

## 金利スワップ取引は単純か？ ——金利スワップ訴訟平成25年最高裁判決の再検討——

渡 辺 宏 之

はじめに

1. 事案の概要
2. 判決理由（上告審）
3. 金利スワップ取引の「商品性の《複雑さ》」
4. 「参照指標」としての「スワップレート」
5. 金利スワップ取引における固定金利水準の妥当性
  - 5.1 金利スワップ取引における固定金利の妥当性の指標としての「スワップレート」
  - 5.2 銀行の利鞘
  - 5.3 相見積もりの問題
  - 5.4 誠実公正義務違反等
6. 時価評価
  - 6.1 時価評価の概念と重要性
  - 6.2 時価会計とデリバティブ取引の含み損益・公正価値評価
  - 6.3 新規な説明義務？
7. 中途解約清算金に関する具体的説明
8. 先スタート型とスポットスタート型に関する利害得失
9. 判決の射程
10. 本件取引における説明義務の具体的対象
11. おわりに——契約による合意の前提条件の欠如——

## はじめに

いわゆる「プレーン・バニラ」と呼ばれる金利スワップ取引の契約締結に際しての銀行の説明義務等が争点となった金利スワップ訴訟平成25年最高裁判決（最一小判平成25年3月7日および最三小判平成25年3月26日）は、「プレーン・バニラ型の金利スワップ取引は、契約条件自体は比較的単純なものであり、一般人にも十分理解可能なものである」としたうえで、銀行の説明義務違反を全面的に否定した。しかしながら、判決の法的判断の前提となる、当該金利スワップ取引の仕組み（商品性）が、実は大きく異なったものであったとしたならばどうなるであろうか？ 本稿は、金利スワップ訴訟平成25年最高裁判決の再検討を行うものである。

本稿の具体的な内容は以下の通りである。1章および2章で、金利スワップ訴訟平成25年最高裁判決の事案と判旨を確認したうえで、3章では、「金利スワップ取引が単純な取引ではない」点を指摘する。4章では、「参照指標としてのスワップレート」の意義について述べ、5章では、「スワップレート」が「金利スワップ取引における固定金利水準の妥当性指標」であり、本件取引における顧客に対する説明義務の対象であることを指摘する。また、関連する論点として「銀行の利鞘」・「相見積もりの問題」・「誠実公正義務違反等」の問題について考察する。6章では、デリバティブ取引における「時価評価の概念と重要性」について確認し、時価評価に関する種々の誤解を示す。7章では、本件訴訟において「固定金利水準の妥当性」以外に銀行の説明義務の有無が争点となった「中途解約清算金に関する具体的説明」について、同じく8章では「先スタート型とスポットスタート型に関する利害得失」について検討する。9章では、本判決に関するこれまでの判例評釈にコメントしながら、「本判決の射程」をいかに捉えるべきかについて述べる。以上の検討をふまえ、10章では「本件取引における説明義務の具体的対象」についての私見を述べる。最後に、近

時のデリバティブ取引の勧誘・販売時における「契約による合意の前提条件の欠如」の問題について指摘し、「金融商品取引業者等の公正価格取引」の観点からも、本件取引においては「スワップレート」等についての説明が枢要であることを指摘する。

## 1. 事案の概要

第一事件【最一小判平成25年3月7日判例タイムズ1389号95頁】（以下、「本件（第一事件）」および「本判決」として引用する。）

（1）原告（控訴人、被上告人）は、パチンコ店等を経営する非上場の株式会社である。

被上告人は、平成15年当時、主たる取引銀行であるAから、総額15億円程度を借り入れていたところ、同年12月30日、被告（被控訴人、上告人）から、利息を短期プライムレート（銀行が信用力の高い企業に対する短期貸出しについて適用する優遇金利をいう。）に年0.75%を加えた変動金利として、1億5000万円を借り入れた。被告の従業員であるBは、上記の融資の際、原告における銀行からの借入れは変動金利のものが多くを知り、金利が上昇した際のリスクヘッジのための商品として、本件取引を提案することとした。

本件取引は、当事者間の合意に基づき、同一通貨間で、一定の想定元本（計算上でのみ必要とされる元本をいう。）、取引期間等を設定し、固定金利と変動金利を交換してその差額を決済するというもので、プレーン・バニラ・金利スワップと呼ばれる単純なものである。本件取引には、契約締結と同時に取引が始まるスポットスタート型と、契約締結から一定期間経過後に取引が始まる先スタート型がある。

（2）Bは、平成16年1月19日、原告の代表取締役であるC（以下「C社長」という。）に対し、「金利スワップ取引のご案内（調達コストの上昇リスクヘッジ）」と題する書面（以下「本件提案書」という。）を交付して、本

件取引の仕組み等について説明した。

本件提案書には、「金利スワップ取引とは、取引期間において同一通貨間の固定金利と変動金利のキャッシュ・フローを交換する取引のことで。」「取引開始後に変動金利がどのように推移するかによって金利スワップの損益はプラスにもマイナスにもなります。」との記載がされ、条件例及び取引例の記載に続き、本件取引では変動金利として3箇月 TIBOR (東京の銀行間市場における金利の利率を特定の方法で平均したものをいう。)が適用されるところ、同月15日現在では、3箇月 TIBOR は年0.09%であり、短期プライムレートは年1.375%である旨の記載及び損益シミュレーションの記載がされていた。そして、本件提案書には、本件取引のメリットとして、「本金利スワップ取引を約定することにより、貴社の将来の調達コストを実質的に確定させることができます。」「スワップ取引開始日以降は短期プライムレートが上昇しても貴社の調達コストは実質的に一定となり金利上昇リスクをヘッジすることができます。」との記載が、他方、デメリットとして、「現時点で将来の調達コストを実質的に確定させるため、約定時点以降にスワップ金利が低下した場合、結果として割高になる可能性があります。」「スワップ取引開始日以降は短期プライムレートが低下しても貴社の調達コストは実質的に一定となり金利低下メリットを享受することができません。よって金利スワップを約定しなかった場合と比べて実質調達コストが結果として割高になる可能性があります。」との記載がされていた。さらに、本件提案書には、「必ずお読み下さい」として、「本取引のご契約後の中途解約は原則できません。やむを得ない事情により弊行の承諾を得て中途解約をされる場合は、解約時の市場実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。」との記載がされていた。

(3) Bは、C社長から、原告の顧問税理士の事務所に所属していた税理士も同席の上で改めて説明することを求められたことから、平成16年1月28日、C社長及び上記税理士に対し、スポットスタート型と先スタート

型の2種類の金利スワップ取引について、それぞれの内容が記載された提案書を交付して、説明した。

C社長は、同年2月23日、Bに対し、税理士や専務の意見を再確認して近日中に回答すると述べ、同年3月初め頃、当面変動金利の上昇はないと考えていたので、先スタート型の方が良いとして、1年先スタート型の金利スワップ取引を選択することとした。そこで、Bは、同月3日、C社長に対し、1年先スタート型の金利スワップ取引について、その内容が記載された提案書を交付して、再度説明するとともに、契約の具体的な固定金利の利率は翌日連絡するので、それを承諾すれば成約となる旨説明した。C社長は、これを了承し、上記提案書の「本取引（金利スワップ取引）の申込に際し貴行より説明を受け、その取引内容及びリスク等を理解していることを確認します。」等と記載された欄に記名押印した。そして、Bは、翌4日、C社長に対し、固定金利が年2.445%となることを連絡し、了承を得た。

(4) こうして、被告と原告との間で、平成16年3月4日、本件契約が締結された。本件契約の内容は、次のとおりである。想定元本は3億円で、取引期間は平成17年3月8日から平成23年3月8日までの6年間、原告から被告への金利支払条件は、年「2.445%」の固定金利で、支払日が平成17年6月8日から3箇月ごとであった。一方、被告から原告への金利支払条件は、「3箇月TIBOR + 0%」の変動金利で、支払日は、平成17年6月8日から3箇月ごとであった。

(5) 原告は、平成17年6月8日から平成18年6月7日までの間、被告に対し、本件契約に基づき、固定金利と変動金利の差額として、合計883万0355円を支払った。

(6) 原告は、本件金利スワップ契約締結に際して、被告の従業員に説明義務違反等があったとして、金融商品の販売等に関する法律4条（平成18年6月14日法律第66号による改正前のもの、断定的判断の提供等の禁止）、民法415条（債務不履行）、民法709条（不法行為）ないし民法715条（使用者

責任)に基づいて、本件金利スワップ契約により被告に支払った合計883万0355円の損害賠償等を求めて提訴した。

**【控訴審判決】(福岡高判平成23年4月27日判例タイムズ1346号158頁)**

一審(福岡地大牟田支判平成20年6月24日判例タイムズ1346号170頁)が原告の請求を棄却したため、原告が控訴した。控訴審は、次のとおり判断して、不法行為に基づく損害賠償請求を一部認容(過失相殺4割)した。

(1)「金利スワップ契約において、変動金利に3か月TIBOR等の客観的な基準金利が採用された場合の固定金利水準は、前記のとおり銀行間市場ではそれに見合う銀行間のスワップレートが基準となる。これと異なって、対顧客市場において銀行が設定する固定金利水準は、営業として金利スワップ取引を金融商品として販売するのであるから、原則的には、顧客からの利息回収の信用リスク及び銀行が引き受けることになる変動金利リスク並びに営利企業としての銀行の純粋な利益と販売コストが考慮された利率部分(前記銀行利ざや等の利率)がスワップレート金利に少なくとも加算された利率とされるものと理解される(その固定利率によって銀行が約定期日毎に受け取る利息総額の経済的価値を、以下『銀行取得価値』という。)。他方、顧客の立場からすると、変動金利リスクヘッジを目的として契約を締結するのであるから、他のリスクヘッジのための手段(例えば、固定金利への借替等)に必要とされるコストやヘッジを必要とした個別的事情も含む諸事情と受け取る予定のTIBOR等を基準金利とする利息金の総計の経済的価値(以下『顧客取得価値』という。)が、顧客が銀行に支払う総金額と経済的に見合うと考えられる固定金利の水準になると理解される。その双方の経済的価値が著しく異なる(実際には、双方の金利水準に大きな差がある。)ときは、スワップされる金利関係同士の経済的同価値関係(以下『金利スワップ契約における価値的均衡』という。)を原則とする金利スワップ契約は、そのヘッジとしての機能を十分に果たせないことになると解される。本件銀行説明においては、この点に関する説明は一般的なものにせ

よ存しなかった。」

（２）「専門的性質の契約等においては、その知識を有する当事者には、しからざる他方当事者に対する契約に付随する義務として、個々の相手方当事者の事例に見合った当該契約の性質に副った相当な程度の法的な説明義務があるとされるものである。」「本件金利スワップ契約も専門的性質の契約であることは明らかであるので、被控訴人銀行は、金利スワップ契約を金融商品としてその専門的知識がない、ないしは乏しい、控訴人会社に対する提案（勧誘ないし売り込み）をするについては、それ相応の説明義務を果たす必要があった。しかし、本件銀行説明においては、前記認定の事実関係からすると、契約締結の是非の判断を左右する可能性のある、中途解約時における必要とされるかも知れない清算金につき、また、先スタート型とスポットスタート型の利害等につき、さらには契約締結の目的である狭義の変動金利リスクヘッジ機能の効果の判断に必須な、変動金利の基準金利が TIBOR とされる場合の固定金利水準について、これがスワップ対象の金利同士の価値的均衡の観点からの妥当な範囲にあること等の説明がされなかったことからすると、同説明は、全体としては極めて不十分であったと言わざるを得ない。」

（３）「また、本件金利スワップ契約の固定金利は、契約締結当時に金融界で予想されていた金利水準の上昇に相応しない高利率であったばかりでなく、控訴人会社の信用リスクに特段の事情も認められないのに、本件訴訟で控訴人会社が例示した他の金利スワップ契約のそれよりもかなり高いもので、前記金利スワップ契約のスワップ対象の各金利同士の水準が価値的均衡を著しく欠くため、通常ではあり得ない極端な変動金利の上昇がない限り、変動金利リスクヘッジに対する実際上の効果が出ないものであったことは明らかである。」「したがって、本件金利スワップ契約は、被控訴人銀行に一方的に有利で、控訴人会社に事実上一方的に不利益をもたらすものであって、到底、その契約内容が社会経済上の観点において客観的に正当ないし合理性を有するものとは言えない。」

(4) 「なお、被控訴人銀行は、控訴人会社は、被控訴人銀行の提示する金利水準等の契約条件に対して合意するか否かの自由はあった。その条件に同意して本件金利スワップ契約を締結した旨主張して、控訴人会社の自己決定ないし選択による責任を主張するが、本件金利スワップ取引及びその契約内容は被控訴人銀行が積極的に提案したものであり、本件金利スワップ契約における金利水準、特に固定金利の具体的利率自体についての協議・交渉はされたことがなく、控訴人会社においては、契約を締結しようとするときには、被控訴人銀行による提案をそのまま受け容れざるを得なかったものであることは弁論の全趣旨から明らかである。したがって、本件金利スワップ契約は、講学上の附合契約ないしその側面を持つもので、その観点から控訴人会社の上記責任が全面的に問われるべきものではない。」

(5) 「被控訴人銀行において、本件金利スワップ契約の締結に当たって、契約に付随する控訴人会社に対する説明が必要にして十分行われたときは、控訴人会社においては、目的とした変動金利リスクヘッジの可能性の不合理な低さ等から、本件金利スワップ契約は締結しなかったことは明らかで、その説明義務違反は重大であるため、本件金利スワップ契約は契約締結に際しての信義則に違反するものとして無効であり、また、その説明義務違反は、被控訴人銀行の不法行為を構成すると解さざるを得ない。」

(6) 「一方、控訴人会社においては、……被控訴人銀行が設定した各金利水準等でのその個別の支払期における金利差で損益を示すシミュレーションを受けたこと、……また、控訴人会社は被控訴人銀行からの実際の借入金の金利を本件提案書の『お借入金利』欄に代入したシミュレーションを自らすれば、被控訴人銀行から提案を受けた金利スワップ契約における個々の支払期毎に計算された具体的な損益（具体的な支払金額と受取金額の差額）を通して、少なくとも本件金利スワップ契約の全体の損益の概要を推測することができたものである。……そして、本件金利スワップ契約における多額の本件差額金の支払が現実に必要となった直後の段階で、直

ちに本件金利スワップ契約内容が極めて不合理なものであったと当然気が付かなければならないのに、本件差額金の支払を重ねてその損害を拡大させたものである。その主たる原因は、本件金利スワップ取引の提案を、社会的信用力の絶大なメガバンクである被控訴人銀行から変動金利リスクヘッジに有効な手段であるとして推奨されたため、控訴人会社にとっても当然有益なものとして安易に信じたのであろうことは想像に難くないが、控訴人会社の社会経済的地位からすると、軽率な点があったことは否定できない。」

(7) 「以上によれば、本件金利スワップ契約は、その締結に際して被控訴人銀行に重大な説明義務違反があるため、同契約は無効であるばかりでなく、被控訴人銀行の控訴人会社に対する不法行為として、それによって控訴人会社が被った損害を賠償する義務がある。」

(8) なお、控訴審判決は、「控訴人会社の適合性原則違反の主張は、前記事実関係等に照らすと採用できない」とし、優越的地位の不当利用等の主張についても認めていない。被控訴人（被告銀行）が上告。

## 2. 判決理由（上告審）

上告審では、以下のように判示して（一部破棄自判）、顧客側（被上告人）の主張を全面的に退けた。

「本件取引は、将来の金利変動の予測が当たるか否かのみによって結果の有利不利が左右されるものであって、その基本的な構造ないし原理自体は単純で、少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、当該企業に対して契約締結のリスクを負わせることに何ら問題のないものである。上告人は、被上告人に対し、本件取引の基本的な仕組みや、契約上設定された変動金利及び固定金利について説明するとともに、変動金利が一定の利率を上回らなければ、融資における金利の支払よりも多額の金利を支払うリスクがある旨を説明したのであり、基本的に説

明義務を尽くしたものである。」

「原審は、上告人が上記3の〈1〉～〈3〉の事項<sup>(1)</sup>について説明しなかったことを問題とする。しかしながら、本件提案書には、本件契約が上告人の承諾なしに中途解約をすることができないものであることに加え、上告人の承諾を得て中途解約をする場合には被上告人が清算金の支払義務を負う可能性があることが明示されていたのであるから、上告人に、それ以上に、清算金の具体的な算定方法について説明すべき義務があったとはいえない。また、上告人は、被上告人に対し、先スタート型とスポットスタート型の2種類の金利スワップ取引について、その内容を説明し、被上告人は、自ら、当面変動金利の上昇はないと考えて、1年先スタート型の金利スワップ取引を選択したのであるから、上告人に、それ以上に、先スタート型とスポットスタート型の利害得失について説明すべき義務があったともいえない。さらに、本件取引は上記のような単純な仕組みのものであって、本件契約における固定金利の水準が妥当な範囲にあるか否かというような事柄は、被上告人の自己責任に属すべきものであり、上告人が被上告人に対してこれを説明すべき義務があったものとはいえない。そうすると、本件契約締結の際、上告人が、被上告人に対し、上記3の〈1〉～〈3〉の事項<sup>(2)</sup>について説明しなかったとしても、上告人に説明義務違反があったということとはできない。」

「なお、以上に説示したところによれば、本件契約が無効となる余地もない。これと異なる原審の判断には、判決に影響を及ぼすことが明らかな法令の違反がある。論旨は理由があり、原判決中上告人敗訴部分は破棄を免れない。そして、以上に説示したところによれば、被上告人の請求は理由がなく、これを棄却した第1審判決は正当であるから、被上告人の控訴

---

(1) 〈1〉中途解約時において必要とされるかもしれない清算金の具体的な算定方法、〈2〉先スタート型とスポットスタート型の利害得失、〈3〉固定金利の水準が金利上昇のリスクをヘッジする効果の点から妥当な範囲にあること。

(2) 同上。

を棄却すべきである。」

**※第二事件【最三小判平成25年3月26日判例タイムズ1389号95頁】**

第二事件では、原告（控訴人、被上告人）は、被告（被控訴人、上告人）との間で、第一事件と同様の勧誘行為の後、以下の2件の金利スワップ取引を行った（以下、「第二事件」および「3月26日判決」として引用する）。

「契約①」契約締結日は平成15年7月9日（先スタート型）。想定元本は4億円、取引期間は平成16年7月12日から6年間。原告から被告への金利支払条件は、固定金利年2.145%、支払日が平成16年10月11日から3箇月ごと。被告から原告への金利支払条件は、変動金利（3箇月TIBOR＋0%）で、支払日は、平成16年10月11日から3箇月ごと。

「契約②」契約締結日は平成16年6月18日（先スタート型）。想定元本は5千万円、取引期間は平成17年6月22日から6年間。原告から被告への金利支払条件は、固定金利年3.035%、支払日が平成17年9月22日から3箇月ごと。被告から原告への金利支払条件は、変動金利（3箇月TIBOR＋0%）で、支払日は、平成17年9月22日から3箇月ごと。

原告である顧客は、建築用仮設資材のリース・販売等を目的とする非上場の株式会社であった。被告は第一事件と同一の銀行である。原告は、被告に説明義務の違反があり、契約は公序良俗に反して無効であるとして、契約①・②に基づいて被告に支払った金額について、損害賠償の請求ないし不当利得の返還を請求した。訴訟開始前に、銀行側が顧客に対して、中途解約清算金に関する請求を放棄する旨の和解提案を行っていたが、顧客が和解提案を拒絶して訴訟に至った事実が認定されている。第一審（福岡地大牟田支判平成20年6月24日判例タイムズ1364号189頁）では、損害賠償請求の一部（契約Aに関するもの）を認容した。また、契約Aの金利スワップ取引につき、銀行の「優越的地位の濫用」が認められた。原告が控訴。控訴審判決（福岡高判平成23年4月27日判例タイムズ1364号176頁）および上告審判決（破棄自判）の判旨は、第一事件とほぼ同じであるが、第二事件

の控訴審では、銀行が反訴（契約①・②に基づいて未払いとなっている差額分の支払い請求）を行って棄却され、上告審判決（一部破棄自判）では反訴請求が認容された点が、第一事件と異なっている。

### 3. 金利スワップ取引の「商品性の《複雑さ》」

本判決では「本件取引は、将来の金利変動の予測が当たるか否かのみによって結果の有利不利が左右されるものであって、その基本的な構造ないし原理自体は単純で、少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、当該企業に対して契約締結のリスクを負わせることに何ら問題のないものである」と判示している。

いわゆる「プレーン・バニラ」型の金利スワップ取引は、契約締結時に定められた固定金利と各利払い時点で決定される変動金利を契約期間に渡って交換するという単純なものである。しかしながら、こうした固定金利と変動金利の交換（スワップ）が成り立つ理由は、スワップ契約締結時点のマーケット水準に基づき、変動金利部分のレート（インプライドフォワードレート）が契約期間の最後まで計算することができ、「契約残存期間内の各キャッシュフローの現在価値」が、固定金利支払側と変動金利支払側で一致するためである（両者は差し引きゼロとなり、業者のコストがなければ当初時価評価額もゼロとなる）。この点は市場実務家には広く共有されているものの、これまで法律家にはほとんど理解されていなかった。

このように、デリバティブ取引は派生的な取引であるものの、「参照指<sup>(3)</sup>標」が存在するために、期日未到来のキャッシュフロー分についても、評価時の市場実勢に基づく市場価格（先物価格に相当）が存在する。そして、デリバティブ取引の時価評価は「契約残存期間内の各キャッシュフローの

---

(3) 「参照指標」とは、(デリバティブ取引において) 参照すべき価格・利率等のことであり、金融商品取引法に基づくデリバティブ取引では、「金融指標」（金融商品取引法2条25項）として定義されている。

現在価値の総和」として算定されることになる。この点が他の取引と根本的に異なるために、デリバティブ取引に関する本質的な理解を一般に困難なものとしていると考えられる。

本件および第二事件の事案（最一小判平成25年3月7日および最三小判平成25年3月26日）のようなプレーン・バニラ型の金利スワップ取引は、契約条件自体は比較的単純なものであり、一般人にも十分理解可能なものである。それゆえ、両最判は、当該金利スワップ取引の商品性を仮に「表面的な契約条件のみ」から判断しうるのであれば、妥当な判決であると思われる。しかしながら、両判決は、当該取引の「商品性を構成する非常に重要な部分」であり取引の前提とされている、「スワップレート（固定金利部分の参照指標）」の意義を見落としている。

また、金利スワップ取引は固定金利と変動金利を「交換」する取引であると説明されることが多く、現象としては確かにそのとおりの取引であるが、では、固定金利と変動金利とを「交換」するとは、経済的にはどのような意味があるのかの理解が肝要である。<sup>(4)</sup>

金利スワップ取引が「債券を原資産とするデリバティブ取引」であることによる商品性や損益構造の仕組みについては、一般人に理解が容易なものでは到底ない。<sup>(5)</sup> 金利スワップ取引は「債券のデリバティブ」ということの意味を平たく説明するならば、金利スワップ取引は、資金を借りて債券を買うことと経済的機能はほとんど同じであるということである。債券は金利と価格の相関関係の理解が実はかなり複雑な金融商品であり、証券会社の従業員も入社後に理解の難しさにつまずくところとされている。<sup>(6)</sup> 証券投資論に関する体系書等の債券投資に関する部分を読めば、その理解が

(4) 永野良佑「金融商品取引と自己責任—金融実務、業者規範、民事効との接点の模索—(3)」金融法務事情2002号78頁。

(5) 債券を原資産とするデリバティブ取引には、金利スワップ取引の他、債券先物取引、債券オプション取引、クレジット・デリバティブなどがある。

(6) 例えば、日本証券アナリスト協会編『新・証券投資論 実務篇』第1章（日本経済新聞社、2009年）。

簡単ではないことがわかるはずである。それでも、債券は価格（一単位当たりの時価）が見えるため、一般投資家でも取引できるが、債券投資において債券価格が見えなければプロでも合理的な投資判断は困難である。本件のような金利スワップ取引は、債券価格を知らない（時価情報の欠落した）状態で債券投資を行っているに等しく、合理的な判断基準を有しないままに漠然とした金利予想に基づく投資を行い、顧客に結果的に大きな損失が発生しているケースである。

法律家は、概して取引の表面的な契約条件のみに着目しがちである。しかしながら、デリバティブ取引の法的評価の前提については、「契約条件（件）本質的事項」の理解が枢要である。筆者自身、金利スワップ取引の本質的な理解に至りそれを他の法律家に十分に説明できると自ら得心するまでには、実務専門家との約半年に及ぶ頻繁な質疑応答を必要とした。従来から金融取引の諸問題について研究を行ってきた経緯を有するにもかかわらず、である。この筆者の経験自体、金利スワップ取引の仕組みの複雑さを端的に物語っている。この点、同様に、金融アナリストの永野良佑氏も、「（金利スワップを含めたデリバティブについては金融の側の人間として精通していると自負しているが、）金利スワップは相応に複雑な取引であって、その理解は決して容易ではない」と指摘している。また、永野氏は、「金利スワップが単純だという論調は、売買は対象となる財と現預金との『交換にすぎない』のだから、すべての売買取引の理解は容易であると言っているのと等しい」<sup>(8)</sup>とも指摘している。もちろん、ある取引の仕組みが「単純か複雑か」ということは、相対的な判断ではある。しかしながら、本件金利スワップ取引は、取引の重要な仕組み（商品性）を表面的な契約条件のみから理解するということは一般人には甚だ困難なことであり、その仕組みを理解したうえで決して単純な金融商品とは言えないということは、本件に関する法的判断の重要な前提として、決して見落としてはな

---

(7) 永野・前掲注4・76頁。

(8) 永野・前掲注4・76頁。

らないであろう。

#### 4. 「参照指標」としての「スワップレート」

本判決では、「上告人（銀行）は、被上告人（顧客）に対し、本件取引の基本的な仕組みや、契約上設定された変動金利及び固定金利について説明するとともに、変動金利が一定の利率を上回らなければ、融資における金利の支払よりも多額の金利を支払うリスクがある旨を説明したのであり、基本的に説明義務を尽くしたものである」として、本件金利スワップ取引に関する銀行の説明義務違反を否定した。

デリバティブ商品の販売・勧誘に関して、業者に特段の説明義務がないという主張の理由付けとしてしばしば挙げられるのが、一般になじみの深い金融商品である株式も、価格形成過程の複雑さという意味では大変に複雑であるが、価格形成過程の詳細を知らずとも一般に売買が行われていることである。<sup>(9)</sup>

しかしながら、デリバティブ取引の仕組みを株式との対比で考えるときに見落としてはならないのは、デリバティブ取引において、株式の「株価」に相当するもの<sup>(10)</sup>が、当該デリバティブ取引の「時価」であることである（株価は、当該株式の「一株当たりの時価」に相当する）。株価の変動要因がいくら複雑であっても、投資対象の株式の現在価値（時価）である株価がいくらであるかが認識可能であるため、株式に対する投資判断が可能である。同様に、デリバティブ取引において、顧客の合理的な投資判断のためには、契約時を含む評価時点の当該デリバティブ取引の「時価」がいくらであるかは、顧客の損益把握のために必須である。

金利スワップ取引の場合、その時価を算出する基本となるのは、固定金

---

(9) 松尾直彦「店頭デリバティブ取引等の投資勧誘の在り方―「悪玉論」への疑問」金融法務事情1939号76頁等。

(10) このアナロジーの趣旨は、いずれも市場価格を有するということである。

利の指標金利として公表され時々刻々と変動する、いわゆる「スワップレート」である（金利スワップ取引の変動金利部分の一般的な指標は、LIBOR（London Interbank Offered Rate）もしくはTIBOR（Tokyo Interbank Offered Rate）である。一方、同取引の固定金利部分の指標は「スワップレート」と呼ばれる）。金利スワップ取引では、「スワップレート」を知りその意味を理解できれば、時価評価は簡単な算数で概算できる〔それゆえ、本件取引に関する説明義務の直接的対象は「スワップレート」ということになる（後述）〕。例えば、最判の2つの事例では、金利スワップ契約時の顧客側の時価評価額は、「想定元本×（契約年数に応じた実勢スワップレート－契約上の固定金利）×契約年数」の式で概算できる〔契約時の（顧客側）時価評価のマイナス分が、すなわち当該取引のリスク・リターンの「不均衡」分に相当する〕。現在ではスワップレートは日経新聞のマーケット欄に日々掲載されており、本件の契約当時は販売・勧誘業者が情報端末であるQuick等で確認できたはずである。

なお、原判決に対する批判として、「具体的な説明義務の内容を示して<sup>(11)</sup>いない」、「金利スワップ取引の正当性・合理性の客観的指標となるべき金利水準があることを前提にしているようだが、その論証がない<sup>(12)</sup>」といった指摘がなされている。この点、まさに本件で「具体的な説明義務の対象<sup>(13)</sup>」であり、「金利スワップ取引の正当性・合理性の客観的指標となるべき金利水準」であるものが、金利スワップ取引の「固定金利部分の参照指標」である「スワップレート」である。上述のように、本判決は、当該取引の

---

(11) 浅田隆＝上柳敏郎＝神作裕之＝福島良治＝森下哲朗＝和仁亮裕「《座談会》デリバティブ取引に関する裁判例を考える（上）」（浅田隆発言）金融法務事情1984号70頁〔以下、「座談会」として引用〕。

(12) 同上。

(13) 和仁亮裕弁護士も、「原告側の弁護士が何を考えなくてはならないかという、本当に説明すべきものは何だったのか、説明すべきリスクは何だったのかということでしょう。……残念ながら、両事件の原審は、このような点にあまりに配慮せず、粗い議論に終始しています。だから最高裁でもバツサリと切り捨てられてしまったのでしょうか」と指摘している。前掲注11「座談会」73頁（和仁亮裕発言）。

「商品性を構成する非常に重要な部分」であり取引の前提とされている、「スワップレート」の意義を見落とし<sup>(14)</sup>ている。デリバティブ取引の「時価評価に関する説明義務」については批判的な主張を展開する松尾直彦弁護士も、「デリバティブ取引の本質的要素である『株価、為替相場や金利基準などの参照指標の将来の変動により収益性や損失性が左右されるリスクがある』ことについて顧客が十分理解できるよう実質的に説明することにより、顧客が自覚的に参照指標<sup>(15)</sup>の将来を予想して商品選択することを確保することが重要」(太字は本稿の筆者による)と強調する。

こうしたデリバティブ取引の「参照指標」の中には、通常の新聞等で容易にアクセスできるものもあるが、本件取引の「固定金利部分の参照指標」である「スワップレート」は、「日々の業務や新聞で接することが多い認識・理解度が高い指標」<sup>(16)</sup>には、含まれない。特に本件契約当時は、まだスワップレートが日経新聞のマーケット欄に日々掲載される以前の状態であったと思われ、Quick等の専門端末を通じた情報であった。仮に現在のようにスワップレートが日経新聞のマーケット欄に日々掲載されている状況下であっても、金融業務に携わらない大半の一般人にとっては、「スワップレートが日経新聞のマーケット欄に日々掲載されている」旨の情報提供は、金利スワップ取引に係る顧客の合理的な投資判断のために必要となろう(本稿執筆時点では、金融関係の法律に携わる研究者や弁護士の間でさえも、「スワップレート」の存在と意義が周知されているとは言い難い状況であ

---

(14) 控訴審判決では、本件金利スワップ取引の固定金利部分の参照指標という意味で、「スワップレート」に関する言及がなされている。しかしながら、説明義務等の観点から「スワップレート」の意義が控訴審判決において明確に位置付けられていなかったために、最高裁判決ではスワップレートの意義が見落とされてしまったものと思われる。

(15) 松尾直彦「店頭デリバティブ取引に係る時価評価主張への疑問」金融法務事情1976号24頁。

(16) 前掲注11「座談会」88頁(浅田隆発言)。同氏の当該発言部分における「参照指標」には、本件取引の参照指標である「スワップレート」は含まれていないと考えるべきであろう。

る)。

デリバティブ取引の勧誘の際の説明義務については、『車の仕組みがわかっていなくても、車を運転してそのメリットを享受することはできる』というたとえと同様に、デリバティブ取引を勧誘する際に、取引の仕組みそのものを理解させることが説明義務の充足に必要な<sup>(17)</sup>とは考えられないとの指摘がある。車を運転するために、車の部品構成の詳細まで知る必要はないという意味では、筆者もその通りだと考える。しかしながら、「車を運転するためには、車の仕組みの基本的な理解は必須」であり、本件取引では、固定金利部分の参照指標である「スワップレート」に関する情報は、「車の仕組みの基本的な理解」にまさに直接関連するものである。

## 5. 金利スワップ取引における固定金利水準の妥当性

### 5.1 金利スワップ取引における固定金利の妥当性の指標としての「スワップレート」

本判決の原判決である控訴審判決は、「本件金利スワップ契約の固定金利は、契約締結ときに金融界で予想されていた金利水準の上昇に相応しない高利率であったばかりでなく、控訴人会社の信用リスクに特段の事情も認められないのに、本件訴訟で控訴人会社が例示した他の金利スワップ契約のそれよりもかなり高いもので、前記金利スワップ契約のスワップ対象の各金利同士の水準が価値的均衡を著しく欠くため、通常ではあり得ない極端な変動金利の上昇がない限り、変動金利リスクヘッジに対する実際上の効果が出ないものであったことは明らかである。」「したがって、本件金利スワップ契約は、被控訴人銀行に一方的に有利で、控訴人会社に事実上一方的に不利益をもたらすものであって、到底、その契約内容が社会経済上の観点において客観的に正当ないし合理性を有するものとは言えない。」と判示している。

(17) 和仁亮裕「デリバティブ取引と紛争解決」金融法務事情1951号39頁。

これに対し、本判決では、「本件取引は上記のような単純な仕組みのものであって、本件契約における固定金利の水準が妥当な範囲にあるか否かというような事柄は、被上告人の自己責任に属すべきものであり、上告人が被上告人に対してこれを説明すべき義務があったものとはいえない」として、控訴審では認められた当該金利スワップ取引における「固定金利水準の妥当性」についての説明義務を否定した。

これに対し、黒沼悦郎教授は、「本件取引が金利上昇のリスクをヘッジする機能を有しているかどうかは説明義務の対象となると考えられる」ため、「固定金利の水準が妥当な範囲にあるか否かは説明義務の対象でないとした判旨には、疑問が生じる」と、本判決の判旨を批判している。しかし、黒沼教授は、「本件のようなプレーン・バニラ型と呼ばれる単純な金利スワップ取引においては、固定金利と変動金利の契約締結時の差は容易く計算でき、かつ、この差に銀行のコストと利益が含まれていることは顧客にも明らかであったから、銀行としては改めて説明するまでもなかったといえる」と述べて、本判決の結論を妥当なものとする<sup>(18)</sup>。

しかしながら、本件金利スワップ取引における銀行の спреッドは、「固定金利と変動金利の契約締結時の差」ではなく、「約定固定金利とスワップレートの差」<sup>(19)</sup>に表れる。「金融取引一般には、そもそもどこまでが利益で、どこまでが原価かという計算そのものが非常に難しいという特徴が認められる<sup>(20)</sup>」との指摘もしばしばなされるが、本件取引での銀行の спреッド部分は、以上のように明白である<sup>(21)</sup>。そして、本件金利スワップ取引の「固定金

(18) 黒沼悦郎「判批」民商法雑誌149巻3号91-92頁。

(19) この点は、青木浩子『リテール顧客向けデリバティブ関連商品販売における民事責任―「新規な説明義務を中心として」―』（日本証券経済研究所・金融商品取引法研究会記録46号、2014年）49頁（青木浩子報告者発言）においても指摘されている。

(20) 前掲注11「座談会」75頁（神作裕之発言）。

(21) 先スタート型の金利スワップ取引のスワップレートの水準は、情報端末等で確認することができず、若干の計算に基づいて算出することが必要となる。本件においては、契約締結日の1年先スタート6年物のスワップレート（対3か月

利水準の妥当性」は、本件取引の「固定金利部分の参照指標」である「スワップレート」を前提に、顧客自らが判断可能である。なぜならば、「スワップレート」は、市場参加者の将来金利予想を反映した「将来取引の現在価格」(先物取引の先物価格に相当)であるからである<sup>(22)</sup>。顧客は、スワップレートの値とその意義が分からなければ、本件取引の固定金利水準の妥当性を、契約時に合理的に検証することができない。

控訴審判決の「本件金利スワップ契約の固定金利は、契約締結ときに金融界で予想されていた金利水準の上昇に相応しない高利率であった」という説示に対し、青木教授は、英米の過去の金利水準を鑑みると、本件のようなポジションの取り方はおかしくはなかったと指摘する<sup>(23)</sup>。また、同教授は、「本件取引の銀行スプレッド (2.445% - 1.3% = 1.145%) は非常に大きい」としながらも、「これを暴利行為であるとして争うことはもちろん、説明義務違反として争うことも難しいのではないか」とする<sup>(24)</sup>。

筆者も、本件取引の契約条件が顧客に「一方的に不利益をもたらすもの」であるとは言い難く、また、本件取引の銀行スプレッドが異常に高かったとしても、自らの利鞘そのものを説明する義務が銀行にあるとは当然には言えないと考えている。しかしながら、本件金利スワップ取引の「固定金利水準の妥当性」は、本件取引の「固定金利部分の参照指標」である「スワップレート」を前提に、顧客自らが判断可能な事項であり、本件の「契約内容が社会経済上の観点において客観的に正当ないし合理性を有するもの」か否かは、スワップレートの水準を知ったうえで、顧客自らが判断すべき事項であろう。本件では、「スワップレート」に関する理解と情報なしには、顧客が合理的な投資判断を行うことは困難であったと言わざるをえない。

---

TIBOR) は、1.3% であると算出される。永野・前掲注 4・82頁。

(22) 永野良佑氏は、「市場が予想する、将来の価値についての平均値」(「市場の総意」と表現する。永野・前掲注 4・81頁。

(23) 青木浩子「原審判批」金融法務事情1944号76頁。

(24) 青木・前掲注23・81頁。

本件金利スワップ取引では、「変動金利部分の参照指標である TIBOR」については契約条件に記載されているにもかかわらず、「固定金利部分の参照指標であるスワップレート」については契約条件に記載されず、顧客に説明も行われていない。当該取引の変動金利部分については、銀行側が TIBOR ベースで支払いを行い（顧客へのスプレッドはなし）、一方の固定金利部分については、参照指標であるスワップレートに大きな銀行スプレッドを乗せて約定固定金利が設定されているために、顧客に対してスワップレートに関する説明が行われなかったものと予想されるが、変動金利の参照指標のみを説明して固定金利の参照指標は説明しないということは、甚だ不自然かつ不適切である。プロ間で行われる金利スワップ取引においては、スワップレートが周知されたうえで取引が行われていることも見落としてはならない。

潮見佳男教授は、本件の控訴審判決を評して「投資取引における契約自由の原則そのものの全面否定を意味する理論的基礎のうえに金融商品販売業者の説明義務を捉えたものであって、自由主義市場経済を否定するに等しい論理である<sup>(25)</sup>」とする。筆者は控訴審判決の論理を突き詰めれば、潮見教授の指摘する結末に至ってしまうとの認識に特段反対するものではない。しかし、潮見教授に倣って言うならば、本件の最高裁判決は、「市場経済において、顧客に市場の存在を知らせないことを正当化する（市場の透明性を否定する）に等しい」ものであり、「自由主義市場経済存立の根幹を揺さぶるもの」と言わざるを得ないのではないであろうか。

## 5.2 銀行の利鞘

本件金利スワップ取引では、固定金利部分の利率が年利2.445%であり、この固定金利の水準が妥当なものが問題となった。<sup>(26)</sup> ちなみに、本件取引

---

(25) 潮見佳男「適合性の原則に対する違反を理由とする損害賠償」現代民事判例研究会編『民事判例・』14頁（日本評論社、2012年）。

(26) 本件の被告（上告人）銀行による金利スワップ取引における「銀行の利鞘」

の銀行スプレッドは、 $2.445\% - 1.3\% = 1.145\%$ と、約定の固定金利の利率(2.445%)自体の約半分程度となり非常に大きいものであるが、銀行業界からは「そもそも何をもって批判される『もうけすぎ』となるのか<sup>(27)</sup>」という疑問も出されている。

この点、福島良治氏は、「①事件(本件)で扱われた事案の金利スワップ契約(変動金利LIBORと固定金利2.445%とを交換するもの)を勘案した当該企業借入金の実質的支払固定金利は4.48%でして、民法404条の法定利率5%や利息制限法の上限金利15%に比べて、別に高い金利でもありませんし、何よりも当該企業の信用リスク等を勘案して、このスワップ金利を提示したはず<sup>(28)</sup>」であり、「超過利潤があるとしても商慣習上の適正なレベルのものだと思われ<sup>(29)</sup>ます」と指摘する。しかしながら、「与信リスクが想定元本のごく一部である」本件金利スワップ取引と通常の借入金とを合算して、「当該企業借入金の実質的支払固定金利」を計算することは、そもそも「当該金利スワップ取引の固定金利水準の妥当性」を検証することには全くならず、甚だ不適切である<sup>(30)</sup>。また、こうした考え方は、金利スワップ取引の与信リスクに関する一般的見解である同氏の著書における記述(本稿注33参照)とも、甚だ整合性を欠くのではないだろうか。

さらに、「本件の金利スワップ契約を勘案した当該企業借入金の実質的支払固定金利は4.48%」という計算自体も根拠不明である。同じ数値は青木教授の原審判決評釈にも出てくるが<sup>(31)</sup>、ここでの計算式は、当該顧客の当該銀行からの変動借入金の金額と、当該金利スワップ取引の想定元本が同

---

を、経済学者が詳細に分析した論文として、吉本佳生「三井住友銀行による金利スワップ販売事件の問題点—銀行側が得た利益は、適正な範囲内のものであったか?」南山経済研究21巻3号359頁がある。

(27) 前掲注11「座談会」76頁(浅田隆発言)。

(28) 前掲注11「座談会」69頁(福島良治発言)、同旨、青木・前掲注23・81頁。

(29) 前掲注11「座談会」74頁(福島良治発言)、同旨、青木・前掲注23・81頁。

(30) 同旨、永野良佑「金融商品取引と自己責任—金融実務、業者規範、民事効との接点の模索—(4)」金融法務事情2003号58-59頁。

(31) 青木・前掲注23・81頁。

額（3億円）である場合に成り立つ計算である。判決文の事実関係によれば、実際は、前者の被告銀行からの借入金は半分の1億5千万円であり、この事実を前提にして計算するならば、「当該企業借入金の実質的支払固定金利」も、かなり高い方向に修正されることになる。

本章の論点である「当該金利スワップ取引の固定金利水準の妥当性」を論じるために算出すべきなのは、「当該金利スワップ取引の与信額とそれに対する金利」であり、これは借入金そのものではないため暴利行為の適用対象となるかはともかくとして、仮に本件金利スワップ取引における銀行スプレッドを借入金の利息に引き直すならば、利息制限法の上限金利を超えるほどの法外なものとなっていることを見落としてはならない。

本件金利スワップ取引は、市場で2340万円で取引されている金融商品を、金融商品取引業者から、相対（市場外）取引で、4401万円で買う取引に相当する。<sup>(32)</sup>同取引の約定固定金利の支払総額は4401万円（3億円×2.445%×6年=4401万円）であるのに対し、仮にこれを銀行スプレッド分が含まれていない市場取引ベースで計算すれば、2340万円（3億円×1.3%×6年=2340万円）となるからである。

両者の差額分である2061万円が、本件取引における銀行のスプレッドに相当する。ここで注意しなければならないのは、貸金については通常は貸金全額（100%）が与信額とみなされるのに対し、金利スワップ取引の対顧客与信額は「想定元本のごく一部」に相当する金額であることである。デリバティブ取引の契約当初に用いられる簡易方式によれば、金利スワップ取引の与信額は、「想定元本×（取引期間年数－1）%」<sup>(33)</sup>であり、本件金利スワップ取引の与信額は、3億円×（7－1）%<sup>(34)</sup>=1800万円となる。本件

---

(32) 永野・前掲注4・83頁。

(33) 福島良治『デリバティブ取引の法務と会計・リスク管理（第2版）』301頁（金融財政事情研究会、2008年）参照。

(34) 本計算式における、本件取引の取引期間年数は、先スタート型のため7年間となる。本稿の後述「8. 先スタート型とスポットスタート型に関する利害得失」を参照。

金利スワップ取引の顧客は、1800万円の与信額（借入金相当）に対して、一年間に343万5千円の利息を支払っているに等しいことになり、年率換算で利息制限法の上限金利を超える「19.166%」となる（筆者の計算結果は「控えめな概算」ともいえ、永野良佑氏のより精密な計算によれば「年率23.283%」<sup>(35)</sup>となっている）。この点を勘案すると、本件金利スワップ取引における顧客側の実質的な支払金利の水準は、実質的には暴利とも言い得るほどの極めて高い水準といえる。

本件の被告（上告人）代理人弁護士は、法律誌のインタビューにおいて、控訴審判決の説明義務違反に関する判示について「最も問題と思われたのは、本件金利スワップ契約に基づく顧客と銀行の受払いの経済的価値が同等であることを説明しなかったことをもって説明義務違反を認定した点<sup>(36)</sup>」と述べている。筆者も、本件金利スワップ取引において、銀行の利鞘が非常に大きかったことが直ちに銀行の責任原因（説明義務違反等）になるとはいえないと考えているが、当該金利スワップ取引の固定金利部分の参照指標である「スワップレート」に関する適切な説明（自己責任契約の前提となる説明）を行わずして、これほどの「価値的不均衡」を正当化することは、甚だ困難なものであると考える。

金融商品取引法第1条は、法目的として資本市場の機能の十全な発揮による「公正な価格形成の確保」を明示しており、およそ金融商品の取引は、金融商品取引法第1条に言う「公正な価格」に基づいて実施されることが必要である<sup>(37)</sup>。デリバティブ関連の取引においては、「顧客が当該取引

---

(35) 永野・前掲注30・58頁。

(36) 島田邦雄ほか「代理人弁護士に聞く金利スワップ最高裁判決の今後の影響」銀行法務21・57巻7号5頁。

(37) 上村達男「金融商品取引業における『業』概念をめぐる議論について」ビジネス法務2015年2月号55-56頁等。なお、金商法1条の「公正な価格形成」の文言は、金商法制定前（証券取引法）の有力説が立法化された経緯を有するため（上村達男＝松尾直彦「会社法・金商法の諸問題を語りつくす（下）」ビジネス法務2012年2月号73頁（松尾直彦発言）、業者の公正価格取引の考え方は、金商法施行後の取引のみに妥当するわけではないことに留意する必要がある。

の合理性を『市場取引を参照しつつ』自ら検証できるだけの説明を行うこと」が、「公正価格取引に関する金融商品取引業者等<sup>(38)</sup>の責務」として観念されるべきである。本件においては、固定金利部分の参照指標である「スワップレート」等に関する説明がこれに該当すると考えるべきであろう。

本判決では、「本件取引は、……当該企業に対して契約締結のリスクを負わせることに何ら問題のないものである」と判示しているが、上記の本件取引の実質が正確に認識されたならば、全く異なった法的評価（判決の結論および理由）がなされた可能性が高いものと思われる。また、「上告人は、被上告人に対し、本件取引の基本的な仕組みや、契約上設定された変動金利及び固定金利について説明するとともに、変動金利が一定の利率を上回らなければ、融資における金利の支払よりも多額の金利を支払うリスクがある旨を説明したのであり、基本的に説明義務を尽くしたものである」という判旨についても、根本的に見直される必要がある。

### 5.3 相見積もりの問題

本件に関して、金融機関サイドからは「顧客は金融機関の提示された条件が不利なのではないかとの理由で気に入らないのであれば、取引をやめたり、他の業者に相見積もりを提案させたりすればよいはず<sup>(39)</sup>」との意見があるが、「他行に取引条件を聞きに行ったり、商品の現在価値について電卓をたたいて計算できたりするような大企業やプロについてはそのような説明は不要だけれども、アマ、例えば個人ですとか、一部の中小企業ですとか、なかなかそういった判断がしづらいような主体との関係では、別の議論<sup>(40)</sup>が成り立つ」と考えるべきである。

福島良治氏は、「私も車を買うときは1つのディーラーだけではなくて、

---

(38) 金融商品取引業者と登録金融機関をあわせて「金融商品取引業者等」と呼び（金融商品取引法34条）、同法に基づく業規制の対象となる。

(39) 前掲注11「座談会」74頁（福島良治発言）。

(40) 前掲注11「座談会」75頁（森下哲朗発言）。

複数のディーラーに聞いて買います。……その人に応じた購入価格や運用価格に応じて、それなりの金額である場合は複数の業者に見積もってもらうということぐらいは、アマであってもすべきではないかと思えます」と述べるが、こうした「相見積もり」が合理的に行われる重要な前提が、本件ではいくつも欠けている。ひとつは、銀行の営業姿勢の問題である。本件では、「優越的地位の濫用」自体は最判では認定されなかったが、第二事件の一審判決では部分的に認められており、被告(上告人)銀行による過度に積極的な勧誘が行われていたことが推測される。本件の控訴審判決でも、本件金利スワップ取引の勧誘については、銀行の一方的かつ積極的な営業によるものであり、相手方が銀行ということもあって、顧客が他の金融機関に同種の取引について相見積もりを行える状況にはなかった状況が認定されている。もうひとつは、参照指標や時価に関する情報が欠落しているため、当該取引の契約条件が顧客にとって妥当なものであるかを判断する合理的基準を欠いていることである。

#### 5.4 誠実公正義務違反等

本判決では、銀行の説明義務違反が否定される結果となったが、デリバ

---

(41) 前掲注11「座談会」75頁(福島良治発言)。

(42) 判例タイムズ1389号95頁以下の本判決の解説によれば、被告(上告人)銀行は、平成13年度以降、取引先に対して、金利スワップ商品の販売を積極的に行っていたものの、平成17年12月2日、金利スワップ商品を購入しなければ融資に関して不利な取扱いをする旨を示唆することによりその購入を余儀なくされたなどとして、独占禁止法の規定に基づき、上記の行為を取りやめることなどの勧告を受けた。同銀行は、弁護士である社外委員を含む特別調査委員会を設置し、平成18年4月27日、調査報告書を取りまとめたところ、これによれば、平成13年4月以降の金利スワップ契約先、全1万8162社のうち、2200社(調査票を返信した顧客等)について詳細な調査が実施され、「濫用事案」(訴訟となった場合、かなりの確度で優越的地位の濫用が認定されると思われる事案)は17社、「濫用懸念事案」(訴訟となった場合、優越的地位の濫用と認定されると思われる事案)は51社であり、優越的地位の濫用(懸念を含む)は認められなかったが説明不足等の法的責任が懸念される事案は181社であった。

ティブ取引について、金融商品取引業者等の自己計算による取引であっても、業者が不透明な態様で利益を得ることに対する制限として、金商法上の誠実公正義務（金商法36条1項）違反を重要な要素として不法行為責任が認められる可能性がある。山下友信教授は、こうした見解を示してお<sup>(43)</sup>り、筆者もこの見解に賛成している。石尾賢二教授の本件に関する主張<sup>(44)</sup>も、同様に銀行の「誠実公正義務違反」をめぐる主張と位置付けることができよう。また、鈴木英司弁護士は、そうした行為は、銀行法13条等の「顧客の保護に欠けるおそれのある」行為（銀行法13条の3第1号、金商法38条1号）に該当する可能性があり、この解釈は、平成17年以降現在に至るまで、金融庁の金融機関に対する行政指導の柱となっていることを指摘<sup>(45)</sup>している。<sup>(46)</sup>

なお、最近、ドイツ BGH 判決や商品先物取引に関する平成21年最高裁判決を根拠に、デリバティブ取引における「利益相反」を、業者の責任原因とする主張が見られる。しかしながら、「利益相反」関係の本来的な意味は、「一方のプラスが他方のマイナスになる」関係のことであり、不当性がなくとも成立する関係である。相対で行われる店頭デリバティブ取引は、時価ベースではまさに「一方のプラスが他方のマイナス」という関係になっているため、すべての店頭デリバティブ取引における業者・顧客間の関係は「利益相反」ということになってしまう。それゆえ、ある店頭デ

---

(43) 山下友信「事業者に対する複雑なデリバティブ取引の勧誘と金融取引業者等の責任—2011年ドイツ連邦通常裁判所判決を素材とした一考察」伊藤真ほか編『経済社会と法の役割（石川正先生古稀記念論文集）』945頁（商事法務、2013年）。

(44) 石尾賢二「デリバティブ取引の法的問題について～最高裁平成25年3月7日判決を中心として」静岡大学法政研究18巻1・2号94頁。

(45) 平成17年10月付金融庁「主要行向けの総合的な監督指針」Ⅲ-3-3-1-2-(2)、平成26年4月付金融庁「主要行向けの総合的な監督指針」Ⅲ-3-3-1-2-(2)。

(46) 鈴木英司「デリバティブ商品や仕組債等の金融商品販売における説明義務—最高裁平成17年7月14日判決の再評価と最高裁平成25年3月7日判決の問題点」NBL1039号30頁。

デリバティブ取引の不当性を指摘する場合には、利益相反関係の指摘だけでは本来的には意味をなさず、別の概念や法的評価が必要になってくるはずである。<sup>(47)</sup> デリバティブ関連の取引において業者の「利益相反」と表現している状況については、我が国では、金商法の「誠実公正義務違反」(36条1項)等の構成により表現した方が適切な場合が多いと思われる。

## 6. 時価評価

### 6.1 時価評価の概念と重要性

あるデリバティブ取引(商品)に関して、「参照指標に関する市場がどの程度動けば、損益がどの程度になるか」は、まさに当該「取引(商品)の基本的な仕組み」であって、投資判断の前提として必要であり、時価評価に関する説明は、その根幹部分を成すものといえる。それゆえ、「基本的な時価評価の構成要素と変動要因」に関する説明を行う義務(前掲・東京高判参照)は、当該「取引(商品)の基本的な(重要な)仕組み」に関して説明を行う義務として、認められるべきものである。

前述のように、金利スワップ取引は「債券のデリバティブ」であり、資金を借りて債券を買うことと経済的機能はほとんど同じである。債券は実はかなり複雑な金融商品であるが、それでも価格(時価)が見えるため取引できるが、これで価格が見えなければプロでも合理的な投資判断は困難である。それゆえ、プレーン・バニラの金利スワップ取引においても、やはり「時価の重要性」は揺るがない。<sup>(48)</sup>

(47) 商品先物取引に関する平成21年最判の事案(最二判平成21年12月18日判時2072号14頁)では、商品取引員と顧客が直接の取引関係にあるわけではないために、業者が「利益相反」的立場に立った取引手法(差玉向かい)を採用していたことが、業者の責任を認める有効な根拠になったと考えられる。なお、同平成21年最判において認められた業者の責任原因も、業者の利益相反行為を直接の原因とする「忠実義務違反」ではなく、「説明義務違反」であることに留意する必要がある。

(48) 東京高判平成26年3月20日では、「基本的な時価評価の変動要素」に関する「説明義務」を認めた。同判決が、時価評価の変動に関する重要部分についての説

また、時価評価差額（契約価格と時価評価額の差額）は、まさに評価時点で当該商品を市場で売却した場合の損益に相当し、中途解約清算金の算定の直接の基礎となるものである。中途解約清算金の具体的な額については、とくにオプション性の強い取引であればボラティリティの変動によっても大きく変わり得るため、事前に詳細かつ適切なシミュレーションを行うことは困難な場合も多いと思われるが、一定の合理的な方法による「推定最大損失」と「その依拠する前提」につき、契約時に顧客に説明する義務が少なくとも存在すると考えるべきである。

複雑なデリバティブ取引においても、取引の表面的な契約条件自体については、一般人にも理解可能であると思われるものが多い。しかしながら、実際に当該取引がどれだけの価値（顧客側を含み損益）を有しているのかを顧客側が自ら判断できないケースがほとんどである。取引を完全に分解して個々の時価評価額とそれぞれの相関関係を完全に把握しなければ正確な時価評価額を算定することはできないが、それらの詳細はブラックボックスとなっており、業者側の評価基準に委ねられている。デリバティブ取引の開始にあたっては、契約時点で時価評価差額がゼロであれば、顧客のリスクとリターンは均衡している。実際には、業者側のマージンがわずかでもあれば、当初の（顧客側）時価評価差額は必ずマイナスとなるため、取引の当初時価評価差額がマイナスであること自体は通常である。しかしながら、顧客が合理的な投資判断を行うためには、契約時の時価評価

---

明義務違反を認めた点は、大きな意義がある。一方で、時価評価に関する説明義務の根拠について、「複雑なデリバティブ取引」であることを主要な理由とする点には疑問がある。上述のように、「時価」はまさに株式の株価同様、「デリバティブ取引の本質部分」であるからである。拙稿（判批）「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」金融・商事判例1448号3頁。

(49) 現状では、例えば、VaR（バリュー・アット・リスク。リスク分析手法の一つで、現有財産の損失可能性を時価推移から測定する手法）等の方法の採用が考えられよう。この点、上柳敏郎弁護士は、金融商品取引業に関する内閣府令117条1項1号に基づき、単にVaRの提示だけでなく、顧客の財務状況との関連を説明すべきとする。浅田隆ほか「座談会（中）」金融法務事情1985号52頁（上柳敏郎発言）。

を知り、取引のリスク・リターンがどれだけ不均衡であるかを知っておくことが望ましい。この点、多くのデリバティブ取引において、顧客自身は、取引の正確な価値（時価評価）が算定不能であり、また、中途解約清算時の算定の基礎となる時価評価額にしても、顧客側は自ら算定する方法を有していない。それゆえ、業者側が契約時時価評価を顧客に説明・開示したうえで契約締結することが望ましい。しかしながら、契約時時価評価に関する説明義務が仮に認められない場合でも、訴訟の過程において業者側が当該取引の「リスク・リターンが均衡」している旨の主張を行うのであれば、その証拠として契約時時価評価（組成コスト分を含む）を開示したうえで主張・立証を行わなければならないはずである。そうでなければ、裁判所は当該取引の「リスク・リターンが均衡」していることを認定すべきではないであろう。<sup>(50)</sup>

## 6.2 時価会計とデリバティブ取引の含み損益・公正価値評価

会計原則では、デリバティブ等の金融商品については、含み損益を当期の損益計算書に記載する必要がある。含み損益の当期利益への計上を免除されるためには、「ヘッジ会計」（もしくは「金利スワップの特例処理」）の適用要件を満たすべく社内体制を整備しなければならない。ヘッジ会計が適用されるヘッジ取引として認定されるための要件（「金融商品会計に関する実務指針」141項以下）は厳格であり、「金利スワップの特例処理」の要件（同指針177～179項）はさらに厳格である。<sup>(51)</sup><sup>(52)</sup>

(50) 拙稿・前掲注48・4頁。

(51) 福島・前掲注33・269-276頁。

(52) そもそも本来的な「ヘッジ取引」とは、ヘッジ会計等の要件を充たすような取引のことであり、変動金利借入金のヘッジのために本件のような金利スワップ取引を行う場合においては、「ヘッジ対象（変動金利借入金）とヘッジ手段（金利スワップ取引）の両者の『インデックス（指標）』がほぼ同様のもの」でなければならないはずである。そうした観点からは、本件のようにヘッジ対象である借入金が短期プライムレートベースであり、ヘッジ手段である金利スワップの変動金利がTIBORであるような場合、本来的には「ヘッジ取引」とは言い難いものである。

会計基準では、1999年1月22日に企業会計審議会から「金融商品に係る会計基準」が公表されて以来、同基準および関連する実務指針等に基づき、デリバティブ取引については時価評価を行うことになっている。この点は非上場会社でも同様であるが、有価証券報告書等を提出している上場会社は、デリバティブ取引の時価評価に対する意識が高い。

一方で、非上場会社では、とくに最近までは一般的にデリバティブ取引の時価評価に対する意識は低く、同取引が時価会計の対象となること、および時価評価の基本的な方法についての理解は（顧問税理士等も含め）十分に浸透していなかったとみられる。なお、デリバティブ取引の税法上の評価基準は、会計基準と基本的に同様のものであり、当該会社が自ら評価困難な場合は、専門家に照会した結果を以て評価とみなしてよいことになっている（2000年度法人税法改正および2000年6月28日付け法人税基本通達改<sup>(53)</sup>正）。それゆえ、デリバティブ取引が会計・税務面で時価評価の対象となること（すなわち、含み損益が当期利益に計上されること<sup>(54)</sup>）を顧客側会社が理解している必要があり、非上場会社に対してはとくに、その点の説明もしくは確認を販売・勧誘業者は最低限行うべきである。

また、「時価評価」に関する説明義務は、会計上の要請である「公正価値評価」からも裏付けられる。「公正価値評価」は、米国 SFAS〔財務会計基準書〕157号、IFRS〔国際財務報告基準〕13号等、最近の国際的潮流

---

う。この点、訴訟によらない簡便な紛争解決手段としての金融 ADR においては、ヘッジ取引であるか否かについて（業者側にとって）かなり緩い基準が採用されているようであるが、これは金融 ADR 特有の基準であり、訴訟における「ヘッジ取引」の基準は、ヘッジ会計の基準のように、本来的なヘッジの考え方に基づいたものであることが望ましい。

(53) 福島・前掲注33・291頁参照。

(54) デリバティブ取引の含み損益が、時価評価ベースで原則として当期利益に計上される（ヘッジ会計等が適用される場合を除き）ことからしても、「時価評価は会計上のひとつの考え方にすぎない」などという認識〔例えば、島田邦雄「イベント・リスクと説明義務」金融法務事情2007号1頁〕で到底すまされるものではなく、会社関係者は、経営的観点からも「時価評価」を十分に意識してデリバティブ取引を行わなければならない。

<sup>(55)</sup>である。この基準は日本の上場会社にも最近浸透し、例えば、大手金融機関や証券会社は、2007年度から既にSFAS157号を適用している。「公正価値評価」のために重要であるのは、顧客が金融商品の「時価評価検証」を自ら行えることである。そして、業者は、顧客が時価評価が自らできない金融商品につき、その評価方法を理解させるか、説明しても理解できない場合は売ってもいけないことになる。

### 6.3 新規な説明義務？

「時価評価」に関する説明義務は、最近のデリバティブ取引関連訴訟で主張されているため、これを「新規な主張」<sup>(56)</sup>に含める見解もある。しかしながら、デリバティブ取引において「時価」や「参照指標」は、まさに「本質」といえるものであり、何ら新規なものではない。これらの概念が「新規な」ものに感じられるならば、それは単に、デリバティブ取引の“本質”が一般に理解されていなかっただけであろう。ましてや、デリバティブ実務のプロが、これらを“新奇な”<sup>(57)</sup>主張と言い替えることは、デリバティブ業界の存立根拠を自ら否定しているに等しい。

---

(55) IFRS13号では、「公正価値」とは、「測定日時点で、市場参加者間の秩序ある取引において、資産を売却するために受け取るであろう価格又は負債を移転するために支払うであろう価格」と定義されている。SFAS157号における公正価値の定義も、ほぼ同様のものである。

(56) 青木浩子「金融商品取引業者の新たな説明義務」『商事法の新しい礎石（落合誠一先生古稀記念）』789頁（有斐閣、2014年）。筆者は、「参照指標」や「時価」はデリバティブ取引の「本質」であって、全く新規なものではないとの立場ではあるが、一方で、「新規な主張」の多くは、商品先物取引等他領域の法律か、海外事例を参考とするようである。いずれにせよ、状況や前提の相違を公正に注記せずに引用し、その旨を相手方に指摘されれば、かえって裁判所の心証を害するであろう」〔同「判批」NBL1005号40頁〕との青木教授の指摘については筆者も同感であり、顧客側代理人はこうした指摘をいかに真摯に受け止めて有効な法律論を再構成できるかが、今後の大きな課題となろう。

(57) 福島良治「店頭デリバティブ取引のプライシングや手数料の説明に関する補論」金融法務事情1978号75頁。

また、「イベント・リスクと後講釈」といったかたちで、デリバティブ取引における時価評価に係る説明義務の無用性を主張する見解もある。「原告（顧客）の主張は、突き詰めると、円高リスクの説明が不十分であった、さらには、金融機関は将来の為替動向を『金融工学』によって予測できた、というものである。……イベント・リスクと後講釈は常に覚悟しておく必要があり、近年の為替デリバティブの裁判ではこれが『時価評価』<sup>(58)</sup>として構成されているようである」。時価評価は「予想値」であるとの理解の下、想定不能の「イベント・リスク」による損失を「後講釈」で正当化するために「時価評価」が濫用されているという主張のようであるが、「イベント・リスク」にも「後講釈」にも時価は直接の「関係は全くない」。なぜなら、時価は将来の単なる予測値ではなく、市場における将来予想を反映した「市場での現実の取引値」<sup>(59)</sup>であるからである。それゆえ、「イベント・リスク」にも「後講釈」にも時価評価は「無関係」という主張であれば適切であるが、時価評価の「無用性」の論拠には全くなならない。この点、顧客側の一部の主張に引きずられた結果なのかもしれないが、論理の著しい混乱が見られるように思われる。

なお、時価評価額については、採用するモデルの相違やボラティリティ等の代入数値により計算結果が異なり得るため、顧客側が価値評価業者等の専門家に依頼して、契約時等の推定時価評価を提出しても、業者側から反論されることが多いようである。このように、時価評価に一定の幅がありうることを以て、時価評価に関する説明義務を否定する見解もある<sup>(60)</sup>が適切ではなく、「時価評価の幅」については、結論を導く総合判断のなかで、<sup>(61)</sup>「相対的合理性」として斟酌すればよいものである。例えば原告が当該デ

---

(58) 島田・前掲注54・1頁。

(59) 黒沼教授も、時価は将来の単なる予測値ではなく、市場における将来予想を反映した「市場での現実の取引値」である点を強調している。前掲注19・金融商品取引法研究会記録37頁（黒沼悦郎発言）。

(60) 福島良治「店頭デリバティブ取引を取り巻く近時の変化と法務的論点—解約清算金に関する説明義務ほか—」金融法務事情1991号53頁等。

リバティブ取引の(原告側)当初時価評価差額をマイナス1.5億と主張しているが、被告はマイナス1億と主張している場合において、どちらにしても、説明義務違反の結論が出せるのであれば、どちらが正しいかを突き詰める必要はない。他の事情とあわせて考慮した場合に、マイナス1.5億だと説明義務違反になるが、マイナス1億だとならないという場合に、はじめてどちらの評価が信用できるかという信用性判断に立ち入る必要が出てくる。時価評価は、要件事実的には、リスク・リターンの均衡度を示す合理的な指標であるとして、説明義務違反等を基礎づける「評価根拠事実(規範的要件事実)<sup>(62)</sup>」(事案によっては説明義務の対象そのもの<sup>(63)</sup>)と位置付けられることになると考えられる。

ただし、デリバティブ取引において「参照指標」や「時価」が「本質」であるにしても、個々の事案における業者の説明義務等については、具体的な事実関係を前提に、過不足のない適切な説明義務の対象(「顧客による合理的な自己責任投資の前提」)を絞り込む作業が必要であろう。例えば、①「金利スワップ取引」においては、固定金利部分の参照指標である「スワップレート」とその意義を理解していれば、時価や中途解約清算金の概算は一般人にも可能である。それゆえ、少なくとも「スワップレート」に関する(知らない顧客への)説明が、「自己責任を問い得る条件」として、最低限のものと考えられる<sup>(64)</sup>。②同様に、「オプション性を有しない通貨ス

(61) 時価評価については「相対的合理性」に基づいて判断すべきとの、本稿と同様の見解として、前掲注19・金融商品取引法研究会記録37-38頁(黒沼悦郎発言)。なお、黒沼教授は、同研究会における質疑の中で、時価評価に係る説明義務を認めるべきだとの発言も行っており(同37頁)、時価評価に係る説明義務の問題に関しては、本稿の立場と共通する部分が多い。

(62) 時価評価の要件事実的な位置付けについては、吉峯耕平弁護士からのご教示に多くを負っている。

(63) 例えば、後述の仕組債に関する事案の場合。拙稿「判批」(東京高判平成26年4月17日)金融商事判例1468号2頁参照。

(64) この点、例えば、銀行間の金利スワップ取引であれば、契約当事者は、スワップレートの存在を当然知っていてそれを前提に取引するために、説明義務は事実上存在しないと見える。

ワップ取引」においても、参照指標である「フォワードレート」に関する説明が、最低限の説明義務であろう。フォワードレートを見れば、例えば1年後の円ドル為替相場を市場がいかに予想しているかがわかる（しかも当該水準は単なる予想ではなく、フォワードレートで現実に今取引できる）。③これに対し、オプション性を有するデリバティブ取引の多くについては、参照指標の理解だけでは時価や中途解約清算金の計算は困難であり、業者による事前の詳細なシミュレーションも困難である場合が多いため、「時価の基本的な変動要因」（前掲・東京高判平成26年3月20日）に加え、合理的な方法<sup>(65)</sup>による「想定最大損失」と「その依拠する前提の適切・簡潔な説明」が必要となろう。④なお、オプションの売りと買いを組み合わせたいわゆる「ゼロコストオプション」取引の場合には、顧客のオプション料支払をゼロにするための、当該オプションの売りと買いの比率が合理的なものであることの説明が必要となろう。⑤仕組債（デリバティブを組み込んだ債券）の場合は、販売・勧誘業者自身が使用しているモデルに基づく、当該仕組債の「理論価格」（再構築コスト等の適切な算定方法によるもの）が、説明義務の対象となると考えるべきであろう。

## 7. 中途解約清算金に関する具体的説明

本判決では、「本件提案書には、本件契約が上告人（銀行）の承諾なしに中途解約をすることができないものであることに加え、上告人の承諾を得て中途解約をする場合には被上告人（顧客）が清算金の支払義務を負う可能性があることが明示されていたのであるから、上告人に、それ以上に、清算金の具体的な算定方法について説明すべき義務があったとはい

---

(65) 現状では、例えば、VaR（バリュー・アット・リスク。リスク分析手法の一つで、現有財産の損失可能性を時価推移から測定する手法）等の方法の採用が考えられよう。リスクとは、統計学や金融工学的には、「分散（損益の振れの可能性）」を意味する。この観点からも、「リスク＝損益の振れの可能性」につき、顧客が契約時に理解しておく必要がある。

難しい」と判示された。この判示部分にも様々な問題がある。

まず、「本件契約が銀行の承諾なしに中途解約をすることができないものである」点については、実務上、清算金額をめぐる解約時のトラブルを抑えるために、中途解約を原則として認めないという契約文言が一般的に使用されてはいるものの、<sup>(66)</sup>「デリバティブ取引は、たいてい時価が取得可能だという前提に立っているので、『本取引の契約後の中途解約は原則できませんというのは単なる確認文言』<sup>(67)</sup>と考えるべきであろう。

デリバティブ取引を解約すると時価が顕現し、損益を清算する必要があるという事実はデリバティブ取引の本質的な事項であり、金商法における「デリバティブ取引に関する主要な用語及びその他の基礎的な事項」(金融商品取引業等に関する内閣府令93条1項7号)として説明すべきものと考えられる。<sup>(68)</sup>また、市場の変動により中途解約の可能性があり、解約の際に多額の清算金が発生しうるのは、当該契約締結の有無に大きな影響を及ぼす事項である。

ただし、解約清算金の見込金額や計算方法などを契約時点において正確に説明することが困難であることを理由として、解約清算金額を提示する義務まではないとする考え方も有力である。<sup>(69)</sup>しかし、解約清算金の合理的な算定方法(例えば「再構築コスト」(≒時価))<sup>(70)</sup>の概略については、契約締結点時で説明する義務があると考えべきである。再構築コストの考え方とは、「反対売買をしてポジションを戻す場合に必要であった取引、ないしは、逐一反対取引ができない場合において、そのときどきの市況のもの

---

(66) 前掲注11「座談会」82頁(福島良治発言)。

(67) 前掲注11「座談会」80頁(和仁亮裕発言)。

(68) 福島・前掲注60・58頁。

(69) 福島・前掲注60・59頁。なお、平成22年以降、金融庁監督指針では「最悪のシナリオを想定した解約清算金の試算額」を説明することが求められている。

(70) 「再構築コスト」とは、時価を前提に市場取引におけるオファー(アスク)とビッドの差額分(売りと買いの価格差)等をコストとして加える考え方である。そのコスト分のみという意味で用いられる場合もあるが、本稿では、時価を前提に市場取引コストを勘案したものという意味で用いている。

と、同様の反対売買を実行したときに想定される取引により、必要とされる価格を基準に清算金を計算するという<sup>(71)</sup>こと」である。最近のデリバティブ契約の（一方当事者の倒産による）強制解約をめぐる事例においても、解約清算金の算定は「再構築コスト（≒時価）」によるとする流れが定着しつつある。<sup>(72)</sup>再構築コストの考え方によれば、中途解約清算金の具体的金額は、実際に中途解約するか否かに関わらず算定可能なものであるため、「中途解約の原則禁止」の契約条件があったとしても、解約清算金に関する説明義務がないということにはならない。それゆえ、しばしば見られるような、本判決の判旨<sup>(73)</sup>につき、「業者が中途解約清算金の支払義務を負う可能性があることが明示されていれば、清算金の具体的な算定方法について説明すべき義務はないという判断」<sup>(74)</sup>だとする見解は、適切ではない。<sup>(75)</sup>

本件では、実際には、本件取引に係る提案書のほかに、契約書の中にも、「中途解約日に他の市場参加者との間で取引が終了しなければ存続したであろう本契約につき、代替の契約を締結するか、または締結すると仮定した場合に支払うべき、または受け取るべき金額を基準として、乙（＝銀行）の所定の方法により算出した金額を受け払いするものとする」とい

---

(71) 前掲注11「座談会」80頁（浅田隆発言）。

(72) 東京高判平成9年5月28日、東京地判平成24年7月20日・同平成24年7月27日等。神作裕之教授も、こうした「再構築コスト」の考え方は、「契約書に記載されていなくても」、中途解約清算金（通常損害）の算定方法となることを指摘する。前掲注11「座談会」81頁（神作裕之発言）。

(73) 和仁弁護士は、「銀行に対しては、計算するときは公正誠実にしなくてはならないという義務は、やはり働いているのではないかと思うのです。何をしても構わないということではない。信義則を完全に超えるような裁量権があるということまで、最高裁は言っていないと思うのです」と指摘している。前掲注11「座談会」81頁（和仁亮裕発言）。

(74) 香月裕爾「判批」銀行実務650号62頁、水野信次「金融商事実務判例紹介」銀行法務21.757号70頁等。

(75) 山本宣之「判批」重判解説平成25年度（ジュリスト1466号）88頁は、「市場変動次第で中途解約の可能性があり、高額な清算金が発生しうるとは、契約を締結するか否かの判断に多大な影響を及ぼす事項といえる。このため、少なくとも清算金に関する具体的例示は説明義務の内容であると解する余地があった」とする。

う条項があり、いわゆる「再構築コスト」を基準とする考え方を記載したようである。<sup>(76)</sup> 当該事実を前提とするならば、本件において仮に、固定金利部分の参照指標である「スワップレート」についての説明が適切になされていたならば、本件金利スワップ取引の中途解約清算金（≡再構築コスト）の概算は一般人にも計算可能なものであるため（本稿4章の計算式ご参照）、中途解約清算金の具体的算定方法に関する銀行の説明義務違反はなかったとも考えうる。しかしながら、本件において「スワップレート」に関する説明がなされていない（かつ顧客が知らない）状況下では、中途解約清算金の具体的算定方法に関しても、銀行の説明義務違反があったと考えるべきである。

なお、本件では解約清算金の支払い自体は問題になっておらず、本判決の上記判示は、一義的には、契約締結の可否を決定するための判断材料として、解約清算金に関する十分な説明があったか否かという観点からされたものである。<sup>(77)</sup> 契約締結の本件に関する各審級の判決文からは、本件取引の中途解約が行われたか否かが不明であるが、別の事件の代理人を務める弁護士が、本件の原告（被上告人）代理人の弁護士に確認したところ、本件では当該金利スワップ取引の中途解約は行われなかったとのことである。

## 8. 先スタート型とスポットスタート型に関する利害得失

金利スワップ取引には、契約締結と同時に取引が始まるスポットスター

---

(76) 前掲注11「座談会」80頁（浅田隆発言）。本件取引における解約清算金の算定方法は、上告受理申立書にも記載されていたとのことである。この提案書における解約清算金の清算方法（再構築コスト）が最判において認定されなかった理由について、浅田氏は「事実認定については最高裁が判断すべきでないことだからかもしれない」と推測している。

(77) 古田啓昌「判批」現代民事判例研究会編『民事判例7』108頁（日本評論社、2012年）。

ト型と、契約締結から一定期間経過後に取引が始まる先スタート型がある。本判決では、控訴審で銀行の説明義務違反が認められた「先スタート型とスポットスタート型の利害得失」につき、「上诉人（銀行）は、被上诉人（顧客）に対し、先スタート型とスポットスタート型の2種類の金利スワップ取引について、その内容を説明し、被上诉人は、自ら、当面変動金利の上昇はないと考えて、1年先スタート型の金利スワップ取引を選択したのであるから、上诉人に、それ以上に、先スタート型とスポットスタート型の利害得失について説明すべき義務があったともいえない」と判示して、説明義務違反を否定した。この論点についても、最判の判示は適切ではない。

スポットスタート型の金利スワップ取引の場合は、契約期間が6年間であれば「6年物スワップレート」が固定金利部分の指標金利（参照指標）となる。それに対して、本件のように1年先スタート型の契約期間6年の金利スワップ取引では、契約時の「7年物スワップレート」等に基づき、固定金利と変動金利のキャッシュフローが一致するように算出される。概括するならば、7年間の金利スワップ契約を行ったと想定し、当初1年間で支払うべき固定金利（顧客支払分）を1年後から6年間の固定金利に上乘せすることになる。

そのため、期間の長い金利ほど金利が高い通常の（順イールド）マーケット状況であれば、先スタート型の支払固定金利水準の方が、スポットスタート型の場合より高くなる。「契約時の時価評価」の観点からは、先スタート型とスポットスタート型の両者は等価になるように設定されており（両者が等価になるようにそれぞれの「スワップレート」が決められる）、契約時点でどちらが顧客に有利かは判断できない。ただし、上述のように通常は先スタート型の取引の方が契約期間内の固定金利が高くなり、また、契約終了までの期間がより長いことによるリスク（損益の振れ）が大きくなる。それゆえ、こうした「先スタート型とスポットスタート型の利害得失（商品性の相違）」については、自己責任での合理的な投資判断の前提とし

て、顧客に説明するべき義務があったと考えられる。

## 9. 判決の射程

これまで検討してきたように、本判決は、法的評価の前提といえる、当該金利スワップ取引の仕組み（商品性）の理解に不適切な部分が多く、当該取引に関する適切な認識を前提とすれば、判決の結論も理由も大きく異なつたであろうと考えられる。しかしながら、すでに同最高裁判決が言い渡されて確定（破棄自判）してしまった以上、同最判が現実に存在することを前提として、判決の射程を検討する作業は不可避なものであろう。<sup>(78)</sup>

元最高裁判事の宮川光治氏の述懐コメントによれば「金融取引に関しては、最高裁は契約・合意についてオーソドックスな解釈手法をとり、予見可能性を重視して合理的経済人としての事業活動に支障が生じないように判断している」<sup>(79)</sup>。本判決においても、金融取引に関するこうした最高裁の基本方針が反映されている可能性は高いと思われる。

加藤新太郎判事（当時）は、「本判決は、事例判決であるから、その射程には限界があるが、同旨ないし類似の事例については同様に解すべきことになろう」と指摘する。<sup>(80)</sup> こうした論理自体には筆者も反対ではないが、本件金利スワップ取引の商品性が正確に認識されたならば、本判決の法的評価の前提が大きく変更されることになり、本判決の判旨も結論も大きく異なることになつたであろうと考えるべきである。この点、2014年7月に発表された東京地裁の研究会報告において、本判決は事例判決であり、汎<sup>(81)</sup>

(78) 和仁弁護士も、「問題点だらけの①・②事件原審判決について最高裁は、逆にものごく簡潔に割り切った判決を出して、金融機関側の弁護士でもこんなに割り切つてよいのかという疑問を持っている人もかなりいます」と発言している。前掲注11「座談会」80頁（和仁亮裕発言）。

(79) 宮川光治「時代の中の最高裁判所」自由と正義64巻6号24頁。

(80) 加藤新太郎「判批」金融・商事判例1431号13頁。

(81) 多くの本件判例評釈も、本判決を「事例判決」と位置付けている。例えば、黒沼教授は、本判決は「説明義務の根拠および範囲についての一般的な判示をしてお

用性のある具体的説明義務の範囲を導き出すことは困難だと結論付けていることに注目すべきである。<sup>(82)</sup>

ところで、最近のドイツのBGH（ドイツ連邦通常裁判所）判決は金利スワップ契約に関して、契約時時価評価の説明義務違反等による銀行の責任を認めたと<sup>(83)</sup>が、我が国の最高裁判決である本判決および3月26日判決はこれを認めていない。両国での結論の相違につき、山下友信教授は、ドイツの事案は比較的複雑な金利スワップ取引（CMS スプレッド・ラダー・金利スワップ）であったために説明義務が認められ、我が国の事案は単純な取引（プレーンバニラの取引）であったために説明義務が認められなかったと指摘する。<sup>(84)</sup>三枝健治教授も、同ドイツBGH判決の事案と本件の事案の相違から、「プレーン・バニラ・金利スワップ取引を対象に下された本判決が為替スワップ取引にそのまま適用されると考えるべきでない」とする。<sup>(85)</sup>川地宏行教授は、むしろ、当該ドイツBGH判決の法理は、すべてのスワップ取引に当てはまりうる<sup>(86)</sup>とする。私見は、デリバティブ取引における時価に関しては、取引の単純・複雑に関わらず、すべてのデリバティブ取引について本質的に重要と考えている。<sup>(87)</sup>ただし、具体的な事案において、顧客の「自己責任に基づく投資判断の前提」として、何が具体的に説明義務の対象となるか（本件では、固定金利部分の参照指標としての「スワップレ

らず、いわゆる事例判決である」とする。黒沼・前掲注18・327頁。

(82) 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」判例タイムズ1400号44頁。同旨、吉川純「最近の裁判例からみる適合性原則と説明義務」の商事法務2002号36頁。

(83) BGH Urt. v. 22. 3. 2011, BGHZ, 189, 13. [BGH（ドイツ連邦通常裁判所）は、我が国の最高裁判所に相当する]。同判決を中心にドイツの判例・学説を詳細に検討したものとして、川地宏行「店頭デリバティブと仕組債における説明義務と適合性原則（1）」法律論叢87巻1号49頁がある。

(84) 山下・前掲注43・913頁。同旨、清水俊彦「(法務時評) デリバティブ紛争と2つの最上級判決」銀行法務21.760号1頁。

(85) 三枝健治「判批」判例評論661（判例時報2208）159頁。

(86) 川地宏行「判批」現代消費者法20号75頁。

(87) 拙稿・前掲注48・5頁。

ト」ということになろう)を、過不足なく絞り込んでいく作業が不可欠なものと考えている。

なお、本判決の論理からは、「プレーン・バニラの金利スワップについては業者の説明義務は存在しない」ということが導けるのであろうか？天谷知子氏は、「(……本判決はこうした事実関係のもとでの判断を示したものであり)……およそプレーン・バニラ・金利スワップについてはその基本的仕組みを説明していれば説明義務違反は生じないという判断を示したもの<sup>(88)</sup>として理解すべきではない」と指摘している。ここで天谷氏が述べている「基本的仕組み」とは、25年最判における理解に即した「プレーン・バニラ・金利スワップの契約条件」のことと理解される。本稿では、プレーン・バニラ・金利スワップの重要な商品性が表面的な契約条件だけからは理解困難であることを理由に、25年最判の事案では業者の「説明義務違反」の可能性が高いことを指摘しているため、そうした観点からは、筆者の見解と天谷氏の当該部分に関する見解は整合的なものである。

金利スワップ取引以外の他のデリバティブ取引に関しての本判決の射程について、例えば「本判決の判断基準は、広く一般的に金融機関の説明義務がないと判断できるものではないとしても、一つの具体的事例として、今後の実務に重要な参考例となると考えられるもので、通貨オプション取引やその他のデリバティブ商品に関しても参考になるもの<sup>(89)</sup>と考えられる」といった指摘も見られるが、本判決の判断基準を他の事案に適用するに際しては、<sup>(90)</sup>根本的な留保が必要となろう。本判決の根本問題は、法的評価の前提としての「商品性の看過」である。

鈴木英司弁護士は、平成25年最判(本判決)以降の最近のデリバティブ取引関連の判決には、平成17年最判の「自己責任を問い得る条件」を実質

---

(88) 天谷知子「判批」ジュリスト1459号126頁。本判決の射程については、青木教授も同様の見解である。青木(「判批」)・前掲注56・33頁。

(89) 吉岡伸一「判批」私法判例リマークス48(2014〈上〉)53頁。

(90) 同旨、岡本雅弘「判批」金融法務事情1977号74頁。

的にほとんど審理せず、事例判決である本判決に強引に論旨を合わせているとしか思えない判決が続出しているとして批判する<sup>(91)</sup>。最高裁平成17年7月14日判決では、まず、適合性の判断に当たっては、「具体的な商品特性を踏まえて、これとの相関関係において」判断する必要性を示している。次に、平成17年最判は、説明義務と（同事案で争点となった）適合性原則との関係について、「取引等の適合性がないものとして一律に取引市場から排除するのではなく、当該取引の危険性等について十分な説明を要請することで、自己責任を問い得る条件を付与して取引市場に参入させることができる」ものと解している。

私見による本判決の評価の骨子は、以下の通りである。本判決は、当該金利スワップ取引の商品性を「表面的な契約条件のみ」から判断しうるのであれば、妥当な判決であると思われる。しかしながら、本判決は法的評価の前提となる当該金利スワップ取引の商品性、および「固定金利部分の参照指標」である重要な「スワップレート」の意義を見落していると言わざるを得ず、これらの認識と理解を前提にすれば、全く異なった法的評価（判決の結論および理由）がなされた可能性が高いものと思われる。

## 10. 本件取引における説明義務の具体的対象

本件のような金利スワップ取引の場合は、「自己責任を問い得る条件」として、少なくとも、固定金利部分の参照指標であるスワップレートに関する情報を（知らない）顧客に知らしめるべきである。こうした取引の仕組みの重要部分である参照指標のスワップレートについて適切に説明しないで顧客に損失が発生すれば、業者の「説明義務違反」による責任が生じることになる。そもそも、本件金利スワップ取引において、その商品性

---

(91) 鈴木・前掲注46・35頁。同旨の主張として、青木（「判批」）・前掲注56・33頁、山田剛志「銀行によるデリバティブ取引と法人顧客の適合性」判例タイムズ1410号46頁。

を表面的な契約条件のみから理解するということは一般人には甚だ困難なことであり、決して単純な取引とは言えない。それゆえ、当該取引の仕組みが単純であるから説明義務を観念できないとの「通念」に、根本的な誤謬が存在する。

そして、「金利スワップ取引の固定金利部分の正当性・合理性の客観的指標となるべき金利水準」であるものが、「スワップレート」である。本件金利スワップ取引の「固定金利水準の妥当性」や、そもそも本件の「契約内容が社会経済上の観点において客観的に正当ないし合理性を有するもの」か否かは、本件取引の「固定金利部分の参照指標」である「スワップレート」の水準を知ったうえであれば、顧客自らが判断可能な事項である。それゆえ本件では、「スワップレート」に関する理解と情報なしには、顧客が合理的な投資判断を行うことは困難であり、銀行の説明義務違反が認められるべきである。

中途解約清算金については、デリバティブ取引は時価が取得可能だという前提に立っているため（再構築コストの考え方によれば、中途解約清算金の具体的な金額は、実際に中途解約するか否かに関わらず算定可能なものである）、「中途解約の原則禁止」の契約条件があったとしても、解約清算金に関する説明義務がないということにはならない。解約清算金の具体的な算定方法（もしくは算定方法が顧客に理解困難な場合は「想定最大損失とその前提」）について、契約締結時点で説明する義務があると考えべきである。本件では、実際には契約書の中に、中途解約清算金の算定の基礎に関して、いわゆる「再構築価格」を基準とする考え方が記載されていたようである。この事実を前提とすれば、本件において仮に、固定金利部分の参照指標である「スワップレート」についての説明が適切になされていたならば、本件金利スワップ取引の中途解約清算金（≒再構築コスト）の概算は一般人にも計算可能なものであるため、中途解約清算金の具体的な算定方法に関する銀行の説明義務違反はなかったとも考える。しかしながら、本件において「スワップレート」に関する説明がなされていない（かつ顧客

が知らない) 状況下では、中途解約清算金の具体的算定方法に関しても、銀行の説明義務違反があったと考えるべきである。

「先スタート型とスポットスタート型の利害得失」については、先スタート型の方が、契約終了までの期間がより長いことによるリスク(損益の振れ)が大きくなり、また、通常の順イールドマーケットであれば、先スタート型の支払固定金利水準の方が、スポットスタート型の場合より高くなることにつき、両者の仕組み(商品性)の相違として、顧客に説明する義務があったと考えられる。

なお、本件契約当時、顧客が当該金利スワップ取引の時価会計処理について理解していたかは疑問である。それゆえ、当該取引の時価評価につき、原則として(ヘッジ会計等の適用要件を充たす場合を除き)含み損益を認識して損益計算書に記載しなければならないことについても、取引の前提としての重要な情報として、顧客に説明がなされる必要があったものと思われる。なお、本件では、説明義務違反の他にも、業者が不透明な態様で利益を得たことについて、金商法上の誠実公正義務(金商法36条1項)違反を重要な要素として不法行為責任が認められる可能性がある。

本件の金利スワップ取引の契約条件は、「市場で2340万円で取引されている金融商品を、金融商品取引業者から、相対(市場外)取引で、4401万円で買う取引」に相当する(本稿「5.2銀行の利轄」参照)。金融実務の専門家である永野良佑氏も、「金利スワップの正確な説明をして、原告会社がその意味を正確に理解していたらどうであろうか。市場価格が存在すること、市場価格から見ると合理性を欠くような条件での取引になること(あるいは、利息制限法を越えるような利率で融資を受けるのと同じような条件になること)まで説明されれば、対等な取引関係であれば取引をしなかったと考えるのが自然であろう。となると、最高裁の判断は、誤っていたとみるのが理論的な結論となる」としている<sup>(92)</sup>。

---

(92) 永野・前掲注30・65頁。なお、第二事件では、当初、銀行側が顧客に対して、中途解約清算金に関する請求を放棄する旨の和解提案を行っていたが、顧客が和解

## 11. おわりに

## ——契約による合意の前提条件の欠如——

本判決の問題は、判決の論理というよりもむしろ、判決の前提にある。「プレーン・バニラ・金利スワップ取引の商品性が単純で、契約条件のみから自明」という基本認識の部分に、根本的な問題が存在する。このように、デリバティブ取引の本質事項が「契約条件から分からない」（契約による合意の前提条件が欠如している）状況は、多くのデリバティブ取引関連の紛争に共通するものであろう。例えば、前掲・東京高判平成26年3月20日の通貨デリバティブの事案のような、オプション取引が複雑かつ異常に大量に組み合わせられたデリバティブ取引でも、契約条件自体はなんとか表面上は一般人に理解できるけれども、商品性は恐ろしく複雑で契約条件のみからは理解不能であることと同様である<sup>(93)</sup>。

デリバティブ取引の重要な仕組みが契約条件のみからは分からない（契約による合意の前提条件が欠如している）状況下では、取引の仕組みの重要部分を適切に説明しないで顧客に損失が発生すれば、業者の「説明義務違反」が推定される。本件金利スワップ取引では、少なくとも顧客に「スワップレート（固定金利部分の参照指標）」の存在とアクセス方法（もしくはスワップレート情報）を説明しなければ、顧客が合理的な投資判断を行うことは困難である。一方で、商品性をきちんと理解すれば、（銀行間取引を典型とする）大半の金利スワップ取引は健全で有用かつ説明義務も事実上ないことがよくわかる。本稿では金利スワップ訴訟最判に関する批判的検討を行ったが、筆者は、金利スワップ取引一般は基本的に大変有用なも

---

提案を拒絶したため、訴訟に至っている。少なくともこちらの事案では、銀行側は当該金利スワップ取引の勧誘・販売に関する責任を、訴訟開始前は一定程度認めていたということになる。

(93) 拙稿・前掲注48・4頁。

のであり、金融市場に不可欠な取引だと理解している。

本判決における根本的な問題点は、法的評価の前提となる「商品性（取引の仕組み）の看過」である。デリバティブ取引関連の最近の諸事案においても、例えば「商品性はオプションの売りの複合体」であるにもかかわらず、金商法の形式上は「通貨の交換」（スワップ）であるから商品性もスワップであるといった、商品性を看過した判決や主張が現状では蔓延し<sup>(94)</sup>ている。この問題もやはり、金利スワップ取引の商品性を看過した最判の問題と同様の構図だと考えている（金商法上の定義分類と“実質的な商品性”は同一とは限らない）。こうした点が理解されなければ、紛争における各デリバティブ取引の「商品性」が、正確に認識されることはありえない。重要なことは、デリバティブ取引の「商品性が法的評価の前提」となることであり、その鍵となるのは「契約条件からは分からない」デリバティブ取引の商品性である。こうした点が「紛争両当事者が共有すべき基本的な枠組み」として共有されたうえで、販売・勧誘業者の責任の有無が争われるべきであろう。

なお、およそ金融商品の取引は、「公正な価格」（現行金融商品取引法第1条）に基づいて行われることが必要である。<sup>(95)</sup>デリバティブ関連の取引に

---

(94) 東京地方裁判所ブラクティス委員会第三小委員会・前掲77・44頁では、当該取引の商品性が実質的にオプションの売りであることまでは説明義務の対象にならないとしているが、こうした商品性は、車のたとえで言うならば、事故をせずに運転するために必須な「車の仕組みの基本的な部分」であり、知らなくても運転できる「車の部品の詳細構造」等ではない。例えば、前掲・東京高判平成26年3月20日の事案でも裁判所は取引のオプション性の認定をきちんと行わなかったが、急激な円高の進行による「ボラティリティの変動」によって、契約時シミュレーションよりも大幅に損失（時価評価マイナス分）が発生していることが、まさに「取引のオプション性の証拠」である。こうした「契約条件からは分からない」重要な点を看過して、表面的な契約条件のみで商品性を認定することは、甚だ安易であるとの批判を免れえないものであろう。拙稿・前掲注46・4-5頁参照。

(95) デリバティブ取引等における「公正価格」の問題については、前掲注(37)および拙稿「デリバティブ・仕組債取引における『公正価格』—金融商品取引業者等は何を説明すべきか」企業会計2015年10月号11頁参照。

においては、「顧客が当該取引の合理性を『市場取引を参照しつつ』自ら検証できるだけの説明を行うこと」が、「公正価格取引に関する金融商品取引業者等の責務」として観念されるべきであろう。本件においては、固定金利部分の参照指標である「スワップレート」等に関する説明がこれに該当すると考えるべきである。<sup>(96)</sup>

#### 【参考文献】

本文中で引用したものの他、本件に関する判例評釈・解説等には以下のものがある。

加藤伸樹「原審判批」『最新 金融・商事法判例の分析と展開〔別冊金融・商事判例〕 35頁

木村真生子「原審判批」『金融商品取引法判例百選（別冊ジュリスト）』61頁。

二宮正一郎「原審判批」金融・商事判例1400号8頁。

松浦聖子「金利スワップ契約における銀行の説明義務」法学セミナー58巻10号110頁

水野信次「金融商事実務判例紹介（原審）」銀行法務21.55巻9号63頁

※本稿の作成にあたっては、金融実務の専門家、弁護士、法律学者、金融工学の専門家等の多くの方から貴重なコメントを頂いた。いずれも、それぞれの方の個人的利害関係を離れてご協力頂いたために、ここで名前を個別に挙

---

(96) ちなみに、金利スワップ取引の固定金利部分における「スワップレートに対するスプレッド」は、現行法令上は金商業等府令74条1項の「手数料等」に該当し、表示の対象となると考えられる。「金融商品取引法制に関する政令案・内閣府令案等」に対するパブリックコメントの結果等について（平成19年7月31日）の「コメントの概要及びコメントに対する金融庁の考え方」256頁184番・185番（スワップ取引において支払う金銭等）においては、金融庁の考え方が以下のように示されている。「スワップ取引において顧客が支払うこととなる固定金利は「手数料等」に該当しないものと考えられます。ただし、手数料等を顧客が支払うこととなる固定金利に織り込むことにより一律に手数料等の開示が不要になるとはいえず、実質的に手数料等に相当する部分が存在する場合には、当該手数料の表示が必要になると考えられます。」

げることは差し控えさせて頂くが、心より感謝申し上げる次第である。なお、本稿の文責はすべて筆者にある。