

# リスク取引における説明義務の範囲・履行と限界 — 仕組債取引の裁判例を素材として —

村 本 武 志

## 1 問題の所在

金融商品取引（以下「金商取引」）において、金商事業者が顧客に対し、どの範囲の事柄につき、どの程度の説明義務を負うかについては、裁判例や学説上で、見解が分かれる<sup>1)</sup>。とりわけ、デリバティブ取引では、商品リスクの評価、評価に必要な情報や評価方法に関する情報がその対象となるかが争われる。具体的には、商品の時価、算定方法やその仕組み、金融工学上のリスク評価方法とその基礎データなどである。また、金商事業者の説明の程度については、顧客がリスク内容や評価を誤らないような配慮が必要か、顧客が誤認した場合の補正すべき義務があるかなどが問題となる。

説明義務が問題となるのはリスク取引に限らない。非リスク取引でも、消費者と事業者など取引当事者間の構造的な情報の非対称性を理由とし、優位当事者に説明義務の履行が求められる。リスク取引における説明義務に関しては、商品のリスク性は、商品の仕組み、リスクの内容、取引条件などの商品性<sup>2)</sup>判断、商品の複雑性や理解の困難さという商品特性判断の中に取り込まれ、それ自体として問題とされることはなかった。金商取引がリスク取引であることからすれば、むしろ当然と言ってよい。

しかし、投資取引の対象はリスクである。リスクとは、期待効用のバラツキの

---

1) 金融商品取引に関する説明義務については、『金融取引の適合性・説明義務を巡る判例の分析と展開』金融商事判例増刊 1511号（経済法令研究会、2017年）所集の論考参照。

2) 宮坂昌利，有田浩規，北岡裕章，小川暁『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』（司法研修所，2017年）152頁。

標準偏差であり、取引時点で確定した値を取るわけではない。投資取引であるデリバティブ取引は、金利スワップ、通貨オプション、仕組債や、投信の対象に仕組債が含まれるノックイン型投信など多様である。このうち、仕組債は、債券などの原資産にオプション等のデリバティブが仕組まれた商品である。債権に組み込まれるデリバティブがオプションであれば、原資産のボラティリティが上がると見込めばコールオプション、プットオプションの買いでボラティリティの上昇益を得られる。取引の主な対象は、原資産価格の上昇や下落ではなく、そのボラティリティや時間的価値である。非リスク取引では、取引開始後のリスク管理は問題とならない。しかしリスク取引では、顧客は取引時点での「バラツキ」の価値の評価に止まらず、取引開始後も、取引損益が確定するまでの間、リスク制限や回避などのリスク管理が求められる。このようなリスク取引の特性が、金商事業者の顧客に対する説明義務の範囲、内容、程度や履行方法にどのように影響するのか。

本稿では、まず、現行の金商事業者の説明義務の内容と規制、リスク商品である仕組債の裁判例を概観した上で、リスク取引の特性、リスク取引である仕組債取引での金商事業者の説明義務の範囲や内容、説明義務の履行方法と程度、説明義務と顧客のリスク誤認補正の関係などについて検討する。

## 2 説明義務と開示義務

### (1) 説明義務

わが国の説明義務 (duty to explain) の概念は、開示 (disclosure) から助言 (advice) まで、幅広い。敢えて分類すれば、「開示」とは一般人を対象に、自己の意思決定に必要な商品の仕組みや内容、取引条件の説明をいうもの、「説明」とは特定人を対象とし、開示事項を含む自己決定に必要な情報の説明をいうもの、「助言」とは特定人の自己決定を支援するために一定の評価を含めた説明をいうもの、ということになろうか。

### (2) 開示義務

開示義務は、販売事業者等の業務の適正を確保するために、事業者が義務付け

られるもので、法令上でその内容や範囲が定められる。行政取締法規であれば、その違反は行政処分の対象となるに止まり、直ちに民事違法を構成しない。

#### ア. 金商法上の開示事項

金商法 37 条の 3、38 条 8 号および金融商品取引業等に関する内閣府令（「金商業府令」）117 条 1 項 1 号は、金商事業者が顧客に開示が求められる情報として、次を定める。

- ・当該金融商品取引契約の概要（金商法 37 条の 3 第 1 項 3 号）
- ・手数料、報酬その他の当該金融商品取引契約に関して顧客が支払うべき対価に関する事項で内閣府令が定めるもの（同 4 号）
- ・顧客が行う金融商品取引行為で金利、通貨の価格、金融商品市場での相場その他の指標に係る変動で損失が生ずるおそれがあること（同 5 号）
- ・損失の額が、顧客が預託すべき委託証拠金その他の保証金その他内閣府令で定めるものの額を上回るおそれがあること（同 6 号）
- ・金融商品取引業の内容に関する事項で、顧客の判断に影響を及ぼすこととなる重要なものとして内閣府令で定める事項（同 7 号）など。

開示方法は、一般に金商事業者が契約締結時に、必要な情報を記載した契約締結前交付書面を顧客に交付する方法による（金商法 37 条の 3 第 1 項）。主要な商品（国内・外国株式、同債券等）に関する重要事項については、契約締結前の交付書面上で、リスク等の開示が求められる（同法 3 条）。

#### イ. ガイドライン

2017（平 29）年 3 月 30 日に公表された「顧客本位の業務運営に関する原則」<sup>3)</sup>は、従来型のルールベースではなく、プリンシプルベースのアプローチを用いる。これは規制当局が顧客本位の業務運営に関する原則を策定し、金融事業者に受け入れを呼びかけ、金融事業者がこの原則を踏まえた金融商品・サービスの提供の方途を検討させるものである。

金商事業者の説明義務に関して示されるプリンシプルに、手数料の明確化

3) [www.fsa.go.jp/news/28/20170330-1/02.pdf](http://www.fsa.go.jp/news/28/20170330-1/02.pdf)

(「原則4」)、重要な情報の分かりやすい提供(「原則5」)、顧客にふさわしいサービスの提供(「原則6」)がある。

原則5は、「金融事業者は、名目を問わず、顧客が負担する手数料その他の費用の詳細を、当該手数料等がどのようなサービスの対価に関するものかを含め、顧客が理解できるよう情報提供すべき」とし、次の事項を注記に記載する。

第一に、重要な情報として、次を挙げる。①顧客に対して販売・推奨等を行う金融商品・サービスの基本的な利益(リターン)、損失その他のリスク、取引条件、②顧客に対して販売・推奨等を行う金融商品・サービスの選定理由(顧客のニーズ及び意向を踏まえたものであると判断する理由を含む)、③顧客に販売・推奨等を行う金融商品・サービスについて、顧客との利益相反の可能性がある場合には、その具体的内容(第三者から受け取る手数料等を含む)及びこれが取引又は業務に及ぼす影響。

複数の金融商品・サービスをパッケージとして販売・推奨等する場合には、個別に購入することが可能であるか否かを顧客に示すとともに、パッケージ化する場合としない場合を顧客が比較することが可能となるよう、それぞれの重要な情報を提供すること。

第二に提供の方法について、まず、顧客の取引経験や金融知識を考慮の上、明確、平易であって、誤解を招くことのない誠実な内容の情報提供を行うべきとする。また、顧客に対して販売・推奨等を行う金融商品・サービスの複雑さに見合った情報提供を、分かりやすく行うべきとする。次に、単純でリスクの低い商品の販売・推奨等を行う場合には、簡潔な情報提供とする一方、複雑又はリスクの高い商品の販売・推奨等を行う場合には、リスクとリターンの関係など基本的な構造を含め、より丁寧な情報提供がなされるよう工夫すべきとする。そして、情報を重要性に応じて区別し、より重要な情報については特に強調するなどして顧客の注意を促すとともに、顧客において同種の金融商品・サービスの内容と比較することが容易となるよう配慮すべきことを求める。

原則6は、顧客の適合性調査と適合的勧誘を定める。「金融事業者は、顧客の資産状況、取引経験、知識及び取引目的・ニーズを把握し、当該顧客にふさわしい金融商品・サービスの組成、販売・推奨等を行うべき」とするもので、以下を注記に記載する。

第一に、適合性判断に関するものである。まず、金融事業者は、複数の金融商品・サービスをパッケージとして販売・推奨等する場合には、当該パッケージ全体が当該顧客にふさわしいかについて留意を求める。次に、金融商品の組成に携わる金融事業者は、商品の組成に当たり、商品の特性を踏まえて、販売対象として想定する顧客属性を特定するとともに、商品の販売に携わる金融事業者においてそれに沿った販売がなされるよう留意を求める。

第二に適合性判断である。金融事業者は、特に、複雑又はリスクの高い金融商品の販売・推奨等を行う場合や、金融取引被害を受けやすい属性の顧客グループに対して商品の販売・推奨等を行う場合には、商品や顧客の属性に応じ、当該商品の販売・推奨等が適当かについてより慎重な審査を求める。

第三に、知的適合性の補完、情報の提供である。金融事業者は、従業員がその取り扱う金融商品の仕組み等に係る理解を深めるよう努めるとともに、顧客に対して、その属性に応じ、金融取引に関する基本的な知識を得られるための情報提供を積極的に行うべきことを求める。

原則7は、従業員に対する適切な動機付けの枠組み等の整備を求める。これは、上記の諸原則が掲げる目的の達成のために、「金融事業者は、顧客の最善の利益を追求するための行動、顧客の公正な取扱い、利益相反の適切な管理等を促進するように設計された報酬・業績評価体系、従業員研修その他の適切な動機づけの枠組みや適切なガバナンス体制を整備すべき」ことを求める。

### (3) 説明義務

#### ア. 法令

消費者契約法（「消契法」）の説明義務は努力義務にとどまる。同法は、事業者が消費者に対し「消費者契約の締結について勧誘をするに際して、消費者の理解を深めるために、消費者の権利義務その他の消費者契約の内容についての必要な情報を提供するよう努めなければならない」とする（3条1項）。ただし裁判例は、事業者がそれに違反すれば、信義則違反等を理由に、不法行為ないし債務不履行を構成する余地を認めるのが一般である。金商事業者が仕組債を販売する場合、顧客に対する説明義務の範囲、内容や説明の程度、方法は信義則により定まる。その際、上記の金融指針や金商事業者の自主規制中、顧客の利益保護に関す

るものについては、私法上の義務内容となると解される<sup>4)</sup>。

金融商品販売法（「金販法」）3条2項は、金商事業者は、販売商品に関する説明の程度について定める。これは、顧客の属性に応じ、理解に必要な方法、程度によることを求める。前掲のとおり金商業府令117条1項1号はこれを受け、契約締結前交付書面、上場有価証券等書面、目論見書及び契約変更書面の交付に関し、リスク情報等についてあらかじめ顧客の知識、経験、財産の状況及び契約締結の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って説明をすることなく契約を締結する行為を禁止する。また、日本証券業協会（日証協）は、自主規制上で、店頭デリバティブに類する複雑な仕組債・投資信託に関し、協会員の投資勧誘、顧客管理等に関する規則6条の2で書面交付を求めている。

金取法5条は、金商取引において金商事業者が顧客に対し、同法が定める「説明義務」の履行を懈怠すれば、生じた損害について賠償義務を負うとする。金販法6条は、顧客の立証負担を軽減し、損害額、説明義務違反と損害との間の因果関係の存在を推定する。

#### イ. ガイドライン

2010（平22）年改正の金融庁「金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針」（2010年監督指針）は、デリバティブや仕組債について、金商業者の説明に際しての留意事項を定める。これは、通貨オプション取引・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関するものであるが、仕組債の販売など店頭デリバティブ取引と同様のリスク特性を有する取引を行う場合についてもこれに準じた取扱いを求める。

「①当該店頭デリバティブ取引の商品内容やリスクについて、例えば、以下のような点を含め、具体的に分かりやすい形で解説した書面を交付する等の方法により、適切かつ十分な説明をしているか。

4) 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：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」（NBL1005号30頁）は、監督指針により私法上の義務が創設されるわけではないとし、同指針の遡及適用を認めるべきとする。

イ. 当該店頭デリバティブ取引の対象となる金融指標等の水準等（必要に応じてボラティリティの水準を含む）に関する最悪のシナリオ（過去のストレス時のデータ等合理的な前提を踏まえたもの）を想定した想定最大損失額について、前提と異なる状況になればさらに損失が拡大する可能性があることも含め、顧客が理解できるように説明しているか。

ロ. 当該店頭デリバティブ取引において、顧客が許容できる損失額及び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さないかを確認し、上記の最悪シナリオに至らない場合でも許容額を超える損失を被る可能性がある場合は、金融指標等の状況がどのようになれば、そのような場合になるのかについて顧客が理解できるように説明しているか。

ハ. 説明のために止むを得ず実際の店頭デリバティブ取引と異なる例示等を使用する場合は、当該例示等は実際の取引と異なることを説明しているか。

②当該店頭デリバティブ取引の中途解約及び解約清算金について、例えば、以下のような点を含め、具体的に分かりやすい形で解説した書面を交付する等の方法により、適切かつ十分な説明をしているか<sup>5)</sup>。

イ. 当該店頭デリバティブ取引が原則として中途解約できないものである場合にはその旨について、顧客が理解できるように説明しているか。

ロ. 当該店頭デリバティブ取引を中途解約すると解約清算金が発生する場合にはその旨及び解約清算金の内容（金融指標等の水準等に関する最悪シナリオを想定した解約清算金の試算額及び当該試算額を超える額となる可能性がある場合にはその旨を含む。）について、顧客が理解できるように説明しているか。

ハ. 当該店頭デリバティブ取引において、顧客が許容できる解約清算金の額を確認し、上記の最悪シナリオに至らない場合でも許容額を超える損失を被る可能性がある場合は、これについて顧客が理解できるように説明しているか。

---

5) 仕組債の販売の場合には、「中途解約」を「中途売却」と、「解約清算金」を「中途売却に伴う損失見込額」とそれぞれ読み替えるものとする。なお、下記ロ. について、中途売却に伴う損失見込額の試算が困難である場合でも、可能な限り、最悪のシナリオを想定した説明がされることが望ましいとする。



③提供する店頭デリバティブ取引がヘッジ目的の場合、当該取引について以下が必要であることを顧客が理解しているかを確認し、その確認結果を踏まえて、適切かつ十分な説明をしているか。

イ．顧客の事業の状況や市場における競争関係を踏まえても、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<sup>6)</sup>。

ロ．上記に述べるヘッジ手段として有効に機能する場面は、契約終期まで継続すると見込まれること<sup>7)</sup>。

ハ．顧客にとって、今後の経営を見通すことがかえって困難とすることにならないこと<sup>8)</sup>

④上記①から③までに掲げる事項を踏まえた説明を受けた旨を顧客から確認するため、例えば顧客から確認書等を受け入れ、これを保存する等の措置をとっているか。

⑤ (略)

⑥顧客の要請があれば、定期的又は必要に応じて随時、顧客の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等、顧客が決算処理や解約の判断等を行うために必要となる情報を適時適切に提供しているか。

⑦当該店頭デリバティブ取引に係る顧客の契約意思の確認について、契約の内容・規模、顧客の業務内容・規模・経営管理態勢等に見合った意思決定プロセスに留意した意思確認を行うことができる態勢が整備されているか。

例えば、契約しようとする店頭デリバティブ取引が顧客の今後の経営に大きな影響を与えるおそれのある場合、当該顧客の取締役会等で意思決定された上での契約かどうか確認することが重要となることに留意する。

---

6) 為替や金利の相場が変動しても、その影響を軽減させるような価格交渉力や価格決定力の有無等を包括的に判断することに留意すべきとする。

7) ヘッジ手段自体に損失が発生していない場合であっても、前提とする事業規模が縮小されるなど顧客の事業の状況等の変化により、顧客のヘッジニーズが左右されたりヘッジの効果がそのニーズに対して契約終期まで有効に機能しない場合があることに留意すべき、とする(2010年金融監督指針)。

8) ヘッジによる仕入れ価格等の固定化が顧客の価格競争力に影響を及ぼし得る点に留意すべきとする(2010年金融監督指針)。



#### (4) 説明義務の範囲と役割

説明義務では、従来、販売業者と顧客との間の情報の非対称性を前提として、その格差を是正するための「情報の提供」の役割が重視されてきた。これにより、顧客の合理的な自己決定が可能となり、これによる自己責任が正当化されることになる。裁判例は、金商事業者の説明義務の正当化根拠として、金商事業者が一般投資顧客を取引に勧誘することにより利益を得ていること、顧客と金商事業者との間には、知識、経験、情報収集能力、分析能力等に格段の差が存することなどを挙げるものがある（大阪地判平 25・2・15 証券取引被害判例セレクト（以下「セレクト」という）44 巻 244 頁；横浜地川崎支判平 26・3・25 セレクト 47 巻 251 頁など）。

前掲のとおり、リスク取引は、変動幅のあるリスク、ボラティリティを取引の対象とする点で、非リスク取引と比較すれば、商品の価値の評価、リスク管理はより困難である。これは、顧客の商品に関する知識や経験の多寡に依存するところが大きい。情報提供の順序や方法なども、顧客による商品リスクの誤認、リスク判断に歪みや偏りが生じる要因として無視できない。金商事業者は、このような顧客のリスク誤認、理解や判断の歪みや偏りについての対処が求められるのか、これと説明義務はどのような関係に立つかが問題となる。

以下では、金商事業者の説明義務の範囲、内容、程度や方法に関し、仕組債取引に関する裁判例を概観する。

### 3 説明義務に関する仕組債裁判例

#### (1) 説明義務違反否定例

##### 【判決 1】東京高判平 23・11・9（判タ 1368 号 171 頁）

株価指数（日経平均）連動債取引に関するものである。顧客側は、金商事業者の説明義務として、①ノックイン価格の設定に対応したクーポン価格、②預金でないこと、③元本割れリスク、④日経平均株価の直近 3 年分の推移、⑤中途解約不可であること、⑥信用リスク、⑦債券の券面額、⑧商品のオーダーメイド性を挙げ、その不履行を主張した。

判決は、商品特性から、金商事業者が顧客に対して説明義務を負うのは、上記

②, ③ (ロックイン事由発生の可能性), ⑤ (満期まで保有することを原則とする商品であり, 原則として中途解約ができないこと) に限られるとし, 事案ではいずれの説明も尽くされたとして, 金商事業者の説明義務違反を認めなかった。

**【判決 2】東京地判平 26・11・25 (2014WLJPCA11258010)**

為替連動債取引に関するものである。判決は, 金商事業者の説明義務の内容と範囲は, 顧客らの投資経験, 知識及び理解力から, 商品の仕組み, リスクについては, 流動性リスク, 元本欠損リスク, 為替変動リスクを挙げる。すなわち, ①最大 30 年間元本が拘束されるおそれ, ②償還時の為替レートによっては元本を毀損するおそれ, ③利金の支払は, 為替レートによって変動を受けることや, 一定の条件の下で利金の支払を受けられないこと, ④債券価格は, 為替レートの変動等の影響を受けること, ⑤期限前に売却する場合, 券面額より減価するおそれがあることをいう。

判決は, 顧客は「本件各ユーロ債の諸条件の関連性や時価の算定方法等についても説明する義務があるかのような主張をするが, 投資の適否についての的確に判断し, 自己責任で取引を行うために必要な情報としては, 商品のリスクに関する事項の説明で足り, 諸条件の関連性や本件各ユーロ債の時価の算定方法やその原理等まで理解しなければならないとはいえない」とした。そして, 顧客が「投資の適否を検討する上で重要であると考えるのであれば, 自ら, 被告に対してその内容について説明を求め, 投資の可否を判断すればよい」とする。

**【判決 3】東京地判平 26・12・24 (2014WLJPCA12248005)**

PD 債 (米ドル), 株価指数 (日経平均) 連動債, バスケット EB 債取引に関するものである。判決は, 適合性原則違反, 説明義務違反の顧客側主張をいずれも退けたが, このうち, 説明義務違反について判決は次のとおり判示する。

まず, PD 債に関し, 金商事業者の説明義務の範囲は, 本件米ドル・PD 債の仕組みについては, 円で購入し, 30 年後に 1 米ドル 75 円で計算した米ドルで償還を受ける債券であること, 償還金やクーポンの利率は米ドル円為替相場の影響を受けること, 償還時の米ドル円交換レート, クーポンの利率を算出する計算式, 発行体にのみ早期償還条項が留保されていること, リスクについては, 価格変動リスク, 信用リスク, 金利変動リスク及び為替変動リスク等であるとした。事案では, 顧客の投資経験, 知識及び理解力を前提とすると, 「これらの説明を

受ければ、過去の為替相場や自らの為替相場観に基づいて、本件米ドル・PD債の購入の適否を判断することが可能であるから、証券会社の従業員が、これに加えて、さらに詳細な利益が生じる仕組みや損失が生じる仕組みを説明する必要があるとは認められない。」とした。また、「発行体により早期償還条項が適用されると、本件米ドル・PD債の保有者は、元本の償還を受けるのであるから、それ以降、利息を収受できないことは当然であり、それ以降の利息が発生しないことを強調して説明する必要は認め難い。」とした。

次に、株価指数（日経平均）連動債に関しては、日経平均株価に応じて、ノックインが生じること、ノックインが生じる条件、ノックインが生じた場合の損失の程度、クーポンの利率を算出する計算式、早期償還される条件について説明をする必要があるとした。

事案では、「原告は、これらの説明を受ければ、自らの日経平均株価に対する相場観や過去の日経平均株価の推移等に鑑みて、リスクとリターンを検討して、本件日経平均リンク債の購入の適否を判断することができることから、証券会社の従業員が、さらに、利益が生じる仕組みや損失が生じる仕組みまでを説明する必要があるとは認められない。」とした。

説明義務の履行の程度について、顧客の投資経験、知識及び理解力を前提として、その説明により、過去の為替相場や自らの為替相場観に基づいて、対象商品の購入の適否を判断することが可能であるか、あるいは、自己責任の下に合理的な判断をすることが可能となる程度に本件各仕組債の仕組みやリスク等の情報を、具体的に説明すれば足りるとした。

事案に対する判断では、リスク説明が口頭ではなされず商品概要書に記載されて、顧客が「これらをほとんど読まなかったとしても、原告がこれらの書面を理解するのが困難であったとは認められない以上、理解に努めなかった責は自ら負うべきである」として、金商事業者の説明義務違反を否定した。

#### 【判決4】東京地判平26・12・24 [2014WLJPCA12248024]

株価連動債、EB債取引に関するものである。判決は、商品特性について、株式等の金融商品の取引に一定の経験と理解力を有する者にとっては、特段、難解な商品であるとはいえないとした。また、顧客は、対象商品の特性やリスクを十分に理解するに足りる程度の理解力を有していたとした。事案では、顧客が取引

の際に商品の内容やリスクについて、「必要かつ十分な具体的説明を受けたことを認める趣旨の書面に、自ら記名押印又は署名押印をし、あるいは、確認事項欄へのチェック印を記入するなどした」こと、金商事業者従業員が販売時に、「当該商品の提案書等に記載された各仕組債の情報をほぼ網羅的に説明した上、その償還金額について、「償還率シミュレーション」を用いて具体的な金額をもって例示しながら株価の下落とその場合の償還率を説明したこと、リスクについても1項目ずつ読み上げて説明したことなどを認定し、顧客が自己責任の下に合理的な判断をすることが可能となる程度に本件各仕組債の仕組みやリスク等の情報を具体的に説明したとし、金商事業者の説明義務違反を否定した。

顧客側は、金商事業者従業員が、対象商品の重大なリスクについて、顧客が理解するに足りる説明をしなかったと主張したが、判決は、顧客が「本件各仕組債のリスク等につき理解していなかったこと認定しつつ、「何故に本件各仕組債の内容及びリスクについて必要かつ十分な具体的説明を受けたことを認める趣旨の書面に署名押印等をしたのか」という点について、これまでに認定した同人の属性や投資経験等に照らして何ら合理的な説明をするものではな」として、この主張を退けた。

顧客は、また、「金商事業者が金融工学の考え方にに基づき、本件各仕組債の金融工学上の評価方法を理解させた上で、重大なリスクを適正に評価する基礎となる事実である変動率や確率的に予想される元本毀損の程度などについて、原告らが理解するに足りる程度に具体的で分かりやすい説明をすべきであった」と主張したが、判決は、「顧客が自己責任の下に合理的な投資判断を行う上で、それらの事項を顧客に理解させることが必要不可欠であるとは認められないから、これらの点について、信義則上、証券会社である被告が説明義務を負うと解することはできず、原告らの上記主張は、失当といわざるを得ない。」として顧客の主張を退けた。

## (2) 説明義務違反肯定例

### 【判決5】大阪地判平19・7・26（セレクト30巻217頁）

投資信託、株価連動債、株価指数（日経平均）連動債取引に関するものである。判決は、商品特性として、比較的リスクが高く、一般の顧客が上場株式の取引を

する場合よりも収益の予測が難しい商品で、仕組みが複雑である上に、償還条件に日経平均株価の変動リスクがある点で収益の予測が難しいものであるとし、事案の顧客の特性として、投資経験がなく、投資意向は必ずしも高くない者であったと認定する。他方で、金商事業者従業員は、顧客の投資経験や投資意向を確認せず、「収益（リスク）に影響を及ぼし得る事項」（当該投資信託の具体的な運用対象や投資方針が挙げられている）の具体的な説明を行わずに株式投資信託の勧誘を行ったこと、顧客は養父の遺産の株式売却代金でいきなり5000万円もの買付を行ったが、その際に当該取引について不安や疑問を述べた形跡はなく、株資信託のリスクを具体的に理解していなかったとし、以後に買い付けた各株式投資信託のリスクを具体的に理解していなかったと認定した。

判決は、事案では、金商事業者従業員は顧客に対し、各商品の目論見書やパンフレットを交付して一応のリスク説明を行ったと認定した。しかし、その説明の程度は顧客にリスクの内容を具体的に理解させるものではなかったこと、金商事業者従業員は顧客の投資経験や投資意向を確認せず、次々にハイリスク商品を勧誘した際に顧客が具体的な質問もせずに勧められるままにこれに応じていた事実から、顧客がリスクについて具体的な認識や理解をしていないことを認識できたとしたとした。その上で、担当従業員が顧客の経験や意向を十分確認していれば、顧客の能力や理解度に応じて徐々にリスクの高い投資商品へ移行したり、投資額を増やすといった対応ができたし、そうすべきであったとして、金商事業者の説明義務違反を認めた。

**【判決6】大阪地判平19・11・16（セレクト31巻317頁）**

株価連動債・EB債取引に関するものである。判決は、対象商品の特性について、発行体の信用リスク、対象株式の株価が下落すれば株式償還されること、途中売却できないことを挙げ、EB債は一定の利率が保証された社債であるにもかかわらず元本が保障されておらず、株式償還の可能性もあったとした。

このような商品性から、金商事業者は、「購入者に誤解を招きやすい商品であるといえるから、株式償還される可能性について、顧客の知識、経験及び取引意向に照らして具体的に理解することができるよう説明する義務がある」とした。また、事案の顧客には、投資経験や株式取引経験がなく、投資意向は比較的安全な商品を考えており、担当従業員もある程度、顧客の投資意向を了解していたと

し、このような顧客にEB債を勧誘する場合には、「株価下落の可能性、株式償還の可能性及び株式償還により原告が被るリスクについて抽象的に説明するだけでは足りず、勧誘時点の対象株式の値動き状況、当該会社の状況、業績、償還日に取得する株式数、それによりどの程度の評価損を受ける可能性があるかについて、具体的な数字を挙げる等して説明し理解させる必要がある」とした。

事案では、金商事業者の勧誘当時、株価がかなり激しく上下に動いている不安定な状態であったのに、株価に関する資料を示すこともなく、目論見書に基づく説明も行わず、単純に今後も上がるという楽観的な見通しを伝え、株式償還になっても上がるまで待てばよいなどと説明し、株式償還リスクについてはパンフレットに記載されていることのみを説明したとし、顧客に対する説明としては十分かつ不適切であったとして、説明義務違反を認めた。

#### 【判決7】大阪高判平20・6・3（金判1300号45頁）

株価連動債、株価指数（日経平均）連動債取引に関するものである。判決は、金商事業者の説明義務に関し、「証券会社は、一般投資家を取引に勧誘することによって利益を得ているところ、一般投資家と証券会社との間には、知識、経験、情報収集能力、分析能力等に格段の差異が存することを考慮すれば、証券会社は、信義則上、一般投資家である顧客を証券取引に勧誘するにあたり、投資の適否についての確に判断し、自己責任で取引を行うために必要な情報である当該投資商品の仕組みや危険性について、当該顧客がそれらを具体的に理解することができる程度の説明を当該顧客の投資経験、知識、理解力に応じて行う義務を負う」とした。

事案では、もともと投資経験も積極的な投資意向もなかった顧客が、勧誘に対して即決に近い形で、一部上場有名企業の比較的安定した株式の売却代金、預金、公社債投信など安定した資産を躊躇なく購入原資に充てるなどして、約2億1630万円を本件投資商品に投じたと認定し、これにより、顧客が各種投資商品の中での本件投資商品の位置付けを理解していないままであり、その仕組みやリスクについてほとんど理解していなかったこと、代金に充てるために処分した上記資産との間でのリスクの区別ができていなかったとした。

判決は、他方で、担当従業員が、説明資料を交付して説明を行なかつたほか、担当従業員が投資経験に注意を払わず、投資意向を確認していないことから、顧



客が仕組みやリスクを理解できていたかについて関心が低く、顧客が理解できるよう説明を尽くそうとの意識をほとんど持ち合わせていなかったなどを認定し、金商事業者の説明義務違反を認めた。

**【判決8】大阪地判平22・8・26（判時2106号69頁）**

仕組投資信託（ノックイン投信）取引に関するものである。顧客は79歳の一人暮らし高齢者で、顧客を投資経験及び知識がほとんどなく、慎重な投資意向を有する者であった。判決は、そのような顧客の定期預金、普通預金や個人年金という安定した資産を、相当のリスクがあり、理解が困難な本件各投資信託の購入を勧誘して集中投資させたとして、金商事業者の適合性原則違反を認めた。

次に、判決は、説明義務違反についても、以下のとおり判示してこれを認めた。金商事業者従業員は、対象商品が条件付きで元本が保証され、定期預金より高い利回りが期待できると説明したが、他方では、預金ではなく投資信託であることや、グラフを示しながらワンタッチ水準の説明がなされたとする。しかし、顧客は、その年齢や経験、知識の乏しさから、本件各投資信託の内容を理解することが容易ではないこと、将来の株価予測というおおよそ困難な判断が要求されること、元本割れのリスクも相当程度存在するにもかかわらず、条件付きの元本保証という商品の特性により元本の安全性が印象づけられること、以上から金商事業者としては、当該条件については特に慎重に説明する必要があったとした。

事案に対する判断では、担当従業員らは、顧客が元本保証を重視していることを知っていたにもかかわらず、過去の株価の変動状況や今後の株価予測の参考となる情報を提供せず、ワンタッチ水準となる価格を示したのみで、担当従業員らが本件各投資信託の危険性を具体的に理解することができる程度の説明をしたとは認められないとした。そして、顧客とのやりとりなどから、販売用資料に沿った一応の説明では、原告が本件各投資信託の危険性を具体的に理解できないことを容易に認識できたとして、金商事業者の説明義務違反を認めた。

なお、判決は、担当従業員らの商品知識について疑義を差し挟み、それを金商事業者の説明義務違反の認定の基礎事情とする。すなわち、担当従業員らは本件各投資信託の投資対象や運用益についての知識は持ち合わせておらず、その研修もなされていなかったことから、そもそも販売する側に知識不足があり、そのような者が十分な説明をできるかは疑わしいとした。また、勧誘を受けた顧客が不



安も述べずにその場で直ちに購入を決めていたことなどから、顧客は、本件各投資信託の内容を具体的に理解できず、また、そのリスクにつき現実味を帯びたものとして理解できていなかったとした。

**【判決 9】東京地判平 23・2・28（金判 1369 号 59 頁）**

仕組投資信託取引に関するものである。判決は、まず、商品特性について、リスク性が高く仕組みも複雑であり、商品やリスク・リターンの判断も判断することは容易ではないことを述べる。その上で、判決は、金商事業者が顧客に対して商品に関する一応の説明をしたと認定したものの、日経平均株価がワンタッチ水準を下回る確率を何ら説明しなかったほか、顧客の投資経験、知識、理解力にに応じ、自己責任で本件投資信託の取引を行うことができる程度に十分に説明しなかったとして、その説明義務違反を認めた。

**【判決 10】東京高判 23・10・19（金法 1942 号 114 頁）**

株価指数（東証マザーズ）連動債取引に関するものである。判決は、商品特性について、顧客が、一定の条件の下での受取利息の利率が相当高水準であることやノックイン価格が低水準に設定されていることに目を奪われることで、元本を確保しつつ高い利息を受領する期待を安易に抱くであろうことが容易に想定できる商品であるとした。以上から、金商事業者は、顧客に対し商品のリスク内容を具体的かつ正確に認識させ、冷静かつ慎重な判断が可能となるように過不足のない情報提供を行い、説明を尽くす義務があるとした。

事案では、顧客に交付されていた説明資料に満期償還額の変動リスクや価格変動リスクその他のリスク説明はあるものの、その記載は概して具体性を欠いた単調・平板なものであり、本件取引から実際に生じうる具体的なリスクを意識・注意喚起させる上で不十分であるとした。説明は口頭によるものにとどまり、ノックイン事由が生じた場合に下落率が 2 倍の割合で償還価格に反映される計算式も具体的に説明しなかったとした。また、「商品説明の過程で上記のような情報が提供されたとしても、顧客である一審原告にその重要性がどの程度意識され、注意喚起され、その記憶にとどめられ、高率の受取利息や低く設定されたノックイン価格という利点と比較対照されるなど、一審原告の投資判断において、実質的な判断材料・考慮要素とされ得たのか甚だ心許ないところである」とした。他方で金商事業者には「上記説明内容を図表化するなどリスクの具体的内容をわ

かりやすく整理した資料を用意することに大きな労力・困難を伴うとも考えられないとした。そして、金商事業者従業員が、一般投資家が目を奪われやすい10%の利率やノックイン価格が55%と低く設定されている利点のみを強調し、勧誘対象を日経仕組債から本件仕組債に切り換え、顧客がこれに飛びついた可能性が高いとし、担当従業員が日経仕組債との比較につき正確かつ具体的な説明がなされていれば、顧客が本件仕組債を購入しなかった蓋然性は相当程度高いとして、この点の説明不足も看過できないとした。以上から、判決は、相当複雑でその理解も容易でなく、かつ、新規性・独自性もある本件仕組債の購入を勧誘するに当たり、そうした資料を準備・使用することもないまま、口頭の説明で事足りりとする対応は、本件仕組債の性質・特徴に即した説明を尽くしていないとして、金商事業者の説明義務違反を認めた。

**【判決11】大阪地判23・12・19（金商1412号24頁）**

株価連動債取引に関するものである。判決は、金商事業者従業員が顧客に対し、対象仕組債の仕組みや各リスクにつき、説明資料や確認書に基づいて一通り説明したとした。他方で、同従業員の説明方法は、転換対象株式の上昇見込みから早期償還の可能性が大きいことを前面に押し出し、利率の有利性を強調したもので、顧客が別途各リスクの説明を受けても、上記の有利性の陰に各リスクが隠れて現実に顕在化して実際に損失を被る危険性を認識することが困難となっていたとした。

判決は、その上で、金商事業者が、最悪でも転換対象株式で償還されることが繰り返し告げることで、顧客に対し満期には株式を取得できるとの見通しを強く印象付け、それが転換対象株式の株価が回復する可能性が大きいとの見通しと結びつくことで、早期償還にならない場合でも一定の配当を受け取りながら株価の回復を待って元本の毀損を回避でき、株価変動リスク・元本変動リスクについては実際には顕在化しないかのような印象を与え、信用リスクについては十分留意しないし考慮する意識が希薄にさせたとした。他方で金商事業者の勧誘は、これらの説明を受けてもなお買付を躊躇していた慎重な顧客に対し、新規公開株の売買で短期間に利益を出すとして顧客を信用させ、その実績を見本にして翻意させるもので、「有望性ないし有利性を一方的に強調して宣伝される反面、顧客にとってリスクがその陰に隠れ、意識しにくくされてしまうおそれがある上、巧みな目

先の利益誘導によって顧客を信用させ、判断を誤らせてしまう危険を有するものであって、著しく不適切なものであったとした。そして、「元々適合性に疑問がある中で、このような著しく不適切な勧誘を受けた原告にとっては、本件各リスクが起きる現実的な危険性につき認識が薄くなってしまっていることに鑑みると、原告が目先の利益に引きずられて、本件買付を決断する方向に転換したことを十分予見できたものというべきである」とした。判決はまた、顧客の「リスクに関する認識が希薄になっている部分を補正して本件各リスクに公平に目配りをして解説することで、株価変動リスクないし元本変動リスクのみならず、信用リスクや流動性リスクが発生する危険性についても冷静かつ十分に認識できる状態になるような説明をしなければ、説明を尽くしたことにはならない」とする。

事案では、金商事業者による信用リスク、流動性リスクの説明は、「発行体が破綻した場合には、元利金の支払のみならず、株式による返還も受けられなくなること、また、発行体が破綻するおそれが出るなどした場合でも、途中売却できずリスクを回避することが不可能であることについて顧客に意識させ、注意を喚起するようものではなく、勧誘時の顧客の認識が希薄な部分を補正し、特に信用リスクや流動性リスクに関してその危険性を十分認識させ、その上で買付の可否を冷静に判断できる程度に適正かつ十分な説明を尽くしたものではなかったとして、その説明義務違反を認めた。

#### 【判決 12】大阪高判平 24・5・22（金商 1412 号 24 頁）

株価指数（日経平均）連動債に関するものである。判決は、まず、金商事業者従業員が顧客に対し対象商品のリスクを十分に説明していないとした。他方、顧客は、自身の要望にそぐわない商品が勧誘されるはずがないとの思い込み、金商事業者従業員からの「リスク回避」「株式より有利」などの言動に影響された思い込みや軽信、仕組債に対する無理解や不慣れ等により、金商事業者が元本を保証し、利回りが年率 5.1% であり 3 ヶ月で償還可能な特殊な商品で、リスク回避のため株式との分散投資に適当で安全なものと軽信し、特段の質問等をしたり、説明資料の内容の詳細を確認せずに購入したとした。

事案では、まず、金商事業者従業員は、対象商品が相次いでノックインしたにもかかわらず、顧客に連絡せず、顧客からの問い合わせ電話に即答せず、後にノックインの事実のみを報告したと認定した。また、「本件各商品におけるノック

インは、顧客である控訴人らにとっては、償還日における 100 パーセントの元本償還が受けられなくなる分かれ目であるとともに、償還日の 10 営業日前の金融指標の水準次第では、指数の下落率の 2 倍の大きさの元本毀損につながる恐れのある重大な事態であった」とした。そして、金商事業者従業員において顧客らの投資原資が借入金であることを認識していたことから、「今後の金融指標の動向等との関係で、顧客らに早急にノックインの事実を知らせて対応策を講ずるか真剣に検討し相談して然るべきものである」とした。これに対して金商事業者従業員の取った行動は極めて緩慢かつ不自然であり、当該従業員が「リスクとしてのノックインの重要性やその意味内容について認識していたのか疑問があると」とした。また、顧客に対し、ノックインやリスクを含むユーロ債の仕組みに関して十分に理解できるように説明をなし得たかどうかとも疑問といわざるを得ないとして、金商事業者の説明義務違反を認めた。

**【判決 13】大阪地判平 24・12・3 (判時 2186 号 55 頁)**

株価指数（日経平均）連動債取引に関するものである。判決は、顧客らの属性として、「本件各仕組債に関し、期限前償還の可能性や満期償還日までの 10 年間にわたる日経平均株価及び豪ドル為替の変動、発行体である外国金融機関の信用リスクを予測して投資判断する能力があったとは到底認められない。」とした。判決は、このような顧客に対する金商事業者の勧誘は、商品リスクの内容及び程度から、顧客の取引経験からうかがわれる投資意向に沿わないものであったとして、適合性原則違反を認めた。

その上で判決は、事案に対する判断で、金商事業者の説明義務について、顧客らの知識や理解力に応じた分かりやすい説明を行うほか、その説明によって顧客らの理解が得られたかどうかを適宜の方法で確認するなど、十分な配慮をすべき義務があったとした。

事案では、金商事業者従業員は、そもそも当該顧客の投資に関する知識、取引経験、理解力及び投資意向などを把握できておらず、その知識や理解力に応じた分かりやすい説明をなし得なかったこと、従業員には、自身の説明によって原告らの理解が得られたかどうかを適宜の方法で確認するなど、十分な配慮をして説明を尽くそうとする意識さえも欠けていたこと、勧誘時の説明においては、顧客らから質問はされず、従業員も顧客らの理解をとくに確認することもなく、一方

的な説明に終始したこと、従業員自身が日経平均株価がノックイン価格を割り込むことはないかと予測していたこと、顧客らに示された株価は平成18年から平成20年にかけての約2年間のもので、株価が過去に大きく変動していた時期の値動きを示すものではなかったこと、これらが相まって、従業員の説明が、顧客らがリスクの内容及び程度を実感を伴って理解できるものにはなっていなかった可能性も十分にあり、結果としても顧客らはノックインによる元本毀損のリスクについてほとんど関心を払っていなかったことを認定し、金商事業者の説明義務違反を認めた。

**【判決14】大阪地判平25・1・15（2013WLJPCA01156002）**

EB債取引に関するもので、破綻したリーマン・ブラザーズが保証する3銘柄を対象とするEB債取引に関し、リーマングループの破綻により償還を受けられなくなった事案であり、顧客が金商事業者に対して説明義務違反による損害賠償請求等を求めたものである。

判決は、以上のような商品の特性から、金商事業者は、いわゆる信用リスク、株式償還リスク、流動性リスクを個々に説明するだけでは足りず、買付時から計算日までの約1年間における発行体の信用リスクや参照銘柄の株価の値下がりによるリスクを引き受けなければならないことを、顧客が具体的に理解できるように説明する必要があるとした。他方で、債券にプット・オプションが組み入れられていることは、買付時から計算日までの間に参照銘柄の株価が値下がりした場合に計算日までの間に債券を売却して損失拡大を回避できないということに尽きるとし、金商事業者は、事案の債券の内容、仕組み並びにその信用リスク、株式償還リスク及び流動性リスクに加え、商品にプット・オプションの売りが組み込まれていることまで説明しなくても、顧客は、買付時から計算日までの約1年間における発行体の信用リスクや参照銘柄の株価の値下がりによるリスクを引き受けなければならないことを理解できるとした。また、リスクとクーポンの関係については、仮に本件債券の価格変動リスクが高いことを予測してクーポンが高く設定されていたとしても、一般にリスクが高ければクーポンというリターンが高くなることは、証券取引における常識ともいうべき事柄であるとした。すなわち、リスクに見合ったリターンは、各人の相場観や許容できるリスクの程度によって異なり、リスクとリターンの関係を正確に把握しなければ投資判断ができ

ないというものでもないとし、金商事業者は顧客に対し、特に説明を求められているわけでもないのに、リスクの高さとクーポンの高さが連動していることやクーポンの決定要因等までの説明は求められないとする。

事案で判決は、金商事業者従業員は、早期償還を前提とした本件買付のメリットを強調した上で、株式償還となっても優良銘柄の株が手に入るのでそんなに心配することはないなどと述べて勧誘を行い、信用リスクについては提案書や契約締結書交付前書面の読み上げを行ったという以上のことはしなかった旨を認定する。その上で、金商事業者担当者の勧誘を全体としてみれば、本件債券の実際のリスクに比して、リスクが小さいかのような印象を与えるもので、流動性リスクと相まった信用リスクの存在について、注意喚起としては不十分であったとして、金商事業者の説明義務違反を認めた。

**【判決 15】名古屋地判平 25・4・19 (2013WLJPCA04196001)**

株価連動債、為替連動債、鉄鋼指数連動債取引に関するものである。判決は、顧客の属性として、元本を毀損する危険性がある高額の金融商品や、いわゆる仕組債に属する債券を繰り返し購入し、これらの取引により実際に損失を被った経験もあったとした。このような投資経験も踏まえると、金商事業者担当者らの説明や交付された資料の内容によっては、本件各債券の性質・特徴やリスクを理解することがおそ困難であったとまではいえないとして、金商事業者の勧誘は適合性原則違反に当たらないとした。しかし、説明義務違反については、次のとおり判示してこれを認めた。

まず、株価連動債については、金商事業者の説明が不十分であったため、顧客は取引から実際に生じる元本毀損のリスクを十分に理解できないまま購入したとした。次に、為替連動債については、顧客は当初の利息の高さ等に目を奪われ、リスクに対する正確な理解を欠いたまま購入を決めたとした。また、鉄鋼指数連動債については、顧客が債券リスクの正確な理解を欠いたまま、金利と早期償還の条件が有利な債券であるとの金商事業者の勧誘文言に安易に追従して購入を決めたとして、いずれも金商事業者の説明義務違反を認めた。

**【判決 16】大阪地判平 25・4・22 (セレクト 45 巻 99 頁)**

株価指数（日経平均）オプション取引に関するものである。判決は、まず、事案のオプション取引は全て売り取引であり、顧客に対してはオプション取引につ



き損失が無限大になりうるといった程度の説明がなされたのみで、具体的な数値を用いた説明はなかったとした。他方で、顧客は、投資経験が全くなく、その知識も甚だ不十分であり、オプション取引によって小遣い稼ぎをしようとする者であったとし、金商事業者は、このような顧客に対し、余裕資金では全くなく借入金（一部）を投じさせたとした上で、損失が無限大又は相当に大きなものになる可能性があるオプション取引の勧誘をしたことは適合性原則に違反するとした。

判決は、説明義務違反についても、次のとおり判示して、これを認めた。まず、オプション取引が極めてリスクの高い取引類型であり、顧客の取引経験の乏しさ、金融取引の知識のなさ、取引の目的としては小遣い稼ぎがしたいとの意向でリスクを厭わない積極的な投資意向を有していなかったとする。次に、担当従業員は、このような顧客を勧誘する以上、顧客の自己責任において自らの投資意向に沿うかどうかを見極めて適切な投資判断をすることができるよう、商品特性やリスク等を十分に説明して、その理解を得させるべき義務を負っていたとした。その上で、顧客に対する説明に際しては、複雑な商品特性及びその極めて高いリスク等に照らし、具体的な数値を用いて損益をシミュレーションするなどの方法を採用すべき義務があったとして、金商事業者の説明義務違反を認めた。

**【判決 17】 静岡地判平 25・5・10（セレクト 45 巻 48 頁）**

株連動債取引に関するものである。判決は、顧客の投資の意向が安全確実を重視しており、仕組債の取引経験はなかったとしたものの、顧客理事には株式や投資信託の豊富な経験があったこと、投資に係る知識も相当程度有していたこと、潤沢な財産状態の中で余剰資金の2分の1という限度内で投資運用していたなどの事情から、金商事業者の適合性原則違反を認めなかった。しかし、説明義務違反については、次のとおりこれを認めた。

事案の商品の一つについては、金商事業者は、参照対象銘柄について過去の株価の値動きや株価の変動の激しさ（ボラティリティ、株価変動率）などを示し、ノックインが生じ、元本毀損が発生する可能性がどの程度あるかを顧客が理解できるだけの具体的な説明をしていないとした。また、金商事業者は、参照対象銘柄の過去の値動きを示すなどして、ノックインする可能性があり、金商事業者従業員のいうように元本保証のある商品と同視することはできないことを説明すべき注意義務を怠ったとした。



他の商品については、東証銀行業株価指数の過去の指数変動状況や変動の激しさなどを示してノックインが生じ、元本毀損が発生する可能性がどの程度あるかを顧客が理解できるだけの具体的な説明をしておらず、東証銀行業株価指数の過去の変動状況を示すなどしてノックインする可能性があることを説明すべきであったのに、これを怠ったとした。

**【判決 18】東京地判平 25・7・3（セレクト 46 巻 47 頁）**

株価連動債取引に関するものである。判決は、顧客の属性について、「原告は本件各取引後の時点で本件各金融商品が株式償還される場合のリスクを正しく理解していなかったのであるから、原告の上記リスクに関する理解力は十分でないことが推認され」とした。次に、金商事業者従業員（「C」）の商品理解について、「原告の上記発言に対し誤って同調する発言をしたことからみて、株式償還される場合の償還条件について正しい理解をしておらず、この点に関する理解力及び説明力が不足していたといわざるを得ない」とした。判決は、以上から、「原告は、本件各金融商品購入の勧誘を受けた際、C から上記説明を受けたものの、書面の記載の分かりにくさ、C の理解力・説明力不足、及び原告の理解力不足があいまって、株式償還される場合の株式数の計算方法につき、正しい理解を得るに至ったとはいい難く、そのために、原告は、後日においても、株式償還される場合の償還株式数につき正しく理解していなかったことが推認され」、「被告担当者 C や B が行った株式償還される場合のリスクに関する説明は、原告との関係において不十分であった」として、金商事業者の説明義務違反を認めた。

**【判決 19】大阪地判平 25・11・21（セレクト 47 巻 111 頁）**

株価指数（日経平均）連動債取引に関するものである。判決は、金商事業者が顧客に対し一定程度の説明を行ったとしつつ、以下のとおり金商事業者の説明義務違反を認めた。

事案では、担当従業員による接触履歴の内容からはリスクの説明がきちんとなされていた否かは必ずしも明らかではないとし、ノックインが生じた場合の元本割れのリスクの説明がなされたものとは認められないとした。これは顧客にとつては、どの程度の利益を得られるかに幅があることは理解できても、元本割れの損失を被るおそれがあり、しかもその損失幅が非常に大きなものになるおそれがあることは全く想定できないような説明内容であったとした。その上で、金商事

業者が顧客に対し「元本割れのリスクを含めた本件各仕組債のリスクを説明していたとしても、高金利の説明等や上記リスクが現実には発生する可能性は低いと思われる旨の相場観の説明も相まって、かかるリスクの存在やその内容が原告には十分に伝わっていないか、顧客が十分にそのリスクの存在、内容を理解していなかったと認められ、説明内容は不十分であり顧客に対象商品が有する危険性を具体的に理解させる程度の説明とはいえない」とした。

**【判決 20】 横浜地判平 26・3・19 (セレクト 47 巻 227 頁)**

株価指数（日経平均）連動債取引に関するものである。判決は、まず、顧客ら夫婦が同一商品同一金額を購入し、世帯として元本毀損のリスクが分散できない状態になっていたとした。そして、顧客らが高齢であり、仕組債を購入したことがなく、従前の投資も受動的であったにもかかわらず、従前の投資信託等と質的に異なるリスク（5年間のノックインの可能性、リスク2倍により元本を大きく失う可能性）を具体的に理解し得たとは認めがたいとして、金商事業者の適合性原則違反を認めた。

判決は、金商事業者の説明義務として、顧客らが事案の商品について適合性を欠き、これは本件取引の時点においても十分に危惧されたことからすれば、顧客らの自己決定権（自己責任）を担保するため、勧誘に際しては仕組債である本件商品が、投資信託等と異なり元本償還金額が大きく損なわれる危険性があること、私募債として市場がなく損失回避ができないこと、5年間の間にノックインの可能性があること等を具体的に説明すべき義務があったとした。そして、事案ではその履行がなされなかったとして、金商事業者の説明義務違反を認めた。

**【判決 21】 横浜地川崎支判平 26・3・25 (セレクト 47 巻 251 頁)**

為替連動債（デュアルカレンシー債）、EB債取引に関するものである。判決は、適合性原則違反については、次のとおり述べてこれを否定した。まず、対象商品の特性については、「いずれも仕組みが複雑でリスクとリターンとの関係が分かりにくく、大幅な元本毀損の可能性のあるリスクの高い商品である」とした。また、顧客の属性として、投資経験がほとんどなかったと認められるとしつつ、他方で、顧客は、投資意向として安全志向であるものの、リスクについて明示の限界を示しておらず、資産内容や収入からすればある程度リスクを伴う取引も可能であったこと、適切な説明を受ければ本件仕組債のリスクを理解する能力もあ

ったと認められるとした。但し判決は、金商事業者の説明は、原則として顧客本人に対し直接行うことを要し、例外的に、顧客本人が直接説明を聞くことができない場合や顧客本人が第三者に対する説明を依頼した場合には、金商事業者は、第三者から説明を聞いた顧客本人が、金商事業者による説明を正しく理解しているかを適宜の方法により確認することが必要であるとした。

事案では、まず、パワーデュアル債に関し、金商事業者の説明に際して、顧客本人は同席しておらず、その後の面談時にも、顧客本人が夫からどのような説明を聞き、どの程度理解したかについての確認は行われていないと認定した。そして、金商事業者から、パワーデュアル債が安全な商品であると誤信させるような説明が行われていることなどから、パワーデュアル債のリスクにつき的確な認識を形成するような説明や顧客が具体的に理解できる程度の説明は行われてないとして、説明義務違反を認めた。

次にEB債取引に関し、顧客本人は従業員の説明の際に同席しておらず夫から断片的な説明を受けただけでリスクは何ら聞いておらず、顧客本人が夫からの説明でどの程度理解したかの確認は行われていないと認定する。そして、担当従業員が顧客に資料を送付して電話で説明したのみで、資料を参照させての説明はしておらず、電話での説明は夫に対するものも含まれ、顧客本人への説明にどの程度の時間を割いたのかも不明であるとし、他方で、顧客に対し、対象銘柄の株価は、今は900円程度だが実力は1000円以上あると思うなどと、ノックイン事由の発生可能性が低いと誤信させるような説明がなされたと認定する。以上から、顧客において的確な認識を形成するような説明や、顧客が具体的に理解できる程度の説明は行われなかったとして、金商事業者の説明義務違反を認めた。

**【判決22】東京地判平26・5・16（判時2240号94頁）**

EB債、株価指数（日経平均）連動債取引に関するものである。判決は、顧客に投資経験がないとしても、本件各EB債の基本的な仕組みを現に理解していたとして、顧客による適合性原則違反の主張を退けた。しかし、金商事業者の説明義務違反については、次のとおり判示してこれを認めた。

事案では、金商事業者の行った説明は、1、2回と短時間であり、個別提案書を読み上げる説明にとどまったこと、各EB債の期間が4年11か月から5年と長期であり、その間、これを売却して投資元本を回収したり、損失額を確定した

りするのは極めて困難であったこと、それにもかかわらず金商事業者は、「当該証券は流動性が限定されております。また、転換対象株式や金利等の変動によって途中売却により損失を被ることがあります」などと、損失の発生を受忍するのであれば、期間中に本件各 EB 債を売却することも可能であるかのような説明を行ったとした。また、本件各 EB 債を売却する方法や、そもそも、かかる方法が存在するのか否かに関して何らの説明も行わなかったことで、顧客は、株価が基準価格未満となっても定期預金と同等の利金（年 0.1%）の支払がされるとの認識に止まり、流動性リスクが現実には発生する危険性やその意味を十分に理解していたのかは疑問とした。

判決は他方で、担当従業員が顧客に、商品の流動性等に関するリスクが記載された提案書を交付し、顧客の署名押印を得ていた旨を認定する。しかし、同従業員が顧客との面談の際に個別提案書、一般提案書のいずれを示したのか、実際に一般提案書を示したのかのいずれも不明とした上で、顧客が、株価が基準価格未満となっても定期預金と同等の利金（年 0.1%）の支払がされるとの認識に止まり、流動性リスクが現実には発生する危険性やその意味を十分に理解していたのか疑問であるとした。そして、顧客が「確認文言の記載のある本件各取引確認書に記名押印しているからといって、本件各 EB 債に係るリスクを認識するために必要とされる十分な説明が尽くされたとはいいいない。」として、金商事業者の説明義務違反を認めた。

**【判決 23】横濱地判平 26・8・26（2014WLJPCA08266003）**

株価指数（日経平均）連動債取引に関するものである。判決は、対象商品のハイリスク・ハイリターン性から、金商事業者は顧客に対し、商品のリスクの内容を具体的に認識させ、適切な判断が可能となるように必要かつ十分な情報の提供が求められるとする。また、説明の程度については、顧客に商品の特性を理解させるために、単なる数式を抽象的に示すのみではなく、各債券の特徴及びリスク、とりわけノックイン条件が成就した場合の満期償還額がどのように決定されるのか、条件次第では元本が毀損し、ゼロになる可能性もあること等を、参考事例に基づき価格・下落率等を例示したり、図示する等すべき義務があったとする。その上で判決は、説明義務違反に関して、次のとおり判示してこれを認めた。

事案では、まず、顧客が金商事業者から一通りの説明を受けたり、これを一読

ただけでは具体的なリスク等を理解することは困難であるのに、金商事業者従業員がそのような具体例に基づく説明を行った形跡はないとした。次に、顧客が満期償還額の算定方法等につき内容を理解していたのであれば、ノックイン条件が成就した場合に、本件各債券の時価評価額が低下した理由を理解し、数式に日経平均株価を当てはめることで満期償還額を計算することが容易であるのに、顧客が取引残高報告書から本件各債券の時価評価額が低下したことに気づくや、金商事業者に対し、資産評価及び満期償還額等に関する資料の交付を要求したほか、他の金商事業者の従業員に本件各債券額の算定を依頼したことは、顧客においてノックイン条件が成就した場合の満期償還額の計算方法を理解できていなかったことを窺わせるとして、金商事業者は各債券の特性について理解を得るための説明義務を尽くしたとはいえないとした。

**【判決 24】福岡地判平 27・3・20（セレクト 49 巻 475 頁）**

株価指数（日経平均）連動債取引に関するものである。判決は、顧客ら属性として、学歴、勤務歴、当時の年齢（いずれも購入当時 60 代）等から相応の社会的経済的知識・理解力を有し、以前から株式等の投資を行っており、日経平均株価や為替レートについて一般的な理解は有していた旨を認定する。他方で、顧客らは、事案の商品のような複雑な仕組みに対応する能力があるとまでは認められず、過去の仕組債等の金融商品の取引の経験も、主体的に商品選択した形跡がなく、ただ勧誘者の勧めに従っていたと見られるとした。その上で判決は、「原告らの理解力は、本件仕組債の特性とリスクについて、担当者から一応の説明を受けたとしても、抽象的に利回りが良いとか、元本割れの危険があるという程度の表層的な認識にとどまり、商品の特性とリスクを理解した上で主体的に商品を選択するのではなく、ただ勧誘者に対する信頼感情と利回りの良さに惹かれて商品を選択する程度のものであり、事業者従業員も勧誘行為を通じてこのことを十分認識し得た」とし、本件仕組債の購入はその能力に比して過大な危険を伴うものであったとして、金商事業者の勧誘は適合性原則違反に当たるとした。

判決は、以下のとおり、金商事業者の説明義務違反を認めるが、その前提として、金商取引における顧客心とついで次のように述べる。「一般投資家の心理において、高利の商品を勧誘されて購買意欲を刺激されると、その仕組みやリスクを十分理解できないまま、勧誘者ないしはその使用者である金融機関に対する信

頼感から、迎合的に投資する傾向を示すことが少なくない」とする。他方、説明を行う金商事業者は、「業として勧誘する者の心理として、自己または勤務先の実績を大きくしようとする底意により、購入意欲を示した顧客に対し、これを減退させる要素となるリスク等の説明をおざなりにする傾向を示すことが少なくないから、高利を特色とする商品を勧誘した者は、上記通弊に陥らないよう十分に注意しなければならない。」とする。その上で、判決は、商品特性と顧客の理解力に照らし、金商事業者は、顧客らに商品の特徴やリスクを十分に説明して具体的に理解を得させるべき義務を負うとする。

事案では、顧客は、金商事業者から顧客に目論見書やリーフレットが交付されていたものの、これを一読したとしても、対象商品の特徴である期限前償還条項の持つ意味や、各ノックイン事由が発生した場合には大幅な元本欠損も生じうること等のリスクを具体的に理解できるものとはいえず、リーフレットを示すなどして一定の説明を行ったにもかかわらず、利率や満期までの期間が5年であることのほかは概要の説明にとどまっていたとして、金商事業者の説明義務違反を認めた。

#### 【判決 25】東京地判平 27・3・25 (2015WLJPCA03258005)

株価指数(日経平均)連動債取引に関するものである。判決は、顧客が、安全性と収益性のバランスに配慮しつつ、安全性をより重視したい旨を伝えていたと認定する。そして、対象商品がこのような顧客意向に合致しない可能性があるとしたが、他方で、顧客の取引経験や理解力からすれば、対象商品について十分な説明がなされれば、およそ顧客において基本的な仕組みを理解できない債券ではないとして、金商事業者の勧誘は、適合性原則違反に当たらないとした。

しかし、説明義務違反については、次のとおり判示してこれを認めた。まず、事案の商品につき、満期が約4年と比較的長期であり、取引の4年数か月前に日経平均株価水準が現に発行条件決定時の50%を下回っていた時期もあったことからすれば、償還価格が0円ないしこれに近い金額となる現実的可能性が低いと解する根拠は乏しいとする。次に、顧客が、約4年という期間を前提とした将来の予測困難な事情を示すことなく、当面の日経平均株価水準の予測としてノックイン価格である1万1360円を下回することは考えにくいとの見通しを金商事業者担当者から伝えられれば、顧客のような経歴の者にとって、元本が大きく



毀損し 4000 万円を超える損失を被るリスクがあることを具体的に認識することは困難であるとする。その上で、顧客に対し本件仕組債の具体的リスクを認識できるだけの情報提供がされたというには不十分であり、顧客は対象商品のリスクに楽観的な見通ししか持てなかったために購入に至り、損失を被ったとした。以上から、判決は、顧客に対し、特に損失のリスク（5000 万円の元本の大半が失われる現実可能性が低いものではないこと）につき十分な理解が得られるよう説明すべき義務に違反したとして、金商事業者の説明義務違反を認めた。

**【判決 26】名古屋地岡崎支判平 27・12・25（セレクト 50 巻 57 頁）**

為替連動債取引に関するものである。判決は、顧客属性として、投資に関する一応の知識を有していたものの、専門的な知識はなく、仕組債を購入した経験もなかったとした。また、金商事業者は、本件仕組債を顧客に販売するに際して、商品リスクにつき相当具体的な説明をする義務があったものの、事業者の説明は表面的なものにとどまったとし、仕組債の購入経験のない顧客が、具体的なリスクの存在を十分に認識できたとは言い難いとした。他方で、顧客は、複数の証券会社に口座を開設して、少額ではあるものかなり頻繁に株式取引を行っており、本件仕組債購入までに 2 年近く取引経験があること、株式取引によって利益が上がらないと考え、投資信託や被告会社のファンドラップに興味を持つなど、自ら資産の運用方法を検討していること、REIT や TOPI X、IPO、FX がそれぞれ何を意味するものかおおむね理解している様子を見せていること、本件仕組債購入当時 37 歳であったことからすれば、投資に関する知識が豊富であるとは認められないものの、投資一般について一応の知識を有しており、かつ、自身の状況を踏まえた上でどの商品を買うべきかの一応の判断力を有していたことが認められるとして、金商事業者は、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勧誘したとまではいえないとして、金商事業者の勧誘は適合性原則違反に当たらないとした。

しかし、説明義務違反について、事案での金商事業者従業員の説明は、「本件仕組債においてクーポンが生じないリスクや満期時の元本欠損のリスクを過小に評価させ、また、途中売却によって元本を欠損させるリスクを具体的に説明していない」とする。そして、顧客は、本件仕組債のような特殊な債券についてまったく取引経験がなく、予備知識も有していないことから、その商品内容やそのり



スクを直ちに理解することが困難な状況にあり、そのような顧客に対する説明としては不十分であったとして、金商事業者の説明義務違反を認めた。

**【判決 27】東京地判平 28・6・17（金判 1499 号 46 頁）**

株価連動債取引に関するものである。判決は、まず、顧客属性として、取引時点で 77 歳から 78 歳の高齢者であり、認知症により認知機能が相当程度低下していた。また、投資経験についても投資信託や外貨預金等元本割れのリスクのある金融商品への投資の経験が一定程度あったものの、為替リスクのみを含む商品である外貨預金や、専門家が行った分散投資による損益を享受する投資信託等、個別の株式銘柄ごとの相場の変動を予測するといった投資判断は必要とされない商品で、本件各商品のような複雑で難解なリスクを含み、高度な投資判断能力が要求されるような商品への投資の経験があったとは言えないとした。そして、「本件各商品の含むリスクが相当程度大きく、原告は本件取引によってその抱えるリスクを過大に負担することになったものであり、かつ、そのリスクの大きさ及び仕組みの難解さに鑑みれば本件各商品の購入による損得を適切に判断するためには相当程度高度の投資判断能力が要求されるものであったと認められる」とした。その上で、顧客の年齢や認知症の程度に加え、その投資意向、財産状態及び投資経験等から、金商事業者外務員が顧客に対し本件各商品の購入を勧誘したことは、適合性の原則から著しく逸脱したものであるというほかなく、これによって本件取引を行わせたことは、不法行為法上も違法と評価することができる。」とした。

説明義務違反に関しても、判決は次のとおり述べ、これを認めた。まず、金商事業者従業員が、顧客の注文前に、所定の契約前交付書面等を交付し、参照銘柄の株価の動向によって償還条件や利率が変動するという本件各商品の基本的な仕組みや、契約上設定された利率決定価格やロックイン価格等の水準値を説明し、所定の水準値を下回ったときには、低いクーポン（利率）となったり、現物株での償還を含めて元本割れとなるリスクがあることなどについて、商品内容や投資リスク等を形式的には一応の説明をしたとした。しかし、顧客が高齢で、認知症により認知機能が低下していたこと、投資取引に関する顧客の知識、経験、財産状況等から、本件各商品の取引に伴う危険性を具体的に理解できるような情報が、必要な時間をかけて十分に提供されたとは認め難いとした。

【判決 28】名古屋地判平 29・9・15（セレクト 54 巻）

為替連動債取引に関するものである。顧客は取引当時 78 歳の高齢者で、株式、投信のほか仕組債についても取引経験を有していた。判決は、適合性原則違反については、顧客の属性や投資経験、経済事情の知識・理解力、収益性重視の意向などから否定した。他方、説明義務違反に関しては、次のとおり判示して、これを認めた。

判決は、金商事業者の説明義務として、30 年拘束のリスクを根拠に、途中売却が可能かどうか、途中売却によってどの程度の損失リスクを負うかは重要な情報であるとした。事案では、途中売却時には原則として金商事業者が買い手となることや、同社の提示額で売買されることは説明されていたとした。しかし、途中売却の損失リスクは、満期償還時の損失リスクと同じく為替レートの状況で生じ得るが、両者は質的に異なり、途中売却時には大幅に元本割れすることがあり得るとし、「為替レートによっては元本割れすることがある」という程度の説明をただけでは、顧客が途中売却時の元本割れリスクを他のリスクと同レベルのものとして誤解しかねないとした。そして、「仮に途中売却時の元本割れリスクが顧客の投資姿勢と相容れないものであったとしても、そうしたリスクが、顧客が違和感を感じない他のメリットやリスクの中に埋没されてしまい、誤った投資判断をしてしまうことになりかねない」とした。その上で、金商事業者による途中売却の損失リスクの説明義務の内容と程度について、「その損失リスクが、満期償還時の損失リスクとは質的に異なる大幅な元本割れに繋がることを顧客が理解できるような方法で具体的に説明すべきである」とした。

事案で判決は、まず、金商事業者従業員の説明は、「途中売却時の損失リスクについては、金利、為替の変動の影響等で損失を被ることがあることを説明したという程度であって、途中売却時の損失リスクが、満期償還時の元本割れリスクとは質的に異なる大幅な損失を生じさせるものであることを具体的に説明したとは言い難い」とした上で、顧客が「このような説明を聞いたとしても、途中売却時の損失リスクが、具体的に説明された他のリスク・メリットの中に埋没してしまっ、説明を聞いた顧客が、途中売却時の損失リスクに特段の注意を払うことがなかったとしても当然といえる」とした。その上で、顧客が交付を受けた一般的な説明資料の記載事項（前記のゼロクーポン債に言及した部分）を自ら読んで

理解することができたとは直ちに認め難いとした。そして、判決は、「途中売却時の具体的な価格を予め算定することができないとしても、途中売却時の損失リスクの程度が、満期償還時の損失リスクとは質的に異なる大幅な元本割れに繋がることを顧客に理解させることは、説明方法を工夫すれば十分に可能である」として、金商事業者の説明義務違反を認めた。

なお、仕組債以外のデリバティブを組み込んだ商品に通貨スワップがある。金商事業者の説明義務の範囲について言及する裁判例を紹介しておく。

### 【判決 29】東京高判平 26・3・20（金商 1448 号 24 頁）

通貨スワップ（米ドル・円）取引に関するものである。事案では、顧客 X が金商事業者である Y 銀行との間の通貨スワップ取引を中途解約し、解約清算金を支払うことになったことから、X は Y とその従業員らによる勧誘には、適合性原則違反、説明義務違反、断定的判断の提供があり、本件取引は公序良俗違反により無効であるとして、損害賠償を求めた。一審の東京地判平 24・9・11（判時 2170 号 62 頁）は、Y の説明義務違反を認めたが、7 割の過失相殺を行い、双方が控訴。控訴審判決は、原審判断を維持して説明義務違反を認め、過失相殺については 1 割を減じた 6 割とした。

判決は、金商事業者の説明義務の内容として、価評価額について、取引期間中に担保提供という新たな支払義務を課す基準額となるとともに、中途解約の際の解約清算金の基準額ともなるし、その変化の程度が急激で甚大なものにもなり得るから、本件取引の仕組みのうちの重要な部分として、金商事業者は説明義務を負うとした。

判決はまた、顧客らは時価評価額という概念自体は知り得ていたが、その内容についてはよく理解しておらず、交換レートが反比例方式である通貨スワップを経験したことがなかったとした上で、説明義務の内容や程度について次のとおり判示する。

まず、金商事業者は、顧客の経験や理解力から、ボラティリティを含めた時価評価額の説明を十分に行うべきであったとした。次に、顧客が最終決済日まで契約の履行を続けた場合でも中途解約となった場合でも、時価評価額に関して法的に求められる説明義務の程度等は異ならず、中途解約の場合にはそれが解約清算金の場面で顕在化するに過ぎないとし、前者の場合に義務者が損害賠償責任を追

及されないことがあるとしても、それは顧客の選択による事実上の事態に過ぎないとした。

事案で判決は、時価評価額の変動要因、要因の変動が時価評価額に与える影響とその程度、交換レートの反比例方式が時価評価額を大きく変動させることについて言及し、金商事業者がこれを具体的に説明すべき義務を全うしていなかったとした。これに対し金商事業者は、「異常な事態を想定したシミュレーションまで求めるのは不可能を強いる旨」と主張したが、判決は、「最悪のシナリオをも念頭に置いて取引に臨みたいのは顧客として当然のニーズであるし、本件では損失額が巨額になり得るものであるから、ボラティリティや反比例方式の取入れ等により時価評価額が極めて大きくなり得ることを十分に説明し、顧客において尋常でない事態のときにどうなるかの予測を大きく誤らないよう注意すべき義務がある」とし、具体的な算定方法や数字はともかく、どの程度のものになるかを説明することは十分に可能であるとした。

## 4 仕組債の商品性とリスク

### (1) 仕組債

通常の債券は、発行体が資金調達を目的として発行する証券であり、あらかじめ金利や満期日が定められる。債券に投資した投資家は定期的にクーポン（金利）を受けとることができ、満期になると元本が償還される。これに対し、仕組債は、債券にオプションやスワップ<sup>9)</sup>等のデリバティブを組み込むことで、償還条件や金利などのキャッシュフロー変化させることができる金融商品である。

償還額変動型の仕組債は、原資産価格が観察期間中にロックイン価格（ワンタッチ水準）を下回った場合には原資産価格の変化率に応じて償還額が減額され、元本が棄損される可能性がある。償還期限については、予め定められる何回かの早期償還評価日に原資産価格がトリガー価格以上になれば満期前に早期償還され、それ以降はクーポンの支払いはない<sup>10)</sup>。これに対し利率変動型の仕組債は、利率

9)

10) スウェーデン輸出信用銀行2018年9月7日満期の円建早期償還条件付日経平均株価連動債の例では、顧客の損益は次のとおり。①額面100%で早期償還+予定回数以上

決定日における原資産価格が予め決められた基準価格以上となった場合には高い利率、基準価格未満の場合には低い利率がそれぞれ適用されるなど、期中の原資産価格の変動により債券の利率が変動する<sup>11)</sup>。

償還額や償還期限、利率に影響する取引条件にはさまざまなバリエーションがある。原資産の変化率に倍数を掛けるもの、単一ではなく複数の原資産（複数の株価指数や株式銘柄）、複数の為替を参照するもの、利払いと償還が異なる通貨でなされるもの<sup>12)</sup>、償還日までの株価変動によって償還金の代わりに当該債券の発行者とは異なる会社の株式（他社株）が交付されるものなどである。参照指標や償還条件が複雑になればなるほど投資判断は難しくなる。

## (2) クーポン

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い。例えばEB債（他社株転換社債）は、原資産を株式とする仕組債であり、クーポンには、プット・オプションのプレミアムが組み込まれる。他社株に転換される可能性が高いほどクーポンも高くなる。顧客はEB債の購入時に発行体に元本金額を支払うが、それには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い。顧客はEB債の購入でプット・オプションを売り手と同様のポジションに立ち、一般的な債券以上のクーポンを受け取ることができるが、これは次の

---

下のクーポン払い：ノックインするか否かにかかわらず、早期償還評価日においてトリガー価格 $\leq$ 原資産価格の場合。②額面100%以上で満期償還+予定回数以下のクーポン払い：ノックインし、当初原資産価格 $\leq$ 最終評価日の原資産価格の場合。③額面100%で満期償還+予定回数クーポン払い：ノックインせず、早期償還もしなかった場合。④額面割れで償還+予定回数のクーポン払い：ノックインが発生し、最終評価日の原資産価格 $<$ 当初日経平均株価の場合（マネックス証券のウェブ資料。https://info.monex.co.jp/news-archive/201608/news1608\_11/）。

- 11) 例えばノルウェー地方金融公社期限前償還条項付日経平均連動三段デジタルクーポン円建債では、高金利を得られるのはトリガー価格を上回った場合であるが、それを上回ると早期償還される。適用金利は、トリガー価格とノックイン価格間で変動し、当初原資産価格が基準価格を下回ると超低金利となる。
- 12) 利払いと償還が異なる通貨で行われる債券。元本の払い込みと利息の支払いが同じ通貨で元本の償還通貨が異なるタイプを「デュアル・カレンシー債（二重通貨建て債）」、元本の払い込みと償還が同じ通貨で、利息の支払い通貨が異なるタイプを「リバース・デュアル・カレンシー債（逆二重通貨建て債）」という。

仕組みによる。

- ・発行体は、プット・オプションの買い手であり、損失はクーポン＝EB 債の提示利率に限定されるが、限定のない株価上昇益＝利益を得られるポジションに立つ。
- ・顧客は、プット・オプションの売り手であり、利益はクーポンに限定されるが、限定のない株価下落損＝損失を被るポジションに立つ。

### (3) 原資産、取引条件とリスク

債券に組み込まれたデリバティブが参照する原資産は、さまざまであるが、裁判例で多く見られるのは株式、株価指数である。以下では、原資産ごとに仕組債の仕組み、リスク内容や取引条件を概観する。

#### ア. 株価指数を原資産とするもの

前掲【判決 10】の株価指数連動債は、東証マザーズ指数がロックイン価格を下回ると、償還価格は東証マザーズ指数の変動割合を拡大した割合（数式上は東証マザーズ指数の下落率を 2 倍した割合で欠損が生じ得ることになる。）で変動し、また、発行当初の 3 か月間を除き、東証マザーズ指数がクーポン判定価格を下回っている場合の利息は年率 0.1% に急減し、トリガー価格（当初指数値の 105%）に達したときは、額面の 100% で当然に早期償還が行われ、発行日から 3 か月経過した後も年率 10% の利息の收受を続けるためには、東証マザーズ指数がクーポン判定価格（当初指数値の 80%）以上であり、かつ、早期償還判定価格（当初指数値の 105%）に達しないという狭い価格帯に収まった状態を続けることが条件となる、とする。また、償還価格が 100% を超える償還は、①一旦、ロックイン事由が生じ、かつ、②その後東証マザーズ指数が反転しながらも、③各利払日ごとの基準日において早期償還判定価格（105%）に達しなかったという条件を満たした上で、④償還日の基準日における最終指数値が当初指数値を上回っていることが必要となるもので、元本の欠損が生じる可能性が相当程度存するのに対し、額面の 100% を超える償還がされる事態はほとんど想定されていない商品と特徴づけ、一般的な社債とは全く異質であり、株式や投資信託との類似性もなく、償還額や受取利息の決定方法やその条件も相当に複雑で、



元本欠損のリスクも相当に大きい投資判断の難しい商品であるとした。

【判決 11】は、対象商品では株式のプット・オプションの売りが組み込まれており、満期償還判定日の株価水準で現金償還か株券償還かが決まる 5 年満期の債券で、元本損失の確率が高いほど高い利率を得る仕組みであったとし、「本件仕組債は、株価変動・元本変動リスクや信用リスクという重要なリスクを内包しているにもかかわらず、5 年間リスク回避のために途中売却することができないという流動性リスクをも有するリスクの相当高い金融商品であり、本件仕組債を買い付けるには、満期までの 5 年間について株価変動や発行体である外国企業の信用リスクを予測して投資判断することが必要な商品」であるとした。

【判決 13】は、対象商品の商品特性について、個々の条件は必ずしも難解なものではなく、日経平均株価も新聞等で容易に情報を入手できる一般投資家にも馴染みのある経済指標であるとする。他方で、「利金の利率、償還時期及び償還額のそれぞれが日経平均株価によって変動し、その日経平均株価自体が株式現物等と異なり抽象的な経済指標に過ぎないこと、しかも利率等の変動の基準価格がそれぞれクーポン判定価格、トリガー価格、ノックイン価格という 3 種類の基準が使い分けられていることなどに照らすと、本件各仕組債は、その仕組みが複雑であるといえ、必ずしも理解することが容易な商品とはいえないものである。」とする。また、得られる可能性のある利益は利金の限度であるのに、利金の程度にとどまらない元本毀損の損失を受ける可能性があり、中途売却ができないといった制約があるほか、豪ドル為替リスクといった重要なリスクをも有するなど、種々にわたる相当高度なリスクを有する金融商品であり、その購入に当たって、日経平均株価の上昇による期限前償還の可能性を考慮しつつ、満期償還日までの 10 年間にわたる日経平均株価及び豪ドル為替の変動や発行体である外国金融機関の信用リスクを予測して、投資判断することが必要となる商品であるとした。

【判決 16】は、対象商品の商品特性について、オプション取引は抽象的な権利の売買であって、現物取引の経験がない者であればなおのこと、現物取引の経験がある者であっても、その仕組みを理解することが必ずしも容易とは言えない上、オプションの売り取引は、利益がプレミアムの範囲に限定される一方で、損失は無限大又は相当に大きなものとなる可能性があり、さらに取引単位につき 1000 倍のレバレッジがかかっていること、プット・オプションの取引売買代金額及び



この内訳に照らし、主にはプロの機関投資家を対象とするゼロサム取引であることからすると、各種の金融商品取引の中でも極めてリスクの高い取引類型であるとした。

【判決 19】は、「本件各仕組債は、いずれも元本が保証されておらず、しかも株価等の内容によっては、非常に大きな損失を被ることもあり、最大限元本全額の損失まであり得るものであって、重大なリスクの存する商品であるといえる。一方で、本件各仕組債は、株価等の内容によっては、年 10 パーセント前後の高利率での利息を得ることができるなど、高リターンの側面も有するものといえるが、上記損失の内容は高リターンにより得られる利益に比して大きなものであり、非対称となっているといえる。しかも、本件各仕組債は、株価等の内容に応じて大幅な利率変動リスクや早期償還リスク、為替変動リスク、中途売却が困難であることに伴うリスク等も存するものであって、損得の見極めが極めて困難であり、その購入に際しては、株式や投資信託等に係る専門的知識・経験を十分に備えていることが求められるとした。

【判決 25】は、顧客が仕組債の満期である約 4 年後の日経平均株価の推移を予測することは極めて困難であり、償還価格が 0 円か、それに近い金額となる現実的可能性が必ずしも低いとはいえないことから、年 10% という高率のクーポンにのみ目を奪われることなく、慎重に投資判断することが要求されるとした。

#### イ. 仕組投資信託

仕組投資信託（ノックイン投信）とは、ノックインしなければ比較的高い利回りが支払われるなどの特殊な条件が定められた債券（仕組債）を投資対象とする投資信託をいう。特殊な条件とは、仕組みは、分配金の額が運用実績により変動するほかは仕組債と同様である。期間中に一度でもノックインすれば、株価指数等に連動して償還価額が変動することとなり、早期償還条項が付されたものは原資産価格等がトリガー価格と等しくなるかこれを超えた場合に投資信託が早期償還される。

【判決 9】は、日経平均株価指数が投資信託の対象とされる商品で、ユーロ円建て債券に日経平均オプションを組み合わせたものである。ここでは、日経平均のプット・オプションを売ることにより得られるプレミアムから分配金が支払わ

れる。償還までの期間は5年で、信託期間中1年ごとに分配金が支払われるが、判定日における日経平均株価が一定水準（当初株価の65%）以上であれば、直後の決算日に元本と分配金が早期償還される。各判定日においてその水準以上とならなければ償還日に満期償還されるが、観測期間中に日経平均株価がワンタッチ水準を下回れば、満期償還時の額は、償還時の下落割合に応じた元本割れの損失が生じる。判決は、この商品が、株価の下落率に応じた損失が発生し得ることと、株価が上昇しても分配金を超える利益を得られないことを指摘した上で、次のように述べる。

「日経平均株価が一定の時点から5年間に35%下落する確率は平均約59%であったことからすると、株価観測期間中にワンタッチ水準を下回る可能性は低いとはいえないし、また、当初株価から最終株価への下落率が大きくなる可能性も低いとはいえない。そうすると、本件投資信託は、得られる可能性のある利益は分配金の限度であるのに対し、その利益にとどまらない損失を被る可能性のあるものであり、また、損失を被る可能性は低いとはいえず、被る可能性のある損失も小さいとはいえないものであって、リスク性の高い投資商品であるということが出来る。また、本件投資信託の仕組みは複雑であり、必ずしも理解が容易なものとはいえないとし、日経平均株価が5年間の株式観測期間中にワンタッチ水準を一度でも下回り、更に最終株価が当初株価より下回ることによって、元本が確保されない結果となる可能性がどの程度あるのか、その場合にどの程度の損失を被る可能性があるのか、そのようなリスクは得られる可能性のある利益と見合っているといえるのかということについて、判断することは容易ではない。」

#### ウ．為替を原資産とするもの

【判決21】は、対象商品中のパワーデュアル債（「PD債」）を、長期間資金を拘束され、中途売却が著しく困難で、中途売却した場合大幅に元本を毀損する可能性があるという流動性リスク、信用リスク、為替変動により債券価格が変動する価格変動リスクがあるとする。具体的特性は次のとおり。①当初半年間は年率10%の利息を受け取れ、一定の為替以上の円安になれば、半年に1度、比較的高い利率による利息を受け取れるが、発行体が繰上償還する権利を有していることで利息を受け取ることができる期間が短くなる可能性がある。②一定水準の円

高になると利率は最悪の場合年率0%となり、最長29年6か月間利息がほとんど付かないか全くない状態で資金が拘束されるリスクがある。③満期は30年で、満期時の償還額は、為替相場によっては大幅な元本毀損のリスクがある。④市場取引が存在しないことから中途売却が著しく困難であり、大幅に元本を毀損するリスクがある。⑤発行体の倒産や経営悪化等により債券が償還されなくなる可能性があるという信用リスクがある。⑥為替相場の変動により利息及び元本が変動するという為替リスクがある。

また、リスクに見合うリターンが得られるのか、リスクを回避する手段があるかについて適切な説明を受けなければ、直ちには理解することは困難な複雑な仕組みの商品であることにも言及する。

#### エ. 株式を原資産とするもの

株価連動債の裁判例に【判決17】がある。判決は、株式の株価や株価指数により償還金が変動するもので、参照対象株式が異業種の10銘柄であったり、下落率に2倍のレバレッジが掛けられることで元本毀損のリスクが高く、一定の年限が来ると強制償還される点で、一般の株式より高いリスクを有する認定した。

### (4) 商品性とリスク

#### ア. 商品の仕組、内容、取引条件に関するもの

商品性については、仕組み、リスク内容、取引条件がある。このうち、仕組債の取引条件について、裁判例は、商品に付される個々の条件は必ずしも難解ではないとするものが少なくない。しかし、その仕組みについては、複雑で、理解が容易ではないとする理由に、利率等の変動の基準価格について、クーポン、トリガー、ノックインと三種の基準が使い分けられていることを指摘するものがある（【判決13】）。また、償還額や受取利息の決定方法や条件が複雑であること（【判決10】）、株式償還される場合の株式数の計算方法の分かりにくさ（【判決18】）などが挙げられる。【判決23】は、ノックイン条件が成就した場合の満期償還額がどのように決定されるのか、条件次第では元本が毀損し、ゼロになる可能性もあること等を、参考事例に基づき価格・下落率等を例示したり、図示する等して説明すべき義務があり、それが履行されていないとするが、これは、抽象的な説

明だけは理解が困難であることをいうものである。

商品のリスクについて、元本欠損リスクが相当程度に大きいとするものが多い。これと対比し、をリターンが限定されることを指摘するもの（【判決 9】、【判決 13】、【判決 16】、【判決 19】）、償還条件などを子細に検討し、顧客による高い利息や元本を超える償還が得られるのは極めて限られるとするなど、有利なりターンが得られる条件が極めて限定されるとするもの（【判決 10】）がある。ほかに、流動性リスクの高さをいうもの（【判決 11】）がある。

#### イ. リスク評価、管理に関するもの

裁判例では、価格変動（【判決 11】、【判決 13】、【判決 25】）、信用（【判決 11】）についてのリスク評価の困難さが指摘される。【判決 9】はワンタッチ水準を下回る確率、【判決 17】は、ロックインの可能性について説明しなかったことを、説明義務違反の認定事情とする。また【判決 28】は、途中売却によって、どの程度の損失リスクを負うかは、重要な情報であり、抽象的な説明では足りないとするが、いずれも、これも価格変動リスクの評価（実感）の困難さをいうものである。

リスク・リターンが見合うかの判断が困難であることを指摘するものに【判決 9】、【判決 21】がある。

リスク管理に関し、顧客はリスク回避手段について適切な説明を受けなければ、直ちにその理解が困難であると指摘するものに【判決 21】がある。【判決 22】は、対象商品である EB 債の売却方法、売却できるのかについて説明しなかったことを、説明義務違反の認定事情に挙げる。また【判決 12】は、金商事業者従業員が、顧客に対し、ロックイン事実を顧客に告げなかった点を問題にする。同判決は、今後の金融指標の動向等との関係で、顧客らに早急にロックインの事実を知らせて対応策を講ずるか、真剣に検討して然るべき、と判示するが、これらは、いずれも、リスク管理の困難性を前踏とするものと解される。

## 5 リスク取引の特性

### (1) 問題の所在

仕組商品の取引をめぐる訴訟では、顧客側から、商品のリスク・リターンの関係、その算定の基礎となる商品の時価、ボラティリティ、販売者・仲介者の利潤、原資産価格の推移などの事情が、金商事業者の説明義務に含まれる、とする主張がなされる。

裁判例には、「証券会社は、特に説明を求められているわけでもないのに、リスクの高さとクーポンの高さが連動していることやクーポンの決定要因等まで説明しなければならないわけではない」（【判決18】）とするものがある。これは、①「株式変動リスクが高いことを予測してクーポンが高く設定されていたとしても、一般にリスクが高ければクーポンというリターンが高くなることは、証券取引における常識ともいうべき事柄であること、②「リスクに見合ったリターンというものは、各人の相場観や許容できるリスクの程度によって異なりうるものであり、リスクとリターンの関係を正確に把握しなければ投資判断ができないというものでもない」とするが（【判決3】、【判決4】など）、その理由については格別の説明はなされない。

それでは、リスクが高ければクーポンというリターンが高くなることが証券取引における常識といえるのか、それはどのような条件下でのものか、クーポンの内実はどのようなものか。

### (2) リスク・リターンの関係

リスクとは、2つ以上の結果が起りうることを意味する。経済学では、ある事象の不確実な変動幅で、リターンの標準偏差と説明される<sup>13)</sup>。投資分野では、予想収益率の期待収益率からの分散（標準偏差）をいうとされる<sup>14)</sup>。金販法は、

13) 「非期待損失」につながる収益率のボラティリティであるとするものに、Crouhy, M., Galai, D., Mark, R., 『リスクマネジメントの本質 第2版』（共立出版, 2015）19頁。

14) 日本証券業協会のHPは、これを「予想通りにいかない可能性」や「損害を受ける可能性」の度合いをいうとする。<http://www.jsda.or.jp/sonaeru/risk/index.html>。

金商取引のリスクとして元本欠損リスク、信用リスクを挙げる。ほかに、換価時期や可能性については流動性リスク、外貨建ての債券などについては為替リスクがある。リターンは、予想されるすべてのケースでの収益率を生起確率で加重した平均値である。期待収益率と呼ばれ、代替的な無リスク資産を超える正の期待利益＝リスク・プレミアムを意味する。リスクがリターンに一致すれば、リスクはゼロとなる<sup>15)</sup>。

不確実性の主な要因は、「未来の時間」と「情報の不足」であるが<sup>16)</sup>、客観的な不確実性＝リスクは、環境的要因であるリスクファクターの（将来の）不確実な変動＝「未来の時間」により生じる<sup>17)</sup>。証券の現在価値は、それが生み出す将来のキャッシュフローを割り引き、確率計算<sup>18)</sup>をすることで求められるが<sup>19)</sup>、金利、株価、為替など様々なリスクファクターは、将来のキャッシュフロー、ディスカウント・ファクターの変化を通じ、証券の現在価値を変動させる。

伝統的なファイナンス理論である効率的市場仮説<sup>20)</sup>は、投資家は市場全体とし

15) 榊原茂樹，城下賢吾，姜喜永，福田司文，岡村秀夫『入門証券論 [第3版]』（有斐閣，2013年）198頁。

16) 小島寛之『確率的発想法』（NHK出版，2004年）35頁。

17) 金森久雄，荒憲治郎，森口親司『経済学事典5版』（有斐閣，2015年）。

18) 計測方法には、分散共分散法（デルタ法）、モンテカルロ・シミュレーション法、ヒストリカル法などがある。分散共分散法は、リスクファクターが正規分布にしたがって変動し、その変動に対する資産の現在価値の変化額（感応度）が一定であると仮定して求める。モンテカルロ・シミュレーション法は、乱数を利用して、繰り返しリスクファクターの予想値を生成し、これを利用して、資産の予想価値を算出する。こうして得られた予想価値の分布をもとに、信頼水準に相当するパーセント点により求める。ヒストリカル法は、過去のリスクファクターを利用して、予想価値を算出する。こうして得られた予想価値の分布をもとに、信頼水準に相当するパーセント点により求める（日本銀行金融機構局「市場リスクの計測手法－現在価値アプローチ」2009年3月，[https://www.boj.or.jp/announcements/release\\_2009/data/fsc0903a1.pdf](https://www.boj.or.jp/announcements/release_2009/data/fsc0903a1.pdf)。）。

19) リスク量は、リスクファクターに一定の変動シナリオを仮定して、商品の現在価値の変動額を計算したものと捉えられる（前掲・注13日本銀行金融機構局参照）[https://www.boj.or.jp/announcements/release\\_2009/data/fsc0903a1.pdf](https://www.boj.or.jp/announcements/release_2009/data/fsc0903a1.pdf)。

20) Fama, E. F. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work, *The Journal of Finance*, Vol. 25, No. 2, pp. 383-417; 高橋典孝「証券価格変動のモメンタム現象とリバーサル現象に関する考察：行動ファイナンスの考え方の整理とそれに基づく定量分析」（日本銀行金融研究所/金融研究，2004年）61頁，<http://www.newsweekjapan.jp/>。



て合理的な意思決定を行い、市場は効率的であると考え。これによれば、証券価格が、ファンダメンタル価値（将来の各キャッシュフローをリスクに応じた割引率で割り引いた価値の合計）から乖離すると、裁定取引によって乖離が解消されるとする。合理的な投資家は、証券価格をファンダメンタル価値として評価し、証券のファンダメンタル価値に関係する新しい情報があると、合理的な投資家はそれに即座に反応し、ファンダメンタル価値を調整する。非合理的な投資家が存在しても、取引がランダムに行われ、それらが相関していなければ、影響は相殺され、価格はファンダメンタル価値に収束する。また、非合理的な投資家が存在し、取引が相関していても、市場が完備ならば、裁定取引によって価格はファンダメンタル価値に収束する。

効率的市場仮説のもとでは、市場参加者は将来発生する情報を予測できず、将来証券価格が上昇するか、下落するかも、予測不可能となる<sup>21)</sup>。このような前提条件のもとで、証券市場における価格形成過程に関して市場均衡理論 (CAPM)<sup>22)</sup>が提案される<sup>23)</sup>。これは、リスクと期待リターンという2つの変数によって、2次元の座標軸上で証券投資に関する分析を行う枠組み (2パラメーター・アプローチ)<sup>24)</sup>の発展形で、ベータ (市場リスク) の大きな証券ほど、期待リターンが高くなるとする。これは証券*i*に対する期待リターンは、無リスク資産 + [市場ポートフォリオ - 無リスク資産の収益率] とする。市場ベータ (市場ポートフォリオに対する感応度) は、証券*i* | 市場ポートフォリオのリターン間の共分散 / 市場ポートフォリオのリターンの共分散 (標準偏差の二乗) で算定される<sup>25)</sup>。

21) いくら精緻に既存の情報を分析したとしても、将来の価格変動に関して有益な示唆を導くことは困難であり、過去の価格変動と将来の価格変動が独立であること、すなわち過去の証券価格を分析しても、将来の価格変動を予測できない状況となる (ランダムウォーク仮説)。

22) Schwert, William, "Anomalies and Market Efficiency," in Handbook of the Economics of Finance, Vol. 1B (Chapter 15), edited by George Constantinides, Milton Harris, and René Stulz, North Holland, 2003.

23) 俊野雅司「証券市場のアノマリー」成蹊大学経済学部論集, 第46巻第1号 (2015年7月)。

24) Markowitz, Harry, "Portfolio Selection", The Journal of Finance, Vol. 7, No. 1, March 1952, pp. 77-91.

市場均衡理論によれば、証券の期待リターンは、市場リスク（ベータ）に応じて決定される。投資リスクを伴う市場ポートフォリオの期待リターンが無リスク資産の収益率以下であれば、このようなポートフォリオを誰も保有しようとし、リスク資産の価格が下落し、市場リスク・プレミアムが正の水準になるまで価格調整が起こることがその理由とされる。

以上からすれば、前掲の「リスクが高ければクーポンというリターンが高くなる」との意味合いは、このような動態的なものを指す。参加者が、ポートフォリオの組み換えなどによるリスク制限、処分などのリスク回避の調整を適切に行うことができなければ、リスクに見合うクーポンの取得は期待できない。個別取引に際してこの関係が成り立つためには、適切なリスク管理がなされることが前提となる。

適切なリスク管理のためには、顧客が取引時点において、リスク・リターンの均衡の有無や程度、取引リスク＝最大損失幅が取引目的から画されるリスク許容度の範囲内にあること、リスクがリターンと均衡が取れなくなった場合のリスク制限、リスク回避などのリスク管理を必要な情報を備え、これを適切に活用して行うことでリスク管理を行う能力があることが、それぞれ必要となる。このような前提なしに「リスクが高ければクーポンというリターンが高くなる」ことは証券取引の常識と言って見たところで、何の指針にもならず、顧客が取引損失を負う正当化根拠を提供する理由ともならない。

---

25) これに対しては、全ての投資家が合理的であると考えてるのは非現実的であり、また、非合理的投資家の誤りは系統だっており、ランダムではないとし、伝統的ファイナンスが主張する効率的市場仮説が成立するためには、裁定取引が制約なく行われことが必要であると主張するものがある。裁定取引にはリスクがあり、コストもかかるという点で制約が存在するとして、市場は非効率的であるとする「行動ファイナンス」の考え方である。これは、投資家の意思決定時に心理学的なバイアスが生じていると考える。プロスペクト理論は、不確実性下の意思決定論であり、意思決定は、①複雑な現実を編集する編集段階、②不確実性と望ましさを評価する評価段階の2段階で行われると定式化する。プロスペクト理論では、①の段階で、複雑な現実にはバイアスをもって編集されると考える。これに続く②の段階では、伝統的な効用関数と確率に代えて、価値関数とウェイト関数という新しい概念を導入する。これは価値関数とウェイト関数により、上述の非線形の選好、リスク追求、および損失回避を説明する。

### (3) 投資取引とリスク・リターン把握の必要性

「投資」や「投機」は、将来の不確実な価格変動に賭ける点で「ギャンブル」や「賭博」と似通る。ボディは、そのいずれに当たるかは資金投下の目的が、引き受けるリスクに対応した「相応の利益」を得ることにあるか、「不確実な結果に賭けること」にあるかどうかにより区別されるとする<sup>26)27)</sup>。

投資と投機の区別について、山崎元は、投資は「経済価値の生産に関わる資本に参加し、理論的には、追加的リスク負担に対するリターンの追加（リスク・プレミアム）が期待できる」もの、投機は、基本的に市場参加者間の見通しの違いに賭けるゼロサム・ゲームでリスク負担に対する追加的リターンが期待できないものであるとする<sup>28)</sup>。

いずれにしても、投資・投機は、ギャンブルと異なり、リスクを取引目的で画されるリスク許容意向に収める必要がある。投資は有利なリスク・リターンのトレードオフを認知した上でリスクを取る行為である。ギャンブルは、リスクを取ること自体を目的化する点で投資と異なる<sup>29)</sup>。投資におけるリスク・リターンは、それ自体が目的であるギャンブルとは異なり、顧客の取引目的とそこから導かれるリスク許容度の範囲に収まるものでなければならない。

投資を行う際意思決定プロセスは、階層的構造を持つ。そこでは投資目的の

26) ツヴィ・ボディ、アレックス・ケイン、アラン・J・マーカス『インベストメント 第8版上』；平木多賀人ほか（訳）（マグロウヒル・エデュケーション、2010年）；ツヴィ・ボディ、ロバート・マートン、デーヴィッド・クリートン『現代ファイナンス論 原著第2版—意思決定のための理論と実践』；大前 恵一郎（訳）（ピアソン・エデュケーション、2011年）。

27) 投資・投機の目的が、引き受けるリスクに対応した「相応の利益」であることは、行為者において、そのためのリスク制限、回避が動機付けられることを意味する。リスク制限の方法の一つに分散投資（ポートフォリオ組成）がある。相関がない銘柄の株価を例にとれば、同時に上下する傾向はなくバラバラに動く。その結果損益が相殺去れ、バラツキ（分散）が縮小する。ポートフォリオの期待収益率と収益率の分散＝リスクとの間には二次関数の関係（効率的フロンティア）があり、適当な期待収益率を選ぶことでリスクを最小化できる（神永正博『ウソを見破る統計学』（講談社、2011年）82-87頁。）。

28) 山崎元『新しい株式投資論』（PHP新書、2007年）29頁。

29) ツヴォイ・ボディ、アレックス・ケイン、アラン・J・マーカス（堀内昭義訳）『証券投資（上）』（東洋経済新報社、2003年）168-169頁。

明確化、制約条件の明確化と、それを踏まえた投資方針の決定が必要とされる。投資目的の明確化とは、それによる期待収益 (expected return, return requirements) と、リスク許容度 (risk tolerance) を把握した上で、投資目的に沿った投資案を作成することをいう。制約条件には、資産の換金可能性である流動性、投資期間や固有の必要などがある。これらを踏まえた投資方針の決定に盛り込まれるべき内容として、資産クラスへの投資の割合、分散投資の程度、リスクの考慮、投資期間中の現金確保の必要性などがある。

投資といえるためには、投資目的に沿う投資方針に従ったリスク制限、回避といったリスク管理判断が必要となる。顧客は、それに必要な知識・情報を取得し理解するほか、リスク管理判断能力が顧客に求められる。顧客が、このようなリスク管理判断を行わなければ、もはや投資とは言いえず、ギャンブルを行うにほかならない。

#### (4) リスク管理判断に必要な情報

顧客が、このようなリスク制限、回避を可能となるためには、商品の仕組みやリスク内容、取引条件に加え、「未来の時間」への対処に備えたリスクの管理判断手法や判断に必要な情報が必要となる。これは、商品の仕組みや、リスクの種類、取引条件にとどまらず、リスク評価の基礎となる事項、取引開始後のリスク管理に関する情報を含む。

リスク管理には、回避、予防、保持と移転がある。回避、予防は、不相当にリスク性の高い金融商品取引を避けたり、取引を終了させることである。リスク保持、移転には、期待利益を予測し、ヘッジング、インシュアリング、分散の手法がある<sup>30)31)32)</sup>。リスク制限の手法である分散に、ポートフォリオ・マネジメント

30) ツヴォイ・ボディ、ロバート・C・マートン、デーヴィッド・L・クリートン (大前恵一朗訳) 『現代ファイナンス論 (原著第2版)』 (ピアソン桐原, 2011年) 360頁。

31) ヘッジングは、先物などにより可能であるが、同時に利益を得る可能性を減少させる。インシュアリングは、保険契約をすることにより一定のプレミアム (保険料) を払い、大きな損失を回避することができる。分散化とは、互いに無関係な資産を組み合わせることで保有することで全体としてのリスクを軽減することをいう。分散投資には、銘柄間の分散、株式や債券といった資産クラス間の分散、国際分散、時間分散など、さまざまな手法がある (野村證券投資事業部編 『証券投資の基礎』 (丸善, 2010) 57頁)。

がある。これは、投資家のニーズに応じてさまざまな証券を組み合わせるポートフォリオを組成し、成績を評価し、ポートフォリオを改訂するものである。

このようなリスク制限、リスク回避を行うためには、顧客には以上のリスク管理情報に加え、その前提として、商品のリスク評価が求められ、それに必要な情報も必要となる。これがどのような内容、範囲の情報であるのか。以下に検討する。

## 6 リスク取引と説明義務の範囲

### (1) 検討の視点

商品リスクを評価するための情報として、商品時価、その算定方法やその原理、商品の金融工学上の評価方法、リスク評価の基礎となる変動率（ボラティリティ）、確率的に予想される元本毀損の程度などがある。商品価格の評価には、ノックイン・ワンタッチ、ノックアウト（早期償還）確率、ワンタッチ確率なども影響する。

これについて裁判例は、リスク評価に必要な事柄は、顧客の自己決定にとって不要であるとするもの、必要かどうかは別として金商業者の説明義務には含まれないとするもの、説明義務に含まれるとするものに分かれる。以下では、これに関する顧客側の主張を整理し、裁判連を概観した上で、検討する。

### (2) 顧客側主張

#### ア. 市場リスクに関するもの

米ドルPD債<sup>33)</sup>、日経平均連動債取引に関し、市場リスクが問題とされた事案に、【判決3】がある。顧客側は、次の事柄が金商事業者の説明義務に含まれる

32) 投資の分散は、銘柄間、投資対象間、国際間、時間などを軸として行われる。複数銘柄に投資することで、商品に損失が生じて、異なる方向の値動きをする商品の利益でこれを相殺し、全体としての収益を均すことで、収益のぶれを小さくすることが可能となる。

33) 「購入代金及び償還額の通貨（通常は円貨）」と「利払いの通貨（通常は外貨）」が異なる債券（リバース・デュアルカレンシー債）の一形態。利回りをさらに高めるため、リバース・デュアル・カレンシー債のクーポンレートに工夫を加えたものである。

と主張した。

米ドルPD債については、

- ・円高に進むとクーポンが急激に減少し、それが続けばクーポンが0円のまま30年間投資金が拘束される可能性があること
- ・円安が続いて高クーポンが実現されても早期償還権が行使されればそれ以降は高クーポンを得ることはできないこと
- ・クーポン額の判定や早期償還がなされるかを判断するために為替相場の変動について過去の傾向やそれらをも踏まえたクーポンの下落の程度とその可能性や早期償還される可能性を判断するための基礎となる事情等を説明する必要があるとともに、元本欠損リスクについて満期償還の仕組み、満期償還額を判断するために不可欠な為替相場の変動に関する過去の傾向等、デリバティブの世界では長期では円高を予想し元本額が償還されない可能性が十分あること
- ・30年後の満期償還にはインフレリスクも伴うこと
- ・早期償還条項については、早期償還をするか否かの判断権が発行体にのみあること
- ・早期償還されなければ本件商品を30年間保有し続ける必要があり早期償還の可能性を判断するための基礎となる事情について説明が必要であること
- ・流動性リスクについては金商事業者が買い取る場合に多額の手数料がかかることからそのおおよその額及びその算定方法についても説明する必要があること

次に日経平均連動債については、

- ・対象商品が、プット・オプションの組み込まれた商品で、得られるクーポンに上限があり、日経平均株価指数の下落に伴い損失が拡大し、元本が全く償還されない可能性を有していること
- ・プレミアムはこのような高いリスクを引き受ける対価でありそれがクーポンの原資になっていること
- ・更にクーポンはプレミアムからアレンジャーや販売会社等の手数料を抜いたものでリスクの対価であるプレミアムの全額を得ているわけではないこと
- ・日経平均株価が上昇して早期償還される場合にはクーポンは支払われないこ



と

- ・クーポン額の判定や早期償還されるかを判断するための日経平均株価の変動に関する過去の傾向やそれらをも踏まえた日経平均株価がクーポン判定価格を下回る可能性や早期償還される可能性を判断するための基礎となる事情等
- ・元本欠損リスクの仕組みの説明に加え、元本欠損が生じる可能性やその欠損の程度を判断するために必要不可欠な日経平均株価の変動に関する過去の傾向やそれらをも踏まえた元本欠損の可能性及びその場合の程度等
- ・流動性リスクについては「満期償還日が5年後と長期間投資資金が拘束される商品であり、その間の日経平均株価の変動により元本がゼロになる可能性があるにもかかわらず、その場合、購入者には市場価格で売却する権利がなく、流通性が著しく乏しいことを十分に説明しなければならない。また、被告が任意に買取りをする場合、多額の手数料がかかること、そのおおよその額及びその算定方法についても説明する必要がある。」こと
- ・発行体の信用リスク

#### イ. 信用リスクに関するもの

信用リスクが問題とされた事案にEB債に関する【判決14】がある。事案は、破綻したリーマン・ブラザーズが保証する3銘柄を対象とするEB債取引に関するものである。顧客側からは、金商事業者の説明義務の範囲につき、以下の事項が含まれるとの主張がなされた。

- ①プット・オプションの売りが組み込まれ、株価変動リスクが大きいからこそクーポンが、一見高く設定されていること、
- ②利益はクーポンに限定されているのに損失は無限定であるから、リスクを引き受けるに値するだけのクーポンであるか否かの判断が不可欠であること、
- ③途中売却できないため1年後の償還時点の株価変動リスクと信用リスクに賭ける取引であること、
- ④参照銘柄が3つあり、それらの動きが異なることからリスクが増大していること、
- ⑤発行体であるリーマンの経営状況により償還そのものが行われなくなるおそれがあること、

- ⑥平成 20 年 3 月以降リーマンの信用不安が報道され株価も下落し、同社の信用状態に懸念を抱かざるを得ない状況にあったこと

### (3) 裁判例

#### ア. 説明義務違反否定例

説明義務違反否定例は、金商事業者が顧客に対して負担する説明義務の範囲を、比較的狭く限定する。金商事業者は、顧客が投資の適否についての確に判断し、自己責任で取引を行うために必要な情報を提供する必要があるとしつつ、次のとおり、説明義務の範囲を限定し、リスク評価や、リスク管理に必要な情報を排除する。

日経平均連動債取引に関する【判決 1】は、金商事業者の説明義務の範囲を、預金でないこと、元本割れリスク（ノックイン事由発生の可能性）、中途解約不可であること（満期まで保有することを原則とする商品であり、原則として中途解約ができないこと）に限る。【判決 2】は、リスクに関する事項の説明で足りるとし、顧客が投資の適否を検討する上で重要であると考えるのであれば、自ら、金商事業者に説明を求めれば足りるとする。

【判決 4】は、重大なリスクを適正に評価する基礎となる事実である変動率や確率的に予想される元本毀損の程度などについては、「客が自己責任の下に合理的な投資判断を行う上で、それらの事項を顧客に理解させることが必要不可欠であるとは認められない」との結論を示すのみである。

#### イ. 説明義務違反肯定例

これに対し、金商事業者の説明義務違反を認める裁判例は、以下のとおり、商品のリスク評価に必要な事項や、リスク管理（リスク制限、回避）判断に必要な事項を、説明義務の範囲に含めようとする。

##### （ア）時価評価、リスクファクターの価格への影響

【判決 29】（通貨スワップ）は、時価評価額について、取引期間中に、担保提供という新たな支払義務を課す基準額となるとともに、中途解約の際の解約清算金の基準額ともなるし、その変化の程度が急激で甚大なものにもなり得るから、本件取引の仕組みのうちの重要な部分として、金商事業者はこれにつき顧客に説明義務を負うとした。

【判決 29】（通貨スワップ）は、時価評価額の変動要因と要因の変動の時価評価額への影響の程度や、交換レートの反比例方式が時価評価額を大きく変動させることについても、金商事業者は顧客に対し具体的に説明すべき義務を負うとしている。金商事業者らの「異常な事態を想定したシミュレーションまで求めるのは不可能を強いる旨」の主張に対し、判決は、「最悪のシナリオをも念頭に置いて取引に臨みたいのは顧客として当然のニーズであるし、本件では損失額が巨額になり得るものであるから、ボラティリティや反比例方式の取入れ等により時価評価額が極めて大きくなり得ることを十分に説明し、顧客において尋常でない事態のときにどうなるかの予測を大きく誤らないよう注意すべき義務がある」とし、具体的な算定方法や数字はともかく、どの程度のものになるかを説明することは十分に可能であるとした。

（イ）ボラティリティ、ノックインの可能性

【判決 9】、【判決 24】、【判決 13】、【判決 17】、【判決 19】は、ボラティリティ、ノックイン・ノックアウトの可能性と確率を説明義務の範囲に含める。

【判決 9】（ノックイン型投信）は、日経平均株価がワンタッチ水準を下回る確率を説明しなかったことを説明義務違反の認定事情とする。【判決 19】（株価指数（日経平均）連動債）は、ノックインが生じた場合の元本割れのリスクについて、元本割れの損失を被るおそれがあり、しかもその損失幅が非常に大きなものになるおそれがあることについては、全く想定できないような説明内容であったとした。

【判決 17】（株価連動債）は、ノックイン発生と元本棄損の可能性の程度を、参照対象銘柄の値動きや変動の激しさ（ボラティリティ、株価変動率）などを示して説明しなければならないとし、示された価格が過去に大きく変動していた時期の値動きを示すものではなかったことをもって顧客らがリスクの内容及び程度を実感を伴って理解できるものにはなっていなかった可能性があるとした。

（ウ）株式償還の可能性、評価損の可能性

償還対象の評価損の可能性について、具体的数値を示して説明すべきとしたものに【判決 6】（株価連動債・EB債）がある。判決は、「株価下落の可能性、株式償還の可能性及び株式償還により原告が被るリスクにつき、勧誘時点の対象株式の値動き状況、当該会社の状況、業績、償還日に取得する株式数、それにより

どの程度の評価損を受ける可能性があるかについて、具体的な数字を挙げる等して説明し、理解させる必要があるとした。【判決 23】(株価値指数(日経平均)連動債)も同様に、ロックイン条件が成就した場合の満期償還額がどのように決定されるのか、条件次第では元本が毀損し、ゼロになる可能性もあること等を、参考事例に基づき価格・下落率等を例示したり、図示する等して説明すべき義務があり、それが履行されていないとした。

(エ) 顧客の転売可能性・方法、転売による損失リスク

【判決 22】(EB 債, 株価値指数(日経平均)連動債) 損失の発生を受忍するのであれば期間中に本件各 EB 債を売却することも可能であるかのような説明を金商事業者がする一方で、本件各 EB 債を売却する方法や、そもそも、かかる方法が存在するのか否かについては何らの説明もしていないとして説明義務違反が認められるとした。

(オ) リスク制限

【判決 26】【判決 27】は、リスク制限のためのポートフォリオ組成、リスク回避のための転売などについての情報を金商事業者の説明義務とする。【判決 26】(為替連動債)は、30年拘束のリスクを根拠に、途中売却が可能かどうか、途中売却によってどの程度の損失リスクを負うかは重要な情報であるとし、その理由として、途中売却の損失リスクは、満期償還時の損失リスクと同じく為替レートの状況で生じ得るが、両者は質的に異なり、途中売却時には大幅に元本割れすることがあり得ることを挙げる。

#### (4) 検討

##### ア. 時価情報

リスクは事象の期待利益のバラツキの標準偏差であり、将来どの値で確定するかについて不確実性がある。しかし、その現在価値<sup>34)</sup>である時価は、予想最大損失幅(Value at Risk, 「VaR」)<sup>35)36)</sup>による定量的な把握手法により算定可能であ

34) 現在価値とは、発生時期を異にする貨幣価値を比較可能にするために、将来の価値を一定の割引率(discount rate)を使って現在時点まで割り戻した価値である。

35) 1994年米国の投資銀行JPモルガンによって開発された、デリバティブ取引による金融リスクを回避するためのモデルである。米国の投資銀行や国際決済銀行(Bank of

る。これにより金商事業者は理論値としての価格を決定することができる。VaRは、対象金融資産が、今後、一定期間保有し続けたとして、リスクファクターにさらされることでどの程度の損失を被る可能性があるかという信頼水準を、過去のデータを基に統計的に計測する手法である。

前掲の金融監督指針は、金商事業者に、店頭デリバティブ取引の対象となる金融指標等の水準等（必要に応じてボラティリティの水準を含むもの）に関する最悪のシナリオ（過去のストレス時のデータ等合理的な前提を踏まえたもの）を想定した想定最大損失額について、顧客が理解できるように説明することを求める。商品の時価は、その前提として説明の対象となる。

#### イ. クーボンとリスク・リターン

オプションの価値がリスク・プレミアムであるクーポン料に一致すれば、リスク・リターンは均衡する。しかし、クーポンは、リスクの対価であるリスク・プレミアムに一致するわけではない。取引所で形成される価格や、相対でもプロ同士の取引は別として、アマ顧客との取引では、オプション・プレミアムから金商事業者の利潤などが控除されるほか、発行体の信用リスクも斟酌される。従って、オプション価格の時価は、表面上はプラス勘定となつていても、実際にはマイナス勘定となることが避けられない。

また、一定期間を定めたノックイン・プット・オプションの「売り」で約定回数 of ノックアウト条項が付与された商品の価格は、オプションの価値が想定元本に対してどの程度の割合であるかで決まる。早期償還条項により、約定回数 of タイミングで条件を満たせば取引は終了し、それ以降の利子は取得できない。従って、オプション価値の判定については早期償還の可能性が考慮される。クーポン

---

International Settlement) による採用もあってその後普及し、わが国においても、金融リスク管理における市場リスク計測の手法として、金融商品やポートフォリオの現在価値の変動リスクを把握するため金商事業者等に広く用いられている（ニュートンコンサルティング、<https://www.newton-consulting.co.jp/bcmnavi/glossarY/VaR.html>；碓井茂樹「市場リスクの管理と把握」『金融機関の経営管理の高度化－理論と実践』セミナー資料（日本銀行金融局金融高度化センター）。

36) 但し、その計算手法にはいくつか種類があり、分散共分散法（デルタ法）、モンテカルロ・シミュレーション法、ヒストリカル・シミュレーション法などがある（碓井・前掲注 20 参照）。

料がオプション価値よりも低ければ、その分だけ期待リターンはマイナスとなるが、ノックインしなければプラスのリターンが得られる。しかし、ノックインすればリターンはクーポンに限定され、EB債では下落した他社株への転換で債券償還元本を欠損するリスクを負担することから、ノックインの可能性もオプション価値に影響する。

#### ウ. ノックイン、ノックアウト確率

取引を行うかどうかの判断に際し、仕組債のノックイン・ワンタッチやノックアウトの可能性を知ることは、商品リスクの評価にとって重要である。これらは、既にリスク・プレミアムである商品価格に織り込まれている。しかし、リスク・プレミアムはクーポンの値と同じではない。前掲のとおりクーポンは、リスク・プレミアムから金商事業者の利潤やコストなどが差し引かれた残余である。その割合によっては、リスクはリターンに遥かに高い値を示すことがあり、商品価値がリスクに遥かに見合わない低いこともまれではない。リスク・プレミアムから金商事業者のコストを含む利潤等が控除された「クーポン」の形を取ると、商品にどの程度のリスクがあるのか、想定最大損失幅がどの程度であるかが判明しない。従って、ノックイン・ワンタッチやノックアウトの確率は、商品のリスク評価を適正に行う上で重要となる。

これらは、満期償還額の元本割れの確率、早期償還による利払い確保不能がどの程度の確率で生じるのかに関連する。これは、リスク制限や回避などのリスク管理にとっても重要である。前掲・仕組債に準用される2010年監督指針は、店頭デリバティブ取引の対象となる金融指標等の水準等（必要に応じてボラティリティの水準を含む）に関する最悪のシナリオ（過去のストレス時のデータ等合理的な前提を踏まえたもの）を想定した想定最大損失額について、前提と異なる状況になればさらに損失が拡大する可能性があることも含め、顧客が理解できるように説明しているか、に留意すべきとすることは（①イ）、この文脈で理解される。

#### エ. コール・オプションの組み入れ

EB債に関する【判決18】は、顧客が対象商品に転換対象株式のプット・オブ



ションが内包されることや、顧客が実質的にオプションの売り手となること、原告が支払を受ける利金にはオプションの対価が含まれること、顧客が転換対象株式の値上がり益を取得し得ないこと、などの事項について説明義務があると主張したのに対し、商品の内容、特徴、リスク等の説明を受けることで当然に理解できる事柄、株式が償還されることによる経済効果、利金の経済的性質、オプションの対価としての妥当性についてまで明示的な説明義務はないとした。

【判決 14】は、①債券へのプット・オプションの組み入れについては、買付時から計算日までの間に参照銘柄の株価が値下がりした場合に、計算日までの間に債券を売却して損失拡大を回避できないということに尽きること、②本件債券の内容、仕組み並びに本件債券のいわゆる信用リスク、株式償還リスク及び流動性リスクに加え、本件債券にプット・オプションの売りが組み込まれていることまで説明しなくても、顧客は、買付時から計算日までの約 1 年間における発行体の信用リスクや参照銘柄の株価の値下がりによるリスクを引き受けなければならないことを理解できることを理由とする。

上記のとおり、ノックイン、ワンタッチ、ノックアウトなどの仕組債の取引条件は、債券にプット・オプションが組み込まれていることによるものである。

金商事業者において、ノックイン、ノックアウト確率の説明義務があるとすれば、論理的はその前提として、本件債券にプット・オプションの売りが組み込まれていることを説明する必要があるだろう。

#### (5) 小括

以上のとおり仕組債取引などのリスク取引では、商品の仕組み、リスク内容や取引条件以外に、商品のリスク評価に必要な商品の現在価値、ボラティリティなどの情報の取得、理解が重要である。顧客が、商品のリスク評価に関する基礎事項を認識し、理解することは、顧客の取引目的に関連したリスク制限、回避に不可欠である。他方で、リスク・プレミアムから控除される利潤・コスト情報は、金商事業者のみが保有し、金商事業者と顧客には、その保有に非対称性がある。これらの説明義務を金商事業者に求めたところで、金商事業者に過度な負担を課すものではない。

顧客が自己責任の下に合理的な投資判断を行う上で、それらの事項を顧客に理

解させることが必要不可欠であり、情報優位者であり勧誘を行う金商事業者には、信義則上、これらを顧客に提供すべき義務があるというべきである。それでは、顧客が合理的な自己決定を行うために、このような情報をどの程度理解する必要があるのか、他方で事業者は、これら事項についての説明をどの程度履行すれば義務を果たしたことになるのか。

## 7 リスク取引と説明義務の履行

### (1) 検討の視点

説明義務違反の否定例も肯定例も、当該義務の一般論として述べるところは、判で押したようにほとんど異ならない。

否定例では、「証券会社は、信義則上、一般投資家である顧客を証券取引に勧誘するにあたり、投資の適否についての確に判断し、自己責任で取引を行うために必要な情報である当該商品の仕組みや危険性等について、顧客が具体的に理解できる程度の説明を当該顧客の投資経験、知識、理解力等に応じて行うべき義務を負う。」とするものがある（【判決3】）。

他方、肯定例では、「本件商品特性に鑑みると、被告担当者は、本件各EB債の買付けを勧誘するに当たり、顧客である原告が本件各EB債に係るリスクを認識し本件各契約の締結の是非を的確に判断し得るように、本件各EB債の内容、特徴のみならず、そのリスク（株式償還リスク、信用リスク、流動性リスク）についても、原告の投資経験、知識、能力等に応じて、具体的に説明する義務を負うと解するのが相当である」とするものがある（【判決20】）。

### (2) 説明義務の内容と求められる程度の関係

#### ア. 否定裁判例

金商事業者の説明義務違反否定例は、前掲のとおり、説明義務の項目を、商品の仕組みやリスク内容、取引条件に限定する傾向がある。たとえば「提案書等に記載された各仕組債の情報について網羅的な説明がなされれば、顧客が自己責任の下に合理的な判断をすることが可能となる程度に本件各仕組債の仕組みやリスク等の情報を具体的に説明したものと認めて差し支えない」（【判決3】（為替連

動債〔PD債〕との立論は、商品の評価やリスク管理など、顧客の属性によって、説明の程度が異ならざるをえない情報を説明義務から排除することによってのみ可能である。

金利スワップ取引に関する事案で、中途解約清算金の具体的算定方法や概算額についての説明義務、その履行が問題となったものに、最一小判平25・3・7（金判1419号10頁）がある。顧客Xは、金商事業者Yから変動金利で借り入れをしていたところ、Yから金利上昇ノヘッジとして金利スワップを勧誘され、取引損を被ったとして、説明義務違反による損害賠償を求めた事案である。

一審の福岡地大牟田支判平20・6・24（金判1369号38頁）はXの請求を棄却したが、二審の福岡高判平23・4・27（金判1369号25頁）は、次のとおり判示してXの請求を認めた。判決は、①XはYから中途解約清算金の具体的算定方法や概算額について説明を受けておらず、顧客が契約を続行するか解約するかの判断に必要な解約制限リスクの評価材料が与えられていなかった点、②スポットスタート型と先スタート型のいずれを選択すべきかの判断材料が与えられていなかった点、③リスクヘッジ効果の判断に必要なスワップ対象の金利同士の価値が均衡するかどうかという観点から、固定金利水準の説明がされていなかった点で、説明義務の違反があり、契約は信義則に反して無効であったとして、不法行為に基づく損害賠償請求の一部を認容した。

これに対し最高裁は、原審判断を覆し、Xの請求を退けた。すなわち、「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。」とした。事案では「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をするとともに、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のであり、基本的に説明義務を尽くした」と判断した。

#### イ. 肯定裁判例

これに対し、説明義務違反の肯定例は、顧客のリスク評価が適切にできるよ

な事実と説明がなされているかという「顧客のリスク評価」に焦点を当て、説明義務違反の当否を判断する。

(ア) リスク理解の偏り、歪み、誤認の原因

第一に、商品性に起因するものである。これをいうものに、【判決 10】(株価指数連動債) などがある。同判決は、「一般投資家においては、条件の限定があるとはいえ利息が年率 10% という相当高水準に設定されていることや、ロックイン事由が当初指数値の 55% という相当低い水準に設定されていることに目を奪われ、東証マザーズ指数値がそこまで下落しないとの安易な期待を抱くであろうことは容易に予想されるところである」とし、この点から、「これを販売商品として扱う金融取引業者等には、そのリスクの内容を具体的かつ正確に認識させ、顧客が冷静かつ慎重な判断が可能となるよう、過不足のない情報提供を行い、説明を尽くすことが要求されるというべきである。」とする。東京高判平 27・1・26 は、金商事業者は、毎月分配型投資信託の事例であるが、分配金の由来に運用収益以外のものが含まれていること、分配金の分配されていることが必ずしも良好な運用実績を意味しないことについて説明義務があるとした。

第二に、金商事業者の説明の仕方、情報の与え方に起因するものである。事業者が取引勧誘時に行う商品の仕組み、リスク内容、取引条件の説明は、顧客を取引に誘導するためのステップの一つである。その実質は勧誘と一体となったもので、顧客のリスク評価を楽観的な方向に歪めがちとなることは否定できない。この点は、【判決 14】が、金商事業者側の心理についても「業として勧誘する者の心理として、自己または勤務先の実績を大きくしようとする底意により、購入意欲を示した顧客に対し、これを減退させる要素となるリスク等の説明をおざなりにする傾向を示すことが少なくない」と指摘するとおりである。

第三に、顧客心理がある。説明義務肯定例は、金商事業者の説明義務違反の有無を検討するに際し、顧客の実際の知識、経験、理解状況に加え、金商事業者の行う説明の心理、説明を受けた顧客の心理、リスク評価の歪み、誤認の可能性を斟酌する。

説明を受ける顧客側の心理としても、商品の有利性しか目がいけないことや、専門家への信頼でリスク評価の歪みや誤認を生じやすいことを指摘するものに、【判決 14】、【判決 16】がある。【判決 14】は、勧誘を受ける「一般投資家の心

理において、高利の商品を勧誘されて購買意欲を刺激されると、その仕組みやリスクを十分理解できないまま、勧誘者ないしはその使用者である金融機関に対する信頼感から、迎合的に投資する傾向を示すことが少なくない」とする。また【判決16】は、「転換対象株式の上昇見込みから早期償還の可能性が大きいことを前面に押し出して利率の有利性を強調することで顧客が別途各リスクの説明を受けても上記の有利性の陰に各リスクが隠れて現実に顕在化して実際に損失を被る危険性を認識すること（が）を困難とな」とする。

(イ) 誤認等の調査、補正、是正

金商業者の説明義務の範囲を、商品のリスク評価、リスク管理に関する情報に広げる立場では、商品性や、情報の与え方、顧客の心理特性に起因し、顧客のリスク理解に偏りが生じたり、歪み、誤解が生じる余地を残す。これにより、説明義務は、その補正や是正に及ぶ。

具体的には、顧客による商品リスクの内容や評価が可能となるためには、①説明義務の範囲がリスク評価の基礎事情を含むものでなければならず、②金商事業者において商品リスクの認識や理解ができていなければならず、③金商事業者の説明・勧誘や対象商品の特性から、顧客のリスク認識、リスク評価が歪められるか誤認がもたらされれば、金商事業者はそれを補正しなければならず、④金商事業者において顧客の商品リスク理解、評価の度合いを認識できていなければならず、とするものである。

【判決11】は、説明義務の履行は、顧客属性の実情、説明や勧誘の実情を踏まえ、「著しく不適切な勧誘を受けた原告にとっては、本件各リスクが起きる現実的な危険性につき認識が薄くなってしまっていることに鑑みると、原告が目先の利益に引きずられて、本件買付を決断する方向に転換したことを十分予見できたものというべきである」とし、金商事業者従業員としては、原告のリスクに関する認識が希薄になっている部分を補正して本件各リスクに公平に目配りをして解説することで、株価変動リスクないし元本変動リスクのみならず、信用リスクや流動性リスクが発生する危険性についても冷静かつ十分に認識できる状態になるような説明をしなければ、説明を尽くしたことにはならない」と指摘する。ここでは、説明義務の内容として、歪められた顧客のリスク認識を「補正する」役割を担うものとする。

そのための顧客調査義務をいうものに、【判決 13】がある。判決は、「金商事業者従業員は、そもそも当該顧客の投資に関する知識、取引経験、理解力及び投資意向などを把握できておらず、その知識や理解力に応じた分かりやすい説明をなし得なかったこと、従業員には、自身の説明によって原告らの理解が得られたかどうかを適宜の方法で確認するなど、十分な配慮をして説明を尽くそうとする意識さえも欠けていた」として、説明義務の前提として、適切な顧客調査を行うべきであったことを示唆する。

#### (4) 検討

説明義務違反否定例は、概ね、商品特性に従い、一般顧客が理解できるような内容と程度の説明がなされれば、説明義務の履行としては足りるとする立場に立つ。説明の内容は、リスクの種類、リスクを構成する事実に焦点を当て、商品の仕組み、内容や取引条件に絞られる。

ここで、顧客が自己決定の前提として理解が求められるものが、商品リスクの内容や程度に止まらず、リスク評価に関する事柄に及ぶ必要があることは、顧客の取引目的に関連する。顧客の自己決定は単に期待利益の最大化を目的とするわけではない。その最大化幅ないし最大損失は、取引の目的を達するか許容される範囲のものとなる。そうであるとすれば、金商事業者の説明義務も、このような顧客の取引目的との関係で定まる期待利益を射程に入れたリスク管理判断に必要な事柄について認識、理解させるに適したものでなければならない。

上記のとおり、金商事業者の説明は、リスク制限や回避の有効性、限界に関する顧客理解と認識を得させるに必要な事項につき、その理解を得させるに足りる程度のものでなければならない。上記最判の事案でいえば、①の中途解約清算金の具体的算定方法や概算額、契約を続行するか解約するか判断に必要な解約制限リスクの評価材料は、顧客のリスク回避判断に必要な事項である。また、③のスワップ対象の金利同士の価値が均衡するかどうかという観点からの固定金利水準の認識と理解は、Xの取引目的であるリスクヘッジ効果の判断に必要となる。事案におけるXの取引の合理性は、事案の金利スワップが顧客の必要とする既存取引のリスク制限に必要な限度で認められ、Xがそれを認識し、理解しないまま、合理性を逸脱する勧誘がなされたとすれば、この点において先行行為に基づく作



為義務としての無理解、誤認補正の説明義務が生じる。

前掲の2010年金融監督指針は、当該店頭デリバティブ取引において、顧客が許容できる損失額及び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さないかを確認し、上記の最悪シナリオに至らない場合でも許容額を超える損失を被る可能性がある場合は、金融指標等の状況がどのようになれば、そのような場合になるのかについて顧客が理解できるように説明しているか、を金商事業者の留意事項としているが(①口)、この求めは上記文脈で理解することができる。上記最判は、事案でそれが尽くされているかどうかを看過し、説明義務違反の判断としては適切を欠く。

以上からすれば、金商事業者の説明義務違反は、商品の仕組みやリスク内容、取引条件の複雑性や難解性といった商品特性、顧客の属性に照らして顧客に理解できるような説明であったかどうかという商品性の観点だけでなく、それが顧客のリスク評価に必要な情報を具えさせるものであったか、リスク評価を歪める勧誘や商品性の問題性に着目し、これを補正するに適したものであるかという観点で、説明義務違反の認否にとって重要となる。【判決11】が、「金商事業者従業員としては、原告のリスクに関する認識が希薄になっている部分を補正して本件各リスクに公平に目配りをして解説することで、株価変動リスクないし元本変動リスクのみならず、信用リスクや流動性リスクが発生する危険性についても冷静かつ十分に認識できる状態になるような説明をしなければ、説明を尽くしたことにはならない」とするのは、まさにこれを言うに他ならない。

#### (5) 小括

金商事業者による商品説明に誤導や、断定的判断の提供があれば、それは違法評価を受ける。しかし、それに至らない商品説明は、たとえそれが顧客の商品の仕組み、リスク内容、リスク評価や取引条件についての理解不足、理解の歪みや誤認を生じたところで、直ちに違法評価を受けるわけではない。金商事業者の説明義務は、顧客の自己決定に必要な情報の提供を求めるに止まらず、事業者の説明により生じたりリスク理解、評価の誤りを是正させる機能と役割を果たす。これは、直ちに違法評価を受けないような事業者による誤導、顧客状況の濫用などの不公正な取引方法を、説明義務違反という形で、違法評価に取り込むものといえ

る。

金商事業者が、顧客のニーズに適うことをうたった勧誘に際し、誤導的な説明で顧客の判断を誤らせた場合には、信認関係に基づく専門家の信頼保護に反するとして、説明義務違反とは別の不適合商品勧誘の不法行為を構成する、と述べるものがある<sup>37)</sup>。しかし、誤導による顧客の判断の歪み、誤認の是正は、金商事業者の説明義務の範囲に属することは前掲のとおりである。また、違法要件信認関係に基づく専門家の信頼保護を挙げる点も適切を欠く。専門家責任が認められる要件として顧客と金商事業者間の信認関係は不要である。逆に、信認関係違反となる要件として受認者が専門家である必要はない。金商事業者の責任要件としてこの2つを求める必要も実益もない。

## 8 リスク誤認の是正と説明義務

### (1) 検討の視点

顧客の自己決定は、商品購入に関してだけでなく、リスク管理判断においても必要である。これは、取引時においてリスク制限、回避といったリスク管理判断に必要な情報の取得、認識と理解が求められることを意味する。【判決28】(為替連動債)が、30年拘束のリスクを根拠に、途中売却が可能かどうか、途中売却によってどの程度の損失リスクを負うかは重要な情報であるとし、途中売却の損失リスクは、満期償還時の損失リスクと同じく為替レートの状況で生じ得るものの、両者は質的に異なり、途中売却時には大幅に元本割れすることがあり得ることから、「途中売却の損失リスクを説明する際には、その損失リスクが、満期償還時の損失リスクとは質的に異なる大幅な元本割れに繋がることを顧客が理解できるような方法で具体的に説明すべきである」とする。これは、取引時におけるリスク制限、可否に関する情報が、リスク評価にとって重要であることをいうものである。

それでは、取引継続時に顧客のリスク評価が歪むか誤認が生じることで、損害拡大の危険性が高まる場合に、金商事業者はこれを改善したり(リスク制限)、

37) 司法研修所『司法研究報告書 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』68-1, 140頁(2017年)。

終了する（リスク回避）ことを助言する義務があるのか、これは説明義務とどのような関係にあるのか、説明義務以外に根拠を求めるべきことになるのか。

助言とは、商品や取引について一定の評価を示すことで、その開始・終了や拡大・縮小などの判断を支援する行為である。助言義務には、リスクコントロールが可能となるような数量、金額の抑制である改善助言がある。顧客のリスク認識や理解の歪みを是正すること、説明や勧誘によるものは先行行為に基づく条理上の義務に根拠を求めることができる。しかし、顧客の誤解が、商品の仕組みや、顧客のバイアスにより生じる場合、金商事業者にはこれを改善し、補正する義務があるのか、その根拠は何か。

## (2) リスク改善助言に関する裁判例

顧客の行う取引の改善助言義務をいうものに、前掲・最一小判平17・7・14の才口補足意見がある。事案は、金商事業者（証券会社）が継続的・反復的に行った株価指数オプションの売り取引の勧誘が適合性原則から著しく逸脱するものか否かが争われたものである。同意見は、「被上告人のような経験を積んだ投資家であっても、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、顧客の取引内容が極端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ものと解するのが相当である」とした。

## (3) 取引終了助言に関する裁判例

### ア. 否定例

金商事業者の助言を消極とする裁判例は、その理由として、顧客からの求めが存しないこと、あるいはそれが金商事業者に過度の負担を与える可能性があることを述べる。

損害拡大を回避する金商事業者の助言義務を否定した裁判例に、東京地判平19・8・27（2007WLJPCA08278032）がある。判決は、「原告らの主張するところの損害拡大防止義務違反の内容は必ずしも明らかではないが、顧客が判断を

するための情報提供義務及び処分時期に関する指導・助言義務を指すと解される」とし、「証券会社においては、顧客の求めに対応して、可能な情報を提供し、処分時期等について助言、指導をすることが期待される場合があるとしても、何ら顧客の求めがないにもかかわらず、積極的に助言や指導をし、損害を拡大させないことが一般的に期待され、また、それが証券会社の顧客に対する法的義務とまで位置づけられるものと解することはできないものというべきである」と判示した。

前掲・京都地判平 25・3・28 は、「仮に証券会社が、金融商品の販売後も常に当該金融商品に関するリスクに意を払い、そのリスクが高まった場合には、適時にこれを顧客に伝えなければならないというのであれば、それは証券会社に対して過度の負担を負わせることになり、相当とはいえない。したがって、特段の事情のない限り、証券会社が顧客に対して、金融商品販売後に助言義務を負うことはない」とした。

#### イ. 肯定例

助言義務を肯定する裁判例は、金商事業者側に取引の中止や取引の改善助言を求める理由に、対象取引のリスクが顧客に過大な危険を生じるおそれを挙げる。

肯定例に、株式信用取引に関する大阪高判平 20・8・27 (判時 2051 号 61 頁) がある。事案は、金商事業者が頻繁かつ大量に株式の信用取引を販売・勧誘し、これによって顧客が損害を被ったとして損害賠償を求めたものである。判決は、金融機関が顧客の取引を縮小させることなく、取引の拡大を推奨したことが、「助言義務」に違反するとした。また、株式取引に関する大阪地判平 21・3・4 (判時 2048 号 61 頁) は、顧客が大量の株式の購入を金融機関に申し込んだ時点において、これが顧客にとって明らかに過大な危険を伴う取引であることを認識していたにもかかわらず、購入株数が過大であることを指摘して再考を促すなどの指導や助言をしなかったことが、不作為の「助言義務」違反に当たるとした。

大阪高判平 20・8・27 (判時 2051 号 61 頁：株式) は、事案での顧客の取引数量が情報処理に基づく自主的かつ的確な投資判断ができる限界を超えているとしつつ、このような取引状況の中、株取引の知識経験を有する顧客であっても信用取引のプロといえる担当従業員とは比ぶべくもないのに、信用取引の保証金維

持率が30%を割っても取引は何ら縮小されることなく、むしろ拡大しており、その拡大は担当従業員の主導によるものであったと認定する。その上で、このような保証金維持率が30%を割った以降の担当従業員の対応は、「明らかに顧客の損失を拡大させるおそれのあるものであり、指導助言義務に反する」とした。

株式取引に関する大阪地判平成24・9・24(判時2177号79頁)は、まず、金商事業者が顧客の取引口座について支配を及ぼし、顧客の信頼を濫用して手数料稼ぎ等の自己の利益を図るために、顧客の資産、経験、知識や当該口座の性格に照らして社会的相当性を逸脱した過大な取引勧誘を行うことが起こりがちであるとする。かかる行為は、誠実公正義務に違反するというべきとする。そして、表面的には顧客の希望・意向に沿うものであるかのように見えても、これを実行することにより、顧客に多大の損失を被らせる危険性が高い場合には、かかる取引を制限するよう助言指導すべき義務を負うとする。また、これに違反する証券会社(担当者)の行為は、金融商品取引法(旧証券取引法)上違法であるのみならず、いわゆる過当取引として、私法上も不法行為を構成するとした上で、「証券取引の専門家であり、顧客から委託を受けて顧客に対して誠実公正義務を負う証券会社の担当者としては、顧客のかかる素朴とも言える希望・方針に盲従して、リスクが大きく、手数料もかさむ短期頻繁売買を安易に提案するのではなく、そのようなリスク及び手数料額について顧客に十分説明し、その理解を得るよう努める指導助言義務を負うというべきである。」とした。事案ではかような指導助言義務が尽くされたとは到底言えないとし、「被告担当者らのかかる行為は、誠実公正義務違反ないし助言指導義務違反があったものというべきであり、後期取引はいわゆる過当売買に当たるものとして、私法上も不法行為責任を免れないというべきである」と結論付けた。

#### (4) 学説等

##### ア. 比較法

投資取引における金商事業者の助言義務は、ドイツの判例(BGH)に認められる。これは、投資取引に関し、金商事業者が顧客に対し不当勧誘を行った場合、顧客との間の明示、黙示の助言契約に基づく助言義務違反による損害賠償を認めるものである。この助言義務は、金商事業者に対する信頼に基づくとされる。他

方、取引助言をいうものにドイツ証券取引法上の適合原則の定めがある。これは、顧客の適合性に関する情報収集義務（ドイツ証取法 31 条 4 項前段）、適合性判断義務（同 4 項後段）に加え、助言義務を含む。証券事業者は、「収集した情報に基づいて顧客に適合した金融商品ならびに証券サービスのみを推奨しなければならない」（同条 4a 項）とするもので、上記中の取引助言の考え方に親和的である。

## イ. 学説

助言義務を、商品や取引の評価に止まらず、より積極的に「金融機関が、顧客のポートフォリオのリスクを考慮し、場合によっては金融商品購入の再考や購入済商品の売却を促す助言<sup>38)</sup>を行う義務」と捉えるものがある（「取引助言説」<sup>39)</sup>）。潮見は、金融機関は、「助言義務」によって、「投資判断に必要な情報を提供するのみならず、投資者のリスクをできるだけ抑え、投資目的と投資者の財産状態により適合した商品を積極的に提示していく一場合によっては、投資を思い止まらせたり、より適切な別の投資商品を推奨する一ことが求められる」としている<sup>40)</sup>。また、横山は、「顧客が、自己の財産状態との関係でリスクが過度に高い取引を行おうとし、あるいは、返済困難になる可能性の高い融資を受けようとする場合、事業者は、顧客に対し、その危険性を説明して、当該取引を行わないよう助言しなければならない」とする<sup>41)</sup>。

38) 助言義務を、最適な商品を助言すべき義務であるとし、それがなければ推奨してはならないとするもの、満足化商品を助言する義務で、最適な商品でなくとも満足するに足る商品であれば助言可能とするものがある（山本哲生「保障型保険募集における助言義務・適合性原則」保険学雑誌 607 号（2009 年）140 頁）。しかし、最適商品であるか満足商品であるかは顧客の取引目的や意向により異なり、両者を截然と区別することは困難であり、議論の実益はないように思われる。

39) 塚原成侑、長谷川圭輔「金融機関の「助言義務」についての法的考察：助言の法的位置づけをめぐる英国、ドイツの制度を手がかりとして」日本銀行金融研究所／金融研究（2017 年）。助言義務を、顧客に代わり保険商品の妥当性等について判断を行う義務とするものに、山本哲生・前掲注 49（2009 年）140 頁、後藤卷則『消費者契約の法理論』（弘文堂、2002 年）103 頁、潮見佳男「適合性原則違反の投資勧誘と損害賠償」：新堂幸司＝内田貴編著『継続的契約と商事法務』（商事法務、2006 年）184 頁。

40) 潮見佳男『契約法理の現代化』（有斐閣、2004 年）131 頁。

41) 横山美夏「説明義務と専門性」判タ 1178 号（2005 年）18-25 頁



### ウ. 検討

助言義務が生じる根拠の一つは助言合意である。しかし、そのような合意がなくとも、専門家責任（「専門家責任説」）、信認義務（「信認説」）、信頼（「信頼説」）で根拠づけられる。

専門家責任説は、助言義務を、事業者の専門性と顧客からの信頼に応えるべく、通常人よりも高度な注意義務を負うとする考え方から導く<sup>42)</sup>。これは、金商事業者の助言義務を専門家性という属性から導かれる。これに対し信認説は、助言義務を、顧客の金商事業者への信認に求める<sup>43)</sup>。これは、助言義務を、販売事業者の属性ではなく、顧客と金商事業者との「信認関係」に求める。信頼説は、顧客と金商事業者間の主に知識・情報の非対称性による信頼・依存関係に求める。

信認説は金商事業者と顧客との間の信頼関係、信認関係の存在を前提とする。専門家責任説は、金商事業者への信頼を前提とするが、これ金商事業者の専門家性に基づくもので、信認説のように、取引一任合意、金商事業者と顧客の信認関係は不要である。

助言義務の立証負担も、各説で異なる。信頼説は、顧客の金商事業者への「信頼」を根拠とする。助言義務は、専門家責任説、信認説では、金商事業者の属性、顧客・金商事業者との関係から客観的に認められ、顧客は当該義務を立証する必要はない。これに対し信頼説では、顧客側が義務の存在と程度を立証しなければならないが、当時者間の情報の非対称性の内容、程度から、その存在がある程度、推認可能と思われる。

顧客がリスク評価情報やこれに基づくリスク制限・回避情報を入手できたとしても、これにより実際にリスク制限、回避を行うためには、リスク管理判断能力が必要となる。これについて、金商事業者と顧客との間に非対称性があることは否定できない。しかし、この解消の根拠を説明義務に求めることには無理がある。金商事業者に説明義務を課すことを正当化するのは、顧客との間の情報の非対称

42) 川井健「第一章 問題の提起」：専門家責任研究会編『専門家の民事責任』（商事法務研究会、2004年）1-3頁

43) 後藤・前掲注38（2002年）112頁；潮見佳男・前掲注38（2006年）131頁；横山美夏「消費者契約法における情報提供モデル」民商123巻4・5号（有斐閣、2001年）578頁。

性であり、補正助言を正当化するのは、歪みや誤認を生じる商品性、金商事業者の勧誘、説明などの先行的関与の事実の存在である。それ以外の事由に起因する顧客のリスク判断の偏り、誤認の是正のための助言義務を、説明義務の文脈で説明することはできないと思われる。

商品特性や金商事業者の誤導以外の要因での顧客のリスク評価の偏り、歪み、誤認の解消を、金商事業者の説明義務に求めることができないとすれば、顧客が取引上で生じるリスクの制限や回避ができないことで生じる損失は、顧客の自己責任となるのか。それとも事業者がこれを分担する余地があるのか。金商事業者が損失を分担する余地があるとして、そこでどのような金商事業者の義務が措定され、それはどのような根拠に基づくのか。

顧客のリスク管理判断能力に関係するものに適合性原則がある。これと金商事業者の助言義務の関係について詳述は避けるが、次のとおりと考えられる。

#### (5) 助言義務と適合性原則

説明義務は、商品や取引情報の収集負担を顧客から事業者に移転するもので、その責任を顧客の負担とする「買い手注意」の考え方を修正するものである。適合性原則は、これをさらに進め、金商事業者の取引勧誘なり受託が適法とされるために、顧客に、取引についての意向と実情を必要とする法理である。商品や取引情報を顧客が認識し理解しなければ、これにより生じた損失負担が事業者に移転することを認める。実情としては、商品に関する知識・経験、リスクを引き受けることができるに足る財務状況が必要である。ここでの知識・経験にはリスク管理判断能力を含む。顧客にリスク管理判断能力が備わっていなければ、顧客の取引目的との関係で定まる期待利益、期待効用を最大化、満足化することはできない。

適合性原則の適用に際して、概ね、事業者の「勧誘」が要件とされる。これは、その限りで顧客利益の制限＝「買い手注意」の契機を残すものである。しかし、「勧誘」を広く認定する理解に立てば、「売り手注意」にパラダイムシフトさせる考え方であると言ってよい。

この点、適合性原則を狭義・広義に分け、狭義の適合性を、自己責任原則の妥当する自由競争市場での取引耐性のない顧客を後見的配慮に基づいて市場から排

除することによって保護するルール（排除ルール）、広義の適合性を、顧客の自己決定に必要な情報を、商品特性と顧客属性に照らし顧客に理解できるように説明すべきルール（支援ルール）とする考え方が主張される。

適合性原則は、顧客の取引目的、リスク意向を含む取引意向への適合を、顧客への取引勧誘の適法要件とする。そうであるとすれば、上記の「狭義の適合性原則」の考え方は、顧客の取引意向を適合性判断に際して斟酌しない点で、妥当ではない。これによれば、顧客の投資意向を確認しないままの勧誘を適合性原則違反と扱う裁判例（【判決7】など）は説明できない。また、「広義の適合性原則」の考え方についても、同様の批判が当てはまる。これは、顧客による現実のリスク認識と理解を知的適合性の存否判断に際して斟酌しないからである。

顧客適合性判断の中核となるのは、取引目的により画されるリスク（許容）意向の適合性であり、これを確保し、支えるのが知識や経験などの知的適合性、これを能力面で支えるのがリスク管理判断能力、財務面で支えるのが財務（財産）状況適合性である。ここでの顧客の知識や経験は、それぞれ分断されるものではない。事象が認知され記憶される時に、組織化された全体としての過去体験に強く支配される<sup>44)</sup>。このような過去の体験、経験により形成されてきた知識の構造、認知的枠組みは、「スキーマ」と呼ばれる<sup>45)</sup>。これは、一般的な概念についての体制化された知識で、対象を認識する枠組みである。外界の理解を促す。鹿取廣人らは、これを「持ち合わせの知識」と表現し、同義の概念として、台本（スクリプト）、枠組み（フレーム）がある<sup>46)</sup>。これについて、適正な形成ができ

44) ([Bartlett, 1932]; [梅本充夫, 1984]; [井上毅, 2011] 86 頁)

45) これは、「構造 (structure)」、「枠組み」、「輪郭」などの言葉で言い換えができる。初期のギリシア哲学でストア学派の哲学者達がこれを用いていたとされ、現代社会では、集合論、代数幾何学、教育学、文学研究、コンピュータのプログラミングなどの領域で使用される。認知心理学では、人が現実や体験を捉える際のパターンであり、これに導かれて人は、現実や体験を認識し、解釈し、反応するもの、あるいは、情報を解釈したり問題を解決したりする際に用いられる抽象的な認知的プランであると定義される (ジェフェリー・E・ヤング; ジャネット・S・クロスコ; マジョリエ・E・ウェイシャー; (監訳) 伊藤絵美, 『スキーマ療法』(金剛出版, 2008) 20-21 頁。

46) 鹿取廣人・杉本敏夫・鳥居修晃編。『心理学 (第5版)』(東京大学出版会, 2004 年); 井上毅「長期記憶Ⅱ—知識としての記憶」: 太田信夫, 巖島行雄『現代の心理学 2 記憶と日常』(北大路書房, 2011 年) 87 頁。

ていなければ、取引による損失の引き受け＝自己責任の前提となる合理的な意思決定の基盤が欠ける。適合性原則は、このような取引による損失の引き受け＝自己責任の前提となる合理的な意思決定基盤を確保するための原理といってよい。

顧客のリスク管理判断は、取引を開始する時点で止まらず、不確実性が解消するまで、すなわち損益が確定するまで必要である。顧客が、自身のリスク許容度を超える取引を行うか。それを放置する場合、当該顧客には、取引リスク評価の歪み、誤認が推認される。適合性原則によれば、金商事業者の勧誘が適法となる前提として、取引について顧客の意向と実情が備わっていることが必要となる。顧客に、取引のリスク管理判断の誤りが具体的に懸念される事情が窺えれば、事業者においてこれを是正することが適合性原則の要請から導かれる。取引の継続は、価値的には、不作為の取引勧誘と同視してよい。

取引の継続が、顧客のリスク（許容）意向に適合しないような事態となる場合、金商事業者は、適合性原則の要請から、ポートフォリオの改善によるリスク制限、取引の終了によるリスクの回避助言が求められる。それにもかかわらず、このような不適合が補正されないまま取引を継続させることは、不作為による適合性原則違反の勧誘の存在を認める余地があるというべきである。

## 9 おわりに

本稿では、リスク取引の特性として、非リスク取引とは異なり、取引顧客にはリスク管理判断が求められることを明らかにした。従って、顧客は、商品の仕組み、リスク内容や取引条件以外に、リスク取引に特有の顧客の、不確実性を有するリスクの評価、リスク管理判断に必要な事項について情報を取得し、理解する必要があるところ、この種情報の質・量において金商事業者と顧客との間に非対称性が存することから、金商事業者は顧客に対して説明義務を負うことを述べた。具体的には、リスク評価に関しては、商品の時価、販売業者の利潤・コスト情報のほか、商品のボラティリティ、リスクファクターの価格に与える影響、リスク管理に関しては、リスク制限、回避に関する情報の具体的な説明が求められる。

また、金商事業者による商品説明に誤導や、断定的判断の提供があれば、それは違法評価を受けるが、それに至らない場合でも、それが顧客の商品の仕組み、

リスク内容、リスク評価や取引条件についての理解不足、理解の歪みや誤認を生じるときには、これを是正する義務が、金商事業者の説明義務の文脈で求められることを明らかにした。これは、事業者の説明により生じたリスク理解、評価の誤りを是正させる機能と役割を果たし、事業者による誤導、顧客状況の濫用などの不公正な取引方法を、説明義務違反という形で、違法評価に取り込む。しかし、顧客判断に偏り、歪みを生じるような商品特性、金商事業者の勧誘、説明などの先行的関与以外の事由、例えば顧客バイアスなどによるリスク管理判断の偏りを是正するための助言義務は、説明義務の文脈で説明することはできない。

これについては、適合性原則の稼働領域であるが、金商事業者の助言義務をいうためには、その前提としての顧客によるリスク評価、判断の偏り、歪みは、金商事業者により予見可能なものでなければならない。リスク評価に影響するものに顧客バイアスがあるが、その仕組み、バイアス発生の定型性については、認知心理学、社会心理学、行動経済学や脳科学の知見を参照しつつ、更に検討が求められる。

以上