



# 暮らしの判例

国民生活センター 消費者判例情報評価委員会



消費者問題を考えるうえで参考になる判例を解説します

## レバレッジ型の上場投資証券の勧誘について説明義務違反があるとして、損害賠償請求を一部認容した事例

東京商品取引所の原油先物価格を原指数として、その前日比変動率の2倍のレバレッジをかけた指標を対象とする上場投資証券(ETN)の勧誘に際し、単に原指数の2倍の値動きをするという説明だけでは説明義務を尽くしたことになる<sup>まい</sup>として、原指数が上昇と下落を繰り返す場合には原指数の動きと指標の動きが乖離<sup>かいり</sup>して損失が生じるという特性を説明すべきであると、民法709条に基づく損害賠償請求を一部認容した事例である。

(津地方裁判所伊勢支部令和元年11月28日判決、LEX/DB掲載)

原告：X(消費者)  
被告：Y(証券会社)  
関係者A：Xを勧誘した担当者

### 事案の概要

#### 1 XとYとの関係

Xは、戦後まもなく生まれた男性で、1970年代にYに証券取引口座を開設した。そして、その後、継続的に証券取引をしていた。しかしXは、2015年8月、無断売買があったことを不満として、手続き上移管できない投資信託を除いて、その他の証券類一切をYから別の証券会社に移管している。

#### 2 本件取引の勧誘

Xは、Aの案内で本件上場投資証券(以下、本件ETN\*1)を2015年4月下旬から同年5月上旬にかけて合計4,700口購入し、合計約2470万円を支払った。その勧誘の際、Aは、Xに対して、原油先物価格の上がった分の2倍の値動きをすることは説明している。

本件ETNは、東京商品取引所の原油先物価格を原指数として、その前日比変動率の2倍のレバレッジをかけた指標を対象とするETNで

ある。例えば、原指数が100であった場合に、翌日20%値上がりすると指数は120となり、さらにその翌日25%値上がりすると150となる。これに対して2倍のレバレッジがかかっている場合には、原指数が100の場合に翌日20%値上がりすると2倍の40%の値上がりとなるので指標は140となり、さらにその翌日に25%値上がりすると2倍の50%の値上がりとなるので、指標は140の150%の210となる。これは利益が大きくなる場合であるが、見通しが外れた場合にはレバレッジがかかっていると損失も大きくなる。このように、レバレッジがかかっていると、ハイリスク・ハイリターン取引となる。

#### 3 本件ETNの商品特性

本件ETNの商品特性として、原指数が下落、上昇を繰り返す場合には、指標は複利効果により逡減<sup>すんげん</sup>していく(原指数が上昇しても、指標はそれに対応して上昇せず次第に減る)という点が重要である。

\*1 ETNは、Exchange Traded Noteの略で、商品特性については33ページの「解説」を参照

例えば、原指数が100であった場合に、翌日20%値下がりすると指数は80となるが、その翌日25%値上がりすると100に戻る。これに対して、2倍のレバレッジがかかっている場合には、原指数が100の場合、翌日に20%値下がりするとその2倍の40%の下落となるので、指標は60となる。しかし、この場合は、その翌日25%値上がりしても、2倍の50%値上がりするだけなので、指標は60の150%の90となり、100には戻らない。このような状態が繰り返されると、目減りが大きくなっていく(本判決は、これを本件複利効果としている)。

#### 4 本件取引の場合

Xが本件ETNを購入した後、原油相場が急落して本件ETNの評価額も値下がりした。Xが2015年8月に証券類を他の証券会社に移管する時点において、本件取引の評価損は約540万円となっていた。しかしXは、原油相場はやがて回復し、本件ETNも回復するだろうと考えて、本件ETNをそのまま保持していた。

その後、原油相場はXの見込んだとおり、2016年1月に底を突いて回復基調となり、2018年10月頃にはほぼ元の水準に回復した。ところが、本件ETNは値下がりしたままで回復せず、売却代金は約1540万円にとどまり、合計約930万円の差損が生じた。

Xは、納得がいかず、自身で証券・金融商品あっせん相談センター(FINMAC)にあっせんの申立てを行ったが、不調に終わった。そこでXは、弁護士に相談して提訴した(請求額は、損害額に弁護士費用を加えた約1020万円)。

Xは、本件複利効果については認識しておらず、そのような周知性のない重要な商品特性については、勧誘の際に説明すべきであると主張した。これに対してYは、Xが40年以上の投資経験を持つベテラン投資家であること、信用取引やETN、ETF\*2の取引経験もあること、現役の会社経営者であることなどを指摘し、A

はXに対して本件ETNが原油先物価格の2倍動くことの説明をして関係書面も交付しているので、それ以上の説明義務は無いと主張し、責任を争った。また、損害論としても、他の証券会社に移管した時点で評価すべきであり、それ以降については因果関係が無いと主張した。



## 理由

### 1 説明義務違反について

A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、原指数が下落と上昇を繰り返した場合、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、このことはXも理解していることが窺われる。しかし、原指数が下落と上昇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、X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当たっては、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、特に本件複利効果は、投資期間や売却の時期を決めるに当たって重要な要素であるといえる。

Xは、本件ETNの買い付け以前に、レバレッジ型の取引を行っているが、この際、Yから本件複利効果についての説明も受けていないし、X自身で調査したり理解したりしていることを窺わせる事情も無いのであり、前述の取引経験があったことが本件ETNの取引に当たり、本件複利効果についての説明をする必要が無い事情であったとはいえない。

\*2 ETFは、Exchange Traded Fundの略で、商品特性については33ページの「解説」を参照

## 2 損害と因果関係について

前述した説明義務違反は、Xの本件ETN購入時の説明であり、その説明があれば、Xは購入しなかった可能性があるから、Xに生じた損失については、Xが購入した代金から売買代金を控除した金額とすべきである。

もっとも、Xは、2015年8月に本件ETNを他の証券会社に移管しており、この時点以降については、どの段階で売却するかについてYは関与できないのであるから、この時点での価格との差額を本件と因果関係のある損害と考えるべきであり、そうすると、その額は約540万円となる。

なお、Yは他の取引の利益について、損益相殺すべきと主張したが、取引は商品ごとに別々であり、他の取引において利益を得たとしても、損益相殺する対象とはならない。

## 3 過失相殺・弁護士費用

Xの投資歴、特にレバレッジ型の商品の取引歴があり、Aの助言にとどまらず自らある程度調査して購入に踏み切った経緯等があることに鑑みると、X自身が本件複利効果についても調査し、気づく可能性はあったというべきであり、また、損失が出る可能性についても理解していたというべきである。そこで7割の過失相殺をすべきである。したがって、約160万円に弁護士費用を加えた約180万円と遅延損害金の支払いの限度で認容する。

# 解説

## 1 はじめに

2020年の2月から3月にかけて、コロナショックといわれる株式相場の暴落があった。しかし、その後は各国の金融緩和などの影響で値上がりが続ぎ、投資熱が高まって証券会社の新規開設の口座は大幅に増加した。しかも、値上がり傾向が続いたことを背景に、2倍あるいは3倍などのレバレッジをかけた投資商品の取

りも増えている。レバレッジ型の商品は、利益も大きいと同時にリスクも高いものである。そのうえ、単に値動きが2倍とか3倍大きいということとは異なるリスクがあることは、周知されていない。本件は、その意味で、勘違いしやすい事案についての貴重な先例である。

## 2 ETNとETF

本件商品はETNであるが、類似の商品にETFがある。どちらも対象となる指標(各種の株価指数や、原油や鉱山資源・農産物といった商品指数)に連動するように組成されている金融商品で、上場商品であるという点では同じである。上場されているため、価格が分かりやすく、取引時間中であればいつでも売買できるなどの特徴がある。

しかし、ETFは投資信託であるため、裏付けとなる資産が信託されていて組成会社が倒産した場合でも資産は保全される。

これに対してETNは発行体のNote(債券)で、裏付け資産が保有されているわけではないため、発行体の信用リスクがある。その点が両者の違いで、破たん時には相違点が顕在化する。

## 3 本件ETNの商品特性

本件ETNは、日経・東商取原油指数(現、日経・JPX原油指数)の前日比変動率の2倍になるように計算された日経・東商取原油レバレッジ指数を連動対象としている(日経・東商取原油指数は、東京商品取引所に上場されている原油先物について流動性の高い限月<sup>げんげつ</sup>\*3を対象限月とした価格を基に算出される指数)。

正確に言えば、当日の指数値は、日経・東商取原油指数の前日比変動率の2倍になるよう、次のように計算される。

$$\text{当日の指数値} = \text{前日の指数値} \times (1 + 2 \times \text{日経・東商取原油指数の前日比変動率})$$

レバレッジ型のETNやETFには、上昇と下落を繰り返す場合には複利効果により逡減して

\*3 先物・オプション取引で、取引できる期限の月のこと

いくという、周知性がない商品特性がある。そのため、シミュレーションで数字を具体的に示されるなどしないと、理解することが難しい。

相場が乱高下するような場面で長期間持っている、損失を被る可能性が高くなるため、投資判断には重要な商品特性である。

上場商品であるのに、こうした商品特性が十分周知されていないため、金融庁は、2021年6月30日付で「レバレッジ型・インバース型ETF\*4等への投資にあたってご注意ください」との注意喚起を行い、数字を入れた具体例で商品特性を解説している\*5。そして、中長期の期間をとった場合、一方向に上昇または下落が続く場合は少ないと考えられることから、「レバレッジ型・インバース型ETF等は主に短期売買により利益を得ることを目的とした商品であり、投資経験が少ない個人投資家の方が中・長期の資産形成を目的としてレバレッジ型・インバース型ETF等を投資対象とする場合には十分な注意が必要です」と注意を呼び掛けている。さらに、取引所に対して、ETF等の市場について、シンプルなETFとレバレッジ型ETF・インバース型ETF等を区別することなどを検討するよう要請するとしている。

Xは取引経験豊富な投資家であり、本件ETNの購入以前にレバレッジ型の取引の経験もあるが、その際にも本件複利効果の説明は無く、気づくことはなかった。そのためXは、原油相場が下落した局面でも、その後回復するだろうという見通しの下で本件ETNを保有していた。そして、実際にも原油相場は回復していき、ほぼ元の水準に戻っている。しかし、本件ETNは値下がりしたままであった。そこでXは、初めてこの商品特性に気づいた。

上場有価証券でありながら、Xのような経験

豊富な投資家でも認識し難い特性があるということには、誰でも投資ができる投資商品としては問題がある。

金融庁は、レバレッジ型の有価証券に対する投資について、中長期的に価値が逡減する可能性が高く中長期保有に不向きである点等について広告・説明事項に加えることを内容とした内閣府令(金融商品取引業等に関する内閣府令)の改正案をパブリックコメントに付した。2021年11月19日にその結果が公表され、改正内閣府令が2022年1月24日に施行されることになっている\*6。

#### 4 本判決と控訴審

本判決は、レバレッジ型ETNの商品特性について説明義務があることを明確にし、その違反を認めたという点で重要な意義がある。

他方、因果関係については本件商品を他社に移管する時点までの評価損に限定して損害を認め、しかも7割という大幅な過失相殺をしている。過失相殺については、Xが長期間にわたって証券取引を行っていて、レバレッジ型の取引の経験もあるという事案であることが影響しているので、一般の投資家や投資経験が少ない場合にそのまま当てはまるものではないと考えられる。

また、本判決は、他の証券会社に商品を移管してからの値下がりによる損害について因果関係が無いとしているが、説明義務違反によってXは本件複利効果についての認識が無いままであったので、他の証券会社に移管してもしなくても、早期売却等の対応をすることはなかったと考えられる。したがって、この点についての判断には疑問が残るといえる。

なお、本判決については、Xが控訴し、名古屋高裁で和解が成立している。

\*4 インバースは逆という意味で、例えば原指標が10%下落したときに10%上昇するもの。2倍のレバレッジがかかると、原指標が10%下落すると20%上昇する

\*5 金融庁「レバレッジ型・インバース型ETF等への投資にあたってご注意ください」(2021年6月30日公表、11月19日更新)  
<https://www.fsa.go.jp/user/20211119tyuikanki.pdf>

\*6 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」(2021年11月19日公表) <https://www.fsa.go.jp/news/r3/shouken/20211119.html>