

主 文

- 1 被告らは、原告甲に対し、各自、金100万5400円及びこれに対する平成14年6月1日から支払済みまで年5分の割合による金員を支払え。
- 2 被告らは、原告乙に対し、各自、金13万3320円及びこれに対する平成14年6月1日から支払済みまで年5分の割合による金員を支払え。
- 3 原告らのその余の請求をいずれも棄却する。
- 4 訴訟費用は、これを10分し、その6を原告らの負担とし、その余を被告らの負担とする。
- 5 この判決は、1項及び2項に限り、仮に執行することができる。

事実及び理由

第1 請求

- 1 被告らは、原告甲に対し、各自、金231万円及びこれに対する平成14年6月1日から支払済みまで年5分の割合による金員を支払え。
- 2 被告らは、原告乙に対し、各自、金27万5000円及びこれに対する平成14年6月1日から支払済みまで年5分の割合による金員を支払え。

第2 事案の概要

- 1 本件は、合併に伴って被告三菱証券株式会社(以下「被告会社」という。)へ商号を変更した国際証券株式会社(以下「国際証券」という。)から、円建他社株式転換特約付社債(他社発行の普通株式を転換対象株式とし、当該転換対象株式の株価動向により、債券額面額の金銭又は転換対象株式で償還する仕組みの社債、以下「EB」という。)を購入した原告らが、
 - (1)ア 被告丙が、適合性原則及び説明義務に違反する違法な勧誘を行ったことにより、債券額面額を下回る価格の転換対象株式での償還を受け、債券額面額と償還後に下落した転換対象株式の株価との差額に相当する損失を被った
イ 被告丙がその従業員である被告会社には使用者責任がある
として、被告らに対し、各自、不法行為による損害賠償請求権に基づき、
 - (2)ア 原告甲において、EB購入価格382万円と下落後の転換対象株式の株価15万35000円との差額228万5000円及び弁護士費用の合計額の一部である231万円並びにこれに対する訴状送達の日翌日である平成14年6月1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
イ 原告乙において、EB購入価格80万円と下落後の転換対象株式の株価49万7000円との差額30万3000円及び弁護士費用の合計額の一部である27万5000円並びに上記(2)アと同様の遅延損害金の支払を求めた事案である。

2 基礎となる事実(証拠を付さない事実は、当事者間に争いがない。)

(1) 当事者等(原告乙本人)

- ア 原告甲は、平成4年に電子機器設計等を営む有限会社アナログテック(以下「アナログテック」という。)を設立後、その代表者として同社を経営してきた者であるが、国際証券との取引については、妻である原告乙に任せていた。
原告乙は、短期大学の家政学科を卒業後、電子機器製造販売会社の総務職として約2年10か月間勤務し、昭和57年に退職して専業主婦となったが、アナログテック設立以降、同社の雑用等を手伝っている者である。

なお、アナログテックには原告ら2名以外の従業員はいない。

- イ 国際証券は、証券取引法に基づき金融庁長官の登録を経た証券業を営む証券会社であり、被告会社は合併により国際証券を包括承継したものである(弁論の全趣旨)。

被告丙は、平成7年5月ころから平成13年3月ころまでの間、国際証券堺支店の従業員として原告らの取引を担当していた者である(乙16)。

(2) 本件各EBの買付け

- ア 原告乙は、平成12年2月7日、原告甲名義で、国際証券から、「スウェーデン輸出信用銀行2001年2月9日満期円建他社株式転換特約付コーラブル債券(NTTDコモ普通株式転換特約付)」(以下「本件ドコモEB」という。)の額面金額382万円分を代金382万円で買い付けた。

- イ 原告乙は、平成12年9月22日、原告乙名義で、国際証券から、「スウェー

デン輸出信用銀行2001年3月28日満期ディスカウント型円建他社株式転換特約付債券(東芝普通株式転換特約付)」「(以下「本件東芝EB」という。))の額面金額80万円分を代金80万円で買い付けた。

(3) 本件各EBの条件等

ア 本件ドコモEBの条件(乙6, 7, 9)

本件ドコモEBの条件は、以下のとおりであった。

条件確定日	H12.2/7
売出期間	H12.2/7(条件確定後)～H12.2/9
受渡期日	H12.2/10
額面金額	1万円
売出価格	額面金額1万円につき1万円
利率	H12.2/9～H12.8/8:年13.00% H12.8/9～H13.2/8:年2.00%
転換対象	NTTドコモの普通株式(以下「ドコモ株」という。)
期限前償還	H12.8/2に参照株価が一度でも転換株価以上となった場合、H12.8/9に額面金額で償還する。
参照株価	H12.8/2に取引開始時から取引終了時までの間取引された転換対象株式1株の株価
転換株価	382万円(H12.2/7の前場の転換対象株式1株の出来高加重平均株価)
計算日	H13.1/26
償還期限	H13.2/9
最終株価	計算日における転換対象株式1株の公式な終値
満期償還	最終株価が転換株価の90%以上105%以下となった場合、額面金額で償還する。 最終株価が転換株価の90%未満又は105%超過となった場合、額面金額1万円×(最終株価÷転換株価)で償還する。 ただし、転換可能単位(転換株価を1万で割った商と等しい本件ドコモEBの数)と同数の本件ドコモEBを所持する者に対しては、同数の転換対象株式を交付して償還する。
計算代理人	東京三菱インターナショナル・ピーエルシー
受渡代理人	株式会社東京三菱銀行ロンドン支店

イ 本件東芝EBの条件(乙10, 11, 13)

本件東芝EBの条件は、以下のとおりであった。

条件確定日	H12.9/26
売出期間	H12.9/26(条件確定後)～H12.9/28
受渡期日	H12.9/29
額面金額	1万円
売出価格	額面金額1万円につき1万円
利率	年7.00%
転換対象	株式会社東芝の普通株式(以下「東芝株」という。)
転換株価	800円(H12.9/26の前場の転換対象株式1株の出来高加重平均株価の88.0%)
計算日	H13.3/21
償還期限	H13.3/28
参照株価	計算日における転換対象株式1株の公式な終値
満期償還	参照株価が転換株価以上となった場合、額面金額で償還する。 参照株価が転換株価未満となった場合、額面金額1万円×(参照株価÷転換株価)で償還する。 ただし、転換可能単位(転換株価と最低交付可能株式数1000との積を1万で割った商と等しい本件東芝EBの数)と同数の本件東芝EBを所持する者に対しては、同数の転換対象株式を交付して償還する。

計算代理人	J. P. モルガン証券会社東京支店
受渡代理人	J. P. モルガン証券会社ロンドン支店

ウ 本件各EBについては、流通市場がなく、被告も販売済みの本件各EBを買い取る義務を負わないものとされていた(乙6, 7, 10, 11)。

(4) 本件各EBの償還

ア 平成13年1月26日のドコモ株の終値は230万円であったところ、本件ドコモEBは、同年2月9日、ドコモ株1株で償還された。

イ 平成13年3月21日の東芝株の終値は689円であったところ、本件東芝EBは、同月28日、東芝株1000株で償還された。

(5) その後の経過

ア ドコモ株については、平成14年3月26日、旧株式1株に対して新株式5株を割り当てる株式分割が行われた。

イ ドコモ株及び東芝株の平成15年9月1日の終値は、それぞれ30万7000円及び497円であった(甲46, 47)。

3 争点

(1) 被告丙は、原告乙に対して本件各EBの購入を勧誘した所為につき、適合性原則違反(不適格者への投資勧誘)ないし説明義務違反を責任原因として、債務不履行責任又は不法行為責任を負うか。

(2) 原告が被った損害額はいくらか。

4 争点に対する原告らの主張

(1) 勧誘行為の違法性(争点(1))について

ア EBの構造上の特質について

(ア) 株式プットオプションの売買と同様の経済的実体が存在すること

EB購入者は、転換対象株式の株価が転換株価以下に下落した場合、額面金額での金銭償還の代わりに、額面金額よりも低い株価の転換対象株式を引き受ける義務を負担する。他方、EB起債を企画する投資銀行又はそのグループ証券会社(以下「アレンジャー」という。)は、転換対象株式の株価が転換株価以下に下落する確率に比例して、EBの利息(以下「クーポン」という。)を決定する。このように、EB購入者とEB発行体ないしアレンジャーとの間には、株式プットオプション(予め定められた価格(行使価格)で、行使時期に株式を売却できる権利)の売買と同様の経済的実体が存在する。

すなわち、EBには実質的にオプション取引(ある商品を予め定められた価格で行使時期に購入ないし売却する権利をプレミアムを支払って購入する取引)が組み込まれており、EB購入者は個別株のプットオプションの売買と同様のリスクを負うが、オプション取引は、賭博的投機的色彩が強く、この危険を承知で引き受けるもののみが行うべきであるから、証券会社は、その勧誘に当たって、そのリスクを十分に説明すべきである。

(イ) リターンとリスクとが非対称的かつ不均衡であり、その適正さを検証することが困難であること

EB購入者は、転換対象株式の株価がいかに上昇しても、クーポンを上回る利益を得ることはできない一方、転換対象株式の株価が転換株価以下に下落した際には、下落分の損失を被るところ、EB購入者が取得するリターンと負担するリスクとは非対称的である。

また、アレンジャーは、EB起債後償還期限までの間に転換対象株式の株価が変動する度合い、ひいては、EB購入者が負担するリスクに応じてクーポンを設定するが、このクーポンがEB購入者に直接支払われることはなく、EB購入者とアレンジャーとの間に介在するEB発行体ないしEBを販売する証券会社(以下「EB販売証券会社」という。)が高い利鞘を取得するため、EB購入者は、負担するリスクとは不均衡なリターンしか取得できない。

さらに、かかるクーポンは、アレンジャー内部での専門的情報処理に基づいて設定されるところ、EB販売証券会社や一般投資家は、設定されたクーポンがEB購入者が負担するリスクに見合った適正なものか否かを検証することができない。

(ウ) 転換対象株式の株価が転換株価以下に下落した場合の損失を回避する

ことが不可能であること

EBのように金融派生商品としての経済的実体を有する商品を購入するに当たっては、再ヘッジ取引等を行うことによってリスクを確定ないし限定することが重要である。しかし、一般投資家の能力でかかる取引を行うことは期待できないのみならず、EB購入者は、EB購入時に購入代金を支払わねばならない一方、償還期限が到来するまでクーポンの支払を受けることができないから、EB購入後その償還までの間に、代金相当額の資金ないしクーポンを運用することができず、転換対象株式の株価が転換株価以下に下落した場合の損失を軽減することができない。

また、EB購入者とEB販売証券会社との取引は相対取引であるが、EB購入者が、EB販売証券会社にEBを買い戻してもらったり、第三者にEBを転売したりすることは事実上できない。その結果、EB購入者は、転換対象株式の株価が下落していても、償還期限までEBを保有せざるを得ず、転換対象株式の株価が転換株価以下に下落した場合の損失を回避することができない。

(イ) EB購入者とアレンジャーとの構造的利害相反関係

EB購入者とEB発行体ないしアレンジャーとの間に株式プットオプション売買と同様の経済的実体が存在することによって、EB購入者とEB発行体ないしアレンジャーとの間には、転換対象株式の株価が転換株価以下に下落するか否かにつき利害相反関係が発生する。

また、アレンジャーは、EB起債の時点で、株式償還となる確率に応じた転換対象株式を保有した上、その時々々の転換対象株式の株価と転換株価との関係、転換対象株式の株価の変動度合い及び計算日までの残存日数等に基づき、転換対象株式の株価が上昇すればこれを売却して株式売却益を確保し、転換対象株式の株価が下落すればこれを購入して株式保有率を高めることにより、株式償還となる確率に応じた転換対象株式を保有するデルタヘッジ取引を行うところ、アレンジャーが利益を確保するべく転換対象株式を売却する行為は、転換対象株式の株価の上昇を抑え、転換対象株式の株価を下落させる要因となり、この点においても、EB購入者とアレンジャーとの間には利害相反関係が存在する。

イ 適合性原則違反について

(ア) 一般投資家との関係における適合性の欠如

一般投資家が前記のような構造上の特質を有するEBの購入を自己責任において決定するためには、①EB購入者は、転換対象株式の株価が転換株価以下に下落した場合、額面金額よりも低い株価の転換対象株式を引き受ける義務を負担する結果、その下落分のリスクを負担すること、②クーポンは、転換対象株式の株価が転換株価以下に下落する確率に比例して設定されること、③EB購入者が取得するリターンと負担するリスクとは非対称的でありかつ不均衡であること、及び、④EB購入者は、転換対象株式の株価が転換株価以下に下落した場合の損失を軽減ないし回避することができないこと、について具体的に理解することが必要不可欠であって、転換対象株式の株価が転換株価以下に下落した場合には転換対象株式で償還されることの抽象的な認識があるだけでは不十分であるが、一般投資家がこのような具体的理解をすることは、その能力を超えるものであって、到底不可能なことである。とすれば、一般投資家に対してEB購入を勧誘することは、適合性を基礎づける特段の事情がない限り、適合性原則に違反し、違法である。

(イ) 原告らとの関係における適合性の欠如

本件各EB購入の実質的窓口であった原告乙は、株式取引に関する知識も経験もなければ、株式取引を積極的に行う意欲もなく、堅実な貯蓄だけを志向する一般投資家であったところ、かかる原告乙に対してEB購入を勧誘した被告丙の所為は、適合性原則違反の違法な行為である。

原告乙と国際証券との間の取引は、ほとんどが債券の取引であり、株式の取引は、JR西日本株及びJR東日本株の各募集につき国際証券から勧誘を受けて申し込んだところ、偶然に当選したためこれらを購入したときだけである。上記債券取引の途中からは、為替変動ないし株価変動のリスクを負担する債券の取引も含まれていたが、これらの債券も、原告乙にとっては、安全確実な外国銀行等の社債としか映っていなかった。

ウ 説明義務違反について

(ア) EB購入を勧誘する際に要求される説明義務の内容

一般投資家が、前記のような構造上の特質を有するEBの購入を自己責任において決定するためには、前記イ(ア)①ないし④の具体的理解が必要不可欠であるところ、一般投資家に対してEB購入を勧誘する者には、前記イ(ア)①ないし④の各事項の説明とともに、転換対象株式に関する情報及び前記ア(エ)の構造的利害相反関係下における転換対象株式の株価の変動度合い並びにクーポンの利率自体がEB購入者の負担するリスクに見合った適正なものか否か検証できないことについて説明すべき義務がある。

(イ) 本件各EBの購入を勧誘する際の説明義務違反

しかし、被告丙は、原告らと国際証券との間の取引の実質的窓口であった原告乙に対して本件各EBの購入を勧誘する際、上記説明義務があったにもかかわらず、以下のとおり、かかる説明を怠った。

a 本件ドコモEBの購入を勧誘する際の説明義務違反

(a) 被告丙は、本件ドコモEBの購入を勧誘するべく電話をした際、原告乙に対し、「年利13%の利息が付きます。半年で6.5%です。1年後には高利息と元金が返還されます。」「NTTドコモ株の株価が5%からー10%の範囲内であれば、元本額がそのまま返還されます。」と述べて、本件ドコモEBの有利性及び額面金額での金銭償還の確実性を強調する一方、転換対象株式の株価が転換株価を下回った場合の損失については、「あり得ないと思いますが、万ー10%以下になっても、NTTドコモの株券で返還します。NTTドコモの株券で返還する場合でも利息は付きます。」と述べるだけで、何ら具体的な説明をしなかった。また、被告丙が原告乙に説明した時間はせいぜい15分であって、この間、被告丙から原告乙に対し、上記会話以上に、本件ドコモEBの仕組み、その発行体の名称及び当時騰落を繰り返していたドコモ株の株価動向につき説明がなされたことはなかった。

その結果、原告乙は、本件ドコモEBが1年後になれば元金の返還及び高い利息が受けられる安全高利回りのNTTドコモ発行の社債であると理解し、本件ドコモEBがドコモ株で償還される事態やその際に生じる損失について正しく理解できないまま、原告甲名義で本件ドコモEBの買付けを注文した。

(b) 本件ドコモEBの買付注文後、国際証券から原告らの下に、本件ドコモEBの目論見書が郵送されてきた。この目論見書を見て本件ドコモEBがスウェーデン輸出信用銀行発行の社債であると知った原告乙は、直ちに被告丙へ電話し、「スウェーデンとは聞いていないですよ。キャンセルします。」と述べて、本件ドコモEBの購入を解約する旨申し入れたが、被告丙は、「キャンセルはできませんし、前回のスウェーデンのものとは全然違います。1年後には高利息と元金が入るんですよ。万が一の場合でも利息とNTTドコモ株なんですよ。」と述べて、電話勧誘のときと同様に、1年後に元金の返還及び高利息の支払が受けられることが確実であって、万一の場合でも損はないかのごとく強調した。本件ドコモEBの購入を解約することを断念した原告乙は、その日の夜に原告ら方を訪れた国際証券の男性従業員の求めるがまま、本件ドコモEB購入の確認書に署名捺印し、同確認書を交付した。なお、本件ドコモEBのリーフレットが原告らの下に送付されたことはなかった。

b 本件東芝EBの購入を勧誘する際の説明義務違反

(a) 被告丙は、本件東芝EBの購入を勧誘するべく電話をした際、原告乙に対し、せいぜい10分程度の間に「東芝債です。半年で償還されます。」などと述べるのみで、本件ドコモEBの購入を勧誘する際にしたような償還条件等の説明すらせず、当時激しく騰落していた東芝株の株価動向についても説明しなかった。

その結果、東芝債であれば確実に元本が返還されると思った原告乙は、自己の名義で本件東芝EBの買付けを注文した。

(b) その後、原告乙は、被告会社から郵送された本件東芝EBの目論見書を見て本件東芝EBもスウェーデン輸出信用銀行発行の社債であると知ったが、結局本件ドコモEBの購入を解約できなかったこと及びこの時点ではリスクが顕在化していなかったことから、本件東芝EBの購

入の解約までは申し入れなかった。なお、本件東芝EBのリーフレットが原告らの下に送付されたことはなかった。

(2) 損害額(争点(2))について

ア(ア) 原告甲は、本件ドコモEBが前記2(5)アの株式分割前のNTTドコモ株1株で償還されたことによって、本件ドコモEBの購入価格と同株式分割後のドコモ株5株の平成15年9月1日時点における株価との差額である228万5000円の損害を被った。

(イ) また、原告乙は、本件東芝EBが東芝株1000株で償還されたことによって、本件東芝EBの購入価格と東芝株1000株の平成15年9月1日時点における株価との差額である30万3000円の損害を被った。

イ 弁護士費用

(ア) 原告甲について 22万円

(イ) 原告乙について 3万円

5 争点に対する被告らの主張

(1) 勧誘行為の違法性(争点(1))について

ア EBの構造等について

(ア) 株式プットオプションの売買と同様の経済的実体が存在しないこと

a 株式プットオプションの売買では、対象株式の株価により権利行使期日に必ず買方か売方の一方が利益を得て他方が損失を被る仕組みとなっており、株式プットオプションの買方は、権利行使期日までじっと待つのみである。したがって、株式プットオプションを売買する当事者は、当該株式プットオプションの権利行使価格、権利行使期日、対象株式の株価動向等を十分に考慮に入れて、当該オプション料が妥当かどうか判断する必要がある。

b これに対し、EBの取引では、計算日における転換対象株式の株価により償還期限にEB購入者かアレンジャーかの一方が利益を得て他方が損失を被る仕組みとはなっていない。すなわち、計算日における転換対象株式の株価が転換株価以上の場合、EB購入者が確定的に利益を得る点は株式プットオプションの売買と同じであるが、デルタヘッジ取引を行うアレンジャーは、転換対象株式の株価の変動度合いが予想どおりか否かで利益を得るときもあれば損失を被るときもある。他方、計算日における転換対象株式の株価が転換株価未満の場合、EB購入者が購入代金額と償還期限における転換対象株式の株価との差額に相当する損失を被る点は株式プットオプションの売買と同じであるが、デルタヘッジ取引を行うアレンジャーは、転換対象株式の株価の変動度合い如何によって利益を得るときもあれば損失を被るときもある。

また、アレンジャーは、株券プットオプションの売買における買方とは異なり、EBの起債から償還期限までの間、利益を得るべくデルタヘッジ取引を行っている。

さらに、EB購入者は、転換対象株式での償還を受けたとしても、その後の転換対象株式の株価動向如何で利益を得ることもある。

c このように、EB購入者とEB発行体ないしアレンジャーとの間には、株式プットオプションの売買と同様の経済的実体など存在しない。アレンジャーは、転換対象株式の株価が転換株価を下回る確率に比例してクーポンを設定するのではなく、転換対象株式の株価の変動度合いから予測できるデルタヘッジ取引により取得しうる利益見込みに基づきクーポンを設定するのである。

(イ) リスクとリターンとの関係

EBの取引では、EB購入者及びアレンジャーの双方が利益を得ることが目的とされているところ、EB購入者が負担するリスクと取得するリターンとの非対称性は、転換対象株式の株価が転換株価を下回った場合の結果にすぎない。

また、EB購入者は、そもそも転換対象株式の株価上昇によるキャピタルゲインの取得を考慮していないし、EB購入者が取得できる利益がクーポンに限られるとしても、これに対応してアレンジャーが転換対象株式の株価上昇時の利益を必ず取得するわけではなく、デルタヘッジ取引により損失を被ることもある以上、かかる非対称性をもって不当であるとはいえない。

(ウ) EB購入者とアレンジャーとの間の利害相反関係について

前記のとおり、EBの取引では、計算日における転換対象株式の株価により償還期限にEB購入者かアレンジャーかの一方が利益を得て他方が損失を被る仕組みとはなっていないところ、EB購入者とアレンジャーとの間には、転換対象株式の株価が転換株価以下に下落するか否かについて利害相反関係はない。

また、アレンジャーがEBの組成に伴って行うデルタヘッジ取引は、転換対象株式の株価が上昇すれば株式売却益を確保するべくこれを売却する結果、その株価の上昇を抑制するものであるが、転換対象株式の株価が下落すれば株式保有率を高めるべく転換対象株式を購入する結果、その株価を下支えするものであるから、転換対象株式の株価の変動を抑さえる効果があるとしても、一方的に転換対象株式の株価を下落させるものではなく、転換対象株式の株価に対してニュートラルに作用するものである。

イ 適合性原則違反について

(ア) 一般的投資家との関係における適合性の存在

EBが転換対象株式で償還されうるものであるとしても、前記のようなEBの構造に鑑みれば、一般投資家に対してEB購入を勧誘することは、当該一般投資家に株式取引の知識及び経験があれば、一律に適合性原則に違反するものではない。

(イ) 原告らとの関係における適合性の存在

原告乙は、以下のとおり、預貯金の金利を上回る利益の獲得を積極的に求めて債券を購入していた上、株式取引に株価変動リスクがあることの認識及び株式取引の経験を有していたところ、このような原告乙に対してEB購入を勧誘した福光の所為は、何ら適合性原則に違反するものではない。

すなわち、原告乙は、原告甲名義での取引開始当初から、運用利回りが定期預金金利を上回る実績を有する中期国債ファンドの買付けをしていたが、平成3年以降の経済低迷に伴う公定歩合の段階的引下げにより国内公社債等の運用利回りが低下すると株式投資にも興味を持ち始め、JR東日本株及びJR西日本株を購入していた。

被告丙が原告らの担当者となった平成7年以降、国内公社債等の運用利回りが非常に低かったのに対し、海外公社債等の運用利回りは高かったところ、原告乙は、被告丙の勧誘を受けて、フランス金融公社債等の買付けを行って利益を獲得していたが、平成9年1月に買い付けたスウェーデン輸出信用銀行発行のニュージーランドドル・デュアル・カレンシー債（以下「SEKデュアル・カレンシー債」という。）で約98万円の損失を被り、被告丙に対し、「為替には懲りた、外貨に絡むものはもう案内しないでね。」と述べていた。

そこで、被告丙は、同年3月、原告乙に対し、円建てで高い運用利回りを狙える商品としてドイツ銀行AGロンドン円建日経平均連動コーラブル社債（以下「日経平均連動債」という。）の購入を勧誘した。この際、被告丙が、原告乙に対し、日経平均連動債の仕組みについて、日経平均株価の変動により額面金額での償還か額面金額以下での償還かが決まる旨説明したところ、原告甲名義でJR西日本株を継続保有していた原告乙は、好調な株式相場をみて日経平均連動債に興味を示し、複数回にわたってこれを買付けした。

ウ 説明義務違反について

(ア) EB購入を勧誘する際に要求される説明義務の内容

一般投資家に対してEB購入を勧誘する場合には、EBの条件として、額面金額、クーポン、償還期限及び償還条件等を説明すべきであるが、EB購入者とEB発行体ないしアレンジャーとの間に株式プットオプションの売買と同様の経済的実体が存在せず、原告らがEBの転売を意図していたのでもない以上、原告らが主張する事項についてまで説明する義務はない。

(イ) 本件各EBの購入を勧誘する際に説明が尽くされたこと

そして、被告丙は、以下のとおり、原告乙に対して本件各EBの購入を勧誘する際、EB購入を勧誘する場合に要求される上記のような説明を尽くしていた。

a 本件ドコモEBの購入を勧誘する際に説明が尽くされたこと

(a) 前記(イ)記載の経緯を経た後、被告丙は、原告らに対し、本件ドコモEBの購入を勧誘するべく、平成12年2月初めにリーフレットを送付し

た上、同月7日、原告乙に電話した。

被告丙が、この電話の中で、本件ドコモEBについて、ドコモ株の株価変動によって償還条件等が変化する点で日経平均連動債に似ている旨述べた上、期限前償還、ドコモ株で償還される可能性、及び、ドコモ株の株価の下落時には損失を被るリスクがあることを説明したところ、日経平均連動債を気に入っていた原告乙は、本件ドコモEBの条件を確認した上で買付意向を示した。同日午後、被告丙が、原告乙に対して最終決定した本件ドコモEBの条件を伝えるべく電話をしたところ、原告乙は、原告甲名義で本件ドコモEBを買い付ける旨の注文をした。

(b) 上記買付注文成立後、被告丙が原告らの自宅へ本件ドコモEBの目論見書、確認書及び最終条件の案内書を送付したところ、本件ドコモEBの発行体がSEKデュアル・カレンシー債と同じであったため、原告乙は、被告丙に対して本件ドコモEBが外貨建てでない旨確認する電話をし、被告丙から円建てであるとの説明を受けたため、同月7日付けの確認書を国際証券へ返送した。

b 本件東芝EBの購入を勧誘する際に説明が尽くされたこと

平成12年4月以降、日経平均株価は下落基調であったが、かかる状況の下、被告丙は、原告らに対し、株価下落時でも高いクーポン得られる本件東芝EBの購入を勧誘するべく、同年9月22日、原告乙に電話した。

被告丙が、本件東芝EBが本件ドコモEBと同じEBである旨述べた上、本件東芝EBについて東芝株で償還される可能性があること等を説明したところ、原告乙が、本件東芝EBの買付意向を示した。被告丙が、原告らの自宅へ本件東芝EBのリーフレット、目論見書及び確認書を送付したところ、原告乙が同日付けの確認書を返送したため、被告丙は、同月26日、最終決定した本件東芝EB条件を電話で伝え、原告乙は、これに応じて、自己名義で本件東芝EBを買い付ける旨の注文を出した。

(2) 損害額(争点(2))について
争う。

第3 当裁判所の判断

1 事実経過について

第2、2の各事実、証拠(甲30、乙3、5ないし13、16、21、24ないし46、原告乙本人、被告丙本人)及び弁論の全趣旨によれば、以下の事実が認められる。

(1) 原告らと国際証券との従前の取引など

ア 原告乙は、昭和62年12月ころ、当時サラリーマンであった原告甲の給料から月々の生活費を費消した余剰金から住宅ローンの臨時返済に充てる資金を貯蓄するため、銀行の預金よりも利率が高いが自由に出し入れができる中期国債ファンドを買い付けようと考え、国際証券を通して原告甲名義でこれを買付けたのをきっかけに、国際証券との取引をするようになった。当初、原告乙は、原告甲名義での中期国債ファンドの買付けを続けていたが、国際証券の店頭従業員から金貯蓄及び利付工業債等の買付けを勧められ、当時これらの商品の利率が銀行の預金のそれと比べて高かったこともあって、これらの商品をも買い付けるようになり、その後には、近鉄及び北陸銀行の各社債を買い付けていた。(甲30、乙3、原告乙本人、弁論の全趣旨)

イ 原告乙は、平成5年10月ころ、国際証券からJR東日本株の公募があるので抽選に申し込んでみないかとの勧誘を受けた。当時株式にも興味があった原告乙が家族全員の名義で申し込んだところ、原告乙名義の申込みが当選したため、原告乙は、国際証券を通して自己名義でJR東日本株を38万円で購入し、これ以降、自己名義でも国際証券と取引するようになった。なお、原告乙は、同年11月、JR東日本株を49万円で売却した。(甲30、原告乙本人、乙5)

ウ 被告丙は、平成7年5月、前任者から引継ぎを受けて原告らの取引を担当するようになった。

当時、原告乙は、原告甲名義で近鉄社債及び長期国債ファンドを保有していたが、これらの利回りは当時の国内公社債等の運用利回りよりも高かったため、被告丙は、原告乙に対し、そのまま乗り換えることを勧め、これに応じた原告乙は、これらを乗り換える買付けを行った。(乙16)

当時、国内公社債等の運用利回りは、平成3年以降の経済低迷に伴う公定歩合の段階的引き下げに比例して低くなっていたところ、原告乙は、このような状況下でも以前と同程度の運用利回りを望むという投資意向を持っていたため、被告

丙は、運用利回りの高い海外公社債等による運用であればかかる原告乙の投資意向に沿うことができると考え、平成7年10月、原告乙に対し、フランス金融公社債の買付けを勧めた。被告丙は、原告乙に対し、マルク建であるフランス金融公社債には、円に換算して償還される際に為替変動による元本割れのリスクがある旨電話で説明したところ、原告乙は、為替変動は気になるものの、銀行預金もほとんど利息が付かないので、利回りがよいものならば購入しようと述べ、フランス金融公社債を買付けた。(乙16, 被告丙本人)

その後も国内公社債等の運用利回りの低迷が続いたため、原告乙は、被告丙からの勧誘に応じて、平成8年6月にはゴールドマンサックス国際公社債ファンドを、同年7月にはフィンランド輸出金融公社発行のデュアル・カレンシー債を、平成9年1月にはSEKデュアル・カレンシー債を、平成10年4月にはアライアンス・ハイ・イールド・オープン投資信託(以下「アライアンス」という。)を、それぞれ買付けた。被告丙は、これらの勧誘の際、原告乙に対し、電話で各商品の概要及び為替変動による元本割れのリスクがある商品についてはその旨を説明するとともに、各商品についての説明が記載された目論見書及びリーフレットを送付した。(乙16, 21, 24ないし26)

また、原告乙は、平成8年9月ごろ、被告丙から、JR西日本株の公募への申込みの勧誘を受け、家族全員の名義で申し込んだところ、原告甲名義の申込みが当選したため、原告乙は、国際証券を通して原告甲名義でJR西日本株を35万7000円で購入した。(甲30, 原告乙本人, 乙3)

エ 原告乙は、これらの取引のうちアライアンス及びSEKデュアル・カレンシー債以外の取引では利益を得ていた。しかし、アライアンスについては、買付け後値下がりが進み、SEKデュアル・カレンシー債については、平成10年10月初めに為替相場が急速に円高となったため、その償還期限に損失が発生する状況となった。被告丙は、原告乙に対し、売却できなくなる日の直前まで利息を得て、償還期限前にSEKデュアル・カレンシー債を売却して税金がかからないようにすることを助言した。原告乙は、この助言に従って償還期限前にSEKデュアル・カレンシー債を売却し、平成11年1月、98万8466円の損失を被ったところ、被告丙に対し、為替相場が関係する商品には懲りた旨告げた。(乙3, 乙16, 原告乙本人, 被告丙本人, 弁論の全趣旨)

オ そのころの国内株式相場は、平成11年1月を最安値に同年2月及び同年3月と回復基調にあった。そこで、被告丙は、平成11年3月、原告乙に対し、為替相場の影響を受けず、かつ、原告乙の前記のような投資意向に沿った商品として、日経平均連動債の買付けを勧誘した。被告丙は、この勧誘の際、原告乙に対し、日経平均連動債の仕組みについて、日経平均株価の変動によって償還期限が早まったり最終償還期限における額面金額での償還か額面金額以下での償還かが決まること、及び、償還期限が早まらないと5年後の最終償還期限まで売却することができないこと等を説明したところ、原告乙は、為替相場の変動によって損失を被らないならばと述べ、原告甲名義で日経平均連動債の買付けを申し込んだ。かかる申込みを受け、被告丙が原告乙に対して日経平均連動債の説明が記載された目論見書及びリーフレットを送付すると、原告乙は、確認書を返送し、日経平均連動債を買付けた。(乙16, 27ないし29, 原告乙本人, 被告丙本人)

国内株式相場の回復基調が続いたため、被告丙は、同年5月、原告乙に対し、同月発行の日経平均連動債の買付けを勧誘し、原告乙も、これに応じて日経平均連動債を買付けた。国内株式相場の回復基調はその後も続き、原告乙が同年3月及び同年5月に買付けた日経平均連動債は、償還期限が早まってそれぞれ同年9月及び同年11月に償還された。そこで、被告丙は、かかる償還の際、原告乙に対して日経平均連動債の乗換えを勧誘し、原告乙も、これを受け入れて同年9月及び同年11月に日経平均連動債を買付けた。これらの勧誘の際には、同年3月の日経平均連動債の買付けの時と同様に、被告丙からの目論見書及びリーフレットの送付並びに原告からの確認書の返送がなされ、同年9月及び同年11月の勧誘の際には、被告丙から最終条件の案内書も送付された。(乙16, 乙30ないし38, 弁論の全趣旨)

カ 本件ドコモEBの買付け後も国内株式相場は堅調に推移していたため、原告乙は、平成12年3月、被告丙の勧誘に応じ、国際証券を通して、株式投資信託であるシナプス及びJエクイティを買付けた。被告丙は、これらの勧誘の際に、原告乙に対し、それぞれ目論見書及びリーフレットを送付した。(乙41ない

し44, 弁論の全趣旨)

- (2) 本件ドコモEBの勧誘(乙6ないし9, 16, 45, 被告丙本人, 弁論の全趣旨)

ア かかる経緯の下, 被告丙は, 原告らに対し, 本件ドコモEBの購入を勧誘するべく, 同月7日, 原告乙に電話した。

被告丙は, 「アルペジオ(注: 日経平均連動債のこと)に似た商品で, 今度は日経平均株価ではなくNTTドコモの株価の動きによって変わる商品が出るのですが」と話を始め, 「NTTドコモのEBというのですが, これはNTTドコモの株価が例えば380万円を基準とすると, この380万円を投資して, 今年8月2日にNTTドコモの株価が380万円以上つければ, 利息24万7000円と元本が償還されます。」「8月2日にNTTドコモの株価が380万円以上にならないければ来年2月9日の償還となりますが, その場合は利息は32万3000円です。この場合は, 来年1月26日のNTTドコモの株価が342万円から399万円の間にあれば, 元本が償還されます。来年1月26日のNTTドコモの株価がこの間に入らなければNTTドコモの株券で償還されます。」「リスクとしては償還が株式になった場合, 株価が下がっていけばそれがリスクになります。反対に株価が上がっていけば, それはプラスになります。」「早期償還とならない場合は1年後の満期まで途中売却できません。」と述べ, 本件ドコモEBについて, 期限前償還, ドコモ株で償還される可能性があること, ドコモ株の株価が下落したときは損失を被るリスクがあること及び途中売却できないことを説明し, さらに, 本件ドコモEBが円建てであることをも説明した。これを受けて, 原告乙が, 本件ドコモEBの条件を確認した上, 原告甲名義で本件ドコモEBを買い付ける意向を示したため, 被告丙は, 最終条件の決定次第連絡する旨述べた。

イ 被告丙は, 同日午後, 原告乙に対し, 最終決定した本件ドコモEBの条件を伝えたところ, 原告乙は, 原告甲名義で本件ドコモEBの買付けの注文を出した。かかる買付注文を受け, 被告丙は, その日のうちに, 原告らの自宅へ, 本件ドコモEBの目論見書, リーフレット, 確認書及び最終条件の案内書を送付した。この目論見書には, 前記第2, 2(3)アのような本件ドコモEBの条件, 本件各EBには流通市場がなく被告も販売済みの本件ドコモEBを買い取る義務を負わないこと及び満期償還される場合の償還差損益等が, リーフレットには本件ドコモEBの条件の概略が, 最終条件の案内書には確定した本件ドコモEBの条件が, それぞれ記載されていた。

上記各書類を受領した原告乙は, 本件ドコモEBの発行体がSEKデュアル・カレンシー債と同じスウェーデン輸出信用銀行(以下「SEK」という。)であったため, 被告丙に電話をし, 「スウェーデンって, これ外国ものではないのよね。」と確認したところ, 被告丙から再度円建てであるとの説明を受けたので, 「なら, 買うわ」と返答した上, 同月7日付けと記載して署名捺印した確認書を返送した。

- (3) 本件東芝EBの勧誘(乙10ないし13, 16, 46, 被告丙本人, 弁論の全趣旨)

ア 平成12年4月以降, 日経平均株価は下落基調となっていたが, 被告丙は, 夏以降にある程度反発すると考え, 同年9月22日, 原告乙に対し, 東芝株の株価が転換株価より12%下落しても元本が償還されて高いクーポンが得られる本件東芝EBの購入を勧誘する電話をした。

被告丙は, 「NTTドコモと同じEBで, 今度は東芝のEBが出るのですが」と話を始め, 「今度の東芝EBは, スタート時の株価より下がっても元本が返ってくるのが特徴です。例えば, スタート時の株価が900円とすると, 半年後の来年3月21日に株価が792円以上であれば元本と90万円投資の場合で3万1500円のお利息となります。792円を下回りますと利息は変わりませんが, 東芝の株券で償還されます。」「償還までの半年は原則として途中売却できません。」と述べ, 本件東芝EBについて, 東芝株で償還される可能性があること及び途中売却できないこと等を説明し, 本件東芝EBが円建てであることも説明した。これを受けて, 原告乙が, 自己名義で本件東芝EBを買い付ける意向を示した。

イ 被告丙は, 原告乙の買付け意向を受け, 原告らの自宅宛に, 本件東芝EBの目論見書, リーフレット, 確認書及び最終条件の案内書を送付した。この目論見書には, 前記第2, 2(3)イのような本件東芝EBの条件, 本件東芝EBには流通市場がなく被告も販売した本件東芝EBを買い取る義務を負わないこと, 満期償還時の想定償還差損益及び利金の合計額等が, リーフレットには本件東芝EBの条件の概略が, 最終条件の案内書には確定した本件東芝の条件

が、それぞれ記載されていた。

その後、被告丙は、平成12年9月26日昼ころ、原告乙に対し、最終的に確定した本件東芝EBの条件を電話で伝えたところ、原告乙は、自己名義で本件東芝EBの買付けの注文を出した。

2 本件EBをめぐる取引当事者の所為

第2、2の各事実、証拠(甲31、乙7、11、調査嘱託の結果)及び弁論の全趣旨によれば、以下の事実が認められる。

(1) 本件ドコモEBをめぐる取引当事者の所為について

ア 平成12年2月から同年9月当時、USD LIBOR (London Inter Bank Offered Rate) 1年金利は、年6.1%から6.8%であったが、SEKは、低金利の日本市場で起債して得た円資金を通貨交換することによって上記LIBOR金利を下回る金利でUSD資金を調達するため、本件ドコモEBを発行することとした。

イ 本件ドコモEBの条件は、SEKがその引受けを委託した国際ヨーロッパからこれを買付け販売する国際証券が、東京三菱証券株式会社(以下「東京三菱証券」という。)を含む複数の証券会社から提示された条件の中から、平成12年2月7日、東京三菱証券の提示した条件を採用したことによって最終確定した。この際、東京三菱証券は、株式会社東京三菱銀行ロンドン支店(以下「東京三菱銀行」という。)が行うデルタヘッジ取引(当初一定数量の株式を購入して株価が上昇すれば徐々に株式を売却して売却益を確保し、株価が下落すれば当該株式を購入して株式保有率を高める取引)によって得られる見込みの利益から、東京三菱銀行の収益を差し引いた上で国際証券に提示する条件を決定した。かかる本件ドコモEBの条件のうち、その利率は、当時の円LIBOR6か月金利0.15%及び同1年金利0.24625%を基礎とし、平成12年3月期及び同年9月期における額面1万円に対する配当額を各500円、計算時のドコモ株の株価を385万円、ドコモ株の株価変動度合いを42%、転換株価を382万円として、ブラック・アンド・ショールズモデル(株式プットオプションを念頭に考案されたオプションプレミアムの評価モデル。原資産の実勢価格、オプション行使価格、満期までの期間、無リスク資産の金利及び原資産の価格の変動度合いの5つのパラメーターからプレミアムを算出する。)と同様の根拠に基づく数値解析モデルによって算出された。

ウ SEKは、上記条件に従って本件ドコモEBを国際ヨーロッパを引受人として額面1万円当たり96.80円を上乗せして発行し、国際証券は、これを額面1万円当たり96.85円を上乗せして国際ヨーロッパから買付けた。その結果、本件ドコモEBの組成コスト及び販売コストは、額面1万円に対してそれぞれ0.47%及び3.20%となった。なお、売れ残った本件各EBは、SEKが国際証券からかかる買付価格を下回る価格で買い取った。

エ SEKは、本件ドコモEBの発行後、General Re Financial Securities Limitedとの間で、本件ドコモEBの利払い及び償還に備えた取引を含む通貨交換契約を締結し、これによって、SEKは、当時のUSD LIBOR 1年金利より0.45%低い金利でUSD資金を調達することができた。なお、かかる通貨交換契約の中には何らかのオプション取引に該当するものも含まれていたが、その部分を特定した対価の決定はなされていなかった。

オ 東京三菱銀行は、本件ドコモEBの発行後、その償還に備えてデルタヘッジ取引を行い、その収益を確保していた。

(2) 本件東芝EBをめぐる取引当事者の所為について

ア 平成12年2月から同年9月当時のUSD LIBOR 1年金利は、前記(1)アのとおりであったところ、SEKは、低金利の日本市場で起債して得た円資金を通貨交換し、上記LIBOR金利を下回る金利でUSD資金を調達するため、本件東芝EBを発行することとした。

イ SEKは、上記条件に従って本件東芝EBを国際ヨーロッパを引受人として額面1万円当たり96.91円を上乗せして発行し、国際証券は、これを額面1万円当たり96.915円を上乗せして国際ヨーロッパから買付けた。その結果、本件東芝EBの販売コストは、額面1万円に対して3.09%となった。なお、売れ残った本件各EBは、SEKが国際証券からかかる買付価格を下回る価格で買い取った。

ウ SEKは、本件東芝EBの発行後、Morgan Guaranty Trust Company of New Yorkロンドン支店との間で通貨交換契約を締結した。Morgan Guaranty Trust

Company of New Yorkロンドン支店は、SEKに対し、オプションヘッジを提供した上、本件東芝EBと同率のクーポンを支払うとともに、国際証券に対し、本件東芝EBの手数料を支払った。

エ J. P. モルガン証券会社ロンドン支店は、本件東芝EBの発行後、その償還に備えてデルタヘッジ取引を行い、その収益を確保していた。

3 EBの構造等について

(1) 本件各EBの取引当事者の関係について

前記2の各認定事実、証拠(乙7, 11, 15)及び弁論の全趣旨を総合すれば、本件各EBの取引当事者の関係は、次のとおりであったと推認できる(別紙取引関係図参照)。

ア SEKは、USD LIBOR金利を下回る金利でUSD資金を調達するため、本件各EBの発行を立案し、国際証券に対し、USD資金の需要を伝えた上、本件各EBの販売条件の確定並びに本件各EBの引受及び販売を委託する。

イ 国際証券は、かかるSEKの委託を受け、複数の証券会社に対し、条件の提示を求める。

各証券会社は、提示すべき条件を決定する際、自社とグループ関係にあり、SEKとの通貨交換契約を行うべき銀行等及び本件各EBの受渡代理人となるべき投資銀行又は証券会社等と協議する。この際、受渡代理人がデルタヘッジ取引によって得られる見込みの利益等を検討するが、かかる検討は、円LIBOR金利、1額面に対する配当額、転換対象株式の株価、転換対象株式の株価変動度合い及び転換株価に基づき、ブラック・アンド・ショールズモデルと同様の根拠に基づく数値解析モデルをもって計算して得られた結果を基礎に行われ、この場合、クーポンは、株価変動度合いと転換価格等からその実額が決定される。

各証券会社は、国際証券に対し、かかる検討結果に基づいて本件各EBの条件を提示し、国際証券は、その中から適当と考える本件各EBの条件を採用する。

ウ SEKは、上記条件に基づき、国際ヨーロッパを引受人として本件各EBを発行し、国際証券は、国際ヨーロッパから本件各EBを買い付けこれを一般投資家に販売する。国際ヨーロッパ及び国際証券は、それぞれSEK及び国際ヨーロッパに対して引受代金及び買付代金を支払う。一般投資家に販売できなかった本件各EBは、SEKが国際証券から買付代金を下回る価格で買い取る。

エ SEKは、本件各EBの発行によって得た円資金について、国際証券が採用した条件を提示した証券会社とグループ関係にある投資銀行等との間で、オプション取引を含む本件各EBの利払い及び償還に備えた取引をも含む通貨交換契約を締結する。SEKは、この通貨交換契約により、USD LIBOR金利より低い金利でUSD資金を調達する。他方、通貨交換契約を締結した投資銀行等は、国際証券に対して手数料を支払うとともに、本件各EBの受渡代理人に対してデルタヘッジ取引を行うために必要な資金を融資する。

オ 本件各EBの受渡代理人は、本件各EBが転換対象株式で償還される場合に備えるとともに、自らも利益を確保するために、本件各EBの発行の時点で、株式償還となる確率に応じた転換対象株式を保有した上、その時々の転換対象株式の株価と転換株価との関係、転換対象株式の株価の変動度合い及び計算日までの残存日数等に基づき、転換対象株式の株価が上昇すればこれを売却して株式売却益を確保し、転換対象株式の株価が下落すればこれを購入して株式保有率を高めることにより、株式償還となる確率に応じた転換対象株式を保有するデルタヘッジ取引を行う。

(2) EBの特質について

ア 株式プットオプション売買との経済的同質性の有無について

株式プットオプションとは、予め定められた価格(行使価格)で、行使時期に株式を売却できる権利をいうが、この権利の売主は、売却できる権利を売った結果、行使時期には行使価格で自らが買い受ける義務を負担することになる。株式が下落した場合には、時価より下落した株式を当初の額面金額等の行使価格で引き受ける義務を負担することになる。

前記第2, 2の認定事実によれば、転換可能単位のEBを保有するEB購入者は、計算日における転換対象株式の株価が転換株価以下に下落した場合、額面金額による金銭償還の代わりに額面金額よりも低い株価の転換対象

株式を引き受ける義務を負担する(以下、この義務を「下落株式による償還を受ける義務」という。)のであるから、株式プットオプションを売却した場合と近似した効果をもつことが認められる。

もっとも、株式プットオプションの売買は、対象株式の株価により権利行使期日に必ず買方が売方の一方が利益を得て他方が損失を被る一種のゼロサムゲームの関係となっている。そして、株式プットオプションの売買に当たって、当事者は、株式プットオプションの権利行使価格、権利行使期日、対象株式の株価動向等から、株式プットオプションの対価が妥当かどうかを判断する。ところが、EBの場合は、EB購入者に下落株式による償還を受ける義務があるとしても、EBをめぐる取引においては、受渡代理人がデルタヘッジ取引を行っているため、EB購入者が計算日における転換対象株式の株価の如何によって償還期限にクーポン相当額の利益を得るか転換対象株式の株価との差額に相当する損害を被るかという問題と、受渡代理人が転換対象株式の株価の変動度合いの如何によって利益を得るか損失を被るかとの問題とは必ずしも対応するものではなく、クーポンも転換対象株式の株価が下落する確率に比例して決定されるものではない。また、受渡代理人が株式プットオプションを買い取ったならばこれを転売して利益を上げようとすると思われるが、本件各EBに関してかかる転売がなされたと認めるに足る証拠もない。かかる相違が存する以上、EB購入者とEB発行体等との関係は、EBの取引当事者による全体的な経済的活動をみる限り、株式プットオプションの売買と全く同一であるとはいえない。

しかし、受渡代理人がデルタヘッジ取引によって得られる見込みの利益等の検討は、円LIBOR金利、1額面に対する配当額、転換対象株式の株価、転換対象株式の株価変動度合い及び転換株価に基づき、ブラック・アンド・ショールズモデルと同様の根拠に基づく数値解析モデルによって計算して得られた結果を基礎に行われるのであるが、このモデルによれば、株価変動度合いが大きければ一般に受渡代理人の利益が増加する(乙15)。株価変動度合いが大きくなることは、当然、株価が大幅に下落するリスクも増加することになるが、EB購入者は、下落株式による償還を受ける義務を負担しているから、結局、その場合の転換対象株式の株価下落リスクを引き受けているのはEB購入者である。その限度では、EB購入者は株式プットオプションの売り手と同様の危険を負担する地位に立つと言っても差し支えない。

イ リターンとリスクとの非対称性ないし不均衡の有無等について

(ア) 本件東芝EBについては、EB購入者は、東芝株の株価がいかに上昇しても、クーポンを上回る利益を得ることはできない一方、計算日における東芝株の株価が転換株価を下回った際には、転換株価を下回る分の評価損を被る。株価の変動がさほど大きくない場合においても比較的高い利率のクーポンをEB購入者が確保できるという利点を考慮に入れても、EB購入者が取得するリターンと負担するリスクとは非対称的であるといわざるを得ない。

他方、本件ドコモEBについては、EB購入者は、計算日におけるドコモ株の株価が転換株価の105%を上回れば、転換株価を上回る分の評価益を取得することができるから、EB購入者が取得するリターンと負担するリスクとは対称的であると思われるが、本件ドコモEBには前記第2、2(3)アのような期限前償還の条件があり、期限前償還の判定日におけるドコモ株の株価が一度でも転換株価以上となれば、EB購入者は、転換株価を上回る分の評価益を取得できない。しかるに、EB購入者が評価益を取得できるのは、期限前償還の判定日におけるドコモ株の株価が一度も転換株価以上にならず、かつ、計算日におけるドコモ株の株価が転換株価の105%を上回るという限定的な場面に限られるから、本件ドコモEBについても、本件東芝EBほどではないにせよ、EB購入者が取得するリターンと負担するリスクとの間には一定程度の非対称性が存在することは否定できない。

(イ) 前記各認定事実のとおり、本件各EBの取引当事者間では手数料等がの支払がなされており、国際証券も額面1万円に対して3%強の手数料(販売コスト)を取得している。外国債券の売買に当たってこれを販売する証券会社が3%程度の手数料を取得するのが通常であること(弁論の全趣旨)及び国際証券を除く本件各EBの取引当事者が不当に高い利鞘を取得したとは認められないことに鑑みれば、かかる手数料等の支払をもって、本件各E

Bの購入者の負担するリスクと取得するリターンとが不当視されるほどに不均衡なものになっていたとはいえない。

(ウ) 本件各EBのクーポンが設定された経緯は、前記(1)イのとおりであるところ、クーポンは、受渡代理人によって金融工学の専門的手法を駆使して設定されるのであるから、クーポンがEB購入者が負担するリスクに見合う適正なものであるかどうかを一般投資家が検証することはできないことはいうまでもない。もっとも、販売証券会社である国際証券においては、かかる適正さを検証した上で本件各EBの販売条件を採用している蓋然性はあるが、その適正さをEB購入者に保証しているわけではない。

ウ 転換対象株式の株価の下落による損失の回避可能性の有無について

本件各EBの購入者は、購入時に代金を支払わねばならない一方、償還期限が到来するまでクーポンの支払を受けることができないから、その間に、代金相当額の資金ないしクーポンを運用することができず、前記第2、2(3)ウの事実を鑑みれば、本件各EBの購入者は、本件各EBを償還期限までに売却することも不可能であったといえる。とすれば、本件各EBの購入者には、計算日における転換対象株式の株価が転換株価を下回った場合の損失を回避する可能性がなかったといえる。

エ EB購入者と受渡代理人等との間の構造的利害相反関係の有無

EB購入者の受益ないし損失と受渡代理人等の受益ないし損失との間に、直接的な対応関係がないことは前記アのとおりである。

また、デルタヘッジ取引には、転換対象株式の株価が上昇した場合における上昇抑制効果だけではなく、転換対象株式の株価が下落した場合における下支え効果もあり、デルタヘッジ取引は、転換対象株式の株価に対して理論的にはニュートラルに作用するものである。

してみると、受渡代理人が転換対象株式の株価上昇時に転換対象株式を売却するとしても、このことをもって、EB購入者と受渡代理人等との間の構造的利害相反関係があるとはいえない。

なお、本件ドコモEBについては、転換対象株式であるドコモ株の株価が上昇した際、購入代金額を上回るドコモ株による償還を回避するために、受渡代理人が、デルタヘッジ取引を適正に行わず、ドコモ株を必要以上に売却してその株価を下落させる誘因がないではないが、受渡代理人がこのような違法行為に及ぶことを前提として本件ドコモEB自体に構造的利害相反関係があるとするのは相当ではない。

もっとも、受渡代理人等は株価変動度合いが大きければ利益を得る確率が増加することになるが、それは下落リスクが高い場合も同様である。このように下落する方向での株価変動度合いの大きい株式を転換対象株式として商品設計したとしても、転換対象株式の株価が下落したことによる損失はEB購入者に帰属し、受渡代理人は一方的に利益を確保できると考えられるから、この意味では受渡代理人とEB購入者の利害が相反することは否めない。

(3) EBの特質の総括

以上のとおり、EB購入者とEB発行体等との関係は、経済的実体として、株式プットオプションの売買と全く同一であるとはいえないが、EB購入者は、転換対象株式の株価が転換株価以下に値下がりしたときにその転換対象株式を引き受けなければならないという下落リスクを引き受けるにもかかわらず、リターンとリスクとの非対称性が見られ、転換対象株式の株価が値下がりする場面では、受渡代理人とEB購入者との利害が相反する可能性もある。しかも、EBは、その購入者が転換対象株式の株価の下落による損失を回避できない商品構造となっているのである。このような構造であるからといって、EB購入者がそのリスクを考慮に入れて投資行動できる条件が整うならば、EBの金融商品としての適格性を喪失させるものとはいえないが、かようなEBの商品構造は、後記のとおり、適合性ないし説明義務の内容に影響を及ぼすものといわなければならない。

4 適合性原則違反(争点(1))について

(1) EBの特質と適合性原則との関係

ア 前記認定のとおり、EBは、預貯金金利を上回るリターンを得られる商品ではあったが、株価が下落し転換対象株式で償還された場合に下落分の評価損を被る(もっとも、本件各EBの転換対象株式はいわゆる一流企業の信用度の高い株式であるから、当該企業の倒産等によって本件各EBが無価値になるという事態は想定しがたい。)という相当程度高いリスクを負担することとな

る商品であったといえる。また、EB購入者は、代金相当額の資金ないしクーポンを運用する意思ないし能力があるか否かにかかわらず、計算日における転換対象株式の株価が転換株価を下回った場合の損失を回避することができないところ、このようなEB購入者が負担する株式償還リスクを軽減ないし回避することができない点も看過することはできない。

EBは、その名称等のため、一般投資家にとっては、通常売却が容易でかつ元本割れがほとんどない円建ての社債のように見えるが、かかる外見にもかかわらず、EB購入者は、前記のようなリスクを負担することになる。一般投資家にとっては、前記のようなEBの商品構造を理解することは必ずしも容易ではなく、一見しただけでは比較的安全性の高い商品であるとの誤解を招きやすいと考えられ、このような一種誤導的な要素も勘案するならば、EBに内在する危険性は相当高いものであったといわざるをえない。

イ このEBの特質に鑑みれば、一般投資家が本件各EBの買付けを自己の責任において決定するためには、

① EB購入者は、転換対象株式の株価が計算日において一定額を下回った場合、EBの額面金額より低い株価の転換対象株式を引き受ける義務を負担する結果、EBの額面金額と転換対象株式の株価との差額に相当する評価損を被るリスクを負担すること、

② EB購入者は、EBを途中売却できないためかかる評価損を軽減ないし回避することができないこと、

の理解が必要であることは明らかである。

さらに加えて、前記各認定事実によれば、受渡代理人がデルタヘッジ取引によって得られる利益等の見込みの検討は、円LIBOR金利、配当額、転換対象株式の株価、転換対象株式の株価変動度合い及び転換株価に基づき、ブラック・アンド・ショールズモデルと同様の根拠に基づく数値解析モデルによって計算して得られた結果を基礎に行われること、転換対象株式の株価変動度合いや転換価格等は、条件を提示する証券会社がクーポン金額算定に当たって、通貨交換契約を行うべき銀行等及び受渡代理人の収益との関係上、重要な要素であるとされ、クーポンは、転換対象株式の株価変動度合いの見込みや転換価格等に応じて決定されること、株価変動度合いの高い株式であればあるほど、受渡代理人はデルタヘッジによる利益を見込んでいることが認められる。

ところが、株価変動度合いが大きいことは株価の下ぶれリスクが大きいことにつながり、転換価格が高いことは株式償還になる可能性が高くなることは明らかであるところ、転換可能単位の本件各EBを保有するEB購入者は、下落株式による償還を受ける義務を負担するのであるから、その株式が値下がりした株式で償還されるというリスクを引き受けている関係にある。換言すると、株価変動度合いが高い転換対象株式を選定して商品設計することは、受渡代理人の利益につながるが、EB購入者にとっては値下がりした株式で償還されるリスクが高いことになるし、転換価格を高く設定することも株式による償還の可能性が増加することになる。クーポンの利率は、このような関係を反映して決定されていると考えられる。この関係を素直に見るならば、通常の社債としての利率相当分を超えるクーポンは、下落した株式でEB購入者に償還されるというリスクの実質的な対価に他ならないといわざるをえない。

そして、EBは、以上のような転換対象株式の株式リスクが大きい点で、購入者の負担するリスクが基本的に発行体の破綻による債務不履行とその可能性(いわゆる信用リスク)だけである円建て社債とは決定的に異なる。

ところが、前述したとおり、EBは、発行体の信用が高ければ元本割れがほとんどない円建ての社債という外見を有し、しかも格付けが高く、その信用や知名度が高い企業が発行体となることが多い(甲2)関係上、一般投資家が、元本保証の商品と誤解し、あるいは元本割れのリスクを軽視し、クーポンの利率のみに目を奪われがちであることは容易に想定できる。このような一般投資家の誤解を防止し、EBに内在する危険を避けるためには、高利率のクーポンは株式償還による元本割れリスクの対価であり、その大きさと連動することを理解することが必要不可欠であると考えられる。

そうであれば、一般投資家が本件各EBの買付けを自己の責任において決定するためには、①及び②のほかに、

③ クーポンは、転換対象株式の株価の変動度合いの見込みや転換価格等

に応じて設定されている結果、転換対象株式の株価が計算日において一定額を下回った場合にそのまま下落分の評価損を被るという株式償還リスクの対価であり、これと連動していること、

についても、具体的に理解することが必要不可欠であり、かかる理解ができない者は、本件各EBの購入者として適合性を欠くといわざるを得ない。

これに対し、上記①ないし③について具体的に理解することができる者であれば、EB購入者の取得するリターンと負担するリスクが非対称的であることについても具体的に理解することができるといえるから、かかる非対称性の具体的理解可能性は、上記①ないし③の要件の中に吸収されると解される。

- (2) これを本件についてみるに、原告乙は、当初こそ中期国債ファンド等の安全な商品による資産運用を志向していたが、国内公社債等の運用利回りが低下してからも以前と同程度の運用利回りを得るために、元本割れのリスクがある商品による資産運用を考えるようになっており、本件各EBの買付け前に、かかる投資意向に沿った商品を勧誘に応じてとはいえ買い付けるとともに、買い付けた商品の元本割れによる損失も実際に経験している。また、原告乙は、本件各EBの買付け以前に、JR東日本株及びJR西日本株を購入し、JR東日本株については、購入後1か月で転売して利益を上げているところ、株価が変動するということを実際に体験している。さらに、原告乙は、日経平均株価の動向によって償還金額及び償還条件等が決まる日経平均連動債を4回買い付けた経験をも有しているところ、この日経平均連動債は、株価変動によって損失を被るリスクを負担する特殊な債券であること及び途中売却できない結果かようなリスクを軽減ないし回避することができないこと等の点で本件各EBに相当程度類似するものである。

このような原告乙の取引経験に加え、前記1(2)イのとおり、原告乙が商品について理解できない点があれば質問をする人物であること並びに原告乙の学歴及び職歴等を勘案すれば、原告乙には、前記①ないし③ないし③の点を具体的に理解する能力があったものといえるから、本件各EBが原告乙にとって適合性を欠くものであったとまではいえない。

- (3) これに対し、原告らは、第2、4イ(イ)のとおり主張するが、そもそも株式取引に全く興味がないのであれば、JR東日本株及びJR西日本株の買付けが公募されたとしてもその抽選を申し込まないと考えられること、前記1(1)アのとおり、原告乙が原告甲名義で国際証券との取引を開始したのは、そもそも銀行預金の利息を上回る利回りを得たかったためであり、為替変動等のリスクを負担する商品の取引を始めたのも、前記1(1)ウのとおり、元本割れのリスクを負担しても銀行預金の利息を上回る運用利回りを得たかったためであることなどに鑑みれば、原告らの主張は採用できない。

5 説明義務違反(争点(1))について

- (1) 一般投資家が前記のような特質を有する本件各EBの買付けを自己の責任において決定するためには、前記4(1)①ないし③の点について、具体的に理解することが必要不可欠であるところ、一般投資家に対してEBの購入を勧誘する者は、当該EBの条件のみならず、前記4(1)①ないし③の各事項につき、勧誘対象たる一般投資家の能力及び経験に応じた説明をする義務があるというべきである。なぜならば、EBは、前記のとおり非常に難解な構造を持つところ、一般投資家が、これらの点の説明を受けることなく、その商品構造に由来するリスクを踏まえて自己決定することは期待できないといわざるをえないからである。

これに対し、前記4(1)①ないし③について上記のような説明がされれば、本件各EBの購入者の取得するリターンと負担するリスクが非対称的であることについても具体的に理解しうるといえるから、かかる非対称性についてまで別個に説明する義務はないと解する。

- (2)ア 被告丙は、原告乙に対して本件ドコモEBの買付けを勧誘する際、本件ドコモEBの条件とともに、ドコモ株の株価が下落したときは損失を被るリスクがあること及び途中売却できないことを、ある金額を投資した場合の事例を挙げて具体的に口頭で説明し、あわせて本件ドコモEBには日経平均連動債との類似点がある旨説明している。原告乙は、前記のとおり、本件ドコモEBの買付け以前に、JR東日本株等を購入ないし転売して株価変動の実体験を有しており、日経平均株価の動向によって償還金額及び償還条件等が決まる日経平均連動債を複数回買い付けているところ、かような取引経験を有する原告乙が、被告丙から上記説明を受ければ、前記4(1)①及び②の各事項について具

体的に理解ができるといえるから、これらの事項について説明をすべき義務は尽くされたといえる。

しかし、証拠(被告丙本人)によれば、被告丙自身、本件各EBのクーポンと転換対象株価の株価変動度合いの見込みとの関係につき具体的に理解しておらず、その結果、被告丙は、原告乙に対し、前記4(1)③の事項について何ら説明していないことが認められる。原告乙が相当の取引経験を有し取引能力にも問題がないことは前記のとおりであるが、かような点に加えて後に目論見書等を送付していること等を考慮しても、上記事項についての説明が欠如すれば、本件ドコモEBのクーポンの対価として実際に負担することとなるドコモ株による株式償還リスクの程度を具体的に理解することはできないから、かかる被告丙の説明の欠如は、違法と評価すべき程度の説明義務違反に該当するといえるべきである。

イ 被告丙は、原告乙に対して本件東芝EBの買付けを勧誘するに際し本件東芝EBの条件とともに、本件東芝EBが東芝株で償還される可能性があること及び途中売却できないことを、ある金額を投資した場合の事例を挙げて具体的に口頭で説明し、あわせて本件東芝EBが本件ドコモEBと同じEBであることを説明している。また、被告丙は、原告乙が本件東芝EBの買付注文を出す前に、本件東芝EBの条件、途中売却できない旨及び満期償還時の想定償還差損益等を記載した目論見書等を原告らの自宅に送付している。そして、前記のような原告乙の取引経験及び本件東芝EBの勧誘に先立って本件ドコモEBについて前記のような説明を受けていること等を勘案すれば、かかる本件東芝EBについての説明を原告乙が受ければ、前記4(1)①及び②の各事項については具体的に理解ができるものといえるから、これらの事項について説明をすべき義務は尽くされたといえる。

しかし、被告丙は、本件東芝EBの買付けを勧誘する際にも、前記4(1)③の事項について何ら説明していないところ、原告乙は本件ドコモEBの買付けの勧誘を受けた際にもこの点についての説明を受けておらず、前記のとおり原告乙が相当の取引経験を有し取引能力にも問題がないこと等を考慮しても、上記事項についての説明が欠如すれば、本件東芝EBのクーポンの対価として実際に負担することとなる東芝株による株式償還リスクの程度を具体的に理解することはできないから、かかる被告丙の説明の欠如も、やはり、違法と評価すべき程度の説明義務違反に該当するといえるべきである。

(3)ア 原告乙は、陳述書(甲16)及び当法廷において、被告丙は、本件ドコモEBの発行体がSEKであると述べておらず、原告乙は、本件ドコモEBの発行体がSEKであると認識した後に本件ドコモEBの買付けをキャンセルする旨申し入れたが、被告丙は、キャンセルできないと述べた旨供述する。

しかし、前記認定事実のとおり、被告丙は、本件ドコモEBが円建てである旨説明している。また、原告乙は、本件ドコモEBの目論見書等の送付を受けた後、発行体がSEKであり外貨建てではないかと確認の電話をしているが、被告丙から円建てであるとの説明を受けて納得している。とすれば、被告丙が本件ドコモEBの発行体がSEKであると述べていなかった可能性はあるものの、本件ドコモEBの買付けをキャンセルする旨申し入れたとの原告乙の供述は採用できない。

イ また、原告乙は、陳述書(甲16)及び当法廷において、被告丙が本件東芝EBを東芝債として説明していた旨供述し、これに符合する証拠(甲37)も存在しないではない。

しかし、原告乙が本件東芝EBの買付注文を出したのは本件東芝EBの目論見書等が原告らの自宅に送付されてきた後のことであり、被告丙が東芝債と説明していたのであれば、原告乙が何らの躊躇なく本件東芝EB買付注文を出すとは考えられない。また、被告丙は、本件東芝EBについて、説明義務違反に該当する部分があったとしても、前記1(3)アのとおり説明しており、東芝債として説明していないことは明らかである。そして、被告丙が目論見書等を送付する際に同封した手紙(甲37)に東芝債と記載したのは、本件東芝EBを示す趣旨で東芝のEB債とすべきところを東芝債と略記ないし誤記したものにすぎないと認められるから、上記原告乙の供述は採用できない。

6 損害額(争点(2))について

(1) 第2、2(2)及び(5)によれば、原告甲は、本件ドコモEBの購入価格である382万円と平成15年9月1日時点におけるドコモ株5株の価格である153万5000円

との差額である228万5000円の損失を、原告乙は、本件東芝EBの購入価格である80万円と上記年月日時点における東芝株1000株の価格である49万7000円との差額である30万3000円の損失を、それぞれ被っていることが認められる。

- (2) もっとも、原告乙は、当初から銀行預金の利息を上回る運用利回りを得るために取引をしているのみならず、国内公社債等の運用利回りが低下して以降、元本割れのリスクがある商品による資産運用をも考える等、ある程度のリスクは負担してもそれに見合ったリターンを求める方向で投資を行い、本件各EBの買付けも、かかる投資意向に沿ったものとして行われている。また、原告乙は、本件各EBの買付け前にJR東日本株を購入後に転売して利益を得る等株式取引の経験を有しているし、株価に連動するという点で本件各EBと類似性が認められる日経平均連動債を複数回買い付けた経験をもちしている。

他方、被告丙に前記のような説明義務違反があったとはいえ、被告丙は、前記4(1)①及び②の各事項について、原告乙の投資経験及び能力に応じた具体的な説明をしているところ、前記のような投資の経験、意向及び能力を有する原告乙がかかる説明を受けたのであれば、本件各EBの株式償還リスクの程度を具体的に理解することまでは要求できないものの、本件各EBには株式償還リスクがあることを十分理解できるはずである。そして、原告乙と同じ程度の投資経験及び能力を有する者であれば、預貯金金利を上回る中程度のリターンが得られるのであればそれ相応のリスクを負担しなければならないことは容易に想像がつくはずであり、被告丙にこの点を質問することも可能であったと考えられる。このような点について何ら注意を傾けていなかった原告乙の過失も看過することはできない。

これらの事情を斟酌すれば、原告甲については被害者側のものとして、原告乙については自己のものとして、それぞれ過失があったといわざるを得ないところ、これらの事情に加えて本件に現れた一切の事情を斟酌すれば、原告らの各損失額から、それぞれ6割を過失相殺として控除するのが相当である。

- (3) そして、弁護士費用については、被告らに負担させるべき各損失額の1割を被告に負担させるのが相当であるから、原告らの損害額は、次のとおりとなる。

	項目	原告甲	原告乙
i	損失額	¥2,285,000	¥303,000
ii	過失相殺	60%	60%
iii	被告らの負担すべき額[i * (100% - ii)]	¥914,000	¥121,200
iv	弁護士費用[iii * 10%]	¥91,400	¥12,120
	合計[iii + iv]	¥1,005,400	¥133,320

7 結論

よって、原告らの本訴請求は主文の限度で理由があるからその限度でこれを認容し、その余の本訴請求はいずれも理由がないからこれを棄却することとし、訴訟費用の負担につき民事訴訟法61条、64条本文、65条1項を、仮執行の宣言につき同法259条1項をそれぞれ適用して、主文のとおり判決する。

大阪地方裁判所第24民事部

裁判長裁判官 森 宏 司

裁判官 真 辺 朋 子

裁判官 安 木 進