

デリバティブ商品の消費者問題（1）

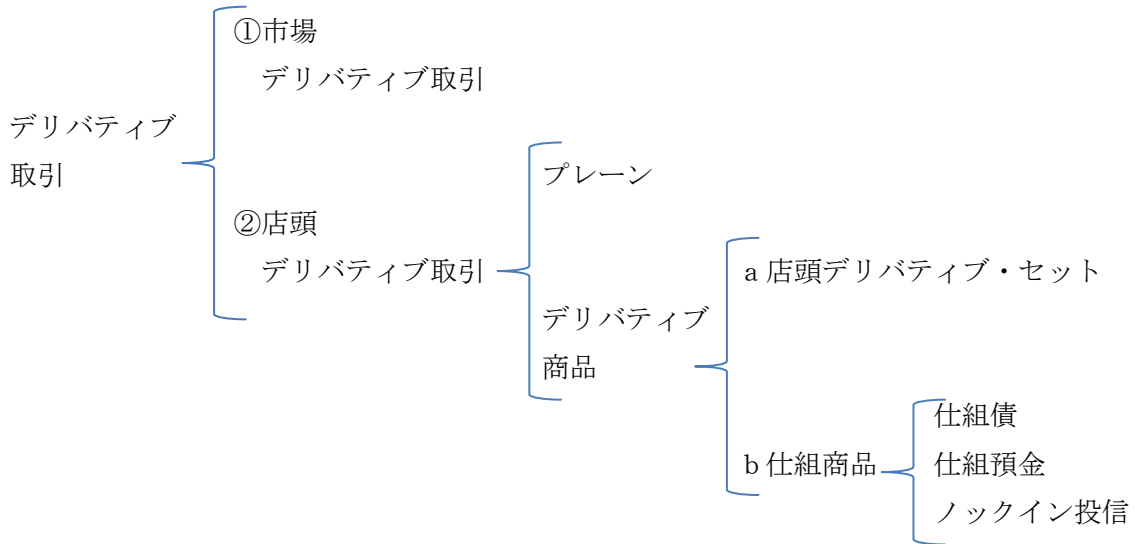
ーデリバティブ・セットと仕組商品ー

東京経済大学教授 弁護士（東京） 桜井 健夫

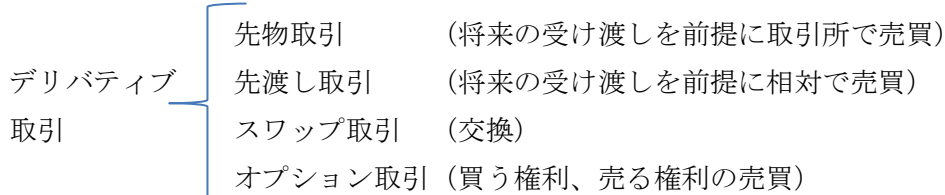
1 デリバティブ取引の分類

デリバティブ商品による顧客の被害が社会問題となっている。最初に用語の関係を整理する。

【市場・店頭分類】



【取引内容分類】



デリバティブ取引は、①市場デリバティブ取引（例：日経 225 オプション取引、商品先物取引）と②店頭デリバティブ取引（例：店頭FX取引、金利スワップ取引、為替先物予約取引、商品CFD取引）に分けることができる。このうち個々の店頭デリバティブ取引を組み合わせたたり束ねたり組込んだりして商品化したものを、デリバティブ商品という。デリバティブ商品は、a「店頭デリバティブ・セット」とb「仕組商品」に分けられる。

aは、複数のデリバティブ取引を組み合わせて一つの商品としたものや、店頭為替デリバティブ取引、店頭金利デリバティブ取引を多数回分束ねて一つの契約としたものであり、具体的には、ゼロコスト通貨オプション、クーポンスワップ・セット、金利スワップ・セットなどがある。

b は、店頭デリバティブ取引を他の金融商品に組込んだものである。具体的には、社債に組込んだ仕組債、預金に組込んだ仕組預金、1つか2つの仕組債に投資するロックイン型投資信託（以下ロックイン投信という）などである。金融庁の監督指針や自主規制機関等の規則で言う「店頭デリバティブ取引に類する複雑な仕組商品」（日本証券業協会投資勧誘規則2条7号、8号参照）は、ほぼ同じものを指す。

2 分類と法律

法律上は、①は原資産により金商法2条21項、商先法2条9項、10項に、②は仕組商品を除き、原資産に応じて金商法2条22項、商先法2条14項に規定する取引とされる。

②b 仕組商品は、組込まれた先の金融商品に関する規定が適用されると解釈されている。

具体的には、仕組債は外国社債の一種と扱われ、金商法の一般的な販売勧誘規制が適用されるのみで、デリバティブ取引特有の規制が及ばない。仕組預金はリスクの高い預金である特定預金に該当して金商法が準用され（銀行法13条の4）、やはり金商法の一般的な販売勧誘規制が適用されるのみで、デリバティブ取引特有の規制が及ばない。ロックイン投信は投信の一種とされる結果、投信法、金商法の販売勧誘規制が適用されるのみで、デリバティブ取引特有の規制が及ばない。

このように、仕組商品は、リスクとリターンの実質が店頭デリバティブ取引であるのに、それに関する規制の適用がないと解釈されている¹。たとえば、不招請の勧誘禁止、証拠金の分別管理義務などの規制が及ばない。それから、このように適用法令が異なることで、仕組商品の販売勧誘に対する適合性原則や説明義務の設定が、店頭デリバティブ取引よりゆるいものとみられがちである。

3 店頭デリバティブ取引と仕組商品の比較

（1）問題意識

そこで、店頭デリバティブ取引と仕組商品が、外形が違うだけで、リスクとリターンの実質が同じであることを具体例で指摘することとする。まず、ターゲットバイイングというオプション取引とEBを比較し、次に、株価指数リンク金利スワップ取引と株価指数リンク債を比較する。

（2）ターゲットバイイングとEB

ア ターゲットバイイング

ターゲットバイイングは、ある程度まで株価が下がったら買いたいと考えている株式がある場合に取られるオプション取引手法の一つである。購入目標価格（この値段なら買っても良いと思える価格）を権利行使価格とする株式プットオプションを売却し、株式購入予定資金の一部を証拠金として預け入れる。所定の時期にそこまで下がらなければ権利行

¹ 一般的にはこう解釈されているが、志谷匡史「デリバティブ取引に係る投資勧誘の適法性」商事法務1971号10頁は、ロックイン型投信につき、金商法上のデリバティブ取引に該当するとしている。

使されないのので株式は取得できないがプレミアムが利益となり、それ以下に下がれば購入目標価格で株式を取得できる。

これを単なるオプション取引としてではなくターゲットバイイング専用口座の取引として提供する場合は、必要証拠金を超えて株式購入予定資金全額の預け入れが要件とされる。この場合は、当初株式購入代金相当額を支出し、株価が特定価格より下がらなければプレミアムに加えて支出額全額が戻り、株価が特定価格を下回るとプレミアムに加えて株式を取得する。

イ EB

EB (Exchangeable Bond) は、1998年12月の金融システム改革法による規制緩和以降、一般顧客への販売が増加したものであり、デリバティブの一種である株式オプション売りの条件を外債の元本償還に組込んだものが基本である。初期のものは、固定金利で期間も数か月と短く、元本のみが対象株価水準の影響を受け、償還内容が円通貨になったり対象株式になったりする比較的単純なものであった²。所定の期間中に権利行使価格まで下がらなければ、支出額と同額の元本償還が満期になされる。この場合、金利分が利益となる。期間中に権利行使価格以下に下がって終われば、元本が、権利行使価格で計算した株式で償還される。

当初はこのような単純なものがあったが、そのうちノックイン、ノックアウト条件がいたり、さらには、2004年以降のEBでは、金利や償還時期にもオプションが組込まれたりして、相当複雑になっている。

ウ 比較

ターゲットバイイングとEBは、いずれも、株式購入代金相当額を最初に支出して、対象とする株価の下落リスクを負担し、一定価格以下に下落すると支出金が株式となって戻ってくる点で、共通している。ターゲットバイイングではオプション売りのプレミアムを取得し、EBでは金利を取得するが、後者は組込まれたオプション売りのプレミアムの呼び名を変えたにすぎず、実質は同じである。両者の損益図は同じになり、リスクとリターンの実質は同じと言ってよい。

ただし、細部では相違点もある。①ターゲットバイイングでは、預け入れる資金は社債代金でなくあくまでも証拠金であるので、分別管理の対象となるが、EBは社債の形をとるので、発行者の信用リスクを負う。②プレミアムはオプション売りの対価であるから、ターゲットバイイングでは最初の時点で受け取れるのに対し、EBでは源泉がプレミアムではあっても社債の金利の形をとるので一定期間経過後に支払われる。③ターゲットバイイングでは、プレミアムはオプション売りの対価であるから、対価として妥当な額かを顧客はオプション売りの市場価格と比較したり、金融工学的な計算をしたりして検討することになるが、EBでは金利の源泉が何であるかは説明されないのので、一般の顧客はそれを知らないまま（あるいは通常の社債と同じと理解し）、リスクと見合っているかは直感で判断する

² 和光証券編（2000年）『エクイティ・デリバティブのすべてI』東洋経済 199頁以下参照

ことになる。④ターゲットバイイングは、当該株式を欲しい顧客が行う取引であるのでリスクをリスクとも思わず前向きに引受けるのに対し、EBは、株式のようなリスクある運用でなく金利を欲しい顧客が行う取引であるため、株式償還となるリスクが小さいと思わないと取引をしないなど、リスクに対する姿勢が正反対である。

これらを総合すると、EBは、ターゲットバイイングとリスク・リターンの実質は共通しているが、社債の形を取っているため細部では不利な面が多いうえ、目隠しをして当てものをするような投資判断となりやすいといえることができる。

(3) 株価指数リンク金利スワップと株価指数リンク債

ア 株価指数リンク金利スワップ

株価指数リンク金利スワップ取引は、株価指数がロックイン価格を下回ると顧客が大きな損をする取引であり、1990年代から2000年ころにかけて、外資系金融機関が経営危機にあった日本の中小金融機関に売り込んだ。この取引による損失で破綻を速めた金融機関が複数ある。

株価指数としては日経平均株価指数（以下日経平均という）が用いられた。この日経平均リンク金利スワップ取引は、金利を交換する形をとっているものの、内容は、顧客は期間中に日経平均がロックイン価格より下落しない限りLIBOR³に加えて高利の固定金利を受け取れるが、日経平均が一度でもロックイン価格より下落した場合には、受け取れる金利はLIBORのみになり、支払う金利はLIBORに巨額の金額を加えることになるというものであり、プットオプション売りとフロア価格のプットオプション買いなど複数のオプション取引で合成できる取引である。

一例をあげると、想定元本10億円、期間3か月で

受取金利： 3か月円LIBOR+20.0%(360日計算)（ロックインすると+部分は0%）

支払金利： 3か月円LIBOR（ロックインすると+α（+7億円を基本に変動））

というものである。この例では、契約時の日経平均は2万0450円、ロックイン価格1万7450円で、ロックインした場合の実質支払額（プラスα）は次の通りとされていた。

（単位：円）

日経平均	実質支払金利	日経平均	実質支払金利
0	700,000,000	18,000	700,000,000
2,000	700,000,000	20,000	700,000,000
4,000	700,000,000	22,000	700,000,000
6,000	700,000,000	22,842.5	700,000,000
8,000	700,000,000	24,000	586,797,066
10,000	700,000,000	26,000	391,198,044
12,000	700,000,000	28,000	195,599,022
14,000	700,000,000	30,000	0
16,000	700,000,000		

³ LIBOR (London Interbank offered rate)：ロンドンにおける銀行間の金利レート。株価指数リンク金利スワップでは、LIBORは受取り及び支払いのいずれにも含まれるベースの金利であり、形式的な金利である。

ロックインしなければ3か月で5000万円を得られるが、ロックインすると高い確率で7億円を失う取引である。

上記スワップ契約後、日経平均がロックイン価格に近付くと、この外資系金融機関が、ロックイン価格を少し低い額に設定し直して想定元本を増額した変更スワップ契約を提案し、顧客である中小金融機関が損失表面化を避けるためこれに応じるということを繰り返す、想定元本がどんどん大きくなって最後にこれ以上大きな額をリスクにさらすことに対する組織的内部的抵抗がようやく起き、ロックインして巨額の損失が表面化して、結局破綻する、という流れであった。デリバティブ取引に慣れない日本の中小金融機関が外資系金融機関にもてあそばれた歴史である。

イ 株価指数リンク債

株価指数リンク債は、日経平均や東証マザーズ指数などの株価指数のオプション売りの条件を社債に組込んだものであり、初期のものは、固定金利で期間も数か月程度と短く、元本のみが株価指数の影響を受け、一定割合以上低下したら償還額がその程度に応じて減額となる比較的単純なものであった⁴。所定の期間中に権利行使価格まで下がらなければ、支出額と同額の元本償還が満期になされる。株価指数のオプション売りの対価が金利の形をとり、その分が利益となる。期間中に権利行使価格以下に下がって終われば、元本が、権利行使価格から下がった割合に応じて減額されて償還される。株価指数の下落リスクを引き受ける取引であり、株価指数オプション売りのリスクとリターンそのものといえる。

単純であった株価指数リンク債も、そのうちロックイン、ロックアウト条件がついたり、さらには、2004年以降には、金利や償還時期にもオプションが組込まれたりして、相当複雑になっている。また、株価指数に東証マザーズ株価指数（以下マザーズ指数という）を採用したものも登場し、中には、マザーズ指数のプットオプション取引を2倍組込んだマザーズ指数2倍リンク債も販売された。マザーズ指数の変動は日経平均より相当大きいのでそのオプション取引はよりリスクが高い。それを2倍組込むと極めてリスクの高いものとなる。この仕組債では、マザーズ指数が半分になると、元本全額を失うことになる。リスクが高い分だけ金利も高いと思われるかもしれないが、金利にもオプションを組んでいることもあり、計算式であらわされる条件を見ても金利が高いのかどうかもわかりにくい。実際に、マザーズ指数2倍リンク債で、金利合計がゼロ円、元本もゼロ円となった例がある。つまり、全損である。

ウ 比較

ここで紹介した日経平均リンク金利スワップとマザーズ指数2倍リンク債は、対象指数の種類も損益図の細部も異なるが、前者はスワップの形をとった株価指数オプション売り、後者は社債の形をとった株価指数オプション売りということで構造的類似性がある。また、いずれもオプション売りのリスクとリターンであり、その条件設定によっては極めて大き

⁴ 前注 243 頁以下参照

なりリスクのあるものを作り出すことができるという点でも、共通した特徴を有している。

(4) 比格の結論

このように、店頭デリバティブ（セット）取引と仕組商品は、外形が違っただけでリスクとリターンの実質は同じであるので、仕組商品も店頭デリバティブ取引と同じ規制をすべきである。現状がそうになっていないので、改める必要がある。