

真の顧客ニーズを踏まえた デリバティブ商品販売、その留意点

地域金融機関による仕組み債の販売停止が相次ぎ報道されたが、デリバティブ商品販売を巡るトラブルは、都度規制などの対処が行われても後を絶たない。そこでデリバティブ商品におけるトラブルの根本的な問題はどこにあるのか、勧誘時の留意点は何か、解説を行った。

長澤 敏夫

【1】真の顧客ニーズを踏まえた販売を行ってきたか

最近銀行や証券会社が仕組み債の販売を停止、制限といった報道を目にする。これは、金融庁が、金融行政方針等において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。

仕組み債のようなデリバティブ商品販売を巡る問題は過去にも定期的に起こっており、顧客保護の観点から都度規制などの対処が行われてきた。また、ベストプラクティスをめ指す「顧客本位の業務運営」の観点からも、金融庁では広く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についてモニタリングを行い、その検証結果を公表してきた経緯にある。

そして、通貨選択型などの複雑な投資信託やテーマ型の投資信託、外貨建て一時払い

保険など販売の主力の目まぐるしい変遷において、「真の顧客ニーズを踏まえて販売した結果なのか」という視点に立つて問題提起がなされてきた。

今後、各金融機関では経営陣を交え、販売態勢を整え販売を再開するのか、販売対象を絞り例外的に取り扱うのかなどの検討を行うことになる。そこでは商品勧誘時の適合性原則の遵守や説明義務の履行にとどまらない、「顧客本位の業務運営」の視点が重要となる。そこで本稿では、デリバティブ商品の中でも仕組み債を例に、「真の顧客ニーズを踏まえた販売」を行うための留意点について販売現場を意識しながら考えてみたい。

【2】仕組み債における投資家層の拡大とトラブルの増加

まずは仕組み債の商品性に

ついて、おさらいしたい。仕組み債は、債券にオプション取引などのデリバティブを組み込むことで、国債や定期預金などよりも高い利回りが出るよう設計された金融商品である。金利、為替、エクイティ等のデリバティブを使うことで様々な仕組みを構築できる。例えば、金利オプションが組み込まれたコーラブル債のように基本的には元本割れのリスクがなく、投資家が繰上償還されてしまうリスクを負うかわりに、通常の債券より高目のクーポンが設定されているような比較的低リスクの商品から、エクイティオプションが組み込まれ参照株価・指数がノックイン水準を下回ると元本が大きく毀損する可能性がある株価指数リンク債やEB債（他社株転換可能債）など、複雑で高リスクの商品まで様々な種類がある。ここ数年長引く低金利によ

図表1 仕組み債の種類別内訳



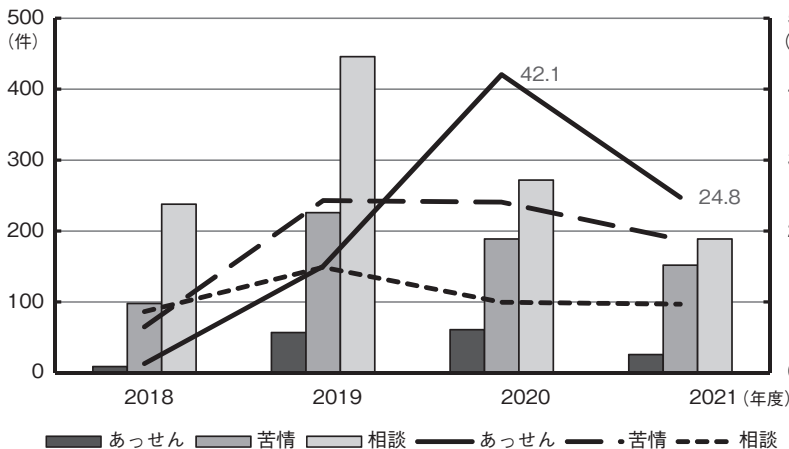
主要行等9行を集計
仲介販売、紹介販売の合計
2021年度

大手証券会社等7社を集計
他社による仲介販売、他社からの紹介販売を含む
2021年度

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について」

図表2 仕組み債関連のあっせん、苦情、相談の件数・比率推移

仕組み債の件数（棒グラフ 左軸）
仕組み債の全体に対する比率（折線グラフ 右軸）



出所：日本証券業協会・FINMAC「あっせん、苦情、相談の処理状況（年度毎）」より筆者作成

りコーラブル債などの金利系デリバティブを使った仕組み債の組成が難しくなっていることもあり、高いク

ーボンで投資家の興味を引くハイリスクの商品が増えていく。種類別では、EB債が主

要行等では47%、大手証券会社等では65%を占め販売の主力となっている（図表1参照）。

デリバティブを組み込んだ仕組み債の投資家としては、1990〜2000年代にかけては金融法人や学校法人、宗教法入などが中心だったが、足元では個人投資家に広がっている。それも当初は、投資経験のある富裕層向けに私募債として数千万円単位で販売されていたものが、徐々に小口化され、公募債という形で、退職者層などを含め広く販売されるようになってきている。

こうした購入者層の拡がりもあってか、証券・金融商品あっせん相談センター（FINMAC）に寄せられる仕組み債関連の「あっせん（注）」等は、件数については足元減少しているものの、全体に占める比率については、例えば「あっせん」では2020年度で42・1%、2021年度で24・8%と相応に高くなっている（図表2参照）。

【3】仕組み債販売における

留意点

仕組み債の勧誘時には、販売用資料、目論見書及びEB債であれば償還対象銘柄のチャート等の資料を使って、元本割れの可能性も含め仕組みやリスクについての説明を行ったうえで、投資に関する確証書を受け入れるなど、法令や自主規制ルールに則った勧誘は当然行っていると思われる。しかしながら、「顧客本位の業務運営に関する原則」（以下、「原則」という）を採択している金融機関は、「顧客の最善の利益」を追求すると宣言していることも忘れてはいけない。コンプライアンス上、問題なければそれで十分とは言えないのだ。

そこで、以下、仕組み債販売にまつわる留意点を、商品性、販売態勢の両面から整理してみた。

(1) 商品性に関する留意点

① オプションの売りポジション
ヨンのリスクの引受け

株価指数リンク債やEB債は、株価が一定の範囲内で推移すれば固定金利が受け取れるので、日経平均等のインデックス投信や現物株式と違い、一定のクーポン収入を得つつ、日々の値動きに一喜一憂したくない投資家のニーズがあると聞く。

しかし、仕組み債はいわゆる「債券」のイメージとは違うリスクプロファイルを持っているにも関わらず、預金代替商品のような印象を持ってしまふと、投資家はリスクを過小評価してしまいがちである。ノックインやノックアウトの仕組みの理解は当然ながら、株価の上昇メリットを放棄し、一定以上の下落リスクを引き受けるオプションの売りポジションにあり、利益限定・最大損失元本の商品を購入

入しているという認識を強く持つてもらうことに留意が必要である。

② 流動性リスク

仕組み債は流動性に乏しく中途売却が困難、若しくは売却できても多額の損失を被る可能性のある商品である。資金繰り上は余裕があったとしても、相場が下落し始め不安になり、早めに手仕舞いしようとしても、基本的には売却できないし、仮に価格が提示されたとしても、ノックインしていなくても想像以上に低い価格となる可能性がある。途中下車できないことにより、顧客は、状況によっては株式投資以上のストレスに耐えることを余儀なくされ、営業担当者では最後まで顧客に寄り添うことが求められる商品であるという点について留意が必要である。

③ 信用リスク

仕組み債は、格付の高い内

外の金融機関や国際機関等が発行体となることが多く、信用リスクの観点から特段の懸念がないことが一般的である。

通常の債券投資において信用リスクは重要なファクターであることもあり、発行体の信用力を過度に強調したセールストークは、投資家によっては安全な債券という自分都合の良い部分だけ記憶に残るといった確証バイアスが働いてしまうこともあり得る。

内包するリスクをそれぞれ丁寧に説明することは大事だが、しっかりとメリハリをつけた説明を行い重要なリスクについて理解・記憶してもらうことが必要である。

① 販売態勢に関する留意点
② 回転売買類似行為と高値掴み

仕組み債がノックアウト水準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

客に繰り返し購入してもらうことで、より多くの手数料収入を得ることができると、「回転売買」を誘引しやすい商品である。

これ自体、「顧客本位の業務運営」の観点から問題なしとしないが、さらに、再購入時には、参照指標の株価やノックイン価格が上昇していることが多く、いわゆる高値掴みになりかねない。これを繰り返しているうちに、一度でも株価がノックイン水準を下回ると、過去の受取利息でカバーできない元本額を毀損する可能性も孕んでいるので留意が必要である。

② 手数料相当額の開示

仕組み債は、仕組みの複雑さやリスクの大きさに加え、手数料相当額が売買価格に含まれており、投資家からは見え難くなっている^(注2)。

例えばオプション内包型の仕組み債では、投資家がリス

クを負担することの対価であるオプションプレミアムにより、投資家が受け取るクーポンと組成・販売会社が得る手数料相当額が賄われる構造にある。クーポンと手数料が綱引きの関係（非利益相反の関係）^(注3)にある中、投資家の負担するコストは平均5〜6%程度と推察^(注4)されており、こうした手数料が開示されていないことで、リスクに対するリターンの妥当性の判断を困難にさせ、相対的なクーポンの高さが魅力的に見える可能性がある。

③ 時価情報の開示

コンプライアンスの観点からは販売時の適合性の判断や説明の十分性が問われるが、「顧客本位の業務運営」の観点からは、販売後のフォローアップも重要である。

その一例として、時価情報の提供がある。前述のように、販売時に公正価値（時価）を

知らせることで手数料相当額の開示となることに加え、販売後も適宜時価を伝えることで足元の状況の理解に繋がる。仕組み債は流動性が低く中途売却できないので時価がないというのは誤解であり、株価等にリンクした時価がある。「高金利を求める一定の顧客層」のニーズがあるという意見も聞くが、顧客に十分な情報を伝え切っていないことが懸念される。

④ 苦情・トラブル事例から示唆

その他、FINMARCによるあっせん事例^(注5)において、投資家から適合性の原則や説明義務などの法令上の違反を申し立てられたケースを見てみると、必ずしも販売会社に一方的な非が認められたわけではなくても、顧客の理解を深め、ひいてはトラブル回避にもつながるといった観点から留意すべき点として、

有益な示唆が得られるものも見受けられる。

事例1 営業担当者は、仕組み債の勧誘時に、ヒストリカルデータに基づいた想定損失の説明を行ったとするが、紛争解決委員は、投資家が「実感を持って認識できる程度」の十分な説明をしていたかについて「疑念が残る」との見解を示しているケースがある。

今時勧誘時に様々な資料を使って丁寧に説明することは当然に行われていると思われるが、ここでのポイントは、「実感を持って認識」である。このケースで実際にどのような説明を行ったのかまでは分からないが、パーセントを使った想定損失の説明よりも、具体的に投資額100万円につき幾らと示す方が、投資家もリスクの大小をイメージしやすいかたのではないだろうか。ノックイン型の仕組み債の場合、ノックイン事由の発

生により一気に大きな損失が顕在化^(注6)するため、実感を持つてもらうことが重要である。これは、販売手数料を伝えるときも同様で、率ではなく実際の金額で示す方が分かりやすいと言われている。

事例2 勧誘時に商品の仕組みやリスクについて説明を行

っており、投資家も買付を了承しているとしても、預り資産のかなりの比率を仕組み債が占めるような提案に対して、紛争解決委員は、「想定し得るリスクを考慮すると申立人(投資家)に対する配慮が欠けていたと言わざるを得ない」との見解を示しているケースがある。

過当取引とまでいえず、個々の仕組み債の販売にコンプライアンス上の問題はなくても、偏った投資を行うことに合理的な理由が見いだせるのか、「原則」に係る取組方針に照らして、それが整合的

といえるのか留意する必要があると思われる^(注7)。

【4】「真の顧客ニーズを踏まえた販売」を行うためには

現在、金融商品販売の現場で活動されている営業担当者の方々は、皆さん顧客本位のアドバイスを行っているとの自負を持つて商品・サービスの提案を行っていることと思われる。

しかし、以上見てきたように、仕組み債の販売は、仕組みの複雑さやリスクの大きさとといった商品性もあり、開示情報の充実や分かりやすい説明に配意し、顧客が目先のクローポンの高さ^(注8)に気を惹かれ、リスクを過小評価するようなことが起こらないよう、他の商品以上に留意が必要である。そういった点を考えると、顧客本人の自覚の有無は別として、年間4兆円余りの販売額のうち、果たして顧客に

とつて最善の選択だったのか疑問となるようなものも少なからずあるのではないだろうか。例え、顧客がそれを望んだとしても、情報の非対称性が存在する中、金融の専門家として販売しないことが顧客本位となることもある。

しかし、顧客の真のニーズを把握すると言っても、顧客自体も認識していないことも多いと思われる、実際どうすればよいのか、という疑問が当然湧いてくるだろう。それに対する答えはひとつではないと思うが、ヒントとしては「3つのきく」(相手の話を聞く(Hear) だけではなく、相手の話を理解しようと聴く(Listen) ことに努め、さらに相手の想いを深く掘り下げるために訊く(Ask) にあるのではないかと思われる。もちろん商品やリスクの説明は必要なのでわかりやすく「話す」能力も必要だが、

それ以上に、ニーズの誘導とならないようにしながら顧客の考えを引き出す「きく能力」が重要ではないだろうか。

また、一般生活者の方にとって、金融商品に触れる機会はそのほど多くはないため、金融機関の店頭などで金融商品・サービスの説明を受けても、何が分からないのかが分からぬという声もよく聞く。図表3の質問例は、金融機関によっては既に重要情報シートの中に組み込み、顧客とのコミュニケーションに活用されているかと思うが、営業担当の方から顧客にこれらの質問を促すことにより、顧客とのコミュニケーションを活性化させ、顧客の関心事、ひいては真のニーズの把握に繋がっていくのではないかと思われる。

以上、真の顧客ニーズを踏まえたデリバティブ商品販売における留意点につき私見を

図表3 顧客と営業担当者との対話を促進し、顧客の理解をサポートする質問例

番号	質問例
①	あなたの会社が提供する商品のうち、この商品が、私の知識、経験、財産状況、ライフプラン、投資目的に照らして、ふさわしいという根拠は何か。
②	この商品を購入した場合、どのようなフォローアップを受けることができるのか。
③	この商品が複数の商品を組み合わせたものである場合、個々の商品購入と比べて、どのようなメリット・デメリットがあるのか。
④	上記のリスクについて、私が理解できるように説明してほしい。
⑤	相対的にリスクが低い類似商品はあるのか。あればその商品について説明してほしい。
⑥	私がこの商品に〇〇万円を投資したら、それぞれのコストが実際にいくらかかるのか説明してほしい。
⑦	費用がより安い類似商品はあるか。あればその商品について説明してほしい。
⑧	私がこの商品を換金・解約するとき、具体的にどのような制限や不利益があるのかについて説明してほしい。
⑨	あなたの会社が得る手数料が高い商品など、私の利益よりあなたの会社やあなたの利益を優先した商品を私に薦めていないか。私の利益よりあなたの会社やあなたの利益を優先する可能性がある場合、あなたの会社では、どのような対策をとっているのか。

出典：2020年8月「金融審議会 市場ワーキング・グループ報告書～顧客本位の業務運営の進展に向けて～」より筆者作成

述べさせて
頂いた。顧
客本位の商
品・サービ
スの提供を
行っていく
ことで、「原
則」が目指
す顧客から
選ばれる金
融機関、営
業担当者
となり、結果
顧客の「最
善の利益」
を実現しつ
つ、自らの
安定した収
益の確保に
繋げていく
ことができ
るのではな
いかと思わ
れる。本稿
がその一助
になれば幸

いである。

※ ※ ※

(注1) あっせんは、金融機関とその顧客との間のトラブル(紛争)について、公正中立な弁護士(あっせん委員)が、双方から事情を聴き、話し合いにより、双方が納得いく解決を目指す方法。

(注2) 金融庁では「重要情報シート」での開示を求めている。

(注3) 例えば投信の場合、手数料が高くてもパフォーマンスが良ければ投資家のリターンは高くなるが、仕組み債はオプションプレミアムというパイの分け合いなので手数料の高さは確実に投資家利回りの低下に繋がる。

(注4) 金融庁「資産運用業高度化プロセスレポート2022」

(注5) 2021年度および2022年度第一四半期の「F

INMAC紛争解決手続事例」における仕組み債関連の34事例。

(注6) 実際には、ノックイン水準に近づく過程で、すでに時価評価額は相当下がっている。

(注7) もし金融機関の販売方針として分散投資を中心とした提案を求めているのであれば、金融庁の言う「言っていることとやっていることが違う」というのは信用を旨とする金融機関として致命的なこと(2022年9月地域銀行の業界団体との意見交換会において金融庁が提起した主な論点より)にまさに該当してしまうのではないか。

(注8) 金融庁が、主要行等7行、地域銀行23行、証券会社6社を集計した21年度の販売額。

(株式会社日本資産運用基盤グループ 主任研究員)