

2022年11月2日 全12頁

EU におけるリテール投資家への情報提供のあり方の検討：②記載事項編

パフォーマンスをどのように示せばわかりやすいのか

金融調査部 研究員 矢田歌菜絵

[要約]

- EU では、投資者保護を目的に制定された PRIIPs Regulation の枠組みに対して適切な見直しを行うために、EU の銀行・証券・保険の監督局 (ESAs) が提言書をまとめた。その主な提言内容は重要情報を提供する PRIIPs KID に関するもので、本稿では PRIIPs KID の対象となる金融商品の売買や保有等によって、リテール投資家が負担するコストやその金融商品のパフォーマンス等の情報提供について現行制度とその議論をまとめる。
- コストについて現行制度では、まず総コストを提示し、その商品に掛かるコストが一時的か継続的か、何に掛かるコストであるのか、といった詳細を表で示す必要がある。提言書では、パーセンテージだけではなく、コストの実額 (金額) 表示も有効か、消費者テストを実施する必要があるとしている。
- パフォーマンスに関する情報については、リテール投資家に適切に理解されるように情報提供すべきであるとして、ESAs のみならず金融商品組成者や投資助言業者といった金融業者が、パフォーマンスに関する情報提供の現行制度見直しを提案している。ESAs は、現行制度の見直しを通じて商品類型に合わせてパフォーマンスに関する情報の示し方を変えて、リテール投資家に対し、より有益な情報を提供することが可能になると期待している。
- PRIIPs KID は、日本の「重要情報シート」の参考にされたと考えられる。現行制度下の PRIIPs KID はもちろんのこと、今後の EU における PRIIPs KID の見直しの方向性が、日本における情報提供のあり方に係る議論の参考とされる可能性があるだろう。

1. EU と日本における重要情報書類

EU における重要情報書類に対する提言書の公表

欧州委員会 (European Commission) は、投資者保護を目的に制定された PRIIPs Regulation の枠組みに対して適切な見直しを行うために、2021年7月27日に EU の銀行・証券・保険の監督

当局¹ (ESAs)に提言書をまとめるよう要請した²。これを受けて ESAs は、2021年10月21日に「根拠に基づく情報提供の照会(Call for Evidence)」を設置し、関係者(加盟国監督当局や商品組成者等)からの意見・情報提供を募った。その結果とそれを受けた ESAs による提言書³が2022年4月29日に公表された。ESAs による提言書の核は「消費者(リテール投資家)への情報提供の改善と商品間の比較を容易にすること」で、主に PRIIPs KID(Key Information Documents for Packaged Retail and Insurance-based Investment Products; パッケージ型リテール投資商品及び保険ベース投資商品に関する重要情報書類)を用いた情報提供に対する改善案についてまとめられている。

EU の重要情報書類 : PRIIPs KID

PRIIPs KID とは、パッケージ型リテール投資商品及び保険ベース投資商品を対象に、想定顧客属性を含む商品特性やリスクとリターン概要、コストの内訳、相談窓口等を A4 用紙最大 3 枚に記載したものである。リテール投資家が十分な情報に基づいた投資決定を行えるように 2014 年に制定された PRIIPs Regulation によって、2018 年 1 月 1 日から EU 加盟国内の PRIIP 組成者に PRIIPs KID の作成が義務付けられている。

日本の「重要情報シート」との関連

PRIIPs KID は、日本における「重要情報シート」導入時に参考とした海外事例の一つと考えられる。「重要情報シート」とは、顧客が多様な商品・サービスに関するリスク、手数料などの重要な情報を容易に比較できるように金融事業者に関する情報と金融商品・サービスに関する情報を簡潔に記載した共通の情報提供フォームのことである。

顧客がより自身にふさわしい金融商品を選択できるように、市場ワーキング・グループがとりまとめた「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—^{4,5}」(2020年8月5日)において「重要情報シート」は積極的に用いられることが望ましいと

¹ 欧州銀行監督機構 (EBA)、欧州保険・年金監督局 (EIOPA)、欧州証券市場監督局 (ESMA) から成り、EU の金融市場においてマイクロプルーデンス監督を担う。

² EC “Cover letter of the call for advice to the Joint Committee of the European Supervisory Authorities regarding the PRIIPs Regulation” (2021年7月27日)

<https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/call-for-advice-on-priips-cfa.pdf>

³ ESMA “Call for advice on PRIIPs: ESA advice on the review of the PRIIPs Regulation” (2022年4月29日)

<https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esas-recommend-changes-make-priips-key-information-document-more-consumer>

⁴ 金融庁「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—」(2020年8月5日)

https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20200805.html

⁵ 横山淳「金融審議会 WG 顧客本位の業務運営を強化へ」(2020年8月13日付大和総研レポート)

https://www.dir.co.jp/report/research/law-research/securities/20200813_021701.html

され、「顧客本位の業務運営に関する原則」を充実させる取組みとして 2021 年から導入された。

2022 年 6 月 22 日には、金融審議会「市場制度ワーキング・グループ 中間整理^{6,7)}」が公表された。中間整理では、顧客本位の業務運営の確保に関して、デジタルツールも活用した情報提供の充実の一環として、「重要情報シート」の改善点を以下のように整理している。

○（中略）現在、販売にあたる金融事業者において重要情報シートの導入が進みつつあるが、定型的な記載が多く比較しにくい、文字ばかりで分かりにくい等の指摘もあり、重要な情報を簡潔に分かりやすく提供するという趣旨に照らし、更なる改善が期待される。また、社会経済全体のデジタル化が進展する中であって、こうした趣旨を引き続き徹底し、デジタルツールを効果的に活用し、書面や、書面を単に電子化した電子ドキュメントよりも、充実した情報が分かりやすく提供されるように工夫していくことが、「顧客本位の業務運営」の実現、ひいては経済成長の成果の家計への還元の観点から重要であると考えられる。

（出所）金融審議会「市場制度ワーキング・グループ 中間整理」（前掲脚注 6）（2022 年 6 月 22 日）より抜粋

このように、「重要情報シート」に関して目下挙げられている主な改善点は、「重要情報シート」における①デジタルツールの活用と②わかりやすさについてである。本稿では、PRIIPs KID についての議論をもとに②わかりやすさに関して、日本の「重要情報シート」への示唆を考える。PRIIPs KID の記載事項、とりわけコスト、リスク、パフォーマンスの 3 点に着目し、現行の規定と ESAs による提言について解説を行う⁸⁾。

2. 現行の PRIIPs Regulation と ESAs による提言

(1) コスト

現行の PRIIPs Regulation では、その商品に係るコストを「時間軸」と「内訳」の 2 つの観点から表を作成し、KID に掲載するように求めている（図表 1）。KID のコストに関する項目の最初に、推奨保有期間末時点までに掛かる累計コスト等を金額で提示する必要があり、リテール投資家はその商品に投資すると掛かる大まかなコストを一目で把握できるようにしている（図表 2）。コスト内訳表では、そのコストが継続的かどうかや、何に対するコストなのかの説明を記載する必要がある（図表 3）。

ESAs が提言書をまとめるにあたり、加盟国各国の監督当局にヒアリングを行ったところ⁹⁾、レ

⁶⁾ 金融庁金融審議会「市場制度ワーキング・グループ 中間整理」（2022 年 6 月 22 日）

https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20220622.html

⁷⁾ 金本悠希「市場制度ワーキング・グループ 中間整理」（2022 年 7 月 5 日付大和総研レポート）

https://www.dir.co.jp/report/research/law-research/securities/20220705_023153.html

⁸⁾ PRIIPs KID におけるデジタルツールの活用に関する ESAs の提言内容については、拙稿「EU におけるリテール投資家への情報提供のあり方の検討：①デジタルツール活用編」（2022 年 9 月 6 日付大和総研レポート）を参照されたい。

https://www.dir.co.jp/report/research/law-research/securities/20220906_023257.html

⁹⁾ 現行の PRIIPs Regulation では、PRIIPs KID を事前に各国当局に提出することは必ずしも求められておらず、KID についての全数調査は行われていないことには注意が必要である。

ビュー対象のKIDの一部でコストの情報に関していくつかの問題点が指摘されたと報告された。例えば、コストの分類が不適切であった事例や KID に提示されている以上のコストが実際には掛かっていた事例、さらにはコスト表自体が掲載されていなかった事例があったという。

図表 1 現行の PRIIPs Regulation 等によるコストに関する規定

現行制度による規定	
項目	コスト
記載事項	<ul style="list-style-type: none"> ○ その商品に掛かるコスト <ul style="list-style-type: none"> - リテール投資家が直接的・間接的に負担するコスト ○ PRIIP商品の販売者や助言者等は、既にKIDに記載されている以外にもコストが発生する可能性がある場合には、その旨や影響等を記載 ○ 時間の経過に伴うコスト表（図表2） <ul style="list-style-type: none"> - 総コストを金額とパーセンテージで表記 - 取引開始時または終了時に必要な一時コスト - 換算コスト（RIY；推奨保有期間末時点で、コストによる総利益減少分）をパーセンテージで表記 ○ コストの内訳表（図表3） <ul style="list-style-type: none"> - 取引開始または終了時に発生するコストをパーセンテージで表記 - 取引コスト等、1年間に掛かるコストをパーセンテージで表記 - 成功報酬等、一時的に発生するコストをパーセンテージで表記

（出所） PRIIPs Regulation, PRIIPs Delegated Regulation より大和総研作成

図表 2 時間の経過に伴うコスト表の例

Investment [EUR 10 000]			
Scenarios	If you cash in after [1] year	If you cash in after [recommend end of the recommended holding period/2]	If you cash in [at the end of the recommended holding period]
Total costs	[...]	[...]	[...]
Impact on return (RIY) per year	[...] %	[...] %	[...] %

（出所） 欧州官報より大和総研引用

ESAs は、KID の改善に向けて、コストに関する情報の記載方法が適切か、即ち金額で記載する（実額表示）かパーセンテージで表記するか、また他の開示書類も考慮したうえで、KID に記載する情報量が適切であるかどうかについて消費者テスト¹⁰で確認し、その結果から最適な記載方法を採用するべきであるとしている。具体的に、消費者テストを行うにあたっては、コストの発生時期または種類のどちらを基準にコストの内訳を示すのか、コストを金額またはパーセンテージもしくはその両方で記載するのか、といった事項の確認を ESAs は推奨している。

¹⁰ 過去に行われた消費者テストでは、オンラインで、コスト表の候補を複数提示し、「最もわかりやすいものはどれか」、「最もコストが高い/低いものはどれか」といった質問を行っている。

図表 3 コストの内訳表の例

This table shows the impact on return per year			
One-off costs	Entry costs	[...] %	The impact of the costs you pay when entering your investment. [This is the most you will pay, and you could pay less]. [AND/OR where the costs are embedded in the price, for instance in the case of PRIIPs other than investment funds] The impact of the costs already included in the price. [This is the most you will pay, and you could pay less]. [Where distribution costs are included in entry costs] This includes the costs of distribution of your product.
	Exit costs	[...] %	The impact of the costs of exiting your investment when it matures.
Ongoing costs	Portfolio transaction costs	[...] %	The impact of the costs of us buying and selling underlying investments for the product.
	Other ongoing costs	[...] %	The impact of the costs that we take each year for managing your investments and the costs presented in Section II.
Incidental costs	Performance fees	[...] %	The impact of the performance fee. We take these from your investment if the product outperforms its benchmark [y by x%].
	Carried interests	[...] %	The impact of carried interests. We take these when the investment has [performed better than x%]. [A payment of y% of the final return will take place subsequently to the exit of the investment.]

(出所) 欧州官報より大和総研引用

(2) リスクとリターン

現行の PRIIPs Regulation では、リスクについて 1 から 7 の 7 段階の簡潔なリスク指標 (SRI) で提示し、その内容を文章で説明するよう求めている (図表 4, 5)。SRI はその商品の市場リスクと信用リスクを基に算出され、1 が最もリスクが低く、7 が最もリスクが高いようになっている。最もリスクの高いものは、投資額以上の損失が考えられる商品で、デリバティブ取引等が対象となる。

ESAs は提言書をまとめるにあたり、各国当局に実情をヒアリングしたところ、KID におけるリスクに関する情報が不正確であった事例がみられたと報告されている。例えば、不正確なリスク評価があったとして、SRI の算出におけるミスや、間違った情報、流動性リスクや為替リスクに関する情報が不十分であったこと、マテリアルリスクが十分に記述されていなかったこと等が挙げられた。あくまでも一部の KID のスクリーニングから得られた事例ではあるが、十分な示唆を得ることができると ESAs はまとめている。

加えて、ESAs はその商品におけるリスクとリターンのプロファイルやその商品に係るコストについて、消費者は適切に説明を受けるべきであるとし、その情報の提供の仕方 (例えば金額とパーセンテージのどちらで示すのか、他の開示書類も考慮に入れた上で何を KID に記載するの

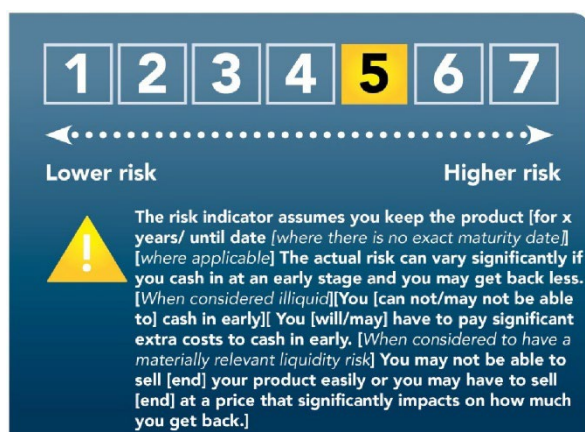
か等)については消費者テストを行い、その結果から見直しの内容を決定すべきであるとしている。この消費者テストを行う際には、SRIに関して文章で説明された内容がリテール投資家に理解されるかどうかについての確認も行うよう ESAs は推奨している。

図表 4 現行の PRIIPs Regulation 等によるリスクに関する規定

現行制度による規定	
項目	リスクと得られるリターン
記載事項	<ul style="list-style-type: none"> ○ 1-7までの7段階の簡潔なリスク指標 (SRI: Summary Risk Indicator) で提示 ○ そのリスク指標について文章で説明 <ul style="list-style-type: none"> - 流動性リスクや為替リスク - SRIでは説明しきれない内容 ○ 投資金額に対して考えられる最大の損失 <ul style="list-style-type: none"> - リテール投資家はその商品に投資した金額すべてを失う可能性の有無 - リテール投資家に偶発債務等の追加的な義務やリスク発生の有無 - 市場リスクに対してその商品の元本保証の有無 <p style="margin-left: 20px;">保証する場合は、保証内容や限度額、適用時期等を記載</p>

(出所) PRIIPs Regulation, PRIIPs Delegated Regulation より大和総研作成

図表 5 KID に掲載する SRI



(出所) 欧州官報より大和総研引用

(3) パフォーマンス

ESAs による提言書では、KID に記載される商品のパフォーマンスについても言及された。現行の制度では、その商品について4つの「パフォーマンスシナリオ (想定されるリターン)」を提示するよう規定している (図表 6)¹¹。これらの「パフォーマンスシナリオ」は、現行では過去の実績値に基づいたモデル (現行のモデル) によって算出されている。

ESAs による提言書の作成に先立ち、関係者からは現行のモデルに基づいた「パフォーマンスシナリオ (図表 6 内の4つの「パフォーマンスシナリオ」) だとリテール投資家にとっては複雑で、誤解を招くおそれがあるとして、現行制度の見直しが要望された (図表 8)。多くの関係

¹¹規制市場等で取引される先物やオプションについては、損益構造を示したグラフで、すべてのシナリオを内包したものの提示が必要。

者は条文から「シナリオ」という言葉を削除することで、商品の特性に合わせたパフォーマンスの算出や提示ができ、リテール投資家に適切な情報提供が可能になると期待している。ESAs もリテール投資家に提供する情報に柔軟性を持たせることができるとして、このような見直しを提案している。

図表 6 現行の PRIIPs Regulation 等によるパフォーマンスに関する規定

現行制度による規定	
項目	リスクと得られるリターン
記載事項	<ul style="list-style-type: none"> ○ 適切な「パフォーマンスシナリオ（想定されるリターン）」やその前提条件 ○ 4つの「パフォーマンスシナリオ」（①～④）（図表7） （保険ベースの商品には①～⑤の5つ） <ul style="list-style-type: none"> ① ストレスシナリオ ② 不利な（好ましくない）シナリオ ; その商品の価値の10パーセンタイル ③ 適度なシナリオ ; その商品の価値の50パーセンタイル ④ 有利な（好ましい）シナリオ ; その商品の価値の90パーセンタイル ⑤ 給付理由発生時の保険給付を含めたシナリオ ○ 「パフォーマンスシナリオ」は公正かつ正確、明確で誤解を与えないものであり、平均的なリテール投資家が理解できるものであること ○ 各シナリオは実績を基に確率論的に算出 ○ 推奨保有期間を基に各シナリオ価値を算出

（注）パーセンタイルとは、データを小さいものから順に並べたもので、ここでは想定パフォーマンスを小さいものから順に並べ、10パーセンタイル、中央値、90パーセンタイルに相当する値を使用する。

（出所）PRIIPs Regulation, PRIIPs Delegated Regulation より大和総研作成

図表 7 パフォーマンスシナリオ表の例

Investment <input type="checkbox"/>		1 year	[3] years	[5] years (Recommended holding period)
Stress scenario	What you might get back after costs	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
	Average return each year	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Unfavourable scenario	What you might get back after costs	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
	Average return each year	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Moderate scenario	What you might get back after costs	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
	Average return each year	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Favourable scenario	What you might get back after costs	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
	Average return each year	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

（出所）欧州官報より大和総研引用

ESAs は、提供されるべきパフォーマンスに関する情報は、商品の特性毎に異なってよいのではないかと提言している（図表 9）。それは、商品の特性によって、「（仕組商品ではない）一般的な投資ファンドといったプレーンな商品等の線型商品」と「仕組商品等の非線型商品」と分けて、パフォーマンスを示すことだ（この文脈における線型商品と非線型商品の違いや具体例については、本稿末の「参考. 線型商品と非線型商品」を参照されたい）。ここでの区別のポイントは、その商品と原資産に線型性があるかどうか、つまりその商品の損益とその商品を構成する原資産のパフォーマンスに線型関係があるかどうかによって、提供する情報を分ける、ということだ。その商品の損益と原資産の間に線型関係がみられる場合は、算出された「パフォーマ

ンスシナリオ」ではなく、実績（過去のパフォーマンス実績）の提示を ESAs は提案している。

図表 8 関係者からパフォーマンスに関する指摘と当局の提言

関係者からの指摘とESAsの提言	
アセットマネジメント や投資助言業者	「適切な『パフォーマンスシナリオ』」から「パフォーマンスに関する情報」に条文の書きぶりの変更を希望 →リテール投資家にとってより適切な情報提供が可能に
一部の関係者	「パフォーマンスシナリオ」はリテール投資家にとって複雑であり、パフォーマンスに対する期待に誤解を与えかねない
仕組商品関係者	仕組商品に関しては現行の「パフォーマンスシナリオ」の維持もしくは類似のものへの変更を希望
ESAs	「適切な『パフォーマンスシナリオ』」から「パフォーマンスに関する情報」に条文の書きぶりの変更を推奨 →より柔軟性を持たせた規定に

(注) 太字は筆者。

(出所) ESAs 提言書（前掲脚注 3）より大和総研作成

図表 9 ESAs によるパフォーマンスに関する提案

ESAsによるパフォーマンスに関する情報のあり方の提案	
プレーンな商品 や 他の線型商品	<ul style="list-style-type: none"> ○ ESAsは以前にも「パフォーマンスシナリオ」の算出方法に関して分析を行っており、非仕組商品についてモデルに基づいた現行の「パフォーマンスシナリオ」が適切であることを示すさらなる証拠は見られなかった ○ パフォーマンスに関する情報は以下の2つを含めることを示唆 <ul style="list-style-type: none"> ① 想定されるパフォーマンスに関する情報 <ul style="list-style-type: none"> - その商品のパフォーマンスが左右される要因^(注)を主に文章で説明 - 保険ベースの投資商品の場合は、実績に関して図表を用いて補足 ② 実績 ○ ただし、画一的な表現や過度に一般的な文章表現をどのようにして避けるか等の考慮は必要
仕組商品 や 他の非線型商品	<ul style="list-style-type: none"> ○ 損益の性質や構造を示すのは有益 ○ ESAsは以前に「パフォーマンスシナリオ」の算出方法に関して分析を行っており、現行のモデルに基づいた「パフォーマンスシナリオ」の提示が適切 ○ 必要な場合は、文章でも補足

(注) 適切なインデックスやベンチマーク等が含まれる。

(出所) ESAs 提言書（前掲脚注 3）より大和総研作成

以前に、ESAs がまとめた規制技術基準（RTS）草案に関する最終報告書案¹²では、実際に一部の PRIIP とその KID を抽出し、KID 記載の「パフォーマンスシナリオ」と同期間の実際のパフォーマンスを比較検証し、そこから得られた現行の「パフォーマンスシナリオ」の問題点について指摘している。具体的には、現行のモデルに基づいた「パフォーマンスシナリオ」では、KID 作成前過去 5 年間のパフォーマンスの動きを復元しているにすぎず、その商品の KID 作成・更新時のマーケットの状況に大きく左右されることが挙げられた。また、現行の「パフォーマンスシナリオ」では対象期間内、概ね「有利なシナリオ」と「不利なシナリオ」の間で推移するはずだ

¹² ESMA “Draft Final Report following consultation on draft regulatory technical standards to amend the PRIIPs KID (NOT APPROVED)” (2020 年 6 月 30 日)
<https://www.esma.europa.eu/document/draft-final-report-following-consultation-draft-regulatory-technical-standards-amend-priips>

が、実際には現行の「パフォーマンスシナリオ」を超えた範囲で推移していた期間が想定よりも長く、これらの問題点は特に線型商品で見られた。以降、「パフォーマンスシナリオ」の算出方法の見直しは重要だと認識され、過去のリターン（分布）からより直接的に「パフォーマンスシナリオ」を算出することが提案された。ただし、この算出方法については現行の PRIIPs Regulation にそぐわないといった理由から再検討の必要性があると提言書にて ESAs は表明している。また、過去のパフォーマンスもリテール投資家にとって重要な情報であるとして、過去のパフォーマンスを KID に掲載することを同報告書案で勧めており、提言書においても同じ姿勢を示している。過去の実績の提示を推奨する理由として、同報告書案において ESAs は、リテール投資家が投資運用業者の能力を測ることができるのはもちろんのこと、市場の影響を受けた商品の実際の動きがわかり、その商品のリターンの変動を正しく理解することに役立つことを挙げている。

一方で仕組商品等に関しては現行のモデルに基づいた「パフォーマンスシナリオ」の提示が支持されている。それは、その商品の過去の損益と原資産のパフォーマンスを見比べても、リテール投資家はその商品の特性や原資産との関係が掴みにくいからであろう。

ESAs は提言書において、パフォーマンスに関して現行規定の一部を修正することを提案しているが、過去のパフォーマンスに関する記載やその方法に関してリテール投資家にとって有益かどうかは、実際に消費者テストを行いその結果を分析した上で決めるべきとしている。

3. 日本への示唆

市場制度ワーキング・グループ 中間整理⁶にもあったように、現行の日本の「重要情報シート」には、「文字ばかりで分かりにくい等の指摘もあり、重要な情報を簡潔に分かりやすく提供するという趣旨に照らし、更なる改善が期待され」ている。EU の PRIIPs KID で用いられている図表やグラフは日本の「重要情報シート」の改善にあたっては確かに参考となろう。リスクやコストについては、「重要情報シート」ではパーセンテージで記載されていることが多いが、EU で今後行われる可能性がある消費者テストの結果やそれを受けての PRIIPs KID での記載方法（実績もしくはパーセンテージ、またはその両方の記載）の修正に向けた議論が参考になるだろう。

また、パフォーマンスに関しては、日本の「重要情報シート」では、過去1年間および過去5年間の収益率が参考として掲載されている。過去の実績がない場合は、「代替策として合理的な前提を置いたシミュレーションを記載することも考えられる」¹³が、その前提がある程度揃っていないと商品間の比較は難しいだろう。今後、商品類型によっては PRIIPs KID では過去のパフォーマンスが掲載される可能性もあり、その際のパフォーマンスの算出方法、記載方法、とりわけ図表やグラフの使い方、が日本の「重要情報シート」にも参考になるだろう。

EU においてはリテール投資家にとってわかりやすい情報提供のための議論が行われてきている。引き続き海外の動向も注視しながら、日本における顧客への情報提供のあり方を巡る議論

¹³ 金融庁『重要情報シート』を作成・活用する際の手引きについて（2021年5月12日）
<https://www.fsa.go.jp/news/r2/singi/20210512.html>

と併せ、注視していきたい。

参考. 線型商品と非線型商品

ESAs の提言書では、原資産の価格とその原資産を基にした金融商品の損益が線型関係¹⁴である商品を線型、そうでない商品を非線型商品としている。

この文脈における線型商品とは、具体的には仕組商品ではない投資ファンドや先物等が該当する。その金融商品を構成する原資産 A（または B）のパフォーマンスと、その金融商品において原資産 A に関する部分のパフォーマンス A'（または B'）が定数倍であるとき、「原資産と金融商品は線型関係である」といえよう。したがって、レバレッジ型・インバース型の投資信託も、そのファンドのパフォーマンスが原資産よりも定数倍大きい、小さい場合は、線型商品である。

一方、この文脈において非線型商品とはオプション取引や仕組商品等が該当する。例えば、コール・オプションの場合、権利行使日における原資産 C の市場価格が権利行使価格よりも大きい場合は買い手は市場価格と権利行使価格の差額を受け取る（オプション料は差額から控除される）。一見、この差額は権利行使日における原資産 C の価格と比例するので線型商品であるが、実際は、権利行使日における原資産 C の市場価格が権利行使価格以下である場合は、買い手は損失を小さくするべく権利を放棄するため、その金融商品において原資産 C をもとにした資産 C' の損益は 0 になる（オプション料分の損失は発生）。権利行使日における原資産 C の市場価格と権利行使価格の差がいかほどであっても、権利行使価格を下回ってしまえば、資産 C' の損益は一定で 0 となる。これが「非線型」性の特徴である。非線型商品のもう一例を挙げると、仕組商品が考えられる。日本ではロックイン型の仕組債がわかりやすいだろう。商品毎に条件が異なることに注意が必要ではあるが、例えばベンチマークが対象期中にロックイン判定水準以下となり、最終評価日において当初の原資産 D の価格を下回った場合、満期償還額は額面を下回る。この場合、満期償還額は最終評価日の原資産 D の価格水準に比例するので、線型に見える。ただし、早期償還評価日において原資産 D が一定の水準を上回り早期償還が決まった場合や、ロックイン事由の有無にかかわらず額面 100%で満期償還が決まった場合は、最終評価日における原資産 D がいかに当初の価格水準を上回っていようと、満期償還額が額面の 100%と一定である。この点が、仕組商品が「非線型」商品に分類される所以だろう。

¹⁴ 厳密には、損益分岐点を基点とした線型関係といえよう。

図表 10 線型商品と非線型商品の例

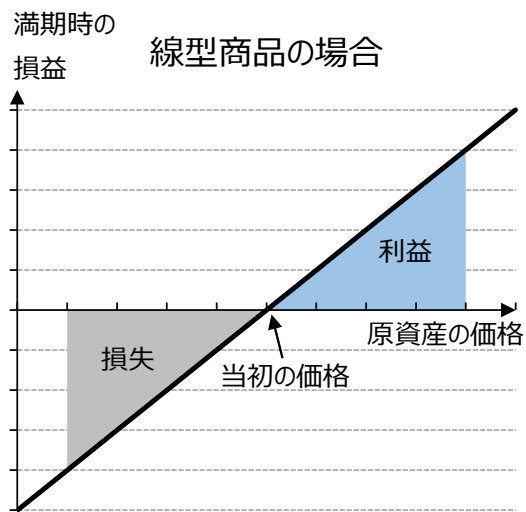
		金融商品の パフォーマンス	原資産の パフォーマンス
線型商品	投資	資産A' ¥ a	資産A ¥ a
	信託	資産B' ¥ Xb	資産B ¥ b
非線型商品	コール・オプション	資産C' 利益 ¥ c' - c - y	資産C 権利行使価格 ¥ c 権利行使日の 市場価格 ¥ c' オプション料 ¥ y
		資産C' 権利放棄による オプション料分の損失 ¥ -y	
	仕組債	資産D' 償還額 ¥ d	資産D 額面 ¥ d
		資産D' 償還額 ¥ d × $\frac{\text{最終日の価格}}{\text{当初日の価格}}$ (額面を下回る)	

(注1) 当該図表においては簡単のため一例のみを掲載している。

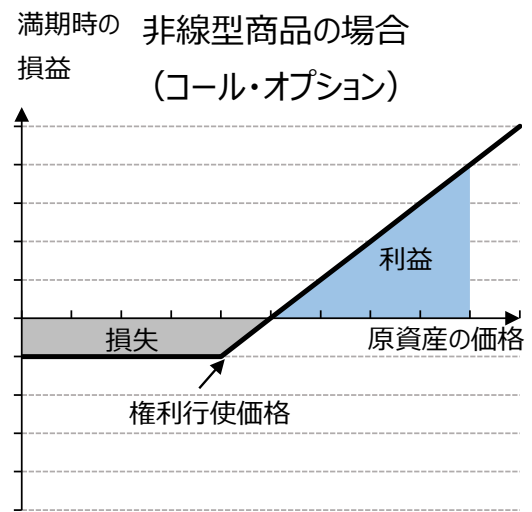
(注2) 当該図表においては簡単のため線型商品ではその商品の価格、仕組商品では受取差額(損益)や償還額で考えている。

(出所) ESAs 提言書(前掲脚注3)をもとに大和総研作成

図表 11 線型商品の場合の商品パフォーマンスと原資産の関係（一例）



図表 12 非線型商品の場合の商品パフォーマンスと原資産の関係（一例）



(出所) ESAs 提言書 (前掲脚注 3)、欧州官報より大和総研作成