

■論文題目	リスク性のある複雑な債券である仕組債の被害の対策について		
■氏名(学籍番号)	似内 涼花(0412020074)		
■指導教員	窪幸治	■所属コース	法律・行政コース
■キーワード	仕組債	不適切販売	顧客本位の業務運営

1. はじめに

仕組債は、債券にデリバティブ(金融派生商品)を組み込んだ、構造が複雑でリスクが高い金融商品と知られている。1999～2000年、2004～08年には多大な投資被害を生んでいたところ、近年再び、銀証連携が進む中、顧客特性についての情報共有不足などを理由とした被害も増加していた。

これに対して、日本証券業協会がガイドラインを策定し自主規制を行い、金融庁も2017年、顧客利益の確保や販売時の顧客に対する十分な説明義務等を内容とする「顧客本位の業務運営に関する原則」(以下、原則という)を定め、金融事業者が原則に従うか、実施しない理由を説明するよう求めた。

しかし、これらはソフトローであり、これに応じない金融事業者も見られたため、2022年、金融審議会「市場制度ワーキング・グループ」及び「顧客本位タスクフォース」により、法定化の必要性が提言された。これを受け、2023年金融商品取引法等の改正により、金商法及び金融サービス提供法に、原則の一部が取り込まれることとなった。

本研究では、一部とはいえ原則が法律化されることで、リスク性の高い金融商品の不適切販売の防止につながるのか、副作用がないのか、といった点について検討する。

2. 仕組債の商品特性

国債や社債などの通常の債券は、あらかじめ金利や満期日が定められている。債券に投資した投資家は定期的に金利を受け取ることができ、満期になると元本が償還される。

これに対し仕組債は、償還条件や、原資産の価格(株価や、為替レート)の変動により債券の償還額や利率が変動する。現金で償還されないこともある。

主な仕組債の一つであるEB債(他社株転換社債)を例に説明する。EB債は、株式にプットオプションがついているものであり、株価で償還額が変動する。株価が満期までの期間中に基準の価格を下回った場合には、下がった分だけ、償還額が減額される。また、その場合現金ではなく株で償還される(ノックイン条項)。また、株価が基準以上になると、満期日を待たず払い戻しされ、それ以降は利息の支払いが発生しない(ノックアウト条項)。すなわち、仕組債の発行者が受ける損失は、顧客に支払う利息に限定されるが、限定のない株価上昇による利益を得られる。他方で、顧客の利益はもらえる利息のみに限定されるが、限定のない株価下落損というリスクがある。

3. 仕組債販売の問題点

仕組債は高いリスクと複雑な商品性を持つ商品である。そのため、そもそも一般の生活者に勧めるべきではない商品と言われていた。しかし、販売することで得られる手数料が高い商品だったことを理由に、投資の知識や経験、投資の目的が適合しない顧客にも販売していたことや、リスクの理解が不十分な顧客にも販売していたことが問題となった。さらに悪質なケースだと、販売員がリスクや商品特性について理解していないケースや、元本割れのない商品と虚偽の説明をするケースが見られた。

また、仕組債は、普通、証券会社が販売するものであるが、証券会社だけでは多くの顧客を獲得するのが難しいため、同じ金融グループの傘下にある銀行に顧客を紹介してもらっていた。そのなかで、元本割れのリスクがない安定的な運用を希望する顧客や、窓口での個人向け国債購入を求めている顧客のような、リスク許容度の低い顧客をグループ証券会社に紹介して仕組債を販売していたケースが問題となった。その結果、こうした先では多数の苦情が寄

せられていた。

4. 金融商品取引における損害賠償請求の主な争点

金融商品の取引に関し、被害を被った顧客の多数は、「適合性の原則」と「説明義務」を主な争点として解決を図ってきた。「適合性の原則」は「顧客に適合しない勧誘をしてはならない」という原則である。「説明義務」は簡単に言うところ「顧客に十分に説明し理解させる」義務である。これらは、販売・勧誘時のみ対象のルールである。そのため、仕組債の販売で問題となった、金融商品購入後のフォローアップという点や、顧客と金融事業者で利益が反する可能性のある情報の開示といった点については対象外である。この点からも、原則の一部法定化は必要である。

5. 「原則」の法定化

この原則は、金融事業者が取るべき行動について詳細に規定する「ルールベース」のアプローチではなく、金融事業者が各々置かれた状況に応じて、顧客の利益を考えた業務運営ができるよう、「プリンシプルベース」のアプローチを採用していたが、原則に従わない金融事業者が多数見られたことから、原則の一部法定化が決まった。法定化された原則は、「原則の2」であり、「顧客の最善利益義務」を指す。

原則2が法定化された理由の1つ目は、誠実公正義務に、「顧客の最善の利益…を図るべく」との文言が取り込まれていなかったため、最善利益義務を明確にさせたかったから。2つ目は、インベストメント・チェーン（投資の連鎖）の機能を発揮するためである。金融事業者だけでなく企業年金制度等の運営に携わる者など広く対象に、一般に共通するものとして最善利益義務を法定することで、顧客本位の業務運営の一層の定着・底上げにつなげる。顧客が安心して投資ができる環境を作ることで、投資家から企業への資金の流れを作り、持続的な企業価値拡大をもたらし、さらにその利益が最終的に家計まで還元されるという一連の価値創造の連鎖を目指している。

6. 検討

法定化された最善利益義務では、できる限りプリンシプルベースのアプローチを残したいという考えから、抽象的なものとなっているため、リスク性の高い金融商品の不適切販売の防止の効果は少ないだろう。しかし、法定化されたことで、原則を意識する金融事業者が増えることが期待できる。

副作用は、行政の裁量が大きくなることである。金融庁では原則2を受け、顧客本位の良質な金融商品の販売が行われているかについて、金融事業者にアンケート・対話を行っていた。原則の法令化で、リスク性の高い金融商品を販売している金融事業者への取り締まりや、原則を採択していない金融事業者への指導が厳しくなるおそれがある。厳しい指導は、金融事業者を委縮させてしまい、最低限のルールしか行わなくなることを懸念される。

7. おわりに

現在の抽象的な法令では、具体的に金融事業者にどのような行いが求められているか見えてこないという問題や、行政の裁量が大きすぎるという問題がある。具体的な方針を示すことが望まれる。

リスク性の高い金融商品の不適切販売の防止についての具体的な法令化はされなかったため、原則の法令化を受けても状況が変わらなかった場合は、金融商品購入後のフォローアップという点や、顧客と金融事業者で利益が反する可能性のある情報の開示といった点についての法定化に期待したい。