

デリバティブを内包する 金融商品の問題

弁護士 住田 浩史

第1 はじめに

近時、デリバティブを内包する金融商品を購入して損害を被った顧客が、売り手である証券会社や銀行の責任を問うケースが増えている。

これらの裁判例を概観した上、デリバティブ内包商品の問題性について論じてみたい。

第2 裁判例

下記は、デリバティブが組み込まれた債券ないしは投資信託の売り手責任が認められた事案である。

その他、デリバティブ取引そのもの、たとえば金利スワップ取引については、福岡高判平成23年4月27日が、売り手である株式会社三井住友銀行の重大な説明義務違反により契約自体が無効となり、かつ、不法行為を構成する旨認定しているのが注目される(金融・商事判例1369号25頁)。また、通貨スワップ・通貨オプション取引をめぐる紛争も生じている。

1 大阪地判平成22年3月26日(金融・商事判例1358号31頁)

(1) 対象取引・商品

野村証券株式会社の仕組債で、エクイティリンク債やバスケット型EBと呼ばれるものである。

債券の額面は1億円で、想定元本を10億円とし、1億円ずつ10銘柄の株式に投資したものと仮定し、各銘柄の株価が基準価格の50%を下回った場合(ノックイン)、その後償還期限に基準価格まで回復しなければ、基準価格との差額がそのまま顧客の損失となる(複数の株式がノックインしていれば、損失がそのまま累積する)というものである。

(2) 判決内容

「ハイリスクで賭博性が高い商品」であるとし、「仕組みが非常に複雑で…適合性にも疑問があるXらのような顧客には、特に誤解を与えないような説明をすることが必要であるといえる。」とし、購入勧誘時及び購入後の説明義務違反を認め、損害賠償請求を認容した(ただし、

過失相殺2割)。

2 大阪地判平成22年8月26日(金融・商事判例1355号2頁)

(1) 対象取引・商品

5とほぼ同じ。

(2) 判決内容

「内容の理解は困難」とし、「原告の意向と実情に反し、過大な危険を伴う取引を勧誘したものである」として適合性原則違反の不法行為を認めた(ただし、過失相殺2割)。

3 東京地判平成22年9月30日(金融・商事判例1369号44頁)

(1) 対象取引・商品

株式会社三井住友銀行の仕組債で、日経平均リンク債と呼ばれるものである。なお、上記金融・商事判例1369頁44頁以下は、この商品を「投資信託」としているが、「債券」の誤りである。

発行債券の額面は1億円で、日経225現物指数が償還日の一週間前までに1度も基準価格を下回らなければ元本が償還されるが、1度でも下回った場合(ノックイン)は、償還日の一週間前の日経225現物指数の終値に連動して償還される。利率は年1.35%である。

(2) 判決内容

「債券の仕組みをよく知り、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」とし、「原告の投資経験についての慎重な調査をせず、また、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ものであり、適合性の原則から著しく逸脱した証券取引勧誘である」として適合性原則違反を認め、かつ、説明義務違反を認めた(過失相殺なし)。

4 大阪高判平成22年10月12日(金融・商事判例1358号31頁)

(1) 対象取引・商品

野村証券株式会社の仕組債で、TARNsと呼ばれるものである。

債券の額面は5000万円、当初1年間の年利は

15.3%で、2年目以降は米ドル及び豪ドルに連動し、これらがいずれも基準値よりも円安である場合には、その差分のうち小さい方を基準として利子が支払われる。償還期限は30年、62万5000米ドルか100万豪ドルのいずれかで償還されるが、上記の利子が累積して29%になった場合は円貨にて元本の早期償還がなされるというものである。

(2) 判決内容

顧客が「本件仕組債を購入する際、本件仕組債の権利内容について錯誤に陥り、そのリスクについて理解しないままであったと認めるのが相当である。そして、その錯誤は、本件仕組債を購入するかどうかを判断する上で、最も、重要な事項についての錯誤であり、しかも、錯誤に陥っていたことは表示されていたと認められる」とし、民法95条による錯誤無効を認めた。

5 東京地判平成23年2月28日（金融・商事判例1369号44頁）

(1) 対象取引・商品

静銀ティーエム証券株式会社の仕組投信であり、上記(3)のごとき日経平均リンク債を投資対象とするものである。

1口1万円で、年1回の判定日における日経平均株価が、当初株価以上であれば、分配金を加えた元本全額が早期償還される。当初株価よりも下回った場合は、5年で満期償還されることになる。期間中、1度も当初株価の65%を下回らなかった場合には元本全額が償還されるが、1度でも下回り（ノックイン）、当初株価に回復しなかった場合には、最終株価に連動して損失を被るというものである。

(2) 判決内容

「得られる可能性のある利益は分配金の限度であるのに対し、その利益にとどまらない損失を被る可能性のあるものであり、また、損失を被る可能性は低いとはいえず、被る可能性のある程度も小さいとはいえないものであって、リスク性の高い投資商品である」とし、「適性が低い原告に対し、十分な説明をすることなく」勧誘したことを不法行為にあたり、損害賠償責任を認めた（ただし、過失相殺4割）。

第3 考察

1 「演出」としてのデリバティブ

以上、仕組債・仕組投信については、いずれも複雑でリスク性の高い商品であるとされ、これを十分に理解することができない買い手に売られたり（適合性原則違反）、売り手において十分な説明がなされない（説明義務違反）という事態が認められる。

では、なぜ、このようなデリバティブ商品が、投資のプロではない一般投資家にまで盛んに売られるようになったのであろうか。

この問いに対する、仕組債の組成販売者による紋切り型の答えとしては、自動車など他の製造物と同様、「顧客の多様なニーズに合わせて、多様な商品を開発するため」というものである。しかしながら、仕組債の組成販売者の狙いは、実際には、顧客に対して、「いかにして現実よりも魅力的に映る商品をつくれるか」というところにしかない。ある商品の実際の危険性とその商品の見かけの有利性のギャップが組成販売者の利益となり、かつ、顧客の不測の損失となる。デリバティブは、まさにそのようなギャップを造りだした上で巧妙に覆い隠す道具として用いられているのである¹。

2 オプションの売り

そして、仕組債・仕組投信でよく用いられるデリバティブのテクニックは、「オプションの売り」を組み込んで、「見かけの高金利」を演出するというものである。例えば、上記2(1)のバスケットEBにおいては、10の銘柄の株式のプットオプションの売り、及び、これを組み込んだEBをさらに10倍のレバレッジをきかせて濃縮している。同(2)(3)(5)においても、日経平均株価指数のプットオプションの売りが埋め込まれている。同(4)のTARNsにおいては、外貨プットオプションの売りが組み込まれている。

オプションとは、ある資産を売り買いする権利であり、買う権利をコールオプション、売る権利をプットオプションという。

もちろん、この「権利」を逆側からみれば「義務」ということになり、コールオプションを売った者は、資産を売る義務が、プットオプションを売った者は資産を買う義務が生じることとなる。例えば、プットオプションは、ある資産を、ある特定の日（ないしは、ある一定の期間内）に、ある一定

の価格(権利行使価格)で売ることができる権利のことであるが、プットオプションの売り手は、ある一定の日に、ある一定の価格でその資産を買わなければならないのである。

オプションの売り手は、その義務を引き受ける対価として、オプション料(プレミアム)を受け取るのである。

たとえば、P社の株式の現在の株価が100円として、Xが、保有するP社株の権利行使価格100円のプットオプションを、オプション料(プレミアム)10円でYから買ったとしよう。

もし、満期日にP社株が60円に値下がりすれば、Xはプットオプションの権利行使をして、100円で株式を売ることになる。経済的結果とすれば、Xは、本来であれば40円の損失が出たところを、Yに支払った10円だけですんだことになる。これに対して、Yは、義務により、60円で買えるはずの株式を100円で買わされることになり、10円のオプション料を受け取ったとしても30円の損失となる。

逆に、満期日にP社株が140円に値上がりしても、Xはプットオプションの権利行使はしない。なぜなら、市場で140円で売れるのにもかかわらず、わざわざ特別にYに100円で売ることはいないからである。よって、オプションの買い手Xは、30円の利益を保持する。一方、売り手Yは、オプション料10円を保持したままである。

以上の両局面において、XとYの損益が非対称となっていることがよくわかる。すなわち、オプションの買い手Xは、どんなにP社株価が値下がりしても損失を10円に限定できるのに対して、オプションの売り手Yは、P社株価の値下がりの影響を無限定に受けることになり(例えば、100円が10円に下がった場合、Yの損失はプレミアムを差し引いても80円である)、また、XY間は相対取引であるから、Yがヘッジの手段を持たない個人投資家の場合には、損失の拡大を回避することは不可能である。他方、P社株価の値上がり時には、Yは、上記のとおり、受け取ったオプション料以上の利益は絶対に得られない。

このように、プット(コールも同様であるが)オプションの売り手は、損失は無限定かつ拡大不可避、利益は一定という損益パターンを必然的に引き受けることになるのである。これは、保険会社が、契約者から保険料をもらって保険を引き受け

る、という構造に極めてよく似ている。

そして、リスクが高ければ高いほど保険料があるのと同様、リスクを高くすることによって、オプションのプレミアムも簡単にあげることができるのである。

3 オプション売りの埋め込み

このように、オプション売りは、保険の引受けと同じであるから、そもそも投資の対象として異質であるとともに、ハイリスクな取引である。そこで、商品の組成販売者が考えるのが、公社債等の債券や投資信託などのなじみ深い商品に、密かに「投資家にオプションの売り手になってもらう」ことを巧妙に埋め込むことで、そのリスクと異質さを隠蔽してしまうという手法である。ここに仕組債・仕組投信が生まれる契機があるのである。

しかしながら、顧客は、まさか自分が保険会社のような立場に立たされているとは思わない。おなじみの債券(公社債など)や投資信託だと思い込んでいるのである。

よって、このような誤解を招きかねない仕組債のリスクを真に理解するためには、このような仕組みで組成されている商品であること、すなわち、埋め込まれているデリバティブについての理解が不可欠であり、どの指数がどのような動きをすることに賭けているのかどうかを把握しなければならない。売り手は、これを理解する能力、知識、経験がある顧客にのみ販売でき、かつ、そのような場合でも、実践に耐えるだけの理解を得るための、相当高度かつわかりやすい説明を行わなければならないのである。

4 仕組責任

しかしながら、上記2で見たとおり、そうではない顧客に売られ、また、十分な説明がなされなかったどころか誤解を招くような説明がなされるというケースが相次いでいるのである。

これは、たまたま証券会社のある特定の担当者がよくなかった、とか、そのような特殊な問題ではなく、むしろ、より構造的な問題であり、そもそも顧客の誤解を招きやすい、かつ、十全な説明をすることが極めて困難な「魅力的な」(むしろ、実際に「魅力的」なのはうまみを享受する証券会社にとってであろう)仕組債なるものを組成したということそれ自体に根本的な責任があるのではないだろうか。

例えば、家電メーカーが、テレビの画質を美し

くするのに、最新の素材や技術を使うのは非常に立派なことであり、正当な企業努力である。しかしながら、証券会社が、単に顧客に対する見せかけだけの有利さを演出するためにデリバティブという技術を用いるのは、果たして正しいことなのだろうか。魅力的な外見であるにもかかわらず、他方で、従業員が説明義務が十分果たせない、大多数の顧客が理解できない、そしてなにより大きな損失を被る可能性が非常に高い商品は、まさに「通常有すべき安全性」を欠くのではないだろうか。問われるべきは、このような商品を組成販売した仕組責任である。これに対して、「顧客のニーズがあるから」「顧客が高金利商品を求めるから」という声しか聞こえないようでは、この業界では、製造物責任法的な発想があまりに乏しいと言わざるを得ない。

第4 おわりに

このようなデリバティブ取引・商品をめぐる紛争が多発したことを受け、金融庁は、平成22年9月13日に「デリバティブ取引に対する不招請勧誘規制のあり方」を公表し、さらに、平成23年4月には、監督指針を改正してデリバティブ取引の販売・勧誘態勢の強化をはかっているところであるが、ある一定の商品については組成や販売すること自体を規制するような動きはいまだ見られない。

さて、上記の裁判例における買い手はいずれも個人や私企業であるが、このような被害は、実は、地方公共団体をはじめとする公的団体や大学、年金運用団体などにも広まっているのである。とりわけ、上記2(4)のTARNsが引きおこすような長期塩漬けリスクについては、リスクが見えづらく、ことによると数十年後に損失が判明するおそれがある。

なお、地方公共団体が仕組債で大きな損失を被った事例として世界的に有名なのは、インバースフローター等のハイリスク仕組債等への投資によって破綻したカリフォルニア州オレンジ郡である²。このような破綻を迎える団体企業が多発する前に、デリバティブ商品による被害の救済や、より強力な販売規制がいち早く行われなければならない。

- 1 なお、このような「有利性の演出」のテクニックが、さまざまなかたちで、個々の商品の現実の危険性とのギャップを覆い隠していることについては、清水俊彦「デリバティブ損失問題の深相(1)～(21)」NBL915号～940号(2009～2010)に詳しい。
- 2 可児茂『デリバティブの落とし穴』69頁(日本経済新聞社、2004年)