



レポート

No.1640

2007年2月

市場金融モデルは定着するか

二上季代司（1）

M & A ・ L B O ・ C D S

～〈ファンド化〉する国際資本市場～

伊豆 久（20）

ナスダックのロンドン証券取引所買収ゲーム

吉川 真裕（31）

NASDおよびNYSEによる自主規制機能の一部統合計画

横山 史生（45）

市場金融モデルは定着するか

二上季代司

1 はじめに

「銀行優位の間接金融」と特徴付けられてきたわが国の金融システムは、一九九〇年代末の「金融危機」を経て大きく変化しつつある。蠟山編「二〇〇二」は、既存の金融システムを「産業金融モデル」（銀行中心の預金・貸出による資金仲介）、これに対して新たな金融システムを「市場金融モデル」（価格メカニズムが機能する市場を通じる資金仲介）と名づけ、「将来的には産業金融モデルも存続するが、リスクを発見し、管理し、配分するためには、市場金融モデルの役割も重要になる。市場機能を中核とした複線的金融システムの再構築」が金融システムの将来像である（一ページ）、としている。

この命名に従えば、一九九〇年代末から顕著になった金融システムの諸変化・現象は、わが国金融システムが「産業金融モデル」から「市場金融モデル」へ転換しつつあることを示している、といえそうである。ただし、その程度はまだ小さい。そこで、以下では、（１）転換の兆候と思われる諸現象をピックアップし、（２）この転換の背後にあつて、それを推し進めている背景・要因を整理し、（３）さらに転換を進めるためには何が必要か、また市場金融モデルが効率よく機能するための諸条件は何か、について考えてみたい。

2 資源配分機能における変化

金融システムの基本的機能は、大別すれば①潜在的な貯蓄機会と投資機会を結びつけてできるだけ資本蓄積を促進すること（貯蓄動員機能）、②その際に、希少な貯蓄資源がリターンの高さに応じて産業・企業に配分されることによって経済全体の生産性、効率性を高めること（資源配分機能）、の二点にまとめられると思う。ところで、経済成長率の鈍化とともに、金融システムの機能の重要性は、前者よりも後者のほうに移ってきているのだが、その後者（資源配分機能）において、以下のような変化が見られる。

（1）クレジット市場

従来、わが国金融システムにおける資源配分機能は、主として銀行の預貸業務を通じて果たされ、副次的には株式発行などのエクイティ・ファイナンスによって担われてきた。この預貸業務を中核ルートとする資金配分において、以下のような変化が見られる。

〔銀行融資における資源配分機能の劣化〕

第一は、銀行融資における資源配分機能の劣化である。

櫻川「二〇〇六年」は、一九九〇年代を通じて日本の銀行は収益性の高い製造業への貸出（シェア）を減らし、収益性の低い不動産業への貸出（シェア）を増やしていたこと、また一九九八年～二〇〇四年には不良債権処理で不動産業・建設業向け融資残高シェアを減少させたが、製造業向け融資残高シェアも依然として低下傾向を続けていることを指摘している。さらに櫻川は、固定資本の業種間シェアの推移から、二〇〇〇年前後に不動産・建設業のシェアはピーク（二〇％弱）から〇四年には一七％弱へ低下、製造業は逆に上昇傾向に転じていること

を指摘している。すなわち、実体経済面では二〇〇〇年を境に資本の業種間配分が収益性に沿って行われるようになり、資源配分機能は改善したが、銀行貸出がそうした資本の再配分を後押ししたとはいいたい、と結論づける（同、一〇八ページ）。

〔市場型間接金融の拡大〕

第二は、銀行融資の中でシンジケート・ローンが増え、また企業の資金調達手段の中で資産を裏づけとする「アセット・ファイナンス」（資産の流動化・証券化）が増えていることである。シンジケート・ローンは複数の金融機関が同一の契約書により同一条件で協調融資を行う融資形態をいう。この融資形態では主幹事銀行が債務者情報をシ団参加銀行に公開して金利等の融資条件を決定するので、リスクに見合った融資条件の定着を促す効果があること、また同一条件のため事後のローン売却が可能であることなど、通常融資と異なり、杜債に類似した特徴がある。

他方、アセット・ファイナンスでは、企業が流動化（あるいは証券化）しようとする保有資産のキャッシュフローが元利金の原資となるため、保有資産の移転価格はリスク・プレミアムを織り込んだ割引率で評価したキャッシュフローの現在価値によって決定される。

このように、シンジケート・ローンと流動化・証券化は、リスクとリターンに基づく資源配分機能に優れており、市場メカニズムが働きやすいファイナンスである。このため、市場型間接金融とも呼ばれる。金利等の融資条件や証券化価格の設定が、もし市場実勢より離れていれば売買の際にキャピタルロスとなって現れるため、市場機能はローン売却や証券化商品の売買が盛んであればあるほど高まることになろう。

銀行融資形態の変化（シンジケート・ローンなど）、資産の証券化ならびにそれらの流動化（ローン売却、証

券化商品の売買など）の拡大が意味するところは、信用リスクに関する情報が公開、信用リスクが不特定多数の第三者にも評価され、その結果、ファイナンスの条件に信用リスク・プレミアムが上乘せされる可能性が出てきたということである。

〔信用リスクと社債スプレッド〕

第三は、信用リスクがスプレッド（利回り）格差として価格付けされるようになったことである。

横山「一九九九」は、国内公募普通社債の発行スプレッド（対国債流通利回り）を被説明変数、それらの格付けを説明変数とする回帰分析を行い、九五年ごろから格付けに応じて発行スプレッドに格差がつくようになり、九七年以降、その格差が急拡大していることを実証している。

一方、シンジケート・ローンの本格的な拡大は九九年ごろから始まるとされるが、その理由として、村山「二〇〇五」は、マイカル破綻（〇一年九月）を契機とする社債スプレッドの急拡大により社債発行が困難となり、その代替手段として拡大した、と指摘する。そうだとすると、シンジケート・ローンは二〇〇年前後を境に、リスク・プレミアム形成の上で社債市場と裁定関係に入ったと考えてよいであろう。

（２）株式市場と資源配分

次に、銀行融資に次ぐ有力な資金調達ルートである株式市場を見よう。

株式発行による資金調達額（増資額）と配当支払い額を比較してみると、一九六五年を境にして、例外的な年を除いて増資額よりも配当支払いのほうが多くなっている。つまり株式市場も一九六五年以降、貯蓄動員機能よりも、配当⁽²⁾として投資家に還元された資金をリターン（すなわち株価）の高さに応じて産業界に再配分するとい

う資源配分機能が中心になったと考えられる。

〔新興企業向け株式市場の創設〕

このように、株式市場は株価をシグナルとする資源配分機能が中心となっていたのであるが、これが新興産業向けに利用され始めたのは二〇〇〇年になってからである。

フランクリン・アレン「一九九三」は、継続的な技術進歩のある産業、未知の技術を抱える新興産業など企業経営のあり方について共通の認識が形成されにくい産業に対する資源配分は、企業経営へのチェック機会が限られている銀行融資よりも、多数の投資家が売買に参加し随時チェックすることを通じてさまざまな意見がリアルタイムで株価に集約される株式市場のほうが優れている、という。

このような新興産業に属する企業の上場では、既存産業（生産技術が既知な産業）の場合とは異なる上場基準になるのは当然である。新しい上場基準を備えたマザーズ、大証ヘラクレス（旧ナスダック・ジャパン）等の新興企業向け市場が二〇〇〇年前後に相次いで発足、店頭市場ジャスダック（その後、証券取引所に改組）も上場基準を改定し、以来、年々、多数の新興企業の上場に貢献してきた。新興産業・企業に対して、株価に基づく資源配分機能を提供する市場の創設・拡充は、二〇〇〇年以降の新しい変化の一つである。

〔M & Aの拡大〕

株価にもとづく資源再配分は、新興産業・企業のみならず既存産業・企業においてもみられるようになった。M & Aの拡大がそれである。一九九九年以降、M & Aの金額が急増している。企業合併が単に量的に拡大しただけではなく、質的な変化も出ている。従来のわが国産業界における企業合併は、一対一の対等合併が多く、株価に基づく企業の売買ではなかった。ところが、最近のM & Aでは株価に基づいて合併比率が決定され、資産（事

業部門、営業権等）買収では資産が生み出すキャッシュフローと資本コストに基づき資産の売却価格が決定される。また、企業破綻に際しても破綻企業（あるいは破綻企業向け債権）が入札にかけられ、高い価格を提示したスポンサーに落札、新たな経営陣の下で企業再生を図る動きも出ている。この企業再生には再生ファンドも積極的に参加している。

以上のように、経営力も含めて企業価値が市場で評価され、その価格で企業買収が行われるようになった。価格に基づいて経済的資源の各企業への再配分が行われるケースが出てきている。

3 リスク管理手段提供における変化

以上のような資源配分機能の提供形態における変化に関連して、資金の最終的出し手に対するリスク管理手段の提供においても次のような変化が現れている。

銀行の資産変換（本源証券を預金という間接証券に変換）は、最終的貸し手に対するリスクを銀行自身が業種別・企業別分散等によって管理し、最終的貸し手に対してリスク回避を可能にさせるのであるから、一種の保険を提供しているともいわれる（池尾「一九八六」）。ところが、一九八〇年代後半以降、国債、株式、株価指数、金利等のデリバティブ市場が相次いで取引所に創設、さらには一九九八年以降、店頭デリバティブが解禁されて、金利、株価指数はもちろん原油等のコモディティ、クレジット・デリバティブ、はては天候、地震デリバティブも取引されるようになった。また量的にみても、家計金融資産に占める預貯金のウェイトが徐々に低下、これに代わって、株式、国債、投資信託のウェイトが高まりつつある（図1）。

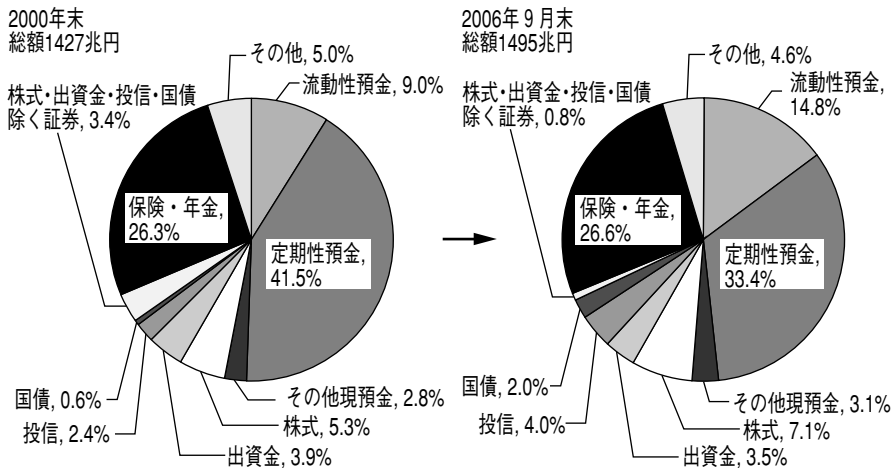
なお、この間の家計金融資産の残高純増六八兆円の内訳を見ると（表1）、株式三一兆円、投信二六兆円、保

除年金準備金二二兆円となり、流動性・定期性預金の合計額はほぼ横ばいとなっている。さらにこれを資金純増分と評価損益にわけ、資金純増額だけを見ると、保険・年金準備金三五兆円、投信二〇兆円となる。保険年金準備金の純増額の多くは変額年金と目されるが、⁽⁴⁾変額年金の運用対象の多くは私募投信であるので、この間の家計金融資産増加における投信の増加シェアはかなり大きいということが分かる。

投信は、現物のみならずデリバティブも利用し保険機能の付加も可能な金融商品であり、多種多様なリスク・リターン特性をもった商品組成が可能である。しかも、投信の運用パフォーマンスは「基準価格」として外部に公開され情報透明性が高いのである。

資源配分機能と保険提供機能が内部で結

図1 家計金融資産の構成（2000年末、2006年9月末）



（出所）日本銀行資金循環勘定より作成

表1 家計金融資産の残高増減（2001年～2006年9月末）

（億円）

	総 額	流動性預金	定期性預金	外貨預金	投資信託	株 式	保険・年金準備金
残高純増減	681,873	926,428	-916,630	6,999	259,679	314,251	221,446
うち資金純増減	353,769				202,445	-62,395	347,303
うち評価損益	328,104				57,234	376,646	-125,857

（出所）図1に同じ。評価損益は「調整勘定」より作成

合していた銀行の預貸金取引のウェイトが低下する反面、資金移転とリスク移転が切り離され現物取引と派生取引として並行的に発展していくようになっただけではなく、一旦分離された保険機能と資源配分機能を、家計のニーズに応じて再結合させて種々のリスク・リターンを家計に提供することも可能になってきている。

ただし、家計金融資産に占める預貯金の絶対的シェアはなお極めて高い。リスク管理（保険）機能提供における前記のような変化の程度は小さく、かつ緩慢である。

4 ガバナンス機能における変化

一九九〇年代に入って金融システムのもつガバナンス機能にも顕著な変化が生じた。ここで、金融システムのもつガバナンス機能の定義を明確にしておこう。金融システムの持つガバナンス機能とは、融資であれ出資であれ、資金の出し手が所期のリターンを獲得できなかった時に、資金の提供先である企業の経営に介入してリターンの回復を図る機能である。言い換えれば、金融システムの持つ基本的機能（リターンに応じた資源配分）が期待はずれに終わった時に、それを回復させる機能であるといえよう。

アメリカでは、所期のリターンが見込めないと投資家は保有株を売る（ウォールストリートルール）。その結果、株価が下落し買占めコストが低下するのでTOB（すなわち支配権の移動）が容易となる。そのこと自体が経営者に脅威となり、経営に規律を与える効果がある、といわれる。⁽⁵⁾これに対し、「銀行優位の間接金融」時代のわが国では、株式の持ち合いによってTOBは起こりにくかった。しかし、これに代わってメインバンクによる一種の「状態依存ガバナンス」が働いている、とされた。すなわち、平時においてはインサイダー（従業員及び従業員出身の内部経営者）がガバナンスを握るが、経営が悪化し債務不履行状態に陥ると、最大の債権者である

メインバンクがコントロール権を握って経営に介入し、破産整理または企業再生にのりだす。そのこと自体が経営者に規律を与えるといわれた（青木「一九九六」）。

しかし、一九九〇年代末以降、経営破綻企業がメインバンクの手を離れて入札制に掛けられるケースが増えた。すなわち、企業再生に自信のある第三者は、より高い値段をつけて債権者等から破綻企業を競り落とすというケースが出てきたのである。企業再生ファンドといわれるものがそれである。また、これと平行して、二〇〇四年ごろからわが国でも敵対的TOBが見られるようになった。すなわち、融資であれ、出資であれ、初期のリターンが得られない時には、自ら介入して得られるリターンと、市場売却によって得られるリターンと比較して、コントロール権を売買するという状況が現出しつつあるのである。コントロール権の市場化が始まりつつあるといえよう。もともと、これもまだ規模的には小さいし、再生ファンドについても融資元であるメインバンクが出資者となって自己落札を行うケースも多いとも言われる。⁽⁶⁾

5 金融システム転換の背景

以上のように、金融システムの持つ資源配分機能およびそれと密接に関連しあっているリスク管理機能やガバナンス機能の提供形態において顕著な変化が認められる。もともと、いずれの変化も規模的にはまだ小さい。次に、これらの変化をもたらしている要因・背景について検討してみよう。

第一に、産業金融モデルが行き詰ったことが挙げられる。その最大の要因は、①メインバンク慣行の放棄と、②株価の修正である。すなわち、株式持合いの中核となり、メインバンクとして救済融資やデフォルト社債を買い取り、他行融資の肩代わりなど主取引先企業のリスクを囲い込んできた銀行が、経営危機に直面して、取引先

企業のリスクを市場へ吐き出さざるを得なくなったこと、これが最大の要因である。これに加え、証券市場のグローバル化ならびにそれとともに進められてきた市場の多様化等の制度改革を通じて情報効率性を高めた株式市場が九〇年代を通じて株価下落の形で株価形成を正常化させたことが副次的な要因として挙げられる。

〔銀行危機とメインバンク慣行の放棄〕

一九九七年～九八年の銀行危機に直面する以前、銀行はメイン先企業の経営悪化に対しては救済融資で支え、破綻に陥った場合にはデフォルト社債を額面で一括買取り、他行融資の肩代わりを行ってきた。こうしたデフォルト社債の買取、他行融資の肩代わりの結果、これまではデフォルト社債やローンが市場に出回るはずがなかったのである。さらにまた、破綻企業の再生あるいは企業整理はメインバンク主導によって行われるのであって、スポンサー決定が市場入札に掛けられることも無かった。

ところが、不良債権の累積や株価下落による銀行の財務体力低下さらには銀行自身の経営破綻（長銀、日債銀など）に直面して、前記のような慣行を続けられなくなったのだと考えられる。松尾「一九九九」によれば、受託会社の設置された国内社債でデフォルト社債が買取り処理されなかった事例は、一九九三年破綻の村本建設（私募債）が最初とされ、九七年には京樽（私募債）、ヤオハン（公募債）と続く。またローン売却は一九九七年～九八年に飛躍的に高まり九八年三ヶ月にピーク（市場全体で一二兆円の売却）に達したとされる。⁽⁷⁾また証券化・流動化のネックとなっていた指名債権譲渡にかかる債務者通知等の事務簡略化のための法的手当て（SPC法など）は、九五年の住専七社の破綻に際しての膨大な事務処理が契機となった。住専処理機構が住専の保有する住宅ローンの譲受に際して約二〇万通もの譲受通知（内容証明）発送を行わなければならなかったからである。そして住専破綻とその破綻処理は、住専の母体行である大手銀行が、メインバンクとしての救済責任を果たしえ

なかったからである、とされる。

この結果、デフォルト社債やローンさらには破綻企業までもが市場に出回り、社債やローンのもつ信用リスクが投資家によって意識され、破綻企業ともどもプライシングされるようになったのである。

〔株価水準の正常化〕

これに加え、株価の下落とその正常化が加わる。株式投資収益率をファンダメンタル・リターンと評価リターンに分解すると、一九八九年までのわが国株式市場における右肩上がり of の株価上昇はファンダメンタル・リターンによるというよりは評価リターンによる部分が大きい（表2）。

もし株式市場の情報効率が高まれば、評価リターンはいずれ消失して、株式リターンはファンダメンタル・リターンによって構成されるはずである。事実、この水準訂正が九〇年から二〇〇三年まで続き、以降、ようやく株価水準は正常化した。七〇年から約二〇年間継続的にP E Rが上昇し続けたこと、逆に九〇年以

表2 株式市場のリターン分解

(%)

〔アメリカ〕					
期 間	配当利回り	利益成長率	ファンダメンタル・リターン	評価リターン	実現総リターン
1927～1936	5.1	-1.9	3.2	4.5	7.8
1937～1939	4.5	-5.7	-1.2	0.4	-0.1
1940～1949	5.0	9.9	14.9	-6.3	9.2
1950～1959	6.8	3.9	10.7	9.4	19.4
1960～1969	3.1	5.5	8.6	-1.0	7.8
1970～1979	3.4	9.9	13.3	-7.6	5.9
1980～1989	5.2	4.4	9.6	7.8	17.9
1990～1997	3.1	7.3	10.4	5.7	16.6
平 均	4.5	4.2	8.7	1.6	10.5
〔日本〕					
1971～1979	4.6	0.4	5.0	12.0	16.3
1980～1989	1.8	5.3	7.1	11.0	21.6
1990～1999	0.5	-3.0	-2.5	—	-4.2
平 均	2.3	-2.9	-0.6	11.5	11.2

（出所）高橋文郎 [2004]

（注）ファンダメンタル・リターン＝配当利回り＋利益成長率。評価リターン＝PERの変化率。株式リターンは（配当利回り＋値上がり益）であるが、値上がり益はほぼ（利益成長率＋PERの変化率）に等しいため、（配当利回り＋利益成長率）＋（PERの変化率）に分解できる。

降PERが下落し二〇〇三年によく欧米水準と同様の二〇倍前後に落ち着いた理由は何だろうか？

おそらくその理由は、八〇年代後半までわが国株式市場が現物市場のみから成り立っていたが、株価指数先物・オプションなどの裁定可能な代替市場が創設されたことで、「情報効率性」が高まったからだ、と筆者は考える。すなわち現物市場だけの時代には、官民一体となった株価の底上げと株価維持が可能であり、法人間の持ち合いを通じて株価を継続的に吊り上げ、維持できたのであろう。ところが、デリバティブ市場の創設でそれが不可能になった、と考えられる。

ともあれ、株価が下落したことで、法人持株に多額の評価損が発生したこと、時価会計の導入で評価損が会計上の利益に反映されるようになったことは、法人間の株式持合を解消の方向に向かわせることになった。とりわけ、株価下落は株式持合いの中核であった銀行の財務体力をさらに一層弱め、銀行危機が発生した九八年を境に急速に銀行は保有株の圧縮を図っていった。⁽⁸⁾

以上の結果、浮動株比率は上昇し、わが国にもTOBが成立する条件が整うこととなったのである。同時にこのことは、企業経営者に「資本コスト」を意識させ、「選択と集中」のスローガンの下、産業再編成を進行させることとなった。九〇年代末から、銀行・証券界の統合、鉄鋼、非鉄金属、半導体産業等、広範囲な産業再編が起こり、これを反映してM&A件数・金額は急増することとなった。

6 市場金融モデル定着への条件

このように銀行危機と株価下落は、従来の産業金融モデルの行き詰まりをもたらし、市場金融モデルの萌芽を生んだのだが、それがさらに前進し、市場金融モデルが定着するかどうか、はまだ確定していない。そこで最後

に、市場金融モデルが定着する条件を理論的に整理することによって本稿を終えることにしよう。

まず、これらの変化をもたらした最大の要因が銀行危機と株価の修正にあったとすれば、それが一段落したときに、産業金融モデルに逆行するとまでも言えないにせよ、市場金融モデルへの進展が頓挫する可能性はありうる。実際、銀行危機が去りメガバンクが財務体力を取り戻した二〇〇五年以降、ローン売却は急減に向かっている。⁽⁹⁾ マーケットにローンが出てこなければ、プライシングは出来ないし、またプライシングを行っても信頼性にかける。また社債スプレッドは裁定関係にあるクレジット・デリバティブのスプレッドと比較して低い水準にあるとの実証分析がある（内山・濱田「二〇〇六」、ボーン他「二〇〇六」）が、それは、競合関係にある銀行融資が融資先を巡って過当競争を繰り返し金利を低くしすぎるからであろう。また、敵対的TOBが現れ始めた二〇〇五年以降、鉄鋼業を中心に防衛策の一環として株式持ち合いが復活し始めている（もつともデリバティブ市場の大きさや、外人の持株比率・売買比率の大きさから見て、株価は株式持ち合いの復活によって底上げされることはないであろう）。

したがって、銀行行動のあり方がこの問題の帰趨をおおきく左右すると考えられる。過去にさかのぼって日本の銀行行動を検討しなおし、九〇年代を境にして銀行行動の何が変わって何が変わらなかったのか、その背景要因は何か、といった点について検討する必要があるが、それは別の機会に検討したい。⁽¹⁰⁾

最後に、市場金融モデルが十分に機能する条件を理論的に整理してみよう。

それは、以下のようなだろう。すなわち、①情報収集能力と正確な解析能力のある投資家（機関投資家）が投資対象である企業を適切に取捨・選別してリスク調整後リターン⁽¹¹⁾の最も高い企業へ資金を配分できていること（効率的な資産選択ができていること）、②リターンの計算基礎となる価格、たとえば融資金利、株価、企業価値

がキャッシュフロー稼得能力、信用リスク、企業の経営力などに関する情報を正確に織り込んでいること（情報効率性が高いこと）、③融資金利や株価を資金提供者からのシグナルと受け止め「資本コスト」を基準とする財務政策（投資・資本・配当政策）を遂行する企業行動を経営者が取っていること、④もし経営者がそうした企業行動をとっていない場合には、それを是正させる規律が働いていること（コーポレート・ガバナンス）、の四点である。¹¹⁾

第一に、金融システムの基本的機能である「資源配分」機能を司るのは、いまや銀行ではなく「機関投資家」である。そうだとすると、機関投資家が前記の方向に沿って資産選択を行い、期待はずれの企業にはガバナンスを行使して是正を促さなくてはならない。投資信託の場合には、結果が「基準価格」として現れ、比較的問題が少ないが、年金基金の場合には、機関投資家自体の受託者責任とその履行の担保が必要である。これは「機関投資家のガバナンス」として検討されている問題である。

第二に、情報効率性を向上させるためには、企業サイドでは情報開示の徹底と会計監査の適正さが必要である。それと同時に、投資家サイドでは企業情報を株価に適切に反映させるためアナリスト等の情報生産機能も適切に働く必要がある。前者については、度重なる粉飾事件が重なり、会計情報の適正さを担保するため「内部統制」が導入されるようになった（わが国では二〇〇八年度予定）。他方、後者については、情報生産コスト（アナリストの報酬）をどのように支弁するか、についての議論が起こっている。アナリストの報酬が投資銀行部門によって賄われてきたことが、アナリストの調査レポートにバイアスをもたらす（証券会社における利益相反）という問題を明るみにさせたからである。そしてマーケット・マイクロストラクチャアの側面からは、流動性が高く、情報効率性に優れて、決済リスクの低い証券取引システムをどのように構築するか、という問題が提起され

ている。

第三は、企業経営者に対するコーポレート・ガバナンスであり、買収防衛策のあり方をめぐる問題である。敵対的TOBが経営者に対する市場規律をもたらすということと、敵対的TOBが実行されて企業経営が効率的になるということは別の問題である。後者についてはトランスファ理論、すなわちTOBの実行者には利益をもたらずが、その源泉の一部はステークホルダー（従業員など）との暗黙の契約破棄により彼らの利益を掠め取っているに過ぎず、企業経営の効率化の結果ではない、という仮説がある（Shleifer, A., Summers, L., [一九八八]）。この仮説が正しければ、TOB防衛策には根拠があることになる。事実、アメリカでは一九八〇年代後半、州会社法改正によりポイズンピルと呼ばれるTOB防衛策が導入されるようになっていく。しかし、わが国は株式持合いによって市場規律を遮断してきた歴史がある。市場規律を減じることなくTOB防衛策のあり方を探らなければならぬし、ガバナンス機能を補強する上で機関投資家のアクティビズムのあり方も議論されなければならないであろう。

注

（１） 過剰流動性期の一九七二年、第一次石油ショック後の七五年、第二次石油ショック後の八一年、バブル期の八七年、九〇年、銀行に公的資金が注入された九九年は増資額が配当支払い額を上回っている。

（２） 配当のみならず自社株買いによる投資家への資金還元も考慮しなければならないが、自社株買いが漸次的に解禁されたのは九〇年代に入ってからのことである（九四年、消却目的の解禁、九七年オプション付与目的の解禁、二〇〇一年金庫株目的の解禁＝自社株買いの全面解禁）。

(3) 山一證券（「一九七七」、二五九ページ）によると、昭和二十四年度～五一年度の二八年間、東証上場会社が関係する合併件数は六六九件であった。このうち対等合併は三八三件（五七・二％）、対等合併でないもの一四九件（二一・三％）、合併会社が被合併会社の全株式を持っていたため資本増加が無い等が二三七件（二〇・五％）となっている。

(4) 残高純増のうち年金準備金四五兆円、保険準備金はマイナス一一兆円である。また評価損益の全額が年金準備金から構成されている。ここから判断して、この間に増えたのは個人年金しかも評価損益の発生する変額年金と考えて間違いないと思われる。

(5) もっとも、一九八〇年代後半以降、州会社法の改正によって安易なTOBが見られなくなったこと（森田「二〇〇〇」）や機関投資家の持ち株が大きくなり簡単に売れなくなったことから、最近では機関投資家が議決権行使によってガバナンスを行使するようになった（機関投資家のアクティビズム）とされる。

(6) 松尾「二〇〇五」を参照。

(7) 『日経公社債情報』二〇〇二年一月二八日。なお、この時のローン売却は「証券化」の手法が多用されたといわれる。

(8) 都長銀・地銀の保有株（金額ベース）は平成二年度（一九九〇年度）一五・七％から一〇年度（一九九八年度）には一三・七％へ二・〇％の低下に留まっていたが、以降、急減、平成一七年度（二〇〇五年度）には四・七％にまで低下する（『平成一七年度株式分布状況調査』）

(9) 「日本銀行貸出債権市場取引動向」によれば、ローン売却実績（不良債権、正常債権とも）は、一〇兆八千億円（〇三年度）、七兆五千億円（〇四年度）、五兆八千億円（〇五年度）、一兆四千億円（〇六年度上半期）となっている。

(10) 池尾「二〇〇六」は、日本の過去の人為的低金利政策を「金融抑制」政策（ヘルマン他「一九九七」）と規定付け、レントを約束された銀行が、それを刈り取るために貯蓄吸収のための店舗設置などネットワーク形成に努力を傾ける一

方、しかしヘルマンたちの主張するようにフランチャイズバリュー（レントの将来収入の現在割引価値）を守るためにブルーデンスな行動を取らず、「開発主義」的暴走に走った、と指摘する。その理由として、サンクコストの存在をあげている。

- (11) 川合一郎「一九七八」は、金融資産の累積によって証券市場論の内容が変化していると指摘し、七〇年代に入ると、応用経済学としての証券市場論は、①トービンの（資産選択論）、②モジリアーニとミラーの規範的財務論（MM理論）、③ロバーツやオズボーンの「効率的市場仮説」、④シャープの株価形成理論「CAPM」の四つから構成されるようになったという。これらは、ここで取り上げている市場金融モデルが機能するための理論的支柱でもある。

参考文献

（邦文）

- ・青木昌彦「状態依存的ガバナンス」（青木昌彦・奥野正寛編著『経済システムの比較経済分析』東京大学出版会、八章、一九九六年）
- ・アレクソン、F.、「株式市場と資源配分」（財務省財務総合政策研究所『フィナンシャル・レビュー』二八号、一九九三年六月）
- ・池尾和人「金融制度のミクロ分析」（貝塚啓明・小野英祐『日本の金融システム』東大出版会、一九八六年、一章）
- ・同右『開発主義の暴走と保身—金融システムと平成経済』NTT出版、二〇〇六年。
- ・植木修康「流通市場における社債スプレッドについて」日本銀行金融市場局『ワーキングペーパー』、一九九九年六月。
- ・内山朋規・濱田将光「CDSスプレッドと社債スプレッドと株価の実証的研究」、『証券アナリストジャーナル』四四巻三号、二〇〇六年三月。

- ・ 貝塚啓明「金融システムの国際比較」（貝塚啓明・小野英祐『日本の金融システム』東大出版会、一九八六年、五章）
- ・ 川合一郎「新しい証券市場論」（川合一郎著作集四巻『戦後経済と証券市場』有斐閣、一九八一年に所収、初出一九七八年）
- ・ 同右「昭和四〇年以降のわが国証券市場の構造変化」（川合一郎著作集四巻『戦後経済と証券市場』有斐閣、一九八一年に所収、初出一九七九年）
- ・ 櫻川昌哉「金融の市場化と新たな資金循環」（池尾和人編『市場型間接金融の経済分析』日本評論社、二〇〇六年五月、四章）。
- ・ ヘルマン、T、マードック、K、ステイグリッツ、J「金融抑制」（青木昌彦他編『東アジアの経済発展と政府の役割』日本経済新聞社、一九九七年一月、六章）
- ・ ボーン、J、アロラ、N、「社債とCDSに関する国際比較」『証券アナリストジャーナル』四四巻三号、二〇〇六年三月。
- ・ Bodie, Z. & Merton R. C., Finance, Prentice-Hall, 1998.（大前恵一郎訳『現代ファイナンス論―意思決定のための理論と実践』ピアソン・エディケーション社、一九九九年）
- ・ 松尾順介『日本の社債市場』東洋経済新報社、一九九九年。
- ・ 同右「企業再生における『入り口』と『出口』の多様性」『証券アナリストジャーナル』四三巻四号、二〇〇五年四月。
- ・ 村山昌博「なぜ今、シンジケートローンそしてローンセカンダリー市場なのか」『証券アナリストジャーナル』四三巻三号、二〇〇五年三月。
- ・ 森田 章『会社法の規制緩和とコーポレート・ガバナンス』中央経済社、二〇〇〇年。
- ・ 山一証券『わが国企業の資金調達』商事法務研究会、一九七七年。
- ・ 横山史生「国内普通社債の発行利回りスプレッドの形成について」『証券経済学会年報』三四号、一九九九年。

- ・ 蟬山昌一「市場型間接金融序論」『フィナンシャル・レビュー』五六号、二〇〇一年三月。
- ・ 同右編『金融システムと行政の将来ビジョン』財経詳報社、二〇〇二年。
- ・ 渡辺茂・山本功「日本企業のコーポレート・ガバナンス」『財界観測』五七巻二号、一九九二年二月。

(英文)

- ・ Tobin, J., "On the Efficiency of the Financial System", *Lloyds Bank Review*, July, 1984.
- ・ Shleifer, A. and Summers L., "Breach of Trust in Hostile Takeover" in Auerbach, ed., *Corporate Takeover: Causes and Consequences*, University of Chicago Press, 1988.

(にかみ きよし・客員研究員)

M & A ・ L B O ・ C D S

「ファンデ化」する国際資本市場

伊豆 久

はじめに

昨年のM & Aは、世界全体で四兆六〇〇億ドルとなり（前年比三六％増、公表ベース）、ITブーム期の二〇〇〇年（三兆三三〇〇億ドル）を上回る過去最高を記録した（『日本経済新聞』二〇〇六年一月五日）。M & Aブームの再来と言ってよいであろう（図1）。

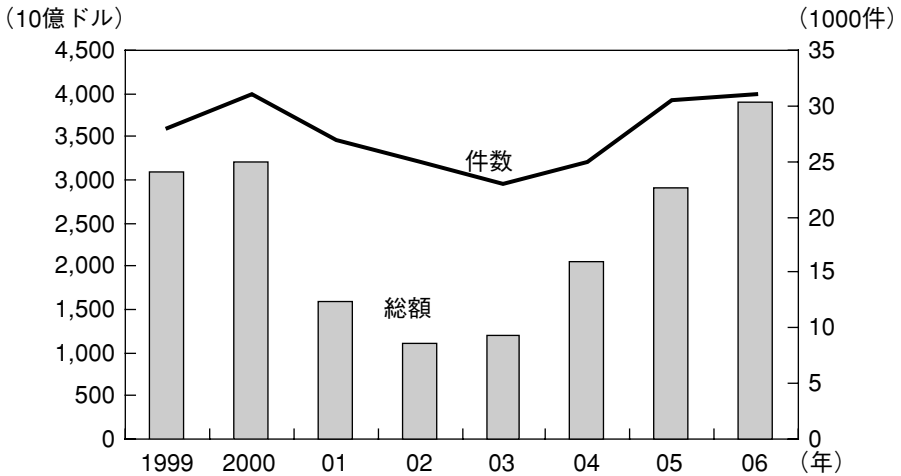
しかし、今回のブームには前回と異なるいくつかの特徴がある。

まず、地域的な分散が見られることである。米国企業をターゲットにした案件が二〇〇〇年には全体の四七％を占めたが、昨年は三七％にとどまり、欧州企業を下回った。他にもアジア地域など新興市場国での買収が拡大している。また、業種においても、以前は、通信やハイテクなどIT分野に集中していたが、最近は、不動産や医療、証券取引所など非常に幅広い分野に広がっている。

さらに、買収方法において、ITバブル期には株式交換が大きな比重を占め、ストックオプションと併せて「株式の貨幣化」とまで言われたが、今回のブームでは再び、現金による買収の比率が上昇している。

また、プライベート・エクイティ・ファンド（買収ファンド）によるM & Aが増えていることも今回の大きな

図1 世界のM&A



(注) 06年は12月20日まで。

(資料) Dealogic.

(出所) Financial Times, December 21 2006.

特徴である。前回は、企業による企業の買収、特に欧州企業による米国企業の買収が注目を集めたが、昨年は、KKRやブラックストーンといった大手買収ファンドの活躍が目立った(表1、図2)。ファンドによる買収の最高額の記録(三〇〇億ドル、八八年のKKRによるRJRナビスコ買収)も一八年ぶりに塗り替えられている。M&A全体に占めるファンドによる買収の比率は、世界全体で一八%、米国だけなら二七%に達しており、これはLBOブームに沸いた八八年と比べてもほぼ倍の数字である(『日経金融新聞』二〇〇六年二月一八日)。そして、敵対的買収も増加している。昨年は三五五件に上り、九九年の二七二件を上回っている。

このような新しい特徴をもつ最近のM&Aブームは、何を意味しているのだろうか。その特徴は何に由来し、それは国際資本市場にどのような変化をもたらしているのだろうか。以下、最近の世界的なM&Aブームと国際資本市場の変化について考えてみよう。

1 九〇年代末との共通点と相違点

はじめに今回のM&Aブームと九〇年代末のそれに共通する要因を確認しておこう。そこにあるのは、言うまでもなく、

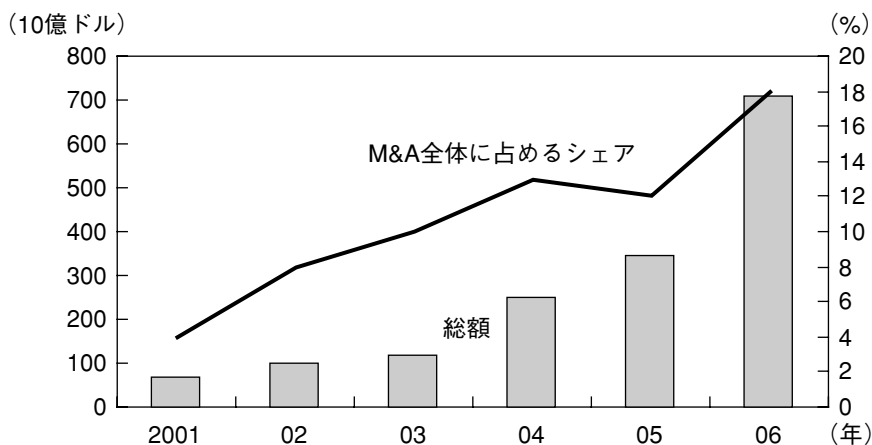
グローバル化や各国の規制緩和の進展による企業間競争の激化である。そのため、企業はへ選択と集中へを図ろうと、ノンコア部門の売却やコア部門の買収を繰り返しているのである。一時流行語となっていたへ選択と集中へという言葉は、最近あまり聞かれなくなったが、その重要性はむしろ高まるばかりである。その上で、ヘッジファンドやアクティビストファンドなど短期的な利益を求める株主のウエイトが高まっていることが、

表1 2006年の買収ファンドによる大型M&A

金額(10億ドル)	被買収企業	買収ファンド
36.0	エクイティ・オフィス・プロパティーズ (不動産)	ブラックストーン
33.0	HCA (病院)	KKR、ペインなど
26.7	クリア・チャンネル (メディア)	ペインキャピタルなど
21.6	キンダー・モーガン (エネルギー)	ゴールドマンサックス、カーライルなど
17.6	フリースケール・セミコンダクター (半導体)	ブラックストーンなど

(出所)『日本経済新聞』2006年12月28日 (夕刊)。

図2 買収ファンドによるM&A



(注) 06年は12月20日まで。

(資料) Dealogic.

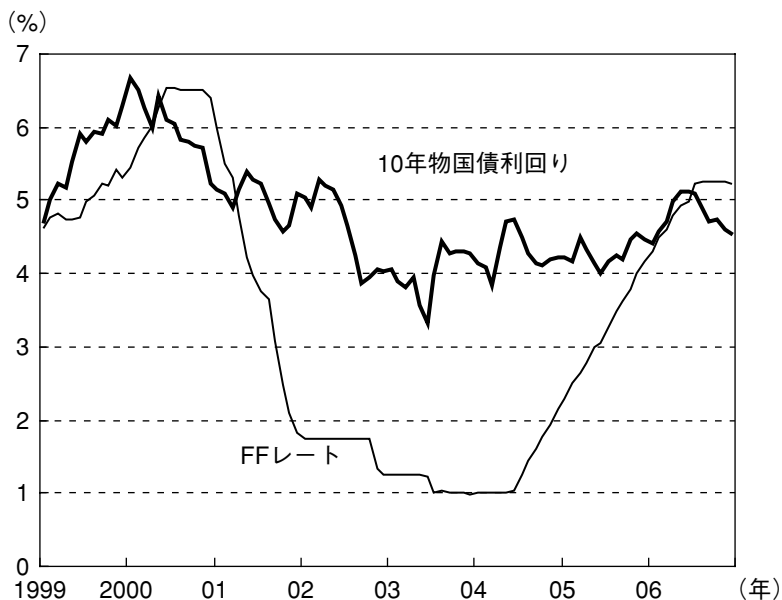
(出所) Financial Times, December 21 2006.

そうした圧力をさらに高め、敵対的な買収をも辞さない傾向をもたらしているのであらう。

次に、ITブーム期と現在の相違点の原因について考えれば、金融環境の変化が非常に大きな役割を果たしている。九〇年代末は、インターネットや通信関連を中心とする株高の時代であった。同時に、好景気を反映して金利は高かったわけであるから、借入れによって買収資金を確保することは得策でなく、株高を利用した株式交換が多用されたのである。とは言え、株価の高騰はハイテク産業に偏っており、その恩恵を幅広い業種が享受できたわけではなかった。

しかし現在は、〇三年を底に世界的な株価の回復が見られるが、かつてのIT産業のような業種の偏りはなく、また高騰と呼ぶほどの上昇ではない。その一方で、長期金利は世界的な低位安定が続いている。米国市場について言えば、図3が示すように、FRBは〇四年六月から合計四・二五%ものFFレ

図3 米国の長短金利



(出所) FRB資料 (www.federalreserve.gov/releases/) より作成。

ート引上げを行ったが、長期金利の上昇幅は1%に満たない。つまり、借入れコストが非常に低くなっており、このことが、買収ファンドに有利な状況を生み出しているのである。

というのは、買収ファンドは上場株式会社でないため、株式交換方式を利用できない。また、出資者からの出資金に対する利益率を上げるため、レバレッジをかけるべく借入れを行うのであるが、担保となる資産もないため、買収先企業を担保とするLBO（レバレッジド・バイアウト）を活用することになる。

すなわち、企業に対する持続的な競争・利益計上圧力の高まりという前提のもとに、金融環境の変化が加わって、買収ファンドによるM&Aが増大していると言えるであろう。

2 買収ファンドとクレジット市場

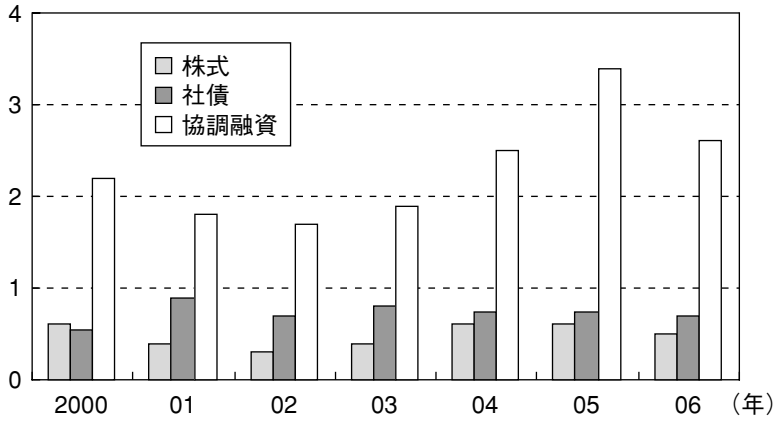
図4は、世界の協調融資（シンジケート・ローン）の総額を、証券（株式と社債）の発行額と比較したものである。これを見ると、証券発行がほぼ横ばいで推移しているのに対して、協調融資は〇四年から大幅な伸びを記録していることがわかる。

協調融資だけが伸びている理由はどこにあるのだろうか。例えば、社債発行には登録や情報開示などの規制コストがかかるため、融資が選択されるということが考えられる。その上、協調融資の場合、最初から転売が前提とされていることが多いため、投資家（資金提供者）にしてみれば、換金の機会は社債同様に与えられていることになる。しかし、商品にそもそも備わっている制度上のメリットだけでは最近の急速な拡大を説明することはできない。

図5は、世界のM&Aにおける、資金調達に占める融資の比率を示したものである。買収資金の多くが融資に

図4 世界の株式・社債発行と協調融資の規模

(兆ドル)



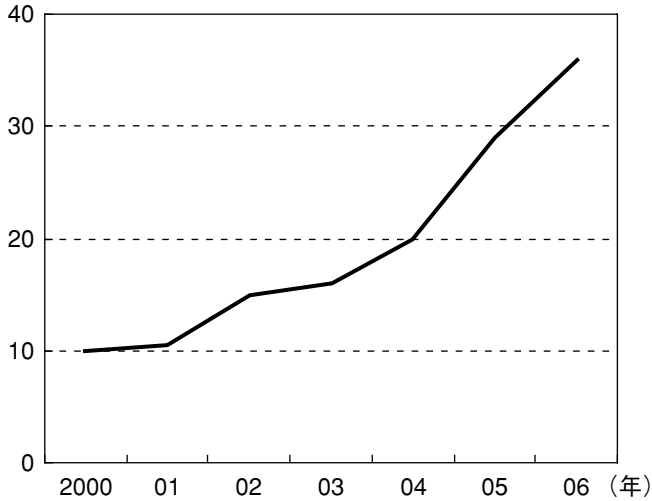
(資料) 06年は9月末まで。

(資料) Dealogic.

(出所) 『日経金融新聞』2006年10月8日。

図5 M&A資金に占める融資の比率

(%)



(出所) 『日本経済新聞』2006年10月18日。

よって調達されていることがわかるが、その典型は買収ファンドによるLBOである。LBOの場合、買収先企業の資産価値あるいはキャッシュフローを担保として融資がなされるが、負債比率が非常に高くなり信用リスクが上昇する。そのため、複数の金融機関でリスクを分担する協調融資の形態がとられるのが一般的である。

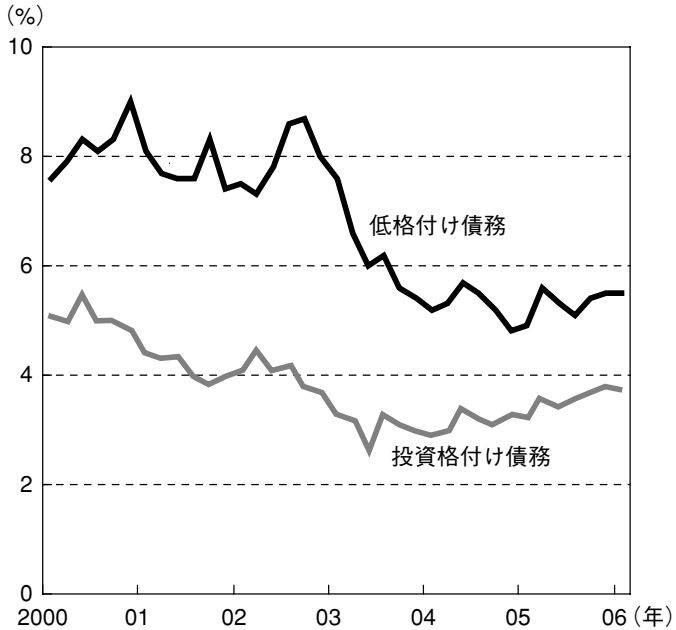
しかも、先に述べた世界的な金融緩和によって、クレジット投資家は運用難に悩まされており、低格付け先に対しても積極的に投資している。景気の安定によって倒産確率が低下していることも大きい。その結果、図6が示すように、低格付け債務のスプレッドは大幅に縮小しているのである。

すなわち、低金利とスプレッドの縮小によって、容易に資金調達できるようになった買収ファンドがLBO型のM&Aを繰り返している、それが最近のM&Aの特徴だと言えるであろう。

さらに、そのLBOローンの資金提供者を見てみれば(図7)、欧米両市場において、銀行のシェアが低下、機関投資家のウェイトが上昇していることがわかる。生命保険や年金などによる部分も少なくないであろうが、そうした伝統的な機関投資家には、内部規則等で投機的格付けへの投資を制限しているところが多い。LBOローンの提供などリスクの高い投資では、ヘッジファンドが大きな役割を果たしていると推測できる。

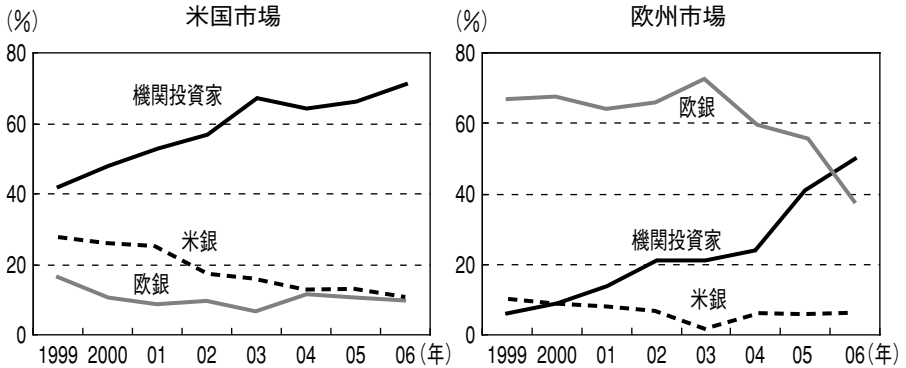
ヘッジファンドは、従来、外為市場や株式市場での動向が注目を集めてきたが、図8が示すように、最近は、クレジット市場での投資を主とするファンドが増えており、とりわけ格付けの低い部分において高いシェアを誇っていることが伝えられている。したがって、そうしたヘッジファンドの活動が、クレジット市場の活況を通して、買収ファンドを支えているとも言えるであろう。

図6 債務の格付け別資本コスト



(注) 税引き後ベース。
 (資料) Barclays Capital.
 (出所) *The Economist*, September 23 2006, p.72.

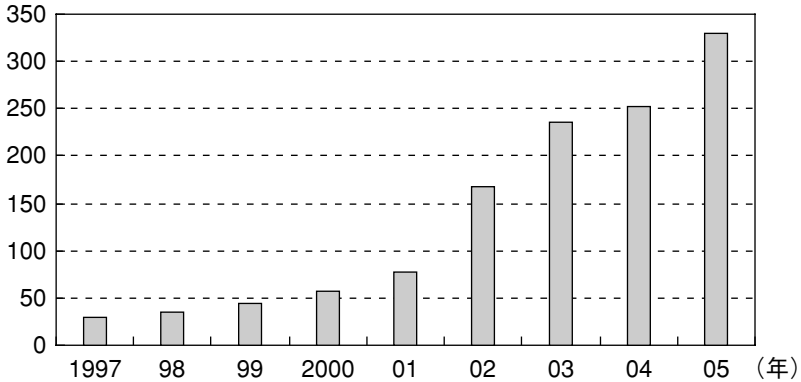
図7 レバレッジド・ローン市場における資金供給者



(注) 2006年は、05年9月末からの1年間の数値。
 (資料) S&P.
 (出所) *Financial Times*, October 26 2006.

図8 クレジット型ヘッジファンドの運用額

(10億ドル)



(出所) IMF, *Global Financial Stability Report*, April 2006 (Chapter 2 "The influence of credit derivatives and structured credit markets on financial stability")

3 クレジット・デリバティブ市場の拡大

リスク許容度の高い機関投資家といえども、場合によってはリスクヘッジが必要となるが、その場を提供しているのが、クレジット・デリバティブ(CDS)・クレジット・デフォルト・スワップ)である。

クレジット・デリバティブは、例えば、銀行が融資リスクをヘッジする目的で、あるいは生保がリスクを引き受けるために利用されてきたが、想定元本ベースで見てもここ数年、倍々ペースで増えている(図9)。そしてここでも、ヘッジファンドが大きな役割を果たしているのである。

ヘッジファンドは、CB(転換社債)を使った裁定取引において社債部分のリスクをヘッジするためにクレジット・デリバティブを使うことが多かったが、大手投資銀行とともにトレーディングに加わっている他、特に、シンセティックCDO(CDSを原資産とする証券化商品)の劣後部分での主要な投資家としてその価格形成に大きく関与していると伝えられている。

こうしたリスクヘッジ市場の発達が、LBOなどリスクの高い融資を支えているのである。

また逆に、LBOの拡大がクレジット・デリバティブへのニーズを高めている側面もある。LBOの対象となった企業は巨額の債務を抱えるため、一般的に、既存債務の格付けは引き下げられ、債権者は大きな損失を被る。買収対象となりそうな企業の債権者は、クレジット・デリバティブを利用することでリスクヘッジが可能となるのである。

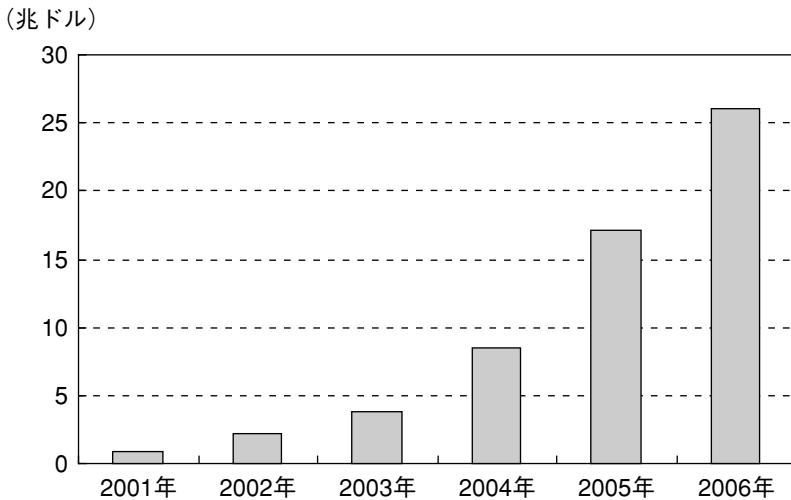
おわりに

以上述べてきたように、最近のM&Aブームは、協調融資の拡大、低格付け債のスプレッド縮小、クレジット・デリバティブ市場の成長などと密接に絡み合いながら生じている現象である。そして、それらの背後に共通して見えるのは、買収ファンドやヘッジファンドといったファンド勢の台頭であろう。

では、こうしたファンドはなぜここまで成長してきたのだろうか。

理由の一つは、すでに述べた世界的な金融緩和の長期化であろう。日米欧ともに、短期金利は上昇しているが、そ

図9 クレジット・デリバティブの残高



(注) 2006年は9月末。

(出所) ISDA資料 (www.isda.org) より作成。

れが長期金利には波及していない。そうした金融環境がファンドの資金調達を容易にし、また、運用難に苦しむ伝統的な機関投資家からファンドへの資金提供を促しているのであろう。

二つ目には、オルタナティブ運用へのニーズの高まりを指摘することができる。年金や生保など伝統的な機関投資家は、ポートフォリオ理論の主張するインデックス運用を重視してきたが、ITバブルの崩壊によって株式市場の低迷に直面する一方で、商品市場や不動産市場の活況を目の当たりにし、運用手法の見直しを進めている。新しいアセットクラスを組み入れることで、リスクを抑えてリターンをあげることができると考えれば、それはポートフォリオ理論の否定ではなく延長である。その一環として、ファンドへの出資が続いているのである。

さらに、エンロン事件以降、世界的に進んでいる証券アナリストへのリストラもファンド・ブームの一因となっているであろう。各国でアナリストの中立性が問い直され、投資銀行業務への関与が厳しく規制されるようになったために、証券会社を退職し、新たにファンドを立ち上げるアナリストの例がたびたび話題となっている。最近のファンド・ブームの背景にはこうした要因も作用しているであろう。

(いず ひさし・客員研究員)

ナスダックのロンドン証券取引所買収ゲーム

吉川 真裕

二〇〇六年二月一二日、アメリカのナスダック証券取引所がイギリスのロンドン証券取引所の株主に対して一株一二四三ペンスで買収提案を表明した。一月二〇日に買収提案を拒否していたロンドン証券取引所の経営陣は即座に反対を表明し、一年前のオーストラリアのマッコーリー・グループによる株式公開買い付け、二年前のドイツ取引所とユーロネクストによる買収提案に続いて、三年連続でクリスマスをはさんでロンドン証券取引所の行方が注目を集めることになった。⁽¹⁾しかし、これまでとの違いはナスダックがすでに二八・七五%の株式を保有する最大株主であり、マッコーリー・グループの公開買い付けの際に経営陣を支持したイギリスの機関投資家はナスダックに株式を売却しており、ナスダックの公開買い付けを見越して参入したヘッジファンドがロンドン証券取引所の主要株主であるという点である。したがって、今回の買収提案はナスダック対ロンドン証券取引所というよりも、ナスダック対ヘッジファンドという意味合いが強く、ロンドン証券取引所の将来よりも売買差益が問題となっている。買い付け価格を引き上げず、株価下落から逃げ遅れたヘッジファンドから株式を買い取ろうとするナスダックと、そうしたリスクを覚悟の上で参入したヘッジファンドのチキン・ゲームがロンドン証券取引所の将来を決定するという事態は、取引所の株式会社化のマイナス面を浮き彫りにしたとも言える。

本稿では、ロンドン証券取引所の買収をめぐるこれまでの経過を振り返った後、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に至る事態の推移を紹介し、ロンドン証券取引所の行方を展望する。

1 ロンドン証券取引所の買収をめぐる経過

二〇〇四年二月一〇日金曜日にロンドン証券取引所の株価は五%上昇して四三〇ペンスに達し、一〇月末から二五%の上昇を示したが、一三日月曜日早朝、ロンドン証券取引所はドイツ取引所からの一株五三〇ペンスの現金による買収提案を拒否したと発表した。しかし、株主と利用者の利益となり、成功見込みの高いものに買収提案を大幅に改善するためにドイツ取引所と交渉することで合意したことも付け加えていた。ロンドン証券取引所の株価は買収価格の引き上げを見込んで二月一七日に五五六ペンスまで上昇していたが、二月二〇日にロンドン証券取引所とユーロネクストが交渉の事実を認めたことにより、六〇〇ペンスまで上昇した。

ドイツ取引所は二〇〇〇年の対等合併計画の際に生じた反独キャンペーンの経験からロンドン証券取引所の経営陣の支持がなければ株主に直接接触すること（敵対的買収）はないと言い続けたが、自らの株主の要求とロンドン証券取引所の対応の遅さに痺れを切らし、ロンドン証券取引所に提示している買収提案の中身を二〇〇五年一月二七日に公開した。ドイツ取引所が明らかにした文書では買収提案価格は五三〇ペンス以上とされており、前回の提案価格を明確に越えておらず、ロンドン証券取引所は再びこの買収提案の拒否を発表したが、ドイツ取引所とユーロネクストとの間で交渉を続けることも表明した。翌一月二八日、ユーロネクストは買収提案内容を公表しないままイギリスの公正取引庁（OFT）にロンドン証券取引所に対する買収交渉の申請をおこなった。これを受けて、ドイツ取引所も一月三一日に買収交渉の申請をOFTにおこない、OFTは買収に伴う競争環境について市場関係者に意見を求めた。そして、二月九日にユーロネクストもようやく買収提案内容を公表したが、買収提案価格が示されないという異例の形であった。

ところが、ドイツ取引所の株主であるTCIやアティカスといったヘッジファンドがこの買収提案に反対し、

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

三月三〇日にOFTの要請を受けてCCは四月二〇日を期限としてロンドン証券取引所の買収問題に関するコメントを募集し、五月五日には論点整理を公表して、再び五月二〇日を期限としてコメントを募集した。七月半ばを予定されていたCCの中間報告は委員長 の病気に伴う交代もあって七月二九日までずれ込み、OFTと同じく現状では競争を阻害する恐れがあるという暫定的結論を公表し、暫定的結論については八月一九日、救済策については八月一八日を期限として再びコメントを求めた。そして、こうした最中、八月一五日にはオーストラリアのマッコリー・グループがロンドン証券取引所の買収を選択肢の一つとして検討していると表明した。八月一八日にCCは当初の最終報告期限である九月一二日を、問題の複雑さに鑑み、規則にしたがって十一月七日に変更することを決定し、救済策については九月七日、暫定的結論については一〇月七日を期限としてコメントを求めた。そして、競争を阻害する可能性を減らし、買収を可能とするための救済策の一案として、新たなクリアリング機関が参入し、クリアリング業務の相互移管（Interoperability）を高めるというアイデアをCCは九月一

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

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

こうした中で、独自路線の追求を強めるロンドン証券取引所は買収提案の可能性を公表していたマッコーリー・グループに対して決断を迫り、一月二三日にテイクオーバー・パネルは二月一五日までに買収提案をおこなうか、以後六カ月間は買収提案をおこなわないかの決定をおこなうように命じた。マッコーリー・グループにはドイツ取引所やユーロネクストのようなロンドン証券取引所の買収に伴うシナジー効果はなく、ライバルであるドイツ取引所やユーロネクストによる買収をロンドン証券取引所が回避するために買収されるという可能性はあったが、ドイツ取引所やユーロネクストの力づくでの買収の可能性がなくなることからロンドン証券取引所にとっては選択肢として残しておくという必要性もなくなったというのが実情であろう。二〇〇〇年のロンドン証券取引所とドイツ取引所の対等合併阻止のためにロンドン証券取引所に買収提案をおこなったスウェーデンのOMグループよりもマッコーリー・グループは知られておらず、買収実現の可能性も低いというのが大方の見方であった。

こうして、テイクオーバー・パネルに強いられる形でマッコーリー・グループは二月八日にロンドン証券取引所に対して一株五八〇ペンスの買収提案をおこなう意向を明らかにし、翌二月九日、ロンドン証券取引所は市場価格の六一〇ペンスを五%下回るこの買収提案を屈辱的であるとして拒否した。くしくも二〇〇四年一二月一二日にドイツ取引所が一株五三〇ペンスの買収提案をおこない、ロンドン証券取引所が拒否したのと同じ構図であったが、ドイツ取引所が市場価格を二三%上回る買収提案をおこなったのに対してマッコーリー・グループは市場価格を下回る買収提案を提示したのである。そして、二月一五日にマッコーリー・グループは買収提案価格を引き上げることなく、賛同する投資家とともにシティ・コードに則った正式な買収提案をおこなったが、ロンドン証券取引所はこの提案を再び拒否した。市場価格を下回る買収提案をおこなったマッコーリー・グループが提案価格を引き上げるといふ見方が強かったが、当初の買い取り請求期限の二〇〇六年一月三十一日にマッコーリー・グループは買収提案価格を引き上げることなく、買い取り請求期限を二月一四日まで延長することを表明した。シティ・コードによれば、マッコーリー・グループは二月二三日まで買収提案価格を引き上げることができ、最終的な買い取り請求期限を三月一〇日まで延長することが可能であったが、マッコーリー・グループは買収提案価格を引き上げることなく、二月二八日に買収提案を正式に撤回した。

ところが、三月一〇日には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。この過程で明らかになったのは、ロンドン証券取引所がドイツ取引所やユーロネクストに対する姿勢とマッコーリー・グループやナスダックに対する姿勢がまったく異なっていることであり、ナスダックによる買収交渉は極めて難しいということであった。

2 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

四月一日、ロンドン証券取引所に対する一株九五〇ペンスの買収提案を取り下げていたナスダックがロンドン証券取引所の株式の一四・九九%を一株一一七五ペンスで取得したと発表し、ニューヨーク証券取引所もロンドン証券取引所の買収に動き出したという報道が流れ、ロンドン証券取引所の株価は急騰した。そして、五月三日にナスダックが一株一二八ペンスでロンドン証券取引所の株式を買い増し、一八・七%を取得したことを発表するに及んで、ユーロネクストはロンドン証券取引所との買収交渉を停止したことを明らかにした。三月一日のナスダックの買収提案に対してロンドン証券取引所はマッコーリー・グループに対してと同様に冷淡であり、これはユーロネクストとロンドン証券取引所の交渉が進んでいる証拠と見られていたが、ナスダックによる株式取得は一年以上に及ぶユーロネクストとロンドン証券取引所の合併交渉を頓挫させた。さらに、五月一日にナスダックは一株一二八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るが、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（二〇%以上の株式の取得で関連会社としてロンドン証券取引所の利益を連結財務諸表に計上することが可能になることも一因）と見られている。こうして、ロンドン証券取引所の冷淡な態度に対してナスダックが実力行使をおこなったわけであるが、ナスダックに株式を売却したのがマッコーリー・グループの買収提案後に買収に反対して株式を買い増したイギリスの機関投資家であるスレッドニードル・インベストメントやスコティッシュ・ウイドウズ・インベストメント・パートナーシップといった大株主であったこともロンドン証券取引所を驚かせた。

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（三月三十一日以後に制約はない）。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。

一〇月二日月曜日、三〇%以上の株式取得が可能になったナスダックからはなんの発表もおこなわれず、この買収問題は短距離走ではなく、マラソンであると形容していたナスダックのグレイフェルド最高経営責任者の発言が思い起こされ、二〇〇七年三月の最低買収価格の期限切れを待つてナスダックが動き出すのではないかという観測が強まった。しかし、ロンドン証券取引所の株価は最低買収価格である一二四三ペンスを上回り続け、買収提案価格は一四〇〇ペンスという噂が流れた十一月九日には二三四二ペンスの高値を記録した。

こうした中で、ロンドン証券取引所の情報料が高すぎるとして新たな取引情報提供サービス機関を二〇〇七年に立ち上げると表明していた七つの投資銀行（シティグループ、クレディ・スイス、ドイツ銀行、ゴールドマン・サックス、メリルリンチ、モルガン・スタンレー、UBS）が二〇〇七年一月から施行されるEUの金融商品市場指令（MIFID）に合わせて新たな取引市場（MTF）を開設する計画（プロジェクト・トルキーズ）を十一月二五日に発表したことを受け、ナスダックの買収絡みで高騰していたロンドン証券取引所の株価はナスダックの最低買収価格を下回る一二三四ペンスまで五・七%下落し、その後も最低買収価格を下回り続けた。

そして、この機を待っていたかのように十一月二〇日、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ロンドン証券取引所の株式を買い増して二八・七五%の株式を取得したことも明らかにしたことを受け、ロンドン証券取引所の株価は一二九〇ペンスまで再び上昇した。⁽²⁾しかし、ロンドン証券取引所は三月一〇日の最初の買収提案の際と同様、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が生じ、翌一月二二日にはヘイマン・インベストメント・アソシエイツ（米ヘッジファンド）が八・八%、シタデル・インベストメント・グループ（米ヘッジファンド）が一・九%、チェイン・キャピタル・マネジメント（英ヘッジファンド）が一・一%の株式を保有していることが判明し、翌一月二二日にはディープヘブン・キャピタル・マネジメント（米ヘッジファンド）が二・九%、ステートストリート・グローバル・アドバイザーズ（米機関投資家）が二・〇%、シス・キャピタル（愛ヘッジファンド）が一・七%、GLG・パートナーズ（英ヘッジファンド）が一・三%の株式を保有していることが判明した。そして、翌一月二三日にはホライズン・アセット・マネジメント（米ヘッジファンド）が二・五%、メイソン（ヘッジファンド）が一・〇%、キネティクス・アセット・マネジメント（米ヘッジファンド）が〇・八%、ハリコン（ヘッジファンド）が〇・七%、ランズダウン（ヘッジファンド）が〇・五%の株式を保有していることが判明し、ヘッジファンド全体で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。さらに、一月二三日にはキネティクスが六・三%（第三株主）まで株式を買い増し、一月二八日にはヘイマンも九・一%（第二株主）まで株式を買い増していることが判明し、ナスダックに買収提案価格の引き上げを暗に要請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、二月一二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（第一次買い取り期限は二〇〇七年一月一日）⁽³⁾。これによって、ロンドン証券取引所による第一次買収防衛文書の公表期限は二月二六日、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、ロンドン証券取引所による買収防衛に関する情報公表期限は二月二〇日、ナスダックによる公開買い付け条件の変更期限は二月二六日、ナスダックによる公開買い付けの最終期限は二月一〇日という一連の日程がシティ・コードにしたがつて確定することになった。

二月一八日、ナスダックに次ぐ大株主であるヘイマン（米ヘッジファンド）が一三一五ペンスで九・六%までロンドン証券取引所の株式を買い増したのに対して、チェイン（英ヘッジファンド）は一三二三ペンスで一%の保有株式を売却したことが判明し、ヘッジファンドの中でも対応が分かれたことが明らかになった。

二月一九日、ロンドン証券取引所は二月二六日の公表期限を大幅に前倒しして、ナスダックの公開買い付けに対する第一次買収防衛文書を公表した⁽⁴⁾。この文書によればナスダックの買い取り提案価格一二四三ペンスは二〇〇七年三月三日までナスダックに認められた最低買収価格であるだけでなく、ロンドン証券取引所の予想一株利益の二四・七倍であり、二〇〇六年三月の提案時（九五〇ペンス）の予想一株利益の二九・八倍、ニューヨーク証券取引所と合併するユーロネクストの予想一株利益の三〇・一倍よりも大幅に低いことを強調し、二〇〇六年に大幅に拡大したロンドン証券取引所の取引と利益の将来予想を全く考慮していないことを明らかにした。これに対して、ナスダックも同日、ロンドン証券取引所は新たな競争相手の出現や利用料引き下げに伴う減益要因を考慮しておらず、買収プレミアムがなければ維持できない水準に現在の株価はありと反論を公表した。

二〇〇七年一月九日、第一次買い取り期限を前にしてロンドン証券取引所は二〇〇六年一〇月から一二月までの四半期報告を通常よりも三週間前倒しで発表し、収入は前年同期比二二％増、経常利益は前年同期比五〇％増、平均取引回数は前年同期比四七％増（電子取引システムSETSでは前年同期比六七％増）という好業績を掲げて改めてナスダックの買収提案を批判した。⁽⁵⁾そして、一月一日にロンドン証券取引所の株価は一二八四ペンスで取引を終え、一月一日の第一次買い取り期限までにナスダックの買い取り要請に応じた株数は〇・六一％であり、ナスダックはシティ・コードにしたがつて一月二六日まで買い取り期限を延長した。

一月一八日、ロンドン証券取引所は第二次買収防衛文書を公表し、二〇〇八年決算期のSETSでの平均取引回数が一八〇％増の四八万回と予想されること、自社株買いを最大二億五〇〇〇万ポンドまで実施することなどを明らかにした。⁽⁶⁾一月一九日にはロンドン証券取引所がナスダックとの交渉に応じるという観測が流れ、ロンドン証券取引所の株価は一時二三五〇ペンスまで上昇した。しかし、ロンドン証券取引所とナスダックの交渉は結局おこなわれず、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一二九五ペンスで一月二六日の取引を終え、ナスダックの買い取り要請に応じた株数は第一次買い取り期限をわずかに上回る〇・六二％であった。そして、ナスダックは買い取り請求期限をシティ・コードが定める最終期限である二月一〇日まで延長することを発表した。

ナスダックは最後まで買い取り価格を引き上げることなく、公開買い付けが失敗した場合には保有株式を売却するという脅しを繰り返し用いてきたが、一月三十一日には公開買い付けが失敗した場合は保有株式を売却する証券取引所の株式を保有し続けることや、大株主としてロンドン証券取引所の経営陣の退陣を求めることはしないということがグレイフェルド最高経営責任者の話として報じられた（ナスダックは報道を否定している）。

3 ロンドン証券取引所の行方

ロンドン証券取引所の株価が暴落でもない限り、二月一日の最終期限にナスダックによる株式公開買い付けが成立する可能性は極めて低い。しかし、ナスダックが三〇％近い保有株式を手放さない限り、新たな買収者がロンドン証券取引所に接近することが困難であることもまた事実である。今回の公開買い付けが失敗すれば、新たな買収提案者が現れない限り、少なくとも一年間はナスダックがロンドン証券取引所に買収提案をおこなうことはできない。ナスダックのグレイフェルド最高経営責任者が形容したように、まさにロンドン証券取引所の買収問題は短距離走ではなく、マラソンである。

一月後半にナスダックによる今回の買収が難しくなったとき、ナスダックはあえて公開買い付け失敗を企てているのではないかというがった見方も数多く報じられた。敵対的買収である以上、買い取り価格がある程度まで引き上げざるを得ないことは明らかであるが、これに目をつけたヘッジファンド等の短期筋が多数参入して、することも先行事例からよく知られている。二〇〇六年三月の最初の買収提案ではナスダックはロンドン証券取引所の株価を八％上回る九五〇ペンスを提示し、マッコーリー・グループの五八〇ペンスやドイツ取引所の五三〇ペンスという買収提案を大幅に上回る好条件を示した。そして、その後もこれをさらに大幅に上回る一一七五ペンスや一二八ペンス、一二四八ペンスといった価格でロンドン証券取引所の株式を二五・一％まで買い集め、ナスダックは金に糸目をつけないのかという印象を与えた。しかし、一転して一一月の二度目の買収提案価格はナスダックに認められている最低買収価格である一二四三ペンスであり、最後まで買収価格の引き上げはおこなわなかった。こうしたナスダックの行動を理解しようとすれば、高値で参入した短期筋の失望を誘い、最終的には安値で短期筋からロンドン証券取引所の株式を買い取ろうとしているとしか考えられない。さらに、心情的に

ロンドン証券取引所の独立性にこだわりそうなイギリスの機関投資家には金に糸目をつけず、株式を買い取って買収ゲームからいち早く退出させたというのが最も合理的な解釈であろう。

ところが、ナスダックのこうした意図を理解した上で短期筋が参入してきているとすれば、ナスダックの思い通りに事が運ぶとは限らない。その際たる代表はナスダックに次ぐ第二株主になって一〇・四四%まで保有株式を積み増しているヘイマン・インベストメント・アソシエイツ（米ヘッジファンド）である。このヘッジファンドを取り仕切るサミュエル・ヘイマンはアメリカ人であり、ロンドン証券取引所に対する思い入れは考えられず、これまでに経営陣の退陣を迫り、買収を成功させたこともあるコーポレート・レイダー（乗っ取り屋）でもある。今のところ、ヘイマンはロンドン証券取引所の経営陣に好意的でナスダックに対しては距離をとっているが、今後どのような動きをするかは予断を許さない。おそらく、ヘイマンは新たな買収者（ニューヨーク証券取引所）が現れ、高値で持ち株を譲り渡すか、ナスダックに高値で買い取らせようとしているとしか考えられない。

ドイツ取引所によるロンドン証券取引所買収提案の際に最高経営責任者と監査役会会長の交代をもたらし、ユーロネクストにドイツ取引所との合併を強いた結果、ユーロネクストのニューヨーク証券取引所との合併をもたらしたのも大株主となったヘッジファンドの影響であり、今回、ロンドン証券取引所もまたヘッジファンドが大株主に名を連ねることになった。そして、ナスダックやニューヨーク証券取引所の株主にもヘッジファンドが多数存在している。ヘッジファンドだから悪いとか、短期取引だから悪いといった批判をすることは株式上場制度を否定することにもつながるので慎まなければならないが、社会的に影響の大きな企業の場合には安定株主を育成する等といったなんらかの対策が必要であろう。取引所の株式会社化や上場といった最近の世界的な流れに対して、取引所の買収、とりわけ敵対的買収という事態は警鐘を鳴らしているのかもしれない。

最後に、それではロンドン証券取引所はこれからどうなるのであろうか。ロンドン証券取引所の持ち主という点では大株主のヘッジファンドがどう動くか次第であると言えよう。しかし、持ち主が誰になろうが、ロンドン証券取引所が現在、最も成功している証券取引所であることに当面は代わりなく、経営陣はこの成功をさらに追及する以外にないであらう。ニューヨーク証券取引所もかつては外国の取引には関心がなく、外国から優良企業を集めて自市場で取引するという殿様商売をしていたわけだが、レギュレーションNMSの導入によってナスダックやECNとの競争を強いられ、その競争での敗北を回避するためのリスクヘッジがアーキペラゴ取引所やユーロネクストとの合併であった。さらに、アメリカで導入されたサーベンス・オクスレー法が外国企業ばかりか、アメリカ企業までもアメリカ市場での上場を敬遠させており、その多くがロンドン証券取引所の運営するベンチャー市場であるAIMに向かっている。そして、このことがナスダックやニューヨーク証券取引所にヨーロッパ、とりわけロンドン証券取引所に対する関心を高めさせている。ロンドン証券取引所は証券取引所としては外国の取引所と合併してもさほどメリットはなく、ナスダックやニューヨーク証券取引所、さらにはユーロネクストやドイツ取引所にとつてこそロンドン証券取引所を取り込むメリットは大きい。ただし、ロンドン証券取引所に弱点があるとすれば、それはデリバティブ市場を欠いていることであり、ロンドン国際金融先物・オプション取引所(LIFFE)がユーロネクストの傘下にあることであらう。ロンドン証券取引所にとつて最も必要なのはLIFFEであつて、ユーロネクストやドイツ取引所ばかりか、ナスダックやニューヨーク証券取引所でもないのである。かつてナスダックやユーレックスが試み、失敗したグローバル取引市場は当面は時期尚早であり、将来的にも実現するかどうかは定かではない。ロンドン証券取引所にとつては持ち主が誰になろうとも現在の成功をできるだけ長く維持することが最も賢明な道であらう。

注

- (1) ドイツ取引所とユーロネクストによる買収提案については、拙稿「ドイツ取引所のロンドン証券取引所買収提案」(本誌一六二八号、二〇〇五年二月)、拙稿「ロンドン証券取引所の買収問題」(本誌一六三三号、二〇〇五年一〇月)、マッコーリー・グループによる買収提案については、拙稿「マッコーリー・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。
- (2) Nightingale Acquisition Limited (a wholly owned subsidiary of the Nasdaq Stock Market, Inc.), *Final Cash Offers of 1,243 Pence Per Ordinary Share And 200 Pence Per B Share (Plus An Amount Equal To The Accrued Dividend)*, 20 November 2006 (http://www.nasdaq.com/newsroom/news/pr2006/R2.5_Nov_2_FINAL.PDF).
- (3) Nightingale Acquisition Limited (a wholly owned subsidiary of the Nasdaq Stock Market, Inc.), *Final Cash Offers*, 12 December 2006 (<http://www.nasdaq.com/indexshares/Offer%20Document.pdf>).
- (4) London Stock Exchange Plc, *Shareholder Circular: Maximise your value in a world of opportunity*, 19 December 2006 (<http://www.londonstockexchange-ir.com/lse/bid/key/reject.pdf>).
- (5) London Stock Exchange Plc, *Shareholder Circular: Trading Statement: unaudited results for the three and nine months ended 31 December 2006 and unaudited earnings per share for the 12 months ended 31 December 2006*, 9 January 2007 (<http://www.londonstockexchange-ir.com/lse/news/releases/2007/2007-01-09a/2007-01-09a.pdf>).
- (6) London Stock Exchange Plc, *Shareholder Circular: Grow with the world's capital market*, 18 January 2007 (<http://www.londonstockexchange-ir.com/lse/bid/key/18jan.pdf>).

NASDおよびNYSEによる自主規制機能の一部統合計画

横山 史生

全米証券業協会（NASD）およびニューヨーク証券取引所（NYSE）は、従来それぞれの会員証券会社に対して行っている検査・処分機能等を統合する計画に着手した。これは両者のいずれの会員でもある証券会社に対する重複的な検査等を効率化することを主たる目的としているが、一九九〇年代以降の米国証券市場の変化の中で進んできた、自主規制機関のあり方を見直す流れに根ざすものでもある。本稿では、今回の計画の概要とその背景について概説する。

1 NASDおよびNYSEによる証券会社検査機能等の統合計画

（１）「規制上の統合」および「新たな自主規制機関」とは何か

二〇〇六年一月二八日にNASDのウェブサイトにおいてNASDおよびNYSEの連名で発表されたプレスリリース^{（１）}によると、両者は、従来それぞれの会員証券会社に対して行っている検査・処分機能等を、二〇〇七年第２四半期中に、新たな自主規制機関に統合することで合意した。これは、両者のいずれの会員でもある証券会社に対する重複的な検査等を効率化することを主たる目的としているものとされる。

ここで言われている「検査・処分機能を新たな自主規制機関に統合する」という表現からは、あたかも従来のNASDおよびNYSEとは全く別個の自主規制機関を新規に設立するかののような印象を受けるが、そうではな

い。今回発表された計画について、その詳細な検討は後段で行うこととし、機能および組織の両面から見て具体的にどのような変更が今後に行われるのかという点を、まず整理しておきたい。

計画されていることは、NYSEの現行の自主規制機能のうちNYSE会員証券会社に対する検査・処分機能等をNYSEから切り離してこれをNASDの現行の会員検査・処分機能等と統合した上で、NASDが従来担っているその他の自主規制機能と一体のものとして運営していくようになる、ということである。NASDおよびNYSEによる証券会社に対する検査・処分機能をこのような形で統合することを、プレスリリースでは「規制上の統合（Regulatory Consolidation）」と表しているのであるが、同じことが「新たな自主規制機関への統合」と表現されるのは、このような機能上の統合に伴う組織の存立形態上の変更を、手続き上は、現行のNASDの定款を改正するとともにNASDという名称を変更することによって行うこととされていることによる。実態としては、NASDがNYSEの会員検査・処分部門を吸収合併した上で自らの名称変更を行うものと考えることができる。

なお、新たな名称については今後に決定するものとされており、プレスリリース等ではこのような機能上の統合を行った後の新たな組織について述べる際に「新自主規制機関（the new SRO）」という表現が多用されている。またNASDは、自らが現行の形態から「新SRO」に形を変えていくための一連の手続き上のプロセスを、NASDは「移行（the transition）」と呼んでいる。このプロセスは、後述のようにNASD定款変更、そのSECへの届出と承認取り付けなど多岐に渡るとともに、NASD会員を中心に関係各方面との調整を要するものなることから、NASDはウェブサイトに「規制上の統合」に関するページ（URLは<http://www.nasd.com/RegulatoryConsolidation/index.htm>）を設け、手続きの進行につれて随時、様々な情報を公表している。

(2) 新SROの目的および機能の概要

このような検査機能の統合を伴う新SROへの移行を行う目的について、プレスリリース等では、規制目的の重複を排除することにより規制の効率性を高め、規制コストを軽減するとともに、市場の公正性および投資家保護の確保に資すること、証券会社の多様なビジネスモデルおよび規模を包括する柔軟な規制枠組みを実現するとともに、証券業界の自主規制機関の運営への参加にかかる公正性を高めること、等を挙げている。「規制目的の重複の排除」については、上述のようにNASDおよびNYSEのいずれの会員でもある証券会社に対する重複的な検査等を効率化することが主眼であるが、プレスリリースによると、NASD会員証券会社五二〇社超のうち大手を中心に約二〇〇社がNYSE会員でもあるとされる。

次に、新SROが担うこととなる自主規制機能等についてプレスリリース等で挙げられているところは、次のように整理できる。

- ①証券会社に対する規制上の監督（業者に対する検査の実施および処分）
- ②登録外務員にかかる試験実施・登録等
- ③紛争処理・仲裁
- ④会員のコンプライアンスにかかる支援
- ⑤ナスダック証券取引所等からの委託に基づく市場売買監視
- ⑥ナスダック証券取引所上場銘柄およびOTCブレティンボード等店頭登録銘柄にかかる取引報告システム等の管理・運営
- ⑦投資家教育

これらのうち①が、今回の計画で「統合」される最大のポイントであり、上述のように、NYSE会員証券会社に対する検査・処分機能等をNYSEから切り離してこれをNASDの現行の会員検査・処分機能等と統合することが計画されている。NYSEは従来から自市場にかかる自主規制機能として、NYSE上場銘柄の売買監視および上場監視を行っているが、これらについては新SROに統合されることはなく、従来どおりNYSE自身、正確にはNYSEレギュレーション (NYSE Regulation) によって行われる。一方、NASDによる検査・処分は従来から、原則として取引の場・態様を問わず証券会社およびその役職員の業務全般について、法令諸規則の遵守状況に対する検査を行うとともに、違反行為に対する制裁・処分（制裁金課徴、業務停止、資格剥奪等）を行うものであり、これについて新SROでは、NYSE会員によるNYSE取引にかかる業務に対する検査・処分を含めて一元的に行っていくことになるものとみられる。

また、③の紛争処理・仲裁の機能・業務も、NYSEから切り離されて新SROに統合されることになっている。証券取引について証券会社等と顧客との間または証券会社相互間で発生する紛争・トラブルの処理・仲裁については、NASDの一部局であるNASD紛争処理機構 (NASD Dispute Resolution) がNASD会員を当事者とする紛争について管轄する一方、NYSEレギュレーションも従来からNYSE会員を当事者とする紛争を管轄する部局を設けているが、今回の計画においてこれについても、NYSEから分離されて新SROに統合されることとなっている。

これ以外の機能、すなわち上記のうち②、④、⑤、⑥、⑦については、NASDが従来から担っている機能をそのまま新SROに引き継ぐ形をとるものとみられる。このうち⑤および⑥については、NASDがナスダック証券取引所等との間で業務委託等の形をとった上で担当している機能であり、これについては後述する。

以上のような「規制上の新SROへの統合」を行うに当り、個々の自主規制機能等にかかる実務を担当する職員との移動が必要となるが、これについてプレスリリースでは、NASDの現在の全職員約二四〇〇名がすべて新SROに移籍するとともに、NYSEレギュレーションの現在の全職員約七四〇名のうち新SROに分離統合される業務を担当している約四七〇名が新SROに移籍する予定であるとしている。

(3) 新SROのガバナンス(理事会の構成)

本計画上の新SROのガバナンスにかかる仕組みの詳細は、NASD定款改正によって定められることになるが、理事会の構成上、各理事が代表する利害の力関係については、概要以下の通りとされている。すなわち、理事の総数は二三名、うち証券界以外からの理事(公益代表理事)一名、証券界代表理事一〇名、新SROの会長およびCEOを兼ねる理事各一名である(会長およびCEOについては具体的な予定者名が公表されており、それぞれ、リチャード・ケッチャム現NYSEレギュレーション会長、メアリー・シャピロ現NASD会長兼CEO)。証券業界代表については、証券会社の業容規模および業務内容に応じて、さらに六つの区分が設けられており、①登録外務員数一五〇名以下の小規模証券会社代表理事三名、②登録外務員数一五一名以上四九九名以下の中規模証券会社代表理事一名、③登録外務員数五〇〇名以上の大規模証券会社代表理事三名、④NYSEスベチャリスト代表理事一名、⑤独立仲介業者等(independent dealer/insurance affiliated firms)代表一名、⑥投資会社(investment companies)代表理事一名、となっている。

なお、以上は新SRO発足時点における理事会の構成にかかる規定であり、発足後一定期間経過後に新SROのもとでの最初の会員総会後に新たに選出される理事会の構成については別途の内容が、定款改正案に盛り込ま

れている。

(4) 新SROへの移行手続き

新SROへの移行に当っては上述のようにNASD定款改正を行うものとされており、NASDは、二〇〇六年一月中旬に定款改正案を公表するとともに、NASD会員に対して改正への賛否にかかる会員投票を二〇〇七年一月一八日までに行うよう呼びかけた。一月二日にその結果が公表されており、NASD会員の六四%の賛成により定款改正が成立したということである。NASDは今後定款改正についてSECへの届出を行い、審査を受けることになるが、NASDは、新SROへの移行を二〇〇七年第2四半期(四～六月)中に完了する予定としている。

2 NASDおよびNYSEの従来の自主規制機能とその変化

NASDとNYSEによる今回の証券会社検査機能等の統合計画は、証券取引所の自主規制機能の一部を分離して別の自主規制機関に移管するものということができ、米国証券市場にかかる自主規制機関のあり方全般に係わる大きな変化をもたらすものというわけではない。とは言え、その背景には、規制の重複を避けるような制度改正が必要ではないかとする年来の課題とそれへの取り組みがあったし、また、ECNの台頭という近年の変化の中でNASDおよびNYSEが自らのレゾン・デートルの見直しを進める中で、自主規制機能のあり方に一定の変化が生じてきていたことも見逃せない。さらには、今回の計画の手続き上の結果として、「全米証券業協会(National Association of Securities Dealers)」とどう一九三九年以来七〇年近くに渡って用いられてきた米国唯一

の国法証券業協会の名称が変更されることになるという変化を伴うものでもある。

ここでは、米国証券市場の自主規制機能にかかる変化を全般的に検討する余裕はないが、今回の新SRO計画を理解するための前提として重要な、近年におけるNASDおよびNYSEのそれぞれにおける組織形態および自主規制機能のあり方の変化について、整理しておきたい。

(1) NASD

NASDは米国で唯一の国法証券業協会として、証券会社（ブローカー・ディーラー）の詐欺的な行為を抑止することと、証券会社による店頭取引について公正な取引慣行を確保することの二つの自主規制機能を担っており、後者のうちのナショナル・マーケット銘柄については、NASDが店頭市場にかかる自動気配表示システムを管理するという形でナスダック市場の運営を行ってきたところ、この二つの機能の間の利益相反が顕在化した事態としてのナスダック市場マーケット・メーカー談合疑惑（一九九四年）を受けて、前者、すなわち証券会社全般にかかる自主規制機能と、後者、すなわちナスダック市場の市場運営とそれにかかる自主規制機能の二つの独立性を確保するための制度改革を重ねてきている。また一九九〇年代末からは、ECNの台頭を受けて取引手法の改善や有力なECNの買収等を進めてきており、その経過の中でも利益相反が問題とされてきた。そのような経緯の上で、二〇〇六年八月に「ナスダック証券取引所（The Nasdaq Stock Market）」としてのSEC登録のもとでの市場運営が行われるようになるに及んで、ナショナル・マーケット銘柄に限定すれば、店頭市場の運営にかかる機能はNASDそのものの手を離れることとなった（表1を参照）。

このような経緯に即してみれば、ナスダック証券取引所の市場運営にかかる自主規制機能が組織としてのNA

SDとナスダック証券取引所との間で、どのように分担されるのかという点で、今回のNYSEとの間での機能統合と類似する関係が生じている。すなわち、ナスダック証券取引所の運営にかかる自主規制業務のうち、ナスダック市場の売買管理等と並んで、ナスダック証券取引所会員証券会社によるナスダック市場業務にかかる検査・処分が、ナスダック証券取引所からNASDに委託されている（表2を参照）。これは単なる業務委託契約にとどまらず、法令およびSEC認可に基づくものである。⁽²⁾これは、一九三四年証券取引所法規則一七d―二により、複数のSROに会員として属する証券業者に、対する規制の重複を排除するために、当該複数のSRO相互間で各々の自主

表1 NASDおよびナスダック市場の市場運営・自主規制の変遷

1994年	Nasdaq市場マーケット・メーカーによる価格談合疑惑発生
1995年	ラドマン委員会報告書、NASDの機構改革を提言
1996年	NASD、持株会社化し、傘下にNASD Regulation社とNasdaq Stock Market社を分離
2000年	NasdaqSM社株式のNASD会員およびNasdaq市場上場企業への売出開始
2000年 9月	Nasdaq市場の国法証券取引所登録申請
2005年 2月	NasdaqSM社、自市場に上場
2005年12月	NasdaqSM社、インスティテュートを買収（INET ECNを子会社化）
2006年 1月	SEC、Nasdaq市場の国法証券取引所登録を認可
2006年 8月	NasdaqSM、国法証券取引所としてのNasdaq市場の運営を開始

表2 ナスダック市場の国法証券取引所化以降におけるNASDおよびナスダック市場による自主規制機能

※NASDの自主規制機能	
・ NASD会員に対する監査・処分	
・ 投資関連広告の規制	
・ 証券外務員登録	
・ 紛争処理・仲裁	
※ナスダック市場の市場運営と自主規制	
・ 規則制定	} →NASDに委託
・ 売買管理	
・ 会員入会審査	
・ 会員に対する検査	
・ 上場管理	→NasdaqSMが実施

規制に係る責任を分担することを、SECの認可を得て取決める (joint plan allocating regulatory responsibility) ことができるという規定であり、これにより、米国においては事実上、一のSROが自主規制業務の全部又は一部を他のSROに委託することが従来から可能となっているのである。このような、証券取引所からNASDへの自主規制業務の法令に基づく委託は、NASDとナスダック証券取引所との間だけではなく、NASDとアメリカ証券取引所、NASDとNYSEアーカ取引所との間等で行われており、一九九〇年代以降の取引所再編の展開を制度面から下支えする役割を果たしてきたとも言える。

NASDとNYSEによる今回の証券会社検査機能等の統合計画は、実質的にはNYSEからNASDへの証券会社検査機能の移管とみることができるが、これは、三四年法規則一七d—二に基づく自主規制業務の委託とは異なって、証券取引所の自主規制機能の一部そのものを制度的に切り離して外部化するものであり、これが法令上どのような合理性を有するかをめぐって、SECが今後新SROへの移行を審査する段階で何らかの議論が生じることもありえるのではないだろうか。

(2) NYSE

NYSEが米国で最有力の証券取引所であることに大方の異論はないものの、ECNの台頭による市場間競争に直面している上に、二〇〇三年以降はスペシャリスト不正行為への対応に追われるという逆風にさらされている。そのような中、NYSEは二〇〇六年三月、ECNとして出発しつつ証券取引所化し (二〇〇一年) 伝統的な証券取引所を買収する (二〇〇五年、パシフィック証券取引所を子会社化) という特異なビジネスモデルを展開してきたアーキペラゴとの合併という手段によって、自市場上場を果たすとともに、自市場にかかる自主規制

表3 NYSEおよびアーキペラゴの市場運営・自主規制の変遷

①アーキペラゴ

- 1997年1月 アーキペラゴ社、ECN業務開始
- 1999年8月 アーキペラゴ社、SECに国法証券取引所登録申請
- 2000年3月 アーキペラゴ社、パシフィック証券取引所（PCX）との提携計画発表
- 2000年8月 アーキペラゴECN、NYSE上場銘柄の取扱い開始
- 2001年10月 SEC、アーキペラゴ証券取引所（ArcaEx）の国法証券取引所登録を認可
- 2005年1月 アーキペラゴ・ホールディングス（ArcaEXの持株会社）がPCXホールディングス（PCXの持株会社）を買収

②NYSE

- 2003年9月 グラッソー会長、高額報酬に対する批判を受け辞任
- 2003年10月 スペシャリスト5社による不正行為に対して制裁措置
- 2005年4月 SEC、NYSEによるスペシャリストへの監督不十分に対して行政処分
- 2006年3月 NYSEおよびアーキペラゴ・ホールディングス社の合併完了：アーキペラゴ・ホールディングス社をNYSEグループ社に名称変更し、NYSE、ArcaExおよびNYSEレギュレーションを子会社化

表4 NYSEグループ成立後におけるNYSEの自主規制機能

- ・NYSEグループ社（持ち株会社＝旧アーキペラゴ・ホールディングス社）の傘下でNYSEおよびNYSE Arca（＝旧ArcaEx）の二つの国法証券取引所がそれぞれ市場運営を行う
- ・独立・非営利法人のNYSE Regulation Inc（＝従来のNYSEの規制・監督部門が移行）がNYSE（およびNYSE Arca）に対して自主規制を行う。
- ・NYSE Regulationの自主規制業務
 - | | | |
|---|------------|-----------------|
| { | 市場（売買取引）監視 | |
| { | 会員監査 →※ | ※→NASDとの新SROに移管 |
| { | 法規執行 →※ | |
| { | 上場管理 | |
| { | 紛争処理 →※ | |
| { | リスク管理 | |
- ・NYSE Arcaの自主規制業務
 - | | | |
|---|-----------------|-------------------------|
| { | 市場（売買取引）監視 | →NYSE Arcaの責任において実施 |
| { | 上場審査手続き | （実務はNYSE Regulationが担当） |
| { | 取引参加者（会員）に対する検査 | →NASDに委託 |

機能を担う組織としてNYSEレギュレーション (NYSE Regulation) を分離独立させた(表3、表4を参照)。

このような経緯の上で現状、NYSEレギュレーションによって担われているNYSEにかかる市場(売買取引)監視、会員検査・法規執行、上場管理等の自主規制機能のうち、会員検査・法規執行の部分が紛争処理とともに、今回の計画によって新SROに移管されれば、NYSEおよびNYSEレギュレーション自身の自主規制機能はきわめてスリム化されることになる。

3 証券自主規制再編の底流

NASDおよびNYSEによる今回の検査機能統合計画は、直接には、規制機能が市場全体として重複する場合にそれを整理して効率化することにより、ひいては市場全体の公正性にも資することを目的とするものであるが、前節でみたように、その根底には、NASDおよびNYSEの組織形態および自主規制機能の変化があり、また、自主規制機関としての役割・責任と市場運営者としての戦略との間の利益相反をいかに解決するかという問題が存在する。この自主規制機関における利益相反という問題を正面から取り上げたのが、二〇〇四年におけるSECの一連の検討であった。⁽³⁾すなわち、「SROのガバナンスに関する新規則制定案」⁽⁴⁾および「自主規制に関するコンセプト・リリース」⁽⁵⁾である。とくに後者では、自主規制機関に内在する利益相反を、①会員との関係(市場運営における特定の会員の影響力が大きい場合に、当該会員に対する適正な自主規制が行われなくなる危険性)、②市場運営との関係(取引における特定の市場参加者のシェアが大きい場合に、当該市場参加者に対する適正な自主規制が行われなくなる危険性)、③上場企業との関係(市場運営における上場企業数増大インセンティブにより、上場審査・上場企業管理の適正さが確保されなくなる危険性)、④自社株主との関係(株主利益

増大インセンティブにより、自主規制業務への適正な資源配分が行われなくなる危険性）の四つに整理したほか、利益相反以外の問題として、⑤複数のSROが存在することによる非効率性、⑥市場間競争の進展による違法取引監視の困難化、⑦自主規制に必要な資金の調達方法の問題、を指摘した。

今回のNASDとNYSEによる検査機能統合計画は、NASDおよびNYSEがそれぞれ抱える利益相反の問題に対する一定の対応をそれぞれが済ませた上で、上記のうちの⑤、すなわち複数のSROが存在することによる非効率性への配慮が主な目的となっているといえるが、そのことによって逆に、証券会社にかかる規制負担の軽減という面に傾くことになれば、再度、上記のうちの①、すなわち会員との関係における利益相反が表面化する危険性もなしとはしない。その意味では、今後SECが新SRO計画に対してどのような判断を示すかが注目される。

SECによる二〇〇四年のコンセプト・リリースではまた、SROの存立形態のあり方を改変する場合の考え方としていくつかの選択肢（モデル）が提示されている。そこでは、証券取引所の市場運営に直接に関わる自主規制機能（上場審査、上場管理、売買管理など）と会員証券会社の業務の公正性を確保することに関わる自主規制機能（証券会社に対する検査・処分など）の二つの間の独立性を確保することが重視されており、個々の取引所が前者の機能を自ら行う一方で後者については単一または複数の別個のSROに集約するというあり方を、「ハイブリッド・モデル」と名付けて提示している。それとの関係で今回のNASDおよびNYSEによる新SRO計画をみると、まさに「ハイブリッド・モデル」の一つの具体化といえることができる。今後、NYSE以外の取引所等においても今回の計画と同様ないし類似の検討が行われるならば、米国証券市場に広く関わるレベルにおいて自主規制機関とその機能にかかる再編が展開することにもなるう。

注

- (1) "NASDAQ and NYSE Group Announce Plan to Consolidate Regulation of Securities Firms," November 28, 2006, in http://www.nasdaq.com/PressRoom/NewsReleases/2006NewsReleases/NASDW_017973.
- (2) SEC Release No. 34-54136, File No. 4-517, July 12, 2006.
- (3) 大崎貞和「米国証券市場における自主規制見直しの動き」、『資本市場クォータリー』二〇〇五年冬号を参照。
- (4) SEC, Proposed Rule, Fair Administration and Governance of Self-Regulatory Organization, November 18, 2004, Release No. 34-50699, in Federal Register, Vol. 69, No. 235, December 8, 2004, pp. 71126-71255.
- (5) SEC, Concept Release on Self-Regulation, November 18, 2004, Release No. 34-50700, in Federal Register, Vol. 69, No. 235, December 8, 2004, pp. 71256-71282.

(よみやま じせい・客員研究員)

証研レポート既刊目録

No.1623 (2004.4)	執筆者
変わりつつある証券会社の人事制度	二上
証券会社による企業再生アドバイザー業務の現状	松尾
レギュレーションNMS	吉川
—SECの全米市場システム改革案—	
「レギュレーションNMS」に見る市場情報手数料	清水
No.1624 (2004.6)	
税制改革と債券市場の新たな展開	中島
—解消した債券の「課税玉」と「非課税玉」の問題—	
証券会社による企業再生アドバイザー業務の現状(続)	松尾
米国の内外証券投資について	伊豆
—一九世紀イギリスの地方証券取引所	清水
No.1625 (2004.8)	
国債の補完供給制度と新現先方式のレボオバ	中島
証券仲介業を巡る新しい動きについて	二上
証券会社による再生ファンド関連業務とプリンシパル投資業務	松尾
SECのヘッジファンド規制案について	伊豆
No.1626 (2004.10)	
今後の証券業	二上
ニューヨーク証券取引所のハイブリッド化	吉川
—NYSEダイレクト+の改訂拡張案—	
欧米の債券電子取引の現状について	清水
ユーロ債流通市場における価格情報インフラ	横山
No.1627 (2004.12)	
国債発行方式の新たな展開	中島
—国債市場特別参加者制度の創設について—	
シンジケートローンと普通社債	松尾
国際収支不均衡とその対応策	伊豆
社債市場の透明性	横山
—IOSCO報告書を中心に—	
No.1628 (2005.2)	
証券販売チャネルの今後	二上
—イギリスの経験—	
人民元の切り上げをめぐる	伊豆
ドイツ取引所のロンドン証券取引所買収提案	吉川
ニューヨーク証券取引所のスペシャリスト問題について	清水
No.1629 (2005.4)	
政府短期証券・短期国債の現先売買と発行時源泉徴収制度	中島
地方再生における産業再生機構の役割	松尾
レギュレーションNMSの決着	吉川
—SECによる全米市場システム改革—	
アーキベラゴとパシフィック証券取引所の経営について	清水
No.1630 (2005.6)	
コーポレート・ガバナンスの新たな展開	二上
ブレトンウッズ体制の「復活」?	伊豆
—アメリカの対外不均衡をめぐる—	
米国株式市場の再編	吉川
—ボスト・レギュレーションNMS—	
米国社債・地方債に係る取引結果情報公表のリアルタイム化	横山
No.1631 (2005.8)	
国債決済リスクの削減と国債清算機関の創設	中島
地方再生ファンドの現状	松尾
アメリカの空売り規制と日本へのインプリケーション	清水
日本における敵対的買収防衛策の導入	福本

No.1632 (2005.10)	執筆者
コーポレート・ガバナンス論の回顧と展望	二上
NYSE外国株市場の最近の動向について	伊豆
ロンドン証券取引所の買収問題	吉川
欧州における債券電子取引の動向	横山
—シティグループ社によるMTSでの債券大量売買をめぐる—	
No.1633 (2005.12)	
レボは売買か貸借か	中島
—レボの法律上の扱いについて—	
DDSと企業再生	松尾
全米市場システム(NMS)とトレード・スルー	清水
夢真HDの日本技術開発に対する敵対的買収事件が示したもの	福本
—買収防衛策としての株式分割の役割と現行TOBの問題点—	
No.1634 (2006.2)	
証券リテール・ビジネスの現状と課題	二上
最近のネット取引ブームについて	伊豆
マカリー・グループのロンドン証券取引所買収提案	吉川
英国債券流通市場の透明性に関するFSAディスカッション・ペーパー	横山
No.1635 (2006.4)	
長期信用銀行の消滅と金融債の発行停止	中島
企業再生手法の多様化	松尾
—DDS・メザニン・信託—	
欧米の清算・決済コストについて	清水
大量保有報告制度の特例報告	福本
No.1636 (2006.6)	
米国のネット証券について	伊豆
NYSEとユーロネクストの合併合意	吉川
—欧米証券取引所再編の思惑—	
アジア債券市場育成構想における市場の重層性	横山
No.1637 (2006.8)	
四〇年の歴史を閉じた国債シ団引受発行	中島
証券会社決算に見る証券業務の変化	二上
MSCBとディスクロージャー制度	松尾
「アメリカ証券取引委員会(SEC)の証券市場規制」	清水
一般債のペーパーレス化	福本
No.1638 (2006.10)	
証券販売チャネルの最近の状況	二上
〈世界的不均衡〉の拡大について	伊豆
ユーロネクストをめぐる攻防	吉川
—欧米取引所再編の行方—	
EUおよび英国における債券市場の透明性に関する検討の動向	横山
—EU金融商品市場指令との関連性—	
No.1639 (2006.12)	
旧現先と新現先の基本契約書について	中島
—現先売買から現先取引へ—	
米国の空売り規制緩和と実験	清水
—SECによる実証研究—	
株主の特定は必要か	福本
大手証券会社の企業再生業務	松尾
—プリンシパル・インベストメントを中心に—	

証研レポート第一六四〇号
二〇〇七年二月十二日発行

(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2月号

発行所

財団法人 **日本証券経済研究所**
大 阪 研 究 所

〒541-0041 大阪市中央区北浜2-1-5 大阪証券会館別館

電話 (06) 6201 0061 (代表) Fax (06) 6204 1048

<http://www.jsri.or.jp>

定価400円(本体381円)