

# 市場から見た仕組商品訴訟

桜井健夫

## 目次

### はじめに

#### 第1章 仕組商品とデリバティブ取引の関係

##### 第1 デリバティブ取引とデリバティブ商品

##### 第2 分類と法律

##### 第3 店頭デリバティブ取引と仕組商品の同質性

#### 第2章 仕組商品の存在意義

##### 第1 検討の手順

##### 第2 金商法と資本市場機能

##### 第3 デリバティブ取引と資本市場機能

##### 第4 市場から見た仕組商品取引

#### 第3章 仕組商品に関する判決の検討

##### 第1 はじめに

##### 第2 紛争と解決の概要

##### 第3 判決の2つの流れと評価

##### 第4 商品特性に踏み込む必要性

#### 第4章 仕組商品の商品特性

##### 第1 概要

##### 第2 大きなコストが隠れている（大幅なマイナススタート）

##### 第3 リスクが大きい

##### 第4 コストやリスクが大きいことに気づきにくい

##### 第5 不合理な「投資商品」

#### 第5章 市場の価格形成機能から見た仕組商品取引

##### 第1 概要

市場から見た仕組商品訴訟

- 第2 販売対象の限定
- 第3 コスト等の開示
- 第4 コスト率の限定
- 第5 訴訟における争点との関係

おわりに

## はじめに

デリバティブ商品に関する紛争が多数発生している。本稿では、そのうちの仕組商品に絞って、市場の視点から問題点を考える。

第1章では、デリバティブ取引を社債や預金等に組込んだ仕組商品のリスクとリターンが、組込まれたデリバティブ取引そのものであることを、具体例を示して確認する。

第2章では、デリバティブ取引には金融資源を効率的に配分する機能（資本市場機能）はなく、リスクヘッジによる準備金の節約機能がその社会的意義であるが、デリバティブ取引のすべてが準備金の節約機能に関係するわけではなく、店頭デリバティブ取引の一部にはリスクヘッジと無関係のものがあることを確認し、仕組商品取引は、それ以上にリスクヘッジと無関係のデリバティブ取引であって、デリバティブ取引価格に影響を与えうるという限度でその存在意義が考えられること、この存在意義の観点からは、仕組商品取引は、それ自体に市場の効率性と公正性がなければむしろ有害であることを指摘する。

第3章では、仕組商品に関する紛争と解決の概要を整理したうえ、これまでの判決には大きな2つの流れができていることを紹介し、その分かれ目は、商品構造やリスクの程度、隠れたコストなどの商品特性に踏み込むか否かにあること、市場の観点からは、判決でこのような商品特性に踏み込むことは不可欠であることを指摘する。

第4章では、仕組商品の商品特性の検討をおこない、一般に言われる

構造の複雑さや損益の複雑さのほかに重要なものとして、大きなコストが隠れていること、リスクが大きいものが多いこと、コストやリスクが大きいことに気づきにくいことがあり、そのような商品特性などから、従来の仕組商品取引は、顧客にとって合理性がないことを示す。

第5章では、仕組商品の価格形成に市場原理が働くようにするためには、①販売顧客の限定、②コストの開示、③コストの限定が考えられること、これらを訴訟における法的論点に対比させれば、①は適合性原則違反の不法行為、②は説明義務違反の不法行為、③は誠実公正義務違反の不法行為および公序良俗違反による無効と関連することを指摘する。

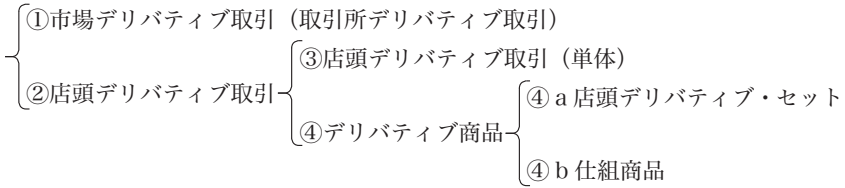
市場の観点からは、訴訟において、当該仕組商品の構造や隠れたコスト、コスト率などの商品特性を明らかにしたうえで上記論点に関して判断することが求められる。

## 第1章 仕組商品とデリバティブ取引の関係

### 第1 デリバティブ取引とデリバティブ商品

先物取引（将来の受け渡しを前提に取引所で売買）、先渡し取引（将来の受け渡しを前提に相対で売買）、スワップ取引（交換）、オプション取引（買う権利、売る権利の売買）などのデリバティブ取引<sup>1)</sup>を取引形態で分類すると、図表1のとおり、①市場デリバティブ取引（例：日経225オプション取引、商品先物取引）と②店頭デリバティブ取引に分けることができる。②はその取引そのものである③（例：店頭FX取引、金利スワップ取引、為替先物予約取引、商品CFD取引）と、③を束ねたり加工したり組込んだりした④デリバティブ商品<sup>2)</sup>に分けられる。④デリバティブ商品には、④a店頭デリバティブ・セット（店頭為替デリバティブ取引や店頭金利デリバティブ取引、店頭証券デリバティブ取引などを組み合わせ加工したもの）と、④b仕組商品（店頭デリバティブ取引を他の金融商品に組込んだもの）がある。

図表1 デリバティブ取引の分類



④aは、異なる形のデリバティブ取引を組み合わせる一つの商品としたものや、店頭為替デリバティブ取引、店頭金利デリバティブ取引を多数回分束ねて一つの契約としたものである。具体的には、複雑に組合せたものとして株価指数リンクスワップ、組合せを多数回分束ねたものとして、ゼロコスト・オプション（例：KIKO 取引、ギャップ特約付きオプション）、クーポンスワップ・セット（例：仕組カラー、CMS スプレッド・ラダー・スワップ、ノッチクーポンスワップ）、金利スワップ・セットなどがある。

④bは、店頭デリバティブ取引の条件を他の金融商品に組込んだものである。具体的には、社債に組込んだ仕組債、1つか2つの仕組債に投資するノックイン型投資信託（以下ノックイン投信という）、預金に組込んだ仕組預金などである。金融庁の監督指針や自主規制機関等の規則で言う「店頭デリバティブ取引に類する複雑な仕組債」「店頭デリバティブ取引に類する複雑な投資信託」（いずれも金融商品取引業者向けの総合的な監督指針Ⅳ-3-3-2（10）、日本証券業協会・投資勧誘規則2条7号、8号）、「複雑性を有する仕組預金」（主要行向けの総合的な監督指針Ⅲ-3-3-2-2、全国銀行協会・デリバティブを内包する預金に関するガイドライン第1項（2））、がこれにほぼ対応する。

## 第2 分類と法律

### 1 デリバティブ取引に適用される法律

法律上は、①は原資産により金融商品取引法（以下金商法という）2条

21 項・23 項、商品先物取引法（以下商先法という）2 条 9 項・10 項・13 項に該当し、③と④ a は、原資産に応じて金商法 2 条 22 項、商先法 2 条 14 項に規定する取引とされる。

## 2 仕組商品に適用される法律

これに対し、④ b 仕組商品は、組込まれた先の金融商品に関する規定のみが適用されると解釈されている<sup>3)</sup>。具体的には、デリバティブ取引を外国社債に組込んだ仕組債は外国社債の一種と扱われ、金商法の一般的な販売勧誘規制が適用されるのみで、デリバティブ取引特有の規制が及ばない。デリバティブ取引を預金に組込んだ仕組預金はリスクの高い預金である特定預金に該当して金商法が準用され（銀行法 13 条の 4）、やはり金商法の一般的な販売勧誘規制が適用されるのみで、デリバティブ取引特有の規制が及ばない。1 個または 2 個の仕組債に投資するノックイン投信は投資信託の一種とされ、投信法、金商法の販売勧誘規制が適用されるのみで、デリバティブ取引特有の規制が及ばない。

その結果、仕組商品には、たとえば、不招請の勧誘禁止、証拠金の分別管理義務などの規制が及ばない。それから、このように適用法令が異なることで、仕組商品の販売勧誘に対する適合性原則や説明義務の設定が、店頭デリバティブ取引より低いところになされがちである。

そのため仕組商品については、店頭デリバティブ取引と比較すると、一般顧客が巻き込まれやすく、また、その場合に適合性原則等について妥当な適用がなされないおそれがあるという問題がある。

## 3 法規制の不備

このような、仕組商品に店頭デリバティブと同じ法規制をしないことがバランスを欠いたものであることを示すために、店頭デリバティブ（セット）と仕組商品が、外形が違っただけでリスクとリターンの実質が同

市場から見た仕組商品訴訟

じであることを具体例で指摘する。まず店頭デリバティブ取引の一種である株式オプション取引のターゲットバイイングという手法と、仕組債の一種である EB (Exchangeable Bond = 他社株式償還条項付社債) を比較し、次に、店頭デリバティブ取引の一種である株価指数リンク金利スワップ取引と、仕組債の一種である株価指数リンク債を比較する。

### 第3 店頭デリバティブ取引と仕組商品の同質性

#### 1 例1：ターゲットバイイングと EB

##### (1) ターゲットバイイング

ターゲットバイイングは、ある程度まで株価が下がったら取得したいと考えている株式がある場合に取られる、オプション取引手法の一つである<sup>4)</sup>。購入目標価格（この値段なら買ってもよいと思える価格）を権利行使価格とする株式プットオプションを売却し、株式購入予定資金の一部を証拠金として預け入れる。所定の時期にそこまで下がらなければ権利行使されないの株式は取得できないがプレミアムが利益となり、それ以下に下がれば購入目標価格で株式を取得することになる。業者によってはターゲットバイイング専用口座の取引として提供されている。この場合は、顧客は、当初に株式購入代金相当額を預け、株価が特定価格より下がらなければプレミアムに加えて預託額全額が戻り、株価が特定価格を下回るとプレミアムに加えて価格の下落した株式を取得する。

##### (2) EB

EB は、1998 年 12 月の金融システム改革法による規制緩和以降、一般顧客への販売が増加したものであり、デリバティブの一種である株式オプション売りの条件を外債の元本償還に組込んだものが基本である。初期のものは、固定金利で期間も数か月と短く、元本のみが対象株価水準の影響を受け、償還内容が円通貨になったり対象株式になったりする比較的単純なものであった<sup>5)</sup>。所定の期間中に権利行使価格まで下がらな

ければ、支出額と同額の元本償還が満期になされる。この場合、金利分が利益となる。期間中に権利行使価格以下に下がって終われば、元本が、権利行使価格で計算した株式で償還される。

当初はこのような単純なものがあったが、そのうちノックイン、ノックアウト条件がついたり、さらには、2004年以降のEBでは、金利や償還時期にもオプションが組込まれたりして、相当複雑になっている。

### (3) 比較

専用口座でのターゲットバイイングとEBは、いずれも、株式購入代金相当額を最初に支出して、対象とする株価の下落リスクを負担し、一定価格以下に下落すると支出金が株式となって戻ってくる点で、共通している。ターゲットバイイングではオプション売りのプレミアムを取得し、EBでは金利を取得するが、後者は組込まれたオプション売りのプレミアムの呼び名を変えたにすぎず、実質は同じである。両者の損益図はノックイン、ノックアウトの部分を除けば同じになり、リスクとリターンの実質は同じと言ってよい。

ただし、細部では相違点もある。①ターゲットバイイングでは、預け入れる資金は社債代金でなくあくまでも証拠金であるので、分別管理の対象となるが、EBは社債の形をとるので、発行者の信用リスクを負う。②プレミアムはオプション売りの対価であるから、ターゲットバイイングでは最初の時点で受取れるのに対し、EBでは源泉がプレミアムであっても社債の金利の形をとるので一定期間経過後に支払われる。③ターゲットバイイングでは、プレミアムはオプション売りの対価であるから、対価として妥当な額かを顧客はオプション売りの市場価格と比較したり、金融工学的な計算をしたりして検討する<sup>6)</sup>ことになるが、EBでは金利の源泉が何であるかは説明されないので、一般の顧客はそれを知らないまま（あるいは通常の社債と同じと理解し）、得られる利益がリスクと見合っているかは直感で判断することになる。④ターゲットバイイングは、当該

市場から見た仕組商品訴訟

株式を欲しい顧客が行う取引であるので株式償還リスクを前向きに引受けるのに対し、EBは、株式のようなリスクある運用でなく金利を欲しい顧客が行う取引であるため、株式償還となる確率が小さいと思わないと取引をしないなど、リスクに対する姿勢が正反対である。

これらを総合すると、EBは、ターゲットバイイングとリスク・リターンの実質は共通しているが、社債の形を取っているため細部では不利な面が多いうえ、組込まれたデリバティブ取引であるオプション取引に即した投資判断がなされず、目隠しをして当てものをするような投資判断となりやすいといえることができる。

## 2 例2：株価指数リンク金利スワップと株価指数リンク債

### (1) 株価指数リンク金利スワップ

株価指数リンク金利スワップ取引は、株価指数がノックイン価格を下回ると顧客が大きな損をする取引であり、1990年代から2000年ころにかけて、外資系金融機関が経営危機にあった日本の中小金融機関に売り込んだ。この取引による損失で破綻を速めた金融機関が複数ある。

株価指数としては日経平均株価指数（以下日経平均という）が用いられた。この日経平均リンク金利スワップ取引は、金利を交換する形をとっているものの、内容は、顧客は期間中に日経平均がノックイン価格より下落しない限りLIBOR<sup>7)</sup>に加えて高利の固定金利を受け取れるが、日経平均が一度でもノックイン価格より下落した場合には、受け取れる金利はLIBORのみになり、支払う金利はLIBORに巨額の金額を加えることになるというものであり、プットオプション売りとフロア価格のプットオプション買いなど複数のオプション取引で合成できる取引である。

一例をあげると、想定元本10億円、期間3か月で

受取金利： 3か月円LIBOR + 20.0% (360日計算) (ノックインすると+部分は0%)



支払金利： 3か月円 LIBOR（ノックインすると $+\alpha$ 〔+7億円を基本に変動〕）

というものである。この例では、契約時の日経平均は2万0450円、ノックイン価格1万7450円で、ノックインした場合の支払額（実質支払金利 $=\alpha$ ）は次の通りとされていた。

図表2 ノックインした場合の実質支払金利（単位：円）

日経平均	実質支払金利	日経平均	実質支払金利
0	700,000,000	18,000	700,000,000
2,000	700,000,000	20,000	700,000,000
4,000	700,000,000	22,000	700,000,000
6,000	700,000,000	22,842.5	700,000,000
8,000	700,000,000	24,000	586,797,066
10,000	700,000,000	26,000	391,198,044
12,000	700,000,000	28,000	195,599,022
14,000	700,000,000	30,000	0
16,000	700,000,000		

ノックインしなければ3か月で5000万円を得られるが、ノックインすると高い確率で7億円を失う取引である。

上記スワップ契約後、日経平均がノックイン価格に近付くと、この外資系金融機関が、ノックイン価格を少し低い額に設定し直して想定元本を増額した変更スワップ契約を提案し、顧客である中小金融機関が損失表面化を避けるためこれに応じるということを繰り返し、想定元本がどんどん大きくなって最後にこれ以上大きな額をリスクにさらすことに対する組織的内部の抵抗がようやく起き、ノックインして巨額の損失が表面化して、結局破綻する、という流れであった。デリバティブ取引に慣れな

い日本の中小金融機関が外資系金融機関にもてあそばれた歴史である。

## (2) 株価指数リンク債

株価指数リンク債は、日経平均や東証マザーズ指数などの株価指数のオプション売りの条件を社債に組込んだものであり、初期のものは、固定金利で期間も数か月程度と短く、元本のみが株価指数の影響を受け、一定割合以上低下したら償還額がその程度に応じて減額となる比較的単純なものであった<sup>8)</sup>。所定の期間中に権利行使価格まで下がらなければ、支出額と同額の元本償還が満期になされる。株価指数のオプション売りの対価が金利の形をとり、その分が利益となる。期間中に権利行使価格以下に下がって終われば、元本が、権利行使価格から下がった割合に応じて減額されて償還される。株価指数の下落リスクを引き受ける取引であり、株価指数オプション売りのリスクとリターンそのものといえる。

単純であった株価指数リンク債も、そのうち金利や償還時期にもオプションが組込まれたりして、相当複雑になっている。また、指標に東証マザーズ株価指数（以下マザーズ指数という）を採用したのもも登場し、中には、マザーズ指数のプットオプション取引を2倍組込んだマザーズ指数2倍リンク債も販売された。マザーズ指数の変動は日経平均より相当大きいのでそのオプション取引はよりリスクが高い。それを2倍組込むと極めてリスクの高いものとなる。この仕組債では、マザーズ指数が半分になると、元本全額を失うことになる。リスクが高い分だけ金利も高いと思われるかもしれないが、金利にもオプションを組んでいることもあり、計算式であらわされる条件を見ても金利が高いのかどうかもわかりにくい。実際に、マザーズ指数2倍リンク債で、金利合計がゼロ円、元本もゼロ円となった例がある。つまり、全損である。

## (3) 比較

ここで紹介した日経平均リンク金利スワップとマザーズ指数2倍リンク債は、対象指数の種類も損益図の細部も異なるが、前者はスワップの

形をとった株価指数オプション売り、後者は社債の形をとった株価指数オプション売りということで構造的類似性がある。また、いずれもオプション売りのリスクとリターンであり、その条件設定によっては極めて大きなリスクのあるものを作り出すことができるという点でも、共通した特徴を有している。

### 3 結論

このように、店頭デリバティブ（セット）と仕組商品は、外形が違っただけでリスクとリターンの実質は同じである。そのため仕組商品は、担保付デリバティブであると解説されたり<sup>9)</sup>、単にデリバティブ取引と表示されたり<sup>10)</sup>するのである。

## 第2章 仕組商品の存在意義

### 第1 検討の手順

次に、仕組商品の存在意義を検討する。検討の基準として、金商法の目的に掲げられている資本市場機能と公正な価格形成に着目する。最初に金商法の目的、資本市場機能の内容について検討し、次に、前章で指摘した通り仕組商品取引は店頭デリバティブ（セット）とリスク・リターンの実質は同じであるので、資本市場機能と公正な価格形成の観点から、まず店頭デリバティブ取引の存在意義を検討し、引き続いて仕組商品の存在意義を検討する。

### 第2 金商法と資本市場機能

#### 1 金商法の目的

2007年9月30日から施行されている金商法は、1条に同法の目的を次のとおり掲げている。①企業内容の開示の制度を整備するとともに、

市場から見た仕組商品訴訟

金融商品取引業を行う者に関し必要な事項を定め、金融商品取引所の適切な運営を確保すること等により、②有価証券の発行および金融商品等の取引等を公正にし、有価証券の流通を円滑にするほか、資本市場の機能の十全な発揮による金融商品等の公正な価格形成等を図り、③もって国民経済の健全な発展及び投資者の保護に資することである<sup>11)</sup>。

①は同法の概要であり、②は同法の直接的な目的、③は最終的な目的を明らかにしたものである<sup>12)</sup>。

## 2 資本市場機能の発揮と公正な価格形成

上記②のうち「資本市場の機能の十全な発揮」と「公正な価格形成」について検討する。この部分は、2006年に証券取引法を改正して金商法とした際に追加されたもので、この法律が市場法としての性格も有することを明確にするために規定されたものと説明されている<sup>13)</sup>。この改正前の証券取引法においても、資本市場機能の発揮と公正な価格形成は同法の目的に含まれていたと解することができ、条文上は、同法1条に置かれていた「国民経済の適切な運営」という表現に含まれると解釈されていた<sup>14)</sup>。そこで、資本市場機能の発揮と公正な価格形成が、改正の前後を通じて法の目的の一部であることを前提にして、以下、論をすすめる。なお、この資本市場とは、発行市場、流通市場とも含み、後者は取引所取引、店頭取引いずれも含むものである。

投資取引で構成される資本市場は、預金と融資などで構成される金融市場と同様、金融資源の効率的配分という機能を有する。金融資源の効率的配分とは、限りある金融資源が見込みのある企業や事業に流れるようにすることである。伝統的には、資本市場が有するこの機能を資本市場機能という。

資本市場の機能が十全に発揮される（金融資源が見込みのある企業や事業に流れるようにする）ためには、まず市場の効率性が必要である<sup>15)</sup>。市場

の効率性があるとは、企業や証券の価値が情報に基づいて正しく評価されること、すなわち市場原理が働くことである。情報が不足していたり、必要な情報に基づいた投資判断がおこなわれなかったりすれば、市場原理は働かない。市場原理が働くように市場の条件が整備される必要がある。市場の条件整備として、開示ルール、業者ルールなどが必要になる。

それから、「資本市場」の機能が十全に発揮される（金融資源が見込みのある企業や事業に流れるようにする）ためにさらに必要なのは、需要に応じられる量のリスクマネーが供給されることである。リスクマネーの典型は、株式を発行して集める資金である。株式により集めた資金は返還する必要がないため、発行企業はある程度リスクのある事業にもその資金を向けやすい。これが経済の発展にもつながる。もちろん、社債に投入される資金も信用リスクを負うものであり、程度の差こそあれリスクマネーである。

リスクマネーが十分に供給されるためには、市場に対する投資者の信頼が不可欠である。投資者は、どれほど市場が効率的であっても、信頼できないと資金を振り向けない。そのためには市場の公正性（健全性）が必要である。たとえば相場操縦やインサイダー取引の規制は、市場の公正性を維持して市場に対する信頼を確保するための重要な規制である。勧誘ルールなどの投資者保護規制も同様である。

このように、金融資源が見込みのある企業や事業に流れるようにするという意味での資本市場機能の発揮のためには、市場の効率性と公正性が必要であり、そのための具体的な制度が、開示ルールや業者ルール、勧誘販売ルール、不正取引規制などで構成された金商法で作られている。「公正な価格形成等」は、市場の効率性と公正性が確保された結果であると位置づけられる。

### 第3 デリバティブ取引と資本市場機能

#### 1 伝統的意味での資本市場機能はない

デリバティブ取引は、社債や株式のように資金需要のある先に資金を流すものではないので、金融資源の効率的配分の機能、つまり、見込みのある企業や事業に資金が流れるようにする機能という意味での資本市場機能を有しない。

そこでデリバティブ取引を、資本市場機能のない投資活動、投資商品と位置付けて、その促進による経済の発展が「国民経済の健全な発展」に含まれるという見解もある<sup>16)</sup>。この見解は、デリバティブ取引すべてを投資活動、投資商品と位置付けるものではないと思われる。後述のとおり、デリバティブ取引のうち店頭デリバティブ取引をリスクヘッジ手段やその引受けと無関係に行う場合は賭博性があるので、それを促進して経済が発展するとは考えられないからである。

#### 2 資本効率の向上ーリスクヘッジ手段の提供

金商法は、金融資源の効率的配分の機能を有しないデリバティブ取引をも対象としながら、「資本市場機能の十全な発揮」を、対象を限定することなく目的に掲げているので<sup>17)</sup>、デリバティブ取引には、見込みのある企業や事業に資金が流れるようにする機能とは異なる内容の「資本市場機能」があるかを検討する。

もともとデリバティブ取引は、社会に登場した後も、ごく一部の者の間でのみ行われたにすぎない取引である。それが、1970年代に世界中で為替が変動相場制に移行して<sup>18)</sup>、価格・金利の変動リスクの高まりとともにヘッジ需要が生じ<sup>19)</sup>、1980年代には複雑なデリバティブ商品を組成できる人材が他分野から大量に流入したこともあって<sup>20)</sup>、デリバティブ市場の世界的拡散につながったものである<sup>21)</sup>。このような経過から、デリバティブ取引には一定の社会的意義があるはずであると同時に、特に

複雑なデリバティブ商品の組成販売については、できるからやっているという面も合わせ備えているということが出来る。

このようなデリバティブ取引の社会的意義は、リスク許容度の低い経済主体から高い経済主体へのリスク移転によって、社会全体として資本効率を向上させることにあると考えられる<sup>22)</sup>。資本効率の向上とは、取引当事者一方にとって何らかのリスクに備えた準備金の節約となるという意味である。このような資本効率の向上は、金融資源が見込みのある企業や事業に流れるようにするというものとは別の、資本市場機能の一つと位置づけることも考えられるが、あえて資本市場機能の概念を拡大するまでもなく、デリバティブ取引の資本効率の向上という機能に着目すれば十分と思われる。

つまり、デリバティブ取引の社会的意義は、リスクヘッジ手段の提供である。リスク許容度の低い経済主体は、デリバティブ取引によりリスクヘッジをすれば、その分だけ準備金が不要となり、準備金の節約という形で資本効率を向上させることができる。他方、リスク許容度の高い経済主体からすれば、リスク引き受けにより利益を得る手段となる。これをオプションでいえば、リスク許容度の低い経済主体は、対価（プレミアム）を払いリスクヘッジに必要な条件のオプションを必要な量だけ買ってリスクヘッジし、リスク許容度の高い経済主体は逆にそのオプションの売り手となってリスクを引き受け、対価（プレミアム）を得ることになる。

デリバティブ取引のこのような機能が発揮されるためには、その取引の価値が情報に基づいて正しく評価されること、すなわち市場原理が働くことが必要である。情報が不足していたり、必要な情報に基づいた投資判断がおこなわれなかつたりすれば、市場原理は働かない。これに加え、市場が公正でないとリスクヘッジとして用いられないから、市場に対する信頼が維持されるような、市場の公正性が確保されることも必要である。

以上をまとめれば、デリバティブ取引のうち、リスクヘッジ取引及びその引受けの取引には、資本効率の向上という機能があり、この機能を発揮させるためには、市場の効率性と公正性が必要である。

なお、投機的な動機で取引所デリバティブ取引に参加する場合でも、取引所においてリスクヘッジ需要の相手方と組み合わせられることもあるし、そうでなくとも、リスクヘッジ手段として利用される市場に流動性と厚みをもたらすという点で存在意義があると考えられる。このうち取引所オプション取引については、ブラックショールズ・モデルの出現などでオプションの理論価格を計算できるようになり、かつ、取引所に上場されて流動性が高くなり裁定取引を通じて理論価格に収斂するようになって、価格が透明性を持つようになったので、賭博性が払拭されたと評価されている<sup>23)</sup>。

### 3 店頭デリバティブ取引の存在意義

店頭デリバティブ取引の多くはリスクヘッジとその引受けであり、その場合は、準備金の節約という形で資本効率を向上させる機能を有する。貿易会社が行う為替先物予約はその一例である。

これに対し、店頭デリバティブ取引が、当事者双方ともリスクヘッジでない形で行われる場合（以下、これを投機的店頭デリバティブ取引という）は、資本効率の向上とも無関係であり、かつ、市場デリバティブ取引と異なり裁定取引を通じて一定の価格へ収れんしていくとは限らない。場合によっては市場経済とは無縁な世界においても成り立つことになる。このような投機的店頭デリバティブ取引には賭博的要素が残り、賭博罪の構成要件を満たす場合は、金額や態様によって、一部が許された賭博<sup>24)</sup>として違法性が阻却されることになる<sup>25)</sup>。

投機的店頭デリバティブ取引の価格形成機能は不明であるものの、間接的に他のデリバティブ取引の価格、ひいてはその指標の価格に影響を



与える可能性は否定できない<sup>26)</sup>ので、この限度でかろうじて存在意義を認める余地がある。ここでも市場の効率性と公正性が求められるのは同様であり、投機的店頭デリバティブ取引がノイズ<sup>27)</sup>によるものであれば、存在意義はないどころか、有害な存在となる。たとえば、投機的店頭デリバティブ取引が、複雑かつ多数回のセットとなって組み合わせられ、個々の価格が分かりにくい状態で、デリバティブ取引の知識経験のない顧客に勧誘されて販売される場合は、市場原理が働かず、不公正な価格での取引になりがちであり、その場合、市場の観点からは公正な価格形成をゆがめる有害な取引となる。

#### 第4 市場から見た仕組商品取引

##### 1 資本市場機能も資本効率の向上機能もない

仕組商品の対価として支払われる金額は、組込まれたデリバティブ取引の最大損失額を前もって渡す担保的位置づけのものであり、資金需要がある先に支払われるものではない。たとえば仕組債の取得代金は、発行者の資金需要があって支払われるものではなく、その額は、組成コストに見合う規模で組込まれたデリバティブ取引の担保となる最大損失額により決定される。したがって、仕組商品の取引には、それが社債や預金の形をとっていても、資金需要のある先への金融資源の効率的配分という伝統的な意味での資本市場機能はない。

仕組商品はまた、複雑な店頭デリバティブ・セット同様、できるから作ったという面があることから示唆されるように、複雑かつ特殊な損益図となるものが大半で客観的にリスクヘッジ需要に応えるものではなく、主観的にもリスクヘッジ手段とすることを意図したものではない。したがって、資本効率の向上という機能も有しない<sup>28)</sup>。

このように仕組商品には、金融資源の効率的配分、資本効率の向上のいずれの機能もない。

仕組商品取引がデリバティブ取引やその指標の価格形成に対して与える影響は、必ずしも検証されていないものの、投機的店頭デリバティブ取引と同様に間接的に影響を与える可能性は否定できないので、この限度でかろうじて存在意義を認める余地がある。市場に影響を与えうるといふ観点からは、仕組商品取引についても市場の効率性と公正性が必要であることは同様である。

## 2 仕組商品と価格形成機能

デリバティブ取引の判断過程を仕組商品取引に当てはめれば、当該仕組商品の利金の形で取得する金額が、組込まれたオプション売りの対価として取得できるプレミアムの理論価格に近い額となること、あるいは当該仕組商品をそれ自体の理論価格<sup>29)</sup>に近い価格で取得できることをまず確認し、それを前提として、そのうえで、そのようなリスクある取引をするのか、指標の変動をどう予測するのか、と考えるのが「投資判断」である。この前提部分を参加者が確認してはじめて、仕組商品や組込まれたデリバティブ取引の価格形成について市場原理が働くことになる。

ところが、これまで行われてきた仕組商品の取引のほとんどは、仕組商品の構造を理解しておらずかつデリバティブ取引の知識も経験もない顧客に対して勧誘して販売したものであり、その場合顧客は、組込まれたデリバティブ取引の対価（プレミアム）や仕組商品の理論価格を計算して利金や価格の妥当性を検証することはなく、また、他の業者から価格の提示を受けて比較することなど考えもつかないので、価格形成に市場原理が働いておらず、市場の効率性はない。

また、仕組商品は、社債や預金など、デリバティブ取引とは別の金融商品の外形となっており、しかも販売資料にはそのリスクとリターンの実質がデリバティブ取引と同じであることが記載されないまま、デリバティブ取引の知識も経験もない顧客に理論価格や隠れたコストを伝える

ことなく販売されてきた。そのため顧客は、仕組商品を利用率の高い特殊な社債や預金であると受け止め、条件などが記載された販売資料と口頭の勧誘文言をもとに直感で勧誘に応じてきた。これらに加えて、後述のリスクを過小評価する傾向などの限定合理性が発現しやすいという仕組商品の特性も加わって、第4章に詳述する通り、仕組商品の価格のほとんどは、過大な隠れたコストを含む不公正なものとなっている。

市場の観点からは、金融資源の効率的配分、資本効率の向上のいずれの機能もない仕組商品は、その価格形成に市場原理が働き公正な価格形成がなされる限度においてその存在が許容されるものである。これまでの多くの仕組商品取引は、その価格形成には市場原理が働いておらず市場の効率性はないし、顧客にデリバティブ取引の判断をさせる姿勢がなく市場の公正性もなかった。仕組商品取引に、市場の効率性、公正性がなければ、社会的には単に有害な存在となる<sup>30)</sup>。

### 3 投資者のニーズに合わせたキャッシュフローは幻想

俗に、仕組商品には、投資家のニーズに合わせたキャッシュフローを作ることができるという効用があると言われることがある。これが誤りであることを念のため指摘する<sup>31)</sup>。

まずこの効用が「収益を先食いして含み損を表面化させずに先送りする」ということを意味するのならば、粉飾決算の道具を提供することで公正な会計慣行を害するものであって、社会的に有害であり、効用ではない。

そうでなく、財団法人や学校法人の長期運用ニーズに合う独特のキャッシュフローを作ることができる、とか、低金利の時代にかつての定期預金のような年数%の金利が得られる運用をしたいというニーズに応えるということならば、仕組商品はそのようなニーズに合うものではなく、いずれも幻想である。たとえば多くの仕組商品は、ノックイン条項付オ

市場から見た仕組商品訴訟

オプションを売った対価の一部を利金の形に構成した社債や預金の外形をとったものであり、購入者は、経済的には担保を積んでオプションの売りをしているに過ぎない。オプションの売りが、長期運用のニーズに合うはずがなく、定期預金より有利な金利商品でもあるはずがない。これが上記のようなニーズとはかけ離れたものであることは明らかであろう。

## 第3章 仕組商品事件に関する判決の検討

### 第1 はじめに

仕組商品のほとんどは、その商品構造の理解がなく理論価格を計算できない顧客に勧誘して販売されてきたこともあって、発生した損失に納得できない顧客と業者の間で多数の紛争が発生した。ここでは、最初に仕組商品に関する紛争と解決の実情を概観し、次に、これまでの判決に大きな2つの流れがあることを指摘したうえ、それぞれの流れが仕組商品の商品特性についてどのような姿勢によるものであるかを把握する<sup>32)</sup>。

### 第2 紛争と解決の概要

#### 1 紛争の実情

##### (1) 第1次仕組商品事件

仕組商品に関する紛争が多発するのは今回が初めてではない<sup>33)</sup>。1999年から2000年にかけて、仕組商品の一種であるEB<sup>34)</sup>や株価指数リンク債<sup>35)</sup>などの仕組債が、公募により個人顧客に数十万円、数百万円単位で販売された。その後、これらの取引の勧誘に問題があったとして訴訟が相次ぎ、損害賠償を命ずる判決も出され<sup>36)</sup>、EBなどにからむ不祥事が表面化して<sup>37)</sup>、仕組債の販売は急激に減少した(第1次仕組商品事件)。

##### (2) 第2次仕組商品事件

ところが、2004年から2008年、特に2005年から2007年にかけて、

商品性を変えた仕組商品が大量に組成販売された<sup>38)</sup>。具体的には、①普通型仕組債（株価指数リンク債、EBなど。いずれも第1次仕組商品被害のときのものと同名称は同じでも、償還元本のほか、利金、償還時期にもオプションが組込まれており、より構造が複雑でリスクが大きい。1顧客あたりの取引額も、数千万円、数億円とはるかに巨額）、②倍率型仕組債（株価指数2倍リンク債、複数銘柄株価リンク債10倍型、複数銘柄ワーストEB、複数指標リンク債など。いずれも①よりさらに複雑でリスクが大きい）、③長期型仕組商品（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。交付文書では単に「ユーロ債」と表示されることが多い〕や為替デリバティブ預金。期限前償還条項付であるため、短期運用の意思で購入した顧客が多い）、④仕組投資信託（株価指数リンク債に投資するノックイン投信）である。

①②③は、証券会社や銀行が、個人顧客<sup>39)</sup>、財団法人<sup>40)</sup>、地方自治体<sup>41)</sup>、学校法人<sup>42)</sup>に売り込んだ。1件が数千万円から数億円の契約であり、それを複数抱えた顧客も多い。同じころ、銀行が高齢の預金者に対し④を、リスク限定型投資信託、元本確保機能付投資信託などの表示とともに勧誘販売した<sup>43)</sup>。数百万円から一千万円、二千万円程度の契約が多い。いずれも、2008年以降に損失が表面化して多数の訴訟提起や金融ADRあつせん申立がなされ、特に2010年以降、判決が続いている（第2次仕組商品事件）。

### (3) 背景

仕組商品の組成・販売に理想的な環境は、長期にわたる上昇相場の最終局面であるといわれる<sup>44)</sup>。第1次仕組商品事件における仕組債はITバブルの終盤に販売され、第2次仕組商品事件における仕組商品は、世界的に多くの資産クラスの価格が上昇したころから世界金融危機の少し前までの間に販売されている。これらはいずれも、専門家が株価や外貨などの価格下落を警戒し始め、素人は楽観的な環境になじんでそれらの下落リスクを過小評価した時期といえることができる。

市場から見た仕組商品訴訟

#### (4) 商品の比較

仕組債について、商品の複雑さとリスクの程度に応じて、大まかな分布のイメージ図を作ると次の通りとなる。

図表3 仕組商品分布イメージ図（筆者作成）

	小	←	リスク	→	大
小	↑ 複雑さ ↓	単純型仕組債	普通型仕組商品	長期型仕組商品	倍率型仕組商品
↑					
↓					
大					
	【第1次仕組商品事件】	【第2次仕組商品事件】			

## 2 第2次仕組商品事件における訴訟の実情

### (1) 判決の概観

第2次仕組商品事件における判決は、2013年10月末時点の判例データベースでは事件数単位で45件確認できる<sup>45)</sup>。請求認容判決、棄却判決いずれもあり、後者の方が多い。訴訟の争点は、①公序良俗違反（詐欺賭博等）無効、②錯誤無効、③消費者契約法4条取消し、④適合性原則違反の不法行為、⑤説明義務違反の不法行為である<sup>46)</sup>。請求を一部でも認容した判決は、②④⑤を理由にしており、中でも④⑤を理由としたものが多く、その場合、ほとんどで2割～8割の過失相殺がなされている<sup>47)</sup>。

仕組商品事件で①③を理由に請求認容した判決には接していない。

第2次仕組商品事件においては早い段階から請求認容判決が出て公開物に掲載され<sup>48)</sup>、その後に請求棄却の判決が積極的に紹介されることとなっている。普通型仕組債、倍率型仕組債、長期型仕組債、ノックイン投信のいずれに関する事件についても請求認容判決、棄却判決が公表されている。係属中の事件も多数あり、2014年以降もさらに判決が出ることになる。

## (2) 訴訟上の和解

仕組商品に関する訴訟で、立証された顧客属性、商品性と勧誘経過から請求（一部）認容判決が予測される場合、諸般の事情により、一審判決に至らず和解が成立することもある。このような訴訟上の和解で一定の被害回復をしたケースは散見されるが、基本的には公表されないので、全体像の把握は困難である。

## 3 第2次仕組商品事件に関するあっせん手続の実情

仕組商品の紛争解決のために、金融ADRも利用されている。具体的には、仕組債に関する紛争は証券・金融商品あっせん相談センター(FINMAC)、仕組預金に関する紛争は全国銀行協会、ノックイン投信に関する紛争はこの両者にあっせん申立てされている。解決状況の概要はそれぞれのサイトに公表されている<sup>49)</sup>。FINMACは申立全体の3分の1程度、全国銀行協会は3分の2程度があっせん成立となっているが、そのうち仕組商品に関するものはほんの一部である。あっせんが成立しても、損害に対する解決金額の割合が極めて小さいものもある。

## 第3 判決の2つの流れと評価

### 1 概要

上記のとおり、仕組商品に関する判決は、第2次仕組商品事件に関す

市場から見た仕組商品訴訟

るものに限っても、45件公表されていて、普通型、長期型、倍率型のいずれの仕組商品についても、請求を一部ないし全部認容した判決と全部棄却した判決がある。これらの判決内容を検討すると、当事者、商品、勧誘経過など、事案の相違によるところも相当あるものの、仕組商品取引に対する姿勢の相違が結論に大きな影響を与える要因の一つと思われる。姿勢の相違とは、販売資料に記載された条件を理解できればよいとするのか、それだけでは足りないとするのか、である。このような姿勢の相違が、判決に大きく2つの流れを作り出している。

一方の流れは、償還条件や金利計算式等が記載された1枚ないし2枚程度の販売資料を日本語として理解できるように説明すれば、あとは自己責任の世界であるとする判決であり、請求を棄却する判決を導くことになる。他方の流れは、顧客は、仕組商品の構造を理解しリスクの大きさを実感したうえで、投資するか否かを判断することが必要であるとするものであり、説明がその理解や実感に足りないとして、請求を（一部）認容する結果につながっている。それぞれの立場が表れた判決を以下に紹介する。

## 2 商品構造やリスクの程度を理解させることは不要とする立場の判決

販売資料に記載された条件を理解できるように説明すればよく、商品構造やリスクの程度を理解させることは不要とする立場の判決として、東京高判平23・11・9（上告・上告受理申立）（金商判1383号34頁。評釈：齋藤雅弘前掲注46）がある。商品構造等の商品特性の理解が不要であると明示したものではないが、それらが不要であることを当然の前提として説明義務の内容を設定している。

事案は、60代後半に夫から4億5000万円を超える現金預金などを相続した投資経験のない妻が、70歳のときに2億円を銀行の預金口座に移したところ、銀行従業員から、証券仲介業（当時）として期間3年の日経



平均リンク債1億円分を勧誘・販売され、その後ノックインして約4000万円の損害を被ったというものである。一審の東京地裁は適合性原則違反・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<sup>50)</sup>が、東京高裁は一転してこれらを否定し、要旨次の通り判示して、請求を棄却した。

商品性については次の通り認定した。「本件債券は、約定の観測期間内にノックイン事由（日経平均株価が当初価格の50%を下回ること）が発生しない場合、原資が保証され、満期において発行額（額面額）が償還されるのに対し、ノックイン事由が発生した場合、満期における償還額は日経平均株価に連動することとなり、その結果、観測期間最終日の日経平均株価が当初価格を上回るか下回るかにより、満期における償還額が発行額（額面額）を上下するものである。また、クーポン（利率）は、ノックイン価格が当初価格に対して占めるパーセンテージと連動し、そのパーセンテージが大きくなるほどクーポンの利率も大きくなる（ノックイン事由発生の可能性も大きくなる。）が、他の要素も大きく影響するので、利率の予測は容易とはいえない。」これは、ほとんどが販売資料に記載された条件を文章化したものであり、商品構造にはまったく立ち入っていない。

そのうえで、適合性原則については、銀行の従業員が顧客に仕組債の購入勧誘をするにあたり、顧客（70歳女性）の「資産額、資産形成の経緯、日常の経済的状況等からすると、被控訴人はいわゆる富裕層に属する者であると評価すべきところ、過去にも他銀行から元本割れの危険性のある投資信託商品を合計1億円分購入しており、本件債券購入後も元本割れが生じるリスクがある円定期預金をした経験を有するものであるから、本件事実関係の下では、控訴人の担当者が本件債券の購入を勧誘したことが、狭義の適合性原則違反になると評価することはできない。」とした。

説明義務については、「このような属性を有する商品について被控訴人に対し購入を勧誘する場合には、顧客の自己決定権を保障するため、本

市場から見た仕組商品訴訟

件債券は投資商品であり預金ではないこと、ノックイン事由発生の可能性、元本割れの可能性、満期まで保有することを原則とする商品であり、原則として途中解約はできないことの説明義務がある」として、本件ではその説明義務違反はないとした。

ここにいう「ノックイン事由発生の可能性、元本割れの可能性」はいずれも、その可能性があることという意味であり、その可能性の程度の説明までは求めている。

### 3 商品構造を理解させリスクの大きさを実感させる必要があるとする判決

これに対し、商品構造を理解させリスクの大きさを実感させる必要があるとする立場の判決の流れもある。商品構造を理解させる必要性を明確に判示するものとして、①東京地裁平成24年11月12日判決（判時2188号75頁、金法1969号106頁）がある。事案はノックインプットエクイティリンク債という名称を付けられた10銘柄株価リンク債10倍型であり、説明義務違反で不法行為になるとして損害賠償を命じた（過失相殺3割余）。

商品構造については次の通り判示している。「参照対象株式の株価が購入時の株価の55%以下に下落し、償還時の終値も購入時の価格を下回ることを条件として、顧客に対し、仮定の想定の上で、債券元本でその株式を購入時の株価で購入し、かつ下落した償還時の株価で売却することを義務付け、その売買損失を10銘柄の株式につき累積させて債券元本の限度で顧客に負担させるものであり、預託する債券元本は、経済的実質において、利子を得るための資金運用元本としての性質はほとんどなく、損失を負担する顧客の資力をあらかじめ担保することに主たる意義があるものである。…（略）…顧客が受けるクーポンは、経済的意味における利子（資金運用の対価）の性質はほとんどなく、オプション取引によって損失を負担するリスクを負うことによる対価の一部（そのようなオプショ

ン取引を実質的に仲介する被告ら（ないし発行体の手数料相当額を差し引いたもの）に相当する。したがって、債券元本額の設定は、発行体の資金運用の必要から設定されているのではなく、顧客がオプション取引によって負担する危険がある損失の大きさに見合った額を債券元本として設定し、オプションのリスクが実現した場合にオプション取引の相手方が顧客の預託した債券元本を償還しないことによって十分な利益を上げるために設定されているものと経済的に評価される。…（略）…このようなオプション取引により顧客が負担するリスクの評価については、近時の金融工学において研究が進められており、証券会社である被告は、あらかじめ十分に、そのリスク評価方法を承知している」

そのうえで、「オプション取引が賭博ではなく金融商品である所以は、単なる偶然に賭けるのではなく、その極めて大きなリスクが金融市場において適正に評価され取引がされるからである。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資力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、投資等の経験から将来の株価を予想させただけで、ロックインオプションの売り取引による損失を負担させ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。

そして、説明義務について「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（株価変動率）、ロックイン確率ないし確率的に予想される元本毀損の程度などについて、顧客が理解するに足る具体的で分か

市場から見た仕組商品訴訟

りやすい説明をすべき信義則上の義務がある」として、その説明義務違反を理由に不法行為であるとして損害賠償を命じている。

②東京地判平 25・7・19（東京高判平 25・12・12 で取消し・請求棄却となり上告受理申立）（2013WLJPCA07198001）も、日経平均 2 倍リンク債に関して、この判決と同程度に商品構造に踏み込んで判断したうえ、適合性原則違反、説明義務違反を理由に不法行為による損害賠償を命じている（過失相殺 5 割）。

他に、ここまで商品構造に踏み込んではいないが、販売資料の表面的な説明では足りず、リスクを実感できるような説明が必要であるとしたものとして、③マザーズ指数 2 倍リンク債事件判決、④業種別株価指数 2 倍リンク債大阪事件判決もある。

③は、中国生まれで帰化した 40 代女性が、取引銀行が仲介した系列の証券会社から、東証マザーズ 2 倍リンク債（期間 5 年、投資額 3000 万円）を勧誘されて購入したところ、半年余の後にロックインしたケースで、全損を前提に不法行為に基づく損害賠償請求をした事件である。一審の東京地判平 23・3・31（判例セレクト 41 巻 27 頁、金法 1942 号 114 頁）は、投資判断に必要なリスクに関する具体的な事柄について十分な説明がなされたとはいえないとして、説明義務違反の不法行為になるとし（過失相殺 8 割）、その控訴審の東京高判平 23・10・19（確定）（判例セレクト 41 巻 50 頁）は、認容割合を 2 割から 3 割に増加させた。控訴審の商品性、説明すべき程度に関する判示を引用する。

まず商品性については、「東証マザーズ指数 2 倍リンク債について、「社債」という名称は付されていても、一般的な社債とは全く異質であることはもちろん、償還価格や受取利息の利率が東証マザーズ指数という株価に依存して変動するにせよ、株式や投資信託との類似性もない、新規性・独自性の顕著な金融商品であり、なおかつ、償還額や受取利息の決定方法やその条件も相当に複雑で、ロックイン事由が生じた場合という限定

は付くにせよ、元本欠損のリスクも相当に大きい、投資判断の難しい商品ということができる。」とした。

次に説明すべき程度について、「本件仕組債を購入する際には、こうした特徴を正確に理解できなければ投資対象としての適格性を判断することができず…本件仕組債の購入を勧誘する際にも、そうした理解につながる十分な情報を提供し説明を尽くすことが不可欠の前提になるというべきである。とりわけ、上記特徴からすれば、一般投資家においては、条件の限定があるとはいえ利息が年10%という相当高水準に設定されていることや、ロックイン事由が当初指数の55%という相当低い水準に設定されていることに目を奪われ、東証マザーズ指数値がそこまでは下落しないとの安易な期待を抱くであろうことは容易に予想される場所であるから、償還価値の元本割れが起り得ること、それが東証マザーズ指数という株価の水準に依存しており、かつ、元本の欠損割合も株価の変動率よりも大きくなること、後にこうした事態が生じ購入者に損失が生じたとしても、それは購入者の相場観・投資判断に基づくものであり、自己責任に帰すべきものであることを強調し、注意喚起に遺漏なきを期すべきことは当然である。」「償還価格とその時期、受取利息の利率の決定条件は複雑であって、一般投資家にとっては知識・経験の乏しい新規性・独自性のある金融商品である上、ロ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（注：年10%）や、ロックイン価格が低水準に設定されていること（注：当初指数の55%）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から、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」としている。

④業種別株価指数2倍リンク債大阪事件（大阪高判平24・5・22判例セレクト42巻177頁、金商判1412号24頁。最三決平25・1・29棄却・不受理で確定）は、証券会社の勧誘に応じて証券取引を行っていた中堅企業（以下X社という。X社の窓口は元銀行員。X社の取引経験は株式、投資信託、EBなど）が、勧誘された業種別株価指数2倍リンク債について、中途解約して損害賠償等を求めた事件である。判決は、販売自体が公序良俗に違反するという主張や錯誤の主張を否定し、明らかにそぐわないものとは言い難いとして適合性原則違反も否定したものの、専門業者の評価書を参考とした詳細な商品分析を踏まえて、説明義務違反による不法行為を認定して損害賠償を命じた（過失相殺5割）。

説明義務については、「本件各商品は、その仕組みが複雑であり、組込まれたクーポンの利率、早期償還及び満期償還価格に係る条件がそれぞれ基本となる金融指標の水準に応じて異なった結果をもたらし、専門的に分析すると、場合によっては、株式より不利な面や、リターンよりリスクが大きい面があるのに、その点が見えにくいといった難解な商品である上に、市場性、流通性に欠け、途中売却の可否や価格あるいは方法も明示されておらず、不透明であるほか、…EB債を2件購入したことはあるが、…本件各商品のように…複雑な仕組みで構成された商品を推奨するのは初めてであったから、被控訴人は、これを勧誘する以上、顧客である控訴人らに対し、控訴人らの自己責任において自らの投資意向に沿うかどうかを見極めて適切な投資判断をすることができるよう、本件各商品の特徴やリスク等を十分に説明して、その理解を得させるべき義務を負っていたものというべきである。」としている。説明義務違反の認定に当たっては、数値の当て嵌めや相場に関する意見交換がなされた形跡がないこと、他の証券に対する行動から、本件各商品の元本割れの仕組やリスク等を理解していなかったとうかがわれることなど、詳細な間接事実の認定を基礎としている。

#### 4 2つの流れの判決の評価

##### (1) 第1の流れの判決

販売資料に記載された条件を理解できるように説明すればよいとする第1の流れの判決は、勧誘によって、投資判断<sup>51)</sup>ともいえないような直感の判断による市場参加を促すことを前提としている点に大きな問題がある。

一方で業者は、計算し尽くして複雑な仕組商品を生設計し、それに関係者の大きな利益を加算して取引価格とし、他方、顧客は組込まれたオプションの理論価格も仕組商品自体の理論価格も計算できないので取引価格の妥当性を検証できないのはもちろん、商品構造を理解していないため、複数の販売業者から価額の提示を受けて提示された取引価格の妥当性を確認するというにも到底思いいたらない。その結果、顧客は不合理に高い取引価格で仕組商品を購入することになる。ここでは市場原理は働かず、市場の効率性はない。また、販売資料には商品構造も理論価格も記載されておらず、これらは通常口頭での説明もされないため、市場の公正性も害される。このような取引について、商品特性に立ち入らずに判決に至ると、市場に有害な取引が訴訟になっても指摘されないことになる。

##### (2) 第2の流れの判決

第2の流れの判決は、商品構造やリスクの大きさを理解させる必要があるとして、その前提として商品構造に立ち入って判断している点は適切であるが、「投資判断の際に必要な事項」と「説明すべき事項」を同じものと考えているところに問題がある。

仕組商品の投資判断に必要な事項は、説明さえすれば伝わるものばかりではない。仕組商品の売買では業者と顧客は店頭デリバティブ取引と同様の利害対立関係にあり、顧客は、商品構造を理解したうえで、自ら価格評価をして提示された価格が妥当な価格であるかを判断する必要があるが、一般に、デリバティブ取引の知識も経験もない人に対して、当

市場から見た仕組商品訴訟

該仕組商品につき、どのようなデリバティブ取引がどう組込まれているかというような構造を説明しても理解できないであろうし、リスクの大きさ、評価手法（ボラティリティやブラックショールズ・モデル、モンテカルロ法など）を説明しても、理解することは期待できない。このようなものを理解できるように説明することを義務付けるわけにはいかないであろう。説明しても理解できないような事項が投資判断のために必要であるとする、そのような顧客を勧誘すること自体に問題があることになる。

リスクの大きさを実感できるように説明することはある程度可能であろうが、実感した人はだれも投資しないような取引について理解できるように説明する義務があるとすると、勧誘に際し、顧客が投資しないように説明せよというのと同じことになり、矛盾をきたす。

判例上生成されてきた信義則に基づく説明義務については、「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、損害賠償責任をまぬかれない」（東京高判平8・11・27判時1587号72頁<sup>52</sup>）。下線は引用者）という判示中に定義されているとおりである。この説明義務は、①説明すれば当該顧客に理解できること、および、②理解したうえで取引する人もいる取引であることが前提であって、その先に自主的な投資判断があるのである。



## 第4 商品特性に踏み込む必要性

### 1 顧客の投資判断時

このように訴訟では、判決において商品構造やリスクの程度などの商品特性に踏み込むか否かが結論の分かれ目の一つとなっている。そこで、まず、投資判断の際に、商品構造やリスクの程度などの商品特性の把握が必要なのかを確認する。

仕組商品を購入するか否かの判断のために必要な事項について、専門家である日本銀行金融機構局金融高度化センター橘朋廣氏は次の通り整理している<sup>53)</sup> (下線は引用者)。

#### 「(1) 購入前の検討

- ◆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す。
- ◆シナリオを想定し、リスクが顕現化した場合の経営への影響を把握する。
- ◆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する。  
——上記が困難な場合には、複数の販売業者から価額の提示を受けて、その妥当性を確認する。
- ◆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)を確認する。
- ◆仕組商品は、市場流動性がかなり低いものが少なくないため、販売業者への売却が、常に成立するとは限らない。
- ◆実際の売却価格が、理論価格よりもかなり低くなることも想定しておく。
- ◆ヘッジ手段はあっても、デリバティブ市場での取引実績等がないと、ヘッジ取引の取引相手が見付からないことも多い。」

これは、日本銀行の専門家が、中小金融機関の役職員に対して「仕組

商品投資に関するリスクの把握と管理」について説明した際の資料であるが、上に引用した「購入前の検討」については購入者が金融機関であるか否かにかかわらず、いずれも仕組商品購入時に検討すべき事項として一般的に首肯しうるものである。特に、「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する。——上記が困難な場合には、複数の販売業者から価額の提示を受けて、その妥当性を確認する。」としている点は重要である。ここでは、組込まれたオプション取引のプレミアムや仕組商品の価格を理論的に算定できる顧客が、自ら算定して比較のうえで購入するか否かを検討するものであることが前提となっている。例外的に算定できない場合も、複数の業者から価格を提示させて価格の妥当性を検証のうえ、取引するかを決するという手順である。第2次仕組商品事件における取引のほとんどは、業者が売主、顧客が買主となる店頭取引であるので、その利害対立関係から、価格の妥当性の確認は特に重要なのである。これをしないと理論価格(=時価<sup>54</sup>)の低いものを高く売りつけられるおそれがある。

一般に売買契約において価格は基本的な構成要素であるうえ、金融商品の取引においては、取得時の時価からの増減可能性の引受けが取引の目的であるので、取引価格と取得時の理論価格(=時価)の関係、すなわち取引価格の妥当性は極めて重要な事項となる。仕組商品の取引は、店頭デリバティブ取引をするのと実質が同じであり、顧客が取引価格の妥当性を検証できないと、市場価格から大きくかい離れた価格での損な取引を押し付けられ、不利益を被ることになる。これを市場価格の公正性の観点から表現すると、価格の妥当性を検証できない顧客との仕組商品の取引は、市場価格から大きくかい離れた価格による取引を助長させるので、それ自体が不公正な価格による取引となるうえ、カバー取引を通じて、組込まれたデリバティブ取引と同じ種類のデリバティブ取引の価格決定に悪影響を及ぼすおそれがあるといえる。まして、それを勧誘し

て販売するとなれば、価格の妥当性がない商品を、価格の妥当性がないことに気づかない顧客に、そのことを気づかせないように勧誘することになりがちであり、その弊害はさらに大きくなる。

このように、仕組商品への投資判断のためには、店頭デリバティブ取引を組込んでいること及びその組込まれ方などの構造的な理解を前提に、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することが原則である。これが困難な場合には、複数の販売業者から価額の提示を受けて、その妥当性を確認することが必要である。

ところが、このようなことは一般投資者にはきわめて困難である。一般投資者は構造的な理解がなく理論価格の論理的背景を理解していないので、仕組商品について合理的に価格算定することなど到底できないし、複数の販売業者から価格の提示を受けようという発想を持つことも期待できない。したがって、市場価格から大きくかい離れた不公正な価格であってもそのことに気づかずに取引がなされ、公正な価格形成を阻害することになる。

このように考えると、仕組債は、デリバティブ取引を知らない人が勧誘されて投資判断できるようなものではないといえる<sup>55)</sup>。

## 2 裁判所の判断時

これを踏まえて、次に、訴訟において判決をするにあたって、裁判所は、商品構造やリスクの程度などの商品特性をどこまで把握することが必要であるかを検討する。

裁判所が仕組商品の事件において判断する際は、その分野の秩序を構成する金商法（ないし改正前の証券取引法。以下同じ）の価値観を基準とすべきである。金商法では、同法の直接的な目的の一つとして、「資本市場の機能の十全な発揮による金融商品等の公正な価格形成等を図り」と掲

市場から見た仕組商品訴訟

げているので、仕組商品の取引がこの目的との関係でどのような位置づけにあるのかをまず把握する必要がある。

これについて第2章に記載した結論は、仕組商品は、資本市場機能も資本節約機能も有せず、市場との関係では、類似のデリバティブ取引及びその指標の価格形成に影響を与えうるという限度においてのみ、存在意義を肯定しうるというものである。多くの仕組商品は、店頭デリバティブ取引を組込んでいること及びその組込まれ方などの構造的理解がなく、理論価格の論理的背景も理解していないため、合理的に価額を算定できず、販売業者から提示された価格の妥当性を確認することができないし、複数の販売業者から価額の提示を受けて、その妥当性を確認することすら思い浮かばない顧客に対し、不公正な価格設定で取引されている。このような取引は市場の観点からは単に有害な取引と位置付けられる。

そこで裁判所が判断する場合の視点としては、仕組商品が勧誘により取得された場合、その取引価格が市場原理に基づく価格形成を害するものではないかというものになる。競争原理が働きにくいところでの市場価格から大きくかい離れた価格による取引は、価格形成の観点からは有害であることを正しく認識することがスタートである。

裁判所がこのような視点で仕組商品事件について判断をする場合、組込まれたデリバティブ取引を含めた商品構造を把握したうえ、取引時の理論価格と販売額との乖離または組込まれたオプションプレミアムの相場と利金の乖離を把握する必要がある。

なお、適合性の原則に違反して違法となるか、という観点からも、最高裁判決が商品特性との相関関係による判断枠組みを示しているので、この関係でも商品構造や理論価格には踏み込まざるをえないはずである。すなわち、最判平17・7・14（民集59巻6号1323頁、判時1909号30頁。以下平成17年最判という）は、適合性原則違反が不法行為となることを明示したうえ、適合性の判断にあたっては、当該証券などの「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」旨判示している。したがって、適合性原則違反の判断をする場合にも、具体的な商品特性の把握が不可欠となる。仕組商品の具体的商品特性とは、その構造、販売時の理論価格、リスクの程度などである。

これまでも裁判所は、たとえば医療過誤事件では、鑑定という形で専門家の力を借りながら、みずから、手術の当否や適否など多くの医学的事項について専門的な理解を経たうえでの判断をしている。医学的な理解もないまま、重病だったのだから死んでも仕方ない、とか、死んでしまったのだから過失があった、とかいう大雑把な判決をすることは許容されない。これと同様、仕組商品事件について、金融工学的理解もないまま、儲け損ねたのだから自己責任だとか、損をしたのだから業者に責任があるとかいう判決をすることも、許容されない。金融工学的理解もないまま、仕組商品について販売額と取引時の理論価格（時価）とのかい離や、利金とオプションプレミアムの理論価格とのかい離を見ることなく、説明すべき事項はこれとこれである、と「直感」で判断することもまた、誤った姿勢である。

### 3 商品特性に踏み込むことと法的判断

仕組商品に関する現実の紛争では、その取引自体に価格形成機能との関連で大きな問題があることがわかる程度まで取引の構造に踏み込まないと、紛争の真相には迫れない。山下友信教授は、複雑なデリバティブ商品の一つである特殊な金利スワップ取引（CMS Spread Ladder Swap）を契約した事件に関する2011年BGH判決<sup>56)</sup>の評釈<sup>57)</sup>において、複雑なデリバティブ商品について同様の結論を示している。

すなわち山下教授は、店頭デリバティブ取引における業者の利益について利益相反の問題とすることは困難としつつ、次のように述べる。「し

市場から見た仕組商品訴訟

かし、他方で、金融商品取引業者等の自己計算による取引であっても、金融商品取引業者等が不透明な態様で利益を得ることについて何の制限もなくてよいかは別問題である。ドイツでも、学説等が、本件 BGH 判決の解決に合理性があるとすれば、複雑なデリバティブ取引については、市場が機能しにくい状況で情報格差により銀行が不透明な利益を得ていることに理由を求めていることは参考となるものである。そして、このような問題は、わが国の金商法の規制の体系の中で考えれば、誠実・公正義務（金商法 36 条 1 項）の問題として位置付けることができるように考えられる。そのように考える場合に、具体的にどのような場合が義務違反とされるべきかは、ここで直ちに論ずることはできず、今後の検討課題というしかないが、見通しとしては、自己計算取引への介入はあくまでも限定的なものになるのであって、デリバティブ取引の複雑性の程度、金融商品取引業者等の得る利益の大きさ・異常さ、投資者の金融商品取引業者等への信頼の強さ（逆にいえば、金融商品取引業者等による投資者の投資判断への影響力の強さ）に着目することになろう。また、金商法上の誠実義務違反を重要な要素として、不法行為責任が認められると考えられる。いずれにせよ、この問題については、デリバティブ取引の複雑さやリスク、金融商品取引業者等の利益など取引の構造に踏み込むことが必要であるということが本件 BGH 判決が強く示唆するところである。」（下線は引用者）として、複雑なデリバティブ商品の取引に関する紛争について適切に判断するためには、取引の構造に踏み込む必要があると指摘する。

一般に仕組商品の複雑さは、上記 2011 年 BGH 判決で問題とされた店頭デリバティブ・セットと同程度あるいはそれを超えるから、山下教授の上記指摘は仕組商品についても同様に宛てはまるといえる。仕組商品について言い換えれば、仕組商品の勧誘販売に関しどのような場合が義務違反とされるかについて検討するには、当該仕組商品の複雑さやリスク、金融商品取引業者等の利益など取引の構造に踏み込むことが必要で

あるということになる。この場合に、金商法上の誠実義務違反を重要な要素として、不法行為責任が認められるという点も、仕組商品について同様に当てはまると考えられる。

## 第4章 仕組商品の商品特性

### 第1 概要

仕組商品は、デリバティブ取引を他の金融商品に組込んだものであり、外形が社債や預金の形となっても、第1章に記載した通り、そのリスクとリターンの実質は組込まれたデリバティブ取引のそれである。具体的には、外貨や株式（指数）のプットオプション売りを組込んだものが多く、その場合はその対価（プレミアム）の一部が社債や預金の利金の形をとっている。プットオプションは、仕組商品の償還時期、利金、元本のうち多くは複数に組み込まれており、また、ノックイン、ノックアウト条件がつくのが普通であり、中には、ワースト、リーストなど様々な加工がされたものもある。

このような仕組み商品の商品特性としては、構造が複雑であること、その結果、損益図が複雑となることがまず挙げられる。これらは一般に指摘されていることであるので、ここでは、それら以外の商品特性のうち重要な点を指摘する。それはコスト、リスクおよびそれらの分かりやすさに関することであり、①大きなコストが隠れているもの（大きなマイナススタートのもの）が多いこと、②リスク（流動性リスクも含む）が大きいものが多いこと、③コストの大きさやリスクの大きさに気づきにくいことの3点である。仕組商品にはこれらの特性があるため、類似の他の取引と比較すると顧客にとって不利で不合理な取引となることが多い。以下、この順で仕組商品の商品特性を指摘する。

## 第2 大きなコストが隠れている（大幅なマイナススタート）<sup>58)</sup>

### 1 リスクに見合う対価を得られないこと

多くの専門家が、仕組商品はリスクに見合う対価を得られないため、投資者に不利な金融商品となっていることを指摘している。

①証券取引等監視委員会委員長補佐官（当時）山元高士「個人投資家の信頼を失わせる市場規律の欠如を憂う」（金融財政事情 2005年5月30日号）は、投資判断においては隠れた取引コスト負担を知ることが重要であるとして、ノックイン型投信（日経平均リンク型投信）について購入から償還・売却までの顧客が負担する取引コストの説明をすべきであると指摘している。「たとえば、ある日経平均リンク型の元本確保型投信のケースでは、オプションプレミアム7%のうち、組成した業者が3%をとり、売る業者が1%をとった結果、投資家には3%しか残らず、しかも、販売会社はさらに外枠で1.5%取っていたという事実があった。プレミアムを全部投資家に還元する必要はないが、組成した業者や販売業者の方が顧客の取り分より多いというのはいかがなものか。」として、プレミアムの半分以上を業者が取ってしまうような商品を、そのことを説明しないで販売するのは、誠実・公平でないと指摘する。

②山崎元「仕組み商品に近づくな」（読売新聞 2010年4月23日）も同様のことを指摘する。具体的にはEBについて、「こうした商品を設計・供給する側が、自分たちが有利になるような条件で商品を設計し、その条件によって利益を得ているからだ。正確な計算ができていれば、こうした商品にそもそも買い手はないはずなのだ。」「商品の投資価値が正確に伝わっていれば投資家は割の悪い商品を買わずに済む。」と指摘したのち、「『仕組み債』をはじめとする（預金、スワップ、ファンドと形はいろいろある）仕組商品については、少なくとも価格設定の計算を徹底的に開示するか、そもそもこうした商品の販売を禁止するかのどちらかが必要であろう。」（下線は引用者）と書いている。山崎元「詐欺的商品『EB』の個人



向け販売は禁止すべき」(ダイヤモンドオンライン 2011年5月11日)と題する別の論考でもEBのコストについて紹介している。「先前提条件だと、東レ株の1年後の値下がりリスクを負担する適正な保険料は、総金額の10.08%だということになる。債券のクーポンである6%とは、4.08%の開きがある。厳密には、この金額を1年間の最初に貰う条件で10.08%ということだから、このEB債の条件は、更にもう少し悪い。つまり、この仕組み債を買うことは、投資家にとって、年4%強の損に値する(4%の実質的な手数料を払って賭けに参加していると考えても良い)ということなのだが、ご理解いただけるだろうか。」

③なでしこインベストメント阿部智沙子「仕組み債のリスクとリターン上・中・下」(日経ヴェリタス 2011年11月13日、11月20日、11月27日)は、日経平均リンク債について、それを買うことはオプションの実質的な売り手になることであるのでオプション取引の基礎を知らなければならない、とした後、期限前償還条項のある期間3年の特定の日経平均リンク債について計算したところ、5.24%が「元本割れリスクに見合うだけの『もらってしかるべき年利率』」であるので、「4%台後半の年利率はほしいところ。少なくとも3%台だと、預貯金よりはるかに高金利ではあるものの、負っているリスクに見合わないと考えていいでしょう。」という。

これらの専門家が掲げた例は、普通型仕組債やノックイン投信に関するものであり、リスクに見合う対価(組込まれたオプション売りのプレミアム)のうち実際に受取れる対価は、ノックイン投信で7%のうち3%、EBで10.08%のうち6%、日経平均リンク債で5.24%のうち3%台という例を挙げている。倍率型仕組債や長期型仕組債ではリスクがさらに大きく、それに見合う対価もこれらの何倍にもなるのが普通であるが、見合う対価のうち実際に受取れる対価の割合は大差ないと思われる。一般に、仕組商品で購入者が受け取る対価は、おおむね、リスクに見合う対価の半分程度と言われる<sup>59)</sup>。

これらの指摘からはまた、デリバティブ取引に精通した専門家は仕組商品のリスクに見合う対価を計算できることも明らかになる。このような専門家は、対価がリスクに見合わないとして仕組商品を購入しないので、そもそも販売先として想定されていない。

## 2 リスクに見合う対価を得られないことの意味

顧客がリスクに見合う対価を得られないのは、リスクに見合う対価から関係者が過大な手数料を差し引いて組成するからである。仕組債や仕組預金の外付けの販売手数料は無料であるとされ、関係者が取得する手数料はいわば「隠れたコスト」となっている（ノックイン投信ではこの隠れた手数料のほかに、外付けの手数料も加わる）。仮に、リスクに見合う対価を顧客と組成販売関係者が半分ずつ分け合う構造ならば、それにもかかわらずリスクはすべて顧客が負担することになるので、顧客にとってはきわめて不合理な取引となる。

リスクに見合う対価を得られないことはまた、条件設定時における仕組商品の時価（理論価格）が、販売価格 100 に対して「隠れたコスト」分だけ低い値になることを意味する。それが投資のスタート位置であり、購入者は、その後そのマイナスのスタート位置から上がるか下がるかを予測することになる。

以上を整理すると、仕組商品では、リスクに見合う対価を得られず、リスクに見合う対価と実際に受け取れる対価の差額が「隠れたコスト」であり、100 からその分を差引くと「組成時の時価」になる。たとえば、リスクに見合う対価（プレミアム）が 40 で、そこから組成販売側が半分を取得すると仮定すると、「隠れたコスト」は  $40 \div 2 = 20$ 、その金融商品の「組成時の時価」は  $100 - 20 = 80$  になる<sup>60)</sup>。このように、「隠れたコスト」と「組成時の時価」は一方が明らかになれば他方は容易に計算できる関係にある。

100 - 「隠れたコスト」 = 金融商品の「組成時の時価」

100 - 金融商品の「組成時の時価」 = 「隠れたコスト」

### 3 隠れたコストを知る必要性

#### (1) 金融商品取引におけるコストの重要性

金融商品への投資は、増えることを期待して資金を支出し、将来その増減の結果を受け取るものである。増えることを期待する以上、スタート位置は重要であり、その把握は不可欠である。価格変動がなければ取得直後に取得額と同額で売却（普通預金の場合は同額を払戻し）できる、という意味で、時価 100 のものを 100 の価格で取得する、と表現すると、普通預金、公募の公社債、上場株式、取引所デリバティブ取引など、多くの金融商品は時価 100 のものが 100 で取引されており、かつ、その取引コストが明示される。この場合、スタート位置は「100 - コスト」である。

たとえば、上場株式は、金融商品取引所で形成された価格で取得することも売却することもできる。手数料がかかるが、ネット取引で行った場合の手数は価格の 0.1% にも満たない。

日経 225 オプションは、大阪証券取引所で形成された価格で取得も売却もできる。その手数料はオプション売買代金（プレミアム）の 0.2% 程度である<sup>61)</sup>。

国債や社債などの新発債を公募で取得する場合、多くは時価 100 のものを 100 で取得し、かつ手数料はない。この場合、コストは発行者が負担する。

国債や社債などの既発債<sup>62)</sup>を金融商品取引所で購入したり売却したりする場合には、取引所で成立した価格でなされ、売買手数料がかかる。手数料は債券の種類により異なり、0.05%～0.8%程度である。大部分の既発債は証券会社の店頭で売買され、その場合、日本証券業協会公表されている「公社債店頭売買参考統計値」、あるいは同じく「個人向け社

債等の店頭気配値」の付近の価格でおこなわれる。前者では買い気配値と売り気配値をもとに、平均値、中央値、最高値、最低値の4種類が公表され、後者では、買い気配値と売り気配値の仲値が公表される。取引の公正確保のため、この価格からのかい離が大きくなるように、自主規制ルールが定められている<sup>63)</sup>。

## (2) 金融商品取引と一般の取引との比較

一般に、物の売買ではコストは外付けになっておらず、隠れているのがむしろ普通である。その場合、購入者は、製造原価に、製造者、流通業者、販売業者などがそれぞれ経営を維持するのに必要な利益を上げていると考えるのが普通であり、隠れたコストの存在は承知の上でそれがいくらであるかには焦点を当てない。たとえば、消費財の購入者は、価格を効用や他社での価格と対比して、購入するか否かを決定する。この判断のためには性能、機能等の効用に関する事実の理解は不可欠であるが、隠れたコストの額に関する情報は不要である。購入する消費財には、予定した効用があればそれでよいのであり、スタート位置がどうだとか、転売できるかとか、転売価格がどうなるかなどは考慮の必要はない。

これに対し金融商品は、取得後に金利、配当や償還、転売等の形で、トータルで支出額より多い価値を得ることを目指す商品であるので、取得時の時価またはコストそのものが効用に関する主要事実であり、極めて重要な情報となる。そこで、金融商品取引では後述のとおりコストの説明が法令で義務付けられているし、証券会社の店頭で既発債を売買する場合のようにコストが隠れている場合には、それが過大にならないようなルールが定められているのである。

## (3) 「隠れたコスト」「組成時の時価」が投資取引に持つ意味

たとえば、時価90のものを（表に現れた）コストなしで100で取得する場合と、時価100のものを10のコストをかけて100で取得する場合は、いずれもスタート位置は90であり、同じである。前者はコストが隠れて

いるためスタート位置が分からないが、後者はコストが明示されるためスタート位置が分かる。仕組商品のようなコストが隠れている金融商品の場合は、「組成時の時価」または「隠れたコスト」のいずれかが明らかにならないと、スタート位置が分からない。

契約するか否かの判断をするに際しては、当該金融商品の契約時の時価がわかることが必要である。いくらのものであるかをいくらで買うか、売るかという判断であるから、当然のことである。前述のとおり、専門家も、仕組商品を取得するに際しては、理論価格の論理的背景を理解して、自ら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することが必要であると指摘している<sup>64)</sup>。

#### 4 仕組商品のコスト率のとらえ方

仕組商品の「隠れたコスト」は商品ごとに異なるものの、大まかには、普通型仕組債やノックイン投信で数%、倍率型仕組債や長期型仕組商品では十数%から数十%であり<sup>65)</sup>、他の金融商品よりはるかに大きい。

ここで注意が必要なのは、この「隠れたコスト」の割合のとらえ方である。上記は仕組商品の元本に対する割合であり、これでも異様に大きい値となっているが、仕組商品の構造を考えれば、比率計算の分母は別のところにあると考えるべきである。

顧客が支払うべき手数料等の対価(金商法施行令16条1項1号)の表示は、デリバティブ取引については「デリバティブ取引等の額…に対する割合」(金商業等府令74条1項)の表示も含むとされ、これは「例えば、ご質問の『通貨オプション』については、いわゆるオプション料(プレミアム)に対する割合等を指すものと考えられます。」(パブコメ回答<sup>66)</sup>248頁139)とされている。仕組商品のリターンとリスクは、発行者等の信用リスクを除けば組込まれたデリバティブ取引のそれであるから、コスト率を考える場合は、組込まれたデリバティブ取引のプレミアム等に対する割合

市場から見た仕組商品訴訟

で考えるべきことになる。

たとえば、EBは個別株式プットオプションの売りを組み込んだものであり、その額面は当該オプション取引の最大損失額に見合う担保の意味合いで決められたものであって、発行者の資金需要で決められたものではない。プットオプション売りの対価であるプレミアムが取引全体の対価のすべてである。このように、EBの購入は、プットオプションの売りによりプレミアムを利金名目で得る取引であり、コストを考えるには、オプションの市場価値(=プレミアム①)が分母で、それと実際に利金名目で受け取るプレミアム②との差額(①-②)が分子に来ることになる。

本章第2、1で掲げた例で考えると、プレミアム10.08%のうち6%を受け取れるEBの例では、隠れたコストは、 $(10.08 - 6) / 10.08 = 4.08 / 10$ 、すなわち、本来得られたはずのリスク負担対価の40%強がコストで差し引かれたことになる。

同じく、前記のノックイン投信の隠れたコストは4/7、つまり57%強、これに外付けのコストが1.5/7、つまり21%強、合計で5.5/7、つまり78.5%がコスト率となる。まさしく、コストのかたまり<sup>67)</sup>のような金融商品である。一般に、日本で販売されている仕組商品は、50%前後のコスト率のものが多いといわれている。

### 第3 リスク<sup>68)</sup>が大きい

#### 1 仕組商品の構造とリスク

一般に、ある金融商品についてリスクが大きいという場合、①損をする確率が高い、②損をする場合には大きな損となる、という2つの意味がある。普通型仕組債は、②の意味でリスクが大きく、倍率型仕組債や長期型仕組商品は①②いずれの意味でもリスクが大きい。

仕組商品には、オプション取引またはスワップ取引が組込まれており、そのリスクの中心は、これらのリスクである<sup>69)</sup>。このうち、スワップ取

引は、それによる損益図がオプションの損益図と同じになるように加工されたものが多い。ちなみに、オプションの売りは損失が無限大と言われることがあるほど（平成17年最判）<sup>70)</sup>、リスクが大きい取引である。そのうえ、仕組商品の損益図は、単純なプットオプション売りの損益図ではなく、元本に組込まれたオプションだけでも、ノックイン（オプションの発生）、ノックアウト（オプションの消滅）、倍率、バスケット、ワーストなど様々な加工がされており、そのほか、利金や償還時期にもオプションが組込まれているので、より複雑になる。2次元平面に損益図を書くことができないほど複雑なものが多い。

仕組商品のうち、EBや日経平均リンク債などの普通型仕組債やノックイン投信は、それを購入すると、3年とか5年という期間、株価（指数）下落リスクを引受けることになる。その期間中に指標となる値が一度でも設定割合（3割、4割など）を超えて下落するとノックインし、その後は満期償還元本が指標にリンクするという構造である。ノックインしないで当初元本額が期限前償還される確率は比較的高いが、ノックインする確率も相当あり、その場合、設定割合以上損をすることが多い。第1次仕組商品事件の時のものと比較すると、元本額だけでなく利金、償還時期にもオプションが組み込まれて複雑になっており、リスクそのものや、リスクとリターンのバランスを実感しにくくなっている。

倍率型仕組債のうち、株価指数2倍リンク債など、条件の計算式に「 $\times 2$ 」が入っているものは、それを購入すると、3年とか5年という期間、指数下落リスクを2倍引受けることになる。その期間中に指標となる値が一度でも設定割合（3割、4割など）を超えて下落するとノックインし、その後は満期償還元本が指標の2倍にリンクするという構造である。ノックインしないで当初元本額が期限前償還される確率も相当あるが、ノックインする確率も相当あり、その場合、設定割合の2倍以上損をすることが多い。最終判定時に指標が半分以下になると元本がゼロになる<sup>71)</sup>。

市場から見た仕組商品訴訟

複数銘柄株価リンク債 10 倍型では、想定元本が額面の 10 倍であり元本がゼロになる確率は高く、50%を超えるものもある<sup>72)</sup>。複数銘柄ワースト EB には、さらに高い確率で元本が大きく減少するものもある（価値が大きく低下した株による償還）。

長期型仕組債は、利金が為替によって変動する構造で、期限前償還条項<sup>73)</sup>付で満期を 30 年としたものが多い<sup>74)</sup>。満期償還は外貨のもの、円のもの、一定条件で外貨か円かが決まるものがある。一般に外貨償還の方が、元本でも為替リスクを負っている分だけリスクが大きく当初の利金も多い。いずれも、為替の水準により、高い利金がつくと期限前に償還され、利金がゼロないしそれに近い値になると 30 年後まで償還されないという関係にある。30 年後まで償還されない確率は何割かあるのが普通であり、その確率が 90%を超えるものもある。30 年後まで利金ゼロないしそれに近い状態で元本が償還されないリスクについては、多くの顧客にとって経験したことのない長期間であり想像が及びにくい、この場合はその間の運用益を失ううえ、元本について 30 年という長期間、インフレリスクと発行体の信用リスクを負うので、膨大なリスクということができる<sup>75)</sup>。

## 2 解約ないし中途売却をも含めてリスクを考える

期間中の流動性は重要であり、仕組商品はこれがないか劣ることが大きな欠点である。解約ないし中途売却できる場合も、市場価格がないので顧客は販売業者の言い値で清算することにならざるを得ないことが、問題である。

解約ないし中途売却すると時価が表面化し損益を清算する必要があるという事実は、デリバティブ取引の本質的な事柄であり<sup>76)</sup>、このことは、デリバティブ取引が組込まれた仕組商品についても同じである。すなわち、解約ないし中途売却できない場合はそのことがリスクであり、でき



る場合も、その際の損失発生のおそれは仕組商品のリスクの一部であり、購入するか否かを判断するには不可欠の事項である。もともとマイナススタートであるうえ、そこからオプション売りのリスクを負担するので、ロックインしていなくとも購入価格より相当低い評価となることもあり、そこで解約ないし中途売却すると大きな損失を被ることになる。

#### 第4 コストやリスクが大きいことに気づきにくい

##### 1 大きな「隠れたコスト」(マイナススタート)に気づきにくいこと

仕組商品は、手数料なしという説明とともに売られることもあり、販売資料には「隠れたコスト」の額はもちろん存在も表示されない。勧誘対象となった顧客のほとんどは店頭取引に慣れておらず、隠れたコストの存在すら気づかないこともある。ノーロード投信のように販売手数料無料の金融商品もあるのでなおさらである。案内文書などを見ても、条件を伝える数式が並ぶだけであり、手数料の存在を推測する手がかりすらない。その数式では、複数の数値が指標となっていて複雑であるため、数式を見て直感的にマイナススタートに気づくということもない<sup>77)</sup>。

仕組が複雑になればなるほど「隠れたコスト」が大きくなるのは、業界の常識であるが<sup>78)</sup>、仕組商品は、リスクに見合う対価を計算できない顧客を対象とする、いわば情報格差利用商品であるから、そのような顧客は「隠れたコスト」の大きさに気づかない。

##### 2 リスクが大きいことに気づきにくいこと

###### (1) 3つの理由

仕組商品を勧誘されたのは、投資経験の浅い退職者や富裕層(普通型・長期型仕組債)、高齢の預金者(ロックイン投信)、財団法人(長期型仕組債、長期型仕組預金)、学校法人(同)、地方自治体(同)などであり、元本の安全性を重視する顧客が多い<sup>79)</sup>。このような顧客が仕組商品の購入を承諾

しているのは、そのリスクが大きいことに気づかないからであると考えられる。仕組商品が、実際より安全であると錯覚しやすい商品であることについて、経済ジャーナリストや金融専門家が解説文を公表している<sup>80)</sup>。

顧客が仕組み商品のリスクの大きさに気づきにくい理由は、3つ考えられる。1つ目は、商品構造が複雑であることにより、リスクの所在や大きさが分かりにくくなっているということである。2つ目は、リスクに見合った対価が得られないため、得られる対価から直感的に想定するリスクは実際より小さなものになることである。逆に言うと、リターンから想定するより大きなリスクがあるので、その大きいことに気づきにくいということができる。

それらに加えて3つ目は、仕組商品は、リスクを過小評価する傾向（実際以上に安全であると誤解する傾向）が顕現しやすい商品であるという、行動経済学的要因（限定合理性）が指摘されている。これについては次項でさらに説明する。

(2) 行動経済学的要因－実際より安全だと錯覚しやすい金融商品であること

欧米では、プロスペクト理論<sup>81)</sup>を中心とした行動経済学的知見を投入して投資行為を分析する研究が活発であり<sup>82)</sup>、中でも、仕組商品の商品性を分析しそれに対する投資行為を解明しようとする論文が多数発表されている。このうち、チューリッヒ大学金融研究所教授ソーステン・ヘンス、トゥリエ大学バンキングファイナンス教授マーク・オリバー・リジャー「どうして投資者は仕組商品を買うのか？」<sup>83)</sup>によれば、仕組商品が提供するのは「幻想に過ぎない利益」であり、そのような幻想をもつこと（＝仕組商品の需要）は、行動経済学的要因（損失回避性、損失確定を避けるためにリスクを負担する傾向、確率の重みづけ、確率の誤評価、過剰自信）で説明できる人間の持つて生まれた傾向（限定合理性）であるということである。実際より安全であると錯覚しやすいという特質は、行動経済学

的要因でいえば、確率の重みづけ、確率の誤評価、過剰自信などと特に関係すると思われ、いずれにせよ、この一部ということになる。このほかにも、行動経済学的知見をもとに仕組商品を検討して、同様の結論を示す文献は多数ある<sup>84)</sup>。日本でも、仕組債の商品性を検討した結果、実際より安全であると錯覚しやすい商品であるとして、リスクなどにつき顧客が実感を持って理解できるまで説明を尽くす義務があるとした高裁判決が複数ある（第3章・第3、3）。

## 第5 不合理な「投資商品」<sup>85)</sup>

これまで述べてきたとおり、仕組商品の購入は、店頭オプション売り取引を行うのと類似したものが多し。ただし、①購入者は最初に最大損失額を渡すのでオプション取引の証拠金より渡す金額が大きいし、②プレミアムは一部（たとえば半分）しか受け取れないのにプレミアムを全部受け取るオプション取引と同じリスクを負い、③オプション取引と異なり渡したお金は分別保管されず相手の信用リスクを負うなど、仕組商品購入の方が不利でかつ余分なリスクも負う。また、店頭オプション売り取引なら、日々相場を見て手仕舞いやカバー取引などによるリスク管理を検討する余地があるが、仕組商品の購入は、④同じリスクがあるのに流動性がないか乏しく、また社債や預金、投信の形を取っていることもあり、リスク管理体制なしの受動的な運任せの取引になりがちである。

なお、損失が支出額を限度となるのは、仕組商品の長所ではない。第1章に記載した、EBとターゲットバイイング（個別株オプション取引の投資手法の一つ）の比較を見れば明らかとなっており、オプション取引で仕組商品と同じ損益の取引を作ることができる。仕組商品はオプション取引による最大損失額を最初に支出させているのと同じである。

仕組商品の購入はまた、価格下落リスクや価格上昇リスクを引受けるという点で、保険の引受けにも似ている。ただし、たった1件の契約で

市場から見た仕組商品訴訟

あるので保険のような大数の法則が働かずリスクを平準化することができないし、保険に例えると、直ちに保険金を支払ってしまい、その後に保険事故が起きないことが確定したら、割に合わない少なめの保険料を受け取り保険金を返してもらうということになり、保険の引受けより圧倒的に不利でかつリスクの大きい取引である。

## 第5章 市場の価格形成機能から見た仕組商品取引

### 第1 概要

第2章でまとめたとおり、仕組商品取引はもともと資本市場機能のない賭博性のある取引であり、市場の観点からは、その価格形成に市場原理が働き公正な価格形成がなされる限度において存在が許容されるものである。そして、仕組商品の価格形成に市場原理が働き公正な価格形成がなされるためには、次の3つの条件が考えられる。

- ①販売対象の限定：仕組商品の構造を理解し理論価格を計算できる顧客にのみ販売し、そうでない顧客には販売しない。
- ②コスト等の開示：販売業者がリスクの程度やコスト率を開示する。
- ③コスト率の限定：組成販売関係者が過大なマークアップを取得しない。

以下、この順で説明を加える。

### 第2 販売対象の限定

仕組商品の取引において、その商品特性及びコストないし理論価格を理解した参加者による競争が行われれば、仕組商品の価格形成に市場原理が働き公正な価格形成がなされるはずである。FINRAの「仕組商品販売に関するガイダンス」(NASD 会員宛通知 05-59)において、仕組み商品の販売に際しては「当該顧客がオプション取引に適合するための要件を備えるかどうかを判断することが有用である」としていることは、その

観点からも首肯できる合理的なものである。

この場合は、理論価格やコストなどを計算できる顧客であることを前提にするので、これらについては説明するまでもないということになるであろう。価格形成に市場原理が働く結果、コストは縮小していき、取引価格は理論価格に近付いていくことになる。

### 第3 コスト等の開示

#### 1 コスト開示に関する法令

手数料等（コスト）の多寡は「顧客へのリターンに直接影響するものであることから」（「—投資サービス法（仮称）に向けて—金融審議会金融分科会第1部会報告」（平成17年12月22日）16頁）、投資判断のためには不可欠の要素であり、金商法において幅広く開示を義務付けている。

金商法では、契約締結前書面の記載事項として、「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」（金商法38条7号、37条の3第1項4号）を掲げている。これを受けた内閣府令では「手数料等」とは「いかなる名称によるかを問わず、金融商品取引契約に関して顧客が支払うべき対価」から「有価証券の価格」等を除くものと定義され（金商業等府令74条1項）、さらに、「手数料、報酬、費用その他いかなる名称によるかを問わず、金融商品取引契約に関して顧客が支払うべき手数料等の種類ごとの金額若しくはその上限額またはこれらの計算方法（…省略…）及び当該金額の合計額若しくはその上限額又はこれらの計算方法とする。ただし、これらの記載をすることができない場合にあつては、その旨及びその理由とする」（金商業等府令81条1項）と定める。

#### 2 仕組商品のコスト等開示

仕組商品ではコストは隠れているので、その取扱いが問題となる。金

融庁は、「記載をすることができない場合」（金商業等府令 81 条 1 項）であるかについては、「いわゆる外枠手数料を徴取しない取引であっても、『有価証券の価格』等と『手数料等』に相当する部分とを切り分ることが可能な場合には、後者に関する情報を広告等に表示すべきものと考えられます。」（パブリックコメント回答 248 頁 138）、「（手数料等には）顧客が間接的に負担している費用等も含まれている点に留意が必要と考えられます。」（同 250 頁 154）としている。

債券等売買取引における手数料については、「有価証券の価格それ自体は『手数料等』に当たらないものと考えられます。」（同 254 頁 173 ～）とする一方で、「ただし、手数料等を価格等に織り込むことにより一律に手数料等の開示が不要になるとはいえず、実質的に手数料等に相当する部分が存在する場合には、当該手数料等についての表示が必要となると考えられます。」（同。以下実質的手数料文言という）と指摘している。これは公共債についても繰り返されている（同 300 頁）。

デリバティブ取引についても、「取引の対象となるものの対価それ自体」（255 頁 178 ～）、「差金決済自体」（255 頁 183）、「スワップ取引において顧客が支払うこととなる固定金利」（256 頁 184 ～）、「スプレッド自体」（256 頁 186 ～）は基本的には手数料等に該当しないとしつつ、そのたびに実質的手数料文言が繰り返されている。なお、すでに書いたとおりデリバティブ取引については、顧客が支払うべき手数料等の対価（金商法施行令 16 条 1 項 1 号）の表示は、「デリバティブ取引等の額…に対する割合」（金商業等府令 74 条 1 項）の表示も含むとされ、手数料等の割合とは「『通貨オプション』については、いわゆるオプション料（プレミアム）に対する割合を指すものと考えられます。」（同 248 頁 139）とされており、仕組債の手数料等を検討する際に参考になる。仕組商品の場合、手数料等の割合（コスト率）は、組込まれたオプションのプレミアムの理論価格（時価）を分母とし、この額から取得できる利金を差し引いた額が分子となる。

仕組商品についてコストを分離できないとの意見が出ることもあるが、前述の専門家の指摘からも明らかなおお、組込まれたオプションのプレミアムは計算できるので、それと実際に利金として構成されている額を対比して、コストを算出することはできるはずである。実際に関係した個々の業者が取得した手数料の内訳には意味はなく、その合計が重要なのである。なお、組成時の理論価格（時価）をモンテカルロ・シミュレーションで算出し、100からそれを差し引く形でコストの合計は算出できる。

コストが開示されれば、やはり価格形成に市場原理が働く結果、コストは縮小していき、取引価格は理論価格に近付いていくことになる。

#### 第4 コスト率の限定

##### 1 債券におけるコスト率の上限規制

###### (1) 日本証券業協会

参考までに、債券におけるコスト率の上限規制を見ると、日本証券業協会がその規則で「時価（以下「社内時価」という。）を基準として適正な価格（…省略…）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」としている<sup>86)</sup>。既発の社債について気配値の説明義務違反を理由に損害賠償を命じた東京高判平21・4・16（判時2078号25頁）は、日本証券業協会による気配値が88円49銭であった既発債（普通社債）を、その気配値を告げずに、これと「相当乖離のある」97円40銭で販売したという事案であり、マークアップの程度自体を違法としたものではないが、隠れたコストと表裏をなす時価の説明義務を設定したものといえる。

###### (2) 米国FINRA（参考）

米国の証券自主規制機関であるFINRAは、「地方債以外の債券の取引にかかるマークアップ・ポリシー」を規定している<sup>87)</sup>。そこでは、「店頭取引において自己勘定で顧客と売買を行う場合には…公正な価格で執行しなければならない」として、マークアップ（売買スプレッド）5%を

## 市場から見た仕組商品訴訟

公正か否かの1つの基準としている。これに基づきFINRAは、2007年7月30日付でモルガンスタンレーに対し、額面100ドル、仕入れ価格88.22ドル～93.23ドルの社債を、販売価格98.5ドル～103ドルで顧客に販売したケース（マークアップは5.88%～17.86%）について、社債における過剰なマークアップで顧客に販売したとして処分を行った<sup>88)</sup>。被害回復も行われている。取得コストが不明確である場合も、同一債券または類似債券の業者間取引価格ないし気配値を基準としてマークアップ率を算定すべきであるとしている。

### 2 仕組商品のコスト率の限定について

仕組商品のうち、たとえば仕組債も債券であるからといって、債券におけるコスト率の上限規制をそのまま持つてくるのが適切でないことは、すでに指摘したとおりである。組み込まれたデリバティブ取引の対価（多くはオプション・プレミアム）との対比で計算されるコスト率の上限を考えるべきである。これをたとえば5%に収めるといような限定が考えられる。投資商品として考える以上、これでも多すぎるとも考えられる。いずれにせよ、コスト率が50%前後といわれるこれまでの仕組商品は、とんでもなく高いコスト率ということになる。

コスト率が限定されれば、取引価格は理論価格に近いものとなる。

## 第5 訴訟における争点との関係

仕組商品訴訟における法律上の論点としては、①販売対象の限定は、適合性原則違反による不法行為、②コスト等の開示は、説明義務違反による不法行為、③コスト率の限定は、誠実公正義務違反による不法行為や公序良俗違反と結びつく。訴訟におけるこれらの争点の詳細については、桜井健夫「仕組商品被害救済の実務」現代消費法18号（2013年3月）79頁～を参照されたい。



## おわりに

オプション取引と仕組商品取引は、第1章で確認した通りリスクとリターンの実質は同じであるのに、前者は個々の取引参加者がブラックショールズ・モデルにより理論価格を算出したうえで主体的に取引判断ができる体制が作られている<sup>89)</sup>のに対し、後者は、構造を知らず理論価格の算出もできない顧客が、取得勧誘されて、高めの金利の特殊な社債や預金等と誤解して直感により取引判断してきた。このように比較すれば、仕組商品の取引が、市場原理が働かない異様な取引環境において不公正な価格でなされてきたことがよくわかる。

仕組商品には積極的な存在意義はなく、公正な価格形成がなされる限度で存在が許容されるに過ぎないとすると、市場原理がはたらかない環境で本来の対価の半分を業者が取得してしまうような仕組商品の取得勧誘は有害であるといえる。訴訟においても、この事実の把握が法的論点の判断の大前提となるべきであると考え。そのためには、鑑定という手法も活用されるべきであろう。

本稿は、2012年度東京経済大学個人研究助成費による研究成果の一部である。

---

## 註

- 1) デリバティブ取引 詳細はジョン・ハル(三菱UFJ証券市場商品本部訳)『フィナンシャルエンジニアリング—デリバティブ取引とリスク管理の総体

## 市場から見た仕組商品訴訟

系【第7版】』（きんざい、2009年）参照

- 2) デリバティブ商品　　デリバティブを商品化したものという意味で、デリバティブ・セットと仕組商品を合わせてデリバティブ商品ということが多い。たとえば森下哲朗「デリバティブ商品の販売に関する法規制の在り方」（金融法務事情〔以下金法という〕1951号〔2012年8月〕6頁）。なお、志谷匡史「デリバティブ取引に係る投資勧誘の適法性」（商事法務1971号4頁）は、いずれも単にデリバティブ取引と表示している。
- 3) 志谷前掲10頁はこれと異なり、ロックイン投信や仕組債は金商法上のデリバティブ取引に該当するとしている。実質からすると適切な解釈ではあるが、証拠金の分別管理の規定の適用など、同じには扱えない部分もある。
- 4) 東京証券取引所サイト（<http://www.tse.or.jp/kabuop/atmovie3-3.pdf>）のターゲットバイイングの解説
- 5) 和光証券編『エクイティ・デリバティブのすべてI』（東洋経済、2000年）199頁以下参照
- 6) オプション価格の計算　　オプションは理論価格を計算することができるので、取引価格はそこに収束する傾向にある。オプション取引を扱う証券会社のサイトでは、ブラックショールズ・モデルを利用したプライシング機能を提供しており、顧客は数値を入れるだけで理論価格を計算できる。たとえば楽天証券のサイトでは、『銘柄指定』からオプション銘柄コードを選択していただくことで、ボラティリティー、プレミアム価格のシミュレーション等が可能となっております。また、『計算』ボタンを押せば、シグマ、ガンマ、ベガ、シータ、ローの数値も表示することができます。」とある。顧客は、その計算をしたうえで価格を見て、当該取引をするか否かの判断をすることになる。
- 7) LIBOR (London Interbank offered rate)　　ロンドンにおける銀行間の金利レート。株価指数リンク金利スワップでは、LIBORは受取り及び支払いのいずれにも含まれるベースの金利であり、形式的な金利である。
- 8) 和光証券前掲243頁以下参照
- 9) 杉本浩一・石川高弘『パソコンで学ぶデリバティブ4　仕組み債とメディアムタームノート』（金融財政事情研究会、1996年）3頁。仕組債では、リスクの移転と利金（プレミアム）の支払いがデリバティブ取引であり、購入額の支払がその担保という位置づけになる。

10) 志谷前掲注2参照

11) これに対し、投資サービスの一部をカバーする商先法は、1条で、①商品取引所の組織、商品市場における取引の管理等について定め、その健全な運営を確保するとともに、商品先物取引業を行う者の業務の適正な運営を確保すること等により、②商品の価格の形成及び売買その他の取引並びに商品市場における取引等の受託等を公正にするとともに、商品の生産及び流通を円滑にし、③もつて国民経済の健全な発展及び商品市場における取引等の受託等における委託者等の保護に資することを目的とする、と規定する。

資本市場機能については、金商法には明確に記載があるのに対し（「資本市場機能の十全な発揮」）商先法には記載がない。価格形成の公正性については、いずれの法律も掲げている。

12) 金商法の目的 ②③のうちどれを重視するかによって解釈に多少の相違がある。神崎克郎＝志谷匡史＝川口恭弘『金融商品取引法』（青林書院、2012年）12頁、河本一郎＝大武泰南『金融商品取引法読本（第2版）』（有斐閣、2011年）5頁、山下友信＝神田秀樹編『金融商品取引法概説』（有斐閣、2010年）7頁、黒沼悦郎『金融商品取引法入門（第5版）』（日本経済新聞出版社、2013年）19頁、近藤光男＝吉原和志＝黒沼悦郎『金融商品取引法入門第3版』（商事法務、2013年）6頁、松尾直彦『金融商品取引法（第2版）』（商事法務、2013年）3頁、川村正幸『川村正幸編 金融商品取引法第4版』（中央経済社、2012年）48頁、岸田雅雄監修『注釈金融商品取引法第1巻 定義・情報開示』（金融財政事情研究会・2011年）7頁、松岡啓祐『最新 金融商品取引法講義第2版』（中央経済社、2012年）4頁参照。

13) 小島宗一郎＝松本圭介＝中西健太郎＝酒井敦史「金融商品取引法の目的・定義規定」商事法務1772号18頁

14) たとえば前掲神崎ほか14頁は、「公正な価格形成を通じた効率的な資源配分」は証券取引法1条の「国民経済の適切な運営」の一内容を構成するとしている。

15) ただし、市場価格に利用可能な情報が完全に反映されることは困難であり、経済学における「効率的市場仮説」を前提とするものではない。

16) 黒沼前掲注12) 22頁

17) 証券取引法もデリバティブ取引をも対象としており、この点は同様である。

18) 佐美光彦「現代変動相場分析（1）」経済学季報53巻1・2号（2004年）

- 19) 侘美光彦「現代変動相場分析（3）（遺稿）」経済学季報 54 巻 2 号（2005 年）
- 20) 瀬川滋「スペースシャトル打上失敗が招いたリーマンショック」太成学院大学紀要 13 巻（30 号）（2011 年）
- 21) 店頭デリバティブ取引の内容ごとの量的把握については、「外国為替およびデリバティブ取引に関する中央銀行サーベイ」（日銀統計、2013 年 10 月）
- 22) 二上季代司「金融デリバティブ市場の存在意義とその将来展望」（大阪証券取引所サイト、2007 年 5 月 21 日）は、取引当事者一方にとって何らかのリスクに備えた準備金の節約（すなわち資本効率向上）に貢献するようなデリバティブ取引には社会的意義があるとする。
- 23) 二上季代司「オプション取引と 4 つのリスク対応類型（投機、賭博、ヘッジ、保険）」『彦根論叢』357 号（2006 年 1 月、<http://libdspace.biwako.shiga-u.ac.jp/dspace/handle/10441/733>）
- 24) 個人が行う FX 取引を想起されたい。
- 25) 基本的考え方については、金融法委員会「金融デリバティブ取引と賭博罪に関する論点整理」（1999 年 11 月、<http://www.flb.gr.jp/jdoc/publication05-j.pdf>）、山下＝神田前掲 53 頁参照。須藤純正「デリバティブと賭博罪の成否（1）」『法学志林』109 巻 4 号（2012 年）58 頁も、「店頭デリバティブ取引については、経済的には市場デリバティブ取引と同様にヘッジ目的など正当な経済的行為として社会的経済的に有用であるという面をもつものと、賭博という面のみをもつものとが混在するおそれがある」と指摘する。賭博罪の成否については同「同（2）」法学志林 110 巻 1 号（2012 年）203 頁、同「同（3）」法学志林 110 巻 3 号（2013 年）376 頁、同「同（4）」法学志林 110 巻 4 号（2013 年）324 頁も参照。
- 26) 店頭 FX 取引が為替相場に影響を与えていることを前提とする論述や報道がしばしばなされる。一例として 2013 年 4 月 8 日付日本経済新聞は、「ミセスワタナベの帰還」と題して「外為業務を営む銀行などが顧客企業から通貨交換の依頼を受けた注文のうち、FX 会社からの分が過半を占める」ので、為替相場に大きな影響を与えているとしている。「FX 会社からの分」とは、FX 会社の顧客からの店頭 FX 取引注文のカバー取引として FX 会社が行う分を指す。
- 27) ノイズ (noise) 非合理的な意思決定をさせる要因をいう。砂川伸幸「価格形成におけるプロフェッショナルの役割と限界—行動ファイナンス論から

みた商品先物取引制度一』『先物取引研究第7巻第1号』（2002年、<http://www.jcfia.gr.jp/study/ronbun-pdf/no11/6.pdf>）の注3参照。ノイズと価格形成との関係については、同本文参照。

- 28) ただし、歴史的・経済的な視点から仕組商品取引を見ると、機関投資家にリスクヘッジ需要が高まった時期に仕組商品が組成されて、一般投資者である購入者が知らないうちにプロのリスクヘッジの相手方としてリスクを引受けてきたという評価もありうる。仮にそうであっても、ここでのリスクヘッジの主体はマネーゲームを行う外資系金融機関等であると考えられ、幅広い事業者のリスクヘッジ機能という意味での資本効率向上機能は認められない。いずれにせよ、そこでも市場の効率性や公正性が求められ、価格形成機能が重要であることはまったく同じである。
- 29) オプションの理論価格はブラックショールズ・モデルで計算されるのに対し、仕組商品は経路依存型の複雑なオプションが組込まれているため、それ自体の理論価格は通常、モンテカルロ・シミュレーションにより算出される。
- 30) そのため、仕組商品の取引を禁止した国もある。2008年2月11日付ロイターニュース「Norway to tighten rules on retail structured products」(<http://uk.reuters.com/article/2008/02/11/norway-financial-idUKL1170675820080211>)
- 31) 詳しくは、桜井健夫＝上柳敏郎＝石戸谷豊『新・金融商品取引法ハンドブック第3版』（日本評論社、2011年）438頁以下、特に446頁以下参照。
- 32) なお、プレーンバニラの金利スワップ・セットにつき説明義務違反を否定した最判平25・3・7、同平25・3・26（いずれも判時2185号64頁）は、それぞれ当該取引についての事例判決であり、仕組商品のような複雑な金融商品の事件は射程外と考えられる。
- 33) 仕組債の歴史　仕組債が1990年代に金融機関の粉飾決算に使われて問題となったこと及びその後の変遷については山崎元「仕組み債がたどった道を振り返る」（ダイヤモンドオンライン <http://diamond.jp/articles-/15282>、2011年12月12日）に簡潔に紹介されている。
- 34) 第1次仕組商品事件におけるEB　1998年12月の金融システム改革法による規制緩和以降、一般顧客への販売が増加したものであり、デリバティブの一種である「株価オプション」売りの条件を外債の元本償還に組込んだもの。この時期に販売されたものは、固定金利で期間も数か月と短く、元本のみが対象株価水準の影響を受け、償還内容が円通貨になったり対象株式に

なったりする比較的単純なものであった（和光証券前掲 199 頁以下参照）。

- 35) 第 1 次仕組商品事件における株価指数リンク債 この時期の株価指数リンク債は、株価指数オプション売りの条件を外債の元本償還に組込んだもので、上記 EB 同様、固定金利で期間も数か月程度と短く、元本のみが株価指数の影響を受け、一定割合以上低下したら償還額がその程度に応じて減額となる比較的単純なものであった（上同 243 頁以下参照）。
- 36) 第 1 次仕組商品事件における EB に関する判決 この時期の EB 取引について損害賠償を命じた判決として①大阪地判平 15・11・4 判時 1844・97 頁、金商判 1180・6 頁、大武泰南「金融商事判例研究」金融商事判例〔以下金商判という〕1193 号 60 頁（控訴審で和解）、②大阪地判平 16・5・28 金商判 1199・24 頁（確定）、③名古屋地判平 17・8・10 証券取引被害判例セレクト〔以下判例セレクトという〕26 巻 181 頁（控訴審で和解）、④大阪地判平 18・3・24 判例セレクト 27 巻 303 頁（控訴審で和解）、⑤東京地判平 18・6・7 判例セレクト 29 巻 1 頁（控訴審である東京高判平 19・5・30 金商判 1287 号 37 頁では株式を中心としたより幅広い取引につき適合性原則違反が認定され EB はその判断の中に吸収）、⑥福井地判平 19・3・23 判例セレクト 33 巻 305 頁（名古屋高裁金沢支判平 19・9・26 判例セレクト 33 巻 324 頁で維持）、⑦大阪地判平 19・11・16 判例セレクト 31 巻 317 頁（確定）、⑧大津地判平 21・5・14 判例セレクト 35 巻 104 頁（控訴審和解）。
- 37) EB に関する処分 EB は、対象株価水準により償還内容が変わるので株価操作の誘惑が業者側にある。EB にかからんだ証券会社の不正行為につき、証券取引等監視委員会による勧告が続いた（証券取引等監視委員会『証券取引等監視委員会の活動状況』（2001 年 8 月）197 頁他、同（2002 年 9 月）174 頁、同（2003 年 8 月）179 頁他、同（2004 年 8 月）175 頁）。
- 38) 2013 年 7 月 31 日付ロイターニュース「仕組債投資の闇、煩悶する公益法人」（<http://jp.reuters.com/article/topNews/idJPTYE96U07120130731>）によれば、長期型仕組債の代表的なものである PRDC 債の推定発行額（償還されたものは除く）は 2005 年 400 億円、2006 年 850 億円、2007 年 1500 億円弱、2008 年 300 億円強となっており、それ以降は数十億円であるという。
- 39) 個人顧客 私募で最低単位が数千万円、あるいは 1 億円と高く、退職後の資金運用者と富裕層が中心。
- 40) 財団法人 リスクある投資をすることに制限がある組織であり、そのよ

うな財団法人向けの金融商品であるとして仕組商品が勧誘された。複数の金融機関に次々と勧誘され、十数億円とか数十億円という規模で仕組商品を抱えたところも多い。2013年前半には一部が期限前償還されている。

- 41) 地方自治体 訴訟提起した自治体もある（兵庫県朝来市。2006年から2008年にかけて、基金運用の半分以上を米ドルや豪ドルにリンクした仕組債につき込んだ。2013年6月までに中途売却。損失が回復したため訴訟取り下げ）。仕組商品を抱え込んだ自治体は多数あり、多くは含み損を抱えたまま利金なしで『塩漬け』にしてきたが、2013年になって一部が期限前償還されている。
- 42) 学校法人 大阪産業大学事件（大阪地判平24・2・24裁判所サイト）、駒澤大学ドイツ証券事件（東京地判平25・4・16金商判1419号（控訴）、提訴が報道されている駒澤大学パリバ証券事件は、いずれも為替デリバティブ・セットによる被害を問題としているが、仕組商品も多くの学校法人に売り込まれた。
- 43) 国民生活センターは消費者に対し、2回にわたりノックイン投信被害に関して注意喚起している。2009年1月8日「ローリスクと勧誘されたが、想定外に大きく元本割れる可能性が生じた『ノックイン型投資信託』」（[http://www.kokusen.go.jp/news/data/n-20090108\\_3.html](http://www.kokusen.go.jp/news/data/n-20090108_3.html)）、2012年7月26日「年々増加する投資信託トラブル」（[http://www.kokusen.go.jp/pdf/n-20120726\\_1.pdf](http://www.kokusen.go.jp/pdf/n-20120726_1.pdf)）
- 44) 島義夫「ハイリスク金融仕組商品の販売を支える背景と投資家保護」玉川大学経営学部紀要『論叢』第16号（2011年6月）1頁は、このことを指摘するとともに第2次仕組商品事件の背景について論じている。
- 45) 判例データベース（LEX/DBインターネット）で「仕組債 or 仕組み債」でヒットした判決のうち、第2次仕組商品事件に含まれる被害回復訴訟のみ選り出し、事件単位で計算。CDOなどの特殊なものは除外。
- 46) デリバティブ商品に関する判決を検討した文献として、森下前掲注2）6頁がある。法的論点について多数の判決を検討し、米英のデリバティブ規制を概観したうえ、商品規制の必要性に言及している。ノックイン型株価指数リンク債とノックイン投信に関する判決に絞って整理したものとして、中村聡「ノックイン型株価指数リンク債・投信と説明義務」（金融法務事情〔以下金法という〕1960号（2012年12月）4頁）。2010年8月から2012年

## 市場から見た仕組商品訴訟

6月にかけての9件の判決について、適合性原則違反、説明義務違反に関する判断を整理したうえ、説明義務違反に関する判示に焦点を当てて比較検討している。齊藤雅弘「銀行員による仕組債の購入勧誘における適合性原則及び説明義務違反の有無」（司法判例リマークス46号（2013年3月）62頁）では、冒頭に仕組債に関する判例と適合性原則に関する学説の概要が整理されている。

- 47) 過失相殺のない認容判決もある。ノックイン投信に関する大阪地判平25・2・20（判例セレクト44巻87頁、金商判1415号40頁。確定）など。
- 48) 第2次仕組商品紛争における初期の請求認容判決 大阪地判平22・3・26（金商判1358号57頁）は、倍率型仕組債（10銘柄株価リンク債10倍型）につき、適合性に疑問ありとしたうえ、説明義務違反を理由に不法行為の成立を認定し、8割の損害賠償を命じた（高裁で和解）。大阪地判平22・3・30（金商判1358号41頁、金法1914号68頁）は、長期型仕組債（30年満期FXターン債）につき錯誤により契約は無効であるとした（高裁も同旨。確定）。大阪地判平22・8・26（金商判1350号14頁、金法1907・101頁）は、ノックイン投信につき、適合性原則と説明義務に違反するとして8割の損害賠償を命じた（高裁で和解）。
- 49) 平成22年10月～平成23年9月における各金融ADR機関の紛争解決手続実施状況を整理したものとして、金法1946号12頁。
- 50) 東京地判平22・9・30（金商判1369号49頁） 判決は仲介した銀行に対し適合性原則違反・説明義務違反による不法行為（使用者責任）を理由に損害額全額と弁護士費用の賠償を命じ、販売者である証券会社に対する請求は関与がないし根拠もないとして棄却した。リスクの高い商品であることを認定した上（「本件証券により受領できることが保証された金額は、年率1.35%の利息の3年間の合計金額（税引前で135万円×3＝405万円、税引後で324万円）であるのに対し、ノックイン事由が発生すれば、最悪元本1億円の損失を受ける可能性がある。しかも途中で解約できないといった制約を負っている。このような債券を購入すべきかどうかを判断するに当たっては、その債券の仕組をよく知り、経済状況、株式市況の動向に関心を払い、3年先までの株式市況の動向を予測した上で、途中で売却できないというリスクをとりつつなお購入すべきか否かを判断しなければならず、高度な専門知識と主体的積極的な投資判断を要するものであり、リスク性の高い投資商



品である)、適合性原則違反については、申込書の主たる投資目的の欄の『安定重視』の欄にチェックしている原告の投資意向に反し、堅実な投資であれば行ってもよいという程度の意向しか有していなかった原告に対して、明らかに過大な危険を伴う取引を積極的かつ軽率に誘導したとして肯定し、説明義務違反についても、説明時間が短かったこと（挨拶も含めて約30分超程度＋16分程度）から内容を理解できたとはおよそ考えにくく、同日午後、ほぼ即決に近い状況で本件債券の買付の申し込みをし、代金1億円の送金手続をしているので、原告が本件債券の複雑さやリスクをほとんど理解していなかったとして、説明すべき事項を明示せず肯定した。

- 51) 投資判断 仕組債を取得することはリスクヘッジとは無関係にたとえばオプションの売りをするのと同じであるから、本稿の用語からすると投資でなく投機あるいは許された賭博であるが、取得する当事者が投資であると思っているので、投資判断の語を用いる。
- 52) 最判平10・6・11（判例セレクト8巻325号）はこれを是認。同旨・東京高判平9・7・10（判タ984巻201頁、「商法（総則・商行為）判例百選〔第5版〕」別冊ジュリスト194号179頁）、最判平10・6・30（判例セレクト10巻84頁）もこれを是認。同旨・福岡高判平10・2・27（判例セレクト7巻206頁）。
- 53) 日本銀行金融機構局金融高度化センター橘朋廣「Ⅲ. 仕組商品投資に関するリスクの把握と管理」（2009年3月）[http://www.boj.or.jp/announcements/release\\_2009/data/fsc0903a5.pdf](http://www.boj.or.jp/announcements/release_2009/data/fsc0903a5.pdf) のうち「4. リスク管理上の留意点」から抜粋。2009年3月12日に日本銀行本店で金融機関役員向けに開催された「市場リスク管理の基礎」セミナー [http://www.boj.or.jp/announcements/release\\_2009/fsc0903a.htm](http://www.boj.or.jp/announcements/release_2009/fsc0903a.htm) の資料。
- 54) 市場原理がはたらけば取引価格は理論価格に収れんするので、理論価格＝時価と表現する。取得直後に売却する場合に代金の基準となるのも取得時の理論価格である。
- 55) 米国の自主規制機関であるNASD（現FINRA）が2005年に発した仕組商品販売に関するガイダンス（NASD会員宛通知05-59）において、仕組商品は、「債券に代替する商品を求める投資家に不適合と考えられる。」「当該顧客がオプション取引に適合するための要件を備えるかどうかを判断することが有用である」としている。村本武志「仕組商品と適合性原則—米国FINRA

市場から見た仕組商品訴訟

規則改正を契機として— (1)』『現代法学 22 号』(2012 年 3 月) 参照。

56) BGH Uteilm vom 22. März 2011—XI ZR 33/10

〈<http://juris.bundesgerichtshof.de/cgi-bin/rechtsprechung/document.py?Gericht=bgh&Art=en&Datum=Aktuell&nr=55748&linked=urt&Blank=1&file=dokument.pdf>〉

この判決の位置づけや影響については次を参照。<http://www.bloomberg.com/news/2011-03-22/deutsche-bank-loses-german-top-court-case-over-spread-ladder-swap-sales.html>

57) 山下友信「事業者に対する複雑なデリバティブ取引の勧誘と金融商品取引業者等の責任— 2011 年ドイツ連邦通常裁判所判決を素材とした一考察」『石川正先生古稀記念論文集 経済社会と法の役割』(商事法務、2013 年 8 月) 913 頁

58) 福島良治「店頭デリバティブ取引のプライシングや手数料の説明に関する補論」(金法 1978 号 [2013 年 9 月 25 日] 74 頁) は、店頭デリバティブ・セットについて、その取引がマイナススタートであることを前提としつつ、①投資家は契約条件さえ示されれば将来のキャッシュフローの損得は判断できるから、②マイナススタートであることやマイナスの程度の説明は不要であるという。この見解の①は、顧客が、自分で理論価格を計算できること、あるいは取引の構造を把握して他者から競合提案をとる判断ができることを前提としている。仕組商品について同様の見解をいうものならば、そのような顧客は相当限られ、少なくともデリバティブ取引の知識、経験のない顧客には当てはまらない見解ということができる。

福島同 72 頁は、仕組債について、「額面 100 円でクーポンが同年限の国債より 2% 高いが、3 年満期までに円ドル為替レート(発行時 100 円)が 80 円よりも 1 度でも円高になったら元本が 70 円で償還される条件が付いてるとする。満期までに 80 円よりも円高になる確率が 30%だと金融工学で計算されても…(省略)…当該債券の商品性に魅力を感じたプロの投資家は、この確率を参考にすることはなく、満期までに円ドル為替レートが 80 円よりも一度でも円高になると考えれば当該債券を購入するし、そう思わなければ購入しない。」と記載する。これでは購入して思惑通りに進むと損をしてしまうが、購入する、しないの記載を取り違えたものとして論を進めると、この記載は、仮にプロの投資家が仕組債を購入することがあるとしても、プ

ロであるから「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する」（橋前掲注53）。下線は引用者という手順を踏んで価格の妥当性があると判断した場合の、次のステップとなる「投資判断」についてのものと考えられる。そうでないとプロとは言えないからである。つまり、このような「投資判断」をするプロでも、その前提となる価格の妥当性判断の際には、金融工学上の評価を用いているはずである。

- 59) 公表されている統計はない。なお、英国の投資商品監督組織であった FSA (Financial Services Authority) は、そのサイト中の一般投資者向け注意情報コーナー (Moneymadeclear) で、仕組商品 (Structured Products) という見出しのもと、仕組商品につき注意喚起していた。その中で、仕組商品の構造とコストに関し次のような記載があった (組織改編のため 2012 年まで)。“Limited participation – many products only offer a proportion (for example 50 %) of any gains made by the index or asset to which they are linked.”
- 60) 野村総合研究所「経営用語の基礎知識」(ネット)では、「複雑化するリスクとコスト」との見出しのもと、「このようなオプションの性格を付与した仕組債は…投資家(仕組み債を購入する側)が『オプションの売り手』となる方法を取っています。…こうした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となります」として、仕組債には隠れた大きなコストがあることを抽象的に説明し、複雑になるほどそれが大きくなることが指摘されている。倍率型仕組債や長期型仕組商品では、組成時の時価が 80 あるいはそれより低いことはしばしばあると言われている。
- 61) 供給サイドの高いコストが問題となっている投資信託でも販売手数料の平均は 2% 台である。モーニングスター株式会社代表取締役 COO 朝倉智也「投資信託に関する現状の課題と対応」金融審議会「我が国金融業の中長期的な在り方」WG 資料 (2011 年 12 月 16 日) ([http://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/w\\_group/siryoku/20111216/01.pdf](http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/w_group/siryoku/20111216/01.pdf))
- 62) 東京証券取引所では、一部の国債、転換社債を上場している。国債は、2013 年 8 月 30 日現在で 300 本程度が上場されていて、公表されている基準値段は 91 円から 122 円の範囲内に収まっており、多くは 100 円近辺であ

## 市場から見た仕組商品訴訟

- る。転換社債は、2012年12月31日時点は17銘柄が上場されているにすぎない。
- 63) 日本証券業協会の「公社債の店頭売買の参考値等の発表及び売買値段に関する規則」では次のように定める。「第12条(取引公正性の確保) 協会員は、顧客との間で公社債の店頭売買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(…省略…)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。」
- 64) 橋前掲注53)。
- 65) 実際に販売された仕組商品につき金融工学の専門家が算出した結果を総合するとこのように表現される。
- 66) 2007年7月金融庁「コメントの概要及びコメントに対する金融庁の考え方」(<http://www.fsa.go.jp/news/19/syouken/20070731-7/00.pdf>)
- 67) 松尾直彦「グローバル危機が日本の金融システムに突きつけたもの」(金融財政事情2009年2月3日号)23頁
- 68) リスク 経済学ではある事象の変動に関する不確実性を意味し、高い確率で一定の損をする場合はリスクが小さいということになる。ここではこのような意味ではなく、損をするおそれという意味で用いる。
- 69) このほか、発行体の信用リスクも、リーマンブラザーズ関連会社発行の仕組債で大きな問題となった。流動性リスクも重要であるが、これは組込まれたデリバティブ取引のリスクの一部とみることもできる。
- 70) なお、厳密には無限大ではない。福島良治「店頭デリバティブ取引を取り巻く近時の変化と法的論点—解約清算に関する説明義務ほか—」(金法1961号、2013年1月10日)62頁。
- 71) 東証マザーズ指数2倍リンク債で、現実に利金ゼロのまま元本ゼロ償還となったものがある。
- 72) 吉本佳生「多様な金融商品の登場と問題点」新保恵志編著『金融・投資教育のススメ』(きんぎい、2012年)100頁。リスク10倍バスケット型EB債、EKO債などとも呼ばれる。
- 73) トリガー(指標が一定値を超えると償還)、ターン(利金累計が一定額なし割合を超えると償還)、コーラブル(発行者が償還したいときに償還)などの種類がある。
- 74) 長期型仕組債の商品構造やリスクについては、吉本前掲87頁、同「パワー

リバースデュアルカレンシー債と円相場』『オイコノミカ』44巻3・4号(2008年) 105頁～[http://www.econ.nagoya-cu.ac.jp/~oikono/oikono/vol47\\_34/pdf/vol44\\_34/08\\_yoshimoto.pdf](http://www.econ.nagoya-cu.ac.jp/~oikono/oikono/vol47_34/pdf/vol44_34/08_yoshimoto.pdf)

75) 吉本前掲注72) 90頁参照。

76) 福島前掲注70) 53頁。

77) Craig MaCann, DengpanLuo (2006) “Are Structured Products Suitable for Retail Investors ?”

([http://www.slcg.com/documents/StructuredProductsWorkingPaper\\_-\\_11\\_2\\_06\\_-\\_with\\_Releases.pdf](http://www.slcg.com/documents/StructuredProductsWorkingPaper_-_11_2_06_-_with_Releases.pdf))

は、証券リンク債では、入手可能な、より透明な投資商品と比較して、投資者が払わなければならない「隠れたコスト」が大きくなることを指摘する。その上で、次のように結論づけている。

「証券リンク債は複雑かつ不透明で、高価である。また、複雑になればなるほど、不透明になればなるほど、それらはますます高くなる。最もよくできた開示資料と最も訓練され監督された登録代理店をもってしても、小口投資者が、現在販売されている複雑な証券リンク債や仕組商品に背負わされているリスクとリターンの交換やコストを理解することはありそうもない。

更に、S&P 500や株価がたとえいくらであっても、株と債券の単純な混合運用(買って定期的にリバランスする)の方が、先に発行時で分析した3つの証券リンク債のどれよりも満期にはより多くの利益を生むことがわかった。これらの証券リンク債は、よりリスクの少ない、複雑でない、コストの低い商品として市場で既に得られるものに対する投資からは得られない小口投資者のポートフォリオに対して、何も付け加えない。つまり、小口投資者に販売するために必要な合理的根拠適合性の要請に失敗している。」

ここで述べられている一般論は日本の仕組商品にもあてはまるし、米国で販売されている特定の仕組商品を前提とした記述も、その商品が証券リンク債であること、コストが隠れていることも共通していることから、日本の仕組商品についてもあてはまると考えられる。

78) 野村総合研究所前掲注60) 参照

79) 倍率型仕組債は、勧誘対象に比較的投資経験のある個人や中小企業が含まれるが、株式投資では短期間で1割、2割、あるいはそれ以上の利益を出すこともできるのであるから、年数%から十数%の利金が得られるだけの倍率

型仕組債に投資する際は、元本がゼロになる確率が相当あるなどという大きなリスクのある投資とは考えないはずである。

- 80) 緒方欽一「仕組み債残酷物語 安全だと錯覚する金融商品」『エコノミスト』(2012年3月6日号)は、日経平均リンク債(デジタルクーポン型)について、安全だと錯覚して購入して大きな損失を抱えた投資者を紹介したのち、「最も伝えるべきは、現実的に起こりうる最大損失額とそうなる確率だ。」として、サイコロに例えて仕組商品の問題点を指摘している。

吉本佳生「仕組み債を知る 株価や為替に連動 相場下落時には元本損失も」『エコノミスト』(同)は、ロックイン型、早期償還条項付の仕組債は、仕組債の中でもリスクが大きい商品であることを説明した後、「投資家の相場観の誤算」という図で、個人などの投資者が、仕組債の安全性を誤解しリスクを過小評価することを指摘している。仕組債について「専門知識があっても罠に陥りやすい金融商品」という評価もしている。

- 81) Daniel Kahneman, Amos Tversky (1979) "Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk", *Econometrica*, XLVII (1979), 263-291 ([http://www.princeton.edu/~kahneman/docs/Publications/prospect\\_theory.pdf](http://www.princeton.edu/~kahneman/docs/Publications/prospect_theory.pdf))

参考文献としてダニエル・カーネマン『ダニエル・カーネマン 心理と経済を語る』(楽工社、2011年)。中谷内一也「悪質商法におけるコミュニケーションと消費者行動」『消費行動の社会心理学』(北大路書房、2000年)108頁。

- 82) 本格的な調査を含むEUの研究として、Nick Chater, Warwick, Steffen Huck (2010)「Consumer Decision-Making in Retail Investment Services: A Behavioural Economics Perspective Final Report November 2010」([http://ec.europa.eu/consumers/strategy/docs/final\\_report\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/consumers/strategy/docs/final_report_en.pdf))

- 83) Thorsten Hens, Marc Oliver Rieger (2009・2・16, revised 2011・8・18)「Why do Investors Buy Structured Products?」([http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1342360](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1342360))は、「従来の合理的な投資者にとって、仕組商品から得られる利益は、それが発行者にとって比較的低いマージンとなる高度に競争的な市場であっても、その手数料よりはるかに少ないのが通常であることを明らかにする。仕組商品需要の大半は、行動経済学的要素、つまり損失回避性、損失確定を避けるためにリスクを負担する傾向、確率の重みづけ、確率の誤評価、過剰自信によってしか説明で

きない。」(下線は引用者)という結論を導き出している。最後には、「この論文は、小口投資者が仕組商品によってもたらされる効用(利益)を直接測定することによって、仕組商品に投資する動機を分析するための一貫した枠組みを提供する。最善の仕組商品は理論的にはポートフォリオの利益を高めるものの、この改善はとて小ざく、古典的な合理的投資者にとっては役に立たない。マルコビッツ・スタイルの2つのファンド投資(引用者注:ポートフォリオを意識した分散投資型のファンド投資)と比較して改善の程度を評価すると、この改善は、典型的には、仕組債のコストよりはるかに少ない。

もしなぜこのような商品に大きな需要があるのかを知りたいければ、隠れている行動経済学的要因を議論することが必要である。この論文では、プロスペクト理論の効用機能を伴った投資者は、仕組債から大きな利益を認識することを明らかにした。他の行動経済学的説明—たとえば構造的確率誤評価による説明—も重要な役割を果たしているように見える。われわれは、仕組債の市場(銀行にとって大きな利益を出せる業務分野)は、ほとんど幻想にすぎない利益を投資者に提供していると結論付ける。仕組商品を購入する理由についてのわれわれの研究は、投資の誤りを発見する研究となってしまう。」(下線は引用者)とまとめている。なお、次も参照。

[http://www.cbsnews.com/8301-505123\\_162-57402799/why-do-investors-buy-structured-products/](http://www.cbsnews.com/8301-505123_162-57402799/why-do-investors-buy-structured-products/)

84) 仕組商品について行動経済学的知見を用いて検討した論文は、前注の論文の25頁～29頁に多数掲載されており、その中に同様の結論を示すものがある。

85) 桜井ほか前掲注31) 409頁、441頁

86) 注63) 参照。

87) <http://www.finra.org/web/groups/industry/@ip/@reg/@notice/documents/notices/p019229.pdf>

88) 横山史生「米国FINRAによる債券マークアップ・ポリシーの制定と運用」証券レポート1644号(日本証券経済研究所、2007年10月)39頁。

89) 注6) 参照