



レポート

No.1642

2007年 6 月

日本のレポ市場の現状と課題

中島 将隆（1）

最近の L B O ブームの特徴と背景

伊豆 久（20）

トランス・アトランティック・エクスチェンジ

～取引所はグローバル化できるのか～ 吉川 真裕（29）

米国国債市場「ベスト・プラクティス」の策定

～フェイル多発およびレポ・スキーズへの対応～ 横山 史生（45）

財団法人 日本証券経済研究所
大 阪 研 究 所

日本のレポ市場の現状と課題

中島 将隆

1 レポ市場は最大の短期金融市場

日本のレポ市場は、今日、最大の短期金融市場として国債市場や資金市場、デリバティブ市場に流動性を供給している。レポ市場の重要性はどれほど強調しても強調しすぎることは無い。はじめに、レポ市場が短期金融市場の中でどのような地位をしめているか、確認してみよう。図表1は、量的金融緩和政策が採用された平成一三年三月から今日まで、この間の短期金融市場の推移を概観したものである。量的金融緩和政策の採用と同時にコール市場残高合計は縮小していったが、とりわけ無担保コールは激減し、代わって有担保コールが増加していった。量的金融緩和政策が解除され、更にゼロ金利政策が解除される平成一八年七月からは、無担保コールと有担保コールの地位は逆転するが、コール市場残高は本年三月時点で二四兆円であり、なお平成一三年三月時点の水準にまで回復していない。

コール市場の残高、とりわけ無担保コール市場残高は激減したが、レポ市場は拡大を続けている。債券レポは、この間ほぼ一貫して増加し、本年三月には七八兆円に達した。レポ市場の内訳をみると、現先市場は平成一三年四月に新現先市場が創設され、一四年四月から旧現先は新現先に強制移行した。創設直後の新現先市場は低迷していたが、その後は比較的順調な拡大を続け、本年三月時点の残高は三四兆円になった。レポ市場残高は一二二兆円に達し、コール市場の四・七倍になったのである。オープン・マーケットの譲渡性預金についてみると、こ

図表1 短期金融市場の推移

(単位：兆円)

年月末	コール市場			レボ市場			譲渡性 預金	政府短期 証券	短期 国債
	無担保 コール	有担保 コール	残高 合計	現先	債券 レボ	残高 合計			
13年 3 月 (2001)	18.1	9.0	27.1	26.8	57.1	83.9	49.2	47.6	33.3
6 月 (2001)	10.7	7.1	17.8	12.7	46.5	59.2	47.2	52.9	32.2
9 月 (2001)	8.8	10.0	18.8	8.8	46.6	55.4	50.8	45.8	31.5
12月 (2001)	6.9	10.2	17.1	6.1	45.1	51.2	44.7	42.5	31.1
14年 3 月 (2002)	8.5	10.7	19.2	9.1	45.5	54.6	33.9	49.6	32.6
6 月 (2002)	6.0	10.5	16.5	7.7	38.8	46.5	31.0	56.9	32.7
9 月 (2002)	4.6	11.6	16.2	7.6	47.1	54.7	33.8	48.2	34.7
12月 (2002)	4.2	10.8	15.0	10.2	37.0	47.2	30.5	43.5	35.3
15年 3 月 (2003)	3.9	11.4	15.4	13.5	45.3	58.8	28.1	57.5	43.4
6 月 (2003)	6.5	11.6	18.2	14.4	44.0	58.4	29.8	68.1	37.2
9 月 (2003)	3.9	12.5	16.4	21.0	53.4	74.4	29.5	67.2	37.5
12月 (2003)	6.2	12.5	18.8	17.0	48.3	65.3	30.8	70.3	39.4
16年 3 月 (2004)	4.4	14.2	18.6	17.9	54.4	72.3	30.2	86.1	40.6
6 月 (2004)	5.7	12.9	18.6	21.4	54.7	76.1	33.0	99.9	42.2
9 月 (2004)	4.5	12.9	17.5	23.6	60.7	84.3	33.0	86.8	46.1
12月 (2004)	5.8	12.4	18.2	23.1	58.3	81.4	30.6	85.9	46.3
17年 3 月 (2005)	4.8	12.6	17.5	23.0	61.8	84.8	29.2	96.0	46.6
6 月 (2005)	6.8	13.2	20.1	24.3	56.6	80.9	29.8	97.1	47.6
9 月 (2005)	5.8	13.0	18.9	25.3	64.2	89.5	27.3	91.0	48.9
12月 (2005)	7.5	13.5	21.1	28.1	58.2	86.3	30.5	90.0	50.7
18年 1 月 (2006)	7.7	13.3	21.1	29.6	62.3	91.9	30.1	90.1	50.4
2 月 (2006)	8.7	13.1	21.9	31.0	64.0	95.0	29.4	90.8	50.4
3 月 (2006)	8.5	13.0	21.5	30.1	75.3	105.4	28.8	97.6	51.3
4 月 (2006)	9.7	12.0	21.8	30.2	69.5	99.7	30.2	102.9	50.9
5 月 (2006)	10.8	9.8	20.7	31.6	68.1	99.7	26.8	101.0	50.5
6 月 (2006)	11.0	9.5	20.5	27.1	63.6	90.7	29.3	100.0	51.9
7 月 (2006)	12.1	8.3	20.4	26.1	63.5	89.6	30.7	96.1	51.5
8 月 (2006)	12.6	8.3	21.0	23.8	64.5	88.3	30.5	94.4	51.2
9 月 (2006)	9.1	10.7	19.9	24.5	66.5	91.0	28.5	94.6	48.0
10月 (2006)	11.1	8.4	19.5	26.4	61.5	87.9	30.2	97.2	47.6
11月 (2006)	11.5	8.6	20.2	31.5	67.2	98.7	31.4	97.5	47.0
12月 (2006)	12.4	9.3	21.7	28.9	64.9	93.8	31.1	96.4	46.4
19年 1 月 (2007)	13.6	8.8	22.4	34.6	63.5	98.1	30.3	95.9	43.8
2 月 (2007)	16.2	8.9	25.1	37.8	63.3	101.1	28.7	96.8	43.5
3 月 (2007)	13.0	10.9	24.0	34.1	78.2	112.3	27.1	100.0	41.4

- (注) 1. 無担保コール、有担保コール（翌日物）、譲渡性預金は日銀調べ（末残）。ただし、有担保コールは末残合計と無担保コール残高の差
2. 債券現先は日本証券業協会調べ
3. 債券レボ（現金担保付債券貸借取引）は債券貸付、額面ベース、日本証券業協会調べ
4. 政府短期証券、短期国債は財務省調べ

の間、一貫して微減している。短期国債や政府短期証券は財政赤字の拡大の影響を受けて残高は増加しているが、レポ市場残高を上回ることはいない。

コール市場とは対照的に、レポ市場がなぜ最大の短期金融市場となったのであろうか。

市場が拡大した理由は、まず、レポ取引はリスク最小の取引という点にある。レポ取引は有担保取引だから、信用リスクがない。非伝統的金融政策が採用されている間、無担保コールと有担保コールの地位が逆転したのは、コール市場における信用リスクを回避するためであった。レポ取引は、この信用リスクから開放されているのである。また、新現先取引にはリスク・コントロール条項が導入された。債券レポだけでなく現先取引もマージン・コールをはじめ、リスク・コントロール条項が設けられて価格変動リスクから開放されたのである。他のオープン・マーケットは信用リスクは無いが、価格変動リスクがある。レポ取引だけがこのリスクから開放されているのである。

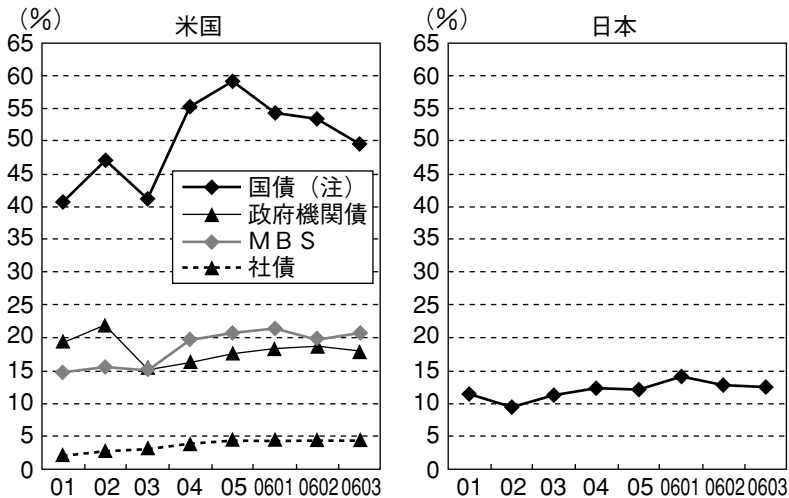
第二に、国債発行残高が激増し、国債売買高が増加しているからである。債券ディーラーは国債発行額の拡大と共に引き受け資金を調達しなければならない。また、債券ディーラーは不特定多数の顧客に対して自己の勘定で売り向かい、或いは、買い向かわねばならない。ここでは、受渡に必要な特定銘柄の国債調達が必要となり、また、ディーラー・ファイナンスが必要となる。債券ディーラーは、この資金と国債をレポ市場から調達する。他方、レポの一方当事者である金融機関や機関投資家は、保有している債券の有利運用の方法として特定銘柄の国債を貸し出して品貸料を獲得する。同時に、調達した資金をレポ市場で運用する。国債発行残高が激増し売買高が増加すると、これに照応してレポ市場も拡大していくことになるのである。

日本のレポ市場は、今後、更に拡大していくことが予想される。まず、金融政策が転換しゼロ金利政策が解除

されたからである。ゼロ金利政策下にあっても、前述した理由でレポ市場は拡大を続けてきた。しかし、ゼロ金利政策が放棄され金利正常化が進むと、レポ取引の収益性が向上するだけでなく、これまで機能麻痺に陥っていた短期金融市場は復活し、短期金融市場間での金利裁定取引も活発になることが予想される。そうなれば、レポ市場は更に拡大していくことになる。

更に、国債発行残高とレポ市場残高の関係についてである。日本と同様、アメリカのレポ市場も最大の短期金融市場であるが、アメリカのレポ市場残高と国債残高を比較すると、日本のレポ市場の将来像を描くことができる。図表2をみると、国債残高比率に対するレポ残高比率は、日本の場合、約一〇％強である。一方、アメリカの場合、その比率は約五〇％強である。アメリカのレポ取引では国債だけでなくMBSや社債も担保となっているが、日本は国債だけである。こうした違いはあるものの、アメリカ

図表2 国債等の発行残高とレポ・債券貸借残高の比率



(出所) 日本銀行「米国短期金融市場の最近の動向について」2007年2月22日

- (注) 1. 原資料：FRB "Flow of Funds", The Bureau of the Public Debt "Monthly Statement of the Public Debt of the United States", FRBNY "Primary Dealer Statistics", 日本銀行「公社債発行・償還および現存額（国内起債分）」、日本証券業協会「債券貸借取引状況」「公社債投資家別現先売買月末残高」
2. 非市場性国債を除く。

カの市場規模と比較すれば、日本のレポ市場は更なる拡大の余地があることを示している。

2 レポ市場の問題点―日銀のアンケート調査から―

日本のレポ市場は更なる拡大が予想されるとはいえ、図表2は日米比較の上での問題であった。果たして、予想が実現する具体的な根拠があるのだろうか。また、金利正常化が進み短期金融市場の重要性が高まる中で、現実のレポ市場に問題は無いのだろうか。

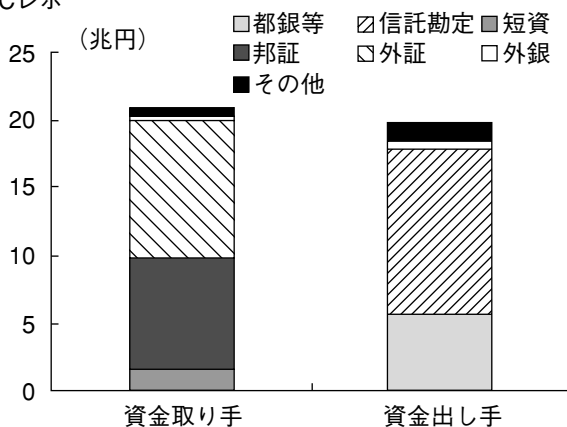
日本銀行は二〇〇六年六月と十一月の二回、レポオペ先のレポ取引についてアンケート調査を行った。二回にわたるアンケート調査の結果については、いずれも、公表されている。⁽¹⁾ このアンケート調査によってレポ市場の取引実態と問題点が明らかになった。以下では、二回のアンケート調査によって明らかになって重要点を紹介していきたい。

二〇〇六年六月の調査

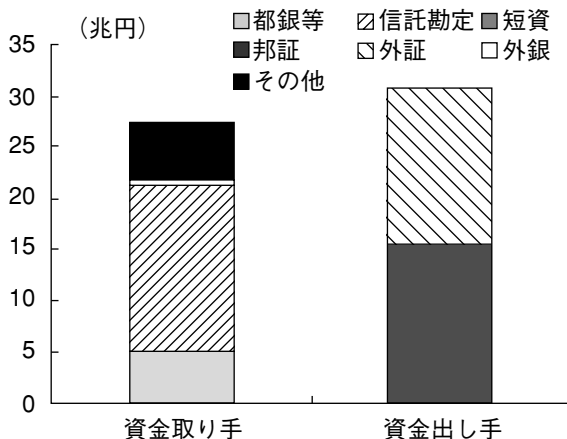
アンケート調査では、現先と債券レポを区別するのではなく、SC (Special Collateral) とGC (General Collateral) に分類して調査している。現先も債券レポも同じ機能を果たしているからである。SC取引とGC取引の区別は、レポ取引において市場参加者が如何なる目的で債券取引を行うか、市場参入動機の違いによる区分である。すなわち、SC取引は特定銘柄の債券を取得するための取引であり、GC取引では債券の銘柄が問われることはない。GC取引は資金取引が目的であり、債券の銘柄は無関係である。従って、SC取引は特定銘柄の債券取引であり、GC取引は資金取引である。日銀のアンケート調査は、SC取引とGC取引の、それぞれの市

図表3 レポの出し手・取り手別残高（2006年5月末残）

(a) GCレポ



(b) SCレポ



(出所) 日本銀行「金融市場レポート（追録）量的緩和政策解除後の短期金融市場の動向」2006年7月31日

- (注) 1. 信託勘定は、資産管理系信託銀行の信託勘定（投信を含み、貸付信託・指定合同運用金銭信託＜元本補てん型＞を除く）等の合計。
 2. ネット運用・調達ベース。
 3. 日本銀行「短期金融市場取引に関するアンケート」より作成。

場参加者を調査している。GC取引とSC取引に関する統計データはこれまで無かった。今回のアンケート調査によって初めてこの点が明らかになったのである。

第一回のアンケート調査は、図表3に集約される。この結果について、報告書は次のようにコメントしている。

「・オペ先等のレポ取引を合計すると、五月末の残高（資金調達残高。額面ベース）は九四兆円であった。これは、市場全体のほぼ九割程度をカバーしている。

・このうちGCの残高は三七兆円、SCの残高は五七兆円（何れもグロス・ベース）となっている。

・市場の出し手・取り手の構造をわかりやすくするために、法人毎に資金の出しと取りを差引き合算したところ、GCの資金の出し手は都市銀行等が約三割、信託（信託銀行の信託勘定）が約六割を占めた。地銀や生保なども主要な出し手となっている無担保コールに比べると、広がりは乏しい。一方、取り手は大半が証券である」⁽²⁾。

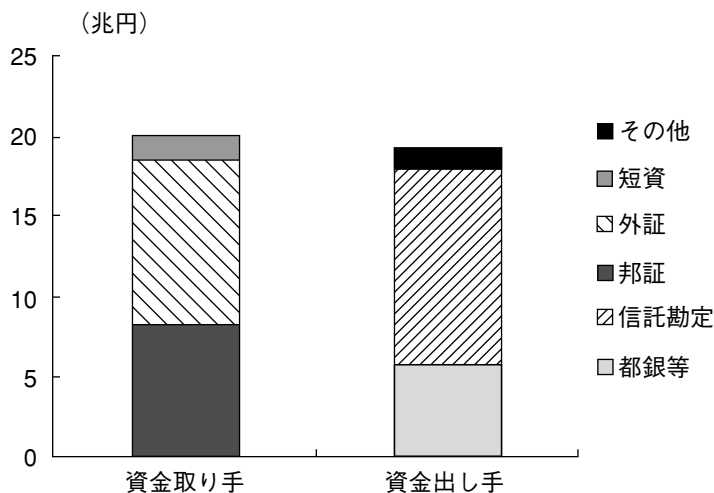
このように述べた上で、地銀や機関投資などはレポでの取引体制を構築していないため、GCレポの資金の出し手が少ないと分析している。そして、GC取引の六割を占める信託について、次のように述べている。GCレポの「出し手の約六割を占める信託は、有価証券信託で受託した国債をSCで証券などに貸し出し、その際に受け入れた現金担保を今度はGCで当該証券等に対して再運用する事例が多い。図表3（b）（引用者…本文では図表9（b））はSCの五月末残高を示したものであるが、信託はSCとGCがほぼ同額となっている。信託のGCにおける資金放出はSCとセットで約定されることが多く、相手先との間では、実態として資金的にニュートラルな債券交換に近い取引となっている」⁽³⁾。ここでも、GC取引の資金の出し手が少ないことが改めて指摘されている。

二〇〇六年一一月の調査

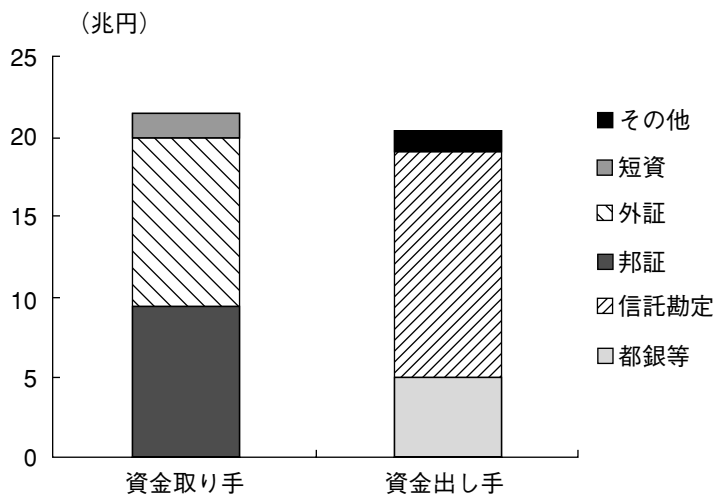
一一月の調査は、レポオペ先の一〇月末残高に対して行われたが、レポオペ先の残高合計八六兆円は市場全体の九割以上をカバーしていることがわかる（前掲図表1参照）。まず、出し手・取り手別の残高をみると、五月

図表4 G C レポの出し手・取り手別残高
(2006年5月・10月末残)

(5月末)



(10月末)



(出所) 日本銀行「金融市場レポート(追録)2006年7月の政策金利上げ後の短期金融市場の動向」2007年1月19日

- (注) 1. 本稿は、基本的に06年12月末までの情報に基づいている。
2. 残高は、運用・調達額を主体毎にネットしたベース。
3. 原資料は日本銀行「短期金融市場取引に関するアンケート」

末と殆ど変わらず、相変わらず出し手の広がりに乏しいことが図表4で明らかである。アンケート調査によると、G C取引を積極的に行わない理由は、「(諸準備や事務コストに比して)運用レートが低い」と回答する先が最も多かった。「その他」も少なくないが、内容的には、(事務コストのかかるレポよりは)無担保コール等他市場で

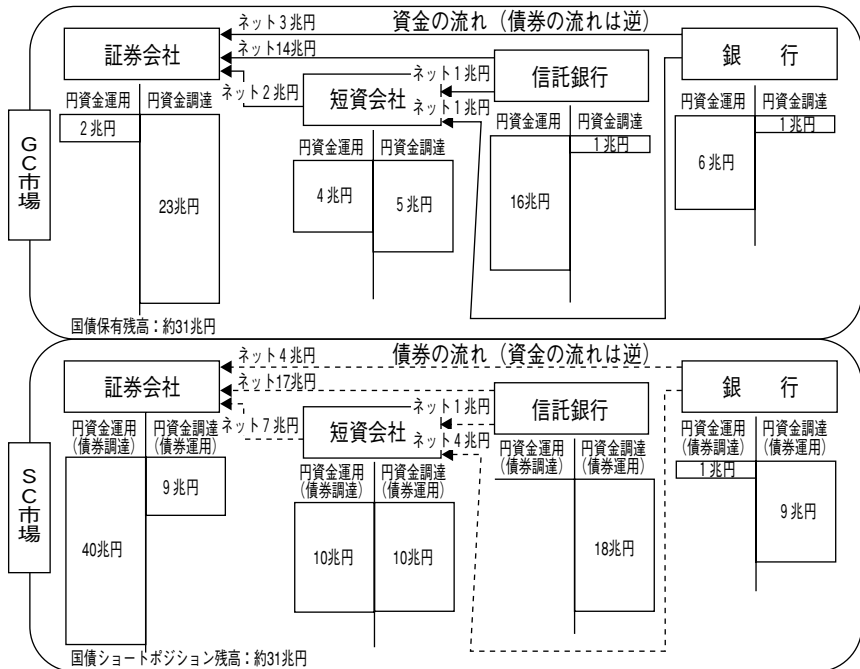
の取引を優先している、組織・人員・事務・システム面が未整備である、といった趣旨の回答が多かった」とされている⁽⁴⁾。

一月の調査では、取り手・出し手別の取引構造が詳細に分析されている。そして、図表5によって、取引構造の特徴を次のように整理している。

「まず証券会社は、国債現物のロングポジションおよびショートポジションをそれぞれ約三一兆円有している。証券会社は、レポ市場を通じて、ロングポジションにかかると過半の資金調達と、ショートポジションとなっている債券の調達を行っている。

・SC市場を通じて債券を証券会社に貸しているのは、信託（一七兆円相当）、銀行（都銀等中心、四兆円相当）、短資（七兆円相当）である。短資は、銀行、

図表5 レポ市場の取引構造（06年10月末）



（出所）日本銀行「2006年7月の政策金利引上げ後の短期金融市場の動向」2007年1月19日

（注）1. 日本銀行「短期金融市場取引に関するアンケート」

2. 信託銀行は、銀行勘定および資産管理系信託等一部信託銀行の信託勘定。

信託等から債券を借り入れて、証券会社に貸し付けている。

- ・ G C市場を通じて資金を証券会社に貸し付けているのも、信託（一四兆円）、銀行（都銀等中心、三兆円）、短資（二兆円）である。短資は、銀行、信託等から資金を借り入れて、証券会社に貸し付けている。

- ・ 信託（有価証券信託が中心）は、運用資産として既に保有している債券を S Cで貸し付け、受け取った現金担保を G Cで運用している。その際、同一の相手と S C・ G Cをセットで約定するケースが多い。

- ・ 銀行も S Cで債券貸付、 G Cで資金放出を行っている。但し、資金放出はコールなど他市場とも見比べながら実施されるケースが多く、上述の信託とは異なり、 S Cと別個の取引として行われることが多い。

- ・ 短資は、 G C、 S C両市場において、証券会社と信託、銀行の間を実質的に仲介する役割を担っているため、運用・調達両建てとなっている。

- ・ 個社別にみると、銀行、信託は、何れも大手三〇四社が中心であるほか、短資も三社であり、証券会社以外で活発に取引している先数は限られている。生保や地銀は G Cで取引している先は少なく（後掲図表24）、 S Cで債券貸出を若干行っている程度に止まっている。また、短資以外の業態は、 G C、 S Cいずれにおいても、運用か調達どちらかにポジションが偏っている先が大半で、両建てで活発に取引している先は限定的である⁽⁵⁾。

日銀の取り組み

アンケート調査の結果、 G C取引における資金の出し手が少ないことが明らかとなった。レポ市場の参加者が限定され資金の出し手が少ないと、レポレートの高止まりを招き、レポレートがぶれやすくなる。図表6をみると、非伝統的金融政策が放棄された時点から G Cレポレートが無担保コールレートを上回っている。有担保は信

用リスクがフリーであるから、本来であれば、無担保コールレートよりもGCレポレートが低いはずのものである。ところが、現実には逆転して、GCレポレートが無担保コールレートを上回っているのである。こうした現象が生じるのは、資金の出し手が少ないこと、短期金融市場間で裁定取引が行われていないからである。

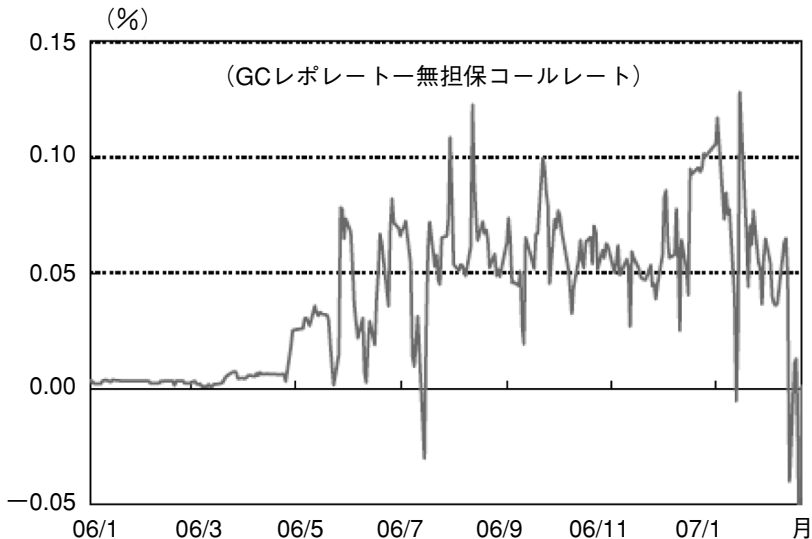
日本銀行はこうした問題を解決するため、二〇〇七年二月、半年間を目処に「短期金融市場の機能向上への取り組み」についてスケジュールを発表した。三月一日には短期金融市場フォーラムを開催し、また、レポ指標レートに関するワーキング・グループを発足させた。市場参加者を交えて参加者を拡大するための対応策を研究し、レポレートの集計方法についても再検討を始めたのである。

3 解決を迫られるレポ市場の課題

市場参加者の検討

日銀のアンケート調査では、GCレポとSCレポに分類してレポ市場の参加者を分析した。SC取引とGC取引に

図表6 GCレポと無担保コールのレート差の推移



(出所) 日本銀行「短期金融市場の機能向上に向けた論点」2007年3月1日

関する統計資料はないから、今回のアンケートによって日本のレポ市場がどのような機能を現実に果たしているか、その点が統計的に明らかになったわけである。ところが、市場参加者を分析する場合、アンケート調査では現先市場と債券レポ市場の参加者の違いがわからない。現先取引でも債券レポ取引でもGCレポとSCレポが行われているからである。レポ市場の参加者を問題にする場合、改めて現先市場と債券レポ市場のそれぞれについて検討する必要がある。

現先市場の参加者については、日本証券業協会が投資家別現先売買高を公表している。図表7によって現先市場の参加者をみると、都市銀行等は現先市場に参入していない。信託銀行は資金の取り手としては登場せず、資金の出し手と登場するだけで、しかもその額は僅少である。事業法人についても、信託銀行とほぼ同じである。現先市場は、今日では、外国人と債券ディーラーの市場と言っても過言ではない。

債券レポ市場の市場参加者に関する統計はない。市場参加者に関する統計はないが、今回の日銀のアンケート調査と現先市場の参加者をつき合わせると、債券レポ市場の参加者がある程度、類推することができる。アンケート調査では、信託銀行はGC取引の資金の出し手として、また、SC取引の資金の取り手として、ほぼ六割を占めていた。また、都銀も同様にGC取引の資金の出し手として約三割、SC取引の資金の取り手としてもほぼ同じ比重を占めていた。

以上の点から明らかなことは、信託銀行や都銀などの金融機関は債券レポ市場には参入しているが、現先市場には参入していない、という点である。債券レポ市場の参加者は現先市場に比較して広範である。従って、レポ市場の参入問題は、実は、現先市場の参入問題ということになる。

前掲図表1にみたように、日本のレポ市場は最大の短期金融市場であり、かつ、この市場はゼロ金利政策下に

図表 7 投資家別現先売買残高

(単位：億円、%)

年月末	都市銀行 (長 信銀等を含む)		信託銀行		事業法人		外国人A		債券ディーラーB		残高合計C		(A+B)/C	
	売残	買残	売残	買残	売残	買残	売残	買残	売残	買残	売残	買残	売残	買残
13年 3月(2001)	450	0	0	1,009	182	8,264	12,634	10,560	192,986	66,038	268,641	268,641	76.5	28.5
6月(2001)	600	0	0	2,414	75	3,875	9,152	6,880	79,236	38,846	127,896	127,896	69.1	35.8
9月(2001)	0	0	0	1,634	71	3,819	9,757	11,811	55,953	29,347	88,171	88,171	74.5	46.7
12月(2001)	0	0	0	2,101	65	2,322	8,019	10,098	39,852	17,036	60,531	60,531	79.1	44.8
14年 3月(2002)	0	0	0	588	59	4,237	10,617	21,607	60,472	28,458	90,765	90,765	78.3	55.2
6月(2002)	350	50	0	1,379	56	3,814	13,269	28,153	58,406	15,450	76,922	76,922	93.2	56.7
9月(2002)	0	0	0	1,875	56	3,090	15,237	24,866	51,545	21,682	75,813	75,813	88.1	61.4
12月(2002)	50	710	0	2,597	55	3,357	28,200	24,999	68,545	31,913	102,494	102,494	94.4	55.5
15年 3月(2003)	50	987	0	2,703	55	3,551	24,019	35,024	104,824	25,940	134,509	134,509	95.8	45.3
6月(2003)	100	3,000	0	2,339	54	3,310	28,572	49,983	109,814	33,488	144,022	144,022	96.1	58.0
9月(2003)	0	0	0	3,101	52	2,475	21,141	91,834	172,110	34,165	210,104	210,104	92.0	60.0
12月(2003)	0	477	0	2,571	102	2,659	23,646	77,210	137,016	32,758	170,130	170,130	94.4	64.6
16年 3月(2004)	300	3,000	0	1,837	98	3,533	29,137	72,544	137,395	40,109	178,806	178,806	93.1	63.0
6月(2004)	0	1,983	500	1,372	97	2,764	37,366	109,002	164,141	48,053	213,891	213,891	94.2	73.4
9月(2004)	0	0	0	2,370	97	3,273	60,113	115,518	170,245	65,753	236,217	236,217	97.5	76.7
12月(2004)	0	1,432	0	2,894	83	2,880	72,336	115,647	153,634	77,241	231,943	231,943	97.4	83.2
17年 3月(2005)	0	0	500	2,636	80	3,965	70,784	97,665	150,032	80,353	230,535	230,535	95.8	77.2
6月(2005)	0	420	0	3,118	80	4,445	94,026	96,010	140,501	101,559	243,094	243,094	96.5	81.3
9月(2005)	0	0	0	2,889	79	3,950	83,725	93,855	149,671	103,831	253,593	253,593	92.0	78.0
12月(2005)	0	0	0	2,492	79	4,155	81,183	107,152	170,051	110,412	281,038	281,038	89.4	77.4
18年 1月(2006)	0	878	0	2,832	79	5,779	99,703	100,661	165,525	130,080	296,135	296,135	89.6	77.9
2月(2006)	0	0	0	2,370	79	6,462	116,692	121,769	177,823	132,927	310,889	310,889	94.7	81.9
3月(2006)	0	0	0	2,112	60	5,540	114,671	125,513	171,642	129,965	301,679	301,679	94.9	84.7
4月(2006)	0	0	0	2,607	60	5,627	114,812	133,208	176,311	126,006	302,377	302,377	96.3	85.7
5月(2006)	0	0	0	2,448	160	6,671	115,411	132,981	190,599	125,410	316,152	316,152	96.8	81.7
6月(2006)	0	0	0	2,607	60	4,821	120,977	75,822	139,301	132,378	271,739	271,739	95.8	76.6
7月(2006)	0	0	0	2,416	60	4,187	99,677	85,801	157,910	102,628	261,218	261,218	98.6	72.1
8月(2006)	0	0	0	1,908	59	4,018	91,406	92,543	145,535	93,130	238,724	238,724	99.3	77.8
9月(2006)	0	0	0	2,156	59	3,633	85,982	92,088	157,992	87,386	245,438	245,438	99.4	73.1
10月(2006)	0	0	247	1,642	59	5,150	95,680	105,575	167,069	97,324	264,699	264,699	99.3	76.7
11月(2006)	0	0	0	1,348	59	4,476	133,991	113,572	177,959	137,264	315,282	315,282	98.9	79.6
12月(2006)	0	0	0	1,678	58	3,485	133,314	98,532	155,336	134,351	289,745	289,745	99.6	80.4
19年 1月(2007)	0	0	0	1,238	58	3,844	146,722	100,465	196,076	150,472	346,606	346,606	98.9	72.4
2月(2007)	0	0	0	1,211	128	4,702	172,155	107,107	203,686	174,704	378,449	378,449	99.3	74.5
3月(2007)	0	0	0	1,184	121	3,688	172,782	101,153	162,329	179,439	341,819	341,819	98.0	82.1

(注) 日本証券業協会調べ

あっても拡大した。しかし、レポ市場を現先市場と債券レポ市場に分類して検討すると、新現先市場は拡大したとはいえ、債券レポ市場の半分にすぎない。また、債券レポ市場は平成八年に創設されたが数年を経ずして最大の短期金融市場に成熟した。ところが、新現先市場の拡大のテンポは、創設当初の予想に反した展開となっている。新現先市場が予想に反して急成長を遂げない理由は、金融機関や機関投資家、わけでも信託銀行の参入が見られないからである。

では、市場参加者を拡大するにはどのような課題を解決する必要があるのだろうか。

コスト軽減のための工夫

日銀のアンケート調査から明らかのように、まず、現先市場への参加者が増えないのは、システム整備の事務コストが負担になること、運用レートが低い今日では、システム構築のメリットがない、と言う点である。債券レポは日本固有の取引形式であり、クロス・ボーダーのレポ取引には馴染まない。しかし、非居住者にとっては難解な仕組みであつても、日本の市場参加者はこの取引手法に習熟し、このため巨額の資金を必要とする新現先のシステム導入のインセンティブが働かないのである。

この点については、コストをアウトソーシングする等アメリカの経験から学ぶことも重要であろう。日銀の調査論文「米国短期金融市場の最近の動向について」において、次のように述べている。「レポ取引は有担保取引であることから、担保の受渡や管理コストが大きい。わが国において、事務処理体制（システム、人員）を整えていないことを理由にレポ取引に参加していない先がすくないのは、このような担保に関する取引コストが大きいことが背景にある。…米国レポ市場は、担保の受渡や管理コストを安全で効率的に行うための工夫の積み重ね

により、発展してきたと言つてよい」⁽⁶⁾。そして、レポ市場のインフラ整備がアメリカのレポ市場でどのように進められてきたか、を紹介している。例えば、債券の受渡や管理等のバックオフィス事務のアウトソーシングを行う為のクリアリング・バンク普及、トライパーティ・レポの普及、トライパーティ・レポをディーラー間のレポ取引で行うGCFレポの導入、電子取引化・STP化の普及などをあげている。また、日銀論文「短期金融市場の機能向上に向けた論点」においても、担保の受渡、管理コストの削減のためにトライパーティ・レポの導入やGCFレポの導入、精算・ネットイングの利用促進などを提言している⁽⁷⁾。コスト軽減のためには、こうしたレポ取引のインフラ整備が必要な課題である。

信託銀行参入問題

コスト軽減の工夫に加えて、信託銀行が新現先市場への参入を可能にするため法律上の問題を解決する必要がある。というのは、信託勘定の契約と新現先の基本契約書は整合性が無く、信託銀行が新現先市場に参入することが困難となっているからである。この点について、平成一四年二月三日の『日経公社債情報』は次のように伝えている。『リスクを個別ファンドにとどめたい』。二月一日に開かれた債券貸借取引等研究会（レポ研）第二回会合で信託銀行が現先取引契約を結ぶ場合の問題点を巡って白熱した議論がかわされた。レポ取引の場合、信託銀行は個別のファンド毎に決済している。新現先では信託銀行が受託しているすべてのファンドをまとめて決済する必要がある。新現先では委託者が破綻した場合、責任の所在が明確でなく、契約書を締結したケースがほとんどないという⁽⁸⁾。信託銀行が信託勘定で扱う有価証券信託のマーケット・シェアは約四〇兆円と極めて大きい。大きなマーケット・シェアを持つ信託銀行が信託法の通説に従って新現先への移行を躊躇している。

この問題を解決するため、実務界からは法律の解釈に拘泥することなく新現先契約に向けて歩み寄る事が必要であると提言⁽⁹⁾されている。

現先市場へ信託銀行が参入していない根拠は、信託勘定の契約と新現先の基本契約書に整合性がないからである。こうした法律上の問題を解決することも重要な課題である。

統計情報と用語の問題

日本のレポ市場については、解決せねばならない問題は他にもある。一つは、用語の問題である。債券レポとは、言うまでも無く、現金担保付債券貸借取引のことである。この取引きは、当初、「日本版レポ」と言われた。レポ取引は買い戻し条件付売買のことであるが、有価証券取引税を回避するため、日本では売買ではなく貸借の形式でレポ市場が創設されたからである。有価証券取引税が撤廃され、国際標準のレポ市場である新現先市場が平成一三年に創設された。現先も日本のレポであるから、混乱を避けるため「日本版レポ」は「現担レポ」、あるいは「貸借レポ」とも言われるようになった。現担レポと言われたのは、国際標準のレポは債券が担保となるが、「日本版レポ」では現金が担保となっているからである。また、貸借レポと言われるのは、日本の場合、売買ではなく貸借の形式でレポ取引の機能を果たしているからである。そして今日では、こうした愛称に代えて、ようやく「債券レポ」という用語が定着し始めた。国際標準のレポ取引は資金取引であるが、「日本版レポ」は現金を担保とする債券取引であるから、「債券レポ」という用語が定着しはじめたのである。

ところが、日銀の最近の論文では、たとえば、「わが国では、現金担保付債券貸借をレポと呼ぶのが通例である」(「米国短期金融市場の最近の動向について」三頁)のように、非常に紛らわしい著述となっている。日本で

は貸借取引がレポであり、外国では買い戻し条件付売買がレポであるとすれば、レポという用語の統一性が無くなってしまふ。貸借取引がレポであれば、現先はレポではないのか、ということになる。現先も現金担保付貸借も市場機能は同じである。しかし、売買形式か貸借形式か、この点が異なる。貸借形式のレポは日本固有の非常に難解な構造であり、だからこそ、国際標準である売買形式のレポ市場として新現先市場が創設されたのであった。こうした点を十分に踏まえて、用語の混乱を避けるため、現金担保付債券貸借は日本固有の「債券レポ」である、債券レポは貸借取引である、このように用語を統一して混乱を回避する必要がある。市場関係者の間には、レポ市場は専門家の市場という自負があり、洋の東西を問わず専門家でしか通用しない造語に満足する習慣がある。レポ市場が難解な一つの理由は、この習慣である。

もうひとつ、「債券レポ」の統計についてである。日本版レポ、現担レポ、貸借レポ、債券レポなど多くの愛称で親しまれているが、この愛称をつけた統計は存在しない。債券貸借取引の統計の中で、内書で記されている「うち現金担保」が「債券レポ」の統計である。「債券レポ」の統計を見つけ出すことは、金融や証券の初歩的知識でもってしては不可能となっている。レポ市場が最大の短期金融市場となり、レポ市場の重要性が強調されている今日、こうした問題も見逃すわけにはいかないのである。

注

- (1) 第一回の調査は二〇〇六年六月に実施され、金融市場レポート（追録）「量的緩和政策解除後の短期金融市場の動向」（二〇〇六年七月）として公表された。第二回目の調査は二〇〇六年十一月に実施され、金融市場レポート（追録）「二〇〇六年七月の政策金利上げ後の短期金融市場の動向」（二〇〇七年一月）として公表された。

(2) 金融市場レポート(追録)「量的緩和と政策解除後の短期金融市場の動向」(二〇〇六年七月) 六頁

(3) 同上 六頁

(4) 金融市場レポート(追録)「二〇〇六年七月の政策金利引上げ後の短期金融市場の動向」二〇〇七年一月一九日 一〇頁

(5) 金融市場レポート(追録)「二〇〇六年七月の政策金利引上げ後の短期金融市場の動向」二〇〇七年一月一九日 九頁

(6) 日銀「米国短期金融市場の最近の動向について」二〇〇七年二月二日 一五頁

(7) 日銀「短期金融市場の機能向上に向けた論点」二〇〇七年三月一日、日銀(参考)米国レポ市場における取引円滑化のための工夫」二〇〇七年三月一日。

(8) 同様の指摘は「新現先市場の拡大に向けて」『Focus on the Markets』No. 61(東京三菱銀行)においても、次のように指摘している。

「信託勘定の何が問題となっているのかというと、それは信託財産(ファンド)の独立性に係る問題であり、具体的には下記の二点が挙げられる。

まず一つには、新現先の基本契約書における一括清算条項(第一条)と信託法によって保護されるところの信託財産(ファンド)の独立性との整合性がある。例えば、複数の信託財産(ファンド)を委託する信託銀行が仮に信託勘定という名義で契約を行う。そこである一つのファンドが一括清算条項に抵触する事態(破産等)に陥った場合、契約上では「全ての個別取引が終了し、全ての受払いされる金額が相殺され、その差額を一本の債権又は債務として直ちに受け払いされる」ことになるが、果たして「全ての個別取引」に信託勘定内の他の信託財産(ファンド)全て

での取引が及ぶとなると、各信託財産（ファンド）の独立性が侵されないか、というものである。

もう一つの問題が、契約書上の純与信額の定義（第二条）と信託財産の独立性との整合性である。純与信額の認識については日々のマージン・コールの取り扱いに係るため、取引の現場レベルでは一括清算に比べ日常的な問題といえる。記述の通り新現先契約では、個別取引毎に行使（一件一件の純与信額を相殺しネットで行使）することになった。これによって、仮にファンドを跨いで（更には信託勘定と銀行勘定を跨いで）純与信額を認識しなければならなくなると、これは、信託勘定内の信託財産（ファンド）毎に分別管理を行わねばならないという原則に悖ることになるという問題である」同上、九頁。

（9）

「具体的な対応としては、新現先契約を補うかたちで、信託財産と取引を行うにあたっての上記問題（①一括清算時の対応、②マージン・コールの対応等）について確認事項・合意事項を相対で確認し合い、法的解釈のリスクの溝を埋めることである」『Focus on the Markets』No. 61 東京三菱銀行 一〇頁

（なかじま まさたか・客員研究員）

最近のLBOブームの特徴と背景

伊豆 久

はじめにLBOの世界的拡大

プライベート・エクイティ・ファンドが買収先資産を担保に資金を調達して企業を買収するLBO（レバレッジド・バイアウト）が、日本でも欧米でも急増している。欧米の市場規模は四千億ドルを越え（図1）、日本でも絶対額はまだ小さいものの（昨年二兆四千億円）、前年の三・八倍と急拡大している。

プライベート・エクイティ・ファンドのもう一つの投資対象（手法）としてベンチャー企業（ベンチャーキャピタル）があるが、図2が示すように、ファンドによる新興企業への投資はITバブル後低迷を続けており、現在、低金利の持続を背景に、安定したキャッシュフローや資産をもつ大企業へのLBO投資が中心となっている。

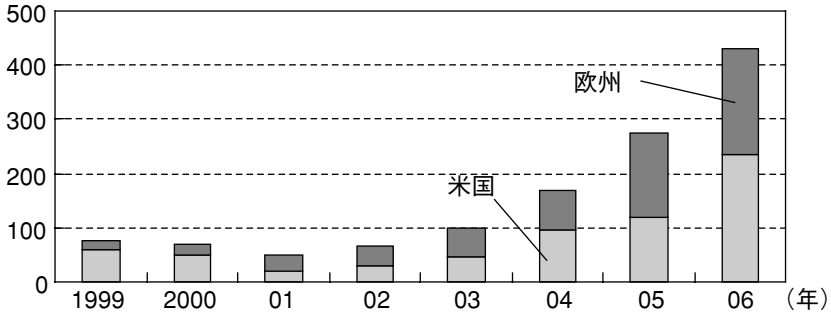
LBOそのものは、一九八〇年代後半の米国でも大きな話題となったが、今回のブームには当時とは異なる特徴も見られる。最近のLBOブームの特徴と背景について、以下、簡単に整理してみたい。

1 一九八〇年代との違い

米国では、一九八〇年代後半にも買収ファンドによるLBOが繰り返された時期があった。二五〇億ドルを上回ったKKRによるRJRNビスコ買収劇はその象徴的な案件である。

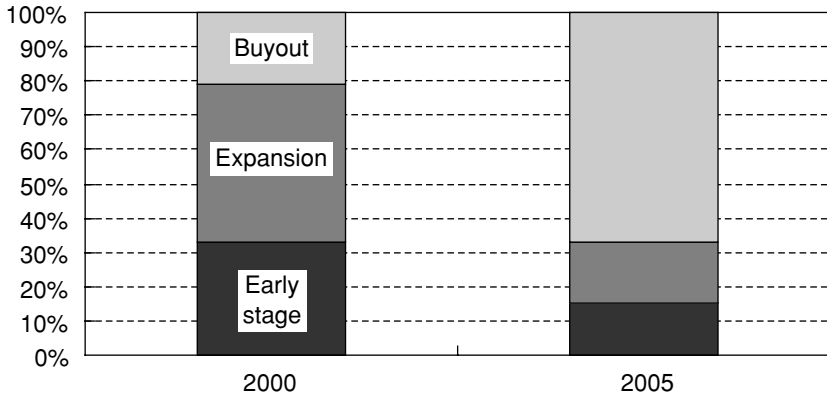
図1 欧米のLBOの推移

(10億ドル)



(出所) "Private equity; The uneasy crown," *The Economist*, Feb. 10 2007.

図2 プライベート・エクイティ・ファンドの投資先



(出所) "Private Equity," *City Business Series*, International Financial Services, London (IFSL), October 2006.

では、当時のLBOブームと現在のブームには、どのような違いがあるのだろうか。

第一に挙げられるべきは、買収ファンドに対する社会的評価が大きく変化したことであろう。八〇年代、買収ファンドに与えられた称号は「野蛮人」(barbarian)であった。⁽¹⁾ レバレッジの高いLBOにより敵対的買収をおこない、会社資産の切り売りによって利益を出す彼らは、ビジネス界の「アウトサイダー」としか見なされなかったのである。

しかしながら今日、そうした評価はむしろ少数であろう。それどころか、プライベ

ート・ファンドを「資本主義の新たな王様」とする見方まである。⁽²⁾ ファンド業界に、元米国大統領、元英国首相、元SEC委員長、元IBM社長、元GE社長、といった政財界のエスタブリッシュメントが参画している現在の状況は、二〇年前には想像できなかったであろう。買収ファンドの側において、敵対的買収や資産の切り売りといった手法があまり用いられなくなったという面もあるが、企業がグローバルな厳しい競争にさらされて「選択と集中」のためのリストラを迫られていること、株主の力が強くなったことが、買収ファンドやLBOに対する社会的評価を大きく変えることになったと思われる。個別の案件や手法について様々な議論・批判があるのは当然としても、買収ファンドを「アウトサイダー」と見なすことはできなくなったのである。

二つ目の違いは、プライベート・エクイティやLBOという「金融技術」が、米国において「異端」でなくなっただけでなく、欧州や日本においても急速に広がり、グローバルな現象となっている点である(図1)。LBOは、二〇年前には事実上ウォール街に限られた手法だったが、現在では大陸欧州や日本でも一般化している。昨年の欧州におけるM&Aの三分の一は買収ファンドによるものであった。⁽³⁾ また、低格付け債の市場は、かつてはドレクセル社の大きな影響下にあった特殊な市場であったが、⁽⁴⁾ 今では、レバレッジド・ファイナンスの引き受けは、米国のみならず欧州・日本においても、大手金融機関の手数料獲得の主戦場の一つとなっている。プライベート・ファンドも、米国ファンドが各国に進出するだけでなく、それぞれの国でも多数のファンドが(まだ規模は小さいとはいえ)多数生まれている。図3を見れば、米国中心だったファンドの投資先が欧州その他に拡大していることがわかる。

三つ目の違いは、一件あたりのLBOの規模が格段に大きくなっていることである。かつてはおよそ四億ドル程度であったが、最近では一三億ドルに達している。一つには、機関投資家が、長期金利の低迷するなかでより

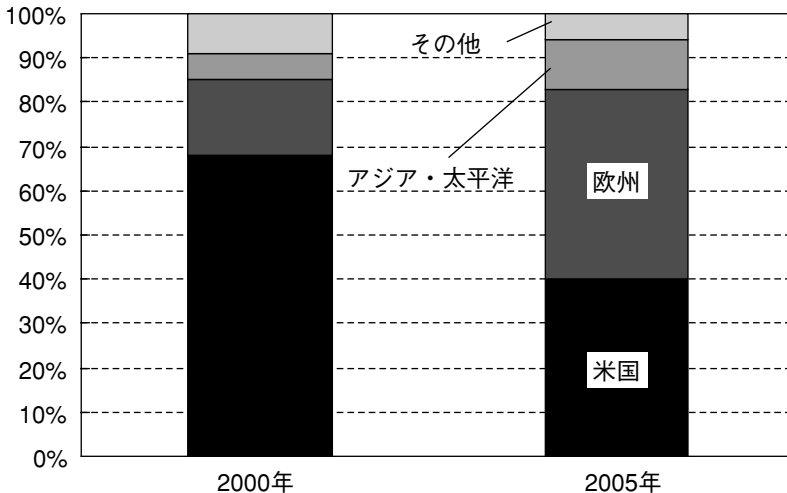
高いパフォーマンスを求めている上、オルタナティブ資産の組み入れを積極的に進めており、プライベート・ファンドへの出資を増やしているからである。また、複数のファンドが協力して巨大企業を買収するケースも見られ、最近では、ファンドに買収できない会社はないとまで言われるようになってきている。

四番目の特徴として、LBOの資金調達手段として、ハイイールド債（ジャンク債）ではなくシンジケート・ローン（レバレッジド・ローン）が多用されている点があげられる（図4）。より小口化され幅広く販売される債券に比べて、ローンの場合、銀行と機関投資家に限定されるため、対象企業の経営への介入がより容易におこなえるメリットがある。⁽⁵⁾そして、ローンも、大手金融機関によってアレンジされるものの、主たる投資家としてはヘッジファンドなどの機関投資家が大きなウエイトを占めるようになってきているのである。

2 LBO拡大の背景

では、このようにプライベート・ファンド、そしてLBOが増大してきたのはなぜだろうか。

図3 プライベート・エクイティ・ファンドの投資先の地域別シェア

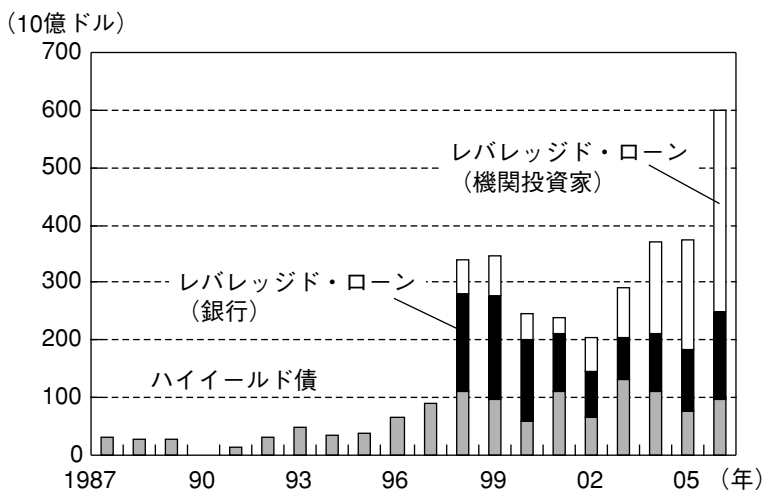


（出所）図2に同じ。

その背景をまず企業側の要因に求めるならば、バランスシートが改善していることであろう。世界の景気は、ITバブル崩壊後の二〇〇三年を底に反転し、その後の企業利益の成長は目覚ましい。その一方で、設備投資には消極的な企業が多い。ITブーム期の過剰投資への反省があるほか、資本コスト意識が世界的に高まっているからである。つまり、利益が増加しているにもかかわらず、設備投資が伸びないために、キャッシュリッチな企業が増えていることがLBO増大の一つの背景となっているのである。そうした債務比率の低下している企業、そのなかでも安定的な収益が見込める企業（公益、小売り、化学、メディアなど）が、LBOのターゲットとなりやすい。反対に、期待される成長性は高くても収益のボラティリティが大きく、資産も少ないITやバイオ関連の新興企業等は対象となりにくいのである。長期金利が低位安定を続けるなか、自己資本比率が過度に高いことのデメリットが意識されており、そう考えれば、企業の債務比率を一挙に引き上げることになるLBOは、ある種の「資本構成の裁定」取引を実施しているとも言える。

ファンド側について見ると、ファンドへの資金流入が急増し

図4 米国企業の高利回り債務発行額



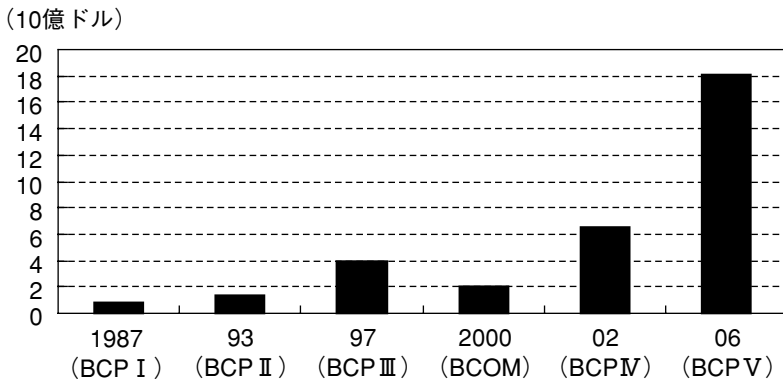
(出所) IMF, *Global Financial Stability Report*, April 2007, p. 13.

ていることが挙げられる。二〇〇六年に四三〇〇億ドルだった流入額は、今年は五千億ドルに達すると予測されている。⁽⁶⁾ 出資者の裾野も広がり、個人富裕層だけでなく、年金や保険、さらには外貨準備を溜め込んだアジアの中央銀行、近年の石油高を背景とする産油国からも出資が続いている。

有力ファンドの一つ、ブラックスストーンへの資金流入と出資者の構成を見てみよう。

図5は、ブラックスストーンが運用するプライベート・エクイティのファンド別の資金調達額の推移である。二〇〇〇年のITバブルのなかで設定されたファンドを除くと、調達額は右上がりに増加し、昨年のファンドは一八〇億ドルを上回った。そのファンドの出資者の内訳を示したものが、図6である。公務員年金からの出資で過半数を占めており、個人からの出資は九%にすぎない。機関投資家からの出資が多いことについて、ブラックスストーン自身は、株式や債券などの伝統的な投資商品よりも高いパフォーマンスをあげてきたこと、また機関投資家の側で投資の分散化が進められ、その結果、従来の投資商品との流動性の低いファンドへの投資が増えていることを指摘して

図5 ブラックスストーンの資金調達額



- (1) BCP: ブラックスストーン・キャピタル・パートナーズ・ファンド
BCOM: ブラックスストーン・コミュニケーションズ・パートナーズ・ファンド
(2) ブラックスストーンの「プライベート・エクイティ部門」のファンド別資金調達額。
ブラックスストーンは、他にも「不動産部門」、「ディストレス証券部門」などをもつ。
(出所) ブラックスストーンのウェブサイト (www.blackstone.com) 資料より作成。

いる。

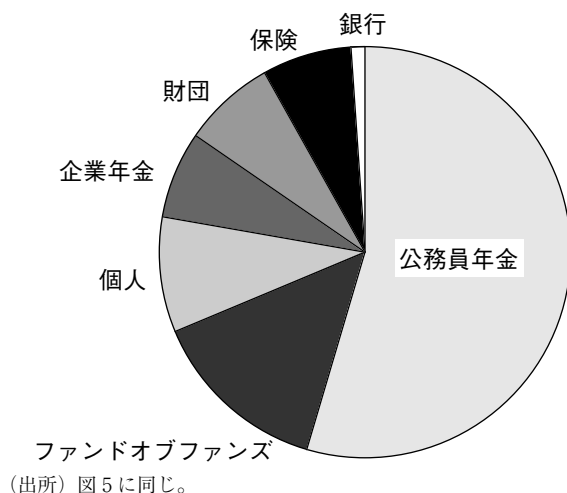
LBOが増えている別の要因として、上場に伴うコストがより強く意識されるようになっていたことも挙げられる。世界的に、ヘッジファンドなど短期的な利益を求める株主の比率が高まっており、そうした株主からのプレッシャーの他、特に米国においてはサーベンスオクスレー法による影響が指摘されている。そういう状況のなかで、ファンドと協力してMBOを実施し自ら非公開会社となる企業も増えているのである。

3 LBOの拡大が与える影響

こうした買収ファンドによるLBOの世界的拡大は市場にどのような影響を与えているのだろうか。企業のリストラクチャリングを通して生産性が高まると同時に、多様な投資家の参入によって資源配分がより効率的なものとなることが期待されるが、その一方では、金融緩和の長期化や金融構造の変化にともなって安易な資金提供が増えているとの指摘もある。

例えば、レバレッジが上昇する一方で、コベナンツ（財務制限条項）は緩和に向かっている。⁽¹⁾ 融資条件の緩和の背景にあるのは、何より金融緩和による運用圧力の高まりであるが、しかし、流通市場を備えたシンジケートローンという形態で信用供与がなされていることの意味も大きい。銀行の側から見れば、融資債権を満期まで抱

図6 ブラックストーン・ファンド（2006年）の出資者



え込むのであればその格付けやコベナントは重要な意味をもつが、現在の大手行にとってのLBOは、主としてアレンジャーとしての手数料を稼ぐ場であり、したがって、組成販売が順調であれば、案件のリスク自体は直接的な問題とはならない。投資家の側から見ても、債権の転売という資金回収方法があれば、条件の緩い案件に対しても積極的に資金を提供することができる。また、クレジット・デリバティブによるヘッジも可能である。その結果、投資家に受け入れられるために必要なのが、「債務者の信用リスクが低いこと」ではなく、「信用リスクに見合った価格付けがなされていること」に変化している。リスクの高い案件であっても、それにふさわしい価格が付いていれば、ヘッジファンドなど高いリスクを求める買い手が現れるからである。

特に、レバレッジド・ローンの最大の買い手であるCLO (Collateralized Loan Obligation) は、複数のローン証券化し、弁済順位に差のある商品を作って(トランピング)、投資家に販売している。このトランピングという手法の導入によって、多様なリスク商品を自ら作りだすことが可能となり、それぞれのリスク選好をもつ投資家に販売できるようになったのである。

このことは、リスク負担能力の高い投資家の積極的な資金提供によって、市場の効率性が高まっているのだと評価することができるであろう。個別の投資家から見てもそれぞれのリスクに見合ったリターンになっていればポートフォリオ上問題はないかもしれない。しかしながら、その結果、市場全体としてより多くのリスクを抱えているので、景気や金利の動向によつては、歴史的な低水準にあるデフォルト率が上昇する可能性も考えられる。

欧州における大手銀行のLBO関連業務についてサーベイした欧州中央銀行は、LBOにおける銀行の役割は、シンジケート・ローンのアレンジが中心で、保有債権の額は自己資本に比べて大きくなく、市場に多少の変動があってもそのリスクが金融システムに及ぶ可能性は小さいとしている。しかし、引き受け競争の激化が先述のよ

うな融資条件の緩和の一因となっており、また、ブリッジローンの提供を含めた引き受けリスクについては注視が必要であると指摘している。⁽⁸⁾

注

- (1) ブライアン・バロー、ジョン・ヘルヤー著（鈴木敦之訳）『野蛮な来訪者―RJRナビスコの陥落 上・下』日本放送出版協会、一九九〇年（原題は *Barbarians at the Gate*）。
- (2) "Surveys: Private Equity, The new kings of capitalism," *The Economist*, Nov. 25, 2004.
- (3) 欧州におけるLBOについては European Central Bank, *Large Banks and Private Equity-Sponsored Leveraged Buyouts in the EU*, April 2007, 参照。
- (4) 八〇年代の低格付け債市場については、松尾順介「米国市場におけるジャンク・ボンドの成長要因」『経済評論』一九八七年七月号、佐賀卓雄「ジャンク・ボンド市場とドレクセル・バーナム・ランペール社―八〇年代ウォール街の一面」『経営研究』第四一卷第三号、一九九〇年、参照。
- (5) IMF, *Global Financial Stability Report*, April 2007, p. 13.
- (6) IMF, *op. cit.*, p. 12.
- (7) "Buddy, just hand over that dime," *The Economist*, March 31 2007; IMF, *op. cit.*, p. 15.
- (8) European Central Bank, *op. cit.*

(いず ひさし・客員研究員)

トランス・アトランティック・エクスチェンジ

（取引所はグローバル化できるのか）

吉川 真裕

二〇〇七年四月四日、ニューヨーク証券取引所（NYSE）とARCA取引所を傘下に持つアメリカの持ち株会社NYSEグループと、パリ取引所、アムステルダム取引所、ブリュッセル取引所、リスボン取引所、ロンドン国際金融先物・オプション取引所（LIFFE）を傘下に持つオランダの持ち株会社ユーロネクストの合併が実現し、大西洋を越えたアメリカの持ち株会社NYSEユーロネクストが誕生した。⁽¹⁾ アメリカのナスダックによるロンドン証券取引所の株式の公開買い付けは二〇〇七年二月一〇日に失敗に終わったが、四月三〇日にはデリバティブ取引所ユーレックスを傘下に持つドイツ取引所がアメリカの個別株オプション取引で最大のシェアを持つインターナショナル・セキュリティーズ・エクスチェンジ（ISE）との間で買収合意に達したと発表し、大西洋を越える取引所持ち株会社が新たに誕生する見通しである。そして、五月二五日にはロンドン証券取引所の買収に失敗したナスダックが、ストックホルム取引所、ヘルシンキ取引所、コペンハーゲン取引所、アイスランド取引所、タリン取引所、リガ取引所、ヴィルニス取引所を傘下に持つスウェーデンの持ち株会社OMXとの間で買収合意に達したと発表し、大西洋を越える取引所持ち株会社がさらにもう一つ誕生する見通しである。

本稿では、ドイツ取引所によるISEの買収合意とナスダックによるOMXの買収合意に至る経過と買収条件を簡単に紹介し、昨今、盛んに報じられる取引所のグローバル化について考察する。

1 ドイツ取引所によるI S Eの買収合意

(1) ヨーロッパでの取引所統合

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。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、有効な対抗策を打ち出すことはできなかった。しかし、この戦略的提携は英独取引所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。

こうした中で二〇〇〇年三月にフランスのパリ取引所、オランダの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統合計画（ユーロネクスト）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、そして英独による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スウェーデンのOMグループ（現OMX）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た。

二〇〇四年一二月、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。ところが、二〇〇一年の株式公開後に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強硬に反対した結果、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最高経営責任者（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。

二〇〇六年三月、ナスダックがロンドン証券取引所に対する買収提案を発表したが、ロンドン証券取引所の厳しい姿勢から買収提案を取り下げることになった。ところが、同年四月に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%を取得し、五月には一八・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。ユーロネクストは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模索し、五月一九日のドイツ取引所によるユーロネクストに対する合併提案に続いて、五月二二日にはNYSEがユーロネクストに対する合併提案をおこなった。そして、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。

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訂案を提示したが、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、七月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収提案を検討しているという報道が流れ、九月にはイタリア取引所のユーロ圏三取引所合併計画がリークされたが、ユーロネクストの経営陣はドイツ取引所が現物取引部門をユーロネクストに売却するという合併案を示唆するのみで、合併後の主導権を奪われる可能性の高い時価総額で上回るドイツ取引所との合併には一貫して否定的であった。そして、二月一九日、NYSEグループとの合併計画を株主に問うユーロネクストの臨時株主総会では賛成九八・二%、反対一・八%という圧倒的多数でユーロネクストのNYSEグループとの合併計画が承認され、二〇〇七年四月四日、NYSEとARCA取引所を傘下に持つアメリカの持ち株会社NYSEグループと、パリ取引所、アムステルダム取引所、ブリュッセル取引所、リスボン取引所、LIFFEを傘下に持つオランダの持ち株会社ユーロネクストの合併が実現した。

(2) ユーレックスのアメリカ進出

ドイツ取引所のデリバティブ部門では子会社であるデリバティブ取引所ユーレックスでのドイツ国債を対象とした金利物取引がユーロ圏の債券取引の中心となり、アメリカのシカゴ商品取引所（CBOT）で取引されるアメリカ国債を対象とした金利物取引を上回るに至り、アメリカへの進出を試みていた。

一九九八年三月にアメリカ市場への参入をはかるユーレックスと電子取引の導入で遅れをとっていたCBOTが提携し、フロア取引と平行して導入されるCBOTの電子取引システムをユーレックスが提供することになった。ところが、CBOTではフロアでの取引減少を懸念する会員業者の反対でこの提携実施は難航し、実際に新たな電子取引システムがCBOTで導入されたのは二〇〇〇年八月であった。新電子取引システムの導入によってCBOTの主力商品である債券先物取引の電子化が進んだが、アメリカ市場参入をちらつかせて提携を迫ったユーレックスに対するCBOT側の反感は強く、二〇〇三年一月にCBOTはLIFFEの電子取引システムを導入する計画を発表し、ユーレックスはアメリカでの取引所開設に乗り出した。こうした中、CBOTの清算業務をおこなってきたBOTCCがユーレックスの清算業務もおこなうことが明らかとなり、シカゴ・マーカンタイル取引所（CME）の清算機関であるCMECCにCBOTは清算業務を切り替えることになった。⁽³⁾

二〇〇四年二月八日、ユーレックスのアメリカ現地法人であるUS先物取引所がCBOTの主力商品であるTボンド、一〇年物Tノート、五年物Tノート、二年物Tノートの先物取引と先物オプション取引を開始したが、CBOTの場合口銭大幅引き下げなどにあつて期待した成果は得られなかった。そして、二〇〇五年九月にはCMEで取引される通貨先物取引と通貨先物オプション取引を導入したが、ここでも成果は得られず、二〇〇六年にUS先物取引所をイギリスのICAPに売却して実質的にアメリカ市場から撤退することになっていた。

(3) I S E の躍進

市場参入が遅れ、取引シェアが最低であったNYSEは一九九七年四月に個別株オプション市場の閉鎖を決定し、上場銘柄をシカゴ・ボード・オプション取引所(CBOE)に移管することを発表した。個別株オプション市場に電子取引を導入する計画の検討は一九九六年にEトレードのウィリアム・ポーター会長を中心として始められていたが、NYSEの個別株オプション市場の閉鎖によってNYSEで個別株オプションを担当していたデリバッド・クレルとゲイリー・カツツが加わり、この計画はより現実味を帯びることになった。そして、一九九八年十一月、インタナショナル・セキュリティーズ・エクスチェンジと名付けられた電子オプション取引所を開設する計画が発表され、一九九九年二月には証券取引委員会(SEC)に取引所開設申請、二〇〇〇年二月にCBOE以来二七年ぶりとなるSEC管轄の取引所の開設が認可され、同年五月にISEは取引を開始した。

アメリカには個別株オプションを取引する取引所がすでに四つ存在し、上場銘柄の棲み分けによって共存がはかられていたが、ISEの参入によって取引所間の競争が激化した。既存の取引所が取引フロアでの取引を中心に行っていたのに対してISEは取引フロアを持たない電子取引所であり、ナスダック銘柄をめぐるマーケットメーカーとECNのシェア争いに似た競争が個別株オプション市場でも繰り広げられ、ISEでの取引は加速度的に増加し、二〇〇一年八月には第四位、同年一〇月には第三位、二〇〇三年一月には第二位、同年二月には個別株オプションでは首位(株価指数オプションを含めると第二位)の座を獲得することになった。⁽⁴⁾

しかし、株価指数オプション取引では取引対象に専属契約が認められており、ISEではほとんど取引がおこなわれず、これに加えて既存の取引所が取引の電子化やハイブリッド化に取り組んだ結果、二〇〇六年には開設以来始めてISEでの個別株オプションの成長率は個別株オプション市場全体の成長率を下回ることになった。

(4) ユーレックスとISEの合併合意

こうした状況の下で、四月三〇日、ドイツ取引所が二六億ドルでISEと買収交渉をおこなっていると報じられ、ドイツ取引所もユーレックスを通じて二八億ドルでISEと買収交渉をおこなっていることを認めた。そして、同日午後、ユーレックスとISEから総額二八億ドル（一株六七・五ドル）の現金でユーレックスが子会社であるアメリカ現地法人を通じてISEを買収することで合意に達したという発表がおこなわれた。ただし、買収資金は、ユーレックスの親会社であるドイツ取引所とスイス取引所がユーレックスの利益を分配している比率に応じて八五%と一五%の割合で新たに出資する形をとるものと公表されている。

この買収条件の詳細は公表されていないが、プレス・リリースによれば、税引き前で年間五〇〇〇万ドルのシナジー効果が見込まれており、このうち一五〇〇万ドルは経営の効率化、三五〇〇万ドルは主として既存商品のクロス・セリングによる売上増加によるものとされている。そして、ISEの名称や経営陣、監督当局に変更はなく、株主の過半数による承認と監督当局の認可に基づいて二〇〇七年第4四半期の合併を予定している。⁽⁵⁾

アメリカのオプション取引所で唯一上場を果たしているISEはNYSEやナスダックが個別株オプション市場に関心を示していることから株式市場再編の一環としていずれは買収されるのではないかと噂はあったが、これまで報じられたことのないユーレックスとISEという大西洋を越えた組み合わせは市場関係者を驚かせた。さらに、買収提案価格が四月二七日（金）のISEの株価四五・七二ドルに対して四八%のプレミアムをつけた価格であり、しかも現金であったことは、予想される買収競合相手に対するノックアウト価格と報じられた。

2 ナスダックによるOMXの買収合意

(1) ナスダックの巻き返し

アメリカでは証券取引所の合併や買収は最近まではほとんどおこなわれていないが、取引所類似施設であるECNの買収は頻繁に起こっている。二〇〇二年にはECN最大手のインステイネットが第二位のアイランドを買収(INET)し、中堅ECNであったアーキペラゴとレディブックが合併(ARCA取引所)した。そして、二〇〇二年の電子取引システム(スーパーモニタージュ)導入後も取引シェアが低下し続けたナスダックも二〇〇三年に中小ECNのBRUTを買収し、スーパーモニタージュへの注文回送の増加を試みたが、取引量はさほど増えず、ナスダック、INET、ARCA取引所がナスダック銘柄の取引の大半を分け合っていた。

こうした状況に大きな変化が生じたのはINETを傘下に持つインステイネットの親会社であるイギリスのロイターがインステイネットを一括売却する意向であることが二〇〇四年秋に報じられてからである。二〇〇五年四月、ナスダックがインステイネットを買収し、INETを除く部門を売却するという形でINETの買収計画が発表された。しかし、この買収計画発表直前にはNYSEによるARCA取引所の買収計画が発表されてお⁽⁶⁾り、SECが進めるレギュレーションNMSの導入がアメリカの証券取引所再編を後押しすることになった。レギュレーションNMSは株式市場の競争を促進する一連の規制変更からなるが、時間のかかる取引フロアでの最良気配を電子的に自動執行される市場ではトレード・スルーしても構わないという点が最大のポイントであり、取引フロアでの取引が中心であったNYSEでの取引が流出するかどうかが焦点となっている。かつて電子取引をいち早く導入したECNに取引シェアを奪われたナスダックが今度はNYSEから取引シェアを奪おうとしており、これに対してNYSEが取引シェアの低下をどれだけ食い止められるのか注目されている。

守勢に回るNYSEのセインCEOはヨーロッパの取引所を参考にしてデリバティブ取引や国境を越える取引所の統合に新たな活路を求めようとしていたが、ARCA取引所の買収が完了するまではNYSEは会員制非営利法人であり、なかなか動きがとれなかった。そこで、この機を利用してナスダックは二〇〇六年三月にロンドン証券取引所に対して一株九五〇ペンスの買収提案をおこなった。交渉を受け付けないというロンドン証券取引所の厳しい姿勢からナスダックは買収提案をいったん取り下げたが、同年四月から五月にかけてロンドン証券取引所の株式の二五%を取得し、NYSEがロンドン証券取引所を取り込むことは困難となった。ところが、NYSEは五月二二日にユーロネクストに対する合併提案をおこない、六月一日にはユーロネクストとの合併合意が経営陣から発表された。

一月二〇日、ナスダックはロンドン証券取引所に対して一株一二四三ペンスでの買収提案を公表したが、ロンドン証券取引所からは再び拒否され、二月二日にロンドン証券取引所の株主に対して一株一二四三ペンスで株式公開買い付けを宣言した。結局、ロンドン証券取引所の株式の公開買い付けはナスダックが買い付け価格をさらに引き上げなかったことから二〇〇七年二月一〇日に失敗に終わった。ナスダックは公開買い付けが失敗した場合には保有株式を売却することを示唆して買い取り請求に応じることを求めているが、公開買い付け失敗後には保有株式を当面は売却しないことを明らかにした。これは二〇〇八年二月一〇日以降に再びロンドン証券取引所に対する買収提案をおこなう意向の表われ、あるいは他の買収提案者に対する拒否権の保持と考えられており、ナスダックが依然としてロンドン証券取引所の取り込みを諦めてはいない証拠と見られている。

(2) O M X による取引所統合

スウェーデンの持ち株会社 O M X の前身はスウェーデンのシステム開発会社である O M グループであり、O M グループはスウェーデンで個別株オプション取引が導入された際に電子オプション取引所のシステムを開発すると同時に運営もおこなう形で証券取引業務に参入した。そして、一九九八年にストックホルム証券取引所を傘下に収め、証券取引所とデリバティブ取引所を持つ北欧最大の取引所運営会社となった。

ストックホルム証券取引所は一九九七年にデンマークのコペンハーゲン証券取引所との間でノルディック取引所 (N O R E X) 構想に合意し、北欧証券取引所の統合を目指しており、一九九八年の英独主導のヨーロッパ統合株式市場を目指す協議からは自ら離脱した。ところが、二〇〇〇年に英独取引所の合併合意がおこなわれた後、ストックホルム証券取引所を傘下を持つ O M グループが株式交換によるロンドン証券取引所の買収提案をおこない、公開買い付けに踏み切ったことをきっかけに英独取引所合併計画は撤回されることになった。

その後、二〇〇三年九月に O M グループはフィンランドのヘルシンキ取引所やバルト三国の証券取引所を傘下を持つ H E X と合併し、O M X (当初は O M H E X) と名を改めている。そして、コペンハーゲン取引所とアイスランド取引所を傘下に収め、ノルウェーのオスロ取引所の株式の一〇%も保有している。

さらに、スウェーデン株のオプション取引をおこなう電子取引所 (O M ロンドン) をイギリスに設立し、この取引所は二〇〇三年にロンドン証券取引所との共同子会社 E D X ロンドン (ロンドン証券取引所七六%、O M X 二四%) となって、L I F F E の買収に失敗したロンドン証券取引所のデリバティブ部門を担っている。

また、世界で五〇カ国以上の国々の六〇以上の取引所が O M X のシステムを採用しており、世界最大の取引システム開発会社としても定評が高い。

(3) 買収合意

OMXは北欧で証券取引所の統合を着々と進めてきたが、傘下の七つの証券取引所を合わせてもスペイン取引所、イタリア取引所、スイス取引所よりも売買代金は少なく、ヨーロッパの証券市場統合の中では影が薄い。OMXの提携相手として噂されてきたのはロンドン証券取引所であり、システム開発会社を傘下に持つドイツ取引所やユーロネクストは全く関心を示していない。ロンドン証券取引所が買収提案を受けるたびにOMXの名前はホワイト・ナイトの候補としてあがってきたが、ロンドン証券取引所も今ひとつ真剣に検討した跡がない。

二〇〇七年四月一二日、ナスダックがOMXに二三〇億クローネ（一株一九二クローネ）の買収提案をおこなったとスウェーデンの新聞（Dagens Industri）がインターネット上で報じ、OMXの株価は一時は一八％以上上昇したが、アメリカではナスダックはオプション取引第三位のフィラデルフィア証券取引所と買収交渉を進めていると報じられ、OMXの買収問題はその後あまり報じられなかった。

ところが、五月二四日、OMXの株価が三・二％上昇した後、取引は停止され、ロンドン証券取引所かナスダックが買収提案をおこなったという噂が流れた。そして、ナスダックの株価も二・四％上昇した後、午後四時に取引が停止され、ナスダックによるOMXの買収提案という見方が濃厚になった。翌五月二五日、総額二五一億クローネ（三七億ドル）、一株二〇八・一クローネでのナスダックによるOMXの買収合意が公表された。なお、買収提案はOMX一株に対してナスダックの〇・五〇二株と九四・三クローネの現金を組み合わせたもので、五月二三日のOMXの株価一七四・五クローネに対して一九％のプレミアム、五月二三日までの二〇営業日の売買高加重平均価格である一六五・九クローネに対して二五％のプレミアムであると発表されている。

ナスダックによるOMXの買収合意に関して公表されたプレス・リリースの要旨は以下の通りである。⁽⁷⁾

①新たに生まれるアメリカの持ち株会社の名称はナスダックOMXグループであり、その株式はナスダックとOMXノルディック取引所（ストックホルム取引所）にそれぞれ上場される。

②新会社の持分は買収に用いられる現金を含めるとナスダック五八%対OMX四二%であるが、現金を除くとナスダック七二%対OMX二八%となる（上場会社数三二八一对八〇一、上場株式時価総額四・二兆ドル対一・三兆ドル、平均売買代金五四〇億ドル対七〇億ドル）。

③新会社の取締役はナスダックから九人、OMXから五人、そしてCEOの計一五人とする。なお、新会社のCEOにはナスダックの社長兼CEOのロバート・グレイフェルドが就任し、新会社の社長にはOMXの社長兼CEOのマグナス・ベーカーが就任する予定である。

④合併に伴うシナジー効果は税引き前で総額年一・五億ドル、このうち費用シナジーが年一億ドル（うち六六〇〇万ドルはITシナジー）、売上シナジーが年五〇〇〇万ドルと推定され、これに対して合併に伴う税引き前の費用は当初二年間で一・五億ドルと推定される。

⑤合併後も各取引市場は従来の規制に服する。

⑥この合併のナスダック側の財務アドバイザーはJPモルガン、OMX側の財務アドバイザーはモルガン・スタンレー、レンナー&パートナーズ、クレディ・スイスが勤める。

⑦この合併に対して、OMXの大株主であるインベスターAB、ノルディア銀行、オロフ・ステンハマー&カンパニーは賛同しており、ナスダックの大株主であるヘルマン&フリードマン、シルバー・レイク・パートナーズも賛同している。

3 取引所のグローバル化

二〇〇六年六月のNYSEグループとユーロネクストの合併合意以来、トランス・アトランティック・エクスチェンジという表現が英字ニュースには頻繁に登場し、今回のドイツ取引所によるISEの買収合意、ナスダックによるOMXの買収合意も新たなトランス・アトランティック・エクスチェンジの誕生をもたらすであろうが、時差を超えてまで取引所が拡大するメリットはどれだけあるのだろうか。

かつてグローバルな取引所の提携・統合が話題になったのは、一九九九年のナスダックによるナスダック・ジャパン開設計画発表時（ナスダック・ヨーロッパの開設も示唆）、そしてドイツ取引所傘下のユーレックスがアメリカにUS先物取引所を開設し、ユーレックスでのユーロ建て取引とUS先物取引所でのドル建て取引の決済をリンクするグローバル決済リンク計画を二〇〇三年に明らかにしたときであった。これらはいずれも新たな取引所を開設し、既存取引所から取引を奪うことで本国市場を中心としたグローバルな取引ネットワークを作り出すというヴィジョンに裏打ちされていた。

ところが、NYSEとユーロネクストの合併、ドイツ取引所によるISEの買収、ナスダックによるOMXの買収はいずれも新たな市場参入はおこなわず、既存取引所の存続を条件にして株式を取得するだけであり、何のヴィジョンも見当たらない。これは事の発端であるNYSEのユーロネクスト買収が本国市場での取引シェア低下と利益削減という事態に備えた多角化戦略であるからにはかならず、マスコミ受けする取引所のグローバル化、トランス・アトランティック・エクスチェンジに、対抗上、ドイツ取引所とナスダックが迎合したとしか考えられない。国境を越えた取引所の統合、時差を超えた取引所の統合自体に異を唱えるつもりはないが、数合わせだけのグローバル化に躍起になるのはいかなるものであろうか。

株券の受け渡しや取引フロアでの取引という物理的な制約から解放されたことにより、多くの国では株式市場の一極化が進んでいる。この論理は国境を越えても通じるはずであり、通貨の違いや時差、税制・法律の違いが小さければ取引所は国境を越えられるはずである。実際、スイス取引所は印紙税を回避するため、スイス株取引がロンドンに流出するのに対抗するため、買収したイギリスの取引所であるヴァーテックスにスイスで受けた主要株式の注文を回送し、スイスで印紙税を払わずに取引を執行している。同じことは他の取引所にもできるはずであり、取引所が国境を越えられないということはない。他の例としては、一九九一年に日本で株価指数先物取引に対する規制を強化した際、大阪証券取引所で取引されていた日経平均先物取引がシンガポール国際金融先物取引所（現SGX）に流出しており、取引所は国境を越えて拡大しうる余地があることを示している。また、ヨーロッパの通貨統合に際してはフランスでの国債先物取引がほとんどなくなり、ドイツのユーレックスでの国債先物取引が急速に拡大したという事実もある。

それにもかかわらず、国境を越えた取引所の進出や統合が難しいのは通貨の違いや時差、税制・法律の違いが存在し、初期に流動性を集めることが難しいからであろう。この点では通貨統合を実現し、ほとんど時差もなく、規制上の違いも小さいヨーロッパ諸国では最も取引市場の統合が実現しやすいはずである。しかし、実際には取引が国境を越えて流出するという事態はほとんど起きていない。こちらでは物理的な制約ではなく、自国から取引市場がなくなることへの抵抗という心理的な制約の側面が強く、自国の市場で取引することに拘っているからとしか考えられない。ヨーロッパで取引所の統合を実現したユーロネクストやOMXも取引市場の統合は実現しておらず、従来の取引所が同じ取引システムを導入して自国での取引をおこなっているに過ぎない。

それでは時差を越えた取引所のグローバル化などありえないのではないかと悲観的にならざるを得ない。とこ

ろが、時差を越えてグローバル化を一部実現した取引所が存在しており、取引所のグローバル化も不可能ではないことを示している。それはアメリカのインターコンチネンタルエクスチェンジ（ＩＣＥ）であり、エクスチェンジという名前を持っているが本体では取引所の認可を受けてはいない。ＩＣＥはもともと原油を中心とした商品の店頭市場であるが、イギリスの商品取引所である国際石油取引所（ＩＰＥ）を買収し、イギリスで取引されるブレントと呼ばれる原油先物取引に加えてアメリカで取引されるＷＴＩの原油先物取引を二〇〇六年にイギリスで開始し、取引所の電子化に消極的であったニューヨーク・マーカンタイル取引所（ＮＹＭＥＸ）から取引の三割を奪取している。イギリスとアメリカには五時間の時差があるにもかかわらず、流動性が流れたのである。もちろん、この背景にはＮＹＭＥＸがフロア取引に拘って失態を演じ、ＮＹＭＥＸでの大口取引には商品先物取引委員会（ＣＦＴＣ）への報告義務があるのにイギリスでの取引にはＣＦＴＣへの報告義務がないこと、ＩＣＥでは取引所取引と店頭取引の移管が容易であること、ＩＣＥではブレントとＷＴＩを両方取引できることなど、さまざまな要因も作用している。しかし、大西洋を越えて取引が流出したという事実取引所がグローバル化する。ことの証拠と考えるべきであろう。

ただし、取引所がグローバル化できるということはかならずしも取引所がグローバル化することが好ましいということを意味するわけではないだろう。インターネットの発達は従来の一極集中化とは異なるネットワークによる統合の可能性を示している。電子的な取引は容易に国境を越える一方、一〇〇〇分の一秒を争うアルゴリズム取引では取引所の近くから発注することが有利であるという形で再び取引所に物理的な制約をもたらしつつある。世界の取引所が二、三の取引所に集約されるという考えは世界の取引所が一極化するということと基本的には同じ発想であるから、そうなるのかもしれないが、疑ってかかる必要もあるだろう。

- (1) NYSEとユーロネクストの合併の経緯については、拙稿「NYSEとユーロネクストの合併合意／欧米証券取引所再編の思惑」(本誌一六三六号、二〇〇六年六月)、拙稿「ユーロネクストをめぐる攻防／欧米取引所再編の行方」(本誌一六三八号、二〇〇六年一〇月)を参照。
- (2) ナスダックによるロンドン証券取引所買収失敗の経緯については、拙稿「ナスダックによるロンドン証券取引所買収ゲーム」(本誌一六四〇号、二〇〇七年二月)を参照。
- (3) ユーレックスのアメリカ参入に至る経過の詳細については、拙稿「ユーレックスvsシカゴ／ユーレックスのアメリカ市場参入」(本誌一六二二号、二〇〇三年十二月)を参照。
- (4) ISEの開設から個別株オプション取引での取引シェア首位獲得までの経緯については、拙稿「インターナショナル・セキュリティーズ・エクスチェンジ／急成長したアメリカの電子オプション取引所」(本誌一六二二号、二〇〇四年二月)を参照。
- (5) International Securities Exchange, "Eurex and ISE to Create Largest Transatlantic Derivatives Marketplace," *Press Release*, 30 April 2007.
- (6) レギュレーションNMSと二つの合併計画の詳細については、拙稿「レギュレーションNMS／SECの全米市場システム改革案」(本誌一六三三号、二〇〇四年四月)、拙稿「レギュレーションNMSの決着／SECによる全米市場システム改革」(本誌一六二九号、二〇〇五年四月)、拙稿「米国株式市場の再編／ポスト・レギュレーションNMS」(本誌一六三〇号、二〇〇五年六月)を参照。
- (7) NASDAQ Stock Market, Inc. and OMX AB, "NASDAQ And OMX To Combine - The Leading Innovators In The Exchange

Industry To Create The World's Premier Exchange And Technology Company - Combination Recommended By Both
OMX and NASDAQ Boards And Supported By Key OMX And NASDAQ Shareholders," *Press Release*, 25 May 2007.

(よしかわ まさひろ・客員研究員)

米国公債市場「ベスト・プラクティス」の策定

～フェイル多発およびレポ・スクイーズへの対応～

横山 史生

はじめに

米国公債証券（国債）市場は、単一の発行体による債券の市場としては世界最大級の規模（二〇〇六年末現在、市場性財務省証券の残高は四兆三二九億ドル）を有するとともに、流動性の高さ（市場性財務省証券のプライマリー・ディーラーによる二〇〇六年中一日平均売買高は五二四七億ドル）、保有および売買への参加者の裾野の広さ等の点で、米国内のみならず世界の金融・資本取引にとって極めて重要な市場である。そのように大規模かつ効率的な市場であるにもかかわらず、近年、財務省当局者等により、フェイルの多発や特定銘柄の買集めによる価格操縦の疑い等、いくつかの問題点ないし懸念が表明されている。二〇〇七年五月には、市場関係者の検討を踏まえて、特定銘柄の市場流動性を低下させるような大口保有を行ったり、故意にフェイルを発生させたりするような行為等 avoid すべきとするガイドラインとして「財務省証券市場のベスト・プラクティス」と題する文書が取りまとめられ公表されたところである。本稿では、米国公債証券市場の公正性および効率性の一段の向上・改善を目指す近年の動向を紹介する。

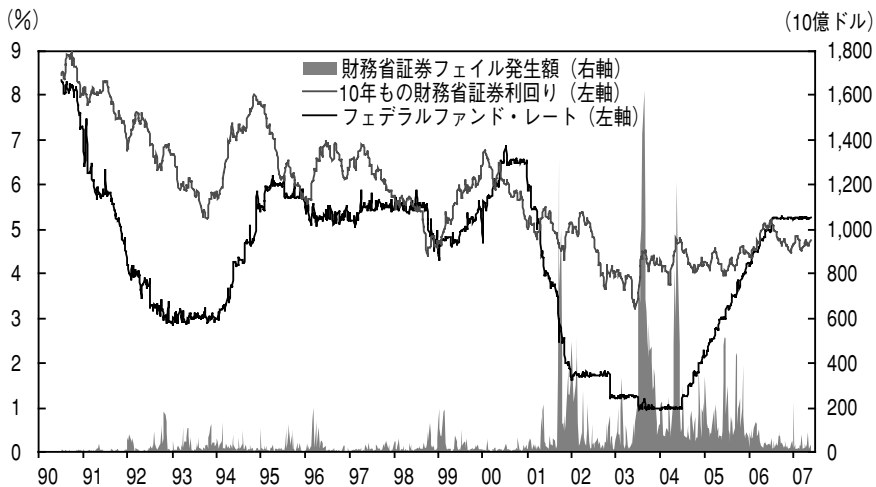
1 財務省証券市場におけるフェイルの発生

フェイル (fail) ⁽¹⁾とは、取引当事者の信用力とは異なる理由、すなわち取引当事者または市場全体にかかる何らかの事故、特定銘柄の需給逼迫、取引量急増による決済事務停滞等により、当初予定していた決済日が経過したにもかかわらず決済（債券の受渡し）が行われていない状態であるが、フェイルのリスクを回避するために受渡すべき債券を予め確保しようとするのが取引拡大の制約となり、価格形成に悪影響を及ぼす可能性もあることから、こうした制約を緩和するため一定の条件（フェイル発生から解消までの間の期間にかかる経過利子をフェイルを起こした側が負担すること等）の下でフェイルを容認する市場慣行に一定の合理性が認められている。

財務省証券を含む米国債券について発生したフェイルの金額にかかる統計データとしては、ニューヨーク連邦準備銀行（FRBNY）がホームページ上で公表しているものが利用可能である。これは、プライマリー・デューラーによる報告を集計したものであり、プライマリー・デューラーが行った債券売買取引についてフェイルが生じた場合、各営業日終了時点でのフェイル金額（未決済状態の債券の額面金額）をもとに、毎週金曜日末に一週間中の営業日にかかるフェイル金額の累計が、債券種類（財務省証券、政府機関債、モーゲージ担保証券、社債）ごとに、プライマリー・デューラーが引渡すべき債券に生じたフェイルと受取るべき債券に生じたフェイルとに分けて報告されている。FRBNYは報告に基づく集計データを、毎週金曜日夕刻にウェブサイトで公表している。⁽²⁾一週間分の累計に際しては、フェイルが発生した後に解消されるまでの間の営業日については、当初に発生した金額が繰り延べられて累計に加えられるため、フェイルの解消までの期間が長期化する場合には、累計値が大きく積み上がることになる。なお、FRBNYによるフェイル・データの集計は一九九〇年七月から行われているが、統計としての公表が開始されたのは二〇〇四年三月である。

この統計データにより、一九九〇年から最近までの財務省証券にかかるフェイル発生額の推移を、フェイル発生重要な要素である長短金利水準（一〇年もの財務省証券利回りおよびフェデラルファンド・レート）とともに示したものが、図1である。これによると、フェイル発生金額は微少である期間が大半であるものの、二〇〇一〜二〇〇二年と二〇〇三〜二〇〇四年にかけて急増しており、特に二〇〇三年後半における増加が顕著である。この間のフェイル発生状況およびその背景について分析したFleming and Garbade（二〇〇五）によると、一九九〇年七月から二〇〇四年十二月までの一日当たり平均フェイル発生金額は引渡しフェイル額一〇七億ドル、受取りフェイル額一二〇億ドルであるところ、同時多発テロが発生した二〇〇一年九月一日以降の局面では一日平均一九〇〇億ドル（引渡しフェイル額）、二〇〇三年半ばの局面では同二三二〇億ドル（同）となっている（なお、図1におけるフェイル発生額は一週間累計ベース）。これらを、二〇〇一年、二〇〇三年各年中のプライマリ

図1 財務省証券フェイル発生額と長短金利水準の推移



（出所）財務省証券フェイル発生額は、プライマリーディーラーによる日々の引渡しフェイル金額の週間累計値（ニューヨーク連銀による。http://www.newyorkfed.org/markets/pridealers_failsdata.xlsを参照）。長短金利は、週末値（連邦準備制度理事会による。<http://www.federalreserve.gov/releases/h15/data.htm>を参照）。グラフは筆者作成。

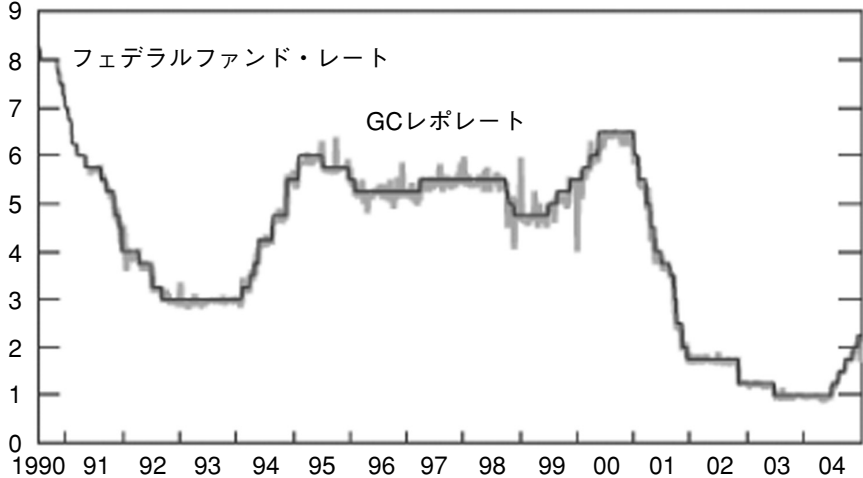
ー・ディーラーによる財務省証券の一日平均売買高（それぞれ、二九九九億ドル、四三三五億ドル）と比較すると、前者については約六四％、後者については約五四％に及んでいる。

二〇〇一年の局面でのフェイル急増が同時多発テロの影響によることは明らかであるが、二〇〇三年半ばの局面でのフェイル急増の要因について、Fleming and Garbade（二〇〇五）は次のように説明している。すなわち、フェイル発生の一般的要因の一つとして、債券の空売り（ショートポジションの形成）を行った市場参加者が相手方に引渡すべき債券をレポ取引や債券貸借取引等により調達しなければならぬところ、何らかの理由によりそのインセンティブが低下することが挙げられ、そのような事態は、フェイルを回避するためにレポ取引や債券貸借取引により債券を調達するコスト（具体的には、特定の債券のSCレポまたはボロウイング（³borrowing）にかかるレポレート）と、フェイルを発生させることにより負担するコスト（すなわち、フェイル相手方に対して支払うべき、フェイル発生期間中にかかる経過利子）とを比較したときに、短期金利およびレポレートの水準の動向により前者（借入れコスト）が後者（フェイル・コスト）を上回る局面で発生するのであるが、二〇〇三年半ばがまさにそのような局面であった、というものである。⁴

これを金利動向に即して見ると、二〇〇三年半ばには短期金利が市場最低レベル近辺にまで急低下する一方で長期金利が上昇していたことから（図1、図2）、債券ディーラーの多くは長期金利上昇に対するヘッジニーズから長期債、とくに直近発行銘柄の空売りを急増させていたが、このために長期債のレポおよび貸借の需給が逼迫し、その結果、当該長期債のSCレポレートがゼロ近辺にまで低下（図3）、すなわちSCレポによって空売り玉を手当することのインセンティブが急激に後退したのである。

このような要因によりフェイルが急増したため、市場全体にかかるカウンターパーティー・リスクの増大や流

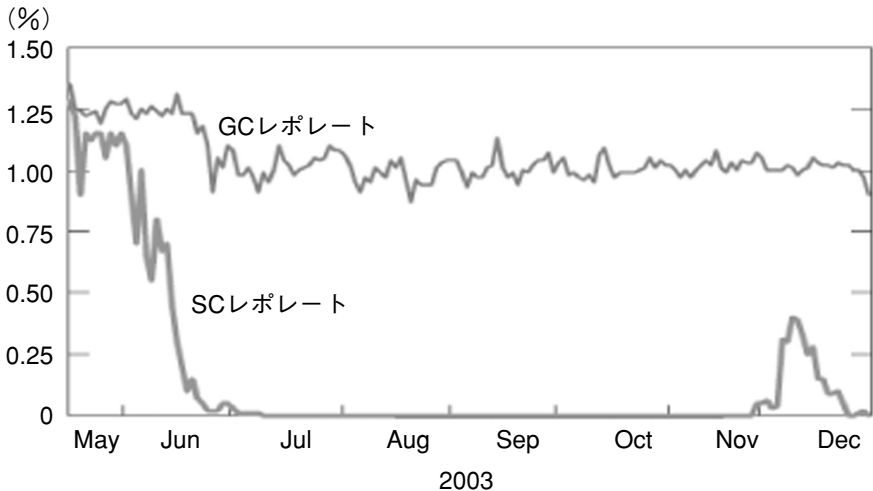
図2 GCレポレート（オーバーナイト）およびフェデラルファンド・レートの推移
(%)



(原資料) Bloomberg

(出所) Fleming, Michael J., and Kenneth D.Garbade, "Explaining Settlement Fails," in Federal Reserve Bank of New York, *Current Issues in Economics and Finance*, Vol.11, No.9, September 2005, p.3, Chart 2.

図3 2003年におけるGCレポレートおよびSCレポレートの推移



(注) SCレポレートは、2013年5月満期10年もの財務省証券（表面利子率3.625%）を対象とするレポレート（オーバーナイト）。

(出所) Fleming, M.J. and K.D.Garbade, "Repurchase Agreements with Negative Interest Rates," in Federal Reserve Bank of New York, *Current Issues in Economics and Finance*, Vol.10, No.5, April 2004, p.4, Chart 1.

動性低下が懸念されたことから、レポ取引契約において債券の引渡しを保障する条項を追加する等の対応策が取られ、二〇〇三年末にはフェイル発生額は小康状態となった。⁽⁵⁾

2 フェイル多発の再燃およびレポ・スクイーズに対する懸念

(1) 財務省による懸念の表明

このように二〇〇三年半ばに多発したフェイルが沈静化して以後も、財務省は、フェイル多発が再燃する危険性を警戒する必要性を指摘しているほか、二〇〇四年以降には財務省証券市場の一部において、レポ取引に絡む価格操縦的な動きの疑いがあるとの懸念を繰り返し表明している。

二〇〇六年五月、債券市場協会 (The Bond Market Association: T B M A)⁽⁶⁾の年次総会において、財務省のクワールズ国内金融担当次官 (Randal K.Quarles, Under Secretary for Domestic Finance) がスピーチを行い、⁽⁷⁾財務省証券市場にかかる以下のような懸念を表明した。まず、金融再編により金融機関の大型化が進んでいることから、一社当りの財務省証券の保有ポジションが大型化し、そのいずれかにおいて問題取引が発生した場合の市場全体への影響が大きくなる懸念があるという。フェイルの多発については、二〇〇三年における一時的な事態ではなく、今後も金利水準が低下すれば起こり得るとし、足元のインフレ懸念が後退していることもあり、近い将来に低金利局面が再現する可能性を示唆している。さらに、二〇〇四年末以降、財務省証券取引について一部のディーラーが買占めないし借占めによって保有ないし支配ポジションを増大させることにより価格操縦を行っている可能性を指摘した。

また同年九月二六日、債券市場協会会員ディーラーの会合において、財務省のクローズ副次官補 (James

Clause, Deputy Assistant Secretary for Federal Finance) が次のような見解を示した⁽⁸⁾。まず、財務省証券の現物市場、レポ市場および先物市場において価格操縦的な取引がみられることを指摘し、SECおよびCFTCが調査を遂行中であることを示唆した。具体的には、スキーズによってレポ取引におけるGCレポレートとSCレポレートの差（スプレッド）を拡大させて利益を得ているとの疑いがある、とし、そのような取引が行われていることについて、「ディーラーにとってはゲームの一部であっても、当局にとっては市場操縦」と表現している。このことも含めて財務省証券市場全般に関しては、市場における一部のプレーヤーによる価格操縦的取引を放置すれば、一般の投資家の市場への信認が損なわれ、ひいては借入れコストの上昇につながりかねないという、国債管理政策の立場からの見解を示している。

このクローズ副次官補の見解表明を受けて、市場ではレポ取引からむ一部業者による価格操作の疑いについて規制当局（SECおよびCFTC）が調査を進めているとの観測が流れた。二〇〇六年一〇月下旬から一月上旬にかけてウォールストリート・ジャーナル紙において、SECがUBS社およびクレディスイス・グループ社に対して財務省証券の価格操縦に関する調査を行っている模様であり、それと前後する時期に二社に所属する債券トレーダー（UBS社二名、クレディスイス・グループ社一名）が退社した旨の報道が行われた。なお、同紙は、この件に関してSECは公式見解を表していないと伝えている。

（２）財務省証券市場取引にかかる業界ガイドライン取りまとめへの動き

このような動きがある中で二〇〇六年一月六日、ニューヨーク連邦準備銀行（FRBNY）は、プライマリー・ディーラー（二二社）との会合を持ち、財務省担当官も同席のもと、財務省証券市場の公正性維持にかかる

検討を進めることを申し合わせたと発表した。次いで二〇〇七年二月九日には、「財務省証券市場慣行に関する懇談会（Treasury Market Practices Group: T P M G）」⁽⁹⁾名で取りまとめた「財務省証券市場のベスト・プラクティス（Treasury Market Best Practices）」の案文が、FRBNYのウェブサイトに置かれた懇談会名のページ上で公表された⁽¹⁰⁾。これを受けて三月一五日、証券業者金融市場協会（Securities Industry and Financial Markets Association: SIFMA）⁽¹¹⁾が「財務省証券市場のベスト・プラクティス案」へのコメントを公表した。その後、五月一日に、懇談会は「財務省証券市場のベスト・プラクティス」の最終版を公表した⁽¹²⁾。その内容について概観する前に、財務省のクローズ副次官補の発言で指摘された、レポ取引に絡んだ財務省証券のスキーズとは、どのような仕組みであり、どのような問題をはらんでいるのかについて、次節で検討しておこう。

（３）債券取引におけるスキーズ

スキーズ（squeeze）とは、「ある時点で高い需要が見込まれる特定の銘柄（例えば、国債先物取引における最割安受渡資格銘柄など）を買占めまたは借占めることにより、市場における当該銘柄の流通料を極端に低下させ、当該銘柄の価格を釣り上げる行為」⁽¹³⁾であり、一九九〇年に発生した財務省証券新規発行時入札に絡む不正行為事件であるソロモン・スキャンダルにおいて問題となった「コーナリング」（価格を釣り上げた上で売り抜けることを目的に、顧客名義の無断使用により落札額上限を上回る債券を不正に取得）も、スキーズの一形態であるが、近年問題となっているスキーズは、レポ取引に絡むものである。

債券デイラーは、ある顧客との間でSCレポによって債券を売却してエンド時点にレポレートRを払う一方で、別の顧客との間でGCリバースレポによって債券を購入してエンド時点にレポレートRを受けることにより、

収益（ $r - R$ ）を得ることができ（図4）¹⁴。その際、SCレポで売却する銘柄のレポレート R を十分に低くする目的で当該銘柄に対する保有ないし支配ポジションを増大させるようなスクイーズを行っている疑いをなしとしない、というのが、クローズ副次官補による指摘の内容であり、FRBNY主導により「ベスト・プラクティス」取りまとめが進められた背景でもある。

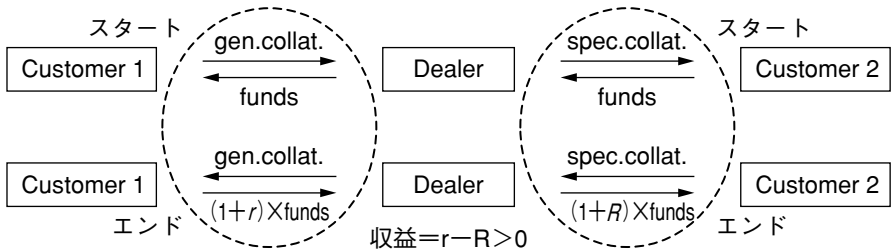
3 「財務省証券市場のベスト・プラクティス」

（1）策定経緯の特色

二〇〇七年五月に公表された「財務省証券市場のベスト・プラクティス」（以下、「ベスト・プラクティス」と略記する）は、財務省証券にかかる店頭市場の公正性及び効率性を維持することの重要性に鑑み、市場参加者が業務運営に反映すべきベンチマークを取りまとめたものであるとされるが、強制力ある規制上のガイドラインではなく、ディーラーを中心とする市場参加者の業務運営上のガイドラインないし提言として策定されたものであるところに、特徴がある。

財務省証券の市場取引を行う市場参加者の業務の適切さを確保するための措置として、連邦証券諸法および自主規制規則のレベルでは、従来、一九三三年証券法一七条（a）項および一九三四年証券取引所法規則一〇―b―五

図4 GCレポレートとSCレポレートの差を利用した収益を狙うディーラー取引
リバースレポ取引（GC：レポレート r ） レポ取引（SC：レポレート R ）



（出所）Fisher, Mark, "Special Repo Rates; An Introduction," in *Federal Reserve Bank of Atlanta Economic Review*, Second Quarter 2002, p. 33, Chart 7. に筆者加筆。

のそれぞれの詐欺防止条項、一九九三年政府証券法改正（G S A）で新設された一九三四年証券取引所法一五C条（b）項（三）号（政府証券にかかる販売行為規則制定権限条項）およびそれに基づくN A S D行為規則のブローカー・ディーラーによる財務省証券関連業務への適用等があり、これらの規定への違反が構成されれば当然、行政処分の対象となるが、価格操縦の意図があったことの立証は困難な場合が多く、また、レポ・スクイズやフェイル多発の背景となる特定銘柄の保有増大のような取引は、それ自体では不正行為とは言えない場合が多い。従って、法令諸規則の新設で対応することは必ずしも適切ではないと言える。今回の「ベスト・プラクティス」が業界ガイドラインとして取りまとめられたのは、このような事情が背景にあったものとみることができ

る。

また、「ベスト・プラクティス」の取りまとめに当たった「財務省証券市場慣行に関する懇談会（Treasury Market Practices Group; T P M G）」がF R B N Yのイニシアティブにより組織されたことについては、F R B N Yが財務省証券プライマリー・ディーラーと定期的な協議の場を持っていること、また財務省証券取引について、入札発行時の窓口となるとともに公開市場操作によって流通市場と連携を保っていることなどが、背景として考えられる。財務省も「国債発行諮問委員会（Treasury Borrowing Advisory Committee）」という形で市場参加者との定期的な接触の場を持っているが、そこでは入札発行にかかる議論が中心であることから、今回の「ベスト・プラクティス」策定の場にはなりにくかったとも考えられる。

なお、財務省証券を含む米国の債券市場にかかる事項については、従来、債券市場協会（T B M A）が事実上（デファクト）の自主規制機能を担ってきており、その機能は現在証券業者金融市場協会（S I F M A）に引き継がれている。今回の「ベスト・プラクティス」策定に関しても、その発端となった二〇〇六年九月における

クローズ財務省副次官補とディーラーとの会合が、TBMAの内部組織の場で行われたこと、二〇〇七年二月に公表された「ベスト・プラクティス」の案文へのコメント募集にSIFMAが応じ、その内容について、財務省証券にかかるフェイル多発や大口ポジション形成等をディーラーの社内的な内部管理のもとに置くこと等に関し、ディーラーの内部管理体制の実態に即した内容とするようコメントを寄せたこと等に、TBMA/SIFMAに拠る債券ディーラーの積極的な関与姿勢が見て取れる。

(2) 内容の特徴

「ベスト・プラクティス」の本文（概要については表1を参照）の内容の特徴としては、まず、ディーラー等の市場参加者が市場の流動性を低下させるような取引戦略を取ることを避けるべきとしており、その具体的な例として、①フェイルの極端な多発および長期化につながるような取引、②特定の銘柄の価格を操作する目的で当該銘柄の浮動残高を減少させるような取引、の二つに重点が置かれていることである。この二つは本文中の「1. マーケットメイクと流動性の向上」の（1）で言及されているが、「2. 問題のある取引に対する実効的な内部管理（監視）体制の維持」の（4）で列挙されている事項もこの二つのいずれかに分類することが可能である。さらに、「3. 大口ポジション管理の徹底」では上述の②、「4. 効率的な決済の推進」では上述の①をそれぞれ中心とする諸事項が、列挙されている。

もう一つの特徴は、以上のようなネガティブリストについて実効性を確保する観点から、ディーラー等の市場参加者の社内的な内部管理（internal control）ないし監視（supervise）の体制を整備することに重点を置いて、具体的な措置を列挙していることである。それらは大きく二つに整理することができる。すなわち、①トレーデ

表1 財務省証券市場慣行に関する懇談会（TPMG）「財務省証券市場のベスト・プラクティス（Treasury Market Best Practices）」（2007年5月11日公表）の概要

序文

- (1) TPMGは、財務省証券にかかる店頭市場の公正性及び効率性を維持することの重要性に鑑み、市場参加者が業務運営に反映すべきベスト・プラクティスを取り纏め提言。
- (2) 本ベスト・プラクティスの適用対象として、ディーラー、ブローカー、機関投資家、カスタディアン等、広範な市場参加者を想定。本ベスト・プラクティスの採用は、個別市場参加者における内部管理の向上、ひいてはフェイル多発等の市場混乱事態の抑制を含む市場秩序の維持に資する。
- (3) 本ベスト・プラクティスは、強制力ある規制上のガイドラインではなく、従来からの市場慣行の再確認を含む業務運営上のガイドラインないし提言として策定。市場参加者が業務運営および内部管理にかかる体制の再検討を行う際に参照するベンチマークとして利用可能。その際には、市場参加者個々の属性・業容に応じて修正の余地あり。
- (4) 本ベスト・プラクティスはまた、財務省証券市場にかかる包括的なガイドではなく、市場参加者において価格操作等の不法行為の回避を含め法令諸規則の遵守が不可欠。

1. マーケットメイクと流動性の向上

- (1) 市場参加者は、市場の流動性を低下させるような取引戦略、例えば、フェイルの極端な多発および長期化につながるような取引、特定の銘柄の価格を操作する目的で当該銘柄の浮動残高を減少させるような取引を行うことを避けるべき。
- (2) 市場参加者、特にディーラーは、価格提示（quoting prices）に責任を持ち、またインターディーラー取引における価格透明性を向上させるべき。例えば、実際の売買の執行を意図しないような価格提示を避けるべきであり、また、スクリーン端末を持つインターディーラー・ブローカーとの間で売買取引を行う際に、取引情報の伝達を端末への入力によって行わずに電話でのみ行うようなことを避けるべき（実際の売買にかかる取引情報・価格情報の透明性が損なわれる）。
- (3) 市場参加者は、財務省証券取引（新規発行時の入札、流通市場での売買、レポ等による資金取引および派生商品取引を含む）にかかる全体像および個々の取引を経営陣上層部が把握・監視することができるような体制を整備すべき。

2. 問題のある取引に対する実効的な内部管理（監視）体制の維持

- (1) 市場参加者は、業務運営における法令諸規則および市場慣行の遵守を確保するための内部管理体制を維持すべき。トレーディング・デスクおよびトレーディング監視担当者は、トレーダーが行う取引のすべてを把握していなければならない。コンプライアンス担当者は、問題のある取引が行われた場合、迅速に対応すべき。市場参加者はまた、コンプライアンス担当者が大口ポジションの状況を把握できるよう、トレーディングによって生じるポジションの変動をリアルタイムでコンプライアンス部門に伝達する体制を備えているべき。
- (2) 内部管理統括責任者は、トレーディング・デスクが行う取引に問題があった場合（市場に混乱をもたらしたり、市場の流動性を損なったり、市場参加者自身のリーガル・リスクないしレピュテーション・リスクを高めるような取引が行われた場合）にそれを認識できるよう、取引上の戦略を十分に把握すべき。
- (3) 内部管理統括責任者およびコンプライアンス担当責任者は、取引に問題がある場合、そのことを経営陣上層部に報告する権限を有しているべき。
- (4) 市場参加者による取引業務において財務省証券のアウトライト取引市場またはレポ取引市場における浮動性残高を減少させるような特定の取引パターンおよびポジションの変化が生じた場合、必ず、内部管理上の業務監査およびコンプライアンス監査が行われるべき。監査が発動される基準（trigger）は、市場全体の規模や市場構造に応じて変化するが、市場参加者は当面、以下のようなケースを監査発動の基準として内部管理計画に反映させるべき。
 - ① 特定の銘柄の浮動性残高に影響を及ぼすような大口ポジションの形成
 - ② 特定の銘柄の引渡しまたは受取りにかかるフェイル金額の顕著な増大、特定の銘柄にかかるフェイル

の長期化

- ③ 特定の銘柄にかかるスペシャルネス（＝当該銘柄にかかるSCレポレートのGCレポレートからの顕著な乖離）の拡大およびその長期化
- ④ 特定の銘柄にかかる売買取引金額の顕著な増大
- ⑤ 通常とは異なる規模の収益または損失の発生
- ⑥ 自らが大口ポジションを形成している銘柄にかかるレポ取引・貸借取引のパターンの顕著な変化

3. 大口ポジション管理の徹底

- (1) 市場参加者は、財務省証券にかかるロング（買い持ち）ポジションまたはショート（売り持ち）ポジションを形成している場合、市場全体の流動性に配慮して慎重にポジション管理を行うべき。
- (2) 市場参加者は、スペシャルネスな状態にある銘柄の浮動性残高の大半を保有している場合、誠実性の発揮により当該銘柄を市場に貸出すべき。
- (3) 市場参加者は、ある銘柄につき大口のショートポジションを形成している場合、当該銘柄を借入れる等の手当てによって相手方への引渡しを誠実に履行すべきであり、ストラテジック・フェイル（引渡し玉の手当ての見込みがないにもかかわらずレポ取引を行うこと）を行わないようにすべき。
- (4) 市場参加者は、投資戦略を転換して大口ポジションの解消を行う場合、市場の流動性および決済の円滑性を損なわないよう配慮すべきであり、経営陣上層部およびコンプライアンス部門は、投資戦略の転換を把握しているべき。
- (5) トレーディング・デスクが大口ポジションを形成した場合、経営陣およびコンプライアンス部門によって速やかに把握されるべき。

4. 効率的な決済の推進

- (1) 財務省証券市場の流動性と効率性を維持するには、円滑な受渡し決済が不可欠であり、受渡しにかかるフェイルは円滑な決済を妨げ、市場の流動性を阻害する。フェイルが避けられない場合はあるにせよ、市場参加者は、可能な限り市場を停滞させるべきでなく、そのようなおそれのある投資行動を避けるべき。
- (2) 市場参加者は、執行された取引にかかる情報が速やかに伝達されて円滑な受渡しが行われることを確保するような体制を整備すべき。
- (3) 市場参加者は、受渡し決済を担当する部門がトレーディング部門とは独立して運営されるような体制を整備すべき。内部管理体制上、トレーディング部門担当者が受渡しを遅延させることを禁じる措置が講じられるべき。受渡し部門担当者は、トレーディング部門から平常とは異なる受渡し指示を受けた場合、経営陣に報告する権限を有しているべきであり、また、平常とは異なる受渡し指示が速やかにコンプライアンス部門に伝達されるような体制が整備されているべき。
- (4) ホールディング（holding：取引が執行された債券の受渡しを一時的に停止すること）は、きわめて例外的にしか認められるべきではなく、ホールディングの指示が行われた場合には、トレーディング監視部門、受渡し部門およびコンプライアンス担当者によるチェックが行われるべき。また、特定の債券についてホールディングを反復的に行うことは、内部管理方針上、禁じられるべき。
- (5) 市場参加者は、受渡し決済のプロセスにおいて債券の引渡しが行われるタイミングおよび方法について明確な方針（フェドワイアの終了時刻に十分に間に合うような社内的な取扱い終了時刻の定め等を含む）を定めておくべき。
- (6) 市場参加者は、一の取引における相手方から受取った債券を他の取引における相手方に引渡す場合、フェイル回避および受渡し決済の円滑性確保の観点から、当該引渡しを速やかに行うべき。
- (7) 市場参加者は、フェイルの長期化を回避するよう努力すべき。

* フェドワイア（Fedwire）は、連邦準備制度理事会によって運営されるオンライン決済システムであり、財務省証券については、ブックエントリー債にかかるディーラー・ブローカー相互間の取引の口座振替および資金決済が処理される。

（出所）Treasury Market Practices Group, "Treasury Market Best Practices," May 11, 2007. (<http://www.newyorkfed.org/tpmg/TPMG051107.pdf>) により筆者作成。

イング部門を中心とするフロントオフィスが行う取引の内容が上記のネガティブリストに抵触しないかどうかを、ミドルオフィスであるコンプライアンス部門が随時チェックできるような体制を整備すること、②フロントオフィスであるトレーディング部門とバックオフィスである受渡し決済部門の相互の独立性を確保することによって、約定執行された取引にかかる受渡し決済を円滑に処理すること、である。

(3) 実効性への課題

以上で見たような「ベスト・プラクティス」の内容が各市場参加者によって実行されれば、フェイルの多発およびレポ・スクイーズという、近年において財務省証券市場について懸念されてきている事態を回避することが期待される。ただ、「ベスト・プラクティス」は上述のように市場参加者の行動に対して拘束力・強制力を持たないだけに、実効性を持ちえるかどうかについては、疑問も残る。また、「ベスト・プラクティス」が提言している内部管理体制のあり方が、ディーラー等が従来の法令諸規則の体系のもとでそれぞれのビジネスモデルに応じて展開している内部管理体制の実際の仕組みと背馳しないかどうか、も、「ベスト・プラクティス」の実効性にとっての試金石となる。言い換えれば、「ベスト・プラクティス」の内容が今後、各市場参加者、特に債券ディーラーにどれほど理解され、どの程度実行へのインセンティブを持ち得るかが、重要である。その観点からは、「ベスト・プラクティス」の取りまとめに当たった「財務省証券市場慣行に関する懇談会（TPMG）」がFRBNYおよび財務省との共催により関係者向けに「ベスト・プラクティス」の内容に関する説明・討論等を行うコンファレンスを二〇〇七年六月中に開催する予定であることが、注目される。

おわりに

近年において財務省等が懸念を抱き、今回の「ベスト・プラクティス」でのネガティブ・リストの主要な対象として設定されたフェイルの多発およびレポ・スクイーズは、現時点における財務省証券市場にとって一刻も早い解決の必要な緊急の課題というわけでは、実はない。フェイル発生金額は二〇〇六年半ば以降に沈静化しているし、レポ・スクイーズにしても財務省関係者の指摘にあるような市場全体の価格構造の歪みにつながっているかどうかの実証は、今後の課題であろう。にもかかわらず今回の「ベスト・プラクティス」の策定が行われたことについては、財務省証券市場の規模と役割が極めて大きいことを背景に、財務省当局が予防的に懸念するような市場秩序の維持、市場の公正性および効率性の一段の向上に向けた取り組みを行うことについて、市場関係者の多くが基本的には賛同していることが、底流にあるものと考えられよう。そのような予防的ともいえる制度整備が積み重ねられてきたことが、米国財務省証券市場の歴史の一つの特徴とも言えるのである。

注

- (1) 川西 慎・菅野浩之・加藤 毅「RTGS後の国債取引に関する市場慣行について―フェイル慣行の意義と課題を中心に―」、日本銀行金融市場局マーケットレビュー（二〇〇一年七月）、一頁による。
- (2) http://www.newyorkfed.org/markets/pridealers_failsdata.xls.
- (3) レポ取引には担保設定の方法により、GC（General Collateral: 非特定（一般）銘柄担保）レポ取引とSC（Special Collateral: 特定銘柄担保）レポ取引の二形態がある。
- (4) Fleming, Michael J., and Kenneth D. Garbade, "Explaining Settlement Fails," in Federal Reserve Bank of New York,

Current Issues in Economics and Finance, Vol. 11, No. 9, September 2005, p. 3, 6.

- (5) クリスティーン・カミング (ニューヨーク連邦準備銀行) 「国際コンファレンスへ低金利下における金融市場と実体経済へパネリスト報告」日本銀行金融研究所『金融研究』第二五巻第四号、二〇〇六年二月、一〇九―一一八頁。
- (6) 債券市場協会 (The Bond Market Association: TBMA) は、法令上の自主規制機関ではなく業界団体であるが、米国債券市場で取引業務を行う業者のほぼ全てが加入して業者ガイドラインやモデル契約書の策定等を行い、事実上の自主規制機能を担っていた。二〇〇六年七月に証券業者協会 (Securities Industries Association: SIA) と合併して証券業者金融市場協会 (Securities Industry and Financial Markets Association: SIFMA) となった。
- (7) Statement of Under Secretary for Domestic Finance Randal K. Quarles to Bond Market Association Annual Meeting, May 19, 2006 (U. S. Department of the Treasury Press Release JS-4274).
- (8) Remarks of Deputy Assistant Secretary for Federal Finance James Clouse, U. S. Department of the Treasury, before the Bond Market Association, Government Securities and Funding Division, September 27, 2006 (U. S. Department of the Treasury Press Release HP-118).
- (9) メンバーは、デイラー七社 (モルガンスタンレー、リーマンブラザーズ、ゴールドマンサックス、ドイツ銀証券、バークレイズ、シティグループ、カントリリーワイド証券)、機関投資家二社 (カクストン・アソシエイツ、ブラックロック)、カストディアン一社 (バンク・オブ・ニューヨーク) のトレーディング担当者またはコンプライアンス担当者から成る一〇名。
- (10) FRBNY Press Release, "Statement on Formation of Private-Sector Treasury Market Best Practices Group", February 9, 2007. (<http://www.newyorkfed.org/newsevents/news/markets/2007/an070209.html>)

- (11) 注(6)を参照。
- (12) Treasury Market Practices Group, "Treasury Market Best Practices," May 11, 2007. (<http://www.newyorkfed.org/tpmg/TMPG051107.pdf>)
- (13) 川西・菅野・加藤「二〇〇一」六頁以下。
- (14) Fisher, Mark, "Special Repo Rates; An Introduction," in *Federal Reserve Bank of Atlanta Economic Review*, Second Quarter 2002, pp. 32-33, 39.

(たけなみ じやん・客員研究員)

証研レポート既刊目録

No.1625 (2004.8) 執筆者
 国債の補完供給制度と新現先方式のレオオペ 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
 S E C のヘッジファンド規制案について 伊豆

No.1626 (2004.10)
 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
 — N Y S E 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
 — I O S C O 報告書をを中心に—

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る 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
 — S E C による全米市場システム改革—
 アーキベ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る—
 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
 N Y S E 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る—

No.1633 (2005.12)
 レボは売買か貸借か 中島
 — レボの法律上の扱いについて—
 D D S 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—

No.1634 (2006. 2) 執筆者
 証券リテール・ビジネスの現状と課題 二上
 最近のネット取引ブームについて 伊豆
 マカリー・グループのロンドン証券取引所買収提案 吉川
 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

No.1635 (2006. 4)
 長期信用銀行の消滅と金融債の発行停止 中島
 企業再生手法の多様化 松尾
 — D D S ・メザニン・信託—
 欧米の清算・決済コストについて 清水
 大量保有報告制度の特例報告 福本

No.1636 (2006. 6)
 米国のネット証券について 伊豆
 N Y S E とユーロネクストの合併合意 吉川
 — 欧米証券取引所再編の思惑—
 アジア債券市場育成構想における市場の重層性 横山

No.1637 (2006. 8)
 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

No.1638 (2006.10)
 証券販売チャネルの最近の状況 二上
 〈世界的不均衡〉の拡大について 伊豆
 ユーロネクストをめぐる攻防 吉川
 — 欧米取引所再編の行方—
 E U 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 横山
 — E U 金融商品市場指令との関連性—

No.1639 (2006.12)
 旧現先と新現先の基本契約書について 中島
 — 現先売買から現先取引へ—
 米国の空売り規制緩和と実験 清水
 — S E C による実証研究—
 株主の特定は必要か 福本
 大手証券会社の企業再生業務 松尾
 — プリンシパル・インベストメントを中心に—

No.1640 (2007. 2)
 市場金融モデルは定着するか 二上
 M & A ・ L B O ・ C D S 伊豆
 — 〈ファンクド化〉する国際資本市場—
 ナスダックのロンドン証券取引所買収ゲーム 吉川
 N A S D およびN Y S E による自主規制機能の一部統合計画 横山

No.1641 (2007. 4)
 証券取引所の「統合」と「競争」 二上
 米国におけるM S C B 松尾
 — 株価と経営パフォーマンス—
 アメリカの空売り規制 清水
 — アップティック・ルール撤廃へ—
 株式所有の情報開示 福本

証研レポート第一六四二号
二〇〇七年六月十一日発行

(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

2007年 6 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)