

I 英国の金融サービス市場法と鉱業投資資金調達

前ロンドン海外調査員 名久井恒司報告

要約

英国金融市場は世界最大の鉱業投資資金調達市場である。その活発な投資も投資銀行等の金融仲介機関の活躍なしにはあり得ない。英国の金融ビッグバンは市場の活性化を目指したものであって、既存金融機関にとっては救済措置どころか存亡選別の過程であった。我が国では 2000 年以降、金融機関の再生すなわち主要銀行の不良債権処理問題が金融システム政策の主要課題として取り上げられ、金融システム再生としてのビッグバンはフォローアップされていない。一方、英国では 2000 年に金融サービス市場法が一層広範囲の金融事業をカバーし、横断的な市場法と金融監督体制が整備された。日本版ビッグバンの当初の狙いに 1,200 兆円に上る個人金融資産を、より有利に運用される場を設けるということがあった。個人が安心して投資するための規制法は一応成立した。残る課題は横断的な法体系の整備と市場を活性化するプレーヤーの出現である。

1. ビッグバンと金融サービス市場法

1.1. シティの金融システムと投資資金調達

英国は経済規模に比べて金融市場の規模が大きい。海外の投資案件への資金調達もビッグバンで地位を回復したロンドン市場で行われるものが多い。

地理的要因からも下流産業の需要からも、そこが市場となる必然性のない英国に大きな金融市場が発展し、世界の鉱業投資をロンドンのわずか 1 マイル四方のシティが左右しているのは、シティの伝統が生み出した金融システムとそれを近代化した法制度によるところが大きい。英国では、資金の調達も金融仲介業も金属などのコモデティの取引も、全てが金融サービス市場法(Financial Services and Markets Act, 2000)の規制下にある。ビッグバンのなかで生まれ、発展したこの法とシティの伝統が、投資家、金融機関及び投資事業の間の信頼性と、効率性を確保する役割を担っているのである。

1.2. 進化する英国金融サービス法

日本版ビッグバンのお手本は言うまでもなく、サッチャー政権下で起こった英国

の金融ビッグバンである。英国のビッグバンは、証券市場の自由化を中心とする一連の金融自由化、規制緩和及び投資家保護のための規制の導入を含む金融改革であった。それら改革の法的枠組みとして「1986 年金融サービス法」¹が成立した。この法律の最も重要な特徴は、業態毎の規制ではなく、「インベストメント・ビジネス」という広範囲の業に携わる業者を規制するところである。同法により、認可事業者²または認可免除業者³でなければ規制対象業務は行えない。

ビッグバンは数百年間シティで生き続けた慣習を廃止するものであり、新たな規制を導入するものであったため、既存の金融機関からの反発は強かった⁴。狭い意味でのビッグバンは証券業の再活性化であったが、その目的とは逆に競争力の強い外資金融機関が繁栄した。しかし、より広い意味のビッグバンとしては市場が拡大し、ロンドン市場の地位を回復させたという評価が一般的である⁵。

さらに労働党ブレア政権の下、横断的市場監視機能を実現する抜本的法改正が行われ、「2000 年金融サービス市場法」(Financial Services and Markets Act, 2000)が成立した。監視機関として、金融サービス庁(FSA)が法律上の公的な金融・証券規制機関として位置づけられた。FSA はこれまでの業界別監視機関をすべて統合し、銀行業、証券業、保険業等を横断的に規制、監督することになった。新法においては規制対象であるインベストメントに預金、保険一般が追加され、規制対象事業も一層拡大した⁶。

1.3. 道半ばの日本版ビッグバン

1996 年 11 月、橋本総理より大蔵大臣らに「金融システム改革」に取り組むよう指示があったのが日本版ビッグバンに向けての第一歩であった。大蔵省時代になされた日本版ビッグバンの主な成果は、1998 年に成立した金融システム改革法⁷及び金融審議会における審議、検討結果を受けた一連の改革である⁸。

省庁再編の中で、金融行政の企画立案部門は、大蔵省から 2000 年 7 月に発足した金融庁に移管された。大蔵省時代の最後の 2000 年 6 月に、「21 世紀を支える金融の新しい枠組みについて」(金融審議会答申)が取りまとめられた。同答申のなかで謳われた横断的法制化の努力の継続についてのフォローアップは進められていない⁹。金融システム改革から金融破綻処理に移されたことは 2 度目の金融行政機構改革で発足した新・金融庁が金融再生委員会の業務を引き継いだことに、金融行政の主要なアジェンダアイテムは現れている。金融庁においては、2002 年 7 月の金融庁担当大臣の私的諮問機関¹⁰による日本版ビッグバンについての評価は、「意図したように個人資産が市場に向かっておらず、ビッグバンを実施しても個人投資家の裾野が広が

らない当面の直接の原因は株式市場の低迷にあり、その背景としての実体経済の停滞にある。」というものであった。同年 9 月の金融審議会答申「中期的に展望した我が国金融システムの将来ビジョン」には最早ビッグバンについての言及はない¹¹。日本版ビッグバンの当初の狙いに 1,200 兆円に上る個人金融資産をより有利に運用される場を設けるということがあった。日本版金融商品販売法等によりある程度の法的枠組は整備されたものの現象としてのビッグバンは起こったとは言い難い。

1.4. 日本で実現されていない課題¹²

日本でも上記のように、ビッグバン政策として投資家保護や証券化によるリスク分担の仕組みが、整備されてきた。投資を活性化するために大いに貢献すると思われる横断的な金融制度としては、大蔵省時代に制定された金融システム改革法¹³が既存の業態毎の規制法を横断的なルールで改正したことが挙げられるが、金融市場全体を改革するほど包括的な法体系の整備になっていない¹⁴。では、なぜ横断的なルールでは不足で、包括的な法律が必要であるのか。まず、競争激化の中で考案されるハイブリッドな金融商品や新規商品の取引を可能とするためには、その都度法律や制度の見直しが必要となる。そのために新たな商品の登場が遅れることになる。投資家から見ても新登場した商品への投資がどの規制法により保護されるかが分かりにくい、またループホールをついた商品や業態が現れる可能性もあろう。税の取扱いの疑問点も含め、投資家利益の観点からも横断的・包括的な金融市場法が求められるのである。

金融システム改革法の制定以外にも、資産の流動化やベンチャーの資金調達を狙った制度が誕生した。しかし、いずれもリスク分散の方法は証券化を通じたものに限られており、それ以外の直接金融を可能とする方法を取り入れた制度作りは行われていない。

また、英国金融システムの活力の根源には独立仲介機関(ブローカー)がある。日本ではクライアントの注文取次以外にほとんどブローカーの機能が発揮されていない。この点は次章に述べる。

2. 仲介機関

2.1. 仲介機関の役割認識

2002 年に金融庁から発表された 2 つのビジョン(懇話会ビジョン及び金融審議会ビジョン)には、それぞれ仲介機関の役割の重要性が述べられている。しかし、その 2 つに共通して言えるのは、投資側または企業側のエージェントとしての仲介機関とそ

れらの間をつなぐ独立ブローカーの役割がないまぜになっていて、仲介機関の積極的役割が必ずしも明らかにされていないように思われることである。

しかし、その中では懇話会の川北委員が提出したレポートの中の記述は参考になるので、以下に引用する。

＜仲介機関の分類について＞

「金融仲介機関の機能の簡便的な分類をすると、投資に関する機能(個人を中心とする貯蓄部門へのサービス提供)、資金調達に関する機能(資金調達する企業部門へのサービス提供)、それらをつなぐ金融仲介機関(ブローカレッジ)とに分けられ、それらが全体として1つのシステムを形成している。資金調達に関する機能については、投資銀行的な機能、あるいはオリジネーター的にいったん企業に資金を貸してそれを証券化する機能、プロジェクト・ファイナンス的な手法で資金調達のアレンジをする機能といったものがある。従来は銀行があらゆる機能を一括して提供していたため、こうした資金調達形態に関して特化した機能が日本には不足していたと思われる。」

＜仲介機関の専門能力について＞

「専門家としての能力に関しては、規制の時代、つまり専門的能力があまり必要なかった時代の感覚を、現在も受け継いでいないかどうかを見ていかなければならない。逆に言えば、機関の独自性や機関独自のノウハウがどの程度蓄積されているのか、(中略)という観点から、投資顧問会社等としての専門性を評価し、育成していく必要がある。」

英国では1960～70年代初めに、証券ブローカーが調査部門を設けることに資金を投下し、質の高い調査レポートを提供するようになった。しかし、その後生じた株価暴落による収益圧迫は、調査レポートの有料販売や機関投資家が自ら調査を行うことに結びついた¹⁵。日本でも「株式売買委託手数料の自由化後、機関投資家向けの手数料水準も大幅に低下した。」¹⁶と言われるが、手数料の低下は、ブローカーが調査、分析能力を蓄積、発揮することにとっての障害とはならないだろうか。標準化された取引商品については、コンピュータシステムにより取引が効率化されると単純なブローカレッジは価値を失い、競争によって手数料引き下げ圧力は高まるのは

当然だろう。しかし、ハイリスクな商品取引に関しては、投資家側と企業側をつなぐ独立の仲介機関が高度なリスクを分析する能力を有すれば、投資/資金調達の機会を拡大することに貢献できるのではないだろうか。

我が国ではリスクテークの方法として、専ら証券化を通じたリスク分散ばかりが検討されてきた。それは既存の金融機関を活用することを念頭においているためではないか。しかし、それだけでは積極的にリスクに取り組むことによって投資を可能にし、拡大することはできない。

リスクを引き受ける代表的な仕組みは保険である。欧米では保険ブローカーが発達し、費用対効果の高い保険カバレッジを被保険者と保険引受人(保険会社)に提示し、適切な保険料の設定交渉、保険料の徴収を行う。保険ブローカーはリスクマネジメントに関するアドバイスも提供する。さらに投資銀行が、この保険ブローキングの仕組みを有利にするアドバイスを提供するサービスを提供することもある¹⁷。後述のように我が国では保険ブローカーはほとんど発達していない。

日本の金融システム改革の課題が完全に不良債権処理に絞られてしまったことは前に述べた。ここで注意しなければならないのは、不良債権対策で救われるのは既存の銀行であって、金融の活性化のために新たな付加価値を生み出す機能を持つ機関(投資銀行、独立ブローカーなど)とは無関係ということである。高度なリスクにも対応するためのノウハウの提供など、積極的な役割を担う新たな機関の出現を期待すべきではないか。

2.2. 我が国の独立仲介機関の位置づけ

現在、我が国の証券会社は、「代理店方式」による事業活動は認められていないが、法改正によって証券会社と顧客の間を仲介する「証券仲介業(代理店)制度」が導入される予定である。これによって独立の証券ブローカーが誕生する。2002年8月の金融庁「証券市場の改会の「証券市場の改革促進」報告書を受けた証券取引法の一部改正案が2003年の第156回通常国会に提出され、可決成立した。投資信託委託業者及び投資顧問業者の最低資本金基準額を引き下げ、新規参入を促進するとともに証券仲介業制度が設けられる予定である。金融審報告書の用語では「代理店」で、証券会社から独立しているが、委託を受けて投資者に対して勧誘を行う主体(仲介機関)である。

なお、保険業法においては1996年施行の新保険業法において、保険仲立人(保険ブローカー)が位置づけられている。また、生命保険に関しては代理権のない生保募集人が保険契約締結の媒介を行っている。

2.3. 日英の独立仲介機関資格の比較

改正証券法における証券仲介業は、証券会社同様登録制の下に置かれるが、資本金等の財務基準は要求されない。また、証券仲介業者は複数の証券会社から委託を受けることができる。証券仲介業者の使用人の資格に関しては、証券業協会の外務員登録制度と同様の自主規制に基づく資格要件を求めることとした。

また、保険仲立人は、保険会社からの委託を受けることなく、保険契約者と保険会社の間に立って、保険契約の締結の媒介を行う独立の商人である。保険仲立人となるためには、内閣総理大臣の登録を受ける必要がある。現在、日本保険仲立人協会が能力認定試験を実施している。しかし、2001 年度における損害保険引受保険料の割合では代理店(91.3%)及び直販(8.5%)によるものがほとんどで、仲立人の募集によるものはわずか 0.2%に過ぎない。

仲介機関の資格認定に関し、英国の 2000 年金融サービス市場法の下での制度と比較すると次のようになる。英国では、プロバイダーとしての証券会社及び保険会社は、FSA から直接に認可を受ける認可業者¹⁸であるが、その認可業者から委託を受ける事業者¹⁹は、認可免除業者と位置づけられる。それ以外の者が規制事業を営む場合はすべて認可を得ることを要する。したがって証券仲介業の業態は、英国の免除事業者に相当するが、保険仲立人の業態は認可業者に相当する。

3. ハイリスク事業への金融

3.1. マイニング・ファイナンスの特徴²⁰

鉱業はハイリスク事業の代表である。鉱業投資のリスクが高いのは、事業に伴うリスクの種類が多いこと及び不確実性が高いことに由来する。投資家に提供するプロジェクトの採算性は他の産業と同様に、①プロジェクトの技術的評価、②経済性の評価、及び③リスク分析によって判断される。

技術的評価項目には、目的鉱物の資源量、鉱山設計、選鉱方法、資本コストと施設建設工法、操業コスト、環境対策と許認可、マーケティング及び製品価格が含まれる。これらを基に通常 DCF 法で経済評価するのだが、特に第一の鉱量の不確実性が極めて高く(確率的分散が大きいこと)、ここに誤りがあるとそれ以下の分析で修正することはできない。また経済評価のためには、カットオフグレードなど事業開始前の段階では確定し難いものを想定しなければならない。不確実な要素ごとに確率分布を想定し、シミュレーションを行い、感度分析なども加え、投資家に NPV を提示する。当然ながら NPV の確率的分散は他産業に比べ、極めて大きいものである。

更にリスクには、操業リスク、技術リスク、作業遅延及びコスト超過リスク、需

要及び価格リスク、カントリーリスク、法制度リスク及び環境規制リスクがあり、これらが期待収益の不確実性及び下方修正の必要性を増大させる。

このような不確実性の高い鉱山事業への投資は、わが国の金融システム見直しの中で整備されてきた「ミドルリスク・ミドルリターン」をターゲットとした資金調達スキームにはなじまない。

3.2. 鉱業投資資金募集チャネル

鉱業投資への一般からの資金募集チャネルには、鉱山企業に資本参加する株式会社の株式を通じる方法、投資銀行などによる鉱山企業のエクイティ・ファイナンス、デット・ファイナンス及びプロジェクト・ファイナンスを通じての証券発行や鉱山株投信ファンドを通じた調達などがある。日本でも鉱山メジャーズや金鉱山会社の株式を組み込んだ投信の募集は行われている。探鉱・開発プロジェクトへ投資するリミテッド・パートナーシップをマザーファンドに含む私募投信があるかもしれないが、実際に含まれているかどうかは不明である。ベンチャー事業の資金調達として、ヘッジファンドによる私募があるが、この投資先も不明である。投資事業有限責任組合法²¹によるパートナーシップは、中小企業の未公開株式への投資を目的とするもので、鉱業投資プロジェクトは対象ではない(次節参照)。

探鉱ベンチャー企業の私募債による資金調達の例として、カナダの探鉱ジュニアカンパニー²²の例がある²³。探鉱・開発プロジェクトの資金調達として IPO(株式公開)や増資を行うことは一般的で、ジュニアカンパニーや投資銀行によるセミナー²⁴は、ロンドンでは年中頻繁に開催されている。またリミテッド・パートナーの募集もあり、投資候補先を個別に訪問することもある(実例 4 参照)。

また鉱業特有のリスクを管理するノウハウを蓄積した専門の保険ブローカーが、被保険企業と保険会社の間に立って最適の保険プログラムを組むことも、北米などで広く行われている。

3.3. ハイリスク事業への個人資産投資

日本版ビッグバン構想以来の金融システム改革の中で生まれた新規制度の多くは、「ミドルリスク分野への投資のための市場型間接金融の発展」という考え方に基づくものである。これまでの投資信託法の改正、SPC 法²⁵、投資事業有限責任組合法などの投資対象はそれに該当する。

それでは一步進めてハイリスク分野への投資に関してはどうか。日本で可能なベンチャー・キャピタル・ファンドは、投資事業組合形態によるものとベン

チャー投信によるものがある。いずれも IPO 前のベンチャー企業の未上場株式を対象としている。なお、前者は中小企業を対象とするものであり、後者は、未上場株式を対象とする公募の場合は総資産の 15%未満という制限がある。私募²⁶ではその規制はないが、一般私募の場合募集する投資家の数は 50 人未満に規制されている。

欧米では既に、個人資産がマイニングなどのハイリスク投資に向けられる仕組みが存在している。我が国にも業態別規制法ではなく、英国の金融サービス市場法のような横断的な市場法が存在していればもとより可能である。あるいは、上記のように、一部の分野で可能となったベンチャー事業向け投資ヴィークルを、鉱業投資資金調達モデルとして考えることも可能ではないか。

3.4. 機能を特化した投資銀行のマイニング・ファイナンス部門

鉱業投資の仲介機関としては、投資銀行の機能が最も充実している。投資銀行は、従来の日本モデルの産業銀行の延長や今後のモデルとして考えられるリテールバンキングとは大きく異なるものである。大手投資銀行 HSBC、ドイツバンク、J.P. Morgan、スタンダードバンクはいずれも地質、プロジェクト投資、メタル取引などの専門家からなる鉱業投資部門を持ち、その中心をロンドンに置いている。これらを比較してみると、各投資銀行は得意な分野に機能を特化し、戦略、事業分野がそれぞれ異なることがよく分かる。また、投資銀行による市場型間接金融以外にも、直接金融としてハイリスクのままで投資を募るパートナーシップもある。こうした金融仲介機関が多様なサービスを提供し、活躍できるのは、横断的な法律である金融サービス市場法の存在によるところが大きい。

¹ Financial Services Act 1986(施行は 1988 年 4 月)。その基礎になったのが、個人投資家保護の範囲拡大を提起したガウアー・レポートと呼ばれるサザンプトン大学の Gower 教授による“Review of Investor Protection”であり、それを受けた貿易産業省による「金融サービス白書」(1985 年)である。

² an authorized person

³ an exempt person

⁴ こうした批判を受けて 1989 年にはプロ対プロの取引を適用除外するなどの規制緩和を含む法改正が行われた。

⁵ 例えば若月三喜雄(1997 年)は、「ビッグバンはロンドン市場の活性化、地位向上には成功したが、必ずしもイギリスの証券会社、証券業の繁栄、活性化にはつながらなかったことである。(中略)アメリカの投資銀行と欧州大陸の大銀行が勝者であり、証券業への進出をもくろんだアメリカの商業銀行とイギリスのマーチャントバンクが敗者である。」と評価。

さらに年金不正販売問題 やマクスウェル事件 、ベアリングズ事件 のような不祥事が発覚し、コンプライアンスの強化や投資家保護策を強化する必要性の認識が強まり、それらに対応する法改正も行われた(カストディ・ビジネス規制の強化。1995 年年金法の制定。)。 「年金不正販売問題」：1986 年の年金改革において、英国政府は年金財政負担の軽減化を目指し、政府は公的年金の 2 階部分を確定拠出型の私的年金に切り替えることを奨励した。この切り替えによって不利になる加入者にまで勧誘したことで多額の被害が発生した。CR(保険会社のエージェント)及び IFA(独立ブローカー)の説明が不十分であったとされ、1994 年に SIB(自主規制機関を監視する機関)は生命保険会社に対し補償を命じた。「マクスウェル事件」：メディア企業オーナー、マクスウェルの年金運用会社が、年金を不正流用して自社株を買支えた事件(1996 年)。「ベアリングズ事件」：不適切な内部管理のために 1 トレーダーによる巨額損失の発生が会社の経営破たんを招いた主因である(イングランド銀行による調査報告)とされた事件(1995 年)。

- ⁶ 2000 年法においては、預金引受、コンピュータシステムを用いた投資顧問業が加わり、次のものが対象。
Dealing in investment, Arranging deals in investment, Deposit taking, Managing investment, Investment advice, Establishing collective investment schemes, Using computer-based systems for giving investment instructions
- ⁷ 金融システム改革法では、証券取引法等、大蔵省所管の関係法律 24 本が一括に改正され、投資信託の整備、証券デリバティブの全面解禁、株式売買委託手数料の完全自由化、証券会社の免許制の登録制への移行等が行われた。
- ⁸ 「SPC 法」(「特定目的会社による特定資産の流動化に関する法律」1998 年 9 月施行。)を改正し、資産流動化型スキーム(特定の資産を企業から切り離し、証券化等により流動化を図る仕組み)についての法整備。「証券投資信託及び証券投資法人法」を改正し、資産運用型スキーム(投資者から集めた資金を合同して専門家が運用し利益を投資者に配分する、資金運用のための仕組み)の法整備(ともに 2000 年 5 月成立。同年 11 月施行)。また、金融商品販売業者の説明義務の明確化を図る金融商品の販売等に関する法律が 2000 年 5 月に成立、2001 年 4 月施行。同法の範囲内での横断的な消費者保護が実現。他に裁判外紛争処理制度の整備等と消費者教育の充実。
- ⁹ それら項目のうち、実行されたものも一部あり、例えば仲介業について、独立ブローカーが位置付けられた業種もある(後段：「我が国の独立ブローカーの位置付け」参照)。
- ¹⁰ 日本型金融システムと行政の将来ビジョン懇話会
- ¹¹ ハイブリッドな金融商品の提供、横断的な金融「行政」組織(規制機関とは呼んでいない)の必要性、仲介業の役割としてインベストメントバンク、プライベートバンキングの役割などビッグバンをフォローする積極的な金融システム改革の項目が課題として掲げられてはいるが、具体的手順が示されていない。
- ¹² 本節は金融商品一般について述べてはいるが、鉱業投資とはおよそ無関係と思われる金融商品については考慮外である。

¹³ 金融システム改革のための関係法律の整備等に関する法律。1998 年 12 月施行。

¹⁴ 指摘の例

石戸谷豊（金融審議会委員）「日本版金融サービス法の現段階」2000 年 8 月

松田茂樹「金融サービス法の歴史と現状」2000 年 9 月

林康史「金融商品販売法施行に伴う金融機関のコミュニケーションのあり方」2001 年 4 月

¹⁵ W.A. Thomas, The Big Bang 1986

¹⁶ 古賀信行「ビッグバンの検証と今後の課題」2001 年 11 月

¹⁷ Standard Bank London の Insurance Premium Financing プログラム。

¹⁸ 旧金融サービス市場法までは、業種ごとの自主規制機関による資格認定であった。

¹⁹ Appointed Representative

²⁰ この節で挙げた評価項目及びリスクの種類は Worth 及び Hayward による。

²¹ 中小企業等投資事業有限責任組合契約に関する法律。1998 年 11 月施行。

²² 小規模の鉱山会社。通常、探鉱を専業とする。

²³ カナダのジュニアカンパニーの資金調達事例—金属鉱業事業団「カレント・トピックス」1998 年 43 号

²⁴ 通常、セミナーは一般に対する説明なので、その場では投資勧誘は行うことはできない。

²⁵ 「特定目的会社による特定資産の流動化に関する法律」1998 年 9 月施行。

²⁶ 1998 年末の投資信託法の改正で私募投信が可能となったが、ほとんどは適格機関投資家私募投信(プロ私募)で一般私募は少ない(投資信託協会による)。

金融仲介機関実例(実例 1)

米国系投資銀行 J.P. Morgan

2002 年 7 月 8 日

- ・ J.P. Morgan は鉱業、金属産業の分野で株式発行、起債、M & A、シンジケートローン
の金額が世界で 1 位または 2 位を誇る。これを支えるスタッフは、J.P. Morgan 自身の
吸収合併などに伴い Chase、Fleming (Jardin Fleming Bank)、HSBC から移籍した経験
者によって充実してきた。
- ・ 資金調達面では、融資よりも株式発行を専ら用いる。下記 Xtrata の例もそうであるが、
鉱山会社に対して株式発行を用いる理由は、元利返済を定常的に求められる借り入れは、
金属価格の上下で経営が安定しない鉱山会社に時に重荷になるからである。既存の株主
へのリターンが薄くなるという短所があるにせよ、鉱山経営に影響しない点で株式によ

る資金調達が好まれている。

- ・最近行った最大の新株発行は Glencore を吸収合併した Xtrata の IPO である。Xtrata の全資金需要は 100 億ドル程度あったが、そのうち IPO で 24 億ドル、シンジケートローンで 14 億ドルを調達した。起債は行っていない。
- ・多くのメタル関係企業がシドニー、ヨハネスブルクを離れ、ロンドンの株式市場等で資金調達するようになり集中化が進んだ。投資家も投資対象も海外が多く、ロンドン是国内投資家のための市場ではなく国際市場として発展している。
- ・プロジェクト・ファイナンスはしない。従って個別プロジェクトの評価はしない。同行のクライアントはもっぱら大企業で、コーポレート・ファイナンスが中心であって、プロジェクト・ファイナンスのニーズはない。プロジェクト・ボンドの起債も近年実績がない。年金ファンド等の機関投資家は、長期的に安定した利益の見込める会社に投資する。それら金属鉱山メジャーズは、鉱種や地域を分散させ、リスク分散と安定経営を目指している。そうしたことで景気のサイクルを超えた長期の投資が可能となる。
- ・年金ファンドは、投資先割合をレーティングに応じた枠で決めており、ハイリスクの探鉱会社に投資する余地は小さい。
- ・探鉱案件も equity finance の対象となりうる。ただし中規模以下の企業への投資は、独立の投資仲介機関との連携によって行う。それはそうした機関が探鉱を行うジュニアカンパニーの情報を豊富に持っているからである。

金融仲介機関実例(実例 2)

豪州系投資銀行 Macquarie Bank

2002 年 9 月 25 日

- ・投資銀行として、業務形態は J.P. Morgan 等とも類似する側面は多い。相違する面は、投資対象とするプロジェクトの規模が、Macquarie では小規模から中規模に特化している点である。Macquarie では主に以下の 2 つの形態を通して鉱山プロジェクトの融資に関与している。
 - ① プロジェクト融資のアレンジ：大規模鉱山企業を除き、鉱山プロジェクトを抱える企業は、最良の融資プロジェクトを調達するための仲介役を投資銀行に依頼する。仲介役としての業務は、他の投資銀行、ファンド等に対し、鉱山プロジェクトの将来性またはリスクに関する情報提供を行い、これら資金源から融資を集めることである。調達された資金から一定率を収入として得る。リスクを負う必要がなく、マージンの高い業務である。

② ヘッジング：プロジェクトの実施企業に対しヘッジングその他リスクマネジメントに関するアドバイスを提供し、プロジェクトによる利益が一定期間にわたり確保されることを目指す。

- ・一方、ノンリコースのプロジェクト融資により自行が負うリスクに対しても、LME 取引を通じてヘッジングを行う²⁷。伝統的にプロジェクト・ファイナンスを主な業務としているが、リスクマネジメントの分野にも事業を拡大している。Macquarie は豪州を拠点とする投資銀行であり、豪州、南アフリカの小規模な鉱山プロジェクトへの融資を伝統的な業務としている。鉱山企業のトップとも密接な関係を維持。特に豪州外部では大規模プロジェクトには参加せず、50 百万 US ドル規模を対象としている。南アフリカには、より大規模なプロジェクトもあるが、ゴールドマンサックス、シティーバンク、ドイツ銀行等が主に関与している。バランスシート・レンディングと比較して、鉱山プロジェクトに対するオープンエンドの融資は、リスクが高いがマージンも大きいため、競争率の高い部門。ドイツ銀行は過去に 2、3 の大規模プロジェクトへ融資を行い、多大な損失を出した経緯もある。
- ・Macquarie は他の投資銀行と比較しても技術的な側面を強みとしている。大規模なコーポレート・ファイナンスを得意とする J.P. Morgan 等とはこういった側面でも違いがあるといえる。J.P. Morgan はジュニアカンパニー等による小規模プロジェクトに投資することもあるが、仲介役を通して投資を行い、個別プロジェクトの技術的な評価等は行っていない。鉱山融資では、技術的な専門知識は重要な要素である。鉱山プロジェクトのリスク評価は、プロジェクト形成過程の中でも難度の高い部分である。専門技術的なリスクの把握については、中立的な立場にあるコンサルタントにリスク評価を委託。リスク評価の結果に基づきファンドの供給者に情報を提供して投資参加を促す。
- ・Macquarie 内にストックブローカーのチームがあり、メリルリンチ等、外国の大規模投資家ともコンタクトを取り合っている。これらファンドは資源投資、鉱山投資に関心を持っている。また、銀行内部でこうした部門を持ち投資を行い、ローンの供給を行っている。
- ・(先方見解) 鉱山企業の多い豪州の銀行である Macquarie が鉱山プロジェクトへの投資に強いように、産業の発展に重点が置かれた日本では、産業銀行が発達して資金供給を行ったことは、経済構造を反映しており当然の成り行きであろう。但し、日本では製錬または加工等の下流部門におけるアドバイザリー等の役割を銀行が担うことも可能ではないか。商社を通じたコングロマリットを特徴とする、外部企業が参入しにくい構造に、限界があるとも言えるのではないか。

金融仲介機関実例(実例 3)

南アフリカ共和国系投資銀行 Standard Bank London

2003 年 3 月 11 日

- ・ 鉱業投資に関し、SBL が提供するサービスは、起債、プロジェクト・ファイナンスの設計と融資、企業融資の設計と融資。他に金属取引関係の融資、アフリカでの資源開発事業に関しての資金調達アドバイス、保証、企業買収、株式ブローキング、カスタディなど。
- ・ 中国への投資に注目されているが、アフリカへの投資の機会も同じく重要である。特に、アフリカへの投資コストは南米や、東南アジアに比較しても、コストが低めである事(Taxation Policy など)などは有利である。
- ・ 日本投資家も、ハイリスクな地域と認識されるアフリカへの投資活動の活性化を今後期待できる。SBL は将来的に生じるかもしれないリスク管理サービス提供など、ビジネスパートナーという事業展開の可能性を期待する。更に、鉱業だけに限らず SBL は、エネルギー取引や他部門のプロジェクトも将来的には導入する可能性もある。

金融仲介機関実例(実例 4)

投資クラブ The Termite Fund

2002 年 9 月 6 日

- ・ 英国の Resources Advisory Partnership Limited(RAPL)社が主催する投資クラブ “The Termite Fund” は、金融サービス市場法の集団投資スキーム(Collective investment schemes)に該当する。
- ・ 主催者は、スキームのマネージャーとなる Resources Advisory Partnership Limited である。同社を構成するのは、投資銀行及び大手鉱山企業の経歴を持つ 2 名とリスクマネジメント・コンサルタントなどの経歴を持つ 1 名である。
- ・ アフリカの鉱山プロジェクトを対象とする。投資の形態としては株式取得であるが、全株式又は経営権取得可能な割合を取得するとしている。マネージャーはクラブ参加者にリスク判断方針、収益率判断基準をあらかじめ示している。個別案件ごとに分析結果を示し、参加者は投資家会合等を通じて投資募集に応じるか否かを決定する。参加者は投資資金の他、マネージャーに一定の手数料、コスト代金を支払う。
- ・ 利益の分配はあらかじ次のとおり。回収利益から参加者が支払った投資額と手数料、コ

スト負担分の合計額までを払い戻す。それ以上の利益はマネージャーと参加者の間で分配される。マネージャーは一定の手数料、コストのほか、プロジェクトの内部収益率に応じたインセンティブ・フィーを受け取る。

(2003 年 4 月 8 日)

²⁷ Macquarie Bank Limited は Standard Bank London 同様に LME の Associate Broker Clearing Member(ABCM)になっている。J.P. Morgan Securities Limited も同じく ABCM である。