

社債の実質的ディフィーザンス取引について説明義務違反が否定された事例

【文 献 種 別】 判決／最高裁判所第三小法廷
【裁判年月日】 平成 28 年 3 月 15 日
【事 件 番 号】 平成 26 年（受）第 2454 号
【事 件 名】 損害賠償請求事件
【裁 判 結 果】 破棄自判
【参 照 法 令】 民法 709 条・719 条・415 条
【掲 載 誌】 裁時 1648 号 1 頁、金判 1489 号 8 頁

LEX/DB 文献番号 25447842

事実の概要

本件は、X（A の更生管財人・訴訟承継人）が、Y₁ が組成して Y₂ が A に販売した仕組債について、Y₁ らに組成上の注意義務違反や説明義務違反等があったとして、共同不法行為または債務不履行に基づく損害賠償請求をした事案である。

A は償還期限を平成 34 年 6 月とする 300 億円の社債を発行していたが、金融費用の軽減のため実質的ディフィーザンスを実施することを計画し、継続的取引関係にある Y₂ にスキームを提案するように要請した。実質的ディフィーザンスは、社債発行企業が社債の返済債務にのみ充当されるように解約不能の信託を設定することで、実質的に債務が償還されたものと会計上みなす手法である。信託される金融資産は、返済債務が保全される高い信用格付けの必要があるが、国債や政府機関債のほか、拋出時に複数の格付け機関からダブル A 格相当以上の格付けを得ている社債も含まれる。

Y₂ から提案された本件仕組債のスキームの概要は、次のようになる。A は、Y₂ から格付きインデックス連動リミテッド・リコース・担保付固定利付クレジット・リンク債券（以下、REDI 債）を 300 億円で購入し、これを B 銀行との間の特定運用金銭信託契約の運用対象金融資産とする。REDI 債は、発行体（アイルランド法人の SPC）が、300 億円でシグマ・ファイナンスからユーロ円債（格付けはトリプル A 格。以下、シグマ債）を購入し

てその金利（2.1375%）を受領するとともに、Y₁ との間でシグマ債を担保としたインデックス CDS 取引を行ってその運用成果を得るというスキームとなっている。A が発行していた 300 億円の社債は利率が年 4% であり、シグマ債の金利と差額があるので、その分をインデックス CDS 取引（最大 15 倍のレバレッジがかかる）の運用益で得るという仕組みである。CDS はクレジットデリバティブの一種で、社債等の信用リスクを回避したい者が信用リスクを引き受ける者にプレミアムを支払い、債務不履行等のクレジット・イベントが発生した場合には所定の金額を受け取る等の決済が行われる取引である。インデックス CDS は多数の銘柄を参照する CDS（本件の場合には 250 銘柄）である。

平成 19 年 5 月、期間を 15 年とする本件取引が実行された。REDI 債の発行時の格付けはトリプル A 格であったが、平成 20 年 2 月に REDI 債について期限前償還事由が発生し、同年 3 月に償還された金額は 3 億 892 万円余りであった。A は、Y₁ らに対し、組成上の注意義務違反や説明義務違反等を理由として 290 億円余りの損害賠償請求をした（その後 A が会社更生手続開始決定を受け、管財人に就任した X が訴訟を承継した）。

第一審¹⁾ は、Y₁ らに組成上の注意義務違反も説明義務違反もないとして、X の請求を棄却した。これに対して原審²⁾ は、組成上の注意義務違反は否定したが、本件仕組債が Y₂ においても販売経験が十分といえない新商品であり、A が大

企業で担当者も豊富な経験があるとしても、本件のような複雑な仕組債の知識経験があったとはいえないとしたうえで、Y₂の情報提供ないし説明は、Aが本件取引のリスク等について具体的かつ正確に検討するためには十分な時間がなかったことや、タームシートについては英文書面であり訳文を交付していないことなどを理由として、Yらに説明義務違反があるとしてYらに共同不法行為責任を認めた（過失相殺5割）。

判決の要旨

「……本件仕組債の具体的な仕組み全体は必ずしも単純ではないが、Y₂は、A担当者らに対し、シグマ債を本件担保債券として本件インデックスCDS取引を行うという本件仕組債の基本的な仕組みに加え、本件取引には、参照組織の信用力低下等による本件インデックスCDS取引における損失の発生、発行者の信用力低下等によるシグマ債の評価額の下落といった元本を毀損するリスクがあり、最悪の場合には拋出した元本300億円全部が毀損され、その他に期日前に償還されるリスクがある旨の説明をしたというべきである。そして、Aは、消費者金融業、企業に対する投資等を目的とする会社で、その発行株式を東京証券取引所市場第一部やロンドン証券取引所に上場し、国際的に金融事業を行っており、本件取引について、公認会計士及び弁護士に対しY₂から交付を受けた資料を示して意見を求めてもいた。そうすると、Aにおいて、上記説明を理解することが困難なものであったということとはできない。

原審は、Y₂による……各事項の提示時期等を問題とする。しかしながら、上記各事項が提示された時点において、Aが本件取引に係る信託契約の受託者や履行引受契約の履行引受者との間で折衝に入り、かつ、上記事前調査の予定期間が経過していたからといって、本件取引の実施を延期し又は取りやめることが不可能又は著しく困難であったという事情はうかがわれない。そして、本件仕組債がY₂において販売経験が十分とはいえない新商品であり、A担当者らが金融取引についての詳しい知識を有しておらず、本件英文書面の訳文が交付されていないことは、国際的に金融事

業を行い、本件取引について公認会計士らの意見も求めていたAにとって上記各事項を理解する支障になるとはいえない。したがって、Y₂が本件取引を行った際に説明義務違反があったということとはできない。」

判例の解説

一 実質的ディフィーザンスと組成上の注意義務違反

実質的ディフィーザンスは、法律上は債務が消滅していなくても会計上は債務の消滅と認識できるとする手法である³⁾。Xは、Yらの組成上の注意義務違反の根拠として、実質的ディフィーザンスの実施に適する金融資産（元利金が保全される安全性の高い金融資産）を組成すべきであったと主張していたが、一審・原審は、国債等を金融資産として組成した場合のコスト等との比較をして検討・判断することはAにおいて行うべきであるとして、Yらの注意義務違反を否定している。本判例も、公認会計士の意見や本件仕組債の格付けが最高位であったことなどをあげ、否定している。

二 説明義務違反

1 説明義務の判断枠組み

契約締結過程における説明義務について、最判平23・4・22（判タ1348号87頁）は、「信義則上の説明義務に違反して、当該契約を締結するか否かに関する判断に影響を及ぼすべき情報を相手方に提供しなかった場合に」不法行為による損害賠償責任を負うことがありと判示している。この場合、具体的には何を説明すべきかという問題がある。

金融取引の紛争では説明義務が争点となる事案が多く、東京地裁のプラクティス委員会（第三小委員会）による裁判例の整理・分析も公表されている⁴⁾。それによると、説明義務の範囲や説明すべき程度は個別具体的な事案に基づく判断であり、裁判例に一定の基準を見出すことは困難であるが、裁判例の多くは金融商品のリスク（信用リスク、市場リスク、流動性リスク等）が生じる条件や可能性、リスクが生じた場合の具体的な程度、リスク回避手段の有無（例えば、途中解約制限条項

の有無、流通市場の存否）等について、投資者が正確に理解し、主体的に、得ることができる利益と生じ得るリスクとを比較し、投資の当否を判断することができるような説明をすることが求められているとされる。

最高裁は、適合性原則違反の判断に際し、具体的な商品特性と顧客側の諸要素を総合的に考慮するとしている⁵⁾。具体的な商品特性と顧客側の諸要素を具体的事案の下で考察するという考え方は、説明義務の判断においても妥当する⁶⁾。例えば、商品先物取引の差玉向かいに関する説明義務違反についての最判平 21・7・16（判タ 1315 号 84 頁）と最判平 21・12・18（判タ 1318 号 90 頁）は、商品先物取引は「専門的な知識を有しない委託者には的確な投資判断を行うことが困難な取引である」として「専門的な知識を有しない委託者から当該特定の商品の先物取引を受託しようとする場合には」説明義務があるとし、顧客属性によって説明の範囲が異なることを明らかにしている。また、金利スワップ取引に関する説明義務違反についての最判平 25・3・7 と最判平 25・3・26（判時 2185 号 64 頁）は、「すく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」として、説明の範囲あるいは程度について顧客属性との関係で判断している。

2 大企業顧客と説明義務

本件事案の場合、A は消費者金融業、企業に対する投資等を目的とする会社で、東京証券取引所やロンドン証券取引所に上場して国際的に金融事業を行っていた。このような大企業に対しては、特段の事情がない限り説明義務違反は問われまいとするという見解もある。すなわち、本件は金融商品取引法・平成 18 年改正金融商品販売法の施行前であったのでそれらの適用はないが、適用されたとした場合には A は金融商品取引法 2 条 31 項の特定投資家に該当するとともに、金融商品販売法 3 条 7 項 1 号・施行令 10 条 1 項の特定顧客でもあり、いわゆるプロであるからそれらの法令上の説明義務は不要な顧客である等から、説明義務違反の是非を判断する場合に参考にすべきであるというものである⁷⁾。しかし、この考え方に対しては、金融取引がより一層多様かつ複雑となっ

て一般にプロと考えられている顧客であっても容易にリスクを理解しにくいような取引もあり得ることから、プロかアマかといった二者択一的な区別は適切ではないとの批判がある⁸⁾。

本判例は、A の属性であっても説明義務は課されるとの前提で説明の範囲等につき判断している。

3 説明の範囲等

本判例は、本件仕組債の基本的な仕組み、損失の発生と元本毀損リスクがあり最悪の場合は 300 億円全部が毀損されるリスクがある旨説明したと判示している。ここでの説明の対象は外形的な基本的な仕組みであり、取引によってリスクが現実化する蓋然性等は含まれていない。具体的には、インデックス CDS 取引について、過去のデータに基づくシミュレーション等による分析結果の提示等の問題である⁹⁾。

この点、金融庁の金融商品取引業者向けの総合的な監督指針（平成 22 年 4 月）は、店頭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）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）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すること等を留意事項に追加している。また、東京高判平 26・3・30（金判 1448 号 24 頁）は、通貨スワップ取引において、時価評価額については取引の仕組みの重要部分として説明義務を負うとし、その変動要因と影響の程度等を最悪のシナリオも念頭において具体的に説明すべきである旨判示している¹⁰⁾。なお、当該通貨スワップ取引は、金利スワップに関する最判平 25・3・7 と最判平 25・3・26 の事案とは、取引内容やその難易度、想定される損失の程度等が大きく異なるものであるとしている。

本判例は、上記のとおり、A の属性と公認会計士・弁護士に意見を求めてもいたという事実関係の下で、本件仕組債の具体的な仕組み全体は必ずしも単純ではないが、説明を理解することが困難なものであったということはできないと判示している。そうすると、この説明義務の範囲あるいは

説明の程度の判断も、上記の具体的事案との関係でなされたものといえる。

もっとも、原判決も、Aの属性を踏まえて、説明ないし情報の提示に基づいて「具体的にシミュレートし、トリガー・イベント該当性にかかる判断等、リスクについての具体的かつ正確な検討をすることが著しく困難な状態であった」として説明ないし情報の提示の時期が遅かったことを問題にしており、シミュレート等による検討自体はAにおいて行うべきことを前提としている。

なお、本件では、Y₂により複数のシナリオによるシミュレーションが示されたが、最低のもので60%台での償還のものであった。このような提示がAの投資判断を歪めなかったのかという問題があるが、これもAの属性等との関係で消極となったと考えられる¹¹⁾。

最後に、原判決がY₁に対してもY₂とともに共同不法行為責任を認めた点については、批判が多く出されていた¹²⁾。本判例は、Y₂の説明義務違反が否定されたので、Y₁に説明義務違反があったとする余地はないとの判断となっている。

●——注

- 1) 東京地判平 25・7・19 金法 2007 号 100 頁。
- 2) 東京高判平 26・8・27 金法 2007 号 70 頁。
- 3) 吉田光碩「仕組み金融としての実質的ディフィーゼンス取引を販売した証券会社の説明義務」NBL1068 号 79 頁は、こうした仕組みについてまで債務の消滅と認識できるとするのはおかしいであろうとして、日本の会計基準が不適切であるとする。田中幸弘「実質的ディフィーゼンスと取引先法人顧客への説明義務」NBL1035 号 9 頁は、本件では「元利金が保全される高い信用格付けの金融資産を拠出すること」という要件を満たした金融資産といえたのかどうかも本来ならば問題となり得るところであろうと思われると述べている。清水俊彦「デリバティブ損失問題の深相 (20) — 富士の CPDO、(21) — 富士の CPDO (続)」NBL939 号 73 頁、940 号 64 頁は、本件仕組みのリスク構造と問題の所在についてディフィーゼンスとの関係で詳細に分析している。
- 4) 東京地方裁判所プラクティス委員会第三小委員会「金融商品に係る投資被害の回復に関する訴訟をめぐる諸問題」判タ 1400 号 5 頁。
- 5) 最判平 17・7・14 判タ 1189 号 163 頁。
- 6) 吉川純「最近の裁判例からみる適合性原則と説明義務」商事 2002 号 29 頁。
- 7) 福島良治「大企業が取り組んだ仕組み金融商品（実質的ディフィーゼンス）に関する説明義務違反判決——東

京高判平 26・8・27」金法 2010 号 18 頁。また、浅田隆「実質的ディフィーゼンス取引に関連し業者責任を一部認定した東京高判平 26・8・27——大企業に対する金融商品販売における説明義務を中心に」金法 2023 号 71 頁は、プロたる A 社への説明義務は、（もしあるとしても）相応軽減されていると考えられるとする。

- 8) 森下哲朗「実質的ディフィーゼンス取引における金融機関の義務——東京高判平 26・8・27 を題材に」金法 2010 号 6 頁。
- 9) 奈良輝久＝若松亮「富士対メリルリンチ損害賠償請求事件（上）（下）」銀法 781 号 4 頁、782 号 4 頁は、本件仕組債の構造とリスクの所在を詳細に示したうえでこの点について検討を加え、最悪のシナリオに至る具体的なシミュレーションの提示までが求められているわけではないとしている。
- 10) 本判決は平成 27 年 7 月 9 日付で双方の上告棄却・上告受理申立て不受理により確定している。津田顕一郎「通貨デリバティブ取引に関する時価評価に係る説明義務を認めた事例」消費者法ニュース 106 号 159 頁。本判決の評釈として渡辺宏之「通貨デリバティブ取引に関する時価評価に係る説明義務を認めた事例」金判 1448 号 2 頁。
- 11) 本件仕組債について、複数の格付け機関がすべてのリスクを考慮したうえでトリプル A 格の格付けをしている。しかし、本件取引後間もなくサブプライムローン問題による金融危機が深刻化していくので、福島・前掲注 7) 24 頁は、この格付けの甘さを批判している。さらに、吉田・前掲注 3) 84 頁は、サブプライムローン問題の重大さは Y が当然認識していたと思われると指摘する。仮に認識していたという場合は、証券会社の内部検討のシミュレーションによる時価評価損の最大数値と顧客への説明が大きく食い違う内容であったという事案において説明義務違反を認めた東京地判平 21・3・31 金法 1866 号 88 頁が参考になろう。
- 12) 森下・前掲注 8) 16 頁、浅田・前掲注 7) 74 頁、日比野俊介「実質的ディフィーゼンス取引に関連して、販売した証券会社の説明義務違反を認めた事例」金法 2025 号 59 頁。

弁護士 石戸谷 豊