

## 店頭デリバティブと仕組債における説明義務と適合性原則（2・完）

メタデータ	言語: Japanese 出版者: 明治大学法律研究所 公開日: 2015-05-29 キーワード (Ja): キーワード (En): 作成者: 川地, 宏行 メールアドレス: 所属:
URL	<a href="http://hdl.handle.net/10291/17255">http://hdl.handle.net/10291/17255</a>

【論 説】

# 店頭デリバティブと仕組債における説明義務と適合性原則 (2・完)

川 地 宏 行

## 目 次

はじめに

第 1 章 ドイツにおける説明義務と助言義務

第 2 章 店頭デリバティブ等に関するドイツの判例

第 3 章 店頭デリバティブ等に関するドイツの学説

(以上、87 巻 1 号)

第 4 章 わが国における説明義務と適合性原則

第 1 節 説明義務と適合性原則をめぐる法状況

第 2 節 金融商品販売法

第 3 節 金融商品取引法

第 4 節 金融庁の監督指針等

第 5 節 従来の判例法理

第 5 章 店頭デリバティブ等に関するわが国の判例

第 1 節 店頭デリバティブ等における不当勧誘

第 2 節 仕組債取引における説明義務

第 3 節 仕組債取引における適合性原則

第 4 節 仕組債取引における過失相殺

第 5 節 金利スワップ取引における説明義務

第 6 節 為替デリバティブ取引における説明義務

第 7 節 店頭デリバティブ取引における適合性原則・過失相殺

第 8 節 店頭デリバティブ等における錯誤無効

第 6 章 店頭デリバティブ等に関するわが国の学説

第 1 節 学説における主たる争点

第 2 節 金融庁監督指針の私法上の位置付け

第 3 節 最高裁平成 25 年判決に対する評価

第 4 節 隠れたオプション売り

第 5 節 適合性原則

第 6 節 契約締結時におけるマイナスの時価評価額の説明義務

第 7 章 日独法の比較と私見

第 1 節 日独法の比較

第 2 節 私見

## 第4章 わが国における説明義務と適合性原則

### 第1節 説明義務と適合性原則をめぐる法状況

店頭デリバティブ（金利スワップ、通貨オプション、通貨スワップ等）ならびに仕組債（本稿では、店頭デリバティブと仕組債を総称して「店頭デリバティブ等」と記す）をめぐり、銀行や証券会社等による勧誘について説明義務違反もしくは適合性原則違反の有無が問題とされている。以下では、説明義務ならびに適合性原則に関連する法律、監督指針等、自主規制機関のルール、ならびに、従来の判例法理について概観する。

### 第2節 金融商品販売法

金融商品販売法（金販法）は業者の説明義務を定めており、業者は顧客に対して、金利、通貨の価格、金融商品市場における相場その他の指標に係る変動を直接の原因として元本欠損あるいは当初元本を上回る損失が生じるおそれ（価格変動リスク）があるときは、（イ）元本欠損あるいは当初元本を上回る損失が生ずるおそれがある旨、（ロ）当該指標、（ハ）当該指標に係る変動を直接の原因として元本欠損等が生ずるおそれを生じさせる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説明する義務を負う（3条1項1号、2号）。「金融商品の販売に係る取引の仕組み」とは「契約の内容」を指す（3条5項1号）。その他に、信用リスク（3条1項3号、4号）と期間制限リスク（3条1項7号）についても説明を要する。説明は、顧客の知識、経験、財産状態、投資目的に照らして、当該顧客に理解されるために必要な方法及び程度によるものであることを要する（3条2項）。説明義務に違反した業者は損害賠償責任を負う（5条）<sup>(1)</sup>。

### 第3節 金融商品取引法

#### 一 適合性原則

金融商品取引法（金商法）40条1号は、金融商品取引業者が「顧客の知識、経

---

(1) 桜井健夫＝上柳敏郎＝石戸谷豊『新・金融商品取引法ハンドブック（第3版）』293-306頁（日本評論社、2011年）。

験、財産の状況及び金融商品取引契約を締結する目的に照らして不適当と認められる勧誘を行」うことを禁止している<sup>(2)</sup>。

## 二 手数料の開示に関する法規制

金商法は手数料の開示について以下のように定めている。広告規制として、手数料、報酬、費用その他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の種類毎の金額もしくはその上限額またはこれらの計算方法の概要、当該金額の合計額もしくはその上限額またはこれらの計算方法の概要について広告等に表示しなければならない。ただし、これらの表示をすることができない場合にあっては、その旨及びその理由を表示すれば足りる（金商法37条1項3号、金商法施行令16条1項1号、金商業等内閣府令74条1項）。また、契約締結前に交付される書面において、手数料、報酬、費用その他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手数料等の種類毎の金額もしくはその上限額またはこれらの計算方法、当該金額の合計額もしくはその上限額またはこれらの計算方法について記載しなければならない。ただし、これらの記載をすることができない場合にあっては、その旨及びその理由を記載すれば足りる（金商法37条の3第1項4号、金商業等内閣府令81条1項）<sup>(3)</sup>。書面に記載すべきこれらの事項について顧客の知識、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及び程度による説明をすることなく契約を締結する行為は禁止されている（金商法38条7号、金商業等内閣府令117条1項1号）<sup>(4)</sup>。

---

(2) 桜井＝上柳＝石戸谷・前掲注(1)153–156頁。適合性原則に関する近時の文献として、王冷然『適合性原則と私法秩序』（信山社、2010年）。角田美穂子『適合性原則と私法理論の交錯』（商事法務、2014年）。なお、店頭デリバティブ等（特に仕組商品）における適合性原則については、村本武志「投資取引におけるリスク管理と適合性試論」東経大現代法学25号75頁以下（村本①）。同「金融商品のリスク回避と適合性原則」東経大現代法学26号239頁以下（村本②）。

(3) 桜井＝上柳＝石戸谷・前掲注(1)103–104頁、115–116頁。

(4) 表示あるいは記載すべき事項の詳細については、金融庁「『金融商品取引法制に関する政令案・内閣府令案等』に対するパブリックコメントの結果等について」（平成19年7月31日）246–260頁、299–300頁。なお、金融審議会金融分科会第一部会報告「投資サービス法（仮称）に向けて」（平成17年12月22日）16頁においても、顧客から業者に直接・間接に支払われる手数料については、その額の多寡によって顧客へのリターンに直接影響するものであることから、幅広く開示を義務付けることが適当であるとされている。

## 第4節 金融庁の監督指針等

### 一 金融庁の監督指針

デリバティブ取引に関する中小企業等からの相談、苦情等が増加したことを踏まえ、金融庁はデリバティブ取引の販売・勧誘態勢の適正化を図るために、平成 22 年 4 月 16 日に、「金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針」（金商業者監督指針）、「主要行等向けの総合的な監督指針」（主要行監督指針）等の一部改正した。これにより、通貨オプションや金利スワップ等の店頭デリバティブ取引（金商業者監督指針Ⅳ—3—3—2（6））、ならびに、与信取引に伴うデリバティブ取引（主要行監督指針Ⅲ—3—3—1—2（2））に関して業者が説明すべき事項等が明示された<sup>(5)</sup>。

具体的には、最悪のシナリオを想定した想定最大損失額、顧客が許容できる損失額、当該損失額が顧客の経営又は財務状況に重大な影響を及ぼすおそれ、許容額を超える損失を被る可能性がある場合はその原因、中途解約（中途売却）ができない場合はその旨、中途解約ができる場合は解約清算金（中途売却の場合は損失見込額）の内容（最悪シナリオを想定した試算額等）、顧客が許容できる解約清算金の額（損失見込額）、取引がヘッジ目的の場合には有効なヘッジ手段として機能すること等について顧客が理解できるように説明することが求められている。

また、仕組債や仕組投資信託について、個人顧客との関係でトラブルが増加したことから、店頭デリバティブに準じて同様の説明が求められるとともに（金商業者監督指針Ⅳ—3—3—2（6））、顧客に販売する商品としての適合性（合理的根拠適合性）の事前検証、ならびに、商品のリスク特性や顧客の性質に応じた勧誘開始基準を適切に定め、当該基準に従い適正な勧誘を行うことが要請されている（金商業者監督指針Ⅳ—3—3—2（10））。

### 二 証券取引等監視委員会の検査マニュアル

証券取引等監視委員会が定めた「金融商品取引業者等検査マニュアル」では<sup>(6)</sup>、

(5) 金融庁監督局証券課『金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針』（平成 26 年 6 月）121-125 頁。金融庁『主要行等向けの総合的な監督指針』（平成 26 年 7 月）161-165 頁。松尾直彦「金融機関のデリバティブ取引の販売・勧誘態勢の強化—監督指針の改正（4 月 16 日）を踏まえて—」金法 1898 頁 78 頁以下。桜井=上柳=石戸谷・前掲注(1)414-415 頁。

(6) 証券取引等監視委員会事務局『金融商品取引業者等検査マニュアル』（平成 26 年 6 月）

金融庁の監督指針と同様に、店頭デリバティブ等の勧誘に際して、中途解約（中途売却）時の清算金や最悪のシナリオを想定した想定最大損失額を説明することが業者に求められている。また、取引価格の適正確保、合理的な価格算定、契約成立後における顧客のポジションに関する適切な時価情報の提供なども要請されている。

### 三 日本証券業協会の自主規制ルール

日本証券業協会の自主規制ルールである「協会の投資勧誘、顧客管理等に関する規則」の第3条では、新たな有価証券等の特性やリスクに適合する顧客を想定できない場合、業者は当該有価証券等の販売を禁止されている（3項）。この規定は「合理的根拠適合性」を具体化したものと解されている。合理的根拠適合性は、個々の顧客に対する勧誘の適正性を意味する適合性原則（金商法40条）とは異なり、勧誘しようとする有価証券等が少なくとも一定の顧客にとって投資対象としての合理性を有することを事前検証により確認する考え方を指し、社内において対象顧客の範囲の周知や必要に応じて勧誘開始基準を設けること、十分な社員教育を行うこと等が要請されている<sup>(7)</sup>。

また、業者は重要な事項について顧客に十分な説明を行うとともに理解を得よう努めなければならないが（4項）、具体的には金融庁の監督指針で示されているように、最悪シナリオを想定した説明等が求められている<sup>(8)</sup>。

さらに、日本証券業協会の「外国証券の取引に関する規則」の第11条では、業者は、外国株券や外国債券を店頭取引する場合において、合理的な方法で算出された時価（社内時価）を基準として適正な価格により取引を行い、取引の公正性を確保することが義務付けられている<sup>(9)</sup>。

---

142-145頁。なお、すでに、証券取引等監視委員会が金融庁検査局と共同で平成17年7月に策定した『証券検査マニュアル』102頁において、さらに遡れば、金融監督庁が平成11年7月に定めた『金融検査マニュアル』の「チェックリスト」5頁において、最悪のシナリオを想定した説明をするように指導が行われている。村本②・前掲注(2)258-262頁。

(7) 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）1-2頁。桜井=上柳=石戸谷・前掲注(1)416-419頁。村本②・前掲注(2)248頁以下。

(8) 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25年12月1日）1-10頁。桜井=上柳=石戸谷・前掲注(1)419-424頁。

(9) 日本証券業協会「外国株券等及び外国債券の国内店頭取引における公正性確保のためのガイドラインについて」（平成10年11月27日）2(1)(2)。村本①・前掲注(2)101-107頁。

## 第5節 従来の判例法理

### 一 従来の裁判例

証券取引事案では数多くの下級審裁判例により判例法理が形成されてきた<sup>(10)</sup>。金販法が制定される以前から信義則上の説明義務が証券会社等に課せられ、説明義務違反に基づく損害賠償請求を認める裁判例が多数登場し、適合性原則違反を認定した裁判例もみられた。しかしながら、説明義務違反を認定した裁判例の数と比べて適合性原則違反を認定した裁判例は少数に止まる。また、損害賠償請求を認めた裁判例の多くは過失相殺により賠償額を減額している。

### 二 最高裁平成17年判決

最判平成17年7月14日民集59巻6号1323頁は、適合性原則違反に基づく損害賠償請求が可能であることを認め、そのための要件を提示した（ただし、当該事案では損害賠償請求は否定された）。顧客会社Xが証券会社Yとの間でオプション売り取引を中心に日経平均株価オプション取引を多数回繰り返した事案において、最高裁は以下のように判示した。

①適合性原則について定めた証券取引法43条（旧54条）、大蔵省証券局長通達、証券業協会の公正慣習規則等は、直接的には、公法上の業務規制、行政指導、または、自主規制機関が定める自主規制であるが、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、適合性原則から著しく逸脱した証券取引の勧誘をした場合、当該行為は不法行為法上も違法となる。

②オプション売り取引の勧誘が適合性原則から著しく逸脱しているか否かを判断するにあたり、単にオプション売り取引という取引類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、当該オプションの基礎商品は何か、当該オプションは上場商品とされている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する必要がある。

(10) 拙稿「デリバティブ取引における説明義務と損害賠償責任（2）～（4・完）」専修法学論集97号1頁以下、98号1頁以下、99号1頁以下。拙稿「投資取引における適合性原則と損害賠償責任（2・完）」法律論叢84巻1号1頁以下。

③オプション取引の仕組みを理解することは容易ではなく、とりわけ、オプション売り取引は、利益がオプション価格の範囲に限定される一方で、損失が無限大あるいはそれに近いものとなる可能性があり、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ることは否定できず、その取引適合性の程度も相当に高度なものが要求される。

④しかしながら、日経平均株価オプション取引は、より専門性の高い有価証券店頭オプション取引などとは異なり、証券取引所の上場商品として広く投資家が取引に参加することが予定されており、値動き等は一般紙にも掲載されているなど、投資家保護のための制度的保障と情報環境が整備されている。日経平均株価オプションの売り取引であるという理由だけで当然に一般投資家の適合性を否定すべきではない。

⑤日経平均株価オプション取引の商品特性を踏まえつつ、X社側の投資経験、証券取引の知識、投資意向、財産状態等をみると、Y社の担当者の行為が適合性原則から著しく逸脱するものであったということではできず、Y社の不法行為責任を認めることはできない。

なお、才口裁判官は、補足意見として、手数料を取得することを業とする証券会社は、顧客の取引内容が極端にオプション売り取引に偏り、リスクをコントロールすることができなくなるお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としている<sup>(11)</sup>。

最高裁判平成17年判決は、適合性原則違反に基づく損害賠償責任の要件について、単なる不適合では不十分であるとし、「明らかな不適合」「著しい不適合」という加重要件（以後、「明白性・重大性要件」と記す）を課している。このような加重要件により適合性原則違反に基づく損害賠償責任の認定が抑制されるおそれがある<sup>(12)</sup>。

---

(11) 評釈、宮坂昌利・最判解民事篇平成17年度361頁。黒沼悦郎・重判解平成17年度119頁。潮見佳男・リマークス33号66頁。川島いづみ・商法（総則・商行為）判例百選（第5版）180頁。松井智予・金融商品取引法判例百選40頁等。

(12) 拙稿「適合性原則（2）」・前掲注（10）84巻1号5-11頁、49頁。平成17年判決以降の裁判例の分析として、潮見佳男「適合性の原則に対する違反を理由とする損害賠償」民事判例V2012年前期6頁以下。

## 第5章 店頭デリバティブ等に関するわが国の判例

### 第1節 店頭デリバティブ等における不当勧誘

店頭デリバティブ等（店頭デリバティブと仕組債）を対象とする取引は<sup>(13)</sup>、銀行や証券会社等の業者と顧客との間で締結される相対取引であり、取引対象である金融商品の構造が複雑で、ハイリスクを伴い、リスクの種類も多様である。店頭デリバティブ等をめぐる訴訟において適合性原則違反や説明義務違反の有無等が争われ、多くの裁判例が積み重ねられてきたが、最近になって金利スワップ取引における説明義務について最高裁判決が登場するに至っている。

以下では、まず、仕組債取引における説明義務（第2節）、適合性原則（第3節）、過失相殺（第4節）について検討し、続いて、最高裁判決が登場した金利スワップ取引における説明義務（第5節）、為替デリバティブ取引における説明義務（第6節）、店頭デリバティブ取引における適合性原則と過失相殺（第7節）、店頭デリバティブ等における錯誤無効（第8節）について考察する。

### 第2節 仕組債取引における説明義務

#### 一 仕組債の構造

仕組債とはデリバティブが組み込まれた債券の総称であり、株価や為替相場の動きに連動して償還の時期、償還方法、償還額等が確定される点に特徴がある。仕組債には、他社株転換条項付社債（EB）、株価連動債、為替連動債等の種類がある。また、仕組債を運用対象とした投資信託もある<sup>(14)</sup>。

(13) 店頭デリバティブ等の仕組みとリスクに関する総合的な分析として、清水俊彦「デリバティブ損失問題の深相（1）～（21）」NBL915号29頁以下～940号64頁以下。浅田隆＝上柳敏郎＝神作裕之＝福島良治＝森下哲朗＝和仁亮裕「座談会・デリバティブ取引に関する裁判例を考える（上）（中）（下）」金法1984号66頁以下、1985号44頁以下、1986号72頁以下。

(14) 仕組債等の構造とリスクならびに裁判例については、桜井＝上柳＝石戸谷・前掲注(1)396-449頁。村本①・前掲注(2)76頁以下。村本②・前掲注(2)240頁以下。桜井健夫「市場から見た仕組商品訴訟」東経大現代法学26号135頁以下（桜井①）。青木浩子「仕組債に関する裁判例の動向と考察」金法1984号92頁以下。

## 二 EBの構造と説明義務

### (1) EBの構造

EBは他社発行の株式（転換対象株式）の株価に連動して償還方法や償還額等が決定される仕組債である。一般の社債と比較して利子（クーポン）が高額に設定されているが（利率が固定されているタイプの他、相場の動きにリンクして利率を変動させるタイプ、ボーナスクーポンを上乗せするタイプ等もある）、利率の高さはリスクの高さを反映しており、リスクが高い債券ほど利率が高く設定されている。満期償還の方法は予め設定された転換株価（行使株価）との関係で特定の評価日（計算日、判定日）あるいは参照期間（観測期間）内における実際の株価（参照株価）について一定事由（参照株価が転換株価を下回る、参照株価が転換株価の一定割合を下回る、参照株価が転換株価を基準とする一定幅の範囲を超えて下落する等）が発生するか否かによって決定され、一定事由（ノックイン事由）が発生しなければ額面額の現金が支払われることにより元本が確保されるが、一定事由が発生した場合には下落した転換対象株式の交付によって償還される（複数銘柄の株式の中から評価日におけるパフォーマンスが最も低い銘柄が転換対象となるタイプもある）。転換対象株式で償還された場合、株価の下落分が顧客の損失となり、株価の下落幅が大きければ顧客は多大な損失を被るおそれがある（株式償還による元本毀損リスク）。その一方で、EB購入後に転換対象株式の株価がどれだけ上昇しても顧客が受ける利益は利子に限定され（株価上昇分の利益を得られない）、しかも、早期償還条項が付いている場合には、早期償還事由（各利払日における参照株価が転換株価を上回ること等）が発生すれば、満期前に償還されるので、顧客は高い利子を満期まで受領できない（期限前償還リスク）。さらに、EBは満期前に中途売却することができないので、顧客は損失を回避することができない（流動性リスク）。以上のように、EBでは顧客が受領する利益が限定されているのに対して、顧客が被る損失には制限が設けられていないことから、リスクとリターンが不均衡となっている。

### (2) EBにおける説明義務

EBに関する裁判例では、発行体の信用リスクについて説明することのほかに、①転換対象株式の交付で満期償還された場合の元本毀損リスク、②中途売却により損失を軽減又は回避することができないという流動性リスク、③高い利子はリスク

の高さを反映していること、④リスクとリターンが不均衡（非対称）であることが説明義務の対象に挙げられているが、この中のどの事項について説明すべきかに関しては裁判例によって判断が異なる。①②③④の全てを説明すべきとする裁判例<sup>(15)</sup>、①②③を説明すべきとする裁判例<sup>(16)</sup>、①②のみを説明すれば足りるとする裁判例<sup>(17)</sup>に分かれている。

経営破綻により信用リスクが顕在化したリーマン EB の事案では、金融商品の信用リスクが現実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業者が認識していたなど、特段の事情がない限り、業者は顧客に対して信用リスクが現実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の説明義務は負わないとされている<sup>(18)</sup>。

EB を購入した顧客が株式プットオプションの売主と同様の地位にあると解する裁判例が多く見られるが<sup>(19)</sup>、その一方で、EB がプットオプションの売主の立場と同じであるなど、償還条件の具体的内容を超えた評価にわたる内容を説明する義務までは負わないとした裁判例もある<sup>(20)</sup>。

また、福岡地判平成 25 年 11 月 8 日金法 1994 号 97 頁は、ノックイン事由の発生の可能性、金利水準の適切性の検証過程、他の商品と比べた利害得失を説明すべきとする顧客の主張に対して、金融商品の「原価」の開示を求めるに等しいとして、これらの点についての説明義務を否定した。さらに、東京地判平成 23 年 1 月 28 日金法 1925 号 117 頁（第二事件）は、業者が受領する実質手数料や利益についての説明義務を否定している。

---

(15) 大阪地判平成 16 年 5 月 28 日金判 1199 号 24 頁。

(16) 大阪地判平成 15 年 11 月 4 日判時 1844 号 97 頁（評釈、川島いづみ・金融商品取引法判例百選 54 頁。大武泰南・金判 1193 号 60 頁）。東京高判平成 19 年 5 月 30 日金判 1287 号 37 頁。大阪地判平成 24 年 3 月 23 日判時 2163 号 67 頁。

(17) 名古屋地判平成 17 年 8 月 10 日判時 1925 号 128 頁。東京地判平成 23 年 1 月 28 日金法 1925 号 117 頁（第二事件）。大阪地判平成 23 年 12 月 19 日金判 1385 号 26 頁。東京地判平成 25 年 11 月 18 日金判 1438 号 44 頁。

(18) 東京地判平成 23 年 1 月 28 日金法 1925 号 117 頁（第二事件）。なお、大阪地判平成 23 年 12 月 19 日金判 1385 号 26 頁は証券会社の担当者が最悪でも転換対象株式での償還を受けられる旨を強調した事案において信用リスクの説明が不十分であるとした。

(19) 大阪地判平成 15 年 11 月 4 日判時 1844 号 97 頁。大阪地判平成 16 年 5 月 28 日金判 1199 号 24 頁。名古屋地判平成 17 年 8 月 10 日判時 1925 号 128 頁。東京高判平成 19 年 5 月 30 日金判 1287 号 37 頁。大阪地判平成 23 年 12 月 19 日金判 1385 号 26 頁。

(20) 東京地判平成 23 年 1 月 28 日金法 1925 号 117 頁（第二事件）。

### 三 株価連動債の構造と説明義務

#### (1) 株価連動債の構造

株価連動債は特定の企業の株価、複数の企業の株価、取引所の株価指数（日経平均株価、東証マザーズ指数など）等に連動して償還方法や償還額等が決定される仕組債である。通常の社債と比較して利子が高率に設定されているが、利率の高さはリスクの高さを反映している。満期において元本が全額償還されるか否かは、予め定められた基準株価（ロックイン価格、タッチ水準）との関係で特定の評価日あるいは参照期間（観測期間）内における実際の株価や株価指数について一定事由（ロックイン事由。観測期間内に株価が一度でもロックイン価格を下回るなど）が生ずるか否かにより決定される。ロックイン事由が生じなければ額面金額が償還されるが、ロックイン事由が生じた場合には予め定められた計算式に基づき償還額が算定されるので、額面額を下回る元本割れの償還が行われ（ロックイン事由が生じても最終評価日の株価が当初株価を上回れば額面額での償還がなされるがその確率は低い）、顧客が多大な損失を被るおそれがある（元本毀損リスク）。また、株価の動きに合わせて利率が変動するタイプもあり、このタイプではクーポン判定株価を各利払日の株価を上回れば高率の利子を受領できるが、下回れば利率が極端に低くなる（利率変動リスク）。元利金の支払が外貨建の場合は為替リスクも生じる。さらに、株価連動債は市場性がないので基本的に満期前に中途売却することができず、顧客は損失を回避することができない（流動性リスク）。株価連動債では株価等がどれだけ上昇しても顧客が受ける利益は利子に限定されるが（株価等の上昇分の利益を得られない）、その一方で、顧客は株価の下落分の損失を無制限に負担する。しかも、早期償還条項が付されている場合には、早期償還事由（各利払日における株価が当初株価を上回ること等。当初株価に一定割合を上乗せしたトリガー価格が設定されることもある）が発生すれば、満期前に償還されるので、顧客は高い利子を満期まで受領できない（期限前償還リスク）。以上のように、株価連動債では顧客が受けるリスクとリターンが不均衡となっている。

以上が株価連動債の基本形態であるが、以下に示すように、構造の複雑さとリスクの高さが増大した特殊な株価連動債の事案もみられる。まず、ロックイン事由が発生すると損失が下落率の2倍以上になるような計算式を組み込んだ株価連動債が挙げられる。通常の株価連動債よりも利子が高めに設定されるとともにロック

イン価格が低めに設定されることから、顧客はこうした有利性に目を奪われがちになるが、ノックイン事由が発生すると損失が2倍以上に加速されて増大するのでかなりのハイリスクを伴う<sup>(21)</sup>。

また、10倍型株価連動債（ノックイン・エクイティリンク債（EKO債）と呼ばれている）も特殊な株価連動債である。一例を挙げると、想定元本を10億円として、10銘柄に1億円ずつ投資すると仮定し、10銘柄の中1銘柄でも株価がノックイン価格を下回るとノックイン事由が発生して損失の計算対象となり、最終評価日の株価が当初株価に回復していなければ損失が確定するという内容のものがある。10銘柄の株価を予測するという難しさに加え、複数の銘柄についてノックイン事由が発生すると償還額がゼロになるというハイリスクを伴う<sup>(22)</sup>。

## (2) 株価連動債における説明義務

信用リスク、価格変動リスク（元本毀損リスク）、流動性リスク、為替リスクなどの各種リスクを適切に説明すべきという点では異論は見られない<sup>(23)</sup>。リスクの低さを強調した説明は許されない<sup>(24)</sup>。また、大阪地判平成24年12月3日判時2186号55頁は、業者が顧客調査カードの作成ならびに高齢顧客の特認に関する社内手続（70歳以上の顧客に仕組債等を販売する場合に社内で審査した上で特別な認可が必要とされていた）を適切に行わなかったことから、顧客の知識、経験、理解力、投資意向などを正確に把握することなく、顧客の知識や理解力に応じたわかりやすい説明をしなかったことを理由に説明義務違反を認定している。

通常の株価連動債よりも構造が複雑でリスクが高い特殊な株価連動債についても裁判例においては厳格な説明義務が課されている。ノックイン事由が発生した場合に損失が下落率の2倍になる株価連動債の事案において、東京高判平成23年10月19日金法1942号114頁は、通常の株価連動債よりも損失が2倍に増大する

(21) 東京高判平成23年10月19日金法1942号114頁。大阪高判平成24年5月22日金判1412号24頁。

(22) 大阪地判平成22年3月26日金判1358号57頁。広島高判平成23年11月25日金判1399号32頁。京都地判平成25年3月28日判時2201号103頁。東京高判平成26年4月17日金法1999号166頁（原審は東京地判平成24年11月12日判時2188号75頁）。

(23) 東京地判平成23年5月25日判タ1395号217頁。東京高判平成23年10月19日金法1942号114頁。東京高判平成23年11月9日金法1939号106頁（評釈、齋藤雅弘・リマークス46号62頁。鈴木雄介・金判1390号2頁）。東京地判平成24年8月3日金法1993号93頁。

(24) 大阪地判平成22年3月26日金判1358号57頁。

というハイリスク性との関係で、利率が相当高水準に設定されるとともに、ロックイン価格が低水準に設定されていることから、顧客が高利の取得を安易に期待する一方でリスクを過小評価する危険性があるとして、顧客が受ける利益との比較においてリスクの内容を具体的かつ正確に顧客に認識させる説明をすべきとしている。また、大阪高判平成24年5月22日金判1412号24頁は、利払い条件、早期償還条件、ロックインによる満期償還額等の計算式が非常に難解であるとして、金融指標の推移の幅に応じた計算式への数値の当てはめをしてそれぞれの具体的数値を算出し、顧客が当面の相場と今後の予想との兼ね合いで投資判断をすることができるような具体的な説明を証券会社に義務付けた（中途売却の可否、価格、方法が明示されていない点も問題視された）。

10倍型株価連動債の事案に関して、京都地判平成25年3月28日判時2201号103頁は、参照対象株式が10銘柄であることにより10の株式の株価の推移を同時に見極めなければならず、リスクが個々の参照対象株式のボラティリティに大きく依存する点に特徴があるとして、個々の銘柄における過去の株価のボラティリティを説明するなど、元本が毀損するリスクの程度について顧客に誤解を生じさせないような説明をすべきとしている<sup>(25)</sup>。

注目すべきは東京地判平成24年11月12日判時2188号75頁である<sup>(26)</sup>。まず、10倍型株価連動債の本質について、複数の参照株式のプットオプションの売りポジションにより構成された債券であり、預託する債券元本は経済的実質において利子を得るための資金運用元本としての性質はほとんどなく、損失を負担する顧客の資力を予め担保することに主たる意義を見出すことができるにすぎず、また、顧客が受けるクーポンは経済的意味における利子（資金運用の対価）の性質はほとんどなく、オプション取引によって損失を負担するリスクを負うことによる対価の一部（そのようなオプション取引を実質的に仲介する証券会社や発行体の手数料相当額を差し引いたもの）に相当するとした。そして、オプション取引により顧客が負担するリスクは金融工学に基づき評価することが可能であり、実際に取引された本件株価連動債の2ヶ月前に販売された類似の株価連動債について理論価格は元

(25) なお、広島高判平成23年11月25日金判1399号32頁はロックイン等の条件設定に関する金融工学上の根拠ならびに損失発生メカニズムについては顧客のリスク判断に必要な事項とは認められないとしている。

(26) 評釈、角田美穂子・金法2001号63頁。

本の 76.82% と見積られるにすぎず、本件株価連動債においても債券の償還元本の期待値は相当低いと解した。そのうえで、オプションの売り取引という実態に合わせた説明義務を証券会社に課した。具体的には、オプション取引のリスクの特性と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方法を理解させたいと、オプション取引によって契約時に直ちにしかも確定的に引き受けなければならない将来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、ロ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等について、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を負うとした。さらに、オプション取引が賭博ではなく金融商品である所以は、単なる偶然に賭けるのではなく、その極めて大きなリスクが金融市場において適正に評価され取引がされるからであるとしている。加えて、証券会社や発行体が、実質的なオプション取引の仲介等を通じ、顧客にロックインオプションの売り取引による損失リスクを負担させる見返りないし対価としてオプションの買い手からどの程度の金額のオプション料相当の金員を受け取るのか、あるいは、その中から証券会社ないし発行体が手数料相当分としてどの程度の利益を得るのか等の見込についての説明がなかった点も問題とした。以上の理由により金販法上の説明義務違反に基づく損害賠償責任が認定された。

ところが、控訴審である東京高判平成 26 年 4 月 17 日金法 1999 号 166 頁は、原判決を変更し、本件株価連動債にはオプション取引の実態がないとして、オプション取引に関するリスクの説明を不要とした。また、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ること、分析結果が過去のデータに基づいていることから、分析手法や結果を顧客に理解させる必要もないとし、これらに関する説明義務を否定した。

#### 四 為替連動債の構造と説明義務

##### (1) 為替連動債の構造

為替連動債は通貨の為替相場に連動して償還方法、償還時期、利率等が決定される仕組債である。30 年満期などの長期債においても、高利率の利子の支払累積額が一定額に達すると早期償還され、短期間で高額の利子を受領することができる。

その一方で、早期償還事由が生じない場合には、満期において額面額で償還されることになるが、極めて長期間にわたり元本が利用できない状態となる（元本固定リスク）。また、途中で売却すると大幅な元本割れが生ずるリスクを伴い（元本毀損リスク、流動性リスク）、償還に際して為替リスクが発生する可能性がある。早期償還を期待すれば短期間で高利回りを得られる金融商品のようにみえるが、早期償還事由が発生せず、しかも、投資元本が高額の場合には、長期間にわたり多額の資金が塩漬け状態になるという甚大なリスクを伴い、その一方で、リターンは利子に限定されることから、リスクとリターンが不均衡といえる。

## （2）為替連動債における説明義務

リスクについては、資金を長期間拘束される可能性があり、中途売却した場合に大幅に元本を毀損し、かつ、償還時に為替リスクを伴うことの説明が求められている<sup>(27)</sup>。

経営破綻したリーマン為替連動債の信用リスクについては、発行体及び保証会社が近い将来相当程度の蓋然性をもって破綻することが見込まれる状況であることを認識していた等、特段の事情がない限り、販売業者が自ら信用リスクを評価する根拠となる事実およびその評価の結果について顧客に説明する義務を負うものではないとされている<sup>(28)</sup>。

なお、東京地判平成23年1月28日金法1925号105頁（第一事件）では、顧客が購入した為替連動債の時価が購入価額の半額以下であったことを理由にその点の説明をすべきであったと顧客が主張したのに対して、そもそも本件仕組債は市場性がないのであるから市場価格という意味での時価が存在するとは認められないとした。

## 五 仕組投資信託の構造と説明義務

### （1）仕組投資信託の構造

仕組投資信託（ノックイン型投資信託）は仕組債を主要な投資対象とする投資信託である。顧客は決算日に分配金を受領する（分配金は事前に目標金額や割合が確定しているタイプと株価等に連動するタイプがある）。観測期間内に株価等につい

(27) 大阪高判平成22年10月12日金法1914号68頁。福岡地判平成23年11月8日金法1951号137頁。東京地判平成24年11月27日判時2175号31頁（評釈、座談会「中」・前掲注(13)56-64頁）。

(28) 東京地判平成23年1月28日金法1925号105頁（第一事件）。

てロックイン事由（株価がタッチ水準以下になる等）が生じなければ満期時に投資元本が償還されるが、期間内に一度でもロックイン事由が発生すれば予め定められた計算式により満期償還額が決定されるので、元本割れが生ずる危険性があり（もっとも満期時にエンド価格がスタート価格を上回れば元本割れは生じないがその確率は低い）、株価等の下落率に応じて顧客は多額の損失を被る。また、早期償還条項が定められている場合には、判定日において早期償還事由（判定日の株価が当初株価を上回る等）が発生すれば満期前に元本全額と分配金が早期償還されるので、顧客は満期までの分配金を受領できない。中途解約（あるいは買戻）は条件付で許されているが解約すれば元本割れが生じる。顧客が受けるリターンの上限は分配金に限定されるが、その一方で、顧客は元本割れ等のハイリスクを負担するので、リスクとリターンが不均衡となっている。

## (2) 仕組投資信託における説明義務

元本毀損リスク（投資対象である仕組債の価格変動リスクが反映される）、受益証券の買戻に關係するリスク（買戻価格が発行価格を下回るリスク）、信用リスク、流動性リスク、収益性とリスクの關係、ロックインした場合の元本償還額の計算方法について説明した事案において説明義務違反が否定されている<sup>(29)</sup>。

仕組投信の裁判例では顧客が高齢者の事案が多い。それ故、顧客の属性に合わせて説明義務の程度が強化されている。大阪地判平成 22 年 8 月 26 日判時 2106 号 69 頁は<sup>(30)</sup>、預金ではなく投資信託であることやタッチ水準について一応の説明をしているが、顧客の属性（79 歳）からして特に慎重な説明が要求されるにもかかわらず、担当者の知識不足もあって、仕組投信の危険性を具体的に理解させるような説明がなされていない点を問題とした。東京地判平成 23 年 2 月 28 日判時 2116 号 84 頁は<sup>(31)</sup>、適性の低い顧客（81 歳）に対して日経平均株価が株価観測期間中にタッチ水準を下回る可能性が具体的にどの程度の確率で存在するのかについて説明すべきとした<sup>(32)</sup>。

(29) 広島高判平成 24 年 6 月 14 日金判 1398 号 32 頁。東京地判平成 24 年 8 月 3 日金法 1993 号 93 頁。

(30) 評釈、松尾直彦・ジュリ 1439 号 118 頁。鈴木雄介・金判 1355 号 2 頁。

(31) 評釈、三宅新・ジュリ 1449 号 116 頁。

(32) その他に、大阪地判平成 25 年 2 月 20 日判時 2195 号 78 頁。

### 第3節 仕組債取引における適合性原則

#### 一 適合性原則違反を認定した裁判例

仕組債事案における業者の行為について適合性原則違反を認定した裁判例は以下に示すように相当数に達している。

・顧客は証券取引の経験がない66歳の専業主婦で夫と死別。将来の生活に必要な資産である株式等（約2600万円）をすべて売却させてEBをはじめとするハイリスク商品に集中投資させた（大阪地判平成18年4月26日判時1947号122頁）。

・顧客は収益性よりも安全性を重視する投資方針であったが、父親の介護のために事実上の一任状態になったことを悪用して証券会社の担当者が顧客カードにおける投資方針の記述欄を「収益性を追求するためリスクの高い商品にも積極的に投資したい」に書き換えたとEBを購入させた（東京高判平成19年5月30日金判1287号37頁）。

・投資経験が乏しく積極的な投資意向もなかった顧客にハイリスクを伴う株価連動債を購入させた（大阪高判平成20年6月3日金判1300号45頁）<sup>(33)</sup>。

・顧客は79歳の専業主婦で夫と死別し一人暮らし。投資の経験と知識がほとんどなく慎重な投資傾向であったが、顧客が保有する満期になった定期預金、普通預金、個人年金を用いてリスクの高い仕組投資信託に集中投資させた。高齢者に対する販売を自主規制する社内の内部基準に反する点も問題とされた（大阪地判平成22年8月26日判時2106号69頁）。

・顧客は80歳の専業主婦で夫と死別。投資経験は元本保証のある金融商品のみ。顧客には積極的に利殖を図る意図がなかったにもかかわらず、唯一の金融資産である定期預金と貸付信託を解約させて仕組投信を購入させた（東京地判平成23年8月2日金法1951号162頁）<sup>(34)</sup>。

・統合失調症により十分な判断能力と理解能力を有していない顧客に株価連動債を購入させた（東京地判平成24年8月3日金法1993号93頁）。

・顧客は夫が69歳、妻が71歳。両者ともに中学卒業後に製造業に従事し、退職後は年金生活。投資経験や投資目的は比較的安全志向。このような顧客に10年

(33) 評釈、鳥谷部茂・消費者法判例百選136頁。松岡啓祐・金判1335号2頁。

(34) 評釈、座談会「下」・前掲注(13)72-77頁。

満期で利率も変動し外貨建てで元利金が支払われる株価連動債を購入させた。顧客の取引経験、経歴、職歴からみて、当該株価連動債について投資判断をする能力がなく、投資意向にも沿わないとされた（大阪地判平成 24 年 12 月 3 日判時 2186 号 55 頁）。

・顧客は 77 歳で一人暮らしの女性。夫と死別。製造関係の仕事に従事し退職後は年金生活。資産は預貯金で運用し、投資経験がなく、投資意向は安全性重視。仕組投信の特性やリスクを理解できる能力がなかった顧客に定期預金を解約させて保有金融資産の 7 割にあたる金額の仕組投信を購入させた（大阪地判平成 25 年 2 月 20 日判時 2195 号 78 頁）。

・顧客は 76 歳で一人暮らしの専業主婦。夫と死別。顧客はアルツハイマー型の痴呆により後見開始の審判を受け、その後、症状の改善により後見開始の審判が取り消されたが、それから 2 か月も経たないうちに顧客に EB ならびにハイリスクを伴う投資信託を購入させた（大阪高判平成 25 年 2 月 22 日判時 2197 号 29 頁）。

## 二 適合性原則違反を認定すべきであった裁判例

適合性原則違反を否定した裁判例の中には、以下に示すように、適合性原則違反を認定すべきであったと考えられる例がいくつかみられる。

・夫と死別した 71 歳の女性顧客に対して株価連動債を勧誘したが、顧客は本件取引の 2 年後にアルツハイマー型認知症と診断された。株価連動債のリスクは株式取引のリスクと類似しており、株式取引を継続的に行っていた顧客にとって株価連動債のリスクを理解することは著しく困難ではなかったとして適合性原則違反が否定された（東京地判平成 23 年 5 月 25 日判タ 1395 号 217 頁）。株価連動債を株式取引と類似するものと捉えること自体がすでに問題ありといえるが、それに加えて顧客の理解力を担当者が正確に把握していたのか疑問が残る。顧客の能力との関係で適合性原則違反を認定すべきであったと思われる。

・夫と離婚し子供とも死別した 59 歳の女性（保有資産は 2 億円であるが公的年金の受給資格なし）で老後の生活費のための運用を希望していた顧客が証券会社の勧誘により 8000 万円で 30 年満期の為替連動債を購入した事案において、証券会社が作成した仕組債の適正ガイドラインには勧誘対象顧客として、①販売金額は各顧客の金融資産の合計の原則 10% まで、②満期まで保有できること、③一般に高齢者・年金を主な収入とする投資家は不適合である旨が定められていたが、これは

単なる目安にすぎないとされ、適合性原則違反が否定された（福岡地判平成23年11月8日金法1951号137頁）。内部基準を単なる目安として捉えることがすでに問題であり、顧客の投資目的との関係で適合性原則違反の認定が可能であったと思われる。

・夫と死別した70歳の女性（4億円以上の遺産を相続し、賃料収入や役員報酬により月収が約76万円）に対して株価連動債を勧誘した事案において、一審判決が適合性原則違反を認定したにもかかわらず、控訴審は顧客が富裕層に属し、高額のリスク商品を購入した経験があるという理由で適合性原則違反を否定した（東京高判平成23年11月9日金法1939号106頁）。高裁判決では顧客が富裕層に属することが重視されているが、商品特性ならびに顧客の投資意向と投資経験を考慮した一審判決の方が妥当な結論であったと思われる。

・予備校経営者（90歳で取引前後に入退院を繰り返していた）とその妻（86歳で役員報酬を受けていたが経営には関与せず専ら家事に従事）が多額のEBを購入した事案。顧客がハイリスクハイリターン金融商品に積極的に投資する意向を有していたとまではいえないとしながら、膨大な総資産（夫は約150億円、妻は約10億円）の中でEBの購入額（夫が7億円、妻が1億円）が占める割合が低いこと、EBと株式取引のリスクは類似しているため株式取引のリスクについて理解できればEBのリスクも理解できることを理由に適合性原則違反が否定された（東京高判平成23年12月22日金法1967号126頁）。90歳と86歳という超高齢者がEBの構造やリスクについて理解ができるのか、投機を望んでいない顧客の意向を重視すべきではないのか、資産家であれば莫大な損害が生じても甘受すべきなのか等、疑問が尽きないが、予備校経営者である夫はともかく妻は実質的に専業主婦であり、少なくとも妻については適合性原則違反を認定する余地があったと思われる。

### 三 適合性原則違反と説明義務違反の関係

説明義務違反が重視され適合性原則違反の有無が適切に判断されていない裁判例<sup>(35)</sup>、ならびに、仕組債が顧客にとって不適合であるとの疑いを示しながら適合性原則違反を認定することなく説明義務を加重したうえで説明義務違反を認定した裁判例がみられるが<sup>(36)</sup>、適合性原則違反を認定すべき事案については適合性原

(35) 東京地判平成24年11月12日判時2188号75頁。

(36) 大阪地判平成16年5月28日金判1199号24頁。名古屋地判平成17年8月10日判時

則違反に基づき損害賠償責任を課すべきである。その一方で、適合性原則違反のみを認定して賠償責任を認めた裁判例は<sup>(37)</sup>、適合性原則違反を説明義務違反から独立した固有の違法性判断基準と捉えているといえる。

#### 第4節 仕組債取引における過失相殺

従来から投資取引関連の裁判実務では大幅な過失相殺をする裁判例が多くみられたが、仕組債事案も例外ではなく、6割以上の過失相殺を認めた裁判例も少なくない<sup>(38)</sup>。これに対して、過失相殺割合を2割以下とした裁判例は、いずれも適合性原則違反が認定された裁判例<sup>(39)</sup>、あるいは、適合性に疑いがあるとした裁判例<sup>(40)</sup>であり、適合性原則違反の認定が過失相殺の抑制に結び付いている傾向がみられる<sup>(41)</sup>。

#### 第5節 金利スワップ取引における説明義務

##### 一 金利スワップの構造

金利スワップ取引は想定元本を設定したうえで同一通貨において契約当事者の一方が固定金利支払債務を、他方が変動金利支払債務を相互に負担し（両当事者が相互に変動金利支払債務を負うタイプもある）、契約期間中における複数の支払日に債務額が大きい者がその差額を支払うという内容の契約である。業者側の負担が多額にならないように制限が設けられているタイプ、あるいは、業者のみに期限

---

1925号128頁。大阪地判平成22年3月26日金判1358号57頁。東京地判平成23年2月28日判時2116号84頁。大阪地判平成23年12月19日金判1385号26頁。

(37) 東京地判平成23年8月2日金法1951号162頁。東京地判平成24年8月3日金法1993号93頁。

(38) 大阪地判平成15年11月4日判時1844号97頁（6割）。名古屋地判平成17年8月10日判時1925号128頁（6割）。東京地判平成23年8月2日金法1951号162頁（8割）。東京高判平成23年10月19日金法1942号114頁（7割）。

(39) 大阪地判平成18年4月26日判時1947号122頁（2割）。大阪地判平成22年8月26日判時2106号69頁（2割）。東京地判平成24年8月3日金法1993号93頁（過失相殺なし）。大阪地判平成25年2月20日判時2195号78頁（過失相殺なし）。大阪高判平成25年2月22日判時2197号29頁（2割）。

(40) 大阪地判平成22年3月26日金判1358号57頁（2割）。

(41) なお、東京高判平成19年5月30日金判1287号37頁は説明義務違反のみを認定して7割の過失相殺をした原判決を取り消して、適合性原則違反も認定したうえで4割の過失相殺をするにとどめた。

前解約権が付されているタイプ等がある。顧客の中途解約は制限されており（中途解約を全期間にわたり禁止する例と一定期間のみ禁止する例がある）、中途解約が認められる場合、顧客は多額の清算金支払義務を負う。金利スワップは変動金利借入から生じる変動金利支払債務を実質的に固定金利支払債務に転換することにより金利変動リスクをヘッジする機能を果たしうる金融商品とされているが、銀行等の業者の主導で金利の設定がされることから、顧客の金利負担が業者の金利負担を恒常的に上回り、顧客に多額の金利負担が生ずる危険性がある。また、変動金利借入等のヘッジ対象となる取引がない顧客が金利スワップを締結する場合、金利スワップ取引は投機的な性質を帯びる。

金利スワップは、複雑な条件が付けられていない単純な構造のプレーンバニラ型と、複雑な条件が付けられたエキゾティク型に大別される。最も構造が複雑とされるものにスプレッドラダースワップがある。後述の最高裁判平成25年判決はプレーンバニラ型の事案であったが、ドイツのBGHスワップ判決ではCMSスプレッドラダースワップが問題となった（第2章第1節参照）。

## 二 最高裁判平成25年判決

### (1) 事案

パチンコ店等を経営する株式会社X（原告・控訴人・被上告人）は、平成15年にパチンコ店を全面改装するために主たる取引銀行である甲銀行から変動金利で10億円の融資を受けたが（甲銀行に対する借入金総額は約15億円）、平成15年12月30日にY銀行（被告・被控訴人・上告人）から短期プライムレート（銀行が信用力の高い一流企業に短期貸付をする際の優遇金利）に0.75%を加えた変動金利で1億5000万円の融資を受けた。Yの従業員Bは、Xが本件借入の他にも甲をはじめ複数の銀行に対して変動金利による多額の貸金債務を負っていることを知り、Xの代表取締役Aに対し、Xの変動金利借入金のうちの一部を対象とするいわゆるマクロヘッジとしてプレーンバニラ型の金利スワップ取引を勧めた。平成16年1月19日にBがAに交付した提案書には、条件例として、想定元本が3億円、XがYに支払う固定金利は年2.365%、YがXに支払う変動金利は3か月TIBOR（東京の銀行間市場における貸借金利の平均利率）、実質調達コスト＝短期プライムレート＋年2.365%－3か月TIBOR、短期プライムレートと3か月TIBORの差を年1.285%と仮定すると実質調達コストは年3.65%となる旨が記載されてい

た。また、契約締結後に短期プライムレートが上昇しても調達コストが実質的に一定となり金利上昇リスクをヘッジできるという金利スワップ取引のメリットの他、将来において変動金利が低下してもその利益を享受できず実質調達コストが割高になるという金利スワップ取引のデメリットも提案書に記されていた。さらに、提案書には原則として中途解約ができないこと、やむを得ない事情により中途解約がなされた場合にはYが定めた方式で算定した解約清算金を支払う必要がある旨の記載もあった。同月28日、BはAならびにXの顧問税理士に対して説明を行い、その際に、契約成立後すぐ取引を開始する「スポットスタート型」と契約成立の1年後に取引を開始する「先スタート型」を提案した。同年3月初め頃、Aは当面変動金利の上昇はないと予測して先スタート型を選択する旨をBに伝え、同月3日にBは1年先スタート型の提案書をAに交付して再度説明をした。最終的に、翌4日にXY間で先スタート型の金利スワップ契約（本件契約）が締結された。本件契約の内容は、想定元本が3億円、取引期間が平成17年3月8日から平成23年3月8日までの6年間、XがYに支払う金利は年2.445%の固定金利、YがXに支払う金利は年率が指標金利（3か月TIBOR）プラス0%の変動金利であり、固定金利と変動金利の差額を3か月毎に支払うこととされた。契約締結後、Xが支払う固定金利がYが支払う変動金利を上回る状態が続き、XがYに支払った5回分の金利の差額の合計は約883万円に達した。Xは損害賠償を請求したが一審（判タ1364号170頁）は請求を棄却。Xが控訴。

## (2) 原審判決

原審である福岡高判平成23年4月27日判タ1364号158頁は一審判決を変更し、請求を認容した（過失相殺4割）。原審は適合性原則違反を否定する一方で、下記の理由により説明義務違反を認定した<sup>(42)</sup>。

(ア)Yの従業員BからXのA社長等に対して複数回にわたり提案書を用いた説明がなされたが、本件契約はヘッジの対象をXの全借入金のうちの一部を対象とするマクロヘッジであることから、Xの実際の借入利率を条件として用いたシミュレーションは示されなかった。

(イ)X側はYからの説明に税理士を同席させ、説明を受けてから相当期間、社内

(42) 評釈、青木浩子・金法1944号72頁（青木①）。木村真生子・金融商品取引法判例百選60頁。二宮正一郎・金判1400号8頁。

で検討している。また、金利スワップ取引の基本的な構造や原理は単純であり、X側もその原理ないし構造自体について理解していたことは明らかである。

(ウ)しかしながら、銀行の対顧客市場における金利スワップ取引における金利水準等については、銀行利ざや等の性質上、顧客に極めて専門的な知識や経験がない限り、変動金利リスクヘッジとしての効果があるか否かについての判断は極めて困難である。

(エ)Yの説明では、解約手段が合意解約に限定され、場合によっては清算金の支払が必要となることが判るだけであった。金利スワップ契約は解約によって契約の相手方である銀行に生ずる損害を賠償すれば解約が認められるのが通常であり、Yの説明では、清算金（損害填補金）の具体的算定方法ないし概算額については全く推測もできず、顧客がいわば購入した金利スワップ契約を続行すべきか、清算金を支払っても解約の申入れをすべきか、その解約制限に基づくリスクを評価して、購入（契約締結）の可否を決定することの判断材料は与えられなかった。

(オ)先スタート型とスポットスタート型において金利が異なる理由やスタート時点の相違による利害等についての説明が全くなかったので、将来はともかく当面は変動金利の上昇はないため狭義の変動金利リスクが存在しないと考えていたXにとって、スポットスタート型を将来選択すべきなのか、先スタート型を現時点で選択すべきかの判断が客観的にはできなかった。

(カ)対顧客市場において銀行が設定する固定金利水準は、営業として金利スワップ取引を金融商品として販売するのであるから、原則的には、顧客からの利息回収の信用リスク及び銀行が引き受けることになる変動金利リスクならびに営利企業としての銀行の純粋な利益と販売コストが考慮された利率部分が銀行間のスワップレート金利に少なくとも加算された利率とされるものと解される（その固定利率によって銀行が約定期日毎に受け取る利息総額の経済的価値を以下「銀行取得価値」という）。他方、顧客の立場からすると、変動金利リスクヘッジを目的として契約を締結するのであるから、他のリスクヘッジのための手段（例えば、固定金利への借替等）に必要とされるコストやヘッジを必要とした個別の事情も含む諸事情と受け取る予定のTIBOR等を基準金利とする利息金の総計の経済的価値（以下「顧客取得価値」という）が、顧客が銀行に支払う総金額と経済的に見合うと考えられる固定金利の水準になると理解される。その双方の経済的価値が著しく異なる（実際

には、双方の金利水準に大きな差がある）ときは、スワップされる金利関係同士の経済的同価値関係（以下「金利スワップ契約における価値的均衡」という）を原則とする金利スワップ契約は、そのヘッジとしての機能を十分に果たせないことになる。Yはこの点についての説明をしていない。

(キ)銀行の一般顧客市場での金利スワップ取引の契約は、金融関係の取引所を通さず当事者間で直接の取引がされる相対取引により行われるため、その取引条件（想定元本額、取引期間、基準金利の種類、利率、利払時期等）については、当事者間の合意によって定められる。しかしながら、契約当事者の一方にのみ専門的な情報ないし知識等が存する場合は、特殊ないし専門的な内容の契約等（以下「専門的性質の契約等」という）においては、他方当事者は専門知識を有する当事者側から、その契約内容についての適切な説明を受けない限り、同契約を締結すべきか否か自体についてさえ、合理的に判断することはできないのが通常である。特に、その契約の主たる内容が知識を有する当事者からの一方的な提案である場合は、その契約の内容が社会経済上の観点において客観的に正当で、合理的判断下においても同旨の契約がなされたであろうと認められるものでない限り、それによって成立した契約は、社会経済的に不公正であるばかりでなく、法的にも不公正である。したがって、専門的性質の契約等においては、その知識を有する当事者には、しからざる他方当事者に対する契約に付随する義務として、個々の相手方当事者の事例に見合った当該契約の性質に副った相当な程度の法的な説明義務があるとされる。

(ク)本件金利スワップ契約も専門的性質の契約であることは明らかであるので、Yは、金利スワップ契約を金融商品としてその専門的知識がない、ないしは乏しい、Xに対する提案（勧誘ないし売り込み）をするについては、それ相応の説明義務を果たす必要があった。しかし、Yの説明においては、契約締結の是非の判断を左右する可能性のある、中途解約時における必要とされるかもしれない清算金につき、また、先スタート型とスポットスタート型の利害等につき、さらには契約締結の目的である狭義の変動金利リスクヘッジ機能の効果の判断に必須な、変動金利の基準金利がTIBORとされる場合の固定金利水準について、これがスワップ対象の金利同士の価値的均衡の観点からの妥当な範囲にあること等の説明がされなかったことからすると、同説明は、全体としては極めて不十分であったと言わざるを得ない。

(ケ)また、本件金利スワップ契約の固定金利は、契約締結当時に金融界で予想され

ていた金利水準の上昇に相応しない高利率であったばかりでなく、**X**の信用リスクに特段の事情も認められないのに、本件訴訟で**X**が例示した他の金利スワップ契約のそれよりもかなり高いもので、前記金利スワップ契約のスワップ対象の各金利同士の水準が価値的均衡を著しく欠くため、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でないものであった。したがって、本件金利スワップ契約は、**Y**に一方的に有利で、**X**に事実上一方的に不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において客観的に正当ないし合理性を有するものとはいえない。

(ロ)**Y**において、本件金利スワップ契約の締結に当たって、契約に付随する**X**に対する説明が必要にして十分行われたときは、**X**においては、目的とした変動金利リスクヘッジの可能性の不合理的な低さ等から、本件金利スワップ契約は締結しなかったことは明らかで、その説明義務違反は重大であるため、本件金利スワップ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り、また、その説明義務違反は、**Y**の不法行為を構成すると解さざるを得ない。

なお、福岡高裁は原審判決と同日に**Y**を被告とする類似事件について同内容の判決を下している（第二事件、判タ1364号176頁）。

### (3) 判旨

**Y**が上告したところ、最判平成25年3月7日判時2185号64頁（第一小法廷）は原審判決を破棄し、請求を棄却した一審判決を支持して、控訴を棄却した<sup>(43)</sup>。

(a)原審は以下のように判示した。「**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」。「**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」。しかしながら、原審の判断は是認す

(43) 評釈、青木浩子・NBL1005号30頁（青木②）。天谷知子・ジュリ1459号123頁。岡本雅弘・金法1977号71頁。加藤新太郎・金判1431号8頁。黒沼悦郎・民商149巻3号324頁。三枝健治・判評661号155頁。古田啓昌・民事判例Ⅶ2013年前期106頁。松浦聖子・法セ705号110頁。森下哲朗・判例セレクト2013[Ⅰ]116頁。山本宣之・重判解平成25年度87頁。吉岡伸一・リマークス48号50頁。拙稿・現代消費者法20号69頁。

ることができない。

(b)本件取引は、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。

(c)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り、基本的に説明義務を尽くしたものであるといえることができる。

(d)原審は、Yが上記の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。

(e)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、当面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択したのであるから、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害得失について説明すべき義務があったともいえない。

(f)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の水準が妥当な範囲にあるか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。

(g)そうすると、本件契約締結の際、Yが、Xに対し、上記の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とはできない。

(h)以上に説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。

なお、第二事件については、最高裁第三小法廷が本判決と同内容の判決を下している（最判平成25年3月26日判時2185号67頁）。

本判決に対する学説の評価については、第6章第3節において考察する。

### 三 その他の裁判例

金利スワップ事案におけるその他の裁判例として東京地判平成21年3月31日判時2060号102頁がある<sup>(44)</sup>。資産運用会社Xと証券会社Yとの間で以下の内容の金利スワップ契約が締結された。想定元本は5000万ドル。取引期間は10年間。XがYから受け取る金利は当初1年間で10.5%、残り9年間で10年物ドル・ドルスワップレートと2年物ドル・ドルスワップレートの差の4倍（ただし0%を下限とする）。XがYに支払う金利は各金利計算日の3か月物米ドルLIBOR。金利支払日は年4回。Yは各支払日の10営業日前にXに事前通知することにより無償で期限前解約ができる。

Yの内部審査機関において同機関が指定した分析表を交付して説明することを条件に取引が承認されたが、Yの担当者はXに本件分析表を交付せず、説明書とシミュレーション表を用いて説明したにとどまった。本件分析表は、時価評価損の最大数値をマイナス46.64%とし、そこで想定されたほとんどの場面において本件シミュレーション表の時価評価損の最大数値であるマイナス8.86%を超える時価評価損の数値を示すなど、本件シミュレーション表を用いた担当者の説明とは大きく異なる内容であり、Xの投資決定に重要な意味を持つものであった。それ故、本件分析表に基づく説明が行われなかったことを理由に説明義務違反が認定された<sup>(45)</sup>。

## 第6節 為替デリバティブ取引における説明義務

### 一 為替デリバティブ

金利スワップ以外の店頭デリバティブとして、為替デリバティブ取引（通貨オプション、通貨スワップ、フラット為替取引等）をめぐり、中小企業や学校法人等が被害を受ける事件が多発し、社会問題となっている。為替デリバティブの種類は多様であるが、基本的な仕組みとリスク構造には共通する部分が多い<sup>(46)</sup>。以下、通

(44) 評釈、吉井敦子・金融商品取引法判例百選56頁。

(45) プロ顧客に対する説明義務に関して、松尾直彦「金利スワップ取引の説明義務違反を認めた裁判例」金法1868号13頁。和仁亮裕「プロ投資家に対するデリバティブ商品の説明義務」金法1902号4-5頁。

(46) 為替デリバティブ取引をめぐる問題については、佐藤哲寛『為替デリバティブ取引のトリック』（PHP研究所、2011年）（佐藤①）、同『為替デリバティブ取引のトリック②』（PHP研究所、2013年）（佐藤②）。本杉明義『「為替デリバティブ」リスクを回避する方法』（PHP研究所、2011年）（本杉①）。

貨オプション、通貨スワップ、フラット為替取引の順に裁判例を考察する。

## 二 通貨オプションの構造と説明義務

### (1) 通貨オプションの構造

通貨オプションとは予め定められた特定の期日（権利行使期日）に一定のレート（権利行使価格）で通貨の購入や売却をすることができる権利を指す。通貨を購入する権利（コールオプション）の売りと買い、通貨を売却する権利（プットオプション）の売りと買いがある。オプションの売主は相手方がオプションを行使した場合に通貨を売却（コールオプション）または購入（プットオプション）する義務を負う。

裁判例に登場した通貨オプションは外貨のコールオプションの買いと外貨のプットオプションの売りの組み合わせである（通貨オプション複合取引）。コールオプションの買い取引において権利行使期日の為替レートが権利行使価格（ノックイン価格）よりも円安の場合には顧客はオプションを行使することにより利益（実際のレートと権利行使価格の差額）を取得し、逆に、権利行使期日の為替レートが権利行使価格よりも円高の場合には顧客はオプションを放棄することになるが顧客の損失はオプション料のみとなる。プットオプションの売り取引において権利行使期日の為替レートが権利行使価格よりも円安の場合には相手方はオプションを行使しないのでオプション料が顧客の利益となるが、逆に、権利行使期日の為替レートが権利行使価格よりも円高の場合には相手方がオプションを行使するので顧客は損失（権利行使価格と実際のレートの差額）を被る。二つのオプションの組み合わせによりオプション料は相殺されるのでコストはゼロとなる。基本契約の期間は5～10年であり、この期間内に個別契約が年数回繰り返し締結される。

実際の取引では契約期間中に為替レートが一定のレート（トリガー価格、ノックアウト価格）を超えて円安になると全てのオプションが消滅する旨の消滅条件がコールオプションの買い取引のみに付けられることにより顧客の利益が限定され、かつ、顧客のプットオプション売りの取引量をコールオプション買いの取引量の2倍以上（この倍率はレシオと呼ばれている）に設定することにより顧客の損失を増大させるタイプの契約が締結されることが多い。

プットオプションの売りにレシオがかけられることにより、顧客に支払われるオプション料が顧客が支払うオプション料の2倍以上となるため、取引開始時におい

て顧客は確実に一定額の利益を取得することができる。しかも、権利行使価格は取引開始時のレート（スポットレート）よりもかなり低く設定される場合が多いので、顧客にとって相当有利な取引のように見える。しかしながら、為替レートが顧客にとって不利な円高に展開し、権利行使価格よりも円高になる（ノックインする）と、顧客は下落率の2倍以上の損失を被ることになるので、実際のリスクはかなり高い。その一方で、コールオプションの買い取引にはトリガー価格が設定されているので（トリガー価格はスポットレートに近いレートで設定されることが多い）、為替レートが顧客にとって有利な円安に展開してもすぐにトリガー価格に到達（ノックアウト）してオプションが消滅し、顧客の受ける利益は限定的なものとなる。原則として中途解約が許されず、中途解約する場合には清算金を支払わなければならない（流動性リスク）。顧客の得るリターンが限定されているのに対して顧客が被るリスクが無制限になっているので、リスクとリターンが不均衡となっている。

なお、通貨オプション契約を締結すると同時に基本契約から生ずる一切の債務の履行を確保するために担保契約が締結された場合、顧客は高額な担保の提供を求められ、相場が顧客にとって不利な円高に展開すると追加担保の提供を強いられる<sup>(47)</sup>。

## (2) 通貨オプションにおける説明義務

裁判例をみると、通貨オプションのリスクについては、取引の構造に伴う特有のリスク（トリガー価格とレシオの存在）、為替リスク、信用リスク、流動性リスクの説明が要求されている。

為替リスクのヘッジ目的で締結された通貨オプション取引におけるヘッジ効果の説明について、東京地判平成25年11月28日金判1433号37頁は、取引が顧客の具体的なヘッジニーズに合致しているか否かは顧客自身が判断すべきであるとして、銀行の説明義務を否定している。

担保契約に関する説明義務について、東京高判平成24年7月19日金法1959号

---

(47) 通貨オプションの構造とリスクについては、佐藤<sup>①</sup>・前掲注(46)34-92頁。通貨オプションを対象とした近時の裁判例として、大阪地判平成23年10月12日判時2134号75頁。東京高判平成24年7月19日金法1959号116頁（原審は横浜地判平成23年11月8日金法1959号126頁）。東京地判平成25年2月22日金判1420号40頁（評釈、白井徹・金法1984号114頁。座談会「下」・前掲注(13)80-86頁）。東京地判平成25年11月28日金判1433号37頁。

116 頁は、担保金額は取引金額、契約期間、権利行使価格等の条件を元に将来の価格変動を想定して証券会社によって決定されることと、追加で担保を差し入れる必要があることを説明すれば足りるとした。これに対して、大阪地判平成 23 年 10 月 12 日判時 2134 号 75 頁は、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なく、為替相場の変動とその場合に必要となる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示すなどして、必要担保金額の計算方法の仕組みや追加担保に伴うリスクをできる限り具体的にわかりやすく説明すべきとする。

### 三 通貨スワップの構造と説明義務

#### (1) 通貨スワップの構造

通貨スワップは約定レートにより一定額の円と外貨の支払を交換する契約である。契約期間中に年数回設けられている支払日において顧客と業者が互いに円建金額と外貨建金額を支払うが、損益分岐点となる基準レートが予め定められ、各評価日の為替レートが基準レートよりも円安の場合には顧客が利益を得るが、基準レートよりも円高の場合には支払額が 2 倍以上になるように設定されているので顧客の損失が急激に増大する。また、円安方向にロックアウト価格（契約期間が長期にわたる場合にはロックアウト価格の変動が予定されている）を定めた自動終了条項（あるいは期限前解約条項）が設けられている場合には、ロックアウト価格よりも円安になれば契約が終了し（あるいは解約され）、それ以降の債権債務は消滅するので、顧客の利益は限定される。中途解約する場合、顧客は解約時の時価評価額により算定された清算金の支払義務を負う。円安になった場合の顧客の利益が限定される一方で、円高が進むと顧客が被る損失が倍増することになるので、顧客が受けるリスクとリターンが不均衡となっている。実質的に前述の通貨オプション取引と同様の仕組みといえる。

また、通貨スワップの派生型としてクーポンスワップと呼ばれる契約類型がある。これは、外貨建金額と円建金額の支払を交換するのではなく、両当事者の支払について想定元本を定め、たうえで金利の交換を行うものである。元本ではなく金利を交換するという点に違いがあるものの、基本的な構造は通貨スワップと同じである。契約期間中に年数回設けられている支払日において顧客と業者が互いに金利を支払うが、予め定められた基準レートよりも各判定日における実際の為替レートが円

安になれば顧客にとって有利な利率が適用され、円高になれば顧客にとって不利な利率が適用される。具体的には、基準レートを分岐点として円安になれば顧客が利益を受け、円高になれば顧客が損失を被るが、顧客の損失が利益の2倍以上になるように利率が設定されている。また、円安方向にロックアウト価格を設定したロックアウト条項が設けられている場合、ロックアウト価格よりも円安になれば契約は終了し、それ以降の債権債務は消滅するので、顧客の利益は限定される。クーポンスワップにおいても顧客が受けるリスクとリターンは不均衡となっている<sup>(48)</sup>。

## (2) 通貨スワップにおける説明義務

取引の構造や損益発生の仕組み（損益分岐点、ロックアウト事由等）、取引に伴う各リスク（円高時における損失の倍増、為替リスク、流動性リスク等）、担保契約が締結される場合は追加担保差入の必要性やその条件について説明することが必要とされる。また、大阪地判平成24年4月25日証券取引被害判例セレクト42巻273頁は、現実に顧客が被る可能性が想定される最大損失額についても説明義務を課した。

さらに、東京高判平成26年3月20日金判1448号24頁は<sup>(49)</sup>、時価評価額に関する説明義務を課した裁判例として注目し値する。契約期間が15年、銀行のドル支払額と顧客の円貨支払額について最初の3年は固定レートであるが、それ以降は94円よりも円高が進むと顧客の支払額が急激に増大する反比例方式の増額条件が付いた通貨スワップの事案において、高裁は基本的に一審（東京地判平成24年9月11日判時2170号62頁）の判決理由を踏襲して以下のように判示した<sup>(50)</sup>。顧客は銀行に対して時価評価額を基準として担保を預託する義務を負い、中途解約により清算が行われる場合に解約清算金は時価評価額を基準に決定されるが、本件取

(48) 通貨スワップの構造とリスクについては、清水「(11)」・前掲注(13)926号126頁以下、同「(14)」・前掲注(13)929号78頁以下、同「(15)」・前掲注(13)931号86頁以下。通貨スワップを対象とした近時の裁判例として、大阪地判平成24年4月25日証券取引被害判例セレクト42巻273頁。東京地判平成25年4月16日判時2186号46頁。東京高判平成26年3月20日金判1448号24頁（原審は東京地判平成24年9月11日判時2170号62頁）。

(49) 評釈、渡辺宏之・金判1448号2頁。原審である東京地判平成24年9月11日判時2170号62頁の評釈として、松尾直彦・ジュリ1461号106頁。座談会「中」・前掲注(13)44-56頁。

(50) 基本的な部分を踏襲しながらかなりの補正が加えられており、また、過失相殺割合が7割から6割に変更されている。

引の増額条件と契約期間の長さにより、本件取引の時価評価額は他の取引と比べて変化の程度が相当大きなものとなる。それ故、銀行は顧客に対して、①時価評価額の変動要因（実勢為替レートの変動、ボラティリティ、日米の金利差等）及び要因の変動の時価評価額への影響の程度や、②交換レートの反比例方式が他の取引要素（交換金額の増額、長期間の取引等）及び時価評価額の変動要素と相まって、時価評価額を大きく変動させることを具体的に説明する義務を負う。銀行は顧客に対し、担保の差入に関して、時価評価額が実勢為替レートの変動、ボラティリティ、日米の金利差の影響により変動する旨の説明をしていたが、それらの要素がどのような要因で変動して時価評価額に具体的にどのような影響をもたらすかなどについての具体的な説明を行わず、交換レートに反比例方式が組み込まれているために、他の取引要素及び時価評価額の変動要素と相まって、時価評価額が大きく変動することを説明しなかったことも十分推認できる。さらに、顧客に交付した提案書に記載されたシミュレーションの時価評価額と実際の時価評価額が大きく異なっており、リスクについて顧客に誤解を与えかねない内容になっていた。以上の理由により説明義務違反が認定された。また、本件取引は金利スワップ取引に関する最高裁判平成 25 年判決の事案とは取引内容やその難解度、想定される損失の程度等が大きく異なるものであるとし、同最判との事案の違いが強調されている。

#### 四 フラット為替取引の構造と説明義務

大阪地判平成 24 年 2 月 24 日判時 2169 号 44 頁はフラット為替取引と呼ばれる契約類型について判示した<sup>(51)</sup>。大学等を経営する学校法人 X と証券会社 Y との間で以下のような契約が締結された。予め合意した支払日に Y は X に対し金額 A（20 万豪ドルを合意した参照為替レートにより換算した円貨）を、X は Y に対し金額 B（20 万豪ドルを 1 ドル当たり 74 円で換算した円貨）を支払うものとする。参照為替レートが 74 円よりも円高になった場合には支払額が 3 倍になり、参照為替レートが 93 円よりも円安になった場合にはそれ以降参照レートが 74 円よりも円高の場合の支払はなされない（部分消滅条件）。1 豪ドル当たり 74 円を分水嶺として円高が進むほど X が差額として Y に支払う金額が増え、しかもレバレッジにより取引量が 3 倍になるため X の損失が極めて大きくなる。実質的に前述の通貨オプション取引や通貨スワップ取引と類似した契約内容となっている。

(51) 評釈、王子田誠・金判 1409 号 2 頁。座談会「下」・前掲注(13)77-80 頁。

これについて地裁は、証券会社が顧客に交付した書面には中途解約において顧客が支払うべき解約料について具体的算定方法や概算額が示されていないために、顧客が取引を継続すべきか解約料を払ってでも解約を申し入れるべきかを判断できないとして、説明義務違反を認定した。

## 第7節 店頭デリバティブ取引における適合性原則・過失相殺

店頭デリバティブ事案の裁判例において適合性原則違反が認定された例はない。たしかに、営利法人の顧客が行う店頭デリバティブ取引において、原則として、顧客の能力（理解力・判断力）や財産状態との関連で適合性原則違反が否定されることは不当とはいえないであろう。しかしながら、小規模の法人では代表者の属性によって能力の面で個人顧客と同様の適合性判断が求められることもありうる<sup>(52)</sup>。また、非営利法人の財産をハイリスクに晒してよいのかも疑問が残る<sup>(53)</sup>。さらに、顧客がヘッジ目的で店頭デリバティブ取引を締結したにもかかわらず、当該デリバティブがヘッジ効果を十分に果たし得ない構造であった場合<sup>(54)</sup>、あるいは、リスクヘッジの必要がない顧客にリスクヘッジ商品を販売した場合<sup>(55)</sup>等においても、適合性原則違反が認定される余地があると解される。

なお、店頭デリバティブ事案において損害賠償請求を認定した裁判例は一様に大幅な過失相殺を行っている<sup>(56)</sup>。

## 第8節 店頭デリバティブ等における錯誤無効

店頭デリバティブ等の事案において錯誤無効が認められた裁判例は、神戸地判平成11年6月9日証券取引被害判例セレクト41巻147頁（インパクトローンに豪ドルオプションを組み合わせた金融商品）と大阪高判平成22年10月12日金法1914号68頁（為替連動債）の2件のみである。後者は、代金が未払いであったこ

---

(52) 大阪地判平成24年4月25日証券取引被害判例セレクト42巻273頁。

(53) 学校法人が顧客である大阪地判平成24年2月24日判時2169号44頁。

(54) 東京高判平成26年3月20日金判1448号24頁（原審は東京地判平成24年9月11日判時2170号62頁）。

(55) 大阪地判平成24年2月24日判時2169号44頁。東京地判平成25年11月28日金判1433号37頁。

(56) 東京地判平成21年3月31日判時2060号102頁（3分の2）。大阪地判平成23年10月12日判時2134号75頁（7割）。大阪地判平成24年2月24日判時2169号44頁（8割）。

とから、契約を無効とすることにより解決を図ることが適切な事案であったという点に注意を要する<sup>(57)</sup>。

## 第6章 店頭デリバティブ等に関するわが国の学説

### 第1節 学説における主たる争点

店頭デリバティブ等をめぐる諸問題のうち、本章では特に重要と思われる五つの論点に絞って学説を検討することにした。第一に金融庁監督指針の私法上の位置付け、第二に金利スワップに関する最高裁平成 25 年判決に対する評価、第三として隠れたオプション売り、第四として適合性原則違反、そして最後に契約締結時におけるマイナスの時価評価額の説明義務である。以下、順に考察する。

### 第2節 金融庁監督指針の私法上の位置付け

第4章第3節で触れたように、金融庁の監督指針では、平成 22 年 4 月 16 日の改正により、店頭デリバティブ等において最悪のシナリオを想定した想定最大損失額、中途解約の場合の解約清算金の内容（最悪シナリオを想定した試算額）、取引がヘッジ目的の場合にはヘッジ手段としての有効性等について顧客が理解できるように説明することが業者に要求されている。

監督指針自体に私法上の義務が定められているわけではないが、信義則上の説明義務の内容を確定する際に監督指針を参考にすることができるかと一般に解されている<sup>(58)</sup>。

監督指針改正前の事案への遡及効については、あくまで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、事後ルールの遡及的適用による不意打ちにならないように改正前の事案に対して監督指針を参照すべきではないとする見解がある一方で<sup>(59)</sup>、監督指針は従来の裁判例で示されてきた適合性原則や説明義務につ

(57) 評釈、拙稿・金融商品取引法判例百選 58 頁。村本武志「顧客限定合理性の下での適合性原則・説明義務と錯誤の役割と要件」新世代法政策学研究 13 号 309-316 頁。

(58) 森下哲朗「デリバティブ商品の販売に関する法規制の在り方」金法 1951 号 12-13 頁。青木②・前掲注(43)36 頁。村本②・前掲注(2)279 頁。

(59) 松尾直彦「店頭デリバティブ取引に係る時価評価主張への疑問」金法 1976 号 20 頁（松

いての考え方を金融監督という視点から整理したという側面を有することから改正前に締結されたデリバティブについても本指針に従う必要があるとする説<sup>(60)</sup>、あるいは、監督指針は義務を創設したわけではなく確認しただけであるとして監督指針を趣法的に考慮してもよいとする説<sup>(61)</sup>等が唱えられている。

### 第3節 最高裁平成25年判決に対する評価

#### (1) 原審判決に対する評価

金利スワップ事案に関する最高裁平成25年判決の原審は、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を怠ったとして銀行の説明義務違反に基づく損害賠償責任を認めたが、さらに、④顧客が支払う固定金利の利率が高すぎるために変動金利との間の価値的均衡が著しく欠如しておりリスクヘッジ効果を期待できない不合理な契約内容であったことを③の説明義務が生ずる理由に挙げ、加えて、⑤銀行が必要にして十分な説明をしていたならば顧客が本件金利スワップ契約を締結しなかったことは明らかであり、説明義務違反は重大であるため、本件契約は契約締結に際しての信義則に違反し無効になると判示した。

④は契約内容の不当性を指摘するものであるが、この点は、本件金利スワップ契約における固定金利の利率が高くないと考える見解<sup>(62)</sup>、あるいは、契約自由への過度の介入と考える見解<sup>(63)</sup>から批判がなされている。また、⑤の「信義則違反による契約無効」は従来の判例にみられない理論構成であり疑問や批判が提起されている<sup>(64)</sup>。

説明義務違反が認定された点に関しては、これを批判する見解がある一方で<sup>(65)</sup>、

---

尾①)。座談会「上」・前掲注(13)85頁(和仁発言)。

(60) 森下・前掲注(58)12-13頁。

(61) 座談会「上」・前掲注(13)85頁(上柳発言)。

(62) 福島良治「店頭デリバティブ取引を取り巻く近時の変化と法務的論点」金法1961号62-63頁。

(63) 潮見・前掲注(12)14頁。松尾直彦「店頭デリバティブ取引等の投資勧誘の在り方」金法1939号75頁(松尾②)。

(64) 青木①・前掲注(42)78頁。木村・前掲注(42)61頁。座談会「上」・前掲注(13)70-71頁(神作発言)。

(65) 二宮・前掲注(42)11-12頁。座談会「(上)」・前掲注(13)70頁(浅田発言)。

銀行は恒常的に顧客のリスク管理を行うアフターケア義務を当然には負わないのでその見返りとして契約締結前に厳格な説明義務を負うとする考え<sup>(66)</sup>、銀行がスワップ契約の想定元本とした3億円が顧客の負債額と対応しておらず（当該銀行からの借入額との関係ではオーバーヘッジであり、他行からの借入分も合わせた借入総額との関係では過少である）、それ故、顧客が正確に本件スワップ契約のヘッジ機能を評価することは困難であり、この点の説明が必要であったとする考え<sup>(67)</sup>など、説明義務違反の認定に理解を示す見解もみられる。

## (2) 最高裁判決に対する評価

原審判決が銀行に説明義務を課した①②③の事項のいずれについても最高裁は説明義務を否定した。構造が単純なプレーンバニラ型の金利スワップ事案であることから本判決の見解は一般に支持されているが<sup>(68)</sup>、本判決に対する学説の主たる関心は、改正された金融庁監督指針の下で最高裁の見解が今後どこまで維持されるのか、本判決の射程が如何なる事案にまで及ぶのかという点に向けられている。

まず、監督指針との関係では、最高裁は解約清算金の算定方法についての説明義務を否定したが、現在では監督指針において解約清算金の試算額等を示すことが求められているので、今後は類似事案においてこの点の説明が必要になると解する見解が多くみられる<sup>(69)</sup>。その一方で、監督指針が定める広範な説明義務の対象を複雑な構造のデリバティブ事案に限定して単純な構造のプレーンバニラ型スワップは監督指針の影響を受けないとする考えもある<sup>(70)</sup>。なお、高額な解約清算金を課すこと自体の問題を正面から検討すべきとする見解も主張されている<sup>(71)</sup>。

本判決の射程については、本判決の事案と同様、法人顧客に対するプレーンバニラ型の単純な金利スワップ事案に限定されるとする説<sup>(72)</sup>、プレーンバニラ型の金

(66) 木村・前掲注(42)61頁。

(67) 青木①・前掲注(42)81-83頁。

(68) 吉川純「最近の裁判例からみる適合性原則と説明義務」商事2002号33頁。天谷・前掲注(43)125-126頁。山本・前掲注(43)88頁。黒沼・前掲注(43)329-330頁。

(69) 桜井健夫「仕組商品被害救済の実務」現代消費者法18号91頁（桜井②）。青木②・前掲注(43)39-40頁。加藤・前掲注(43)13頁。福島・前掲注(62)58-60頁。

(70) 三枝・前掲注(43)158頁。

(71) 志谷匡史「デリバティブ取引に係る投資勧誘の適法性」商事1971号11頁。本杉明義「金融ADRの現状と今後の課題」金法1951号27頁（本杉②）。森下・前掲注(58)9頁。

(72) 森下・前掲注(43)16頁。黒沼・前掲注(43)330頁。三枝・前掲注(43)158-159頁。

利スワップであっても事実関係が異なれば本判決の射程が及ばないとする説<sup>(73)</sup>など、射程を狭く捉える見解がある一方で、他の店頭デリバティブ事案にも射程が及ぶ可能性を指摘する見解もある<sup>(74)</sup>。

#### 第4節 隠れたオプション売り

仕組商品（EB、株価連動債、為替連動債、仕組投信等）ならびに店頭デリバティブ（金利スワップ、通貨オプション、通貨スワップ、フラット為替取引等）の種類は多岐に亘るが、表面上はオプション取引とは無関係のようにみえる店頭デリバティブにおいても密かにオプション売りが組み込まれている。仕組債も同様であり、顧客が取得する高額の利子がオプション料に相当し、顧客による仕組債購入代金の支払はオプションが行使された場合に発生する顧客の債務の履行を確保するための担保の提供と捉えることができるので、オプション売りが組み込まれているといえる。このような実態は清水俊彦が連載「デリバティブ損失問題の深相」において明らかにしている<sup>(75)</sup>。

オプション売り取引の危険性については最高裁判平成17年判決においても指摘されているが、清水は以下のように述べる<sup>(76)</sup>。オプション売りは基本的には保険の引受のようなものであるから、利益を得て終わる確率が高いがその金額は相対的に小さなものに止まり、損失を被る確率は低いが現実化すればその金額は大きなものになる。最初のうちは成功する確率が圧倒的に高く、回数を重ねる毎に失敗する可能性が高まり、ひとたび失敗すれば大きな損失を被ってそれまでの利益が全て飛んでそれを超えた損失を被る危険性がある。オプション売り取引を恒常的な投資活動として行い成果を上げるのは至難の業であり、小さな利益を積み上げていきつつ、時々生じる大きな損失をその範囲内に抑えていくノウハウが必要となるが、これは保険会社、銀行、証券会社が有する特殊なノウハウであり、自らオプション・プレミアムを算出できない会社、換言すれば、時間的価値を適正に評価することができ

---

(73) 本杉明義「デリバティブ紛争をめぐる各国の実務と理論の最新動向」NBL1004号40頁（本杉③）。天谷・前掲注(43)126頁。青木②・前掲注(43)33頁。

(74) 加藤・前掲注(43)13頁。吉岡・前掲注(43)53頁。岡本・前掲注(43)74頁。山本・前掲注(43)88頁。

(75) 前掲注(13)参照。

(76) 清水「(6)」・前掲注(13)921号92-94頁。

ない会社には無理である。本業を持つ会社は投機的な投資活動を余裕資金の範囲内で行うべきであるが、スワップは当初の資金拠出が不要となるから、その状態で将来現実化した大きな資金拠出を必要とするリスクを負担するので、証拠金取引以上に取引規模の調節が必要となる。オプション売りはリターンをはるかに超える損失を被るリスクを負う取引であるから、利益の獲得を焦って取引を重ねると、損失が巨額になるおそれがある。オプション売り取引は余裕資金の枠を超えて損失が発生するおそれがあるので、常に取引の時価評価額を把握しておかなければならない。

また、清水は東京地判平成 21 年 3 月 31 日で問題となった複雑な構造の金利スワップ取引について、実質的に顧客のオプション売りとなっているとして以下のように述べる<sup>(77)</sup>。通常の投資商品は「ハイリスク・ハイリターン」「ローリスク・ローリターン」というリターンとリスクが対称的なものとイメージされ、セットで認識されている。しかし、オプション売り取引はリターンとリスクが非対称であり、ローリターンである代わりに確度が高く、その一方で、ハイリスクを伴う。このような損益の非対称は他の投資商品にはみられない。そのため、通常の投資商品を起点とする類推的な理解が難しく、直感ではなかなかリスクの所在や大きさをイメージしにくいいため投資家に混乱を生じさせる。東京地裁平成 21 年判決の事案では、オプション売りとしての基本的な仕組や構造が説明されておらず、リターンと比較してリスクが大きいことの説明もされていない。時間的価値を含む時価評価は業者しか行うことができず、顧客は時価評価を検証することすら不可能である。

次に、佐藤哲寛は為替デリバティブにおいてオプション売りが組み込まれていることに伴う危険性について以下のように指摘する<sup>(78)</sup>。為替デリバティブにおいて外貨コールオプションの買い取引は円安のリスクヘッジ効果を果たすが、外貨プットオプションの売り取引はリスクヘッジ効果を果たさない。たしかに、為替の変動という不確実性を回避するという点で金融界での「リスク」ヘッジはできているが、それによって被る損失が莫大であり、一般的なリスクヘッジにはなっていない。プットオプションの売り取引はオプション料の受領と引き換えにリスクテイクすることを内容とする契約でありオプションの売主は保険会社と同じ地位に立つ。リスクマネジメントがしっかりできる保険会社のような者でなければオプ

(77) 清水「(9)」・前掲注(13)924号 88-93頁。

(78) 佐藤①・前掲注(46)58-92頁。

ションの売主になるには不適格である。

さらに、桜井健夫はオプション売りが組み込まれている仕組商品が社債の外形を有していても実質は店頭デリバティブ取引と同じであることを明らかにするとともに、仕組商品が他のデリバティブよりもリスクが高くなること、さらに、リスクの大きさに気付きにくいという特性があることも指摘している<sup>(79)</sup>。

以上のように、店頭デリバティブ等においてオプション売りが組み込まれているという実態が明らかにされたことにより、上記の論者以外にも、この点を考慮に入れて説明義務や適合性原則の問題を考えるべきとする見解が有力に主張されている<sup>(80)</sup>。

## 第5節 適合性原則

仕組債事案では相当数の裁判例において適合性原則違反が認定されているが<sup>(81)</sup>、店頭デリバティブ事案において裁判実務は適合性原則違反の認定に消極的である。学説をみると、主に為替デリバティブについて、長期契約あるいは顧客に不利な条件の付いた契約等におけるリスクヘッジ機能に対する疑念、リスクヘッジの必要がない顧客への勧誘、投資商品としての適格性の欠如などを理由に、適合性原則違反を認定すべきとする見解が主張されている<sup>(82)</sup>。

また、財務耐久性の面で法人顧客の場合でも適合性原則違反が認定される可能性があることも指摘されている<sup>(83)</sup>。さらに、説明義務や適合性原則による救済にも限度があるとして、顧客にとって著しく不利な内容の店頭デリバティブ等については合理的根拠適合性等により販売それ自体を規制すべきとする見解もある<sup>(84)</sup>。

(79) 桜井①・前掲注(14)137-154頁、180-186頁。桜井=上柳=石戸谷・前掲注(1)438-443頁。

(80) 志谷匡史「投資者保護の現代的課題」商事1912号9-10頁。齋藤・前掲注(23)64頁。角田・前掲注(26)66頁。

(81) 否定裁判例に対する批判として、桜井②・前掲注(69)85-87頁。大武・前掲注(16)63頁。齋藤・前掲注(23)64-65頁。

(82) 清水俊彦「深刻化する為替デリバティブ問題と紛争解決の現状」金融財政事情2011年10月17日号23-25頁。森下・前掲注(58)19-20頁。本杉②・前掲注(71)26-27頁。本杉③・前掲注(73)42頁。仕組商品に関しては、村本①・前掲注(2)108頁以下。村本②・前掲注(2)279頁以下。

(83) 座談会「中」・前掲注(13)47-49頁（上柳、神作、森下各発言）。

(84) 森下・前掲注(58)17-19頁。志谷・前掲注(71)10-12頁。桜井②・前掲注(69)82-85頁。本杉②・前掲注(71)26-27頁。村本②・前掲注(2)305頁。なお、村本は瑕疵担保責任の

その一方で、最高裁平成 17 年判決が提示した「明白性・重大性要件」を合理的なものとして捉え、適合性原則により処理すべき問題の範囲を限定し、説明義務違反の有無によって紛争の解決を図ることを重視する見解も主張されている<sup>(85)</sup>。

## 第 6 節 契約締結時におけるマイナスの時価評価額の説明義務

### 一 時価評価額の説明義務

2011 年にドイツの BGH スワップ判決（第 2 章第 1 節）が顧客にとってネガティブな契約締結時の市場価格について銀行に説明義務を課したが<sup>(86)</sup>、わが国の学説においても、店頭デリバティブの契約締結時におけるマイナスの時価評価額の説明義務について議論がなされている<sup>(87)</sup>。ドイツにおいては銀行が店頭デリバティブ等に組み込んだ自身の利ざやについて説明義務を負うのかという問題に関連させて契約締結時のネガティブな市場価格についての説明義務が論じられているが、わが国でも店頭デリバティブに組み込まれた銀行等の業者の利ざや、あるいは、「隠れた手数料（コスト）」についての説明義務の問題と絡めて契約締結時におけるマイナスの時価評価額の説明義務が議論されている。

デリバティブ取引における時価評価額は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て評価時点での現在価値に割り引くことによって求められ、期待値の計算にはブラック・ショールズ方程式やモンテカルロシミュレーション等が用いられる<sup>(88)</sup>。清水俊彦によると、デリバティブ取引では、通常、技術的に時価評価額の測定が随時可能である上に、①契約当事者の財務的な健全性のチェック、②契約途中終了の場合の清算、③顧客の契約履行を確保するための業者による担保取得など各種の観点から実際に随時の測定が必要となるので、時価評価は比較的頻繁になされている。契約当初の価格形成ないし契約途中の時価評価の中には、機械的に計算ができ、どの業者によってもそれほど結果の変わらない部分もあるが、業者

---

可能性も指摘する。村本②・前掲注(2)286頁以下。

(85) 和仁亮裕「デリバティブ取引と紛争解決」金法 1951 号 32-36 頁。

(86) 山下友信「事業者に対する複雑なデリバティブ取引の勧誘と金融商品取引業者等の責任」石川正先生古稀記念『経済社会と法の役割』913 頁以下（商事法務、2013 年）。角田・前掲注(2)233-240 頁。

(87) 清水俊彦「デリバティブ紛争と 2 つの最上級審判決」銀法 760 号 1 頁。本杉③・前掲注(73)37-38 頁。桜井②・前掲注(69)90 頁。

(88) 古田・前掲注(43)108 頁。

によって計算方法ならびに結果が異なり、その過程が示されないために顧客からはブラックボックス的にみえる部分もある<sup>(89)</sup>。

以下において、契約締結時におけるマイナスの時価評価額の説明義務について否定説と肯定説を考察する。

## 二 説明義務否定説

契約締結時におけるマイナスの時価評価額の説明義務を否定する代表的見解として、松尾直彦と福島良治の説を挙げる<sup>(90)</sup>。

松尾説。業者が顧客に対してデリバティブ取引等の本質的要素である「株価、為替相場や金利水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」ことについて説明をして、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こそが重要である。そもそも、実勢為替レート、ボラティリティ、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。私的自治の原則の下では、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べきではない<sup>(91)</sup>。

福島説。金販法3条に規定された説明事項から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。複雑な仕組みの金融商品であっても投資にあたっては、株式など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。金販法が説明を求める重要事項よりも詳細なプライシング内容を民法の信義則等でさらに必要とするのは難しい。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払金利等のキャッシュフロー自体は手数料ではなく、そこに織り込まれているであろう金商業者等の手数料、すなわち純粋な利益相当額を算出するためには、金商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、それは困難である。店頭デリバティブ取引等のリスクとは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いい、このリスクとこれに関する仕組みのうちの重要な部分とを説

(89) 清水「(5)」・前掲注(13)919号89-90頁。

(90) その他の否定説として、座談会「(上)」・前掲注(13)70、75-77頁（浅田、神作各発言）。

座談会「中」・前掲注(13)49-52頁（浅田、和仁各発言）。

(91) 松尾①・前掲注(59)24-25頁。松尾②・前掲注(63)76-78頁。

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シ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。また、金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。金商法 37 条の 3 第 1 項 4 号及び金業者等府令 81 条において手数料等を記載した書面の交付が金業者等に義務付けられているが、81 条 1 項但書によると手数料等を記載できない場合はその旨及びその理由の記載で足りるとされており、店頭デリバティブ取引の実務ではそのような扱いをしていることがほとんどのようである。また、金融庁の監督指針には店頭デリバティブ取引の手数料に関する具体的な記述が現時点では見当たらない<sup>(92)</sup>。

### 三 説明義務肯定説

契約締結時におけるマイナスの時価評価額の説明義務を肯定する代表的見解として、佐藤哲寛、桜井健治、本杉明義の説を挙げる<sup>(93)</sup>。

佐藤説。賭博とは異なり、デリバティブ取引が合理的、経済的な取引とされるのは時価が算定されるからである。顧客は契約時においてすでに評価損（含み損）を抱えている。契約時の時価評価額のマイナスが大きいほどデリバティブ取引によって利益を得る期待値は低くなり、リスクヘッジ効果が期待できなくなる。デリバティブ取引の時価評価は契約条件から期待される経済効果を合理的に見積もった結果を表している。デリバティブ取引は契約条件の設定如何によってキャッシュフロー発生条件やタイミングを自由に設計することが可能であり、しかも、契約条件の有利不利、リターンとリスクの予測などは、デリバティブ取引の契約書を見ただけでは容易に判断がつかない。それ故、時価評価は重要な意義を有する。デリバティブ取引の時価評価はキャッシュフローのやりとりを行う様々な取引を共通の尺度で評価し、そのリスクとリターンに関する情報を提供する。時価評価の情報がなければ、リスクとリターンを適切に判断できず、投資判断に賭博の要素が入り込む。会計と税制においてすでに時価主義が採用されている。金商法 37 条の 3 に

(92) 福島良治「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」金法 1978 号 71-74 頁。

(93) その他の肯定説として、渡辺・前掲注(49)3-6 頁。

は、手数料、報酬その他の、顧客が支払うべき対価に関する事項を、契約前にあらかじめ書面に記載して顧客に交付しなければならないと記されているが、契約時点で銀行には時価評価益が生じており、顧客には同額の時価評価損が生じている。それ故、顧客に生じた評価損は顧客にとっては「支払うべき対価」に当たり、契約締結前に書面に記載して顧客に交付しなければならない<sup>(94)</sup>。

桜井説。金融商品はトータルで支出額より多い価値を得ることを目指す商品であるが、仕組商品のようにコストが隠れている金融商品の場合は組成時の時価または隠れたコスト（取引価格と時価の差額）のいずれかが明らかにならないとスタート位置がわからない。契約するか否かの判断をするに際しては、当該金融商品の契約時の時価を知ることが必要である。コストが大きいとリターンが少なくなるという関係にあるが、リターンに重要な影響を与える「隠れたコスト」が大きいにもかかわらずその存在や大きさに気づきにくいという商品特性があることから、仕組商品への投資にあたっては隠れたコストに関する情報を得ることが不可欠である。隠れたコストに関する情報の開示につき、自動車について仕入価格や原価の説明がされていなくても問題がないことやその説明義務がないことと対比して否定する議論があるが、そもそも自動車販売に際しては、仕入価格どころが、購入後の価値増減のリスクや転売可能性についても説明義務はないので、無意味な対比である。実質をみても、自動車は安全に走ることが効用であるのに対し、仕組商品はその価値そのものが効用なので、取得時の価値（＝価格－隠れたコスト）に関する情報が重要である<sup>(95)</sup>。

本杉説。デリバティブ取引の時価の算出は金融工学の高度な専門知識がなければできないが、金融のプロである金融機関は時価評価に必要な情報をリアルタイムで入手でき、一般に売買されているデリバティブ取引であればマーケット価格もついている。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上乗せすることは一般的に行われている。しかし、一般顧客はどの程度コストや利ざやを上乗せされているかを知らない。契約時点でのマイナス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が一般顧客は知らない。店頭デリバティブ等において、対象となる指標

(94) 佐藤②・前掲注(46)17-36頁。

(95) 桜井①・前掲注(14)174-180頁。桜井②・前掲注(69)87-93頁。

は将来の不確実な予想でしかなく、要するに賭けを行っているが、賭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、その賭けはアンフェアである。契約時にマイナスの時価評価であれば、その旨を示したうえで販売すべきである<sup>(96)</sup>。

## 第7章 日独法の比較と私見

### 第1節 日独法の比較

#### 一 説明義務の範囲

ドイツのBGHスワップ判決は構造が複雑なCMSスプレッドラダースワップ事案において銀行に広範な説明義務（助言義務）を課した。これに対して、わが国の最高裁平成25年判決は構造が単純なプレーンバニラ型の金利スワップ事案において説明義務の範囲を狭く捉えたが、同最判の射程をめぐり議論がなされており、それ以外の店頭デリバティブ等に関しては説明義務の範囲をめぐり確立した判例法理が形成されるまでには至っていない。もっとも、金融庁の監督指針等では店頭デリバティブ等において広範な説明が業者に要求されている。

#### 二 説明義務の程度

BGHスワップ判決はCMSスプレッドラダースワップ契約における説明義務（助言義務）の程度について、顧客を銀行と同じ知識状態にすることを要求している。わが国では複雑な構造の店頭デリバティブ等について最高裁の見解が示されていないこともあり、説明義務の程度に関して判例法理が確立していない。

#### 三 ネガティブな市場価格と利ざやの説明義務

ドイツのBGH判例は、「利ざや（＝契約締結時のネガティブな市場価格）の存在は顧客にとって自明の利益相反であることから業者は説明義務を負わない」ことを原則とし、例外として、「銀行が意図的に顧客の負担となるようなリスク構造に組成したという特別な事情が存在する場合には、利ざや（＝契約締結時のネガティブな市場価格）の存在は顧客が認識し得ない重大な利益相反となるので説明

(96) 本杉③・前掲注(73)40-41頁。本杉①・前掲注(46)49-50頁。

義務が課される」としている。そして、BGH スワップ判決は CMS スプレッドリーダーズスワップの事案において特別な事情が存在するとして契約締結時のネガティブな市場価格についての説明義務を銀行に課した。その後の下級審裁判例をみると、「ヘッジ目的が明らかな金利スワップ」ではネガティブな市場価格の説明義務を否定することで見解が一致しているが、それ以外の店頭デリバティブ事案においては構造が複雑か否かを問わずネガティブな市場価格の説明義務を肯定する裁判例が多数を占めている。店頭デリバティブ事案においては原則と例外が逆転し、契約締結時のネガティブな市場価格についての説明義務が銀行に課されることが実質的には原則となっているといえる。また、一部の下級審裁判例は BGH が依拠した利益相反構成を批判し、顧客による適切なりスク管理の必要性を説明義務の根拠としている。学説においても「利ざや論」や利益相反構成に対して疑問を投げ掛ける見解が有力に主張されている。なお、仕組債事案では如何なる場合が特別な事情に該当するのかが明らかにされていない。

わが国の裁判実務は、契約締結時におけるマイナスの時価評価額の説明義務を認めることに消極的であるが、近時の学説では、「隠れた手数料（コスト）」についての説明義務の問題と絡めて、契約締結時におけるマイナスの時価評価額の説明義務に関する議論がなされるようになり、当該説明義務を肯定する見解が有力に主張されている。

#### 四 適合性原則

ドイツでは判例法理において適合性原則は投資家に適した助言義務として捉えられ、BGH スワップ判決は法人顧客の事案であるにもかかわらず適合性原則違反を認定しており、店頭デリバティブ事案を対象とした下級審裁判例においても適合性原則違反を認定した例が少なからず存在する。また、仕組債事案においても個人顧客が安全な投資を希望していたことを理由に適合性原則違反を認定した下級審裁判例が多数みられる。これに対して、わが国では、仕組債事案において適合性原則違反を認定した裁判例が相当数みられるが、最高裁平成 17 年判決が課した「明白性・重大性要件」の影響もあり、適合性原則違反を認定すべき事案であるにもかかわらずそれを否定した裁判例が少なくない。また、裁判実務は店頭デリバティブ事案において適合性原則違反を認定することに否定的である。

## 五 過失相殺

BGH スワップ判決をはじめとするドイツの判例法理では投資取引事案における過失相殺が原則として否定されているが、わが国では、投資取引事案において損害賠償請求を認めた裁判例の圧倒的多数が過失相殺を認定しており、店頭デリバティブ等の事案においても過失相殺を認定した裁判例が多い。

## 第2節 私見

### 一 最高裁平成 25 年判決の射程

私見としては、最高裁平成 25 年判決の射程をリスクヘッジ目的が明らかなプレーンバニラ型の金利スワップ事案のみに限定し、それ以外の店頭デリバティブ事案には同最判の射程は及ばないと解する。変動金利借入の金利変動リスクをヘッジする目的で締結されたプレーンバニラ型の金利スワップは、変動金利借入を実質的に固定金利借入に変更するものであり、このような実質的な借換が自身にとって有利か否かを顧客が適切に判断するために必要な事項が説明義務の対象となる。最高裁平成 25 年判決はこれについて判示したにすぎない。他の店頭デリバティブ事案における説明義務の範囲について同最判は先例的意義を有しない。

### 二 説明義務の範囲

#### (1) 監督指針における説明義務

わが国では、金融庁の監督指針が店頭デリバティブ等において業者に厳格な説明を要求している。監督指針は私法上の効果と直接には結び付かないが、顧客への説明が要求されている事項は、金融庁が業者による説明を必要と判断したものであり、説明が不要である理由を業者が明確に示さない限り、顧客に対して説明しないというのは信義則に基づき許されないので、監督指針で説明を要求された事項は信義則を媒介して業者の顧客に対する私法上の説明義務の内容を形成すると解すべきである。

#### (2) 最高裁平成 25 年判決における説明義務の範囲

最高裁平成 25 年判決は説明義務の範囲を狭く解したが、金融庁の監督指針に従えば、銀行等の業者は解約清算金の試算額ならびに取引のヘッジ手段としての有効性等について説明義務を負うことになるので、同最判が説明を不要とした事項の中のかなりの部分が平成 22 年改正後の監督指針の下では説明義務の範囲に含まれる

ことになる。前述のように、最高裁平成25年判決の射程はリスクヘッジ目的が明らかなプレーンバニラ型の金利スワップ事案に限定されるべきであるが、監督指針が改正された後に締結された契約については、単純な構造のプレーンバニラ型の金利スワップ事案においても同最判の先例的意義は極めて乏しいものとなる。

### (3) 説明義務と助言義務

銀行や証券会社等の業者が金融商品についての説明義務が課されている理由は顧客の情報収集力不足を補うためである。しかし、店頭デリバティブ等において顧客が適切な投資決定をするためには高度な情報分析力が要求されるので、顧客の情報分析力の不足を補うことも必要となり、説明義務の拡大ではもはや十分に対応できないおそれがある。現に、監督指針等において業者に説明が義務付けられている項目の中には、「最悪のシナリオを想定した」「ヘッジ手段としての有効性」のように単なる事実の摘示を超えて評価（価値判断）に関わる事項も含まれている。もっとも、このような事項についても説明義務の対象に含めることについて理論上何ら問題はないが、ドイツのように「契約締結前の」助言義務を課すことにより、評価に関わる事項の情報提供を義務付けることの正当性が高められると思われる。助言義務はわが国の判例法理において全く無縁な概念ではなく、最高裁平成17年判決における才口裁判官の補足意見にみられ、また、近時の学説においても助言義務を課すことに積極的な見解が有力に唱えられている<sup>(97)</sup>。助言義務は適合性原則と説明義務の中間に位置付けられる義務であり、わが国でも導入が可能であると思われる。

### (4) オプション売りの実態についての説明義務

近時の有力説によって、表面上はオプション取引とは無関係のようにみえる店頭デリバティブや仕組商品（仕組債、仕組投信）においても密かにオプション売りが組み込まれているという実態が明らかにされている。このような実態を踏まえ、オプション売りが組み込まれていること、ならびに、オプション売りの構造とリスクについて業者に説明義務を課すべきである。実態を隠したり偽装すれば説明義務が軽減されるという不当な利益を業者に与えるべきではない。

## 三 契約締結時におけるマイナスの時価評価額の説明義務

### (1) 店頭デリバティブにおける利ざや（手数料）の意義

契約締結時におけるマイナスの時価評価額（ネガティブな市場価格）について業

(97) 後藤巻則「金融取引と説明義務」判タ1178号41-43頁。潮見・前掲注(12)17-19頁。

者は説明義務を負うのか。これに関して、ドイツでは「利ざやの説明義務」、わが国では「隠れた手数料の説明義務」の問題として議論されてきた。利ざやと手数料は同視できるので、以下では店頭デリバティブにおける利ざやの意義について考察する。

自動車売買を例に挙げると、業者Aが原価100万円の自動車について110万円の販売価格を提示し、業者Bが同じ種類の自動車について120万円の販売価格を提示したとする。業者AとBは顧客に対して自動車の原価ならびに自身が取得する利ざやについて説明する必要はない。そのようなことを知らなくても顧客は安い販売価格を提示した業者Aから購入するであろうし、業者Bは顧客に購入してほしいければAと同額かそれより安い販売価格を再提示すると考えられ、自由競争が機能していれば、AとBの競争により利ざやは最小限に抑えられるので、顧客は利ざやについて知らなくても不当な不利益を受けない。また、利ざやの大きさによって自動車自体の性能や品質が変わるわけではない。顧客が業者Bから購入した場合、Aから購入した場合と比べて10万円の損をしているが、購入した自動車の品質はAから購入した場合と変わりはない。以上のように、通常の商品売買契約では「利ざやの大きさは商品の内容に影響を及ぼさないので、顧客は利ざやについて知らなくても不当な不利益を受けない」。

ところが、店頭デリバティブでは同様のことが当てはまらない。店頭デリバティブにおける利ざやは業者の利益であると同時に顧客にとっての損失である。それ故、業者の利ざやを上回る価格変動が生じなければ顧客は利益を得られないので、10万円の利ざやを上乗せした場合と、20万円の利ざやを上乗せした場合とを比較すると、後者の方が前者よりも顧客のリスクが高くなり、リスクとリターンの不均衡が著しくなる。10万円の利ざやを上乗せした金融商品と比較して、20万円の利ざやを上乗せした金融商品はよりリスクの高い商品となる。以上のように、店頭デリバティブでは「利ざやの大きさが商品の内容に影響を与えるので、顧客は利ざやについて知らなければ不当な不利益を受ける」。

店頭デリバティブでは、利ざやはリスクとリターンの関係に大きな影響を及ぼし、リスクとリターンの不均衡というかたちで金融商品の内容を変質させる。この点で、利ざやの大きさが商品自体の内容に影響を及ぼさない自動車などの通常の商品の場合とは異なる。通常の商品売買と店頭デリバティブでは「利ざや」の位置付

けが大きく異なるので、通常の商品売買において業者が利ざやについて説明義務を負わないことを理由に店頭デリバティブにおいても業者は利ざやについて説明義務を負わないとする主張は説得力に欠ける。わが国において議論の対象となっている「隠れた手数料」についても利ざやと同じことが当てはまる。

## (2) 契約締結時におけるマイナスの時価評価額

前述のように、店頭デリバティブにおける利ざや（手数料）は金融商品におけるリスクとリターンの不均衡を生じさせることから、利ざや（手数料）について業者に説明義務を課すことが必要となるが、店頭デリバティブは金融工学を用いて組成され、その過程で利ざや（手数料）が組み込まれるので、自動車のように原価と利ざや（手数料）を区別することが難しい。そこで、注目されるのが業者が算定する時価評価額である。店頭デリバティブでは金融工学に基づいて時価評価額が算出され、中途解約における解約清算金の額を決定する際、あるいは、担保差入額を算定する際に参照される。そして、契約締結時におけるマイナスの時価評価額（ドイツにおける「ネガティブな市場価格」）は、利ざや（手数料）等の組込により生ずるリスクとリターンの不均衡を金額で表したものであり、利ざや（手数料）の説明義務に代わるものとして、契約締結時におけるマイナスの時価評価額についての説明義務を業者に課すべきかが問われることになる。

## (3) 商品特性としてのマイナスの時価評価額

契約締結時におけるマイナスの時価評価額は店頭デリバティブにおけるリスクとリターンが不均衡であることを表している。顧客はマイナスからスタートしていることになり、相場や金利が自分にとって有利に展開してもマイナス分を上回るほどの変動がなければ顧客は利益を得られず損失を被る（ヘッジ商品の場合はリスクヘッジ機能が果たせない）。リスクとリターンが不均衡の場合は、リスクとの関係で相対的にリターンが低くなるので、表面上は「ハイリスクハイリターン」の金融商品であるようにみえても実際には「ハイリスクミドルリターン（あるいはローリターン）」であることが契約締結時におけるマイナスの時価評価額によって判明する。「ハイリスクハイリターン」と「ハイリスクミドルリターン（あるいはローリターン）」では金融商品としての性質が全く異なるので、契約締結時におけるマイナスの時価評価額は店頭デリバティブにおける金融商品の特性を表しているといえる。

そこで注目すべきは適合性原則に関する最高裁平成 17 年判決との関係である。同判決において最高裁は、「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」と判示した。これによると、業者は特定の金融商品が顧客に適合しているか否かを判断するに際して、顧客の属性等と商品特性を総合評価することが要求されている。そして、契約締結時におけるマイナスの時価評価額は店頭デリバティブの商品特性を具体的に金額で表したものであることから、店頭デリバティブ取引を行う業者はマイナスの時価評価額を算定したうえでこれを考慮に入れて顧客の適合性を判断しなければならない。説明義務の有無以前の問題として、すでに適合性原則との関係において、業者は契約締結時におけるマイナスの時価評価額に注意を払うことが必要となる。

#### (4) マイナスの時価評価額の説明義務

契約締結時におけるマイナスの時価評価額は、店頭デリバティブ取引における商品特性を表すものとして、適合性原則において業者が考慮すべき事項であると同時に、説明義務の対象にもなる。適合性原則は顧客の適合性を判断する業者の義務であるが、これは顧客自身による適合性判断を否定するものではない。顧客は最終的な投資決定の前段階において自らも適合性の判断を行う。そして、顧客自身の適合性判断に不可欠な情報を提供するものが業者に課された説明義務の役割である。顧客は自身の知識、経験、投資目的、財産状態と具体的な商品特性を総合的に考慮して自らの適合性判断を行ったうえで投資決定に至るので、そのために必要な情報として商品特性について業者に説明義務が課される。そして、店頭デリバティブ等の商品特性を具体的に金額で表したのが契約締結時におけるマイナスの時価評価額であることから、銀行等の業者は契約締結時のマイナスの時価評価額について信義則上の説明義務（金販法制定前から判例法理として認められていた説明義務）を負う。

契約締結時におけるマイナスの時価評価額についての説明義務は現行法においても正当化される。わが国において「隠れた手数料」の説明義務をめぐる議論の対象とされている規定は金商法 37 の 3 第 1 項 4 号と金商業等内閣府令 81 条 1 項である。それによると、業者は契約締結前に顧客に交付する書面において、金融商品取引契約に関して顧客が支払うべき手数料等の種類毎の金額もしくはその上限額またはこれらの計算方法、当該金額の合計額もしくはその上限額またはこれらの計

算方法について記載しなければならない。例外として、金商業等内閣府令 81 条 1 項但書によると、これらの記載をすることができない場合にあっては、その旨及びその理由を記載すれば足りるとされている。

隠れた手数料の説明義務を肯定する論者は、上記規定を法的根拠としているが、手数料の説明義務を否定する論者は、店頭デリバティブにおける手数料は金商業等内閣府令 81 条 1 項但書の「記載することができない場合」に該当するとして手数料の説明義務を否定している。たしかに、店頭デリバティブの性質上、そこに組み込まれた手数料（利ざや）を原価と分けて記載することは困難であるかもしれない。しかしながら、契約締結時におけるマイナスの時価評価額であれば記載が可能である。金商業等内閣府令 81 条 1 項但書は契約締結時のマイナスの時価評価額についての説明義務を否定する根拠にはならない。手数料に相当するものとして契約締結時のマイナスの時価評価額を書面に記載するとともに、説明義務の対象とすべきである。

また、金販法 3 条も法的根拠となる。同条は金融商品販売取引の仕組みのうちの重要な部分について説明する義務を課しているが、「金融商品販売取引の仕組み」は「契約の内容」を指すとされているので、店頭デリバティブにおける契約内容の重要部分について業者は説明義務を負うことになる。そして、マイナスの時価評価額は店頭デリバティブにおける商品特性を表しているので、契約内容における重要部分に該当すると解される。

#### (5) マイナスの時価評価額の説明義務が課される取引類型

契約締結時におけるマイナスの時価評価額の説明義務は、店頭デリバティブ取引全般において課されるべきである。契約締結時におけるマイナスの時価評価額はリスクとリターンの不均衡という商品特性を表しているが故に説明義務の対象とされるのであり、構造が複雑か単純か、ヘッジ目的か投機目的かは重要ではない。また、この説明義務は仕組債や仕組投信の事案においても業者に課されるべきである。店頭デリバティブと仕組商品はオプション売りが組み込まれているなど構造が実質的に同じであり、契約締結時におけるマイナスの時価評価額が有する意義についても変わりはないと思われる。

#### (6) 利益相反構成の有用性

ドイツの判例法理はネガティブな市場価格（マイナスの時価評価額）や利ざやに

ついて説明義務を課す場合の法的根拠を重大な利益相反に求めている。わが国でも、商品先物取引の差玉向かいの事案であるが利益相反に関する説明義務を業者に課した最判平成 21 年 7 月 16 日民集 63 卷 6 号 1280 頁があり<sup>(98)</sup>、最近では金融取引における利益相反に関する研究が盛んであることから<sup>(99)</sup>、契約締結時におけるマイナスの時価評価額の説明義務を正当化する法的根拠を利益相反に求めることは十分に可能であると思われる。

しかしながら、利益相反構成は「自明の利益相反である利ざやに関する説明義務は原則として否定される」という原則論から出発し、顧客が認識し得ない重大な利益相反が生ずる場合のみ「例外的に」利ざやについての説明義務を課するという点で不満が残る。私見では、契約締結時におけるマイナスの時価評価額はリスクとリターンが不均衡であるという商品特性を表していることから、適合性の判断において業者が考慮すべき事項となり、かつ、説明義務の対象にもなると考えられるので、契約締結時におけるマイナスの時価評価額の説明義務は「原則として」肯定されるべきである。ドイツにおいても、一部の下級審裁判例が、利益相反構成ではなく、顧客による適切なりスク管理の実現を説明義務の法的根拠としているが、私見と同様の考えに基づくものと推察される。もっとも、利益相反構成が説明義務の正当性をより強固なものとする点は確かであることから、契約締結時におけるマイナスの時価評価額の説明義務を正当化する法的根拠の一つとして利益相反構成に依拠すべきである。

#### 四 説明義務の程度

BGH スワップ判決は、顧客を銀行と同じ知識状態にする説明義務（助言義務）を銀行に課しており、この意味をめぐってドイツの学説では議論がなされているが、銀行と顧客間における情報の非対称性を解消するための説明義務を課したと解する見解を支持すべきである。この見解によると、店頭デリバティブ等において銀行が保有している情報はできる限り顧客と共有することが求められる。契約締結時におけるネガティブな市場価格（マイナスの時価評価額）は銀行が保有している情報であるが、金融工学を用いて算定されるため、顧客が独力で保有し得ない情報

(98) 絹川泰毅「判解」最判解民事篇平成 21 年度 559 頁。

(99) 例えば、特集『金融取引・金融業務における利益相反』金法 1927 号 26 頁以下。山下・前掲注 (86)941-945 頁は市場価格の説明義務に関してドイツ判例の利益相反構成をわが国に導入することは理論的に困難であるとし、誠実・公正義務の問題として捉える。

である。それ故、顧客を銀行と同じ知識状態にする説明義務を課されている銀行は、情報の非対称性を解消するために、契約締結時におけるネガティブな市場価格について説明義務を負うことになる。

ドイツにおけるこのような考えはわが国でも参考にすべきであり、契約締結時におけるマイナスの時価評価額についての説明義務を正当化する実質的根拠となり得る。契約締結時におけるマイナスの時価評価額は、銀行等の業者のみが保有しており、顧客が独力で収集できない情報であることから、情報の非対称性を解消するために、業者に説明義務を課すべきである。

## 五 適合性原則違反

### (1) 明白性・重大性要件

最高裁判平成17年判決が課した加重要件である「明白性・重大性要件」により、適合性原則違反に基づく損害賠償請求が認められる範囲は制限を受ける。同最判は法人顧客を対象とした上場デリバティブ（日経平均株価オプション）取引の事案であったが、個人顧客を対象とした店頭デリバティブ等の事案において「明白性・重大性要件」を課す必要があるのか、再検討が求められる。

### (2) 適合性原則違反の認定

仕組商品（仕組債・仕組投信）の事案では適合性原則違反を認定した裁判例が多くみられるが、適合性原則違反が否定された裁判例の中には適合性原則違反を認定すべきであった事案が少なからず存在しており、この点で不満が残る。

安全な投資を希望する（あるいは投機を希望しない）顧客に対してハイリスクを伴う店頭デリバティブ等を勧誘する行為については投資目的との関係で適合性原則違反を認定すべきである。投資目的に反する金融商品を勧誘することは顧客が資産家の場合であっても許されない。また、リスクに晒してもよい余裕資金が限られている年金生活者等に対してその者の投資可能資金額を超える店頭デリバティブ等を勧誘することは財産状態との関係で適合性原則に反する。さらに、判断能力が低下した高齢者等に対して構造が複雑で理解が困難な店頭デリバティブ等を勧誘することは顧客の能力との関係で適合性原則違反の疑いがある。このような不適切勧誘は、事前に顧客の知識、経験、投資目的、財産状態等について顧客に質問をしたうえで、業者内部において適切な適合性審査を行えば回避できたとと思われる。また、高齢化が進むわが国において、意思無能力や成年後見制度によって適切

な保護が受けられない高齢者を救済するための法理として適合性原則が果たす役割は大きい。個人顧客に店頭デリバティブ等を勧誘した事案において裁判実務は適合性原則違反の認定に積極的な姿勢を見せるべきである。

仕組債事案と異なり、店頭デリバティブ事案において裁判所が適合性原則違反の認定に否定的なのは、顧客の多くが法人であることが原因の一つであると思われる。しかしながら、法人顧客が安定した投資を希望していたにもかかわらず業者が投機性のある店頭デリバティブ取引を勧誘した場合、あるいは、リスクヘッジを希望した法人顧客に対して業者がリスクヘッジ機能がほとんどない店頭デリバティブ取引を勧誘した場合においては、顧客の投資目的に反した勧誘がなされたといえるので、適合性原則違反の認定が可能であると思われる。また、取引回数や取引額が異常に増大した事案では取引量との関係で適合性原則違反を認定すべきである。

### (3) オプション売りの実態と適合性原則

表面上はオプション取引とは無関係のようにみえる店頭デリバティブや仕組商品においても密かにオプション売りが組み込まれているという実態が多くの論者の分析によって明らかにされている。最高裁平成 17 年判決も認めているように、オプション売り取引は極めてリスクの高い取引類型であり、適合性の判断に際しても格別の慎重さが求められる。それ故、店頭デリバティブあるいは仕組商品を勧誘する業者は、オプション売りが組み込まれているという実態を踏まえ、顧客がオプション売り取引について適合性を有するか否かを審査することが必要となる。オプション売り取引について適合性が欠如する顧客に対してオプション売りが組み込まれた店頭デリバティブ等を勧誘することは許されない。

## 六 過失相殺

業者に対する顧客の信頼に基づいて適合性原則遵守義務や説明義務が業者に課されているにもかかわらず、不適合勧誘であることを顧客が見抜けなかった、あるいは、説明が不適切であることを前提に顧客が自ら情報収集をしなかったことを理由に過失相殺を認定することは、適合性原則や説明義務の本質と矛盾する処理であると思われる。ドイツの判例法理を参照して過失相殺の認定には慎重さが求められ、また、過失相殺を認定する際にはできるだけ過失相殺割合を低く抑えるべきである。特に、適合性原則違反は業者の適合性判断ミスであり、説明義務違反よりも違法性が高いので、適合性原則違反が認定された事案では、より一層、過失相殺を

控えるべきである。

## 七 契約の無効

顧客の投資目的との関係で「明白性・重大性要件」を満たすような適合性原則違反の事案では、適合性に関して要素の錯誤があるとして民法95条の錯誤無効を認定することが考えられる。相続税対策目的で締結した融資一体型変額保険について相続税対策として機能しないことを理由に錯誤無効を認定した裁判例を参照して、錯誤無効の可能性を検討すべきである<sup>(100)</sup>。

（付記）脱稿後、青木浩子「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—」金融商品取引法研究会研究記録第46号1頁以下（日本証券経済研究所、2014年）に接した。

---

(100) 詳細は、拙稿「金融商品取引における適合性原則と錯誤無効」長尾治助先生追悼『消費者法と民法』124頁以下（法律文化社、2013年）。