仕組債の規制：これまでとこれから

弁護士　住田 浩史

1　はじめに：仕組債とは

仕組債とは、デリバティブが組み込まれた債券であり[1]、多くは顧客に対して何らかのデリバティブ（とくにプット・オプション）の「売り」のポジションを知らず知らずのうちにもたせるという構造をもっている。例えば、仕組債の典型であるEB（他社株転換可能債）であれば、顧客は、株価下落のリスクを引き受けさせられ、かつ、いったん買ってしまうと、その後償還までそのリスクを市場に転嫁する術を事実上もたない（流動性リスク）。他方で顧客が株価上昇時に得られるリターンはというとクーポンに限られ、限定的である（リスクとリターンの不均衡）。

仕組債は、このように「見かけはソフト(債券)、中身はハード(オプション)」というギャップを有し、かつ、これが好んで売られるのは、証券会社などのプロが株価や為替などの指標の相当な変動(下落)を予測するが、他方で一般投資家はこれについて感覚が鈍いというギャップがあるという状況があるときであり、プロと素人との間のいわば二重のギャップを利用した商品である。これが、顧客の利益を軽視した販売姿勢と結びつくと、極めて深刻な被害を生み出すことは必定であり、1999年～2000年ころの第一次流行期、2010年ころの第二次流行期は、いずれもそのような状況から仕組債による被害が多発した。[2]

その後、2022年、金融庁は、ようやくその商品性及び顧客に対する販売勧誘の問題を指摘して多くの証券会社がその取扱いを廃止し、本年2023年には、日本証券業協会がガイドライン等の一部改正を行うなどの規制強化の動きがみられている。これまでの規制の経緯も含め、整理しておく。

2　2011年：「合理的根拠適合性」の導入

金融庁は、EB、とくに10倍バスケット型EB債のようなモンスター的な商品[3]が横行していた第二次流行期を経て、2010年9月10日、「デリバティブ取引に対する不招請勧誘規制等のあり方について」[4]を公表し、業界に対して、仕組債や仕組投信について、商品のリスク特性や顧客の性質に応じて勧誘を行うか否かの基準(勧誘開始基準)や、投資者へ販売する商品としての適否(合理的根拠適合性)を検証する体制、説明や広告表示に関する自主規制ルールの策定を求めた。

日本証券業協会は、金融庁の上記指導を受け、2011年「協会員の投資勧誘、顧客管理等に関する規則」を改定し、仕組債についての自主規制ルールを設けた。そこで注目されるべきは「合理的根拠適合性」の考え方であり、「協会員が当該協会員にとって新たな有価証券等を顧客に販売する場合にあっては、当該有価証券等が少なくとも一定の顧客にとって投資対象としての合理性を有するものであることを事前に検証し、合理的な根拠に基づき当該有価証券等に適合する顧客が想定できないものは、販売してはならない」とされたことは、極めて重要である。これは「向いている顧客にだけ売れ」という適合性原則から当然導かれるものであり、「誰にも向いてないものは、売ってはならない」ということである。

なお、合理的根拠適合性のさらなる具体的内容としては、2011年2月1日の「協会員の投資勧誘、顧客管理に関する規則第3条第3項の考え方」が、「①リスクの種類と大きさ」、「②費用とパフォーマンス」を考慮して判断すべきであるとして、さらに、その内容を詳細に定めている。なお、この「①リスクの種類」の一要素に、「商品価格等の変動による影響とその大きさ」として、ボラティリティ及びその程度について触れられていることにも注目される。この時点で、一般投資家にとってリスクの大きさが不合理に大きいもの、費用と顧客が得られるパフォーマンスのバランスを欠くもの、すなわち「合理的根拠適合性」を有しないものは、組成・販売を行ってはならないとする義務が策定されていた。これが真に適正に運用されていれば、仕組債による被害は起きなかったはずである。

3　2022年：金融庁の問題提起と相次ぐ販売停止

しかしながら、その後、日本証券業協会においては、2013年に、高齢顧客についての自主規制規則の一部改正及び「協会員の投資勧誘、顧客管理等に関する規則第5条の3の考え方」(高齢顧客への勧誘による販売に係るガイドライン)の策定が行われたものの、業界において、仕組債の販売姿勢についての根本的な転換、改善がなされたようには見受けられない状況が続いた。

しかしながら、証券会社は、販売した時点で多額の利益が確定する旨味のある商品の販売を続け、他方で顧客は損害を被り続けた。

そこで、2022年、ついに金融庁は、「投資信託等の販売会社による顧客本位の業務運営のモニタリング結果について」(2022年6月30日)[5]など複数の公表物において、仕組債の商品性及び販売勧誘についての問題点を指摘し、業界に対して根本的な方向転換を求めるようになった。

金融庁は、上記「モニタリング結果について」の中で、仕組債について、「株価指数や内外個別株価、外国為替に連動する商品は、十分な金融知識がないと、そのリスクやコスト見合いのリターンの理解が困難である中、リスクに見合ったリターンが確保されていない」(商品性の問題)、「想定顧客層を具体的に明確にせず、比較的広い範囲の顧客に対して、コスト等の開示や比較説明が必ずしも十分ではない形で提案・販売されている」(販売体制の問題)、さらにマクロベースでいえば「仕組債の販売の実態が回転取引類似の状況にあることが見受けられる」問題(早期償還がなされた場合、その残高をそのまま次の仕組債に投入させることが多い。)などを詳細に指摘し、「顧客本位の業務運

営の観点に適さない商品が販売されている」可能性があるとして、「取扱いを継続すべきか否か」について「経営レベル」で検討を求めるなど、厳しい姿勢をとったのである。

これを受けて、証券会社各社は敏感に反応し、大手・中堅の証券会社は同年秋までに足並みを揃えるように仕組債の販売停止を決定した。[6]また、仕組債をリテール商品の切り札にしようとしていた地銀系証券についても、やはり相当数が同様に販売停止をしている。[7]

なぜ、証券会社各社は、このような旨味のある商品の販売をあっさりと断念したのであろうか。

これは、当然である。なぜなら、証券会社は、上記述べたように、顧客との「ギャップ」を利用して仕組債を販売していたのであって、そのギャップを解消して売りなさい、と言われても、そのような売り方をすれば、顧客は「なーんだ、そういうことだったのか」と気づいてしまい、売れないからである。このように、金融庁から当たり前のことを指摘されただけで、多くの証券会社がはやばやと販売を断念したという事態そのものが、まさに仕組債がどのような商品だったのかを如実に示すできごとであるといえよう。

4　2023年：日本証券業協会のガイドライン改定

そして、金融庁の指導を受け、日本証券業協会は2023年4月18日に仕組債の組成販売に関する関連ガイドラインを改定(2023年7月1日施行)した[8]。

その骨子は、下記のとおりである。

(1)「協会員の投資勧誘、顧客管理等に関する規則第3条第3項の考え方」(合理的根拠適合性ガイドライン)について

まず、検証を行う主体については、「経営レベル」(代表取締役又は代表執行役)が直接その検証に関与し、経営陣は「販売対象顧客」と購入顧客との乖離、当該商品に係る取引や苦情の状況等について定期的に把握し、必要に応じてこれらを見直すとされた。

また、検証の方法については、プロセス及び検証責任者を明確にし、定量的かつ一貫した方法で検証することとされた。さらに、組成会社・組成部門から仕組債の理論価格を入手し、販売価格との差額の妥当性を検証する必要があるとしている。

そして、検証対象としての販売対象顧客については、最大想定損失額を踏まえた損失を許容できるか、商品性やリスクとリターンを理解できるか、参照指標の動向について見通しをもつことかできるか等の観点から、顧客属性や金融資産の状況、投資目的、投資経験、リスク許容度等を勘案して、販売対象顧客の有無及び範囲を検証する必要があるとした。また、検証対象としての販売方法については、インターネット販売においても、「販売対象顧客」の範囲に沿った販売がされるよう、画面上での顧客の意思表示の仕組みや表示等を工夫する必要がある旨を示したことが注目される。

(2)「協会員の投資勧誘、顧客管理等に関する規則第5条第2項の考え方」(勧誘開始基準ガイドライン)について

勧誘開始基準については、例えば、そもそも勧誘対象とすべきでない顧客類型の例として、安定運用を目的としているなど大きな損失が発生した際には想定していた生活の維持又はライフプランの実現が困難となるような顧客を示すとされた。

また、仕組債等の購入が顧客に適していると考えられる理由があるかを慎重に検討し、当該顧客への説明と確認を行ったうえで、仕組債等の参照指標の動向についての見通しを確認することも考えられるとした。

(3)「広告等に関する指針」の改定について

広告に関しては、「複雑な仕組債」であることやリスク特性の表示、「仕組債への投資が向かない顧客の属性」等の表示、ノックイン条件、ノックアウト条件、金利、発行体の格付、保証者の表示に関する留意事項などが示された。

(4)「協会員の投資勧誘、顧客管理等に関する規則第3条第4項の考え方」(重要事項説明ガイドライン)について

説明義務に関しては、まず、説明すべき「重要事項」として、「販売対象顧客の属性、商品性、資金の性質や顧客が保有する金融資産に占める割合に照らして、当該仕組債の購入が顧客に適していると考えられる旨とその理由」等が追加された。

また、回転売買の防止のため、早期償還後に再度勧誘する場合も説明を簡略化すべきではないことや、重要事項の理解を妨げるような説明(高金利、高格付、保証付、確定利付であることの過度な強調、ノックイン水準が低いこと等を理由にノックインが発生する可能性が低いことを強調し、安心感を与えるような説明を行うこと)をすべきではないこと、説明の際に顧客が正しくリスクを理解していることに不安が残る場合には、勧誘を継続すべきか慎重に検討すべきことなどが示された。

5　むすびに

このように、金融庁の一声で多くの証券会社が仕組債販売を停止したなかで、まだ販売を継続している地銀系証券については、今後2023年7月1日施行の新ガイドラインの運用が注目される。

この改定ガイドラインに記載されていることは、いずれも当然のことである。そして、もし、これらがすべて証券会社によって、真に顧客が理解するように適切かつ十分に説明されたとすれば、その顧客は、その仕組債を買う気がおこらないであろうと思われる。顧客がからくりを理解すれば、他のもっとよい商品（株式や外貨の現物あるいはオプション）を購入するということになろう。

逆説的ではあるが、もし、今後、顧客が仕組債を購入したとすれば、それは、証券会社がまともな商品、検討に値する商品を組成販売したか、あるいは、このガイドラインが遵守されていない、という可能性が高い。しかしながら、前者の可能性は、後者より低い。それでは、仕組債の旨味がないからである。

1　なお、債券だけではなく投資信託のかたちを取る場合もある。仕組債あるいはデリバティブとは何かについては、下記の記事「『わかっていない』人だけが買う商品、それが『仕組債』」なども参考にされたい。
住田浩史「きょうの消費者ニュース」
https://sumidahiroshi.jp/2021/01/08/structuredbonds/
2　住田浩史「デリバティブを内包する金融商品の問題」『御池ライブラリー 34号』（2011年10月）
3　2010年当時の仕組債を巡る状況については、2のほか、清水俊彦「デリバティブ損失問題の深相（1）～（21）」NBL915-940号（2009-2010年）が詳しい。
4　金融庁ウェブサイト
https://www.fsa.go.jp/news/22/syouken/20100913-1/01.pdf
5　金融庁ウェブサイト
https://www.fsa.go.jp/news/r3/kokyakuhoni/202206/fd_202206.html
6　日本経済新聞「大手・中堅証券、仕組み債の販売停止が拡大」（2022年11月2日）
https://www.nikkei.com/article/DGXZQOUB017EX0R01C22A1000000/
7　東洋経済オンライン「独自調査！地銀系証券が「仕組み債」を続々と停止－金融庁の一喝で、収益構造の再構築が不可欠に」（2022年10月11日）によれば、地銀系証券会社27社中11社において仕組債の販売を停止したとのアンケート調査結果であったとのことである。
8　日本証券業協会「複雑な仕組債等の販売勧誘に係る「協会員の投資勧誘、顧客管理等に関する規則」等の一部改正について（2023年4月18日）