

拡大するドイツの個人投資家向け ストラクチャード・プロダクト市場

齋田 温子

■ 要 約 ■

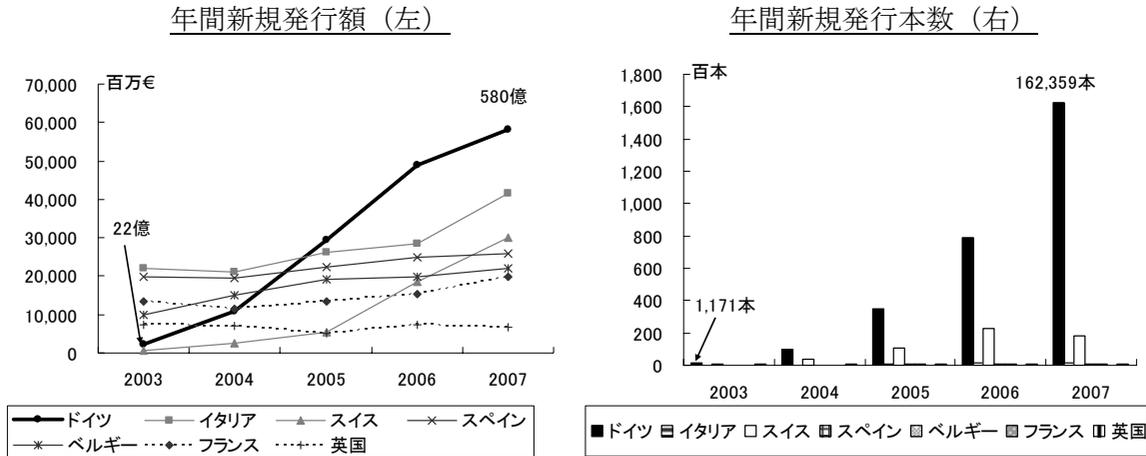
1. ドイツで個人投資家向けストラクチャード・プロダクト（Structured Products、以下 SP）市場が急成長している。2007年の新規発行額は580億ユーロ（約9.7兆円）、新規発行本数は16万本を超え、いまやドイツは欧州最大の個人投資家向け SP 市場である。
2. 個人投資家向け SP の発行形態は国により様々だが、ドイツ市場では、「サーティフィケート」と呼ばれる商品が大半を占めている。サーティフィケートの主な発行金融機関は、ドイツ銀行、コメルツ銀行、BNP パリバ、UBS、HSBC、シティグループ等である。
3. サーティフィケートを中心とする個人投資家向け SP の取引形態は、相対取引、オンライン・バンクが提供する取引プラットフォームでの取引及び国内の証券取引所が運営する「自由市場」での取引である。
4. サーティフィケートには指数連動型をはじめ、様々な種類があるが、現在は元本保証等の機能を付加した商品が主流である。2007年後半以降は、金融市場の混乱を背景に、参照資産が原油や商品へと多様化する傾向にある。また、投資信託を発行形態とした SP も発行されるようになってきている。今後も、ドイツの個人投資家向け SP 市場は、金融市場の動向に応じイノベーションが繰り返されると思われる。

I 欧州最大の個人投資家向けストラクチャード・プロダクト市場

ドイツでは近年、個人投資家向けストラクチャード・プロダクト（Structured Products、以下 SP）市場が急成長している。

欧州の個人投資家向け SP 市場は長い間、イタリアやスペインが中心であった。しかし2004年以降、ドイツ市場での新規発行が活発化し、発行額は2003年の22億ユーロ（3,696億円、1ユーロ=168円で換算）から、2007年には約26倍の580億ユーロ（約9.7兆円）に増加した。本数の伸びはそれ以上で、2003年の1,171本から2007年には約138倍の162,359本に達した（図表1）。いまやドイツは欧州最大の個人投資家向け SP 市場

図表 1 欧州の個人投資家向けストラクチャード・プロダクト市場の推移



(注) 年間の新規発行額及び発行本数。2008年は2008年6月3日時点のデータ。なお、Arete Consultingのデータにはデリバティブを利用した預金、投資信託、保険商品等もストラクチャード・プロダクトとしてカウントされている

(出所) Arete Consulting, Structured Retail Products-Monthly Issues and Volumes

であり、拡大傾向は現在も続いている。

個人投資家向け SP には、各国の規制や税制、販売チャネル、更には投資家の選好の違いにより、預金、投資信託、債券、債務証券など様々な発行形態が用いられる。ドイツ市場では、「サーティフィケート」と呼ばれる商品が大半を占めている¹。サーティフィケート自体は金融機関の発行する債務証券にすぎないが、参照資産とデリバティブの多様な組み合わせにより、異なるリスク・リターン特性を持つ仕組み商品が生み出されている。

第二章以下では、このドイツ特有の発行形態であるサーティフィケートに焦点を当て、商品の種類と仕組み、主な発行金融機関、取引の形態等を示し、ドイツの個人投資家向け SP 市場の現状を紹介する。

II ドイツのサーティフィケートの現状

サーティフィケートを中心とする、ドイツの個人投資家向け SP は、商品に組込まれたデリバティブの複雑さと投資リスクの高さに応じ、「インベストメント・プロダクト」と「レバレッジド・プロダクト」の2種類に大別される。インベストメント・プロダクトは一般投資家向けで、レバレッジド・プロダクトは取引に慣れたリスク選好型の投資家向け商品と位置づけられている²。発行残高で見ると、インベストメント・プロダクトの比率が98%程度と圧倒的に高いことから、本稿ではインベストメント・プロダクトのみを扱

¹ 独語表記は Zertifikate、英語表記では Certificate。ドイツ国内でも投資信託や保険商品を発行形態とした SP もあるが、2007年の新規発行本数はそれぞれ一桁台である。Arete Consulting 調べ。

² レバレッジド・プロダクトにはプレーン・バニラオプション、エキゾチック・オプション、ノックアウト・オプション、ワラント等がある。

うこととする。

1. 多様化する商品、複雑化する仕組み

ドイツで最初にサーティフィケートが発行されたのは 1989 年で、ドレスナー銀行が組成した株式指数連動型商品とされている³。株式指数連動型商品は「インデックス・サーティフィケート」と呼ばれており、パッシブ運用型のインデックス・ファンドの運用コストの高さ、規制当局による認可までの所要期間の長さ、更には運用時に生じるトラッキング・エラー等を克服する商品として開発された。インデックス・サーティフィケートは基本的には、単位価格が DAX、DJ Stoxx、Nikkei225 等の主要な株式指数のパフォーマンスに対し、一定の比率（1：1、1：10、1：100 等）で連動するよう設計され、元本保証、フロア、キャップ等の機能は付加されていない、シンプルな仕組みである。また償還期間の設定されていない、「オープン・エンド型」のものが多い。

株式市場が伸び悩んだ 1990 年代前半には、個別銘柄を参照資産とし、その株価に一定の割引を適用した値をサーティフィケート 1 単位当りの発行価格とする「ディスカウント・サーティフィケート」が発行された。この商品にはあらかじめ上限値（「キャップ」）が設定されているため、償還時の払い戻し額が制限されるが、発行価格のディスカウント分が参照資産の価値の下落に対する「バッファー」の役割を果たしているため、投資家は現物投資に比べ損失の度合いを抑えることができるのが特徴である。また 2000 年以降の IT バブル崩壊時には、株価の下落を受け、元本保証型商品の発行が増加した。

他方、2003 年以降は株式市場の上昇を反映し、参照資産の価値に対し 100%以上の連動率が設定された「ボーナス・サーティフィケート」や、償還期間内の決められた期日に、参照資産の価値があらかじめ設定された上限値に達した時点で早期償還される「エクスペレス・サーティフィケート」等の新たな商品が相次いで発行されるようになった（図表 2）。これらの商品には参照資産の価値の変動がサーティフィケート発行時の想定から大幅に乖離した場合に生じる発行金融機関側の損失を回避するために、発行金融機関に早期償還の権利が付与されている場合が多い。

このようにサーティフィケートは、株式市場の動向を反映し、払い戻し条件や償還期間が柔軟に設定され、多様性に富むが、1 本当りの発行額が 100 万ユーロ程度と比較的小規模な点は、ほぼすべての商品に共通した特徴である。これは金融機関が同一参照資産で発行時の単位価格やフロア、キャップ等の条件を変え、同時に大量のサーティフィケートを発行することと関連している⁴。

³ Dr. J.Harengel & S.Scheuble, *Alles, was Sie über Zertifikate wissen müssen*, Finanzbuch Verlag, 2006.

⁴ 例えば、コメルツ銀行は単一のブルーチップ銘柄を参照資産とするサーティフィケートを 1 日に計 518 本発行している。

図表 2 主なインベストメント・プロダクトとその特徴

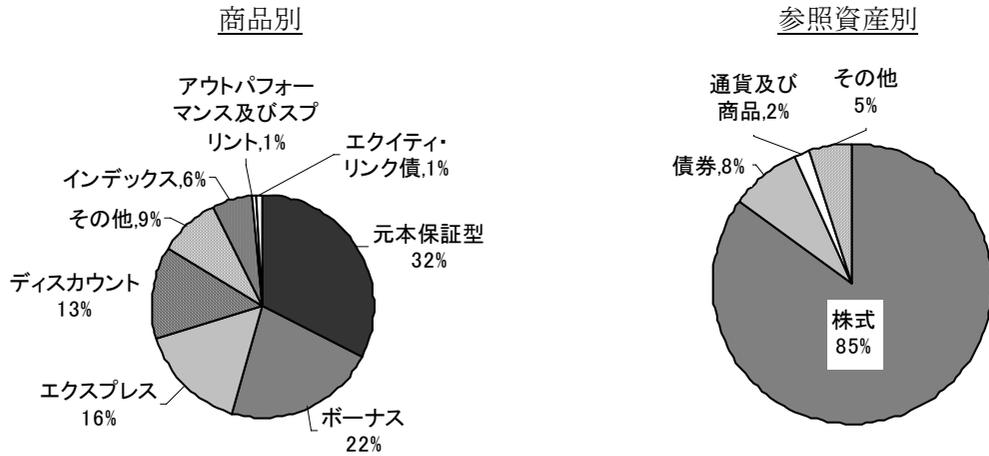
サーティフィケートの種類	概要
インデックス	ドイツで初めて発行されたサーティフィケートはこのタイプ。元本保証等の機能はなく、参照資産である株式指数等のパフォーマンスに連動するシンプルな仕組み。参照資産は、新興市場の指数、セクター別、金利、商品指数へと多様化する傾向にある。償還期間はオープン・エンドのタイプが多い。
元本保証型	償還時に投資元本の全額もしくは一部の払い戻しが保証されている。参照資産のパフォーマンスに応じて、発行時に設定されたレートでの利払いが償還期間までに数回行われるよう設計されているタイプもある。
ディスカウント	参照資産の価値(株価等)から一定比率(通常10～20%)を割り引いた価格を発行価格としたサーティフィケート。参照資産のパフォーマンスに連動した価格が償還時に一括で払い戻されるが、払い戻し額はあらかじめ設定された上限値(「キャップ」)までに制限される。他方、発行時の割引額がバッファ機能を果たしているため、損失は現物投資よりも少ないのが特徴。構造上は投資家は参照資産に連動するゼロ・クーポン債を発行体から買い、発行体にプット・オプションを売る仕組みである。参照資産は、株式(指数及びバスケットを含む)、通貨、金利、商品等。償還期間は通常1～3年。
ボーナス	発行時の価格が参照資産に1:1で対応しているサーティフィケート。償還時に一括で払い戻される。発行時にフロアと「ボーナスレベル」が設定されており、償還までに参照資産の価値がフロアを下回らない限り、ボーナスレベルが払い戻し額の最低水準として保証される。フロアを下回ると、ボーナスレベルで払い戻される権利が消滅し、償還時には参照資産のパフォーマンスに応じた額が払い戻される仕組み。構造上、投資家は参照資産を買い、フロアを下回った場合にボーナスレベルで払い戻される権利が消滅するオプションを発行体に売る仕組み。参照資産は株式、株式指数等。償還期間は通常2～4年。
エクспレス	参照資産のパフォーマンスに連動するサーティフィケート。償還日までに数回(通常年1回)の「観察日」とキャップがそれぞれ設定されており、各期日に、参照資産の価値が設定されたキャップを上回ると、サーティフィケートはその時点での価格で早期償還される。他方、フロアも設定されており、早期償還されずに満期を迎えた場合、参照資産の価値がフロアを下回らなければ投資元本が保証されるが、下回ると、参照資産のパフォーマンスに連動した価格で払い戻される。参照資産は株式(バスケット及び指数を含む)、金利、商品等。償還期間は通常3～6年。早期償還のオプションにより、投資家は、満期までの参照資産の大幅な変動リスクを回避することが可能になる。

(出所) *Alles, was Sie über Zertifikate wissen müssen*, Dr. J.Harengel&S.Scheuble, Finanzbuch Verlag, 2006, pp.20-1、ドイツ銀行資料、Scoach Europe AG 資料等より野村資本市場研究所作成

過去 20 年余りの間にイノベーションが繰り返された結果、サーティフィケートの種類はインベストメント・プロダクトだけで既に 8 種類以上に及んでいる。ただ、この分類はドイツ・デリバティブ連盟が行っているものであり、実際には指数連動型に元本保証やボーナス機能を付加した商品等、様々なタイプが発行されている。現在は、元本保証型、ボーナス、エクспレス及びディスカウント・プロダクトが主流である⁵ (図表 3)。ま

⁵ 発行残高ベース。本レポートでは、発行残高に相当するデータとして、ドイツ・デリバティブ連盟が公表しているオープン・インタレストを用いる。オープン・インタレストは加盟金融機関から任意に提出されたデータをもとにドイツ・デリバティブ連盟が集計したもので、償還前 SP の発行済み単位数に単位価格を乗じた数値である。データには、2004 年 12 月は 5 社 (ドイツ銀行、ドイツ協同組合銀行、ヒポ・フェラインス銀行、サル・オッペンハイム及びウェスト LB、2005 年 12 月は 8 社 (2004 年の 5 社に加え、バイエルン州立銀行、ゴールドマン・サックス及び SEB)、2006 年 12 月は 9 社 (2005 年の 8 社に加えドレスナー銀行)、2007 年は 13 社 (2006 年の 9 社に加え、HSBC トリンカウス、UBS 及び北ドイツ州立銀行) が含まれる。

図表3 インベストメント・プロダクトの種類と参照資産の内訳



(注) 2007年12月末時点のオープン・インタレスト。参照資産別データの各項目には、それぞれの資産の指数も含まれている

(出所) ドイツ・デリバティブ連盟資料より野村資本市場研究所作成

た最近では、仕組みが複雑化し、参照資産も主要国の株式や株式指数だけでなく、新興市場や原油、商品等の指数へと多様化する傾向にある。

2. サーフティフィケートのバランス・シート上の位置付け

前述したように、サーティフィケートは金融機関が発行する債務証券であり、発行体金融機関のバランス・シート上に負債として計上されている⁶。

また、金融機関はサーティフィケートに組み込んだオプション等のデリバティブの反対取引を、先物及びオプション市場で行い、デリバティブにより生じるリスク・ポジションを金融機関自らが抱えることがないようにしている。例えば、個別銘柄を参照資産として、発行価格がこの銘柄の株価 100 ユーロに対し 20%の割引率、すなわち 80 ユーロに設定されているディスカウント・サーティフィケートの場合、構造上は、金融機関が個人投資家に参照資産のパフォーマンスに連動するゼロクーポン債を売り、投資家からプット・オプションを買う仕組みである。金融機関はこのプット・オプションの反対取引をデリバティブ市場で行い、リスクをヘッジしている⁷。

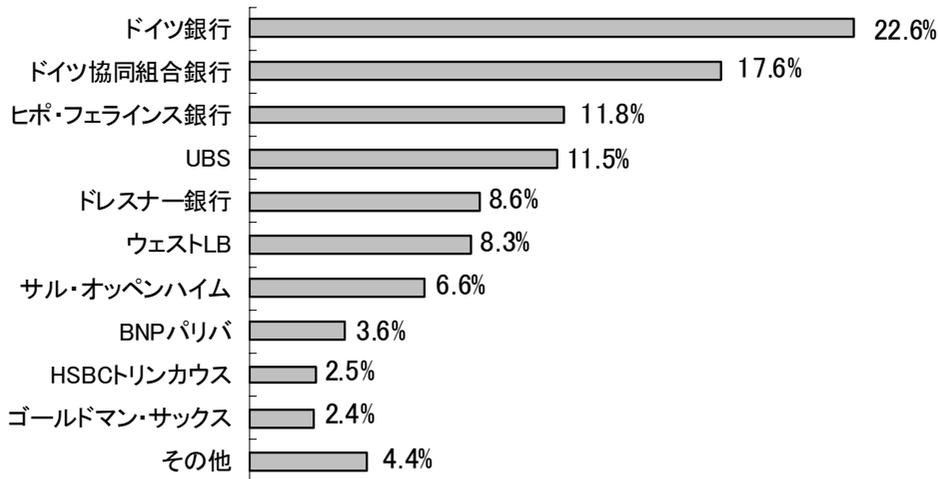
⁶ コメルツ銀行の場合、オープン・エンド型のインデックス・サーティフィケートは「証券化負債」(securitized liability)として計上されている。またドイツ銀行はインデックス・サーティフィケートをバランス・シート上の長期負債に計上している(コメルツ銀行 2007 年度アニュアル・レポート及び 2007 年 3 月 27 日付ドイツ銀行 SEC 報告書)。

⁷ Deutsche Bank Research, "Retail certificate: A German success story", 03/19/2007。なお、ドイツ銀行によれば、実際には個別商品ごとに反対取引が行われているわけではなく、すべての取引がトレーディング・ブックに記載された上で、類似のデリバティブがまとめてヘッジされている。

3. 主な発行体は国内大手と欧米大手金融機関

ドイツ市場の主な発行体は、ドイツ銀行及びコメルツ銀行の国内民間大手二社に加え、BNPパリバ、UBS、HSBC、シティグループ等である（図表4及び5）。

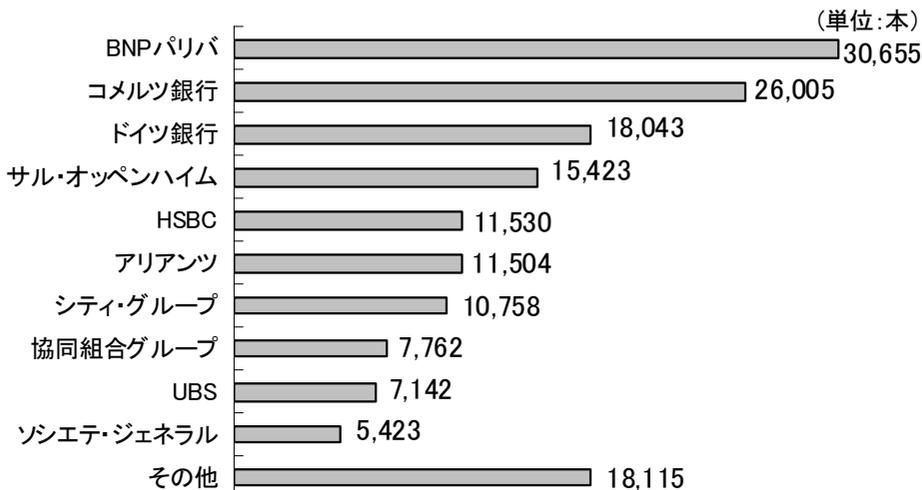
図表4 主な発行金融機関（発行残高ベース、2007年末）



(注) 2007年12月末時点でのDDV加盟金融機関のみを対象としたオープン・インタレストベースのマーケット・シェア。コメルツ銀行は含まれていない

(出所) DDV資料より野村資本市場研究所作成

図表5 主な発行金融機関（新規発行本数ベース、2007年）



(注) 金融グループごとの分類。2007年にドイツで発行されたすべての個人投資家向けストラクチャード・プロダクト（サーティフィケート、エクイティ・リンク債、ワラント、ノックアウト・プロダクト、エキジティック・オプション等）を含む

(出所) Arete Consultingのデータより野村資本市場研究所作成

市場の拡大と共に、発行体の数も増加し、2006年の35社から2007年には41社に達した。年間の新規発行本数で見ると、上位5社で6割程度、上位10社では9割程度のシェアを占めている。またドイツ以外の欧米金融機関の比率が4割程度あり、外資系が積極的に参入していることがわかる⁸。

III サーティフィケートの取引形態

1. 取引プラットフォームを利用した取引

サーティフィケートを中心とする個人投資家向け SP の取引は、発行金融機関との相対取引と下記の取引プラットフォームでの取引が全体の60%程度を占め、残りの40%程度は証券取引所が運営する「自由市場」（後述する）で行われている。

取引プラットフォームは大手オンライン・バンク（もしくはオンライン・ブローカー）が提供しており、主なものとしてはコメルツ銀行傘下のコムディレクト（comdirect）が運営するライブ・トレーディング（LiveTrading）、ドイツ銀行のマックスブルー（maxblue）、シティバンクのCATS（Citibank Automated Trading System）、BNPパリバのコータル・コンソース（CortalConsors）のコータル・コンソース・プライス（Cortal Consors Preis）等がある。

個人投資家はオンライン・バンクに口座を開設した上で、提供されている取引プラットフォーム上で売買する銘柄の発行体を選択して、発行体と取引を行う仕組みとなっている。

これらの取引プラットフォームには複数の発行体が参加している。例えば、個人投資家はライブ・トレーディングでは25社、コータル・コンソース・プライスでは26社の商品を売買することができる。

更に、大手オンライン・バンク各社では、売買注文の仲介や取引プラットフォームの運営のみならず、最近では、従来の預金や投資信託に加え、サーティフィケートでの積立プランを提供するなど、新たな個人投資家層開拓に向けた取組みも見られる。

2. 地方取引所がリードする自由市場取引

上述の通り、個人投資家向け SP の取引の約40%は、ドイツ国内の証券取引所が運営する自由市場（open market）で行われている。この自由市場はEU指令上の規制市場ではなく、ドイツの証券取引所が国内の取引所法と取引所規定に基づき運営する「規制された非公式市場」である。個人投資家は自由市場に登録されたサーティフィケートを金融機関等

⁸ Arete Consulting 調べ。ちなみに、Nomura International PLCも2007年に3本のサーティフィケートを新規発行している。ドイツ・デリバティブ連盟（DDV）によると、2007年のNomura International PLCの取引所取引高は、インデックス・サーティフィケートを中心に810万ユーロで、0.1%程度のシェアを有している。また、本数は少ないものの、州政府もストラクチャード・プロダクトを発行している。

の仲介機関を介して売買する。

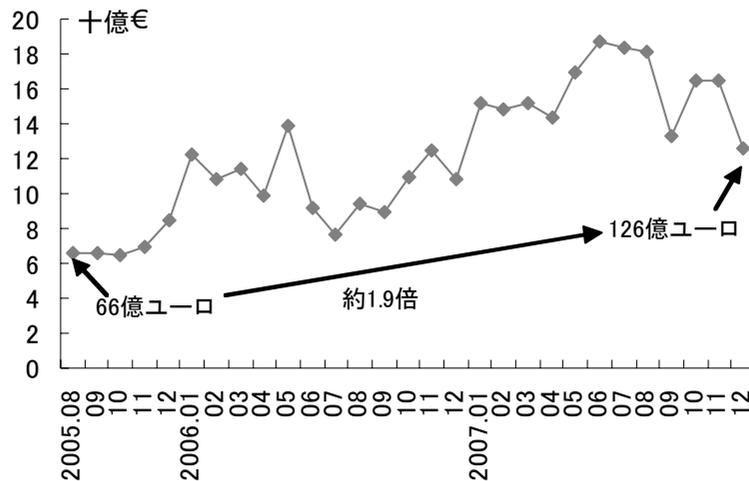
ドイツ・デリバティブ連盟によると、取引所での取引高は 2005 年 8 月の 66 億ユーロ（約 1.1 兆円）から 2007 年 12 月には約 1.9 倍の 126 億ユーロ（約 2.1 兆円）に増加した⁹（図表 6）。

ドイツ国内の証券取引所の中で、個人投資家向け SP 専門の取引部門を設けているのは、シュトゥットガルト取引所とドイツ取引所の運営するフランクフルト取引所である¹⁰。中でも、ドイツ第二位のシュトゥットガルト取引所の運営する EUWAX は 2007 年の年間取引高が 1,369 億ユーロ（約 23 兆円）で、取引所取引高の合計 1,908.9 億ユーロ（約 32 兆円）の 71.7%と圧倒的なシェアを誇っている¹¹。

EUWAX は、シュトゥットガルト証券取引所が他の国内証券取引所に先んじて 1999 年に設立した、個人投資家向け SP（及び ETF）専用の取引部門である。シュトゥットガルト取引所には EUWAX の他に、債券、投資信託及び外国株式の取引部門もあるが、EUWAX の取引高は全体の 77%程度を占め、同取引所の主力部門と位置づけられている。

EUWAX ではストラクチャード・プロダクトの発行金融機関に対し、原則として、自らが発行した商品のマーケット・メイクを行い、インベストメント・プロダクトでは 10,000

図表 6 取引所取引高の推移



(注) EUWAX、SCOACH 及びベルリン取引所の売買高の合計。インベストメント・プロダクトとレバレッジド・プロダクトの両方を含む。金融機関内部の取引（発行体金融機関と傘下のオンライン・ブローカーとの取引等）は含まれない

(出所) Derivate Forum: Der Deutsche Markt für Derivative Produkte, Monatsbericht Dezember (2004～07) より野村資本市場研究所作成

⁹ 相対取引と取引プラットフォームの割合を考慮すると、ドイツ市場の流動性はデータが示すよりもはるかに高いと思われる。

¹⁰ このほかにもベルリン取引所等の地方取引所に登録し、取引されているサーティフィケートもあるが、取引高はごくわずかである。

¹¹ ドイツ・デリバティブ連盟資料より。なお、EUWAX の 2007 年度アニュアル・レポートによるとインベストメント・プロダクトのシェアは 62%、レバレッジド・プロダクトのシェアは 86%である。

ユーロ（もしくは 10,000 単位）の注文に常時応じることを義務付けている¹²。取引はオークション方式で行われ、金融機関等の仲介機関やオンライン・バンクを経由した注文を、注文板を管理する QLP（Quality-Liquidity-Provider）、すなわちスペシャリストに相当するブローカー・ディーラーが付け合わせる仕組みとなっている。EUWAX の場合、このブローカー・ディーラーは 1 社に限定されており、EUWAX AG が行っている。更に、取引所以外の取引プラットフォームの普及や後述するドイツ取引所の本格参入に対抗すべく、EUWAX では 2007 年 1 月以降、すべての取引が電子化され、取引の透明性向上と迅速化が図られている¹³。

他方、後塵を拝したドイツ取引所は、2006 年 10 月にスイス・フィナンシャル・マーケット・サービスと協同で、SP 専用の取引部門である SWX Quotematch Ltd（スイス）と Frankfurt Smart Trading AG（ドイツ）を設立、2007 年 9 月にこれらを SCOACH に名称変更し、巻き返しを図っている。SCOACH でも 2008 年 4 月以降、すべてのストラクチャー・プロダクトの取引に電子取引システムである Xetra を採用している。

IV サーティフィケートを巡る最近の動き

1. 投資信託とサーティフィケート：競合から融合へ？

ドイツの個人投資家向け SP 市場は、まだ歴史は浅いものの、国内外の金融機関の相次ぐ参入、商品のイノベーション、取引所とオンライン・バンクの取り組み等が奏功し、発行残高は過去 4 年間で約 3.4 倍に増加した¹⁴（図表 7）。

サーティフィケートの急成長を目の当たりにしたドイツ投資信託協会は、価格設定における不透明性や発行体金融機関のデフォルトリスク等を理由に、サーティフィケートへの規制強化を主張していた。

これに対し、サーティフィケートの発行金融機関は、業界としての政治的発言力を強める必要性から、2008 年 2 月にドイツ・デリバティブ連盟（Deutsche Derivate Verband、以下 DDV）を設立した¹⁵。DDV には 2008 年 7 月時点で、国内の主要発行体のほかに、ABN アムロ、BNP パリバ、シティバンク、ゴールドマン・サックス、ソシエテ・ジェネラル等、外資系大手を含む 18 社が加盟している。DDV は政府による規制強化を嫌い、発行体の格付け、参照資産の明示、合理的な価格形成等を盛り込んだ自主規制ルール「デリバティブ・コード」の遵守を加盟金融機関に義務付けて、投資家にサーティフィケートへの

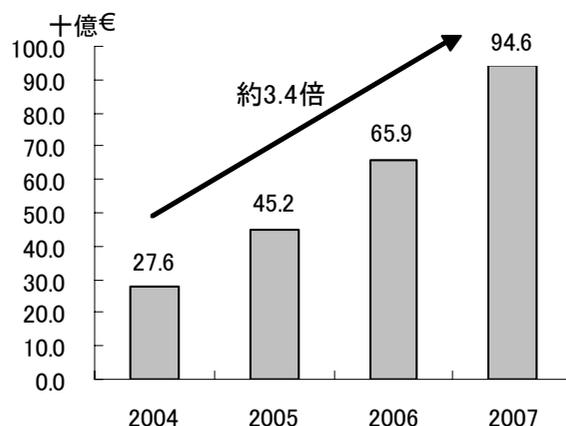
¹² シュトットガルト証券取引所規定 39、46 及び 47 条、並びに EUWAX 取引執行規定。なお、レバレッジド・プロダクトの場合、発行体は 3,000 ユーロの売買注文に応じる義務を負っている。

¹³ EUWAX は全取引の 90%程度が 30 秒以内、約 50%が 10 秒以内に執行されるとしている。

¹⁴ 但し、このデータには年間の新規発行本数が 16%程度のシェアを持つコメルツ銀行（Commerzbank AG）が含まれていない。コメルツ銀行を含めれば、ドイツ市場の発行残高は 1,000 億ユーロを超えると思われる。

¹⁵ DDV 発足前は、ドイツ銀行をはじめとするドイツ・デリバティブ・フォーラムとコメルツ銀行等が加盟するドイツ・デリバティブ協会の 2 団体が並存していた。

図表7 ドイツの個人投資家向けSP市場の発行残高の推移



(注) 各年末時点のオープン・インタレスト。インベストメント及びレバレッジド・プロダクトの合計

(出所) Derivate Forum: Der Deutsche Markt für Derivative Produkte, Monatsbericht Dezember (2004~07) より野村資本市場研究所作成

正しい理解を促すための独自の取組みを行っている。更に 2008 年 7 月 4 日には、個別商品の格付けシステムも導入した。これは個別商品に関する 5 つのリスク項目（発行体の信用リスク、参照資産の価格変動リスク及び潜在的ボラティリティーの変動リスク、為替リスク、金利変動リスク）をもとに、バリュー・アット・リスク (VaR) により、商品を投資家のリスク選好に応じ 5 段階に格付けするシステムである。この個別銘柄の格付けは既に発行残高の 3/4 に相当する約 10 万本のサーティフィケートで採用されている¹⁶。

ただ、これらはあくまでも業界団体レベルでの動きである。ドイツの金融グループにおいては、投資信託の運用機関はしばしばサーティフィケートの主要発行体と同じグループに属しており、金融機関の中で、市場の動きに柔軟に反応して発行形態を選択しているところもある。例えば、ドイツ銀行の場合、ストラクチャード・プロダクトを組成する X-market という部門はサーティフィケートだけでなく、db Platinum というブランドでデリバティブを組み込んだ投資信託、いわゆるストラクチャード・ファンドを提供するようになっている¹⁷。この他には、ヒポ・フェラインス銀行、メリル・リンチ、シティバンク等も、投資信託を発行形態としたストラクチャード・プロダクトを発行している。

2. 金融所得一体課税導入の影響

こうした動きの背景にあるとされるのが、2009 年 1 月に施行される金融所得に対する

¹⁶ Deutsche Derivate Verband, “Zertifikate-Rating – Meilenstein für mehr Produkttransparenz“, 07/04/2008。なお、この格付けは European Business School International University Schloss Reichartshausen (EBS) が開発したものである。EBS はドイツで初めて政府の認可を得た経営学系の私立大学であり、ドイツ連銀総裁を歴任したティートマイヤー氏が学長をつとめている。

¹⁷ またドイツ銀行の投資信託運用子会社 DWS も DWS GO という商品名でサーティフィケートを発行している。

一体課税である。現行法では株式等の金融資産は保有期間が 12 ヶ月未満の場合はキャピタル・ゲインの 50%が通常所得に算入されるが、保有期間 1 年以上は非課税である。また配当及び利子は年間総額の 50%が通常所得に算入される。2009 年以降は配当、利子及びキャピタル・ゲインに対して、一律 25%の税率が適用され、保有期間 1 年以上でのキャピタル・ゲインに対する非課税措置も撤廃される。

この一体課税導入までの経過措置が投資信託とサーティフィケートでは異なっている。2008 年末日までに取得した投資信託のキャピタル・ゲインについては現行法での非課税措置が適用される。他方、サーティフィケートには段階的な経過措置が設けられている。まず、2007 年 3 月 14 日までに取得したものについては引き続き現行法が適用される。すなわち、1 年以上保有した後に、償還もしくは売却した場合のキャピタル・ゲインは非課税となる。更に、2007 年 3 月 15 日から 2008 年 12 月 31 日の間に取得し、1 年以上保有したものについては 2009 年 6 月 30 日までならば償還もしくは売却に伴うキャピタル・ゲインは非課税となる。つまり 2009 年 6 月末時点での保有期間が 1 年未満となる、2008 年 7 月 1 日から投資信託の経過措置が終了する 2008 年 12 月 31 日までの期間は、相対的にはサーティフィケートの税制上の魅力が低下する。そのため個人投資家の資金がサーティフィケートから投資信託へとシフトするのではとの指摘もある。一部の発行体では、サーティフィケートの償還期日を経過期間終了と同時に設定し、損失が発生する場合には償還期間を延長するオプションを付加するなど、「一体課税対策商品」を組成する動きも見られる¹⁸。

しかし中長期的に見れば、いずれの商品についてもキャピタル・ゲインへの非課税措置は撤廃され、一律 25%の税率が適用されることから、税制上、サーティフィケートと株式及び投資信託の扱いは同等になる。

V 終わりに

一般的にドイツ国民は証券投資に消極的とされ、とりわけ IT バブル崩壊以降は株式への直接投資が敬遠される傾向にある。それゆえ、デリバティブを組み込んだ SP への需要が拡大している現状は一見矛盾しているようだが、金融市場の動向に応じて投資家のニーズを柔軟に取り込んだ商品が提供されていることが、急速な市場拡大をもたらしていると考えられる。

今後もドイツでは個人投資家向け SP は参照資産や発行形態の多様化など、イノベーションが繰り返されると予想される。市場の健全な成長に向けた業界団体の取組みも含め、引き続きドイツ市場の動向が注目される。

¹⁸ “Die letzte Chance nutzen”, *FTD.de*, 06/04/2008、但し、非課税を狙ったこれらの商品に対しては、財務省が「形態の濫用」と注意を促している。