

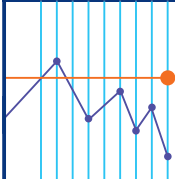
デリバティブ取引と消費生活相談



特集

1

デリバティブ取引の現状と課題



上柳 敏郎 Ueyanagi Toshiro 弁護士、ニューヨーク州弁護士
金融庁金融審議会第1部会臨時委員、早稲田大学・東京大学法科大学院客員教授等を経て、現在東京都消費者被害救済委員会委員、日弁連消費者問題対策委員会幹事。



1 デリバティブ取引の背景

…投資環境の変化と金融商品の多様化・複雑化

(1) デリバティブとは

デリバティブとは、派生商品と訳され、「原資産」(underlying asset) に由来・派生(derive)する取引の総称です*1。

理屈としては、変動するものであり、数字で表したり、有り無しで表現したりできるものは、どんなものでも原資産とすることができます。金、白金、ガソリン、大豆、とうもろこし、ゴム等の商品を原資産とするデリバティブは、「商品先物取引法」(以下、商先法)の対象となります。「金融商品取引法」(以下、金商法)の対象となるデリバティブの原資産には、株式、社債、預金債権、通貨、取引所標準物などの金融商品、金融商品の価格・利率等、気象観測数値、地象・地動等の観測数値、国民経済計算等の統計数値などの金融指標、その他に法人でないものの信用状態、異常な自然現象(豪雨、豪雪、地震、津波等)、戦争、革命、内乱、暴動などがあります。

また、デリバティブ取引を他の金融商品に組み込んだ金融商品を、仕組商品と呼んでいます。

*1 特集3「デリバティブの基礎知識」に関連記事あり。

組込み対象が社債なら仕組債、預金なら仕組預金などです。

デリバティブ取引には、さまざまな種類がありますが、例えば、日経平均株価指数プット・オプション*2は、日経平均株価指数を一定額(権利行使価格)で「売る権利」です。この権利の買い手は、日経平均株価指数がいくら値下がりしても、購入時に決まっていた権利行使価格で売ることができます。保険をかけたようなものと考えてみると、保険料に当たるオプション料を負担して「売る権利」を買います。その後日経平均株価指数が上がり、権利行使をしなければ、掛け損にはなりますが、指数が値下がりするリスクを回避(ヘッジ)する効果があります。

他方、このプット・オプションの売り手は、指数がいくら安くなっても一定額で買い取る義務を負います。保険料(オプション料)を対価に保険会社になったようなものです。最初にオプション料(やそれを原資にした利回り)を受け取るメリットがあるものの、指数が下がれば下がるほど、大きな損をすることになります。

2000年前後から、この日経平均株価指数プット・オプションの売りや、それを組み込んだ

*2 主なものに日経225オプションがある。

だ仕組商品が消費者に大量に販売され、2008年のリーマンショック後の株価下落に伴い、被害が顕在化し社会問題になりました。

(2) デリバティブの効用と問題点

デリバティブは、原資産の価格変動をヘッジすることに使えます。また、デリバティブに関連する原資産の関係者だけでなく、その関係者の取引相手となることで、例えばオプション料収入を得たり投機利益を得たりしようとする者も参加します。さらに、デリバティブや仕組商品を組成(製造)したり、販売・仲介したりして、加工料や手数料を得る金融事業者にも利益がもたらされます。こうして、世の中全体の資金配分がうまく行き、経済が発展するというのが良いシナリオです。

しかし、もともと原資産の変動を十分に予想することはできず、ヘッジを完全に行うことも容易ではありません。人間の社会は、金融工学の理論どおりに動くとは限りません。また、オプション料や手数料等がかかります。不測の損害を被る人も出てきます。金融事業者には、顧客や市場の利益よりも、当面の手数料収入を上げたという誘惑もあるでしょう。リーマンショックは、デリバティブが原資産の何倍も組成することができるために、想定元本が過大になったことによる金融システム全体としての破綻^{はたん}であったともいえます。

(3) 規制緩和と規制の見直し

1990年代から、世界的に金融規制の緩和が進み、日本でも1997年頃日本型ビッグバンとして、外国為替や金融商品開発が自由化されました。それまで、特に日本では、金融商品を新しく開発したり販売したりするには、いちいち

金融当局のチェックを受ける必要がありました。が、日本型ビッグバンにより、原則自由となりました。また、「外国為替及び外国貿易法」(外為法)の改正で、世界の金融市場と日本の金融市場が連結されたのです。

この規制緩和の流れは、金融市場の高度化・国際化、金融工学の発展、金融業界の構造変化、貯蓄から投資へという社会変化などと並行して進み、相互に原因や結果となり影響し合いました。

しかし、前述のように2005～2007年前後、日本だけでなく世界各国で、思わぬ金融商品被害が多発して社会問題となり、また、世界的な金融システム全体を揺るがすような破綻が発生しました。これを受けて、世界各国で、デリバティブの組成や販売についての規制が再強化されつつあるというのが現在の状況です。

2 デリバティブ取引に関する規制

(1) 商品先物取引法…不招請勧誘全面禁止

商先法は、2009年に成立し、2011年1月に本格的に施行されました。

最も特徴的な規制が、不招請勧誘の全面禁止です(214条9号)。先物取引業者は、顧客からの要請(招請)がない限り、顧客に対し電話や訪問による勧誘をしてはいけません。

商先法は、このほか、誠実・公正義務(213条)や広告規制(213条の2)、断定的判断の提供や虚偽告知、一任売買^{*3}、フロントランニング^{*4}、再勧誘、迷惑勧誘、勧誘受諾意思不確認、両建^{*5}などの不当な勧誘等の禁止(214条)、適合性原則(215条)、書面交付義務(217条)、説明義務(218条)等を定め、また、商先法省令103条は、向玉^{*6}や無断売買、手仕舞い^{*7}拒否、向玉の

*3 顧客の個別の取引ごとの同意を得ないで、金融商品取引業者が、売買の別、銘柄、数、価格等を1つでも定めて、顧客の計算で取引を行うこととする約束のこと。

*4 金融商品取引業者またはその役職員が、顧客から有価証券の売買の委託等を受けた場合、その売買を成立させる前に、自己の計算において同一銘柄の売買を成立させることを目的として、顧客の注文より有利な価格(同一価格を含む)で有価証券の売買を行うこと。

*5 同じ銘柄で、「売り」と「買い」のポジションを同時につくること。

*6 顧客の買い注文に対して金融商品取引業者が売り注文を、顧客の売り注文に対して金融商品取引業者が買い注文を出すことで売買を成立させること。

*7 信用取引・先物取引・オプション取引等において、買建玉(信用取引や先物取引で、買い注文や買い約定をしたままで、未決済のものを)を転売する、あるいは売建玉(信用取引や先物取引で、売りの注文や売り約定をしたままで、未決済のものを)を買い戻して決済すること。

説明義務違反などを定めています。

(2) 金融商品取引法…店頭取引不招請勧誘禁止

日本では、外国為替証拠金取引(FX)被害の社会問題化に対応して、当時の金融先物取引法を改正(2005年7月1日施行)し、金融先物先渡し・金融オプション取引について、不招請勧誘禁止規制が導入されました。この不招請勧誘禁止規制のうち、店頭金融先渡し・金融オプション取引の部分のみが、2007年9月30日施行の金商法に引き継がれました。

その後のデリバティブ取引被害の社会問題化に対応して、2011年4月から、個人を相手とする店頭デリバティブ取引全般について、不招請勧誘が禁止されることになりました(38条4号)。

さらに、適合性原則(40条1号)、説明義務(38条7号)、断定的判断の提供の禁止等(38条2号等)が定められています。

(3) 仕組商品に対する金融庁・日本証券業協会の規制

金融庁は、2010年4月16日、銀行や証券会社に対する監督指針につき、金融デリバティブ取引に関する顧客への説明体制および苦情・相談処理機能の強化を求める方向で改正・施行しました。「主要行等向けの総合的な監督指針」「中小・地域金融機関向けの総合的な監督指針」「金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針」の3つの監督指針で、仕組債などにも準用されます。

金融指標等の水準等に関する最悪のシナリオを想定した想定最大損失額や、当該仕組債等が原則として中途売却できないものである場合にはその旨、また、当該仕組債等を中途売却すると中途売却に伴う損失見込額が発生する場合にはその旨および中途売却に伴う損失見込額の内容等について、具体的に分かりやすいかたちで解説した書面を交付するなどの方法により、適切かつ十分な説明をしているか、などが盛り込まれています。

日本証券業協会は、2011年2月自主規制ルールである「協会の投資勧誘、顧客管理等に関する規則」(投資勧誘規則)を改正しました。

複雑な仕組債について、「合理的根拠適合性」のないものの販売禁止、説明義務の徹底、勧誘開始基準、注意喚起文書の交付などが規定されました。

仕組債の勧誘制限として、①商品販売前の検証の義務づけとして合理的根拠適合性を検証(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)。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、と制限が設けられています。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)。取引経験については、例えば、過去に同様な取引を行っていることやデリバティブ取引の経験があるといった基準を設けることなど、を自主的に実施することが考えられます。

仕組債の説明義務として、①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(裁判外紛争解決)機関の紹介などを記載した注意喚起文書を交付 ②最悪の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こと、が規定されました。

3 不招請勧誘規制をめぐる最近の動き

2013年6月14日に閣議決定された規制改革実施計画において、商品先物取引に関し、「勧誘等における禁止事項について、顧客保護に留意しつつ市場活性化の観点から検討を行う」(平成25年度措置)とされました。この実施計画は、市場活性化をめざすに当たり、「顧客保護に留意」すべきことを明示していますが、以下に挙げるとおり、前述した2011年1月施行の商先法の

不招請勧誘禁止を見直す動きを引き起こすことになりました。

(1) 農林水産省および経済産業省改正案

農水省および経産省は、2014年4月5日、「商品先物取引法施行規則」および「商品先物取引業者等の監督の基本的な指針」の改正案を公表しパブリックコメントの募集手続を始めました。この改正案は、商先法施行規則102条の2を改正することにより、7日間の熟慮期間(クーリング・オフとは違います)を設けることなどの条件のもとで、70歳未満の消費者への電話や訪問勧誘による取引を幅広く認めるとともに、自社以外とのハイリスク取引の経験者に対する勧誘を認めるというものです。しかし、商品先物取引関係の消費生活相談における契約者は、半数以上が70歳未満です(特集2「商品先物取引等に関する相談の傾向」図2参照)。

また、7日間の熟慮期間は、消費者の保護としてはほとんど機能しません。商品先物取引は、基本契約の締結後、多数回の取引を次々と勧誘されて行われるものですが、熟慮期間とは、当初の熟慮期間中に行われた取引についてのみ自己の計算としないというだけであり、一定期間内に全契約を解消する制度であるクーリング・オフのような効果は期待できません。実際、1983年施行の「海外商品市場における先物取引の受託等に関する法律」(海先法)では、14日間の熟慮期間を設けていましたが(同法8条)、熟慮期間を活用して被害救済された例はほとんどありませんでした。

さらに、法律(商先法214条9号)が禁止している不招請勧誘を、法律の下位にある省令(施行規則)で事実上解禁しようとしているという点でも問題です。消費者委員会「商品先物取引法における不招請勧誘禁止規制の緩和策に対する意見」2014年4月8日、日本弁護士連合会「商品先物取引法施行規則及び商品先物取引業者等の監督の基本的な指針の改正案に対する意見書」

2014年4月16日等において、農水省等の改正案の問題点が指摘されています。

(2) 金融庁の商品デリバティブ規制

他方、金融庁は、2014年5月30日、「金融商品取引法施行令」改正案を公表しました。この改正案は、商品関連市場デリバティブ取引にかかわる金融商品取引契約の締結の勧誘に関し、①勧誘受諾意思の確認義務および再勧誘の禁止の対象とし(金商法施行令一部改正16条の4第2項第1号二)、②勧誘受諾意思を確認する方法として、一定の取引関係にない個人顧客に対しては、電話・訪問による勧誘を禁止する(金融商品取引業等に関する内閣府令の一部改正117条8号の2)というものです。

これは、一定の取引関係にない個人顧客に対して電話・訪問による勧誘を禁止するもので、実質的に、不招請勧誘の禁止と同様の効果を規定できるものといえます。

このように、経済的にはほとんど同じ取引に対し、金融庁の規制方法と異なった規制案が農水省・経産省から提示されているわけです。金融庁の規制は、証券・金融、商品を横断的に一括して取り扱う総合取引所での商品デリバティブ取引に適用されます。この総合取引所は、2012年金商法改正により導入された制度ですが、まだ商品取引所は総合取引所(具体的には東京証券取引所と大阪証券取引所が合併した日本取引所が想定されています)に入っていません。総合取引所に入らない従来型の商品取引所での商品先物取引には、農水省・経産省の規制が適用されます。

これまでの商品先物取引業者の営業実態や被害実態を踏まえると、消費者被害の防止と公正な価格形成のためには、電話や訪問による勧誘の規制緩和には慎重であるべきです。したがって、私は、農水省・経産省の規制も、金融庁の規制に合わせるべきだと考えています。