

証 研

レポート

No.1638

2006年10月

証券販売チャネルの最近の状況

二上季代司（1）

〈世界的不均衡〉の拡大について

伊豆 久（11）

ユーロネクストをめぐる攻防

～欧米取引所再編の行方～

吉川 真裕（21）

EUおよび英国における債券市場の透明性に関する検討の動向

～EU金融商品市場指令との関連性～

横山 史生（36）

財団法人 **日本証券経済研究所**
大 阪 研 究 所

証券販売チャネルの最近の状況

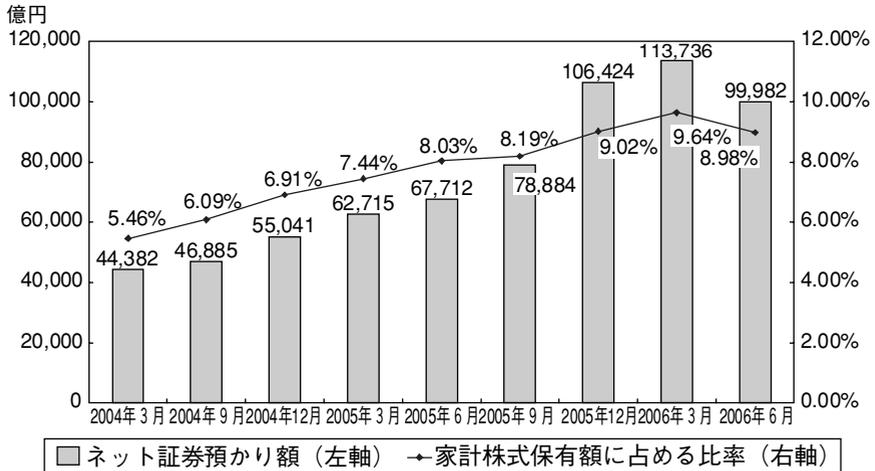
二上 季代司

ビッグバン以後、度重なる規制緩和によって多様化された証券販売チャネル（あるいは証券リテール営業）は、ここ一年ほどでいくつかわかの変化を見せ始めている。新しく台頭した証券販売チャネルとしては、①ネット取引（オンライン取引）、②銀行チャネル（投信窓販、証券仲介、共同店舗など）、③証券仲介業者があるが、とりわけ、ネット取引において大きな変化が見られる。また、伝統的チャネルである対面営業においても「フィービジネス」への志向などいくつかの重要な変化が見られる。そこで、以下、それぞれについて、どのような変化が見られるのか、事実経過を整理してみよう。

1 ネット取引の動き

今年にはいつてのネット取引における最大の変化は、ここ数年、順調に伸びていたネット專業証券への資金流入が停滞をみせ始めたことである。ネット專業五社の預かり資産（時価評価）は、今年三月末約一一兆四千萬円であったものが、六月末には一〇兆円に減少している。この預かり資産が全て個人投資家による株式保有分であると仮定して、日銀資金循環勘定の家計保有株式に占める割合を算出すると、図1のようになる。これによれば、ネット專業五社の預かり資産額が家計全体の株式保有額に占める割合は、〇四年三月末の五・五%から徐々に上昇して〇六年三月には一割近くに達したが、今年六月には九・〇%に落ち込んでいるのである。今春からの株価

図1 ネット証券（大手5社）の預かり資産額の推移



(注) ネット大手5社は、SBIイートレード、マネックス、松井、楽天、カブドットコム。
 (出所) 各社決算説明資料および日銀資金循環勘定より作成

下落で、家計の株式保有額は約六・六兆円の目減り（三月末の一一兆八千円→六月末の一一兆四千億円）をこうむっているが、ネット專業五社の預かり額の目減りが比率的にそれを上回っているからである。

いまひとつの変化は、ネット專業証券への新規口座開設のテンポが鈍化していることである。今年二月以降、專業五社ペースで口座純増が七カ月連続で前月を下回っている（『日本経済新聞』九月九日）。なお、新規開設口座の多くは株式投資の未経験者であり、この傾向は昨年来のものであって、今年に入っても変化はみられない（ちなみに、SBIイートレード証券では新規口座の六割が株式投資の未経験者であったとされる（『日本経済新聞』一月二八日、『日経金融新聞』八月一日）。

預かり資産の減少ならびに新規口座開設の鈍化のなかで、昨年来の手数料引下げ競争がようやく限界に達しようとする現在、低い手数料率や信用取引の利便性を武器にしたこれまでの「薄利多売」型ネット專業証券のビジネスモデルに、次のような新しい動き・変化が生じている。

その第一は、無期限信用取引に限ってであるが、松井証券における売買手数料ゼロ（その見返りとして金利を一・五%引き上げ）という究極の価格戦略が打ち出されたことである（『日本経済新聞』八月一日、『日経金融新聞』八月二二日）。売買ごとのコミッションで稼ぐことをやめてしまえば手数料競争の影響から免れうるし、無期限信用取引残高がある限り安定的な金利収入が得られるわけである。ちなみに、信用取引依存度（純金融収益÷純営業収益）は、専業五社中、松井が最も高く二二%（〇六年三月期）⁽¹⁾、また無期限信用取引残高は一六五〇億円（九月二二日現在）⁽²⁾と五社中最大となっている。松井証券ならではの、価格戦略といえよう。

第二は、取引時間延長による取引機会の拡大、すなわちPTSを利用した夜間取引の開設である。終値ベースの夜間取引はマネックスがすでに行っているのだが、カブドットコム証券は九月一五日よりオークション方式の夜間取引をはじめている。このほか、SBIイートレード、SBI、楽天証券の三社が共同で夜間取引の開設準備で合意、これにオリックス証券も参加の意向と伝えられている（『日本経済新聞』七月一三日）。

第三は、投資家教育への注力である。既述のように、昨年とりわけ夏以降、若年層・投資の未経験者の新規口座開設が目立ってきた。従来、ネット専業証券はセミプロ級の個人投資家でも満足できるように取引ツールの高度化に注力してきたのだが、ここに来て、初心者からの質問に答えるためにコールセンターの充実をはかったり、投資家教育に注力するところも出ている（マネックスの「Eラーニング」など）⁽³⁾。

第四は、信頼に足る投資情報の共有である。ネット業者はもともとアドバイス、コンサルタントはしないので、顧客はチャートやヤフーの掲示板を利用する人が多い。ところが、ヤフーの掲示板は信頼性にかける面が多い。そこでSBIイートレード証券では口座を持つ百万余の顧客に限定した株式等に関するコミュニティであるSNS（ソーシャル・ネットワーク・サービス）をつくり、アドバイスやコンサルタントの欠如を補う計画、と伝え

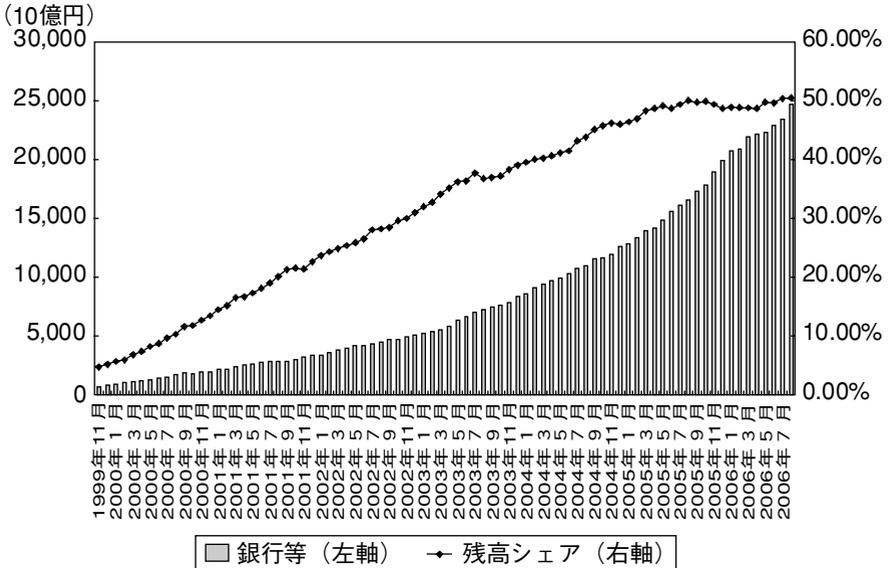
られている（『日経金融新聞』七月二七、二八、二九日）。

最近の分析によると、新聞雑誌などで「カリスマトリーダー」などともはやされているわりには、ネット投資家のパフォーマンスは大したことは無く日経平均並みで、ライブドアショックのような乱高下ではむしろ大きな損失が出ていること、また日本のネット投資家にはファンダメンタル分析を全く無視する投資家が多いこと、が指摘されている。⁽⁴⁾すでにみたように、今春以降ネット專業五社の預かり額は家計全体の株式保有額以上に大きく落ち込んでいるが、その理由として株価下落の損失がネット顧客に相対的に大きかったからだと考えられる。経験の浅いネット投資家が、チャートなどを頼りに回転売買に走ってみたが、相場の乱高下の中で失敗に遭遇すれば、やはりアドバイスやコンサルタントの有用性に気付いてくるはずである。実際、アメリカでは、二〇〇〇年のITバブル崩壊時に、ネットから対面営業への回帰がおこった⁽⁵⁾し、またネット証券会社自身もコンサルタントベースの資産管理サービスに注力しているといわれている。⁽⁶⁾今回のライブドアショックを契機に、日本でもこうした対面営業への回帰がおこるのか、ネット業者のなかから資産管理サービスへの参入が見られるのが、今後の関心事項となろう。

2 銀行チャネル

投信の銀行（生保などを含む）窓販では、昨年八月、公募株式投信の残高でシェアが五〇％を越えた後、シェアはやや伸び悩み、本年八月末現在、五〇・五％（うち郵政公社〇・六％）となっている（図2）。最近、金融機関による投信窓販で残高シェアを高めているのは地方銀行ついで郵政公社であるが、ここ一年間は、それを含めても五〇％で横ばいであり、銀行窓販による投信への投資家層の裾野拡大は、一巡したということであろう

図2 銀行等の公募株式投信販売残高



(注) 郵政公社による販売残高も含む
 (出所) 投資信託協会統計資料より作成

か。

銀行窓販の中心は株式投信であるが、その内実は、いわゆる「グロソブ」など外債投信である。ところで、株式投信への投資家ニーズには昨年夏ごろから変化がみとれる。例えば〇四年七月～〇五年六月までの一年間で公募株式投信の残高は七兆円ほど増加しているが、このうち国際債券型が六兆円の増加であった。これに対して、次の〇五年七月～〇六年六月までの一年間では一四兆円の増加、そのうち国際バランス型・国際株式型あわせて八兆円の増加に対し、国際債券型は設定減少・解約増加で三兆円の増加にとどまったのである(『日経金融新聞』八月一〇日)。こうした、売れ筋商品の変化も上記の残高シェアに反映しているのかもしれない。

銀行窓販における最近のもう一つの変化は、一極集中的な販売姿勢にやや変化が見られることである。これまで、銀行窓販は「グロソブ」など少数の売れ筋商品に集中してきた。例えば、三年前には、二千本以上

ある追加型株式投信で銘柄数ではわずか5%弱の上位一〇〇本程度に残高の九割が集中していたが、最近では上位二五〇本で残高の九割と分散しているとの指摘がある（『日本経済新聞』八月三日）。これには、上記のような投信への投資家ニーズの変化が反映している一方、少数銘柄の大量一律販売の弊害への反省から、銀行サイドで品揃えと銘柄分散に努めようとしていることの反映ともいえよう。

ちなみに、国民生活センターが受け付けた金融機関の窓口対応に関する相談件数は〇一年度には一六〇〇件であったものが、〇五年度には二八〇〇件に急増している。その多くは投信や変額保険など投資商品の販売に絡むものであり、メガバンクではコンプライアンス体制の拡充にのり出し始めている（『日経金融新聞』九月一日）。また三大メガバンクでは、投信等のリスク商品の高齢者向け販売に、①七〇歳以上は家族の同席を求め、②商品説明は二回以上行う、などの自主ルールを設けている。

次に、銀行チャネルのもう一つの柱である銀行の『証券仲介業』はどうであろうか。表1は、三菱UFJ証券が三菱UFJ銀行等の証券仲介業を通じて取り次ぎを受けた受注額（および預かり額）であるが、これによれば、七月時点で証券仲介業からの預かり資産額は一兆円を超えている。その多くはこの一年ほどに積みあがったものであり、その主たる取次ぎは個

表1 三菱UFJ証券（証券仲介分）

	残高（億円）		販売額（億円）		
	有残口座数	預かり残高	投信販売	個人向け国債	外債販売
2005年度第3 四半期					140
第4 四半期			12		
2006年度第1 四半期	20,000	1,770	9		1,686
第2 四半期			120		
第3 四半期			224		665
第4 四半期	60,000	6,933	355	1,274	
2007年度第1 四半期	87,000	9,527 7月に1兆円突破	150	1,811	384

（出所）三菱UFJ証券、決算説明資料より収集

人向け国債や外債に偏っており、株式はあまり多くない。やはり銀行で投資商品を売ることは困難であり、元本保証で銀行員にも売りやすい個人向け国債や外債が中心にならざるをえないのであろう。同様のことは、三井住友銀行とSMBCFレンド証券にも見られる。

一方、みずほ証券が広島、中国、庄内、北都、肥後など地銀約一〇行の証券仲介業先に対して行っている提供商品は、顧客の求めに応じて為替次第で支払い金利が変わる仕組み債であり、こうした富裕層向けに特化した仕組み債を中心に仲介業からの預かりは四百億円を突破（六月末）、口座数も約一千となっている（『日本経済新聞』八月一〇日）。

これまでのところ、おおまかにみて銀行の証券仲介業はメガバンクとその系列証券との組み合わせを除くと、たいした規模にはなっていない。とくに大手証券の地銀提携は目立った実績がない。その理由として、地銀の証券販売戦略は一律ではなく、富裕層向けに仕組み債を販売する地銀もあれば、窓口で量の捌ける外債に特化する地銀まで多様であり、そのために地銀と提携する大手証券は個別対応を迫られ、人員と時間がかかっているとえられる（『日本経済新聞』八月一九日）。

3 フィービジネスへの試み

では伝統的な対面チャネルではどのような変化が起きているのであろうか。対面チャネルに起きている変化の一つは、フィービジネス化の志向である。

第一に、投資信託の販売手数料を無料とし、信託報酬の割戻しで稼ごうとする動きが出ていることである。これはむしろネット証券が先行していたのだが、ここへきて対面営業の証券会社にも波及している。手数料ゼロの

ノーロード投信は残高（四〇一Kを除く）が四千億円を突破したとされる（『日本経済新聞』九月二八日）。ちなみに、米国ではノーロード投信（販売手数料〇・二五％以下）は、一九八〇年代に残高の三〇％代から、二〇〇三年には五一％に上昇、最近では六割程度となっている。したがって、日本でもノーロード投信の割合は増える可能性があると考えられる。

第二は、ラップアカウントである。表2は各社のラップアカウントの規模であるが、全体として約四千億円の規模となっている。

第三は、株式売買手数料を売買ごとに徴収するのではなく残高ベースで徴収しようとする動きである。アメリカのメリルリンチが九〇年代末から「アソリミテッドアドバンテージ」という名称で、コミッションではなく残高連動のフィーを徴収する代わりにいくら売買しても良いというサービスを始めたが、日興コーディアル証券が、これと同様のサービスをこの一〇月から「株式アドバイスセンター」と契約している顧客に提供する予定とのことである。

すでに見たようにネット証券でも手数料引き下げ競争がそろそろ限度にきている。また、投信においても手数料ゼロのノーロード投信が拡大しそうである。そこで、ネット証券でも、対面チャネルでも、手数料引き下げ競争の影響から免れたビジネスモデル構築の模索が始まっている。その一つの結論

表2 ラップアカウントの規模（投資一任契約のみ）

投資一任のみ	開始時期	契約資産（億円、06/6末）
大和	04/9	1787.6
新光	04/12	964.5
日興コーディアル	04/4	717.0
野村	05/10	288.6
三菱UFJ	06/2	8.9
光	06/4	6.9
その他とも合計		23,947件 3,776億円

- (注) 1. このほか『投資助言』のみのラップが783件（67億円）。
 2. 日興コーディアル証券はほかに投資顧問契約を結ばないラップを強化しており、これをあわせると1,633億円。

(出所) 投資顧問協会統計資料および『日本経済新聞』9月29日より作成

が「コミッションからフィー」への志向である。もつとも、フィービジネスの構築にはさまざまな理論武装が必要であり、とりわけ「フィーは何のサービスの対価なのか」という疑問に答えられなければならない。

この面で先行するアメリカでは、SMA（ラップアカウント）を提供する営業員に対して、四〇年投資顧問法に基づく投資アドバイザー登録を要求しているが、わが国にはそうした制度はない。もつとも、アメリカと同様の制度を導入すべき、というのではないが、顧客への忠実義務すなわち最良運用義務を具体化した社内ルールの作成とそれを実効あらしめる内部統制が求められてくるであろう。⁽⁷⁾

注

(1) 以下同様に、楽天一六・七％、SBIイトレード一六・六％、カブドットコム一五・一％、マネックス一四・一％となる（〇六年三同期）。

(2) ちなみに、〇六年三月末現在で、五社合計、制度信用取引残高一兆三二二五億円、無期限信用取引残高三八一六億円となっている。

(3) 同社では、投資教育専門子会社「マネックス・ユニバーシティ」を昨年一月に設立、有料で投資家教育を提供している。

(4) 熊野英生「デイトレーダーの興隆をどう見るか」〔『証券アナリストジャーナル』二〇〇六年六月〕。

(5) 佐賀卓雄「株式会社個人ネット取引への証券会社の取り組み」〔『証券アナリストジャーナル』二〇〇六年六月〕。

(6) 伊豆久「米国のネット証券」（本誌一六三六号、二〇〇六年六月）。

(7) 安岡彰「アメリカの証券調査業務と証券営業の変貌」〔『知的資産創造』二〇〇六年九月号〕は、日本でのラップアカ

ウントの商品性拡充に向けて、投資情報・アイデアなどのアカウントビリティとともにアメリカの四〇年法に習い、証券会社の受託者責任とその責任基準となる「ブルーデントマンルール」を基軸とした最良運用義務の導入を検討すべき時期にきていると指摘している。

(にかみ きよし・客員研究員)

〈世界的不均衡〉の拡大について

伊豆 久

はじめに

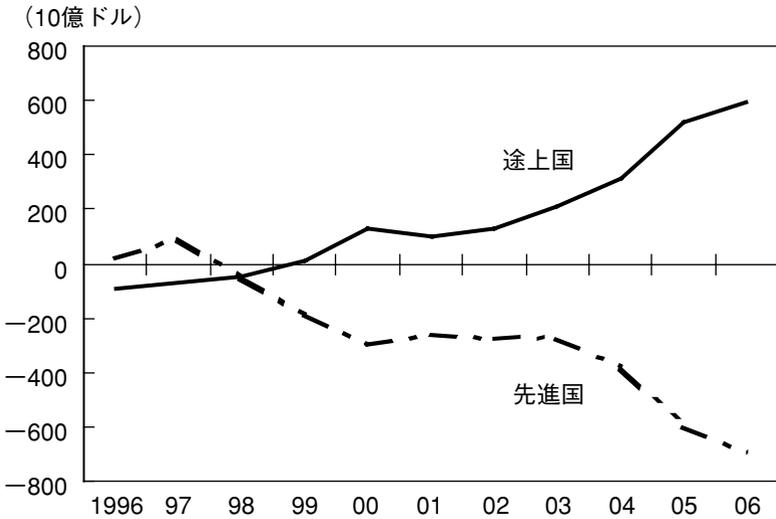
〈世界的不均衡 (Global Imbalances)〉が拡大を続けている。

図1は、世界の国々を先進国と途上国にグループ分けし、両者の経常収支の推移を示したものである。先進国側は赤字が、途上国側では黒字が拡大しており、その差は広がるばかりである。言うまでもなく、赤字を続ける先進国グループの中心は米国であり、途上国の中心は中国その他のアジア諸国である。

米国の経常収支赤字は、二〇〇五年に前年比一九% (一三六八億ドル) 増加し、七九一五億ドル、対GDP比で六・四%に達した。今年も上半期ですでに四三〇〇億ドルを越え、過去最高を更新するのは間違いないだろう。一九八〇年代以降、米国の対外赤字は、たびたびその危険性が指摘されてきたが、それでもGDP比五%を上回ることはなかった。双子の赤字が拡大しブラックマンデーが起こった八七年でも三・四% (一六〇七億ドル)、ITブームのもとで輸入需要が増大した二〇〇〇年でも四・二% (四一五二億ドル) どもりだった。それが今年には七%に迫ろうとしているのである (図2)。

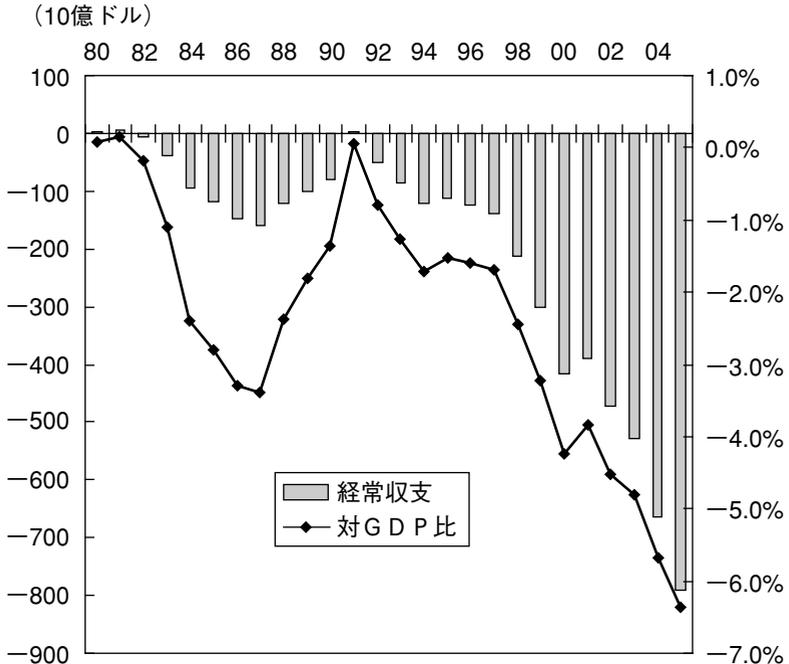
経常収支と資本収支は対称的な関係にあるから、このことは、中国を始めとする途上国から米国に巨額の資本が流れていることを意味する。経済学の教科書には「資本は、資本豊富な先進国から資本不足の途上国に移動する」と書かれているが、現状は全く逆なのである。その結果、米国の対外債務残高 (ネット) は二兆六九三八億

図1 先進国と途上国の経常収支



(出所) “A survey of the world economy,” *The Economist*, September 16, 2006.

図2 米国の経常収支赤字



(出所) 米国商務省経済分析局資料 (<http://www.bea.gov/>) より作成。

ドル（〇五年末）に達している（図3）。他方、中国の外貨準備は、今年七月末に九五〇〇億ドルを超え、先月（九月）には一兆ドルを突破したものと見られる。

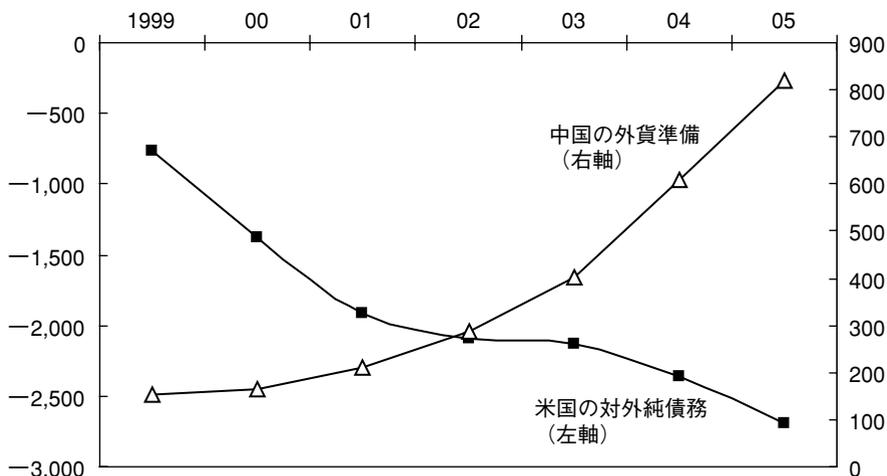
新興経済諸国の国際収支を表1で見よう。

まず經常収支を見ると、九六年（アジア危機直前）までは全体として赤字基調であったものの、二〇〇〇年以降は中国等のアジア諸国、中東、ロシアが巨額の黒字を計上している。世界の工場となった中国と中国へのサプライヤー的役割を担うアジア諸国、石油価格上昇の恩恵を受けている産油諸国である。そして經常収支だけでなく、資本収支においても、中国、中欧など多くの地域で入超が記録されている。先進国からの直接投資が増加したためである。

そしてこうした途上国は、經常収支・資本収支両面の黒字拡大による巨額の外貨流入に対して、自国通貨売り外貨（ドル）買いの市場介入で対応してきたのである。その結果、二〇〇〇年からの六年間で途上国の外貨準備は一兆五千億ドルも増え、例えば中国は、GDPの三七%、年間輸入額の一三四%にも相当する外貨を溜め込んでいる。外貨準備の適正額について明確な基準は存在しないが、一般的に、輸入額の三カ月分、満期一年以内の対外債務総額が最低ラインとされているようであるが、各国は、それをはるかに上回る額を保有していることになる。

つまり、米国が巨額の外赤字を抱える一方で、中国その他の途上国・産油国で対外資産が増え続けているのである。この「世界的不均衡」は、なぜここまで拡大したのだろうか。言い換えれば、ドル暴落の危険性が繰り返し指摘されながらも、今日まで為替レートにおいてもマクロ経済においても大幅な調整が生じることなく不均衡が持続・拡大してきたのはなぜなのか。そしてそれは今後の世界経済にどのような影響を与えるのか。へ世界

図3 米国の対外純債務と中国の外貨準備（10億ドル）



(出所) 中国人民銀行 (<http://www.pbc.gov.cn/>)、米国商務省経済分析局 (<http://www.bea.gov/>) 資料より作成。

表1 途上国の国際収支（10億ドル）

	経常収支			資本収支			外貨準備					
	1990 ~93	1995 ~96	2000 ~05	1990 ~93	1995 ~96	2000 ~05	増減			残高		
							1990 ~93	1995 ~96	2000 ~05	2006年 7月	対GDP比 (%)	対年間輸 入額比 (%)
アジア	6	-64	899	160	230	211	119	110	1,178	2,025	—	—
中国	20	9	347	35	79	291	4	53	664	941	37	124
インド	-17	-12	-5	20	16	95	7	0	99	156	17	98
韓国	-14	-32	82	20	41	51	5	8	136	225	27	80
台湾	39	16	117	-29	-21	30	10	-4	147	260	73	139
その他	-22	-45	358	114	115	-239	93	53	132	442	—	—
中南米	-85	-68	-26	138	105	106	71	49	83	244	—	—
中欧	-2	-11	-102	6	34	134	16	21	39	99	23	128
ロシア	1	18	290	9	-26	-31	10	7	167	243	—	—
中東	-90	6	383	111	9	-302	-3	8	50	89	—	—
合計	-170	-119	1,445	423	351	117	214	195	1,517	2,701	—	—

(注) 国際収支は各期間における変化の合計。外貨準備高の対GDP比、対輸入比は06年4月ベース。

(出所) M. S. Mohanty and Philip Turner, "Foreign exchange reserve accumulation in emerging markets: what are the domestic implications?," *BIS Quarterly Review*, September 2006 (Table 1); *Global Financial Report*, IMF, September 2006 (Table1.5.)

的不均衡へについて整理してみよう。

1 不均衡下の均衡？

これほどまでの不均衡、特に米国の巨額の経常収支赤字が生じているにもかかわらず、為替面でもマクロ面でも大幅な調整が起きていないのはなぜか。例えば、ドルの暴落・人民元の急騰が生じていないのはなぜか。

それは、周知のように途上国側の市場介入がドルの買い支えとなり、獲得した外貨準備で米国国債投資がなされているからである。つまり、経常収支の不均衡と途上国の外貨準備（米国債投資）がコインの裏表の関係となり、それぞれは大きな不均衡であるにもかかわらず、両者は相殺しあつてある種の均衡が成立しているのである。

中国は、市場介入による人民元の低位固定によつて貿易黒字を維持し、市場介入で増加した外貨準備を、米国の国債・政府機関債に投資している。こうした対米投資が米国の長期金利を抑え、住宅ブームを背景とした米国の消費拡大を支えているのである。そして米国の消費主導型の内需拡大は、中国その他のからの輸入を増やし、中国の経常収支黒字はさらに拡大する・・・という循環が生じているわけである。さらに、世界の工場となった中国への外国企業の進出（直接投資の流入）が、民間資本収支黒字を増大させ、外貨準備を上乗せしている。また、こうした米中の牽引する世界経済の拡大は、資源価格の高騰を通じて中東・ロシア・中南米・オセアニア等の資源国の経常収支を大幅に改善し、その外貨収入がやはり米国に流入して、先の循環に拍車をかけているのである。

しかし、経常取引の側は、貿易取引を中心とする実体経済取引であるため、短期間で調整することはできない

にもかかわらず、資本取引の側は金融市場での取引であるから急激に変動する可能性がある。途上国が外貨準備をドルからユーロに変えるのは瞬時に可能であるが、といって、米国が経常収支赤字やその原因である個人消費を短期間に縮小させることはできないのである。それゆえ、途上国の米回国債投資が安定的かどうかが問題の焦点となる。

2 外貨準備によるファイナンス

九〇年代末にも米国の経常収支赤字は拡大し、その持続性が議論されたわけであるが、当時は米国への資本流入が市場ベースのものであったために、その「合理性」が強く主張された。すなわち、ITブーム期の対米投資の中心にあったのは、欧州の企業・機関投資家からのM&Aや株式・社債投資であった。米国企業の競争力の高さを評価する投資がおこなわれたのであり、その結果生じるドル高・輸入の増大は、むしろ米国の高い生産性の反映だとされたわけである。当時、クリントン政権の下で財政の黒字化が実現した結果（「双子の赤字」の解消）、対米投資では国債投資の比率が激減、資本の出し手においても（欧州の企業・機関投資家）、受け手においても（米国企業）、民間部門中心となったことが、米国経常収支赤字の「健全性」を裏付けるものとみなされたのである。

ところが、市場ベースであるということは、逆に言えば、市場環境が変化すればその影響を直接受けるということである。欧州からの対米投資は、ITバブルの崩壊によって事実上ストップした。しかしながら、それを肩代わりする形で、途上国からの外貨準備投資が急増してきたのである。では、それはどのように持続的あるいは合理的なのであろうか。

途上国外貨準備のほとんどがドルに集中しているのであるから、ドルが下落すれば巨額の為替差損が発生することになる。準備通貨の分散が始まれば、ドル売りユーロ買いの大規模な発生によってドルが暴落する可能性が考えられる。あるいは、貴重な国富の一部なのであるから、より効率的な運用が検討されてよいはずである。

しかし、そうした経済合理的発想は、現在のアジア等の途上国通貨当局にはあてはまらないとの主張も聞かれる。すなわち、一般の機関投資家であれば分散投資によって為替リスクを回避しようとするのは当然であるが、政策当局の場合、より高次の目的があれば運用リターンの追求（リスクの抑制）はそれに従属せざるをえない。中国等にとって、外国企業導入・対米輸出主導型の経済成長の維持こそが最高レベルの政策課題であるため、それを支える自国通貨売りドル買い市場介入を、中断することはないのではないか。結果的に、ドル準備が累増していくことになるが、その為替リスクは、現在の経済成長戦略を維持するためのコストとして十分受け入れ可能な範囲にとどまるからである。

しかし、このことは言い換えれば、一定の経済成長が維持されれば、あるいは現在の極端な外需依存経済から幾分までも内需のウエイトが高まることになれば、こうした「市場介入⇨外貨蓄積型」の経済戦略も、一定の修正を受ける可能性が出てくるということである。そのときには為替政策の柔軟化が図られるであろう。

3 市場介入による金融政策への制約

中国が行っている大量の市場介入（⇨人民元売りドル買い）は、ドル準備を増加させると同時に、国内的にはマネーサプライの増大をもたらす。一方で、中国では設備投資・銀行貸出のバブル化が懸念されており、国内的には引締め政策が必要なはずである。つまり、固定相場制度という対外的な金融政策と国内の金融政策の矛盾が

顕在化しつつあるのである。

売りオペによって介入資金を回収する（不胎化）ことができればその影響は相殺できるが、そのためにはオペ対象となる市場の整備が前提となり、それは必ずしも十分でない。となると、金利の引き上げという選択肢があるが、金利を引き上げると、逆に、金利差益を目的とする投機資金の流入を招き、へ通貨上昇圧力↓さらなる市場介入へという悪循環に陥りかねない。

すなわち、固定相場の維持が金融政策の自由度を大きく制約しているのであって、IMF等が、中国に通貨変動幅の拡大・変動相場制への移行を促しているのは、こうした理由による。

こうした状況に対して、中国は、預金準備制度にもとづく準備比率の引き上げや裁量的な（窓口指導的な）引き締め政策で対応しているのであるが、過剰投資・貸出のソフトランディングを目指した微妙な政策運営の行方は、国際的な資金フローにも大きな影響を与えることになるであろう。

4 新プラザ合意？

では、この「世界的不均衡」はどのように解消されるのだろうか。

一つの有力な見方は、現在の不均衡は、政府と家計両方で過剰消費を続ける米国にとっても、輸出主導型の成長を続ける途上国側にとっても、奇妙に居心地の良い状態であるため、政策当局者に不均衡解消に向けたインセンティブはないに等しく、したがって現在の状況は当分続くというものである。

米国の産業界・議会では対中貿易赤字を問題視する声も上がっているが、八〇年代の対日貿易摩擦の時ほどの広がりはない。また、米国の過剰消費を改善すべきだとの意見が強まってはいるものの、歴史的な低インフレ状

況が続いているため、引き締め政策をとる必要性は薄れている。それどころか、足もとでは住宅価格の下落に原油価格の頭打ちが重なって、FRBは引き下げに転換する可能性が高いと見られている。

黒字を積み上げる途上国の側としても、不均衡が、貧しい国が富裕国にモノとカネを提供することを意味するものだと、それが経済成長のエンジンである以上、ただちに不満を表明すべき状況にはない。

しかし、と言って不均衡が無限に拡大しつづけると考えていいのだろうか。

むしろ政策当局者の危機感の欠如こそ危険であるとの指摘もなされている。例えば、G七にBRICS諸国等を加えたG二〇レベルで、新たな多角的マクロ調整を実施すべきだとの提案がある。米国が途上国からの資本流入に依存している以上、八〇年代のような先進五カ国・七カ国での調整では意味をなさない。ある程度の経済規模をもつ新興経済国をメンバーに含め、米国は財政赤字の削減を公約し、他国は対ドル為替レートの引き上げを実施することにはどうか。つまり、新プラザ合意である。

こうした提案に対しては、国際金融市場がここまで拡大した現在、当局間の合意がどこまで実効性をもつのかという批判がすぐに思い浮かぶが、八〇年代と異なり外貨準備という公的資金のウエイトが大きいという現状からすると、全く非現実的な考え方とは言えないように思われる。

しかしながら現在のところ、こうした国際協調を呼びかける国はどこからも現れそうにない。極めて危険な安定が、当面続くことになるのではないだろうか。

参考文献

・ Cline, William, "The Case for a New Plaza Agreement," *Policy Briefs* (Institute for International Economics), December 2005.

- ・ IMF, *Global Financial Stability Report*, IMF, September 2006.
- ・ Mohanty, M. S. and P. Turner, "Foreign exchange accumulation in emerging markets : what are the domestic implications?," *BIS Quarterly Review*, September 2006.
- ・ Reddy, Y. V., "Implications of global financial imbalances for the emerging market economies," November 4, 2005 (www.rbi.org.in).
- ・ Summers, Lawrence, "Reflections on Global Account Imbalances and Emerging Markets Reserve Accumulation," Harvard University, March 24, 2006 (www.president.harvard.edu/).
- ・ Truman, Edwin, "Postponing Global Adjustment : An Analysis of the Pending Adjustment of Global Imbalances," *Working Paper Series* (Institute for International Economics), July 2005.
- ・ Wooldridge, P. D., "The Changing composition of official reserve," *BIS Quarterly Review*, September 2006.
- ・ "A survey of the world economy," *The Economist*, September 16, 2006.
- ・ 拙稿「人民元の切り上げをめぐる」本誌 一六二八号、二〇〇五年二月。
- ・ 拙稿「ブレントナウッズ体制の「復活」?—アメリカの対外不均衡をめぐる—」本誌 一六三〇号、二〇〇五年六月。

(こが ひやう・客員研究員)

ユーロネクストをめぐる攻防

～ 欧米取引所再編の行方 ～

吉川 真裕

二〇〇六年六月一日、ニューヨーク証券取引所（NYSE）と旧パリ取引所を核とするユーロネクストが合併合意を発表したことはこの間の経緯を知らない人々を驚かせた。これまでヨーロッパでは市場統合の一形態としてヨーロッパ統合株式市場の設立を目指し、ロンドン証券取引所、ドイツ取引所、ユーロネクストの間で主導権争いがおこなわれ、アメリカではNYSEとナスダックが勢力争いを繰り広げてきたが、NYSEとユーロネクストという大西洋を越えた取引所統合はこれまでとは異なるコンセプトによるものであり、今後はアジアを含めたグローバルな取引所ネットワークという方向に向かうことになるとの見方も生じている。しかし、NYSEよりも早くユーロネクストとの合併交渉を進めてきたドイツ取引所は、この合併合意を受けてユーロネクストに対する合併提案を見直しており、ユーロネクストとの提携を進めてきたイタリア取引所はドイツ取引所、ユーロネクスト、イタリア取引所というユーロ圏の取引所統合を働きかけていると伝えられており、一二月に予定されているユーロネクストの臨時株主総会における株主による投票まで事態の行方は流動的である。

本稿では、NYSEとユーロネクストの合併合意に至る経緯とその後の推移を振り返り、ユーロネクストをめぐる欧米取引所間の攻防について考察する。

1 ヨーロッパの証券取引所をめぐる動き

(1) ロンドン証券取引所の力による統合とこれへの対応

ヨーロッパではECの市場統合の一環として証券取引所のリンケージが一九八〇年代前半に話し合われていたが、一九八五年にロンドン証券取引所がSEAQインターナショナルという外国株市場を開設して以来、取引がロンドンに流出し、話し合いによるリンケージから市場の力による統合へと流れは傾いた。しかし、一九九〇年代に入ってヨーロッパ各国での証券市場改革が功を奏し、ロンドンの一人勝ちという構図は後退した。この頃、ロンドンの力による統合という路線に対抗すべく、それぞれデリバティブ取引所を傘下に持つパリ取引所とドイツ取引所が提携し、現物株取引はパリ取引所の取引システム、デリバティブ取引はドイツ先物取引所(DTB)の取引システムを採用するという合意がおこなわれた。ところが、東西ドイツ統合と通貨統合をにらんでドイツ取引所は、この合意を撤回し、フランクフルトを通貨統合後の金融センターとすべく、独自の現物株取引システムの開発に着手し、ロンドン対大陸ヨーロッパ(独仏)という構図も崩れ去った。

(2) 英独主導の展開と挫折

ユーロ導入を半年後に控えた一九九八年七月、ロンドン証券取引所とドイツ取引所が戦略的提携を発表し、三〇〇銘柄程度のヨーロッパ統合株式市場の開設を打ち出したことはパリ取引所を驚かせ、パリ取引所を四対四対のマイナー参加者として受け入れる用意があるというドイツ取引所会長の発言はパリ取引所を激怒させた。パリ取引所はヨーロッパの他の取引所に呼びかけ、英独連合への対抗を試みたが、オランダのアムステルダム取引所、スペインのマドリッド証券取引所、イタリアのミラノ証券取引所が英独を核とした統合株式市場構想を支持

したために有効な対抗策を打ち出すことはできなかった。ところが、この戦略的提携は英独のイニシアティブ争いで実質的に頓挫することになった。一九九八年にドイツ国債先物・オプション取引をロンドン国際金融先物・オプション取引所（LIFFE）から奪取したユーレックス（旧DTB）とITブームを背景に急成長したノイア・マルクトを傘下に持つドイツ取引所はヨーロッパ株取引が大幅に減少したロンドン証券取引所に対して、ユーロ・ボードへの名称変更（独自の統合株式市場への布石）と株式公開による資金調達をちらつかせ、統合株式市場のイニシアティブを握ろうとしていたのである。さらに、一九九九年にはユーロ債の二大決済機関の一つであるユーロクリアがライバルのセデルを抑えて一人勝ちを目指したことから、セデルとドイツ取引所傘下のドイツ取引所クリアリング（DBC）の対等合併によるクリアストリーム（二〇〇二年にはセデルのスキヤンダルからドイツ取引所の完全子会社化）を生み出すことになり、ドイツ取引所の影響力はますます強まっていた。

（3）パリ取引所の反撃とロンドン証券取引所包囲網

こうした中、二〇〇〇年三月にパリ取引所、アムステルダム取引所、ベルギーのブリュッセル取引所の持ち株会社化によるユーロネクストの設立計画が発表され、これを受けて五月にはロンドン証券取引所とドイツ取引所の対等合併、そして新取引所とナスダックの提携による新ベンチャー市場の開設が発表された。しかし、八月にストックホルム取引所を傘下に持つOMグループがロンドン証券取引所に対して敵対的買収を仕掛けたことからロンドン証券取引所はドイツ取引所との合併を撤回し、再び英独仏の三極関係がヨーロッパでは定着することになった。ロンドン証券取引所はドイツ取引所とユーロネクストがそれぞれ傘下にデリバティブ取引所を擁していることに対抗すべく、二〇〇一年に元LIFFE副会長のファース女史を最高経営責任者（CEO）に迎え、L

IFFEの買収を試みたが、ヨーロッパ大陸市場への進出を目指したLIFEは同年、ユーロネクストに買収されることを選択した。さらに、二〇〇二年にはイギリスのセトルメント機関であるクレストがユーロクリアと合併し、二〇〇三年にはイギリスのクリアリング機関であるロンドン・クリアリング・ハウス(LCH)がフランスのクリアネットと合併したことにより、デリバティブ取引と決済業務からユーロネクストによるロンドン証券取引所包囲網はますます強まることになった。

(4) ドイツ取引所の逆襲と挫折

二〇〇四年一二月、ユーロネクストによるロンドン証券取引所の取り込みに対抗すべく、ドイツ取引所はロンドン証券取引所に対して買収提案をおこない、ユーロネクストも買収価格を明示しないまま、ロンドン証券取引所と買収交渉を重ねることになった。二〇〇一年に相次いでドイツ取引所、ユーロネクスト、ロンドン証券取引所は株式公開を果たしていたが、新たにドイツ取引所の株主となった英米のヘッジファンド等がドイツ取引所によるロンドン証券取引所の買収に反対した結果、二〇〇五年三月にドイツ取引所は買収提案を撤回し、ドイツ取引所の成長を支えてきたCEOと会長の交代という事態にまで見舞われることになった。他方、イギリスの公正取引庁はドイツ取引所とユーロネクストによるロンドン証券取引所の買収の調査を競争委員会に依頼し、クリアリング機関に対する影響力が問題となっていたが、八月にはオーストラリアのマッコリー・グループがロンドン証券取引所の買収を示唆し、一二月に正式な買収提案をおこなうことになった。ドイツ取引所やユーロネクストとの交渉とは異なるロンドン証券取引所の厳しい反対を受けたマッコリー・グループは二〇〇六年二月二〇日に買収提案価格の引き上げをおこなわず、二月二十八日に買収提案を正式に撤回した。

(5) アメリカ勢の参入

三月一〇日、ナスダックがロンドン証券取引所に対する一株九五〇ペンスの買収提案を発表し、関係者を驚かせた。しかし、交渉自体を受け付けないという厳しいロンドン証券取引所の姿勢から三月三〇日にナスダックは買収提案を取り下げることになった。ところが、四月一日にロンドン証券取引所に対する買収提案を取り下げていたナスダックがロンドン証券取引所の株式の一四・九九%を一株一一七五ペンスで取得したと発表し、NYSEもロンドン証券取引所の買収に動き出したという報道が流れ、ロンドン証券取引所の株価は急騰した。そして、五月三日にナスダックが一株二一八ペンスでロンドン証券取引所の株式を買い増し、一八・七%を取得したことを発表するに及んで、ユーロネクストはロンドン証券取引所との買収交渉を停止したことを明らかにした。

五月一日、ユーロネクストはトランスフォーメーション・トランザクションにかかわる交渉が進んでいるという発表をおこない、大株主であるヘッジファンドによって強いられてきたドイツ取引所との合併交渉以外の選択肢をおわせ、NYSEの名前が各紙で報じられるようになった。そして、五月一九日にはドイツ取引所がユーロネクストに対する合併提案をおこない、五月二日にはNYSEもユーロネクストに対する合併提案をおこなった。五月二三日のユーロネクストの株主総会では賛成三〇五〇万株に対して反対四三八〇万株、棄権二〇〇万株でドイツ取引所との合併交渉の専念は否決されたが、NYSEとの合併は議題に上っておらず、合併問題は将来の臨時株主総会で承認を求めることが経営陣から発表された。しかし、NYSEのセインCEOは数日中に合併合意が得られるだろうという楽観的な見通しを表明し、その言葉通り、六月一日にNYSEとユーロネクストの合併合意が経営陣から発表された。

2 NYSEとユーロネクストの合併合意以後の展開

NYSEとユーロネクストの合併合意後、六月五日にはフランスの大手銀行BNPパリバが旧パリ取引所を中心としたユーロネクストのドイツ取引所との合併に賛成していたことが報道され、フランスの金融界でも意見が分かれていることが明らかとなった。そして、六月六日にはフランスのシラク大統領がユーロネクストのドイツ取引所との合併を望むという声明を発表し、NYSEの株価が大幅に下落するという事態も生じた。しかし、これはドイツのメルケル首相との会談の際に発表されたものであり、その後は一度も言及されていないことから外交儀礼に過ぎないという見方が強い。フランスのように政府の経済界に対する影響力の強い国で、事前の根回しなしに重大な企業合併がおこなわれるとは考えにくく、フランスの官僚であったユーロネクストのテオドールCEOが政府への根回しなしにこうした決定をおこなったとは考えにくい。この点に関してはユーロネクストやNYSEの幹部が合併合意の前にフランス大蔵省を何度も訪問していたという報道も見られる。ちなみに、ドイツのメルケル首相は独仏取引所の合併が望ましいとしながらも、あくまで民間企業の経営判断であり、政府がこうした問題に口出しすべきではないという見解を示しており、ドイツ取引所がNYSEとユーロネクストとの合併から取り残され、影響力が低下することに対する心配をしていないようであったのは意外であった。

イタリア取引所がユーロネクストとの合併交渉に入ったことを受けて六月七日にイタリアのパダ・スキオツパ経済大臣がドイツ取引所を含めたユーロ圏での取引所統合を望むという見解を表明し、六月八日にはフランス大蔵省出身のトリシエ欧州中央銀行総裁もユーロ圏での取引所統合が望ましいと発言し、関係者を驚かせた。他方、六月九日にはドイツ取引所の労働組合代表（監査役会役員）が合併後の雇用削減を理由として独仏取引所合併に反対する声明を発表し、事態の複雑さを露呈した。そして、六月一四日にはイタリアのプロディ首相（前欧

州委員会委員長）もヨーロッパ統合の観点から独仏取引所統合が望ましいという見解を明らかにした。こうしたイタリア政府関係者の発言はユーロネクストには直接影響力を持たないはずだが、ユーロネクストと合併交渉をおこなっているイタリア取引所に対する牽制と見られている。

こうした中で六月一九日にドイツ取引所はユーロネクストに対する合併提案の改定案を提示した。ドイツ取引所のユーロネクストに対する合併提案はNYSEの合併提案が出される前に発表されており、NYSEはドイツ取引所の合併提案を踏まえて、より有利な条件をユーロネクストに提示していたはずであるからドイツ取引所がNYSEの合併提案の発表、そしてNYSEとユーロネクストとの合併合意を受けて合併提案の内容を改定することは予想された通りであった。ドイツ取引所の合併提案改定案のポイントは以下の六点にまとめられる。

①ユーロネクストとドイツ取引所の株主は当初案通り、株式交換前三カ月間の時価総額に応じて株式交換によって新会社の株式を受け取るようになるが、その際に新会社は総額約二〇億ユーロの現金をすべての株主に支払うものとする。

②新会社の取締役会の構成はユーロネクストとドイツ取引所から同数の役員が選出され、CEOはドイツ取引所から、監査役会会長はユーロネクストから選出される。

③新会社はユーロネクストが採用する各国の取引所の連合体モデルを採用し、持ち株会社をオランダに設立する。株式取引の拠点はパリ、デリバティブ取引の拠点はフランクフルトとロンドン、情報サービスの拠点はアムステルダム、ITオペレーションの拠点はアムステルダム、フランクフルト、パリとし、クリアストリームはルクセンブルグで運営される。

④新会社の取引プラットフォームは現物取引ではユーロネクストのNSC、デリバティブ取引ではドイツ取引

所のユーレックスを採用する。

⑤グループ全体のIT部門の拠点はフランクフルトとパリであるが、両者ともユーロネクストがおこなっているようにフランスのアトス社とのジョイント・ベンチャーに統合する。

⑥合併に伴うシナジー効果は三億ユーロと推定され、このうち六〇〇万ユーロは顧客に還元される。

改定案の①はNYSEの合併提案がユーロネクストの株主に新株と現金を提案していたことから追加された項目であるが、NYSEの合併案ではユーロネクストの株主だけが現金を受け取れるのに対してドイツ取引所の改定案ではドイツ取引所の株主も現金を受け取れる点が異なっている。改定案の②はNYSEの合併提案がユーロネクストに新会社の会長を約束していたことに対してなされた改定であり、ドイツ取引所の当初案では移行期間中はユーロネクストとドイツ取引所から一人ずつ共同CEOを選出するとしながらも移行期間後にはCEO、監査役会会長ともにドイツ取引所から選出されるとされていた。改定案の③はITオペレーションの拠点到アムステルダムを加え、オランダの株主に対する配慮を追加し、NYSEの合併提案との差別化をはかったものである。改定案の④はNYSEの合併提案が取引プラットフォームを将来的には現物取引とデリバティブ取引でそれぞれ一つずつに統合するとしていた点を一歩進めてユーロネクストの現物取引システムをドイツ取引所が採用することを明確にし、旧パリ取引所の開発した現物取引システムの継承を明確にしたものである。改定案の⑤はユーロネクストが採用するアトス社とのジョイント・ベンチャーによるシステム開発を継続し、ドイツ取引所もこれを通じてシステム開発をおこなう形をとることでユーロネクストの関心を引こうとしたものである。改定案の⑥はNYSEの合併提案が合併に伴うシナジー効果を三億七五〇〇万ドル（二億九五〇〇万ユーロ）と見込んでいたことに対して、これを上回るシナジー効果を提示したものである。

この改定案でドイツ取引所は、新会社の監査役会会長職、ユーロネクストの現物取引システムの採用、アトス社とのジョイント・ベンチャーによるシステム開発の継続といった点で大幅な譲歩をしたつもりであったが、ユーロネクストからは当初案とほとんど変わらないと一蹴された。他方、フランクフルトのあるヘッセ州の知事からはドイツ取引所は譲歩しすぎであるという不満が表明され、ヘッセ州の経済大臣からはヘッセ州の雇用減少が著しい場合には取引所の免許取り消しも考えなければならぬという発言まで飛び出した。

六月二一日にはユーロネクストと合併交渉を続けるイタリア取引所に対してドイツ取引所が買取提案をおこなう可能性があることをドイツ取引所の監査役会役員が匿名でリークし、イタリア取引所の動向に注目が集まることになった。そして、六月二二日にはイタリア取引所の副会長がドイツ取引所からヨーロッパ連合を呼びかける書簡が届いていることを明らかにし、ヨーロッパ連合に対して前向きな発言をおこなった。七月八日にはドイツ取引所とイタリア取引所が共同でユーロネクストに対する買取提案を検討しているという報道が流れ、イタリア取引所副会長の発言を裏付けることになった。

八月七日にはドイツ取引所がユーロネクストとの合併後に設立するオランダの持ち株会社の定款を公表し、関係者のコメントを求めた。この定款自体はドイツ取引所のユーロネクストに対する買取提案改定案に基づくものであったが、改定案のプレス・リリースでは明らかにされていないいくつかの点に関する情報を含んでいた。これによると、新会社のCEOと最高財務責任者(CFO)のメイン・オフィスはフランクフルト、最高現物市場責任者(Chief Cash Market Officer)のメイン・オフィスはパリ、事務方(Corporate Secretary)のメイン・オフィスはアムステルダムと定められていること、取締役会の主たる開催地はフランクフルトであるが、取引所の所在地を巡回しながら開催されること、などが盛り込まれていた。

八月二七日、NYSEのセインCEOが合併承認投票をそれぞれ一二月末か、一二月初めにおこなうというコメントを出し、八月三〇日にはユーロネクストのテオドルCEOも上半期決算発表の際にNYSEとの合併承認投票を一二月初めの臨時株主総会でおこなうことを明らかにした。そして、NYSEと合併する際にはオランダにワン・ボード制のファウンデーションを設立するので、ユーロネクスト上場企業はアメリカのサーベンス・オクスレー法の適用を受ける心配はないとも発言した。他方、大株主であるヘッジファンドのTCIが一二月の臨時株主総会ではドイツ取引所との合併に関する投票もおこなうべきであると主張したのに対して、経営陣は株主の利益を考えているとして、ドイツ取引所との合併に関する投票をテオドルCEOは約束しなかった。

九月五日、イタリア取引所がまとめたドイツ取引所、ユーロネクストとの合併計画案の草稿ができあがり、ドイツ取引所は新会社の株式を過半数取得することを諦め、決済業務の調和をはかることが提案されていると報じられた。これに対して、NYSEは九月六日に買取提案価格を引き上げる可能性があることにはじめて言及した。これは五月の買取提案以後、為替相場と株価の変動によってドイツ取引所の提案価格がNYSEの提案価格を上回る事態が生じていたためである。

九月二〇日、イタリア取引所の三取引所合併計画の柱がリークされ、ユーロネクストが持ち株会社の株式の五〇%を取得すること、持ち株会社は現物取引、デリバティブ取引、システム開発（ジョイント・ベンチャー）を扱う三つの子会社を設立すること、決済業務に関してはクリアリング業務とセトルメント業務をそれぞれ扱う新会社を設立するが、持ち株会社は株式の過半数を取得しない方向で検討中であることが明らかになった。この報道に対して、伝えられるような大幅な譲歩をしてまでドイツ取引所はユーロネクストと合併する必要はないとドイツのシュタインブリュック大蔵大臣が発言している。

一方、九月二一日にはNYSEがユーロネクストとの合併の認可を証券取引委員会（SEC）に申請している。申請文書は七〇〇ページを超える大部のものであるが、それほど目新しい内容を含んでいるわけではない。この文書から明らかになった点を挙げるとすれば、①新会社の子会社としてオランダにファウンデーション、アメリカのデラウェア州にトラストを設立し、アメリカの監督機関の規制権限がヨーロッパの取引所に、ヨーロッパの監督機関の権限がアメリカの取引所に及ばない工夫をすること、②新会社の会長とCEOはNYSEとユーロネクストから一人ずつ選出し、片方から会長とCEOの両方が選出されることはないこと、③新会社の定款の変更には取締役会の三分の二以上または八〇%以上の株主の賛成が必要であること、④特別な場合を除いて新会社の授権資本の二〇%を超える株式を保有することと発行済み株式の一〇%を超える投票権を行使することは禁じられていること、⑤NYSEとユーロネクストの交渉は二〇〇六年一月初めからおこなわれていたこと、などである。

3 欧州取引所再編の行方

六月一日にユーロネクストの経営陣がNYSEとの合併合意を決定した後、六月一九日にドイツ取引所がユーロネクストに対する買収提案を改定したが、ユーロネクストの経営陣からは相手にされていない。ドイツ取引所としては国内から反対が出るほど譲歩しているのに、ユーロネクストの経営陣からは全く評価されていない。かつての独仏取引所提携を反故にしたドイツ取引所のCEOと会長が交代し、豪腕で知られた前CEOと対立していったドイツ取引所を離れたフランチオーニ新CEOが就任したにもかかわらず、関係の修復は難しいようである。これはCEOの個性や信頼関係の問題というより金融業会の総意をCEOが重視しているためと考えられ

る。政治的にはフランスに譲ることの多いドイツであるからこそ経済面では譲れないという側面があるのかもしれない。ドイツ取引所が国内の反対を抑えてどこまで譲歩できるかがユーロネクストとの合併問題の鍵を握っている。

他方、ユーロネクストは二〇〇六年一月初めからNYSEとの交渉を開始していたということであるから、ドイツ取引所との合併交渉の初期の段階から物別れに終わった場合の選択肢を用意していたことになろう。ロンドン証券取引所に対して買収提案をおこないながら、大株主のヘッジファンドの意向でドイツ取引所と合併交渉をおこない、時価総額で上回るドイツ取引所に呑み込まれないためにNYSEとの合併交渉も並行して進めるという離れ業をユーロネクストはしてきたとも言えよう。ユーロネクストの経営陣、とりわけ旧パリ取引所の関係者はこれまでうまく立ち回ってきたと言えるが、当初発表したテオドールCEOの任期を延長し、オランダのルフェーブル氏への交代を撤回したことなどから、フランス以外の国の支持を得続けられるかどうかも今後は問題となろう。というのもフランスは現物取引やIT部門で得るものは大きい、その他の国の取引所はそれほど得るものはないからである。これに加えて、ユーロネクストの株主はドイツ取引所と同様に過半数を英米系のファンドが占め、フランスの利害やヨーロッパの市場統合に関心が高いとは言えない。いくら経営陣が合併合意をおこなっても最終決定権は株主にあり、株主を説得できなければ合意は水泡に帰してしまう。

もう一方のNYSEに関しては合併合意に対する反対は聞かれず、ユーロネクストとの合併承認は間違いなく承認されるであろう。二〇〇六年六月から二〇〇七年二月に延期されたレギュレーションNMSの施行に伴い、大幅な取引シェアの低下という懸念がある以上、個々の市場では独占状態にあるユーロネクストとの合併は経営を安定化させ、アメリカでの取引シェア低下とこれに伴う株価下落に対する保険の役割を果たすからである。レ

ギユレーションNMSがまだ施行されていないにもかかわらず、すでにアメリカ国内ではライバルであるナスダックによるNYSE上場銘柄の取引シェアが上昇しており、NYSEの取引シェアは取引所内注文執行比率(Matched Volume)で二〇〇六年八月には一年前の七八・六%から六九・九%にまで低下している。こうした背景がある以上、ユーロネクストでの合併承認投票前に為替相場や株価の変動によってNYSEの提案価格がドイツ取引所の提案価格を下回っていた場合、NYSEが提案価格を少なくともドイツ取引所と同水準まで引き上げることは間違いない。NYSEは合併後もユーロネクストにヨーロッパでの独立した権限を与えるという寛容な姿勢を示しているが、これは裏を返せばそうまでも合併したいという国内事情の現われでもあろう。

ところで、六月一日にユーロネクストとNYSEとの合併合意の後、ユーロネクストをめぐるドイツ取引所とNYSEの争奪戦で鍵を握る存在として浮上してきたのがイタリア取引所である。イタリア取引所は旧ミラノ取引所が母体であり、ドイツ取引所やスペイン取引所(旧マドリッド証券取引所)と同様にデリバティブ取引所や決済機関を傘下を持つ取引所運営会社である。イタリア取引所は一九九九年に英独主導のヨーロッパ統合株式市場提案に対してはアムステルダム取引所(現ユーロネクスト・アムステルダム)やマドリッド証券取引所とともに賛同していたが、その後、アムステルダム取引所がユーロネクストに加わったのに対して、マドリッド証券取引所とともに取引所統合の動きとは一線を画してきた。ところが、二〇〇五年にイタリアの債券取引市場MTSの株式が売却される際にユーロネクストと共同でジョイント・ベンチャーによる子会社としたことからユーロネクストとの関係強化が噂されていたが、今年初めには年内の株式上場を目指すことを明らかにし、提携相手としてはロンドン証券取引所が望ましいということのカプアーノCEOが明らかにしていた。しかし、NYSEとユーロネクストの合併計画が発表されてから一転してユーロネクストとの合併交渉を開始した。イタリアの首相や

経済大臣がヨーロッパの取引所統合を望む発言をいち早くしていたが、カプアーノCEOもその後はドイツ取引所、ユーロネクストとの三取引所連合を目指す発言を繰り返している。独仏取引所間の直接的な対話が難しい中で、イタリア取引所は両者を取り持ち、ヨーロッパ連合あるいはユーロ圏連合を実現する動きを見せている。イタリアは人口や国内総生産ではイギリスやフランスとそれほど大きな差はないが、上場企業数が少なく、上場企業の時価総額ではスペインにも及ばず、証券取引所としての存在感もこれまでヨーロッパの中で大きくはなかった。しかし、近年は取引所の電子化とともに出来高を大幅に拡大させており、ここに来て外国取引所との提携にも積極的になってきているようである。そこで、今回のユーロネクストをめぐるドイツ取引所とNYSEとの争奪戦では周回遅れのランナーに注目が集まっているようなものだとも言えよう。

伝えられるところでは、イタリア取引所の三取引所合併計画ではユーロネクストに持ち株会社の株式の五〇%を与えらるということであるが、ユーロネクストが時価総額で上回るドイツ取引所に現金を支払う形での合併は考えられないから、ドイツ取引所が傘下の国際決済機関クリアストリームを切り離すことが考えられているはずである。しかし、それでもユーロネクストに新会社の株式の五〇%を与えることは容易ではないので、おそらくイタリア取引所がユーロネクストに加わったものとしてユーロネクストに五〇%の株式を与え、残る五〇%をドイツ取引所が取得するというのが妥協点であろう。ドイツ取引所としても国内の反対勢力がある以上、これ以上の譲歩をするとは考えられない。この妥協案にしてもユーロネクストとドイツ取引所の双方が呑めるのかどうかも不透明である。

時価総額から考えればイタリア取引所ではなく、ロンドン証券取引所が加わればドイツ取引所が新会社の株式の過半数を得ることを回避できるが、ロンドン証券取引所の大株主となったナスダックが納得するとは思えない

し、今のところ、ロンドン証券取引所にもそこまでする用意はないであろう。しかし、ナスダックがロンドン証券取引所に対して敵対的買収を仕掛けた場合にはロンドン証券取引所がこれを回避するためにこうした選択肢を探る可能性も残されている。そうなればアメリカ勢の参入が結果的にはヨーロッパの取引所統合を促進したという思っても見なかった結果につながるかもしれない。

とはいえ、現状ではイタリア取引所の三取引所合併計画にユーロネクストとドイツ取引所の双方が賛同する可能性は高いとは言えず、NYSEとユーロネクストの合併が実現し、ヨーロッパにおける取引所統合はNYSE傘下のユーロネクスト、ドイツ取引所、ロンドン証券取引所（場合によってはナスダック傘下のロンドン証券取引所）の間で再び対抗関係が続く可能性が最も高いと考えられる。ただし、ユーロネクストの株主の過半数は英米系のファンドであり、ユーロネクストの経営陣と異なる判断をおこなうことになるかもしれない。いずれにしてもヨーロッパの取引所間の競合関係はここ当分続きそうであり、安易に統合を想定すること自体が間違いないかもしれない。

(よしかわ まさひろ・客員研究員)

EUおよび英国における債券市場の透明性に関する検討の動向

～ EU金融商品市場指令との関連性～

横山 史生

英国を含むEU加盟各国の債券市場について近年、売買取引の事前・事後の透明性（気配値・出来値および取引数量等にかかる情報の公表の程度）を向上させる必要性についての検討が進められている。そこでは、EU加盟各国の証券市場規制・証券業者規制にかかる新たな根本規定である金融商品市場指令（MIFID）によって二〇〇七年一月から新たに株式取引に対して課せられることとなっている透明性要件を、債券を中心とする株式以外の金融商品にも適用することとするかどうか、議論の焦点となっている。本稿では、EU当局および英国FSAによる債券流通市場にかかる透明性要件の検討の動向を概観する。

1 債券市場の透明性に関する検討の動向

近年、各国の債券流通市場における売買取引の事前・事後の透明性（気配値・出来値および取引数量等にかかる情報の公表の程度）を向上させる必要性についての検討が、各方面で進められている（表1を参照）。中でも、米国社債市場において、原則としてすべての社債（格付けや公募・私募の別を問わない）の売買取引の結果を証券会社が全米証券業協会（NASD）に報告し、それをもとにNASDが銘柄名・出来値・出来高等の情報を逐

表1 債券市場の透明性に関する検討・制度整備の動向

	EU	UK	その他
これまで の経緯	2004年7月 「EU投資サービス指令 (Investment Services Directive: ISD)」改正・ 名称変更、「金融商品市場 指令(Markets in Financial Instruments Directive: M i F I D)」公布	2005年9月 F S A、ディスカッション・ ペーパー「英国債券流 通市場における透明性」 (DP05/5)を公表、パブ リックコメント募集	2004年5月 証券監督者国際機構 (IOSCO)、「社債市場の透 明性に関する専門委員会報 告書」を採択・公表
	2006年6月 欧州委員会 (European Commission)、MIFID透明 性要件の債券等への適用に 関する意見募集	2005年12月 DP05/5へのパブリックコ メント締め切り	2005年7月 全米証券業協会 (N A S D)、社債取引結果公表シ ステム (T R A C E) の対 象銘柄拡大 (公募社債全銘柄) と時間短縮 (約定後15 分以内) を実施
今後 の予 定	2006年9月 上記意見募集締め切り	2006年7月 F S A、DP05/5へのフィ ードバック・ステイメント (FS06/4 on DP05/5) を公表	2006年5月 経済政策研究センター (Center for Economic Policy Research: C E P R、在ロンドン)、欧州債 券市場における透明性・流 動性・効率性に関する調査 研究報告書を公表 (業界団 体からの委託研究)
	2006年11月 上記意見募集結果公表		
	2007年3月 欧州委員会から欧州証券監 督者委員会 (Committee of European Securities Regulators: C E S R) へ の諮問		
	2007年6月 欧州委員会、欧州議会への 報告素案(Draft Report)公 表・パブリックコメント募 集開始		
	2007年10月 欧州委員会から欧州議会へ の報告 (Final Reports) 期 限		

(出所) 各種資料により筆者作成。

次に公表する仕組みであるTRACE (Trade Reporting and Compliance Engine) が、二〇〇二年七月に開始されたことが特筆され、同制度は二〇〇五年七月に、報告・公表対象銘柄の拡大および公表までのタイムフレームの短縮(約定後一五分以内へ)が図られるなど、順次、改善が進められている。また、二〇〇四年五月には、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報告書が取りまとめられたところである。

このような中、国内債市場に加えて国際債市場(ユーロ債市場)を有することから欧州を中心に世界各国の発行体、投資家、仲介業者にとって重要な機能を果たしている英国債券市場についても、英国金融サービス機構(FSA)が二〇〇五年九月に「英国債券流通市場における透明性」と題するディスカッション・ペーパー(DP)を発売し、英国において透明性要件を制度化することの意義等について公開諮問を行ったところであるが、二〇〇六年七月、当該DPに対して寄せられた意見をFSAがとりまとめたフィードバック・ステイトメント(FS)が公表された。⁽²⁾

英国FSAはこの検討を行うことについて、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は債券に対しても適用するかどうかについての検討をEUが進める上で、規模の大きい債券市場を有する英国としての考え方を示すことが大きく貢献し得るとしている。ここで言われているEUレベルの新たな透明性要件の検討とは、二〇〇四年にEU投資サービス指令(ISD)の大幅改正・名称変更により成立したEU金融商品市場指令(MIFID)が二〇〇七年一月に施行を控える中で、基本的には株式取引にかかるものとして定められた透明性要件を、債券等の株式以外の金融商品にも適用することとすることにかんする検討プロセスが進められていることを指す。以下において、EU当局および英国FSAによる債

券流通市場にかかる透明性要件の検討の動向を概観していくこととする。

2 EU当局による検討の動向

(1) EU金融商品市場指令 (MiFID) における透明性要件規定

EUの証券市場規制・証券業者規制に関する基本法ともいべき法令である「投資サービス指令 (Investment Services Directive : ISD)」は、制定(一九九三年)後の市場環境・市場構造の変化(市場間競争の強まり、電子取引の拡大、投資アドバイザー業務の普及等)を受けて、二〇〇四年に大幅に改正されるとともに「金融商品市場指令 (Markets in Financial Instruments Directive : MiFID)」と名称変更された⁽³⁾。

MiFIDの主な条項を、ISDと比較して新たに設けられた内容を中心に概観すると、次の通りである。

- ・市場集中義務の撤廃と取引所外取引にかかる規程の整備：組織された市場すなわち規制市場(証券取引所)および多角的取引システム(私設の電子的取引システム)の開設、運営にかかる規程の整備、取引の市場集中義務の撤廃とそれに伴う最良執行義務の規定ならびに組織された市場で執行される取引以外の取引(店頭取引)における透明性要件の規定等。

- ・投資サービス業者にかかる行為規制：利益相反の防止、最良執行義務ならびに顧客注文の公正な取扱いの義務、市場外取引にかかる事前・事後の透明性の確保等。

- ・規制対象となる業務および商品の範囲：投資サービス業務の範囲に、投資アドバイザー業務、多角的取引システム運営業務等を追加、金融商品の範囲に、商品デリバティブ、クレジットデリバティブ等を追加等。

本稿ではこれらのうち、透明性要件(取引の事前および事後における取引内容情報の公表にかかる規定)に注

目する。それは、M i F I Dにおける透明性要件がおもに株式取引を念頭に置いて構成されているため、債券を含む株式以外の金融商品の売買取引については、M i F I D施行後に検討を続けることとされており、そのことを背景にして、英国その他において債券にかかる透明性についての検討、議論が進められているからである。

M i F I Dでは、金融商品の売買注文が執行される場を、①規制市場 (regulated market)、②多角的取引システム (Multilateral Trading Facility : M T F)、③投資サービス業者による注文執行の三つに分け、それぞれについて投資家保護の実効性を確保する観点から諸規程が整備された。

まず規制市場については、M i F I D条文上、新たに独自の「編」を設けて (第三編第三六条、第四七条)、市場開設 (認可)、上場ルール、取引ルール等とならび、取引の透明性にかかる規程が整備された。次に、新たにM T Fと定義された従来の代替的取引システム (Alternative Trading Systems : A T S) については、従来、I S D本則上は規定がなく、二〇〇二年に欧州証券監督者委員会 (Committee of European Securities Regulators : C E S R) が定めた「A T Sスタンダード (Standard for Alternative Trading Systems)」により投資サービス業者がA T Sを運営することにかかる認可要件、行為規範等が規定されていたところ、M i F I Dにおいて新たに、投資サービス業者または規制市場の運営者が運営することができる投資サービス業務と位置づけられるとともに、組織要件、取引監視義務等とならび、取引の透明性にかかる規程が整備された。

取引の事前・事後の透明性の確保にかかる規程の具体的内容は、規制市場およびM T Fのいずれについてもほぼ同様となっており、カレントな売買気配および注文量の公表 (事前透明性) および約定注文にかかる価格、数量、執行時間の公表 (事後透明性) の義務等が定められている。ただし、取引形態および数量の大きさに応じて、公表義務の免除ないし公表の遅延が認められる場合があることも定められている (M T Fについて第二九条、第

三〇条、規制市場について第四四条、四五条)。

第三に、これら組織された市場において執行される以外の、いわゆる店頭取引について透明性を確保するための規程は、投資サービス業者にかかる行為規制の一環として定められている。すなわち、店頭取引において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、取扱い銘柄が流動性の高い銘柄であれば確定気配を公表し、流動性の低い銘柄であれば顧客からの引き合いに応じて気配を提示すること(第二七条)、通常取引時間中は気配を定期的、継続的に公表すること(第二七条三項)、規制市場で取引されている銘柄の売買注文を規制市場またはMTFの外で執行した場合には、その価格、数量、執行時間を速やかに公表すること(第二八条一項)等である。また、注文の大きさや種類によつては事後情報の公表の遅延が可能とされる(第二八条二項)。

なお、MiFID本則を補完するための実施細則が二〇〇六年九月に制定・公表されているが、それによると、透明性要件について、次のように規定している。すなわち、透明性と流動性のトレードオフに配慮し、事前情報については一定の基準を超える取引は公表する必要がなく、また事後情報についても大量の取引にかかる公表は遅延ベースとすること、組織的内部化業者に気配公表義務が課せられるのは、売買対象銘柄が流動性の高いものであり、かつ、売買取引が標準的な大きさの範囲内である場合に限ることとする⁽⁶⁾こと、等である。

(2) MiFID透明性要件の債券等への適用に関する意見募集(二〇〇六年六月)

EU加盟各国が各国国内法令をMiFIDと整合性あるものとするための法令整備の期限、すなわちMiFID施行期日(それは現行ISDの失効期日でもある)は、二〇〇七年一月一日とされている。

ただ、MiFIDの規定のうち透明性要件については、株式以外の金融商品（当然のことながら債券もそこに含まれる）に関しては、MiFID施行後にさらに検討を続けることとされている。すなわち、MiFID第五条において、「欧州委員会は、本指令における事前および事後の透明性要件にかかる諸規程の適用を株式（shares）以外の金融商品の取引に及ぼす可能性について、公開諮問および関係当局との協議を経た上で、二〇〇七年一〇月三十一日までに、欧州議会ならびに閣僚理事会に対し報告しなければならない。」とされているのである。

欧州各国における債券取引は、証券取引所での売買はほとんどなく、大半が店頭売買によって行われているが、近年は各国政府発行の国債の業者間売買を中心に電子取引が拡大してきていることから、MiFIDにおける透明性要件が仮にそのままの形で債券に適用されることとなった場合、上述のMTFおよび組織的内部化業者にかかる規程の影響を受けることになるものと考えられる。しかし、債券取引は株式取引と比較して総じて流動性が低いこと等から、株式と同等の透明性要件を課すことは必ずしも適切ではないとの指摘が、従来から行われている。MiFID六五条は、このような指摘を踏まえた検討をEUの場で公式に進める出発点となるものと言える。

欧州委員会は二〇〇六年六月、MiFID透明性要件の株式以外の金融商品（債券等）への適用に関する意見募集（call for evidence）を行う⁶ことを公表した。以下では、意見が求められている質問事項（Q一からQ一五）の概要を示すこととする。

Q一 MiFIDにおいて株式を対象に規定されている透明性要件を、株式以外の金融商品にどのように適用するかを決定する際には、個々の金融商品にかかる市場実態に即して検討することが適切であり、す

すべての金融商品に同一の透明性要件を課すこととするものとは限らないと考えられるが、どうか。

Q二 透明性要件の対象となる可能性のある株式以外の金融商品について、表2左欄のような分類が考えられるが、本件検討の趣旨に鑑みて適切か（表2を参照）。

Q三 透明性要件を制度化することによっての程度の有意性があるかの判断基準として、投資家保護および市場効率性がそれぞれ向上すること（より詳細には、前者については、投資家間の情報非対称性の軽減、最良執行の確保、資産の時価評価の精緻化、後者については、価格形成の効率化、取引コストの軽減、市場の分断の回避）が挙げられるが、これについて

表2 MiFID透明性要件の株式外の金融商品への適用の検討

Q2. 株式以外の金融商品の分類（欧州委員会による）		Q4. 透明性要件制度化の優先順位（欧州委員会による）
現物債	国際機関債	—
	政府債	1
	投資適格社債	2
	ハイイールド社債	3
	エマージングマーケット債	—
クレジット・デリバティブ	債券先物・債券オプション クレジット・デフォルト・スワップ 金利スワップ その他（トータルリターン・スワップ、クレジット連動証券など）	5
資産担保証券（ABS）	モーゲージ担保証券（MBS） 債権担保証券（CDOs） その他ABS（カバードボンドなど）	4
その他金融商品	商品デリバティブ 外国為替デリバティブ 短期金融市場商品 UCITSなど集団投資スキーム商品 その他	6

（出所） European Commission, Call for Evidence, Pre- and post-trade transparency provisions of the Markets in Financial Instruments Directive (MiFID) in relation to transactions in classes of financial instruments other than shares, 12 June 2006, (IP/06/768) により筆者作成。

どう考えるか。

- Q四 株式以外の金融商品のうち、政府債の現物取引、投資適格社債の現物取引、ハイイールド社債の現物取引、資産担保証券については、個人投資家の参加の程度が今後に一層大きくなると見込まれることもあり投資家保護の確保が重要であることから、透明性要件制度化の必要性が高いと考えられるが、どうか。また、これら現物債取引に次いで、これらと連動性が強いとみられるクレジット・デフォールト・スワップ、金利スワップ、債券先物取引についても、透明性要件制度化の必要性が高いと考えられるが、どうか（表2を参照）。
- Q五 株式以外の金融商品の市場において、Q三での判断基準に照らして顕著な問題はどの程度存在するか、また、当該問題は事前・事後の透明性要件を制度化することにより解決され得るか。
- Q六 株式以外の金融商品にかかる電子取引等の技術革新等の変化は、比較的安価なコストにより透明性要件を制度化することに資するか。さらには、透明性要件制度化を不必要とするか。
- Q七 株式以外の金融商品が株式におけるほどの高い透明性要件制度化を必要としないとして、その程度差はどれほどか。
- Q八 本件の検討に際してどのようなデータに依拠するか。当該データを提供し得るか。
- Q九 欧州委員会が検討を進める上で有益な研究文献はあるか。
- Q一〇 既存または進行中の研究文献や調査資料からどのような結論を得るか。
- Q一一 現物株取引の透明性に関する研究文献は、本件の検討にどの程度参考になるか。
- Q一二 米国TRACE制度を参考とするに際し、米国市場とEU市場との相違として留意すべき点は何か。

Q一三 本件に関連する問題を解決するために、各国レベルではなくEUレベルでの対応が必要不可欠と考えるか。

Q一四 本件に関連する問題は、市場における改善によって今後早期に解消すると考えるか。

Q一五 事前および事後の透明性について、各々挙げられる次の四つの選択肢があると考えられるが、どうか（これ以外の選択肢があるか）。

事前透明性

- ・ 何も行わない
- ・ 自主規制による解決
- ・ M i F I D に 準 じ る 制 度 化
- ・ M i F I D と 同 等 の 制 度 化

事後透明性

- ・ 何も行わない
- ・ 自主規制による解決
- ・ T R A C E 型 の 制 度 化 （ 若 干 の 遅 延 を 伴 う 取 引 結 果 情 報 報 告 ）
- ・ M i F I D と 同 等 の 制 度 化

Q一六 Q一四に挙げる商品のそれぞれについて、透明性要件にかかる対応としてはQ一五に挙げる四つのいずれの選択肢が適切か。

以上の質問事項の特徴を見てみると、まずQ一からQ四において、透明性要件を課す場合には個々の商品の取

引実態に即した個別の扱いとする必要があるとの判断が示されている。またQ五からQ七においては、債券について法令によって透明性要件を制度化する必要性が市場内部にどの程度存在するのかわかを見極めたいとするスタンスを見て取ることができ、今後の検討過程において市場実態に即して強制的な制度化は不必要と判断する含みを残している。Q一四は、これとの関連で、市場参加者ベースで透明性向上への取り組みが行われる可能性を探ろうとしているものとみられる。またQ一三では、何らかの制度化を行う場合に汎E Uレベルのルール化を行う必要があるかどうかについても、含みを残している。Q一五およびQ一六は、以上を集約する形で、債券種類ごとにどのような透明性向上策をとることが適切であるかを具体的に問うものとなっている。このように、今回の意見募集に当ってE U当局は、債券市場の実態に即した判断を行うおとするスタンスを有しているものが見ることができよう。

今回の意見募集の今後の取扱いおよび二〇〇七年一〇月末日までに欧州議会に対して行う最終報告に至るプロセスとして、欧州委員会は次のような予定を示している。すなわち、二〇〇六年九月に意見募集を締め切り、一月に意見募集結果を公表し、二〇〇七年六月には最終報告の素案をとりまとめ公開諮問を行うというものである(表1を参照)。

3 英国FSAによる検討の動向

(1) 二〇〇五年九月ディスカッション・ペーパー

英国FSAは二〇〇五年九月、ディスカッション・ペーパー「英国債券流通市場における透明性」を公表した。これは、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に鑑み、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、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リ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たものである。

(2) 二〇〇六年七月フィードバック・ステイトメント

FSAは二〇〇六年七月、上記のディスカッション・ペーパー(DP)に対して寄せられた意見を検討した結果を、「英国債券市場における透明性に関するディスカッション・ペーパーに対するフィードバック・ステイトメント」として公表した。以下は、DPでの質問項目(表3を参照)に対して寄せられたコメントおよびそれを受けてのFSAとして見解の概要を整理したものである。

まず、市場の欠陥の有無についてであるが、債券市場に透明性にかかる重大な問題点・欠陥があるかどうかについては、市場参加者の大半において、現実の問題を感じているわけではない、とされる。ただ、価格情報へのアクセシビリティに投資家類型によって差異があるとの指摘も多いという。すなわち、大手機関投資家はディーラーおよび電子取引システムへのフル・アクセスが可能だが、小規模の投資家はアクセスが限定され、個人投資家はアクセス手段をほとんど持たない、ということである。

このような状況は、理論的には市場の欠陥を示すものとなりかねないが、市場関係者は大きな欠陥とは受け止

表3 英国FSAディスカッション・ペーパー（2005年9月）における質問項目

- Q 1. 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。
- Q 2. 様々な種類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。
- Q 3. 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があるか。あるとすれば、それは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。
- Q 4. 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、それはどの程度まで透明性にかかる問題に由来するか。
- Q 5. 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。
- Q 6. 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。
- Q 7. 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、それ以外の種類の債券にどの程度まで好影響を及ぼすか。
- Q 8. 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。
- Q 9. 債券の現物取引とデリバティブ取引との間の相互関係は、透明性の検討にどのような影響を持つか。
- Q 10. 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。

(出所) UK FSA, Discussion Paper (DP) 05/5, Trading transparency in the UK secondary bond markets, September 2005.

めていない。その間の事情について、FSAは、コメントに依拠しつつ次のように整理している。すなわち、個人投資家の債券保有は間接保有を含めても僅少であること、個人投資家および間接保有者（年金基金、投資信託）、私募により取得する機関投資家は、持ち切りの傾向が強く、個別の債券の値動きおよびその透明性にはあまり関心を持たないこと、等から、結果的には欠陥として顕在化するには至っていない、というものである。

ただ、持ち切りを前提とする投資家にとっても保有債券の時価評価が適切に行える条件が整っていることは重要であり、事後情報の透明性の向上が時価評価の効率化に資することが考えられる、とされている。

次に、透明性向上のために望ましい方法としては、多くのコメントが、債券市場の流動性とは実際に行われた個々の売買取引の売買高の大きさではなく、債券ディーラーのコミットメント、つまりマーケットメイクを行うことにより市場に流動性を供給する活動の活発さによって決まるものである、としている点に、FSAは注目している。コメントの多くは、そのような認識の上に、ディーラーのコミットメントを損なうような制度的介入（特に事前情報の公表、事後情報の即時公表）を警戒しており、とりわけ、資産担保証券（ABS）のように拡大途上にあるセグメントの自生的発展が阻害されることへの懸念が強いという。そして、多くのコメントが望ましいとする方策は、マーケットベースで進みつつある改善に配慮すべきというものであり、国債を中心に急速に拡大しつつある電子取引の普及や、債券インデックス商品の設定増加と取引拡大に配慮を求める声が多いという。

FSAは、今回のDPおよびFSを通して行った一連の検討の結論として、少なくとも機関投資家向けの債券市場については透明性にかかる大きな問題があることを示す証拠はないと明言している。また、透明性要件を制度化することについては、まず事前透明性の規制強化について、既存の市場構造に及ぼす影響が大きいとして、

否定的判断を示している。事後透明性の規制強化については、市場への影響は過大とは言えないとしつつも、それが取引コストの低下につながるかどうかは必ずしも明らかではないとしている。

FSAはDPを発出した際に、市場において透明性にかかる欠陥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る、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されていた。そのことを想起すれば、今回のFSでの結論は、政策的介入を行う必要はないとの判断であるとみることができる。

また、EUレベルでの検討との関連性については、DPにおいて、仮に英国で何らかの政策的介入を行うこととなった場合においても、その具体的な検討は、MiFIDの透明性要件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、としていたところであるが、形式的に考えれば、債券市場の透明性にかかる問題性が英国当局によって英国市場について否定されたとしても、EU当局が英国市場を含めて何らかの問題性を今後指摘することも、あり得ないことではない。これについてFSでは、MiFID六五条に基づく今後の検討プロセスにおいて、欧州委員会および欧州証券監督者委員会(CESR)の双方に対し英国FSAとしての考え方を表明していくものとしている。

4 今後の展望

EU当局は、債券市場の実態を踏まえた対応を進めるスタンスを表明しており、債券等に株式型の透明性要件を機械的に適用することは行われたいのではないかとみられる。また、英国当局がこの間、EUレベルの検討に

先行して公開諮問によって世論形成を図っているのは、EUレベルの制度化が行われる場合を想定して国内債券市場にかかる制度対応の準備を進めるためでもあるが、ロンドン市場における国際債取引業務にEUレベルの規定の適用が及ぶこととなった場合にロンドン市場でのビジネスに大きな影響が生じることを懸念していることによる面も大きいのではないだろうか。

それでは、EUおよび英国の債券市場について、今後、実際にはどのような透明性向上策が取られていくのであろうか。本稿で概観したところによれば、MiFIDにおける株式にかかるものと同等の制度化が行われる可能性は低いように考えられるが、さりとて、個人投資家を含む投資家ベースの今後における拡大予想や、投資家各層における時価評価ニーズの一層の強まり等に照らすと、何らかの対応策が必要となることは否定できまい。想定されるのは、米国社債市場におけるTRACEのような事後情報報告・公表システムを、法令によってではなく当事者ベースで構築することに向かうことであり、EUおよびFSA当局としても、欧州債券市場に係わる各業界団体のイニシアティブに期待している節がみられる。たとえば、国際債に関して、業者団体である国際資本市場協会（International Capital Market Association：ICMA）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が現在稼動していることに、FSAが積極的な関心を示していること等である。また、欧州各国の国債を中心に取引の拡大が著しい電子取引システムに着目するならば、複数の電子取引システムにおける事前・事後情報を集約するような市場インフラを構築することも、考えられなくはない。それは、MiFIDによって株式にかかるディーラー売買に課せられる透明性要件に対応するために、大手投資銀行が共同で市場外取引にかかる取引情報を集約・配信する共同システムの構築を進めていると伝えられること⁽⁸⁾に類

似性を持つ構想として、想定され得るからである。

注

- (1) UK FSA, Discussion Paper (DP) 06/5, Trading transparency in the UK secondary bond markets, September 2005. 拙稿「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」、本誌第一六三・四号（二〇〇六年二月）を参照。
- (2) UK FSA, Feedback Statement (FS) 06/4, Trading Transparency in the UK Secondary Bond Markets—Feedback on DP05/5, July 2006 (http://www.fsa.gov.uk/pubs/discussion/fs06_04.pdf)
- (3) MiFIDの正式名称は、Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on markets in financial instruments amending Council Directives 85/611/EEC and 93/6/EEC and Directive 2000/12/EC of the European Parliament and of the Council and repealing Council Directive 93/22/EEC, OJL 145/L 30.4.2004, p. 6. MiFID制定の背景、条文の概要等については、大崎貞和「改正されたEU投資サービス指令」、『資本市場クォーターリー』二〇〇四年夏号（二〇〇四年八月）、岩田健治「EUの証券市場—証券規制・税制と監督システム」、日本証券経済研究所編『図説ヨーロッパの証券市場 二〇〇四年版』（二〇〇四年二月）を参照。
- (4) 椎名隆一「EU証券市場における代替的取引システムの規制の試み」、『証券経済研究』第四十五号（二〇〇四年三月）を参照。
- (5) Commission Regulation No 1287/2006 of 10 August 2006, Implementing Directive 2004/39/EC, MiFIDの実施細則 (implementing measures) の制定プロセスおよび概要については、大橋善晃「EUの金融商品市場指令 (MiFID)

と最良執行義務」、日本証券経済研究所ウェブサイト『トピックス』欄掲載 (http://www.jsri.or.jp/web/topics/pdf/0608_02.pdf) (二〇〇六年八月) を参照。

- (9) European Commission, Call for Evidence, Pre- and post-trade transparency provisions of the Markets in Financial Instruments Directive (MiFID) in relation to transactions in classes of financial instruments other than shares, 12 June 2006. (IP/06/768) (http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/isd/call_for_evidence_en.pdf)

(7) 拙稿「欧州における債券電子取引の動向」、本誌一六三二号(二〇〇五年一〇月)を参照。

- (8) 『日経金融新聞』二〇〇六年九月二五日。英Financial Times紙が、米Wall Street Journal紙が、二〇〇六年九月二〇日付けのオンライン版において、同様の報道を行っている。(“Banks aim to challenge exchanges,” in FT.com, September 20, 2006, “Banks to Pool Trading Data in Europe,” in WSI.com, September 20, 2006.)

(たけがや せい・客員研究員)

証研レポート既刊目録

No.1621 (2003.12)	執筆者	No.1629 (2005. 4)	執筆者
発展途上国の株高の背景について	伊豆	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
ユーレックスvsシカゴ	吉川	地方再生における産業再生機構の役割	松尾
ーユーレックスのアメリカ市場参入ー		レギュレーションNMSの決着	吉川
アメリカの市場情報課金のあり方について	清水	ーSECによる全米市場システム改革ー	
ー市場情報に関するSEC諮問委員会レポートよりー		アーネバラボとパシフィック証券取引所の経営について	清水
No.1622 (2004.2)		No.1630 (2005. 6)	
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	コーポレート・ガバナンスの新たな展開	二上
ー平成11年以降の債券税制改革についてー		ブレトンウッズ体制の「復活」?	伊豆
施行を前にした証券仲介業制度	二上	ーアメリカの対外不均衡をめぐってー	
国際銀行業の〈ローカル化〉について	伊豆	米国株式市場の再編	吉川
インターナショナル・セキュリティーズ・エクステンジ	吉川	ーポスト・レギュレーションNMSー	
ー急成長したアメリカの電子オプション取引所ー		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.1623 (2004.4)		No.1631 (2005. 8)	
変わりつつある証券会社の人事制度	二上	国債決済リスクの削減と国債清算機関の創設	中島
証券会社による企業再生アドバイザー業務の現状	松尾	地方再生ファンドの現状	松尾
レギュレーションNMS	吉川	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
ーSECの全米市場システム改革案ー		日本における敵対的買収防衛策の導入	福本
「レギュレーションNMS」に見る市場情報手数料	清水	No.1632 (2005.10)	
No.1624 (2004.6)		コーポレート・ガバナンス論の回顧と展望	二上
税制改革と債券市場の新たな展開	中島	N Y S E 外国株市場の最近の動向について	伊豆
ー解消した債券の「課税玉」と「非課税玉」の問題ー		ロンドン証券取引所の買収問題	吉川
証券会社による企業再生アドバイザー業務の現状(続)	松尾	欧州における債券電子取引の動向	横山
米国の内外証券投資について	伊豆	ー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ー	
一九世紀イギリスの地方証券取引所	清水	No.1633 (2005.12)	
No.1625 (2004.8)		レボは売買か貸借か	中島
国債の補完供給制度と新現先方式のレボオペ	中島	ーレボの法律上の扱いについてー	
証券仲介業を巡る新しい動きについて	二上	D D S と企業再生	松尾
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	全米市場システム(NMS)とトレード・スルー	清水
S E C のヘッジファンド規制案について	伊豆	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のもの	福本
No.1626 (2004.10)		ー買収防衛策としての株式分割の役割と現行TOBの問題点ー	
今後の証券業	二上	No.1634 (2006. 2)	
ニューヨーク証券取引所のハイブリッド化	吉川	証券リテール・ビジネスの現状と課題	二上
ーN Y S E ダイレクト+の改訂拡張案ー		最近のネット取引ブームについて	伊豆
欧米の債券電子取引の現状について	清水	マカリー・グループのロンドン証券取引所買収提案	吉川
ユーロ債流通市場における価格情報インフラ	横山	英国債券流通市場の透明性に関するF S A ディスカッション・ペーパー	横山
No.1627 (2004.12)		No.1635 (2006. 4)	
国債発行方式の新たな展開	中島	長期信用銀行の消滅と金融債の発行停止	中島
ー国債市場特別参加者制度の創設についてー		企業再生手法の多様化	松尾
シンジケートローンと普通社債	松尾	ーD D S ・メザニン・信託ー	
国際収支不均衡とその対応策	伊豆	欧米の清算・決済コストについて	清水
社債市場の透明性	横山	大量保有報告制度の特例報告	福本
ーIOSCO報告書を中心にー		No.1636 (2006. 6)	
No.1628 (2005. 2)		米国のネット証券について	伊豆
証券販売チャネルの今後	二上	N Y S E とユーロネクストの合併合意	吉川
ーイギリスの経験ー		ー欧米証券取引所再編の思惑ー	
人民元の切り上げをめぐって	伊豆	アジア債券市場育成構想における市場の重層性	横山
ドイツ取引所のロンドン証券取引所買収提案	吉川	No.1637 (2006. 8)	
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	四〇年の歴史を閉じた国債シ団引受発行	中島
		証券会社決算に見る証券業務の変化	二上
		M S C B とディスクロージャー制度	松尾
		「アメリカ証券取引委員会(S E C)の証券市場規制」	清水
		一般債のペーパーレス化	福本

証研レポート第一六三八号
二〇〇六年十月九日発行

(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10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)