

# デリバティブ商品の購入と解約

## ～今、何が問題となっているのか

さくら共同法律事務所

弁護士 上田 直樹

弁護士 金 裕介

本章では、デリバティブ取引やデリバティブを組み込んだ仕組債、投資信託の購入、解約に関連し、近時発生している様々なトラブルについて、実際の事例を踏まえながら、トラブルを防ぐためのポイントについて解説します。

### 1 ADR事例から見た トラブルの原因・態様

#### (1) はじめに

最近、金融機関が販売したデリバティブ取引やデリバティブを組み込んだ仕組債、投資信託（以下、「デリバティブ商品」）の契約、解約に関連し、トラブルが急増しています。

筆者は、弁護士として、デリバティブ商品に起因して重大な損害を被ることとなった企業から相談を受け、一般社団法人全国銀行協会（以下、「全銀協」）が主催するあっせん制度（金融分野における裁判外紛争解決制度。以下、「金融ADR」）を通じて、金融機関と顧客との間に生じたトラブルを解決した経験を有しており、この経験をもとに、まず、実際の金融ADRでの事例を取り上げて、デリバティブ商品の勧誘に関して後々トラブルが発生しうるポイントを探っていききたいと思います。

#### (2) 勧誘対象企業の選定（適合性原則）

まず、デリバティブ商品を勧誘する企業の選定に合理性があるのか疑問が生じるケースが見られます。

金融機関は、金融商品取引行為に当たって、

顧客の知識、経験、財産の状況及び金融商品取引契約を締結する目的に照らし不相当と認められる勧誘を行ってはならないとされています。

ところが、金融ADRが申し立てられた事例のなかには、為替デリバティブ取引に当たって、ヘッジニーズがほとんど認められない企業に対して、過大なデリバティブ商品が販売されているケース（いわゆる、オーバーヘッジ）や、財務基盤の脆弱な企業に対してハイリスクのデリバティブ商品が販売されたケースが見られます。全銀協が公表する金融ADR解決事例集でも、ヘッジ比率の適切さを巡って、トラブルが生じていることが報告されています。

#### (3) デリバティブ商品勧誘時に起きる問題

次に、金融機関の担当者がデリバティブ商品を企業担当者に勧誘する際の説明内容や勧誘方法を巡って、ADRの場で争いになるケースがあります。

企業担当者から、金融機関との間でデリバティブ商品を締結するに至った経緯・理由を尋ねると、おおむね、以下のような回答を受けることがあります。

①金融機関の担当者から損はしないとの説

明を受けた。

- ②金融機関の担当者から執拗に勧誘を受けて断り切れなかった。
- ③デリバティブ商品を購入すれば、新規融資を受けることができるとの誘いを受けた。

#### ア 断定的判断の提供等の問題

①の勧誘方法は、断定的判断の提供等の禁止の問題と関係します。

金融ADRの場合において、企業担当者は金融機関担当者から「損はしない、必ずもうかる」などの説明を受けたと主張し、金融機関担当者はこれを否定するなど、説明の内容や態様を巡っての食い違いやトラブルが生じることがあります。

例えば、為替デリバティブ取引を巡り、企業担当者が、金融機関担当者から提供を受けた為替相場の資料を提出して、為替相場が1米ドル〇〇円を切ることはない（＝これ以上円高方向には進まない）との説明を受けたと主張することが多く見られます。

すなわち、為替デリバティブ商品の勧誘は、過去の為替相場の推移を示した資料に基いて行われることが多く、金融機関担当者のなかには、例えば、1米ドル100円のラインに赤線を引くなどして、為替デリバティブ商品の勧誘をしていることがあります。

もちろん、赤線を引いたからといって、断定的判断の提供があったことの直接の証拠にはなりません。しかし、これらの資料から、1米ドル100円を切る可能性が低いことを強調した営業がなされたことは推認することができます。

企業担当者の多くは投資経験や金融商品の知識が乏しいことが多いため、金融機関担当者の説明から「損害発生リスクは小さい」と思い込んでしまい、発生し得る損害額を想定しない

ままデリバティブ商品の契約を締結してしまうことがあります。そのため、予想と異なる相場変動により損害を被ることとなった際に、「聞いていた話と違う」としてトラブルが生じるのです。

#### イ 不招請勧誘と抱き合わせ販売などの問題

また、金融ADRでは、企業担当者より、金融機関担当者から上記②、③のような勧誘を受けたとの主張が提出されることもあります。

企業担当者の多くは、金融機関担当者からのデリバティブ商品購入の勧誘を断ることで、金融機関との間の他の取引や融資条件に影響が生じることを懸念し、また、金融機関からの融資や取引拡大を望むため、②、③のような勧誘を受けた際には、勧誘を断り切れずに、金融機関からの提案を受け入れてしまう傾向にあるようです。②、③のような勧誘方法は、法的には、不招請勧誘や抱き合わせ販売、優越的地位の濫用の問題を生じさせることとなります。

金融ADRにおいても、金融機関の担当者が、3カ月以上にわたって、2、3日に1度、会社を継続的に訪問し、デリバティブ商品の勧誘を行っていたケースや、為替ヘッジのニーズがないにもかかわらず、新規融資を条件として金融機関との間でデリバティブ契約を締結し、デリバティブ商品の損失が原因で会社が債務超過に陥ってしまったケースなどで問題が生じています。

#### (4) 解約清算金を巡るトラブル

次に、解約清算金を巡るトラブルについて、説明をしたいと思います。

金融機関が販売したデリバティブ商品を巡って、全銀協の金融ADRの申し立てが急増している背景には、デリバティブ商品の中途解約条件や解約清算金についての説明が不十分であった点に大きな原因があるのではないかと考えられます。

企業担当者の多くは、デリバティブ商品の購入時には、解約が制限されていることや、解約

時に多額の解約清算金が発生することを正しく理解していません。そのため、中途解約に当たって金融機関から提示を受けた解約清算金の金額を目の当たりにして、説明を受けていなかったとして、憤慨する企業担当者は多く、金融ADRの場合においても説明の有無がしばしば争点となっています。

デリバティブ商品の契約書には、解約清算金について、例えば、「解約に係る手数料、費用、及び銀行が被る損害相当額を支払う」「解約時の市場情勢を基準として弊行所定の方法により算出した金額を弊行にお支払い頂く可能性があります」等の規定は存在し、この限りでは解約清算金の説明も行われているようです。しかし、それ以上に具体的な解約清算金の計算根拠やシミュレーションは示されておらず、また、金融ADRでの金融機関の対応をみると、金融機関担当者自身も解約清算金の計算根拠や算出方法を正しく理解していなかった結果、企業担当者に解約清算金の試算を示すことができなかったケースもあるようです。

このような事情により、企業担当者は解約清算金の金額を正確に想定することができず、デリバティブ商品を巡るトラブルの原因になっているものと考えられます。

## 2 最近の判例から見た トラブルの原因・態様

次に、裁判にまで至った近時のケースから、どのような点に関し、適合性の原則違反や説明義務違反等の問題が提起され、争われているのか見ていきたいと思います。

### (1) 仕組債を巡って適合性が争われた判例

まず1件目として、銀行の担当者より勧誘され仕組債（ノック・イン・フォワード型日経平均リンク債。以下、「本件仕組債」）を1億円で購入した顧客が、本件仕組債の約定の観測期間内（3年間）にノック・イン事由（編集部注：

「ノック・イン」については2章「2 仕組債（2）ノック・イン性」の項を参照）が発生するなどして、満期償還日における償還金額が5579万円余りになったことから銀行に損害賠償請求訴訟を提起した事案があります。ここで、ノック・イン事由は「観測期間中に日経平均株価が当初価格の50%を下回ること」であり、ノック・イン事由が発生した場合には、満期における償還額は観測期間最終日の日経平均株価に連動するというものです（期間中の転売は制限される）。なお、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割合に連動する（割合が大きいほど利率が大きくなる）ものでした。

この訴訟について、一審判決（東京地裁2010年9月30日判決）が銀行の責任を一部認めたのに対し、控訴審判決（東京高裁2011年11月9日）は銀行の責任を否定し、顧客側の請求を棄却しました。

一審は、顧客が本件仕組債購入当時70歳であったことや、元本割れリスクの少ない投資信託の購入経験しかなかったこと、本件仕組債の利率（年1.35%）から算出される3年間での税引後の受取額が324万円であるのに対し、ノック・イン事由が発生した場合の損失は最大1億円にのぼること、商品の具体的説明時間が30～45分程度に過ぎず、顧客は日経平均株価の過去長期にわたるトレンドを踏まえたノック・インのリスクを正確に認識しないまま1億円もの購入を決定したことなどを認定し、銀行の担当者の本件勧誘を、顧客の適合性に違反するものとして、銀行の損害賠償責任を全額認めました。

これに対し、控訴審は、顧客の財産状況（4億5000万円の現金のほか、不動産を相続し、子の会社から役員報酬等を得ている）や、過去の投資信託の購入額が1億円にのぼり、本件仕組債購入後も元本割れのリスクがある為替予約付円定期預金を5000万円申し込んでいること

から、銀行の担当者が本件仕組債の購入を勧誘したことは適合性の原則に反するものではないと判示しました。また、説明義務に関しては、本件仕組債について説明すべき事項は、①投資商品であり預金でないこと、②ノック・イン事由発生の危険性、③元本割れの危険性、④原則として中途解約ができないことの各事項であり、これらの事項の説明は銀行担当者によって行われていることを認定し、顧客の請求を全部棄却しました。

このように、本件では一審判決と控訴審判決で逆の結論が示されており、微妙な事例であったと評価できます。

一審判決は、本件仕組債を購入するには、ノック・インの仕組みを理解し、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リスクを取りつつ購入すべきか否かの判断をしなければならず、「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」と判示しています。同判決は、本件仕組債は、将来にわたるリスクの量を正確に認識できる程度の専門知識・経験を有する顧客にしか販売すべきでなかったと考えているようです。

一方、控訴審判決は、「過去3年分の日経平均株価の推移を見ても、本件債券の観測期間中にノック・イン事由が発生することが予見できたと解されない」と述べ、過去のトレンドの説明を行うことと、将来にわたるリスクの量を正確に認識できることは因果関係がないとの認識を示しています。ノック・イン事由が発生し得ることを含む上記①～④の説明が理解できる程度の知識・経験を有する顧客であれば、本件仕組債の販売も可能と考えているようです。

## (2) 為替予約取引の解約を巡る判例

2件目は、証券会社との間で円／豪ドルのフラット為替予約取引（相対取引）を行った学校法人が、後に本件取引を解約したことにより11億6270万円の解約料を当該証券会社に支

払ったことに関連し、適合性の原則違反、説明義務違反、解約料の詐取等を主張し、当該証券会社に対し損害賠償請求訴訟を提起したというものです。

ここで、フラット為替予約とは、おおむね、あらかじめ合意したレート（本件では1豪ドルあたり74円）であらかじめ定めた期間（本件では毎月10年間、計120回）にわたり先物予約を行うこと（本件では20万豪ドルの差額決済を行うこと）をいいます。フラット為替予約は、外国通貨買いの需要がある輸入企業においては、スポットレートよりも有利なレートで、（当初は）外国通貨を調達できるメリットがあるといわれていますが、本件では、実需ではなく、学校法人の資産運用の手段として為替予約が組まれています。

本件取引に係るデリバティブ取引契約（2008年1月締結。以下、「本件契約」）を行った際の円／豪ドルのスポットレートは判決書からは明らかではありませんが、レバレッジをかけることで合意レートを円高方向に寄せたようであり、1豪ドルあたり74円を超えて円高になった場合には、学校法人側の支払額が3倍になるように設定されていました（編集部注：レバレッジとレートの関係については2章「1 デリバティブ（2）クーポン・スワップ（レバレッジ型）」の項を参照）。

本件契約後、豪ドルは1ドル58円程度の水準で推移することもあり、原告に多額の損失が生じる可能性が生じたことから、学校法人においては、証券会社と協議の上、2008年11月に追加で合意レートを48.40円とするフラット為替予約（以下、「追加契約」）を組んでいます。本件では、本件契約を解約するまでの学校法人側の損失は328万円に過ぎず、追加契約では最終的に1億594万円の利益を得ています。

このような状況で学校法人が2009年3月をもって本件契約をあえて解約したのは、文部科

学省より学校法人の資産運用についての警告が発せられたことや、資産運用の実態についての報告を厳しく求められたことを原因とするものでした。なお、この学校法人は総資産900億円、運用資産400億円を有しており、この証券会社との預かり資産はピーク時で195億円にも達し、その大半は仕組債による運用で、為替と連動するものも含まれていたようです。

こうした事実関係の下で、裁判所は、本件取引を中途解約する際の解約料についての証券会社の説明は不十分であり、仮に解約料が10億円を超える可能性があることを学校法人に説明していれば、学校法人は本件契約を締結していなかったものと認め、本件取引の解約料及び取引損失の合計を証券会社担当者の説明義務違反に基づく損害とした上で、8割の過失相殺を行い、2億5319万円余りの損害賠償を証券会社に命じた（大阪地方裁判所2012年2月24日判決）。

この判決においては、学校法人の資産運用の経験や資産状況から適合性原則違反との主張を退けたほか、為替予約自体により発生しうる損害についての説明義務違反は認めませんでした。他方、本件契約の中途解約手数料が11億6720万円にものぼったことから、本件取引を開始するに当たっては、このような解約料の発生可能性が判断材料として学校法人に与えられるべきであったと判断しました。

本件において、学校法人は自らの判断で解約を申し入れており、証券会社より解約料の説明を受けた上、合意の上で本件取引を解約しています。しかし、解約料の金額の大きさに鑑みて、裁判所としては、解約料に関するリスク情報は、本件契約締結の可否判断にも影響を与えたはずであると考えているようです。証券会社は解約料に関し、「豪ドルが74円を下回るような状況で解約すると、大きな損失が出る可能性があること」「実際の解約料の金額は、金利、為替、

金融商品市場における相場その他の実勢条件により客観的に合理的かつ公正な方法で算出される」ことは説明していたようですが、「大きな損失」が1000万円なのか、10億円なのか、この説明ではリスクの量を認識することができなかったことから、説明義務を履行したとはいええないとの判断に至ったものと思われま

### 3 トラブルを防ぐためのポイント

以上、ADR申立事例や、最近の判例をもとに、トラブルの原因・態様の事例を見てきました。

まず、そもそもデリバティブ商品の勧誘の適合性に疑問が生じるケースがありました。一般に、デリバティブ商品を販売するに当たっては、顧客にデリバティブ商品を必要とするニーズがあるのか（勧誘目的の適切性）、また、デリバティブ商品のリスクに顧客が耐えることができるか（リスク耐久性）を把握する必要があるとされています。

従って、FPとしては、顧客がデリバティブ商品の購入を検討している場合には、顧客の投資経験に照らし、デリバティブの事業上の実需の存否や、投資目的である場合には、他の商品で代替できない理由等をヒアリングの上、顧客の投資可能金額や財産状態と当該商品の最大想定損失とのバランスに鑑み、過大なリスクを負っているものと判断される場合には、デリバティブ商品の購入を見送ることも含め、アドバイスを行う必要があるものと思われま

次に、デリバティブ商品のリスクや解約清算金に関する説明内容や勧誘態様において問題になった事例について、トラブルになるポイントを整理します。ここで重要なのは、説明義務違反として銀行・証券会社の法的責任が認められる水準と、トラブルを防止するための水準は異なるという点です。先に、最終的に金融機関の説明義務違反等の法的責任が否定された事例を

紹介しましたが、顧客が損害を被った日から控訴審の判決まで約2年半ほどの歳月が費やされており、トラブルの終局的解決に多大な時間と労力を要したことがうかがわれます。

顧客は、発生した重大な損害に直面して、「こんな大きな損害が発生するとは具体的に聞いていなかった」として金融機関に善処を求める傾向にあります。金融機関担当者においては、通常デリバティブ契約を締結することに伴うリスクは一通り説明しているものと思われませんが、これらデリバティブ契約はオーダーメイドで組成されることが多く、株式や普通社債（ストレートボンド）とは異なり、契約締結前交付書面に記載されるような定性的な説明のみでは発生しうるリスクを具体的に認識し予見することが難しいという特徴があります。

従って、FPとして、デリバティブ商品の商品性を判断し、アドバイスを提供するときには、顧客において具体的なリスクの想定ができるよう、様々なシミュレーションを商品購入前に実施しておくことが必要と考えられます。

具体的には、(a)過去の為替・株価トレンド&将来の想定相場からの最大損益を計算、(b)レバレッジを付することにより拡大しうる損害の試算、(c)観測期間の長短によるリスク量増減の検証、(d)中途解約による資金化を要する蓋然性の判断、(e)中途解約の可否確認並びに可能な場合の解約料の試算、(f)他の商品の利回りとのリスクに比したリターンの比較、(g)場合によっては専門家によるオプション価格並びに適正リターンの試算等を実施してみることで、顧客は自分が負うリスクとリターンとの関係にある程度定量的に理解することができるように思われます。また、顧客がデリバティブ商品を購入する主要な

動機が、別の経済的利益（銀行からの融資継続等）の追求にある場合には、あくまでもデリバティブ商品単体での経済合理性に基づき購入判断を行うべきことをアドバイスすべきでしょう。

仮に、顧客の強い意向により、中途解約に制限があり、顧客ポジションを長期間の為替リスクや株価変動リスクにさらすようなデリバティブの契約をしようとする場合には、ヘッジ手段も同時にアドバイスする等の工夫が必要になってくるものと思います。

### おわりに

日本証券業協会においては、デリバティブ取引等に関連し「協会員の投資勧誘、顧客管理等に関する規則」（以下、「投資勧誘規則」）の見直し等を2011年4月1日に実施しています。この投資勧誘規則においては、デリバティブ商品の販売に際し、(1)勧誘開始基準を定めることや、(2)顧客に対する注意喚起文書の交付、(3)顧客からの確認書の徴求を定めています。ここで、確認書の内容には、想定される最大損失額や中途解約の可否、中途解約の場合の売却額（清算額）、想定される損失額を踏まえ顧客が取引可能な契約内容となっていること、デリバティブを組み込んだ商品の購入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こと等を理解していることが含まれています。

金融機関がこれら投資勧誘規則に定める勧誘手続きを懈怠することは通常想定されませんが、FPとしては、販売金融機関のコンプライアンス態勢のリトマス試験紙として、係る手続きが適切に履践されているかを注視すべきものと考えられます。

うえだ なおき 弁護士、さくら共同法律事務所パートナー。金融庁、みずほ証券株式会社で計5年半余り組織内弁護士としての業務を経験。M&A等取引支援業務、金融取引に係る訴訟案件、コンプライアンス態勢の構築等に関するアドバイス業務等を手掛けている。

きん ゆうすけ 弁護士、さくら共同法律事務所所属。2010年第二東京弁護士会登録。企業法務から一般民事まで幅広く業務に従事するほか、金融商品を巡る紛争解決業務に精力的に取り組んでいる。