

仕組債販売問題とは何なのか

～個人の求めるデリバティブ商品としての在り方と
リテール営業に与える影響



令和5年6月30日

株式会社資本市場研究所きずな

個人への仕組債販売に関する最近の動向について

個人への仕組債販売については過去、「見直される仕組債販売～強まる行政の監視と投資家リスクリターンバランス問題」(2022年10月)として、「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」(2021年7月)として取り上げたが、昨年10月以降は大手証券会社や銀行系証券会社で公募債の取り扱い停止の動きが強まり、ネット証券を含むリテール証券会社の一部では、私募債までの取り扱い停止や販売体制の見直しを行ったところも多かった。このことがリテール証券会社の前年度下期収益にも大きな影響を与えている。

顧客本位の業務運営原則の浸透が強く金融行政から求められている中、特に問題視されたのは、金融機関などから子会社等に送客される顧客への対応や仲介業者を介して販売する場合の仕組債勧誘の在り方だった。その為、金融庁は昨年12月から本年1月にかけて地域銀行100行に対して、仕組債などの勧誘を中心に、リスクの高い金融商品の販売・管理態勢について調査を行い、この調査

レポートを4月11日に公表している。同レポートは、調査目的として、顧客本位の取組みや販売・管理態勢の改善を促すとともに、モニタリングの着眼点として活用すると強い姿勢を示している。

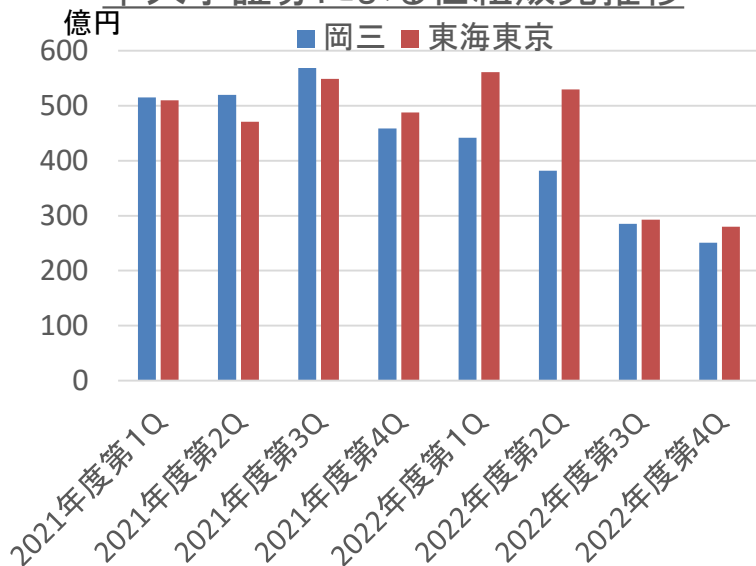
オプションを組み込んだ金融商品である仕組債の販売については、1990年代から機関投資家や富裕層などに販売されてきたが、これが個人の投資家層拡大で一般の投資家層まで広く販売されるようになって、大手ネット証券会社、銀行系証券会社、IFA(独立系金融商品仲介業)でも取り扱われている。また、最近の仕組債はオプションなどの組み合わせが複雑なものも多く、商品性の分かりにくさなども問題になっていた。

このような仕組債販売に係る論点は、顧客本位の業務運営原則の推進・強化を進める金融行政の中でも問題視されており、リテール証券会社各社は仕組債の勧誘・販売の在り方などを前年度は見直したため、上記の公募債販売停止の様な動きとなったが、その代わりに個人営業において外国債券や投資信託販売に注力しているところも

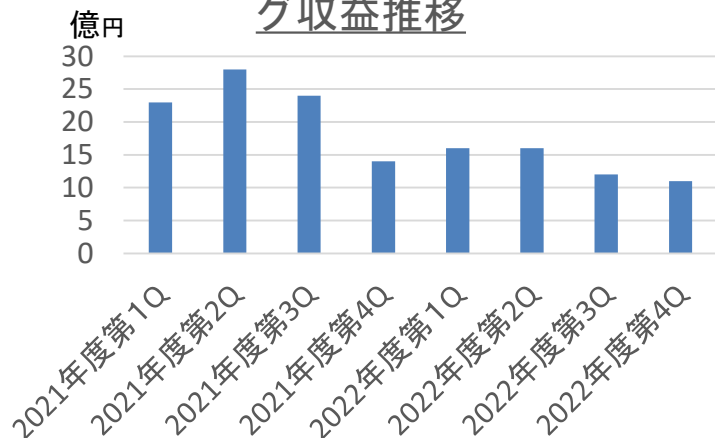
見られた。

なお、直近の金融庁と業界団体との意見交換会において金融庁が提起した主な論点(4月実施、5月公表)では、銀行・証券それぞれに対して、仕組債について「金融商品全般の適切な販売態勢の構築の観点からは、販売停止の事実よりも、内部でどのような議論を行い、どのような理由・考え方で停止に至ったのかという点が重要とし、仕組債の販売を継続する場合は、適切なリスク・リターン検証結果に基づき、顧客の最善の利益の追求の観点から、経営陣が責任を持って判断すべき」としている。

準大手証券による仕組販売推移



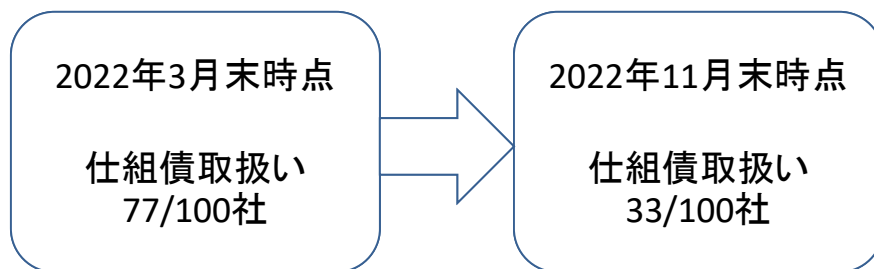
あかつき証券:債券トレーディング グ収益推移



※上記2つのグラフは、各社決算説明資料より

地域銀行100行におけるリスク性金融商品の販売・ 管理態勢に関するアンケート調査結果 (概要)

| | 回答社数 | YES | NO |
|---|------|-----|----|
| 銀証間で、顧客の金融商品の販売状況や損益状況を適時適切に把握できる態勢が構築できているか | 87 | 79 | 8 |
| 顧客の投資目的・リスク許容度を図る基準は銀証間で同じか | 87 | 25 | 62 |
| 上記基準が遵守されているかを検証しているか | 87 | 60 | 27 |
| 証券会社と提携もしくは傘下に証券会社を保有している持株会社・銀行について、足許の状況を踏まえて、証券会社の投資勧誘方針やビジネスモデル等の見直しの検討・議論を行っているか | 74 | 68 | 6 |
| 仕組債のリターン及びリスク(リターンの標準偏差)を計測(検証)しているか | 60 | 12 | 48 |



協会の仕組債販売勧誘ガイドライン等の概要

日本証券業協会は、2023年2月14日に仕組債等の販売勧誘に係る諸ガイドライン等の改訂案を示し、パブリックコメント(以下、パブコメ)では209件の質問・要望を受けて、4月18日に関係する規則・ガイドラインの改正を行い、施行日は7月1日としている。

仕組債販売に際して、顧客本位の業務運営原則の観点から確認や改善が求められ、商品性の検証や顧客に適した金融商品かの確認がより厳格になっているが、その課題と対応策の構成は次の様なものだ。

注目されている点だが、先ず投資家に示す仕組債の組成コストについては、合理的根拠適合性ガイドライン(以下、合理性GL)において、検証が求められているため、組成会社から当該仕組債の理論価格を入手し、販売価格との差を定量的に検証する必要がある。パブコメ(No.71~73)でも、「組成会社の責任として理論価格を提供することが求められており、販売会社においては、かかる責任の下

に組成会社から提供される理論価格を入手し、販売価格との差額の妥当性等の検証を行うことが重要であると考えられる。」としている。

また、合理性GLでは販売対象顧客の検証基準として、「複雑な仕組債等のリスクとリターンに即した投資目的・投資意向を有している顧客」としているが、パブコメ(No.93)では、「リスクについては価格変動リスクの大きさ、流動性リスク等が、リターンについては表面上の利率のほか、参照指標等に直接投資した場合に得られる値上がり益を享受できないというリターンの性質等が考えられるが、個別商品ごとに各社で検討する。」としている。

なお、この2点に関して協会は、今後「『重要情報シート』に関するQ&A」等により6月末までに協会員に周知するよう検討中としている。

次に、仕組債等の販売勧誘に係る諸ガイドライン等の改訂による留意事項として以下も示している。

1. 複雑な仕組債等の販売の継続又は再開の検討について:

販売再開を検討するにあたっては、自社の顧客層や販売形態等を踏まえて適切な販売勧誘態勢を整備することができるか、さらには、販売することが、真に自社の顧客の利益に資するものとなるかについて、経営陣のリーダーシップのもとに判断

2. 複雑な仕組債等の販売勧誘態勢の整備について:

自社の顧客層や販売形態等を踏まえた適切な販売勧誘態勢を整備、プリンシプルベースの視点から主体的に創意工夫を発揮すべき

3. 顧客へのアフターフォロー:

定期的又は市況等の大きな変動があった場合等に顧客に対して適切にアフターフォローを実施する必要

4. 社内検査:

内部監査部門においては、必要に応じた販売勧誘態勢の見直しが行われているかを確認し、確認結果について

適宜取締役会に報告

今回の諸ガイドラインのパブコメでは、コストやリスク・リターン分析の開示、勧誘開始基準などに関して、より具体的が基準を求める証券会社等の意向が見えたが、代表的な参照指数仕組債のサンプル開示などがあればより理解も深まった可能性がある。

仕組債販売勧誘ガイドライン等の構成

課題

顧客本位の
業務運営原則

適切な顧客選別の
必要性

商品性・リスクに対
する顧客の理解度
向上

社内教育等の拡充

販売形態等の多様
化への対応

トップマネジメントの
関与

勧誘開始基準の
具体化

顧客の正しい理解の
ための説明事項

役職員への周知
・教育

インターネット販売・仲
介・顧客紹介を利用
する場合の留意点

仕組債が顧客に適し
ている旨の説明

販売商品の検証

顧客の理解に資する
広告表示

重要事項説明 ガイドライン

各社におけるベストプ
ラクティスの追求

販売対象顧客の
選定

注意喚起文書の交付
頻度の変更

合理的根拠適合性ガイドライン

勧誘開始基準ガイドライン

注意喚起文書・確認
書を見直し

投資勧誘規則

広告指針

複雑な仕組債販売で、販売業者等が求められる対応

※日本証券業協会の資料をもとに作成

個人にとっての仕組債投資

複雑な仕組債について、単純に言い切れれば、オプションの売りを組み込んだ債券だ。個人投資家の投資目的から、①主に参照する指数・株価・為替など見通しに従って、比較的高利率の債券投資的に投資する者と、②オプションを組み込んだ既成のデリバティブ商品として投資する者に分けられると考える。

先ず、仕組債に投資する多くの個人は①の目的が多いと思われるが、債券投資目的では高い利率確保と元本償還が重要になる。利率を確保する原資として、オプションを売却する訳だが、オプション価値は大きい場合や複数のオプションを売却した方が利率原資を確保しやすい。但し、オプションの中核は価格変動率なので、オプション価値が大きいということは、その分リスクも大きいということだ。また、複数のオプションを売却するということは、当然リスク負担も複数倍になることだ。

なお、債券投資として成り立つためには、償還元本が確保できなければいけないが、この為には参照する指数（

つまり売却したオプション関連指数）の見通しが重要になる。つまり、個人へ仕組債を販売する時は、オプション売却による利率原資の確保（リターン）と参照する指数の見通し（リスク）が重要で、個人投資家の思惑通り高利率の債券投資的な投資がなりたつかどうか、証券会社等が顧客本位の業務運営原則に従って、アレンジャーにリスク・リターンの最良の組合せでの組成を求めることになる。

この①投資の代替としては、低格付けの個人向け社債や金融機関などの劣後債投資が考えられるが、これらの公募債は大手証券会社や大手金融機関に販売が集中しており、その他のリテール証券会社が取扱う事例は少ない。

一方、資産流動化商品としての私募債・私募ファンドはあるが、現時点では販売態勢が整っているところは少ない。この部分は、一部で流動性を想定してデジタル証券化しようとする動きもあって、大手・準大手証券会社では1案件10～20億円程度の販売に取組み始めている。

②の既成のデリバティブ商品としての投資は、直にオプション売却するより、個人投資家にとってメリットがあるか

らだが、経済的メリットというより、資産管理上のメリットに近い場合が考えられる。

それは、税制上の問題だが、金融商品課税一体化の中で、株式・投資信託と債券の各取引における損益通算は可能となったものの、上場デリバティブを含めてデリバティブの損益通算は税制改正大綱の課題として残ったままだ。

その為、オプションを組み込んだ仕組債では、債券取引として損益通算を利用できるメリットがある。

また、個人がオプション取引を行った場合、株式や債券などの通常の取引口座とは、資産を分けて取引に必要な証拠金とポジションを管理する必要があるが、仕組債ではロックイン・ロックアウトなどの条件に注意していれば、組み込まれているオプションの管理は仕組債を管理する信託銀行などが行う。仕組債は、個人自らの管理が不要なデリバティブ投資という見方もある。

なお、既成のデリバティブ商品として利用する場合には、代替投資手段として、上場指数オプション、有価証券オプションやオプション取引を組み込んだETFもある。

個人のオプション取引の現状は、上場オプションについて取引高シェアが、日経225オプションで18%程度、有価証券オプションは3%に留まっている。

大阪取引所では5月29日に想定取引元本を10分の1にした日経225ミニオプションを上場させ、個人のリスクヘッジ手段として利用を期待している。上場オプションは、個人にも価格や取引状況が分かり易いので、小口化が進み税制改正で損益通算対象になっていけば、今後は個人の取引が拡大してく可能性もあるが、現状では個人のオプション取引ニーズの一部が、仕組債に流れている。

個人の仕組債投資目的と代替投資商品

個人の仕組債投資目的

高利率の債券投資的に
投資

既成のデリバティブ商品
として投資

利率原資の確保

償還元本確保
見通し

オプション売却

参照指数の見通し

オプション損益見通し
(特に損失)

損失が元本を
毀損する可能
性

税制上のメリット

債券取引として
損益通算対
象

投資家自身の
投資資産管理簡易化

高利率債券投資

低格付債

劣後債

私募債

私募ファンド

デジタル証券

個人が取扱い可能なオプション商品

上場オプション

オプション的性格
のETF

小口化へ

この問題がリテール証券会社に与える影響について

リテール証券会社の多くは、過去に仕組債を取扱ってきたり、また金融機関においても個人の投資商品として子会社や親密証券会社へ個人の仕組債投資を仲介するケースが増えていた。現在、一旦中断している公募の仕組債販売も、協会の販売ガイドラインを遵守して再開されるだろうが、この問題が与える影響について考えてみたい。

まず仕組債が組み込んでいるオプションについてだが、元々は相対取引の契約を金融商品化したもので、売買する権利で変動率が価格構成の大きな要素だが、期限があるのでその時には権利が消滅する。その為、オプション価格そのものの価格変化は大きく、仕組債を組成するアレンジャーにとってはオプション価格管理が仕組債価格や関係者の収益源確保で重要なファクターだった。

販売ガイドラインでは、個人投資家に対して負担するコスト開示が求められているが、この価格変化が大きなオプション価格(X)の中には、証券会社の販売報酬(A)・アレンジャーの利益(B)・仕組債管理の費用(C)が含まれて

おり、販売を行う証券会社は投資家への仕組債販売価格(Y) - (A)で仕入れて(Y)で販売しているので実質的な販売報酬を債券売買益として計上することが一般化している。

現在、仕組債に係る重要情報シートでは投資家コスト開示は、一部大手証券会社などで(A)の部分まで行う動きがあるが、投資家コストをどこまで開示するかは議論のあるところだ。論点の1つとしてアレンジャーの利益(B)においては、オプションとしての管理コスト(デルタヘッジを含む)も含まれるので、オプション価格(X)の理論価格を投資家に開示するというのがガイドラインでの妥協策のようだ。

前述したことは、仕組債販売にあたって投資家コストの説明は、株式や投資信託のコストの考え方とは大きく異なることを示す為だが、むしろ投資家にとってより重要なことはオプション売却による元本毀損リスクの説明で、その為には、参照指数に関する見通しを投資家に提供する販売時のみならず、販売後の情報提供として個人に助言していくことが必要だ。更に、望ましいのは、参照指数の見通しに従った代替投資手段を投資家に提供することだろう。

この問題の影響を結論からいうと、仕組債は今後も販売を継続するリテール証券会社の個人営業の在り方を変えていく基点になる可能性もある。主なポイントは2つあるが、一つ目は販売体制について仕組債は投資信託や債券・株式等の公募商品と同じ体制で取り扱っていくことは難しいので、オプション取引を含むデリバティブ商品を取扱う営業体制に変えていく必要がある。具体的には3点ほどあって、オプション等の時価情報を営業現場で入手する体制を整えること、代替投資手段を提供できるようにすること、参照指数に関する助言行為を営業活動の中で再定義することなどが考えられる。

二つ目は、顧客資産全体からリスク・リターンを考慮した上で仕組債勧誘を行うということになると、仕組債販売は当然、富裕層及び準富裕層が対象になり、リテール営業部門で富裕層を中心とした資産管理型営業を一段と進めることが期待される。実際、野村証券の営業部門では、法人オーナー・富裕層部門の担当者を前期の3200名から今期4,600名に大幅に増加させ資産全体に対するコンサルティング機能を強化するとしている。

仕組債販売・勧誘問題が、今後のリテール証券会社の新たなビジネスモデルへの転換点になることに期待したい。

仕組債販売問題がリテール証券会社に 与える影響について

