

投資取引におけるリスク管理と適合性試論

村 本 武 志

目 次

I. はじめに	75
II. 仕組商品の一般的リスク	76
III. リスク管理の方法	88
IV. リスク管理情報の不開示リスク	95
V. リスク管理不備者への勧誘リスク	108
VI. 商品リスクと経験適合性	114
VII. 仕組商品リスク理解とバイアス	120
VIII. おわりに	126
[参照文献]	132

I. はじめに

投資は、リスク・リターンへのトレードオフであり、「リスクに見合った利益」取得を目的とする。リスクとは不確実性をいうが、投資者は負担した不確実性に見合うリターンを得ることになる。

金融商品のリスク（「商品リスク」）には、商品特性から生ずるもの、発行体に関わるもの、景気変動に関わるものがある。商品特性に関しては、価格変動（元本欠損）リスク、流動性リスクがある。景気変動に関しては、国内的要因につきインフレリスクが、国際的要因について為替リスクがそれぞれ生じる。

しかし、仕組商品など、デリバティブを組み込んだ金融商品については、

対象商品特有のリスク要因（リスクファクター）の解析、及びそれが商品価格にどのように影響するかなどの検討が必要となる。

金融商品の価格を確実に予測することは不可能である。しかし、投資顧客（以下「顧客」）が金融商品のリスク管理に関する知識や情報を備えていなければ損失は避けられない¹⁾。顧客は、リスク管理を行うためにどのような知識や情報を、どの程度備えればいいのか、それはどのような方法で得られるのか、投資事業者（以下「事業者」）は、顧客のリスク管理のためにどのような関与が求められるのか。

金融商品に関する裁判例や関連法令は、事業者において説明を求められる商品リスクに関する知識や情報の範囲、説明の程度を広げることで、説明義務違反が認定される範囲を広げてきた。顧客の取引適合性については、相変わらず顧客の一般的属性から認定する裁判例が少なくない。しかし、説明義務については、その対象を商品の一般的リスクから、商品特性を踏まえた個別のリスク要因の商品価値への影響へとシフトしつつある。また、その検討も実質的になされる傾向にある。

本稿では、仕組債を中心とした仕組商品のリスク内容、管理の方法について、法令や裁判例を参照しつつ、これらについて事業者が顧客に、どの範囲で、どの程度開示義務を負うのか、顧客が知識・経験適合性が認められるためにこれら知識・情報を、どの範囲で、どの程度理解しなければならないのか、これを認識し、理解するプロセスで生じるバイアスは顧客の適合性にどのように影響し、事業者はその排除や是正義務があるのか、などについて検討する。

II. 仕組商品のリスク

1 仕組商品

仕組商品は、債券、預金や投資信託（「投信」）などの金融商品にデリバ

ティブ (Financial derivative product、金融派生商品) を組み合わせたものである。

デリバティブは、スワップ取引、オプション取引、フォワード取引 (フューチャー取引)²⁾ の総称で、予約の一種である。予約とは、将来の時点で商品を売買する約定であり、将来に損益 (差金) 部分のみをやりとりする点に特徴がある。仕組債は社債に、仕組預金は預金に、ロックイン型投資信託は投資に、それぞれデリバティブを組み込む商品であるが³⁾⁴⁾、組み合わせるデリバティブの種類やポジションにより、さまざまな商品構成が可能となる。

2 仕組債

仕組債には、クーポン部分のキャッシュフローに変化を持たせるものと、償還される元本部分に変化を持たせるものがある。その何れかで、リスクの大きさも異なる⁵⁾。

クーポンにデリバティブが仕組まれた商品として一般に、リバースフローター債⁶⁾、リバース・デュアルカレンシー債⁷⁾、キャップ付きフローター債⁸⁾などがある。償還元本にデリバティブが仕組まれたものに、デュアルカレンシー債⁹⁾、他社株転換可能債 (EB)¹⁰⁾、日経平均リンク債¹¹⁾などがあると説明されることが多い。しかし、商品名によってその仕組みや特性が定まるわけではない。また、組み込まれるデリバティブもさまざまである。

仕組債を、組み合わせたデリバティブの側から捉えると、オプションの売りを組み入れたものは、債券を担保とした「担保デリバティブ」にほかならない。ここでは債券元本がデリバティブの証拠金的な役割を果たす (杉本=石川、1996)。

日経平均リンク債に関する東京地判平25・7・19 (2013WLJP-CA07198001) はこの理を端的に認め、「一定の日経平均株価指数の下落の

条件の場合に、債券購入者に対し、仮定の想定の上で、債券発行時の高い日経平均株価指数を債券元本の2倍も買わせた上で、償還時の下落した指数で全部売却させることを義務付け、その売買損失を債券元本の限度で顧客に負担させるものである」とし、商品の仕組みがオプション取引であると指摘した上で、さらに、顧客が受ける利金（クーポン）や早期償還時の利益は、オプション取引によって損失を負担するリスクを負うことによる対価（オプション料）の一部（そのようなオプション取引を実質的に仲介する被告ないし発行体の手数料収入相当額を差し引いたもの）に相当し、預託する債券元本は、経済的実質において、オプション取引による損失を負担する顧客の資力をあらかじめ担保することに主たる意義を見出すことができるにすぎない」と判示する。

仕組商品のリスク性を、実質的にそのデリバティブ性にあると判断する裁判例は少なくない。端的に、仕組債をプットオプションの売りとして判示するものに、「経済的に見れば、一定の条件の下で満期償還日において参照対象銘柄の各株式1億円分の株式をあらかじめ定められた基礎価格で強制的に売りつけられ、その差金決済を償還金からの減額によって行うものであって、プットオプションの売り取引と同様の効果を有するもの」（仕組債〔株価リンク債〕に関する静岡地判平25・5・10〔全国証券問題研究会編証券取引被害判例セレクト（以下「セレクト」）45〕）がある。

組み入れたオプションが買いポジションの場合は、上記と異なり、債券担保のオプションの実質は持たない。しかし、販売価格自体に多額の手数料が上乘せされている実情に照らせば、顧客はその購入時点で当該商品のリスク量に見合わない高額のオプション料の負担を余儀無くされることになる。

売り・買い両方のオプションが組み込まれた仕組債¹²⁾では、顧客は、いずれについても事業者側とは非対称の上記の売りポジションでのリスク、買いポジションでの負担を負う。

3 仕組商品をめぐる紛争と商品

3.1 紛争の実情

桜井健夫は、仕組商品をめぐる紛争を、1999年から2000年までを第一期、2004年から2008年を第二期として区分し、販売された商品の複雑さ・リスク性の高さを比較する（全国証券研究会第48回大会資料、2013）。

第一期で販売されたのは、比較的仕組の単純なEB、株価指数リンク債などの普通型仕組債である。第二期では、より複雑化した普通型仕組債が販売されたほか、倍率型仕組債、長期型仕組債、仕組投資信託など、複雑性・リスク性を増した多様な商品が販売されるようになった。

EB、株価指数リンク債などの普通型仕組債は、償還元本のほか、利金、償還時期にもオプションが組み込まれる。取引期間も3年や5年と長期化し、その複雑性、リスク性を増す。倍率型仕組債では、株価指数2倍連動債¹³⁾、複数銘柄株価リンク債10倍型、複数銘柄ワーストEB、複数指標リンク債が、長期型仕組債は、期間30年などの長期満期の為替デリバティブ債（PRDC債、FXターン債など）や為替デリバティブ預金が、仕組投資信託では、株価指数リンク債に投資するノックイン投信が、それぞれ販売されている。

3.2 仕組商品の特性

オプションの売りを組み入れた仕組債の実質は、債券を担保としたデリバティブと捉えられる。この場合、顧客が商品のリスク管理を行うためには、原資産のみならずデリバティブに関する理解が必要となる。デリバティブとは、証券、通貨、商品などの原資産価格に連動して価格が動く金融商品であり、先物、オプション、先渡し、スワップ等を総称したものである。

3.3 オプション

「オプション」とは将来、原資産を決まった値段で買うか、売ることができる「権利」を取引の対象とする金融商品である。買う権利を「コール」、売る権利を「プット」と呼ぶ。

当事者のポジションには、①コールオプションの買い、②コールオプションの売り、③プットオプションの買い、④プットオプションの売りの4種がある。原資産を買う権利＝コールオプションは、原資産の相場価格がどれだけ不利に動いても、損失を手数料であるプレミアム（オプション料）に限定できる。プレミアムの水準は、現在の市場価格、行使価格、期日までの期間、金利、ボラティリティ（予測変動率）などのリスク要因で決まる。

上記①③のオプションの買い手は、権利を行使するか放棄するかは自由であり、損失はオプション料に止まる。しかし②④のオプションの売り手は、利益はオプション料のみに限定される一方で、損失は理論上無限大となる「リスクテイク」のポジションに立つ¹⁴⁾。

同じデリバティブの為替予約や先物取引¹⁵⁾と比較すれば、取引当事者間の表面的なリスクの非対称性は明らかである。

3.4. スワップ

「スワップ」とは交換を意味し、交換の対象は金利や為替などである。金利でいえば、長期金融市場の固定金利と短期金融市場の変動金利など、定まった元本にかかる金利が交換される¹⁶⁾。例えば金利スワップは、実際の元本の交換を必要とせず、金利の利率、為替レートのみが取引される。

3.5. 仕組債のリスク特性

仕組商品は、前掲のとおり、債券、貸出、預金などの金融商品にスワップ、オプションなどのデリバティブ組み込んだ複合商品であることから、

その商品中にさまざまなリスク要因を含む。

仕組債には、マルチコーラブル債券、リバース・フローター債券、パワー・リバース・デュアル・カレンシー債券、株価リンク債券、クレジットリンク債券など多様な商品がある。たとえばマルチコーラブル債券は金利オプションを含むが、金利水準によって満期より以前に期限前償還がなされる可能性を帯びるもの、パワー・リバース・デュアル・カレンシー債券は、円を元本とし、クーポンを外貨金利としてレバレッジを掛けたもので、円金利のほか外貨金利や為替レートの変動リスクを含むものと説明されることがある。しかし前掲のとおり、その名称によって、含まれるデリバティブが固定されるわけではないことに注意すべきである。

以下では、仕組債を例に、原資産の一般的なりリスク特性、仕組債に特有のリスク要因、これに関連するデリバティブリスクを概観する。

4 一般の債券リスク

債券の一般的リスクには、信用リスク、価格変動リスク、為替変動リスク、流動性リスクがある。

信用リスクは、発行者の倒産などにより債券の利払いや元本の償還が履行されなくなるリスクである。

価格変動リスクは、満期償還まで保有せずに債券を途中売却する場合に市場価格（時価）での売却となることから、市況によっては、売却価格が購入価格を下回り損失が発生するリスクである。

為替変動リスクは、外貨建ての債券の場合に、当該外貨の為替レートの変動によって為替差損が発生するリスクをいう。債券を途中で売却する場合には、売却するときの為替レートの差額、満期償還の場合には、償還日の為替レートと購入時の為替レートとの差額がマイナスのとき、それが為替差損となる。

流動性リスクは、債券の流通市場がない場合や、市場環境の変化により

流動性（換金性）が著しく低くなった場合など、債券を売却することができない可能性をいう。

5 仕組債に特有のリスク

仕組債に特有のリスクには、次のようなものがある。

- ・あらかじめ定められた参照指標に基づきクーポン（利子）が決定される仕組債では、当該参照指標の変動により投資家が受け取るクーポン（利子）が減少するおそれ。
- ・あらかじめ定められた参照指標に基づき償還金額が決定される仕組債については、当該参照指標の変動により償還金額が変動することで、投資家が受け取る償還金に差損が生じるおそれ。
- ・スワップハウスなどにデフォルト（債務不履行）事由が発生した場合にも、損失が生じるおそれ。
- ・上記以外に、仕組債の商品性によっては、参照指標（株価、株価指数、金利、為替、商品（コモディティ）価格等）等の変動により、投資家が受け取る償還金に差損が発生したり、償還金の支払に代えて株式などの有価証券の受け渡しにより償還されたりするおそれ（日本証券業協会ウェブサイト）

ほかに取引は市場外の店頭で行われることから、販売価格に、コスト以上の利益が上乗せされるなど不透明となるリスクも指摘される（福島、2013）。

6 デリバティブリスク

仕組債を、「担保付デリバティブ」と捉える場合、仕組債のリスク要因は、デリバティブリスクに関係する。デリバティブは、原資産価格を指標にして、将来の損益を交換する取引である。デリバティブのうち先物やスワップなどは、その価格の変化は、概ね、原資産の価格の変化にほぼ比例

する¹⁷⁾。オプションは、これらと異なり、非線形に変化する。いずれにしても原資産の価格変動リスクは市場リスクであるから、デリバティブは市場リスクを売買する取引といえる。

以下では、オプションを素材として、そのリスク特性を概観する。

6.1 オプションのリスク

オプションのハイリスク性に言及する裁判例は少なくない。初期の段階では、必ずしも商品の仕組上の特性との関係でそのハイリスク性が説明されたわけではない。日経平均株価指数に関する東京地判平6・6・30（判時1532・79、セレクト4・358）は、顧客に株価市場全体の動向についての正確・迅速な判断が必要であり、損失を拡大する危険性も高いと指摘するに止まる。日経225株価指数オプションに関する京都地判平11・9・13（セレクト14・379）も、オプション取引の特性を、投資判断の困難性、満期日の存在、ハイリスク性にあるとするが、その内容を具体的に判示するわけではない。

その後、次第に商品のリスク要因、すなわちレバレッジ性の高さや、甚だしい損益の非対称性にリスク判断がフォーカスされるようになる。そこでは、リスク管理に関わるリスク要因についての顧客の理解や、個別のリスク要因についての事業者の説明義務が問題とされる。

6.2 レバレッジ特性

オプションの最大のハイリスク性がそのレバレッジ効果にあることは、多数裁判例の指摘するところである。オプションが価値を持ったときに払い込まれる権利行使価格が「てこ」の支点の役割を果たす¹⁸⁾。

日経平均株価オプションに関する大阪地判平25・4・22（セレクト45・99）は、オプションの売りポジション取引で、利益がプレミアムの範囲に限定される一方で、損失は無限度又は相当に大きなものとなる可能性

があるとし、当事者の損益の非対称性を指摘しつつ商品のリスクとして、レバレッジの存在を挙げ、「取引単位につき 1000 倍のレバレッジが掛けられていること、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」としている。

6.3 オプションの「売り」ポジションリスク

株価指数オプション等に関する東京高判平 15・4・22（判時 1828・19）は、オプションの売りポジションのハイリスク性を、「コールオプションであれプットオプションであれ、それらのオプションを売る取引は、利益がオプション価格の範囲内に限定されているにもかかわらず、原資産価格の変動の方向によっては、無限大あるいはそれに近い大きな損失を被るリスクを負担するというものである」とし、「そのようなリスクを限定し、あるいは回避するための知識、経験、能力を有しない者がこれを行うことは、極めて危険かつ不合理な取引であるというべき」と指摘する。そして、そのような者にオプションの売り取引を勧めてこれを行わせることは、特段の事情のない限り、適合性原則に違反すると判示した。

上告審の最判平 17・7・14 は、「オプション取引は抽象的な権利の売買であって、現物取引の経験がある者であっても、その仕組みを理解することは必ずしも容易とはいえない上、とりわけオプションの売り取引は、利益がオプション価格の範囲に限定される一方、損失が無限大又はそれに近いものとなる可能性があるものであって、各種の証券取引の中でも極めてリスクの高い取引類型であることは否定できず、その取引適合性の程度も相当に高度なものが要求されると解される。」として、オプション売りのリスク性の高さについては、原審判断を是認する。なお、同判決は、結論として顧客を取引不適合とする原審判断を覆したものの、顧客の適合性判

断が、対象商品の特性を踏まえる必要性を指摘する。すなわち「顧客の適合性を判断するに当たっては、単にオプションの売り取引という取引類型における一般的抽象的なリスクのみを考慮するのではなく、当該オプションの基礎商品が何か、当該オプションは上場商品とされているかどうかなどの具体的な商品特性を踏まえて、これとの相関関係において、顧客の投資経験、証券取引の知識、投資意向、財産状態等の諸要素を総合的に考慮する必要があるというべきである」とし、顧客の適合性判断は、具体的な商品特性の把握との相関で行われるべきとする。

商品の仕組は、商品リスクの特性、リスク管理に影響する。そうであるとするれば、顧客の取引適合性は、まさに商品リスク、リスク管理に関する知識や情報、経験や資産状況で判定されなければならない。上記最判は、対象商品の一般的・抽象的な取引特性から安易に顧客の取引適合性を導出することを戒めるが、これは、商品リスク、リスク管理に関する知識、情報に関する適合性についても具体的に示されるべきことを判示するものと評価できる。

6.4 流動性リスク

仕組商品は、個別顧客の需要に応じてカスタマイズされた相対取引商品であり流通市場は確立されていない。従って、顧客の投下資本の回収は、事業者を含めた相対での売買によるほかない。仕組商品の販売価格には、高利率の事業者手数料が加算される¹⁹⁾。しかし、売買価格は、その時点での時価による以外に、市場での競争売買ではないことから、その価格は低廉なものとならざるを得ない。

為替リンク債及び他社株転換特約債に関する大阪地判平25・2・15（セレクト44・244）は、各種証券の中でも極めてリスクの高い取引類型に属し、仕組みも複雑であって、取引適合性の程度も相当に高度なものが要求されると指摘する。そして、それぞれの商品特性を仔細に認定し、当該取

引に適合する顧客の想定作業を行う。

判決はまず、為替リンク債について、商品リスク特性である流動性リスクについて、詳細に検討する。すなわち、当該商品は、市場取引が想定されていないため、途中売却する場合には期待収益によって算出される理論値より更に売却価格が下回るリスクがあること、そのため顧客は、償還期限までの為替相場の変動状況や発行体の存続可能性を見越して、償還条件や利子条件が有利であるか否かを判断しなければならないが、対象商品は、償還期限が30年後と極めて長く、購入代金が1億円と高額なため、一般投資家が相応の取引判断を行うことは著しく困難であるとする。

判決は、他社株転換特約債についても、為替リンク債と同様に、商品リスク特性中の流動性リスクを検討する。すなわち、株価が下落して転換対象株式で償還された場合、下落部分の評価損を負担することになるが、途中売却が困難なためにその評価損を軽減または回避できないなどのリスクがあると認定する。

判決は、このような商品リスクから、適合性を備える顧客とは、経済状況、株式市況の動向に関心を払い、3年後の株式市況の動向を予測した上で、途中売却が困難であるというリスクを取りつつ、なお購入すべきか否かを判断しなければならないことから、主体的積極的な投資判断を要するとする。そして、取引に適合する顧客は、「少なくとも上記リスクを理解するに足る知識・能力と、とその危険を引き受けるに足る余裕資金を有する者に限られるというべきである。」と判示する。

7 賭博性

オプション取引の賭博性に言及する裁判例は少なくない。ただ、公序良俗違反を認めるものはなく（顧客側もその主張をしていないようであるが）、リスク特性に着目した適合性原則違反、説明義務違反の認定に落とし込む。しかし、そこでの商品のリスク要因に焦点を当てての賭博性の検

討が着実に進化しているように思われる²⁰⁾。

α. 千葉地判平 12・3・29 (判時 1728・49、セレクト 16・409)

株価指数オプションに関する事案である。判決はまず、オプション取引の特性につき、その予想方法は極めて難解で、株価市場全体の動向についての正確・迅速な判断の必要性があること、これを完全に予測することは一般人には不可能に近いと認定する。

その上で、そのリスク特性から、リスク・ヘッジャー（損失を回避するためにオプション等の取引をする者。主に機関投資家）であればともかく、リスク・テイカー（利益を得るためにリスクをとってオプション等の取引をする者）にとっては賭博的な行為ともいえ、訴訟での顧客のような者に取引を勧め、リスク・テイカーの立場を推奨することは旧証券取引法 43 条（適合性原則遵守義務）の趣旨を逸脱するとして実質的に適合性原則違反が認められるとした。

β. 京都地判平 14・9・18 (判時 1816・110、セレクト 20・331)

日経平均株価指数オプションに関する事案である。判決は、オプション取引の社会的意義から、リスクヘッジの必要性のない者が利鞘稼ぎのために行う指数オプション取引が「賭博性」の側面を強く持つこと、その危険を承知で引き受ける者のみが行うべき取引であり、通常の多くの個人投資家には適合しないこと、オプション取引の仕組みの難解さや高度の専門性と情報力が必要であること、投資主体の大半が証券会社や機関投資家等であって個人投資家は数パーセントに過ぎないことを指摘し、個人投資家がオプション取引に参加することは「賭博の勝ち方に関して知識の乏しいままにプロが相手の賭博場に参加することを意味し、もともと「ゼロサム市場」において5分5分の危険であったものが、無知ゆえのハンディを抱えて算入することになって危険のみが増大することになる」と指摘する。

III. リスク管理の方法

1 リスク管理の必要

金融商品への投資はリスク・リターンのトレードオフであり、顧客にはリスクを最小限に抑えるリスク管理が必要である。この場合、金融商品に内在するか、取引方法の選択に伴い生じるリスクを把握し、これを詳細に分析し、評価する必要がある。そして、元本の安全性を守りつつ、適正な収益を得るように行われなければならない。この条件を満たさない取引は、投資というよりは投機的行動となる（グレアム & ツバイク、2005）。

2 リスク管理の方法

金融商品のリスク管理に共通する手段として、リスク回避、予防、保持、移転がある。

リスク回避とは、リスクに直面しない行動の保持である。リスク移転の手法にヘッジング、インシュアリング、分散化などの手法がある²¹⁾（ボデイ & マートン、2011）。

分散化は、銘柄間、投資対象間、国際間、時間などを軸に行われる。複数銘柄に投資することで、ある銘柄に損失が生じても他の銘柄の利益でこれを相殺可能となる。これにより全体としての損失を均し、損失を被るぶれの幅を小さくできる。そのためには、異なる方向の値動きをする銘柄を選択する必要がある。これらリスク管理の方法を複合的に用いることで、金融商品取引の不確実性による損失発生の確実性を回避・軽減することができる²²⁾。

3 仕組商品のリスク管理

顧客が仕組商品を取引する場合、商品特性に対応したリスク認識、リスク評価が必要である。すなわち、具体的な商品特性から生じるリスク特性、

及び個別的なリスク要因の商品価値への影響を理解する必要がある(橘、2009)。

そのためには、当該商品がどのようなスキームで組成されているかを分解し、それぞれにどのようなリスク要因があるかを網羅的に把握し、リスク要因ごとの感応度の計測が必要である(野村証券、2010)。

具体的には、(1) 商品特性からどのようにクーポン・償還の条件が決まるか、(2) 商品のリスク特性から、どのような場合にクーポンが低下し、償還が発生するのか、(3) 個別のリスク要因が、クーポン(利鞘)・価格に及ぼす影響を、シナリオ分析などを通じて理解する必要がある。

そのためには、(1) 仕組商品の仕組みを分析し、利回りの低下、価格の下落をもたらすストレス事象を洗い出し、(2) シナリオを想定し、リスクが顕現化した場合の顧客への影響を把握し、(3) 理論価格の論理的背景を理解して、合理的に価額を算定し、販売業者から提示された価格の妥当性を確認し、それが困難な場合は、複数の販売業者から価額の提示を受けて、その妥当性を確認し、(4) リスクが顕現化した場合に備え、流動化・ヘッジ手段があるか(実現可能か)などの検討が求められる。

それでは、顧客が、対象の仕組商品のリスク管理に関する上記の知識や情報について、どの程度の理解が必要とされるのか。

4 個別のリスク要因とリスク管理

前掲のとおり仕組商品の多くはオプションを含む。その価値は、前掲のとおり市場変動に対して非線形に変化する。そのため、通常感応度分析や後掲のVaR(Value at Risk)²³⁾を計測するだけでなく、シナリオ分析やストレステストを併用し、リスクの所在を明らかにする必要がある。

これらは、仕組商品の取引についての顧客のリスク意向、財務的なリスク許容度(リスク負担能力)の適否判断に関わる。

5 リスクの計測と分析

5.1 VaR と理論値

仕組債の価値の変化は、原資産価値の変化に連動する。前掲のとおり、それが比例するかどうかはデリバティブによって異なるが、いずれにしても、原資産の価格変動リスクは市場リスクを意味する。市場リスクの管理は、損益を時価ベースで捉え、リスク要因の変動に対する時価損益の感応度でその程度を計測し、VaRにより、さまざまな市場リスク要因から生じるリスク量を統合化することで行う（池森、1996）。

VaR とは、過去の一定期間（観測期間）の金利、株価、為替等（リスク要因）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）の範囲内で当該金融資産が被る可能性のある最大損失額を統計的手法により推定するものである。

VaR の計測は、金利・株価・為替等のリスクファクターの変動に伴って金融資産・負債の価値が、確率的に、どのように変動するかを捉えるものである。その計測手法に、分散共分散法（デルタ法）²⁴⁾、モンテカルロ・シミュレーション法²⁵⁾、ヒストリカル法²⁶⁾などがある（橘、2009）。

リスクの定量化による分析方法には、ほかに What-if 分析、感度分析、格子法（ディシジョンツリー分析）²⁷⁾などがある²⁸⁾（澤田ほか、2002）。オプション評価には、主として、ブラックショールズモデル²⁹⁾、格子モデル、シミュレーションモデル用いられる。

5.2 シナリオの必要

VaR は、過去の観測データに基づいて統計的手法により計測される「推定値」である。そのため、観測期間に捉えきれなかったストレス事象の発生リスクに備えることができない。これまでにない環境変化が起きると将来の予想損失を過少評価する可能性がある。そのほか、環境変化が起きなくても、信頼水準を超過するいわゆる「テール事象」が発生するなど

の限界が指摘される³⁰⁾。

理論価格や VaR のみでは、リスク要因の変化が期間損益（利回り、利鞘）にどんな影響を与えるかが分かりにくいことから、それが使用に耐えるかを、ある投資戦略が特定の期間内に生み出すことができる投資収益のシミュレーションであるバックテストにより統計的に「検証」し、ストレス・テストで補完することが必要となる（橘、2009）。

ストレステストとは、①一つまたは複数の変動させるリスク要因を決め、②リスク要因の変動幅を設定し、③ポートフォリオの価値の変化を計算し、以上を通じてポートフォリオのリスク特性や自己資本の十分性を確認するリスク管理手段である。

このうち、①と②を包括したものが、シナリオである（内田ほか、2009）。仕組商品の場合、長期間の保有を前提に購入することが少ない。流動性が低く、購入後の売却に制約があることが多い。顧客において、対象商品のクーポン（利鞘）・価格が、どの程度の確率で、どの程度低下する可能性があるか、これはリスク要因の変化とどのように関わるかについての理解と把握が重要となる（橘、2009）。シナリオ分析を通じた検討が必要とされるゆえんである。

6 シナリオ分析

6.1 手法

シナリオには、メインシナリオとストレスシナリオがある。

メインシナリオとは、インプライド・フォワードレートやフォワード為替によって、現在の市場予測を把握するものである。これは、先行きの金利や為替が、現在の市場予測どおりに推移するという前提で、期間損益（利回り、利鞘）や価格の変化を認識する手法である。

これに対し、ストレスシナリオとは、仕組商品の仕組みを分析し、期間損益（利回り）や価格にマイナスの影響を与えるリスク要因を把握するも

のである。リスク要因について、大幅な利回り・利鞘の縮小や価格の下落をもたらすストレスシナリオを想定し、経営に与える影響度を認識する方法である（橘、2009）。

6.2 手順

リスク分析の手順は、モデルの定義、不確実要素の選択と定義、結果指標の設定、シミュレーションの実行、結果分析の流れとなる。シミュレーションの結果から、主に以下のような分析が可能とされる（澤田ほか、2002）。

a. 確率分布による分析

損益やコストといった結果指標が、最良値や最悪値ばかりでなく確率分布で表示されるので、一定値以上のリターンを得られる（成功）確率や、一定値（例えばゼロ）を下回る（失敗）確率を把握できる。

b. 回帰係数による分析

シミュレーション結果を使用して、不確実要素と結果指標との間の回帰係数を計算する。これにより、各不確実要素の結果指標への影響度を分析する。結果指標の変動に対して最も影響を与える要因は何か、影響度の高い順にグラフで表示することで、リスク要因の所在を一目で確認でき、目標達成を加速したり、あるいは目標達成を阻害する要因を的確に把握することが可能となる。

c. シナリオ分析

結果指標の目標値を導き出すような不確実要素の組み合わせを明らかにするものである。例えば「損益が高くなるような不確実要素の組み合わせは、前半3年間の低い営業コスト、非常に高い販売価格、高い売上高である」などの分析である。

7 ボラティリティ

ボラティリティ³¹⁾(価格変動率)とは、証券などの原資産価格の変動の激しさを表すパラメータ(価格の変動幅の比率)である。その値は、期待収益率が期待通りとなる度合いを示し、それが高ければ期待収益率から大きく外れる可能性が高い。リスク評価に際しては、満期までの時間と原資産のボラティリティが重要な指標となる。

オプションリスク管理に際しては、原資産価格の変化、満期までの残存期間の変化、金利の変化のほか、ボラティリティの変化によってオプション価格の変動を把握することが重要となる(大阪証券取引所ウェブサイト)。

ボラティリティには、過去の株価の変化をもとに統計的に算出される変動率(ヒストリカル・ボラティリティ)と、実際に取引されているオプション価格から算出された原資産の変動率(インプライド・ボラティリティ)がある。将来にわたるオプション価値変動を確実に予測することは不可能であることから、これら指標に基づき、確率論を用いてリスクが評価される。

ボラティリティは、標準偏差で示されることが多い。ボラティリティが大きいとは価格の変動性が大きいことを意味する。標準偏差³²⁾とは、金融商品の将来の価格変動リスクを把握するために、予想されるすべてのケースの収益率を生起発生確率で加重した平均値である「期待収益率」からの「予想収益率」の散らばりの値をいう。これにより価格変動リスクの量的な把握と、これによる価格変動リスクの管理が可能となる(ボディほか、2011)。

8 時価

金融商品は、利息、配当、元本償還などの形で、キャッシュフローを生み出す手段である。金利変動以外に、株価、為替等さまざまなリスク要因

の変動が、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て金融資産・負債の現在価値に影響する。金融商品の時価（理論価格）は、配当割引モデル等を用い、当該資産・負債が生み出す将来のキャッシュフローを割り引いて集計することで求められる。

金融商品のリスク量は、リスク要因に一定の変動シナリオを想定して金融資産・負債の現在価値の変動幅を計算することで捉えられる³³⁾。一般顧客が、仕組商品のリスク管理を行うについて、商品の時価情報の取得が必要となる。

ところで、仕組商品は、その取引が市場ではなく市場外の店頭で行われる相対取引であり、販売価格は事業者により決められる。仕組商品は、仕組が複雑になればなるほど、仕組みの開発者の手数料が仕組債の購入価格に間接的に織り込まれ（野村証券、2010）³⁴⁾、その額が明らかにされなければ、顧客側としては時価の算定の行いようがない。これにより購入顧客による商品リスク管理を果たし得ないことになる。

9 リスク要因の把握・理解の困難

仕組商品がその仕組中に含む個別のリスク要因は、それ自体として「知覚」は可能であるとしても、それを「認知」し「理解」に至ることは、一般の個人投資顧客にとっては至難である。顧客が実際の取引を行うについては、自身が理解した結果を、取引の判断に活かすスキルも、同時に求められる。

顧客が、仕組商品の価格の適性判断、リスク要因が商品価格に及ぼす影響についての知識や情報を的確に認識し、理解しなければ、適切なリスク管理は不能となる。しかし、これら知識、情報を一般の投資顧客が取得し、理解することは容易ではない。これは、事業者からの開示によるほかない。

それでは、仕組商品取引に際し、事業者は顧客に対し、上記中のどの情報を、どの程度顧客に開示する必要があるのか、換言すれば、その不開示

により生じる顧客リスクを負担することになるのか。他方、顧客に取引適合性があるとするためには、上記中の「リスク管理」に関する知識や情報中のどれにつき、どの程度の理解が求められるのか。そのような知識・情報を備えない顧客への勧誘が「適合性原則違反」とされることで、顧客に生じた損失リスクが事業者に移転するのか。

IV. リスク管理情報の不開示リスク

1 問題の所在

仕組商品のリスク管理は、顧客の損失回避、予防のために必要不可欠である。その意味では、これら情報の収集が十分ではないことによる損失の負担リスクは、顧客側にありそうに見える。しかし、商品の特性やリスクの特性の情報は、仕組商品を「仕組む」売り手事業者に偏在し、顧客がこれを取得することは容易ではない。更に、顧客がこれら情報を取得したところで、それを分析・評価し、具体的な取引に当てはめる程度に「理解」することは更に困難を伴う。

以下では、一般的リスク、個別商品リスクを含めたりスクの相当性判断、リスク分析・計測やシナリオ情報、ボラティリティ、時価情報等について、事業者の開示義務があるか、あるとすればどの程度あるかについて、規制・裁判例を概観しつつ検討する。

2 不相当なリスクの存否調査

2.1 合理的根拠適合性

金融商品取引法（「金商法」）は、適合性の原則として、「顧客の知識、経験、財産の状況及び金融商品取引契約を締結する目的に照らして不適当と認められる勧誘を行って投資者の保護に欠けることとなっており、又は欠けることとなるおそれがあること。」がないようにしなければならない

と定める（40条）。

顧客の属性に照らし、不相当に危険な金融商品の勧誘を禁止するものがあるが、その前提として「勧誘しようとする有価証券等が少なくとも一定の顧客にとって投資対象としての合理性を有するものである」ことの判断が必要とされる。

勧誘対象商品が、そもそも顧客属性や金融資産の状況、投資経験、リスク許容度等を勘案して、合理的な根拠に基づき投資を行う対象顧客の範囲が想定できない場合、そのような商品はそもそも販売それ自体が禁止される。これが合理的根拠適合性の考え方である。

2.2 商品リスク調査の必要

金融庁は、2010（平成22）年9月13日付で、「デリバティブ取引に対する不招請勧誘規制等のあり方について」を公表した（金融庁、2010）。事業者の自主規制による販売勧誘ルール強化を求めるものである。

これに従い策定された「協会の投資勧誘、顧客管理等に関する規則」は、その中に「協会は、当該協会にとって新たな有価証券等（有価証券、有価証券関連デリバティブ取引等及び特定店頭デリバティブ取引等をいう。以下同じ。）の販売を行うに当たっては、当該有価証券等の特性やリスクを十分に把握し、当該有価証券等に適合する顧客が想定できないものは、販売してはならない」旨の定めを置く（3条3項）。

個人顧客にとって分かりにくい、店頭デリバティブ取引に類する複雑な仕組債や投資信託について、金融庁は、事業者団体に対し、適合性の原則等を具体化する自主規制ルールの策定を求める。具体的には、商品のリスク特性や顧客の性質に応じて勧誘を行うか否かの基準を設定（勧誘開始基準）、投資者へ販売する商品としての適否について事前検証（合理的根拠適合性）を求める³⁵⁾（金融庁、2010）。これは、「一定の顧客にとって投資対象としての合理性がある有価証券等であることを確認することは、言い

換えれば販売を行う者（協会員）が当該有価証券等について十分に理解していなければならない」として、事業者に対し、商品を販売するに先立ち、商品特性とリスク特性の調査と理解を義務付ける。

事業者は、このような商品調査を踏まえ、「事前検証の結果、ある一定の顧客のみへの販売が想定された有価証券等については、その検証結果が一定の社内ルールに基づいて関連部署間で共有され、対象顧客の範囲の周知や必要に応じて勧誘開始基準を設ける、十分な社員教育を実施する等、適切な投資勧誘が行われるよう留意する必要」がある（金融庁、2011）。

日本証券業協会はこれに従い、「協会員は、特定投資家を除く個人顧客に対し、 α . 店頭デリバティブ取引に類する複雑な仕組債に係る販売、 β . 店頭デリバティブ取引に類する複雑な投資信託に係る販売、 γ . レバレッジ投資信託に係る販売を行うに当たっては、勧誘開始基準を定め、当該勧誘開始基準に適合したものでなければ、当該販売の勧誘を行ってはならない」と定める（5条の2）（日本証券業協会、2011）。

3 リスク分析・計測やシナリオ情報

3.1 シナリオ分析情報の開示

証券取引等監視委員会は、事業者に対し、合理的な時価情報とともに、取引による最悪のシナリオの提供を求める（2011）。金融監督庁（現・金融庁）も、デリバティブ取引に関し、取引の見通しについて、最悪のシナリオ³⁶⁾を想定した想定最大損失額の説明義務、デリバティブ取引にかかる解約精算金の試算額について書面を交付しての説明を求める³⁷⁾。

裁判例にも、このようなシナリオの説明を求めるものが少なくない。

顧客に対し、最大損失の説明を求めるものに、EBに関する大阪地判平19・11・16（セレクト31・317）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」と指摘する。

前掲静岡地判平 25・5・10 は、事業者が「東証銀行株価指数について過去の同指数の変動状況やその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について原告が理解できるだけの具体的な説明をしていない」として説明義務違反を認める。

4 ボラティリティ情報

事業者に対し、顧客にボラティリティ情報の提供を求める裁判例は次のとおり。

α. 東京地判平 24・11・12

仕組債に関する事案である。顧客にはオプション取引の経験はないが、国内株式、外国債券、インド・新興国成長株などの株式投信、外国債券の投信、日経平均リンク投信、ブラジル国債など比較的大きなリスクを含む金融商品に投資したことがある。

判決はまず、取引特性について本件仕組債が 5000 万円もの集中投資がなされていること、商品特性について、オプション取引の性質からいったん株価が下落してしまえば、中途換金してもリスクを回避できないこと、債券購入時に満期償還時までの 3 年間の株価変動リスクを引き受けなければならず、投資判断にあたり、かかる取引の性質に即したリスクの判断をする必要がある点をそれぞれ指摘する。

その上で判決は、説明義務の対象としてボラティリティ情報を挙げる。事業者は、説明資料に基づいて、株価の変動に伴う元本償還額の計算方法と高額のクーポンがオプションの対価に由来すること、過去 6 年程度の株価変動のチャートを示し、顧客に「どの銘柄も現在の株価の 55% にまで下がるとは思わない」「最近、日本企業に強気です」というノックイン確

率が小さいという「安易な考え」を顧客に与えつつ、ボラティリティについては言及がないとする。

すなわち、事業者の説明資料上で、オプション取引における金融工学上のリスク評価手法の基礎となるボラティリティ（原資産の価格変動率、価格収益率の標準偏差の年率換算値）に基づく確率計算の方法について説明をしていないこと、参照対象株式のボラティリティの数値すら示していないこと、予測される元本欠損の程度についての説明もしていないこと、顧客に対し、ノックインオプションの売り取引による損失リスクを負担する見返りないし対価としてオプションの買い手からどの程度の金額のオプション料相当の金員を受け取るのか、あるいはその中から被告ないし発行体が手数料相当分としてどの程度の利益を得るのか等の見込みについても言及がないとした。

β. 京都地判平 25・3・28（セレクト 45・1）

仕組債に関する事案である。対象商品は、原資産である参照対象株式が10銘柄であり、判決は、10の株式の株価の推移を同時に見極めなければならないこと、想定元本が発行価額の10倍であるために元本を毀損するリスクも大きいとの商品特性を認定する。

その上で判決は、リスクが個々の参照対象株式のボラティリティに大きく依存すること、日経平均株価のボラティリティが原資産中の株式のそれと大きく乖離したものであったにも関わらず、そのデータは顧客に説明されず、顧客が対象商品の参照対象株式の株価がノックイン価格未満になり、元本が毀損される可能性が相当程度低いと信じたとしても無理はないとして説明義務違反を認めた。

γ. 前掲東京地判平 25・7・19

日経平均リンク債に関する事案である。判決は、商品特性として、満期4年で、日経平均株価が一度でもノックイン価格（条件決定時の株価の75%）以下になり、かつ、償還時の株価が当初より下落していれば、下落率

の2倍の割合で損失が生じる、いわゆる2倍連動型の仕組債。株価が当初より約2.29%上昇すれば早期償還され（元本の105.2%が償還）、利金については年3%を基準に複雑に変動する条件（下限は0%）が付加されているなどを認定する。

その上で判決は、オプション取引の重大なリスクを負担する取引をするに際して、満期までの4年間に早期償還されることで元本毀損を免れる確率がどの程度あるか、早期償還されずに満期償還となった場合の元本毀損の確率がどの程度かなどを顧客が知らなければ、対象商品に組み込まれたプットオプションの売り取引のリスクを評価することはできないとした。そして判決は、顧客がこのようなリスク評価を行うためには、満期までの期間の長さとその間に日経平均株価が変動する割合に基づき、日経平均株価の変動の程度や元本毀損の確率を予測し、あらかじめリスクを評価する方法を知ることが不可欠であるとし、ボラティリティ（変動率）と確率論により、慎重に将来予測を行うことによりオプション取引のリスク評価を知っている必要があるとする。

リスク評価方法については、満期までの期間と取引対象の価格変動率が重要な指標となること、将来にわたる変動を確実に予測することが不可能であることから過去の実績に基づく価格変動率（ヒストリカル・ボラティリティ）や、予想変動率（インプライド・ボラティリティ）などに基づき確率論を用いてリスクを評価することが一般的に行われているとする。そして、評価手法を用いた将来予測の具体的手法として、顧客側が提出したボラティリティやモンテカルロシミュレーションを用いた本件仕組債の価格評価が、長期にわたる変動を予測しなければならないオプション取引による重大な損失リスクを回避するための合理的な評価方法として一般的に採用され承認されているとした。

事案に対する判断では、上記シミュレーションによれば、本件仕組債がノックインして元本が毀損する確率は20.96%、元本が50%を超えて毀損

する確率は12.92%、元本全部が償還されない確率は1.96%、ノックインした際に期待される償還元本の期待値は当初元本の39.96%、発行時の本件仕組債の理論価格は92.41%であること、日経平均株価が10%下落すると評価額は15.87%下落し、下落局面では急速に損失が拡大することを指摘した。判決はさらに過去の日経平均株価のデータ上、4年間に日経平均株価が25%以上下落する確率が約64%であったとした。

その上で判決は、証券業者担当者による顧客勧誘と受託が、顧客の知識、経験及び財産の状況に作らして著しく不相当と認められる勧誘であり、投資者の保護に欠ける態様であったとし適合性原則に反すると判示した。

また、事業者の説明義務について、「オプション取引のリスクの特性及び大きさを金融工学の専門家として熟知している証券会社である被告及びその従業員は、オプション取引の経験がない一般投資家に過ぎない原告に対し、実質的にプットオプションの売り取引による損失リスクを負担させる金融商品を勧誘するにあたっては、金融工学の常識に基づき、他の金融商品とは異なるオプション取引のリスクの特性及び大きさを十分に説明し、かつ、そのようなリスクの金融工学上の評価手法を理解させた上で、オプション取引によって契約時に直ちにしかも確定的に引き受けなければならない将来にわたる重大なリスクを適正に評価する基礎となる事実であるボラティリティ（変動率）、ノックイン確率ないし確率的に予想される元本毀損の程度などについて、顧客が理解するに足る具体的で分かりやすい説明をすべき信義則上の義務があった」とし、それが懈怠されたとした。

5 時価情報等

5.1 開示規制

証券取引等監視委員会は、事業者に対し、顧客に対する合理的な時価情報の提供を求める（2011）。また、時価評価については、債券営業について、合理的な価格算定を行うとともに時価情報を提供すべきこと、店頭取

引に限らずデリバティブ営業についても合理的な価格算定をすべきこと、デリバティブについての時価情報の提供義務を求める。

日本証券業協会の「外国証券の取引に関する規則」(11条)及び「外国証券及び外国債券の国内店頭取引における公正性確保のためのガイドライン」は、対象商品の時価情報の開示について次のように定める。

(規則)

第11条 協会員は、顧客との間で外国株券等、外国新株予約権証券及び外国債券(国内の取引所金融商品市場に上場されているものを除く。以下次条及び第14条において同じ。)の国内店頭取引を行うに当たっては、合理的な方法で算出された時価(以下「社内時価」という。)を基準として適正な価格により取引を行い、その取引の公正性を確保しなければならない。

2 前項に定める社内時価は、入手方法及び算定方法の継続性を考慮しなければならない。

3 協会員は、社内時価の入手が困難であり、又は、継続的な算定を行っていなかった銘柄については、合理的かつ適正な価格により社内時価を算定するものとする。

4 協会員は、取引価格の算定方法等について顧客の求めがあった場合には、口頭又は書面の方法により、その概要について説明しなければならない。

(ガイドライン)

【2(1)②】

協会員は、顧客との取引における公正性を挙証するため、当該社内時価について、毎日整理・保存するものとする。なお、当該社内時価を一定のルールにおいて算出している場合には、その根拠を整理・保存することで足りるものとする。

社内時価は当日の取引開始に当たり、顧客との取引価格を判断するため

の銘柄ごとのレート（又は価格）であり、その入手の方法、算定の方法は銘柄ごとに各社各様であって構わないが、顧客との取引価格の公正性の検証の基礎を成すものであることに留意する。

【2 (2) ①】

協会員は、顧客との取引に当たり、社内時価を基準として各社で定めた一定の値幅の範囲内において、売買対象銘柄の種類、市場環境（相場変動を含む。）、協会員が得るべき利益、銘柄固有の流動性、信用リスク、カウンターリスク、取引金額の規模、課税・非課税の別等を考慮して取引価格を決定するものとする。

5.2 IOSCO 報告書

IOSCO は、2013年1月に「複雑性金融商品販売に関する適合性要件」と題する最終報告書を公表した（「本報告書」）³⁸⁾。ここでは、複雑性金融商品の特性、リスク特性を詳細に分析し、その上でさまざまな提言を行うほか、非市場性取引を行う事業者による商品時価開示の必要性を指摘する。

IOSCO は2009年6月に、第三者委員会を立ち上げ、仲介事業者による複雑性金融商品販売に対する規制の検討作業を進めた。対象とされたのは、オプション、ヘッジファンド、変動保険商品、直接投資プログラム、有限責任組合契約、不動産投資信託（REITs）等の複雑性金融商品である。

調査は、顧客の分類に用いられる要件、商品の適合性やリスクを評価するための条件、販売手順の管理方法の見直しを目的とするものであり、複雑性金融商品が、顧客に適合するか適切とされるための行為規範の規制枠組みが適切かどうか、リテール顧客、非リテール顧客の双方への販売に際し、適合性要件がどのように適用されるかが調査された³⁹⁾。

本報告書は、仲介業者による、リテール顧客、非リテール顧客への複雑性金融商品の販売に際しての適合性原則の適用にふれる。報告書は、複雑性金融商品を対象とし、その商品構造の複雑性から、リテール顧客により、

条件、特徴やリスクの理解や評価がしにくい特性を指摘する。そのために、流通市場が限定されるか存在しない場合、条件、特徴やリスク評価に際して特別な能力やシステムが必要とする。そして、本報告書は、複雑性金融商品の特徴として次の点を挙げる。

- (1) 商品の複雑性の大きさは直ちに商品リスクの大きさを意味するものではないが、複雑性金融商品は条件の複雑性や不透明性、商品リスクや報酬理解に影響すること、
- (2) 複雑性金融商品によっては、そのリスクが複数当事者の取引への参加に起因するが、それは顧客には明らでなく理解できない場合があること、
- (3) このような複雑性金融商品の販売を促進するために、仲介業者が販売員に対し、不適当なインセンティブを付与する可能性があること、
- (4) 開示に比重を置く規制は、それが個別顧客の洗練性や商品適合性を考慮するものではないことから、顧客保護の観点から、複雑性金融商品の販売について適切な結果を得られない可能性があること、
- (5) 金融商品の複雑性は、従来型商品に比べて、仲介業者への顧客の高い信頼を生じさせ、リスク評価を困難にする可能性があること、
- (6) すくなくとも流通市場が限られるか存在しない場合、顧客に、当該商品の価値を知るための十分な技能やコンピュータによる洗練された統計的処理が不可欠とされること。

5.3 裁判例

α. 前掲東京地判平 24・9・11

通貨スワップに関する事案で、事業者から顧客に、時価価格が実勢為替レートの変動、ボラティリティ、日米の金利差の影響により変動することの説明はなされたものの、これら要素がどのような要因で変動し、その変動が対象取引の時価評価額にどのように影響するかについて具体的な説明がなされなかったとして、事業者の説明義務違反を認めた。

β. 東京地判平 24・11・27

仕組債に関する事案である。判決は、事業者の説明義務違反の判断に際し、次のように述べる。まず、顧客Xに対する説明義務として、(1) Y従業員Aは、本件仕組債1について日経ノックイン事由又は為替ノックイン事由が生ずる見通しを尋ねられた際、過去5年分のチャートを示しながら、参照為替レートについては、見通しはわからないとしつつ、日経平均株価については、よほど暴落でもない限りは、ノックインレベルに達する可能性はないのではないか、との見通しを述べたとしつつ、本件各仕組債発行日の約2年ないし5年前頃である平成14年7月から平成17年7月までの間、日経平均株価は、本件各仕組債の日経平均ノックインレベルである1万2299円48銭及び1万1729円24銭を下回る水準で推移したことがあること、参照為替レートは、本件各仕組債発行日の2年前頃である平成16年11月から平成17年1月までの間、本件各市区委細の為替ノックインレベルである1ドル101円58銭及び99円57銭に近い円高水準にまで達したこと、これら事実を、5年後の償還期限までに各ノックイン事由が生じる見通しを判断するにあたって、楽観視することができないことを示す重要な事項であるというべきであり、AはXが本件各仕組債の有するリスクの程度を誤解しないよう、近年の日経平均株価および参照為替レートの状況を的確に説明すべきであったと認定した。

同判決は、顧客属性として、Xは本件仕組債購入当時、20年間にわたる証券取引の経験があったこと、本件各仕組債同様のノックイン型の仕組債を購入し、ノックインによる元本割れを経験していたこと、平成19年4月当時、Yに2600万円の金融資産を有しており、本件仕組債の購入資金の大半はすでに購入していた有価証券の売却代金を充てていたこと、余裕資金を証券取引に充てており、市場で運用することのできる余裕資金を有していたこと、以上の属性から、Xは、本件各仕組債取引を自己責任で行う適性を欠くとして取引市場から排除されるべき者であったとはいえ

ないとした。

しかし、事案では、AはXに対し、過去5年分の日経平均株価および参照為替レートを示すチャートを示したものの、口頭では、上記説明にとどまり、チャートに表示されている近年の日経平均株価および参照為替レートの状況を認識する重要性を説明せず、日経平均ノックイン事由については心配する必要があるかのような誤った印象を与える説明を行ったことから、Aによる上記説明は、Xに本件各仕組債のノックインリスクの程度を誤解させるものであったとした、

6 担保評価・追加担保情報

仕組商品の取引に際し、担保の差し入れが求められる場合、その評価方法、追加担保の条件は、顧客が当該取引を行うかどうかの判断に大きく影響する。顧客の取引適合性との関連では、商品のリスクが自らのリスク意向に適合するか、財務上のリスク許容度に適するかどうかに関わる。

クーポンスワップ取引に関する大阪地判平24・4・25（セレクト42・273）は、事業者に対し、差し入れ担保の評価方法、追加担保の差し入れ可能性について事業者の説明義務があると判示する。

判決は「通貨オプション取引の際に必要な担保は、最終的に通貨オプション取引が全て終了し、その時点で顧客の証券会社に対する債務が存在しなければ、全て顧客に返還されるものではあるが、通貨オプション取引が終了するか、豪ドル相場が回復して担保返戻余力が生じるまでの間は、顧客はこれを自由に使用することができず、特に原告のような事業者にとっては、運転資金として使用する資産が減少するため、その不利益は重大である。また、顧客の予測に反して多額の追加担保が発生し、一定の期間内にこれを差し入れることができなければ、通貨オプション取引そのものが強制決済になるというリスクがあることからすると、追加担保がどのような場合に、幾らくらい必要となるか（担保返戻余力がどのような場合に

生ずるのかという点も含む。)は、顧客が通貨オプション取引を行うか否かを決定する際に重要な考慮要素となるというべきである。したがって、顧客に対して通貨オプション取引を勧誘しようとする証券会社ないしその従業員は、顧客に対して、単に追加担保が発生する可能性があるという抽象的な説明をするだけでなく、為替相場の変動とその場合に必要となる追加担保額を顧客が具体的にイメージできるようなシミュレーション等の資料を示すなどして、本件取引の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分かりやすく説明する義務を負うと解すべきである。」と判示する。

7 リスク管理と賭博

取引の一方当事者が仕組商品のリスク要因の分析、それが価格にどのような影響を及ぼすかの確率判断を行うなどリスク管理の知識や情報を備えているとして、他方当事者がそれを備えない場合には、他方当事者は、その取引により損失を生じる確率は、格段に高くなる。そのような当事者間の取引は、公正といえるのか。損失発生の確率判断を行う当事者が、その手段を持たない当事者を取引に誘導して利益を得るとすれば、それは、(状況の)濫用として公序良俗違反性を帯びるのではないか。

前掲東京地判平25・7・19は、これを明言する。判決は、「オプション取引の金融工学上のリスク評価手法を理解しないで、将来4年間もの日経平均株価の変動を予想させただけでオプション取引をさせることは、将来の偶然の事情に依存して決まる利益不利益を予想し、これを引き受ける取引をさせるものといえ、賭博にすぎない。オプション取引が賭博ではなく金融商品である所以は、単なる偶然に賭けるのではなく、リスクヘッジ等の正当な目的の下に、その極めて大きなリスクが金融市場において投資者等の取引関係者から適正に評価され取引がされるからである。そのようなオプション取引のリスクの特性や大きさ、あるいはリスク評価方法も知ら

ず、リスクを緩和するヘッジ取引をする知識も能力もない者に対し、取引の特性、リスクの大きさや評価手法も説明しないまま、将来の予想をさせただけで、プットオプションの売り取引による損失リスクを負担する取引をさせることは、証券会社と一般投資家との間の金融工学の知識の著しい格差を利用し、これを知らない投資家の無知に付け込んで利益を求めると等しい。」とした。

V. リスク管理不備者への勧誘リスク

1 問題の所在

顧客が、一般的な理解力や判断力に欠けることで、仕組商品のリスク管理に必要な知識や情報を備えることができない場合、重ねて個別商品に特有のリスク管理に必要な知識、情報の理解の有無を問題とせず、適合性原則違反が認められる。これに関する近時の裁判例に、株価リンク債に関する大阪地判平 24・12・3 (判時 2186・55、セレクト 43・179)、前掲大阪地判平 25・2・15 がある。なお、これら裁判例は、事業者の説明義務違反を併せて認めている。

これに対し、顧客が一般的な理解力・判断力を備える場合には、更に、個別の商品のリスク判断、リスク管理に必要な知識や情報を備え、それを理解していたかどうか、事業者の適合性原則違反、説明義務違反の存否判断に際して問題となる。

2 リスク不備者への勧誘・説明リスク

2.1 適合性原則違反

適合性原則違反については、商品特性から認められるリスク特性に即して、顧客にリスク意向と財務上のリスク耐性が認められるかが検討される。

ところで、一般の取引の原則である「買い手注意」の考え方によれば、

顧客が対象商品のリスク管理に必要な知識や情報を備えないことで生じる損害は顧客の負担となるはずである。取引不適合な顧客に対する勧誘を禁止する適合性原則の考え方は、この「買い手注意」を「売り手注意」に転換し、その限りで取引損の負担を顧客から事業者に移転する。

それでは、顧客にリスク管理に関する知識が不足すれば、取引不適合として事業者の勧誘が禁止されるのか。その程度をめぐっては、わが国の裁判例は、(Aa型)商品特性に基づくリスク理解を抽象的なもので足りるとするものと、(Ab型)具体的なリスク理解を要するものに大別される。

Aa型は、顧客の年齢、経歴や取引経験などの属性から一般的な理解力、判断力が認められれば、個別商品のリスク管理を行うことを可能と判断する(「抽象的判断説」)。これに対し、Ab型は、知的適合性を顧客の一般的な属性から推認せず、具体的な商品特性に即したリスク管理の知識や情報を導き出し、顧客がこれを実際に備えるかどうかを個別に検討する(「具体的判断説」)。

2.2 説明義務違反

説明義務違反については、事業者は、顧客に対してどのようなリスク理解と理解を得させる必要があったか、事業者がその説明を行ったか、顧客がそれを理解する程度であったか、事業者が顧客の理解を確認したか、などが検討対象となる。裁判例は、大別して(Ba型)商品の仕組やリスクについて抽象的な説明で足りるとするもの、(Bb型)商品の仕組やリスクについて具体的な説明を要するものがある。

3 リスク管理に関する適合性原則違反と説明義務違反の関係

顧客に取引適合性が認められるためのリスク管理の知見の程度と、事業者によるその説明の程度との組み合わせに関する裁判例のタイプは次のと

おり。

3.1 Aa-Ba 型

対象商品の仕組やリスクについて事業者からの一般的説明やパンフレットの交付があれば、顧客において、その経歴、職業、一般的な投資経験、一般的な理解力、判断力が存在すれば、抽象的なリスクについて理解している可能性を認める。

EB債に関する東京高判平23・12・22（金法1967・126）は、対象の各商品は対象銘柄の株価を指標として、株式で償還されるか、額面金額が現金で償還されるかが決まり、基本的には株式取引に類似した面があること、従って、株式取引に必要な知識があればその仕組みやリスクの概要を理解することができるとして、顧客らが86歳及び90歳の高齢者であったものの、その適合性原則違反、説明義務違反の主張をいずれも退けた。

日経平均リンク投信に関する広島高判平24・6・14（判タ1387・230）は、事業者Y従業員Bが、顧客Aに対し、ポートフォリオ読本や関係の資料を示し、本件商品は、元本毀損のリスクはあるものの、株価が一定の条件に収まっていれば元本が確保され、定期預金で運用するよりも収益性に優れているなどと説明したこと、Aに対し交付された資料や「投資信託説明書（交付目論見書）」には、対象ファンドの仕組みや、取引により生ずる損益が詳細に記載され、ロックインした場合の元本償還額の計算方法や日経平均株価の推移などについても具体的に記載されていたと認定した上で、Aは、Bの説明と交付資料から、本件ファンドの仕組みや本件商品から生ずる損益を認識していたものと認めるのが相当であるとして、A相続人Xの適合性原則及び説明義務違反の主張を退けた。ちなみに、Aの属性は、中学卒業後、左官の職人などとして稼働し、平成19年1月の取引開始当時は、実家で1人暮らしをし、介護施設に入所する母親の面倒をみながら生活していた昭和12年生まれの高齢男性である。Yを含む3行

に合計1000万円程度の預金があったものの、国民年金と多少の農作業による収穫により生活をし、昭和61年ころに国債の購入したことがあるほかは、株式取引や投資信託の経験はなかった者である。

3.2 Aa-Bb型

金利スワップに関する大阪地判平24・2・24(判時2169・44)は対象取引が為替変動により大きな損害が生じる可能性があること、中途解約する場合には多額の解約損害金が発生する可能性があることについて十分に理解できるよう説明すべき義務があると判示する。事案に対する案段では、事業者側が交付した書面上は「時価の変動によっては、期中での合意解約に際し、受取り超となることも、支払い超となることもあります」と記載されていたに止まり、これ以外に説明はないとして、顧客側に解約料の具体的算定方法あるいは概算額について全く推測できないとして説明義務違反を認めた。

3.3 Ab-Bb型

前掲大阪地判平24・12・3は、顧客Xらの取引経験、経歴・職歴を考慮しても対象商品のリスクを予測して投資判断する能力があったと認められないこと、リスクの内容や程度が、Xらの投資経験から窺われる投資意向に沿わないとして適合性原則違反を認めた。

更に判決は、Y従業員の対象商品の説明に際してXらからの質問等はなく、従ってXらの理解を特に確認することもなく一方的に行われたこと、説明に用いた日経平均変動資料等からY従業員の説明が、Xらが対象商品のリスクの内容と程度を「実感を伴って理解できるものとなっていなかった可能性」があるとし、Xらの知識や理解力に応じた分かりやすい説明を行い、当該説明によってXらの理解がえられたかどうかを適宜の方法によって確認するなど十分な配慮をすべき義務を尽くしていないとし

て、説明義務違反を認めた。事案では、高齢の夫婦 X らが、Y 従業員から勧誘され購入した仕組債取引による損失に対し、適合性原則、説明義務違反を主張し、賠償を求めている。

4 検討

4.1 リスク管理に関する顧客の理解

仕組商品の特性や、それに基づき生じるリスクについて具体的理解や理解に欠ける顧客に、果たして、対象商品についての知識や情報に得た上の自己決定が可能か。

顧客が、取引対象の仕組商品の特性について抽象的な認識しかなければ、商品の一般的な価格変動リスク、信用性リスク、流動性リスクなどのリスク特性の認識は別として、商品特性からリスク要因を分析し、抽出することは期待できない。ましてその個別のリスク要因が商品の価値にどのような条件で、どのような影響を及ぼす可能性があるかを、リスク量の計測を通じて理解することは到底望めない。

このような仕組商品に関する具体的リスク管理を行えない顧客の参入を認めることは、市場の公正な価格形成機能を損なう。これは、取引所取引ではない店頭取引であっても、異ならない。

顧客利益の適正な保護と、市場の健全化という要請に照らせば、顧客の知的適合性の判断について商品リスクの理解や理解を抽象的なレベルで足りるとし (Aa 型)、商品リスクについての説明も、同様に、抽象的レベルで足りる (Ba 型) とする立場は適切ではない。

これに対し Aa-Bb 型は、顧客適合性の判断に際しての顧客の商品リスク理解・理解を抽象的なレベルで足りるとしつつ、これに関する事業者の説明について具体的なものを要するとして、両者の内容やレベルに差異を認める。これによれば、顧客に商品リスクについて一般的な理解力・判断力があれば適合性が備わっていると判断され、実際に顧客が商品リスク

について理解しているかどうかは、理解に必要な説明を事業者が行ったかどうか、という説明義務の問題に先送りされる。そして、そこでの判断で、事業者の説明が顧客の具体的な理解と理解を得る程度に達していなければ説明義務違反とする。

しかし、事業者が顧客に対して具体的商品リスクについての説明義務を尽くしたと評価されれば、実際に顧客が具体的な商品リスクについての理解や理解に達していなくとも、説明義務違反は問われないという難点がある。

Ab-Bb型は、顧客に知識適合性が認められるかどうかと、事業者が説明すべき商品リスクの内容と具体性を、同一内容・同一レベルで捉えるものであり、Aa-Bb型の上記難点は回避できる。

ところで、事業者にとっては、説明義務の内容、程度は自己の領域の事柄であり従業員教育を通じてコントロール可能であるところ、顧客の商品リスクの理解は顧客側の事情であり事業者の認識可能性はない。これからすれば、商品リスクについての顧客の具体的理解・理解が存しないことを理由に、それにより顧客に生じた損失リスクを負担すべきとすることは事業者にとって酷であるとの批判があり得る。

商品リスクに関する顧客の理解・理解が事業者にとって認識可能であるかは、適合性原則上の事業者の義務をどのような内容と捉えるかに関わる。適合性原則が不適合顧客に対する勧誘禁止だけでなく、適合性判断の前提として対象商品のリスク理解・理解について調査義務、適合性判断義務を含むと解すべきことは、わが国と同様の適合性原則について定める2007年施行のEUの金融商品販売指令(MiFID)やこれを国内法化したEU諸国の金融商品取引法令、米国の業界(FINRA)の自主規制規則やその規制通知、SECの解釈等に照らせば明らかである。

なお、MiFIDは、適合性原則とともに適格性ないし適切性原則(Appropriate Rule)を置き、顧客が不適合と判断されるにも関わらずなお取引

の受託を求める場合の、警告義務、調査義務を定める（村本、2006）。わが国でも、適合性判断のための顧客属性調査、あるいは事業者の説明義務の範囲や内容、程度の必要性調査のために、顧客の具体的属性についての調査義務を求める裁判例も少なくない。

事業者が、顧客の取引適合性の存否判断の時点で顧客が実際に対象商品の具体的リスクに理解を欠くことについて事業者に認識可能性があることになる。適合性判断、説明実施の要否判断に必要な顧客調査を事業者が懈怠したとすれば、それにより、顧客が取引に不適合であるとの推定を働かせてよい。この場合に、不適合と判断すべき顧客に対し取引を勧誘する場合には、事業者が適合性原則違反の責めを負うとすることに合理性があるように思われる。Ab-Bb型が妥当である。

VI. 商品リスクと経験適合性

1 リスク管理情報の理解

顧客が、仕組商品のリスク管理に必要な知識や情報を得る手段は、概念上は、学習と推論によるものと実際の経験を通じた帰納によるものとに区別できる。

仕組商品を含め、個別の金融商品に含まれる個々のリスク要因が期間損益（利回り、利鞘）にどのような影響を与えるのかを、「手触り感」を持って把握することの重要性は、つとに指摘される場所である（橋、2009）。裁判例にも同様の指摘をするものがある（前掲大阪地判平24・12・3）。

前掲のとおり、顧客が仕組商品の仕組から個別のリスク特性とリスク要因を分析し、それぞれが商品の価値にどのような影響を及ぼすかの理解は、商品の一般的な価格変動、信用、流動性リスクの理解とは、そのレベルを異にする。これに関して、前掲裁判例が指摘するような「実感を伴って」

の理解とは、どのようなものをいうのか。それは、どのようにして得られるのか。

2 「理解」の意義

2.1 認知心理学

認知心理学は、人の理解過程を情報処理モデルで説明する。これは人の認知を、情報を符号化し、貯蔵し、必要に応じて検索・利用する一連の情報処理過程と捉える（無藤ほか、2004）。

認知心理学で、「理解」に近い概念に「認知」(cognition)がある。認知とは、外部の対象や事象に関する情報を『後天的な知識・記憶・学習』の影響を受けて理解する過程をいう。これに対するものが知覚 (perception) で、目・耳・鼻・舌・皮膚の感覚器官から直接的に情報を摂取する過程をいう。認知は、後天的な学習活動や記憶内容、知識水準の影響を受けたものである点で、それと無関係な知覚よりも、高次な情報処理過程である。

2.2 知識のカテゴリー化・プロトタイプ化

認知心理学は、人の認知資源には限りがあるとし、認知のプロセスを次のように説明する。まず、認知資源を可能な限り使わず、大量の情報を処理するために、外部の事象についての「カテゴリー化」を行う（「認知的経済性」）。これは、対象を特定の概念に対応付ける認知過程である。このプロセスを経ることで、人は、知識を使い「最小の理解的努力で最大の情報」を得ることができる。また、人は経験により典型的な表象（「プロトタイプ」）を形成し、カテゴリー化はこのプロトタイプを用いて行われるとの考え方がある（フランクスとブランフォード、1971、「プロトタイプモデル」）。プロトタイプとは、ある概念を考えたときに通常思い浮かぶ典型事例である。

これに対し、人はプロトタイプを抽出するのではなく、経験した個別の事例について情報を記憶しており、目にする新しい刺激が、記憶にある情報とどれほど似ているかに基づいてカテゴリー判断を行うという考え方がある（「事例モデル」）。ただ、これらは二者択一ではなく、いずれが適切であるかは状況により、記憶すべき事例数が少なければ個別の事例情報に基づき、事例が多ければプロトタイプ情報に基づいてカテゴリー化が行われる（箱田ほか、2010、176）。

2.3 「実感を伴った」理解

以上は、人が知識を使い「最小の理解的努力で最大の情報」を得ることができるためには、知識の「カテゴリー化」を必要とする考え方である。これによれば、人が学習等で記憶した知識、あるいは経験により「プロトタイプ化」された知識を使用することにより、少ない認知資源で大量の情報を処理することが可能となる。

リスク管理には、リスク認識、リスク評価、実行とリスク再評価が必要であることは前述のとおりである。顧客が仕組商品のリスクを管理するについて、個別リスク要因が商品価格に与える影響を理解するためには、商品の仕組が複雑であればあるほど、膨大な知識や情報が必要となる。これを限られた人の認知資源で処理するためには、まず、個々のリスク要因についての知識や情報の取得と理解が求められる。次に、リスク要因が価格にどのように影響するかについての統計的・確率的な予測に関する知識や情報を得る必要がある。これは予測結果に対するストレステスト情報も含む。複雑なリスク構造を持つ仕組商品についてリスク管理に適した知識や情報を理解し、取引に応用するためには、わずかな概念的、経験的取引事例からの理解で足りず、一定量の取引経験を通じて形成された経験則を含む「プロトタイプ」を用いることが不可欠である。

仮に、顧客に、そのような経験がないとすれば、リスク要因の商品価格

への影響について把握し、理解するためには、すなわちリスク評価・再評価を行うためには、擬似的経験であるシュミレーションとそれにより得られた情報の確度の検証であるストレステストが必要となる。

これにより、顧客のリスク管理に関する知識や情報は、実際の取引過程で生じるさまざまな事象（例外的なものも含め）に速やかな応用が可能となる。

仕組商品リスク管理に関する知識や情報の「実感を伴った」理解とは、このような取引経験、あるいは擬似的経験を通じて得られたプロトタイプを参照点として利用することにより得られる「理解」といってよい。

これは、適合性原則の考慮要素である「経験」の理解について、再考を促すものである。顧客の具体的な仕組商品の適合性判断に際し、従来の裁判例における取引「経験」の捉え方は、一般の債券や株式経験で足りるとするものから同種取引の経験を要するものまで多様である。しかし、上記の理解からすれば、リスク管理に関する経験適合性とは、それに必要な知識や情報のプロトタイプ化と、プロトタイプを通じた取引処理のカテゴリー化のプロセスであり、それについて「有用な経験」をいうに他ならない。

仕組商品のリスク管理に関する顧客の理解は、商品構造やリスク特性それ自体の事実に関するものと、個々のリスク要因が商品の価値に及ぼす影響、評価予測に関するいわば評価に属するものに区分できる。

前掲東京地判平25・7・19は、経験則に関する理解について触れる。判決は、「被告担当者のAは、勧誘にあたって、ロックインすることすらないだろうという相場観を述べて原告を安心させ」と認定し、顧客の樂觀バイアスが利用、助長されたことを指摘した上で、事業者の説明義務の内容・程度に関する規範を論じる文脈で次のように指摘する。

判決はまず、「オプション取引のリスクの特性及び大きさを金融工学の専門家として熟知している証券会社である被告及びその従業員は、オプシ

オン取引の経験がない一般投資家に過ぎない原告に対し、実質的にプットオプションの売り取引による損失リスクを負担させる金融商品を勧誘するにあたっては、金融工学の常識に基づき、他の金融商品とは異なるオプション取引のリスクの特性及び大きさを十分に説明し、なければならぬとして、顧客による商品特性、リスク特性の理解に必要な説明を事業者に求める。

次に、「そのようなリスクの金融工学上の評価手法を理解させた上で、オプション取引によって契約時に直ちにしかも確定的に引き受けなければならない将来にわたる重大なリスクを適正に評価する基礎となる事実であるボラティリティ（変動率）、ノックイン確率ないし確率的に予想される元本毀損の程度などについて、顧客が理解するに足る具体的で分かりやすい説明をすべき信義則上の義務があった」とする。

ここでの説明義務の対象は、商品の構造やリスク特性ではない。リスク要因が商品価格にどのような影響するかという、予想される価格の変動幅予測に必要な、「ボラティリティ（変動率）やノックイン確率ないし確率的に予想される元本毀損の程度」を、事業者の説明義務に含める。

仕組商品取引の経験のない顧客については、少なくとも、取引に先立ち、同種の仕組やリスク商品の取引を実感させるような擬似的体験、すなわち、仕組商品のボラティリティの変動、それが担保評価、追加担保の必要にどのように影響するかシミュレーションを示し、その実感的理解が得られるまで具体的な説明が求められるというべきである。その程度は、経験適合性の要請に照らして検討されるべきことになる。

2.4 「有用な経験」

仕組商品取引のカテゴリー化を行うに際し、(α) そのための事例サンプルが少ない場合には顧客において迅速かつ適格な取引判断を行うために必要な知識や情報のプロトタイプを形成できず、これによる処理をカテゴ

リー化することはできない。次に、 (β) 取引サンプル数が足りていたとしても、それが対象の仕組商品とは仕組やリスク特性が異なる場合も、リスク管理に関する知識のプロトタイプ化、それを適用した処理のカテゴリ化には至らない。他方、 (γ) 同種取引の経験がある場合でも、利益に終わったものが多い場合などバランスが悪い場合には、リスク管理に関する知識のプロトタイプ化に歪みが生じ、その適用である処理のカテゴリ化を誤ることがある。

以上からすれば、仕組商品のリスク管理に「有用な経験」とは、対象商品に仕組みやリスク特性が類似した⁴⁰⁾、損益のバランスのとれた一定回数・数量の、取引「経験」ということになる。

オプション取引を行うために、株式等の経験では足りないとしたものに、海外オプションに関する東京高判平25・9・12（裁判例集未掲載）がある。判決は、「オプション取引は極めて危険性が高い性質の取引であるということができ、株式や投資信託とはその仕組みやリスク等が根本的に異なるものというべきである。したがって、一般の株式等への投資経験の有無によってオプション取引の適格性について有意な差違を設けることは適切ではな」と述べる。

3 事業者の説明と経験適合性

しかし、上記のような経験適合性が認められる顧客は、概念上は想定しえても、実際にはほとんど存在しないといってよい。

顧客が、実際の取引経験を通じた、適切な「経験適合性」を備えない場合、すなわち、一定回数・数量の同種仕組・リスク取引の経験や、それがあってもバランスに欠ける場合には、このような不都合（経験不適合性）を補完する、説明が求められるというべきである。

具体的には、擬似的経験であるシミュレーションやストレステストについての事業者の説明で、取引回数・数量の不足は、経験した取引の balan

スの悪さを是正するしかない。

そのような説明が、事業者により適切になされない場合、経験がないか不適合な経験しか有しない顧客に対する勧誘は、「経験不適合者」に対するものとして、適合性原則違反となる。これは、当該商品の一般的リスクについて当該顧客に知識があるか、それを理解しているか、とは関わらない。

VII. 仕組商品リスク理解とバイアス

1 問題の所在

顧客は、仕組商品のリスク管理に関する知識を取得し、取引経験を積む過程で、さまざまなバイアスに晒される。顧客は、このようなバイアスの影響により「頭では分かっている、それに従った判断や行動ができ」ず、合理性から逸脱した判断を行うことも少なくない⁴¹⁾。

このようなバイアスは、顧客に、商品のリスク管理に必要な知識や情報の評価を誤らせる。このようなバイアスに影響された顧客には取引適合性があるといえるのか。顧客のバイアスは事業者による説明、指導、助言により排除、是正が可能であるのか。また、そのような排除、是正義務が事業者にあるのか。

以下では、顧客の仕組商品リスク管理に関する知識や情報の理解プロセス、取引に際して顧客が陥りやすいバイアスを概観し、その排除や是正がどのように可能かについて検討する。

2 バイアス誘導

一般の投資顧客にとって、リスク管理に必要な情報を収集や、その理解には困難を伴う。事業者は、顧客に対して勧誘する場合以外の、商品説明や、助言や指導の段階でも、顧客のバイアスを働かせるような、さまざま

なプライミングによる印象付けやフレーミングによる枠付けを用いる。

仕組商品やデリバティブ取引に関する顧客のバイアスと事業者の利用は、次の裁判例の事実認定上で認められる。

2.1 一般的なバイアス誘導

α. 前掲静岡地判平 25・5・10

判決は、商品の勧誘に際し、「担当社員が、仕組債1が公益法人向けのものであり、多くの学校が購入し、地方公共団体も購入していると話し」た事実を認定し、これを「リスクの判断を誤らせるおそれのある発言をした」との判示に繋げる、これは、商品のリスク性を誤認させるものであると同時に、顧客に「同調バイアス」（「社会的証明と同調」原理）を惹起し、購入のハードルを下げる役割を果たす。

β. 大阪地判平 24・5・22（金判 1412・24、セレクト 42・177）

仕組債（株価リンク債）に関する事例である。判決は、事業者従業員が、リスクに関して十分な説明を行わなかったと認定した上で、「顧客らとしては、顧客ら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」や、「被控訴人証券会社担当社員の「リスク回避」「株式より有利」といった言動」を用いたとの認定をしている。これは事業者が大手証券会社であるとの「社会的信用バイアス」、専門業者の販売であると「権威性バイアス」を利用したものといえる。判決は、これを「顧客の思い込みや轻信」としているが、むしろ一般顧客に通常生じるバイアスといってよい。

2.2 仕組商品の特性に関わる事業者によるバイアス誘導

オプションは、リスクレス＝ヘッジと呼ばれる一種の裁定取引である。その合成ポジションの生み出す利益が、割引率（≒無利子危険率）に一致するはずとするのがブラック＝ショールズモデルである（渡辺、2008）。デリバティブでは、リスクに比して利子＝クーポン等が有利（＝無リスク

で利益が取れる) という事態は生じない。デリバティブの価値は、無リスクで儲かるような裁定が起きないように＝「リスクを調整して儲かっている」という状態が起きないように計算されている(山崎、2012)。

しかし、先にプレミアムを顧客に渡す商品特性から、顧客は安全で有利な商品という認識を抱きやすい。事業者はこのようなオプションの商品特性の印象付けであるプライミングを行ない、これを強調することで顧客のバイアスを惹起するケースが少なくない。

α. 東京地判平 17・7・22 (セレクト 26・223)

平均株価オプションに関する事案である、判決は、オプション取引の特徴を検討した上で、「オプション取引は、金融工学等に基づいて構築された極めて複雑難解な仕組みとなっており、その仕組みを十分に理解することなく、あるいは、関連情報の収集分析能力を備えていない者が取引を行う場合には、もっぱら直感的な相場見通しを手掛かりとして、リスクの限定や回避を講じることなく、損失の可能性に対し無防備な取引を行い、その結果、予期しない多額の取引差損、手数料損等の損失を受ける可能性が少なくない」と指摘する。

これは、顧客が商品知識に乏しい場合に、権威性バイアス、事業者からの示唆情報をアンカーとした相場見通しを行いやすいバイアス(アンカリング)が利用された例である。

知識や経験のない仕組商品の取引に際し、顧客が陥りやすいバイアスに、初頭効果がある。これは、与えられた初期情報の過大評価である。投資者にとって新規の金融商品の理解・理解やリスク評価については、商品の特徴からの推論や、事業者の説明に依存する。

前掲東京地判平 25・7・19 は、プットオプションの売りのリスク性につき、損失が無限に拡大するという点のほか、更に重要なものとして、先にオプション料を取得し、損失をあらかじめ負担しないため、オプション取引の損失リスクの大きさが分かりにくい点を挙げる。これに、先にプレミ

アムを受領する商品特性が相まって、顧客は安全で有利な商品という認識を抱きやすい。理解に関する頭書効果は、最初に提供された価値的な情報は、その後に異なる価値的情報の提供を受けてもこれを容易に打ち消さない（初頭効果、初頭バイアス）。

β. 東京高判平 23・10・19（セレクト 41・50）

商品は仕組債（株価リンク債）であり、その特性は（1）東証マザーズ指数に大きな下落（当初指数値の45%以上）がなければ元本満額の償還がなされるが、それがあれば、東証マザーズ指数値の下落率よりも大きな元本欠損が生じ、（2）東証マザーズ指数が一定の範囲（当初指数値の80%以上105%未満）を維持すれば年率10%の利息が得られるが、各利払日ごとの基準日に当初指数値の105%に達すれば早期償還がなされ、以降は利息を受受できなくなり、80%未満になった場合の受取利息は年率0.1%に急減するというもの。

判決は、「……ノックイン事由が生じた場合の元本毀損のリスクは大きなものがある反面、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て、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」とし、これを販売商品として扱う金融商品取引業者等には、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判示。

これは、「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」がアンカーとなり、顧客に「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」という調整がなされるアンカリングの作用を認定した例である。

γ. 大阪地判平 23・12・19（金判 1385・26、セレクト 41・80）

商品特性は、大手商社株式のプットオプションの売りが組み込まれ、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。

リスク特性は、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、本件仕組み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と認定。

判決は、顧客にする説明について次のように認定する。「三菱商事株の上昇見込みを根拠とする早期償還の可能性が大きいことを前面に押し出し、その場合の利率の有利性を専ら強調することによって、初めてEBを買い付ける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しまい、これらが現実に顕在化し、実際に損失を被る危険性を認識することを困難にするものとなっていたこと、「最悪でも三菱商事の株式で償還される」ことを繰り返し告知することによって、満期には株式を取得できるとの見通しが強く印象に残り、三菱商事の株価が回復する可能性が大きいとの見通しと結びついて、早期償還にならない場合についても一定の配当を受け取りながら株価の回復を待つて元本の毀損を回避することが可能であって、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ないし考慮する意識を希薄にさせるものであったこと、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、担当社員は新規公開株の売買で短期間に利益を出すことにより顧客を信用させ、この実績を見本にして原告を翻意させたこと。」

原資産証券事業者の信用性の高さから、発行体のリスクについての評価誤認を齎した事案であるが、事業者により発行体のへの信頼＝社会的信用バイアスが惹起され、そのバイアスが利用されたほか、「新規公開株の売

買で短期間に利益を出した」点で一般的な返報性バイアスの惹起と利用がなされたケースである。

3 顧客バイアスの是正・排除

顧客に同種商品の取引経験が無かったり、経験サンプルが少ない顧客については、楽観的な価格情報は顧客にとって「アンカー」の役割を果たす。顧客が、商品の時価や将来の価格の上げ下げに関する見通しについて十分な知識を備えていなかったり、価格の上げ下げの幅に関しての確率計算の手法についての知識や、それを活用する能力や経験がなければ、事業者の提供情報を基点にして、取引判断を行いがちとなる（アンカリング、利用可能性バイアス、権威性原理など）。

このような経験適合性に欠ける顧客は、対象取引のリスク管理に必要な、当該取引にカスタマイズされた知識や情報のプロトタイプ化、それを適用しての取引のカテゴリー化をなしえない。この場合、参照対照のサンプル取引の不適合、参照サンプル数の欠如・不足により生じるバイアスを免れない。顧客が、対象取引について、前掲のような経験適合性を備えることは、以上バイアスを排除するに有効、適切である。顧客に対し、対象取引のリスク管理に必要な知識や情報のプロトタイプ化、取引処理のカテゴリー化に必要かつ十分な知見を提供することで、上記のような顧客バイアスの排除、是正が可能である。

次に、事業者は、顧客の合理性に欠ける判断を覚知することで、顧客がバイアスに晒されている事実を認識できる。事業者は、それがどのようなバイアスであるか、どのような助言や指導によりそれが排除・是正可能であるかについての知識、ノウハウを、多数顧客からの長年にわたる取引の受託を通じて保有しているはずである。そうであるとすれば、事業者には、バイアスによる顧客の不測の損害を回避させる信義則上の義務として、顧客のバイアスを排除する助言すべき義務があるといえよう。

VIII. おわりに

本稿では、事業者が仕組商品に含まれるリスクの管理に必要な知識・情報を顧客に開示すべき義務をどの範囲でどの程度負担するのか、顧客に知識・経験適合性があるといえるためには、これらリスク管理に関する顧客の知識・情報についてどの程度理解している必要があるのか、理解に伴い生じるバイアスの排除・是正は顧客の取引適合性にどのように影響し、事業者はこれに対処する義務があるかについて検討した。

顧客が対象商品の適切なリスク管理ができなければ、損失の発生は避けられなくなる。仕組商品のリスク管理を行うためには、商品特性とそのリスク特性を把握するほか、個別の対象商品が含むリスク要因がその価格にどのように影響するかの知識や理解が必要である。

顧客が、対象商品のリスク管理に必要な知識や情報を実際の取引に活用するためには、これら知識を「実感を伴って」「手触り感をもって」理解する必要がある。知識・情報の汎用化、プロトタイプ化の作業が求められるが、そのためには、同種の仕組・リスクを備えた商品についての取引経験が不可欠である。顧客に経験がない場合には、少なくとも、リスク管理に関する知識や情報のプロトタイプ化に適した、リスクシナリオ、リスクシミュレーションの提供と実施が求められる。

対象商品のリスク管理に関する知識・情報の理解が求められる程度に達しなければ、そのような顧客への勧誘は適合性原則違反となり、事業者の説明がその程度に至らない場合には説明義務違反となる。

顧客がリスク管理に関する知識や情報を理解する過程では、商品特性、リスク特性に応じたバイアスが生じる。顧客の取引判断の適正に影響を及ぼすバイアスについては、事業者がそれを排除、是正する義務があるが、そのためにリスク管理に必要な情報を提供し、取引のシナリオやシミュレーションを呈示し、実施により、リスクの程度を実感させることは有用で

ある。

以上

註

- 1) 渡辺は、裁定取引業者が既に裁定取引を行っている可能性を指摘し、一般投資家が証券の理論価格を知っていても利益を得ることはできない一方、理論価格を知らなければ確実に損をすると指摘する（渡辺、2008）。
- 2) フューチャー取引は、先物取引に当たる。フォワード取引が相対取引であるのに対し、フューチャー取引は取引所取引である点で異なるが、取引の仕組みはほぼ同じである。
- 3) スワップ例に、金利（固定金利と変動金利）や通貨（円と外貨）を交換する取引があるがこれに限られない。ちなみに紹介例では、金利が低下したときに受取り子が増加する（逆に金利が上昇すると受取利息が減少する）ような仕組債を作ることができる。オプションとは、あらかじめ約束した価格で、一か月後、一年後など将来に売ったり買ったりできる権利をいうが、株価があらかじめ定められた価格を下回ったときに、この権利が行使され、償還金が減額するような仕組債もある（日本証券業協会ウェブサイト）。
- 4) 会計上は、キャリー益（インカムゲイン）や償還益、売却益（キャピタルゲイン）といった項目の入れ替えを可能とする（杉本、石川、1996）。
- 5) 同一期間の取引では一般的に、元本部分に仕組があるタイプは、債券のキャッシュフロー中の元本比率が高いことから、クーポン部分に仕組みがあるものに比べてリスクが大きい。但し取引期間によっては、これは当てはまらない。
- 6) 金利スワップなどが組み込まれ、金利低下時にクーポンが上昇する変動利付き債。
- 7) クーボンスワップなどが組み込まれ、クーポンが外貨建てで支払われる外債。但し、先渡しやオプションを組み込むものはいくらでもある。
- 8) スワップが組み込まれ、クーポンに上限がある変動利付き債。

- 9) 為替フォワード（為替先渡し、為替予約）が組み込まれ、償還元本が外貨建てで支払われる外債。但し、クーポンにオプションを組み込むものも大量に発行されている。
- 10) 個別株オプションが組み込まれ、債券の満期に対象株価が基準価格を下回れば元本償還が株式で行われる債券。
- 11) 日経平均オプションが組み込まれ、日経平均が債券満期時一定水準を下回れば償還元本額が株価指数に連動する債券。
- 12) FX ターン債は、一般に早期償還部分については「オプションの買」、満期償還部分はスワップ（ないしオプションの売と買の組み合わせ）を組み入れた商品であると説明される。しかし、どの商品を誰が購入するかでその商品性は異なる。
- 13) 対象となる金融指標（株価指数）がロックイン価格以下に下落し、かつ、償還時の指数が当初の指数より下落していたときは、その下落率の2倍の割合で損失が生じる仕組をとるもの。
- 14) 但し、資産の価格には0円の下限があるので、実際は、損失はその範囲にとどまる。
- 15) 為替予約は将来の決まった期日にある通貨を決まった値段で買うか、売る予約をいい、あたかも「通貨」取引そのものに見える。視点を変えれば売り買いの対象となるのは「為替レート」という原資産から派生したデリバティブである。なお「為替予約」は、相場が、取引を行う者にとって不利な方向に動いても予約内容に従い、決済しなければならない点でオプションとは異なる。
- 16) たとえば、1億円を元本とし、XとYとの間で1%の固定金利とTIBORによる変動金利を5年間交換するとすれば、YからXへは毎年1億円×1%である100万円が、XからYに毎年1億円×その時点でのTIBOR（1年ものTIBORが1.2%であれば120万円）が支払われる。これは想定元本に対する金利の交換であり、現実にXがYから1億円を借り入れする必要はない。これによりXは1億円をTIBOR金利（変動金利）で1年ごとに調達し、5年間1%の固定金利で運用すると同じ経済効果を、元本の借り入れなしに行うことができる。これは、Xにおいて変動金利が下落するという予測に基づく。予測通りに1年後に0.8%、2年後に0.5%へと低下した場合、毎年

の受取は固定金利の1%で100万円と変わりはないが、支払いは1年後には80万円、2年後には50万円と、2年間で合計70万円の収益が上げられる。しかし、変動金利は1年後に1.2%、2年後に1.5%へと上昇すれば、受取額は変わらないものの、支払額は1年後には120万円、2年後には150万円、2年間で合計70万円の損失が出る。

- 17) 他の変動要因として時間的価値、利子率などがある。
- 18) 権利行使価格が1000円のコールオプションで説明すると、株価が、権利行使価格以下のとき、コールオプション（一定価＝権利行使価格）の本質価値＝株価と権利行使価格との差＝はゼロである。しかし、株価が1000円を超えて上昇すれば、株価と権利行使価格との差額分の価値（本質価値）が生じる。この場合、本質的価値は、株価が1100円になれば100円、株価が1200円になれば200円となり、原資産をはるかに上回る変化率を示す。これがレバレッジ特性であり、オプションが価値を持ったときに払い込まれる権利行使価格が「てこ」の支点の役割を果たす（渡辺、2008）。
- 19) 事業者側から、仕組債は、仕組が複雑になればなるほど、仕組みの開発者の手数料が仕組債の購入価格に間接的に織り込まれることになるとの指摘がなされる（野村証券、2010）。松尾（2009）も同様に、仕組債を「不真面目な金融機関による仕組まれ債」と呼称し、「とくに『先端的な商品』『決算対策の商品』『デリバティブ取引』の提案は、たんなる手数料の塊に過ぎない可能性がある。」と指摘していた。
- 20) 志谷（2012）は、商品のリスク特性から賭博性に言及する。
- 21) 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（野村証券、2010）。
- 22) リスク管理を行っても損失の発生リスクは依然として残存する。渡辺（2008）は次のように指摘する。オプション価格の算定方式一つであるブラックショールズモデルは、投資対象の上げ下げの割合に応じて10%を投資

する定率法採用するが、これによれば、証券価格の収益率は、対数正規分布を取る。その特徴は、収益率の平均値が、常算術平均（収益率の単純平均）よりも左側に位置する、すなわち平均的に収益を上げている投資者よりも平均的に損失を蒙っている投資者が多いことを示す。証券投資には配当が存することから、長期的にはプラス・サムであるとしても、短期的に見れば配当の存在はほとんど意味をなさず、ゼロ・サムと書いてよい。上記の結果は、多数の損失投資者と少数の大勝ちする投資者がいることを示す。勝者、敗者の分岐は、リスク管理を行ったかどうかにはかかわらない。

- 23) VaR は、統計的手法を使って、市場リスクの予想最大損失額を算出する指標をいう。市場リスクの管理手法の一つで、現在保有している資産が、一定の期間と信頼区間のもと、マーケット（株価・金利・為替など）が予想と反対の方向へ動いた場合に、絶対金額としてどの程度損失が出るのかを統計的に算出する指標である。一般に特定の保有期間は、1日をとって測定し、それを月単位で合計し、平均値を算出する。これを活用することで、保有資産の値下りが最悪の場合に、その金額がどの程度になるかを認識することができる（iFinance、金融経済用語集）。
- 24) リスク要因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、VaR を算出するもの。
- 25) 乱数を利用して、繰り返しボラティリティなどのリスク要因の予想値を生成するもので、そのリスク要因の予想値を利用して、資産の予想価値を算出し、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から VaR を求める。
- 26) 過去のリスク要因を利用して、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から VaR を求める。
- 27) 人間が意思決定する項目と不確実要素を、論理的かつ時系列的に繋げていく分析法である。起こりうる幾つかの選択肢に分類し、各選択肢の末端での価値を算出する。
- 28) これら手法には、それぞれ長所、短所が指摘される。しかし、各手法は、必ずしも択一関係にはなく、意思決定の場面に応じて併用することが有効であるとされる（澤田ほか、2002）。

- 29) オプション・プレミアムの算出に用いられる代表的なモデルで、株価、権利行使価格、ボラティリティ、残存期間、金利、配当利回りの6つの値からオプションの理論価格を算出する。まず、各瞬間でオプションの価格変動リスクを完全にヘッジするダイナミック・ヘッジの戦略を考え、オプションとこのヘッジ・ポジションからなるポートフォリオのリターンは、裁定取引の存在によって無リスク資産のリターンと同一になるという関係を用いて偏微分方程式を求め、オプションの満期日のペイオフを境界条件としてこの偏微分方程式を解き、オプションの理論価格を導びく（証券投資用語事典）。
- 30) http://www.ffr-plus.jp/material/pdf/0004/market_risk_management_01.pdf
- 31) ファンダメンタルズの変化が商品価格に反映する際に生じるファンダメンタルズ・ボラティリティと、ファンダメンタルズが証券価格に反映する際に、情報を持たない投資家（ノイズトレーダー）が価格に関与するために生じるエクセス・ボラティリティがある。
- 32) リスクの大小は、リターンの値の平均からのバラツキで評価される。平均からの乖離は偏差と呼ばれ、その平均はどのような場合でもゼロとなることから、この偏差を2乗した値である「分散」の平方根をとった「標準偏差」がバラツキの尺度として用いられる（野村証券、2010）。
- 33) 前提（シナリオ）と結果（リスク量）の関係が明確ではあるが、前提（シナリオ）が実現する確率は不明である。
- 34) 松尾（2009）も同様に、仕組債を「不真面目な金融機関による仕組まれ債」と呼称し、「とくに『先端的な商品』『決算対策の商品』『デリバティブ取引』の提案は、たんなる手数料の塊に過ぎない可能性がある。」と指摘していた。
- 35) 金融庁は、このような規制の背景として、「一部のデリバティブ取引に類するリスク特性をもった複雑な商品が、多額の資産を有さず、高度な理解力も有していないと思われる高齢者に販売され、想定外の大きな損失を被った、等の苦情が、消費者団体等に多数寄せられていること」を挙げる（金融庁、2011）。
- 36) 1999（平成11）年7月「金融検査マニュアル」ほか金融庁（2005、2010、2011など）。

- 37) 群馬銀行は、「ぐんぎん為替特約付外貨定期預金」について、「本取引において想定される最大損失額について」と題し、具体的な例を挙げ、損失計算結果をウェブサイト上で公開している。<http://www.gunmabank.co.jp/kojin/unyo/gaika/gaika2.html>
- 38) 報告書は、2008年のリーマンブラザーズ社倒産を契機とした世界的金融危機を踏まえ出された。IOSCOの従前のスタンスは、主として顧客への情報開示に焦点を当てるものであったが、金融危機が顕在化する以前の段階で、IOSCOの下に組織されたジョイント・フォーラムは、銀行、証券、保険事業者等による金融商品・金融サービス販売に際しての顧客適合性を分析した報告書を公表している。これは、世界の90金融機関による、顧客商品適合性や不当販売によるリスク管理の実情が調査された。
- 39) その結果、複雑な金融商品の一部またはすべてが、特定の顧客に概ね適合しないか、適切ではないとの情報が得られたとされる。
- 40) 米国証券業者の自主規制団体であるFINRAは、仕組商品は、オプション口座を有する場合に限るべきとしている（村本、2009）。
- 41) これは、事業者ガイドからも指摘されるところである（野村証券、2010）。

[参照文献]

- 金融監督庁（1999）「金融検査マニュアル」（平成11年7月1日）
- 金融庁（2005）「中小・地域金融機関向けの総合的な監督指針」（平成17年12月22日）
- 金融庁（2010）「平成22年9月13日付で金融庁から公表された「デリバティブ取引に対する不招請勧誘規制等のあり方について」
- 金融庁（2011）「協会の投資勧誘、顧客管理等に関する規則第3条第3項の考え方」平成23年2月1日
- 志谷匡史（2012）「デリバティブ取引に係る投資勧誘の適法性」旬刊商事法務1971
- 証券取引等監視委員会（2005）「証券検査監視マニュアル」
- 松尾直彦（2009）「『貯蓄から投資へ』構想の評価と展望」
- 村本武志
- （2006）『金融商品取引被害救済の手引き [五訂版]』民事法研究会

- (2009) 「米国における仕組み商品の販売待従規制」 消費者法ニュース 80
- IOSCO (2013) Suitability Requirements with respect to the Distribution of Complex Financial Products
(経済学系)
- 池森俊文 (1996) 「金利リスクの統合管理について」 日本銀行金融研究所・金融研究 15・4、<http://www.imes.boj.or.jp/research/papers/japanese/kk15-4-3.pdf>
- 内村善彦、中村毅史 (2009) 「VaR の活用と留意点② VaR とストレステスト」 日本銀行金融機構局高度化センター、http://www.boj.or.jp/announcements/release_2010/data/fsc1001a2.pdf
- 澤田美樹子、佐藤夕子 (2002) 「不確実下の意思決定のためのリスク分析手法」 日立TO技報 8、<http://www.hitachi-solutions-east.co.jp/products/giho/pdf/giho75.pdf>
- 橘朋廣 (2009) 「Ⅲ. 仕組商品投資に関するリスクの把握と管理」 (日本銀行金融機構局金融高度化センター)
http://www.boj.or.jp/announcements/release_2009/data/fsc0903a5.pdf
- 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』 きんざい
- 日本証券業協会 (2011) 「デリバティブ取引等に係る投資勧誘規制の見直しに伴う本協会規則の一部改正について」
- 野村証券投資情報部 (2010) 『証券投資の基礎』 丸善
- ツヴィ・ボディー、ロバート・マートン 『現代ファイナンス論 改訂版—意思決定のための理論と実践』；大前恵一朗 (訳) ピアソン・エデュケーション
- ベンジャミン グレアム、ジェイソンツバイク (2005) 「新賢明なる投資家上」；増沢和美、新美美葉、塩野美佳訳、PanRolling Benjamin Graham (1973)、The intelligence investor、<http://www.traderslogbook.com/ebooks/Benjamin%20Graham%20-%20The%20Intelligent%20Investor.pdf>
- 山崎元 (2012) 「複雑な条件設定は、売り手が買い手を騙すためのもの。必然手製の無いデリバティブ取引を駆逐しよう！！」 <http://gendai.ismedia>

投資取引におけるリスク管理と適合性試論

[jp/articles/-/32987](#)

(心理学系)

箱田裕司、都築誉史、川畑秀明、萩原滋 (2010) 『認知心理学』有斐閣
無藤隆、森敏明、遠藤由美、玉瀬耕治 (2004) 『心理学』有斐閣