

説明義務と適合性原則の系譜

桜井 健夫

概要 (abstract)

第1 説明義務の歴史—判例法理と金融商品販売法の制定・改正

- 1 ワラント弁護士・全国証券問題研究会と日弁連消費者問題対策委員会
- 2 「説明義務違反による不法行為」の判例形成（【裁判例1】東京高判平8・11・27）
- 3 ビッグバンと「流れ懇」「中間整理（第一次）」「日弁連意見書」
- 4 金融商品販売法案の国会審議
- 5 金融商品販売法の制定・改正
- 6 信用リスクの説明義務（【裁判例2】東京高判平13・8・10、【裁判例3】大阪高判平20・11・20）

第2 説明義務の現在

- 1 最高裁判決に見る説明義務
- 2 司法研究報告における説明義務
- 3 想定最大損失額の説明
- 4 顧客本位原則と説明義務
- 5 2023年金商法等改正法案における説明義務
- 6 仕組債取引の説明義務

第3 適合性原則の歴史—広がり

- 1 概要
- 2 証券取引法に規定された適合性原則
- 3 適合性原則と平成17年最判
- 4 金商法に規定する適合性原則
- 5 量的適合性の先駆（【裁判例4】東京高判平19・5・30）

- 6 量的適合性の定着—裁判例の紹介
- 7 合理的根拠適合性の明確化
- 第4 適合性原則の現在
 - 1 3段階適用
 - 2 顧客本位原則と適合性原則
 - 3 2023年金商法等改正法案における適合性原則
 - 4 仕組債取引と適合性原則

あとがき

概要 (abstract)

本稿は、証券取引訴訟の重要論点である説明義務と適合性原則について、上柳敏郎弁護士¹⁾の足跡など一次資料を中心に生成発展の歴史をまとめるとともに、現在の姿を2023年金商法等改正法案や仕組債訴訟等に焦点を当てて描いたものである。

第1 説明義務の歴史では、ワラント弁護士・全国証券問題研究会と日本弁護士連合会消費者問題対策委員会の活動から「説明義務違反による不法行為」の判例形成（1996年東京高裁判決など）までたどり（1991年～1997年）、引き続いて、日本版ビッグバン前後における「新しい金融の流れに関する懇談会」、金融審議会第一部会「中間整理（第一次）」、日本弁護士連合会意見書のやりとりを整理した（1997年～1999年）。制度的節目は、この後に来る金融商品販売法の制定（2000年）であり、同法では「説明義務違反による損害賠償責任」を規定した。その法案審議における参考人意見陳述を紹介して、同法では「説明義務違反による不法行為」の判例法理より説明義務の範囲が狭く説明の程度が形式的であることなど問題点を確認し、さらにその後の2006年改正で解消された問題点と残された問題点を切り分けた。そして、それと並行した時期（2001年、2008年）の、信用リスクの説明義務が争点となった判決を2件紹介し、それらが同法制定・改正の影響を間接的に受けながらも、「説明義務違反による不法行為」

1) あとがき参照。

の理論を深化させていった状況を解説した。

第2 説明義務の現在では、まず、「説明義務違反による不法行為」に関する最高裁判決、司法研究報告を紹介した後、2023 年金商法等改正法案における説明義務の扱いを解説した。最後に、最近増加している仕組債事件における「説明義務違反による不法行為」について検討した。

第3 適合性原則の歴史では、まず同原則が米国の証券取引規制にルーツを持ち、日本では、大蔵省通達「顧客本位の営業姿勢の徹底について」を経て1992 年に証券取引法に規定され、平成17 年最高裁判決によって、その違反は不法行為となることがあるとして民事責任との架橋がなされて、その判示内容を受けて翌年（2006 年）改正の金融商品取引法で、適合性判断の考慮要素として「金融商品取引契約を締結する目的」が追加された経緯を整理した。次に、その翌年（2007 年）の東京高裁判決が、適合性原則（顧客適合性）に関する最高裁判決を理解したうえで、過当取引の要件を認定して適合性原則に違反する一任取引であるとして適合性原則を量的適合性に広げたことを指摘し、その後の裁判における量的適合性の定着を示した。その少し後の2010 年から2015 年にかけて、欧米と日本において、合理的根拠適合性（商品適合性）が適合性原則に含まれる概念として明確になっている。

第4 適合性原則の現在では、3 段階適用（商品適合性⇒顧客適合性⇒量的適合性）の構造を確認し、販売段階の合理的根拠適合性について、日本証券業協会の自主規制規則等2023 年改正の内容を紹介した。最後に、仕組債事件における「適合性原則違反による不法行為」について検討した。

第1 説明義務の歴史—判例法理と金融商品販売法の制定・改正

1 ワラント弁護士団・全国証券問題研究会と日弁連消費者問題対策委員会

バブルが崩壊した1991 年、ワラント（新株引受権証券）に関する多数の相談を受けて、被害回復を求める訴訟（ワラント訴訟）を行う弁護士を立ち上げるため、会合が開かれた。上柳弁護士は米国ワシントン大学ロースクールで証券取引法等を学び、帰国した後だった。その会合を経て、東京の三弁護士会から十数名

が参加して、東京ワラント弁護士団（代表田中清治）が結成された。さらに、全国で相談が殺到したため、全国レベルで情報を交換し研究をする目的で、1992年、全国の弁護士有志により全国証券問題研究会が設立された。

そのころ、日本弁護士連合会消費者問題対策委員会でも証券取引被害への対応について研究を始め、その成果として1993年6月に『証券取引被害救済の手引』（日弁連）が発行された（執筆者：浅井岩根、上柳敏郎、木内哲郎、樺田寛一、近藤博徳、桜井健夫、鈴木義仁、武井共夫、三木俊博）。1994年1月には、その執筆者が中心となって訪欧調査（英・ルクセンブルグ・ベルギー）がなされ、SIB、ルクセンブルグ証券取引所、ユーロクリアほかを訪問して、1995年6月に『外貨建ワラント・投資勧誘規制訪欧調査報告書』（日弁連）が発行された。

2 「説明義務違反による不法行為」の判例形成

(1) ワラント訴訟

1991年から1994年にかけて、日本中でワラント訴訟が提起された。ワラントとは、特定の株式を決められた価格で一定期間（4年など）一定数引き受けることができる権利を表章した証券である。株式コールオプションの買いを証券化したものであり、ワラントを買うと株式コールオプションを買ったポジションに立つ。1988年、1989年の株価バブル期に証券会社がその仕組みを知らない顧客に勧誘して販売し、1990年以降、支出額全額を失うなどの損失が表面化した。

東京では、上記の通り東京ワラント弁護士団が結成され、1992年に集団訴訟を提起した。訴状では、説明義務違反による不法行為を請求原因の一つとして掲げた²⁾。数十名の原告が集まって一つの訴訟を提起したが、東京地裁は被告となった証券会社ごとに分けて調停に付し、多くはその調停の段階で合意し終了した（一部は訴訟に戻り、請求棄却となった）。

2) 説明義務は、それまでの裁判例では医療行為、不動産取引などで論じられてきた。証券取引において説明義務が論じられたのは、この時期の一連のワラント訴訟が最初であると思われる。労働関係では安全配慮義務が議論となっており、説明義務の内容に影響を与えている可能性もある。古くは、ローマ法の *caveat emptor*（買主注意せよ）の原則を1929年米国証券法が「売主も注意せよ」に修正したことともつながる。

(2) 説明義務の基本判例 東京高判平 8・11・27

集団訴訟提起後の相談者について、1994 年、東京ワラント弁護団の有志で「94 ワラント弁護団」³⁾を作り、同様の訴訟を提起した。その内の 1 件が、説明義務違反についての有名な判示が含まれる次の判決である。

事案は、定年退職後の 60 代男性が、証券会社の担当者からワラント取得を勧誘され承諾したところ、価格が下がって無価値となってしまったというものである。一審は請求棄却であったが、1996 年の控訴審判決は、次のように判示して請求を一部認容した（過失相殺 3 割）。

（以下、この判決を平成 8 年東京高判という）。

【裁判例 1】東京高判平 8.11.27（判例時報 1587 号 72 頁）

一般に、証券取引における市場価格は、証券発行会社の業績や財務状況のみならず、証券市場を取り巻く政治的、社会的、経済的諸情勢に関わる複雑かつ多様な要因によって形成され、変動していくものであり、その確実な予測は本質的に不可能なものであるから、証券取引に関し、証券会社ないしその使用人が投資家に対して提供する情報ないし利益やリスクについての判断も、本質的に不確実な要素を含んだ将来の見通しにとどまるものといえる。したがって、投資家が、その取引による利益やリスクについての証券会社ないしその使用人が提供する情報や判断に依拠してある証券取引を行おうとする場合においても、基本的には、投資家自らが、その取引による利益やリスクについて判断し、その責任において取引を行うか否かを決すべきものであることはいうまでもない。

しかしながら、証券会社は、証券取引法に基づいて、監督行政庁より免許⁴⁾を受け証券業を営む者であって、証券取引に関する専門家として、証券発行会社の業績や財務状況等に関する多くの情報と、証券取引に関する豊富な経験や、当該証券取引に係る商品に関する高度で専門的な知識を有する者であり、それゆえ、一般の投資家も、証券会社を信頼し、その提供する情報、勧奨等に基づいて証券市場に参入し、証券取引を行っているのであるから、証券会社及びその使用人は、投資家に対し証券取引を勧誘するに当たっては、

3) 参加者は、田中清治、犀川千代子、齋藤雅弘、上柳敏郎、桜井健夫ほか

4) 当時は免許が必要だった。1998 年の証券取引法改正で、登録制となった。

当該証券取引による利益やリスクに関する的確な情報を提供し、投資家がこれについての正しい理解を形成した上、その自主的な判断に基づいて当該の証券取引を行うか否かを決することができるように配慮すべきものといわなければならない。

そして、証券取引法四九条の二が、「証券会社……及び使用人は、顧客に対して誠実かつ公正に、その業務を遂行しなければならない。」と規定し、また、同法五〇条一項一号が、有価証券の取引等に関連し、有価証券の価格等が騰貴し、又は下落することの断定的判断を提供して勧誘する行為を禁止し、さらに、同項六号の規定を受けた「証券会社の健全性の準則等に関する省令」二条一号が、有価証券の取引等に関し「虚偽の表示をし又は重要な事項につき誤解を生ぜしめるべき表示をする行為」を禁止しているのも、右と同旨の趣旨に出たものといえる（なお、日本証券業協会が、同様の趣旨から、証券取引に関するいわゆる自主規制として、「協会の投資勧誘、顧客管理等に関する規則」（公正慣習規則九号）等を定めて、その遵守を会員に義務づけてきたことは前示一〇のとおりである。）。

右のところよりすれば、証券会社及びその使用人は、投資家に対し証券取引の勧誘をするに当たっては、投資家の職業、年齢、証券取引に関する知識、経験、資力等に照らして、当該証券取引による利益やリスクに関する的確な情報の提供や説明を行い、投資家がこれについての正しい理解を形成した上で、その自主的な判断に基づいて当該の証券取引を行うか否かを決することができるように配慮すべき信義則上の義務（以下、単に「説明義務」という。）を負うものというべきであり、証券会社及びその使用人が、右義務に違反して取引勧誘を行ったために投資家が損害を被ったときは、不法行為を構成し、損害賠償責任を免れないものというべきである。

そして、本件において問題となる説明義務は、本件ワラント取引勧誘に関するものであるから、その具体的な内容及びその義務違反があったか否かの判断は、本件ワラント取引に即して具体的に検討されなければならないことはいうまでもない。

（アンダーラインは引用者）

平成8年東京高判は、説明すべき事項について具体的には、ワラントの特質

(期間を経過すると価値がなくなること、期間中でも残存期間が短いと株価が権利行使価格を下回ったワラントは売却が困難となるおそれが大きいこと、価格が株式より激しく動き予測が困難なこと)を説明すべきとしたほか、「権利行使価格を知るだけでは、株式を購入する場合と比較してのワラント購入の損益分岐点は直ちに判明しないが、おおよその見当はつき、これがワラント取引を行うかどうかの重要な判断材料となる。」として権利行使価格を説明すべきとしている。買い付け時の株価が1680円、権利行使価格が2266円という事実関係のもと、投資判断するには損益分岐点⁵⁾を知ることが必要であると位置づけている。

(3) 判例法理としての説明義務の定着

その後、東京高判平9・7・10(判タ984巻201頁)(原告・控訴人代理人桜井)、福岡高判平10・2・27(判例セレクト7巻206頁)など、多くの下級審判決で、説明義務に関する平成8年東京高判の次のフレーズが定着した。

「証券会社及びその使用人は、投資家に対し証券取引の勧誘をするに当たっては、投資家の職業、年齢、証券取引に関する知識、経験、資力等に照らして、当該証券取引による利益やリスクに関する的確な情報の提供や説明を行い、投資家がこれについての正しい理解を形成した上で、その自主的な判断に基づいて当該の証券取引を行うか否かを決することができるように配慮すべき信義則上の義務(以下、単に「説明義務」という。)を負う」

これを、上柳弁護士は、次の通り解説している。

「金融商品取引の利益(リターン)やリスクに関する情報提供が求められている。その説明の内容や方法は、当該顧客の属性や状況に応じたものでなければならない。知識・経験といっても、学歴や人生経験一般ではなく、証券取引に関する知識経験である。しかも、単なる情報提供や説明で足りるのではなく、顧客の正しい理解や自主的判断に基づく決定ができるようにする配慮を義務付

5) 判決文面からは、株式投資と比較して有利となる分岐点のようにも読めるが、その把握は相当困難なので、権利行使した場合の損益分岐点と解した方がよいと思われる。『新・金融商品取引法ハンドブック第4版』354頁(上柳)でも、1株当たりの購入コスト(権利行使価格+1株当たりワラント価格)が損益分岐点であると解説しており、同旨の理解に立っている。

け、その略称として説明義務という語を使っていることに留意してほしい。」
(上柳敏郎「金融商品と消費者取引」『基本講義消費者法第5版』(日本評論社
2022年10月1日)250頁 末尾共著書10)

3 ビッグバンと「流れ懇」「中間整理(第一次)」「日弁連意見書」

(1) 1997年6月20日 日弁連意見書1「日本版ビッグバン(金融制度改革) に伴う消費者保護方策についての提言」

金融サービスの分野において従前発生してきた消費者被害を指摘し、金融制度改革を進める場合には、十分な消費者保護方策が同時に検討されるべきであるとしたうえで、検討に際しては金融サービス分野の消費者被害の実態を十分踏まえ、かつ理想的消費者像ではなくて現実の消費者像を前提とする必要があるとし、消費者保護の方策の水準はグローバル・スタンダードをリードする水準を目指すべきであるとした。

(2) 1997年12月19日 省庁横断的勉強会「新しい金融の流れに関する懇談会(「流れ懇」)」(事務局:大蔵省)第5回会議

「流れ懇」のこの回のゲストスピーカーとして桜井、上柳両名が参加し、証券取引被害の実情を報告した。議事要旨 https://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/nagare/top.htm

【新しい金融の流れに関する懇談会論点整理・審議経路から抜粋】

1997年12月19日 第5回

○ゲストスピーカー(実務家等)からのヒアリング(3)

—金融取引をめぐる法的諸問題(主として利用者の観点から)—

・日本弁護士連合会消費者問題対策委員会

四谷中央法律事務所 桜井健夫 弁護士

東京駿河台法律事務所 上柳敏郎 弁護士

・日経ホーム出版社 関口元朗 日経マネー 編集部編集

後藤直久 同 副編集長

・厚生年金基金連合会 島崎謙治 運用調査部長

(3) 1998年3月19日 日弁連意見書2「日本版ビッグバン（金制度改革）に伴う消費者保護方策についての意見書」

日本版ビッグバンが消費者保護方策を後回しにして進められていることを指摘し、金融機関の破綻処理と消費者保護・金融機関の監視体制の深刻な問題を明らかにして、消費者保護のため充実した金融サービス法の早期制定を求めた。

(4) 1998年6月17日 「新しい金融の流れに関する懇談会」論点整理 発表

金融をめぐる諸問題に関係する13の関係省庁等の19部局による「共同勉強会」という位置付けの下、1997年7月以降16回にわたって議論を重ね、新しい法的枠組みの検討に当たっての主な論点を整理したものである。

(5) 1998年10月 石戸谷・桜井・上柳共著『ビッグバン時代の消費者問題と対策』（東洋経済新報社）発刊

国が「日本版ビッグバン」と銘打って金融自由化を一気に進めたことに対し、消費者の立場から問題提起し、英国の金融サービス法を紹介したうえ、「流れ懇」の金融サービス法提言の内容に対し、その問題点を指摘し、あるべき金融サービス法構想を示した。

(6) 1999年1月14日 日弁連意見書3「新しい金融の流れに関する懇談会「論点整理」に対する意見書」

金融サービス法検討のための「論点整理」に対して、消費者保護の観点から問題点を指摘したものである。日弁連意見書1の提言とは全く逆に、金融サービス法の検討は、被害実態を踏まえることなく、しかも経済的合理性を備えた消費者像を前提として、消費者側を抜きにして関係省庁・学者・関係業界の間で行われている等を指摘した。

(7) 1999年7月 金融審議会第一部会「中間整理（第一次）」⁶⁾

金融審議会第一部会は、金融商品販売法の骨格となる「中間整理（第一次）」

6) 上柳弁護士は1998年に開始したこの会議から委員として参加している。以来20年以上、金融審議会の部会等で消費者の意見を金融行政・金融立法に反映させる役割をし

を取りまとめて公表した。https://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/kinyusin/tosin/kin003.htm

「金融審議会第一部会中間整理（第一次）にあたって」（金融審議会第一部会部会長蠟山昌一）

……第一部会は、21 世紀の金融の将来像とそれを支えるルールの枠組み等について検討を進めてきた。具体的には、1998 年 6 月に取りまとめられた、金融を巡る諸問題に関係する 13 省庁等の共同勉強会である「新しい金融の流れに関する懇談会」の「論点整理」を手がかりとして、いわゆる金融サービス法の検討も視野に入れた議論を行ってきた。……

（金融審議会第一部会中間整理（第一次）概要から抜粋）

いわゆる「日本版金融サービス法」の検討に当たり、最終的な目標として、業の概念をサービスの提供主体から取引行為そのものに係る機能面に重点を移して整理していくことが考えられる。また、業者に対する行為規制だけでなく、民事上（私法上）のルールを明確化し、その実効性を確保していくことも重要となる。しかし、こうした抜本的な制度の枠組みの変更は、理念にのみ基づいて進めることは困難である。むしろ、金融システム改革の進展状況を十分踏まえつつ、市場参加者の実態を踏まえて具体的に検討を進めていくべきである。

したがって、現在まず検討が求められている点として、

- ①今後多様な金融商品の登場等に備える横断的な金融商品の販売・勧誘についてのルールの検討、及び
 - ②国民に多様なリスクとリターンの組み合わせた商品を提供する集団投資スキームについてのルールの検討
- を行うことが挙げられる。

てきた。

- (8) 1999 年 7 月 日弁連意見書 4「金融審議会第一部会『中間整理（第一次）』に対する意見書」https://www.nichibenren.or.jp/document/opinion/year/1999/1999_1.html

中間整理に顕れている問題の深刻さを指摘するために取り纏めたとして、金融システムは、利用者のためにこそ構築されなくてはならず、金融サービス法は、そのために制定されるべきものであると指摘した。

4 金融商品販売法案の国会審議

金融商品販売法案の審議が行われた 2000 年 4 月 21 日開催の参議院財政金融委員会で、金融商品販売法案につき桜井・石戸谷両名が別の立場で参考人として発言した。

<https://kokkai.ndl.go.jp/simple/detail?minId=114714361X01220000421&spkNum=0#s0>

桜井は次のとおり意見陳述した。

004・桜井健夫

○参考人（桜井健夫君） 弁護士の桜井でございます。

このような機会をいただき、ありがとうございます。

私は金融商品の販売等に関する法律案について意見を陳述させていただきます。

以下、この法律案について本法案というふうに言います。

既に平成十年十二月から金融システム改革法が施行されるなど、金融分野の規制緩和が先行しております。今から二年近く前、同法案制定の際に御承知のとおり当委員会で次のような附帯決議がされています。「金融サービス法等の利用者の視点に立った横断的な法制について早急に検討を進めること。」と。ここに言う金融サービス法は、金融サービスの利用者を支える総合的な法律のはずです。

私は所属する第二東京弁護士会と日弁連、それから任意の研究団体などで金融サービスの消費者問題を扱ってまいりました。この立場から、遅くとも金融分野の規制緩和と同時に金融サービス法を制定する必要があるというふうに訴えてきましたが、一向に制定されないまま今日に至りました。そして、

さきの附帯決議から二年近く経過して登場したのが説明義務とコンプライアンスだけを取り上げた本法案です。

金融システム改革法以降、既に次のような変化が起きています。

まず、参入と監視の問題です。証券会社の專業義務の撤廃と免許制から登録制への移行がなされたことにより、ある商品先物取引の会社は証券業の登録をして名称を証券会社に変更し、証券会社の名前で商品先物取引を執拗に勧誘して被害を発生させています。また、南証券事件では証券会社に対する検査監視体制の不十分さが露呈しました。

次に、店頭デリバティブの解禁による変化です。EB、エクステンジャブルボンドなどの複雑な構造の仕組み債の広告が連日のように新聞に掲載されています。これを見ると、高利回りの表示が大きく、リスクは目立たないように小さい字で書かれています。このような金融商品が一般投資家向けに大々的に宣伝して売られている国は知らないとするヘッジファンドの経営者の人が言っていました。

それから、投資信託が届け出制となったことから、投資信託と呼ぶのものはかれるような怪しい商品が投資信託と名づけられて売り出されています。理解できた人は買わないような商品ですから、問題に気がついていない人だけが買っているというふうに思われます。

それから、倒産した丸莊証券の事件では、証券の安全ネットの一つである日本投資者保護基金が大勢の一般投資家からの訴訟を抱えています。一般投資家のためにはあるはずの安全ネットがその存在意義を問われているのです。

日本では、金融資産を豊富に抱えている人の多くは退職した高齢者です。この人たちは、これまでに体験したことのないゼロ金利という経済環境の中で、耳なれない会社が売っている知らない金融商品を前に腕組みをして立ちすくんでいるという状況にあります。

このような人たちを含め、日本国民にとっては、道路に例えれば、歩車道が区別され、路面や信号、フェンスなどがきちんと整備された道を通行するような、信頼感を持てる状況が金融の世界にも必要です。悪路や行きどまりに入り込む前にわかるような表示がなければなりません。そのためには、本法案のような断片的なものではなく、網羅的な行為ルール、充実した監視体

制、横断的な自主規制機関、迅速で公正な紛争解決システム、頼りになる安全ネットなどを内容とする金融サービス法を早期に制定する必要があると考えます。

まず、制度を考える際の出発点として、実情を認識することが必要だと思われます。そこで、証券取引の被害の実情と変額保険の実情を簡単にお話しさせていただきます。

証券取引被害には、適合性原則違反、説明義務違反、断定的判断・不実表示・誤解表示・利益保証約束などを伴う不当勧誘、それから過当売買、無断売買などによる被害があります。多くは手数料稼ぎを動機として顧客の利益を顧みない事例です。無断売買以外は違法な勧誘による被害ですが、勧誘の形態を見ますと、国民生活センターが先月、二〇〇〇年三月に発表した金融商品に係る消費者トラブル問題調査報告書によりますと、全国の消費生活センターに寄せられた証券取引に関する苦情六百五十四件のうち、三分の一は訪問販売や電話勧誘販売であることが示されています。裁判になった事例では、訪問販売や電話勧誘販売の割合はさらに多くなると考えられます。

これらの被害を受けた人のうち、一部でも賠償を得た人は極めて少数でして、被害を受けたほとんどの人は損害を賠償されていないのが実情です。

第二東京弁護士会が平成三年十一月二十八日に実施した証券取引一一〇番を五年間フォローした結果によりますと、電話がつながった九十名のうち、一部でも賠償を獲得した人が四人、全額回収は一人、こういう結果になっています。つまり、被害救済の判決が一件あれば、周辺にその何十倍、何百倍もの泣き寝入りがあると考えする必要があります。それらの多くはやはり被害であり、立証責任が原告にあるため証明し切れないか、訴訟をする労力や経済力が足りないにすぎません。

判例を見ますと、平成三年の証券不祥事以降に裁判となった事件が多く、それらの判決が出始めた平成五年から平成十一年までの七年間で二百件を超える被害救済判決が出されています。この数字は、何千件、何万件という被害を推測させるものでありまして、そのほとんどが救済されていないというふうに考えなければなりません。

次に、変額保険事件ですが、変額保険事件とは、一九八九年から一九九一

年にかけて、銀行員と生保営業職員が、都市部に自宅を持ち借金と金融資産が少ない高齢者に対し、自宅を守りましょう、一銭もかからない相続税対策ですなどと言って、銀行から数千万円ないし数億円の融資を受けて、それをそっくり変額保険の保険料として生保に支払うことを勧誘した事件です。銀行員と生保営業職員が一緒に戸別訪問するというのが典型的な勧誘形態です。負債による投資というリスクの大きい行為を全資産規模で行うことであるのに、リスクを意識させないような勧誘がなされ、数千万円から数億円の損害をこうむった人が続出しました。さきの国民生活センターの報告書によれば、融資と変額保険を組み合わせる契約した人で苦情を申し立てた人を年齢で区分すると、六十歳代と、何と八十歳代が最も大きな割合を占めています。

変額保険に関して終結した数百件の訴訟では、記憶の衰えた高齢の被害者が勧誘経過の立証責任を負うこと、それから裁判所の新しいものに対する認識不足などから、救済する結論になっていないものが極めて多くなっています。二〇〇〇年になってもなお多数の訴訟が係属していますし、事件は全く解決していません。それどころか、顕在化していなかった件が、十年の融資期限到来で返済を迫られることにより、新たに事件として顕在化してきています。

これらの被害状況と救済状況からしますと、行為ルールとして必要なことは説明義務のほかにもたくさんあります。

まず、一般的な義務として証券取引法三十三条や商品取引所法百三十六条の十七に規定されているような誠実公正義務が設定されるべきです。証券監督者国際機構の行為規範準則にも規定されている標準的な義務です。

それから、不招請勧誘禁止ルールが必要です。依頼によらない勧誘とも言います。訪問販売や電話勧誘販売などがそれに違反するということになりますが、それを原則として禁止して、その違反に法的効果を結びつけるだけで被害の相当部分は防げます。

それから、適合性の原則も重要です。顧客の知識、経験、投資目的、財産の状況に照らして、不適当と認められる勧誘を行ってはならないという原則です。この違反に損害賠償義務という法的効果を結びつけることが必要です。適合性の原則は、証券取引法や証券業協会の自主規制規則に規定されている

ほか、証券取引事件について判例で損害賠償の根拠となるルールとして適用されています。判例では、ワラント、転換社債、株の現金取引、株の信用取引、オプションと、さまざまな証券取引について適合性の原則違反を認定して損害賠償を命じたものが出ています。リスクを内包する金融商品共通の特質にかんがみれば、証券取引以外の金融商品にも広く適用されるべきルールであると言えます。

ほかに、断定的判断の提供とか不実告知、誤解を招く勧誘などについても横断的な規定が必要だと思います。

本法案は説明義務を中心とした法律ですので、以下は説明義務に限定して述べます。

さきの国民生活センターの報告書によれば、説明に関する苦情が半数近くを占めるということです。これはリスクや商品の説明がないということのほかに、不実告知や断定的判断提供も含めた割合です。

それから、証券取引事件の被害救済判例の中では、説明義務違反を理由とするものが百六十件を超えています。全体で二百件余ですから、圧倒的に多くの割合を占めていると言えます。また、変額保険事件の被害救済判例では、ほとんどが説明義務違反とすることができます。

説明義務は、一般には民法一条二項の信義則、民法六百四十四条の善管注意義務、あるいは証券取引法三十三条の先ほどの誠実公正義務などが説明義務の根拠となるというふうに言われていて、その違反が民法七百九条の不法行為または四百十五条の債務不履行になるというふうにされています。

判例の水準ですが、説明義務が争点となった判例には、ワラント、投資信託、信用取引、転換社債、変額保険、スワップ取引など、さまざまな種類の金融商品に関するものがあります。ここでは四つの判決を御紹介します。ワラントに関する高裁判決で最高裁もその判断を維持したもの、それから変額保険に関する最近の高裁判決です。

ワラントについては、東京高裁平成八年十一月二十七日、これは相手に合わせた的確な説明、正しい理解、自主的な判断ができるように配慮する義務があるとしたもの、それから同じくワラントについて、広島高裁松江支部平成十年三月二十七日、これは理解するまで説明を尽くす義務、理解したこと

を確認する必要があるとした判例です。

それから、変額保険について、東京高裁平成八年一月三十日、これはリスクその他について理解させるに十分な説明が必要だとした判例です。さらに、変額保険について、つい最近ですが、東京高裁平成十二年三月十五日、これは加入者の自主的な判断をゆがめるおそれのある情報を提供してはならない、この自主的な判断ということを重視した判決です。この判決は、生保協会指針等に抵触する募集行為があった場合は、その行為は原則としてこの義務に違反する違法な行為だというふうにしている点が重要です。

このような判決を見ますと、当該利用者に応じた説明、正しい理解、自主的な判断という点を重視しています。これらの要素はほかの金融商品についての判決でも同様に重視されています。利用者の自己決定を支えるための説明ですから、その人に応じた説明、正しい理解ができるように説明するということは当然のことです。説明義務についての判例はこのようなレベルにあります。

そこで、翻って本法案を見ますと、本法案の三条一項で、説明の範囲を、元本欠損が生ずるおそれがあること、その原因となる指標に限定しています。もちろん、期限のあるものは期限とか、そういう別のものもありますが。それから、説明の程度については、単に説明をしなければならないとされているだけです。

確かに、本法案は、顧客保護を図るために金融商品に関する説明義務違反につき民事上の法的効果を明定し勧誘の適正の確保のための措置を定めるとの方向性においては、金融サービスについての顧客保護の前進を図るものと理解されます。しかし、この規定の仕方では、説明義務の範囲、程度とも、いずれも極めて不十分と言わざるを得ません。本法案の説明義務は、勧誘によるか否か、いかなる属性の利用者か、いかなる種類の商品かを区別することなく、いわば最大公約数的な最低限の義務として元本割れのリスクの存在のみにつき形式的な説明義務を課したという、そこに意味があるにすぎないということになりかねません。

しかし、今日の判例のもとでは、かような低レベルの説明義務は実際の被害救済に關してさしたる意味を持ちません。むしろ、判例と比べてすらはる

かに低レベルの説明義務の立法化は、販売業者がいかなる顧客、いかなる商品についてもこの程度の説明さえ行えば足りると誤解し、あるいは殊さらに同法を免罪符のごとく用いるときにはかえって被害救済に有害となるおそれがあります。

説明義務を意味のあるものとするためには、説明の範囲を元本欠損が生ずるおそれがあることとその要因に限定せずに、より広く設定しなければなりません。商品の基本的な仕組みとリスクの程度について説明すべきこととし、融資やデリバティブなどと組み合わせた商品については、その組み合わせ全体の基本的な仕組みとリスクの程度について説明すべきこととする必要があります。業者が複数にわたるときは、全体について説明することについてそれぞれの業者が共同責任を負うというふうにする必要があります。この場合は融資業者も含まれるということになります。説明の程度については、当該利用者に理解できるように説明することが最低限必要です。このようにすることによって、説明義務を定めることが利用者にとって意味を持てきます。

ほかにも本法案について問題点がありますが、最も重要な点に絞ってお話をさせていただきました。

以上です。

発言の URL : <https://kokkai.ndl.go.jp/simple/txt/114714361X01220000421/4>

(アンダーラインは引用者)

この後、東京大学の神田秀樹教授（当時）が、法案を検討した立場の参考人として、金融商品販売法は金融審議会で検討した結果をまとめたものであり、いま必要とされる内容となっているから、早急に成立させてほしいと意見陳述し、続いて、石戸谷弁護士が参考人として次のとおり意見陳述した。

008・石戸谷豊

○参考人（石戸谷豊君） 石戸谷です。

まず、このような機会をいただいたことに御礼を申し上げます。

私は日本弁護士連合会の消費者問題対策委員会で金融サービス法部会を担当しております副委員長であります。したがって、金融商品の販売等に

関する法律について意見を述べさせていただきます。

日弁連はいわゆる日本版ビッグバンに関して消費者保護の観点からこれまで意見を述べてまいりました。配付していただきました参考資料のとりの経過で、これまで五本の意見書を取りまとめてきております。このように、日弁連としてはこの問題に力を入れてきているわけです。

では、なぜかということになりますけれども、そもそも金融取引の分野におきましてはビッグバン以前から深刻な消費者被害が生じてきておりました。この実態と内容につきましては、意見書一の方で早くから指摘してきたところであります。

しかも、他の分野の消費者被害にも増して金融の分野では紛争が解決しにくいという特徴がございます。例えば証券取引の分野では、損失補てん禁止の法改正がなされて以来、証券会社が裁判外の話し合いに一切応じないという態度をとるようになり、被害者は泣き寝入りするか裁判を起こすかという厳しい選択をしなければならないという実情にあります。

そのようなことで、全国各地にワラント被害の事件を初めとする裁判が多数係属しました。被害者全体から見れば裁判まで起こした人はごく一部と思われますけれども、被害者勝訴の判決は延べ二百五十件程度になっております。しかし、残念ながら、損害賠償を命ずる判決が確定してもなおかつ賠償金を払わないというような態度をとる証券会社もありまして、そうした場合におきましては被害者は強制執行までやらなければならないという現状にあります。変額保険とか提案型融資の事件で保険会社や銀行を相手にする裁判も多数係属し、現在なお裁判が続いているという現状にあります。

こうした状況の中で日本版ビッグバンを行うというわけであります。しかも、日本版ビッグバンは、イギリスのビッグバンが主として機関投資家等大口の投資家の使い勝手がよいようにというところをまず主眼として始めたのに比較して、千二百兆円に及ぶ個人金融資産を有効活用する、リスクマネーの供給の源とするということを目指しているわけでありまして、消費者が直接大きな影響を受けることになるわけであります。経済白書等でも、個人もリスクに挑むということを盛んに勧めるようになってきております。しかし、そうであれば、従来でも不十分だった利用者保護のルールについて、消費者

がこのビッグバン後、金融業者の不適切な営業活動によって被害に遭わないように法整備するというのは最低限必要なはずであります。

こうしたことは、日弁連だけではなくて、九七年六月に出されました証券取引審議会の報告書でも、例えば「一般投資家や海外の利用者が、信頼感を持って我が国市場や仲介者を利用できるよう、公正性、透明性の確保に全力を挙げる必要がある。」と力強く指摘していたのです。

しかしながら、その後の経過を見ますと、金融規制の緩和の部分に関しては迅速かつ膨大な法改正が行われてきました。九八年六月の金融システム改革法は法改正資料だけで合計二千ページにも及ぶという膨大なものでありまして、本日テーマになっておりますものを見ましても、証券取引所の株式会社化という問題につきましては、検討課題として挙げられ始めてから極めて迅速に法案が提出され、SPC法のように施行されて間もないうちにさらに使い勝手をよくするというので、その後また速やかに法改正するといったような状況が続いております。

これに対して、利用者保護については、今回、説明義務といういわば第一歩目の論点について法案がようやく出てきたという状況であります。しかも、その内容は甚だ不十分と言わざるを得ません。速やかに充実した利用者保護の法整備が必要と言わなければなりません。

日弁連のこれまでの意見は、その最低限必要な事項をまとめたものにすぎないわけです。以下、五本について申し上げる余裕がありませんので、本日の法案に関する部分について、参考資料の日弁連意見書五の概要というものに基づきましてポイントだけ指摘させていただきます。

まず、二ページ目のところにあります「金融商品の範囲」なんですけれども、今回の法案では商品先物取引関係は適用されないこととなっております。しかし、預貯金のような金融商品にも説明義務を課しているのに比較して、商品先物取引のようなリスクの高い、かつまたトラブルの多い金融取引を除外するというのは、これはどう考えてもおかしいのではないかと、合理的な説明がつかないというふうに思われます。

もっとも、この法案の内容のままでは商品先物取引を対象としてもほとんど実効性がないと思われますので、後で述べますように、内容を充実させた

上で、商品先物、商品オプション等の取引にも適用すべきというふうに思います。

参考資料をめくっていただきまして三ページ目のところにあります「説明の方法・説明内容等」、五項目めのところですが、その点についてお話しさせていただきます。

今回は説明義務のルールについて法案としたわけでございまして、そのほかのルールについては触れてありません。まず、不招請勧誘の禁止ルールとの関係について一言申し上げます。

多くの場合、金融取引のトラブルはその金融商品のリスクに主な原因があるというふうに考えられております。しかし、これは大きな誤解です。トラブルの大多数は営業員の不適切な勧誘との関係で生じております。

例えば、かねてからトラブルが多い商品先物取引の場合、外務員が介在しないパソコンを使ったホームトレード方式の取引ではトラブルはほとんど聞かれません。なぜかと申しますと、外務員が介在しないために、顧客が自分の情報と判断で納得して取引を行っているからです。このことは、現状では金融商品それ自体のリスクよりも営業マンの不当ないし不適切な勧誘によるリスクの方が重大な問題であるということを示していると思われまします。したがって、不招請の勧誘を禁止するとかなりそのトラブルは防げるというふうに考えられます。

しかしながら、勧誘をどんどんやりますよというふうなルールのもとでは、それに対応した充実した説明義務の内容にしないと防げないという問題が一つありますので、指摘させていただきます。

次に、適合性との関係ですが、判例の場合、説明義務と適合性についてたくさん判決が出ておりますが、顧客がどういう人かによってその説明義務の程度というものを考えております。高齢な方、判断力に乏しい方、そういう人に対して非常にリスクが高い金融商品を勧めるといったような場合には、本当にその人が理解したのかどうか、理解できるように十分に説明し、なおかつ理解したかどうか確認しなければならないというふうに指摘している判例もございます。いろんな議論の中で、説明義務は説明義務、適合性は適合性というふうにすばつと分けようじゃないかという方向がございました。こ

れですと、説明義務と適合性を両方セットで法律化すべき、本来はそういうものであると思います。

適合性が今回法案として盛り込まれておりませんで、説明義務もこれだけ説明すればいいという書き方になっております。そうしますと、説明したけれども中身がよくわからぬ、非常に複雑な商品でありますとか周知性のない商品、営業員の方がべらべらと説明したんだけれども、聞いている方が何かよくわからない、それでも説明義務は尽くしたことになるのかといったようなことになってまいります。

説明義務というのは、金融業者の取引効率を高めるためのものでないはずで、利用者保護のために、利用者が自己責任で取引をできる環境整備をするために設けたはずであります。したがって、適合性を入れるか、適合性の原則を法案として盛り込まないのであれば、当該金融取引について十分に認識、理解したというところまで説明をするということでないと、現在の判例水準よりもむしろ後退した部分が出てまいるという内容になってしまうわけであります。

参考資料の四ページ目のところに「説明義務の役割について」とありますが、そこは今私の方で申し上げたようなことがまとめて書いてございます。これは「中間整理（第二次）」に対する意見書という形でまとめていたものでして、「中間整理（第二次）」の方には、金融商品のリスクの程度について金融商品の基本的性格と仕組みに沿いつつ説明されるべきというふうになっておりましたので、金融商品の基本的性格と仕組みは当然このリスクの程度と同時に法案に盛り込まれるというふうな前提で意見書をつくっていたんですが、今回法案を見てみると、そこが明記されていないということになっていきます。しかしながら、この金融商品の仕組みとかリスクの程度などがわからないまま取引が始められるというような事態はあってはならないことでありまして、これは当然明記されるべきものであるというふうに考えます。

そして、コンプライアンスの問題ですが、法案は当然裁判の判断基準となりますけれども、それと同時に金融機関がどのように運用するかというのが実は実務的には極めて重要でありまして、この法律、民法との関係、消費者契約法、業法、もろもろの法律を当該金融機関がどのような役割と認識して

社内規程を整備するののかということは極めて重要であります。

したがって、説明義務との関係でも、何をどの程度説明するののかといったようなことを含めまして公表範囲は広くとる必要があります。それで初めて消費者がその金融機関の関係法令の運用姿勢を明確に判断できるということになるわけであります。

以上、ポイントだけ絞って申し上げてきました。利用者保護のための非常に数少ない、ほとんど初めてと言っていいぐらいの法律でありますので、いろいろ問題を抱えている以上、以上の点を中心に慎重な御審議をお願いしたいと思います。

市場整備の点だけではなくて英米並みという市場整備を目指すのであれば、当然利用者保護の方面におきましても英米に匹敵する利用者保護ルールというものを同時に整備することが必要だということをお願いしまして、意見陳述を終わらせていただきます。

ありがとうございました。

発言の URL : <https://kokkai.ndl.go.jp/simple/txt/114714361X01220000421/8>

(アンダーラインは引用者)

以上の通り桜井・石戸谷両名は、説明義務に関しては、金融商品販売法案における説明義務は不十分であり判例で形成された信義則に基づく説明義務に劣ることを指摘した。そのうえで、①リスクの程度についての説明、②理解できるような説明を義務付けるべきであるとしている。②については 2006 年改正金融商品販売法で実現したが、①はその改正法である金融サービス提供法でも明示されていない。

なお、ここで指摘したことで説明義務以外では、一般的な義務としての誠実公正義務（桜井意見）については 2023 年金融サービス提供・利用環境整備法案に含まれている。不招請勧誘禁止ルール（桜井・石戸谷意見）については、2005 年金融先物取引法、2007 年金融商品取引法、2011 年商品先物取引法で一部実現したが、仕組債については実現していない。適合性原則違反に損害賠償義務という法的効果を結びつけること（桜井・石戸谷意見）については、その後に法定こそされていないものの、多数の下級審判決の後に平成 17 年 7 月 14 日最高裁

判決（第3、3で詳述）で実現した。断定的判断提供を伴う勧誘に損害賠償責任を結びつけること（桜井意見）については2006年改正金融商品販売法で実現した。

5 金融商品販売法の制定・改正

このような審議を経て、2000年5月に金融商品販売法が制定・公布され、2001年4月に施行された。これにより、金融商品を販売する業者には、顧客に対して重要事項の説明義務があることが明確になり、訴訟における争点の一つ減った（当時の訴訟では、販売する側には説明義務はない、と主張する証券会社も多かった）ほか、事業者は、説明義務があることを前提に従来よりも丁寧な販売資料を作成するようにはなったという変化も見られた。

他方、上記各意見陳述でも指摘された通り、規定された説明義務の内容が不十分であるため、その後、訴訟で活用されることは少なかった。

2006年改正金販法（2007年9月施行）では、説明内容を拡大し（当初元本を上回る損失リスク、仕組みの説明義務を追加）、説明の方法・程度も、一般的な説明から当該顧客に適合的な理解できるような説明へと一歩進め、さらに断定的判断提供等による損害賠償責任も追加した。これにより上記各意見陳述内容の一部が実現されたが不十分であった。

その改正後も含め、施行から二十数年経過した2023年8月現在でも、同法により損害賠償を命じた事件はわずか4件しか把握されていない⁷⁾（桜井⁸⁾244頁～）。他方、民法の信義則に基づく説明義務違反による不法行為であるとして損害賠償を命じた判決は、数千件に及ぶと思われる。

6 信用リスクの説明義務

（1）高齢者ベレグリン債事件（【裁判例2】東京高判平13・8・10）

桜井・上柳両名が原告代理人として担当した高齢者ベレグリン債事件は、金販法施行前の事件であり同法の適用はないが、一審判決は制定後施行前、高裁判決

7) ①マイカル債事件（東京地判平15.4.9）、②酒販年金事件（東京地判平22.11.30）、

③高木証券事件（大阪高判平23.11.2）、④みずほEB事件（大阪高判平27.12.10）

8) 桜井健夫『金融商品取引法・金融サービス提供法』民事法研究会2023年2月

は施行後になされており、各判決時には、信用リスクの説明義務があるという判断はしやすい状況にはなっていた。そのこともあってか、いずれの判決も、信用リスクの説明義務違反を理由に損害賠償を命じたが、過失相殺が大きく、一審は7割、高裁は9割の過失相殺をした。

【裁判例2】高齢者ペレグリン債事件

【事案】 77歳・無職の男性が、1997年、国内公社債投信「チャンス」の解約制限期間が終了する時期に、日興証券の担当者から電話で「チャンスを買ってペレグリンを買きましょう」とペレグリン社（香港の投資会社）の社債を勧誘され、男性は、チャンスもペレグリンも似たようなものであらうと思いその電話で解約と解約金5000万円での購入を承諾したところ、7か月後にペレグリン社が倒産したという事案。目論見書は不交付。

・東京地判平12・12・19（判例セレクト17巻729頁）

【判旨】 一審は、説明義務違反で3割の損害賠償を命じた。証取法16条に基づく損害賠償請求については、目論見書交付義務違反はあるが、従来の取引経過から、書類を精査して購入を決めるのではなく口頭の説明で決めるタイプの顧客であり損害との因果関係がないとした。

○東京高判平13・8・10（判例セレクト18巻102頁）

【判旨】 控訴審は、錯誤や適合性原則違反の主張を退け、「本件ペレグリン債のような信用リスクを有する債券の購入を勧めるに当たっては、購入を決定する上で重要な判断資料となるようなリスクに関する情報をすべて開示した上で、その信用リスクについて十分に説明を行う義務がある」として、一審判決同様、信用リスクの説明義務違反等の債務不履行を理由に損害賠償請求を一部認容した。なお、過失相殺割合を7割から9割に増やした。

この高裁判決は、信用リスクの説明義務を設定したことの他、高率の過失相殺をした点が特徴的である。日本の判決で、過失相殺9割という判決はこの判決以外に見当たらない。勧誘が違法であるとしながらこのような高率の過失相殺をするのは、論理矛盾であるとの指摘も考えられる。

証券会社担当者が「リスクを伝えないで上手に売れと上司から言われた」と証言したので、裁判官の個性によっても証券会社の責任が否定されることは考えにくい事案であるが、過失相殺割合にその個性が強く表れた事件と言える。この判

決をした合議体の担当裁判官は、「自分は自己責任派である」と宣言していた。

過失相殺 9 割では、一審、二審の弁護士費用や印紙代等のコストを差し引くとほとんど得るものはなく被害救済にならないので、訴訟が、違法行為による被害は救済されるという結果をもたらすことで証券市場に対する信頼を回復する役割を、果たすことができない。

やはりペレグリン債を同じ時期に買って損失を被った裁判官が原告となった事件がある（参考参照）。一審は説明義務違反等を理由に販売した証券会社に損害賠償を命じたが、高裁は、格付けを伝えればそれ以上のリスクの説明は不要だとして請求を棄却した。

参考 裁判官ペレグリン債事件

【事案】 現職の判事（女性）が、上記高齢者事件と同じ時期に同じ証券会社から同じ証券を勧誘されて 1000 万円分を購入した事案。目論見書は不交付（後日郵送）。

・東京地判平 12・4・26（金法 1593 号 75 頁）

【判旨】 説明義務違反・目論見書交付義務違反を認定して 3 割の損害賠償を命じた。

○東京高判平 12・10・26（判時 1734 号 18 頁、判タ 1044 号 291 頁、神作裕之『百選』8 頁、黒沼悦郎『平 12 重判解』103 頁）

【判旨】 原告が裁判官として民事事件を扱い証券取引に伴う損害賠償請求事件の審理に関与したこともあること、勧められているペレグリン債について不安があったので担当者に電話したところ、途中で電話を代わった上司が「格付けが BBB+ で投資適格証券であり、日本企業の格付けでいうと日本航空、日産自動車、日本長期信用銀行等に相当すること」などを伝えたが、目論見書に記載されている事業経営上のリスクは伝えなかったことを認定し、説明義務違反の争点については、格付けが伝えられれば足り、事業経営上のリスクについての情報を提供しなかったことをもって説明義務違反とはいえず、損害との因果関係もないとし、目論見書交付義務違反については損害との因果関係はないとして、一審判決を覆し請求を棄却した。

【評】 この控訴審判決は、社債の信用リスクを理解しているのか疑問がある。

「ペレグリン社の発行する本件社債の格付けは BBB+ で、投資適格等級とされており、ペレグリン社は急成長してアジアの業界トップ企業とされていたもので、商品としての安全性に取り立てて問題のないものであったと認められ」としている。社債のようなリスク商品ではリスクの程度が重要なのであって、それとは別に「商品としての安全性」というものを論ずる意味が不明である。なお、本件目論見書に記載されている事業経営上のリスク等についての情報に意味を認めない判断については、目論見書の機能のうち投資者に自ら適合性判断をする機会を与える機能を無視するものであるとの正当な批判がある（黒沼上記）。

(2) マイカル債集団訴訟事件（【裁判例 3】大阪高判平 20・11・20）

マイカルはスーパー、デパートを経営していた会社であり、2000 年 1 月、10 月と個人向け社債を発行したのち、2001 年 9 月に破綻（会社更生申立て）した。

マイカル債については、金販法施行後に既発債を購入した原告 1 名の訴訟で金販法を適用した事件（東京地判平 15.4.9. 注 7 の①）と、金販法施行前に新発債を取得した者が中心となった集団訴訟事件（大阪高判平 20・11・20、東京高判平 21・4・16、名古屋高判平 21・5・28）がある。

後者の集団訴訟事件は、大阪、東京・神奈川、名古屋で弁護士が作られ 3 つの集団訴訟（大阪事件、東京事件、名古屋事件）を提起したものである。各事件につき 3 弁護団の全員⁹⁾が代理人となり、それぞれの訴訟実務はその地域の弁護士団が担当した。一審はいずれも原告ら敗訴だったが、控訴審ではそれぞれ一部逆転した。①大阪高判平 20・11・20（判例セレクト 32 巻 340 頁・判時 2041 号）は、具体的信用リスクの説明義務違反を理由に、13 名の原告のうち 3 名について野村證券に損害賠償を命じ、②東京高判平 21・4・16（判例セレクト 34 巻 417 頁、判時 2078 号 25 頁、評釈：志谷匡史・商事法務 1871 号 16 頁）は、気配値とのかい離の説明義務違反やナンピンの際の説明義務違反を理由に、14 名の原告のうち 2 名について野村證券に、2 名について三菱 UFJ 証券に損害賠

9) 武井共夫 片岡利雄 三木俊博 松田繁三 山崎敏彦 田端聡 大槻哲也 今井孝直 吉岡康博 古川幸伯 塚田裕二 丸山裕司 田中富美子 上柳敏郎 桜井健夫 田中清治 藤村真知子 青木知巳 星野秀紀 芳野直子 古澤真尋 西本暁 石井琢磨 戸張雄哉 大田清則 鋤柄司 正木健司 城野雄博

償を命じ、③名古屋高判平 21・5・28（判例セレクト 35 巻 323 頁、判時 2073 号 42 頁）は、4 名の原告のうち 2 名について説明義務違反を理由に野村證券に損害賠償を命じた。これらの原告はいずれも説明義務を規定した金融商品販売法施行の 2001（平成 13）年 4 月以前にマイカル債を取得しており、信用リスクの説明義務の存否自体も争点となった。

ここでは、この集団訴訟のうち、①の大阪事件を取り上げる。この判決は、抽象的信用リスクについては、一般投資家が社債のリスクを理解できていない恐れがあるような特段の事情がない限り説明義務を負わない¹⁰⁾が、社債の発行体である企業の経営状況や財務内容を反映する個々の社債の具体的信用リスクについては、一般投資家の年齢、職業、知識投資経験及び投資傾向等当該投資家の属性に応じて、リスクに関する重要な情報を提供し、説明義務を負う場合があると解される¹¹⁾ところ、その説明義務違反があったかどうかは、当該投資家の属性に照らし、情報提供及び説明が当該投資家の投資判断を左右するに足りるものかどうかを検討すべきであるとした。

【裁判例 3】マイカル債集団訴訟大阪事件（大阪高判平 20・11・20 判時 2041 号）

「(イ) 格付の存在

指定格付機関四社によるマイカルの格付は、原判決別紙五「格付推移一覧表」のとおりであって、第二六回債発行の平成一二年一月二八日当時、四社中二社（ムーディーズ、S & P）が投機級の格付をしており、中でも S & P は同年三月に投機級の中でもさらに低い等級への格下げをしていた。そして、第二七回債発行前の平成一二年八月三〇日には、R & I が投資適格級を「BBB+」から「BBB-」に、同年九月六日には、JCR が投資適格級を「A-」から「BBB」に、いずれも上位格から下位格に見直した。

(ウ) 信用リスクの増大

第二六回債及び第二七回債の流通利回りの推移は、原判決別紙七の一、二のとおりであって、国債と社債との決定的な相違点が信用リスクにあるとの観点から、国債との利回り格差に意味があるとされる流通利回りは、上昇し

10) 金販法施行前の事件であるためこのような判断もありえた。

続けているほか、その格差は、平成一二年九月一日時点では一・七二%であったが、同年一〇月一二日時点では三・三四%に拡大し、平成一三年五月末時点では九%程度まで拡大した（甲二三）。

ウ したがって、証券会社である被控訴人らは、控訴人らの属性に応じて、上記のような具体的信用リスクを示す重要な情報のうち、少なくとも上記（イ）の格付の存在及び上記（ウ）の信用リスクの増大に関する情報を提供し、かつ説明すべき義務を有する場合があると解される。」

「三 そこで、上記のとおり、証券会社は一般投資家に対し、本件各社債の販売において、当該投資家の属性に応じて、上記の格付の存在及び信用リスクの増大について情報提供及び説明義務を負う場合があることを前提に、被控訴人らの控訴人らに対する各説明義務違反の有無について、判断をすすめる。」

このように、格付の存在及び信用リスクの増大について説明義務があると判示して、具体的判断につなげている。格付けの存在、という見出しにもかかわらず、そこで求められているのは販売する際に、低い格付けや格付けが低下したことを知らせて説明することであり、信用リスクの程度に関する重要情報と言える。信用リスクの増大も信用リスクの程度に関する重要情報である。

つまり本判決は、信用リスクの程度に関する説明義務がある場合があるとしているとまとめることができ、金販法の説明義務（信用リスクが存在することを説明すればよいとされている）と対比すると、より高いレベルの説明義務を設定したと言える。

第 2 説明義務の現在

1 最高裁判決に見る説明義務

その後、最高裁も、金利スワップに関する最判平 25・3・7（判時 2185 号 64 頁）（破棄自判・請求棄却）、仕組取引に関する最判平 28・3・15（集民 252 号 55 頁、判時 2302 号 43 頁）（破棄自判・請求棄却）において、いずれも説明義務違反が不法行為となることを前提とした判示をしている。なお、説明義務違反は債務不履行にはならないとした判決があり（最判平 23・4・22（民集 65 巻 3

号 1405 頁、判時 2116 号 53 頁))、同判決は、「信義則上の説明義務に違反して、当該契約を締結するか否かに関する判断に影響を及ぼすべき情報を相手方に提供しなかった場合」には不法行為による賠償責任を負うことがあるとしている。

2 司法研究報告における説明義務

ハンドブック¹¹⁾の説明義務に関する章(364 頁～374 頁(上柳))では、司法研究報告¹²⁾における説明義務について、次の通り解説している(369 頁、370 頁)。

「司研報告は、『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ていることが望ましく、そのような形で、リスクの質と量と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解される』……。／ここで注目されるのは、リスクについて『質と量』と指摘されていることである。つまり、リスクの定性的な面と定量的な面の両方が『具体的にイメージできる説明』が求められている。『損失の谷の深さについて、具体的な数値』と記載されているが、これは、単に〇〇円損をする可能性があるという最大損失額でなく、想定最大損失額のようにそのようになる確率も含めて具体的に示される必要がある。損益図で示することができる最大損失額と、発生する確率を含んだ想定最大損失額とは異なる。」

3 想定最大損失額の説明

ハンドブックの説明義務に関する章(364 頁～374 頁(上柳))では引き続き、想定最大損失額の説明について次の通りまとめている(372 頁、373 頁)。

「金融庁の監督指針が掲げ、また司研報告が前述のように大いに参考になるとして引用している『想定最大損失額』は、バリュエ・アット・リスク [VaR]¹³⁾

11) 桜井・上柳・石戸谷『新・金融商品取引法ハンドブック第4版』(末尾 共著書9)

12) 司法研修所編(宮坂昌利ほか)『デリバティブ(金融派生商品)の仕組み及び関係訴訟の諸問題』(司法研究報告書68輯第1号)2017年。ここでの説明義務についての検討結果が、その後の裁判実務に影響を与えている。

13) 野村総研サイトでは、次の通り用法を解説している。「例えば、あるポートフォリオの保有期間1日のVaRが、99%の信頼区間で4500万円である、という言い方をします。これは、市場が平常の状態であれば、4500万円以上の損失を被る可能性は、100

と呼ばれるものである。これは、最悪の場合の損失額そのものを示すものではなく、損失が発生する確率を含め、損失を被る可能性を示す指標である。金融庁の監督指針は、例えば、『当該デリバティブ取引の対象となる金融指標等の水準等（必要に応じてボラティリティの水準を含む。以下同じ）に係る最悪のシナリオ（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）を想定した想定最大損失額について、前提と異なる状況になればさらに損失が拡大する可能性があることを含め、顧客が理解できるようにしているか。』と記述している。」

「投資判断をする場合に VaR 等により確率を含めた損失の可能性についての情報が必須であることは、金融工学および機関投資家等が投資判断をする際には当然の前提とされているのである。そして、再三述べるように、金融庁監督指針や司研報告が、金融事業者が顧客を勧誘する場合に説明すべき事項として指摘しているのである。／したがって、説明義務の内容として、VaR の具体的数値（想定保有期間、信頼水準及び想定最大損失額）が説明対象とされるべきである。少なくとも、デリバティブや仕組商品の投資判断（投機判断）のためには VaR 等の把握が必要である旨の説明は必須である。／そして、当該商品に係る VaR の意義や限界を理解することのできない顧客には、適合性原則により、そのような金融商品を販売ないし勧誘してはならない。」

4 顧客本位原則と説明義務

金融庁では、2017 年 3 月に「顧客本位の業務運営に関する原則」（以下「顧客本位原則」という）を策定し（2021 年 1 月改正）、プリンシパルベースで運用してきており、上柳弁護士は、消費者代表委員として、その策定やその後の市場制度 WG での議論に参加し、消費者の立場に立った意見を発し続け、その一部が反映されて 2022 年 6 月に市場制度 WG 中間整理が出された。それを出発

分の 1 ということになります。VaR は金額で表されますから、不利益を被る可能性に加えて、その絶対額を把握することで、リスク量として問題があるかどうか判断できます。」特定の保有期間内に、特定の確率の範囲内で評価される期待最大損失額であり、特定の保有期間は、1 日をとって測定をし、それを月単位で合計し、平均値を算出したりする。

点として9月以降、顧客本位タスクフォースの議論が行われ、2022年12月9日、「顧客本位タスクフォース」中間報告（以下「顧客本位中間報告」という。）が公表された。https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20221209.html

中間報告では、一部を立法化する方向を示した。その中で、説明義務に関連するのは次の3点である。

- ①利益相反の可能性についての情報提供義務のルール化（仕組債の組成コスト開示も含む）
- ②現状が府令と金商法を合わせて説明義務を規定しているところを、法律で規定する
- ③情報提供のデジタル化

5 2023年金商法等改正法案における説明義務

(1) 概要

上記中間報告を受けて、2023年3月、金商法等改正法案が国会に提出された。6月に衆議院を通過し、秋以降の臨時国会で参議院の審議が行われることが想定される。

同改正法案は、デジタル化の進展等の環境変化に対応し、金融サービスの顧客等の利便の向上及び保護を図るため、「顧客本位の業務運営・金融リテラシー」、「企業開示」等に関する制度を整備するものと銘打っている。このうち「顧客本位の業務運営」の中に、最善の利益を勘案した誠実義務、説明義務が含まれる。最善の利益を勘案した誠実義務は、金融サービス提供法に追加することとした。金融サービス提供法には金融リテラシーに関する規定も追加されるため、法律名も「金融サービスの提供及び利用環境の整備等に関する法律」（以下、金サ法という）。に変更される。これまで金商法と金商業等府令で定めていた説明義務は、金商法で直接規定することとした。

(2) 誠実義務

最終的な受益者たる金融サービスの顧客や年金加入者の最善の利益を勘案しつつ、誠実かつ公正に業務を遂行すべきである旨の義務を、金融事業者や企業年金関係者に対して幅広く規定した（金サ法2条）。これに伴い、金商法等から、

新設する規定と同趣旨の誠実公正義務に係る規定（金商法 36 条、66 条の 7 ほか）を削除する。

義務を負うのは次の業務又はそれに付随もしくは関連する業務を行う者である。

金融サービス仲介業に基づく業務、金融商品取引業に基づく業務、銀行業に基づく業務、無尽の業務、各組合法等に基づく貸付け等の業務、銀行代理業、電子決済等取扱業、電子決済等代行業、信託業、保険業、貸金業、不動産特定共同事業、資金移動業・電子決済手段等取引業・暗号資産交換業・前払式支払手段発行業の業務、国民年金・石炭鉱業年金・確定給付企業年金・確定拠出年金・厚生年金の運営等の業務、その他の政令指定業務

このように、顧客の最善の利益を勘案した誠実公正義務が、預金、融資、保険、投資（証券等）、年金運用と、すべての金融業に共通する義務として位置付けられている。この規定は、具体的な行為規制の解釈基準となるとともに、具体的行為規制が捕捉しづらい行為を規制する際の根拠となる。「顧客の最善の利益を勘案しつつ誠実公正に業務を遂行」には、利益相反の可能性の説明や仕組債の組成コストの開示も含まれると考えられる。

金融サービスに横断的に誠実義務を課すことは、1999 年に金融審議会第一部会「中間整理（第一次）」で提唱された「日本版金融サービス法」構想の一部を実現することとなるので、金サ法は、「日本版金融サービス法」への道を一步進んだといえる。

（3）説明義務

ア 2023 年改正法案における説明義務

金商法に、顧客属性に応じた説明義務を定めるとともに、顧客への情報提供におけるデジタル技術の活用に関する規定を整備する（金融商品取引法 37 条の 3、37 条の 4、37 条の 6、40 条の 2、42 条の 7 関係）。具体的には次の通りである。

まず、37 条の 3 第 1 項で、「契約締結前の書面の交付」を「契約締結前の情報の提供」に変えて、書面以外に電磁的方法（デジタル）による情報提供でもいいこととした。そのうえで、同第 2 項で、「金融商品取引業者等は、前項の規定による情報の提供を行うときは、顧客に対し、同項各号に掲げる事項（同項第五号及び第六号に掲げる事項その他内閣府令で定める事項を除く。）について、顧

客の知識、経験、財産の状況及び当該金融商品取引契約を締結しようとする目的（以下この項において「顧客属性」という。）に照らして、当該顧客に理解されるために必要な方法及び程度により、説明をしなければならない。」として、説明義務を正面から規定した。

前項各号に掲げる事項とは

- 一 当該金融商品取引業者等の商号、名称又は氏名及び住所
- 二 金融商品取引業者等である旨及び当該金融商品取引業者等の登録番号
- 三 当該金融商品取引契約の概要
- 四 手数料、報酬その他の当該金融商品取引契約に関して顧客が支払うべき対価に関する事項であって内閣府令で定めるもの
- 五 顧客が行う金融商品取引行為について金利、通貨の価格、金融商品市場における相場その他の指標に係る変動により損失が生ずることとなるおそれがあるときは、その旨
- 六 前号の損失の額が顧客が預託すべき委託証拠金その他の保証金その他内閣府令で定めるものの額を上回るおそれがあるときは、その旨
- 七 前各号に掲げるもののほか、金融商品取引業の内容に関する事項であって、顧客の判断に影響を及ぼすこととなる重要なものとして内閣府令で定める事項

であり、このうち五号（元本欠損リスク）、六号（当初元本を超える損失のリスク）等は、金サ法と重複するので金商法での説明すべき事項から除くということである。これにより、金サ法で他の金融商品と共通して、元本欠損リスクとその要因となる取引の仕組みの重要部分、当初元本を超える損失リスクとその要因となる取引の仕組みの重要部分、期間制限の説明義務を規定し、金商法で商号、登録番号、契約概要、手数料等の重要事項の説明義務を規定することとなる。

イ 改正法案における説明義務の規定ぶりの問題点

法律間の整合性や重複、欠落等の視点を持つ内閣法制局的な整理でこうなったと思われるが、これには違和感がある。

現状は、金商法 38 条 9 号、金商業等府令 117 条 1 項 1 号、金商法 37 条の 3 により、上記一～七（一商号等、二登録番号、三契約概要、四手数料、五元本欠

損リスク、六当初元本を超える損失リスク、七府令事項)の説明義務が規定され、金サ提供法¹⁴⁾4条で、元本欠損リスクとその要因となる取引の仕組みの重要部分、当初元本を超える損失リスクとその要因となる取引の仕組みの重要部分、期間制限の説明義務が規定されている。金商法の上記五、六は金サ提供法の説明義務の一部と重なるし、金商法の上記三も一部が金サ提供法における「取引の仕組み」の説明義務と重なる。このような重なりがある点については、金商法は行政規制、金サ提供法は民事規制とその次元が異なり、前者の違反は行政処分の対象、後者の違反は損害賠償責任の根拠となるので、重複は問題とならないどころか、必要であると理解されている。

2023年金商法等改正法案のように、説明すべき事項について金サ法との重複をなくす形で整理すると、上記五、六に関する説明義務違反に対する行政処分、同じく三、四、七に関する説明義務違反の民事効がどうなるかが、問題となる(除外されるのは、五、六のほかに内閣府令で定める事項であり、今後、内閣府令で重複をなくす方向で定めるとすると、三の一部についても除外される可能性もあるので、その場合は、この三の一部と、五、六に関する説明義務違反の行政処分、同じく三の残りとして四、七に関する説明義務違反の民事効がどうなるかが、問題となる)。

ウ 整理と確認

まず、上記五、六に関する説明義務違反を組織的に行っている場合などに、改正後も行政処分できるか。現状では、この説明義務違反は金商法38条9号違反であり、金商法51条、51条の2の「公益又は投資者保護のため必要かつ適当であると認めるとき」に該当すると判断されれば、業務改善命令を出すことができる。この要件は抽象的であることから、これが金サ法に定める説明義務違反のみとなっても、同様に金商法51条、51条の2に基づき業務改善命令を出すことができると当局は説明している。それより重い処分については、52条1項10号、52条の2第1項5号(「不正又は著しく不当な行為をした場合」)で同様に

14) 金融商品販売法が改正され、2021年11月から「金融サービスの提供等に関する法律」(金サ提供法)となっている。これが2023年改正法ではさらに名称を変え、「金融サービスの提供及び利用環境の整備等に関する法律」(金サ法)となる。

扱えることになる。

次に、上記五、六を金商法の説明義務の対象から外すことにより、金商法で説明すべきとした事項については、説明しなくても損害賠償義務は発生しないと誤解されるおそれがあり、それが、民法の信義則に基づく説明義務に影響を与える可能性に留意が必要と思われる。たとえば、手数料は、金商法に基づく説明義務の対象ではあるが金サ法に基づく説明義務の対象ではない。したがって、手数料を説明しない場合、金サ法に基づく損害賠償責任は発生しないとしても、民法の信義則にもとづく説明義務に違反したとして不法行為に基づく損害賠償責任が発生しうるのは、これまでと変化がないはずである。つまり、改正金商法に規定する説明義務違反でも、内容によっては説明義務違反の不法行為に基づき損害賠償責任が発生することはあるのであり、このことを確認しておきたい。

6 仕組債取引の説明義務

(1) 仕組債取引の説明事項

前記最高裁判決や司法研究報告がデリバティブ取引に関するものであること、デリバティブ取引を債券に組み込んだ仕組債に関する紛争が増加していることから、ここでは、仕組債取引の説明義務（金商法や金サ法の説明義務ではなく、民法の信義則に基づく説明義務）について検討する。

説明義務の対象である「当該契約を締結するか否かに関する判断に影響を及ぼすべき情報」（最高裁平成 23 年 4 月 22 日判決）、「当該リスクを引き受ける投資判断を自律的に行うことを可能とするに足る情報」（司法研究報告¹⁵⁾123 頁）を、仕組債に即して具体化するとどうなるか。

まずその仕組とリスクの説明が必要である。仕組の説明は「当該金融商品がいかなるリスクをいかなる形で組成した商品であるかを明らかにするのが…核心」（同 122 頁～123 頁）となり、リスクについては「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解される」（同 124 頁）。それから、「公正価値についての情報を抜きに仕組債

15) 司法研修所編前掲注 12

について十分な投資判断ができる層は自ずと相当限られる」(杉本・牧野¹⁶⁾15頁)とされ、公正価値(組成時評価額)が投資判断には不可欠であるので自ら算出できる者以外には説明が必要であるということになる。

そうすると、仕組として、仕組債がプットオプション売りのリスクを組み込んで売りの対価(プレミアム)の一部を利金の形にした商品であること、リスクとして、想定最大損失額とノックイン確率、それから、組成時評価額(=1-コスト(手数料))が説明義務の対象として導かれる¹⁷⁾。

(2) 仕組の説明

仕組については、日本証券業協会の2023年改正自主規制規則等で、仕組債の想定顧客として、店頭デリバティブ取引に類するという商品性を理解できることを掲げており、これは、仕組債がプットオプション売りのリスクを組み込んで売りの対価(プレミアム)の一部を利金の形にした商品であることを理解できることと、同義であると考えられる。これを、デリバティブ取引に精通していない人に理解できるよう説明することは容易ではないから、そのような人にはそもそも勧誘して販売してはいけないので、適合性原則の問題となる。

(3) リスクの説明

リスクについては、その「質と量をイメージできる説明」が必要であり、このうちリスクの量は、損失の谷の深さと幅と言い換えることができる。想定最大損

16) 金融庁総合政策局総合政策課・資産運用高度化室課長補佐杉本卓也、同企画市場局市場課課長補佐牧野史晃「仕組債の組成と販売における課題」ファンド情報382号(2022年6月27日)12頁～15頁

17) 組成時評価額について同旨・黒沼悦郎『金融商品取引法【第2版】』(有斐閣・2020年)564頁。そこでは、「時価評価は信義則上の説明義務の対象となる」としたほか、「デリバティブを賭博として行う者は別として、これを金融商品として購入するには、時価を知る必要があるところから、金融商品取引業者等の信義則上の義務として③(筆者注：リスクの定性的な説明やシミュレーション情報の提供では足りず、ノックイン確率の説明が必要とするもの)を肯定すべきであろう。」とする。ノックイン確率は時価評価を計算する前提となるという位置づけである。③の立場をとった裁判例として、東京地判平23.2.28金法1920号108頁(ノックイン投信・確定)、東京地判平24.11.12金法1969号106頁(10銘柄リンク債・控訴審では否定)がある。

失額は損失の谷の深さを示すもの、ノックイン確率は損失の谷の幅を示すもので、リスクの量を示すにはいずれも不可欠である。

想定最大損失額の説明については、「金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針」（2010（平成22）年4月16日改正）で、店頭デリバティブ取引について、同様のリスク特性を有する取引（仕組債の販売等）を行う場合を含めて、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）や想定最大損失額（単なる最大損失額ではなく「想定最大損失額」¹⁸⁾）を、顧客が理解できるように説明することを求めるという形で制度化されている（IV-3-3-2（6））。金融指標等の状況がどのようになれば、そのような場合に当たるのかについて顧客が理解できるように説明すべきであるとされている。

ノックイン確率については、訴訟においてもその数値が明らかにされる場合は限られるので、その説明義務があったとした裁判例はあるものの¹⁹⁾まだ少ない。他方、「ノックイン確率が低い」「ノックイン価格まで下がることは考えられない」という勧誘はしばしばみられるところ、多くは根拠のない説明であるうえ、元本毀損リスクが現実のものとして伝わらなくなる効果があるので、そのような勧誘をしたという事実を加えた総合判断として、説明義務違反であるとする判決につながりやすい。

（4）組成時評価額（＝1－コスト）の説明

組成時評価額については、その説明義務があったとした裁判例は少ないものの²⁰⁾、組成時評価額の提供は欧米では2010年代に義務付けられているし、日本でもコスト（組成コスト、販売コスト）の開示が義務付けられることとなりこれにより組成時評価額の計算も可能となれば、今後は説明義務の対象であるとする判決が増加すると思われる。なお、組成時評価額を伝えるようにすれば極端に評価額が低い粗悪品は減少すると思われるものの、2010年代から目論見書に組成時評価

18) 注13参照

19) 注17記載の東京地判平23.2.28金法1920号108頁（ノックイン投信・確定）、東京地判平24.11.12金法1969号106頁（10銘柄リンク債・控訴審では否定）

20) 通貨スワップ取引について、時価評価を基準とした担保差し入れ義務があることから時価評価の説明義務を認めた裁判例（東京地判平24.9.11金判1448号42頁、東京高判平26.3.20金判1448号24頁）がある。

額が開示されている米国の状況を踏まえれば、仕組債取引が抑制されるとは限らない²¹⁾。

(5) 説明の程度など

勧誘の際は、商品条件が記載された販売資料が交付され、理解したことの確認書に本人のチェックが入っているのが普通であり、最大損失額が記載された資料が交付されていることも珍しくない。そのうえで、販売資料の主要部分の読み上げなど、定型的な説明はされていることが多いと思われる。請求棄却の裁判例には、説明はそれだけで足りるとするものがある。

請求認容の裁判例では、商品条件が記載された販売資料や「ヒストリカルデータに基づく想定損失」が記載された書面を交付してそれに沿った説明をしても、同時に「ノックインが発生する可能性やそのリスクを過少に見積もる説明がされていた」ことを指摘して、価格変動リスク及び元本毀損リスクに関して十分な説明がなされたと評価することはできないとしたものがある²²⁾。同判決は、元本棄損の程度についての理解が必要であるとしたこと、ヒストリカルデータに基づく「想定損失」を伝えてもそれでは足りないとしたことの2点が、注目される。

第3 適合性原則の歴史一広がり

1 概要

適合性原則は米国において証券取引の分野で確立されたものであり、それが日本を含めた世界各国に広まった。日本における適合性原則の定着過程を追うと、業者ルールが先行して、途中から民事ルールが絡み合って互いに影響を与えてきたことがわかる。まず証券取引法に業者ルールとして適合性原則が規定され、平成17年最判がそれを前提に一步進めて適合性原則にかかる民事ルールを確立し、金融商品取引法がその影響を受けて業者ルールを一步進めたものである。更にその後、民事ルールは量的適合性の方向に広がり、業者ルールは商品適合性（合理

21) 桜井健夫「仕組商品の規制—商品適合性、時価・手数料開示の先にあるもの—」現代法学30号(2016年)257頁参照

22) 東京地判令4.3.31WLJ

的根拠適合性) の方向にも広がっている。

2 証券取引法に規定された適合性原則

日本における適合性原則は、「投資者本位の営業姿勢の徹底について」(1974 (昭和 49) 年 12 月 2 日蔵証第 2211 号) という大蔵省通達に端を発し、1992 年証券取引法で経営保全命令の一事由として規定され、1998 年改正で証券取引法 43 条に証券会社の義務の形で明確に規定された。

3 適合性原則と平成 17 年最判

適合性原則は、前項の通り業法で規定されていただけであつたが、業法違反にとどまらず、民法の不法行為の一類型として損害賠償の根拠となるという下級審判決が積み重ねられた後、2005 年に最高裁がそのことを明確にした。すなわち、金融商品取引業者の担当者が顧客の意向と実情に反して、明らかに過大な危険を伴う取引を積極的に勧誘するなど、適合性の原則から著しく逸脱した金融商品取引の勧誘をしてこれを行わせたときは、当該行為は不法行為法上も違法となり(最判平成 17・7・14 金判 1222 号 24 頁、判時 1909 号 30 頁)、損害賠償義務を負う。

最判平 17・7・14 の事案は、水産会社が、1984 (昭和 59) 年から 1994 (平成 6) 年までの間に、取引総額累計約 1800 億円に及ぶ取引(対象は、信用取引を含む株式取引、債券、投資信託、外国証券、ワラント、日経平均オプション、国債や株式の先物取引、CP、CD など)をし、24 億円強の損害を被つたとして、過当取引、断定的判断、適合性原則違反、説明義務違反を理由に、内金として 14 億 3400 万円の損害賠償請求を行ったものである。

判決は、「証券会社の担当者が顧客の意向と実情に反して、明らかに過大な危険を伴う取引を積極的に勧誘するなど、適合性の原則から著しく逸脱した証券取引の勧誘をしてこれを行わせたときは、当該行為は不法行為法上も違法となると解するのが相当である」として、適合性原則違反が不法行為となりうることを明示した。

そのうえで、日経平均株価オプションの売り取引は、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、その取引適合性の程度も相当に高度なものが要

求されるとしながら、当然に一般投資家の適合性を否定すべきものであるとはいえないとし、判断枠組みとして、「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」と判示した。

具体的適用においては適合性原則違反がないとし、助言義務等、他の争点について審理するよう指示して原審に差し戻した。適合性原則に違反する勧誘は不法行為となるとという判断はこれまで下級審で積み重ねられてきたが、本判決はこれを明示した初めての最高裁判決である。

このように、適合性原則は、一方で、行政当局と金融商品取引業者との関係では金商法規定の取締法規として機能し、他方、顧客と金融商品取引業者との関係では、1995（平成 7）年以降、適合性原則に違反する勧誘は不法行為となるとの下級審判決が多数積み重ねられ、上記の最高裁判決も出されて、私法原理としてその違反が不法行為の一類型に位置づけられることが明確となっている。

4 金商法に規定する適合性原則

金融商品取引法では適合性の原則について、金融商品取引業者等は、「金融商品取引行為について、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相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、又は欠けるおそれがあること」のないように、業務を行わなければならない（40 条 1 号）としている。換言すれば、顧客の意向（金融商品取引契約を締結する目的）と実情（顧客の知識、経験、財産の状況）に合わない勧誘をしてはならない、という原則である。

適合性判断の考慮要素には、「顧客の知識、経験、財産の状況」（顧客の実情）と、「金融商品取引契約を締結する目的」（顧客の意向）がある。後者は投資意向、投資目的、投資方針とほぼ同様の意味であり、従来から判例上も実務上も適合性判断の考慮要素とされてきたものを、平成 17 年最判を受けて、2007 年施行改正法（金商法）に取り込んだものである。ちなみに、日本証券業協会の投資勧誘規則において各証券会社に作成保存が義務付けられている顧客カードには、従来

から「投資目的」という項目が設けられている。適合性原則は、さらに、金融商品取引業者は積極的に顧客の投資目的および財産状態について相当の調査をしなければならないという要請を含む。

適合性の原則に違反すると、業務改善命令、業務停止等、一定の監督上の制裁がなされうる（証券会社等につき 51 条、52 条 1 項 10 号、銀行等につき 51 条の 2、52 条の 2 第 1 項 5 号）。

5 量的適合性の先駆

適合性原則については、平成 17 年最高裁判決で民事責任との架橋がなされ、適合性の要件と判断枠組みが整理されたが、これは後述の分類でいうと顧客適合性に関するものであり、その後、そこからの広がりがみられる。

平成 17 年最高裁判決の 2 年後に出された次の判決は、桜井・上柳両名が原告・控訴人代理人として担当した事件の判決であり、量的適合性の違反というところえ方をして、過当取引の一部を適合性原則違反に取り込んでいる。

【裁判例 4】東京高判平 19・5・30（金商判 1287 号 37 頁）

【事案】 50 歳独身女性が父から贈与された預金を証券会社に預けたところ、リスクの大きい株式を中心に事実上の一任状態で大量の取引をされ、1 億円余の損失となった事案。原審（東京地判平 18・6・7 セレクト 29 巻 1 頁）は、EB の勧誘のみ違法として他の請求を棄却した。

【判旨】 控訴審判決は、「K は、原告の資産をリスクの高い商品に投入させる意図で、複雑な仕組債等を対象に原告名義の取引を行って既成事実を積み重ね、原告が K の投資判断を一層信頼する一方で、A（注：父）の介護のため個別の投資の是非を検討する余裕はない状況にあることに乗じて、個別の取引を一任させる心理状態に原告を誘導し、事実上原告の口座を支配して自在に取引するに至ったものということができ、このような手段及び取引内容を有する事実上の一任取引は、顧客の証券取引に関する能力、投資姿勢、財産状態を無視し、顧客の信頼を濫用し顧客のリスクにおいて自分自身の成績を上げようとし又は被告の利益を図る行為として、適合性の原則に違反し、社会通念上許容された限度を超える一任取引を行ったものとして、不法行為を構成するものというべきである。したがって、平成 12 年 2 月下旬以降に

Kが原告名義で行った取引は、すべて違法であると認めるのが相当である。」
(この判決は、1 審原告を原告、1 審被告を被告と略称) として、損害賠償を命じた (過失相殺 5 割)。

この判決は、過当取引として不法行為となる要件である口座支配と取引の過当性を認定して、事実上の一任取引とした手段およびその内容が適合性原則に違反し不法行為となると判断している。大阪高判平 11・4・13、大阪地判平 16・1・28 などとともに、量的適合性型の適合性原則違反による不法行為を認定した先駆的な判決の一つであり、特に、平成 17 年最判の後に出された判決であるため、同判決を理解したうえで、その範囲を超え、周辺領域に広げて適合性原則を適用した点に意義がある。

6 量的適合性の定着一裁判例の紹介

その後、次の通り量的適合性型の適合性原則違反を理由に損害賠償を命じる判決が続いた。(以下は桜井・上柳・石戸谷『新・金商品取引法ハンドブック第 4 版』335 頁、336 頁から引用)

★株式 18 △大阪地裁平 25・1・11

30 代女性が勧誘されて信用取引を行い 6000 万円余の損をした事案で、安定的運用の意向、過当取引の諸要素 (金額、回数、銘柄数、資金回転率、手法 (2 階建て信用取引、日計・直し)、手数料化率等) を認定し、適合性原則違反、過当取引であるとして請求を一部認容した。

★株式 19 △宇都宮地大田原支判平 25・1・30

元公務員の約 70 歳の女性が勧誘されて信用取引を行い年間 100 回以上の売買がなされ 3 年余で 1800 万円余の損失となった事案で、一連の信用取引の勧誘が、意向に合わないうえ過大なリスクを負担させたものであり適合性原則違反であるとして請求を一部認容した。

★株式 20 △大阪地判平 26・2・18

夫の証券を相続した 70 代女性が、外務員に事実上の一任状態を作り上げられ、外国株、外債を多数回売買し 1200 万円余の損失となった事案で、能力・投資姿勢を無視し財産状態への適切な配慮を欠き適合性原則違反であるとして請求を一部認容した。

★株式 21 △岡山地倉敷支判平 27・1・27 △広島高裁岡山支判平 27・7・16

60 歳寡婦が勧誘されて株式、投信、外国証券を多数回売買して損失が発生した事案で、控訴審は適合性原則違反を理由に請求を一部認容した。説明しても理解できないので説明義務の判断は不要、適合性原則違反に含まれるので過当取引の判断も不要とした。

★株式 22 △神戸地裁姫路支判平 27・4・15

会社員が勧誘されて頻繁に信用取引をして損失を被った事案で、信用取引の勧誘は適合性原則に反しないが、本件信用取引の勧誘は過当であり、財産状態、投資目的に反し明らかに過大な危険を伴うもので適合性原則違反であるとして請求を一部認容した。

7 合理的根拠適合性の明確化

2010 年から 2015 年にかけて、欧米と日本において、合理的根拠適合性が適合性原則に含まれる概念として明確になった。2016 年時点では、次のように整理される²³⁾。

「米国では、仕組商品などの複雑な金融商品の普及を受けて、FINRA が、業者の商品熟知義務を含めた合理的根拠適合性（商品適合性）を適合性原則に追加し（2012 年）、SEC が、業者に対し発行者評価額の開示を粘り強く要請して（2012 年～2013 年）、2013 年以降、仕組商品の目論見書の表紙に発行者評価額を記載させている。このような対応にもかかわらず、その後、仕組商品の販売高がさらに増加しているので、2015 年になって、SEC は、投資者に対し発行者評価額が目論見書に開示されているので注目するよう広報し、業界に対しては顧客が構造やリスクを理解しないまま取得している現状に疑問を投げかけている。

EU では、IOSCO の報告書「複雑な金融商品の販売に関する適合性要件」、「リテール向け仕組商品に対する規制」（いずれも 2013 年）を踏まえた ESMA の仕組商品意見書（2014 年）が出され、引き続き MiFID II、MiFIR が制定された（2014 年）。仕組商品関係では、組成段階での商品適合性、コスト開示義務、

23) 桜井前掲注 21・241 頁～295 頁のうち、241 頁から引用 <https://repository.tku.ac.jp/dspace/bitstream/11150/10778/1/genhou30-12.pdf>

不合理な商品等に対する規制当局による販売停止権限などが規定されている。

英国では、2012年にFSAが仕組債の最終ガイダンスを公表し、2013年には、FSAを引き継いだFCAが、仕組商品を勧誘する場合の注意点を業界に通知した。それでも、仕組預金等の販売が増加しているので、FCAは、2014年には仕組預金等に関する定性的調査を外注し、2015年には仕組預金に関する行動経済学的調査を行った。これらの調査により、消費者は仕組預金のリターンを過大評価すること、そのため、定期預金の方が有利であっても仕組預金を選ぶ傾向があることが裏付けられた。この過大評価による選択ミスは、リターン見込みの数値的開示等の定量的開示をすれば多少改善するものの、限界がある。2015年、FCAは業界に対して、リターン見込み・元本欠損リスクの程度の数値的開示を求め、組成販売しようとする仕組商品が合理的な価値を持つことを証明することを求めている。

日本では、金融庁が2010年にデリバティブに関する監督指針の一部を仕組債にも適用することとし、2011年には日本証券業協会が合理的根拠適合性を導入した。2012年には金融庁が通貨選択型投信に関する監督指針を改正し、2013年には日本証券業協会が自主規制規則に高齢者への勧誘に関する条項を追加した。2015年、金融庁は手数料透明性の向上を平成27年度行政方針に記載した。各国で組成販売されている主な仕組商品には相違があるが、いずれもデリバティブが組み込まれた複雑な構造で投資判断が難しいこと、仕組コストがかかるのでリスクとリターンのバランスという観点からの商品合理性が問題となることは共通しているので、各国の規制は適合性原則を商品適合性の方向に拡大強化している。同時に、米英では情報提供の工夫（発行者評価額・コストの開示、リターン見込み・リスクの程度の開示）がされていて参考になる。ただし行動経済学的要因等によりリターンの過大評価傾向があるので、それだけでは足りない。そこで、発行者評価額等の情報提供に加え、商品適合性を一歩進めた商品規制、勧誘規制が必要である。」

なお、金融庁の「金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針」では、合理的根拠適合性について次の通り規定している。

IV-3-3-2 勧誘・説明態勢

(11) 店頭デリバティブ取引に類する複雑な仕組債・投資信託の勧誘に係る

留意事項（合理的根拠適合性・勧誘開始基準）

店頭デリバティブ取引に類する複雑な仕組債・投資信託の販売に関しては、顧客にとってリスク等が分かりにくい等の問題により、特に個人顧客との間でトラブルが増加している。こうしたことを踏まえると、個人顧客に対してこれらの仕組債・投資信託の勧誘を行う金融商品取引業者においては、投資者保護の充実を図る観点から、適合性原則等に基づく勧誘の適正化を図ることが重要であり、例えば、以下の点に留意して検証することとする。

①日本証券業協会自主規制規則「協会の投資勧誘、顧客管理等に関する規則」を踏まえ、投資者へ販売する商品としての適合性（合理的根拠適合性）の事前検証を行っているか。

②日本証券業協会自主規制規則「協会の投資勧誘、顧客管理等に関する規則」を踏まえ、商品のリスク特性や顧客の性質に応じた勧誘開始基準を適切に定め、当該基準に従い適正な勧誘を行っているか。

第 4 適合性原則の現在

1 3 段階適用

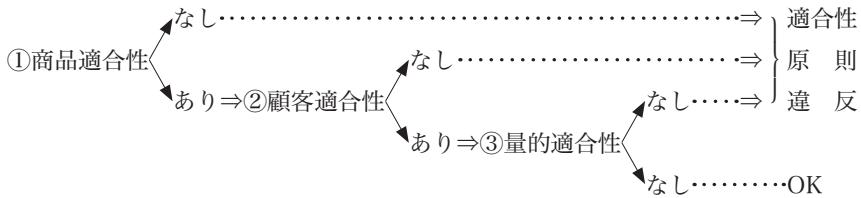
このように適合性原則には広がりが見られ、現在の適合性原則は、①合理的根拠適合性＝商品適合性、②顧客適合性、③量的適合性の3つに分けられる²⁴⁾。

①商品適合性とは、商品自体に着目するもので、適合する顧客が想定できない商品は販売してはならないということであり（監督指針、日本証券業協会投資勧誘規則3条3項）、顧客の属性は問題とならない。②顧客適合性は金商法40条1号に規定する従来の適合性原則のことであり、平成17年最判もこれである。③量的適合性は、従来、過当取引とされていたものを含みその周辺部分を合わせて過大リスクという観点から適合性原則の一種と位置づけたものである。米国FINRA規則で規定され、日本では裁判例が積み重ねられている。

この3者の関係は【図表】のとおりである。

24) 河上正二『消費者法案内』2022年215頁、王冷然『『合理的根拠適合性』とは何か？』市川兼三先生古希祝賀『企業と法の現代的課題』2014年29頁参照

【図表】適合性原則の3段階適用



2 顧客本位原則と適合性原則

(1) 最善の利益

「原則」に定められている金融事業者は顧客に対して誠実・公正に業務を行い、顧客の最善の利益を図るべきであることを広く金融事業者一般に共通する義務として定めることなどにより、「原則」が対象とする金融事業者全体による、「原則」に沿った顧客・最終受益者の最善の利益を図る取組みを一步踏み込んだものとすることを促すべきである。」（顧客本位中間報告2頁）

(2) 組成段階：プロダクトガバナンスと組成者の合理的根拠適合性

顧客本位中間報告では、プロダクトガバナンスを、「想定する顧客を明確にし、その利益に適う商品を組成するとともに、そうした商品が想定した顧客に必要な情報とともに提供されるよう、販売にあたる金融事業者に必要な情報提供や、これらの評価・検証等を行うこと」と定義し、組成者の商品適合性について言及している。

「資産運用会社においては、想定顧客を明確にし、顧客利益を最優先して個別商品ごとに品質管理を行うプロダクトガバナンス体制を確立することが重要である。商品組成の課題としては、組成する商品が想定している顧客層の設定、そして実際に販売した顧客が当該商品について適合性を有していたかの検証が重要である。」（顧客本位中間報告7頁）

この論点については、さらに議論が続くことが想定される。

(3) 販売段階：合理的根拠適合性

日本証券業協会は、2011年に制定した、複雑な仕組債等の販売勧誘に係る『協会の投資勧誘、顧客管理等に関する規則』等の自主規制規則について、顧客本位中間報告を受けて、2023年4月18日に改正し、同年7月1日から施行した²⁵⁾。

主な改正点は次の通りである。(イが合理的根拠適合性に関する部分)。

ア 投資勧誘規則6条の2の改正

複雑な仕組債等について、1年以内に同種の有価証券を販売する場合であっても、契約を締結しようとする都度、注意喚起文書を交付する。

イ 「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」(合理的根拠適合性ガイドライン)(別紙2) 関係

- ・ 経営陣の関与：複雑な仕組債等には、経営陣（代表取締役又は代表執行役）が関与し、取引や苦情を定期的に把握して検証結果確認、検証態勢・販売勧誘態勢見直しをする。
- ・ 検証：社内の検証プロセスと検証責任者を明確にし、既扱い仕組債のリスク・リターン分析、新仕組債のリスク・リターンの妥当性、理論価格と販売額の差額の妥当性を、定量的かつ一貫した方法で検証する（理論価格は組成会社（自社の組成部門等）から入手する）。
- ・ 販売対象顧客の有無・範囲：店頭デリバティブ取引に類するという商品性やリスクとリターンを理解できるか、リスク許容度等を勘案して検証する。「勧誘開始基準」より具体的・限定的な基準となる。
- ・ 金融商品仲介業者、銀行等との連携：「販売対象顧客」等、合理的根拠適合性の検証結果を仲介・紹介委託先に共有する。
- ・ 社内研修：リスク過小評価（リターン過大評価）の可能性等を踏まえた研修をする。

25) 日本証券業協会「複雑な仕組債等の販売勧誘に係る「協会の投資勧誘、顧客管理等に関する規則」等の一部改正について」(2023年4月18日)。日本証券業協会「複雑な仕組債等の販売勧誘に係る「協会の投資勧誘、顧客管理等に関する規則」等の一部改正について」に関するパブリック・コメントの結果について(2023年4月18日)も参照。

ウ 「協会の投資勧誘、顧客管理等に関する規則第5条第2項の考え方」（勧誘開始基準ガイドライン）（別紙3）関係

- ・「販売対象顧客」への適合：勧誘開始基準に適合しても「販売対象顧客」に適合しないことが明らかな場合は勧誘しない
- ・仲介・紹介の委託先 自社の「勧誘開始基準」を仲介・紹介の委託先に共有する。

エ 「広告等に関する指針」の一部改正（別紙4）

- ・仕組債と書く：銘柄名の前に「複雑な仕組債」、付近にリスク特性を表示する

オ 「協会の投資勧誘、顧客管理等に関する規則第3条第4項の考え方」（重要事項説明ガイドライン）（別紙5）

- ・ノックイン確率等：重要事項の理解を妨げるような説明（高金利、高格付、保証付、確定利付であることの過度な強調、ノックイン水準が低いこと等を理由にノックインが発生する可能性が低いことを強調し、安心感を与えるような説明）をしない

カ 組成コストの開示等

組成コストの開示やリスク・リターン分析の開示等のあり方は、『重要情報シート』に関するQ & A等により協会員に周知された。「〇年〇月〇日時点における本件仕組債の理論価格は、額面〇万円に対し〇万円（～〇万円）／額面当たり〇％（～〇％）です」等の記載例が示されている。

3 2023年金商法等改正法案における適合性原則

前述のとおり2023年金商法等改正法案は、顧客本位原則のうち最善の利益について金サ法に誠実義務の形で入れたが、プロダクトガバナンスと組成者の合理的根拠適合性については特に規定を設けていない。販売者の合理的根拠適合性についても同様であり、この点に関しては立法に先立ち前記の通り日本証券業協会の自主規制規則の改正が行われた。

なお、2020年に改正された「金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針」の「III-2-3 勧誘・説明態勢 III-2-3-1 適合性原則・誠実公正義務」において、「想定顧客を明確にし、顧客利益を最優先して個別商品ごとに品質管理を行うプロダクトガバナンス体制を確立すること」とされていることから、改正法案

の金サ法2条で「最善の利益を勘案しつつ、誠実かつ公正に業務を遂行すべき」としたことは、プロダクトガバナンスの姿勢を法定したとみることもできよう。

4 仕組債取引と適合性原則

(1) 商品適合性（合理的根拠適合性）

仕組債には、①「リスクが高い」、②「コストが高い」、③「流動性がない」、④「①②の存在及び③の重大性に気づきにくい」という問題があり、金融庁も、リスクに見合うリターンがないと指摘し（EBにつき「資産運用業高度化プロGRESレポート2022年」（2022年5月27日）44頁、指数リンク債につき「リスク性金融商品の販売会社による顧客本位の業務運営のモニタリング結果」（2023年6月30日。以下2023年モニタリング結果という）8頁）、担当者の論文²⁶⁾でも同様の指摘があるので、本来は商品適合性がないとして結論が出る事件もあるはずであるが、そのような裁判例はない。

(2) 顧客適合性・量的適合性

顧客適合性では、最高裁平成17年7月14日判決の枠組み（担当者が顧客の意向と実情に反して、明らかに過大な危険を伴う取引を積極的に勧誘するなど、適合性の原則から著しく逸脱した証券取引の勧誘をしてこれを行わせたこと）と判断手法（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）に具体的事実を当てはめることになる。

顧客適合性は、当該顧客のリスク許容度への適合を要求するものであるから、あてはめの際はリスク許容度を意識することが重要である。リスク許容度は、客観的リスク許容度（本人の意思とは別に、資産収入の状況、知識・経験、年齢、健康状態等から導かれる）と主観的リスク許容度（投資意向等の本人の意思から導かれる）に分けることができる。

客観的リスク許容度（リスク耐性）の観点からは、仕組債がリスク取引のうち資産形成取引ではない取引に分類される取引であることから（2023年モニタリ

26) 杉本・牧野前掲注16・15頁

ング結果 4 頁～6 頁)、仕組債取得に投入された金額の保有金融資産に対する割合が大きいと、過大なリスクとなる可能性があると判断されることになる。少額では過大なリスクと言えなくても、多額になると過大なリスクとなることがあるので、仕組債取引への適合性原則適用に当たっては、個々の取引に顧客適合性があるかをまず検討し、個々の仕組債取引について適合性がないとはいえないとしても、仕組債取引全体について、合計額や頻度等を見ると量的適合性の問題がないか、という 2 段階適用を意識する必要がある。最近の裁判例では、東京地判令 5.5.29 (証券取引被害判例セレクト 60 巻 200 頁) が、金融資産における仕組債投入額の割合が大ききこと (自己の金融資産を超え、夫の金融資産を合計してもその 8 割になる) を理由の一つとして、適合性原則違反の判断をしている。

主観的リスク許容度は投資意向等から判断されるが、取引の種類と金額により投資意向は異なるので、個々の取引の際に修正される顧客カードの記載は決定的なものではなく、資産形成の意思との関係で判断すべきと考えられる。すると、ほとんどの人にとって、投入金額が大きくなればなるほど資産形成の意思が強くなり、主観的リスク許容度は低くなる関係にある。仕組債取引は資産形成取引ではないリスク取引であることから、仕組債取引の金額が相対的に大きな金額となると、主観的リスク許容度を超えることになる。

あとがき

本論考は、2023 年 3 月 3 日第 67 回全国証券問題研究会における発表をもとにその後の状況等を加筆したうえ整理したものである。

金融審議会の部会やワーキンググループ等で消費者・個人投資家の代弁者として金商法等の改正に長年関与してきた上柳敏郎弁護士が、2022 年 9 月に亡くなった。同弁護士は、日本弁護士連合会消費者問題対策委員会の委員 (金融サービス部会所属) として日本弁護士連合会の金融サービス法関係意見書の原案作成に関与するとともに、証券被害救済訴訟を手掛ける弁護士の任意の研究団体である全国証券問題研究会 (1991 年～) の創設メンバーの一人 (1996 年～1998 年代表幹事) として証券訴訟の研究もしており、金融審議会関係の活動とこれらの活動を通じて、金融法の分野で多大な貢献をしてきた。

上柳弁護士は、所属事務所から公表されているその経歴と主な取り組みからわかるとおり、国際人権、労働法、環境法、スポーツ法、金融法など、多方面で足跡を残した。東京経済大学とも縁がある（2017 年非常勤講師）。

私が知るのはその内の金融法の分野である。この分野では一緒に活動することが多かったので、同弁護士の金融法分野における足跡をたどることは、自分自身の足跡をたどることでもあった。ここでは、そのうちの説明義務と適合性原則に関する部分について整理したものである。本論考は単なる回顧ではなく、日本における説明義務と適合性原則の生成発展の歴史と現在の姿について一次資料を中心に整理したものであり、今後の証券訴訟や金融制度を考えるうえで大いに意味がある内容であると考えている。

最後に、上柳弁護士の最新の著書（末尾共著書 10）から抜粋する。

「4 今後の課題 （1）消費者保護法理をつくるもの

このように振り返ると、規制緩和の影に発生した被害を後追いで金融業や金融市場のあり方と消費者保護の関係を常に考える必要がある。／消費者保護を推進する場合にも、金融市場や金融工学、行動経済学の知見などを踏まえる必要がある。また、欧米の市場の動向や関係法理を検討することも必要である。／生活資金や生業資金に不測の損害を被った人たちの声をきき、市場や外国法も検討しつつ、訴訟や ADR（裁判外紛争処理機関）を活用して被害救済をはかり、あわせて、各種研究会や弁護士会委員会等も通じ、法令やその運用の改善を実現していくことは、容易ではないとしても、法律家としてやりがいのある仕事である。」（261 頁）

上柳弁護士の消費者法・金融法関連の主な共著書

	書名	著者	発行年月
1	「ビッグバン時代の消費者問題と対策」	石戸谷・桜井・上柳	1998 年 10 月
2	「金融商品取引法ハンドブック」	桜井・上柳・石戸谷	2002 年 9 月
3	「新・金融商品取引法ハンドブック」	上柳・石戸谷・桜井	2006 年 11 月
4	「新・金融商品取引法ハンドブック第 2 版」	上柳・石戸谷・桜井	2008 年 2 月
5	「逐条解説貸金業法」	上柳・大森編著	2008 年 6 月
6	「新・金融商品取引法ハンドブック第 3 版」	桜井・上柳・石戸谷	2011 年 7 月
7	「金融商品取引被害救済の手引 6 訂版」	日弁連消費者問題対策委員会	2015 年 9 月
8	「実務解説 特定商取引法第 2 版」	上柳・島蘭	2018 年 3 月
9	「新・金融商品取引法ハンドブック第 4 版」	桜井・上柳・石戸谷	2018 年 9 月
10	「基本講義 消費者法〔第 5 版〕」 第 15 章 金融商品取引と消費者 (248 頁～264 頁)	中田・鹿野編著 上柳	2022 年 10 月