

**証 研**

# レポート

No.1697

---

2016年8月

証券会社の収入構成の変化について

二上季代司（1）

SECによるIEXの取引所承認決定

～フラッシュ・ボーイズは救世主か～ 吉川 真裕（10）

米国SECによるレバレッジETFの規制提案

志馬 祥紀（19）

国債市場特別参加者制度と最近の国債市場

～三菱東京UFJ銀行の特別資格返上に関連して～ 築田 優（44）

# 証券会社の収入構成の変化について

一上季代司

業種の如何を問わず、ビジネスの潮流がどのような方向性を示しているか、という問題は、その業界の関係者なら常に抱いている関心事である。証券業界もその例に漏れない。

日本証券業協会調査部より依頼を受けて行った協会加盟二五二社の経営分析（拙稿『証券会社経営分析について』本文および資料<sup>(1)</sup>）は、主として二〇一四年度決算資料を用いて現時点におけるわが国証券会社のビジネスの動向を検討したものである。ここでは、二五二社を複数の区分基準（業務特性、株主構成、規模別、地方別）を用いて類型化することにより、どのような特性を持つビジネスが、主としてどのタイプの業者によって担われているのか、という観点から検討を行っている。

この中で、特に注目したのは、収入項目のうちで、営業収益の二四％（純営業収益の二六％）も占めるようになった「その他手数料」であった。「その他手数料」は、何か積極的に定義づけされた収入項目ではなく「委託手数料」、「引受手数料」、「募集手数料」には入らない手数料すべてを包含している。

現在、証券会社に適用されている自主規則「有価証券関連業経理の統一に関する規則」（以下、「統一経理基準」と略）は、過去から踏襲されたものであるため、委託・引受・募集の三手数料は、内外の株式、債券、投資信託の現物取引（これに市場デリバティブも加え）に関連するものに限定されている。したがって、たとえば店頭デリバティブ取引や取引所FX（外為証拠金取引）の取次ぎ・媒介の手数料は、委託手数料に入らず「その他手数料

料」に含められる。つまり、伝統的と考えられてきた証券業務以外の業務収入で手数料形態をとるものは「その他手数料」に、手数料形態をとらないものは「その他業務収益」（純営業収益の一・三％）に含まれる。

この結果、「その他手数料」の動向は、伝統的な証券業務以外のビジネスの動向を収入面から映し出すこととなった。それが営業収益の四分の一のウェイトを占めるようになっているとすれば、わが国の証券会社のビジネスが伝統的な証券業プロパーの域を超えつつあるのではないか、という問題意識をもつのは当然である。

先の調査報告書では、この点につき、四つの可能性を指摘しておいた。

一つは、外観上の変化である。金融商品取引法の施行以来、狭義の証券会社のみならず投資顧問業者や投資信託委託業者、証券化・ファンド運営組成販売業者なども日本証券業協会に会員として加入しはじめている。これら業者の収入を統一経理基準によって経理処理すれば、大部分が「その他手数料」に計上されてしまう。その結果、「その他手数料」のウェイトが高まったという可能性である。

第二は、証券会社の業務内容の転換が進んでいる、という可能性である。狭義の伝統的な証券会社においても、投資信託の代行業務やM&A仲介など付随業務の規模が急速に拡大しており、投資助言・投資運用業など兼業登録を行ってラップ口座などの業務多様化を進めている。これが「その他手数料」のウェイトの上昇に反映しているという可能性である。

第三に、これまでとは異なった新しいビジネスが生まれているという可能性である。そもそも店頭デリバティブやレポ取引、証券化やファンド・ビジネスそれ自体がここ二〇年ほどの間に法制度その他が整備され、拡大してきたものである。第二の可能性とも重なるが、ラップ口座などはここ数年に急速に伸長してきたサービスである。

第四にノイズと行ってよい事情が重なっている可能性がある。「その他手数料」は雑多なものを含んでおり、「顧客斡旋手数料」といった親会社・子会社間の単なる収入移転的要素を含んでいる可能性もあるだろう。

なお、「その他手数料」に関係することではないが、証券業務自体の変化もある。手数料自由化や市場集中義務の撤廃により、非対面のネット証券やPTSといった新しいブローカー業務が台頭し、こうした代替的な業務形態が、従来の業務形態（対面営業、取引所市場への取次ぎ）の収益性を低下させていくといった可能性も、証券ビジネスの今後を展望する上では注目点であろう。

ところで、先の調査報告書は、二〇一四年度の決算資料に基づくものであり、当然のことながら、時系列的な調査は行っていない。しかし、今後のビジネスの潮流を予見するためには、過去からのトレンドを——できれば長期間にわたって——、みる必要があるだろう。

そこで、以下では、焦点となる「その他手数料」を中心に、バブル崩壊後の一九九五年度から現在までのわが国証券会社の収入項目変化とその推移を整理してみた。<sup>(2)</sup>

## 1 収入構成の変化

最初に、一九九五年度（当年四月～翌年三月）と直近の二〇一四年度の営業収支項目を比較しておこう（表1）。

これによると収入項目では「その他手数料」の伸びが最も大きく、次いで「売買等損益（トレーディング損益）」の順となっている。実額をみても、この両項目はかつて最大の収入源であった委託手数料を大幅に上回っている。費用項目としてはかつて最大の固定費であった人件費が抑制されており、その結果、営業利益も回復している。<sup>(3)</sup>

しかし、これは二〇年前の一時点と比較したものに過ぎない。この変化がどのようなプロセスをたどって現在に至っているのか、さらには今後、各収支項目がどのように推移していくのか、何とも断定しようがない。そのためにはさらに年度ごとに、これら各収入項目・各費用項目について、詳細にみておく必要がある。

そこで、ここでは、まず冒頭で言及した「その他手数料」を取り上げて、それがどのように増大してきたのか、年度ごとの動きをみながら検討してみよう。

## 2 その他手数料のビジネス

表2は、「その他手数料」(および「その他営業収益」)がどのようなビジネスからの収入なのか、をみたものである。また下段は、そのうち外資系証券会社がどの程度のシェアを占めているかを示している(なお、外資系証券会社の数は二五一社中、六六

表1 証券会社の収入構成

(単位：10億円、%)

項目	1995年度	構成比	2014年度	構成比	対1995年度比較
会社数	276社		251社		0.91
営業収益	2,798	100.0%	4,156	100.0%	1.49
受入手数料	1,872	66.9%	2,294	55.2%	1.23
(委託手数料)	1,154	41.2%	688	16.6%	0.60
(引受け・売出し手数料)	182	6.5%	162	3.9%	0.89
(募集・売出しの取扱手数料)	214	7.6%	465	11.2%	2.18
(その他手数料)	323	11.5%	978	23.5%	3.03
売買等損益(トレーディング損益)	553	19.7%	1,237	29.8%	2.24
金融収益	373	13.3%	578	13.9%	1.55
(信用取引収益)	69	2.5%	97	2.3%	1.41
金融費用	324	11.6%	349	8.4%	1.08
信用取引費用	36	1.3%	17	0.4%	0.48
支払利息	116	4.1%	78	1.9%	0.67
純営業収益	2,474	88.4%	3,807	91.6%	1.54
販売費・一般管理費	2,303	82.3%	2,813	67.7%	1.22
取引関係費	359	12.8%	718	17.3%	2.00
人件費	1,023	36.6%	1,117	26.9%	1.09
営業利益	171	6.1%	994	23.9%	5.82

(出所) 日本証券業協会監査2部『会員の決算概況』より作成

社である)

「その他手数料」および「その他営業収益」には、①本来業務(口座管理業務Ⅱ有価証券等管理業務、店頭デリバティブ取引)のほか、②付随業務(投信代行業務、レポ取引Ⅱ有価証券貸借取引の仲介、コーポレートアドバイザリーⅡM&Aなどの助言・仲介および経営相談業務)、③届出業務(保険販売等)、④承認業務、⑤兼業(ファンド組成販売および上場FⅡⅡ第二種金融商品取引業、インベストメントアドバイザリーⅡ投資助言・代理業および投資運用業など)などからの業務収入を含んでいる。

この中で、有価証券等管理業務から生まれる口座管理手数料は、個人顧客からの保護預かり手数料を無料にしている業者が多いことから、ほとんど信用取引関連であると考えられ、信用取引金利収入とにらみ合わせればきわめて小額であろうと推測できる。とすれば、「その他手数料」の大部分は、ほとんどが「非」伝統的な業務、「非」本来的な業務から構成されていることがわかる。

では、これらの「非」伝統的、「非」本来的な業務のうちで、どれがどの程度のウェイトを占め、いつから増えてきたのか、それはどのような業者が担い手なのであろうか。それは開示されていない。そこで、

表2 「その他手数料」「その他営業収益」に関連するビジネス

	その他手数料				その他営業収益
	株	債券	投信	その他	
伝統的ビジネス	口座管理手数料 (主として信用取引関係)		代行手数料		
非伝統的ビジネス	店頭エクイティ デリバティブ	店頭債券デリバ ティブ		コーポレートアドバ イザリー (M&A等) 店頭クレジットデリ バティブ	債券レポ仲介
				運用報酬 (委託者報酬、運用受託報酬) FX委託手数料	
手数料シェア (2014年度実績)	外資系、62.6%	外資系、86.8%	外資系、8.1%	外資系、49.3%	

(出所) 拙稿『証券会社経営分析について』資料、表8より転載、一部簡略。

その手がかりを見つめるため、バブル崩壊以後の「その他手数料」の推移をみよう。

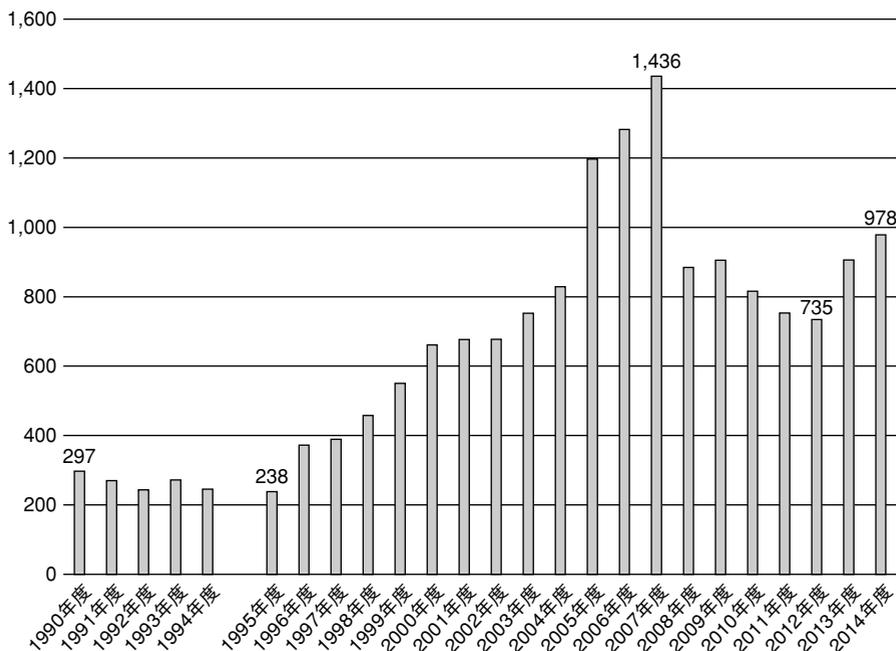
### 3 その他手数料の推移

図1は、バブル崩壊後の一九九〇年度から二〇一四年度までの協会加盟全社の「その他手数料」の推移、図2はそれが営業収益に占める構成比をみたものである。このうち、一九九四年度までは、国内証券会社の数値のみである。

これによると、「その他手数料」は、国内証券会社のみであるが一九九〇年度は三千億円弱で営業収益に占める比率も七・二％に過ぎなかったが、証券不況が深化し、営業収益全体が落ち込むなかでも、金額的には大した落ち込みはなく、その結果、徐々に構成比率は上がっていく。

「その他手数料」の実額が急速に増大するのは一九九〇年代後半からリーマンショック直前の二〇〇七年度までの約一〇年間である。一九九五年

図1 その他手数料の推移（単位：10億円）



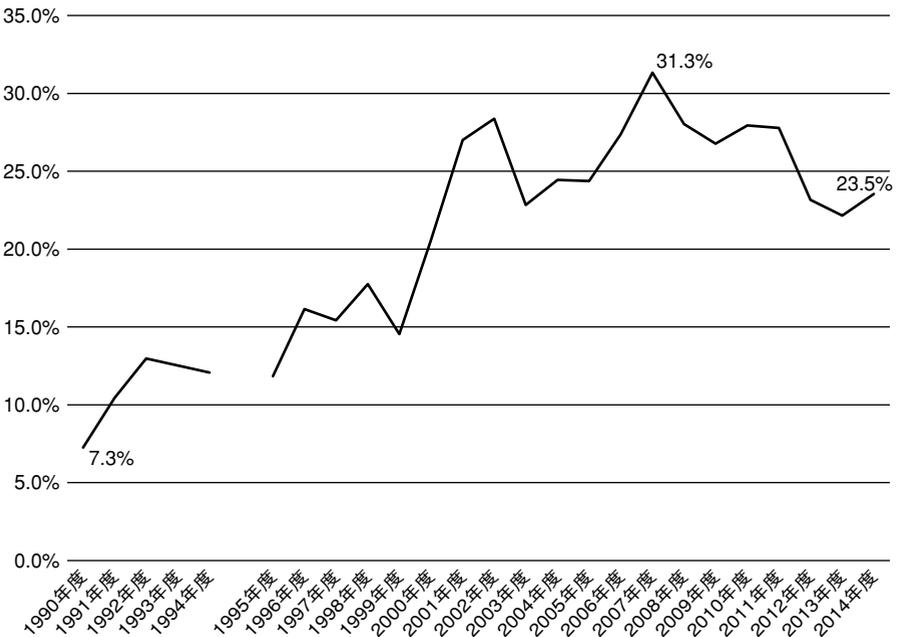
(出所) 日本証券業協会監査2部『会員の決算概況』各年度より作成

度から外国証券会社の数値が加わるが、この年度は二三八〇億円（営業収益に占める構成比率は一一・八％）である。ところが、二〇〇七年度には一兆四四〇〇億円弱（営業収益の三一・三％）に達している。その後、二〇一二年度にはピーク時（二〇〇七年度）比較で約半分になるが、現在はやや持ち直し、構成比率は約四分の一前後をキープしている。

これを見ると、投資顧問業者等が証券業協会に加入し始めたのは金融商品取引法改正以降であるが、「その他手数料」が急増し始めたのは一九九〇年代後半以降であるから、冒頭でみた第一の可能性は小さいであろう。したがって、考えられるとすれば証券会社の業務内容の転換（第二の可能性）ならびに新しいビジネスの生起（第三の可能性）等である。

今一つの手がかりは、「その他手数料」を生み出すビジネスの担い手である。先ほどもみた

図2 その他手数料の構成比率推移



(注) 構成比率は「営業収益」に占める比率  
(出所) 図1に同じ

ように日本証券業協会は『証券業報』において会員の決算概況を開示している。この会員決算概況では、一九九五年度（平成七年度）以降、国内証券会社に加え外国証券会社の数値も加えている。これによると、開示初年度の一九九五年度では、その他手数料の外国証券会社シェアは二六・三％であったが、以降、年々シェアが上昇していき、二〇〇五年度には、五四・五％に達している。

その後、外国証券会社は、国内法人化していったために、数値が連続しなくなったが、冒頭で紹介した拙稿<sup>(4)</sup>によると、二〇一四年度においても過半を超えていると考えられる（拙稿『証券会社経営分析について』、資料の表八）。つまり、「その他手数料」の急速な増大は外国証券会社が先導してきたと考えられる。

#### 4 おわりに

紙面と資料の制約上、今回は「その他手数料」の推移をみただけである。「その他手数料」は一九九〇年代後半から外国証券会社<sup>(5)</sup>が先導する形で急速に増大したのだが、それが具体的にどのようなビジネスであったのか、まだ詳細を明らかにすることができない。「トレーディング損益」の拡大など、その他にもさまざまな角度から検討すべき課題がいくつもあるが、今後、一層、研鑽に努めて明らかにしていきたいと思う。

注

(1) 本文は <http://www.jsda.or.jp/shiryō/chousa/files/160622keireibunseki.pdf>、資料は <http://www.jsda.or.jp/shiryō/chousa/files/160622shiryōu.pdf>

(2) なお、利用したのは日本証券業協会による開示資料である（日本証券業協会監査二部『会員の決算概況』、<http://>

[www.jsda.or.jp/shiryo/toukei/kesan/index.html](http://www.jsda.or.jp/shiryo/toukei/kesan/index.html)。一九九五年度を起点にとったのは、この年から外国証券会社の数値が開示されるようになったためである。

(3) 一九九五年末、証券授業員は二二万二千人を数えたが、二〇一五年末一〇万二千人と一六%の減少である。人数削減が人件費抑制の最大の要因である。

(4) 「外国証券会社」の定義は、海外に設立根拠法を持つ証券会社が、国内に「支店」として進出しているものを指していた。ところが、二〇〇六年度以降、在日支店を日本の国内法に基づく法人へ組織変更したため、定義上、国内証券会社になり、以前の数値を連続して利用することができなくなった。現在、外国証券とされているものは在日支店として営業している業者であるが、国内証券会社にも一〇〇%海外出資の証券会社が数多く存在する。そこで、前掲の拙稿では株主構成から判断して国内証券会社と外国証券会社を分けたのである。

(にかみ きよし・大阪研究所長)

# SECによるIEXの取引所承認決定

（フラッシュ・ボーズは救世主か）

吉川 真裕

二〇一六年六月一日、米国証券取引委員会（SEC）がマイケル・ルイスのベストセラー『フラッシュ・ボーズ』で有名になったIEXの証券取引所認可申請を六月一日までに承認するという記事をウォール・ストリート・ジャーナル紙が報じた。<sup>(1)</sup> IEXの取引所承認決定は二〇一五年八月二日の認可申請の後、九月二二日にパブリック・コメントが求められ、一二月一八日に二〇一六年三月二二日への決定延期が公表され、三月一八日には六月一八日へと再度決定が延期されたという経緯を持つ賛否両論の決定事項であった。SECの専門スタッフの提案がコミッションナー会議で覆る可能性は極めて低いとウォール・ストリート・ジャーナル紙が報じていた通り、六月一七日にIEXの取引所認可申請はコミッションナー会議で承認された。千分の一秒を下回る高速で発注と取り消しを繰り返す高頻度取引（HFT）がアメリカの株式市場を席巻している現状に対して、スピード制限を持ち込むことで公平な市場を取り戻すというのが『フラッシュ・ボーズ』で紹介されたIEXの使命であったが、取引所認可申請の過程ではかならずしもそうなりそうにないということも明らかとなっている。

本稿ではSECの認可承認文書に基づいて証券取引所認可承認の障害となった問題とともに、IEXの仕組みを紹介し、今後の展開を展望する。<sup>(2)</sup>

マイケル・ルイスのベストセラー『フラッシュ・ボーイズ』でも紹介されているように、インベスターズ・エクスチェンジ（I E X）はロイヤル・バンク・オブ・カナダに勤務していた日系カナダ人ブラッド・カツヤマ氏が創業者となつて二〇一三年一〇月二五日にアメリカで取引を開始した代替的取引システム（A T S）である。<sup>3)</sup>

顧客の委託売買注文を複数の市場に即座に執行可能な指値注文として発注した際、一部の注文が執行されないことに疑問を持ち、上司の許可を得て発注実験を繰り返した結果、注文到達時間の差を利用した取引（レイテンシー・アービトラージ）がおこなわれていることをカツヤマ氏は発見し、発注時間をずらして各取引所への到達時間をそろえることのできる注文を執行できる発注プログラムを開発した。そして、多くの投資家が気づいていないレイテンシー・アービトラージが横行する株式市場の現状を変えるため、レイテンシー・アービトラージを許さないスピード制限を装備した取引市場を開設し、証券取引所への移行を目指してきた。

I E Xの取引所承認決定は二〇一五年八月二日の認可申請の後、九月九日に改訂申請がおこなわれ、九月二日にはパブリック・コメントが求められたが、取引所認可申請としては異例の数のコメント（最終的には四七四件）が寄せられ、一月一八日に二〇一六年三月二一日への決定延期がS E Cから公表された。そして、二〇一六年二月二九日、三月四日、三月七日に改訂申請がおこなわれ、三月一八日には六月一八日へと再度S E Cによる決定は延期された。五月二七日にはさらに改訂申請がおこなわれ、六月一七日にI E Xの取引所認可申請はS E Cのコミッションナー会議でようやく承認された。この決定を受けて、I E Xは八月一九日から銘柄ごとに総合取引通報システム（C T S）と総合気配表示システム（C Q S）への接続を開始し、九月二日にはすべてのN M S対象証券の接続を完了し、レギュレーションN M Sの注文保護規則の適用対象となる予定である。

## 2 スピード制限

IEXの看板とも言える三五〇マイクロ秒（二〇〇万分の一秒）のスピード制限はレイテンシー・アービトラージを防止する手段であるが、レギュレーションNMSの注文保護規則の適用を受ける自動執行可能な確定気配に当たるかどうかはIEXの取引所認可申請へのパブリック・コメントの中で取り上げられた争点の一つである。もし三五〇マイクロ秒のスピード制限がレギュレーションNMSの注文保護規則の適用を受ける自動執行可能な確定気配でないとするればIEXはフロア取引をおこなう取引所と同じく最良気配での注文回送先とはならず、他の取引所市場とは切り離された取引市場という扱いを受けることになり、たとえ証券取引所として認可されたとしても取引所認可申請前のATSという現状と同じことになるからである。

スピード制限反対派はレギュレーションNMS採択時の文書の中で、「気配値に関するアクションを遅らせるような自動システムのコーディングまたは意図的なデバイスを排除する」ことが自動執行可能な確定気配の条件とされていたことに言及し、IEXのスピード制限はこうした仕組みに該当するので自動執行可能な確定気配として扱うべきでないという主張をパブリック・コメントの中でおこなっていた。これに対して、IEXは片道三五〇マイクロ秒のスピード制限はシカゴ取引所のシコーカス（ニュージャージー州）のデータ・センターからシカゴの取引システムにデータが届く時間よりも短く、FINRA（金融業規制機構）のADF（気配表示システム）やナショナル証券取引所のかつての注文回送システムを通じた確定気配の表示よりも早いのであるから、自動執行可能な確定気配として注文保護規則の適用を受ける資格があると主張していた。

この問題に対するSECの判断は、IEXのスピード制限はレイテンシー・アービトラージを防止するという目的のもとですべての利用者を平等に扱っており、意図的な遅延も各証券取引所間の物理的な距離や技術的な間

題を考慮すれば不当に大きいというわけではないので、I E Xの確定気配は自動執行可能な確定気配として注文保護規則の適用対象となるというものであった。同時に、スピード制限反対派が取り上げたレギュレーションMS採択時の文書にある表現を明確化するためにSECは新たな文書をI E Xの取引所認可承認と同じ六月七日に公表している。そして、二年以内にスピード制限が資産価格を含めた市場の質にもたらす影響を分析することもSECは六月一七日に公表している。

### 3 注文回送

I E Xの取引所認可はI E Xの申請がすべて認められたというわけではない。I E Xから他の取引所への注文回送については当初の申請案が二〇一六年二月二十九日に大幅に変更されて再申請され、この大幅な変更がI E Xの取引所認可につながったものと考えられる。

I E Xの三五〇マイクロ秒のスピード制限のもとではI E Xに出された注文は他の取引所への回送が拒否されていれば執行・取り消し・指値注文として注文板に載るまで三五〇マイクロ秒を要し、他の取引所への回送が拒否されていなければ執行・取り消し・指値注文として注文板に載るまで七〇〇マイクロ秒を要するように設計されている。そして、注文が執行されたのか、取り消されたのか、注文板に載ったのかはやはり三五〇マイクロ秒を要してI E Xのデータ・フィードが発注者に通知する仕組みとなっている（ただし、全米の取引情報を総合するCTSと全米の最良気配情報を総合するCQSには三五〇マイクロ秒の遅れなしにデータは配信される）。

I E Xの当初案では七〇〇マイクロ秒を要してI E Xの取引システムに到達した他市場への回送条件付きの注文を他市場に回送する場合には三五〇マイクロ秒の遅延なしにI E Xのルーター（I E X S）が回送する仕組み

になっていた。ところが、I E X Sだけが三五〇マイクロ秒早く情報を入手し、独占的に注文を回送するのは不公平であるという批判がパブリック・コメントで寄せられ、I E XはI E X Sが他市場に注文を回送するまでに三五〇マイクロ秒のスピード制限を導入する形に取引所認可申請提案を変更した。I E X Sと競合するルーターは三五〇マイクロ秒余分にかかる他市場回送条件付き注文を使うはずはなく、往復で七〇〇マイクロ秒を要する他市場回送条件なしの注文を使うはずであるから、七〇〇マイクロ秒後にI E X Sが他市場へ注文を回送するのと同じ条件になるはずであるが、他市場回送条件付き注文を使うとすれば三五〇マイクロ秒不利になると主張し、実質的には他市場回送条件なしの注文でI E X Sよりも三五〇マイクロ秒早く注文回送をおこなうチャンスを得たものと考えられる。ただし、もともとスピード制限があり、遅くなることが分かっているI E Xを通じて他市場へ注文回送をおこなう投資家がどれだけ存在するのかが疑問であるし、I E Xとしてもほとんど利用されないような仕組みで譲歩することで取引所承認が認められるのであれば妥当な妥協であったと言えるだろう。

#### 4 注文保護

『フラッシュ・ボーイズ』で紹介されたI E Xの使命はレイテンシー・アービトラージを許さず、一般投資家にも公平な株式市場を取り戻すということであった。しかし、I E Xの取引所認可申請過程で明らかになったのは、公開された指値注文はレイテンシー・アービトラージから保護されず、機関投資家等が利用するであろう非公開のペッグ注文だけが三五〇マイクロ秒のスピード制限で保護されるという皮肉な現実である。『フラッシュ・ボーイズ』出版直後のテレビ討論でI E Xを厳しく批判し、ダイレクト・フィードに関する発言から辞任に追い込まれたダイレクトエッジのオペライエンCEO（厳密には合併したB A T Sの社長）がI E Xはマーケット

イングのためにHFT批判をおこなっていると発言していたことが思い起こされる。

そもそも三五〇マイクロ秒のスピード制限は他市場での取引情報が即座に伝わらず、HFTに先を越される多くの投資家にHFTによる先回りを排除するというのが建前であった。三五〇マイクロ秒注文執行を遅らせている間に他市場での情報が伝われば、その情報に基づいて最良気配等の条件を変えて注文を執行し、HFTのスクアルピングを許さないというのが基本的な仕組みである。ところが、IEXの規則では公開された指値注文は保護対象とはなっておらず、全米最良気配(NBBO)をもとにして執行価格を変えていく非公開のペッグ注文だけが三五〇マイクロ秒のスピード制限による保護対象となっていることが明らかになった。これでは公開された指値注文よりも非公開のペッグ注文が利用されるようになり、気配値を表示しないダーク・プール等での取引が拡大し、気配値を公開する取引所市場での取引比率が低下していることに疑念を呈してきたSECの考え方も矛盾することになるとニューヨーク証券取引所がパブリック・コメントで苦言を呈していたこともうなづける。

IEXがなぜ公開されたペッグ注文を認めず、なぜSECがそのことに言及しないのかは不明であるが、おそらくは公開された指値注文を市場情報に合わせて動かしていくのはいち早く情報を入力し、反応できるHFTやマーケット・メーカーであって、そうした能力を持たない投資家にも平等の機会を与えることは営業上得策でないという判断が働いたのではないかと考えられる。建前では公平な株式市場を取り戻すといっても注文が集まらず、取引が成立しなければ、公平ではあっても存在意義がなくなってしまう。水清ければ魚棲まずということでもないだろうが、ATSとしての二年以上の営業経験がIEXを現実主義者に変えたのか、あるいはオプライエン氏が言っていたように最初からマーケティングの手段にすぎなかったのかは今後の展開を見守って判断していくしかないだろう。

## 5 今後の展望

流動性提供者にリベートを支払い、流動性消化者から手数料を取るメイカー・テイカー制を批判してきたIEXは売り手からも買い手からの手数料を取っており、現時点ではこの方針に変わりはない。証券取引所となり、CTSやCQSとつながることで注文回送を受ける機会が増えるであろうから、IEXの取引シェアはNMS銘柄の二%強という現状からは拡大するはずである。しかし、取引量の多いHFTやマーケット・メーカーには流動性を提供してリベートを得るというインセンティブはないから、その他の投資家の取引が増え、スキャルピング機会が増えなければHFTやマーケット・メーカーは取引を増やさないだろう。

三五〇マイクロ秒のスピード制限の恩恵を受けるのは非公開のペッグ注文を利用する投資家であり、おそらくさほど洗練されていない機関投資家やヘッジ・ファンドということになるだろう。すでにIEXの出資者には機関投資家やヘッジ・ファンドも含まれているが、こうした投資家はIEXでの取引を増やすのであろうか。あるいは公平な市場の体現者という触れ込みに惹かれた年金基金や個人投資家も取引を増やすかもしれないが、現状ではこうした投資家の取引比率は小さい。

IEXの最大のセールス・ポイントは三五〇マイクロ秒のスピード制限による注文保護であるが、保護されるのは非公開のペッグ注文であって、公開された指値注文ではない。しかもスピード制限はIEXを通じた他市場への注文回送を遅らせるので、自市場では取引しなくても他市場へ注文を回送するハブとなることも考えにくい。こうしたことを考え合わせると、取引所ではあってもさほど洗練されていない機関投資家やヘッジ・ファンドがペッグ注文を利用する巨大なダーク・プールになる可能性が最も高いものと考えられる。これは『フラッシュ・ブォイズ』が目指した公平な株式市場なのであろうか。

ブラッド・カツヤマ氏を驚かせた取引所間のレイテンシー・アービトラージはなくなるのか。複数市場への注文が最初に IEX 以外の取引所に到達したとすると、そこでの取引情報をいち早く入手した HFT は IEX にも注文を出す。その注文よりも先に最初の注文が IEX に到達していればもともとレイテンシー・アービトラージなど起こらない。もし他市場での取引に反応した IEX への注文が最初の注文よりも早く IEX に到達したとすれば非公開のペッグ注文以外の指値注文は三五〇マイクロ秒後に消化され、複数市場に一括発注した最初の注文は一部のみが執行されるという事態に違いはない。ただ、執行されるまでに IEX に注文が届いてから三五〇マイクロ秒遅れるというだけの違いである。

公平な株式市場とは何なのか。いつの時代も証券業者は一般投資家よりも多かれ少なかれ有利に取引をおこなってきた。しかし、テクノロジを利用して有利に取引を進める HFT は多くの市場関係者から煙たがられている。HFT が有利でないように制度を変更すべきなのか、それとも HFT が有利ではあっても他の投資家も利用しやすい制度を採用すべきなのか。おそらく公平と効率性は二者択一ではなく、バランスの問題であろう。

アメリカでは一九七〇年代に全米市場システム (NMS) という他国に例のない取り組みが開始されたが、ナスダックが誕生した以外には大きな変化は生じなかった。しかし、一九九〇年代には ECN が拡大し、ナスダック市場を大きく変えた。そして、二〇〇五年のレギュレーション NMS の導入決定、二〇〇七年のレギュレーション NMS の施行はこれまでほとんど影響を受けなかったニューヨーク証券取引所をも大きく変えることになった。公平な株式市場を標榜する IEX の取引所認可は何をもたらすのか。あるいは何ももたらさないのか。今後の展開に注目していきたい。

注

- (1) Dave Michaels and Bradley Hope, "Upstart IEX Poised for Approval as New Stock Exchange," *The Wall Street Journal*, 14 June 2016 (<http://www.wsj.com/articles/sec-staff-recommends-full-approval-of-iex-exchange-application-1465923639>).
- (2) Securities and Exchange Commission, "SEC Approves IEX Proposal to Launch National Exchange, Issues Interpretation on Automated Securities Prices," *Immediate Release*, 2016-123, 17 June 2016 (<https://www.sec.gov/news/pressrelease/2016-123.html>); Securities and Exchange Commission, "Staff Guidance on Automated Quotations under Regulation NMS," 17 June 2016 (<https://www.sec.gov/divisions/marketreg/automated-quotations-under-regulation-nms.htm>); Securities and Exchange Commission, "In the Matter of the Application of Investors' Exchange, LLC for Registration as a National Securities Exchange: Findings, Opinion, and Order of the Commission," Release No. 34-78101; File No. 10-222, 17 June 2016 (<https://www.sec.gov/rules/other/2016/34-78101.pdf>); Securities and Exchange Commission, "Commission Interpretation Regarding Automated Quotations Under Regulation NMS," 17 CFR Part 241 [Release No. 34-78102; File No. S7-03-16], 17 June 2016 (<https://www.sec.gov/rules/interp/2016/34-78102.pdf>).
- (3) Michael Lewis, "Flash Boys: Cracking the money code," Allen Lane, 31 March 2014 (ペーパー・レビュー『フロンティア・ホーイズー10億分の一秒の男たち』「文芸春秋」二〇一四年一〇月一〇日)。  
(よしかわ まさひろ・客員研究員)

# 米国SECによるレバレッジETFの規制提案

志馬 祥紀

## 1 はじめに

近年、米国においては、レバレッジETF、インバース・レバレッジETF等のデリバティブを投資戦略に組み込んだETFの取引が拡大している。

レバレッジETF等の取引は、一九四〇年投資会社法により規制されているが、昨年（二〇一五年）一二月一日に米国SECは、投資信託や上場投資信託（ETF）等による、デリバティブ取引の利用を制限する新規則案（一九四〇年法の改正案）を採択、発表した（以下「提案規則」<sup>1</sup>）。

当該提案規則においては、ETF等によるデリバティブを利用したレバレッジについて上限が強化されている。具体的には、これまで純資産の三〇％まで運用可能であったものが原則として純資産の一五〇％まで削減される他、リスク管理の強化、ファンドの取締役会の責任強化等が含まれる。

同提案規制が最終的に採択・施行された場合、レバレッジ比率の高いETF等が取引不可能となるなど、証券市場に与える影響は大きい。また、当該政策をめぐる議論内容は今後我が国証券市場においても議論の対象となる可能性もある。

本稿では、米国におけるレバレッジETF等の設定状況について述べ、当該商品をめぐる議論を紹介した後、SECに提案された規制の内容について紹介する。

## 2 概要

### (1) S&P500指数を対象とする各種ETFの比較

指数を対象とするデリバティブを使用したETFの規模を直観的に把握するために、米国株式市場の代表的指数であるS&P500指数を対象とする伝統的ETF、及びレバレッジ（インバース・レバレッジ）ETFを取り上げて説明する。

図表1データはS&P500指数を対象とするETFの残高・取引状況一覧を示している。資産残高は二〇一六年七月五日現在、取引金額は同年六月合計である。

レバレッジの程度は、正のレバレッジであるレバレッジETFで一・二五倍～最大三倍、負のレバレッジであるインバース・レバレッジETFで一倍から最大一三倍である。

レバレッジ（インバース・レバレッジ）ETFの資産残高一位は、インバース・レバレッジが一倍のインバースETFのShort S&P 500 Fund、二位はインバース・レバレッジが一・二倍のProShares UltraShort S&P500、三位はレバレッジが二倍のProShares Ultra S&P500とあり、全てProShares社の組成によるものである。

一方、高レバレッジ（インバース・レバレッジ）の倍率が三倍（一三倍）と比較的高いETFについては、Direxion社がProShares社の残高を凌駕している。

S&P500指数を対象とする伝統的ETF銘柄は、最も有名なSPDR S&P 500 ETFの他に、Vanguard S&P 500 ETF、iShares S&P 500 ETF（IVV）が存在する。これら伝統的ETFの資産残高合計は四九一四・六億ドル、取引金額合計は五七三四・七億ドルである。

次に伝統的なETFを基準とした場合の、レバレッジ（インバース・レバレッジ）ETF残高は合計一・六％。

取引金額ベースでは、同比率は合計四・一％であり、レバレッジ（インバース・レバレッジ）ETFの比率はかなり小さい。この内、規制対象として取引が不可能になる比率は、資産残高で一・〇％、取引金額で三・六％となる。言い換えれば規制提案が施行された場合、現存するこれらレバレッジ（インバース・レバレッジ）ETFの大半が取引不可能となる。

図表1 S&P500指数を対象とするETFの資産残高・取引状況

(資産残高・取引金額の単位：100万ドル)

レバレッジ倍率	×1	—	×1.25	×2	×3
名称 (ティッカー・コード)	SPDR S&P 500 ETF (SPY)	—	Direxion Daily S&P 500 Bull 1.25x Shares ETF (LLSP)	Direxion Daily S&P 500 Bull 2x Shares ETF (SPUU)	Direxion Daily S&P 500 Bull 3x Shares ETF (SPXL)
資産残高	184,050	—	6	4	481
取引金額	541,222	—	0	6	3,132
名称 (ティッカー・コード)	iShares S&P 500 ETF (IVV)	—	—	ProShares Ultra S&P500 (SSO)	ProShares UltraPro S&P 500 Index Fund (UPRO)
資産残高	73,150	—	—	1,500	689
取引金額	20,536	—	—	5,231	3,797
名称 (ティッカー・コード)	Vanguard S&P 500 ETF (VOO)	—	—	—	—
資産残高	234,260	—	—	—	—
取引金額	11,717	—	—	—	—

インバース・ レバレッジ倍率	—	×(-1)	—	×(-2)	×(-3)
名称 (ティッカー・コード)	—	ProShares Short S&P 500 Fund (SH)	—	ProShares UltraShort S&P500 (SDS)	Direxion Daily S&P 500 Bear 3x Shares ETF (SPXS)
資産残高	—	3,000	—	2,140	496
取引金額	—	3,150	—	6,641	2,353

全資産残高合計	491,460	3,000	6	3,644	1,666
資産残高比率 (%) (S&P500 ETF:100%)	100.0	0.6	0.0	0.7	0.3
全取引金額合計	573,475	3,150	0	11,878	9,282
取引金額比率 (%) (S&P500 ETF:100%)	100.0	0.5	0.0	2.0	1.6

(データ) 資産残高は2016年7月5日現在、取引金額は同年6月合計

(2) レバレッジ(インバース・レバレッジ) E T F の資産構成

図表 2 は、伝統的 E T F である SPDR S&P 500 E T F、インバース・レバレッジがー1倍の ProShares Short S&P500、レバレッジが二倍の ProShares Ultra S&P500 に ついて、それぞれ保有資産比率中の上位10銘柄名とその比率を示している。

伝統的な E T F である SPDR S&P 500 E T F の保有資産が株式で構成されているのに対し、レバレッジ(インバース・レバレッジ)

図表 2 レバレッジ(あるいはインバース・レバレッジ) E T F の資産構成(上位保有資産の構成比率)

名称	SPDR S&P 500 E T F		ProShares Short S&P500		ProShares Ultra S&P500	
レバレッジ状況	× 1		× (-1)		× 2	
組成者	State Street Global Advisors		ProShares Trust		ProShares Trust	
保有資産中、上位10銘柄(証券)の内容・比率(%)	Apple Inc.	3.36	S&P 500 Index Swap Citibank Na	23.94	S&P 500 Index Swap Morgan Stanley & Co. International Plc	25.10
	Microsoft Corporation	2.43	S&P 500 Index Swap Credit Suisse International	16.16	S&P 500 Index Swap Deutsche Bank Ag	24.63
	Exxon Mobil Corporation	1.93	S&P 500 Index Swap Bank Of America Na	16.11	Spdr S&P 500 (Spy) Swap Deutsche Bank Ag	15.61
	Johnson & Johnson	1.66	S&P 500 Index Swap Deutsche Bank Ag	12.93	Spdr S&P 500 (Spy) Swap Goldman Sachs International	13.55
	General Electric Company	1.65	S&P 500 Index Swap Goldman Sachs International	9.88	S&P 500 Index Swap Societe Generale	10.92
	Berkshire Hathaway Inc. Class B	1.48	S&P 500 Index Swap Societe Generale	8.28	S&P 500 Index Swap Goldman Sachs International	8.85
	Facebook Inc. Class A	1.46	E-mini S&P 500 June16	6.11	E-mini S&P 500 June16	6.54
	AT&T Inc.	1.34	S&P 500 Index Swap Morgan Stanley & Co. International Plc	4.49	S&P 500 Index Swap Bank Of America, Na	6.37
	Amazon.com Inc.	1.28	S&P 500 Index Swap Ubs Ag	2.03	S&P 500 Index Swap Citibank, N.A.	5.57
	Wells Fargo & Company	1.24	Spdr S&P 500 (Spy) Swap Deutsche Bank Ag	0.09	S&P 500 Index Swap Ubs Ag	5.41

(データ) 2016年 5月25日付

ETFの保有資産の大半は大手銀行・投資銀行の発行する指数スワップ契約が大半を占めている。図中の網掛け欄は資産がスワップ契約であることを示しており、スワップ取引の占める比率は、ProShares Short S&P500の比率は九三・九%、ProShares Ultra S&P500<sup>(注1)</sup>一六・〇%に達している。

### (3) レバレッジ（インバース・レバレッジ）ETFをめぐる論点

デリバティブを使用したETFの代表である、レバレッジ（インバース・レバレッジ）ETFの商品性についてはこれまで様々な論点が指摘されてきた。以下では、論点を「スワップ契約の利用」「投資家教育の必要性」「ボラティリティ」の三点に集約し、議論の内容を説明する（以下の内容はNadig (2015)による）。

#### ① スワップ契約の利用

前節で述べたように、レバレッジ（インバース・レバレッジ）ETFは、その資産構成中、大量のスワップ契約を保有している。

スワップ契約は、先物取引やオプション取引と異なり、取引所の上場商品ではないことから、店頭市場あるいは相対デリバティブ契約の形を取る。スワップ契約の相手は、大手銀行や投資銀行であり、スワップ契約を保有するETFは毎日、対象指数（S&P500指数等）の変動に基づき、資金の移動（値洗い）を行っている。

注意が必要なのは、スワップ契約そのものに本質的な問題はなく、過去に問題として提起されたのは、スワップ契約をめぐる情報の透明性である。具体的にはスワップ契約に関するコストのディスクロージャー情報は開示されておらず、投資家は個々のスワップ契約の詳細なコストを把握することは出来ない。

また、投資家にとっては通常、ETF経由で保有しているスワップ契約についてのデフォルト・リスクが存在する。スワップ取引に清算機関は介在しておらず、ETFは常にカウンターパーティーリスクに曝されている。さらに通常の決済業務における問題発生時等の対処方針なども明確にされていない。これまで同種問題が顕在化した事例はないが、スワップ契約には常に潜在的なリスクが存在する。

## ② 投資家教育の必要性

レバレッジ（インバース・レバレッジ）ETFは、対象となる株価指数の日中の変動について、レバレッジの付与されたリターンを投資家に提供している。しかし、長期的には、多くの投資家が想像するようなリターン（例：株価指数が20%増加したから、レバレッジ二倍のETF価格は40%増加する）は実現しない。これは、レバレッジ（インバース・レバレッジ）ETFの商品性に起因する。

ETFのポートフォリオマネージャーは、毎日の価格変動を確認した後、翌日も同様のリターンをETFが実現するよう、そのエクスポージャーを再調整する必要がある。ファンドが100ドルの投資について2倍のリターンを約束するインバース・レバレッジETFの場合、翌日の立会開始前に1200ドルのエクスポージャーをもたらすスワップが必要となる。しかし市場がその日110%上昇した場合、1200ドルは1220になり、投資価値は（20ドル減少し）80ドルとなる。そしてETFは160ドルのエクスポージャーが必要となるため、スワップ契約の一部を解除しなければならない。

そして投資家が同種ETFを継続保有した場合―指数の変動が激しい状態が続けば―投資家の保有資産は時間と共に悪化する（12倍の例を用いた場合、一年間でもし市場が10%上昇すると、投資家は通常の想定であれ

ば一三〇%のリターンを得る。しかし実際には一三〇%になる可能性も、あるいは市場が大幅に変動しなければ一五%程度にとどまる可能性も存在する)。

これらETFのリターンは、ETFの商品性に基づき、機械的に発生する。この点こそが、SECが問題視した点である。投資家はこうしたリターン発生メカニズムを理解しておらず、自主規制団体等には多くの疑問が日々寄せられ続けている(投資家からの質問・クレーム状況を分析した結果、ヘッジファンドや機関投資家は同種ETFのメカニズムを理解しているが、平均的な投資家やアドバイザーについて、その理解程度は低いとされる)<sup>(2)</sup>。

なお、SEC及びFINRAは、レバレッジ(インバース・レバレッジ)ETFについては、専門的知識を備え、商品性を理解していない個人投資家への勧誘は不適切であるとして規制してきた(FINRA(2009)等)。

### ③ ボラティリティ

最後の議論も、レバレッジ(インバース・レバレッジ)ETF等のもつ商品性に起因する事柄である。具体的には、レバレッジを使用しているファンドは、対象市場の価格変動(ボラティリティ)を拡大しているとの議論がある。

レバレッジ(インバース・レバレッジ)ETFは、レバレッジの付与されたリターンを実現するために、市場価格が上昇する際は買い手、市場が下落する際には売り手として行動する。当該行動は逆説的に見えるが、例えばETFがS&P500の二倍のエクスポージャーを設定している場合、同指数が上昇すればETFは追加的なエク

スポンジャーを取るためにスワップを入手する必要がある（一三倍のETFの場合は、スワップを減少させる必要がある）。

この時、ETF自信が株式を購入するわけではないが、結果として「ETFへのスワップ契約の提供者」（あるいは「スワップ契約者に先物取引を売却した者（スワップ契約者のカウンターパーティ）」、あるいは「ETF自身が直接」）は先物取引を売却する必要がある。そして同取引活動（ポジションのリバランス）は、最終的に先物取引市場を経由して、株式市場の変動を拡大する効果がある。

この場合、最終的に株式市場に与える効果の程度が問題となる。米国市場におけるレバレッジ及びインバースETFの規模はおよそ二七四ファンド、四二〇億ドルに達する。そのうち約二三〇億ドルが米国株式に関するものである。これは株式市場において5%の価格変動が発生した場合、二三〇億ドル分について四六億ドルのリバース取引を必要とすることを意味する（レバレッジ比率の絶対平均値は約二倍）。米国市場の平均的な取引金額は約二五〇〇億ドル超であることを考えると、この影響は小さいものではない。<sup>(3)</sup>

#### （4）規制提案をめぐる経緯と概要

本節では、今回のSECによる規制提案について、これまでの規制状況やその背景、今回の規制提案へ至る経緯について簡単に説明する。

まず、今回、証券取引委員会（SEC）は、一九四〇年投資会社法の新規則セクション184（「提案規則」）を、一九四〇年法の修正として提案した。

一九四〇年法は、投資信託（Mutual Funds）、上場投資信託（ETF）、クローズドエンド・ファンド、そして

ビジネス・デベロップメント・カンパニー（BDC）についての規制根拠である。<sup>(4)</sup>

一九四〇年法のセクション186<sup>(5)</sup>及び187<sup>(6)</sup>は投資信託及びクローズドエンド・ファンドがシニア証券取引（例えば種類株式、ファンドの資産中で優先支払い条項のある債務証券の発行、デリバティブ取引の契約等）を行う能力を制限しており、ファンドがそのポートフォリオにレバレッジを使用する行為を規制している。

その上で、SEC（及び同スタッフ）は長期間、ファンドによるデリバティブ取引や先渡し取引等は、シニア証券の発行行為に含まれるとの姿勢をとってきた。同解釈の下で、これらのタイプの取引はセクション186<sup>(5)</sup>において、投資信託について一般的に禁止されてきた（投資信託は銀行借入れを除き借金が一般的に禁止されている）。そして、投資信託はデリバティブ取引の使用が純資産の三〇〇%までセクション186<sup>(5)</sup>において制限され、クローズドエンド・ファンドについては二〇〇%までの使用がセクション186<sup>(5)</sup>において要件が設定された上で可能となっている（現在、米国の証券取引所等で取引されているレバレッジ（インバース・レバレッジ）ETFの倍率が最大三倍となっているのはこれら規定に基づく結果である）。

SECは、一九七九年の解釈リリースにおいて、ファンドが現金あるいは現金等価物を分別勘定で分別することとその支払債務を全額「カバー」している場合、その結果取引に関連するリスクは制限されることから、ファンドは逆現先契約、確定約定、残額引受契約及び同様の取引が可能と述べている。

なお、具体的に何が適切なカバレッジを構成するかは、時間と共に、大幅にSECガイダンス中で変化してきた。同ガイダンスは通常、商品対商品、及び業界慣行、ファンド登録書類についてのスタッフ・コメント・ペー  
スで示されてきた。SECスタッフは、ガイダンス（Release10666）で検討されたように、現金及び現金等価物  
よりも、流動性のある証券及び相殺取引を用いたカバレッジを承認してきた。<sup>(5)</sup>

さらに、SECスタッフは、ファンドの実際のエクスポージャーの認定について、全体のエクスポージャー（例：名目価値）よりも差金決済デリバティブの日々の値洗い価値に基づくカバレッジで承認してきた。時間の経過と共に、この正式なガイダンス（あるいは非正式な慣行）の下で、ファンドは、徐々にデリバティブ及び現物市場の双方を利用するリスクマネジメント戦略を開発し、個人投資家に代替的な投資戦略を提供することで、成長を実現してきた。

しかし、SECガイダンスのペースは、ファンドが用いているデリバティブ取引の種類の拡大や程度ほど速く展開していなかった。デリバティブ取引について、一部デリバティブによるカバレッジについてガイダンスが欠けていたことで、多くのファンドが非公式なスタッフのガイダンス（常に公表されたわけではない）を求め、また他のファンドの実効性のある登録書類のディスクロージャー（常に全文が開示されていたわけではない）を分析しつつ、他のタイプのデリバティブに関する既公表のガイダンス内容から推定する（常に一貫していたわけではない）こととなった。金融債務取引について、大半のファンドはデリバティブ取引と同様の方法で、空売り及び買現先契約でカバーしている。

こうした状況は、連邦証券法に関する、アメリカ弁護士協会のビジネス法セクションのタスクフォースの二〇一〇年報告書「投資会社によるデリバティブ及びレバレッジの使用」(Investment Company Use of Derivatives and Leverage Task Force) 内で述べられている (American Bar Association (2010))。

同報告書がSECに提出された翌年、SECはファンドによるデリバティブの使用に関する事柄について一般の見解を募るために「コンセプト・リリース」を発表した。タスクフォースレポートと同様に、コンセプト・リリースはファンドによるデリバティブの使用（レバレッジ、多様化及び集中化、証券関連発行者へのエクスポー

ジャー、会計及び財務報告、価格付け及び流動性、ディスクロージャー等を含む）に関する幅広い事柄についてコメントを求めた（SEC (2015a)）。今回の提案規則は、同コンセプト・リリースの内容を踏まえて、SECが提案・採択したものである。

### 3 提案規制の詳細

以下の内容は主に、Runyan (2016), "No Longer Conceptual: SEC Proposes Significant Regulations Governing the Use of Derivatives and Other Transactions by Registered Funds and BDCs"<sup>6)</sup>による。

#### (1) 規制の現状

これまでSECは、一九四〇年法及びSECの示すガイダンスに基づき、ファンドがデリバティブ取引や、デリバティブ取引等と同様の効果を示す金融債務取引（financial commitment transaction）の契約を認めてきた。

今回の提案規則は、投資信託等のファンドに対して、同法セクション18において原則的にシニア証券の発行を禁止及び制限した上で、新たな規制条件下でのデリバティブ取引及び金融債務取引を行うことを認めている。<sup>(6)</sup>

（金融債務取引とは、スワップ取引（有価証券スワップを含む）、先物取引、先渡し取引、オプション取引（及びこれら取引の複合的な取引）、ファンドが当該取引の契約終了時（あるいは有効期間中、早期の契約終了時）に、現金支払いや他の資産の引き渡しを要求される取引を指す。本稿においては、指数スワップ等のスワップ取引を中心に想定している。）

提案規則中、SECは以前のシニア証券の発行は不相当とする見解を述べ、それとなく、ファンドが不相当な

量のレバレッジを取得することを認めてきたスタッフの解釈を批判している。その上で、ファンドの高いデリバティブを使用し、ポートフォリオにレバレッジをかける投資戦略（例えば、相対的に高いレバレッジを使用したETF）の一九四〇年法の下での運用を、排除しようとしている。

提案規則が施行された場合、SECは長年に渡るガイダンスを撤回することから、ファンドはデリバティブ取引等を継続するために、提案規則中のレバレッジ制限、資産カバー要件を満たす必要がある（また別途、一部ファンドについては、正式なデリバティブ・リスクマネジメント契約の採用等を行う必要もある）。

## (2) 規制提案のポイント

提案規則は、原則としてファンドによるシニア証券の発行を禁止している一九四〇年法セクション106の要件（BDCについてはセクション61で）にもかかわらず、例外的にファンドがシニア証券取引を行うことを認めている。その要件は大別して以下の三点である。

### ① デリバティブの使用制限

提案規則は、ファンドのシニア証券取引に際し以下の二つの代替的なポートフォリオ制限に従うことを要求している。（シニア証券取引には、あらゆるデリバティブ取引及び金融債務取引が含まれる）。

ファンドはファンドのエクスポージャーをシニア証券取引について純資産の一五〇%までに制限する「エクスポージャー・ベース・ポートフォリオ制限（A）」に従わなければならない。あるいは、ファンドがそのポートフォリオの市場リスクを減少させるためにデリバティブ取引を使用する場合には、ファンドは「リスクベースの

ポートフォリオ制限（B）」に従い、そのシニア証券取引に対するエクスポージャーを純資産の三〇〇%まで制限される。

ファンドが提案規制に従う場合、独立取締役が過半数を占めるファンドの取締役会は、ファンドが従う（A）あるいは（B）の代替的なポートフォリオ制限の一つを選択しなければならない。

（A）エクスポージャー・ベースのポートフォリオ制限（…原則的な規制）

エクスポージャー・ベースのポートフォリオ制限の下で、ファンドはシニア証券取引の総額エクスポージャーを純資産の一五〇%まで、制限することを要求される。ファンドのエクスポージャーとは「ファンドのデリバティブ取引の名目総額」「金融債務取引におけるファンドの債務総額」、そして「その他シニア証券取引に関する負債総額」の合計である。同制限は、ファンドのエクスポージャーの水準（「エクスポージャーの総額」及び「デリバティブ及び他のシニア証券取引の使用を通じて得る潜在的なレバレッジ量」）に制約を課すことを意図している。

（B）リスクベースのポートフォリオ制限（…例外的な規制）

リスクベースのポートフォリオ制限の下では、ファンドはそのシニア証券取引に対するエクスポージャー総額を純資産の三〇〇%まで増加させることが可能となる。同制限の採用は、ファンドがValue at Risk (VaR)ベースのテスト実施することで、デリバティブ取引を使用しなかった場合よりも市場リスクが減少している場合にのみ限定される。

ポートフォリオの潜在的な損失を評価するためのVaRモデルは「ファンドの投資に関連するあらゆる有意で特定可能な市場リスク要因を組み込むこと」「当該要因には、株価変動リスク、金利リスク、クレジット・

スプレッドリスク、外国為替リスク及び商品価格リスク、ファンドのボラティリティの変化に対するデリバティブ取引の市場価値の感度、その他の重要な市場リスク要因が含まれること」等の要件を満たさなければならぬ。

また、VaRは、最小信頼区間九九%を使用し、営業日ベースで一〇日以上から二〇日未満のタイム・ホライズンを使用し、時系列VaRを推定するために、最低でも三年間の時系列データを使用することが義務付けられている。

## ② 資産の分離

ファンドは、その「デリバティブ取引」及び「金融債務取引」について、カバーすべき資産を分別しなければならぬ。同分別要件は、ファンドによるデリバティブ取引の安全性確保を意図している。

### (A) デリバティブ取引

ファンドは、各デリバティブ取引について「適格カバレッジ資産」の維持を要求される。その内容は、(i) 取引におけるファンドの日々の値洗い債務、及び(ii) 取引の結果発生する潜在的な将来の損失・支払い債務に対処するための追加的カバー資産である。

適格カバレッジ資産は、現金（及び現金等価物）から構成される（一部例外あり）。適格カバレッジ資産は、デリバティブ取引をカバーするために使用され、金融債務取引をカバーするために使用されない（デリバティブと金融債務取引の分離）。

デリバティブ取引について、ファンドの値洗い債務の分別は、SECの現行ガイダンスから大幅に規制が強化

されている。この結果、現行SECガイドンスにおける取扱いに比して、ある種のデリバティブ取引（例・クレジット・デフォルト・スワップの売り、あるいは物理的に決済される先物または先渡し取引）について、カバーすべき資産額が上昇する。

これまでは、カバー資産内容について、株式や非投資適格債券も流動的資産として認められてきたが、現金（あるいは現金等価物（例・米国債、機関証券、銀行預金、CP及びMMF））のみが分別対象となっている。

値洗いカバレッジとは、ファンドがその決定時にデリバティブ取引を解除する場合、一般的に公正な負債価値で、ファンドが支払い可能な「値洗いカバレッジ量」として計測、分別が要求される。

追加的ナリスクベースのカバレッジとは、分別している値洗いカバレッジに加えて、ファンドがデリバティブ取引を「ストレスのある状況下で解除する場合に」支払が必要とみなされる「リスクベースのカバレッジ量」を指す。

値洗いカバレッジ量及びリスクベース・カバレッジ量は、最低でも営業日ベースで計算され、ファンドの純資産価値の算出過程の一部として取り扱われる。

適格カバレッジ量の計算に際して、取引のネットインクが認められているが、適格カバー資産についてはエクスポージャーを相殺する他のデリバティブ取引は認められない。その結果、「適格カバー資産」は現金あるいは現金等価物のみとなり、これまで認められてきた株式あるいは非投資適格債券といった他の流動資産の使用や、そのデリバティブ取引を「カバー」するための相殺取引の実行は適格カバー資産の対象外となる。

#### (B) 金融債務取引

ファンドは金融債務取引について、（少なくとも）取引に関連する金融債務に等しい額の資産カバレッジを要

求される。ファンドが特定資産の引渡し債務を有する場合、金融債務は営業日ベースで計算される当該資産に等しい額となる。金融債務取引をカバーするために使用される適格カバー資産は、デリバティブ取引をカバーするために使用してはならない。

また、デリバティブ取引について提案されたカバレッジ資産とは対照的に、提案規則はファンドにその金融債務取引によるファンドの債務全額の維持を要求している。これは、SECの見解では、デリバティブ取引に比較して、ファンドはその金融債務取引の全債務を満たすよう要求される可能性が高いことによる。

デリバティブ取引と同様に、金融債務取引についても「適格カバー資産」は、(i) 現金及び現金等価物、あるいは(ii) ファンドが取引に特定の資産の引渡しにより、その債務を満たすいかなる金融債務取引についての、いずれかである。

### ③ デリバティブ・リスクマネジメントプログラムの設定

提案規則は、以下の要件を満たすファンドについて、文書化されたデリバティブ・リスクマネジメントプログラムの採用を要求している。対象となるのは、(i) 総名目デリバティブ・エクスポージャーが五〇%閾値を超える、あるいは(ii) 複合的なデリバティブ取引を使用している、場合である。

対象となるのは、デリバティブ取引の名目エクスポージャーのみであり、金融債務取引やその他シニア証券取引のエクスポージャーは含まれない。また「エクスポージャーが純資産の五〇%を超えず」「複雑なデリバティブ取引を使用しない」で、「名目エクスポージャー総額についてポートフォリオ制限に従うファンド」に対してはデリバティブ・リスクマネジメントプログラムの採用が要求されない。

(A) デリバティブ・リスクマネジメントプログラム

デリバティブ・リスクマネジメントプログラムは、指定デリバティブ・リスクマネージャーによって統括される。同プログラムは、(最低でも)、(i) ファンドのデリバティブ取引に関連するリスクの評価、(ii) ファンドのデリバティブ取引リスクの管理、(iii) 合理的なファンドのポートフォリオマネジメントからの分別、(iv) プログラムの再調査、等の四要素を満たすよう設計されなければならない。その詳細は以下のとおりである。

(i) リスク評価：(最低でも) 検討するリスクとして「潜在的なレバレッジの評価」「市場リスク」「カウンターパーティーリスク」「流動性及びオペレーショナルリスク」等が挙げられる。

(ii) リスクマネジメント：通常の(あるいはストレスのある)状況下において、ファンドは合理的にデリバティブ取引のリスクを管理する方針及び手続を設定する必要がある。同方針等には、以下のものが含まれる。

(a) 「投資家へのディスクロージャー」及び「ファンドに適用されるポートフォリオ制限」と同様であり、ファンド(あるいはそのアドバイザー)によって設定された投資ガイドラインと整合的なデリバティブ取引を行うための監視。

(b) デリバティブ取引から生じるリスクについて、必要に応じたファンドのポートフォリオマネージャーあるいはファンド取締役会への通知。

(iii) 分別管理：ファンドの取締役は、ファンドのポートフォリオマネージャーがデリバティブ・リスクマネジメントプログラムの内容と異なる行動をとる懸念があることから、ポートフォリオマネージャーがプログラムと整合的な行動を取るよう、管理する必要がある。

(iv) プログラムの見直し：最低でも一年に一度は定期的にプログラムの再調査を行い、必要に応じて内容を更新

する必要がある。

(B) デリバティブ・リスクマネージャー…

ファンドのデリバティブ・リスクマネージャーを設置しなければならない。デリバティブ・リスクマネージャーはファンドの従業員、執行役員、あるいはアドバイザーである。デリバティブ・リスクマネージャーはファンドの（独立取締役が多数を占める）取締役会で承認され、ファンドのデリバティブ・リスクマネジメントプログラムの管理に責任を有する。

#### ④ 拡大する取締役会の義務

提案規則は、ファンド取締役会の監督責任を強化しており、以下の方針及び手続の承認・監視を要求している。

(i) ファンドの適切なポートフォリオ制限（シニア証券取引についての、一五〇%のエクスポージャー・ベースの制限あるいは、三〇〇%のリスクベースの制限のいずれか）の選択及びコンプライアンス。また、該当する場合には、デリバティブ・リスクマネジメントプログラムに伴う、五〇%の純資産制限）を伴う選択及びコンプライアンス。

(ii) 適格資産（デリバティブ取引のリスクベースのカバレッジ量、金融債務取引に関する非現金資産の分離の妥当性を含む）の選択と分離、監視。

取締役会には、デリバティブ・リスクマネジメントプログラムの承認とデリバティブ・リスクマネージャーの指定、そしてその後のプログラムの監視及び実効性の確保が義務付けられる（ファンドのプログラムの承認、プ

プログラムに対する要因 (material) の変更、ファンドのデリバティブ・リスクマネージャーの指定、最低四半期毎の (プログラムの適切性、効果を記した) デリバティブ・リスクマネージャーによる報告書のレビュー等を含む)。

提案規則は、技術的なコンセプト (ポートフォリオ制限のツールとしての CDO、デリバティブ・リスクマネージメントプログラムに基づく監視) や、高度のデリバティブに関する知識 (リスクベースの複雑なデリバティブ取引のカバレッジ量等) 理解等、実質的な負担増を取締役に課している。

これら監視義務を満たすために、取締役会はデリバティブ取引の使用、開発や監視、またコンプライアンス、リスク、運用、法律等ファンドマネジメントについて十分な知識・情報を有する人材を雇用しなければならない。また必要な手続きを管理するために、必要に応じて外部コンサルタントと密接な連携も選択肢となる。

たとえファンドがデリバティブの使用を、純資産の五〇%以下の総名目エクスポージャー閾値内に止めるとしても、ファンド及びその取締役会、アドバイザーはデリバティブ・リスクマネジメントプログラムの採用を検討する必要がある得る。

### (3) 提案規則における留意点と考えられる影響

#### ① 他の規則との関係

提案規則については、他の規制事項との関係など、最終的な規則詳細や施行時期について不明な点が存在している。

まず、SECは未だにドッド・フランク・ウォール街改革・消費者保護法 (Dodd-Frank Wall Street Reform

and Consumer Protection Act) の規則詳細について、提案及び採択作業を終えていない。同法は大型ファンド（及びそのアドバイザー）に対し、ストレステストの実施を要求しており、本提案規則との調整について未確定な部分が存在する。

また、本規制提案に先立ち、二〇一五年九月にSECは投資信託及びETFに対して、流動性リスク管理及び情報開示の強化規則を提案・採択している（SEC (2015b)）。同規則案（"SEC Proposes Liquidity Management Rules For Mutual Funds And ETFs"以下「投資信託の流動性管理提案規則」）が最終的に施行された場合、本提案規則との調整が必要な箇所が多く、ファンド運営会社に負担となる可能性がある。なお「投資信託の流動性管理提案規則」は、(MMFを除く) 投資信託及びETFについて、流動性リスク管理プログラムの導入、ファンドの流動性及び解約に関する情報開示の強化、レバレッジ、デリバティブ利用、ストレステスト、運用会社の経営難に際した清算計画等を提案している。

## ② 投資信託会社への影響

提案規則が施行された場合、これまで投資信託等ファンドによるデリバティブ取引やシニア証券取引を規定してきた、リリース一〇六六六（及びそれに続くSECスタッフ・ガイダンス）は無効とされ、ファンドはデリバティブ取引及び金融債務取引の契約が提案された規則の認める範囲内でのみ取引可能となる。

この結果、多くのレバレッジ（インバース・レバレッジ）ETFについて取引終了を余儀なくされる。（レバレッジが一倍のインバースETF、レバレッジ（インバース・レバレッジ）比率が一・五倍以内のETFについては問題ない）。（なお現在、二倍以上のレバレッジ（インバース・レバレッジ）を使用したファンドは（ETF

を含め)二〇〇以上、資産残高は四二〇億ドルに達するとされる(Nadig(2015))。

しかし実際には、提案規則のレバレッジ制限及び資産カバリー要件は、より幅広いファンドに影響する可能性がある。例えば、実質的なデリバティブ使用によつて投資戦略を追及するファンド(絶対リターン・ファンド、コモディティ・ファンド、通貨ファンド、制約のないあるいは非伝統的な債券ファンドや)は、提案規則の対象となるために、その戦略を修正しなければ、「ファンドを清算する」「SECへの登録を止めてプライベート・ファンドになる」、あるいは「SECの規制を離れて」CFITCにコモディティ・プールとして登録されているコモディティ・ファンドとなる」ことが選択肢となる。

また、ファンドがSECの提案規則に従う(ファンドがデリバティブの使用を諦めてその投資戦略を修正し、証券市場での運用を選択する)としても、流動性リスクの増加に直面する。ヘッジファンドのクローズドエンドあるいはプライベート・ファンド、BDCなどのファンドは資本制約から適格資産を分離する必要がある、ファンドのアドバイザーが制限される。結局、これらのタイプの商品はその投資戦略を変更する、あるいはリテール市場から撤退することとなり、結果として投資家は一九四〇年法の保護に伴う(現行では利用可能な)登録ファンド商品の利用が不可能となる。

SECの規制内に留まるとしても、ファンドの取締役会の負担増、リスク管理の強化などファンドの固定的コストが増大することから、ファンドのスポンサーは大型化し、結果として、大型ファンド(及び多様なファンド)のアドバイザーが、(ファンド・プラットフォームの汎用的なプログラムを開発、運用、監視による効率化の結果)、他のファンドとの競争上、有利になる可能性も考えられる。

なお、ProShares<sup>®</sup> レバレッジ(及びインバース・レバレッジ)が二倍(×2X及び×(-2))のETFについて

ては、提案規則が施行された場合でも、ETFの上場継続は可能と認識している旨の声明を発表している（レバレッジが三倍のETFについては上場継続の可否を検討中とのこと）。同声明の根拠として、「SECは、デリバティブを使用したエクスポージャーを純資産の一五〇％に制限しているが、ファンドの総エクスポージャーについては制限を提案していないことから、デリバティブ及び株式等の組み合わせにより× $\infty$ （及び×（ $\infty$ ）のファンド提供は可能と判断している」とのことであり、今後の対応が注目される（ProShares(2016)）。

#### 4 終わりに

以上のように、SECの提案規則は、ETFやクローズエンド・ファンド等のファンドによる、デリバティブ取引の使用やリスク管理について、現行の規制枠組みを改変し、新たな負担増を投信設定者（スポンサー）に課すものである。

規制提案は、指数スワップ等、ETF・投資信託の保有する資産の価格変動リスクに加えて、流動性リスクやカウンターパーティーリスクを意識したと考えられるが、その影響としては、システミック・リスクに注目するのみならず、結果として、投資家保護の問題、株式市場の変動についても問題解決を図る形になっている。

提案規則が最終的に施行された場合、高いレバレッジ比率を採用したETF等の利用が不可能となるなど、証券市場に与える影響は大きい。また、当該政策をめぐる議論内容は―商品の組成方法が一部異なることから全面的ではないにせよ―今後我が国証券市場においても議論の対象となる可能性もある。

注

- (1) SECの提案規則としてSEC (2015a) "Use of Derivatives by Registered Investment Companies and Business Development Companies"を参照。
- (2) レバレッジを使用したETFの商品性については、法稿(二〇一七)を参照。
- (3) 日本市場におけるレバレッジETFのリバランス効果を測定したものととして法稿(二〇一七)が存在する。
- (4) BDCのSECの発行の要件に関する法稿(二〇一七)を参照。"BDCs are closed end investment companies (BDCs were created by Congress in 1980 in order to create a form of investment vehicle that would supply capital to private and thinly traded U.S. based operating companies and that could do so within a modified regulatory framework compared to registered investment companies."。参考：https://www.sec.gov/comments/s7-24-15/s72415-126.pdf)
- (5) ガイダンスとしてSECの法稿(二〇一七)を参照。Securities Trading Practices of Registered Investment Companies, Investment Company Act Release No. 10666, 44FR25128 (April 27, 1979) ("Release 10666")  
(https://www.sec.gov/divisions/investment/inseniortsecurities/ic-10666.pdf)
- (6) シニア証券としての要件に関する法稿(二〇一七)。Section 18(g) of the Investment Company Act defines "senior security," in part, as "any bond, debenture, note, or similar obligation or instrument constituting a security and evidencing indebtedness," and "any stock of a class having priority over any other class as to the distribution of assets or payment of dividends." The definition excludes certain limited temporary borrowings. ((Concept release "Use of Derivatives by Investment Companies under the Investment Company Act of 1940" (Release No. IC-29776; File No. S7-33-11))  
(http://www.sec.gov/rules/concept/2011/ic-29776.pdf)を参照)

## 参考文献

- American Bar Association (2010) "Investment Company Use of Derivatives and Leverage Task Force", 2010 July, (<https://apps.americanbar.org/buslaw/blt/content/ibj/2010/08/0002.pdf>)
- Nadig, David.,(2015), "SEC Chases ETF Boogeyman: Geared Funds", December 10, 2015, (<http://www.ETF.com/sections/blog/sec-chases-etf-boogeyman-geared-funds?nopaging=1>)
- FINANCIAL STABILITY OVERSIGHT COUNCIL (2014) "Notice Seeking Comment on Asset Management Products and Activities Docket No. FSOC-2014-0001" (<https://www.treasury.gov/initiatives/fsoc/rulemaking/Documents/Notice%20Seeking%20Comment%20on%20Asset%20Management%20Products%20and%20Activities.pdf>)
- FINRA (2009), "FINRA Reminds Firms of Sales Practice Obligations Relating to Leveraged and Inverse Exchange-Traded Funds" (Regulatory Notice 09-31) (<http://www.finra.org/sites/default/files/NoticeDocument/p118952.pdf>)
- Runyan, Nicole M., (2016), "No Longer Conceptual: SEC Proposes Significant Regulations Governing the Use of Derivatives and Other Transactions by Registered Funds and BDCs", *Stroock Special Bulletin*, January 11, 2016, (<http://www.stroock.com/publications/no-longer-conceptual-sec-proposes-significant-regulations-governing-the-use-of-derivatives-and-other-transactions-by-registered-funds-and>)
- ProShares (2016), "Statement from ProShares Regarding the SEC Derivatives Proposal" 2016 Feb 9, ([http://www.proshares.com/news/statement\\_from\\_proshares\\_regarding\\_the\\_sec\\_derivatives\\_proposal.html](http://www.proshares.com/news/statement_from_proshares_regarding_the_sec_derivatives_proposal.html))
- SEC (2015a), "Use of Derivatives by Registered Investment Companies and Business Development Companies" (Release No. IC-

- 31933; File No. S7-24-15), 2015 December, (<https://www.sec.gov/rules/proposed/2015/ic-31933.pdf>)
- ・ SEC (2015b), "SEC Proposes Liquidity Management Rules For Mutual Funds And ETFs", 2015 September, (<https://www.sec.gov/news/pressrelease/2015-201.html>)
  - ・ 岡田功太「米国SECによる投信・ETFのデリバティブ取引規制改革案―レバレッジド・インバースETFに対する影響―」、野村資本市場クォーターリー二〇一六年春号、(<http://www.nicmr.com/nicmr/report/repo/2016/2016spr05web.pdf>)
  - ・ 岡田功太「米国の投信及びETFの流動性リスクをめぐる議論」、野村資本市場クォーターリー二〇一六年冬号、(<http://www.nicmr.com/nicmr/report/repo/2016/2016win09web.pdf>)
  - ・ 志馬祥紀(二〇一二年)「レバレッジETFを巡る議論―デリバティブを組みこんだETFの紹介とSECの動き―」『証研レポート』(二六七〇号)、証券経済研究所、二〇一二年二月
  - ・ 志馬祥紀(二〇一六年)「レバレッジETFと株式市場―二〇一六年一月の市場分析―」『証研レポート』(二六九六号)、証券経済研究所、二〇一六年六月

(しま よしのり・客員研究員)

## 国債市場特別参加者制度と最近の国債市場

三菱東京UFJ銀行の特別資格返上に関連して

篠田 優

はじめに

二〇一六年七月一五日、三菱東京UFJ銀行は国債市場特別参加者制度（いわゆる日本版プライマリー・デューラー制度、以下PD制度）への参加者資格を返上した。

PD制度は、シ团引受方式に代わる国債安定消化のための仕組みとして、二〇〇四年に導入された制度である。同制度参加者は、発行予定額の四%以上の応札責任を負うこと等と引き換えに、国債市場特別参加者会合に参加し、財務省や他のプライマリー・デューラーと直接情報交換する特別資格等が与えられる。このような責任と特別資格の関係において、これまではプライマリー・デューラーにとってメリットの方が大きいとされてきた。

しかし、近年までに、この責任と特別資格のバランスに変化が生じた可能性がある。三菱東京UFJ銀行が参加資格を返上したことも、こうした変化と関係があるのではないか。

### 1 三菱東京UFJ銀行の国債市場特別参加者資格の返上

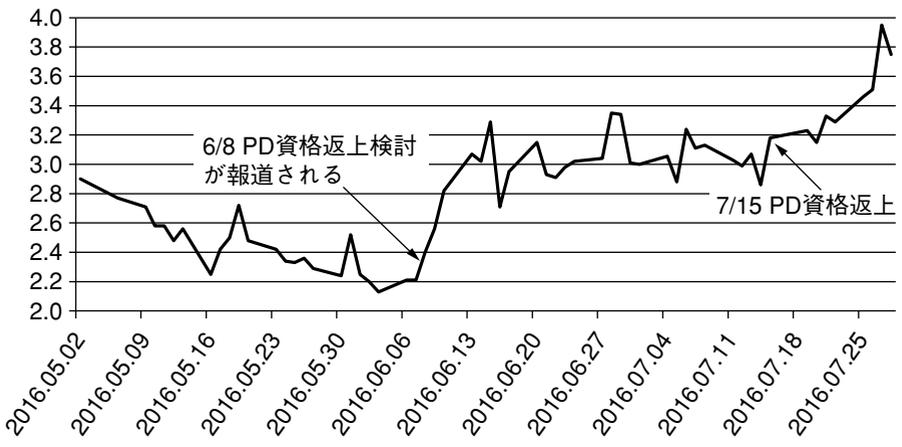
三菱東京UFJ銀行が財務省にPD資格の返上を申請したのは、二〇一六年七月一三日であった。これを受け

て財務省は、同日、七月一五日付けで同行がプライマリー・ディーラーから外れると発表した。PD資格の返上は昨年一月にアール・ビー・エス証券も行っているが、国内の金融機関の返上は三菱東京UFJ銀行が初めてであった。

三菱東京UFJ銀行は、これまで同制度において非常に高いプレゼンスを示してきた。例えば、同行の応札額・落札額はプライマリー・ディーラーのうち上位五社以内に入ることが多く、上位一〇社にはほぼ毎回入っていた<sup>(1)</sup>。また、現時点ではメガバンク三社のうち最も多くの国債を保有している。そのようなこともあってか、同行が資格返上を検討していることが初めて報道され、さらに同行関係者もそれが事実であると認めた六月八日には、(本件による影響がすべてではないが)国債市場のボラティリティは上昇した(図表1)。そして実際に資格を返上した七月一五日以降も、ボラティリティは上昇を続けている。

ところで、三菱東京UFJ銀行はなぜPD資格を返上したのか。このことについて、同行が七月一三日にグループ三社の連名で公表した文書では以下のことが示されている<sup>(2)</sup>。

図表1 日本国債のボラティリティ



(出所) JPX

- 国債市場特別参加者資格の返上は、銀行と証券会社の業務や機能の集約、グループ一体的な運営強化の観点から行うもので、日本における国債のプライマリー・ディーラー資格に関わる機能は、三菱UFJモルガン・スタンレー証券に集約する。

- 今後は、三菱UFJモルガン・スタンレー証券がプライマリー・ディーラー業務を担い、三菱東京UFJ銀行は投資家として入札に参加することで、三菱UFJファイナンシャル・グループ全体として引き続き国債発行の安定的な消化・流通への責務を果たす。

- 三菱東京UFJ銀行にとって、日本国債はバランスシート運営、流動性管理、担保繰り運営の観点で極めて重要な資産で、今後も国債保有額を十分維持する。

(出所) 三菱UFJファイナンシャル・グループウェブ(2016)を著者編集

簡潔にまとめると、三菱東京UFJ銀行のPD資格返上はグループ内の役割分担が目的で、同行が国債から離れることを意味するものではない、と述べられている。一方で、日本経済新聞電子版では、同行の内田和人常務執行役員がPD資格返上申請日に述べた以下のようなコメントを紹介している。<sup>(3)</sup>

- グループ全体でみれば国債に対するスタンスが変わったわけではない。
- 取引の担保にする目的以外ではマイナス金利水準の国債に投資をしない。
- 金融規制が強化されていくなかで、国債の短期売買にはより説明責任が求められるようになる。

● 国債発行の安定消化には引き続きトップレベルの貢献をしていきたい。

(出所) 日本経済新聞電子版「三菱UFJ、国債保有は最低限に 特別資格返上発表」二〇一六年七月一四日配信記事を著者編集。

コメントにみられる金利水準と金融規制については次節で掘り下げるが、いずれにしても同氏の発言のいくつかに、三菱東京UFJ銀行の本音が垣間見える。

また、この約一か月前の六月一〇日、同行の小山田隆頭取は、大阪銀行協会会長就任会見で「(PD資格の返上検討に関連して) マイナス金利化が進んでいるなかでプライマリー・ディーラーとして落札業務をすべて履行するのは難しい環境」と発言している。<sup>(4)</sup> さらに、PD資格返上申請の当日、三菱東京UFJ銀行はNHKの取材にたいし、「今後の経営環境や市場環境しだいでは、特別な資格の取得に向けて再申請をする可能性もある。」と発言している。<sup>(5)</sup> 裏返せば、現在の国債市場の状況等から経営判断を行った結果としてプライマリー・ディーラーとしての資格を返上した、という意味になる。

このように、三菱東京UFJ銀行のPD資格返上は、建前としてはグループ内の役割分担が目的とされているが、本音は国債市場の現状や今後の見通しを考慮しての判断であった面があると言えよう。

## 2 現在の国債市場と三菱東京UFJ銀行の国債保有状況

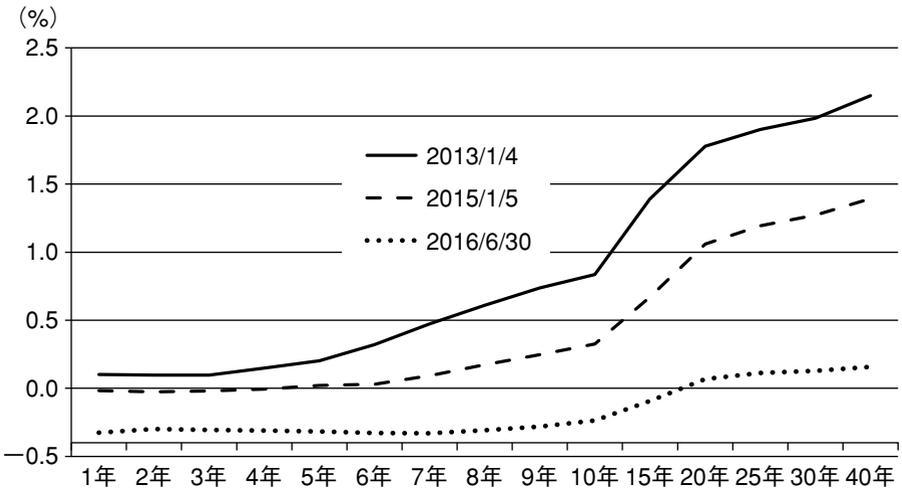
三菱東京UFJ銀行のPD資格に関連して、同行の関係者は、前節で取り上げたように国債金利状況や金融規制強化について言及している。そこで本節では、これらの点について具体的に検討したい。

まず国債利回りのマイナス化についてであるが、日本銀行によるQQEが導入される前の二〇一三年一月時点

における国債利回りは、すでに低い水準にあったもののすべての年限でプラスであった（図表2）。ところが二〇一三年四月以降は、量的・質的金融緩和（QQE）の導入や拡大、そしてマイナス金利付きQQEの導入が行われたこともあり、国債利回りは大きく下落した。そして二〇一六年六月末時点では、発行額の最も大きい中長期ゾーンの一五年期までマイナスとなっている。投資家は、通常は利回りがプラスの国債を購入するため、今後もより長い年限の国債が買い進められればイールド・カーブがさらにフラット化する可能性がある。

国債利回りという点では、応募者平均利回りについても検討が必要である。プライマリー・デファイラーは、発行予定額の四％に相当する金額を応札する責任があり、さらに直近2四半期中に入札で発行される国債のうち中長期債は一％以上、短期債は〇・五％以上を落札する責任も負っている。そこで国債応募者平均利回りをみると、二〇一六年一月末のマイナス金利導入以降には顕著に低下し、二〇一六年六月末時点では五年期国債でマイナス〇・二三％、一〇年期国債がマイナス〇・一％と長期ゾーンまでマイナス化している（図表3）。証券会社のよ

図表2 日本国債のイールド・カーブ

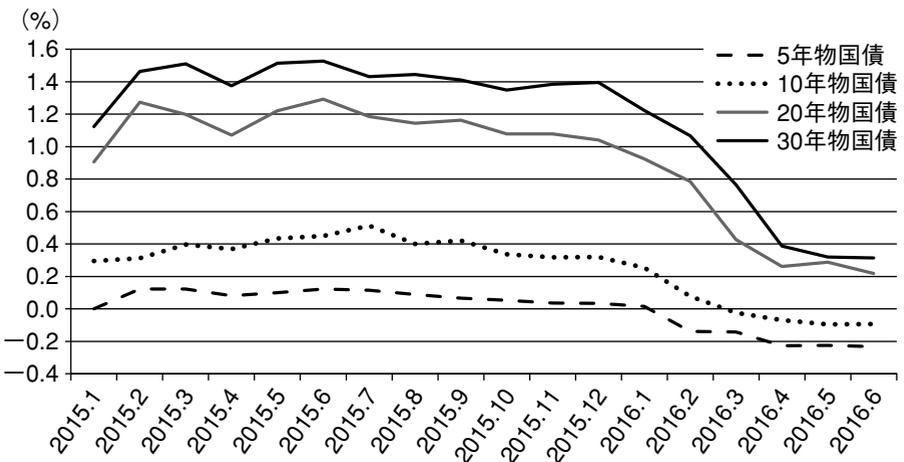


(出所) 財務省

うに落札した国債の多くを他者へ売却するのはことなり、長期保有も視野に国債の落札責任を果たす銀行にとって、この状況では積極的な入札は困難だろう。しかも、落札責任を果たした後に日本銀行の買入オペで売るなどしても利鞘は薄いうえ、現行のマイナス金利政策のもとでは、売却によって得た代金は政策金利残高に組み込まれマイナス金利が適用されるという問題もある。三菱東京UFJ銀行がプライマリー・ディーラーおよび投資家としての国債との関わり方を変化させた背景には、このような国債市場の状況が関係していたと考えられる。

つぎに金融規制との関連であるが、直接の言及はないものの、ここではバーゼル銀行監督委員会が二〇一六年四月二一日に公表した「銀行勘定の金利リスク（IRRBB）」などを意識した可能性がある（実施は二〇一八年を予定）。IRRBBは、満期保有目的の資産を保有する銀行勘定と、短期売買する資産を保有するトレーディング勘定との間の規制において整合性を高めることや、保有資産の将来的な価値下落（金利上昇）リスクに備えること等を目的に導入が決まったものである。通常、銀行は銀行勘定で国債を保有する。しかし近年では日銀トレードなどで短期売買

図表3 国債応募者利回り推移（月平均）



(出所) 財務省

することが多く、ここに矛盾が生じている。今後IRRBBのもとで監督機能が強化された場合、この矛盾の説明（是正）が求められる可能性もある。三菱東京UFJ銀行はこれらの点も懸念していると考えらえる。

ところで、三菱東京UFJ銀行の国債保有額をみると（図表4）、同行は二〇一六年三月時点で約二兆円の国債を保有しており、メガバンク三行のなかでも最も多い。みずほ銀行が約一九兆円と続くが、三井住友銀行は約一〇兆円であり三菱東京UFJ銀行は三井住友銀行の二倍以上の国債を保有している。しかし、三菱東京UFJ銀行は二〇一三年三月期には約四兆の国債を保有しており、それから三年後の二〇一六年三月期にまでに国債保有額を約四七%減らしている。三井住友銀行が約六〇%減らしていることと比べれば割合的には少ないものの、金額で見れば二〇兆円減と最も大きい（みずほ銀行は同期間で保有額を増加させている）。

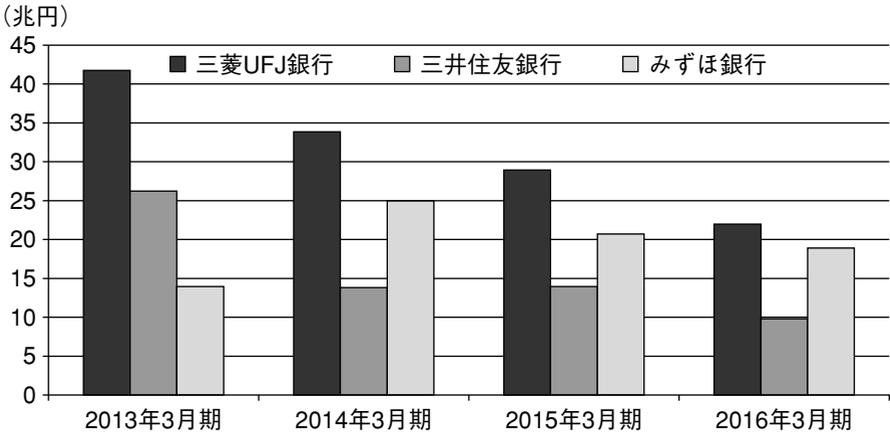
また、多くが国債関連と考えられる国債等債券売却益についても、三菱東京UFJ銀行はQQE開始以降に大きく減らしている（図表5）。この背景には、国債価格の上昇で利鞘が圧縮されていることもあるが、それでも多くの金融機関が日銀トレードにより利益を積み増していることとは大きく異なる。具体的には、二〇一三年三月期の時点では約三八〇〇億円の売却益があったものの、二〇一六年三月期には（前年よりはわずかに増加したものの）約四三%減の二二〇〇億円となっている。これは、三井住友銀行やみずほ銀行が二〇一四年三月期以降は前年比で売却益を増やしていることとは異なる（ただし、三井住友銀行も二〇一三年三月期と比較すれば二〇一六年三月期までに売却益を約半分に減らしている）。

このように、既発債利回りと新発債応募者利回りが長期ゾーンまでマイナス化するなか、三菱東京UFJ銀行は二〇一三年以降に国債保有額を急速に減少させている。また、国債応募者利回りが主要発行銘柄（年限）の一〇年物ゾーンまでマイナス化するなかでは、プライマリー・ディーラーとしての役割を果たすことに支障をきた

すことも有り得る。それもあつてか、同行がプライマリー・ディーラーであった二〇一五年から最近にかけて、落札額を減らしている<sup>(6)</sup>。

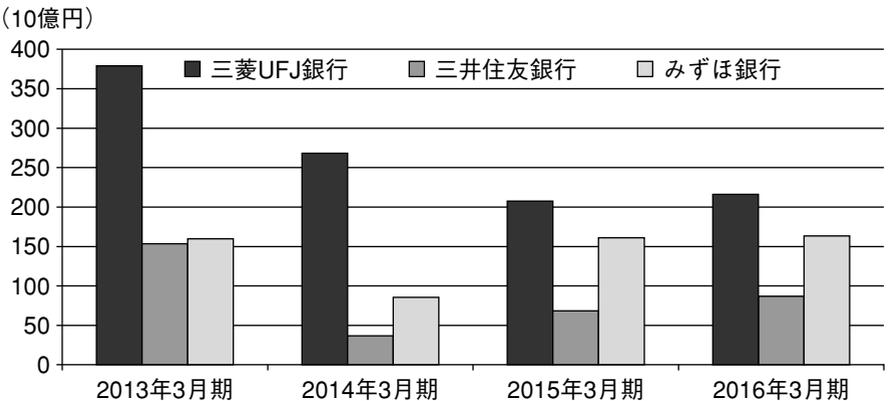
ただし、このような問題は三菱東京UFJ銀行に限らず他のプライマリー・ディーラーも問題を共有しており、また他にも多くの問題を抱えていた。その具体的な内容は、つぎにみる国債市場特別参加者会合の議事録から垣間見える。

図表4 メガバンクの国債保有残高(期末)



(出所) 各社有価証券報告書より

図表5 メガバンクの国債等債券売却益(期末)



(出所) 各社有価証券報告書より

### 3 国債市場特別参加者会合議事録の検討

国債市場特別参加者会合とは、プライマリー・ディーラーと財務省が、国債発行計画や国債需要動向、国債管理政策などについて直接の意見交換を行う会合である。同会合に参加する特別資格は、プライマリー・ディーラーにとって大きなメリットとされている。

同会合の議事録<sup>(7)</sup>から読み取れることのうち、とくに注目される論点について取り挙げると、QQE導入後は、国債流動性や国債金利上昇に関する議論が活発に行われていたことがわかる。例えば、最近数回の会合で次のような意見が述べられたことが記されている。

#### ①国債市場の流動性と金利上昇リスク

- 極めて低い金利水準の中で国債市場の流動性は著しく落ちており、まとまった額の売りが出ること、一時的に金利が急上昇する可能性は絶えずある（第六六回）。
- 日銀買入により今後も一方向に金利低下が続くとは考えておらず、どこかのタイミングで大きく金利が跳ね上がるというリスクを想定しておく必要がある。（第六六回）
- 発行額と日本銀行による国債買入額が釣り合っている状況であるため、少しでも買いがあれば、その分当該セクターは金利が低下してしまう。裏を返せば、仮に、どこかのタイミングで、投資家が日本国債の保有量を減らす行動に出た場合には、同程度の振れ幅で金利上昇することもあり得る。（第六五回）

このような金利上昇リスクについては、国債市場を考える際には頻繁に挙げられる議論であるが、とくにマイ

ナス金利付きQ QE導入後の会合ではより強く意識されるようになっていく。二〇一六年七月時点では国債金利は下落を続け急上昇する様子は見られないが（図表6）、ただし国債市場のボラティリティは不安定な状況が続いていることには注意を払う必要もあろう（図表7）。二〇一三年四月にQ QEが初めて導入された二〇一三年四月四日と、マイナス金利が導入された二〇一六年一月二十九日にはとくにボラティリティが著しく乱高下し、またそれ以外の時期も短期的な乱高下を繰り返していることが分かる。

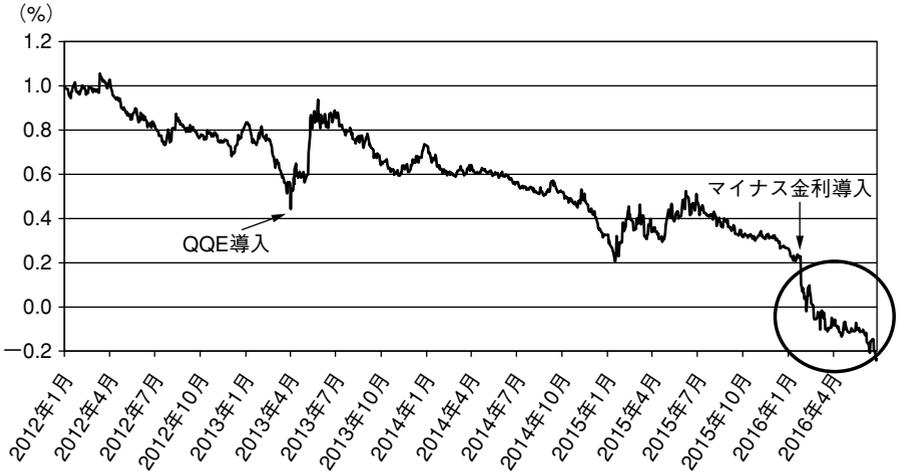
ところで、このような金利上昇リスクは、金融政策の持続可能性や財政規律との関連で述べられることも多い。議事録のなかから金融政策と財政規律についての意見に関する部分を取り上げれば次のようなものが挙げられる。

## ②金融政策と財政規律の問題

- 仮に日本銀行が二%の物価目標を引き下げることになれば、金融政策の出口につながり、大きな金利上昇となるリスクを孕んでいるのではないか。（第六六回）
- 日銀買入オペも、どこかで技術的な壁にぶつかる可能性があるほか、仮に、日本銀行が二%の物価目標を引き下げることになれば、金融政策の出口につながり、大きな金利上昇となるリスクを孕んでいる（第六六回）
- 金利水準やイールド・カーブの形状については金融政策によるところが大きく、足元の状況が当面継続すると考えている。そのような状況下においては、現行の金融政策の持続可能性が最も気になるところ（第六六回）

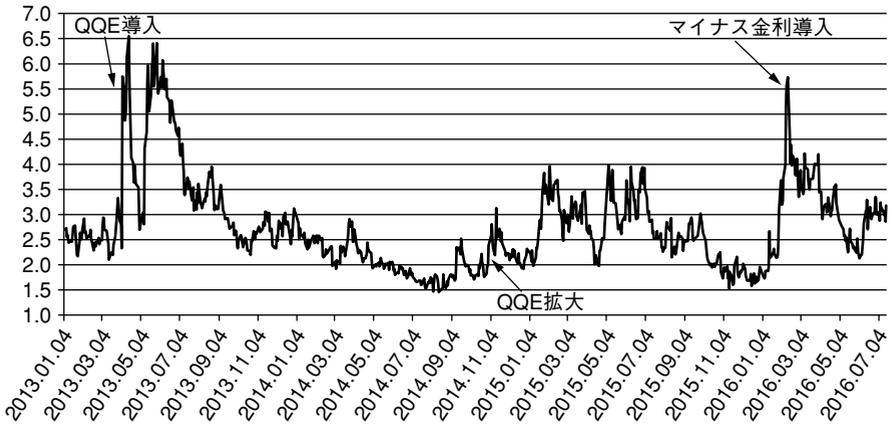
- 現在の金利水準に実需があるとは思っていない。発行コストが下がっている間に財政再建の道筋をしつ

図表6 日本の長期金利推移



(出所) 財務省

図表7 日本国債のボラティリティ



(出所) JPX

かりつけておかないと、金融システムの安定が損なわれている国債市場において、次の景気後退サイクルのショックを吸収する余地がなくなってきたのではないか。(第六五回)

- マーケットの機能が低下していることから、イベントの発生や現行の金融政策の持続可能性が疑われるようなことがあれば、大きな調整が入る可能性もある。そのような局面が訪れる前に、政府には財政の健全化を進めてほしい(第六六回)

ここでは、国債市場にとって大きな不安要因のひとつに金融政策、とくに現金融政策の持続可能性の限界から金利が上昇する不安が多く述べられるようになっていく。

このように国債市場を認識するなかで、プライマリー・ディーラーとしての立場から、顧客の国債市場にたいする認識等の変化について以下のように述べられている。

### ③顧客の変化

- 顧客の中には、全ての年限がマイナス金利になってしまうという恐怖感を持っている者もあり、そのような市場参加者の考え方も含めてマーケットが形成されていくことを理解しないとけない(第六六回)
- 流動性の乏しさとともに市場で指摘されているのが、市場参加者の減少。短期のキャピタルゲインを狙って国債を購入した参加者が、売却したい水準で売却できない状況となってきた(第六四回)
- 最終投資家がリスク管理の面から国債を保有しにくくなる懸念がある(第六〇回)

ここでは、投資家が国債投資に消極的になりつつあることも指摘されており、それはプライマリー・ディーラーが落札した国債をどのようにマーケットで売るのかという点でも問題を抱えつつあるということにもなる。このようなことも、つぎで述べられているように、プライマリー・ディーラーの入札を困難にしている可能性がある。

④プライマリー・ディーラーの責任遂行について

- マーケットの流動性低下に伴い入札後に相場が急変するリスクが高まっており、以前ほど積極的に入札に参加することが難しい環境になっている（第六六回）
- 入札時に顧客から委託を受ける場合に、入札の平均価格で買いたいと言われることがある。（中略）最近、顧客のニーズに應えるため平均価格より高い価格で落札し、それを平均価格で顧客に販売するケースも多くなっており、このことが積極的に入札に参加しにくい一つの要因となっている（第六六回）

以上、最近の国債市場特別参加者会合の議事録から、三菱東京UFJ銀行に限らずプライマリー・ディーラーが共有している懸念やリスクについて主要な議論を取り挙げ検討した。最近のプライマリー・ディーラーは、金利急騰や金融政策の持続性に不安を抱えていることにくわえ、顧客の国債投資への姿勢も変化している。そのようなことが、PD参加者としての責任遂行を難しくしている面もあると考えられ、三菱東京UFJ銀行のPD資格返上もこれと無関係ではないだろう。

おわりに

本稿では、三菱東京UFJ銀行のPD資格返上に関連して、その背景から最近の国債市場、そして国債市場特別参加者会合で行われた議論についてみてきた。三菱東京UFJ銀行のPD資格返上は、三菱UFJフィナンシャル・グループ内での役割分担が表向きの理由とされている。しかし、同行関係者の発言等をもとに検討した結果、国債市場の状況（流通利回り・応募者利回りのマイナス化、ボラティリティの高まり、売買利鞘の縮小など）、金融規制の強化などが影響していた可能性が指摘できる。実際、国債市場特別参加者会合でもこれらの点が議論されていた。

ここで挙げた問題点は三菱東京UFJ銀行だけが抱える問題ではなく、他のプライマリーディーラー（とくにメガバンク）にも共通する問題である。三菱東京UFJ銀行のPD制度離脱以降、他のプライマリーディーラーがこれに追隨する気配は現在のところみられていない。また、三菱東京UFJ銀行が資格を返上した後においてもプライマリー・ディーラーは二一社あることから、国債の市中消化と市場安定には直ぐに大きな問題は出ないだろう。しかし、今後により一層の国債市場の不安定化が生じれば、他のプライマリー・ディーラーにおいても同様の動きが生じ、国債市場の安定が保てなくなることも起こりうる。そのようなことが起こらないよう、本稿の検討に即して述べれば、国債市場の更なる不安定化を引き起こす政策を回避するとともに、金融政策の持続性や財政規律への信認を維持できるよう政策の方向性を検討する必要がある。

注

(1) 財務省発表の「国債の落札・応札順位」(各号)より。

- (2) 三菱UFJフィナンシャル・グループ・三菱東京UFJ銀行・三菱UFJ証券ホールディングス(二〇一六)
- (3) 日本経済新聞電子版「三菱UFJ、国債保有は最低限に 特別資格返上発表」二〇一六年七月一四日配信。
- (4) 日本経済新聞電子版「三菱UFJ銀頭取、国債入札の特別資格返上の検討表明」二〇一六年六月一〇日配信。
- (5) NHK News Web「財務省 三菱東京UFJ銀行の国債の特別資格取り消しへ」二〇一六年七月一三日配信。
- (6) なお、プライマリー・ディーラーとしての三菱東京UFJ銀行の応札・落札額順位は、二〇一五年上期を境に大きく下がり、二〇一五年下期には九位、二〇一六年上期には上位一〇社以下となっている。
- (7) 本稿では、「最近の国債市場と今後の見通し」という部分を特に検討する。(http://www.mof.go.jp/about\_mof/councils/meeting\_of\_jgbsp/proceedings/index.html)。

参考文献

- ・財務省(二〇一五a)、『債務管理レポート二〇一五―国の債務管理と公的債務の現状―』、二〇一五年八月七日。
- ・――(二〇一五b)、『国債市場特別参加者制度運営基本要領』(平成二七年四月一日改訂版)、二〇一五年四月。
- ・――『国債市場特別参加者会合 議事要旨』各号、財務省。
- ・中島将隆(二〇〇四)、『四〇年の歴史を閉じた国債シ団引受発行』、『証研レポート』一六三七号、二〇〇四年一二月。
- ・――(二〇〇六)、『国債発行方式の新たな展開―国債市場特別参加者制度の創設について―』、『証研レポート』一六二七号、二〇〇四年一二月。
- ・三菱UFJフィナンシャル・グループ・三菱東京UFJ銀行・三菱UFJ証券ホールディングス(二〇一六)、『三菱UFJフィナンシャル・グループにおける銀行と証券会社の業務・機能の一部集約および三菱東京UFJ銀行の国債市場特別参加

者（「プライマリーディーラー」）資格返上の届出について、二〇一六年七月二三日、財務省。

（やなた　すぐる・和歌山大学准教授）

# 証研レポート既刊目録

<b>No.1683 (2014.4)</b>	執筆者	<b>No.1690 (2015.6)</b>	執筆者
リーマン・ショック以降の証券決算	二上	わが国のクラウドファンディング規制の現状	松尾
海外におけるクラウドファンディングの現状	松尾	金融危機と公的資金	伊豆
ティックサイズと市場構造	清水	株価指数先物の見せ玉注文	吉川
ソーシャルレンディングによる金融仲介の事例研究	坂下	—米国司法省による英国投資家訴追請求—	
		米国のティックサイズ拡大のためのパイロット・プログラム	清水
		米国企業の配当リキャップ (Dividend Recapitalization)	志馬
		—リキャップC Bの原型—	
<b>No.1684 (2014.6)</b>		<b>No.1691 (2015.8)</b>	
「適格機関投資家等特例業務」の見直しとその背景について	二上	最近の投資信託市場の状況について	二上
中央銀行と自己資本	伊豆	誤情報配信による不正取引	吉川
—「出口戦略」を考える—		—SECのブルガリア投資家訴追請求—	
米国HFTの実情2	吉川	ハイフリクエンシー・トレーディングの間接規制	清水
—SECのMIDASデータ—		—プロップ・ファームをFINRA会員へ—	
アベノミクス導入から一年	志馬	国債決済期間の短縮とレポ市場の革新	中島
—機関投資家の動き—			
<b>No.1685 (2014.8)</b>		<b>No.1692 (2015.10)</b>	
クラウドファンディングの投資家と地理的分散	松尾	証券会社収入の変化をどう見るか	二上
破綻処理と店頭デリバティブ	伊豆	英国の投資型クラウドファンディング規制	松尾
—一括清算をめぐる—		預金封鎖・ELA・改革プログラム	伊豆
アメリカのATS以外の取引所外取引の現状	清水	—ギリシャ危機と「最後の貸し手」—	
		日銀の国債保有状況と国債市場の流動性	志馬
		流動性の高い国債市場は如何にして形成されたか	中島
<b>No.1686 (2014.10)</b>		<b>No.1693 (2015.12)</b>	
わが国証券業界の資本生産性	二上	クラウドファンディングの世界的趨勢	松尾
長期国債先物取引に対する行政処分勧告	吉川	豪州HFTの実情	吉川
—アルゴリズム取引と相場操縦—		—ASICによる調査報告書—	
異次元緩和前の銀行の国債投資状況	志馬	米国ATS (代替的取引システム)の透明性向上のためのSECルール提案	清水
		長期保有株主優遇策としての種類株式	福本
<b>No.1687 (2014.12)</b>		<b>No.1694 (2016.2)</b>	
なぜ国債発行市場は安定しているか	中島	アドバイザー化する証券ビジネス	二上
拡大するラップ口座	二上	揺れる異次元緩和の論理	伊豆
クラウドファンディングの可能性	松尾	リキャップC Bの発行情報と株価の反応	志馬
アメリカの証券市場構造とHFT (高頻度取引)	清水	日本国債の格付け	黒沢
		<b>No.1695 (2016.4)</b>	
<b>No.1688 (2015.2)</b>		投資運用ビジネスにおける新たな動向	二上
ネット取引と対面取引	二上	クラウドファンディングの拡大と多様化	松尾
異次元緩和における<二年>の意味	伊豆	英独取引所グループの経営統合合意	吉川
欧州HFTの実情	吉川	スチュワードシップ・コードの可能性	梅本
—ESMAのデータ分析—		<b>No.1696 (2016.6)</b>	
金融緩和と国債市場	志馬	マイナス金利導入後の金融資産市場の変化	二上
—金利変動に対する金融機関の取引スタイルの変化—		内外証券投資の収益と残高	伊豆
		レバレッジETFと株式市場	志馬
<b>No.1689 (2015.4)</b>		—二〇一六年一月の市場分析—	
日本再興戦略と株式市場	二上	消費増税の先送りと改正特例公債法の成立	中島
欧州HFTの実情2	吉川		
—ESMAのガイドライン・レビュー—			
変化する金融商品仲介業支援ビジネス	坂下		
—オンライン総合証券と中堅証券の参入—			
インフレ率目標 (<2%>の起源	春井		
貸株取引の決済制度改革	福本		

# 公益財団法人 日本証券経済研究所

## ホームページのご案内

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

(YAHOO、Googleなどの検索サイトで、「証券経済研究所」、「jsri」ですぐ検索できます。)

### I. 研究所の紹介等

- |             |   |
|-------------|---|
| J S R Iについて | 当研究所の概要や事業活動を紹介しています。   |
| 出版物案内       | 『証券レビュー』『証研レポート』『金融商品取引法研究会研究記録』の全文、『証券経済研究』の各論文要旨を掲載しています。また、定期刊行物のバックナンバー一覧、単行本の内容紹介と目次もご覧いただけます。 |
| 証券図書館       | 証券図書館の概要や利用の手引きを紹介しています。  |
| 講演会録        | 「資本市場を考える会」「証券セミナー」の講演会録（全文）をお読みいただけます。   |
| 研究会         | 当研究所が主催する研究会の概要と活動状況を紹介しています。また、金融商品取引法研究会研究記録（全文）をご覧いただけます。  |
| 株式投資収益率     | 株式投資収益率（東証第一部、第二部）の年別・月別のデータ（概要）や産業別・銘柄によるランキングを掲載しています。  |
| トピックス       | 海外の論文の翻訳・紹介や証券経済関係の小論文を掲載しています。   |

### II. データベース検索

- |            |   |
|------------|---|
| 研究所出版物     | 出版物案内に掲載している出版物を書名・論文名または著者名等により検索できます。   |
| 証券図書館の蔵書   | 証券図書館（東京）所蔵の蔵書を書名、著者名等により検索できます。また、新規受け入れ図書を紹介する新着資料案内もあります。                        |
| 証券関係の論文・記事 | 証券図書館（東京）が受け入れている国内雑誌に掲載された証券関係の論文・記事を論文名、著者名及びキーワードにより検索できます。                      |
| 証券年表       | 新聞、雑誌等の記事を「証券」「金融」「一般」に3分類し、月単位で更新しています。日付ごとに記事を一覧することができるとともに、探したい用語を含む記事の検索もできます。 |

# 証券図書館

証券・金融・経済関係の資料をご覧になりたい方はどなたでも、ご利用いただけます。

**所在地** 大阪市中央区北浜1-5-5 大阪平和ビル地下1階  
TEL (06) 6201-0062

**開館時間** 午前9:30 ~ 午後5:30  
土曜、日曜、祝日、年末、年始および館内整理の日は休館します。

**図書** 証券(経済、制度、取引法)関係の専門書をはじめ、金融、財政、経済、経営、会計関係の図書および、年報、年鑑、上場会社の社史等を集めております。

**雑誌** 取引所、協会、証券会社、銀行、官庁、大学等の刊行物、一般雑誌、産業関係資料ほか、海外の新聞、雑誌等を集めております。

(みなさんのご利用をお待ちしております。)



**道順**  
地下鉄堺筋線・京阪本線  
北浜駅1-B番出口又は  
28番出口より徒歩2分

日本証券経済研究所のホームページ (<http://www.jsri.or.jp>) から図書の検索ができます。ご利用ください。

証研レポート第一六九七号  
二〇一六年八月八日発行  
(偶数月第二月曜日発行)

2016年 8 月号

発行所

公益財団法人 **日本証券経済研究所**  
大阪研究所

〒541-0041 大阪市中央区北浜 1-5-5 大阪平和ビル  
電話 (06) 6201 0061 (代表) Fax (06) 6204 1048  
<http://www.jsri.or.jp>

定価(本体380円+税)