

仕組商品の規制

— 商品適合性、時価・手数料開示の先にあるもの —

桜井 健夫

概要 (abstract)

はじめに

1 米国における状況と SEC 等の対応

1-1 概要

1-2 発行者評価額の開示要請 (2012 年 4 月)

1-3 再度の発行者評価額の開示要請 (2013 年 2 月) とその結果

1-4 投資者情報一時価評価開示の周知 (2015 年 1 月)

1-5 監督機関向け講演 (2015 年 4 月)

1-6 業界向け講演 (2015 年 5 月)

1-7 まとめ

2 EU : ESMA 仕組商品意見書と MiFID II 等

2-1 IOSCO 報告書 (2013 年)

2-2 ESMA 仕組商品意見書 (2014 年 3 月)

2-3 MiFID II 等の制定 (2014 年 5 月)

2-3 MiFID II 等における仕組商品に関連する規定

2-4 MiFID II と各国の国内規制

3 英国における状況と FCA 等の対応

3-1 概要

3-2 仕組商品最終ガイダンス (FSA) (2012 年 3 月)

3-3 業者向け注意 (FCA) (2013 年 6 月)

3-4 FCA 発注の調査レポート (2014 年 6 月)

3-5 行動経済学的調査報告書等 (2015 年 3 月)

3-6 まとめ

4 日本における状況と金融庁等の対応

4-1 概要

- 4-2 金融庁の監督指針改正と規制方針（2010年）
- 4-3 自主規制規則改正（2011年4月）
- 4-4 通貨選択型投資信託等に関する監督指針改正（2012年2月）
- 4-5 高齢顧客への勧誘に関する自主規制規則等改正（2013年12月）
- 4-6 日本の仕組商品の実情
- 4-7 日本証券業協会の最近の対応
- 4-8 金融庁の最近の対応（2015年8月）
- 5 米欧英日の比較と検討
 - 5-1 仕組商品の比較
 - 5-2 合理的根拠適合性（商品適合性）と組成段階での商品適合性
 - 5-3 情報提供の工夫と限界
 - 5-4 リターンの過大評価—行動経済学的要因と商品構造的要因
 - 5-5 商品適合性の具体的適用
 - 5-6 「単純な金融商品」の重要性
 - 5-7 考えられる規制内容

概要（abstract）

日本における仕組商品の規制について、米国、EU、英国の規制と比較して検討する。

米国では、仕組商品などの複雑な金融商品の普及を受けて、FINRA が、業者の商品熟知義務を含めた合理的根拠適合性（商品適合性）を適合性原則に追加し（2012年）、SEC が、業者に対し発行者評価額の開示を粘り強く要請して（2012年～2013年）、2013年以降、仕組商品の目論見書の表紙に発行者評価額を記載させている。このような対応にもかかわらず、その後、仕組商品の販売高がさらに増加しているため、2015年になって、SEC は、投資者に対し発行者評価額が目論見書に開示されているので注目するよう広報し、業界に対しては顧客が構造やリスクを理解しないまま取得している現状に疑問を投げかけている。

EU では、IOSCO の報告書「複雑な金融商品の販売に関する適合性要件」、「リテール向け仕組商品に対する規制」（いずれも 2013年）を踏まえた ESMA の仕組商品意見書（2014年）が出され、引き続き MiFID II、MiFIR が制定された

(2014年)。仕組商品関係では、組成段階での商品適合性、コスト開示義務、不合理な商品等に対する規制当局による販売停止権限などが規定されている。

英国では、2012年にFSAが仕組債の最終ガイダンスを公表し、2013年には、FSAを引き継いだFCAが、仕組商品を勧誘する場合の注意点を業界に通知した。それでも、仕組預金等の販売が増加しているので、FCAは、2014年には仕組預金等に関する定性的調査を外注し、2015年には仕組預金に関する行動経済学的調査を行った。これらの調査により、消費者は仕組預金のリターンを過大評価すること、そのため、定期預金の方が有利であっても仕組預金を選ぶ傾向があることが裏付けられた。この過大評価による選択ミスは、リターン見込みの数値的開示等の定量的開示をすれば多少改善するものの、限界がある。2015年、FCAは業界に対して、リターン見込み・元本欠損リスクの程度の数値的開示を求め、組成販売しようとする仕組商品が合理的な価値を持つことを証明することを求めている。

日本では、金融庁が2010年にデリバティブに関する監督指針の一部を仕組債にも適用することとし、2011年には日本証券業協会が合理的根拠適合性を導入した。2012年には金融庁が通貨選択型投信に関する監督指針を改正し、2013年には日本証券業協会が自主規制規則に高齢者への勧誘に関する条項を追加した。2015年、金融庁は手数料透明性の向上を平成27年度行政方針に記載した。

各国で組成販売されている主な仕組商品には相違があるが、いずれもデリバティブが組み込まれた複雑な構造で投資判断が難しいこと、仕組コストがかかるのでリスクとリターンのバランスという観点からの商品合理性が問題となることは共通している。同時に、米英では情報提供の工夫（発行者評価額・コストの開示、リターン見込み・リスクの程度の開示）がされていて参考になる。ただし行動経済学的要因等によりリターンの過大評価傾向があるので、それだけでは足りない。そこで、発行者評価額等の情報提供に加え、商品適合性を一歩進めた商品規制、勧誘規制が必要である。

はじめに

2007年からのサブプライムローン問題、2008年9月のリーマンショックを経て、その直前の数年間に世界各国で大量に取引されたデリバティブセット¹⁾や仕組商品²⁾により、個人や中小企業が大きな損失を抱えた。その中には商品性や勧誘販売に問題があったものも多く含まれ、被害の訴えが世界各地で噴出した³⁾。被害の訴えは、訴訟、オンブズマン、仲裁、あっせんなど、国によりさまざまな手続で受け止められてきた。

各国の規制当局は、これらの被害実態と紛争解決の状況を見ながら、制度改善に取り組んできた。国によってはその後も大量に仕組商品が個人に販売されており、欧米では2015年現在も顧客保護に向けて当局の検討が続いている。そこで進められているのは、商品適合性の導入、販売時の時価・コスト開示の義務付けなどである。

日本では、2008年以降、デリバティブセットや仕組商品に関して多数の訴訟が提起され、金融ADRに対する申立ても行われた。規制当局は顧客保護に向けて2010年と2011年に一定の対応をし、その後は特定の商品や顧客層への対応にとどまっている。2015年12月現在、当時の取引に関する紛争の多くは終結している。デリバティブセットの内、銀行が中小企業に勧誘して取引した為替デリバティブセットに関する紛争は、国会で問題とされ金融庁がそれを受けて見守る中、全国銀行協会の金融ADRが多くを取り扱い、それなりの解決をしてきた。それに対し仕組商品については、損害賠償を命ずる判決も相当な数出されたものの、プレーンバナラスワップに関する2013年3月最高裁判決⁴⁾以降、それより複

1) 1種類ないし数種類のデリバティブ取引を数十本から数百本まとめたもの。桜井健夫「市場から見た仕組商品訴訟」現代法学26号(2014年2月。以下、「桜井前掲」と表示する)参照。

2) デリバティブ取引を社債や預金等に組込んだもの。桜井前掲参照。

3) 桜井健夫“Shortcomings in New Regulation of the Sale and Solicitation of Derivative Products in Japan” TOKYO KEIZAI LAW REVIEW No. 28 (Feb. 2015) 参照。

4) 最判平25・3・7(裁判所サイト、判時2185号64頁。評釈：青木浩子NBL1005号30頁、川地宏行現代消費者法20号69頁、加藤新太郎金商判1431号8頁、天谷知子ジュリスト1459号123頁など)と最判平25・3・26(裁判所サイト、判時2185号64

雑なデリバティブセットや仕組債に関する紛争についても、下級審裁判所が商品構造に立ち入らないで請求棄却の結論を出す傾向が強まっている⁵⁾。

ところで、2015年夏までの株価や為替の状況は、プロが株価下落や円上昇を心配し素人の多くは大きな変化があるとは思っていないという点で、これまでデリバティブセットや仕組債が大量に販売された時（1999年～2000年、2005年～2008年）の経済的環境と類似している。そして実際、2015年前半には仕組商品が相当量販売されている。したがって、現在の日本でも仕組商品に関する投資者保護を検討することは重要であると考えられる。

そこで本稿では、米欧の現状と比較して日本における仕組商品規制の在り方を考えたい。

1 米国における状況と SEC 等の対応

1-1 概要

サブプライムローン問題、リーマンショックの震源地となった米国では、政府は、一方で CDS を大量に抱えた AIG を救済し、他方でリーマン・ブラザーズには手を差しのべず、同社は 2008 年 9 月に破綻した。

その後、仕組商品を取得していた多数の顧客の損失が表面化した。米国では顧客と金融機関との基本契約に仲裁条項が含まれているため、仕組商品に関する紛争は訴訟ではなく仲裁手続きにより解決されてきた。

米国では、仕組商品に対する制度的・監督的対応は、国家的規制機関である SEC (Securities and Exchange Commission)、自主規制機関である FINRA (Financial Industry Regulatory Authority)、各州の監督当局が担ってきた。

頁)の2つがある。この2つの判決に対する、商品構造に詳細に立ち入った評釈として渡辺宏之「金利スワップ取引は単純か?—金利スワップ訴訟平成25年最高裁判決の再検討—」『早稲田法学』90巻3号(2015年10月10日)がある。

5) この傾向に対する批判として黒沼悦郎「デリバティブ取引の投資勧誘規制【日本】」JPXグループ金融商品取引法研究会2013年12月27日、渡辺前掲、桜井前掲など。なお、最高裁判所司法研修所の研究員(民事裁判官)4名が、現場の裁判官の参考とするため、2015年3月に「デリバティブを中心とした金融商品の仕組みやリスク及び関係訴訟の諸問題」というテーマで研究を開始したことが報じられている。

FINRA は、リーマンショック後の仕組商品被害実態をふまえ、2009年12月、『元本確保型仕組商品に関する規制通知』を発し⁶⁾、2011年にはSECとともに個人投資家に向けて、元本確保型仕組債への投資に注意するよう呼びかけた⁷⁾。また、2009年以降、適合性原則に関する改正作業を行い、2012年7月9日に運用開始したFINRA規則2111では、勧誘が少なくとも一定の投資者にとって適合性を有すると信じる合理的根拠があることを要求している（合理的根拠適合性＝商品適合性⁸⁾）。

SECは、2012年4月、公募仕組債について発行者評価額を募集時に開示することを要請する文書を、発行会社等に送付した。しかし、各社がこれに応じないため、SECは、2013年2月に再度、公募仕組債については発行者評価額を目論見書の表紙に記載するよう強く要請した。これによりようやくこれらの開示がなされるようになった。ところが、その後も仕組債の発行が増加しているため、2015年1月、SECはそのサイトに「投資者情報」を掲載し、仕組債の目論見書に発行者評価額が記載されていることの意味を説明して、投資者はそれを理解したうえで判断するよう呼びかけた。同年4月には監督者向け講演で、同年5月には業者向け講演でSEC関係者は、仕組債の発行が増えていることを指摘し、顧客が内容を理解しないで購入しているとの懸念から、監督機関と業界に対し警鐘を鳴

6) FINRA, Principal-Protected Notes, FINRA Reminds Firms of Their Sales Practice Obligations Relating to Principal-Protected Notes, Regulatory Notice 09-73 (Dec. 2009)

<https://www.finra.org/sites/default/files/NoticeDocument/p120596.pdf> 日本語で紹介した文献として村本武志「FINRA規制通知(2009年12月、09-73)『元本保証型の仕組み商品に関する規制通知』について」消費者法ニュース85号194頁(2010年10月)。なお、その前の2005年自主規制ガイダンス「NASD Provides Guidance Concerning the Sale of Structured Products」(規制通知05-59)については村本武志「米国における仕組商品の販売自主規制」消費者法ニュース80号235頁(2009年7月)参照。

7) FINRA, SEC, FINRA Warn Retail Investors About Investing in Structured Notes With Principal Protection (June 2, 2011)

<http://www.finra.org/newsroom/2011/sec-finra-warn-retail-investors-about-investing-structured-notes-principal-protection>.

8) 詳しくは王冷然「米国における適合性原則の現状」現代消費者法28号26頁(2015年9月)、同「『合理的根拠適合性』とは何か?」『企業と法の現代的課題—市川謙三先生古希祝賀論文集—』(2014年10月、成文堂)(以下王前掲という)参照。

らした。

本稿では、2012年以降のSECの上記対応を詳しく追ってみる。

1-2 発行者評価額の開示要請（2012年4月）

SEC企業金融局資本市場動向課は、2012年4月12日付で、主な証券会社に、仕組債の発行時に条件決定時の発行者評価額を開示するよう、要請文を送った。SECサイトに公表されているそのサンプル⁹⁾によれば、該当部分は次のとおりである。

商品の価格付けと価値

…… (略) ……。投資者に仕組債の購入価格と公正価格（発行者またはその関係者の評価額）または潜在的な流通市場価格との違いを理解できるように、発行者は、仕組債の公募価格と発行者（またはその関係者）による公正価格の数値の違いを目立つように開示することを検討すべきであり、そうしない場合は、そのような開示をしない理由を我々と議論すべきであると信じる。発行者はまた、仕組債の対価からコストと費用として支払われる区別された合計額を分けて表示することを検討すべきである。

たとえば、公募価格＝購入価格が100、公正価格＝発行者評価額＝時価（潜在的な流通価格）が90であれば、それらを開示し、同時に、その差額である10がコストと費用の合計額であるからそれらも表示するべきであるということである。

1-3 再度の発行者評価額の開示要請（2013年2月21日）とその結果

このような要請にもかかわらず、業者は、その後、要請に従った開示をなかなかしなかった。そこでSEC資本市場動向課は、主な金融機関に、発行時の評価額を開示するよう再度、要請した。SECサイトに公表されているそのサンプル（JPモルガンへの要請文）¹⁰⁾によれば、「これに従うかどうか、10営業日以内に返事せ

9) SEC, Sample Letter Sent to Financial Institutions Regarding Their Structured Note Offerings Disclosure in Their Prospectus Supplements and Exchange Act Reports (April 2, 2012)

<https://www.sec.gov/divisions/corpfin/guidance/structurednote0412.htm>

よ」として、発行時の発行者評価額の目論見書への記載について、次の通り要請内容を具体的に記載している。

仕組債の価格付けと価値

株式に関する規則 S-K アイテム 201、501、505 の要請と同様、仕組債の価格は構成部分の評価により決定され、特に仕組債の価格と価値が貴社の借入債務に関する公開情報によっては容易には決定できないのであるから、そのような構成部分の価値は表示されるべきである。貴社とのこれまでのやり取りで、貴社は仕組債の公募価格の構成部分と、発行者またはその関連会社による仕組債の価値の評価に言及した。貴社またはその関連会社がこれらの評価をしたのであるから、仕組債の発行価格と、組成の際あるいは価格決定の際の貴社またはその関係会社の評価額（発行者評価額）との違いを理解することは、投資者にとって重要である。

発行者評価額

仕組債の価格と市場価値の開示を投資者に明確に伝えるため、規則 S-K アイテム 501 で要求されるように、価格と発行者評価額の両方を目論見書の表紙に記載する形で目立つように開示すべきであると信ずる（下線は筆者）。投資者は、発行者評価額と、仕組債に対して支払う発行価格の違いを理解する必要がある。投資者がこの違いを明確に理解できるようにするために、開示される発行者評価額は、ヘッジコスト（以下の限定された場合のものは別）、引受け割引、手数料その他の取引コストを含んだものであってならない。典型的な仕組債の発行では、開示される発行者評価額は、①固定金利の債券と②組込まれたデリバティブという、仕組債の2つの部分の評価の合計からなる一つの数字で構成されるはずである。これとは別に、後で議論するように、ヘッジコストと他のコストもまた開示されるべきである。

仕組債の発行者評価額をどのように算出したかを説明するためには、（計算

10) SEC, Re: JP Morgan Chase & Co424 Prospectuses relating to Registration Statement on Form S-3ASR Filed November 14, 2011 File No. 333-177923 (Feb. 21, 2013)
<http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/19617/000000000013009966/filename1.pdf>

式でなく)文章による開示でもよい。文章による開示を含む場合は、たとえば、発行者評価額は社内の評価モデルを用いて決定された、と開示することができる。その場合は、評価モデル、関連する入力データとその評価モデルで用いた前提を文章的に表現するのが適切であろう。次に議論するように、文章による開示は、貴社の評価方法および関連前提に固有のリスクについての考察を含むべきである。

発行者評価額のうち、固定金利債券部分の価値は、①同様の社債を発行する場合に払うことになる利率(内部調達利率として知られるもの)または、②流通市場の信用スプレッドを反映した利率を、反映するというのが我々の理解である。内部調達利率は、流通市場における貴社の信用スプレッドによる割引を反映すると理解している。我々は、発行者は典型的には、この固定金利債券の価値を算出するのに、より高い価格での発行を説明するために、仕組債の取扱・継続管理コスト(流通市場の信用スプレッドを反映した利率で発行される伝統的な固定金利債券の取扱・継続管理コストと比較して高くなる)を含む内部調達利率を用いることを観察した。もし内部調達利率を用いるのなら、流通市場の信用スプレッドでなく内部調達利率を用いることが、仕組債の発行者評価額にどのような影響を与えるのかを適切に開示するべきであると信じる。加えて、この相違は、仕組債の流通市場価格と比較した発行時価格にも影響を与えるので、それが引き起こすリスクの適切なリスクファクター開示についても議論しておくべきである。

われわれは、発行者が組込まれたデリバティブ部分の評価をするときに、様々な入力をする評価モデルを用いることを観察してきた。これらの評価モデルを発展させるためには、発行者は、組込んだデリバティブの評価モデル(通例、市場中値入力と呼ばれるもの)のための入力データを導き出す、比較できるデリバティブ商品の実際の市場価格を用いる。これらの入力データは、比較できる取引されたデリバティブ商品と同様の条件の、他の組込まれたデリバティブの価値を評価するのにも使うことができる。仕組債のためには、発行者は、一般に、観察可能な市場価格を持たない組込まれたデリバティブの価値を評価するために、市場中値の入力データを調整する。このような入力データは一般に、財務諸表に反映させる目的で用いられるのと同じ方法で決定される。

もし貴社が市場中値の入力データを用いないなら、貴社はその事実を開示し、何を用いているか、それから、組込まれたデリバティブのリスクは他の類似したデリバティブと異なる評価がされていることを表示するべきである。

更に、下記の限定された環境下の場合を除いて、組込まれたデリバティブ部分の開示価格は、仕組債の発行に起因する貴社または関連会社の「ヘッジコスト」あるいは他の「取引コスト」を含んではならないと考える。われわれは、一部の発行者は、組込まれたデリバティブを評価するのに、内部評価モデルでなく第三者との値付け過程を使うだけであることを観察した。もし貴社が組込まれたデリバティブの値付けを第三者にさせていないか、または、どんな理由であれ組込まれたデリバティブの評価をするのに内部評価モデルを用いるのなら、組込まれたデリバティブの価値は、貴社や関連会社のどんなヘッジコストや取引コストをも含んではならない。これらのコストは、組込まれたデリバティブの構成要素の価値から発行者が分離した貴社のコストであるから、価値に含まれるべきではないのである。もし、①組込まれたデリバティブの唯一の評価方法として、組込まれたデリバティブの値付けを第三者に求める、②どんな理由であれ組込まれたデリバティブの評価にどんな内部評価モデルも用いない、③第三者とのデリバティブ取引によることを目論見書に開示している、という場合は、組込まれたデリバティブの評価に第三者の値付けを用いてよい。第三者の値付けは、彼らのヘッジコストを含んでいると理解している。この限定された環境下では、貴社の開示に、発行者評価額は、組込まれたデリバティブの値付けの形で第三者の見込みヘッジコストを含んでいると表示するべきである。

他の費用又は合計

発行者評価額の開示に付け加えて、値付けの開示の一部として、①手数料、費用、仕組債のオリジナルの発行価格を算定するために発行者評価額に追加する他の金額、②投資者から受け取る合計が貴社または関連会社により保有されるのかそれとも使われるのか、を説明する文章による開示を含むべきであると信じる。必要に応じて、このような開示された手数料や費用、その他のものの合計を数値化してもよい。

タイミング

証券法に基づく規則 159 により、投資者が十分な情報に基づいて投資判断できるよう、発行者評価額は販売前に提供されるべきである。

この他、リスク要因としての記載、買戻し価格が流通市場価格（＝発行者評価額）より高いことの意味の指摘などがある。

発行者評価額とコストに関する具体的やり取りが推測されるところが興味深い。発行者評価額については、ない、不明である、複数ある、評価モデルは秘密事項であるなど、発行者側による様々な弁解がなされてきた経過が推測される。コストについても、一部しかわからない、それはコストではない、などという業者の弁解を乗り越えて、開示を説得していることが伺われる。

この再度の要請により、2013 年中には発行者評価額が目論見書に開示されるようになった。仕組債の目論見書は SEC サイトの EDGAR で見ることができる（例えば pricing and value of structured notes で検索）。2015 年 9 月発行の仕組債の一例¹¹⁾を示す。

【仕組債目論見書の例】

2015 年 9 月 16 日 発行者 JP モルガンチェイス

仕組投資 100 万ドル 自動コール条項付き「S & P・GSCI 原油指標エクセスリターン」リンク条件付き利付債（2019 年 9 月 29 日満期）

概要

この債券は、判定日に指標の終値が最初の指標値の 60% 以上という条件（利息障害と呼びます）付き利払いを求める投資者のために設計されています。投資者は、条件付き利払いを受けるのと引換えに、固定金利受取りを進んで諦めなければなりません。

この債券では投資者は、トリガーイベント（……省略……）が発生したら元本の一部または全部を失うリスク、いくつかの、またはすべての判定日において条件付き利払いがないリスクを進んで受け入れなければなりません。

11) SEC, http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/19617/000089109215008214/e66111_424b2.htm

債券は、判定日（最終判定日を除く）の終値が当初の指標価格以上となると、自動的に償還されます。自動償還が開始する最も早い日は 2015 年 12 月 16 日です。

この債券は、無担保で JP モルガンチェイスが非劣後の義務を負います。この債券のどの支払いも JP モルガンチェイスの信用リスクに依存します。

最小単位は 1000 ドルでその整数倍となります。

条 件

……省略……

債券の条件決定時における JP モルガンチェイス算定の評価額は、1000 ドルの額面に付き 945.40 ドルです。（下線は筆者）

米国で組成販売されている仕組商品の構造や指標は多様である。この例は「S & P・GSCI 原油指標エクセスリターン」という指標（単なる原油指標より変動が大きい）にリンクする仕組債で、指標が当初数値の 60% 以下にならない限り、年 4 回の判定日毎に 2.5%（年率 10%）の利金が受け取れるというものである。判定日に指標が当初価格以上ならばコール条項が働き元本が償還されて終了するので、最短で 3 か月後に 2.5% の利益を得て終了ということになる。最悪の場合は利金がなく、かつ元本を全額失うリスクがある。条件決定時における発行者評価額は 94.54 であることが開示されている。米国で公募されている仕組債の条件決定時における発行者評価額としては、95 前後というのはよくみられる値である¹²⁾。流通時の社債のマークアップは 5% までという基準¹³⁾が影響を与えている

12) SEC, Staff Summary Report on Issues Identified in Examinations of Certain Structured Securities Products Sold to Retail Investor (July 27, 2011)

<http://www.sec.gov/news/studies/2011/ssp-study.pdf> は単純な仕組債で 1.5% ~3%、複雑な仕組債で 5% またはそれ以上と整理している。つまり、単純なもので 97~98.5、複雑なもので 95 またはそれ以下、ということになる。これに対し、日本で 2007 年前後の数年間に販売された仕組債の発行時評価額は、発行者による開示はなされなかったものの、評価業者の評価によれば 70 台、80 台のものが珍しくなく、中には 60 台のものも見られた。

13) FINRA, Notice to Members, Mark-Ups on Debt Securities, Notice to Members 07-28 (July 5, 2007)

<http://www.finra.org/web/groups/industry/@ip/@reg/@notice/documents/notices/>

可能性がある¹⁴⁾。

1-4 投資者情報-時価評価開示の周知 (2015年1月12日)

公募仕組債の発行者評価額が目論見書に開示されるようになって1年以上経過した2015年1月12日、SEC投資家教育支援局は、仕組債に関する投資家向け速報 (Investor Bulletin)¹⁵⁾をSECサイトに掲載した。仕組債の発行価格と時価に関する部分を引用する。

・仕組債の発行価格と時価

あなたが発行時に仕組債のために支払うことになる価格はおそらく発行日における仕組債の公正な価値 (fair value) よりも高くなります。発行者は現在、募集目論見書の表紙に仕組債の評価額を開示しています (下線は筆者)。これにより投資家は、発行者の評価額と発行価格との差を知ることができます。発行者が仕組債の初期価格に販売コスト、仕組コスト、ヘッジコストを含めているため、仕組債の評価額は、投資家への発行価格よりも低いのです。発行後は、仕組債は通常、売却できませんし、複雑であることもあって、評価は困難かもしれません。

この速報は、仕組債の目論見書に発行時の評価額が記載されていること、これは発行額より低く、その差額がコスト等であることを投資者に知らせ、それを理解したうえでの投資判断を求めるものである。この速報では、このように発行者評価額とコストについて投資判断の際に留意するよう求めるほか、リスクや考慮

p019229.pdf

そこでは、「店頭取引において自己勘定で顧客と売買を行う場合には……公正な価格で執行しなければならない」として、マークアップ (売買スプレッド) 5% を公正か否かの1つの基準としている。

14) なお、仕組債の発行者評価額95という数値は、コスト率が5%の金融商品という外観を呈するが、オプションの売りが組込まれ、その対価 (プレミアム) が利金となっているという構造からすると、コスト率はまったく異なることに注意が必要である。桜井前掲179頁参照。

15) SEC, Investor Bulletin: Structured Notes (Jan.12, 2015)

http://www.sec.gov/oiea/investor-alerts-bulletins/ib_structurednotes.html

すべき事項、投資する前に確認すべき事項について記載があるが、仕組債に組込まれているデリバティブ取引についてほとんど説明がない。1 か所だけ、仕組債は社債部分とデリバティブ部分に分けられると記載してデリバティブの語を用いたのみで、あとは参照資産／指標の価格変動の影響を受けるという記載にとどまり、この影響とデリバティブがどう関係するのかには言及しない。

この時期にこのような情報を流した背景は、次の2つの講演から明らかとなる。

1-5 監督機関向け講演（2015年4月14日）

2015年4月14日、SECのルイス・アギラー委員は、北米証券監督者協議会（NASAA）で「投資家に奉仕するために規制者は共に働く」と題する年次講演をした。SECサイトに掲載されている講演要旨によれば、次のような内容が含まれている¹⁶⁾。

まず、投資詐欺についてSECと各州の監督当局が対処してきたことを具体的な数値を挙げて整理し紹介した。SECは特に証券分野ではCFI（the SEC's Complex Financial Instruments Unit）というチームをつくって対処してきており、2014年にはサブプライム抵当証券などの「新商品」と呼ばれる証券について行動を起こし、2015年初頭には、複雑な商業抵当証券の格付に関し、スタンダード&プアーズの詐欺行為を摘発したという。

次に、複雑な証券の問題について言及した。複雑な証券とは、デリバティブを組込んだ証券、証券リンク年金、レバレッジETF（Exchange Traded Fund）、インバースETF、元本確保債、リバース転換債、ETP（Exchange Traded Products）、代替ミューチュアルファンドなどであり、これらが増えているので対応が必要であると述べた。複雑な証券の市場規模については、ETPの資産が増加して2015年3月時点で2兆ドルを超え、その半分を個人投資家（とそのアドバイザー）が持っていること、代替ミューチュアルファンド市場は、2009年末には760億ドルの資産規模だったのが2014年末には3110億ドルに増加していることを

16) SEC Commissioner Luis A. Aguilar, Regulators Working Together to Serve Investors (April 14, 2015)
<http://www.sec.gov/news/speech/regulators-working-together-to-serve-investors.html>

指摘し、リテール市場では複雑な証券は今後も増加し続けるとみていると述べた。

引き続き、複雑な証券の代表的なものとして仕組債の問題点について次のとおり述べた。「仕組債と呼ばれるタイプの複雑な証券についてみてみよう。これは今や450億ドル市場となっていて、登録発行は個人投資家に焦点を当てている。実際、最近のデータはこの商品の購入者の99%は個人投資家であることを示している。これらの証券は、大きな金融会社が発行し、参照資産又は参照指標の値動きにリンクしたリターンを提供するものである。仕組債の最も基本的な形は、固定した満期があり、債券部分と組込まれたデリバティブを含む投資商品である。いつも明らかにならないのは、社債のように見えるたくさんのリスクである。SECは最近、投資者速報で、これらの商品に他のものとともに含まれるリスクは、複合的な支払い構造、参照資産または参照指標の市場リスク、高い手数料、流通市場での流動性の欠如、あいまいな値付け、信用リスク、それから、価値・リスク・潜在的成長見込みの評価を困難にする複雑な支払い構造であると指摘した。さらに、異なるリスク特性を持つ多様な仕組債がある。その例として、元本確保債、リバース転換債、拡大参加債、レバレッジ債、複数の特性を結びつけたハイブリッド債がある。」

米国では、仕組債は、リーマン・ブラザーズの破綻とその後の金融危機を先導したということで悪名を得たとして、アギラー委員は、仕組債をトロイの木馬に例えて、個人のポートフォリオに入り込んで資産を破壊したと指摘している。

仕組債は、リーマンショック後に発行が減少した。リーマン・ブラザーズが破綻した2008年の仕組債発行高は380億ドル(7217本)であり、2009年には340億ドル(5933本)と、40億ドルの減少となった。しかし、このようにいったんは減少したものの、その後は増加を続け、2014年には450億ドル(1万0732本)に増加した。

仕組債については、すでに記載した通り、2012年から2013年にかけて、SECが個人投資者の投資判断にとって重要であるということで発行者評価額の開示を求めた結果、2013年から目論見書の表紙に開示されるようになっていく。

発行者評価額が開示されることにより、仕組債の価値は額面の価値より低いことが解ったにもかかわらず、仕組債の発行高は増加し続けており(つまり投資者は仕組債を買い続けており)、投資者側の専門家からは、開示が不十分であると指

摘されている。「仕組債を理解しようとするは無意味である」あるいは「仕組債は高度に訓練された金融のプロの知識、プロの洗練さが無いと理解できない」ということを、投資者が理解することが必要ではないか、という疑問すら投げかけられていて、SECとしても、仕組債のリスクを個人投資者に理解できるようには伝えられていないのはその通りであろうとしている。

SECとしては、仕組債について実施させた発行者評価額の開示を、他のすべての複雑な証券に広げる意向であり、FINRA と NASAA の協力を求めている。

アギラー委員のこの講演に関しては、「仕組債の購入者の99%は個人投資家であるのに、仕組債への投資はとて複雑で、リスクはとて大きいので、高度に訓練された金融のプロしか理解できない。そこで個人投資者を保護するために、仕組債につき直ちにより厳しい規制が必要である」と話したという報道がある¹⁷⁾。

1-6 業界向け講演 (2015年5月14日)

2015年5月14日、SEC 資本市場動向課長エイミー・M・スター氏は、業界の集まりにおいて「仕組商品—複雑さと開示—個人投資家は買っているものやリスクを本当に解っているのか？」という演題で講演をした¹⁸⁾。SEC サイトに掲載された講演要旨によれば、その内容は次の2点である。

① SEC の関心は、仕組債の価格付けと価値に関する開示にある。

② それで我々は今どこにいるのか？ 現在の仕組商品の環境はどうなっているのか？ 改善する領域が他にもあるのだろうか？

まず①について、SEC は、2013年コメント・レターで「投資家は、仕組債のために支払う購入価格と、発行時の発行者の評価額との差を理解できるべきであ

17) Financial Adviser, Ted Knutson, SEC's Aguilar: Increase Structured Note Regs To Protect Retail Investors (April 14, 2015)

<http://www.fa-mag.com/news/sec-s-aguilar-increase-regulation-of-structured-note-s-to-protect-retail-investors-21379.html>

18) SEC, Amy M. Starr, Chief, Office of Capital Market Trends, Structured Products-Complexity and Disclosure-Do Retail Investors Really Understand What They Are Buying and What the Risks Are? (May 14, 2015)

<http://www.sec.gov/news/speech/speech-amy-starr-structured-products-.html>

る」と書き、「公募価格と発行者の評価額は、目論見書の表紙に記載されるべきである」と発行者に助言したことを確認し、それを受けて仕組債の発行者がこのような開示をするようになったこと、発行者が他の複雑な商品でも同様の開示をしつつあること、他の国際規制当局も同様の姿勢をとっていること¹⁹⁾を嬉しく思うとしている。

次に②については、SEC が仕組債発行者に発行時時価評価の開示を求めて2年経過し、目論見書に発行時時価評価が表示されるようになったことを確認するとともに、そうであるのに仕組債の販売が増加していることについて、懸念を表明した。増加の状況は、2014年8733本の仕組債が発行され（発行金額41億ドル。2013年もほぼ同じ）、2015年1月から4月17日までの3か月半で2474本の仕組債が発行されて（発行金額140億ドル）、2015年5月現在、仕組債残高4000億ドル、2万5000本となっているという。

変化の特徴は複雑な指標、独自の指標の増加であり、具体例として、クレジットリンク債、ヘッジファンドリンク債などの増加を挙げている。なお、スウェーデンではビットコインリンク債が発行されようとしており²⁰⁾、この例は指標の不透明さなど、開示に関する重要な問題を提起するとしている。

そのうえで、仕組債は誰のための商品か？ どのように機能し支払いはどう働くか？ これらを平明な英語で説明できるか？ 開示でそれを伝えられるか？ 顧客は買う必要があるのか？ 買うのが適切か？ などと疑問を提起している²¹⁾。

19) 後出のEUの動き（MiFID II等）を指すと思われる。

20) 2015年5月18日、ストックホルムのナスダックノルディック市場にビットコインの価格を指標とするビットコインリンク債が上場した。NASDAQ, NASDAQ Stockholm lists BITCOIN-based certificate (May 18, 2015)
<https://newsclient.omxgroup.com/cdsPublic/viewDisclosure.action?disclosureId=660846&lang=en>

21) モリソン・フォスター法律事務所によるこの講演の要約が公表されている。
<http://www.lexology.com/library/detail.aspx?g=256b078a-f038-4433-8a69-abd42e6904bb>

1-7 まとめ

SECは、仕組債の問題点は、発行価格を発行者の評価額より大幅に高く設定することができる状況の下で発行者評価額を開示しないことにあり、投資家は仕組債の購入価格と発行時の発行者評価額との差を理解したうえで投資判断するべきであると考えて、発行者に対し、仕組債の公募価格と発行者評価額を目論見書の表紙に記載するよう要請した。その結果、発行者は、発行者評価額を目論見書に記載するようになったうえ、仕組債以外の複雑な商品についても同様の開示をするようになりつつある。

このように米国では、仕組債について発行者評価額が開示されるようになって2年経過した。SECは、発行時の評価額（時価）を目論見書に記載させれば、投資家は時価と取得価格の差額の大きさを知るので仕組債の購入は減少すると予測したが、その間に、仕組債の発行高は逆に増加した。こうなったのは、投資者が仕組債やそのリスクがどんなものであるのかを理解していないからではないかと考えている。

SECは、自主規制機関や各州の監督機関に対しては複雑な商品について発行者評価額の開示をさせるよう呼びかけ、業界に対しては、その呼びかけに加えて「仕組債は誰のための商品か？」等の疑問を提起するにとどめた。

この時点までのSECの対応は開示の促進のみであり、仕組債を理解しないで取得する人が増加していると認識しながらも、それに対する対策は特に打ち出されていない。

2 EU：ESMA 仕組商品意見書と MiFID II 等

2-1 IOSCO 報告書（2013年）

2015年5月14日講演でSECのエイミー・M・スター氏が、仕組債などの複雑な商品の発行者に発行者評価額と手数料の開示を求めていることについて、「他の国際規制当局も同様の姿勢をとっている」と指摘したのは、2014年にEUで採択されたMiFID IIを意識したものと思われる。

このMiFID IIの採択に先立つ世界的な動きとして、2013年には、IOSCO（International Organization of Securities Commissions：証券監督者国際機構）

が、「複雑な金融商品の販売に関する適合性要件」（1月21日。以下報告1という）²²⁾、「リテール向け仕組商品に対する規制」（12月。以下報告2という）²³⁾をそれぞれ公表している。

報告1は、仕組商品などの販売について適合性原則を切り口として検討事項を整理したものであり、顧客保護を促進させるための活動の一環として、市場仲介者による仕組商品などの複雑な金融商品の販売に関し、原則を示したものである。①顧客の分類、②顧客分類によらない一般的義務、③情報開示要件、④非助言サービスに係る顧客保護、⑤（ポートフォリオ管理を含む）助言サービスに係る適合性の観点からの顧客保護、⑥法令等遵守機能並びに適合性に係る内部方針及び手続き、⑦インセンティブ、⑧法令等の執行などである。このうち、③情報開示要件において、仕組商品等における手数料開示の必要性を指摘している。

報告2は、仕組商品の概要とともに、法域をまたぐリテール向け仕組商品に関する規制及び政策上の措置の事例を提示したものである。情報開示については、仕組商品の特性、リスク、コストに関する開示規制について扱っている。

2-2 ESMA 仕組商品意見書（2014年3月27日）

IOSCOのこれらの報告の翌年である2014年3月27日、ESMA（European Securities and Markets Authority：欧州証券市場監督局）は、「リテール向け仕組商品のガバナンスのための行為規範」と題する意見書（以下ESMA仕組商品意見書という）をとりまとめた²⁴⁾。ここでは、「商品ガバナンスを担当する組織」、「商

22) IOSCO, Suitability Requirements With Respect To the Distribution of Complex Financial Products, Final Report (FR01/13) (Jan. 21, 2013)

<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD400.pdf>

金融庁サイト <http://www.fsa.go.jp/inter/ios/20130124-1.html> から全文と報道発表、その仮訳を見ることができる。

23) IOSCO, Regulation of Retail Structured Products, Final Report (FR14/13) (Dec. 2013)

<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD434.pdf> 金融庁サイト <http://www.fsa.go.jp/inter/ios/20131224-2.html> から全文と報道発表、その仮訳を見ることができる。

24) ESMA, OPINION, Structured Retail Products - Good practices for product governance arrangements (ESMA/2014/332) (Mar. 27, 2014)

https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2014-334_esma_

品デザイン」、「商品テスト」、「ターゲット市場」、「販売戦略」、「発行時評価額とコストの透明性」、「流通市場と償還」、「検証過程」という項目に分けて行為規範を整理している。仕組商品の発行時評価額とコストが一つの項目として取り上げられていることが注目される。内容は次のとおりである。

発行時評価額とコストの透明性

32 組成者が、組成した仕組商品を評価（発行時）し、個人投資家がそれを直接または間接的に入手できるようにするのは、よい業務慣行である。商品設計に適用されるモデリングと統計的分析によって矛盾なく価値が決定されること、独自のポートフォリオを評価するのに、組成者が用いる方法論、モデリング、標準と同じ様にテストすることは、公正な慣行である。その仕組商品および／またはその構成部分の評価に、組成者名義の口座でなされる評価を反映させることは公正な慣行である。

33 周知性が高く市場に受け入れられている標準を用いて評価をすることは、よい業務慣行である。たとえば、仕組商品の価値は、公正価格に関する IFRS 13²⁵⁾に従って評価することができる。公正価格とは、測定日における市場参加者間での通常の取引において、資産を売却する価格または負債移転のための価格と定義される。この公正価格、あるいは出口価格（資産売却価格または負債移転価格）という概念は、測定される要素が、最高、最良使用されること（すなわち、市場参加者が、物理的に可能な、法的に許容される、財政的に実行可能な、経済的に最も利益にかなうように行動することによって達成される使用）を前提としている。IFRS 13のもとでは、取引コストは当事者に帰属するものとみなされ、資産の公正価格を決定する際は除外される。他の選択肢は、「本質的価値」という概念を使うというものであろう。仕組商品の価値は、各構成部分の価値（たとえば、明らかになっているか評価されたコストと手数料、組込まれたデリバティブ、土台となる構成部分）を別々

issues_good_practices_for_structured_retail_product_governance.pdf

25) IFRS 第 13 号「公正価格基準」(Fair value measurement) は、国際会計基準協会が 2011 年 5 月に公表し 2013 年 1 月から適用されている、公正価格に関する国際会計基準。

に算出して合計した価値であるという考え方である。価値を投資者に伝える時点の市場と価格付け条件を反映しているが、コストと手数料を含んだものである。

- 34 仕組商品を販売する前に、販売者が、当該仕組商品が顧客にとって最も利益となるかを調べ、その価値を（もし必要があれば資格を有する第三者の力を借りて）確認することは、公正な慣行である。

よい業務慣行にかんがみて考慮されるべき質問

- プロの投資家は、個人顧客に販売されようとしている価格で小口仕組商品を買うだろうか？ 違いは説明できるか？
- すべてのコストと価格の計算方針は明確で透明性があるか？ 個人投資家にとって、仕組商品のコストと手数料とは何か？ 調和したコスト基準が用いられているか？ すべてのチャージと手数料が投資者にとって透明性が高いか？
- 報告された価値はどのようにして算出したのか？ 仕組商品の条件決定時の評価と同じ評価モデルと評価技術を用いているか？ もし異なるなら、それはなぜか？

これは意見書であり法的拘束力はないが、これに続く MiFID II のうち投資者保護に関する規制は、このような仕組商品規制に関する検討の延長線上にあるものである。

2-3 MiFID II 等の制定

2014年5月13日、EUでMiFID II（Market in Financial Instruments Directive II：第二次金融商品市場指令）およびMiFIR（Markets in Financial Instruments Regulation：金融商品市場規則）が可決され、同年6月に公布された²⁵⁾。

25) IFRS 第13号「公正価格基準」(Fair value measurement)は、国際会計基準協会が2011年5月に公表し2013年1月から適用されている、公正価格に関する国際会計基準。

26) <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014L0065&from=EN>

MiFID II は、加盟国において 2016 年 7 月 3 日までに国内法化することが求められている。それ自体で直接加盟国に効力を持つ MiFIR は、2017 年 1 月 3 日に加盟国において施行されることが決定されている（ただし、大幅かつ複雑な変更であるため IT システム関係の対応に時間が必要であり、いずれも一部の施行が遅れるようである（2016 年 1 月現在）。）。このように国内法化の期限や施行日が決定しているので、加盟各国はそれに合わせた対応を進めている。これらから委任を受けた委任規定の制定にあたり、ESMA は、諮問資料（Consultation Paper）を示して 2014 年 8 月まで広く意見を求めた。

MiFID II、MiFIR は、「技術革新への対応」、「市場の透明性確保」、「デリバティブ規制」、「投資者保護」などから構成され、このうち「投資者保護」に関する規定の中に、仕組商品を意識したものが含まれている。

2-4 MiFID II 等における仕組商品に関連する規定

2-4-1 適合性原則の拡大—組成時の適合性原則の追加など

従来からあった販売時の適合性原則に関する規制に加えて、組成時の適合性原則に関する規制が加わった。組成（manufacture）という語は、ESMA 仕組商品意見書では仕組商品の組成の意味で用いられており、MiFID II でも仕組商品が意識されていることがわかる。金融商品を組成する業者は、特定のターゲット顧客の需要に合うよう設計されていること、金融商品の販売戦略が特定のターゲット市場に適合すること、ターゲット市場で販売されることを担保する合理的な対策を講じることを確保しなければならない（MiFID II 24 条 2 項）。

ESMA 仕組商品意見書でも、仕組商品について同様のことが求められていた。

MiFID II を解説したものとして大橋善晃（日本証券経済研究所）「第 2 次金融商品市場指令（MiFIDII）の概要」（2014 年 11 月 27 日）http://www.jsri.or.jp/publish/topics/pdf/1411_01.pdf、このうちの適合性原則に焦点をあてたものとして上杉めぐみ「英国・EU 金融サービス指令における適合性原則」現代消費者法 28 号（2015 年 9 月）、仕組商品の投資者保護の視点から紹介したものとして大和総研・金融調査部研究員は枝俊悟「MiFID II・MiFIR による投資者保護規制強化の概要 特に、リテール向け仕組み金融商品に関して適合性原則を徹底」（2014 年 9 月 16 日）http://www.dir.co.jp/research/report/law-research/securities/20140916_008941.pdfがある。

これは、適合する顧客や市場がない金融商品は供給されないようにという趣旨であり、合理的根拠適合性の考え方を組成時まで遡らせたものといえる。

業者がリテール顧客に投資助言を提供するときは、取引前に、提供した助言内容とその助言がどのようにリテール顧客の選好、目的、その他の特徴にかなうのかを記述した適合性報告書を提供しなければならない（MiFID II 25条6項）。

MiFID II 実施指令では、金融機関に他のより単純でコストの低い金融商品の方が顧客の特性に合うのではないかと評価する手順を踏むことを求めていることが注目される²⁷⁾。

2-4-2 費用・手数料の開示

すべての費用と関連する手数料についての適切な情報が、適時に顧客に提供されなければならない。これは、トータルコストが累計の投資リターンに与える影響を理解できるよう集計されるべきであり、顧客が求めれば、項目ごとに明細も提供されなければならない（MiFID II 24条4項）。

仕組商品では、購入時や保有期間中に顧客が直接支払う手数料の他に、価格に織り込まれている組成・管理等に関するコストも合計して、その金額とパーセンテージの両方を顧客に開示すべきことになる（MiFID II 24条9項参照）。

仕組商品意見書でも、発行時評価額とすべてのコストを顧客に開示することを求めており、MiFID II 24条4項でいうトータルコストの開示は、仕組商品では、発行価格－発行時評価額を示すのと同様のことになるはずである。

MiFID II 実施指令では、金融機関や他の者により徴収されたすべてのコストとチャージ、金融商品の組成と管理に関するすべてのコストとチャージを集計し、集計されたコストとチャージは、一つの図表の中で金額とパーセンテージの両方で表現しなければならないとされている²⁸⁾。

27) ESMA, Consultation Paper on MiFID II/ MiFIR (ESMA/2014/549) (May 22, 2014) p 134

http://www.esma.europa.eu/system/files/2014-549_-_consultation_paper_mifid_ii_-_mifir.pdf

28) ESMA, Consultation Paper on MiFID II/ MiFIR (ESMA/2014/549) (May 22, 2014) p 99

http://www.esma.europa.eu/system/files/2014-549_-_consultation_paper_mifid_ii_-

2-4-3 規制当局による販売停止

ESMA、EBA（欧州銀行監督局）その他の規制当局は、投資者保護に重大な懸念があると認めるときは、特定の金融商品・サービスのマーケティングや販売を停止・制限することができる（MiFIR 40 条）。

MiFIR 実施細則において定められる当局が介入する際の基準には、「金融商品や金融行動・手法の種類の透明性の程度」、「投資家の期待リターンや利益と関連する金融商品、行動、手法の損失リスクの不均衡の程度」、「金融商品、行動、手法の革新の程度」など、仕組商品の特性を意識した項目が含まれると想定されている。

2-5 MiFID II と各国の国内規制

前記のとおり MiFID II は、2016 年 7 月 3 日までに加盟各国で国内法化することが求められており、加盟国である英国ではそれを前提に、仕組商品に対する規制のあり方について検討が積み重ねられている。次章ではその内容を見る。

3 英国における状況と FCA 等の対応

3-1 概要

英国では、2008 年 9 月のリーマンショックで仕組商品被害が表面化し、当時の監督当局である FSA（Financial Services Authority）は、その被害救済に乗り出すとともに、仕組商品の組成、販売、助言の基準を設定して公表した（2009 年 10 月 27 日付報告書²⁹⁾）。

本稿では、2012 年以降の規制当局の対応を追う。2012 年 3 月には FSA が仕組債の最終ガイダンスを公表した。2013 年 6 月には、FSA を引き継いだ FCA が、仕組商品について業界向け通知を発した。FCA は、MiFID II の国内法化を意識しながら、2014 年には仕組商品に関する定性的調査を外注し、2015 年には仕

_mifir.pdf

29) FSA, FSA takes action to help investors with Lehman-backed structured products (2009) (FSA/PN/144/2009)

<http://www.fsa.gov.uk/pages/Library/Communication/PR/2009/144.shtml>

組預金に関する行動経済学的調査結果を得て、業界と消費者に呼びかけている。

以下この経過をさらに具体的に整理する。

3-2 仕組商品ガイダンス (2012年3月)

2012年3月の最終ガイダンス「小売商品の発展と統治—仕組商品レビュー」³⁰⁾の概要は次の通りである。

概要

- 1 仕組商品が普及し、われわれはその販売額増加と商品複雑化が、業者のシステムとコントロールに負荷をかけることに注意を向けている。業者の商品開発と販売過程の安定性が欠如することは、劣悪な設計の商品となるリスクを増加させるし、ミスセリングまたは消費者のミス購入を引き起こす。
- 2 このリスクに取り組むために、我々は2010年11月～2011年5月にかけて主な仕組債販売業者7社を調査した。この調査では、特に業者が仕組商品をどのように設計しているのか、ターゲット市場をどう定めているのか、販売後の責任をどのように扱うのかを見た。

業者は何をすべきか

- ・対象顧客を定め、単に業者の最低ラインに貢献するのみでなく、対象顧客のニーズに合うように商品进行設計する。
 - ・対象顧客に公正な配当を分配できることを確実にするために、新商品のストレステストをする。
 - ・新商品の安定した受入過程を確実にする。新商品とは何であるかを明確にする。
 - ・それから商品存続中の進展をモニターする。
- 3 業者向けのこれ以上の詳しいガイダンスはこの発表の各章に記載されている。これは、もし該当すれば、既存の高いレベルのガイダンスの上に構築されるものである。

30) FSA, Finalised guidance, Retail Product Development and Governance –Structured Product Review (Mar. 2012)
<http://www.fsa.gov.uk/static/pubs/guidance/fg12-09.pdf>

このガイダンスは、表題に表れているように、仕組商品についてよりよい組成販売がなされるようにするために FSA が業界に示した指針である。仕組商品は、消費者被害を引き起こすおそれのあるものであることを前提に、業者の組成販売過程を検証し、そうならないための指針を具体的に策定したものである。

3-3 業界向け通知（2013年6月10日）

英国ではリーマンショック被害が広範に及んだことが問題とされ、2013年に金融制度改革が行われた。FSAの機能は、2013年4月に、PRA (the Prudential Regulation Authority BOEの一部。監督機関)とFCA (the Financial Conduct Authority 独立組織)に分かれ、FSAが持っていた機能のうち、市場の公正、金融消費者保護はFCAが引き継いで担うこととなった。

FCAは、FSAから引き継いだ直後の2013年6月10日、仕組商品を勧誘する業者が増えているとして、業界に向け、そのサイトに次のとおり注意事項を掲載した³¹⁾。

仕組商品

我々は、顧客に仕組商品を勧誘する業者が増加していることを把握している。業者は、我々の要求に合致していることを確実にすべきである。

特に、勧誘する場合は、業者は、①金融商品の勧誘によるリスクを効果的に扱うためのシステムとコントロールを所定の部署に置くべきであり、②供給者により作られる広報宣伝資料を通過させる際には、十分な技術、注意、勤勉さを持って行動するべきである。

次に、顧客への販売時または販売前に情報を提供する場合、業者は、①供給者からの顧客向け販売資料を通過させる際に、顧客がその資料に記載されている情報を理解するかを考えるべきであり、②商品またはサービスを的確に理解するために必要であると判断したら、供給者に対し情報又は訓練を追加して提供するよう求めるべきである。③もし業者がその販売資料を理解できないなら

31) FCA, Structured products (June 10, 2013)

<https://www.fca.org.uk/firms/financial-services-products/investments/structured-products#>

ば、その商品またはサービスを提供してはならない。助言とともに販売する予定である場合は特にそうである。

供給者の選択について助言をするときは、業者は、①供給者により提供される商品やサービスの特性を考え、それらが顧客のニーズとリスク選好度に適合するかを考えるべきである。それから、②顧客にとって、与えられた供給者の選択に何が影響を与えるかを、手数料の観点から、または供給者の財政的強度の観点から、場合によっては販売者に対する情報をどこで入手できるかという観点から、供給者は販売時（あるいは質問されたとき、苦情を伝えられたとき、申立てされたとき、満期になった時）にどれだけ効果的に信頼性をもって、販売者や顧客を扱うかという観点から、考えるべきである。

仕組商品に関する FCA のこの呼び掛けでは、販売業者は、組成業者が作成した顧客向けの販売資料を見て商品を理解できないなら売らな、助言をする場合は顧客の需要とリスク選好度に合っているかよく検討せよ、としている点が注目される。

3-4 仕組商品：消費者の定性的調査報告（2014年6月）

FCA から仕組商品に関する調査を受注した調査機関「イグニッションハウス」は、2014年6月、「仕組商品-消費者の定性的調査」と題する調査報告書³²⁾を FCA に対し提出した。

この調査は、2013年8月から10月にかけて、100名の消費者に100の定性的質問（内88が仕組商品に関する質問、12が将来どうするかについての質問）をして、消費者がなぜ仕組商品を買うのかを調査したものである。一人当たり60分から90分の時間をかけたインタビューを英国内の8か所で行ったという。この調査では元本リスク商品（Structured capital at risk products (“SCARPS”））は対象外とされている。全体の結論は次の通りである。

32) Ignition House, “Structured Products-Qualitative Research with Consumers” Prepared for the Financial Conduct Authority (FCA) (June, 2014)
<https://www.fca.org.uk/your-fca/documents/research/structured-products-qualitative-research-with-consumers>

全体の結論

仕組商品は、元本が保証され価格上昇可能性のある比較的 low リスクの商品を求める消費者に、一見、よく合うように見える。しかしながらこの調査は、多くの消費者、特に金融能力（ケイパビリティ）の低い消費者はこれらの商品が有利なのかを的確に評価できないことを示唆する。最も金融能力が低い層では、背後にあるデリバティブのパフォーマンスについて限定的な理解しかしておらず、すべての部分にわたり、消費者が代替物から達成できるものを過小評価し、現状で配分されるであろうリターンを過大評価するという証拠があるように見える。多くは組み合わせられた利金の効果をめぐる混乱による。

この調査結果は、ほとんどの顧客は、自身の手段のままでは、代替商品間で意味のある比較を能動的にはできないこと、この種の分析（比較）が心地よい範囲を大きく超えることを示唆している。この種の練習（比較）が組織的に今日の販売過程の一部を構成するという証拠はほとんどない。これは、顧客がより情報を得たうえで決定をするためには、販売時に、より正式な比較手続が必要とされるであろうことを示唆する。

この調査は、商品の成果見込みの明確な比較、仕組商品と普通の代替商品とのリターンの比較は、消費者の行動において、強力なインパクトを持つように見えることを示している。このような情報は、すべての能力レベルを満足させるように注意深く与えられることが必要である。比較の材料は明確に説明される必要があり、また、同じリターンについての金額による表示および率による表示を含むべきである。

仕組商品は、しばしば、支払可能性に影響を与える特性の組合せを持つ。たとえば、キックアウト³³⁾、キャップ、標準化、参照指標などである。我々の調査は、特性についてそれを超えると消費者が検討のスイッチを切りはじめる臨界量があることを示す。供給者は、商品を組成する際に、消費者の、複合的な特性を理解する能力を考えることを意識する必要がある。

この調査では、金利にのみリスクのある仕組預金と元本保証型仕組商品（満期

33) ノックアウトと同義。

に元本全額を支払うことを約束している仕組債など)を対象とし、元本リスク型仕組商品は対象外とした。たとえば指標が30%を超えて下落したら元本が指標にリンクするというような、米国や日本でよくみられる仕組債は対象外である。対象をこのように絞ったのは、英国では、仕組預金のうち金利にのみデリバティブを組んだものの販売が増加しているという実情によるものである。そのようなものが増えている背景としては、リーマンショックにより元本リスク型仕組商品の被害が社会問題となったこと、1999年に開始した少額貯蓄非課税制度であるISA (Individual Savings Account)³⁴⁾の定着により預金型ISAが普及し、それまで預金口座を持たなかった層の消費者が大量に預金取引の世界に入ってきたことなどがあると推測される。

消費者が仕組商品の背後にあるデリバティブのパフォーマンスを理解していない、リターンを過大評価する、という報告書の結論はこれまで各所で指摘されてきたことであって目新しいものではなく、この報告書における調査はこれを実証的に裏付けたことに意味があるといえる。

3-5 行動経済学的調査報告書 (2015年3月5日)

3-5-1 報告書の内容

2015年3月5日、FCAは、同日公表した行動経済学的調査の結果を踏まえて、消費者は仕組商品を理解するのに手こずっているので、業者に改善を求めると記者発表した³⁵⁾。

FCAは、同日、記者発表の前提となった臨時報告書「2+2=5? 投資者が仕組預金を過大評価することの証拠調査」(以下、行動経済学的調査報告書という)を公表した³⁶⁾。この報告書は、2014年に行われた「イグニッションハウス」によ

34) 株式型ISA、預金型ISA、ジュニアISA等の種類がある。

35) FCA, Consumers struggling to understand structured products as Financial Conduct Authority calls for improvements from firms (March 10, 2013)
<https://www.fca.org.uk/news/structured-products-fca-calls-for-improvements-from-firms>

36) Stefan Hunt, Neil Stewart, Redis Zaliauskas (Stefan Hunt and Redis Zaliauskas work in the Chief Economist's Department of the Financial Conduct Authority. Neil Stewart is Professor at the Department of Psychology of the University of Warwick.)

る「仕組商品-消費者の定性的調査」の結果を受けて、FCA と大学心理学科の研究者が、対象を仕組預金だけに絞り、384 名の消費者を被験者としてさらに深く調査検討した 50 頁余のものである。結論は次のとおりである。

消費者は、多くの理由により複雑な仕組商品进行评估することに困難を感じている。個人投資者を調査することによって、有意に、系統的に、複雑な仕組商品の一つである仕組預金からのリターンを過大評価していることがわかった。この過大評価により彼らは、たとえば定期預金のような他の代替商品より仕組預金を選ぶ。新しい、焦点を絞った開示が、消費者によるこれらの比較の仕方を多少は改善する。

FCA サイトには、この報告書の概要が次のとおり公表されている。

概要

投資者が複雑な商品を理解し評価するのに苦労するのには、多くの理由がある。商品特性と行動経済学的バイアスを利用した販売戦略もその理由に含まれる。

われわれは、個人投資者が複雑な商品の一種である仕組預金をどれだけよく理解し評価するかを調査するために、384 名の投資者（その多くは、それまでに仕組預金をしたことがあるか他の仕組商品を購入したことがある者である）について調査を行った。この調査は、どの投資者が、仕組預金がどのように機能するのかを理解しているか、投資者による期待パフォーマンスの評価に系統的バイアスがあるのか、特定の内容に焦点を当てた情報がこの評価を改善するのか、という点まで及んだ。

われわれは、投資者の FTSE 100 についての期待と、FTSE 100 にリンクした数種類の仕組商品³⁷⁾からの期待とを比較した。これは、投資者が FTSE に関

“Occasional Paper No. 9: Two plus two makes five? Survey evidence that investors overvalue structured deposits” Occasional Paper No. 9: Two plus two makes five? Survey evidence that investors overvalue structured deposits

37) 仮定の仕組預金を 5 種類（基本型、キャップ型、フロア&キャップ型、キックアウト型、クリケット型）作り、定期預金と比較させた。

連する仕組預金をどのように評価するかという点についてのバイアスを計算することを可能にした。FTSE の上昇に対する投資者の期待は、平均的には、我々がそのモデルで用いた前提とよく足並みをそろえていたのに対し、被験者は、最も単純なものも含めて、すべての仕組預金の期待リターンをかなり過大に評価した。この過大評価は、通常の理論では簡単には説明できないものである。

調査で用いられたすべての種類の仕組預金は、いずれも定期預金より多くのリターンがあるわけではないにもかかわらず、多くの投資者はこれに気づかず、仕組預金の方を好んだ。商品のリターン見込みとリスクの開示は、当初はリターンを過大評価していたかリスクを過小評価していた投資者の選択傾向を、変化させた。我々の定量モデルに基礎をおいた商品のリターン見込み情報の提供は、様々な前提を置いたシナリオの下でのリターンを示すことより多少は効果的であった。

商品特性のどの組合せと行動経済学的バイアスが、この文書で報告したような誤解を引き起こすのかを解明することは、今後調査されるべき重要なテーマである。商品特性－行動経済学的バイアスを利用することができるもの一は、投資者をして商品のリターンについて非現実的に高い期待を持たせ、仕組商品进行评估して比較する能力を阻害する。

われわれは、政策担当者によって検討されるべき調査結果に関し、いくつかの論点の概要を述べた。

報告書の「5 結論」部分は次のとおりである。

5 結論

この報告書では、比較的安全で広くアクセスできるが本質的に複雑な小売投資商品である仕組預金を、個人投資者がどの程度よく理解できるかを標定した。我々の調査方法は、個人投資者が直面する問題を分析することを目的とし、潜在的な解決策につながるよう意識した。我々は、これらの商品のリターンに対

37) 仮想の仕組預金を5種類（基本型、キャップ型、フロア&キャップ型、キックアウト型、クリケット型）作り、定期預金と比較させた。

する投資者の期待を測定し、それらが背後にある FTSE 100 インデックスに対する投資者の期待と一致しているかどうかを測定した。我々はまた、我々が組成した仮定の仕組預金と簡単な固定金利の定期預金とどちらを好むかを投資者に尋ねた。最後に、我々は潜在的な商品パフォーマンスの見込みに関する客観的な情報を提示し、回答者が先に示した好みがどう変化するかを記録した。

全体的に、我々の調査結果は、投資者の仕組預金についての理解が限定的であることを示している。期待リターンは、背後の指標に対する投資者の期待を調整した後でさえ、5つの仮定商品すべてについて一貫して過大評価されている。また、無リスクの代替商品と比較するときの評価を歪めるように見える。商品リターンの期待は、背後の指標の期待よりも系統的に大きくあるべきではないが、我々はこれがまさにそのケースであることが分かる。

我々の調査結果は、仕組預金に関する FCA ポリシーに関連する。我々は提起された問題に対処する方法を探究する作業を拡張していく。個人投資者の行動経済学的バイアス（たとえば、過去のパフォーマンスからの推定、見出しリターンへの焦点合わせ、損失回避、指数関数的配合バイアス等）の存在は、商品の複雑さと組込まれた特性がどのようにして商品のリターンについて不可解な高い期待をもたらすのかを説明できるかもしれない。どの商品特性と行動バイアスの組み合わせが、複雑な投資について投資者の誤解をもたらすのかを解明することは、効果的な選択をする消費者の能力を理解する助けになる、今後の研究における重要な課題である。

……略……

我々の調査結果に関連して、政策立案者によって考慮されるべきいくつかの問題がある。第1に、個人投資者の、複雑な仕組預金を評価する能力が限られている場合、業者は、個人投資者にこれらの商品を販売するのに、非助言販売チャネルを使用する必要があるかどうかを自問する必要がある。助言チャネルを介して販売する場合、供給者は、投資者のバイアスの影響に対処するために

必要な情報を、しっかり受取り見せることができるかを検討する必要がある。第2に、コストは、投資者が現実的なリターンを評価するときに見落とすかもしれないから、投資額から控除または商品に組み込まれる形ではなく、分けた手数料として開示される必要があるかもしれない。最後に、各種の的をしぼった情報に基づいて改善された開示、特に商品のリターン見込みに関する開示は、リターンに対する不可解に高い期待を緩和するための方法として検討される可能性がある。しかし、我々の得た知見は、単に情報を提供することによって解決することができる程度に限界があることを示唆している。

結論部分の最後に記載されている政策担当者に対する提案を整理すると、次のとおりである。

- ① バイアスの是正としての助言：仕組預金を助言チャンネルで個人投資者に販売する場合、供給者は、助言者が投資者のバイアスの影響を是正するのに必要な情報を受取って確実に示すことができるかを検討する必要がある。
- ② コストの明確な開示：コストは、投資額から控除または商品に組み込まれる形ではなく、分けた手数料として開示される必要がある。
- ③ 情報提供では限界：リターンに対する過大評価を緩和する方法として、リターン見込みに関する開示は多少の効果がある可能性があるが、このような情報提供によって解決できる程度には限界があり、その先の検討が必要である。

3-5-2 FCA から業界に向けて

FCAはこの結果を踏まえて同日付で、業界に向けて「仕組商品：商品開発とガバナンスの検証」と題する文書をサイトに掲載している³⁸⁾。仕組商品の設計・組成、販売のどの段階でかかわる業者をも対象とした文章である。要点は次のとおりである。

- ・ 組成の初期段階からターゲット市場を明確にし、ストレステストをして合理的な価値を持つ商品であることを証明せよ。証明できないなら作ってはなら

38) FCA, TR15/2: Structured Products: Thematic Review of Product Development and Governance (March 5, 2015)
<https://www.fca.org.uk/news/tr15-02-structured-products>

ず、売ってもならない。

- ・リターン見込み・元本欠損リスク可能性の程度がわかる情報を提供せよ。
- ・商品モニターを強化し、商品の全過程を通じて顧客を公正に扱える効果的な商品ガバナンスを実施せよ。
- ・我々は、業者がわれわれの要求に合致しているかをチェックするため、仕組商品市場を監視し続ける。更なる問題を認識すれば、我々はさらなる規制行為が必要かどうかを検討する。
- ・これらに従わない場合は、規制を強化する。

3-5-3 FCA から消費者へのメッセージ

FCA は同日付で、消費者に向けた「仕組商品」の解説を更新した³⁹⁾。そこでは、FCA が業者に対して、仕組商品の設計方法と販売方法を顧客のニーズに合うように改善してから投資者に提供するように求めていることを伝え、消費者には、定期預金の代わりに仕組預金または元本保証の仕組投資を買おうと考えたら、その前によく考えるようにと警告している。さらに、仕組商品は定期預金より有利とは限らない、どのように働くかどのように利益となるか確信できないときは単純な商品を選んだ方がよい、仕組商品のリターンは過大評価されるので他の商品との比較は困難である、などと警告している。

仕組商品は、仕組預金、仕組投資を含む語として用いられ、金融商品の助言を行う政府サイトである「the Money Advice Service」でこの警告の趣旨に沿った解説をしている⁴⁰⁾。

3-6 まとめ

英国では、リーマンショック後の仕組商品被害の広がりを反省材料として、

39) FCA, Structured products (Mar. 5, 2015)

<https://www.fca.org.uk/consumers/financial-services-products/investments/types-of-investment/structured-products>

40) The Money Advice Service, Structured Products, Structured Deposits and Structured Investments

<https://www.moneyadviceservice.org.uk/en/articles/structured-deposits-and-investment-products>

2012年3月に最終ガイダンス「小売商品の発展と統治—仕組商品レビュー」を公表して業界に指針を示した。この時点から組成に着目しており組成段階での商品適合性という視点がみられる。その後、2013年4月に監督機関がFSAからFCAに変わり、直後の2013年6月10日にFCAは、仕組商品を勧誘する業者が増えているとして、業界向けに、仕組商品を勧誘する場合、情報提供する場合、助言する場合の注意点を掲げた。FCAは、特に顧客向け販売資料の記載内容に着目している。

それでも、仕組預金と元本保証型仕組債の販売が増加しているので、FCAは、消費者がどうしてこれらの仕組商品を買うのかについての調査を外注し、調査機関「イグニッションハウス」が2014年6月、「仕組商品—消費者の定性的調査」と題する調査報告書をFCAに提出した。この報告書は、消費者が仕組商品の背後にあるデリバティブのパフォーマンスを理解していないこと、仕組商品のリターンを過大評価することを実証的に裏付けた。

この結果を受けて、FCAと大学心理学科の研究者が、対象を金利にのみリスクのある仕組預金に絞り、384名の消費者を被験者としてさらに深く調査検討した。その結果は2015年3月の臨時報告書「 $2+2=5?$ 投資者が仕組預金を過大評価することの証拠調査」と題する行動経済学的調査報告書にまとめられて公表された。これによれば消費者は、有意に、系統的に、仕組預金からのリターンを過大評価すること、その結果、定期預金の方が有利であるのに不利な仕組預金を選ぶことがわかった。この過大評価による選択ミスは是正する対策として、定性的でなく定量的な開示、たとえばリターン見込みの数値的な開示をすることが考えられ、それによって、選択ミスは多少改善するものの、情報提供という手段では、改善の程度にも限界があるという。

FCAが関心を持っているのが金利にのみリスクのある仕組預金であること、それが定期預金より不利であることを明らかにしたうえ、それでも消費者が定期預金の代わりに仕組預金を選ぶのは仕組預金のリターンを過大評価するからであるとして、今後も、行動経済学的調査を継続して、個々の商品特性の組合せと過大評価の関連をさらに究明する姿勢であることが注目される。これは、2016年のMiFID IIの国内法化にむけた準備の一環でもある。FCAは、業者に対しては、コストを開示せよ、リターン見込み・元本欠損リスク可能性の程度がわかる情報

を提供せよ、合理的な価値を持つ商品であることを証明せよ、としており、情報提供の工夫に加えて、商品適合性の観点からの要請もなされている。

4 日本における状況と金融庁等の対応

4-1 概要

日本では、金融庁が2010年4月に監督指針を改正してデリバティブ規制の一部を仕組債にも広げ、自主規制機関は2011年4月に自主規制規則を改正して、仕組商品などを意識した合理的根拠適合性を導入するなどした。その後は、二通貨選択型投信等に関する監督指針改正（2012年2月）、高齢顧客への勧誘に関する自主規制規則改正等（2013年12月）など、特定の種類の商品、顧客層について対応がなされた。その後も仕組商品は販売されているが、日本証券業協会も金融庁もあらたな対応はしていない。なお、金融庁は、2015年9月に「平成27年度金融行政方針」を公表して、その中に、手数料の透明化、手数料の透明性の向上を掲げている。

4-2 金融庁の監督指針改正と規制方針（2010年）

金融庁はリーマンショック後のデリバティブ被害や仕組商品被害の表面化を受けて、2010年4月16日、デリバティブ取引に関する監督指針を改正するとともに、その内容が仕組債等にも準用されることを明示した。

さらに2010年9月13日、金融庁は、「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」と題する文書で、①不招請勧誘禁止の範囲を広げ、個人を相手とする店頭デリバティブ取引をすべて対象とするよう政令を改正する、②仕組商品については自主規制等により、「店頭デリバティブ取引に類する複雑な仕組商品」に対して適合性原則等に基づく勧誘の適正化（合理的根拠適合性等）や説明の徹底（最悪シナリオを想定した損失の説明等）を図ってその遵守を監督する、という方針を示した。

これに基づき、内閣は金商法施行令を改正し⁴¹⁾、金融庁は、仕組債については

41) 金商法施行令16条の4第1項2号（2011年4月施行）

日本証券業協会に、仕組預金については全国銀行協会に、ノックイン型投資信託については投資信託協会に、方向性を示して自主規制を求め、それに合わせて監督指針を改正することとした。

4-3 自主規制規則改正（2011年4月）

日本証券業協会はこれを受け、2011年2月にその自主規制規則の一つである「協会の投資勧誘、顧客管理等に関する規則」（以下、投資勧誘規則という）を改正し⁴²⁾、2011年4月から実施している。①「店頭デリバティブ取引に類似する複雑な仕組債」⁴³⁾（規則2条7号）、②「店頭デリバティブ取引に類似する複雑

42) 投資勧誘規則の改正 日本証券業協会は、2011年2月に「店頭デリバティブ取引に類似する複雑な仕組債」などについて投資勧誘規則の改正という形で自主規制を設け、同年4月から施行している。概要は次の通りである。

○仕組債の勧誘制限（合理的根拠適合性原則など）

この自主規制では、まず、合理的根拠適合性のない勧誘は禁止するなどの勧誘制限を設けた。

すなわち、①商品販売前の検証の義務付けとして、合理的根拠適合性の検証（販売する商品のリスク特性、パフォーマンスなどについて事前に検証）および合理的根拠適合性のない仕組債（適合する顧客を想定できない仕組債）は販売してはならないこと、②勧誘開始基準の設定（年齢や取引経験の有無、財産の状況などから勧誘対象となる顧客を選定）である。

○勧誘が許される場合などにおける仕組債の説明義務

このように、仕組債の勧誘には一定の制限が設けられたが、勧誘が制限されない場合や勧誘なしで顧客が主体的に仕組債の購入に進む場合には、金融商品取引業者には、契約締結前書面交付義務と説明義務がある（金商法37条の3、金商業等府令117条1項1号）。この説明義務の内容は更に具体化されている。

①注意喚起文書の交付

不招請勧誘規制の適用がある場合はその旨、リスクに関する注意喚起、金融ADR（紛争解決）機関の紹介などを記載した文書を交付

②重要事項の説明

最悪シナリオを想定した損失額、中途売却の制限や売却試算額などについて説明

③確認書の受け入れ

重要事項の説明を行い、その内容の理解を得たことについて顧客より確認書を受け入れる。

43) 仕組債等のうち、イ 元本リスクのあるもの、ロ 利金リスクがあり払込通貨と償還通貨が異なるもの、ハ 利金リスクがあり払込通貨と利金通貨が異なるもの、ニ 条件により利金が0または極めてそれに近い水準になるものをいう。日本証券業協会は、投

な投資信託⁴⁴⁾ (規則 2 条 8 号)、③レバレッジ投資信託⁴⁵⁾ (規則 2 条 9 号) の 3 者 (以下この 3 者を合わせて「店頭デリバティブ取引に類する複雑な仕組債等」または単に「仕組債等」という) について、勧誘制限と説明義務の徹底に関する規制を設けたものである。EB や多くの株価指数リンク債、それから、ユーロ債と名付けられた高額・長期の仕組債のほとんどは、このうちの①に該当する。ノックイン型投資信託は②に該当する。③にはブルベア投信と呼ばれる倍率を掛けた投資信託が該当する。この解釈を示したガイドライン⁴⁶⁾が作られている。

設けられた勧誘制限の一つに合理的根拠適合性がある。これは、「新たな商品を販売するに際して、その商品の特性やリスクを事前に検証し、その商品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」というものであり、米国 FINRA の検討状況を参考にしたものである。

同じく、投資信託協会は、「店頭デリバティブ取引に類する複雑な投資信託に関する規則」「店頭デリバティブ取引に類する複雑な投資信託に関する規則に関する細則」を制定し⁴⁷⁾、やはり 2011 年 4 月から施行している⁴⁸⁾。

資勧誘規則改正の発表と同時に「デリバティブ取引に類する複雑な仕組債について」という資料を公表して、具体的な仕組債が規制対象となる仕組み際に該当するか否かの判断材料を提供している。

- 44) 店頭デリバティブ取引に類似する複雑な仕組債で運用する投資信託をいう。
- 45) 基準指標の変動率の 2 倍以上又は - 2 倍以下の数値に一致させるように運用する投資信託をいう。
- 46) ガイドライン 日本証券業協会は、「協会の投資勧誘、顧客管理等に関する規則第 3 条 4 項の考え方」(2011 年 2 月 1 日付)と題する文書で、同規則 3 条 4 項(「協会員は、有価証券の売買その他の取引等に関し、重要な事項について、顧客に十分な説明を行うとともに、理解を得よう努めなければならない。»)に規定する「重要な事項」の説明に係る考え方を具体化しており、そこでは、「1. 債権一般について、2. 店頭デリバティブ取引について」に続き、3 から 6 で、仕組債の重要事項、EB の重要事項、ノックイン型投資信託の重要事項、レバレッジ投資信託の重要事項などについて解説している(詳細は、同ガイドラインおよび桜井健夫・上柳敏郎・石戸谷豊『新・金融商品取引法ハンドブック第 3 版』420 頁以下を参照)。
- 47) <http://www.toushin.or.jp/publiccomment/ichiran/5252/> この規則では、合理的根拠適合性、勧誘開始基準などのほか、投資信託の名称についても規制を設けた(規則第 9 条)。「店頭デリバティブ取引に類する複雑な投資信託」の名称(愛称を含む)には、元本や利回りの保証や基準価額の変動リスクが低いかの誤解を与えるおそれのある名称(「元本確保型」「条件付元本確保型」「リスク低減型」「リスク限定型」等)は用いないこととされた。

この一連の改正により、ノックイン型投資信託は事実上販売できなくなったと
いうことができる。

金融庁の前記方針を受け、業界団体である全国銀行協会も、仕組預金について
大枠で日本証券業協会の自主規制規則と類似したガイドラインを定めた⁴⁹⁾。

4-4 通貨選択型投信等に関する監督指針改正（2012年2月）

その後、デリバティブ取引を組込んだ通貨選択型投資信託に関する相談が増加
し⁵⁰⁾、それに対応すべく2012年2月15日、金融庁は投資信託の販売・勧誘等に
関する監督指針を改正した⁵¹⁾。改正内容は、①通貨選択型ファンドへの投資経験
が無い顧客への勧誘・販売時において、顧客から、商品特性・リスク特性を理解
した旨の確認書を受け入れ、これを保存するなどの措置を取っているか、②通貨
選択型ファンドなどのリスクの高い商品を販売する場合には、管理職による承認
制とするなどの慎重な販売管理をおこなっているか、③投資信託の分配金に関し
て、分配金の一部又はすべてが元本の一部払戻しに相当する場合があることを、

48) 「店頭デリバティブ取引に類する複雑な投資信託の販売にあたっての遵守事項」
日本証券業協会は、投信協会のこの規則・細則の制定を受けて、販売に当たっての遵守
事項を定めて会員に通知した。

49) 全国銀行協会は2011年2月22日、以下の事項を定めた「デリバティブを内包する
預金に関するガイドライン」<http://www.zenginkyo.or.jp/news/entryitems/news/230222.pdf>を制定し会員銀行に通知した。商品性やリスクの十分な把握、勧誘開始基
準、注意喚起文書の交付等、顧客への説明と確認書の徴求について定めている。合理的
根拠適合性についての規定はない。

1. 適合性の原則等にもとづく勧誘の適正化 (1) 投資者へ販売する商品としての適否
の事前検証、(2) 勧誘開始基準の導入、2. 顧客への説明と確認書の徴求 (1) 解約清算
金の内容および清算金がある場合には元本割れする可能性がある旨の説明、(2) 法人を
相手方とする場合には、優越的地位の濫用がないことの説明、(3) 顧客からリスク等
について説明を受けた旨の確認、3. 注意喚起文書の交付（以下の事項を記載）

(1) リスクに関する注意喚起 (2) トラブルが生じた場合の金融 ADR 機関の連絡先

50) 通貨選択型投資信託の被害 国民生活センターは2012年7月26日、投信被害相
談に焦点を宛てて整理したものを発表した (http://www.kokusen.go.jp/pdf/n-20120726_1.pdf)。そこでは、ノックイン投信や通貨選択型投信の被害相談が典型例と
して紹介されている。

51) 監督指針改正 http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/toushi/siryou/20120307/06.pdf

顧客に分かり易く説明しているか、の追加などである。

4-5 高齢顧客への勧誘に関する自主規制規則改正等（2013年12月16日）

高齢顧客からの被害相談が増加したことから、日本証券業協会は、2013年10月、高齢顧客への勧誘による販売に関し、「協会の投資勧誘、顧客管理等に関する規則」等の一部改正及び「協会の投資勧誘、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）を制定し⁵²⁾、12月16日から施行している。仕組商品に関連するのは、価格変動が大きな商品、複雑な仕組みの商品（仕組商品はこのに含まれる）、換金性が乏しい商品が高齢顧客勧誘留意商品とし、これらが高齢者に販売する際には、上席者の同席等を求めることとしている部分である。仕組商品の勧誘について、2011年投資勧誘規則改正による合理的根拠適合性の考慮や勧誘開始基準等の規制に加えて、勧誘が許容される場合には上席者同席等の制限が追加されたことになる。

4-6 日本の仕組商品の実情

日本における取引所デリバティブ取引は、2008年から2014年にかけて5割増えている⁵³⁾（日本取引所グループ2014年12月30日発表）。

これに対し、仕組商品の発行高に関する統計は見当たらない。ちなみに日本証券経済研究所『日本の証券市場2014年版』78頁には、「仕組み債は、投資者の十分な理解がないままに販売されるケースがしばしばあり、裁判で証券会社の説明義務違反が争われる事例も散見されたため、最近では発行例自体が減少している」と記載されている。

しかし2015年の報道をみると、仕組み債の販売を強化するためグループ内で組

52) http://www.jsda.or.jp/katsudou/public/kekka/files/131029_syushikosshi.pdf

53) 世界のデリバティブ取引の残高推移（想定元本ベース）は、2008年前半が高く、その後下がって2010年後半、2013年前半にそれをやや超えるレベルまで又増加している。デリバティブ取引の時価推移（グロス時価ベース）は、2008年前半が突出して高く、それ以降は何割も下がったまま2013年前半まで推移している。大阪大学名誉教授仁科一彦「デリバティブ市場概説 2. 歴史編—デリバティブ市場を観察する—」先物・オプションレポート2014年2月号 <http://www.jpx.co.jp/corporate/news-releases/nlsgeu00000038kz-att/topics.pdf>

成できる体制を作る動き⁵⁴⁾、「仕組債の販売は過去最高水準に達しそうだ⁵⁵⁾」という外資系証券会社があり、特殊な指数にリンクする仕組債が株価の下げ幅を拡大しているという見方⁵⁶⁾もされている。11月には、米国大手投資銀行トップが、出資する日本法人を通じて日本の富裕層に対し仕組債の提供を増やしていくと会見している⁵⁷⁾。また、金融商品取引法46条の4の基づく開示資料である証券会社の「業務及び財産の状況に関する説明書」（平成27年3月期）をみると、証券会社によっては、「私募仕組債の販売が堅調だった⁵⁸⁾」「仕組債の取り扱いが高水準で推移⁵⁹⁾」という記載もあり、相当大量の仕組債が発行されていると推定される。各証券会社のサイトを見ると、私募、公募ともにあり、商品性には特に大きな変

54) 日本経済新聞 2015年4月1日夕刊「インターネット証券最大手のSBI証券は1日、富裕層向けなどの資産運用会社のブックフィールドキャピタルの全株式を取得し、完全子会社にする方針を固めた。買収額は5億円前後とみられる。金融派生商品などを組み合わせた高利回り債である仕組債の販売を強化する。SBI証券は他の金融機関が組成した他社株転換債（EB債）を中心に仕組債約100本を取り扱っている。ブックフィールドの買収により、グループ内で仕組債をつくって費用を抑え、金利をより上乗せした販売を目指す」

55) 日本経済新聞 2015年8月10日朝刊「ドイツ証券の桑原良社長は世界的な低金利を踏まえ、『利回りが相対的に高い仕組債の販売が過去最高水準に達しそうだ』とみている。」

56) 日本経済新聞 2015年9月9日朝刊「市場揺らす仕組債 一線越えると下げ増幅 株価が一定の範囲を超えて下がらない限りは高利回りと元本が保証される。そんな仕組債を埋め込んだ債券が株式市場を揺らしている。6～7月の高値局面で発行された仕組債の一部では、株価が定めた水準を下回る「ノックイン」という現象が発生。金融派生商品（デリバティブ）が誘う特殊な需給要因で下げ幅が広がる状況が生まれている。」

57) 日本経済新聞 2015年11月23日朝刊「富裕層事業、日本で強化 米モルガンスタンレー CEO」「モルガンが間接的に出資する三菱UFJモルガンスタンレーPB証券が顧客に持つ富裕層に対し、『仕組債や……の提供を増やしていく』と語った。」

58) 大和証券「業務及び財産の状況に関する説明書 平成27年3月期」70頁「トレーディング損益は、債券販売、特にリテール部門における**私募仕組債の販売が堅調**だったことなどから、前年度比0.5%増の1572億円となりました。トレーディング損益とトレーディングに伴う金融収支を合計した管理会計ベースのエクイティ収益は、日本株の取引が前年度と比べて減少し、同27.8%減の520億円となりました。債券収益は、**私募仕組債の販売が堅調**だったことなどから、同18.9%増の1320億円となりました。」

59) 東海東京証券「業務及び財産の状況に関する説明書 平成27年3月期」8頁「II業務の状況に関する事項 1. 登記の業務の概要」「マーケット部門では、引続き**外貨建債券・仕組債の取扱が高水準で推移**いたしました。」

化はない。すなわち、組み込まれているデリバティブの指標としては、株価指数、株価、為替など従来と同様のものであり、それらの指標が一定割合以上変動すると元本がその割合に応じて同率だけ減少するという構造のものが典型的であり、指標変動に倍率をかけたもの（あるいは元の指標に倍率を掛けた指標）、同種の複数の指標にリンクするもの、異種の複数の指標にリンクするハイブリッド型のものもある。

実際に販売された公募仕組債の例を示す（2015年8月時点）。

ドイツ銀行ロンドン支店発行 日米2指数参照円建て社債（ノックイン60）
 期間3年、利率年3.10%、ノックイン価格 各参照指数につき基準価格×60%

サイト上の説明には、ヒストリカルデータ、ワーストシナリオの記載はあるが、発行時の評価額（時価）は表示されていないし、手数料欄には「購入対価のみをお支払いいただきます」と表示するのみであり、実際のコストは不明である。

次に、仕組預金は、2012年夏以降、組込まれたオプションのプレミアムに相当する利金部分が預金保険の対象外であることが明確にされ、一時的に販売が減少したものの、2013年以降、取扱いが増加し、現在は外資系銀行を中心に相当取り扱われている。日本で販売されている仕組預金は、預入期間延長型と元本通貨変更型が主なものである。元本と利金、あるいは元本のみが指標にリンクする元本リスク型もあるが、利金のみが指標にリンクするタイプは少ない。

4-7 日本証券業協会の最近の対応

日本証券業協会は、金融庁の指示を受けて、投資勧誘規則を改正するなど顧客保護に向けて一定の対応をしてきた。それにも拘らずそのサイトでは、仕組債について次の通り肯定的な解説をするのみであり、問題点には特に触れていない。

「仕組債」とは、文字通り、一般的な債券にはみられないような特別な「仕組み」をもつ債券です。

この場合の『仕組み』とは、スワップやオプションなどのデリバティブ（金

融派生商品) を利用することにより、投資家や発行者のニーズに合うキャッシュフローを生み出す構造を指します。こうした『仕組み』により、満期やクーポン(利子)、償還金などを、投資家や発行者のニーズに合わせて比較的自由に設定することができます。

4-8 金融庁の最近の対応(2015年9月)

金融庁は、2015年9月18日に「平成27年度金融行政方針」を公表した⁶⁰⁾。そこでは、金融庁の目指す姿・重点施策として次のような記載がある。

第三に、販売会社については、従来、投資信託の回転売買等手数料稼ぎを目的とした顧客本位とは言えない経営の問題が指摘されている他、顧客が支払っている手数料の透明化等についても改善の余地が残されている。販売会社が、真に顧客のためになる質の高い金融商品・サービスを提供することで、顧客の安定的な資産形成が促進され、その結果として販売会社の収益が確保される、という姿を目指していくことが望まれる。

具体的重点施策として(1)の3番目に次の記載がある。

③フィデューシャリー・デューティーの浸透・実践

投資信託・貯蓄性保険商品等の商品開発、販売、運用、資産管理それぞれに携わる金融機関等が、真に顧客のために行動しているかを検証するとともに、この分野における民間の自主的な取組みを支援することで、フィデューシャリー・デューティーの徹底を図る。例えば、以下の取組みを促していく。

投資運用業者：系列販売会社との間の適切な経営の独立性の確保、顧客の利益に適う商品の組成・運用等

保険会社：顧客のニーズや利益に真に適う商品の提供等

販売会社：顧客本位の販売商品の選定、顧客本位の経営姿勢と統合的な業績評価、商品のリスク特性や各種手数料の透明性の向上、これらを通じた顧客との間の利益相反や情報の非対称性の排除等

60) <http://www.fsa.go.jp/news/27/20150918-1/01.pdf>

販売会社：顧客本位の販売商品の選定、顧客本位の経営姿勢と統合的な業績評価、商品のリスク特性や各種手数料の透明性の向上、これらを通じた顧客との間の利益相反や情報の非対称性の排除等（下線は筆者）

このうちの手数料の透明化、透明性の向上について、仕組商品の実質手数料の開示を求めるものであるとの指摘がある⁶¹⁾。「金融行政の方針」の表現は抽象的でありこれと異なる解釈も可能であるものの、米国の状況、MiFID II、英国の状況等を踏まえれば、この指摘も頷ける。この方向で明確になることが期待される。

5 米英日の比較と検討

5-1 仕組商品の比較

各国における最近の仕組商品の状況を対比すると次のとおりである。

米国では、株価指数リンク債や為替リンク債の他に、クレジットリンク債、ヘッジファンドリンク債など、多様な仕組債が大量に発行され、多様化傾向、増加傾向にある。元本リスクとしては、指標が一定割合以上変動すると元本がその割合に応じて同率だけ減少するという構造のものが典型的である。指標変動に倍率をかけてリンクするもの（あるいは元の指標に倍率を掛けた指標にリンクするもの）、同種の複数の指標にリンクするもの、異種の複数の指標にリンクするハイブリッド型のももあり、構造的には複雑化傾向である。2015年5月現在、残高4000億ドル、2万5000本となっている。

英国では、仕組商品は仕組預金と仕組投資に分類され、いずれも販売されているが、規制当局は特に仕組預金に焦点を当てて検討している。ここで対象とされている仕組預金は、指標の変動により利金がゼロになるリスクはあるが元本には影響を及ぼさない構造のものである。その外形から、消費者は定期預金と仕組み預金を比較してどちらかを選択している。ISA制度により初めて預金口座を開設する消費者が多数いることも背景にある。

日本では、証券会社が仕組債を、銀行が仕組預金を販売している。販売されて

61) <http://gendai.ismedia.jp/articles/-/45654>

いる仕組債には公募も私募もあり、その商品性は従来と大きな違いはない。組み込まれているデリバティブの指標としては、株価指数、株価、為替など従来と同様のものであり、米国ほどの広がりはない。元本リスクとしては、指標が一定割合以上変動すると元本がその割合に応じて同率だけ減少するという構造のものが典型的である点、指標変動に倍率をかけたもの（あるいは元の指標に倍率を掛けた指標）、同種の複数の指標にリンクするもの、異種の複数の指標にリンクするハイブリッド型のものもある点では米国の状況と同様である。量的には、業者によっては過去最高額と発表しているところもあるので相当大量であると推定されるが、全体としては2005年～2008年頃ほど目立ってはいない。次に、日本で販売されている仕組預金は、預入期間延長型と元本通貨変更型が主なものであり、元本が指標にリンクする元本リスク型もあるが、英国のような利金のみが指標にリンクするタイプは少ない。

このように国により組成販売されているおもな仕組商品自体に相違点もあるが、いずれもデリバティブが組み込まれた複雑な構造で投資判断が難しいこと、および、コストが大きい、あるいはリスクとリターンのバランスが悪い等の商品の不合理性が問題となることは共通している。

5-2 合理的根拠適合性（商品適合性）と組成段階での商品適合性

各国の規制もその共通点に焦点を当てて、まず、適合性原則を商品適合性の方向に拡大強化している。

米国では、仕組商品の普及に伴い2009年から適合性原則の再検討を開始し、2012年7月9日施行のFINRA規則2111で、適合性原則の一つとして合理的根拠適合性を規定して、業者に対し、勧誘が少なくとも一定の顧客（some investors）に適合性を有するものであると信ずる合理的根拠があることを求めている。

日本では、2009年以降の米国のこの動きを参考にして、2011年4月施行の日本証券業協会の改正投資勧誘規則で、商品販売前の検証の義務付けとして、合理的根拠適合性の検証（販売する商品のリスク特性、パフォーマンスなどについて事前に検証）および合理的根拠適合性のない仕組債（適合する顧客を想定できない仕組債）を販売してはならないことを規定した⁶²⁾。

このように米日ではいずれも販売勧誘段階での商品適合性を問題とするのに対し、EUでは、これらより一步すすめて、商品組成段階での商品適合性をも規定している。すなわち、2014年6月公布のMiFID IIでは、金融商品を組成する業者は、特定のターゲット顧客の需要に合うよう設計されていること、金融商品の販売戦略が特定のターゲット市場に適合すること、ターゲット市場で販売されることを担保する合理的な対策を講じることを確保しなければならない（MiFID II 24条2項）と規定している。

EU加盟国である英国はこの規制を国内法化する立場であり、商品組成段階での商品適合性を業者に求めることになる。FCAは、2015年3月に、組成業者に対し、組成の初期段階からターゲット市場を明確にし、ストレステストを実施して合理的な価値を持つ金融商品であることを証明するよう求め、証明できないなら組成してはならない、として、組成段階での商品適合性を業界に要求した。

このように各国は、仕組商品を意識した規制の一つとして商品適合性の考え方を導入したが、これと合わせて、顧客に対する情報提供についても次のとおり工夫がされた。

5-3 情報提供の工夫と限界

米国では、仕組商品の発行者評価額（≒時価）の開示が投資判断のためには重要であるという考えから、当局がその開示を強く求めた結果、2013年から目論見書の表紙に記載されるようになった。同時に、隠れたコスト等の合計額とその内訳という方向からの開示も求め、それも記載されつつある。

EUでも仕組み商品の発行時評価額を顧客に知らせることが公正な慣行であるとされ、さらに英国では、コストの明確な開示を求めている。投資額から控除または商品に組み込まれる形ではなく、隠れたコストも含めて分離した形での開示を求めるので、時価評価の開示と同様の効果を持つ。これに加えて、仕組商品からのリターンを過大評価する傾向を是正するため、リターン見込み、リスクの程度がわかる情報の提供を求めている。米国より一步進めた情報提供を求めている

62) 商品適合性に関するFINRAと日本証券業協会の規制は類似しているが相違点もある。これを具体的に検討したものとして村本武志「金融商品のリスク回避と適合性原則」現代法学26号256頁（2014年2月）。

ということが出来る。

以上のとおり米英では当局が業者に対し仕組商品の投資判断に必要と考える情報（米国は発行者評価額とコスト、英国はコストとリターン見込み・リスクの程度がわかる情報）の顧客への提供を強く求めてきた。

これに対し日本では、当局にそのよう姿勢がなく、業者は発行者評価額やコストを発行時にまったく開示しないし、それどころか、訴訟になっても裁判所に対してさえ開示しない。コストに関しては、まったく開示されていないどころか、手数料欄に「購入対価のみをお支払いいただきます」と表示するのみで、実質手数料の有無すら不明の販売資料が現在も用いられている⁶³⁾。金融庁 2015 年 9 月発表の「平成 27 年度金融行政方針」における「手数料の透明化」「手数料の透明性の向上」という記載が、仕組商品のコストを開示させるという趣旨であれば、米英の情報提供の水準を多少なりとも追いかけることにつながる。それから、リターン見込み・リスクの程度がわかる情報（定量的情報）の提供については、何ら検討されていない。

米国では発行者評価額の開示を実施して 2 年経過したが、それにも拘らず仕組債の発行額が増加した。これはリターン見込みの過大評価、リスクの過小評価があるからであり、現在、その先の対策は打ち出されていない。これに対し英国では、リターン見込みの過大評価を緩和する方法として、規制当局は、業者が顧客に対し、リターン見込み、リスクの程度がわかる情報を提供することを求めている。それが 2015 年 3 月のことであるから、その効果を判断するにはまだ早い。英国での調査では、この形での情報提供が、リターン見込みの過大評価を多少なりとも緩和する効果がある可能性はあるものの、このような情報提供によって解決できる程度には限界があり、その先の検討がさらに必要であることが示されている。

5-4 リターン見込みの過大評価——行動経済学的要因と商品構造的要因

英国の行動経済学的調査の結果は、リターン見込みの過大評価に焦点を当てて

63) 一般に公募社債では、発行手数料は発行者が負担する。顧客は手数料の負担なく、100 の支出で 100 の価値の社債を取得できる。本文のような記載であると、それと同様であると誤解するおそれがある。

いるが、これはリスクの過小評価の裏返しであって両者は同じことである。定期預金より、指標が不利な方向に動くとき利金がゼロとなる預金を選ぶのは、もちろん定期預金より多くのリターンが得られると見込むからであり、そこにはリターン見込みの過大評価があるが、反面、それは、指標が不利な方向に動いて利金が少なくなったり、場合によってはゼロとなったりするリスクを過小評価しているともいえる。

預金や債券を取得しようとする顧客は、元本リスクを負担する意思のない顧客、あるいは元本の安全性を重視する顧客であり、このような顧客が元本リスク型の仕組預金や仕組債の購入を承諾するのは、そのリスクが大きいことに気づかないからであると考えられる。同じく、このような顧客が、利金にのみリスクのある仕組預金の購入を承諾するのは、利金減少リスクを過小評価し、定期預金より有利だと誤解したからであると考えられる。この点に着目した研究によれば、仕組商品が、実際より安全であると錯覚しやすい商品であること、つまり、リスクを過小評価する傾向（実際以上に安全であると誤解する傾向）が顕現しやすい商品であるという、行動経済学的要因（限定合理性）が指摘されている。

プロスペクト理論⁶⁴⁾を中心とした行動経済学的知見を投入して投資行為を分析する研究は2000年代からの蓄積があり⁶⁵⁾、中でも、仕組商品の商品特性を分析しそれに対する投資行為を解明しようとする論文が多数発表されている。このうち、チューリッヒ大学金融研究所教授ソーステン・ヘンス、トゥリエ大学バンキングファイナンス教授マーク・オリバー・リジャー「どうして投資者は仕組商品を買うのか？」⁶⁶⁾は、仕組商品から得られる利益がその手数料より少ないことを

64) Daniel Kahneman, Amos Tversky, Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk, *Econometrica*, XLVII, pp. 263-291 (March 1979) http://www.princeton.edu/~kahneman/docs/Publications/prospect_theory.pdf

参考文献としてダニエル・カーネマン『ダニエル・カーネマン 心理と経済を語る』（楽工社、2011年）、同『ファスト&スロー上・下』（早川書房2012・14年）、中谷内一也「悪質商法におけるコミュニケーションと消費者行動」『消費行動の社会心理学』（北大路書房、2000年）108頁。

65) 本格的な調査を含むEUの研究として、Nick Chater, Warwick, Steffen Huck, Consumer Decision-Making in Retail Investment Services: A Behavioural Economics Perspective Final Report (Nov, 2010)

http://ec.europa.eu/consumers/strategy/docs/final_report_en.pdf

明らかにし、仕組商品が提供するの「幻想に過ぎない利益」であり、そのような幻想をもつこと（＝仕組商品の需要）は、行動経済学的要因（損失回避性、損失確定を避けるためにリスクを負担する傾向、確率の重みづけ、確率の誤評価、過剰自信）で説明できる人間の持つて生まれた傾向（限定合理性）であると説明する。実際より安全であると錯覚しやすいという特質は、行動経済学的要因でいえば、確率の重みづけ、確率の誤評価、過剰自信などと特に関係すると思われ、いずれにせよ、この一部ということになる。このほかにも、行動経済学的知見をもとに仕組商品を検討して、同様の結論を示す文献は多数ある⁶⁷⁾。英国の FCA の行動経済学的調査は、これらの研究の延長線上に位置づけられるものである。

ところで、仕組商品のリスクを過小評価するには、このような行動経済学的

66) Thorsten Hens, Marc Oliver Rieger, Why do Investors Buy Structured Products? (Feb. 16, 2009, revised Aug. 18, 2011) (http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1342360) は、「従来の合理的な投資者にとって、仕組商品から得られる利益は、それが発行者にとって比較的低いマージンとなる高度に競争的な市場であっても、その手数料よりはるかに少ないのが通常であることを明らかにする。仕組商品需要の大半は、行動経済学的要素、つまり損失回避性、損失確定を避けるためにリスクを負担する傾向、確率の重みづけ、確率の誤評価、過剰自信によってしか説明できない。」という結論を導き出している。最後には、「この論文は、小口投資者が仕組商品によってもたらされる効用（利益）を直接測定することによって、仕組商品に投資する動機を分析するための一貫した枠組みを提供する。最善の仕組商品は理論的にはポートフォリオの利益を高めるものの、この改善はとて小小さく、古典的な合理的投資者にとっては役に立たない。マルコピッツ・スタイルの2つのファンド投資（引用者注：ポートフォリオを意識した分散投資型のファンド投資）と比較して改善の程度を評価すると、この改善は、典型的には、仕組債のコストよりはるかに少ない。もしなぜこのような商品に大きな需要があるのかを知りたいければ、隠れている行動経済学的要因を議論することが必要である。この論文では、プロスペクト理論の効用機能を伴った投資者は、仕組債から大きな利益を認識することを明らかにした。他の行動経済学的説明一たとえば構造的確率誤評価による説明一も重要な役割を果たしているように見える。われわれは、仕組債の市場（銀行にとって大きな利益を出せる業務分野）は、ほとんど幻想にすぎない利益を投資者に提供していると結論付ける。仕組商品を購入する理由についてのわれわれの研究は、投資の誤りを発見する研究となってしまうている。」とまとめている。なお、この論文を紹介する CBS ニュースの記事がある。

http://www.cbsnews.com/8301-505123_162-57402799/why-do-investors-buy-structured-products/

67) 仕組商品について行動経済学的知見を用いて検討した論文は、前注の論文の 25 頁～29 頁に多数掲載されており、その中に同様の結論を示すものがある。

要因の他に、仕組商品の構造にも原因がある。この点については別の論文で論じた⁶⁸⁾ので、ここでは要点のみ説明する。

顧客が仕組商品のリスクを過小評価する商品構造上の理由は、2つある。1つ目は、商品構造が複雑であることにより、リスクの所在や大きさが分かりにくくなっていることである。見えないもの、分からないものは考慮から除外されやすいので、過小評価につながる。2つ目は、リスクに見合った対価が得られないため、得られる対価から直感的に想定するリスクは実際より小さなものになることである。逆に言うと、リターンから想定するより大きなリスクがあるので、その大きさに気づきにくいということである。たとえば、オプションの売りを組込んだ仕組債で、オプションの対価（プレミアム）を10とし、その半分5を業者側が取得し残り半分5を利金の形で顧客へのリターンとすれば、この内訳を知らない顧客は、利金として受け取る5に見合うリスクであると考えてリスクを過小評価する。オプションの価格特性からすると、プレミアムが2倍のものは、感応度ははるかに高くリスクの程度がまったく異なる大きなものとなっている。

5-5 商品適合性の規制の具体的適用

このように仕組商品は、構造的にも、行動経済学的にも、顧客からはそのリスクが過小評価される傾向にある商品である。時価評価額などの適切な情報開示はそのリスクの過小評価を弱める効果はあるものの、それでも限界がある。仕組商品は、情報開示により賢明な選択がなされ粗悪な商品は淘汰される、という市場原理が十分働かない商品であり、したがって販売段階で適切な情報を提供すれば足りるというものではない。

そこで米国では商品そのものに着目して、販売段階での商品適合性（合理的根拠適合性）の考え方を取り入れ、日本もその検討状況を参考にして同様に導入した。EUや英国ではこれをさらに進めて、組成段階での商品適合性を求めている。これらの規制の効果は、「一定の投資者にとって適合性を有する」（FINRA）、「ターゲット顧客の需要に合う」（MiFID II）、「適合する顧客が想定できる」（日本証券業協会）とはどのような内容であると考えるかによって、相当異なるものにな

68) 桜井前掲 173頁～186頁

ってくる。

商品適合性の判断基準として、FINRA は、「勧誘が少なくとも一定の顧客にとって適合性を有すると信じる合理的根拠」を求め、業者に、想定する投資家層、想定投資目的、想定リターン、投資リスク、流動性、利益相反、複雑性が適合性判断に与える影響等の調査を求めている⁶⁹⁾。

ところで、米国の項で紹介した仕組債の例では、「この債券は、判定日に指標の終値が最初の指標値の 60% 以上という条件（利息障害と呼びます）付き利払いを求める投資者のために設計されています」（1-3）と記載されている。意向に適合することに焦点を当てて、このように、債券の特徴を表現してそれを求める投資者のために設計したと表現すれば、どんな仕組商品でも「一定の投資者にとって適合性を有する」ように見えるが、このように評価すると商品適合性という概念が無意味なものとなる⁷⁰⁾。

商品適合性は、FCA が業者に対して求めているように、合理的な価値を持つ金融商品であることがその中心となるべきであると考えられる。合理的価値があることを証明できなければ、作ってはならず、売ってはならない、という FCA の姿勢は明快であるし、市場原理が働きにくい場面での規制として、適切であるといえる。

この観点からは、その構造とリスクを理解した人は購入しない金融商品は、合理的な価値を持たない金融商品であるから、構造を理解せずリスクを過小評価した人だけが購入するような商品は、「一定の投資者にとって適合性を有する」商品

69) 詳しくは、村本「仕組み商品と適合性原則」現代法学 22 号 119 頁（2012 年 3 月）、王前掲。

70) 志谷匡史「デリバティブ取引に係る投資勧誘の適法性」商事法務 1971 号（2012. 7. 15）は、日本証券業界の合理的根拠適合性ルール⁶⁹⁾の運用について、次の通り指摘している。「一連の取引ではこの規律の実効性が問われている。単に内規に違反して高齢者等に販売したという内部管理体制の不備が問題の本質ではない。株価や通貨の上がり下がりに賭けるにすぎない、しかも、顧客が勝ちそうになるとさっさと手仕舞いしてしまう、逆に顧客の負けが込んでくると、顧客が途中で勝負から降りることは阻止され、降りるには多額のお金を置いていかないと去ることを許されない、このような取引を適正なデリバティブ取引と称して販売することは自主規制に反するのではないかという根本的な疑いが提起されている。しかるに、リスクに耐えられる資金力を持つ専門的投資家がごく少数であっても存在するならば、それゆえに適合する顧客が想定できないとはいえないとして販売を許すことは妥当とはいえない。」（下線は筆者）

ではありえず、「想定できる顧客がいないような金融商品」と判断すべきである。換言すれば、構造を理解せずリスクを過小評価するであろう投資者を顧客として想定して組成、販売してはならない。ESMA 仕組商品意見書では、取引慣行にかんがみて考慮されるべき問いとして、「プロの投資家は、個人顧客に販売されようとしている価格でその小口仕組債を買うだろうか?」という質問を掲げている。プロの投資家、すなわち構造とリスクを理解した投資家が、買わない商品は作るな、売るな、ということである。

商品適合性をこのようなものであると理解すると、これは商品規制の一種であり、組成販売勧誘禁止の一種でもあるといえる。EUにおいて規制当局による販売停止権限が設けられ (MiFIR 40 条)、期待リターンとリスクの不均衡の程度が大きい場合がその介入基準の一つとして想定されていることは、まさしにこれに該当するものであり、具体的適用がどうなるかが重要である。

5-6 「単純な金融商品」の重要性

商品規制の観点からは、MiFID II 実施指令で、適合性判断にあたって、単純な金融商品との比較を販売手順に組み入れるべきとしていること⁷¹⁾は示唆的である。当該顧客にとって、より単純な別の金融商品の方が適合するのではないかとチェックせよというものである。米国においても、同趣旨の判断をした SEC 審決がある⁷²⁾。金融商品の未来を考えると、向かうべき方向は、単純な金融商品の普及であると考えられる。これは金融商品の次のような特質から来る結論である。

たとえば、自動車の部品はそれらだけでは何の役にも立たないが、組み立てて自動車にすると、移動手段、運送手段として見違えるような大きな効用を持つようになる。そのため、完成品は、部品の価値の合計より明らかに大きな価値を持つ。これに対し、金融商品は、たとえば社債やオプションなどは単体でそれぞれ価値を持ち、組み合わせるとそれぞれの価値が単純に合算されるが、価値自体が効用なので、組み合わせても全体としての効用＝価値は増加しない。むしろ、組み合わせるのにコストがかかるので、その分だけ効用＝価値は減少する。複雑にすればするほどコストがかかり、効用＝価値は減少していく⁷³⁾。したがって、複

71) 注 27 参照

72) F. J. kaufman 審決 (王前掲 34 頁)。

雑な金融商品は合理的な価値を持たない金融商品となる。

このような金融商品の特質に対する理解を前提として、英国では国家レベルで「単純な金融商品」について検討が続けられている。2010年7月に財務省主導で開始し、2011年11月にはキャロル・サージャントが率いるグループに研究を委任した。このグループは、単純で透明で理解容易な金融商品の開発を目指して、50以上の組織と協力して活動し、2013年3月に「単純な金融商品に関する最終報告」⁷⁴⁾をまとめあげて提出した。結論として、定期預金、定期生命保険などが「単純な金融商品」の候補とされている。その後財務省は、産業界、消費者グループとともにこの報告について検証し、2014年8月にその結果を公表した⁷⁵⁾。

このように、金融商品の特質からすると金融商品の向かうべき方向は単純な金融商品の普及であると考えられるので、それと対極にある、複雑な金融商品である仕組商品は、商品適合性の観点、特にその中心となるべき市場合理性の観点から、商品規制と販売勧誘規制がなされるべきであると考えられる。

5-7 考えられる規制内容

仕組商品の開示規制として米英で最近行われるようになったのは次のとおりである。

【開示規制】

- ① 組成時発行者評価額の開示
- ② 手数料（＝発行価格－発行者評価額）の内訳、合計の金額と率を双方とも開

73) 野村総合研究所「経営用語の基礎知識」https://www.nri.com/jp/opinion/m_word/financial/structured_n.html の仕組債の項では、「複雑化するリスクとコスト」との見出しのもと、「このようなオプションの性格を付与した仕組債は……投資家（仕組債を購入する者）が、「オプションの売り手」となる方法をとっています。すなわち、仕組債購入時点では、オプションのプレミアム（保険料のようなもの）を受け取る立場にあることから、見た目の受け取り金利は高くなります。その代わりに、株価の連動や外国為替レートの連動に伴って、受け取り金利を損なうリスクなどを負っているのが通常です。加えて、こうした仕組みが複雑になればなるほど、「仕組みの開発者の手数料」が仕組債の購入価格に間接的に織り込まれることとなります。」と端的に指摘している。

74) Sergeant Review of Simple Financial Products: Final report March 2013
https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/191721/sergeant_review_simple_products_final_report.pdf

75) <https://www.gov.uk/government/publications/simple-financial-products>

示

③ リターン見込み、元本欠損リスクの程度の開示

仕組商品の商品規制、販売勧誘規制としては、次のようなものが考えられる。

【商品規制】

- ① 手数料率の制限：現状では 50% 前後のものが多いといわれるが、これを他の金融商品のコストに近づけて数% を上限とする⁷⁶⁾。
- ② 商品構造の規制：デリバティブを組み込んだ 2 倍またはそれ以上の倍率のものや期間 20 年とか 30 年とかの長期のもの組成販売を制限ないし禁止する⁷⁷⁾。投資信託では、分散投資とならない構造のものについて、投資信託の定義に分散投資を入れることで、制限ないし禁止する。
- ③ 関係者に取得義務付け：合理的な価値を持つ商品が組成販売されるようにするため、組成者、発行者、販売者に当該仕組商品の一定量（たとえば 5%）の保有を義務付ける。

【販売勧誘規制】

- ① 仕組商品を、一部の店頭デリバティブ取引と同様、不招請勧誘禁止の対象とする。
- ② 取引できる顧客を、オプション取引口座を持ちオプション取引の経験がある顧客に限定する⁷⁸⁾。

日本においてはどれも行われていないので、このうち一部でも実行されれば、商品構造とリスクの程度を理解していない顧客がリスクを過小評価して仕組商品を取得するという不健全な状況、そのような顧客をターゲットとして組成販売されるという不公正な状況は、改善されると思われる。ただし、開示規制①②だ

76) 仕組商品では、組込まれたオプションの時価に対するコストの割合をコスト率とすべきであるので、発行価額 100 の仕組商品の発行者評価額が 95 であり組込まれたオプションの時価が 10 である場合、コスト率は 5% ではなく、50% と考えるべきであることに注意が必要である。桜井前掲 179 頁。なお、同 189 頁も参照。

77) 具体的方法としては、森下哲郎「デリバティブ商品の販売に関する法規制の在り方」金法 1951 号 16 頁（2012 年）で、デリバティブ商品を業に例えて商品規制に言及し、デリバティブ内包商品で契約期間が長期に及ぶものについて、監督機関ないし自主規制機関による事前の商品審査制度を導入することには検討の余地があると指摘しているのが参考になる。

78) 桜井前掲 186 頁参照。

けでは不十分であることが米国の経験から明らかとなっており、英国の調査では開示規制③まで行っても限界があるということであるので、それらに加えて商品規制、販売勧誘規制のいずれかを検討する必要がある⁷⁹⁾。

79) この結論は、桜井前掲で示した結論と一部重なる。仕組商品に関して、市場の視点から検討した結論と、最近の米欧英の調査結果や動きを前提とした結論が一致するということになる。