

証 研

レポート

No.1625

2004年 8 月

国債の補完供給制度と新現先方式のレポオペ

中島 将隆（1）

証券仲介業を巡る新しい動きについて

二上季代司（17）

証券会社による再生ファンド関連業務とプリンシパル投資業務

松尾 順介（24）

S E Cのヘッジファンド規制案について

伊豆 久（41）

財団法人 **日本証券経済研究所**
大 阪 研 究 所

国債の補完供給制度と新現先方式のレポオペ

中島 将隆

1 新現先と日本銀行

日本銀行は四月九日の金融政策決定会合で「国債の補完供給制度」の導入を決定し、五月一〇日より実施した。「国債の補完供給制度」とは、日本銀行が保有する国債を市場に供給する制度、いわゆる「品貸し」である。債券ディーラーが取引相手方に国債を引き渡す場合、決済日に約定した銘柄の国債を調達することが困難な場合が生じる。債券ディーラーは決済に必要な国債を調達せねばならないので、特定銘柄の国債が市場に不足した場合、特定銘柄の国債品貸し料は高騰する。債券ディーラーの国債調達費用が高騰すれば国債市場価格は上昇して相場が不安定になる。「国債補完供給制度」とは、売り現先方式によって市場で不足する特定銘柄の国債を日銀が一時的に供給し、国債相場を安定させることを目的にしている。改めて述べるまでも無く、現先市場（レポ市場）は国債を担保とする資金取引と現金などを担保とする債券取引の二つの機能を持ち、資金市場と債券市場に流動性を供給している。国債補完供給制度は、レポ取引によって流通に必要な国債を市場に供給する取引であり、債券市場に流動性を供給する制度である。

資金取引の側面においても、日本銀行は新現先市場の整備と拡充に取り組んでいる。新現先市場は二〇〇一年四月に創設され、翌年の二〇〇二年四月に旧現先は新現先に強制的に移行した。新現先市場は旧現先市場を再編成した国際標準のレポ市場である。新現先市場の発足と共に、二〇〇二年一月、日本銀行は国債を用いた新現

先方式によるレポオペを導入した。国債のレポオペによる資金の供給と吸収である。国債を用いたオペレーションは長期国債買いオペ、短期国債売買いオペ、国債現先売買いオペがある。現先オペでは、国債の買い現先によって資金を供給し、国債の売り現先によって資金を吸収することになったのである。レポオペは国債を担保とする資金取引である。新現先方式によるレポオペによって、資金取引としての新現先市場は更なる拡大の基盤ができたといえよう。

新現先にかかわる情報公開についても日本銀行は積極的である。国債現先オペが開始された翌月の二〇〇二年一二月から、日本銀行は新現先レートを公表するようになった。これに先立ち、二〇〇〇年一二月からは日本版レポレートの公表を開始している。資金取引のレポレート（GCレート）、特定銘柄国債のレポレート（SCレート）GCレート―品賃料を毎日、公表することになった。二〇〇一年二月からはフェイルに関する情報、二〇〇一年六月から短期国債を除く日銀保有国債の銘柄を公表し、二〇〇三年六月からは短期国債の銘柄別買入額も公表することになった。

新現先市場は「国債補完供給制度」や国債現先オペ、新現先に係る情報公開によって一段と整備され、国際標準のレポ市場として市場基盤を拡大するものである。また、新現先市場の拡大は、日本の国債管理と金融政策にとっても重要な課題である。そこで、以下では、新現先オペや国債補完供給制度について、更に詳細に検討していきたい。

2 新現先方式によるレポオペ

(1) 国債レポオペの推移

図表1は、日本銀行の国債レポオペの推移を概観したものである。現先方式による資金の供給は、一九八六年、日本銀行が保有する政府短期証券を市中に売却する際、買い戻し条件付で売却した時から始まる。一九九九年には割引短期国債もその対象に加わり、政府短期証券と割引短期国債は売り現先方式で市中に売却された。日本銀行の買い現先は、一九九〇年からはじまり、まず、割引短期国債が、次いで一九九九年からは政府短期証券も対象に加えられた。日本銀行のレポオペが政府短期証券や割引短期国債に限定されていたのは、有価証券取引税によって課税債券の現先市場は消滅し、現先売買は有価証券取引税が課税されない政府短期証券や割引国債に限定されていたからである。⁽¹⁾

レポオペによる資金調節が本格的に始まるのは、一九九七年一月からである。一九九六年四月、現金担保付債券貸借市場が創設された。この市場は日本版レポ市場ともいわれている。国債のローリング決済方式を導入するにはレポ市場を創設する必要があったが、売買形式のレポには有価証券取引税が課税される。そこで、有価証券取引税を回避するため現金を担保とする貸借形式によるレポ市場が創設された。このため、現金担保付債券貸借市場は日本版レポ市場、債券レポ市場、或いは現担レポ市場ともいわれるのである。日本版レポ市場は、創設の当初は、特定銘柄の国債を調達する市場であったが、その後、マージン・コールなどの市場慣行が定着してリスクフリーの市場となり、ジェネラル取引（資金取引）が圧倒的比重を占めるようになった。日本版レポ市場がリスクフリーの市場となり、資金取引の市場に発展した時点で、日本銀行はこの市場でレポオペを開始した。一九九七年一月、日本銀行は金融機関から利付国債を借り入れ、借り入れた相手に担保金を差し入れることによ

図表 1 日銀の国債レポオペの推移

種 類	開始時期	レポオペの概要
短国売り現先オペ	1986	政府短期証券の売り現先オペとして導入 期間：6ヶ月以内
	1999	割引短期国債を対象に加える
	2002	短国売り現先オペは国債売り現先オペに移行（11月）
短国買い現先オペ	1990	割引短期国債の買い現先導入 期間：6ヶ月以内
	1999	政府短期証券の公募入札開始と共に政府短期証券も対象に加える
	2002	短国買い現先オペは国債買い現先オペに移行（11月）
国債借入オペ （レポオペ）	1997	・現金担保付債券貸借市場（日本版レポ市場）の成立（1996年）によって、日本銀行は金融機関から利付国債を借り入れ、借り入れ相手に担保金を差し入れることによって資金を供給するレポオペを開始（11月）。資金吸収手段としてのレポオペは今後の課題とされた。 ・期間：6ヶ月以内 ・対象銘柄：利付国債
	2002	国債借り入れオペは国債買い現先オペに移行（11月）
国債買い現先オペ	2002	・新現先市場の創設に伴い新現先方式によるレポオペ（資金供給）を開始（11月） ・国債借入オペ（レポオペ）及び短国買い現先オペは「国債買い現先オペ」に移行 ・対象銘柄：利付国債、割引短期国債、政府短期証券 ・期間：6ヶ月以内
	2003	・国債買い現先オペの最長期間を1年に延長（10月）
	2004	・国債現先オペのマージン・コール受け入れ担保は国債に限定されていたが、新たに「金銭」も受け入れ担保に追加（4月）
国債売り現先オペ	2002	・新現先方式によるレポオペ（資金吸収）の開始（11月） ・従来の短国売り現先オペは「国債売り現先オペ」に移行 ・対象銘柄：利付国債、割引短期国債、政府短期証券 ・期間：6ヶ月以内
国債補完供給制度 （国債売り現先）	2004	・売り現先方式による国債の品貸し開始（5月） ・対象銘柄：利付国債、割引短期国債、政府短期証券 ・期間：原則1日

って資金を供給するレポオペを開始したのである。日本銀行がレポオペを開始するや日本版レポ市場は飛躍的に拡大し、市場創設後の僅か数年間で最大の短期金融市場に急成長を遂げた。日本版レポ市場を経由した資金の供給は、当初、レポオペと言われていたが、その後、用語の混乱を避けるため国債借り入れオペといわれている。日本版レポ市場を利用したレポオペは利付国債が対象であり、レポオペは資金供給手段であって資金吸収手段としてのレポオペは今後の課題とされていた。

一九九九年三月三十一日、ついに有価証券取引税が廃止された。有価証券取引税が廃止されると、売買形式による国際標準のレポ市場創設が可能になる。二〇〇一年四月、旧現先が再編成されて新現先が創設され、二〇〇二年四月から旧現先は新現先に強制移行し、ここに国際標準のレポ市場が創設されたのである。そして、新現先方式によるレポオペが二〇〇二年一月から開始されたのである。

(2) 新現先方式によるレポオペと国債借り入れオペの相違

新現先方式のレポオペと国債借り入れオペは多くの点で異なっている。まず、ふたつのレポ取引の法的扱いは新現先が条件付売買だが日本版レポは消費貸借である。次に、対象債券は日本版レポが利付国債中心であったが、新現先レポでは利付国債に加えて政府短期証券や割引短期国債も対象になった。更に、マージン・コールについては日本版レポの場合、個別取引毎に債券の借り手が差し入れている現金担保を増減する方式で行われていたが、新現先では取引相手毎に個別取引を合計したネット・エクスポージャーに相当するマージンを受け渡す方式が採用されている。加えて、新現先レポではサブステイテューションが可能になった。サブステイテューションとは、担保として差し入れた国債の銘柄を差し替えることができる制度である。サブステイテューションが可能になる

と、担保に差し入れた国債を別の国債と入れ替えることができるから、ターム物取引の流動性も向上する。次節で検討するが、日本版レポオペ（国債借り入れオペ）は資金供給だけであったが、新現先オペでは資金供給と資金吸収もおこなわれる。

サブステイテューションについては、二〇〇三年一〇月から回数が増えて弾力化の措置がとられた。また、二〇〇四年四月から新現先方式オペのマージン・コール受け入れ担保に金銭も追加された。民間部門では金銭も受け入れ担保となっていたが、日本銀行が請求するマージン・コールの受け入れ担保は国債に限定されていたのである。レポレートについては日本版レポレートが二〇〇〇年一二月公表され、新現先のレポレートは二〇〇二年一二月から公表されている。

以上に見たように、新現先方式のレポオペは日本版レポオペよりも参加者にとってリスクが小さく利便性が高い。マージン・コールの担保受け入れやサブステイテューションの弾力化、更に、後述する新現先に係る透明性の向上によって、新現先方式のレポオペは金融調節手段として重要性が高まっていくと思われる。

（３）日本銀行の買い現先と売り現先

新現先方式によるレポオペは二〇〇二年一月から導入され、レポオペによる資金供給と資金吸収が行われるようになった。まず、資金供給手段である国債買い現先オペの特徴をみていこう。新現先方式のレポオペ導入によって従来の国債借り入れオペと短国買い現先オペは廃止され、「国債買い現先オペ」に移行した。これまで利付国債は「国債借り入れオペ」、割引短期国債と政府短期証券は「短期国債買い現先オペ」と別々の扱いであったが、新現先方式によるレポオペではこの区別が無くなり、国債買い現先オペに一本化されたのである。買い現

先オペの期間は六ヶ月であつたが、二〇〇三年一月から買い現先に限つて最長期間は一年に延長された（前掲図表1参照）。

資金吸収手段である「国債売り現先オペ」については、新現先方式の導入によつて従来の短期国債売り現先オペは廃止されて「国債売り現先オペ」に移行した。国債借り入れオペは資金供給のみで資金吸収のレポオペは今後の課題とされていた。新現先方式の国債売り現先ではこの問題が解決された。国債売り現先オペの対象債券に利付国債が追加され、レポオペによる資金吸収に長期国債が追加されたのである。

レポオペの資金吸収に長期国債が新たに追加された意義は極めて大きいと言わねばならない。日本銀行は二〇〇四年四月、日本銀行が保有する長期国債の評価方法を低価法から原価法に変更した。国債の評価方法を原価法に変更すると、日本銀行は資金吸収手段として長期国債の売りオペを行うことが非常に困難となる。量的金融緩和と政策から脱出して金融引き締め局面を迎えたとき、長期国債の売りオペによつて資金吸収を行えば、長期国債は原価法で評価されているので日本銀行は売却損を発生させることになる。巨額の売却損が発生すると自己資本が毀損する。従つて、長期国債の売りオペを資金吸収手段に利用することは困難である。現在でも長期国債のオペは買いオペに限定され、国債オペは資金供給手段であり資金吸収手段に使われていない。しかし、原価法を導入すると国債売りオペがそもそも困難となり、金融調節手段が制約されることは否めない。

国債売り現先オペに長期国債が追加されるとこの難点が克服される。現先オペによつて保有国債を市中に売却しても、日本銀行のバランスシートは縮小しない。二〇〇一年四月から現先取引は金融取引として会計処理がされることになり、日本銀行のバランスシートの負債サイドに「売り現先勘定」の科目が新設されたからである。これによつて国債の売り現先取引を行つてもバランスシートは縮小せず、実態は別として帳簿の上では、売却損

は回避することができるからである⁽³⁾。

新現先方式の導入によってレポオペは整備され、国債買い現先オペによって資金が供給され、国債売り現先によって資金が吸収されることになった。日本銀行が新現先方式のレポオペを導入することによって、国際標準のレポ市場が拡大する基盤が整備されたといえよう。レポオペは、レポ市場の資金取引機能を金融調節手段に導入するものである。レポ市場は資金市場に流動性を供給する機能、そして、国債流通に必要な国債を供給する機能をもっている。次に取り上げる国債の補完供給制度とは、日本銀行が国債流通に必要な特定銘柄の国債を市場に供給する制度のことである。

3 国債の補完供給制度

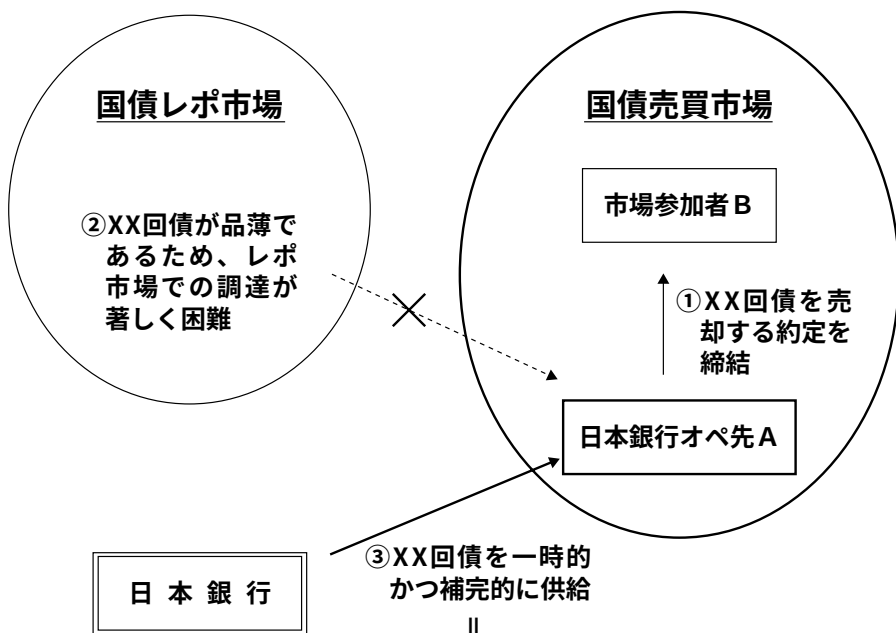
(1) 国債補完供給制度のスキームと概要

国債の補完供給制度は二〇〇四年四月九日の金融政策会合で導入が決定され、五月一〇日より実施されることになった。「国債の補完供給制度」とは日本銀行が保有する国債を市場に供給する制度、いわゆる「品貸し」である。制度の概要は図表2、図表3で示されている。

国債の補完供給制度の取引形態は国債の売り現先である。国債の売り現先は、前述したように、日本銀行の資金吸収手段である。だが、国債補完供給制度は売り現先の形式をとっているが、資金吸収が目的ではない。日本銀行の売り現先は資金吸収手段であるが、レポオペによる資金吸収が目的であれば、最長期間一年の国債売り現先が登場すればよい。国債補完供給制度の目的は図表2で見ると、特定銘柄の国債を日本銀行が品貸しすることにある。

図表2 「国債の補完供給制度」の概要

1. 概念図



国債の買戻条件付売却（売現先）

- ・品貸料は市場相場よりも割高。
- ・期間は原則として1日。

2. 効果

（1）国債市場の流動性向上と円滑な市場機能の維持

- 国債市場においては、時として、特定銘柄の調達困難化やその懸念によって市場流動性が低下し、円滑な市場価格の形成が損なわれることがある。
- 本制度の導入により、国債市場の流動性や市場機能が向上することが期待できる。この結果、金融調節の円滑な実施、金融調節の効果の浸透といった点でも好影響が期待できる。

（2）国債および資金決済の円滑化への寄与

- 本制度の導入は、災害やシステム障害等を背景として、国債市場において、所謂「フェイル」（国債の受渡不能）が多発・連鎖することに伴う混乱を回避することにも資する。

（出所）日本銀行「国債市場と日本銀行」金融市場局 2004年4月

図表 3 国債補完供給制度の骨子

(1) 取引形態	● 国債の買戻条件付売却（売現先）とする。
(2) 売却対象先	● 国債系オペ（国債売買、短国売買および国債現先オペ）の対象先のうち、予め希望する先とする。
(3) 売却対象国債	● 日本銀行が保有する利府国債、割引短期国債および政府短期証券のうち、日本銀行が適当と認める銘柄とする。
(4) 売却期間	● 原則として1日とする。 ――決済日は原則として約定当日。
(5) 発動条件	● 金融市場の情勢等を勘定して決定する。 ――具体的には、以下の2つの場合に実施する。 ① 原則として、1銘柄につき3先以上から売却依頼を受けた場合。 ② 災害や大規模なシステム障害の発生時等、金融市場の情勢等を踏まえ、日本銀行が必要と認める場合。
(6) 売却方式等	● 期間利回りを対象として競争入札を実施する。 ● 期間利回りには上限を設定する（品質料に下限を設定する）。 ――競争入札オファーは、市場取引がピークアウトする午後には実施する。 ――「上限期間利回り」は、無担コール翌日物金利と市場取引における品質料の推移等を勘案して、市場参加者が本制度に過度に依存することがないような水準に設定する。
(7) 売却金額等	● 一日の売却総額に上限を設定する。 ――当面は、1,000億円程度を上限とする。 ● 銘柄別および取引先別の売却額にも上限を設定する。 ――当面は、銘柄別の売却額は日本銀行が保有する残高（オペ等で売却が決定している金額を除く）の50%、取引先別の売却額は売却総額・銘柄別売却額の50%をそれぞれ上限とする。
(8) 再売却	● エンド決済が未了となった場合への対応として、一定限度で再売却（ロール・オーバー）を認める。 ――再売却可能回数は、市場におけるフェイル慣行に則り、最高21回とする。 ● 再売却時の期間利回りは、当初の期間利回りを上限とする。 ――当面は、当初の期間利回りと0%のいずれか低い方の利回りを適用する。
(9) リスク管理	● （マイナスの）ヘアカットを実施する。

(出所) 日本銀行「国債市場と日本銀行」金融市場局 2004年4月

債券ディーラーは取引相手先に受け渡す国債が特定されている場合、手元に特定銘柄の国債が無ければ、受け渡しに必要な特定銘柄の国債をレポ市場で調達しなければならない。国債レポ市場で特定銘柄の国債を調達することができれば問題は生じない。だが、特定銘柄の国債が品不足で調達が困難となれば、そして、この情報が市場に伝われば、特定銘柄の品貸し料は高騰する。いわゆる「スクイーズ」である。品貸し料が高騰すると国債相場が不安定になり、国債の流動性は低下する。国債の補完供給制度はこうした事態を回避するため、品不足となっている特定銘柄の国債を一時的かつ補完的に供給するものである。日本銀行の品貸しは一時的かつ補完的な供給であるから、図表3で見るように、期間は原則として一日である。また、民間部門の品貸し料よりも高く設定するなど補完的供給として位置づけられている。国債の補完供給制度によって特定銘柄国債の需給が緩和され、国債相場の安定と国債流動性の向上が期待されるのである。

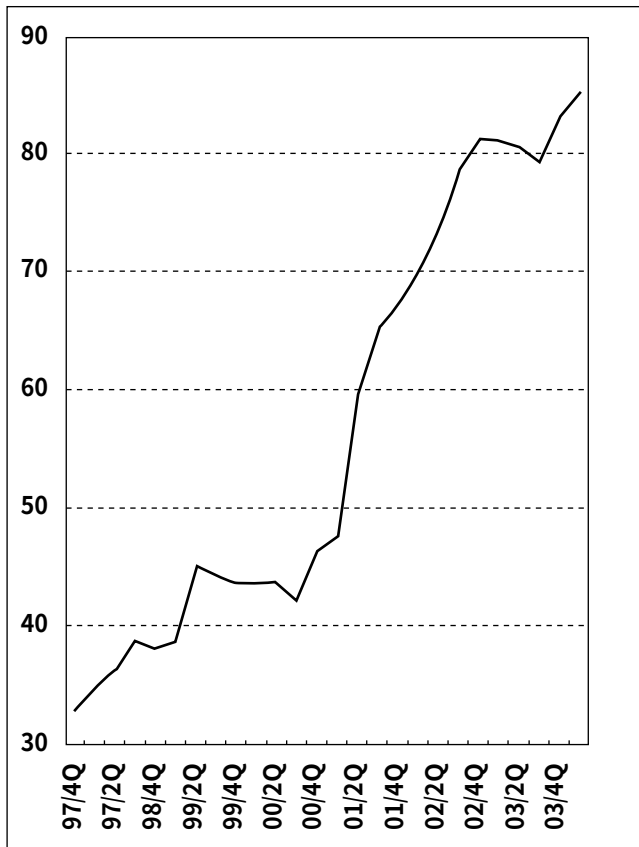
(2) 国債補完供給制度導入の背景

国債補完供給制度を日本銀行が導入した大きな理由は、日本銀行保有国債の残高がこの数年の間に急増したことである。二〇〇一年三月から量的金融緩和政策によって日本銀行は毎月の国債買入額を急増させた。その結果、図表4で見るように、この時点から日本銀行の国債保有額は急増した。日銀資金循環統計によると、二〇〇一年三月から直近の二〇〇四年三月までの間、日銀の国債保有額は四三兆円から八五兆円に急増し、この間の増加額は四二兆円と倍増している。そこで、日本銀行は国債の個別銘柄の市中流通量を推測しやすい状況を作り出すため、二〇〇一年六月から短期国債を除く国債保有残高を銘柄別に公表するようになった。更に二〇〇三年六月からは短期国債の銘柄別買入れ額も公表を開始した。日銀保有国債の銘柄別国債残高を公表することは、個別銘

柄別の市中流通量を推測することが可能になり、フェイルやスクイズの防止対策ともなる。

補完供給制度の導入は、単に個別銘柄の情報提供にとどまらず、不足する特定銘柄の国債を日本銀行が中に供給するものである。図表5は日本銀行「国債市場と日本銀行」(二〇〇四年四月)の紹介されている事例で、特定銘柄国債の需給がタイトになって品貸し料が高騰し、特定銘柄国債のレポレートがマインスになった事例を紹介している。二〇〇三年六月一日は一〇年物国債の利回りが〇・四三%と史上最低水準を記録したが、これは市場が超金融緩和政

図表4 増大する日本銀行保有国債残高(兆円)



(出所) 日銀資金循環統計より作成

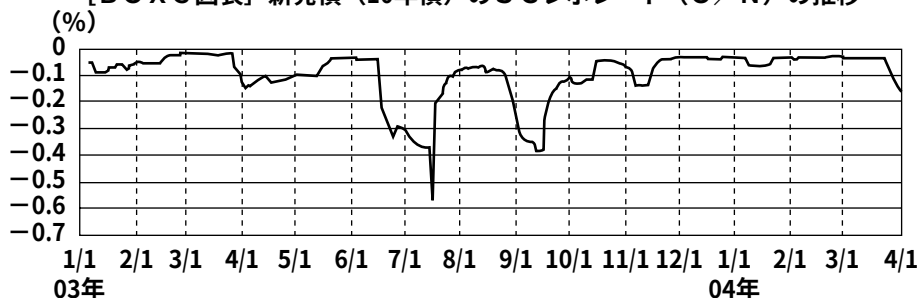
図表 5 最近の国債特定銘柄の需給タイト化事例

国債の特定銘柄の需給タイト化は、投資家の買い需要が集まりやすい新発債や、国債先物取引の決済に用いられる最割安銘柄、市中発行量の少ない銘柄等で観察されることが多い。このような需給タイト化は当該銘柄の品賃料の上昇につながるが、観察される現象としては、SCレポレート（＝GC：レポレート－品賃料）の低下として現れることとなる。最近の事例は、以下のとおり。

（１）新発債の事例

2003年6月中旬から7月中旬にかけて、および8月下旬から9月中旬にかけては、国債金利が上昇した中、先行きの金利低下を見越して、投資家が新発債に買い需要を集中させた。その結果、取引の相手方となる証券業者では、ショートポジションが造成されることとなった。新発債の需給タイト化は、当時のSCレポレートの低下にはっきりと現れている。

〔BOX 3 図表〕 新発債（10年債）のSCレポレート（O／N）の推移



（資料）日本銀行

（２）国債先物取引の決済に用いられる最割安銘柄（売り方の引渡し銘柄）の事例

イ．2003年6月限の最割安銘柄

同月限の最割安銘柄は、5月中旬以降、一部の市場参加者によるスクイズ（借り占め）の見方が広まる中、需給がタイト化し、SCレポレートが低下した。一部の市場参加者間では－2.0%程度での取引も散見された模様である。

ロ．2003年9月限の最割安銘柄

同月限の国債先物取引は、金利上昇に対する投資家のヘッジニーズの高まり等を受け未決済残高が積み上がった中、最割安銘柄に対する需要が高まり、その最終売買日から決済日にかけてSCレポレートが低下した。

（出所）日本銀行「国債市場と日本銀行」（2004年6月）BOX3

策が継続すると判断して新発債の需給がタイトになったからであった。その結果、新発債の需給がタイトとなり、品貸し料が高騰してSCレポレートのマイナス幅が拡大したのである。一九八九年に創設された無担保の債券貸借取引や一九九六年に創設された日本版レポ市場は、いずれも特定銘柄国債に対する需給を緩和するためであった。債券貸借市場が創設されても、公的機関や日本銀行に国債が集中すると市場には特定銘柄国債の品不足が発生する。国債補完供給制度はこの品不足を解消する一時的な補完供給制度であった。

4 むすび

レポ取引は資金取引と債券取引の二つの機能を持っている。債券ディーラーは国債流通に必要な資金をレポ市場で調達し、機関投資家はレポ市場で資金を運用する。また、債券ディーラーは空売り等で受け渡しに必要な国債をレポ市場で調達し、国債を保有する機関投資家は国債の条件付売却によって新たな収益を得ている。レポ市場は国債流通に必要な資金、国債流通に必要な債券、この資金と債券を調達し運用する市場である。この二つの機能によってレポ市場は国債市場の流動性を向上させているのである。

日本銀行の新現先によるレポオペと国債補完供給制度は、レポ市場の二つの機能を更に拡充するものである。レポオペは日本銀行の資金取引であり、新現先方式によるレポオペは新現先の資金取引機能を拡充するものである。国債補完供給制度は特定銘柄の国債取引であり、市場で不足する国債の流動性を高める機能を果たすことになる。また、新現先に係る情報公開はレポ市場の透明性を更に向上させている。レポオペや国債補完供給制度、レポ市場の情報公開は、国際標準のレポ市場となった新現先市場の整備と拡大に寄与しているのである。

新現先市場の整備と拡大は、日本の国債管理と金融政策にとっても重要な課題である。量的金融緩和と政策から

脱出した時点で、日本銀行による国債買入オペ額は減少するだろう。日銀保有国債を増加させない資金供給は国債現先買いオペでしかない。また、原価法の導入によって国債売りオペが困難な状況では、資金吸収手段として国債売り現先が注目されるようになるだろう。国債のレポオペは金融調節の重要な手段とならざるを得ない。ニューヨーク連銀やE U中央銀行においてもレポオペが重要な金融調節手段となっているのである。また、国債補完供給制度は国債管理政策にとっても重要である。国債の補完供給によって国債の乱高下が回避され国債相場の安定が期待されるからである。

今日までのところ、新現先方式によるレポオペや国債補完供給制度によって新現先市場が飛躍的に拡大しているわけではない。量的金融緩和政策によって無担保コールレートがゼロ%となり、オープンマーケットの金利水準もコールレートとほぼ同一の金利水準であるから、新現先方式に移行するシステムコストの負担が大きな障害になっている。また、債券貸借取引も広義のレポであり市場で定着しているから日本版レポを新現先に統一する必要も無い。債券貸借取引や新現先取引など、様々のレポ取引があつて相互代替的な機能を果たせばよい。だが、新現先市場は世界共通の用語で取引でき、誰にでも理解できる市場である。近い将来において、この市場の重要性は更に高まると思われる。

注

- (1) 政府短期証券や短期国債の売買方式が現先方式となっている理由について、詳しくは拙稿「債券税制は現先市場にいかなる影響をあたえているか」『証券経済研究』(第二七号 二〇〇〇年九月)を参照されたい。

- (2) この点については、二〇〇三年一月二五日の日本金融学会秋季大会における植田審議委員の講演「自己資本と中央

銀行」を参照されたい。

(3) 日本銀行企画室「日本銀行の政策・業務のバランスシート」二〇〇四年六月二八日 一三頁参照

参考資料

- ・ 日本銀行「日本銀行の政策・業務とバランスシート」二〇〇四年六月二八日
- ・ 日本銀行「国債市場と日本銀行」二〇〇四年六月
- ・ 日本銀行「二〇〇三年度の金融調節」二〇〇四年五月
- ・ 日本銀行「国債市場と日本銀行―金融調節に関する懇談会における白川理事のスピーチ」二〇〇四年一月三〇日
- ・ 日本銀行「自己資本と中央銀行―二〇〇三年度日本金融学会秋季大会における植田審議委員記念講演要旨」二〇〇三年一月二八日
- ・ 日本銀行「二〇〇二年度の金融調節」二〇〇三年八月
- ・ 中島将隆「債券税制は現先市場にいかなる影響を与えているか『証券経済研究』第二七号 二〇〇〇年九月
- ・ 宮野谷 篤「日本銀行の金融調節の枠組み」(金融市場局ワーキングシリーズ) 二〇〇〇年二月一四日
- ・ 日本銀行資金循環統計
- ・ 集計レポート

(なかじま まさたか・客員研究員)

証券仲介業を巡る新しい動きについて

二上季代司

個人・一般事業法人による証券仲介業が四月に解禁された。六月末時点で金融庁へ登録を完了させた証券仲介業者は三一業者（一八法人・一三個人）となっている。委託証券会社の顔触れを見ると、日興コーディアル証券（提携先は二五業者）、エル・ピー・エル日本証券（三業者）、いちよし証券、トヨタファイナンシャルサービス証券、山丸証券、日本アジア証券（各一業者）の六社となっている（複数提携先が一社ある）。これを見ると日興コーディアル証券が最も積極的であることがわかる。もっとも、金融庁の審査には二ヶ月ほどの期間が必要のようであり、ここでもた登録業者以外にも保険代理店、会計事務所、ＩＴ関連企業、コンビニエンスストアなどの他業界が仲介業参入を表明しているので、今後も登録業者は増えると思われる。

他方、今年の六月に改正証券取引法が成立し、一二月以降、証券仲介業が銀行にも解禁されることになった。証券法六五条は銀行の証券業務を原則禁止したうえでその第二項で例外的に営みうる証券業務を列挙しているが、そこに「証券仲介業務」を追加したのである。これによって銀行は、かなり自由度の高い形で証券業務を営みうる選択肢をもつことになった。

以下では、証券仲介制度に関する今回改正の内容を概観し、その後、銀行界を中心に証券仲介業を巡る新しい動きを整理して見よう。

1 銀行による「証券仲介業務」

これまで、銀行等の金融機関本体が例外的に行える証券業務とは、①公共債等、CP、資産流動化証券等にかかる売買、証券取引所における売買の委託（先物・オプションを含む）の媒介・取次ぎ、引受、売出、募集の取扱ならびに②投資信託の売買と委託の媒介・取次ぎ、募集の取扱（いわゆる銀行窓販）、③公共債等の店頭デリバティブ取引、となっていた。これらの業務は政府への登録によって行うことができる（登録制）が、①における元引受、③の店頭デリバティブ取引は認可を要する（認可制）こととなっていた。

今回、銀行が営みうる証券業務として、あらたに外国国債、民間社債、株式について「証券会社の委託を受けて行う売買の媒介、証券取引所における売買の委託の媒介、募集の取扱」（証券仲介業務）が加わったのである（六五条第二項三号、四号）。そして、これら外国国債、民間債、株式にかかる証券仲介業務は、当初、言われていたような認可制ではなく登録制でよいことになった。

すでに多くの銀行では公共債の窓販・ディーリング、投信窓販を登録証券業務として行っている中で、今回の法改正により、一二月一日付けで業務方法書の変更届出さえ行えば法的には証券仲介業務を行うことが可能になるとされており、手続き的にきわめて簡略化されることになる。一方、金融庁はこれに先立って、事務ガイドラインを改正しており、銀行と証券会社との共同店舗開設を解禁（二〇〇二年九月）、さらに市場誘導ビジネスおよび個人向け資産運用アドバイスは六五条に抵触するものではなく付随業務として銀行が行ってもよい業務であるとの解釈を打ち出している（二〇〇四年三月）。

以上の結果、銀行は証券リテール業務において①引き続き本体で投信を販売できるほか、②株式、民間社債および外国国債の販売についても（イ）証券会社との共同店舗もしくは（ロ）証券仲介業、あるいは勧誘行為を伴

わない（ハ）書面取次ぎ、（二）市場誘導ビジネス等の多面的な方法で取り扱うことができるようになった。いうまでもなく株式委託売買は証券業界のメインビジネスであり、外債販売は債券・為替ディーリング益も含めれば証券界にとって昨年度中間期の最大の稼ぎ頭であった。ちなみに、日銀の資金循環勘定（二〇〇四年三月末現在）によれば、家計の保有金融資産は一四二兆円（前年度末比プラス三％以下同じ）うちリスク性資産（株式、投資信託、外貨預金、対外証券投資の合計）は一二三・六兆円（プラス三三％）で四年ぶりの増加となっている。内訳は株式七兆円（プラス四八・七％）、投信三三・八兆円（プラス一九・三％）、外貨預金五・七兆円（プラス一九・二％）、対外証券投資六・八兆円（マイナス八・二％）となっている。このうち、銀行本体が扱えないのは株式と対外証券投資だけである。これが今回の法改正により委託先証券会社への取次ぎという形で可能になった——もっとも対外証券投資は外国国債だけであるが——ことは、今後の銀行経営にとって大きな意味を持つものといえよう。

2 大銀行グループの動き

では、こうした新たな変化をうけて銀行はどのような動きを見せているのだろうか。今春以降についてみると次のようである。

①りそなグループ四行（りそな、埼玉りそな、近畿大阪、奈良）は松井証券と提携し、りそな銀行等の窓口で証券口座開設の受付と松井証券への口座開設書類の送付業務を五月初旬から開始した。この口座開設受渡事務代行に對して、りそな四行は口座開設完了ごとに手数料として松井証券から一口座あたり三千円を受け取る、という（日本経済新聞三月一二日）。これは松井証券に対する顧客紹介であって、解禁された市場誘導ビジネスを適

用したものと考えられる。

②次に、一二月からの証券仲介業参入に備えて、東京三菱銀行は子会社の三菱証券に三〇〇人規模の、同様にUFJ銀行も兄弟子会社のUFJつばさ証券に約一〇〇人の人材派遣を要請したとされる（『日本経済新聞』五月二八日、三十一日）。すでにみたように、投信窓販を本で行っている銀行が改めて証券仲介業に乗り出す意義は、投信以外の外債や民間債さらには株式を銀行窓口で販売したいからであるが、こうした金融商品の販売は商品知識や販売スキルの面で特殊な技能が必要であり、また固有のコンプライアンス体制が整備されていなければならないので、そういった面でこれを担う人材を証券会社サイドに依存せざるをえないであろう。大銀行グループでは、三井住友銀行もSMBCFレンド証券を軸に他の証券会社とも証券仲介業をはじめとする業務提携に乗り出すとされる（『日本経済新聞』七月一三日）。

③他方、証券仲介業と銀行・証券共同店舗は銀行店舗内での株式、外債を含めた証券販売を可能にする代替的な方法であるが、収益的には手数料収入が見込める証券仲介業のほうがメリットは大きいと考えられる。しかし、傘下に証券子会社を持つ大銀行グループにとって、グループ全体の連結ベースで見れば同じことになる。そこで大銀行グループとしてはそれまでの経緯や状況を判断しながら、証券仲介業と共同店舗を使い分けていくだろう。共同店舗はすでに二年前に解禁され、それなりの実績が示されている。例えば、三菱東京ファイナンスグループが今年二月、所沢市に設けた融合型店舗「MTFGプラザ」（銀行、証券、信託共同）では、開店から四カ月強で三菱証券の新規口座七〇〇、預かり資産三〇数億円、この新規口座開設数および預かり資産の増加額は同規模の支店比較で二・五〜三倍のペースだとされる（『日経金融新聞』六月四日、『日本経済新聞』七月七日）。同支店では開設前から顧客の同意を得て銀行員と証券外務員との共同外交を行っており、七〇〇口座の内、銀行か

らの紹介三〇%、来店客三六%、自力開拓三四%とされる。また同支店での手数料収入上位三〇口座のうち四割は銀行紹介顧客であったという。

このようにみると、銀行・証券共同店舗は銀行顧客の預金を証券市場に振り向けるのにかんがりの効果があったということになる。東京三菱は、証券仲介業と共同店舗の両面作戦を取っているのであるが、みずほグループは証券仲介業よりも共同店舗に注力する戦略のようである。同グループはこの先、二年間で共同店舗を約百店、開設する計画とのことである（『日本経済新聞』六月一日）

3 地方銀行の動き

他方、地方銀行を見ると、傘下に証券子会社もしくは系列証券会社を抱え、共同店舗を開設しているのは一部に限られている（静岡銀行と静岡ティーエム証券、千葉銀行と中央証券など）。したがって、投信以外の証券販売を扱おうと思えば、証券子会社を持たない多くの地銀、第二地銀にとって、共同店舗より証券仲介業の方を志向することになるだろう。

日本経済新聞社が四月下旬から五月初旬にかけておこなったアンケート調査（地方銀行と第二地方銀行の計一三行うち一〇七行から回答）によると、仲介業への参入に前向きに検討中（二五行）、未定だが検討中（七五行）、現時点では関心がない（五行）となっている。また、仲介業に参入する場合に提携先証券会社は複数とするところが多く、その選択基準として、「行員教育など支援体制の充実」（複数回答で八六%）、「商品供給力」（五四%）の順で多く、「幹事関係」は三三%にとどまっている（『日経金融新聞』六月四日）。

地銀は、当該地域における稠密な店舗網をもっていることに加え、大銀行グループとは違って傘下に証券子会

社をもっているのは少ない。そこで、証券会社にとって地銀は証券仲介業の提携先として極めて魅力的であり、大手から地場中小にいたるまで多くの証券会社は地銀との証券仲介に関する提携にきわめて熱心である。例えば、野村證券は、証券仲介に関する地銀との提携交渉部隊（三〇人規模）の専門部署を立ち上げる予定との報道もある（『日本経済新聞』六月二一日）。

ところで、地銀との提携に関し、証券会社サイドとして考慮しておかなければならない固有の注意点がいくつかある。第一に、証券仲介業は勧誘行為のみを行い顧客の証券口座は提携先証券会社に開設されるので、地銀としては自らの顧客基盤を証券会社に奪われるのではないかという危惧をもつだろう。とりわけ、営業力の強い証券会社と提携する場合にはその危惧が強くなる。第二に、証券仲介業（および共同店舗）によってしか取り扱えない株式や外債はその価格変動要因・リスク要因の複雑さのため固有の商品知識、説明能力をもつ人員ならびに固有の法令順守体制が必要であり、そうした人材研修プログラムならびにコンプライアンス体制を提供できる証券会社との提携を望むであろう。第三に、決済期間の短縮（T+1への移行）や株券不発行制度への移行により証券決済システムの更新投資が日程に上っているが、地銀と証券仲介業務の提携を行う場合には、こうしたシステム更新およびシステム接続のコストは証券サイドが相当程度、負担せざるを得ないだろう。

4 おわりに

すでに投信窓販を行っている銀行としては、証券仲介業制度は銀行証券共同店舗と並んで投信以外の株式、民間債、外債を銀行店舗内で扱うためにこそ利用する方法であるが、株式の販売を担う人材、体制には時間がかかるため、当初は民間債や外債からはじめるものと考えられる。また大銀行グループと違って傘下に証券子会社を

持たない多くの地方銀行にとって共同店舗は意義が劣るため証券仲介業は相対的に積極的な位置づけになるだろう。その場合、①ある程度のブランドイメージがありながら、②地銀がもつであろう営業面での競合への危惧を除去してやることができ、③人材研修プログラム・コンプライアンス体制整備がしっかりしていて、④多様な商品の品揃えが提供でき、⑤ITサポートを含めシステム面での安定性が高い証券会社、が有利となろう。もつとも、これがなかなか両立しがたいのであるが。

注

(1) 全国銀行協会『金融』二〇〇四年七月。

(2) 手数料を取って株式公開を望む企業にアドバイスをしたり、証券会社に紹介したりする業務を指すといわれる(大森康人「ビッグバン・ムーブメントから改革促進プログラムまで」『金融財政事情』二〇〇三年十二月一日)。ちなみに、こうした一種のビジネス斡旋業務はすでに一般事業法人向けで始まっていた。すなわち、これに先立つ昨年六月、金融庁は銀行の「ビジネスマッチング」を業務として認めるガイドライン改正を行っている。一般事業会社へ得意先紹介などビジネスの斡旋をするに対して紹介手数料をとつてもよい、というもので、この間一年弱の実績をみると紹介手数料水準は受注額の三―五%の成功報酬で平均百万円程度、みずほ銀行では百数十件の成約で約一億円の手数料収入と伝えられている(『日本経済新聞』五月二一日)。今年三月の市場誘導ビジネス解禁はこれを証券会社向けにも適用したもの、と考えられる。

(にかみ きよし・客員研究員)

証券会社による再生ファンド関連業務とプリンシパル投資業務

松尾 順介

はじめに

本稿では、証券会社による企業再生型投資ファンド関連業務とプリンシパル投資業務を取り上げる。まず企業再生型投資ファンドは、投資対象企業に経営者を派遣することも多いだけでなく、倒産法制に関する知識が要求されるなど、通常の投資ファンドとは異なるエキスパティーズが必要とされている。ここでは、大手証券会社による投資ファンド関連業務を具体的に紹介し、検討する。他方、プリンシパル投資とは、投資ファンドによって集めた資金による投資ではなく、証券会社の自己資金による投資であり、最近大手証券会社が倒産企業に対して積極的にこの種の投資を行っている。ファンド組成業務と自己資金による投資業務は、それぞれ異なる業務ではあるものの、組成したファンドに自己資金も入れる場合があり、また同じ部門が業務を担当している場合もあるので、ここでは一括して紹介し、検討を加える。

1 野村證券による取り組み

(1) 企業再生型投資ファンド関連業務

まず、野村證券による企業再生型投資ファンド関連業務としては、二〇〇三年一二月、りそな銀行との連携での設立が合意された「中小企業等再生ファンド」（名称・ジャパン・ライジング・ファンド）の組成が挙げられ

る。同ファンドの組成に関する両者間の基本合意の内容は、①中小企業等を対象に再生支援に必要となる広範なサービス、アドバイスを提供し、事業再生を支援していくことを目的とするファンドの組成に向けて連携していく、②両社および事業協力パートナー等の持つリソース、ノウハウを結集して、実効性のある再生支援業務を展開していく、というものである。

具体的なファンドの概要は、設立時期…二〇〇三年一二月、ファンド規模…当初三〇〇億円（予定）、ファンド形態…匿名組合方式、投資家…野村証券グループ、りそな銀行、その他国内機関投資家等となっている。また、ファンドの運営会社は、商号…ジャパン・タインアラウンド・マネジメント株式会社、資本金…一〇〇〇万円（予定）、主要株主…野村証券グループ、その他機関投資家等である。

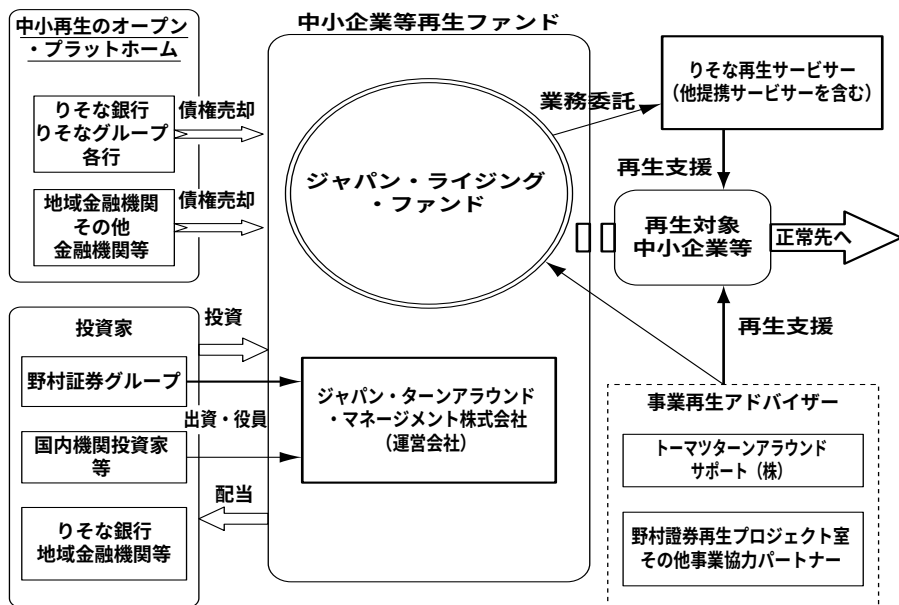
同ファンドのスキームは、図1に示されているように、りそな銀行および同グループ各行、さらに地域金融機関などの金融機関が同ファンドに対して債権を売却し、野村証券グループ、国内機関投資家、りそな銀行および地域金融機関等が同ファンドに投資するというものである。同ファンドは、再生対象企業に投資し再建を目指す。ここでトーマツ・タインアラウンド・サポート株式会社、野村證券再生プロジェクト室およびその他事業協力パートナーが事業再生アドバイザーとして再生支援に当たることになる。なお、このトーマツ・タインアラウンド・サポート株式会社は、監査法人トーマツの関係会社であり、会計士、税理士、M&Aアドバイザー、戦略コンサルタント、不動産、環境、IT、年金等の専門家を有し、再建計画の策定から実行までの支援業務を行っており、同ファンドにおいては、野村證券再生プロジェクト室と共同で支援を行うことになる。また、同ファンドから業務委託を受けた、りそな再生サービサーも再生支援を行うこととなる。りそな再生サービサーは、整理回収業務を主たる業務としていたが、業務範囲を再生支援業務に拡大し、同ファンドでも再生支援を行うことと

なる。

なお、同ファンドの特徴として、①中小企業を対象とし、債権規模で一〇〇億円以上の案件は対象としない、②りそな銀行の事業運営の透明性を重視し、トーマツ・ターンアラウンド・サポート株式会社にコンサルティング等のアドバイスを委託する、③オープン・プラットフォームとし、他の金融機関も利用可能なものとする、④りそな再生サービサーとの連携を中心にトータルでの企業再生に注力する、⑤最大出資の野村證券の出資をファンドの三〇％とし、特定の出資者に偏らせない、といった点が挙げられる。ここで、②の透明性の重視とは、債権者である銀行が企業再生アドバイザーとなることによって利益相反の生じる恐れがあるが、第三者のターンアラウンド支援会社を入れることで、それを回避することを意味するものと考えられる。

次に、野村プリンスパル・ファイナンス（野村ホールディングスの一〇〇％子会社）による企業再生

図1 中小企業等再生ファンドのスキーム図



（資料）野村証券の資料による。

型ファンド関連業務として、二〇〇二年一月、ミサワリゾートおよびUFJ銀行と共同で設立合意された、ゴルフ場再生ファンド「ゴルフ・ジャパン」の組成が挙げられる。

同ファンドは、企業再生全般を目指すものでなく、ゴルフ場の再生に特化したものであるが、その概要は、形態…投資事業有限責任組合、無限責任組合員…ミサワリゾートの一〇〇％子会社、有限責任組合員…UFJ銀行、野村プリンスパル・ファイナンス、総投資額…五〇億円、期間…八年間（最長二年間の延長可能、投資対象…法的整理、私的整理などにより事業の再建を目指す国内のゴルフ場、ミサワリゾートの運営により収益改善が見込めるゴルフ場、主な投資制限…ファンド組合員およびそれらの関係会社との間に利益相反がないこと、である。具体的には、経営難にあるゴルフ場を同ファンドが取得し、ミサワリゾートがそのゴルフ場の運営を受託する。その上で、同社がマーケット分析と再建ノウハウを駆使し、集客数の増加と経営構造の見直しを通じて、ゴルフ場の収益力を大幅に改善することを目指すというものである。なお、二〇〇二年十二月、野村プリンスパル・ファイナンスは、ミサワリゾートの普通株式一八九〇万株（三二億一八五〇万円）を引受け、同社発行株数の三三・三七％を保有する大株主となっている。

これらのファンド組成における特徴としては、次の点が挙げられる。まず、銀行と共同でファンド組成を行っている点である。これについては、債権者である銀行と提携することで、案件の発掘が容易になるものと推測できる。次に、単なるファンド組成ではなく、自ら出資を行っている点である。この点では、プリンスパル投資の性格が強いといえるが、これについては、ファンド組成等による手数料収入よりも、自ら投資を行うことで得られる投資収益のほうが大きいことが期待されるためであろうと思われる。

(2) 野村プリンスパル・ファイナンスによる投資業務

野村証券グループによる企業再生型のプリンスパル投資の取り組みとして、野村プリンスパル・ファイナンス株式会社（野村ホールディングスの一〇〇％子会社）による再生投資が挙げられる。野村プリンスパル・ファイナンスは、二〇〇〇年七月、野村証券グループの自己資金投資を展開するために設立され、その投資対象企業規模は、国内の中堅企業から大企業までを含み、また業種も製造業からサービス業まで広範囲の業種を対象としている。さらに、投資案件もキャッシュフローの安定的な企業・事業だけでなく、再生案件を含むものとなっている。具体的には、MBOなどのバイアウト案件への投資、M&A案件への共同投資、成熟企業の増資引受、さらに法的整理または私的整理案件への投資などである。したがって、同社は必ずしも企業再生型投資に特化したものではないが、富士車輜、長崎ハウステンボス、ミレニアムリテイリングなどの再生案件を手がけており、これらはマスコミ等でも広く報じられている。

野村プリンスパル・ファイナンスによる主な企業再生型投資としては、まず二〇〇二年一月に基本合意した、富士車輜への投資が挙げられる。同社は、特殊車両（塵芥収集車等）、環境機器（大型破碎機等）、橋梁、立体駐車場事業を主な業務とする東証一部上場企業であったが、競争激化や公共工事の減少などにより業績が低迷し、二〇〇一年二月に民事再生法を申請した。負債額は二一〇億円であった。野村プリンスパル・ファイナンスは、同社の再生計画の妥当性を検証し、不採算部門（立体駐車場事業）から撤退している点、コスト削減を行っている点、さらに継続事業に一定の収益性が認められる点などを評価し、同社役職員との協議を重ねた上で、同社とスポンサー契約を締結するに至った。その後、野村プリンスパル・ファイナンスは、同社の株式一〇〇万株（五億円）の第三者割当増資を引受け、六九・六％の大株主となっている。ただし、旧経営陣は留任し、役職員の一

部も同社に資本参加している。また、野村プリンスパル・ファイナンスからも役員派遣が行われている。

次に、二〇〇三年二月に会社更生法を申請した、ハウステンボスへの投資であり、巨額投資案件として注目された。ハウステンボスは、一九八八年に長崎県佐世保市に設立された、ホテル、テーマパーク、マリナ、レストラン等を備える国内有数の大型リゾート施設の運営会社であるが、長引く不況と消費低迷の中で、業績が低迷し、二二九三億円の負債を抱えて倒産した。新聞等の報道によると、その後、東京ディズニーランドを運営するオリエンタルランドが支援を検討したが、巨額の再投資が必要との判断から断念し、最終段階には、宮崎シーガイアを運営するフェニックス・リゾートの再建を手がける米系投資会社のリップルウッド・ホールディングスと、野村プリンスパル・ファイナンスとが残ったが、買収金額でリップルウッドを上回る金額を提示した野村プリンスパル・ファイナンスが同年九月優先交渉権を獲得し、同年一二月支援企業として正式決定した。二〇〇四年三月に更生計画案が提出されたが、その支援内容は、①現在の資本金は、一〇〇%減資した上で更生計画認可時に八〇億円を出資し、その後二〇〇七年春までに二度に分けて一五億円ずつ増資する、②更生債権者への弁済資金は、事業収益および継続使用しない資産売却によって充当し、二〇一五年三月末までに弁済する、なお、弁済総額は二〇〇億円、平均弁済率八・八%となる、③今後の事業収益から百数十億円の設備投資を想定する、なお、今後は滞在型リゾートを目指して事業再生を行い、二〇〇六年度には営業黒字二〇億円を確保する、④旧経営陣は全員退任し、新しく最高経営責任者を野村側から派遣し、財務、経営管理、業務運営についても有能な人材を外部から導入する、などである。

第三に、西武百貨店とそごうの持ち株会社であるミレニアムリテイリングへの出資が挙げられる。そごうは、民事再生手続を終結したが、西武百貨店は私的整理によって経営再建中であり、二社で四五〇〇億円の有利子負

債を抱えているといわれている。二〇〇四年四月一六日、野村プリンスパル・ファイナンスは、ミレニアムリテイリングおよびみずほコーポレート銀行と、ミレニアムリテイリングの資本政策の実施について基本合意書を締結した。それによると、二〇〇五年二学期中に、①野村プリンスパル・ファイナンスは、ミレニアムリテイリングが実施する第三者割当増資五〇〇億円を二回に分けて引き受け、ミレニアムリテイリングの総議決権の過半数を取得する、②主取引銀行のみずほコーポレート銀行も、ミレニアムリテイリング向け債権四〇〇億円を優先株と債務株式交換する、③ミレニアムリテイリングは西武百貨店の第三者割当増資一五〇億円を引き受ける、④ミレニアムリテイリングを完全親会社として、西武百貨店を完全子会社とする株式交換を行う、などである。これらの資金支援によって、ミレニアムリテイリングは、店舗を強化し、競争力を高め、新たな成長ステージに進むという方針が示されている。^①

以上のように、野村プリンスパル・ファイナンスによる企業再生型投資は、当初小型案件であったが、最近は大規模案件に着手し、さらにメーカーからリゾート・レジャー産業へと拡大している。また、このような企業再生型投資では、外資系ファンドの投資が注目されてきたが、野村プリンスパル・ファイナンスの投資は、国内大手による取り組みとしても注目されている。

2 大和証券による取り組み

(1) 大和証券SMB Cプリンスパル・インベストメントによる企業再生型投資ファンド関連業務

大和証券SMB C（二〇〇一年四月までの旧名称は、大和証券SBキャピタル・マーケット）では、一九九八年三月からバルクセールの不良債権に対する投資業務を開始していたが、早い時期から企業再生型投資ファンド

組成業務にも取り組んでおり、二〇〇〇年二月に同社が設立した「ジャパン・キャピタル・パートナーズ・リミテッド・パートナーシップ (Japan Recovery Capital Partners Limited Partnership 以下JRCP)」は、国内系金融機関が組成した同種のファンドとしては、最も早く設立されたもののひとつである。

JRCPの概要は、ファンド形態…ケイマン諸島に登記された免除リミテッド・パートナーシップ(ケイマン免除リミテッド・パートナーシップ法に基づくものであり、免除リミテッド・パートナーシップ登記所への簡単な登記で設立でき、投資家の名前や出資額の開示義務等が免除される)、業務執行者(GP)…大和証券SMB、運用期間…七年間(満期後最長二年間延長が可能)、投資対象…日本国内の経営再建中の会社株式など、主な資金掘出者…国内大手金融機関など、となっている。

JRCPは、米国のWL Ross & Co. (WLS) が設立した、「アジア・リカバリー・ファンド・パートナーシップ (Asia Recovery Fund L.P. 以下ARF)」と提携し、日本で共同投資することとなっている。したがって、WLRの投資チームと大和SBC投資チームが共同してワーキングチームを結成し、投資判断を行っている。これらのファンドの運営方針として、①経営再建が見込める将来性のある企業への支援、②日米のノウハウを駆使し、企業価値向上の促進、③友好的な支援、などが掲げられ、具体的には、大和証券グループのネットワークを駆使した案件の発掘から始まり、大和およびロスチャイルドのリサーチ能力に基づく事業性、収益性、将来性の解析と投資判断、そしてファンドによる支援実行、両者の共同支援体制による再建計画の推進および出口戦略の実行という手順で業務遂行されることが図られている。なお、両ファンドは、敵対的な買収を回避し、経営陣、従業員、取引先との良好な関係を維持しながら支援体制を構築することを特色としている。

なお、このファンドによる投資としては、会社更生法案件である日興電機工業の事例がある。この案件では、

一九九九年四月に従業員が会社更生法を申請し、同年七月に開始決定が下されたが、スポンサー探しが難航し、結果的に同年一〇月にファンドによる支援が決定した。出資額は六・七億円であり、旧株式を二〇〇％減資した後、新株の引き受けによって出資された。これによって、ファンド側の持分は七三％となり、経営陣の派遣も行われた。その後、本来業務に回帰し、経営資源を集中する一方、不動産やリゾートなどのノンコア業務から撤退するなどの経営再建が進められている。

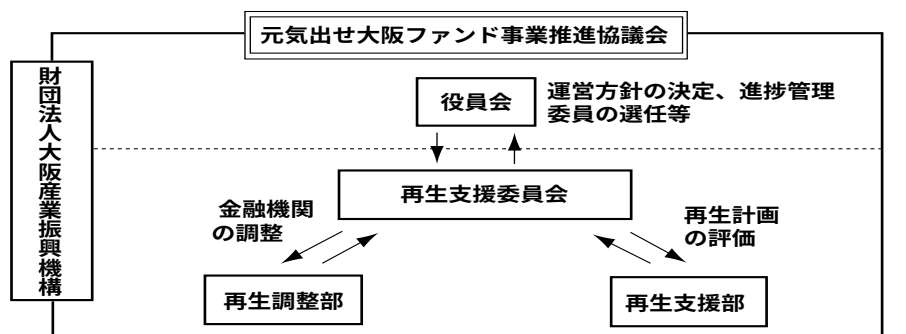
さらに、二〇〇一年一〇月、大和証券S M B Cは、大和証券S M B Cプリンシパル・インベストメンツを一〇〇％子会社として設立した。同社は、再生を目指す企業等へのプライベート・エクイティ投資、不良債権を含む金銭債権・不動産などへの投資、企業再生型ファンド等の組成・運用などを目的として設立されている。プライベート・エクイティへのプリンシパル投資は後述するとして、同社が設立した主な企業再生ファンドとしては、以下が挙げられる。

まず、三井住友海上火災、三井住友銀行と共同して設立した「デイスター・ファンド」（二〇〇三年九月設立）が挙げられる。これは、借入金過多のために財務リストラを必要としている企業の再生を支援するために、金融機関から債権を買い取るファンドである。投資額は、当初一〇〇億円を予定しており、上記三社のほか地域金融機関やその他投資家が投資家となっている。また、投資家代表や公認会計士等で構成される投資委員会がファンドの意思決定を行い、大和証券S M B Cプリンシパル・インベストメンツがファンドの運営業務を委託されている。

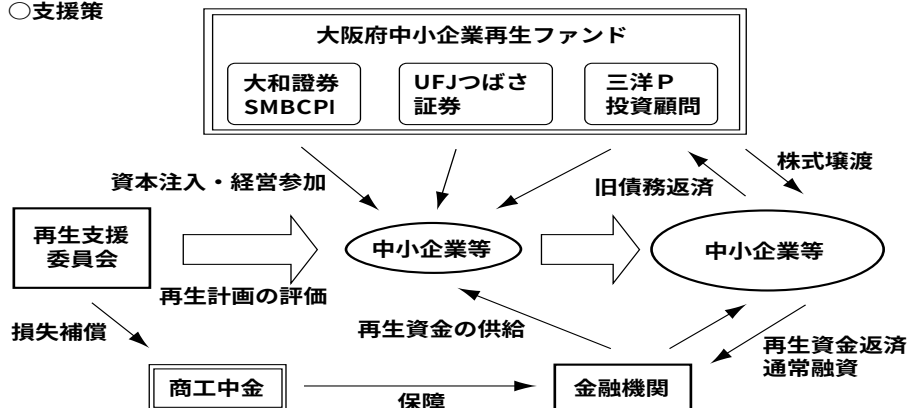
次に、日本初の本格的な地域企業再生ファンドとされる「北海道企業再生ファンド」（二〇〇三年九月に活動開始）が挙げられる（図2参照）。同ファンドの運営会社は、「北海道マザーランド・キャピタル株式会社」であ

り、その五六・二五％は大和証券S
MBCプリンシパル・インベストメ
ンツが出資し、残りは道内の民間企
業五社が出資している。したがって、
上記運営会社の役員は二名（取締役
が大和からの派遣であるが、残りの
役員はすべて地元企業の関係者であ
り、地元の公認会計士が代表取締役
と監査役に就任し、地元金融機関出
身者二名が取締役になっている。ま
た、スタッフも地元金融機関等から
エキスパートが派遣されている。さ
らに、ファンド運営の公正さを保つ
上で重要な役割を果たすアドバイザ
リーボードのメンバーには、札幌の
弁護士等が就任している。他方、同
ファンドの第一次設定の投資家は、
大和のほか北海道の金融機関、事業

図2 元気出せ大阪ファンド事業のスキーム図



○支援策

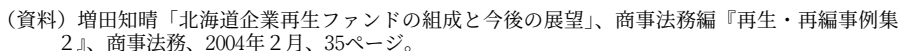


（資料）元気出せ大阪ファンド事業推進協議会の資料による。

法人、行政機関である。また、北海道中小企業再生支援協議会とも協力関係を締結し、協議会に相談のあった事をファンドで具体的に検討することになっている。なお、同ファンドの特徴は、「デット型」^③といわれている。つまり、ファンドは金融機関から再生対象企業の貸付債権をディスカウントで購入し、さまざまな再建策を実施することによって再生対象企業の財務体質を改善させる。その後、改善したキャッシュフローやリファイナンス等によって貸付債権を返済させ、投資資金を回収するものである。ファンドとしては、購入時の債権価格を上回る返済額が得られると、その分がファンドの利益になる。このようなデット型となった理由としては、まず中小企業が対象となるためIPOやM&Aによる出口戦略は構築しにくいことから、エクイティ投資は困難であること、次に、債権売却側の金融機関は当該企業が再生して債務者区分が上昇すれば、そのリファイナンスに応じる意向があること、などが挙げられている。ここで、大和証券S M B Cプリンシパル・インベストメンツは、ファンド組成のコーディネーターとしての役割と、ファンド運営の責任を果たしたとされる。とくに、このファンドでは行政側の資金を含むさまざまな投資からなっており、投資判断の合理性確保は重要な課題であったといわれている。

第三に、「元氣出せ大阪ファンド」は、大阪府下の中小企業の再生を支援する目的で設立されたものである(図3参照)。大阪府が提唱し、三つの民間の再生ファンドと商工中金等が協力体制を組み、二〇〇三年一月から事業を開始している。この三つの再生ファンドのうちのひとつを大和証券S M B Cプリンシパル・インベストメンツが組成・運営している(他は、三洋パシフィック投資顧問とU F J つばさ証券)。このスキームでは、経営再建を目指す中小企業が主力金融機関の合意を得て申請してきた案件(ただし、金融機関が申請することも可)を再生支援委員会が評価し、支援が決定されれば、再生ファンドによる資本注入や経営参加、あるいは金融機関

図3 北海道企業再生ファンドのスキーム図

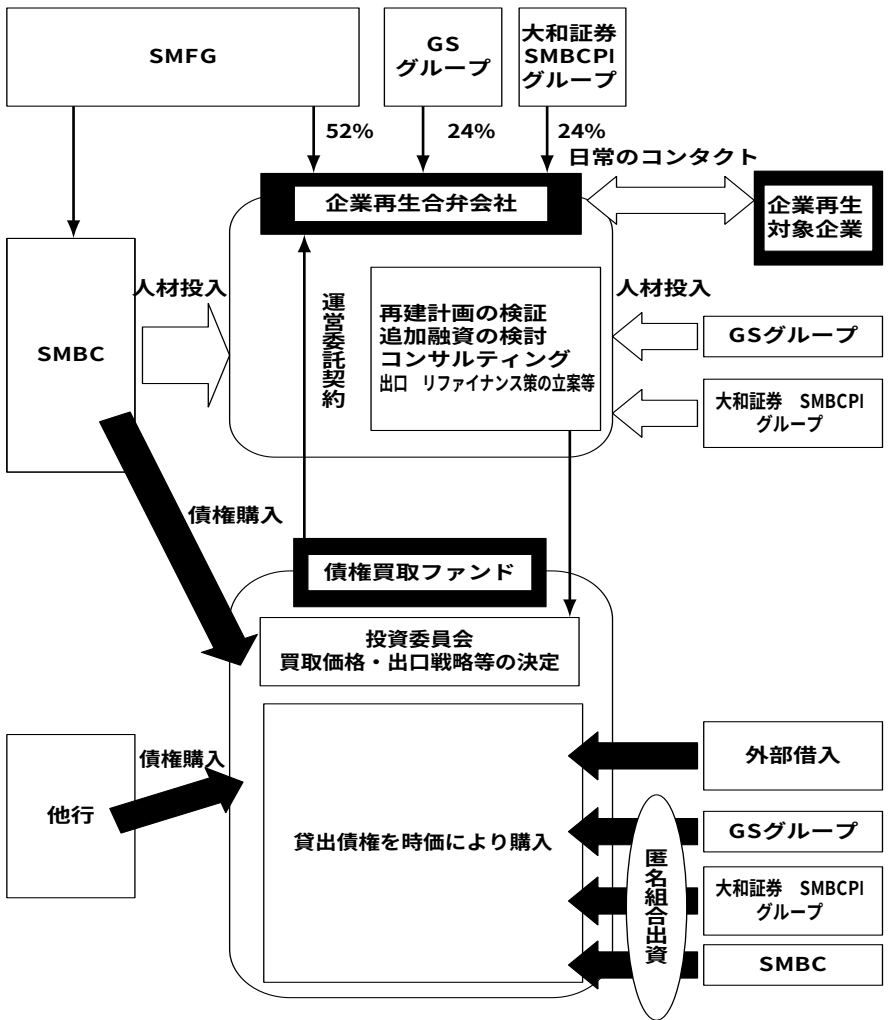


た中小企業等緊急再生資金保障制度による保証が適用される。当該企業が再生を達成した後、再生ファンドは、債権保有の場合、その返済によって、また株式保有の場合、他社や取引先等の第三者にそれを譲渡することによって投資を回収する。なお、このファンドでも、北海道企業再生ファンドと同様に、デット型が中心になることが想定されている。また、すべての案件がファンドの対象とはならず、金融機関による再生資金供給のみの場合も多いようである。

第四に、三井住友フィナンシャルグループ、ゴールドマン・サックス証券、日本政策投資銀行と共同で、二〇〇三年一月に企業再生のための合弁会社「SMFG企業再生債権回収株式会社」を設立し、同時に債権買取ファンドである「日本エンデバーファンド」を設立している（図4参照）。同ファンドは、債権購入資金をゴールドマン・サックス・グループ（五八％）、大和証券SMBCプリンスパル・インベストメンツ・グループ（二九％）、SMBC（二三％）からの匿名組合出資と外部からの借り入れによって調達することを見込んでおり、上記合弁会社に対して企業再生業務を委託することとしている。つまり、同ファンドはSMBCをはじめとする金融機関から貸出債権を時価で購入する一方、上記合弁会社は買った債権についての具体的な企業再生業務を同ファンドから受託し、企業再生対象企業と協同して、再建計画実現のために投資銀行的な手法を駆使して、原則三年以内の再生を目指すというスキームとなっている。

以上のように最近の大和証券SMBCプリンスパル・インベストメンツによる再生ファンド組成の取り組みは、金融機関、とくに三井住友銀行との提携によるものが多いことが特徴となっている。

図 4 SMFG企業再生債権回収株式会社および日本エンデバーファンドのスキーム図



(資料) 大和証券グループ本社の資料による。
<http://www.ir.daiwa.co.jp/japanese/pr031008.html>

(2) 大和証券S M B Cプリンシパル・インベストメンツによる投資業務

大和証券S M B Cによる企業再生型のプリンシパル投資の取り組みも、ファンド組成業務と同様に、大和証券S M B Cプリンシパル・インベストメンツ株式会社（大和証券S M B Cの一〇〇%子会社）によって行われている。前述のように、同社はファンド運営業務とともに自己資金での投資業務を行っている。主な投資先としては、総合環境観測システムメーカーの明星電気、プレス金型メーカーのオギハラなどがあり、前者は企業再生型投資案件である。

明星電気は、もともとN E Cを筆頭株主とする電話機メーカーであったが、電話事業の不振で業績が悪化したため、経営再建を迫られており、二〇〇二年十二月、大和証券S M B Cプリンシパル・インベストメンツと、同社への投資目的で設立されたS P C、有限会社ディー・エス・エム・インベストメンツラムダが、同社の第三者割当増資を引き受けるとともに、N E Cの保有株を買取ることが決定した。これによって、大和側の持分は七四・〇四%となり、経営陣を一新した上で、経営再建が開始された。主な経営再建策は、不採算の電話交換機事業から撤退するとともに、気象および宇宙観測機器事業への特化することであるが、さらに主要取引銀行の三井住友銀行も他の取引金融機関と銀行団を組み、融資枠設定や長期融資などの金融支援の調整にあたっている。

まとめ

以上、野村證券グループと大和証券グループによる企業再生型ファンド業務とプリンシパル・インベストメント業務を考察した。その結果、以下の点が注目される。

第一に、これらのファンド組成業務では、銀行を中心とする金融機関との提携関係を構築しつつ業務が行われ

ていることである。前述のように、ファンド組成の観点でいうと、金融機関と提携することで、金融機関の取引先の紹介が得られ、投資案件の発掘が容易になる。また、金融機関としては、債務者区分の低い債権をディスカウントでファンドに売却しても、将来ファンドが得るキャピタルゲインによってその損失を補填できるというメリットがあるために、ファンドへの案件紹介や売却にも前向きになりやすい。

第二に、中小企業再生ファンドの組成に注力していることがあげられる。しかし、企業再生型ファンドが中小企業再生を手がける上での課題としては、①規模が小さいために、出口戦略として、IPOやM&Aの可能性が低いこと、②投資案件が小さい割にはデュー・デリジエンス・コストや各種のアドバイザー・コストがかかりすぎることに、③個人事業主と企業が不可分に結びついており、経営者を交代するハンズオン型の投資になじみにくいこと、などである。ただし、前述のように、「デット型」（金融機関による肩代わり融資資金を弁済原資として投資資金を回収する方式）などの出口戦略を構築するといった工夫が試みられている。

第三に、上場企業を含む大型案件への取り組みを積極化していることが挙げられる。従来、大型案件では米系投資会社による投資が注目されることが多かったが、国内大手証券会社による取り組みが注目されるようになってきている。その際、ファンドによる投資だけでなく、自己資金による投資を積極化している。その意味では、手数料ビジネスからキャピタルゲインの獲得へと展開しているといえよう。

最後に、この『証研レポート』では、本年四月号、六月号および本号と三回にわたって、大手証券会社の企業再生ビジネスを取り上げ、再生アドバイザー業務、再生ファンド関連業務およびプリンシパル投資業務の三つの側面から具体的に考察した。その結果、再生アドバイザー業務については、大手証券会社有するノウハウ等が強みとなっているため競争力を持っているが、競争も激化傾向にあるため、手数料は引き下げられる傾向にあ

り、必ずしも高い収益性が見込めるわけではなくってきている。したがって、大手証券会社は自己資金を投資し、キャピタルゲインを獲得することでより高い収益性を確保しようとする傾向が強まるものと考えられる。

注

(1) その後、野村プリンスパル・ファイナンスは、二〇〇四年七月一日付けで、ミレニアムリテイリングの第三者割当三〇〇億円（普通株式）を引き受けた。発行価額一株一〇〇〇円、発行株数二〇〇〇万株であった。また、同時にミレニアムリテイリングの新株予約権三〇〇〇万株相当分も取得した。発行価額は無償、行使価額は一株一〇〇〇円であった。

(2) 北海道企業再生ファンドについては、大和証券SMBCプリンスパル・インベストメンツの関係者による詳細な紹介がある。増田知晴「北海道企業再生ファンドの組成と今後の展望」、商事法務編『再生・再編事例集2』、商事法務、二〇〇四年二月、三三～四三ページ、参照。

(3) 企業再生型ファンドのデット型アプローチについては、大和証券SMBCプリンスパル・インベストメンツの関係者による詳細な紹介がある。川田隆行「再生ファンド会社支援型の事業再生の実務―中小企業を主な投資対象とするデット・アプローチ型の場合」、『事業再生と債権管理』、No. 一〇三、二〇〇四年一月五日、八六～九〇ページ、参照。

*本稿を作成するに際して、荒木英輝氏（大和証券SMBCプリンスパル・インベストメンツ株式会社）、庄司俊之氏（野村プリンスパル・ファイナンス株式会社）からご教示を賜りました。深く感謝申し上げます。

（まつお じゅんすけ・客員研究員）

SECのヘッジファンド規制案について

伊豆 久

はじめに

米国証券取引委員会（SEC）は、七月一四日、ヘッジファンドに対する規制案を発表した。内容はヘッジファンドの運用者（投資顧問）にSECへの登録を義務付けるというものであり、これによって、これまで事実上規制の対象外であったヘッジファンドもSECの厳しい監督下に置かれることになる。

ヘッジファンドは、九〇年代以降、急速に成長したが、その一方で、昨年発覚した投資信託をめぐる不正取引で、いくつかのヘッジファンドが主導的な役割を果たしていたことが明らかとなった。今回の規制案はそうした現状への対応策の一つだと言えるだろう。しかしその一方で、こうした規制は、通常の投資信託と異なり投資家を限定しているヘッジファンドに対しては不必要であるばかりか、流動性やリスクヘッジ機会の提供というヘッジファンドのプラスの機能を損ないかねない、との批判の声も強い。

以下、SECが新たなヘッジファンド規制に乗り出した背景、今回の規制案の具体的内容、そして規制案への反対意見を紹介することとしたい。

1 規制強化案の背景

ヘッジファンドは、不特定多数の投資家から資金を集める投資信託と異なり、富裕層および機関投資家のみを

顧客とする特殊な集合投資ファンドである。そのため、これまでは、詐欺的行為禁止等の緩やかな規制しか課されてこなかった。⁽¹⁾それを今回の提案は、すべてのヘッジファンドの運用者（投資顧問）に、投資顧問としてのSEC登録を義務付けるものとなっている。登録義務の具体的内容については後述するとして、まずは、こうした規制強化案が提案されるに至った背景を確認しておこう。⁽²⁾

(1) ヘッジファンドの成長

SECが、規制強化に乗り出した第一の理由は、ここ数年、ヘッジファンドに流入する資金が増大し、それにともない市場に与える影響も大きくなっている点である。ヘッジファンドに関する正確な統計は存在しないが、ある推計では、九三年一月の一〇〇本、運用資産五〇〇億ドルから、今年一月には七〇〇〇本、七九五〇億ドルになっているという。本数で七倍、運用資産で二〇倍であり、今年末には一兆ドルに達すると見られている。他の機関投資家の運用資産の増加率（九三年からの一〇年間）が、投資信託で二・五倍、保健会社と商業銀行が二倍にとどまっていることからすると、ヘッジファンドへの資金流入の勢いは際立っている。

しかも、ヘッジファンドは、レバレッジを効かせる上、売買頻度が高いため、市場へのインパクトはさらに大きくなる。その結果、例えば、あるヘッジファンド（S・A・コーエン氏の運用するSACキャピタル）の株式売買高は一日二千万株以上で、ニューヨーク証券取引所の出来高の三%、ナスダックの一%を占めるとい⁽³⁾う。また、転換社債市場では、全取引の約九五%はヘッジファンドによるものだとの指摘もある。⁽⁴⁾

すなわち、ヘッジファンドは、すでにマイナーで特殊な機関投資家ではなくなっているものであり、それに見合った規制が必要だと考えられているのである。

(2) 一般公衆による間接的なヘッジファンド投資の拡大

第二に、ヘッジファンドへの投資は、これまで一部の富裕層に限定されてきたが、最近、間接的な形とはいえ、一般公衆の資金が流れ込むようになったことである。

その一つのチャンネルは、ヘッジファンドに投資する投資信託の登場である。ヘッジファンドに直接投資することができる個人は、私募証券の条件を満たすため、純資産一〇〇万ドル以上などの「認定投資家 (Accredited Investor)」に限定されているが(注1参照)、〇二年一月からヘッジファンドに投資する投資信託が一般向けに販売され始めたのである。一つのヘッジファンドに投資するのではリスクが高いため、複数(通常一五本ないし二五本程度)のヘッジファンドに投資しようとする投資家は以前より存在した。そうした投資家のために開発されたのがヘッジファンドに投資するファンド(ファンド・オブ・ヘッジファンド、以下FOHF)であるが、このFOHF自身も、規制上はヘッジファンドであるため、購入者は「認定投資家」に限定されていた。しかしながら、〇一年一〇月、あるFOHF(オッペンハイマー・トレモント)が、投資信託(投資会社)および(公募)証券としての登録をSECに行い、それによって通常の投資信託として、不特定多数の一般投資家に販売することが可能なFOHF(登録FOHF)が誕生したのである。これまでヘッジファンド投資から排除されていた一般投資家が間接的な形ながらヘッジファンドに投資することが可能となったのであり、こうした登録FOHFは、その後増加し、今年七月時点で四〇本に達している。

一般公衆の間接的なヘッジファンド投資のもう一つのルートは、年金、財団、大学等の機関投資家によるヘッジファンド投資の増加である。こうした投資家は、伝統的な株式・債券投資を補完するオルターナティブ投資として、ヘッジファンドへの投資を拡大させてきた。例えば、企業・公務員年金のうち二〇%はヘッジファンド

にも投資しており（〇二年）、投資額も九七年の二三〇億ドルから〇四年には七二〇億ドルと六倍近くになっている。しかしながら、こうした機関投資家、とりわけ年金は直接的にはヘッジファンドへの投資が禁止されている一般公衆が受益者であり、その資金が間接的な形でヘッジファンドの高いリスクにさらされていることになる。

このように、これまで富裕層に限られていたヘッジファンドが、今では、間接的な形とはいえ一般投資家の資金も運用しているのであり、こうした現状のもとでは、従来とは異なるレベルの投資家保護規制が必要だとSECは主張しているのである。

（3） 投信不正取引とヘッジファンド

第三に、昨年九月に投資信託における不正取引が発覚したが、そこにおいてヘッジファンドが大きな役割を果たしていたことが明らかとなった。^⑤

明らかとなった不正取引は、「短期取引（market timing）」と「事後取引（late trading）」の二つである。「短期取引」とは、投資信託の基準価格をめぐる一種の裁定取引であり、^⑥これ自体は違法ではないが、短期取引に対応するために投信は現金比率を高めに維持せざるをえず、投資戦略を歪められてしまう。さらに短期取引による利益の分、他の投資家の利益が損なわれてしまうなどの問題があるため、通常、目論見書で短期取引を認めないことが明記されているのである。「事後取引」は、基準価格決定の午後四時以降の取引を、それ以前の取引として処理するもので、四時以降の決算発表などを利用すれば、これも簡単に利益を上げることができる。

つまり、二つの取引手法はともに「ゴールしたあとの馬に賭ける」と同じである。にもかかわらず少なくな

い投資信託が、不正取引をもちかけるヘッジファンドに対して、投信での運用額の引き上げ等を条件にこうした取引を認めていたのである。そして、この問題でSECが摘発したヘッジファンドは、カナリーインベストメントをはじめ四〇にのぼったのである。

また、今回の投信問題とは別に、SECは、過去五年間でヘッジファンドに関する四六件の不正（詐欺的行為）を摘発している。摘発されたのは、パフォーマンスの過大表示、開示されないままの不必要な手数料の支出、ファンド資産の不適正な評価などであり、これらによって詐取された投資家の資産は一〇億ドルに達するという。

しかしながら、ヘッジファンドに登録が義務付けられず、そのためSECの定期的な検査が実施されない現状では、こうした摘発は、顧客等からの訴えを待つほかなく、その時にはすでに巨額の資金が失われている。だからこそ、できる限り不正は未然に防止すること、そのためには登録、情報の開示、コンプライアンス体制の整備を義務づけることが必要だと、SECは主張するのである。

2 規制案の内容

（１）規則改正案

では、こうした現状に対応して、SECはどのような規制を導入しようとしているのか、今回の規則改正案を具体的に見てみよう。

まず、今回、「プライベートファンド（Private Fund）」という名称で、初めてヘッジファンド概念がSEC規則に導入された。その定義は、①投資家が一〇〇人以内で公募を実施せずその予定もない投資会社（投資会社法第三条（c）（1））、または、投資家がすべて「適格購入者（Qualified Purchaser）」⁷で公募を実施せずその予定

もない投資会社（同法第三条（c）（7）のいずれかであり、かつ、②顧客による二年以内の解約を禁じていないものである（投資顧問法規則第二〇三条（b）（3）―2（提案規則））。

①は、私募投信を意味する規定である。厳密に言えば、米国には私募投信という概念はなく、私募投信は投信の概念から除外され、投信しての登録を免除される（注1参照）。

②の規定の目的は、①の私募投信のうち、ベンチャーキャピタルやプライベートエクイティファンドなど長期の運用をおこなうファンドを、「プライベートファンド」概念から除くことである。ヘッジファンド以外のそうした私募ファンドは長期運用を原則とし、通常、中途解約を禁止している。一方、短期的なハイリターンを目指すヘッジファンドの場合、ごく短かい解約禁止期間の後は、比較的早くから解約を認めざるをえない（ただし通常三ヶ月毎にのみ可能である）。そこで、二年以内の解約も認めるファンドに限定することで、「プライベートファンド」をヘッジファンドに絞っているのである。

その上で、「プライベートファンド」の投資顧問に関しては顧客の数の計算方法の修整を提案している。すなわち、これまでは、投資顧問業をおこなっている、①直近一二ヶ月の顧客が一五人未満、②自らを投資顧問として広告・公示していない、③投資会社（投資信託）に対する投資顧問業務をおこなっていない、という三条件を満たす場合には、投資顧問としてSECに登録する義務は免除されてきた（投資顧問法第二〇三条（b）（3）、注1参照）。しかも①の顧客数の計算において、（ヘッジファンドの法人形態であるリミテッドパートナーシップを含む）法人顧客に関しては一つの法人を二人の顧客としてカウントしてきたため（同法規則第二〇三条（b）（3）―1）、例えばそれぞれ五〇人の個人投資家が投資しているヘッジファンドを一〇本運用していても、（実際の顧客は五〇〇人であるが）顧客数は一〇人とされ、投資顧問としての登録は免除されたのである。

それを今回の規則改正によって、「プライベートファンド」に限り、法人ではなく最終投資家を顧客の数としてカウントすることとし、その結果、①最終投資家が一人未満であるか、②運用資産が三千万ドル以下である（同法規則第二〇三A条―1）であるというごく小規模な例外を除く、事実上すべてのヘッジファンド運用者に投資顧問としてのSEC登録を義務付けようとしているのである。

（2）登録の効果

では、ヘッジファンド運用者が投資顧問として登録することによって、具体的にはどのような効果が発生するのだろうか。

まず登録の申請は、フォームADVという書式によっておこなわれるが、そこには、社名・住所から始まって、従業員数、顧客数、預かり資産、報酬形態から、処分歴等までが記され、SECのサイトで一般に公開される。登録内容は、毎営業年度終了後九〇日以内に更新される。これによって、これまでその市場規模さえ正確には把握できなかったヘッジファンドについて、確かな情報を収集することができるとともに、以前の犯罪によって証券界から追放されたような人間がヘッジファンドに関わっていないかなどをチェックすることも可能となる。投資家がヘッジファンドを選択する際の基礎的な情報提供となることは言うまでもない。

そして登録投資顧問となることによって、いくつかの規制に服することになる。主なものをあげると、まず、「コンプライアンス責任者」を任命するとともに、コンプライアンスの方針と手続きを策定し、年一回以上のレビューをおこなうことが義務づけられる（投資顧問法規則第二〇六条（4）―7）。また、規則によって定められた帳簿を作成・保管した上、定期的にSECの検査を受けることになる（投資顧問法第二〇四条）。

さらに、ファンドのキャピタルゲインをベースとした報酬（パフォーマンス報酬）を受け取ることが禁止される（同法第二〇五条）。とはいえこれには例外規定があり、投資家が「適格顧客（Qualified Client）」（個人であれば純資産一五〇〇万ドル以上または投資残高七万ドル以上（同法規則第二〇五条（3））に限定されていればパフォーマンス報酬も認められる。したがって、前記「適格購入者」のみを顧客としてきたヘッジファンド（注7参照）の場合には問題はないが、顧客の数を一〇〇人以下とすることで投資会社の規定を免れていたヘッジファンドの場合には、顧客ベースを富裕層に限定することが必要となる。

その一方で、投資顧問としての登録は、投資会社としての登録と異なり、ファンドの運用方針や運用対象、法人としてのガバナンスに制限を加えるものではない。登録によって生じるのは、コンプライアンスの向上と投資家ベースの限定のみであり、それがこの規制案の目的である。

しかも、ドナルドソン SEC 委員長によれば、こうした効果を実現するためにヘッジファンドが負担する直接的なコストは、登録初期費用が八〇〇ドルないし一一〇〇ドル、その後の年間コストが四〇〇〇ドルないし五五〇ドルにすぎず、コンプライアンス体制の整備に伴う費用も、社内スタッフの時間コストを考慮に入れても四五〇〇ドル程度と、極めて小さい額にとどまる。

3 二人の反対意見

今回の規制案は以上のような内容であったが、しかしながら、その提案に至る経緯は異例とも言えるものであった。規則改正案の作成段階で、SECコミッショナー五人のうち二人が反対に回り、改正案は三対二の僅差で提案、発表されたのである。提案に反対した二人の意見を整理してみよう。⁹⁾

まず、ヘッジファンド市場は確かに拡大してきたが、一般投資家のアクセスが不適切な形で増大しているとは言えない。年金によるヘッジファンド投資は増えているが、年金資金全体からすると1%程度にすぎない。しかも年金運用者はプロフェッショナルである上、労働省その他の厳しい規制の下に置かれている。また、ヘッジファンドに投資する投信（登録FOHF）についても同様で、投信の運用担当者は登録投資顧問であり、すでにSECの監督下にある。にもかかわらず、さらにその投信の運用対象にすぎないヘッジファンドの運用者まで登録させることに意味があるのだろうか。

第二に、改正案は、ヘッジファンドによる不正が増えていることを指摘しているが、これもミスリーディングではないか。確かに過去五年間にヘッジファンドに関連する四六件の不正が摘発されたが、同期間にSECが摘発した案件は合計で二六〇〇件にのぼる。ヘッジファンドが他の市場参加者に比べて不正の比率が高いとは言えないのではないか、仮にそうだとしてもそれは投資顧問の登録・未登録とは関係のない事象なのではないか。

第三に、登録および検査に伴うコストが過小評価されているのではないか。ヘッジファンド側のコストについてもそうであるが、SEC側のコストも十分に検討されるべきである。と言うのも、SECの人的資源も無限ではない以上、成長しているとはいえ限界的なファンドにすぎないヘッジファンドの検査に多くを割くことになれば、他の監督・検査対象者への対応が手薄となる可能性があり、その場合の危険はヘッジファンドが未登録であることにともなう危険よりも大きいのではないか。

二人の意見書は、こうした点を指摘した上で「我々は謹んで反対する」と明記している。

おわりに

グリーンспанFRB議長も、六月一五日の上院銀行委員会の公聴会で、ヘッジファンドは市場で多様な流動性を供給する重要な機能を果たしている上、投資家が富裕層に限定されていることを挙げて、登録義務化への反対を表明している。『エコノミスト』誌も登録は不要であると主張、^⑩他方、規制案に反対した二人が共和党員であることから、大統領選に向けた政治的な背景を指摘する向きもあり、また『ビジネスウィーク』誌は、ヘッジファンド業界が規制強化を防ぐために献金攻勢をかけていると伝えている。^⑪

ヘッジファンドをめぐるのは、九七年のアジア危機との関連で世界的な注目を集め、翌九八年にはLTCMの破綻を契機に米国でも大統領直属のワーキンググループのもとで報告書が作成された。しかしながら、ヘッジファンドに対する規制は導入されないまま今日に至っている。さて、今回は提案された規制案がそのまま正式決定されることになるのか、九月一五日までのコメント募集期間およびその後の議論、そしてSECの対応が注目される。

注

(1) ヘッジファンドは、四〇年投資会社法上の投資信託（投資会社）の概念に当たらず投資信託としてSECに登録する必要がある。そのため、ガバナンスや運用者の報酬、運用方針等に関する投資信託規制に従う必要がない。

またヘッジファンドの持分は、三三年証券法上の「証券」にはあたるものの公募証券ではないためSECに登録する必要がなく、情報開示等も免除されている。私証証券であるためには「認定投資家（Accredited Investor）」を除く投資家は三五名までしか認められない。ただし、三五名以内であれば無条件に私証と認められるわけではなく、具

体的な状況によっては、一般公衆に向けた勧誘がなされたとして公募とみなされる可能性もある。したがって、通常、ヘッジファンドは、数に制限のない「認定投資家」のみに販売されている。「認定投資家」とは、(配偶者と合せて)一〇〇万ドル以上の純資産を持つか、直近二年間の所得が二〇万ドル以上(配偶者と合せて三〇万ドル以上)などの条件を満たす個人と資産五〇〇万ドル以上の機関投資家を指す(証券法レギュレーションD規則第五〇六条、同第五〇一条)。

さらに、ヘッジファンドの運用者は四〇年投資顧問法上の投資顧問に当たりますが、顧客を限定しているため、これまで投資顧問としての登録は免除されてきた。今回のSECの提案は、この免除規定を廃止し、事実上すべてのヘッジファンド運用者に投資顧問登録を義務づけるというものである。

なお、ヘッジファンドは証券法上の証券、投資顧問法上の投資顧問には該当するため、詐欺的行為禁止等は適用される。ヘッジファンドに対する証券規制については、今回の提案のベースとなったSECスタッフの報告書(Implications of the Growth of Hedge Funds, September 2003) 拙稿「ヘッジファンドと証券規制」本誌一九九八年九月号参照

- (2) 以下、この節は主として、七月一四日のSECの提案 ("Proposed Rule: Registration Under the Advisers Act of Certain Hedge Fund Advisers," Release No. IA-2266) 、翌一五日に米国上院銀行委員会 (<http://banking.senate.gov/>) で開催された公聴会でのドナルドソンSEC委員長の証言(準備書面) ("Investor Protection and the Regulation of Hedge Funds Advisers)"、規則案のベースとなったSECスタッフの報告書(注1参照) による。
- (3) "The Most Powerful Trader on Wall Street You've Never Heard of," *Business Week*, July 21, 2003.
- (4) "Hedge Funds Skid on Convertible Bonds," *Wall Street Journal*, June 30, 2004.

(5) 投資信託をめぐる不正取引とそれへの当局の対応については、胡田聡司・大原啓一「投資信託の裁定取引によって注目される基準価格問題」『資本市場クォーター』二〇〇三年秋号、大原啓一「米国における投信取引規制見直しの動き」『資本市場クォーター』二〇〇四年冬号、「米国における投資信託に関する規制整備」『資本市場クォーター』

二〇〇四年春号、二上季代司「投資信託のガバナンス」『証券アナリストジャーナル』二〇〇四年六月号、ジェームズ・マクノートン「アメリカの投信改革とガバナンス問題」『証券アナリストジャーナル』二〇〇四年六月号参照

(6) 米国の投資信託の基準価格は、組入れ資産の米国東部時間午後四時時点の価格で決定される。同日中（午後四時まで）の投信の売買価格は事後的に決まるその基準価格を元に計算されるわけであるが、海外株式を組入れている場合には面倒な問題が生じる。例えば日本株のみで運用している投資信託の場合、東京市場終了時点で日本株の価格は決定され、それがそのまま一四時間後の米国時間午後四時の基準価格決定に用いられることになるが、その一四時間の間に例えば米国株が大幅に上昇したとすると、翌日の日本株も上昇する可能性が高い。そこでその日本株ファンド（その基準価格は一四時間前の価格である）を買い、翌日、日本株の上昇（したがって基準価格の上昇）を確認してから売却すれば、簡単に利益を得ることができるのである。

(7) 「適格購入者」とは投資残高が五〇〇万ドル以上の個人・法人、一任勘定での運用資産が二五〇〇万ドル以上の機関投資家を指す（投資会社法第二条（a）（51））。

(8) さらに、投資信託（前述の登録FOHF）が投資している「プライベートファンド」を運用している場合には、その投資信託の投資家の数も顧客にカウントすることとした（提案規則第二〇三条（b）（3）―2（b））。この場合、投資顧問からすると、顧客（ヘッジファンド）の顧客（投資信託）の顧客（最終投資家）の数をカウントすることになる。

- (6) "Dissent of Commissioners Cynthia A. Glassman and Paul S. Atkins to Proposing Release no. 1A-2266"
- (10) "Hedge Funds: Too stern a hand," *Economist*, July 17, 2004.
- (11) "Lobbying for Laissez-Faire," *Business Week*, July 19, 2004.

(い) ひたし・客員研究員

証研レポート既刊目録

№1608 (2002.7) 家計の金融資産を取り巻く状況 投資顧問業者の注意義務について (2) ペイオフと地方公共団体の公金管理	執筆者 二上 三木 清水
№1609 (2002.8) 中国上場会社のコーポレート・ガバナンス原則 (1) トランジション・マネジメント ITバブル後の国際資本移動について	王 三木 伊豆
№1610 (2002.9) ワン・ストップ・サービスの論点 中国上場会社のコーポレート・ガバナンス原則 (2) ユーロクリアとクレストの合併	二上 王 吉川
№1611 (2002.10) 証券代理店構想について 社会的責任投資とエコファンド スーパー・モンタージュ導入とECNのビジネス	二上 三木 清水
№1612 (2002.11) 中国株式市場の機能について 機関投資家と株券貸借取引 「第二期グローバル化」論について	王 三木 伊豆
№1613 (2002.12) 市場間競争と証券取引所 中国のQFII制度の導入 シングル・ストック・フューチャーズ —アメリカにおける個別株先物の導入—	二上 王 吉川
№1614 (2003.1) 日本の産業・企業再生の行方 日中の経済関係について 米国のストックオプション制度とその問題 初期のロンドン証券取引所	二上 王 三木 清水
№1615 (2003.2) ドイツ取引所の上場制度再編 —ノイエ・マルクト消滅の意味するもの— 機関投資家とオルタナティブ投資 ITバブル期の米国企業金融	二上 三木 伊豆
№1616 (2003.3) 中国株式市場の問題点について わが国の最良執行の現状について スーパーモンタージュ導入の影響 —ナスダックによる予備的分析—	王 三木 吉川
№1617 (2003.4) 東証、上場廃止基準を強化 —急がれる上場廃止銘柄の受け皿づくり— 日本におけるディストレスト証券市場の現状と課題 ナスダック・ドイチェラント —ナスダックの新たなヨーロッパ戦略— 第一次世界大戦前後のロンドン証券取引所	執筆者 二上 松尾 吉川 清水
№1618 (2003.6) 欧米証券取引所の国際化について 欧州委員会による株式決済市場改革 不正会計事件後のSECによる格付会社調査	伊豆 吉川 清水
№1619 (2003.8) オプション取引の社会的意義と投資家保護 マイカル社債のデフォルトと個人向け社債処理の問題点 米国の「双子の赤字」と国際資本移動 クリアネットとLCHの合併 —ユーロネクストのロンドン証券取引所包囲網—	二上 松尾 伊豆 吉川
№1620 (2003.10) 株券不発行制度の導入 —変貌する有価証券制度— 米国のDIPファイナンス制度と現状 株価指数とは何か —MSCIジャパン指数先物の取引停止— 地域通貨の機能は何か	二上 松尾 吉川 清水
№1621 (2003.12) 発展途上国の株高の背景について ユーレックスvsシカゴ —ユーレックスのアメリカ市場参入— アメリカの市場情報課金のあり方について —市場情報に関するSEC諮問委員会レポートより—	伊豆 吉川 清水
№1622 (2004.2) 税制改革は債券市場に如何なる影響を与えているか —平成11年以降の債券税制改革について— 施行を前にした証券仲介業制度 国際銀行業の〈ローカル化〉について インターナショナル・セキュリティーズ・エクスチェンジ —急成長したアメリカの電子オプション取引所—	中島 二上 伊豆 吉川
№1623 (2004.4) 変わりつつある証券会社の人事制度 証券会社による企業再生アドバイザリー業務の現状 レギュレーションNMS —SECの全米市場システム改革案— 「レギュレーションNMS」に見る市場情報手数料	二上 松尾 吉川 清水
№1624 (2004.6) 税制改革と債券市場の新たな展開 —解消した債券の「課税玉」と「非課税玉」の問題— 証券会社による企業再生アドバイザリー業務の現状 (続) 米国の内外証券投資について —一九世紀イギリスの地方証券取引所	中島 松尾 伊豆 清水

証研レポート第一六二五号
二〇〇四年八月九日発行

(偶数月第二月曜日発行)

昭和五十二年十一月十一日第三種郵便物認可

2004年8月号

発行所

財団法人 日本証券経済研究所
大 阪 研 究 所

〒541-0041 大阪市中央区北浜2-1-5 大阪証券会館別館

電話 (06) 6201 0061 (代表) Fax (06) 6204 1048

<http://www.jsri.or.jp>

定価400円(本体381円)