

# 仕組み債問題で転換迫られる 金融機関のリテール戦略 販売停止など目先の対応では 「金融庁の真意」を見誤りかねない

最近、銀行や証券会社が仕組み債の販売を停止・制限するといったニュースを頻繁に目にするようになった。これは、金融庁が、金融行政方針等の公表物で立て続けに仕組み債を問題視したことを受けての対応である。金融機関に顧客本位の業務運営を求める金融庁は仕組み債の何を問題視しているのか……。そこには、個別商品の販売方針の見直しといった目先の対応にとどまらない、持続可能なリテールビジネスの構築を含む経営戦略の見直しを迫る金融庁の姿がある。

日本資産運用基盤グループ  
主任研究員 長澤 敏夫



## 金融庁が見直しを迫る 仕組み債の販売態勢

金融庁は2013年に金融モニタリングの見直しを行い、業界かつ商品横断的に投資信託、

貯蓄性保険や仕組み債等のリスク性金融商品の組成・販売に関する業務運営の適切性をモニタリングし、その検証結果を公表してきた。この間、通貨選択型などの複雑な投信やテーマ型の投信、外貨建て一時払い保険な

ど販売の主力商品が短期間で変遷し、その時々で特定商品に販売の偏りが見られた。金融庁は、これまでも販売会社に対し、仮に個々の販売においてコンプライアンス上の問題はなくても、全体として商品販

売に偏りがあれば、「真の顧客ニーズを踏まえて販売した結果なのか」を事後的に検証し、必要に応じて改善策を検討するよう求めてきた。こうしたなか、今年仕組み債について、5月末の「資産運用業高度化プログ

# 仕組み債問題で再考必至の金融リテール戦略

レスレポート2022」(以下、ブログレスレポート)に始まり、6月末には「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」(以下、モニタリングレポート)を公表して、立て続けにその問題点を挙げ、金融機関に販売態勢の見直しを迫った。

以下では、金融庁が指摘する仕組み債の具体的な問題点をおさらいしたい。まずは、ブログレスレポートは本来、投信や年金等の資産運用会社のガバナンスや運用力の強化等を中心に検証結果を取りまとめた報告書であるにもかかわらず、その中で証券会社等が販売する仕組み債が取り上げられたことが目を引いた。

同レポートでは、仕組み債販売の主力となっているEB債(他社株転換可能債)を取り上げ、個人向けに販売された856本のデータを入手して分析を行った。その結果、頻度は少ないものの損失率の裾野が広く、わずか3カ月で元本の8割を毀損した例もあるなど、EB債のリスクが相応に高いことが示さ

れた。

一方、長期的なリスク・リターン比で他の資産クラスと比較した結果、「EB債のリターンはリスクに見合うほど高いとはいえない」と指摘。その上で、株式との相関が強い一方で、リスク・リターン比は劣後するため、「株式に代えてEB債を購入する意義はほとんどないと考えられる」と結論付けた。

さらに、早期償還されるケースを考えると、実質的なコストは年率換算で「8〜10%程度に達する」という推計を示した上で、「重要情報シートで実質コストを開示するなど、顧客向けの情報提供が充実されることが望ましい」と要請。金融庁が特定の商品に対してここまで厳しい表現を使うのは異例の事態といえる。

## 金融機関に要求する「経営レベルの議論」

次にモニタリングレポートでは、商品性と販売態勢面からEB債の問題点を指摘した。商品性においては「極めて複雑で、

理解することが困難」「リスクに見合うリターンが得られないことが多い」とし、「中長期的な資産形成を目指す一般的な顧客ニーズに即した商品としてはふさわしいものとは考えにくい」と厳しい評価を下した。

販売態勢面では、説明方法と顧客ニーズの2点で課題があり得るとしている。説明方法については、購入者から「単なる債券を購入したつもりだった」「定期預金と同様の元本保証との説明を受けたが、評価損にな

っており納得できない」といった苦情が金融庁に多く寄せられている。仕組み債は商品性が極めて複雑であることから、販売に際してはコストの開示のほか、他の商品との比較など丁寧な説明が求められる。だが、金融庁は一般的な債券と大きく異なるリスクがあることを十分理解しないままに仕組み債を購入している例が少なくないと考えられ、金融機関側の説明が不十分と指摘している。

顧客ニーズについても、苦情の多さを勘案すれば、相対的なクーポンの高さが魅力的に見える

ている可能性があるから売れているのであって、「顧客の真のニーズに応じた販売が行われていない可能性が高い」としている。その上で、仕組み債の「取り扱いを継続すべきか否かを検討し、継続する場合は、どのような顧客を対象にどのような説明をすれば真のニーズを踏まえた販売となるのか、経営レベルにおいて議論すべき」と結論付けた。

こうした昨事務年度の仕組み債に関する検証結果を踏まえ、8月末に公表された金融行政方針でも、顧客本位の業務運営に関する記述の中で仕組み債が大きく取り上げられた。具体的には、「仕組み債を取り扱う金融機関に対しては、経営陣において、こうした点を踏まえた上で取り扱いを継続すべきか否かを検討しているか、継続する場合にはどのような顧客を対象にどのような説明をすれば顧客の真のニーズを踏まえた販売となるのかを検討しているかといった点についてモニタリングを行う」とことがあらためて強調された。金融庁の方針を受けて、多くの金

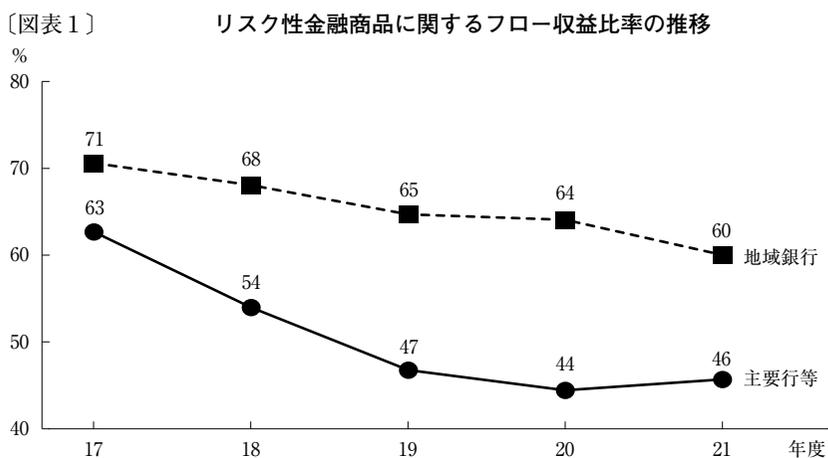
融機関が仕組み債の販売停止に踏み切っているものと思われる。

## 仕組み債の販売停止が最終目標でない

しかしながら、金融機関が仕組み債の販売さえ停止すれば、これ以上のモニタリングや検査を受けずに済むと考えているとしたら金融庁の真意を見誤ることになるだろう。というのも、金融庁の公表物では、確かに仕組み債に対してかなり厳しい文言が並んでいるが、単に仕組み債の販売を停止させることが最終目標ではないからだ。金融行政方針では、仕組み債関連収益の消滅・減少後のビジネスモデルを持続可能なリテールビジネスへと変革させることを促していることも示唆されている。

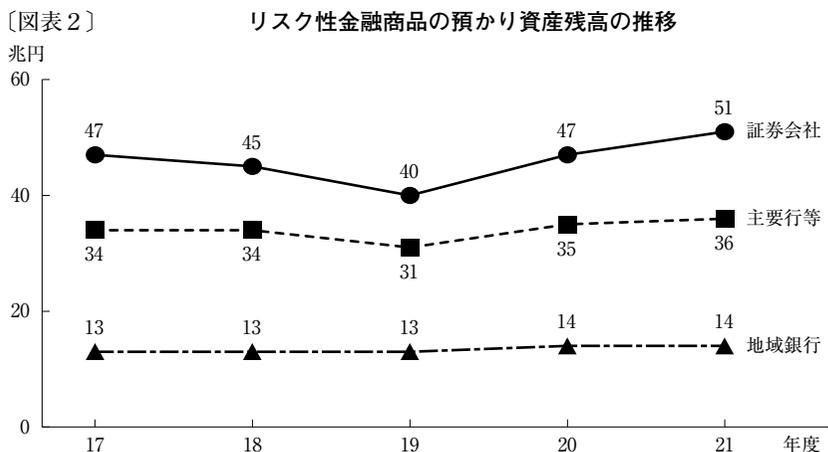
金融機関は相場に左右されない安定的な経営基盤を構築すべく、金融商品の販売手数料を主な収益源とする「フロー重視のビジネスモデル」から、投信やファンドラップなどの預かり資産の残高に対する手数料を主な収益源とする「ストック重視の

〔図表1〕 リスク性金融商品に関するフロー収益比率の推移



(注) 1. 有効回答が得られた主要行等7行、地域銀行14行を集計。  
2. 自行販売および仲介販売の合算ベース。  
3. ストックは投資信託およびファンドラップの信託報酬等、フローは投資信託等の販売手数料。  
(出所) 金融庁「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」から筆者作成 (図表2も同じ)。

〔図表2〕 リスク性金融商品の預かり資産残高の推移



(注) 1. 有効回答が得られた主要行等8行、地域銀行19行、証券会社6社を集計。  
2. 銀行は自行販売、仲介販売、紹介販売の合算ベース。  
3. リスク性金融商品とは、一時払い保険、投資信託、ファンドラップ、債券が対象。

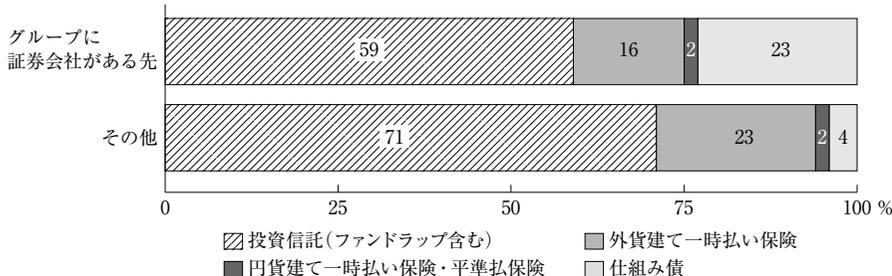
ビジネスモデル」へと転換を図る動きが見られる。預かり資産残高に応じた手数料は、運用による資産の増加という顧客の利益を金融機関が追求することで、利益相反の可能性の軽減が期待

されるため、「顧客本位」と説明されることが多い。モニタリングレポートによれば、特に証券会社においてその動きが顕著であり、「主要な証券会社におけるリスク性金融商

品の預かり資産残高も増加傾向にある」としている。これに対し、銀行のリスク性金融商品に関するフロー収益比率を見ると、地域銀行では低下傾向にあるものの、いまだに過半を占めてお

# 仕組み債問題で再考必至の金融リテール戦略

〔図表3〕 地域銀行の主な金融商品の販売構成（2022年3月期）



〔出所〕「2022事務年度金融行政方針」から筆者作成。

り、主要行等と比較しても高止まりしている（図表1）。一方で、預かり資産残高は増えていることから、そもそも地域銀

行には「フローからストック」へのビジネスモデル転換に課題があると言わざるを得ない（図表2）。

なかでも、系列証券会社を抱える地域銀行全体では仕組み債の販売が23%を占めている（図表3）。筆者が系列証券会社27社を個別に見たところ、典型的なフロー収益である仕組み債関連の収益（債券等トレーディング損益）が昨年度の営業収益の5割以上を占める証券会社が10社程度あったほか、8割以上を占めている証券会社も見受けられた。

仕組み債はロックアウト水準（注）に達して早期償還した場合、販売会社は別の仕組み債を紹介することが多いと聞く。顧客に売買を繰り返してもらおうことで、より多くの手数料収入を得ることができるため、回転売買を誘引しやすい商品性であることは間違いない。そのため、販売会社にとっても、仕組み債販売に過度に依存することで収益が早期償還動向に左右される経営体質に陥りやすいといった問題も指摘できる。

\* \* \*

仕組み債の販売停止、あるいは対象顧客や対象商品を絞って販売を継続するといった経営判断をするに当たっては、単に個別商品の販売方針の見直しにとどまっていはいけない。今まで自行・自社のビジネスモデルは地域社会やそこに暮らす生活者にどのような付加価値を提供してきたのかを、あらためて振り返ることも必要だろう。

地域銀行グループでは、リスク性金融商品の保有者が一部顧客にとどまるなど、預かり資産業務において豊富な顧客基盤を十分活用できているようには思えない。こうしたなか、例えば、系列証券会社がファンドラップなどの投資一任事業の主体（プラットフォーマー）となり、銀行が契約締結時の媒介やフォロアアップなどの顧客へのアドバースを担うなど、従来とは異なるかたちでの銀証連携を通じて「ストック重視のビジネスモデル」への転換を実現していくことも、顧客基盤活用のための選択肢の一つになり得る。

顧客のライフプランに寄り添いつつ、中長期的に取引を継続できるようなビジネスモデルを構築することで、顧客の「最善の利益」を実現するとともに自らの安定した収益の確保にもつなげていくことができる。仕組み債販売の見直しを迫られている今こそ、リテールビジネスを一から見直す絶好の機会なのではないだろうか。

〔注〕 判定日（3カ月ごとなど）における株価が「当初価格の105%」など一定水準以上になると、元本がその時点で早期償還されること。

ながさわ としお  
84年太陽神戸銀行（現三井住友銀行）入行。デリバティブ業務、リスク管理業務等に従事。11年1月金融庁入庁。「顧客本位の業務運営」のモニタリング等に従事。19年8月から主任統括検査官。20年12月金融庁を任期満了につき退職。21年3月から現職。21年5月からQUICKに兼務出向。