

顧客が上場会社である場合の証券会社の説明義務

— 最高裁平成28年3月15日判決を素材に

上田 真二

目次

- 1 はじめに
- 2 最高裁平成28年3月15日判決
- 3 説明義務の法的根拠と特定投資家制度
- 4 顧客が上場会社である場合の説明義務の適用
- 5 顧客が上場会社である場合の証券会社による説明義務の履行基準：
「法人」を基準にするか、「担当者」を基準にするか？
- 6 おわりに

1 はじめに

1-1 本稿の対象と問題意識

本稿は、証券会社の説明義務について扱う。証券会社の説明義務が問題になる場合、顧客が個人（一般投資者）であることが多い。それは、証券会社と一般投資者との間に情報格差があり、一般投資者は証券会社からの勧誘を契機に投資を行うケースが多いことが原因として考えられる。しかし、本稿では顧客が個人や一般投資者ではなく、上場会社の場合を対象とする。

本稿の問題意識は、顧客が上場会社である場合、説明義務が適用されるのかどうかという点にある。ところで、説明義務については、信義則上の説明義務・金

融商品販売法¹⁾ 3条・金融商品取引法37条の3等が法的根拠として挙げられる。本稿では、特に信義則上の説明義務の適用に着目する。

1-2 検討の順序

本稿では、顧客が上場会社である場合の証券会社の（信義則上の）説明義務が問題となった、最高裁平成28年3月15日判決（判例時報2302号43頁）を素材に検討を進める。まず、同判決の事実と判旨を確認する（2）。次に、説明義務の法的根拠を整理し（3）、顧客が上場会社である場合の説明義務の適用の可否を検討する（4）。最後に、（説明義務が適用されることを前提に）顧客が上場会社（法人）である場合の証券会社による説明義務の履行基準、すなわち、「法人」を基準にするか、「担当者」を基準にするかという問題についても扱う（5）。

2 最高裁平成28年3月15日判決

2-1 事案の概要

本件は、更生会社である株式会社Aの管財人X（原告・控訴人・被上告人）が、Aにおいて、Y1（被告・被控訴人・上告人）により組成されY2（被告・被控訴人・上告人）の販売する仕組債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」）を行った際、Yらに説明義務違反等があったと主張し、Yらに対し、不法行為等に基づく損害賠償を求めた事案である。

Aは、消費者金融業、企業に対する投資等を目的とする株式会社であり、平成19年当時、その発行する株式を東京証券取引所およびロンドン証券取引所に上場

1) 2020年6月5日、金融商品の販売等に関する法律（金融商品販売法）等を一部改正する「金融サービスの利用者の利便の向上及び保護を図るための金融商品の販売等に関する法律等の一部を改正する法律」（令和2年法律第50号）が成立した。同法により「金融商品販売法」は「金融サービスの提供に関する法律」（金融サービス提供法）に改称される。金融サービス提供法は、今後、公布の日から1年6か月を超えない範囲内に施行される予定とされているが（同改正法附則第1条）、本稿では「金融商品販売法」の呼称を用いる。

し、国際的な金融事業も行っていた。

平成14年6月、Aは、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」）を発行した。

平成18年11月頃、Aは、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の負担の軽減を図るという取引（実質的デファイゼンス）についてその具体的な枠組みを提案するよう要請した。その取引の基本的な内容は、Aが信託銀行に本件社債の償還原資を信託し、受託者である信託銀行がその償還期限までの間、その償還原資を金融資産により運用し、受益者である本件社債の履行引受人に対しその運用利益等を配当する旨の信託契約および上記履行引受人が本件社債の財務代理人に対し、Aの負担する本件社債の元利金支払債務等の履行として、上記運用利益等を支払う旨の履行引受契約をそれぞれ締結するというものである。なお、Aはそれまでも発行した社債に関して上記のような取引を行ったことがあった。

平成18年12月18日、Y2は、Aの担当者である取締役兼執行役員兼財務部長のCその他の職員らに対し、Y1においてAの要請により組成する本件仕組債を運用対象金融資産とする信託契約を含む一連の取引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の仕組み等を説明した。

平成19年1月、Y2は、Cらに対し、本件仕組債の基本的な仕組み等に加え、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、(3) 本件担保債券（本件仕組債の発行者が300億円で債券を購入し、その債券に同発行者に対するY1の債権を担保するための担保権が設定される）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、その他に期日前に償還されるリスクもある旨を説明した。同年2月頃、Aは、公認会計士および弁護士に対し、Y2から受領した資料を示し、本件取引を行うことについて意見を求めた。

平成19年4月17日、Y2は、Cらに対し、本件担保債券をD社の発行するユー

口円債（以下「シグマ債」）とすることを告知し、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」）を交付した。なお、Y2は、その際に本件英文書面の訳文を交付しなかった。

平成19年5月2日、本件取引に係る契約が締結され、同月23日、本件仕組債が発行された。なお、本件仕組債は、格付機関から「Aaa」や「AAA」の格付けを得た。

その後、急激な市況の悪化とこれに伴う信用不安により本件仕組債に組み込まれたシグマ債およびインデックスCDSの各評価額の下落が生じ、Y1が本件仕組債の計算代理人としてこれらの各評価額を計算したところ、本件仕組債の仮想資本元帳に記録する残高が未償還元本総額の10%以下となった。そのため、平成20年2月29日、Y1は、本件仕組債の発行者に対し、約定に基づき本件スワップ契約を解除する旨の意思表示をした。これを受けて、同年3月14日、本件仕組債の発行者は、E信託銀行に対し、本件仕組債の期日前償還金として3億円余を支払い、本件取引は解消された。

Xは、本件取引について、Yらには、①信義則上または契約上の説明義務違反、②金融資産組成上（Y1にはさらに、本件仕組債の計算代理人として）の注意義務違反があったと主張し、それらがAに対する共同不法行為または債務不履行にあたるとして、Yらに対し、290億円余の損害賠償を請求した。

第一審はXの請求をいずれも棄却したが、原審はYらの説明義務違反（上記①）を認め、共同不法行為に基づくXの損害賠償請求を一部認容した。そこで、Yらが上告した。

2-2 判旨（破棄自判）

（上記①について原審のYらの敗訴部分を破棄、上記②についてXの請求を棄却）
上記①について

「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、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、最悪の場合には拠出した元本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 Y 2 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、〔1〕本件担保債券をシグマ債としたこと、〔2〕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、〔3〕本件仕組債の評価額につきシグマ債の発行者の信用状況が影響すること、〔4〕本件仕組債に係る費用の正確な額、〔5〕Y 1 が本件仕組債の計算代理人に就任すること、といった（Y 2 が C らに対して行った）「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 Y 2 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、Y 2 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。

以上によれば、Y 1 にも説明義務違反があったとする余地はなく、Y らは共同

不法行為を含め不法行為に基づく損害賠償責任を負わず、また、Y2は債務不履行に基づく損害賠償責任も負わないというべきである。」

上記②について 省略

3 説明義務の法的根拠と特定投資家制度

以下では、まず証券会社（金融商品取引業者・金融商品販売業者）が顧客に対して負う説明義務の法的根拠について整理し、次に、特定投資家に対する金融商品取引法上の特則を確認する。

3-1 説明義務の法的根拠

先にも述べた通り、説明義務には、信義則上の説明義務、金融商品販売法3条に基づく説明義務、金融商品取引法37条の3等に基づく説明義務の3つがある。

3-1-1 信義則上の説明義務

従来の裁判例によれば、①証券会社と一般投資者との間に情報格差があること、②一般投資者は、証券会社の提供する情報や助言に依存して投資を行っていること、③証券会社は、一般投資家を取引に誘致することで利益を得ていること、以上から、証券会社が一般投資者に対して投資勧誘を行う際には、信義則上、商品の概要・取引の仕組みや商品・取引のリスクについて説明する義務があると説明される²⁾。

信義則上の説明義務が生ずるか否かは、顧客の知識・経験・財産の状況・投資目的等の属性に応じて判断され、説明義務の対象となるリスクとは、株式や社債等の有価証券がそれぞれ法的に有している抽象的なリスクをいうとされる³⁾。信義則上の説明義務は、証券会社が投資勧誘を行う際に課されるが、信義則上の説明

2) 黒沼悦郎『金融商品取引法 [第2版]』561頁（有斐閣、2020年）。

3) 黒沼・前掲注（2）562頁。

義務違反から証券会社の不法行為責任が生ずるとされている⁴⁾。

3-1-2 金融商品販売法上の説明義務

金融商品販売法上、金融商品販売業者は、「金融商品の販売」が行われるまでの間に、顧客に対し、①市場リスク・信用リスクによって「元本欠損が生ずるおそれ」があること、または、「当初元本を上回る損失が生じるおそれ」があること、②その直接原因となる指標または者、③①のおそれを生じさせる「当該金融商品の販売に係る取引の仕組みのうちの重要な部分」、④権利行使期間の制限、契約解除期間の制限があることについて説明しなければならない（同法3条1項・3項～5項）。

証券会社は、金融商品販売法上の金融商品販売業者等に当たることから、同法上の説明義務を負うことになる。そして、金融商品取引業者等が上記①～④を説明しなかった場合、それによって顧客に生じた損害について無過失の損害賠償責任を負うことが定められている（同法5条）。

3-1-3 金融商品取引法上の説明義務

平成18年の改正金融商品取引法は、金融商品販売法上の説明義務を業法上の義務として、以下にみる契約締結前の書面交付義務および契約締結書面交付時の説明義務の規定を設けた。

(1) 契約締結前の書面交付義務（金融商品取引法37条の3）

金融商品取引業者等は、金融商品取引契約を締結する前に、顧客に対して、①商号・名称・住所、②登録番号、③当該契約の概要、④手数料・報酬等、⑤市場リスクにより損失または元本超過損を生じるおそれがあること、その他内閣府令で定める事項（例えば、信用リスクにより損失・元本超過損を生じるおそれがあること）を記載した書面を、あらかじめ顧客に交付しなければならない（同条1項・金商業府令82条）。

4) たとえば、大阪地裁平成6年3月30日判決（判例タイムズ855号220頁）、大阪高裁平成9年5月30日判決（判例時報1619号78頁）など。

商品のリスクの開示については、金融商品販売法と同等であるとされるもの⁵⁾、金融商品販売法で求められている「取引の仕組みのうち重要な部分」の開示は、金融商品取引法では求められていない。この規制に違反した金融商品取引業者等には罰則が科される（同法205条12号）。

(2) 契約締結書面交付時の説明義務（金融商品取引法38条9号・金商業府令117条1項1号）

金融商品取引業者等が37条の3第1項3号から7号に掲げる事項について、顧客の知識、経験、財産の状況および金融商品取引契約を締結する目的に照らして当該顧客に理解されるために必要な方法および程度による説明をすることなく、金融商品取引契約を締結する行為を禁止している。

この規制に違反した場合、金融商品取引業者等は行政処分の対象になる（同法51条など）。

3-2 特定投資家（プロ投資家）という区分と特定投資家に対する特則

3-2-1 特定投資家（プロ投資家）と特定投資家以外の顧客（一般投資家）の区分

平成18年の改正金融商品取引法は、規制の柔軟化・柔構造化を図る観点から、特定投資家（プロ投資家）と特定投資家以外の顧客（一般投資家）を区分する規制を設けた。立案担当者によれば、その知識・経験・財産の状況から金融取引にかかる適切なリスク管理を行うことが可能と考えられる者を「特定投資家」と位置づけたうえで、特定投資家との間で取引を行う場合には、例えば契約締結前の書面交付義務等、情報格差の是正を目的とする行為規制の適用を除外することと説明されている⁶⁾。

この規制の趣旨・目的については、以下のように説明されている⁷⁾。すなわち、

5) 黒沼・前掲注(2) 569頁。

6) 三井秀範＝池田唯一監修 松尾直彦編著『一問一答金融商品取引法 [改訂版]』262頁（商事法務、2008年）。

7) 金融審議会金融分科会第一部会報告「投資サービス法（仮称）に向けて」18頁（平成17年12月22日）。

①プロ投資家と一般投資家の区分により、適切な利用者保護とリスクキャピタルの供給の円滑化を両立させる必要がある、②プロ投資家は、その知識・経験・財産の状況などから保護を必要とせず、当事者も行政規制による保護を望んでいない、③プロ投資家については、行政規制ではなく市場規律に委ねることにより、過剰規制による取引コストを削減し、グローバルな競争環境に置かれているわが国の金融・資本市場における取引の円滑化を促進することができる。

特定投資家とは、適格機関投資家・国・日本銀行・投資者保護基金その他の内閣府令で定める法人と定義されている（同法2条31項）。本稿の対象である上場会社は、特定投資家に含まれ（正確には、一般投資家に移行可能な特定投資家）、以下では、特定投資家に対する特則についてみていく。

3-2-2 特定投資家に対する特則

(1) 情報格差の是正を目的とする行為規制の適用免除

特定投資家に対しては、金融商品取引業者等に課される行為規制が免除される。例えば、契約締結前の書面交付義務（同法37条の3）や契約締結前書面交付時の説明義務（同法38条9号・金商業府令117条1項1号）⁸⁾が免除され、これらは情報格差の是正を目的とする規制が免除されているといえる。

(2) 適合性の原則の適用除外

適合性の原則（金融商品取引法40条1号）は、顧客の属性に照らして不相当と認められる勧誘を行ってはならないという原則で、投資対象に不適合な投資家には、そもそも勧誘を行わない義務を業者に課すものであると説明される⁹⁾。しかし、特定投資家に対しては、この適合性の原則は適用されない（同法45条・金商業等府令156条）¹⁰⁾。

8) 他にも、取引態様の事前明示義務（37条の2）、契約締結時の書面交付義務（37条の4）等がある。

9) 黒沼・前掲注(2)545頁以下。

10) 他にも、広告等の規制（37条）、不招請勧誘の禁止（38条3号）、勧誘受諾意思の確認義務（同条4号）、再勧誘の禁止（同条5号）についても、業者が行う取引の相手方が特定投資家である場合には、適用されない。

(3) 金融商品販売法上の説明義務の適用除外

先にも確認したように、金融商品販売法上、金融商品販売業者には説明義務が課されているが、特定投資家は、金融商品販売法上の説明義務が除外される「特定顧客」に含まれる（同法3条7項）。したがって、金融商品販売業者の無過失損害賠償責任規定（同法5条）・損害額の推定規定（同法6条）も適用されない。

4 顧客が上場会社である場合の説明義務の適用

4-1 最高裁平成28年3月15日判決の事案の場合と平成18年金融商品取引法改正後

4-1-1 最高裁平成28年3月15日判決の事案の場合

最高裁平成28年3月15日判決（以下、「平成28年最判」）の事案における顧客は上場会社であるが、本件では平成19年5月に本件契約が締結されており、当時は金融商品取引法施行前（施行は同年9月）であった。したがって、金融商品取引法上の説明義務の規定は設けられておらず、特定投資家制度も創設前であった。金融商品販売法上の説明義務の適用は可能であったが（適用除外とはならない）、原告Xはこの主張は行わず、被告Yらの信義則上の説明義務違反を主張した。

本判決は、信義則上の説明義務が適用されることを前提に、証券会社に信義則上の説明義務違反があったか否かを判断している。しかし、顧客が上場会社であることと信義則上の説明義務の成立について、とくに言及しなかった¹¹⁾。

4-1-2 平成18年金融商品取引法改正後

先にも指摘した通り、上場会社は、（一般投資家に移行可能な）特定投資家に含まれる。したがって、少なくとも一般投資家に移行しない限り、上場会社について、先に確認した、金融商品取引法上の説明義務・金融商品販売法上の説明義務

11) 森下哲朗「〈再論〉実質的ディフィーゼンス取引における金融機関の義務—最三小判平28.3.15を題材に一」金融法務事情2043号29頁（2016年）も「何らかの特別な枠組みが用いられるべきであるとの考え方に立つものではないように思われる」とする。

は適用されない。しかし、信義則上の説明義務も適用されないと考えるか。以下では、平成18年金融商品取引法改正後、（一般投資家に移行しない）上場会社に対して信義則上の説明義務は適用されるかどうかについて検討する。

4-2 上場会社に対して信義則上の説明義務は適用されるか？

平成28年最判では信義則上の説明義務が適用されることを前提に判断されていたが、金融商品取引法上の説明義務が規定され、特定投資家の制度が創設された平成18年金融商品取引法改正後においても同様に考えてよいかは検討を要する。学説では、上場会社に対して、信義則上の説明義務の適用を否定する見解、適用されるとしても軽減されると捉える見解、適用を肯定する見解がみられ、以下ではそれぞれの見解を確認する。

4-2-1 適用を否定する見解¹²⁾

平成18年改正金融商品販売法や金融商品取引法が、特定投資家に対して説明義務を不要としたことを踏まえ、特段の事情がない限り、説明義務違反は問われないとする見解がある。この見解は、上記最高裁判決の控訴審判決の評釈において述べられており、信義則上の説明義務とは明言されていないが、本件では特段の事情も認められず、上場会社である株式会社 A に対する説明義務違反は認められないとする。

4-2-2 適用されるとしても軽減されると捉える見解¹³⁾

この見解は、大企業は情報収集が可能であること等から、大企業が顧客である場合は、それ自体は顧客属性の一要素ではあるが、一般論として、説明義務の有無・内容等につき、個人と同列に論じる必要はないとの立場に立つものの、プロ・アマの区分は、説明義務を考えるうえで重要であることを踏まえ、（信義則上の）

12) 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―」金融法務事情2010号23頁（2015年）。

13) 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―」金融法務事情2023号76頁以下（2015年）。

説明義務は相応軽減されているとする。

4-2-3 適用を肯定する見解

この立場には、いくつかの説明があり、私法上の説明義務違反による損害賠償責任が生じうることは、もちろんであるとする見解¹⁴⁾、顧客が「上場会社・大企業であることだけをもって、説明義務が免除あるいは軽減されることにはならない。説明の内容および程度は、他の投資家と同様に、個別の企業の状況により判断されるべきものであるとする見解¹⁵⁾、顧客がプロであるとか、大企業であるからといって、直ちに業者の説明義務がなくなると考えるべきではなく、顧客の属性や取引の内容等に応じて、説明義務の内容や求められる説明の態様が決まるといふべきとする見解¹⁶⁾がある。

4-2-4 検討

まず、信義則上の説明義務が生じた背景について、これは、一般投資家・個人を対象としたものであり、上場会社やプロの投資家を対象に生じてきたものではなかったことに留意する必要がある。したがって、上場会社やプロの投資家にも当然に説明義務が適用されると考える必要はない。

次に、先に確認した特定投資家と一般投資家を区分する規制を設けた趣旨・目的では、「プロ投資家は、その知識・経験・財産の状況などから保護を必要として」いないこと、「過剰規制による取引コストを削減」することが指摘されていた。これは、行政規制の文脈での説明であるが、金融商品販売法上の説明義務の適用除外にも関わることであり、私法上も上記説明は妥当するのではないかと考える。

そうだとすると、顧客が上場会社である場合、少なくとも金融商品取引法および金融商品販売法上の説明義務でカバーされている部分については、信義則上の説明義務は認められないと考えるべきであろう（したがって、証券会社による信

14) 黒沼・前掲注(2) 597頁。

15) 川口「仕組債に関する証券会社の説明義務」ジュリスト1505号129頁(2017年)。

16) 森下・前掲注(11) 30頁。

義則上の説明義務違反に基づく損害賠償責任は生じない)。そして、金融商品取引法および金融商品販売法の説明義務でカバーされない部分について、信義則上の説明義務の成立が認められる余地はあると考える¹⁷⁾。

なお、平成18年改正金融商品取引法の下で顧客が上場会社である場合にも証券会社の説明義務の適用があることを前提とした下級審裁判例（東京地裁平成27年8月28日判決（判例時報2295号78頁））も見られる（結論としては、説明義務違反は認められなかった）。

5 顧客が上場会社である場合の証券会社による説明義務の履行基準： 「法人」を基準にするか、「担当者」を基準にするか？

5-1 問題の所在

顧客が上場会社であっても信義則上の説明義務が認められることを前提に（あるいは、特定投資家から一般投資家に移行して、金融商品販売法および金融商品取引法上の説明義務が適用される場合）、証券会社は誰に対して説明すれば説明義務を履行したことになるのか。言い換えれば、説明義務の履行基準について、法人を基準にするか、担当者を基準にするかという問題がある。

5-2 平成28年最判の控訴審判決（東京高裁平成26年8月27日判決（判例時報2239号118頁））

平成28年最判の控訴審判決は、「Cらには金融取引についての一応の基礎的な知

17) 松尾直彦『金融商品取引法 [第6版]』468頁（商事法務、2021年）によれば、金融商品販売法施行以降の裁判例で、業者の顧客に対する説明義務違反による損害賠償責任が認められた事例をみると、同法に基づくものはごくわずかであり、ほぼすべてが民法の信義則に基づく説明義務違反によるものであったとする。「これは、裁判官が業者の不法行為責任の結論を導くにあたって、裁判例を通じて確立している民法の信義則に基づく説明義務に依拠すれば足り、それに加えて金販法を援用する必要はないと考えていることによるものではないかと思われる」とする。

識があるとはいうものの、さほど詳しい知識を有していなかった」、「AやCらが……複雑な仕組債について経験、知識があったとまで認めることは困難」、「Yらに説明義務違反があったかどうかについては、本件ディフィーゼンス取引の組成、スキームに照らし、Yらの担当者が更生会社の担当者であるCらに対し、リスクが生じる可能性を具体的に説明し、Cらにおいて係る説明を理解できていたのかどうかという観点から判断するのが相当である」と判示し、担当者を基準に判断していると思われる。なお、同判決は、「Y2の担当者は、Aの担当者に対して説明義務を尽くしたということではできず、Yらにおいて説明義務違反があったと認めるのが相当」との結論を示している。

5-3 平成28年最判

平成28年最判は、「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ではできない」と判示し、法人を基準に判断していると考えられる一方で、「Y2は、Cらに対し、……説明をしたというべきである」、「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」とし、担当者を基準に判断しているように読める部分もある。

5-4 顧客が法人である場合の3つの基準と平成28年最判と控訴審判決の判断の整理

顧客が法人である場合の知識・経験の基準については、「担当者基準」・「法人基

準」・「(担当者基準と法人基準の) 総合判断」の3つの基準が示されている¹⁸⁾。

平成28年最判の控訴審判決は、先にも述べたように「担当者基準」を採っていると考えられるが、評釈では「担当者基準」に対して批判が多い。すなわち、Aは「本件取引の決定を最終的には取締役会で承認しており、取締役は自らの善管注意義務に基づいて取引の可否を判断するのであるから、本件においてあえて直接面談をしていた担当者を基準とすることは適切ではないように思われる¹⁹⁾」との批判、「相応の組織体制が整備されている大企業であれば」本判決(=高裁判決)のように「金融商品販売業者との窓口となっている役職員(のみ)を基準とすることは妥当ではない²⁰⁾」との批判がみられる。

平成28年最判については、どの基準を採ったか見解が分かれている。すなわち、「法人基準」を採用したものと見解²¹⁾、「法人基準」を明らかにしたものとはいえないとの見解²²⁾、担当者と法人の双方の属性を考慮して総合判断しているとの見解²³⁾がみられる。

5-5 検討

以下では、平成28年最判の立場について検討し、それを踏まえて、説明義務の履行基準についてどのように考えるべきか、私見を提示したい。

5-5-1 平成28年最判の位置づけ

平成28年最判は、「直接の担当者(Cら)に説明された内容と知識」、「Aの知識・経験、理解力」に言及し、担当者・法人の双方の事情を考慮している。その意味で、「担当者基準」を採用していないのは明らかで、他方で、「法人基準」を

18) 川口・前掲注(15)129頁。

19) 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」金融法務事情2025号61頁(2015年)。

20) 浅田・前掲注(13)80頁。

21) 長谷川卓「大企業に対する金融商品の説明義務」金融法務事情2040号5頁(2016年)。

22) 森下・前掲注(11)32頁。

23) 青木浩子「武富士メリル事件最高裁判決—オフバランス目的のCPDO型仕組債の説明義務ほか(最三判平成28・3・15金判1489号8頁)」NBL1083号46頁(2016年)。

採用したものと理解すべきでもない。しかも、一般的な規範（のようなもの）を提示しておらず、事例的な判決であると位置づけるべきである。

ただし、平成28年最判は、明確に「法人基準」を採用したものとはいえないものの、少なくとも法人に知識・経験、理解力があればよく、その場合には、説明義務が履行されたと判断していると考えられる。そうすると、同最判は、（説明義務違反の有無の）検討順序を示していると理解することもできる。

5-5-2 上記最高裁判決の位置づけを踏まえた若干の検討

顧客が上場会社である場合、証券会社による説明は（当然のことながら）、当該上場会社の「直接の担当者（自然人）」に対して行われる。すなわち、証券会社は、「直接の担当者」に商品の基本的な仕組みやリスク等について説明するはずである。

ここでの問題は、「直接の担当者」の知識・経験が乏しい場合、証券会社により多くの説明が求められるのかどうかという点である。この場合、「過剰規制による取引コストを削減」する観点から、証券会社により多くの説明を求めることは妥当でない。仮に「直接の担当者」の知識・経験が乏しい場合でも、証券会社は、上場会社の規模・業種から知識・経験を想定して（言い換えれば、上場会社内部の自然人を想定して）説明を行えばよいと考える²⁴⁾。なぜなら、上場会社は（個人や一般投資者と異なり）専門家の知見を頼ることが可能であり、上場会社は大会社として会社法上の内部統制システム（リスク管理体制）の構築も求められるからである（会社法362条4項6号・5項）。すなわち、「直接の担当者」とはレベルが異なることも当然にあり得るのである。

結局、証券会社による説明は、「直接の担当者」の知識・経験が十分な場合、説明義務違反は認められないこととなり、「直接の担当者」の知識・経験が乏しい場

24) 松尾・前掲注(17)461頁は、「顧客が法人である場合の投資知識については、当該法人の投資経験から推認することに加えて、当該法人の規模・業種などを勘案して当該法人内部で契約締結に至る意思決定に関与する権限を有すると合理的に見込まれる担当の役員（担当者）を想定し、当該担当者を基準とすることなどが可能であろう」とする。

合、上場会社の規模・業種から知識・経験を想定して説明義務が履行されたかどうかを判断すべきこととなる。

〈顧客が上場会社である場合の説明義務違反の有無の検討順序（イメージ）〉

	担当者の 知識・経験	→	上場会社の 規模・業種	→	説明義務違反の有無
証券会社による説明	○（十分）	→	—	→	説明義務違反なし
証券会社による説明	×（乏しい）	→	○（十分）	→	説明義務違反なし
証券会社による説明	×（乏しい）	→	×（不十分）	→	説明義務違反あり

6 おわりに

本稿では、顧客が上場会社である場合の証券会社の説明義務について扱った。現行法の下では（上場会社が一般投資家に移行しない限り）、少なくとも金融商品取引法および金融商品販売法上の説明義務でカバーされている部分については、信義則上の説明義務は認められるべきではないことを指摘し、金融商品取引法および金融商品販売法の説明義務でカバーされない部分について、信義則上の説明義務の成立が認められる余地はあるとの考えを示した。

さらに、（顧客が上場会社である場合にも）信義則上の説明義務が認められることを前提に、証券会社の説明義務の履行基準に係る問題についても検討した。結論としては、「担当者基準」・「法人基準」といった考えのいずれかの立場に立つわけではなく、証券会社による説明が「直接の担当者（自然人）」に対して行われることを出発点に分析を行った。具体的には、「直接の担当者」の知識・経験が十分な場合と乏しい場合に分けて、前者の場合には説明義務の違反は認められず、後者の場合は上場会社の規模・業種から知識・経験を想定して説明義務が履行されたかどうかを判断すべきこととなるとの私見を提示した。

