

成城大学経済研究所
研究報告 No. 31

公社債投資信託の元本割れをめぐって

福 光 寛

2002年3月

The Institute for Economic Studies
Seijo University

6-1-20, Seijo, Setagaya
Tokyo 157-8511, Japan



公社債投資信託の元本割れをめぐって

福 光 寛

目 次

はじめに—相次ぐ債券デフォルトと公社債投資信託の元本割れ—

- (1) 2001年秋の公社債投資信託元本割れ問題の重大性
- (2) 変化していた公社債投資信託の商品性
 - (ア) 単価調整取引の意義とその禁止措置
 - (イ) 取得原価法による評価の意義と時価評価への移行
- (3) 指摘されていたリスクの高まり
- (4) 元本割れ後の募集停止問題

1. 野村アセットマネジメント事件 (1998年夏)

—運用会社による損失補填の是非—

2. エンロン破綻以前の4つの事件

- ①三洋投信の MMF 元本割れ (2000年8月)—運用会社への不信問題—
- ②UFJ パートナース投信の長期公社債投信の元本割れ (2001年8月)
- ③明治ドレスナー・アセットの MMF の元本割れ (2001年9月)
- ④三洋投信の中期国債ファンド元本割れ (2001年11月)

3. エンロン破綻による MMF 元本割れ (2001年11月末)

—むすび—商品性改善に向けた動向—

はじめに—相次ぐ債券デフォルトと公社債投資信託の元本割れ—

(1) 2001年秋の公社債投資信託元本割れ問題の重大性

公社債投資信託 (Bond Investment Trusts) は、「リスクの高い」株式への運用を一切行わないことを特徴とする投資信託で、株式を運用対象に含む株式投信と対比されてきた。公社債投信の世間的なイメージは、「安全性の高い」国債、地方債、電力債などやコールローン等で運用する証券投資信託というものであり「好ましい印象」を持たれていたのではないかと。ところがこの公社債投資信託の元本割れが2001年秋に続出した。投資債券のデフォルトリスク（債務不履

行リスク）が表面化し、多数のファンドが同時に元本割れを起こす事態が生じ、元本割れを起こしていないファンドにまで解約が及んだ。これは元本割れで、公社債投資信託のイメージが大きく傷付いたことを反映している。公社債投資信託が、運用を安全性が高いものに限定している印象が覆され、リスク程度の高い社債、銀行劣後債、円建て外債、仕組み債などを多額に組み込んでいるという「好ましくない印象」が広まったことは影響が大きい。小稿はこの元本割れ事件の記録である。

ところで一般的には安全な金融商品のイメージが強かった公社債投資信託には、外債を組み込むことで為替変動リスクを受けやすい内外債券ファンドのようにリスクの高い商品も含まれていた。内外債券ファンドはこれまでも元本割れをしばしば起こしている。公社債投信すべてが最近まで元本割れをしなかったという認識がもしあるとすれば、その認識は誤っている。ただ確かに内外債券ファンド以外の公社債投信には安全な金融商品とのイメージがつきまどってきたし、元本割れのケースは限られていた（N01/11/4）。

なお今回の元本割れには、投信の保有債券デフォルトリスクが表面化したという特徴があるが、デフォルトリスク以外の以下の要素も影を落としている。

一つは国内の低金利が、公社債投信がリスクに対応する余力を基本的に奪っていたということである。「債券の金利で4,5%稼げた時代なら、ファンドの中

表1 本稿で問題にする公社債投信の元本割れ事例

年 月	概 要
2000/8/29	三洋投信委託役員の不祥事件表面化で同社 MMF に解約が殺到した。換金のための債券売却で債券の含み損が表面化した。
2001/7-8	非上場債の評価が時価評価に変更されたことで、UFJ パートナーズ「長期公社債投信」の決算で元本割れのものが出た。
2001/9/14	明治ドレスナー「コスモ MMF」がマイカル関連の仕組み債を保有していたため、マイカルの破綻で元本割れとなった。
2001/11/22	三洋投信委託「中期国債ファンド」が大成火災海上保険の CP を保有していたため、大成火災海上保険の破綻で元本割れとなった。
2001/11/29	エンロンの経営破綻の影響を受けて、エンロン債を組み込んでいた、日興アセットを含め5社の MMF、長期公社債投信、短期公社債投信計26本のファンドで元本割れが発生した。

資料：N01/12/20 ほか

公社債投資信託の元本割れをめぐって

表2 国内公募債券デフォルトの事例

時 期	発 行 体	種 類	デフォルト時残高
1997年 9 月	ヤオハンジャパン	転換社債	287億円
1998年12月	日本国土開発	普通社債	500億円
1998年12月	日本国土開発	転換社債	70億円
2000年10月	川崎電気	転換社債	55億円
2000年12月	靴のマルトミ	転換社債	46億円
2001年 9 月	マイカル	普通社債	3500億円（個人向け普通社債900億円）
2001年 9 月	マイカル	入居保証金担保 ABS	728億円
2001年12月	青木建設	転換社債	29.81億円

資料：N01/4/27ほか なお私募債を含む発行会社破綻債券の事例は TK02/2/23 に掲載。

表3 非居住者発行円建て債のデフォルトの報道事例

報道時期	発 行 体	報道された内容
1998年 1 月	Peregrine Investments Holding (香港)	1997年 6 月にサムライ債200億円を発行。その半額は主幹事の日興証券が保有。また1997年12月に自己破産を申請して破綻した丸莊証券が個人投資家に対し1997年 1 月から10月にかけてユーロ円債を27億円販売したが不適切な販売が多かった。
1998年 8 月	Dharmala Intitutama Intl. (インドネシア)	1997年 7 月にサムライ債150億円発行 主幹事は山一証券だった。
2000年10月	海南省国際信託投資公司 HITIC	285億円 (94・97各年発行サムライ債)
2001年11月	Enron Corporation (アメリカ)	2001年 5-6 月にユーロ円債1050億円を発行。これを各社 MMF が取得し元本割れ問題につながった。
2001年12月	アルゼンチン政府	サムライ債分残高1950億円 ユーロ債分含め円債3300億円以上
2002年 1 月	福建国際信託投資公司	140億円 (96年発行サムライ債)

注：日本国外でも発行される円建て債がユーロ円債（海外円建て債）である。日本国内でだけ発行の円建て債のうち、非居住者発行のものがサムライ債（円建て外債）である。

の一銘柄が紙くずになっても他の運用益でカバーできた。今は全体の1%も組み入れていない債券の価値が急落するだけで元本割れが起きる」N01/12/9。

そして今一つは1999-2000年の間の制度変更により、公社債投信は保有有価証券の価格変動を受けやすいものに商品性が変わっていたということである。

そこで本稿の作業を、この制度変更の中身を確認することから始めよう。

(2) 変化していた公社債投資信託の商品性

ここで問題にしている1999-2000年の制度変更には二つの内容がある。一つは単価調整取引の禁止であり、今一つは保有有価証券評価方法の取得原価法から時価評価法への移行である。単価調整取引は1999年4月に禁止され、また保有有価証券の評価は1999年7月以降、原則として時価評価に移行した。これらの変更は、ファンドの実態について投資家に正確な情報を伝えるために必要だと説明された。しかし結果的に債券価格の変動リスクが、投資家にダイレクトに伝わりやすくなった。こうした変更が、このリスクの増加を緩和する代償措置なしに進められたことは、今日から見ると批判を免れない。

(ア) 単価調整取引の意義とその禁止措置

入れ替え売買で実勢価格とは離れた値段で相対で取引することで、利益調整(含み損や含み益を入れ替え売買で相殺することで含み損あるいは含み益を繰り延べるなど)を可能にする取引を単価調整取引と呼ぶ。この利益調整により、投資信託は分配率を安定させたり損失を繰り延べたりしてきた。

日本証券業協会では、株式による利益供与が問題になった1992年に単価調整取引を「不透明な売買」として、国債2%、社債3%、非公募地方債4%など、実勢価格との差額の自主制限を設けていた(A99/8/11)。しかし1998年後半に暴落した債券に流動性をもたせる狙いで、日本証券業協会では、1998年12月1日から、「マーケットプライスが反映される債券取引を可能とするため」、取引記録及び(顧客との店頭売買の基準とした)社内時価の保存を義務付けた上で、この値幅制限規制を撤廃した。その途端に、証券会社には、単価調整取引を求める注文が殺到し、多くの証券会社がこの注文に応ずることになった。背景には金利上昇による債券相場の急落があった。このときの実勢価格からの乖離はあまりにもひどいものであった。後に指摘されるところでは基準価格から3割あるいは4-5割も乖離した価格での取引に応じているケースすらあった。こうした単価調整取引の復活は市場の不透明さの象徴として、批判を浴びた。そこで日本証券業協会では「取引の公正性の確保及び取引の円滑化の観点から」1999年4月から「公正性が挙証できる価格による取引」を証券会社に義務付け、証券会社が単価調整取引に応ずることを禁止した。また協会では1999年6月に、

証券会社23社に対して、実勢価格とかけ離れた債券売買をしていたとして、譴責、勧告などの処分を行った（NFD99/7/6, A99/8/11）。

なお売買が活発でない非上場債の場合、そもそも債券の公正な価格をどのように把握するかという問題がある。非上場債の取引は店頭の相対売買が中心であり、成立する値段のバラツキが大きい。また市場参加者の力には差があるので、単純に各参加者が出す気配値に等しい意味があるとも言えない。このようなことからすれば非上場債の公正な価格の把握は困難が付きまとう。非上場債の評価基準としては「業界団体が公表する基準気配値」つまり日本証券業協会が毎日発表している「公社債店頭基準気配」を使うことが公認会計士協会の実務指針で定められている。この指針については、売買が少ない社債やサムライ債については協会への報告値のばらつきが大きく市場実勢との食い違いが大きいとの批判があった。2000年11月には日本証券業協会でも単純平均方式から異常値を排除する方式に変更している。しかし、従来から算出方式に疑問を呈してきた野村證券が、報告締め切り時間の延長や銘柄ごとの各証券会社の報告値の公表などの改善提案が受け入れられなかったとして2001年3月末から国債を除く大部分の報告を辞退する事態となっている（NFD01/3/29）。

日本証券業協会では、債券市場最大手の野村の報告辞退という状況を受けて、基準気配制度の抜本の見直しを進め、基準気配制度を市場実勢の目安を示す「売買参考統計値」に名称を変更するなどの抜本的な見直し策を2001年11月に発表している。システム対応の進捗を見極め切り替えの方針という（N01/11/2）。他方の野村證券は、日本経済新聞社、金融工学研究所、野村総合研究所と組んで、債券の標準価格情報「JS Price」を、2002年2月をめぐりにスタートさせることになった（Press Release 01/11/15, N01/11/16）。

このように公正価格の議論には、現在も実務的な問題があるが、投資信託が単価調整による利益調整を行うことが、1999年4月の単価調整取引再規制によって困難になったことは確かだ（NE99/4/2; N00/10/15）。この単価調整取引と後述する時価評価問題、その焦点はいずれも非上場債、つまり取引所で取引されていない債券の扱いであり、そこに大きな問題があることも明らかだ。念のために言えば、上場債の代表は、転換社債やワラント債、さらには長期国債である。逆に非上場債はつぎのようなものが代表である。

表4 非上場債の事例

地方債	政府保証債	金融債（利金債）	事業会社の社債	ユーロ円債
証券化商品など仕組み債		銀行劣後債		

(イ) 取得原価法による評価の意義と時価評価への移行

ところで1999年6月以前には、投資信託においては、保有有価証券のうち、市場価額がない債券（非上場債）については、原則として取得原価で評価していた。このため時価との差である含み益あるいは含み損は、該当する有価証券を実際に売却するときまで、投資信託の運用収益に影響することがなかった。そこで含み益あるいは含み損は持ち越して、売却によって含み益を実現して（あるいは売却せずに含み益を繰り越すことで）、分配率の調整や、債券のデフォルトによって生じた損失のカバーに回すこともできた。

しかし1999年7月から、残存期間1年以内の債券と満期保有目的債券の一部とを例外として、「不透明部分が多いとされてきた投信の運用を国際標準に合わせて透明にするため」（N99/2/22）原則として投信の非上場の保有有価証券は時価で評価することに変更された。この例外部分については、償却原価法（アキュミュレーション・アモチゼーション方式）の評価が認められた。この変更は1999年7月から9月の間に施行日を各投信委託会社が任意に置くことができるとされた。この時点から、投信には、非上場債について時価評価制度が導入され、利子率が上昇し債券価格が下落した場合や、債券がデフォルトしてその価値が大きく減価した場合などに、公社債投信が元本割れする恐れはこれまでより大きくなった。長期公社債投信と中期国債ファンドについての時価評価への移行は先に伸ばされた。

満期保有目的債券という例外については、1999年6月のガイドラインで2001年3月末までの経過措置として、純資産の10%の範囲で認めることとされた。さらにMMFについては、満期目的保有債券の例外措置の残存が商品性を守る上で必要と判断されたのだと考えられるが、2000年6月にMMFに限定して、満期保有目的債券評価ルールが証券投資信託協会の理事会決議として制定され、残存期間3年未満の債券につき、年度末で純資産の15%を上限とする範囲で満期保有目的債券として償却原価法が認められることになった。

また長期公社債投信と中期国債ファンドについては、1999年7月に時価評価

公社債投資信託の元本割れをめぐって

制度を導入することは見送られたが、2年を経ずして2001年4月の募集分から、これらについても非上場債券の評価が、残存期間1年内の債券を例外として、原則として取得原価方式から時価評価方式に変更された。またこれらファンドの特徴であった、募集時に公表した予想分配率が実際にも確保されるという商品性が、実績に応じて分配率が変わる実績分配型に変更された（N00/4/16, N00/10/15, N01/3/18, N01/9/2）。

このようにして、2001年度に入った時点では、公社債投信における保有有価証券の時価評価は一段と進展していた。このため公社債投信すべてについて、簿価と時価との差額である含み益を利用して、損失を処理したり、予想分配率を維持したりといった手法は取りにくくなっていった。2001年度に公社債投信の元本割れが続出した背景には、このような制度変更による商品性の変化があった。

投信におけるような有価証券の含み益を利用した会計処理は、日本では投信の場合に限らず、企業会計でも広く見られた。企業会計でも企業実態を正確に投資家に知らせるには「含み経営」からの脱却が必要であるとして、段階を追って時価会計の導入が進められた（N99/1/22）。導入の背景にあるのは、企業経営者が企業価値を正確に知り、さらに投資家に企業価値を正確に知らせるには取得原価主義からの脱却—時価会計への移行が必要だという考え方だ（N99/7/16）。そして最初に行われたのが2001年3月期からの企業保有の金融商品についての時価会計基準の導入（持ち合い株の時価評価は2002年3月期から）だった。投信の世界における時価会計は、投信という金融商品の中身をこうした企業会計の変化に歩調を合わせるためにも必要だった。それに非上場債に含み損が出ていても、取得価格方式では「表面上は投資家に分からない不透明さがつきまとう」からだと指摘された（A99/6/2）。

なお不透明さを払拭した結果、「元本割れするようなことがあれば、ほかの投信商品への信頼も失いかねない」ので運用各社では「価格変動の少ない債券を多く組み入れるようファンドの見直しを始めている」（同前）という指摘が時価評価移行前にはあった。

しかし実際に移行が行われた後には、利回りの高さを顧客にアピールするため、利回りを追求する運用会社が現れ、投資対象の格付け基準を下げる動き（シングルA格以上からトリプルB格以上へ）や、長期債を多めに組み込むなど、

リスクを多く取る会社が目立つようになった。そこで「利回りが高い商品はハイリスク運用の可能性もある」(A99/7/17)といった警告も行われるようになった。

(3) 指摘されていたリスクの高まり

すでに述べたように、1999年度後半以降、公社債投資信託は、従来に比べて商品性を大きく変化させた。端的に言えば、この変化は、ファンドの保有有価証券の価格変動リスクを投資家にダイレクトに転嫁する方向への変化であった。「公社債投信の組み入れ債券については時価評価の導入が進んだことで、以前に比べて金利変動の影響を受けやすく」なっていたのである(N01/11/4)。

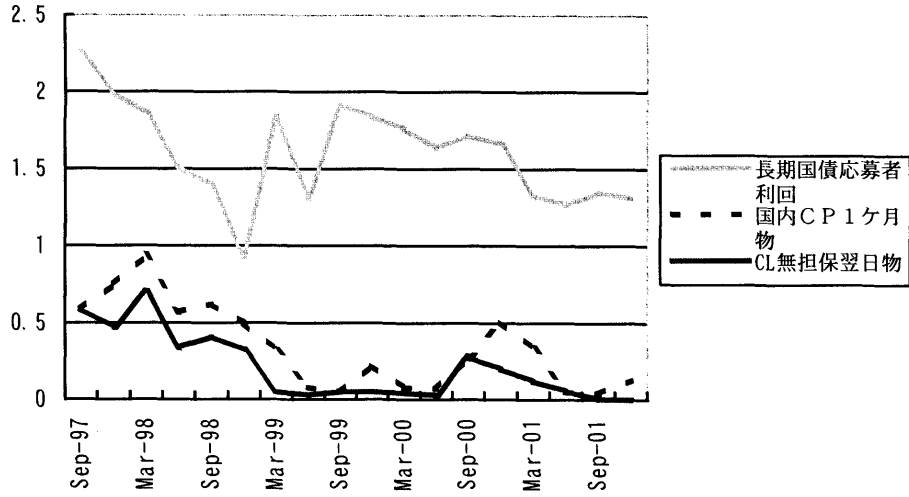
1999年7月からの時価評価への移行を控えて、どのような指摘が行われていたかを確認しよう。1999年2月の指摘：「非上場債が時価評価になると、長めの債券を組み込んでいる場合、今後予想される金利上昇局面では基準価格が1万円を割り込むことも予想される」(N99/2/22)。1999年4月の指摘：「新たな評価方法のもとでは、債券が値下がりすれば、その時点で評価損を計上して、運用成績に反映させる。償還までの残存期間が長い債券は価格変動が激しく、評価損が大きければ元本割れの恐れが出てくる。」(N99/4/18)

このように公社債投資信託のリスクが上がるのが指摘されていた。しかし幸いにもリスクの発現を抑える事情も当面存在した。低金利政策である。低金利は、持続した状態としては運用環境の悪化にはほかならない。しかし低金利への移行過程では手持ち債券の評価額は上昇し、評価額の上昇した保有債券の売却による売却益実現という一時的な収益改善力が生まれる。このマジックが問題の先送りを許したのである。しかし低金利の進行が限界に近付き、保有債券の売却が進むほど、この収益改善力は減少した。遂には低金利の底に金利は張り付き、債券のデフォルトリスクに期間収益で対応しようにも、あまりにも低い収益力であるため対応できず、損失が表面化する状態となったのである。

すでに述べたように、こうした中で一部の運用会社が高い利回りで顧客を引き付けようと、運用リスクをこれまでより多く取るようになった。利子率の低下から見ると期間収益で吸収できるリスクは減少しており、運用リスクをむしろ減らすべきであったのに、それに反対する方向に一部の運用会社は走った。それは満期までの期間のより長い投資構成や、リスク程度のより高い債券への

公社債投資信託の元本割れをめぐって

表5 各種金利の推移（期末、%）



資料：日本銀行（表7まで同じ）

表6 東証株価指数の推移（第一部、期末）

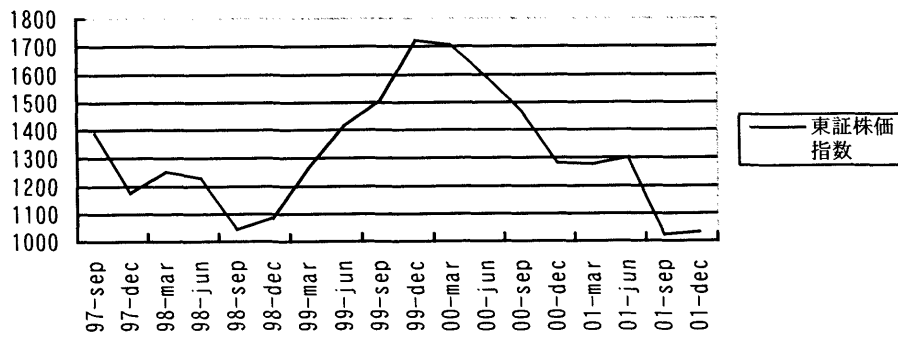


表7 円/ドル為替相場の推移（期末、円）

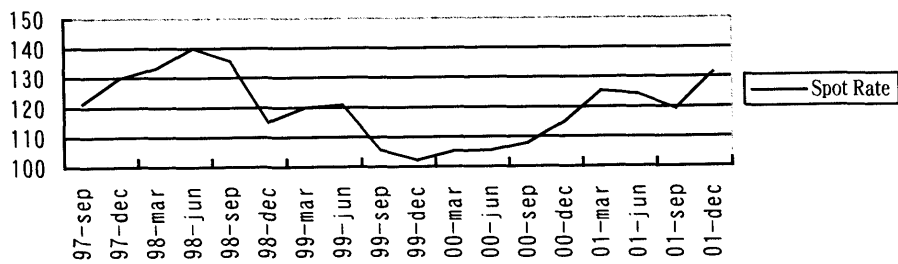
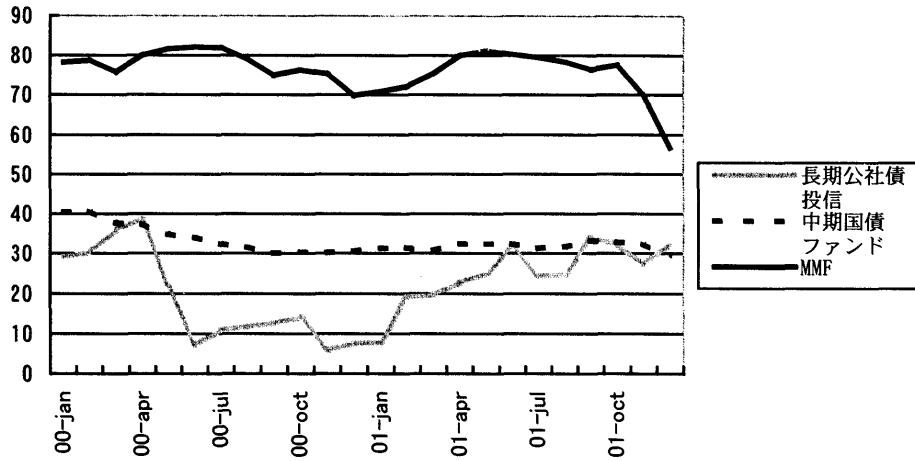


表8 法人資金の比率の推移（2000-2001年，%）



注：中期国債ファンドとMMFは残高に占める比率
 長期公社債投信は各月の申し込み金額に占める非個人の比率
 資料：投信協会（表10まで同じ）

表9 激しく変動するMMF純資産残高（対年平均値，%）

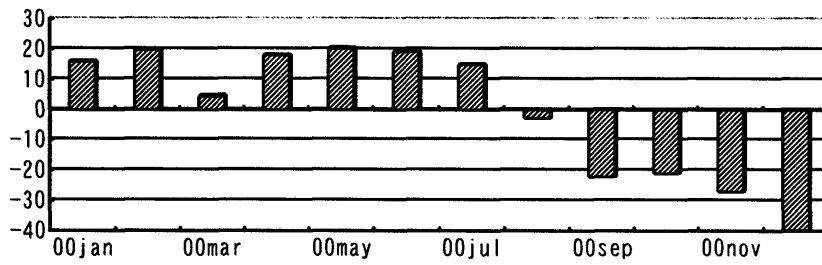
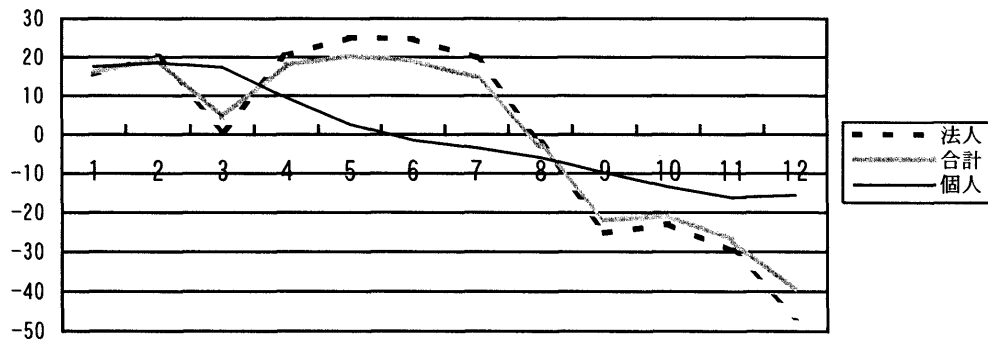


表10 法人の資金流入を反映するMMFの増減（2000年）



投資となった（NE01/9/26）。

このリスク追求の姿勢は、もともとリスク回避型の投信を購入する個人投資家の元本確保嗜好との間で矛盾が大きかった。その意味で個人資金の比重が高い中期国債ファンドや長期公社債投信の運用のあり方として問題があった。また流動性を基準に投信を購入する法人投資家の元本確保嗜好とも矛盾していた。こちらの意味では法人資金の比重が高い MMF の運用のあり方として問題があった。MMF に投下されている資金の多くが法人資金で、有利な運用方法を求めて短い期間で流出入を繰り返したり、一時的な滞留資金の受け口となったり、期末の決済資金の手当てのため大幅な増減を繰り返していた。こうした頻繁に流出入する法人資金を受け入れと、リスクの高い運用とは矛盾していた。

投資家の自己責任論では、投資家の能力の差が問題となった。とくに情報力の違う法人と個人が投資家として混在するファンドでは、リスクを判断する能力の差が問題となった。2001年9月のマイカルの倒産時に明治ドレスナーの MMF が元本割れを起こしたのに続き、2001年11月のエンロンの倒産時には大手の日興アセットを始めとする4社の MMF が元本割れを起こしたわけだが、そこで注目されたのは、元本割れに先立って法人資金が MMF から大量に引き上げる動きがあったことだった。情報力において劣る個人が、結果として劣化した資産内容になった MMF に取り残された。投資家の自己責任論は、投資家の能力の差を無視した議論であることが、明らかになった。

(4) 元本割れ後の募集停止問題

ところでこのように公社債投資信託は元本割れリスクを高めるように商品設計の変更が行われたが、他方で公社債投信に対する課税制度が、分配金に対する課税とされている点、買値＝売値、つまり元本割れをせず、キャピタルゲイン（ロス）が発生しないものとして、設計されている点には変更がなかった。この課税制度に合わせて、元本（＝10000円）割れで購入する人が出ないように、実際に元本割れした場合、新規買い付けができないようにされている点も変更されなかった。

これは元本割れしても、それは例外であると考えられていることを意味する。しかしこのことは運用会社にすれば、元本割れが実際に起こると、そのファンドの新規募集ができないので、解約に備えて現金を確保するため保有債券の売

却にただただ走らざるを得ず、ひたすら残高の減少に甘んじるという結果を生む。新規募集ができる場合に比べて、高いキャッシュ水準が必要にもなる。

この矛盾を解消するには、株式投信と同じように投資家一人一人の買値と売値の差額に課税する個別元本方式に変更して、元本割れしても購入を可能とするか、あるいは元本割れに対する合法的損失補填の仕組みを作って元本割れを実際に回避するかであろう。個別元本方式が合理的に見えるが、毎日決算するMMFや中期国債ファンドの場合、販売会社のシステム費用がかさむという証券会社側の事情も指摘されており、この問題は単純に課税のあり方の問題ではなく、システム費用の問題が絡んでいるとされている。

1. 野村アセットマネジメント事件（1998年夏）—運用会社による損失補填の是非—

投信元本割れの際に運用会社が取る対応を制約している問題に、運用会社による損失補填が監督機関の判断で禁止されているという問題がある。そもそも運用会社による損失補填については、これを規制する法律上の条文はない。しかし証券取引法で禁止されている証券会社による損失補填に準じて、監督機関は禁止していると考えられている。その根拠となるのが、1998年夏に野村アセットマネジメントが取った損失補填措置に対する監督機関の対応である。そこでこの「事件」をまず振り返ろう。

1998年夏に野村アセットマネジメント投信では、1993年に設定した公社債投信「スーパーフローター」1—3号（1997年末の純資産は約3000億円）の解約が殺到するなかで、解約資金に不足する事態に陥った。アジア経済危機や日本の信用収縮の影響で、この投信が保有していた邦銀優先株の仕組み債2本と韓国政府系金融機関債1本が売れなくなっていたのである。結局、野村アセットがこれらの非上場債を337億円で引き取り、投資家の損失を肩代わりする形になった。野村アセットでは150億円程度の含み損を抱えたとされ、期末に評価して損失を計上することになった。

親会社の野村証券には投資家の損失を招いても解約に自然体で応ずるべきだとの考えがあり、この処理をめぐる投資家保護と混乱防止の観点から損失肩代わりを進めた野村アセットの田窪忠司社長（当時）と対立したとされ（A99/

公社債投資信託の元本割れをめぐって

1/13), 10月に田窪氏は突如、解任され、会長の外村仁氏が社長を兼任することになった。なおこの田窪氏の解任をめぐっては、野村證券の氏家純一社長との確執が本当の原因との報道もある。しかしこの点はここでの本筋ではないのでこれ以上触れない(『週刊ポスト』98/11/27ほか)。

1998年11月初旬に野村アセットから損失肩代わりの経緯の報告が金融監督庁に対して行われた。これに対する金融監督庁の見解は、親会社の野村の見解と一致する。このような肩代わり行為は「実質的な損失補填にあたり」「価格変動リスクを負うべき投資家の自己責任原則をあいまいにした」。しかし証券会社の損失補填を禁止している証券取引法と異なり、投資信託法には投信会社の補填禁止規定はないので法令違反とはいえないと。年末までに金融監督庁は同社に対し業務改善命令を出す方針を固め、他方、野村アセットでは翌1999年1月に一部業務を自発的に自粛することを決めた(N98/12/2, N98/12/25, A99/1/13)。

この経緯は、すでに述べたように、金融監督機関が、証券取引法における証券会社に対する損失補填の原則禁止にならって、投信運用会社の損失補填原則禁止という判断を行ったことを裏付けよう。なお証券取引法によれば、例外として損失補填が認められるのは、証券事故などのように証券会社側に瑕疵があった場合であり、こちらの点は後述する2001年秋の明治ドレスナーのケースに適用が見られるところである。

監督庁の判断の背景には、短期公社債投信の元本割れにより短期公社債投信からの資金流出が目立っていたという問題もあろう。そうした状況のもとで、損失補填行為を安易に認めることに金融監督庁は、慎重だったのだろう。

なお短期公社債投信は1989年に登場し、期間1年以内の商品でありながら、MMFよりやや高い利回りで投資家を引き付けてきた。その裏にあった問題はMMFに比べ、上場債よりは利回りの高い非上場債の組み入れ比率を高めにしてきたということだった。1998年の秋前後、短期公社債投信のなかには、円高などで外国債券の運用で損失を出したり、需給悪化による国債相場下落で国債で損失をだすなど、運用で失敗して元本割れするものが続出した(事例 9月以降で4銘柄11本 新和光投信委託の「ボンドドリーム」「ワールドアイ」 野村アセットマネジメント「セレクション」 富士投信投資顧問「ベストシナリオ」)(N99/2/21)。こうしたこともあり、短期公社債投信は1998年7月をピークに純資産残高を急激に減少させた。1999年7月から非上場債の時価評価が導入される影響

を睨んで、既存の短期公社債投信について繰り上げ償還や新規募集の停止などの動きも加わり、短期公社債投信の純資産残高は急減している。

ところで損失補填に関しては、証券会社の取締役の責任を問う株主代表訴訟が幾つか起こされており、それを参照して法理を検討することが具体的に可能である。なかでも野村証券の株主二人が田淵節也元会長ら14人の経営陣を相手に取り起こしていた株主代表訴訟は、2000年7月に最高裁第二小法廷で判決が出て判決が確定したケースとして注目できる。この事件は、野村証券が営業特定金銭信託の顧客である東京放送に対して、1989年4月に信託した10億円について1990年2月末に生じていた約3億6000万円の損失を、外貨建てワラント債の相対売買により損失補填したというものである。この取引を認めた取締役は、取締役としての義務に違反し会社に損害を被らせたというのが原告の訴えである。しかし、一審、二審とも原告である株主側の敗訴だった。この2000年の確定判決は、独占禁止法違反があったとしたものの、被告は違反するという認識をもっていなかったとしてもやむをえなかったとして、損害賠償責任を否定し上告を棄却した（参照 長谷川 2001）。

つまりこの裁判では、1991年証券取引法改正で損失補填の申し込みや約束が原則として禁止されるより前の事件が問題にされており、証券取引法以外に損失補填を取り締まる法規として独占禁止法が指摘されている点が興味深い。独占禁止法で問題にするのは一部の顧客に対する損失補填であり、その観点は「正常な商慣習に照らして不当な利益の供与」となるというものである。

なお1991年改正後の現行証券取引法は第42条の2で損失補填の申し込みや約束を原則として禁止しているが、その禁止の趣旨については、①投資家の自己責任を妨げる、②証券会社の経営を不健全にする、③市場の公正な価格形成が妨げられるなどの論拠が挙げられており、法学者の間ではいずれを重視するか議論が分かれている（参照 志谷 2001）。またすでに述べたように、いわゆる証券事故（たとえば証券会社側や証券会社員の不当行為による事故）の場合の損失補填は、この禁止措置の例外となっており、証券事故に際しての損失補填は現行法でも認められている。

このような法規制の趣旨（図1）を前提にした場合、運用会社が損失補填を行うことには同様の趣旨から疑義が生ずるといえよう。

公社債投資信託の元本割れをめぐって

図1 損失補填はなぜ禁止されているのか

投資家の自己責任を妨げる hamper self responsibility of investors
証券会社の経営を不健全にする make management of securities companies unsound
市場の公正な価格形成を妨げる hinder formation of fair price in market

図2 投資家自己責任論のどこがおかしいか

低リスクが、公社債投信が顧客に支持される理由になっている
分析力の低い投資家やリスク許容度の低い投資家が無視されている
分析力に合わせ情報開示の頻度・量・質などを高めることはコストが大きい
自己責任に従った行動がシステムの安定を損なうコストが社会全体では大き過ぎる

しかし損失補填実施には疑義がある反面で、だからといって、低リスクが売り物の公社債投信を購入する個人投資家に、強く自己責任を問うことはそもそも矛盾している。

加えて MMF のように資金規模が大きくなると、その膨大な銘柄の動きを個人が日常的に調べるということは現実的ではない。現在の開示の頻度と内容で、運用内容をチェックすることは困難である。チェックするためにはプロの投資家向けなみの資料を頻繁に配布提供することが必要だろうが、それは現実的ではない。またチェックした結果、問題が分かったとして、流動性の高い公社債投信では解約のラッシュ cascade が直ちに生じ、預金の取り付けに似た混乱が生ずるがそれでいいのかということも疑問である (図2)。このように考えると MMF のように低リスク・高流動性を看板にする公社債投資信託については、それが個人投資家に販売される場合、できる限り元本割れを起こさないように監督機関や業界団体は運用会社に対する規制をあらかじめ強めるべきではないかと考えられる。

投資家の自己責任論に対しては、このような反論が一応可能と思われるが、1998年夏の野村アセット事件は、投信運用会社による損失補填行為は、監督機関により投資家の自己責任原則に反する行為として禁止されたとの判断を運用会社の法規遵守担当者に残している。また野村アセット事件は投信の透明性を向上させるために行われた、1998年12月の投信協会の非上場債時価評価ルール決定にも影を落としており、これら二つの側面からエンロン破綻の際の元本割れ問題につながっている。

2. エンロン破綻以前の4つの事件

① 三洋投信のMMF元本割れ（2000年8月）—運用会社への不信問題—

2000年8月28日に東京地検特捜部は投資会社クレアumontキャピタルホールディング代表の古倉義彦容疑者を詐欺の容疑で逮捕した。直接の容疑は、2000年3月に経営危機にあった大正生命を50億円の第三者割当て増資のうち47億円を引き受けて支配下に収めた上で、実態のないCD85億円を売りつけたというもの。また同日、金融庁は大正生命に対し業務の一部停止命令を出し、事実上の破綻処理に入った。大正生命は3月から7月にかけて、クレアumont社の紹介で、合計260億円にも及ぶ外国の社債、投信、CDを購入していた。他方、クレアumont社は6月と8月にも第三者割当て増資を引き受け、出資総額は108億円に膨らんでいたが、出資金額に実体がなく、大正生命が出した購入資金を増資資金として還流させていた疑いも指摘されている（KW00/9/4, 00/9/11）。クレアumont社が紹介した金融商品はいずれも実体がなく、大正生命はクレアumontの資金繰りに利用されたのではないかとされている。なお大正生命の保険契約は、その後、大和生命とソフトバンクファイナンスが折半出資で2001年1月に設立した「あざみ生命」に2001年3月末に移転された（N01/1/23）。

クレアumont社は、三洋投信に対しては旧三洋グループの株を買い取る形で1998年後半に資本参加し、1998年12月から1999年6月まで古倉氏が会長を勤め、その後も古倉氏は相談役の立場にあった。大正生命のケースと似ているが、会長就任直後の取締役会で、余剰資金の運用として海外の金融機関が発行するCD21億円を購入させた。その後、三洋投信側はCDの買取をクレアumont側に要求し、クレアumontの本社ビルが担保に差し入れられた。買取は実施されず、1999年夏に三洋投信では同ビルを売却して16億円を回収、不足額5億円についてはクレアumont側が保有する上毛燃糸株を追加担保として差し入れたという。しかし大正生命のケースと同様に三洋投信が、クレアumontの資金繰りのため食い物にされていた可能性は否定できない。たとえば三洋投信のファンドが海外経由でクレアumontの企業買取資金に化けたとの指摘がある（A00/9/18）。三洋投信に対するクレアumontの持ち株は、クレアumont傘下のエヌシーエス証券が発行済み株数の28.98%、またクレアumont本体が22.97%で合

公社債投資信託の元本割れをめぐって

計では50%を超えていた(N00/9/1)。三洋投信では同社の投信に対して顧客の不安が高まり、8月28日の3040億円の純資産残高があったものが、投資家の解約によって一気に流出する事態に見舞われた。8月29日だけで主力のMMFと中期国債ファンドを中心に300億円強の解約があった(N00/8/30)。このとき解約のための資金繰りのため行った債券売却で損失が発生し、三洋投信のMMFは一時的に元本割れとなった。なおこの時期に他社のMMFも解約が増えているが、三洋の事件が他社のMMFの解約に影響したとは言えないようだ。この時期はたまたま9月中間決算期で資金需要があり、日銀のゼロ金利政策解除(8/11)で短期金利が上昇し、MMFの金利の相対的有利性は薄れたこともあって、この8月から9月は法人・金融機関を中心にMMFの解約が続いたと考えられている(N00/10/6)。

このときの元本割れは短期金利の上昇で発生していた含み損が、解約による債券売却で表面化したという解釈が自然だろう(以下のサイトを見よ。Tokyo Investor Network; 投信資料館; MMFの元本割れはどのような場合に生ずるか)。すでに述べたようにMMFの場合、残存期間1年以内の債券と一定の条件を満たす満期保有目的の債券については償却原価法による評価が認められていたが、そこに含み損が生じていたのだろう。

この元本割れは、MMFの商品性そのものの矛盾を示した。「本来ごく短期の商品でかつ流動性の高さを標榜していながら、分配率を引き上げるために中長期の債券を組み入れるという構造になっているMMFの商品性のあり方が今後問題になってきそうだ」(以下のサイトを見よ。『角川総一の投信教室』2000/9/12)

クレアモントの事件は、破綻金融機関の救済のふりをして私物化のために破綻金融機関を買収する企業が現れる可能性に警鐘を鳴らすものだった。投信の側からみると、この事件は1992年に登場したMMF元本割れの最初のケースであり、また運用会社への不信が、集中的な解約を生み、それがMMF元本割れをもたらす最初の事例となった。この事件は、解約の集中をきたすような事態(運用会社への不信)が、解約が容易だというMMFの商品性と組み合わせられたとき、解約—元本割れ—解約の増加という預金取り付け run on bank に似た悪循環を生み出すという教訓を残した。

② UFJ パートナース投信の長期公社債投信の元本割れ (2001年8月)

UFJ パートナース投信が運用する長期公社債投信が、6月設定分が2001年7月25日に、また5月設定分が8月7日に、それぞれ1万円を1円下回った。これは2001年4月から、満期まで1年超の非上場債券に時価評価が適用されるようになった結果だと説明された (N01/8/21; N01/9/2)。

この「事件」は、長期公社債投信と中期国債ファンドに対して2001年4月に導入されたばかりの、非上場債券の時価評価制度の影響が、早くも表面化したものとして注目された。ただ元本割れの大きさが1円と小さく、元本割れも1日だけにとどまったことから影響は限定的だった。しかしUFJ パートナース投信のMMFが2001年11月のエンロン債デフォルトにより元本割れを起こしたMMFの一つとなったことをあわせて考えると、UFJ パートナース投信の元本割れに対する姿勢に疑問が出るのはやむをえないだろう。

この事件は、1961年に登場した40年の歴史を持つ長寿商品が、すでに述べた商品性の変化があった2001年4月からわずか4ヶ月で元本割れを起こしたという「歴史的イベント」であった。4月に導入されたばかりの非上場債の時価評価制度によるものであったことは、衝撃的であり、公社債投信の元本割れリスクがいよいよ現実のものとなったことが関係者に強く意識された。

③ 明治ドレスナー・アセットのMMFの元本割れ (2001年9月)

こうしたなかで、2001年9月に明治ドレスナー・アセットのMMFが、マイカルの海外円建て債(ユーロ円債)を裏付けに固定金利を変動金利に組み直した仕組み債APEX債のデフォルトを理由とする元本割れを起こした。マイカルが破綻した9月14日に仕組み債の評価を100円から1円に変更した結果、基準価格は9541円となった。これは二つの点で記念すべき事件だった。まず1992年に登場したMMFが元本割れした最初のケースだった。また、公社債投信が、組み込んでいる債券のデフォルトを理由に元本割れした最初のケースだった。だから「安全神話にヒビが入った」(A01/9/28)とか「MMF全体のイメージダウンにつながる懸念は残る」(N01/9/23)と騒がれたのも当然である。

当初、批判を浴びたのは明治ドレスナーの運用姿勢だった。明治ドレスナーは、顧客の資産をリスクを避けて運用する自覚が欠けていたと批判された。明治ドレスナーはリスク投資をして、「リスクを多く取って」相対的に高い利回りで投資家を呼び込む政策を採用していたとみなされ、批判された。

期間1年以上の債券の比率が高く金利上昇に弱い体質だった（『角川総一の投信教室』2001/10/2）。低格付けの社債に偏った投資を意識的に行っていた。低格付け債券は流動性が低く、問題が生じても売却が困難だから、投資額の上限は1社分について純資産額の1%がいいところだろう。しかし明治ドレスナーMMFのマイカルの仕組み債への投資額は24億円で、8月末の対純資産比率実に4%を超えていた。9月14日の元本割れ当日の基準価格は9541円、-4.6%に及ぶ大幅なものだった。

経営の問題がかねて指摘されていたマイカル関連債に投資したこと、マイカルの格付け低下後も保有を続けたことなども、批判を免れない。

明治ドレスナーは翌10月になってから、マイカル関連の仕組み債の評価が甘かったこと（マイカルの格付の変更や社債相場下落にもかかわらず、仕組み債の評価をマイカル破綻の日まで変更しなかったこと＝その結果、投資家に誤った情報を伝え投資家の判断を誤らせたこと）に責任がある（「マイカルの普通社債の価値下落を参考とした評価換えを行ってれば、もっと早い段階で既存の投資家は売却して損失を抑えることもできた」TK01/11/10）として、「投資者保護およびMMFの商品特性の観点から」損失分の補充を決め発表した。すでに解約していた投資家も含め、9月14日時点で当該MMFを保有していたすべての受益者に対し、同社の自己資金で補充するとした（N01/10/20, K01/12）。かくして11月8日に基準価格は10000円を回復した。

この事件では明治ドレスナーの運用姿勢のほか以下の二点が問題にされた。一つは、「取引所に上場している銘柄およびこれに準ずるもの」という目論見書の記載にもかかわらず、非上場の仕組み債を購入していたことが目論見書違反でないかという指摘である。この金融庁内部の指摘は、日経新聞により紹介された（N01/9/18, 『角川総一の投信教室』01/10/2）。しかし投資信託協会の申し合わせにより「株式を上場している企業が発行した社債ならば、仕組み債でも買えると決めた」という回答があったようだ。金融庁はこの回答で納得したのか、仕組み債の組み入れ自体は問題がなかったとした（N01/10/20）。しかし目論見書の常識的読み方を軽視して、業界内の非公開の取り決めが優先するのでは、投資家は何を信じていいか分からないと日経新聞は再度署名入り記事で批判した（NE01/10/18）。

今一つ問題になったのは投信の保有有価証券の時価評価ルールに例外がある

ことだった。以下に見るように抜け穴が三点ある。

- (ア) 一般に残存期間1年以内の債券についての償却原価法の許容
- (イ) 一般に非上場債など流動性がなく適切な相場を持たない債券の評価の恣意性
- (ウ) MMF について満期保有目的債券（残存期間3年以内、年度末の純資産の15%以内）についての償却原価法の許容

今回の債券についてはすでに残存期間は1年以内になっていたのですべての項目が重なっていたと言えよう。

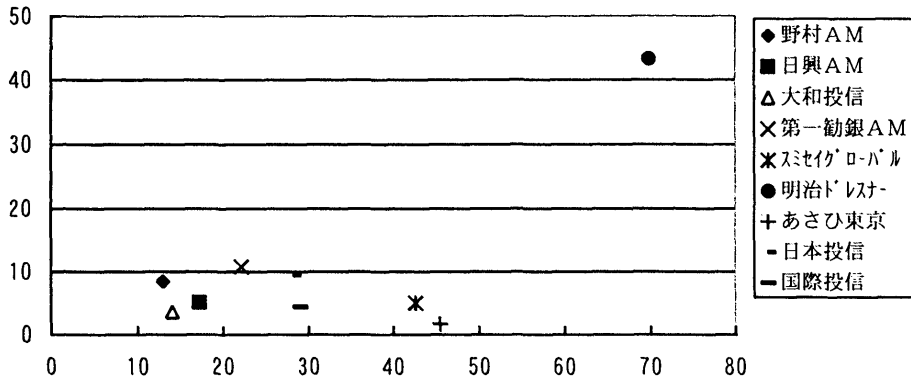
週刊ダイヤモンドはつぎのようにこの事件を総括したが納得できる。「投資家のほとんどは、こうしたルールなど知らない。……運用実態がかくの如しである以上、第二、第三のコスモ MMF が現れる可能性が大きい。……銀行預金の受け皿商品として最大規模の証券商品である [る] ……MMF の元本割れが続出すれば、金融機関に与える打撃ははかりしれない」週刊ダイヤモンド 01/12/1。そしてこのダイヤモンドの記事がまさに書店の店頭に並んだとき、後述するようにエンロン破綻による MMF 元本割れ続出となったのである。

表11 MMF の資産構成の比較

	日興 01/5	大和 01/8	明治ドレスナー 01/9
コール, CD, CP 現先取引など	48.6	56.4	35.8
国債	30.6	26.1	0.0
社債など	20.9	17.5	64.2

資料：N01/11/4, N01/12/5 各月末純資産に占める比率 単位%

表12 明治ドレスナー MMF の資産構成の異常性



資料：「KDS ファンドジャーナル」01/10. 2001年5月末時点の各社 MMF 組み入れ資産の内容。
縦軸は組入債券の残存期間1年以上の比率。横軸は普通社債の組入比率。各%。

公社債投資信託の元本割れをめぐって

表13 MMFの資産における社債の格付け分布の比較

	AAA	AA	A	BBB
大和 01/8	35.7 (0.5)	14.3 (2.0)	69.3 (9.7)	13.6 (1.9)
明治ドレスナー 01/9	0.0 (0.0)	31.2 (18.0)	25.5 (15.0)	44.0 (26.0)

資料：N01/11/4 各月末 単位% 括弧内は純資産に占める比率

表14 明治ドレスナー MMFの純資産残高の推移 億円 単位未満四捨五入

	8月末	9/14	9月末	10月末	11月末
MMF	552	574	373	270	455

資料：N01/10/3N01/12/9 元本割れ前に投資家数は2万以上いたが9月末には1万6000人台に減少した(N01/10/20)。

表15 2000年末時点における内外格付け機関のマイカル格付けの相違

R&I	JCR	S&P	Moody's
BBB-	BBB	Bpi	Ba3

資料：E01/11/27 piは公開情報による格付けを意味する。ムーディーズやS&Pなど海外格付け機関はR&IやJCRなど国内格付け機関がマイカルをBBBとしていたときB格にまでマイカルの格付けを落としていた(TK01/11/10, E01/1/7)。

表16 国内格付け機関のマイカル債の格付け推移

Date	R&I	JCR
00/8/30	A→BBB-	
00/9/6		A+→BBB
01/1/29	Reconsidering BBB-	
01/6/4	BBB--→B+	
01/8/17		BBB→BB
01/9/14	B+→CC	BB→D

資料：KW02/1/14 久保 2001.
01/6/4にマイカルの社債相場は大幅に下落した。

④ 三洋投信の中期国債ファンド元本割れ(2001年11月)

11月22日午前に大成火災海上保険が更生特例法を申請して実質的に破綻したことにより、同社の発行したCP50億円を組み入れていた三洋投信の中期国債ファンドが元本割れになった。1980年に登場した中期国債ファンドが元本割れを起こした初めてのケースとなった。

経営不振が長く問題にされてきたマイカルに比べ、高い格付けを有していた大成火災海上が突然に破綻したことは、市場関係者には衝撃だったようだ(cf. 大関2002)。

3. エンロン破綻による MMF 元本割れ (2001年11月末)

アメリカのエネルギー会社エンロンが史上最大の経営破綻を起こすに至って事態は急変する。エンロンのデフォルトにより、10月末で40万人を超える顧客に販売され、4兆円近い残高があった「日興 MMF」を含む4社の計5本5兆3000億円弱の「MMF」が元本割れを起こした(後掲表20)。これで状況も議論も変わった。これまでは運用会社の運用の姿勢に問題があるという雰囲気だった。しかし今回は、4社の運用がすべてリスク運用とは言いにくいのにそれでも元本割れが生じたことに関心が集まった。元本割れを起こしたファンドの規模は MMF 残高全体の4分の1に及んだ。あまり注目されていないが、MMFのほか短期公社債投信や長期公社債投信でも元本割れが生じたから、エンロン破綻が日本の公社債投信に与えた影響は実に大きかった(エンロン債の組み入れ比率やファンド名の詳細は E01/12/18)。比較すると明治ドレスナーの残高は8月末で552億円に過ぎなかった。この結果、問題は特定の MMF から、MMF 全体さらに公社債投信全体の信用を揺るがすところに急激に拡大したのである。MMF そして公社債投信の商品設計には基本的な欠陥があるのでないか。こうした声が高くなったのである。

とくに MMF に個人資金と法人資金が混在している問題、その個人と法人の間には歴然とした情報格差があることなどに、議論が集中するようになった。

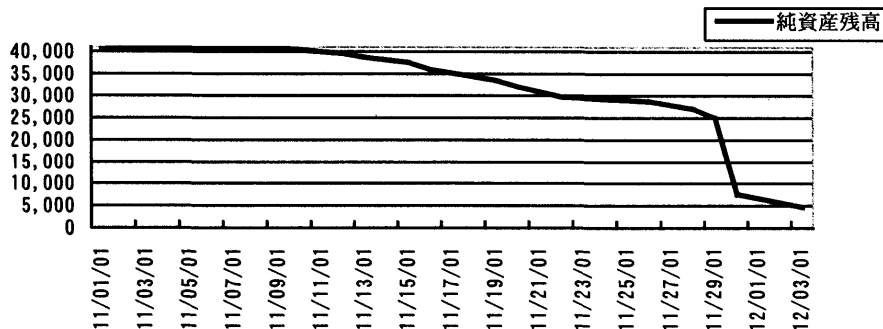
MMF を通じて投資家は間接的に社債投資などリスク投資をしている。建前の上では運用報告書などにより運用先は開示されているものの、運用されている膨大な数の銘柄の個別のリスク程度やその変動を個人投資家が日常的に判断することは、個人が入手できる情報や情報を判断するために避ける時間などを考えると実質的に不可能である。それにもかかわらず、個人投資家がこうした判断ができるという前提でリスク投資に巻き込んでいるという問題が浮上したことになる。しかもそのリスクに見合った金利が提供されていないという問題もある(内野2002)。今回のエンロンのケースでは情報を入手した法人投資家は問題の MMF からいち早く逃亡した。投信会社では、元本割れの表面化を恐れて、エンロン債を早めに処分せず、国債などほかの資産を処分して現金を支払った。解約しなかった個人投資家などは、エンロン債の比重の増加した MMF

公社債投資信託の元本割れをめぐって

を保有することになり、結果として大きな被害を受けた。

「MMF の残存元本は、……11月9日から減少に転じている。……同日は……エンロン……が……ダイナジー社に……身売りすることが決定した日だ。……過去にここまでの大幅な解約が生じたケースはない。……エンロンの信用不安を懸念した法人資金が、一斉に解約に向かったと見るのが自然だろう。ここで浮上してくるのが、法人投資家と個人投資家の間にある情報格差の問題だ。……個人投資家は、自分のもつ MMF にエンロン債が組み込まれていることすら知らない。」(鈴木2001) 運用会社が解約に対して国債を売却して対応したため、エンロン債の比重は上昇した。スミセイ MMF の場合、10月末時点で2.2%だったエンロン債の比率は、11月26日には4.5%、28日には5.3%になった。「解約しなかった個人投資家らが、損失のしわよせを受けたとみられる。」(N01/12/9)

表17 日興 MMF の純資産残高の推移 (億円)



資料：山田2001

社債についての以下の指摘は、MMF をめぐる法人、個人、社債発行会社の構図についても成り立つだろう。「信用リスク情報を十分に持たない個人投資家が高いリスクを背負わされている構図だ。……プロ投資家と個人投資家の間の情報格差を利用して、社債発行企業と証券会社は相対的に低い金利で資金を調達し、個人投資家はその分だけハイリスク、ローリターンの不利益を被っているといっても過言ではない。」(内野2001)

しかしエンロンの経営リスクについては、専門家さえ見方が分かれていた。運用会社にエンロンの破綻を見抜けなかった責任を問う議論は当然としても、専門家の間の議論が分かれていたことも事実だった。とすると素人の個人投資

家が、たとえばエンロン債への投資について、正確にリスク判断ができるかは疑問だ。

運用会社にエンロンのリスクを見抜けなかった責任を問う議論としては以下がある。

「エンロンの経営危機は10月16日に同社が大幅な赤字決算を発表する以前から指摘されていた。……野村アセットマネジメントは11月初旬に同社債を売却。元本割れを回避した」(A01/12/22)。エンロン債の市場価格は同社の元最高財務責任者の不透明取引が発覚した10月半ばから下落し始めていた(N01/12/18)。某大手大証券が「11月9日時点でエンロン債を7掛けで某外資証券に買い取らせた」ことに比べ、日興アセットの対応の鈍さは否めない(TK01/12/22)など。

確かにエンロンのリスクを見抜けなかった運用会社は、運用のプロとしては恥ずかしい。しかしこのように十分な情報を持っているプロが判断に迷うことについて、十分な情報を持たない個人投資家が正確に判断できるというのも無理な想定だ。公社債投信がそうした判断を個人投資家に求める商品だとすれば、このような商品は存在すること自体がそもそもおかしいのではないか。

またこの事件では、エンロン以外に問題のある債券にMMFの資産が運用されていることが浮かび上がってきた。日興MMFの場合、丸紅債や多数の銀行の劣後債に投資していることがわかり問題視された。日興MMFは2001年6—7月期にエンロン債を組み込んだほか、あさひ銀行の劣後債ほか19本の銀行劣後債、丸紅債を組み込んでいた(TK01/12/22)。2001年5月末の野村MMFと日興MMFの満期保有目的債券をみると、そのほとんどが銀行の劣後債で占められている……各社ともMMFの利回りをあげるために信用リスク、流動性リスクを取ってきた(KW01/12/17)。

とくに銀行劣後債は、流動性が低く、解約の嵐の中で運用会社は売却に苦しんだ。そのために親会社や運用会社自身が買い取るケースが多発した(後掲表24)。この買い取りは、解約資金を準備するという緊急性は理解できるものの、その買取価格がどのように決められたかということについて、不透明な取引と言わざるを得ないところである。親会社や運用会社の経営にマイナスの影響を及ぼしかねない取引との印象も強い。

11月末の解約の殺到時に日興アセットは流動性の低い劣後債の売却に苦しみ、結局、親会社である日興コーディアルグループが12月3日に市場価格で8行分

公社債投資信託の元本割れをめぐって

計1089億円を購入したとされる（N01/12/21）。日興コーディアル証券は2001年12月3日に日興アセットマネジメントが運用するMMFから、流動性の低い銀行劣後債1,089億円分を買い取った。「トリプル B マイナス以下の格付けの債券は一切なく、時価で買い取った」という（N01/12/14, N01/12/21）。

表18 エンロン経営破綻直前の報道

01/8/14	スキリング CEO が辞任 (→CEO 辞任で経営に不透明感 NFD01/8/21)
01/10/16	7-9月決算で10億ドル超の特別損失, 6億1800万ドルの赤字に転落を発表 (電話を使った説明会, コンファレンスコール)。→国内報道なし。
01/10/17	同社 CFO が設立した投資会社 LJM との間で不透明取引。取引解消に際し自社株買戻しを行い, 12億ドルの株主資本の減少を公表。→国内報道なし。
01/10/23	朝 投資家向けコンファレンスコールで明解な説明なし。多くのアナリストが売り推奨に転換。株価大幅下落。各地で投資家に適正な情報開示がなかったとする集団訴訟起こる (→CFO の不透明取引に不信感 NFD01/10/25)
01/10/24	投資家の信頼を回復するため最高財務責任者 CFO を解任 (NE01/10/25)
01/11/1	日経夕刊が SEC によるエンロンの金融取引調査を報道 (NE01/11/1)
01/11/9	ダイナジー, エンロン買収で合意 (→NE01/11/10)
01/11/14	日経夕刊がエンロンモデルはなお拡大する見方もあるとの編集委員署名記事掲載 (NE01/11/14)
01/11/19	SEC 提出資料で格付けが BBB- に下がったことで 6億9000万ドルの債務返済義務発生していることが明らかにされる。さらに格付けが低下すれば簿外金融取引で39億ドルの債務返済義務が発生することも判明 (→N01/11/23)
01/11/28	格付け会社が長期債務格付けを投資不適格に格下げ。簿外金融取引で39億ドルの債務返済義務発生。ダイナジーが説明義務違反を挙げて買収合意を撤回。エンロンの経営破綻が表面化。日本で MMF 元本割れへ (NE01/11/29)
01/11/30	エンロンショック広がる。日本で MMF 元本割れ (N01/11/30)
1/12/3	連邦破産法11条の適用申請会社更生法手続き入り。1987年のテキサコを上回る過去最大の倒産となる。債務168億ドル 簿外債務最大270億ドル。

むすび—商品性改善に向けた動向—

2001年9月のマイカル破綻時の明治ドレスナーのMMF元本割れのと看、MMFの安全神話にヒビが入ったと朝日新聞は報道した(A01/9/28)。その後、エンロン破綻によるMMF破綻続出後に日経新聞は、資産運用における安全神話は崩れ去ったと指摘した(N02/1/4)。11月29日を境に「MMFや中国ファンドに対する投資家の認識は変わった」「これだけ巨額の資金が短期間で移動した出来事は最近では記憶にない」(N01/12/30)。「1998年の銀行の投信窓口販売解禁から続いた預金から投信へという個人資金の流れが逆転しており、年明け

後も資金が戻る状況にはなっていない。」(N02/1/12) などこの事件は投資信託の商品性に対する不安をかつてなく高めた。これは投信業界にとってこれまで経験したことがないほどの深刻な危機といえる。

このような危機に際しての業界の対応を最後に確認しておきたい。

投信協会では2002年1月18日の理事会で MMF の新共通ルール (表23) を定めている。このルールは、組み入れ可能債券の格付け基準を明確化し、満期保有目的債券についてはより厳しい格付け基準を定めた。なお資産の平均残存期間は MRF の倍の180日以内として、MRF との商品性の違いも配慮した。残高の変動を激しくすると批判があった法人保有については、販売抑制への努力を定めた。元本割れ後の募集については、議論はされたものの毎日決算のため販売会社のシステム費用が重くして、実現しなかった。ただし長期公社債投信については2002年4月から元本割れ後も募集可能とすることになった。最後に損失を穴埋めする損失準備金制度については、税制や法令の改正問題を詰めるなど引き続き検討することとされた (N01/12/18, N01/12/19, N02/1/18)。

なお多額のエンロン債や銀行劣後債を純粋に投資目的だけで保有したのか、関連会社などの利害がそこに絡んでいるのかといった点については、今のところメスを入れるには材料不足である。また債券発行の現状と MMF 間の競争の中で、エンロン債や銀行劣後債を投資対象として選択せざるをえなかった事情や、審査体制の問題など運用会社の内部事情については、運用会社サイドの言い分もあるはずだが、これらの点も同様の理由で小稿では未解明なまま残さざるを得ない。

シングル A マイナス以上への限定

2002年1月に投信協会が発表した MMF の新共通ルールを受けて、運用会社では MMF の運用債券の入れ替えを始めた。そこで問題になったのは低格付け債券の流動性の低さである。たとえば新ルールでは、MMF で時価評価を免除される満期保有目的債券はシングル A マイナス以上の格付けとされたことに対応して、銀行劣後債は BBB 格以下であるため売却対象となったが、この売却は現実には困難だった。そこで運用会社がファンドから直接、銀行劣後債などの買い取るケースが報告されている (後掲表24)。

これは日興アセットマネジメントが2001年12月に経験したことが他社に及ん

だものと言える。違いは親会社ではなく、運用会社自体が対応したことだった。運用会社が銀行劣後債を買い取ったのである。ところで投信法は、利益相反行為を防止するため、運用会社が自己勘定でファンドと取引することを原則として禁じているので、金融庁長官の承認手続きが取られている。背景には銀行劣後債は「流動性が乏しく売却しきれない」との判断があったという（N01/1/24）。買い取り価格は MMF の元本割れを回避しつつ株主にも説明のつくプライシングという（KW02/2/4）。しかしながらこのことは、買い取り金額が多額であるだけに、運用会社の経営に与える影響が懸念される場所であり、今後においても流動性の低い債券での運用に運用会社が慎重になる切っ掛けになるのではないか。

法人向け販売の抑制

法人向け販売の抑制が目立ったのは野村証券の動きである。野村はエンロン問題が生ずる前の2001年10月に、MMF の法人向け販売を打ち切ることにした。法人資金を締め出すことで運用の効率化を実現するとした。上場企業と金融機関については新規には販売せず、短期金融商品としては1週間前に解約通知が必要な FFF（フリーファイナンシャルファンド）を提供することにした（NFD01/10/10）。さらに2002年2月からは、MMF の法人向け販売をすべて打ち切ることにした（N02/1/23）。

MMF に対する法人ニーズがあるなか、他社が野村に追随するかは微妙だが、法人資金を締め出すことで、MMF を個人投資家向けの中核商品として育てる野村の方針は、換金性や安全性を重視した金融商品を求める個人投資家からは歓迎されよう（cf. N02/1/28）。

しかし今回の事件とその後の投資信託残高の減少は、公社債投信の運用を自由化して、公社債投信のリスクを投資家に転嫁する方式とも言える「投資家の自己責任論」に対して、投資家がはっきりと拒絶の意志を表明したことを意味している。

かつてない公社債投信への不信感拡大の中で、業界再生の道は、運用会社の責任を曖昧にする「投資家の自己責任論」を最初に掲げる傲慢かつ高慢な態度を捨て、運用のプロとしての誇りと顧客の意向に沿った運用を行う高い倫理規程を掲げて、自己規制を一段と強化し、投資家が望んでいる低リスク低コスト

運用に徹して、時間をかけて顧客の信頼を回復することしかないのではないか。

表19 エンロン破綻時点の日米 MMF の比較

	日本 の Money Management Fund	日本 の Money Reserve Fund	米 国 の Money Market Fund
運用資産の満期	運用会社が決める	個々は1年以内 平均90日以内	個々は397日以内 平均は90日以内
適格資産	運用会社が決める	円建短期 A-2 以上 長期 A 以上	ドル建短期 A-2 以上 長期 A 以上
リスク分散	運用会社が決める	A-1 または AA 以上に95%以上ただし1社5%以内。A-2 なら1社1%以内。	A-1 または AA 以上に95%以上ただし1社5%以内。A-2 なら1社1%以内。
元本割れ時の対応	規定なし。	元本割れ後は追加募集禁止。	0.5%以内なら元本割れなしとして売買継続。0.5%超でSECに申請し元本維持可能

資料：NE01/12/11, KW01/12/17, 浪川 2002。

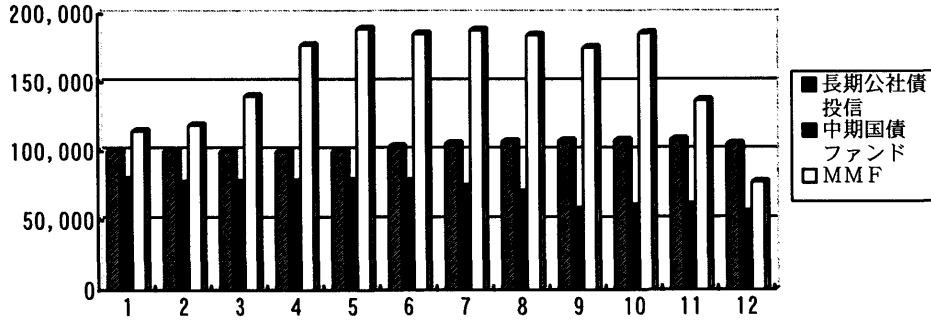
表20 投信商品ごとの問題債券組み入れ比率

年月日	投信会社	商品名	組み入れ額面額	組み入れ比率	基準価額
01/9/14	明治ドレスナーAM	コスモ MMF	マイカル関連債 24億円	4.0%	9,541円
01/11/22	三洋投信委託	中国ファンド	大成火災 CP 50億円	3.1%	9,685円
01/11/29	日興 AM	MMF	エンロン債 255億円	0.94%	9,827円
01/11/29	日興 AM	チャンス 5本	エンロン債 計 65億円	0.81-2.68%	9,966-9,637円
01/11/29	UFJ パートナース	UFJMMF	エンロン債 40億円	1.40%	9,873円
01/11/29	UFJ パートナース	ユニバーサル MMF	エンロン債 10億円	0.50%	9,947円
01/11/29	UFJ パートナース	公社債投信 4本	エンロン債 計 10億円	0.40-0.70%	9,984-9,948円
01/11/29	UFJ パートナース	短期公社債投信 3本	エンロン債 計 10億円	2.30-2.70%	9,818-9,781円
01/11/29	日本投信委託	日本 MMF	エンロン債 70億円	6.30%	9,319円
01/11/29	スミセイグローバル投信	スミセイ MMF	エンロン債 30億円	5.30%	9,453円
01/11/29	大和投信委託	アタックスリー 3本	エンロン債 計 61億円	0.45-2.78%	9,950-9,767円
01/11/29	大和投信委託	アタックス 3本	エンロン債 計 10億円	1.53-2.05%	9,897-9,824円
01/11/29	大和投信委託	スーパートラスト スリー 3本	エンロン債 計103億円	1.40-3.87%	9,887-9,670円

資料：N01/12/9, 鈴木 2001

公社債投資信託の元本割れをめぐって

表21 純資産残高の推移 (2001年, 月末値, 億円)



資料：投信協会 (以下付表22まで同じ)

表22 MMF 純資産残高の推移 (月末値, 億円)

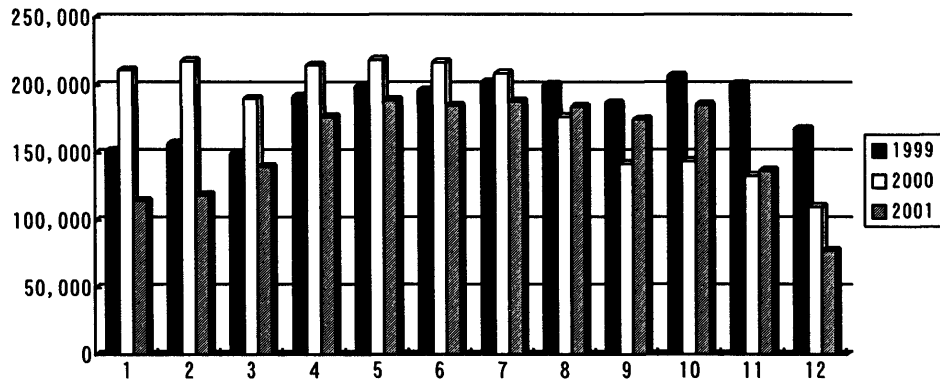


表23 MMF の新共通ルール (投信協会理事会02/1/18)

	新共通ルール
組み入れ可能債券	長期格付けトリプル B 格以上 短期格付け P-2 (A-2) 以上 同一銘柄への投資比率に上限
資産の平均残存期間	180日以内
満期保有目的債券の時価評価からの除外	除外を継続する。除外分については格付け基準をシングル A マイナス以上に強化、全銘柄を開示。
法人保有の扱い	販売抑制に努力を求める
元本割れ時の募集停止。	募集停止を継続。

注) 投信協会 02/1/18, N02/1/18, N02/1/19。税制や法令の改正を詰めが必要であるため、純資産残高の0.5%を上限に分配金などを積み立てて元本割れの穴埋めに使えるようにする損失準備金制度の導入は引き続き検討することとなり、今回の改善には盛り込まれなかった。長期公社債投信については、2002年4月以降、元本割れ後も募集を継続できるように制度変更することになった (N01/12/19)。

表24 運用会社による投信保有債券買い取り事例

	内容・規模	時期
野村アセットマネジメント	銀行劣後債14銘柄1,959億円	02/1/23 に買い取った (N02/1/24, A02/1/24) 実行は2002年2月中旬 (KW02/2/4)
新光投信	社債数10億円分	買い取ったもよう (N02/2/2)
大和証券投資信託委託	銀行劣後債額面約1,300億円 分	2002年5月までに買い取る 方針 (N02/2/2)

注：日興コーディアル証券は2001年12月3日に日興アセットマネジメントから1089億円相当の銀行劣後債を市場価格で購入している (N01/12/21)。

〔引用略符号〕

朝日新聞 A；日本経済新聞 N；日経金融新聞 NFD；日経夕刊 NE
エコノミスト E；金融 K；金融財政事情 KW；週刊東洋経済 TK

〔参考文献〕

内野徹「低格付け社債を個人投資家に売り込もうとする罠」『エコノミスト』01/11/27。
内野徹「元本割れショック」『エコノミスト』02/1/7。
大関洋「MMF 元本割れとゼロ金利政策」『財経詳報』02/1/23。
久保吉生「格付けをめぐる最近の動向と今後の展望」『証券アナリストジャーナル』2001/11。
志谷匡史「個人投資家保護と証券会社の行為規制」『月刊資本市場』No 195, 01/11。
鈴木健一「エンロン・コープ 資産リスクが格付けの制約要因」『R&I レーティング情報』
2000/3。
鈴木雅光「MMF 元本割れ続出で逃げた法人、泣いた個人投資家」『エコノミスト』01/12/18。
田中俊之他編著『証券投資信託の開示実務』中央経済社, 2000/11。
浪川攻「銀行再生も直接金融化も夢のまた夢？のペイオフ事情」『金融ビジネス』2002/2。
長谷川新「野村証券損失補填株主代表訴訟最高裁判決」『ジュリスト』No 1192, 01/1/1-15。
松本恒雄他監修『金融商品販売トラブル事例集』BSI エデュケーション, 2000/11。
山田雄一郎「日興アセットマネジメント MMF 元本割れの全経緯」『金融ビジネス』2002/2。

(ふくみつ・ひろし 成城大学経済学部教授, 経済研究所所員)

公社債投資信託の元本割れをめぐって (研究報告 No. 31)

平成14年3月20日 印刷

平成14年3月25日 発行

非売品

著者 福 光 寛

発行所 成城大学経済研究所

〒157-8511 東京都世田谷区成城 6-1-20

電話 03 (3482) 1181 番

印刷所 白陽舎印刷工業株式会社

1. MMFの近況 (単位: 100万円 投資信託協会発表による)

月末値	設定額	解約額	運用増減	純資産増減	純資産総額	フアン ト数
2000/8	1,830,211	2,199,355	▲ 2	▲ 369,145	18,426,866	18
2000/9	2,074,315	3,007,901	▲ 2,780	▲ 933,364	17,490,501	18
2001/10	2,676,571	1,598,608	6	1,077,969	18,568,470	18
2001/11	1,107,306	5,951,729	▲ 58,057	▲ 4,902,480	13,665,991	19
2001/12	445,006	6,388,381	255	▲ 5,943,122	7,722,870	20
2002/1	395,575	861,613	2	▲ 466,036	7,256,834	20
2002/2	283,201	633,735	▲ 2	▲ 380,537	6,876,298	20
2002/3	325,198	1,201,422	4	▲ 876,220	6,000,079	21
2002/4	717,6**	333,8**		383,8**	6,383,9**	

資料: 投資協会

2002/4は億円単位の概数。

2. MMFの月末純資産額の推移(単位: 億円 % 投資信託協会発表資料を加工した)

	2001/8 (a)	2001/12	2002/3 (b)	(b)/(a)=(c)	(c)/(a)
大和	69,673 (37.8)	36,051 (46.7)	29,668 (49.4)	▲ 40,005	▲ 57.4
野村	40,763 (22.1)	23,511 (30.4)	17,853 (29.8)	▲ 22,910	▲ 56.2
日興	32,035 (17.4)	2,107 (2.7)	852 (1.4)	▲ 31,183	▲ 97.3
国際	13,525 (7.3)	6,923 (9.0)	5,211 (8.7)	▲ 8,314	▲ 61.5
UFJ	9,090 (4.9)	431 (0.6)	217 (0.4)	▲ 8,873	▲ 97.6
DKB	7,174 (3.9)	3,936 (5.1)	3,024 (5.0)	▲ 4,150	▲ 57.8
日本	2,808 (1.5)	120 (0.2)	78 (0.1)	▲ 2,730	▲ 97.2
あさひ	2,665 (1.4)	1,283 (1.7)	776 (1.3)	▲ 1,889	▲ 70.9
大同ラ	1,977 (1.1)	712 (0.9)	1,013 (1.7)	▲ 1,507	▲ 76.2
三菱	1,247 (0.7)	96 (0.1)	49 (0.1)	▲ 1,198	▲ 96.1
明治	553 (0.3)	46 (0.1)	38 (0.1)	▲ 515	▲ 93.1
藤中	226 (0.1)	229 (0.3)	469 (0.8)	243	107.5
トヨタ	111 (0.1)	121 (0.2)	119 (0.2)	8	7.2
パナソ	21 (0.0)	21 (0.0)	21 (0.0)	0	0.0
三洋	14 (0.0)	10 (0.0)	9 (0.0)	5	▲ 35.7
三菱信	-	109 (0.1)	134 (0.2)		
全社計	184,269	77,229	60,001	▲ 122,268	▲ 62.1

3. MMFの運用実績 (税引き前、年率換算、% 前週各日の実績平均 日本経済新聞社発表資料を編集した)

2001	野村	大和	国際	DKB	日興	UFJ	日本	三菱	明治
8/5	0.093	0.161	0.130	0.083	0.083	0.083	0.229	0.124	0.197
8/12	0.088	0.156	0.130	0.083	0.078	0.088	0.208	0.135	0.203
8/19	0.078	0.161	0.130	0.093	0.104	0.083	0.224	0.130	0.197
8/26	0.083	0.161	0.124	0.083	0.093	0.083	0.208	0.130	0.197
9/2	0.078	0.151	0.130	0.073	0.088	0.078	0.219	0.114	0.197
9/9	0.083	0.151	0.124	0.073	0.088	0.083	0.208	0.124	0.182
9/16	0.078	0.140	0.124	0.078	0.093	0.073	0.203	0.119	0.151
9/23	0.083	0.140	0.130	0.083	0.093	0.073	0.203	0.119	0.151
9/30	0.083	0.140	0.119	0.073	0.098	0.083	0.244	0.119	0.000
10/7	0.078	0.140	0.104	0.083	0.083	0.083	0.208	0.109	0.000
10/14	0.078	0.140	0.104	0.078	0.083	0.073	0.219	0.114	0.000
10/21	0.083	0.140	0.098	0.078	0.083	0.073	0.219	0.114	0.000
10/28	0.078	0.140	0.098	0.078	0.083	0.073	0.213	0.114	0.000
11/4	0.073	0.140	0.104	0.067	0.083	0.067	0.182	0.098	0.000
11/11	0.073	0.140	0.093	0.078	0.078	0.083	0.182	0.093	0.000
11/18	0.073	0.140	0.104	0.073	0.083	0.067	0.213	0.098	0.000
11/25	0.073	0.130	0.093	0.073	0.098	0.067	0.151	0.156	0.000
12/2	0.073	0.130	0.098	0.073	-	-	-	-	0.005
12/9	0.073	0.151	0.112	0.067	0.000	0.000	0.000	0.000	0.005
12/16	0.073	0.171	0.116	0.067	0.000	0.000	0.000	0.000	0.005
12/23	0.078	0.187	0.110	0.067	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
12/30	0.083	0.166	0.154	0.083	0.000	0.000	0.000	0.000	0.005
2002	野村	大和	国際	DKB	日興	UFJ	日本	三菱	明治
1/6	0.098	0.187	0.164	0.130	0.000	0.000	0.000	0.000	0.005
1/13	0.078	0.197	0.101	0.062	0.000	0.000	0.000	0.000	0.005
1/20	0.083	0.187	0.139	0.067	0.000	0.000	0.000	0.000	0.005
1/27	0.078	0.171	0.121	0.067	0.000	0.000	0.000	0.000	0.005
2/3	0.078	0.197	0.121	0.083	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
2/10	0.078	0.124	0.131	0.156	0.000	0.000	0.000	0.000	0.010
2/17	0.074	0.140	0.143	0.130	0.000	0.000	0.000	0.000	0.005
2/24	0.023	0.135	0.140	0.083	0.000	0.000	0.000	0.000	0.005
3/3	0.024	0.130	0.127	0.057	0.000	0.000	0.000	0.000	0.005
3/10	0.027	0.135	0.120	0.052	0.000	0.000	0.000	0.000	0.005
3/17	0.034	0.124	0.121	0.073	0.000	0.000	0.000	0.000	0.005
3/24	0.039	0.130	0.137	0.088	0.000	0.000	0.000	0.000	0.005
3/31	0.040	0.119	0.106	0.073	0.000	0.000	0.000	0.000	0.005
4/7	0.039	0.135	0.120	0.057	0.000	0.000	0.000	0.000	0.005
4/14	0.033	0.150	0.111	0.057	0.000	0.000	0.000	0.000	0.005
4/21	0.030	0.124	0.102	0.041	0.000	0.000	0.000	0.000	0.005
4/28	0.028	0.124	0.109	0.031	0.000	0.000	0.000	0.000	0.005
5/5	0.024	0.124	0.121	0.041	0.000	0.000	0.000	0.000	0.005
5/12	0.022	0.124	0.100	0.041	0.000	0.000	0.000	0.000	0.005
5/19	0.016	0.114	0.083	0.041	0.000	0.000	0.000	0.000	0.005