

個人投資家向け仕組債の動向について ～リテール証券会社の取組みと金融商品としての在り方



令和3年7月31日
株式会社資本市場研究所きずな

リテール証券会社にとっての仕組債と取扱動向

リテール証券会社にとって、仕組債は収益性の高い金融商品であり、数億円の規模であっても仕組債組成のオリジネーションに参加できる利点があるが、債券とデリバティブを複合させたものなので、投資家への販売に際してはその投資目的や金融資産内容に適合しているか確認する必要もある。

その為、リテール証券会社での仕組債の扱いは、積極的に進めているところと、特定の富裕層中心に対応しているところに2分される。2021年3月期の決算内容をみていくと、中堅証券会社や地方・地銀系証券会社の一部では仕組債を積極的に取り扱った結果、募集手数料やトレーディング収益を中心に営業収益を大きく伸ばしている。

例えば中堅証券会社のA社は、2021年3月期決算において純営業収益を前の期の51億円から121億円に急増させたが、その最大の要因は仕組債販売によるトレーディング収益の急増(29億円→94億円)だ。このトレーディング収益は、8割以上が独立系金融商品仲介業者を介して販売

した仕組債(約1,500億円弱)によるものだ。(以上の数値は、A社の2021年3月期決算説明資料より)

仕組債組成で利用する債券は2通りあって、内外の金融機関などの発行登録(格付けがA格以上)された債券発行枠を仕組債需要に合わせて利用するものと、開示規制を受けない少人数私募(50人未満)で組成するものがあるが、少人数私募は大手証券会社などでの利用が多く、地方・地銀系証券会社で利用するのは発行登録を利用したものが中心になっている。2021年3月期に発行登録枠を利用した仕組債について、EDINETから発行登録追補書類(仕組債の目論見書に利用される)を仕組み内容に分類したのが以下だ。

- ・仕組債の発行件数は524件、発行総額は10,222億円
- ・証券会社別の取扱い状況は、件数ではSBI証券の114件(全体の22%)、東海東京証券が72件(14%)、みずほ証券が56件(11%)、などだが証券会社数は40社となっている。
- ・仕組債の利率については、デジタルクーポン型が283件

4,925億円で、固定利率等は241件5,297億円。

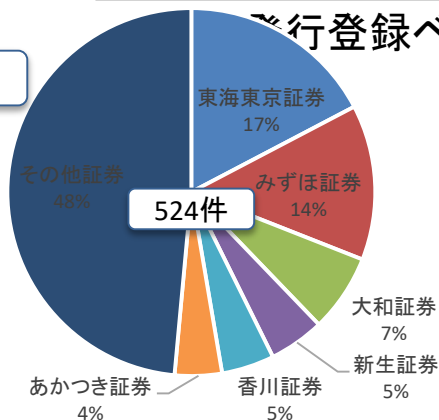
・仕組債の参照指数については、何らかの株価指数を参考にするものが283件で全体の54%となっているが、他は個別株を参照にしている。個別株ではリクルートホールディングスやソフトバンクなど流動性があるボラティリティが高い銘柄や、日立やソニーなど株価上昇ストーリーが描きやすい銘柄が参照されることが多かった。また、参照指数が単独か複数かについては、189件36%が複数の銘柄を参照している。

なお、今期第1四半期(4月～6月)の仕組債に動向については、175件3,455億円が既に発行されていて、その内容は概ね2021年3月期の傾向と同じ様に編成されているが、参照指数については米国株式・機動配分指数など、基本的には米国株指数をベースに日本市場・香港市場の取引時間帯には各株価指数を増減させて新たなリスク管理を試みる指数の利用も始まっている。

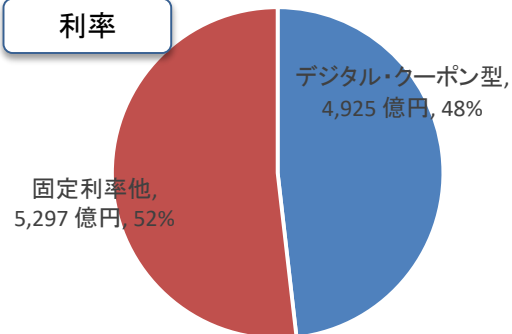
2021年3月期仕組債発行概要

(発行登録ベース) ※私募債は含まない

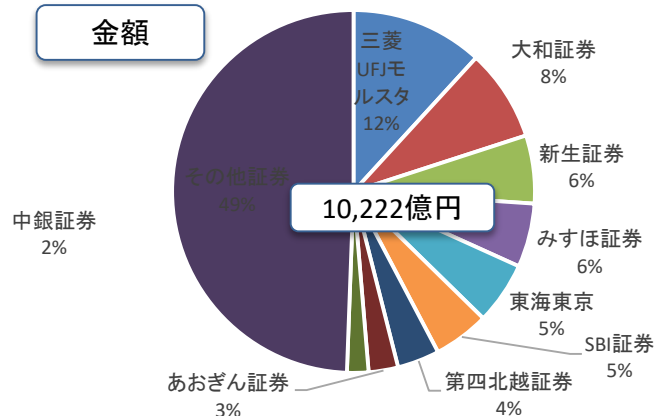
件数



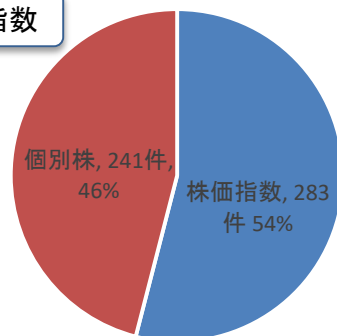
利率



金額



参照指数



参照件数

参照指数対象

株価指数	
日経平均株価・S&P500	110
日経平均株価	101
NEXTFUNDS日経平均ハレツジ・インデックス連動型上場投信	30
S&P500	29
個別株式	
リクルートホールディングス	13
日立製作所	12
ソニー	11
ソフトバンクグループ	11
Zホールディングス	7

個人向け仕組債の構造と販売上の留意点

仕組債は、債券にデリバティブを組み合わせているので、そのデリバティブの種類(為替・株式・金利・信用リスクの各々のオプションを中心にスワップも補助的に利用)によっては様々な仕組みが可能になる。

当初は大口投資家向けのオーダーメイドの発行だったものが、1990年代後半頃から個人投資家にも販売されるようになった。

個人投資家向け仕組債には、パワーリバースデュアルカレンシー債など為替オプションを利用したものもあるが、多くは株価指数や個別株式を参照指数としており、その基本構造は、参照指数のプットオプション(参照指数を売却する権利)を売却することで、高利息を得る仕組みとなっている。

つまり、高利回りを得る為には、オプションを高く売る必要があり、その為、複数のオプションを売るか、オプション価値の中核を為すボラティリティが高いオプションを売る仕組みが求められる。この様にプットオプションの売りだけだ

と投資家のリスクが大きくなるので、当初のオプションより行使価格の低いプットオプションを買ったりするなどオプションを複数組み合わせることなどでリスクを限定することも行われるが、その場合は結果として投資家のリスクは抑えられるものの利回りが低めに抑えられることになる。

個人投資家向け仕組債の特徴ある仕組みとしては、早期償還条項(期日前償還条項)やノックイン条項があるが、オプション等のデリバティブ取引を組み合わせることで債券の条項として機能する様に組成している。

また、これらの条項が投資家のニーズを反映したものかについては、販売する証券会社には説明責任等が課せられているが、具体的には、最悪のケースを想定した損失額、中途での売却制限や売却試算額などを説明することや、契約締結前書面や目論見書の内容を投資家が理解した旨の確認書徴収義務などが自主規制ルール(改正された「協会の投資勧誘、顧客管理等に関する規則」の2011年4月施行分)に定められている。

最近の市況動向などから、両条項の取扱いや投資家への説明に関しては、十分な販売上の留意を持って行うべきではないかとの考え方も業界の一部にある。

例えば、株価指数を参照指数として早期償還条項が発動して償還された仕組債を保有していた個人投資家に対して、同じ株価指数を参照とする同様の仕組債を連続して販売することやこの様な販売を繰り返すことが本当に顧客のニーズに合っているか注意を払うべきとの考え方があ

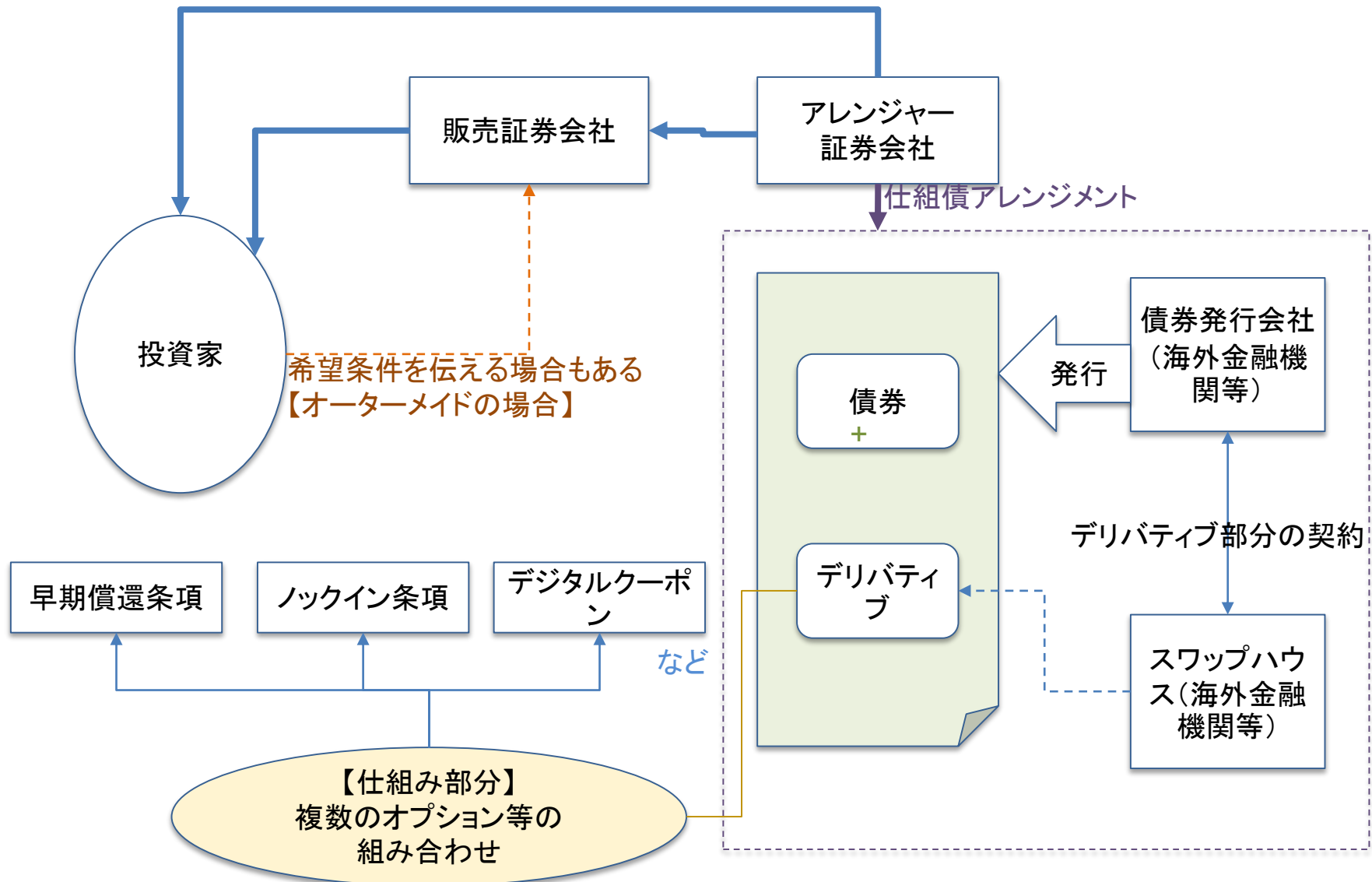
る。
また、複数の株式を参照しノックイン条項がある場合、協会の自主規制モデルによる記載内容だけで投資家にリスクが伝わるか懸念があるので、投資家へのリスク説明は十分な配慮を持って説明を行うべきとの考え方もある。以上は、いずれも公募の仕組債販売に関する懸念だが、オーダーメイドの仕組債に関しては、仕組みの組成段階で投資家の意向確認やリスク説明は行われている。

なお、個人の株価指数や個別株オプションなど上場デリバティブ取引は減少しているが、証拠金の管理や損益シュミレーションなど一般個人投資家には難しい部分もあり、

仕組債が一括して取り纏めて管理してるのであれば、仕組債投資は個人投資家にとっても有効性の高い投資手段ともいえる部分もある。

また、仕組債は債券なので、金融所得課税の扱いでは株式や投資信託などの取引との損益通算が可能というメリットもある。

仕組債の構造



仕組債組成と投資家への情報提供について

仕組債のキャッシュフロー構成の概略は、債券部分(A) + オプション部分(B) - 仕組債組成や運営に係わる費用(C)となるが、(A)や(B)については流通市場があるので概ねの価格は想定することが出来る。

問題は(C)部分の構成だが、販売証券会社やアレンジャーの報酬や仕組債としての管理費用などが含まれており、投資家からの別途の手数料や費用の徴収はない。オプションが同じ行使価格であれば(C)の部分の大小が投資家の利率を決定することにもなる。

最近では、情報ベンダーなどが仕組債管理・評価ソフトを投資家にも提供しているが、機関投資家や富裕層の一部では、オーダーメイド(主にオプション部分を指定)の仕組債において複数の証券会社に対してコンペに出す動きもある。

この場合、アレンジャーは(C)の部分調整して投資家の望む条件に近づけようとするので、仕組債取扱いが多くの証券会社に拡がっている現状では、オーダーメイドの仕組債取扱いの収益性が今後低下する可能性がある。

一方、公募の仕組債は2~3週間程度募集期間があるのでその間は発行条件が決定できないが概ねのオプション部分(B)を予想価格で見込んで募集の開始する。

その為、(C)の部分は募集期間中は確定できない。結果としてこの部分は投資家に開示されていないこととなる。

今後、顧客本位の業務運営原則が強化される中、顧客の実質的に負担するコストとして(C)の部分の情報開示が議論となる可能性もある。また、現在は中途売却は原則出来ないとしているが、債券部分(A)とオプション部分(B)のその時点での市場評価が出来れば、そこから費用(C)を控除すれば理論的な仕組債の時価は算定することが可能だ。

但し、実際の仕組債中途売却にあたっては、(A)や(B)が市場で取りきされる規模になっていなければ売却金額が理論値より大きく減少する可能性もある。

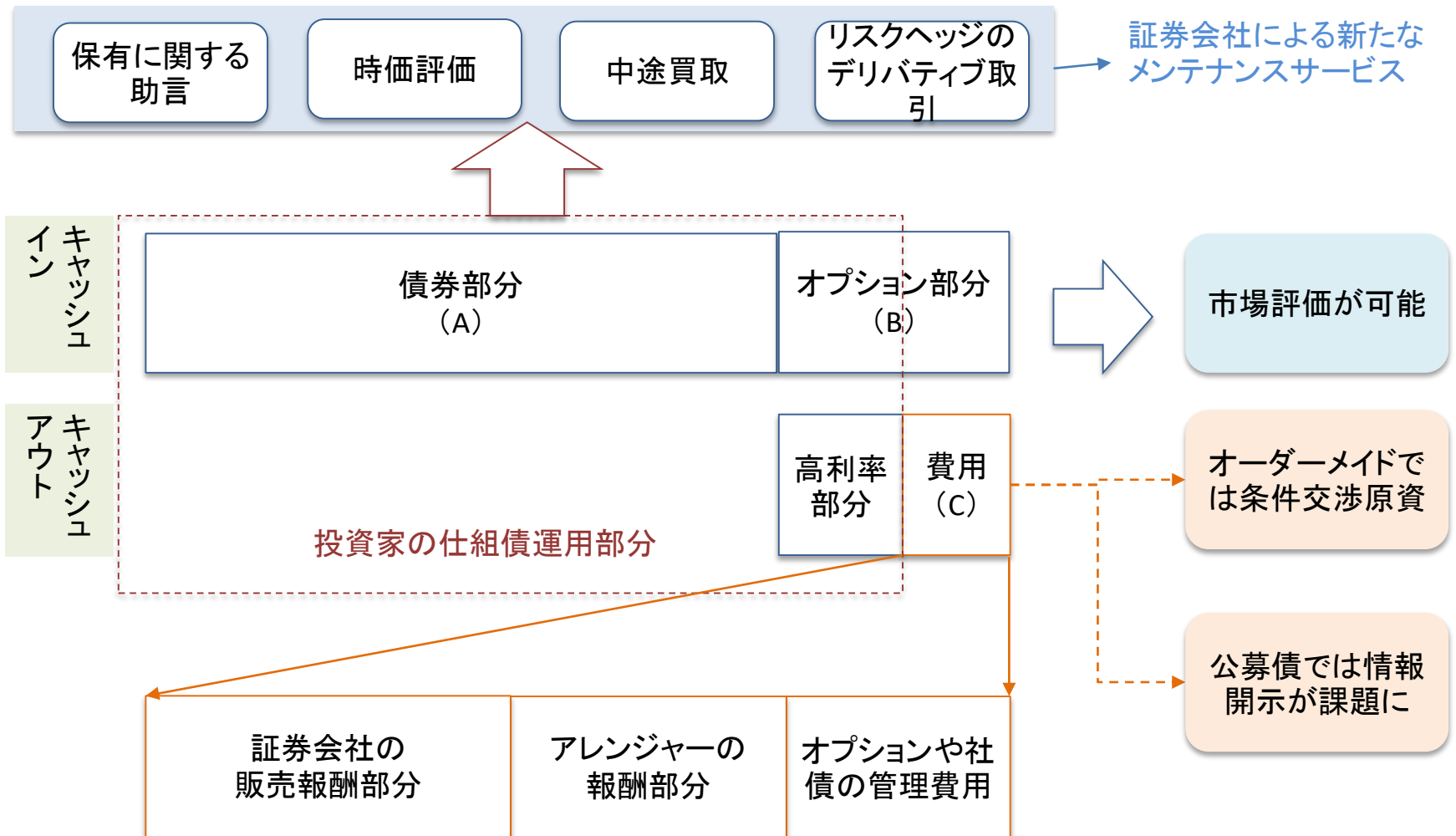
今後、個人投資家への仕組債販売については、リテール証券会社間での競争が厳しくなっていくことも予想されるが、販売会社としての優位性を保つ為には投資家への情報提供がキーとなる可能性が高い。

例えば、公募に仕組債において、上記の(C)部分＝投資家が実質的に負担するコストに関する情報開示を率先して行う証券会社が出てくる可能性もあり、その場合、他社販売の同様の仕組債とのコスト競争を仕掛けることが出来る。

また、債券部分(A)＋オプション部分(B)に関しては時価評価することも可能で、実際に機関投資家では仕組債評価ソフトを利用してなどで時価評価を行っているところが多い。リテール証券会社においては、例えば投資家が自社のみならず他社で購入した仕組債の時価情報を、仕組債のメンテナンスとして定期的に個人投資家に伝えるサービスがあって良いのではないかと考える。この時価情報を起点に、営業員による仕組債保有に関する助言活動が活発化し、更に進んで投資家からの中途買取や、仕組債リスクヘッジの為の新たなデリバティブ取引に繋がっていくことも可能となる。

結果として、リテール証券会社として、個人投資家の為のデリバティブ活用に関する知見が、営業現場でも増すことが期待出来る。

仕組債の組成とメンテナンスイメージ



仕組債取扱いによる証券会社の進化の可能性について

個人投資家への仕組債販売が、リテール証券会社にどの様は進化を促していくか、その可能性について触れたい。

元々、オプションを含めたデリバティブ取引は、派生商品と言われており株式や債券取引などから、そのリスクヘッジの為に派生した取引だ。仕組債は、デリバティブの原資産とは異なる債券とオプションの複合商品などで、投資家にとってはこのオプションの原資産およびオプション価値そのものが重要になってくる。また、オプションの売却によるリスク管理も本来は必要なことだ。

リテール証券会社にあっては、この仕組債のメンテナンス(管理)に関与していくことが重要である旨は前章で触れたが、そのイメージを公募とオーダーメイド別に考えてみた。

先ず、公募の仕組債については、現在も行われている市場予想ストーリー重視の証券会社の投資勧誘姿勢は今後

も変わらないだろう。但し、今後は仕組債に関する情報(投資家が負担するコストや時価情報など)について現状よりは投資家と共有することが進むと予想する。その結果、市場予想ストーリーの変更や市場における急激な変化があった場合、代替投資手段を提案するようなこと行われる可能性がある。

なお、リテール証券会社における仕組債販売競争が強まっていけば、費用削減目的でネット募集や情報提供・分析などに関するAI利用が進むことも考えられる。

次に、オーダーメイドの仕組債については、基本的には顧客資産全体のリスクバランスを重視する中で、投資勧誘が行われることが前提になる。仕組債販売後のリテール証券会社関与は、前章で説明したメンテナンスサービスの中で行われる様になるが、現状は時価情報の提供や保有に関する助言段階に留まっているものの、中途買取や更に保有する仕組債のリスクヘッジの為に新たなオプション取引やスワップ取引などのデリバティブ取引まで進んでいくことが望ましいのではないかと考える。

これを行う為には、リテール証券会社は顧客に対して、関係あるオプション取引情報に関して整理・選択して

伝える必要がある。また、仕組債のリスクヘッジの為のオプション取引等を顧客に提案するプロセスも必要だ。つまり、営業現場における営業員のオプション対応力が、仕組債販売やメンテナンス過程において強化されることに繋がる。

この結果により、顧客資産全体のリスク管理の為のデリバティブ活用に繋がっていけば、証券会社として独自の資産管理型営業を進めることが可能にもなっていく。

現在、リテール証券会社を取り巻く環境は、株式の取引手数料や投資信託関連手数料に対して引下げ圧力がかかっている一方、顧客本位の業務運営原則の強化により、投資家の実質的なコスト負担も含めて投資リスクに対する分かり易い情報提供も求められている。この中であって、仕組債販売が、単に収益性の高い金融商品の販売ビジネスとしてだけではなく、販売後のメンテナンスをしっかりと行って新たなサービスを加えていくことが確立していけば、顧客資産全体を管理していくことに近づくことが可能だと考える。また、その為に、対面営業の強みである顧客との会話を増やすことで、新たなビジネスモデルを確立していくことに期待したい。

仕組債に対する証券会社の関与イメージ

ネット募集やAI活用で仕組債費用部分の
コスト削減へ

公募の
仕組債

市場予想ストーリー
重視の
投資勧誘

仕組債情報の
投資家との共有

代替投資手段の提
案

オーダーメイドの
仕組債

顧客資産全体のバ
ランスを重視した
投資勧誘

仕組債の
メンテナンス

オプション取引関
連情報の整理

オプションを利用し
たリスクヘッジ
手法の提案

顧客資産全体のリ
スク管理の為のデ
リバティブ活用

資産管理型のビジ
ネスモデル確立へ