

金融商品のリスク回避と適合性原則

村 本 武 志

目 次

I . 問題の所在	1
II . 仕組商品の仕組とリスク	1
III . 商品調査と合理的根拠適合性	16
IV . 商品リスク調査の懈怠違法	12
V . リスク管理判断能力	21
VI . リスク意向の不適合	30
VII . おわりに	42
[参考文献]	43

I. 問題の所在

金融商品取引におけるリスク回避は、保持、分散とともにリスク管理のための重要な方法である。

投資顧客（以下「顧客」）が金融商品のリスク回避を行うために、個々のリスクを特定して個別に対処する「リスクの分解」と、分散化によるリスク軽減である「リスクの分散」が必要である（ハル、2008、18）。「リスクの分解」を通じてリスクの回避が、全体として適切なポートフォリオの組成を通じてリスクの分散が、それぞれ可能となる。顧客がこのようなりスク回避や分散のための知識や情報を備えなければ、損失発生の

可能性が高くなることは避けられない。

ところで、顧客のリスク回避に必要な情報の収集や、情報の分析、分析結果の取引への当てはめは、顧客の自己責任か。リスク回避の誤りにより生じた損失はすべて顧客の負担とされるのか、事業者が分担する場合があるか、あるとしてどのような要件の下でこれを負担するのか。

リスク回避に必要な情報の収集や、分析、取引への当てはめが困難な金融商品に、預金、債券、通貨などに先物や先渡し、オプション、スワップというデリバティブを組み込んだ仕組金融商品（「仕組商品」）がある。本稿では、これを素材として、そのリスク特性を概観した上で、商品アプローチとして合理的根拠適合性、顧客アプローチとして適合的取引能力、意向・財務状況適合性と瑕疵担保責任の関係についてそれぞれ検討する。

II. 仕組商品の仕組とリスク

1 仕組商品

仕組債は、債券にさまざまなデリバティブを組み込んだ仕組商品の一つである。固定利付債では、固定金利や一定期間の金利というプレーンなキャッシュフローが発行体と顧客の二当事者間でやり取りされる。仕組債取引には、スワップハウスというデリバティブの専門会社に関わる。スワップハウスは、インターバンクや金融市場との取引で、プレーンなキャッシュフローをエキゾチックなものに変える。これが、さまざまな指標にリンクすることで対象商品の償還額等、償還方法、償還条件等が変わり、商品特性が多様化する¹⁾。

商品に含まれるデリバティブや売り・買いのポジション、商品特性で商品名が定まるわけではない。以下では、仕組債を例にとって説明する。

顧客が仕組債を含む仕組商品を取引するに際し考慮すべき事項に、 α 、

商品特性として、「どのような条件で」クーポン（利子率）が決まり元本償還がなされるか、 β ．リスク特性として、「どのような場合に」利子率が低下し償還がなされるか、 γ ．リスク要因の市場特性として、その要因により「どの程度の」利子率や償還元本額が低下するかなどがある（橘、2009）。

2 商品特性

2.1 デリバティブの組み入れ

仕組債の商品特性は、債券にどのようなポジションでどのようなデリバティブが組み込まれるかで大きく変わる。実際に販売される商品は、さまざまなデリバティブや、売り持ち・買い持ちポジションが、複合的に組み込まれる²⁾。

仕組債のリンク先である参照資産は、株式・株価指数、為替、金利、コモディティ（商品）など多様である。参照資産の値動きにリンクして元本の償還方法が変わったり（EB、他社株式転換債又は逆転債）、利子率の水準が変動したり（デジタルクーポン債など）、商品ごとに多様な条件が設定される。

デリバティブのポジションとして、売り持ちポジションに立つ場合には、顧客はプレミアムを取得する。しかし、償還条件に早期償還条項が付いた商品では、満期前にその条件が満たされれば、その時期までの限定的なものに止まる。他方で、元本額については、後掲のノックイン型の償還条件であれば株価上昇による利益は享受できないが、その下落によるリスクに限定はない。これはリターン限定・リスク無限定の商品特性を有する。

2.2 償還条件

元本の償還条件や利子率に関する約定に、ノックイン条項、ノックアウト条項がある。償還額が変動する日経平均リンク債では、株価観察期

間中に原資産の日経平均株価があらかじめ決められた水準（「ノックイン価格」）以下となった場合（「ノックイン」）、債券の額面金額ではなく、日経平均株価の変動に連動して償還金額が変動する。利率が変動するものでは、利率決定日における日経平均株価があらかじめ決められた基準価格以上となった場合は高い利率が適用され、基準価格未満の場合は低い利率が適用される（日証協 HP）。

ノックインとは、あらかじめ定めた株価等の原資産の水準を下回ることをいう。ノックイン条項は、株価指数連動債でいえば、債券発行後、満期前の所定期間中に、株価指数が、所定のノックイン水準以下にならなければ元本額が償還され、一度でもその水準を下回れば満期前の最終指数の水準に応じて元本が償還される約定である。満期前の最終指数が当初指数以上であれば元本額、当初指数を下回ればその幅に応じて元本割れて償還される。

これに対しノックアウトとは、あらかじめ定めた原資産の水準を上回ることをいう。ノックアウトはトリガーとも呼ばれるが、原資産の価格が、債券発行後、満期前の所定期間中に、ノックアウト価格を上回ると、額面での償還が確定する。

デリバティブによっては、市場環境（国内金利、内外金利差、為替レート等）の変化が元本償還の条件や金額、利子率が為替レートや日米金利によって変動するものに「パワー・リバーズ・デュアル・カレンシー（PRDC）債」、「FX ターン債」、「コーラブル債」がある。例えば円を元本としクーポンを外貨金利としてレバレッジをかけた PRDC 債は、円金利のほか外貨金利や為替レートの変動リスクを含む。

特定の会社の信用リスクにリンクするものに「クレジットリンク債」がある。

2.3 償還方法

元本の償還方法として、何の仕組みもない元本保証型もあれば、変動

外貨で償還される先渡し型、一定額より円高になったときだけ外貨で償還されるオプション売り型などがある。

リンク先の原資産が複数にわたるものもある。「10倍レバレッジ型バスケットリンク債」は10～20銘柄の株価で組んだポートフォリオにリンクし、「バスケットリンク型EB債」は1銘柄ではなく複数銘柄の株価とリンクする。

2.4 レバレッジ

レバレッジの対象や倍率も多様である。「日経平均リンク債2倍レバレッジ型」は株価指数の下落に2倍のレバレッジ、「業種別指数リンク債2倍レバレッジ型」は特定の業種別指数に2倍のレバレッジ、「東証マザーズ指数リンク債2倍レバレッジ型」は、日経平均株価よりも変動性が激しい東証マザーズ指数に2倍のレバレッジをそれぞれ掛けたものである。

2.5 商品特性の複合

たとえば、日経平均株価が一度でもノックイン価格以下になり（ノックイン条件）、かつ償還時の株価が当初より下落していたときは下落率の2倍の割合で損失が生じる（レバレッジ）2倍連動型の仕組債には、株価が当初の約定水準まで上昇すれば早期償還となり、利金については当初の約定水準を基準に複雑に変動するものがある（後掲東京地判平25・7・19）。

EKO債と呼ばれる仕組債（株価連動債）には、所定のノックイン事由が発生した場合、参照対象銘柄10株式のうちノックイン事由の発生した各株式についての価格下落分を合算した合計金額が満期償還日に償還金（元本）から減額されるものがある（後掲静岡地判平25・5・10）。

外貨建てプロテクション付きノックインプット・エクイティリンク債と呼ばれる私募株価連動型の米ドル建て仕組債は、償還期限と利子率は確定しているが、発行価額に対する想定元本は10倍であり（レバレッジ）、対象株式10銘柄中の1銘柄でも株価が基礎価格の一定割合を下回ると

ノックインして損失の計算対象となり（ノックイン条件）、一定期間が経過するまでに株価が基準価格に回復していなければ損失として確定するものである（後掲京都地判平 25・3・28）。

3 商品特性とリスク特性

3.1 リスク特性

金融商品のリスク特性に、価格変動リスク、信用リスク、利子率変動リスク、流動性リスク等がある。価格変動リスクとは、金融商品市場での相場その他の指標にかかる変動などにより損失が生じる不確実性をいう。信用リスクとは、発行者の業務または財産の状況の変化等によって損失が生じる不確実性である。流動性リスクとは流通市場が確立されていないことによる換金の不確実性である。

3.2 EB 債の商品特性・リスク特性

わが国で、過去に多く販売され、訴訟となった仕組商品に通称「EB 債」がある。これは、Reverse Convertible Bond（「他社株転換債」）で、Reverse Convertible Securities（「逆転換証券」³⁾）の一種である。自社の社債と他社株に対するプットオプションの売りポジションを組み合わせた仕組商品である。米国の金商業者の自主規制団体である FINRA は、これに関する顧客苦情の多発を受け、2010 年に規制通知 10-09 を出し、次のような商品特性・リスク特性を指摘する（村本、2012 b、201-212）。

第一に高収益性である。償還期間中は、投資者は、債券発行者に対してクーポンと引き換えに参照原資産のプットオプションの売り手の立場に立つ。クーポン利率が高いほど参照原資産のボラティリティ（変動率、ないし期待変動率）が高い。すなわち、クーポン利率の高さは、参照原資産の価格がノックイン又はバリアーとして定められる一定の水準を上限を超えることで、投資者が、元本満額よりも少ない価値での償還しか受けられないリスクの裏返しである。

第二に、参照原資産にもよるが、投資顧客は予め定められた数の株式（又は相当額の金銭）を受け取ることができる半面で、元本割れのリスクがある。

第三に、一旦ロックインすれば、当初元本を下回る償還（例えば、株式の一部での）しか得られない一方で、償還期間中、参照原資産の価格が上昇しても、その利益を享受できない。

第四に、登録外務員やその顧客にとって正確なリスク、コストやリターンの可能性の評価が困難である複雑な償還の仕組みを持つ。

第五に、商品中に無担保の普通社債を含むことから、クーポンの支払には、社債発行者の信用リスクが存する。債券には発行者の信用（格付け）評価がなされるが、これには、参照原資産がロックインする市場リスクは反映しない。

第六に、発行者に、満期前に投資額の支払いを認めるオプションを認めるコール条項を含むものがある。

3.3 ノックイン型 EB の収益シナリオ

満期で顧客が得る収益のシナリオは次のとおり。

a. 株価がノックイン価格を下回らないものの、当初価格を下回って終わった場合→金銭での元本額全額の償還（株価の下落にも拘わらず）と固定クーポン額が得られる。

b. 株価がノックイン価格を下回らず、初期の価格を上回って終わった場合→金銭での元本全額の償還と固定クーポン額が得られるが、株価上昇による利益は得られない。

c. 株価がノックイン価格を下回り終了した場合→元本割れの予め決められた数の株式（又はそれに相当する金銭）と固定クーポン額を得るに止まる。

d. 株価がノックイン価格を下回り、当初価格とノックイン価格の間で終了した場合→元本割れの、予め決められた数の株式（又は金銭）と

固定クーポン額を得るに止まるが、発行者及び商品によっては元本満額の金銭償還を得られることもある。

4 リスク要因の市場特性

4.1 リスク要因の市場特性

仕組商品は、前掲のとおり、債券、預金、為替の元本償還条件や利率等にさまざまなデリバティブ、売り持ち・買い持ちポジションを組み込む。リスク要因にはデリバティブのそれも含まれる。従って、対象商品のリスクの程度を把握するについては、組み込まれるデリバティブのリスク要因の把握も重要となる。オプションについてはボラティリティが影響することに留意する必要がある。

リスク要因の市場特性の理解手法については、日本証券業協会（「日証協」）が、合理的根拠適合性に関する会員向けの説明資料で明らかにしている（2012）。ここでは、リスクの種類、内容、発生条件や大きさを検証対象とし、商品のリスク要因について各種のシミュレーションの実施、同種商品との比較や分析を求める。ここでのシミュレーションは、リスク要因の市場特性の理解、把握に関するものである。

4.2 デリバティブ価格の変化

仕組商品が参照する原資産価値の変化がデリバティブの価値の変化に比例するかどうかは、デリバティブによって異なる。市場変数のボラティリティは、その変数の将来の価値の不確実性の程度を測るものである。

直物の売り持ち・買い持ちポジション、先渡し、スワップは、その対象となる市場変数のボラティリティの影響を受けない。原資産である現物の価格にほぼ比例する。たとえば現物が1円上がれば、先物の価格はこれにほぼ比例して1円変化するというようにLiner（「線形」）に変化する。

4.3 オプション価格の変化

しかし、オプションやこれを組み入れたエキゾチック商品の価値は、

原資産価値の変化、時間の経過だけでなく、ボラティリティ等の変化の影響を受け（ハル、2008、66）、Non Liner（「非線形」）に変化する（森平、2012、96）。

原資産価格が変化したときのオプション価格がどの程度変化するかを示すリスク指標（感応度）は「デルタ」（ Δ ）と呼ばれる。傾きは原資産価格がどのような値を取るかによって変わるが、ゼロ（原資産価格が低いとき）と1（原資産価格が高いとき）の間の値を取る（森平、2012、100）。デルタ値が絶対値1に近づくほど、オプション価格は原資産の価格変動の影響を大きく受ける。このように価値が非線形を示すことは、リスクヘッジが難しくなることを意味する（ハル、2008、59）。

原資産の価格に関するポートフォリオのデルタの変化率は「ガンマ」と呼ばれる。ガンマが小さければデルタはゆっくり変化し、ポートフォリオのデルタを中立に維持する調整を頻繁に行う必要はない。しかし、ガンマの絶対値が大きいとデルタは原資産の価格に非常に敏感になり、デルタ中立なポートフォリオであっても、少しでも放置すればリスクが膨らむ（ハル、2008、64）。

5 仕組商品のリスク回避と適合性

5.1 リスク回避

リスクやその程度の評価に際しては、他の投資商品との比較や、同じ目的を達成できる金融商品とのリスク比較が重要となる。リスク評価には修正作業である再評価が必要で、これは、時間の経過による新しいリスク情報、リスク回避方法を参照して行う（ボディほか、2011、342）。

前掲のとおり、仕組商品のリスク管理を適切に行うためには、リスク要因の市場特性の把握と理解、それを前提としたリスクの程度の認知が求められる。顧客が、個々の商品のリスクの程度が分からなければ、構成されるポートフォリオ上でのリスク分散を行うことはできない。すな

わち、リスクの程度が把握できない金融商品は、取引対象から外すことが必要であり、これによりリスク回避が可能となる。

6 リスク回避と合理的根拠適合性

金融商品取引を業として行う事業者（以下「金商業者」）は金融の専門家として、オプションなどデリバティブ取引のリスク評価の手法を利用して仕組商品のリスク評価を行い、商品設計をしている（後掲東京地判平 25・9・17）。金商業者と顧客間での金融商品情報の非対称性からすれば、適合する一般顧客が想定されないような商品は、これによる取引リスクを金商業者側に転換することが公平に適する。これが合理的根拠適合性の考え方である。

商品に合理的根拠適合性が認められ、顧客に一応の理解力、判断力が存し、対象金融商品の特性やリスク特性の理解が可能であっても、商品のリスク要因の市場特性把握や理解は容易ではない。その理解が顧客に存しなければリスク回避はできないといつてよい。

III. 商品調査と合理的根拠適合性

1 問題の所在

米国の金商業者の自主規制団体である FINRA は、2011 年の規制通知で、適合性原則に、Reasonable basis suitability（「合理的根拠適合性」ないし「商品適合性」）を含めた（FINRA、2011；村本、2012a、122）。これは、商品適合性とも呼ばれる（以下では米国での「合理的根拠適合性」を便宜的に「商品適合性」ということがある。）。

商品適合性とは、金商業者が合理的注意を払った上で、推奨対象の商品が複数の投資顧客に適合すると信じるに足る合理的根拠を求める考え方である。米国の証券取引に関する SEC 決定や判例法上で発展してきた

もので、当該金融商品が一般顧客 (some customers) に適合しないと判断されれば、個別顧客における顧客適合性を判断するまでもなくその販売は禁止される。

わが国も、後掲のとおり合理的根拠適合性の考え方を導入する。以下では、米国の自主規制規則における合理的適合性の判断基準を参照しつつ、リスク管理上での不適合取引回避をめぐる顧客と事業者とのリスク分担の基準について検討する。

2 米国の規律

2.1 米国の規制

FINRA は、金商業者の自主規制規則⁴⁾を定めるが、その中に、Know Your Customer Rule (「顧客熟知原則」：FINRA 規則 2090)、Suitability Rule (「適合性原則」、FINRA 規則 2011) を定める。この適合性原則のバリエーションとして、顧客適合性、量的適合性以外に商品適合性を含める。

FINRA の前身である NASD は、従前から、ヘッジファンド、新奇性投資商品、非従来型商品や仕組商品を対象に商品適合性に関する協会員宛広報を出している。これら商品はいずれも一般の投資顧客にとって仕組みの理解が難しい商品特性、不相当に高いリスク特性を持つ。協会員宛広報 (Notice to Members) は、これら商品の販売に先立ち、特性を調査した上で商品適合性を備えるかどうかの判断を求めている。

FINRA は、2011 年に規則改正を行ったが、商品適合性について次のように説明する (準則 2111.05(a))。

「(a) 商品適合性は、協会員又は関係者に、合理的注意を払った上で、当該商品が一般投資者に適合すると信じるに足る合理的根拠を求めるものである。何が合理的注意の判断要素となるかは、証券または投資戦略に伴う複雑性またはリスクの程度により異なる。協会員または関係者は、

合理的注意を払うことで推奨証券または投資戦略に伴うリスクとリターンを理解することができる。この理解が不十分であるにもかかわらず証券や投資戦略を推奨する場合には適合性原則違反となる。」

2.2 合理的適合性の存否

NASD は、仕組商品に関するガイダンス (NASD、2005) 上で、仕組商品の可能収益が、同等か類似参照資産商品のボラティリティと比べて適切ではない場合には、金商業者に、一般投資者に推奨する合理性があるかどうかの検討を求める。例えば、同じような価格変動の仕組商品につき、収益率が相当に異なり、低い収益しか得られないおそれがあれば商品適合性の調査が必要であり、リスクが可能収益を上回る場合には商品適合性の存在を疑うべきとする。

商品の性質や内容の調査と理解は、合理的注意を払い (due diligence) 行うことが必要とされる。また、商品適合性の存否判断は「通常時と異常時を含む幅広い市場変動の中でどのような運用成果が達成されるかの分析に基づいた推奨証券等に関する可能なリスクとリターン」を踏まえたものでなければならない (FINRA、2012a)⁵⁾。

2.3 商品適合性の調査と理解

FINRA 規制通知 (Regulatory Notice) (2011) は、商品特性を調査した上で商品適合性を判断するため、更に、想定される投資家層、想定される投資目的、想定リターン、投資リスク、利益相反性、複雑性が適合性判断に与える影響等の調査を金商業者に求める。その内容は次のとおり。

- (1) 想定する投資家層：商品の販売先はどのような投資家層か。限定された投資家向けか、それとも一般の個人投資家向けか、限定された投資家層をターゲットとする場合にそれはどのように可能であるか、逆に当該商品はどのような投資家に販売されてはならないか。

- (2) 想定投資目的：当該商品にふさわしい投資目的は何か。その目的は商品特性に照らして適切か、当該商品はどのような点で金商業者が現に販売する商品のバリエーションを追加・向上させるのか、より平易な仕組みを持つ商品で同じ投資目的を達成できないか。
- (3) 想定リターン：当該商品の運用成果はどのように想定されるか。それはどの程度的確か、市場の状況や経済状況の下で当該商品の運用成果はどう予想されるか、投資家収益（損益）はどのような市場や市場変動要因で定まるか、逆にどのような状況の下で、元本保証、高利回り、その他の想定利益が生じないか。
- (4) 投資リスク：投資家のリスクは何か。当該商品の利回りの水準は元本割れリスクに見合うか、当該商品は、法令・課税・市場・投資・信用などのリスクを新たに生じさせる可能性はないか。
- (5) 流動性：当該商品の換金性はどの程度か、活発な流通市場はあるか。
- (6) 利益相反：金商業者等は当該商品の販売によりどのような利益を得るか、これにより金商業者等は顧客との間に利益相反を生じないか、金商業者は生じる利益相反にどのように対処（回避）できるか。
- (7) 複雑性：当該商品の複雑性は、商品特性の理解や透明性を損なわないか、その複雑性は商品の適合性判断や外務員教育にどのように影響するか。

2.4 調査違反と商品適合性

要約すれば、米国の合理的根拠適合性の考え方は、次の内容を含む。

- α . 対象商品につき複数の顧客に推奨するに足る合理的根拠があるかの調査義務
- β . 調査結果の理解に基づく商品適合性の判断
- γ . 合理的根拠不適合商品の販売禁止

そして、結果として対象商品に商品適合性があったとしても、金商業者が、上記 α 又は β の義務を懈怠し、商品が含むリスクを理解していない場合は、商品適合性違反となる。FINRA は、この点を、適合性原則に関する規制通知が出された後の FAQ で示す (2012a ; 2012b)。

3 わが国の規律

3.1 金融庁

金融庁は、金商業者向けの総合的な監督指針上で、「店頭デリバティブ取引に類する複雑な仕組債・投資信託の勧誘について、合理的根拠適合性の事前検証と勧誘開始基準を定めて勧誘を行っているか」を検証対象とする。

また同庁は、主要行等向けの総合的な監督指針上で、「複雑な仕組預金の勧誘に係る留意事項（合理的根拠適合性・勧誘開始基準）」として、個人顧客に対して複雑な仕組預金の勧誘を行うに当たっては、顧客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るとし、「顧客へ提供する仕組預金としての適合性（合理的根拠適合性）の事前検証を行っているか。」を検証対象とする（2011、2013）。

これに先立ち、金融庁の銀行や証券会社などの金商業者に対する検査マニュアルや監督指針上で、販売する商品調査を求めるものは見当たらず、もっぱら顧客への説明に関する事項に限られる。

3.2 自主規制規則

金融庁は、デリバティブ取引に関する 2010 年 4 月 16 日の改正監督指針が仕組債にも適用されるとしている。これを受けて日証協 (2011a) は、自主規制規則である「協会の投資勧誘、顧客管理に関する規則」を改正して勧誘制限を設けた。これは、会員に対し、商品販売前に合理的根拠適合性の検証を義務付け、合理的根拠適合性のない仕組債等の販売を禁止するとともに、勧誘開始基準の策定を求める。

α. 規則3条の3項

協会員は、当該協会員にとって新たな有価証券等（有価証券、有価証券関連デリバティブ取引等及び特定店頭デリバティブ取引等をいう。）の販売を行うに当たっては、当該有価証券等の特性やリスクを十分に把握し、当該有価証券等に適合する顧客が想定できないものは、販売してはならない。

β. 規則5条の2

協会員は、特定投資家を除く個人顧客に対し、次に掲げる販売の勧誘（当該販売の勧誘の要請をしていない顧客に対し、訪問し又は電話により行うもの並びに当該販売の勧誘の要請をしていない顧客に対し、協会員の本店、その他の営業所又は事務所において行うものに限る。）を行うに当たっては、勧誘開始基準を定め、当該勧誘開始基準に適合したものでなければ、当該販売の勧誘を行ってはならない。

- イ 店頭デリバティブ取引に類する複雑な仕組債に係る販売
- ロ 店頭デリバティブ取引に類する複雑な投資信託に係る販売
- ハ レバレッジ投資信託に係る販売。

3.3 商品調査

日証協による「合理的根拠適合性」の理解は次のとおり（2011）。まず、合理的根拠適合性の意義について、「勧誘しようとする有価証券等が少なくとも一定の顧客にとって投資対象としての合理性を有するものであることを求める考え方」あるとする。

次に、金商業者が「当該有価証券等について十分に理解していなければならない」とする。これは「事前検証の結果、ある一定の顧客のみへの販売が想定された有価証券等については、その検証結果が一定の社内ルールに基づいて関連部署間で共有され、対象顧客の範囲の周知や必要に応じて勧誘開始基準を設ける、十分な社員教育を実施する等、適切な投資勧誘が行われる」前提となる。

金商業者は、「当該有価証券等が少なくとも一定の顧客にとって投資対象としての合理性を有するものであることを事前検証」することが求められるが、事前検証の方法は一律ではない。商品性が複雑でないものや、社会的認知度の高いものは、簡便な検証での「一定の顧客」の有無や範囲の特定を可能とする。

店頭デリバティブ取引に類する複雑な仕組債及び店頭デリバティブ取引に類する複雑な投資信託等については、次の事項についてより詳細な検証が求められる。

(1) 販売する有価証券等の確認

a. リスクの種類

顧客の被るリスクの種類や内容、発生条件、その大きさが顧客にとって合理的なものであるか等が検証対象となる。その際、金商業者は、同種の商品性やリスク特性を有する有価証券等の検証を既に行っているかを確認し、該当するものがない場合は当該有価証券等の検証を行う。

b. リスクの程度

検証は商品特性に応じて行う。複雑な仕組を有する商品については、下記の項目につき各種のシミュレーションや比較・分析により慎重な検証が求められる。

- ・価格変動リスク：金利、株価、為替レート、商品価格等の変動による影響とその大きさ。

- ・信用リスク：当該商品のデフォルト発生の可能性、及び発行体、保証体、カウンターパーティ、原資産等の信用悪化がもたらす当該商品への影響。

- ・流動性リスク：当該商品の換金性及び原資産の流動性不足がもたらす当該商品への影響。

c. 費用

顧客が支払う手数料、信託報酬、金利等の費用が検証対象とされる。費用は、その額（料率）の大小自体ではなく、それが合理的で納得でき

るものであるかについて、商品特性や取引慣行等に照らして検証される。例えば、現在販売している投資信託に比して販売手数料率や信託報酬率が高い投資信託の販売を予定する場合は、当該料率の合理性に関して検証することが例示される。

d. パフォーマンス

顧客に取得が見込まれるパフォーマンスは、商品特性等に比して合理的なものかどうかを検証対象とされる。例えば、複雑な仕組を有するものについては、同種のスキームの既存商品や投資対象となる有価証券等に比して合理的であるかが検証対象となる。

また、同じ投資対象でより簡単な仕組のものやよりリスクの小さなもので同等のパフォーマンスを得ることができないか等が検証される。この検証においても、利率や想定される投資利回り等の数値が合理的なものであるかが重要となる。

(2) 販売対象とする投資者の確認

a. 対象となる顧客

上記(1)の検証結果から、当該有価証券等に適合する顧客が自社において想定できない場合には販売を行わないこととする。

b. 顧客条件

販売する有価証券等について、顧客に何らかの制限（例えば、販売対象顧客の条件設定や販売禁止顧客の選定）を付す必要があると判断した場合は、その内容を明確にすることを挙げる。

c. 制限を付す場合の方法

販売する有価証券等について、顧客に何らかの制限を付す必要があると判断した場合、例えば、勧誘又は取引制限として、「勧誘開始基準」を用いるのか「取引開始基準」を用いるのか、又は顧客からの確認書の徴求による方法を用いるのかなどを検討し、決定することを挙げる。

(3) 販売方法

a. 上記の検証結果と、販売は公募とするのか、私募又は私売出しとするのか等を踏まえ、販売チャネルや必要となる販売用資料（目論見書、契約締結前交付書面、広告等）の適切性について確認することを挙げる。

b. 販売する者に当該有価証券等の十分に理解が重要とされ、販売チャネルの決定や必要となる販売用資料の作成に留まらず、営業社員に対する周知が大切であり、特に複雑な仕組を有する有価証券等については社内研修等の教育を行うことも考えられるとする。

4 FINRA 規則と日証協規則との比較

4.1 意味

FINRA 規則は、販売する商品が、少なくとも複数の投資者（at least some investors）に適合すること、換言すれば適合する顧客が複数存在しないような商品は合理的根拠がないとする。これに対し日証協の基準は、販売対象者とされる顧客の有無及び範囲を検証し、当該有価証券等に適合する顧客が自社において想定できない場合には販売を行わないものとする。これが、一人でも想定顧客が存在すれば合理的根拠を失わないとする趣旨であれば、FINRA 規則とは意味を異にする。

4.2 調査内容

FINRA は会員に対し、前掲のとおり「通常時と異常時を含む幅広い市場変動の中でどのような運用成果が達成されるかの分析に基づいた推奨証券等に関する可能なリスクとリターン」調査を踏まえた上で、金商業者に対し、想定投資家層、想定する投資目的、想定リターン、投資リスク、利益相反性、複雑性が適合性判断に与える影響などの項目に即した商品適合性の調査や理解を求める。これに対し日商協規則は、FINRA 規則と以下の点で異なる。

第一に想定される顧客が存在するかどうかの調査は求めるものの、想定される投資者はどのような者か、どのような投資目的に適合する商品

であるかという点の調査は求めない。

第二に、換金性、流動性についての調査は求めている。

第三に、商品の複雑性が、商品の仕組や特性の理解や透明性を損なわないか、それが商品適合性判断や営業員教育にどのように影響するかについて調査対象としていない。

4.3 調査懈怠と合理的根拠適合性

なお、FINRA は、商品調査の懈怠があれば、実際の販売商品に推奨するに足る合理性の存否のいかんにかかわらず、適合性原則違反とする。しかし、日証協は、これについては触れるところはない。

IV. 商品リスク調査の懈怠違法

1 問題の所在

金商業者やその営業員が、販売金融商品について熟知し理解していなければ、顧客に対する適正な説義務を履行できない。また、顧客の適合性は、商品特性、リスク特性だけでなく、リスク要因の市場特性を含めて判断されなければならない。

ところで、顧客への商品説明や、適合性判断を行う前提として、事業者は、どの程度の商品調査を求められるのか。民事法上は、説明義務違反の成否、対象商品のリスクの程度が顧客に適合するかという適合性原則違反の成否に関連して、問題となる。

以下では、金融庁の監督指針や検査マニュアルなどから窺えるチェック項目から、金商業者においてどの項目についてどの程度の商品調査が求められているかを検討する。その上で、金商業者が民事法上で負担する説明義務は、これら調査結果のどの範囲にわたるのか、これら調査結果を踏まえた顧客適合性原則の判断はどのようになされるべきかを検討する。

2 金融庁等の監督指針等

金商業者の顧客への商品説明の内容、程度、説明方法等に関する金融庁の監督指針やガイドライン、検査マニュアルの推移は次のとおり。

2.1 銀行向け

1999（平成 11）年 7 月の金融監督庁による銀行向け「金融検査マニュアル」では、「デリバティブ取引に関して、取引経験が浅い顧客にデリバティブ商品を販売する場合には、その商品内容やリスクについて、例示等（最良のシナリオのものだけでなく、最悪のシナリオを想定した想定最大損失額を含む。）も入れ、具体的に解り易い形で解説した書面を交付し説明しているか。」

2003（平成 15）年 7 月 29 日付け「事務ガイドライン」では、「顧客のポジションの時価情報」、及び「契約的決の合理的理由」の説明を銀行に求める。すなわち顧客の銀行の融資取引にオプション・スワップ等のデリバティブ取引が含まれるときに、「顧客自身がリスクを負っている場合には、必要に応じて説明を受けた旨の確認を行うこととしているか。さらに、契約締結後、顧客の要請があれば、定期的かつ必要に応じて随時、顧客のポジションの時価情報等を提供することとしているか。」「顧客から説明を求められたときは、事後の紛争等を未然に防止するため、契約締結の客観的合理的理由についても、顧客の理解と納得を得ることを目的とした説明を行う態勢が整備されているか。」（第一分冊：預金等取扱金融機関 1-6 与信取引）。

2005（平成 17）年 10 月 28 日の監督指針では、顧客への提供情報中に、「当該デリバティブ取引を中途解約した場合には、解約精算金が発生する場合がある旨及びその解約精算金の計算方法（説明時の経済情勢において合理的と考えられる前提での解約精算金の試算額を含む。）」を含める。

2007（平成 19）年 2 月の「金融検査マニュアル」では、商品リスクの把握と顧客への適合性確認に関する事項に触れる。ここでは、顧客への

説明の前提としての銀行が作成すべき「顧客説明管理規程」「顧客説明マニュアル」中に、「顧客への説明を要する取引又は商品の種類」「取引又は商品に存在するリスクの種類及び量（例えば、元本割れリスク、金利上昇リスク、最大損失額等）」「顧客の属性の確認に関する手続、取引又は商品に存在するリスクと顧客の属性との合致の確認に関する手続（判断の理由に関する記録の作成も含む。）」。また、上記の中途解約時の解約精算金の説明を、デリバティブ等と預金等との組合せによる満期時に全額返還される保証のない商品についても求める。

2010（平成22）年4月16日の「監督指針」では、契約時の説明として、融資取引にオプション・スワップ等のデリバティブ取引が含まれている場合の説明の内容について、次を挙げる。

「a. ・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。）に関する最悪のシナリオ（過去のストレス時のデータ等合理的な前提を踏まえたもの。以下同じ。）を想定した想定最大損失額について、前提と異なる状況になればさらに損失が拡大する可能性があることも含め、顧客が理解できるように説明しているか。

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

・金融指標等の状況がどのようになれば、当該デリバティブ取引により、顧客自らの経営又は財務状況に重大な影響が生じる可能性があるかについて、顧客が理解できるように説明しているか。

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

「b. 当該デリバティブ取引の中途解約及び解約清算金について、具体的に分かりやすい形で解説した書面を交付して、適切かつ十分な説明をすることとしているか。

例えば、

- ・当該デリバティブ取引が原則として中途解約できないものである場合にはその旨について、顧客が理解できるように説明しているか。
- ・当該デリバティブ取引を中途解約すると解約清算金が発生する場合にはその旨及び解約清算金の内容（金融指標等の水準等に関する最悪のシナリオを想定した解約清算金の試算額及び当該試算額を超える額となる可能性がある場合にはその旨を含む。）について、顧客が理解できるように説明しているか。
- ・銀行取引約定書等に定める期限の利益喪失事由に抵触すると、デリバティブ取引についても期限の利益を喪失し、解約清算金の支払義務が生じる場合があることについて、顧客が理解できるように説明しているか。
- ・当該デリバティブ取引において、顧客が許容できる解約清算金の額を確認し、上記の最悪のシナリオに至らない場合でも許容額を超える損失を被る可能性がある場合は、これについて顧客が理解できるように説明しているか。」

「提供するデリバティブ取引がヘッジ目的の場合、以下を確認するとともに、その確認結果について、具体的に分かりやすい形で、適切かつ十分な説明をすることとしているか。

- ・顧客の事業の状況（仕入、販売、財務取引環境など）や市場における競争関係（仕入先、販売先との価格決定方法）を踏まえても、継続的な業務運営を行う上で有効なヘッジ手段として機能することを確認しているか。」

2.2 証券会社向け

2005（平成17）年7月1日付け証券取引等監視委員会の検査マニュアルで、「最悪のシナリオ」についての説明に触れる。「デリバティブ取引に関して、取引経験が浅い顧客にデリバティブ商品等を販売する場合には、その商品内容やリスクについて、例示等（最良のシナリオのものだけでなく、最悪のシナリオを想定した想定最大損失額を含む。）も入れ、取引の概要や取引に係る損失の危険に関する事項その他顧客の注意を喚起すべき事項を記載した書面を交付するなどの方法により、十分に説明しているか。」

パブコメでは、個別事例ごとに実態に即して判断されるべきとしつつ「価格決定に与える要因の列挙等のみでは十分ではなく、当該要因をどのように処理して顧客に提示する価格等を決定するのかということを合理的に説明する必要がある」として、個々のリスク要因の商品価格への影響に関する合理的な説明を求める。

2007（平成19）年9月の金融商品取引業者営業マニュアル中、債券営業の項では、商品価格の適正を求めるほか、顧客ポジションの時価情報の提供とその意味の明確化を求める。

デリバティブ営業の項でも、取引価格の適正、合理的な価格算定のほか、「取引経験が浅い顧客にデリバティブ商品等を販売する場合には、その商品内容やリスクについて、例示等（最良のシナリオのものだけでなく、最悪のシナリオを想定した想定最大損失額を含む。）も入れ、取引の概要や取引に係る損失の危険に関する事項その他顧客の注意を喚起すべき事項を記載した書面を交付するなどの方法により、十分に説明しているか。」「デリバティブ商品等について、販売後、顧客の要請があれば、定期的かつ必要に応じて随時、顧客のポジションの適正な時価情報等を提供しているか。時価情報についてはその時価が何を表しているのかを明確にしているか。」を求める。

2009（平成21）年1月30日の監督指針では、追証説明について触れる。

「デリバティブ取引等について、相場の変動等により追証（顧客が預託する保証金の総額が必要額より不足した場合に追加しなくてはならない保証金をいう。以下同じ。）が発生するおそれがあるにも関わらず、そのおそれが著しく少ない又は追証の額が実際の商品性に比して著しく小さいとの誤解を与えるおそれのある説明をしていないか。」

2010（平成22）年4月16日の監督指針では、「顧客の要請があれば、定期的又は必要に応じて随時、顧客のポジションの時価情報や当該時点の解約清算金の額等を適時適切に提供しているか。」

そして、2011（平成23）年3月18日の監督指針では、前掲のとおり「店頭デリバティブ取引に類する複雑な仕組債・投資信託の勧誘について、合理的根拠適合性の事前検証と勧誘開始基準を定めて勧誘を行っているか。」として、合理的根拠適合性の事前検証について初めて触れる。

3 日証協規則

3.1 説明事項

日証協は、会員に対するQ & A⁶⁾ (2012) 上で、店頭デリバティブ取引に類する複雑な仕組債を顧客（特定投資家を除く。）に販売するに際しての説明事項として、契約締結前交付書面に記載されるリスク、手数料等の他に、次の事項を挙げる。

「① 仕組債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。）に関する最悪シナリオ（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。）を想定した想定損失額（試算額）

② ①で想定した前提と異なる状況になった場合、更に損失額が拡大する可能性があること（どのような場合になるのかの説明を含む。）

③ 中途売却する場合における売却額（試算額）の内容（金融指標等の水準等に関する最悪シナリオを想定した中途売却額（試算額）及び実

際に中途売却する場合には、試算した売却額より下回る可能性がある旨を含む。)

④ 勧誘した店頭デリバティブ取引に類する複雑な仕組債に係る取引に応じなくとも、そのことを理由に今後の融資取引に何らかの影響を与えるものではない旨(顧客(個人を除く。))と融資取引を行っている場合に限る。)」

なお、①の最悪シナリオを想定した想定損失額及び③の最悪シナリオを想定した中途売却額に関する説明方法については、次を挙げる。

3.2 想定損失額及び中途売却額

店頭デリバティブ取引や、それに類する複雑な仕組債・複雑な投資信託の重要な事項である「最悪シナリオを想定した想定損失額」(契約満了時・償還時)につき求められる説明は次のとおり。

(1) 想定損失額

「最悪シナリオを想定した想定損失額」については、当該取引によりどの程度の損失が生じる可能性があるかを顧客に分かりやすく説明を行うことが必要であるとし、そのためには、

① 参照する金融指標の過去の値動き(トラックレコード等)に照らした場合にどのくらいの損失が生じる可能性があるか(「ヒストリカルデータによる説明」)

② 参照する金融指標が下がった(上がった)ときにどの程度損失が生じるか(金融指標の下落(上昇)水準を複数設定し、それぞれどの程度損失が生じるか)(「損失シミュレーションによる説明」)、
の2通りがあるとする。

①については参照すべき過去のレコードがない場合や、商品性からみてヒストリカルデータによる計測がそぐわないもの⁷⁾については、②を記載し、それに加えて①を記載しない(できない)理由、どのような場合に最大の損失が生じる可能性があるか等に関する説明文章を加えるなど

の対応を行うことが考えられるとする。

また、①はあくまでも過去の経験値に基づく算出であることを踏まえ、前提と異なる状況になった場合にはさらに損失額が拡大する可能性があること（どのような場合になるのかの説明を含む。）についても併せて記載する必要があるとする。

「前提と異なる状況になった場合にはさらに損失額が拡大する可能性があること」の記載は、全ての店頭デリバティブ取引やそれに類する仕組債及び投資信託に必要とされる。特に、過去には大きな指標の変動はなかったものの、商品性から見て①で算出した数値を大きく超える損失が生じる可能性が十分に想定される商品等の場合は、顧客が①の範囲でしか損失は発生しないとの誤解をしないように、説明に工夫を求める。

一方、①を記載しない明確な理由がない場合には、②のみの記載とはせず、①も併せて記載する必要があるとし、当該取引によりどの程度の損失が生じる可能性があるかを分かりやすく、かつ誤解を与えないように顧客に説明するよう留意を求める。

(2) 参照期間等

参照期間について定めはないが、協会員が当該商品の商品性に照らし合理的と考えられる期間で、かつ当該参照データが極めて大きく変動したと判断する時期を含んだ期間とすることが望ましいとする。

想定損失額の計算方法について、参照期間中の最大値と最小値の変化率を基に算出する方法や、販売する当該金融商品の償還年限に合わせて、参照期間中の当該年数での最大の下落率を基に算出する方法などを挙げる。

算出方法は、少なくとも同種の取引や商品では可能な限り同じ算出方法とするなど顧客に誤解を与えないように留意する必要があること、説明に用いるヒストリカルデータの数値等は、定期的に見直す必要があること、参照する金融指標の現在の値が、既に説明資料に記載されている

最悪のケースに比して大きく変動しているような場合には、速やかな記載の変更を必要とする。

(3) 解約精算金

店頭デリバティブ取引や、それに類する複雑な仕組債・複雑な投資信託の重要な事項である「最悪シナリオを想定した中途売却額（解約清算金）」の説明として、次を求めている。

「最悪シナリオを想定した中途売却額（解約清算金）」についても、「最悪シナリオを想定した想定損失額」と同様に、原則として①ヒストリカルデータによる説明を記載する必要を述べる。

中途売却額（解約清算金）については、償還（契約満了）時とは異なり、店頭デリバティブ取引においては解約に伴う違約金の発生の有無、仕組債の場合は売却時の当該債券の流動性の状況や残存期間の利回り水準等も影響することから、説明用資料の作成に当たっては中途売却（解約）における条件（違約金の有無、どの時点での売却を想定するかなど）を留意事項として明示する必要がある。

店頭デリバティブ取引について、中途解約時に発生する解約清算金の算出が真に困難であって、①を記載しない（できない）場合や補足説明をする場合には、②損失シミュレーションによる説明をすることが考えられるとする⁸⁾。

また、店頭デリバティブ取引に類する複雑な仕組債・複雑な投資信託についても、当該商品に十分な流動性がないなどの理由で、中途売却額（解約清算金）の適切かつ十分な説明が真に困難と考えられる場合には、上記と同様に、②で想定される理論的な価格水準を示すなどしたうえで、算出が困難であることの理由を明記し、理論的な価格水準を上回る損失が生ずることがあることについて説明する方法も考えられるとする。

3.3 合理的根拠適合性と事業者の理解

金融庁は金商業者に対し、最悪のシナリオを踏まえた想定最大損失額

や解約精算金の説明のほか、顧客の売り持ち・買い持ちポジションの時価情報や、時価情報についてはその時価が何を表しているのかの意味、商品内容やリスク、デリバティブ原資産の水準、ボラティリティの水準、価格決定に与える要因の説明を求める。さらに、これら事項の列挙に止まらず、当該要因をどのように処理することで顧客に提示する価格等が決定されるのかなどについて顧客への説明を求める。

3.4 調査懈怠の民事違法

金商業者が商品調査を懈怠した場合の民事責任についてはどのように考えるべきか。金融庁等の上記検査マニュアルや監督指針、日証協規則の指摘する「最悪のシナリオを想定した想定最大損失額」は、顧客に対する説明に焦点を置くこともあり、裁判例上では、顧客に対する商品説明の文脈で問題とされることが多い。

金商業者の担当者の理解を問題とするものに、仕組投信に関する大阪地判平 22・8・26（判時 2106・69）がある。判決は、説明義務違反の文脈で、担当者らは本件各投資信託の投資対象や運用益についての知識は持ち合わせておらず、その研修もなされていなかったことから、そもそも販売する側に知識不足があったとした。仕組債に関する東京地判平 22・9・30（全国証券問題研究会編・証券取引被害判例セレクト（以下「セレクト」）40・49）は、申込書の投資目的欄は安定重視の欄にチェックがなされており、それにもかかわらずリスクの高い対象仕組債を勧誘したのは、これは被告銀行担当者自身が本件の仕組債がリスクの高い債券であることを意識していなかったことによる、として金商業者のリスク理解を指摘する。

仕組債（株価指数連動債）に関する大阪地判平 24・12・3（判時 2186・55）も、適合性原則違反及び説明義務違反を認めるに先立ち、営業員が、参照商品について一定額を下回るようなこととはなく、対象の仕組債にロックイン事由が発生することもないと予測していたとして、

その商品理解が十分でなかったことを挙げる。

金商業者のリスク管理態勢に触れる裁判例に、仕組債に関する東京地判平 23・3・31（セレクト 41・27）がある。判決は、顧客に対する説明義務違反を認めたが、その不十分さの原因に、顧客の重要な権利保護にかかわるリスク説明等について適切な組織態勢をとってこなかった管理者を含む金商業者の組織全体の問題を挙げる。控訴審の東京高判平成 23・10・19（セレクト 41・50）は、原审同様に金商業者の説明義務違反を認めるものの、それに先立つリスク説明に関する社内体制の不備は指摘せず、適合性原則違反は認めない。

前述のとおり、金商業者の営業員が、顧客に対して商品特性や商品リスクの説明を行えていないことは、金商業者自体が当該商品の商品特性やリスクが適切に把握していないか、勧誘に当たる営業員への適切な教育を行っていないことを強く推認させる。金商業者なり営業員が商品の内容やリスクの特性が理解していないとすれば、勧誘対象とする顧客が当該商品に適合する顧客であるかどうかを判断することはできないはずである。そのような状況下での顧客への勧誘は、適合性原則違反を構成する可能性が高い。この場合に一方で金商業者の説明義務違反を認めつつ、他方で適合性原則違反を否定することは、当を得ない。

金商業者の説明義務の対象とされる事柄は、本来、商品販売や顧客への説明に先立ち、金商事業者に商品調査と熟知、営業員教育が求められる性質のものである。従って、金商業者に説明義務違反が認められる場合、それが商品調査の懈怠に起因するものであれば、説明義務違反というよりは、適合性原則ないし合理的根拠適合性違反の文脈で論じられるべきと解される。

4 合理的根拠適合性と「顧客適合性」

4.1 処分例

金融商品の勧誘が顧客適合性に反するかの判定の前に販売業務を行う従業員・外務員の商品熟知の存否を問題とした行政処分例に、証券取引等監視委員会の平成 16 年 3 月 5 日付「泉証券株式会社に対する検査結果に基づく勧告について」がある⁹⁾。これは、泉証券による知識不適合、財産（財務）状況不適合顧客への販売を適合性原則違反とした。

認定事実によれば、顧客属性は「生計を主に年金収入に頼っており、当該オプション取引を開始するまでは投資信託や債券の取引を主体とし、株式の信用取引の取引経験すらなく、オプション取引の基本的な仕組みを理解していない複数の顧客」である。泉証券は、これら顧客に対し、オプション取引の仕組みやリスクを十分に説明して理解させないまま、オプション取引の対象銘柄、数量、売買の別をすべて営業員が提案し、顧客が無条件にこれを受け入れるという営業員主導の態様で、顧客の財産に比して大きな数量の建玉のオプションの売り取引を短期間に繰り返して行うなどの取引を勧誘し」とされる。

同処分は、勧誘に当たった営業員の商品知識の不足、商品の特性に関する営業員への教育体制の不備を挙げる。すなわち、「泉証券株式会社は、平成 15 年度の経営計画において、日経平均株価（日経 225）を対象とする日経 225 オプション取引の顧客への勧誘を全店で推進する旨の計画を策定し、取締役社長以下経営陣主導の下に、平成 15 年 4 月以降、顧客にオプション取引の勧誘を積極的に行っていた。一方、内部管理面では、オプション取引の口座開設に係る社内基準を実質的に緩和して取引対象顧客の範囲を広げたほか、オプション取引の知識が不十分なまま顧客にオプション取引を勧誘している営業員が多数いたにもかかわらず、これらの営業員に対してオプション取引の仕組みについての十分な知識の付与を行わずにいるなど、営業員により顧客に適合しない不適当な勧誘が行われることを未然に防止するための管理体制の整備をしていなかった」と認定している。

同処分が指摘するような、金商業者による商品熟知懈怠が認められるケースは稀ではない。少なくとも、適合性原則違反が認められる事案は、勧誘の衝にあたる営業員が、推奨商品が勧誘対象顧客の属性に適合するかどうかの判断を行わなかったか、その判断を誤ったかのいずれかである。そのいずれについても、推奨商品の商品リスク・リスク要因の市場の各特性把握が前提として求められる。金商業者がそれを行わなければ、適合性原則違反の勧誘として違法評価を受けることは免れない。すなわち、適合性原則違反が認められる場合には、商品等の特性調査・熟知懈怠という意味での合理的根拠適合性違反が推認される余地があるというべきである。もちろん、金商業者が合理的根拠適合性違反として民事責任を負うためには、当該商品販売が、顧客の意向、知識・経験や財産（財務）状況に適合しないことが、損害要件との関係で必要である。

金商業者が商品を熟知しないことは、顧客が当該商品に適合するかどうか判断をしないというに他ならない。顧客の適合性判断を経ないとの事実は、当該勧誘が顧客の意向、知識・経験、財産（財務）状況の一部又は全部に適合しない可能性を強く推認させる。すなわち、金商業者の商品熟知義務違反は、当該取引勧誘が適合性原則に違反することを推認させ、金商業者側で、それにもかかわらず当該推奨が適合顧客への適合商品の勧誘であることの立証がなされなければ、適合性原則違反となるといってよい。

4.2 判決例

仕組債に関する大阪地判平 22・3・26（セレクト 37・73）は、適合性原則違反を認める前提として商品の経済的合理性、透明性について疑問であるとし、その分析を（顧客）適合性原則判断や説明義務違反の判断に先行させる。

判決はまず、商品の経済的合理性について述べ、対象銘柄に 1 億円ずつ 10 億円を投資するというのは想定元本にすぎず、顧客が本件各債券を

購入しても、その資金が実際に対象銘柄に投資されるわけではないこと、本件各債券を購入することにより、対象銘柄の資金調達や現実の株価市場に影響を及ぼすものでもないことから、経済的な合理性があるとはいえないとする。

次に判決は、透明性について述べ、本件各債券を販売することで、被告金商業者ないしその発行体は、年 10%以上のクーポンを 3 年間顧客に支払うこととなるところ、被告ないし発行体がどのようにして利益を挙げ、クーポンの資金源を確保しているかが明らかではなく、その正当性にも疑問があるとする。

判決は、結論として（顧客）適合性違反を認めるが、それを導く前提として実質的に合理的根拠適合性違反を認めたものと評価することができよう。

V. リスク管理判断能力

1 問題の所在

金融庁は、金商業者が金商法（40 条）に基づいて顧客適合性の判断を行う際に考慮すべき事情として、顧客の知識、経験、財産の状況、投資目的のほかに「リスク管理判断能力」等を挙げ、それに応じた取引内容や取引条件に留意し、顧客属性等に則した適正な投資勧誘の履行を確保する必要があるとする（金融庁、2013）。

ここで「顧客のリスク管理判断能力」とは何か。金商業者の顧客に対する説明義務の内容・程度や、顧客の取引適合性判断にどのように影響するのか。

2 金商業業者の説明

2.1 説明内容

前掲のとおり、金融庁は監督指針や検査マニュアルを通じて金商業者の業務規制を行う。具体的には、商品特性やリスク特性、リスク要因の市場特性について、詳細な説明を求める。

たとえば、前掲の2010（平成22）年4月16日の金融庁監督指針は、顧客への契約時の、融資取引にオプション・スワップ等のデリバティブ取引が含まれている場合の説明の内容として、次を挙げる。

- ・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。）に関する最悪のシナリオ（過去のストレス時のデータ等合理的な前提を踏まえたもの。以下同じ。）を想定した想定最大損失額について、前提と異なる状況になればさらに損失が拡大する可能性があることも含め、顧客が理解できるように説明しているか。

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

また、前掲のとおり、日証協（2013）は金融庁によるこれら指摘を踏まえ、顧客への説明事項として、店頭デリバティブ取引に類する複雑な仕組債を、顧客（特定投資家を除く。）に販売するに際しての説明事項として、契約締結前交付書面に記載されるリスク、手数料等の他に、次の事項を挙げる。

- ① 仕組債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。）に関する最悪シナリオ（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。）を想定した想定損失額（試算額）

- ② ①で想定した前提と異なる状況になった場合、更に損失額が拡大する可能性があること（どのような場合になるのかの説明を含む。）

個人投資顧客が、以上の内容を理解するためには、一般的な理解力、判断力を備えるだけでは足りず、同種取引の経験を含めた相応のリスク管理に関する判断能力を要すると思われる。

2.2 仕組商品の複雑性との関係

商品の仕組上の複雑性は、当該商品のリスク特性、リスク要因の市場特性の理解の困難性と必ずしも相関しない。

確かに、商品の仕組みが複雑であることは、商品に含まれるリスク要因を見えにくくする。そして、リスク要因の市場特性の分析を踏まえたリスク評価に基づくリスク回避、予防、分散などのリスク管理を難しくする。仕組商品についていえば、元本償還額、償還条件や期限、利子率等にさまざまなデリバティブがさまざまなポジションで組み入れられることで、当該商品のリスク特性が顧客に判りにくいものとなり、リスク要因の市場特性の把握と理解が困難となる。

しかし、商品の仕組が単純であるからといってリスク特性やリスク要因の市場特性の把握や理解が容易となるわけではない。リスク要因の市場特性の分析を通じて把握されるリスクの程度は、商品特性の複雑さのいかんに関わらない。

後掲のとおり、いくつかの裁判例は商品構造が単純であることをもって、リスクの理解もさほど困難ではないと判断するものがある。しかし、商品特性やリスク特性の理解の難度と、リスク要因の市場特性理解の難度とは截然区別すべきである。

3 リスク管理判断能力と説明義務

3.1 問題の所在

一般的に、説明義務違反の認定に際し、商品の複雑性・リスク性が高ければ高いほど金商業者の説明義務の履行の程度が重くなると言われる。ここで、「商品内容」とは何を指すのか。

金融庁の監督指針や金商業者の自主規制規則は、金商業者がデリバティブや仕組商品などリスク性の高い金融商品を販売するに際し、商品内容についてさまざまな説明の履行を求める。これは、概略、商品特性、リスク特性、リスク要因の市場特性に整理できる。それでは、金商業者が民事法上で説明義務として求められるのは、その全てであるのか、一部に止まるのか。裁判例は、大別して、a. 商品特性と主なリスク特性を問題とするものと、b. リスク要因の市場特性を加えるものに分かれる。もともと、この点は、訴訟上で顧客側が主張するかどうかとも関連する。a は、リスク要因の市場特性が説明義務に含まれると主張がなされたにもかかわらずこれが否定されたものと、そもそも主張がなされなかったものの双方を含むことに留意する必要がある。

3.2 商品特性・リスク特性説

α. 非複雑性商品に関する裁判例

通貨スワップに関する最判平 25・3・7（金商 1413・16）（便宜上「A a 判決」という）は、商品の複雑性につき、将来の金利変動の予測が当たるか否かのみによって結果の有利不利が左右されるものであって、その基本的な構造ないし原理自体は単純であるとする。金商業者の説明義務の履行として、商品特性としてその基本的な仕組み、リスク特性として契約上設定された変動金利及び固定金利、及び変動金利が一定の利率を上回らなければ、融資における金利の支払よりも多額の金利を支払うリスクがある旨を説明すれば、基本的に説明義務は尽くされるとする。そして、少なくとも顧客が企業経営者であれば、これら事項の理解は一般に困難なものではなく、当該企業に対して契約締結のリスクを負わせることに何ら問題のないと判示する。ここでは、説明義務の対象に関し、顧客のリスク管理判断能力、及び、為替スワップのリスク要因の市場特性の理解の必要については全く触れない。

通貨スワップに関する東京地判平 24・12・25（WLJ・2012WLJPCA

12258014) (便宜上「Ab 判決」という) は、次のように判示して、説明義務違反の顧客主張を退けた。

判決はまず、商品特性・リスク特性につき、米ドル及び豪ドルの双方について基準値を超える円安傾向が続く場合には、1 年ないし数年のうちに早期償還されること、これを購入した顧客は、を円貨で満額受け取ることができる上、高い利回りを得ることができるが、他方、米ドル又は豪ドルのいずれか一方でも基準値以下となる円高傾向が続く場合には、投資資金を最長 30 年間拘束され、当初 6 か月間のクーポンの利率が高いことを考慮しても資金を長期間拘束されることに比して十分な利回りを得ることができないおそれがあること、満期における償還は米ドル又は豪ドルによってされることから、為替レートによる元本毀損のリスクが存すること、途中売却する場合には同じ償還期限のゼロクーポン債と同程度の価格となるというリスクが存すると認定する。

その上で、対象の仕組債における最悪のシナリオについて触れる。すなわち、米ドル又は豪ドルのいずれか一方でも基準値以下となる円高傾向が継続する場合、クーポンの支払がないまま満期償還日までの 30 年間、投資資金が拘束されるが、これは金商業者従業員により説明されていること、顧客に交付された商品の説明資料には、「ゼロクーポン債の価値計算例」として、償還期間 30 年のゼロクーポン債の価値が満期償還金額の 15% から 17% となる例が示され、最悪のシナリオは、具体的な数値で示され、説明は尽くされたとしてその主張を退ける。

β. 複雑性商品に関する裁判例

仕組債（日経平均連動債）に関する東京高判平 23・11・9（判時 2136・38）は、顧客側の適合性原則違反、説明義務違反の主張をいずれも認容した東京地判平 22・9・30（金商 1369・44）の控訴審判決であり、原審判断を覆したものである。

判決は商品内容として、約定の観測期間内にロックイン事由（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)が償還されること、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し、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)を上下すること、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りノックイン事由発生の可能性も大きくなるものと捉える。そして、金商業者の説明義務として、商品特性につき対象商品が投資商品であり預金ではないこと、リスク特性につき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ること、原則として途中解約はできないことなどの市場リスク、流動性リスクを挙げ、事案ではこれらについての説明は尽くされたと判示する。

ちなみに原審判決は、高齢顧客で、半年前に投資信託を購入した経験のみで株式やデリバティブ等の取引経験がなく、堅実な投資であれば行ってもよいという程度の意向に止まり積極的な投資意向もなかった顧客に対し、その属性について慎重な調査をせず、顧客の投資意向に反し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適合原則違反を認めた。そして判決は、対象商品の取引が、高度な専門知識と主体的積極的な投資判断を要するところ、投資経験がほとんどなく知識も有していなかった顧客に対し、商品特性・リスク特性の説明が十分ではなかったとして説明義務違反を認めた。

原審では顧客側は、商品特性やリスク特性以外に、リスク要因の市場特性に関する説明懈怠を問題にしていない。控訴審でも、この点について顧客側から主張がなされず、商品特性、リスク特性に関する説明義務違反の認定・判断に止まる。

3.3 リスク要因の市場特性包含説

α. 非複雑性商品に関する裁判例

通貨スワップに関する東京地判平 24・9・11 (判時 2170・62) (「B 判決」) は、金商業者において、時価が、実勢為替レートの変動、ボラティリティ、日米の金利差の影響により変動するものであるとの説明を行ったものの、それらリスク要因が本件取引の時価評価額にどのような影響をもたらすかなどについての具体的な説明まで行わなかったこと、時価評価シミュレーションを提示したものの算定根拠や変動の要因等について説明する記載は含まれていなかったとし、時価価格についての説明としては不十分と判示し、説明義務違反の違法を認めた。

β. 複雑性商品に関する裁判例

仕組債(株価連動債)に関する東京地判平 24・11・12 (判時 2188・75) は、リスク特性としてオプション取引のリスクを挙げ、その特性及びその大きさを金融工学の専門家として熟知している金商業者は、オプション取引の経験がない一般投資家に、ノックインプットオプションの売り持ち取引による損失のリスクを負担させる金融商品を勧誘するにあたっては、金融工学の常識に基づき、他の金融商品とは異なるオプション取引のリスクの特性を説明すべきとする。判決は更に、金商業者によるリスク要因の市場特性についての具体的な説明を求める。すなわち、対象商品のリスクの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、その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、ノックイン確率ないし確率的に予想される元本毀損の程度などについて、顧客が理解するに足る具体的で分かりやすい説明をすべき信義則上の義務があるとした。

同じく仕組債(株価連動債)に関する東京地判平 25・7・19 (裁判例集未登載) は、商品特性として、債券が、オプション取引による損失負

担の担保に供せられる実質を有する取引であること、将来一方的に売買を完結させる権利を取引するというオプション取引の性質上、いったん日経平均株価が下落してしまえば中途換金してもリスクを十分に回避することができないこと、債券購入時に満期償還時までの4年間の日経平均株価の変動リスクを引き受けなければならないリスクを有することを指摘する。

次に、プットオプションの売り持ち取引による損失リスクを負担し、そのリスク負担の実質的な担保として元本を預かる性質の債券であると性格付けする。このような対象商品の仕組から、顧客が理解すべき事柄として、満期までの4年間に早期償還されて元本毀損を免れる確率がどの軽度であり、早期償還されずに満期償還となった場合の元本毀損の確率がどの程度であるかなどを知らなければ、本件仕組債に組み込まれたプットオプションの売り取引のリスクを評価することはできないこと、このようなオプションの取引の重大なリスクを評価するには、満期までの期間の長さとその間に日経平均株価が変動する割合に基づいて、日経平均株価の変動の程度や元本毀損の確率を予測し、あらかじめリスクを評価する方法を知ることが不可欠であること、そのためには、将来予測は不確実性があるため予測の基礎となる変数の設定方法には限界があり、完璧な予測はできないまでも、ボラティリティ（変動率）と確率論によって、慎重に将来予測をしてオプション取引のリスク評価を知っている必要があること、以上を述べる。これは、顧客においてリスク要因の市場特性の理解を求めるにほかならない。

その上で判決は、対象商品について顧客の理解を必要とする事項に対応する説明義務を金商業者に課す。すなわち、商品特性として、実質的にプットオプションの売り持ち取引による損失リスクを負担させる金融商品であること、リスク特性として、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固有のリスクが存すること、リスク要

因の市場特性として、その理解の前提として当該リスクの金融工学上の評価手法を理解させる必要があること、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、ノックイン確率ないし確率的に予想される元本毀損の程度などについて、顧客が理解するに足る具体的で分かりやすい説明をすべき信義則上の義務があったとし、事案では金商業者にそのような説明義務の違反が認められるとした。

金商業者の説明義務中にリスク発生の可能性に止まらずリスク要因の市場特性、リスクの程度を含める裁判例に、仕組債に関する京都地判平25・3・28（セレクト45・1）、静岡地判平25・5・10（セレクト45・48）がある。なお、仕組債に関する大阪地判平24・12・3（セレクト44・179）は、金商業者の顧客へのリスク説明について「リスクの内容及び程度を実感を伴って理解できていなかった可能性」に触れるが、これもリスク要因の市場特性の説明欠如事例に含めることもできよう。

3.4 検討

金商業者が顧客に対して負担する説明義務の内容が商品特性・リスク特性に限られるとする見解によれば、それ以外の、リスク要因の市場特性に関する事柄及びその理解に必要なシミュレーション、ストレステスト等の事柄についての情報種収集と理解は、顧客の自己責任となりそうである。すなわち、これら情報を収集しないか、その理解を顧客が自ら行わないことにより損失が生じたとしても、それは顧客の負担となることが是認される。

しかし、前掲のとおり、金商事業者が顧客に対し説明すべき商品内容の範囲は、金融庁の監督指針等や日証協の自主規制規則で定められるとおり、商品特性、リスク特性、リスク要因の市場特性の全てにわたる。顧客のリスク管理判断能力とは、これら金商業者の説明を理解する能力

を意味する。監督指針等や金商業者の自主規制規則が、金商業者にこれら事項の説明を求めることは、顧客が、これらすべての事項を理解するに足るリスク管理判断能力を備えることを前提とするというべきである。説明の相手方である顧客に、金商事業者の説明を理解するに足るリスク管理判断能力が存しない場合には、金商業者に対して説明を求める意味はない。

金融庁の監督指針等で金商業者に求められる説明事項は、顧客との間の取引実情を踏まえ、金商業者の業務の適正と顧客の正当な利益保護、顧客が取引を行うかどうかの判断を行うために必要とされたものと解される。監督指針や自主規制上のルールは、直ちに民事法上のルールとされるわけではない。しかし、前者が取引の実情を踏まえて定められたとすれば、そこで要請される金商業者の義務は民事上の義務に当たるといふべきで、そうでないとしてこれを排除するには合理的な理由が必要とされる。その意味で、金商事業者の顧客への説明義務の内容としてリスク要因の市場特性が問題とされるべきであり、金商事業者の説明義務にはこれが含まれると解される。

そして、顧客のリスク管理判断能力の存否も、このような金商業者の果たすべき説明義務の内容を理解する能力があるか、との見合いで判定されるべきことになる。

4 リスク管理判断能力と適合性原則

4.1 一般的な理解力・判断力不足者の適合性

加齢、認知症等により一般的な理解力、判断力が欠ける顧客への仕組商品勧誘が、適合性原則違反となることにほぼ異論はない。

このような顧客は、金融商品のリスク要因の市場特性を把握、理解したか否かを論ずるまでもなく、商品特性やリスク特性の理解で躓く可能性が高い。これは、商品の仕組が複雑でないものについても等しく当て

はまる。

商品特性の顧客理解に触れるものに名古屋地判平 22・9・8（金法 1914・123、金商 1356・40）がある。判決は、事案の顧客が 20 歳代で精神疾患を発症し、精神科医の治療を継続して受け、投薬治療により症状を相当抑えることができるような病状であった。本件取引の開始時期からは実質的に独り暮らしの生活状況となり、処方薬の服用についても自身の管理の下で行い、服用しないことが少なからずあり、統合失調症の症状を強く発現させる時期も本件取引期間中に少なからずあった。判決は、顧客が適合性原則違反を基礎づけるものとして主張する個々の取引内容自体の問題性について立ち入るまでもなく、本件各担当者の勧誘行為等が同原則に違反するものであると認定することができるとした。

商品のリスク特性の理解に触れるものに、投資信託に関する大阪地判平 25・10・21（裁判集未登載）がある。判決は、高齢顧客二名中の一人につき、医師の意見書等に基づいて、その症状や診断内容（認知症）、介護状況等に関する詳細な事実認定を行い、取引当時、本件商品の各種リスクを理解することができる状態にあったとは考え難いとして、当該取引への勧誘が適合性原則に著しく逸脱したものとして適合性原則違反を認めた。

4.2 一般的な理解力や判断力を備える顧客の適合性

一般的な理解力・判断力を備える顧客については、これに経歴や取引経験等をあわせ、顧客野取引適合性を認める裁判例は少なくない。

a. 適合性原則違反否定例

α. 仕組債に関する東京高判平 23・12・22（金法 1967・126）は、顧客が 86 歳と 90 歳の高齢者であるところ、判決は「本件各商品は対象銘柄の株価を指標として、株式で償還されるか、額面金額が現金で償還されるかが決まるのであって、基本的には株式取引に類似した面があり、株式取引に必要な知識があればその仕組みやリスクの概要を理解するこ

とができ」る」として顧客の請求を棄却した。

β. 名古屋地判平25・4・19(WLJ 2013WLJPCA04196001)は、対象商品のいずれについても、顧客が想定すべきリスクは相当に大きく、それぞれの償還額や利息の決定方法は相当に複雑であるとし、金商業者の説明義務違反を認めたものの、対象商品の性質・特徴から、顧客がその構造やメリット・デメリットを正確に理解することは容易ではなかったこと、購入勧誘時に債券が元本保証されるものかどうかを繰り返し尋ねていたこと、既に相当多くの取引を重ねた後の時期においてすら金商業者担当者から説明を受けながら渡された説明資料に「元ボン保証」との書き込みをしていたこと等を認定し、取引の理解の程度には少なからぬ疑問を差し挟む余地があるとする。

他方で、取引口座を開設した当初は収益性やリスクの小さい安定的な商品の購入を望んでいたものの、次第に収益性を重視した商品の取引をするようになり、取引の前にも被告から、元本を毀損する危険性がある高額な金融商品や仕組債に属する債券を繰り返し購入し損失を被った経験もあったとし、このような投資経験や金商業者担当者らの説明、交付された資料の内容から、対象商品の性質・特徴やリスクを理解することがおよそ困難とはいえないとして、適合性原則違反の主張については退けた。

b. 適合性原則違反肯定例

顧客のリスク管理能力に着目して適合性原則違反を認める裁判例にも2つのアプローチがありえる。一つは、対象商品の一般的なりスク、すなわち市場リスク、利率変動リスク、信用リスク、流動性リスク等に関する理解と、その理解に必要な能力を問題にするものである（「商品リスク理解アプローチ」）。二つ目は、対象商品に含まれるリスク要因の市場特性理解に着目し、それを行うに足りるリスク管理能力を問題とするものである（「リスク要因の市場特性理解アプローチ」）。

α. 商品リスク理解アプローチ

前掲大阪地判平 24・12・3 は、商品特性として、外国金融機関が発行する豪ドル債券で、10 年の償還期限中の各観測期間中に日経平均株価が下落しノックインした場合にはその下落割合に応じて償還額が減少する価格変動リスク、金利利率が基準日の日経平均株価のクーポンを上回るかどうかにより決まるものの当初利率を超える利率での利金を得られない利率変動リスク、トリガー価格を上回れば期限前償還がなされ、クーポン判定価格を下回れば 0.1% の割合での超低金利の利金を得られるに止まり、ほかに為替変動リスク、信用リスクがある商品と認定する。

その上で判決は、顧客らが、当該商品の期限前償還の可能性や満期償還日までの 10 年間にわたる日経平均株価及び豪ドル為替の変動、発行体である外国金融機関の信用リスクを予測して投資判断する能力があったとは言えないとし、投資経験から窺われる投資意向にも沿わないとして、金商事業者の勧誘は適合性原則に違反するとした。

為替リンク債、他社株転換特約債に関する大阪地判平 25・2・15（セレクト 44・244）も、商品に含まれる一般的なリスク性の高さを問題とする。

判決はまず、為替リンク債の商品特性として、流動性リスクとその判断の難度を指摘する。すなわち、市場取引は想定されていないため、途中売却する場合には期待収益によって算出される理論値より更に売却価格が下回るリスクが存すること、そのため購入者は、償還期限までの為替相場の変動状況や発行体の存続可能性を見越して、償還条件や利子条件が有利であるか否かの判断を要するところ、本件為替リンク債は、償還期限が 30 年後と極めて長く、しかもその購入代金が 1 億円と高額であるため、上記判断を相応にすることは個人の一般投資家にとって著しく困難というほかないと判示する。

次に他社株転換特約債についても、同様に流動性リスクとその判断の

難しさを挙げる。流動性リスクについては、株価が下落し転換対象株式で償還された場合に下落部分の評価損を負担することになるが、途中売却が困難であるためにそのような評価損を軽減または回避することができないなどのリスクが存すること、購入者は、経済状況、株式市況の動向に関心を払い、3年後の株式市況の動向を予測した上で、途中売却が困難であるというリスクを取りつつ、なお購入すべきか否かを判断しなければならないこと、以上から主体的積極的な投資判断を要する投資商品であり、リスク性の高い投資商品であるとする。

判決は、以上のような商品特性を踏まえ、顧客属性として、本件各債券は各種証券の中でも極めてリスクの高い取引類型であり、その仕組みも複雑であることは否定できず、その取引適合性の程度も相当に高度なものが要求され、本件各債券の取引に適合するのは、少なくとも上記リスクを理解するに足る知識・能力と、その危険を引き受けるに足る余裕資金を有する者に限られるとする。

β. リスク要因の市場特性理解アプローチ

仕組債に関する前掲東京地判平25・7・19は、顧客に、リスク要因の市場特性についての理解と把握を求める。

まず判決は、事案の対象商品について、4年満期で日経平均株価が一度でもロックイン価格（条件決定時の株価の75.5%）以下になり、償還時の株価が当初より下落していたときは下落率の2倍の割合で損失が生じる2倍連動型の仕組債であって、株価が当初より約2.29%上昇すれば早期償還となり（この場合は元本の105.2%が償還される）、利金については年3%を基準に複雑に変動する条件（下限は0%）が付されたものであることを前提とし、商品特性として、一定の日経平均株価指数の下落の条件の場合に、債券購入者に対し、仮定の想定の上で、債券発行時の高い日経平均株価指数を債券元本の2倍も買わせ、償還時の下落した指数で全部売却させることを義務付け、売買損失を債券元本の限度で顧客

に負担させるもの、すなわち、プットオプションの売り取引による損失リスクを顧客に負担させるもので、元本たる債券は、顧客がオプションの売りポジションに立つリスク負担の実質的な担保となっていると理解する。

次に判決は、顧客が、このようなオプション取引の重大なリスクを負担するためには、次の事柄について「知っている」ことを求める。

(i) 満期までの4年間に早期償還されて元本毀損を免れる確率がどの程度あり、早期償還されずに満期償還となった場合の元本毀損の確率がどの程度であるかを知ること。

(ii) そのリスク評価のために、満期までの期間の長さとその間に日経平均株価が変動する割合に基づいて、日経平均株価の変動の程度や元本毀損の確率を予測し、あらかじめリスクを評価する方法を知ること。

(iii) そのためには、将来予測は不確実性があるため予測の基礎となる変数の設定方法には限界があること、完璧な予測はできないまでもボラティリティ（変動率）と確率論によって、慎重に将来予測をしてオプション取引のリスク評価を行うことを知っていること。

判決は、顧客にリスクを負担させるためには、上記のような商品リスク要因の市場特性とこれを踏まえたリスク管理方法を「知る」ことを求める。これは単なる「認識」に止まらない「理解」を求めるものであり、その前提として、これらに関する顧客のリスク管理能力を求めるものにほかならない。

事案に対する判断では、顧客が対象の仕組債の勧誘が、オプション取引の経験もなく、そのリスク評価の手法も全く知らないという知識、経験及び財産の状況に照らして著しく不適當と認められる顧客に対するものであるとして適合性原則の違反を認めた。

4.3 リスク回避とリスク管理判断能力

顧客は、対象取引が自身のリスク意向に適するか、リスクが財務上の

許容範囲にあるかを判断するために、商品が含むリスクの程度を把握し理解することが必要となる。これは、顧客がリスク管理を行うに際しての必須の前提となる。

前掲のとおり、顧客が金融商品取引を行うかどうかの判断で重要であるのは、a. 商品特性、b. リスク特性、及びこれら理解を踏まえたc. リスク要因の市場特性である。一般的な理解力・判断力が十分ではない顧客は、aの商品特性、bのリスク特性の理解が十分できない場合が多く、cの商品の市場特性の理解について検討するまでもなく、適合性がないと判断される場合が多い。しかし、一般的な理解力、判断力を備える顧客でも、商品のリスク・リターン of の仕組が複雑な商品については、商品特性、リスク特性とその相互関係（リスク・リターン of のシナリオ）を理解することは容易ではない。仮にその理解ができたとしても、それで商品リスクの程度が把握できるわけではない。そのためには、cのリスク要因の市場特性を理解しなければならず、その理解能力を備えなければ適切なリスク回避はできない。

仕組商品のリスクについて理解するためには、商品特性やリスク特性の理解では足りず、これらを理解する理解力・判断力を備えるだけでは足りない。ボラティリティを含めたリスク要因の理解と、その市場特性に関する知識・情報を理解する能力が必要である。個々の商品特性ごとにリスク特性や、リスク要因の市場特性を理解する能力は異なる。このようなリスク管理判断能力は、単に知識や情報の理解力に止まらず、理解を実感するために必要な同種の取引経験も含む概念と解される。

FINRA は、顧客に仕組商品について適合性があるといえるためには、当該顧客がオプション取引口座を開設することを求めるが（NASD、2005）、これはリスク管理判断能力の文脈で理解が可能である¹⁰⁾。

VI. リスク意向の不適合

1 問題の所在

民法は、財産権に瑕疵がある場合、売主には瑕疵担保責任が生じるとする（民 570 条）。財産権は、動産に限らず債権も含む。

瑕疵担保責任の「瑕疵」とは、目的物がその種類のものとして通常有すべきものとされる品質・性能を欠くことをいう。瑕疵があるかどうかの判断は、一般人を基準とした「客観的瑕疵」以外に、当事者が契約上予定する性質や売主が約した性質を欠く「主観的瑕疵」を含むとするのが判例・通説である（柚木＝高木、1966、352；我妻中 1、1957、288 ほか）。判例は、主観的瑕疵について、契約当事者の合意ないし契約の趣旨に照らし、通常又は特別に予定されていた品質・性能を欠くことをいうとする（最三小判平 22・6・1 民集 64・4・953）。

瑕疵担保責任の根拠に、有償契約における給付と対価の均衡、買主の信頼保護、取引の信用確保が挙げられる。これは、瑕疵担保責任の法的性質につき法定責任説の立場を取ると契約責任説の立場を取ると異ならない。瑕疵担保責任に主観的瑕疵を含むとする理由は、このような「買主の信頼保護、取引の信用確保」に由来すると考えられる。

仕組商品が、顧客の投資目的、リスク意向に適しないか、財務上のリスク許容度を超える場合、当該商品に、主観的瑕疵ありとすることはできないか¹¹⁾。

2 取引目的・リスク意向と「瑕疵」

2.1 主観的瑕疵の判定基準

瑕疵に当たるかどうかは、契約の目的・内容・目的物の種類などの諸事情が考慮される。当事者の意思が明らかではない場合には、合理的な解釈により、それが目的物の品質・性能として契約上予定されているか

どうかで判断される。

目的物の品質・性能が、契約上予定されたかどうかの判断の指標に行政上の指針が含まれるか。

これを認めたものに、シックハウスに関する東京地判平17・12・5（判タ1219・266、判時1914・107）がある。事案は、分譲マンション（本件建物）を購入した原告らが、本件建物は環境物質対策基準に適合した住宅との表示であったにもかかわらずいわゆるシックハウスであり、居住が不可能であるとして売主の瑕疵担保責任による契約解除と損害賠償請求等が求められた事案である。判決は、建物の引渡当時の室内空気中のホルムアルデヒド濃度が、厚労省の指針値を相当程度超える水準にあったと推認した上で、チラシ等の記載から、建物の売買契約において、建物の備えるべき品質として建物自体が環境物質の放散につき少なくとも契約当時行政レベルで行われていた各種取組みで推奨されていた水準の室内濃度に抑制されていることが当事者の合理的な意思に合致するとした。そして、ホルムアルデヒド濃度の水準につき、厚労省の指針値をその水準とするのが相当であるとして建物の瑕疵が存在するとし売主の瑕疵担保責任を認めた。

仕組商品に関しては、前掲の金融庁の監督指針、検査マニュアル上の指摘が、金商業者と顧客との間で、当該金融商品の品質が「契約上予定された」かについての合理的解釈の指標となり得る。更に、日証協の自主規制規則やQ & Aなどの解説資料もこれに含まれると解される。

ところで、合理的解釈により契約上で予定されると判断されるのは、目的物の品質・性能に限られるか。これに、目的物の売主の技量、技術が含まれないか。これは、契約当事者間の知識、情報格差、非対称性が存する場合に問題となる。

2.2 金融商品と主観的瑕疵

平野（2007、346）は、買主が考えている特別の用途に合致しない場

合を主観的瑕疵とし、買主の使途を売主が知り、買主が売主の技術などを信頼しその使途への適正ありと正当に信頼することができる場合には、瑕疵を問題にできるとする。

山本（2013）は、瑕疵担保責任は、これを通じてリスク中立的な売主とリスク回避的な買主の取引上での瑕疵リスクを買主から売主に移転する市場における効率的なリスク配分を実現する法的装置であり、その機能は瑕疵がその使用を経ることで判明するような経験財の非対称情報という厚生阻害要因への制度的対応にあるとし、要件・効果もその機能に着眼して検討されるべきとする。

金商取引の買主はリターンに見合うリスクの引き受けを行う者であり、適正なリスクまで回避しようとするわけではない。買主の感心は、リスク回避というよりは、 $\text{リターン} = \text{リスク} = \text{不確実性の度合いや大きさ}$ が取引目的に適合しているか、買主の支払う対価である「リスクプレミアム」が、買主の $\text{リスク} = \text{不確実性の意向}$ に見合うものであるという点にある。

2.3 主観的瑕疵の存否判断

金融商品のリスクが顧客の投資目的に合致することは、当該金融商品の適合性を判断する上で重要な要素である。それを金商業者が熟知しなければ、当該金融商品の顧客適合性を判断することはできない。

しかし金商取引では、当事者間の情報の非対称性から、顧客において、金融商品の品質・性能＝リスクの程度が取引目的に適合しているかどうかを判断することは容易ではない。このような金商業者と顧客と間の商品情報の非対称性からすれば、瑕疵担保責任制度は、取引の目的に照らした目的物の品質・性能への信頼のみならず、そのような目的物を販売する売主の技能への信頼保護を含む。買主が売主の技術などを信頼して取引目的に適合すると正当に信頼することができる場合、そのような信頼は保護の対象となると解すべきである。

金融商品取引では、売主の商品熟知の結果と顧客適合性の調査結果と

が突き合わされ、顧客の取引適合性の判断がなされることになる。すなわち、買主としては、商品が自身の取引目的、リスク意向に適合するかどうかは、売主の合理的根拠適合性に関する商品熟知と、顧客適合性の調査及び適合性判断に関する売主の技術、技能を信頼して行つてよい。

対象商品が顧客の具体的な取引目的、リスク意向に適したものでないとされる場合、売主において合理的根拠適合性に関する商品熟知、顧客適合性に関する調査と適合性判断の懈怠が推認され、当該商品には主観的瑕疵があり、買主である顧客は売主である金商業者に対して瑕疵担保責任を追及できるといってよい。

2.4 主観的瑕疵と説明義務

特定の金融商品が、金商事業者に開示される顧客の投資意向、リスク意向に適しなければ、当該商品には瑕疵があることになる。その存否判断は、顧客のリスク管理という観点から主に商品のリスクの程度を中心に検討される。

金融商品販売法（「金販法」）は、事業者の説明義務を定める。そこでは、顧客の意向と実情に配慮し、理解可能なものであることを求める。金商取引における顧客の目的はリターンの取得にある。どの程度のリターンを得るかという投資目的や意向は、他面ではどの程度のリスクを負担する意向があるかを意味し、これは、財務状況がその負担に耐えられる財務状況にあることの認識に基づくものであることが必要となる。これからすれば、金商業者の説明は、顧客が、金融商品の取引リスクの程度が自身の投資目的やリスク意向、財務状況に適するかどうかの判断に必要なものでなければならない。それが懈怠されれば、対応する顧客の商品リスクの認識形成が期待できず、顧客のリスク意向との対比が適切になされない結果、顧客の取引の判断を誤らせるおそれを生じる。

リスク意向の存否判断に際し問題となるのは、a. 商品に内在するリスクが、顧客のリスク意向に適合するか、b. 顧客の取引目的がリスクヘッ

ジにある場合に対象商品がそれに適するか、という点である。

3 リスク回避目的適合性

顧客の取引適合性を認めつつ、説明義務として、顧客意向に配慮した説明を行っていないとしたり、顧客のリスク認識に誤解を生じさせる説明を行ったとして、説明義務違反を認めるものも少なくない。

α、大阪地判平 23・12・19（金判 1385・26）

判決は仕組債（株価連動債）に関するものである。事案の商品は、参照株式のプット・オプションの売り持ちポジションが組み込まれる満期償還判定日の株価水準で現金償還か株券償還かが決まる 5 年満期の債券で元本損失の確率が高いほど高い利率を得る仕組みであった。判例は、購入金額が顧客の退職後の生活資金である金商業者への預かり資産の半分を占めること、投資目的が安全志向であり投資対象も公社債など堅実であり金額の少額にとどまっていたこと、退職後には年金生活となる予定であったことを指摘しつつも、顧客自身も勉強して知識を広めていたことや退職金の運用に積極的な姿勢を見せていたこと、対象商品の株価変動リスク及び元本変動リスクについては概ね理解していたことから、適合性原則違反については消極とした。

他方で判決は、金商業者が対象商品の仕組みやリスクについて一通りの説明を行ったとしつつ、参照株式の価格上昇見込みから早期償還の可能性が大きいこと、その場合の利率の有利性が強調されたこと、「最悪でも参照株式で償還される」ことを繰り返し告知され、信用リスクについては十分留意ないし考慮する意識を希薄にさせるものであったこと、これらの説明にもかかわらずなお買付を躊躇し慎重な顧客に対し、新規公開株の売買で短期間に利益を出すことで顧客を信用させ取引に誘導したとした。その上で、金商業者の勧誘により顧客のリスク認識が希薄となっ

ている部分を補正し、特に信用リスクや流動性リスクに関してその危険性を十分認識させ、その上で買付の可否を冷静に判断できる程度に適正かつ十分な説明を尽くしたものであったと評価することはできないとして、説明義務に違反するとした。

これを瑕疵担保責任の観点から見れば、次のような指摘が可能である。顧客が退職金の運用に積極的な姿勢を見せていたとしても、購入金額が顧客の退職後の生活資金である金商業者への預かり資産の半分を占めること、投資目的が安全志向であり投資対象も公社債など堅実であり金額の少額にとどまっていたこと、退職後には年金生活となる予定であったことからすれば、対象商品を購入するに際しての顧客のリスク意向は低いものと判断される。他方、判決が認定するとおり、参照株式のプット・オプションの売り持ちポジションが組み込まれる満期償還判定日の株価水準で現金償還か株券償還かが決まる5年満期の債券で元本損失の確率が高いほど高い利率を得る仕組みのリスク性が極めて高い。これは、顧客の資金の性質から窺われる顧客のリスク意向から大幅に乖離するリスク性の高さであり、瑕疵に当たるといってよい。

β. 大阪地判平24・4・25（セレクト42・273）

対象商品は、為替デリバティブの一種のクーポンスワップ取引で、3か月に1回、豪ドル／円レートが1豪ドル93.35円より円安であれば顧客が10万豪ドルを利息として受領し933万5000円を利息として支払う、他方、93.35円以下の円高であれば30万豪ドルを利息として受領し2800万5000円を利息として支払う、これを計10回、2年6か月の間繰り返す、108.50円より円安になった場合には早期終了するノックアウト条項が付されていた。

判決は、取引の商品特性として、円高になった場合には早期終了条項がないため損失は無限定となる可能性があること、担保の追加が必要となる可能性があること、豪ドルは米ドルやユーロと比較して流通量が少

なく相場が大きく変動する可能性があること、取引期間である2年6ヶ月間の豪ドル／円レートの変動を予測することが事実上困難であるとし、相当にリスクの高い取引類型であると認定した。

しかし、顧客属性として、顧客会社代表者は相続により豪ドル建債券を保有していたこと、他の金商業者で為替連動型（米ドル）の仕組債の購入経験があったこと、顧客会社は事案の取引の直前に豪ドル及び米ドルの双方が関連する仕組債などを購入した程度であったこと、投資意向としては、一定のリスクを許容して早期に利益を得ることを目指し事案の取引も早期償還を期待して行われたとした。その上で、顧客会社も代表者も株式以外の投資経験は必ずしも豊富とは言えず、本件スワップ取引に完全に適合しているとは言えないとしつつも、取引開始時のレートと早期償還条件とは大きく離れておらず、損益分岐点が取引開始時のレートより12円程度低かったことによるリスクの程度、対象取引の内容が顧客会社及び代表者の意向に沿うものであったなどとして適合性原則違反については消極とした。

しかし、判決は、以下のとおり判示して、説明義務違反を認めた。まず、豪ドルのチャートを示しつつ取引の基本的な条件や当該時点の為替レートなどが説明され、勧誘時の交付説明資料上で、損失が利益の2～3倍の大きさになることなどリスクに関する記載があったしつつも、これについて勧誘時に具体的な言及がなかったと指摘する。

そして、顧客代表者には通貨スワップ取引の経験がなく、中途解約が困難な商品を買付け経験が乏しかったとした上で、代表者に交付された説明資料の市場リスク、流動性リスク及び担保に関する記載は具体性に欠けるのみならず、その記載について具体的な言及がなかったこと、豪ドル／円レートが円高になった場合には損失が理論上無限定となることや想定される最大損失額を説明せず、損失が利益の2～3倍の率で計算されることについても格別強調して説明しなかったこと、追加担保が

必要となる可能性があること等について説明せず、却って直前に購入していた仕組債を担保とすることで、取引の開始に当たって追加の支払をする必要がないということに力点を置いて本件スワップ取引の勧誘を行い、中途解約が困難であることも説明しなかったとして、説明義務違反を認めた。

判決は、対象取引のリスク、内容が顧客会社及び代表者の意向に沿うものと判示する。しかし、事案の金商業者に対し、顧客に求めた説明内容は、「豪ドル／円レートが円高になった場合には損失が理論上無限定となることや想定される最大損失額を説明せず、損失が利益の2～3倍の率で計算されることについても格別強調して説明することをしなかった」とするもので、これからすれば、およそ、顧客が対象取引のリスクの程度を理解しているとは考えられない。それにもかかわらず判決が、対象取引のリスク、内容が顧客会社及び代表者の意向に沿うとしたことは、いささか理解に苦しむ。

これを瑕疵担保責任という見地から捉え直せば、次のように考えられる。判決が事案で金商業者に求めた説明は、豪ドル／円のレートが円高になった場合に顧客が被る損失が理論上無限定であること、現実には顧客が被る可能性が想定される最大損失額、追加担保の差入れが必要となることの有無及びその条件、中途解約には解約清算金が必要となることから中途解約が事実上困難なこと、以上であり、事案ではその履行がなかったとするものであることから、顧客にはこの認識がなかったといえる。対象取引に関する顧客のリスク意向は、一定の取引リスクを許容しつつも早期に利益を得ることを目指すものであり事案の取引も早期償還を期待して行われたものである。しかし、実際の取引のリスクの程度とは大幅に乖離するもので、対象商品には、主観的瑕疵があるといってよい。

γ. 京都地判平25・3・28（セレクト45・1）

判決は仕組債（株価連動債）に関するものである。事案で判決は、対

象商品の仕組みは複雑でリスクも高いとしつつ、顧客属性として外債や株式、外貨建 EB 債などの取引経験があり投資意向も安全性のみを求めるのではなく収益性をも志向していたこと、相当程度の資産があり余裕資金で投資をしていたなどを認定し、適合性原則違反の主張を退けた。しかし、担当社員がノックインの意味やどのような場合にノックインが生じるかについて説明を行ったとしつつも、対象商品が、参照対象株式が多数にわたることからそれら株価の推移を同時に見極めなければならないこと、リスクが個々の参照対象株式のボラティリティに大きく依存すること、勧誘時に顧客に示した日経平均株価のヒストリカルボラティリティのチャートによれば、対象商品の購入時の日経平均株価のボラティリティは約 25%であったのに対し、参照対象株式のそれぞれの株価のボラティリティは必ずしもこれと一致しないこと、それにもかかわらず個々の株式銘柄の株価のボラティリティを顧客に説明せず、その結果、顧客が対象商品の参照対象株式の株価がノックイン価格未満になり、元本が毀損される可能性が相当程度低いと信じた旨を認定し、金商業者の説明は元本が毀損するリスクの程度につき誤解を生じさせるものであったとして説明義務違反を認めた。

判決は他方で、対象商品のリスクが高かったにもかかわらず、これを低いものと誤信させるような説明がなされたとして、対象商品のリスクの程度と顧客が認識したリスクの程度との乖離を認める。

それにもかかわらず、適合性原則違反の主張を退けたのは、顧客意向が収益性をも追求するものであったことにあるように思われる。しかし、それは一般的な投資意向に過ぎず、具体的な取引における投資意向とは必ずしも合致するわけではない。当該商品におけるリスク意向、財務上のリスク許容度の有無が個別に判定されなければならない。

しかし、これを瑕疵担保責任という観点で捉えたと、取引対象のリスク評価は、顧客属性や一般的なリスク意向ではなく、対象商品毎に個別

に行われなければならないこととなる。対象商品のリスクの程度が、顧客のリスク意向に比べて大きければ、対象商品には瑕疵があると判断される。この場合の顧客のリスク意向は、顧客の取引目的等から具体的に判断される。過去の一般的な取引経験から推認されるものではない。

5 リスクヘッジ目的への不適合

5.1 ヘッジ目的の場合

前掲の金融庁2010（平成22）年4月16日付「主要行向けの総合的な監督指針」（2010）は、契約時の説明として、融資取引にオプション・スワップ等のデリバティブ取引が含まれている場合の説明の内容について、次を挙げる。

（※以下で括弧内の（注）は、監督指針上のもの）。

- ・顧客の事業の状況（仕入、販売、財務取引環境など）や市場における競争関係（仕入先、販売先との価格決定方法）を踏まえても、継続的な業務運営を行う上で有効なヘッジ手段として機能することを確認しているか（注1）。
- ・上記に述べるヘッジ手段として有効に機能する場面は、契約終期まで継続すると見込まれることを確認しているか（注2）。
- ・顧客にとって、今後の経営を見通すことがかえって困難とすることにならないことを確認しているか（注3）。

（注1）例えば、為替や金利の相場が変動しても、その影響を軽減させるような価格交渉力や価格決定力の有無等を包括的に判断することに留意する。

（注2）例えば、ヘッジ手段自体に損失が発生していない場合であっても、前提とする事業規模が縮小されるなど顧客の事業の状況や市場における競争関係の変化により、顧客のヘッジニーズが左右されたりヘッジの効果がそのニーズに対して契約終期まで有効に機能し

ない場合があることに留意する。

（注3）ヘッジによる仕入れ価格等の固定化が顧客の価格競争力に影響を及ぼし得る点に留意する。」

顧客による金融商品の取引目的がリスクヘッジにある場合、金商業者には、上記の説明が求められる。これが実際に金商業者により説明されたかどうかは別として、説明されるべき内容は、金商業者と顧客と間における当該商品の品質に関する明示または黙示の合意内容になるというてよい。対象商品の取引内容や方法が、リスクヘッジ効果を疑わしいものとする場合には、当該商品には瑕疵が認められることになる。

5.2 最判平成 25・3・7

金利スワップに関する福岡高判平成 23・4・27（判時 2136・58）は、金利スワップ契約における先スタート型とスポットスタート型の各スワップ金利の理論上の相違点、スタート時点での相違による利害等について説明がなされなかったこと、変動金利の基準金利と固定金利水準に関しスワップ対象の金利同士について価値的均衡の観点から妥当な範囲にあることの説明がなされなかったこと、金利スワップ契約の固定金利が、契約締結時に金融界で予想されていた金利水準の上昇に相応しない高金利であったこと、金利同士の水準が価値的均衡を著しく欠き変動金利リスクヘッジに対する実際上の効果が出ないことを認定し、金商業者の説明義務違反を認めた。

上告審である前掲最判平 25・3・7 は、この原審判断を退ける。判決は、「本件取引は、将来の金利の予測が当たるか否かのみによって結果の有利不利が左右されるものであって、その基本的構造ないし、原理自体は単純で、少なくとも企業経営者であれば、その理解は一般に困難なものではなく、当該企業に対して契約締結のリスクを負わせることに何らの問題もない」と判示した。

事案での顧客の対象商品の取引目的は、金商業者からの融資金の金利

変動リスクをヘッジすることにあつた。対象取引が顧客のリスクヘッジ意向に適した取引であつたかという観点からは、次のような角度からの検討が可能である。

スワップ取引は、変動金利の選択リスクを含む。金商業者が販売する金利スワップ取引での変動金利として多く用いられるのは、3ヶ月東京市場銀行間金利（Tokyo Inter-Bank Offered Rate、「TIBOR」）や6ヶ月TIBORである。金利スワップの導入顧客による借入金金利が3ヶ月TIBORや6ヶ月TIBORに連動していれば、金利スワップの導入はリスクヘッジ効果が期待できる。しかし、借入金金利が短期プライムレート（短プラ）に連動していれば、変動金利の動向いかんでは、金利スワップで受け取る変動金利に見合わず、結果として、顧客は借入金の支払金利は短プラ（＋スプレッド）の金利を負担し、金利スワップでも割高な固定金利の支払いを余儀なくされる場合があり、受取金利は低いTIBOR（＋スプレッド）に止まる。企業の資金調達金利の実情からすれば、金利スワップの変動金利として短プラを用いるべき場合にTIBORを用いることは、リスクヘッジ効果を疑わしいものとする。

更に、先スタート型とするかスポット型がするかの選択リスクも取引上で留意すべき事柄である。固定金利の水準が金利上昇リスクのヘッジ効果に照らして妥当な範囲にあるかの判断に際し、先スタート型とするかスポットスタート型とするかは、予測されるボラティリティ幅に照らし当該取引が顧客のリスク許容度の範囲内にあるかどうかの判定に重要となる。これら情報や知見は、顧客が当該商品の取引を行うべきかどうかの判断や、取引を行うとしてどのようにリスクヘッジをするかの方策を選択するかというリスク管理において必要である。これは、顧客のリスク意向、財務上のリスク許容度と密接に関わる。前掲最判は、これを看過する点で疑問である。

事案では、顧客の主要な取引目的は、融資金の金利変動のリスクヘッ

ジにあり、事案のスワップ取引は、そのような取引目的、リスク意向、リスク許容度に適することが、当事者間で予定された契約の「品質」であったと考えられる。事案での対象商品がそのような目的達成について不十分なものであったとすれば、顧客の取引目的で示されるリスク意向に適しない瑕疵があり、販売金商業者は瑕疵担保責任を負うといつてよい¹²⁾。

6 「隠れたる」瑕疵

瑕疵担保責任の要件として、瑕疵が「隠れたるもの」であることが必要である。「隠れた」とは、顧客が知らず、また通常の注意を払っても知り得ないことをいい、その立証責任は売り手にある（大判昭5・4・16民集9・376）。

仕組商品は、前掲のとおり債券、通貨や預金にデリバティブを組み込む金融商品である。リスクの把握には、対象商品を分解し、個々のリスク要因を抽出し、その一般的なリスク特性、及びリスク要因の市場特性の把握が必要となる。これらリスクの把握と理解は、いずれも、相当にその理解や把握が困難であり、一般顧客にとって「隠れた」る瑕疵とすることにさほど不都合はない。

リスク要因の市場特性の把握・理解が困難であるとする裁判例に、前掲の東京地判平成25・9・17がある。判決は、金商業者側からの、「最大のリスクは元本が0円になることに限定されていることから、プットオプションの売り持ち取引の危険性とは異なる」との主張を、次のように述べて退ける。

「そもそも純粋なプットオプションの売り取引のリスクの重大性は、損失が無限に拡大するという点のみにあるのではなく、先にオプション料のみを取得して損失をあらかじめ負担しないためにオプション取引の損失リスクの程度が分かりにくい点にある。」とし、「本件仕組債は、オプション取引の損失負担を担保する目的で債券元本を預かり、先に担保を預かっている範囲で損失を負担させるにもかかわらず、これを仕組債の元本と

することにより損失を担保する目的であることを明らかにしない仕組みを作っているため、実は債券元本の額によってオプション取引の損失リスクが極めて大きく評価されていることが投資者から分かりにくい仕組みになって」いること、「このような損失リスクの程度が分かりにくい構造においては、通常のオプション取引と変わりないといえる」こと、「この損失の実質的な性質が、オプションの売り取引によるリスク負担による損失であることは明らかであるのに、顧客には、そのリスク負担のために債券元本を預かっている旨の説明はされていない」こと、「中途売却しないで満期まで保有した場合に元本が全部毀損する確率は1.96%に上り、元本の2分の1以上が毀損する確率は12.92%にも上るのであって、約50分の1の確率で元本が全部毀損する可能性があり、1割以上の確率で元本が半分以上毀損する可能性もある」こと、「このような重大な損失の可能性は、年3%前後の利金（クーポン）や元本の5.2%（260万円）の早期償還のプレミアムを受け取ることを期待して取引をしようとするオプション取引の知識経験のない一般の投資家にとっては、通常の想定範囲を超える重大な損失リスクであると評価するのが相当である」こと、「中途売却することで損失の拡大を回避できる可能性はあるが、日経平均株価の下落率に2倍のレバレッジをかけてオプションの損失が拡大する仕組みであるため、日経平均株価の下落局面では、評価額についても加速度的に損失が拡大するものであり、このような損失拡大の仕組みを十分に知らない一般の投資家にとっては、適切な中途売却時期を逸し、損失が拡大するおそれは極めて大きい」こと、「現に、原告も満期までの途中で、中途売却を前提とする評価額が約72%となっていることをBから確認するなど時々評価額を確認していたにもかかわらず、中途売却による損失拡大防止の機会を逸し、満期まで保有して約94.5%もの元本が毀損する損失を被つ」たとする。

7 瑕疵担保責任と適合性原則

7.1 取引意向の考慮

対象商品に合理的根拠適合性がある顧客でも、商品に含まれるリスクが顧客のリスク意向に適しない場合には、当該商品には瑕疵があると解され、金商業者は瑕疵担保責任を負う。瑕疵の存否は取引の目的等から合理的に推断される。しかし、適合性原則の要請からすれば、顧客のリスク意向適合性、財務上のリスク許容度適合性の存否調査は事業者の負担に属する。

7.2 適合性原則上の事業者の行為義務

適合性原則判断に際して、取引意向をどの程度重視するかは、論者によって異なる。これは、適合性原則の民事違法の根拠を何に求めるかの議論とも関連する。

潮見（2013）は、適合性原則の禁止規範としての意味を再評価し、広義の適合性原則に裏付けられた指導助言義務の充実を図るべきとする。狭義の適合性原則を市場の健全化の要請、顧客の生存権保護の要請に基づく不適格者排除の原理とし、投資不適格者として知的能力を備えない者、資産規模・資力の点で耐性がない者とし、投資意向を欠く者は含めない。広義の適合性原則は、顧客に対する投資計画への積極的支援と位置づける。これは、禁止規範としての狭義の適合性原則の領域を狭めるが、広義の適合性原理である説明義務の判断に適合性を考慮させることで広範な説明義務違反の判断が期待できるとする。

加藤（2013）は、説明義務違反は、事業者側と顧客側の証言の信用性評価がポイントとなるとし、仕組債に関して適合性原則違反、説明義務違反の顧客側主張認容した東京地判平 22・9・30（金商 1369・44；金法 1939・114）と、その主張を退けた控訴審判決である前掲東京高判平 23・11・9 の判断の違いは「人証の証拠評価に基づく事実認定の制度の違い」であるとする。

これら見解によれば、適合性原則の判断は、顧客の具体的な投資意向や、事業者の説明を顧客が実際に理解したかという「内心」の問題をさして顧慮せず、事業者の説明が尽くされたか否かでの判断を是認することになる。

これに対し、川地（2013）は、適合性原則の判断において顧客の投資意向に重要な意味を持たせる。前掲東京地判平・22・9・30の事案では、対象商品が投機目的を有する顧客でなければ適合性があるとはいえない金融商品であったところ当該顧客はハイリスクを引き受けてまでハイリターンを求める「投機目的」を有していなかったとして、本来は適合性原則違反が認定されてしかるべきであったとする。

また、山下（2013）は、銀行が中傷事業者に対し複雑なデリバティブを販売した事案である2011年3月22日ドイツ連邦通常裁判所の判決を紹介し、わが国の判例法理・裁判実務との比較を試みる。そして、顧客の従前のデリバティブ取引の経験の評価につき、同じデリバティブ取引であるといっても取引の仕組の複雑性やそれに伴う特有のリスクが大きく異なるデリバティブ取引について、同一の水準の判断基準によりたやすく適合性の存否を判断したり、一通りの説明で説明義務は尽くされたという判断をすることには慎重であるべきとする判決の考え方には合理性があるとする。

7.3 意向適合性の調査

一般に適合性原則違反の民事違法を論じる際の金商業者の義務については、主に「意向と実情に適合しない顧客への勧誘禁止」という禁止規範に重点が置かれる。これは金商業者の義務の中心を「勧誘禁止」という禁止規範に置くものである。勧誘対象の顧客が当該取引を行うに適した「意向と実情」を備えるかどうかの判断は、格別の規範によらず「価値中立的」に行われる。裁判例の多くが、顧客の年齢、経歴、職業や取引経験などの属性から一般的、客観的に取引適合性を認定するが、そこ

で判断の枠組みとして持ち出されるのは、自己決定権、生存権などの価値中立的な原理である。これは、判断者に一定の規範によらない自由な価値判断を許す。判断者としては、このような「曖昧」な価値判断が必要な適合性原則違反を避け、金商業者の義務さえ措定できれば比較的認定が容易な「説明義務」違反に勧誘の違法性判断を先送りしがちとなる。

しかし、顧客の適合性判断枠組みをこのような「価値中立的」なものとして捉えることは適切か。事業者には、意向と実情に適合しない金融商品の販売禁止に先立ち、顧客の適合性調査、適合性判断の義務があることは、金融庁が明確に示す（金融庁、2013、Ⅲ -2-3-1）。

ここでは、金商業者の義務として、顧客の知識、経験、財産の状況、投資目的やリスク管理判断能力等に応じた取引内容や取引条件に留意し、顧客属性等に則した適正な投資勧誘の履行を確保する必要があると言われる。そのために、以下のような顧客の属性等の的確な把握、顧客情報の管理の徹底を可能とする顧客管理態勢の確立が求められる。具体的には、次のような事項が留意点とされる。

α. 顧客の投資意向、投資経験等の顧客属性等を適時適切に把握するため、顧客カード等については、顧客の投資目的・意向を十分確認して作成し、顧客カード等に登録された顧客の投資目的・意向を金融商品取引業者と顧客の双方で共有しているか。また、顧客の申出に基づき、顧客の投資目的・意向が変化したことを把握した場合には、顧客カード等の登録内容の変更を行い、変更後の登録内容を金融商品取引業者と顧客の双方で共有するなど、投資勧誘に当たっては、当該顧客属性等に即した適正な勧誘に努めるよう役職員に徹底しているか。

β. 元本の安全性を重視するとしている顧客に対して、通貨選択型ファンドなどのリスクの高い商品を販売する場合には、管理職による承認制とするなどの慎重な販売管理を行っているか。

γ. 内部管理部門においては、顧客属性等の把握の状況及び顧客情報

の管理の状況を把握するように努め、必要に応じて、顧客属性等に照らして適切な勧誘が行われているか等についての検証を行うとともに、顧客情報の管理方法の見直しを行う等、その実効性を確保する態勢構築に努めているか。

以上の指摘は、金商業者に対し、顧客の意向と実情などの属性調査と顧客属性等に照らした適切な勧誘を可能とする適合性判断を求めるもので、米国 FINRA と同様の規律を定めるものといえる。

適合性原則は、前掲の金商業者等の商品熟知義務、顧客熟知義務が尽くされた後に機能するといえる（芳賀、2012、397）。このような、金商業者による顧客の意向調査、適合性判断が、民事上の義務として課されることは、金商業者が対象商品の特性やリスク特性についての知識・情報を専有し、顧客の取引目的や意向に適するものであるかどうかの判断が金商業者の顧客適合性判断に依存するいわゆる情報格差の存在する実状から正当化される。このように考えることで、適合性原則上の義務の客観化が可能となり、その認定の客観性も担保される。

このような理解は、金商業者が適合性原則上で負担する義務の「客観化」を指向するものであり、説明義務と同様の行為義務と捉えるものである。説明義務とは、商品の販売に際して顧客に対しあらかじめ当該商品の内容・仕組・リスク等を説明する義務である（山下＝神田、2010、373）。金商業者は、顧客に対し重要事項について説明義務を負う（金販法3条1項）。内閣府令は、契約締結前交付書面等の交付に関し、あらかじめ、顧客に対して、書面記載事項を説明することなく、金融商品取引契約を締結する行為を禁止する。金商業者は、契約を締結する場合には、内閣府令で定める事項を記載した書面交付とともに（金商法37条の3）、その交付に際し、顧客の知識、経験、財産の状況及び金商契約を締結する目的に照らし、顧客に理解されるために必要な方法、程度での説明が義務付けられる（金販法3条2項；金商法38条7号、金商業府令117条1

項1号)。これは、書面交付や説明という行為義務を金商業者に課す行為規範であると同時に、かかる書面を交付せず必要な説明を行わない契約の締結を禁止する禁止規範である。

適合性原則も、これと同列に論じることが可能である。適合性原則は、顧客の意向や実情に反する取引の勧誘を禁止する禁止規範であると同時に、監督指針が求めるような顧客属性の調査、顧客の適合性判断（know your customer）を行うべき行為規範としての側面を持つ、このような行為義務の違反が認められる場合、それ自体に民事上の違法評価を与えることに支障はない。このような顧客調査・顧客適合性判断懈怠の勧誘という行為義務＝適合性原則違反行為の結果、推奨された商品が顧客の意向に不適合であったとすれば、民事上は、債務不履行ないし不法行為の「損害」要件に関わるほか、瑕疵担保責任における「瑕疵」に当たると解すべきである。

適合性原則の民事違法の根拠を限定的に捉える必要はない。知識や経験適合性違反の民事違法の根拠を自己決定権、生存権等に求めることも理由なしとしない。しかしこのような根拠は、適合性判断に際し考慮すべき事情の全てを網羅するわけではない。とりわけ意向適合性を生存権に紐付けで論じることには無理がある。これを財産権とそれを具体化した瑕疵担保責任に紐付けて論じることが可能であり、適合性判断の考慮、事情のすべてに民事法上の根拠を付するにつき有用である。

以上のとおり、金商業者により上記の意向適合性判断が懈怠される場合には、当該商品についての顧客の取引目的＝意向不適合＝瑕疵があるか、あるいは瑕疵が強く推認されるといってよい。

VII. おわりに

顧客の金融商品リスクの管理には、回避、予防、保持、分散がある。

商品のリスクが不相当に高いか、当該顧客のリスク意向や財務上の許容度を越える場合は取引を避ける必要がある。本稿は、誰がリスク回避の主導責任を負担するか、それがどのような方法により可能であるかについて検討した。

適合性原則の考慮事情に、取引判断に必要な知識・情報があり、これにはリスク管理に関するものを含む。顧客がそれを理解する能力に欠ければ、不適合者として金商業の取引勧誘が禁止される。顧客にどのような商品リスク管理に関する知識・情報が必要であるかは商品特性リスク特性及びリスク要因の市場特性に依存し、取引に必要なリスク管理に関する理解・判断能力も同様である。適合性原則の趣旨からすれば、リスク管理能力が顧客に備わらないことで生じる取引損失は金商業者が負うと解され、金商業者がこのリスクを回避しようとするれば、事前の顧客調査が不可避である。

商品リスクが一般顧客にとっても不相当に過大であるか、リスク管理が不相当に困難な場合には、当該商品を一般顧客に勧誘することは民事法上も違法評価を受ける。金商業者は、商品開発や販売に際して商品調査が必要であり、この実施により当該商品が一般顧客に不適合と判断されれば、その勧誘は禁止される。顧客がこのような取引を回避しない場合、これによる損失は、合理体根拠適合性違反として事業者の負担となる。

対象商品に適合性があっても、商品に含まれるリスクが顧客のリスク意向、リスク予防の意向に沿わない場合には、民事法上は当該商品には瑕疵があると解され、金商業者は瑕疵担保責任を負うとの構成が可能である。瑕疵の存否は取引の目的等から合理的に推断されるが、適合性原則の要請から、顧客のリスク意向、財務上のリスク許容度適合性の存否調査は事業者の負担に属し、調査の上での取引の回避助言、調査不履行による損失は、事業者の負担と解される。

註

- 1) 桜井健夫は、仕組債につき、日経平均リンク債など初期の単純なものから、他社株への転換を発行者主導とする EB（「他社株転換可能債」あるいは「逆転換社債」）など仕組を複雑にしたもの、償還期間を 30 年など（超）長期とするもの、複数倍リンク債、複数銘柄ワースト債、複数銘柄 EB などレバレッジを大きくすることでリスク性を高めたものなどに変容していることを指摘する（全国証券問題研究会第 48 回大会資料、2013）。
- 2) たとえばリバース・デュアル・カレンシー債では元本に先渡しやオプションを組み込むものが多い。また、EB でクーポンにオプションを組み込んだものも大量に発行される。
- 3) 一般的には、高収益で短期の自社の発行する社債に、発行者とは別の参照原資産、例えば株式、バスケット株、インデックス等にリンクさせる仕組商品という。
- 4) <http://financial-dictionary.thefreedictionary.com/Suitability+Rules>
- 5) FINRA 規則 2111 (a)、同 2111.04、同 2111.05 (a) 参照。
- 6) http://www.jsda.or.jp/shiryo/web-handbook/101_kanri/files/toushikannyu3-4guideline_121130.pdf
- 7) ヒストリカルデータによる計測がそぐわない商品例に次のようなものがある。
 - ・参照金融指標に過去実績がない商品（類似性のある値動きをすると考えられる指標で代替できる場合は、当該代替指標によりヒストリカルデータによる説明を行う。）【例：上場後日の浅い個別株式や新規設計の金融指標を参照するもの、ノックイン条項付であるが過去データに照らすとノックイン水準に達したことがないもの等】
 - ・参照金融指標が多岐にわたるなど、経験に基づく最悪のシナリオの想定が困難と考えられる商品【例：多数の個別株式を参照し、それぞれにノックイン価格が設定されており、ノックイン銘柄数などにより償還価格が変動するもの等】
 - ・当該商品の価格又はキャッシュフローが、参照指数が一定の条件となれば

0（ゼロ）、そうでなければ 100 となるというように、想定最大損失としては 100%（商品価格は 0（ゼロ））としか表現しようがない商品【例：償還時の参照株式の株価が一定水準以下になれば 0（ゼロ）、それ以外の場合は額面 100% 償還となるもの、金利スワップで変動金利が 0% となる場合が最大損失となるもの等】

・発行体等の個別企業の信用リスクを参照金融指標とする、又は信用リスクのみが償還金額の毀損要因となる商品【参照企業にクレジットイベントが発生した場合に価格が変動するもの、発行体にクレジットイベントが発生した場合以外は額面 100% で償還するもの等】

・長期間にわたり、安定的に推移している金融指標を参照する商品【例：円金利を参照するもの等】

8) ただし、②による説明のみでは、想定損失額を適切かつ十分に説明できない場合には、②で想定される理論的な価格水準を示すなどしたうえで、①による説明に代えて、次の説明で足りるとされる。

(i) 取引の解約に伴い、協会員が第三者との間で行う代替契約の締結又は反対売買によって、費用又は損失が生じること、

(ii) 当該費用又は損失については、解約清算金（違約金）として、中途解約時に顧客が負担することとなること、

(iii) 当該解約清算金（違約金）については、想定額の算出が不可能であること、

(iv) したがって、想定損失額の算出が困難であること、

(v) 顧客が支払う解約清算金（違約金）は、「最悪シナリオを想定した想定損失額」（契約満了時）をも上回る可能性があること。

9) http://www.fsa.go.jp/sesc/news/c_2004/2004/20040305-1.htm

10) 脳科学の分野では、ある事象を「わかる」という意味は、「ある階層の現象を下の階層での規則性に還元し、またさらに上の階層での現象に関連付けて意味を理解する場合が多い」とされる（田中ほか、2008、1）。知覚を受けての認識は、物体の識別、弁別に止まらず、それぞれの物体に関する他の情報の再現が含まれる（同、70）。これは、下の階層の規則性が参照されることで可能となとする。この理解によれば、仕組商品のリスク性を「ある階層の現象」、オプション取引の経験を「下の階層の規則性」と置き換えれば、仕組商品のリスク性を理解できるとするためには、オプション取引の経験を経ることが必要ということになる。

- 11) 仕組商品について瑕疵担保責任を問題とした裁判例に、東京地判平 24・5・17 (判タ 1386・231) がある。事案では、顧客側が、金商業者から購入した私募債の仕組みに瑕疵があり無価値であったと主張し、売買契約に基づく瑕疵担保責任、不法行為責任に基づく損害賠償請求を行った。しかし、瑕疵担保責任に基づく請求について判決は、金商業者は商品の販売を媒介したに過ぎず顧客との間の売買契約は成立していないとし、他の適合性原則違反、説明義務違反についても顧客請求を退けた。
- 12) 青木 (2013) は、単純な仕組の商品でさえ、その内容を「机上で事前に説明するには現実には複雑すぎる」と指摘した上で、事案での金商業者の説明につき、ヘッジ目的違背の点で説明義務上の何らかの違反を認定する等の法律構成の可能性を示唆する。

参 照 文 献

青木浩子「ヘッジ目的の金利スワップ契約と銀行の説明義務：最一判平成 25・3・7 (平成 23 年 (受) 第 1493 号 損害賠償請求事件) の検討」NBL1005

加藤新太郎 (2013) 「金融商品購入勧誘における適合性原則違反・説明義務違反」現代民事判例研究会編『民事判例 V 2012 年前期』日評

川地宏行 (2013) 「金融商品取引における適合性原則と錯誤無効」鹿野菜穂子・中田邦博・松本克美 (編) 『消費者法と民法：長尾治助先生追悼論文集』法律文化社

神崎克郎・志谷匡史・川口恭弘 (2012) 『金融商品取引法』青林書院
金融庁

－ (2010) 「主要行等向けの総合的な監督指針」平成 22 年 4 月 16 日

－ (2011) 「「金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針」、「主要行等向けの総合的な監督指針」及び「中小・地域金融機関向けの総合的な監督指針」」平成 23 年 3 月 18 日

－ (2013) 「金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針」平成 25 年 8 月、
<http://www.fsa.go.jp/common/law/guide/kinyushohin/>

来栖三郎 (1974) 『契約法 法律学全集 (21)』有斐閣

ジョン・C・ハル、竹谷仁宏 (訳) (2008) 『ファイナンシャルリスクマネジメント』ビアンソン・エデュケーション

潮見佳男 (2013) 「適合性の原則に対する違反を理由とする損害賠償〈巻頭論文〉」

- 現代民事判例研究会編『民事判例V 2012 年前期』日評
橋朋廣 (2009)「Ⅲ. 仕組商品投資に関するリスクの把握と管理」日本銀行金融機構局
金融高度化センター) http://www.boj.or.jp/announcements/release_2009/data/fsc0903a5.pdf
永田光博 (2011)「リーガルNAV I 合理的根拠適合性」金法 1925
日本証券業協会 (2011)「協会の投資勧誘、顧客管理等に関する規則第 3 条第 3 項の考え方」http://www.jsda.or.jp/shiryō/web-handbook/101_kanri/files/101_a032-10.pdf
日本証券業協会 (2012)「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」平成 24 年 11 月 30 日、http://www.jsda.or.jp/shiryō/web-handbook/101_kanri/files/toushikannyu3-4guideline_121130.pdf
田中啓治 (編)、永松総一、中沢一俊、渡邊正孝 (2008)『認識と行動の脳科学』東大出版会
中山貴司、馬場直彦、栗原達司 (2004)「マーケットレビュー 2003 年の債権相場の特徴点」日本銀行金融市場局
芳賀良 (2012)「金融商品事業者等に対する行為規制」川村正幸編『金融商品取引法第 4 版』中央経済社
平野裕之 (2007)『民法総合 5 契約法』信山社
星野英一 (1986)『民法概論Ⅳ』良書普及会
村本武志
— (2012a)「仕組商品販売と適合性原則—米国 FINRA 規則改正を契機として— (1)」現代法学 22
— (2012b)「仕組金融商品に関する最近の米国 FINRA 規則通知・警告」消費者法ニュース 90
森平爽一郎 (2012)『金融リスクマネジメント入門』日本経済新聞出版社
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」伊藤眞・松尾眞・山本克己・中川丈久・白石忠志編『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
山下友信、神田秀樹 (2010)『金融商品取引法概説』有斐閣
山本顕治 (2013)「市場法としての契約法と瑕疵担保責任」神戸法学雑誌 63

(1) <https://secure.tku.ac.jp/repository/,DanaInfo=www.lib.kobe-u.ac.jp+81005330.pdf>

我妻榮（1972）『民法講義（中）（一）』岩波書店

NASD（2005）Notice to Members 05-59 , Guidance Concerning the Sale of Structured Products <http://www.finra.org/web/groups/industry/@ip/@reg/@notice/documents/notices/p014997.pdf>

FINRA（2011）Regulatory Notice 11-25, Know Your Customer and Suitability

FINRA（2012a）Regulatory Notice 12-03, Complex Products, <http://www.finra.org/web/groups/industry/@ip/@reg/@notice/documents/notices/p125397.pdf>

FINRA（2012b）Frequently Asked Questions FINRA Rule 2011（Suitability）
http://www.deathcarelaw.com/uploads/file/CombinedSuitabilityFAQs_12-10-12.pdf