

論 説

レバレッジ・インバース型及び
先物型ETF・ETNをめぐる説明義務

永田 泰士

本稿は、レバレッジ・インバース型及び先物型ETF・ETNの商品特性を踏まえ、これらの商品をめぐる不法行為法上の説明義務の範囲及び程度を検討する。前者については、不法行為法上の説明義務の範囲に組み込まれるべき要説明事項は、当該金融商品に典型的に伴うリスクに代表されるが、常にそれだけに限定されるとは必ずしも解し得ない。それは、典型的リスクの説明のみがなされた場合、誤ったリスク理解とそれに基づく投資判断を定型的に誘発しやすい場合があり、その是正のために必要な事項の説明がなされなかった結果、投資判断に際して投資者が予想した相場の推移があたったにも関わらず損失を被るという事態が生じる可能性が存するためであることが示される。後者については、判例上、説明義務の水準設定につき、説明義務の形骸化との緊張関係が観察できることが示される。

キーワード：説明義務、レバレッジ型ETF・ETN、インバース型ETF・ETN、
先物型ETF・ETN、VIX先物ETF、VIXインバースETN

〔目次〕

はじめに

I レバ・インバ型及び先物型ETF・ETNの商品特性とリスク

- 1 はじめに
- 2 レバ・インバ型ETF・ETNとそれらの直感的な理解
- 3 金商業等府令上の説明義務の改正内容
- 4 レバレッジ指数・インバース指数の特質に起因するリスク
- 5 先物指数の特質とそれに伴うリスクーVIX短期先物指数を例に一
- 6 VIXインバースETNの特質とそれに伴うリスク
- 7 小括

II 裁判例の検討

- 1 はじめに
- 2 裁判例の検討
- 3 小括

III レバ・インバ型及び先物型ETF・ETNをめぐる説明義務

- 1 レバレッジ型ETF・ETNをめぐる説明義務
- 2 先物型ETF・ETNをめぐる説明義務
- 3 インバース型ETF・ETNをめぐる説明義務

おわりに

はじめに

本稿は、レバレッジ・インバース型¹⁾（以下「レバ・インバ型」とする）のETF・ETN²⁾及び先物型³⁾ETF・ETNの販売及び勧誘をめぐる不法行為法上の説明義務の内容に関する考察を目的とする。

2022年上半期における、ETF・ETNの売買代金規模上位10銘柄のうちの8銘柄をレバ・インバ型が占めており、これらの商品の人気の高さがうかがえる⁴⁾。また、それらの売買代金は、それぞれの商品の時価総額の数十倍に達しており、短期での売買が活性であることがうかがえる⁵⁾。

このような状況にあるレバ・インバ型ETF・ETNをめぐることは、市場動向、関連法令の動向、裁判例の動向のそれぞれが、注目に値する。まず、2018年2月6日に、市況の急変に伴い、後述するVIXインバースETNの早期償還が決定され⁶⁾、同日、同月19日付での上場廃止も決定され⁷⁾、その償還額は1,146円となるという事態が生じた。この償還額は、同ETNの前日終値の2万9,400円の4%弱であり、同ETNは、一夜にして約96%の減価が生じたこととなる⁸⁾。そのためか、同ETNをめぐることは、多くの苦情やあっせんの申立てがなされ⁹⁾、証券取引等監視委員会による実態把握も進められた¹⁰⁾。また、後述するように、訴訟で争われた事案も出現している¹¹⁾。

-
- 1) 本稿では、レバレッジ型・インバース型を、「レバレッジ指数やインバース指数を連動指標とする金融商品」と定義する。
 - 2) 前掲(1)の定義上、本稿で記述することは、レバ・インバ型の「ETFやETN」に限らず、公募投資信託（インデックスファンド）にも妥当するが、本稿では、検討対象をETFやETNに限定する。これらが上場審査を経た上場商品であることから一定の安心感を投資者に与えやすく、リアルタイムでの値動きをみせ、指値注文も可能であることなど、投資者にとって利便性が高く、また、一般に公募投資信託よりも保有コストが低い傾向にあるために、相対的に中長期保有に適していると一見すると考えられることから、様々な投資方針を有する投資者の関心を集めやすいことをその理由とする。
 - 3) 本稿では、「先物型」を、「先物価格を参照しロールオーバーを繰り返すことにより算出される指数（先物指数）を連動指標とする金融商品」の意味で用いる。本稿で記述することは、先物型ETF・ETNに限らず、先物指数を連動指標とする公募投資信託（インデックスファンド）にも妥当するが、本稿では、前述の問題意識から、検討対象をETF・ETNに限定する。
 - 4) 日本経済新聞2022年7月14日付夕刊5頁。
 - 5) 日本経済新聞・前掲注(4)5頁。
 - 6) 野村証券「【ETN】『NEXT NOTES S&P500 VIX インバースETN (2049)』早期償還のお知らせ」同社HP<<https://www.nomura.co.jp/onlineservice/news/customer/2018/1065v400000045ka.html>>（以下、本稿が引用するウェブ上の情報の最終アクセス日は、2024年1月15日である）。
 - 7) 日本取引所グループ「上場廃止等の決定：NEXT NOTES S&P500 VIX インバースETN」同社HP<<https://www.jpx.co.jp/news/1021/20180206-11.html>>。
 - 8) 日本経済新聞2018年2月10日付朝刊21頁。
 - 9) 証券・金融商品あっせん相談センターによると、2018年度における同センターに対する苦情やあっせんの申立てのうち、商品別の受付件数の第一位は、いずれもこのETNである。参照、同センター「2018年度 紛争解決等業務の実施状況について」同センターHP<https://www.finmac.or.jp/wp/wp-content/uploads/2020/03/finmac_jyoukyou_2018.pdf>。
 - 10) 証券取引等監視委員会事務局「証券モニタリング概要・事例集（平成30年9月）」金融庁HP<<https://www.fsa.go.jp/sesc/kensa/shitekiijirei/jirei30.pdf>>18頁-19頁。

また、先物型ETF・ETNをめぐることは、後述するVIX短期先物指数を連動指標とするETFにつき、2024年2月19日に繰上償還が行われることが予定されている¹²⁾。この繰上償還は、同ETFの商品特性上、市場のボラティリティが低い状況下では基準価格が徐々に低減していくことから、投資家の資産を減価させてしまう可能性などが考慮されたことによるものである¹³⁾。かような商品特性を有する同ETFの取引をめぐることも、注目に値する裁判例が出現している。

加えて、視点を関連法令に転じるならば、レバ・インバ型ETF・ETNにつき、説明義務等の強化を内容とする「金融商品取引業等に関する内閣府令」の改正が2021年11月19日に公布され、2022年1月24日に施行されている（以下、同府令を「金商業等府令」とし、同年同日に施行された金商業等府令を「改正金商業等府令」とする）¹⁴⁾。この改正は、後述するように、①レバ・インバ型ETF・ETNにつき、レバレッジ・インバース指数の特性に伴うリスクと、②当該レバレッジ・インバース指数の原指数が先物価格を参照する指数（以下、「先物指数」とする）である場合につき、先物指数の特性からレバ・インバ型ETF・ETNに伴うリスクとを、投資者に認識させることを意図するものと考えられる。

かかる関連法令の動向は、業法上の動向であるが、業法上の説明義務において、レバ・インバ型ETF・ETNの商品特性とそれに伴うリスクの説明が証券会社に義務付けられたことは、レバ・インバ型ETF・ETNや、先物型ETF・ETNの販売、勧誘をめぐる民法709条の説明義務や、その特別法たる金融サービスの提供等に関する法律（以下、「金融サービス法」とし、その前身を「金販法」とする）の説明義務（以下、両者を併せて「不法行為法上の説明義務」とする）の内容を考察する上でも重要性を有する。また、市場の動向の中で、早期償還がなされるに至った原因や、繰上償還が予定されるに至った原因を形成する「商品特性」とそれに伴うリスクについても同様である。なぜならば、不法行為法上の説明義務が当該金融商品に伴うリスクを投資者に認識させることをその目的とする

11) 同ETNの早期償還に関しては、多くの雑誌やWeb上の記事において紹介されている。例えば、次のものがある。緒方欽一「仕組債 複雑すぎる金融商品 VIXショックで大損害 落とし穴だった『即死条項』」週刊東洋経済2019年6月15日号（2019）64頁、鈴木雅光「『驚異的！』だったETNの末路から学ぶこと」会社四季報ONLINE2018年2月28日付<<https://shikiho.toyokeizai.net/news/0/210356>>、高橋義憲「“恐怖指数”ってご存知ですか？VIX指数に連動する商品の“問題”や“怖さ”」日経ビジネス電子版2018年5月31日付<<https://business.nikkei.com/atcl/opinion/16/022200057/052400004/>>、森本紀行「森本紀行はこう見る なぜ野村証券はETNの早期償還を謝罪したのか」from HC2018年8月9日付<<https://www.fromhc.com/column/2018/08/etn.html>>、緒方欽一「原油絡みの金融商品ETN、『即死条項にご用心』原油価格急落で早期償還と上場廃止のリスク」東洋経済オンライン2020年5月10日付<<https://toyokeizai.net/articles/-/348660>>、MINKABU PRESS「2018年 VIXインバース（前編・後編）－デリバティブ投資手法の進化－破壊と創造の歴史【10】」MINKABU PRESS2021年1月16日付<<https://fu.minkabu.jp/column/755>>、同2021年1月25日付<<https://fu.minkabu.jp/column/771>>。

12) 三菱UFJアセットマネジメント「『国際的ETF VIX短期先物指数』の信託終了（繰上償還）および重大な約款変更に係る書面決議基準日設定ならびに監理銘柄（確認中）への指定のお知らせ」同社HP<https://www.am.mufg.jp/corp/topics/_icsFiles/afiedfile/2022/12/05/oshirase_211110.pdf>。

13) 三菱UFJアセットマネジメントHP・前掲注(12)。

14) 同府令の改正内容とパブリックコメントについては、金融庁「『金融商品取引業等に関する内閣府令』及び『金融商品取引法第百六十一条の二に規定する取引及びその保証金に関する内閣府令』の改正案に関するパブリックコメントの結果等について」同庁HP<<https://www.fsa.go.jp/news/r3/shouken/20211119.html>>。

という理解を前提とする限り、何をどの程度説明すべきか（説明義務の範囲と程度）を考察する前提として、当該商品の商品特性とそれに伴うリスクの特徴を理解することが不可欠だからである¹⁵⁾。

本稿は、かかる問題意識のもと、第一章（Ⅰ）において、まず、レバ・インバ型ETF・ETNに関する議論の大前提となる、ETF・ETNの概要、レバ・インバ型ETF・ETNの概要をみた後、改正金商業等府令がレバ・インバ型ETF・ETN等につき説明義務に追加した事項を確認し、その意義を、①レバレッジ・インバース指数の特質とそれに伴うリスク、②当該レバ・インバ型ETF・ETNが連動指標とするレバレッジ・インバース指数の原指数が先物指数である場合に当該ETF・ETNが内包することになる、先物指数の特質とそれに伴うリスクとに区別し、それぞれにつき検討を加える。その際、後者に関しては、VIX短期先物指数を代表させる。これらを通じて、本稿の検討対象であるレバ・インバ型及び先物型ETF・ETNの商品特性とそれに伴うリスクの特徴を明らかにする。次いで、インバース型ETNの一つであり、前述の通り早期償還の道を辿ったVIXインバースETNの商品特性とそれに伴うリスクについて検討を加えることにより、上述の「①」「②」は、常にレバ・インバ型ETF・ETNの商品特性とそれに伴うリスクを代表しているとは限らないことの一例を明らかにする。

第二章（Ⅱ）では、第一章において分析、把握を行った、レバレッジ型ETF・ETN、VIX短期先物指数を代表させた先物型ETF・ETN、インバース型ETF・ETNの一銘柄であったVIXインバースETNの商品特性及びリスク特性を踏まえ、これらが、不法行為法上の説明義務の内容にどのように反映されているのか、そして、その際に、証券会社の属性と態様（対面証券会社の営業員の勧誘に基づいて投資取引が行われたのか、ネット証券会社を介して投資者が主体的に投資取引を行ったのか）はどのような影響を及ぼしていると考えられるのかを、裁判例の検討を通じて分析する。

第三章（Ⅲ）では、第一章と第二章における分析・検討を接合させ、レバレッジ型ETF・ETN、VIX短期先物等の先物型ETF・ETN、インバ型ETNの一銘柄であったVIXインバースETNの商品特性を踏まえるならば、不法行為法上の説明義務の内容はどのように規律されるべきか、また、それは証券会社の属性と態様にどの程度左右されるべきかといった点から、説明義務の範囲と程度に関する各論的検討を行う。この検討を通じて、不法行為法上の説明義務の範囲には、当該金融商品に伴う最も典型的かつ主要なリスクが含まれるだけでなく、当該金融商品に伴う最も典型的かつ主要なリスクについてだけが説明された場合に、投資者のリスク理解に歪曲が生じ、誤ったリスク理解のもとで投資判断

15) 不法行為法における信義則上の説明義務や、金融サービス法上の説明義務が、金融商品に内在するリスクを投資者に認識させることを目的とするのか、それにとどまらず、詳細な商品構造や価格形成メカニズムを投資者に理解させることも目的とするのかをめぐっては、いわゆる限定説と非限定説との対立がある。参照、清水俊彦「改正金販法と取引の仕組みの説明義務(2)」金法1777号（2006）36-45頁。商品構造を踏まえたリスク理解は、非限定説が要求する「商品特性とそれに伴うリスクの特質の説明」として合理的な説明の範囲と程度を検討する上で不可欠である（さもなくば、商品特性の説明の内容を決することはできない）ことはいうまでもないが、限定説が要求する「当該商品のリスクの特性それ自体」の説明として、合理的な説明の範囲と程度を検討する上でも重要である。「当該金融商品への投資判断に際して、要するに、いかなるリスク理解が不可欠であるのか」を取捨選択する前提となるためである。

が下されるという事態が（「まれに」ではなく）定型的に生じやすく、その結果、投資者が予想した相場の推移が当たっても、投資者が予期しない損失を被る可能性がある場合については、その是正のために必要な事項が不法行為法上の説明義務の範囲に組み込まれ得ること、また、説明の程度をめぐる説明義務の水準設定をめぐることは、説明義務の形骸化との緊張関係が観察できることを明らかにする。

I レバ・インバ型及び先物型ETF・ETNの商品特性とリスク

1 はじめに

本章は、レバ・インバ型及び先物型ETF・ETNの商品特性とそれに伴うリスクを把握することを目的とする。

レバ・インバ型ETF・ETNをめぐる¹⁶⁾、2022年1月24日より施行された改正金商業等府令により、説明義務の内容強化¹⁷⁾等が行われている¹⁸⁾。

この改正は、レバ・インバ型ETF・ETNにつき、①レバレッジ指数・インバース指数の特性に伴うリスクが存すること、②レバレッジ指数・インバース指数の原指数が先物指数である場合には、先物指数の特性に伴うリスクも存することを、投資者に認識させることを目的としたものであると考えられる。これらのうち「①」をめぐることは、レバレッジ指数・インバース指数には、これらを連動指標とするETF・ETNの名称が、例えば、「日経平均株価ブル（2倍）」といったものであることが多いことも相まって、直感的に誤った理解が形成されやすく、それゆえに、レバ・インバ型ETF・ETNの商品特性とリスクについても、直感的に誤った理解が形成されやすいという問題が存する。また「②」については、先物指数の算出方法と、当該先物市場の期間構造に関する理解が一般的でない限

16) 正確には、レバ・インバ型ETF・ETNだけでなく、レバ・インバ型の公募投資信託も同様の規制下に置かれているが、本稿では、検討対象を、レバ・インバ型ETF・ETNに限定することもあり、この点を省略する。

17) 金融商品取引法（以下、「金商法」とする）及び金商業等府令上の説明義務の規定とその構造は、次のようになっている。

金商法37条の3第1項は、金融商品取引業者等に対し、契約締結前書面交付を原則として義務付け、1号から6号において同書面に記載すべき事項を列挙し、7号において、これらの事項のほか、「金融商品取引業の内容に関する事項であって、顧客の判断に影響を及ぼすこととなる重要なものとして内閣府令で定める事項」についても同書面の記載事項とする。

また、禁止行為を規定する金商法38条は、9号において、「前各号に掲げるもののほか、投資者の保護に欠け、若しくは取引の公正を害し、又は金融商品取引業の信用を失墜させるものとして内閣府令で定める行為」を禁止する。

この金商法38条9号を受けた金商業等府令117条1項1号は、前述の金商法37条の3第1項3号から7号に掲げる事項について、契約締結前交付書面等の交付に際し、「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当該顧客に理解されるために必要な方法及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」を禁止行為とする。

改正金商業等府令は、金商法37条の3第1項7号を受けて契約締結前交付書面の共通記載事項を規定する同府令83条1項に8号を追加することで、後述のように、レバ・インバ型ETF・ETNについて、契約締結前交付書面への記載が必要となる事項を追加し、これにより要説明事項も追加している。

18) なお、改正は、説明義務の強化だけでなく、広告規制をも含んでいるが、本稿は、説明義務の考察を目的とするため、この点は省略する。

り、これらに伴うリスクが、投資者に認識されにくいという問題が存する。改正金商業等府令は、かかる問題に対応することを意図していると考えられることから、本章では、改正金商業等府令が説明義務の範囲に追加した事項を紹介し、それらを「①」と「②」に区分し、検討を加えることにより、それぞれの意義を明らかにする。

それに先立つ準備作業として、以下では、そもそも、ETF・ETNとは何か、また、レバレッジ指数・インバース指数とは何かを確認し、「①」との関係で、レバレッジ指数・インバース指数に対して形成されやすい直感的理解とはどのようなものかを検討しよう。

2 レバ・インバ型ETF・ETNとそれらの直感的な理解

(1) ETFとETN¹⁹⁾

ETFは、「Exchange Trade Fund」の略称であり、上場投資信託を指す²⁰⁾。当初、ETFは、上場商品としての適正な品質を確保するという観点から、その基準価額が特定の適格指標に連動することが上場要件とされていた²¹⁾。そこで、株価指数など特定の指標に連動する投資成果を目指すETF（「指標連動型ETF」。以下では、単にETFと記載する場合、この意味で用いる。）のみが存在した。しかし、指標に縛られることのない柔軟な運用が可能となるETF（以下では「アクティブ型ETF」とする。同ETFは、本稿の検討対象には含まれない。）が一定の条件のもとで解禁され、2023年9月7日に上場された²²⁾。「多様化した投資ニーズに的確に応えた商品を提供する環境を整備し、もって、本邦の金融・資本市場の国際競争力を維持・向上させる」ことが、アクティブ型ETFが解禁された趣旨である²³⁾。

ETNは、「Exchange Trade Note」の略称であり、指標連動証券と呼ばれる上場商品である²⁴⁾。ETNは、「Note」が示しているように、発行体はその信用力をもとに特定の指標に連動することを保証している「債券」がリスク・リターンの源泉となっており²⁵⁾、ETFとは異なり、証券に対する裏付資産を必要としない。そこで、現物資産の保有が困難な指標対象であっても組成が可能であり、また、トラッキングエラーが発生しないというETFとは異なる利点を有する半面、ETNは、発行体はその信用力をもとに特定の指標に連動することを保証しており、証券に対する裏付資産を要しないことから、ETFとは異なり、発行体の信用リスクが伴う²⁶⁾。

19) ETFとETNについて、コンパクトにその内容と現状を概括するものとして、参照、牧野義之「進化するETP市場とその拡大におけるインデックスの役割」Journal of Financial Planning2014年10月号8頁。

20) 東京証券取引所『東証公式ETF・ETNガイドブック〔第7版〕』（東京証券取引所・2020）3頁。

21) 日本取引所グループ「アクティブ運用型ETFの上場制度の整備について」（2023）同社HP<<https://www.jpx.co.jp/rules-participants/public-comment/detail/d6/20230329-01.html>>。

22) 東京証券取引所上場推進部「日本初となるアクティブ運用型ETFの上場」資本市場458号（2023）88頁。

23) 東京証券取引所・前掲注(20)3頁。

24) 亀井達彦「指標連動証券（ETN）の上場等の整備～指標連動証券（ETN）の上場制度に関する解説と活用方法、今後の広がり～」金融2011年9月号19頁、東京証券取引所・前掲注(20)21頁。

25) 正確には、ETN自体が取引所に直接上場しているわけではなく、ETNを信託財産とする信託受益証券（JDR）の形式で上場されている。参照、亀井・前掲注(24)21-22頁、東京証券取引所・前掲注(20)21頁。

26) 亀井・前掲注(24)19-20頁、東京証券取引所・前掲注(20)21-22頁。

ETF・ETNの連動指標は様々であり、国内株、外国株、不動産、債券、商品など、多岐に及ぶ²⁷⁾。そこで、例えば、商品に対する投資を、先物取引によらずにETF・ETNへの投資を通じて行うことができ、そこで、損失の上限が当初元本に限定されるという条件下で、かつ、比較的低額な資金によっても、商品を自身のポートフォリオに組み込むことができるなど、多様な選択肢が投資者に提供される²⁸⁾。

次に、かかるETF・ETNのうち、レバ・インバ型ETF・ETNが連動対象とするレバレッジ指数・インバース指数をみよう。

(2) レバレッジ指数・インバース指数とレバ・インバ型ETF・ETN

レバレッジ指数とは、前日の指数値から、原指数の前日比変動率に一定の正の倍数（例えば2倍）をかけた変動率で変化する指数をいい、インバース指数とは、前日の指数値から、原指数の前日比変動率に一定の負の倍数（例えばマイナス1倍）をかけた変動率で変化する指数をいう²⁹⁾。レバレッジ型ETF・ETNとは、あるレバレッジ指数を連動指標とするETF・ETNをいい、インバース型ETF・ETNとは、あるインバース指数を連動指標とするETF・ETNをいう³⁰⁾。

かかるレバレッジ指数・インバース指数の定義とは裏腹に、これらの指数について、直感的には、以下のような誤った理解が形成されやすく、その結果、これらの指数に連動を目指すレバ・インバ型ETF・ETNについても、以下のような誤った理解が形成されやすい。

(3) レバ・インバ型ETF・ETNの直感的理解

例えば、「日経平均株価レバレッジ（2倍）ETF・ETN」という銘柄の金融商品があったとしよう。この商品の名称から、直感的には、「このETF・ETNは、日経平均株価の変動幅の2倍の値動きをする商品であり、日経平均株価が100上がれば、このETF・ETNの価格は200上がり、逆に日経平均株価が100下がれば、このETF・ETNの価格は200下がる、という商品である。そこで、この商品を購入し、1年間保有した時点で、取得時よりも日経平均株価が2,000円値上がりしていれば、4,000円の評価益が生じ、逆に、取得時よりも日経平均株価が2,000円下落していれば、4,000円の評価損が生じる」という理解がなされやすい。

また、「日経平均株価インバース（マイナス1倍）ETF・ETN」という金融商品があったとしよう。この商品の名称から、直感的には、「このETF・ETNは、日経平均株価の変動幅のマイナス1倍の値動きをする商品であり、日経平均株価が100上がれば、このETF・ETNの価格は100下がり、逆に日経平均株価が100下がれば、このETF・ETNの価

27) 亀井・前掲注(24)20頁、東京証券取引所・前掲注(20)25-45頁。

28) 個人投資者の投資対象としての商品の意義と商品を連動指標とするETF・ETNの状況については、参照、家森信善「個人投資家の投資対象としてのコモディティーわが国のコモディティ投資信託、ETFおよびETNの現状－」季刊個人金融2012年秋号（2012）43頁。

29) レバレッジ指数やインバース指数の特質については、Nikkei Indexes「日経平均レバレッジ・インデックス 日経平均インバース・インデックス」（2012）同HP<https://indexes.nikkei.co.jp/nkave/archives/file/nikkei_225_leveraged&inverse_index_commentary.pdf>が詳しい。

30) 東京証券取引所・前掲注(20)46頁。

格は100上がる、という商品である。そこで、この商品を購入し、1年間保有した時点で、取得時よりも日経平均株価が2,000円値上がりしていれば、2,000円の評価損が生じ、逆に、取得時よりも日経平均株価が2,000円下落していれば、2,000円の評価益が生じる」という理解がなされやすい。

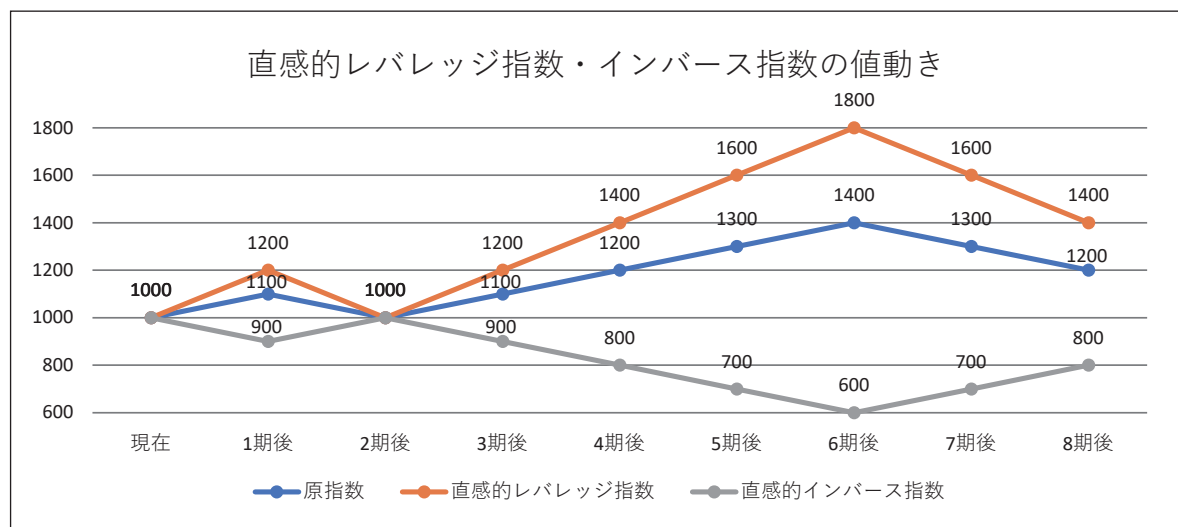
このレバレッジ指数についての直感的理解を一般化すると、次のように表すことができる。すなわち、 t 日の原指数 a のレバレッジ指数の値が LX_t であるとき、その後の各期における原指数 a の変動幅が、 W_{t+1} 、 $W_{t+2} \cdots W_{t+n}$ と変化すると、 $t+n$ 期後の a のレバレッジ指数値 LX_{t+n} は、

$$LX_{t+n} = LX_t + (2 \times W_{t+1}) + (2 \times W_{t+2}) \cdots (2 \times W_{t+n})$$

によって求めることができる。また、インバース指数に関する直感的理解を一般化すると、次のように表すことができる。すなわち、 t 日の原指数 a のインバース指数の値が IX_t であるとき、その後の各期における原指数 a の変動幅が、 W_{t+1} 、 $W_{t+2} \cdots W_{t+n}$ と変化すると、 $t+n$ 期後のインバース指数値 IX_{t+n} は、

$$IX_{t+n} = IX_t + (-1 \times W_{t+1}) + (-1 \times W_{t+2}) \cdots (-1 \times W_{t+n})$$

によって求めることができる。これらの直感的理解につき、具体的数値例を使いグラフ化すると、次のようになる。



このグラフは、レバ・インバ型ETF・ETNが連動を目指すレバレッジ指数とは、2期以上の期間を跨いでも、常に原指数の変動幅の2倍の値を示し続けることを示しており、また、インバース指数とは、2期以上の期間を跨いでも、常に原指数の変動幅のマイナス1倍の値を示し続けることを示している。仮にレバレッジ指数やインバース指数が、原指数とこのような関係にある指数であるとするならば、かかる指数を連動指標とするETF・ETNは、比較的単純な構造の金融商品であるともいえる。

しかし、この直感的理解は、間違った理解であり、それゆえ、レバ・インバ型ETF・ETNのリスクを的確にとらえていない。これが、改正金商業等府令が、レバ・インバ型ETF・ETN等につき、説明義務の強化を図った理由の一つであると考えられる。そこで、以下では、まず、改正金商業等府令が何を要説明事項に追加したのかを確認し、この直感

的理解とは異なる①レバレッジ指数・インバース指数の特性とそれに伴うリスクがいかなるものかを踏まえ、次いで、②レバレッジ指数・インバース指数の原指数が先物指数である場合、先物指数の特質ゆえに、いかなるリスクが追加的に伴うのかを検討しよう。

3 金商業等府令上の説明義務の改正内容

改正金商業等府令は、契約締結前交付書面の必要記載事項に関する83条1項に、以下の「8号」を新設している。これにより、同府令117条1項1号が規定する説明義務に、改正金商業等府令が新設した83条1項8号所定の事項が追加されたことになる。それは、次の事項である。

8号 当該レバレッジ指標等³¹⁾に関する有価証券である場合にあっては、次に掲げる事項

- イ 当該レバレッジ指標等の変動率とその原指標の変動率に一定の数を乗じて得た率とに差が生ずる恐れがある場合にあっては、その旨及びその理由
- ロ 当該レバレッジ指標等に関する有価証券に関する投資が中長期的な投資の目的に適合しないものであるときは、その旨及びその理由
- ハ イ及びロに掲げる事項のほか、当該レバレッジ指標等及び当該レバレッジ指標等に関する有価証券の概要及び特性その他当該レバレッジ指標等及び当該レバレッジ指標等に関する有価証券の性質に関し顧客の注意を喚起すべき事項

レバ・インバ型ETF・ETNに関して、これらの事項を契約締結前交付書面の記載事項及び要説明事項に追加する趣旨は、レバ・インバ型ETF・ETNには、以下のようなリスク特性があるが、改正前の金商業等府令上の説明義務の内容は、これらのリスク特性を反映したものとなっていないことから、これらのリスク特性を説明義務の対象に追加したものであると、金融庁は説明している³²⁾。そのリスク特性とは以下の特性である。

- ① レバレッジ型指標（筆者注：日経平均株価などの指数（原指標）の日々の変動率に、一定の倍数（2倍など）を乗じて算出される指標）は、2日以上の間では、変動率が2倍にならないため、中長期的に価値が逡減する可能性が高いため長期的保有に不向きである。
- ② レバETF等（筆者注：レバレッジ型ETF・インバース型ETN）は、参照する指数・指標に連動させるため、先物取引を用いた運用を行っていることから、一般的に先物取引コストを負担しているほか、先物取引の期限（限月）を乗り換える際に、リスクが生じる。

31) 「レバレッジ指標等」に関する定義は、同府令76条4号に規定されている。レバレッジ指標等とは「金融商品市場における相場その他の指標であって、その一日の変動率が他の指標（イ及び第83条第1項第8号イにおいて「原指標」という）の一日の変動率に一定の数を乗じて得た率となるように算出されるものをいう」。

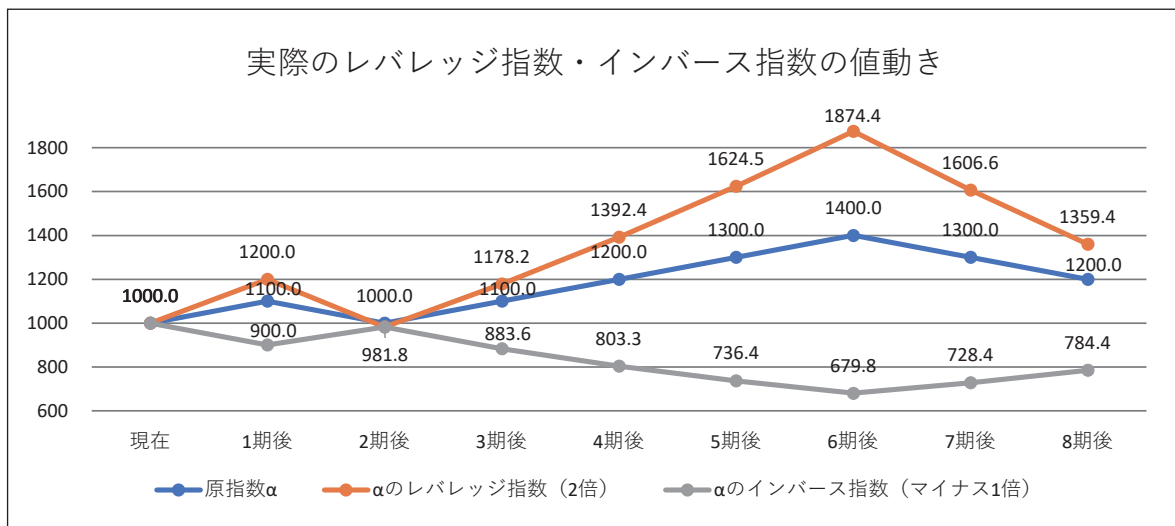
32) 金融庁・前掲注(14)。

この金融庁による趣旨説明からは、改正金商業等府令83条1項8号イ及びロは、①レバレッジ指数・インバース指数の特性とそれに伴うリスクの説明を目的としており、同号ハは、②レバレッジ指数・インバース指数の原指数が先物価格を参照する指数である場合に、それによって内包されることになる先物指数の特性とそれに伴うリスクの説明を目的としていると理解することができる（「②」について、かような理解がなぜ可能であるかは、後述する）。

そこで、以下では、これらの意義を明らかにしよう。まず、「①」につき、レバレッジ指数・インバース指数とは、それらの直感的な理解とは裏腹に、どのような特性を有するのか、その特性には、どのようなリスクが伴うのか、なぜ、長期的投資に向かないのかをみよう。

4 レバレッジ指数・インバース指数の特質に起因するリスク

まず、直感的理解を図示するために用いた数値例を使い、実際のレバレッジ指数とインバース指数が原指数の変化に応じてどのように変動するのかを図示しよう³³⁾。次のような変動を示す。



レバレッジ指数・インバース指数に対する直感的な理解は、原指数の前期からの変動「幅」に2倍やマイナス1倍を乗じた値を加算し続けることで算出されるのだ、というものであった。しかし、これは誤った理解である。レバレッジ指数（例えば2倍）とは、各期に、前日のレバレッジ指数の値に、「 $1 + 2 \times \text{『原指数の前日比変動率』}$ 」を「乗じる」という作業を繰り返すことによって算出される指数である。そこで、前日比で各期をみた場合、原指数の変動率の2倍の変動率をレバレッジ指数は示すが、2期以上離れた期間を比較した場合、レバレッジ指数の変動率は、原指数の変動率の2倍未満の変動率又は2倍以上の変動率を示すことがある。これは、「複利作用」と呼ばれる³⁴⁾。

33) グラフでは、簡略化のために、小数点第二位を四捨五入している。これにより正確な数値とは誤差が存在する。このことは本稿における以下のグラフに共通する。

34) Nikkei Indexes・前掲注(29)。なお、以下の記述も、同資料によるところが多い。

この実際の（原指数 a の2倍の）レバレッジ指数につき、 t 日のレバレッジ指数の値を LX_t とし、その後、各期の原指数 a の前日比変動率が、 R_{t+1} 、 R_{t+2} 、 $\cdots R_{t+n}$ と変化すると、 $t+n$ 期後のレバレッジ指数の値 LX_{t+n} は、

$$LX_{t+n} = LX_t \times (1 + 2 \times R_{t+1}) \times (1 + 2 \times R_{t+2}) \cdots \times (1 + 2 \times R_{t+n})$$

によって表すことができる（前述の直感的理解を一般化した際の数式³⁵⁾とは異なる）。

また、インバース指数（例えばマイナス1倍）とは、各期ごとに、前日のインバース指数の値に、「 $1 - 1 \times$ 『原指数の前日比変動率』」を「乗じる」という作業を繰り返すことによって算出される指数である。そこで、インバース指数も、前日比で各期をみた場合、原指数の変動率のマイナス1倍の変動率をインバース指数は示すが、2期以上離れた期間を比較した場合、インバース指数の期間を通じた変動率は、原指数の期間を通じた変動率のマイナス1倍未満又はマイナス1倍以上の変動率を示すことがある。これも、「複利作用」と呼ばれる。

この実際の（原指数 a のマイナス1倍の）インバース指数につき、 t 日のレバレッジ指数の値を IX_t とし、その後、各期の原指数 a の前日比変動率が R_{t+1} 、 R_{t+2} 、 $\cdots R_{t+n}$ と変化すると、 $t+n$ 期後のレバレッジ指数の値 IX_{t+n} は、

$$IX_{t+n} = IX_t \times (1 - 1 \times R_{t+1}) \times (1 - 1 \times R_{t+2}) \cdots \times (1 - 1 \times R_{t+n})$$

によって表すことができる（前述の直感的理解を一般化した際の数式³⁶⁾とは異なる）。

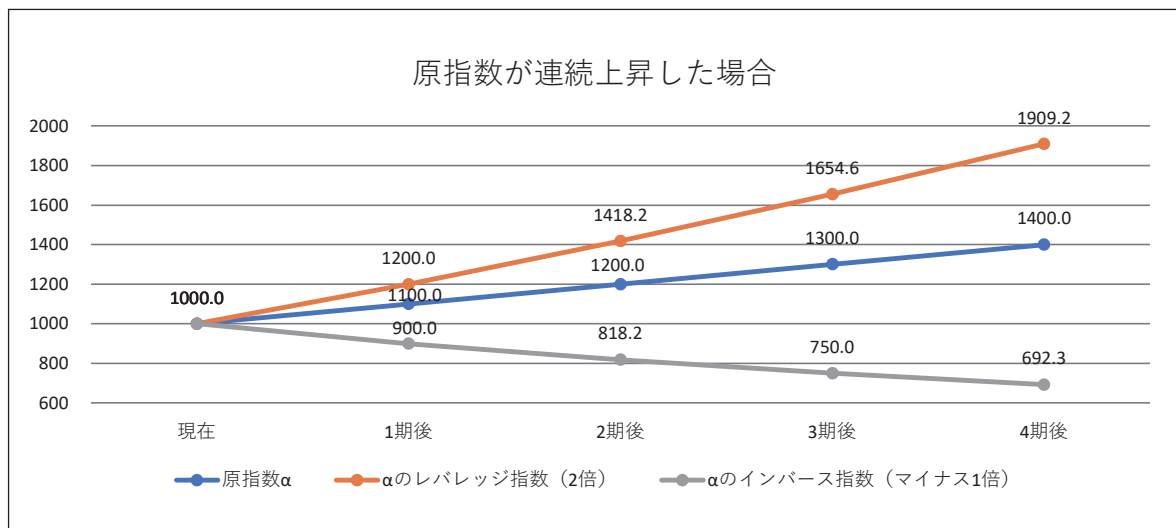
このように、実際のレバレッジ指数・インバース指数は、前日比変動率では、それぞれ、原指数の変動「率」のある正の倍数又はある負の倍数と一致するが、2期以上の期間を通じた変動率では、原指数の変動率のある正の倍数又はある負の倍数と一致するとは限らず、乖離が生じる可能性があり、その乖離は、期間が長期になればなるほど、「複利作用」により、拡大する可能性がある³⁷⁾。乖離が拡大した場合、投資判断の際の市況の大まかな推移予測があたっても、それに見合うリターンを得られるとは限らず、損失を被る場合もある。よって、レバレッジ指数・インバース指数に連動するように設計されたレバ・インバ型ETF・ETNは、長期投資に不向きである。これらが、改正金商業等府令83条1項8号イ及びロが、投資者に認識させようとする事項である。

レバレッジ指数・インバース指数の2期以上の期間を通じた変動率が、原指数の当該期間を通じた変動率の倍数又はマイナスの倍数から乖離を示すという現象は、原指数が上昇又は下落を続けた場合や、原指数がボックス圏内で上下を繰り返しもみ合いを見せた際に典型的に表れる。具体的数値を用いて、グラフ化すると次のようになる。まず、原指数が連続して上昇した場合、複利作用により、レバレッジ指数・インバース指数は、次のように推移する。

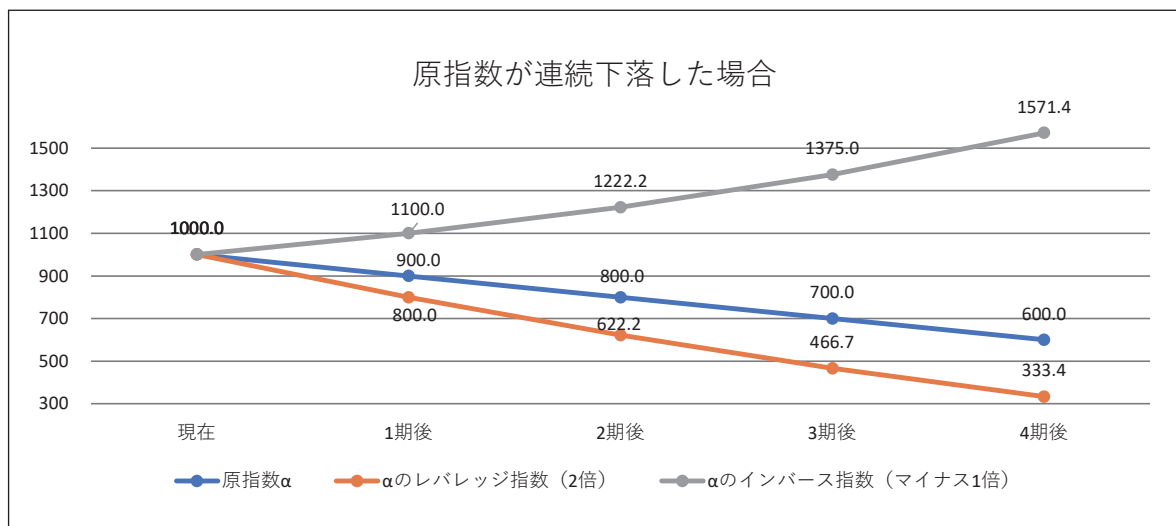
35) $LX_{t+n} = LX_t + (2 \times W_{t+1}) + (2 \times W_{t+2}) \cdots + (2 \times W_{t+n})$

36) $IX_{t+n} = IX_t + (-1 \times W_{t+1}) + (-1 \times W_{t+2}) \cdots + (-1 \times W_{t+n})$

37) このことを指摘する先駆的研究として、参照、志馬祥紀「レバレッジETFを巡る議論～デリバティブを組み込んだETFの紹介とSECの動き」証券レポート1670号（2012）52-54頁。



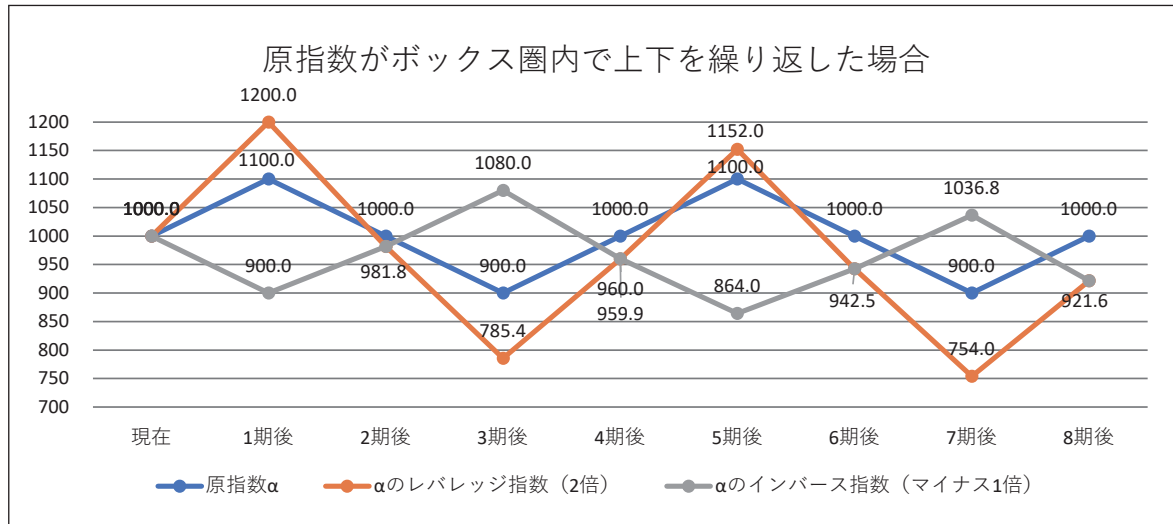
原指数が連続して上昇した場合、レバレッジ指数は、複利作用により期間が長期になればなるほど、期間を跨いだ原指数の変動率の倍数（グラフの数値例では2倍）以上の変動率を示すようになる特質を有する。そこで、レバレッジ指数を連動指標とするETF・ETNは、その原指数が上昇を続ける局面では、優れたパフォーマンスを発揮する。また、インバース指数は、原指数が連続して上昇した場合、複利作用により、期間が長期になればなるほど、期間を跨いだ変動率は、原指数のマイナス1倍よりも縮小し続ける特質を有する。そこで、例えば、原指数が上昇し続けることを予測し、原指数のインバース指数を連動指標とするETF・ETNを信用で売建てた場合、見込みがあたっても、2期以上の期間を跨いだ原指数の変動率に対応する収益をあげることはできない。次に、原指数が連続して下落した場合をみよう。



原指数が連続して下落した場合、インバース指数は、複利作用により期間が長期になればなるほど、期間を跨いだ原指数の変動率の倍数（グラフの数値例ではマイナス1倍）を上回る変動率を示すようになる特質を有する。そこで、インバース指数を連動指標とするETF・ETNは、その原指数が下落を続ける局面では、優れたパフォーマンスを発揮する。また、レバレッジ指数は、原指数が連続して減少した場合、複利作用により、期間が長期になればなるほど、期間を跨いだ変動率は、原指数の2倍の変動率よりも縮小し続ける特

質を有する。そこで、例えば、原指数が下落し続けることを予測し、原指数のレバレッジ指数を連動指標とするETF・ETNを信用で売建てた場合、見込みがあたっても、2期以上の期間を跨いだ原指数の2倍の変動率に対応する収益をあげることはできない。

次に、原指数が一定のボックス圏内で上下を繰り返し、もみ合いとなった場合についてみよう（4期後につき、レバレッジ指数とインバース指数の値は、共に959.9となるものと思われるが、計算結果は、後者が960.0となり、差が生じた。そこで、本来、両者は一致すると考えられることも記し、計算結果をグラフ内に記載する）。



表が示すように、原指数がボックス圏内で上下を繰り返した場合、原指数が1000に戻っても、レバレッジ指数・インバース指数は共に1000に戻らず、かつ、上下を繰り返すたびに次第に低減していく。レバレッジ指数・インバース指数のかかる特質により、これらの指数に連動を目指すETF・ETNは、原指数がボックス圏内で上下を繰り返した場合、その価値を減少させ続けることになる。この点も、レバ・インバ型ETF・ETNにつき、改正金商業等府令83条1項8号イ及びロにおいて説明が求められていると考えられる事項である。原指数がボックス圏内で上下を繰り返すことによりレバレッジ指数・インバース指数に低減が生じる可能性やその低減の程度は、期間が長期になればなるほど高まる。そこで、これらを連動指標とするレバ・インバ型ETF・ETNは、長期投資に向かない。

以上要するに、レバレッジ指数・インバース指数は、直感的に形成されやすい理解とは異なり、2期以上を通じた変動率は、複利作用により原指数の当該期間を通じた変動率の倍数と一致しない場合があり、その不一致（乖離）は、期間が長期になればなるほど、拡大し得る。また、原指数がボックス圏内で上下を繰り返した場合、レバレッジ指数・インバース指数は、共に、次第に低減する特性があり、期間が長期になればなるほど、かかる低減が生じやすい。そこで、かようなレバレッジ指数・インバース指数の特質に伴う固有のリスクを内包するレバ・インバ型ETF・ETNは、長期投資に向かない。これが、改正金商業等府令83条1項8号イ及びロが投資者に認識させようとしている事項であると考えられる。

次に、改正金商業等府令83条1項8号が「ハ」において追加した事項である、「当該レバレッジ・インバース指数に連動するETF・ETNの概要及び特性、その他、その性質につき顧客の注意を喚起すべき事項」についてみよう。前述の通り、金融庁によると、この

規定により、「レバETF等は、参照する指数・指標に連動させるため、先物取引を用いた運用を行っていることから、一般的に先物取引コストを負担しているほか、先物取引の期限（限月）を乗り換える際に、リスクが生じる」ことが要説明事項とされるという³⁸⁾。

これら先物取引にかかるコストとリスクのうち、前者は、仮に改正金商業等府令83条1項8号ハが存しなくとも、「手数料、報酬その他の当該金融商品取引契約に関して顧客が支払うべき対価に関する事項であって内閣府令で定めるもの」を契約締結前交付書面の記載事項とする金商法37条の3第1項4号と、これを受けた同府令81条を通じて、同府令上の要説明事項になると考えられ、仮にそうであるならば、その意義の独自性は相対的に低いともいえる³⁹⁾。しかし、後者については、「顧客が支払うべき対価」に必ずしも還元されないリスクであって、そこで、改正金商業等府令83条1項8号ハ固有の意義を有するものであり、かつ、先物指数の算定方法と先物市場の期間構造に関する大まかな知識がない限り、必ずしも周知性を有する事項とはいえない。

このリスクとはいかなるものかにつき、以下で検討を加えよう。本稿では、次章での検討判例との関係上、また、このリスクに起因する問題が典型的に生じることから、先物指数につき、VIX短期先物指数を代表させる。VIX短期先物指数の特性とそれに伴うリスクを検討するために、以下では、VIXとは何か、VIX短期先物指数とは何か、という点からひも解こう。

5 先物指数の特質とそれに伴うリスク ―VIX短期先物指数を例に―

(1) VIX

VIX (Volatility Index) は、シカゴ・オプション取引所が算出・公表するS&P500株価指数オプション取引の価格に基づくインプライド・ボラティリティーであり、「恐怖指数」と呼ばれる⁴⁰⁾。VIXがこのように呼ばれるのは、株価が下落する場合に（正確には、株式市場のボラティリティーが高まった際に）、VIXの値が上昇することによる⁴¹⁾。

このVIXと株価指数との間に逆相関の関係があるならば、たとえば、株式市場が下落傾向に向かうと予想する投資者が株式を保有している場合、保有株式を手放すのではなく、VIXを買うことによって、予測通り株式市場が下落した場合には、VIXの上昇分によって保有株式の評価損を埋めることを目指すことができる、といったように、新たな選択肢が投資者に提供される⁴²⁾。しかし、VIXを直接の取引対象とすることはできない。そこで、VIXを原資産とするデリバティブを代替的投資対象とするしかない。その一つが、VIX先

38) 金融庁・前掲注(14)。

39) ただ、「『運用管理費用』が、先物取引による運用により高額になる傾向があること」についての説明が求められているのだとするならば、「運用管理費用」それ自体の説明に還元できない独自性を有するともいえる。

40) 志馬祥紀「米国ボラティリティー商品の拡大とトラブル〜クレディ・スイス発行のETNを巡る問題〜」証券レポート1674号（2012）29頁-32頁、東京証券取引所・前掲注(20)49頁。

41) 志摩・前掲注(40)32頁。同「米国で拡大するボラティリティー投資―ETNを利用した投資状況とそのリスク」証券経済研究82号（2013）163頁。

42) 志摩・前掲注(40)32頁。あるいは、株式市場の価格変動は当面緩やかに推移すると予測される場合、投資者は、VIXを売ることにより、収益を得ることを目指すことができる。

物であり、VIXへの連動を目指す多くの商品は、以下で見る、VIX先物価格に基づいて算出されるS&P500VIX短期先物指数（以下、単に「VIX短期先物指数」とする）を連動指標としている⁴³⁾。

(2) VIX短期先物指数

VIX短期先物指数とは、シカゴ・オプション取引所のVIX先物の第1限月（当限）および第2限月（翌限）からポディションを組成し、加重平均した平均残存期間が常に1か月となるように調整した先物価格指数である⁴⁴⁾。より具体的には、当限が期日となった時点で翌限の買いポディションを100%持っており、そこから、第1限月の一部を売却し、第2限月を同単位だけ購入するという取引を各取引日に等しい割合で繰り返し、再び当限が期日となる1か月後に翌限の買いポディションが100%になっているようにすることで、第1限月と第2限月を加重平均した残存期間が常に1か月となるようにポディションの調整が繰り返される⁴⁵⁾。

(3) VIX短期先物指数の特性 ―先物市場の期間構造とロールオーバーコスト―

このようにVIX短期先物指数は、当限の売りと翌限の買い（以下、「ロールオーバー」という）を繰り返すため、VIXの値がたとえ不変であったとしても、必然的にロールオーバーの影響を受けて変動をする。次の理由による。

先物取引において、当限の価格よりも翌限の価格の方が高い状態を、「コンタンゴ (Contango)」という。逆に当限の価格の方が翌限の価格よりも高い状態を、「バックワーデーション (Backwardation)」という⁴⁶⁾。通常、VIX先物市場では、期日までの期間が長ければ長いほど、VIXが大きく変動する可能性が高いことなどから⁴⁷⁾、コンタンゴの期間構造となる⁴⁸⁾。バックワーデーションの期間構造が生じるのは、目下、ボラティリティが上昇している場合である⁴⁹⁾。平時のコンタンゴの期間構造をとるVIX先物市場において、安い当限を売り、高い翌限を買う取引を繰り返した場合、その価格差（マイナス）が蓄積し続けることになる。それゆえ、VIX短期先物指数は、コンタンゴの期間構造にあっては、このロールオーバーに伴う減少圧力にさらされ続け、それにより、VIX短期先物指数を

43) 正確には、国内商品にあっては、「円換算した」VIX短期先物指数である。

44) 志摩・前掲注(40)32頁、同・前掲注(41)164頁。

45) 志摩・前掲注(40)32頁、同・前掲注(41)164頁、MINKABU PRESS・前掲注(11)後編。

46) コモディティの文脈であるが、参照、諸田崇義「コモディティ価格変動の特徴とプライシング・モデルの展開」金融研究29巻2号（2010）34頁。

47) MINKABU PRESS・前掲注(11)後編。

48) 志馬・前掲注(41)168頁では、2005年から2011年までの先物の期間構造が紹介されており、これによるとVIX値が当時最も大きな値をとった2008年でさえ、VIX先物価格で「第1限月価格>第2限月価格」となった日数は45.8%であり、その他の年は「第1限月価格<第2限月価格」となった日数は、概ね7割から9割程度である。なお、同論文では、VIX先物価格の期間構造としてコンタンゴの形状が占める割合が多い理由につき、VIXの変動可能性によるとの説明はなされていない。

49) 志摩・前掲注(41)169頁。同論文では、その理由として、「金融危機等のボラティリティが高い時期には、市場の不確実性は将来解決されるだろうと考えられていることを暗示」という、「直感的な説明」が紹介されているが、この説明については、「今後の長期データに基づく実証分析が必要」との留保がなされている。

連動指標とするETF・ETNは、その理論値が継続的に低下し続けることになる⁵⁰⁾。また、VIX短期先物指数に連動させるために、VIX短期先物指数の算出方法と同様のロールオーバーをVIX先物取引で行う運用を行うならば、そのための手数料などの運用費用が蓄積し続けることになり、ETF・ETNの運用コストに反映され、これらのETF・ETNには減価圧力が生じる⁵¹⁾。そのため、VIX短期先物指数への連動を目指すETF・ETNは、長期保有には向かない⁵²⁾。

このことは、当該先物市場の期間構造としてコンタンゴの形状をとる期間が占める割合が大きくなる傾向にあればあるほど⁵³⁾、ロールオーバーを繰り返すことにより算出されるその他の先物指数⁵⁴⁾にも妥当する。そこで、そのような性質を有する先物指数に連動を目指すETF・ETNは、それがレバレッジ・インバース型でなくとも、上述の特性とそれに起因するリスクが伴う。そのような中で、改正金商業等府令が、レバ・インバ型ETF・ETNについて、このロールオーバーに伴うリスクやそのような運用のための取引コストに関する説明を求めているのは、レバ・インバ型ETF・ETNが「参照する指数・指標に連動させるため、物取引による運用を用いた運用を行っている」ためであるとの説明がなされているが⁵⁵⁾、レバ・インバ型ETF・ETNに該当しなくとも、VIX短期先物指数を連動指標とするETF・ETNに代表されるように、先物指数の特質に起因するリスクを伴う商品は全て、改正金商業等府令83条1項8号ハと同様の説明が業法上求められると解される余地がある点には、注意を要するであろう⁵⁶⁾。

以上が、VIX短期先物指数を例とした、先物指数の特性とそれに伴うリスクの具体例である。同指数は、VIX先物市場がコンタンゴの期間構造をとる平時にあっては、ロールオーバーが繰り返されれば繰り返されるほど、限月間の価格差（マイナス）が蓄積する。

50) 志摩・前掲注(41)169頁。

51) 志摩・前掲注(41)166頁は、VIXを対象とするETF・ETNの特徴として、「ポジションのロールオーバー等運用者の取引コストが高い」こと、「投資家の理解が難しい」ことを指摘する。

52) 志摩・前掲注(41)169頁では、「投資家は、こうしたボラティリティETNの商品性に伴うリスクを理解した上で投資する必要がある」ことを指摘しつつ、米国の投資家の多くはVIX先物の期間構造を理解していない（＝ETNのリスクを理解していない）状況もみられるとする研究が引用されている。

53) VIX先物市場とは異なり、商品先物市場では、バックワーデーションの形状が観察されることが多く、これはコンビニエンス・イールド（文献中では、「コンビニエンス・イールドから在庫コストを差し引いたもの」の意味）が金利より高い水準になりやすいことを意味しているという。参照、諸田・前掲注(46)34頁。

54) 例えば、次章における検討判例に登場する「日経・東商取原油指数」は、商品先物の中心限月を対象限月とした指数であり、毎月月初第5取引日から第9取引日までの5取引間で5分の1ずつ次限月へのロールオーバーが行われることにより算出される。

55) 金融庁・前掲注(14)。

56) 私法上の説明義務の文脈ではないが、金融庁はこのような見解を採用していると考えられる。「レバ・インバース型ETF・ETNは長期保有に不向きと指摘されているが、それ以外にも、ボラティリティ指数連動や先物ベースのコモデティ（筆者注：ママ）商品等、中長期の投資目的に適さない仕組み・商品がある。これらの仕組み・商品に関しても同様の規制を導入すべきと考える」とのパブリックコメントに寄せられた意見に対し、「金融商品取引業者等においては、顧客に対し金融商品の特性等に応じた分かりやすい説明が求められていると考えます」との考え方が示されているためである。参照、金融庁・前掲注(14)（「コメントの概要及びコメントに対する金融庁の考え方」№18のコメントに対して示されている金融庁の考え方である）。

それゆえ、同指数を連動指標とするETF・ETNは、減価圧力を受け続けることになるため、保有期間が長くなればなるほど、損失が拡大する可能性があることから、長期保有には向かない⁵⁷⁾。

かかるVIX短期先物指数の特質をいわば「逆手」にとった⁵⁸⁾インバース型ETNが、かつて存在した。そのETNこそが、早期償還の結末をむかえ、その償還価格が前日比4%以下となった銘柄のETNである「VIXインバースETN」であり、次章の検討判例においても問題となった商品である。そこで、インバース型ETF・ETNに属するこの具体的商品の構造とそれに伴うリスクを以下で確認しよう。

6 VIXインバースETNの特質とそれに伴うリスク

VIXインバースETNが連動指標とするインバース指数は、VIX短期先物指数を原指数とする「VIX短期先物インバース日次指数」であり、同指数は、前日の指数値に、「 $1-1 \times \text{VIX短期先物指数の前日比変動率}$ 」を乗じることで算出される⁵⁹⁾。インバース指数は、一般論として、複利効果により、2期以上の期間を跨いだ変動率では、原指数のマイナス1倍からの乖離が生じる可能性があること、また、原指数がボックス圏内で上下を繰り返した場合、それに伴いインバース指数は低減を示すこと、かかる乖離や低減が生じる可能性やその規模は、期間が長期になればなるほど高まるため、長期投資に向かない。このことは前述の通りである。しかし、VIXインバースETNについては、市況が安定的に推移するとの見通しの上で、一定のリスクを覚悟する限りにおいては、長期投資に向かないとまではいえない。次の理由からである。

前述の通り、VIX短期先物指数は、VIX短期先物市場の期間構造の特性から、平時においては、ロールオーバーを繰り返すたびに、限月間の価格差によって減少圧力が加わり続ける。そこで、VIX短期先物指数を連動対象とするETF・ETNは、長期投資に不向きであった。ところが、VIX短期先物インバース日次指数は、その定義上、VIX短期先物市場の期間構造がコンタンゴの形状を示している際にVIX短期先物指数に加わる減少圧力が、逆に上昇圧力に変換される特質を有する。このため、VIXインバースETNは、市況が安定的に推移する限り、VIX短期先物インバース日次指数は緩やかな上昇を示し続け、VIXインバースETNはその恩恵を享受し、緩やかにその価格を高め続けることができる。現に、次章において検討する銘柄のVIXインバースETNは、2016年1月の段階では、約5,000円から8,000円の価格帯で推移していたが、2年後の2018年1月には、一時4万円台まで価格が上昇している⁶⁰⁾。

しかし、市況が不安定になり、VIX先物価格が上昇すると、VIX短期先物インバース日次指数は下落する。また、VIX先物が急騰した場合、VIX先物の期間構造はバックワデー

57) 加えて、当該ETF・ETNにおいて、先物指数を連動させるため、先物指数の算出方法と同様の運用を先物取引で行う場合、そのための委託手数料等の運用コストも蓄積し、これによっても、当該ETF・ETNに減価圧力が生じるのは、前述の通りである。

58) MINKABU PLESS・前掲注(11)後編。

59) MINKABU PRESS・前掲注(11)後編。

60) 鈴木・前掲注(11)が、同ETNにつき「『驚異的!』だった」とする理由であろう。

ションとなることが多く、その場合、VIX先物価格それ自体の上昇に加え、高い当限を売り、安い翌限を買うというバックワーデーションの期間構造の下でのロールオーバーによるVIX短期先物指数の上昇の影響とが相まって、VIX短期先物には、二重の上昇圧力が生じることから、VIX短期先物インバース日次指数には、二重の下落圧力が生じる⁶¹⁾。この場合、VIXインバースETNの価値は、急落する。これは、VIXインバースETNに投資をする場合に覚悟しなければならない主要なリスクであるが、問題となった銘柄のETNには、もう一つ、投資に際して覚悟しなければならないリスクが存在した。それは、早期償還条項の存在である。その内容と、その存在理由と思われる事情は、以下の通りである。

発行体がVIX短期先物インバース日次指数に連動するように資産運用をしようとした場合、例えば、VIX短期先物の売りポジションを継続的に取り続けるという運用が考えられる⁶²⁾。このようなポジションによる資産運用をする場合、市況が急速に不安定になるなどして、VIXが急騰したならば、一定の段階でVIX先物の全ての売りポジションを決済しなければ、運用資産総額を超える損失が生じかねない。かかる事情によると推測されるが、VIXインバースETNには、VIX短期先物インバース日次指数が、前日比20%（80%減）にふれた場合には、早期償還を行うこと、早期償還の際には、該当日のETNの価格から、発行体がヘッジ取引を解消するために要した費用等を差し引いた額が償還額となることを定めた条項が付されていた⁶³⁾。この早期償還条項が意味するところは、VIX短期先物インバース日次指数が前日比20%にふれた場合、その時点でVIXインバースETNの理論価格は前日比20%まで減少していることとなるが、投資家は、VIXの急騰後の落ち着きを待つ（VIXインバースETNの急騰後の反発に期待する）という戦略を取り、そのままVIXインバースETNを保有し続け、評価損の縮小を待つことは許されず、早期償還による損失確定を受け入れざるを得ないこと、その際、償還価格は、前日終値の20%を下回る水準となり得ることを覚悟しなければならないことを意味する。同条項が「即死条項⁶⁴⁾」と呼ばれることがあるゆえんである。

ただ、VIX短期先物インバース日次指数が前日比20%にふれるほどVIX短期先物指数が急騰するという事態が生じる可能性は、決して高いとはいえない。当時、最も、VIX短期先物指数が急騰したのは、2010年5月のギリシャの財政危機の際であり、VIX短期先物指数は79%の高騰を記録したにとどまっていた⁶⁵⁾。このことは、当時、過去10年以内に最もVIX短期先物指数が高騰した際にも早期償還ラインにふれることはなかったともいえる一方、過去10年以内に早期償還ラインが眼前に迫ったことがあるともいえる。そこで、早期償

61) この点については、MINKABU PRESS・前掲注(11)後編が詳しい。

62) 例えば、当限が期日となった時点で翌限の売りポジションを100%持っており、そこから毎日、第1限月の一部を買い取引により精算し、第2限月を同単位だけ売るという取引を等しい割合で行い、再び当限が期日となる1か月後に第2限月の売りポジションを100%とするという取引を行う、という運用が考えられる。あるいは、VIX短期先物指数を連動指標とするETF・ETNを信用取引で売り建てるという運用も考えられる。

63) 野村証券「外国指標連動証券の早期償還条項に関するお知らせ」同社HP<https://nextnotes.com/news/file/160627_2049_earlyredemption_provisions.pdf>。

64) 緒方・前掲注(11)64頁。

65) 次章における検討判例における認定事実による。

還ラインにふれる水準にVIX短期先物指数が急騰することは、およそ起こりえないことであるとまでは評価できず、早期償還条項の存在と、早期償還が現実のものとなった際に投資者が直面する事態は、投資判断に際して織り込まれるべき事項であったといえる。

このように、VIXインバースETNは、市況が安定的に推移する限り、VIX短期先物指数に生じる減少圧力を利用して、上昇圧力を享受し続けることができるため、緩やかに価格が上昇し続けるという商品構造を備えている。それゆえ、同ETNに関しては、複利効果により、2期以上の期間を跨いだインバース指数の変動率は、原指数の変動率のマイナス1倍となるとは限らず、乖離が生じ得ること、また、原指数がボックス圏内で上下を繰り返した場合、インバース指数は通減するという性質があること、これらの乖離や通減が生じる可能性や、乖離や通減の程度は、期間が長期になればなるほど高まるため、VIXインバースETNは長期保有に向かないことを投資者に認識させ得る説明は、相対的に重要性が低い。むしろ重要なのは、同ETNは、市況が安定的に推移する限り、緩やかに値を上げるといった特質があるが、その代償として、市況不安が生じVIX短期先物指数が急騰すると、同ETNの価値は急落するというリスクを負担しなければならないこと、そして、同ETNには早期償還条項があることから、もし、VIX短期先物指数の急騰が前日比80%に達した場合（VIX短期先物インバース日次指数が前日比20%減にふれた場合）、同ETNの急落後の反発に期待して保有を継続することで評価損の縮小を待つという選択肢が与えられることなく、早期償還により損失確定を受け入れなければならないこと、その際、償還価格は同ETNの前日終値の20%を下回る水準となり得るというリスクも伴うことを覚悟しなければならないことを投資者に認識させ得る説明こそが重要である。

7 小括

本章では、改正金商業等府令が、レバ・インバ型ETF・ETN等につき、説明義務の拡張を行ったことを受け、これらのETF・ETNの特性とそれに伴うリスクについて、①レバレッジ指数・インバース指数の特性とそれに伴うリスクと、②当該レバレッジ指数・インバース指数の原指数が先物価格を参照する指数（先物指数）である場合に考慮されるべき、先物指数の特質とそれに伴うリスクに区分し、それぞれの意義の把握を行った。このうち、「①」については、レバレッジ指数・インバース指数に対して、直感的に誤った理解が形成されやすく、それゆえ、レバ・インバ型ETF・ETNにつき誤ったリスク把握に基づく投資判断が行われかねないこと、そのため、その是正の契機が求められることを把握した。また、「②」についても、先物指数の算定方法や、先物市場の期間構造に関する一定の理解がない限り、周知性の高い事項とはいえ、それゆえ、先物指数の特質に伴うリスクが考慮されないまま投資判断が行われかねないこと、そのため、その是正の契機が求められることを把握した。

また、本章の検討を通じて、「②」については、先物指数を原指数とするレバレッジ指数・インバース指数を連動指標とするETF・ETNに限らず、VIX短期先物指数連動型ETF・ETNに典型的に表れるように、（当該先物市場がコンタンゴの形状の期間構造をとる可能性があり、かつ、同形状をとる期間が長期となる可能性が高ければ高いほど）先物指数を連動指標とするETF・ETNについても妥当すること、それゆえ、そのような特質を有する先物指数を連動指標とするETF・ETNについても、業法上「②」に関する説明

が求められるとの解釈が成り立つ可能性があり、現に、金融庁はそのような解釈の方向性を示唆していることを確認した。この意味で、レバ・インバ型ETF・ETN等を対象とした改正金商業等府令上の規制（説明義務の拡張）の一部は、先物型ETF・ETN等にも波及効果を有する可能性がある。加えて、レバ・インバ型ETF・ETNに属する個別銘柄、「VIXインバースETN」が連動指標とするVIX短期先物インバース日次指数の特性とそれに伴うリスク、早期償還条項の意義をみた場合、「①」や「②」に関する説明義務の重要性は相対的に低く、VIXインバースETN固有の商品特性とそれに伴うリスクを認識させ得る説明の重要性の方が相対的に高いという意味で、レバ・インバ型ETF・ETN等に固有のリスクは、常に「①」と「②」に代表されるものではないことを確認した。

では、かかるレバ・インバ型及び先物型ETF・ETNの商品特性とそれに伴うリスクは、近時の判例上、不法行為法上の説明義務の内容に、どのように反映されているのだろうか。また、どのように反映されるべきなのであろうか。次章では、レバ・インバ型及び先物型ETF・ETNをめぐる近時の裁判例を検討し、そこで示されている法律状態をまずは確認しよう。

Ⅱ 裁判例の検討

1 はじめに

本章では、レバ・インバ型及び先物型ETF・ETN取引をめぐる近時の判例を検討する。検討の対象となる判例は5件であり、原油先物指数を原指数とするレバレッジ指数（2倍）を連動指標とするETNに関する判例が1件、VIX先物指数を連動指標とするETFに関する判例が1件、残る3件は、いずれも、VIX短期先物インバース日次指数を連動指標とするETN（VIXインバースETN）についてであり、そのうちの1件はネット証券会社を通じて同ETNを対象とする信用取引が行われた事例、もう1件は、対面証券会社の担当者の推奨に基づき取引が行われた事例、残る1件は、対面証券会社の担当者の推奨に基づき、対面証券会社を通じて同ETNを対象とする（信用）取引が行われ、それと並行して、投資者が自ら主体的に別のネット専門証券会社や、電話とネットによる取引専門の証券会社を通じて主体的に取引を行っていた事例であるという特色を有する。

これらの裁判例において、前章で検討した商品特性とそれに伴うリスクは、どのように不法行為法上の説明義務の内容に反映されているといえるのかを明らかにし、また、VIXインバースETNに関する判例の比較を通じて、証券会社の属性と態様は不法行為法上の説明義務の内容にどのような影響を及ぼしていると考えられるのかを分析することが本章の目的である。

2 裁判例の検討⁶⁶⁾

(1) 東京地判令和元年6月7日裁判例集未掲載

【投資者属性】

被告投資者は、平成24年11月に原告証券業者のもとに証券総合口座及び信用取引口座を開設した。その際、被告は、投資経験として、信用取引10年、先物取引5年、オプション取引5年、投資方針として収益性重視型、投資目的として余剰資金の運用、年収500万円以上1,000万円未満、金融資産1,000万円以上2,000万円未満、主たる資金の性格として余剰資金と原告に申告した。被告は、口座開設後、損失の原因となったETNの取引を開始するまでの間、有価証券の信用取引を行っていた。

【損失の原因となった商品の特性】

VIXインバースETNである。

【取引の内容】

被告は、平成27年8月以降、信用取引でVIXインバースETNを買付けていたところ、平成30年2月6日、米国株式市場の株価急落により、同ETNにつき早期償還条項に基づく繰上償還が決定されたことにより、同ETNの価格が著しく下落した。これにより被告に約1,073万円の追証の差入義務が生じたが、被告がこれを支払わなかったため、原告は強制決済をなし、約1,333万円の決済損金が発生したため、被告が差入れていた保証金等と相殺したが、最終的に約458万円の決済損金が未精算となった。

【証券会社の説明の内容】

原告が被告にどのような内容の説明をどのような方法で行ったのか、詳細は不明であるが、認定事実によると、原告は、被告がVIXインバースETNの取引を行っている間に、ウェブサイト上で、ETNの信用リスク、市場リスクとともに、一定の条件を満たすことによる期限前償還のリスクがあることを説明し、各ETNの発行体のウェブサイトに掲載されている目論見書等の内容を確認するように注意喚起をしていた。

【争点】

原告が被告に未精算の決済損金と遅延損害金の支払いを求めたところ、被告は、反訴として、原告はVIXインバースETNの特性や期限前償還条項による繰上償還のリスクに関する説明義務を怠ったとして、不法行為及び金販法5条に基づく損害賠償をなした⁶⁷⁾。

【判旨】 本訴認容反訴棄却

「VIXインバースETNは、…商品性についての上場審査と上場承認を経て東京証券取引所に上場されていた金融商品で…、東京証券取引所のウェブサイトにおいて、VIXインバースETNが…信託受益証券であること及び期限前償還に関する留意点が掲げられてい

66) 以下では、判例に固有名詞が記載されている場合、これをA社・B社などに置き換えている。また、訴訟当事者たる証券会社や、その従業員については、判例上の記載から、「被告証券会社」、「被告担当者」、「被告の担当者」などに置き換えている。

67) そのほかにも、適合性原則違反を理由とする不法行為に基づく損害賠償請求の主張や、錯誤、公序良俗違反によるVIXインバースETN取引の無効も主張されているが、これらについては省略する。

た上、より詳細な商品概要の情報は、ウェブサイト『野村証券NEXT NOTES専用ホームページ』で入手可能であることが記載されていた。」

「また、…原告は、…インターネット…証券会社であり、他方、被告は、信用取引の知識と経験を有し、自らの意思で原告のウェブサイトを紹介してVIXインバースETN取引を行ったのであって、原告から勧誘されて同取引を行ったものではなく、原告はそのような被告からの売買の注文を取り次ぎ、東京証券取引所に注文を出していたにすぎない。」

「さらに、原告は、被告がVIXインバースETN取引を行っていた間に、ウェブサイト上において、顧客に対し、ETNが特定の指標に連動するように作られた金融商品で…あること、ETNのリスクとして、ETNは裏付けとなる現物資産が存在せず、発行体の信用力を基に発行されているため、発行体の倒産や財務状況の悪化などの影響により、ETNの価格が下落し又は無価値となることがあるという信用リスク、対象となる株価指数や特定指標などの変動等による価格の下落により損失を被ることがあるという市場リスク、元本及び分配金が保証されている商品ではないこと、一定の条件を満たすことによる期限前償還又は消却のリスクがあること、取引所が定める上場廃止基準に該当して上場廃止になることがあることをそれぞれ説明するとともに、各ETNの発行体のウェブサイトに掲載されている目論見書等の内容を確認するよう注意を喚起していた。」

「このように、VIXインバースETNは、東京証券取引所における商品性についての審査と承認を経て上場されていたのであって、一般には非上場商品に比べ投資者保護の観点により反映されているはずの商品であった。また、同取引所のウェブサイトにおいて同商品の仕組みと期限前償還のリスクについての説明がされており、より詳細な商品概要の情報が発行体関連のウェブサイトで入手可能であることが同取引を行おうとする一般投資家に対して公開されていたのであるから、被告にとってVIXインバースETNの基本的な仕組みとリスクに関する情報を入手することは容易であった。加えて、原告が信用取引の知識と経験を有する顧客である被告からインターネットを介して種々の有価証券の信用取引である本件取引の一環としてVIXインバースETNの売買の注文を受けて取次ぎをしていたにすぎなかったことに照らすと、原告が被告に対して行うべきVIXインバースETN取引の基本的な仕組みとリスクに関する説明としては、ウェブサイト上において、…ETNの特徴及びリスクとして、元本及び分配金が保証されている商品ではなく、対象となる特定指標の変動等による価格の下落や期限前償還により損失を被るなどのリスクがあることを説明し、各ETNの発行体のウェブサイトに掲載されている目論見書等の内容を確認するよう注意を喚起することをもって足りる…。」

「被告は、VIXインバースETNが期限前償還になる場合の償還金額について原告が説明しなかったことが説明義務違反になるとも主張するが、VIXインバースETNは上場商品であって、取引所取引における反対売買（転売・買戻し）の方法によって期日前決済を行うことが想定される一方で、期限前償還になる場合の償還金額を予測することは不可能であるから、原告は償還金額について説明義務を負わない。」

【検討】

本件は、ネット証券会社を通じて、主体的に信用取引によるVIXインバースETN取引が行われた点に事案であり、本判決では、説明義務違反の有無の判断において、被告は、

原告から勧誘を受けたのではなく、自らの意思で主体的にネット証券会社である原告を通じて取引を行ったことが強調されている。加えて、VIXインバースETNが東京証券取引所における上場審査を経て上場承認がなされた商品であることが強調されている点にも、本判決の特色を見いだせる。

本判決は、本件ETNの特徴及びリスクに関する説明義務の範囲として、①裏付資産を必要としないことに伴う発行体の信用リスク、②対象となる特定指標の変動等による価格の下落が生じるという市場リスク、③期限前償還により損失を被るリスクの説明が求められるとし、その履行方法（説明の程度）として、これらをウェブサイト上で説明し、発行体のウェブサイト上の目論見書等の内容を確認するよう注意喚起をすることで足るとする。

このように、本判決は、「③」に関する説明義務の程度としては、抽象的説明を行い、詳細につき、発行体のウェブサイト上の目論見書等を閲覧するように促せば足るとの判断を示している点に特徴がある。関連して、本判決は、期限前償還になる場合の償還金の額については、原告は説明義務を負わないとしている。かかる判断を本判決が導く根拠は、「期限前償還になる場合の償還金額を予測することは不可能である」ことにある。

もっとも、VIXインバースETNの早期償還条項は、対象指数が前日比で80%以上下落した場合に早期償還されるというものであり、これが現実のものとなった場合、当該時点における同ETNの（値幅制限を無視した）理論値は、前日比20%以下まで下落していることを意味しており、かつ、かかる状況下で、急落後の反動に期待して継続保有をすることは許されず、償還されることから、その償還額は、同ETNの前日終値の20%を下回り得る、ということの説明は可能であると考えられる。この点は、次章において検討する。

(2) 東京地判令和元年10月25日裁判例集未掲載

【投資者属性】

原告投資者（69歳）は、自宅で美容室を経営する美容師である。原告は、平成10年、被告証券会社取引口座を開設し、株式の現物取引、投資信託、転換社債等の取引を行ってきた。また、平成11年以降、原告はA社、B社、C社にも取引口座を開設し、株式の現物取引、国内外の投資信託の取引を行い、利益を得たり、損失を被る経験をした。

原告は、被告のもとで損失の原因となる信用取引を開始する際に、2億円程度の金融資産を有すること、個別銘柄の取引で損失を被った経験から、信用取引の対象はETFにしたいと伝え、投資方針を「バランス投資」から「値上がり益重視」に更新することを了解した。また、被告のもとでの信用取引が開始された時期に、原告は被告のもとに約6,131万円の金融資産を保有しており、C社にも約3,527万円の金融資産を保有していた。

【損失の原因となった商品の特性】

株式、ETFなどの信用取引が大半を占める一連の取引であり、そのうち、手数料を除く損失額の約40%（約2,638円）は、VIX指数を連動指標とするETF⁶⁸⁾を信用取引で5万口買い建て、そのうち4万8,300口を約半年保有し続けたことによるものである。

68) 恐らく、VIX短期先物指数に連動するETFであると思われるが、詳細は定かではない（VIX中期先物指数に連動するETFである可能性もある）。

【取引の内容】

被告の担当者の勧誘に基づき、信用取引が開始され、個別株の短期売買が行われるようになり、その後、原油先物指数や、日経平均225レバレッジ指数を連動指標とする商品なども、短期売買の中に組み込まれるようになった⁶⁹⁾。この中に、VIX短期先物指数ETFも含まれていた。なお、一連の取引のほとんどが、被告担当者の勧誘に原告が応じるという形で行われている⁷⁰⁾。

これらのうち、VIX短期先物指数ETFの最初の取引では、同ETFを、「短期売買ではなく、株価が大きく下落した時の保証」として勧誘がなされ、約1か月保有後、価格が下落してきたことから被告担当者の推奨に基づき決済された。その後、被告担当者の推奨により、同ETFを売立て、1日から10日後に反対決済するという取引が、6回繰り返された。規模は2万口、総額2,052万円から、4万口、総額3,732万円などで推移し、全ての損益は明らかではないが、ほとんどが30万円から200万円の利益となった。

その後、原告は、被告の担当者の推奨に基づき、同ETFを5万口買い建てた。その4日後と5日後に、被告の担当者の推奨に基づき、指値（それぞれ1,039円、1,040円）での反対決済が試みられるも、いずれも、取引が成立せず、その約2か月後、保有する5万口のうち、1,700口については、被告の担当者の損切りの提案に基づき、単価656円で反対決済がなされたが、残4万8,300口は、その後も保有され続けた。翌週に期日を迎えるころ、原告が被告に電話をし、担当者の上司に対して、同ETFの損失が過大であるため何とかして欲しいと伝え、翌週、単価500円で反対決済がなされた。保有日数は181日であり、これにより約2,628万円の損失が生じた。

【証券会社の説明の内容】

被告の担当者は、前述の通り、同ETFにつき、最初の買い建てを行うにあたり、「短期売買ではなく、株価が大きく下落した時の保証」との説明を原告にしており、その後、売立てと決済を繰り返している際には、「VIXは市場が怖がっているときに上がり市場が落ち着けば値が下がる」との説明をしている。

【争点】

原告は、被告の担当者には説明義務違反など⁷¹⁾の違法があるとして、使用者責任に基づく損害賠償請求をなした。

【判旨】請求棄却

「…原告は、本件取引に先立ち、株式の現物取引等について長年の経験を有し、また、本件取引に際して、Bから、個別の取引の都度、市場の値動きの今後の見通し、投資対象の商品特性についての説明を受け、かみ合った応答をしていたというのであるから、原告

69) 一連の取引には、信用取引以外の現物株及び投資信託の売買も含まれているが、この点は省略する。

70) 正確には、VIX先物指数ETF取引で大規模な損失が生じた後、原告が被告の担当者に対して、原告に勧誘の連絡をする際には、事前に原告の顧問税理士に説明をし、その了承を得てからにするようにと指示したことに伴い、そのような体制へと変わったが、それ以降も、勧誘に応じる形での取引が展開されている。

71) その他、原告は、適合性原則違反、断定的判断の提供、一任売買、虚偽勧誘、過当取引の違法も主張しているが、これらの点は省略する。

は、本件取引についてその内容を理解していたということができるのであって、被告が本件勧誘に際し説明義務に違反していたということはできない。」

【検討】

本判決は、VIX短期先物指数ETFにつき、市場の動向と逆に連動する比較的単純な仕組みの商品であると位置づけ、「短期売買ではなく、株価が大きく下落した時の保証」という説明や、「VIXは市場が怖がっているときに上がり市場が落ち着けば値が下がる」という説明により、VIX短期先物指数ETFのリスクを理解できる程度の説明を尽くしていると判断している点にその特色がみられる。

なお、本件において、VIX短期先物ETF取引を含め、大きな損失の原因となったと思われる取引は、信用取引の決済期限直前まで保有され続けている点に特色がある。どのような経緯で決済期限直前まで保有され続けたのかにつき、被告側は、「本件原告の損失が膨らんだのは、被告側が再三にわたる損切りの提案をしたにもかかわらず、原告がこれを繰り返し拒否し、早期に損切をせずに、6か月の期限間近まで持ち続けたためである」と主張しているが、本判決は、決済期限直前までの保有が、被告の担当者が損失の確定を先送りするためなどの理由から放置したのか、そうではなく、被告が主張するように、被告の担当者の再三の助言を原告が無視した結果であるのかについて、事実認定をしていない。

(3) 津地裁伊勢支判令和元年11月28日消費者法ニュース123号298頁⁷²⁾

【投資者属性】

原告投資者は、昭和21年生まれ男性であり、昭和53年に被告証券会社に証券口座を開設し、継続的取引関係にあった。損失の原因となった原油先物レバレッジ指数を連動指標とするETNの取引を行う前に、VIX短期先物指数を連動指標とするETNと、日経平均レバレッジ・インデックスを連動指標とするETFの取引を3度買付け、購入から2週間弱から4か月弱で売却し、10万円から40万円程度の利益を得る経験をしている。

【損失の原因となった商品の特性】

日経・東商取原油レバレッジ指数⁷³⁾を連動対象とするETN（以下、「原油ブル」とする）である。同指数値は、前日の同指数に「 $1+2\times$ 日経・東商取原油指数の前日比変動率」を乗じて算出される。

なお、日経・東商取原油指数は、商品先物の中心限月を対象限月とした指数であり、毎月月初第5取引日から第9取引日までの5取引間で5分の1ずつ次限月へのロールオーバーが行われる。

【取引の内容】

原告は、被告の担当者から原油ブルが購入できるとの説明を受け、平成27年4月27日に、原油ブルを1,200口（単価5,110円）で買付け、その後、同月28日と翌月1日に、それぞれ

72) 本判決の評釈として、国民生活センター消費者判例情報評価委員会「判批」ウェブ版国民生活113号(2022) 31頁がある。

73) 原指数の日経・東商取原油指数は、2020年7月27日から、その名称が「日経・JPX原油指数」に変更されている。参照、日本取引所グループHP<<https://www.jpx.co.jp/news/2040/20200501.html>>。

1,300口（単価5,110円）、2,200口（単価5,330円）で買い増した。これらの取引の経緯は不明である。

同年5月7日、原告は、保有する原油ブル4,700口のうち2,000口（単価5,480円）を売却した。また、原告は、同年8月に原油ブルを含む移管可能な金融資産を全て被告から別の証券会社に移管している。その約3年後、平成30年7月31日に、原告は保有を継続してきた原油ブルにつき、600口を単価2,003円で、216口を単価2,002円で、584口を単価2,001円でそれぞれ売却し、翌平成31年2月13日、原告は残る原油ブル1,300口を単価1,372円でそれぞれ売却した。

【担当者の説明内容】

平成27年5月1日、被告の担当者は、原告に対して、「原油ブルが（原指数が）上がった分の2倍動く」ことを説明した。

【争点】

原告は、被告にはレバレッジ指数の複利効果に関する説明義務違反があるなどとして、不法行為に基づく損害賠償請求をなした。特に、「上がった分の2倍動く」という被告の担当者の説明からは、原指標が値下がりした場合も2倍下がるということは想像できるが、原油の水準が下落後に回復した場合、原油ブルも同様に回復するという想像につながるのであって、この点につき、原指数が上昇と下落を繰り返す局面においては、原油ブルは逡減していく性質を有していることにつき説明をすべきであったと主張した（その他、断定的判断の提供についても主張されているが、この点は省略する）。

【判旨】請求一部認容

「…被告の担当者は、原指数が上昇した際、指標が2倍になることは説明しているが、その他、原指数が下落した際の指標がどのように動くか、原指数が上昇と下落を繰り返した場合、本件複利効果が生じて指標がどのように動くか、の説明をしていない。原指数が下落した際に、指標が原指数の2倍下落することについては、上昇の反対局面であるから、容易に想像ができ…る。しかし、原指数が上昇と下落を繰り返す局面において、原指数の動きと指標の動きが乖離し、原指数が元の水準に戻ったとしても指標は戻らない（本件複利効果）ということまでが当然に推測できるとはいえず、また、原告が本件複利効果まで理解していることを窺わせる事情は存しない。投資者が、投資商品に関する投資期間や売却のタイミング等を検討するについては、原指数と指標の関係を十分理解することが必要であるといえ、特に本件複利効果については、投資期間や売却の時期を決めるについて重要な要素であるといえる。」

「原告は、…本件の原油ブルの買付以前に、iVIX短期先物⁷⁴⁾や日経レバETFといったレバレッジ型の取引を行っているが、この際、被告から本件複利効果についての説明も受けていない…のであり、上記取引経験があったことが原油ブルの取引にあたり、本件複利効果についての説明をする必要がない事情であったとはいえない。」

74) バークレイズ・バンク・ピーエルシー社発行のETNで、そのブランドネームとして「iPath」が用いられていたため、このような銘柄名になっている。その内容は、VIX短期先物指数を連動指標とするETNである。

「以上によれば、被告は、原告に対し、原油ブルの購入を勧誘する際には、本件複利効果についても、説明をすべき義務があったにもかかわらず、これをしていない説明義務違反が認められる⁷⁵⁾。」

【検討】

本判決は、原油先物レバレッジ指数を連動指標とするETN取引を勧誘するに際して、レバレッジ指数の複利効果、中でも、上下を繰り返した場合に、レバレッジ指数は逓減を繰り返す特性があることが、説明義務の範囲に含まれるとし、当該事案において、この事項の説明がなされていないことを理由として説明義務違反に基づく不法行為の成立を認めたことに特色がある。

本件におけるレバレッジ指数の原指数は、平成27年6月末から急落し、平成27年末時点で50%弱もの減少をしている。その後、原指数は上下を繰り返しながらも値を上げていき、平成30年9月には急落前とほぼ同じ水準まで回復をしており、この回復傾向の中で原告は本件ETNを売却しているが、これは、原告が、本件のETNは常に原指数の変動「幅」の2倍の値動きを示し続ける、つまり、原指数がある時点の水準まで回復すれば、それに伴い、レバレッジ指数も当該時点の水準まで回復すると誤解して購入し、かつ、保有の継続を行ったことを示唆している。

(4) 東京地判令和3年2月26日裁判例集未掲載⁷⁶⁾

【投資者属性】

原告投資者は昭和22年生まれの男性であり、大学（法学部）卒業後、A社に勤務し、同社の販売部長等を務めた後、A社の子会社の代表取締役役に就任し、平成20年1月に定年退職した後、平成27年1月末まで映像制作業を営むB社の総務本部長を務め、退職した。

原告は、平成12年に被告証券会社に口座を開設し、国内外の投資信託や社債などの取引を行ってきた。

平成27年2月、原告は、被告のもとでVIX短期先物指数、日経平均株価レバレッジ指数、日経平均ダブルインバース指数、VIX短期先物指数、原油先物レバレッジ指数を連動指標とする各ETF・ETNなどの短期売買（保有日数が数日から1か月程度）を35万円から190万円の規模で行い、利益を得たり損失を被る経験をした。この間、米国成長株投信や日経平均株価に連動するノックイン条項付の仕組債をそれぞれ500万円で購入している。また、原告は被告以外の証券会社でも、アジア高利回りリートや仕組債をそれぞれ500万円で購入するなどしている。

原告はB社を退職する前は720万円程度の収入があり、退職後も、年間270万円程度の年

75) なお、賠償額の決定にあたっては、損害額を原油ブルの購入額と売却額の差額とせず、購入額と原油ブルを含む金融資産を別の証券会社に移管した時点での原油ブルの価格の差額とした上で、原告は自ら調査をするなどして本件複利効果を認識し得たことや、損失が生じる可能性それ自体は理解していたことなどを理由として7割の過失相殺が行われている。

76) 本件は、説明義務違反の有無は争点となっておらず、適合性原則違反の有無のみが争点となっているが、「早期償還のリスク説明を怠ったまま」VIXインバースETNに約800万円の投資を行わせ、その96%の損失を発生させたことが適合性原則に反するかが争点となっているという意味で、同ETNをめぐる説明義務の内容に示唆を与えるものであることから、検討判例に加える。

金収入があった。原告の金融資産は、原告が自認するだけでも6,000万円あり、被告に平成29年末時点で約2,700万円の投資残高を有していたほか、他社にも600万円以上の金融資産を保有していた。

原告は平成27年1月末に退職した後は、給与収入がなくなることから、利回りや値上がり益を重視して投資するとの意向を有していた。

【損失の原因となった商品の特性】

VIXインバースETNである。

【取引の内容】

原告は、被告の担当者の相場観に基づく推奨を受けながら、平成28年6月から平成30年1月末までの間に、VIXインバースETNを10回購入し、6回売却し、いずれも約1万円から20万円の利益を得たが、平成30年2月6日に早期償還が決定されたことにより、平成29年12月20日から平成30年1月31日にかけて合計約820万円で買付け保有していた220口につき、約793万円の損失が生じた。

なお、1回目と2回目の取引は、被告の担当者の推奨によるものであるが、3回目以降の取引の経緯は不明である。購入の資金は、原告が保有する他の株式等の売却金が充てられているものが多く、また、取引を重ねるごとに、徐々に保有する口数が拡大しており、55口から100口、100口から200口と増え、最終的に220口を保有するに至っている。

【証券会社の説明内容】

被告の担当者は、平成28年6月のVIXインバースETNの取引開始時には、同ETNにつき、VIX短期先物指数ETFとは逆の値動きををするとの説明をしたものの、早期償還条項に関する説明をしていなかったが、その後、平成29年8月に、原告にVIX指数の特徴を改めて説明し、VIXインバースETNと類似するアメリカの金融商品のチャートやVIX指数の推移を示したほか、早期償還条項について説明をし、平成22年5月のギリシャの財政危機の際に、日中変動率として約79%下落しており、早期償還の可能性が高かったことを話し、また、2000年9月11日の同時多発テロのような事態が起きた際には早期償還となる可能性があるのではないかとの予測を話した。

【争点】

原告は、被告の担当者には、投資の初心者クラスの原告に対して、早期償還等のリスクの説明を怠ったまま、VIXインバースETNに800万円以上の投資に至らせその96%の損失を発生させたという点で、適合性原則違反の違法があるとして、使用者責任に基づいて被告証券会社に損害賠償を請求した。

【判旨】 請求棄却

本判決は、被告の担当者が損失発生の原因となる取引が行われる前に、早期償還条項について口頭で説明し、ギリシャの財政危機の際には早期償還の可能性が高かったこと、同時多発テロのような状況が生じたならば早期償還となる可能性が高いのではないかとの説明をなした等とする事実認定をした後、適合性原則違反の勧誘と不法行為の成否に関する最判平成17年7月14日民集59巻6号1323頁を引用した上で、次のように述べて、適合性原

則違反を否定した。

「本件商品の価格は、VIX指数で示される投資家の不安心理という抽象的な要素に影響されることは否定できないが、基本的には、米国株式市場における株価の予測や相場の先行きの見通しに基づいて投資判断すべきものであるといえ、商品の仕組みやリスクを理解することにおいて、他の金融商品と大きく異なるところはない…。」

「一方、本件商品のリスクは、市場が安定的に推移する場合には、本件商品の価格は緩やかに上昇する傾向がある反面、株価の急落時など市場の急変時には本件商品の価格は大きく下落するという価格変動性を有していることや、早期償還の可能性があることである。もっとも、早期償還の条件はインバース日次指数が前日の終値の20%以下となった場合というものであり、その実現可能性は必ずしも高いものであったとは認められない（…平成17年12月以降のVIX指数のデータを前提にすると、平成22年5月のギリシャの財政危機の際でも最大で約79%下落したにとどまる。）。」

「また、本件商品は、株式と比べてリターンが高いが、損失の範囲が投資元金を上回ることはなく、利回りや値上がり益を重視する原告の投資意向にも沿うものであったといえる上、原告は、…平成27年以降だけを見ても、様々な金融商品を購入し、短期間で売却して利益を得るなど、投資経験は豊富といってよく、また、原告の経歴からしても、投資判断に当たって必要となる社会情勢についての知識を十分有していた…。」

「実際に、原告は、平成28年6月に本件商品を購入して以降、その時々々の政治経済等の社会情勢を踏まえながら、売り買いを繰り返し、6回にわたる売却の際には、いずれも売却益を上げていたのであるから、本件商品の特性やリスクをよく把握していたものといえることができる…。」

「加えて、原告が本件請求の前提として問題としていると解される平成29年12月20日以降に購入した本件商品合計220口の購入額は約820万円であり、…原告の財産状況等に照らして過大であったとまではいえない。」

「以上によれば、原告が本件商品の取引を自己責任で行う適性を欠き、取引市場から排除されるべき者であったとは認められないから、被告の担当者…において、原告に対して本件商品の購入を勧誘してこれを購入させたことが、適合性の原則から著しく逸脱するものであったということはできず、不法行為が成立するとは認められない。」

【検討】

本件の特徴は、対面証券会社の担当者の推奨に基づき、VIXインバースETNの取引が行われた事案であり、また、損失の原因となる取引が行われる前に、早期償還の条件とともに、ギリシャ財政危機の際に、早期償還の可能性が高かったことを具体的に説明している点に見いだすことができる。

このこともあってか、本件では、説明義務違反の有無は争点となっていない。しかし、本判決は、早期償還の条件と、ギリシャ財政危機の際に早期償還の可能性が高かったことの説明が行われたことにつき、適合性原則違反の有無の検討の中では言及していないものの、事実認定を行っている。このことは、対面証券会社の従業員がVIXインバースETN取引を推奨する際に課される説明義務の内容につき、一定の含意が示されているとも考えられる。

(5) 東京地判令和3年5月25日裁判例集未掲載

【投資者属性】

原告投資者は、昭和19年生まれの男性で、損失の原因となった取引当時74歳であった。原告は、被告証券会社に平成25年5月までに金融商品取引口座及び信用取引口座を開設した。その際、原告は被告に対して、「投資方針・目的」として「安全性を重視した運用に加え、株式、株式投資信託、REIT、外国証券なども含め安全性と収益性のバランスに配慮した運用（保有を含む）」を考へること、「投資の経験」について、MMF、公社債投信を含む投資信託、株式及び信用取引の経験があったこと、「現在の金融資産」について1億円以上であること、「重要事項の説明に関するご意向」について、国内外の株式、債券、CBに係る重要事項の説明が不要であることを申告した。

原告は平成23年12月から平成30年6月までの間、被告において株式取引を行い、また、平成25年2月から平成29年3月までの間、信用取引を行った。

また、原告は平成15年8月にネット取引専門証券会社であるA社に口座開設をし、日本株と上場投資信託を中心に活発に現物取引及び信用取引を行っていたほか、平成23年6月にB社において、平成25年6月頃にはネットと電話による取引専門証券会社であるC社においても口座を開設し、投資信託及び日経レバレッジ連動型ETFの取引を1,000万円から2,000万円程度の規模で行っていた。

【損失の原因となった商品の特性】

VIXインバースETNである。

【取引の内容】

被告証券会社の従業員であり、平成29年4月以降、原告の担当となった被告担当者は、平成29年4月11日VIXインバースETNを原告に紹介し、取引を提案した。同年4月13日、被告担当者は、同ETNが直近高値から約15%下落したことから、原告に2,000万円程度の信用買いを提案し、原告は1,500万円の信用買いを行うこととした。被告担当者は同月21日に、同ETNの価格が上昇したことから、原告に電話をし、原告は、自身で決めた指値で売り決済の指示をした。その後、同年9月までに、本件ETNの現物取引（回数は不明である）及び三度の同ETNの信用買いが行われ（それらの規模は不明である）、いずれも売却益が生じ、その合計は約543万円であった。

この間、原告は被告担当者の推奨によりVIX短期先物指数ETFの取引を行い、自身の判断で指値での売却注文を出し、約94万円の利益を得ている。

なお、原告は、平成29年5月から9月末までの間に、A社でもVIXインバースETNの信用取引を1,000万円から2,000万円の規模で2度行い（それぞれ3、4日後と翌日に決済）、いずれも利益を得ている。

平成30年1月17日、被告担当者は、原告に対してVIXインバースETNの購入を勧誘し、原告は、同ETNを530口（単価3万8,300円、総額2,029万9,000円）購入した。また、被告担当者は、平成30年2月5日、原告に対して同ETNの価格が下がっていることから、追加購入を勧誘し、原告は同ETNを680口（単価2万9,200円、総額1,985万6,000円）購入した⁷⁷⁾。翌日2月6日、同ETNの早期償還が決定され、同月16日、原告は、保有する同ETNを単価1,144円で全て売却した。

なお、原告は、平成30年1月24日、C社においてもVIXインバースETNを500口（単価3万8,100円、総額1,905万円）買付けており、また、2月2日には、A社においても同ETNを100口（単価3万4,900円、総額349万）信用買いしている。これらはいずれも、同月25日に単価1,144円で売り決済がなされている⁷⁸⁾。

【証券会社の説明内容】

被告担当者は、平成29年4月11日にVIXインバースETNの取引を原告に勧誘する際に、同ETNの資料、VIX指数のチャート、VIX短期先物のチャート、米国市場で取引されている他社のVIXインバースETNのチャート持参し、これらを原告に交付し、英国のEU離脱や米国の大統領選挙などのイベントによって市場が動揺した際に、VIX指数がどのように変動し、それに伴い、VIX短期先物指数やインバース日次指数がどのように変動するのかについて説明した。

また、同ETNに付されている早期償還条項について、被告担当者が原告に交付した資料には赤字で記載されていたが、被告担当者はこれを口頭で説明することはなかった。

【争点】

原告は、被告担当者が、VIX指数を決定する要因や同指数が本件ETNの価格にどのように反映されるのかといった本件ETNが元本を欠損させる要因等の本件ETNの基本的事項や早期償還条項とその発動条件に関する説明義務を怠ったとして、被告担当者に不法行為に基づく損害賠償請求をなし、また、被告証券会社には、使用者責任や金販法5条に基づく損害賠償請求をなした⁷⁹⁾。

【判旨】 請求棄却

「被告担当者は、平成29年4月11日、原告に対して本件ETNの取引の勧誘をする際、VIX指数の1年分と5年分の値動きを記載したチャート、VIX短期先物の1年分と5年分の値動きを記載したチャート及び米国市場で取引されている他社のVIXインバースETNの1年分と5年分の値動きを記載したチャートをそれぞれ比較対照して示しつつ、例えば英国のEU離脱や米国の大統領選挙などのイベントによって市場が動揺した際に、VIX指数がどのように変動し、それに伴いVIX短期先物指数やインバース日次指数がどのように変動するのかについて説明したと認められる。また、…被告担当者は、同日、原告に対し、早期償還条項が記載された本件資料を交付したと認められる。」

「原告は、…被告証券会社…において金融商品取引口座を開設する前に、MMF・公社債投信を含む投資信託、株式及び信用取引の経験を有しており、本件ETNの取引をする以前に、被告会社においては、株式取引や信用取引を行っており、B社及びC社においては、1,000万円ないし2,000万円程度の取引単位の投資信託を取引していた。さらに、原

77) 本判決において明示されていないが、それぞれの取引につき、原告投資者は被告証券会社に委託手数料だけでなく金利を支払ったと主張しているため、信用取引による買いであったものと考えられる。

78) 本判決はC社を経由して購入された本件ETNの単価1,144円で売り決済日を平成30年1月5日とするが、おそらく、B社を介しての取引日と同様、同年2月25日であると思われるため、本文のように記述する。

79) その他にも、被告担当者には適合性原則違反、断定的判断の提供、確実性誤認告知、不当勧誘があったとの主張がなされているが、これらについては省略する。

告は、被告担当者による上記説明及び本件資料の交付を受けた後、A社及びC社において、他者から本件ETNに関する助言（なお、両社において、顧客は、本件ETNについて、早期償還条項も自らウェブサイト上で確認することとなっており、証券会社から口頭で説明を受けることがない。）を受けることなく、自身の判断で、同各社のウェブサイト上で本件ETNの取引を…していた。」

「…原告は、被告証券会社…において金融商品取引口座を開設する前から、投資信託、株式及び信用取引の経験を、本件ETNの取引を行う前から、被告証券会社において株式取引及び信用取引の経験を、他社において取引単位が1,000万円以上の投資信託等の経験をそれぞれ有し、また、自身の判断で、A社及びC社において本件ETNの取引を行ったこと、本件ETNの早期償還条項が適用される可能性（インバース日次指数が前日終値の20%以下になること）は、非常に低いものであったこと等の諸事情に照らせば、被告会社が原告に対して行うべき本件ETN取引の基本的な仕組みとリスク（早期償還条項も含む。）に関する説明は、…被告担当者が、原告に対し、前記…の各チャートを比較対照しつつ、本件ETNの価格変動について説明するとともに、早期償還条項が記載された本件資料を交付することにより、早期償還条項について注意喚起することで足りる…。」

「したがって、被告担当者の…説明及び本件資料の交付が金融商品販売法3条1項1号ないし信義則上の説明義務に反したと認めることはできない…。」

【検討】

本件は、対面証券会社である被告証券会社を通じて、担当者の勧誘を受けながら総額4,000万円規模のVIXインバースETN取引が行われるのと並行して、同ETNにつき、ネット証券会社2社を通じて、2社合計で約2,254万円規模の取引が主体的に行われている点に特徴がある。また、ネット証券会社を通じての主体的取引が先行していたのではなく、対面証券会社の推奨を契機とする取引が先行し、その後、ネット証券会社を通じた主体的取引も行われるようになった点に特徴がある。

本判決は、説明義務の内容につき、説明義務の範囲については、「本件ETNの基本的な仕組みとリスク（早期償還条項を含む）」とし、早期償還条項について要説明事項とする一方、説明義務の履行方法（説明の程度）としては、VIXやVIX短期先物、米国他社のVIXインバースETNの各チャートを比較参照しつつ、本件ETNの価格変動について説明するとともに、資料を交付し、早期償還条項について注意喚起をすれば足りるとしている。これは、早期償還条項については、それが記載された資料を交付すれば足り、口頭での説明は要しないとされているものと考えられる。その根拠として、本判決は、本件ETNの早期償還条項の適用可能性は、非常に低いものであったことと、原告の投資者属性、中でも、ネット証券会社2社を通じて主体的に本件ETN取引を行っていたことを強調し、かつ、それらの取引では、ネット証券会社の特性上、説明義務の履行は口頭では行われず、早期償還条項も、ウェブ上で各投資者に確認を求める方法で行われることが強調されている。

本件では、被告証券会社が、自社HPなどで本件ETNの早期償還条項の存在と内容につき注意喚起を開始した後に、損失の原因となった本件ETN取引の勧誘が行われており、本判決は、かかる被告証券会社による注意喚起の開始とその時期についても事実認定の中

に加えているが、かかる時系列においても、本判決は、早期償還条項に関する説明義務の履行方法としては、口頭での説明は要しないと解しているものと思われる⁸⁰⁾。

3 小括

本章では、レバ・インバ型及び先物型ETF・ETNをめぐる近時の裁判例を検討した。投資者勝訴事例は、原油先物レバレッジ指数連動型ETFに関する1件のみで、残る事案では、投資者敗訴となっている。

不法行為法上の説明義務は、その違反の効果として証券会社に損害賠償責任が生じ、投資者に生じた損失の全部又は一部が証券会社側に転嫁される。それゆえ、説明義務違反の有無の判断では、当該事案において、あるリスクについて、適切性に問題がある説明がなされたとしても、それが「違法」であるとの評価を基礎づけるほどの悪質性を有するとまではいえない場合には、説明義務違反は否定されることになる。また、最も典型的かつ主要なリスクの説明が尽くされていた場合において、別のリスクについての説明が欠けていた場合にも同様に、そのことが「違法」であるとの評価を基礎づけるほどの悪質性を有するといえない限り、説明義務違反は否定されるものと考えられる。

では、レバ・インバ型及び先物型ETF・ETNをめぐる不法行為法上の説明義務の範囲に含まれるべき事項はどのように規律されるべきか、また、その範囲に属する事項はどの程度の説明が要求されるべきか。第一章において検討をしたこれらの商品特性を踏まえ、本章において現れている判例における不法行為法上の説明義務の範囲及び程度の妥当性を検討することで、次章において、説明義務の各論的考察を試みよう。

Ⅲ レバ・インバ型及び先物型ETF・ETNをめぐる説明義務

1 レバレッジ型ETF・ETNをめぐる説明義務

前章において検討した裁判例のうち、事例(3)が、レバレッジ型ETF・ETNをめぐる事案であった。当該事案では、対面証券会社の営業員が、原油先物レバレッジ指数に連動するETNの取引の勧誘を行っており、その際、「原油ブルが（原指数が）⁸¹⁾上がった分の2

80) 本件では、VIX短期先物指数ETF取引も行われているが、本件被告担当者のVIX短期先物指数ETFに関する説明内容は、次章において事例(2)における説明内容の妥当性を検討する上で、参考になる。その説明内容とは次のようなものである。

「VIXベア（筆者注：VIXインバースETN）、この間買っていたやつは、あの、別に何もなかったらずっと上がっていくので、持っというもらっていいんですけど」、「こっち（筆者注：VIX短期先物指数ETF）は逆に、何もなかったら、ずっと下がってっちゃうので」、「ええと、もう、ほんとにこれは、ど短期、一発勝負っていうところなんですけど」、「でも、ええと、大損はしないですね。その、えー、もう、2・3日でしっかり、あの、損切れるんだったら、大損はないです」

81) 被告は、「原油先物価格の上がった分の2倍動く」と説明したとするが、本事案で問題となったレバレッジ指数の原指数は、原油先物価格ではなく、日経・JPX原油先物指数である。同指数は心限月を対象限月とした指数であり、毎月月初第5取引日から第9取引日までの5取引間で5分の1ずつ次限月へのロールオーバーが行われる。そのため、単純に中心限月の価格を接続した場合との比較では、乖離が生じ、その乖離は、限月間の価格差が大きければ大きいほど、また、限月の切替を繰り返せば繰り返すほど拡大する可能性がある。この意味でも、同事案における商品説明には問題があるが、同事案では、この点は争点とされていない。なお、次の発行体の目論見書をみると、かかる原指数の特徴は、明確に描写されている。参照、野村証券HP<https://nextnotes.com/library/pdf/20231115_nef_pros.pdf>。

倍動く」との説明がなされていたが、判例は、複利作用についての説明に欠けていたことをもって説明義務違反を肯定した。これは、複利作用が不法行為法上の説明義務の範囲に含まれること、そこで、同ETNの最も主要かつ典型的なリスクである、原油先物指数の下落局面では同ETNには一段と減価が生じることの説明がなされていたとしても、複利作用に伴うリスクの説明が欠けていたならば、説明義務違反となるとの理解が示されていることになる。かかる解釈の妥当性につき、同ETNの商品特性を踏まえつつ検討しよう。

原油先物レバレッジ指数を連動指標とするETNの商品特性は、第一に、原油先物指数の上昇局面においては、優れたパフォーマンスを発揮する一方で、その表裏の関係にあるリスクとして、原油先物指数の下落局面では、同ETNの価格は一段と急落することにある。この点は、同ETNに伴う典型的かつ最も主要なリスクであり、それゆえ、この点が不法行為法上の説明義務の範囲に含まれることについては、おそらく異論は生じないであろう⁸²⁾。

第二に、第一章において検討したように、原油先物レバレッジ指数を連動指標とするETNは、レバレッジ指数の特性から、2期以上の期間を跨いだ変動率では、原指数の変動率の2倍と一致せず、乖離が生じる可能性があり、特に、原指数がボックス圏内で上下を繰り返した場合、原指数に低減が生じるという特質の影響を受けることになる。かかる乖離や低減が生じる可能性や、生じ得る乖離や低減の程度は、期間が長期になればなるほど高まる。また、同ETNは、先物指数を原指数とするため、先物指数の特性から、原油先物市場の期間構造がコンタンゴの形状をとる状況下でロールオーバーが繰り返されるたびに、限月間の価格差による減少圧力が加わるという特質を有し、その影響が不利な方向に拡大するリスクも、期間が長期になればなるほど高まる。

そこで、上述の第一の事項に加え、この第二の事項についても、不法行為法上の説明義務の範囲に組み込まれるべきか否かが問題となる。換言するならば、原油先物指数の下落局面では、同ETNの価格は一段と急落することの説明が的確になされていたとしても、上述の第二の事項についての説明が欠けていた場合、それを理由として不法行為法上の違法性が肯定される⁸³⁾のかが問題となる。この点については、一方で、「原油先物指数の値動きよりも激しい値動きをすることの説明が尽くされている限り、投資判断に際して投資元本に大きな欠損が生じる可能性を投資者は覚悟し得るはずであり、それ以上の商品特性とリスクの説明を欠いていたとしても、それが『不適切』であることは確かであるにせよ、それを『違法』であるとして証券会社の賠償責任を基礎づけ得るとまでは評価できない」との理解も成り立ち得ると考えられる。そこで、第二の事項が説明義務の範囲に含まれる

82) 仮に、当該商品に伴う典型的かつ最も主要なリスクさえも不法行為法上の説明義務の範囲に含まれないと解するならば、それは不法行為法上の説明義務の存在を否定するに等しい。

83) ここでは、不法行為法上の「違法性」が肯定されるのかが問題であり、不法行為そのものが成立するのかが問題となるわけではない。なぜならば、例えば、第一の事項についての的確な説明を受けたが、第二の事項について説明を受けておらず、そこでこれを認識しないまま、原油先物指数の上昇局面を予想して、原油先物レバレッジ指数連動型商品への投資を決めたところ、予想に反して原指数の下落局面が展開され、原指数の下落以上の損失を被った、という場合、このような損失が生じるリスクは第一の事項の説明によって尽くされており、第二の事項の説明が欠けていたことによって投資者にとり予期せぬ損失を被ったことにはならないという意味で、因果関係が否定されることにより不法行為が成立しない可能性が存するためである。

とするならば、第一の事項が的確に説明されていたとしても、第二の事項の説明に欠けていた場合、それが「違法」との評価を受けるほどの悪質性をなぜ有するのかが明らかにされなければならない。

第二の事項の説明が欠けていた場合、第一の事項の説明がなされていたとしても、違法であるとの評価を導くことを正当化する手掛かりは、第一の事項の説明のみがなされることにより、投資者に同ETNの最も典型的かつ主要なリスクに関する認識を形成する一方で、同ETNの理解を歪曲してしまい、その誤った理解に基づいた投資判断が下された結果、投資者が予想した市況の推移が当たったとしても、予期せぬ大損失が生じるという事態が（「まれに」ではなく）定型的に生じやすいという点に求められる。具体的には、「原油価格が上がった分の2倍動く（下がった分の2倍下がる）」という説明は、「中長期的にみて原油先物指数が現在よりも上昇したならば、中長期的に同ETNを保有することで、その上昇幅を上回るリターンを得ることができるのだ」という誤った理解を形成させやすい⁸⁴⁾。かかる理解を基礎とするならば、中長期保有を投資方針とする投資者において、短期的には原油先物指数は紆余曲折を経るにせよ、中長期的に原油先物指数が現在よりも上昇すると見込まれるため、中長期にわたり保有を継続することでその上昇幅を上回るリターンが得られるという投資判断を下せることになり、そのような投資判断を誘発するであろうが、これが「誤った理解」を基礎とした投資判断であるだけに、仮にその中長期的相場観が当たったとしても、大きな損失を被る可能性が存する。このように、レバレッジ指数や先物指数の特性を踏まえるならば、第一の事項の説明のみがなされた場合、かかるリスク理解の歪曲化と、誤ったリスク理解に基づく投資判断が（「まれに」ではなく）定型的に生じやすく、それにより、投資者の中長期的な相場観が当たったとしても、投資者にとって予期し得ぬ大損失を生じさせてしまう可能性があるところ、その是正を怠り、損失を被らせたという点に、違法性を肯定する手掛かりが存することが判明する。

この点を手掛かりとして、第二の事項が説明義務の範囲に組み込まれることが正当化されるならば、詳細な商品特性の説明がどこまで求められるべきかは別途検討されなければならないが、少なくとも、「投資期間が長期化すればするほど、原油先物レバレッジETNの価格の変動率は、期間を通じた原油先物指数の変動率の2倍から乖離が生じ、その乖離が不利な方向に拡大する可能性が高まる特質を有することから、中長期的に原油先物指数が現時点よりも上昇していても、同ETNの価格は大きく下落していたり、原油先物指数が下落後に時間をかけて現在の水準まで回復したとしても、同ETNの価格は下落したままであるということがあるため、中長期的投資に向かない」ことの説明が不法行為法上求められることになろう。

2 先物型ETF・ETNをめぐる説明義務

事例(2)では、証券会社の営業員の勧誘に応じる形で行われた一連の信用取引の中に、VIX先物指数連動型ETFの買建てが含まれており、かつ、制度信用の期限直前まで保有

84) 第一章でみたとおり、「レバレッジ指数」を連動指標とする「レバレッジ型ETF・ETN」には、このような誤った理解が直感的に形成されやすいところ、その誤った理解の形成をなお一層助長することになる。

が継続されている。証券会社の担当者は、同ETFにつき、「①短期売買ではなく、株価が大きく下落した時の保証」、「②VIXは市場が怖がっているときに上がり市場が落ち着けば値が下がる」との説明をしており、判例はこれにより説明義務は尽くされていると評価している。しかし、かかる評価の妥当性には、以下の疑問が生じる。

第一章でみたように、VIX先物市場は、市況が安定している平時は、その期間構造としてコンタンゴの形状をとる期間が占める割合が高い傾向にある⁸⁵⁾。コンタンゴの形状の期間構造のなかでロールオーバーが繰り返されると、限月間の価格差により、VIX先物指数には継続して減少圧力が加わることになる。その結果、市況が安定的に推移した場合、VIXが不変であっても、VIX先物指数は逡減を続けることになり、かかる指数を連動指標とするETFは、それに対応し、減価を続ける。それゆえ、VIX先物指数連動型ETFは、保有期間が長期化すればするほど、損失が拡大し続ける可能性が高いことから、同ETFは、長期保有には致命的に向かない。この点が、同ETFの商品特性に伴う最も典型的かつ主要なリスクである。この点が説明義務の範囲に含まれることには異論は生じないであろう。

ところが、上述の「①」や「②」の説明内容には、このような同ETFの最も典型的かつ主要なリスクが全く反映されていないことは明らかである（事例(5)では、この点がある意味的確に説明されている⁸⁶⁾ことと対比すれば、なお一層このことが際立つ）。そこで、VIX先物指数を連動指標とするETFにつき、どこまで詳細な商品特性の説明が求められるべきか、別途検討されなければならないが、少なくとも、「市況が安定的に推移する限り、減価を続ける特質を有するため、保有期間が長期になればなるほど、損失が拡大するというリスクを伴うため、長期保有をすべきではない」という説明が求められるべきであり、その説明を欠いた場合には、原則として違法と評価されるべきである⁸⁷⁾。特に、事例(2)では、投資判断に際しての投資者の主体性が乏しく、証券会社の営業員の勧誘に沿う形で一連の売買が行われているのであるから、かかる主体性の乏しい投資者に対して投資「勧誘」をなす際の説明義務の内容が問われるという意味で、その不十分な説明内容の違法性は一層際立っている。

ただ、事例(2)では、VIX先物指数を連動指標とするETFを長期保有に至らせたことに焦点を当てた説明義務違反の主張を原告投資者側はなしておらず、信用取引それ自体の仕組みとリスクに関する説明義務違反の有無が争われているため、この点に着目した判断が

85) 志摩・前掲注(41)168頁では、当時もっともVIX値が高かった2008年でさえ、コンタンゴの形状が占めた割合は54.2%であり、その他は、コンタンゴの形状が占めた割合は概ね7割から9割に達していることが示されていた。

86) 次のような説明内容であった。

「VIXベア（筆者注：VIXインバースETN）、この間買っていたいだいたやつは、あの、別に何もなかったらずっと上がっていくので、持っというもらっていいんですけど」、「こっち（筆者注：VIX短期先物指数ETF）は逆に、何もなかったら、ずっと下がってっちゃうので」、「ええと、もう、ほんとにこれは、ど短期、一発勝負ってところなんですけど」、「でも、ええと、大損はしないですね。その、ええ、もう、2・3日でしっかり、あの、損切れるんだったら、大損はないです」

87) また、VIX先物指数連動型ETF・ETNに限らず、VIX先物指数と同様の特質を有する先物指数を連動指標あるいは連動指標の原指数とするETF・ETNについては、この点が不法行為法上の説明義務の範囲に組み込まれるべきである。

示されなかったのかもしれない。また、被告証券会社が主張するところによれば、「本件原告の損失が膨らんだのは、被告側が再三にわたる損切りの提案をしたにもかかわらず、原告がこれを繰り返し拒否し、早期に損切をせずに、6か月の期限間近まで持ち続けたためである」とのことであり、これが事実であるならば、買建てを勧誘した際の説明内容の違法性という問題は残るものの、買建て後に、それを治癒するに足る適切な助言が履行されており、そこで、長期保有に起因する損失は、証券会社の義務違反によるものではなく、再三にわたる助言を受け入れなかった原告の投資判断によるものであるとの判断が暗黙裡に示されている可能性もある。

いずれにせよ、事例(2)においてなされた説明をもって、VIX先物指数を連動指標とするETFの説明義務は尽くされるとの一般化は、決してなされてはならない。当該商品への投資に際して覚悟すべき最も典型的かつ主要なリスクさえ反映されていない説明内容であっても、「問題を含む説明ではあるが、違法とまではいえない」との評価が一般的に許されるならば、投資取引における説明義務は形骸化するに等しいためである。

3 インバース型ETF・ETNをめぐる説明義務

(1) インバース型ETF・ETNをめぐる説明義務

インバース型ETF・ETNをめぐる説明義務について、第一に、インバース型ETF・ETNは、原指数が上昇すると減価が生じ、原指数が下落すると増価が生じること、そこで、原指数の下落局面でも利益を得ることができる反面、その表裏にあるリスクとして、原指数が上昇したならば、損失が生じることが、不法行為法上の説明義務の範囲に組み込まれるべきことには異論は生じないものと思われる。これがインバース型ETF・ETNに対する投資判断に際して、認識し覚悟しなければならない最も典型的かつ主要なリスクだからである。

第二に、インバース指数は、2期以上の期間を通じた変動率では、複利効果により、原指数の期間を通じた変動率のマイナスの倍数と一致するとは限らず、それ以上又は以下となることもあり得、かかる乖離が生じる可能性とその乖離の程度は、期間が長期になればなるほど高まるという特質や、原指数がボックス圏内で上下を繰り返せば繰り返すほど低減し続け、期間が長期化すればするほど、かかる低減の発生と拡大の可能性が高まるという特質を有するため、インバース指数を連動指標とするETF・ETNには、これよりリスクも伴う⁸⁸⁾。

では、かかる第二の事項は不法行為法上の説明義務の範囲に含まれるべきだろうか。つまり、第一の事項の説明が尽くされていたとしても、第二の事項についての説明に欠けていた場合には、不法行為法上違法と評価できるかが問題となる。「『原指数が上昇すれば、レバレッジETF・ETNは下がり、原指数が下落すれば、レバレッジETF・ETNは上がる』という最も典型的かつ主要なリスクに関する説明を尽くしている限り、その他の特性やリスクに関する説明を欠いていたとしても、それが『不適切』であるとはいっても、

88) また、ロールオーバーを繰り返すことで算出される先物指数を原指数とする場合、当該先物市場の期間構造がバックワーデーションの形状を示す期間が占める比率が高い傾向にある場合には、限月間の価格差による上昇圧力が原指数に加わることから、インバース指数には下落圧力が加わることになる。

『違法』とまではいえない」との理解もあり得ると考えられるためである。そこで、第二の事項を、不法行為法上の説明義務の範囲に加えるのであれば、第一の事項の説明が的確になされていなかったとしても、第二の説明に欠けていた場合に、違法と評価できるほどの悪質性をなぜ見いだせるのかが明らかにされなければならない。

第二の事項の説明が欠けていた場合、第一の事項の説明がなされていたとしても、違法であるとの評価を導くことを正当化する手掛かりは、第一の事項の説明のみがなされることにより、投資者のインバース型ETF・ETNの最も典型的かつ主要なリスクに関する認識を形成する一方で、同ETF・ETNのリスク理解を歪曲し、誤った理解に基づいた投資判断が下されるという事態が（「まれに」ではなく）定型的に生じやすく、そのために、投資者が予想した市況の推移があたったとしても、予想せぬ大損失が生じる可能性があるという点に求められる。具体的には、「原指数が下がった場合、その分上がる（原指数が上がった場合、その分下がる）」といった説明は、「中長期的にみて原指数が現在よりも下落したならば、中長期的に同ETNを保有することで、その下落幅に応じたリターンを得ることができるのだ」という誤った理解を促しやすい⁸⁹⁾。かかる理解を基礎とするならば、中長期保有を投資方針とする投資者において、短期的には原指数は紆余曲折を経るにせよ、中長期的に原指数が現在よりも下落すると見込まれるため、中長期にわたり保有を継続することでその下落分のリターンが得られるという投資判断を下せることになり、そのような投資判断を誘発するであろうが、これが「誤った理解」を基礎とした投資判断であるだけに、仮にその中長期的相場観が当たったとしても、大きな損失を被る可能性が存する。このように、インバース指数の特性を踏まえるならば、第一の事項の説明のみがなされた場合、リスク理解の歪曲と誤ったリスク理解に基づく投資判断が定型的に生じやすく、それにより、投資者の中長期的な相場観が当たったとしても、投資者にとって予想し得ぬ大損失を生じさせてしまうという可能性があるという点に、第二の事項の説明を欠く場合の違法性を肯定する手掛かりが存することが判明する。

この点を手掛かりとして、第二の事項を説明義務の範囲に加えることが正当化されるならば、詳細な商品特性の説明がどこまで求められるべきかの検討を別途要するが、少なくとも、「投資期間が長期化すればするほど、インバースETF・ETNの変動率は、期間を通じた原指数の変動率のマイナス数倍から乖離が生じ、その乖離が不利に拡大する可能性が高まる特質を有することから、中長期的に原指数が現時点よりも下落していても、同ETF・ETNの価格は大きく下落していたり、原指数が上昇後に時間をかけて現在の水準まで下落したとしても、同ETF・ETNの価格は下落したままであるということがあるため、中長期的投資に向かない」ことの説明は要求されるべきであり、この点の説明を欠いたならば、第一の事項が説明されていたとしても、違法と評価されるべきことになる。

次に、かかるインバース型ETF・ETNの中でも、固有の特質とリスクを有するVIXインバースETNをめぐる説明義務の内容を検討しよう。

89) 第一章でみたとおり、「インバース指数」を連動指標とする「インバース型ETF・ETN」には、このような誤った理解が直感的に形成されやすいところ、その誤った理解の形成をなお一層助長することになる。

(2) VIXインバースETNをめぐる説明義務

VIXインバースETNの商品特性とそれに伴うリスクとして、第一に、市況が安定的に推移する限り、VIX短期先物指数に加わる減価圧力を利用して、VIXインバースETN価格は緩やかに上昇し続けるが、その反面、ボラティリティが急騰する事態に直面した場合、VIX短期先物指数も急騰し、その結果、VIXインバースETNの価格は急落するというリスクが伴う。これは、投資者が認識し覚悟しなければならない最も典型的かつ主要なリスクであり、そこで、この点が説明義務の範囲に含まれることには異論は生じないであろう⁹⁰⁾。

第二に、VIXインバースETNには早期償還条項が伴うため、VIX短期先物インバース日次指数が前日終値の20%にふれた場合、早期償還が実施され、その結果、VIXインバースETNの保有を継続し、VIX短期先物指数の沈静化を待ち、VIXインバースETNの急落からの反動を期待するという選択肢をとることはできず、しかも、償還額は、同ETNの前日終値の20%を下回る水準になり得るというリスクが伴う。この第二の事項が不法行為法上の説明義務の範囲に含まれるとするならば、第一の事項を的確に説明したとしても、第二の事項の説明に欠けていた場合には、違法と評価され、証券会社には損害賠償責任が生じ得ることとなる。ここでも、第一の事項の説明は適切になされているが、第二の説明に欠けていた場合に、それを違法と評価できるほどの悪質性がなぜ見いだせるのかが明らかにされなければならない。「VIXが急騰したならばVIXインバースETNには著しい減価が生じることの説明が尽くされている以上、大きな損失を被るリスクは投資判断に際して織り込まれていたはずであり、それゆえ、早期償還により著しい損失を被った投資者に対して第二の説明が欠けていたとしても、それは確かに『不適切』であるかもしれないが、『違法性を帯びるほどに悪質である』とまでは評価し得ない」との理解も成り立ち得るためである。

かかる理解に対抗し、第一の事項の説明がなされていても、第二の事項の説明に欠けていたならば、違法となるとの評価を正当化し得る手掛かりは、第一の事項のみが説明された場合、VIXが急騰し保有するVIXインバースETNに著しい評価損が生じたとしても、VIXは、いずれは沈静化するのが通常であるために、大幅に減価したVIXインバースETNの保有を継続し、評価損の回復を待てばよく、かつ、そのような選択肢を「常に」取り得るという誤った理解とそれに基づく投資判断を誘発してしまうという事態が（「まれに」ではなく）定型的に生じやすい点に見いだすことができる。かかる誤った理解に基づく投資判断が下された場合、早期償還が実現した場合、評価損の回復を待つという選択をなしえず、著しい損失を直ちに確定させられてしまう⁹¹⁾という予期し得ない事態に投資者は直

90) 原指数が下がればインバース指数は上がり、原指数が上がればインバース指数は下がるという一般論的な説明ではなく、VIX短期先物インバース日次指数に固有の特性とリスクの説明こそが最重要であり、また、平時にはVIX値は落ち着いており、VIX短期先物指数はロールオーバーの際の限月間の価格差により緩やかに減少を続けるという特性から、2期以上離れた期間を通じた変動率では、原指数の変動率と乖離することや、原指数がボックス圏内で上下を繰り返した場合にはインバース指数に低減が生じること、期間が長期になれば、不利な方向に大きく乖離する可能性も高まるため、長期投資に向かないといった事項の説明の重要性は（相対的に、であるにせよ）低いという点で、インバース型ETF・ETN一般とは事情が異なる。

91) この点をとらえて、緒方・前掲注(11)では、早期償還条項のことを「即死条項」と表していると考えられることは、前述の通りである。

面することになるが、これは、第一の事項のみが説明されたことによって定型的に生じやすいリスク理解の歪曲と誤ったリスク理解に基づく投資判断によるものであり、そこで、かかる歪曲が定型的に生じやすいことが明らかであるにも関わらず、これを是正することなく放置したことを重視するならば、違法⁹²⁾との評価を導く足がかりとなろう⁹³⁾。

前章において検討した判例のうち、事例(1)、事例(5)は、第二の事項を説明義務の範囲に加えていると考えられ、また、事例(4)もこのことを示唆している⁹⁴⁾。かかる解釈は、上述の点を手掛かりとして、正当化され得る。では、この第二の事項が不法行為法上の説明義務の範囲に含まれるとして、説明の程度はどのように規律されるべきか。前章で検討した裁判例においては、各事案の事情が影響してか、相当な温度差が見られる。

対面証券会社の営業員の勧誘に基づき、対面証券会社のみを通じて取引が行われた事例(4)では、口頭で、ギリシャ財政危機の際には早期償還が実施される可能性が高かったことの説明がなされている。事例(4)では、「早期償還のリスク説明を忘れたまま」VIXインバースETNに約800万円の投資を行わせ、その96%の損失を発生させたことが適合性原則に反するかが争点とされており、判例は、適合性原則違反の有無の判断に入る前に、説明内容と方法を詳細に認定しており、当該事案における説明内容と方法は、適切であったことを示唆している⁹⁵⁾。次に、対面証券会社の営業員の勧誘に基づき、VIXインバースETNの取引が行われ、その後、投資者が並行してネット証券会社を通じて、主体的に同ETNの取引を行っていた事例(5)では、説明の方法として、資料を交付し、早期償還条項について注意喚起をすれば足り、口頭での説明を要しないとしている。また、ネット証券会社のみを通じて、投資者が主体的にVIXインバースETN取引を行った事例(1)では、説明の方法として、期限前償還により損失を被るリスクがあることをウェブ上で説明し、詳細は発行体の目論見書を確認するようにと投資者に対して注意喚起をすることで足りるとされている。

これらの判例は、投資者の投資判断の主体性の程度や、投資者の自己決定基盤への証券

92) このように解した場合であっても、第一の事項の説明はなされたが、第二の事項の説明が欠けていた場合において、VIXの急落により、大きな損失を被ったが、早期償還がなされたわけではないという場合、第二の事項の説明義務違反と投資者が被った損失との因果関係が否定され、証券会社の不法行為責任は否定され得ることになる。

93) なお、このように解した場合、第一の事項の説明は尽くされていたが、第二の説明に欠けていたことを理由として、違法性が肯定され、不法行為が成立する場合における損害額の算定が別途問題となる。この場合、当該投資者は、VIXの急騰に伴いVIXインバースETNには著しい評価損が生じることは覚悟していたが、その際には、ETNを保有し続け、VIXの沈静化と安定を待つことにより、評価損の限定を試みることが常にできるのだと誤解をしていたところ、その機会を与えられることなく損失が確定するという不利益を説明義務違反によって被ったことになる。かかる不利益をどのように金銭的に評価すべきかが問題となるが、本稿ではかかる問題を指摘するにとどめ、その検討は、別稿において行いたい。

94) 事例(4)については、説明義務違反の有無は争点となっておらず、「早期償還条項について説明をすることなくVIXインバースETNに投資をさせた」ことに適合性原則に反する違法があるかが争点となっているため、説明義務の範囲を明示するものではない。しかし、適合性原則違反の有無の判断をするに先立ち、第一の事項に加え、早期償還条項についての説明が口頭でなされているとの認定がなされており、これにより適切な説明であったといえるとの判断が示唆されている（ただ、第二の事項の説明に欠けていた場合に説明義務違反となることを明示するものではない）。

95) もっとも、口頭での説明がなされておらず、説明資料のみが交付されていた場合に、どのような評価を受けるのか、説明義務違反とされるのか否かにつき具体的に明示するものではない。

会社の営業員の介入の程度に応じて、異なる水準の説明義務が設定されるとの理解を示しているものと思われる。投資者が主体的に投資判断を行っている場合、勧誘行為によって投資者の自己決定基盤への介入を行っていない（ネット）証券会社に対して、高度な配慮義務を課すことは正当化できず、それゆえ、説明義務の水準は低次なものとされるが、証券会社が営業員による勧誘を通じて投資者の自己決定基盤への介入を行っている場合には、その勧誘への投資者の依存度が強ければ強いほど、介入の在り方は適正なものとされるべきであって、（対面）証券会社に要求されるべき配慮義務は高度化し、それゆえに、説明義務の水準は高められるとの理解である。これらの中間形態にある事例(5)では、勧誘行為を通じて投資者の自己決定基盤への介入が行われているが、投資者は、ネット証券会社を通じて、自ら同様の取引を主体的に行っており、勧誘への投資者の依存度は高いとは評価できず、それゆえに、要求されるべき配慮義務は相対的に低次なものとなると解されていると考えられる。

かような理解は、説明義務論が勧誘の適正化を目的とした勧誘規制法理として生成・発展を遂げてきた経緯があること、今日の投資市場には、規制緩和前の投資市場とは異なり、個々の投資者への投資勧誘を行うことにより注文を得ることをビジネスモデルとする対面証券会社だけではなく、かような勧誘行為を廃し、投資者の主体的投資判断に徹することにより安価で利便性の高いサービスを提供することをビジネスモデルとするネット証券会社も混在していること、このように証券会社属性が一律に把握できない状況下では、それぞれの属性に応じた義務を課すべきであり、勧誘規制法理としての説明義務論を安易に勧誘場面以外に妥当させるならば、サービスの多様性が損なわれることにより、投資者の利益が損なわれることにも通じることから、一般論としては望ましいといえる⁹⁶⁾。

しかし、このことは、ネット証券会社の説明義務は、低次化すればするほど望ましいことを意味するものではない。なぜなら、勧誘行為を受けない主体的投資者であっても、一般にリターンには目を奪われやすい反面、その表裏の関係にあるリスクには目を向けにくい傾向にあり、そのような不十分なリスク認識のままで投資判断が下された場合、深刻なミスマッチが生じるからこそ、勧誘行為を行わないネット証券会社にも説明義務が課せられていると考えられるからである⁹⁷⁾。そこで、ネット証券会社の説明義務の過度な高度化は否定されるべきであると同時に、「不十分なリスク認識」を是正し得る程度の水準を下回る低次化もまた否定されるべきであり、説明義務の範囲に含まれる事項（リスク）に

96) 詳細は、説明義務につき、拙稿「投資市場における責任配分法理－投資者自己責任と投資仲介者配慮義務との相克－（1）～（4・完）」姫路法学52号（2012）226頁、同54号（2013）640頁、同55号（2014）57頁、同57号（2015）1頁を参照。また、この点が適合性原則に対して与える影響については、拙稿「狭義の適合性原則の射程に関する序章的考察－最高裁判決と金販法立法時の議論を手掛かりに－」姫路法学59号（2016）29頁、同「下級審判例におけるネット証券会社に対する狭義の適合性原則の射程」姫路法学61号（2017）1頁、同「ドイツ証券取引法における適格性審査義務－ドイツにおける取引開始規制法理としての適合性原則－」姫路法学63号（2020）1頁、同「ネット証券会社に対する狭義の適合性原則の射程－取引開始規制法理としての適合性原則と受託規制法理としての適合性原則－」姫路法学64号（2021）39頁を参照。

97) 民法709条の特別法たる金融サービス法は、明文の規定をもって、勧誘行為の有無を問わず、（原則として）証券会社に説明義務を課すが、それは、かような「不十分なリスク認識の是正」が必要であって、その是正のための措置を講じることなく放置した場合、その態様は、違法であるとの評価を受けると現在の不法行為法体系は解していることを意味する。

つき当該投資者に認識させ得る程度の説明（ウェブ上での表示）がなされていないのであれば、それは説明義務違反であると評価されるべきである。さもなくば、説明義務は形骸化し、その機能・目的を適切に果たさなくなってしまうためである。

かかる見地から事例(1)をみるならば、説明義務の履行方法（説明の程度）に関する判断には説明義務の形骸化との緊張関係が存するように思われる。当該事案においては、期限前償還に伴うリスクが存することそれ自体は説明されている（表示されている）ものの、VIXインバースETN固有の早期償還の内容と、それが現実化した場合に直面する不利益や生じ得る損失の規模といった具体的な説明にはなっていない。だからこそ、発行体の目論見書をみるように注意喚起がなされていたにせよ、数百頁に及ぶ目論見書⁹⁸⁾を精読し必要な情報にアクセスすべきことを投資者に注意喚起しさえすれば説明義務を尽くしたこととなり、かかる情報へのアクセスの労力を怠ったのであれば投資者の自己責任であるとするのであれば、不法行為法上の説明義務は、形骸化するに等しい。事例(1)では、VIXインバースETNが上場審査を経た上場商品であることが強調されているが、この事情をもって、「それゆえに同ETNに関する説明義務の程度は形式的なものであって構わない」ことは基礎づけられない。

そこで、早期償還条項が説明義務の範囲に含まれるという理解が前提とされる限り、また、ネット証券会社に課せられる説明義務は際限なく低次化してもよいとの理解は不当である限り、ネット証券会社に対しては、「VIXインバースETNは、対象指数が前日比20%に接した場合、早期償還が行われるとする条項が存し、それゆえ、早期償還が現実となった場合、同ETNを保有し続け評価損の縮小を待つという選択肢が与えられることなく、損失の確定が生じ、かつ、その償還額は同ETNの前日終値の20%を下回ることがあり得る」ことの端的な説明（表示）が要求されるべきである。事例(1)では、具体的な早期償還額の説明義務違反の有無が争われ、具体的な償還額を事前に算定できるものではなく、それゆえに説明義務の範囲に含まれないとの判断が示されているが、早期償還条項の内容から、それが実現した際の償還額は、同ETNの前日終値の20%を下回ることがあり得ることを端的に示すことは可能であり、かつ、早期償還条項に伴うリスクを投資者に適切に認識させるために効果的である以上、軽視されてはならない。当該事案から離れ、今後、同種の早期償還条項を伴う商品が販売された場合には、加えて、「過去に、同種の早期償還条項が発動されたことがあり、その際の償還価格は、前日終値の約4%となったことがある。前日終値で購入した投資家は、投資額の約96%を一夜にして失った」という情報も示されることが望ましいであろう。

また事例(5)については、対面証券会社の営業員による勧誘がなされた事案であることから、勧誘を介しない投資者の主体的投資判断がなされている事例(1)との対比で、なお一層充実した説明が要求されるべきである。ところが、同事案でも、説明義務の形骸化との緊張関係が観察できる。同事案では、勧誘を介在させる対面証券会社に課せられている早期償還条項の説明義務の履行方法として、口頭の説明を要せず、それが記載されたパンフ

98) 事案当時の目論見書に接することができなかったが、事案において問題となったETNが属するシリーズの2023年12月付の目論見書は、641頁に及ぶ。参照、野村證券・前掲注(81)。

レットを交付するだけで足りるとされている。かような判断を導く上で、投資者が対面証券会社の営業員の勧誘に応じてVIXインバースETNの取引を行っただけでなく、並行して、ネット証券会社2社のもとでも、主体的に同ETNの取引を行っていたという事情が少なからず影響をしているものと思われる。しかし、説明義務の水準を決する上で、この点がどの程度の重要性を持つのかは疑わしい。確かに、ネット証券会社を介してVIXインバースETNの取引を主体的に行っていたところに、対面証券会社の営業員による勧誘を受け、対面証券会社を介しても同ETNの取引を始めたのであれば、投資者の投資判断に証券会社の営業員の勧誘が与えた影響は希薄であり、そこで、そのような介入行為を行うに際して要求される説明義務の水準は（相対的に）低下するかもしれない⁹⁹⁾。しかし、事例(5)は、その逆であり、対面証券会社の営業員による勧誘により、同ETNの取引が開始され、その後、ネット証券会社を通じて、同ETNの取引が行われるようになった事案であり、投資者の投資判断に証券会社の営業員の勧誘が与えた影響は希薄であるとは評価できない。そこで、この点は、投資勧誘に際して要求される説明義務の水準を低次に設定することを正当化する事由には必ずしも成り得ない¹⁰⁰⁾。対面での投資勧誘時に要求される説明の方法として、説明書類を交付すれば足り、口頭での注意喚起を行うことは不要であるとの一般化は、なされてはならない。かかる一般化がなされたならば、投資勧誘場面における不法行為法上の説明義務は形骸化するためである。

おわりに

本稿では、レバ・インバ型及び先物型ETF・ETNの商品特性を踏まえ、これらをめぐる不法行為法上の説明義務の範囲と程度について検討を加えた。前者については、不法行為法上の説明義務の範囲には、当該金融商品に伴う最も典型的かつ主要なリスクが含まれることには異論はないものと思われるところ、さらに進んで、別の事項が説明義務の範囲に組み込まれることにより、当該金融商品に伴う最も典型的かつ主要なリスクに関する説明が尽くされていても、別の事項の説明を欠いていたことをもって、不法行為法上違法と評価されとの解釈は可能であるのか、可能であるとして、その違法との評価はどのように正当化できるのかを検討した。その正当化の手掛かりは、当該金融商品に伴う最も典型的かつ主要なリスクのみが説明された場合に、当該商品についてのリスク理解の歪曲と、誤ったリスク理解に基づく投資判断が（「まれに」ではなく）定型的に生じやすく、かつ、そのような投資判断により、投資者の相場に関する予想があたっても、予期し得ない大きな損失を投資者が被る可能性があるところ、誤ったリスク理解を是正するために必要な事項の説明をなせずに、これを放置し、損失を被らせたという点に見いだすことができる。

99) この場合であっても、VIXインバースETNの保有量には影響を与えていることになり、ポートフォリオの変更を行わせていることは否定できず、そこで、この点を強調しすぎることは不当である。

100) また、当該事案において勧誘が行われた時期は、被告証券会社自身が早期償還条項に関する注意喚起をHP上で開始した後のことである。参照、野村證券・前掲注(63)。被告証券会社自身が、早期償還条項の存在とその内容につき周知徹底を行う必要性を認めているなかで、口頭での説明を要せず、それが記載された資料を交付することで足りとの評価になぜ至れるのか、という点においても、同事案における説明方法には疑問が伴うであろう。

当該金融商品に伴う最も主要かつ典型的リスクとはどのようなものか、また、そのリスクのみが説明されたならば、いかなるリスクに関する認識の歪曲が生じ、それにより、どのような投資判断が定型的に誘発されやすいのか、その投資判断の際に織り込まれた市場の推移に関する予想が当たったとしても、大きな損失を投資者が被る可能性はあるか、可能性があるとするとなぜそのような結果が生じ得るのかをひも解くためには、当該金融商品の特性とそれに伴うリスクを把握することが不可欠であり、これが説明義務論の各論的検討の基礎をなす。

また、説明義務の範囲に属する事項につき、要求される説明の程度をめぐっては、説明義務の形骸化との緊張関係が見られた。説明義務の範囲に属する事項が、いかなる理由から説明義務の範囲に組み込まれているのかを明確にし、当該事案における説明の内容と方法が、当該投資者の属性及び主体性の程度との関係において、説明義務の範囲にその事項が組み込まれた目的を果たしているかと評価できるのかの検証を続けることが、説明義務の形骸化を回避するために求められる。

これらを踏まえた説明義務の各論的検討の継続を今後の課題として、本稿を閉じたい。