

# 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



令和4年11月2日

株式会社資本市場研究所きずな

## 仕組債販売に関する規制等の動向

金融庁から2022年8月31日に公表された「2022事務年度金融行政方針」において“仕組債を取り扱う金融機関に対しては、経営陣において、取扱いを継続すべきか否かを検討しているか、継続する場合にはどのような顧客を対象にどのような説明をすれば顧客の真のニーズを踏まえた販売となるのかを検討しているかといった点についてモニタリングを行う。”とされた。

これを受けて、9月に入ってからメガバンクや主要地方銀行では、仕組債の新規勧誘（証券子会社への仲介を含め）を停止するような動きが広まりつつある。また、大手証券においても仕組債販売の一部停止や積極的な勧誘を自粛するような動きとなっており、勧誘基準や販売方針を見直す動きも強まっている。

仕組債の個人投資家への販売については、「顧客本位の業務運営原則」の強化に関する金融審議会市場ワーキンググループでも議論されていて、2020年8月に公表

された報告書で導入された重要情報シートにおいても、仕組債に関する投資家への情報提供が充実することが期待された。その情報内容については、仕組債の組成者が想定する購入層、投資家が支払う費用の内訳、また欧米の事例などを参考に公正価格などが想定されていた。

仕組債と同様に販売方法が問題視されていた外貨建一時払い保険などについては、生命保険協会が2021年4月に「金融機関代理店における重要情報シート作成ガイドライン」を公表していたが、仕組債については重要情報シートへの記載の動きは鈍く、本年3月に日本証券業協会が証券会社に対して仕組債のコストを開示することを要請していた。

仕組債コストの重要情報シートへの具体的な記載は、本年4月以降大手証券やネット証券の一部で始まっているが、概ね販売者の報酬部分の記載に留まる。これは、仕組債を外国証券など外部から仕入れて販売することを理由にしている証券会社もあるが、投資家からみた実質的に負担するコストは、仕組債組成者（アレンジャー）の報酬

部分と販売者の報酬部分の合算なので、販売者報酬部分だけだと投資家コストが分かり難い。

その為、欧米金融当局は公正価格の開示を求めており、投資家は購入した価格と公正価格の差額を概ねのコストと見做すことが出来る。

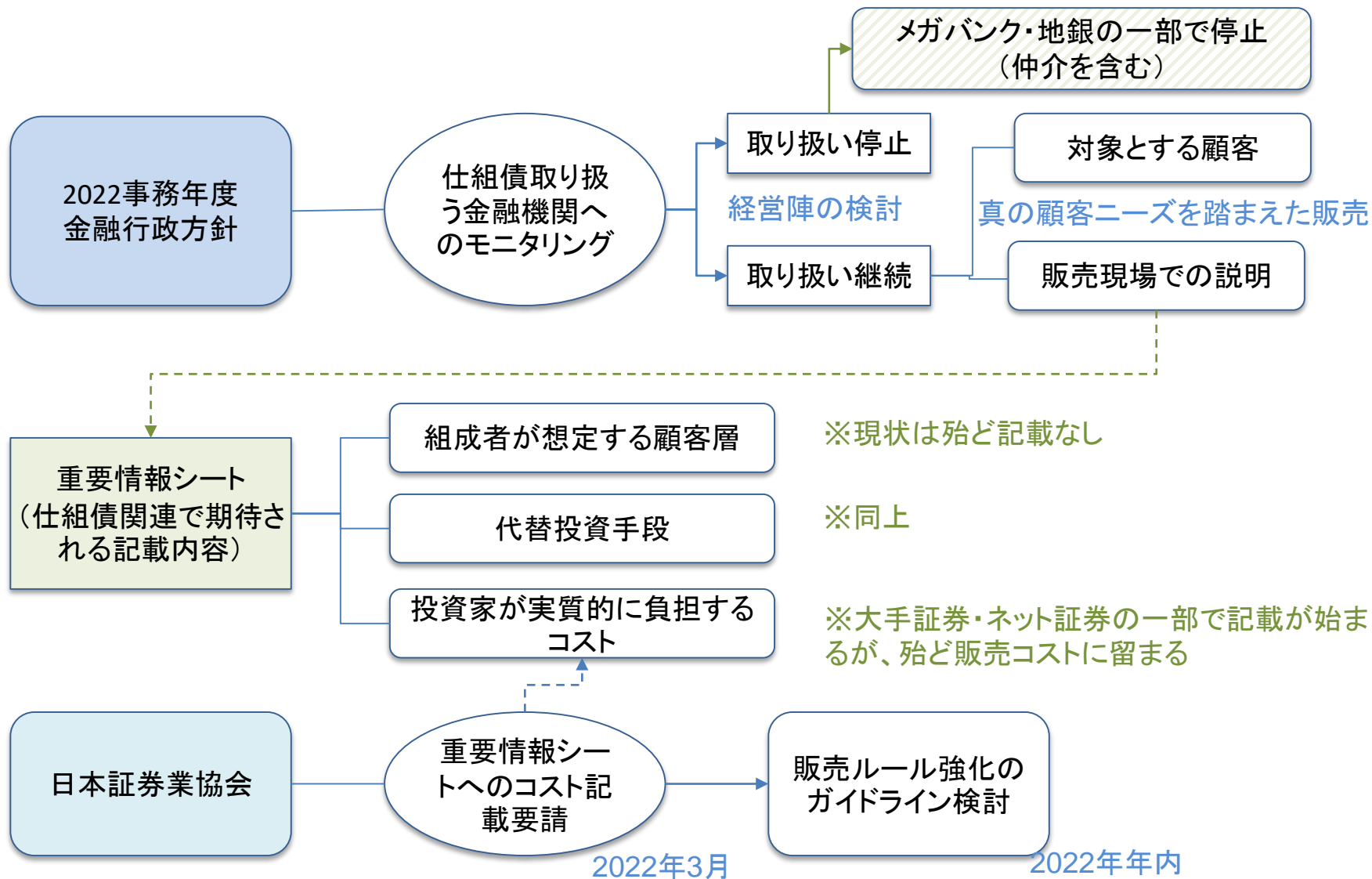
なお、みずほ証券は販売者コストに加え組成者コストも2.5%~3.5%といった幅で示している。

実質的には対象指数や株式のプットオプションを組み込んだ仕組債販売に際して、投資家へのコスト開示だけではなく、投資家の投資目的に沿った勧誘が行われているかも課題で、特に退職金などの老後資金を仕組債投資に回す事例などが問題となっている。

この為、日本証券業協会では年内をめどに個人向け仕組債販売ルールを強化する為のガイドライン検討を行っている。ガイドラインでは投資を始めたばかりの人や退職金運用などを勧誘対象から外す方針が伝えられている。

# 仕組債販売に関する規制等の動向

(2022年9月現在)



## 仕組債販売の現状

先ず、直近の仕組債販売動向を見ていきたいが、本年6月30日に金融庁より公表された「投資信託等の販売会社による顧客本位の業務運営のモニタリング結果についての定量データ集」(以下、モニタリングデータ集)によると、2021年度までの5年間の仕組債の販売額と預り資産残高は下左図の様に推移している。

このデータは、主要行等7行、地方銀行23行、証券会社6社にヒアリングしたものだが、銀行分は仲介・紹介販売額ベース、証券会社は他社からの仲介・紹介を含んでいる。

販売額の傾向を見ると、全体としては2017年3月に策定された顧客本位の業務運営原則の影響もあり2017年度から2019年度にかけて大きく減少したが、新型コロナ禍の影響での個人の投資資金増加により2020年度には再び増加している。特に業種別でみると地方銀行の過去5年間の販売増加率が大きく、また残高と販売額の関係でみると、2020年度は残高の167%以上、2021年度では同125%以上を販売しているのが目立っている。

販売の内訳については、大手証券会社等においては、個別株価連動型が65%、株価指数連動型が28%、為替連動型が3%で、主要行等では個別株価連動型が47%、株価指数連動型が35%、為替連動型が3%となっている。

仕組債は、私募及び公募の形態があり、私募は個別顧客の発注で発行されるが、公募は中堅・地方証券会社(地銀系を含む)で個人向けに販売されるものが多い。

この部分の直近仕組債販売動向を見る為に、発行登録を利用した仕組債発行を4月1日から9月30日まで調査してみた。

発行件数は223件、発行総額は2,500億円で、この数値は前年同期では308件、5,143億円なので、件数・金額とも大きく減っている。

これは、直近半年は世界的に株式市場が調整局面にあったことや、金融機関などの仕組債販売への批判が高まり始めたことも影響していると思われる。

なお、参照指数を見ると、株価指数関連が56.8%、個別株関連が35.6%となっており、昨年度の大手証券や主要行

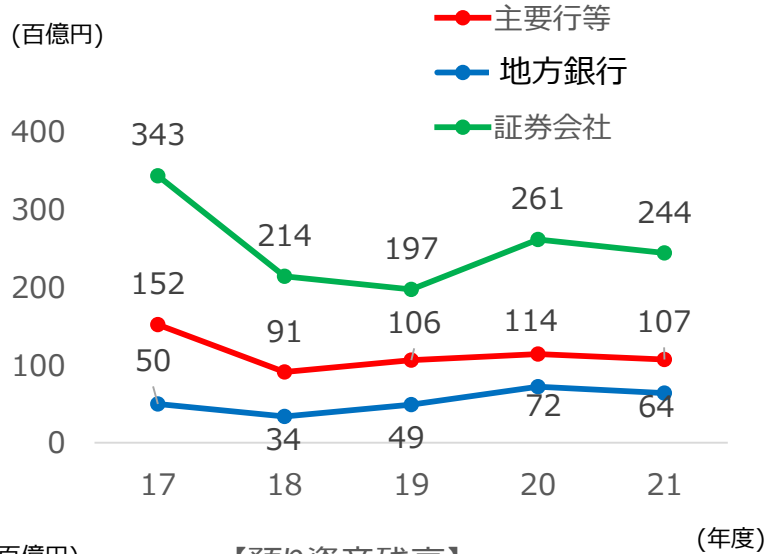
の傾向とは異なっている。また、1件当たりの発行額をみると10億円未満が約6割弱、10億円から20億円未満が約3割弱となっており比較的少額の発行が多い。

地方銀行における仕組債販売は、実際は子会社の証券会社への仲介・紹介により行われることが多いが、地銀系証券会社においては、この仕組債販売の販売収益は、販売手数料ではなく債券トレーディング益に計上されている。これは、アレンジャーの外国証券会社などから販売報酬分を販売価格の額面より差し引き仕組債が提供されるためだが、この債券トレーディング益には外国債券販売に伴う為替益などが含まれる場合もある。現状、地銀系証券会社ではこの債券トレーディング益の収益に与える影響が大きく、各社ディスクロージャーより算出した27社合計の純営業収益973億円に対して、債券トレーディング益が409億円と42%を占めている。

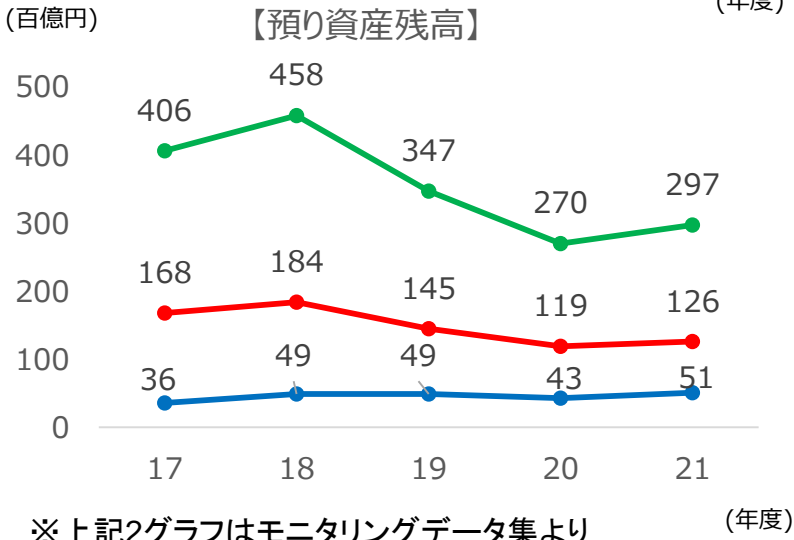
債券投資としての機能を見る為に、資産運用業高度化プログラムレポート2022では2019年4月に個人向けに販売されたEB債(個別株価を参照指数としたもの)856件約674億円をサンプルとして予定満期(債券の満期期間)と実現

満期(実際に早期償還されたもの)との関係をレポートしているが、予定満期 2.5 年以下の EB 債では満期まで継続したのは 2 割以下で、実際の実現満期は平均で 0.62 年となっている。つまり、ノックアウトして早期償還されたものが相当の割合であった。

### 【販売額】



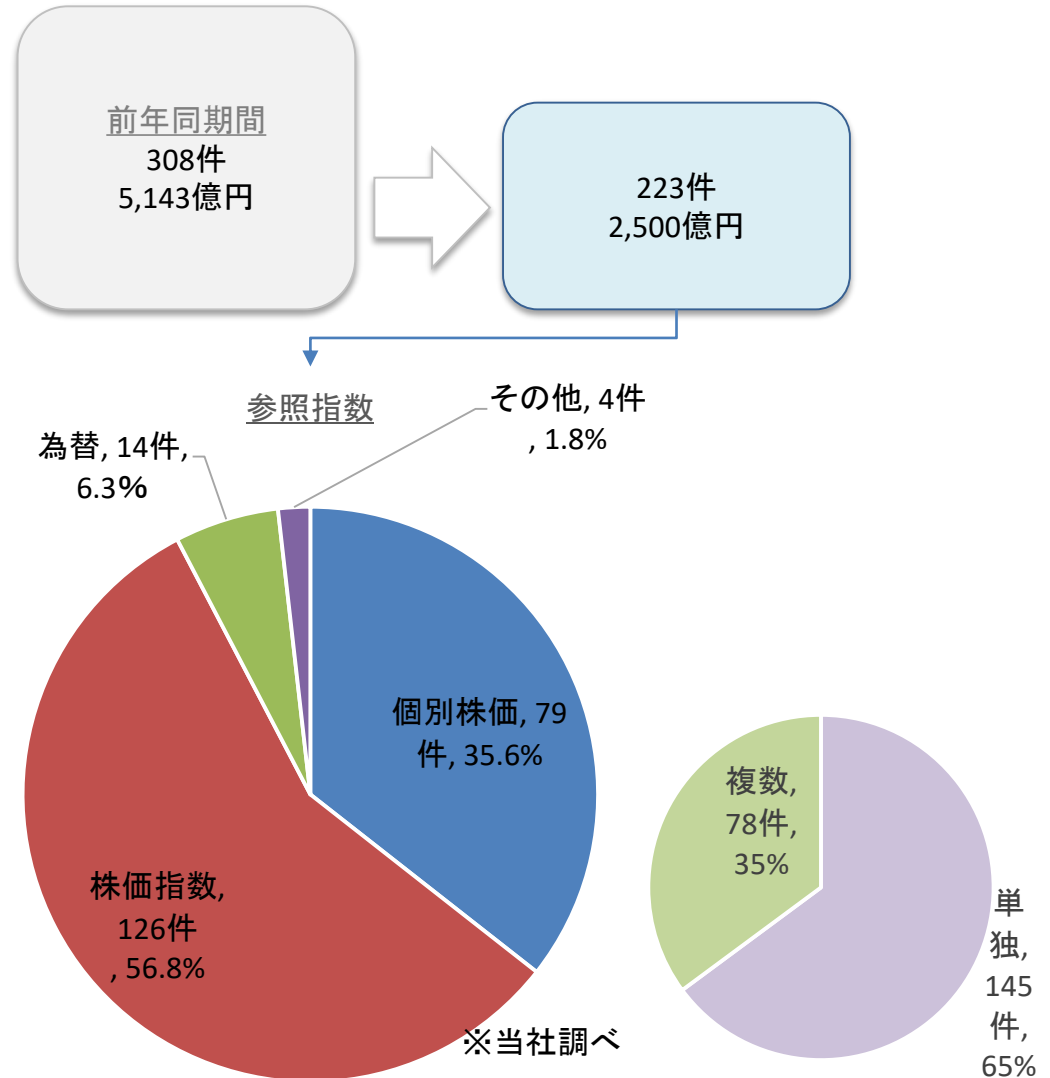
### 【預り資産残高】



※上記2グラフはモニタリングデータ集より

### 直近の公募仕組債(発行登録利用)の発行動向

(2022年4月～9月30日まで)



## 仕組債の背景と課題

仕組債の構造は、簡略化して言えば債券に参照指数のプットオプション(売る権利)が組み込まれたもので、例えば、投資額の10%程度の価値のあるプットオプションを、半分が組成するアレンジャーや販売者の収益(投資家のコスト)、残りの半分程度が投資家への利払い予定分として組成するイメージだ。

個人投資家への仕組債販売が広まった背景としては、個人が投資意欲を持てるような確定利回り商品が少ないことが上げられる。長年の超低金利政策により、個人向け国債や社債の利回りが低く、ある程度利回りがある銀行の劣後債も発行額が限られており、かつ大手証券などでの販売に限られていた。

仕組債であれば、信用力の高い海外の金融機関等の発行する債券に、販売者側が望む参照指数のプットオプションをアレンジャーが組み込んで数億円単位でも発行してくれるので、地方・地銀系証券会社にまで広まっていった。

仕組債が個人に販売されるようになってから既に四半

世紀近くたつが、オプション部分の構成がより複雑になってきたり、証券仲介業者まで含めてより広く販売されるようになってきた。その為、以下の様な課題が金融行政上強く認識されるようになってきた。

### 商品性の問題:

個人投資家の負うリスクとリターンが釣り合っていないのではないかとの指摘がレポート2022や9月から始まった金融審議会での顧客本位タスクフォースにおいても指摘されている。

下右図は、金融庁がサンプリングしたEB債364本のリターン実績の分布を表したものだが、平均のリターンが3.2%で半数以上は10%前後に集中しているものの、損失率の裾野は広く最大-84.2%までである。これは、仕組債が参照指数のプットオプションを売却したものであることから、スキーム上ある程度予想される結果だが、投資家が高利回りの債券投資との捉え方が強いと問題になる。

もう一点は、投資家にとって自分が実質的に負担しているコストが分かり難いという問題だ。投資家が負担するコストとしては、販売者の報酬とアレンジャーの報酬に



加えて組成コストがある。この投資家が負担するコストと受け取る利息分は、概ね売却したプットオプションから支払われる。組成者側がこの投資家コストを明確化し難い理由の一つとして、仕組債の募集期間の後の支払日にオプションが取引されるスキームが多いとされていて、その為、変動の大きなオプション価値部分が確定できないことを上げている。

#### 販売の問題:

タスクホースでは、仕組債が投資家の投資目的に沿って販売されているか問題となっている。金融庁の相談室やFINMAC等に寄せられた苦情・相談では、老後の資金なので安定したものでお願いしたところ「安全性の高いもの」として仕組債を強く勧められたケースや、早期償還となり元本が戻ってきた際、同じ銘柄の仕組債を「ノックインは確率的に低い」等と勧誘されたがノックインしたケースがあり、苦情・相談件数は2019年の672件から減ってはいるものの2021年も341件ある。

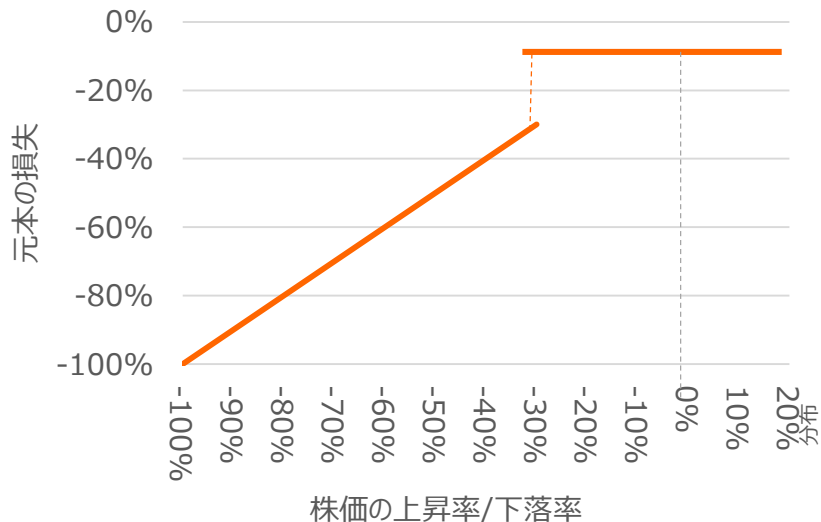
昨今は株式市場が調整局面にあり、投資家が問題視する事例が増える可能性が大きい。

販売の問題も概ね2つあり、一つは同じ参照指数の

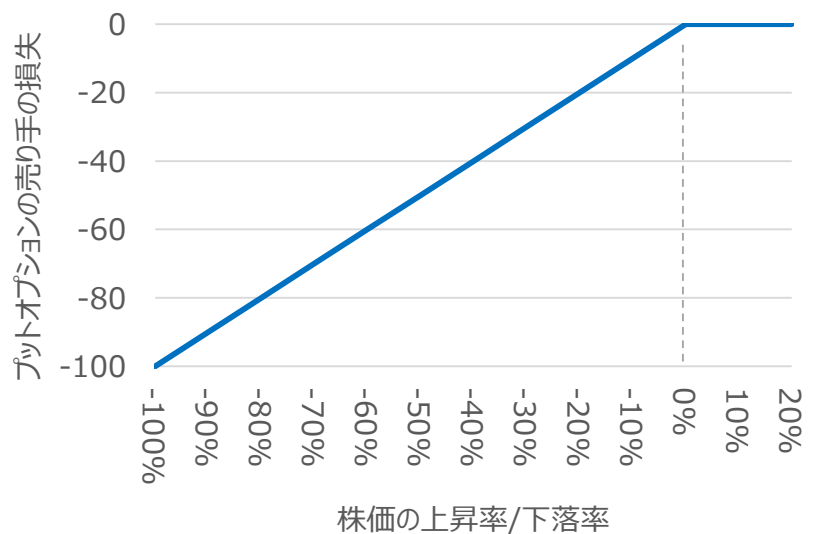
仕組債で早期償還(ノックアウト)したものを連続して販売するケースで、この場合、投資家の利益は投資額の数%だが、販売者の報酬は倍増する。つまり投資家はコストを倍支払って投資リスクを負っていることになる。

もう一つは、販売者(仲介業者を含む)がコストとリターンとの関係を個人投資家にも分かり易く説明できているかどうか疑問視されるケースがあることだ。

### EB債



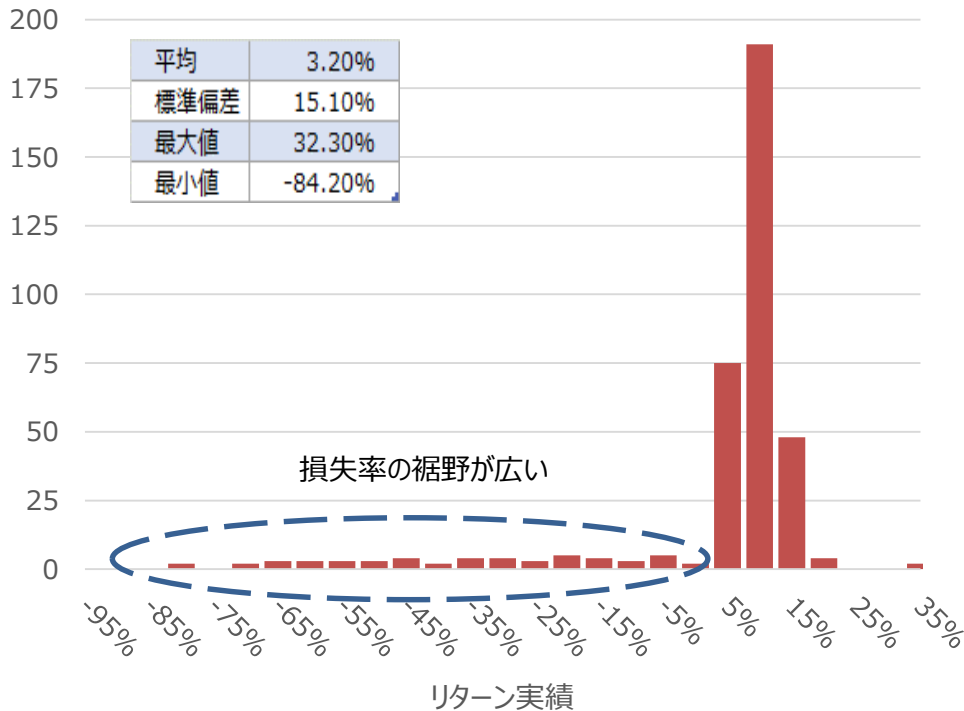
### プットオプションの売り



### 仕組債リスク・リターンサンプル事例

(本)

EB債のリターン実績の分布



※資産運用業高度化プログレスレポート2022より作成(以下、レポート内注記)  
 株価についてはEB債の満期まで一貫して上昇・下落したと仮定。また、クーポンやプレミアム収入は除いて簡略化。販売会社の提出資料を基に金融庁作成。  
 リターンは年率。サンプルのうち、クーポンリターンが算出可能な固定利付債(364本)のみを抽出して算出。2021年12月末時点で未償還のものは当該時点の時価から算出。

## 市場仲介者としての対応について

仕組債は、本来、投資家ニーズに合わせたオプションをアレンジャーがアレンジして債券に組み込んでおり、投資家としてはオプションの個別管理をする必要がないので、オプションパッケージの金融商品と見做される。実際、顧客オーダーで私募で発行される仕組債では、オプション取引に必要な証拠金管理が必要なく、かつ高利回りの運用益を狙うパッケージ商品としての利便性を活用している投資家層もいる。

しかし、問題は投資家ニーズではなく販売者ニーズで組成された仕組債が、投資家の投資目的や投資ニーズにあって販売されているかが金融審議会等で強く指摘されている点で、これを顧客本位の業務運営原則強化の中でどう取り扱っていくか、市場仲介者である証券会社が問われていることだ。

証券会社は登録金融機関などと異なり個人投資家向けにオプションを含めたデリバティブ商品も取扱っているが、仕組債販売に関して次の様な対応が求められているので

はないかと考える。

### ◇オプション組込商品としての販売体制：

現在の仕組債販売の現場では、日本証券業協会の自主規制ルールに従った情報開示モデルが説明書や目論見書に使われている。参照指数の動きをパターン化して、償還結果をケース分けしたり、参照指数を含め仕組債を構成する要素の過去実績やリスクが示されている。

しかし、これだけだと負担するコスト・リスクと期待するリターンの関係が投資家にとって理解しにくい。また、最近ではデジタルクーポンや複数の参照指数で組み込まれるデリバティブ要素が複雑化している。

販売者としては、個人投資家に対して組み込まれているオプションの時価情報を含めた説明をした上で、過去の推移や今後の予測を示すことが望ましいのではないだろうか。その為には、仕組債組成のバックヤードを整理して個人に説明する必要があり、投資家が実質的に負担するコストは、その中で示されることになる。

### ◇仕組債販売後のメンテナンス：

個人投資家への仕組債販売において、販売後の

メンテナンスは重要だ。出来れば想定される時価情報を示すことが望ましいが、参照指数に使った投資対象のオプション価格がどの様な推移になっているか示すことは可能だ。

また、投資家が当初想定した投資シナリオと異なった投資環境となっている場合、投資家が望むのであれば保有する仕組債のリスクを抑えるようなデリバティブ取引などを利用した代替投資手段を提案することも販売者としてのメンテナンス機能を示すことになる。

#### ◇資産ポートフォリオ全体からみた投資助言：

元々、オプションを含めてデリバティブ商品は、株式や債券などの投資資産のリスクヘッジの為に派生した金融商品なので、仕組債も投資家の資産全体の中でその効果を考えるべきで、販売者も資産ポートフォリオの中で提案や助言を行えば顧客ニーズに沿うことが出来る。現在、一部のリテール証券会社では金融商品販売型のビジネスモデルから資産管理型ビジネスへの転換を模索しているが、仕組債販売に関してはデリバティブ取引の知見を持った営業員の助言が必要ではないかと考える。

個人投資家に対する仕組債販売が、現状の様に増加した理由の一つに、数億円単位でも組成可能で、地方・地銀系証券会社にも販売が広まったが、市場仲介者である証券会社が組成に関与することが可能な商品としては、コール型のEB債（他社株転換可能債）や資産流動化などの私募債・私募ファンドがあり、顧客ニーズに沿った金融商品としての供給が望まれる。

# 証券会社の仕組債販売で求められる対応

