

証 研

レポート

No.1672

2012年 6 月

投資勧誘規制の在り方をめぐる論点

二上季代司（1）

ユーロ危機と E C B

伊豆 久（10）

ダーク・プールの陥落

～S E Cによるパイプライン処分～

吉川 真裕（23）

香港取引所のグローバル I P O 市場

志馬 祥紀（35）

新たな注目を集めるカバード・ボンドの特徴と市場急拡大の背景

築田 優（53）

公益財団法人 **日本証券経済研究所**
大 阪 研 究 所

投資勧誘規制の在り方をめぐる論点

二上季代司

証券業者をはじめとする「金融商品取引業者」は、投資勧誘において投資者保護の観点から様々な規制が課せられている。これら投資勧誘規制のうち、「契約締結前書面交付の義務」や「不招請勧誘の禁止」は、二〇〇七年九月に全面施行された「金融商品取引法」（以下、金商法と略）に導入されたもので、比較的新しい勧誘規制である。導入後、五年近く経過し、所期の効果が発揮されているかどうか、検討の時期に入っているといえよう。

これに加えてまた、証券・金融・商品にわたる総合取引所実現に向けた金商法等の改正案が現在、国会に提出中である。もし改正法案が成立すれば、同じ取引所において「不招請勧誘」が禁止されている商品デリバティブと、「不招請勧誘」が禁止されていない証券・金融デリバティブが並存する可能性がでてくることになり、規制の整合性の問題が浮上してくるかもしれない。

そこで、以下では、金商法施行以降に導入された新たな投資勧誘規制において、具体的にどういった問題が生じているのかについて、簡単に論点を整理してみたい。

1 契約締結前書面の交付義務とその問題点

金商法は、業者に対して、金融商品取引を締結しようとする際には、あらかじめ契約締結前書面を顧客に交付

しなければならない義務を課している（三七条の三第一項）。この書面には、取引の内容、手数料、損失を被るリスクなど、顧客の判断に影響を及ぼすような重要事項を記載することになっている。もともと、取引の行われるたびに交付するのは煩雑で実務のうえでも現実的でない。そこで政省令では、取引が行われる一年前以内に交付していれば、改めて交付する必要はない、としている⁽¹⁾。

ところで、契約締結前書面の交付義務は、金融商品取引すべてに横断的に適用される。しかし、金融商品取引は、①商品種類、②取引場所（取引所と店頭）、③取引方法（現物、信用、デリバティブ）、④募集の勧誘か（新規発行）それとも売買の勧誘かによって、様々なバリエーションがあり、これらに連動して⑤顧客層の広がりにも広狭がある。

おそらく、こうした多様性を反映したものと思われるが、交付のやり方にある種のパターンが認められる。例えば、上場株式、個人向け国債、円建て債、外債、金銭等の預託契約については、口座開設時（新規顧客の場合）あるいは年に一回定期的に（既存顧客の場合）、まとめて合冊にして交付している。また、投資信託をはじめIPOや新規発行社債等の募集に際しては、目論見書に挟み込んで銘柄ごとに交付している。そのほか、ワラントやデリバティブ取引等のリスクの高いものについては、それぞれ個別に前書面を交付するほか、取引内容や手数料、リスクを理解できた旨の確認書を徴収する義務を証券取引所や証券業協会が自主ルールに設けている。

こうした契約締結前書面それ自体の記載内容やその交付のやり方に対して、様々な問題点が指摘されている。例えば、記載事項に法律用語が多く、初心者には平明ではない、わかり難い、といった批判が指摘される。とりわけ、上場証券、個人向け国債、円債、外債、預託契約など複数の異なった契約に関する前書面を合冊にして交付しているものは、余計にわかり難い、という批判が出ている。

他方、上場株式や公社債は昔から馴染みのある伝統的な証券商品であり、ある程度、証券取引に経験のある顧客には、その取引内容、手数料、リスクに関する事項は、わかりきった内容であると感じるものも多い。しかしそうした場合でも、年に一回は一齐に交付しなければならないのである。しかも、そうした経験のある顧客に限って、複数の証券会社に口座を持ち、同じような合冊された複数の前書面が自宅に送られてくる。これは紙資源のムダであり、結局、このコストは業者ひいては手数料に転嫁され顧客が負担することになる。

取引の初心者からはわかりにくく、経験のある顧客からはわかりきったことで不要とされ、他方、業者からはコスト的に負担だとされるのであれば、契約締結前書面は改善されなければならないだろう。では、どのように改善されるべきなのだろうか。

2 契約締結前書面の役割

この問題を解くためには、契約締結前書面の交付義務が、そもそもなぜ金商法に導入されたのか、その理念、理由、背景、すなわち契約締結前書面の本来、期待されている役割に立ち返ってみる必要がある。

契約締結前書面の期待された役割とは、業者と顧客との情報格差を解消することにあつたはずである。情報格差があることで、顧客が不当な損失を蒙ることがあつてはならないからだろう。

ところが、情報格差の程度は、実は一律ではなく、様々なのである。それゆえ、契約締結前書面の果たす役割の程度も異ならざるを得ない。にもかかわらず、現行のやり方は、それを十分考慮に入れたものになっていないように思われる。そこに根本的な問題が伏在している、と筆者には思える。

そこで、この問題を進めるためには、業者と顧客との情報格差の程度を規定しているものは何か、ということ

を明らかにしなければならない。

「情報格差の程度を規定するもの」

情報格差の程度を規定する第一の要因は、金融商品自体にある。

近年、金融工学の発展によって仕組み性の強い商品が出まわるようになった。仕組み債や各種のファンド、証券化商品等はその典型である。これらは、組成側が、意図的にその仕組み性を強め、リスク・リターンの特性をわかり難くし、商品内容をブラックボックスにして厚いマージンを抜こうとすれば、それが不可能ではない商品でもある。いわば、組成側が裁量的に情報格差を広げることが可能な金融商品である。

他方、上場株や公社債などは、仕組みが単純で、有価証券報告書など情報開示も充実し、情報格差は相対的に小さいのである。だからこそ「plainな商品」ともいわれる。そうだとすれば、顧客への情報提供義務は後者については軽くてもよい、ということになる。

情報格差の程度を規定する第二の要因は、取引場所や取引手法にある。上場商品は価格形成・情報の上で透明性が高く、店頭取引は価格形成・情報の透明性が低い。また現物取引と信用取引、デリバティブ取引も取引の仕組み自体に難易度があり、それゆえ情報格差の程度が異なってくる。加えて、信用取引やデリバティブは場合によっては追証がかかり、当初の委託証拠金額以上の損が発生しうると言う意味で、リスクが現物取引よりも大きくなる。

情報格差の程度を規定する第三の要因は、顧客属性にある。長い投資経験のある投資家にとってみれば、上場株の現物取引の内容・手数料・リスクなどは、わかりきったことであるが、初心者や高齢者にとってみれば、その取引内容や手数料、リスクについてよりやさしい説明を加えなければ理解し難いかもしれないだろう。

したがって、もっとも説明を要すべきケースは、仕組み性のきわめて強いファンドを高齢者に販売する場合、高いレバレッジをつかった仕組み性の強い取引手法である店頭デリバティブを高齢者に勧誘する場合であり、理解の程度いかんによっては、契約締結を断わらなければならないこともありうるだろう。

一方、これと対極にあるのが、投資経験のある投資家に上場株の売買を勧誘する場合である。後者については、契約締結前書面の交付は不要ではなからうか。

しかし金商法は、こうした違いを認めず、一律横断的に交付義務を課している。そうになっているのは、金商法の「横断的性格」が関係しているのかもしれない。そこで、今度は、金商法のほうから接近して、契約締結前書面の交付義務が導入された背景を考えてみよう。

「金商法の横断的性格」

金商法は、証券取引法のほかに金融先物取引法、投資顧問業法等を統合したものである。このような法律が出来た背景には、投資性の強い金融商品・サービスには横断的に同等の投資者保護規制をかぶせるべきだ、との考えから、集団投資スキームやデリバティブ取引等、幅広く規制対象に含めようとしたからであろう。こうした金融商品販売における横断的規制は、金商法成立前の二〇〇一年から施行されていた「金融商品販売法」において既にみられるが、金商法はこれを継承したと考えて良いのだろう。

信託や組合形式を使った各種ファンド、金利・為替等のデリバティブなど、旧証取法の範囲外の商品種類が増える傾向にあったが、金商法が成立したおかげで、こうした金融商品にも旧証取法と同程度の投資家保護規制を加えることができたのである。こうして、仕組み性の強い集団投資スキーム、仕組み性の強い店頭デリバティブも金商法の規制対象に含められるようになった。

その際、こうした仕組み性の強い商品、取引手法は、顧客と業者との情報格差がきわめて大きいことから、そうした情報格差を埋めるべく、取引の前に重要事実を記載した書面を交付する義務を課したのだろう。金商法が先例とした「金融商品販売法」（第三条第一項）では、金融商品販売の前に業者に対して重要事項を開示させる義務を課している。これをさらに一歩進め、書面交付の形にしたのであろう。そしてひとたび、書面交付義務を課したのならば、横断の一律に全ての金融商品にも適用せねばならず、現行のような制度になったものと思われる。

3 問題解決の方向

以上のように、情報格差の程度に差のあるものを、一律横断的に同じ文面の書面を交付して情報格差を埋めようとすれば、どのようなやり方が考えられるだろうか。

現行のやり方は、法令に触れない範囲で必要最小限の事項を簡略にまとめた書面を交付し、情報劣位の初心者の場合、あるいは仕組み性の強く情報格差の大きい商品・取引の場合は、これにさらに詳しい説明を加え、場合によっては理解できたかどうかの確認書を取る、といったやり方になっている。例えば、最も投資者層が広く、また取引機会が頻繁と思われる「plainな商品」（上場株、公社債等）については、まえもって上場証券や国債、円債、外債など複数の前書面を簡略化し合冊したものを用意して一斉配布し、そのうえで初心者には改めて説明を加えるというやり方が一般的である。

金商法では、契約締結前書面の記載事項について、顧客の知識・経験・財産状況、投資目的に照らして顧客に理解されるために必要な方法、程度による説明をしなければならないとしているが（三八条七号）、現行のやり

方は、書面交付のコストをできるだけ抑えつつ、書面だけで説明しきれない場合に、パンフレットや口頭説明その他の手段を使って補うというやり方だといってよいだろう。しかし、こうしたやり方が唯一無二というわけではない。

上場証券や国債など複数契約の前書面の合冊はやめて分冊とし、記載事項をもっと平明にし、備考や注記で用語説明を加え、内容豊富なものすれば、書面だけでもより理解が深まるだろう。他面、そうなれば、書面は分厚くなり、コストは嵩んでくるが、これに対しては、顧客の同意があれば交付不要とする、あるいは交付義務をはずして請求書面にするといった、交付の機会をできるだけ縮小させ、紙資源の節約を図る方向も考えられるだろう。

「貯蓄から投資へ」のスローガンは、投資者層のすそ野を広げることになり、初心者である新規顧客を開拓することにあるのだから、そうした方向への解決こそが正しい道なのだろう。

以上は、対面営業の証券会社についてであるが、ネット証券、ネット取引においては、最初から顧客の意志で書面は電磁的手法（「電子交付」）のやり方で送られている。そこで対面営業においても、顧客が同意すれば電子交付で済ませることとし、その場合に売買手数料、保護預り料等を割り引くといったインセンティブを与えれば、電子交付による書面交付コストの縮減は十分可能ではあるし、これは現行制度の枠内でも可能ではないのか。

4 不招請勧誘の規制

次に、金商法以来の比較的新しい勧誘規制のうち、近い将来問題となりそうなのが、「不招請勧誘」に対する規制である。「不招請勧誘」とは、「契約締結の勧誘の要請をしていない顧客に対し、訪問し又は電話をかけて勧

誘をする行為」をさす。

金融商品デリバティブについて、金商法は、こうした不招請勧誘の禁止対象を政省令に委ねており（三八条第四、六項）、現在、禁止対象となっているものは店頭FX（外為証拠金取引）や株価指数などの店頭CFDなどで、⁽²⁾上場デリバティブについては不招請勧誘の禁止対象になっていない。

他方、農産物や工業品等の商品デリバティブについては、二〇〇五年改正商品取引所法施行により「再勧誘の禁止」⁽³⁾が導入され、これに準拠した形で農水省・経産省が「委託者の保護に関するガイドライン」を策定している。このガイドラインは、勧誘行為をかなり広くとらえ、⁽⁴⁾先物取引のメリットを強調するだけでも「勧誘行為」とみなし、その行為に対してすら「再勧誘」を禁止する、極めて規制色の強いガイドラインである。

さらに、二〇一一年一月から商品先物取引法が全面施行され、上場、店頭問わず商品デリバティブに「不招請勧誘の禁止」が導入された（損失限定取引については禁止の対象外）。これに伴い先のガイドラインは、「商品先物取引業者等の監督の基本的な指針」と改められたが、その厳しさはむしろ増している。

現在、審議中の金商法等改正案では、商品先物取引法上の商品（ただしコメ等の特定商品は除く）を、金融商品取引所におけるデリバティブ取引の対象となる「金融商品」の定義に加えることになった。この結果、金融商品取引所が証券・金融のほか商品のデリバティブ取引も一体として行う総合取引所に脱皮することが可能になる。しかしそうなれば、同じ取引所において、不招請勧誘を禁止されたままの商品デリバティブと禁止されていない証券・金融デリバティブが上場、取引されることとなり、勧誘規制は整合性を問われることとなるだろう。

金融商品デリバティブでは、不招請勧誘禁止の対象を店頭FX、店頭CFDに限定し、上場デリバティブを除外している。その理由は、店頭取引では価格形成が不透明であるが、取引所取引では価格形成や取引方法におい

て透明性・公正性が確保されているからである。

これに対し商品デリバティブでは、上場、店頭を問わず不招請勧誘禁止の対象とされているが、その理由は、過去において、悪質な被害が多く、苦情も多かった、という特有の事情があったからだろう。しかし、旧商品取引所法が改正された二〇〇五年以降、こうした被害、苦情は急速に減っていった。と同時に、商品取引それ自体も急速に出来高を減少させていったのである。こうした変化は、二〇〇五年に再勧誘の禁止が導入されたことと無関係ではあるまい。

「総合取引所」構想の実現は、このように「不招請勧誘の禁止」の対象をめぐって、上場デリバティブにおける勧誘規制の整合性を問うという問題提起になるだろう。この問題もまた、「総合取引所」が何を目的にした構想だったのか、ということに解決の方向性が見いだされるべきだろう。

注

(1) 「金融商品取引業等に関する内閣府令」八〇条第一項第一号

(2) 「金融商品取引法施行令」一六条の四第一項

(3) 「再勧誘」とは「勧誘を受けた顧客が契約を締結しない旨の意思を表示したにもかかわらず、当該勧誘を継続する行為」をさす。

(4) ガイドラインでは勧誘行為について、「商品先物取引の委託契約締結、または契約締結後の個々の取引の委託の意思形成に影響を与える程度に商品先物取引を勧める行為」と定義している（下線部、筆者）。

（にかみ きよし・客員研究員）

ユーロ危機とECB

伊豆 久

1 はじめにーユーロシステムの資金供給

バズーカ砲とも呼ばれたECBの三年物資金供給によってユーロ危機も沈静化したかと思われたが、五月に入ると、ギリシャの再選挙、スペインにおける銀行への資本注入の難航、預金流出の拡大など、状況は再び緊迫の度合いを強めている。

しかし、ECBによる大量の資金供給それ自身がユーロ圏内の緊張を高める要素を内包していることにも注意が必要であろう。ユーロ圏のオペはECB政策理事会で決定されるものの、実際の資金供給は加盟一七カ国の中央銀行が実施する。その結果、現在、ドイツ等ではオペに対する応札額は非常に少なく、対照的に危機国において大量の資金が供給されるという不均衡が生じている。⁽¹⁾

図1を見てみよう。

これは、ユーロ加盟中央銀行全体（ユーロシステムという）の資金供給残高の推移を示したものである。残高は上下しているが、増加しているのは、①サブプライム問題、リーマン・ショックの時期（二〇〇七年、〇八年）、②ギリシャ危機が顕在化した一〇年春、③昨年夏から現在（昨年十二月と今年二月の三年物資金供給⁽²⁾（白抜き棒グラフで表示）を含む）である。

しかし重要なのは、全体としての供給額ではなく、個々の中央銀行間で供給額に大きな偏りがあることである。

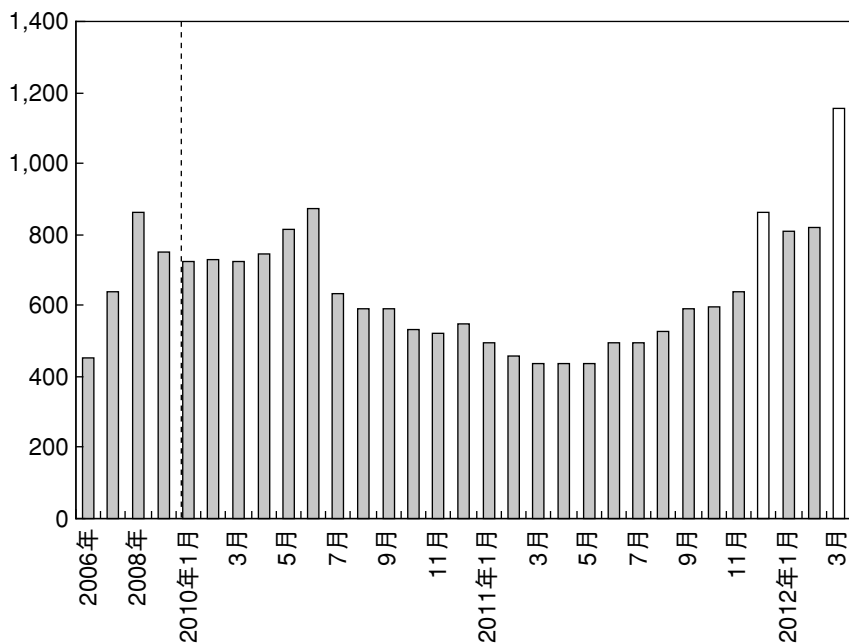
その状況と問題点を検証してみよう。

2 中央銀行貸出のアンバランス

図2は、ユーロ圏の各中央銀行が金融政策として行っている貸出の残高が、ユーロシステム全体のなかでいくらの割合を占めているのか、その推移を示したものである。

ユーロ圏の「通常」の姿を表しているのは、サブプライム問題が発生する前の二〇〇六年の数値であろう。ドイツの中央銀行（ブンデスバンク）が五七％を占めているが、これが、ユーロ圏におけるドイツの経済規模、金融市場の大きさを反映した「正常」なものである。しかし二〇〇七年、〇八年には住宅バブルの崩壊に直面したスペイン、アイルランドのシェアが大きくなり、ドイツは急減⁽³⁾、二〇一〇年になると、ギリシャとポルトガルの比率が急上昇している。つまり、金融危機、ソ

図1 ユーロシステムの貸出残高（10億ユーロ）



(注) 2006年から09年までの各年末と10年1月から12年3月までの各月末。ただし、10年1月以降の数値は各月最終金曜日時点。

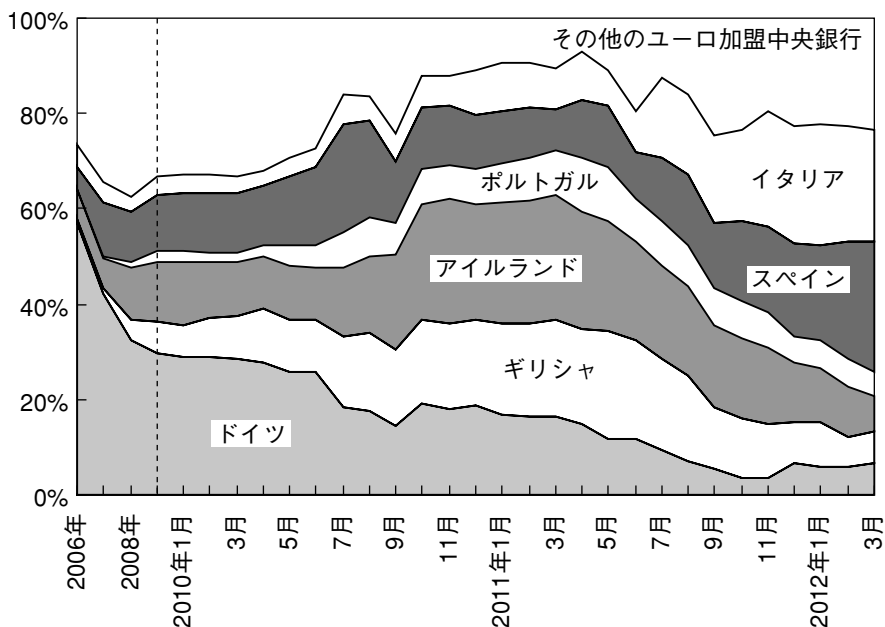
(出所) ECBウェブサイト資料より作成。

ブリン危機に見舞われた国の中央銀行が多くの資金を供給しているのである。

ECB政策理事会は、リーマン・ショック直後の二〇〇八年一〇月、資金供給オペの方式を、従来の供給総額に上限を設けた上での金利入札方式から、固定金利での金額無制限（入札額をそのまま全額供給）に変更し、それが現在まで続いている。それを積極的に利用しているのが危機に直面した国の銀行ということになる。すなわち、市場で資金を調達できなくなった銀行が自国の中央銀行から必要なだけの資金を調達しているのである。他方、ドイツの金融市場には、リーマン・ショック以降は「質への逃避」によって資金が流入しており、銀行は中央銀行に依存する必要がなくなっている。

そして昨年夏から現在にかけて、ギリシャ、アイルランド、ポルトガルのシェアが低下する一方で、スペイン、イタリアの比率が増大して

図2 ユーロシステムの貸出残高シェア



(注) 2006年から09年までの各年末と10年1月から12年3月までの各月末。ただし、10年1月以降の
アイルランドの数値は各月最終金曜日時点。
(出所) 各中央銀行年次報告書、月報等より作成。

いる。ソブリン危機と一体化した金融危機が、前者から後者に拡大、深化していることを明確に示している。

3 TARGET2残高のアンバランス

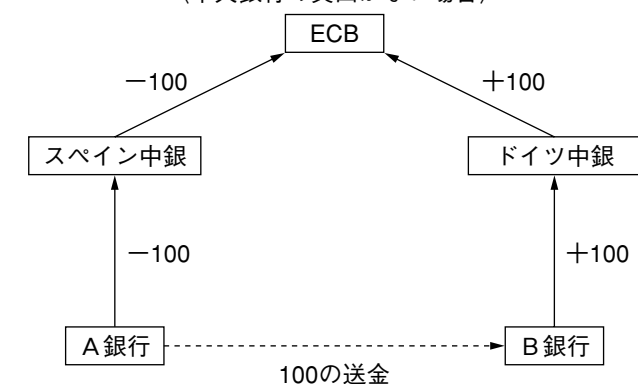
では、こうした危機国の中央銀行は融資する資金をどのようにして調達しているのだろうか。ユーロシステムを構成する各国の中央銀行も中央銀行であることに違いはなく、ECB政策理事会が無制限の資金供給を認めている以上、（適格基準を満たす担保を提供される限り）無限の資金供給が可能である。しかしそれに見合って、当該中央銀行は、他のユーロシステム加盟中央銀行に対する債務を計上することになる。TARGET2残高である。

スペインの民間銀行Aからドイツの民間銀行Bへ100の資金が流出したと考えよう。その資金移動は、図3が示すように、Aのスペイン中央銀行預金が増加し、Bのブンデスバンク預金が増加し、かつ、スペイン中央銀行のECB預金が増加し、ブンデスバンクのECB預金が増加することによって完了する。つまり、ECBは、ユーロ圏において中央銀行の銀行として機能しており、ユーロ圏の決済がTARGET2と命名されたシステムで行われているためこの残高をTARGET2残高（TARGET2 balance）と言う。通常時であれば、この残高がそれほど大きくなることはない。図3上段に示したような資金流出があれば、銀行Aはただちに市場から資金を調達するため、さきほど反対方向の取引がなされ、残高はゼロに戻るからである。しかし、市場での調達ができなくなり中央銀行が救済融資を続けると、資金移動にともなう残高はそのまま存続あるいは資金移動が増大すればそれに応じて増加していく。その推移を示したのが、図4である。

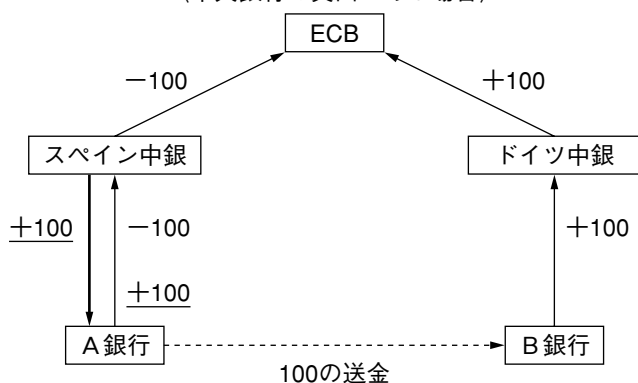
「通常時」であった2006年にはどの中央銀行の残高も非常に小さい。ところが、2010年にかけて、ア

イルランド、ギリシャ、ポルトガルの中央銀行の債務が徐々に拡大し、反対にドイツの債権が増大している。そして、昨年からはスペインとイタリアのポジションが急速に悪化している。イタリアに至っては、二〇一〇年までは残高はプラスであったにもかかわらず、一年にマイナスとなり、現在ではスペインと並んで約三〇〇億ユーロの債務残高を抱えている。対照的に、ブンデスバンクのTARGET2残高は四月末時点で六四〇〇億ユーロに達している。⁽⁴⁾もし、対ECB債務を積み上げた中央銀行が債務不履行に陥るあるいはユーロ圏から離脱することになれば、ブンデスバンクの債権はどうなるのだろうか。TARGET2残高のこの不均衡は、それぞれの国またユーロ圏全体にとってどのような意味をもっているのだろうか。

図3 TARGET2残高の仕組み
 〈中央銀行の貸出がない場合〉



〈中央銀行の貸出がある場合〉



(注) → (実線矢印) は、預金者 → 預金受入金融機関 を示す

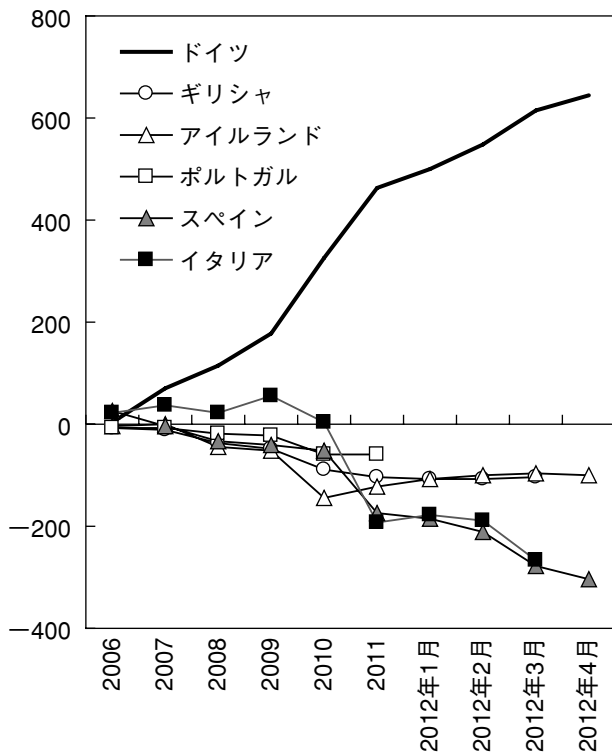
4 ドラギECB総裁の見解

今年二月の記者会見において、TARGET2残高の不均衡について尋ねられたドラギECB総裁は、以下のように答えている。

TARGET2の不均衡は正常なことであり、通貨統合に必然的に付随するものである。正常な環境の下では、一国内のまた国境を越えた銀行間市場が機能するため、諸国間の不均衡が大きくなることはない。しかし、ユーロ圏の一部においてファンディングの状況にストレスがかかる時には、ストレスを受けていない国がストレスの高まっている国に対して債権を積み上げることになる。しかし、このことは、いわゆる「債権国」にとって何らかのリスクの増大を意味するわけではない。それは、ECBという基盤を中央に備えた単一の通貨圏の正常な機能の一部である。

（注）5

図4 TARGET2残高（10億ユーロ）



（注）2012年各月の数値は推計値。本文注4を参照。ポルトガルの2012年各月、ギリシャとイタリアの2012年4月の数値は未公表。
（出所）各中央銀行年次報告書、月報より作成。

銀行間市場の機能不全を中央銀行が補完し、その結果、債権・債務残高が拡大してはいるが、それは、むしろユーロシステムの正常なメカニズムが働いているだけであり、債権国が債権残高に相当するリスクを抱え込んだわけではない、という理解である。

確かに、ブンデスバンクが計上しているTARGET2債権がそのままブンデスバンクのリスク・エクスポージャーとなるわけではない。もし、TARGET2債務がデフォルトしてECBに損失が発生した場合、その損失負担は、ECBへの出資比率に応じて各国が分担することになっている。したがって、ドイツは最大の負担者となるわけであるが、それは、あくまで出資比率比例であって、ブンデスバンクのTARGET2債権の大きさとは関係ない。仮にドイツのTARGET2債権がゼロであったとしても、ECBに損失が発生した時には出資比率に応じた損失負担が求められるのである。しかし、TARGET2債務の増大をもたらしている危機国中央銀行の資金供給の拡大が、一般論としては、その貸倒れひいてはユーロ圏中央銀行全行による損失負担発生の可能性を高めていると言うことはできるであろう。

5 ヴァイトマン・ブンデスバンク総裁の懸念

しかし、TARGET2残高の不均衡の本当のリスクは、こうした損失分担以外の点にあるように思われる。次に、ブンデスバンクのヴァイトマン総裁の見解を聞いてみよう。総裁はTARGET2残高の発生メカニズムを説明した後、以下のように述べている。

（金融市場の安定性を強化するために中央銀行マネーを供給することはユーロシステムの業務であるが）し

かしながら、金融政策と財政政策は峻別されなければならない、とりわけ、政府債務のマネタイゼーションの禁止は厳格に遵守されなければならない。事実上破綻した銀行を救済したり、政府の返済能力をかさ上げしたりすることは、金融政策の責務ではない。銀行や政府の破綻リスクをどのように配分するかを決定するのは、選挙で選ばれた議会と政府だけが負う責任である。確かに、銀行の流動性不足とソルベンシーリスクを明確に区別することは常に可能なわけではなく、危機に際しては、ある程度柔軟に対応することが一時的には適切でもある。しかしながら、それはまた、中央銀行のバランスシートのリスクを大きくし、モラルハザードを危機的な水準に押し上げる可能性がある。(中略) ユーロシステムにおいては、非伝統的な金融政策は、限定的であり一時的であると大筋で合意されている。それを必要な財政・経済改革を延期する言い訳に使うことはできない。私自身の最大の懸念は、金融政策は財政政策の人質になっているといった世論が起ることによって、安定性を損なう何らかのリスクが発生することである。(中略) ユーロシステムは、インフレーションの危険を排除すべく、各中央銀行が増大した流動性供給を適切な時期に縮小する計画をスビーデイに実施しようとしている。結局のところ、危機を解決する鍵を握っているのは、中央銀行ではなく加盟国政府なのである。⁽¹⁷⁾

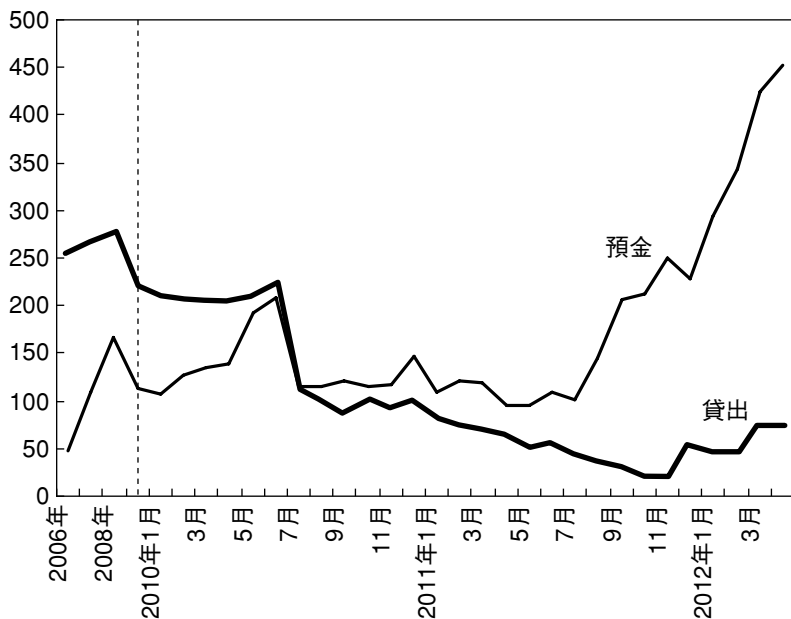
ここでは、金融政策が財政政策の肩代わりをしていることへの危惧、モラルハザードとインフレのリスクが高まっていることへの懸念が率直に表明されている。

TARGET2残高が膨大な借越しとなっている危機国においては、中央銀行オペにおける担保基準の引下げ、固定金利・金額無制限の継続が、モラルハザードを引き起こしている可能性が高い。そうした非伝統的な措置は、ECB政策理事会による「最後の貸し手」機能の発揮である。しかし、改めて言うまでもなく、中央銀行の「最

後の貸し手」機能は、原理的には、流動性不足ではあるが資本不足ではない銀行に対してのみ、かつ一時的にのみ行使されるべきであって、債務超過に陥った銀行の救済は財政が担当すべき仕事である。ところが、ユーロ圏の場合、通貨と金融政策が統合されている一方で財政は統合されていないためユーロ圏共通の財政的対策が限定的なものにとどまり、本来ならば財政が担うべき役割を、金融政策が過剰なまでに担っているのである。それは、経営の行き詰まった銀行のリストラクチャリングを妨げることになっている可能性が高い。

他方で、ドイツでは、金融政策の自由度が制約されつつあるように思われる。図5は、ブンデスバンクの民間金融機関に対する貸出と準備預金の残高の推移を示したものである。逃避資金の流入でドイツの銀行は過剰流動性を抱え込んでいる。そのため、中央銀行の資金供給を必要としなくなり（貸出残高の減少）、準備預金を積み上げてい

図5 ドイツ連邦銀行（ブンデスバンク）の貸出と預金（10億ユーロ）



(注) 2006年から09年までの各年末と10年1月から12年4月までの各月末。

(出所) Deutsche Bundesbank, Monthly Report各号より作成。

るのである。こうした状態でインフレ懸念が強まった場合、ブデスバンクはどのようにして金融を引き締めるのであろうか。仮に貸出（オペ）を絞ろうにも、すでにその残高は七四九億ユーロしかなく（四月末）、膨大な準備預金（四五二三億ユーロ）があるためその効果は極めて限定的である。残されているのは、①外貨準備の売却（売りオペ）であるが、それは現実的ではないであろう。②実際には準備預金の拘束性を強めることで、市場の流動性をコントロールするほかないと思われる。通常、中央銀行の金融調節手段は資金供給量の調節であるが、ブデスバンクに残されているのは預金吸収量の調節だけである。もちろん、ユーロ加盟国としてその金融政策はECB政策理事会で一元的に決定されるわけであるが、金融危機への対策として金額無制限のオペを認めてきた代償として今度は資金流入国に対して独自の準備預金吸収策を認めることになるかもしれない。そうなれば、ユーロ圏の金融政策の統一性は、ELA（各国中央銀行の独自の資金供給）⁽⁸⁾の容認やオペ担保基準の「自由化」⁽⁹⁾に続いて、さらに緩和されることになる。しかし逆にそれを認めないとなれば、ECB政策理事会へのドイツの不満は極めて大きなものとなるだろう。

6 おわりに

ギリシャの再選挙の結果、反緊縮派政権が誕生し、万一EU・IMFとの交渉が決裂することになれば、市場で国債を発行できないギリシャ政府はただちに資金繰りに窮することになる。その時ギリシャに残された選択肢は、①超緊縮財政の実施、②ギリシャ中央銀行による国債引受け、③銀行への強制的な国債割当の三つしかない。反緊縮派政権が①を選択することはなく、②はEU条約（リスボン条約）の明確な違反である。③のためには中央銀行から銀行にさらに巨額の資金を供給する必要があるが、それ自体は不可能ではない。しかし、それは形を

変えた中央銀行による国債引受けであり、ECB政策理事会の承認を得ることは困難であろう。その時ギリシャはユーロ圏から離脱するほかなくなる。ギリシャ自体の経済規模、国債発行残高は小さいが、ユーロ離脱が実際に起こりうるものとなれば、投機筋によるスペイン、イタリア等へのアタックが勢いを増し、世界経済は大きな混乱に陥りかねない。ギリシャとドイツの間で妥協が成立することが望まれるが、それも弥縫策に過ぎない。中長期的には、現在提案されているユーロ圏における預金保険制度や銀行への資本注入制度の一元化、共同債の発行を出発点に、財政の統合を進めるほかないであろう。

注

(1) 拙稿「欧州中央銀行における『資金偏在』問題」本誌二〇一一年六月号参照。

(2) 三年物オペ（金利は一・〇％で固定、供給金額は入札額全額で無制限）では、二月二一日に四八〇二億ユーロ、二月二九日に五二九五億ユーロが供給された。一月末時点の残高六四〇〇億ユーロと比較するとそのインパクトの大きさをうかがうことができる。図1の対応するグラフの増加額が供給額に満たないのは、借り換え分があるためである。また、二月二九日実施のオペの結果がグラフでは二月末ではなく三月末に示されているのは、オペの決着が実施日の翌日（三月一日）であるため。

(3) しかしこのことは、ドイツの銀行がサブプライム問題の影響を受けなかったことを意味するわけではない。ドイツの銀行が直面した主たる問題は、ユーロ不足ではなくドル不足であったため、図2が示すユーロ建て貸出ではシェアが低下しているのである。ブندեսバンクは、この時期、FRBとの為替スワップによって調達したドルを大量に供給している。ユーロシステムの外貨貸出については、前掲（注1）拙稿を参照されたい。

(4) TARGET2 残高は年次ベースでは数値が公表されているが、月次データはほとんどの中央銀行でそのままの数値が公表されないため、図2の二〇一二年一月～四月の値は推計値である。例えば、ブンデスバンクの場合、月次ベースで公表されているのは、TARGET2 残高(A)に、ECBへの出資金や外貨準備移転にともなう対ECB債権(B)、固定資産等の「その他資産」(C)を合計した数値($A+B+C$)のみである。ただし、BとCはその金額も小さく変化もわずかである。そこで二〇一〇年、二〇一一年末の $A+B+C$ がともに約三〇〇億ユーロであることから、二〇一二年の各月においても同額と仮定することでAを推計している。他の中央銀行についても同様。

(5) ECB, press conference, 9 February 2012

(6) ECBへの各中央銀行の出資比率は、人口比とGDP比の平均値(五年毎および新規加入国がある時に見直し)と定められている。なお、ブンデスバンクの場合、二〇一一年一月一日時点の出資比率(capital key)は一八・九%である。

(7) ヴァイトマン総裁の論考は、二〇一二年三月二三日付の新聞に発表され、その後、ブンデスバンクのウェブサイトに掲載されている。Weidmann, J., "What is the origin and meaning of the Target2 balances?" 15 March 2012.

(8) EILAについては、拙稿「欧州中央銀行とEILA(緊急流動性支援)」本誌二〇一一年一〇月号参照。

(9) 一九九九年のユーロ発足時、ユーロシステムの貸出の適格担保は、ユーロシステム共通のものと各国中央銀行独自のものの二種類から成っていた。しかし二〇〇七年一月一日に単一化を達成、以降、ユーロシステム全体で共通の適格担保リストが作成されてきた。ところが金融危機が発生し、金融機関が担保不足に陥る国が現われるようになった。その場合には、当該国の中央銀行は、ユーロシステムとしての資金供給とは区別されたEILAの形で資金を供給している。しかしながら、さらなる危機の深化に対応すべく二〇一一年二月八日、ECB政策理事会は、政策理事会に

申請した中央銀行に限り、新たに融資債権を担保とすることを認めると決定した。今年二月九日に、実際に七カ国の中央銀行が申請し承認を受けている（アイルランド、スペイン、フランス、イタリア、キプロス、オーストリア、ポルトガル）。この適格担保基準の「自由化」の目的は、中小企業を主たる顧客とする中小銀行への資金供給と説明されており、確かに、例えば二月の三年物オペの参加銀行はユーロ圏全体で八〇〇行と昨年一二月時の五二三行から大幅に増えている。しかし、これは適格担保の二層化への逆戻りである。その副次的な目的は、各国中央銀行のELAをユーロシステムのオペに取り込むことではないかと推測される。

（いず ひさし・客員研究員）

ダーク・プールの陥落

～SECによるパイプライン処分～

吉川 真裕

二〇〇九年七月にアメリカではフラッシュ・オーダー (flash order) をめぐる問題が物議をかもし、九月一八日に証券取引委員会 (SEC) はフラッシュ・オーダーを禁止する規則変更提案を決定した。その規則変更提案の中でSECはフラッシュ・オーダーと同様に問題のあるダーク・プール (dark pool) に関する規則変更提案を準備中であることを予告し、一〇月二日にはダーク・プールに関する規則変更提案を決定した。さらに、この規則変更提案の中でSECはフラッシュ・オーダーやダーク・プールと共通する側面を持つと考えられるHFT (High-Frequency Trading) やコロケーション (co-location)、ネイキッド・アクセス (naked access) といった問題等を取り上げた株式市場構造に関するコンセプト・リリースを準備していることを明らかにしていた。そして、二〇一〇年一月一三日、SECはネイキッド・アクセスに関する規則変更提案を決定した後、予告していた株式市場構造に関するコンセプト・リリースの公表を決定し、市場関係者にコメントを求めた。

二〇一一年一〇月二四日、SECはパイプラインというダーク・プールの運営会社に一〇〇万ドル、最高経営責任者 (CEO) と会長兼元CEOにそれぞれ一〇万ドルの罰則処分を下したことを公表した。本稿では処分を受けたパイプラインのこれまでの活動とその後の経過を紹介し、ダーク・プールの抱える問題について考察する。

1 SECによるパイプライン処分とその後の経過

二〇一一年一〇月二四日、パイプラインというダーク・プールの運営会社（Pipeline Trading Systems LLC）に一〇〇万ドル、創業者でCEOであるフェーダーシュピール氏（Fred J. Federspiel）と会長兼元CEOであり、ナスダックの社長兼副会長を務めたこともあるバークレイ氏（Alfred R. Berkeley III）にそれぞれ一〇万ドルの罰則処分を下したことをSECは公表した。⁽¹⁾ 二〇〇九年一〇月にダーク・プールに対する規則変更案を公表して以来、二〇一〇年五月のフラッシュ・クラッシュと呼ばれる株価急変動もあって、SECによるダーク・プールに対する規則変更はおこなわれておらず、それまでダーク・プールと呼ばれる市場運営会社に対する処罰もおこなわれたことがなかったため、この発表は驚きをもつて受け止められた。

SECのプレス・リリースによれば、パイプラインは顧客同士の注文が気配を公表することなく、マッチングされると顧客に説明しておきながら、ミルストリーム（Milstream Strategy Group LLC）という関連会社に自己勘定でパイプラインでの注文執行をおこなわせており、二〇〇四年から二〇〇六年にわたって顧客には公表していない注文情報をパイプラインはミルストリームに提供していた。そして、こうした行為は、①証券の販売に関する虚偽情報の提供を禁じる一九三三年証券法セクション一五a二違反、②代替的取引システム（ATS）の運営会社がSECに必要な情報を登録することを義務付けた（一九三四年証券取引法に基づく）レギュレーションATS三〇一b二違反、③ATS運営会社が顧客の非公開取引情報を保護することを義務付けたレギュレーションATS三〇一b一〇違反であり、SECは業務改善命令を出すとともに、パイプラインに一〇〇万ドル、フェーダーシュピールCEOとバークレイ会長にそれぞれ一〇万ドルの罰則処分を下した。これに対して、パイプライン、フェーダーシュピールCEO、バークレイ会長は罪状認否をすることなく、罰則金の支払いに合意した。

二〇〇四年に取引を開始したパイプラインは気配情報を公開することなく、注文を執行するダーク・プールと呼ばれる市場運営会社であるが、ローゼンブラット社が公表している数字によれば二〇一一年九月では一日平均三一〇万株の取引をおこなっており、一八のダーク・プールの中ではもっとも小さな市場であり、利用者が多いとは言えない。⁽²⁾しかし、顧客同士の注文が付け合わされていることを売り物にしているダーク・プールが関連会社に注文執行をおこなわせていたことはダーク・プールの存在意義を疑わせ、他社でも同様なことがあるのではないかという疑念を生み出し、SECによる処分の発表直後には関係者に衝撃を与えた。

一月一五日、顧客離れを防ぐためにパイプラインはフェーダーシユピールCEOとバークレイ会長の退社を発表し、POSITを運営するITGやリクイドネットでの勤務経験のあるビアンカマノ氏(Jay Biancamano)が会長兼CEOに就任することを発表した。⁽³⁾一月一八日に就任直後のビアンカマノ会長兼CEOは顧客の要望に応じて関連会社ミルストリームのアクセスを禁止することを発表し、SECによる罰則の公表以来、顧客のロゲインが二五%から三〇%減少していることも明らかにした。⁽⁴⁾そして、ダーク・プール以外のアルゴリズム取引システムの提供に尽力することが明らかにされた。

さらに、二〇一二年一月一八日には会社名をパイプライン(Pipeline Trading Systems LLC)からアリタス(Artas Securities LLC)に改めることが発表され、アルゴリズム取引システムの提供に尽力することがビアンカマノ会長兼CEOから強調された。⁽⁵⁾しかし、五月九日にはソフトウェア開発会社ポートウェア(Portware)がアリタスのアルゴリズム取引システムを買収し、ビアンカマノ会長兼CEOと二〇人の職員もポートウェアに移籍することが明らかになった。⁽⁶⁾そして、五月三一日にはITGがアリタスの二一の特許を買い取ることを公表し、SECの処分から八カ月でパイプラインというダーク・プールとその運営会社は姿を消すことになった。⁽⁷⁾

2 パイプラインの取引実態

(1) SECの処分命令⁽⁸⁾

一八ページにわたるSECのパイプライン処分命令にはパイプラインでの取引実態が詳しく紹介されている。この中から全体像を把握するのに役立つと考えられる箇所を以下では紹介する。

まず、ブロック・ボード (Block Board) と呼ばれるパイプラインの注文執行システムは、大口の注文を気配値や注文量、そして売り買いの区別を表示することなく、付け合せる仕組みとなっている (成行注文同士の場合は全米最良気配の仲値で執行)。注文量は銘柄ごとに一万株、二万五〇〇〇株、一〇万株のいずれかに定められたLBQ (Large Block Quantity) と呼ばれる最低注文量以上でなければならず、注文価格も定められたBPR (Block Price Range) と呼ばれる範囲内の価格でなければならぬ。そして、注文が入力されると、当該銘柄の名前が白からオレンジに変わり、注文が成立するか、取り消されるとランダムに表示は白に戻る。

パイプラインは関連会社または投資家が取引をおこなうことができるという一文をほとんどの利用契約書に含めているが、利用者に対しては関連会社が取引をしている事実を隠すにとどまらず、関連会社は取引をしていないと説明してきた。パイプラインで取引をおこなってきた関連会社は二〇〇四年九月のパイプラインの取引開始時から取引をおこなっており、当初はエクスチェンジ・アドバンテージ (Exchange Advantage LLC) という名前であったが、一〇カ月後にはオーロラ (Aurora Technology Partners LLC) と名前を変え、二〇〇六年七月にはミルストリーム (Milstream Strategy Group LLC) に再度名前を変えている。そして、この関連会社はパイプラインの取引システムを設計したりサーチ担当重役 (Director of Research) によって二〇〇六年五月まで運営されており、この重役は関連会社のための取引を自らおこなっていた。

当初四カ月間における関連会社の取引シェアは九七・五%、二〇〇五年で八七%、二〇〇九年末までの全期間でも八〇%に達し、大半の取引を関連会社がおこなっていたにもかかわらず、パイプラインは関連会社による取引はなく、顧客同士の注文で取引が成立していると発表してきた。ただし、この関連会社はパイプラインの利用者を食い物にして利益を上げてきたわけではなく、二〇〇四年から二〇〇六年には一九七〇万ドルの取引損失を出しており、二〇〇八年に一八四〇万ドル、二〇〇九年に九三〇万ドル、二〇一〇年に四五〇万ドルの取引利益を上げたに過ぎない。そして、二〇一〇年までの給与を含む関連会社の運営費用を取引利益は下回っていた。

関連会社は利用者の識別や売り買いの識別、注文量や注文価格を入手していたわけではないが、以下のような点で他の利用者よりも有利な条件の下で取引をおこなっていた。①関連会社はパイプラインが主として二〇分間の出来高加重平均（VWAP）に基づいて注文執行の質を評価していることを知っており、これを利用して高い評価を得ていた可能性がある、②ある利用者はブロック・ボードの情報をF I X（Financial Information eXchange）で提供することをパイプラインに断られていたが、関連会社はF I Xを通じて情報を得ていた、③二〇一〇年にパイプラインがB P Rの情報提供を停止してからも関連会社はB P Rの情報を得続けていた、④最低注文量（L B Q）は個々の銘柄の取引量に比べて一万株、二万五〇〇〇株、一〇万株のいずれかに定められていたが、関連会社の注文量によっては内部ルールと異なるL B Qが指定されることがしばしばあった、⑤開設直後にパイプラインは注文成立または取り消しの場合にランダムに通知するシステムを導入したが、関連会社はそれが一分から二分であることを知っていた、⑥二〇〇六年一月二二日にパイプラインは注文量や注文価格の推定に役立つかもしれないブロック・ボードのシステムに関するスペックを関連会社に提供していた。

(2) ウォール・ストリート・ジャーナルの特集記事⁽⁹⁾

SECの処分命令で多くの事実は明らかにしたが、どのようにしてSECが情報を得たのか等、疑問点がいくつも残る。二〇一二年四月九日にウォール・ストリート・ジャーナルは関係者の証言を多数集めた特集記事を掲載し、パイプラインに関する新たな情報を提供している。そして、その最たるものはSECによる処分のきっかけが内部告発であったという情報であろう。

ウォール・ストリート・ジャーナルによれば、パイプラインの起源は二〇〇〇年代初頭のフィデリティ・インベストメンツ（アメリカ有数の投信運用会社）にさかのぼるといふ。フィデリティの研究所でプログラマーたちが物理学者から転じたフレッド・フェーダーシュピールとともに共同開発したシステムは、注文の出された銘柄コードが売り買いの区別や数量・価格を示さずにオレンジに光るというものであった。このソフトウェアをフィデリティからリースし、フェーダーシュピールが社長としてニューヨークの東四二番街に立ち上げたのがパイプラインであった。そして、パイプラインの親会社に出資したベンチャー・キャピタルが顧客注文を集めるために会長に選んだのがアルフレッド・バークレイであった。パイプラインの成功はどれだけ注文を集められるにかかっており、パイプラインの関係者はフィデリティが利用してくれるものと期待していたという。しかし、二〇〇四年九月の取引開始直前にフィデリティはほとんど利用しないことが明らかになった。そこで、パイプラインは注文執行をおこなう関連会社を設立した。

二〇〇五年にパイプラインが通りの向かいのビルの六階に移転した際、関連会社も同じビルの七階に移転した。関連会社の社員は事情を知らないパイプラインの社員に気づかれないよう、別のエレベーターを使うよう指示されたという。関連会社は当初取引で損失を出していたが、二〇〇六年にウォール・ストリートで経験の長いゴー

ドン・ヘンダーソン (Gordon Henderson) をトップにしてから変わり始めた。ヘンダーソンはトレーダーを雇うのではなく、社員の関係者を雇い、トレーダーに仕立て上げた。関連会社のトレーダーは初代のトップを務めた物理学者ヘンリー・ウェールブレイク (Henry Waelbroeck) が開発した洗練された高速取引システムに助けられた。しかし、ヘンダーソンはトレーダーの能力が向上したことが大きく、パイプラインの関連会社として特別な存在であることはさほど重要ではなかったという。パイプラインに注文が入れば売り買いの区別を知るために他のダーク・プールでの取引を観察し、注文を入れてはすぐに取り消すフラッシング (Flashing) と呼ばれる行為をおこない、パイプラインの注文の売り買いを特定することに務めた。パイプラインでの取引を成立させるとリベートをもらえたが、「顧客の (注文を成立させる) ことなんか気にしていなかった。……私はトレーディングをしているんだ。リスクに気をくばっている。」とヘンダーソンは証言している。SEC が示したようにミルストリームの取引利益は大きくなかったが、法律家から転じたトレーダーのトム・キング (Tom King) は二〇〇七年から二〇〇九年に平均一五〇万ドルの給与を得ていた。

SEC の処分命令が公表された日、フェーダーシユピールはフィデリティの役員に電話し、パイプラインの利権を継続してほしいと頼んだが、むずかしいだろうと返答されたという。フィデリティは即座にパイプラインでの取引をすべて停止したと公表している。

他方、ヘンダーソンはミルストリームのテクノロジーのいくつかを購入し、投資会社を立ち上げているところであり、ミルストリームの元社員を雇う予定であるという。ヘンダーソンの計画はトレーディングの時代の象徴であり、いくつものダーク・プールで関連会社ではなく、顧客として取引することを予定しているとウォール・ストリート・ジャーナルは記事を締め括っている。

3 ダーク・プールのジレンマ

パイプラインが関連会社に取り引を成立させていたという問題は他のダーク・プールにも共通するジレンマでもあった。大手のダーク・プールは顧客の注文が集まりやすく、顧客同士の注文がマッチングしやすいが、それでも気配値や数量を公開した取引所市場ほど取引が盛んなわけではない。ディーラーを排除して機関投資家同士の大口注文をマッチングさせていると見られているITGのPOSITでも実は取引の成立機会を高めるためにディーラーの参加を認めたり、制限したりということを試行錯誤している⁽¹⁰⁾。そして、ダーク・プールの中には関連会社による注文執行をおこなっているところもあり、パイプラインがSECに処分されたのは関連会社による注文執行をおこなっていたからではなく、その事実を顧客にもSECにも隠していたからであった。

気配値や数量を公開した取引所市場での大口取引はマーケット・インパクトが大きいため、機関投資家の成長とともに取引所外での証券会社との相対取引（アップステアーズ取引）が増加するようになった。しかし、相対取引をおこなう証券会社は利益の価格でしか取引せず、しかも機関投資家は証券会社に保有銘柄や保有量を知られてしまうことになる。そこで、機関投資家同士が匿名で取引できる市場が求められ、インステイネットやPOSITといった代替的取引市場（ATS）が誕生することになった。ところが、ATSの一部は執行速度の速さやコストの安さを売り物にして取引所市場から取引を奪い、ATSに対する規制が導入されたこともあって、大手はほとんどが取引所となることになった。他方、気配値や数量を公開した取引所市場ではハイ・フリークエンシー取引（HFT）と呼ばれる注文の発注と取り消しを繰り返す取引手法が普及し、大口取引は分割して発注しても取引意図を読まれ、先回りして取引されるので、証券会社との相対取引やダーク・プールと呼ばれるようになった気配値や注文数量を公開しないATSで大口取引をおこなっていると言われている。

マーケット・インパクトを避けてダーク・プールで取引している機関投資家にとってはダーク・プールにディーラーが入り込み、取引所市場と同じように取引意図を読まれることは好ましくはない。しかし、ディーラーを完全に排除したダーク・プールは物々交換と同じく、取引の成立機会が少ない。ディーラーの取引の制限と取引機会の向上はダーク・プールのジレンマであると同時に、機関投資家のジレンマでもある。ディーラーの捕食的な取引の制限とディーラーの参加による取引機会の向上の間でどのようにバランスを取るかで多くのダーク・プールは試行錯誤しており、ディーラーの取引履歴からスコアをつけ、捕食的な行動をとるディーラーの取引を制限しようという試みがバイプラインを含めた多くのダーク・プールでおこなわれている。⁽¹¹⁾

程度の問題ではあるが、捕食的なディーラーを排除できたとすれば残りの捕食的でないディーラーは機関投資家の物々交換に加わる物々交換需要を持ったディーラーであって、大幅な取引機会の向上は望めないであろう。二〇〇九年一〇月にダーク・プールに関する規則変更提案をSECが決定した際には気配値や注文数量を隠して取引するダーク・プールはけしからんという風潮であったが、取引所市場での取引が減ってダーク・プールも流動性を高めるためにディーラーの参加をどの程度認めるべきかというジレンマに立たされている。TABBグループの推計によれば直近のダーク・プールの取引シェアは一三%、インターナライゼーション（証券会社との相対取引）の取引シェアは二〇%であり、ダーク・プールだけが取引シェアを伸ばしているわけではない。⁽¹²⁾ しかも、ローゼンブラット社の推計によればダーク・プールでの平均取引株数は二〇〇九年三月の四四三株から二〇一一年一二月の二二六株まで四八%低下しており、取引所市場の二〇〇株前後と大差はない。⁽¹³⁾ 大口注文を直接執行する市場としての性格をすでにダーク・プールは失うところまで変質しているのである。そして、GETCOやナイトの運営するダーク・プールは顧客の注文同士がマッチすることは想定していないとまで言われている。⁽¹⁴⁾

注

- (一) Securities and Exchange Commission, "Alternative Trading System Agrees to Settle Charges That It Failed to Disclose Trading by an Affiliate," Press Release 2011-220, 24 October 2011 (<http://www.sec.gov/news/press/2011/2011-220.htm>). 證券取引法 第 15 条 Securities and Exchange Commission, "Administrative Proceeding: Pipeline Trading Systems LLC, Fred J. Federspiel, and Alfred R. Berkeley III: ORDER INSTITUTTING ADMINISTRATIVE AND CEASE-AND-DESIST PROCEEDINGS PURSUANT TO SECTION 8A OF THE SECURITIES ACT OF 1933 AND SECTIONS 15(b) AND 21C OF THE SECURITIES EXCHANGE ACT OF 1934, MAKING FINDINGS, AND IMPOSING A CEASE-AND-DESIST ORDER," Securities Act of 1933 Release No. 9271, Securities Exchange Act of 1934 Release No. 65609, Administrative Proceeding File No. 3-14600, 24 October 2011 (<http://www.sec.gov/litigation/admin/2011/33-9271.pdf>).
- (二) Philip Stafford, Telis Demos and Kara Scannell, "Pipeline fined \$1m by SEC," *ft. com*, 24 October 2011 (<http://www.ft.com/intl/cms/s/2/7e70426-fe4f-11e0-a1eb-00144feabdc0.html>).
- (三) Nina Mehta, "Pipeline's Chairman, Chief Are Said to Leave Dark-Pool Firm After Scandal," *Bloomberg. com*, 15 November 2011 (<http://www.bloomberg.com/news/2011-11-15/pipeline-s-chairman-chief-are-said-to-leave-dark-pool-firm-after-scandal.html>).
- (四) Pipeline Financial Group, Inc, "Pipeline Ends Affiliate's Role In Block Market, Will Divest," *Press Release*, 18 November 2011 (<http://www.mondovisione.com/media-and-resources/news/pipeline-ends-affiliates-role-in-block-market-will-divest/>). Telis Demos, "Pipeline Trading cuts ties with Milstream," *ft. com*, 18 November 2011 (<http://www.ft.com/intl/cms/s/9a30274c-1218-11e1-8ab1-00144feabdc0.html>).

- (5) Aritas Securities LLC, "Aritas Securities Succeeds Pipeline Trading Systems, Reflecting Significant Operational Changes," *Press Release*, 18 January 2012 (<http://www.mondovisione.com/media-and-resources/news/aritas-securities-succeeds-pipeline-trading-systems-reflecting-significant-oper/>), James Armstrong, "New Leadership, New Name, Pipeline Struggles to Start Over," *Traders Magazine Online News*, 24 January 2012 (<http://www.tradersmagazine.com/news/pipeline-aritas-trading-109742-1.html>).
- (6) Telis Demos, "Portware snaps up Pipeline tech assets," *ft.com*, 9 May 2012 (http://www.ft.com/inl/cms/s/7713765e-9947-11e1-948a-0014feabdc0.Authorised=false.html?_i_location=http%3A%2F%2Fwww.ft.com%2Fcms%2Fs%2F0%2F7713765e-9947-11e1-948a-0014feabdc0.html&_i_referer=http%3A%2F%2Fsearch.ft.com%2Fsearch%3FqueryText%3Dportware#axzz1wdfXEL2c), John D. Antona Jr., "Pipeline Trading Ceases Operations, Top Executive Steps Down," *Traders Magazine Online News*, 10 May 2012 (<http://www.tradersmagazine.com/news/pipeline-aritas-biancamano-trading-110008-1.html>).
- (7) ITG, "ITG Expands Patent Portfolio," *Press Release*, 31 May 2012 (<http://www.mondovisione.com/media-and-resources/news/itg-expands-patent-portfolio/>), "ITG Acquires Former Pipeline Patents," *Traders Magazine Online News*, 31 May 2012 (<http://www.tradersmagazine.com/news/itg-pipeline-patents-110040-1.html>).
- (8) Securities and Exchange Commission, "Administrative Proceeding: Pipeline Trading Systems LLC, Fred J. Federspiel, and Alfred R. Berkeley III: ORDER INSTITUTING ADMINISTRATIVE AND CEASE-AND-DESIST PROCEEDINGS PURSUANT TO SECTION 8A OF THE SECURITIES ACT OF 1933 AND SECTIONS 15(b) AND 21C OF THE SECURITIES EXCHANGE ACT OF 1934, MAKING FINDINGS, AND IMPOSING A CEASE-AND-DESIST ORDER,"

- Securities Act of 1933 Release No. 9271, Securities Exchange Act of 1934 Release No. 65609, Administrative Proceeding File No. 3-14600, 24 October 2011 (<http://www.sec.gov/litigation/admin/2011/33-9271.pdf>).
- (9) Scott Patterson and Jenny Strassburg, "Traders Navigate a Murky New World," *Wall Street Journal*, 9 April 2012 (<http://online.wsj.com/article/SB1000142405297020388990457199114267593518.html>).
- (10) Peter Chapman, "TTG Courts the Sellside," *Traders Magazine Online News*, 15 March 2012 (<http://www.tradersmagazine.com/news/ttg-courts-sellside-business-109880-1.html>).
- (11) Peter Chapman, "Morgan Stanley Polices its Dark Pool," *Traders Magazine Online News*, 29 March 2012 (<http://www.tradersmagazine.com/news/morgan-stanley-dark-pool-behavior-109912-1.html>), Peter Chapman, "Barclays Stanley Polices Dark Pool," *Traders Magazine Online News*, 25 April 2012 (<http://www.tradersmagazine.com/news/barclays-polices-dark-trading-109965-1.html>), Peter Chapman, "Cover Story: Keeping Watch," *Traders Magazine Online News*, 7 May 2012 (<http://www.tradersmagazine.com/news/bulge-brokers-darkpools-110001-1.html>).
- (12) Tommy Fernandez, "33% of Trading Taken Off Exchanges - Tabb," *Securities Technology Monitor*, 10 April 2012 (<http://www.securitestechnologymonitor.com/news/TABB-Equities-Trading-Dark-30332-1.html>).
- (13) Tom Steinert-Threlkeld, "RADETECH 2012: The Block is Dead, Statistically Speaking," *Securities Technology Monitor*, 8 March 2012 (<http://www.securitestechnologymonitor.com/news/block-trading-dead-gawronski-rosenblatt-30140-1.html>).
- (14) Ivy Schmerken, "Buy-Side Traders Find Liquidity in Dark Pools," *Advanced Trading*, 3 May 2012 (<http://www.advancedtrading.com/crossingnetworks/232901186>).

香港取引所のグローバルIPO市場

志馬 祥紀

1 はじめに…問題意識

サブプライム問題の発生以降、欧米諸国のIPO市場が縮小する中で、香港取引所が存在感を増している。香港取引所では、過去三年連続してIPO金額が世界最大となった。更に注目されるのが、グローバルな外国企業によるIPOが香港で急増している点である。本稿では、香港取引所がグローバルなIPO市場の活性化に成功した理由と経緯について分析を行う。

2 香港取引所の状況

(1) 香港取引所の状況…IPO市場の状況

本節では、香港取引所のIPO市場について、概況を説明する。

図表1は、世界の主要証券取引所における、IPOによる企業の資金調達状況の推移である。

二〇〇八年までは、ロンドンや米国(NYSE、ナスダック)等欧米市場が上位を占めている。そうした中で、香港取引所は、二〇〇七年には八位程度であったものが、二〇〇九年以降は三年連続でトップの座を占めている。これは、ロンドンやニューヨーク(NYSE・ユーロネクスト)がその順位を下げていることと対照的である。

また、中国本土の取引所である上海証券取引所や深セン証券取引所が上位にランクインしている点も注目され

る。

図表2は、香港取引所における直近二年間のIPO資金調達額上位一〇社のリストである（単位は一〇億香港ドル）。

同図表には三種類の企業が掲載されている。香港企業、イタリック体で示される中国本土企業（H株）、そして下線・網掛けで示される、（中国本土以外の）外国企業である。

同表の二〇社中、中国本土企業は七社、外国企業が七社であり、香港現地企業は六社に過ぎず、数・資金規模共にグローバルな外国企業の比率が高い。香港取引所のIPO市場が世界最大となった状況は、「中国本土企業の上場」と「海外企業の上場」によるものであり、香港現地の企業の占めるウェイトは低い。

図表3は、二〇一〇年及び二〇一一年の

図表1 IPOによる資金調達状況

（単位：百万ドル）

	2007		2008		2009	
1	ロンドン証取	56,046.8	NYSE・ユーロネクスト(米)	43,211.7	香港取引所	32,024.0
2	BME スペイン取引所	18,307.2	ロンドン証取	13,357.2	上海証取	18,321.8
3	ナスダックOMX	16,885.4	上海証取	10,875.2	NYSE・ユーロネクスト(米)	15,763.0
4	アイリッシュ証取	6,884.4	ルクセンブルグ証取	8,984.2	BM&F BOVESPA(ブラジル)	13,098.8
5	ワルシャワ証取	6,537.4	香港取引所	8,470.4	深セン証取	9,194.0
6	ナスダックOMX	6,179.1	NYSE・ユーロネクスト(欧)	7,307.8	SIX スイス取引所	8,697.8
7	イタリア証取	5,989.0	ボンベイ証取	4,815.5	ナスダックOMX	7,965.6
8	香港取引所	5,544.2	BM&F BOVESPA(ブラジル)	4,722.9	オーストラリア証取	6,515.8
9	イスタンブール証取	3,337.7	インド・ナショナル証取	4,714.7	ロンドン証取グループ	3,850.5
10	ウィーン証取	2,416.6	深セン証取	4,329.8	マレーシア証取	3,543.6

	2010		2011	
1	香港取引所	57,915.4	香港取引所	33,405.3
2	SIX スイス取引所	44,867.7	NYSE・ユーロネクスト(米)	28,040.3
3	深セン証取	44,278.9	深セン証取	27,935.0
4	NYSE・ユーロネクスト(米)	33,812.6	BME スペイン取引所	26,533.6
5	上海証取	29,233.6	オーストラリア証取	16,205.4
6	オーストラリア証取	24,293.8	上海証取	15,722.3
7	ロンドン証取グループ	19,388.3	ナスダックOMX	10,957.8
8	BME スペイン取引所	18,090.5	シンガポール取引所	7,630.1
9	東京証券取引所	10,058.9	メキシコ証取	6,230.6
10	インド・ナショナル証取	9,387.8	マレーシア証取	4,887.2

（出所）WFE

二年間に、香港取引所に上場した特色ある外国企業の一覧である。

まず、鉱工業関連企業が多いことが特色として挙げられる。二〇一〇年一月にはロシア企業で世界最大のアルミメーカーであるUC RusalPlcが上場し、同年一〇月にはモンゴル企業でコークス生産大手のMMC（モンゴリアン・マイニング・コープ）が、モンゴル企業初の香港上場を果たしている。また、二〇一一年六月には銅生産大手のKazakhmys PLCがカザフスタン企業として初めて香港に上場している。

次に、香港に上場する外国企業の特徴として、高級消費財メーカーが多いことが挙げられる。二〇一〇年五月のロクシタン（フランスの大手化粧品・ヘルスケアメーカー）を皮切りとして、二〇一一年六月にはサムソナイト（米大手バッグメーカー）、六月にはプラダ（イタリア・ファッション大手）、コーチ（米大手アパレルメーカー）が上場している。

その他、世界最大の保険会社である米国AIG社

図表 2 香港IPO資金調達状況上位10社

(単位：10億香港ドル)

	2010		2011	
1	AIA Group Ltd.	159.08	Glencore International plc	77.75
2	Agricultural Bank of China Ltd. (H株)	93.52	PRADA SpA	19.23
3	United Company RUSAL Plc	17.39	Shanghai Pharmaceuticals Holding Co., Ltd (H株)	16.01
4	China Rongsheng Heavy Industries Group Holdings Ltd.	14.00	Chow Tai Fook Jewellery Group Limited	15.99
5	Changsha Zoomlion Heavy Industry Science & Tech Dev Co., Ltd. (H株)	13.03	CITIC Securities Company Ltd (H株)	14.25
6	Chongqing Rural Commercial Bank Co., Ltd. (H株)	11.47	MGM China Holdings Limited	12.57
7	Xinjiang Goldwind Science & Technology Co., Ltd. (H株)	8.17	New China Life Insurance Company Ltd (H株)	10.29
8	Sihuan Pharmaceutical Holdings Group Ltd.	6.61	Samsonite International S.A.	10.09
9	L'Occitane International S.A.	6.11	Sun Art Retail Group Limited	9.47
10	Mongolian Mining Corporation	5.81	HKT Trust and HKT Limited - Stapled Securities	9.30

* 下線部企業は海外企業（あるいは海外企業子会社）、イタリック体は中国本土企業を示す。

のアジア生保子会社であるAIA Group limited（所在地：香港）が二〇一〇年一〇月に、そしてSBIホールディングが日本企業として初めてHDR形式（後述）で二〇一一年四月に上場している。

香港に上場する外国企業は、世界的に知名度の高い企業（プラダのように、欧米を中心に知名度が高いにも関わらず、初の上場先として香港を選択した企業もある）、あるいはロシアやモンゴル、カザ

図表 3 2010・2011年の特徴ある外国企業（関連）上場

企業名	母国（登録地）	業種	上場日	Primary あるいは Secondary	備考
<2010年の上場企業>					
UC RusalPlc	ロシア (ジャージー)	非鉄金属	1月27日	<u>Primary</u>	ロシア企業 世界最大のアルミメーカー
ロクシタン (L'Occitane International S.A.)	ルクセンブルグ	消費財／ヘル スケア	5月7日	<u>Primary</u>	フランス大手コスメティックブラン ド
MMC (モンゴリアン・マイ ニング・コープ)	本店：モンゴル (ケイマン)	エネルギー／ 石炭	10月13日	<u>Primary</u>	モンゴル企業初の香港上場銘柄。 コークス生産大手
AIA Group Limited	香港	金融／保険	10月29日	<u>Primary</u>	米保険大手AIGのアジア生保部門
<2011年の上場企業>					
SBIホールディング	日本	金融	4月14日	Secondary	日本企業初 HDR形式 東証へ上場。香港はセカンダリー 上場。
グレンコア (Glencore International plc)	スイス	Materials (資源商社)	5月25日	Secondary	スイスに本部のある企業初 ロンドン証券取引所は5月24日上 場
サムソナイト (Samsonite International S.A.)	米国	Consumer Goods	6月16日	<u>Primary</u>	米大手バッグメーカー
プラダ (PRADA SpA)	イタリア	ファッショ ン・ブランド	6月24日	<u>Primary</u>	イタリア企業初 ファッション大手
Kazakhmys PLC	カザフスタン	Materials (銅生産)	6月29日	Secondary	カザフスタン企業初 ロンドン証券取引所へ上場。香港 証券取引所へはセカンダリー上場
コーチ (Coach, Inc.)	米国	消費財／織 維・衣料品	12月1日	Secondary	HDRの上場 アメリカのアパレルブランド

フスタン企業など、地理的に特色ある企業が多い。

(2) 香港取引所の現状…株式流通市場の状況

本節では、上海や深セン等中国本土の証券取引所との比較を行いつつ、香港取引所の株式市場について説明する。

図表4は、二〇一一年の世界の証券取引所の株式売買金額状況を示している。同表では、三位に上海証券取引所が、四位に深セン取引所がランクインしており、香港取引所は一番目である。なお、上海証券取引所の売買金額は、一位の香港取引所の約二・五倍である。

図表5は、二〇一一年の世界の証券取引所の上場企業時価総額上位一〇位を示している。同図表中、六位に上海取引所が入り、香港取引所は七位にランクインしている。

図表6は、二〇一一年末時の香港及び中国の取引所の上場会社数を示している。香港

図表4 2011年 株式売買金額

(単位：百万ドル)

	取引所	株式売買金額
1	NYSE・ユーロネクスト (米)	18,027,085.6
2	ナスダックOMX	12,723,510.6
3	東京証券取引所	3,971,891.8
4	上海証取	3,657,977.9
5	深セン証取	2,838,053.7
6	ロンドン証取グループ	2,836,991.6
7	NYSE・ユーロネクスト (欧)	2,134,213.4
8	韓国取引所	2,029,097.8
9	ドイツ取引所	1,758,185.2
10	TMXグループ (カナダ)	1,542,173.9
11	香港取引所	1,444,609.9

(出所) WFE

図表5 2011年末 国内上場企業市場時価総額

(単位：百万ドル)

	取引所	市場時価総額
1	NYSE・ユーロネクスト (米)	11,795,575.5
2	ナスダックOMX	3,845,131.6
3	東京証券取引所	3,325,387.8
4	ロンドン証取グループ	3,266,418.1
5	NYSE・ユーロネクスト (欧)	2,446,767.5
6	上海証取	2,357,423.3
7	香港取引所	2,258,035.2
8	TMXグループ (カナダ)	1,912,121.9
9	BM&F BOVESPA (ブラジル)	1,228,936.2
10	オーストラリア証取	1,198,187.4

(出所) WFE

取引所の上場会社数は上海の一・五倍、深セン証券取引所とは、ほぼ同規模である。以上の状況より、上海証券取引所の上場企業は相対的に規模（時価総額）が大きく、香港及び深セン証券取引所の上場企業は小さいことがうかがえる。

なお、外国企業については、香港取引所には二四社が上場している一方、上海及び深セン証券取引所には存在しない。これは、上海・深センが外国企業の上場制度を有さないことによる。

（３）香港取引所の株式市場の概要

香港取引所の株式市場は、「メインボード」及び「成長企業向け市場（GEM）」の二つが存在する。

メインボード（Main Board）は大型優良企業向けの市場であり、成長企業向け市場（GEM、Growth Enterprise Market）は一九九九年に開設された。企業数では、メインボードが全上場会社数の大半を占めている。

両市場は、上場企業の規模の他、GEMは香港預託証券（HDR）のセカンダリー上場（後述）を認めない等の違いがある。外国企業の大半がメインボード上場である。

香港預託証券（HDR、Hong Kong Depositary Receipt）とは、預託銀行（Depositary Bank）に預託された株式を裏付けとして発行される証券である。香港取引所が二〇〇八年より同証券の上場を可能としたことで、外国企業のHDR形式によるメインボードへの上場が可能となった。

図表 6 香港及び中国の証券取引所の上場会社数
(2011年末)

	合 計	国内企業	外国企業
香港取引所	1,496	1,472	24
上海証取	931	931	—
深セン証取	1,411	1,411	—

(出所) WFE

なお、東京証券取引所等、日本の証券取引所に上場している企業が香港上場を希望する場合には、日本の保管振替決済制度上、株式を証券保管振替機構（ほふり）の管理下に置く必要があること、また原則として株券発行が困難である等の制約から、HDR方式が選択される。

香港取引所における上場形態としては、プライマリー上場（Primary Listing）とセカンダリー上場（Secondary Listing）の二形態が存在する。

プライマリー上場とは、香港の関係法令や取引所の上場規則を完全に順守することと条件に、香港取引所を主要取引所として、全株式を香港取引所市場で流通させることを言う。また、セカンダリー上場（Secondary Listing）とは、東京証券取引所やロンドン証券取引所といった他の取引所

図表 7 香港取引所の市場別上場企業数推移（年末値）

市場	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
メインボード	852	892	934	975	1,048	1,087	1,145	1,244
GEM	185	204	201	198	193	174	174	169
合計	1,037	1,096	1,135	1,173	1,241	1,261	1,319	1,413

（出所）WFE

図表 8 香港取引所における市場別上場制度の概要

	メインボード	GEM
Primary上場	・HDR方式の上場が可能 ・資金調達額が大きい ・取引所の上場規則等を完全に遵守する必要あり（上場の準備期間が長い） ・日本基準の財務諸表は認められない	・HDR方式の上場は不可 ・市場が小さい ・上場基準がメインボードに比べて緩和 ・日本基準の財務諸表は認められない
Secondary上場	・HDR方式の上場が可能 ・資金調達額が小さい（流通株式数の制限） ・取引所上場規則等の各種免除が受けられる可能性あり（上場の準備期間が比較的短い） ・日本基準の財務諸表が認められる可能性あり	・セカンダリー上場は不可能

（出所）河野・八木（2011）

に上場している企業が香港取引所に上場する場合など、香港取引所を主要取引所とせず、流通株数を制限すること等を条件に、一定の上場基準の免除（日本基準での財務諸表作成等）が認められる形態である。

（４）香港取引所の収益状況

本節では、香港取引所の収益状況について説明する。

香港取引所の損益状況は、二〇〇八年のリーマンショック後、緩やかに回復の途上にあり、その収益構造は大別して、株式市場（現物市場）部門、デリバティブ市場部門、清算関連ビジネス（クリアリングハウス）部門、市場データ配信ビジネス部門の四本柱で構成されている。

収入別内訳では、株式市場に帰属するものが四割強、デリバティブ市場が一割、清算関連が三割強、市場データ配信が一割弱となっている（税引き前利益状況についてもほぼ同様）。

このように、香港取引所では、株式市場部門が最大の収益源であり、その経営上、株式市場の振興が最重要課題となっている。

３ 香港の立ち位置を考える…グローバルIPO拡大の理由

香港取引所におけるグローバルIPO拡大の理由としては、上場会社（資金調達）側、及び取引所（市場運営

図表 9 香港取引所の収益状況

（単位：10億香港ドル、％）

損益状況	2007	2008	2009	2010	2011
収入（Revenue and other income）	8,390	7,549	7,035	7,566	7,855
営業費用（Operating expenses）	1,411	1,620	1,493	1,612	1,823
税引き前利益（Profit before taxation）	7,190	5,928	5,542	5,954	6,032
部門別収入内訳状況（％）	2007	2008	2009	2010	2011
現物市場	45	42	43	45	43
デリバティブ市場	17	22	15	14	15
清算ビジネス	30	27	32	32	34
市場データ配信	8	9	10	9	8

（出所）香港取引所 Annual Reportより作成

者）側の理由が考えられる。本節ではこれら内容について説明する。

（１）上場企業（資金調達）側の理由

①急激に拡大する中国本土の経済

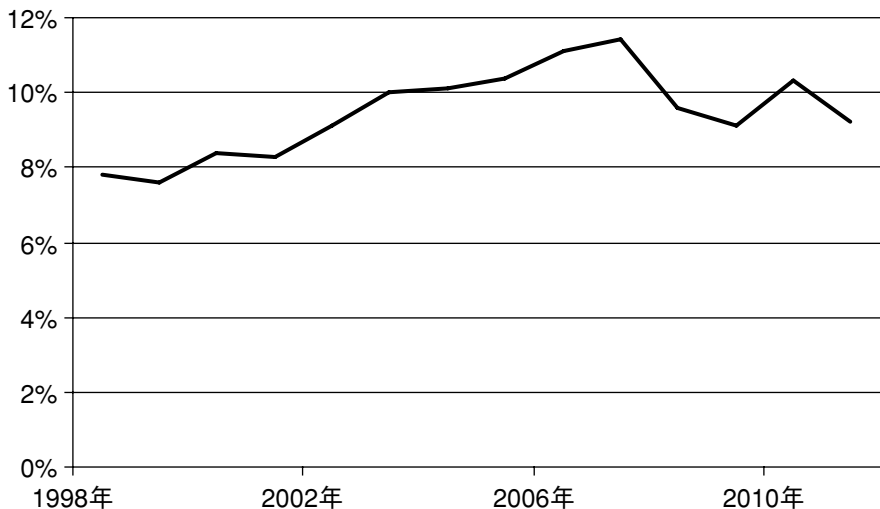
まず、香港が隣接する中国本土における経済成長の著しさを理由として挙げることができる。

図表10は、約一〇年間の中国GDP成長率の推移を示している。中国の経済は高成長を続けており、過去五年間の平均成長率は九・九二％である。

中国においては、経済の拡大を背景する消費者市場の拡大が続いており、近年では欧米や日本の高級ブランド品の販売が急拡大している。この点については、多くの報道があることから詳細には触れないが、一例を挙げると、プラダが香港に上場した際に、ビジネス・ウィーク誌は「グローバル経済の重心がロンドンやNYからアジアへシフトしている証拠」と表現した。

中国本土市場における特徴として、他国市場に比して、上

図表10 中国の経済（GDP）成長率推移（％）



（データ）2007年まではIMF、以降は中国国家统计局発表値

場による企業名やブランドの消費者への知名度向上効果が大きいことも挙げられる。中国人は高級品を身に着けることで自己の富をアピールすることを好む傾向が強く、そのためのマーケティング手段としての香港上場は不可欠とされる（これは、プラダ、ロクシタン、コーチ、サムソナイト等高級消費財の上場企業が多いことと整合的である）。

しかし、これら海外の高級消費財メーカーは上海や深セン等の中国本土の取引所市場には直接上場できないことから、代替的市場としての香港上場を選択していると考えられる。

②人民元の自由化状況

続いて、香港に外国企業が上場を進める理由としては、香港における人民元の入手の容易さを挙げることができる。香港においては、上場によって調達した資金を人民元に転換することが相対的に容易である。これは、中国政府が香港の人民元の取引センター化を進める中国政府の方針に基づくものであり、他国の市場でこうした便益を享受することは難しい。

また、近年その規模と影響力を拡大させている中国の各種ファンド運用者は、香港市場など、中国本土から近い市場への投資を好む傾向がある。そのため、中国マネーの取り込みについても、香港上場は有利な面が存在する。

以上の①及び②の理由に加えて、最近では海外企業の香港上場の成功事例が、他の後続企業による上場申請を招くといった好循環を発生させていると考えられる（例えば、プラダが香港をIPO先として選択した大きな要

因の一つに、ロクシタン社の香港上場成功に倣った旨の報道がなされている。

(2) 取引所（市場提供者）側の理由

以下では、市場を提供する香港取引所側における、グローバルIPO拡大理由について検討する。

① 香港取引所の相対的な弱体化

図表11は、香港取引所、上海証券取引所、そして深セン証券取引所の上場企業の推移である。同図表では、香港における上場外国企業数が拡大し始めたのは、二〇〇六年（を底とした）以降であり、とりわけ二〇一〇年及び一一年に急拡大していることがわかる。一方、上海及び深セン証券取引所は、外国企業の上場制度を有さないことから、上場外国企業数はゼロに止まっている。

図表12は香港取引所、上海及び深セン証券取引所の国内上場企業数の推移である。

注目されるのは、三取引所の上場会社数拡大ペースの速さであり、とりわけ深セン取引所は過去一〇年間で二倍以上となっている。

図表13は取引所、上海及び深セン証券取引所の株式売買金額の推移である。

三市場とも急ピッチで株式売買金額が拡大している。しかし、その程度には差があり、香港取引所の株式売買金額は、二〇〇七年に上海に抜かれ、二〇〇九年に深センに凌駕されている（二〇〇一年～二〇〇二年についても上海が香港を凌駕しているが、その後香港が大幅に盛り返していた）。

図表14は国内上場企業時価総額について同三取引所の状況を示しているが、こちらでも香港取引所は二〇〇七

図表11 上場外国企業数推移（年末値）

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
香港	10	10	10	10	9	8	9	10	11	17	24
上海	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
深セン	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0

(出所) WFE

図表12 上場国内企業数推移（年末値）

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
香港	857	968	1,027	1,086	1,126	1,165	1,232	1,251	1,308	1,396	1,472
上海	646	715	780	837	833	842	860	864	870	894	931
深セン	508	508	505	536	544	579	670	740	830	1,169	1,411

(出所) WFE

図表13 売買金額

(単位：百万ドル)

取引所	2001	2002	2003	2004	2005	2006
香港	241,012.6	194,003.6	296,155.9	439,463.8	464,272.5	832,400.1
上海	290,657.5	211,643.9	255,964.7	322,828.6	238,520.8	736,357.0
深セン	203,073.0	140,660.6	140,287.3	194,457.7	154,251.6	422,639.6

取引所	2007	2008	2009	2010	2011
香港	2,133,643.0	1,629,782.3	1,416,398.4	1,496,215.2	1,444,609.9
上海	4,028,590.3	2,600,208.6	5,055,349.0	4,486,484.4	3,657,977.9
深セン	2,046,013.8	1,248,721.8	2,771,730.3	3,563,792.0	2,838,053.7

(出所) WFE

図表14 国内上場企業時価総額

(単位：百万ドル、年末値)

取引所	2001	2002	2003	2004	2005	2006
香港	506,072.9	463,054.9	714,597.4	861,462.9	1,054,999.3	1,714,953.3
上海	NA	306,443.6	360,106.3	314,315.7	286,190.3	917,507.5
深セン	NA	156,647.6	152,872.4	133,404.6	115,661.9	227,947.3

取引所	2007	2008	2009	2010	2011
香港	2,654,416.1	1,328,768.5	2,305,142.8	2,711,316.2	2,258,035.2
上海	3,694,348.0	1,425,354.0	2,704,778.5	2,716,470.2	2,357,423.3
深セン	784,518.6	353,430.0	868,374.0	1,311,370.1	1,054,685.0

(出所) WFE

年に上海証券取引所に抜かれている。

このように、香港取引所及び中国本土の取引所（上海証券取引所、深セン証券取引所）を比較した場合、香港市場は二〇〇七年前後をターニングポイントとして、相対的な地位の弱体化に直面していることが分かる。

②上場申請の取り扱い方針

本節では、前節で述べた相対的な地位の低下について、香港取引所がどのような対策を採用したかについて説明する。

図表15は、香港取引所のAnnual Report中に記載されている上場申請の取り扱い状況推移（抜粋）である。

同表には、上場申請件数、上場承認件数、そして上場申請の否決件数が示されている。同表は、香港取引所の外国企業を含む上場申請の取り扱いについて、方針転換があったことを示唆しており、大変興味深い。

具体的には、上場申請数は二〇〇六年の八八件を底として、二〇一〇年には二〇四件まで急拡大しており、上場承認件数も二〇〇六年の六五件から二〇一〇年の一四一件まで拡大している。その一方で、上場申請が認められなかった上場申請の否決件数が、二〇〇三年から二〇〇六年までの間には年平均八・五件程度であったものが、二〇〇七年以降急減している（年平均〇・七五件へ）。

図表15 香港取引所の上場申請取り扱い状況

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
上場申請件数	101	130	111	88	<u>125</u>	<u>137</u>	<u>123</u>	<u>204</u>
上場承認件数*	73	80	76	65	<u>96</u>	<u>57</u>	<u>93</u>	<u>141</u>
上場申請否決件数	7	15	5	7	<u>0</u>	<u>1</u>	<u>0</u>	<u>2</u>

* データ表記方法が変更されたため、2005年以前は数字が異なる（ただし、その違いは些少）。
（出所）香港取引所Annual Report

これら結果は、香港取引所では、二〇〇七年以降に上場審査の運用を大幅に緩和し、積極的に上場企業数の拡大を図る積極的姿勢へ方針を転換したことを示唆している。

その背後にあるものは、前節で述べた、中国本土の取引所（特に上海証券取引所）の追い上げであり、香港はその対策として、上場会社数の拡大（とりわけ、次節で述べる中国本土及び外国企業の上場数拡大）によって地位強化を図ったことがうかがえる。

③上場勧誘関連マーケティング活動

本節では、香港取引所の上場に関連したマーケティング活動に注目する。香港取引所は同活動を二〇〇六年以降積極的に展開しており、以下、香港取引所のAnnual Reportの内容に基づき詳細を説明する。

A 二〇〇五年

二〇〇五年のマーケティング等活動を見ると、中国本土におけるプレゼンテーションやセミナーの開催を行っているが、海外におけるプレゼンテーションは日本（東京、大阪）及び台湾の二か国（地域）のみである。

B 二〇〇六年

香港取引所はこの年に、上場決定に関する組織改革を行い、上場認可に関する委員会を設置しその内容を集約している。

また、中国本土を対象とするマーケティング専門チームを設置し、中国本土においては北京、上海等大都市四か所に加えて、地方都市一六か所でプレゼンテーションを行った。

外国（地域）におけるプレゼンテーション実施地域は九か所（台湾、日本、韓国、マレーシア、タイ、ベトナム）

ム、カザフスタン、ロシア連邦、アイルランド）に拡大した。

また、外国企業の上場審査を容易とする上場適格管轄地制度を上場規則に規定し、既存の香港、中国本土、バミューダ、ケイマンの他、カナダ（ブリティッシュ・コロンビア）、オーストラリアを同地域として設定した。

C 二〇〇七年

香港取引所は、二〇〇七年に北京代表部を設置し、中国本土におけるマーケティング出張回数が七〇回となった。

また、外国（地域）におけるプレゼンを一二地域（日本、マレーシア、シンガポール、韓国、台湾、タイ、ベトナム、インド、カザフスタン、ロシア、モンゴル、米国）で合計三〇回開催した。これらプレゼンテーションの中には、元香港政府財務長官等が説明者として参加した事例もある⁽¹⁾。

D 二〇〇八年

香港取引所は、海外一四か国（地域）（オーストラリア、カナダ、インド、日本、カザフスタン、韓国、マレーシア、モンゴル、ロシア、台湾、英国、米国、ウクライナ、ベトナム）でプレゼンテーションを開催し、上場に関連するマーケティング出張は三〇回となった。

また、中国本土におけるマーケティング活動としては、セミナー開催数が一三回、五〇以上の都市で会合を開き、関連する出張は八〇回を超えた。

これらマーケティング活動と並行して、取引所では鉱業関連企業の上場誘致を強化すると共に、香港預託証券（HDR）を利用した外国企業のメインボード上場を可能とするよう規則改正を行った。

E 二〇〇九年

二〇〇九年のAnnual Reportにおけるマーケティング状況の詳細記載は大幅に減少している。この変更に関して明確な理由は見当たらないが、取引所としては活発なマーケティング活動を継続している。

このように、香港取引所における外国企業上場数は、二〇〇六年の八社を底として、二〇一一年には二四社まで拡大している。香港取引所のグローバルIPO市場の拡大成功は、取引所による「上場方針の変更」「マーケティング活動の強化」といった活動、そして「中国ビジネス拡大」を目標とする上場企業ニーズがうまく噛み合った結果と考えられる。

4 まとめ…香港は今後どうなるのか？

以上、香港取引所におけるグローバルIPO市場活性化に関する、背景や上場企業側ニーズ、取引所側の活動状況について説明を行った。最後に本節では、簡単に今後の香港取引所の行方について簡単な見解を示す。

香港取引所のグローバルIPO市場の将来を検討する場合に重要なことは、厳しい競合相手となりうる上海や深センといった中国本土の取引所の対応である。

現時点では、上海及び深セン証券取引所に外国企業の上場制度はなく、香港取引所との競合状態は存在しない。

しかし、上海取引所が二〇一〇年十二月に発表した、二〇二〇年までの「上海証券取引所戦略規画」において注目される内容が記載されている。上海取引所は、複数ある戦略プランの中、二〇一一年から二〇一三年までの

短期計画において、国際企業の上場市場である「国際板」の整備を挙げており、これが実現すれば、香港における外国企業の誘致戦略と競合することは必至である。⁽²⁾

更に、香港にとってこの問題が深刻であることは、上海証券取引所の「規画」は、國務院が二〇〇九年に発表した意見（上海の国際金融センター化に関する意見）を受けて発表したものであり、事実上政府の後押しを受けている点にある。政府の方針が大きく意味を持つ中国において、上海の海外企業誘致戦略は香港取引所にとって脅威となることは想像に難くない。

しかし、その一方で、人民元の取り扱い業務の自由化が進まない（あるいは上海の国際金融センター計画が進展しない）場合には、香港は上海に対し優位な立場で、グローバルなIPO市場の拡大策を進めることが可能となる。この場合、「ドメスティックな上海・深セン」と「グローバルな香港」との現行の構図が継続することになる。

香港取引所ではこうした複数の可能性を考慮した上で、その進路を決定しているものと考えられる。その中で注目されるのが、上海・深セン取引所との提携である。香港取引所が二〇一一年八月に発表したプレス・リリースによれば、香港取引所は上海証券取引所及び深セン証券取引所と、香港におけるジョイント・ベンチャー企業の創設について議論中である。同企業は、指数及び株式デリバティブ商品や新指数の編集・開発など、ビジネス分野の協力の可能性について、検討及び開発を目的としている（ただし、まだ具体的契約締結には至っていないことから、協議が難航している可能性もある）。

以上のように、香港取引所の将来像は明確とはいえず、また必ずしも明るいわけでもない。しかし、グローバルな取引所間競争が進む中で、香港取引所がその生き残り策としてグローバルIPO市場に活路を見出し、上場

企業誘致に成功した実績は、世界的なIPO市場が縮小する中での快挙であり、大きな意味がある。今後とも、アジア各国の証券市場の行く末を見ていく上で、香港取引所の活動には注目が必要であろう。

注

- (1) 二〇一一年六月三〇日現在、香港特別行政区政府による香港取引所の株式保有比率は五・八％で第二位であり、行政府と取引所の間には密接な関係がある。
- (2) こうした香港取引所の立場を反映したものとして、二〇一一年には香港取引所がロンドン証券取引所と買収交渉中との一部報道（香港取引所は否定）があったと考えられる。

参考文献

- ・河野匡伸、八木俊彦「日本企業の香港上場」"AZ Insight Vol 47" AZSA/KPMG Newsletter September 2011, http://www.azsa.or.jp/b_info/newsletter/azinsight_48.html
- ・関根栄一、「上海証券取引所の二〇二〇年までの戦略プランの発表」『資本市場クォーターリー』二〇一一年冬号 <http://www.nicmr.com/nicmr/report/repo/2011/2011win09.pdf>

(しま よしのり・客員研究員)

新たな注目を集めるカバード・ボンドの特徴と市場急拡大の背景

篠田 優

はじめに

二〇〇八年秋に深刻化したグローバルな金融危機以降、金融機関および投資家は、資金調達・投資先選択等のさまざまな面で方向転換を迫られている。そのようななか、近年ではカバード・ボンドに注目が集まっており、発行額の急増や発行国の増加が顕著となっている。そこで本稿では、カバード・ボンド市場の概要とカバード・ボンドの商品性をまとめたのち、近年の市場拡大と発行国増加の背景について検討する。

1 カバード・ボンド市場の概要

ヨーロッパ・カバード・ボンド協議会 (European Covered Bond Council: ECBC) によれば、カバード・ボンドとは、質の高いカバール（担保資産のプール）を担保にもにヨーロッパで発行されている債券⁽¹⁾で、その信用力の高さからヨーロッパ金融市場では国債に次ぐ安全資産とみなされている。またカバード・ボンドはほとんどの国において、発行体や担保資産の種類・質が法律（カバード・ボンド発行のために設けられた特別法）により厳しく規定されており、発行体はほぼ全ての国で信用力の高い金融機関や専門金融機関に限定されている。そしておもな担保資産は公共部門向け貸出債権と住宅ローン⁽²⁾で、投資家は機関投資家を中心である。なお一部の中央銀行もカバード・ボンドへの投資家となっている。

カバード・ボンド市場についてより詳しくみていくと、公表されている最新の公式データ⁽³⁾では、二〇一〇年末時点で約二・五兆ユーロのカバード・ボンドが発行されている（図表１）。二〇一〇年末までにヨーロッパで発行された証券化商品⁽⁴⁾が約二兆ユーロであったことを考えると、カバード・ボンドはヨーロッパでは証券化商品より一般的な金融商品・資金調達手段だったことがわかる。またE C B Cによれば、二〇一〇年から二〇一一年上半期までにヨーロッパの金融機関が調達した資金の三八％が、カバード・ボンドの発行による調達であった（図表

図表１ カバード・ボンド発行残高（担保資産別、2010年末時点）

(100万€)

	公共部門向け 貸出債権	住宅ローン	船舶	混合資産	合計
ドイツ	412,090	219,947	7,805	0	639,842
スペイン	18,350	343,401	0	0	361,751
デンマーク	0	332,505	6,722	0	339,227
フランス	75,548	156,239	0	88,693	320,480
イギリス	3,548	205,370	0	0	208,918
スウェーデン	0	188,750	0	0	188,750
ノルウェー	1,837	70,178	0	0	72,015
アイルランド	36,550	29,037	0	0	65,587
スイス	0	62,046	0	0	62,046
オランダ	0	40,764	0	0	40,764
イタリア	10,092	26,925	0	0	37,017
ポルトガル	1,400	27,730	0	0	29,130
ルクセンブルク	28,889	0	0	0	28,889
オーストリア	19,555	7,645	0	0	27,200
ギリシャ	0	19,750	0	0	19,750
カナダ	0	18,003	0	0	18,003
アメリカ	0	11,497	0	0	11,497
フィンランド	0	10,125	0	0	10,125
チェコ	0	8,242	0	0	8,242
ハンガリー	0	6,323	0	0	6,323
スロヴァキア	0	3,442	0	0	3,442
ニュージーランド	0	1,247	0	0	1,247
ポーランド	126	511	0	0	637
ラトビア	0	63	0	0	63
合計	607,984	1,789,739	0	0	2,500,943

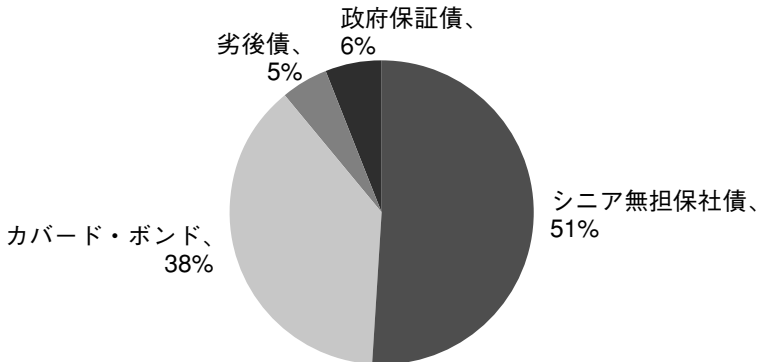
（出所）European Covered Bond Council [2011] p. 457を参考に筆者作成。

2)。さらにヨーロッパ中央銀行 (European Central Bank: ECB) に
よれば、二〇一〇年末時点のユーロ圏の債券発行残高が約一六兆ユー
ロで、そのうちMFI⁽⁵⁾から発行された債券が約五・二兆ユーロであった。
そこから計算すると、残高が約二・五兆ユーロのカバード・ボンド市
場は、ヨーロッパ債券市場の一五・六%、MFI発行債券の五〇%近く
を占める巨大な市場であることがわかる。

図表1からカバード・ボンド市場を国別にみていくと、発行残高の上
位六カ国がドイツ (約六四〇〇億ユーロ)、スペイン (約三六〇〇億ユ
ーロ)、デンマーク (約三四〇〇億ユーロ)、フランス (約三二〇〇億ユ
ーロ)、イギリス (約二二〇〇億ユーロ)、スウェーデン (約一九〇〇億
ユーロ) となっており、この六カ国でカバード・ボンド市場の八〇%以
上を占めている。なかでもドイツの発行残高が際立って多く、ドイツだ
けで市場全体の二五%以上を発行している。また上記六カ国の発行残高
を各国別にGDP対比してみると、ドイツが八・八%、デンマークが一四
一・八%、フランスが一〇・四%、イギリスが一二・一%、スウェーデ
ンが五四・五%となっており、カバード・ボンド市場は金融市場のみな
らず、各国経済全体からみても大きな位置付けとなっている。

ちなみにカバード・ボンドは各国ごとに名称が異なる。例えば、ド

図表2 ヨーロッパの金融機関の資金調達構造 (2010年から2011年上半期)



(注) 証券化商品の発行と短期金融市場からの借入を除く
(出所) European Covered Bond Council [2012] p. 70.

イツではフアンド・ブリーフ (Pfand Brief)、スペインではセデュラス・イポテカリアス (Cedulas Hipotecarias)、フランスではオブリガシオン・フォンシェ (Obligations Foncières)、イギリスではレギュレートッド・カバード・ボンド (Regulated Covered Bond) などと呼ばれている。

つぎに、図表1からカバード・ボンドの担保資産についてみていくと、担保資産の大部分は住宅ローンである。ドイツを中心に、公共部門向け貸出債権を担保資産とするカバード・ボンドも発行されている。もともとカバード・ボンドは、一七世紀のイタリアで発行された債務証券を起源とも言われているが、一八世紀後半にドイツで抵当銀行法が制定されて以降は、「ドイツで公共部門向け貸出債権を担保に発行する債券」フアンド・ブリーフ」がカバード・ボンドであると言って差し支えない状況であった。しかし二〇〇〇年前後にヨーロッパで発行国が増加していくなか、担保として認められる資産も多様なものとなり、結果として住宅ローンが担保資産として主流となった(図表3)。

ただし二〇〇五年以降、ドイツにおける公共部門向け貸出債権を担保としたカバード・ボンドの発行額は減少し、それに伴いドイツのカバード・ボンド発行額が全体的に減少した。というのも、ドイツのカバード・ボンドの主要発行体であった州立銀行に付されていた貸出債権への州政府保証が二〇〇五年に撤廃され、それに伴い州政府保証があったことによりカバード・ボンドの担保資産として認められていた債権が担保資産として認められなくなった。その結果、担保資産の物理的な減少から公共部門向け貸出債権を担保としたカバード・ボンドの発行額が減少し、カバード・ボンド全体の発行額も減少したのである。⁸⁾

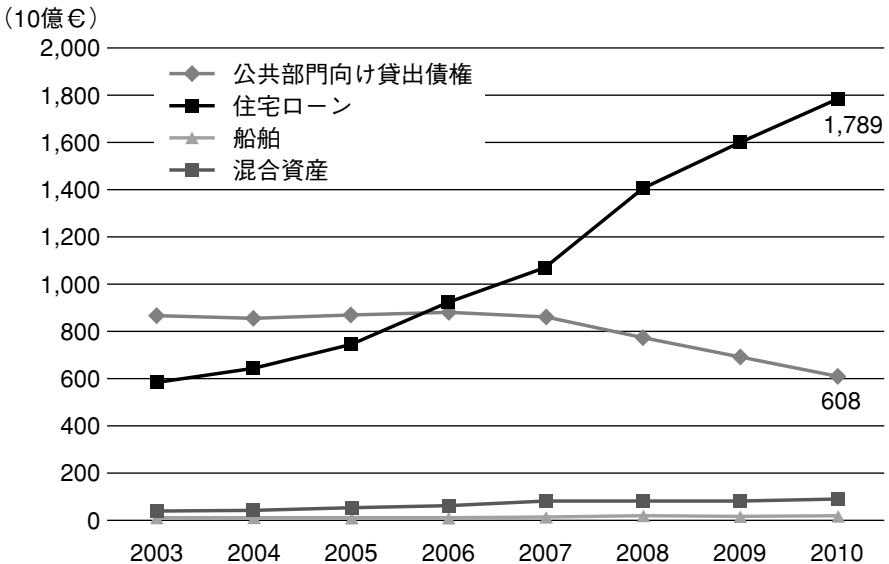
なお、ここでイギリスのカバード・ボンド市場の拡大が近年特に顕著であることに触れておきたい。イギリスでカバード・ボンドが本格的に発行されるようになったのは二〇〇八年からであるが、前年の二〇〇七年末時点

では発行残高が約八〇〇億ユーロで、発行残高のGDP比も四％であった。⁽⁹⁾しかし二〇一〇年末までに、先に述べたとおりヨーロッパ（＝世界）第五位の発行残高にまで市場は急拡大した。これはつぎに述べるように、歴史的にカバード・ボンド発行額が多い国々と同様に、イギリスでもカバード・ボンドに関する根拠法の整備が行われたことが大きく影響したと考えられる。

2 カバード・ボンドの特徴

カバード・ボンドの特徴についてみていくと、そのおもな特徴としてはつぎの四点が挙げられる。すなわち、①根拠法により厳格に規制されていること、②オンバランス型債券であること、③二重リコースが可能であること、そして④EUの金融規制等において優遇措置が施されていること、の四点である。ただし②・③については、①で挙げた根拠法のなかで規定されているものであり、④については根拠法のもとで発行されたカバード・ボンドに適用されるものである。したがって、カバード・ボ

図表3 カバード・ボンドの担保資産種類の推移



(出所) European Covered Bond Council [2012] p. 56.

ンドは、特に①の根拠法による厳格な規制により特徴づけられると言える。

そこでまず①の根拠法の点について述べると、カバード・ボンドの発行を行っている国のほとんどは、特別に定められた根拠法により厳格に規制されている（図表４）。そして根拠法では、発行体や担保資産の種類と質、担保資産のLTV（Loan to Value）、情報開示方法や頻度、発行スキーム、担保資産および発行債券（カバード・ボンド）のバランスシート上の扱い等が明確に規制されており、これによりカバード・ボンドの規格化と品質（信用力）の維持が図られている。根拠法が整備されていない国や、根拠法が整備されていてもそれに沿うかたち以外で発行を行う金融機関からは、証券化技術や個別契約によりカバード・ボンドに近い性質を持たせた債券が発行されている

図表４ カバード・ボンド法制的各国比較

	ドイツ	フランス	スペイン	イギリス
名称	Pfand Brief ファンドブリーフ	Obligations Foncières オブリガシオン・フォンシェ等	Cedulas Hipotecarias セデュラス・イボテカリアス等	Regulated Covered Bond レギュレテッド・カバード・ボンド
発行体	貯蓄金融機関等	特別金融機関	全金融機関	免許を受けた金融機関
投資家の発行体に対する遡及権	直接遡及可	直接遡及可	直接遡及可	直接遡及可
担保資産の保有者	発行体	発行体	発行体	SPE（LLP）
担保資産	公共部門向け貸出債権、船舶ローン、航空機ローン、金融機関への貸出債権	公共部門向け貸出債権、住宅ローン、MBS（条件付き）	住宅ローン	公共部門向け貸出債権、住宅ローン、MBS（条件付き）、住宅協会への貸出債権、PPI/PFIへの貸出債権
最低超過担保	2%	2%	条件により有り	約10%
担保資産のLTV上限	住宅ローン 60% 商業ローン 60% 船舶ローン 60% 航空機ローン 60%	住宅ローン 80% 商業ローン 60%	住宅ローン 60% 商業ローン 80%	住宅ローン 60～80% 商業ローン 60～70% 船舶ローン 60%
LTV算出の根拠	貸出額	貸出額	貸出額	市場価格
ストレステストの頻度	毎週	毎日	不定期	不定期
情報開示義務	有り	有り	有り	有り

（出所）European Covered Bond Council ホームページより筆者作成（<http://www.ecbc.eu/framework/freeCompare>）。

る場合もあり、これらは一般にストラクチャード・カバード・ボンドと呼ばれる。ただし二〇一二年六月時点で、ヨーロッパだけでも二五カ国、北米やアジア・オセアニアなどを含めれば約三〇カ国以上で根拠法が整備されている。近年の例を挙げれば、イギリスが二〇〇八年に、韓国が二〇〇九年に、オーストラリアが二〇一〇年に法整備を行った。そしてアメリカでも、上下両院で法案が出ており、近い将来には法整備が実現するものと思われる。なお日本では日本政策投資銀行などが中心となり法整備も含め国内導入の可能性に关する議論を行ったが、現時点では具体的な話にはなっていない。

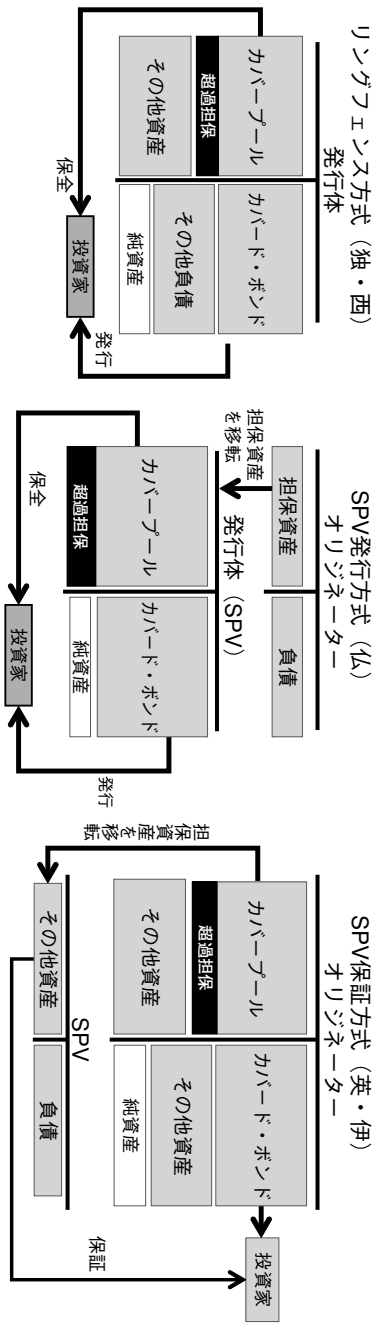
つぎに②のオンバランス型債権である点についてみると、例えばMBSの場合、もともと発行体のバランスシートの資産側にあった担保資産（住宅ローン）がオフバランスの特別目的ヴィークル（Special Purpose Vehicle: SPV）に移転され、SPV等はそれらを担保にMBSを発行する。しかしカバード・ボンドの場合、根拠法の規定により、発行体（金融機関）は担保資産をオフバランス化等することなく直接保有し、またカバード・ボンドとその担保資産は発行体のバランスシート上に残すことが一般的である（図表5左）。この点がカバード・ボンドとMBSの大きな相違点であり、カバード・ボンドがオンバランス型債券とされる理由である。⁽¹⁰⁾

なお、このようにカバード・ボンドがオンバランス型であるという点は大変重要な意味を持つ。すなわち、担保資産が貸出債権としてまだ金融機関のバランスシート上にある段階では、そこには金利リスク・信用リスクなど様々なリスクがある。しかし、もしその債権を担保にMBSが発行される場合、債権はオフバランス化されて証券化されるため、リスクの多くは投資家に移転される。しかし債権がカバード・ボンドの担保資産となる場合、担保資産もカバード・ボンドも発行体のバランスシートに残す（オンバランス）ため、投資家に移転されるリスクは限定的である。そのためカバード・ボンドの発行体は、担保資産の質を高く維持し、積極的にリスクを管理

する必要がある。くわえて各国の根拠法に基づくカバード・ボンドであれば、その担保資産は専門監査機関等の監査を定期的に受けることが規定されており、また監督機関等は必要に応じて担保資産の入替えを指示する権限を付与されている場合が多い。そのためカバード・ボンドは、そもそも質の低い資産を担保にし発行を行う動機が低い構造となっているのである。別の見方をすれば、投資家保護に優れた債権で、いわゆるOriginate To Distribute型のビジネスモデルには不向きな債券なのである。

なお、先に挙げたカバード・ボンドの発行スキームはヨーロッパの代表的なカバード・ボンド発行国であるドイツとスペインの例で、「リングフェンス方式」と呼ばれるものである。紙幅の関係で他の例を詳細に挙げることはできないが、フランスはSPVが発行体となっており（SPV発行方式）、またイギリスやイタリアはSP

図表5 カバード・ボンド発行方式の概要



(出所) カバード・ボンド研究会 [2012] 18頁を基に筆者作成

Vが担保資産を保有してカバード・ボンドを保証するかたち（SPV保証方式）となっている⁽¹¹⁾（図表5）。ただし、いずれの場合においてもカバード・ボンドへの投資家を保護する仕組みは確保されている。

つぎに③の二重リコース型債券である点についてみていくと、カバード・ボンドへの投資家は発行体が破綻した場合、担保資産と発行体の残余資産の双方に対して償還請求ができることが根拠法で認められている（Dual Recourse）。これがMBSの場合であれば、現実的にはカバープールにしかリコースができない（Single Recourse）。このような二重のリコース権は、投資家が負う損失をMBSと比べ軽いものにすることから投資家保護的であり、カバード・ボンドの信用力を高める一因ともなっている。ただし、カバード・ボンドの発行体の破綻率やカバード・ボンド自体のデフォルト率は非常に低く、一般的に投資適格とされるBBB以上の格付けを三大格付会社から付与されたカバード・ボンドのデフォルト率は、二〇〇八年以降の金融市場の混乱期を含めても〇・二〇・五八％（図表6）と、同格付けの証券化商品等と比較しても低い値となっている⁽¹²⁾。そして④のEU金融規制における優遇措置についてであるが、EUの投資信託等に関する規制である「譲渡可能証券への集合投資に関する指令：Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities Directive（UCITS）」では、EUの適格投資信託が単独発行体の発行する有価証券へ投資する場合、投資上限を自らの資産の五％までと制限されている。しかし投資先がUCITSの示す条件を満たすカバード・ボンド⁽¹³⁾である場合に限り、この上限が二五％に引き上げられている。また、EUの自己資本比率

図表6 カバード・ボンドの年間デフォルト率

	S&P (1981-2010)	Moody's (1983-2010)	Fitch (1991-2010)
AAA/Aaa	0.00	0.00	0.00
AA/Aa	0.02	0.02	0.24
A/A	0.08	0.06	0.24
BBB/Baa	0.25	0.20	0.58
BB/Ba	0.95	1.20	1.28

（出所）European Covered Bond Council [2012] p. 36.

規制である資本要求指令（Capital Requirements Directives：CRD）においては、CRDで示された条件を満たすカバード・ボンドの場合、これを資産として保有する際のリスク・ウェイトが二〇%から一〇%に引き下げられている。⁽¹⁴⁾その他にもEUでは、このようなカバード・ボンドに対する優遇措置が複数設けられており、それにより投資家においてはカバード・ボンドを保有するメリットが高められているのである。

なおバーゼルⅢでの扱いは明確になっていない部分が多いものの、二〇一五年より導入される予定となっている流動性カバレッジ比率（Liquidity Coverage Ratio：LCR）の算定において、一定の条件を満たすカバード・ボンドについては、「レベル2資産」（最低一五%のヘアカット適用後、全流動資産の四〇%以内で適格流動性資産に算入可）に算入することが認められること等が現時点で明らかとなっている。⁽¹⁵⁾ちなみに例えばシニア無担保債は適格流動資産に組み入れることは認められていない。

3 カバード・ボンド市場の急拡大の背景

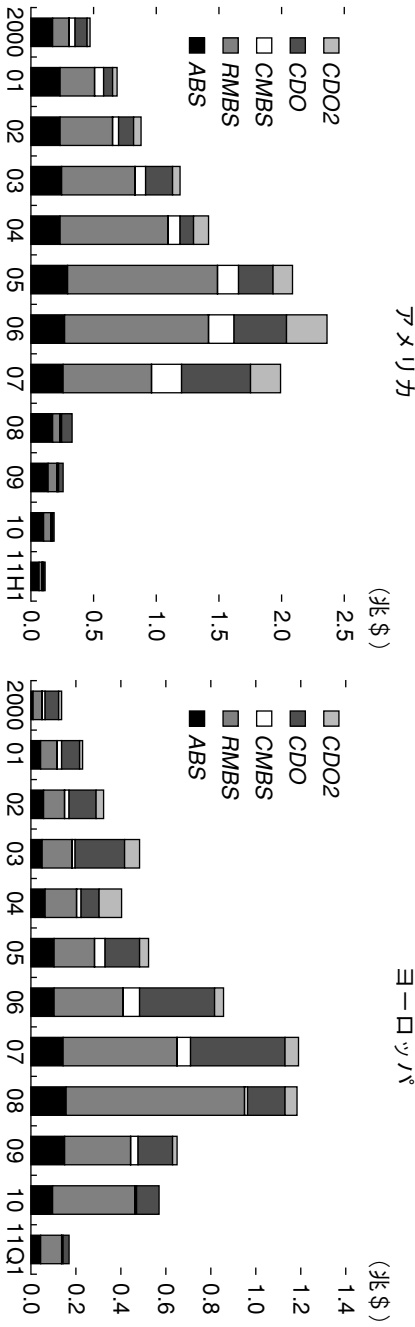
カバード・ボンドが近年に注目されるようになった背景・要因としては、おもに二点挙げられる。すなわち、①金融市場の混乱下において証券化商品市場が停滞するなかカバード・ボンド市場は安定していたこと、②資金調達手段を多様化させる必要性が生じたこと、である。以下では、それぞれについて検討するが、②は①の結果として生じたものであるため、ここではおもに①の点について詳しく検討したい。

まず①の金融市場の混乱下のカバード・ボンド市場についてであるが、この点は特に大きな要因となったと思われる。詳しくみていくと、サブプライムローン問題が深刻化した二〇〇七年夏以降、世界の金融市場は混乱し、それとともに証券化商品の発行額は急速に減少した（図表7）。特にMBSの発行額の減少は著しく、アメリカ

では（特に民間金融機関からは）発行がほとんど行われなくなり、ヨーロッパでも主要発行国であったイギリスMBS市場が大きく混乱し、それによる金融機関の破綻も生じた。⁽¹⁶⁾ 一方で、カバード・ボンドの発行は、ヨーロッパではこの時期もほぼ変わらず続いていた（図表8）。カバード・ボンド市場と証券化商品市場は、金融市場の混乱下でも様相が異なっていたのである。

両市場の様子をアセット・スワップ・スプレッド（以下、スプレッド）の推移でみていくと、ヨーロッパで発行されたカバード・ボンドとMBSのスプレッドは、危機前とともにゼロ近辺で推移していた。しかしパリバ・ショック以降は拡大傾向になり（図表9）、MBS市場ではリーマン・ショックの時期までにイギリスMBSで

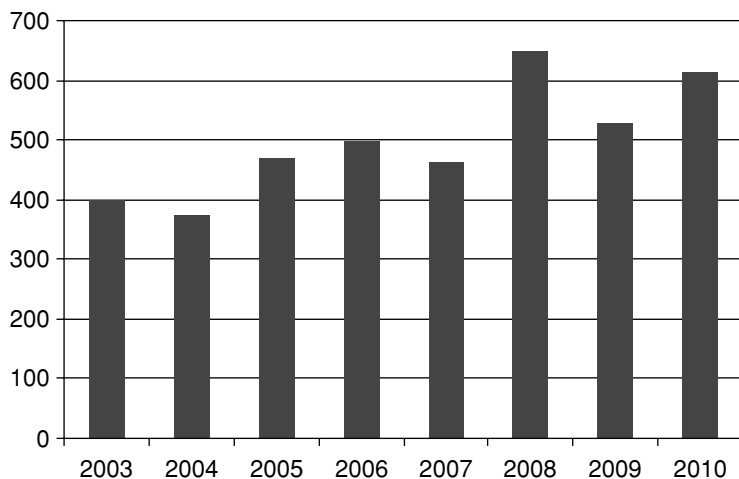
図表7 アメリカとヨーロッパの主な証券化商品発行額推移（私募）



(出所) International Monetary Fund [2012] Chapter 3 p. 29.

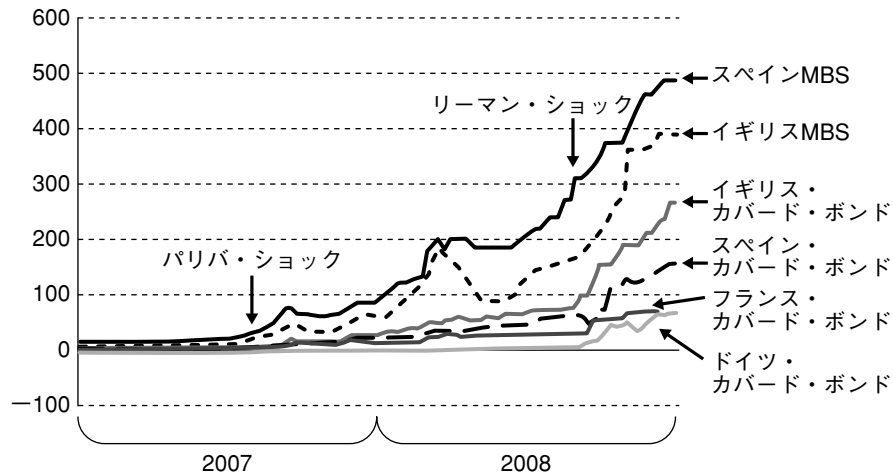
図表 8 カバード・ボンド新規発行額の推移

(10億€)



(出所) European Covered Bond Council [2012] p. 456.

図表 9 カバード・ボンドとMBSのアセット・スワップ・スプレッドの国際比較
(ベースポイント)



(出所) 河村 [2009] p. 61をもとに筆者改編。

(注) カバード・ボンドは全て住宅ローンを担保としたもの。

一〇〇bp代後半に、スペインMBSで三〇〇bpに広がった。ここから、この時期のヨーロッパのMBS市場は不安定化していたことが確認できる。一方でカバード・ボンドのスプレッドは、拡大傾向ではあるもののMBSと比較すればずっと小さく、少なくともドイツのカバード・ボンド（ファンド・ブリーフ）についてはほぼ影響を受けなかったことがわかる。換言すれば、カバード・ボンド市場は金融危機の初期段階では安定を維持していたということである。

ただし、リーマン・ショック以後はカバード・ボンドのスプレッドも拡大した。もちろんMBSと比較すればスプレッド拡大は低水準であり、ドイツやフランスなど主要発行国においてスプレッド拡大は限定的ではあった。また既に述べたとおり、この時期も発行額は以前と変わらず増加を続けていた。しかしリーマン・ショック以前と比べれば、カバード・ボンド市場は金融危機の影響を受けて状況が悪化したことは明らかであった。

ところがヨーロッパの大手金融機関にとって、カバード・ボンドは資金調達手段として大きな役割を果たしており、またヨーロッパの機関投資家の多くは、カバード・ボンドに大規模に投資していた。そのため、リーマン・ショックの渦中でヨーロッパの金融市場を安定させるためには、（もちろんこの時点においても混乱が生じていたわけではないもの）カバード・ボンド市場を混乱させないことは重要なことであった。そこでECBは、二〇〇九年五月にカバード・ボンド買取りプログラム（Purchase programme for covered bonds）の実施を発表し、一定条件を満たすカバード・ボンドを二〇〇九年六月以降の一年間で六〇〇億ユーロ買い取ることとした。これに対し、ヨーロッパの金融機関は積極的に応じた。また、その後の二〇一一年一〇月には、ユーロ危機などを受けて一層不安定化したヨーロッパ金融市場を安定化させるため、追加で四〇〇億ユーロのカバード・ボンドを発行・流通市場から買い取ることを発表した。二〇一二年六月時点ではまだ二度目のプログラム期間中であるが、

同プログラムが奏功したことや、同時期に二度行われた三年物資金供給オペの効果もあって市場は一定の安定を取り戻しつつある。むしろカバード・ボンド市場に限って言えば拡大傾向を示している。そのようなこともあり、カバード・ボンド買取りプログラムは、予定より早目に打ち切ることが検討されている⁽¹⁸⁾。

このように、金融市場の混乱下で証券化商品市場が機能停止状態に陥るなか、カバード・ボンド市場は安定を維持していたことや、カバード・ボンド市場に対してECBが積極的に支援して混乱を生じさせなかったことは、カバード・ボンドへの信用をより高めたと考えられ、このことは近年にカバード・ボンドに注目が集まっていくうえで大きな要因となったと考えられる。

つぎに②の資金調達手段の多様化について概要を述べると、①で述べたように、サブプライム危機やリーマン・ショック以降のグローバル金融市場の混乱過程では、証券化商品に対する信用は大きく損なわれ、投資家は証券化商品への投資に慎重となった。そのようななか、資産証券化のようにオフバランス化のメリットがなく、また発行後のマネジメント・コストも証券化商品より高いものの、発行すれば投資家が現れる可能性の高いカバード・ボンドの発行は、金融機関の資金調達手段の多様化という面で一定のメリットがあった。

さらに、二〇〇〇年代には多くの国で住宅ローン需要が旺盛となっていたが、このようななかで金融機関にとっては、負債の平均年限を長期化させて「短期調達・長期運用」という期間のミスマッチを解消させることも重要なことであった。そのような点からも、中長期債であるカバード・ボンドは金融機関に有利な資金調達手段となったと考えられる。

むすびにかえて

以上みてきたように、近年ではカバード・ボンド市場は急速に拡大を続けており、また根拠法を整備して発行を開始する国も増加している。本稿では紙幅の都合上、カバード・ボンドの商品性と市場の急拡大に絞って検討してきたが、近年の急拡大にかんする懸念事項については詳しく触れられなかった。そこでここからは、筆者が本稿を執筆していく過程で感じた懸念事項のうち、特に重要と思われる事柄を指摘することで本稿のむすびとしたい。

懸念している点として大きいのは、近い将来カバード・ボンドが本来の性質を失いはしないだろうか、という点である。具体的に言えば、筆者には徐々にカバード・ボンドの担保資産の種類や質の規定が緩和方向で多様化し、少しずつリスクを含むかたちに変化してきているように思われるのである。

例えば、この数年内に根拠法を整備してカバード・ボンド市場に本格的に参入するであろうアメリカでは、担保資産に自動車ローンや教育ローンが認められる方向となっており、また発行体にはノンバンクも認められる方向である。またイギリスでは、今後見直し予定ではあるものの、二〇〇八年に整備された根拠法のなかで担保資産にMBSなど一部の証券化商品が認められている。このようなことが他の国でも認められて一般化すると、カバード・ボンドの信用力は、国ごと・担保資産ごと等で差異が生じる可能性がある。そうになると、カバード・ボンドが今までどおりの信用力を維持し、規格化された安全資産であり続けられるのかは不透明に感じられるのである。このことは、信用力・安全性の高さを特徴とするカバード・ボンドの根幹にかかわることであるため、厳密に検討する機会が必要ではないか。

他にも懸念点はあるものの、紙幅の都合もあるため本稿ではこれに留めたい。証券化商品市場が停滞している

現在、カバード・ボンドに関しては今後も発行額と発行国の増加傾向は続くものと予想される。ドイツのファン・ブリーフからヨーロッパのカバード・ボンドとなった同債券が、今後はどのようなかたちでグローバル金融市場にかかわっていくことになるのか、注目して動向を追っていききたい。

注

- (1) より詳しくは、以下の五点を満たすことが求められている（EUの自己資本要求指令五二条四項の定義より）。
 - ・ EUの信用機関（Credit Institution）から発行されたものでなければならない。
 - ・ 信用機関は、債権の投資家を保護する法的根拠のある公的監督の下になくしてはならない。
 - ・ カバード・ボンド発行により調達した資金は、適格資産にのみ適用できる。適格資産の基準は法律に規定される。
 - ・ 債券保有者の発行体への請求権は、満期まで適格資産によって完全に担保されなければならない。
 - ・ 債券保有者は、発行体の破綻時は発行体の残余資産に対し優先的な請求権を有していなければならない。
- (2) 詳しくは築田「二〇一一」第四章、または築田「二〇一〇」を参考にしたい。
- (3) European Covered Bond Council[2011] p. 457.
- (4) Securities Industry and Financial Markets Association[2010] p. 4.より。なお証券化商品の発行残高は、ABS、CDO、CMS、RMBIS、SME、WBSの発行残高の合計である。
- (5) Monetary Financial Institutionsの略で、ECBによれば預金取扱金融機関、中央銀行、MMFがこれに含まれる（<http://www.ecb.int/stats/money/mfi/html/index.en.html>）。
- (6) 二〇一〇年以降には韓国やオーストリアでもカバード・ボンドの発行額が増加しており、またアメリカでも近い将来

に本格的な発行が開始されると思われる。ただし現時点での発行残高のほとんどはヨーロッパで発行されたもので、国際比較にあたってはヨーロッパ諸国間での比較で分析として十分足りると思えて差し支えないであろう。

- (7) European Mortgage Federation [2011] p. 71.
- (8) 林「二〇〇八」一〇九頁。
- (9) European Covered Bond Council [2011] p. 480.
- (10) カバード・ボンド研究会「二〇一一」一六―一七頁に詳しい。
- (11) 発行方法による区分は一樣ではないが、ここではカバード・ボンド研究会「二〇一二」に倣った。
- (12) European Covered Bond Council [2011] p. 36 なお、これは一九八〇年代から二〇一〇年末までのデータである。
- (13) 条件の具体的な内容については注(1)を参照されたい。
- (14) AAAまたはAA+で一〇%、A+からA-で二〇%であり、これはいずれもシニア無担保負債の半分からそれ以下のリスクウェイトである。シニア無担保負債より低い点に、カバード・ボンドの信用力の高さが窺える。
- (15) 規制体系は適宜変更されていくので現時点で明確化できないが、ここでは鈴木利光「二〇一二」一一―一二頁を参考にした。
- (16) 詳しくは篠田「二〇一一」の第五章を参照されたい。
- (17) 原則として、ユーロ建て・発行価格五億ユーロ以上・UCITS指令を満たす・格付けがAA以上、などが条件として挙げられた。
- (18) ECBのドラギ総裁が、二〇一二年四月四日のECB理事会後の記者会見で発言。

参考文献

- ・カバード・ボンド研究会 [二〇一一]、『カバード・ボンド研究会とりまとめ（わが国へのカバード・ボンド導入へ向けた実務者の認識の整理と課題の抽出）』、二〇一一年七月。
- ・カバードボンド検討会 [二〇〇九]、『カバードボンドに関する欧米事例と我が国における導入可能性の検討 報告書』、二〇〇九年二月。
- ・河村小百合 [二〇〇九]、『カバード・ボンド—グローバル金融市場における金融仲介機能回復に向けて—』、『Business & Economic Review』二〇〇九年三月号、日本総合研究所。
- ・鈴木利光 [二〇一一]、『カバード・ボンド、「ベイルイン」の対象外か?』、大和総研 Legal and Tax Report、二〇一二年一月。
- ・林宏美 [二〇一二]、『オーストラリアにおけるカバード・ボンド市場の創設』、『野村資本市場クォーターリー』二〇一二年冬号、野村資本市場研究所、二〇一二年二月。
- ・林宏美 [二〇〇八]、『規模の拡大と多様化が進展するカバード・ボンド市場』、『資本市場クォーターリー』二〇〇八年春号 Vol. 11-4 Spring、野村資本市場研究所。
- ・築田優 [二〇一一]、『証券化と住宅金融—イギリスの経験—』、時潮社、二〇一一年六月。
- ・築田優 [二〇一〇]、『イギリスにおけるカバードボンド市場の新展開』、『証券経済研究』第七〇号、日本証券経済研究所、二〇一〇年六月。
- ・ European Central Bank [2012], "MONTHLY BULLETIN 05-2012", May. 2012.
- ・ European Covered Bond Council [2012], "FACT BOOK 2011", September. 2012.

- ・ European Mortgage Federation [2011], "HYPOSTAT 2010 A review of Europe's mortgage and housing markets", November 2011.
- ・ International Monetary Fund [2012], "Global Financial Stability Report 2012", April. 2012.
- ・ Securities Industry and Financial Markets Association [2012], Securitization Report; Q4 2011, Mar. 2012.
- ・ Securities Industry and Financial Markets Association [2011], Securitization Report; Q4 2010, Mar. 2011.

(やなた すぐる・和歌山大学専任講師)

証研レポート既刊目録

No.1656 (2009.10) リーマンショック後の金融規制 リーマンショック・MMF・FRB フラッシュ・オーダー 一問題の真相— 〈再開〉向け情報開示の整備進む証券化商品市場	執筆者 二上 伊豆 吉川 横山
No.1657 (2009.12) リーマン・ブラザーズ証券の破綻とフェイルバインの整備に向けて 私的整理の拡充と課題 アメリカのダークプール規制について ノミニーの自由裁量議決権行使を制限するNYSE規則452の改正 独立取締役導入義務化を巡って	中島 松尾 清水 福本 深見
No.1658 (2010. 2) 最近における金融経済教育の動向について 最近の証券業界の動向 IMFをめぐる最近の動き SECの株式市場構造コンセプト・リリース —レギュレーションNMSの修復— 規制強化迫られる証券化商品市場	坂下 二上 伊豆 吉川 横山
No.1659 (2010. 4) 歴史の教訓—グラス・スティーガル法— リーマンショックとレボ市場の整備 —二つのワーキング・グループ— 新しい信託と事業再生 ダイレクト・マーケット・アクセスに関する新規制 議決権行使結果の開示 機関投資家の議決権行使結果の開示について	奥村 中島 松尾 清水 福本 深見
No.1660 (2010. 6) 地方銀行の証券ビジネス FRBの出口戦略 フラッシュ・クラッシュ —米国株価急変動の実態— 米国資産担保証券の開示規制強化にかかるSEC規則改正案 シンガポール取引所のデリバティブ市場 —市場の分裂者か?パイの共同メーカーか?—	二上 伊豆 吉川 横山 志馬
No.1661 (2010. 8) ギリシャの財政危機から何を学ぶか 風力・太陽光発電ファンドの展開 —市民出資型ファンドを中心に— 統合監査追跡システムに関するSEC提案について アメリカのコポレート・ガバナンス改革 我が国のPTTSの現状と課題について	中島 松尾 清水 福本 深見
No.1662 (2010.10) SEC、登録外務員(RR)に受託者責任(fiduciary duty)を適用 利回り「反」革命は定着するか 金融危機下の米国ネット証券会社 フラッシュ・クラッシュに関する共同報告書 —謎は解けたか— 国庫短期証券は国債か—公社債市場関連統計に関する一考察— J-REIT市場の投資家構造	坂下 二上 伊豆 吉川 横山 志馬
No.1663 (2010.12) なぜ日本の政府債務は世界最悪になったか —平成元年以降の財政構造分析— SEC、登録外務員(RR)に受託者責任(fiduciary duty)を適用(2) 農業再生と金融機関・投資ファンド フラッシュ・クラッシュ後の対応策 個別株主通知とは何か 大手ネット証券を巡る最近の動向	中島 坂下 松尾 清水 福本 深見
No.1664 (2011. 2) 証券会社のROE概観 Eトレードとサブプライムローン SGXによるASX買収合意 —アジアの取引所再編?— J-REIT市場の価格形成	執筆者 二上 伊豆 吉川 志馬
No.1665 (2011. 4) なぜ財政規律が失われたか —赤字国債償還ルールの変更と選挙制度— SEC調査報告書に見る投資顧問業検査の検査件数等の問題点について 庶民金融とマイクロファイナンス 格付会社の競争構造について アメリカのsay on payの導入 逆風下の準大手、中堅、中小証券経営	中島 坂下 松尾 清水 福本 深見
No.1666 (2011. 6) 個人投資家の動向について 欧州中央銀行における「資金偏在」問題 国境を越えた取引所の合併・買収 クレジット・デフォルト・スワップ(CDS)取引におけるクレジット・イベントの認定	二上 伊豆 吉川 志馬
No.1667 (2011. 8) 復興債発行の政治経済学 再生可能エネルギーファンドの現状 証券市場のテクノロジーと規制に関するIOSCOの報告について 信用取引の議決権行使	中島 松尾 清水 福本
No.1668 (2011.10) 日米証券界の収益状況比較 米国における「受託者責任(Fiduciary Duty)」の展開について —SECの調査報告書を中心に— 欧州中央銀行とELA(緊急流動性支援) LSEGによるTMX買収合意の撤回 わが国CDS市場の価格形成 —株式市場との比較を中心に—	二上 坂下 伊豆 吉川 志馬
No.1669 (2011.12) なぜ欧州の国債相場は急落し日米相場は安定しているか 市場機能のパフォーマンス評価 ドイツ版フラッシュ・クラッシュ —フラッシュ・クラッシュとは何か— 証券市場の新しいテクノロジーをどう考えるか	中島 二上 吉川 清水
No.1670 (2012. 2) ソーシャル・ビジネスと証券市場 欧州中央銀行の危機対策 ドイツ取引所とNYSEユーロネクストの合併撤回 レバレッジETFを巡る議論 —デリバティブを組みこんだETFの紹介とSECの動き—	松尾 伊豆 吉川 志馬
No.1671 (2012. 4) 国債取引の決済期間の短縮化とレボ市場の整備 —二つのワーキング・グループの最終報告書と工程表— 外務員資格試験制度の改革と課題について 米国のダブル・ボトムライン投資ファンド 高頻度取引をめぐる規制動向 株式マーケット・ニュートラル戦略のリスク・リターン比較	中島 坂下 松尾 清水 坂本

当研究所 新刊案内

株式投資収益率 2011年

日本証券経済研究所編

CD-ROM(Excel版) 本体 8,000円+税 ㇔180円

(財)日本証券経済研究所では、東京証券取引所市場第一部と第二部の上場企業を対象に、毎年株式投資収益率を計測している。

本CD-ROM(Excel版)は、新たに計算された2011年の結果を追加収録したものである。

なお、株式投資収益率とは、株式投資から得られる収益の投資額に対する比率である。収益には配当や値上がり益(値下がり損)のほか株主割当増資によって得られる利益などが含まれるが、税金、手数料などのコストは考慮されていない。

[収 録 内 容]

1. 対象企業：東京証券取引所市場第一部及び第二部上場全企業
2. 対象期間：第一部は、1952年1月から2011年12月まで。
第二部は、1974年10月から2011年12月まで。
3. 計算結果：
 - (1) 東証第一部及び第二部の市場収益率(月間・年間)
 - (2) 東証第一部及び第二部の株価指数
 - (3) 東証第一部及び第二部の投資年別市場収益率
 - (4) 東証第一部及び第二部の産業別収益率(月間・年間、28分類)
 - (5) 銘柄別収益率(月間・年間)
2011年中の上場廃止会社の収益率(月間・年間)
 - (6) 銘柄別の投資期間収益率(1, 3, 5, 10年)

証券図書館

証券・金融・経済関係の資料をご覧になりたい方はどなたでも、ご利用いただけます。

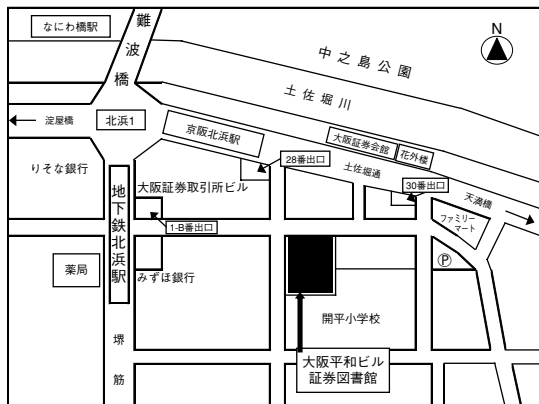
所在地 大阪市中央区北浜 1-5-5 大阪平和ビル地下1階
TEL (06) 6201-0062

開館時間 午前9:30 ~ 午後4:30
土曜、日曜、祝日、年末、年始および館内整理の日は休館します。

図書 証券（経済、制度、取引法）関係の専門書をはじめ、金融、財政、経済、経営、会計関係の図書および、年報、年鑑、上場会社の社史等を集めております。

雑誌 取引所、協会、証券会社、銀行、官庁、大学等の刊行物、一般雑誌、産業関係資料ほか、海外の新聞、雑誌等を集めております。

（みなさんのご利用をお待ちしております。）



道順
地下鉄堺筋線・京阪本線
北浜駅 1-B 番出口又は
28番出口より徒歩2分

日本証券経済研究所のホームページ (<http://www.jsri.or.jp>) から図書の検索ができます。ご利用ください。

証研レポート第一六七二号
二〇一二年六月十一日発行
(偶数月第二月曜日発行)

2012年 6 月号

発行所

公益財団法人 **日本証券経済研究所**
大 阪 研 究 所

〒541-0041 大阪市中央区北浜 1-5-5 大阪平和ビル
電話 (06) 6201 0061 (代表) Fax (06) 6204 1048
<http://www.jsri.or.jp>

定価400円(本体381円)