

# デリバティブにおける勧誘規制について

二上季代司

## 1 はじめに

前号<sup>(1)</sup>では大阪取引所への商品先物取引の一部移管（本年七月予定）を前にして、将来的には同じ商品（例えばトウモロコシなどの農産物）が金融商品取引法（以下、金商法と略）に服する大阪取引所と商品先物取引法（以下、商先法と略）に服する商品取引所（例えば大阪堂島商品取引所）で取引される可能性があることから、勧誘規制において両者に食い違いがないかどうか、を検討したのである。

本号では、デリバティブ取引における勧誘規制の中軸である「適合性原則」、「説明義務」について検討したいと思う。デリバティブ取引はリスク特性が他の金融商品（例えば現物株取引）と異なっており、かつ仕組みが複雑であるため、これを扱う証券会社の業務運営において「適合性原則」と「説明義務」はコンプライアンス（法令遵守）上きわめて重要な地位を占める。

ところで業者が「適合性原則」や「説明義務」に違反した場合に、民事上の損害賠償責任に問われることは、今日では一般化しているが、それがどのような理由で、かつどの程度の責任を負うべきかについては法律家の間でも様々な議論があるようである。たまたま、筆者は司法研修所編『デリバティブ（金融派生商品）の仕組みと関係訴訟の諸問題』（法曹会、二〇一七年）を入手する機会を得た。この小冊子は、デリバティブ取引（およびそれを内包した仕組債・投信などの金融商品）を勧誘・販売した業者に対し、損失を被った顧客が起こした民事

訴訟において、適合性原則違反等が損害賠償責任の根拠としてどこまで適用できるのか、その範囲を論じたものであって、きわめて興味深い議論を展開している。冒頭には神作裕之教授（東大）の簡潔にして要を得た解説がある。

大阪取引所が商品関連も含めた総合的なデリバティブ取引所へ脱皮する時期を迎えている今日、デリバティブ取引に関係する民事訴訟において、適合性原則および説明義務の違反がどのような根拠で問われるようになってきているのか、その一般的な傾向について一瞥しておくことは、あながち無駄ではないと思われる。

## 2 適合性原則と説明義務

### 〔適合性原則〕

適合性原則とは、金融商品取引業者（証券業者等）が金融商品を販売・取引する際に、顧客の知識、経験、財産の状況および取引の目的に照らして不相当と認められる勧誘をおこなってはならないものである（金商法四〇条一項）。ここで挙げられている①知識、②経験、③財産の状況および④取引の目的は、顧客の適合性を判断する際の四要素とされており、最後の「投資目的」は証券法が金融先物取引法そのほかと統合されて現在の金商法になった二〇〇六年に新たに追加されたものである。なお、商品先物取引の勧誘にも同様の規定がある（商先法二一五条）。この「適合性原則」は、業務運営における業法上の行為規制であって、その違反は監督当局による業務改善命令や監督上の処分となる。

また、日本証券業協会「投資勧誘、顧客管理などに関する規則」でも、協会員（証券業者等）は顧客の投資経験、投資目的、資力等を十分に把握し、顧客の意向と実情に適合した投資勧誘を行うこと（三条二項）とされて

いる。さらに、顧客については氏名、住所、年齢、職業のほか投資目的、資産状況、取引経験そのほか必要事項を記載した顧客カードを備え付けること（五条）と規定する。これは適合性原則を遵守する前提として顧客の属性を知る必要があるためである（顧客熟知義務）。この顧客カードには適合性原則における顧客属性の四要素が含まれている。

以上のように、適合性原則は業法上および自主規制上の行為規制であって、その違反は業務改善命令や監督処分の結果するにしても、同時に不法行為法上も違法になる（したがって損害賠償責任が生じる）とは法律上、明記されていない。

#### 〔説明義務〕

これに対して、説明義務違反については、損害賠償責任が生じることが法律上、明記されている。すなわち、金融商品販売法（以下、金販法と略）は、金融商品を販売する際には顧客に「重要事項」を説明する義務を課し（三条）、これに違反すると損害賠償責任が生じると明記する（五条）。

また顧客への説明義務の対象範囲を「重要事項」とし、この「重要事項」を①元本毀損のリスクとそれをもたらしす仕組み、②元本を上回る損失のリスクとそれをもたらしす仕組みに分けて定義している（三条一項一〜六）。①は現物株や債券、投信などであり、②は損失が累積した場合に追加証拠金を徴収される恐れのある信用取引やデリバティブなどが想定されているのだろう。

これに加えて「重要事項」の説明は顧客の知識、経験、財産状況および投資目的に照らして顧客に理解されるために必要な方法と程度によるべきものとされる（三条二項）。つまり、リスクとそれをもたらしす仕組みの説明は、通り一遍のものではなく、当該顧客の属性に応じて、理解が得られるような方法・程度で行わなければならない

とされる。

以上のように、金販法は、説明義務において、説明の対象（リスクと仕組み）のほかに、その方法・程度に関する規定を設け、説明の方法・程度については「適合性原則」に則って行うこととしている。

### 3 適合性原則と損害賠償責任

ところで、先にもみたように、適合性原則それ自体は業法上、および自主規制上の行為規制であって、その違反には損害賠償責任が生じることを法律上は明記していないのだが、二〇〇五年七月、最高裁は適合性原則違反が不法行為法上も違反になりうるという判断を初めて示した。これ以降、損害賠償責任の根拠としての適合性原則違反の適用範囲について、法律家の間で活発な議論を引き起こすことになる。

この訴訟では、原告側の水産物卸売業者が某証券会社に委託して行った現物株、信用取引、外貨建てワラント、国債先物、株式先物、株式オプション取引につき生じた損失について過当取引の勧誘、断定的判断の提供、ワラントにおける説明義務違反、オプション取引における適合性原則違反、説明義務違反などを主張して不法行為に基づき損害賠償を請求した。一審では原告側の請求を棄却したが、控訴審ではオプション売り取引につき適合性原則違反を理由とする証券会社の不法行為責任を肯定した。

そして最高裁では、適合性原則から著しく逸脱した証券取引の勧誘をして取引を行わせた場合には、当該行為は不法行為法上も違法となる、と一般的な判断を示したうえで、当該事案については、原告の水産物卸売業者がオプションの売り取引を自己責任で行う適性を欠き取引市場から排除されるべきものであったとはいえないこと、したがって証券会社の担当者がオプションの売り取引を勧誘し、これを行わせたことは、適合性原則から著

しく逸脱するものとはいえず、証券会社の不法行為責任を認めることはできないとして、原判決を破棄した（司法研修所「二〇一七」、一〇〇ページ）。

つまり、最高裁は「適合性原則」違反が損害賠償責任につながることを一般的には認めたが、この事案では損害賠償責任を認めるほど「適合性原則」から著しく逸脱した勧誘行為ではなかったと判断したのである。この結果、法律家の間では、損害賠償責任を認容できる範囲まで「適合性原則」を広義にとらえなおそうという傾向がみられるようになる。

#### 4 適合性原則の法令化

では、適合性原則はどのように法令化され、その解釈は現在までどのように変遷してきたのだろうか。わが国における適合性原則は、当初は行政指導の形で示された（一九七四年証券局長通達「投資者本位の営業姿勢の徹底について」）。この通達では、「投資勧誘に際しては、投資者の意向、投資経験および資力等に最も適合した投資が行われるよう十分配慮すること」とされている。これを受けて、日本証券業協会は前述のように顧客カードの備え付けを義務付けたのである。

この背景としては、一九七〇年代前半の株式取引の投機化がある。田中内閣（当時）の列島改造論にあおられて金融市場は「過剰流動性」の様相を呈し、株式相場は過熱して投機色を強め、個人投資家による信用取引を多用した回転売買が横行し、投資家の中には多額の損失を被るものまで現れたのである。そこで当局は、上記の通達を発出して証券会社の営業姿勢をけん制したのである。

行政指導にとどまっていた「適合性原則」が法令化されたのは一九九二年の証券取引法改正によってである。

この背景としては、これに先立つ一九九一年にIOSCO（証券監督者国際機構）の行為規制原則が定められて各国で国内法化されることとなり、これを受けて行われた証券取引審議会不正取引特別部会が、適合性原則を法令化するべきである、との内容の報告書を公表したことがあげられる（川口「二〇一六」、三ページ）。

この改正で「適合性原則」は業務の状況に関する規則として規定され、その違反は経営保全命令の対象とされた（証取法五四条一項）。この時の適合性原則の判断要素としては、投資者の①知識、②経歴、③財産状況の三つであって、第四の要素である「投資目的」はまだ入っていないかった。「投資目的」が追加されて現在のような規定になるのは、証取法が金商法に統合された二〇〇六年になってからである。

同時に二〇〇六年には金販法も改正されている。改正内容は、説明義務の範囲を拡大したこと、適合性原則を導入し三条二項を追加したことである。すなわち、従前は「元本欠損の恐れがあること」を説明するだけでよかつたのである。しかしこれでは、リスクがあることを顧客が認識していれば、業者に損害賠償責任を追及することはできなくなる。そこで、販売・勧誘の対象となる金融商品の仕組みを説明範囲に加え、損失が生じる理由が理解でき、相場動向によって損失の大きさを予想できるようにしたのである。

また、説明は通り一遍のものではなく、適合性原則の四つの判断要素（例えば顧客の知識水準等）に照らして顧客が理解できるように必要な方法・程度によらねばならない、とされた。この三条二項を新設することで、説明義務に適合性原則が導入されたのである。ちなみに、その前年に前述の最高裁の判例が出ている。

## 5 狭義の適合性原則と広義の適合性原則<sup>(3)</sup>

このようにみると、二〇〇五年ごろから法律家の間で適合性原則の解釈と適用範囲の考え方が変化していった

ように思われる。二〇〇五年の最高裁判例は、適合性原則違反が民事上も損害賠償責任をもたらすことには認めつつ、当該事案において適合性原則を「狭義」に解釈したため、適合性原則の違反はなかったと判断したとされる。

適合性原則の「狭義」の解釈とは、自己責任原則の妥当する自由競争市場では知識・経験・財産から見て取引に耐えられない顧客はそもそも勧誘できない「不適合な顧客」なのだから市場から排除（入口規制）すべきであるという解釈である。この観点からいえば、典型的に妥当するのは認知症気味の後期高齢者とか年金生活者等であり、水産物卸売業者のような事業主はこれに該当しないことになるのだろう。

これに対し「広義」の解釈とは、市場への参入は緩やかに認めたくえて金融商品を販売・勧誘する際には適合性原則の四つの判断要素に適合した形で行うべきであるというものであって、「説明義務の拡張」であるとされる。そしてこのような概念整理は、その後広く受け入れられ、現在に至るまで適合性原則に関する認識の主流になっているとされる（司法研修所「二〇一七」、九九ページ）。

では「広義の適合性原則」違反による損害賠償責任は、具体的にはどのように根拠づけられるのだろうか。具体的な事例としては、顧客の投資目的（第四の判断要素）に適合しない金融商品であるにもかかわらず、この点について誤解を与えるような勧誘で販売した場合には、生じた損失についての賠償責任が発生するという事例があげられている。この場合に勧誘・販売した商品は顧客の投資目的に「不適合な商品」であって、司法研修所「二〇一七」は、これを「不適合商品勧誘の不法行為」と類型化する（一三八ページ以下）。

このような「広義」の解釈が法律家の間で有力となったのは、その後の事実経過が大きく影響しているように思われる。とりわけ二〇〇八年のリーマンショック後の急速な円高で為替デリバティブを金融機関との間で契約

した中小企業を中心に二〇一〇年ごろに大きな損失が発生、大きなトラブルとなった。金融機関が輸入業務を扱う中小企業向けに円安リスクをヘッジする効果を強調して為替デリバティブを販売したのである。その商品設計の多くは、当時のレートよりやや円高でドルのコール・オプションを買い、プット・オプションを売ってプレミアムをゼロにする「ゼロ・コスト・オプション」であった。

コールはイン・ザ・マネーのためオプション料は高く、プットはアウト・オブ・ザ・マネーのためオプション料は安い。従って、「ゼロ・コスト」にするためには、プットはコールを上回る量で売らねばならないが、期待に反して円高になると、買ったコールは無価値となり、プットはイン・ザ・マネーとなって損失が発生する。リーマンショック後の急速な円高は、顧客の間に巨額の損失をもたらし、それが原因で倒産する中小企業が発生、大きな社会問題となった。

この時に問題視されたのは、果たしてこの為替デリバティブ契約は、顧客の「投資目的」に適合していたのか、という疑問であった。うたい文句は将来円安になった場合の「為替リスクをヘッジ」する効果であったが、中小の輸入業者には外国から外貨で仕入れる「直接貿易」だけとは限らず、商社を通じて円建てで輸入する「間接貿易」もあり顧客側にはヘッジ・ニーズの根拠が希薄だったケースや、明らかに「オーバー・ヘッジ」になっている事例があったとされる（司法研修所「二〇一七」、九〇ページ）。

当時の為替デリバティブにかかるトラブルは、訴訟に至るものは少なく、多くは金融ADR（裁判外紛争解決手続）によって解決が図られた。もともと、為替デリバティブ以外にデリバティブを組み込んだ「リンク債」や「投資信託」の勧誘・販売によるトラブルもある（青木「二〇一四」）。これらについて、損害賠償責任を根拠づけるものとしての適合性原則や説明義務に関する様々な解釈や提案が行われているが、ここでは、そのすべてを



紹介することはできなかった。

## 6 おわりに

以上のようにみると、一般的には損害賠償責任の根拠として「適合性原則」や「説明義務」の違反が適用される範囲は、拡大する傾向にあることがわかる。商品関連のデリバティブが証券業者にも取扱い可能となる反面、コンプライアンス上の負担も重くなってこよう。では、これに対する、証券業者側の対応はどうだろうか。

適合性原則や説明義務は「勧誘規制」の範疇にあるのだから、この重いコンプライアンス上の負担を回避すべく「勧誘しない」ビジネスモデルが増える可能性があげられる。すなわち、「ネット業者」の台頭である。現在すでに、FX（外為証拠金取引）や日経二二五先物・オプション取引では、個人投資家顧客中心のリテール営業において「ネット取引」のシェアが高くなっている。商品関連デリバティブも加われば、そこでも「ネット取引」のウエイトが高くなってくるだろう。

もつとも、損害賠償責任との関連でいえば、適合性原則や説明義務は「勧誘行為」における義務に限定されるとは必ずしも言えないようである。勧誘せず、顧客自ら契約を申し込んだ場合でも、明らかに不適合な顧客については「警告する義務」が適合性原則に含まれるとの考え方が（少数意見だが）あるとされる（司法研修所「二〇一七」、一〇三ページ）。また、先物やとりわけオプションの場合には、相場動向が急変するなど、市場動向の性格や迅速な把握が必要な商品であるため、先の最高裁判例では補足意見として「指導助言義務<sup>(4)</sup>」を指摘している（同、一〇一ページ）。

他方、デリバティブ取引の利用客は個人顧客よりも法人が多いと思われる。特に商品関連の場合は当業者が多

いと予想され、これは対面営業で対応されることになろう。また、個人顧客のすべてがネット取引に移るわけでもない。対面営業のニーズもあるはずである。さらに言えば、デリバティブを組み込んだ仕組債や投資信託も多く、これは対面営業で個人に販売される場合が多い。デリバティブは既存の取引に潜在する各種リスクを分解して取り出し、そのリスクを売買する取引である。そのリスクを組み込んで様々なバリエーションの金融商品に組成することができる。それだけに、顧客にその商品の仕組みを理解してもらうことは「ネット取引」、「対面営業取引」の別なく極めて重要である。この点でいえば、まず証券営業員自身がデリバティブの仕組みと商品性をしっかりと理解できていることが重要である。

(付記) 二〇〇六年成立(翌〇七年施行)の金融商品取引法は投資家をプロ(特定投資家)とアマ(一般投資家)に分け、プロには「適合性原則」の適用を除外した。本稿では、アマの投資家を念頭に置いて検討している。

#### 注

- (1) 拙稿「総合取引所における不招請勧誘規制について」本誌二〇一九年一二月。
- (2) 一九九八年の証取法改正では、四三条一項と附番が変わり、適合性原則違反は禁止行為とされた。
- (3) 適合性原則の解釈については、金融審議会第一部会中間整理(第一次、一九九九年七月六日)が、「狭義」と「広義」に分けて概念整理が行われたとされ、司法研修所の小冊子も、これに依拠している(九九ページ)。
- (4) なお、オプション売り取引において、大阪高裁(二〇〇五年二月二日)の判決は最高裁が示した「指導助言義務」を早速採用している。

参考文献

- ・ 神田秀樹 「二〇一二」、「デリバティブに関する規則」 日本証券経済研究所『金融商品取引法研究会』三九号
- ・ 青木浩子 「二〇一四」、「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」 日本証券経済研究所『金融商品取引法研究会』四六号
- ・ 川口恭弘 「二〇一六」、「適合性の原則」 日本証券経済研究所『金融商品取引法研究会』五四号
- ・ 司法研修所編 「二〇一七」、「デリバティブ（金融派生商品）の仕組み及び関係訴訟の諸問題」 法曹会。

（にかみ きよし・主席研究員）