



ハイリスクハイリターンの仕組み債、相場次第では大儲けできる？



証券取引等監視委員会が仕組（み）債販売で法令違反行為があったとして千葉銀行と子会社のちばぎん証券、武蔵野銀行の3社に行政処分を出すよう金融庁に勧告した。顧客の知識や資産状況などを確認せず、十分な説明なしに仕組債を買うよう勧誘していたという。顧客からは「高い収益が得られると勧誘されたが、額面割れで償還を迎えた」との苦情が多数出ていた。

実は「買い手に不利」な仕組債

要は「ハイリスク・ハイリターン」の商品であるとの十分な説明がないまま販売したのがダメだということ。ということは「ハイリターン」ならば、相場次第で仕組債は「大儲け」できるのではないか？

仕組債は一般的な債券には見られない特別な「仕組み」を持つ債券で、スワップやオプションといったデリバティブ（金融派生商品）の要素を加えた金融商品だ。満期までの期間や利子（クーポン）、償還額などを自由に設定できる。

収益のカギを握るのが「ノックイン事由」。例えば「日経平均株価およびS&P500についてそれぞれに当初株価×55%」のように定められている。2万円が「当初株価」だった場合、1万1000円を下回った場合に「ノックイン」と判定されるわけだ。

仕組債が満期を迎えると償還されるが、ノックインが発生しなかった場合は額面通りの金額となる。契約内容によるが、一般にはノックインが発生しても日経平均株価とS&P500の終値がいずれも当初株価を上回っていれば額面金額通りに受け取れる。

ノックインが発生し、日経平均株価およびS&P500の終値のうち双方またはいずれかが当初株価未満の場合は、償還額は当初株価からの下落率に応じて目減りする。元本割れの可能性も出てくるのだ。このリスクの説明が不十分だったとして、3社は行政処分の勧告を受けることになったのだ。

ここで不思議なのは、ノックインが生じた場合は下落率に応じて元本割れが大きくなるのに対して、株価が仮に当初株価を大幅に上回った場合でも償還されるのは額面金額のままということだ。極端な言い方をすれば「損は底なし、得は頭打ち」のイメージだ。

仕組債は「売り手」のリスクヘッジ商品

もっとも仕組債の多くは、満期までに年に数度の利子が支払われる。償還額は変わらないとしても、利子で収益をあげられるのではないか？ところが、そうもいかないケースも少なくない。それが「早期償還条件」だ。

これは満期までの間に複数設けられている判定日における参考指数の終値が、所定の早期償還判定水準を超えた場合に額面の金額で早期償還される仕組み。これは強制的なもので、仕組債の購入者に拒否権はない。このケースでは額面割れにはならないものの、本来なら早期償還日以降から満期まで得られるはずだった利子の支給は直ちに打ち切られる。

仕組債を販売する側にとっては、相場が上昇した場合は早期償還で取り戻した仕組債を再販して手数料収入を増やせるメリットがある。相場の上昇局面では値上がりを期待して仕組債の購入希望者が増えるからだ。

なぜ、こうも売り手側に有利な条件になっているのか。デリバティブ商品の多くは、売り手側のリスクを補完するためのものだからだ。つまり、仕組債は売り手が「損」をしないための「保険」であり、売り手の「損」（買い手にとっては「得」）を最小限に抑える仕組みになっている。

金融庁が2019年4月に販売された代表的な仕組債である「EB債（他社株転換可能債）」856本を調査したところ、2021年末時点でのリターンは平均3.2%と、当時の低金利下では悪くない水準だった。一方で3カ月で元本の8割を失ったケースもあった。

3.2%という利回りの割にはリスクが高い。ただ、これは仕組債の性格上、仕方がないとも言える。それを理解した上で、金融商品の一つとして向き合うべき商品なのだ。

文：M&A Online