

仕組債を用いた実質的ディフィーザンス取引に関する説明義務**【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 (旧武富士による対メルルリンチ損害賠償請求事件)**【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、判タ 1424 号 103 頁、金判 1489 号 8 頁、資料版商事 386 号 80 頁

LEX/DB 文献番号 25447842

事実の概要

A は、消費者金融業等を目的とする株式会社であり、平成 19 年当時、株式を東京証券取引所及びロンドン証券取引所に上場し、国際的な金融事業に従事していた。A は、平成 14 年 6 月、発行総額を 300 億円、利率を年 4%、償還期限を平成 34 年 6 月とする無担保普通社債 (以下、「本件社債」という。) を発行した。

A は、平成 18 年 11 月頃、Y₂ に対し、会計上、本件社債を早期に償還したものと取り扱うとともに、将来支払うべき利息負担の軽減を図る取引 (以下、「実質的ディフィーザンス」という。) について、提案をするよう要請した。Y₂ は、A の担当者である取締役兼執行役員兼財務部長 C その他の職員らに対し、Y₁ が組成し、Y₂ の販売する仕組債 (以下、「本件仕組債」という。) を運用対象金融資産とする信託契約を含む一連の取引 (以下、「本件取引」という。) を提案するとともに、本件仕組債に組み込まれているインデックス CDS (クレジット・デフォルト・スワップ) の仕組み等を説明した。CDS とは、参照対照となる企業その他の組織について、その倒産等のリスクを回避したい者 (保証の買手) がそのリスクを引き受ける者 (保証の売手) に対して、保証料を支払い、その参照組織につき、倒産等の事由が発生した場合に、当該事由に基づいた所定の金額を保証の売手が支払うことを内容とする金融商品である。複数の CDS の市場価格を指数化したものがインデックス CDS である。

本件取引の概要は、次の通りである。

第 1 に、A は、E 信託銀行に 306 億円を信託し、E は、信託が終了する平成 34 年 5 月までの間、上記信託金のうち、300 億円を本件仕組債で運用する。

第 2 に、本件仕組債の発行者として設立されたアイルランド法人 (以下、「本件発行会社」という。) は、本件仕組債の発行により、E 信託銀行から 300 億円の支払を受け、D 社の発行するユーロ円債 (以下、「D 債券」という。) を購入する。本件発行会社は、D 債券に、本件発行会社に対する Y₁ の債権を担保するための担保権を設定する (以下、「本件担保債券」という。)

第 3 に、本件発行会社は、D 債券を担保として、Y₁ 社との間で、D 債券から生じる利息とインデックス CDS 取引 (以下、「本件インデックス CDS 取引」という。) から生じるキャッシュフローを交換するスワップ契約 (以下、「本件スワップ契約」という。) を締結する。

第 4 に、本件発行会社は、インデックス CDS 取引から生じるキャッシュフローをもとに、本件仕組債の保有者である信託勘定に対して、平成 34 年 6 月までの間、未償還元本につき年利 4% の利息を支払う。ただし、D 債券の担保価値の減少や手仕舞いのための費用等を差し引いた仮想資本元帳に記録する残高が未償還元本総額の 10% (30 億円) 以下となった場合 (以下、「トリガーイベント」という。) には、Y₁ において本件スワップ契約を解除できる。

Y₂は、平成19年1月、Cらに対し、本件仕組債の基本的な仕組みに加え、本件取引には、①本件仕組債に組み込まれたインデックスCDSに係る参照組織の多数倒産、②同参照組織の信用力評価の低下による上記インデックスCDSの評価額の急激な下落及び③D債券の発行者の倒産といった元本を毀損するリスクがあり、最悪の場合には元本300億円全部が毀損され、期日前に償還されるリスクもある旨を説明した。この他、Y₂によるCに対する情報の提供は、同年4月末まで続いた。特に、平成19年4月17日、Y₂は、本件仕組債の仮想資本元帳における具体的な記録内容、期日前償還となった場合の清算金額の計算方法等の契約条件が英文で書かれた書面（以下、「本件英文書面」という。）を交付した。

会計上、実質的ディフィーザンスが認められるためには、複数の格付会社から、AA以上の格付けを取得する必要があるが、本件仕組債は、2社から最高位の格付けを付与された。

Aは、平成19年5月2日、E信託銀行との間で、信託契約を締結した。平成19年5月23日、本件発行会社は、本件仕組債を発行し、Y₁は、これを購入して、Y₂に譲渡した。E信託銀行は、同月24日、Y₂から本件仕組債を譲り受けた。

その後、トリガーイベントが発生した。平成20年2月29日、Y₁は、本件発行会社に対して、本件スワップ契約を解除する旨の意思表示をした。本件発行会社は、E信託銀行に、期日前償還金として、3億892万3,454円を支払い、本件取引は解消された。

Aは、①本件仕組債の組成に関する注意義務違反、②本件取引に関する信義則上及び契約上の説明義務違反による不法行為・債務不履行に基づき290億9,811万1,546円の損害賠償及び遅延損害金の支払を求めて訴えを提起した。その後、Aは、平成22年10月31日、会社更生手続の開始決定を受け、Xが管財人に選任され、訴訟を承継した。

第一審は、Xの請求を棄却した。控訴審は、①金融資産組成上の注意義務違反について否定したものの、②本件取引に関する説明義務違反について、説明義務を尽くしていないとして、不法行為に基づく損害賠償責任を認め、5割の過失相殺をした上で、請求を認容した。Yが上告した。

判決の要旨

破棄自判。

1 説明義務の履行

「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、Cらに対し、D債券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D債券の評価額の下落といった元本を毀損するリスクがあり、最悪の場合には抛出した元本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。」

2 情報の提示時期

「原審は、……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、C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。」

3 本件仕組債の組成上の注意義務

「本件仕組債の格付けが『AA』以上であればAにおいて本件取引により会計上本件社債を早期に償還されたものと取り扱うことができる」との公認会計士の意見があり、本件仕組債の格付けが複数の格付機関において最高位であったことからすると、Y₁が本件仕組債の計算代理人となったことなどから直ちに、本件仕組債が金融資産として瑕疵、欠陥のあるもので本件取引におよそ適さないものであったということは困難である。したがって、Y₁に本件仕組債の組成上の注意義務違反があることを理由とするXの損害賠償請求も理由がない。」

判例の解説

一 本判決の意義

本件は、平成19年5月に取引が実行されており、同年9月30日に施行された金融商品取引法や同日に施行された金融商品の販売等に関する法律の平成18年改正は、適用されない事案である。また、いわゆる狭義の適合性が争われた事案ではなく、一般法上の説明義務違反が争われた。より具体的には、本判決は、比較的複雑な仕組債が、消費者金融を営む会社の社債の実質的デフューザンスに用いられた事案である。そして、仕組債を組成し、販売した証券会社の説明義務が争われ、これが否定された事例判決である¹⁾。事案の特徴として、①投資家が国際的な金融事業を営む会社であったこと、②投資の対象が複雑な仕組債であったこと、及び③本件取引においてY₁が本件仕組債の損益算定のための計算代理人に任命されていたことが挙げられる。

なお、本件では、Y₁の計算代理人としての注意義務違反も争われているが、第一審から一貫して否定されており、紙幅の関係から省略する。

二 説明義務の履行

本件取引の中核は、CPDO (constant proportion debt obligations) と呼ばれる本件発行会社が発行する債券である。CPDO自体は、上場されているインデックスCDOの価格を用いるため価値評価の透明性が高いとも指摘されるが²⁾、他方、資産

の種類というよりは投資戦略であるといわれ³⁾、また、将来価格の予想は、困難を極めるとも指摘されている⁴⁾。本件取引も、CPDOと同様、理解するには複雑なものであった。しかし、本判決は、本件仕組債の具体的な仕組みを「必ずしも単純ではない」と認めながら、D債券を担保として本件インデックスCDS取引を行うという基本的な仕組み並びに元本の全額毀損及び期日前償還のリスクを説明したことから、説明義務を果たしたと認めている。

学説において、仕組債の勧誘に関する説明義務の対象について、①金販法3条の説明義務の対象のみが、信義則上も説明義務の対象となるという「定性的リスク説明説」、②定性的リスクに加えて、シミュレーション情報の提供を要求する「シミュレーション情報提供説」、③リスクとシミュレーションに加えて価値に関する情報の説明を要するという「価値情報説明説」の3つに分類する例がある⁵⁾。本判決は、定性的リスク説明説と整合的であるといえよう⁶⁾。

本件仕組債の仕組みは、過去に最高裁が判断したデリバティブ取引（例えば、最一小判平25・3・7金判1419号10頁、LEX/DB文献番号25445370、最三小判平25・3・26金判1419号14頁、LEX/DB文献番号25445439。以下、総称して「平成25年判決」という。）と比較して相当複雑であり、これについて定性的リスクのみの説明で説明義務が果たされるのであれば、おおそ複雑な金融商品であっても、定性的リスクの説明で説明義務が果たされる場合があることを示すものといえる。しかし、本判決は、Aが金融業及び投資業を国際的に営む上場会社であり、本件取引について、公認会計士及び弁護士に意見を求めていたこと（以下、「本件顧客属性」という。）を明示しており、本判決の射程は、これらの場合に限定されるかもしれない。

平成25年判決との差異のうち、説明義務を厳しくする要素として、①本件では300億円の投資額のほぼ全額が失われ損失額が比較的大きいこと、②平成25年判決は、金利スワップの事案であり既存の取引をヘッジする目的であったが、本件ではヘッジとなる既存取引が存在しなかったこと、③本件では担保としてD債券が供されていたこと⁷⁾及び④トリガーイベントが定められY₁に

において本件スワップ契約を解除できる旨定められていたことが挙げられる。他方、⑤本件では投資家が金融業を営む会社である一方、平成 25 年判決では一般の事業会社であったこと、⑥本件では最大損失が投資額に限定されていたこと、及び⑦本件スワップ契約の解除（ひいては本件取引の終了）について予め契約で定めがあり、明確であったこと（平成 25 年判決では中途解約の清算金に関する説明義務が争われた。）は、説明義務の履行を容易にする要素であったといえよう。

三 情報の提示時期

原審では、説明義務違反を認定する際に、本件取引に関する情報の提供が本件取引の実行まで余裕のない平成 19 年 4 月中旬から下旬にかけてなされたという事情を考慮していた。しかし、最高裁は、取引を延期し又は中止することが、不可能又は著しく困難という事情がない限り、説明義務違反にはならないと考えているようである。この判示は、投資家が取引を延期し又は中止することができるのであれば、与えられた情報を時間をかけて理解することは、投資家側の責任であり、少なくとも本件顧客属性において、時間を使わずに情報を理解しないことは投資家側の落ち度であるとの考え方と整合的である。換言すると、取引の実行から逆算して、投資家への情報の提示が取引の実行まで間もないことを問題視するのではなく、投資家は、情報を取得してからそれを理解するまで、取引を実行してはならないといえるかもしれない。

また、本判決は、①本件仕組債が Y の新商品であった点、② A の担当者が金融取引について詳細な知識を有していなかった点、及び③一部の情報提供資料が英語でなされ和訳が付されていなかった点について、A が国際的な金融事業を行い、また、公認会計士らに意見を求めていたという理由で、提示された情報を理解する妨げにはならないと判示した。この判示は、本件顧客属性によって射程が限定されているといえよう。

四 本件仕組債の組成上の注意義務

本件の目的は、実質的ディフィーゼンスであり、そのためには AA 以上の格付けが必要であった。

本判決は、最高位の格付けを得ていたという理由から、本件仕組債が金融資産として瑕疵、欠陥のあるもので、本件取引に適さないものとは認めず、ひいては、本件仕組債の組成上の注意義務も否定した。金融危機後、格付けに関する問題が指摘されており⁸⁾、今後は、単に最高位の格付けを得たからといって、実質的ディフィーゼンス目的を含む組成上の注意義務を格付けの取得のみで満たすと解することはできないであろう。本件取引の時点で、本件仕組債が最高位の格付けを得た点は、組成上の注意義務を肯定する上での、一要素ということであろう。

●——注

- 1) 原審の評釈として、浅田隆「判批」金法 2023 号（2015 年）71 頁、森下哲朗「判批」金法 2010 号（2015 年）6 頁、福島良治「判批」金法 2010 号（2015 年）18 頁、日比野俊介「判批」金法 2025 号（2015 年）59 頁（金融判例研究 25 号）、奈良輝久＝若松亮「判批」銀法 781 号（2015 年）4 頁、782 号（2015 年）4 頁。
- 2) Michael B. Gordy & Søren Willemann, *Constant Proportion Debt Obligations: A Postmortem Analysis of Rating Models*, 58 *MGM'T SCI.* 476, 478 (2011).
- 3) Douglas J. Lucas, Laurie S. Goodman & Frank J. Fabozzi, *A Primer on Constant Proportion Debt Obligations*, 13 *J. STRUCTURED FIN.* 72-80, 72 (2007).
- 4) BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION, *CREDIT RISK TRANSFER—DEVELOPMENTS FROM 2005 TO 2007* 64 (July 2008), <http://www.bis.org/publ/joint21.htm> (last visited June 11, 2016)（経路依存性への言及）; Lucas et al., *supra* note 3, at 78; Gordy & Willemann, *supra* note 2, at 479.
- 5) 黒沼悦郎「デリバティブの勧誘——判例の分析」正井章作先生古稀祝賀『企業法の現代的課題』（成文堂、2015）249～250 頁。
- 6) 原審及び第一審では、Y らによるシナリオ分析に言及していたが、本判決は、これに言及していない。
- 7) 浅田隆ほか「デリバティブ取引に関する裁判例を考える（中）」金法 1985 号（2014 年）50 頁〔浅田隆発言〕。本件取引では、D 債券及びインデックス CDS の評価が随時必要であった。
- 8) 山田剛志「格付け会社への規制」金融商品取引法研究会編『金融商品取引法制の潮流』（日本証券経済研究所、2015 年）128 頁。

成蹊大学准教授 湯原心一