

証券顧客の不当行為を許すな

マーケットエッセンシャル 主筆 **前田 昌孝**



前田 昌孝（まえだ まさたか）
1957年生まれ、1979年東京大学教養学部教養学科卒、日本経済新聞社に入り、2022年1月末に嘱託定年で退職するまで記者、編集委員として主に証券分野の記事を執筆。この間、2010年から13年まで日本経済研究センターに出向。2022年2月に独立して新メディアを立ち上げ。

仕組み債をめぐるトラブルが増え、日本証券業協会が7月から自主規制に乗り出すことになった。いくら顧客が想定外の損失を出したからといっても、リスク判断は顧客の責任だと考えていたが、どうも販売の実態は筆者の想定とは異なるらしい。一部顧客の不当な要求に、金融機関が振り回されている面もある。どこにメスを入れるべきか、改めて考えてみた。

〈適合性原則があるはず〉

日本経済新聞の2月3日付朝刊の社説には驚いた。「仕組み債が問う『顧客本位』」と題するものだ。中身を読んでいくと「銀行や証券会社が投資初心者の個人に『元本保証』や『安全資産』と称して販売する例が増えていた」とある。本当だとすれば、これは過当勧誘などの域を超えて「犯罪」ではないか。

しかし、前後の日本経済新聞の報道をみても、その犯罪を裏付けるようなケースはただの1件も書いていないから、現実のことかどうかわからない。説明が巧みで顧客が限りなく「元本保証」だと誤解した例はあっただろうとの想像はできるが、販売側が全くリスクの説明もせずに売るものとは思えないからだ。

リスクの説明といっても、例えば「満期日までに日経平均が一度でも2万5,000円を割

れば、償還価格はこうなる」といった説明をしておけば、通常は十分なのではないか。そうした事態に陥る確率がどの程度なのかまでは説明する必要がないというのが、筆者の理解だ。リスクの大きさは顧客側が判断すべきものであり、「今の相場局面では十中八九、損をする商品ですよ」などと言う必要はないだろう。

そこまで言ったら買う人がいなくなるということもあるが、「十中八、九損をする」という根拠があやふやならば、それは「断定的投資判断の提供」という別の問題になるかもしれない。要するに、リスク判断は顧客の責任だと言いたいのである。

ただ、日経の社説でもうひとつ気になることは「投資初心者に販売する例が増えていた」というくだりだ。これは適合性原則違反に当たらないのか。適合性原則は金融商品取引法第40条1号に定められている。「金融商品取引業者は顧客の知識、経験、財産の状況および投資目的に照らして不相当と認められる勧誘をしてはならない」（一部、表現をわかりやすくしました）となっている。

投資初心者は仕組み債というリスク商品を購入できるだけの知識や経験の持ち主だと判断されていたのだろうか。そう判断をしてもいい業界の自主規制のようなものがあつただろうか。とすれば、この法律は完全に空文になっていたといってもいい。金融行政上の問題も含め、すべてのありようを総点検すべきであろう。

〈なぜコストの明示なのか〉

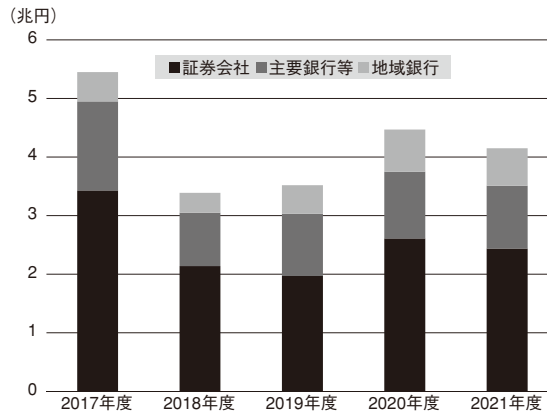
金融庁の統計によると、仕組み債の販売額は2021年度で4兆1,500億円に達している。証券会社が2兆4,400億円、主要銀行等が1兆700億円、地域銀行が6,400億円となっている。過去5年間を振り返ると、証券会社や主要銀行等は年によってかなりの変動があるが、大まかに言って一進一退。そのなかで地域銀行がじわじわと販売額を伸ばしてきた(図表1)。

仕組み債にはいろいろな種類があるから、一概にはいえないが、典型的な商品は、表面的な利回りが高くても、「日経平均が2万5,000円を割る」などといったトリガー条項に触れた場合には、大幅な元本割れを余儀なくされるようなタイプだ。

多くのケースではトリガー条項には触れないから、顧客側にメリットがあるが、触れた場合には顧客が多額の損失を被る。もし同じ商品を何十回も買っていれば、通算で顧客側が損をする確率が高いのではないだろうか。

実際、日経平均などが顧客にとって不利な方向に動き、トリガー条項に触れたら、予定通り、顧客は損をしていたわけで、それをなぜ「トラブル」と呼ぶのかはよくわからないが、損をした顧客が金融機関に強硬に苦情をいうことが金融機関の目には「トラブル」に

(図表1) 仕組み債の販売額



(注) 有効回答をえられた主要銀行等7行、地域銀行23行、証券会社6社を集計。
銀行は仲介・紹介販売ベース、証券会社は他社からの仲介・紹介を含む
(出所) 金融庁・金融審議会顧客本位タスクフォース「事務局説明資料」

映っているのかもしれない。

とにかくトラブル急増に手を焼き、金融庁が行政指導に乗り出したというのが一連の流れだが、振り返れば、金融庁が最初に規制しようとしたのは「金融機関は仕組み債のコストを明示せよ」ということだった。

金融機関にコストを明示させ、それがコストの引き下げにつながれば、トリガー条項に触れるケースが減るなど、もっと顧客に有利な商品が投入できるはずだという行政判断だったのだろうか。それともコストを明示させれば、多くの顧客がばかばかしいと考えて購入を渋るので、トラブルが減るし、金融機関も販売を控えるということなのだろうか。

なぜ販売規制や適合性原則の強化ではなく、コストの明示から規制をしようとしたのか、よくわからない。業界関係者からは仕組み債の販売自体はかつて金融庁が推進したこともあるという話も聞いた。正面からの規制はできないという判断だったのかもしれない。

コストを明示させれば、顧客の購入意欲が減退したり、商品性の改善につながったり、金融商品販売の適正化につながったりするという考え方は、どこかに真理が潜んでいるのかもしれないが、いわゆる行動経済学の知見が必要なようで、筆者にはちょっと理解できなかった。とにかく行政側の初動は不可解だった。

〈対面営業の数少ない収益源〉

金融庁の視線が厳しくなった結果、金融機関側は相次いで販売自粛に動き出した。日本

(図表2) 仕組み債の販売を停止した主な金融機関

金融機関	報道日	販売自粛の内容
千葉銀行 (ちばぎん証券)	2022/9/14	販売を全面停止
広島銀行	2022/9/14	一部販売を停止する方向
SMBC日興証券	2022/9/15	個人向けの積極勧誘を自粛
三井住友銀行	2022/9/15	勧誘・販売を全面停止
みずほ証券	2022/9/15	新規の勧誘を一部停止
三菱UFJ銀行	2022/9/29	販売制限を検討
楽天証券	2022/9/29	取り扱いを全面停止
めぐみFG	2022/9/30	販売を全面停止
とちぎんTT証券	2022/10/4	販売を全面停止
山口FG	2022/10/5	販売を全面停止
野村証券	2022/10/6	個人向け販売を原則停止
大和証券	2022/10/6	個人向け販売を原則停止
北洋銀行	2022/10/11	個人向け販売を全面停止
京都銀行	2022/10/11	個人向け販売を全面停止
横浜銀行	2022/10/11	個人向け販売を全面停止
東邦銀行	2022/10/17	一部の仕組み債の販売停止
東海東京FHD	2022/11/4	東海東京証券は対象を絞る。地銀との合併証券では特定法人を除き販売停止
岡三証券G	2022/11/4	公募形式は販売停止
あおぞら銀行	2022/11/28	販売縮小
東和銀行	2022/12/28	SBIマネープラザでの販売を原則中止

(注) 日本経済新聞電子版の報道ベース。販売自粛の内容は報道日の状況で、その後の変更は反映されていない

経済新聞電子版で「仕組み債」と「販売停止」の2つの言葉を両方含む記事の本数を調べると、2022年9月から2023年2月末までで15本あった。

主語となっているのはメガバンク、地方銀行、大手証券、準大手証券など。要するに金融庁による規制強化のにおいを嗅ぎつけ、こぞって手を引っ込めたようだ。ちょっと変わったところでは、楽天証券などのオンライン証券。ホームページで販売していた記憶はないが、「独立金融アドバイザー (IFA) のチャンネルで取り扱っていた」(幹部) という(図表2)。

銀行や対面営業の証券会社にとって、仕組み債は実は大きな収益源だったという指摘もある。株式の売買など単純な商品は手数料の安いオンライン証券にどんどん流れていってしまうし、投資信託も販売手数料が無料のケースが多いオンライン証券がじわじわとシェアを高めている。

積み立て型の少額投資非課税制度(つみたてNISA)のような企画商品は、手数料的に対面営業証券会社にとってうまみがないという事情もある。

というわけで、対面営業の証券会社の手数料構造をみると、外国株の店頭売買、ラップ口座などのウエートを高めていたのだが、生命保険などの販売に加えて、仕組み債も重要な収益源に育っていた。銀行にとっても事情は似ている。本当に適合性原則違反が横行していたのかどうかはわからないが、「どんな顧客にも売れるものならば売りたい」と金融機関側が考えていたことは間違いないだろう。

〈リスクを理解しない顧客〉

しかし、複数の市場関係者の話によると、特に大口顧客を中心にリスクを理解しない顧客が多かったという指摘もある。ある金融機関幹部の証言。

「私はこんな仕事をしているので、知人・友人からこんな仕組み債を買おうと思うけれども、大丈夫かといった相談を受けることが多い。そんなときには商品説明のページを示して、『ここにこんなリスクがあると書いてあるから、やめておいたほうがいいよ』と再考を促すのだが、ほとんどの人は『いや、大丈夫だ』と思って聞き入れてくれない。いまままで私の説明で購入を断念したのは一人だけしかいない」

金融リテラシーが低そうな人でもないのに、どうしてこんなことになってしまうのか。金融機関幹部によると、金融機関の大口顧客である知人・友人の多くは「金融機関が重要な顧客である自分のために、特別にいい商品をおつらえてくれた」という意識が強く、商品性そのものに大きなリスクがあるという発想になかなか至らないのだという。

大量に買おうが少量だけ買おうが、同じ仕組み債ならばリスクは同じだ。宝くじを1本買おうが、1,000本買おうが、当選確率が変わらないのと同じことである。しかし、大量に買えばリスクは小さいのではないかという錯覚も働くようだ。

もちろん金融機関側の説明が、顧客に過度の不安を抱かせないように「洗練」されている面もあるのだろう。顧客の警戒感が弱くなるようにうまく誘導しているのかもしれない。しかし、顧客側の錯覚がさまざまな「想定外」（あくまで顧客にとって）の原因になっている面は否めない。

〈「入札」で振り回す顧客〉

顧客側の錯覚というだけでなく、顧客側にもっと問題があるのではないかと思われるケースもある。「大口顧客である自分のところにおいて話を持ってくるのが当然だ」とばかりに金融機関を振り回す人もいるのだ。仕組み債の販売でいえばこんなケース。

「お宅が出せる利回りは3%なの。ライバルの銀行（あるいは証券会社）は3.5%の商品

(図表 3) 日本証券業協会の仕組み債販売に関する新しい自主ルールの骨子 (案)

1	商品説明資料に「複雑な仕組み債」で「投資初心者向けの商品ではない」と明記
2	販売対象を一定額以上の金融資産を持ち、投資経験や金融知識のある人に限定 (基準は各社が定める)
3	顧客の保有金融資産に対するリスクの高い金融商品の占める割合を一定以下にする
4	仕組み債の販売開始や商品拡充の場合は代表取締役らトップの関与を求める
5	8~10%とされる組成コストの明示は求めず。任意の「重要情報シート」で各社が対応

(注) 各種報道ベース。意見募集を経て2023年7月施行

を持ってきましたよ。もう少し何とかしてくれなければ、お宅からは買わない」

一般に金融機関の営業の第一線の担当者は、仕組み債の裏側がどうなっているかの知識をそれほど持っているわけではないから、「ライバルが3.5%を出せるならば、当社も出せるのではないか」と考え、それを社内要望としてあげていくことになる。

商品の組成側からみれば、表向きの利回りを引き上げれば、当然、トリガー条項に触れて顧客が損をするリスクを高めなければ割が合わないことになる。こうしてより高リスク・高リターンの商品が大量に展開されるようになったのではないだろうか。

今回の「トラブル続出」が商品の「時系列的発展」の局面のどんなステージで広がっていたのかは筆者にはわからない。ぜひ専門家に分析してほしいところだが、その背景にはより高い利回りを求めて金融機関を振り回す大口顧客と、それに応えようと振り回される金融機関がはびこっていたのではないか。

「顧客と金融機関の両方が悪いのではないか」。あるオンライン証券の幹部は話していた。今回のトラブルの実態から、何が本当に起きていたのかを解明したいところだ。

〈自主規制は7月から〉

いずれにしても、こうしたさまざまな事情を背景に、日本証券業協会は意見募集を経て7月から自主規制を開始すると、2月15日に発表した(図表3)。すでに多くの証券会社にとって、大口顧客に対する仕組み債の販売は重要な収益源になっていることにも配慮し、ルートを限って適切に販売することを求めるというのが骨子だ。

商品の投入に当たってはトップの関与を求めることなどを盛り込んだが、金融庁が当初、求めていた組成コストの明示は盛り込まなかった。組成する金融機関に外資系が多いこともあって、技術的に難しかったのかもしれないが、今後に向けての課題ではある。

全国銀行協会も現在、仕組み債販売の実態調査に取り組んでおり、結果を踏まえて、何らかの申し合わせなどをする可能性もある。顧客に全くニーズがないわけではないため、

富裕層や機関投資家に絞って販売できる道は残すのではないかと想定される。

〈おいしい取引への圧力〉

リスク商品の販売の難しいところは、有力顧客から多額の手数料を受け取り続けようと思えば、ときどきおいしい商品を提供しなければならないことだ。それがさまざまなかたちでマーケットのかたちをゆがめる場合もあり、現行の規制では対応できない問題に発展することもある。

1990年代初頭に大手証券のVIP口座が話題になったことがあった。本当にそのような口座があったのかどうかは確認されていないが、多くの顧客が株価の下落で損失を被るなか、一部の口座だけは何らかのかたちで損失の穴埋めがされた点が、いかにも証券会社がやりそうなことだと受け止められたのだ。

顧客との関係にこうした側面が少しでもあると、どうしても顧客の側からは「持ちつ持たれつ」の関係を築きたいという動機が生まれてくる。「たかさんの手数料を払うのだから、いい思いをさせよ」というわけだ。

これは百貨店でも飲食店でもホテル・旅館でも航空会社でも一般的に行われている上得意客優遇であり、悪いことではないように見える。ただ、金融機関の場合には金融商品の設計まで絡んでくると、市場をゆがめるなどいろいろとややこしいことが生じがちだ。

例えば、もともと販売できる数量が限られているIPO（新規公開）株。抽選で販売しているオンライン証券もあるが、対面営業の証券会社ではやはり配分が支店の裁量に任されていて、有力顧客に優先して販売することが多い。IPO価格は低いほうが買い手の顧客が利益を得るチャンスが大きいから、対象の銘柄の人気度にもよるが、営業サイドのニーズはなるべく価格を抑えることだ。

2021年8月に公正取引委員会がIPO価格は低すぎるのではないかと証券会社に調査票を送付したことが発端になった「IPO過少値付け問題」の背景の1つには、こんなメカニズムの存在があったのではないだろうか。

〈ブロックオファー取引でも〉

ここ1、2年話題になっている大手証券会社の相場操縦事件も、問題の本質は相場操縦そのものではなく、大口株主の売却株式を証券会社の自己売買部門から購入する営業店側の顧客と営業担当者の持ちつ持たれつとの関係ではないかと筆者は疑っている。

このブロックオファー取引を通じて、株式の割り当てを約束してもらった買い手側の顧

客は、割り当ての当日に他のオンライン証券などを通じて対象の株式を割り当て数量分だけ空売りすることで、かなりの確率で差益を手にすることができる。さすがに同一の証券会社は空売りの注文を受けないが、他社でどうするかまでは指示できないからだ。

このような「おいしい話」をめぐる大口顧客と営業担当者がなじみの関係にあり、顧客を継続的に儲けさせるために、株式の取引部門は株式を買い支える「ふり」をしなければならなかったと筆者は考えている。背景にあるのは「手数料がほしければ、おいしい話を持ってこい」という顧客からの圧力だ。

この事件の本質が相場操縦ではないことは、2022年12月まで6年間にわたって証券取引等監視委員会の監視委員長を務めていた長谷川充弘氏が日本経済新聞のインタビューで明確に答えている。「本質はSMBC日興証券が実施したブロックオファーのビジネスモデルに特異な点があったことだ」（2023年1月14日付朝刊）

〈顧客と証券会社の関係が不健全〉

証券取引において何を不正と考え、何を合法と考えるかは慎重な検討を要するだろう。あたかも高値入札のように、仕組み債の表向きの利率の引き上げを狙って金融機関を競争させることは、行為としては不適切でも、違法とまでは言えないように感じる。

しかし、証券会社から実質的に買い予約をした株式を、購入当日の朝から空売りする行為はどう考えるべきなのだろうか。「これをダメと言ったら、売れる株式も売れなくなる」との証券会社側の不満もわかるが、やはり、市場価格をゆがめる可能性が大きく、不正だと考えたほうがいいのではないか。

さらに、こんなことを考慮しなければならない背景をもう少し突っ込んで考えてみると、「個別の儲け話」を通じて証券会社と顧客とが不健全な関係にあることが問題なのではないだろうか。対面営業の証券会社に特有の話だといってもいいだろう。

オンライン証券も顧客はリターンを求めて取引している可能性が大きいですが、決して「自分だけの儲け話」を特別なルートで入手したいと考えているわけではない。インターネットの画面を通じて公平に提供されるさまざまな投資チャンスを組み合わせて、リターンに結びつけるのは基本的に顧客側の仕事であり、証券会社は「この話はおいしいからどうぞ」などと提供する役割を担っていない。

ところが対面営業の証券会社は、IPO銘柄や仕組み債やブロックオファー取引の事例はやや極端だとしても、基本的には収益チャンスを提案して手数料を稼いでいる。しばしば顧客を失望させ、顧客離れを招いたり、トラブルにつながったりするのは、ご承知の通り

だ。

「株価が上がるといって営業をするからいけないのではないか」。かつて筆者は対面営業の証券会社の幹部とこんな議論をしたことがある。下がる確率は常に半分あり、常に半分の顧客に「だまされたような気分だ」と言われるような関係では、健全なビジネスは育たないのではないかという思いからだった。

もちろんそんなことは百も承知の顧客にまで、謹厳実直である必要はないと考えているが、ビジネスの基本を変え、顧客との関係を少しでも健全にしていくことが、証券ビジネスの発展にとっては不可欠ではないだろうか。

〈金融庁は金商法改正の構え〉

仕組み債の販売問題に関連して本稿をほぼ書き終えたころ、日本経済新聞に次のような報道があった。3月8日の電子版から記事の冒頭部分を引用してみる。

「金融庁は高い利回りをうたう仕組み債を個人投資家に販売する金融機関に対し、手数料などの顧客が負担するコストの説明を義務付ける方針だ。販売時にどれだけ手数料がかかっているか内訳を示し、商品がうたう利回りがコストに見合うものか判断できるようにする。金融界では自主規制の動きもあるが、トラブルが増えるなか、法律による規制が必要と判断した」

金融庁からの正式な発表ではないので、細部までどこまで正確かは不明だが、筆者が理解するところ、これまでは適合性原則があり、それに従って「この顧客には仕組み債を販売してもいい」と金融機関が判断した場合、最低限、商品内容とリスクの所在を書いた書面を交付すれば、その内容を顧客が理解したかどうかには関係なく、仕組み債を販売できた。

しかし、これからは文書を交付するだけでは足りず、「顧客の知識・経験や財産の状況、投資目的に応じて、顧客が理解できるように説明することを法律上義務づける」というのである。

と同時に、「顧客が支払う費用のうち、販売会社が組成会社から受け取る手数料の割合」「組成会社や販売委託元との資本関係」「他商品と比べてその商品を販売した場合の営業員の業績評価上の取り扱い」といった、投資家の不利益につながる可能性のある情報提供を義務付ける方向で検討しているという。

下請け企業が大企業に製品を納入するわけでもないのに、すべてのコストをガラス張りにして商品を販売せよなどという規制は、「ほかの業界では考えられない」（中堅証券首脳）

といった声も出ているが、それだけ金融庁は金融機関の販売姿勢に強い不信感を抱いているということでもあろう。

〈リスクの説明は無理筋〉

それよりも気になるのは、金融庁の新規制は、顧客がわかるようにリスクの説明をすることを義務付けるように見受けられる点だ。これが何を意味しているのか、いまひとつはつきりしないが、筆者の理解では「日経平均が2万5,000円を割ったらトリガー条項が発動され、大幅な元本割れ償還になる」というのはリスクというよりも、商品内容の説明である。

一方、リスクの説明は「日経平均が2万5,000円を割る確率は10%程度でしょうから、十中八九、大丈夫ですよ」といったことを指していると考えている。

前者の説明だけならば、トリガー条項に触れるかどうかのリスク判断はあくまでも顧客がすることなので、金融機関は商品のパンフレットに書いてあることを、顧客が理解できるようにより丁寧に説明し、場合によっては確認書でも受け取っておけば、少なくとも販売時にはこと足りるであろう。

しかし、トリガー条項に触れて損失を出した顧客が「リスクの大きさについて十分な説明を受けていなかった」と言い出した場合、金融機関は「どの程度の割合でトリガー条項に触れるかなどはお客様が判断することです。私たちは商品内容を詳しく説明したことでお客様への責任を果たしたと思っています」と言い切ることができるのだろうか。

顧客にわかるように説明することを義務付けるという金融庁の新規制は、損失を出した顧客が「理解できなかった」と言い出した場合に、金融機関側が不利な立場に置かれる恐れがあるのだ。「どんな商品かの説明はだいたい受けたいけれども、商品のリスクがどの程度かは教えてもらってなかった」などと、顧客はとことん正当性を主張するだろう。

「長年、多額の取引をしている自分のために、妙味のある商品を持ってるのが金融機関の務めだ」などと勘違いしている顧客が多いことを考えると、顧客の主張の前に金融機関は立ち往生する可能性があるのではないか。

かといって商品の販売時に「十中八九、大丈夫でしょう」などと踏み込んで説明することは問題が多い。その根拠がどこにあるのかも問題だが、金融商品取引法が禁じている断定的投資判断の提供に抵触する恐れがあるからだ。

では「五分五分でしょう」などと言ってお茶を濁しておけばいいのだろうか。個別株ならば上がるか下がるかは「五分五分でしょう」と言われても、そんなものだろうと納得す

る顧客が多いただろうが、仕組み債のような商品で、営業担当者に「五分五分でしょう」などと言われたら、買おうという気は失せてしまうのではないか。

これは仕組み債に限った話ではないが、さまざまな事情を考慮すると、金融機関が顧客に対してリスクの度合いを説明することは無理筋なのである。金融庁は新規制を導入するにあたって、「金融機関の義務は商品内容の説明まで。リスク判断は顧客がすることだ」とくどいほどに説明する必要がある。

営業現場で現実に行くと予想されるトラブルの数々をきちんと視野に入れた規制にしないと、金融機関はいつまでたっても顧客との健全な関係を築けない。

