどの程度してよいか(たとえ確率的に低くとも投資損失が実質的にも無限大の場合には投資自体を控えることもあろう)の判断に有益であり、理論価値は当該投資についての業者マージンがどの程度かを知ることによって商品間(なおマージンが当初投資額の例えば50%にわたる場合、期間全体での収益率が100%を上回らねば元本割れするので、そもそも投資を控えることもあろう)の投資効率を比較する際に有益である。なお両数値は全く無関係ではなく、投資判断に用いられるという点で共通するが、その内容および目的は大きく異なる)。

先ほど述べましたように、開示請求がだんだん厳しくなる傾向があるとするならば、場合によっては業者のほうから積極的に開示してしまったほうがいいのではないかと考えられますが、どう開示したらいいのか。顧客側の弁護士さんが新規な説明義務として求めるのは、やたらに攻撃的というか、そんな説明は不可能と思われるようなものもあったのですが、もう少し現実

的な内容なものを説明しようとするならばどうしたらいいか、どういう問題があるかを考えてみたいわけです。

訴訟では顧客側の弁護士さんが、最大損失や理論価値につきヴァーリックとかアップフロントといった鑑定業者さんの鑑定書をよく提出していますので、そういうコストや時間自体は大変なことではあるけど、テクニカルにはできないことではないように思われるのです。

ただ、問題は、シミュレーションのためのモデリングをすると、仮定を相当置かざるを得ないのです。ですからこれを罰則を伴う法令で強制することは、モデリングをする人を大変こまった立場に置くことになると思います(追記：最大損失や理論価値は事実というよりは評価であり、その数値が実際の経済変動下で破られる(たとえば最大損失 50 としたところ 60 の損失が出る)ことを絶対に避けたいなら非現実的な仮定を置かざるを得ないこともあり、その場合、最大損失や理論価値が理論的にはあり得るが実際的ではないものとなることもあり得る)。

実際、後ほど申し上げますけれども、アメリカでは去年、ドイツでは今年から、公募仕組債について発行会社と販売会社のマージン(追記：上の二者との関係でいえば理論価値に近い)を開示させております。その根拠は法令ではなく、アメリカは SEC の口頭指導、ドイツは自主規制の形でやっています。数字をつくる側にかなり融通を認める形でやっているようです。

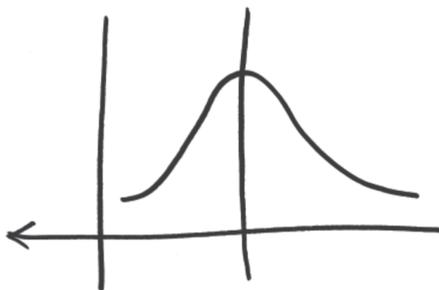
それでは、具体的にどうやって開示したらいいか。さきほども申しましたように、最大損失額と理論価値というのはどういうふうにしたらわかるかです。レジユメの 8 ページの確率分布の図は、イタリアチェーンレストランのサイゼリヤがデリバティブで大きな損失をだしたという件がよく知られていますが、そのサイゼリヤのスワップ契約のポジションの理論価値をシミュレーションしたものです。

サイゼリヤは主にオーストラリアから原材料を輸入しているので豪ドル建てのリスクが怖いということで、豪ドル為替リスクをヘッジしようと考えたわけですがけれども、思ったより円高が続き、そういうヘッジをしていなかった

た同業他社との比較で苦しくなった。しかしそれだけではなかったのです。もう1つ、サイゼリヤのスワップ契約の内容がレジメ7ページの下のほうに書いてありますが、円高のまま推移したときの支払条件がガーンと一挙に増える内容となっていたのです。なぜそういうことになっているかという、一口に言えば、そういう顧客負担の可能性があればその分、契約当初の交換レートや何やで一见魅力的な数字が提示できるわけです（追記：見かけ条件の好転の原資は、顧客側のオプションの売りの形であてられることが多く、このオプションの行使条件が成就し行使された場合に顧客が毎回の支払を負担に思うこととなる）。しかしそういうことを口で言ってわかるかという、なかなかわからないと思うのです。

確率分布は、こういうふう（図1参照）に普通は左右対称ですが、条件を好転させるため顧客オプション売りをさせたりすると典型的にはこういうような（図2参照）、左が顧客の損で、右が得ですけれども、得は上限がある一方、損のほうはこのように裾野が長いラインを引くことが、よく見られることです。

（図1）



（図2）



要するに、得が出るほうは上限がある。損のほうは、低い確率ながら、円高が続くとこんな大きな損失が出ることもあるのだということを、このような図（追記：レジメ8ページの図の最小値が最大損失、最大値が利益最大の場合を示す。そうなる確率がどの程度かの参考となるよう95%、99%水準のVaR値も提示されている。なお最頻値（もっともそうなりやすい層の値）

はプラスとなっており、このスワップの顧客ポジションの期待値は(業者マージンがとられる以上、当然ながら) マイナスながら、実現するケースはむしろプラスとなる場合が多いと当初予想されていた(反面、損失が出た場合の損失額が全体として大きいわけだが)) を見せて説明したらいいのではないかと思うのです(なおオプションの損失は無限大などによくいわれますが、実際には満期もありますし、商品構造上、最大損失額を確定値の形で示すことができる商品もあります(このシミュレーションでは為替レートに仮定を置くことで最大損失額を有限としています))(追記:理論価値はこの図からは一見してわかりにくいですが、この表の右にある項目中の平均値(値を積分したもの)がそれにあたり、ゼロとの差が業者マージンである。前述したようにマージンが当初投資額の50%にも昇るような場合には投資しないという形で理論価値情報が役立つであろうが、業界標準的なマージンが徴収されるにすぎない場合は、理論価値情報の重要性は最大損失額のそれほどではないのではないか)。

このやり方はシンプルでわかりやすいというメリットがあります。組成商品でも単純商品(単品のオプションなど)でもできますし、プレーンバニラだろうとエキゾチック(追記:EKO債はノックインやノックアウトといった条項や、発動条件(指定銘柄の一部ないし全部が規定値を下回り、それが回復しない場合)のナレーションだけでもくらくらしますが、それが全体として投資家に何を意味するのかが直感的にわかる)だろうと、長期だろうと短期だろうと、みな同じように処理ができるので、説明に余り頭を悩ますことがないと思われるのです(追記:「解析解が出せる場合にあってシミュレーションを使う必要はないと思われるがそれでよいか」といった疑問については、業者の説明上の裁量の範囲で判断すればよい)。

デリバティブの説明義務に関しては自動車の喩えがよく使われます。「車を運転するには、別にエンジン構造を工学的に知らなくても、交通法規とアクセルとブレーキがわかっているだけでいい」というようなことですが、新規な説明義務と言うときに、顧客側主張はいわば「ブレーキの構造を事故に備

えて説明しないのが悪い（説明できないなら売るな）」というような場合がなきにしもあらずであったように思います。

一般顧客の投資判断に十分であろう内容や方法で、しかも現実的な説明内容・方法は何かを考え、かつ、先ほど申したように仮定の設定についての合理的な裁量を業者に与えることを配慮した場合の1つの方法として、このような図と数値とを利用するのがいいのではないかと考えているのです。ごく試論なので、お聞きおきいただければと思います。

3. どのように説明義務の範囲を画するか（その1）消極的な方向

それでは、本論に戻ります。レジュメ8ページの（3）「どのように説明義務の範囲を画するか」で、まず消極的な方向について、資料5で松尾先生のご論文、資料4で福島良治さんという方のご論文を配付しています。福島論文は、新規な説明義務に対しては技術的にこういった理由で難しいので認められない、という形でよく引用される論文です。

松尾先生の論文は、説明の目的を示した上、時価評価額の概念に係る説明や変動要素といった細部についての説明は、通常は不要と述べておられます。それから、原価とか収益の開示を義務づけるのは、司法の原則に反するという規範論を述べておられるということです。

福島氏は、銀行で商品を組成してセールスマンに渡す仕事をするトレーダーさんたちを統括する立場におられる方ですが、まず第1に、レジュメ8ページですが、いろんな数字をよこせと言うが、実際にその数字どおりになるものでもない。これはどうも先ほどの仕組債高裁のロジックに影響しているのではないかなと思うのですが、とにかく余り投資判断の役に立たないのではないかとおっしゃるわけです。第2に、算定が困難である、手数料と簡単にいうが、それはきちんと法令に書けるよう定義できるか、ということで、それは確かにそうだと思うのです。ほかに、実際に特に手数料について法令が要求しているところではないということもおっしゃっています。

レジュメ9ページの「そのほか」には以上のほかに私が思いつくこと等を

書いています。また、実際の販売説明書を2冊、回覧のためにこれからお返しします。これはノックイン条項つきの日経平均株価指数連動債の昨年秋に出た販売説明書ですが、これを見ると、大変難しい。字も小さく、老眼ではきついのですが、とにかく読みにくい。ここにいらっしゃる先生方はこういう仕事をなさっているから、わかってしまうので困るのですけれども、普通の日本人にはまずわからないと思います。ここにもっと書き足せというのは、それ自体ナンセンスと私は思うのです。

なお、松尾先生にしても、福島氏にしても、新規な情報の開示をおよそ認めないというほど否定的なものでなく、やり方を選べば認めないでもないという感じでもあるのです。

4. どのように説明義務の範囲を画するか（その2）積極的な方向

そこで、新規な説明義務を認めることについてポジティブな方向についてどんな材料があるか、レジュメ9ページ以下で見てまいりたいと思います。

まず第1に、業法（公法）違反が説明義務の範囲を画する基準としてどうかということがあります。これは山田先生が2009年に報告されたところで、業法で範囲を全部画するというにはならないけれども、指針ぐらいにはなるだろう。ただ、それだけでは決まらないということです。

金融庁OBも「裁判所が余り無邪気に監督指針をマークするみたいな感じになってしまうと、金融庁が指針改正を非常にしにくくなるのでやめてほしい」という趣旨のことを書かれていますし、実際に、今ある指針の迅速さや強力さが失われれば元も子もないので、指針を丸コピーするのは確かに問題でしょう。しかし、指針にも確認的な内容や創設的な内容とかいろいろあるので、もともと怪しからんことを確認的に書いたと解される場合まで適及的に適用してもいいのではないかと思います。一律に割り切れる問題ではないのだから、ある程度頭を使って柔軟にやればと思うわけです（追記：とにかく、裁判官が自分だけで考えるよりはベターでしょう）。

続いて海外事情です。レジュメ9ページから10ページにかけて裁判例と

規制例が書いてあります。まず裁判例ですが、リーマンショック以降、スワップや何かでも同じような事件が各国の裁判所にかかっている、顧客側の弁護士さんたちが日本の法廷にドイツや韓国やインドやイタリアの判決を翻訳して持ち込んで、大変にぎやかでした。

ただ、彼らが絶対に持ってこない国の例があって、それはイギリス判例です。イギリスの銀行販売ヘッジ目的スワップ事件は数は少ないのですが顧客がことごとく敗訴しています。レジュメ9ページの下に Green & Rowley 事件が代表例として引用してありますが、どうも勝てない。なぜかという、全体として見るならば、イギリスは行政が非常に強く事前事後を通じ顧客保護のためよく機能しているのです。ドイツや韓国はそうではないらしく、ドイツの BaFin というのは余り機能してない、韓国の方に聞いても、そういうのは機能してないということです。イギリスはよくやっていて、ヘッジ目的スワップについても ADR ではないのですが、それに類似する顧客救済手段をとっています。だから、司法の側にもハーマスミス判決のような下手な介入をしたらよくないという自制が働くのではないかと思われ（が、これは証明が難しく、指摘する記述すら見出し得ていません）。

日本の状況は、全体的にドイツや韓国よりも、むしろイギリスに近いと私は思っています。事前の監督や事後の ADR による救済が、ドイツや韓国とは比べものにならないほど強く、イギリスよりも日本のほうがむしろいいのではないかと思うぐらい、しっかりしている。しかも、海外では、バブル状態のときに量・質ともに日本よりひどいものを売っていたので、よく引用されるドイツ最高裁判決や韓国の判決はずいぶん乱暴と思われる判決ではありますが、ああいうので司法がバチバチやっているとバランスがとれないということではないかと思われるのです。逆に日本の司法がドイツや韓国みたいなことをすれば、いくら何でもやり過ぎとなるように思います。

次に、レジュメ 10 ページの規制ですが、これはなかなかわかりにくいです。

まず第 1 に、リテール公募仕組債について、組成会社と引受会社の両方に

業者マージンを開示しろということになっており、去年の秋からアメリカで、ことしの5月からドイツでやっております（追記：米国については資料2で紹介しているが、ドイツ資料は入手できていない。

<http://www.bloomberg.com/news/2014-05-02/german-structured-note-issuers-start-adopting-price-transparency.html>）。

この開示強化のきっかけはリーマン関係の仕組債の破綻というので信用リスクの問題ではないかと思われるのですが、どういうわけか業者マージンを開示しろという話になった。しかし、ルールをつくるのは難しいから、アメリカはSECの非公式な形での指導、ドイツは銀行協会が誘導してという形で行っております。

もう少し抽象度の高い規制例としては、レジュメ 10 ページの上のほうですが欧州で金融商品市場指令（MiFID）の改正版 MiFID 2 が今年 6 月に出ている、ストラクチャード商品についてドイツの目立つ判例などがあるので、それなりに規定しているということです。でも、困ったことに、具体的にどうなのか、隠れたリスクとかマージンとかの開示義務があるかということ、その肝心の点はまだ関連法規が完成していないということでわからないのです。私ではわからないので、レジュメ 10 ページの注 13 にあるように、ドイツ人の信用できる人に聞いたところ、恐らく開示は要求されまいということです。指令にはいろいろなことが書かれてはいるが、いざ開示を要求するまでのことはないだろうということです。

次に、レジュメ 10 ページの「近隣領域における説明義務の例」です。株式社債といった典型的な金融商品とは違う、新しい商品ということだと、資産金融型証券や貯蓄型保険が考えられます。これらはデリバティブではないけれども、キャッシュフロー調整商品だということではデリバティブとの共通性もあります。具体的には投資信託が代表的なもので、中でも毎月分配型の投資信託に非常に人気があります。年金生活者は生活費として毎月定額を払ってもらうのが大好きということで、よく売れたのですが、このタイプの投資信託について説明義務が問題となりました。

これはレジュメに引用した東京地裁判決が簡潔なので訴訟記録を見ないとわかりにくいのですが、原告は中小企業の成功したオーナーで、「コアラの森」という公募投資信託を、VIPのためのヘッジファンドのような何かすばらしい商品だろうと思い、どうして毎月払いなどできるか良くはわからないけれども、銀行を信用して買ったところ、毎月の分配金が単なる払い戻しにすぎなかったとわかり、これは子どもだましではないかと怒ったというわけです（どう説明が足りなかったかという点、毎月分配型では運用益がでない場合も基本的には同じような額を分配する。しかし、ない袖は振れないので、儲かっていないときは元本を取り崩すしかないのです。それは自明の理ではないかと思われるのですけれども、このことを説明してないのはけしからぬということです）。請求された損失額は大したことないのですが、義憤にかられて訴訟したということのようです（追記：ですから和解の見込みは低く、また適合性原則違反も認められそうもなく、説明義務の一本勝負となるわけです。そして本件で顧客が勝訴すると類似訴訟の提起が相当深刻な水準で予想されるというわけです）。

これにつき東京地裁平成 26 年 3 月 11 日判決が出て、結局、顧客側の請求を認めました。①分配が元本払戻しによるものがあること、②実績と分配金水準が連動してないこと、の説明がなかったことを義務違反としています。

この判決は、顧客にとって大事なことから説明しなさい、基本的な情報を書いてないのはけしからんというものです。スワップや仕組債の場合も、地裁は顧客側に大事だという内容を上級審がそうでないということで説明義務を認めませんでした。説明義務を法的に認める枕となる「金融商品として最も基本的な性質に関わる」とか「投資判断に供する」といったことを裁判所がどう判断するのか、全体としてよくわからないのです（追記：金銭授受の内容の決定に必要な十分な要素（例、満期、金額、金額決定方法、変更条件など）という以上の説明が金販法や監督指針、慣習によって求められるが、伝統的な商品である株式会社債については疑義の限られるところ、新種商品では限界的に問題となることが多い。投資信託や EB 債では裁判例が立法や行

政に大きく影響している。すなわち投資信託では大衆の資産に過度のリスクを負担させることや乗換え勧奨のデメリット等が問題となりやすく、乗換え勧誘に際しては①投信のリスク分類における位置づけなど十分に説明しない、②乗り換えによる利害得失の具体的事項（大阪地判平 19.12.25 セレクト 31 巻 109 頁）等につき業者に説明義務ありとされている。こういった説明は、模範的実務であれば自然になす事柄であろうし、こういった内容を説明義務の対象であるとする判示は比較的維持されてきたように思われる。翻ってデリバティブ関連商品における「新規な説明義務」で要求された内容は、顧客が真に望むか疑問なものが少なくないほか、そのような説明義務を課す帰結として説明実務の向上よりは当該商品の販売禁止が強く予想されるという点が、傾向的な相違としてうかがわれ、これが説明義務が裁判所に最終的に認められるか否かに関わるようにも思われる）。直感的には、年金生活のおじいさんやおばあさんは非常にセンシティブだから、そういう商品については重々注意しろというのは、立法論としてはわかるのですが、解釈論でここまで差をつけてよいかとなると、よくわからないところです。

次に、商品先物取引の説明義務についてですが、これはこれでドラスティックなものです。差玉向かい（さぎよくむかい）という一種の決済方法が商品先物業界にあって、これをやっているということを顧客に言わないことは利益相反の観点からしてけしからぬということで、説明義務違反を認めた判決が最高裁で出ています。この判決については、今月刊行の「落合先生古稀記念論文集」に検討論文を載せていただいたのですが、私はこの判決を（不勉強で予断なく初めて）読んだとき、どうもわからないと思いました。原審をみると裁判長が大谷禎男、右が相沢哲、その原審裁判所も「差玉向かいは説明義務の対象ではない」と言っており、これが普通のセンスのように思えました。そこで取引所に行ってインタビューしたら、「あれ（最高裁のいっていること）はどう考えてもわからないのだけど、幾ら言っても聞いてもらえず、ああなった」という趣旨のお話でした。詳しくは私の論文をお読みください。

結局は結論が先行しているようで、どうしてそういう無理な理由づけにこだわるのか（もっと簡単でわかりやすく、後の解釈問題となりにくそうな解法があるのに）よくわからないのですけれども、とにかく、大なたを振るう理由づけを最高裁はとることがあるのだと思います。

金利スワップの最高裁判決も一種の大なた判決と言えなくもなく、どうしてこんな判決をするのかな（最高裁の真意はともかく、業者の活動が適法とされる範囲が、きわめて広く感じられる）、もっと素直で限定的な理由づけをとればよいのに（よほど敗訴側をとちめてやれという意向が強いのか）と私は思うのですけれども、現実としてそういう判決が出ている。大なたが自分に有利なほうに動けばいいですが、自分のほうに向けられると大変です。金融のようなセンシティブな世界に大なたを振るって顰蹙を買った例として有名なのが英国のハマスミス & フラム判決ですが、日本でもそんなことになったら大変だなと思ったりするわけです。

（追記：「自由と正義」2013年6月号20頁、24頁の宮川光治元最高裁判事のコメントによると「金融取引に関しては、最高裁は契約・合意についてオーソドックスな解釈手法をとり、予見可能性を重視して合理的経済人としての事業活動に支障が生じないように判断している」とあり、基本的には私的自治や自己責任が肯定されやすい土壌であるように思われる）。

Ⅲ. 主体・客体・取引

最後に、2つございます。

1つは、新規な説明義務というのが難しいならば、ほかの主張ができないかです。ただ錯誤無効などは簡単には認められません。適合性原則違反は、以前、山田先生のご報告のときに、説明義務違反と適合性原則違反の2本を主張できるかが話題となりましたが、実際には幾らも行われていることです。いずれも不法行為に基づく主張で、認定する事実が、説明義務はどちらかといえば客体や取引が中心、適合性は主体が中心となるけれども、相当に共通しています。確かに問題を「狭義の適合性違反」と「説明義務違反」との関

係に限って考えると矛盾しているみたいで悩ましいのですが、ある事案について、いろんな理由づけをすることは訴訟上できるのではないか。「こんな病人に売ったのですか。けしからんですね。はい、適合性原則違反」という評価と、「毎月分配型投信について元本が原資になることを説明しなかったんですか。はい、説明義務違反」という認定を二つともした上で、「あなたは不法行為をしましたから賠償しなさい」と言っても矛盾はしないと思いますし、実際にそういう判決が多いということです。ですから、説明義務という構成に執着せず、適合性原則違反のほうに柔軟に移る態勢をとるほうがいいのではないかと思うわけです（追記：たしかに証拠調べが散漫になる、不意打ちとなりやすいといった弊害があるうし、裁判所によってはそのような主張を嫌うかもしれないが、実際の訴訟ではとうてい勝算のありそうもない理由（デリバティブ取引が公序良俗違反無効など）も並べる例が少なくなく、それに比べればはるかに有益な活動と思う）。

顧客側の弁護士さんが新規な説明義務について理論価値等にこだわった一つの理由として、推測ですが、そういう形で勝訴すると、顧客がスペックの高い人で、適合性原則違反だと絶対に負ける人でも、商品性ということでオートマチックに賠償請求できるからということがあったのではないか。適合性原則違反だと、事実の積み重ねによる丁寧な準備が必要となりますが、抽象度の高い事項についての説明義務違反という理由だとバッサバッサ勝訴できるという期待があったのかもしれない。

だから、説明義務で行き詰まったときには、余りそれのみにこだわらず、適合性原則違反で攻めてみたらどうか。実際にアメリカやIOSCOでも、顧客の救済を図るために suitability という形で扱っている中には、説明義務に当たる実質というのが相当入っています。

Ⅳ. 東京地方裁判所プラクティス委員会第三小委員会「金融商品に係る投資被害の回復に関する訴訟を巡る諸問題」

これが本当に最後ですが、東京地方裁判所プラクティス委員会第三小委員

会が出している「金融商品に係る投資被害の回復に関する訴訟をめぐる諸問題」という報告書を、資料7として配付しております。本当は何十ページもあるのですが、さわりのところだけコピーさせていただきました。

一番最後に参照裁判例が掲載されていますが、業界なら誰でも知っているあの事件というのではなく、かなり離れた地味なものが挙げられているようです（検討対象期間がすこし古めとされてはいますが）。恐らく誰でも知っている事件を載せると、傷つく人がいるからといった配慮からかとも思われますが、とにかくわかりやすい例が出ておりません。

しかも結論として、もちろん非常に正直かつ率直なことで（妙なごまかしをされるよりもずっと）ありがたいことではあるのですが、レジュメ13ページの上のほうの「積極部分」に書いてあるように、「先例から具体的基準を見いだすことは困難である」、「平成25年最高裁判決は事例判決である。汎用性のある具体的説明義務の範囲を導き出すことは困難である」とあり、これでは実際にエキゾチックデリバティブとか、プレーンバニラでも10年物とか、資産プール型商品とか、そういった事案を担当する裁判官は、せっかく判例タイムズを参照しても、途方にくれてしまうのではないか、と思われるわけです。

本日ご在席の先生方はこの問題にかかわりの深い方が多く、ぜひ貴重なご意見をご披露いただきたく存じます。どうぞよろしくお願いいたします。

討 議

神田会長 大変興味深いご報告をいただきまして、どうもありがとうございます。ありがとうございました。

それでは、どなたからでもご質問、ご意見をご自由にお出しただければと思います。

黒沼委員 私はある研究会で、金利スワップの最高裁判決と東京地判平成24年11月12日を取り上げて検討したことがあります（JPX金融商品取引法研究会2013年12月27日報告）。その上でお聞きしたいと思います。

私は東京地裁判決に賛成です。東京地裁がボラティリティとか、ノックイン確率とか、確率的に予想される元本毀損の程度を説明義務の対象にしているのは、顧客が時価、あるいは理論価格と言ってもいいかもしれませんが、それを計算できるようにするためです。証券会社が時価を説明しないのだったら、顧客の側で計算できるようにしろというのが、この判決の言っていることではないかと思います。

最高裁と照らして考えると、最高裁の事案は、プレーンバニラ型金利スワップなので、そのときの固定金利と変動金利の差がわかれば、時価という言い方をせずとも、その差で、幾ら損をするかということはおよそ想像がつくので、時価の説明義務などということは言わなかったのではないかと理解しています。

質問としては、最大損失とか、理論価値あるいは時価について、私法上の説明義務の対象とすべきだとお考えなのか、それともすべきではないとお考えなのか。これが質問の第1点です。

もう1点は、ちょっと細かいところになるのですが、最後のほうで触れられていた毎月分配型の投信についての判断が、最高裁判決と平仄が合わないのではないかと、そのようなことをおっしゃったように聞きました。しかし、元本払い戻しによる分配があり得るということは、取引の仕組みのうちの重要な部分に当たるのではないかと。そうすると、金販法上もそもそも説明しなければならぬ対象になるのではないかと。ですから、これは最高裁のスワップ判決事件の判旨とは関係ない判示かなと思います。これは意見です。

青木報告者 第1番目の、最大損失額や解約清算金を説明義務の対象にするかについて、私法上の説明義務の対象にそのまますべきという考えには反対です。しかし、既に監督指針で相当やれと言っているわけですから、それについては当然業者は開示すべきことと思います（追記：監督指針で求められていない理論価値や時価については更に困難）。監督指針で「やれ」となっているところを説明しなかったら、それは何か相当に問題があるという推定を受けるだろうと思います。

なぜ私が民事で開示せよとすることに消極的かということ、何をどうせよという義務付けが難しいからです（追記：結局当該行為を自粛していかざるを得まい）。先ほど黒沼先生は、スワップは易しい、仕組債は難しいというふうにおっしゃったのですけれども、スワップの時価とか解約清算金の計算だって、けっこう難しいと思います（追記：最高裁の例でいえば、まだ相当に期間が残っているので、金利の変動の可能性を考えると、解約清算金を再構築コストを前提に計算するのはそれなりの情報と計算とが必要となる。次回支払額ぐらいであれば固定金利と今の Tibor と想定元本とを元におおよそ 200 万円といった予想はつくだろうが、あと 4 年以上残存期間がある時点で、この額に支払回数（例えば 12 回）を乗じるだけとすればないよりましとはいえ、かなり荒っぽい。他方、EKO 債は、評価自体はシミュレーション不可避だが、固定金利が元本の 4 割程度あるほか、投資額以上の損失は負わないという設計のものであるので、「この商品は最悪 4 割回収できる」という程度のラフな評価は可能である。）

易しい、難しいというのは案外言えない。プレーンバニラだから易しいということについて私は相当に懐疑的な一方、（よく損失無限大と恐れられる）最大損失については、満期が短いなら概算でおおよその最大損失がわかる場合も決して少なくないと思うのです。

説明義務の内容は歴史と伝統で形成されていくものと思いますが、かならず行わねばならない説明は、顧客と業者の金銭授受の条件、例えば満期、金額、それからノックイン、ノックアウトといった条件をザッと述べていくことだと思います。その上で何を説明するか。

たいへん頭のいい顧客なら、上の説明だけで最大損失や場合によってはポジション理論価値（業者マージン）が一瞬にして見えることが多いでしょう（追記：これは元トレーダーやクオンツ級の人が典型であるが、そういう人はあえてセールスマンから普通は購入しない（個人投資家として出てこない）と思われる）。その次くらいに頭のいい人（大学教授やマニア）は、計算機やセールスマンと相談しながら計算するかもしれない（追記：情報開示に積

極的な立場は、この種の投資家を想定しているように思われるが、現実にはそのような投資家は圧倒的少数であり（そして本当にわかっているならば、いずれ、国内のセールスマンから対面で買うようなことはせず、ネットや海外取引で安くかつ豊富な品揃えの中から自分でポートフォリオを組むだろう）、むしろ次のタイプが主流と思われる）。しかし、圧倒的多数の人は、最大損失とか理論価値とかを自分の投資判断中に十分に組み入れて思考できないのではないかと思います。そこで、先ほどのような図を描けばと思ったのですが、ここまでやっても聞いていない人もいたりはするでしょう（追記：これを適合性の問題とするか自己責任とするかは裁判所が判断することであろう）。

このように、どこまでどう説明せよと考えるかは、非常に難しい問題だと思います。

新規の説明義務をいう当事者は、ボラティリティ情報をよこせとか、理論価値をよこせとか言うのですが、理論価値やボラティリティ情報をもったらよく投資判断できるかといったら、多分そうではないと思います。私の知る限り、個人投資家がボラティリティを欲しがる理由は何かという、ボラティリティが高くなるとレートがよくなる、ボラティリティが高くなったら買いましょう、そのためです。「ボラティリティが高くなったならば気をつけましょう」、「投資は控え目にしましょう」という教えとは真逆なのです（追記：中途半端に賢い人を想定して矢鱈と情報をあたえるよりは、多数におおよそ妥当そうな情報を確実に伝えることを最優先するほうがよいのではないかと思う。「上から目線」、「多々ますます弁ず」といった批判はあろうが、先ほどの仕組債説明書の現状をみても、情報追加には基本的に乗り気にならない）。

投資信託毎月分配については、これは金販法という「仕組みの重要な部分」であり、仕組債とは全然重ならないという見方もできると思います。しかし、仕組債下級審のように、ノックイン確率とかを金販法の重要事項だと考える裁判所もあるので、どの場合に金販法に該当するか否かを判断するのみなか

なか難しいと思います。

毎月分配型についても、これは別段仕組みというほどのものではない、マジックではないのだから、いつも運用益があがるなどあり得ない、逆にいえば、いつも払っているのはどこかで取り崩しているということは当たり前のことであり、そんなことを一々説明してたまるかという意見だって十分にあり得ると思います。私はどちらかという、毎月分配型投信については業者（特に目論見書作成者）がその当時の状況を前提とすれば、すごく気の毒である、ここまで説明しなくてはいけないとは自分だって思いつかなかったと思います（追記：その後の調べにより、複数ある後の販売については、業者が警戒して説明をすべきであったというように考えを改めた）。

前田副会長 説明義務の対象になるかどうか議論されているものの中には、ご報告にありましたように、幾ら説明せよと言われても、取引の複雑さのために説明できない事項があると思うのです。例えば今もお話に出ていました最大損失額は、もし計算できるのであれば、重要な投資判断の材料になることは間違いないと思いますし、監督指針では、デリバティブ取引一般について数値で提示することを求めているとお話でした。しかし、幾ら計算したくてもできない場合、説明義務の範囲を広く考える立場からは、計算できないということを説明すれば足りると考えることになるのでしょうか。

青木報告者 パブコメや何かで「できないときはどうするのですか」という声が寄せられているのに対しては、できないことを説明すればいいというふうに回答していると思います。

私が思うに、バーゼルの銀行リスクの評価でも同じような問題が10年以上前から既にあっただと思います。あのときも、「きちんと説明しろ」、「計算しろ」と言うのに対し、当初は「それは無理だ」という声がありました。でも、その無理だというのをなだめすかしつつ、たくさんあるので時々間違ってもいい、ストレステスト、バックテストをすればいいんですよとか何とか折り合いをつけながら、きちっとした絶対値で出すのは無理だけれども、大体こういうふうな調子ですという状況報告の数字を出してくれば、びっく

りするような損がある日突然出てくるようなことはないだろう。そういう形で説明義務を課しているのだと思います（追記：リーマンショックは何かという批判はあろうが、バーゼル2は確かに不足であったとはいえ、バーゼル2の完全施行前だったからこそあれだけ捕捉が悪かったと考える）。ただ、これは私が勝手に監督指針を読んだのであって、こういう点はぜひ松尾先生にお願いいたします。

松尾（直）委員 監督指針についてはコメントをしようと思っていました。言うまでもなく、もともと法的拘束力があるものではないことに加えて、それぞれの監督指針が出た背景を理解して、参考にさせていただく必要があると考えています。

デリバティブに関する監督指針が出たのは、平成22年4月だったと思います。この背景としては、平成21年9月に民主党政権ができて亀井金融担当大臣が就任し、12月に中小企業金融円滑化法が施行されたのをご記憶だと思います。その前段階で、リーマンショックから1年後ぐらいの時代ですから、中小企業がデリバティブ取引で苦しんでいるという事案があり、中小企業保護の視点から中小企業金融円滑化法がつくられました。こういう一種の政治的な背景があって、あの監督指針が出てきたものと理解しています。

もちろん私自身は、「金融法務事情」1898号（2010年5月25日）の「金融機関のデリバティブ取引の販売・勧誘態勢の強化—監督指針（4月16日）を踏まえて—」でも書いているように、この監督指針は意味がないということではなくて、それまでの裁判例などを参照しながら一定の規範化をしたものということで、それなりに意義があるとは思っているのですけれども、ご指摘のように、金科玉条のようにこれにのっとってということは適切ではないと考えています。

2点目は、先ほど前田先生がご質問になった予想最大損失額です。当時、弁護士として触れた事案では、予想最大損失額を説明しないといけない。その場合、為替絡みの商品ですと、結局、仮定を置かざるを得ない。私の記憶ですと、その商品は1ドル＝45円程度という仮定を置きました。絶対44円

にならないとは言えませんが、その仮定を置いて予想最大損失額をお客様に説明した事案でした。私は、あくまで程度問題なので、絶対値として説明しないでくださいと助言しました。ご指摘のとおり、プラクティスとしては、金融業者は当時、非常に苦しんで、一定の仮定を置いて数字を出しました。そのときのやり方としては、個別事項ごとに全部お客さんに確認していただきました。従来よりも丁寧な確認、署名をいただいているということで、説明義務を履行したことを担保しようと思いました。

私はその商品が売れたかどうか知りませんが、私がそれを見ている限りでは、1ドル=45円の想定では予想最大損失額がすごく大きな額になって、これはとても売れないだろう、これを見たら普通、買わないよねという印象を持ちましたけれども、ご指摘のとおり、44円は絶対ないとは誰も言い切れない。これは実務的には非常に難しい問題だなと当時思いました。こういうのもあるので、金融商品取引業者等であれば当然、監督指針を事実上、遵守するわけですけれども、司法上の取り扱いについては、繰り返しになりますけれども、その辺を勘案しながら参考にさせていただくということだろうと思っています。

青木報告者 松尾先生がおっしゃった、あの当時の監督指針は政治的影響があり、ちょっと異例に強いというのは全くそのとおりだと思います。余り時流に流されるのはよくないというのもそのとおりだと思います。

ただ、先ほど申しましたアメリカの仕組債のマージンの開示も、どう考えても時流で決まっていると思います。

ある意味「怪我の功名」というか、むしろ業界としては譲り過ぎのようなことをやっておいたほうが、銀行完勝がずっと続いて安心しきっているところ、ある日ドカッと大なたが振るわれる、革命になってしまうよりは、長い目で見れば安定するのではないかとと思っています。これは感想です。

そういうわけで、平成22年監督指針は、最大損失額を出せとか何とか、非常にドラスチックでとりあえずすごいと思いました。そういう政治的事情を当初は知らなかったから、とにかくすごい、どうやって数字を出すのかと

か思っていたのですけれども、パブコメなどを経て、実務も何とかやっているということなので、それをもとに進めていく、そういうことなのだろうと思います。

永井オブザーバー 今までのご議論を聞いていて、実務の立場から少しコメントさせていただくとともに、質問をさせていただきたいと思います。

青木先生の資料2は、丹念に判例などを調べていただいて、本当に敬服しております。ただ、適合性の原則に関しては、きょうのレジュメ（11頁）で、もう少し活用すべきではないか提言されていらっしゃいますけれども、実務の立場からしますと、適合性については、ある程度客観的な基準を決めて対応することでない、個別ケースではなかなか判断がつきにくいというのが正直なところではあります。例えば認知症とか統合失調症とか、精神的疾患のある方についてはプライバシーの問題もあるので、業者である我々はなかなか実態がわからないのが実際です。地方裁判所では、統合失調症の方のケースで我々の主張が排斥されたことがあります。高裁レベルでは、我々の主張を認めていただいた例もありました（注1）。

適合性原則というときに我々が今やっているのは、例えば75歳以上の人についてはかなりハードルを厳しくして、取引自体を複数の人が関与するような形にする、あるいはリスクの大きいものについてはそもそも勧誘についても制限しているということがあります。特に80歳を超える方については、リスクの高い商品は一切勧誘禁止ですし、取引も複数の目、例えば家族の方とか、私どもの社員でも上司が同席していない限りは絶対できないような形をとったりしています。適合性については、ある程度客観的なもので測

（注1）一審では、病気を知らなかったとする主張は退けられ、継続的な電話や面談を通して、統合失調症の症状が強く出ていた女性に接していたことが確実とされ損害賠償責任が認められました（名古屋地判 平 22.9.8 金融法務事情 1914号 123頁）。ただし、高裁では自宅を訪問したり電話で1日に2、3回やりとりしたりしても、女性が正常ではないことに気付かない可能性はあるとして、医師の証言との合致などから、証券会社社員の主張が認められ、請求が棄却されました（名古屋高判 平 23.10.28）。最近の他社の公表事例では、統合失調症の影響で企業に就職した経験がない男性の事例では、適合性原則違反が認められ（東京地判平 24.8.3 金融法務事情 1993号 93頁）、個別の事情に左右される部分が多いことが伺われます。

定するというにしていたかかないと、実務はなかなか回らないというのが本音とっております。

説明義務が難しくなったら適合性でとおっしゃるけれども、私どもは逆で、適合性で一回ある程度スクリーニングをかけた上で、さらに説明を尽くしていくというアプローチです。実際、どういうお考えで適合性が使いやすいと思っていられるのか、お聞きしたいと思います。

それと、もう一点、先ほど黒沼先生から、東京地裁のある判決の考え方をむしろ評価されて、投資家は金融工学の評価手法を理解しているべきである、というようなご発言がありました。しかし、これ自体、高裁の判決で述べているように、前提条件によってモデルも幾らでも変わってきますし、先ほどの価値自体の算定は不可能ではないのですが、何が正しいかがわかりにくいというのが実際です（注2）。

分析手法で幾らになるからというのは、原価の計算ができるかどうかということよりも、お客様は最初の時点で、どういう投資をいかなる目的で行うかということに応じて判断をされています。極端な場合は元本がゼロになるかもしれませんし、先ほどの為替の例とかスワップの例ですと、損失が無限大になる商品もあり得ますので、その場合には最大損失額がわからないということがありますが、私どもでは普通は元本額を超えた損失を生むようなものは販売しませんし、元本額が大きく毀損するものは、金融危機の前後では

（注2）一審判決（東京地判平 24.11.12 金融法務事情 1969 号 106 頁）では、原告が証拠として提示した評価書を基準に議論がなされ、①金融工学に基づく確率的なリスク評価方法、②評価の基礎となる事実であるボラティリティ（株価変動率）、③それらをもとに確率的に予想される元本毀損の程度などの情報提供が必要と認定されました。

これに対し、高裁判決では、株価の変動とこれに影響を与える諸要因との関係は完全には分析解明されておらず、一般的に、過去の株価変動率等のデータに基づき、将来の変動を予測することも困難が伴うことも自明のことであるとし、「分析結果が一つの見解であることは否定できないとしても、それはあくまでも過去のデータに基づく不確定な要素を含む予測に過ぎないのであって、それが唯一の正解であると断定できないことはもちろん、それが完全な合理性を有するともいえないと解すべきである（前提としている数値等自体に含まれる不確定要素が少なくない）から、被控訴人の主張する本件仕組債がリターンとリスクとの非対称の商品であったとの結論も一つの見方に過ぎないと判断するのが相当である」と判示されています（名古屋高判平 26.4.17 金融法務事情 1999 号 166 頁（2014 年 8 月 10 日号で今回の研究会開催後に公刊されたもの）。

かなり発生しましたが、現在は原則としてそのようなものはお勧めしていません。元本が仮にゼロになることがわかっているとしても、その可能性は極めて低いので一定の高い利金等を得る目的で、投資を決断された事例がかつて多かったというのが実際です。

確かに多少説明が不足していた事例が以前はあったかもしれませんが、最近では、想定される条件に応じて、幾らの投資が大体幾らになる可能性があるかということ詳しく説明していますので、説明義務で証券会社が敗訴するケースは減ってきていると言うことができます。

黒沼先生にお聞きしたかったのは、ここで高裁が言っているような理論構成は間違えているとでもおっしゃりたいのか。投資対象の理論的な価値自体を計算値で一義的に算出すべきことが当然であるというのは、特に将来の予測が必ずしも容易ではない条件をつけた場合、前提条件しだいで計算結果はかなり異ならざるを得ず、行き過ぎた要請なのではないかと思うのですが、その辺についてもう少しご説明いただければと思います。よろしく願います。

黒沼委員 東京高裁判決は最近の判決で、私はきょうここで初めて見たのですけれども、間違っていると思います。その理由は、この判決は、将来の為替レートを予測するためにこういう情報を与えているというふうに理解しているのですが、そうではないのです。こういう仕組みとボラティリティなどの基礎的な情報を与えるのは、別に将来の為替レートを予測させるためではない。将来の為替レートは予測できなくても、その商品の現在の理論的な価格、価値は算定できるはずだ、そういう考えに基づいて地裁判決はできているのに、そこを理解していないという点でこの高裁判決は誤解があると思います。

確かに理論価格にしても幅があるのは当然です。だからこそ、それを固定した数値で示すのが嫌であれば、その理論価格を計算するための資料を提供することが必要になってくるのではないかと。私は時価の説明義務があると考えるのがいいと思っていますけれども、その時価をピンポイントで示すこと

が難しければ、幅を持って示してもいいし、資料を与えて顧客にその計算の仕方を教えるのもいいと思います。たしかこの地裁判決は実際の時価を計算していて、支払った価格の60数%とかそういう数字が出ていたと思います。裁判官が計算できるのですから、投資家も計算できるのではないのでしょうか。

青木報告者 あれは裁判官が計算したのではなくて、当事者が提出したのです。(追記：記録閲覧の記憶であるが、最初、業者がたしかヴァーリック鑑定の理論価値が90%越えという評価を出したところ、それには管理コスト(顧客が取得できない)が入っており、高すぎるということで顧客側が対抗してたしかアップフロントの鑑定を出したと記憶する(それがここにいる60%という数字)。面白いことに管理コストの点を除けば、両者の数字はびたりと一致している。そのくらい、鑑定業者の使用するモデルや仮定の標準化は進んでいる(この点、迷走状態の株式評価とはまったく異なる)と思われ(バーゼルでの技術の流用という節もある。かといって裁量をはじめから封じられるのは困るのだが)、評価よりはむしろ「コスト」とは何かといった点のほうが、見解が分かれやすいと思われるし、本文中の精神疾患や老化の問題のほうが本質的に難しいと考える)。

神田会長 適合性の点は、青木先生はどのようにお考えでしょうか。

青木報告者 永井さんがおっしゃるように、適合性は大変だ、決めてくれという意見が強いです。それから、適合性でやっても勝てない、だから説明義務でやるという顧客側の弁護士さんのお叱りを受けたこともあります。しかし、私は適合性にこだわるというか、個別に争う道を残しておかないと、さっきの革命ではないけれども、恨みがたまって爆発するのではないかと思います。

私の父親は今86歳です。父親が証券投資を始めたのは10年前、75歳ぐらいからでパソコンが使えない。高いときに買って、安いときに売るというのを出入りのセールスマンの勧めに従って延々と繰り返しました。仮に当初の投資が300万円だとして(追記：もう少し違う額でしたが)、私が5年ぐ

らいして事の次第に気づき、「お父さん、100万円になっているよ」と言うと、「おまえが投資信託を買えと言ったじゃないか」とものすごい勢いで怒る。「私、そんなこと言ったかな」、「昔こういうときに言った。だから、俺は投資信託を売買して損をしている」とか何とか、ちょっと困った事態となりました（追記：ちなみに大きく売買するときは事前に相談してくれと何度も父に頼んではいたのですが、都合の悪いことは無視するので、そういう意味でも投資する能力はなかったと思います）。要するに、うちの父のような資質の老人に今のようなスタイルでの投資は無理ということだと思います。

でも、私が父を助けて証券会社を訴え、適合性原則違反といえるかといえれば、一応父は大学を出て、仕事経験もあり、別にボケてもいない。現状では救済されようがないのは明らかです。ただ、今のビジネスモデルだと、例えば300万円だった資産を100万円にし（私が大騒動の上で管理権をもらった上で回復せねば）、あのままゼロになっていたと思います（追記：あるいは例えば3000万円といった、生存ぎりぎりの額まで減れば、接触を停止するのかもしれないが、定かではない。父は年金もあるし、子供の助けがなくても野垂れ死にはしなかったとは思いますが、次の世代はどうか）。日証協の75歳、80歳というあのルールで十分とはとても思えません（追記：子の分際で親の資産管理に口を出すことは控えていたが、親が80歳になれば子にも同席機会が得られるのかもしれない。だが、それも確実なことではない）。

老化とか精神障害とかは極めて難しい問題です。それほど重症ではないとはいえ、自分の親がなってみると、本当に大変でした。老人は一時はしっかりしていても、しばらくしたらすごくボケたりするから（でも多額の資産は握っており、簡単には手放さず、むしろ執着が強くなる）、販売業者が大変だということ自体は理解できます。それに対してどうしたらいいかというのは本当に難しいけれども、解決していかなければならないことだと思います。先ほど、デリバティブ損失や何かで、こういう図を描いたらどうかという話をしました。こういう問題は理詰めで案が出せると思うのですが、精神疾患や老化は本当に大変で方向性すら自分にはわからない。でも、情報を集めて、

今の状態よりはいいやり方、深めるやり方を模索して集積していくしかないではないかと思っております。

山田委員 貴重なご報告、ありがとうございます。今の適合性原則に関して、青木先生のご意見をお伺いしたいと思います。

先生が挙げられた最判の2つ、平成25年3月7日と平成25年3月26日の判決は、私が拝見するところ、説明義務違反はないという裁判所の判断です。その大きな理由は、法人顧客だから説明義務違反はない、というところがあるのかなと思うのですが、これは私個人的にはかなり問題があるのではないと思っています。

といいますのは、平成25年3月7日のほうは、業種を出していいのかどうか分かりませんが、地方のパチンコ業者で、しかも本件金融商品を勧めた金融機関がメインバンクまたはメガバンクです。顧客は、メインバンクから15億円借りています。その状況で金融機関から「金利が安くなるこういうふうなデリバティブがあります。どうですか」と言われて、一応説明は聞いた。「これがうまくいけば安くなりますよ」という話を聞いた。現実的に断れるかということになります。

2番目の事例の25年3月26日は、イベントの足場の業者です。メインバンクから融資取引に関連してデリバティブを勧められた。多額の借入れをしているメインバンクから「御社の取引額から見て、こういう商品でひよっとしたら金利が安くなるかもしれません。変動金利がヘッジできるかもしれません」という形で商品提案を受けたということを考えると、まずそもそも顧客には為替のヘッジなどという要請はなかった、言い換えると当該金融商品は顧客と金融機関との間のリスク分散が公平かという問題と、多額の借入れをしているメインバンクからこのようなデリバティブ商品の勧誘を受けた。しかし、業種、規模、また担当者の理解力からみて、単純な商品であっても説明を理解できるかどうかという点で少し問題があるような方だった。

そういう場合に、単純に法人だからといって、適合性は関係ない、説明義務違反のみ問題となるが、金融商品に関する説明は一応しましたということ

で切っているのか。私は個人的に、法人であっても、今申し上げたような事情を考慮すれば、適合性といいますか、そういう場合はこのような商品を勧めてはいけない、そういう商品を勧めた場合には、場合によっては民事責任も発生し得る、そういうことが言い得るのではないかと思うのです。先生のお考えをお聞かせいただければと思います。

青木報告者 1番目の3月7日のほうは、メインバンクがスワップを売ったわけではなくて、後から乗り込んできたメガバンクが新たな与信をするに際してつけたものです。ですから、この件では優越的地位の濫用は認められていないのですが、2つ目の3月26日のほうは、第一審で優越的地位の濫用の主張を一部認めてくれたと記憶しています。ところが、控訴、上告とやっている間に論点がどんでん返ししてしまい（追記：控訴審が優越的地位の濫用はないという認定をしたこともあった）、優越的地位の論点が吹っ飛んでしまい、結局、3月26日の事件ではこの理由が使えなくなりました。ただ、一般論として言うならば、優越的地位の濫用は使えると思います。現に第一審では使っていました。

それから、ヘッジの実需があるのかというご指摘はそのとおりで、ADRでそうなのですけれども、ヘッジ不適合で救済する例が非常に多いです。

私としては、そういうヘッジ不適合という理由のほうが客観的に検証できますし、変な説明義務とか何とかを主張するよりは、「ヘッジ不適合だ、だから説明がろくでもない、だから…」というふうに持っていくのがよいと思って、控訴審評釈で、係争中の事件についてそこまで書いていいのかなと思いつつ、「控訴審の理由づけはよくないけれども、ADRでやっているようにヘッジ不適合ということであれば、顧客に勝算がないではない」と書きました。結局、原告がそのまま説明義務のみで押して行って、最高裁では勝っていません。場合にもよる（追記：顧客に投機意欲があった場合も少なくない）と思いますが、少なくともADRでは、ヘッジの必要がなかった、あるいはオーバーヘッジだと言うと、結構認められると思います。

あと、法人はどうかという話ですけれども、法人だから責任を負えという

のは私も確かにひどいなと思います。しかし、全然理由になっていないかもしれないませんが、イギリスでは、どうしてと思うぐらい、非自然人（組合とかでも）は救済してくれないのです。すなわち金融サービス市場法 FSMA は行政規範の違反に民事効を付与していますが、それは自然人だけで法人は対象としていません。その運用が厳格な上、コモンローのほうでも法人は救済しないという判断が続いており、結論として法人は救われにくいのです。「法人は幾らでもつくれ、潜脱に使われるからだ。個人は救わねばならないけれど」といった理由がいられていますが、法人にもいろいろあるのには思います。

ちなみに日本では、銀行が売る際に、余りに小さな法人は避け、最高裁判決のパチンコ屋さんとかキューセツさんとかの中堅企業（キューセツさんは立派な会社で、ちゃんと立ち直りました）で事業判断力がありそうなところに売っているということもあります。イギリスの金利スワップホラーストーリーを見ていると、移民がやっている B & B（朝食付き低価格宿泊施設）の本当に小さいところに平気で与信してスワップをつけたりしています。「説明も何も、これって顧客はそもそも英語がろくにわかっていないでしょう」みたいな事例がガンガン出てくる。それに比べれば日本の銀行は販売態様にだけ着目すれば、大分ましであったと思います（追記：なのになぜイギリスでは金融が何となく国民の支持を受けるかといえば、それは実感として明らかにそれによって得している国民がそうでない国民よりも多いからではないかと思います）。

松尾（直）委員 今のやりとりですけれども、法人についても確かに適合性原則が当然適用されるべきです。ただ、その際、永井さんのおっしゃった客観的基準から離れてしまうのですが、個々の法人の属性をよく見る必要がある。例えばメインバンクからの借入れが十何億あるから、メインバンクとの関係で法人が弱者かという、そういうケースもあるかもしれませんが、そうではないケースもあるわけです。今はまさに金融円滑化で、優良先にはみんなが「借りてください」とお願いをするような関係がありますの

で、余り一律にこうだからこうだというのは、実は適合性原則の考え方に合致しない考え方ではないかと思います。

川口委員 先ほど話が出た ADR に関して、きょうは時間の関係で最後のほうを少し飛ばされたので、もしよろしければお話を伺えたらと思います。

レジュメの 13 ページに、従来の判決はいろいろ矛盾があり、解消が難しく、ADR は弱めないこととあります。先ほどのお話を伺っていても、ADR にかなり期待を寄せられているように聞こえたのですが、ご存じのように、ADR はもともと、裁判に行くのも大変な人のために裁判外で救済するようなものとしてできました。デリバティブは億を超えるような訴訟が結構たくさんあって、それが ADR になじむのか。それと、機関投資家と呼ばれるプロのような人もこれに参加してきているようでして、そういうのが本当になじむのか。

事実認定もしない、法律的な解釈も余りしないという ADR の中で、きょういろいろご報告にあったような非常に複雑でややこしいものを本当に解決できるのでしょうか。金融機関としては、それをのむと、後でいろいろ訴訟に巻き込まれる可能性もあると思うのです。このあたりについてご意見をお聞かせ願えればと思います。

青木報告者 ADR に関しては、私はこの研究会の席上で何度か神田先生にもお伺いしましたがけれども、全銀協における扱いではスワップ事件がほとんどを占めてきました。私としては、ADR があってよかったなど。ADR は、認定も救済も顧客側にたしかに甘いのですけれども、大体似たようなケースについて（追記：たしかに投機意欲があったにもかかわらず、ついでに救済してもらおうといった例もありはするのですが）バッサバッサと処理していただいている。ADR がなければ裁判所に行っているのですが、あの福岡高裁みたいなのがあちこちに出ていたらどうなるかと思います。件数的には、100 問題を抱える事案があればうち 10 ぐらいが ADR に来て、残りの 1 ぐらいが訴訟に行くというように桁が減っていくような感じなのですが、ADR 分の相当が直接に訴訟に来ていたら、大変な混乱だったろうと思いま

す。

イギリスでも同時期に銀行与信に伴う金利スワップ問題が起こり、裁判ではとても無理だということで、英国金融サービス機構 FSA、今は金融行為監督機構 FCA に分割されていますが、そこが顧客を集め、本当に雑なのですけれども仕分けた上で、銀行との救済協議を進めさせるというふうになっています。日本では商品自体は基本的には比較的似通っており、言うこと見ることは大体決まっているわけですから、ADR になじみやすいほうではあると思います（追記：顧客属性を斟酌する程度が少ないため、救われるべきでない者が救われるきらいはあるが、救われるべき者が全く救われないことは生じ難い。管見の限りでは、非常に気の毒なケースを含め、顧客側が気の毒なケースが大多数であるように思われるので、この種の誤謬が起きるような設定が正しかったように思う。逆にタダ乗りが多いことが予想される事例（例えば、毎月払型投信について ADR が利用される場合）では、救済要件や内容を厳格にすべきであろう。）。

ただ、ADR がなかったら、何度も申し上げるように、恨みがたまってどこかで爆発していたのではないか。日本の中小企業はおとなしく、集団で暴れるということはないと思うのですけれども（追記：株式買取請求訴訟で個人株主が快勝した例もあるので、日本人顧客も侮れないのかもしれませんが）、イギリスでは、政治家や NPO が騒ぎました。もし FCA の特別救済がなかったら大変なことになっていたと思います。

川口委員 数を減らすという意味ではそうなのかもしれませんが、そこでバッサバッサやってよいのか（笑い）、ということをお聞きしたかったのです。

青木報告者 先ほど申し上げたように、金利スワップだと、リスクヘッジになっているかとか、そういった客観化が割合しやすいのです。客観化しにくいもの、例えば老人への説明とかを ADR でやることは、私もどうかと思います。また、例えば先ほどの毎月分配型投信は、見ることやすることは大体決まっているので、結構 ADR になじむのではないかと思います。

松尾（直）委員 ADR についてですが、青木先生がおっしゃったヘッジの有効性の問題については監督指針に書いているわけです。ADR の解決手法は、適合性原則違反、説明義務違反はないけれども、ヘッジの有効性についての確認が十分ではなかったということで和解している。不法行為ではないけれども、和解しているという実態です。ヘッジの有効性の確認が十分でないことは、説明義務違反という認定ではないのです。

特に全銀協の専門小委員会が行っていた ADR は、私も「金融法務事情」1939号（2012年2月10日）の「店頭デリバティブ取引等の投資勧誘の在り方—『悪玉論』への疑問—」に書いたのですけれども、非常に政治的といいますか政策的です。あれは青木先生のご指摘のとおり、結果的に受け皿になったと評価できる要素もありますけれども、法的解決ではなくて、一種の大岡裁きであって、全銀協の ADR に申立てをすればお金が取れるということで、青木先生がご指摘になったように、ADR 申立てをウェブページで勧誘する弁護士が多数出てきた。それがいいかどうかという評価は個々の方々によって違うと思います。

当時何が起こったかといいますと、私の知る限りでは、金融庁はメガバンク3行に毎月、全銀協の ADR における和解率の報告をさせていて、各行とも他行より低かったらどうしようかと気にしながら、かなりプレッシャーを受けながら和解をしていたということなので、中小企業保護政策への一種の補助金的に協力したという実態もあったのではないかと見ています。

そういう実態を見て、私も個人的にリーマンショックで大分含み損を抱えましたので、自分は救済されないのに、中小企業は政治力があるから救済されるのだなと。(笑) もちろん「自己責任だろう、おまえは」と言われて勝てないですから、私は訴える気はありません。(笑) 自己責任であることはよく自覚していますので、騒いだりは当然しないのですけれども、結局そういうかなりいびつな政治的背景があったことをよくご理解いただきたいのと、円安になって含み損が含み益に転化すると、一切騒ぎがなくなったということで、結果責任、言い過ぎかもしれませんが、法治国家ではない

ような姿に近くなっているのは大変残念だと思っていて、ああいう論文を書いたわけです。

青木報告者 ADR が法律的でないというのはおっしゃるとおり、解決も大岡裁きというのは同感で、今後も乱発されるようであれば、長い目で見て（緊張感を欠き、いざというときに免疫がなく、また、このような者に構成される社会も脆弱であるという意味で）各人の精神に悪い影響を及ぼしそうです。

あえてジャスティファイするならば、銀行が今までの与信業務から商売替えして、初めてデリバティブを従来のお客さんである中小企業に大々的に売って、中小企業側もそんなのは初めてであり、免疫がなかったということがいえるかと思います。あとは、まともな理由とは言いがたいですが、アメリカでもイギリスでも政治的な理由から中小企業救済をしょっちゅうやっており、日本はむしろ第一次産業には厚いが中小企業には冷たいとすらみられているのではないかとあります（追記：円滑化法とくらべて延命という要素も薄く、新陳代謝の阻害とはなりにくい）。

松尾（健）委員 1点お伺いしたいと思います。本日の報告では余り取り上げられなかったように思うのですが、スワップのほうでは、当事者としては、時価がマイナスからスタートしているというようなことを主張していましたし、ノックイン債のほうでは、ノックイン条項がついていることが、金利の上乗せ分でのどのくらい埋め合わせされているのか、そこを判断するのに必要な情報を提供する必要があるといった裁判例があったかと思います。

これらは結局、デリバティブあるいはデリバティブが組み込まれた商品の場合は、自分が持っているポジションの評価が、上場商品や基準価格が公表されているものに比べると難しい、自分のポジションを評価するためには追加の情報が要る、そういうことを主張しているのではないかと思うのです。そういう意味では、自分が買うことになる商品のスタート時点の評価を知りたいということであって、それに対して、将来の価格がどうなるかわからないのだから、という反論は余りかみ合っていないように思うのです。

きょうのタイトルは「新規な説明義務」です。上場商品や基準価格が公表

されている商品であれば、それを見れば価値がわかるわけですがけれども、デリバティブになると、自分が買おうとしている商品の価値評価が簡単にはできないのだから、それに必要な情報を提供してあげないといけない。その意味では、今までになかった説明義務が出てくる素地はあるようにも思うのですけれども、いかがでしょうか。

青木報告者（追記：業者マージン開示は、一般論としては要求できないことにつき、拙稿金融法務事情 1944 号 72 頁（最高裁スワップ事件原審福岡高判評釈）、80 頁をご参照いただきたい。）

契約を締結するときに時価を教えろというのは、時価自体に興味があるというよりはマージン、つまり業者に幾ら抜かれたかを知りたいのだろうと思います。しかし、幾ら抜かれたかを示すのは実は難しい。実際に今、それに近い規制として、業府令 81 条による契約締結前交付書面の手数料等開示義務があります。

あれは、仲介業者のコミッション、委託手数料や信託報酬は含むのですが、組成関係のコミッションは絶対含まないと私は理解していました。ところが、パブコメをみると「実質的には手数料にあたるものを組成して対価となっている場合、開示せよ」というものがあり、これが具体的にどこまで発動されるのか、例示がないだけに悩みました。

ただ、結論からいえば、要求されないと 생각합니다。（追記：仕組債に組成会社コミッションの構造については、三田哉『証券会社の「儲け」の構造』（2013）130 頁以下を参照いただきたい。フィーは二段階（仕組債販売会社（組成会社）のトレーダーとセールスマン、セールスマンと投資家）に分けた形で決定されるが、セールスマンはトレーダーがスワップカウンターパーティーとの契約から得る「さや」について知り得ないため、自分とトレーダーとのフィーの配分状況は知り得ず、トレーダーに搾取されがちと指摘されている。ちなみに三田 134 頁によると、SESC は販売会社全体のフィー状況を把握しており、極端な暴利状態にいたれば指摘を受けるといふ）。セールスマンと投資家との間の第二段階におけるセールスマンのフィーについて、金

融庁監督指針のパブリックコメントは開示不要と述べており、まして第一段階におけるトレーダーのフィー開示義務があるとは考えられないからです。

先ほどのアメリカやドイツの公募仕組債報酬開示についていえば、アメリカではレジюме 14 頁に引用のゴールドマンの目論見書のカバーシートに記載がありますが、発行会社と引受会社の発行会社報酬と引受会社報酬、その両方を開示させています。計算方法については、ある程度裁量があるのですけれども、一応数字を開示させているということで、日本とはかなり状況が違うわけです。

松尾先生の話に戻して、仕組債マージンについてどう思うかということ、現状においては、日本の規制の解釈論としては実質的手数料まで言えというのは無理と思います。ただ、技術的にできないか、ほかの国ではどうかということ、できないということはないのだろうということです。

松尾（健）委員 確かに時価評価はマージンにも関係するのですけれども、私が申し上げたかったのは、自分が買う商品の価値ということで、金利スワップのほうは、先ほど黒沼先生もおっしゃったように、具体的な評価額はわからなくても、金利の差を見ればどのぐらい不利な状況にあるかがわかるということだったのではないか。それに対して、ノックイン債のほうは、商品の価値を把握するための情報が少し足りていなかったというのが地裁の判決だったのかなと感じました。

青木報告者 金利スワップでも、販売会社とスワップカウンターパーティーの変動・固定レート（インターバンク）と、お客さんと販売会社でのレートとは全然違うのです。例えば固定利率になると、インターバンクでは1%で済むところを、お客は2%とか3%とか払わなくてははいけない。でも、インターバンクで何をやっているかなんて普通、お客のほうはわからない。ですから、業者側にいくらマージンとして取られているか顧客には普通はわからないということ自体は、スワップも仕組債も同じであると思います。

（追記：前掲・拙稿金融法務事情 1944 号 72 頁、81 頁に最高裁判決事案を例とした銀行マージン計算例がある。同 71 頁のスワップ契約内容は顧客が

銀行に固定金利 2.445%を、銀行が顧客に3ヶ月 Tibor を払うという内容である。黒沼・松尾（健）教授はあるいは $(2.445\% - 3\text{ヶ月 Tibor})$ という銀行・顧客間での出納差額が銀行マージンであり、顧客にも簡単に計算できると解しておられるのかもしれない。しかし、拙稿 81 頁にあるように銀行はインターバンク市場でスワップ契約期間について、上の 2.445%よりは有利なレート、例えば 1.3%でスワップポジションを解消でき、実際にもそうするので、銀行の利ざや自体はこの例でいえば、1.145%（この数字自体 bloomberg ですぐ検索可能ではあるが、顧客はふつうはそのアクセスと計算方法を知らないであろう）であると考えるのが素直なように思われる。ちなみに顧客側主張には不正確な点もあるが、銀行が確実に利ざやを稼げること、そしてその額が大きいと、それを上回る金利変動はなかなかなく、スワップをつけておいて見るからに良かった（3ヶ月 Tibor > 2.445%となれば、顧客はきっとそう思うであろう）ということは滅多に起こらないというポイントは押さえているようである）

黒沼委員 何をやっているかというのは費用、コストの話であって、その商品そのものにどれくらいの価値があるかというのは、結局、金利差と金利のボラティリティだけで決まるのではないですか。

青木報告者 やはり抜かれた分は減るから。

黒沼委員 手数料分が幾らかというのは確かに影響はしてきますけどね。

青木報告者 例えばマージンが 50%抜かれたら、期間中に 2 倍ふえないとそもそも元本割れに終わってしまいます。

藤田委員 非常に初歩的というか、単純なことを 1～2 点伺いたいと思います。

きょうの報告の本題とは余り関係ないかもしれませんが、先ほど法人に適合性原則が適用されるかという議論がありました。しかし、そもそも適合性原則の適用があるような関係として、どんなものを想定したらいいのか。通常ですと、証券会社が老人等に投資を勧めるような場合を想定するのですけれども、そもそもどんな関係があれば狭義の適合性原則で救済するのかとい

う点が、改めて考えると、わからなくなってきたのです。

先ほどから挙げられている強弱関係のようなもの、優越的地位の濫用の問題と青木先生は捉えられていましたけれども、そういう問題を是正するために適合性原則が機能するのと言われると、どうも違和感がある。力関係の強弱があるかないかは、適合性原則の適用とは全く関係ないのではないかという気もしているのです。そうではないとすれば、例えば投資の経験がないような人が完全に勧誘者側のアドバイスに依拠するような関係があれば適用が出てくるのか。そもそもどういう関係がある人たちの間で、何を救済するためのものとして適合性原則を適用するのかがよくわからなくなって、本当に基本的ですけれども、その点を伺いたいと思います。そもそも法人への適用というより、適合性原則の一般的な前提の話かもしれません。

2点目は、仮に法人について適合性原則があり得るとしたら——私も適用それ自体はあり得ると思うのですけれども——、どんなふうに適用するのか。例えば、法人の代表者が高齢者であるときに、自然人である当該高齢者が取引したなら適用されるのと同じように適用するのか、それともそうではないのか。それはその人が100%オーナーのような形で、その人の財産そのものが直結しているような場合か、そうでないかで違ってくるのか。あるいは担当者の能力が適合性原則を適用するか否かを考える際の基準なのか。説明義務でも同じだと思うのですけれども、担当者あるいは代表者が自然人として取引していれば適用されるように適用するのか。そうでないとすれば、どんな適用のされ方をするのか。極めて基本的なことですが、考えたことがなかったので、もし何かアイデアがあれば教えていただければと思います。

青木報告者 法人で適合性原則ありというのは、おっしゃるように難しい。私は一番やりやすい構成から主張していけばよいのであって、優越的地位の濫用でいけそうなら、わざわざ難しい適合性原則で来るなよと思います。適合性原則が使える典型的な例として、社会福祉法人あるいは学校法人が思い浮かびます。こういう法人にハイリスク商品を売ったら適合性原則に違反していると言いやすいのではないか。同様に、法人でも公共的な性格のものに

は適合性原則を適用しやすいかもしれません（追記：反対例、資料②の104頁の⑦事件（静岡地判平 25.5.10 第一法規 28212628）は社会福祉法人につき、県がエクイティ投資禁止指導をしているにもかかわらず、業者がEKO債を勧誘したというものだが、説明義務違反は一部認められたものの、適合性原則違反は認められなかった）。しかし、自然人のおじいさん、おばあさんが役員の場合、アメリカなら法人は金を用意できるはずだから、ちゃんとプロを雇えという話になるのではないかと思います。

藤田委員 契約の目的の適合性は法人でもそのまま当てはまると思うのです。しかし、以外の適合性、これは説明義務でも同じように問題になるのですけれども、そこは本質的に違うのか、同じなのか。

松尾（直）委員 法人について適合性をどう判断するかというのは、私が監修した池田和世弁護士の『逐条解説 新金融商品販売法』（金融財政事情研究会、2008）129頁に書かれています。まず、目的はご指摘のとおりです。あと、財産も法人の財産は客観的に判断できます。問題は知識、経験で、法人自体について経験を考えることは可能なのですけれども、取引の結果が法人に帰属するとしても、取引をするのは担当者ですので、池田先生の本では、私が監修してそこは全部相談して書いているのですけれども、担当者を基本的に知識を考えると書かれていた記憶があります。

山田委員 今の点について、ひょっとすると松尾先生とは意見が違うかもしれませんが、例えば担当者は某役所から来た方で非常に能力が高く、理解力は完璧だと。ところが、その業態とか事業の規模からして10億とか20億しか売り上げがないところに、何千億という損失が生ずる可能性がある取引をしたという場合には、法人の適合性の要素として、取引の種類・リスク、あと財産、倒産可能性も入るのではないかと思います。倒産可能性というのは、言い換えると事業継続性であり、その会社が破綻した場合の影響も考慮すべきだと思います。

神田会長 大変盛り上がっているうちに予定の時間をちょっと過ぎてしまいましたので、これで自由討論を終了とさせていただきます。本日は大変活発

なご議論をいただき、またその活発なご議論を引き出していただいた青木先生には非常に興味深い報告をいただきまして、本当にありがとうございました。

次回以降ですけれども、日にちと報告者が決まっております。お手元の表のとおり、9月、11月、1月と開催させていただきます。3月以降は、予定どおりいかどうかははっきりしませんけれども、一般論としては、この研究会は過去の伝統からしても奇数月の水曜日の午後ということでさせていただいていますので、可能であれば、それをベースに今後、日程調整をさせていただきますと思います。

ただ、大変申しわけないのですが、人数が多くなっていることもありまして、全員の都合が合うことは非常に難しくなっています。全員の都合が合う日をなかなか探せないものですから、もちろんご報告いただく先生のご予定は優先ということになりますけれども、ご出席いただける方の人数が多い日にさせていただかざるを得ない場合が多いと思います。この後、今後のことについて新しい理事長ともご相談して、できるだけ早い時期に日程調整のご連絡をするようにしたいと思います。

それでは、本日は以上とさせていただきます。どうもありがとうございました。

リテール顧客向けデリバティブ関連商品販売における民事責任―「新規な説明義務」を中心として

千葉大学専門法務研究科教授 青木浩子

2014年7月30日（金商法研究会）

1 はじめに 2 最近の裁判例の傾向 3 「新規な説明義務」4 主体・客体・取引 5 東京地裁内「金融商品に係る投資被害の回復に関する訴訟をめぐる諸問題」
(資料1～7:「配布資料一覧」にあり配布されたもの ◎:配布していない資料(本レジュメ末にリスト))

1 はじめに

リーマンショックにより世界同時発生 景気回復・時効で鎮静状態 とはいえ将来も回復の可能性

一昔前のワラントやEB債の訴訟との相違：本格的なリテール・デリバティブ事件（金商法の想定）銀行とその顧客の参入 行政の強化（事前（検査監督）・事後（ADR）） 激増する顧客側弁護士

2 最近の裁判例の傾向

「新規な説明義務」が下級審で認められては上級審で否定されることが繰り返された。下級審理由には問題があり否定されたこと自体は適切と思われるが、否定する上級審の理由にも未だ問題が多い（最判平25.3.7は解釈指針となりにくい）。

(1) 銀行・ヘッジ・スワップ

事案と判旨¹（資料1L）

福岡高判平23.4.27判時2136号58頁→最判平25.3.7判時2185号64頁（2小法廷で同じ理由かつ個別意見なし。集民）

射程・規範の抽出がむずかしい

射程（資料3の12-13頁：「事例判例である」とした上で諸説を紹介）

- ①天谷：本件事実関係と合わせ理解することが重要であり、過度の一般化をすべきではないと考え、射程距離を広く捉えない。
- ②青木：法人にプレーンバニラ・金利スワップ（原文は「派生商品」）を販売してもお咎めなしと解することは広すぎる。
- ③古田：本判決は判示に限定が付されておらず、一般的であることから、自己責任の範囲、解約清算金の説明等は、一定のケースにつきその趣旨は及ぶとみる。
- ④加藤：事例判決であるから射程には限界があるが、同旨ないし類似の事例については同様に解すべきことになろう（青木評釈と古田評釈との中間といったところか（ママ））。

¹ 非メイン銀行との新規取引で、投資経験が乏しい地方のパチンコ店（説明時に顧問税理士が同席）が、銀行からの借入れ金利リスクヘッジ目的でプレーンバニラ金利スワップ契約（満期6年、想定元本3億円）を締結。長期にわたる低金利下、固定金利支払いと変動金利受け取りとの差額支払いが顧客側負担となったことから、適合性原則違反、説明義務違反等の不法行為ありとして提訴。

(2) 証券・投機・仕組債

事案と判旨²（資料2は要約だけなので本レジュメにやや詳しく掲載）

東京地判平 24. 11. 12 金法 1969 号 109 頁、東京高判平 26. 4. 17（平 24（ネ）7832（D1 収録準備中）。予兆として東京高判平 25. 12. 10, 12（被告証券会社勝訴（いずれも未公開。原審が東京地判平 25. 2. 25LEXDB25511115（指数リンク債、ダブルプル債）、東京地判平 25. 7. 19D1DB28212624（トリガー付き日経平均リンク債））

地裁（本杉明義弁護士、小林久起裁判長）「元本を償還しないことにする仕組み」：

（被告は顧客に対し、本件仕組債により元本が償還されないことによる損失の性質は、「ノックイン」（オプション取引で予約された売買に基づく権利義務発生条件）を条件とする「プットオプションの売りポジション」・・・によって生ずる損失であると自ら説明している・・・）オプション取引のリスクの特性及び大きさを十分に説明し、かつ、そのようなリスクの金融工学上の評価手法を理解させた上で・・・リスクを適正に評価する基礎となる事実であるボラティリティ、ノックイン確率ないし確率的に予想される元本毀損の程度などについて、顧客が理解するに足る具体的でわかりやすい説明をすべき信義則上の義務がある・・・（これらは）金販法3条1項1号・・・(の) 重要事項・・・の内容にも含まれる・・・

高裁「(1) 説明義務は当該顧客が自己責任の下に合理的判断を下し得たかで決定される、(2) 当該商品は当該顧客に特に難解ではなく、投資判断にあたって重要なのは『参照銘柄のいずれかが満期前にノックインする可能性』の予測である（業者は書面やグラフを用い、①何が参照指標か、②満期が何年か、③利率、④元本償還条件とくに指標の1つでもノックインすれば元本毀損の可能性があり、毀損は償還時の基礎価格からの下落率割合で決まる、を説明した→本件仕組債の基本的な内容や元本の毀損に関する主要な危険性についての必要な説明はされた）⇒本件に説明義務違反なし。なお(3)（被控訴人は）オプション取引に係る元本毀損のリスクを的確に認識させるため、金融工学上の評価方法を説明した上で、その基礎となるボラティリティやノックイン確率の程度等を理解させるに足る説明をする信義則上の義務があると主張する(が・・・) 本件仕組債についての取引は・・・オプション取引によるリスクを顧客に負わせるものではないから、オプション取引に係るリスクを説明することが必要とは解することができない」「金融工学上のリスク管理に関する分析には様々な手法があり、その設定する前提条件によっても結論が様々な異なり得ることが明らかである。しかも、被控訴人が指摘する分析結果は、いずれも過去のデータを基にしたものであるが、顧客の投資判断の際に、これらの分析手法や結果を顧客に理解させることが必要不可欠なものとは解されないのであって、これらの点に関する説明義務があ

² 証券会社が、上場企業理事役員で投資経験も豊富で富裕な個人に、オーダーメイド部分のある 13.5%クーポン付エクイティリンク私募債（最低投資単位 5000 万円）で満期 3 年かつ償還日までの対象銘柄株価が所定の要件を満たす場合に元本割れする内容の証券を販売したところ、元本損失が出たことを不満として提訴。一審では購入額元本の 25%を過失相殺の上で認容。控訴審で原判決変更、棄却。

るとの被控訴人の主張も採用することができない」

上の高裁類似の裁判例（下の(3)(i)④等。同じ奥田隆文裁判長）『ボラティリティ』や『想定最大損失額』についての説明を怠ったと主張する。しかしながら…将来の為替レートを正確に予測することが困難であることは明らかというべきである…また、『ボラティリティ』自体の正確性、信用性についても一定の限界があることは否定できず、その説明をしていたからといって、将来の為替レートを正確に予測できるものでもないのである。したがって、『ボラティリティ』についての説明がなかったからといって、旧日興の担当者に説明義務の違反があったと解するのは相当とはいえない。また、将来の為替レートを正確に予測することができず、その変動の幅にも限度はないのであるから、通貨オプション取引における最大損失額を予測して顧客に提示することも困難というべきである。したがって、『想定最大損失額』に関する説明義務違反があったとも解することはできない。」

○最高裁は事例判決としてその影響に歯止めがかかることが期待される³が、東京高判や後出判タ研究会では規範に踏み込んでいるだけに検討の必要性が高い。たとえば仕組債が「オプション取引」か否かが重要な争点となった（高裁は否とした）⁴が、いずれと決しても、確定的に効果を演繹できるわけではないのではないかと。

○高裁判断は「伝統的な淡々としたナレーション」を結論として十分とする判断といえよう（現行実務の追認）。本件ではその直感でよいかもかもしれないが、応用事例（たとえば後出の複雑な派生商品（経路依存型など）や大衆向け毎月分配型投信）についてはどうなるのか。

○「(新規な説明義務の主張につき)当該情報は目的を達するのに十分でない・当該数値には限界がある」という高裁の理由づけ→だからといって必要でない、あるいは説明義務対象とならないといえるか。論理的には「(投資判断に)必要でない」をいう必要がないか。

(3)その後：「銀行完勝」の波及

(i)射程：結構広がっている（非プレーンバニラ・メインバンク・長期）

³ とはいえ本文(3)(i)のような射程の広がりが見られる。

⁴ 被告証券会社側「仕組債を購入する投資家にとっては、当該債券にかかる法律関係が発生する取引相手は発行体のみであり、投資家と発行体との取引内容として、オプション取引などが含まれているわけではない…仕組債の商品内容やリスク（は）、債券としての一般的な性質と、利率、償還条件、償還額等の発行条件に基づくのであり、発行体が行うオプション取引などの有無あるいはその内容によって左右されるものではない。」

○第一 DB 連想判例（二重下線は事案類似、一重下線は事案違い（+：説明義務違反を認めやすい方向での事案違い））で説明義務違反なしとした例が2件

①東京高判平 25. 10. 23 第一 DB28233980（証券会社が投資経験ある零細企業に販売した投機目的の2年非対称3倍レバレッジ・ノックアウト条項付き+クーポンスワップ契約につき適合性原則違反・説明義務（ポジション評価額・円安でも顧客不利となり得ること・反対取引があり解約費用が発生し得る事実および計算式、シミュレーション←非対称レバレッジ・ノックアウト・原則中途解約不可（解約の場合、解約精算金）・追加担保が必要となる可能性および基準）違反等なし（理由には立ち入らない）として顧客請求棄却）

②東京地判平 25. 11. 28 金法 1986 号 123 頁（銀行（メインバンク+）が中小企業（米ドル実需もスワップ取引経験もあり）に販売したヘッジ目的10年+もの通貨オプション交換取引契約（円ドル）につき説明義務違反なしとして顧客請求棄却（控訴））

○最判平 25. 3. 7 に酷似するフレーズ（微妙に言い換え、最判踏襲であるとは明言しない）

③前掲・東京地判平 25. 11. 28（本件取引自体は・・・将来の為替変動によって結果の有利不利が左右される

のものであって、その基本的な構造ないし原理自体は複雑とはいいい難く、少なくとも企業経営者であれば、その理解は一般に困難なものではない）

④東京高判平 25. 11. 14D1DB28214205（証券会社が中小企業（類似取引経験あり）に販売した投機目的の非対称3倍レバレッジ・ノックアウト+通貨オプション取引⁵（円豪ドル）につき説明義務違反なしとして顧客控訴棄却）（通貨オプション取引・・・の基本的な構造は比較的単純なものであり、企業を経営するような者であれば、その内容や仕組みを理解すること自体は特に困難なものではないというべきである。なお原審東京地判平 25. 7. 5D1DB28214204 の理由付けは周到）

(ii)「絶対に勝てないという無力感」、「最判平 25. 3. 7 を真似た省エネ判決でどしどし棄却」は本当か？

上記最判平 25 年判決は 2013 年 4 月に雑誌掲載されたところ、その年の夏頃までは顧客全部敗訴でも理由づけは従来型のものに限られたが、以降は酷似するフレーズの理由づけのものが出てきている（なお、顧客敗訴例公開は少ない（理由：大手データベース会社は収録内容の収集は原則として受けいれに限っているところ、証券事件を持ち込む情報源が顧客側のものが多く、それらは顧客勝訴の例を多く持ちこむため結果としてそうなるらしい）ので、実際には酷似フレーズ判決は上の3件よりもずっと多いのかもしれない）。

追い打ちをかけるものとして、証券仕組債において、ブレンバニラ金利スワップよりは明らかに複雑な内容の商品について、伝統的な淡々としたナレーションで足りるとされた。

⁵ 「通貨オプション」等とあるが、業者が顧客にオプション販売をするにとどまらず、顧客も販売するという双方向の形をとっており、実質はスワップ契約である。

とはいえ長い理由付けの裁判例や、適合性や伝統的説明義務の点から顧客が勝つ例もないではない（例、横浜地判平 26. 3. 19D1DB28221356(証券・銀行が夫婦（81 歳、73 歳）に販売した指数リンク債でノックインによる元本非償還の事案につき適合性原則違反として 3 割過失相殺の上で認容）。また、証券販売仕組債では、販売者（証券会社）属性（顧客との関係が銀行と違う）、投機目的（ヘッジか否かは問題とならない）、顧客属性（原則的に類似取引経験あり）といった要素から、銀行販売ヘッジ目的スワップよりも期待される説明義務の程度はもともと低い（顧客が負けやすい）と考えられる。

顧客側代理人の多くは、福岡高判等の顧客勝訴例を過大評価する一方、最近の裁判例について実際以上に顧客側に不利なものと評価しているのかもしれない。

3 「新規な説明義務」

以下の(4)にあるように、見かけは立派だが内容の乏しい改正等と、目立たないが大きな変化とが混在している。ここ 20 年くらいの間に非ホールセール商品につき（たばこやセクハラ野次のように）常識が逆転するということはないか。

(1)なぜ販売業者は説明する義務を負うか

○根拠・参考：金商法（契約締結前交付書面）、金販法、民法不法行為（説明義務・適合性原則違反）、監督指針、自主規則（適合性原則違反→最判平 17. 7. 14 民集 59 卷 6 号 1323 頁）（×消費者契約法）

○二宮分類（民法学説・判例を整理）→資料 1 の 35 頁表 1 として紹介（自己決定・情報格差・信頼保護）

（限界）適用結果が裁判官によりまちまち。数理や法令根拠のほか、「歴史と伝統」あるいは「古今東西の相場」（→監督実務）などの常識を足がかりとしなければ、収束すまい。

(2)スワップ事件、仕組債事件に見る「新規な説明義務」

新規な説明義務が主張されては上級審で否定されることが重なる。下級審の理由もヘンだが、取消・破棄する上級審の理由も不明（金利スワップ最高裁、仕組債高裁積極部分）ないしヘン（仕組債高裁とくにオプション論否定部分）。情報格差評価につき水掛け論？

表 「新規な説明義務」の対象と理由

		対象	理由
金利スワップ	高裁	①解約清算金の算定方法 ②先スタート型と先スポット型の利害得失 ③ヘッジ目的に照らし支払固定金利が妥当なこと	当事者一方にのみ専門的な情報ないし知識等が存する場合は・・・(説明なしに) 成立した契約は、社会経済的・法的に不公正 (なので) 知識を有する当事者はしからざる当事者に対する契約に付随する義務として事例に見合った当該契約の性質に副った法的説明義務を負う
	最高裁	[消極] ①～③は不要 [積極] 基本的仕組みや金利(変動・固定)、金利が一定未満なら融資のみより金利支払いが多くなること、を説明	前記事実関係によれば・・・契約締結のリスクを負わせることに問題がない <u>金利変動にのみ左右され構造原理が単純で、企業経営者なら理解可能</u>
仕組債	地裁	オプション取引の経験のない一般投資家に仕組債取引を勧誘するに当たっては、①金融工学上のリスク評価手法の基礎となるボラティリティに基づく確率計算の方法 ⁶ 、②参照対象株式のボラティリティの数値、③予測される元本毀損の程度、について説明する義務がある。これを怠ったときは金販法4条、信義則上の説明義務懈怠として民法709条により賠償責任を負う(過失相殺約4割) オプション取引の①リスクの特性及び大きさ、②リスクの金融工学上の評価手法、③リスクを適正に評価する基礎となる事実であるボラティリティ、④ノックイン確率ないし⑤確率的に予想される元本毀損の程度などは金販法3条1項1号の重要事項の内容に含まれる。	5000万円もの集中投資である上に・・・3年間の株価変動リスク 業者はオプション取引のリスクの特性及び大きさを金融工学の専門家として熟知 業者は、元本が償還されないことによる損失の性質は「ノックイン」を条件とする「プットオプションの売りポジション」によって生ずる損失であると顧客に説明せよ
	高裁	[積極] 当該商品は当該顧客に特に難解ではなく、投資判断にあたって重要なのは『参照銘柄のいずれかが満期前にノックインする可能性』の予測(業者は書面やグラフを用い、①何が参照指標か、②満期が何年か、③利率、④元本償還条件とくに指標の1つでもノックインすれば元本毀損の可能性があり、毀損は償還時の基礎価格からの下落率割合で決まる、を説明) [消極] オプション取引に係る元本毀損のリスクを的確に認識させるため、金融工学上の評価方法を説明した上で、その基礎となるボラティリティやノックイン確率の程度等を理解させるに足る説明をする信義則上の義務はない	説明義務は当該顧客が自己責任の下に合理的判断を下し得たかで決定される。本件仕組債の基本的な内容や元本の毀損に関する主要な危険性についての必要な説明はされた ①本件仕組債はオプション取引によるリスクを顧客に負わせないから、オプション取引に係るリスク説明は不要。 ②当該情報は投資判断目的の達成に十分でない・当該数値は確度や仮定という意味での限界がある

⁶ 本気にやれば、<http://www.sigbase.co.jp/school/seminar/renzoku/20130514.htm> こういったお勉強をすることになるのでは。

「新規な説明義務」として求められている内容は、最大損失（最悪シナリオでの解約清算金）系か理論価値（ポジション理論価値（時価）。取引価格との差が業者マージン）系か⁷⁸、または、それらの算定基礎となる情報（ボラティリティ⁹、レバレッジ等）や方法（計算式やモデルなど）に分けられる。

○最大損失については監督指針でデリバティブ一般につき数値提示が求められている。最大損失額は、契約締結時のリテール顧客にとって締結するかどうかを判断するにあたって一般に有益重要な判断材料であろう。

○理論価値についてはデリバティブ契約（市場または店頭デリバティブ。証券・預金・保険等に組み込まれたものは含まない）途中の情報（金商業等府令 108 条 1 項 6 号[取引残高報告書、評価損益]）以外に開示強制例はない¹⁰。上の仕組債控訴訟審判決で顧客が提出した値は 64.28、業者提出値には管理コストが入っていたため 90.62→開示強制すればマージン縮小効果はあろう¹¹。

[（脱線/試論）販売担当者・顧客の間で確実にポイントを伝えるにはどうすればよいか？]

裁判例の傾向とは異なるが、仮に最大損失や理論価値を説明するのであれば、どのように表現すれば伝わりやすいだろうか。顧客ポジション（スワップならば割引総差益）の確率分布のシミュレーション結果を示し（損失額と発生確率のイメージがつかめる）、またポイントとなる数字（最大損失額、割引総差益平均値＝当初顧客ポジション理論価値－取引価格（≒マイナス業者利潤）、最頻値）を示せば、それ以上の情報（計算方法、ボラティリティ etc.）は不要でないか。モデルその他について作成者の裁量がそれなりに必要なので、法令による強制には馴染みにくいだろう。

（イメージ）◎齋藤毅 29 頁（サイゼリヤのケーススタディ。ヘッジ目的として締結されたが、ラチェット式（2回目以降の約定レートが前回約定レートを利用して決められる）の支払条件の結果、顧客の事業上のポジションに対応しない場合が出てきてしまい（具体的には、想定以上の円高が継続すると顧客支払額が等比級数的に大きくなる。グラフでも左

⁷ 「通貨オプション」等とあるが、業者が顧客にオプション販売をするにとどまらず、顧客も販売するという双方向の形をとっており、その実質はスワップ契約である（以下同じ）。

⁸ （関係）シミュレーション：確率分布（→最大損失が知れる）を積分→理論価値

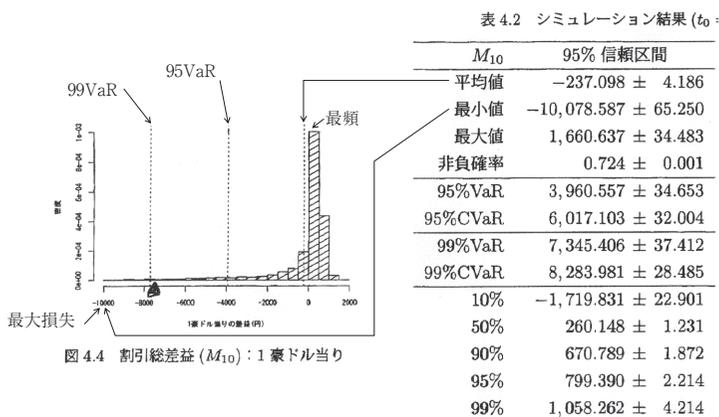
数値処理の用意のある機関投資家向け情報を与えてもほとんどの一般投資家は利用できまいから、わかりやすい数値あるいは図に統合加工するのが親切だろうが、加工によって消える情報も多い。

⁹ ボラティリティを説明義務対象とする裁判例が一時盛り上がりを見せた（資料 2 の 104 頁注 28。顧客の多くは、金利アップと連動しているからボラティリティ値を求めたのでありリスク判断には使っていなかったと思われる）が東京高判平 25. 11. 14D1DB28214205 によって明確に否定された。しかしその理由づけには疑問がある。

¹⁰ 資料 2 の 105 頁脚注 31 に罰則を伴う法令による以外の時価提供例。

¹¹ 参考：保険商品（長期で貯蓄型。認可商品）での相場（付加保険料）が 5 割前後（ライフネットで 2 割前後）、開示下の海外リテール販売での相場は 1 割以下。

裾が長くなっている)、実際にも顧客に大きな負担となった)



最頻: そうなるのが最多
 最大損失: このシナリオで最悪 (>95VaR: 95%カバー)
 平均値: ゼロとの差がマージン

(3) どのように説明義務の範囲を画するか(その 1) 消極的な方向

資料 5 松尾 24 頁: [経緯・規範タイプ]

(批判対象)東京地判平 24. 9. 11 は (為替レートを変動要因とするシミュレーションが示されてきたにもかかわらずボラティリティを変動要因とした時価評価シミュレーションを求め) 時価評価主張 (具体例として佐藤哲寛『為替デリバティブ取引のトリック 2』(2013))

①デリバティブ取引等の本質的要素である「株価、為替相場や金利基準などの参照指標の将来の変動により収益性や損失性が左右されるリスクがある」ことについて顧客が十分理解できるよう実質的に説明することにより、顧客が自覚的に参照指標の将来を予測して商品選択することを確保することが重要 (であり、この観点からすると顧客が特に求めた等の) 特段の事情のない限り、時価評価額の概念に係る説明およびその変動要素といった細部の説明義務はない。

②私的自治の原則のもとでは、契約当事者は、他方の契約当事者に対して、契約対象となる財やサービスに係る原価や収益を開示する義務はない。

資料 4 福島: [技術的理由タイプ]

(実際にそうなるものでもない) 金融工学は計算時点での評価額を決めるには有効だが、将来の価格を当てることはできない。(たとえば満期までにトリガーが発動する可能性を XX%と金融工学で示しても) その時点の諸指標およびリスクリターンを整合的になるよう措定された材料としての数字であり、実世界で発生する確率ではない。

(算定が困難である)「手数料」といってもその内訳分析は困難である (青木、間接費、固定費とされる内容等の評価が難しいということか)

(金商法および業法等府令、パブコメ) 固定金利や取引価格の条件に手数料等が織り込まれる場合に当該手数料等の何らかの表示が必要だが、現状では特に手数料について記述していない。

[そのほか]

○最大損失額その他評価で仮定が必要な場合に、適度な裁量を認める法規あるいは監督指針を規定することが難しい (パブコメでも神経質に質問されている)。

○情報 (記載事項) が増えると現実問題として開示書類がわかりにくくなり過ぎる (参考、◎米国仕組債目論見書。日本の目論見書を回覧)。

○高マージンを理由とする説明義務違反の判決を不用意に出すと、保険等の他商品への波及が危ぶまれる。

○政府はマニアックな要望にまで対応できない。義務教育で英語は習うのだから、海外や取次ネット証券で単品を買って組めば良い。

(4) どのように範囲を画するか(その2) 積極的な方向

(i) 業法等違反を民事責任追及の根拠とする (◎山田)

○監督指針等の参照 (公法違反の民事的効果) : 前掲・最平 17. 7. 14、しかし直結させると制定の障害となる (特に遡及的適用) (やって当然のことの) 確認的内容か創設的内容か
cf. イギリス 個人には直結的な援用を認めつつ、それ以外は、基本的にはコモンローでも訴えを認めない (行政による救済があるから? ハーマスミス判決を繰り返したくない? 金融業を大事にし、そのことについて国民の支持があるから?)

☆有力な指針とはなるが、これだけでは解決しきれない

(ii) 海外事情

○裁判例: [顧客側が援用—しかし行政の存在が国によって全く違う]

ドイツ (行政救済の弱さ、特異な事例 (CMS スプレッドラダー (銀行間市場予想 (指数にスワップ金利を使う) と異なる方向に賭ける商品で、しかも経路依存型))、その後の下級審の分裂 参考◎角田 [リベート関係が認められると開示が強く求められるが、それ以外の手数料一般については不明が多い]、◎川地 [傾向として、ヘッジとして合理的でマージンも極端に高くない例であれば (日本の最高裁判決の事案 (いわゆるプレーンバニラスワップで期間も短い) に近い)、最高裁判決とは事案違いとされやすい])

韓国 (引用される判決が特異 (銀行勝訴のほうが多い)、行政救済の弱さ)

参考、アメリカ (販売自体が少ない)、イギリス¹² (スワップにつき顧客勝訴例はない)

¹² Green and Rowley v. RBS [2012] EWHC 3661 (QB), [2013] EWCA Civ. 1197.

○規制例

・リテール公募仕組債(structured notes)につき業者マージン(組成と引受の双方につき)開示を指導(米(13年秋から。紹介、資料2の106頁以下。例、◎米国仕組債目論見書)独(14年初夏から))

・最近の欧州:

①改正金融商品市場指令 MiFID2(2014.6.12)におけるストラクチャード商品の扱い¹³

②大衆向け低リスク投資商品 PRIIPs(packaged retail investments products. 貯蓄性保険や単純な投資信託等)について特に手厚い説明義務(key information documents, KID)等で投資家を保護する(下記(iii)の元本払戻しは欧州では一般に投信法レベルで制限されており、記載事項となっていない)。個人金融資産比率のうち貯蓄型保険の比率の高い英国で発達。指令案(2012)¹⁴

(iii)近隣領域における説明義務の例

○キャッシュフロー調整商品(資産金融証券、貯蓄型保険⇔株式普通債などの伝統的商品で説明義務について了解がほぼ確立しているもの)で大衆向けの商品

毎月分配型投信(東京地判平成26.3.11金商1422号50頁。宮坂昌利裁判長・青木裕史判事起案? 目論見書・販売文書に①分配が元本払戻しによるものがあること、②分配金水準とファンド収益実績とが連動していないことを記載していないことを説明義務違反とする(過失相殺5割))

理屈では上のスワップ事件等と同じ処理・結論でもよさそうだが(更に本件では損失や適合性違反が認められにくい(ため顧客が勝ち難い)、状況(顧客、商品性質、販売者が違う。改正立法案がストップしている)の相違から結論が違ってくる?)

英国やEUの上記PRIIPs(年金給付が低下し老後資産自己管理が求められる今日、これまでのような金融商品(しかも右肩下がり市場、補てんも不可)の販売をしていけるか)

○商品先物(差玉向かい):最判平21.7.16民集63巻6号1280頁(2つの小法廷でほぼ同じ事案と理由、個別意見なし)坊主憎けりや袈裟まで憎い

○その他、非金融取引における説明義務の事例(医療訴訟、訴訟代理(プーメラン)etc.)

¹³レベル2以下は未成立。MiFID2 recital 72, 74, Chap. IIIA 13a-(保険)。フランクフルト大 Moritz Baelz 教授に照会したところ、ゼロコスト商品など条件の形に織り込まれた(implicit)業者マージン(ドイツでNMVとしてしばしば言及される)を(顧客ポジション理論価値を示す等で)ここでいう「手数料」として開示すべきかについて述べる文献は見当たらないが、おそらく対象とならない(理由:NMVはcostsとずれるし、件の最高裁判決はMiFIDあるいはそれを踏まえたドイツ証券取引法WpHGに基づく判断ではなかった(仮にWpHGに基づく事例でも、裁判例傾向からして違反を民事効に直結しない傾向にあるところ、2013年欧州裁判所判例からしてかような各国裁量は認められよう))という意見を得た(July 12, 2014)。

¹⁴ PRIIPs Draft Art.8(2)(e)(risk), (f)(cost)の文言抽象度も高い。

http://ec.europa.eu/internal_market/finservices-retail/docs/investment_products/20120703-proposal_en.pdf.

☆禁止的な説明義務：義務づける際に「説明していない」ことを理由とする 「説明しなければわからないというのは、要はどれほど説明してもわからないということだ」 説明せよといいつつ禁止する手法（フィクション）と弊害（参考◎青木）

☆結論先にありき？「所詮、商先やサラ金のことだから」と安心して大丈夫か？将来、例えば老人向け販売で、このような手法が証券銀行保険に向けられないか？

4 主体・客体・取引

(1)主体：リテールの範囲（中小企業 地公団 法人）etc.

(2)客体：商品の複雑さの程度 商品の目的など。しかし訴訟でここを狙う（「商品自体悪、禁止せよ」）のは一般に欲張り過ぎだろう（PRIPs のように行政がカテゴリーを指定して特別扱いすることは別論）

(3)取引：受託者責任、助言義務、利益相反 etc.（欧米の法律論のツボ⇒他の法域でただちに参照しづらい）

適合性原則違反からのアプローチ：（1）が主だが（2）（3）も考慮される（仮に説明義務・適合性が論理的に併存不能としても、間接事実レベルで結局は斟酌する）。

説明義務で行き詰まったら、とりあえず適合性原則からも考えてみるのがよいのではないか（当該事案限りといいやすい）。説明義務にしても、解きやすいところ（たとえば最近の販売で解約清算金説明が全くない等）から解いていき、あまり欲張った命題を出そうとはしない方がよさそう（重大な混乱が予想される場合には行政が率先して救済する）。

海外でも特に事後救済で適合性原則違反からのアプローチが目立つ

◎IOSCO 適合性 Complex Financial Products につき協議書(Feb.2012)

アメリカ 資料6 (CFTC, SEC (FINRA) 参考◎村本)

5 資料7 東京地方裁判所プラクティス委員会第三小委員会「金融商品に係る投資被害の回復に関する訴訟をめぐる諸問題」判タ 1400 号 5 頁(2014.7) 42-45, 64-65 ページ

サンプル事例についての説明力は高いが、新規事案、応用事案については弱い。また説明義務の内容の積極（p44 の a. の部分）、消極（p. 45 の b. の部分）の双方に問題がある。

[全体的な問題]

・サンプル判例が偏っている：顧客勝訴例が少なく、また典型例、著名例が載っていない。商品も難度を異にするリンク債数種が混じっており、比較困難である。

・積極部分についての主流的理解が未熟（下記）なうちに少数派の発想を早々に否定してしまっても大丈夫か。今後、非プレーンバニラ商品（エキゾチックデリバティブ）の中でも特

に難解な¹⁵事案（経路依存型(path-dependent option)¹⁶のものや CMS¹⁷など変数の難度が高いもの等）が出てきた場合、どうか。また、プレーンバニラでも①上記東京地判平成 26. 3. 11 金商 1422 号 50 頁（毎月分配投資信託元本払戻し）のような事例や、②超長期商品（30 年満期など）などの事案の解決に窮しないか。いずれも「伝統的な淡々としたナレーション」では説明不足とされるおそれが高いであろう。たしかに、かなりの場合について適合性原則違反で処理できようが、原告の属性によっては無理な場合もあろう。

[消極部分]

・（裁判例 10）『金融工学上』という理由を認めるおそらく唯一の公判裁判例である平 24. 11. 12 判決（上級審で取消）を引用しない一方、福岡地判の消極例 1 件の引用でここまで結論してしまうのは、（特定裁判所への圧力を避けようとする善意からであろうが）裁判例研究として問題でないか。

・（裁判例 13）：脚注 31 の石川＝池田 50 頁を「プットオプションの売りの立場と同様の立場であることを説明すべき義務を負わない」として紹介するのはミスリーディングでないか。東京地判平 23. 1. 28 は、原告顧客の『「売りと同じである』といわねばならない』という主張を否定したに過ぎず、顧客の立場がプットオプションの売りと同様であることを含む内容の説明をすべきに触れたわけではない。また金販法は、顧客が当該仕組債購入により負う義務の内容の説明を求めている¹⁸。「売りと同様の立場であることの説明は不要」

¹⁵ エキゾチックオプションならばすべからず「淡々としたナレーション」では不足というわけではなく、また注 16 の経路依存型のようなオプションでも例えばヘッジ対応が十分に認められるならばオプション自体についての説明義務を課す理由はないように思われる。

¹⁶ ペイオフが原資産価格最終値だけでなく経路にも依存するタイプのデリバティブで、エイジアンオプション（原資産平均価格に依存。そういう在庫保有する者がヘッジに用いるのが本来だが、対応ポジションがなければ極めて投機的である）、ロックバックオプション（原資産最大または最小値に依存）などが典型例である（解析解が得にくく（近似式の試みは結構ある。参照、<http://park.itc.u-tokyo.ac.jp/takahashi-lab/WPs/pj1.pdf>）、評価にはシミュレーションが必要となり、時間やコストがかかりやすいほか、当然ながらイメージもつかみにくい）。公判された判決で「経路依存型」につき正面から判断したものはないようである（大阪高判平 22.10.12 金法 1914 号 68 頁は FX ターン債売買につき錯誤無効とする）。「経路依存型」で第一法規 DB を検索すると①はクーポン部分が経路依存型、②は認定事実から経路依存型か定かでないが、適合性原則違反で解決可能であった。①東京地判平 25.7.19 セレクト 46 巻 76 頁（トリガー付日経平均リンク債、クーポン部分に経路依存要素、小林久起裁判長、5 割過失相殺）、②大阪地判平 25.2.20 判時 2195 号 78 頁（ノックイン投資信託、取引当時 77 歳の聴力障害ある一人暮らしの女性（適合性原則違反も認められている）、顧客勝訴）。なおノックイン・ノックアウトなどのいわゆるバリアオプションを経路依存型オプションの簡単な例とする用語例も一般的であり、その意味で経路依存型商品について判断した裁判例ならば多い。

¹⁷ コンスタントマチュアリティスワップ。スワップの交換変動金利としてスワップレートをを用いる金利スワップ。銀行間金利予測と異なる市場観をもつ者が投機目的で購入する例が典型的で、通常以上の金利理解度が要求される。アメリカでは相当に売れており、価格が FRB 議長の動静に強く影響されるといわれている。

<http://www.bloomberg.com/news/2014-03-27/yellen-s-six-month-timeline-to-raise-rates-threatens-swap-notes.html>

¹⁸ 大前恵一朗「平成 18 年改正 Q&A 改正金融商品販売法」（2007）Q53 取引仕組みの重要なものを説明するのは当然（不法行為判例でも仕組みを求める指摘あり）ということを確認的に規定、Q63 デリバティブの場合、5 号ハについて「契約終了時に、相場変動により、当初および追加保証金の総額から減額された金額が返還される可能性等」⇒デリバティブ単体でもそうなら仕組みタイプでもデリバティブに伴うこういった関連情報を述べよというのがむしろ自然でないか。松尾＝池田「逐条解説新金融商品販売法」

と言い切ると、金販法の想定している水準の説明がいらぬ（たとえば仕組債の元本割れ条件をごく抽象的に説明してもよい）というように読者を誤導しないか。

[積極部分] 以下の第一、第二の所見に示されるように、先例に法則性を認識できない状態で、どう説明義務範囲を確定するのか。

- ・「先例から具体的基準を見いだすことは困難である。」
- ・「平成 25 年最高裁判決は事例判決である。汎用性のある具体的説明義務の範囲を導き出すことは困難である。」
- ・「具体的な商品特性、すなわち、その商品のリスクや利益は具体的にどのようなものかをいうことと投資者の属性をよく吟味し、説明義務の範囲を確定していくことが必要であると思われる」。

(以下、話題にあがれば参照しますが、報告そのものでは使いません)

1 顧客区分が機能し辛い(流動性や適合性と連関する「特定投資家」)

	FINRA 2111 適合性	日証協 (ガイドライン)
製造時 (対象群標準)	合理的根拠	3 条 3 項
販売時 (当該顧客、ただし説明は標準で可とする場合も)	具体的顧客	
管理時 (当該事案を標準的な管理で)	量的適合性	なし (一任勘定)
重要な事項		3 条 4 項
所定の顧客類型		高齢者 5 条の 3

義務の履行：あるべき顧客 (類型平均的) か、あるがままの顧客か

適合性原則の設計思想：メジャー類型毎か、業者免責目線か

2 考えられる方向性

①金融リテール関連判決には矛盾 (裁判体間の矛盾もだが、複数商品を扱う一つの裁判所で一貫していないこともある) が目立ち、解消も期待しにくい。結論予見が困難であると金融活動全般のさまたげとなる。

裁判所が介入を控えやすくなる (cf. イギリス) ためには

- ・ ADR を弱めないこと
- ・ 監督指針で更に開示をすすめること (とくに PRIPs のような大衆向け商品については)

(2008)30 頁では大阪地判 16. 5. 28 が、評価日株価が行使価格を下回れば差額分損失を被ること、また、株価がいかに上昇しても元本とクーポンを得るだけのこと、を説明すべき内容 (顧客が EB 債の購入によって取得する権利や負うべき義務の内容) としたことを紹介。実際、現在の販売プラクティス (使用文書、社内研修…) は、相当にかみ砕いて説明することを想定している。

極端に配慮の上、営業的にも薄利を覚悟すること)

- ・高齢者対応についてどうするか、顧客観点から徹底対応すること
- ・裁判所と監督官庁との距離を縮めること（監督官庁への照会、監督官庁からの意見発信)

②公募（規制コスト激増）と私募（レグ D のような一部富裕層）とを徹底区分する（私募について自己責任を徹底）か否かの政策立場を明確にする ←そもそも区分すべきか（規制が二極化するアメリカ。しかし州競争あつてのことであり、それが望めない日本や EU では海外に出すほうが効率的か（60 年代のユーロ債）

（配布資料以外の参考文献等）

◎青木浩子「金融商品取引業者の新規な説明義務」落合古稀「商事法の新しい礎石」（2014）

◎川地宏行「仕組債およびデリバティブ商品の説明義務 ドイツ最高裁判決、最判平成 25 年 3 月 7 日をふまえて」先物証券取引被害研究 42 号 14 頁(2014)

◎角田美穂子・適合性原則と私法理論の交錯(2014)（ドイツ）

◎<http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/886982/000119312513401084/d612882d424b2.htm> ゴールドマンサックス仕組債目論見書(2013)

◎齋藤毅「為替デリバティブのヘッジ効果とその代償」愛知経営論集 168 号 17 頁(2013)

◎村本武志「仕組商品販売と適合性原則- 米国 FINRA 規則改正を契機として」東京経済大学現在法学 221 号 119 頁

<http://repository.tku.ac.jp/dspace/bitstream/11150/441/1/genhou22-07.pdf>

◎山田剛志「金融機関による説明義務・適合性の原則と金融商品販売法」（2009）
<http://www.jsri.or.jp/publish/record/pdf/027.pdf>

◎IOSCO, Consultation Documents, CR03/12 Suitability Requirements with Respect to the Distribution of Complex Financial Products (Feb. 2012)

<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD373.pdf> 以上

資料1 ヘッジ目的の金利スワップ契約と銀行の説明義務

千葉大学大学院教授 青木浩子

N B L No. 1005 (2013. 7. 15)

資料2 仕組み債に関する裁判例の動向と考察

千葉大学大学院教授 青木浩子

金融法務事情 No. 1984 (2013. 12. 25)

資料3 固定金利と変動金利を交換してその差額を決済するという

金利スワップ取引に係る契約における銀行の説明義務

東京高等裁判所判事 加藤新太郎

金融・商事判例 No. 1431 (2014. 1. 1)

資料4 店頭デリバティブ取引のプライシングや手数料の説明に関する補論

みずほ第一フィナンシャルテクノロジー取締役 福島良治

金融法務事情 No. 1978 (2013. 9. 25)

資料5 店頭デリバティブ取引に係る時価評価主張への疑問

弁護士・東京大学大学院客員教授 松尾直彦

金融法務事情 No. 1976 (2013. 8. 25)

資料6 デリバティブ商品の販売に関する法規制の在り方

上智大学大学院教授 森下哲朗

金融法務事情 No. 1951 (2012. 8. 10)

資料7 金融商品に係る投資被害の回復に関する訴訟をめぐる諸問題

東京地方裁判所プラクティス委員会第三小委員会

判例タイムズ No. 1400 (2014. 7)

ハッジ目的の金利スワップ契約と銀行の説明義務

——最一判平成25・3・7 (平成23年(受)第1493号 損害賠償請求事件)の検討

千葉大学専門法務研究科教授 青木浩子 Hiroko Aoki

I はじめに

本件は、Xが、Y銀行と金利スワップ取引(以下「本件取引」という)に係る契約(以下「本件契約」という)を締結した際、Yに説明義務違反等があったと主張して、不法行為等に基づく損害賠償を求めた事案である。金融派生商品販売に係る損害賠償請求事件の上告審判例は数少なく^①、破産差控例(最二判平成23・1・21動物取引規約集61号10頁等(商品先物)、最一判平成17・7・14民集50巻6号1323頁(株南指数オプショントリ売り取引勧誘が連合性原則から著しく逸脱するとはいえないとして不法行為の成立を否定、以下「最判平成17年」という))^②はあるが、破産自判は本件が初めての場合である^③。

最判平成17年から本判決まで10年を経過していない。しかし、1990年バブル崩壊(裁判平成17年事案はこの時期のものである)とリーマンショック後世界金融危機(本件事案はこの時期のものである)の二大暴落の間に、金融に関する行政と業界との連携があり、最判平成17年当時の常識が必ずしも通用しないことに注意を要しよう。

原判決の法律論には問題が多かった中で、破産という結果には意外意はない。問題は、最高裁が、説明義務違反について、連合性違反に係る最判平成17年の判例に比してきわめて簡潔な判示の上で原審に委し戻すことなく自判したため、陪席上の疑問や批判を考えていた顧客の過度の憂慮を招く懸念があるという点である。

判旨はXの請求には理由がなく、第一審判断が正当であったとする(Ⅲの7)。この判断は、原審理由付けを否定する部分(破産部分、Ⅱ(4)②および⑦の第1・2文)と、原審とは別に判示する部分(自判部分、Ⅲ(2)③)を受け入れた⑦の第3文)とに分けられる。本稿ではまず自判部分を検討し、次に破産部分を検討したい。

- (1) 「派生商品・デリバティブ・スワップ・仕組債・オプション」のいずれかを用いた最高裁判例検索の結果、典型的な派生商品である信用取引やワラントは含まれていない。ワラント時は1989年バブル崩壊の直前で平成4年から15年にかけて同8年から10年をピークとし、10件ほどある最高裁判決すべてで原審判断(過失相殺による一部認容が多い)に対する上告を棄却している。
- (2) 本判決は第一小法廷によるが、同月28日に第三小法廷で、本事件と原告(住友貸倒委員会)および被告代理人は異なるが、被告銀行および原告代理人は同じであり、第一審(福岡地方法院平成20・11・21判夕136号189頁)と原審(福岡高判平成23・4・27判夕136号476頁)の双方で担当裁判官が一致(横田判事)であり、一致する判決(受)1496(集三判平成25・3・26平成23(受)1496)判決日や執行ないし一致する判決がある。契約が締結条件であったという事情があり、第一審は、趣意ある契約の一部につき被告銀行の不法行為責任(優越的地位の濫用に類し)を認め、原審は同様の趣旨で被告Xを私法につきY反訴が認容された点が異なるほか、上告審における論理結論ともに本件のもれと同様である。
- (3) Y側備置書中の記載によると、本件原判判決時点で、Yに対し提起された類似の金利ス

ワップ事件未決段階判例で、大抵では訴訟までの時点で、かつ各々複数の事件の上で、かつ各々複数の事件の上で、Yの説明義務違反なしとして責任を認めなかったようである。このことから、本件原審の判示はよほど怪訝な結果なものであり、最高裁で破棄される可能性は高いことが予想されていたと推察される。

II 事件の概要

最高裁は原審(福岡高判平成23・4・27判夕2136号58頁)が確定した事実関係概要および原審判断を以下のように提示する。下記(1)~(6)の付帯は筆者による。

- (1) 平成15年当時、X(原告・投資系・被上告人、バチンコ店等を経営する株式会社)は、主たる取引銀行語外A行から15億円程度借り入れたが、同年12月30日、Y銀行(被告・被控訴人・上告人)から、短期プライムレートに年0.75%を加えた変動金利を利息として1億4000万円を別途借り入れた。融資の際、Xに変動金利借入れが多いことを知り、Y従業員Bは、金利上昇リスクのヘッジのため、本件取引を提案した。本件取引は、当事者間合意に基づき、同一通貨間で一定の想定元本、取引期間等を設定し、固定金利と変動金利とを交換の上で差額を決済するもので、ブレイン・パニラ・金利スワップと呼ばれる単純なものである。
- (2) 平成16年1月19日、BはXの代表取締役Cに提案書を交付して、本件取引の仕組み等について説明した。提案書書面には「金利スワップとは、取引期間において同一通貨間の固定金利と変動金利(キャッシュ・フロー)を交換する取引のことです。」「取引開始後に変動金利がどのような推移をもたないとしても、変動金利の損益はプラスにもマイナスにもなりません」のほか、本件取引では変動金利として3ヶ月LIBOR(同月15日現在で年0.09%、短期プライムレートが年1.375%であることも記述)が適用される旨および条件例・取引例・損益シミュレーションが記載されていた。

提案書にはさらに本件取引の①メリットとして「本金利スワップ取引を約定することにより、貴社の将来の調達コストを實質的に確定させることができます。」「スワップ取引開始

日以降は短期プライムレームレートが上昇しても貴社の調達コストは實質的に一定となり金利上昇リスクをヘッジすることができます。②アメリカットとして「現時点で将来の調達コストを實質的に確定させるため、約定時点以降にスワップ金利が低下した場合、結果として利差になる可能性が低くなります。」「スワップ取引開始日以降は短期プライムレームレートが低下しても貴社の調達コストが結果として割増金利低下メリットを享受することができません。よって金利スワップを約定しなかった場合と比べて實質調達コストが結果として割増になる可能性が低くなります」とあるほか、「必ずお読み下さい」④「本取引のご契約後の中途解約は原則できません。やむを得ない事情により弊行の承諾を得て中途解約をされる場合は、解約時の市場実勢を基礎として弊行所定の方法により算出した金額を弊行にお支払い頂く可能性があります」と記載されていた。

(3) 平成16年1月28日、Bは、Cの求めに応じてX顧問税理士事務所所属税理士を同席させた上で、スポットスタート型(契約締結と同時に取引が始まる)と先スタート型(契約締結から一定期間経過後に取引が始まる)の金利スワップ取引について、それぞれの内容が記載された提案書を交付して説明した。同年2月23日、CはBに、税理士や専務の意見を再確認して回答すると述べた。その後、当面変動金利の上昇はないとの判断から1年先スタート型金利スワップ取引を選択し、同年3月3日、Bは1年先スタート型金利スワップ取引の内容が記載された提案書をCに交付の上で再度説明するとともに、その翌日に送致される具体的な固定金利利率を承諾すれば成約する旨説明した。Cはこれを了承し、提案書の「本取引(金利スワップ取引)の申込に際

日次
I はじめに
II 事件の概要
III 判旨
IV 研究
1 自判部分について
2 原審理由付け決定の結論について(破産部
分)

し履行より説明を受け、その取引内容及びリースク等を理解していることを確認します」等と記載された欄に記名捺印した。Bは翌4日、固定金利42.445%となことをCに連絡し、了承を得た。

(4) 平成16年3月4日、YとXとの間で本件契約が完了するように締結された。ア 固定元本 3 億円、イ 取引期間 平成17年3月8日から平成22年3月8日まで、ウ XからYへの金利支払条件 固定金利年2.445%、支払日 平成17年6月8日から3ヶ月ごと、エ YからXへの金利支払条件 変動金利3ヶ月TIBOR+0%、支払日 平成17年6月8日から3ヶ月ごと

(5) 平成17年6月8日から平成18年6月7日までの間、XはYに本件契約に基づき固定金利と変動金利の差額として、合計883万0355円を支払った。

(6) 原審は、上記事実関係の下、以下のよう判断の上、不法行為に基づく損害賠償請求を一部認容した(差金の上記および理選損害金を過失相殺、上告・上告受理申立て)。

YはXに対し、契約締結の是非の判断を左右する可能性のある、①中途解約時に必要とするかもしれない清算金の具体的な算定方法、②先スタート型とスタート型の間のリスクをヘッジする効果の点から妥当な範囲にあること、③固定金利の水準が金利上昇の際、Yが必要十分な説明をしていなければ、本件取引における上記のリスクヘッジの可能性が著しく低いものであったことなどから、Xが本件契約を締結したことは明らかである。Yの説明義務違反は重大であったとしてXに対する不法行為を構成し、本件契約は契約締結に際しての信義則に違反するものとして無効である。(審裁、以下Ⅲの(1)に続く)

Ⅲ 判言

上告人敗訴部分破棄、控訴棄却。下記(1)~(7)の付帯は審裁による。

(1) 4. しかしながら、原審の上記判断は是認することができない。その理由は、次のとおりである。

(2) 前記事実関係によれば、本件取引は、将来の金利変動の予測が当否にか否かのみによって結果の有利不利が左右されるものであって、その基本的な構造ないし原理自体は単純で、少なくとも企業経営者であれば、その理解は一般に困難なものではなく、当該企業に対して契約締結のリスクを負わせることに何ら問題のないものである。

(3) Yは、Xに対し、本件取引の基本的な仕組みや、契約上設定された変動金利および固定金利について説明するとともに、変動金利が一定の利率を上回らなければ、融資における金利の支払いよりも多額の金利を支払うリスクがある旨を説明したものであり、基本的説明義務を尽したものであるといえる。

(4) 原審は、Yが上記3(審裁、Ⅲの(2))の①~③の事項について説明しなかったことを問題とする。しかしながら、本件提案書には、本件契約がYの承諾なしに中途解約をすることができないものであることに加え、Yの承諾を得て中途解約をする場合にはXが清算金の支払義務を負う可能性があることが明示されていたのであるから、Yに、それ以上に、清算金の具体的な算定方法について説明すべき義務があったとはいえない。また、Yは、Xに対し、先スタート型とスタート型の間のリスクをヘッジする効果の点から妥当な範囲にあること、③固定金利の水準が金利上昇の際、Yが必要十分な説明をしていなければ、本件取引における上記のリスクヘッジの可能性が著しく低いものであったことなどから、Xが本件契約を締結したことは明らかである。Yの説明義務違反は重大であったとしてXに対する不法行為を構成し、本件契約は契約締結に際しての信義則に違反するものとして無効である。(審裁、以下Ⅲの(1)に続く)

(5) そうすると、本件契約締結の際、YがXに対し、上記3の①~③の事項について説明しなかったとしても、Yに説明義務違反があったということはできない。

(6) なお、以上に示したところによれば、本件契約が無効となる余地もない。

(7) 5. これと異なる原審の判断には、判

してきた要素である)を斟酌する必要はない」というように読み込みめは、裁判所は、余りに不明が多い。

最判平成17年11月17日は、「証券会社の担当者、顧客の意向と実情に反して、明らかに過大な危害を伴う取引を積極的に勧誘するなどの、適合性の原則から著しく逸脱した証券取引の勧誘を行ってこれを行なったときは、当該取引は本判決を以て無効とする」として、規範の形成に積極的であった。これに比べて、本件最高裁の姿勢はいかにも消極的である。

(2) 本判決の評価、特に裁判官による受け止め方

このような本件自判部分であるが、裁判官からの評価は一般に良好のようである。あるいは、最判平成17年と本判決では、原告(顧客)代理人の訴訟戦略の違いが裁判所の姿勢に影響したのかもしれない。最判平成17年事案では、定評ある企業法律事務所が原告代理人に就任し、適合性原則に重点を置いた法律論を堂々と展開した。翻って本件X代理人は、「商品の欠陥性」(用語や要件から、商品欠陥連訴訟あるいは海判判例を参考としたものと推測される)を始めとして、適合性原則違反・説明義務違反に基づく請求認容事例からは逸脱した新規範見解を押し出した。おり、もともと影響され難いタイプの訴訟であったようにも思われる。

しかしながら、2008年金融危機を機とする各種金融商品(通貨スワップの例が多い)損失に関する訴訟が、不法行為為替相消滅効を意識して拡大的に展開している今日、金融商品投資家損失賠償に係る判断基準に關心を寄せる関係者も少なくなくあるまい。そこで、通常の訴訟の域から踏み出すが、損害賠償請求の理由として最重要である、適合性原則および説明義務に関する裁判例等の傾向を確認の上、説明義務違反の具体的要件を考察したい。

(3) 適合性原則と説明義務について

法に影響を及ぼすことが明らかでない違反がある。論旨は理由があり、原判中Y敗訴部分は破棄を免れない。そして、以上に示したところによれば、Xの請求は理由がなく、これを棄却した第1審判決(審裁、福岡地方法院平成17年6月24日判決169号38頁)は正当であるから、Xの控訴を棄却すべきである。

Ⅳ 研究

1 自判部分について

(1) 判旨の構造および射程

原審のX請求(適合性原則と説明義務違反)を主たる理由とする不法行為に基づく損害賠償請求。第一審は同理由とも不採用、原審は適合性原則違反はないが説明義務違反ありとした。認容部分につき、最高裁は、Ⅲの(7)の第3文で「以上に示したところによれば、Xの請求は理由がなく、これを棄却した第1審判決は正当とする。」「以上に示したところ」とは、Ⅲの(2)と(3)の部分、および、(4)に言及された事案(Ⅲの(1)から(4))であろう。

最高裁は、Ⅲの(2)で本件取引の契約締結リスクをXに負わせることに問題はないとした上で、(3)で本件では説明義務が果たされているのでX請求には理由がないとする。

「前記事実関係によれば」で始まる判示Ⅲの(2)および(3)は、「本件事案を踏まえるとYは説明義務を尽している」ということと、本判決の射程を事案限定的なものとしている。先例として参考となりそうなのは、説明義務の具体的内容としてとらえらる説明、リスクリスクの説明の例示にとどまり、従来の「宿題、たとえば、①不法行為を基礎付ける諸事象、②説明義務違反と説明義務違反の関係、③説明義務違反を構成する要案の内容および関係、④説明義務違反の責任の所在」を指摘して「法人に、プレインティブに派生商品を買って、おとめがなし」と解するならば明らかでない。」「裁判所が単純と判断した企業向け商品、説明義務の内容は本件のそれを超える本質的なものでない、その際に顧客属性(以下(4)のA)にあるように、従来の判示や裁判例が説明義務違反に類する

以下(4)のA)の投資損失については、平成18年金商法で定めたように、金融商品(平

適合性原則違反が説明義務違反を理由に、販売者に対してその不法行為に基づき損害賠償を求め得るとしているのが今日ではほぼ常識となつてきている。しかしこれはわかつた20年前には決して自明のことではなかつた。実際、初期のワラント訴訟では、債務不履行による不法行為によるか¹⁰⁾、契約有効を前提とするか否か(無効の場合、理由は民法の一般原則(錯誤・信義則・公平条等)によるか、)そもそも説明義務を觀念し得るか、適合性原則違反は民事責任の根拠となるか等¹¹⁾について、裁判例や解釈が分裂していた¹⁰⁾。

そもそも、株式・社債・預金といった古典的金融商品に対する新しい商品、つまり、デリバティブを始めとする新型金融商品が一般に販売されるようになったのも、ワラントを別格とすれば、ここ10年間のことである(そのワラントすら公判例の初出は1989年パベル債のしぼらく後(大阪地判平成4・6・22判タ009号165頁)という、比較的最近のことである)。

さらに、請求を理由付ける根拠となり得る法令等も、投資サービス法精神の一環として検討されていたが、具体化されたのは平成18年金商法導入以降のことである(平成12年金商法の取捨に關する法律(以下「金融法」という)等の例外はあるが、これも本格的な具体化は平成18年改正を待つ)。

以上のような事情から、初期の裁判例を参照するに当たっては、その後の諸変化(以上の指摘のほか、とりわけ行政の整備)について留意する必要がある。

イ 準備の概況

全体に、民法学者による民事責任問題としての研究が盛んであり、業法論的観点からの研究は単発的な紹介は多いが理論的研究は比較的少ない。参照される海外事例の多くはドイツにおける議論あるいは実務例である。周知のように、日本では不法行為に基づき請求が法務の技術的性質上ドイツに於ける場合に比べ容易なので、債務不履行を前提に探達したドイツの理論や実務の多くはそのままであるに過ぎないが、上述の諸研究は従来の相違を指摘しつつも参考となる内容の検討や、賠償請求の根拠は何かを探索する方向にある¹¹⁾。

もつとも、予定されている債權法改正で実現され得る内容¹²⁾を踏まえるかによって立論が大きく変わるので、よほど成熟した内容でなければ、裁判所は学者の提言を採用しにくい状況にあると思われる。

ウ 今日の実務における一応の到達点

以上のように混沌とした状態ではあるが、実務的には確立しているように思われる内容をまとめてみた。

適合性原則・説明義務違反の論議関係¹³⁾については、前者には「信義主義の適合性」があり、また「説明義務が尽きたところ(適合性原則が始まる)」と説明してきた¹⁴⁾。しかしながら、適合性原則違反と説明義務違反とき、金融商品売買に係る民事責任違反に際して双方とも採用できるとは実務上疑いはない¹⁵⁾。

採用する場合、単に適合性原則違反あるいは説明義務違反があるといつた主張では不足であり、さらに具体的な事実を権利根拠事実あるいは陳述事実として主張立証することが必要となる。裁判所は、権利根拠事実・権利陳述事実が説明義務違反と評価できるとの総合判断を、事実認定ではなく法的解釈として行う¹⁶⁾。

適合性原則の具体的内容について、最判平成17年は、商品と顧客とに依る諸要素(適合性を判断するに当たっては……当該オプションの基礎商品が何か、当該オプションは上場商品とされているかどうかなどの具体的な商品特性を踏まえて、これとの相関関係において、顧客の投資経験、証券取引の知識、投資意向、財産状態等の諸要素を総合的に考慮)につき踏み込んで示した。

本判決も商品仕込みや変換、損失可能性を本件における説明義務の具体的内容であると示したが、最判平成17年の適合性原則との関係についてはもちろん、説明義務違反限りの具体的内容についてもほとんど立ち入っていない。

(4) 説明義務違反を構成する具体的内容とは

従来の標準的な見解

本件原審評釈で二百餘頁に亘る「説明義務の範囲を定めるにあたって考慮すべき要素とその位置づけ」として学者や実務家の提言を踏まえ、説明義務の根拠と考慮要素 ①取引性

【表1】説明義務の根拠と考慮要素

説明義務の根拠	考慮要素の考え方
1. 契約根拠の判断ができること(自己決定)	①(周知性を除き、リスクリターンを追加)に基づき判断
2. 情報開示(自己責任原則修正)	商品の周知性や開示(①の一部)と顧客情報の推定に③が関与することもある
3. 金融商品のリスクや取引に至る取引のリスクや取引の目的(①と②の一部)と契約締結(③の一部)に限らず、業者の発行行為や一方的提案等を認定	

【表2】裁判に登場した派生商品例と一応の購買度

内容(英語版ウィキペディア(exotic option)による)	具体例
1. プレーンパニラ	本件金利スワップ・先遣・先物・オプション(売買)
2. エキゾチック	仕組債、ストラクチャードコール、キャップフロアに係る各商品の附帯事項(レバレッジ・ソックアウト(あわせてKIKO)、レバレッジ(他))
3. クオンツ・トレーダー一般の知識を前提とする商品(リテール販売には不適格)	一部の難読依存型商品その他(CM Sなど)

質(金融商品の種類・性格・取引規模・周知性)等)、②顧客属性(投資経験・知識・経験・能力・財産・収入)、③取引成立に至る経緯・動機・態様)とを【表1】のように整理している¹⁹⁾。

このように学説や裁判例を丁寧に踏まえた整理ではあるが、これを実際に運用することは簡単ではないように思われる。

まず、本判決は「少なくとも企業経営者であれば」(目的②)としており、②顧客属性の内容の審理は本件で不要とするかのようである(この点、原審も同様であり、二宮評釈は原審が顧客属性に漏れないことを批判していた)。この例にも示されるように、どの要素をいかに取り上げるかのセンスが簡単に成り立つかどうかを感念される(ワラント訴訟のように大量かつ多案件共通性が高ければともかく、現在では顧客、商品、証券種類のいずれについても、多様化が著しい)。

また、二宮評釈は結論として本件では説明義務は果たされていると判断している。この結論を導く部分は、本判決の論法に似て、認定事実の一部を羅列の上、本件では説明義務が果たされていると結論づけ(具体的には、又はスワップ本証券とはいはざるに相違なくして、本件取引が単純なことから、Yがなした程度の

説明で足りるとする)が、この提示と上の考慮要素との関係を、他の事案で参照可能な形で整理して理解できるだろうか。

イ その他のあり得る見解

本判決が「プレーンパニラと呼ばれる単純なもの」について、およそ「企業経営者」はと判断していることから、顧客の属性は固定し、商品の内容に応じて説明義務の内容を考えるべきとして、【表2】のような分類が提唱されるかもしれない。

しかし、このような区分に基づいて説明義務の内容について解釈するならば、メリットよりもデメリットのほうが大きいように思われる。

そのように考える理由は以下のようなものである。第一に、中小企業向けヘッジ目的のワラント契約に係る損害賠償請求事件は実は世界同時発生しており、【表2】の下線部を付した商品について英・独・韓等で判決が出ているが、その結論は商品の性質一本では到底説明不能(行政や歴史・法体系・経済動向を無視できない)である。

また、不成功といった先例がある。金商法は、金商法における開示規制および行為規制の向上のため、商品と三分(元本保証商

品、投資額以上の負担の可能性ある商品・その他、顧客を二分（特定投資家・一般投資家）説明を導入したが、前者はこれのみでは規制として到底足らず、後者は機能しているとはいえない⁽⁹⁰⁾。要するに、机上で事前に把握するには現実には複雑に過ぎる⁽⁹¹⁾というわけである。

ウ 金融庁監督指針の有用性について
とはいえず、金融商品に係る請求を扱う裁判官が、適合性原則・説明義務を構成する具体的な内容をわかりやすく知る手立にはある。それは、金融庁の監督指針（監督事務の基本的考え方・監督上の評価項目・事務処理上の留意点を整理した行政職員向け書、銀行ならば主要行等向けが中・小・地域金融機関向け、証券ならば金融商品取引業者等向け、以下「指針」という）である。指針は、関連諸規範と検査監督業務とを踏まえ、特に問題ある取引に重点を置きつつ、原則として意見公募手続（行政手続法39条）を経た上で例年改訂を重ねている。デリバティブ取引（店頭金利スワップの場合、金融法5条29項5号）に適合性原則違反、説明義務違反があるかの判断が困難な場面には、指針の該当箇所（業務の重要性）部分をみる。なお、基準は指針条文を金融法40条とするが、参照を適合性原則の場合に限定することもなからう。）をみると留意事項が記載された場合が多い。これを参照すれば、全体として業者が何をどう行うべきだったかが推知され、多くの場合は（具体例として）解約清算金よいわねるように、金融取引は専門性が高く複雑である（そもそも金融は規制産業であって、普通の商品や取引ではない）。以下、内閣府から議論を積み上げられる時代では最早あるまい。

指針の重要な限界として、行政と司法とは適合性原則あるいは説明義務違反に当たると実質は違い得ることがある。たとえば、行政は指針の発効後は原則として実質形式にも遵守されることを期待しようが、司法は、発効後も必ずしも形式的遵守を求めないかもしれない⁽⁹²⁾。具体例でいえば、現行指針が求

める解約清算金額の説明（後出）について、行政ならば指針発効後はまず確実に同金額の説明を求めようが、司法では、内容の大きな実質、たとえれば最大損失額と支払上限とを顧客が理解していれば、必ずしも説明義務違反ありとはいわれないとも考えられる。また、行政では同種類の商品を基本的には普通債裁判するところが多いのに対し、司法は個々の事例を元に請求の可否を事後検討するといった性質を原に相違がある。指針の参照に際して留意すべき場合もあろう。たとえば前述の適合性原則については「飲養口義」という区分が、行政の立案では大きい意味があるが、司法で機能的に使うことは難しいであろう⁽⁹³⁾。また、形式的遵守をさせないでいられれば即業者を処置するということである。

なお、指針よりも法源として上位にある業法や府令は、要件の抽象度が高いので、指針や直後の記述がない場合、あるいは、原則や位置付けを確認するといった場合等に利用でき、指針を例に説明したい。これは今日、業法上の説明義務の根拠としてしばしば引用される内閣府令（以下「金融業者府令」という）117条1項1号（所定の書面の交付および説明なき契約締結を禁止）に規定される制度で、実質の説明義務と呼ばれられることもある。94条所定の事項を記載・説明することとなるが、そこには、想定最大損失額や顧客等額との関係、解約清算金賦付方法といった、指針の求める（業者にとりて厳しい）項目はなにもない。決済方法等の多数の技術的事項・埋もれていることから、金融ADRにおける立論の建区に資する情報は限られるように思われる。裁判における適合性原則・説明義務の建区に当って、指針を意義として作成・保存された面接シート等のほうが、はるかに有益な証拠となるう。

4) 実本金10億円以上の株式会社は金融商品取引法の定義にかかると「金融商品」として扱われる（以下「金融法」という）2条6項4号、同項。また、金融商品の定義は「金融商品取引法施行令」5条の8第1項2号、同項。金融商品取引法第2条に規定する定義する内閣府

ADRによる解決状況および裁判との関わりについて、仮に「中小企業向けスワップ事件」金融ADRにおける扱いについては、法律事務所2013年9月号に掲載の「権利保護」を、法律事務所と不特定多数に基づいた解決のための手続について、第2号中平成23・4・22判付1348号87頁

- (9) 初期の協議として渡された「ワラント取引」における投資家と投資家情報開示不実行（1995）12頁、清水俊彦「投資家情報開示不実行」判付853号（1994）23頁以下（特に同、判付956号（1997）82頁は説明義務違反につき相違論として多く引用される意見書「説明義務・情報提供義務と自己決定」判付1178号（2005）9頁、同、後述の文脈、根拠という観点からすれば、強硬と広範の適合性原則には懸念な相違がある。ただ、適合性原則に係るカールマンの根拠が向かはほぼ一致して明らかでない、適合性要件の具体化を定義のそれを中心に試みる以下、下條「適合性原則違反の判断基準とその解明化」山崎山逸彦「市民法上の新たな女性差別」(債)社出版2013) 115頁（同124頁で難判水準と投資家の共害の商品充物取引業者に係る監督所弁に及ぶ。なお説明義務文書は監督所弁の修正マニュアル参照）、ドイツ法につき川地登「消費者取引における適合性原則」と説明義務をめぐり「金融法の比較」実務取引研究会36号（2011）10頁所収（同117頁以下は日本本の状況解説としても優れる）、米法については、後述注93、村本武彦「投資取引における信託業務の機能と役割」現代法22号（2012）31頁等。
- (10) 特に「民法（債権関係）の改正に関する中間報告」（2013）の訂正以下、契約に関する基本原則等（債権側等）適用の際の考慮案、契約締結過程における相違提供義務。
- (11) 日本の行政は適合性原則に相当する島村園明を参照しているところ、米国では適合性原則違反と説明義務違反との関係という点でなく（王冷然「適合性原則と法律執行」(債)社出版、2010）365頁参照、要するに以下はたまたま両者を管理関連させた、わが国独自の議論である。
- (12) 両者の論理関係に関する諸見解を前掲注10の字根を踏まえ紹介する以下後「民法から——説明義務違反・適合性原則」法76巻1号（2013）18頁。
- (13) 前者は1999年7月6日の金融庁「中間整理（第一次）」14-18頁（投資者—自己決定立場の一環として強硬（硬法則）を新設する場合は）と広範（遵守されるべき硬法則の定義を示す。なお同頁は広範と説明義務との効果ととの直接連動は図解とするが、改正基本法で実質的に置かれている）、後者

令（以下「定額貸付令」という）15条2項。有価証券譲渡の場合を除く）につき、また、特定投資家である会社（ワラント）に限り、金融法2条項2条項2条項4号、定額貸付令の第7号）は金融法中の行為理由の多岐（金融法45条参照）につき、対象外とされる反ありとはしないとも考えられる。また、行政では消費者法上の非金融商品中小企業受取。杉本浩一ほか「スワップ取引のすべて（第4版）」（金融財政事情研究会、2011）217頁参照。
- (14) たとえブレイン・ハンパニラスタラップでも類同したと期間10年を超える場合（英国ではほとんどの例が多くとる）はペナジーとしても一般に適切である。潜在的なリスクを減らす為のアナリティック問題と紛争解決の現状」金融財政事情研究会2011年10月17日号26頁。
- (15) 二宮正一郎「原審判例」第1400号（2012）8頁（千葉県地裁民事部裁判所判決を参照。同口書一（SNSコメント）、相野敦「金融スワップ契約における銀行の説明義務違反を認める原判決を覆した最高裁判所の権限、ウエス・ロー133WJLCCO0（米）手続法務事務所所説の注釋案）などを、いざいも原審理由（債権側誤認部分）を批判し、二宮一編註は第一審指針すなわち原審請求案（債権側自判部分）を支持。

- (16) 分別として漸く「銀行のリスク高限取引」における説明義務と適合性の原則の問題については説明書（京都府立大学情報学2号（2010）43頁（債権側訴訟事例）。
- (17) 「商品」の文脈」といった、理論的に「商品」とあるというが、実質論としても、たとえばの正当な金融商品の法的リスクを革めた（あるいは、法律上のタイプ）のよな顧客まで教養されたいといった警告がある立場を遂げ、たとえば、金融ADRにおけるスワップ事件あつせん申立ての際の王の理由の1つである「リスコンプライアンスがない、露落ち不公正」といって実質は「消費者保護」例として青木浩子「原審判決」金融法94号（2012）72頁、81頁以下参照）、より厳格に受け入れられやいな主張とされたのではない（後述注10のタイプ）については説明が要められ責任は負うべき、タイプについては対応可能な程度で立てられる、ADRで得られる結論に近い結果が得られよう。なお
- (18) 日本は行政は適合性原則に相当する島村園明を参照しているところ、米国では適合性原則違反と説明義務違反との関係という点でなく（王冷然「適合性原則と法律執行」(債)社出版、2010）365頁参照、要するに以下はたまたま両者を管理関連させた、わが国独自の議論である。
- (19) 両者の論理関係に関する諸見解を前掲注10の字根を踏まえ紹介する以下後「民法から——説明義務違反・適合性原則」法76巻1号（2013）18頁。
- (20) 前者は1999年7月6日の金融庁「中間整理（第一次）」14-18頁（投資者—自己決定立場の一環として強硬（硬法則）を新設する場合は）と広範（遵守されるべき硬法則の定義を示す。なお同頁は広範と説明義務との効果ととの直接連動は図解とするが、改正基本法で実質的に置かれている）、後者

【表3】本件契約締結前後における金融監督指針等^(*)

	銀行	証券
1998(平成10)年 9月12日	事務ガイドライン 第一分冊 預金取扱い 金融機関関係1-6-3 契約時点等におけ る説明 (1)預金取扱いまたは取引内容及び引 スク等を除く説明(1)(解約清算金に就いて いない) ^(*)	(参考) 平成10年 証券会社に係る融資マ ニュアル ^(*) 、法令遵守の取引の公正確保 に係る法令解釈の遵守に関する投資運用マ ニュアル 1.5 先物取引、有価証券店頭テ リハティブ取引等その他の取引 (解約清算 金に就いていない)
2004(平成16)年 4月4日	本件契約締結	
2005(平成17)年 7月4日	平成17年10月 主要行等向けの総合的な監 督指針(初版) ^(*) III-3-3-1-2(2)契約 時点等における説明の商品又は取引の内容 及びリスク等に係る説明 (マ) 算金の計算方法、試算額につき書面交 付) と他取引に関する取扱い等の場合 (仕 組資金など) については平成19年3月改定 版に準じている	平成17年7月 証券会社向けの総合的な監 督指針 ^(*) III-3-3-1-2(2)契約時点等に係 る説明事項 (解約清算金に就いていない) 平成18年9月 金融商品取引業者等向けの 総合的な監督指針(初版) ^(*) III-3-3- 1-2-3(2) 勧誘・説明義務(共通)、III-3- 3-2 勧誘・説明義務(第一種)(解約清算 金に就いていない)
銀行	主要行等向けの総合的な監督指針(平成22 年改正 ^(*) 後)	金融商品取引業者等向けの総合的な監督指 針 ^(*) III-3-3-1-2(2) 勧誘・説明義務、III-3-3- 1-2(3) 勧誘・説明義務、III-3-3-1-2(4)ワ ック取引等(解約清算金の説明義務)(平 成21年導入)、店頭テリハティブ取引に 関する複数社仕組資・投資信託の勧誘に係 る説明事項

* 1 銀行図書検索を含む図形検索やインターネット上に機能的な取扱いがないようだが、基盤となる版(初版)や
最新版と改正履歴をhttp://www.fsa.go.jp/common/law/guide_news.html#09 (2006年度以前)で約定時状態に検索可能である。
* 2 金融六法平成16年改訂11頁後掲。
* 3 <<http://www.fsa.go.jp/news/news/syouten/f-20010614-2.html>>。
* 4 <http://dl.ndl.go.jp/view/download/digdepo-1935309-po_02.pdf?contentNo=1>に掲載。
* 5 <<http://www.fsa.go.jp/news/news/17/syouten/f-20060715-5/02.pdf>>。
* 6 <<http://www.fsa.go.jp/news/19/syouten/20070731-3/03.pdf>>。
* 7 店頭テリハティブ販売時説明につき敷衍する改正があった。<<http://www.fsa.go.jp/news/21/ginkou/20100416-2.html>> (仲風のハブコム1および2は注解除として有益)。
* 8 <<http://www.fsa.go.jp/common/law/guide/kbyushohin.pdf>>。

示されていない場合には、説明義務違反の疑
いが濃いつくとして扱うべきであろう(本件案
を含め同時点以上の販売については、販売当時の
指針の求める説明水準に応じ、妥当な説明策を
考えればよい)。
④ その他
職業部分に関連して、いくつか思いっくこ
とを指摘したい。
ア 顧客側を代理する場合。新規な主張
(金融商品に係る他判決や一般向けの本やサイ
トに見受けられるもので、業者は、商品内容の
保証や禁止的な水増しの開示義務を求めたもの
が多い)の多くは、商品先物取引等の他領域の
法律が、海外事例を参考とするようである。
いずれにせよ、状況や前提の相違を公正に注

を根拠に利益開示を求める意見を載見するが、
これらの規定は取引対象自体の対価は「手数料
等」としてない(と解釈される⁸⁹⁾)といった不備も
同様である。
イ 通貨スワップ(為替レバティブ)に
ついて。日本には金利スワップよりも通貨ス
ワップの販売のほうが多く、今後の数年間は
主に通貨スワップにつき、相当数の判決が出
ることが予想される。その中にはノックアウト
エンボク型商品(付加内容の多くは実質
上ノックアウト条項が付された、いわゆる
的に顧客によるアリアルト条項が付された、その
対価を本体契約条件の見込みの好転(たとえば
通貨スワップのレート好転やいわゆるゼロコスト
商品化)に依り、付加内容と見た目条件好転
との因果を顧客が認識している場合には、違法
な派生商品投機と区別し難いであろう)はもちろ
ん、著名な外資系証券会社が争っていること
られる経路依存型商品のような特に複雑な商
品の例もあろう。

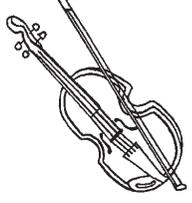
これらに上述の【案1】や【案2】のよう
な分析的アプローチのみで当たるならば、裁
判所によって要件や総合判断についての理解
が異なる結果、ある程度の一貫性ある判断を
期待することはできまい。指針の参照が望ま
れる⁹⁰⁾。
なお、銀行向け指針の記述は、主簿商品で
あるヘッジ目的のクレジットや仕組預金につい
ては詳細だが、為替レバティブに関する記述
は限られる。それゆえ、金融商品取引業者等
向け指針(特に仕組債の箇所)を参照すれば、
(ヘッジ目的のクレジットの場合、銀行販売商品の
主流は負債ヘッジ目的のものであることから、

ヘッジの必要性を前提とした顧客財務の検証や
対顧客説明が業者に求められやすいことが、証
券会社による長機目的金融商品販売の場合との
主要な相違といえる)に留意しつつ参照する
とよいであろう。

89 青木・明雄注680頁。
90 浦克佳男「適合性の原則に対する違反と理
由とする損害賠償」現代民事訴訟研究会編
「民事裁判V2012年前期取次(日本評論社、
2012) 14頁。
91 岸田雅雄監「証券金融商品取引法2巻」
(金融財政事情研究会、2009) 273頁。
92 そのほか、本因主規則および運用指針など
も多勢となろう。村本孝志「上組型派生商品と
適合性原則——米国のFINRA規則改正を契機
として(上)」現代法字22号(2013) 119頁。

本件作成に当たっては、永野良佑、湯川翔太、
浦田智幸の各氏の貴重な情報、ご意見を賜った。
また、訴訟記録閲覧につき、福岡地裁大牟田支
部職員の皆様のお世話になった。記述の誤り、
意見の不慮は評者の責任である。

【追記】本判決銀行側代理人インタビューが銀
行法務21の759号(2013)4頁以下に掲載されて
いる。同5頁「オーバヘッジの問題がない」
および同8頁「清算金説明義務を否定」につい
ては、本評者や青木浩子「原告側」金法1944
号(2012)72頁以下に述べたような問題があり、
また評者や意見にわたる点(たとえば同9頁の
「しつこくぐくぐい説明」という対応は銀行に
とって本質的な解決方法だろうか)も別として、
全体として当事者でなければなかなか知り得な
い内容も多く、参照に値する。



仕組債に関する 裁判例の動向と考察

千葉大学大学院専門法務研究科教授 青木浩子

デリバティブ組込商品である仕組債は、リーマンショックを契機として、その投資損失の賠償を求めめる訴訟がここ数年増えている。本稿ではいわゆるEB債とEKO債について裁判例を検討するほか、仕組債の説明義務に係る法規や自主規制、近時の米国事情を概観する。

① そもそも仕組債とは何か

(1) 仕組債の定義

a 一般的な理解——デリバティブでキャッシュフローを操作した債券——

仕組債とは何かを定義することは案外に難しい。法令上の定義はない。

日本証券業協会のウェブサイトは、一般的な債券には見られないような特別な「仕組み（スワップやオプションなどのデリバティブ）を利用することにより投資家や発行者のニーズに合うキャッシュフローを生み出す構造」を持つ債券であるとす¹。このような定義が世間一般的な理解といってよさそうである。

上記の「ニーズ」としては2つの方向²、すなわち、キャッシュフローの不確実性を高める投機的な方向と、逆に低めるリスク回避的な方向とがある。後者の例としては、業者から顧客

面制される可能性があるもの（基準指標の変動分を単純に加減することで償還額が決まるものは除く。EB債やレバレッジのかかった元本非保証債など）、②発行時に利益が確定しておらず、償還金または利益の支払通貨が払込通貨と異なるもの（デュアルカレンシー債など）、③利益が実質的にゼロとなり得るもの（金利指標に連動した結果の場合を除く）の、いずれかを満たすものである（いずれも単一法人の信用を参照するものは除く）。

この日証協定義に該当する債券には、両限別

中の適合性原則（3条）が適用され、合理的根拠適合性のための事前検証（3条3項4）、重要事項の説明（3条4項5。以上は有価証券一版に共通するルールであるが、以下はデリバティブ関連の証券に適用が限られる）、勧誘開始基準作成（5条の2）、顧客が理解しその判断責任等（6条の2）、顧客が理解しその判断責任において買い付けの旨の確認書7徴求（8条3項）が義務付けられる。さらに金融庁の監督指針8は、上記の日証協定義の債券を対象としている。

4 日本証券業協会「協会の投資勧誘、顧客管理等に関する規則第3条第3項の考え方」（平成23年2月1日）は平成23年4月1日に施行された同条同項の規定を動議期間基準と合理的根拠適合性（販売対象として想定される水準の顧客に合わせての適合性、マーケティング対象として想定される層に、リスクの種類と大きさ、買付受益に照らして不適当な証券を販売しないかを確認）とについて敷衍する。米国FINRA Recommendation 2111（適合性（suitability）勧告の合理的根拠適合性（reasonable-basis））に名称は異なるが、勧告中の具体的な顧客を想定しての適合性（customer-specific）、とくにリスク耐性検査とよいう内容は含まれていない。

金融庁 = 証券取引等監視委員会「金融商品取引法の運用」に答えます（<http://www.fsa.go.jp/policy/bf/20080221.pdf>）の適合性原則に関する規則2の回答「取引の都度、顧客の財産の状況を把握しなれば一切の金融商品取引を行わない、ということはありません。例えば、顧客がリスクをよく理解したうえで自ら判断する旨を証券会社・金融機関に明示した場合には、財産の状況等を把握できなくとも、顧客の知識や経験等を考慮して、取引することが可能とされます」からも、顧客財産状況の検証に踏み込みないことが推察される。もちろん米国でも顧客が業者が資産関連情報を出さないことはあり、その場合、他の属性（経験や知識等）を踏まえて判断できる（Supplementary material 04 of Rec. 2111）。

5 日本証券業協会「協会の投資勧誘、顧客管理等に関する規則第3条第4項の考え方」（平成24年11月30日）は重要事項の例として、リスクや手数料のほかに仕組債一般について①履歴シナリオを想定しての試算額、②上の①の前提と異なる状況におけるさらなる損失拡大可能性、③中途売却試算額、④融資を委ねている法人の崩壊、販売に応じなくても、そのことを理由に今後の融資取引に何らかの影響を与えるものではないこと、EB債については商品性につき商品内容（エクイティオプションを内包しているので現物株式購入と同様の経済効果があること）、基本的な発行条件（対象銘柄信用評価、発行使途用途、利率、償還期限等）・転換事項の詳述（具体例として、権利行使価格と動議時価額の差額額、ノックアウト条項その他の特約）、勧誘時から勧議継続時までの株価推移の内容および影響）、⑤リスク（株式償還の場合、実質的な償還金額が元本を下回り得るリスク。説明は株価変動影響をグラフ等で理解しやすい）、株式現物購入の場合と同様に株下落に伴い損失が拡大するリスクがあることを十分に説明すべきものとされる。⑥その他の扱いおよび中途換金事項等）を挙げる。全体に、本文中に引用の下載書裁判例あるいは金融庁監督部からの後述の仕組債に関する規則第5条の2の考え方（平成23年2月1日）に従い各業者が独自に作成する規程だが、私通（年齢が未成熟、金融資産総額300万円以上、1年以上の投資歴を記した後は株式投資の取引経験、投資目的が安定重視以外、この基準を満たさない場合、別途申請を要する）が採用されているようである（カブドットコム証券（<http://www.kabu.com/company/policy/inducement.asp?printid=1>）の例は、なお高齢者の扱いについては平成25年12月16日付で改正自主規制（<http://www.jsda.or.jp/katsudou/kaigi/fisyukaisei/gijiyugou/yuu.htm>）および監督指針（<http://www.fsa.go.jp/news/25/syouken/20131101-1.htm>）が施行されている）。

6 日本証券業協会「協会の投資勧誘、顧客管理等に関する規則第5条の2の考え方」（平成23年2月1日）に従い各業者が独自に作成する規程だが、私通（年齢が未成熟、金融資産総額300万円以上、1年以上の投資歴を記した後は株式投資の取引経験、投資目的が安定重視以外、この基準を満たさない場合、別途申請を要する）が採用されているようである（カブドットコム証券（<http://www.kabu.com/company/policy/inducement.asp?printid=1>）の例は、なお高齢者の扱いについては平成25年12月16日付で改正自主規制（<http://www.jsda.or.jp/katsudou/kaigi/fisyukaisei/gijiyugou/yuu.htm>）および監督指針（<http://www.fsa.go.jp/news/25/syouken/20131101-1.htm>）が施行されている）。

7 その内容に③条4項にいう「重要な事項」（業者はその内容を敷衍する記述を見出し得なかった）の内容、④契約において3条4項にいう「重要な事項」（重要な事項）を落さず、当該顧客が皆善である損失発生および当該想定される損失発生時当該顧客の監督または財務もしくは資産の状況に与える影響に照らし、当該顧客が取引できる契約内容であること、⑤融資取引のある場合、販売に際しては、そのことを理由に今後の融資取引に何らかの影響を与えるものではないことである。

1 <http://www.jsda.or.jp/soneru/risk/shikumai/index.html>。資産担保証券やリバレッジ債をも包含するようにならざるに「仕組債」という場合には要するにデリバティブ内蔵証券と狭く解するのが一般的なものである。上の広義狭義のいずれにも該当しないものに日本証券業協会「協会の投資勧誘、顧客管理等に関する規則第5条の2」の「店頭デリバティブ取引」に関する複雑な投資信託」がある。

2 導入当初は規制目的の範囲が予想されていた。

3 <http://www.jsda.or.jp/katsudou/ksoku/files/a032.pdf> 後掲注⑩参照。

本証券業協会がそれを具体化・後追いする傾向があるように思われる。

(2) 仕組債のトレンドと規制および下級審裁判断の発達

商品トレンド(主力商品とマーケットイング)は比較的明確で、経済変動に即した形、すなわちITバブル前後の第1期とリーマンショック前後から今日までの第2期とに分けられる⁹。第1期に比べ第2期では法規や行政監督の整備が進み、裁判所による審判責任認定の手掛りとなっているもの、裁判所の判断が必要となる問題が多分にあることは以下に見る通りである。

なお以下で「私募」「公募」とするのは、正確には「(少数)私募または(少数)少数人向け販売」とし「左以外の販売で、開示規制に服するものは、海外発行債を国内業者が引き受けた上で売り出すという発行形態が一般的なのである。この場合、少数人向け販売(金融商品取引法施行令第8条の4)の要件を充足する必要はある(ただし上の発売出し規制を導入した平成21年改正金融商品取引法施行前の販売(本稿

成分ととの観点から全体の分類を試みた)。具体的には、レバレッジ(厳密な定義は困難だが、一般的には、対象とする商品等の価格変動)に対して、大きな損失が発生することを表す)とノックイン(厳密な定義は困難だが、組み込まれた派生商品に係る権利行使可能条件の一部をノックイン、逆に権利消滅条件の一部をノックアウトという。仕組債の場合、オプションの売手たる投資家にとって前者は損失、また後者は損失可能性の消滅を意味するといえよう)が、第2期はそれが標準化した観がある、さらに投資性が一般に高い、ターゲッドレディングション(ターゲッドレディングション)等を含む総依存性商品¹²等も販売された(後者は公募債での例はないように思われる)。本稿で扱うEKO債もこの時期のものであり、ノックインと想定元本を介した一種のレバレッジとをノックイン条件が複雑である(つまり

いう社会通念は崩壊したようだが、仕組債が市場リスクによって深刻に毀損し得ることは周知され難いものかもしれない。既に第2期の商品は、第1期の仕組債訴訟の最中(平成15年以降、リーマンショック以前の5年間は)に活発に販売された。

b 第1期以降の法規、自主規制および金融庁監督指針の改正
第1期から第2期までの間に、金融商品の販売等に関する法律(以下「金融法」という)の平成18年改正法により重要事項説明義務(金庫法3条1項は、指標に係る変動を直接の原因として元本欠損が生ずるおそれがあるときは、その旨および商品の販売に係る取引の仕組み、その他の重要な部分を説明せよとする)が、また金融商品取引法37条の3の新設により契約締結前交付書面交付義務が導入された。

また、前述の日証協規則において、合理的根拠適合性のための事前検証と勧誘開始基準作成とに関する規定が平成23年に追加され、業者が日証協定義に係る仕組債を勧誘する際に遵守することが求められている。

さらに、金融庁監督指針は、前掲8に挙げた取扱い、とりわけ、説明責任に係る留意事項として、最大損失額や中途売却条件等に関する説明の、具体的な方針を定めている。平成20年秋のリーマンショックを受けた改正箇所(とくに平成22年4月16日適用、同28年4月1日適用部分)がそれであるが、監督に比べて自主規則が充実しているせいか、監督指針の充実度は銀行の場合ほどではない。

なお、証券・金融商品あっせん相談センター(FINMAC)は、平成22年以降、債券の一種たる仕組債についても相当件数のあっせんを行っ

ており、そのうち多くは、高利の外債や仕組債はきわめて魅力的に映るようである。平成13年のマイカル債フェアウォールにより「社債は信用リスクについても保証される(社債は必ず償還される)」と

とから評価が低い。ジョン・ハル(三菱UFJ証券市場商品本部)「ファイナンシャルエンジニアリング」[第7版] 912頁以下(金融財政事情研究会、2009年)参照。
13 EKO債に係る静岡地判25・5・10(公判物未記載、TKG法律情報データベース(LEX/DBLEX/D23040219)参照)の原告は「従来のEB債や日証協定義の派生商品と見做すべく、ノックイン・ノックアウトも本項は第1期EB債にも例があり(そもそも株式返還条件の補償をノックインという語が含まれど広く定義すればEB債はノックイン・ノックアウト事項を伴うこととなり、元本の影響にレバレッジがある所もあるが、リンクの対

象が一統的あるいはほぼ一統的という断いは新しい。

ており、そのうち多くは、高利の外債や仕組債はきわめて魅力的に映るようである。平成13年のマイカル債フェアウォールにより「社債は信用リスクについても保証される(社債は必ず償還される)」と

ており、そのうち多くは、高利の外債や仕組債はきわめて魅力的に映るようである。平成13年のマイカル債フェアウォールにより「社債は信用リスクについても保証される(社債は必ず償還される)」と

ており、そのうち多くは、高利の外債や仕組債はきわめて魅力的に映るようである。平成13年のマイカル債フェアウォールにより「社債は信用リスクについても保証される(社債は必ず償還される)」と

12 そのペイオフが原資産価格暴落だけでなく、経路にも依存するタイプのデリバティブで、解消が得られないことから評価が低い。ジョン・ハル(三菱UFJ証券市場商品本部)「ファイナンシャルエンジニアリング」[第7版] 912頁以下(金融財政事情研究会、2009年)参照。
13 EKO債に係る静岡地判25・5・10(公判物未記載、TKG法律情報データベース(LEX/DBLEX/D23040219)参照)の原告は「従来のEB債や日証協定義の派生商品と見做すべく、ノックイン・ノックアウトも本項は第1期EB債にも例があり(そもそも株式返還条件の補償をノックインという語が含まれど広く定義すればEB債はノックイン・ノックアウト事項を伴うこととなり、元本の影響にレバレッジがある所もあるが、リンクの対

8 金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針を「仕組債」で検索すると、W-3-3-2(勧誘説明義務)の(3)(注意喚起文書配布に係る記載部分)、(6)(説明責任に係る留意事項(最大損失額や中途売却条件等)に係る記載部分)、(9)(合理的根拠適合性・勧誘開始基準に係る記載部分)において「ただし(1)は直接、仲介業者につき(2)取扱いが予定されている。ちなみに単体デリバティブ(債券と組み合わせていない)の説明義務については同W-3-3-3-2(4)-(6)(図表3)の③事件で求められるリスク評価方法に實質的に相当する内容は含まれない。

9 顧客側代理人によるウェブサイトを「仕組債」で検索すると、W-3-3-2(勧誘説明義務)の(3)のサイトでも仕組債事件の記録を中心とする情報が提供されており、参考になる。前者問題(2)「消費者法ニュース97号131頁もやはり2期に分け、同論考では1期判決(主としてEB債)を分析している。本稿と構成は似ているが、重点が置き方が多少異なるので併せておきたいと思う。

10 日本国内での発行流通のための1995年日本金融サービス協議でバスカー(債券)と並んで2条有価証券であることが確認された。当時想定された用途は、現物株式の直接取引による不都合(憲法や取引規則、会社)あるいは値下りの回避にあった。参照し「株式会社証券法務センター」商事395号25頁参照(なお下記3)に当時の米国事情。当時の問題意識全般として、志谷匡史「株式会社証券法務センター」商事161号22頁(譲渡)も当初は参照式内容につきEB債発行が責任を負うか、またリターン損失問題に前後して業者選定条件有化のための市場関係の適法性に關心が向けられ、今日の問題意識とは異なる。当時の説明義務の考え方は以下(同25頁以下)。

11 よく見る外国法人発行債の名称、例えば「ノックアウト輸出金融公社」を検索すれば有価証券報告書等を見ることができる(発行額が低めの非上場債を参照しており、内容としては日本企業名の著名銘柄債のEB債、ノックイン型のものが多い)。

控え目であったが、ここ2年ほどは、顧客取崩例や大規模な過失相殺例の掲載が増えている。契約締結時点が平成22年(前述の金融庁監督指針改正があった年)よりも前の事案がほとんどであるため、監督指針に照らせば簡単に判断できている事柄(例えば流動性欠如の説明の要否および程度)についても詳細に示す例がほとんど初期の裁判例では多い。

説明義務の要件については、以下の大阪地判平15.11.4(判時1844号9頁)を嚆矢とする初期の裁判例で選りかたに決着を見ている。以降は特に注目を集めたのは、(1)事実評価あるいは規範要件の具体化)に重点が置かれてきた(認容例(16件)につき図表1、棄却例(10件)につき図表2を参照。図表の裁判例の認容例と棄却例との比率は5および6の日本証券業協会による規則を意図して事実を抽出した)¹⁵⁾。

EB債損害賠償請求認容例のリーディングケースである前掲大阪地判平15.11.4(図表1)の⑯は、説明義務要件を詳細に検討・整理しており、後の裁判例に強く影響を及ぼしている(初期の裁判例にはこれ以外の要件、例えば「リスク・リターナーの非対称」を挙げない(図表1の⑭など)もあるが認識されていない)と考えられる¹⁶⁾。この判決は、勧誘対象たる一般投資家の能力経験に応じた形で、業者は①評価日に株価が行使価格を下回れば差額分の損失を被ること、②償還時まで売却できず評価損を軽減・回避できないこと、③高金利は不利な株式償還リスクの対価として運動関係にあることに

ているが、公表内容に限られる(例えば債券内容を知り得ない)上に、当初にはほぼ全件で和解が成立していたが、ここ1年ほどはあつせん手続打切りが半数程度に及ぶといった変化もあり、本稿では立ち入らない。

c 第1期の裁判例で今日も妥当する内容は、何で、新たな判断を要する内容は何か

第1期の典型的な仕組債としてEB債や日経平均連動債があるが、これらは第2期仕組債に比べて組成が単純とはいえず、裁判官の困難は第2期それ以上に懸るものも少なくないと思われる。上記bに挙げた法廷や指針が全くない中で、一般民事法の解釈として責任の底否を判断せねばならなかったからである。ともあれEB債(EB債が仕組債を網羅するものではないこと)は承知しているが、後述するEKO債の原型的な特徴をもつこと、また、より適切なサンプルを見出し得なかったことから、本稿での検討対象とした)については以下の傾向が見てとれる。

EB債(exchangeable bond(裁判所の圧倒的多数はEBではなくEB債とするので本稿もそれに従う)、海外で「reverse convertible bond」という¹⁴⁾。所定の条件を満たす場合に所定の銘柄の株式で償還する条項が付された債券)販売責任に関する訴訟は平成19年頃をピークとしているが今日でも根柢がなくなりつつない(古い事案では契約不成立や錯誤無効を理由として不法行為短期消滅時効を回復している)。公開物および各種データベースを見る限り、初期の例では顧客勝訴例が圧倒的であり、過失相殺も

水産産と顧客取崩の事例
 ①大阪地判平25.2.22
 判時2197号28頁(明三)

②大阪地判平25.2.15
 判時2197号28頁(明三)

③大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

④大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

⑤大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

⑥大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

⑦大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

⑧大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

⑨大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

⑩大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

⑪大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

⑫大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

⑬大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

⑭大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

⑮大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

⑯大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

⑰大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

⑱大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

⑲大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

⑳大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

㉑大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

㉒大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

㉓大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

㉔大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

㉕大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

㉖大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

㉗大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

㉘大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

㉙大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

㉚大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

㉛大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

㉜大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

㉝大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

㉞大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

㉟大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

㊱大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

㊲大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

㊳大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

㊴大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

㊵大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

㊶大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

㊷大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

㊸大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

㊹大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

㊺大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

㊻大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

㊼大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

㊽大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

㊾大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

㊿大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

水産産と顧客取崩の事例
 ①大阪地判平25.2.22
 判時2197号28頁(明三)

②大阪地判平25.2.15
 判時2197号28頁(明三)

③大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

④大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

⑤大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

⑥大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

⑦大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

⑧大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

⑨大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

⑩大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

⑪大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

⑫大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

⑬大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

⑭大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

⑮大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

⑯大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

⑰大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

⑱大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

⑲大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

⑳大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

㉑大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

㉒大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

㉓大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

㉔大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

㉕大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

㉖大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

㉗大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

㉘大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

㉙大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

㉚大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

㉛大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

㉜大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

㉝大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

㉞大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

㉟大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

㊱大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

㊲大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

㊳大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

㊴大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

㊵大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

㊶大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

㊷大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

㊸大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

㊹大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

㊺大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

㊻大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

㊼大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

㊽大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

㊾大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

㊿大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

水産産と顧客取崩の事例
 ①大阪地判平25.2.22
 判時2197号28頁(明三)

②大阪地判平25.2.15
 判時2197号28頁(明三)

③大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

④大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

⑤大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

⑥大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

⑦大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

⑧大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

⑨大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

⑩大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

⑪大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

⑫大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

⑬大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

⑭大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

⑮大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

⑯大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

⑰大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

⑱大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

⑲大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

⑳大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

㉑大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

㉒大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

㉓大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

㉔大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

㉕大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

㉖大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

㉗大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

㉘大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

㉙大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

㉚大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

㉛大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

㉜大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

㉝大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

㉞大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

㉟大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

㊱大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

㊲大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

㊳大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

㊴大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

㊵大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

㊶大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

㊷大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

㊸大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

㊹大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

㊺大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

㊻大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

㊼大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

㊽大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

㊾大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

㊿大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

水産産と顧客取崩の事例
 ①大阪地判平25.2.22
 判時2197号28頁(明三)

②大阪地判平25.2.15
 判時2197号28頁(明三)

③大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

④大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

⑤大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

⑥大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

⑦大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

⑧大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

⑨大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

⑩大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

⑪大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

⑫大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

⑬大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

⑭大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

⑮大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

⑯大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

⑰大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

⑱大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

⑲大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

⑳大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

㉑大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

㉒大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

㉓大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

㉔大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

㉕大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

㉖大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

㉗大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

㉘大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

㉙大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

㉚大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

㉛大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

㉜大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

㉝大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

㉞大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

㉟大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

㊱大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

㊲大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

㊳大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

㊴大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

㊵大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

㊶大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

㊷大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

㊸大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

㊹大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

㊺大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

㊻大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

㊼大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

㊽大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

㊾大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

㊿大阪地判平25.1.15
 判時2197号28頁(明三)

属性を持ち、それだけに請求認否にあたって前提とされる説明義務の水準が高くなっていく。具体的には①簿算計算の方法（前提や結果を含む）、②（顧客が売手に当たる）オプション料やNEFの手数料等に係る説明が求められ、求める根拠は、集中投資・流動性のリスクがあるところ、これらとの情報がなければ適正な投資判断ができなくなるものである。このことが妥当か否かは後にまとめて考察したい。なお過失相殺につき（4割）にとどめる理由として、業者が集中投資させたことが指摘される。一般的に中投資家の説明義務を支える事実であろうが、本件投資家の属性からすれば説得力に欠けない。

「仕組債」等のキーワードでTKK法律情報データベースを検索すると、近時の東京地方裁判所では上のような厳しい説明義務を課す例が本件を含め何件か出ているが、③事件の裁判長が関与する事件が多く（前掲東京地方判25.2.25参照）、東京地判平27.19公判物未登録。第一法規法律情報総合データベース(2021.02.24)参照)、その他、業者側準備書面等に引用される未公開事件。もっとも別の裁判

官が厳しい説明義務を課す東京地判平24.11.27(判時2175号31頁、ノックイン型日経平均・為替連動5年公募債券を平成19年に仕組債投資損失経験もある経理担当社員に勧誘。資産の大半である1600万円の6割程度を損失。指致の説明が不足)とした上で説明義務違反を認め4割過失相殺)のような例もある。④や⑤に比べ要求項目に新味はないが、求める程度や高く高い。東京地方裁判所全体としてはこのような傾向にならない可能性も否定できない。控訴結果が待たれるが、仮に原判決取消しとなっても、説明義務違反の点に深入りせず「本件業者が、説明義務違反の点に原判決取消しとなつた程度の説明で足りる」というように判示されれば、理論的な決着は先延ばしとなる。

③事件の判決は、富裕層向けノックイン商品の判決として、はむしろ投資家自己責任を強じめとする他判決に比べて投資家自己責任を強く求める。適合性原則違反について原告が挙げた理由には因果関係に挙げたような理由付けが片付け、説明義務違反については④や⑤において確率計算方法や代入すべき数値を求め、また③では業者手数料や組成要素理論価格が求められたのに対し、業者は「概要を不測の損害

22 東京地判平25.2.25(公判物未登録、TKK法律情報データベース(LEX/DESS1111))参照)の業者側代理人は準備書面にそのような裁判例として(名古屋高判平24.11.5(公判物未登録、平武24年(株)第307号)、⑤東京地判平23.1.28(本誌1925号)17頁、リーマン高併存体のEB投資に係る損失)、⑥因果3の②を引用している。ちなみに③事件の発端理由は「オプションを仕組んだ仕組債」としての説明をすべきだったとした理由付けは、弁論では全く明らかになっておらず打ちたてられている。確かに、何が説明義務を基礎付けるかは助けること、裁判官が考えているかは専断認定というより法的評価の問題であり、当事者双方が認識している必要がある。この2件では、判決中の「裁判所の判断」の提出に「本件仕組債の元本を償還しないことにする仕組み」とあることから、元本償還型仕組債につき説明義務違反を認定する結論自体は定まっている印象を受け、平成25年12月10日、12日に高裁で取消しの上、顧客側の請求は棄却された。原審判例については本稿で批判した(2)を認めているが、煩瑣で審判の問題に正面から取り組んだ原審裁判所に敬意を表したい。

24 具体的には次のとおりである。為替はドル安に0.82、日経平均は基準から0.48に落ちた場合仕組債は約1割、過去5年部分のチャートを示しながら「為替レートの見通し」と業者が説明し、日経平均株価はより下落でも約5割、過去5年部分のチャートに連なる「可能性は低い」と業者が説明した(実際にはリーマンショックで双方ともノックインした)ところ、裁判所は、発行日直5年間に株価がノックイン価格まで下落したことがあること、為替もそれに近かったことに業者が言及しなかったことをもって説明義務違反ありとした。しかし経理担当とは異なるQUICK(電子サービ)と動務と認定されている顧客に、上の説明で「不足」とすれば、従来の勧誘行為の常識を逸脱しているように思われるし、仮に指摘しても「過去のノックインは2009年金融危機によるもので、そう何度も来るまい」と一蹴に付されそうである(図表3の(注1)参照)。このような厳格な説明を要すれば、所要な情報の提供も業者も行う。

25 新規な理論の採用は必ずしも顧客が勝訴する傾向が強いのは大抵の裁判においてという印象を筆者は持つ。裁判官が採用する理由付けや過失相殺の状況は、仕組債事件を多く扱う前掲注9の田嶋サイトにおける「当事務所が取得した証拠取引事件の判決」(EB債について図表1の図表事件⑤⑥⑦⑧、図表3の②を委任している)が参考となる。

を被らせることのないう説明する義務を負うが、決定方法詳細は逐一點明する義務を負わないし、また顧客は「内容」と顧客への販売価格を知らねば投資判断は可能であるとして、使用された説明書に依って行われた本件説明につき義務違反はなかったとする。

の裁判例として考えた説明義務の内容および程度が大きく、論理的な検討を金融知識の習得等で取束・解消し切れぬように思われる。③は、③事件の顧客がどうではないが相当の属性を持つ投資家の事業だが、結論・理由ともに疑問がある。まず説明義務について、投資家側(いわゆる商品欠付性を説く)、および、業者側(金融工学的知識の理解が必要でなく投資判断に必要な情報(契約内容、利率、償還時期、リスク等)が理解できれば十分とする)の双方から典型的な主張がなされたが、いずれも採用されていない。裁判所は、金利リスク系のターン債(ターンとは金利支払金額が所定額に達すると早期償還される約定で、この商品では金利がLIBORの反対方向に決されるのでLIBOR上昇局面では支払金利が低下し早期償還の見込みも

26 根拠には、今日の国内市場では能力のある金融商品の提供は常ではあるが、結局は多少ともハイリスクの要素を商品に帯びさせるを得ず、その際商品に帯びた要素に乘じた権利も同時に顧客負担となるという強説があるように思われる。解決として、業者は、市場国際化による投資機会向上を両方、一度度ハイリスクの押付けを適合性原則や自主規制で事前に禁じ、事後はADR等や救済手段の取組めであり、常識的な法律論にもなじみやすいと思う。しかし損失を被った顧客は、商品性による禁止といった手法による業弊一掃をも許さない解決に共感するかもしれない。

「リハビリティブ、仕組債」「手数料」本誌1979号144頁や水野真法「[新報]プロが絶対買わない金融商品」(扶桑社、2013年)には仕組債裁判が公平に整理されており、とくに顧客側代理人の参考となる。ただ③業者利益は顧客損失とする点(水野・前掲書216頁以下)、反対、たとえ異なるギャンブルと異なり、ゼロサムとは異なる。また、客側事業すべてに妥当な理由で反すべき、②利益固定・損失固定(非対称性)などとも異なる。売りはそういふものから、というほか、会社法中の有限責任制度や利益不参加特権(一部優先株など)も、非対称性を生かすもので、なぜ問題かをさらに詰める必要がある。③業者手数料明示義務があることから、仕組債臨時説明書義務がないと言えない(前掲「リハビリティブ、仕組債」「手数料」)。反論、両連規定の正法趣旨は唐田晋雄監修「注釈金融商品取引法」273頁以下(金融財団証券研究会、2009年)にある。基本的には仲介相場場には比べき手数料定義が確しいからでないか。本文中の米国例でもSEC規則での義務化は回されていく)とする点、法的請求の根拠としてそのまま用いるのは困難であろう。半面、④単品商品に比べ顧客が影響されやすい(水野・前掲書225頁以下)という指摘は、仕組債説明不足を基礎付ける事由として一般に有効と認められる。

27 水野・前掲書226、254頁もXTターン債(ただし、これは金利リスク連動ターン債よりさらに評価が困難とされる)をとりくに詳細な図表を例として挙げている。

薄くなる。結局、満期前に投資額の7割程度で返金は説明義務違反なしとする一方、EKO債には説明義務違反がありとする。理由として裁判所はターン債について「説明文書に発行主体、発行額、金利が支払われる条件、早期償還条件、償還価格、償還日等についてある程度詳細な記録がなされている。したがって…仕組債等」とする一方、EKO債には参照銘柄のボラティリティを示さなかった(ためにノックイン確率が低い)と顧客が信じても無理はないとし、説明義務違反を認め、要するに、ターン債には業者主張程度の、EKO債には加重した説明義務を課した上、異なる結論を導いている。仕組債にも難易度やリスク程度に差があるから説明義務の水準に差を設けること自体はよく、複数銘柄参照とはいえ株式リスク連動のEKO債と、金利リスク連動のターン債とでは、後者のほうがリテラリ顧客にとって理解困難でないだろうか? (そもそも各銘柄のボラティリティをどう投資判断に使うのだろうか?)

③事件は典型的な属性問題である。顧客側の主張(断定的判断や書面不交付等)が実務に照

【図表4】仕組債の組成

(I) 金利リスク	(a) イベント条項	(b) 金利（クローピング）	(c) 計算（変動）	(d) 償還元本（変動）
クロス	① アロップ and/or キニトップ and/or ワラント and/or マルチ） and/or クローピング and/or トリデン アクション	① 各種金利レ ート ② CMS（スワ ップ） ③ プレイド、イー ンバーズ が前後） ④ クリバス、ア ラ（元本は、 金利に劣るリス ク） ⑤ 経路依存（ス ローポート） ⑥ チェット	リンク and/or リバース and/or レバレッジ and/or ノックアウト and/or ノックイン	他社株株換（償還） <BB株、EKO債>
(II) 為替リスク		レハレッジ（パ ワー）（注）		
(III) 株式リスク				
クロス				

(注) and/orは「and」orは「and/or」…（以上）に限らない
and/or併設可能、orまたは②、③は併存可能、<>内は、その属性を保持する商品の一般の名義、
(出典) 後掲注52のウェブサイトを参考の上で筆者が作成。論理や内容の厳密な正確さよりも簡明さを優先した。

動即適用はしないとする暗黙の了解があったのかもしれない。

「裁量の余地がありすぎる」「商品自体禁止し、かつ追加の契約が散見されるほか、クラスアクションが係属中であるなど導線は流動的ではあるが、ドッド＝フランク法により激化する契約増加の一環として、公衆仕組債の時価評価開示の実務は定着しそである。しかし、それが前世紀初頭に生まれ、証券開示規制と同じような存在となるかは別問題である。

③ 補償の「難しさ」と適切な情報提供

仕組債が理解しにくい理由として、基本構造（元本・利子のいづれかまたは双方を償還とし、かつ組み込みリスクは金利、為替、株式が主である）が一応はあるものの、限界的に流動

的である（例えば図表4の(b)変動金利計算の各リスクに共通の仕組みの④の「アクルアル」以降を「以上」に限らない）とほかしたは、新規な内容の約定が今後商品化される可能性があるからである）とか、用語や概念の厳密さを欠く（例えば同じ機能にパワーとレバレッジといった異なる言葉を用いる）等の事情があるように思われるので、簡単な整理を試みたのが図表4である。

「商品の前提たる金融工学を理解（するための説明が必要あるいは適合性が問われる）」という理解にはおそろしく誤解があり、個人リテール投資家が投資判断に要する数値は初步的な四則演算にとどまり、いわゆるブラックスボックスに触れなくとも損失の額や発生の原因を大まかに理解することは一般に可能と思われる（その意味で、英国ロンドン証券取引所に上場された

46 前掲注3はこの点につき、評議額（使用金利として行内数値（internal funding rate）と流通市場数値といずれも可なり、前者使用の場合、後者の結果相違を注記する。モラル使用変更を類似市場別に異なる場合、注記する。基本は財務諸表における報告方式と同じにすべき）にはヘッジコスト（独立第三者に対する売り買のみ評議額に使う場合に必然的に含まれる費用を除く）、各種手数料費用を含んではない（別途開示は比較）とする。数式ではなく多数リスクに亘る文書の形をとってよい。後掲注50のゴールドマンの所では引込手数料が額面1000ドルの1.65%、発行手数料（net proceeds）が額面の98.35%、新債額（estimated value）は960ドル、販売額（取引明細書にもこの額を比較）は約990ドル（差額は所定の期間までに受割法で解消）である。
47 <http://www.bloomberg.com/news/2013-02-07/structured-note-rules-may-fail-to-resolve-confusion-over-pricing.html>

48 金融庁監督指針の要求する専大損失額内約済集金開示（種別開示）は、①公費負担に限らない、②納付時に限らない、③納付後に限らない、④公費負担から合理性が高いと考えられる。

仕組債銘柄の販売先文書④はリテール向け説明文書の比較的良い例と筆者には思われるが、米国の発行目録見50は警告や情報が過多となつてしまっている（把握しづらい）。

そのような水準での「理解」ということであれば、派生商品評価方法そのもの（デリバティブ評価方法やその算入数値（ポラリティイなど）の内容など）の説明を極めさせる51より、当該投資家の財務状態とあり得る損害との関係に意識を向けさせるほうがリテール投資家のためとなるように筆者は思う。

いかなる水準あるいは内容の情報がリテール顧客に適切かは難しいが、機関投資家などのような情報をなぞめるかであれば比較的わかりやすい。ペン＝ダッターレーヤ、前掲注38、333頁以下によると、このような投資家のため、大別すれば条件確定化分析による値とシミュレーション値とが提供されている52。こういった数値は満期における価値を確定的に示すわけではないが簡便な尺度となるものではない。ペン＝ダッターレーヤによれば、これらの数値を財務管理に使う投資家は、投資目的・リスク管理意識が理解でき、ある仕組債の場合にシミュレーションが向かえていないことが前提とされている。

49 2013年10月21日時点での715銘柄上場されているが、必ずしも販売文書開示を伴っていない。<http://www.londonstockexchange.com/exchange/prices-and-markets/structured-products/structured-products-search.html>
50 発行目録見書中の開示例（ゴールドマン・ストラットスの北米外債指数レバレッジ運用債。<http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/989892/000119312513040108/461280242462.htm>（表紙、ペーパーのThe estimated value以下）。「商品の価格と価値」として発行者評価の理論価格（fair value）と公費価格との差、および、その一部である費用手数料（特定は結局SECのガイダンスに従うこととなる）。一般論として評価に際し裁量の余地が大きいことにつき指書、前掲注30、73頁）の具体値を開示することとなる。日本では従来、金融商品取引法に基づき手数料開示義務をデリバティブの「販売管理」として発行者と併せて開示してきたようである。種別開示「金融商品取引法に基づく手数料開示義務」の取引の課題整理」本誌1817号8頁。

51. とはいえ説明しても「わからぬ」「ついでに」「ついでに」ものはあるが、その問題は従来の金融商品である私債、外国債券、ヘッジファンドなどには証券以外の商品サービスの販売でも避けられず、その中で仕組債は関連情報に強化しやすいため他商品以上に「数値」あるいはその算出方法が要求されがらであったように思われる。
52 もともとは海外で発達したサービス（例えば<http://www.finedam.com/derivatives-resources/glossary/default.aspx>（運用法と会計情報も充実））だが、日本でも保険会社や製薬会社等のノウハウを利用した金融情報処理サービスが提供されている（例えば、アップフロントによるサービス。<http://www.upfront.jp/categories/models.html>）。

53 なお指書、前掲注30、72頁参照。非金融債の取引現行指針第3章の附則と典型的な仮定例につきハル、前掲注12、1124頁以下。

そのような能力を持たない投資家（リテール顧客）は一般にそうであらう）が同種の数値情報を得ても、使いこなせない可能性が高いのではないか。やみくもに数値開示を強制するのは、別の方向、とくに顧客財務状態との関係で当該商品の適合性を確認させる方向に力を注ぐほうが、顧客保護の美が上がるように思われる。

④ おわりに

本欄作成にあたっては、永野貞佑氏、湯川朝太氏、澤田智幸氏その他の実務家の方々から貴重な情報・ご意見を賜った。また訴訟記録閲覧に関連して、お手を煩わせた最高裁判所の皆様にお礼を申し上げたい。記述の誤り、意見の不適切は筆者の責任である。

あ お き ひ る こ
SID（法学博士）、1997年、東京大学大学院法学政治学研究所修了（法学博士、1998年）、マックスプランク国際私法研究所客員研究員（ハンブルク、2002-2004年）

固定金利と変動金利を交換してその差額を決済するという金利スワップ取引に係る契約における銀行の説明義務

—— 第一判平成25・3・7本誌1419号10頁 ——

東京高等裁判所判事 加藤新太郎

The Financial and Business Law Precedents

I 事実のモデル

1 時系列

(1) Xは、パチンコ店等を営む地方の中堅企業であるが、平成15年当時、メインバンクである甲銀行から総額15億円程度を借り入れていた。Y(三井住友銀行)の従業員Aは、Xにおける銀行からの借入れは変動金利のものが多いことを知り、金利が上昇した際のリスクヘッジのための商品として、金利スワップ取引(本件取引)を提案した。

本件取引は、当事者間の合意に基づき、「同一通貨間で、一定の想定元本(計算上でのみ必要とされる元本)、取引期間等を設定し、固定金利と変動金利を交換してその差額を決済する」内容の、ブレン・パニラ・金利スワップと呼ばれる単純なものである。

(2) Aは、平成16年1月19日、Xの代表取締役Bに対し、「金利スワップ取引のご案内(調達コストの上昇リスクヘッジ)」と題する書面(本件提案書)を交付して、本件取引の仕組み等について説明した。

Aは、Bから、Xの顧問税理士Cも同席の上で改めて説明することを求められたため、平成16年1月28日、B・Cに対し、契約締結と同時に取引が始まるスポットスタート型と契約締結から一定期間経過後に取引が始まる先スタート型の2種類の金利スワップ取引について、各内容が記載された提案書を交付して、説明した。

(3) Bは、2月23日、Aに対し、税理士Oや専

務の意見を再確認して近日中に回答すると述べ、3月初め頃、当該変動金利の上昇はないと考えていたので、先スタート型の金利スワップ取引を選択することとした。そこで、Aは、3月3日、Bに対し、1年先スタート型の金利スワップ取引について、その内容が記載された提案書を交付して、再度説明するとともに、契約の具体的な固定金利の利率は翌日連絡するので、それを承諾すれば契約となる旨説明した。Bは、これを了承し、上記提案書の「本取引(金利スワップ取引)の申込に際し実行より説明を受け、その取引内容及びリスク等を理解していることを確認します」等と記載された欄に署名押印した。そして、Aは、翌4日、Bに対し、固定金利が年2.445%となることを連絡し、了承を得た。

(4) こうして、YとXとの間で、平成16年3月4日、金利スワップ取引(本件取引)に係る契約(本件契約)が締結された。本件契約の内容は、次のとおりである。

ア 想定元本 3億円

イ 取引期間 平成17年3月8日から平成23年3月8日まで

ウ XからYへの金利支払条件 固定金利 年2.445%

支払日 平成17年6月8日から3箇月ごと(計2回)

エ YからXの金利支払条件 変動金利 3箇月TIBOR(東京の銀行間市場金利)

支払日 平成17年6月8日から3箇月ごと

資料3

と

(6) Xは、平成17年6月8日から平成18年6月7日までの間、Yに対し、本件契約に基づき、固定金利と変動金利の差額として、合計883万7035円を支払った。

Xは、本件契約を締結した際、Yの説明義務違反等があったと主張して、Yに対し、不法行為等に基づく損害賠償金883万7035円およびこれに対する遅延損害金の支払いを求めた。

2 本判決に至るまでの経緯

(1) 1審判決(福岡地方法院平成20・6・24本誌1369号38頁)は、Yに説明義務違反および不正な利益(369万38円)があるとした。Xが控訴し、2審判決(福岡高等裁判所平成23・4・27本誌1369号25頁)は、要旨次のとおり判示してYの説明義務違反を肯定し、Xの請求を一部認容した(請求額約4割)。

ア Yは、Xに対し、契約締結の是非の判断を左右する可能性のある、「①中途解約時において必要とされるかもしれない清算金の具体的な算定方法、②先スタート型とスポットスタート型の利害得失、③固定金利の水準が金利上昇のリスクをヘッジする効果の点から妥当な範囲にあること」について、説明しておらず、Yの説明は、極めて不十分なものであった。

イ 本件契約締結の際、Yが必要にして十分な説明をしていたならば、本件取引における上記のリスクヘッジの可能性が著しく低いものであったことなどから、Xが本件契約を締結しなかったことは明らかである。

ウ Yの説明義務違反は重大であってXに対する不法行為を構成し、本件契約は契約締結に際しての信義則に違反するものとして無効である。

(3) これに対し、Yが上記を受理申立てをし、上記が受理された。

II 判決要旨

確定争点(争点整理)

「本件取引は、将来の金利変動の予測が当たると否かのみによって結果の有利不利が左右されるものであって、その基本的な構造ないし原理自体は単純で、少なくとも企業経営者であれば、その理

解は一般に困難なものではなく、当該企業に対して契約締結のリスクを負わせることに何ら問題のないものである。Yは、Xに対し、本件取引の基本的な仕組みや、契約上設定された変動金利及び固定金利について説明すれば、融資における金利の支払よりも多額の金利を支払うリスクがある旨を説明したのであり、基本的に説明義務を尽くしたものである」ということができる。

原審は、Yが上記1(2)ア①-③の事項について説明しなかったことを問題とする。しかしながら、本件提案書には、本件契約がYの承諾なしに中途解約することができないものであることに加え、Yの承諾を得て中途解約をする場合にはXが清算の支払義務を負う可能性があることが明示されていたのであるから、Yに、それ以上に、清算金の具体的な算定方法について説明すべき義務があったとはいえない。また、Yは、Xに対し、先スタート型とスポットスタート型の2種類の金利スワップ取引について、その内容を説明し、Xは、自ら、当変動金利の上昇はないと考

えて、1年先スタート型の金利スワップ取引を選

じたのであるから、Yに、それ以上に、先スタート型とスポットスタート型の利率得失について説明すべき義務があったとはいえない。さらに、本件取引は上記のような単純な仕組みのものであって、本件契約における固定金利水準が妥当な範囲にあるが否かというような事柄は、Xの自己責任に属すべきものであり、YがXに対してこれを説明すべき義務があったものとはいえない。

そうすると、本件契約締結の際、Yが、Xに対し、上記①-③の事項について説明しなかったとしても、Yに説明義務違反があったということはいえない。

III 研究

1 要旨の整理

本判決の要旨は、次のとおり整理することができる(注1)。

銀行と顧客企業との間で、変動金利が上昇した

際のリスクヘッジのため、同一通貨間等、一定の想定元本、取引期間等を設定し、固定金利と変動金利を交換してその差額を決済するという金利スワップ取引が行われた場合において、次の(1)~(3)など判断の事情の下では、上記取引に係る契約締結の趣旨、銀行が、顧客に対し、中途解約時の清算金の具体的な算定方法等について十分な説明をしたこととはできない。

(1) 上記取引は、将来の金利変動の予測が当たるか否かのみによって結果の有利不利が左右される基本的な構造のない原理自体が単純な仕組みのものであって、企業経営者が、その理解が一般に困難なものではない。

(2) 銀行は、顧客に対し、上記取引の基本的な仕組み等を説明するとともに、変動金利が一定の利率を上回らなければ、融資における金利の支払よりも多額の金利を支払うリスクがある旨を説明した。

(3) 上記契約の締結に先立ち銀行が説明のために顧客に交付した書面には、上記契約が銀行の承諾なく中途解約をすることができないものであることに加え、銀行の承諾を得て中途解約をする場合には顧客が清算金の支払義務を負う可能性があることが明示されていた。

2 本判決の意義

本件の争点は、「銀行と顧客との間で固定金利と変動金利を交換してその差額を決済するという金利スワップ取引に係る契約を締結した際に、銀行に説明義務違反があったといえるか」である。すなわち、(1)銀行の金利スワップ取引の勧誘における説明義務はどのようなものであるか、(2)本件において説明義務違反があったとあるという論理的な順序で検討されるべき問題である。

説明義務の真実の根拠は、顧客の自己決定権の保障、銀行と顧客との情報格差(情報の非対称性)の是正にある。一般的に言えば、顧客の信頼保護などに求められる(注2)。一般的に言えば、説明義務の範囲と程度は、取引の客体である商品特性、取引の主体である顧客の属性、取引の特性、締結などの状況など具体的な事象関係により、どのような範囲の説明が必要かが必要か、どの程度まで説明を尽くさなければならないかという点が決まり、その意味では、ケース・バイ・ケースである

る。その要素としては、①金融商品の種類、性格などの商品特性、取引の規模、周知性などの取引の特性、②顧客の投資経験、知識、経験、能力、財産・収入、取引の目的などの顧客の属性、③取引成立に至る経緯、勧誘の態様などの状況が挙げられる(注3)。

本判決は、本件事実関係の下においては、銀行に説明義務違反があったこととはできないと判断した事例判例である(注4)。なお、最三判平成25・3・26(裁判1576号14頁、本誌149号10頁)も、同様の理由により、Y銀行と他顧客との間で固定金利と変動金利を交換してその差額を決済した際に銀行に説明義務違反があったこととはできないと判断している。

3 本判決の読み解き

(1) 総論

本判決は、前提としての本件金利スワップ取引の性格について、将来の金利変動の予測が当たるか否かのみによって有利不利が左右され、その基本構造や原理は単純な(変動金利が一定水準を上回れば差額を受け取り、下回れば差額を支払う)ものである、企業経営者であれば理解が困難とはいえないとした。

次に、本件事実関係では、Aは本件提案書に基づいて説明しているで、その記載事項も押さえる必要がある。記載事項は、次のとおりである。

[A] 金利スワップ取引の概要

① 金利スワップ取引とは、取引期間において同一通貨間の固定金利と変動金利(キャッシュ・フロー)を交換する取引。

② 取引開始後に変動金利がどのようなように推移するかによって金利スワップの損益はプラスにもマイナスにもなる。

③ 本件取引では変動金利として3箇月LIBORが適用される(1月15日現在では、3ヶ月LIBORは年0.09%であり、短期プライムレートは年1.375%である)。

④ その他に条件付、取引例、損益シミュレーションの記載

[B] 本件取引のメリット

① 本金利スワップ取引により、将来の調達コストを現実的に確定させることができる。

② スワップ取引開始日以降は短期的に一定とレートが上昇しても調達コストは現実的に一定と

なり金利上昇リスクをヘッジすることができる。

[C] 本件取引のデメリット

① 現時点で将来の調達コストを現実的に確定させるため、約定時点以降にスワップ金利が低下した場合、結果として割高になる可能性がある。

② スワップ取引開始日以降は短期的に一定とレートが低下しても調達コストは現実的に一定となり金利低下メリットを享受することができなくなる。よって、金利スワップを約定しなかった場合と比べて実質調達コストが結果として割高になる可能性がある。

[D] 「必ずお読み下さい」事項(注意事項)

① 本取引の契約は中途解約は原則できない。

② やむを得ない事情によりYの承諾を得て中途解約をする場合は、解約時の市場実勢を基準としてY所定の方法により算出した金額をYに支払うことになる可能性がある。

本判決は、Y銀行は、顧客Xに対し、①取引の基本的な仕組み、②変動金利が一定の利率を上回らなければ、融資における金利の支払よりも多額の金利を支払うリスクがある旨を説明し、③本件提案書には、「A」ないし「D」の記載があり、本件契約は中途解約が限定されるものであること、銀行の承諾を得て中途解約をする場合には顧客に清算金支払義務が発生し得ることが明示されているので、本件の説明としては足りているとした。

説明義務の範囲と程度の考慮要素との関係では、①取引の客体である金利スワップ取引の商品特性については、将来の金利変動の予測が当たるか否かのみによって有利不利が左右され、その基本構造や原理は単純なものであること、②取引の主体である顧客の属性については企業あること、③取引成立に至る経緯、勧誘の態様などについて、うち1度はAの顧問税理士、都合3回説明しており、うち1度はAの顧問税理士、都合3回説明していることが重要である。若干のコメントをすれば、本判決が、本件金融商品が企業経営者であれば理解が困難ではないとみており、金融機関の観点から興味がある(注5)。しかし、顧客の属性については、地方の中堅企業であり、金融機関からの借入れ以外には、顧客の投資経験、知識・経験、能力、財産・収入などの詳細は把握されていない(注6)。取引成立に至る経緯に於いては、顧問税理士にも説明していることとは少なか

らぬ意義がある(注6)。

なお、本件では、Xの属性(法人)と本件商品の内容理解の難易度からみて適合性原則違反(注5)とされる余地は小さいが、適合性原則違反の主張もされていた。この主張については、1審判決、原判決ともに排斥されている(注6)。

(2) 原判決との異同

原判決は、①清算金の具体的な算定方法の説明、②先スタター型と先スタター型との利害得失の説明、③固定金利が金利上昇のリスクをヘッジ効果からみて妥当な水準が否か否かの説明すべきであるとした。しかし、本判決は、規範的に、このような説明をしなくとも義務違反は生じないとしたのである。

本件の背景には、Y銀行が金利スワップの販売において優越的地位の濫用事例があるとして公正取引委員会の勧告審決や金融庁の行政処分を受けたという事情があった(注7)。原判決は、このような背景事情から、説明義務の範囲と程度を厳格にみていくスタンスをとった可能性があるが、本件事実関係に即した規範的判断がされるべきであることは言うまでもない。

① ②のよう記載では具体性が欠き顧客には分らないのでないかという疑問が生じ得る。原判決は、これに着目し、解約制限に基づくリスクを評価して契約締結の可否を決定する判断材料が与えられなかったと解したようにも見受けられる。これに対し、天谷評釈は、本件取引は多額の変動金利借入れの一部に相当するヘッジを行うものであり、中途解約は原則認められない(注8)。

①と説明してはいるが、中途解約の可能性を想定すべき特段の事情はなく、中途解約時の清算方法の詳細は意味合いは限定的であるから、本判決が言うように、銀行の承諾なしに中途解約できないこと、解約時の市場実勢を基準とした清算金の支払いが課せられる可能性を明示していれば足りるという(注8)。また、古田評釈は、別の観点から、解約清算金の算定は、解約時点で取引の時価評価額と解約コストを基準に決定されるものがあるが、任意の評価時点における時価評価額は、当該取引の残存期間中のキャッシュ・フローの期待値を推計し、それを評価時点での現在価値に割り引くことによつて求められること、それは専門的数値的手法によらざるを得ない

困難なものであることを指摘する(注9)。これらの指摘は、いずれも相当であり、本件においては、原則①(清算金の具体的算定方法)につき説明義務違反と解すべきではないであろう。

また、本件では、Aは、先スタカート型トスタート型について、両者の内容の説明はしていないが、利算得失の説明(原則②)はしていない。しかし、天谷評釈は、例えば、1年先スタカート型の条件は、1年後の市場債券次第であり、現時点において客観的に判断するための説明があり、性質のものではない旨正法に指摘する(注10)。

さらに、固定金利の水準が金利上昇のリスクヘッジ効果からみて妥当な水準が否かの説明(原則③)についても、天谷評釈は、これを肯定することについては、銀行指当事者に今後の金利の推移の見通しについて説明すべきであるという(注11)。首肯すべき指摘であることとなる(注11)。(注11) 首肯すべき指摘であることとなる。

以上によれば、Xが本件契約締結の際にすることとなるのは、資金調達において通常考慮すべき、今後の金利の変動を含む経済的動向との関係において変動金利と固定金利の条件を比較し選択するというものである。本件では、Aは、Bの要請により顧問税理士にも説明しており、Bは顧問税理士の意見も徴してこの点を考えていると見ることができ、これらの事項は、まさに自己責任の範疇といふべきであるから、実質的にも本判決の結論は相当と解される。

4 本判決の実務への影響と射程距離

金融派生商品の勧誘、販売についての損害賠償請求事件の上告事件は、青木評釈による、破産委員原(慶一)判第17・7・14(民集59巻6号1323頁、本誌1228号27頁=株権請求オプショントリ取り取引勧誘、最二判平成23・1・21(株権取引判例例第61号40頁=先物取引)はみられるが、破産委員は、本件が初めてのものである(注12)。

近時の下級裁判例は、金融商品販売における説明義務違反の被告が争点となるケースの中で、銀行の従業員の説明義務違反が肯定されるものは、例えば、証券会社と比べるに少ないように観察される。それでも、銀行の責任肯定例は、①本件原判決のほか、②大阪地判平成25・2・20(本誌1415号40頁(投資信託)についての77歳女性に対する適合性原則・説明義務違反)などがみられる。証券

会社の責任肯定例は、③大阪地判平成23・10・12判第2124号15頁(通貨オプションの追加追加に関する株式会社に対する説明義務違反)、④大阪地判平成24・2・24判第2169号44頁(為替デリバティブ取引の中途解約に伴う解約料についての学校法人に対する説明義務違反)、⑤東京地判平成24・9・11判第2170号62頁(通貨スワップ取引の時間評価額に関する説明義務違反)、⑥東京地判平成24・11・12判第2189号75頁(仕組債に係るオプション取引のリスクの金融工学上の評価方法等に関する説明義務違反)など、会長経験者に対する説明義務違反)がある。

これに対して、銀行・証券会社の責任否定例も、⑦広高判平成23・11・26本誌1399号32頁(仕組債についての会社社長等に対する証券会社の説明義務)、⑧東京高判平成23・11・9本誌1383号34頁(ノックイン型仕組債についての高橋裕子に対する銀行の適合性原則・説明義務)、⑨東京地判平成24・2・1判第2164号99頁(仕組債についての公益財団法人に対する証券会社の説明義務)、⑩東京高判平成24・7・19(金法1959号116頁(通貨オプション取引)についての株式会社に対する証券会社の説明義務)、⑪東京地判平成24・7・23本誌1414号46頁(通貨オプション取引)についての株式会社に対する銀行の説明義務)などがみられる。

本判決は、そのような状況下における銀行の説明義務違反を否定したケースである。その意味では、各ケースにおける個別事情によるところが少なくなくないにしても、⑦ない⑩の裁判例に規同性があると解される。

(2) 実務への影響と射程距離

本判決は、事例判例ではあるが、その理由付けを考慮してこの類型の訴訟案件については、少なからぬ影響がある。原則判決は、この類型の訴訟の原告側主に採用されることが多かったといわれるが(注14)、今後はその主張は採用されないことになる。

本判決の射程距離については、天谷評釈は、本件事実関係と合わせて理解することが重要であり、過度の一般化をすべきではないと考え、射程距離を広く捉えない(注15)。また、青木評釈は、法人にプレーン・バニー・金利スワップを販売してもお咎めなしと解することは広すぎるという(注16)。これに対し、古田評釈は、本判決は明示に限定が付けられておらず、一般的であることから、自

己責任の範囲、解約清算金の説明等は、一定のケースにつきその趣旨はとらえとみる(注17)。本判決は、事例判例であるから、その射程には限界があるが、同様なし類阻の事例については関係が解すべきことになろう(青木評釈と古田評釈との中間といったところか)。

なお、金融庁の「主要等向け総合的な監督指針(平成17年改訂)Ⅲ-3-3-1-2は、デリバティブ取引の中途解約における清算金の内容について説明を求めている。このことは、今後、この類型の新設案の審理・判断について一定の影響があることは否めない(注18)。

(注1) 本件判例釈として、青木浩子「ヘッジ目的の金利スワップ契約と銀行の説明義務」NBL1005号35頁(2013年)、天谷知子「金利スワップ取引と銀行の説明義務違反の有無」ジュリ1459号25頁(2013年)、古田啓昌「顧客との間で金利スワップ取引した銀行の説明義務違反が否定された事例」現代表判例研究論「民事訴訟」108頁(日本評論社、2013年)、吉川純「判例」商事2002号29頁(2013年)などがあがる。

(注2) 青木・前掲(注1)35頁、二宮正一郎「原簿録」本誌140号8頁(2012年)。

(注3) 清水俊彦「投資勧誘と不法行為」319頁(判例タイムズ社、1999年)、青木・前掲(注1)35頁、一宮・前掲(注2)11頁。

(注4) 本件では、説明義務違反につき不法行為構成をしているが、不法行為の枠組として、「金融商品販売等に関する法律」の説明義務に関する定め(3条1項)があることに留意すべきである。

(注5) 適合性原則違反による不法行為の成立については、「証券会社の担当者が、顧客の意向と本件に反して、明らかに過大な勧誘を伴う取引を積極的に勧誘するなど、適合性の範囲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として違法となる」と解するのが相当である」とした最一判第17・7・14(民集59巻6号1323頁)、本誌1228号27頁)参照。なお、このケースでは、適合性原則違反による不法行為の成立を否定している。

(注6) 1審判決は、「Xは、本件契約当時、甲銀行から、変動金利で14億から15億(うち10億円については、平成15年から20年返済)程度借入れしており、さらに、Yからも1億5000万円借入れていたのであるから、金利上昇リスクをヘッジすることを目的として、固定元金3ヶ月定期、期間6年の金利スワップ取引の必要性がなかったか」とはとらえておらず、Bが、昭和63年4月以降、Xの経営全般に関与し、金融機関との折衝も行ってきた者であって、金利スワップ取引の仕組本等を理解する能力に欠け

るところはなかったといふべきであるから、Aが適合性の原則を逸脱した勧誘をして、本件契約を締結させたというXの主張は採用することができない(注7) 島田評釈=蔵島裕斗志・川島重記「代理人弁護士に關し金利スワップ」(2013年)

(注8) 天谷・前掲(注1)125頁。

(注9) 天谷・前掲(注1)108頁。

(注10) 天谷・前掲(注1)125頁。

(注11) 天谷・前掲(注1)125頁。なお、金融商品販売業者において、将来の金利変動の見通しを説明することは、その説明の仕方いかんによらず、肯定判断の根拠と評価される場合もあり得るのである。

(注12) 青木・前掲(注1)30頁。

(注13) 評釈として、松尾直彦「証券会社の通貨スワップ取引の時間評価額に係る説明義務」ジュリ1461号106頁(2013年)。

(注14) 島田 啓昌=川島、前掲(注7)8頁。

(注15) 天谷・前掲(注1)125頁は、顧客にとって中途解約が必要となる得る事情を銀行が承知している場合には、清算金についての具体的な説明が求められる場合があるとする。

(注16) 青木・前掲(注1)33頁。

(注17) 古田・前掲(注1)109頁。

(注18) 青木・前掲(注1)36頁。

Shintaro KATO

○記事内容に関する訂正とお詫び

加藤新一郎「民事訴訟判例研究 債務整理を受けた非破産士の説明義務」本誌1427号、1431年1月1日号)誤記右23頁目下36行目に誤りがございました。訂正するとともに覆んでお詫び申し上げます。

(誤) 法廷意見は、非論主義の原則の下、その方針選択は債権の範囲内であるとして、不利と解される。 (正) 法廷意見は、非論主義の原則の下、その方針選択は債権の範囲内を逸脱したと認められると、当該方針には不利と解され、説明義務ありとされていると解される。 本誌編集部

店頭デリバティブ取引のプライシングや 手数料の説明に関する補論

まずは第一フィナンシャルテクノロジー取締役 福高良治

店頭デリバティブ取引による損失をめぐって、金融商品取引業者等（以下「金融業者等」という）に対して当該取引のプライシング（価格の算出内容や方法等）の説明義務を求める意見や手数料を価格等から明確に分離して説明することを求める意見があり、また、前者の意見を認める裁判例も出ている。この問題に関しては、既に多くの法律家が批判している¹ので、本稿は、金融商品取引の現場に近い立場からの考え方を提示して、議論の参考に供したい。なお、本稿は筆者の属する組織等とは直接の関係はなく、意見にわたる部分も個人的なものであることをあらかじめお断りしておく。

① 店頭デリバティブ取引におけるプライシングの説明の要旨

- (1) リスク等の説明すべき重要事項とは何か
- 民事上の説明義務が定められている金融商品の販売等に関する法律（以下「金販法」という）3条は要するに、支払キャッシュフローが受取キャッシュフローを上回ることをリスク（元本欠損を生ずるおそれ）といい（同条3項）、このリスクと取引に関する仕組みのうち重要な部分を説明義務事項（重要事項）としている（同条1項・5項）。また、その説明方法および程度については、顧客の知識、経験、財産の状況および当該金融商品の販売に係る契約を締結する目的に照らして、当該顧客に理解されるために必要なものでなければならぬとしており（同条2項）、個別具体的ケースに応

じた判断が必要であるが、プライシングの内容や過程を示す必要があるとは読み取れない。

裁判例でも「金融商品の基本的な性質に加え、投資家が当該金融商品から得られる利益と被る可能性のある損失について明らかにすれば足りる」というべきで、それ以上に、投資対象の専門運用者が使用するかもしれない金融工学の理論や考え方まで開示される必要はないというべきである²と妥当な結論を導くものがある。また、金利スワップ取引に関する最高裁判例³も「本件取引の基本的な仕組みや、契約上設定された変動金利及び固定金利について説明するとともに、変動金利が一定の利率を上回らなければ、融資における金利の支払よりも多額の金利を支払うリスクがある旨を説明したのである」と、基本的に説明義務を尽くしたものであるとができる」と、店頭デリバティブ取引に関するリスク説明の原則を示している。

1 松尾重彦「店頭デリバティブ取引に係る時価評価主張への疑問」本誌1976号18頁および同論考で引用されている参考文献。
2 日経平均株価ノックアウト投資信託に関する広島高裁判平24.6.14（本誌1970号126頁）。
3 第一小判平25.3.7（本誌1973号94頁）、第三小判平25.3.26（本誌1973号99頁）も同旨。

(2) 金融工学上の評価手法を求めた裁判例への
の批評

複雑な株式デリバティブ取引（ノックイン
プット）を内包した、いわゆる組積債を販売し
た証券会社に対して金融工学によるリスク評価
を説明すべきだったのに、それを行わなかった
として損害賠償責任を求めた裁判例4もある。その
結論部分を一部引用すると「オプション取引
のリスクの特性及び大きさを金融工学の専門家
として熟知している証券会社としては、オプ
ション取引の経験がない一般投資家に対して、
ノックインプットオプションの売り取引による
損失リスクを負担させる金融商品を勧誘するに
あたっては、金融工学の常識に基づき、他の金
融商品とは異なるオプション取引のリスクの特
性及び大きさを十分に説明し、かつ、そのよう
なリスクの金融工学上の評価手法を理解させた
上で、オプション取引によって説明し、区別して
示しても、確定的に引き受けなければならない結果
にわたる重大なリスクを適正に評価する基礎と
なる事実であるボラティリティ（変動率）、
ノックイン確率ないし確率的に予想される元本
毀損の程度などについて、顧客が理解するに足
る具体的で分かりやすい説明をすべき信義則上
の義務がある」としている。
ちなみに「ノックイン確率ないし確率的に予
想される元本毀損の程度」がわかっても、それ
はアライニング時点での評価に用いるもので
あって、将来そのとおりになるには限らないも
のである。その確率に基づいて金融商品の価格
が変化し、損得が予測できるのであれば、金融
工学に従事するものはみな富豪になれるのだ

が、そんなことはない。金融工学の著名なブ
ラック＝ショールズモデルの開発者のマイロ
ン・ショールズと、これを発展させたロバート
・マーティンは、ノーベル経済学賞を授与され
ているが、彼らの参加したヘッジファンド
LTCM (Long-Term Capital Management) が
1998年に破綻したことは有名である。2007年か
ら2008年にわたる金融危機時でも多くの金融機
関が損失を出し、金融工学を駆使していたいく
つもの米国証券会社が破産している。金融工学
は、計算時点での評価値を決めるには有効で
あるが、将来の価格を当てることはできない。
複雑な仕組みの金融商品であっても投資にあ
たっては、金融工学の評価手法を理解しようが
まいが、株式等の単純な商品と同様に、投資
家は契約条件に示されている市場指標の変化に
より生ずる損得を判断するしかないのである。
例えば、ある条件の仕組債券を例に挙げよ
う。額面100円で、3年満期までに円ドル為替レ
ーが90円より1度でも円高にな
らなったら元本が70円で償還される条件が付い
ているとする。満期までに80円より円高にな
る確率が30%だと金融工学で計算されても、そ
れは購入時点において市場で観測される諸指標
および金融商品のリスク・リターンと整合的に
なるように一定の金融工学上のモデルで計算す
るために指定された材料ではない。したがって
発生する確率をいうものではない。満期ま
でに円ドル為替レートが80円より1度で
も円高になると考えれば当該債券を購入する

し、そう思わなければ購入しない。

題別ケースの内容によるが、金取法が説明を
求める重要事項よりも詳細なアライニング内容
を民法の債権規則等ですらに必要とするのは難し
いのではないだろうか。

② 手数料を価格等から明確に分離して 説明すること

(i) 説明義務の帰属が否か

店頭デリバティブ取引における金融業者等の
手数料を店頭デリバティブ取引自体の価格や選
示金等から明確に分離して説明すべきである
という意見があり、前掲東京地判24.11.12で
も主要部分ではないものの以下のよう示され
ている。[ちなみに、…被告ないし発行体が手
料相当分としての程度の利益を得るのか等
の見込みについても説明資料に全く言及がない
し、本件訴訟でも主張立証がない。この点から
も、一般投資家が本件仕組債の取引をする場
合、オプションの売りによる大きなリスクを負
担することに照らし、適正投資判断をするに
必要な情報著しく不足している。]

店頭デリバティブ取引自体の価格およびオプ
ション料や受取金利等のキャッシュフロー自体
は手数料ではなく、そこに繰り込まれているだ
ろう金融業者等の手数料、すなわち純粋な利
益相当額を算出するためには、金融業者等の諸
コストや様々なリスクプレミアムを正確に分離

する必要があるのだが、それは難しい。金融
業者等の使用するモデルによって時価評価額が
異なること、契約期間や取引相手（顧客）の信
用リスクに見合う引当が必要であること、取
引開始後の時価や信用リスクが変化すること
と、選択するヘッジ手法によりリスクが異なる
ことなどによるからである。そして、これら
のリスクに対していわゆるバリエーション等9に
より自己資本の設定が求められており、そのた
めの資本コストも考慮する必要がある。

上述1のとおり、店頭デリバティブ取引等の
金融商品におけるリスクとは受取キャッシュフ
ローが受取キャッシュフローを上回ることをい
い、このリスクとこれに関する仕組債のうちの
重要な部分とを説明することが投資判断として
の必要条件であると考えられる。したがって、
店頭デリバティブ取引のプライミングに組み込
まれている手数料を正確に算出・区分して明示
することまでもが、投資家のリスク判断に必要
な重要事項に含まれるとは必ずしもいえないも
のと考えられる。また、金融業者等にとって
手数料の計算方法や内訳は同業他社との競争
上、企業秘密にすべきものであり、契約自由の
原則からしても私法システムとして開示義務を
認めることは難しいと思われる。

(2) 業法における店頭デリバティブ取引の手 数料の位置付け

金融商品に関する民事法上の不法行為の判断

7 預金金利においても手数料相当分は分離されていない。融資金利における固定金利の場合も同様である。TIBOR+1%とする。スプレッド部分（本例では「1%」になる）が手数料相当分を一部含んでいることは理解できるが、借借者の信用状況に伴う引当コスト等は必ずしも、銀行のポートフォリオ全体のリスク資本に対応する部分（これも金融工学上「資本費」というミスターズをす
い表現になっている）の資本コスト個別債務者に対して算すべきは議論があり、一筋縄ではいかない。

8 CVA (Credit Valuation Adjustments) として処理されているが、担保の消滅や担保没収の違い、取引主体
の信用リスクの程度、変化、またこれらに対応できる金融技術の程度等により店頭デリバティブ取引の時価が違っ
たものになる。

9 銀行法第十四条の二の規定に基づき、銀行がその保有する資産等に関する自己資本の充足の状況が適当であるか
どうかを判断するための基準（平成18年3月27日金融庁告示19号）、金融商品取引業者等に関する内閣府令第
百七十七号第八項及び第九十七号第一項の規定に基づき、金融商品取引業者の申請リスク相当額、取引先リスク
相当額及び各種のリスク相当額の算出の基準（平成19年8月17日金融庁告示59号）等。

10 なお、申立てを行った場合には、その詳細な支払方法により、投資家に損害が発生するリスクについても、その
可能性を説明する義務はあるもの、その詳細な支払方法等でも説明する義務はないものと考えられる（拙稿「店頭
デリバティブ取引を取り巻く近時の変化と法務的留意点—債権清算金に関する説明義務はか」本誌196頁633頁）

4 東京地判24.11.12（本誌196号106頁）、東京地判25.7.19（公判物次登録、金融商品取引問題研究会ウェブページ
http://www.2ask3web.jp/~syvken/haanrei.html）参照。商品の仕組は、前掲広島高判24.3.26と同
様のものがある。

5 この点、金融工学や統計学用語自体が、また金融工学関係者があえてわかりやすく説明しようとすることが、
ミスリードを惹起することがある。例えば「期待値」とは、計算対象となる数値が一様には発生するのだから「平
均値」と表現するところ、発生にバラつきがあることから「期待値」と表現されているので、市場参加者がそう
と期待しているという意味ではない。

6 金融工学でのデリバティブの評価は、このようにリスク中立確率を使い、実確率を使わない。また、投資判断
には過去の市場価格は参考にするが、実際のアライニングと関係ない。ジョン・ハル（三菱証券商品開発本部
長）「フィナンシャルエンジニアリング」[第4版]355頁以下（金融財政事情研究会、2009年）など参照。

において参考される1)金融商品取引法(以下「金融法」という)において店頭デリバティブ取引の手数料がどのように位置付けられているかを見よう。

金融法37条の3第1項4号および金融商品取引業等に関する内閣府令(以下「金融業等府令」という)81条では、金融商品取引契約を締結して顧客が支払うべき手数料等の種類ごとの金額、計算方法等を記載した書面を顧客に交付することが金融業者等に義務付けられている。また、この手数料は、いかなる名称によるかを問わず、金融商品取引契約に関して顧客が支払うべき対価から有価証券の価格を除いたものと定義されている(金融業等府令74条1項)。そして、例えば、株式の売買手数料や投資信託の購入時手数料、信託報酬等は明示されている。しかし、店頭デリバティブ取引の実務では、上記(1)の事情があるため金融業等府令81条1項ただし書きの「これらの記載をすることができない場合」と考え、その旨およびその理由を記載していることがほとんどである。

金融法制施行先に先んじて公表された「金融商品取引法制に関する政令案・内閣府令案等」(平成19年7月31日)の「コメント」の概要及びコメントに対する金融庁の考え方(255・256頁178-188番、315頁249番)では「スワップ取引において顧客が支払うこととなる固定金利や「デリバティブ取引における売付けの価格と買付けの価格の差であるスプレッド自体」は「基本的には「手数料等」に該当しないものと考えられ」と、「手数料等」を「顧客が支払うこととなる固定金利」と「取引価格」に「織り込むことにより一律に手数料等の価格を不要となす」とはいえず、実質的に手数料等に相当する部分が存在する場合には、当該手数料等の表示が必要になると考えられ」としている

11 第一小判17.7.14(民集59巻6号1323頁・本誌1762号41頁)では、証券会社が「明らかに過大な差額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なったときは、当該取引が不法行為法上も違法となると解するのが相当である」と示している。
12 主要取引向け総合的監査指針、中小・地域金融機関向けの総合的監査指針および金融商品取引業者等向けの総合的監査指針。なお、商標法10で撤れた中送附清算金については、監査指針において詳細な記述がある(例えば、主要取引向けの総合的監査指針目3-3-1-2(2)1イb)。

将来のキャッシュフローの損得という投資判断ができるはずである。なお、絶対金額で情緒的に判断するのではなく、元本に対する比率等で判断すべきである。

具体的な例を挙げよう。1ドル当り100円を行使価格とする、10年間にわたって、投資家が毎月10万ドルのドルコールオプションを買って、同条件のドルコールオプションを売る組合せ取引(ゼロコスト33)が行われたとする。もしも、単純(リスクフリー)状況をいう)に計算したオプション料と比較して、織り込まれた手数料が大きく算出されたとしても、それは10年をわたる当該取引における顧客信用リスクや諸コストを勘案する必要のあるためであって、一般的には不合理なものではない。また、スポット取引というリスクのきわめて低い取引の為替手数料が1ドル当り1円(1ドル100円の場合、元本に対して1%になる)とした場合、本例に当てはめると2400万円(1円×10万ドル×12ヶ月×10年×2(コールアンドプットの両サイド))となるが、この水準から10年にわたる取引に係るリスクプレミアムを追加勘案すると、さらに大きな金額になるのが通常である。

③ おわりに

店頭デリバティブ取引のなかでもきわめて複雑な取引に不正や相殺臭さを感じるの、一部の金融業者等がリスクやヘッジ等のコスト以上にそこから多大な利益率を上げており、しかもそのために、あえて不必要に難解な商品を提供しているからであろう。ただし、投資家は自己責任で投資判断を行うべきであり、このような疑問がある場合は、自らの金融業者等に確かな条件交渉をすべきである。そもそも、投資目的で店頭デリバティブ取引や仕組庫に取り組みとすることを投資家には「投資しない」

という選択もあるはずだ。また、投資で損失を被った投資家には気の毒であるが、金融危機をはじめ相場急落時には、単純な商品に投資していた多くの投資家も損失を被ったのであり、複雑な仕組みの金融商品に投資した人のみが損失を被ったのではない。

また、裁判で投資家サイドから新着な意見14が出た場合、日本を代表するような金融業者等がであれば、法律家が対応しにくい金融工学等分野で説得力ある意見が出るはずであり、そうすべきであろう。

ふくしま りょうじ
1984年東京大学法学部卒、日本長期信用銀行・日本興業銀行等でデリバティブ・セールスマン等のヘッドを務め、2003年みずほコーポレート銀行(現みずほ銀行)より現社に出向、2008年より現職。また、1989-91年自治省(現経済省)大臣官房企画室で各法律家審査等担当。現在、専修大学大学院経済学系研究科・早稲田大学大学院ファイナンス研究科 非常勤講師。博士(経済学)。
主著として、「デリバティブ取引の法務と会計・リスク管理」[第2版] (金融財政事情研究会、2008年)、「アクティブ・デリバティブ戦略—企業価値を高める新しい経営手法」(日本経済新聞出版社、2007年)、「スワップ取引のすべて」[第4版] (金融リスクマネジメント研究会、2011年)、『図説 金融・金融財政事情研究会(2014) 情報リテラシー向上編』(編著、金融財政事情研究会、2013年)、『銀行窓口の法務対策4500例2』(共著、金融財政事情研究会、2013年)、『金融サービスのインノベーション』(編著、中央経済社、2011年) など。

13 両サイドのオプション料(手数料相当額が織り込まれていることある)を相殺するため、手数料資金繰受が空生しないことから便宜上ゼロコストという。

14 菅大進子「「ヘッジ目的の金利スワップ契約と銀行の説明義務—第一平反成25・3・7(平成22年9月第148号)損害賠償請求事件」の検討」NBL1005号55頁でも「新着な主張」等として批評されているが(40頁)、本稿も「新着な意見」と考えらる。

証券取引等の専門家として多くの知識と情報とを有しており、かつ、そのような知識と情報とを継続的に得る手段を有していること（業務の営利性・専門性と情報優位性）。

③ 業者は、信託業上、勧誘対象者である投資者に対して、その投資者が意思決定をする上で重要な知識と情報を伝えて説明すべき義務があること（情報提供義務としての説明義務）。

④ 説明義務の対象事項は、商品・取引の仕組みやリスク等であること。

⑤ 説明義務の程度は顧客の属性（知識や取引経験等）に応じて当該顧客が通常理解できる程度であるべきであること。

(2) 金商法における説明義務の枠組み

金融商品の販売等に関する法律（以下「金商法」という）では、金融商品販売業者等の顧客に対する重要事項についての民事上の説明義務が定められていること、説明義務の対象事項はリスクおよび当該リスクを生じさせる取引の仕組みであり、説明義務の程度は顧客の属性（知識・経験・財産状況・契約締結目的）に照らして当該顧客に理解されるために必要な方法および程度によるものとされている（同法3条1項～5項）。

説明義務の対象事項としての「当該金融商品の販売に係る取引の仕組みのうちの重要な部分」（同法5項）については、顧客が金融商品を購入するかどうかの判断をするにあたって重要な事項であるといふべきであり、当該「金融商品の販売に係る取引の仕組みのうちの重要な部分」についても、このように実質的に判断されるべきものであると考えられている。

(3) 金商法における説明義務の枠組み

金融商品取引法（以下「金商法」という）では、金融商品取引業者等の行政規制上の説明義務として、

- 4 金融引「コメントの概要及びコメントに対する金融引の考え方」（平成19年7月31日、以下「金融引平成19年パブリック回答」という）671～672頁No.2。
- 5 拙著「一問一答 金融商品取引法（改訂版）」286頁（商事法務、2008年）。

金融法務事件 No.1976 2013.8.25

特別企画 ● 店頭デリバティブ取引をめぐる最近の諸問題

店頭デリバティブ取引に係る時価評価主張への疑問——最新小判平25.3.7を踏まえて——



弁護士／東京大学大学院法学政治学研究科客員教授 松尾直彦

業者は、拙稿「店頭デリバティブ取引等の投資勧誘の在り方——「懸玉輪」への疑問」（本誌1999年70頁）において、株式会社に対する銀行によるブレン・バニラ型（円変動金利と円固定金利のみの交換）の金利スワップ取引の勧誘に係る中途解約時の清算金の算定方法や固定金利の本率の妥当性等に関する重大な説明義務違反および信託無効を認め、福岡高判平23.4.27（判時2136号58頁1）を批判していたところ、同判決が最新小判平25.3.7（本誌1973号94頁）により破棄自判されたことは、歓迎される。

一方、最近の店頭デリバティブ取引（とくに為替デリバティブ取引）に係る投資勧誘に関する裁判では、金融商品取引業者等（証券会社や銀行）に対して、契約締結前の勧誘時において、店頭デリバティブ取引の時価評価に係る説明義務を認めるべきであるとの主張がなされており（以下「時価評価主張」という）、一部これを認めた裁判例もみられる。本稿では、時価評価主張を批判的に検討することとする。

1 説明義務の枠組み

裁判例ではおむね、以下のとおり判示されているものと考えられる³。

- ① 証券取引等は、勧誘に基づくものであると否にかかわらず、基本的には、投資者自らの判断と責任において行われるべきものであること（投資者の自己責任原則）。
- ② 業者が営利を目的として投資者を勧誘し、証券取引等を行わせる場合には、業者は、

- 1 同じ裁判体による別事件に係る同旨の判決として、福岡高判平23.4.27（判タ1364号176頁）があり、第三小判平25.3.26（本誌1973号99頁）により破棄自判されている。
- 2 本稿の執筆にあたって、西村あさひ法律事務所の新藤理子弁護士との協力を得た。
- 3 例えば、いわゆるマイカ債（無担保社債）の勧誘に係る証券会社の説明義務違反による不法行為責任を認めた東京高判平21.4.16（判時2070号25頁）、道康アプシヨン取引の勧誘に係る証券会社の説明義務違反による不法行為責任を否定した東京高判平24.7.19（本誌1969号116頁）において引用される原審の廣池地判平23.11.8（本誌1969号126頁）など参照。

18

金融法務事件 No.1976 2013.8.25

目次	
1	説明義務の枠組み
(1)	信託業則に基づく説明義務の枠組み
(2)	金商法における説明義務の枠組み
(3)	金融引における説明義務の枠組み
(4)	金融庁監督指針・監督方針における説明責任に係る留意事項
(5)	まとめ
2	デリバティブ取引等の投資勧誘に係る最近の裁判例と主張
(1)	新しい事項に係る説明義務を定立した最近の裁判例
(2)	時価評価関係事項に係る説明義務を定立した最近の裁判例
(3)	時価評価主張
3	デリバティブ取引等の投資勧誘に係る説明義務の基本判断枠組み
(1)	適合性原則に関する最高裁判決の基本判断枠組み
(2)	説明義務に関する最高裁判決の基本判断枠組み
4	時価評価主張の問題点
(1)	仕組みの複雑難解性・高リスクの強調論の問題点
(2)	金融機関不当収法主張の問題点
(3)	時価評価額に関する説明義務を否定した裁判例
(4)	過失相殺論の問題点
(5)	公平良俗違反論の問題点
5	おわりに

務として、金融商品取引契約の締結前に、顧客に対し、金融商品取引契約の概要、手数料等やリスクに関する情報などを記載した書面（契約締結前交付書面）の交付義務が定められている（同法37条の3第1項）⁵。

そして、説明義務が重要事項の情報提供義務であることにかんがみれば、その形骸化を避けてカールの実質化を図る観点から、顧客の属性（知識、経験、財産の状況および金融商品取引

19

契約を締結する目的)に照らしながら当該顧客に理解されるために必要な説明義務が定められている(同法38条7号、金融商品取引業者等に関する内閣府令(以下「金融業者等府令」という)117条1項1号)6。

契約締結前交付書面の記載事項のうち「金融商品取引契約の概要」については、金融商品取引契約の内容は様々であり、その「概要」として記載すべき内容を一併に示すことは困難であるが、個別の金融商品取引契約ごとに、顧客が取引の内容を理解するために必要かつ適当と認められる情報を記載する必要があるとされている7。

(4) 金融商品取引業者の監督方針における説明責任に係る留意事項

金融庁は、一連の監督指針8(以下「本件金融庁監督指針」という)において、平成22年4月16日適用から、「通貨オプショナル取引・金利スワップ取引等を行う店頭デリバティブ取引業者の説明責任に係る留意事項」として、①契約時点等における説明の強化(損失の程度、中途解約・解約清算金、および③事後フォローの強化・意識の強化、および④顧客の認識や顧客のヘッジの有効性・持続可能性の確認や顧客の要請がある場合における定期的または必要に応じて随時の顧客ポジションの時価情報等の提供・随時等)が定められている(金融業者等監

6 指針書・前掲注5・287~288頁。

7 金融庁平成19年バブコム回答293No.150~152。

8 「主要取引等向けの総合的な監督指針」「中・地域金融機関向けの総合的な監督指針」および「金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針」という。以下「金融業者等監督指針」という)である。

9 これら①~④の分類は、金融業者等監督指針Ⅱ-3-3-2(6)において明記されているものではない。しかしながら、③の「顧客の要請がある場合における定期的または必要に応じて随時の顧客ポジションの時価情報の提供・随時」については、「顧客の要請があれば、定期又は必要に応じて随時、顧客がポジションの時価情報や当該時点の解約清算金の額等を提供又は通知する旨、顧客が決算処理や解約の判断等を行うため必要となる情報を随時適切に提供しているか」として、「当該時点の解約清算金の額等」と並列的に記載されていること(金融業者等監督指針Ⅱ-3-3-2(6)⑥)から、契約時点における提供・通知ではなく、「事後フォロー」に位置づけられるものであることは明らかであるものと理解される。

10 指針(金融機関のデリバティブ取引の取扱い、勧誘活動の強化・監督指針の改正(4月16日)を踏まえて)本誌1898号81頁および「店頭デリバティブ取引等の投資勧誘の在り方」(監正稿)本誌1939号77頁。

11 青木浩子「特批」NEB11005号36頁も、「金融庁監督指針の有用性について」として、「金融商品に係る請求を扱う裁判官が、適合性原則・説明義務を構成する具体的な内容をわかりやすく知る手立て」と提えている。

監督指針Ⅳ-3-3-2(6)9。

上記③の取扱いには、金利スワップ取引について証券会社の法人顧客に対する説明義務違反を認めた東京地判平21.3.31(本誌1866号88頁)などを踏まえて、裁判例に示された民事ルール(信義則に基づく民事上の説明義務)を、行政監督上の説明義務として規範化した側面があることと評価できる10,11。ただし、行政監督においても民事裁判においても、行為時点における法的規範により評価されるべきであり、事後ルールの事実上の溯及的適用による不意打ちにならないように、本件金融庁監督指針が平成22年4月16日より前の事案に対して適用されると解されるべきではない。

(5) まとめ

以上から、民事上および行政規制・監督上の説明義務はいずれも、リスクおよびリスクを生じさせる取引の仕組みに係る重要事項について、顧客の属性に照らし実質的に当該顧客に理解されるために必要な程度および方法による説明であると考えられるものと考えられる。

2 デリバティブ取引等の投資勧誘に関する最近の裁判例に主眼

(1) 新しい事項に係る説明義務を定立した最近の裁判例

最近、デリバティブ取引等(いわゆる生組債

を含む)の投資勧誘行為について業者の損害賠償責任を肯定した裁判例の中には、以下のとおり、説明義務の概念を拡張して、新たな事項に係る一般的な説明義務ルールの定立して、当該説明義務ルールの違反を認めたものであると評価できるもののみがみられる。

- ① 株式会社に対する銀行によるブレン・バニラ型の金利スワップ取引の勧誘に係る中途解約時の清算金の具体的な算定方法や固定金利の水準の妥当性等に関する重大な説明義務違反および信託規則違反による契約無効を認めた前掲福岡高判平23.4.27(ただし前掲最一小判平25.3.7により破棄自判)。
- ② 株式会社に対する証券会社による通貨オプション取引の追加担保に関する説明義務違反を認めた大阪地判平23.10.12(判時2134号75頁)。
- ③ 学校法人に対する証券会社による為替デリバティブ取引の中途解約に伴う解約料に関する説明義務違反を認めた大阪地判平24.2.24(判時2169号44頁)。
- ④ 株式会社に対する証券会社による通貨スワップ取引の時価評価額に関する説明義務違反を認めた東京地判平24.9.11(判時2170号62頁)。

⑤ 東証一部上場企業の社長・会長経験者に對する証券会社による仕組債(ノックイン・ブット・エクイティリンク債。個別株式10銘柄が参照指標)の販売に係るオプショナル取引のリスクの金融工学上の評価手法等に関する説明義務違反を認めた東京地判平24.11.12(本誌1969号106頁)。

(2) 時価評価額関係事項に係る説明義務を定立した最近の裁判例

前記(1)の裁判例のうち、前掲大阪地判平23.10.12は、担保契約書上「必要担保契約額」が「時価評価額×1.2」とされ、時価評価額の算定方法が明示されていない事案について、「追加担保がどのような場合に、幾らくらい必要となるか(担保返戻余力がどのような場合に生ずるのかという点も含む)は、顧客が通貨

オプション取引を行うか否かを決定する際に重要な考慮要素とならなければならない。したがって、顧客に対して通貨オプション取引を勧誘しようとする証券会社ないしその従業員は、顧客に対して、単に追加担保が発生する可能性があるという抽象的な説明をするだけではなく、為替相場の変動とそれの場合に必要な追加担保額を顧客が具体的にイメージできるように、為替相場の変動とその他の要因となる追加担保に伴うリスクをできる限り具体的に分かりやすく説明する義務を負うと解すべきである」と判示し、証券会社の損害賠償責任(過失相殺7割)を認めている。

当該判決は、「詳細な数値を示して説明することは困難であるとしても、ある条件の下では追加担保金額がこのように推移することが予想される」との説明…や、将来の追加担保金額の変動の予測は困難であってリスクを伴うこととそれ自体を、変動要素を挙げて分かりやすく説明することは十分可能であったと解される」と判示し、実質的に「為替相場の変動とそれの場合に必要な追加担保額を顧客が具体的にイメージできるようなシミュレーション等の資料」を求めたものと考えられる。

一方、前掲東京地判平24.9.11は、通貨スワップ取引の時価評価額が担保の差入額の基準とされ、取引の合意解約に係る解約清算金が時価評価額を基準として約定された事案において、担保差入れに関して「時価評価額が変動為替レートの変動、ボラティリティ、日本の金利差の影響により変動するものである旨の説明を行ったものである、それらの要素がどのような要因で変動し、それらの変動が…時価評価額に具体的にどのような影響をもたらすか等について具体的な説明までは行わず、…時価評価額の変動要素の具体的な説明内容としては甚だ不十分なものであったといわざるを得ない」と判示し、証券会社の損害賠償責任(過失相殺7割)を認めている。

当該判決は、実勢が為替レートを変動要因とした時価評価額のシミュレーションの資料が示さ

れた事実案について、「時価評価額の主な変動要因の一つであるボラティリティの上昇は、…時価評価前に顧客に伝えられるべきである旨、また、外形的には「ゼロコストオプションJ13と称されているものの、各オプションJ13の時価評価額を計算すれば、金融機関には、契約時点で時価評価額が生じており、顧客には同額の時価評価額が生じている旨が指摘されている14。

(3) 時価評価主張

最近、金融機関は、顧客との間でデリバティブ取引を締結しようとする場合には、顧客に対して、当該デリバティブ取引の時価評価額に係る情報を提供するのと同時に、当該デリバティブ取引の契約時点で金融機関が時価評価額ベースで顧客ベースとして同額の損失を受けていることに係る情報を提供するべきであるとの主張（時価評価主張）がみられる12。

時価評価主張では、金融商品会計基準においても法人税法においてもデリバティブ取引については時価評価の原則が採られていることから、デリバティブ取引の時価評価額に関する情報は、顧客が契約するかどうかを判断するにあ

たって最も重要な情報の1つであり、したがって契約締結前に顧客に伝えられるべきである旨、また、外形的には「ゼロコストオプションJ13と称されているものの、各オプションJ13の時価評価額を計算すれば、金融機関には、契約時点で時価評価額が生じており、顧客には同額の時価評価額が生じている旨が指摘されている14。

そして、時価評価主張では、時価評価の観点からみると、ゼロコストオプションの契約時点から、金融機関は利益を得て、会社は損失を被ることとなり、当該時価評価額は「顧客が支払うべき対価」であるから、金融機関は、これを金融商品取引法37条の第3項に基づき、契約締結前交付書面に記載して顧客に交付しなければならぬ（同項4号、商業等府令81条）旨が指摘されている15、16。

3 デリバティブ取引等の投資動向に関する説明義務の基本判断枠組み

(1) 適合性原則に関する最高裁判決の基本判断枠組み

志高教授が指摘するとおり17、裁判例は、適

合性原則や説明義務のアプローチを堅持し、その適用により投資者を保護し得るという立場をとっている。

この点で、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し、解決した第一小判平17.7.14（民集59巻6号1323頁・本誌1702号41頁）は、顧客の適合性を判断するにあたっては、単にオプションの売り取引という取引型における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て、これとの相関関係において、顧客の投資経験、証券取引の知識、投資意向、財産状態等の諸要素を総合的に考慮する必要があると判示している。

(2) 説明義務に関する最高裁判決の基本判断枠組み

前掲第一小判平25.3.7は、説明義務に係るレーン・パニャ型金利スワップ取引について、「上告人は、被上告人に対し、本件取引の基本となる仕組みや、契約上約定された変動金利及び固定金利について説明するとともに、変動金利が一定の利率を上回らなければ、融資における金利の支払より多額の金利を支払うことになる旨を説明したものであり、基本的に説明義務を尽くしたものである」としている。「本件提案書には、本件契約が上告人の承諾なしに中途解約をすることができないものであるという点に加え、上告人の承諾を得て中途解約を

はいい難い」および「本件取引は上記のような単純な仕組みのものであって、本件契約における固定金利の水準が妥当な範囲にあるか否かというような事柄は、被上告人の自己責任に属すべきものであり、上告人が被上告人に対してこれを説明すべき義務があったものとはいえない」と判示している。

前掲第一小判平25.3.7は、業者の投資動向に係る説明義務について一般的な枠組みを示していないが、前掲第一小判平17.7.14の基本判断枠組みを踏襲しては、民事上の説明義務違反に係る司法判断においても、従来の説明義務のアプローチを堅持し、単に取引型における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て、これとの相関関係において、顧客の投資経験、証券取引の知識、投資意向、財産状態等の諸要素を総合的に考慮することにより、新しい事項に係る一般的な説明義務ルールを定立するのではなく、個別事案ごとに実態に即して実質的に適切かつ柔軟な判断が行われるべきであることを示すものであると考えられる19。

また、最高裁は、「自己責任」に言及することにより、裁判において投資者の自己責任の要請と投資者の保護の要請との間で適正なバランスが図られることを促し、投資者の適度の見解の保護を戒めているものと捉えることもできるように思われる。

18 吉川綾「最近の裁判例からみる適合性原則と説明義務」商事2002号23頁は、前掲第一小判平25.3.7について、適合性には適格なとせず新たな説明義務の問題として処理しているが、実質的には適合性原則の具体的な適用の在り方も判示したともいえる。前掲第一小判平17.7.14を「正統的に踏襲するもの」ということができると評している。

19 吉川・前掲18.36頁も、「最高裁各判決は、上告審判決であるもの、具体的な個別的事実関係に依拠する部分が大々い。…同判決は最高裁判決ではあるけれども、その意味の射程範囲自体は必ずしも広くないともいえるかと思われる。…最高裁各判決の意義、これから各判決から今後の指針として取り取るべきことは何か、やはり、個々の主体の重視と自己責任原則の共生である。また前審についてであるが、証券金融取引をめぐる紛争実態において、法律判断に際しては、必ずしも抽象論議の一種的な論考に限るのではなく、具体的な事実関係も重視すべきである。…すでに17年判決が掲げているところであるが、多種多様な投資家属性や商品特性を重視して、一律に高度な説明義務を課するようなことは、厳に避けなければならない」と指摘している。

10 時価評価主張の問題点

(1) 仕組みの複雑難解性・高リスクの強調論の問題点

デリバティブ取引等については、その仕組みの複雑難解性とリスクの高さが強調されることが多い。とくにデリバティブ取引については、顧客の破り得る損失額が最大でも当初元本額に限定される仕組例と異なり、顧客が当初元本を超える損失を被る可能性があること、具体的商品特性を踏まえて、個別の顧客が意思決定する上で重要なリスクに係る説明事項を検討するアプローチ自体は首肯し得る。

しかしながら、デリバティブ取引等の本質的要素は、店頭デリバティブ取引であっても、それほど複雑難解なものではなく、相応の投資経験を有する顧客であれば理解が容易または十分に理解可能な顧客であることが前提となるように思われる。具体的には、株債、為替相場や金利水率などのリスク差や参照指標の将来の変動により取捨選択や損失性が左右されるリスクがあることである。投資者がデリバティブ取引等により損失を被るのは、参照指標が契約締結時に事前に予測した方向とは異なる方向に動く場合であり、いわゆる「事前の予測がはずれた」場合である。

この点について、前掲最一小判平25・3・7も、「本件取引は、将来の金利変動の予測が当たらるか否かによって結果の有利不利が左右されるものであって、その基本的な構造をいし原理自体は単純で、少なくとも企業経営者であ

は、その理解は一般に困難なものではなく、当該企業に対して契約締結のリスクを負わせることに何ら問題のないものである」と判示している。

当該事案はブレレン・パナマ型の金利スワップ取引に係るものであるが、将来の価格の予測が困難であることは、株債・金利・為替のいずれの指標についても同様であり、また、より複雑な仕組みのデリバティブ取引等でもあった。その本質に大きな相違はないと考えられる²⁰。

したがって、業者が相対的投資経験のある顧客²¹に対してデリバティブ取引等の投資勧誘をするに当たっては、デリバティブ取引等の本質的要素である「株債、為替相場や金利水率などの参照指標の将来の変動により収益性や損失性が左右されるリスクがある」ことについて顧客が十分理解できるように実質的に説明することにより、顧客が自主的に参照指標の将来を予測して商品選択することを確保することこそが重要である。このような観点からすると、顧客が時価評価額の概念に係る説明およびその変動要素について説明を求めたような特段の事情のない限り、そうした顧客の説明義務はないと考えられるべきである。そもそも、株債の変動要因の説明が困難であることと同様に、実勢為替レート、ポラリティや日米金利差の変動要因を適切に説明できるか疑問である。

(2) 金融機関不当取捨主張の問題点

時価評価主張には、金融機関が顧客との店頭デリバティブ取引から不当に取捨を上げているにもかかわらず、その旨を顧客に説明していないことを問題視する主張があるように思われ

20 一宮正一郎「前掲高判平23・4・27判例」金利1400号12頁も、「金利相場は、様々な社会的要因により予測されるものであること、その予測は本埠顧客において行うべきものである」と指摘している。

21 前掲東京高判平24.11.12は、新南興株式の投資信託、日経平均先物による投資信託やアジアリジョナル(5000万円)を含む複数の投資経験があり、「原告も、本件仕組の元本が償還されない仕組み及び償還額の計算方法、説明資料によって十分理解していたと認められ、このように理解した仕組みと過去の投資経験と株式相場の見通しなどから、本件仕組債を購入すれば、2～3割、元本が償還するリスクがあることは当然に予想していた。原告は、オプション取引のリスクの性質にふさわしい適切なリスク評価はできていなかったとしても、高額なクーポンを得るために本件仕組債を購入したものと認められ、その知識・経験から、本件仕組債のリスク評価の陥穽となる株債変動もある原告側でもかと考えられる」と認められているにもかかわらず、「オプション取引の知識経験がない一般投資家である原告」と断定しているが、疑問である。

る²²。

前掲福岡高判平23・4・27による「金利スワップ契約の各金利向きの価値的均衡を著しく欠くこと、通常ではあり得ない極端な変動金利の上昇がない限り、変動金利リスクヘッジに対する実際上の効果が出ないものであったことは明らかである。したがって、本件金利スワップ契約は、被控訴人銀行に一方的に有利で、控訴人会社に事実上一方向に不利な利益をもたらすものであって、到底、その契約内容が社会経済上の観点から見て客観的に正当ないし合理性を有するものとは言えない」と判示す。前掲東京地判平24.11.12による「ロックイン・ブット・エクイティリターン債に係る「顧客がオプション取引によって負担する危険がある損失の大きさに見合った額を償還元本として設定し、オプションのリスクが実現した場合にオプション取引の相手方が顧客の預託した償還元本を償還しないことにより十分な利益を上げるために設定されている」と経済的に評価できるとの判示に、阿藤の主張をかがうことができる。

しかしながら、私的自治の原則のもとでは、契約当事者は、他方の契約当事者に対して、契約対象となる財やサービスに係る原価や収益を開示する義務はなく、裁判所は、過度の後見の見地から、当事者間の契約内容や一方契約当事

者の原価・収益に過剰に介入するべきではない²³。この点で、当該判決が厳高裁により破棄自判されたことは、正当な判断として歓迎されるものである。

(3) 時価評価額に関する説明義務を否定した裁判例

裁判例においても、相応の投資経験を有する顧客に対するデリバティブ取引等の投資勧誘の事案について、業者の時価評価額に関する説明義務違反を否定したものがみられる。これらの裁判例では、広範的な説明義務の枠組みのもと、具体的な商品特性と顧客の投資経験等の質性などが総合的に考慮されているものと考えられる。

例えば、株式会社に対する証券会社による通貨オプション取引に関する適合性原則違反および説明義務違反を否定した前掲東京高判平24.7.19は、会社代表者が個人として高リスク商品を内包する商品や仕組債等の高リスク商品に投資した経緯を有していた事案について、当該会社にとって為替相場の変動により追加担保が高額になること自体は認識可能であるから、当該会社に質問されたとの事情がない場合、業者が為替相場変動による評価損額および反互売買価格(中途解約の際に生じる損失)に係るシミュレーションをすることを義務を否定し、かつ、こ

22 本判明義「デリバティブ競争をめぐる各国の規制と理論の最新動向—日本における紛争解決への示唆」NBL1004号1頁では、「金融機関が一般顧客に店頭デリバティブ取引の条件提示をする際、マーケット価格に金融機関のコストや利ざやを乗せることと一般的に行われている。しかし、一般顧客は、どの程度のコストや利ざやが乗せられているかは知らない。契約時点でのマイナスイターン時価評価は、金融機関が設定したものであり、金融機関は知っている。一般顧客は知らない…金利スワップ取引でも、為替デリバティブ取引でも、対象となる債権や株式は持株者の不特定多数でなく、要するに「開け」を行っているのである。そして「開け」の条件が最初から顧客に不利になっていて、それを設定したのは金融機関で、そのことを顧客が知らなかったとすれば、契約したからといって、その「開け」の結果に顧客を従わせるのはアンフェアであり、不公平である」と指摘している。本判決は、必要十分な説明を怠り、それを決定したのは金融機関で、そのことを顧客が知らなかったとすれば、契約したからといって、それを決定したのは金融機関で、そのことを顧客が知らなかったとすれば、契約したからといって、その「開け」の結果に顧客を従わせるのはアンフェアであり、不公平である」と指摘している。

23 本判明義「デリバティブ競争をめぐる各国の規制と理論の最新動向—日本における紛争解決への示唆」NBL1004号1頁では、「金融機関が一般顧客に店頭デリバティブ取引の条件提示をする際、マーケット価格に金融機関のコストや利ざやを乗せることと一般的に行われている。しかし、一般顧客は、どの程度のコストや利ざやが乗せられているかは知らない。契約時点でのマイナスイターン時価評価は、金融機関が設定したものであり、金融機関は知っている。一般顧客は知らない…金利スワップ取引でも、為替デリバティブ取引でも、対象となる債権や株式は持株者の不特定多数でなく、要するに「開け」を行っているのである。そして「開け」の条件が最初から顧客に不利になっていて、それを決定したのは金融機関で、そのことを顧客が知らなかったとすれば、契約したからといって、その「開け」の結果に顧客を従わせるのはアンフェアであり、不公平である」と指摘している。本判決は、必要十分な説明を怠り、それを決定したのは金融機関で、そのことを顧客が知らなかったとすれば、契約したからといって、それを決定したのは金融機関で、そのことを顧客が知らなかったとすれば、契約したからといって、その「開け」の結果に顧客を従わせるのはアンフェアであり、不公平である」と指摘している。

これらの具体的な算出方法に係る説明義務を否定している。

また、株式会社に対する銀行による通貨オプション取引に関する説明義務違反および断定的判断提供を否定した東京地判24.7.23(金利1414号45頁)は、会社が為替デリバティブ取引に関する一定の知識と経験を有している事案について、通貨オプション取引の清算金の具体的な算出方法に係る説明義務を否定している。

さらに、株式会社に対する証券会社によるフラット為替取引と呼ばれる通貨スワップ取引に関する適性原則違反および説明義務違反を否定した東京高判24.7.19(公判物未登載。最三小決24.12.25(公判物未登載)により上告棄却)は、会社および会社代表者が信用取引や外国証券に投資する投資信託等の投資経験を有する事案について、証券会社が契約期間中に合意解約がされた場合の清算金の具体的な算出方法は示していないものの、解約清算金額の概要が説明されていたとして、説明義務違反を否定している²⁴。

(4) 過失相殺論の問題点

最近の裁判例には、業者の説明義務違反を認める一方、投資者側の大幅な過失相殺を認めるものもみられる。志倉教授が指摘するところ²⁵、裁判所の姿勢が、投資者の損失補償を例外的なものと捉えているのではなく、むしろ過失相殺を認めつつ投資者の損失を業者に(一部であって)負担させることが必要であるとされるものであるように思われる。

こうしたアプローチは、被害者救済という不法行為法の機能に合致する面はあるものの、業

者の「結果責任」を肯定した上で、過失相殺を通じて損害賠償額を「調整」することにつながるおそれがあるので、慎重さが求められる。

例えば、前掲東京地判24.9.11は、過失相殺7割を認定しているところ、過失相殺の根拠として挙げられている諸事情、すなわち、①会社代表者らが為替相場についての一定の知識および経験を有し、将来の為替相場に係る予測をもって投資判断を行う能力を備えていること、②通貨スワップ取引の仕組みやリスクについて、一般的の知識を有していること、③取引条件の具体的な内容を認識し、為替相場が円高傾向になった場合には原告において多額の損失を被る可能性があることを理解していたこと、④為替相場につき大幅な変動はないが、円安傾向に進むものとの見通しをもって取引を行ったものと認められること、⑤通貨スワップ取引に係る時価評価額という概念自体について認識していたこと、⑥(はなはだ不十分ながらも)その変動要素に係る一応の説明を受けたとの諸事情は、当該判決の結論とは異なる、むしろ会社に対する業者の説明義務違反を否定することを根拠付けるものであるように思われる。

(5) 公序良俗違反反論の問題点

最近の裁判では、店頭デリバティブ取引の公序良俗違反無効が主張されることがある。行政規則導入(平成17年7月)前の店頭外国為替証拠金取引について、賭博に当たり公序良俗に違反すると判断した裁判例(東京地判17.11.11判時1956号105頁や東京高判18.9.21金判1284号35頁)はあるものの、最近の裁判例では公序良俗違反の主張は否定されており(前掲大

阪地判平23.10.12、前掲東京地判平24.9.11、東京地判平25.2.22金判1420号40頁や東京地判平25.4.16判時2186号46頁)、正当なものとして支持できる。

5 おわりに

デリバティブ取引等のなかでもとくに為替デリバティブ取引に係る紛争事案が多々みられる背景として、平成19年8月のサブプライムローン問題の発生、平成20年9月15日のリーマンショックや平成23年3月11日の東日本大震災の影響により、為替相場が急激に円高に推移し、為替デリバティブ取引に係る時価評価額が大幅に悪化したことがあるものと推察される。

確かに、こうした急激な円高進行により損失

を被った投資者は「気の毒」である。しかしながら、急激な円高進行は、投資者のみならず業者にとっても「想定外」であり、「事前の予測がはずれた」ものである。そして、リーマンショックという「想定外」の事態に伴う世界的な株価の大幅下落によっても、大多数の投資者が「気の毒」な事態に陥った。

法的責任を論じるにあたっては、「投資者は気の毒」とか「業者は投資者に損をさせて儲けてしからん」といった感情論ではなく、従前の説明義務の枠組みのもとで、「具体的な商品特性」(当該店頭デリバティブ取引の本質的要素)と「投資者の属性」との相関関係を総合的に踏まえて、冷静に法的検討を行うことが必要であることはいままでもない。

(まつお なおひこ/西村あさひ法律事務所)

SUMMARY COURT

ある日の簡易裁判所

岩田和壽 [著] A5判・208頁・定価1,890円(税別)

『月報司法書士の好評連載「ある日の簡易裁判所」が待望の書籍化!』

◆ 事務官、書記官、裁判官が綴りなす経妙な法律談議に耳を傾ければ、くらしの中の法律問題が見えてくる

◆ 更新料返還請求や少額訴訟から和解や民事調停手続まで、簡易裁判所で取扱の多いテーマが満載

◆ 司法書士、簡易裁判所事務官、書記官、裁判官、調停委員、その他簡易裁判所代理業務に携わる方必読の書

SUMMARY COURT

ある日の簡易裁判所

目次

1. 解雇手続
2. 更新料返還請求
3. 少額訴訟手続
4. 和解手続
5. 民事調停手続
6. 民事調停手続(その2)
7. 訴訟代理人
8. 差止手続
9. 管財手続
10. 建物賃貸借関係(その1)
11. 建物賃貸借関係(その2)
12. 建物賃貸借関係(その3)
13. 建物賃貸借関係(その4)
14. スポーツ関係(その1)
15. スポーツ関係(その2)

一社団法人金訟政事情研究会 代表理事 株式会社 きんざい
〒160-8520 東京都港区六本木1-9-1
TEL:03-3335-2891 FAX:03-3335-0031

24 当該判決は、「将来の為替相場の変動は正確に予測し得ないものであるから、将来の為替相場の経済指標の動きの平準化が、説明義務の対象となることができず」と判断し、また、「本件がフラット為替取引の仕組み自体は複雑とはいえないものである、実勢為替レートがあらかじめ設定されたフラット為替レートよりも円安であれば顧客は被控訴人から為替差益を受け取ることはでき、円高であれば顧客は被控訴人から為替差益を支払わなければならないという仕組みやレバレッジとフィスカウトの幅との関係を前提に、投資をするかどうかを判断することは十分可能であったものといえる上、為替レートが突如にどう動くかは予測できないものであつて、重大損失額なることを想定することもできないものであるから、最悪のシナリオを想定した賠償額を示すべきであつた」ということには同意しないし、過失相殺の平均的シナリオを提示すべきであつたということもできず」と判断している。

25 志倉・前掲判17-10、12頁。

デリバティブ取引の現状と課題（金融法学会第29回大会〈シンポジウム〉資料）

デリバティブ商品の販売に関する 法規制の在り方

上智大学法科大学院教授 森下哲朗

デリバティブ商品やデリバティブを組み込んだ商品を購入した顧客が販売した銀行、証券会社等を訴えたり、ADRにおけるおっせん申立てを行ったりする事例が頻発している。この一因には、リーマンショック後の急激な円高も存在するが、デリバティブの販売をめぐる金融機関と顧客との間のトラブル自体は決して新しい問題ではない。なぜ問題は繰り返されるのか。デリバティブはうまく活用すれば効果をもたらすが、使い方を誤ると当事者や社会に損失をもたらす。取引当事者が態度をもってデリバティブに付き合うことができないのであれば、規制の強化もやむを得ないであろう。

他方で、現在のデリバティブをめぐる紛争は、財務に詳しい人員を有する企業や学校法人と取引、中小企業に対する為替デリバティブ問題、個人へのデリバティブ組込み商品の販売等、顧客の属性によって異なる様相を呈している。それぞれの範疇で中心となる問題の性質は異なっており、これを一括りにして議論することは適切ではない。本稿では、まず、デリバティブの販売をめぐる民事紛争解決の状況や最近の規制強化の動向を概観した上で、いくつかの問題提起を試みることにしたい。

1 デリバティブをめぐる民事紛争の状況

デリバティブの販売をめぐる民事紛争処理の場としては大きく、訴訟と金融ADRとが挙げられる。それぞれの場において販売業者の責任追及の際にどのような規模が挙げられているかを見ることとしたい。

(1) 訴訟における責任追及のための法理

顧客が金融機関の責任を追及する際に主張される法理には様々なものがある¹。

1 金融商品販売に関する訴訟の状況について分析したものと石川貴教＝他田和也「金融商品販売即論訴訟の分析と金融機関の対応」本誌1946号1頁以下を参照。

引の勧誘をしてこれを行わせたときは、当該行為が不法行為法上も違法となるが、その後の裁判例において当該行為が不法行為法上も違法となることを理由として不法行為責任を認められたものも存在する²。説明義務との関係では、金融商品の販売等に関する法律（以下「金販法」という）3条に言及する例もあるが、より一般に、信託目的上、金融商品を販売する金融機関には説明義務が存在すると解されており、そうした説明義務違反を理由に金融機関の不法行為責任を認めた裁判例は少なくない。例えばデリバティブ取引に関する最近の裁判例では、東京地判平21.3.31（判時2060号102頁。資産運用会社が証券会社との間で金利スワップ契約を締結した事例）が「証券会社と顧客との間には、取引対象である金融商品に関する知識や取引経験、情報収集能力等に大きな格差が存在するが一般論としてハイリスク・ハイリターン型の金融商品も含まれることにもかんがみれば、証券会社は、顧客に対して金融商品の取引を勧誘するに際し、顧客が自己責任の下に取引を行うか否かを決定するために必要に必要に当該金融商品の特長やリスク等の情報につき、当該金融商品の特長やリスク等の理解力や取引経験等に依りて必要かつ相当な範囲で具体的な説明を行うべき債権と義務を負うものというべきである」と述べ、また、大阪地判平24.2.24（資料版商事法律337号22頁。学校法人が証券会社との間でレバレッジ付きの豪ドルスワップ契約を締結した事例）が、「金融商品取引では、投資家は、基本的に自己の判断と責任に基づいて取引を行うことが要請されるというべきであるが、本件取引にはハイリスクの低い取引であり、被告は、金融商品取引に関する専門的知識を有する業者で

あるから、そのような状況においては、被告は、本件取引類似の金融商品の取引経験を有しない原告に対して勧誘をする際に、信託目的上、原告の投資判断にとって重要な事項を説明すべき義務を負い、これに違反したときは、説明義務違反による不法行為責任が生じるというべきである」と述べている。

適合性原則と説明義務との関係をどのように理解するかについては、適合性原則を狭義の適合性原則（顧客の知識、能力、経験、財産状態等）に照らし、一定の商品の勧誘・販売自体を行ってはならない）と広義の適合性原則（勧誘・販売してよい場合であっても顧客の知識、能力、経験、財産状態等に依りて説明をしなければならぬ）とに分けて考える見解とも関係して、学説でも様々な議論がなされている³。裁判例では、「証券会社の担当者による株式信用取引の勧誘が適合性の原則から著しく逸脱している場合には、当該取引についてのどのような説明がされようとも、それを適法な勧誘であると認めることはできない。その意味で、適合性原則違反が認められる場合には、説明義務違反は問題となり得ない。他方で、適合性の原則から著しく逸脱したとまではいえない勧誘であっても、上記各事情を考慮した説明がされなかった場合には、説明義務に違反するものとして違法となるというべきである」と述べたものもある（横浜地判平21.3.25証券取引被害判例七レタ38巻1頁。個人が証券会社から投資信託等を購入した事例）、必ずしもこのように峻別せず、適合性原則違反を認めただ上、さらに説明義務違反であるとして不法行為責任を認めるものも少なくない⁴。適合性原則違反とまでは言えないが説明義務違反であるとして不法行為責任を認める例は多いが、適合性原則違反であるとした上で、説明義務が満たされたため

2 適合性原則違反のみで不法行為責任を認めない事例としては、例えば、東京地判平21.10.26（判タ1324号191頁。個人が証券会社の勧誘により匿名組合出資を行った事例）、大津地判平21.5.14（証券取引被害判例七レタ35巻104頁。個人が証券会社から他社株式特約付社債等を購入した事例）がある。

3 例えば、比較法的なものは、川島宏行「投資取引における適合性原則と損害賠償責任(2)」法務雑誌84巻1号11頁以下、王冷然「適合性原則と私法責任」364頁以下（債法1号、2010年）、松野正至「デリバティブ取引の投資動向における投資者保護—近年の当業者をまとく法制度の整備と理論の深化から得る示唆について—」広島法学会誌1号1頁以下。

に不法行為責任を負われないとした判決は見当たらない。民事訴訟の場では、適合性原則違反でも説明義務違反でも、いずれにしても不法行為責任による損害賠償として処理され、いずれの場合についても過失相殺も認められていること差はないことになると思われる。筆者も大抵は、販売・勧誘してはならないというルールと、適切に説明しなければならぬというルールとの両方を、いずれも適合性原則と呼ぶことはわかりにくく、また、適合性原則という概念を使わなくても当事者の知識、経験等は商品内容等と合わせて説明義務の程度を決定する上で重要な要素であることは既に一致して受け入れられていると考えられることから、業者の責任を考へることにあたり、あえて広義の適合性原則という概念を用いる必要性は乏しく、説明義務の内容をそれぞれ自体の深化・具体化を図っていくべきであると感じている。

b 賭博・公序良俗

取引が賭博に該当し、公序良俗に反することを知って契約を締結させたことは不法行為に該当するといった主張や、民法90条違反で無効であるといった主張がなされることもある。裁判例では、外国為替証拠金取引やCFD取引において、賭博に該当するものであるとの判断を示したものがあつたが⁴、そうした主張が認められることは多くない⁸。

4 例えば、最近では、東京地判平23.7.15（先物取引説明書等65号66頁。個人が仮想通貨取引業者より海外先物オプションを購入した事例）や、東京地判平22.9.30（金判1369号44頁。個人が証券会社から仕組債を購入した事例）において、適合性原則から著しく逸脱した勧誘であったとした上で、説明義務違反も併せて認定され、業者の不法行為責任が認められている。

5 例えば、最近では、大阪地判平23.12.19（金判1385号26頁。個人が証券会社から仕組債を購入した事例）において、勧誘が「適合性の原則から著しく逸脱している」として違法とまではいえないが、しかしながら、本件勧誘についての原告の適合性の可能性があるから、本件仕組債の商品特性、特に本件各リスクについて、実際に原告が損失を被るおそれがあることを十分理解し認識できる程度に通知し説明していなかった場合には、説明義務違反として不法行為を構成することとなる。

6 ただし、川崎・前掲注3・53頁以下は、適合性原則違反の場合は顧客について自己責任原則の前提が欠如した状態であるので、過失相殺を認めるべきではないとする。

7 例えば東京地判平23.11.22（先物取引説明書64号181頁。CFD取引）、仙台地判平19.9.5（判タ127号240頁。個人が仮想通貨を購入した事例）など。

8 例えば福岡大版地判平24.2.24では、レバレッジ付きのフラット為替予約について、賭博性を有するまではいいえないとされた。

9 また、前掲大阪地判平24.2.24では、中途解約の一括清算時の計算方法について要素の漏れがあったと主張されたが、中途解約時に解約料を払わなければならないことは理解していたとして、錯誤は否定された。

c 錯誤

例えば、金利スワップ取引に関する前掲東京地判平21.3.31では、原告によって「発生し得る時価評価損の範囲等の金融商品のリスク内容は金融商品を購入するかしないかを判断するに当たって決定的に重要な事項であつて、原告らの上記錯誤は要素の錯誤に当たり、かつ、原告らの動機は被告に表示されていた」として錯誤の主張がなされたが、リスクに関して顧客が錯誤に陥っていたとはいえないとされた⁹。錯誤が認められることはまれであるが、会社の代表取締役を務める個人が証券会社からFXターンの取引と称する仕組債を購入した事例において、リスクについての説明が不十分であつたことを指摘した上で、「本件仕組債を購入し、その仕組債の権利内容について錯誤に陥り、そのリスクについて理解しないままであつたと認められるが相当である。そして、この錯誤は、本件仕組債を購入するかどうかを判断する上で、最も重要な事項についての錯誤であり、しかも、錯誤に陥つていたことは、表示されていたと認められるから、本件仕組債を買受ける旨の意思表示は、民法95条により無効である」とされた。

d 消費者契約法

顧客が消費者である場合には、消費者契約法に基づく主張がなされることもある。例えば大

阪地判平23.12.19（金判1385号26頁）では、バックアウト条項付他社株換取特約付社債の販売について、早期償還が確定する旨の契約告知・断定判断の提供がなされ、消費者契約法4条により取り消すとの主張が原告によってなされたが、そうした事実はないとして退けられた。

e 優越的地位の運用

銀行を相手とする事業において、優越的地位の運用が主張されるケースもある。例えば、福岡地裁大田支判平20.11.21（判タ1961号189頁）では、追加融資の提案とともに金利スワップの勧誘がなされたことに照らし、顧客が暗に金利スワップ契約の締結が追加融資の条件となつていないものと受け止めた可能性は否定できないとした上で、銀行が顧客に対する優越的地位を利用したものであり、不法行為に基づく損害賠償が認められた（ただし、この判断は控訴棄（福岡高判平23.4.27判タ1364号176頁）によって覆された）。

f 解約料の不当性

中途解約をする際の解約金の計算は金融機関の側が行い、顧客に対して請求するのが通常であるが、この計算の合理性が争われることもある。解約料については、金融機関のホームページに加えられ等により高額の解約料が請求される場合があるとの指摘がなされることもある¹⁰。その真偽は定かではないが、金融機関に公正かつ合理的な解約料の計算を請求することがあるのに加え、金融機関はその請求を示す必要があるという点について、顧客の依頼があつた場合には、可能な限り具体的にかつ丁寧に計算根拠を示す必要があるというべきであらう。

10 例えば大阪地判平24.2.24（資料原簿事務法第337号32頁）では、顧客によって、解約料は客観的・合理的に算出されたものとはいえないとの主張がなされたが、退けられた。

11 佐藤賢真『為替デリバティブ取引のトリック』130頁以下（PTP研究所、2011年）。

12 本来であれば目的外の行為を過去に行つたからといって、当該行為を目的外の行為であると主張することが債権手前封じられることは、法人の目的外の行為かどうかが行為の外形から客観的に判断し、目的外の行為は相手方の警察・悪意を問はず無効とする判例法理からすると、問題があるように思われる。

13 金融消費者委員会「公正な取引と金融取引に関する一考察―特にデリバティブ取引を中心として―」（平成17年2月）。なお、福岡高判「『公正な取引と金融取引に関する一考察―特にデリバティブ取引を中心として―』（平成17年2月）。も、『宗教法人法、私立学校法における公益事業目的に反しない限度で収益事業が認められており、…健全な資産保持のためにのみリスクヘッジ目的のデリバティブであれば、無効や取消の対象にならないのではないかと思われる。』とする。

8 「目的外の行為」の法理

金利スワップを締結した学校法人が証券会社を訴えた事実である前掲大阪地判平24.2.24では、「原告は、学校法人であり、毎月多額の外国為替取引を行う必要性は全くなく、本件取引のようなハイリスクの取引は、学校法人の資産運用方法として是認される取引ではない。したがつて、原告が本件取引を行うことは、寄附行為に定める「確実な有価証券」の購入に該当しないことは明らかであり、原告の目的遂行のために必要と行為ではなく、原告の目的の範囲外の行為であり無効である」との主張がなされたが、判決は、原告が過去に仕組債やデリバティブ等を行つてきたこと等を指摘し、原告が目的外の行為であると主張することは信義則上許さないとした¹²。ただし、この事案は、デリバティブを行うことが目的の範囲内であるとして正面から述べたわけではない。公益法人がどのようなデリバティブを行うことができるかどうかに関しては、理事には基礎財産の維持をする義務があり、その関係で金融商品への投資を行う必要があるというよりも、資産全体の健全性を確保するというアプローチが採用されるべきであるとして、資産全体の安定化につながるようなデリバティブ取引であれば許容されるという見解が示されている¹³。こうした見解に立脚したとしても、リスクが高く投機的なデリバティブについては、目的外の行為とされ得る可能性があるというべきであらう。

(2) 金融ADR

金融ADRでデリバティブが問題となる案件

ブルで安価な商品と比べて顧客のために実現できることには大差ないにもかかわらず、より複雑で多額の手数料が得られる商品を開発する動機とは許されないとされる²¹。顧客とのコミュニケーションが、公正で、明確で、ミスリードの無いものでなければならず (COBS 4.2.1.R)、とくにプロフェッショナル顧客以外とのコミュニケーションにあたっては、公正ではっきりわかるような形でリスクを明示することなしに、利益面を強調してはならない (COBS 4.5.2.R)。金融機関は、顧客への推奨を行った取引を行った際には、それが顧客に適合したものであることを確認するための合理的なステップを踏まねばならず (COBS 9.2.1.R)、行おうとしている取引や推奨が顧客の投資目的に合致していること、その投資のリスクが、顧客が負担できるようなものであること、そして、顧客が取引を理解できるだけの知識と経験を有していることを確認するに必要十分な情報を顧客から得なければならぬ (COBS 9.2.2.R)。もし、不十分な情報しか得られなかったのであれば、取引や推奨を行ってはならない (COBS 9.2.6.R)。

(3) 英米の状況の日本への示唆

上記のような英米における規制内容の中には、今後の日本における規制の在り方を考える際に、参考にされるべきものが含まれているように思われる。例えば、金融機関には顧客の best interest を実現する義務や顧客についての情報を得る義務があるとする点である。

(4) 日本

日本でも、ここ数年、デリバティブに関連す

る規制の強化が行われている²²。

まず、平成21年8月に公布された「金融商品取引業に関する内閣府令の一部を改正する内閣府令」によって、外国為替証拠金取引についてのレバレッジ比率の規制が導入され、平成22年1月から想定元本の2%以上 (レバレッジ比率50倍)、平成23年8月からは4%以上 (レバレッジ比率25倍)の証拠金取引の預託を受けず外国為替証拠金取引を行うことが禁止されている。この規制は、当時、600倍にも及ぶ高レバレッジ取引も行われ、2007年以降の為替相場変動のなかで外国為替証拠金取引業者の破綻事例が生じている等²³、外国為替証拠金取引についての高レバレッジ取引について、①顧客が不測の損害を被るおそれがあること、②顧客が証拠金性を上回る損失を被り、業者側の財務の健全性にも影響が出るおそれがあること、③過当投機の場合になっておそれがあることという問題点があることとされ、導入されたものである²⁴。

次に、平成22年4月の監督指針の改正により、デリバティブ取引に際しての顧客への説明義務について、それ以前に比べて、より詳細な規定が盛り込まれることとなった。具体的に、金融機関が顧客とデリバティブ取引にかかわる契約を締結する際に、主に以下を求めている²⁵。

- ① 商品内容や例示等も入れ、具体的にわかりやすい形で簡説した書面を交付して、適切な十分な説明をすること。例えば、最悪のシナリオを想定した想定最大損失額について説明したり、顧客が許容できる損失額を確認したりした上で許容額を超える損失を被る可能性がある場合には顧客が理解できるように説明すること。

② 中途解約や解約清算金について、具体的にわかりやすく説明すること。

③ へッジ目的でのデリバティブの場合、顧客の事業の状況や市場の状況を踏まえても継続的な業務運営を行う上で有効なヘッジ手段として機能することを確認していること。

④ ①～③の説明を受けた旨を顧客から確認し、記録に残していること。

⑤ 断定的判断と誤認させるような表示・説明を防止し、懸念となっていること。

⑥ デリバティブ契約の締結の有無が融資取引に影響を及ぼさないかどうかの疑念を解消するための説明を行うこと。

⑦ 契約締結後も、定期的かつ必要に応じて顧客の状況等に照らして、ヘッジの有効性に影響を及ぼさないかどうかの疑念を解消するための説明を行うこと。

なお、本改正については、改正前に締結されたデリバティブ取引については適用されないといった見方もあるようであるが、そもそも監督指針は法令ではなく、従来裁判例で示されてきた適合性原則や説明義務についての考え方を金融監督という観点から整理したことから、改正前も有するものと同程度にデリバティブ契約であるからとに締結されたデリバティブ取引に類する複合性デリバティブ取引については適用されることと見られる。また、顧客からの問合せに対してわかりやすく的確に対応すること。

局が考えている事項を示すものであることから、民事訴訟等において金融機関が負う信託上の義務の内容を裁判所が認定していく際にも、積極的に参考にされるべきものであると思われる。

第3に、デリバティブ取引に関する不招請勧誘についての規制強化である。平成22年9月13日、金融庁は「デリバティブ取引」を公表する不招請勧誘規制等のあり方について」を公表し、法令による不招請勧誘規制の見直しと、自主規制による販売勧誘ルールの強化の方針を示した。法令による不招請勧誘規制の見直しに関しては、個人顧客を相手方とする店頭デリバティブ取引全般においては業者が自由に商品内容を設計でき、価格の透明性も低く、投資者被害が発生しやすいことから、継続的に取引を行っている場合を除いて、不招請勧誘を禁止することとした²⁶。また、自主規制による販売勧誘ルールの強化としては、適合性原則の具体化という観点から、店頭デリバティブ取引に類する複雑な仕組債や投資信託の個人顧客に対する販売について、①商品のリスクや顧客の性質に応じた勧誘の可否を判断する基準 (勧誘開始基準) を設定するとともに、②投資者に販売する商品としての適否を事前に検証する (合理的規模適合性) が示された。また、顧客に対する説明の充実という観点から、法人向けの店頭デリバティブ取引、店頭デリバティブ取引に類する複雑な仕組債や投資信託、取引所デリバティブ取引のそれぞれについて、リスク説明や広告の在り方についての自主規制ルールの策定を求める

金融ADRの 法理と実務

山本和彦・井上聡 (編著) A5判 上製 392頁
定価 2,940円(税込)

運用1年余の現状と課題を詳解

一般社団法人金融財政事情研究会 専任講師 株式会社 きんざい

160-8520 東京都新宿区西荻原1-19-1
TEL:03(3385)8311 FAX:03(3385)0037

21 Hudson, The Law on Financial Derivatives, Fifth Edition, (Sweet & Maxwell, 2012), 897.
22 こうした規制強化の動向については、松尾直彦「デリバティブ取引等の投資勧誘の在り方」『黒玉』への疑問」本誌1999年7頁以下を参照。
23 こうした状況については、日本弁護士連合会「金融商品取引業等に関する内閣府令の一部を改正する内閣府令 (案)」等に対する意見」(2009年5月28日) 2頁以下。
24 金融庁「金融商品取引業等に関する内閣府令の一部を改正する内閣府令 (案)」の公表について」(平成21年5月29日発行のパブリックコメント)。
25 この改正については、松尾直彦「金融機関のデリバティブ取引の販売・勧誘活動の強化—監督指針の改正 (4月16日) を踏まえて—」本誌1898号9頁を参照。

こととされた28。これを受けて日本証券業協会は平成23年4月、「協会員の投資勧誘、顧客善理等に関する規則」を改正し、①業者が新しい商品の販売を行う際には、当該商品の特性やリスクを十分に把握した上で、当該商品に適合する顧客が想定できな場合は、販売してはならないという合理的根拠適合性の検証に関するルール、②特定投資家を除く個人顧客に対する複雑な仕組債等の勧誘の可否を判断するための勧誘開始基準に関するルールの整備する点にも、勧誘・販売時の顧客説明義務の強化という観点からは、③リスクに関する注意喚起やADRの利用が可能である旨等を記載した注意喚起文書を送付すること、④顧客シナリオを想定した想定損失額等、中途解約時の解約清算金の試算額等を十分に説明すること、⑤重要事項の説明を受け理解したことへの確認を得るための確認書を顧客より受け入れること等を規定した29。また、全国銀行協会も同様の観点から、平成23年2月22日に「デリバティブ」を制定し、内包する預金に関するガイドライン」を制定している30。

3 いくつかの問題

以上のような民事紛争の状況や近時の規制強化の動向を踏まえ、網羅的ではないものの、デリバティブ取引を行う金融機関の義務等に関するいくつかの問題について、考えることとした

26 松尾、前掲注25・81頁もそのように見方を示す。

27 それ以前は、店頭金融商品販売規制等に関する改正投資勧誘規則等の解説「金融商品取引法施行令等の一部を改正する政令」(平成23年4月1日より施行)によって、不招請勧誘を禁止する契約を定める金融商品取引法施行令第1項は、2号として、個人である顧客を相手方として店頭デリバティブ取引を行うこと等を内容とする契約が追加された。

28 以上につき、山本浩「デリバティブ取引に対する不招請勧誘のあり方について」の概説「本誌1912号4頁以下を参照。

29 福田豊樹「デリバティブを内容とする預金に関するガイドライン」制定とその経緯「本誌1918号6頁。

30 可成彦「デリバティブの取組とリスク」124頁以下(日本経済新聞社、2004年)。

31 安岡謙之「デリバティブ業務に関するFRBとの合意書について」本誌1419号15頁。

32 松尾浩之「レバレッジの過度に高いデリバティブ問題と紛争解決の状況」連刊金融商品取引法解説2011年10月17日号25頁では、「期間が15年か20年とスワップやオプショナルとしては真像に近づいて、交換レートの算出に条件が加えられたため、リスクの重層的なレバレッジは単純なスワップ取引の10〜15割に及ぶ、常人の理解がとらうていない内部」のデリバティブの存在に置及されている。

い。

(1) 取引を行ってほならない場合

金融取引や財務などについて一定の専門人員を要した企業等とのデリバティブ取引との関係では、顧客側にはデリバティブについての一定の知識がある場合も少なくなく、顧客が金融機関に対して積極的に、リスクが高くてもハイ・リターンの商品を求めめることも少なくない。このような顧客との取引においては、非常に複雑でリスクの高いデリバティブ商品が販売されることもあり、多額の損失を被った顧客が金融機関を訴えるというケースが存在した。過去の有名な例としては、米国で複雑な内容をもつ金利スワップ契約を締結したP&Gがバンカース・トラストを訴えた例等が存在し31。デリバティブ取引をめぐるとラブルの増加を受け、1994年12月に、ニューヨーク連銀とバンカース・トラストとの間で、レバレッジのついたデリバティブを販売する際には、バンカースは顧客の理解能力を確認し、顧客に対して十分な情報を提供すること等に関する合意文書が締結されるという事案も発生した32。現在においても、複雑でリスクの高いデリバティブ商品が販売される33。顧客が損害を被る事例が生じているようである。そこで、金融機関はどのようなデリバティブであってほならないデリバティブ、販売しても、売ってほならないデリバティブ、販売すること自体が法令違反となるようなデリバティブ

があるのではないかとという問題を改めて考える必要がある。

あるデリバティブを販売してほならないという観点からは、これまでも、賭博罪との関係や適合性原則との関係が問題となってきた。また、外国為替証拠金取引との関係で導入されたレバレッジ規制は、デリバティブ商品の商品性自体を規制するものと位置付けることができ

a 賭博罪

デリバティブについては、かねて賭博罪との関係が議論されてきたが、デリバティブは形式的には賭博罪の構成要件に該当するものの、銀行法や金融商品取引法で認められた法令行為であるいは正当業務行為として違法性が阻却されるという見解が有力に主張されてきた34。ただし、この見解によっても、すべてのデリバティブが賭博罪の対象ではなくなるかというところではなく、「経済的な合理性・必然性の薄い、投機性の高い取引を行った場合には、なお賭博罪としての違法性が阻却されない、というよりも理論上はありうる」との見方が示されている35。また、外国為替証拠金取引との関係では、高レバレッジの外国為替証拠金取引については、正当業務行為に当たるとの考えは疑問であるとの指摘もなされていた36。何倍ものレバレッジの利いた複雑なデリバティブであって、相場動向次第では顧客を破綻に追い込むようなデリバティブについては、経済合理性がないう取引として賭博罪に該当し、民法上も公序良俗違反として無効とされるべき事例があつてよいように思われる37。

b 商品規制

次に、一定の商品性を持つ商品の販売を禁止するといった形で、デリバティブ商品の商品性

自体を規制することも考えられる。外国為替証拠金取引についてのレバレッジ規制はその一例といえる。

平成23年の不招請勧誘規制の強化を機に導入された合理的根拠適合性という考え方は、「適合性」という名前が用いられているものの、業者がリスクをしっかりと理解していない商品は販売してほならないという点で、商品規制の一種であるといえる。合理的根拠適合性については、「まともな商品以外には投資家に販売してほならない」とするルールであるとした上で、「業者が実質的説明義務を尽くせば、投資家自身が「まともな商品」かどうかを判断できるはずであり、その意味で重要なものは実質的説明義務であって、判断能力を欠く投資家は適合性原則で排除すればよい」との見方が示されている38。他方、同じく、合理的根拠適合性という概念を用いているFINRAは、合理的根拠適合性に関して、仮に商品がある顧客には適合するものであるといえる場合であっても、業者がその商品のリスクを理解していない場合には、「この合理的根拠適合性は決定的に重要となつている。なぜなら、近年、業者が顧客に勧める証券や投資戦略は、リテール投資家に対するものも含め、ますます複雑、かつ、しばしば、リスクの多いものになつてきているからである」と述べている39。デリバティブ商品が複雑化し、開発した専担部署の職員であれば理解できたとしても、現勢の販売担当者では内容も説明書に記載事項も十分に理解できず、金融機関と実質的な説明義務を十分に果たすことが困難となり、かつ、商品が抱えるリスクが大きくなつてきているのであれば、さらに、訴訟やADRといった事後的救済制度による救済には限界があるこ

34 金融庁委員会「金融デリバティブ取引に賭博罪に関する論点整理」(2009年11月)。

35 金融庁委員会「前掲注34・5頁。

36 日本弁護士連合会「前掲注23・9頁。

37 松尾浩之「レバレッジの過度に高い金融商品に関する説明義務その他の法的問題点の検討—大阪府弁護士会」10・28号(実務と法)NBL194号65頁も、「その目的等に照らして不必要なほどの高いリスクを負担する金融商品または金融商品取引は賭博罪に該当し、公序良俗違反となる余地は残っていると。」とす。

38 水田浩博「合理的根拠適合性」本誌1925号5頁。

39 FINRA, Regulatory Notice, 12-25, at 14, Q22.

とも考えらるるならば、説明義務が果たされざること
に期待して、あとは投資家が判断すればよいとい
うものでもよいように思われる。ただし、ま
ともな商品かどうかを販売業者が判断すれば足
りるかといった問題は残る。

より一般に、デリバティブの商品性について
の規制を強化すべきという考え方も存在する。
例えば米国では、薬品について事前の認可が必
要であるのと同じように、デリバティブについ
ても一般への販売の前に事前の認可を必要とす
るといった制度を導入することを提案する見解
も示されている⁴⁰。そこでは、認可の可否を判
断する基準として、商品の保険的（リスクの
ヘッジに資する）機能によって実現される社会
的便益が当該商品の投機的な利用によって生
じるコストを上回るか、投資の促進や投資対象
についての情報提供機能を果たすか等が挙げら
れている⁴¹。どのような商品を認可手続の対象
とするか、認可に値するかの判断基準をどうす
るか、誰が判断するか、どのような手続を組み
立てるか等、こうした制度を実現するためには
多くの課題が存在すると思われるが、その基本
的な発意には共感を覚える部分もある。デリバ
ティブの販売が車の販売にたとえられることが
ある⁴²。しかし、車であれば、運転の際に注意
することによって危険を回避したり、異常を感
じたら修理を依頼したりすることができ、こ
れに対して、デリバティブについては、いった
ん購入したら原則として購入者は何もすること
ができない。むしろ、デリバティブの販売は、
菓の販売に似ている面があるように思われる。
適切に使えば役立つが、本来使うべきでない
人が使ってしまうと深刻な副作用を生じ得る。しかも、
その副作用については専門家でない者にはわか
りにくい（デリバティブについては、リスクが

あることは説明されるが、それが本当にどの程
度深刻なのか、どの程度の割合で生じるか
等、本当にリスクを引き受けようかどうかの
判断にどう重要なこととは十分に説明されない
か、説明されてもわかりにくい。ひとたび服
用してしまうと、後で吐き出すわけにもいかな
い（この点で、流動性ある証券への投資もよ
りリスクである）。とくに、個人に販売さ
れるデリバティブを組込んだ投資商品や、中
小企業に大量に販売されたマース・プロダクツ
としてのデリバティブ商品については、商品の
抱える問題性が与える影響も大きく（為替ア
ドレッシング問題が示すように同様のデリバティブ
商品を幅広く販売している結果、同様のトラブ
ルが多数発生する）、また、マース・プロダクツ
の購入者には商品の安全性に対する合理的な信
頼もあると考えられる（金融機関が広く販売し
ているものなのだから危険ということはないだ
ろうという信頼は一般に合理的であると思われ
る）。そのように多くの人に對して提供され、
場合によっては、購入者の命運を左右し得る商
品については、公的の安全基準の設定や事前の
検査があることは不思議ではない（車について
も、事故を回避することは不思議ではない。重
んな実務的な課題が存在することは承知しつ
ても、少なくとも個人や中小企業向けのデリバ
ティブあるいはデリバティブ内包商品であ
るようには思われる⁴³。

c 適合性の原則
顧客の中には、短期的な利益を得るために自
ら積極的にリスクの高い商品の提供を求むる者

もいる。場合によっては、証券の弊害を打開す
るためにデリバティブで一般化したと考える
者もいかもしれない。こうした顧客がデリバ
ティブの商品内容やリスクを十分に理解してい
る場合であれば、賭博の対象となすまで言
えないが、相場次第では顧客の経営に深刻な影
響を与えるようなリスクを抱えることとなつた
断らなければならないか。それとも、理解力を
ある顧客が商品のリスクを理解した上で取引を
希望する以上、販売することが許されるべき
か。

これは、いわゆる投資の適合性原則を、顧客
の理解力（顧客が当該商品のリスクを理解でき
るだけの判断能力を有しているかどうか）に重
きをおいて理解するか、顧客が取引目的や財産
規模への適合性に重きを置いて理解するの等
によって異なるように思われる。理解力の有無と
いう観点からすれば、顧客がリスクを十分に理
解した上で自ら危険な投資的な取引を希望す
てであれば、それは顧客の自己責任であるとい
うことにもなるが、現在の一般的見解は、金
融機関がどれほど説明を尽くし、顧客が望し
たとしても、顧客に適合しない取引は行っては
ならないというものである⁴⁴。では、顧客の取
引目的が投機的なものであるか、破綻にもつな
げられる可能性があるものである場合には、

適合性原則に違反するといえるか。適合性原則
の判断は、取引目的についての顧客の主観的な
判断や選択の自由を奪うものであってはならな
いと考えるならば、顧客が投機的な取引を自
らリスクを承知の上で選択しているのであ
れば、適合性原則の問題は生じないという考え
もあり得よう。しかし、「適合性原則は投資家
の投資決定より勧誘する側の判断を重視するパ
ターナリストライクな原則」とする考え方や
⁴⁵、適合性原則には顧客の生存と健康の保護と
いう役割もあるという考え方は⁴⁶、顧客
の財産状態に照らして顧客の破綻につながるよ
うな過度のリスクを負うことにならぬという引
き合い。また、顧客がそのような取引を選択
しよう。また、顧客がそのような取引を甘く見
ていて、顧客がそのような取引を甘く見
積もりすぎているか、自己の財産状態を過信し
ている場合も多しと思われ、顧客が自らの
リスク受容可能性の分析を見過している場合
は、分析能力において優越する金融機関は、顧
客の誤解を放置するのではなく、自身の分析結
果を提供して顧客の判断の見直しを促すことも
適合性原則に含まれるとの見解も示されてい
る⁵⁰。

この点は、顧客がプロであるかそうでないか
によっても異なり得るが（プロとアマという視
点については後述する）、破綻にもつなげ得

45 こうした事前の商品審査を通じ、販売を通じ、販売を済ます顧客に対しては販売可、一定の条件付きで販
売可等を区分し、当該審査結果の説明に明記することが考えられる。金融取引において商品性の事前審査制度を
取っている例はないわけではない。例えば保険業法では、保険契約の締結の際から、保険契約者の保護につ
けるおそれが少ないものと見て定められている場合を除き（保険業法施行規則83条）、普通保険約款の内容につ
いて金融庁審査の審査を受け、認可を得なければならないこととしており（保険業法123条。当初免許申請時は内閣府
理大臣が審査する（保険業法5条））、実施には商品性審査に於いての審査がなされている。保険とデリバティブ商
品には異なる点も少なくないが、顧客にとってのわかりにくさやいったん契約すると簡単に処分しにくい点等共通
する点も多いと思われる。

46 例えば、木下正康「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」広島経済大学経済学
5号2頁、王・前掲注3・397頁（ただし、この論者の見解では、適合性原則の射程は勧誘行為に限定されるの
で、投資家が自発的に取引を希望した場合には当てはまらない）。

47 川地・前掲注3・397頁以下（有斐閣、2004年）。

48 川地・前掲注3・397頁以下（有斐閣、2004年）。

49 前掲注3「契約法理の現代化」119頁以下（有斐閣、2004年）。

50 山本孝「金融商品の説明義務に関する法理（その2）—適合性原則、助言義務」法政2008年9月号103頁。この点
は、とくに、金融商品の説明義務を受ける顧客には様々なバイアスが働いており、客観的な判断は困難であるとする事
近の学説結果（特本誌「顧客決定台帳下での適合性原則—説明義務と破綻の要件—構造的金融商品取引
における判決例を素材として—」新世代法政学専攻13巻245頁以下）を踏まれば、非常に重要な点となる。

るほどのリスクを内包したデリバティブ取引が行われており、顧客が十分にそのリスクを認識あるいは管理できなくなってしまう事例あるいは金融機関間の取極姿勢といった実情にかんがみられる事例が散見される。そのような状況と顧客の自己責任を内包している点とを踏まえ、少なくとも、金融機関と関係ある顧客の責任を問われることは適切であろう。

金融機関が説明すべき内容は、顧客がアマである場合とプロである場合とで異なる。顧客がアマである場合には、あまり細かい情報を提供しても顧客の理解力を超えることが考えられる（その点では、一定以上に複雑な商品との関係では、説明義務よりも適性原則の果たす役割が重要になると考えらるべきであるように思われる）。したがって、顧客が希望する場合を除き、商品の組成に用いられている理論等、あまり細かい情報を提供する義務まではないと考えらるべきであるが⁵³、とくに重要なものは、顧客が抱えるリスクの種類・程度をわかりやすく、できるだけの具体的に説明することであると思われ。この点に関し、想定される損失額の問題を示すことについては、「顧客が金融機関から説明を受けた以上損失を被る可能性は極めて少ないかのような誤解を与えてしまいかねない」との指摘があるが⁵⁴、想定される損失額がいくつかわかれば、顧客が希望する具体的な損失額についての説明を受けることなしに、アマ投資家がリスクの程度を理解することは困難ではなからうか。断定的判断の提供にならないよう、説明の仕方を工夫することによって対応すべき問題であると思われる。

以上のように、アマ投資家に対して提供されるべき情報は、顧客が希望した場合を除き、あ

まり細かい情報である必要はないと思われるが、その程度の情報であればプロ投資家に提供しなればならないとしても、金融機関にとって大きな負担とはならないのではないか。また、証券監督者国際機構（IOSCO）（証券監督者国際機構）が2012年6月に公表した報告書では、「通常の証券取引との関係ではプロ投資家といえる者であり、デリバティブ取引との関係でもプロ投資家といえるかどうかは定かではないので、各国は証券取引に適用されるプロ投資家についての基準がデリバティブとの関係でも妥当かどうかを検討すべきである」との見方が示されている^{55,56}。こうした点も考慮するならば、プロ投資家に対して、アマ投資家が不要の意思表示をしない限り、プロ投資家が不要のと同程度の情報提供を行うことが求められると解しておいてもよいように思われる。

b 中小企業における為替デリバティブ問題
 為替デリバティブ問題に関する金融ADRでは、ヘッジレーターの有無やオナーペーパーであるかどうかを決め手として、銀行が解約清算等の一部を負担する形であったことが成立した事例が多いという⁵⁷。こうした事例に関しては、「企業側に投資意欲が働いていた場合には、「取引の結果は自己責任として受け入れるべき」との見解や、こうした金融ADRは「典

型的なモラルハザード」であるとの見解⁵⁸、また、「投資者保護の後見地から銀行に「結果責任」に近い責任を負わせるものであり、とくに顧客が個人ではなく中小企業などの法人である場合には、はたして金融ADRの在り方として健全といえるか疑問」との見解⁵⁹が示されている。しかし、中小企業を為替デリバティブ問題は、そのように単純な問題ではないと思われ。前者の見解は、顧客の側もヘッジ目的ではなく利益稼ぎ目的のだから、自己責任ではないかといった趣旨が含まれていると思われが、銀行が作成する商品説明書には利益稼ぎのための商品であるとの説明は出ておらず、専らヘッジ目的の商品であると説明されているのが通常である。また、金融ADRに持ち込まれている案件の中に顧客の側が責任を負っておりであるとしても、中小企業の経営者のデリバティブ取引の理解力や、そこで用いられている説明書のわかりやすさ、商品が勧誘された状況等を精査することなしに、金融ADRにおける解決が、一般にモラルハザードであるか、銀行に結果責任を負わせるものではないかと思われ。要はケース・バイ・ケースであるが、現在の金融ADRがそうしたケース・バイ・ケースの判断にすぎないものとする

55 IOSCO, International Standards for Derivatives Market Intermediary Regulation, Final Report (June 2012), at 27E.

56 こうした考え方にはよれば、説明義務のみならず、プロ投資家との関係での適合性原則についても同様の問題が存在するといわれる。ただし、デリバティブ取引の経験豊富な企業が金融機関を訴えた米国の裁判例 (JP Morgan Chase Bank v. Controladora Comercial Mexicana, 920 N.Y.S. 2d 241 (2010)) では、原告は詐欺、不実表示、信託義務違反等を主張したが、裁判所は、ISDAの契約書のスケッチャーにおいて、原告は独自の判断を行い、金融機関のアドバイスや推奨に依存せず、金融機関は承認者ではないとする規定が存在していたことを挙げて、いずれの主張も退けた。また、同様に米国でも、企業が銀行によるアドバイスによって損失を被った等と主張した事例 (Titan Steel Wheels v. Royal Bank of Scotland, [2010] EWHC 211) において、裁判所は、銀行が顧客に公表したレポートにおいて、銀行はアドバイザーとしてのサービスを提供しない等が記載されていたことを根拠に、原告の請求を棄却した。しかし、この英国の判決に対しては、金融機関はCOBSが定める行為規範（顧客とのコミュニケーション）の中で、公で明瞭で、ミスリーディングのない等が記載されている行為規範（顧客とのコミュニケーション）のものである等の批判がなされている (Hudson, supra note 21, at 494)。

57 例えば、全国銀行協会が公表している「あっせん申立て事件の概要その結果（平成23年度第4四半期）」を見ること、あっせん委員会によって「ヘッジレーダーがなかった」「オナーペーパー」の検証が不十分であった」等と指摘された事件が枚挙される。

58 「底が抜けた為替デリバティブ問題、銀行の損失処理も大台突撃」週刊金融財政事情2012年1月23日号7頁。
 59 松居、前掲註27-77頁。

タイプ問題との関係で現在の金融ADRという制度が抱える問題である。

仮に為替リスクを中小企業にヘッジするニーズがあるとすると、一般の中小企業において、なぜ通常の為替予約ではなくオプションの売りやノックアウト条件等を含むデリバティブを締結する必要があるのか、さらに、5年-10年といった長期に及ぶヘッジをする必要があるのかも理解に苦しむ。通常であれば銀行の側から疑問を抱くのが自然なようにも思われるが、そのような疑問なくこうしたデリバティブ商品が大量に販売されたのであるとするとすれば、デリバティブ商品の販売についての姿勢に問題があったように思われる。全国銀行協会が昨年委員会に平成22年10月から平成23年12月までの間にあっせん申立てがあったのに対しては為替デリバティブのみならず金利デリバティブも含むが、多くは為替デリバティブのようである⁶⁰。これだけ多くのクレームが申立てられてきていることを考えると、個々の顧客のインシアティブを待たなければ、個々の解決に任せているのではなく、再発防止も視野に入れた調査・対応が求められるべき事態であるように思われる。

(3) デリバティブを販売する金融機関の義務

適合性原則や説明義務以外に、デリバティブを販売する金融機関にどのような義務が課されるべきかについて考えたい。

a 顧客を知る義務

顧客に適合する商品を推奨しようとするならば、また、顧客に適合しない商品を勧誘しないようにしようとするならば、金融機関が顧客についてよく知ることが重要である。例えば、既述の米国におけるCFRのルールでも、適合性原則に係る義務を果たす前提として、顧客投資プロファイル等に関する情報を収集することが義務付けられている。日本でも、適合性原則が前提として、業者に顧客情報収集義務を課することを課する見解がある⁶¹。実際にどのような

な情報の収集義務を課すか、金融機関としてどの程度の努力をすれば義務を果たしたといえるか等の点で、具体的な問題はあるものの、情報収集義務を課するという方向性は妥当なものであると思われる。この点に関連し、例えば中小企業に対する為替デリバティブ問題では、為替リスクヘッジのニーズがないにもかかわらず、銀行の勧誘を受けて為替デリバティブを買ったという事例が多発したようである。もし、銀行が顧客についてより良く知る努力を行っていたならば、こうした事態は避けることができたかもしれない。

こうした観点からは、金融機関が顧客に対して交付する説明書の一部として、金融機関が理解する顧客の業務の状況、ニーズ、当該ニーズに對して考えられる複数の金融商品、複数の金融商品の中から当該商品が最も顧客のニーズに合致する商品であるとする理由の記載を義務付けてはどうか。もし、為替デリバティブ問題が生じる前に、そのような義務があったとしたならば、ヘッジニーズの有無について銀行と顧客の理解が食い違っていたこと事態も回避できであろうし、銀行は顧客のことをより良く理解し、より顧客のニーズに合致した商品を提供でき、顧客も銀行が自社の状況やニーズを正確に理解しているかどうかを確認することができるとも思われる。

b アフター・ケア義務

前掲最一小判17.7.14において、才口千晴裁判官は、「被告原告人のような経験豊富な投資家であっても、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、顧客の取引内容が振替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と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ものと解するのが相当であるか

らである」との補足意見を述べた。ここで想定されている助言は、継続的な取引において複数回のデリバティブ取引が繰り返される中で、ポートフォリオの偏りを改善するための指導・助言であるが、例えば取引期間が長期間に及ぶデリバティブ契約を締結した場合、契約締結後の相場状況に応じて、対策を助言する義務を課す余地があるように思われる。

中小企業が為替デリバティブ問題をより深刻化した要因としては、円高が進行していく段階で、早期の仕手仕舞い等の対策が十分に取られなかったことにも一因があると思われる。個別の売買を積み重ねていく株式や商品投資等と異なり、今回問題となっているデリバティブにおいては、長期間にわたる複数回の為替取引が一度に締結され、いったん締結されたら解約できないと契約に規定される。しかし、後知恵と言われるかもしれないが、現在の円高水準に至る前の清算金がより少額で済む段階で解約して手仕舞いするという選択肢を顧客に提供していたら(実際、契約上は解約できないとされているが、清算金を払えば金融機関は解約に応じるはずである⁶²)、顧客の被る損害をより小さいものにしてきたケースもあったのではないかとと思われる。少なくとも中小企業や個人との取引においては、いったん商品を購入したから終わりではなく、変化する市場環境に照らして適切な対応について助言するという義務を金融機関に課することが検討されてもよいように思われる⁶³。そうした観点からは、既述の平成22年改正の監督指針において、契約締結後も、定期的かつ必要に応じて顧客の状況等に照らして、ヘッジの有効性等の確認を行い、また、顧客からの問合せに対してわかりやすい的確に対応することが求められたことは評価に値する。

(4) まとめ

理想的には、金融商品の販売は、金融機関の適切かつ高度ある販売と、十分な理解に基づく顧客の責任ある判断を通じて行われるべきであり、何らかの問題が生じた場合には訴訟等による事後的な救済で処理することを基本とし、事前の規制が果たすべき役割は大きくないほうが望ましい。問題は、そのような理想的な状態の実現可能性と実現に至るまでの間に必要を対応である。

これまで述べてきた考え方の中には、様々な業務上の問題を惹起し得るものも含まれている。しかし、リーマンショック後の金融経済環境の急激な変化を多くは、デリバティブをめぐって多くの紛争が生じている。今こそ、デリバティブ商品の販売の在り方や、販売業者・顧客それぞれが負うべき責任について、幅広い観点から、しっかりとした検討を行って

おくべきであると思われる。

(もりした つつお)

⁶² ただし、清算金の額の決定にも不透明性が存在するという問題もある。

⁶³ なお、金融商品取引法第9条4で顧客交付が求められている書類に關して規定する金融商品取引業等に関する内閣府令第98条3号は、デリバティブ取引の契約後3か月ごとに追加報告書を交付することとされ、同令第106条3項1号では、当該追加報告書にデリバティブ取引についての評価損益を記載することとされている。こうした情報を活用しながら、顧客とやり取りすることが可能であるように思われる。

金融商品に係る投資被害の回復に関する訴訟をめぐる諸問題

東京地方裁判所ブラクテイクス委員会第三小委員会

- 矢尾 涉 東京地方裁判所審判官特任
- 中村 心 原本地方裁判所審判官特任 (東京地方裁判所判例)
- 大野 晃宏 裁判官 (東京地方裁判所第一回支部長特任 (東京地方裁判所判例))
- 國原 徳太郎 東京地方裁判所判例準備
- 田邊 雅孝 東京地方裁判所長官司法官補佐
- 勝山 ゆか 東京地方裁判所書記官
- 太田 匡哉 東京地方裁判所書記官

【目次】

- 第1部 はじめに (総論)
- 第2部 金融商品に係る投資被害の回復に関する実体法の規律の概観と裁判例の紹介及び整理
 - 第1 はじめに
 - 第2 適合性の原則
 - 第3 説明義務
 - 第4 その他の諸問題
- 第3部 金融商品による投資被害の回復に関する訴訟において発生する訴訟手続上の諸問題
 - 第1 当事者の特定、送達に関する問題
 - 第2 争点整理に関する問題

審判別裁判年月日順(索引)

99	信託第三小委員会25.4.16判決 [平23(受)1043]	133	東京地裁平23.7.19判決 [平19(行ケ)78~83]
100	東京地裁第一小委員会25.11.21決定 [平24(行ケ)43]		[平19(行ケ)85~91]
101	東京地裁第二小委員会26.1.24判決 [平24(受)1475]		[平19(行ケ)525]
102	東京地裁第二小委員会26.3.6判決 [平25(受)197]		[平19(行ケ)604~607]
103	知事訴訟部23.7.21判決 [平22(行ケ)10373]		[平19(行ケ)687~689]
104	知事訴訟部23.9.29判決 [平22(行ケ)10351]		[平20(行ケ)208]
105	大塚地裁平23.10.14判決 [平22(受)344]	344	東京地裁平23.7.21判決 [平19(ケ)4657]
106	東京高裁平24.11.7判決 [平17(受)2]	112	東京地裁平23.12.20判決 [平20(行ケ)4383]
107	東京高裁平24.12.11判決 [平24(ケ)1683]	240	大塚地裁平25.1.10判決 [平23(行ケ)7574]
108	京都地裁平23.5.18判決 [平21(ケ)519]	252	大塚地裁平25.1.22判決 [平23(ケ)528]

(金融派生商品)取引も規制の対象としており、有価証券とデリバティブ取引は、金融法の適用の適用範囲を画する最も基本的かつ重要な概念であるとされている⁹⁹。

金融商品による投資被害が社会問題化していることは周知の事実であるが、金融商品取引に関して提起される訴訟の多くは、その取引により損失を被った顧客(以下「被害者」という。)が金融商品取引業者等(以下「業者」という。)を被告として提起する不法行為又は債務不履行を理由とする損害賠償請求事件、取引の不成立、無効、取消しを理由とする不当利得返還請求事件である。本例は、みなし有価証券を含む有価証券取引又はデリバティブ取引に関する上記のような訴訟(以下「金融商品に係る投資被害の回復に関する訴訟」という。)について、近時の裁判例を整理、分析し、当小委員会が東京地方裁判所の民事部所長所長からの聞き取りなどの調査により収集することができた審理の資料や工芸失傷を紹介し、その処理に参考となる知見を提供しようとするものである。

2 無登録業者による未公開有価証券取引の無効ルール(民事効規定)の創設

ところで、平成23年法律第49号により改正された金融法171条の2において、無登録業者が行

1) デリバティブとは、一般に、戻債の回復又は差戻債の取得・参照債権等に基づきその価額が決定される資産又は権利をいう。

2) 神作権之「デリバティブ取引規制の現状と課題」ジュリスト1444号56頁

・ 新下野田「デリバティブ商品の販売に関する法
規制の在り方」金融法務情報 1951号6頁→榛
下
・ 堀野亮一「証券取引における適合性原則につ
いて」判例タイムズ1232号34頁→堀野

第2 適合性の原則

1 最高裁判平成17年7月14日第一小法廷判決・
民集59巻6号1323頁（平成17年判例）

平成17年判例の要旨は、原告（投資者）が報
告（証券会社）の担当者による株買取指オプショ
ンの売り取引に係る適合性の原則違反等の違法行
為により損害を受けたと主張して、被告に対し、
不法行為に基づく損害賠償を求めたというもので
ある。

平成17年判例は、「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、適合性の原則が
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、当該取引が不法行為として違法と
なる」とした上で、「顧客の適合性を判断するに
当たっては、単にオプションの売り取引という取
引類型における一般的危険性のみを考慮
するのではなく、当該オプションの基礎商品が何
うかなどの具体的な商品特性を踏まえて、これと
の相関関係において、顧客の投資経歴、商品取引
の知識、投資意向、財産状況等の諸要素を総合的
に考慮する必要がある」とした。また、具体的事
案の判断としては、オプションの売り取引につい
て、利益が限定される一方、損失が無限大又はそ
れに近いものとなる可能性があるものであり、
各種の証券取引の中でも極めてリスクの高い取引
類型であり、取引適合性の程度も相当に高度なも
のが要求されるとしつつ、①当該株買取指オプシ
ョンは証券取引所の上場商品として広く投資者が
取引に参加することを予定するものであったこ
と、②原告の資金運用の担当取締役らが株買取指
オプションの売り取引を行う前から、信用取引、
先物取引等の証券取引を毎年数億数百億円規模で
行い、証券取引に関する経験と知識を蓄積していた
こと、③被告は、株買取指オプションの売り取引
を行うという方針を立て、実際にその方針に従って
取引を終了させるなどとして自律的リスク管理を
行っていたことなどの事情を指摘した。その上で、
これらの事情の下においては、オプションの売り

る。
第2部 金融商品に係る投資被害の回復
に関する実体法の規律の概観と
裁判例の紹介及び整理

第1 はじめに

金融商品に係る投資被害の回復に関する訴訟に
おいては、投資者側が多岐にわたる請求原因を列
挙して訴えを提起してくる例が少なくない。
そこで、そのような請求原因を的確に整理して
いく方針を得るために、以下にその訴因は、まず金
融商品に係る投資被害の回復に関する訴訟におい
て中心的争点となることが多い適合性の原則と
説明義務を中心として、実体法の規律を概観した
後、裁判例の紹介及び整理をする。次に、次に、
その他の問題として、インターネット取引に関
する問題等について検討することとした。
なお、第2部において参考とした文献及びこれ
を引用する場合は略称は、以下のとおりである。

- 【参考文献の略称一覧】
（法令の略称等）
・ 川村正幸編「金融商品取引法」（中央経済社、
第4版、平成24年）
・ 神崎克郎ほか「金融商品取引法」（青林書院、
平成24年）
・ 杉井昭夫ほか「新・金融商品取引法ハンドブック
消費者の立場からみた金商法と関連法の解
説」（日本評論社、第3版、平成23年）→杉井
ほか
・ 大前直一「期一」龍波泰「一問一答金融商品販売法」
（商事法務研究会、平成13年）
・ 松原直隆「池田和世著『証券解説新金融商
品販売法』（文芸堂印刷、平成20年）→松原＝
池田
（金融商品に係る投資被害の回復に関する裁判例
の解説等）
・ 宮坂昌利「〔平成17年判例〕の解説」→判例解
説
・ 滝丸隆「投資勧誘と不法行為」（判例タイム
ズ社、平成11年）→清水
・ 石川真教＝池田和世「金融商品販売法問題の法
的分析」金融法務情報1946号
41頁→石川＝池田
・ 相二裕治「デリバティブ取引と紛争解決」金融
法務情報1951号28頁→相二

は、銀行や証券会社等の大手の業者を被告とし、
オプション、スワップ、仕組債、投資信託等の金
融商品の販売の勧誘が適合性の原則に違反し、あ
るいは、その勧誘に当たりの説明義務違反があつ
たなどとして損害賠償を求めたものが従来から数
多く提起されている（第1類型）。今後、金融
商品に関する取引の拡大等に伴い、同種の訴訟が
数多く提起されるものと予想される。この種の訴
訟類型においては、特に、意図的かつ平成17年判
例示した適合性の原則違反に於いては、後述の通り
を踏まえた下で審判が審議されつつあること
が注目される。

また、今回の民事訴訟法の創設は、主に未公開
有価証券をめぐって投資被害が社会問題化している
ことを背景とするものであり、実際には、小規模な
業者（無登録業者を含む）又は個人を被告として、
未公開有価証券の販売をめぐって損害賠償請求事件
やその無効・取消しによる不当利得返還請求事件
も少なくなく、今後増加する（第2類型）。これらの
事件では、原告が思ひ込まれる（第2類型）。これらの
内容を把握することができないために、真正原因
を整理しないまま、訴状に偶然と事実上及び法律
付け等の主体である業者だけではなく、その役員
や取締役を担った従業員なども共同被告とされる
ことが多い。そのため、この種の訴訟類型
においては、迅速、弁論、争点整理、証拠調べな
ど訴訟手続全般が極めて複雑なものとなる傾向が
あり、争いのない事件又は公示送達の手続きを除く
と、他の訴訟に比べ、訴訟提起から第1審判決ま
でに時間を要することが多いようである。

そこで、以下、第2部においては、事例の集積
が豊富で争点も多い第1類型の事件に関するこれ
までの裁判例につき、特に損害賠償請求において
問題となる適合性の原則及び説明義務に対する判
断を中心に整理し、対象となる金融商品の性質・
内容や勧誘の態様など個々の事例の相違を踏まえ
て具体的に検討する。

また、第3部においては、金融商品に係る投資
被害の回復に関する訴訟のうち特に第2類型の事
件において発生する手続上の諸問題を整理し、適
正迅速な審理の在り方について具体的に検討す
る。

3 本報告の構成

金融商品に係る投資被害に関する訴訟として

った未公開有価証券の売付け等を原則として無効
とするルール（以下「民事訴訟法」という。）が
創設された（同年11月30日施行）。その趣旨は、
無登録業者が、未公開有価証券（仕組債、株券、
新株予約権証券その他の適正な取引を確保するこ
とが特に必要と有価証券として認めらるる有価
証券であつて、向來の投資者として競争で有価証券
いずれにも該当しないもの）について売付け等
を行った場合には、その売買契約等を原則として無
効とし、例外的に、無登録業者等が、①売付け等
の相手方の知識、経験、財産の状況等に照らして
顧客の利益に欠けるものではないこと、又は、②
当該売付け等が不当な利得行為でないことを立証
した場合には限り、上記契約等は無効にならないこ
ととするものである。

このように改正が行われたのは、投資者自身に
よる権利被害がより行い易くなるような制度整備
を要する必要があると考えられたためである。すな
わち、未公開有価証券を取得したことにより被害
を受けた投資者は、民法上の不法行為（709条）
や金融商品販売法（以下「金販法」という。）5
条に基づく損害賠償請求をする場合には、無登録
業者の権利行使行為を立証しなければならず、
また、民法や消費者契約法に基づき無効・取消し
を主張して権利行使の効力を否定し、不当利得
返還請求により売買代金等の返還を求めるとも
なければならぬが、いずれも容易なことではな
い。民事訴訟法の創設により、①無登録業者に対
する代金返還交渉のあっせんや仲介が容易にな
る。②投資者間の立証責任が緩和され、裁判にお
いて迅速な審理や民事訴訟法上の保全命令の迅速
な発出を期待することができ、③約定期限であつ
ても、代金支払前の段階では、契約の拘束力から
離れることとして出回りを回避することができ
る。④無登録業者による未公開有価証券を利用した不当な行為
を抑制するという一般的な抑止効果や被害の未然
防止効果を期待することができるといわれてい
る⁴。

3 本報告の構成

金融商品に係る投資被害に関する訴訟として

3) 民事訴訟法改正の経緯は、右掲の如く「証券解説2011年金融商品取引法改正」（商事法務、平成23年）17頁以下、
同「市場の信頼性確保に向けた見直し」前掲判例1394号14頁、損害賠償「金融商品取引法改正」コメンタリー44」（商事法務、
平成22年）192頁以下が詳しい。
4) 前掲「証券解説」2011年金融商品取引法改正、70頁参照

(二) 東京地裁平成20年5月9日判決・判例4167 証券債 (裁判例25)

- a 商品の内容
 - 第2, 3(5)ア(オ) a を参照されたい。
 - b 説明義務の範囲及び説明義務違反の有無

投資者が相当程度の証券取引の知識を有し、証券取引のリスクについての相当程度認識していたとした。その上で、担当者が勧誘に当たり、新聞記事や株価を表示したチャートを示し、また会社四季報等を表示して会社の現状を説明するなどのことにより、リスクを理解することができると認められた。

4 裁判例の整理

3においては、平成17年判例の後に出示されたものの中から、比較的近時に出示された33の裁判例を紹介した。このうち、12の裁判例(金融商品類型ごとの内訳としては、不動産投資商品が0、オプション、スワップ取引が2、仕組商品が6、投資信託が1、株式、社債その他の金融商品が3)が説明義務違反を否定し、21の裁判例(金融商品類型ごとの内訳としては、不動産投資商品が9、オプション、スワップ取引が4、仕組商品が3、投資信託が1、株式、社債その他の金融商品が4)が説明義務違反を肯定した。上記の各裁判例は、適合性の原則違反を肯定することは概ねある反面、業者が適切な説明義務を課すことまでバランスを取ったものといえよう。

もっとも、これらの各裁判例を概観する限り、説明義務の範囲や説明すべき程度については、個別具体的な事案に基づく判断といわざるを得ず、適合性の原則違反の有無についても同様、上記の各裁判例によっても、どのような場合に説明義務違反が肯定(又は否定)されているかなどといった点について、一定の基準を思いだすこととは困難である。

とはいえ、これらの各裁判例が説明義務違反の有無を判断するに当たり、説明義務の範囲をどのように定めた、どの程度の説明をした場合などは説明義務を履行したとされているのか、といった点について、若干の整理をすることは可能であり、意義がある。以下において、これを行うこととした。

(1) 不動産投資商品

不動産投資商品について取り上げた裁判例は、いずれも「レジデンシャルワット」と呼ばれる同一の商品について判断したものである。これらの扱

報について、証券会社は一般投資家に対して、その年齢、職業、知識、投資意欲及び投資傾向や当該投資商品の属性にに応じて、これを提供し、説明すべき義務を負う」とした。

そして、銀行体の営業状況、格付の存在(維持)、借入リスクの増大について説明を加え、投資者の属性に依り、具体的借入リスクを示す具体的な情報のうち、少なくとも格付の存在及び借入リスクの増大に関する情報を提供し、かつ説明すべき義務を負う場合があった。

c 説明義務違反の有無

13名の投資者のうち3名について、説明義務違反を肯定した。

(a) 投資者A

投資者Aは、中印国債ファンドを購入の経験があるのみであり、本件の商品の購入履歴が投資者Aの思慮金であったことから、投資者Aは、安全志向の高い投資者であったとした。その上で、投資者Aが社債の一般的な仕組みや内容を理解する能力を有しており、担当者から、発行会社が当期まで倒産するなどしなければ説明の時点まで倒産が回復されること等について説明を受けていたもの、格付については全く説明を受けていなかったとした、説明義務違反を肯定した。

(b) 投資者B

投資者Bは、投資信託、株式取引等の証券取引の経験があるが、元本割れした投資信託を直ちに解約するなど、安全志向の高い投資者であったとした。その上で、投資者Bが社債の一般的な仕組みや内容を理解する能力を有しており、担当者は、発行会社が当期まで倒産するなどしなければ説明の時点まで倒産が回復されること等について説明を受けていたが、投資者Bの代理人であった関係者が元本の安全性にこだわっていたにもかかわらず、元本割れの確率性に係る具体的な借入リスクの有無、程度といった説明を要しないような説明のみをしたとして、具体的借入リスクに関する説明義務違反を肯定した。

(c) 投資者C

投資者Cは、投資経験がないものの、社債の一般的な仕組みや内容を理解する能力を有し、社債について発行会社が当期まで倒産するなどしなければ倒産の時点まで倒産が回復されること等について説明を受けていたとした。しかし、担当者は、元本割れの確率性に係る具体的な借入リスクの有無、程度といった説明を必要としないような説明のみをしたとして、具体的借入リスクに関する説明義務違反を肯定した。

判例は、いずれも商品の特徴であるレバレッジリスクに着目しており、投資者がその危険性の内容や程度について具体的に認識することができような説明をすべきであったとした。

(2) オプション、スワップ取引

ここでは、平成25年判例が注目される。(平成25年判例は、商品の仕組みが複雑ではなく(このこと自体は、[裁判例5]、[裁判例15]において一致している)、企業経営者であれば、その理解は困難ではない)という点を踏まえ、また、業者は困難な商品の基本的な仕組みや、契約上設定された変動金利及び固定金利についての説明と、変動金利が一定の利率を上回るなければ、融資にかけられる金の利回りも多額の金利を支払うリスクがある旨の説明をもって説明義務を尽くしたとした。

これに対し、原審である[裁判例5]は、投資者が商品の原理、構造自体については理解しているとして、商品の購入の判断に当たり重要要素となる事項として、中途解約の閉鎖金、先スタート型とスポットスタート型の各利率・得失、変動金利リスクヘッジ機能の効果の判断に必須なスワップ対称と固定金利水準との相違、リスク点等からみた金利水準等の3点を指摘し、その説明がなかつたことを違法としたというものである。(裁判例5)が業者に課した説明義務については、自己責任の範囲を超えた過剰介入ではないかと批判があったが、これらについては、(平成25年判例)において、個別に排斥されている。[平成25年判例]の昭示することによれば、これらの点については、既に十分な説明があり、あるいは、自己責任に属する事柄であるとして、向題の商品に関する説明義務の範囲を検討するに当たり、参考となろう。

(3) 仕組商品

説明義務違反を肯定した裁判例を通じて、投資者に説明すべき事項として、商品の実体的な仕組みや仕組みの流動性に依り生じる借入リスクが顕微鏡化した場合の内容や程度、発行体の借入リスク、途中解約ができな点による流動性リスクなどが挙げられている。

そして、説明義務違反を否定したものにおいては、担当者が上記の事項について、具体的に説明していることが認定されている。これに対し、説明義務違反を肯定したものにおいては、担当者の説明が受取側内なものにとどまるものであったことや、利益のみを強調し、リスクの存在について誤解を与えかねないものであったことを指摘するものが多い。

なお、説明義務違反を肯定したもの(裁判例17)においては、説明に要した時間について、説明が十分にではなくたことが認定されているのに対し、[裁判例15]においては、担当者が投資者の要望を受けて約1時間以内であり説明をしたことを指摘して、これより前の説明において、投資者が十分に理解しなかったことを認定している。また、[裁判例19]においては、十分な説明がなされていたことと被付ける事情として、投資者が初回返済後に商品の投入を即決していることを指摘している。これらの判断材料は、説明義務違反の有無を判断するに当たり、参考となると思われる。

このほか、発行体の借入リスクに関し、保證者が「サブプライムローン問題」を説明すべきであるとの主張に対して、[裁判例13]が「借入リスクが顕微鏡化することが相当程度の蓋然性をもって見込まれる状況であったこと」を認識していたなど、特約の事情がない限り、投資者に対して借入リスクが顕微鏡化する具体的可能性や、その評価根拠となる事実についてまで具体的に指摘し、発行体や保証者が明確な説明を要する程度であったことは、認められ得る。また、[裁判例13]のこのようにしたこととも参考となる。(裁判例32)及び(裁判例33)と軌を一にするものといえよう。

(4) 投資信託

[裁判例16]は、説明義務違反を否定し、[裁判例20]は、説明義務違反を肯定した。[裁判例16]では、商品の内容が十分に説明され、投資者も理解していることがうかがわれるが、[裁判

(5) [裁判例5]を批判するものとして、菅本甫子「ヘッジ目的の金利スワップ契約に関する銀行の説明義務—福岡高判平成24.4.27を契機に」金融1944号72頁、松原正彦「店頭デリバティブ取引等の投資勧誘の在り方—『富玉聖』への批判見直し1950号70頁、また、(平成25年判例)の後に出示されたものとして、吉川真「最近の裁判例から見る運用期間と説明義務」毎月法律雑誌2002年29頁、このほか、[裁判例5]が投資者の属性を考慮していないことと批判するものとして、菅正一郎「銀行と借入との間で金利スワップ契約を締結した顧客に対する当該銀行の担当者の説明義務が認められた裁判例と金利スワップ契約における説明義務の範囲について—」金融1400号8頁がある。

スグや利益は具体的にどのようなのかというこ
とと投資の属性をよく吟味し、説明義務の範囲
を確定していくことが必要であると思われる²⁰⁾。
b これに対し、業者が説明すべき事項として、
投資者間の相違が多数にわたるものを列挙して、
主要な事項は加付多岐にわたるものを列挙して、
多岐にわたる事項は加付多岐にわたるものを列挙し
ておくことまでではないかとも思われるが、いたず
らに本質的ではない争点を列挙し、整理を長期化
させるおそれがあることには、注意をしなければ
ならない。このような主張において見られるもの
の一例として、金融商品について用いられている金融工
学上の理論や思想について説明すべきであること
との主張を挙げることができているが、[裁判例10]
においては、このような理論や思想についてまで
説明すべき義務はないとの判断がなされている。金
融工学上の理論や思想を説明しなければ、投資者
が商品の特性を理解することができないというも
のではないことからすれば、当然ともいえよう²¹⁾。
また、[裁判例13]では、投資者において、
商品の売り立場に立つものであることの説明
とされた取引（EB 債の購入）がアプトオプ
ションの売り立場であったことと説明が投資
者の立場をわきまをうけられたことと説明する
の判断をするに当たって必要と判断されたとい
えないと思われる²²⁾。

第4 その他の諸問題
1 インターネット取引に関する問題
(1) 問題の所在
インターネットを通じて金融取引は、年々増加
しており、日本証券業協会に加盟する業者が開
された平成24年3月末時点の口座数は1756万
9423に達している²³⁾。
インターネット取引による訴訟の典型例は次の
とおりである。すなわち、同取引を運営する証券
会社等の業者が、投資者に対し、インターネット

を通じて先物取引の差損金等の支払を求めて訴え
を提起したところ、投資者である被告が当該業者
に対して適合性の原則違反や説明義務違反を理由
とする損害賠償請求を有するとし、これを（自
認）として相殺を主張するというものである（下
記(2)で紹介する事案は、いずれも業者が原告、
投資者が被告となり、上記と同趣の主張がされた
ものである。）。

しかし、インターネット取引においては、その
特殊性により、適合性の原則や説明義務等をめぐ
って、以下のような特有の問題点が存在する。
ア 適合性の原則
適合性の原則を定める商法40条1号には、「
不適当と認められるおそれがある」という文言
がある。このことからすれば、同号は、権利存
在を前提とする規定であると解されるようにも思
われる。平成17年判例も、上記のとおり、「証券
会社の担当者が、顧客の意向と突的に反して、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なったときは、当該行為は
不法行為法上も違法となる」と判断している。
しかし、投資者がインターネットを通じて金融
取引の申込みをする場合には、一般的に対面取引
とは異なり、対面による勧誘を受けることなく、
取引の手続がオンラインで行われることが多い。
そこで、勧誘の有無という観点から、適合性の
原則違反の有無が問題となる。また、インターネ
ットを通じて金融取引をする場合、適合性の原則
の考慮要素である知識経験、投資意向にどのよう
に影響するのかが問題となる²⁴⁾。

a 金融商品に伴うリスクには、信用リスク(取
引相手方の信用状態低下によるリスク)、市場リ
スク(株価、金利、為替等の相場変動によるリス
ク)、流動性リスク(資金調達難によるリスク)
等がある²⁵⁾。
上記の各リスクの多くにおいては、これらのリ
スクが生ずる条件や可能性、リスクが生じた場合
の具体的な対応、リスク回避手段の有無(例えば、
途中解約の制限の有無、流通市場の存否)等に
ついて、投資者が正確に理解し、主体的に、得る

20) [平成25年判例]の詳載(判例2105号64頁)においては、「適合性原則に関するものではあるが、仕組みの理解が必ずしも容易でないデリバティブ取引もまた、取引の損益となるものが比較的に限定的である場合などは、顧客の自己責任を認めて不法行為の成立を否定する方法に鑑み相殺をすることを示唆する見解もあることであるであろう。」とされている。
21) 和仁30頁は、「この仕組みがなかったら、単に選断してそのメリットを享受することではある」とのと
えをいって、このような理論や思想についての説明義務を否定する。同様の見解を示すものとして、石川=池田(明真)以下
31) 石川=池田50頁
32) 日本証券業協会平成24年5月24日「インターネット取引に関する調査結果(平成24年3月末)」について、別表2(1)

26) 可変リスクの混同のすべり(日本証券業社、平成18年)7頁以下を参照。なお、原則によれば、このほ
か、当該リスク(貸付金)の発生プロセス(貸付金)が関係するリスク)がある。このうち、同判例1号
から4号までは、金融3次市場(債権市場)の仕組みに基づいて発生するリスク)がある。このうち、同判例1号
28) もつと、石川=池田50頁以下は、証券取引のリスクに関するものである。和仁30頁以下は、債権市場
に説明することとしても、顧客は、金融商品から説明を受ける可能性は極めて少ないかのようだが、銀行
を要するものと思われる。即ち[裁判例4]も参照

27) 上記のとおり、金融3次市場(債権市場)の仕組みに基づいて発生するリスク)がある。このうち、同判例1号
から4号までは、金融3次市場(債権市場)の仕組みに基づいて発生するリスク)がある。このうち、同判例1号
28) もつと、石川=池田50頁以下は、証券取引のリスクに関するものである。和仁30頁以下は、債権市場
に説明することとしても、顧客は、金融商品から説明を受ける可能性は極めて少ないかのようだが、銀行
を要するものと思われる。即ち[裁判例4]も参照

28) もつと、石川=池田50頁以下は、証券取引のリスクに関するものである。和仁30頁以下は、債権市場
に説明することとしても、顧客は、金融商品から説明を受ける可能性は極めて少ないかのようだが、銀行
を要するものと思われる。即ち[裁判例4]も参照

29) [平成25年判例]の詳載(判例2105号64頁)においては、「適合性原則に関するものではあるが、仕組みの理解が必ずしも容易でないデリバティブ取引もまた、取引の損益となるものが比較的に限定的である場合などは、顧客の自己責任を認めて不法行為の成立を否定する方法に鑑み相殺をすることを示唆する見解もあることであるであろう。」とされている。
30) 和仁30頁は、「この仕組みがなかったら、単に選断してそのメリットを享受することではある」とのと
えをいって、このような理論や思想についての説明義務を否定する。同様の見解を示すものとして、石川=池田(明真)以下
31) 石川=池田50頁
32) 日本証券業協会平成24年5月24日「インターネット取引に関する調査結果(平成24年3月末)」について、別表2(1)

30) 和仁30頁は、「この仕組みがなかったら、単に選断してそのメリットを享受することではある」とのと
えをいって、このような理論や思想についての説明義務を否定する。同様の見解を示すものとして、石川=池田(明真)以下
31) 石川=池田50頁
32) 日本証券業協会平成24年5月24日「インターネット取引に関する調査結果(平成24年3月末)」について、別表2(1)

31) 石川=池田50頁
32) 日本証券業協会平成24年5月24日「インターネット取引に関する調査結果(平成24年3月末)」について、別表2(1)

31) 石川=池田50頁
32) 日本証券業協会平成24年5月24日「インターネット取引に関する調査結果(平成24年3月末)」について、別表2(1)

32) 日本証券業協会平成24年5月24日「インターネット取引に関する調査結果(平成24年3月末)」について、別表2(1)

32) 日本証券業協会平成24年5月24日「インターネット取引に関する調査結果(平成24年3月末)」について、別表2(1)

33) 日本証券業協会平成24年5月24日「インターネット取引に関する調査結果(平成24年3月末)」について、別表2(1)

33) 日本証券業協会平成24年5月24日「インターネット取引に関する調査結果(平成24年3月末)」について、別表2(1)

別紙 裁判例一覧表 (第2部)

番号	裁判所名・判決日	商品概要	適合性の原則	説明義務	過失相殺	掲載誌等
		不動産投資商品				
1	東京地裁平成23年12月7日判決	不動産投資ファンド	×	○	否定	判タ1371号212頁
2	大阪地裁平成23年4月28日判決	不動産投資ファンド	×	○	3割	判タ1367号182頁
27	大阪地裁平成22年10月28日判決	不動産投資ファンド		○	3割	判タ1349号157頁
		オプション、スワップ取引				
3	大阪地裁平成24年2月24日判決	通貨オプション	×	○	8割	資料版商事法務337号32頁
4	大阪地裁平成23年10月12日判決	通貨オプション	×	○	7割	判時2134号75頁
5	福岡高裁平成23年4月27日判決	金利スワップ	×	○	4割	判タ1364号158頁
6	福岡地裁大牟田支部平成20年6月24日判決	金利スワップ	×	×		判タ1364号170頁
28	東京地裁平成21年3月31日判決	金利スワップ		○	3分の2	金法1866号88頁
		仕組商品				
7	東京地裁平成24年2月1日判決	デュアルカレンシー債	×	×		判例秘書登載
8	大阪地裁平成23年12月19日判決	EB債	×	○	3分の1	判時2147号73頁
9	東京高裁平成23年11月9日判決	日経平均株価指数リンク債	×	×		判タ1368号171頁
10	福岡高裁平成23年11月8日判決	デュアルカレンシー債	×	×		金法1951号137頁
11	東京高裁平成23年10月19日判決	東証マザーズ指数連動債	×	○	7割	金法1942号114頁
12	広島地裁平成23年7月14日判決	日経平均株価指数リンク債	×	×		金商1398号43頁
13	東京地裁平成23年1月28日判決	EB債	×	×		金法1925号105頁
14	東京地裁平成23年1月28日判決	デュアルカレンシー債	×	×		金法1925号105頁
15	大阪高裁平成22年10月12日判決	デュアルカレンシー債	×	○(錯誤無効)		金法1914号68頁
16	東京地裁平成23年8月2日判決	日経平均株価指数リンク債	○		8割	金法1951号162頁
17	東京地裁平成22年9月30日判決	日経平均株価指数リンク債	○	○	主張・判断なし	金法1939号114頁
18	大阪地裁平成22年8月26日判決	日経平均株価指数リンク債	○	○	2割	判タ1345号181頁
19	大阪高裁平成20年6月3日判決	日経平均株価指数リンク債	○	○	4割	金商1300号45頁

29	東京地裁平成23年2月28日判決	日経平均株価指数リンク債		○	4割	判時2116号84頁
30	大阪地裁平成22年3月26日判決	株価連動債		○	主張・判断なし	金商1358号31頁
		投資信託				
16	東京地裁平成23年8月2日判決	海外債券、国内株式、JREIT	×	×		金法1951号162頁
20	高松地裁平成23年3月30日判決	米国不動産、新興国株式等	○	○	4割	判例秘書登載
21	名古屋地裁平成22年9月8日判決	ハイールド債	○		否定	金法1914号123頁
		株式、社債その他の金融商品				
20	高松地裁平成23年3月30日判決	株式(現物取引)	×			判例秘書登載
22	東京地裁平成23年3月17日判決	ユーロ債	×	×		金法1944号115頁
23	大阪高裁平成22年7月13日判決	株式(現物取引)	×	×		判タ1347号227頁
24	東京地裁平成21年2月23日判決	株式(現物取引・借取取引)	×	×		判例秘書登載
25	東京地裁平成20年5月9日判決	株式(現物取引)	×	×		判例秘書登載
26	大阪地裁平成21年3月4日判決	株式(現物取引)	○		7割	判タ1306号280頁
31	名古屋高裁平成21年5月28日判決	無担保社債	○		4割, 6割	判時2073号42頁
32	東京高裁平成21年4月16日判決	無担保社債	○		3割, 7割	判時2078号22頁
33	大阪高裁平成20年11月20日判決	無担保社債	○		5割, 6割	判時2041号50頁

金融商品取引法研究会名簿

(平成 26 年 7 月 30 日現在)

会 長	神 田 秀 樹	東京大学大学院法学政治学研究科教授
副 会 長	前 田 雅 弘	京都大学大学院法学研究科教授
委 員	青 木 浩 子	千葉大学大学院専門法務研究科教授
〃	飯 田 秀 総	神戸大学大学院法学研究科准教授
〃	太 田 洋	西村あさひ法律事務所パートナー・弁護士
〃	加 藤 貴 仁	東京大学大学院法学政治学研究科准教授
〃	川 口 恭 弘	同志社大学大学院法学研究科教授
〃	神 作 裕 之	東京大学大学院法学政治学研究科教授
〃	黒 沼 悦 郎	早稲田大学大学院法務研究科教授
〃	後 藤 元	東京大学大学院法学政治学研究科准教授
〃	中 東 正 文	名古屋大学大学院法学研究科教授
〃	中 村 聡	森・濱田松本法律事務所パートナー・弁護士
〃	藤 田 友 敬	東京大学大学院法学政治学研究科教授
〃	松 尾 健 一	大阪大学大学院法学研究科准教授
〃	松 尾 直 彦	東京大学大学院法学政治学研究科客員教授・弁護士
〃	山 田 剛 志	成城大学法学部教授
幹 事	萬 澤 陽 子	専修大学法学部講師・当研究所客員研究員
オブザーバー	田 原 泰 雄	金融庁総務企画局市場課長
〃	永 井 智 亮	野村證券常務執行役員 兼チーフ・リーガル・オフィサー
〃	荻 野 明 彦	大和証券グループ本社執行役員経営企画部長
〃	藤 瀬 裕 司	S M B C 日興証券法務部長
〃	金 井 仁 雄	みずほ証券法務部長
〃	田 島 浩 毅	三菱UFJモルガン・スタンレー証券法務部長
〃	平 田 公 一	日本証券業協会専務執行役
〃	山 内 公 明	日本証券業協会執行役
〃	三 森 肇	日本証券業協会自主規制本部副本部長
〃	高 良 美紀子	東京証券取引所総務部法務グループ課長
研 究 所	増 井 喜一郎	日本証券経済研究所理事長
〃	大 前 忠	日本証券経済研究所常務理事
〃	安 田 賢 治	日本証券経済研究所事務局長

(敬称略)

[参考] 既に公表した「金融商品取引法研究会（証券取引法研究会）研究記録」

- | | |
|---|----------|
| 第1号「裁判外紛争処理制度の構築と問題点」
報告者 森田章同志社大学教授 | 2003年11月 |
| 第2号「システム障害と損失補償問題」
報告者 山下友信東京大学教授 | 2004年1月 |
| 第3号「会社法の大改正と証券規制への影響」
報告者 前田雅弘京都大学教授 | 2004年3月 |
| 第4号「証券化の進展に伴う諸問題(倒産隔離の明確化等)」
報告者 浜田道代名古屋大学教授 | 2004年6月 |
| 第5号「EUにおける資本市場法の統合の動向
—投資商品、証券業務の範囲を中心として—」
報告者 神作裕之東京大学教授 | 2005年7月 |
| 第6号「近時の企業情報開示を巡る課題
—実効性確保の観点を中心に—」
報告者 山田剛志新潟大学助教授 | 2005年7月 |
| 第7号「プロ・アマ投資者の区分—金融商品・
販売方法等の変化に伴うリテール規制の再編—」
報告者 青木浩子千葉大学助教授 | 2005年9月 |
| 第8号「目論見書制度の改革」
報告者 黒沼悦郎早稲田大学教授 | 2005年11月 |
| 第9号「投資サービス法(仮称)について」
報告者 三井秀範金融庁総務企画局市場課長
松尾直彦金融庁総務企画局
投資サービス法(仮称)法令準備室長 | 2005年11月 |
| 第10号「委任状勧誘に関する実務上の諸問題
—委任状争奪戦(proxy fight)の文脈を中心に—」
報告者 太田洋 西村ときわ法律事務所パートナー・弁護士 | 2005年11月 |
| 第11号「集団投資スキームに関する規制について
—組合型ファンドを中心に—」
報告者 中村聡 森・濱田松本法律事務所パートナー・弁護士 | 2005年12月 |
| 第12号「証券仲介業」
報告者 川口恭弘同志社大学教授 | 2006年3月 |

- 第 13 号「敵対的買収に関する法規制」 2006 年 5 月
報告者 中東正文名古屋大学教授
- 第 14 号「証券アナリスト規制と強制情報開示・不公正取引規制」 2006 年 7 月
報告者 戸田暁京都大学助教授
- 第 15 号「新会社法のもとでの株式買収請求権制度」 2006 年 9 月
報告者 藤田友敬東京大学教授
- 第 16 号「証券取引法改正に係る政令等について」 2006 年 12 月
(TOB、大量保有報告関係、内部統制報告関係)
報告者 池田唯一金融庁総務企画局企業開示課長
- 第 17 号「間接保有証券に関するユニドロア条約策定作業の状況」 2007 年 5 月
報告者 神田秀樹 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 18 号「金融商品取引法の政令・内閣府令について」 2007 年 6 月
報告者 三井秀範 金融庁総務企画局市場課長
- 第 19 号「特定投資家・一般投資家について」 2007 年 9 月
報告者 青木浩子 千葉大学大学院専門法務研究科教授
- 第 20 号「金融商品取引所について」 2007 年 10 月
報告者 前田雅弘 京都大学大学院法学研究科教授
- 第 21 号「不公正取引について－村上ファンド事件を中心に－」 2008 年 1 月
報告者 太田 洋 西村あさひ法律事務所パートナー・弁護士
- 第 22 号「大量保有報告制度」 2008 年 3 月
報告者 神作裕之 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 23 号「開示制度（Ⅰ）－企業再編成に係る開示制度および
集団投資スキーム持分等の開示制度－」 2008 年 4 月
報告者 川口恭弘 同志社大学大学院法学研究科教授
- 第 24 号「開示制度（Ⅱ）－確認書、内部統制報告書、四半期報告書－」 2008 年 7 月
報告者 戸田 暁 京都大学大学院法学研究科准教授
- 第 25 号「有価証券の範囲」 2008 年 7 月
報告者 藤田友敬 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 26 号「民事責任規定・エンフォースメント」 2008 年 10 月
報告者 近藤光男 神戸大学大学院法学研究科教授
- 第 27 号「金融機関による説明義務・適合性の原則と金融商品販売法」 2009 年 1 月
報告者 山田剛志 新潟大学大学院実務法学研究科准教授
- 第 28 号「集団投資スキーム（ファンド）規制」 2009 年 3 月
報告者 中村聡 森・濱田松本法律事務所パートナー・弁護士

- 第 29 号「金融商品取引業の業規制」 2009 年 4 月
報告者 黒沼悦郎 早稲田大学大学院法務研究科教授
- 第 30 号「公開買付け制度」 2009 年 7 月
報告者 中東正文 名古屋大学大学院法学研究科教授
- 第 31 号「最近の金融商品取引法の改正について」 2011 年 3 月
報告者 藤本拓資 金融庁総務企画局市場課長
- 第 32 号「金融商品取引業における利益相反
—利益相反管理体制の整備業務を中心として—」 2011 年 6 月
報告者 神作裕之 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 33 号「顧客との個別の取引条件における特別の利益提供に関する問題」 2011 年 9 月
報告者 青木浩子 千葉大学大学院専門法務研究科教授
松本讓治 S M B C 日興証券 法務部長
- 第 34 号「ライツ・オフリングの円滑な利用に向けた制度整備と課題」 2011 年 11 月
報告者 前田雅弘 京都大学大学院法学研究科教授
- 第 35 号「公開買付規制を巡る近時の諸問題」 2012 年 2 月
報告者 太田 洋 西村あさひ法律事務所弁護士・NY州弁護士
- 第 36 号「格付会社への規制」 2012 年 6 月
報告者 山田剛志 成城大学法学部教授
- 第 37 号「金商法第 6 章の不公正取引規制の体系」 2012 年 7 月
報告者 松尾直彦 東京大学大学院法学政治学研究科客員
教授・西村あさひ法律事務所弁護士
- 第 38 号「キャッシュ・アウト法制」 2012 年 10 月
報告者 中東正文 名古屋大学大学院法学研究科教授
- 第 39 号「デリバティブに関する規制」 2012 年 11 月
報告者 神田秀樹 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 40 号「米国 JOBS 法による証券規制の変革」 2013 年 1 月
報告者 中村聡 森・濱田松本法律事務所パートナー・弁護士
- 第 41 号「金融商品取引法の役員の責任と会社法の役員の責任
—虚偽記載をめぐる役員の責任を中心に—」 2013 年 3 月
報告者 近藤光男 神戸大学大学院法学研究科教授
- 第 42 号「ドッド=フランク法における信用リスクの保持ルールについて」 2013 年 4 月
報告者 黒沼悦郎 早稲田大学大学院法務研究科教授
- 第 43 号「相場操縦の規制」 2013 年 8 月
報告者 藤田友敬 東京大学大学院法学政治学研究科教授

第 44 号「法人関係情報」

2013年10月

報告者 川口恭弘 同志社大学大学院法学研究科教授
平田公一 日本証券業協会常務執行役

第 45 号「最近の金融商品取引法の改正について」

2014年6月

報告者 藤本拓資 金融庁総務企画局企画課長

購入を希望される方は、一般書店または当研究所までお申し込み下さい。
当研究所の出版物案内は研究所のホームページ <http://www.jsri.or.jp/> にてご覧いただけます。

金融商品取引法研究会研究記録 第 46 号

リテール顧客向けデリバティブ関連商品販売
における民事責任

—「新規な説明義務」を中心として—

平成 26 年 9 月 25 日

定価（本体 500 円 + 税）

編 者 金 融 商 品 取 引 法 研 究 会
発行者 公益財団法人 日本証券経済研究所
東京都中央区日本橋茅場町 1-5-8
東京証券会館内 〒 103-0025
電話 03 (3669) 0737 代表
URL: <http://www.jsri.or.jp>

ISBN978-4-89032-662-4 C3032 ¥500E