

米国F I N R Aによる債券マークアップ・ポリシーの制定と運用

横山 史生

1 社債売買における過剰なマークアップに対するF I N R A (旧N A S D) による処分

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

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

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

らの取引の執行価格を当時の市場実勢に照らしてチェックすることを怠った内部管理体制上の過失責任を負う、という。しかし、本件がどの規定に抵触し、どの規定を根拠として処分が行われたのかについて、FINRA プレシリリースでは具体的には明らかにされていない。後述のように、SEC および NASD は従来から FINRA (旧 NASD) 規則二四四〇条および理事會解釈二四四〇一を根拠として、一定以上の大きさのマークアップを伴うような債券取引を行った証券業者に対する処分を行ってきた経緯があることから、本件処分もそれらと同様の適用によるものと考えられる。

もともと、従来の処分対象は、社債以外の債券(財務省証券、地方債など)の場合が多く、社債にかかるマークアップが問題となったことはあまりなかったのに対して、今回は社債の取引が処分の対象となっていることは、注意を要する。というのは、本件処分発表のおよそ一カ月前の七月五日に、上述の FINRA (旧 NASD) 理事會解釈 (Interpretative Material : IM) 二四四〇一の改正により IM 二四四〇一二「地方債を除く債券の取引にかかるマークアップ・ポリシー」⁽⁴⁾が制定・施行され、社債を含む債券取引にかかるマークアップの公正性確保のための規定が整備されたばかりであるからである。本件処分は、FINRA (旧 NASD) が社債取引にかかるマークアップの公正な水準について明確な判断を下した初の事例―それは、本件処分が FINRA としての発足後における初の証券業者処分事例であったというだけでなく、旧 NASD 時代を含めて社債については初の、という意味においてであるが―という位置付けを与えることができるかもしれない。そのような位置付けに関連する従来の経緯を、次節で概観することとする。

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

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

2 「債券マークアップ・ポリシー」制定に至る経緯

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

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

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

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

いるため、証券業者が5%を上回るマークアップを伴う売買取引を行った場合であっても、それをこの「マークアップ・ポリシー」自体によって業者の不正行為と認定し直ちに制裁を加えるわけではない、という限定的な位置付けとなっている。その意味では、このFINRA（旧NASD）理事会解釈IM24401は、その上位規程であるFINRA（旧NASD）規則2440ととも、マークアップ（売買スプレッド）の公正な水準についての原則論を定めたものに過ぎないのである。

それでは、原則論ではない実態としての公正性の確保はどのようにして行われるのかといえば、証券業者に対するSECないしNASDによる監督上の検査において問題のある疑いのあるマークアップを伴う売買取引が指摘されたり、または取引当事者によって訴訟や裁定が提起されたりする場合において、FINRA（旧NASD）規則2440および理事会解釈IM24401を有力な根拠とした判断が行われて、業者側に対して民事上の賠償金または行政処分上の課徴金ないし制裁金が課せられる、という形を取っているのが、実態であり、これが、いわば「マークアップ・ポリシーの実態的運用」と呼ぶべき効果を上げているとみることができよう。

なお、理事会解釈IM24401は、その適用対象については、原則としてすべての証券を規定しており、債券も含まれること⁽⁵⁾から、債券についても実態的運用の事例の蓄積がある。たとえば、一九九六年にSECが財務省証券および政府抵当金庫（GNMA）債の取引において三・五四%ないし四・七三%のマークアップ率を伴う取引を行った証券業者に対して行政処分を検討した事例⁽⁶⁾、一九九九年にNASDレギュレーションが、地方債取引において4%を越えるマークアップ率を伴う取引を行った証券業者に対してMSRB規則G30（注5を参照）違反として賠償金および制裁金の支払いを命じた事例⁽⁷⁾、等である。

ただ、理事会解釈IM24401は、そもそもは株式を念頭ににおいて定められたものであるため、債券を対

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

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

具体的には、一九九四年七月にNASD（現FINRA）によって債券マークアップ・ポリシー案（理事会解釈IM二四四〇―二の案）が公表されたが、5%を越えるマークアップ率を不適切とみなすとの内容であったことや、マークアップの基準となる再取得コストに代替する数値として業者間気配を用いることを認めたものの、それを用いることができる証券業者の業態・業容を比較的狭く規定したこと（ホールセルのマーケットメイクを行うことに加えて小口顧客との売買を行っていること）等から、証券業者側が実務上の観点から多くの異論をパブリック・コメントで述べ、大幅な修正を余儀なくされた⁸⁾。一九九八年に修正案が公表されたが、証券業者側

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

「債券マークアップ・ポリシー」の制定がこのように難航したのは、上述のような債券市場の特性を制度に反映させることの困難さによるところが大きい。その検討過程において一九九八年から二〇〇五年までの空白期間の後に二〇〇七年になってようやく決着したことの背景には、マークアップの基準となる価格データにかかる制度整備の面で、社債の売買取引の結果にかかる証券会社からNASD（現FINRA）への報告をもとにNASD（現FINRA）が銘柄名・出来値・出来高等の情報を逐次に公表する仕組みであるTRACE（Trade Reporting and Compliance Engine）が二〇〇二年七月に制度化・運用開始され、さらに二〇〇六年一月には、報告・公表対象銘柄がほぼ全ての社債に拡大されるとともに、報告後即時のリアルタイムでの公表が開始されたことも、大きく関係していると考えられる。

3 二〇〇七年「債券マークアップ・ポリシー」の内容

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

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

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

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

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

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

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

4 今後への示唆

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

まず、従来の理事会解釈IM二四〇―一「マークアップ・ポリシー」に加えてIM二四四〇―二「債券マークアップ・ポリシー」が制定されたことにより、債券の売買取引にかかるマークアップの公正性のあり方がFIRRA規則の体系の中に明確に位置づけられたことである。そして、その規定ぶりにおいては、個々の債券についての顧客との間での売買取引の成立が散発的であるために再取得コストが不明確である場合においても、同一債券または類似債券にかかる業者間取引価格ないし気配等を基準としてマークアップ率を算定すべきという、具体的な手法が明確に定められたことが、重要である。証券業者は今後、債券売買取引価格の公正性を事後的に挙証できるような取引の遂行及び売買管理の実施に、従来以上に意を用いる必要が出てくるであろう。

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

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

注

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

則制定委員会 (Municipal Securities Regulatory Board : MSRB) 規則G330において、地方債取引業者が自己勘定において顧客との間で行う取引におけるマークアップを含む価格は公正かつ合理的なものでなければならぬ等と規定されている。

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

(たけがやま じせい・客員研究員)