



レポート

No.1644

2007年10月

サブプライムローン問題と市場型金融システム

二上季代司（1）

円キャリートレードの不思議

～株価と為替と金利の関係～

伊豆 久（13）

錯綜する取引所の国際的な合併・買収・提携

吉川 真裕（22）

米国FINRAによる債券マークアップ・ポリシーの制定と運用

横山 史生（39）

サブプライムローン問題と市場型金融システム

二上季代司

米国の信用力の低い個人向け住宅融資（サブプライムローン、以下、SPLと略）問題に端を発した世界的な信用収縮は、この一〇年来わが国が目指してきた市場型金融システムのありかたについて、いくつかの教訓を残したように思われる。なぜならば、これは証券化市場を舞台にした初の金融危機だったからである。

証券化市場は市場型金融システムの中核をなすもので、そこを舞台に世界的に金融システムが一時、凍結するような事態が起こったことは、市場型金融システムのあり方を考えさせるうえで十分な材料を提供している。すなわち、①市場型金融システムそのものにバブルの生成・崩壊を容易にする要素があるのか？それとも②情報開示の不足、格付会社の誤った情報生産（甘い格付け）のやり方など市場型金融システムを構成するパーツに不備があっただけなのか？そのどちらであるかによって、今後の対策も違ってくるだろう。

米国内の問題に過ぎないSPLの焦げ付き問題が、欧州の銀行の流動性危機、日本の株式市場の下落など世界的な混乱につながった因果関係については新聞報道でかなり詳しく報じられており、また優れた分析もすでにくつか出ている。⁽¹⁾以下では、これらの論説の中から舞台となった証券化市場に特に焦点を当てた議論を整理することによって、市場型金融システムのあり方について検討してみよう。

1 サブプライムローン（SPL）問題

最初に今回のSPL問題の事実経過を、新聞報道等によりながら簡単に整理してみよう。

米国の住宅ローン規模は約一〇兆ドル、うちSPLは一・三兆ドル（〇六年末）であるが、住宅ローンの六割、六兆円はRMBs（Residential Mortgage Backed Securities、住宅ローン担保証券）として証券化されており、SPLを裏づけとするRMBsは九千億円と試算されている。さらに、これらRMBsの一部はその他の資産担保証券とともに担保にされてCDO（Collateral Debt Obligation、債務担保証券）として再組成されており、それが三・一兆ドル、うちSPLを含むCDOは一兆ドルある、とされる（『日経金融新聞』七月一三日）。ところが、今年に入ってSPLの延滞が急増し、延滞率は約一五％に達し約二千億ドルが不良債権化している（『日本経済新聞』九月九日）。

この結果、SPLの不良債権化は、当然のことながら住宅金融会社の経営危機を招いた。ついで、住宅金融会社は住宅ローン関連の資産を担保にレポ市場で資金繰りをつけているので、レポの出し手にも信用リスクが波及する。こうして住宅関連金融資産を担保とするレポ市場は急速に信用収縮したのであった。しかしそれよりもっと影響が大きかったのが、ヘッジファンドと銀行系運用会社であった。

「ヘッジファンド」

ヘッジファンド（以下、HFと略）は全世界で一・五兆ドル規模（〇七年一月）であり、そのうちSPL関連のRMBsやCDOを投資対象とする運用スタイルのものは「高利回り債ファンド」あるいは「債券分散投資ファンド」などと分類されている。これらのHFは金融機関から運用資金を借り入れて大きなレバレッジを働かせながら、RMBsやCDOのうち「エクイティ」と呼ばれる劣後部分に集中投資していたので、SPLの不良債

権化はこれらHFを直撃した。HFは資金繰りのため流動性の高い株式を真つ先に売却したため世界的な株式市場の下落を招き、さらにHFは低利の円を借りてドルに換えて投資する（円キャリートレード）ことが多かった⁽³⁾ので、取引の巻き戻しが円の買戻しにつながった、とされる。

「銀行系運用会社」

また、銀行出資による特別目的会社（SIV、Structured Investment Vehicle）が、保有資産を裏づけとするABCPを発行してこれまたRMBやCDOに投資しており、同様の打撃をこうむった。その際、親銀行はCP発行の更新が出来ない場合の信用供与枠（コミットメントライン）を設定していたので、親銀行は突発的な信用供与に迫られ、それがドル資金調達に不利な欧州の銀行の流動性危機を招くこととなったのである。ちなみに銀行系運用会社上位一〇社のABCP発行残高は四六五〇億ドルにのぼり、米銀系のほか欧州銀行系も多数含まれている⁽⁴⁾。他方、こうした事態は市場関係者の疑心暗鬼を招いて銀行間市場の収縮をもたらしたのである。

2 証券化市場の混乱に関する二つの見解

さて、以上がサブプライムローンの不良債権化が世界的な信用収縮をもたらした因果関係の概略である。ローンが証券化され、それが世界中に分散保有されたため、ローンの不良債権化が世界的な金融市場の危機として波及した、と理解できるだろう。しかし、市場型金融システムでは、ローンが証券化され分散所有されることで、信用リスクが多くの投資家に広く薄く吸収され、銀行にリスクが集中する銀行中心のシステムに比べ、むしろリスク耐性が強いと考えられてきたのである。ところが、そうはならなかったのである。それはなぜか？

その理由について、これまで様々な識者がいろんな指摘を行っているが、ここでは、今回の混乱の主舞台とな

った証券化市場を巡って異なった見解・解釈が見られることに注目したい。

〔情報開示不十分説〕

まず、もっともオーソドックスな見解は「情報開示不十分説」とでもいえるものである。たとえば高木信二（『経済教室 適切な情報開示さらに』『日本経済新聞』九月一日）は、概略、次のように言う。

SPLの不良債権は二千億ドル規模であり、世界の金融市場から見れば微々たるものである。にもかかわらず、これだけ大きな問題となったのは、住宅ローンを証券化する過程でリスクの所在が不明確となり市場価値を評価できなくなったためである。この結果、HFや銀行系運用会社が資金繰りのため売却しようとしても、買い手が現れないし、担保価値の評価も出来ないのも、これを担保に資金を出そうという出し手も現れない。こうして、金融市場は急速に目詰まりを起こすことになる。

銀行は長期的関係に基づくアイタイ取引なので金融資産を適切に評価することには長けていないが、市場型金融システムでは、ローンが証券化され需給によって金融資産が評価される。不良債権化しても、それは価格に反映されて新たな均衡へ移るだけである。それがそうならなかったのは、金融資産のリスク・リターンを評価するための正確な情報開示が欠如していたためである。

したがって対策としては、欧米中央銀行による短期資金供給⁽⁵⁾ではなくて、複雑な金融商品に対する情報開示などが求められることになる。これが、この見解を「情報開示不十分説」と呼ぶゆえンである。

〔リスクマネー自己増殖願望説〕

しかし、これとは別の異なる見解もある。小幡績（『経済教室 二一世紀型バブルが崩壊』『日本経済新聞』八月二八日）は、次のように言う。

今回の危機の原因は、サブプライムや証券化にあるのではなくて、古典的なバブルが生成し、崩壊しただけである。ただ、以前と異なるところがあるとすれば、金融市場が発展し資本が増大し金融技術が進歩すればするほどバブル発生・崩壊が恒常化する。というのは、金融技術は「リスクをリスクでなくしてしまう」、「実体経済のリスクは不変だが投資家のリスクは低減し」、「投資家がリスクを許容する分だけ金融市場全体ではリスクは低下したがって金融商品の価格が上昇し、リスクを許容した投資家は利益を上げることになる」。

こうしてリスクマネーは利益を上げ自己増殖する。この過程で、金融商品の価格は上昇し徐々に収益率は低下するが、レバレッジをきかせることにより当初の投下資本に対する収益率を高めようとするので、金融資産の価格はますます上昇する。リスクテークバブルである。そして、一定規模の投資家が、リスクが高いと認識を変えた瞬間、このバブルは崩壊する。

以上のようにこの見解は、危機の本質はリスクマネーの自己増殖願望にあると捉え、対策としては、「情報開示不十分説」とは逆に、当局がスピード感を持って市場介入（中央銀行による大量の資金供給や為替介入）を行い、価格の乱高下を防いでリスクマネーの自己増殖願望に対抗することだ、ということになる。

小幡の論説はやや抽象的であるが、ここでは、証券化のような金融技術がバブル生成・崩壊を容易にさせている、という主張に注目したい。すなわち金融システムが市場化されればされるほど「リスクマネーの自己増殖願望」が満たされやすくなり、バブルの発生・崩壊が起りやすくなる、というわけである。

ところで、「情報開示不十分説」と「リスクマネーの自己増殖願望説」は、今回の混乱の本質に関する理解、その対策においてまったく異なる見解を示しているのだが、両者ともに、その根拠をサブプライムローンのリスクを組み込んだCDOの組成のありかたにおいている。そこで、次に、CDOの組成プロセスについてやや詳しく

く見てみよう。

3 CDOの組成プロセス

先に見たように、米国の住宅ローン約一〇兆円は六割がRMB Sとして証券化され、格付け会社によって格付けされている。さらにこのRMB S（およびその他の資産担保証券）を裏づけにして三・一兆ドルのCDOが組成されているのだが、CDOは異なる優先劣後構造を持つトランシェに区分され、各トランシェは投資家特性に応じて売却される。したがって、トリプルB以下のRMB Sに裏づけされていても、①トリプルAやダブルAの優先CDO、②トリプルB以下のメザニンCDO、③最劣後のエクイティCDOに切り分けられることになる。

「リスクがリスクでなくなる」

その際、複数のRMB Sを束ねることで住宅ローンの地域分散（したがってリスク分散）が期待できるので、これらを裏づけとするCDOは全体として格付けが高くなるといわれている（『日本経済新聞』八月一七日）。譬えて言えば、RMB S商品Aのデフォルト率が二割、RMB S商品Bも二割で同じ格付けだが、両者に正の相関がない（すなわち同時にデフォルトになることはない）と仮定すれば、AとBを含むCDOのデフォルト率は二割以下となり、より高い格付け取得が可能になる。その結果、リスクプレミアムが低下して資産価格が上昇する。すなわち、小幡が言うように、証券化の金融技術によって「リスクがリスクでなくなる」のである。

したがって、重層的な証券化プロセスそのものが、資産価格の上昇↓バブルの生成を容易にするメカニズムを内包していることになる。このような状況の下ではバブルの発生を予想したり、それを正常な状況で取り除くことは不可能であり、当局のできることはバブルが崩壊したときにその悪影響をおさえることしかないということ

になる。⁽⁷⁾ 今回、欧米の金融当局が行ったことはまさにそれであった。

「情報開示の不十分さ」

他方、住宅ローン債権→RMB→CDOと証券化が重層的になるにつれて、原資産である住宅ローンのリスクの所在は当然のことながら不分明となる。トリプルAの優先CDOでも信用リスクの高いサブプライムローンが組み込まれている可能性があるが、直接、組み入れられているのはRMB（あるいはそのクレジットデリバティブ）であるため、それは分からないのである。実際にデフォルトが起きた段階（あるいは起きそうな段階）に達したときに格付会社が格下げを行い、そのときになってはじめてリスクの高いローンが裏づけとなっていたことが分かるのである。

すなわち高木の言うようにリスクの所在が「不透明」であり情報開示が不十分、ということになる。そうだとすれば、対策は証券化商品の情報開示の充実という方向に向けられるであろう。

「格付会社の情報生産機能の不十分さ」

他方、そのことは外部から見れば、当初の格付けが甘かったように映る。加えて、格付会社は組成側から手数料を得ており、格付けを利用する投資家と利害相反の関係にある。おまけに、格付会社は証券化の組成段階に深く関与しており、どのような条件が満たされれば格付けを上げることができるか、といったモデルを提示してオリジネーターや投資銀行と相談しながら証券化を支援さえしているのである（『日本経済新聞』九月一九日）。かくして、格付会社の格付けに問題があるのではないか、という疑惑を生むことになったのである。ここに、格付会社の情報生産に疑問が投げかけられる根拠がある。

そこで対策としては格付会社の規制に向けられる。証券市場の国際的な監督機関の集まりであるIOSCO

(証券監督者国際機構) は各国の格付会社を招請し、①格付手法のあり方や②依頼側である投資銀行等の利益相反の有無などについて調査を開始したといわれる(『日本経済新聞』九月一日)。

「公正価値会計」

CDOは投資銀行等が格付会社の支援を受けながら「優先」、「メザニン」、「エクイティ」と格付別にトランシェを切り分けていくため、はじめから市場価格はないのである。米国では、すべての金融資産及び金融負債は時価(公正価値)で測定し、会計処理することを目標にしているが、時価がないものについては理論値で評価せざるを得ない。ではその理論値は何によって決まるかといえば、組成・販売側の投資銀行の参考価格に依拠しているのが現状である。

投資銀行は出来るだけ高く売りたいのであり、その彼らが提示した参考価格が果たして「公正価値」といえるかどうか。今回の危機の中で、CDOは「理論値」ではまったく売れないことが明らかとなった。ここから、「公正価値会計」ルールのなかにいかにして証券化商品を位置づけるかという課題が浮上してくることになる。

「金融監督の新たな問題」

今回の危機では、リスクの凝縮された最劣後CDOのかなりの部分をヘッジファンドが抱えていたことが明らかとなったが、ヘッジファンドは私募ファンドであり、監督当局のモニターの外にある。のみならず、一般に、市場型金融システムは幅広くリスクが分散保有されるシステムである。このことから、例えば翁百合(『日経金融新聞』九月七日)は、誰がリスクを背負っているか分からないため、①一旦、どこかでデフォルトが発生すると、疑心暗鬼でマインドが萎縮し、信用収縮に落ち込む危険性があること、②金融コングロマリット化しているため市場の流動性が銀行に直結していることをあげている。ここから、対策として監督当局・中央銀行が市場の

透明性を高めるべく民間ブレイヤーの情報開示を促進し、ファンド、ノンバンク、投資家の動向を市場横断的に監視する体制を整備すべきだ、という主張がでてくることになる。

4 市場型金融システムの新たな課題

市場型金融システムでは、金融資産が市場で売買されることによって当該金融資産のリスクとリターンに関する情報が価格に反映される。そこでは、絶えずチェックが入るので、誤った情報解釈は直ちに価格に反映され、他の投資家によって是正される。こうして、絶えず新しい情報を反映した価格がシグナルとなつて資源配分が行われる。また多くの投資家が参加することでリスクが分散できる。これが市場型金融システムの教科書的な理解である。

ところで、市場型金融システムのもつこうした効率的資源配分、リスク分散が適切に機能するためには、日々に新たに発生する情報が正しく迅速に価格に反映されることが必要である。すなわち、「情報開示」「会計制度」「格付」といった市場インフラが整備されていなければならない。今回、明らかになったことは、CDOの組成プロセスにおいて、そうした市場インフラが未整備であったということであった。原資産であるローンの延滞率がすでに年初から上昇していたということは明らかに新しい情報であり、それはCDOのリスク・リターンを大きく左右する要因であるから、もっと早くCDOの格付けや価格に当然反映されていなければならないが、そこに不備があったということである。

しかし、もっと根本的で深刻なことは、市場型金融システムそれ自体にバブルを容易にする要因が潜んでいるのではないか、という指摘である。

混乱の舞台となったCDOは、二〇〇〇年代に発達した比較的新しい証券化商品であるが、〇六年には全世界で五五〇〇億ドルもの発行規模にまで膨らんでいる（『日本経済新聞』八月二三日）。これらCDOに集中投資し、混乱の導管となったヘッジファンドも、一〇年ほど前は二千本、残高九七〇億ドルに過ぎなかった（九六年）のに、今や九五五〇本、一・五兆ドル（〇七年一月）と二五倍以上に膨らんでいる。ではヘッジファンドへの投資家は誰かといえば、機関投資家である。

年金基金などの機関投資家は、株式や債券のような伝統的な投資物件以外を「オルタナティブインベストメント」と呼ぶ。これにはヘッジファンドはもちろん買収ファンド、不動産ファンドなどが含まれるが、これらオルタナティブ投資のメリットを機関投資家は「伝統的金融商品とは相関が薄くリスク分散効果が期待できる」という点に求めている。「相関係数の低さ」「リスク分散効果」を根拠に機関投資家が出資を増やしたことこそヘッジファンドを膨らませ、CDOを膨張させた究極の背景であると同時に、リスクプレミアムを低下させ金融商品の価格をバブル的に高めた真の背景である。

しかも、この動きはやむことなく、クレジットデリバティブ、保険デリバティブ、商品デリバティブといった新しい金融商品を次々に生んでいる。このことは、これまで銀行業界内部、保険業界内部、非鉄金属や商社など当業者内部に限定されてきた信用リスク、保険リスク、商品価格変動リスクという種類の異なるリスクが、「リスク分散」の名目のもと、金融市場という大海の中で売買されるようになったということを意味する。⁽⁸⁾

小幡の主張するように、バブルの発生・崩壊を容易にする金融システムに入りつつあるということである。だとすれば、市場インフラを整備するだけでは不十分である。市場インフラを整備してもバブルが生成し崩壊することが不可避であるとすれば、そこからくる悪影響（信用収縮↓雇用、生産への悪影響）を吸収する制度的な設

計もあわせて検討することが求められるのである。

注

(1) たとえば伊豆久「サブプライム問題とファンド資本主義」、『生活経済政策』一二九号、二〇〇七年一〇月）は、ローンの市場化（証券化、クレジットデリバティブなど）によって信用リスクが拡散される状況にあったこと、ローンのデフォルトの影響を世界の株式市場や外為市場に拡散させた導管としてヘッジファンドと買収ファンドをあげている。社債、商業用モーゲージ、消費者信用、商業ローンなどが裏付資産である。

(3) 前掲、伊豆論文。なお同論文では、HFがレバレッジドバイアウト（LBO）に伴う融資の主たる出し手となっていたこともあり、HFの資金供給力の低下が買収ファンドの手がけている買収案件の延期・中止をもたらし、「買収期待プレミアム」が剥げ落ちて、この面からも株式市場の下落をもたらしたという。

(4) 上位一〇社の親銀行は、順に、①シティバンク、②ABNアムロ（蘭）、③ドイツ銀行（独）、④JPモルガンチェース、⑤バンクオブアメリカ、⑥HBOS（英）、⑦バークレーズ（英）、⑧ラボバンク（蘭）、⑨ラサールバンク（ABNアムロの米国部門、バンカメに売却で合意）、⑩OSRマネジメント。

(5) この見解によれば、中央銀行による資金供給はモラルハザードをもたらし、次のバブルの種を蒔くだけということになる。

(6) というよりも「リスクマネーの自己増殖願望」が証券化等の金融技術発展の機動力になったというほうが正しいのだろう。

(7) グリーンスパン（前FRB議長）も同様のことを主張している（『日本経済新聞』九月二九日）。

(8)

以上の論点については、拙稿「金融デリバティブ市場の存在意義と将来展望」(『大証先物オプションレポート』一九卷五号、二〇〇七年五月)。

(にかみ きよし・客員研究員)

円キャリートレードの不思議

（株価と為替と金利の関係）

伊豆 久

はじめに

図1は、ここ一年の株価と円ドルレートの推移を日次ベースでグラフにしたものである。

二つのグラフは鏡に映したようにきれいな対称をなしている。つまり、円が安い時には株価が高く、円が高い時には株価は下落している。

なぜこのように密接に連動しているのだろうか。

一つには、為替レートが輸出企業の収益に大きな影響を与えるからであろう。内需の回復が進まない現状では、輸出の動向が景気全体を大きく左右している。そのため、円安が株高を、反対に円高は株安をもたらしているの
であろう。

もう一つは、円キャリートレードをおこなうヘッジファンドを通じた連動性である。金利の安い円を売り金利の高いドルを買う取引（円キャリートレード）をおこなうヘッジファンドが多く、他方で、日本株市場ではヘッジファンド等の海外投資家のウエイトが非常に高い。そこで、円が安くなつて円キャリートレードの利益が大きくなるとヘッジファンドのリスク許容度が大きくなり、さらに日本株への投資を増やす、少なくともそうした連

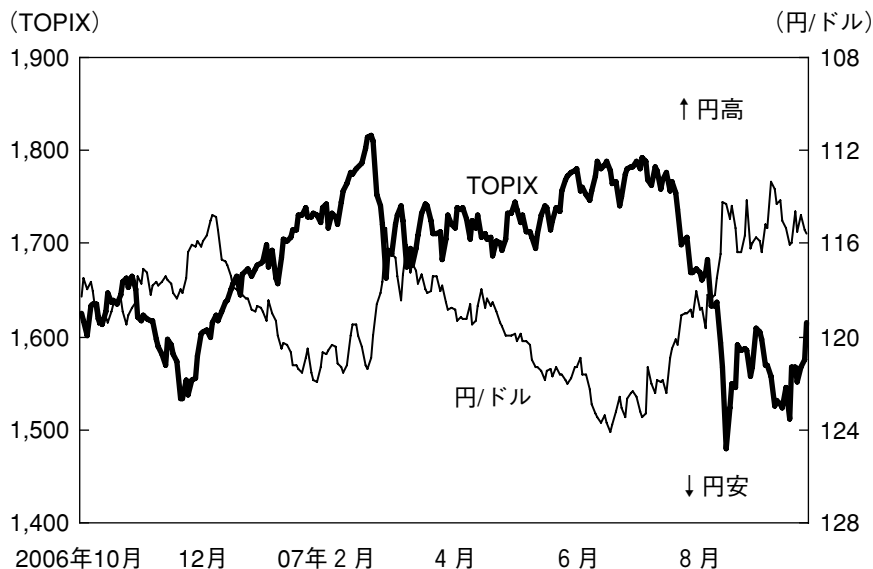
想が市場で強いからであろう。

しかし本当にそうなのだろうか。少し長い期間で考えてみると、株価と為替レートの関係は決して一義的なものではない。現在の「円安⇨株高」・「円高⇨株高」の関係は、〇三年頃からの現象であり、それ以前は、全く逆の「円安⇨株安」・「円高⇨株高」の時期が十年ほど続いていた。他方で、日本経済の輸出依存度が高いのは、何もこの二、三年のことではないことから考えると、「円安⇨輸出企業収益拡大⇨景気押上げ⇨株価上昇」(円高時は逆)との説明には、いくつかの留保が必要であるように思われる。

もう一つの、ヘッジファンドの円キャリートレードが為替と株価の連動性を高めているという解釈についても、そもそも円キャリートレードについて、取引の形態、規模、主体、為替への影響等について見方は一様ではない。また、円キャリートレードをおこなうヘッジファンドと日本株を売買するヘッジファンドが異なる可能性を考えると、両者の関係もそう単純ではないはずである。

為替と株価、そして金利の関係について考えてみるこ

図1 株価と為替レート



としたい。

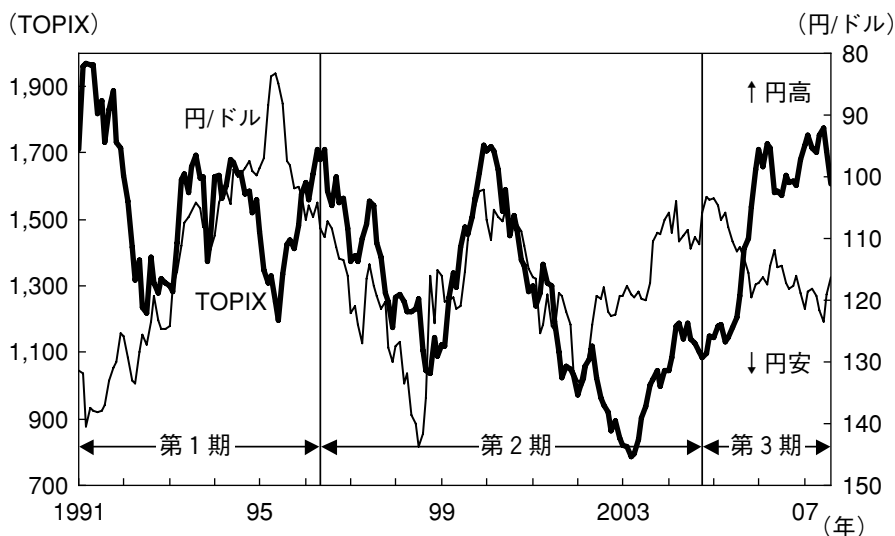
1 株価と為替レート

図2は、図1と同じ株価と為替レートの関係を、期間を長く一九九一年からにして示したものである。これを見ると、両者の関係が単純でないことは明らかであり、大きく三つの時期に分かれることがわかる。

第一期（九一年一月～九六年六月頃）…グラフは、図1と同じく、おおむね逆の動きをしており、円高時には株安、円安時には株高という関係が成立している（ただし、九二年七月頃から九四年五月頃までの、二つのグラフがほぼ平行している時期を挟む）。

第二期（九六年六月頃～〇四年四月頃）…二つのグラフはほぼ平行して動いており、円と株価は同じ方向に、つまり円高⇨株高、円安⇨株安の形で動いている（ただし、〇二年五月頃から〇三年七月頃までの、二つのグラフが逆に動いていた時期を挟む）。

図2 株価と為替レート



第三期（○四年四月頃～現在）…二つのグラフは、図1そして第一期と同じく、正反對の動きをしている。○五年春から同年末の株価急騰期に円は急落し、その後の小幅な動きでもほぼ対称の動きとなっている。

つまり、当たり前のことではあるが、為替と株価の関係は単純ではなく、現在のように、〈円安⇨株高〉ばかりが当てはまるわけではない。不良債権問題が深刻化し、景気が悪化するとともに金融システム全体に不安が広がっていた時期には、円も株も売られ、それが一転、ITブームが訪れると株価も円も急上昇した。

現在は確かに、賃金の抑制が続いている上に年金不安が重なり、消費が伸びにくい環境にある。そのため、輸出の与える影響が大きくなっているが、為替と株価の強い連動がこのまま長期にわたって続くと考えているに足る明確な根拠はないように思われる。

2 金利と為替レート

では、金利と為替レートの関係はどうであろうか（図3参照）。

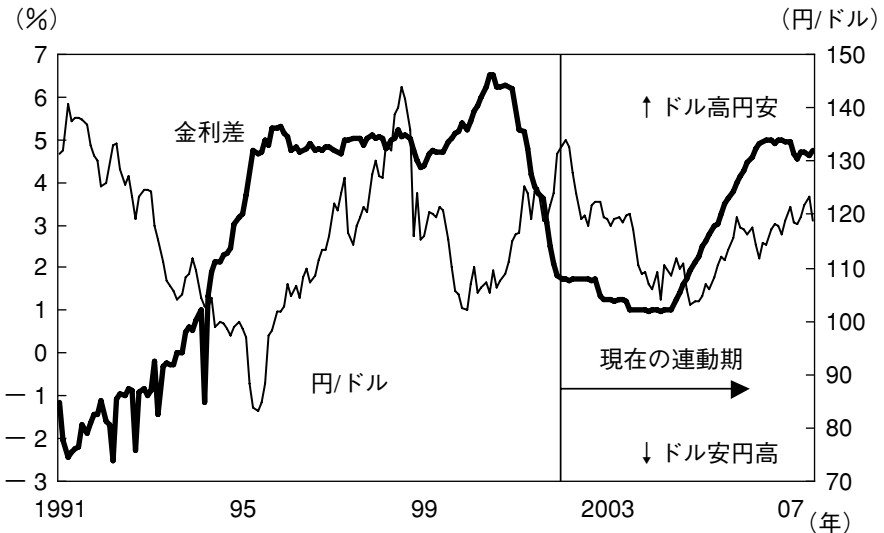
○二年春頃からのドル安円高局面と○四年初めから現在に至るドル高円安は、米国と日本の短期金利格差におおむね連動している。この間、日本の金利はゼロから○・五%と大きな変化はなかったため、米国FRBの政策金利の上げ下げが円ドルレートを大きく動かしたことになる。米国のFFレートが下がると円は高くなり、○四年六月から住宅バブル・景気の過熱を警戒して金利が引き上げられるとそれにつられるようにドルは高く円は安くなってきた。そして実際、低金利の円やスイスフランを売り高金利のドルやニュージーランドドルなどを買うキャリートレードが増加したと言われる。

しかしながら、キャリートレードの実際となると、その定義も取引額も明確ではない。論者により、シカゴマーカントイル取引所（CME）の通貨先物取引における投機筋の円売りポジションを中心とする見方から、日本の拡大著しい外為証拠金取引や、より長期的な外貨預金・外債投資・外国政府債中心の投資信託の販売額、さらには諸外国における円建て住宅ローンを含める意見もある。また、財務省の円売り市場介入によるドル準備の増加（利子増加分を含む）が円キャリートレードの最たるものとする向きもある。

確かにここ数年、こうした取引に沿う形で円安は進んでおり、時折発生する円の急騰（最近では今年二月と八月）はキャリートレードの巻き戻しであるとされる。

そうしたなかで新聞等では、金利の高い通貨が上昇し金利の低い通貨が下落するのは当然であるかのような記述も見られるが、それは間違いである。短期金利と為替レートの間を少し長い期間で見ると明らかで（図3）、両者の間に一義的な関係は見当たらない。

図3 日米短期金利差と株価



(注) 日米短期金利差＝米国FFレート－日本コールレート翌日物

そもそも二つの通貨の間に金利差があつても、それは為替の直先スプレッドによつて完全に「解消」されてしまふため、金利差だけから利益を上げることが不可能である。例えば、現在の日米の短期金利は米国が四・七五%、日本が〇・五%で四・二五%の金利格差がある。したがつて、仮に為替レートが一一五円だとすると、百万円をドルに換えて八六九五・六五ドル（＝百万円÷一一五円）を預金すれば、一年間後には四・七五%の金利がついて九一〇八・七〇ドルになる（手数料等はゼロと仮定）。しかし問題はそれを円に再交換する時のレートである。それを現時点で確定させるとすれば（一年後の為替予約を行うとすれば）、現在の直物為替レートである一一五円ではなく、そこから金利格差分円高ドル安の一ドル一一〇円三三銭（＝一一五×（一・〇〇五・一一・〇四七五））というレートでしか予約できない。したがつて、結局一年後の円建ての資産額は百万四九六二円となり、これは結局、百万円を円のまま預金した時（金利〇・五%）の百万五千円に等しい（三八円のズレは端数の四捨五入による）。

つまり、金利が高い通貨の先物為替レートは直物レートに対して割安に、金利が低い通貨は割高になるのである。そのため、へ金利の高い通貨で運用した時の収益へとへ金利の低い通貨で運用した時の収益へは、事前には全く同じとなる。したがつて、図3が示すように金利格差と為替レートの間に何の関係もないのは当然なのである。

したがつて、へ高金利に魅力を感じて外貨建ての預金や債券で運用するへ個人が最近増えているが、それは実は、高金利による利益ではなく、為替リスクをとることによるリターンを目指しているにすぎないのである。

3 ボラティリティの低下

しかしながら、そうした円キャリートレードは、少なくともここ数年、結果的には成功を収めている。先物為替レートが円高ドル安であるにもかかわらず、直物為替レートはそこに向かわず、比較的安定し、あるいはさらなる円安ドル高で推移してきたのである。それはなぜだろうか。

言い換えれば、先物における円高ドル安にもかかわらず、多くの投資家は、直物では円が高くなることはないと考え、円を売りドルを買い続けた（円キャリートレードが続いた）のであるが、それはなぜなのだろうか。理由の一つとして、市場のボラティリティが低下していることがあげられる。

最近、外為市場だけでなく、短期金利、債券、株式など世界の金融市場全体でボラティリティの低下が観測されている。為替変動リスクが小さいのであれば、金利格差をそのまま獲得しようとする投資家が増えてもおかしくない。

では、ボラティリティはなぜ低下しているのだろうか。⁽¹⁾

まず考えられるのは、実体経済面の変化で、緩やかな景気の拡大とインフレ率の低下が続いていることである。特に米国では、一九八〇年代半ば以降、GDPのボラティリティが著しく低下している。とはいえ、これは二〇年ほど前からの現象であるため、最近の（〇四年以降の）金融市場のボラティリティ低下の主たる要因とするには説得力に欠けるかもしれない。

より重要なのは金融市場における変化であり、その第一は、流動性が増加していることである。どの市場をとっても売買高は高水準にあり、デリバティブ市場の発達や、機関投資家の多様な資産クラスへの分散投資の推進等がその要因となっている。第二に、高いリスクを選好するヘッジファンドが成長し各種市場におけるオプショ

ンの売り手となっていることがあげられる。そうした積極的なリスクテークがオプション価格を引き下げ、インプライドボラティリティを抑制している可能性が高い。第三に、金融政策における変化がある。政策金利の変更はより小刻みに行われ、議事録の公開や総裁の記者会見など透明性が向上し、市場との対話が重視されるようになった。こうした漸進主義や透明性の向上が、短期金利の安定性を高め、それを通して市場全体のボラティリティを抑えていると考えられる。

したがって、現在の市場の安定を、この間大きなショックが起こらなかった偶然の賜物と見るのは正しくないであろう。それどころか、世界の金融市場はここ数年の間に、石油価格の急騰、GM等米国自動車会社の格付け急落などの市場内部の急変、さらには、九・一一や米イラク戦争、大水害、ハリケーン、などの地政学上の大事件をも乗り越えてきたのである。

では、このボラティリティの低下は、持続的なものと考えてよいのであろうか。

流動性の増加、機関投資家の成長、中央銀行の透明性の向上などは、逆戻りするとは考えにくい変化であり、今後とも市場の安定に貢献するものと推測できる。しかしながら、ヘッジファンドによるオプション売りは、現在の市場に対する判断にもとづくものであり、投資家の戦略が変化すれば大きな影響を受けざるをえない。売りの増大はオプション価格を引き下げて、自己実現的に利益を得ることができるが、ボラティリティの低下の多くがこうした投機取引によるものだとすれば、肥大化したポジションの巻き戻しによって大きな変化が生じる可能性がある。

また、金融政策の透明性についても最近の特殊な状況を考慮に入れる必要がある。すなわち、米国を初め、欧州、日本とも、ここ数年金利を引き上げてきたが、それは、ITバブル崩壊の影響が薄れ景気が回復していくな

か金利を中立水準に戻す過程であった。したがって市場は短期金利の予測において、「現状維持」か「引き上げ」かのどちらかに賭ければよく、「引き下げ」のリスクを考慮する必要はなかった。中央銀行からすれば「市場との対話」がやりやすい環境だったのである。しかし、中立的な水準に復帰すれば、今後は、「引き上げ」も「引き下げ」もありえることになり不確実性が高まる。そうなれば、金利の安定性の低下を通じて市場全体のボラティリティが増加に転じる可能性も否定できないのである。

おわりに

外為証拠金取引を活発におこなう日本の個人投資家は、今や「ミセス・ワタナベ」との名前で国際誌でも紹介されるようになった。売買額は東京市場の三割を占め、その円売りポジションがCMEのそれを上回ることもあるという。そして今年八月、サブプライム問題に伴うキャリートレードの巻き戻しにより円が急騰した際も、個人は円を売り続け、外為市場、ひいては株式市場の安定に一役買ったともされる。⁽²⁾しかしながら見てきたように、株価と為替と金利の関係は、論理的にも歴史的にも安定的なものではない。へ足元の傾向が今後も長期にわたって持続するかと根拠もなく思い込むことは、非常に危険なことではないだろうか。

注

- (1) 以下は、*The Recent behaviour of financial market volatility*, BIS Papers, no. 29, August 2006, 12頁を²⁰。
- (2) "Not-yet-desperate housewives: Is Mrs Watanabe doing her bit for global stability?" *The Economist*, August 16 2007.

(いず ひさし・客員研究員)

錯綜する取引所の国際的な合併・買収・提携

吉川 真裕

二〇〇六年六月一日にニューヨーク証券取引所とARCA取引所を傘下に持つアメリカの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・オプション取引所を傘下に持つオランダのユーロネクストの合併合意が成立し、一二月一二日にはアメリカのナスダックがイギリスのロンドン証券取引所に対して株式公開買い付けを開始した。二〇〇七年二月一〇日にナスダックの公開買い付けは失敗に終わったが、四月四日、NYSEグループとユーロネクストの合併は実現した。そして、四月三〇日にはドイツ取引所傘下のデリバティブ取引所ユーレックス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・エクスチェンジの買収で合意し、五月二五日にはナスダックが、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OMXとの合併で合意した。さらに、六月二八日にはロンドン証券取引所とイタリア取引所の合併が合意され、八月一七日にはアラブ首長国連邦のドバイ取引所がナスダックとの合併に合意していたOMXに対する株式公開買い付けを発表し、九月二〇日にはナスダック、OMX、ドバイ取引所の間でナスダックとOMXの合併を実現させる方向での提携合意が公表された。

本稿では、ロンドン証券取引所とOMXをめぐる繰り広げられている取引所の国際的な合併・買収・提携の動きを振り返った後、各取引所や大株主の思惑について考察し、今後の推移を展望する。

1 ナスダックによるロンドン証券取引所の株式公開買い付け⁽¹⁾

二〇〇六年二月二八日、ロンドン証券取引所に株式公開買い付けを実施していたオーストラリアのマッコリー・グループは一株五八〇ペンスの買収提案価格を引き上げることなく、買収提案を撤回した。⁽²⁾ところが、三月一〇日にナスダックが一株九五〇ペンスでロンドン証券取引所に対する買収提案を発表し、関係者を驚かせた。ナスダックの突然の買収提案は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取り下げられた。しかし、四月一日、買収提案を取り下げ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、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一二一八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、二〇〇四年一二月から買収提案価格を提示しないままロンドン証券取引所との買収交渉をおこなってきたユーロネクストは買収交渉の終了を明らかにした。さらに、五月一〇日にナスダックは一株一二四八ペンスでロンドン証券取引所の株式を買い増し、二四・一%を取得したことを発表し、五月一九日には保有株式を二五・一%にまで引き上げた。ナスダックは公表した買収提案を取り下げたことにより、シティ・コードで半年間三〇%以上の株式の取得を禁止されていたが、二五%の議決権でロンドン証券取引所の重要議案に拒否権を行使できることから、この水準まで保有株式を引き上げたものと見られている。

その後、ナスダックによるロンドン証券取引所の株式買い増しはおこなわれなかったが、三〇%以上の株式取得が認められる一〇月以降に買収提案がおこなわれる期待が高まり、二〇〇七年三月三〇日までの最低買収価格である一二四三ペンス（現金還元のためのB株発行に伴う修正価格）をロンドン証券取引所の株価は意識した動きを続けた。この間、ロンドン証券取引所も手をこまねいていたわけではなく、イギリスで債券店頭市場を運営

し、アメリカの債券店頭市場ブローカーテックを傘下に持ち、二〇〇六年春には世界最大の外国為替電子市場であるEBSを買収したICAPと合併交渉をおこなっていたが、九月にICAPは合併交渉の凍結を表明した。

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、一株一二四三ペンスで買い増して二八・七五%の株式を取得したことも明らかにした。しかし、ロンドン証券取引所は三月一〇日の買収提案のと同様、買収提案価格が低すぎ、ロンドン証券取引所の将来性を十分に評価していないとして、その日のうちに買収提案を拒否するという発表をおこなった。ナスダックが再び買収提案をおこなったことにより、ロンドン証券取引所の大株主には保有株式を公表する必要性が生じ、ヘッジファンドがロンドン証券取引所の株式の二四%を保有していることが明らかになった。

シティ・コードでは買収提案から公開買い付けまでの期限が定められており、二月一八日がその期限であったが、ナスダックはロンドン証券取引所の経営陣に提示した買収価格を引き上げることなく、二月二日にロンドン証券取引所の株主に対して株式公開買い付けを宣言した。これによって、ナスダックによる第一次買い取り期限は二〇〇七年一月一日、公開買い付け条件の変更期限は一月二六日、公開買い付けの最終期限は二月一日という一連の日程がシティ・コードにしたがって確定することになった。一月二六日にナスダックは買い取り価格を引き上げないという発表をおこない、買い取り要請に応じるよう呼びかけたが、ロンドン証券取引所の株価はその後ナスダックの買い取り価格を下回ることなく、二月一〇日にナスダックによる株式公開買い付けは失敗に終わり、ナスダックは少なくとも一年間はロンドン証券取引所の株式公開買い付けをおこなえないこととなった（イギリスでは三〇%以上の株式を保有する株主は公開買い付けが義務づけられているので、ナスダックは株式を買い増して三〇%以上にすることも一年間はできない）。

2 ナスダックによるOMXとの合併合意

スウェーデンの持ち株会社OMXの前身はスウェーデンのシステム開発会社であるOMグループであり、OM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(NORDEX)構想に合意し、北欧証券取引所の統合を目指し、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、OMグループは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OM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に持つHEXと合併し、OMX(当初はOMHEX)と名を改めた。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。

他方、OMXは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(OM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EDXロンドン(ロンドン証券取引所の出資比率七六%、OMXの出資比率二四%)となって、ロンドン国際金融先物・オプション取引所(LIFFE)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OMX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。

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に二三〇億クローナ（一株一九二クローナ）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の株価は一八%以上上昇したが、アメリカではナスダックは個別株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が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、総額二五億クローナ（三七億ドル）、一株二〇八・一クローナ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・三クローナ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・五クローナに対して一九%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・九クローナに対して二五%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。⁽³⁾

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（上場会社数三一八一对八〇一、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・バック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一億五〇〇〇万ドル、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一億五〇〇〇万ドルと推定される。

⑤ 合併後も各取引市場は従来規制に服する。

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。

この合併合意の発表された二日後の五月二七日、OMXのパー・ラーソン前CEOを昨年CEOとして迎えたアラブ首長国連邦のドバイ国際金融取引所（DIFX）がHSBCにOMXの買収提案の検討を依頼したという報道が流れ、OMXの株価は急騰したが、DIFXは噂にはコメントできないという姿勢を示していた。

3 ロンドン証券取引所とイタリア取引所の合併合意

イタリア取引所はドイツ取引所やパリ取引所に倣って、デリバティブ取引所IDEMを傘下にもつ形でミラノ証券取引所を母体として一九九八年に設立された株式会社組織の取引所である。イタリアは人口やGDPではドイツ、イギリス、フランスに次ぐヨーロッパの大国であるが、株式会社数が少ないことから上場株式時価総額や株式売買代金では最近までスイスやオランダを下回り、ヨーロッパの株式市場統合の中でも存在感の薄い存在であった。しかし、多くの中小取引所の合併が進んだヨーロッパではイタリア取引所はスペイン取引所と並んで残された有力な買収対象であり、ユーロネクストのNYSEグループとの合併合意以後、債券店頭市場MTSの持ち株会社MBEホールディングスを共同保有するユーロネクストとの合併交渉をおこなったり、ドイツ取引所とユーロネクストとの大合併を画策したりしたことで急速に存在感を強めてきている。⁽⁴⁾

イタリア取引所はユーロネクストとの合併交渉前に株式上場を目指していたが延期され、国内ではヨーロッパの取引所統合や取引所の株式上場の流れに乗り遅れることへの懸念もあり、中央銀行であるイタリア銀行からも再三、戦略の策定を迫られてきた。こうした中で戦略の決定を取締役会から一任されていたマッシモ・カプアーノCEOは二〇〇六年末にナスダックからの買収提案を受けていたロンドン証券取引所との提携が望ましいという発言をおこなっていたが、その可能性を真剣に取り上げる報道は見られなかった。⁽⁵⁾

二〇〇七年六月二〇日、ロンドン証券取引所がイタリア取引所との合併交渉を認め、イタリア取引所がMTSの持ち株会社の株式買い取り請求権行使したことをNYSEユーロネクストが発表し、NYSEユーロネクストがイタリア取引所に買収提案をおこなったという報道も現れた。そして、六月二三日にはロンドン証券取引所とイタリア取引所が合併することで合意したという以下のような発表がおこなわれた。⁽⁶⁾

① イタリア取引所株式一株に対してロンドン証券取引所四・九〇株（総額一一億三〇〇万ポンド＝一六億三四〇〇万ユーロ）の株式交換による合併（イタリア取引所の利益の二七・六倍）。

② 合併後の新会社（名前は未定）の株式時価総額は三九億ポンド＝五七億七七〇〇万ユーロ（合併後のロンドン証券取引所の持ち株比率七二％、イタリア取引所の持ち株比率二八％）。

③ 合併の収益に及ぼす影響は二〇〇八会計年度は中立からポジティブだが、二〇〇九会計年度には少なくとも一〇％の増益と見込まれる（費用シナジーは二〇一〇会計年度で二〇〇〇万ポンド＝二九〇〇万ユーロ、売上シナジーは二〇一一会計年度で二〇〇〇万ポンド＝二九〇〇万ユーロ）。

④ 合併後もそれぞれの取引所はこれまで通り活動が続けるが、新会社の取締役会は一二人（ロンドン証券取引所から七人、イタリア取引所から五人）で構成され、会長とCEOにはロンドン証券取引所の現会長クリス・ギブソン・スミスと現CEOクララ・ファースが就任する。

⑤ イタリア取引所はロンドン証券取引所の株式取引プラットフォーム（Tradebit）を導入し、ロンドン証券取引所のベンチャー株式市場AIMを参考にした新市場を開設する。

⑥ ロンドン証券取引所のアドバイザーはメルル・リンチとリーマン・ブラザーズ、イタリア取引所のアドバイザーはモルガン・スタンレーとメデイオバンカが務める。

なお、この合併によってロンドン証券取引所の持ち株比率が二二％に低下することになるナスダックは、七月一日の株主総会では株主の承認なしに三三％までの増資を認めるという議案に反対し、否決に持ち込んだが、八月八日の合併承認のための臨時株主総会では合併承認に回り、ロンドン証券取引所とイタリア取引所の合併は両取引所の株主総会でともに承認され、二〇〇七年一〇月一日に合併が実現した。

4 ドバイ取引所によるOMXの買収提案とその帰結

ロンドン証券取引所とイタリア取引所の合併をナスダックが認めるのかどうかに市場の関心が集まっていた七月十五日、DIFXがOMXに一株二五〇クローナで買収提案をおこなう準備を進めており、すでに四・五%の株式（スウェーデンでは五%以上の株主に公表義務）を取得しているという報道が流れた（Daily Telegraph）。そして、ナスダックがロンドン証券取引所とイタリア取引所の合併を認めた翌日の八月九日、DIFXとドバイ金融市場（DFM）を傘下にもつ持ち株会社として八月七日に設立されたばかりのドバイ取引所が、一株二三〇クローナでOMXの株式買い取りを開始したという報道が流れ、ドバイ取引所も一株二三〇クローナでOMXの株式の二五%の買い取りオークションを開始したことを認め、その結果、四・九%の株式を一株二三〇クローナで取得し、二二・五%の株式を追加取得するオプションも取得したことを発表した。その後、スウェーデンの監督当局から注意を受けたドバイ取引所は八月一七日に一株二三〇クローナ（総額二七七億クローナ）でOMXの買収提案を公表した。⁽⁷⁾

ドバイ取引所によるナスダックを上回る金額でのOMXの買収提案という事態を受け、八月二〇日にナスダックはロンドン証券取引所の株式を売却し、負債の返済と自社株買いで自らの株価を上げ、株式交換を伴うOMXの買収価格を引き上げる方針を発表した。そして、八月二七日にはナスダックがドバイ取引所にロンドン証券取引所の株式を売却し、ドバイ取引所と共同でOMXを買収するという観測記事も現れた（Daily Telegraph）。他方、シンガポール政府投資機関であるテマセク、カタール政府投資機関であるカタール投資庁（QIA）、イタリア取引所の株主である銀行の關係する財団の名前が、ロンドン証券取引所の株式の買い取り候補として報じられた。

この間、ドバイ取引所の八月九日の行動はルール違反であったという認定（ただし、八月一七日に買収提案を

おこなったので罰則はなし）がおこなわれ、OMXの創業者であるステンハマー名誉会長や大株主はナスダックとの合併を支持することを明言していたが、資金力で上回るドバイ取引所には買収提案価格の引き上げ余地があると報じられ、双方による買収提案価格がどこまで引き上げられるかに注目が集まっていた。こうした中で九月一九日午後五時、OMXの株価が七・一％下落して二四〇・五〇クローナに達した後、取引は停止され、翌日の重要情報の開示が予告された。株価の下落は買収提案価格の引き上げがないことを示唆し、ナスダックとドバイ取引所がなんらかの合意に達したことを予想させたが、翌九月二〇日の発表では、①ドバイ取引所がナスダックの株式の一九・九九％（ただし、五％の議決権制限あり）を取得すること、②ドバイ取引所はOMXの株式をナスダックに譲渡すること、③ナスダックとOMXの合併に伴う新会社の取締役はナスダックから九人、OMXから四人、ドバイ取引所から二人、そしてCEOの計一六人とする、④ナスダックはDIFXに出資し、戦略的パートナーとなること、⑤DIFXはナスダックDIFXと改名し、ナスダックOMXグループから技術供与を受けること、⑥ナスダックはロンドン証券取引所の株式の二八％を一株一四一四ペンスでドバイ取引所に売却すること、等が明らかにされた。⁽⁸⁾

ところが、これを受けてQIAはロンドン証券取引所の株式の二〇％を取得したことを公表し、OMXの株式の取得も検討しており、OMXの株主に早まった行動をとらないようにという声明を発表した。そして、その日の午後QIAはOMXの株式の九・九八％を取得したことも明らかにした。これに対して、九月二六日、ドバイ取引所とナスダックはOMXの大株主から一八・五％の株式を取得し、四七・六％の株式を抑えていることを公表すると同時に、ドバイ取引所による買収提案価格を一株二六五クローナに引き上げることが明らかにした。⁽⁹⁾

4 各取引所と大株主の思惑

(1) ロンドン証券取引所

ロンドン証券取引所はイタリア取引所との合併について、合併合意前の数週間に本格的な協議を始めたとしており、イタリア取引所をかならずしも理想的なパートナーと考えていたわけではない。地理的にも離れたイギリスとイタリアでの証券取引が取引所の合併によって相乗効果をもたらす可能性は高くはない。ただし、イタリア取引所はイタリアの債券店頭市場のMTSを子会社としており、MTSはイギリスにあるヨーロッパ最大のクロスボーダー債券店頭電子取引市場であるユーロMTSの親会社である。ロンドン証券取引所の株式取引とユーロMTSの債券取引の間にはロンドン証券取引所の株式取引とイタリア取引所の株式取引の間よりも大きな相乗効果が期待できる。しかも、二〇〇六年にロンドン証券取引所が合併交渉をおこなったICAPはユーロネクストとMTSの買収をめぐって競合したこともあり、ロンドン証券取引所がMTSを傘下に持つことは将来的に再び買収提案がなされた際にICAPとの関係を考える上でも有利に働く可能性がある。したがって、ロンドン証券取引所にとってイタリア取引所は最善のパートナーではないにしろ、現在考えられるパートナーとしては悪くない。ロンドン証券取引所にとっての最大の課題はすでに三一%の株式を取得したナスダックの買収攻勢に対していかに備えるかということであり、イタリア取引所との合併によってナスダックの持ち株比率を二二%にまで引き下げることができれば、イタリア取引所との合併の相乗効果は小さいにしても評価できる。ロンドン証券取引所はナスダックが保有株式の売却を発表した後、イタリア取引所の株主である銀行の関係する財団が株式取得の意向を示した際、合併後にナスダックを上回る二八%の株式を取得することになるイタリア勢の持ち株比率上昇には反対し、取引所を傘下に持たないQIAの株式取得に好意的であることからそのあたりはうかがえる。

(2) イタリア取引所

すでに見た通り、取引所の統合が進むヨーロッパの中でイタリア取引所が独立性を維持し続けることは困難であり、何らかの形で提携や合併をイタリア取引所は考えざるを得ない立場にあったと言えよう。ユーロネクストとの合併交渉のために二〇〇六年に株式上場を延期したことが今となつては幸いしており、ヘッジファンド等の買取価格を最大の関心とする株主はおらず、株式会社ではあつても証券業務にかかわる業者のみが株主であり、しかも大手業者の持ち株比率が過半数を超えており、迅速な意思決定にもつながっていると言えよう。

イタリア取引所は二〇〇六年にユーロネクストともドイツ取引所とも合併交渉をおこなつており、その上でロンドン証券取引所を合併相手に選んだ理由は、ロンドン証券取引所との合併が最も取引の流出の可能性が小さく、大きな取引所に飲み込まれて国内での取引が減少する危険性が小さかつたからではないかと考えられる。ユーロネクストの中心であるユーロネクスト・フランス（旧パリ取引所）とドイツ取引所（旧フランクフルト証券取引所）とはイタリア取引所（旧ミラノ証券取引所）は地理的にもそう離れておらず、ともに共通通貨のユーロを導入していることから、ロンドン証券取引所よりもシナジー効果が高く、国内からの取引流出の危険性が高いと判断して、逆に取引流出の可能性の最も低いロンドン証券取引所を合併の相手として選んだのではないだろうか。しかもロンドン証券取引所がナスダックによる買収に危機感を持つている間であれば、より有利な条件で合併交渉が進められる可能性が高い。ユーロネクストやドイツ取引所と合併した場合、二人の取締役のうち五人をイタリア取引所から出せるということは考えられないであろう。取引所の統合が進んでもその中心になれないことがわかつている中小の取引所にとっては自らの影響力をいかに大きくするかが重要であり、イタリア取引所の今回の決定は限られた選択肢の中からうまく立ち回ったということになるだろう。

(3) O M X

O M Xは七つの国の取引所を傘下に持ち、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。しかし、傘下の七つの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。スロベニアの取引所に買収提案をしたり、パキスタンのカラチ取引所の株式取得も試みたりしているが、O M Xの自助努力にも限りがあり、高い技術力をこれまで以上に生かすためには大きな取引所との合併はやむを得ないところであろう。今回、買収提案をおこなったナスダックは世界的なブランド力を持ち、今後も世界各地で取引所の買収をおこないそうであるから、合併してそのグループの一員となることは自らがその労をとるよりも簡単であり、効果的でもあるだろう。しかもナスダックがO M X傘下の取引所の流動性を奪うとは考えられず、失うものは独立性を除けばほとんどない。したがって、O M Xの経営陣や大株主がナスダックとの合併に賛成している理由はよく理解できる。

逆にドバイ取引所に買収された場合、資金力は高まるかもしれないが、自ら世界中の取引所に働きかけなければならぬという点ではこれまでと同じであり、資金不足に困っているわけではない以上、ほとんどメリットはないと言えよう。これまでの中小取引所連合に、地理的にもかけ離れて取引もほとんどないD I F Xが加わることは、D I F Xが中東地域の株式取引の中心市場となり、この地域での大幅な取引拡大が続くという事態でも生じない限り、大きなプラス効果をもたらさないであろう。また、この地域でO M Xの取引システムを採用する取引所が増えるにしても金額的には大きくはないはずであり、それよりもナスダックにシステムを提供できれば、一カ所でこれまでのO M X傘下の全取引所を上回る取引が得られるはずであるから比較にはならないだろう。

(4) ナスダック

ロンドン証券取引所の株式の公開買い付けに失敗したナスダックはロンドン証券取引所の三〇%近くの株式を保有し続けてきたが、ロンドン証券取引所の経営陣との関係は一向に改善せず、ロンドン証券取引所での取引は予想を上回るスピードで増加しており、たとえ二〇〇八年二月以降に再び株式公開買い付けをおこなうにしても大幅な買収価格の引き上げが必要となる可能性が高い。ロンドン証券取引所が苦境に陥り、株主の経営陣に対する信頼が薄れているのならともかく、アルゴリズム取引の増加から取引量は急速に拡大し、ベンチャー株式市場A I Mの新規上場でも他国の企業の上場まで奪っていると言われるロンドン証券取引所を敵対的に買収することはきわめて困難である。ナスダックの経営陣もようやくそのことに気づき、より現実的なパートナーとしてO M Xを合併対象としたことは妥当な判断であろう。

ドバイ取引所という競合相手が登場することは想定外であつたかもしれないが、資金力の豊富なスポンサーを得ることができ、しかも処分に困つたロンドン証券取引所の株式まで引き受けてくれるのであるから一石二鳥であつたに違いない。ドバイ取引所は資金力はあるかもしれないが、技術もブランドもないのであるからナスダックの株式を取得しても経営に口出しする可能性はきわめて小さい。さらに、可能性は未知数であるが、中東地域への進出も労せずには果たせるのであるから、今回の結末はナスダックにとっては一石三鳥になるかもしれない。

ただし、ナスダック・ジャパンやナスダック・ヨーロッパ、そしてナスダック・ドイツチェラントでは成功を収められなかったのであるから、ナスダックというブランドだけで外国市場での流動性が高まるという過度な期待は禁物である。O M X傘下の取引所は独占状態であり、新規参入の可能性も低いので安泰であるが、ヨーロッパでロンドン証券取引所などの市場から流動性を奪えるかどうかについては疑問である。

(5) ドバイ取引所

物流センターや保養地として、近年、急速に存在感を高めているドバイが金融センターとしての地位の確立を目指すのはもっともなことである。しかし、金融センターの育成は容易ではなく、グローバル・スタンダードに基づく取引所として鳴り物入りでスタートしたDIFXも二〇〇六年末で上場商品を一五（株式七社、債券三社、その他五つ）しか集められなかった。DIFXの活性化のため、二〇〇六年にはOMXのCEOとしてストックホルム証券取引所の買収やロンドン証券取引所に対する株式公開買い付け、フィンランドのHEXとの合併をおこなったパー・ラーソンをCEOに迎えたことは、外国取引所との提携や買収を予想させるものであった。

ラーソンCEOのコネクションからOMXとの結びつきが第一に予想されるところであるが、今回の買収提案の過程でラーソンCEOとOMX経営陣の関係を見る限り、あまり親密ではないようである。しかも株式取得の手続きでルール違反を犯すなどは考えられない失敗であった。しかし、結果的にはOMXだけでなく、ナスダックを取り込むことに成功したのであるからDIFXにとっては今回の買収劇は成果があったと考えていいだろう。OMX自体が二〇〇〇年にロンドン証券取引所に買収提案をしたことで一躍名を馳せたように、ドバイ取引所も今回OMXに買収提案をおこない、ナスダックとロンドン証券取引所の株式を大量に取得したことで中東の金融センターとして世界に名乗りを上げたと言える。あとはナスダックとの提携を利用してどこまで上場商品や流動性を集められるかが問題であるが、一筋縄でいくとは考えにくい。他方、ナスダックから取得したロンドン証券取引所の株式を通じて、ロンドン証券取引所との関係をいかにしていくかということも問題である。ラーソンCEOはロンドン証券取引所にとっては二〇〇〇年に突如現れたバイキングの頭領であり、ナスダックと親密な関係になることからロンドン証券取引所からDIFXが厚遇されることは期待できそうにもない。

(6) カタール投資庁(QIA)

今回のロンドン証券取引所とOMXをめぐる買収劇で最後に現れ、注目を集めたのがカタールの政府関係機関であるQIAである。カタールはドバイの属するアラブ首長国連邦と隣接し、面積(八万三六〇〇平方キロメートル)対一万一四二七平方キロメートル)や人口(四一〇万人対七四万人)ではアラブ首長国連邦に劣るものの、一人当たり所得ではアラブ首長国連邦を大幅に上回り、中東の地域センターを目指して首都ドーハはアラブ首長国連邦のドバイ(首都)やアブダビと競い合っている。ドバイは二〇〇五年にDIFXを開設し、中東の金融センターを目指しているが、まだ歴史のあるアブダビに追いつけておらず、ドーハもアブダビやドバイに遅れを取らないように欧米の取引所との関係を強化しようというのがQIAの意図であろう。DIFXがユーロネクストやスタンダード・チャータード銀行、ドイツ銀行などに戦略的に出資しているのに対して、QIAはHSBCやセインズベリー、エアバスの親会社であるEADSなどにこれまで長期投資をおこなってきており、今後は取引所や金融機関に対する投資の増加が予想される。

QIAはこれまで賢明な長期投資家として知られているが、今回のロンドン証券取引所とOMXの株式の取得の仕方は明らかにこれまでとは異なり、ドバイ取引所との対抗意識をむき出しにしている。これまで見た五つの取引所がいずれも今回の合併・買収・提携から何らかの利益を受けているのに、QIAには今のところ何の利益も見当たらない。QIAはロンドン証券取引所の株式をヘイマンやポールソンといったヘッジファンドから取得したと報じられており、最後に参加してジョーカーを引いたのはQIAのようである。OMXの株式を大量に取得したり、買収提案をおこなったりすることがQIAの利益になるとは到底考えられない。賢明な投資家の今後の一挙手一投足が取引所の合併や提携にいかなる影響を及ぼすのか、目の離せないところである。

注

- (1) ナスダックによるロンドン証券取引所に対する株式公開買い付けの詳細については、拙稿「ナスダックの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。
- (2) マッコリー・グループによる買収提案の経過については、拙稿「マッコリー・グループのロンドン証券取引所買収提案」(本誌一六三四号、二〇〇六年二月)を参照。
- (3) 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.
- (4) ユーロネクスト・ドイツ取引所をめぐるイタリヤ取引所の画策については、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。
- (5) "Italy Borsa: LSE attractive, "watching moves": paper," *uk.reuters.com*, 30 December 2006.
- (6) Borsa Italiana and London Stock Exchange, "Borsa Italiana and London Stock Exchange Group to merge: Creates Europe's leading diversified exchange group," *Press Release*, 23 June 2007.
- (7) Borse Dubai, "Borse Dubai Announces An All Cash Offer Of SEK 230 Per Share For OMX," *Press Release*, 17 August 2007.
- (8) NASDAQ Stock Market, Inc., "NASDAQ with Borse Dubai and OMX Takes Leadership to Create a Unique Global Exchange Platform," *Press Release*, 20 September 2007.
- (9) Dubai and NASDAQ Stock Market, Inc., "Borse Dubai And NASDAQ Have Secured 47.6 Per Cent Of OMX Shares Through Direct Ownership, Option Agreements And Irrevocable Undertakings," *Press Release*, 26 September 2007.

(ちうかわ まれひろ・客員研究員)

米国FIRRAによる債券マークアップ・ポリシーの制定と運用

横山 史生

1 社債売買における過剰なマークアップに対するFIRRA（旧NASD）による処分

米国の証券自主規制機関（一九三四年証券取引所法上の国法証券業協会）として従来のNASD（全米証券業協会）がNYSEレギュレーションの一部を統合する形で二〇〇七年七月三〇日付けで発足したFIRRA（Financial Industry Regulatory Authority：金融業界規制機関）⁽¹⁾は、二〇〇七年八月二日、モルガン・スタンレー社に対し、債券売買において過剰な大きさの売買スプレッド（マークアップ）による利得を得ていたことにつき、FIRRAへの制裁金一五〇万ドルおよび顧客への賠償金四六〇万ドルの支払いを命じるとともに、同社の債券トレーダー一名に対して制裁金四万ドルおよび業務停止一五日間の処分を課したことを公表した。

事実関係の概要は、FIRRAのプレスリリース⁽²⁾およびWSJ報道⁽³⁾によると、モルガン・スタンレー社が二〇〇一年第一四半期に、一連の社債（Kemper Lumbermens Mutual Casualty Co.発行の表面利率九・一五％社債および同八・三〇％社債）について多数の小口投資家を相手として行った二八〇七件（取引総額五九〇〇万ドルに相当）の売却が、五・八八％～一七・八六％のマークアップ率を伴っていた（顧客の購入価格は額面一〇〇ドルに対して九八・五～一〇三ドルである一方、同社が当該社債を調達した価格は同じく八八・二二～九三・二三ドルであった）というものである。

FIRRAによれば、これらの取引は同社のあるトレーダーがオフィス外で約定したものであり、同社はこれ

らの取引の執行価格を当時の市場実勢に照らしてチェックすることを怠った内部管理体制上の過失責任を負う、という。しかし、本件がどの規定に抵触し、どの規定を根拠として処分が行われたのかについて、FINRA プレスリリースでは具体的には明らかにされていない。後述のように、SEC および NASD は従来から FINRA (旧 NASD) 規則二四四〇条および理事会解釈二四四〇―一を根拠として、一定以上の大きさのマークアップを伴うような債券取引を行った証券業者に対する処分を行ってきた経緯があることから、本件処分もそれらと同様の適用によるものと考えられる。

もっとも、従来の処分対象は、社債以外の債券（財務省証券、地方債など）の場合が多く、社債にかかるマークアップが問題となったことはあまりなかったのに対して、今回は社債の取引が処分の対象となっていることは、注意を要する。というのは、本件処分発表のおよそ一カ月前の七月五日に、上述の FINRA (旧 NASD) 理事会解釈 (Interpretative Material : IM) 二四四〇―一の改正により IM 二四四〇―二「地方債を除く債券の取引にかかるマークアップ・ポリシー」⁽⁴⁾ が制定・施行され、社債を含む債券取引にかかるマークアップの公正性確保のための規定が整備されたばかりであるからである。本件処分は、FINRA (旧 NASD) が社債取引にかかるマークアップの公正な水準について明確な判断を下した初の事例―それは、本件処分が FINRA としての発足後における初の証券業者処分事例であったというだけでなく、旧 NASD 時代を含めて社債については初の、という意味においてであるが―という位置付けを与えることができるかもしれない。そのような位置付けに関連する従来の経緯を、次節で概観することとする。

なお、本件処分の対象となった取引において、モルガン・スタンレー社が社債を調達（購入）した際の価格が八八・二二―九三・二三ドルと、額面（一〇〇ドル）を大きく割り込んだ水準であることをみると、当該社債が

取引時において非投資適格ランクの格付け、すなわちBB+以下のジャンク債ないしデビストレスト債であった可能性が考えられる。ジャンク債やデビストレスト債の取引においては、信用リスクが非常に大きいことから、価格変動の幅が大きく、またそもそも適正な価格水準を判断することが困難である場合が多い。そのような非投資適格ランクの社債について、証券業者が一定の判断に基づく交渉によって安価な水準で調達する一方で、必ずしも十分な信用リスク判断能力を有しない投資家に対して額面近辺の価格で売却したとすれば、過剰なマークアップであると認定されてもやむを得ないという状況が想定される。それが本件にあてはまる可能性も、なくはないだろう。

2 「債券マークアップ・ポリシー」制定に至る経緯

今回のモルガン・スタンレー社への処分背景には、債券の店頭売買取引において証券会社が顧客ないし証券会社との間で行う売買にかかる売買スプレッド（ある債券にかかる証券会社の一の顧客からの購入価格に対する別の顧客への売却価格のマークアップないし証券会社の一の顧客に対する売却価格に対する別の顧客への購入価格のマークダウン）の大きさに関する自主規制規則のあり方をめぐる、長年の経緯がある。

FINRA（旧NASD）規則二四四〇条（Fair Prices and Commissions）は、「協会員は、店頭取引において自己勘定で顧客と売買を行う場合には、取引時の市場状況を含むあらゆる状況を勘案し、また関連費用や利益を含めて公正な価格で執行しなければならない。また、協会員が顧客の取引を取り次ぐ場合には、取引時の市場状況を含むあらゆる状況を勘案し、また注文執行に伴う支出や取引に係る経験や知識の対価などを含めた適正な手数料ないしサービスクを上回る額を顧客から徴収してはならない。」と定めているが、これはいわば原則論であ

る。実際の売買取引におけるマークアップ（売買スプレッド）の大きさを公正とみなすことができる具体的な基準については、一九四〇年代にNASDが当時における株式売買についての実態調査をもとに定めた理事會解釈IM二四四〇―「マークアップ・ポリシー」において、マークアップの公正な大きさの基準は一概には決められないものの、五％がひとつの基準となる、との考え方を定めている。ただし個々の売買取引における公正性を判定するには、当該取引に関連するすべての要因を考慮しなければならず、マークアップのパーセンテージはそれら要因の一つに過ぎない、としている。考慮すべき要因としては、売買取引の対象となる証券の性質、市場における流動性、取引価格の水準の高低、取引規模および額面金額の大小、取引当事者となる証券業者の業容などが挙げられている。また、この「マークアップ・ポリシー」が適用される売買取引の形態としては、①顧客から一の証券にかかる買い注文を受けた証券業者が、当該注文を受けて市場で購入した当該証券を当該顧客に販売する場合、②顧客から一の証券にかかる買い注文を受けた証券業者が、手持ち在庫にある当該証券を当該顧客に販売する場合、③顧客から一の証券にかかる売り注文を受けた証券業者が、当該注文に応じて当該債券を購入する場合、等が規定されており、それとの関連で、②および③の場合について、マークアップ率の算定には、証券業者が顧客に販売または顧客から購入した証券を、その時点において調達または処分することにかかる市場価格（再取得コスト）が基準とされるべきである、との考え方が規定されている。

以上のように、このFINRA（旧NASD）「マークアップ・ポリシー」は、公正なマークアップ率の大きさについて、一九四〇年代における株式売買の実態に基づいて五％という具体的な数値を規定したものであるが、五％が絶対的な数値ではなく上述のように個々の売買取引の実態に応じて変化する余地を認めている上、「この五％ポリシーはガイドラインであって規則ではなく（The "5% Policy" is a guide, not a rule）」とこの文言を置いて

いるため、証券業者が5%を上回るマークアップを伴う売買取引を行った場合であっても、それをこの「マークアップ・ポリシー」自体によって業者の不正行為と認定し直ちに制裁を加えるわけではない、という限定的な位置付けとなっている。その意味では、このFINRA（旧NASD）理事会解釈IM2440—1は、その上位規程であるFINRA（旧NASD）規則2440とともに、マークアップ（売買スプレッド）の公正な水準についての原則論を定めたものに過ぎないのである。

それでは、原則論ではない実態としての公正性の確保はどのようにして行われるのかといえば、証券業者に対するSECないしNASDによる監督上の検査において問題のある疑いのあるマークアップを伴う売買取引が指摘されたり、または取引当事者によって訴訟や裁定が提起されたりする場合において、FINRA（旧NASD）規則2440および理事会解釈IM2440—1を有力な根拠とした判断が行われて、業者側に対して民事上の賠償金または行政処分上の課徴金ないし制裁金が課せられる、という形を取っているのが、実態であり、これが、いわば「マークアップ・ポリシーの実態的運用」と呼ぶべき効果を上げているとみることができよう。

なお、理事会解釈IM2440—1は、その適用対象については、原則としてすべての証券を規定しており、債券も含まれること⁽⁵⁾から、債券についても実態的運用の事例の蓄積がある。たとえば、一九九六年にSECが、財務省証券および政府抵当金庫（GNMA）債の取引において三・五四%ないし四・七三%のマークアップ率を伴う取引を行った証券業者に対して行政処分を検討した事例⁽⁶⁾、一九九九年にNASDレギュレーションが、地方債取引において4%を越えるマークアップ率を伴う取引を行った証券業者に対してMSRB規則G30（注5を参照）違反として賠償金および制裁金の支払いを命じた事例⁽⁷⁾、等である。

ただ、理事会解釈IM2440—1は、そもそもは株式を念頭ににおいて定められたものであるため、債券を対

象とする規定としては、必ずしも明確な内容ではなかった。特に、継続的に売買気配値および出来値が成立する場合が多い株式取引と異なり、債券取引においては売買取引が成立する頻度が極めて低い銘柄が多いことから、マークアップの基準となる市場価格や再取得コストとして外形的に明確な数値が存在しない場合が多いことや、取引態様や取引規模の個別性が大きいことから、同一銘柄にかかる取引であっても、一義的な市場価格とは言えない場合が多い。そのため、「マークアップ率の算定には、証券業者が顧客に販売または顧客から購入した証券を、その時点において調達または処分することにかかる市場価格（再取得コスト）が基準とされるべき」という規定の有効性に関して、「市場価格（再取得コスト）」そのものが明確に定めがたいという点において実務上、規制上の困難が発生する、ということになる。

また、債券取引における売買スプレッドの大きさの公正性について市場において実態上全く問題がないというわけではなく、とくに一九九〇年代になって、財務省証券のレポ取引や発行時入札にかかる公正性・透明性にかかる議論が表面化したことを受けて債券市場の公正性・透明性への関心が高まる中で、マークアップ・ポリシーの内容を債券取引の実態に即したものとすることに向けた検討が開始された。

具体的には、一九九四年七月にNASD（現FINRA）によって債券マークアップ・ポリシー案（理事会解釈IM二四四〇―二の案）が公表されたが、五%を越えるマークアップ率を不適切とみなすとの内容であったことや、マークアップの基準となる再取得コストに代替する数値として業者間気配を用いることを認めたものの、それを用いることができる証券業者の業態・業容を比較的狭く規定したこと（ホールセールのマーケットメイクを行うことに加えて小口顧客との売買を行っていること）等から、証券業者側が実務上の観点から多くの異論をパブリック・コメントで述べ、大幅な修正を余儀なくされた。⁽⁸⁾一九九八年に修正案が公表されたが、証券業者側

からは一九九七年案の際と同様の懸念が多く表明された。その後、二〇〇五年に再度の修正案が公表され、二〇〇七年四月にSEC認可を得て、同年七月の施行となったものである。

「債券マークアップ・ポリシー」の制定がこのように難航したのは、上述のような債券市場の特性を制度に反映させることの困難さによるところが大きい。その検討過程において一九九八年から二〇〇五年までの空白期間の後に二〇〇七年になってようやく決着したことの背景には、マークアップの基準となる価格データにかかる制度整備の面で、社債の売買取引の結果にかかる証券会社からNASD（現FINRA）への報告をもとにNASD（現FINRA）が銘柄名・出来値・出来高等の情報を逐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制度化・運用開始され、さらに二〇〇六年一月には、報告・公表対象銘柄がほぼ全ての社債に拡大されるとともに、報告後即時のリアルタイムでの公表が開始されたことも、大きく関係していると考えられる。

3 二〇〇七年「債券マークアップ・ポリシー」の内容

以上のような経緯を経て二〇〇七年に制定・試行された「債券マークアップ・ポリシー」においては、マークアップの基準となる市場価格としてどのような指標が用いられるべきかについて、指標としての合理性の程度が高い順序を具体的に定め、業者は当該合理性の程度が高い順に従って用いるべきであるとの考え方が規定された。その「順序」について整理すると、概要以下の通りである。

①債券のマークアップの基準となる市場価格（prevailing market price）は、第一義的には当該債券にかかる再取得コスト（contemporaneous cost）であるべきである。

②当該債券について市場において再取得価格が存在しない合理的な理由があることを業者が挙証できる場合に限り、再取得価格以外の指標を用いることができる。これに該当する理由としては、再取得価格が成立した後、ア・金利変動が生じた場合、イ・発行体の信用度に変化が生じた場合、ウ・発行体に関する重要事実が報道された場合、が規定されている。これらのいずれかの場合において用いる指標としては、(1)当該債券の業者間取引における取引価格、(2)当該債券の業者間気配、の順で採用されるべきと述べられている。

③ある債券について再取得価格が成立していないことが挙証できる場合には、当該債券と類似の債券 (similar securities) にかかる以下の指標が、以下の順序で採用されるべきであるとされる。すなわち、(1) 類似債券の再取得価格、(2) 類似債券の業者間取引価格、(3) 類似債券の業者間気配、である。なお、類似債券が満たすべき類似性の基準としては、ア・信用度 (発行体、格付け、担保、保証) が類似していること、イ・利回りの対国債スプレッドが同程度であること、ウ・債券の仕組み性が類似していること (表面利率、満期日、コール条項、転換・交換条項等) が挙げられている。

④以上のいずれによってもマークアップの基準とするべき市場価格が得られない場合には、表面利率、取引価額、信用リスク、金利水準、発行体の属する業種、債券の残存期間、償還にかかるオプションの形態等の諸要素を変数とする割引キャッシュフロー・モデルにより算出される利回りを参考にして市場価格を確定することができる、とされている。

なお、格付けが投資適格ランクに満たない債券について適格機関投資家 (一九三三年証券法規則一四四A条の既定による QIB : Qualified Institutional Buyer) と証券業者との間で行われる取引については、債券マークア

ップ・ポリシー（五％ルール）を適用しないものとされている。これは、非投資適格ランク、すなわち、いわゆるジャンク債にかかる売買取引については、投資適格債券と比較して信用リスクが高いだけでなく、信用リスクそのものの変動の余地が大きく、ひいては売買取引価格のボラティリティも大きいことから、マークアップ率が投資適格債の場合よりも大きくなる傾向があること、また、取引当事者についての市場実態として、投資適格債と比較して一層、個人投資家の参加が少なく、一定のリスク判断能力を備えた機関投資家が大半を占めるとみられることが、主たる根拠であると考えられる。ただし、証券業者が非投資適格債を一般投資家との間で取引した場合には、債券マークアップ・ポリシー（五％ルール）が適用されることとなる。

4 今後への示唆

以上のような内容の債券マークアップ・ポリシーが施行されたことは、米国の社債市場における実務にとって、具体的にどのような意味を持つのだろうか。

まず、従来の理事会解釈IM二四四〇―「マークアップ・ポリシー」に加えてIM二四四〇―二「債券マークアップ・ポリシー」が制定されたことにより、債券の売買取引にかかるマークアップの公正性のあり方がFIRRA規則の体系の中に明確に位置づけられたことである。そして、その規定ぶりにおいては、個々の債券についての顧客との間での売買取引の成立が散発的であるために再取得コストが不明確である場合においても、同一債券または類似債券にかかる業者間取引価格ないし気配等を基準としてマークアップ率を算定すべきという、具体的な手法が明確に定められたことが、重要である。証券業者は今後、債券売買取引価格の公正性を事後的に検証できるような取引の遂行及び売買管理の実施に、従来以上に意を用いる必要が出てくるであろう。

「債券マークアップ・ポリシー」それ自体は、上述のように、罰則規定を伴う強い行為規制ではないため、実効性を担保するためには行政上および自主規制上の監督のあり方に負うところが大きいことは確かだが、その面においても、上述のモルガン・スタンレー社に対する処分事例はFINRAの強い姿勢を示すデモンストレーションと見ることができ、証券業者にとつての緊張感を高める効果があったとも考えられる。

米国債券市場、とくに社債市場については、一九九〇年代半ば以降、取引価格の透明性・公正性を高めることに向けた一連の制度改善が進められてきた。それは大きく分けて、売買取引にかかる価格情報等の収集・公表にかかる制度を構築することと、売買取引価格ないしそれに伴うマークアップ率の大きさの公正性を確保するための行為規制および監督の実効性を高めることの両面で行われた。その具体的な制度整備の形が、前者についてはTRACEであり、後者については今回の債券マークアップ・ポリシーであったのである。

注

- (1) 拙稿「NASDおよびNYSEによる自主規制機能の一部統合計画」、本誌第一六四〇号（二〇〇七年二月）を参照。
- (2) FINRA, "News Release: FINRA Fines Morgan Stanley \$1.5 Million, Orders \$4.6 million In Restitution To Customers Overcharged in Corporate Bond Sales," August 2, 2007. (<http://www.finra.org/PressRoom/NewsReleases/2007NewsReleases/P036362>)
- (3) Wall Street Journal, "Morgan Stanley Faces Fine," in *WSJ.com*, August 2, 2007.
- (4) NASD, "Notice to Members 07-28: Mark-Ups on Debt Securities," June 2007.
- (5) ただし、地方債のマークアップについては、地方債の発行・流通にかかる証券業務にかかる監督機関である地方債規

則制定委員会（Municipal Securities Regulatory Board：MSRB）規則G三〇において、地方債取引業者が自己勘定において顧客との間で行う取引におけるマークアップを含む価格は公正かつ合理的なものでなければならない等と規定されている。

- (6) Ayanian, John V., "Corporate Bond Market Transparency and Debt Mark-Up Regulation," Materials for The Bond Market Association Regional Bond Dealers Management Conference, January 30, 2002, p. 12.
- (7) NASDR Department of Enforcement Office of Hearing Disciplinary Proceeding, No. C02980073, September 1, 1999.
- (8) この間の経緯の詳細については、拙稿『米国債券市場における価格情報の公表等について』、証券団体協議会議、二〇〇〇年十二月、三三―三九頁を参照されたい。
- (9) SEC Release No. 34-56638; File No. SR-NASD-2003-141, April 16, 2007.

（よつやま しせい・客員研究員）

証研レポート既刊目録

No.1627 (2004.12) 国債発行方式の新たな展開 — 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 国際収支不均衡とその対応策 社債市場の透明性 — I O S C O 報告書を中心に—	執筆者 中島 松尾 伊豆 横山
No.1628 (2005. 2) 証券販売チャネルの今後 — イギリスの経験— 人民元の切り上げをめぐって ドイツ取引所のロンドン証券取引所買収提案 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	二上 伊豆 吉川 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 地方再生における産業再生機構の役割 レギュレーションNMSの決着 — 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	中島 松尾 吉川 清水
No.1630 (2005. 6) コーポレート・ガバナンスの新たな展開 ブレントンウッズ体制の「復活」? — アメリカの対外不均衡をめぐって— 米国株式市場の再編 — 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	二上 伊豆 吉川 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 地方再生ファンドの現状 アメリカの空売り規制と日本へのインプリケーション 日本における敵対的買収防衛策の導入	中島 松尾 清水 福本
No.1632 (2005.10) コーポレート・ガバナンス論の回顧と展望 N Y S E 外国株市場の最近の動向について ロンドン証券取引所の買収問題 欧州における債券電子取引の動向 — 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—	二上 伊豆 吉川 横山
No.1633 (2005.12) レボは売買か貸借か — レボの法律上の扱いについて— D D S と企業再生 全米市場システム (NMS) とトレード・スルー 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の — 買収防衛策としての株式分割の役割と現行TOBの問題点—	中島 松尾 清水 福本
No.1634 (2006. 2) 証券リテール・ビジネスの現状と課題 最近のネット取引ブームについて マカリー・グループのロンドン証券取引所買収提案 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	二上 伊豆 吉川 横山
No.1635 (2006. 4) 長期信用銀行の消滅と金融債の発行停止 企業再生手法の多様化 — D D S ・メザニン・信託— 欧米の清算・決済コストについて 大量保有報告制度の特例報告	中島 松尾 清水 福本
No.1636 (2006. 6) 米国のネット証券について N Y S E 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— アジア債券市場育成構想における市場の重層性	執筆者 伊豆 吉川 横山
No.1637 (2006. 8) 四〇年の歴史を閉じた国債シ团引受発行 証券会社決算に見る証券業務の変化 M S C B とディスクロージャー制度 「アメリカ証券取引委員会 (S E C) の証券市場規制」 — 一般債のペーパーレス化—	中島 二上 松尾 清水 福本
No.1638 (2006.10) 証券販売チャネルの最近の状況 〈世界的不均衡〉の拡大について ユーロネクストをめぐる攻防 — 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 — E U 金融商品市場指令との関連性—	二上 伊豆 吉川 横山
No.1639 (2006.12) 旧現先と新現先の基本契約書について — 現先売買から現先取引へ— 米国の空売り規制緩和と実験 — S E C による実証研究— 株主の特定は必要か 大手証券会社の企業再生業務 — プリンシパル・インベストメントを中心に—	中島 清水 福本 松尾
No.1640 (2007. 2) 市場金融モデルは定着するか M & A ・ L B O ・ C D S — 〈ファンド化〉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 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	二上 伊豆 吉川 横山
No.1641 (2007. 4) 証券取引所の「統合」と「競争」 米国におけるM S C B — 株値と経営パフォーマンス— アメリカの空売り規制 — アップティック・ルール撤廃へ— 株式所有の情報開示	二上 松尾 清水 福本
No.1642 (2007. 6) 日本のレボ市場の現状と課題 最近のL B O ブームの特徴と背景 トランス・アトランティック・エクステンージ — 取引所はグローバル化できるのか— 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ボ・スキーズへの対応—	中島 伊豆 吉川 横山
No.1643 (2007. 8) なぜ新現先は形骸化しているのか エクイティ・ファイナンス手法の多様化 買収ファンドの上場をめぐって — ブラックストーンのIPO— 名義株主と真の株主	中島 松尾 伊豆 福本

証研レポート第一六四四号
二〇〇七年十月八日発行

(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)