

金融商品取引に伴うリスクについて

(注意事項)

- ・本資料は、「Risks Involved in Trading Financial Instruments」(発行:Swiss Bankers Association)の仮訳版であり、参考情報のご提供を目的として掲載しております。翻訳にあたっては正確性に細心の注意を払っておりますが、内容の正確性・完全性については保証できかねます。正式かつ最新の情報につきましては、原文(英語版)をご確認ください。
- ・本資料には、スイスの銀行による提供が想定された業務内容および監督規定が含まれている場合がありますが、当社は銀行業ならびに銀行代理業を一切行っておりません。
当社の主たる事業は資産運用業および投資助言業に限定されております。
- ・本資料の公開・配布は、金融商品の販売、勧誘、または特定の投資アドバイスを目的とするものではなく、情報提供のみをその趣旨としています。

目次

本パンフレットについて	4
1 一般情報	5
1.1 用語の説明	5
1.2 代表的な金融サービス	6
1.3 金融商品取引における一般的なリスク	7
1.4 金融商品の売買および保管に伴うリスク — 特に海外での取引・保管 —	11
1.5 金融商品の税務取扱い	13
1.6 サステナビリティ関連金融リスク(ESG リスク)	13
2 金融商品およびその固有のリスク	15
2.1 株券(株式、出資証券、配当請求権証券)	15
2.2 債券	15
2.3 マネーマーケット商品	16
2.4 集団投資スキーム	16
2.5 オプション	16
2.6 ストラクチャー商品	18
2.7 レバレッジ商品	19
2.8 先物および先渡し	20
2.9 資金調達またはリスク移転を目的とする金融商品(信用派生商品、災害リスク派生商品)	21
2.10 オフショア・ファンドおよびヘッジ・ファンド	22
2.11 プライベート・エクイティ	22
2.12 不動産	22
2.13 貴金属	23
2.14 コモディティ(商品)	24
2.15 暗号資産(クリプトアセット)およびトークンへの投資	25

3 個別金融商品の詳細な説明	26
3.1 債券	26
3.2 集団投資スキーム	29
3.3 オプション	31
3.4 ストラクチャー商品	42
3.5 先物および先渡し	49
3.6 オフショア・ファンドおよびヘッジ・ファンド	50
3.7 プライベート・エクイティ	52

(注) リスクに関する説明は次の例の通り、薄青色のボックスで表示しています:

カントリーリスク

金融商品の価値、ひいてはそのご利用可能性は …

本パンフレットについて

お客様へ

2020年1月1日に施行された『スイス金融サービス法(FinSA)』には、金融サービス提供者がお客様に対して遵守すべき行動規範が定められています。同法は、金融サービスを誠実、慎重かつ透明な方法で提供するための要件を規定しており、金融商品の開発・提供のあり方も規定しています。また、有価証券届出書(プロスペクト)の義務を設けるとともに、金融商品に付随する一般的なリスクについて、誰でも簡単に理解できる形での重要な情報開示(重要情報シートなど)を義務付けています。本パンフレットは、お客様が的確な投資判断を行うこと、そしてさまざまな金融商品を比較検討するうえで役立つよう作成しました。

内容について

本パンフレットの第1章では、投資ソリューションに伴う代表的な金融サービスおよび金融商品の取引・購入・売却・保管にあたって生じる一般的なリスクについて説明しています。

第2章では、各種金融商品の特徴およびそれらに伴うリスクを取り上げています。

第3章では、特定の金融商品に関するさらなる詳細情報をご説明します。

その他の情報について

本パンフレットは、すべての金融商品について網羅的に解説しているわけではなく、またそれぞれの商品が抱える機会やリスクについても完全に述べているものではありません。

当該金融商品について金融サービス提供者が「重要情報シート(Key Information Document)」等を提示している場合には、そちらにリスクおよびコストに関する詳細な情報が記載されていますので、併せてご確認ください。

また、本パンフレットは個々のお客様の状況を考慮したものではなく、投資に係る税務上および法的な側面については一般的で簡潔な記載にとどめております。

お客様の個人的な状況に応じた包括的なアドバイスが必要な場合は、まず金融サービス提供者にご相談いただき、必要に応じて税理士または弁護士などの専門家にご相談いただくことをお勧めします。

本パンフレットが、お客様にとって有益で興味深く読める内容であることを願っています。

敬具

1 一般情報

1.1 用語の説明

本項では、金融商品取引に伴うリスクに関する主な用語をご紹介します。

金融商品とは何か？

2020年1月1日に施行された『金融サービス法(FinSA)』では、以下のものを「金融商品」と定義しています。

1. 株式証券
 - a) 株式の形態をとる証券。これには、出資証券や配当請求権証券など、所有者に出資参加や議決権を与える株式類似証券も含まれます。
 - b) 転換または権利行使により、転換登録後ただちに株式証券を取得できる証券。
2. 債務証券:株式証券以外のすべての証券
3. 集団投資スキームの受益証券(集団投資スキーム法(CISA:2006年6月23日制定)に規定)
4. ストラクチャー商品、すなわち元本保全型商品やリターン上限付き商品および証券
5. デリバティブ(金融市場インフラ法(FIMIA:2015年6月19日制定)に規定)
6. 払戻価額または利息がリスクまたは価格に依存する預金。ただし、金利指標に連動する利息が付く預金は除く。
7. 債券:均一の条件に準拠する全体借入金の持分

現物証券と帳簿式証券

現物証券とは、紙の形態で存在する証券、すなわち一枚の書面のことです。今日では、ほとんどの金融商品はもはや現物証券の形態をとっておらず、代わりに帳簿式証券として電子的に記録・管理されています。スイスの連邦証券保管法(2008年10月3日制定)では、このような証券を「無証券化証券(uncertificated securities)」と呼んでいます。帳簿式証券は、預かり口座に記帳されるだけでよく、株式(第2.1項参照)、債券(第2.2項参照)、集団投資スキーム(第2.4項参照)などがこれに該当します。

発行体とは何か、発行(issue)とは何か？

新たな証券が取引のために提供される場合、これを「発行(issue)」といいます。証券を提供または提供しようとする者は、すべて発行体(issuer)とされます。

金融サービス提供者とは何か？

金融サービス提供者とは、スイス国内で、またはスイスのお客様に対して、金融サービスを営利目的で継続的かつ独立して提供する者を指します。銀行その他の金融機関も、金融サービス提供者に該当します。

典型的な金融サービスとは？

投資ソリューションのために提供される金融サービスには、いくつかの形態があります。ポートフォリオ運用、投資助言、執行のみ(アドバイスなし)のサービスです。ポートフォリオ運用では、投資判断が金融サービス提供者に委譲されます。投資助言および執行のみのサービスでは、投資判断に関するすべての責任はお客様が保持します。そのため、金融サービス提供者の義務、特にお客様への情報提供に関する義務も異なります。

直接投資と間接投資の違いとは？

直接投資とは、株式、債券、不動産、貴金属または商品など、実在の資産に直接投資することを指します。一方、間接投資とは、ファンドやストラクチャー商品などの投資手段を通じて、資産に間接的に投資することを意味します。

直接投資および間接投資は、異なる目的に利用できます。たとえば、ファンドはリスクの分散に重点を置いていますが、参加型またはレバレッジのあるストラクチャー商品(第 2.7 項および第 3.4.3 項参照)は、リターンを最大化を目指します。他の投資では、本来アクセスしづらい資産クラスへの投資機会を提供しており、商品証券が良い例です。

投資が直接的であるか間接的であるかは、そのリスクやリターンに直接的な影響を及ぼすものではありません。しかし、ファンドなどの間接投資、特に代替投資を行う際には、対象となる資産クラスに伴うリスクに加え、投資手段自体に含まれる金融商品に起因するリスクも検討する必要があります。これは特にストラクチャー商品に当てはまります。直接的な代替投資は、通常比較的高い最低投資額を必要とし、すべての投資家に利用可能とは限りません。

有限リスクと無限リスクとは何か？

有限リスクの金融商品には、利益がまったく得られない、あるいは最悪の場合、投資した元本をすべて失うリスクが伴います。一方、無限リスクの金融商品では、投資額に加えて追加の資金を支払わなければならない可能性があり、場合によっては当初の投資額の数倍に上ることもあります。

1.2 典型的な金融サービス

FinSA によれば、投資ソリューションに関する典型的な金融サービスには、ポートフォリオ運用、投資助言、およびアドバイスなしで執行のみの取引(execution-only)が含まれます。

投資助言

投資助言とは、金融商品の取引に関する個人向けの推奨を行うことです。これは、ポートフォリオベース(お客様の投資ポートフォリオおよび定義された投資戦略に基づく)またはトランザクションベース(個別の金融商品に焦点を当てる)のいずれかの形式で行われます。

投資助言は、専門的に行う場合、免許を有する銀行または他の金融機関、あるいはアドバイザー登録簿 (Register of Advisers) に登録された者に限り提供できます。

特定のカテゴリーの金融商品、例えば集団投資スキームやストラクチャー商品に関する投資助言を行う際には、金融サービス提供者は個人お客様に対して、当該商品の仕組みおよび関連するリスクとコストを説明する重要情報シート(key information document)を提供することが義務付けられます。

ポートフォリオ運用

ポートフォリオ運用では、お客様が資産を金融サービス提供者に預け入れ、契約で定められた投資目標に沿って、その代理人として投資を行うよう指示します。投資判断は金融サービス提供者が独自に行います。ポートフォリオ運用契約の内容は提供者によって異なりますが、常に資産運用の管理権限の委譲が含まれます。金融サービス提供者が投資判断を行うため、使用する金融商品について重要情報シートを提供する義務はありません。

執行のみ(Execution-only)

執行のみのサービスでは、お客様が金融サービス提供者からの助言または推奨を受けずに自主的に投資を行います。したがって、金融商品およびそのリスクの評価に関する全責任はお客様が負います。

ただし、集団投資スキームやストラクチャー商品など特定のカテゴリーの金融商品については、当該重要情報シートが存在する場合は、金融サービス提供者は執行のみの取引を執行する前にお客様に提供しなければなりません。

金融商品取引のための貸付

住宅ローンを含む一般的な貸付けは、スイス民法(SCC)および債務法(CO)の民事規定の対象となります。しかし、お客様が金融商品への投資を目的として、例えばロンバード融資の形態で資金を借り入れる場合、この金融サービスは FinSA の対象となります。このような貸付けには特定のリスクが伴うため、投資家保護に関する FinSA の規定が完全に適用されます(詳しくは第 1.3 項「信用取引による投資に伴うリスク」参照)。

1.3 金融商品取引における一般的なリスク

本項では、金融商品の取引に伴う一般的なリスクについて説明します。

カントリーリスク

金融商品の価値およびそれにアクセスできる可能性は、その商品が発行された国、保管されている国または取引されている国の政治的、法的および経済的な要因に左右されます。

カントリーリスクとは、特定の国の政治的および経済的安定性に関連するリスクを指します。政治的リスクの例としては、資産の没収や特定産業分野への国家介入が挙げられます。経済的リスクとしては、金利やインフレ率の変動が典型的です。その他の国別リスクには、インフラ(特に決済機関や取引所の質)や法制環境の質として市場の透明性、監督当局の機能、投資家保護制度、倒産処理の仕組み、租税制度などが含まれます。これらすべては時間の経過とともに、場合によっては予測不可能な形で変化することがあります。過去にも、ある国が経済制裁を科したり、資本の輸出や自由な移動を規制することで、金融商品の売買を制限した事例

があります。こうした措置により、スイスの銀行に預けていたとしても、該当する金融商品の支配権を維持できなくなったり、売却ができなくなる可能性があります。

特にリスクが高い国:新興市場

「新興市場」という用語には標準的な定義がありません。一般的に新興市場とされる国々の共通の基準として、一人当たりの所得水準、金融部門の発展段階、サービス部門が経済全体に占める比率などが挙げられます。新興市場はそれぞれ経済発展の段階が大きく異なりますが、共通する特徴として、政治的・法的・経済的制度が比較的新しい(例:民主主義制度)か、あるいは十分に確立されていないことが多い点が挙げられます。その結果、先進国に比べて新興市場の金融制度や機関は安定性や法的確実性が低い傾向にあります。新興市場への投資には、先進国ではあまり顕著でない、あるいはまったく存在しないリスクが伴います。これには、決済リスク(決済リスク参照)および流動性リスク(流動性リスク参照)が含まれます。新興市場に関連する金融商品への投資におけるより高いリスクは、発行体(第1.1項参照)または募集者がその本社所在地または事業の中心を当該市場に有する場合にも適用されます。

発行体リスク

大多数の投資には、発行体が破産するリスクが含まれます。これを発行体リスクと呼びます。金融商品の価値は、株式であれば企業業績、ストラクチャー商品であれば原資産のパフォーマンスといった商品固有の要素だけでなく、発行体の信用力にも依存しています。この信用力は、投資期間中のいつでも変化する可能性があります。

したがって、問題となっている金融商品を誰が発行したのか、また義務の履行責任を誰が負っているのかを把握することは極めて重要です。これは、発行体の信用力を正しく評価し、それにより発行体リスクを適切に判断するために不可欠です。債券などの債務証券では、通常借り手が発行体となるため、このリスクは信用リスクとして知られています。

決済リスク

金融商品を所定の価格で約定したにもかかわらず、代金の支払いと同時にその商品の引渡しを受けられない場合、決済リスクが生じます。この場合、投資家は購入代金を支払ったにもかかわらず、期待通りにその商品を適時に、あるいは全く受け取れないリスクを負うこととなります。逆に、金融商品を売却し、代金の受領なしにその引渡しを行わなければならない場合も、同様に決済リスクが生じます。決済リスクはとりわけ新興市場、および一部のオフショア・ファンド、プライベートエクイティ投資、デリバティブにおいて非常に高くなる可能性があります。

為替リスク

金融商品の価格表示通貨が、投資家の基準通貨と異なる場合、為替レートの変動リスクを考慮する必要があります。為替リスクを最小限に抑えるため、金融サービス提供者がヘッジ手段の使用を推奨したり、通貨ヘッジされた商品を提供することがあります。このように為替リスクはある程度抑制可能ですが、対象の資産クラスやヘッジ手法によっては、常に完全に除去できるとは限りません。

流動性リスク

流動性リスクとは、投資家が常に適切な価格で投資商品を売却できるとは限らないリスクを指します。特定の金融商品やデリバティブが売却困難、あるいは不可能、または大幅な価格割引を受けなければ売却できな

い状態を、「流動性の乏しい市場(illiquid market)」といいます。このような流動性不足のリスクは、とりわけ店頭市場(未上場)の銘柄や小規模株式会社、新興市場への投資、販売制限がある投資商品、一部のストラクチャー商品および代替投資に高く見られます。また、債券についても、発行後ほとんど取引が行われていない場合、流動性リスクが否定できないことに留意が必要です。

法的リスク

投資に伴う法的リスクを評価するには、その投資に適用される法的枠組みを考慮する必要があります。これには、投資家保護に関する法令、たとえば投資ガイドライン、透明性義務、情報提供および開示義務、インサイダー取引の禁止、および経営上の義務規定などが含まれます。

経済リスク

一国の経済活動の変化は、金融商品の価格に影響を及ぼすことが多いです。これを経済リスクといいます。

金利リスク

金利リスクは、債券を購入する投資家に影響を及ぼします。特に金利が上昇すると、新たに発行される債券の方が高い金利を提供するため、従来の低金利債券の人气が低下し、価格が下落するリスクがあります。

インフレリスク

インフレリスクとは、貨幣価値の下落により投資家が財政的損失を被るリスクです。外国通貨での長期投資において特に顕著です。金融市場が未成熟で外貨準備が少ない国の中央銀行は、物価安定の目標を達成できない場合があり、その結果、こうした国々では先進国よりもインフレ率および為替レートが大きく変動する可能性があります。

ソフトファクターリスク

金融商品の価格は、企業の業績や将来予想といった「ハード」な事実だけでなく、期待感、不安、噂といった主観的な「ソフト」な要因にも影響されます。そのため、価値に客観的な変化がないにもかかわらず、短期的にはソフトファクターによって金融商品の価格が下落するリスクが常にあります。

ボラティリティリスク

金融商品の価格は時間の経過とともに上下します。金融の専門家は、一定期間におけるこうした価格変動の幅を「ボラティリティ」と表現します。ボラティリティは市場リスクの尺度です。

金融商品のボラティリティが高いほど、投資リスクも高くなります。なぜなら、価格が急激に下落する可能性があるためです。

集中リスク

集中リスクは、投資ポートフォリオの構築方法に起因します。単一の金融商品、少数の商品、または単一の資産クラスがポートフォリオの大部分を占めている場合に生じます。集中リスクを抱えるポートフォリオは、市場の下落局面において多様化されたポートフォリオよりも大きな損失を被る可能性があります。多様化されたポートフォリオは、異なる金融商品や資産クラスに投資を分散させることで、価格変動の全体的なリスクを低減しています。

金融商品の売買を行う際には、ポートフォリオの構成、とりわけ十分な多様化が確保されているかを十分に考慮することが重要です。

発行体、国、業種レベルでの集中リスクにも注意を払う必要があります。たとえば、あるポートフォリオに「X社が発行する債券」「X社の株式」「X社を原資産とするストラクチャー商品」「資産の20%をX社に投資している株式ファンド」が含まれている場合、発行体レベルでの集中リスクが存在します。

ストラクチャリングリスク

投資は、直接的なものと間接的なものに分けられます(第1.1項参照)。

間接投資は、ファンドなどの集団投資スキーム、ストラクチャー商品、またはオプションといった投資手法を通じて行われます。

こうした投資手法の構造設計は、投資のリスクプロファイルに影響を与えるだけでなく、全く新たなリスクを生み出す可能性もあります。

信用取引(ローン financing)に係る特別なリスク

投資ポートフォリオの一部または全部が借入れ(通常は、ポートフォリオ内の資産を担保とするロンバート融資)によって賄われている場合、以下の特別なリスクが生じます。

・レバレッジ効果

借入資金を活用することは、投資家のポートフォリオに対するリスク/リターン特性を根本的に変えます。貸出金利や元本返済といった固定費負担が発生する一方、投資そのものの価値やリターンは不確実であるため、期待リターンが高まる反面、リスクも著しく増大します。

このように自己資金以上の規模で投資を行うことを「レバレッジ効果」といい、潜在的な利益が大きくなる分、損失も拡大します。最悪の場合、投資元本の全損に加えて、借入金の返済義務が残るため、投入した額以上に損失を被る可能性があります。

・マージンコールと流動性のひっ迫

担保としている投資商品の価値が一定水準を下回ると、金融機関は追加担保の提供を求めることができます。これをマージンコールと呼びます。この状況下で、追加担保の供与または一部返済ができない場合、金融機関は不測のタイミングで担保資産を売却(強制ロスカット)する権利を有します。

このような事態は、市場環境が不利な局面での売却を余儀なくされることもあり、流動性リスクを大幅に高めます。

・通貨リスク

低金利通貨での借り入れを行うことは一般的ですが、その場合には為替変動リスクも同時に生じます。

返済通貨と投資先通貨の為替相場の変動により、実質的な負債コストが急騰する可能性があり、投資成果に重大な影響を及ぼします。

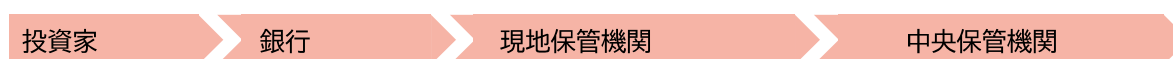
1.4 買付、売却および保管に伴うリスク——特に海外での取引・保管

カストディ・チェーン

投資家の利用する銀行に加え、金融商品その他の資産の購入、売却および保管には、通常、他の関係者(金融仲介機関)が関わっています。銀行は通常、金融商品の売買に際して証券ディーラーのサービスを利用し、保管については複数の当事者が関与する「保管チェーン」と呼ばれる仕組みを通じて行われることが多いです。このチェーンの中で、銀行は通常、金融商品を現地の第三者保管機関(custodian)に預け、その保管機関はさらに中央保管機関に直接、または追加の中間保管機関を介してそれらを保管しています。金融商品は原則として、発行体の本国、または当該商品が最も頻繁に取引される取引所がある国で保管されますが、必ずしもそうなるとは限りません。

図表. 1

カストディ・チェーンの簡易イメージ図



出所: Swiss Bankers Association (SBA)

デリバティブ取引においても、しばしば第三者が関与します。取引所取引デリバティブは、取引所で直接またはブローカーを通じて取引されます。取引所取引デリバティブおよび店頭取引(OTC)デリバティブ(第3.3.1項参照)は、いずれも取引登録機関(trade repository)に報告されなければなりません。金融商品の買付、売却および保管は、外部証券ディーラーまたは市場インフラに適用される現地の規則および市場慣行の対象となるため、投資家の権利に影響を及ぼすことがあります。国外に保管されている金融商品は、当該外国法の対象となりますが、スイス法と同様の投資家保護を提供されていない可能性があります。したがって、投票権や第三者保管機関または中央保管機関の清算に係る権利など、投資家の権利が影響を受けるか、制限される可能性があります。

集合保管(Collective custody)

銀行は通常、金融商品を自己名義で第三者保管機関に預けています。しかしながら、集合保管では、複数の投資家の金融商品が共同で保管され、投資家ごとに個別には保管されません。銀行は、スイス債務法、連邦証券保管法および契約上の取り決めを含む適用される法的規定に基づき、自らの行為および使用する第三者保管機関が引き起こした損害または損失について責任を負います。

倒産

銀行が倒産した場合、スイス法、特に銀行法および連邦証券保管法により、預かり資産は破産財団から分別管理され、預かり口座のお客様の利益となることが原則として要求されます。ただし、投資家は倒産手続に

より、金融商品の投資家または他の当事者(通常は金融仲介機関)への移転が遅延する可能性があることに留意する必要があります。第三者保管機関が倒産した場合、ある国の法制度では原則として、銀行のために保管していた金融商品を破産財団から分別(セグリゲート)管理しなければならないと規定しています。しかしながら、場合によっては、保管中の金融商品が破産財団に含まれてしまうこともあります。したがって、国外に保管されている資産を持つ投資家は、一般に、当該金融仲介機関および当該金融市場に関連する国別リスクにさらされています。

開示義務

外国の金融商品または外国との関連を持つスイスの金融商品の取引執行および決済に際して、幅広い情報の開示が求められる場合があります。これは、外国通貨建ての資産クラスを保有する投資ファンド、および取引所および保管が外国で行われる場合などに該当します。金融機関、市場インフラ提供者その他の第三者、ならびに当局および金融商品の発行体に対して、情報の開示が求められることがあります。こうした開示義務は、マネーロンダリング、テロ資金供与、市場濫用およびインサイダー取引の防止、制裁の適用、健全なコーポレートガバナンスの確保、または一般的な現地規則の遵守を目的としています。必要な情報を提供しない場合、銀行が取引を実行できない、または金融商品を適切に保管できないケースも少なくありません。開示は取引前または取引後、または保管に伴って求められることがあります。

情報の開示が求められる金融機関および市場インフラ提供者は、主に証券ディーラー、ファンド運営会社、クリアリングハウス(清算機関)、保管機関および取引登録機関です。場合によっては、これらの主体が開示された情報をスイスおよび外国の当局または他の第三者に転送することがあります。クロスボーダーの決済取扱い、例えば金融商品の売買に伴う代金の送金についても同様です。

開示に関する情報

開示を求められる情報には、以下のものが含まれる場合があります：

氏名、生年月日、パスポートのコピー、国籍および居住地、実質的支配者の詳細、お客様または受取人、指示および取引の詳細、取引金額、金融商品の現在または過去の保有状況、特定の取引に関する経済的背景、使用した資金の出所に関する情報、預金関係の期間、関係する他の当事者との関係、代理関係の有無、その他の必要書類および情報。法人が関与する場合には、事業活動、事業目的、所有構造、実質的支配者、組織構成、従業員数に加え、その他の事業に関連する情報および書類が求められる場合があります。

銀行は、金融市場監督法(FINMASA)第42c条により、特定の外国機関に対して非公開情報を送信することが明示的に認められています。スイス金融市場監督庁(FINMA)は、このテーマに関して監督実務の一環として通達を公表しています(通達 2017/6「直接送信」)。これに基づき、銀行は秘密保持義務(例：銀行秘密または連邦データ保護法)などに基づく特定の守秘義務を回避するため、お客様の同意を得るものとします。通常、これは一般取引条件、預かりに関する取引条件など、または書面による免除の形で行われます。

国外に送信された情報およびクロスボーダー取引は、スイス法(例：銀行秘密またはデータ保護)による保護の対象とはなりません。代わりに、当該外国管轄区域の規定が適用されますが、これらは同等の保護水準を提供しない場合があります。外国の法律および行政命令により、当局または他の第三者に情報が送信されることが求められる場合があります。

また、外国法は急速に変化する可能性があることに留意する必要があります。金融商品の取引および保管に関して適用される条件(例：投資家の身元を開示する義務)が、投資期間中に変更される可能性があります。

投資家は、利用する金融サービスの種類(投資助言、ポートフォリオ運用、執行のみサービス)にかかわらず、投資を希望する金融商品に係る税務および法的影響について、自ら確認する責任を負います。

1.5 金融商品に関する税務上の取扱い

原則として、金融商品および資産から得られる収入は、各国で異なる税率にて課税されます。たとえば、金融商品に対する課税率は、その収益が利息として計上されるか、キャピタルゲインとして扱われるかによって左右されることがあります。また、キャッシュフローの有無にかかわらず、税金および課税が適用される場合があります。

投資家の居住国と二重課税防止協定を締結していない国への投資では、二重課税のリスクが生じます。外国政府が源泉徴収税を課している場合、スイスではその還付が受けられない可能性があります。

特に新しい、または革新的な投資形態では、投資期間中に税務上の取り扱いが変わるリスクがあります。これは、投資時点において適用される税法や判例が不十分である場合、または改正途中である場合に該当します。

最後に、税制の変更が資本市場全体に影響を及ぼす可能性もあります。実際に支払う税額が変わらなくても、そのような法改正が金融商品の価格に影響を与えることがあります。

税務上の影響を正しく把握するためには、税理士などの専門家に相談されることをおすすめします。税務上のメリット、あるいは免税が受けられると謳われた情報文書を伴う投資についても同様です。

1.6 サステナビリティ関連金融リスク(ESG リスク)

ESG とは、環境(Environmental:例としてエネルギーおよび水の消費)、社会(Social:例として雇用者の魅力やサプライチェーン管理)、ガバナンス(Governance:例として報酬方針および企業統治)を意味します。

ESG リスクとは、これらの3つの領域における出来事または状況であって、現在あるいは将来的に経済的要因、コスト、評判などにマイナスの影響を与え、ひいては企業の価値または金融商品の市場価格に悪影響を及ぼす可能性があるものを指します。

環境リスクは一般的に、「物理的リスク」と「移行リスク(transition risks)」の2つに分類されます。物理的リスクには、気候変動に起因する暴風雨、洪水、熱波などの極端な気象現象によって生じる損害や費用が含まれ、企業の経済活動または資産が脅威にさらされる場合があります。移行リスクには、規制の変更、消費者行動の変化、賠償責任または法的リスクが含まれます。たとえば、二酸化炭素排出量に課税が導入されれば、企業の収益性が低下し、その企業価値に悪影響を及ぼす可能性があります。

社会的リスクは、たとえば雇用基準の違反、職業健康・安全への配慮不足、製品の安全性の欠如、社会的課題への対応不足、スタッフへの不公平な扱いや高い離職率などから生じる可能性があります。

一方、ガバナンスリスクは、株主への不平等な扱い、不十分なリスク管理または内部統制、不適切な報酬体系、規則違反(例:腐敗行為)などにより生じる可能性があります。

ESG リスクは、資産クラス、地域、経済セクター、企業ごとに異なる影響を及ぼすことがあります。たとえば、気候変動、環境破壊、より持続可能なビジネス慣行の必要性は、実体経済に変化をもたらし、投資家にとつ

で新たなリスク要因となり得ます。そのため、投資家はリスク分散の意思決定にあたって、常に ESG リスクを組み込むべきです。

ESG リスクおよび特性は、資産運用および投資アドバイザリー業務において、さまざまな ESG アプローチを通じて統合が可能です。これらのアプローチは急速に進化しています。投資家は、こうしたアプローチにはそれぞれ異なる目的があることを理解することが重要です。すべてのアプローチが汚染削減などの具体的な ESG 要因の改善を目指しているわけではなく、測定可能なプラスの影響を目的としていない場合もあります。

2 金融商品およびその固有のリスク

本章では、主要な金融商品の特徴およびそれぞれに固有のリスクについて概観します。個別の金融商品に関するより詳しい説明は、第3章に記載されています。

2.1 株式証券(株式、出資証券および配当請求権証券)

株式証券とは何か？

株式証券には、株式、出資証券および配当請求権証券が含まれます。これらは企業の所有権の一部を示すものであり、議決権、利益分配権、および場合により新株の優先取得権(新株予約権)などの権利を保有者に付与します。株式証券は通常、償還されませんが、二次市場で売買および譲渡が可能です。

株式証券に伴うリスクとは？

株式証券は、企業の財務状況、景気動向、金利水準など様々な要因に影響されるボラティリティリスクを伴います。利息は支払われません。代わりに、企業の業績に基づき、配当金などの形で利益の一部が分配されるのが一般的です。ただし、場合によっては配当が支払われないこともあります。

また、株式証券には発行体リスクがあります。発行体が破産した場合、株主は他の債権者が全額弁済された後の残余財産に対してのみ請求権を有するため、投資元本を全て喪失する可能性があります。

2.2 債券

債券とは何か？

発行体の視点からみると、債券は一定期間の借入手段です。発行体(借入人)は通常、定期的に固定利率の利息を支払います。大多数の債券は満期時に償還されますが、早期償還されるものもあります。従来型の債券に加え、発行企業の視点から債務機能に加えて株式に類似した性質を持つ特別な形態の債券もあります。これには、コンバッチブル債、ワラント債、ハイブリッド債(第3.1.2項参照)が含まれます。

債券に伴うリスクとは？

債券の価格は、需要の低迷、金利の上昇、または発行体の信用力の低下などにより、償還期間中に下落する可能性があります。

債券には、市場リスク、発行体リスク、流動性リスク、金利リスクおよび為替リスクが伴います(第1.3項参照)。債券は優先弁済債権に該当しないため、発行体が破産した場合、投資家は一部または全部の投資を失う可能性があります。債券は破産手続において第三順位の債権として分類されます。

債券に関するより詳しい情報は、第3.1項に記載されています。

2.3 マネーマーケット商品

マネーマーケット商品とは何か？

マネーマーケット商品とは、短期的な資金調達を目的として発行される債務証券であり、有価証券(現物証券)または無証券化証券(帳簿式証券)(第 2.2 項参照)の形態をとります。その期間は最大で 1 年以内です。購入価格または売却価格は、額面金額から期間中に発生する利息相当額を差し引いたものです。

マネーマーケット商品に伴うリスクとは？

マネーマーケット商品の価値は、その期間中に下落する可能性があります。発行体が政府であることが多いため、発行体リスク(第 1.3 項参照)は、他の固定収益性投資商品に比べて低いことが通常です。ただし、為替リスクが生じる可能性があります。

2.4 集団投資スキーム

集団投資スキームとは何か？

集団投資スキームとは、投資家が出資した資産をプールして、その名義で共同運用を行う仕組みです。少額の投資額でも幅広く多様な投資を行うことが可能になります。

集団投資スキームにはさまざまな形態があり、スイスでは広範にわたって規制されています。特に、スイス金融市場監督庁(FINMA)の承認および監督の対象となっています。主要な形態は契約型投信です。スイスの投資家は、スイスに拠点を置くファンドに加え、多数の外国ファンドから選択することができます。集団投資スキームは、マネーマーケット、株式、債券、アセットアロケーション、不動産、コモディティ、代替投資など、さまざまな運用戦略を採用しています。ファンドを構成する法定書面(ファンド規約、定款またはファンド契約)には、どのような投資が許容されるかが記載されています。

集団投資スキームに伴うリスクとは？

ファンドは、その運用対象となる投資資産に伴う市場リスク、ボラティリティリスク、国別リスク、為替リスク、流動性リスクおよび発行体リスクの影響を受けます。個別のリスクの程度は、ファンドの投資制限、リスク分散の度合い、および投資手法やデリバティブの活用方法によって異なります。

ファンドを構成する法定書面およびその目論見書、並びに(該当する場合)重要情報シートには、リスクプロファイルが詳細に記載されています。

集団投資スキームに関するより詳しい情報は、第 3.2 項に記載されています。

2.5 オプション

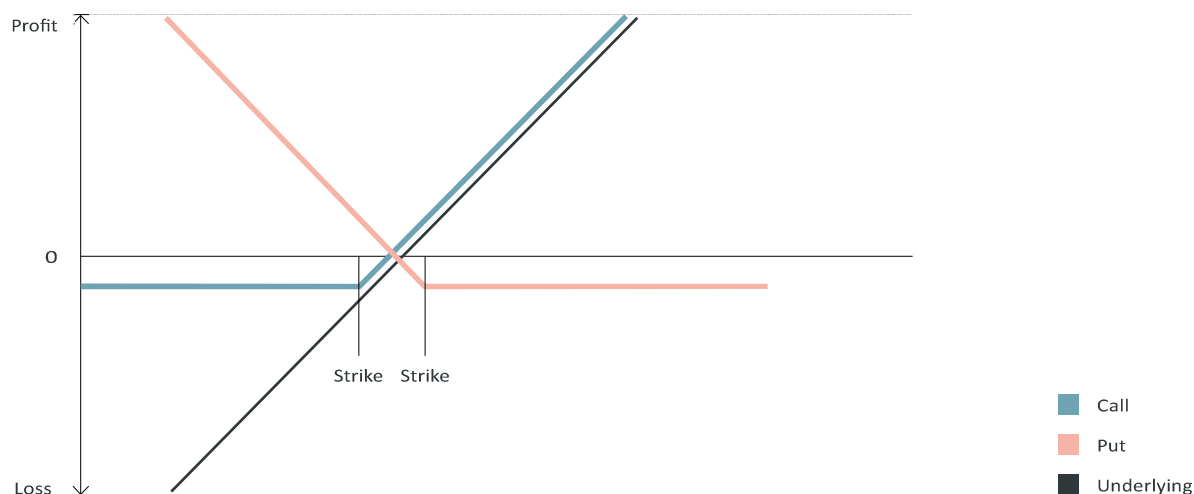
オプションとは何か？

オプションとは、買い手と売り手の間で結ばれる契約であり、特定の原資産をあらかじめ定めた価格にて、一定の時期(満期日)まで、またはその時点で買う権利または売る権利を与えるものです。契約で定められた価格は、満期日における市場価格にかかわらず適用されます。原資産にはさまざまな種類があります。

- 投資資産:例として株式、債券、貴金属
- その他の金融指標:通貨、金利、指数
- イベント:信用イベント、自然災害など

図表. 2

例:オプションの買い手

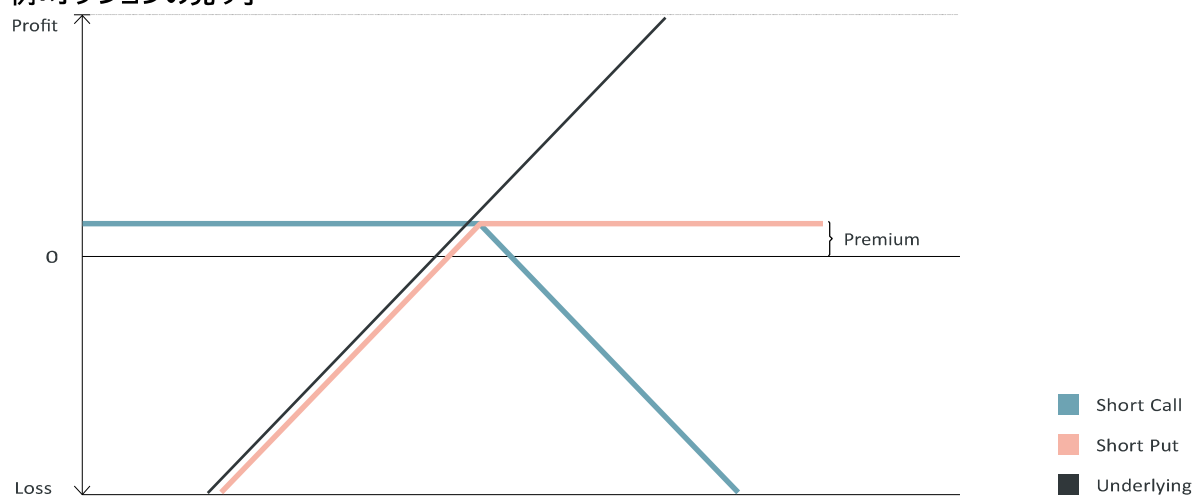


オプションの買い手は、特定の数量の原資産を、満期日当日またはそれ以前に、あらかじめ定められた価格(ストライク価格)で、売り手から買う権利(コールオプション)または売り手に売る権利(プットオプション)を持っています。この権利の対価はプレミアムと呼ばれます。

出所: Swiss Bankers Association (SBA)

図表. 3

例:オプションの売り手



オプションの売り手は、買い手はその権利を行使した場合、満期日当日またはそれ以前に、原資産をストライク価格で買い手に売却すること(ショートコール)または原資産を買い手から同じ価格で購入すること(ショー

トプット)を義務づけられます。この義務は、行使時の原資産の市場価格にかかわらず発生します。買い手は、この権利を得るために売り手に対しプレミアムを支払います。

出所: Swiss Bankers Association (SBA)

オプションに伴うリスクとは?

オプションにはさまざまなタイプがあり、それぞれ異なるリスクを伴います。原資産の現在の市場価格がストライク価格を上回っている場合、コールオプションは「イン・ザ・マネー」(in the money)とされます。プットオプションは、現在の市場価格がストライク価格を下回っている場合にイン・ザ・マネーとなります。一般的に、原資産の市場価格が下落すれば、コールオプションの価値も下落します。一方、原資産の市場価格が上昇すれば、プットオプションの価値は通常下落します。一般に、オプションがイン・ザ・マネーでない場合(at the money または out of the money)、その価値の下落幅は大きくなります。このような場合、満期日が近づくにつれて価値が著しく急激に減少する傾向があります。

原資産の市場価格が変わらない、あるいは上昇しても、コールオプションの価値が下落する可能性があります。これはたとえば、オプションのタイムバリュー(時間価値)が低下した場合、需給の状況が不利な場合、あるいは市場価格の変化よりもボラティリティの変化の影響が大きい場合などです。

オプションは満期日が近づくにつれ価値を失い、完全に価値を失う可能性があることに留意する必要があります。買い手にとっては、これにより支払ったプレミアムに相当する損失が発生します。一方、コールオプションの売り手の損失リスクは理論上無限大です。

オプションに関するより詳しい情報は、第3.3項に記載されています。

2.6 ストラクチャー商品

ストラクチャー商品とは何か?

ストラクチャー商品は、公募または私募の形態で発行されます。その償還価格は、株式、金利、通貨、商品など、一つ以上の原資産のパフォーマンスに連動します。償還期間は固定されている場合もあれば、無期限である場合もあり、一つまたは複数の構成要素から成り立っています。取引所に上場される場合もあります。スイス・ストラクチャー商品協会(SSPA)は、ストラクチャー商品を以下の主要なカテゴリに分類しています。

- 元本保全型(第3.4.1項参照)
- 利回り追求型(第3.4.2項参照)
- 参加型(第3.4.3項参照)
- 特定対象連動型(第3.4.4項参照)

ストラクチャー商品に伴うリスクとは?

ストラクチャー商品には、発行体が破産するリスク(発行体リスク)が伴います。したがって、その価値は原資産のパフォーマンスに加え、発行体、保証人または特定対象の信用力にも依存します。これらの信用力は、ストラクチャー商品の期間中いつでも変化する可能性があります。

ストラクチャー商品に固有のリスクプロファイルを検討することも重要です。これは、個別の原資産に伴うリスクを低減する場合もあれば、逆に増大させる場合もあります。したがって、ストラクチャー商品の種類に応じて、価格の上昇、安定、または下落のいずれからも利益を得ようとする投資戦略が考えられます。投資にあ

たつては、購入前にその商品に特有のリスクについて正確に理解しておくことが不可欠です。必要な情報は、商品の契約書、重要情報シートまたは目論見書に記載されています。

ストラクチャー商品に関するより詳しい情報は、第3.4項およびSSPAのウェブサイト www.sspa.ch でご覧いただけます。

2.7 レバレッジ商品

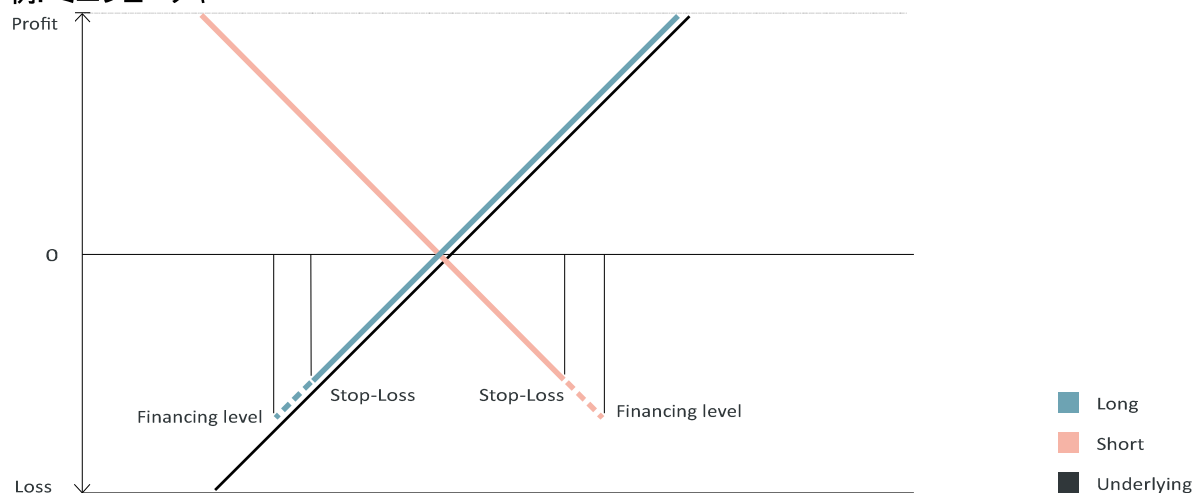
レバレッジ商品とは何か？

レバレッジ商品は通常、ストラクチャー商品の一種とみなされますが、本書では他のストラクチャー商品と著しく異なる性質を持っていることから、独立した商品分類として扱っています。ストラクチャー商品が通常、株式や債券などの従来型投資商品とデリバティブを組み合わせたものであるのに対し、レバレッジ商品は単独または複数のデリバティブの組み合わせから構成されています。両者とも法的にはデリバティブ的性質を持つ債務証券であるため、信用リスク(発行体リスク)が存在します。

レバレッジ商品は、投機的な投資やリスクヘッジを目的として利用されます。レバレッジとは、比較的小さな投資額で、価格の上昇・下落に対して、原資産の値動き以上に利益を得る(または損失を被る)仕組みを指します。そのため、短期間の相場動向を利用して上昇・下降のどちら方向にも利益を狙うことが可能です。レバレッジ商品は、短期間での投機を目的とするリスク許容度の高い投資家や、既存の投資またはポートフォリオの戦略的ヘッジを検討している投資家に特に適しています。

図表. 4

例: ミニフューチャー

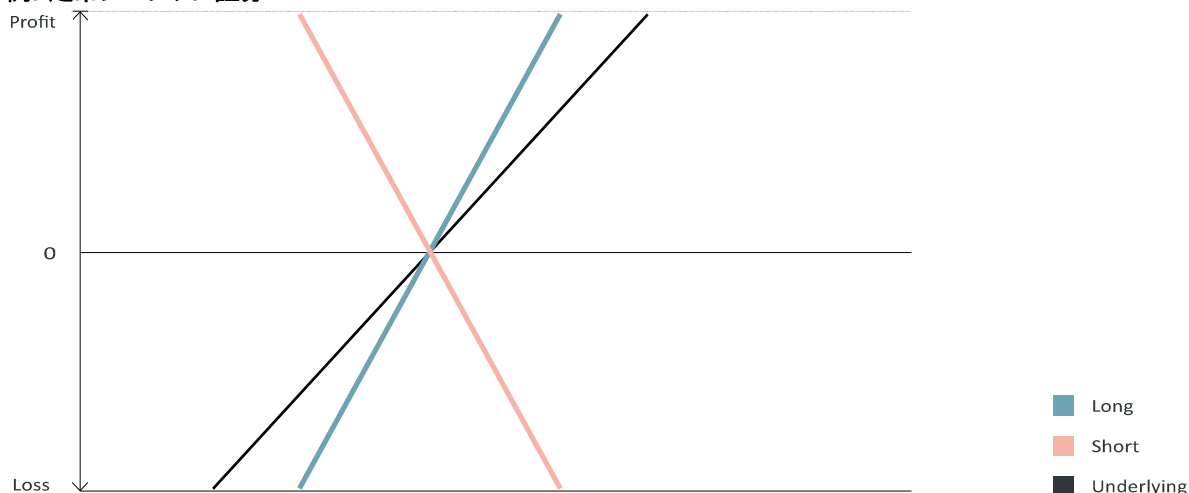


ミニフューチャーでは、投資者はわずかな投資額で原資産の価格変動にレバレッジをかけて連動することができます。ただし、原資産の価格がストップロスレベルを下回らない場合に限られます。

出所: Swiss Structured Products Association (SSPA)

図表. 5

例: 定常レバレッジ証券



定常レバレッジ証券では、投資者は原資産の価格変動にレバレッジをかけて連動し、価格の上昇(ロング)または下落(ショート)に対して原資産の値動き以上に利益を得ることができます。

出所: Swiss Structured Products Association (SSPA)

レバレッジ商品に伴うリスクとは？

レバレッジ効果により、原資産の価格変動を拡大して反映するため、レバレッジ商品は原資産に比べて利益が大きく出る反面、損失も大きく出る可能性があります。そのため、原資産の価格動向を継続的かつ慎重にモニタリングする必要があります。

最悪の場合、レバレッジ商品への投資によって投入した資金の全額を失う可能性があります。

2.8 フューチャー(先物)およびフォワード(先渡し)

フューチャーおよびフォワードとは？

フューチャーおよびフォワードとは、買い手と売り手が、特定の原資産をあらかじめ定めた価格で、将来の特定時点(満期日)に購入または売却することを義務づける契約です。この義務は、満期日における市場価格にかかわらず発生します。

- **フューチャー** は、原資産の数量および満期日が標準化されており、取引所で取引される契約です。一部のフューチャーは満期日にすでに納入義務が発生する場合があります。
- **フォワード** は、取引所取引ではない契約です。標準化されている場合もあれば、買い手と売り手の間で個別に合意される場合もあります。

フューチャーおよびフォワードに伴うリスクとは？

フューチャーおよびフォワードには特殊なリスクが伴います。これらの金融商品に投資する場合は、十分な知識を持ち、余剰資金を有しており、潜在的な損失を吸収できる投資家に限定されるべきです。

フォワード売却の場合、契約締結後に原資産の市場価格が合意価格を超えて上昇したとしても、売り手は当初の合意価格で原資産を納入する義務を負います。損失リスクは両者の価格差に相当します。原資産の市場価格は理論上無限に上昇する可能性があるため、損失も無限大となる可能性があります。

契約締結時点で売り手が保有していない原資産を売る行為を「空売り(ショートセール)」といい、満期時に納入義務を果たすために、市場価格が合意価格より高くなった場合にそれを購入せざるを得ず、損失が発生するリスクがあります。

一方、フォワード購入では、契約締結後に原資産の市場価格が合意価格を下回っても、買い手は当初の合意価格で原資産の引渡しを受ける義務を負います。損失リスクは価格差に相当しますが、原資産の価格がゼロになることが限度であるため、最大損失は当初の合意価格に相当します。

価格変動を抑制するため、取引所が特定の契約に対して価格制限を設ける場合があります。価格制限に達すると、ポジションを決済することが非常に難しくなる、あるいは不可能になる可能性があるため、投資にあたってはこうした制限を事前に確認する必要があります。

標準化されたフォワードの市場は、透明性が高く、多くの場合流動性も高いため、通常は容易にポジションを決済できます。一方、個別に合意されたフォワードには実質的な市場が存在しないため、相手方の同意がないと決済が困難です。複数の要素を組み合わせた契約は、特定の部分だけを決済できないなどの理由で、著しく異なるリスクを伴う可能性があります。このような契約を結ぶ前に、投資家は証券ディーラーに相談し、特殊なリスクについて詳細に確認すべきです。

フューチャーおよびフォワードに関するより詳しい情報は、第3.5項に記載されています。

2.9 資金調達またはリスク移転を目的とした金融商品 (クレジットデリバティブおよびカタストロフデリバティブ)

資金調達またはリスク移転を目的とした金融商品(クレジットデリバティブおよびカタストロフデリバティブ)とは何か?

一部の金融商品は、主にリスクの移転を目的として使用されます。これには、貸倒事象(ローンまたは債券のデフォルト)や自然災害といった「事象」を原資産とするクレジットデリバティブおよびカタストロフ(大災害)デリバティブが含まれます。クレジットデリバティブは、スワップ、オプション、またはハイブリッド型金融商品の形態を取ります。

資金調達またはリスク移転を目的とした金融商品に伴うリスクとは?

クレジットデリバティブおよびカタストロフデリバティブには流動性リスクが伴います。取引が限定的であるため、満期前の売却が困難または不可能になる場合があります。

クレジットポートフォリオのリスクは、クレジットリンクノート、担保付き債務証券(CDO)、資産担保証券(ABS)などの形態で証券化され、第三者へと移転可能です。

クレジットデリバティブに関する詳細情報は、第3.1.3項に記載されています。

2.10 オフショアおよびヘッジファンド

オフショアファンドおよびヘッジファンドとは何か？

オフショアファンドおよびヘッジファンドは、規制または監督が行われない、あるいは限定的に行われる集団投資スキームです。ヘッジファンドは、資産クラス、市場(高リスク国を含む)、および取引手法を自由に選択でき、攻撃的な戦略を採用することが多く、投資成果が基礎市場のパフォーマンスと切り離されるような投資技術を利用する傾向があります。

オフショアファンドおよびヘッジファンドに伴うリスクとは？

オフショアファンドおよびヘッジファンドの運用担当者は、多くの場合、投資判断において最大限の柔軟性を享受しており、伝統的なファンドに適用される流動性の確保、換金条件、利益相反の回避、公正価格設定、開示要件、およびレバレッジの使用に関する規則に縛られません。また、これらのファンドは通常、**流動性が限定されている**という特徴があります。

オフショアファンドおよびヘッジファンドに関するより詳しい情報は、**第3.6項**をご参照ください。

2.11 プライベートエクイティ

プライベートエクイティとは何か？

プライベートエクイティとは、株式市場に上場されていない企業、または例外的に上場廃止を希望する企業にリスク資本を提供する投資形態です。通常、企業の成長初期段階において行われ、成功の確度が低く、リスクが高くなる傾向があります。

プライベートエクイティに伴うリスクとは？

プライベートエクイティ投資は、特に投資家保護に関する規制の対象とならないことが多く、透明性が低い(例:財務諸表の開示が限定的、もしくは未公開)ため、投資家にとってリスクが高くなります。これは、比較的緩やかな法規制の国に拠点を置くプライベートエクイティ商品において特に顕著です。

プライベートエクイティ投資には重大なリスクが伴い、大きな損失、場合によっては元本全損の可能性があります。また、長期投資を前提としており、流動性が非常に限定的です。

プライベートエクイティに関するより詳しい情報は、**第3.7項**に記載されています。

2.12 不動産

不動産投資とは何か？

不動産投資は、直接的または間接的に行われます。不動産にはオフィスビル、商業施設、工業用地、住宅物件、およびホテルや病院などの特殊不動産が含まれます。物件の価値は主に所在地、設備、および用途の多様性によって決まります。直接投資とは、証券ディーラーを通さず、物件を直接購入する形態を指します。間接投資は、通常、直接投資に比べて少ない資金で実施でき、上場または非上場の形態を取ります。非上場の間接投資には、不動産ファンド(第3.2.3項参照)、非上場の不動産会社の株式、不動産ファンド証券などがあります。不動産ファンドは、地理的エリアや不動産カテゴリーの分散によりリスクを低減できます。上場

の間接投資としてはリアルエステート投資信託(REITs)があり、流動性不足などの課題を回避しつつ不動産に投資することが可能です。

不動産投資に伴うリスクとは？

間接的に不動産に投資する場合、当該金融商品に固有のリスクを検討する必要があります。伝統的な厳格に規制された不動産ファンドも存在しますが、一部の間接不動産投資はヘッジファンドやプライベートエクイティに類似した特性を持ち、より高いリスクを伴うことがあります。

すべての不動産投資の裏には、建物および土地という実物資産があります。各資産はユニークであり、規制された取引市場がありません。不動産市場は透明性が低く、地域の詳細な知識を必要とするため、現地の専門家の参画が不可欠です。これが市場アクセスの障壁となる場合があります。

不動産は金利変動に対して債券と類似した反応を示すことがあります。たとえば、金利が低いと住宅ローンが安くなり、平均を上回るリターンを得やすくなります。逆に、金利が高くなるとリターンが抑制されます。住宅取得促進を目的とした政府の税制優遇措置や有利な融資条件が、価格の異常に高騰を招く可能性もあります。

2.13 貴金属

貴金属とは何か？

代表的な貴金属には、金、銀、白金、パラジウムがあります。これらには、実物の金属を購入する、または貴金属口座を開設することで直接投資する方法と、貴金属価格に連動するファンドの受益権、デリバティブ、ストラクチャー商品などを購入することで間接的に投資する方法(第1.1項参照)があります。

実物金属への直接投資では、重量や純度の異なる商品を選べます。欧州市場では、金は通常、交換不能(非代替性)の番号入りバー(インゴット)として12.5 kg、純度99.5~99.99%の形態で流通しています。また、交換可能(代替性)の形態では、25 g、500 g、または1 kgのバーで、純度は99.99%です。

南アフリカのクラゲランド金貨やカナダのゴールドメープルリーフ金貨なども、貴金属に投資する手段のひとつです。欧州市場において銀はおよそ30 kgまたは1 kgの番号入りバー(インゴット)で取引され、プラチナは1 kgまたはオンス単位のバー、パラジウムは1 kgのバーで取引されています。

実物金属を購入した投資家は所有権を取得します。交換不能のバーの場合、特定の番号が付いた個別ユニットを所有します。一方、交換可能な(代替性のある)資産の場合、形式指定された重量(例:1 kgのバー)または特定枚数のコインとして所有権を有します。

貴金属に伴うリスクとは？

投資家が実物の貴金属を銀行に預ける場合、保管は銀行自身または銀行の代理人である保管機関が行います。万が一、銀行が清算手続きに入った場合でも、スイス法では投資家の実物金属資産が破産財団に含まれることは禁止されています。これは、同様の法制を整備した多くの他国でも同様です。

一方、銀行に貴金属口座を開設する場合、投資家は所有権ではなく、実物の引き渡し請求権を有するのみです。つまり、銀行が破産するなどして債務不履行に陥った場合にはリスクを負うこととなります。貴金属口座は通貨口座と類似していますが、通貨単位ではなく金(XAU)など当該金属の単位で表示されます。

貴金属価格は、マクロ経済動向や市場情勢により大きく変動する可能性があります。特に金は、金融市場の混乱時における「安全資産(safe haven)」として認識されることがあります。その他に、生産コスト、工業部門やジュエリー産業など非金融部門からの需要、金融政策、中央銀行の保有高などが価格に影響を及ぼします。

2.14 コモディティ(商品)

コモディティ投資とは何か?

コモディティとは、農業や鉱山資源などで生産され、取引の原資産として標準化された実物商品です。原油や石炭などのエネルギー源、金属、農産物などのコモディティに関するデリバティブは、主に先物市場で取引されています。

投資家は、特定のコモディティの価格動向に連動する先物契約の売買を通じて、将来ある時点で定められた価格で標準化された数量のコモディティを売買する契約を締結できます。

個人がコモディティに間接的に投資する一般的な方法は、ストラクチャー商品(第 2.6 項参照)を利用することです。そのほかの手段として、コモディティファンド(第 3.2.3 項参照)、店頭取引(OTC)のスワップやオプションなど、取引所に上場されていない金融商品も挙げられます。これらは買い手と売り手の間で直接取引されるカスタマイズされた商品です。先物およびフォワードの取引メカニズムの詳細は、第 3.5 項をご参照ください。

コモディティ先物の場合、満期に実物の引き渡しを受ける可能性があります。ストラクチャー商品は通常、キャッシュ決済で終了します。キャッシュ決済を希望する投資家は、満期日前に先物ポジションを決済する必要があります。こうした金融商品は、株式や集団投資スキームに比べてリスクが高いと考えられます。

コモディティ投資に伴うリスクとは?

コモディティ価格は、以下のようなさまざまな要因によって影響を受けます:

- 供給と需要のバランス
- 気候や自然災害
- 国家プログラムおよび規制、国内および国際的な出来事
- 政府介入、禁輸措置、関税
- 金利および為替レートの動き
- コモディティおよび関連契約の取引活動
- 金融政策や貿易、租税、通貨管理に関する措置
- 上記要因の複合作用に起因する追加的投資リスク

コモディティ投資は従来型投資に比べてボラティリティが高く、リターンが突然かつ大幅に下落する可能性があります。コモディティ価格のボラティリティは、それに連動する先物およびフォワードの価値および価格にも影響を及ぼします。たとえば、通常の原油先物は期間を問わず流動性が高いですが、市場参加が減少すると流動性が低下し、価格が大きく変動する可能性があります。これはコモディティに典型的な特徴です。

2.15 暗号資産(暗号通貨およびトークン)への投資

暗号資産(暗号通貨およびトークン)への投資とは何か？

初期公開(ICO)において、投資家は通常、暗号資産の形で金融資産を ICO オーガナイザーに送付します。その見返りとして、ブロックチェーン上に作成・保存された「コイン」または「トークン」を受け取ります。これらのトークンは、独自に開発されたブロックチェーン、または既存のブロックチェーン上でスマートコントラクトを使用して生成・管理されます(FINMA ガイダンス 04/2017 参照)。発行されるトークンは多様な機能を持ち、単なる支払い手段(暗号通貨)として使われるだけでなく、サービスの利用権や、ICO オーガナイザーに対する所有権を付与することもあります。

暗号通貨は、銀行などの第三者機関に依存せず、デジタル上で非接触型の支払いを可能にするものです。取引は、分散型かつ暗号化されたブロックチェーン上で処理および記録されます。

所有権を付与するトークンは有価証券に該当し、反マネーロンダリング法(AML 法)および金融市場インフラ法(FMIA)を含む適用される法令の対象となります。

暗号資産(暗号通貨およびトークン)への投資に伴うリスクとは？

暗号資産への投資には、次のような特定のリスクが伴います。依然として市場時価総額が低く、投機的動きや各国における法規制の継続的な変化が原因で、価格の高ボラティリティが生じます。また、トークンは多くの場合スタートアップ企業への投資を伴うため、債務不履行のリスクが高くなります。ICO への投資は、直接的な規制が不十分または存在しないこともあり、詐欺のリスクも伴います。

暗号資産の保有はデジタル鍵(ウォレットキー)を使ってアクセスするため、鍵を紛失した場合には資産に一切アクセスできなくなります。

この種の投資機会に関心を持つ投資家は、技術的および規制に関する動向を注意深く調査し、特にスイス金融市場監督庁(FINMA)が発表している関連資料を精査することを推奨します。

3 個別の金融商品に関する詳細説明

本章では、先の二つの章で述べた内容に補足を加え、特定の金融商品についてより詳しく説明し、具体例を示します。

3.1 債券

3.1.1 コンバーチブル債およびワラント債

コンバーチブル債とは、通常、合意された表面利率で利息が支払われる固定利付債券で、インフレ調整は行われません。投資家は、あらかじめ定められた期間および比率で、同一発行体の株式などの株式証券に転換する権利を持ちます。この転換権を行使しない場合、債券は満期日に償還されます。コンバーチブル債は、企業合併時に株主間で株式を交換する手段として用いられることもあり、その場合には**エクステンジャブル債(交換可能債)**と呼ばれます。

ワラント債は、債券自体に加えて、特定の条件下で発行体の株式証券を購入するオプション(ワラント)が付随する債券です。

マンドトリー・コンバータブル債(強制転換債)は、特定のタイミングまたは条件のもとで必ず株式に転換されるもので、銀行が発行する場合にはココボンド(Contingent Convertibles, CoCos)と呼ばれます(第3.1.1項参照)。

特別なリスク

コンバーチブル債の購入にあたっては、転換が必須かどうか、またその条件がどうなっているかを常に確認する必要があります。転換権またはオプションの行使は、条件によって制限される場合があります。

3.1.2 ハイブリッド債

ハイブリッド債は、無期限、利息の延期または取消しの可能性、または発行体の倒産時における劣後性など、株式に似た特性を持つ債務証券です。銀行や保険会社はこれを規制資本として認めることが多く、格付け機関は構造に応じて発行体の自己資本に分類することがあります。こうしたことから、産業界の企業においても発行が注目されています。

特別なリスク

以下は、最も一般的に発行されているハイブリッド債の特徴およびリスクに関する概要です。投資判断にあたっては、必ずタームシートまたは重要情報シートを確認してください。

ハイブリッド債の例

<発行体: 銀行>

アディショナル・ティアー1(AT1)債

AT1 債は、銀行が自己資本比率(特に CET1 比率)を強化するために発行する、無期限の劣後債です。毎年同じ日付に額面価格での早期償還(コール)が可能であり、利息は初回の償還可能日まで固定、その後は通常 5 年ごとに見直されます。

特定の状況下では、利息(クーポン)の支払いを停止する義務が発生します。未支払いとなったクーポンは繰り越されません。さらに、以下のいずれかの条件が満たされた場合、債券の価値が部分的または全額消滅する、または株式に転換される可能性があります:

- 発行体の CET1(Common Equity Tier 1)比率が所定の閾値(例:5.125%または 7%)を下回った場合
- 監督当局が発行体に破綻の危険があると判断した場合
- 発行体が存続不能の状態(Point of Non-Viability, PONV)に達し、緊急支援を受けることが決まった場合

このように、強制的な転換が特定条件に依存するため、AT1 債は**ココボンド(Contingent Convertibles)**とも呼ばれます(第 3.1.1 項参照)。

ティアー2(T2)債

T2 債は、満期が定められた劣後債で、銀行が包括的自己資本比率を強化するために発行されます。一部の T2 債は満期の 5 年前に早期償還(コール)が可能です。AT1 債と異なり、利息の支払い停止はできません。

しかし、監督当局が発行体に破綻の危険があると判断した場合、または発行体が PONV に到達し緊急支援を受ける場合、債券の全額が書き換えられ(全損)、または株式に転換されます。

バイルイン債 / 存続不能対応資本(Gone-Concern Capital)

バイルイン債は、システムの重要な金融機関が破綻した際に、損失吸収機能を果たすために設計された債務証券です。市場からの秩序ある撤退を可能にし、重要な金融機能の維持を目的としています。

破綻した銀行の再編または清算時には、バイルイン債は株式に転換されたり、元本が減免されたり(ライトダウン)します。

伝統的な「上級無担保(Senior Unsecured)」債と区別するため、構造的に(事業会社でないグループ持ち株会社が発行するなど)または契約的に劣後扱いされ、新たに「上級非優先(Non-Preferred Senior)」という格付けランクが創設されています。

<発行体: 保険会社>

保険会社も、規制資本比率を強化し、格付機関の評価に好影響を与える目的でハイブリッド債を発行しています。原則として、これらの債券は劣後性を持ち、期間は非常に長いか、無期限で発行されます。また、発行側には償還の選択権(コールオプション)があります。償還されなかった場合、あらかじめ定められたタイミングで金利がリセットされます。クーポン支払いは一時停止される可能性があり、未支払い分が自動的に繰り越されるとは限りません。

保険会社が発行するハイブリッド債は、通常、破産前の段階で元本の消滅(ライトオフ)や株式への転換といった損失吸収機能(loss-absorbing features)はありません。ただし、スイスおよびヨーロッパの発行体の中には例外もあり、こうした機能を持つ商品も存在するため、投資にあたっては必ず商品の契約内容(プロダクト関連書類)を確認する必要があります。

<発行体: 事業会社>

事業会社は、自己資本比率の強化や格付けの改善を目的としてハイブリッド債を発行しています。一般的に、劣後性を持ち、無期限で発行され、発行会社が任意に償還できる権利を付帯しています。償還されない場合は、通常、当初のクレジットスプレッドをベースに一定のマージンを加えた金利が、所定のタイミングで改定されます。また、クーポンの支払い中断も可能になっています。

通常の償還条項に加えて、事業会社のハイブリッド債には、企業の業績報告、格付け、税負担などの財務状況に悪影響を及ぼす事象が発生した場合に、いつでも額面金額で早期償還できる条項が含まれていることが一般的です。この仕組みにより、発行体は自己資本として扱われる債務を柔軟に管理し、財務健全性を維持することができるようになっています。

3.1.3 資産担保証券(ABS)

資産担保証券(ABS)では、債務請求権のまとまりなどに係るリスクが特別目的事業体(SPV)に移転されます。SPVは、資産のポートフォリオまたはプールを担保にして債券を発行することで資金調達します。そのため「資産担保」と呼ばれています。担保となる資産が住宅ローンである場合、その証券は住宅ローン担保証券(MBS)と呼ばれます。その他にも多くの種類のABSが存在し、標準的な構造や用語は統一されていません。例として、担保付き債務証券(CDO)や担保付きローン証券(CLO)があります。個々のポートフォリオ構成資産は、個人投資家にとっては魅力が乏しいか、あるいは元の形態では保有できないものもありますが、分散されたポートフォリオとすることで、さまざまな資産やリスクを組み合わせることで販売することが可能になります。

特別なリスク

ABSのリスク水準は、発行体であるSPVに加え、ポートフォリオの品質および証券の具体的な構造に常に依存します。例えば、特定の事象を想定して、ポートフォリオ外に追加の資産(準備勘定上の留保された信用残高など)を形成する場合、これにより合意されたキャッシュフローおよび取引全体にとって重要なキャッシュフローの確保が可能になり、定期利息の支払いおよび満期における償還のデフォルトリスクが大幅に低減されます。SPVは通常、格付け、順位、リスクプレミアムが異なる複数のクラスのABSを発行します。支払い期日に十分な資金がない場合、資金は順位に応じて支払われることになります。低価格のクラスが損失を負担し、高価格のクラスはすべての支払いを受けられる可能性がより高くなります。また、ABS保有者にSPVの資産に対する担保権が付与される場合があり、これにより損失リスクが低下する可能性があります。

たとえプールまたはポートフォリオが作成されていても、十分な分散がなければ集中リスクが生じる可能性があります。

SPVの所在国がスイス国外にある場合、特に発行体リスクおよび所在国のSPVに対する国家監督の質に注意を払う必要があります。リスクプレミアムが高く(したがって利回りも高い)クラスは、通常、リスクプレミアムの低いクラスに比べてデフォルトリスクも高くなります。

3.2 集団投資スキーム

3.2.1 スイスの集団投資スキーム

スイスの集団投資スキームは、「集団投資スキーム法」(CISA)の規律に服する。この法律は次のカテゴリの集団投資スキームを認めています。

契約型および会社法上の集団投資スキーム

スイスにおける集団投資スキームの主な形態は契約型投信です。その他の形態として、変動資本投資会社(SICAV)、固定資本投資会社(SICAF)、および集合投資用有限責任組合があります。

契約型投信において、投資家、ファンド運営会社、およびカストディ銀行の関係はファンド契約に規定されています。ファンド運営会社は投資家に代わってファンドの運用を担当し、投資判断の実施、会計帳簿の管理および各種行政業務の執行を行います。カストディ銀行はファンドの資産を保管します。また、支払いの執行および受益証券の発行・買取を担当します。契約型投信はオープンエンド型ファンドであり、投資家はいつでも純資産価額(NAV)で受益証券を解約することにより契約関係を終了できる権利を有しています。新たな投資家もいつでも加入できます。

ファンド運営会社、SICAV、SICAF および集合投資用有限責任組合は包括的に規制されており、FINMAの承認を要し、FINMAによる監督の対象となります。スイス法に基づく契約型集団投資スキームの資産は、ファンド運営会社が破産した場合に投資家のために分別管理されますが、SICAV、SICAF および有限責任組合については、法的に独立した法人のため不要です。

オープンエンド型集団投資スキーム

契約型投信および SICAV はオープンエンド型集団投資スキームであり、原則として投資家はいつでも受益証券の償還を受けることが可能であり、新たな投資家がいつでも加入できます。ただし、投資方針に応じて、受益証券の償還権が一定程度制限されることがあります。

クローズドエンド型集団投資スキーム

SICAF および集合投資用有限責任組合はクローズドエンド型集団投資スキームであり、投資家は基本的に受益証券の償還をいつでも受けられる法的権利を有していません。

有価証券ファンドおよび伝統的／非伝統的投資のためのその他のファンド

スイス法に基づくオープンエンド型集団投資スキームは、投資ガイドラインに応じて、有価証券ファンド、その他の伝統的投資のためのファンド、その他の代替投資のためのファンド、および不動産ファンドのカテゴリに区分されます。

有価証券ファンドは、大量に発行され、取引所などで取引されている有価証券または権利に投資します。流動性の高い金融商品への投資を目的としており、他の金融商品への投資は限定的です。

その他の伝統的投資のためのファンドおよび代替投資のためのファンドは、有価証券ファンドよりも緩やかな投資ルールが適用されます。投資技法およびデリバティブの使用に関しても、有価証券ファンドよりも広範な裁量が認められています。

3.2.2 外国集団投資スキーム

外国ファンドの法的構造および投資ルールは、各国の法令等により決定されます。広く知られたものとしては、欧州連合理事会指令「可移転証券に関する集合投資事業会社(UCITS)」に適合するファンドがありま

す。この指令は、組織体制、使用可能な金融商品の種類、流動性などに関する要件を定めており、広範な投資家層に販売可能な基準を設けています。

3.2.3 集団投資スキームの投資戦略

集団投資スキームが投資できる範囲は、その法的形態およびカテゴリーに応じて異なります。集団投資スキームの法定書面(法的形態に応じてファンド規約または定款)に定められた投資戦略が、どのように投資を行うかを規定しますが、集団投資スキームの戦略は第一にリスク分散を目指しています。以下にいくつかの投資戦略の例を示します。

投資戦略の例

マネーマーケットファンド

マネーマーケットファンドは短期間の固定収益商品に投資し、短期間の投資目的に適しています。

株式ファンド

株式ファンドは主に株式に投資します。通常、地理的焦点(国別、地域別、グローバル)、業種またはテーマ(例:銀行、製薬、技術)、企業規模(小型、中型、大型銘柄)によって分類されます。長期的に高いリターンの可能性がある一方で、ボラティリティリスクも高いため、1つまたは複数の国、またはある業界の経済成長から恩恵を得たい長期志向の投資家に向いています。

債券ファンド

債券ファンドは主に固定または変動利付債、コンバーチブル債、ワラント債に投資します。通貨、格付け、償還期間によって主に分類されます。クーポンの支払いによる定期的な収益を求め、中期から長期にわたり投資を行う投資家に適しています。

アセットアロケーションファンド

アセットアロケーションファンドは株式、債券、不動産など複数の資産クラスに投資します。ポートフォリオファンド、混合ファンド、ストラテジーファンドとも呼ばれます。特定の戦略を追求し、投資家の目標やリスク許容度に応じた標準化された資産運用を提供し、比較的少額の投資額でもリスクを分散させることが可能です。

不動産ファンド

不動産ファンドは、アパートメントビルや商業施設などの投資用物件を購入することを主な目的としています。債券や株式との相関関係が低いため、ポートフォリオの分散投資によるリスク軽減効果が期待できます。

一方で、流動性が低く、不動産ファンドの受益証券(ユニット)を換金しようとしても、その実行が困難になる場合がある点が懸念されます。これは、underlying asset である不動産自体の取引が迅速に行えないことに起因しています。不動産投資について詳しくは、第 2.12 項をご参照ください。

コモディティファンド

コモディティファンドは主要な商品すべてに投資可能であり、実物資産への投資を通じてポートフォリオの分散およびインフレ防護を可能にします。リスクとしては、特定の商品価格の高ボラティリティ、予期しない需給状況によるリスク、地政学的リスクなどが特に挙げられます。価格変動の大きさを受け入れることができる投資家に適しています。コモディティ投資の詳細については第 2.14 項および第 3.6 項をご参照ください。

リキッド・オルタナティブ

リキッド・オルタナティブは、従来のファンドとは異なる代替投資戦略を採用する規制された投資ファンドでありながら、EUのUCITSの要件を満たしています。その戦略はオフショアファンドやヘッジファンドに類似しており、多様な投資商品を活用します。オフショアファンドおよびヘッジファンドについては第2.10項を参照。リキッド・オルタナティブは、オフショアファンドやヘッジファンドに比べて一般的に規制が厳しく、透明性が高く、流動性も高くなります。株式および債券市場との相関関係が低いいため、投資戦略の分散に寄与し、従来の市場リスクから独立した代替的リスクプレミアムへの投資手段ともなります。

アクティブ運用ファンド

アクティブ運用ファンドでは、運用担当者が特定の基準に従って資産クラスおよび個別有価証券の組み合わせを選び、ポートフォリオを継続的にモニタリングしながら必要に応じて調整します。ファンドのパフォーマンスはベンチマークと呼ばれる基準指数に照らして測定され、運用担当者はベンチマークを上回るパフォーマンスを達成することで投資家に付加価値を提供しようとしています。

パッシブ運用ファンドおよびETF

パッシブ運用ファンド(インデックスファンドとも称します)は市場指数の動きを忠実に追跡することを目的としており、積極的な運用判断を行わないことから運用コストは大幅に低減されます。投資判断は基本的に指数の変更に左右され、広範な分散を簡便かつ費用対効果高く実現できます。上場投資信託(ETF)は通常、株式、債券、マネー市場、不動産、ヘッジファンド、通貨、商品などの指数を追跡し、取引が容易であるという利点を持ちます。

3.2.4 ファンド・オブ・ファンズおよびマルチマネジャーファンド

個別の有価証券に投資するのではなく、他のファンド(ターゲットファンド)に投資する投資ファンドは、ファンド・オブ・ファンズと呼ばれます。ターゲットファンドは幅広い有価証券に投資することが可能です。

マルチマネジャーファンドは、複数のファンドマネジャーに資金を分散させ、異なる投資スタイル、市場、金融商品に投資します。ファンド・オブ・ファンズおよびマルチマネジャーファンドに投資することで、投資家はより高度なリスク分散を図ることができますが、さまざまな基盤となるファンドに起因するコストがあるため、一般的に費用は高くなります。

投資家は、厳格な規制が適用される法域内に所在するファンド・オブ・ファンズおよびマルチマネジャーファンドのうち、一部はオフショアファンドおよびヘッジファンドに類似した戦略を採用しているケースもあることに留意が必要です(第2.10項参照)。

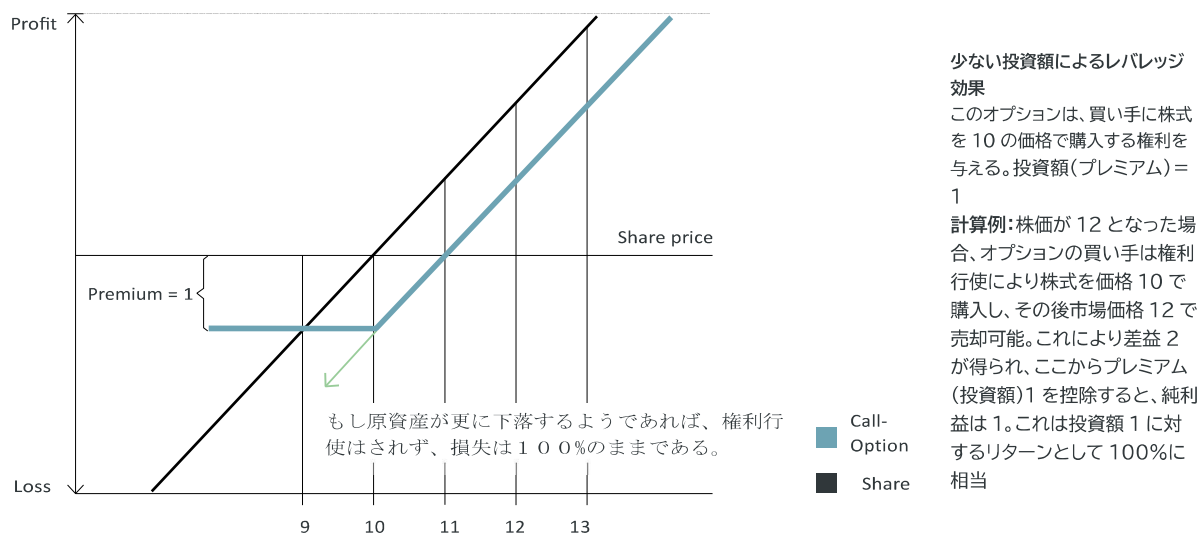
3.3 オプション**レバレッジの仕組み**

オプションはその原資産よりも費用が安いですが、その利益および損失は原資産に強く依存しています。

原資産の市場価格が変動すれば、オプションの価格はそれ以上に大きく変動しますが、これはレバレッジ効果と呼ばれています。これにより、投資家は原資産価格の上昇(コールオプション)または下落(プットオプション)に対して、原資産の値動き以上に利益を得ることが可能になります。

図表. 6

例: コールオプションの購入



少ない投資額によるレバレッジ効果
 このオプションは、買い手に株式を10の価格で購入する権利を与える。投資額(プレミアム)=1
 計算例: 株価が12となった場合、オプションの買い手は権利行使により株式を価格10で購入し、その後市場価格12で売却可能。これにより差益2が得られ、ここからプレミアム(投資額)1を控除すると、純利益は1。これは投資額1に対するリターンとして100%に相当

株価	株の損益	オプションの損益
10	0%	-100%
11	+10%	0%
12	+20%	+100%
13	+30%	+200%

出所: Swiss Bankers Association (SBA)

3.3.1 オプションの種類

ワラント

ワラントとは、証券化された形態のオプションで、取引所または店頭(OTC)で取引されます。取引所で取引されるワラントの多くは、中央清算機関を介さないバイラテラル決済(当事者間決済)が行われます。標準的なオプションは、権利行使価格、オプションと原資産の比率、期間が標準化されています(第2.7項参照)。一方、ワラントでは発行体がこれらの条件を自主的に決定できますが、需要を確保するため通常は投資家の嗜好に沿った形で設定されます。

取引所取引オプション

取引所取引オプションは証券として発行されず、取引所で取引され、中央清算機関を通じて決済されます。取引所または中央清算機関が当事者(カウンターパーティー)となりますが、ワラント取引では発行体自身がカウンターパーティーとなります。

店頭(OTC)オプション

OTC オプションは証券化されておらず、取引所外で売り手と買い手が直接取り決めを行います。満期日前にこうしたオプションのポジションを解消したい投資家は、カウンターパーティーと相殺取引を行う必要があります。

アメリカンスタイルオプション

アメリカンスタイルオプションは、満期日までの任意の取引日において行使できます。

ヨーロピアンスタイルオプション

ヨーロピアンスタイルオプションは満期日のみ行使可能であり、契約に定められた日付に限られます。ただし、これは通常、セカンダリー市場(例:取引所)での取引に影響を与えません。

3.3.2 マージン担保

オプションを売却する投資家は、契約期間中、所定数量の原資産を保有するか、または他の形態の担保を預け入れる必要があります。この担保またはマージンの額は証券ディーラーによって決定されます。取引所取引オプションについては、取引所が最低マージンを定めています(前記参照)。

担保が不十分と判断された場合、証券ディーラーは追加担保の提出を要求できます。これをマージンコールといいます。投資家が迅速に担保を追加できない場合、証券ディーラーは一方向的にオプションポジションを決済することがあり、その場合、投資家は満期までの間に原資産が有利な方向に推移しても利益を得る機会を失います。

3.3.3 決済

コールオプションが現物引渡し(決済)と定められている場合、投資家はオプション行使時にオプション売り手に対して原資産の引渡しを要求できます。プットオプションの場合、オプション売り手は投資家から原資産を購入する義務を負います。

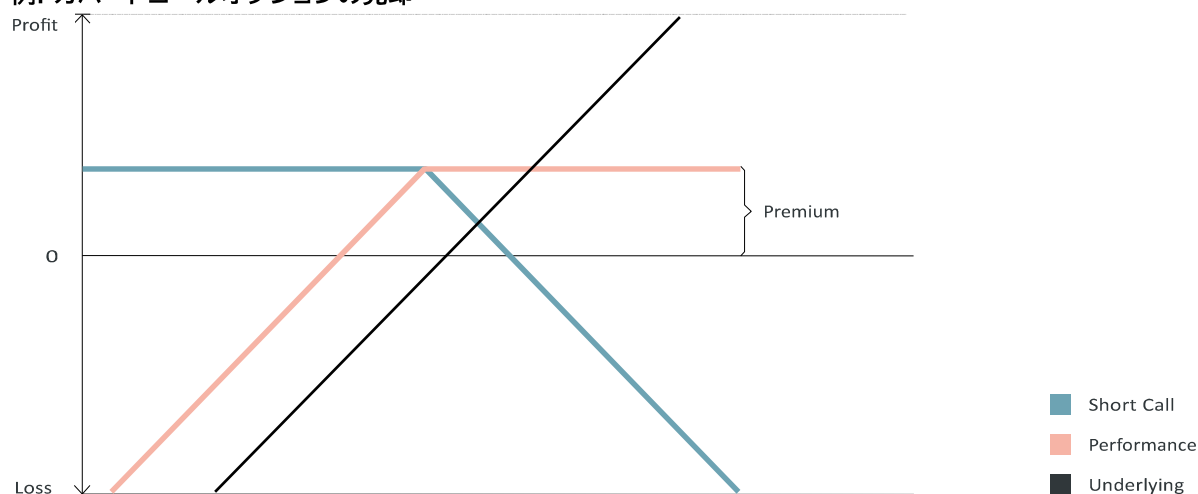
キャッシュ決済が定められているオプションでは、オプションの買い手は権利行使価格と原資産の現在市場価格との差額に相当する金額の支払いを受けるのみです。

3.3.4 伝統的およびシンセティック・カバードオプション

伝統的カバードオプションでは、投資家は担保として原資産を預け入れなければならず、カバードライターと呼ばれます。

図表. 7

例: カバードコールオプションの売却



投資家は原資産(株式、債券または通貨)を購入すると同時に、その原資産に対するコールオプションを売却(または新規売り)します。これによりオプションのプレミアムを受け取ることができ、原資産の価格が大幅に下落した場合の損失を軽減できます。しかし、その一方で、原資産の市場価格が上昇した場合の潜在的なリターンは、オプションの権利行使価格までに制限されることになります。

出所: Swiss Bankers Association (SBA)

シンセティック・カバードオプションは、従来型のカバードオプションを単一の取引で複製することを目的としています。原資産の購入とコールオプションの売却(新規売り)が、デリバティブを利用して同時に行われます。この金融商品の購入価格は、原資産の価格からコールオプションの売却によって得られるプレミアムを差し引いた金額に等しく、このため、こうした商品は原資産よりも低い価格で販売されることが可能です。

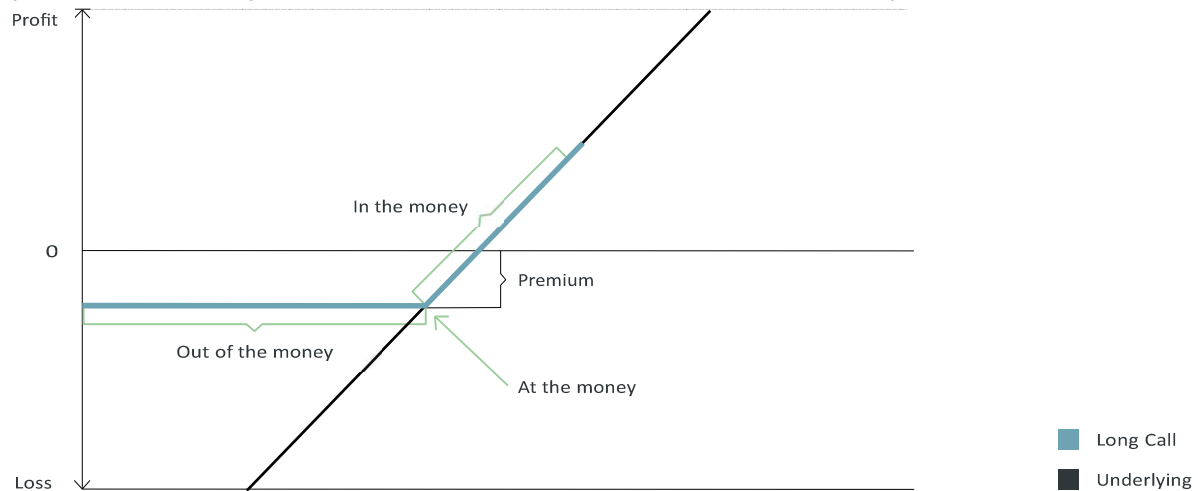
3.3.5 オプション価値

オプションの価格は、そのインプライド価値(内在価値)と「タイムバリュー(時間価値)」と呼ばれる要素に応じて決まります。タイムバリューは、オプションの残存期間や原資産のボラティリティなど、さまざまな要因によって決まります。タイムバリューは、オプションが将来「イン・ザ・マネー」になる可能性を反映したものであり、残存期間が長いほど、原資産の価格変動が大きいほど、また権利行使価格と原資産価格がほぼ一致している(アット・ザ・マネー)状態のオプションほど高くなります。

オプションは、「イン・ザ・マネー」「アウト・オブ・ザ・マネー」「アット・ザ・マネー」のいずれかの状態にあります。

図表. 8

例: コールオプション(イン・ザ・マネー、アット・ザ・マネー、アウト・オブ・ザ・マネー)

**イン・ザ・マネー**

コールオプションは、原資産の現在の市場価格が権利行使価格を上回っている場合に「イン・ザ・マネー」となります。プットオプションは、原資産の現在の市場価格が権利行使価格を下回っている場合に「イン・ザ・マネー」となります。満期前にオプションがイン・ザ・マネーである場合、そのオプションには内在価値があります。

アウト・オブ・ザ・マネー

コールオプションは、原資産の現在の市場価格が権利行使価格を下回っている場合に「アウト・オブ・ザ・マネー」となります。プットオプションは、原資産の現在の市場価格が権利行使価格を上回っている場合に「アウト・オブ・ザ・マネー」となります。この場合、オプションには内在価値はありません。

アット・ザ・マネー

原資産の現在の市場価格が権利行使価格と同じである場合、オプションは「アット・ザ・マネー」となります。この状態では、内在価値はありません。

出所: Swiss Bankers Association (SBA)

3.3.6 特別なリスク**カバードコールオプションの売り手(ライター)として**

投資家がコールオプションを売却し、必要な数量の原資産を保有している場合、そのオプションは「カバード(担保付き)」とされます。原資産の市場価格が権利行使価格を上回ると、投資家は原資産を権利行使価格で買い手に引き渡さなければならないため、市場価格で売却できた場合よりも利益を失います。オプションの行使が考えられる場合、投資家は原資産に対して完全な処分権を有していなければなりません。原資産が他の目的で担保にされている場合、リスクは実質的にアンカバードコールオプションの売却と同等になります(次項参照)。

アンカバードコールオプションの売り手(ライター)として

投資家がコールオプションを売却するものの、必要な数量の原資産を保有していない場合、そのオプションは「アンカバード(担保なし)」とされます。現物引渡し型オプションにおける損失リスクは、投資家が原資産を購入する価格と、買い手が支払う権利行使価格との差額から、オプションのプレミアムを差し引いた金額で構成されます。キャッシュ決済型オプションの損失リスクは、原資産の価格と権利行使価格の差額から、プレミアムを差し引いた金額となります。

原資産の市場価格が権利行使価格を大きく上回る可能性があるため、損失リスクは確定できず、理論的には無限大に達します。特にアメリカンスタイルのオプションでは、極めて不利な市況の中で権利行使される可能性があり、多大な損失を被るリスクがあります。現物引渡し義務がある場合、原資産の調達が高価になったり、不可能になる可能性もあります。

したがって、投資家が預け入れた担保(マージン)の価値をはるかに超える損失が生じる可能性があることを認識しておく必要があります。

プットオプションの売り手(ライター)として

プットオプションを売却する投資家は、原資産の市場価格が権利行使価格を下回った場合、多額の損失を被る覚悟が必要です。この損失リスクは、二つの価格の差額から、オプションのプレミアムを差し引いた金額で構成されます。

アメリカンスタイルで現物引渡し型のプットオプションを売却する投資家は、買い手が権利行使した場合、権利行使価格で原資産を購入する義務を負います。仮にその原資産が極めて困難にしか売却できず、甚大な損失を被るか、そもそも売却不可能であっても同様です。このため、損失は預け入れた担保(マージン)をはるかに超える可能性があります。最大損失額は、権利行使価格に購入義務のある原資産の数量を乗じた金額に等しくなります。

カバードオプションについて

カバードオプションは、原資産の市場価格下落に対するヘッジではありません。しかし、従来型のカバードコールオプションを売却すること、またはシンセティック・カバードオプションの価格算定にコールオプションの売却収益を組み込むことにより、原資産に直接投資した場合と比べて、市場価格下落による損失が軽減されます。実際に、オプションプレミアムが原資産の価格下落リスクを限定する役割を果たします。

満期日には、キャッシュ決済または原資産の現物引渡しが行われます。満期時の原資産価格が権利行使価格を超える場合、キャッシュ決済型オプションの保有者は定められた金額を受け取ります。

原資産価格が権利行使価格を下回る場合、現物引渡し型オプションの保有者は原資産を取得し、その価格変動リスクを全面的に負うことになります。

3.3.7 オプション戦略および特別なオプション

同じ原資産を対象とする2つ以上のオプションを、タイプ(コールまたはプット)、比率、権利行使価格、満期日、取引(購入または売却)など戦略的に異なる組み合わせで組み合わせる場合、それを「オプション戦略」と呼びます。

多数の組み合わせが可能であるため、本資料では個別のリスクをすべて詳細に網羅することはできません。投資家は、戦略を選ぶ前に、当該商品の法定書面または重要情報シートを読み、特定のリスクについて把握する必要があります。

エキゾチックオプション

前述の「プレーンバニラ」のコールおよびプットオプションと異なり、エキゾチックオプションは追加の条件や合意事項と連動しています。店頭取引(OTC)用にカスタマイズされたオプションまたはワラントの形態を取ります。

エキゾチックオプションは特別な構成をしており、その価格変動は「プレーンバニラ」オプションとは大きく異なることがあります。構造に限りがないため、個々のエキゾチックオプションに伴うリスクをここですべて詳述することはできません。

以下に列挙するエキゾチックオプションの例は、大まかに二つのカテゴリに分けられます。「経路依存型オプション」と「複数原資産型オプション」です。

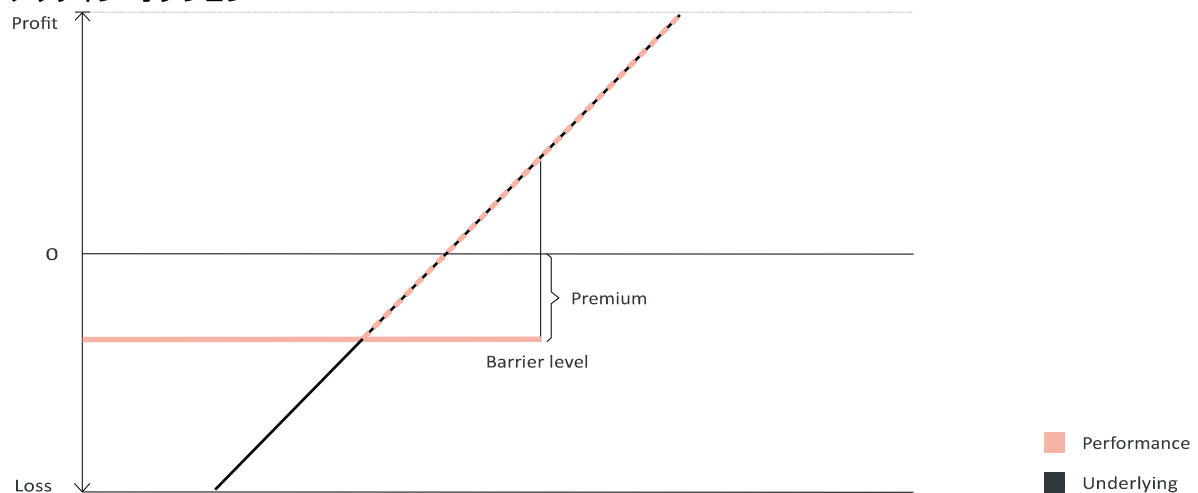
経路依存型オプション

経路依存型オプションでは、「プレーンバニラ」オプションと異なり、満期日または行使時における原資産の市場価格だけでなく、オプションの有効期間中の原資産価格の変動経路も重要です。こうした投資を検討する際には、期間中の価格変動も考慮しなければなりません。主なタイプは以下の通りです。

経路依存型オプションの例:

図表. 9

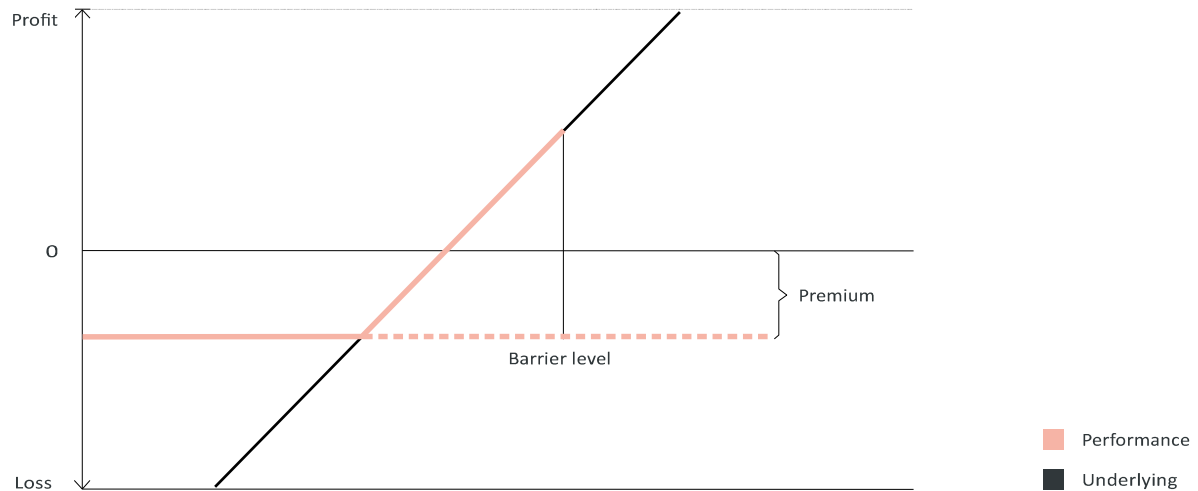
ノックイン・オプション



ノックイン・オプションでは、原資産の市場価格が所定の期間中にあらかじめ定められた閾値(バリア)に達した場合にのみ、権利行使権が発生します。

図表. 10

ノックアウト・オプション



ノックアウト・オプションにおいては、原資産の市場価格が所定の期間中にあらかじめ定められた閾値(バリア)に達した場合、権利行使権が無効となります。

バリアが、オプション取引開始時の原資産の市場価格と権利行使価格の間に位置する場合、そのオプションはキックインまたはキックアウト・バリアオプションと呼ばれます。

デュアルバリアオプションは上限および下限の双方のバリアを設定しており、ノックイン型またはノックアウト型のいずれかの形式をとります。

バリアオプションを購入する投資家は、原資産の市場価格がバリアに達した時点で、権利行使が初めて可能になる(ノックイン/キックイン型)のか、または完全かつ取り消し不能に無効となる(ノックアウト/キックアウト型)のか、ということを確認しておく必要があります。

アキュムレーターおよびデキュムレーター型のバリアオプション構造

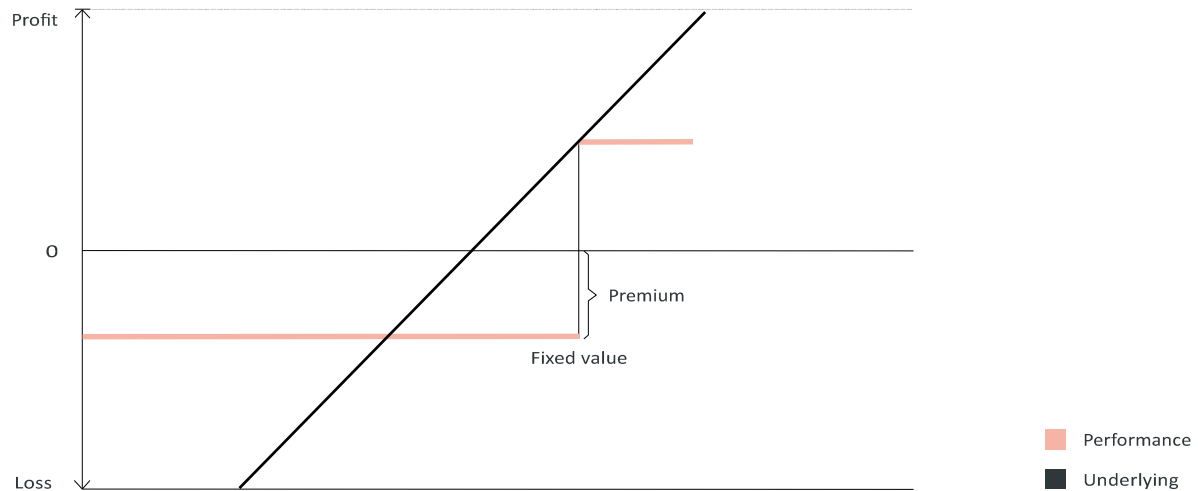
アキュムレーター構造は一連のバリアオプションから成り、投資家が特定の期間中に所定の額面の通貨または所定量の原資産を、あらかじめ定めた権利行使価格で購入(積立)することを可能にします。デキュムレーター構造はこれと逆で、投資家が原資産を売却(解消)することを可能にします。

ノックアウトバリアが突破されない限り、投資家は満期までの間、段階的に所定の数量の原資産を購入していくことができます。各オプションが行使された時点で、投資家は取得した原資産に対して完全な処分権を有し、直ちに売却することも可能です。しかし、ノックアウトバリアが触れられた場合、構造全体が早期に終了し、以降のオプション行使ができなくなります。

アキュムレーター構造には、しばしば追加の倍率が含まれており、例えば現在の市場価格(スポット価格)が権利行使価格を下回っていれば、原資産の名目数量の1.5倍または2倍が購入されることがあります。また、権利行使価格が通常よりも低く設定されることで、原資産の価格動向や構造の期間に応じて最終的な購入数量が不確実になるリスクに対する補償となり、投資家はより低廉な価格での購入恩恵を受けることができます。

図表. 11

パイアウトオプション



パイアウトオプションは、投資家が事前に定められた固定額のプレミアムを受け取る権利を付与します。

デジタルオプションまたはバイナリーオプションでは、原資産の市場価格が所定の期間中に一度でも(ワンタッチ・デジタルオプション)または満期日に(オール・オア・ナッシング・オプション)あらかじめ定められた価格に達した場合に支払いが行われます。ワンタッチ・デジタルオプションでは、バリアに到達した時点で即座に、または満期日にプレミアムが支払われます(ロックイン・オプション)。もし所定期間内にその価格に到達しなかった場合、オプションは価値ゼロで満了します。

一方、ロックアウトまたはノータッチ・オプションでは、所定期間中に原資産の市場価格が合意されたバリアに到達しなかった場合にのみ、投資家は固定額の支払いを受け取ることができます。バリアに達した場合は、オプションは価値ゼロで消滅します。

この種のオプションを売却する投資家は、オプション行使時または満期時点でオプションがどれだけイン・ザ・マネーであるかにかかわらず、原資産価格が条件を満たせば固定額を支払わなければなりません。このため、支払い義務が発生する金額は、オプションの内在価値を著しく上回る可能性があります。

アジアンオプション

アジアンオプションでは、原資産の市場価格の所定期間における平均値が計算されます。この平均価格は、「アベレージレート型」では原資産の価値を決定するために、「アベレージストライク型」では権利行使価格の算出に使用されます。

アベレージレート型の場合、満期日のオプション価値は、権利行使価格と満期時のスポット価格との差額とは大きく異なる可能性があります。平均価格が反映されるため、買い手にとっては価値が大幅に低く、売り手にとってはリスクが高くなる場合があります。

アベレージストライク型では、コールオプションの権利行使価格が当初設定された価格よりも大きく上昇する可能性があります。逆に、プットオプションの権利行使価格は当初価格よりも低くなる可能性があります。

ルックバックオプション

ルックバックオプションでは、所定の期間中に原資産の市場価格が定期的に記録されます。

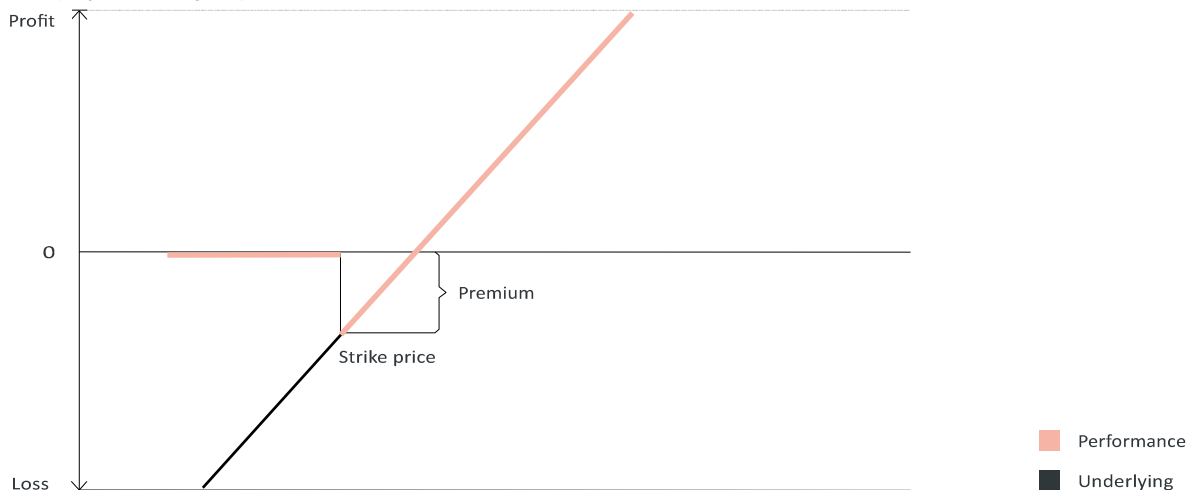
ストライク・ルックバック型では、コールオプションの場合、権利行使価格が期間中の最低価格に、プットオプションでは最高価格に設定されます。

プライス・ルックバック型では、権利行使価格は変更されず、代わりにオプションの価値が期間中の最高価格(コール)または最低価格(プット)に基づいて算出されます。

いずれの場合も、算出された権利行使価格または原資産価値は、満期日に実際の市場価格と大きく乖離する可能性があります。このため、この種のオプションを売却する投資家は、行使が必ず自分にとって最も不利な価格で行われることを認識しておく必要があります。

図表. 12

コンティンジェントオプション



コンティンジェントオプションの買い手は、オプション期間中に原資産の市場価格が権利行使価格に到達または超過した場合(アメリカンスタイルオプション)または満期日に到達または超過した場合(ヨーロピアンスタイルオプション)にのみ、プレミアムを支払う義務が発生します。

オプションがわずかにアット・ザ・マネーまたはわずかにイン・ザ・マネーであった場合でも、買い手はプレミアムの全額を支払わなければなりません。

クリケットオプションおよびラダー・オプション

クリケットオプション(ラチェットオプション)の権利行使価格は、通常定期的に、原資産の市場価格に応じて見直されます。この調整時にオプションが有する内在価値が確定(ロックイン)され、そのようなロックインがオプションの期間中に累積されていきます。

一方、ラダー・オプションでは、権利行使価格の調整は所定の市場価格に原資産が達した時点で行われ、定期的な見直しではありません。通常、最も高い内在価値のみがロックインされますが、稀に期間中に記録されたすべての内在価値が累積される場合もあります。

この種のオプションを売却する投資家は、満期時のオプションの内在価値に加えて、クリケットオプションではすべての累積ロックイン額を、ラダー・オプションでは最も高いロックイン額を買い手に支払わなければなりません。ロックインされた金額が、満期時点のオプションの内在価値を大きく上回る可能性があることに留意する必要があります。

出所: Swiss Bankers Association (SBA)

複数の原資産を対象とするオプション

スプレッドオプションおよびアウトパフォーマンスオプションは、複数の原資産を対象とするオプションの代表例であり、いずれも二つの原資産に対応しています。スプレッドオプションの価値は、二つの原資産のパフォーマンスの絶対差額に基づいて算出されます。一方、アウトパフォーマンスオプションの価値は、どちらか一方の原資産が他方をどの程度相対的(%表示)に上回ったかに基づいて算出されます。

たとえ一つの原資産の価値が上昇したとしても、二つの原資産の間のパフォーマンス差(絶対または相対)が変わらない、あるいは縮小する可能性があります。その結果、オプションの価値が低下する場合があります。

コンパウンドオプション

コンパウンドオプションは、その原資産自体が「オプション」であるもの、つまり「オプションのオプション」です。特に大きなレバレッジ効果を持つ可能性があります。この種のオプションを売却する投資家は、非常に高額な支払い義務を負うリスクがあるため、慎重なリスク管理が求められます。

クレジットデフォルトオプション

クレジットデフォルトオプションは、信用リスクを最初のリスク負担者(リスク売り手)から第三者(リスク購入者)へ移転するものです。リスク購入者は、その対価としてプレミアムを受け取ります。所定の信用事象(クレジットイベント)が発生した場合、リスク購入者はキャッシュ決済を行うか、あるいは所定価格で不良債権の買取(または他の納付義務)を行うことで現物決済を行わなければなりません。クレジットデフォルトオプションはクレジットデリバティブの一形式です。

信用市場における連鎖反応のリスクは高く、なおかつ容易に過小評価されがちです。また、取引量が少ない局面では流動性不足により価格が歪む可能性があり、その結果、投資対象を低価格でしか売却できない、あるいは長期を要する、ひょっとするとまったく売却不能となるリスクもあります。

3.4 ストラクチャー商品

議決権または参加権

ストラクチャー商品の購入者は、通常、議決権を取得せず、原資産からの配当金に係る権利もない場合が多いです。これに対して、参加型商品(パーティシペーション商品)は異なることが多く、源泉徴収税控除後のネット配当を受け取れることがあります。このネット配当は、全額または一部が再投資されるか、定期的に分配されるか、または発行価格への割引として組み込まれる場合があります。

特別なリスク

集団投資スキームとは異なり、ストラクチャー商品の発行体は自社の資産に対して責任を負います。保証人がある場合には、保証人の保証限度額まで責任が及びます。しかし、裏付け資産には特別な保護措置がありません。したがって投資家は、原資産の市場価格変動による損失(市場リスク)だけでなく、最悪の場合、発行体または保証人が破産したときに投資額の全部を失うリスク(発行体/保証人リスク)も受け入れなければならないのです。

3.4.1 元本保全型商品

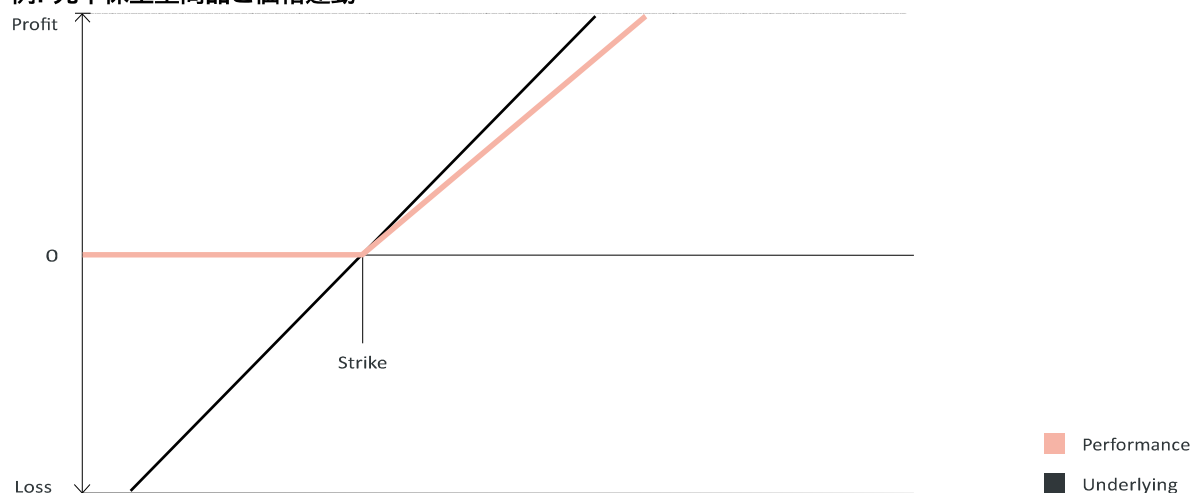
元本保全の種類

一部のストラクチャー商品は元本の保全を提供しています。この保護水準は商品発行時に発行体が定め、満期時に投資家に返還される額面の最低保全割合を示します。ただし、この保護は満期時のみ有効であり、商品条件によっては投資元本の100%未満である場合もあります。満期時に正味の額面100%の返還を保全するのは、100%元本保全を提供する金融商品のみです。

ストラクチャー商品市場における慣行では、少なくとも90%以上の元本保全を提供する商品について「元本保全型商品」と表現することが一般的です。それ未満の場合は通常「最低返済額」と表現され、利回り追求型または参加型商品に分類されます。

図表. 13

例: 元本保全型商品と価格連動

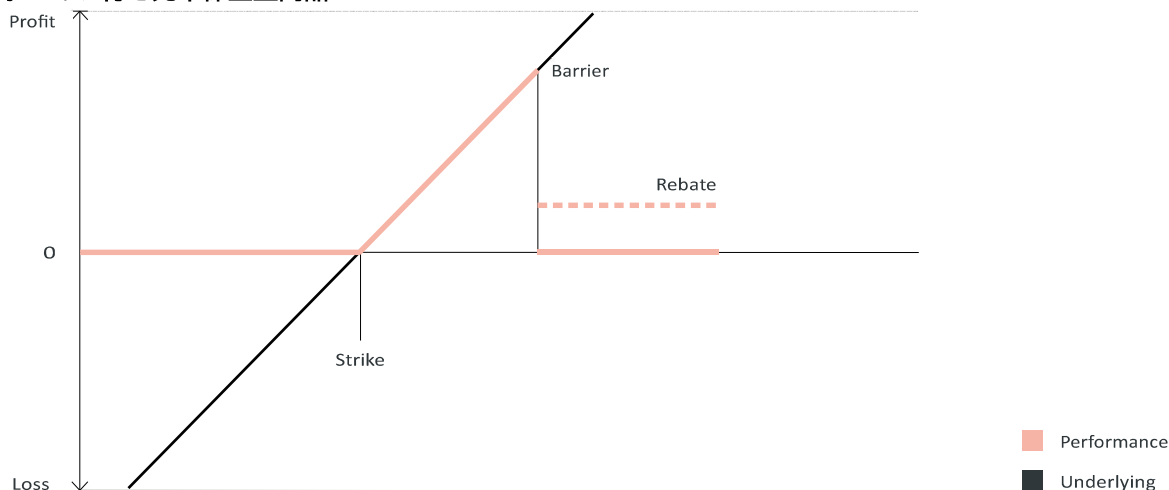


元本保全型商品(参加型)では、買い手は満期時に元本の一定割合(例:100%)が保障されるほか、原資産の市場価格が所定の権利行使価格(ストライクプライス)に達した後にさらに上昇した場合、その上昇分に応じた利益に参加(参加)することができます。

出所: Swiss Structured Products Association (SSPA)

図表. 14

例: バリア付き元本保全型商品



バリア付き元本保全型商品では、買い手は原資産の市場価格が権利行使価格に達した後、バリアレベルまでの上昇部分に参加することができます。しかし、原資産価格がバリアを上回ると、商品価値は再度元本保全水準まで下がります。この場合、投資家は価格上昇への参加利益の代わりに、あらかじめ定められたクーポン(リベート)を受け取ります。

出所: Swiss Structured Products Association (SSPA)

図表. 15

例: クーポン付元本保全型商品



クーポン付き元本保全型商品では、原資産の価格が所定の権利行使価格(ストライクプライス)に達した後、定期的にクーポンが支払われます。クーポン額の水準は、原資産の価格パフォーマンスに連動しており、市場の推移に応じて変動する場合があります。満期時には、原則として投資元本の全額(または定められた保護割合)が返済されます。

出所: Swiss Structured Products Association (SSPA)

元本保全型商品の仕組み

元本保全型のストラクチャー商品は、通常、固定収益型投資(通常は債券またはマネーマーケット投資)とオプションといった二つの要素から構成されます。この組み合わせにより、投資家はオプションまたは参加部分を通じて、一つまたは複数の原資産の価格変動に参加できます。その一方で、元本保全部分が損失リスクを限定する役割を果たします。

元本保全は額面の全額ではなく一部にかかる場合がありますが、満期時に投資家が受け取る最低返済額を明確に定義しており、参加部分のパフォーマンスに関わらず保全されます。

元本保全と額面

元本保全は、額面(ノミナルバリュー)を基準として適用され、発行価格または購入価格とは区別されます。したがって、投資家が支払う購入価格/発行価格が額面を上回る場合、保全の対象はあくまで額面に限られるため、実際の投資元本の保全割合は相対的に低下します。逆に、購入価格が額面を下回る場合、保全水準はそれに応じて高くなります。

元本保全の水準は、金融商品の設計により 100%未満であることもあります。つまり、すべての商品において額面または投資額の 100%が満期に返済されるわけではありません。また、元本保全にはコストが伴うため、同様の期間で直接原資産に投資する場合と比較して、期待リターンが低くなる可能性があります。満期前に元本保全型商品を売却したい投資家は、保全された水準を下回る価格で売却せざるを得ない可能性があることに注意が必要です。なぜなら、保全は商品を満期まで保有した場合にのみ有効となるからです。

参加部分

参加部分は、投資家が原資産の価格変動からどれだけ利益を得られるかを決定します。言い換えれば、元本保全部分を越えた潜在的リターンを規定するものです。

一部の元本保全型商品は、利益の上限(キャップ)があるため、参加可能額が限定されています。一方、キャップがない商品では、無制限のリターンが期待できます。また、利益獲得の条件として、原資産価格が特定のバリアに到達・突破・下落しなければならないものもあります。

参加部分のリスクは、対応するオプションまたはオプションの組み合わせと同一です。原資産の価格変動によっては、参加部分の価値がゼロになる可能性もあります。

特別なリスク

元本保全型ストラクチャー商品の最大損失は、購入価格と元本保全額の差額以内に限定されると考えられますが、これは商品を満期まで保有する場合には限られます。なお、元本保全は発行体リスク(第 1.3 項参照)に対して

は何の保全も提供しません。すなわち、発行体または債務者が破産した場合、投資元本の一部またはすべてを失う可能性があります。

3.4.2 利回り追求型商品(Yield Enhancement Products)

利回り追求型商品の仕組み

利回り追求型のストラクチャー商品も通常、固定収益型投資と、たとえば株式または通貨を原資産とするオプションの二要素から成り立ちます。この構成により、投資家はオプション部分を通じて、一つまたは複数の原資産の価格変動に一定の範囲内で参加できます。

ただし、利回り追求型商品の特徴は、最低返済額が存在しない、または条件付きであること。多くの場合、原資産が横這いか小幅上昇する市場環境を前提とした設計になっています。原資産価格がほぼ変動しない場合、通常の直接投資よりも高いリターン(金利相当額、または発行価格の割引)を得られる可能性があります。

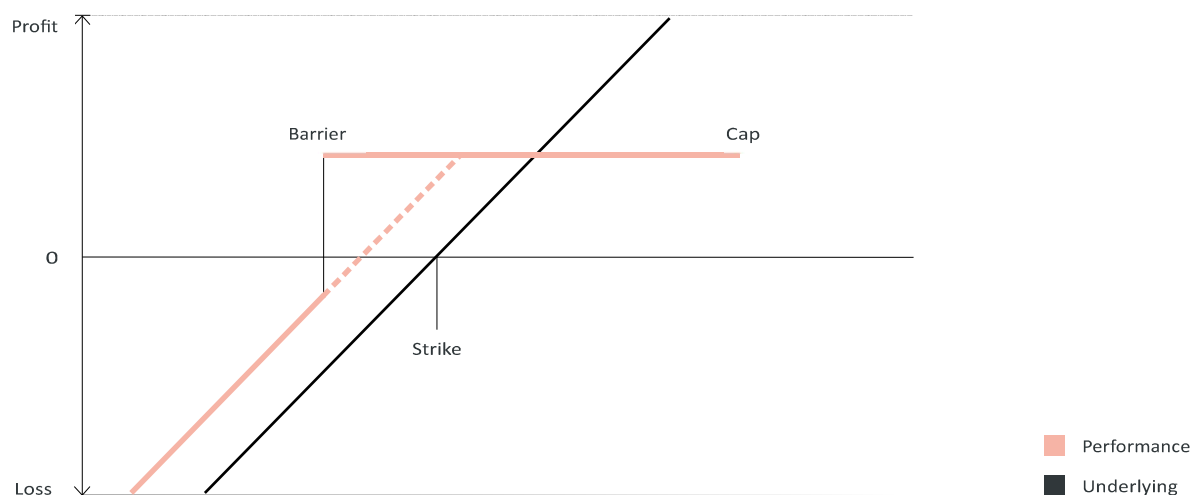
一方で、投資家は原資産の全潜在リターンを享受することはできません。

- 原資産価格が上昇した場合、満期時には金利相当額+名目額が支払われます(または割引が反映された発行価格で償還)。価格が大きく上昇しても、その上昇分の利益は限定的です。
- 逆に価格が大幅に下落した場合、満期時にキャッシュ決済または原資産の現物引渡しが行われ、投資家は下落分を直接負担することになります。ただし、期間中に受け取った金利相当額によって損失が相殺される場合があります(発行価格に割引がある場合は除く)。

多くの利回り追求型商品は複数の原資産に基づいており、商品期間中にいずれかの原資産が所定のバリアに到達または突破した場合、満期時には最もパフォーマンスの悪い原資産の下落分に参加(損失負担)することが求められる場合があります。

図表. 16

例: バリアおよびキャップ付き利回り追求型商品

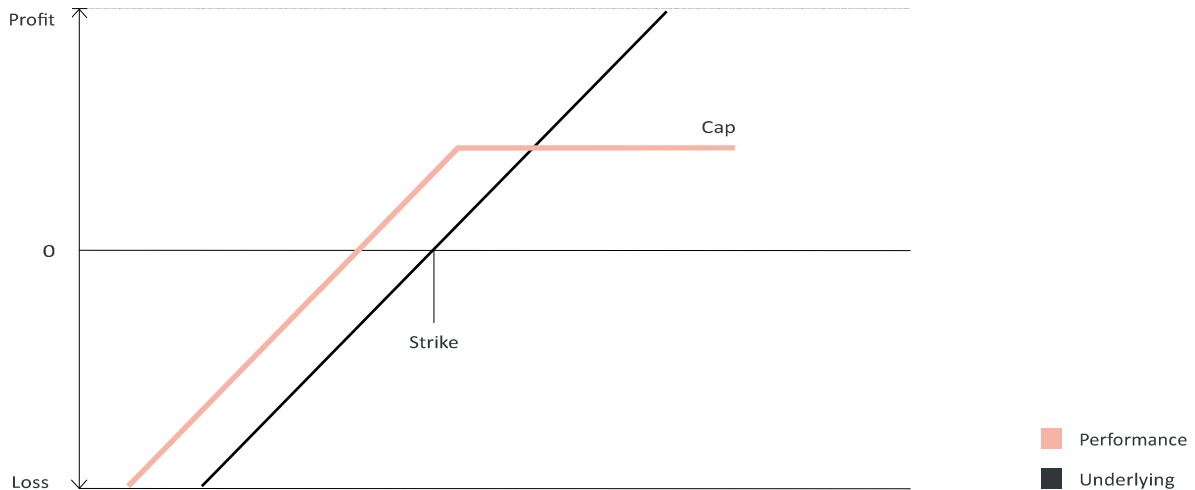


バリアに期間中一度も触れない限り、満期時には最大返済額(キャップ)、または名目額プラスクーポンが償還されます。一方、バリアが期間中に一度でもタッチした場合、商品は純粋なキャップ型商品に変換されます。

出所: Swiss Structured Products Association (SSPA)

図表. 17

例: キャップ付き利回り追求型商品



権利行使価格に達した場合、最大返済額(キャップ)が償還されます。この水準に至るまでの損失リスクは、クーポンの支払いまたは発行価格の割引によって軽減されます。

出所: Swiss Structured Products Association (SSPA)

特別なリスク

原資産のパフォーマンスが不利な場合、バリアにまだ達していなくても、金融商品の価格は発行価格を大きく下回る可能性があります。金利水準はバリアの位置、原資産の数および利回り追求型商品の期間に直接連動しています。発行当日の原資産市場価格に対してバリアが近いほど、通常、投資家が受領する利息は高くなります。しかし、これはバリアに到達するリスクも高まることを意味します。最悪の場合、利回り追求型商品への投資元本を全て失う可能性があります。

3.4.3 参加型商品

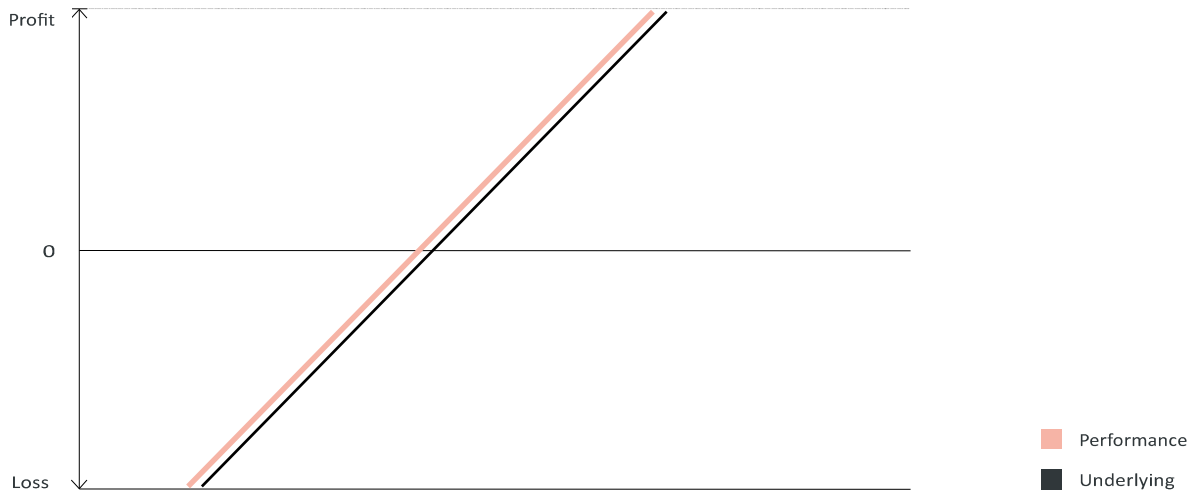
参加型商品の仕組み

参加型のストラクチャー商品は、投資家が一つまたは複数の原資産の価格変動に参加することを可能にします。多くの場合、利益の上限も元本保全も設けられていませんが、条件付き最低返済が設けられている場合もあり、その場合、原資産の市場価格が特定のバリア(「ノックアウト」と称される)に達しなければ、直接投資に比べてリスクが小さくなります。

バリアに接触、上回りまたは下回った場合、最低返済額の権利は失われます。その後の償還額は、一つまたは複数の原資産のパフォーマンスに依存します。

図表. 18

例: 標準連動型商品

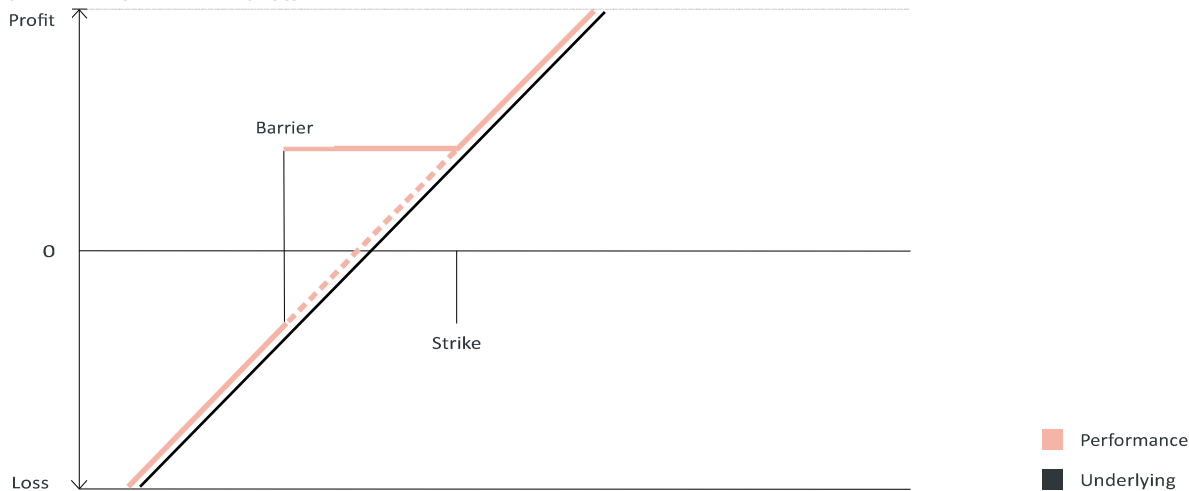


投資家は原資産のパフォーマンスに1対1で参加する。

出所: Swiss Structured Products Association (SSPA)

図表. 19

例: バリア付き連動型商品

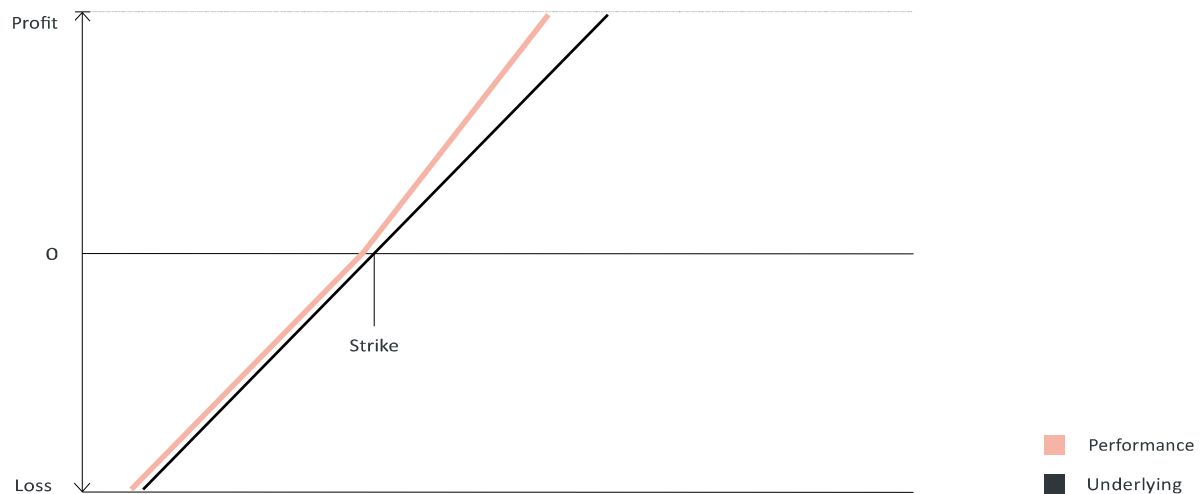


投資家はバリア水準に到達するまで、原資産のパフォーマンスに連動したリターンを受取り、最低返済額が保障されます。バリア到達時には、商品が「標準連動型」へと転換します。

出所: Swiss Structured Products Association (SSPA)

図表. 20

例: 超過リターン付連動型商品



投資家は、権利行使価格に達するまで原資産のパフォーマンスに1対1で参加します。その後は、原資産の正味または負のパフォーマンスに比例以上で参加します。

出所: Swiss Structured Products Association (SSPA)

特別なリスク

参加型金融商品の中には複数の原資産に基づくものがあり、満期時に最も劣る(またはまれに優れた)パフォーマンスを示した証券の引渡しが行われる場合があります。原資産が期間中に所定のバリアに接触、上回りまたは下回った場合、現物引渡しが行われるか、キャッシュ決済が行われます。バリアに達していない場合でも、期間中の取引価格が発行価格を大きく下回る可能性があります。また、参加水準はバリアの位置と直接的に関連しています。投資家が選択したバリアによってリスク水準が高いほど、大きな額面での参加となり、最悪の場合、参加型ストラクチャー商品への投資元本を全て失う可能性があります。

3.4.4 リファレンスエンティティ付き投資商品**リファレンスエンティティ証券の仕組み**

リファレンスエンティティ付き投資商品は、リファレンスエンティティ証券と呼ばれます。通常は、従来の元本保全型、利回り追求型または参加型商品の基本構造に、追加のリファレンス(企業または政府)債が組み合わされたものです。償還額は、商品説明書で定義されたリファレンスエンティティに関する信用事象が発生しないことに依存します。信用事象が発生しなければ、リファレンスエンティティ証券は同等の元本保全型、利回り追求型または参加型商品と同様に機能します。追加のリスクがあるため、より好条件(例:高いクーポン)が提供されることが一般的です。

信用事象が発生した場合、金融商品は期日前に満期を迎え、償還される可能性があります。償還額はその信用事象に応じるものとなり、ゼロとなる場合もあります。

特別なリスク

リファレンスエンティティ証券のリスクは、同等の元本保全型、利回り追求型または参加型商品が本来有するリスクおよび発行体リスクに加え、リファレンスエンティティの信用力にも依存します。最悪の場合、投資元本を全て失う可能性があります。

クレジットリンクド・ノート(CLN)の特別なリスク

クレジットリンクド・ノート(CLN)は、特定の原資産または参照ポートフォリオ(ローンまたは債券など)のパフォーマンスに応じて償還および利払いが行われる債券です。CLN がリンクする債務者の信用力を特に注視すべきであり、信用事象の発生により価値を失う可能性があります。発行銀行に Issuer Risk(発行体リスク、)すなわち信用リスクが存在します。また、期間中に原資産の価格変動および発行体の信用力の変動によるレバレッジ効果が生じます。CLN のセカンダリー市場は流動性が限定されており、投資家が満期前に売却できない可能性があります。

3.5 フォワードおよび先物取引

初期マージンおよび変動マージンの仕組み

原資産を保有していない状態で先物取引を行う投資家は、契約締結時に所定の初期マージンを供託できる十分な財務的能力を有している必要があります。この額は通常、契約対象金融商品の総額に対して一定のパーセンテージで設定されます。加えて、契約期間中に定期的に変動マージンが算定されます。これは、契約価格または原資産の価値変動に起因する帳簿上の利益または損失に相当します。変動マージンの計算方法は、対象取引所の規則および契約内容により異なります。

投資家は契約の存続期間中、所定の初期マージンおよび変動マージンを証券ディーラーに供託しなければなりません。評価損が発生した場合、変動マージンの額が初期マージンを数倍以上上回ることもあります。投資家に変動マージンの支払いを迅速に行えない場合、証券ディーラーは一方的に取引を決済する可能性があります。その場合、投資家は満期までの間に原資産が有利な方向に推移しても利益を得る機会を失います。

クロージングアウト

投資家は満期日または初回受渡日(ファーストノティスデイ)の前であれば、通常市場状況のもとでも取引をクローズアウトできます。クロージングアウトの方法は契約の種類および取引所の慣行、特に価格制限(第2.8項参照)の扱いに応じて異なります。金融商品を売却する方法、または同一の契約条件で相殺取引を行うことにより、引き渡しおよび受領義務が相互に相殺されるようにします。

決済および特別なリスク

満期日または初回受渡日までに取引をクローズアウトしなかった場合、投資家およびカウンターパーティーは契約を決済しなければなりません。フォワード契約の原資産が現物資産である場合、契約上は現物引渡しまたはキャッシュ決済が定められていますが、通常は現物が引き渡されます。例外的な場合にのみ、契約条項または取引所の慣行によりキャッシュ決済が行われます。その他の決済に関する諸条件、特に履行場所については、それぞれの契約条項に明記されています。

現物引渡しとキャッシュ決済の違いは、前者では契約全額相当の原資産の引渡しが必要となるのに対し、後者では合意価格と決済時の市場価格との差額のみを支払いが義務付けられる点にあります。したがって、現物引渡しで定められている契約では、キャッシュ決済の場合よりも多くの資金、または実物原資産を保有しておく必要があります。

3.6 オフショアファンドおよびヘッジファンド

オフショアファンド

一般に、スイスや欧州連合(EU)など厳格な法令体制を持つ国に所在する集団投資基金(第3.2項参照)と、ケイマン諸島や英領ヴァージン諸島など比較的緩やかな法制を持つ国に所在するものは区別され、前者をオンショアファンド、後者をオフショアファンドと呼んでいます。

ヘッジファンド

多くのオフショアファンドはヘッジファンドである。名称が示唆するところとは異なり、ヘッジファンドは必ずしもリスクヘッジに関連するわけではありません。むしろ、平均以上のリターンを得るために高いリスクを負うこともあります。ヘッジファンドには、投資信託、投資会社、パートナーシップなどの形態があり、デリバティブをヘッジ目的だけでなく投資目的にも利用します。また、売建て(空売り)を行い、借入によって大きなレバレッジをかけることも可能です。

他の集団投資スキームと同様に、ヘッジファンドの運用成績はしばしばマネジャー、または少数の重要な人物に依存します。誤った判断やこれらの人物の退任は、ファンドの業績に直接影響を与える可能性があります。このような依存関係は、例えばファンド・オブ・ファンズまたはマルチマネジャーファンドに投資することで軽減することができます。ファンド・オブ・ファンズは複数の対象ファンドに投資するのに対し、マルチマネジャーファンドは複数のファンドマネジャーに分散投資を行い、多様な投資スタイル、市場、金融商品をカバーします(第3.2.4項参照)。

特別なリスク

オフショアファンドおよびヘッジファンドは、規制がほとんどまたは全くなく、免許要件も最小限または存在せず、監督当局による監督も行われていません。マネジャーに対しても同様のことが言えます。特に、オフショアおよびヘッジファンドは、流動性の確保、受益証券の随時換金、利益相反の回避、公正な価格付け、レバレッジの開示と制限など、承認された集団投資スキームが遵守すべき投資家保護規制の対象外です。問題が生じた際にも、オフショア地域での投資家の権利行使は困難または不可能であることが一般的です。

自己規制的な投資ガイドラインの質および独立した第三者機関(銀行、保管機関、会計監査人)の選定はまちまちであり、著名なファンドマネジャーの下では、これらは国際基準を満たしていることが多いです。

オフショアファンド、とりわけヘッジファンドは、資産クラス、市場(高リスク国を含む)、取引手法の選択に関して自由度を最大限に活用しています。これにより、高度な分散化およびある条件下で安定した絶対リターンが得られる一方、不利な市場環境下では極端にネガティブなパフォーマンスを記録し、全損に至るリスクもあります。

透明性

厳しい規制の適用を受けないため、原則としてオフショアファンドの透明性は低い。投資戦略は多くの場合極めて複雑で理解困難です。投資家は戦略変更によるリスクの顕著な増大について十分に認識していない、または知るのが遅すぎる場合があります。マネジャーは市場の非効率性や情報格差を利用するために、あるいは市場メカニズムへの洞察を防ぐために、意図的に情報を秘匿することが多いです。多くの投資戦略の不透明性と複雑さは、知的財産の模倣防止を目的としています。ファンドマネジャーの質に応じて、予定される戦略やその変更、ポートフォリオマネジャーの交代について投資家に十分に知らされないこともあります。オフショアファンドには公表義務もなく、ヘッジファンドは実際の取引に基づかないフィクションまたは試算のパフォーマンスデータを使用することがあり、これらは注意深く扱うべきでしょう。

投資家の利益をマネジャーとより緊密に連携させるため、マネジャーが業績連動型ボーナスを受け取り、自身のファンドに自ら投資することも一般的です。

投資技法

ヘッジファンドが採用する投資技法には、売建て、レバレッジ、スワップ、裁定取引(市場間の価格または金利差を利用)、デリバティブ、アルゴリズム(自動化)取引の広範な活用が含まれます。投資戦略には先物、オプション、スワップなどのデリバティブが使われることが多く、これによりリスクが大きくなります。これらの金融商品は価格の変動が大きく、ファンドにとって損失リスクが高くなります。これらのポジションを建てるために必要なマージンが低いため、高水準の借入れが可能となります。商品により、契約価格の比較的小さな変動でも、預託マージンに対する大きな損益をもたらすことがあります。このような損失は予測不可能であり、連鎖的損失を引き起こし、預託マージンを上回る可能性があります。ヘッジファンドが証券に対するアンカバードオプションを売っている場合、無限の損失リスクを負う可能性があります。

ヘッジファンドの受益証券取得手続きは複雑で標準化されていません。最低投資額が高額であり、申込は月 1 回、四半期ごと、年 1 回などに限定され、必要な書類を正確に提出しなければなりません。通常、申込期限の数日または数週間前までに投資額を振替える必要があり、これにより追加のカウンターパーティーリスクが生じます。

流動性および費用

オフショアおよびヘッジファンドは流動性に乏しいですが、これは投資技法の特性上、流動性の低い金融商品、または譲渡が制限される商品に投資することが多いためです。換金および払い出しのオプションも限定されやすく、月 1 回、四半期ごと、年 1 回などに限られ、長期間の告知期間が必要となる場合があります。これを遵守しないと高額な手数料が課されます。また、投資家が資金を長期間ファンドに留めるよう求めるロックアップ期間が設定されることも多いです。一部のヘッジファンドでは、投資家が全額換金する場合、一定期間その利益の一部を留保することを認められており、多くは次回の通常監査まで保留されます。ヘッジファンドは通常、取引所での取引対象とならず、セカンダリー市場での売却可能性は非常に限定的、または存在しません。既存のポジションを解消できない、またはその価値やリスクを特定できない可能性があります。

申込、売却および換金

ヘッジファンドの定款には、運営機関に広範な裁量を与えられていることが多いです。例えば、純資産価額（NAV）を常に算定する義務はありません。投資家が申込または換金を行う時点では、通常 NAV は判明していません。NAV は戦略に応じ、最初の公式申込または売却日まで公表されないのが一般的です。また、マネジャーは任意で換金を停止することが許されることが多いです。これは既存投資家たちを公平に扱う観点から、通常彼らの利益にかなっています。最後に、ヘッジファンドは短い通知期間で理由を示すことなく、投資の全部または一部を強制換金する権利を与えられている場合もあります。

投資を金融サービスプロバイダーに譲渡することが困難または不可能になることもあります。特に受益所有者が変更された場合にはそうです。また、多くのオフショアファンドでは株式配当などの暫定的分配を想定していません。

以下に主要なヘッジファンド戦略の例を示します。

ヘッジファンド戦略の例

ロング／ショート株式(Long / Short Equity)

株式ヘッジファンドは、特定の地域や市場区分において、割安と判断される銘柄(買い＝ロング)と割高と判断される銘柄(売り＝ショート)を特定します。いずれかのポジションを利益のある状態で決済することで収益を得ることを目指します。

裁定取引(Arbitrage)

同一または類似の投資対象における、異なる市場での価格差を見つけ、その差を利用して収益を得る戦略です。具体的には、株式マーケットニュートラル、金利裁定、コンバーチブル債券裁定、モーゲージ証券裁定などが含まれます。

イベントドリブン

企業における今後の出来事(合併、買収、再編、立て直し等)から利益を得ることを目指す戦略です。具体例としては、合併裁定(マージャーアービトラージ)、倒産企業証券(ディストレストドセキュリティーズ)、特殊状況(スペシャルシチュエーション)などがあります。

グローバルマクロ

金利や為替レートの変動など、巨視的経済トレンドを早期に識別し、利益を得ようとする戦略です。成長ファンド、新興市場ファンドなどが含まれます。

マネージド・フューチャーズ

金融商品、通貨、商品先物(取引所で取引される標準化契約)を対象とするヘッジファンド。

3.7 プライベートエクイティ

調達タイプと戦略

プライベートエクイティは、成長の可能性のある初期段階の若い企業(スタートアップ)への投資を指し、このカテゴリーはベンチャーキャピタルと呼ばれます。また、既存企業の成長または拡張を支援する資金提供にも用いられ、これはレイトステージまたはメザニン・ファイナンスと呼ばれます。企業が公開準備段階に入ったり売却される際にも、プライベートエクイティが投入されます。このタイプの資金提供は主に、新規上場(IPO)

または売却収入を通じて、既存の所有者の初期投資をプレミアム(複数倍)とともに回収することを目的とします。所有権の変更、例えば企業の上場廃止や戦略的投資家への売却には、一般的に何らかのバイアウトが関与する:経営陣による買収(MBO)、外部経営陣による買収(MBI)、またはレバレッジドバイアウト(LBO)などです。

プライベートエクイティの主な目標は、企業に一定期間投資した後、利益を出して売却することです。したがって、その成功は投資タイミングや出口(エグジット)の時期選びだけでなく、経営陣が実施する資金調達戦略にも左右されます。企業の成長段階に応じて戦略は異なり、ベンチャーキャピタル戦略、バイアウト戦略、ターンアラウンド戦略、メザニン戦略などが含まれます。資金調達手段(直接または間接)の選択は、投資環境における当該時期の市場状況に大きく依存します。株式市場および債券市場のパフォーマンス、その他特定のプライベートエクイティ要因が、エグジットフェーズの難易度および期待収益の達成可否を決定づけます。

特別なリスク

通常、プライベートエクイティ投資は、初回投資から数年間は売却できません。暫定的な分配が行われず、または数年を経過するまで行われず場合があります。この場合、リターンが得られるのは、投資期間終了時に実現されるキャピタルゲインのみとなります。場合によっては、他の投資家への投資持分の譲渡が困難となる可能性もあります。

プライベートエクイティの投資対象企業は高額の借入を抱えていることが多く、金利上昇のようなマイナスの市場動向に対して、上場企業よりも敏感になりやすく、破産や倒産の危険性も上場企業と比較して高くなります。

プライベートエクイティ投資家は通常、事前に定められた金額(資本コミットメント)の出資を約束します。この金額は、銀行口座上で即座かつ取り消し不能に拘束されます。実際に全額または一部の資金移送が必要になるまでは猶予があっても、その資本を自由に運用することができなくなります。これをキャピタルコールと呼びます。別のケースでは、キャピタルコール発生時に十分な流動性を確保しておくことが求められます。定められた期間内にコールに応じられない場合、有限責任組合契約(LP 契約)に定められた制裁を受ける可能性があり、これにより投資の一部または全額を失うリスクがあります。

特定のプライベートエクイティファンドでは、投資家がすでに受け取った分配を後日返還しなければならない仕組みを設けている場合があります。これをクローバックまたはリコール可能な分配(リコール可能なディストリビューション)と呼びます。

例外的に、投資家が追加出資を求められる場合もあります。新たな資金を供給する投資家は利益を得る可能性を高める一方で、エクスポージャーリスクも同程度に増大させることになり、最悪の場合、投資全額を失う可能性があります。

3.7.1 プライベートエクイティへの間接投資

プライベートエクイティへの間接投資(例:プライベートエクイティファンド経由)においては、ファンドマネジャーの能力が鍵となります。しかし、プライベートエクイティファンドのマネジャーが投資を行い、期待される成果を達成できる保証はありません。一般に、こうしたファンドのマネジャーは業績連動型の報酬を受け、自らもファンドに投資していることが多く、自腹を切る状態となっています。間接投資のリスクは、基本的に直接投資の場合と同じであり、特にキャピタルコールの仕組みと限定的な流動性に関するリスクが共通しています。