

投資信託の裁定取引によって注目される基準価額問題

ニューヨーク州司法当局によるヘッジファンドの不正取引公表において、投資信託を利用した裁定取引の一手法である「短期取引」や「時間外取引」が問題視されている。基準価額の「予測可能性」という性質を利用した投資戦略であり、一般投資家に不利益をもたらすため、過去数十年間いくつかの規制措置が講じられてきたが、今回その有効性が問われることとなった。

1. 投資信託の不正取引摘発と調査の拡大

1) ニューヨーク州司法当局によるヘッジファンド摘発

9月3日、ニューヨーク州のエリオット・スピッツァー司法長官は、複数の大手投資信託業者とヘッジファンドとの間で投資信託¹を利用した大掛かりな不正取引があったとの証拠をつかんだこと、および3,000万ドルの不当利得返還と1,000万ドルの罰金支払いについて当該ヘッジファンド側と和解したことを公表した。今回名前を挙げられたヘッジファンドは、カナリー・キャピタル・パートナーズ（ニュージャージー州所在）とその子会社2社（以下総称して「カナリー社」と呼ぶ）であり、バンク・オブ・アメリカ、バンク・ワシントン・コープ、ジャナス・キャピタル・グループ、ストロング・キャピタル・マネジメント、セキュリティー・トラスト・カンパニーの5社とそれぞれ共謀して、投資信託の「短期取引」あるいは「時間外取引」という取引を行ったとされている。

さらに同16日には、ニューヨーク州司法当局とSECが共同で、一連の取引を主導したバンク・オブ・アメリカ証券の富裕層営業グループ（ニューヨーク市所在）の担当者を、証券詐欺罪等の疑いで民事・刑事訴追したと発表した。カナリー社の経営者であるエドワード・スターン氏の一族は、元々カナリアなど鳥の繁殖で財をなした富豪であり、バンク・オブ・アメリカはこの一族との個人取引を狙いとして一連の投資信託取引に応じたと報じられている。

¹ 本稿における「投資信託」および「ファンド」の語は原則として、オープン・エンド型投資法人（いわゆるミューチュアル・ファンド）を指す。

2) 投資信託業界に対する調査の本格化

ニューヨーク州司法当局は、カナリー社との和解を契機に、投資信託業界に対する本格的な調査に乗り出しており、同当局の資料提出要請は、バンガード・グループ、インベスコ・ファンド・グループ、フリート・ボストン・フィナンシャル、パトナム・インベストメンツ、ブラック・ロック等の投資信託業者や、ミレニアム・マネジメント等のヘッジファンドに拡大している模様である。

続いてSECも独自の調査に乗り出した。SECは9月4日以降、大手投資信託業者および販売業者にあてて召喚状を発し、その中で投資信託の価格評価方法および売買取引について1ヶ月以内に回答するよう求めた模様である。加えてマンハッタン連邦検察局も、ヘッジファンドに対して短期取引等を認めた行為には一般投資家に対する受託者責任違反の疑いがあるとして、プルデンシャル証券やパトナム・インベストメンツに対する捜査を開始している。

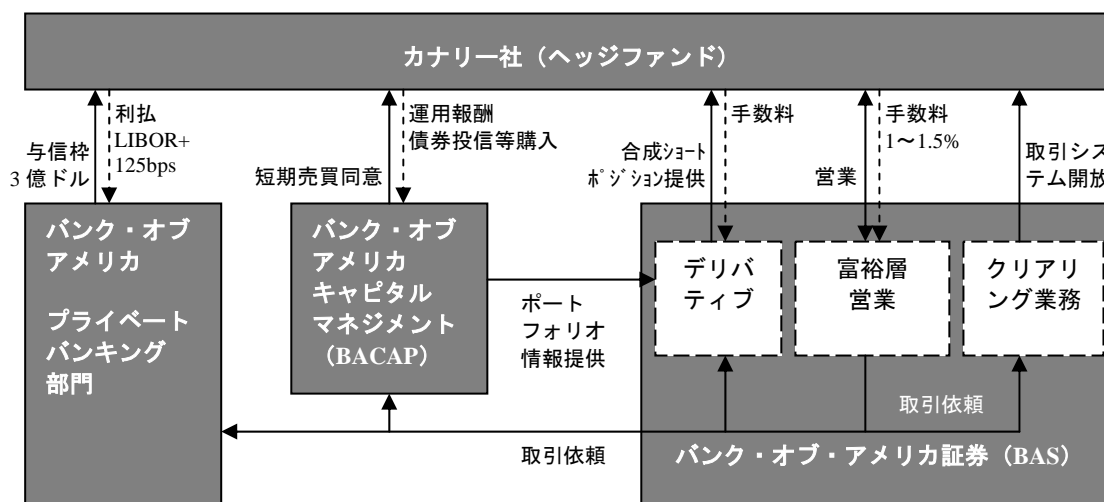
2. 摘発された取引の概要

カナリー社が投資信託の裁定取引のために利用していた会社は多数に上るとみられるが、今回の発表によれば、その中で最も深い取引関係にあったとされるのはバンク・オブ・アメリカであり、2003年7月にカナリー社がニューヨーク州司法当局からの召喚状を受け取るまで継続した。本章では取引の種類別にこの関係を述べる。また、図表1は関係の全体像をまとめたものである。

1) 投資信託の売買取引

2001年5月、バンク・オブ・アメリカ証券(BAS)は、カナリー社側の求めに応じ、運用を担当するバンク・オブ・アメリカ・キャピタル・マネジメント(BACAP)の同意の下で、「ネーションズ・ファンド」シリーズの投資信託(当初は、転換社債、外国株式、エマージング市場、および小型株の各ファンド)について、短い期間内に売買を繰り返す「短期取引(market timing)」を行うことを許可した。

図表 1 カナリー社とバンク・オブ・アメリカとの取引関係



※実線はサービス・情報の提供や依頼、破線は報酬の授受関係を表す

(出所) 野村総合研究所作成

午後 4 時以降受け付けた売買に対しては本来、翌日決定する基準価額 (net asset value, NAV) を適用すべきであるが、これを当日の基準価額で取引するという「時間外取引 (late trading)」も間をおかずして開始された。見返りにカナリー社は、取引の合間に投資資金を BACAP の MMF 等に待機させ、後には BACAP の認めた短期取引と同額の、「ネーションズ・ファンド」の債券投資信託等を長期保有の趣旨で購入した。

なお、「ネーションズ・ファンド」の投資信託は 2002 年、短期取引の禁止を目論見書に記載したが、カナリー社との取引は継続された。また、時を追って売買額は増大し、売買日数も短縮された。

2) 投資信託売買に対する補助取引

上述の投資信託売買取引を促進するため、次のような補助的な取引も行われた。

(1) 電子取引システムの開放

BAS のクリアリング業務部門は 2001 年 6 月、自社用の取引システムをカナリー社に開放した。カナリー社はこれを利用して、午後 6 時 30 分まで、バンク・オブ・アメリカの担当者を介することなく、時間外取引 (すなわちその日の午後 4 時に計算された基準価額をもってする取引) を含む売買取引を行うことができるようになった。また、取引のできる投資信託の種類も増加した。BAS のコンプライアンス責任者は当初、この接続に懸念を示したが、それだけの価値のあるビジネスであるとの見解に従ったとみられる、とスピッツァ

一長官は述べている。

カナリー社は、このシステムを通じて取引する投資信託残高の 1 から 1.5%を「投資顧問料」の名目で営業窓口の BAS に支払った。但し実際には、これは短期取引および時間外取引への対価であったとみられている。

(2) 合成デリバティブ・ポジションの提供

2001 年以降の下落相場における裁定取引を可能にするため、BAS のデリバティブ・デスクは、投資信託の空売りと実質的に同等の経済効果を有するような合成ショートポジションを組成し、カナリー社に提供した。

なお、これを可能にするため、BACAP は、裁定取引の対象となっている「ネーションズ・ファンド」シリーズの投資信託が保有する銘柄の情報を定期的に BAS に提供した。しかしこのような情報は、一般投資家に対しては、年 2 回発行される運用報告書によってしか開示されないものであった。

(3) 信用供与

バンク・オブ・アメリカのプライベート・バンキング部門は、カナリー社に対し、総額約 3 億ドルの与信枠を設定した。投資信託のシェアを担保として全額保全の上、LIBOR に対して 125bps という高い利ざやを適用するものであった。カナリー社はこの借入金を一連の裁定取引のために使用した。

3. 裁定取引とその問題点

1) 短期取引と時間外取引の仕組み

カナリー社が投資信託を利用して行った短期取引と時間外取引が問題視されるそもそもの理由は、これらの手法が利益を生む構造の中に見ることができる。ここではまず、短期取引と時間外取引の仕組みを概観する。

(1) 短期取引

米国のオープン・エンド型投資信託は多くの場合、東部時間午後 4 時における証券の価格をもって基準価額を計算する。この計算方法について、1940 年投資会社法（第 2 条 (a)(41)(B)項）は保有証券を次のように評価することを定めている。

- ・市場の相場が直ちに利用可能な (readily available) 証券については、市場価格。
- ・そうでない証券については、ファンドの取締役会によって、またはその指導の下に、誠実に (in good faith) 決定された公正価値 (fair value) 。

しかしここで、例えば外国株投資信託の基準価額を市場価格すなわち外国市場の終値によって決定すると、何が起こるのであろうか。ある日、外国株の価値に大きな影響を与えるような出来事が外国市場の取引終了後に生じた場合、この出来事はその日の午後 4 時ではなく翌日の午後 4 時になってはじめて基準価額に反映される。そのため、基準価額は本来あるべき水準、すなわち出来事を反映した売買において決定されるはずの証券価値に基づく価格（このあるべき価格を、便宜上、基準価額の「公正水準」と呼ぶこととする）から一時的に乖離することになる。ところでこのような出来事は、グローバル化した経済環境においては米国市場での米国株取引にも往々にして影響を与えるものである。上の出来事の影響が米国株式相場にはリアルタイムで、外国株投資信託の基準価額には翌日の夕方になって現れるとすれば、当日の米国市場の動きが翌日の基準価額の動きを先取りすることになる。このような性質を基準価額の「予測可能性 (predictability)」といい、投資信託の短期取引を許された投資家は、この予測可能性を利用した投資戦略を実行することができる。例えば、ある日の S&P500 指数が上昇すれば翌日の基準価額上昇を期待して投資信託を買い、逆に下落すれば基準価額の低下を見込んで投資信託を売却しキャッシュを持つといった短期取引の手法がごく単純な例として考えられる。

図表 2 は、外国株投資信託について、バイ・アンド・ホールド戦略の運用成績とこのような短期取引戦略に関するバックテスト結果とを比較したものである。株式相場が上昇を続けていた時期であるため運用成績はいずれもプラスであるものの、短期取引の運用成績はバイ・アンド・ホールド戦略のそれを大幅に上回っている。

図表 2 外国株投資信託に関する運用成績の比較

	バイ・アンド・ホールド戦略	短期取引戦略		
	収益率	収益率	成功率	保有日数
平均 (同 標準偏差)	13.3% (3.8%)	34.2% (4.2%)	63.3% (1.4%)	2.1 (1.4)
最大	23.1%	43.6%	66.1%	12.0
上位 1/4	15.5%	37.6%	64.1%	3.0
中央	13.2%	34.0%	63.6%	2.0
下位 1/4	11.1%	31.0%	62.6%	1.0
最小	4.6%	25.3%	59.1%	1.0

(注) 期間：93 年初から 97 年末まで。

サンプル：84 の外国株投資信託と S&P500 指数の日次収益率。

短期取引戦略の内容：午後 3 時 55 分までの S&P500 指数の日次収益率が正ならば投資信託を買い、負ならば投資信託を売ってキャッシュを持つとした。取引日数とは、投資信託またはキャッシュを保有していた 1 回あたりの期間を指す。

(出所) Greene J., Hodges C., "The dilution impact of daily fund flows on open-end mutual funds," *Journal of Financial Economics*, Volume 65, 2002, P131 - 158.

(2) 時間外取引

例えば、米国株の取引が終了して米国株投資信託の基準価額が計算された午後4時以降、相場を押し上げるであろうと判断されるような出来事が起きたとすると、翌日の株価は当日の終値に対して上昇すること、および翌日午後4時の基準価額は当日の基準価額に対して上昇することが予想される。ここに基準価額の予測可能性が生じる。このとき、投資家が既に決定された基準価額で投資信託を購入することを許されるならば、翌日の上昇した基準価額で売却して利益を得ることができる。

2) 投資信託の裁定取引

さて、今回摘発された中で問題にされている取引は、「短期取引」および「時間外取引」という2種類の手法であるが、両者はいずれも、基準価額の予測可能性を利用した投資信託の「裁定取引 (arbitrage)」と呼ばれるより広い概念の一部と捉えることができる。以下では、2種類の取引を一括りにして、裁定取引として論じることとしたい。

なおここで付言すれば、現実の運用は、これまでに述べたような単純な手法に必ずしも止まらない。例えばカナリー社は、第2章で述べた通りバンク・オブ・アメリカから投資信託の合成ショートポジションの提供を受け、これを利用した一種のマーケット・ニュートラル運用で、下落相場においても利益を上げることが可能にしていた(図表3)。

図表3 下落相場におけるカナリー社の裁定取引

取引順序	商品	投資信託	デリバティブによる合成ポジション(注)
①取引開始		買い持ち	売り持ち
②証券時価の低下が基準価額にまだ反映されない時に利益確定		まだ低下していない基準価額で売却	低下した時価で買い戻し

(注) 投資信託を空売りしたのと同等の経済状態を、デリバティブを利用して実現したもの。

(出所) ニューヨーク州司法長官の公表資料(2003年9月3日)

また、外国株に限らず、米国内にあっても小型株やハイイールド債などそもそも市場取引の活発でない証券については、直近に市場で成立した売買価格が午後4時の時点で既に本来の価値を反映しない古いものとなり、基準価額に予測可能性を生じてしまうことから、やはり裁定取引の対象となりやすいといわれる。

3) 裁定取引の問題点

このような裁定取引が問題視される理由は、一般投資家からこのような特殊な投資手法を駆使する投資家に対して富の移転、すなわち「希薄化 (dilution)」という現象が生じる

からである。例えば、裁定取引を行う投資家が頻繁に資金を出し入れし、ファンドマネジャーがそれに合わせてポートフォリオを構成する証券の売買を行えば、ファンドの執行コストがかさんでファンド全体のリターンを引下げ、証券売却の際に生じるキャピタルゲインへの課税額が増加し、またポートフォリオ運用にも支障を生じることが考えられる。また、ファンドマネジャーが短期投資家による資金の出し入れからポートフォリオを防衛するために相当程度のキャッシュを持てば、証券投資によって得られるはずの利益が失われてしまうことにもなる。このようにして裁定取引はファンド全体のコストを増大させる一方、取引による利益は裁定投資家のみにもたらされるため、結果として取引頻度の低い一般投資家が不利益を被ることとなる。

4. 裁定取引に対する規制とその限界

投資信託の裁定取引は、基準価額が公正水準から一時的に乖離して予測可能性が生じたときに、売買を行うものである。裏を返せば、裁定取引を防止するためには、①基準価額の公正水準からの乖離を防ぐ、または②公正水準から乖離した基準価額による売買をさせない、の2条件のうち少なくとも1つを満足させることが必要である。

これまで投資信託業界や規制当局である SEC は、裁定取引を防止するため様々な対策を講じてきた。本章では、上記2つの論点それぞれについてこれまで取られてきた施策と、施策に対して指摘されている限界を論じる。

1) 基準価額の公正水準からの乖離防止

基準価額の公正水準からの乖離を防ぐ役割を担っているのは、基準価額計算における公正価値評価である。第3章で述べた通り、直ちに利用可能な市場価格がないと認められる証券について、基準価額決定の上で公正価値を用いるのは投資会社法上の義務である。

投資信託における公正価値評価の実態は、SEC もかねて関心を寄せていた分野である。最近の例を挙げれば、1999年に一部の銀行債権ファンドや株式ファンドにおいて、市場における資産価値とかけ離れたところで基準価額が付けられていたことが問題となった²ことがあり、これらを契機に、SECは同年12月³と2001年4月⁴の2度にわたって米国投資信託協会（ICI）にレターを送付し、基準価額計算に関するガイダンスを与えた。外国株投資

² Zuckerman, G. Tam, P., "Fund Investors Worry Values May Be Off Base," *The Wall Street Journal*, October 29, 1999 を参照。

³ U.S. SEC, Division of Investment Management: December 1999 Letter to the ICI Regarding Valuation Issues, December 8, 1999

⁴ U.S. SEC, Division of Investment Management: April 2001 Letter to the ICI Regarding Valuation Issues, April 30, 2001

信託の基準価額について、SEC は 2 通目のレターで次のように解説している。

「外国証券については、ファンドは、海外の取引所や市場が閉じた後、基準価額の計算前に重大な出来事（すなわち、証券の価値に影響を与えるような出来事）があったかどうか評価を行わなければならない。もしもそのような出来事があったと認められれば、当該証券の終値は「直ちに利用可能な」市場相場とはいえず、ファンドは公正価値評価の方法に従って価格を決定しなければならない。」

このレターはまた、短期投資家の裁定取引によって株主価値の希薄化を生じ得るという SEC の従来からの懸念を改めて表明し、公正価値評価によって裁定取引から長期投資家を保護することができる、と述べている。

しかし投資信託会社の対応は全般的に進んでいないとの指摘がなされている。現在一般に行われているのは部分的な公正価値評価であるが、それでは効果は限定的であるという⁵。例えば、相場的大幅な変動のあった日のみ公正価値評価を行うという方法があるが、これによって除去できる裁定取引機会は全体の 10% 程度に止まる。また、外国株の評価に ADR を利用する方法もあるが、大半の ADR は流動性が低く、市場の情報を十分に反映しているとは考えがたい。

2) 公正水準から乖離した基準価額での売買の制限

(1) 時間外取引規制

元々米国の投資信託には、毎日午後 4 時に決定した基準価額を、それ以降受け付けた売買に適用するという慣行（バックワード・プライシングという）があったが、第 3 章にある通り基準価額の予測可能性が生じる。そこで 1968 年に SEC は投資会社法の下に規則 22c-1 を設け、投資信託の売買受け後に計算される基準価額に基づく価格によって売買を行わなければならないことを定めた。これは、取引受付が基準価額計算に先行することから、フォワード・プライシング・ルールと呼ばれる。SEC は同規則の制定時に、希薄化の防止と短期的な投機取引の防止がこの立法の狙いであることを説明している⁶。

例えば今回カナリー社は、バンク・オブ・アメリカの電子取引システムを通じて、当日午後 4 時に計算済みの基準価額で午後 6 時 30 分まで売買を行うことができた。これによる取引は、同規則に対する違反行為である。

(2) 短期取引規制

短期取引の防止は、投資信託会社の自主規制によっている。すなわち、長期保有を前提とした大半の投資信託は、このような取引の追放を自ら方針として定めた上で、懲罰的な

⁵ Zitzewitz E., "Who Cares About Shareholders? Arbitrage-Proofing Mutual Funds," Research Paper No. 1749, 2002, Stanford Graduate School of Business を参照。

⁶ U.S. SEC, No-Action Letter under: Investment Company Act of 1940 – Section 18(f), 22(d); Rule 12b-1, 22c-1 ReFlow Fund LLC., July 15, 2002 を参照。

措置（例えば、高い買取り手数料の設定、売買の拒否、サービスの停止等）を規定し、目論見書において開示している。このような規制が一般的になったのは 1990 年代末頃とみられ⁷、今回ニューヨーク州司法当局によって名前を挙げられた投資信託会社もすべて、目論見書にこのような記載を備えている。

もっとも、これらの施策にも（たとえ完全に行われたとしても）欠点のあることが指摘されている⁵。すなわち、既存の変額年金など一部の投資家には契約上の理由からこの種の買取り手数料を課せられないため、結果として投資家を選別するような対策とならざるを得ず、また、原則として買取り手数料の上限が SEC の指導によって買取り金額の 2% に制限されている現状では、あらゆるファンドがこれを課したとしても裁定取引機会を除去するには至らない。次に、取引頻度の監視や取引停止といった措置については、多くの既存変額年金には適用できない対策であり、また制限内の回数までの取引はできるので裁定機会を減少させても除去することは困難といえる。

5. まとめ

今回の事件では、裁定取引を可能にするために投資信託関係業者が短期投資家と共謀していたこともあり、投資信託業界は、一般投資家の投資信託に対する信頼が損なわれかねない事態に直面している。スピッツァー長官はカナリー社の一件を「氷山の一角」と述べており、今後の調査がどのように進展するか注目される場所である。同時に、投資信託業界には真摯な対応と効果的な解決策が求められよう。

公正価値評価と売買取引の制限という 2 つのアプローチを併用する形で、米国は裁定取引対策を進めてきたといえる。理屈の上では、いずれか一方が確実に行われれば用は足りるのであるが、それぞれの施策に短所もみられることから、現実には両方のアプローチを同時に推し進めることが妥当であり、今後もそうなるものと思われる。

売買に関しては、時間外取引、短期取引の両面で既に具体的な規制が実施されている。しかし、これらの規制が今回機能しなかったことは、規制内容の妥当性や、投資信託、運用会社、販売業者等における法令遵守や業務管理のあり方に疑問を投げかけたといえ、今後の実態解明が待ち望まれる。

但し、問題となった取引に関する規制やその遵守策を再検討するだけでは、十分な対策とはいえない。もう一つの論点である公正価値評価も今回の事件によって同様に疑問を生んだのであり、その実態に問題があるとすれば、基準価額の予測可能性そのものをより小さくするための改善がやはり必要であろう。SEC は 10 月 9 日、時間外取引と短期取引に関する追加規制案を 11 月中にも公表する予定であると発表した。具体的には、基準価額決定

⁷ Laderman, M., "Fast-buck traders get the heave-ho mutual funds turn up the heat on so-called market timers," *Business Week*, September 6, 1999 を参照。

の時刻よりも前に注文を受け付けることを投資信託会社に義務付けること、短期取引への対処方針等を文書で開示させること、短期取引規制の適切性と有効性を熟慮するという投資信託の取締役の義務を強化すること等と並んで、公正価値評価の徹底を図ることが検討されている。

ただし公正価値評価については、具体的な基準やコンセンサス（例えば、市場価格が直ちに利用可能であるとは何を意味するのか、取締役会はどれだけのことを行えば誠実に公正価値を評価する義務を果たしたことになるのか、等）が今のところ乏しいものとみられ、今後の実務的な積み重ねも必要であろう。また、公正価値評価には、希薄化を防止するという本来の役割のほかに、方法論の客観性やプロセスの透明性も求められるという側面がある。人為的な価格調整が大きなものとなれば個々の投資家から疑問や抵抗が生じることとも考えられるからである。このように困難を伴うものとも予想されるが、投資家保護の充実と信頼回復のためにも、公正価値評価の追求は米国の投資信託業界にとって欠くべからざるステップであると思われる。

（胡田 聡司、大原 啓一）