

＜判例研究＞

「外資系証券会社を媒介者とした外国銀行との間におけるスワップ取引に基づく損害賠償請求訴訟（適合性原則違反，説明義務違反，乗り換え取引の勧誘違反。）」

（東京地判平成 30 年 12 月 14 日・金判 1562 号 42 頁。）

牛丸 弘行

I. 事実の概要

原告は，教育基本法，学校教育法及び私立学校法に基づき，大学（南山大学）などを設置する学校法人 X（南山学園）である。原告の資産運用担当者である A は，南山大学数理情報学部の教授である。A は，平成 15 年からは，原告の常務理事会の一員となり，平成 21 年 9 月に退任するまでの間，財務担当理事として主に原告の資産運用業務を所掌する立場にあった。A は，財務担当理事として，被告らとの間の本件各取引やその他の証券会社とのデリバティブ取引 36 件について承認した。金融商品の購入等の決定は，財務担当理事である A が行っていた。原告である X は，平成 20 年 6 月までの間に，証券会社 6 社と有価証券店頭指数等スワップ取引，通貨スワップなど合計 36 個のデリバティブ取引を締結した。

朝日法学論集第五十四号

「外資系証券会社を媒介者とした外国銀行との間におけるスワップ取引に基づく損害賠償請求訴訟（適合性原則違反，説明義務違反，乗り換え取引の勧誘違反。）」

A が原告の財務担当理事としてデリバティブ取引を行った目的は，原告には，第 2 号基本金として莫大な金融資産があるが，ゼロ金利が長く続き利息が得られないことに加え，ペイオフ規制のために 1000 万円の限度でしか第 2 号基本金が保証されなくなったこと，他方で，X 学園の財務体質を強化するため，デリバティブ取引で少しでも運用益を上げ，原告の経営する各学校に運用益を配分することにあった。

被告銀行 Y 1（ドイツ銀行）は，銀行業等を営む会社である。旧証券は，有価証券の売買，投資助言業務等を営む株式会社である。被告証券 Y 2（ドイツ証券）は，平成 17 年 12 月 31 日，旧証券会社から事業譲渡を受けて，有価証券の売買，投資助言業務等を営む株式会社である。

原告は，被告銀行との間で，平成 17 年 10 月 28 日，デリバティブ取引に係る基本契約として「ISDA 2002 MASTER AGREEMENT」（ISDA 2002 年版マスター契約。以下「本件基本契約」という。）及びこれに付随する信用補完契約として「ISDA CREDIT SUPPORT ANNEX」（ISDA 信用補完付属書類。以下「本件信用補完契約」という。）を締結した。

原告は，被告銀行との間で，平成 17 年 10 月 31 日，旧証券を媒介者として，取引目録 1（本件取引 1）記載のとおり，本件基本契約に基づき「米ドル・円通貨スワップの最終確認書」を取り交わし，本件取引 1 を開始した。

原告は，被告銀行との間で，平成 17 年 12 月 9 日，旧証券を媒介者として，取引目録 2（本件取引 2）記載のとおり，本件基本契約に基づき「米ドル・円通貨スワップの最終確認書」を取り交わし，本件取引 2 を開始した。

原告は，被告銀行との間で，平成 18 年 10 月 30 日，被告証券を媒介者として，取引目録 3（本件取引 3）記載のとおり，本件基本契約に基づき「米ドル・円通貨スワップの最終確認書」を取り交わし，本件取引

3を開始した。

原告は、被告銀行との間で、平成18年10月30日、被告証券を媒介者として、取引目録4（本件取引4）記載のとおり、本件基本契約に基づき「米ドル・円通貨スワップの最終確認書」を取り交わし、本件取引4を開始した。

原告と被告銀行は、平成19年4月19日、本件取引1を合意解約した上、同日、被告証券を媒介者として、取引目録5（本件取引5）記載のとおり、本件基本契約に基づき「既存スワップ解約および米ドル・円通貨スワップの確認書」を取り交わし、本件取引5を開始した。

原告は、被告銀行との間で、平成20年3月19日、本件取引3を合意解約した上、同年5月30日、被告証券を媒介者として、取引目録6（本件取引6）記載のとおり、本件基本契約に基づき「豪ドル円／米ドル円連動金利スワップ確認書」を取り交わし、本件取引6を開始した。

平成20年9月に発生したリーマン・ブラザーズの経営破たんを契機に、円高が急速に進行し、原告において多額の損失が発生した。原告は、この事態に対処するため、危機管理ワーキンググループを設置して、平成21年1月10日から同年3月19日までの間に6回の会議を開催して、原告の経営危機を回避するための対策を検討し、その後、資産運用チームを設置して同年5月26日以降、27回の会議を開催して資産運用を総合的に検討する中で、デリバティブ取引の解約を順次検討した。原告の常務理事会は、その検討結果を踏まえてデリバティブ取引の解約を進めた。

原告は、被告に対し、平成24年10月30日、本件各取引の解約清算金として、合計23億4200万円を支払って解約するとの注文をし、原告と被告銀行は、同日、〈1〉本件各取引に関し、相互に権利、義務及び責任を終了させ、免除すること、〈2〉本件各取引について、本件解約合意に記載された事項以外は、相互に何らの支払又はその他の金員の履

「外資系証券会社を媒介者とした外国銀行との間におけるスワップ取引に基づく損害賠償請求訴訟（適合性原則違反，説明義務違反，乗り換え取引の勧誘違反。）」

行義務を負うものではないことを内容とする本件解約合意をした。

原告 X は，（１）本件各取引は，原告の投資意向と実情に反する取引であり，被告 Y 1 らによる本件各取引の勧誘は，適合性原則に違反する，（２）被告らによる本件各取引の勧誘は，①契約締結時の時価評価額，②利益相反関係，③本件各取引の構造上の性質，④必要担保，⑤時価評価額の変動，⑥解約手数料を含む解約料に関する説明において説明義務違反があるとし，（３）被告らによる本件取引 1 から同 5 への乗換勧誘及び本件取引 3 から同 6 への乗換勧誘が不合理であり，違法な勧誘である，（４）被告らの勧誘行為は，金融商品取引法（以下「金商法」という。）の各条項に違反する行為であり，違法であると主張し，被告らに対し，不法行為（民法 709 条，719 条 1 項）に基づき，連帯して，合計 90 億 0838 万 9305 円及びこれに対する平成 24 年 11 月 1 日（不法行為の後の日）から支払済みまで民法所定の年 5 分の割合による遅延損害金の支払を求めた事案である。

Ⅱ．判旨 請求棄却

（1） 本件取引の勧誘における適合性原則違反の有無（争点①）

「証券会社は，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て不相当と認められるような内容の取引を勧誘して顧客の保護に欠けることがないように業務を営む必要があるところ，その担当者が，顧客の意向と実情に反して，明らかに過大な危険を伴う取引を積極的に勧誘するなど，適合性の原則に著しく反する勧誘により取引をさせたときは，当該勧誘行為が不法行為として違法なものになると解するのが相当である。そして，この適合性の原則違反の有無を判断するに当たっては，具体的な商品の特性を踏まえて，それとの相関関係において，顧客の投資経験，証券取引についての知識，投資の意

向、財産状態等の諸要素を総合的に考慮する必要がある（最高裁平成17年7月14日第一小法廷判決・民集59巻6号1323頁参照）。」

「本件各取引においては、円安の場合には、為替相場よりも大幅に安くドルを仕入れることができ、原告に利益が生じる一方で、円高の場合には、損失が一気に拡大することになる取引である。そうすると、本件各取引は、高い収益性を持つ一方で、円高に振れた場合には、損失が一気に拡大する、リスクの高い取引であったといえることができる。もっとも、本件各取引は、一定の額の円高の場合の購入レートも、四則計算によって、容易に予測することができるものであり、一定の取引経験や知識を有する者であれば、本件各取引の仕組みを十分に理解することができるというべきである。」

「原告は、本件各取引以外にも複数の金融機関との間で、通貨スワップ取引を行っており、その中には、本件各取引と類似する商品性を有する通貨スワップ取引が含まれていた。」

「原告は、X学園の財務体質を強化するため、デリバティブ取引で少しでも運用益を上げ、原告の経営する各学校に運用益を分配するという積極的な投資意向も有しており、原告の財務状況に問題もなかった。」

「また、本件各取引を締結する際の実質的な決定権を有していたAは、もともと数理情報学部の教授であり、金融商品の時価評価に関する理論的研究や、デリバティブ取引に関する研究もしていたことに照らすと、原告は、本件各取引の仕組みやリスクについて理解するに足りる十分な知識を有していたというべきである。」

「以上によると、本件各取引は、その内容が複雑で理解困難なものであるとはいえず、原告が本件各取引と類似する取引を行っており、本件各取引の仕組みを理解することができたこと、原告が積極的な投資意向を有していたこと、原告の財務状況からして、本件取引が過大なものではなかったことからすれば、被告らを本件各取引の勧誘を行ったことが、適合性原則に違反するとは認められない。」

「外資系証券会社を媒介者とした外国銀行との間におけるスワップ取引に基づく損害賠償請求訴訟（適合性原則違反，説明義務違反，乗り換え取引の勧誘違反。）」

（2）本件各取引の勧誘における説明義務違反の有無（争点②）

「認定事実によれば，被告らの担当者は，本件各取引の約定に至るまでの間に，本件各取引の取引条件，本件各取引の開始時の時価評価額がマイナスであること，デリバティブ取引においては時価評価額が当事者間の信用リスクとなり，必要担保の要否及びその金額の計算の指標となること，時価評価額やPFEについて期間中の変動幅，本取引については，リスクとリターンに係る説明として，為替レートが一定の値から円高に振れた場合には，反比例計算式によって算出された交換レートで決裁し，損失が生じるおそれがあること及び期間中の変動幅について説明を行った。」

「原告は，前記のとおり，①契約締結時の時価評価額，②利益相反関係，③本件各取引の構造上の性質，④必要担保，⑤時価評価額の変動，⑥解約手数料を含む解約料について説明すべきであると主張している。」

「しかし，上記のとおり，被告らは，原告に対し，契約締結時の時価評価額がマイナスであること及びその意味を説明したと認められる。そうすると，被告らに，上記①の説明義務違反があるとはいえない。」

「また，…，被告らは，原告に対し，契約締結時の時価評価額がマイナスであることを説明したのであるから，被告らに，上記②の説明義務違反があるとはいえない。」

「本件各取引は，オプション取引ではないから，本件各取引がオプション取引であることを前提とする上記③及び④については，これを説明すべき義務があるとはいえない。」

「そして，本件各取引が，円安の場合には，為替相場よりも大幅に安くドルを仕入れることができ，原告に利益が生じる一方で，円高の場合には，損失が一気に拡大することになるという取引であることからすると，…，上記説明は，本件各取引の取引条件を踏まえた時価評価額の変動要素の説明としては十分なものであるといえることができる。そうすると，被告らに，上記⑤の説明義務違反があるとはいえない。」

「そして、提案資料には解約コストが発生し得ることが記載されており、また、解約清算金の前提となる時価評価額に関する表は提案資料中に記載され、解約清算金のおおよその目安を知ることができたことを考慮すると、被告らに、上記⑥の説明義務違反があるとはいえない。」

「以上によると、被告らに説明義務違反があったと認めることはできない。」

(3) 本件取引 1 から同 5 への乗換勧誘及び本件取引 3 から同 6 への乗換勧誘の違法性の有無（争点③）

①本件取引 1 から同 5 への乗換勧誘

「認定事実によると、①原告を担当していた被告銀行の C は、キャッシュフローの改善に興味を示した A に対し、㊦本件取引 1 の時価評価額について、当時プラスに転じていた本件取引 1 の時価評価額が為替の円高によりマイナスに転じると、解約の際に解約清算金が発生し、④本件取引の時価評価額がプラスの段階であれば、解約清算金を支払わずに解約することができることから、キャッシュフローを改善する方法として、本件取引 1 を解約した上で、新規取引を開始することを提案した。

②本件取引 1 を解約し、同 5 を開始した場合、㊦為替レートが現状のレートよりマイナス 20% 以上円高に推移したとき、本件取引 1 を解約して同 5 を開始した場合は、本件取引 1 を解約しない場合と比べて時価評価額が改善すること、④為替レートが現状のレートよりマイナス 10% までの円高にとどまるとき、本件取引 1 を解約して同 5 を開始した場合は、本件取引 1 を解約しない場合と比べて時価評価額が 3 億円から 5 億円程度悪化すること、㊵ 1 米ドルが 99.00 円以上の円安に推移したとき、本件取引 1 を解約して新規取引を開始した場合は、本件取引 1 を解約しない場合と比べてキャッシュフローは改善することが認められる。」

「原告は、C が手数料稼ぎなどの自己又は被告らの利益を図るため、

「外資系証券会社を媒介者とした外国銀行との間におけるスワップ取引に基づく損害賠償請求訴訟（適合性原則違反，説明義務違反，乗り換え取引の勧誘違反。）」

原告にとって合理性及び必要性がない取引を勧誘したと主張するが，上記①及び②によれば，C が専ら原告の主張するような意図で本件取引1の解約及び同5の開始を勧誘したとは認めることができない。」

「また，原告は，…，被告らが，本件取引1の解約及び同5の開始の際にリスクを説明せず，有利な条件で解約をしたかのような虚偽の説明をしたという点において，被告らには説明義務違反があると主張する。」

「しかし，認定事実によると，C は，A に対し，本件取引1を解約し，同5を開始した場合のメリット及びデメリット，時価評価シミュレーション，解約清算金の支払等を説明したと認められ，原告の主張に係る虚偽の説明をしたことは認められないから，被告らには，原告が主張するような説明義務違反があると認めることができない。

「以上によると，被告らの本件取引1から同5への乗換勧誘が違法であるとは認めることができない。」

②本件取引3から同6への乗換取引

「認定事実によると，①C は，A から，原告が他の金融機関と行っている取引も含め，時価評価額悪化についてのリスク管理体制を高める観点から取引の見通しを図りたいとの申入れを受けて，A に対し，原告の行っている取引全体の時価評価額悪化リスクを減少させる手法を複数提案したが，A は，信用極度額を設定し，その後，既存取引の一部を合意解約して新たに通貨分散取引を約定することを検討する意向を有していた。②C は，A に対し，健全な財務運営，保守的な観点から，取引の一部を解約し，相場環境が反転した際，threshold 付きでリスク分散を図った新規取引をすることを提案したところ，A は，本件取引3を解約することとした。③その後も，C と A は，基本路線をリスク分散として，threshold 設定について検討し，原告のニーズである時価評価の悪化を抑制することについてはポートフォリオの分散で，相応のリターンを安定的に計上することについてはキャッシュフローの安定化

で、保証金拠出を抑えることについては threshold 設定による拠出金額の軽減でそれぞれ達成することとした。④ A は、C に対し、取引条件について、時価評価額を改善するために支払金利の下限を 0 % とする設定を削除すること、運用収益はある程度諦めるので、条件変更をしてほしいと述べたので、C は、A に対し、本件取引 3 と比べ時価を改善する一方、1 億円程度の収益減少がある本件取引 6 を提案したところ、A は、収益よりも時価評価額を第一に考えて本件取引 6 を締結したいと述べたことが認められる。そうすると、本件取引 6 は、リスク分散を最終目的として、時価評価の悪化を抑制すること、相応のリターンを安定的に計上すること、保証金拠出を抑えることを実現したいとの原告の求めに従って、A からの要望を反映しつつ被告において設計した取引であると認められるのであり、被告らが、原告に対し、専ら被告らの利益を図るために、必要性、合理性のない本件取引 3 から同 6 への乗換えを勧誘したとは認められない。」

(4) 本件各取引の勧誘における金商法違反の有無（争点④）

「原告は、⑦契約時の時価評価額がゼロであるかのような説明を繰り返し、④解約手数料と解約時の時価評価額とが大きく異なる事実を説明せず、⑤本件各取引について、スワップ取引の定義や基本的な性質に反する明らかに誤った内容の説明をした被告らの行為は、金商法 38 条 1 号、9 号、金融商品取引業等に関する内閣府令 117 条 1 項 2 号に違反すると主張する。しかし、認定事実…によると、被告らは、原告に対し、本件各取引の開始時の時価評価額がマイナスであること、本件各取引の解約清算金と解約時の時価評価額とが大きく異なること、本件各取引の基本的性質及び取引条件を説明したと認められるから、被告らに原告の主張に係る上記各条項に違反する点があると認めることはできない。」

「また、原告は、本件各取引の時価評価額がマイナスであること、本

「外資系証券会社を媒介者とした外国銀行との間におけるスワップ取引に基づく損害賠償請求訴訟（適合性原則違反，説明義務違反，乗り換え取引の勧誘違反。）」

件各取引の解約清算金と大きく異なっていることを説明しなかった被告らの行為は，金商法 40 条 2 号，金融商品取引業等に関する内閣府令 123 条 1 項 20 に違反すると主張する。」

「しかし，上記によると，被告らは，原告に対し，本件各取引の時価評価額がマイナスであること，本件各取引の解約清算金と大きく異なっていることを説明したと認められるから，被告らに原告の主張に係る上記各条項に違反する点があると認めることはできない。

「以上によると，被告らに，金商法に違反する違法な点があると認めることはできない。」

「以上によれば，本件各取引の勧誘において，①適合性原則違反，②説明義務違反，③違法な乗換勧誘及び④金商法違反の勧誘があったと認めることはできない。したがって，その余の点について判断するまでもなく，原告の不法行為に基づく損害賠償請求は，いずれも理由がない。」

Ⅲ．検討

1 本判決の意義

原告 X（南山学園）は，2005 年 8 月 30 日に証券会社との有価証券店頭指数等スワップ取引のデリバティブ取引を初回として，6 社と有価証券店頭指数等スワップ取引，通貨スワップなどのデリバティブ取引を 36 契約締結した。ところが 2008 年 9 月に発生したリーマン・ブラザーズの経営破綻を契機に多額の損失が発生する事態となった。X はこの危機に対処するため，デリバティブ契約の解約を順次検討し，その検討結果を踏まえて常務理事会において解約を進めた。2012 年 11 月には解約に要する資金の目途がついたことから，すべてのデリバティブ契約の解約を行いその処理を終えた。その結果，一連のデリバティブ取引による損失総額は約 259 億 7775 万円，利益総額は約 30 億 7935 万円となり，結局のところ，差引約 228 億 9840 万円の損失を計上してその処理を終

えとされる¹。本件訴訟は、当該デリバティブ取引における損害賠償請求訴訟の一部である。

本判決以前に、学校法人がスワップ取引において、巨額の損失を被った事例として、次のものが挙げられる。

スワップ取引に関する損害賠償請求事件では、学校法人駒澤大学は、ドイツ証券株式会社に対して、公序良俗違反、適合性原則違反、説明義務違反の3つの争点について争い、69億円の損害賠償請求訴訟を行ったが、一審および控訴審では、原告の訴えをいずれも棄却している²。

また、駒澤大学スワップ取引等に係る損害賠償請求事件では、駒澤大学は、84億円の損害賠償請求訴訟をBNPパリバ証券株式会社に対して行ったが、裁判所は、一審、控訴審ともに、訴えを棄却している。裁判所は、「学校法人が資金運用のため証券会社との間で2件の通貨スワップ取引を行い、多額の損失を被った場合において、右各取引の商品性、右学校法人の投資知識および取引経験、右学校法人の投資意向、および財産状態を総合して、右証券会社の担当者が右学校法人に対して右各取引を勧誘した行為が適合性の原則から著しく逸脱していたとはいえず、また、右担当者が右学校法人において右各取引の商品としての仕組みやリスク等を理解するために必要な内容の説明を適切な方法で行う義務を尽くしていなかったとはいえず、右証券会社に説明義務違反があるとはいえないときには、右学校法人の右証券会社に対する不当利得返還請求又は損害賠償請求は認められない。」と判示している³。

本判決は、上述の学校法人が巨額の損失を被った事例を考慮し、判決を下したものと考えられる。

2 適合性原則の違反の有無（争点①）

適合性の原則は、金融商品取引業者及び登録金融機関が、金融商品取引行為について、顧客の知識、経験、財産の状況及び金融商品取引契約

「外資系証券会社を媒介者とした外国銀行との間におけるスワップ取引に基づく損害賠償請求訴訟（適合性原則違反，説明義務違反，乗り換え取引の勧誘違反。）」

を締結する目的に照らし，不適当と認められる勧誘を行ってはならないとする原則をいう。⁴

本件では，原告 X は，本件各取引の仕組みやリスクについて理解するに足りる十分な投資知識，経験，財産があり，原告の投資目的に沿った投資運用を行っていたことから，被告に対しては，適合性の原則違反とはならないと裁判所は判示している。原告 X のデリバティブ取引は，常任理事会の承認を経て締結されていることから，外形的には，X の投資意向に沿った投資運用が行われているため，適合性の原則に反しないとの見解が示されている。⁵

一方，米国では，FINRA Rule 2111 により，適合性考慮義務が規定されており，次の3つの構成要素に分けられると指摘される。⁶すなわち，合理的根拠適合性，特定顧客適合性，量的適合性の3つである。

合理的根拠適合性とは，証券会社が推奨行為を行うに際して合理的な調査に基づき，推奨行為の対象となる有価証券や投資戦略が少なくとも投資者には適合していると信ずることができる合理的な根拠を得ておく必要がある。ある有価証券や取引が特定の顧客に適合するかどうかを審査するだけでなく，証券会社として，自分が推奨行為をしようとする有価証券の内容を厳格に調査する必要がある。証券会社及びその販売員等は推奨行為の対象となる有価証券や投資戦略の潜在的なリスクとリターンを理解できるようにならなければならないとされる。

また，特定顧客適合性とは，証券会社が，特定の顧客の要望に適合した有価証券や取引を推奨しているということについて合理的な根拠を有さなければならないとされる。本件では，学校法人という特殊性に鑑み，証券会社は，学校法人に適合した有価証券や金融商品の取引を推奨しなければならないということになる。

最後に，量的適合性とは，証券会社が顧客の口座をコントロール，つまり取引をかわりにする権限が与えられているような場合に過大な取引をしてはならないということを定めたものである。

以上の要素を概観すると、顧客側のみならず、証券会社等の金融商品取引業者等に対しても、一定の責任があると考えられる。つまり、顧客の知識、経験、財産、投資目的だけでなく、運用を行う側の金融商品取引業者等の投資知識、投資経験、顧客から運用を委託された財産、そして、顧客の属性を踏まえた投資目的に沿った投資運用を行っているかということが、問われるものであろう⁷。本件では、主として原告に関して、適合性の有無を問われているように思われるが、被告が多額の資産を運用していたことから、被告についても、適合性の有無に関して、さらに、検討を行うべきであろう⁸。

3 説明義務違反の有無（争点②）

金融商品取引業者等の説明義務は、①信義則上の説明義務、②金融商品販売上の説明義務、③金融商品取引法上の説明義務があるとされる⁹。金融商品取引法は、金融商品取引業者等が金融商品取引契約を締結する際、顧客に対して、契約締結前の書面交付義務を定めており（金商法37条の三）、金融商品取引業者等は、書面の交付に際し、顧客の知識、経験、財産の状況および顧客の投資目的に照らして、顧客に説明を行う義務が生じ（金商法38条7号）、適合性の原則を踏まえた説明を行うことが必要となる¹⁰。

本件では、「被告らは、原告に対し、契約締結時の時価評価額がマイナスであること及びその意味を説明したと認められる。」とし、被告が6つの説明義務を怠ったとする原告の訴えを棄却している。一方、原告には、多額の損害が発生しており、当該金融商品のリスクの範囲について、どの程度説明を行ったが問われることになろう。従来判例では、適合性原則と同様に説明義務違反の訴えを棄却する事例が多数である。

一方、説明義務違反を認めた事例として、野村證券デリバティブ取引中途解約説明義務違反損害賠償請求事件判決（大阪地判平成24・2・

「外資系証券会社を媒介者とした外国銀行との間におけるスワップ取引に基づく損害賠償請求訴訟（適合性原則違反，説明義務違反，乗り換え取引の勧誘違反。）」

24，判例時報 2169 号 44 頁¹¹）が挙げられる。原告である大阪産業大学は，被告の野村證券に対して，デリバティブ取引の勧誘が公序良俗違反，適合性の原則違反又は説明義務違反であり，損害賠償として 12 億 8198 万円を請求した事案であり，裁判所は，過失相殺であるが，被告は，原告に対し，2 億 5319 万 6000 円の支払いを命じ，被告の説明義務違反の一部を認めている¹²。（公序良俗違反および適合性の原則違反の訴えについては，請求を棄却している。）

「金融商品取引では，投資家は，基本的には自己の判断と責任に基づいて取引を行うことが要請されるというべきであるが，本件取引はリスクの高い取引であり，被告は，金融商品取引に関する専門的知識を有する業者であるから，そのような状況においては，被告は，本件取引類似の金融商品の取引経験を有しない原告に対して勧誘をする際に，信義則上，原告の投資判断にとって重要な事項を説明すべき義務を負い，これに違反したときは，説明義務違反による不法行為責任が生じるというべきである。

…以上によれば，被告らの原告に対する本件取引の勧誘行為には，説明義務違反の違法がある。そして，原告が学校法人であることに照らすと，本件取引を中途解約する場合の解約料は，為替レート等によっては，10 億円を上回ることがあり得る旨説明をしていたならば，原告は，本件取引それ自体を行っていなかったものと認めることができるから，被告は，本件取引全体に関して原告が被った損害を賠償する責任を負うと解することができる。したがって，原告が被告に支払った解約料及び本件取引損失は，被告らの説明義務違反と相当因果関係のある損害と認められる。」とした。

本為替デリバティブ取引も同様にリスクの高い取引であり，原告である証券会社は，どの程度の損害が発生するという説明だけでなく，実際に，過去に発生した損失の事例も説明を行うべきであろう。

4 乗り換え勧誘および金商法上の勧誘（金商法 38 条 1 号および 9 号）の違反の有無

（争点③および④）

乗り換え勧誘については、裁判所が判示したように、被告は、原告が多額の損失を被っていることから、時価評価額を改善し、本件取引において損失の悪化を防ぐために乗り換えを行ったものであり、やむをえないであろう。¹³ 被告は、原告に対して、乗り換えを行うにあたって、メリットおよびデメリットの説明を行っていたと認められるので、被告に説明義務違反があったと認めることはできないであろう。

また、金商法上の勧誘行為（金商法 38 条 1 号および 9 号）や各取引における時価評価がマイナスであることの説明義務違反（金商法 40 条 2 号）について、原告は被告に責任があったと主張するが、被告は、事前に原告に対して、時価評価がマイナスになることも説明しているの
で、原告の訴えを棄却するのは妥当であると考えられる。

私見であるが、被告には、時価評価がどの程度、マイナスとなるかという詳細な説明責任が原告にあると考えられる。元本が保証されているのか、保証されていないのか、時価評価がマイナスとなるのであれば、そのマイナスの程度はどのくらいの範囲であるか、過去にマイナスとなった事例はどのようなものか、そして、金融商品の乗り換えについて、どの程度改善するか過去の事例の説明が必要ではないかと考えられよう。

おわりに

南山学園の「資産運用問題総括委員会報告書」は次のように指摘する。「デリバティブ取引は、その仕組みや取引の方法が複雑であり、かつ通常の株式の運用などとは異なって、最大損失の特定ができないことから、膨大なリスクを伴う取引である。為替のデリバティブ取引は、外

「外資系証券会社を媒介者とした外国銀行との間におけるスワップ取引に基づく損害賠償請求訴訟（適合性原則違反，説明義務違反，乗り換え取引の勧誘違反。）」

国と取引をする企業が、為替の変動による損失をヘッジするために行うことには経済的合理性があるが、学校法人は、学納金により運営経費を賄うことを基本とするのであるから、為替変動による損失をヘッジする必要など全くないことから、学校法人である南山学園が、為替のデリバティブ取引をはじめとするデリバティブ取引を取って行う合理的な理由は全くなかった。…、デリバティブ取引は学校法人たる南山学園が行ってはならない取引であったと考える。デリバティブ取引により約 30 億 7935 万円の利益があったことは認められるが、利益・損失の有無にかかわらず、デリバティブ取引は行ってはならなかった。」¹⁴とした。

また、原告 X の財務担当理事である A について、「膨大なリスク発生の可能性があるにもかかわらず、そのリスクについての認識を欠いたまま、証券会社等の勧誘・説明を受けた財務事務室長の報告，説明に従って、デリバティブ取引を開始し、それを継続したことは、財務担当理事が大学教育職員として当時 3 つのキャンパスで教鞭をとり多忙であったとしても、その職責の重要さからみて、やはり責任があると言わざるをえない。」とし、「デリバティブ取引には元本がなく、従って元本の運用ではないという基本的な理解を欠いた「指針（資産運用方針及び運用指針）」の変更は、デリバティブ取引のリスクに対する常務理事会，学内理事会の認識を大きく誤らせるところとなった。このような誤りを導いた点において、財務担当理事には責任があると言わざるをえない。以上の指摘した点において財務担当理事の責任は重いと言わざるをえない。」¹⁵と指摘する。

本判決は、原告 X の訴えをいずれも棄却している。多額の資産を運用していた知識および経験を重視し、かつ、原告 X の資産運用体制に問題があったことも考慮されたのではないかと考えられる。

一方、本スワップ取引における学校法人の巨額の損失事例は、南山学園に留まらず、数多くの大学で発生し、訴訟が行われている。金融商品取引業者等は、学校法人に対して、デリバティブ取引を勧誘する際に

は、損害が発生した事例を説明すべきであると考え。具体的には、以下のものを説明すべきであろう。

① デリバティブ取引によって、巨額の損失が発生した事例を説明する義務¹⁶

（藤田学園は 260 億円，南山学園は 228 億円，駒澤大学は 154 億円，立正大学は 148 億円，愛知大学は 118 億円の損害が生じているとされる。）

② デリバティブ取引の損失は、大学が責任を負うとする事例を説明する義務

（神戸夙川学院大学は，デリバティブ取引によって，累計 33 億円の損失が生じ，大学の学生募集を停止した。神戸夙川学院大学を経営する夙川学院は，モルガン・スタンレー M U F G 証券および S M B C 日興証券に対して，損害賠償請求訴訟を提起したが，裁判所は，原告の訴えを棄却している¹⁷。夙川学院は，デリバティブ取引による資産運用を行った元理事長に対して，損害賠償請求を行い，裁判所は，元理事長に対して，7 億 6 千万円の支払いを命じている¹⁸。）

「各取引は，容易に予測することができるものであり，一定の取引経験や知識を有する者であれば，本件各取引の仕組みを十分に理解することができるというべきである。」とする本判決を支持するのは，困難である。為替のデリバティブ取引における損失事例を研究，啓蒙し，再発防止策を検討すべきであろう¹⁹。

- 1 「学校法人南山学園 資産運用問題総括委員会報告書」3-4 頁。
- 2 金判 1419 号 39 頁，判時 2186 号 46 頁等を参照。
- 3 資料版商事法務 373 号 70 頁。
- 4 適合性原則に関する詳細な説明として，神田秀樹＝黒沼悦郎＝松尾直彦編『金融商品取引法コンメンタール 2－業規制』（商事法務，2014 年）353-354 頁〔志谷匡史〕，黒沼悦郎＝太田洋編『論点体系金融商品取引法 2』（第一法規株式会社，2014 年）148 頁-150 頁〔濃川耕平〕を参照。

「外資系証券会社を媒介者とした外国銀行との間におけるスワップ取引に基づく損害賠償請求訴訟（適合性原則違反，説明義務違反，乗り換え取引の勧誘違反。）」

- 5 坂東洋行「デリバティブ取引に係る学校法人への説明義務違反等が認められなかった事例」金判 1562 号 42 頁。
- 6 加藤貴仁「デリバティブ取引の投資勧誘規制【米国】日本取引所金融商品取引法研究 1 号 195-198 頁。
- 7 証券会社に何らかの配慮が必要な場合，適合性原則に留まらず，指導助言義務が必要であるとの指摘がある。清水俊彦「デリバティブ損失問題の深相（8）取引を勧誘した業者の責任に関する裁判例」NBL 923 号 95 頁を参照
- 8 勧誘を行う証券会社の営業員自身が，デリバティブの仕組みを理解した上で，金融商品を推奨すべきとの見解がある。二上季代司「デリバティブにおける勧誘規制について」証券レポート 1718 号 10-11 頁。
- 9 黒沼悦郎「デリバティブ取引の投資勧誘規制【米国】日本取引所金融商品取引法研究 1 号 535 頁。
- 10 神崎克郎＝志谷匡史＝川口恭弘『金融商品取引法』（青林書林，2012 年）770 頁。説明義務に関する詳細な説明として，神田秀樹＝黒沼悦郎＝松尾直彦編『金融商品取引法コンメンタール 2－業規制』（商事法務，2014 年）301-302 頁 [梅本剛正・野崎彰]。
- 11 本判決の評釈として，王子田誠「商事法判例研究 野村證券デリバティブ取引中途解約説明義務違反損害賠償請求事件判決」金融・商事判例 1409 号 2-7 頁（2013）が挙げられる。
- 12 被告証券会社は本件取引の勧誘に際して，本件取引は為替変動により大きな損失が生じうる可能性があり，原告が十分に理解できるよう説明する義務があったが，被告は具体的な説明を行っておらず，極めて不十分な説明であると判断された。金融法務会編「金融機関の投資勧誘における適合性原則及び説明義務について」金融法務研究会報告書 24 号 28-29 頁〈前田重行〉に詳しい。
- 13 ただし，金融商品取引業者等は，顧客の投資経験，投資目的，資力等を慎重に勘案し，その意向と実情に適合した取引が行われるよう努めるために，事前に，顧客の投資経験，投資目的，資力等を知っておくことが必要とされる。神崎克郎＝志谷匡史＝川口恭弘『金融商品取引法』（青林書林，2012 年）764 頁。
- 14 前掲注（1）3-5 頁。
- 15 前掲注（1）6-8 頁。
- 16 先行研究について，池野千白「投資取引における大学の適合性原則」札幌学院法学 30 巻 2 号 77 頁を参照。
- 17 詳細について，東京地方裁判所 平成 30 年 9 月 19 日判決（LEX/ DB 文献番

号 25556982) を参照。

- 18 詳細について神戸地方裁判所 平成 30 年 3 月 28 日日判決 (D1 Law 文献番号 28262814) を参照。原告は、被告が 30 億円以上の損害を発生させて原告の経営状態を著しく悪化させ、希望退職や退職勧奨によって合計 83 名もの教職員の退職を余儀なくされたと主張していることから、デリバティブ取引が、学校経営に甚大な損害を与えていることが確認できよう。
- 19 業者がなぜ、大学や未上場企業の投資取引として適合性に疑問があり、複雑でリスクの高いデリバティブ取引を推奨するのかについて、業者の得手数料の金額が極めて大きいことが指摘されている。清水俊彦「デリバティブ損失問題の深相 (13) - 大学の資産運用の失敗と関係者の責任」NBL 928 号 85 頁を参照。