リスク管理と適合性、説明義務

村　本　武　志

目　次

1　はじめに ……25
2　本判決事案の概要 ……29
3　顧客主張と判旨 ……31
4　金商取引とリスク管理 ……43
5　リスク管理と知的適合性、説明義務 ……52
6　リスク管理と意向・資産適合性 ……67
7　おわりに ……70

1　はじめに

投資においてリスクとは、期待損益の変動幅（の標準偏差）をいう[1)]。リスクは不確実性を伴うことから、最終的な値の確定までの間のリスク管理（「リスクマネジメント」）が観念される。リスクを対象としない取引では、取引時に品質・性能の欠点や損益などのリスクは既に確定済で、「リスク管理」は問題となることはない。リスク管理は、リスクアセスメント、リスクコントロール[2)]とリスクファイナンス[3)]を含む。リスクアセスメントは、リスクの認識と特定、特定

1）熊谷尚夫・篠原三代平ほか編（1980）『経済学大辞典 第２版』（東京経済新報社）は、リスクを利得・損失を生じる確率、ないし損失の大きさとそれを生じる確率の積とする。金森久雄・荒憲治郎・森口親司編（2013）『経済学辞典 第５版』（有斐閣、p. 211）は、リスクを、特定の既知の結果が生じるような確実性下の世界に反して、どのような結果が生じるかが既知でないものをいうとする。狭義のリスクは、意思決定主体がその確率を既知としているものをいい、それが既知とされない不確実性と区別される。

2）柳瀬典由ほか（2018）「リスクマネジメント」（中央経済社、p. 18）、諏澤吉彦（2018）『リスクファイナンス入門』（中央経済社、p. 22）ほか。

されたリスクの測定・分析に基づく発生頻度・強度（影響度）の評価（本稿ではこれを「リスク評価」ということがある。）をいう。リスクコントロールは、リスクが想定最大損失（「VaR」[4]）として現実化する前の予防対策をいう。その目的はリスクの発生頻度と強度の軽減を図ることにある。リスク管理は、リスクを認識・特定し、測定・評価し、その発生頻度と強度の積を基準として、特定されたリスクの種類に応じた対策を講じる一連のプロセスである。実際にリスクが現実化した場合にそれを発見し、対策を講じ（damage control）、復旧する作業は危機管理（crisis management）と呼ばれる。リスクコントロールはリスクが現実化する前後のリスク対策を含む。

投資におけるリスクコントロール手法に、取引を断念したり、開始した取引を終了することでのリスク回避、異なる銘柄や種類の金融商品のポートフォリオ組成によるリスク分散がある。リスクファイナンスは、リスクが現実化した際の資金的な対策をいう。これには、予期しない突発的なリスク事象の発生に備えた資金的の手当（「リスク保有」）、現実化した損失を保険やヘッジなどによる第三者への移転（「リスク移転」）がある。

金商業者[5]、金融庁[6]や日銀[7]などの金商実務では、投資におけるリスク管理の必要性と重要性が繰り返し指摘される。これに対し訴訟実務では、顧客の取引適

3）企業におけるリスクファイナンスについて、リスクファイナンス研究会　経済産業省（2006）「リスクファイナンスの普及に向けて」参照。

4）日銀・後掲注 8 中の「リスクと管理」（2017）は、「過去の一定期間（観測期間）の変動データにもとづき、将来のある一定期間（保有期間）のうちに、ある一定の確率（信頼水準）の範囲内で被る可能性のある最大損失額を統計的手法により推定した値」と定義する。概念や内容についてはヒュン・ソン・シン［大橋和彦・服部正純訳］『リスクと流動性』（東洋経済新報社、p. 23 以下）など。

5）西村信勝（2007）『外資系投資銀行の現場』（日経 BP 社、p. 100）。東京リスクマネージャー懇話会編（2011）『金融リスクマネジメントバイブル』（金融財政事情研究会、p. 4, 156

6）金融庁（2010）「金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針」

7）日本銀行金融機構局高度化センターは、2005 年 7 月、金融機関のリスク管理・経営管理の高度化の支援を目的に設立され、調査・研究論文の公表や各種セミナーの開催などを行う。セミナー資料として、「VaR の活用と留意点② VaR とストレステスト」（2009）、「Ⅲ．仕組商品投資に関するリスクの把握と管理」（2009）、「Ⅰ．市場リスク管理体制の整備」（2012）、「Ⅰ　金融危機後のリスクマネジメント」（2013）、「リスクと管理」（2017）などがある。

合性具備や金商業者の説明義務の内容に関連し、リスクアセスメント中のリスクの認識、特定に関する知見を取り上げる。しかし、その余のリスクアセスメントの要素であるリスク計測・分析、リスクの発生頻度・強度の評価、あるいはリスクコントロールの知見は問題とほとんど問題とされないのが実情である。他の投資取引、例えば先物取引では、リスクコントロールの可否が新規委託者保護義務違反の成否として論じられる。証券取引では、オプション取引に関する最一小判平 17・7・14（民集 59 巻 6 号 1323 頁）と補足意見はリスク管理について触れる。しかし、下級審裁判例でこれを問題とするものは、本稿で取り上げる東京地判平 30・4・18（2018WLJPCA04186004。以下「本判決」という。）など僅かな例[8)9)]に止まる。

投資の対象はリスクであり、投資の目的は期待利益の最大化を図ることにある。期待利益の最大化は、他面で、期待損失の最小化を意味する。従って投資目的には変動幅中の損失を最小に抑えることも含まれることになる。期待損失を最小化するためには、リスクアセスメントを踏まえたリスクコントール、リスクファイナンスの手当が講じられなければならない。

投資とギャンブルは、リスクを対象とする点で類似する[10)]。ギャンブルは投資とは異なり、確率計算による期待損益の分析・計測、リスク評価ができないか、

8）リスク分散の適否を適合性原則の文脈で問題としたものに大阪地判平 21・3・4（判時 2048 号 61 頁）がある。事案は金商業者 Y が顧客 X に対し NTT 株に集中した投資を推奨したもので、判決は、X の投資経験、証券取引の知識、理解力、投資意向、財産状況等に照らして、X にとって明らかに過大な危険を伴う取引であると認定して適合性原則に違反するとした。同判決の評釈に、村本武志（2010）「証券取引における集中投資推奨・受託の違法性」千葉大学法学論集第 25 巻 2 号。

9）通貨スワップ取引に関する東京地判平 29・9・15（金法 2087 号 80 頁）は、リスク管理を説明義務違反の文脈で言及する。すなわち、約定後のリスク管理は、投資継続の判断の下に、原則として顧客の自己責任により行われるべきであり、リスク管理及び損失拡大防止策は顧客が検討すべき事項であり、金商業者に説明義務があるとは認められないと判示する。株式信用取引に関する東京高判平 29・10・25（金法 2084 号 76 頁）は、顧客が投資者として当然行うべきリスク管理を行わなかった点に落ち度があるとし、金商業に強く損害回復を迫ることでハイリスク・ハイリターンの取引を誘発して損害の拡大を招いた面があることも否めないとし、顧客のリスク管理懈怠を過失相殺の考慮事由とする。本判決直後に出された東京高判平 30・4・11（金商 1543 号 36 頁）は、金商業者によるリスク分散の適否に触れる。

あるいはリスクコントロールを行わない[11)]「不確実な結果に対する賭け」である。換言すれば、投資においてリスクアセスメントを行わないか、リスクコントロールを行なわない取引はギャンブルと異ならないことになる。これは、自動車の運転者が、ブレーキ操作を知らないか、ブレーキ操作をおこなわずに運転するに等しい。また、投資者においてリスク発生時の資金的手当てであるリスク保有ができなければ、損失の拡大を回避するための適切な手段が取れない。例えば商品先物などの証拠金取引、株式信用など保証起因取引などで、含み損（値洗い損）が拡大すれば、証拠金（追い証拠金）・保証金の積み増しが求められる。それが手当できなければ強制手仕舞いとなり、不利益な価格での決済を迫られる。また、リスク制限に向けたポートフォリオ組成や組み直しも、投資者がリスク保有できなければ叶わない。

投資取引における顧客のリスクアセスメントと説明義務、顧客適合性との関係については、既に拙稿において検討した[12)13)]。

本稿では、金商取引の実務、リーマンショックを契機として出された 2010 年のバーゼル銀行監督委員会報告、日銀の中小金融機関向けセミナー資料[14)]での指摘などを踏まえ、リスク管理中のリスクコントロール、リスクファイナンスの実情とあり方について概観し、それが顧客の取引適合性、金商業者の説明義務にど

10）投資とギャンブルを説明するものに、ツヴィ・ボディほか（2007）「証券投資（上）」（東洋経済新報社、p. 168）など。

11）確率計算によりリスクを計測し、確実な利益（確実等価）を控除したリスクプレミアムを想定して行う取引であれば、投資と評価できなくもない。競馬は一般にギャンブルとされる。雑所得の当たり馬券の払戻金から外れ馬券の購入代金を所得税法上の必要経費として控除できるかが争われたものに最三小判平 27・3・10（刑集 69 巻 2 号 434 頁）がある。これは、購入者が馬券の購入代金の合計額に対する払戻金の合計額の比率である回収率を高めるため当たり馬券の発生に関する偶発的要素を可能な限り減殺し、インターネット上の競馬情報配信サービス等から得られたデータの分析結果に基づいて同ソフトに条件を設定してこれに合致する馬券を抽出させ、自ら作成した計算式で購入額を自動的に算出し購入して利益を得ていた事案で、判決は馬券購入代の経費算入を認めた。

12）村本武志（2013）「投資取引におけるリスク管理と適合性試論」現代法学 25、pp. 88–95）。

13）村本武志（2018）「リスク取引における説明義務の範囲・履行と限界」現代法学 34、p. 217。

14）日銀・前掲注 7 中の「リスクと管理」（2017）など。

のように影響するか、これと従来の適合性原則や説明義務をめぐる議論がどのように関わるかにつき、本判決を素材に検討を試みようと思う。

2　本判決事案の概要

(1) 事案の概要

事案は、学校法人Xが金商業者Aと行った①米ドル・円為替連動スワップ取引、②米ドル・円通貨スワップ取引に際し、Aに適合性原則違反の勧誘、説明義務違反等があったと主張して、Aの事業譲渡先であるYに対し、不法行為に基づく損害賠償等を求めたものである。本判決が認定した事案の概要は次のとおり。

第一取引は、契約期間は15年、顧客の支払いは固定金利、受け取りは変動金利とし、利払いは年2回として、合計金利額が想定元本の10パーセントに達した場合に解約清算金の授受なく取引が終了する仕組みであった。約定日から6か月後の決済日以降は、1年後の各金利支払日に両当事者が相手方に通知して取引を終了することができ、これにより市場価値に基づく清算金の授受を行う（以下「①取引」）。

第二取引は、契約期間を15年、Xが米ドルの買い手、Yが円の買い手となり、平成2007（19）年9月7日から2022（平成34）年8月7日までの毎月7日（15年間180回）に決済する仕組みであった。決済については、Xの受取額である米ドル決済金額は、FXがLower Strike（69.00円／米ドル）以上の円安米ドル高の場合は10万米ドル、Lower Strikeを下回る円高米ドル安の場合は30万米ドルとされる。米ドルで決済する場合はFXによって円換算した後の円決済金額と相殺し、円で決済する場合は米ドル決済金額に決済レート[15]を乗じた円金

15）いわゆるコンベックス型（反比例方式）と呼ばれるもの。顧客支払金額を算定する決済レートの計算式において、FX（外国為替レート）が69.00円未満になるとFXが分母に位置するという取引：a 89.00円／米ドル（Upper Strike）≦FXのとき、50.00円／米ドル；b 69.00円／米ドル（Lower Strike）≦F＜89.00円／米ドルのとき、FXのとおり；c FX＜69.00円／米ドルのとき、2017（平成19）年9月から平成24年8月まで79×79÷FX、同年9月から平成29年8月まで84×84÷FX、同年9月から平成34年8月まで88×88÷FX。FXの値は、各決済日の5営業日前、東京時間午後3時に発表されるロイター・ページの米ドル円為替レートを参照。

額で行なう。各 FX 決定日の FX のトリガーは 1 年後の決済日である 2018（平成 20）年 8 月 7 日の 123.60 円／米ドルとされ、最終決済日直前の決済日である 2022（平成 34）年 7 月 7 日までの間にそれ以上の円安米ドル高となった場合、当該決済日を除くそれ以降の取引は終了する。また、両当事者とも約定日から 1 年毎の各決済日（毎年 6 月 30 日）に書面で 5 営業日前に相手方に通知して取引を終了することが可能で、この場合には市場価値を基準として清算金の授受が行われる（以下「②取引」。以下では併せて「本件各取引」という。）。

(2) 取引の経過

判決の認定によれば、X は、2003（平成 15）年ころ、経済状況が低迷し授業料の値上げが困難となる中で、超低金利下で適切な資産運用を行うために、長期資金についてある程度のリスクを許容する資産運用方針を定めた。X は、2004（平成 16）年 10 月頃から他の金商業者との間でデリバティブ取引を開始し、途中、資産運用方針を変更してデリバティブを収益性資産に組み入れた。その後、流動性、安定性、収益性資産の配分を変更し、A との間で 2006（平成 18）年 12 月 6 日に金融派生商品のデリバティブ取引に関する基本契約と信用保証契約を締結し、2007（平成 19）年 13 月に①取引、2007（平成 19）年 6 月に②取引をそれぞれ開始した。ところが、2008（平成 20）年 9 月のリーマンショックの影響で米ドル円為替相場が急激な円高となった。わが国でも株価が下落し、X 保有の有価証券の時価が著しく悪化して会計上の減損評価損が発生した。X は一定の資産の処分とデリバティブ取引の解約に伴う損失で資産状況が悪化し、信用保証契約に基づく 20 億円の信用極度額を維持するための財務条件を満たせない可能性が高まった。そこで X は、2009（平成 21）年 1 月から 2012（平成 24）年 11 月にかけて、順次本件各取引の解約を進め、2012（平成 24）年 11 月に全てのデリバティブ取引を解約した。これにより X は、約 30 億 7935 万円の利益に対し約 259 億 7775 万円の損失を被り、差し引き 228 億 9840 万円の損失を計上した。

(3) 争点

X は、本件各取引に際して A に適合性原則違反の勧誘、説明義務違反があっ

たと主張する。まず、適合性原則違反については、資産運用方針、運用指針との不適合、投資意向との不適合、財産状況との不適合、Xの知識、経験に適合しない取引勧誘がなされたと主張した。更に、対象取引がXにより実効的に管理できない性質のものであったこと、対象取引に設定された条件が取引当事者間において過度に不均衡であった点も適合性原則違反の要素とする。説明義務違反については、契約時の対象商品時価評価の説明、時価評価をめぐる利益相反関係、時価評価の変動、想定最大損失、担保、解約清算金に関する説明の懈怠があったと主張した。

3　顧客主張と判旨

(1) 適合性原則違反について

ア．資産運用方針及び運用指針との不適合、投資意向との不適合

Xはまず、本件各取引が、資産を3つの区分に分別管理して損失リスクを限定するX運用方針等の基本的な趣旨に適合しないと主張する。Xの学校法人としての資産運用とリスク管理の基本方針である資産運用方針及び運用指針の基本的な趣旨は、元本金額を基準とした資産運用で損失リスクを管理するものであった。事案の取引のVaRは、①取引で約42億円、②取引で約27億円であり、Xの元本金額である収益性資産の総額は約120億円であった。これは、Xの運用方針等のうちの年度資産運用方針の枠を大きく超えるもので、収益性資産の総額の半分以上を毀損し、収益性資産の運用次第では、その他の安全性・安定性を重視した資産すらも毀損する現実的危険性があった。

次にXは、学校経営に影響を及ぼすような多額の損失が生じる可能性のあるリスクの大きな資産運用を行う意向は全く持っていなかったと主張する。これは、本件各取引は、想定最大損失額が合計69億円という大きなリスクがあり、そもそもXの意向に沿うものではなかったこと、Xは学校法人で輸入取引は一切行っておらず、円安に対するリスクヘッジとして契約期間を15年に設定して行う必要性は全くなかったことなどを理由として挙げる。

本判決は、Xがデリバティブ取引を積極的に行い、ある程度のリスクを取っても資産運用収入を増加させるという投資意向があったとしてXの主張を退けた。

その理由として、①Xがその運営を継続的に資金支援するためにデリバティブ取引を運用対象として認め、ある程度のリスクを許容して資産運用を目的に本件各取引を行っていたこと、②Xが資産運用収入に頼る側面が大きくなり、平成 19 年 4 月 18 日までの間に 21 個のデリバティブ取引を締結したこと、③同日の常務理事会で他社との間のスワップ取引で約 4 億 4000 万円の損失が生じたことについて注意喚起する旨の発言があったにもかかわらず、その後も②取引を含む 15 個のデリバティブ取引を締結し、2008（平成 20）年 6 月までの間に全体で合計 36 個のデリバティブ取引を締結したことを挙げる。

イ．財産状況との不適合

Xは、本件各取引がXの財産状況に適合しないと主張し、その理由として、時価評価額の感応度の大きさ、追加担保の不利益などを挙げる。

まず、各指標に対する変動幅である感応度が大きい点である。本件各取引の時価評価額は、為替レート、その変動率、日米金利差等の複数の指標により変動し、かつ感応度が大きいものであった。具体的には、①取引は、為替レートが円高方向に 5 パーセント動いた場合の時価評価額の感応度が 30 億円の想定元本比で 22.57 パーセントで、約 6 億 7700 万円の幅で変動し、②取引についても、為替レートが 5 パーセント変動した場合に時価評価額が約 2 億 2000 万円変動し、また、コンベックス型取引であったことから FX が 69.00 円よりも円高になると時価評価額が加速度的に悪化する性質を有していた。

次に、信用保証契約に基づく追加担保の必要である。本件各取引では、毎日、時価評価額をもとに必要担保額が計算され、これが信用極度額を超えるとXは担保の提供義務が生じる。これが履行できなければXは期限の利益を喪失し、強制決済を迫られる。Xは本件各取引で、Ý に対し最大 26 億円以上の担保を提供していた。提供担保は取引終了までYらによって保管されることでXがこれを利用することはできず、Xの資金繰りに影響を与えるものであった。Xは、2008（平成 20）年以降、各取引の損失などの影響で財産状況が悪化した。AはXに対し、20 億円の信用極度額の廃止を要求したが、当時の本件各取引の時価評価額の合計はマイナス 40 億円を超えていた。この状況下でXが信用極度額を廃止すれば担保金不足による本件各取引の終了が迫られることから、XはAと

協議の上、本件各取引を一部合意解約して取引規模を縮小する代わりに信用極度額を維持することとした。

なお、Xは、財産状況適合性の考慮要素として、本件各取引における手数料の不合理性を挙げる。Xは、2012（平成24）年までの間に、本件各取引を順次解約してYらに合計52億円以上の解約清算金を支払った。そのうち約14億6000万円を手数料が占めるほか、各解約に占める手数料の割合には大きな幅があった。手数料は、Yの投資信託の申込手数料の申込代金に対する3パーセント、運用報酬の平均純資産額年率2.3パーセントなどに比して、①取引では12.48パーセントから15.18パーセント、②取引では22.27パーセントから63.26パーセントと著しく高率で、合理性のある手数料の基準に基づいて算定されていなかったとする。

手数料の不合理性が、本件におけるXの資産状況適合性の存否にどのように関連するのかはXの主張からは明らかではない。手数料は、商品の基本的仕組みの内容となる。その割合がどうであるかは期待損益に影響し、その限りでリスク許容意向に関わる考慮事情となる。その意味で、知識適合性の問題として扱うのが適切のように思われる。

いずれにせよ、本判決は、Xが本件各取引で60億円から77億円の損失を被ったとしても直ちにその財産的基礎が失われる状態にはなかったこと、このような損失が想定されたとしても直ちに本件各取引がXの財産状況に照らして過大な取引であったとはいえないとしてXの主張を退けた。

ウ．Xの知識、経験に適合しない取引勧誘

各取引の必要担保額及び本件各相互解約条項又は早期合意解約における解約清算金は、時価評価額が一つの基準とされる。本件各取引のリスクは、キャッシュフローにとどまらず、時価評価額の変動にも存在する。Xは、本件各取引を担当した理事ら資産運用の担当者がデリバティブ取引に関する十分な知識、経験を持っていなかったと主張した。

しかし本判決は、Xはデリバティブ取引一般に関する知識・経験を有していたこと、専門的知識を有しなければ本件各取引のキャッシュフローを理解することが困難という訳ではないこと、XはAから本件各取引の開始前にそのリスクの

程度を理解するに必要な情報を提供されていたことを挙げて、Xの主張を退けた。

本判決はまず、Xは本件各取引以前に複数のデリバティブ取引の経験があり、担当のC理事は、オプション取引に関する論文を執筆していたことなどから、Xはデリバティブ取引一般に関する知識・経験を有していたとした。次に、本件各取引の差金決済がXにとってプラスとなるかマイナスとなるか差し引きゼロとなるかは、一定のFX（外国為替レート）を分岐点として定められ、その額は四則計算で容易に算定でき、グラフ等でも明らかにされていたことから、Xが専門的知識を有しなければ本件各取引のキャッシュフローを理解することが困難という訳ではないとした。本件各取引期間中、YらはXに対し定期的に時価評価額を伝えており、Xにおいて時価評価額につき特別な専門的知識又は時価評価額を算定してこれを管理する能力が必要であったとはいえないとした。本判決は、Xが時価評価額を随時算定することは事実上不可能であったと認定するが、Ýからは一定の指標の変動に伴って本件各取引の時価評価額がどの程度変動するか、キャッシュフローがプラスの間でも時価評価額が10億円を超えるマイナスになる可能性があることが示されており、Xが本件各取引の開始前にそのリスクの程度を理解するには十分であったとした。

エ．リスクの実効的管理の不能性

Xは、本件各取引のリスクはXにおいて実効的なリスク管理できない性質のものであったと主張した。本件各取引の本質的なリスクは時価評価額に起因し、短期間のうちに時価評価額が大幅に変化するリスクがあったとする。また、キャッシュフローについては四則演算で一応の見積りができるとしても、時価評価額の見積りには、国内外の金利差やボラティリティなどの複数かつ一般顧客には入手困難な指標を参照する必要があり、大規模なコンピューターシミュレーションを用いる必要があったとする。そして、キャッシュフローの交換によるリスクの現実化の時期と時価評価額に起因するリスクの現実化の時期は大きく異なり、Xが時価評価額に起因するリスクをモニターし続けることは極めて困難であったとした。

これに対し本判決は、次のとおりXの主張を退けた。まず、Xがどの程度のリスクを取ることができるかは、その投資意向や財産状況等によるところが大きく、

少なくとも投資意向に反せず、財産状況に照らしても過大でない限り、現実的に想定され得る最大の損失について把握できれば取引期間中のリスクの増減について刻々と管理する必要はないとする。次に、本件各取引におけるXの投資意向や財産状況からすれば現実的に想定され得る最大の損失がXに不相応とはいえず、Xはこれら最大の損失を現実的に把握できたとする。以上から、Xが取引期間中のリスク要因を管理し続けられないとしても、それが適合性原則違反を基礎付けることはないとした。

オ．本件各取引の条件設定が契約当事者間の均衡を著しく欠くこと

Xは、スワップ取引は、約定時点で現在価値の等しいキャッシュフローの交換であり、あえて自身にマイナスの価値のキャッシュフローの交換をする者などいないとした上で、スワップ取引について投資経験・知識が豊富な当事者同士の場合、必然的に、キャッシュフローの現在価値の総和であるスワップ取引の契約時の時価評価額がゼロである均衡した条件のスワップ取引でなければ、取引が成立しないはずであるとする。しかし、本件各取引の契約時の時価評価額は、①取引がマイナス5億0008万0263円、②取引がマイナス1億0878万7746円、Ýの主張によっても、第1取引がマイナス約2億円、第2取引がマイナス約2億5000万円であり、時価評価額がXにとって大きくマイナスに設定されていた。従って、スワップ取引の経験・知識が豊富な者同士の取引においては本来的には成り立ち得ない著しく均衡を欠いた条件であるとした。それにも拘わらずXが本件各取引を締結したのは、極めて高度で複雑な時価評価額の算定法などスワップ取引に関する知識や情報がAのような金融機関に比して大きく劣り、その不均衡を認識できなかったことがその理由であるとした。Aは情報の非対称性に乗じてXを本件各取引に勧誘したものであり、本件各取引の不公正な価格は公序良俗に反する暴利行為であって、適合性原則違反の判断において特に重要な考慮要素となると主張した。

この事情がXの適合性判断にどのように影響するかは必ずしも分明ではない。利益相反をいうのであれば、説明義務違反、信認義務違反の問題となる。また、本件各取引が条件不均衡に関するXの不知に乗じたて勧誘されたとする主張であれば、顧客の取引適合性というよりは、Xの無知・無経験に乗じた不公正な取引

に当たるかが問題とされよう。ただ、「時価評価額がＸにとって大きくマイナスに設定されていた」ことは、Ｘの対象商品に関するリスク認識の適正が疑われ、リスク許容意向の合理性に影響すると考えられようか。

いずれせよ本判決は、①約定時の時価評価額がマイナスであることのみをもって、契約当事者間の均衡を著しく欠いたものとはいえないこと、②時価評価額のマイナスが、当然にＸに損失を生じさせることを意味するものではないこと、そして③およそＸに利益をもたらすことがあり得ない条件とは認められないとして、Ｘの主張には理由がないとする。

まず、「一般に、立場の同じ者同士がスワップ取引を行う際には、理論上、約定時の時価評価額がゼロでないと取引が成立しないということができるものの、本件各取引は、証券会社であるＡと学校法人であるＸとの間のスワップ取引であり、その信用力の差、有する金融技術の差に起因して、Ａが要するヘッジ取引等のコスト、利益等を考慮して、取引条件が決定されて、それをもとに時価評価額が算出されるのであるから、約定時の時価評価額がマイナスとなることに一定の合理性が認められ、このことのみをもって、契約当事者間の均衡を著しく欠いたものであるということはできない。」とした。なお、「そもそも、資産運用としてのスワップ取引が成立するのは、当該取引における将来のキャッシュフローを決定する指標について、契約当事者双方でその変動に対する見通しが異なることにより、契約当事者双方が当該取引に主観的価値を見い出して、その判断によって取引関係に入る合意をするからである。」ことを補足する。

次に、「時価評価額は、デリバティブ取引を多数行い、全体として利益を挙げることを指向するＡが、その損益の管理のために、金融工学の観点から、そのキャッシュフローの期待値等を求めて算出したものであり、いわば、Ａにとっての主観的価値を表すものに過ぎず、唯一無二の客観的な価値は観念することができない」とし、時価評価額のマイナスが、当然にＸに損失を生じさせることを意味するものではないとする。

その上で本判決は、本件各取引の取引条件は、約定前に全て明らかになっていたとし、当該条件が一見すると不公平のように見えるとしても、「真実はおよそＸに利益をもたらすことがあり得ない条件であるとは認められない以上、Ｘとしては、当該条件に従えば、本件各取引に主観的な価値を見出すことができる」と

してXが本件各取引に応じたといえ、時価評価額のマイナスをもって、本件各取引が契約当事者間の均衡を著しく欠くものとはいえないと判示した。

(2) 説明義務違反について

ア．時価評価額の説明

Xは、自らの利益確保を目的に顧客にとって時価評価額が大きくマイナスとなるような均衡を著しく欠く取引を勧誘する場合、金商業者は、少なくとも顧客に対して、時価評価額がマイナスであること、その具体的な金額及びその意義について顧客が理解できるように十分に説明する義務があると主張した。

Xはその理由として、まず、①スワップ取引における契約締結時の時価評価額は、キャッシュフローの期待値を現在価値に割り引いたものであるから、スワップ取引によるリターンを定量的かつ明確に示し、当該取引の客観的価値を示すものであり、顧客が当該取引を行うか否かを判断するための重要な要素の一つとなるとする。次に、②時価評価額が必要担保額や解約清算金の基準となる場合には、時価評価額は、当該取引によるキャッシュフローの期待値を表すという以上に当該取引における追加担保や解約清算金の支払等のリスクを大きく左右するから、顧客が、当該リスクを許容範囲とできるか否かを判断し、当該取引を行うか否かを判断するための重要な要素の一つとなるとする。そして、③一般に、証券会社が商品設計をして顧客に提案することから、専門的知識を有せず、自ら時価評価額を算出できない顧客としては、証券会社の設計する商品に合理性があること、提供される情報に相応の信頼性があり投資判断に十分な情報が提供されていることを前提にして投資判断を行わざるを得ないとする。

本判決はまず、一般論として、時価評価額を金商業者の説明義務の対象に含まれないとする。すなわち、「時価評価は、金融工学の手法を用いて、金融市場における一定の条件を仮定した上で、将来キャッシュフローの期待値を現在価値に割り引いた試算にすぎず、現実の損益を示すものではなく、実際の損益は将来の米ドル円相場の変動の予測が当たるか否かに尽き、契約時の時価評価額が本件各取引の客観的価値を示すものであるということはできないことも併せ考慮すると、時価評価が必ずしもXが自己責任のもとで本件各取引を行うか否かを判断するために必要な情報であるとは言い難い。」ことを挙げ、時価評価を金商業者の説

明義務の対象に含まれないとする。

他方で、一定の条件下で時価評価が金商業者の説明義務に含まれるとした。時価評価額が必要担保額や解約清算金の基準となっており必要担保額がXに対する信用極度額である20億円を超えた場合には、Xは担保を提供する義務を負うとした。Xがその義務を怠った場合には期限の利益を喪失し、Aの指定により、本件各取引が終了することも想定されるが、仮に、本件各取引の時価評価額が急激に悪化し、本件各相互解約条項に基づき本件各取引を終了しようとした場合においても時価評価額を基準とした解約清算金を支払うという条件があり、これに鑑みれば本件各取引を行うか否かの判断において、将来キャッシュフローの予測という観点に加えて、時価評価額の変動に伴うリスクについても重要な事項であったとした。時価評価額の具体的な変動幅がXにとって妥当な範囲にあるか否かについては、Aが説明をすべき義務はなく、Xが自己責任のもとで本件各取引を行うか否か自ら判断すべき対象であるとする。説明義務の程度についても、「Aとしては、Xが本件各取引に際して、時価評価額の変動に関してどの程度のリスクを負う可能性があるかについて、それを認識できる程度に説明をする義務があった」する。

しかし本判決は、事案に対する判断で、「将来キャッシュフローの予測」についてはAの説明義務は尽くされ、Xは時価評価額の変動に伴うリスクの具体的な数値、幅を理解していたとしてXの主張を退けた。

まず、「将来キャッシュフローの予測」については、A担当者はX担当者らに対し、各取引の約定時点前後における時価評価額の見込みを口頭で説明するとともに、米ドル円為替相場とX及びA間の正味キャッシュフローのグラフ等、約定直後に円金利、米ドル金利、米ドル円為替が変動した場合の各取引の時価の変動幅を示した表、将来の為替予測を示した表が記載された「御約定のご確認」と題する書面を交付してその内容を説明したとする。

次に本判決は、時価評価額変動リスクの程度を検討する前提として、Xは「オペレーションズ・リサーチ及び数理ファイナンスの専門家であるC理事を担当者とし、既に複数のデリバティブ取引を経験して、一定のデリバティブ取引についての取引実務上の知識・経験も有していた」とする。その上で、Xは時価評価額の変動に伴うリスクの具体的な数値、幅を理解していたと判示した。すなわち、

①本件各取引において、米ドル円為替相場がいかなる数値のときにどの程度の円が当事者間でやり取りされるのかという本件各取引の基本的な仕組みについて十分な説明を受けたこと、②契約時の時価評価額がどの程度の金額で、それが今後、いかなる指標の変化でどの程度変動し得るのかを具体的に認識することができたこと、③当該時価評価額の変動に伴って、どの程度の追加担保を要求される可能性があるか、本件各相互解約条項による解約やその他の早期解約時にどの程度の解約清算金を支払う可能性があるかのリスクを、具体的な数値、幅をもって理解できたとした。

この点Xは、将来キャッシュフローについてのみ注意がいき、時価評価額の抱えるリスクについては認識しなかったと主張する。これに対し本判決は、Xが、現実問題として為替の変動がそれほど大きくならず、為替の変動に伴うリスクも過大なものにならないとの認識を有していたと認定しつつ、Xが時価評価額の抱える理論的に生じ得るリスクについて認識がなかったとはいえないとして、Xの主張を退けた。

イ．時価評価の変動に関する説明

Xは、時価評価の変動に関してAに求められる説明義務の内容として次を挙げる。①時価評価額の変動要因としての為替レートの具体的内容、②時価評価額の変動要因としての金利の具体的内容、③時価評価額の変動要因としてのボラティリティの具体的内容、④時価評価額の為替レートの変動に対する感応度、⑤時価評価額の金利の変動に対する感応度、⑥時価評価額のボラティリティの変動に対する感応度を挙げる。②取引については更に、⑦コンベックス型取引の具体的内容、⑧コンベックス型取引であるために、為替レート、金利、ボラティリティが変動すれば、取引期間が15年と長期であること及び3倍のレバレッジ条件が付帯されていることと相まって、時価評価額が大きく変動する性質のものであること。

Xはその理由として次の点を挙げる。

まず、資産運用に際し、想定される損失額を基準にリスク管理を行っており、従って、「自らの損失として現実化し得る時価評価額とその変動に対する見通しは重要な考慮要素であった」とする。そして「変動要素に対する時価評価額の感

応度が大きい性質を有する通貨スワップ取引について、時価評価額が、担保差入額の基準となり、取引期間中の清算時の解約清算金の基準となるときは、証券会社は、時価評価額について、その変動要素の具体的内容も含めて、顧客に対してその変動によるリスクの有無及び程度を具体的に説明すべき義務を負い、特にコンベックス型の取引について、ボラティリティの上昇は、時価評価額を顕著に悪化させるものであるから、そのリスクについては具体的な説明が行われて然るべきであるとする[16)]。

次に、時価評価額は、担保と中途解約時の解約清算金算出の基準とされるという点を挙げる。これにより、本件各取引における正味キャッシュフローは、Xにとってプラスとなるかマイナスとなるかというリスクに加え、時価評価額の変動により追加担保を求められたり、解約清算金が増加するというリスクも存在し、時価評価額自体がリスクであったとする。本件各取引の時価評価額は、為替感応度が大きく、特に②取引は、コンベックス型取引で、米ドル円為替が69円／米ドルよりも円高になると3倍のレバレッジがかかるという条件が付帯していた15年の長期取引であった。そのため為替や金利などの変動要素に対する感応度も大きなものとなる取引で、これらの為替感応度やボラティリティ感応度自体が為替レートの変化によって大きく変動するものであった。そのため、時価評価額の変動要素は、本件各取引を行うか否かの判断に重要な要素であったとした。

また、Xはデリバティブ取引の知識も経験も十分ではなかったことを挙げる。これにより、複数のシナリオに基づく時価評価額の変動シミュレーションや現実的かつ具体的な為替水準において必要となる担保額が示されなければ、時価評価額やこれに基づく担保額について具体的に予測することができなかったとした。

しかし本判決は、次のとおり述べてXの主張を退けた。まず、「時価評価額の変動をもたらす要素の内容について説明を加えたとしても、それが実際にどのように変動するのかは結局の予測に基づかざるを得ない」とする。次に、「説明義務を認める根拠が顧客において自己責任原則のもとに投資判断ができるようにする点にあることに鑑みれば、時価評価額がどの程度の幅で変動し得るか、顧客が時価評価額の変動に起因してどの程度の規模のリスクを負うかを理解できる程度

16）Xの援用する裁判例に東京地判平24・9・11（判時2170号62頁）、東京高判平26・3・20（金商1448号24頁）。

の説明で足りるというべき」とし、時価評価額の変動要素に関する具体的な個々についての情報は、顧客が自己責任の下に当該取引を行うか否かを決定するために必要な情報とはいえないとし、具体的な説明をすることまで信義則上求められることはないとした。

ウ．想定最大損失の説明

Xは、Aによる本件各取引の勧誘に際し、想定最大損失額及び前提が異なれば損失が更に拡大する可能性があることについて、Xが理解できるように説明する義務があったと主張した。2010年の金融庁監督指針[17]は、金融商品取引業者に対して合理的な前提を踏まえた最悪のシナリオを想定した想定最大損失額及び前提が異なれば損失が更に拡大する可能性があること等を顧客が理解できるように説明することを求めていた。Xは、金融庁監督指針は、既存ルールを確認するものであるから、これが作成される以前より証券会社にはその内容の説明が求められていたとした。事案では「AがXに交付した「御約定の御確認」には、想定最大損失額に関する具体的な説明はなく、合理的な前提を踏まえた最悪のシナリオを想定した想定最大損失額及び前提が異なれば更に損失が拡大する可能性があることを理解できるような説明はなかったとし、Aには、本件各取引の勧誘に際し、想定最大損失額の説明を行わなかった点で説明義務違反があると主張した。

これに対し本判決は、次のとおり述べてXの主張を退けた。まず、金融庁監督

17）金融庁・前掲注6の「金融取引事業者向けの総合的な監督指針」は、「(5) 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係る留意事項」で、店頭デリバティブ取引業者が、例えば通貨オプション取引・金利スワップ取引等の店頭デリバティブ取引を行う際の留意事項として次を挙げる。「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。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。以下同じ。）を想定した想定大損失額について、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産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。」。

指針は本件各取引の開始後に策定されたもので、これを理由にAの説明義務を基礎付けるということはできないとし、そもそも金融庁監督指針が直ちに民事上の責任を基礎付けるものではないとした。また、「本件各取引では、その仕組みが比較的単純であることから、自らの為替相場の見通しに基づいて、将来キャッシュフローの計算は可能であるし、時価評価額に起因するリスクは前記説示のとおり想定される幅の説明があったのであるから、更に最大想定損失額を別途説明する義務があったとは認められないとした。

エ．担保に関する説明

Xは、通貨オプション取引を勧誘しようとする金商業者は、顧客に対して、抽象的に追加担保発生の可能性を説明するのみならず、為替相場の変動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る義務を負うとする[18)]。しかし事案でAは、いずれ担保が必要になるという程度の説明をしたに留まり、上記のような具体的な説明を一切しなかったとして、本件各取引の勧誘に際し、担保に関する説明義務違反があると主張した。通貨オプション取引の際に必要となる担保は、最終的に取引が終了して返還されるか担保返戻余力が生じるまで、顧客はこれを自由に使用できず、運転資金が減少することになるから、その不利益は重大であること、また、顧客の予測に反して多額の追加担保が発生し、一定期間内に担保を差し入れられなければ取引が強制決済になるというリスクもあり、そのため、追加担保がいかなる場合に、どの程度必要となるかは顧客が当該取引を行うか否かの重要な考慮要素となることを理由とする。

これに対し本判決は、「時価評価額から必要担保額を計算する方法は、本件信用保証契約上明らかであるところ、時価評価額については前記のとおりその現実的な変動幅が示されていたのであるから、それ以上にXが具体的な必要担保額の計算方法の仕組みやそのリスクを説明すべき義務があったとはいえない」としてX主張を退けた。

18）引用裁判例として大阪地判平23・10・12（判タ1373号189頁）。

オ．解約清算金に関する説明

Xはまず、金融庁監督指針は金商業者に対し、中途解約の場合に解約清算金が発生するときには解約清算金の内容、最悪のシナリオを想定した試算額等を顧客が理解できるように説明することを求めており、Aにも同説明義務があったと主張した。本件各取引では、解約清算金と解約時の時価評価額の間に大きな差異があるが、これは、Xが合意解約においてYに支払った手数料で、①取引では3億8488万7149円、②取引では9億7320万0802円であった。これらの手数料が上乗せされた解約清算金が生じることは、Xの投資判断に重要な要素となったはずであるところ、Aは、本件各取引の勧誘に際し、Xに対し、合意解約による解約清算金は、時価評価額を基準の一つとして算定されるという説明以上に、手数料が含まれることやその具体的な金額及び算出方法について説明しなかったと主張した。

これに対し本判決は、次のとおり述べて、Xの主張を退けた。まず、金融庁監督指針は本件各取引の開始後に策定されたもので、これを理由にAの説明義務を基礎付けるということはできず、金融庁監督指針が直ちに民事上の責任を基礎付けるものではないとした。次に、「解約清算金は時価評価額をもとに算出されるとされていたところ、時価評価額については前記のとおりその現実的な変動幅が示されていたのであるから、これ以上に解約清算金に手数料が含まれることやその算出方法までの説明義務があったということはできない。」とした。

4　金商取引とリスク管理

(1) リスク管理

顧客が取引するかどうかを判断するに際しては、まず取引の目的と財務（資産）状況から自己のリスク許容度（選好度、risk tolerance/appetite）を定め、これに基づきリスク管理方針を策定する必要がある。金利、為替、株価などのリスクファクターのリスク計測と評価を踏まえ、どの程度のリスクを引き受けるかの意向の判断が求められる。リスク管理[19]は、このような顧客のリスク許容意向

19）村本・前掲注12（pp. 88–92）；村本・前掲13（pp. 216–217）。

を受け、リスクの最小化を図るための手段である。投資の対象がリスクであるとすれば、顧客の意向は「リスク許容意向」を意味し、これは顧客の具体的な取引目的により定まる。

金商取引の対象は、対象商品の使用価値ではなく、それに係わらない期待損益の変動幅の標準偏差であるリスクである。オプションやスワップなどのデリバティブ、それを組み込んだ仕組債などの仕組商品の価値は、取引時点では確率計算により算定可能な変動幅の値を取るに過ぎない。投資における顧客の取引目的は、最大利益の追求であるが、これを達するためには、リスクが最終の値を取るまでの間、リスク頻度と強度の最小化が図られなければならない。そのためには、リスク回避、リスク制限（分散）などのリスクコントロール、リスク保有・移転などのリスクファイナンスが必要となる[20)]。

投資者は、リスクコントロールを行う先立ち、対象商品や取引に潜在するリスクを認識・特定し、測定・分析してリスク評価を行う必要がある。リスクの特定は、発見し、認知したリスクの中から重要なものを選択することである。リスク計測と分析は、特定したリスクの大きさを明らかにすることにある。

次に、取引対象のリスクの発見と認知、特定と選択、計測と評価を踏まえ、対象商品のリスクが自己の許容度の範囲内かどうかを判定しなければならない。自己の財産状況から引き受け可能なリスクの最大幅を計測し、それがリスクの回避・制限・移転のリスクコントロールによりどの程度軽減可能であるかを見極めなければならない。ストレステスト[21)]は、例外的であるとしても蓋然性のある金融市場の大きな変化が、自己の保有する資産資産・負債の損益に与える影響を事前に把握するものである。最終的に、自己の取引目的との兼ね合いでリスク許容意向を定め、取引開始後は、モニタリングを行うことで適時のリスクコントールが必要となる。

20）自動車の運転に例えれば、自動車の構造や交通法規の学習は、事故リスクの認識、特定に有用である。しかし、それで事故リスクを回避、制限できるわけではない。教習所での運転実習でのハンドルやブレーキ操作を習熟し、実地運転でのストレステストを行うことで具体的な事故リスクの回避を行うことが可能となる。

21）ストレステストの種類については、東京リスクマネージャー懇話会・前掲注『金融リスクマネジメントバイブル』p. 184。

(2) 金融庁

金融庁は、市場リスク[22]に対応して金融機関が検討すべき事項として、①市場リスクの所在、市場リスクの種類・特性及び市場リスク管理手法を十分に理解し、②市場リスク管理方針に沿って、市場リスクの特定、評価及びモニタリングの方法を決定し、③これに基づいた市場リスクのコントロール及び削減の取決めを明確に定めた市場リスク管理規程の策定を挙げる[23]。

ア．市場リスクの特定・評価

(ア) 市場リスクの特定

「当該金融機関の直面する市場リスクを洗い出し、洗い出した市場リスクの規模・特性を踏まえ、市場リスク管理の管理対象とすべきリスクを特定しているか」。対象とされるリスクとして、金利リスク、為替リスク、株式リスク、コモデディティリスクなどを挙げる。

(イ) 市場リスクの計測・分析

①リスクの計測・分析

「市場リスク管理の管理対象とする全てのリスクについて計測・分析を行っているか。また、金融機関の組織体系、委譲された役割・責任等と整合的な範囲毎に、市場リスクは計測・分析されているか。」

「業務の規模・特性及びリスク・プロファイルに見合った頻度で、ポジションの現在価値（時価）を計測しているか。」

「業務の規模・特性及びリスク・プロファイルに見合った適切な市場リスク計

22）金利、為替、株式等の様々な市場のリスク・ファクターの変動により、資産・負債（オフバランスを含む）の価値が変動し損失を被るリスク、資産・負債から生み出される収益が変動し損失を被るリスクをいう。これには、金利変動に伴い損失を被るリスクで、資産と負債の金利または期間のミスマッチが存在している中で金利が変動することにより利益が低下ないし損失を被るリスクである「金利リスク」、外貨建資産・負債について、ネットベースで資産超または負債超ポジションンが造成されていた場合に、為替の価格が当初予定されていた価格と相違することによって損失が発生するリスクである「為替リスク」、その他の価格変動リスク、例えば、株式、仕組商品などの価格の変動に伴って、資産価格が減少するリスクがある（金融庁（2015）「金融検査マニュアル」p. 259）。

23）金融庁・前掲注 22「金融検査マニュアル」p. 265。

測・分析方法（手法、前提条件等）[24]を用い、バンキング・トレーディング勘定の市場リスクを適切に計測・分析しているか。」

「プライシング・モデル、リスク計測・分析手法（又は計測モデル）、前提条件等について、妥当性を確保しているか。プライシング・モデルやリスク計測手法は、金融界で一般に受け入れられている概念やリスク計測技術を活用しているか。」

②統一的な尺度によるリスク量の計測

「市場リスク量を統一的な尺度で定量的に計測している場合、市場リスク管理部門は、市場リスク管理の管理対象として特定した全てのリスクについて、統一的な尺度で計測しているか。統一的な尺度で十分に把握できない又は計測を行っていないリスクが存在する場合には、補完的情報を用いることにより、市場リスク管理の管理対象として特定した全てのリスクを勘案しているか。」

③ストレステスト

「市場リスク管理部門は、定期的に又は必要に応じて随時、市場等のストレス時における資産・負債（オフ・バランスを含む。）の現在価値の変動額等について計測しているか。過去に発生した外部環境（経済、市場等）の大幅な変化並びに現在の外部環境、業務の規模・特性及びリスク・プロファイルの状況を踏まえた適切なストレス・シナリオを想定し、ストレス・テストを実施しているか。」

イ．モニタリング

「市場リスク管理方針及び市場リスク管理規程に基づき、当該金融機関の内部環境（リスク・プロファイル、限度枠の使用状況等）や外部環境（経済、市場等）の状況に照らし、当該金融機関の市場リスクの状況を適切な頻度でモニタリングしているか。例えば、トレーディング勘定については、市場リスク管理部門

24）金融庁・前掲注 22「金融検査マニュアル」は、市場リスクの計測・分析手法の例として、①ポジション残高、評価損益、実現損益、②金利更改ラダーや資金満期ラダー等に基づいた、ギャップ分析や静態的シミュレーション分析及び動態的シミュレーション分析、③感応度分析として、デュレーション、BPV（ベーシス・ポイント・バリュー）、GPS（グリッド・ポイント・センシティビティ）等、④静態的シミュレーション及び動態的シミュレーションを用いたシナリオ分析、⑤ VaR（バリュー・アット・リスク）、⑥ EaR（アーニング・アット・リスク）などを挙げる（p. 268）。

が日中において必要に応じ主要商品のポジション、損失額をモニターしているか。また、内部環境及び外部環境の状況並びに前提条件等の妥当性のモニタリングも行っているか。」

ウ．コントロールと削減

（ア）管理不可能な市場リスクが存在する場合の対応

「市場リスク管理部門は、市場リスク管理の管理対象外とするリスクの影響が軽微でない場合や適切な管理が行えない管理対象リスクがある場合、当該リスクに関連する業務等の撤退・縮小等の是非について意思決定できる情報を取締役会等に報告しているか。」

（イ）限度枠を超過した場合の対応

「限度枠を超過した場合、速やかに、ポジション、リスク等の削減等の是非について意思決定できる情報を取締役会等に報告しているか。」

エ．検証・見直し

（ア）「市場リスク計測・分析方法（手法、前提条件等）の限界

①市場リスク管理の高度化

「市場リスク計測・分析方法（手法、前提条件等）の限界及び弱点を把握するための検証を実施し、それを補うための方策を検討しているか。また、把握した限界及び弱点を踏まえ、リスク・プロファイルに見合った市場リスク管理の高度化に向けた、調査・分析及び検討を実施しているか及び弱点を把握するための検証を実施し、それを補うための方策を検討しているか。」

②市場リスクの特定に関する見直し

「業務の規模・特性及びリスク・プロファイルの変化や外部環境（経済、市場等）の変化等によって、市場リスク管理の管理対象外とするリスクの影響度が大きなものになっていないか、定期的に又は必要に応じて随時、確認しているか。また、その影響度が大きいと判断された場合、適切に対応しているか。」

③市場リスクの評価方法の見直し

「市場リスクの計測・分析の範囲、頻度、手法等が、戦略目標、業務の規模・特性及びリスク・プロファイルに見合ったものかを、定期的に又は必要に応じて

随時、検証しているか。見直しの必要がある場合には、内部規程等に基づき、適切な手続を経た上で修正を行っているか。」

「プライシング・モデル、市場リスク計測・分析手法、前提条件等の妥当性について、定期的に又は必要に応じて随時、理論的及び実証的に検証し、見直しているか。また、市場リスク管理部門は、市場リスク計測結果と実際の損益動向とを比較することによって、市場リスク計測方法の有効性を検証し、見直しているか。」

「リスク・プロファイルに見合ったものかどうかを、定期的に又は必要に応じて随時、検証しているか。見直しの必要性が認められる場合には、速やかに、取締役会等が適切に評価及び判断できる情報を報告しているか。」

「市場リスク計測結果と実際の損益動向とを比較することによって、リスク・リターン戦略等の妥当性について検証しているか。市場リスク管理部門は取締役会等が戦略目標等を見直すに当たり必要となる情報を報告しているか。」

(3) 日銀

ア．統合的なリスク把握

日銀は、市場リスクに関し、リスク・プロファイルが多様化・複雑化していることから、複数の定量的なリスク指標と定性的な情報を組み合わせ、複眼的にリスクを把握する重要性が増していると指摘する。VaR を過信せず、BPV など他のリスク指標やストレステスト、シナリオ分析の結果等を使い、リスクの状況を複眼的に把握すること、予兆管理等の観点から、市場参加者の動向など定性的な情報を収集することの重要性を指摘する[25)]。

「統合的」なリスクの把握・管理とは、VaR 等の統一的な尺度で各種リスクを計測統合（合算）し、VaR 等の統的な尺度で各種リスクを計測、統合（合算）して金融機関全体のリスクの状況を把握・管理を行うものである。これに対し、「包括的（comprehensive)」なリスクの把握・管理とは、単一のリスク指標に過度に依存しない手法である。これは、複数のリスク指標、幅広いシナリオ分析、定性的な情報を活用して、金融機関全体のリスクの状況を把握・管理するもので

25）日銀・前掲注 7 中の「市場リスク管理体制の整備」(2012)

ある。

日銀は、包括的なリスク把握・管理方法として次の点を挙げる。① VaR により捕捉可能なリスクについては、VaR 計測の前提手法を見直して VR をベンチマークとして活用すること、②計量可能なリスクについては、他のリスク指標、ストレステストや幅広いシナリオ分析で把握する手法を取ること、そして③計量困難なリスクについては、定性的な情報により計量化できないリスクの予兆などを把握すること。

イ．リスクの計測と評価

対象商品のリスク計測・分析と、これを踏まえたリスク評価の結果は、顧客にとって取引を行うかどうか、どのような取引を行うかの重要な判断指標となる。リスク計測と評価は、その後のリスク回避・制限・移転というリスクコントロールを行うに際しての重要な情報であり、リスクコントロールの知的組成部分となる。

金融商品のリスク計測は、収益のボラティリティ[26]を基礎に行われる[27]。ボラティリティは資産価格の変動の激しさをいう。その高さは、実際の結果が期待損益率から大きく外れる可能性の高さを意味する。多くの金融機関は、標準偏差を使った VaR をリスク・リターンの計測方法として採用する[28]。リスク計測は、VaR、ポートフォリオのリターンの平均に対し、それぞれリターンがどの程度乖離しているかを算出することで行われる[29]。

リスク管理には、過去の金融危機を教訓として、VaR 等の統一的な尺度への

26）ボラティリティは証券などの価格の変動性で、期待損益率が期待通りとなる度合いを示す。将来の期待損益はリターンであるが、リスクは将来の期待損益に対する不確実性であり、ボラティリティは、「将来の期待損益に対する実際のリターンのばらつきの度合い」をいう。従って、ボラティリティが高ければ期待損益率から大きく外れる可能性が高いことになる。

27）ローレンス・E・リフトン、リチャード・A・ガイスト（2001）『投資の心理学』（東洋経済出版社、p. 20）。

28）西村・前掲注 5（p. 110）。

29）これに対し、ベータ値と決定係数は、ボラティリティを相対的に測定するもので、株式であれば個別株の値動きが主要な株価指数の変化に対してどの程度反応するかで計測する方法である。

過度な依存から脱却し、統合的な手法から、包括的手法への変化が必要であることが指摘される[30]。バーゼル銀行監督委員会（Basel Committee on Banking Supervision; BCBS）[31]では、2008 年のリーマンショック以降の金融危機を受け、世界的な銀行の破綻による金融危機を避けるため、リスク資産の算定方法を厳格化し財務の健全さを高める議論を開始し、2010 年 10 月に「コーポレート・ガバナンスを強化するための諸原則」[32]を取りまとめた。そこでは、リスク分析は、定量的要素と定性的要素の双方を含むべきことを指摘する。ここでは、銀行は、定量的分析や定性的分析の一部として、フォワードルッキングなストレステストとシナリオ分析[33]を行い、様々な悪環境下においてどのようなリスク・エクスポージャーが発生し得るかをより明確に把握すべきとされる。また、ストレステストとシナリオ分析は、銀行のリスク管理プロセスの主要な要素として位置付けられるべきで、その結果は銀行内部の関連する業務ラインや個人に伝達されて十分な考慮の対象とされるべきことを指摘する[34]。

ウ．ストレステスト

日銀[35]は、金融機関が行うストレステストについて、次のような問題を指摘する。第一に「多くの金融機関で、実際に行われていたストレステストをみると信頼水準の引き上げ相関の非勘案など VaR 計測の前提を厳しく置き直したり、過去の幾つかのショック時の変動を形式的に想定するだけのものであった点である。第二に、金融危機の結果から、VaR の限界に対する経営陣の理解は不十分であり、ストレステストの結果も、経営に活用されることはなくやはり不十分であったとする。

30）日銀・前掲注 7 中の「Ⅰ　金融危機後のリスクマネジメント」（2013）
31）金融機関を対象とした国際的なルールを協議・決定し、継続的な協力を行うために G10（主要 10 カ国）諸国の中央銀行総裁会議での合意によって創設された機関。
32）和訳に https://www.fsa.go.jp/inter/bis/20101005/02．pdf。最近の金融機関の監督に関するガイドラインに、Basel Committee on Banking Supervision Guidelines, Corporate governance principles for banks（2015），https://www.bis.org/bcbs/publ/d328.pdf。
33）村本・前掲注 12（pp. 90–92）。
34）「リスク手法とリスク活動」パラグラフ 80、82 参照。
35）日銀・前掲注 7 中の「リスクと管理」（2017）。

また、過去の金融危機の教訓として次を指摘する。教訓①として、まず、VaRの限界を正しく理解し、ストレステスト、多様なシナリオ分析を行い、経営に活用することを求める。次に、より具体的には、過去イベントをみるだけでなく、「フォワード・ルッキングな視点」を持って、将来のリスクに備えるべきとする。また、組織全体のリスク・プロファイルを分析・勘案し、重要なリスク事象を洗い出すことである。これは、リスク・プロファイルは「この組織はどのようなことが起きたら困るか」、環境変化の予想は、「その可能性は高まっているか」を検討すべきとする。教訓②として、まず、目的に応じた「複数のシナリオ」の作成の必要性をいう。視点として、短期の視点と中長期の視点、蓋然性の高いシナリオと蓋然性の低いシナリオ、軽度のストレスと重度のストレスを挙げる。次に、シナリオの策定に際して、リスク管理部門が経営陣の懸念事項を聴取したり、フロントと連携して定量・定性情報を勘案することの重要性をいう。

以上から、ストレステスト、シナリオ分析をリスク管理に活用するためには、さまざまな視点から多様なシナリオを想定する必要性と、いざというときに備え、予め対応策の検討が必要となる。削減可能なリスクについては、アラームポイントの設定・見直し、リスク削減の優先順位、実行手順の検討がなされなければならない。また、削減困難なリスクについては、資金流動性の確保の方法、実行手順の検討資金流動性の確保方法、実行手順の検討、・資本増強の必要性、実行のタイミングの検討が求められる。

(4) 小括

リスクを対象としない商品の価値は、品質や性能などの使用価値に依存する。顧客が取引の判断に必要な情報は、既に値として確定している。しかし、リスクを対象とする投資においては事情は異なる。取引の対象は期待損益の変動幅であり、取引時点で確定しているわけではない。最終的にどの値をとるかは不確実性を有する。これにより、最終損益がどの値を取るかは、リスクコントロールの可否、適否に大きく依存する。それが適切に行えなければ、想定最大値を下回ることは望めず、これを上回る可能性すらある。

リスクを対象とする取引では、顧客の自己決定を可能とし、必要とされる知識、情報は、商品の基本的仕組みやリスクに止まらない。その他のリスク計測、分析、

リスク評価などの情報に加え、リスク回避・制限に必要なリスクコントロールに関する情報が必要である。リスク移転などのリスク保存に必要な情報も、リスクコントロールの一環として求められる。この点についての顧客と金商業者の情報格差からすれば、金商業者の説明義務の対象とされるべきことになるが、これを顧客が把握し、理解しているかは、知識や経験といった知的適合性の存否判断に関わる。

顧客の知的適合性判断、金商業者の説明義務の内容は、対象商品の基本的仕組みやリスクに関するものに限らない。顧客の知的適合性に関しては、その余のリスクアセスメントに必要なリスク計測・分析とリスク評価、リスクコントロールに必要な知識、経験の具備が検討されなければならない。意向適合性は、投資においては顧客のリスク許容意向を意味し、これは知的適合性と資産適合性が具備されることを前提とする。

5　リスク管理と知的適合性、説明義務

(1) 知的適合性

投資取引に関するこれまでの裁判例で、商品の基本的仕組みやリスクの認識・特定以外のリスク管理に関わる事柄は、顧客の知識・経験をいう知的適合性の考慮事情とされてこなかったように思われる。しかし、上述のとおり、リスクを測定・評価するその余のリスクアセスメント情報、それを前提としたリスクの発生頻度と強度の積を基準として特定されたリスクの種類に応じた対策であるリスクコントロール情報、コントロールを可能化する取引参入後のモニタリング情報、モニタリング結果を処理しリスクコントロールに活かす能力は、いずれも顧客の知的適合性の存否判断に際しての考慮事情となるというべきである。

オプション取引に関する最一小平 17・7・14（民集 59 巻 6 号 1323 頁）は、適合性原則違反の勧誘の違法性判断に際し、取引参入後のリスク管理に触れる。同判決で顧客側は、「オプションの売り取引に関しては、それがコール・オプションであれ、プット・オプションであれ、利益がオプション価格の範囲に限定されているにもかかわらず、無限大又はそれに近い大きな損失を被るリスクを負担するものであるから、そのようなリスクを限定し、又は回避するための知識、経

験、能力を有しない顧客にこれを勧めて行わせることは、特段の事情のない限り、適合性の原則に違反する違法な行為となる」とし、事案では「常の証券取引を行うことに関しては十分な知識と能力を有していたと認められるものの、オプションの売り取引のリスクを限定し、又は回避するための知識、経験、能力を有していたとは到底認めることができない」とする事情を、適合性原則違反の要素の一つに挙げる。

ここで「取引のリスクを限定し、又は回避するための知識、経験、能力」を顧客が備えているかどうかの判定は、すぐれて顧客のリスク管理に関わる。顧客が「取引のリスクを限定し、又は回避するための知識、経験、能力」がを備えていることは、顧客に取引適合性が存することの条件となる。また、「取引のリスクを限定し、又は回避するための知識」は、顧客の取引判断に必要な事柄であり、これに関する情報についての顧客と金商業者と非対称性に鑑みれば、事業者の説明義務に含まれるというべきである。

以下、リスク管理の観点から求められる知的適合性、説明義務の範囲、顧客に求められる能力について検討する。

(2) リスク管理と知的適合性、説明義務

ア．時価評価額

本判決は、説明義務の存否判断の項で、時価評価額をＹの説明義務に含めることには消極である。すなわち、「金融工学の手法を用いて、金融市場における一定の条件を仮定した上で、将来キャッシュフローの期待値を現在価値に割り引いた試算にすぎず、現実の損益を示すものではない」とし、「実際の損益は将来の米ドル円相場の変動の予測が当たるか否かに尽き、契約時の時価評価額が本件各取引の客観的価値を示すものであるとはいうことはできないことも併せ考慮すると、時価評価が必ずしもＸが自己責任のもとで本件各取引を行うか否かを判断するために必要な情報であるとは言い難い。」とする[36)]。

下級審裁判例では、株価オプションを組み込んだ仕組債（EKO 債）に関する東京高判平 26・4・17（金法 1999 号 166 頁、金判 1468 号 2 頁）など、契約時時価評価額が最も優先度の高い説明義務の対象とするものがある。

司研報告書は、「デリバティブ取引においては対等な価格競争メカニズムが働

きにくいのではないかという冒頭に記載した問題意識についてであるが［…］複数業者に相見積もりを出してもらうなどの方法で価格の相当性を比較検討すること」が可能であることを指摘する[37]。これは、取引時点の時価評価額把握の必要性を述べるもののように思われる。

学説上も、黒沼悦郎は、上場証券であれば価格情報があるところ、それを欠くデリバティブ取引において、取引の対象物の対価が対象物の内容と釣り合っているかを判断するために理論価格の提供が不可欠であること、店頭デリバティブ取引が相対のオーダーメイドであることを踏まえて、デリバティブ取引が投資家の利便性の向上に資するかどうかを判断する際の費用便益分析のために、デリバティブの時価評価が不可欠であるとする[38]。

時価評価額は確定した損益ではない。本判決が「将来キャッシュフローの期待値を現在価値に割り引いた試算にすぎず、現実の損益を示すものではない」と指摘する点は、そのとおりである。投資が取引の対象をリスク＝期待損益の標準偏差とする以上、取引の対象を取引時点で値が確定しない「変動幅」とすることはやむを得ない。時価とは公正な評価額をいい、市場において形成されている取引価格、気配または指標その他相場（市場価格）に基づく価額と定義される（金融商品に関する会計基準 6 項）。これは、合理的に算定された価額により正当化される。価格算定の合理性は、一般に、①取引所等から公表されている類似の金融資産の市場価格に、利子率、満期日、信用リスクおよびその他の変動要因を調整する方法、②金融資産から発生する将来キャッシュフローを割り引いて現在価値

36）ただし本判決は、前掲のとおり「金商業者は、一定の条件下で時価評価の説明義務があることを認める。本件事案では、「時価評価額が必要担保額や解約清算金の基準となっており、必要担保額が X に対する信用極度額である 20 億円を超えた場合には、X は担保を提供する義務を負い、同義務を怠った場合には期限の利益を喪失して、A の指定により、本件各取引が終了することも想定され、また、仮に、本件各取引の時価評価額が急激に悪化した場合に、本件各相互解約条項に基づき本件各取引を終了しようとした場合においても時価評価額を基準とした解約清算金を支払うという条件があった。」場合には限定的に時価情報の説明義務が認められるとしている。同旨を言うものに司法研修所編　司法研究報告書（2017）『デリバティブ（金融派生商品）の仕組み及び関係訴訟の諸問題』法曹会（「司研報告書」）がある。

37）司研・前掲注 37 参照。

38）第 57 回全国証券問題研究会（2018 年 3 月）での発言。

を算定する方法、③一般に広く普及している理論値モデルまたはプライシング・モデル（例えば、ブラック・ショールズ・モデル、二項モデル等のオプション価格モデル）を使用する方法により担保される（金融商品会計に関する実務指針54項）。その限りにおいて「取引の対象物の対価が対象物の内容と釣り合っている」と判断される。

一般投資顧客が、価格の合理性を確認するためのテクニカルな手法や算定の基礎情報を入手し、それを理解することが困難である実情に鑑みれば、価格が正当であることの指標は、時価評価額に求めるしかない。

金商業者には、リスクの計測・分析が求められる。「業務の規模・特性及びリスク・プロファイルに見合った頻度で、ポジションの現在価値（時価）を計測」することはその一つである[39]。リスクは「数字として把握」されなければならず、そのためには、その基礎となる現在価値を理解する必要がある」ことは、金商実務でもつとに指摘されるところである[40]。金商業者は、リスク対策のために日々取引対象商品のリスク計測を行い、制限、回避、移転の対策を講じている。取引を行うかどうか、どのような取引を行うかの判断に際し、リスクの計測・分析に基づくリスク評価の把握と理解が求められることは、一般投資顧客においても異ならない。また、時価評価額は、取引後の変動情報を含め、顧客のリスクコントロールを行うための基礎となる情報として重要である。これら情報について、金商事業者と取引する一般顧客に必要がないとする理由は見当たらない。一般顧客のリスク管理の必要性という観点からは、時価評価額が必要担保額や解約清算金の基準となるか否かに拘わらず、金商業者の説明義務の内容となると解される[41][42]。

イ．時価評価額の変動

投資取引におけるリスクコントロールの必要性という観点からは、一般顧客が

39）金融庁・前掲注22。
40）西村・前掲注5（p. 100）。
41）村本・前掲注13（p. 224）。
42）時価情報の開示を金商業者に認める行政ガイドライン、裁判例については、村本・前掲注12（pp. 101-106）。

取引継続中の時価情報の変動を常時モニタリングしすることは極めて重要となる。モニタリングにより随時、時価評価額の変動を把握することは、取引損失が自己のリスク許容度を超えて発生するおそれがある場合に、顧客による適時のリスク回避・制限手段の実施を可能にする。金商業者による定期的な情報提供で足りるわけではない。金融庁は、モニタリングの項で「市場リスクの状況を適切な頻度でモニタリングしているか。必要に応じ主要商品のポジション、損失額をモニターしているか」を挙げるのは、その重要性を言うものである。また、モニタリングに先立ち、リスク制限・回避のスキルを身に着けておくことが必要となる。そのためには、顧客の取引目的に応じた「複数のシナリオ」を想定し、予め対応策を検討しておくことが求められる。

渡辺宏之は、説明義務の対象を、「時価評価額の主要な変動要因」に関するものと契約時時価評価に関するものに区分けする必要があるとする。前者は金融商品の販売・勧誘時の基本的な義務、後者は原則的として説明義務違反等の認定に際しての根拠事実であるとする[43)]。しかし、時価評価額の変動要因は、金商業者の説明義務の対象に止まらず、顧客がそれを把握し、理解することは、顧客のリスクコントロールを可能とするに必要な知見である。その具備は、リスク管理部面での知的適合性を組成する重要な要素というべきである。

本件で顧客側は、時価評価額の変動要因等の知見を顧客適合性ではなく金商業者の説明義務の問題として主張し、判決もその限りで判断してXの主張を退ける。判決はその理由として、①仮にそれを説明したところで、それが実際にどのように変動するのかは結局の予測に基づかざるを得ないこと、②自己責任原則からすれば、金商業者は、時価評価額がどの程度の幅で変動し得るか、顧客が時価評価額の変動に起因してどの程度の規模のリスクを負うかを理解できる程度の説明を行えば足りることを挙げる。そして、時価評価額の変動の要素の具体的な個々についての情報は、顧客が自己責任の下に当該取引を行うか否かを決定するために必要な情報とまではいえないとする。

本判決が、AがXに対し「仮にそれを説明したところで、それが実際にどのように変動するのかは結局の予測に基づかざるを得ない」とする点は、顧客の取引

43）第 57 回全国証券問題研究会での発言。

判断に必要な情報をリスクアセスメント中のリスク認識と特定に止めるものと考えられる。しかし、リスク計測・分析やリスク評価、さらにはリスクコントロールを射程に入れれば、顧客の取引判断に必要な情報は、リスク評価、リスクコントロールに必要な情報も含まれる。時価評価額の変動に関する情報は、取引のモニタリングを踏まえたリスク対策を適切に行なうために必要となる。これら情報が欠ければ顧客はリスク管理を適切に行うことは期待しえない。顧客がリスクコントロールを行わず取引をすれば、それがギャンブルを行うに等しいことは既に述べたとおりである。このようなリスク管理に関する知的適合性をも構成する。また、これらは顧客の自己決定に必要な情報であり、金商業者と顧客間の情報の非対称性からすれば、これが金商業者の説明義務に含まれるというべきである。

ウ．将来キャッシュフローと時価評価変動リスク

本判決は、Xによる「将来キャッシュフローの予測」の認識につき、本件各取引の差金決済がXにとってプラスとなるかマイナスとなるかそれとも差し引きゼロとなるかは一定のFX（外国為替レート）を分岐点とすることが、その約定から明らかであるとする。そして、その額の計算も四則計算で容易に可能で、Aが交付したグラフ等でも明らかにされていたことから、専門的知識がなければ本件各取引のもたらすキャッシュフローを理解することが困難とはいえないとしてXの知識・経験適合性を認める。

しかし、顧客の知的適合性が、リスク管理に関するものも含めて検討されなければならない。リスク認識と特定、リスク評価は、リスクコントロールが可能な程度に具体的な認識が求められる。すなわち、抽象的な「理論的に生じ得るリスクの認識」では足りず、具体的あ「現実に想定されるリスクの程度に関する予測・認識」が求められる。本判決は、Xのリスク認識につき、説明義務違反の有無を検討する項で、「現実問題として為替の変動がそれほど大きくならずに、為替の変動に伴うリスクも過大なものにならない」というものであったことを認定する。このようなXのリスク評価に関する認識は、Xのリスクコントロールを可能とするものではなく、Xの知的適合性が充足されているとはいえない。

エ．想定最大損失（VaR）

VaR は、上述のとおり、リスクに晒されている価値＝現在保有している資産がどれくらいのリスクに晒されているかを計測するもので、これにより顧客が保有する商品のリスクを全体として捉えることが可能となる。顧客は、この値を把握することで、取引リスクが顧客のリスク許容意向、資産状況の範囲内にあるかの判断が可能となる[44)]。

VaR は、過去のデータをもとにした計測であり、それが将来にも適用できること、その変化が正規分布の形になることの二つの仮説に基づく。顧客としては、VaR に基づく統一的なリスク把握ではなく、それを含め、考えられる最悪の条件のシナリオを複数設定し、その下で生じ得る最大損失を検討する必要がある。顧客がリスク管理を行うについては、日銀・前掲「リスクと管理」（2017）が指摘するとおり、まずは VaR によりリスクを捕捉し、計量可能なリスクについては他のリスク指標、ストレステストや幅広いシナリオ分析で把握し、計量困難なリスクについては定性的な情報でリスクの予兆などを把握することが求められる。いずれにしても VaR の把握は、顧客がリスク管理を行う上での前提となることは疑いない。顧客がこれを認識することは、リスク管理に関する知見を含む知的適合性の充足に必要である。

本判決は VaR に関し、「X がその根拠とする金融庁監督指針は、本件各取引の開始後に策定されたものであり、これを理由に A の説明義務を基礎付けるということはできないし、金融庁監督指針が直ちに民事上の責任を基礎付けるものであるということもできない。」とする。また、「本件各取引では、その仕組みが比較的単純であることから、自らの為替相場の見通しに基づいて、将来キャッシュフローの計算は可能であるし、時価評価額に起因するリスクは前記説示のとおり想定される幅の説明があったのであるから、更に最大想定損失額を別途説明する義務があったとは認められない。」として金商業者の説明義務の範囲に含まれないとする。

しかし、上述のとおり、顧客による VaR の把握と理解は、顧客がリスクコントロールを行うために必須であり、その可否の判断は取引を行うかどうかの判断に必要である。その意味で、金融監督庁指針は創設的なものではなく確認的なも

44）VaR. のメリットと問題点については、西村・前掲注 5（p. 117–122）、土形薫『リスクをヘッジできない本当の理由』（日経プレミアシリーズ、2009）pp. 124–137 参照。

のというべきである。従って、同指針が本件取引後に策定されたことをもって、Aの説明義務の根拠とならないとする理由はない。金商取引を行う者が、取引に際してVaRのみに依存すべきでないことは、前掲の金商実務、金融庁、日銀などが指摘するところである。しかし、VaRがリスク管理の基礎となることを否定するものではない。また、これが一般顧客について必要がないとする理由は見当たらない。顧客と金商業者間に情報の非対称性からすれば、VaRや他のリスク指標について金商業者は顧客に対し説明義務を負うと解すべきことになる。

また、時価評価額の変動、想定最大損失額に関する顧客の知見は、顧客の知的適合性、とりわけリスク管理適合性判断の考慮要素となる。本判決はŶが、「各取引の約定時点前後における時価評価額の見込みを口頭で説明するとともに、米ドル円為替相場とX及びA間の正味キャッシュフローのグラフ等、約定直後に円金利、米ドル金利、米ドル円為替が変動した場合の各取引の時価の変動幅を示した表、将来の為替予測を示した表の記載のある「御約定のご確認」と題する書面を交付し、その内容を説明したと認定する。Xがこの内容を適切に認識し、理解しておくことはXによるリスクコントロールの前提となる。適合性原則からすれば、YがこれについてXに確認することは、Xに取引勧誘を行うに際に求められる事柄である。

更に、これに関する知見が顧客に存することは、顧客が契約目的に沿う合理的なリスク許容意向形成を行ったことの根拠となり、金商業者は、この点の確認が求められる。これは、リスク認識、リスク管理適合性が認められる前提となる。しかし本件では、X側からその主張がなされず、判決もこれについて判断していない。なお本判決は、「時価評価額の説明」に関する説明義務違反の存否を検討する項で、時価評価額や解約清算金についての「具体的な変動幅がXにとって妥当な範囲にあるか否かについてまでAが説明をすべき義務があったとはいえず、かかる事柄はXが自己責任のもとで本件各取引を行うか否か自ら判断すべき対象である」とする。しかし、対象商品のリスクが顧客のリスク許容意向に適するかどうかは、優れて顧客の意向適合性の存否に関わる。その判断は、顧客に対する勧誘が適法となる前提として事業者の負担に属する事柄である。Xの投資目的とそこから導かれるリスク許容意向に照らし、「具体的な変動幅がXにとって妥当な範囲にあるかどうか」が確認されないままAによる取引勧誘がなされ

たとすれば、説明義務違反かどうは別として、適合性原則違反を構成するといっていい。

オ．担保、解約清算金

本判決は、担保については「時価評価額から必要担保額を計算する方法は、本件信用保証契約上明らかであるところ、時価評価額については前記のとおりその現実的な変動幅が示されていたのであるから、それ以上にＸが具体的な必要担保額の計算方法の仕組みやそのリスクを説明すべき義務があったとはいえない」とし、解約清算金については「解約清算金は時価評価額をもとに算出されるとされていたところ、時価評価額については前記のとおりその現実的な変動幅が示されていたのであるから、これ以上に解約清算金に手数料が含まれることやその算出方法までの説明義務があったということはできない。」として、いずれもＡの説明義務の対象に含まれないとする。

本判決の立場は、金商業者の説明義務の対象を、商品の基本的仕組み、リスクといったリスクアセスメント中のリスク認識、特定に関する情報に止めるものである。しかし、金商業者の説明義務の範囲に、リスク計測・分析とリスク評価などのリスクアセスメント情報が含まれ、加えてリスク回避・制限などリスクコントロール情報も含まれると解する場合には、事情は異なる。担保、解約清算金が、時価評価額の変動により、どのような額となるかは、リスク評価、リスクコントロールのために必須の情報となる。担保、解約清算金がどのように変動するかは、損失の最小化を図る顧客の目的に従い、取引の終了を含めたリスク回避の手段を講じるに際して重要な指標となるからである。本判決は、この点を看過する点で批判を免れない。

(3) リスク管理能力と知的適合性

ア．モニタリングとリスクコントロール

前掲・最判一小平 17・10・15 は、事案の顧客が証券取引に関する経験と知識を蓄積していたこと、オプション取引の開始後、専らコール・オプションの買い取引のみを、数量的にも限定的に行った結果、利益の計上と損失の負担を実際に経験していること、事案の取引開始後も、「オプション取引の損失が 1000 万

円を超えたらこれをやめるという方針を自ら立て、実際、損失が1000万円を超えた平成4年4月には、自らの判断によりこれを終了させるなどして、自律的なリスク管理を行って」おり、「大きな損失の原因となった期末にオプションを大量に売り建てるという手法は、決算対策を意図する被上告人の側の事情により行われたものである」として、顧客に取引適合性ありと判断する。同判決は、このように事案の顧客が自律的な投資判断を行っていると認定するが、事案で顧客側は、顧客の判断にこの判断に基づき取引のモニタリング、これに基づくリスクコントロールの可否には触れておらず、従って判決も、リスクコントロールと適合性原則の関わるかについて判示していない。

本判決は、「現実的に想定され得る最大の損失について把握することができれば、必ずしも取引期間中のリスクの増減について刻々と管理する必要はなく、取引期間中のリスク要因を管理し続けられないことをもって、適合性原則違反を基礎付けるものであるということはできない。」と述べる。これは、リスク管理の可否が、顧客の取引適合性判断に影響することはないとの考え方に基づくように思われる。

金商取引において、損益が確定するまでのリスクコントロール情報が顧客に開示され、モニタリングが可能であるとして、顧客がこれら情報をリスクコントロールに活かすことができなければ意味をなさない。すなわち、顧客の取引適合性の存否判断に際しては、顧客のリスク管理適合性、リスク管理能力の存否、程度が検討されなければならない。対象となるのは、リスクアセスメント情報を踏まえたリスクコントロールに関する知識や経験の存否、程度が情報の理解を適切に活用してリスク管理ができる能力の存否である。これは、取引の習熟性、経験の蓄積であり、これはリスク行為能力と言い換えることができる。

従来、知的適合性中の「経験」は、リスク評価に際しての知識適合性を補完するものとして理解されてきたように思われる。金商取引における顧客適合性判断において、「経験適合性」の存否判断は、顧客の過去の投資取引の経験の存否以上の意味を持たせられてこなかった。本件において、判決がXの知識・経験適合性と一括して検討していること、そのうち「経験」に関する適合性について「Xは本件各取引以前に複数のデリバティブ取引の経験がある」という以上の評価を加えていないことからも看て取れる。

しかし、上述のとおり、顧客の取引目的の達成のためにはリスクファイナンスの知見に基づくリスクコントロールに関する知識、それをリスクコントロールに用いることができる能力が求められる。ここでの「経験適合性」は、リスク評価に止まらず、リスクコントロールの知識、経験を含めて理解されなければならない。そして、リスクコントロールにおける「経験適合性」は、リスク評価におけるような知識適合性を補完するに止まらず、リスク回避、制限というリスクコントロール「能力」という側面で知的適合性評価における独自の役割を担う。

イ．リスクコントロール能力

金商業者の顧客への情報の提供、説明義務の根拠については、事業者と顧客間の情報の非対称性に求めるものが多い。これに加え、金商業者の情報収集能力、分析能力等に格段の差を指摘するものも見受けられる（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」）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）。このような情報収集能力、分析能力等は、リスクの分析・測定、リスク評価というリスクアセスメントに止まらず、リスクコントロールに必要な情報と、それを実際のリスクコントロールに活かす能力を含む。

これは、知的適合性中の「経験」適合性に関わると考えられ、その内容については商品先物取引における「新規委託者保護義務」が参考となる。

新規委託者保護義務は、商品取引員の自主規制規則である受託業務管理規則、日本商品先物取引協会の受託契約に関する規則、商品先物取引の委託者の保護に関するガイドラインで受託者における新規委託者の保護に関する規則の作成を義務付ける。その趣旨は、「商品先物取引が極めて高い投機性を有する一方で、その仕組の理解や相場判断は一般人にとって必ずしも容易なものではなく、特に知識及び経験に乏しく資金的にもそれほど余裕がない新規委託者は多額の損失を被る可能性があること、個々の取引においては、受託者の助言や判断によらざるを得ない側面があること等に照らし、新規委託者が取引経験を積むまでの数か月を習熟期間とすることで、受託者において、当該新規委託者の資質、能力、知識及び経験に応じた適切な情報等を提供した上、その余裕資金の範囲内で不測の損害を被ることのないよう保護しつつ、取引の危険性等を経験的に認識する機会を与

えて、取引に習熟させることを目的としたもの」とされる。これにより、受託者は、「習熟期間中、新規委託者に対し、無理のない金額の範囲内での取引を勧め、限度を超えた取引をすることのないよう助言すべきであり、短期間に相応の建玉枚数の範囲を超えた頻繁な取引を勧誘したり、また、損失を回復すべく、さらに過大な取引を継続して損失を重ね、次第に深みにはまっていくような事態が生じるような取引を勧誘してはならない」とされる（さいたま地熊谷支判平27・2・252015WLJPCA02168005[45]。同判決の控訴審である東京高判平27・8・26[46]2015WLJPCA08266002は原審維持）。

商品先物取引に関する規制は、不招請勧誘禁止の例外類型とされる場合につき、「熟慮期間」（契約から14日間は取引できない）を設けること、投資できる上限額を設定（年収及び金融資産の合計額の3分の1とすること、上限額に達する証拠金の預託が必要となった場合には、取引を強制的に終了）こと、習熟期間の設定（経験不足の顧客については、90日間、投資できる上限額の3分の1までしか取引できない）、顧客に追加損失発生の可能性を、事前に注意喚起を行うことを求める。日本商品先物取引協会のガイドラインは、商品先物取引の経験のない者が最初の取引を行う日から最低3か月間は、投資額を投資可能金額の3分の1とするよう定めている。これは取引経験のない顧客が不測の損害を被ることを回避させることにある。

商品先物取引における新規委託者保護義務が取引に習熟していない顧客について一定期間、取引高を抑制する趣旨は、損害回避に関する知識・情報や経験を十分持たない顧客に不測の損失を回避させるところにある。これは、一方で取引経験を積ませることで、取引の中でストレステストを経験させて顧客のリスクコン

45）同判決は東京高裁平14・12・19判時1808号69頁を引用する。

46）同判決は、事案に対する判断で、商品取引員の審査部職員が顧客に電話し、習熟調査票の回答につき確認した際、「仕組み等十分ご理解できましたかね」との質問に対し顧客が「えーなんとか」と答え、十分に理解したとは受け取れない回答をしているにもかかわらず、それ以上の習熟のための措置を執ることなく習熟認定を行って保護措置を解除し、その直後に両建を希望する旨の申出書を提出した顧客の求めに応じ、金20枚の売建から両建を受託したことに対し、顧客がその時点で、商品先物取引に習熟していたと認めるに足る事情はなく、商品取引員の取引受託は新規委託者保護義務違反に当たるとした。

トロールに関する知識と技能の習熟を図り、他方で取引数量を制限することで顧客の不測の損害の拡大を回避しようとするものである。リスク管理適合性が具備していない状況下で、期間・数量の制限はあるものの、取引の開始を認めることの当否は問題とされよう。しかし、リスク回避・制限などのコントロール能力が、実際の取引経験、あるいはシミュレーションにより涵養される側面を持つことは否めない。

商品先物取引の裁判例で、顧客は取引によるリスクの発生のメカニズムや手数料の額や証拠金等の金銭の流れ等に十分習熟するまでの間は、できるだけ不測の大きな損害が発生することのないように、初心者にふさわしい一定の取引量を超える取引の勧誘をしたり、受注したりしないように注意すべきことと述べるものがある。しかし、リスク管理の観点からは、取引に先立ち、これが求められるというべきである。また、商品先物取引の裁判例では、新規委託者保護義務に違反するかどうかは、実質的に判断されるべきことが指摘される。すなわち、これは「必ずしも本件管理規則その他ガイドライン等が定める取引の一定量を超えているどうかを形式的に見れば足りるというものではなく、そのような制限を設けた趣旨を踏まえて、委託者の能力、適性や、これに対する勧誘の状況、取引の経過等を総合的に検討して判断すべき」とされる（[東京高判平26・7・17 2014WLJPCA07176004。ほかに東京高判平27・8・26 2015WLJPCA08266002[47]、[仙台高秋田支判平27・1・30 2015WLJPCA01306007ほか)。

商品先物業者は、このような新規委託者保護義務に基づき．顧客がリスクコントロールを行う上での助言義務を認め、コントロールが困難な取引の勧誘は禁止される。これを述べるものに東京地判平27・2・16がある（2015WLJPCA02168005)。これは、顧客側から新規委託者保護義務違反が主張され、裁判はこれを認めて次の通り判示した。「商品先物取引が極めて高い投機性を有する一方で、その仕組の理解や相場判断は一般人にとって必ずしも容易なものではなく、特に知識及び経験に乏しく資金的にもそれほど余裕がない新規委託者は多額の損失を被る可能性があること、個々の取引においては、受託者の助言や判断によらざるを得ない側面があること等に照らし、新規委託者が取引経験を積むまでの数

47）同判決は、原告が先物取引に習熟していることを確認したとはいえないとして、新規委託者保護義務違反の民事違法を認める。

か月を習熟期間とすることで、受託者において、当該新規委託者の資質、能力、知識及び経験に応じた適切な情報等を提供した上、その余裕資金の範囲内で不測の損害を被ることのないよう保護しつつ、取引の危険性等を経験的に認識する機会を与えて、取引に習熟させることを目的としたものと解されるとし、「受託者は、習熟期間中、新規委託者に対し、無理のない金額の範囲内での取引を勧め、限度を超えた取引をすることのないよう助言すべきであり、短期間に相応の建玉枚数の範囲を超えた頻繁な取引を勧誘したり、また、損失を回復すべく、さらに過大な取引を継続して損失を重ね、次第に深みにはまっていくような事態が生じるような取引を勧誘してはならないと解すべきである。」とした。

ウ．検討

顧客が取引に際して自律的に見える判断を行っているように見えても、それが真に「自律的」といえるかは、次の点について更に検討が必要となる。顧客がリスク管理に関する知識・情報を備えているか、それを用いる能力があるか、シミュレーションによるストレステストによるリスク管理の知識を備えているか、これを実効的に用いることができる経験を蓄積しているか、などの検討である。先物取引において新規委託者保護が求められる理由として、投機性の高さ、仕組の理解や相場判断は一般人にとって容易でないことが挙げられる。これは、商品先物取引の仕組の理解困難性のみを挙げるわけではない。また顧客が商品や取引の仕組を理解できれば足りるとするわけではない。一定期間は、取引数量の限度を定めるのは、相場判断やリスクコントロールの習熟に着目するものであろう。このような相場判断やリスクコントロールの難度は投資の種類に関わらない。新規委託者保護の内実は、リスク評価を踏まえたリスクコントロールの必要に着目するものである。顧客がその点について習熟する必要性は、商品先物取引であるとそれ以外の投資であると異ならない。

また、顧客の自律的判断は、時として、損失回避、参照点依存、可能同低減性などの影響によるバイアスにより歪められることも少なくない。金商業者によるバイアスの是正助言、取引の終了等のリスク回避の助言が求められる所以であるが、これはリスク管理適合性の要請に根拠づけられる。

顧客がリスク管理に関する知的適合性を備えていないか、それが疑わしいと判

断されれば、そのような顧客に対する勧誘は禁止される。また、取引過程の中で、リスク管理に関する知見の不足、リスク管理能力の不足、バイアス等による認知の歪みなどで、顧客の自律的判断が充分確保されていないと判断されれば、顧客の知的適合性が疑われてよい。これが金商業者により放置されたまま取引を継続させることは、金商業者による不作為の「勧誘」により適合性原則違反が認められる余地がある。

現に取引を行っている顧客のリスク管理能力の具備が疑われる場合、金商業者がその状態を放置することは、不作為による投資勧誘と評価される余地がある。金商業者としては、リスク回避の観点からの取引の終了、リスク制限という観点から適切なポートフォリオ構成の助言が求められる。この点は、たとえ顧客が積極的な取引意向を示し、取引損失を賄える資産状況にあったとしても事情は異ならない。顧客の取引意向が正当として是認されるためには、リスク管理を行い得る知識、経験を備えていることが前提とるからであり、顧客の取引意向の合理性は、リスク管理適合性が存在することを前提としたものでなければならない。

(4) 小括

対象取引におけるリスクの認識・特定、計測と分析、リスク評価に関する情報の取得は、取引の開始から終了に至る一連のリスク管理に際し、リスク回避や制限などのリスクコントロールを行うための前提となる。リスク取引での顧客の契約目的は期待利益の最大化であり、これは他方で期待損失の最小化を必要とする。これら情報は、それが顧客のリスク管理に必要であるかという観点から検討されるべきである。

商品の時価評価＝現在価値はリスク把握と認識に必要な情報となる。また、その変動の仕組みがどうであるか、どのようなリスクファクターが時価評価とその変動にかかわるかは、リスクコントロールのために重要である。その開示は金商業者の開示義務の範囲に含まれる。

前掲・司研報告書[48]は、「リスクを生じさせる指標が予想に反する方向に動いた場合の損失の谷の深さについて、具体的な数値によるシミュレーションが示さ

48）司研・前掲注 37（p. 124）。

れていることが望ましく、そのような形で、リスクの質と量を具体的にイメージできる説明になっている必要がある。」とする。他方で、「取引の基本的な仕組み」と「リスク」の説明をもって説明義務は基本的に尽くされたことになるという判断構造に照らせば、リスク管理手法や時価評価手法を金商業者の説明義務の対象とするのは、過剰な要求であるとする[49]。同報告書はその理由として、リスク管理手法や時価評価手法の内容が一義的に決まっていないことを挙げる。しかし、上述のとおり、取引の基本的な仕組みとリスクに関する情報は、リスク管理の一部を構成するに過ぎない。

同報告書は、これら事項を金商業者の説明義務に含まれるとすれば、金融工学的な知見の説明が必須になり、このような高度な金融工学的知見が必要な事項についてまで一般的に説明義務が及ぶとなると、デリバティブ商品は事実上プロ相手にしか販売できないことになってしまいかねないと指摘する。確かに、リスクコントロールとその前提としての商品の仕組み、リスクの理解として、顧客に金融工学上の知見まで求められるかは、検討の余地がある。

しかし、「リスクを生じさせる指標が予想に反する方向に動いた場合の損失の谷の深さについて、具体的な数値によるシミュレーションが示され」ることで、顧客がリスクの質と量を具体的にイメージできることがリスク回避・制限といったリスクコントロールに必要である。金融機関が金商取引を行うに際して求められる知的適合性の具備が、一般顧客において不要とされるいわれはない。一般顧客がこれら知見を備えていないとすれば知的適合性に欠けると判断して差し支えない。他方で、これが金商業者の説明義務として求められ、それが懈怠されれば違法評価を受けることになる。

6　リスク管理と意向・資産適合性

(1) リスク管理と意向・資産適合性

ア．リスク取引と意向適合性

まず、リスクを対象とする投資取引で、「デリバティブ取引を積極的に行い、

49) 司研・前掲注 37（p. 129）。

ある程度のリスクを取っても資産運用収入を増加させる」という契約目的を、それ単体で適合性判断の対象とすることができるのか。いわば顧客の「裸の意向」を適合性判断することは可能であるか、どのような顧客意向が適合性判断の対象となるのか。

ここで検討されるべきは、第一に、取引の対象がリスクであるという取引の特性である。リスクを対象とする金商取引でも、契約の対象が契約内容に適合しない場合には、民法上の契約不適合責任が問題となり得る（現民法 570、566；改正民法 564）。契約適合性の判断に際して問題となる当事者の契約「目的」は、当事者が明示するか黙示に前提とするもので、その存否は、合理的に解釈され、一般論的にその合理性まで求められることはない。しかし、このようは判定手法が正当とされるのは、契約締結時点で期待される品質・性能、目的物の瑕疵・欠点がいずれも確定している場合である。顧客が明示または黙示に表示した取引目的が契約に適合するかどうかは、既に確定した瑕疵・欠点が顧客の目的の範囲内であるかどうかを判定することで足りる。しかし、不確実なリスクを対象とする取引は、リスクを対象としない取引におけるような製品の欠点・瑕疵が確定していない。従って、それと契約目的と比較で契約適合性が判断できるわけではない。リスク＝変動幅が、顧客の取引目的に適合しているといえるためには、その変動幅が顧客の引き受けるリスク幅の範囲内に収まるかどうかの判定がなされなければならない。そのためには、リスク評価、すなわちリスクの認識、特定、測定が適切になされていること、すなわちリスク評価に関する知的適合性が備わる必要がある。それと切り離し、単純なリスクの引き受け意向が示されれば、それで意向適合性があるとするのは、余りに乱暴な判断であり、リスクと取引の対象とした特質に沿わない。

第二に、意向適合性の判定に、リスクコントロールに関する知的適合性、リスクコントロール能力が考慮されるべきかが問題となる。リスク許容意向の適否判断が、リスク評価に関する知的適合性が認められた上でなされれば足りるというわけではない。顧客がリスクコントロールを行うための知識や経験、能力を備えていると判断されれば、それを踏まえた取引終了のようなリスク回避、適切なポートフォリオ構成を取るなどのリスク制限などのリスクコントロールを期待できる。これは、顧客の示すリスク許容意向が高めに設定されることを是認する方向

で働く。しかし、そうでない場合にはリスク許容意向は、リスクコントロールの可否・程度に照らし、低めに設定する方向で判定されなければならず、期待損益の低い低リスク取引が選択されるべきことになる。その意味で、顧客のリスク許容度の合理性、適合性は、優れて顧客によるリスクコントロールの可否・程度に依存する。

投資取引での顧客の取引の対象はリスクであり、その目的は変動幅中で想定される期待利益の最大化にある。これは、同時に、想定される最大損失の低減を目的とすることが含意され、そこで顧客が「甘受可能な最大損失」＝リスク許容限度を観念できる。上述のとおり、これは、取引目的に照らしどの程度のリスクを許容するかというリスク許容意向である。その適否は、リスク評価に関する知的適合性が充足され、リスクコントロールの可否、程度に関する適合性の度合いとの見合いで判定される。リスク評価、リスクコントロールに関する知的適合性、すなわちリスク管理適合性の充足が確認されないまま、いわば「裸の意向」の適合性を判定することは適切性を欠くと言わざるを得ない。

イ．リスク管理と資産適合性

本判決は、顧客の財産（財務）状況適合性について、Xが本件各取引で60億円から77億円の損失を被ったとしても直ちにその財産的基礎が失われる状態にはなかったとし、そのような損失が生じたとしても、直ちに本件各取引がXの財産状況に照らして過大な取引であったとはいえないとする。

しかし、上述のとおり、投資取引での顧客の取引の対象はリスクであり、その目的は変動幅中で想定される期待利益の最大化にあり、想定される最大損失の低減である。顧客が、自身の取引目的に照らしどの程度のリスクを許容するかは、顧客の知的適合性、リスク管理適合性を踏まえた合理的な投資目的に照らして、慎重に判定されなければならない。リスク許容意向に関わりのない生存権、財産権的資産適合性から即断されるべきではない。換言すれば、顧客が取引により生じ得べき損失の引き受け限度である資産適合性は、顧客の取引目的に照らして判定されるリスク許容意向の限度に羈束されるというべきである。

(2) 本判決の問題性

本判決は、意向適合性については、「デリバティブ取引を積極的に行い、ある程度のリスクを取っても資産運用収入を増加させるという意向」の存在を認定する。次に資産状況適合性について、「本件各取引によって 60 億円から 77 億円の損失を被ったとしても直ちに X の財産的基礎が失われる状態にあったとはいえず、上記のような損失が想定され得るからといって、直ちに本件各取引が X の財産状況に照らして過大な取引であったということはできない。」として事案の顧客の適合性を認める。

本判決の意向適合性・資産適合性の存否判断は、顧客の知識・経験といった知的適合性の具備に関する判断を前提とせず、それに先立ち検討されている。しかし、上述のとおり、顧客の意向適合性は、リスクコントロール、リスクファイナンスに関する知見の具備を踏まえたリスク許容意向の適合性判断に他ならない。本判決は、意向適合性判断に先立ちリスク管理適合性の具備の検討を看過する点で適切ではない。

7　おわりに

本稿は、投資取引に関する顧客適合性を、リスク管理の必要性という観点から検討を加えたものである。そして、金商取引を行う顧客において、取引適合性があるといえるためには、対象取引の基本的な仕組み、リスクなど、リスクの認識、特定に関する知見に限らず、それ以外のリスク測定・分析と評価、リスクコントロールに関する知見の具備が求められること、加えてこれら知見をシナリオ分析、ストレステストにより取引のリスクコントロールに活かすことができる能力を備えることが必要であることを明らかにした。知的適合性中の「経験」適合性の主たる守備領域は、リスクコントロールに関する知識、経験の具備、適否判断にある。リスクコントロールにおける経験適合性は、リスク回避、制限というリスクコントロール「能力」を射程に入れて検討されなければならない。時価評価額の変動を含む取引のモニタリング、リスク回避に時価評価額の変動情報を備えることでリスクコントロールを適時に行い得る機会と能力は、投資取引の主要な目的である損失の最小化を図るためのリスクコントロールを実効的に行うために必要となる。リスク管理に関する情報を得ることは、顧客の自己決定に必要であり、

これについての顧客と金商業者の非対称性からすれば。説明義務の内容とされるべきこととなる。そして、本判決を含む従来の知識・経験などの知的適合性に関する裁判例が、リスクアセスメント中のリスク認識、特定のレベルに止まることと、その問題性について検討した。

しかし、リスク管理適合性は、一般顧客を基準とする合理的根拠適合性、商品適合性の判断に際しても問題となる。リスクコントロールがそもそも困難な商品や取引は、そもそも推奨が相当とされる合理的根拠に欠けると考えられよう。また、民法上、商品のリスクが一般顧客のリスク管理、リスク管理能力の限度を超えると判断されれば、一般顧客を基準とした契約適合性が問われる余地がある。金商業者がこのような商品の販売勧誘を行う場合、適合性原則違反が問われるほかに、勧誘を要件としない民法上の契約不適合の成否が問題となるように思われる。

以上