昭和52年11月11日第三種郵便物認可　　2006年２月13日発行（偶数月第２月曜日発行）第1634号

証研レポート

No.1634

2006年２月

証券リテール・ビジネスの現状と課題
二上季代司（１）

最近のネット取引ブームについて
伊豆　　久（11）

マカリー・グループのロンドン証券取引所買収提案
吉川　真裕（24）

英国債券流通市場の透明性に関するＦＳＡディスカッション・ペーパー
横山　史生（37）

財団法人　日本証券経済研究所
大　阪　研　究　所

証券リテール・ビジネスの現状と課題

二上季代司

はじめに

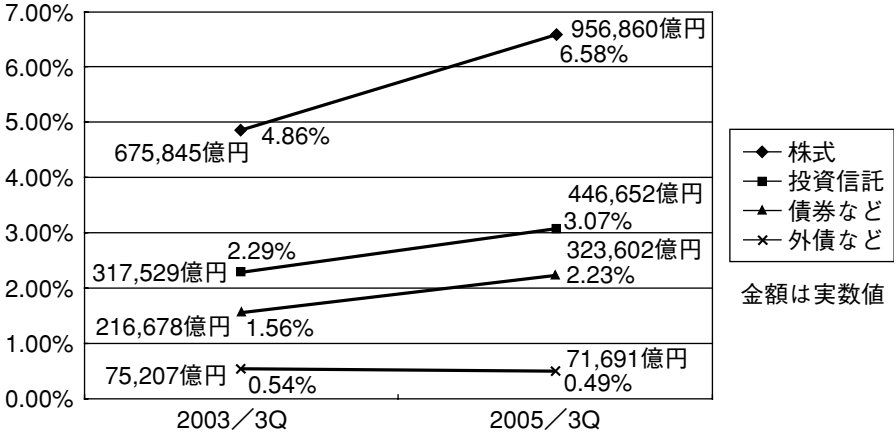
昨年夏以来の活況相場で、証券会社の第三四半期決算はほとんどの社で増収増益基調となり、新規採用・出店の増加や、新規分野への参入など強気の経営方針を打ち出すところも出てきた。日銀資金循環勘定や投資家別売買状況などをみても、家計金融資産の流れの変化（「貯蓄」から「投資」へ）が看取され、証券リテール・ビジネス拡大に向けて明るい材料を提供している。もっとも、今国会上程予定の「金融商品取引法」（いわゆる「金融サービス法」）は、行いうる業務範囲の拡大とともに、参入規制や行為規制において従来とは異なった基準・考え方（金融商品の製販分離、参入規制における財務要件の段階的適用、「プロ」「アマ」の区別など）を持ち込んでおり、これが今後のビジネス展開にどのような影響を与えるかを見極める必要があるが、その内容はまだ流動的のようである。

そこで以下では、証券リテール・ビジネスの展開にとって関係が深いと思われる論点、すなわち（1）家計金融資産の動向、（2）証券市場へのチャネル別資金流入状況、（3）リテール・ビジネスにおける営業展開のチャネル別特徴、（4）新規参入者のビジネスモデルの特徴、などについて事実経過を整理してみたいと思う。

2　家計金融資産の動向

日銀の資金循環勘定によれば、図1のように家計が保有する株式、投資信託、債券、外債は絶対額においても、家計金融資産全体に占める比率においても増大している。これら四項目の合計は約一八〇兆円（全体の一二・三%）となり、二年前の百二八兆円（同九・三%）と比較して大幅な増加となっている。もっとも、資金循環勘定の残高表は時価評価のため、値上がり益も含まれており、増分の五二兆円全額が新規流入資金というわけではない。そこで残高増分から値上がり益を差し引いた新規流入資金をみるとこの二年間の合計で、投信七兆六千億円、債券一〇兆六千億円の資金流入であるが、株式は五兆六千億円、外債七千億円の資金流出となり、差し引き一一兆九千億円の流入超となっている。なお、株式は、相場上昇の折に資金流出が多くなる傾向がなお見られるものの、一〇月以降の投資家別株式売買動向をみると、株式投信による株式買い越しが増えており、家計による直接・間接（投信経由）の株式市場への資金流入はプラスに転じたと考えてよいであろう。他方、家計の流動性・定期預金（外貨預金、譲渡性預金を除く）はこの二年間で五兆五千億円の流出となっている。

図1　家計金融資産に占める比率



（出所）日銀『資金循環勘定』より作成

以上のように見てくると、家計の中長期資金は「貯蓄から投資」への流れに沿って動いていると考えて間違いなさそうである。では、この中長期資金はどのようなルートをたどって証券市場に流入しているのか？　次に、銀行経由、ネット専業証券経由、対面証券経由の三つのチャネル別に資金流入状況を見よう。

3　家計貯蓄はどのように証券市場に流入しているか？

（1）銀行経由

銀行経由としては、①本体による投信販売、②証券仲介業や共同店舗を通じた提携先証券会社への取次ぎの二つのチャネルが考えられる。

［投信窓販］

まず、投信の銀行窓販を見ると、表1のようである。投信の銀行窓販は全体の三八％、株式投信[1]では約半分を占めるにいたっている。なお、これは公募投信のみであるが、このほか私募投信の残高が二五兆六千億円に達しており、その六割以上を銀行が販売している。私募投信は変額年金などの月掛け貯蓄の組み入れ商品としても利用されており、安定的な資金流入が見込まれている。

［証券仲介業］

次に、証券仲介業者としての銀行経由を見ると、解禁後一年のメガバンクによる実績は新聞報道によれば、表2のようになっている。メガバンクによる証券仲介業の提携先としては系列証券会社とし、取扱商品は外債が多

い。コンプライアンス上の負担があるため、株式の取り扱いは行っていないようである。また、アドバイス不要で自己責任対応の顧客に対しては、ネット専業証券を提携先としている、たとえば、みずほ銀行―マネックス証券、東京三菱銀行―Mネット証券、UFJ銀行―カブドットコム証券などの組み合わせである。

(2) ネット専業証券経由

他方、同じ投機資金がグルグル回転しているだけ、と思われていたネット専業証券においても、中長期資金の流入が見られ始めたようである。そのひとつの兆候は、口座数・預かり資産の急増である。専業五社（イー・トレード、松井、楽天、マネックス、カブドットコム）ベースで昨年末の口座数は二六〇万口を数え、昨年一年間で百万口の増加、また預かり資産は一〇兆円超と前年比二倍となっている。この結果、取引高は急増してい

表１　販売体別投信の残高（2005年12月末）

（億円）

	証券会社		銀　行（登録金融機関）		直接販売（投信委託会社）		合計
株式投信	205,769	50.4%	199,086	48.8%	3,434	0.8%	408,289
公社債投信	112,028	97.4%	2,898	2.5%	58	0.1%	114,985
ＭＭＦ	24,168	80.0%	5,987	19.8%	47	0.2%	30,202
合　計	341,965	61.8%	207,972	37.6%	3,539	0.6%	553,477

（注）公募投信のみ。公社債投信にはMMFを除く。
（出所）「投資信託月報」より作成。

表２　メガバンクによる証券仲介業の実績（2005年11月末現在）

仲介業提携関係	実　績
三井住友－SMBCフレンド証券	・約400店で外債販売、開設3.6万口座。 ・SMBCフレンド証券の稼動口座42万件の約１割を占める。 ・外債の累計販売額は1400億円、外債購入額は平均300万）
東京三菱－三菱UFJ証券	・248店で外債、外国投信販売、開設3.1万口座、残高2200億円
UFJ－三菱UFJ証券	・全国15店に専門デスク、トヨタの海外金融会社の外債などを定期的に販売、2.3万口座、760億円
みずほ－インベスター証券	・富裕層向けの外交販売、一般向けは共同店舗（06年２月現在、70店）で対応。

（出所）『日本経済新聞』05年12月８日、19日、『日経金融新聞』06年２月３日より作成。

るにもかかわらず回転率（売買代金÷預かり資産）は、前回の活況期である〇四年第一四半期と比べてみて、顕著に増加しているわけではない。[2] すなわち、ネット専業証券にも中長期資金が流入しているといえそうである。特に、イー・トレード証券がソフトバンク・インベストメント・グループ内の投資先企業の新規公開幹事となって新規公開株を仕入れ、これを顧客に配分するようになってから、めだって預かり資産が増えている[3]ことに注目する向きがある。新規公開株を入手するためにネット証券に口座を開設する顧客が多くなり、マネックスをはじめ他社も追随、幹事獲得へ注力している。

なお、ネット証券で注目すべきもうひとつの特徴は、携帯電話による取引の増加である。日中、パソコンから発注することは普通のサラリーマンには無理であるが、携帯電話なら可能である。したがって、この現象は三〇代のサラリーマン層の資金をネット証券会社が取り込み始めたことの表れである。昨年一年間の個人投資家による株式売買高は二四〇兆円。うちネット取引が一七〇～一八〇兆円、対面取引（電話含む）六〇～七〇兆円の内訳であるが、携帯取引は専業五社ベースで一四兆円にのぼり、対面取引の二割相当にまで拡大、無視できない規模になっている。

（3）対面証券会社経由

最後に、対面取引中心の証券会社についてみよう。対面取引中心の証券会社も同様に預かり資産を増やしている。ただ、その増加率は上場証券会社では、イー・トレード（一四八％増）、カブドットコム（八八％増）、松井（六六％増）となりネット専業が上位にくる。

［ネット専業証券子会社の設立］

すでにみたようにネット専業証券への中長期資金流入が鮮明となってきたため、ここへきて対面中心の証券会社でもネット取引の機能拡充策を打ち出すところも出ている。

業界最大手の野村グループは今春、ネット専業証券を持株会社傘下で設立する方針である。この子会社は野村のブランドを冠せず（社名「ジョインベスト証券」）、証券業務のみならず金融全般、将来的には非金融にも事業分野を広げるとのことである。同グループは野村證券本体でネット取引のツール「ホームトレード」を抱えており、大和証券のように本体ネット取引部門のトレーディング機能拡充も考えられるのだが、その方策を採らないようである。いずれにせよ業界最大手がネット専業子会社を設置する動きはきわめて異例であり、それだけネット証券の影響力が大きくなったということであろう。なお、準大手の岡三も今夏にネット専業証券を立ち上げる予定とされる。

［ラップ口座］

いまひとつの動きは、一任運用業務への参入である。〇四年四月に「ラップ口座」が解禁され、大手証券を始め数社がすでに参入し、このほか準大手や中堅証券も参入の見込みである。手数料率低下で採算が厳しくなってくると、付加価値の高い富裕層向けビジネスに注力するのは当然であり、今後も増えてくることと思われる。この取り扱い状況をまとめてみると、表3のようになる。

［証券仲介業との提携］

最後に、証券仲介業者との提携による顧客資産獲得の動きがある。特にこれに意欲的なのは日興コーディアル証券である。同社の仲介業提携先は三〇〇社（者）に達し、その預かり資産は三万口座、一八〇〇億円（〇五年九月末）の実績である。なお、野村、大和の大手二社は、金融機関（とりわけ地方銀行）とのみ仲介業提携を結んでいる。もっとも、いまのところ実績は大きなものになっていない。

4　新規参入業者は証券業をどうみているか？

それでは、少し角度を変えて、証券業への参入を図ろうとしている者が、証券ビジネスをどのように捉えているのか、買収あるいは新立の形で証券業に参入をはかってきた業者の動きをまとめてみよう。

（1）地方銀行の参入

メガバンクは系列証券の再編統合・育成策に入っているが、地方銀行においても証券会社を子会社化する動きがここ

表３　ラップアカウントの現況

社名	野　村	大　和	日興コ	新　光
最低預かり	３億円	0.5億円	0.1億円	0.2億円
契約残	100億円	1200件 1150億円	6000件 860億円	510億円
参入時期、商品名、担当部署など	・05年10月に参入	・日本株運用が85% ・ダイワSMA（05年12月に「SMA本部」設置＝部員60人）	・投信品揃えに注力 ・日興SMA	・04年12月参入 ・ＬＯＮＧ　ＵＰ（日本株と投信の組合せ）

（出所）『日本経済新聞』05年12月28日

参入予定

社名	岡　三	いちよし	三菱UFJ	光
最低預かり	0.3億円	0.2～0.3億円		
契約残				
参入時期、商品名、担当部署など	06年２月「SMA事業部設立準備室」設置	・投信ラップを主体 ・いちよし投資顧問との協業		・06年４月予定

（出所）『日本経済新聞』06年１月24日、27日、２月１日

にきて強まっている。たとえば福岡銀行が〇四年一二月、前田証券の株を買い増しグループ内に取り込み（一五％→二九・二％）、共同店舗や新規公開企業の斡旋などを行っているし、今年に入ると長野の八十二銀行がアルプス証券を株式交換によって子会社化し、ネット取引への参入方針を打ち出している。続いて、新潟の第四銀行でもオーナーから株を授受し、新潟証券の筆頭株主（四六・三％）となっている。これらの動きは、上記で見たネット証券の台頭が地方においても顕著であること、団塊の世代が退職時期を迎えつつあり、県下の団塊世代の退職金運用を取り込むことにあるのであろう。

（2）新規登録業者

次に、最近三年間の新規登録業者のビジネスモデルについて、公表されている範囲内で整理すれば表4のようになる（国内証券のみ、外国証券による東京支店設置をのぞく）。これを見ると、オルタナティブ投資のためのファンド組成・販売などが多いことがわかる。すなわち、製販分離を前提に、販売は既存の証券会社や金融機関に任せ、自らは新規性のある金融商品のメーカーになろうというわけである。逆に言えば、そこがマージンの厚いビジネスであると見ているのであろう。

注

（1）　税制上の理由で、「株式投信」に分類されているが、銀行窓販の最大の取扱商品は毎月分配型の外債であるといわれている。

（2）　『日本経済新聞』（〇五年一〇月三一日）は、〇五年第二四半期と〇四年第一四半期と比較し、イー・トレード、松井

表４　新規参入のビジネスモデル

協会加入時期	社名	主たるビジネス	備考
2003年			
１月	日本証券代行	コルレスブローカー	執行、バックオフィス（受け渡しなど）の代行業務
	だいこう証券ビジネス	コルレスブローカー	執行、バックオフィス（受け渡しなど）の代行業務
６月	インタースイストラスト証券	外債（ヨーロッパ）販売	インタースイストラストＡＧの100％子会社
11月	ユニオンセイビング証券	商品先物	現USS証券。05年10月商品先物取引の受託業務を目的にコスモフューチャーズ株式会社と合併
	インテグレイテッド・ファイナンス証券		
	MMG証券	証券化など各種ファンド組成販売	MMGグループ。
2004年			
１月	アーツ証券	投資銀行業務。	証券システム開発の「インタートレード」が筆頭株主。
３月	IPO証券	公開引き受け業務	
８月	ラッセル・インベストメント証券	オルタナティブ投資の販売、資産運用コンサルタント	フランク･ラッセルグループ
10月	アルストラ・キャピタル・マネジメント・ジャパン証券	ヘッジファンド販売	
12月	海洋証券	一種のアルゴリズム取引	リスクストップ現物取引（自動的に損きり）
	マンインベスツメント証券	オルタナティブ投資の販売	代替投資運用会社マン・インベストメンツの100％子会社。
	フィディリティ証券株式会社	投信販売支援業務	
2005年			
４月	ミスター証券		2005年６月営業休止
	ファンドネット証券	オンラインのデリバティブ仲介	日経225先物・オプション特化のオンライン証券。
６月	ＩＢＳ証券		
	ガートモア証券投資顧問		
７月	レフコ証券	デリバティブ仲介	2005年10月営業休止
９月	Bridge Capital証券		
	プレミアム証券		
	ヴァリュー証券		
	田中価値証券	ヘッジファンドの販売	ヘッジファンド各社と提携し、HFを国内投資家に提供。
10月	FROMEAST証券	私募債の組成・販売	中小企業向け私募債を専用ファンドで買い取る。
	プレステージ・アセット・マネジメント証券	オルタナティブ投資の販売	大証２部の「ゼネラル」が設立
	エコ・プランニング証券	仲介業支援業務	野村OB３人が仲介業専門の証券会社設立。
	リライアンス・ジャパン証券		
	フィンテック・グローバル証券	仕組み金融の組成	
	DTはやぶさ証券	M&A関係、投資ファンド関係のアドバイス	ドリームテクノロジーズ社の証券子会社
	JAIC証券	オルタナティブ投資のファンド組成・販売	日本アジア投資（JAIC）の証券子会社
	ビービーネット証券		ビービーネットの証券子会社
	ユービーエヌ・アムロ証券投資顧問		

（出所）日本証券業協会『証券業報』、新聞報道および各社HPより作成。

の両社において回転率が低下していることを指摘している。

（3）　同社の預かり資産は昨年末、四兆五千億円近くに達し、専業五社のおよそ半分を占めている。

（にかみ　きよし・客員研究員）

最近のネット取引ブームについて

伊豆　久

はじめに

個人投資家の株式売買が拡大を続けている。委託売買代金に占めるシェアで、昨年はついに五割を越えた。そしてその八割以上をインターネット経由の取引が占めている。[1] 足元の動きを見ても、先月の「ライブドア・ショック」は、多くの投資家に被害を与えたはずであるが、強制捜査のあった一六日に始まる一週間の買越額は一八年ぶりとなる五〇〇〇億円超を記録、市場関係者を驚かせた。

こうした数字だけを見ると、官民挙げて推し進められてきた「貯蓄から投資へ」という試みは大きな成果をあげたと言えそうであるが、その一方で、デイトレーダーに象徴される最近の株式ブームには注意を要する点も少なくないように思われる。投資教育という観点からも、またリテール証券営業から見ても、個人投資家の売買高が増加したことをもってすべてよしとするわけにはいかないはずである。個人投資家に伝えるべきは何なのか、基本に立ち返って考えてみたい。

1　個人投資家の目標収益率

まず、個人投資家は何をベンチマークに投資しているのだろうか。平たく言えば、どの程度の利益を目標に投資しているのだろうか。

街の書店には「一〇〇万円を一億円に」といったタイトルの書籍が多数並んでいるが、投資家のブログやマスコミの報道などを見ると、半ば本気でそうした目標を抱いている人も多いようである。

そこまでなくても、ほとんどの個人投資家は、収益目標などといった考え方はせず、とにかく儲かれば儲かるほどよい、と思っているのではないだろうか。リスクを負って投資する以上それは当然のことかもしれない。また、投資額が一〇〇倍になることは絶対にありえないのか、と尋ねられれば、可能性がゼロなわけではないと答えるほかない。

しかし当然のことながら、高いリターンの追求は大きなリスク負担を意味する。極度に大きなリスクを取り続ければ、たとえ一時的に利益を出すことができても、結局は多くを失う可能性が高い。個人投資家も、もちろんこのことは理解しているが、その理解が一般論にとどまり、具体的にどの程度のリターン＝リスクの組み合わせが現実的なのかという検討が著しく不足しているのではないだろうか。マスコミなどを含めた広い意味での投資教育によって、〈株式投資＝リスクテーク〉が強調されるあまり、そこから反転して、〈株式投資＝無限のリターン（の可能性）〉へと認識が飛躍しているように思われる。

では、個人投資家はどのようなベンチマークを考慮すべきだろうか。

まずは、長期国債利回りを押さえておく必要があるだろう。現在、日本の長期金利は一・五％近辺で推移しているが、これは、機関投資家が〈ノーリスクで得られる投資収益は今後一〇年間、せいぜい年率一・五％程度である〉と判断していることを意味する。ということは、証券投資で例えば年間二％の利益をあげたとすれば現状では大成功と言ってよく、言い換えれば、（気がつかないうちに）十分に高いリスクをとっていたということでもある。

しかしこれでは、機関投資家といっても、あくまで債券投資のプロの考える利回りにすぎず株式投資のプロの考え方や実績は異なる、という意見があるかもしれない。では、株式のプロの成績はどうなのだろうか。

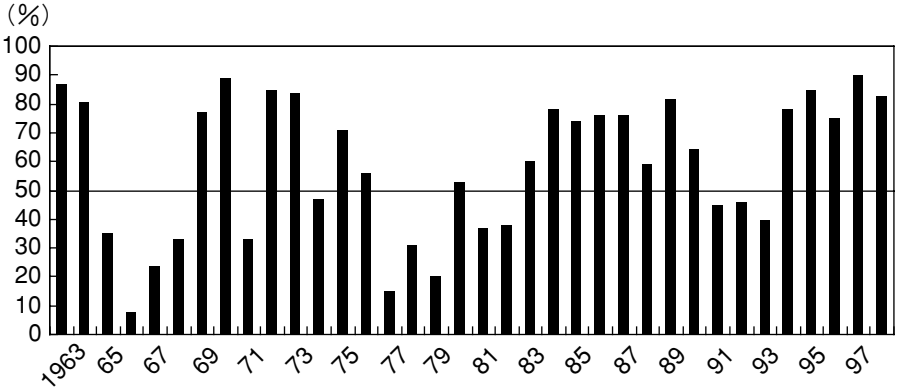
株式投資のベンチマークは、市場平均（インデックス。ＴＯＰＩＸや日経平均、米国であればＳ＆Ｐ五〇〇など）である。プロが運用するのであるから、最低でもインデックスは超えるはず、と多くの人が思いがちであるが、事実はそうではない。図1は、米国の株式投信全体のなかで、パフォーマンスがＳ＆Ｐ五〇〇を下回った本数の割合を示したものであるが、特に八〇年代以降は多くの年で、過半数のファンドが平均以下となっていることがわかる。プロと言えども、インデックスに勝つのは容易でないのである。

ヘッジファンドの場合はどうだろうか。図2はヘッジファンド業界全体の平均収益率を日米株式市場のインデックスと比較したものである。これを見ると、ヘッジファンドであっても、インデックスは厚い壁であることがわかる。ＩＴバブルが崩壊して市場平均がマイナスとなった二〇〇〇年からの三年間にもプラスを維持したのはさすがであるが、それ以外の年では、市場平均並みかそれ以下である。(2)

といっても、図2はヘッジファンド全体の平均であるから、なかにははるかに大きな収益率を上げているファンドもあるはずである。トップレベルのヘッジファンドはどれくらいのリターンをあげるのだろうか。ただ残念ながら個別のヘッジファンドの収益率が公表されることはあまりない。そこで、かなり古いものとなるが、世界で最も有名なヘッジファンドであるジョージ・ソロスのファンドのパフォーマンスが公表されたことがあるのでそれを見てみよう（図3）。

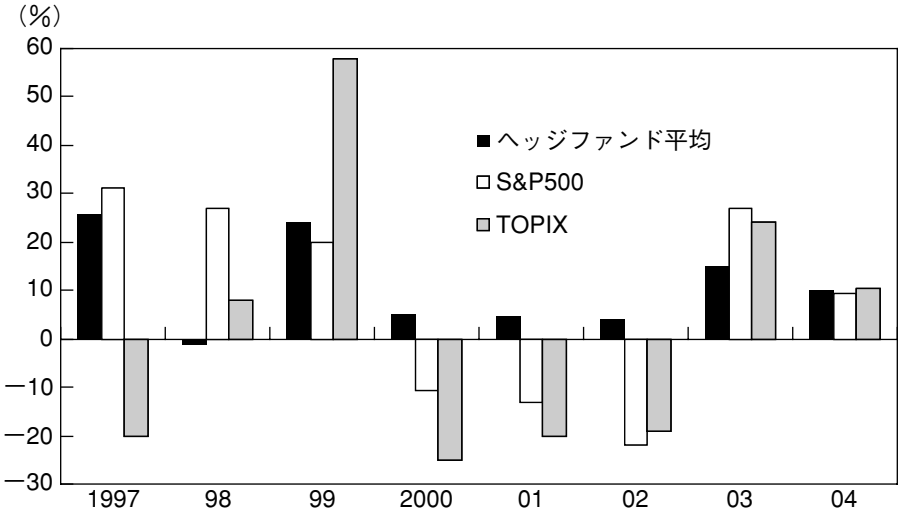
ソロスの特集を組んだこの時の『インスチチューショナル・インベスター』誌は、この収益率をもって彼に「世界最強のファンドマネージャー」の称号を与えている。一二年間にわたり単純平均で年率三九・四％という

図１　S&P500を下回った株式ファンドの割合



（出所）J.C.ボーグル（井手正介監訳）『インデックス・ファンドの時代』東洋経済新報社、2000年、115頁。

図２　ヘッジファンドと日米株式の収益率比較



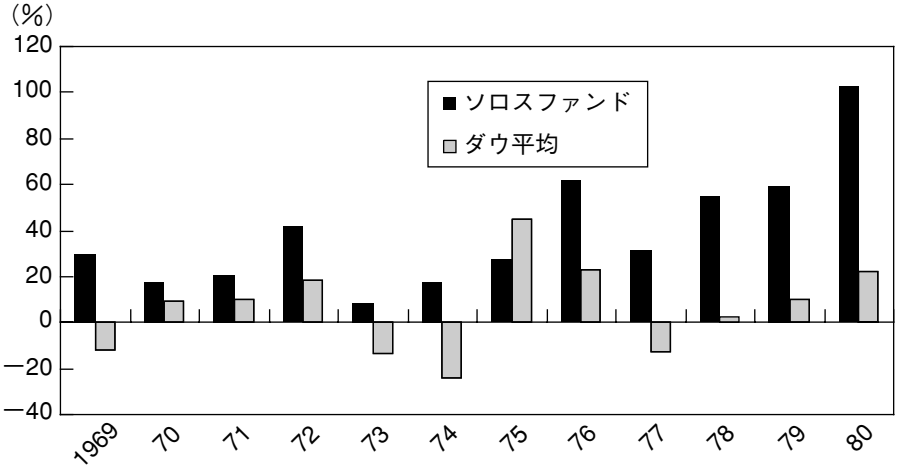
（資料）CSFB/Tremont、Bloomberg
（出所）「ヘッジファンドを巡る最近の動向」『日本銀行調査季報』2005年７月、図表14。

収益率は確かに「世界最強」の名にふさわしい数字であるが、しかし、一般にイメージされるヘッジファンド、その頂点に立つソロスの成績としてはいささか物足りないのではないだろうか。ヘッジファンドといえば、最先端の金融工学を駆使し、あるいは時にはダーティな手法をも用いて、短期間で資産を数十倍にもする「妖怪」といったイメージをもっている人も多いのではないだろうか。しかし、「世界最強」をもってしても、資産を短期間に一〇〇倍にすることなど不可能なのである。そもそも、プロはプロであるからこそ、高いリターンの追求は高いリスクを伴うことを熟知しており、そうした無理をおかすことはないのである。ヘッジファンドといえど、妖怪でもなければ神様でもない。

このようにプロのファンドマネージャーでもインデックスに勝つことは難しいのであるから、個人投資家が目標とすべきは、長期金利の一・五％をベースに、せいぜいインデックスまでという水準ではないだろうか。それ以上の収益率を上げることは、一時的には可能でも長期的に持続させるのは極めて難しく、そうした高い目標をもつこと自体が危険なのである。(3)

となると、具体的には、インデックス運用型の投資信託の購入

図３　ソロスファンドとダウ平均の収益率比較



（出所）Anise Wallace, "The world's greatest money manager," *Institutional Investor*, June 1981, p.42..

が、個人の証券投資においてもっと重視されてよいのではないか、ということになる。それはまた、ポートフォリオ理論の教えるところであり、年金基金等の機関投資家が実践している運用方法でもある。

しかしながらこうした主張に対しては、さまざまな批判がありえるだろう。

個人投資家からは「一日にわずかしか値動きしない（インデックス型の）投資信託など、面白くもなんともない。株式投資の魅力を理解しない主張だ」あるいは「インデックスが下がる時にはどうするのか」といった反論が、また、証券会社からは「個人向け株式営業を否定するもの」との批判があるかもしれない。さらには「インデックス運用のさらなる拡大は、市場の価格発見機能の低下につながる」との懸念もあるだろう。順に考えてみよう。

2　〈面白い〉投資から〈退屈な〉投資へ

個人投資家にインデックス・ファンドはあまり人気がない。個人投資家は、一般的に、株式投信のなかでもパッシブ型よりもアクティブ型を好み、投信よりも個別株式の売買を好み、個別株式のなかでも大型・優良銘柄よりも中小型銘柄を好む傾向があると言われる。そのほうがハイリターンが期待できるからであろうか。投資家が高いリターンを求めるのは当然であるが、個人投資家の場合、リターンの高さよりもむしろ〈リスクの高さ＝値動きの大きさ〉そのものを求めているのではないだろうか。激しい値動きそのものが〈面白い〉からである。

自分が買った銘柄が上昇するのは、単なる経済的な利益を超えた、ある種の興奮・陶酔感をともなう精神的な快楽なのではないか。不確実な状況下での緊張を伴う決断から、一転して、自分の思惑が正しかったことの完全な証明が与えられる開放感・征服感・至福感。もちろん、見込みが外れた場合には、強い挫折感や敗北感を味わ

うことになるが、それもまた、（本人は否定したとしても）ある種のヒリヒリするような快感となっているのではないか。

個人が投資を行う理由には、実は、経済的利益とこうした精神的な〈面白さ〉の二つがあり、両者は意識的に区別されないまま混在しているのではないだろうか。

しかしながら、〈面白さ〉の追求は、経済的な利益の追求と矛盾する。（長期的に）〈儲ける〉ためには、リスクを抑えることが必要であるが、それは〈面白さ〉を失うことと同義だからである。

株式投資を資産運用の手段として考えるのであれば、〈面白さ〉を断念して退屈で時間のかかる株式投資に徹することが必要なのである。資産運用の第一歩は、面白さをあきらめることから始まるのではないだろうか。少なくとも、〈儲ける〉ための投資と〈楽しむ〉ための投資を意識的に区別する必要があるのではないか。株式投資の動機を「趣味と実益を兼ねて」と説明する個人投資家が多いように思われるが、筆者には疑問である。

3　「投資教育」への疑問

このように考えると、投資教育として、あるいは証券投資入門として語られていることのなかには、疑問に思わざるをえない主張も見受けられる。

例えば、投資教育の第一歩として〈投資は余裕資金で〉ということが強調される。しかし、正しくは〈投資は退職後のための資金で〉ではないだろうか。投資が余裕資金に限定されざるをえないのは、個別銘柄の思惑的な売買の場合リスクが非常に高いからであろう。そのため、投資額は、サラリーマン家計でせいぜい三〇～五〇万円程度とならざるをえない。しかも目的は〈小遣い稼ぎ〉であるから、短期的な利益を目指すことになりリスク

はますます高くなる。しかしリスクを抑えた長期投資であれば、退職後の生活のための資産運用として、一般家計でも一千万円超からの投資が可能かつ必要となるはずである。個人にとって意味をもつのは収益〈率〉ではなく収益の絶対額であり、また一年間の利益ではなく投資期間全体での収益であるから、小額の投資でハイリターンをねらうより、年率にすれば低い収益率であるもののまとまった投資額で長期的に大きな利益を目指すほうがはるかに合目的的である。つまり、余裕資金に限定されるべきは、経済的利益よりも心理的快楽の追求を目的とした「株式投資」（いわば株式ゲーム）であり、それは資産運用を目的とした長期投資と区別すべきであろう。

また、個人投資家に対して、〈企業の財務情報などを自分なりに分析することが必要〉との主張もよくなされるが、これも筆者には疑問である。マスコミの断片的な情報やネット上の書き込みなどのみに基づいて売買することが危険であることは言うまでもないが、といって、一般的な個人が財務諸表を検討できるようにならなければいけないのだろうか。とても現実的な想定とは思えない。仮にある程度の企業分析ができたとして、それが投資に有効だろうか。株式投資で利益を出すために必要なのは、企業分析によって単に優良

表１　〈面白い〉投資と〈退屈な〉投資

		〈面白い〉投資	〈退屈な〉投資
投資家層		株式投資が好きな個人	退職後の資産形成を考える個人
投資資金	性格	余裕資金	退職後のための貯蓄資金
	額	100万円程度まで	１千万円程度から
投資期間		１日以内～数ヶ月	10年以上
投資目的	経済的利益	小遣い稼ぎ	年金の上乗せ
	心理的利益	相場変動に伴う興奮	なし
投資対象		値動きの大きい中小型株中心	インデックス型投信中心
対面型リテール証券のビジネス	提供サービス	注文の執行・決済 「板」・手口情報の提供	ポートフォリオ理論に基づく投資教育 ファイナンシャル・プランニング（投信）ポートフォリオの入れ替え
	手数料	売買ベース	預かり資産ベース

な企業を見つけ出すことではなく、〈市場がまだ評価していない〉優良な企業を見出すことである。つまり、プロのアナリストたち以上の分析力が必要なのであるが、そんなことを個人投資家に求めるべきではないのではないか。個人は、そうした作業はプロに任せてよいのであって、具体的には、銘柄の分析はアクティブな機関投資家に任せ自分はインデックス運用に徹するほうがはるかに効率的である。個別銘柄を売買する場合も、信頼できる証券会社の、アナリスト情報に基づくアドバイスがより重視されるような状況が望ましいはずである。

あるいは、長期投資の薦めに対しては、〈長期投資であれば常に儲かるのか〉という反論がありえるだろう。確かに、現在は株価の上昇が続いているといってもバブル高値の半分に満たないのであるから、インデックス・ファンドを買ったとしても、それが八九年末であれば一六年たった現在も巨額の含み損を抱えている勘定となる。カリスマ・デイトレーダーと呼ばれる人たちの本やブログを見ると、共通して「損切り」の重要性が強調されているが、それは、彼ら（あるいは彼らの両親等）のそうした「塩漬け」の経験の反映かもしれない。すなわち、長期投資においても、タイミングはきわめて重要な意味をもつのであるが、そこにこそ、証券会社が専門家として投資家にアドバイスする余地があるのではないだろうか。

4　対面型個人向け証券ビジネスの可能性

証券会社の営業姿勢は、バブルの崩壊・規制の強化によって、それまでの大量推奨販売や強引なノルマ営業からコンプライアンスの重視へと大きく転換した。顧客のニーズを無視した営業が非難されたのは当然としても、リテール営業が、リスクの説明に終始するというのは、顧客の立場から考えても適切とは言えないように思われる。断定的な判断の提供は絶対に許されないが、会社としての経済予測や相場見通しを伝えることは、証券会社

にとって最も重要なサービスであり、顧客からみても非常に付加価値の高いものである。投資家の側でも、〈投資＝自己責任〉の過度の強調が、証券会社からのアドバイスを不要有害な単なるセールストークと見なすことにつながっているのではないか。最終的な決定は投資家によってなされなければならないが、それは専門家からのアドバイスを否定することではないはずである。

個人の投資がポートフォリオ理論が主張するインデックス・ファンド中心となったとしても、先に述べたタイミングの問題、言い換えれば〈株式〉なのか〈債券〉なのかの選択という問題がどうしても残る。一般的に言えば、株価が低い時には債券は高く（つまり株式の買い時）、株価が高い時には債券は安い（債券の買い時）が、そのタイミングつまり株式（ファンド）と債券のウエイトの組み換えをアドバイスすることがリテール証券ビジネスの中心となってよいのではないだろうか。そのためには、手数料は売買ベースから預かり資産ベースに移行し、またラップアカウントなどの一任勘定が大きなウエイトを占めることになるであろう。もちろんその時に、一人当たり預かり額が〈余裕資金〉にとどまっていたのでは採算ベースに乗りにくいであろうが、先に述べたように、〈余裕資金〉から〈退職後の資金〉へと投資資金の性格を変えることができれば、預かり額も顧客数も飛躍的に増加するはずである。

しかしながら、こうした個人投資家向けビジネスを進めるためには、質の高いファイナンシャル・プランニングやリサーチにもとづくポートフォリオの提案を行える専門的な能力・体制の構築が必要となろう。そしてその前提として、顧客から高い信頼を獲得しておかねばならないことは言うまでもない。

5　個人投資家と価格発見機能

現在、日本の株式市場では売買の五割を個人投資家が占め、その八割はネット取引によるのであるから、単純に考えると、株価の四割はネット取引によって決定されているということになるが、こうした株価形成のありようでいいのだろうか。

バブル期までの長期にわたって、日本の株価は、株式の持合いや政策投資とその上に乗っかる形での大手証券会社による大量推奨販売によって、ファンダメンタルズから大きくかけ離れていた。それが、バブルの崩壊、持合いの解消、証券営業の転換によって、最近ようやく、ＰＥＲやＲＯＥなどによっておおよその説明がつく市場になってきたように思われる。ところがそれと並行して、年金基金に代表される機関投資家はインデックス運用の比率を年々高め[4]、個人はネット取引で個別銘柄を活発に売買するようになってきた。つまり、機関投資家はますますパッシブになり、個人投資家はますますアクティブになるという対照的な傾向が見られるのであるが、これは、プロであるはずの機関投資家がすべての銘柄を一律に買い入れて価格形成に関与しない一方で、素人の個人が個別銘柄の価格決定に大きな影響力を持ち始めたことを意味する。主客が転倒しているのではないだろうか。だからこそ、その間隙をつく形で、ヘッジファンドを中心とする外国投資家の影響力が売買シェア以上に高い状況が続いているのであるが、日本の株価形成上、また新たな問題が生じ始めていると言わざるをえない。

インデックス運用の広がりは、市場の機能を阻害する一要因であるが[5]、その非難をＥＴＦへの投資など個人に対して向けるのは非現実的であり、むしろ逆である。機関投資家がリサーチ機能を活用したよりアクティブな投資のウエイトを高め、反対にそうした能力に劣る個人投資家はパッシブ運用の効率性を見直すことが、市場機能という点からも望ましいように思われる。

おわりに

今月二日に発表された内閣府の世論調査によると、「株式投資を今後も続けたい、これから始めたい」という人の割合が増加している一方で、「現在行っておらず今後も行わない」とする人が一年前と同じく七〇％近く存在している（表2）。

しかしながら、団塊の世代の退職が始まれば、巨額の退職金が証券市場に流れ込むことになるであろう。その受け皿が、ゲーム感覚の〈面白い〉ネット取引に偏ったままでは、家計部門の資産運用という観点からも、証券仲介業のあり方からも、また市場の価格発見機能という点からも弊害が大きすぎるように思われる。証券投資の基本に立ち返ってみることも必要なのではないだろうか。

注

（1）ネット投資家の売買傾向については、福田徹「最近におけるネット投資家の動向について―各種データに基づく分析―」『証券レビュー』第四五巻第一一号、二〇〇五年参照。

（2）昨年（〇五年）のヘッジファンドの成績は、ヘッジファンド・リサーチ（ＨＦＲ）社によれば、一一月末時点で一・二三％にとどまったという。米国の株式市場がほぼ横ばいだった上、ＧＭショックや、日本株での「小型株買い大型株売り」の失敗（夏からの銀行・鉄鋼株の上昇）などで、運用成績はかろうじてマイナスを免れた程度にすぎなかった（『日経金融新聞』〇五年一二月二六日）。

表２　株式投資の現状と今後の意向

（％）

	2004年10月	2005年12月
現在行っているし、今後とも続けたい	10.7	13.3
現在行っていないが、今後行いたい	5.6	8.6
現在行っているが、今後やめたい	3.3	2.7
現在行っていないし、今後とも行う予定はない	68.8	68.5
わからない	11.7	6.9

（出所）内閣府「金融商品・サービスに関する特別世論調査」2006年２月。

（3）では、「一〇〇万円を一億円に」したという本やブログはすべて嘘なのだろうか。もちろんそうではないだろう。例えばこのように考えてはどうだろうか。「ジャンケンで一〇回連続勝てるか」と聞かれれば、ほとんどの人は無理だと答えるだろう。その確率は一〇二四分の一しかない。しかしそれは言い換えれば、千人ほどの人間がいれば一〇回連続でジャンケンに勝つ人が一人くらいいてもおかしくないということである。現在、ネット取引口座は八百万に達しているため、複数口座の保有を考慮しても、ネット投資家は百万人単位で存在する。しかも、株価は市場平均でこの三年で二倍以上になっている。「一〇〇万円を一億円に」にした人がある程度の数、現れても何ら不思議なことではない（ただし、それに劣らぬ数の「一〇〇万円を一万円に」した投資家がいることもまた事実であろう）。

（4）機関投資家のインデックス運用の増加については、清水祐希・西岡慎一・馬場直彦「わが国機関投資家の資産運用行動について―金融市場に与える影響を中心に―」『マーケット・レビュー』（日本銀行金融市場局）二〇〇三年三月参照。

（5）インデックス運用には、他にも組入れ銘柄を先んじて売買されることにともなうコストなどの問題もあるが、個人投資家が考慮すべき性格のものではないだろう。インデックス運用をめぐる議論については、『証券アナリストジャーナル』（特集インデックス運用を巡る諸問題）二〇〇二年八月号参照。

（いず　ひさし・客員研究員）

マカリー・グループのロンドン証券取引所買収提案

吉川　真裕

二〇〇五年一二月八日、オーストラリアの投資銀行を中心とするマカリー・グループがロンドン証券取引所に対して一株五ポンド八〇ペンス（総額一五億ポンド）の買収提案をおこなう意向を明らかにし、翌一二月九日、ロンドン証券取引所は市場価格の六ポンド一〇ペンスを五％下回るこの買収提案を屈辱的であるとして拒否した。くしくも二〇〇四年一二月一三日にドイツ取引所が一株五ポンド三〇ペンス（総額一三億五〇〇〇万ポンド）の買収提案をおこない、ロンドン証券取引所が拒否したのと同じ構図であったが、ドイツ取引所による買収提案のときほどこの提案は注目を集めはしなかった。そして、一二月一五日にマカリー・グループは買収提案価格を引き上げることなく、賛同する投資家とともにシティ・コードに則った正式な買収提案をおこなったが、ロンドン証券取引所はこの提案を再び拒否した。市場価格を下回る買収提案をおこなったマカリー・グループが提案価格を引き上げるという見方が強かったが、当初の買取請求期限の二〇〇六年一月三一日にマカリー・グループは買収提案価格を引き上げることなく、買取請求期限を二月一四日まで延長することを表明した。なお、シティ・コードによれば、マカリー・グループは二月二三日まで買収提案価格を引き上げることができ、最終的な買取請求期限を三月一〇日まで延長することが可能である（第三者による買収提案があればさらに延長可能）。

本稿では、ロンドン証券取引所の買収をめぐるここ一年の経過を振り返った後、マカリー・グループによる買収提案の内容とロンドン証券取引所の反論を紹介し、マカリー・グループによる買収提案の行方を展望する。

1　ロンドン証券取引所の買収をめぐる経過

二〇〇四年一二月一〇日金曜日にロンドン証券取引所の株価は五％上昇して四ポンド三〇ペンスに達し、一〇月末から二五％の上昇を示したが、一三日月曜日早朝、ロンドン証券取引所はドイツ取引所からの一株五ポンド三〇ペンスの現金（総額一三億五〇〇〇万ポンド）による買収提案を拒否したと発表した。しかし、株主と利用者の利益となり、成功見込みの高いものに買収提案を大幅に改善するためにドイツ取引所と交渉することで合意したことも付け加えていた。ロンドン証券取引所の株価は買収価格の引き上げを見込んで一二月一七日に五ポンド五六ペンスまで上昇していたが、一二月二〇日にロンドン証券取引所とユーロネクストが交渉の事実を認めたことにより、六ポンドまで上昇した。

ドイツ取引所は二〇〇〇年に生じた反独キャンペーンの経験からロンドン証券取引所の取締役会の支持がなければ株主に直接接触すること（敵対的買収）はないと言い続けたが、自らの株主の要求とロンドン証券取引所の対応の遅さに痺れを切らし、ロンドン証券取引所に提示している買収提案の中身を二〇〇五年一月二七日に公開した。ドイツ取引所が明らかにした文書では買収提案価格は五ポンド三〇ペンス以上とされており、前回の提案価格を明確に越えておらず、ロンドン証券取引所は再びこの買収提案の拒否を発表したが、ドイツ取引所とユーロネクストとの間で交渉を続けることも表明した。翌一月二八日、ユーロネクストは買収提案内容を公表しないままイギリスの公正取引庁（ＯＦＴ）にロンドン証券取引所に対する買収交渉の申請をおこなった。これを受けて、ドイツ取引所も一月三一日に買収交渉の申請をＯＦＴにおこない、ＯＦＴは買収に伴う競争環境について市場関係者に意見を求めた。そして、二月九日にユーロネクストもようやく買収提案内容を公表したが、買収提案価格が示されないという異例の形であった。

ところが、ドイツ取引所の株主であるＴＣＩやアティカスといったヘッジファンドがこの買収提案に反対し、フィデリティやキャピタル、ハリス・アソシエイツといった米系機関投資家、メリルリンチやイタリアの保険大手ジェネラーリも同調したことから、三月六日にドイツ取引所は買収提案を撤回した。ドイツ取引所が買収提案を撤回したことで、実質的にはロンドン証券取引所の買収問題は決着したものと見られていたが、三月一四日になってドイツ取引所はユーロネクスト等がロンドン証券取引所に対して買収を正式に提案した場合には再度買収提案をおこなう用意があるとして、イギリスのＯＦＴとドイツの連邦カルテル庁（Bundeskartellamt）に対して審査の継続を要請した。そして、三月二九日にＯＦＴはドイツ取引所とユーロネクストのロンドン証券取引所に対する買収提案に関する審査結果を発表したが、いずれもイギリス市場の競争を大幅に弱める危険性があるとして現段階では承認せず、より詳細な調査をおこなう競争委員会（ＣＣ）に調査を委託した。

三月三〇日にＯＦＴの要請を受けてＣＣは四月二〇日を期限としてロンドン証券取引所の買収問題に関するコメントを募集し、五月五日には論点整理を公表して、再び五月二〇日を期限としてコメントを募集した。七月半ばを予定されていたＣＣの中間報告は委員長の病気に伴う交代もあって七月二九日までずれ込み、ＯＦＴと同じく現状では競争を阻害する恐れがあるという暫定的結論を公表し、暫定的結論については八月一九日、救済策については八月一八日を期限として再びコメントを求めた。そして、こうした最中、八月一五日にはオーストラリアのマカリー・グループがロンドン証券取引所の買収を選択肢の一つとして検討していると表明した。八月一八日にＣＣは当初の最終報告期限である九月一二日を、問題の複雑さに鑑み、規則にしたがって一一月七日に変更することを決定し、救済策については九月七日、暫定的結論については一〇月七日を期限としてコメントを求めた。そして、競争を阻害する可能性を減らし、買収を可能とするための救済策の一案として、新たなクリアリン

グ機関が参入し、クリアリング業務の相互移管（Interoperability）を高めるというアイデアをＣＣは九月一日に発表し、九月八日の期限付きで関係者にコメントを求めたが、このアイデアに対しては新たなクリアリング機関が十分な利益を上げられる可能性が極めて低く、クリアリング業務の相互移管を実現するためのインフラ整備費用は利用者の負担となる可能性が高いことから、積極的に賛成する者は見られなかった。(1)

一一月一日、ＣＣは中間報告に沿った形で最終報告を発表し、一二月一日にクリアリング機関の独立性を担保する措置がとられれば二〇〇六年二月にドイツ取引所またはユーロネクストによるロンドン証券取引所の買収を承認するスケジュールが公表された。(2) ただし、最高経営責任者と監査役会会長が交代したドイツ取引所にロンドン証券取引所の買収を再提案する動きはなく、ヘッジファンドを中心とする株主の反対が強いユーロネクストもロンドン証券取引所の取締役会が承認するような高価格での現金による買収提案は不可能という見方が多い。

こうした中で、独自路線の追求を強めるロンドン証券取引所は買収提案の可能性を公表していたマカリー・グループに対して決断を迫り、一一月二三日にテイクオーバー・パネルは一二月一五日までに買収提案をおこなうか、以後六カ月間は買収提案をおこなわないかの決定をおこなうように命じた。(3) マカリー・グループにはドイツ取引所やユーロネクストのようなロンドン証券取引所の買収に伴うシナジー効果はなく、ライバルであるドイツ取引所やユーロネクストによる買収をロンドン証券取引所が回避するために買収されるという可能性はあったが、ドイツ取引所やユーロネクストの力ずくでの買収の可能性がなくなったことからロンドン証券取引所にとっては選択肢として残しておくという必要性もなくなったというのが実情であろう。二〇〇〇年のロンドン証券取引所とドイツ取引所の対等合併阻止のためにロンドン証券取引所に買収提案をおこなったスウェーデンのＯＭグループよりもマカリー・グループは知られておらず、買収実現の可能性も低いというのが大方の見方である。

こうして、テイクオーバー・パネルに強いられる形でマカリー・グループは一二月八日にロンドン証券取引所に対して一株五ポンド八〇ペンス（総額一五億ポンド）の買収提案をおこなう意向を明らかにし、翌一二月九日、ロンドン証券取引所は市場価格の六ポンド一〇ペンスを五％下回るこの買収提案を屈辱的であるとして拒否した。[4] くしくも二〇〇四年一二月一三日にドイツ取引所が一株五ポンド三〇ペンス（総額一三億五〇〇〇万ポンド）の買収提案をおこない、ロンドン証券取引所が拒否したのと同じ構図であったが、ドイツ取引所が市場価格を二三％上回る買収提案をおこなったのに対してマカリー・グループは市場価格を下回る買収提案を提示したのである。そして、一二月一五日にマカリー・グループは買収提案価格を引き上げることなく、賛同する投資家とともにシティ・コードに則った正式な買収提案をおこなったが、ロンドン証券取引所はこの提案を再び拒否した。[5] 市場価格を下回る買収提案をおこなったマカリー・グループが提案価格を引き上げるという見方が強かったが、当初の買取請求期限の二〇〇六年一月三一日にマカリー・グループは買収提案価格を引き上げることなく、買取請求期限を二月一四日まで延長することを表明した。[6]

シティ・コードによれば、マカリー・グループは二月二三日まで買収提案価格を引き上げることができ、最終的な買取請求期限を三月一〇日まで延長することが可能であるので、マカリー・グループが買収提案価格を引き上げる可能性はまだ残っている。数多くの買収を実現してきたマカリー・グループにとっては最初から手のうちを見せるようなことはないという見方と、CCが二月に決定するドイツ取引所やユーロネクストによるロンドン証券取引所の買収承認の行方をにらんでユーロネクストの出方をうかがっているという見方が報じられている。ユーロネクストがロンドン証券取引所に対して買収提案をおこなった場合、マカリー・グループによる買収提案期間をさらに延長することができるとシティ・コードでは定められているからである。

2　マカリー・グループによるロンドン証券取引所買収提案[7]

マカリー・グループは一九八五年にイギリスのマーチャント・バンク、ヒル・サミュエルズに勤めていた従業員がオーストラリアでマカリー銀行（Macquarie Bank Limited）を設立したのがもとになっており、安定したキャッシュフローの得られるインフラ部門に投資するファンドを世界中で立ち上げ、そのファンドを証券化して売りさばくという独自のビジネス・モデルを確立している。マカリー銀行を核としたマカリー・グループは現在、二三カ国に七一〇〇人の従業員を抱え、一五〇億豪ドルの時価総額はオーストラリアで三番目の大企業である。そして、世界中で一一二〇億豪ドルに及ぶ資産を管理し、年間一億一〇〇〇万人の空港利用者、一日一八〇万人の有料道路利用者にサービスを提供し、三七〇万世帯の家計にガス、一九〇万世帯の家計に水を供給している。

今回、ロンドン証券取引所に買収提案をおこなっているのはイギリスで新たに設立されたＭＬＸ（Macquarie London Stock Exchange Investments Limited）であり、ＭＬＸにはマカリー・グループのファンドの一つであるＭＦＩＦ（Macquarie Financial Infrastructure Fund）が六七％、オーストラリア証券取引所で上場されているマカリー・グループのもう一つのファンドであるＭＣＡＧ（Macquarie Capital Alliance Group）が一八％、ポルトガルの投資会社のスペイン子会社であるフィンプロ・インヴェシオーネス（Finpro Inversiones, SL）が一五％を出資している。マカリー・グループは当初、新会社に共同出資するパートナーがいると説明していたが、企業情報開示サービスを取引所に提供しているオーストラリアのコンピューターシェア（Computershare）に断られ、ポルトガルのお金持ちが個人資産を運用するフィンプロのみが新会社の直接的な出資者となっている。なお、一二月一五日のロンドン証券取引所に対する買収提案ではドイツ取引所による買収提案のアドバイザーでもあったゴールドマン・サックス・インターナショナルがマカリー・グループのアドバイザーを務めている。

マカリー・グループの買収提案の特徴は、まず第一に、ドイツ取引所やユーロネクストの買収提案が買収によるシナジー効果を具体的に推計し、その効果に見合う費用として買収提案価格を提示しようとしていたのに対し、株価収益率やＥＢＩＴＡＤＡ（Earnings Before Interest, taxes, depreciation and amortisation）に基づいて提示されているという点である。買収提案価格の五ポンド八〇ペンスは二〇〇五年三月までの一年間の決算数字をもとにして計算すれば一株利益の二三・四倍、例外項目を除いた一株ＥＢＩＴＡＤＡの一二・五倍であり、魅力的な価格であるとマカリー・グループは買収提案文書の中で説明している。しかし、一年前にドイツ取引所が提示した五ポンド三〇ペンスを上回っているとはいえ、市場価格を下回っていることには言及されていない。

二番目の特徴は第一の特徴とも関連するが、新たなビジネス・プランがほとんど提示されていない点である。所在地や監督機関、場口銭（取引手数料）や上場維持費用、情報利用料のいずれも当面は変更するつもりがないことが明記されており、コスト削減が一株当たり利益上昇の源泉と想定されざるを得ない。わずかに触れられているのは、①パートナーとの提携を含めて世界的なデリバティブ市場の拡大に関与するよう経営陣を促すこと、②アジア、ヨーロッパ、旧ソ連地域を念頭において外国株上場を増加させるという経営陣の戦略を支持すること、③情報テクノロジー・サービスに関して現在のアウトソーシング契約を再検討すること、の三つに過ぎない。

三番目の特徴はＯＦＴやＣＣといった機関に認可を要請する競争上の問題が存在しないことを売りにしている点である。裏を返せば、取引所ビジネスになんら関わってこなかったということでもあるが、ドイツ取引所やユーロネクストに買収されるという心配がなくなるということを強調している。ザイフェルト前ＣＥＯに率いられたドイツ取引所が強引に買収を迫っているという事態でもあれば、マカリー・グループがホワイトナイトとして歓迎されることもあったかもしれないが、現状ではこのことがセールス・ポイントになるとは考えられない。

3　ロンドン証券取引所の反論[8]

一二月八日の買収提案価格の公表翌日にも一二月一五日の正式な買収提案直後にもロンドン証券取引所の取締役会はマカリー・グループの提案を拒否する声明を発表しており、しかもドイツ取引所やユーロネクストによる買収提案の際に見られた妥当な買収価格をめぐって引き続き交渉を続けるという文言は見られなかった。テイクオーバー・パネルにマカリー・グループの態度を明らかにするよう働きかけたのはロンドン証券取引所であり、買収価格の問題ではなく、不採算なインフラ事業を効率よくリストラクチャリングするというマカリー・グループのビジネス・モデルはロンドン証券取引所には役立たないとの判断が働いていたのであろう。

さらに、一二月一六日にはロンドン証券取引所の最大株主（当時一二・三二五％）であるスレッドニードル・アセット・マネジメント、二番目の大株主（当時七・一％）であるスコティッシュ・ウィドウズ・インベストメント・パートナーシップが相次いでマカリー・グループによる買収提案価格に不満を表明したことから、買収提案価格の引き上げなしに買収が成立すると考える者はいなかったし、買収提案価格をいくら引き上げても買収が実現するとは限らないという見方も広まった。

一月一九日にロンドン証券取引所が公表した文書では二〇〇五年一二月までの数字を用いることにより、この間の取引量と利益の拡大を盛り込んでマカリー・グループの買収提案価格がいかに不十分なものであるかを印象付けた。まず、一二月までの九カ月間の収入は前年比一六％増加して二億一一〇〇万ポンド、同期の経常利益は三一％増加して八三〇〇万ポンド、同期の調整済み一株利益成長率は四三％に達していることを明らかにする一方、二〇〇四年と二〇〇五年におけるロンドン証券取引所の電子取引システムＳＥＴＳを通じた取引価額の成長率はそれぞれ二三％と二〇％であり、ユーロネクスト傘下のデリバティブ取引所ＬＩＦＦＥの契約数成長率一

四％と七％、ドイツ取引所傘下のデリバティブ取引所ＥＵＲＥＸの契約数成長率五％と一七％をいずれも上回っていることを示し、ロンドン証券取引所の成長余力が小さいというマカリー・グループの主張に反論を加えた。そして、この成長を反映して二〇〇四年八月以降にロンドン証券取引所は一月一六日の時価総額の二四％に当たる四億一二五〇万ポンドを株主に配当しており、二〇〇一年七月二〇日から二〇〇六年一月一六日までの株価上昇と合わせたロンドン証券取引所のトータル・リターンは九八％でＦＴＳＥ一〇〇指数構成銘柄平均の一三％、ＦＴＳＥ三五〇一般金融指数構成銘柄平均の三〇％を大きく上回っていることも明らかにした。

他方、世界的な株式取引の拡大を反映して上場されている証券取引所の株価収益率は軒並み上昇しており、ロンドン証券取引所を除いた八つの取引所の二〇〇四年一〇月二二日から二〇〇六年一月一六日までの株価収益率の上昇率は九四％から四九六％であり、ロンドン証券取引所に限らず、証券取引所は成長セクターとしての評価が定着していると説明されている。そして、アーキペラゴ取引所の株価収益率六〇・四倍は例外としてもオーストラリア証券取引所の三〇・一倍、香港取引所の二九・五倍、トロント取引所の二五・六倍、シンガポール取引所の二三・九倍、ＯＭＸの二三・八倍、ユーロネクストの二三・一倍、ドイツ取引所の二二・七倍に比べ、マカリー・グループの提示した五ポンド八〇ペンスではロンドン証券取引所の株価収益率は一八・二倍に過ぎず、著しい過小評価であると反論している。さらに、二〇〇五年一〇月から一二月までの四半期を踏まえたロンドン証券取引所単体の適正価格を、ＣＳＦＢは七ポンド五五ペンス、マン・セキュリティーズは六ポンド五〇ペンス、キーフ・ブライエット＆ウッズは六ポンド四〇ペンス、ウエストＬＢは六ポンド三〇ペンス、エクザネは五ポンド九五ペンス、ソシエテ・ジェネラルは四ポンド五五ペンスとしており、ソシエテ・ジェネラルを除く各社はマカリー・グループの買収提案価格を上回る評価をロンドン証券取引所に与えていることも紹介されていた。

4　マカリー・グループによるロンドン証券取引所買収提案の行方

一月一九日に公表されたロンドン証券取引所の買収提案反対文書に対して、ロンドン証券取引所は株式市場のブームやグローバルな取引所統合といった外的要因に依存しており、取引所自らがコントロールできる戦略を持ち合わせていないので、買収提案価格を引き上げる必要性を感じていないとマカリー・グループは再反論した。(9) かつてＯＭグループによる株式交換による買収提案に対して、ロンドン証券取引所はＯＭグループの株価は過大評価されており、株式交換はロンドン証券取引所の株主の利益にならないと反論し、実際、ＩＴブームの終焉とともにＯＭグループの株価は大幅下落したことがあったが、今回はロンドン証券取引所が直近の成長を外挿して買収提案価格の不十分さを論じるという奇妙な逆転現象が生じていると言えよう。(10)

マカリー・グループはロンドン証券取引所を安定した収入の得られるインフラ事業と位置付けており、コスト削減によって利益率の向上をはかるというこれまでのビジネス・モデルを追及しようとしている。これに対して、ロンドン証券取引所は自らを成長セクターの有望企業を位置付けており、将来の成長可能性を十分に評価しないマカリー・グループの買収提案価格を不当に安いものと批判している。両者の言い分がかみ合わない理由の背景にはロンドン証券取引所の将来性に関する認識の相違があって、単に価格水準として片付けることはできないだろう。マカリー・グループは将来性のある成長企業にリスクをとって投資するベンチャー・キャピタルではない。ロンドン証券取引所というブランドは他の追随を許さない有力ブランドであり、そこに発生するレントに狙いを定めているのである。他方、ロンドン証券取引所は十分なデリバティブ部門やシステム開発部門も持たず、クリアリング機関もセトルメント機関もないほぼ単独の取引所事業であって、ドイツ取引所やユーロネクストのような安定的な収益構造を持っていないことを自覚していないようである。

ロンドン証券取引所がドイツ取引所やユーロネクストとの合併を考える背景には、シナジー効果による規模のメリットや関連ビジネスと合わせた範囲のメリットを考えているはずであるが、マカリー・グループに対しては取引所単独でさらなる成長が可能であるという異なる前提に立っているように思えて仕方がない。それもマカリー・グループによる買収を阻止するという目的に合わせた方便なのかもしれないが、違和感を禁じえない。アーキペラゴ取引所の買収を計画するニューヨーク証券取引所のセインＣＥＯがデリバティブや債券取引、海外取引所との提携や統合を口にする時代に株式取引業務一本で将来の成長を見込むというのは単純に過ぎるであろう。

マカリー・グループによるロンドン証券取引所の買収が成立するためには、ロンドン証券取引所が強力な買収企業から身を守るという理由からマカリー・グループの傘下に入るということしか考えられず、当面はそのような行動をとる取引所は思い浮かばない。ドイツ取引所にしろ、ユーロネクストにしろ、急増した新規株主の意向を無視した行動はとれず、二月中にＣＣによる買収承認の認可がでても現金による買収という可能性はほとんど考えられない。また、株式交換による買収が実現したとしても市場の流動性や取引所の業務に大きな変化が生じる見通しも立たない。

マカリー・グループのロンドン証券取引所に対する買収提案はドイツ取引所やユーロネクストといったライバルに呑み込まれるのを避けたいというロンドン証券取引所の意向があってはじめて成立するものであろう。買収提案後にドイツ取引所やユーロネクストで株主の反乱が生じ、ロンドン証券取引所に対して強力に臨めなくなった今となっては、もともとマカリー・グループによる買収が成立する余地はほとんどなかったのである。かつてＯＭグループがロンドン証券取引所に買収を仕掛け、一躍有名になったように、マカリー・グループの買収提案も地球の裏側にマカリーありという宣伝効果をもたらすことだけに終わりそうである。

注

（1）ここまでの経過の詳細については、拙稿「ロンドン証券取引所の買収問題」（本誌一六三二号、二〇〇五年一〇月）を参照。

（2）CCの報告書や発表、コメント等はCCのホームページで閲覧可能である（http://www.competition-commission.org.uk/inquiries/ref2005/lse/index.htm）。

（3）The Takeover Panel, "Put Up Or Shut Up Deadline - London Stock Exchange Plc -（"LSE"）The Macquarie Group And Its Specialist Listed And Unlisted Funds（"Macquarie"）," *Press Release*, 23 November 2005.

（4）Macquarie Bank Ltd, "Notification Regarding London Stock Exchange," *Press Release*, 8 December 2005, London Stock Exchange Plc, "Statement Re Approach From Macquarie Bank Limited," *Press Release*, 9 December 2005.

（5）Macquarie London Exchange Investments Limited, "Cash Offer Of 580 Pence Per Share By Goldman Sachs International On Behalf Of Macquarie London Exchange Investments Limited（"MLX"）And In The United States By MLX For London Stock Exchange Plc（"LSE"）," *Press Release* 15 December 2005, London Stock Exchange Plc, "Rejection Of Unsolicited Offer From Macquarie Consortium," *Press Release*, 15 December 2005.

（6）Macquarie London Exchange Investments Limited, "Cash Offer For The London Stock Exchange Plc: Extension Of The Offer And Level Of Acceptances," *Press Release*, 31 January 2006.

（7）Macquarie London Exchange Investments Limited, *Cash Offer Of 580 Pence Per Share By Goldman Sachs International On Behalf Of Macquarie London Exchange Investments Limited（"MLX"）And In The United States By MLX For London Stock Exchange Plc（"LSE"）*（http://www.macquarie.com/com/mlei/information/offer_document.pdf）.

（8） London Stock Exchange Plc, *Share in the World's Capital Market: Reject Macquaries's offer*, 19 January 2006 (http://www.londonstockexchange-ir.com/lse/bid/key/defdoca.pdf).

（9） Macquarie London Exchange Investments Limited, "Response To LSE Statement," *Press Release*, 19 January 2006.

（10） ＯＭグループによるロンドン証券取引所の買収提案の経緯については、拙稿「ヨーロッパの株式市場統合」（『証券経済研究』三二号、二〇〇一年五月）を参照。

（よしかわ　まさひろ・客員研究員）

英国債券流通市場の透明性に関するＦＳＡディスカッション・ペーパー

横山　史生

英金融サービス機構（ＦＳＡ）は、二〇〇五年九月、ディスカッション・ペーパー「英国債券市場における透明性」を公表した。[1] これは、債券流通市場における透明性に関する政策を展開する上での方針を定めるために、ＥＵレベルの法令整備と整合性を取ることを視野に入れた上でＦＳＡとしての現時点での考え方を整理し、英国債券市場関係者の意見を徴することを目的としている。本稿は、その内容を概観するものである。なお、本稿においてはこのディスカッション・ペーパーを「ＦＳＡ債券市場透明性ＤＰ（二〇〇五）」（または単に「ＤＰ」）と呼ぶこととする。

１　ＦＳＡ債券市場透明性ＤＰ（二〇〇五）の目的・背景

（１）ＥＵ投資サービス指令改正との関係

ＦＳＡは、本ＤＰを公表した理由として、ＥＵ加盟国全体にかかる法令のレベルにおいて株式を対象として新たに導入される透明性要件を、今後に債券に対しても適用するかどうかについての検討をＥＵが進めることとなっていることに鑑み、国内において債券取引の果たす役割が大きい英国としての考え方を示すことがＥＵレベルでの検討に大きく貢献し得ることを、まず挙げている。

ＥＵの証券市場規制・証券業者規制に関する基本法ともいうべき法令として一九九三年に制定された「投資サ

ービス指令（Investment Services Directive：ＩＳＤ）」は、二〇〇四年に改正・名称変更されて「金融商品市場指令（Markets in Financial Instruments Directive：ＭｉＦＩＤ）」となり、二〇〇七年四月がＥＵ構成国における国内法化の期限とされている。その改正内容のポイントは、規制対象となる業務範囲の拡大や電子取引システムに対する規制の整備等を通して、ＥＵ域内におけるサービス提供にかかる競争環境を確保しつつ投資家保護の実効性を確保することであるとされる。その一環として、ＥＵ域内での株式取引について、取引所（ＭｉＦＩＤ上は「規制市場（regulated market）」と定義される）や電子取引システム（ＭｉＦＩＤ上は「多角的取引システム（Multilateral Trading Facility：ＭＴＦ）」と定義される）における売買取引にかかる透明性要件を強化するとともに、市場外の店頭取引についても、そこで組織的かつ継続的に自己勘定で顧客からの売買注文を処理するディーラー（新たに「組織的内部化業者（systematic internaliser）」と定義された）に対して事前および事後の透明性の確保を求める規定（気配の継続的公表ないし顧客注文に応じた気配の提示、市場外で執行した売買取引にかかる事後情報の速やかな公表等）が設けられている。[2] ただ、株式にかかる透明性要件を株式以外の金融商品にも適用するかどうかについては、欧州委員会が二〇〇七年一〇月までに方針を決定することとなっている（ＭｉＦＩＤ六五条）。ＦＳＡは、英国にとって重要な位置を占める債券市場に透明性要件を課すかどうかについて、欧州委員会によるＭｉＦＩＤの適用拡大に関する方針の提示を視野に入れて国内的に検討を行う作業の出発点とするために、本ＤＰを作成した、としている。

本ＤＰ公表の理由、背景としては、このほかに、証券監督者国際機構（ＩＯＳＣＯ）において各国の社債市場の透明性向上に関する一連の検討が行われていること、[3] 米国において社債市場の事後透明性要件の制度化（ＮＡＳＤ規則に基づくＴＲＡＣＥ制度）が行われたこと、[4] ＩＯＳＣＯ加盟各国において社債市場への個人投資家の参

加拡大がみられており、英国においても近年、投資信託や年金基金がポートフォリオ中の債券のウェイトを高めるなど債券市場の重要性が高まっていることが、挙げられている。

（2）DPの構成

本DPは、以下のような構成となっている。本稿では、DPの記述に即しつつ、その概要を整理していくこととする。

第一章　概観
第二章　英国の債券市場
第三章　債券流通市場における透明性の意義
第四章　英国の債券流通市場における透明性の現状
第五章　市場に欠陥はあるか
第六章　政策課題に関する実務的観点
第七章　今後の予定
補遺一　市場透明性に関する実証研究文献のサーベイ
補遺二　債券市場の透明性に関するFSA・業界合同ワーキンググループの構成
補遺三　参考文献
補遺四　質問事項の一覧

2　英国債券市場およびその透明性の現状

（1）英国債券市場とその規模

ＤＰ第二章では、分析対象とする英国の債券市場の範囲について、まず国内債としては、ギルト債（中長期国債）を中心とする政府証券（二〇〇四年九月末現在現存額六〇二六億ドル）と国内民間債（同八二五〇億ドル、うち金融機関四〇六〇億ドル、民間企業四一九〇億ドル）を挙げ、このほかに英国居住者が国際債（international bond）の形で発行するもの（同一兆七二一七億ドル。なお、英国市場で発行される国際債全体は約一四兆ドル）を挙げている。保有構造については、各国と同様に機関投資家による保有が中心であり（ギルト債の投資家別保有比率の六〇％が保険会社および年金基金）、個人投資家による債券の直接保有の比率は微少（全家計の一％しか国債を直接保有していない。社債はそれ以下）だが、間接保有は増大傾向にあるとしている（ユニット・トラストおよびオープンエンド型投資会社の保有資産のうち、国内社債は二〇〇一年の一二九億ポンドから二〇〇四年には二三〇億ポンドへ、国債は同じく二八億ポンドから三五億ポンドへ増加）。

売買高については、統計数値は示されていないが、ギルト債、民間債それぞれの売買取引の特徴が、次のように述べられている。まずギルト債は、一銘柄当り発行額が概して大きく（現存額一〇〇億ポンド超が大半）、継続的に発行されるため、全体として流動性が高い。民間債では、大半の発行額が一〇億ポンド未満と比較的小さく、また、株式と異なり一企業（発行体）ごとに多種多様の銘柄が発行される（ＥＵ域内証券取引所上場株式は約八〇〇〇銘柄、ＩＣＭＡのデータベースに含まれる欧州各国居住者発行国際債は約二〇万銘柄）ため、売買が少数の銘柄に集中しておりまた発行直後の一、二日間に売買が集中しそれ以後はほとんど売買されない銘柄が大半であるが、売買当事者は機関投資家が中心であるため、一取引当り売買額は株式に比較して大きい（一取引当

り平均売買額は、国債五〇〇万ポンド、国際債一〇〇万～二〇〇万ユーロ、英国国内株式四万三〇〇〇ポンド）。これらのことからＤＰは、売買の平均サイズは大きいが売買頻度は低いことが英国債券流通市場の特徴である、としている。

（２）英国債券流通市場の取引態様

ＤＰは、債券の売買取引について、債券ディーラーと顧客（機関投資家中心）との間での電話を介した相対取引が中心であるが、近年、マルチディーラー型電子取引システムによる取引が増えている、としている。これらは、複数のディーラーによる顧客への気配提示および顧客とディーラーとの間での最良気配による売買執行を電子的に行うものであり、Ｂ２Ｂ（業者間売買向け）型とＢ２Ｃ型（機関投資家等向け）の両方のビジネスモデルがある。取引コスト削減を求める市場ニーズに牽引されて取引の電子化・自動化が進展しつつあるが、その度合いは、債券種類ごとの流動性の程度により異なり、ギルト債については電子取引が相当程度普及しているものの、民間債では依然としてディーラー取引が支配的である、とされる。なお、証券取引所は、ギルト債のみならず国内民間債および居住者発行国際債の大半の上場先であり、ギルト債については発行市場におけるプライマリー・ディーラーがギルト債市場マーケットメイカーとして取引所（ＬＳＥ）規則に基づき気配提示義務を負っているほか、社債についても業者の気配提示義務に係る規則が存在するが、実際の売買取引の大半は取引所外（off-exchange）で行われている、とされる。

（3）英国債券流通市場にかかる透明性要件

このような規模と特徴を有する英国債券流通市場について、売買取引を行う際の取引情報（気配にかかる事前情報および出来値・出来高等にかかる事後情報）がどの程度迅速かつ広範に提供されているのか、すなわち透明性はどのような状態にあるのかを確定することが、ＤＰ第四章の内容である。まず法令・規則の次元での現状を確認するために、ＤＰ第四章の前半において、現行の金融サービス市場法（ＦＳＭＡ）において債券取引にかかる透明性に関して定められている規制要件が概観されている。

①証券取引所（ＦＳＭＡ上の認可投資取引所）

ＦＳＭＡの規定により、取引所運営者が投資家保護の観点から取引対象および取引手法の特性等を考慮した上で事前情報および事後情報にかかる透明性を十分に確保することが求められている。取引所規則の規定としては、まず事前情報に関しては、取引所が銘柄ごとに指定するマーケットメイカーが投資家からの引合いに応じて確定気配を提示する義務が課されている（常時クウォート義務はない）。事後情報に関しては、国債については取引所が出来値・出来高（五万ポンドまで実額）を逐次公表すること、国債以外については、投資家相互間売買分は取引所が出来値・出来高を逐次公表すること、ディーラー自己売買分は取引所が約定の翌日に取引所が出来値を公表することが、定められている。

②電子取引システム（ＦＳＭＡ上の代替的取引システム：ＡＴＳ）

ＦＳＡ市場行為規則（Market Conduct Sourcebook）の規定により、事前情報については、ＡＴＳ運営者が十分な情報を利用者に提供すること、事後情報については、主要銘柄（当初発行額一〇億ユーロ以上の国債、国際機関債およびＡＡＡ格民間債）にかかる事後情報を約定後三〇分以内に公表すること（ＦＳＡへの取引結果報告

は約定後三分以内）とされている。

③店頭（ＯＴＣ）市場

法令規則上の規制要件はない。

（４）英国債券流通市場の透明性向上に向けた市場ベースの動向

ＤＰは第四章の後半において、市場ベースでの透明性向上に向けた動きについて触れている。

まず事前情報（気配情報）について、ＤＰは、債券市場では近年、債券ディーラーに対して債券の投資家と発行体の双方から、事前情報透明性向上へのプレッシャーがかかっている、との見方をとっている。投資家は、投資対象の多様化、投資手法の高度化などを背景に、債券について従来以上に高い事前情報透明性を必要とするようになっており、また発行体は、債券流通市場の投資家を発行時の潜在投資家として重視し、引受業者に対して流通市場業務にかかる力量を備えていることを期待し要求する傾向を強めている、というのである。ＤＰでは、事前情報透明性の向上への指向の強まりは、債券電子取引システムの利用拡大という形で端的に現れている、としているほか、情報ベンダーにおいても債券価格情報提供が充実してきていることに触れている（ブルームバーグでは、欧州域内で九〇社以上のディーラーが債券の気配を配信しており、端末画面では債券銘柄ごとに気配提示ディーラー名、気配値と数量、売り買いの別、参考気配か確定気配かの別などが表示されているという）。

事後情報については、ＤＰでは、伝統的な債券ディーラーにおいても電子取引システム（ＡＴＳ）においても、顧客に対しては上述のような法令で定められている要件を満たす以上の透明性を提供している、とみている。多くのＡＴＳは利用者向けに、ＦＳＡ規則で定められた以上のカバレッジの広さ、タイムフレームの速さを持つ事

後情報を提供しており、また、伝統的売買においても、自社の顧客投資家向けに自社が行った売買に基づく事後情報を提供している債券ディーラーもみられるという。もっとも、これらはＡＴＳや債券ディーラーが顧客のみを対象として行う付加的サービスであり、市場全般に対して広く事後情報を公表する形にはなっておらず、投資家の間で情報格差が生じることともなっている、とＤＰは指摘している。国際債に関しては、業者団体である国際資本市場協会（International Capital Market Association：ＩＣＭＡ）[5]が英国ベースのすべての会員ディーラーから債券の売買結果報告を約定後三〇分以内に受け取り、それに基づく事後情報が日中取引終了後に情報ベンダー経由で公表される仕組みであるＴＲＡＸが稼動しており、ＤＰはこれを積極的に評価している。

２　債券流通市場にかかる透明性向上の進め方

（１）市場に欠陥は存在するか

ＤＰは、透明性向上の進め方には規制主導（regulatory intervention）と市場主導（market forces）の二つの類型があるとしている。ＤＰにおいて、それらは相補的なものと捉えられているとみられるが、市場主導による対応では問題・欠陥が改善されないと判断される場合には、規制主導による対応を進める必要があるとも捉えられている。

この点については、市場において透明性にかかる欠陥（market failure）や問題の存在が認められた場合にはそれを是正するための政策的介入を行う必要があり、そのために、市場において何らかの欠陥はあるかどうか、欠陥がある場合それが透明性の不足によるものかどうかについて市場関係者の意見を徴することが、ＤＰの主な目的であるとしている。

ＤＰ第五章には、市場に欠陥が存在するかどうかに関しパブリック・コメントを求める質問事項として、次の事項が列挙されている（番号が順不同であるのは、ＤＰ第五章本文で降番なしで順次列挙された各事項について、ＤＰの後段の補遺四「質問事項一覧」で再掲されている箇所において与えられている番号によったためである）。

Ｑ１．債券市場に欠陥はあるか。あるとすれば、それは何であり、また何故生じているか。

Ｑ２．様々な類型の債券にかかる価格形成過程はどの程度まで効率的か。同一の債券について売買スプレッドの大きさが取引ごとに異なるといった具体例を示し得るか。

Ｑ４．個人投資家は債券市場に参加するに際して何らかの困難に直面しているか。直面しているとすれば、それはどの程度、透明性にかかる問題に由来するか。

Ｑ５．市場に何らかの欠陥がある場合、それは透明性向上によりどの程度まで解決可能であるか、あるいは、透明性向上以外の解決方法が必要か。

Ｑ７．一定のベンチマーク銘柄債券（たとえば流動性の非常に高い社債）に事前または事後の透明性要件を課すことは、それ以外の類型の債券にどの程度まで好影響を及ぼすか。

Ｑ８．債券市場における透明性の改善は、たとえば債券ポートフォリオやクレジットデリバティブの価格形成に資するといった何らかの顕著な効果をもたらすか。事前情報の透明性改善と事後情報の透明性改善とでは、いずれがより効果が大きいか。

Ｑ３．債券市場における最良執行について何らかの困難や懸念を有しているか。有しているとすれば、事前情報または事後情報にかかる透明性向上によりどの程度まで解決可能であるか、あるいは、透明性向上以外の解決方法が必要か。

（2）債券市場における透明性と流動性の関係をどう考えるか

ＤＰは第六章の冒頭で、債券市場に透明性にかかる欠陥の存在が認められた場合には、ＦＳＡはコスト・ベネフィット分析を行った上で欠陥を是正するための政策的介入を行う必要があるが、透明性向上のための新たな提案を行う場合には、次のような点を考慮する必要がある、としている。

・政策的介入の対象は事前透明性か、事後透明性か、またはその両方か

・新たな要件の対象となる債券種類および取引手段の範囲

・透明性向上は規制当局が主導すべきか、それとも、業界自身に新たな措置を講じる用意と意欲があるか

このうち最後の点は、上述のような、規制主導か市場主導かの選択であるが、市場に問題・欠陥があれば直ちに規制主導により透明性向上を図る、という考え方にあえて留保を設けている点に本ＤＰの特徴がある。債券市場の透明性向上の進め方についてこのように慎重な姿勢を取るのは、ＦＳＡが、債券市場における透明性向上が債券市場の流動性にどのような影響を及ぼすかについての判断を踏まえようとしていることによるものである。ＤＰの第三章では、債券流通市場における透明性の意義に関するＦＳＡの原則的な考え方について、「ＦＳＡは、透明性は市場効率性を促進し、投資家の市場への信認を高め、投資家保護に資する、と考えているが、透明性と流動性の間にはトレードオフの関係があることも認識しており、透明性それ自体を規制目的としているわけではない。透明性の適切なレベルは市場によって異なると考えられる。」と述べているのである。

このような判断の基礎となるのは、ＤＰ第三章および補遺一における、債券市場の透明性と流動性の関係に関する近年の実証研究に基づく知見の整理である。そこでは、債券市場における透明性と流動性との間には、ポジティブな関係が成り立つ可能性と同時に、トレードオフの関係が成り立つ可能性がともに知られていることに触

れている。

まずポジティブな関係としては、透明性を向上させるような何らかの制度改善（それは規制主導、市場主導のいずれでもあり得る）が行われることにより、価格発見プロセスにおける効率性の向上→取引コストの低下→市場への信認の高まりによる市場参加者ベースの拡大→個別債券にかかる流動性プレミアムの縮小とそれを通じた発行コストの縮小、といった連鎖が生じる可能性である。他方、トレードオフの関係としては、①透明性向上により、ディーラーの売買スプレッドが過度に縮小したり、情報収集力のある投資家にとっての収益性が後退した場合には、市場参加者ベースが狭小化する可能性があること、②ディーラーが大口注文に応じて提示した気配が遅延なく市場に伝わると、他のディーラーや投資家の反対売買を引き起こす可能性があり、ディーラー総体にとってのリスクが高まること、といった点である。

つまり、債券市場における透明性向上は、債券ディーラーにとっては、売買スプレッド縮小が顧客投資家による売買高増大によって埋め合わされるかどうかの程度問題であり、また、市場全体のコスト・ベネフィットの観点からは、最適な透明性（optimal transparency）と最大の透明性（maximum transparency）は一致せず、収益性確保の観点から最適な透明性であっても取引促進のためには不十分であることがあり得る、ということになる。DPは、そのような認識を示しているのである。その上で、この点に関する具体的な質問項目としては、次の二つを挙げている。

Q6．債券市場における透明性と流動性の関係についてどのように考えるか。マーケットメイカー、機関投資家、個人投資家の別、債券種類の別を考慮に入れて答えられたい。

Q9．債券の現物取引とデリバティブ取引の相互関係は透明性の検討にどのような影響を持つか。

（3）透明性要件の制度化を行う場合に考慮すべき市場実態

ＤＰは、透明性向上に向けて規制主導型の何らかのアクションを行う場合には、債券市場に特有の市場実態に即した考慮が必要との判断から、第六章で、次のような質問項目を設定している。

Ｑ10．規制当局が債券市場における透明性に関する政策を立案する際に考慮すべき実際上の事項は何だと考えられるか。英国債券市場に何らかの透明性要件を適用することに伴うコストとして何が予想されるか。債券市場の透明性について汎欧州的なアプローチを行う際に考慮しなければならない実際的な事項は何か。

このＱ10は、いわば包括的な質問となっているが、ＤＰ第六章では、この質問をブレイクダウンするような形でいくつかの論点を提示している。それらは、概要以下のように整理できる。

①透明性要件の制度化に伴うコスト

事前情報ないし事後情報を収集・統合・公表する仕組みを構築するためのコストを見極めることが重要であり、事前情報についてはマーケットメイカーによるコスト負担が必要となることも考えられる、としている。事後情報については、国際債にかかる価格情報インフラであるＩＣＭＡのＴＲＡＸといった既存のシステムを活用することによりコストを軽減することは可能ではないか、としている。また、透明性要件の制度化に伴う流動性の低下をカバーするために債券ディーラーが売買スプレッドを拡大することによる機会費用の増大も、広義のコストとして捉えている。

②透明性要件を課す対象となる債券の範囲

流動性の高い債券にのみ透明性要件を課すことも考えられるとしている。

③透明性要件を課す対象となる取引態様

債券売買について、取引所取引および電子取引システムによる取引だけでなく店頭（ＯＴＣ）取引にも透明性要件を課すこととする場合、個人投資家（retail clients）と取引を行う業者にのみ透明性要件を課すことも考えられるとしている。

④事前情報・事後情報を公表する場合の仕組み

公表すべき事前情報の形態としては、株式のように一律に「一定金額以上の注文にかかる継続的な気配」とするのではなく、売買金額の大小、債券種類ごとの流動性の違い、売買当事者となる投資家の類型の違いを考慮に入れる必要があるのではないか、としている。事後情報の公表に関しては、流動性の高い債券については約定後数分以内に公表する一方で、流動性の低い債券については日中取引終了後または翌日ベースで公表することとしたり、流動性が高い債券であっても一定金額以上の取引については公表時間を遅延させるか、または、一定金額以上の取引については実額を公表しないこととすることが考えられる、としている。

また、透明性要件向上の進め方そのものについて、規制主導と市場主導の二つの形があることに再び触れている。米国における債券市場の透明性向上の経緯をみると、従来から流動性が高かった政府証券については市場主導（一九九〇年のＧｏｖＰＸ設立）で進められたこと、総体的には流動性が低い社債については規制主導（二〇〇二年から二〇〇五年にかけて行われたＴＲＡＣＥ制度の導入）で進められたが、その場合も市場との協調によって進められたことに言及しており、またその関係で、ＴＲＡＣＥ制度導入は対象債券の範囲を順次拡大していく「段階的アプローチ」によって行われたことに注目している。「段階的アプローチ」を取れば業界が準備に時間をかけることができるし、早期に制度化が行われた債券セグメントから他のセグメントへの波及効果も期待で

きる、として、一挙に制度化を行うような「ビッグバン・アプローチ」との比較を行っている。

3　ＦＳＡ債券市場透明性ＤＰ（二〇〇五）の特徴

今回のＤＰは、透明性要件の制度強化を前提にしたものでは必ずしもなく、英国を含む欧州の債券市場において投資家サイドで時価評価の定着や取引手法の高度化等を背景に事前情報の透明性向上が求められている状況や、セルサイドでは電子取引の拡大等の形でそれに応じている状況が、ファクトファインディングとしてビビッドに描写されている。そして、透明性向上については、市場公正性を高める見地が重要であるとしつつも、ＥＵレベルのＭｉＦＩＤが想定している株式市場を念頭に置いた規制要件を債券市場に課すことには、透明性と流動性のトレードオフという債券市場に特有の事情を含めて実務上の障害が大きいと考えられることから、債券市場に適合的な規制内容とすること、いわば株式型の規制を債券型にモディファイしてはどうか、との考え方を、ＦＳＡ自身が業界を先取りする形で展開している点に、本ペーパーの最大の特徴が認められる。

ＦＳＡは、本ＤＰに対して寄せられたパブリック・コメント等を検討することによって英国債券流通市場に欠陥が存在することが明らかになった場合にのみ、透明性要件を制度化する提案を行うものとしている。また、当該提案は、ＭｉＦＩＤの株式以外への拡張についての欧州委員会による判断が明らかにされる以前には行わないものとしている。

本ＤＰへのコメント受付は二〇〇五年一二月五日に締め切られた。ＦＳＡは、寄せられたコメントを検討した上で本ＤＰのテーマに関するフィードバック・ペーパーを作成し、二〇〇六年三月末までに公表する予定であるとしている。

本ＤＰを受けた市場関係者側からの反応としては、債券市場協会（The Bond Market Association）、欧州ハイイールド債協会（The European High Yield Association）、エマージングマーケット取引業者協会（The Trade Association for Emerging Markets）、欧州プライマリーディーラー協会（The European Primary Dealers Association）、欧州証券化フォーラム（The European Securitisation Forum）の五つの業者団体が共同で意見書を作成し、二〇〇五年一二月五日付けでＦＳＡに提出したとして、対外的に公表している。[6] 五団体共同意見書では、英国市場を含む欧州域内居住者が欧州域内及び国際債市場で発行し取引される債券について、透明性は市場主導の努力により総体的には従来に比べて改善されてきていること、債券市場は発行体や債券の仕組み、流動性の程度について極めて多様な部分を含む多元的なものであるため、透明性について画一的な規制要件を課すことは不適切であること、ハイイールド債や資産担保型債券については透明性を改善する余地があるものの、現在進みつつある市場主導による対応の成果を見守る必要があり、規制主導型の対応はむしろ逆効果であると考えられること、といった諸点を主張している。英国を含む欧州債券市場における投資家保護の確保という観点については、債券の価格情報にかかる透明性が向上すれば、個人投資家が投資決定や資産価値評価を行う上で有益であることは確かだが、価格透明性が高まるからといって投資リスクから守られるのではないことは言うまでもなく、アルゼンチン国債デフォールト（二〇〇一年）や伊パルマラット社粉飾決算事件（二〇〇三年）といった欧州の個人投資家にとって債券絡みで問題となった事態は、流通市場における透明性にかかる問題と言うよりはむしろ、発行市場における募集・分売時のディスクロージャーおよび適合性原則にかかる問題である、としている点が、興味深い。

この五団体共同意見書を含めてＤＰに対してどのようなコメントが寄せられたかについて、ＦＳＡからの公表

は、まだ行われていない。英国ないし欧州の債券市場にかかる透明性について規制主導の対応は必要ないという、いわば想定内に置いていたであろうこのような反応に対して、ＦＳＡがどのようなフィードバックを行うかが、注目される。

注

（1）UK FSA, Discussion Paper 05/05, "Trading transparency in the UK secondary bond markets", September 2005 (http://www.fsa.gov.uk/pubs/discussion/dp05_05.pdf)

（2）大崎貞和「改正されたＥＵ投資サービス指令（ＩＳＤ）」、『資本市場クォータリー』二〇〇四年夏号を参照。

（3）拙稿「社債市場の透明性―ＩＯＳＣＯ報告書を中心に―」、『証研レポート』第一六二七号（二〇〇四年一二月）を参照。

（4）拙稿「米国社債・地方債に係る取引結果情報公表のリアルタイム化」、『証研レポート』第一六三〇号（二〇〇五年六月）を参照。

（5）国際資本市場協会（International Capital Market Association：ＩＣＭＡ）は、国際証券市場協会（ＩＳＭＡ）と国際発行市場協会（ＩＰＭＡ）が二〇〇五年七月に合併して発足した、国際債の引受および売買等の市場実務・慣行に係る自主規制機関。従来のＩＳＭＡの業務を引き継いで、国際債にかかる売買気配値および出来値の集計・公表等を行っている。ＩＳＭＡによる国際債の価格情報インフラの仕組みについては、拙稿「ユーロ債流通市場における価格情報インフラ」、『証研レポート』第一六二六号（二〇〇四年一〇月）を参照。

（6）BMA, EHYA, EMTA, EPDA and ESF, "Response to FSA Discussion Paper 05/05 on Trading Transparency in the UK

Secondary Bond Market", December 5, 2005. (http://www.bondmarkets.com/assets/files/FSAResponse_Dec05.pdf)

（よこやま　しせい・客員研究員）

証研レポート既刊目録

No.1617（2003. 4 ）	執筆者
東証、上場廃止基準を強化	二上
―急がれる上場廃止銘柄の受け皿づくり―	
日本におけるディストレスト証券市場の現状と課題	松尾
ナスダック・ドイチェラント	吉川
―ナスダックの新たなヨーロッパ戦略―	
第一次世界大戦前後のロンドン証券取引所	清水

No.1618（2003. 6 ）	
欧米証券取引所の国際化について	伊豆
欧州委員会による株式決済市場改革	吉川
不正会計事件後のSECによる格付会社調査	清水

No.1619（2003. 8 ）	
オプション取引の社会的意義と投資家保護	二上
マイカル社債のデフォルトと個人向け社債処理の問題点	松尾
米国の「双子の赤字」と国際資本移動	伊豆
クリアネットとＬＣＨの合併	吉川
―ユーロネクストのロンドン証券取引所包囲網―	

No.1620（2003.10）	
株券不発行制度の導入	二上
―変貌する有価証券制度―	
米国のDIPファイナンス制度と現状	松尾
株価指数とは何か	吉川
―ＭＳＣＩジャパン指数先物の取引停止―	
地域通貨の機能は何か	清水

No.1621（2003.12）	
発展途上国の株高の背景について	伊豆
ユーレックスvsシカゴ	吉川
―ユーレックスのアメリカ市場参入―	
アメリカの市場情報課金のあり方について	清水
―市場情報に関するSEC諮問委員会レポートより―	

No.1622（2004.2）	
税制改革は債券市場に如何なる影響を与えているか	中島
―平成11年以降の債券税制改革について―	
施行を前にした証券仲介業制度	二上
国際銀行業の〈ローカル化〉について	伊豆
インターナショナル・セキュリティーズ・エクスチェンジ	吉川
―急成長したアメリカの電子オプション取引所―	

No.1623（2004.4）	
変わりつつある証券会社の人事制度	二上
証券会社による企業再生アドバイザリー業務の現状	松尾
レギュレーションＮＭＳ	吉川
―ＳＥＣの全米市場システム改革案―	
「レギュレーションＮＭＳ」に見る市場情報手数料	清水

No.1624（2004.6）	
税制改革と債券市場の新たな展開	中島
―解消した債券の「課税玉」と「非課税玉」の問題―	
証券会社による企業再生アドバイザリー業務の現状（続）	松尾
米国の内外証券投資について	伊豆
一九世紀イギリスの地方証券取引所	清水

No.1625（2004.8）	
国債の補完供給制度と新現先方式のレポオペ	中島
証券仲介業を巡る新しい動きについて	二上
証券会社による再生ファンド関連業務とプリンシパル投資業務	松尾
ＳＥＣのヘッジファンド規制案について	伊豆

No.1626（2004.10）	執筆者
今後の証券業	二上
ニューヨーク証券取引所のハイブリッド化	吉川
―ＮＹＳＥダイレクト＋の改訂拡張案―	
欧米の債券電子取引の現状について	清水
ユーロ債流通市場における価格情報インフラ	横山

No.1627（2004.12）	
国債発行方式の新たな展開	中島
―国債市場特別参加者制度の創設について―	
シンジケートローンと普通社債	松尾
国際収支不均衡とその対応策	伊豆
社債市場の透明性	横山
―ＩＯＳＣＯ報告書を中心に―	

No.1628（2005. 2 ）	
証券販売チャネルの今後	二上
―イギリスの経験―	
人民元の切り上げをめぐって	伊豆
ドイツ取引所のロンドン証券取引所買収提案	吉川
ニューヨーク証券取引所のスペシャリスト問題について	清水

No.1629（2005. 4 ）	
政府短期証券・短期国債の現先売買と発行時源泉徴収制度	中島
地方再生における産業再生機構の役割	松尾
レギュレーションＮＭＳの決着	吉川
―ＳＥＣによる全米市場システム改革―	
アーキペラゴとパシフィック証券取引所の経営について	清水

No.1630（2005. 6 ）	
コーポレート・ガバナンスの新たな展開	二上
ブレトンウッズ体制の「復活」？	伊豆
―アメリカの対外不均衡をめぐって―	
米国株式市場の再編	吉川
―ポスト・レギュレーションＮＭＳ―	
米国社債・地方債に係る取引結果情報公表のリアルタイム化	横山

No.1631（2005. 8 ）	
国債決済リスクの削減と国債清算機関の創設	中島
地方再生ファンドの現状	松尾
アメリカの空売り規制と日本へのインプリケーション	清水
日本における敵対的買収防衛策の導入	福本

No.1632（2005.10）	
コーポレート・ガバナンス論の回顧と展望	二上
ＮＹＳＥ外国株市場の最近の動向について	伊豆
ロンドン証券取引所の買収問題	吉川
欧州における債券電子取引の動向	横山
―シティグループ社によるＭＴＳでの債券大量売買をめぐって―	

No.1633（2005.12）	
レポは売買か貸借か	中島
―レポの法律上の扱いについて―	
ＤＤＳと企業再生	松尾
全米市場システム（ＮＭＳ）とトレード・スルー	清水
夢真ＨＤの日本技術開発に対する敵対的買収事件が示したもの	福本
―買収防衛策としての株式分割の役割と現行ＴＯＢの問題点―	

ISSN 0388-5356

証研レポート第一六三四号
二〇〇六年二月十三日発行
（偶数月第二月曜日発行）
昭和五十二年十一月十一日第三種郵便物認可

2006年 2 月号

発行所
財団法人 日本証券経済研究所
大 阪 研 究 所
〒541-0041 大阪市中央区北浜 2-1-5 大阪証券会館別館
電話（06）6201 0061（代表）Fax（06）6204 1048
http://www.jsri.or.jp

定価400円（本体381円）