

証 研

レポート

No.1676

2013年2月

取引所再編成の背景と意義

二上季代司（1）

日本銀行法と「最後の貸し手」機能

伊豆 久（9）

ICEによるNYSEユーロネクスト買収合意

吉川 真裕（24）

独自性を発揮するNYSE Arca取引所

～米国で拡大するETP市場の開拓者～ 志馬 祥紀（34）

SECのフォームF4に関連する問題

福本 葵（47）

取引所再編成の背景と意義

二上季代司

今年一月、東証と大証が経営統合し、「日本取引所グループ」が発足した。これによって、わが国の現物株および株式・債券の先物・オプション取引は実質的に国内単一の取引所グループに集約されることになった。すなわち国内における証券取引所の集約・統合はこれではほ一段落したといつてよいだろう。他方、今月には、コモディティ取引においても東京穀物商品取引所の解散と上場商品の移管⁽¹⁾が行われ、商品取引所の再編統合の動きがみられる。

ところで、海外に目を転じると、昨年は、「香港取引所」による世界最大の非鉄金属取引所「LME（ロンドン金属取引所）」の買収がイギリスの監督機関（FSA）の承認を得て本決まりとなった。続いて年末には、北海ブレント原油や農産物の電子取引所「ICE（インターコンチネンタル取引所）」がニューヨーク証券取引所を運営するNYSEユーロネクストを買収することで両社間の合意が成立した。

海外主要諸国では、国内取引所の集約・統合は一九九〇年代までにほぼ完了しており、二〇〇〇年代以降、取引所再編成は国境を越えた統合へと、その舞台を移している。クロスボーダーの取引所合併・統合は、二〇〇〇年代前半はEU通貨統合をうけてEU域内にとどまっていたものの、後半以降になると、統合は大西洋を越え、アメリカとヨーロッパにまたがる取引所連合、NYSEユーロネクスト、ナスダックOMXが誕生している。またこうしたクロスボーダーの統合再編の動きは、証券取引所のみならず商品取引所を巻き込んだものになってい

るのも二〇〇〇年代に入ってからの特徴である。

そこで問題となってくるのは、わが国で始まった証券取引所や商品取引所の再編成は、今後、どのような展開を遂げるのか。海外の動きと同じ歩みを辿るのか、ということだろう。それを知るためには、①世界の取引所はなぜ統合を繰り返しているのか、その背景は何か、②この統合の最終的な均衡点(終着点)⁽²⁾の姿はどのようなものか、③終着点があるとすれば、現在は再編成のどの段階なのか、という設問を解かなければならないだろう。以下では、このうち①を中心に見ておきたい。

1 取引所の評価尺度

世界の取引所が合併・買収を繰り返す動機の一つは、取引所の評価尺度が変質したことにある。以前は、上場会社数や上場会社時価総額、取引高など、取引所が提供する「市場の機能」の質と量が、証券取引所を評価する際の尺度であった。しかし、今日では取引所自身の株式時価総額の大きさが優先すべき評価尺度になっている。そして企業価値という点では証券取引所も商品取引所も区別なく同列に評価されるようになるのである。

そこで、上場取引所の時価総額のランキングを見ると、表1のようになる。一位は香港取引所、ついでアメリカのシカゴ市にあるCME、三位がブラジルのサンパウロ取引所と続き、世界最大の証券市場を擁するNYSEユーロネクストは六位に過ぎない。

こうした取引所に対する評価尺度の転換が、取引所経営に大きな影響を与えていることは間違いない。市場からの企業価値向上のプレッシャーのほかに企業価値の絶対的水準の高低は、買収戦略あるいは買収防衛策を大きく左右するからである。たとえば、香港取引所はLME買収に当たって、買収資金の四五%を増資によって賄う

計画であるが、この増資は発行済み株式数の六%弱に当たる。この程度の増資規模にとどまっているのは、言うまでもなく香港取引所の時価総額の絶対水準が高いからである。逆に、時価総額が小さければ買収される側に回ってしまうだろう。

こうして、時価総額引き上げのために、収益源の強化・多角化、コスト削減、他取引所との合併などが喫緊の課題となってくるのである。

2 取引の電子化とその進展

取引所株の時価総額がこれほどの意味を持つてくる発端は、言うまでもなく取引所が株式会社へ組織変更し、しかも取引所株を上場したからである。では、その理由は何だろうか？

株式会社化と取引所株の上場に先鞭をつけたのは一九九三年設立のドイツ取引所（D B）であった。同社はフランクフルト証券取引所をはじめドイツ国内の取引所の市場運営会社であるが、現物株取引に「Xetra（クセトラ）」と呼ばれる電子取引システムを導入した。電子化によって、取引の大量処理と迅速化、コスト低減を狙ったのであった。

表1 世界の主要な上場取引所の時価総額

	円換算レート		時価総額（億円）
香港取引所	香港ドル	11.95	20,328
CME	米ドル	92.72	18,247
サンパウロ証券・商品・先物取引所 （ブラジル）	リアル	46.63	13,242
ドイツ取引所	ユーロ	126.46	11,723
ICE（アメリカ）	米ドル	92.72	9,476
NYSE Euronext	米ドル	92.72	7,835
シンガポール取引所	シンガポールドル	74.72	6,223
オーストラリア証券取引所	オーストラリアドル	96.48	6,078
LSE（イギリス）	ポンド	145.48	4,835
NASDAQ/OMX	米ドル	92.72	4,380
日本取引所			4,119
TMX（カナダ）	カナダドル	93.05	2,715

（注）時価総額、円換算レートはともに2013年2月1日現在。
（出所）各社ホームページより作成

このシステムの導入および維持費用には多額の資金が必要であったことから、DBは当初から株式会社として設立され、自社株をフランクフルト証券取引所に上場したのである。これが、他国の取引所にも波及していくのであるが、取引所の株式会社化ならびに取引所株の上場には、次のようなメリットがあった。

すなわち、①会員組織であれば会員総会の議決権は一人(社)一票であるが、株式会社組織であれば一株一票となり、「資本の論理」が貫徹し、大資本による意思決定が可能になること、②取引所株を上場すれば資金調達力が向上することである。このことは、多額の資金が必要な「取引の電子化」にとって必要条件だったのである。

ドイツは、時差のないロンドン市場に流出していた取引を奪還すべく「Xetra」を導入したのだが、この成功は、ヨーロッパ域内において「電子取引システム」の導入を普及させ、したがってまた各国取引所の株式会社化と取引所株のIPOを一般化させた。それと同時に電子取引システムを「共通のプラットフォーム」として利用すべく取引所連合が結成されることになった。こうして生まれたのがドイツとスイスの合弁デリバティブ取引所であるEUREXである(一九九八年)。このEUREXの急成長に対抗して、イギリスとフランスのデリバティブ取引所も電子取引に移行する。そして、二〇〇〇年には、パリ、アムステルダム、ブリュッセルの三か国取引所が合併してEuronextが設立されたのである。そして、イギリスのデリバティブ取引所LIFFEがEuronextに買収され(二〇〇三年)、Euronextのデリバティブ市場部門のプラットフォームはLifeコネクトに共通化されたのである。

他方、こうした電子取引の共通プラットフォーム化は、アメリカにおいて世界最大のデリバティブ取引所(CMEグループ)を生み出すことになった。シカゴのデリバティブ取引所CMEは電子取引の意義をかなり早くか

ら認識しており、すでに一九八七年に「Globex」の開発に着手している。シカゴには農産物の老舗のデリバティブ取引所としてCMEのほかにCBOTがあり、両社は規制的に拮抗するライバルであったのだが、電子取引システムでCBOTは、遅ればせながら「echo」と呼ばれるシステムを自前開発していたものの、Globexの優位性は揺るがず、CBOTはついに「Globex」導入を決断し、CMEとの統合に踏み切る（二〇〇七年）。同様に、Globexを導入していた原油などエネルギー取引に強いNYMEXも統合に参加し（二〇〇八年）、ここに世界最大のデリバティブ取引所、CMEグループが誕生するのであった。

3 規制緩和

取引所の統合を促進させた第三の要因は、さらなる規制緩和とそれによる市場間競争の促進である。とりわけ、二〇〇五年「レギュレーションNMS」によって「トレードスルー規則」が緩和され、NYSEから上場株式の取引流出が加速された。「トレードスルー規則」とは複数ある市場のうち最良気配を提示している市場を無視した取引執行を禁じる規則であるが、この規則緩和によって、僅差であり顧客が望むなら最良気配ではない市場で執行してもよいことになったのである。NYSEは電子取引システムの導入が遅れており、ECNと呼ばれる私設の電子取引システムと比べ執行に時間がかかる。発注時点を見ればNYSEでの気配が最良であっても、執行時点では劣っているかもしれないのである。このトレードスルー規則の緩和により、NYSEから私設の電子取引システムへの取引流出が加速する可能性が出てきた。

この措置は、電子取引の優位性をさらに強め、二〇〇六年、NYSEは大手ECNの「アーキペラゴ」を買収する。その際、組織変更を行って株式会社化し、NYSE株を上場したのである。同様にナスダックもECN

(二〇〇四年に「ブルート」、二〇〇五年に「アイネット」)を買収、自らの株式をNASDAQ市場に上場した。

同じころ、EUでは「投資サービス指令」に代わって証券関連規制の中心を担う「MIFID (金融商品市場指令)」が採択され(二〇〇四年)、二〇〇六年四月までに国内法に置き換えることになった(その後、二〇〇七年一月まで期限延長された)。このMIFIDはこれまでの取引所集中義務を撤廃し、私設取引システムとの市場間競争を促進させる内容を含んでいた。この結果、MTF (Multilateral Trading System) と呼ばれる私設取引システムがシェアを拡大させ、既存の証券取引所の現物株取引シェアが低下し始めた。

こうして現物株取引の流出に直面した欧米主要取引所間で、現物株取引のコスト低減、収益源の多様化を狙う取引所統合が二〇〇〇年代後半から始まる。二〇〇七年のNYSEとEuronextの統合、二〇〇八年のナスダックとOMXとの統合は、こうした背景の下で進められたのである。

ちなみに、統合発表時、両グループは合併効果を次の二つ、①収益シナジー(クロスボーダー取引の拡大、新商品の相互販売、上場促進など)と②コストシナジー(取引システム統合によるIT関連投資の合理化)、に分けて試算しており、NYSEユーロネクストの場合は二七%対七三%、ナスダックOMXの場合は三三%対六七%であった。つまりこの二つの大西洋を越えた取引所の統合は、コストシナジーに重きを置いた統合であった。⁽⁴⁾

4 現物・デリバティブ・コモディティの総合化

ところで、二〇〇〇年代後半以降の取引所統合は、市場間競争による現物取引のシェア低下が一因であることは否定できないが、それだけではなく、そもそも現物株取引の収益性が低いことが原因であるように思える。それはデリバティブ取引と比べれば理解できる。

現物取引は上場会社が申請しなければ上場会社は増えないし、上場審査基準の設定や上場審査は自主規制部門下にある。つまり取引所の上場セールス活動には本来、限度がある。すなわち、上場商品拡大への「企業努力」の効果には限界があるわけだ。他方、デリバティブ商品とりわけ証券デリバティブの上場については、取引所の工夫次第で拡大させられる余地があるだろう。取引高を見ても、現物株では発行株式数以上には売り物は出てこないが、証券デリバティブは現金決済が中心であることも手伝って、いくらでも売りを出すことができ、取引高に制限はないのである。

他方、コスト面を見れば、現物株の場合は、適時開示など「上場管理」にかなりのスタッフを抱えておく必要があるが、証券デリバティブではこの点でのコスト負担がない。要するに、収入およびコストの両面で、現物取引市場はデリバティブ市場に比べ収益性がもともと低くならざるを得ないのである。⁽⁶⁾

そうだとすると、取引所の統合再編は、現物市場の低収益性をデリバティブ市場の高収益性で補う、という内部補助目的あるいは多角化による収益源の分散化目的のものも考えられるだろう。もちろん、この統合は一方的にデリバティブ側のコスト負担になれば成立しがたい。

東証と大証の統合の場合には、東証が債券先物部門を大証側へ統合することでバーターが成立したのであろうし、ICEによるNYSEユーロネクストの買収にも、後者の側に世界有数のデリバティブ取引所であるLIFEがあるからこそ、ICEが買収しようと考えたのだろう。

これまでの多くの取引所統合再編はCMEグループを除けば、現物取引主体の取引所がコストシナジーを追求したものが多かった。これがある程度、一段落した現在、今後は、現物、デリバティブさらにはコモディティをふくめ、収益源の多様化による総合的な取引所を目指した統合再編が出現するのではないだろうか。

- (1) とうもろこし・大豆・小豆・粗糖は「東京商品取引所（旧東京工業品取引所）」、コメは「大阪堂島商品取引所（旧関西商品取引所）」に移管された。
- (2) ここ数年の世界における取引所再編成の動きについては、吉川真裕氏が詳細な紹介と分析を行っている（『SGXによるASX買収合意』『証研レポート』一六六四号、二〇一一年二月、「国境を越えた取引所の合併・買収」同一六六六号、六月、「LSEGによるTMX買収合意の撤回」同一六六八号、一〇月、「ドイツ取引所とNYSEユーロネクストの合併撤回」同一六七〇号、二〇一二年二月）。本稿もこれに多くを負っている。
- (3) レギュレーションNMSについては、吉川真裕「米国株式市場規制レギュレーションNMS」『証券経済研究』六一号（二〇〇八年三月）、清水葉子「レギュレーションNMS後のニューヨーク証券取引所の地位について」『証研レポート』一六五五号、二〇〇九年八月を参照のこと。
- (4) 日本証券経済研究所編『ヨーロッパの証券市場』二〇一二年版、一三八ページ。
- (5) もっともコモディティのデリバティブ取引所になると別のコスト負担が発生する。コモディティの場合には決済方法は現物決済が中心であるため、受渡し物品の品質鑑定や保管倉庫の設置費用などがかさんでくるからである。
- (にかみ きよし・客員研究員)

日本銀行法と「最後の貸し手」機能

伊豆 久

はじめに

一九九〇年代以降、日本銀行は、日本銀行法が定める「通常業務」の範囲を超える様々な資金供給をおこなってきた。個別金融機関へのいわゆる「特融」、預金保険機構への貸付、金融機関保有株式の買入れ、ETFやREITの買入れなどがそれである。

バブル崩壊後の金融危機、景気低迷、デフレ、そして政治的圧力の高まりがこうした措置を日銀に促してきたのである。

本稿では、通常業務以外のこうした資金供給が、日銀法上どのような位置付けにあるのか、整理する。

1 旧日銀法と特融等

現在の日本銀行法（以下、現行法）は、一九九七年に、旧日本銀行法（二九四二年制定、以下、旧法）の全文改正によって成立した（一九九七年六月一日成立、六月一八日公布、九八年四月一日施行）⁽¹⁾。

まず、旧法における特融等について確認しておこう。よく知られているように、旧法における特融⁽²⁾は、第二五条「日本銀行ハ主務大臣ノ認可ヲ受ケ信用制度ノ保持育成ノ為必要ナル業務ヲ行フコトヲ得」の規定にもとづくものであり、一九六五年の山一証券、大井証券への（取引先銀行を通じた）融資がよく知られている。しかし第

二五条の発動はそれが最初ではない。終戦直後の一九四七年、復興金融金庫の発足にあたって、その資金調達のための債券が市中で消化困難であるとの判断から日銀が引き受けることとなったが、それも第二五条を根拠としている（『日本銀行百年史』第六卷一〇三頁）。

山一・大井証券への特融以後、三〇年近く第二五条の発動はなかったが、一九九〇年代に入り、バブル崩壊後の不良債権処理の過程でたびたび活用されることになる。

信用組合から地方銀行、さらには都銀、大手証券会社へと信用不安が拡大する一方で、政府と預金保険機構による破綻処理制度の整備には時間がかかり、そうしたなかで、日本銀行が、破綻金融機関の預金扨戻しに、あるいは事業譲渡を受け

表 1 特融等の実施例

旧法第25条		現行法第38条			
①	復興金融金庫	1947年 2月15日	⑰	みどり銀行	1998年 5月15日
②	山一証券	1965年 5月29日	⑱	国民銀行	1999年 4月11日
③	大井証券	1965年 7月 6日	⑲	幸福銀行	1999年 5月22日
④	東京共同銀行	1995年 1月13日	⑳	東京相和銀行	1999年 6月12日
⑤	コスモ信用組合	1995年 7月31日	㉑	なみはや銀行	1999年 8月 7日
⑥	東京共同銀行	1995年 8月28日	㉒	新潟中央銀行	1999年10月 2日
⑦	木津信用組合	1995年 8月30日	㉓	信用組合関西興銀	2000年12月16日
⑧	兵庫銀行	1995年 8月30日	㉔	朝銀近畿信用組合	2000年12月29日
⑨	みどり銀行	1996年 1月26日	㉕	石川銀行	2001年12月28日
⑩	東京共同銀行	1996年 4月26日	㉖	中部銀行	2002年 3月 8日
⑪	新金融安定化基金	1996年 9月24日	㉗	りそな銀行	2003年 5月17日
⑫	阪和銀行	1996年11月21日	㉘	足利銀行	2003年11月29日
⑬	京都共栄銀行	1997年10月14日			
⑭	北海道拓殖銀行	1997年11月17日			
⑮	山一証券	1997年11月24日			
⑯	徳陽シティ銀行	1997年11月26日			

- (注) (1) ①復金債の引受け。②240億円まで、後390億円までに増額。③80億円まで。④破綻した2信組の受け皿銀行として設立、200億円の出資。⑤兵庫銀行の受皿銀行、1,100億円の劣後貸付。⑩2,200億円の貸付。⑪住専処理のために日銀と民間金融機関の出資によって設立、1,000億円の拠出。上記以外は金額未定の貸付。
- (2) 日付は、(①を除いて)日本銀行政策委員会の議決日。
- (3) 金額未定の貸付の貸付額は、一定の期日(営業譲渡の終了等)までの預金の扨戻し等に必要最小限の金額、として決定された(実際の貸付はなされなかった場合を含む)。
- (4) 証券会社、信用組合への貸付は、それぞれ、取引銀行、全国信用協同組合連合会を通じてなされた。

(出所) 『日本銀行政策委員会年次報告書』、日銀ウェブサイト「信用秩序維持に資するための資金供給」等より作成。

る金融機関向けに資金を供給しつづけたのである。

2 現行日銀法と特融等

そして、この旧法第二五条の内容は、現行法においては、第三七条と第三八条の二つに分割して規定されることになった。

第三七条は、システム・トラブルなどによって一時的な資金不足に陥った金融機関に対する無担保貸出の場合で、一九八五年に米国で発生したバンク・オブ・ニューヨークのトラブルを念頭に制定された。つまり、バランスシートに問題はないものの、突発的な事故により一時的な流動性不足が発生した場合の融資である。それに対して、第三八条は、ソルベンシーに問題がある銀行への資金供給を定めている（後掲資料2、5、6参照）。

現行法施行から現在まで、第三七条が発動されたことはないが、第三八条については表1にまとめた例がある。金融機関の破綻は、一九九一年から二〇〇二年までで合計一八〇件に上るが、それを旧法下（九八年三月まで）と現行法下（九八年四月以降）に時期区分すると、前者が三六件、後者が一四四件である（件数は預金保険機構『平成金融危機への対応 預金保険はいかに機能したか』二〇〇七年に拠る）。ところが、特融等の発動件数は、前者が一六件、後者が一二件と旧法下のほうが多い。また、旧法下では、受皿銀行への出資など、預金の払戻し等のための流動性供給以外の資金供給も行われていたが、現行法下ではそれらは見られない。こうした変化は、九〇年代末以降、破綻処理体制の整備が進み日銀への依存度が低下したことを反映している。言い換えれば、旧法下の（破綻件数に比べた）特融等の頻繁な発動は、本来、政府・預金保険機構の行うべき破綻処理を肩代わりしたものと見えよう。

しかし、第三七条と第三八条の違いは、対象となる銀行が流動性不足か資本不足かの違いだけではない。条文をよく読むと、第三八条では、第一項で「大蔵大臣」が「日本銀行」に「要請」し、第二項で「日本銀行」が当該要請に応じて必要な業務を行うことが「できる」となっている。「要請」するのは政府で、日銀は要請がなければ第三八条を発動することはできない。あくまでイニシアティブは政府の側にあるのである。そして、「要請」があれば日銀は発動することが「できる」のであるから、逆に、要請を拒否することも法律上は可能だと解釈される。ところが第三七条を見ると、すべては日銀の判断に委ねられており、政府が関与する余地はない。このように第三七条と第三八条では政府と日銀の関係が大きく異なっているのである。⁽³⁾

このような異なった扱いとなった理由は、現行法制定時の中央銀行研究会、金融制度調査会の答申の以下の叙述から明らかである（資料5、6参照）。

すなわち、①「経営の健全性に問題のない金融機関の緊急かつ一時的な流動性不足」については「日本銀行が独自の判断で、流動性供給を」行うべきであり、②信用不安への対応においては「金融機関の破綻処理等の行政的手法を要することから、最終的な責任は政府にある」ことを確認した上で、「政府が・・・日本銀行に対し、信用秩序維持のために必要と認める措置を講じることができるとし、この要請に、日本銀行が政策委員会の議決により同意した場合、必要な措置が講じられる仕組みとする」と整理されたのである。

では、振り返って旧法第二五条では、日銀と政府の関係はどのように規定されていただろうか。

条文では、日銀が大蔵大臣の認可を受けて実施することになっており、日銀が主体的であるかのように読める。しかし旧法においては日銀が大蔵大臣の監督下にあることから、そうした読み方は意味をなさない。大蔵大臣は、日銀に対して、監督権（第四二条）、業務命令権（第四三条）、解任権（第四七条）等を保持しており、法律上、

日銀の独立性は著しく制約されていた。例えば、先述の一九四七年の復金債の引受けにおいても、大蔵省銀行局長から日銀総裁への通牒の発出が始まりであった。

3 預金保険法による日銀融資

しかし、日銀の「通常業務」以外の資金供給は、旧法第二五条、現行法第三八条の発動だけではない。その一つが、預金保険法にもとづく預金保険機構への貸付である。

預金保険機構は、政府、日銀、金融機関三者の一億五千万円ずつの出資により、一九七一年に設立された。⁽⁴⁾金融機関が預金額に応じて納付する保険料により、破綻金融機関の預金者に一定額（当初、一〇〇万円）までの元本を保証する仕組みをとっていたが、緊急時には、日本銀行から借入れ（当初、五〇〇億円まで）をすることが認められている（資料3参照）。この日銀貸出は、旧法においても現行法においても日銀法ではなく、預金保険法を根拠とする例外的なものである。したがって、この貸出を行うにあたって、日銀法第三八条の政府による要請や第四三条の認可は必要ない（ただし、保険機構の側で、借入れを行う際に、政府の認可が必要）。

当初、保険機構からの支援は、破綻金融機関の清算とセットになった預金の払戻しが想定されていたが、金融機関の清算が現実的でないことから、一九八六年に、金融機関の存続を前提とした資金援助方式が導入される。しかし、バブルが崩壊するまで預金保険が実際に発動されることはなかった。

そして、一九九二年、東邦相互銀行が伊予銀行に救済合併される際、設立以来初めて保険機構からの支援が実施され、以降、東洋信用金庫、釜石信用金庫の救済と続く。ただしこの時点では、支援額はまだペイオフ・コスト（所定の元本と利息の払戻しに必要な資金）までに限定されていた。ペイオフ・コストまでの支援だけでは破

綻金融機関の不良債権処理には不十分であったが、銀行融資に対する一定のニーズがあり、かつ店舗行政が厳しかった当時においては、合併や営業譲渡によって獲得できる店舗網の価値が大きかったため、それでも救済金融機関を見つけることができたのである。

ところがその後、破綻金融機関の増大により預金保険機構は資金不足に陥り、また、救済金融機関を見つめるためにはペイオフ・コストを超える支援が必要となる。さらには、引受け手が見つけれず、新たな受け皿銀行を設立する必要さえ生じるようになった。そこで、一九九六年九月以降、保険機構は、先に紹介した預金保険法の規定にもとづき、不足する資金を日銀から借り入れることになったのである。一時的に不足する資金は、本来、預金保険機構債の発行、または市場からの借入れによって調達されるはずであったが、それは実際には難しく、九六、九七年度は借入れのほとんどを日銀に依存することになった。その残高は、九八年度末には六兆六千億円を超えている。その後も、保険機構の債務残高は増加していくが、日銀の金融緩和政策の進展、保険機構債の日銀適格担保化等により、市場からの調達に移行し、二〇〇一年度以降、日銀借入残高はゼロとなっている。⁽⁵⁾

このように、日銀からの預金保険機構向け貸付は、一時的とはいえ、極めて大きな金額に達しており、また、それは、日銀法改正が議論された時期と重なっていたにもかかわらず、関連する規定が現行日銀法に書き込まれることはなかった。また、この問題は改正時の審議会等の報告書においても全く触れられていないが、その理由
は筆者には確認できていない。

4 「他業禁止規定」のただし書きの活用

もう一つの、「通常業務」以外の資金供給は、現行法第四三条の他業禁止規定のただし書き規定の活用である。

日銀は、政府の認可を受ければ日銀法に規定されていない業務を行えるのである（資料2参照）。それが実際に用いられたのは、

- ①金融機関保有株式の買入れ（二〇〇二年一月～二〇〇四年九月、二〇〇九年二月～二〇一〇年四月）
 - ②劣後ローンの供給（二〇〇九年四月決定～二〇一〇年三月）
 - ③ETF、REITの買入れ（二〇一〇年一月～）
- である。

第三八条の活用には政府からの要請が必要であり、また、その要請は、「信用秩序の維持に重大な支障が生じるとき」または「その他の信用秩序の維持のため特に必要がある」ときに限定されている。しかし、たとえば株式の買入れをとれば、銀行の保有株式を抑え銀行の健全性を高めるためとされたが、信用不安への対処とはいえなかったため、第三八条の適用には無理があるとされたのである。そもそも、銀行の株式保有を減らすのであれば、市場で売却すればよいだけである。といって、日銀が株価に関与することは望ましくなく、また可能でもない。しかし、政府からの圧力は強まる一方であった。そこで、第四三条のただし書きが、政府からの圧力をかわす便法として利用されてきたように思われる。日銀は、強制通用力をもつ不換紙幣の独占的発行権を与えられているのであるから、その業務範囲に法的な制約がかかるのは当然であり、それを定めた他業禁止規定を逸脱することは、ただし書き規定があるとはいえ極めて例外的な時にしか許されるべきではないであろう。

5 非「通常業務」と情報公開

そして、本稿で取り上げた、「通常業務」（現行法第三三条）以外の資金供給については、日銀の情報公開上、

重大な問題があるように思われる。

現行法の制定によって、日銀は、政府からの高い独立性を与えられる一方、そのガバナンスは情報公開（透明性）によってチェックされることになった。中央銀行研究会が、答申のサブタイトルを「開かれた独立性を求めて」としているのはその意味である。具体的には、日銀の最高意思決定機関となった政策委員会の議事については、議事要旨（一ヶ月後）と議事録（一〇年後）が公開され（第二〇条）、また国会に対しても報告書（通貨及び金融に関する報告書）を六ヶ月ごとに提出すること（第五四条）になっている。

ところが、こうした情報公開の対象になっているのは、政策委員会のうち、金融政策決定会合（第一五条第一項）に限定され、それ以外の政策委員会会合（通常会合）には公開の義務がない。そして、本稿で取り上げているいわゆる特融等（第三七条、第三八条）、他業禁止のただし書き（第四三条）に関する事項等は、通常会合での議事とされているため（第一五条第二項）、会議の内容が公開されることはないのである。

たとえば、前述のように、日銀は、二〇〇二年に他業禁止のただし書き規定を利用して金融機関保有の株式の買入れを決定しているが（九月一八日に買取り方針を、翌月一日にはその基本要領を決定）、これらの決定はいずれも通常会合でなされており、従って、その議事要旨、議事録が公表されることはなく、また「通貨及び金融に関する報告書」においても触れられていない。特融等については、個別の金融機関の経営内容等に関する議論がなされるためその過程を公開することは望ましくないと考えられたのかもしれない。しかしそれでは、（透明性によって担保される独立性）という現行法の根本が揺らぎはしないだろうか。また他業禁止のただし書きについては、それがたびたび活用されることになるとは想定されなかったのかもしれないが、現実と大きな齟齬が生じている。通常会合についても、資金供給に関する部分は、情報公開がなされるべきであろう（前掲神田一九

注

(1)

日銀法改正は、①九六年六月の、自民・社民・さきがけ与党三党「金融行政をはじめとする大蔵省改革プロジェクト・チーム」による「新しい金融行政・金融政策の構築に向けて」の発表、②中央銀行研究会（総理大臣の私的研究会）答申「中央銀行制度の改革―開かれた独立性を求めて」（一九九六年一月）、③金融制度調査会「日本銀行法の改正に関する答申」（一九九七年二月）を経て、実現した。

立法関係者による解説として、國枝繁樹（大蔵省銀行局総務課課長補佐）「日本銀行法の改正について」『ファイナンス』一九九七年七月号、神田秀樹（中央銀行研究会委員）「日本銀行法の改正」『ジュリスト』一一一九号、一九九七年九月一五日、館籠一郎（金融制度調査会会長）「金融制度調査会の『日本銀行法の改正に関する答申』」『金融』一九九七年三月、江頭憲次郎（金制調小委員会委員）「日本銀行法の改正について」平出慶道他編『現代企業法の理論』信山出版、一九九八年などがある。

他に、法学者による検討として、櫻井敬子「日本銀行の法的性格」碓井光明他編『公法学の法と政策（下）』有斐閣、二〇〇〇年、塩野宏監修 日本銀行金融研究所「公法的観点からみた中央銀行についての研究会」編『日本銀行の法的性格―新日銀法を踏まえて』弘文堂、二〇〇一年などがある。

(2)

「特融」という言葉そのものは、日銀法では新旧いずれにおいても用いられておらず、厳密な定義はない。日銀では戦前より「特別融通」という言葉が使われており、「特融」はその略語として一般化したものと思われる。ただし、旧法第二五条の発動すなわち「特融」ではない。本文で述べているように、復金債の引受けや東京共同銀行への出資な

どは、第二五条にもとづくが融資ではないため「特融」には含まれない（出資等を含めると特融「等」となる）。現行法においては、第三八条にもとづく貸付のみが「特融」であつて、第三七条の一次的貸付は「特融」に含まないといふのが日銀の解釈のようである（日本銀行金融研究所編『日本銀行の機能と業務』有斐閣、二〇一一年、一四七頁）。ただし、第三七条による貸付も含めるべきだとの意見もある（前掲神田二〇頁参照）。

(3) 小栗誠治「システミック・リスクと中央銀行の「最後の貸し手」機能」『彦根論叢』第三四二号、二〇〇三年も参照。

(4) 預金保険制度の推移については、「破綻処理手法の進化と関連法の整備」預金保険機構前掲書参照。

(5) 預金保険機構の財務については、「破綻処理財源の変遷と預金保険機構の財務構造のあり方」預金保険機構前掲書参照。

資料1 旧・日本銀行法（一九四三年三月二〇日施行）

第二〇条【通常業務】日本銀行ハ左ノ業務ヲ行フモノトス

一 商業手形、銀行引受手形ソノ他ノ手形ノ割引

二 手形、国債其ノ他ノ有価証券、地金銀又ハ商品ヲ担保トスル貸付

・

第二五条【信用制度保持育成】日本銀行ハ主務大臣ノ認可ヲ受ケ信用制度ノ保持育成ノ為必要ナル業務ヲ行フコトヲ得

第二七条【他業禁止】日本銀行ハ本法ニ規定セザル業務ヲ行フコトヲ得ズ但シ日本銀行ノ目的達成上必要アル場合ニ於テ

主務大臣ノ認可ヲ受ケタルトキハ此ノ限ニ在ラズ

第三三条【通常業務】日本銀行は、第一条の目的を達成するため、次に掲げる業務を行うことができる。

- 一 商業手形その他の手形の割引
- 二 手形、国債その他の有価証券を担保とする貸付け

第三七条【金融機関等に対する一時貸付け】日本銀行は、金融機関（・・・）その他の金融業を営む者であつて政令で定めるもの（以下「金融機関等」という。）において電子情報処理組織の故障その他の偶発的な事由により予見し難い支払資金の一時的な不足が生じた場合であつて、その不足する支払資金が直ちに確保されなければ当該金融機関等の業務の遂行に著しい支障が生じるおそれがある場合において、金融機関の間における資金決済の円滑の確保を図るために必要があると認めるときは、第三十三条第一項の規定にかかわらず、当該金融機関等に対し、政令で定める期間を限度として、担保を徴求することなくその不足する支払資金に相当する金額の資金の貸付けを行うことができる。

第二項 日本銀行は、前項の規定による貸付けを行ったときは、遅滞なく、その旨を大蔵大臣に届け出なければならない。

第三八条【信用秩序の維持に資するための業務】大蔵大臣は、金融機関の業務又は財産その他の状況に照らし信用秩序の維持に重大な支障が生じるおそれがあると認めるとき、その他の信用秩序の維持のため特に必要があると認めるときは、日本銀行に対し、当該金融機関への資金の貸付けその他の信用秩序の維持のために必要と認められる業

務を行うことを要請することができる。

第二項 日本銀行は、前項の規定による大蔵大臣の要請があったときは、第三十三条第一項に規定する業務のほか、当該要請に応じて特別の条件による資金の貸付けその他の信用秩序の維持のために必要と認められる業務を行うことができる。

第四三条【他業の禁止】 日本銀行は、この法律の規定により日本銀行の業務とされた業務以外の業務を行ってはならない。ただし、この法律に規定する日本銀行の目的達成上必要がある場合において、大蔵大臣の認可を受けたときは、この限りでない。

(注 現在までに、「大蔵大臣」を「内閣総理大臣及び財務大臣」とするなどの改正が行われている)

資料3 預金保険法

第四二条【借入金及び預金保険機構債】

第二項 機構は、前項に規定する業務を行う場合における一時的な資金繰りのために必要があるときは、内閣総理大臣及び財務大臣の認可を受けて、日本銀行から資金の借入れ(借換えを含む。)をすることができる。

第四項 日本銀行は、日本銀行法(平成九年法律第八十九号)第四十三条第一項の規定にかかわらず、第二項の資金の貸付けをすることができる。

資料4 与党三党プロジェクト・チーム「新しい金融行政・金融政策の構築に向けて」（一九九六年六月一三日）より。

過剰流動性やバブルにおけるマクロ経済政策の誤りを繰り返さないためにも、中央銀行としての独立性と政策決定責任をより鮮明にする方向で、日銀法を改正する必要がある。．．．第五に、金融機関の健全性を確保する観点から、日銀審査・日銀特融のあり方について明確に（明定）する。．．．政府において透明かつ公正な検討の場を設けることを検討すべきである。

資料5 中央銀行研究会（総理大臣の私的研究会）「中央銀行制度の改革―開かれた独立性を求めて」（一九九六年一月二二日）より。

（信用不安への対処）

信用不安が生じた場合の対応については、金融機関の破綻処理等については行政的手法を要することから、最終的責任は政府にあるが、日本銀行は「最後の貸手」として重要な役割を担う必要がある。

その際の日本銀行の役割は、基本的には、信用秩序維持の観点から、適切な流動性を供給していくことであり、明白に回収不能なケースについての損失補填は、金融機関のモラルハザードを避けるために行うべきではない。

信用不安への対処においては、政府の行う金融システムの安定化策（信用秩序維持政策）と日本銀行の政策との整合性を確保する必要があり、政府のイニシアチブで、日本銀行との合意を経て、必要な措置が実行される枠組みを用意すべき

である。

他方、金融機関の一時のかつ緊急の流動性不足のような場合には、明確な規定の下、日本銀行独自の判断で流動性の適切な供給を行うこととすべきである。

資料6 金融制度調査会「日本銀行法の改正に関する答申」(一九九七年二月六日)より。

「信用秩序維持に資する業務」についての「説明」

1 (信用秩序維持における日本銀行の役割)

これまで、日本銀行は、現行日本銀行法第二五条の規定に基づき、大蔵大臣の認可を得て、無担保の貸出等を実施してきた。信用不安が生じた場合の対応については、金融機関の破綻処理等の行政的手法を要することから、最終的な責任は政府にある。しかしながら、日本銀行も、「最後の貸手」として重要な役割を担っており、信用秩序維持の観点から適切な流動性供給を行うことが求められる。ただし、明白に回収不能なケースについての損失補填は、金融機関のモラルハザードを避けるためにも行うべきではない。

2 (一時貸付)

経営の健全性に問題のない金融機関においても、コンピュータ故障等により、緊急かつ一時的な流動性不足が生じるおそれがあり、日本銀行による一時的な流動性の供給が必要とされることが考えられる。こうした場合に該当する事例と

しては、一九八五年に、バンク・オブ・ニューヨークが、コンピュータ故障により、ニューヨーク連銀の口座に巨額の赤残を抱え、ニューヨーク連銀が緊急融資を行った例がある。

自己資本の充実の状況などに照らし、経営の健全性に問題のない金融機関の緊急かつ一時的な流動性不足に速やかに対処しうるよう、一定の期間を限度として、日本銀行が独自の判断で、流動性供給を行いうることを認めることが適当である。

3 (信用秩序維持のための特別な業務)

新しい金融行政の下では、自己資本の充実の状況に応じて、問題を先送りすることなく、政府が、適切な是正措置を講じていくこととされている。こうした政府が講じる信用秩序維持のための措置と日本銀行の行う流動性供給は、総合的である必要がある。

このため、経営の健全性に問題のある金融機関の処理その他の信用不安への対処においては、政府が信用秩序維持のため、日本銀行に対し、信用秩序維持のため必要と認める措置を講じることができるとし、この要請に、日本銀行が政策委員会の議決により同意した場合、必要な措置が講じられる仕組みとすることが適当である。

ICEによるNYSEユーロネクスト買収合意

吉川 真裕

二〇一二年二月一九日夕方、ニューヨーク証券取引所（NYSE）やヨーロッパの取引所連合であるユーロネクストを傘下を持つNYSEユーロネクストを、イギリスでの原油先物取引やクレジット・デフォルト・スワップ（CDS）のクリアリング業務をおこなうアメリカのインターコンチネンタル取引所（ICE）が一株三三ドルで買収する形で統合交渉を進めており、早ければ二〇日にも正式発表があるという報道が流れ、時間外取引でNYSEユーロネクストの株価は引値の二四・〇五ドルから二九・二〇ドルまで急騰した。二月二〇日早朝には報道通り、ICEによるNYSEユーロネクストの買収合意に関するプレス・リリースが発表され、八時四五分からはコンファレンス・コールがおこなわれた。株式交換を含めた買収合意価格は一株三三・一二ドルであり、NYSEユーロネクストの株価は三三・三八まで一時は上昇したが三二・二五ドルで取引を終了し、ICEの株価は四％一時は下落したが前日比一・四％上昇の二三〇・一〇ドルで取引を終えた。

本稿ではICEによるNYSEユーロネクストの買収合意の内容と経過、ICEの歩みを紹介し、買収合意の背景について考察する。

1 買収合意の内容

二〇一二年二月二〇日に公表されたプレス・リリース⁽¹⁾によれば、前日の引値で計算して一株三三・一二ドル

(総額八二億ドル)の価格でICEがNYSEユーロネクストの株式を買い取る。ただし、NYSEユーロネクストの株主は現金上限二七億ドルと株式上限四二五〇万株の範囲内で、①現金三三・一二ドル、②〇・二五八一株のICE株式、③現金一一・二七ドルと〇・一七〇三株のICE株式、のいずれかを選択することになる予定である。この総額八二億ドルの買収資金の内訳はICEの株式六七%と現金三三%からなり、三三・一二ドルの買収提案価格は前日の引値で計算して三七・七%のプレミアムでの買収価格ということになる。

そして、このプレス・リリースでは買収価格の説明に続いて以下の一〇項目が列挙されている。

- ①買収完了後、NYSEユーロネクストの株主は三六%のICE株式を保有することになる。
- ②買収に必要な資金はICEの保有資金とクレジット・ファシリティによって支払われる。
- ③アメリカとヨーロッパの監督機関と株主の承認を経て二〇一三年後半に買収完了を予定している。
- ④四億五〇〇万ドルの経費節減の大半は買収完了後二年間で実現する見込みである。
- ⑤一五%以上の利益増加は買収完了後一年間で実現する見込みである。
- ⑥買収実現後、ICEクリアリングはより資本効率が悪くなり、清算会員に対して経営上の効率を改善する。
- ⑦ICEはNYSEユーロネクストのブランドを維持し、アトランタとニューヨークにヘッドクォーターを設置する(NYSEの所在地に加えて二〇一三年六月に新たなオフィスをニューヨークのミッドタウンに設置する)。
- ⑧ICEは金利関連商品を含めてLIFFEのデリバティブ商品の国際市場運営者としての役割を維持する。
- ⑨市場環境とヨーロッパの監督機関の支持のもとでユーロネクストを大陸ヨーロッパの企業として新規公開する。

⑩ I C E のジェフリー・スプレッカー (Jeffrey C. Sprecher) 、スコット・ヒル (Scott A. Hill) がそれぞれ会長兼 CEO と CFO を引き続き務め、NYSE ユーロネクストのダンカン・ニーターアウアー (Duncan L. Niederauer) は社長と NYSE グループの CEO を務め、NYSE ユーロネクストの取締役から四人が I C E の取締役会に加わる (I C E の取締役は現在の一人から一五人となる) 。

プレス・リリースでは、この後に金融面でのベネフィット、経営面でのベネフィット、競争と市場構造面でのベネフィットが説明され、最後に双方のアドバイザーが紹介されている。I C E の筆頭 (lead) 財務アドバイザーはモルガン・スタンレー (Morgan Stanley) であり、BMO キャピタル・マーケット (BMO Capital Markets Corp.) 、ブロード・ベント・キャピタル・パートナーズ (Broadhaven Capital Partners) 、JDモルガン (JP Morgan) 、ラザード (Lazard) 、ソシエテ・ジェネラル (Societe Generale Corporate & Investment Banking) 、ウエルズ・ファアロ (Wells Fargo Securities, LLC) も財務アドバイザーを務める。I C E の法務アドバイザーはサリバン・クロムウェル (Sullivan & Cromwell LLP) とシエママン&スターリング (Shearman & Sterling LLP) が務める。他方、NYSE ユーロネクストの主要 (principal) 財務アドバイザーはペレラ・ワインバーグ・パートナーズ (Perella Weinberg Partners) と QZD パリバ (BNP Paribas) であり、ブラックストーン・アドバイザー (Blackstone Advisory Partners) 、シティグループ (Citigroup) 、ゴールドマン・サックス (Goldman Sachs & Co.) 、モリス (Moelis & Co.) も財務アドバイザーを務める。そして、NYSE ユーロネクストの法務アドバイザーはワッチェル・リプトン・ローゼン&カッツ (Wachtell, Lipton, Rosen & Katz) 、スローター&メイ (Slaughter & May) 、スティーブ (Stibbe N.V.) が務める。

2 合併合意に至る経過

二〇一一年二月にNYSEユーロネクストはドイツ取引所に一株三九ドルで株式交換によって買収されることに合意したが、同年四月になってナスダックOMXとICEからNYSEユーロネクストに対する買収提案が公表された。NYSEユーロネクスト株式一株に対して四二・五〇ドル（一四・二四ドルの現金とナスダックOMX株式〇・四〇六九株、ICE株式〇・一四三六株の株式交換）の買収条件が提示され、三月末のドイツ取引所の株価と為替レートで換算したNYSEユーロネクスト買収価格に比べて一九%のプレミアムであった。買収後にNYSEユーロネクストは分割され、ICEがLIFFE、LIFFE・US、NYPC（DTCCとの合併で設立した清算機関）を獲得し、ナスダックOMXが残りを獲得することが予定されていた。しかし、五月にナスダックOMXとICEは買収提案を取り下げた。その理由は司法省（反独占局）からNYSEとナスダックの統合は株式上場市場の独占化をまねく恐れがあり、ナスダックOMXがNYSEユーロネクストを買収した場合には司法省（反独占局）が法的措置を取るという連絡を受けたためであった。この買収提案の取り下げを受け、同年六月にドイツ取引所とNYSEユーロネクストはEU（欧州委員会競争総局）に合併承認を求めたが、紆余曲折を経て二〇一二年二月一日に欧州委員会は合併計画を承認しないという決定をおこない、翌二月二日にドイツ取引所とNYSEユーロネクストは合併計画を撤回していた。⁽²⁾

関係者の証言によると、二〇一二年二月にNYSEに上場するICEの四半期決算に対して、NYSEユーロネクストのニードアウェアCEOが「いい決算じゃないか（Hey, good quarter）」という三語のメールをICEのスペルッカー会長兼CEOに送ったことで敵対的買収提案以降途絶えていた両者の接触が再開したという。そして、二〇一二年九月後半にICEからクリアリング子会社の設立を進めていたLIFFEのクリアリング業務

をおこないたいという申し入れがあり、八週間で今回の買収合意に至ったという。

三八%のプレミアムでの買収合意は当初から疑問を呈されていたが、NYSEユーロネクストはそれだけの価値がある会社だとICEのスペレッカー会長兼CEOは語っていた。しかし、二〇一三年一月末になって明らかになった話ではCMEグループとバークシャー・ハザウェイ (Berkshire Hathaway) もそれぞれNYSEユーロネクストと買収交渉をおこなっており、一月二八日にバークシャー・ハザウェイが一株三〇ドル近くの買収提案をおこなっていたということであるから、三三・一二ドルの買収合意価格も納得がいく。⁽³⁾ ちなみに、バークシャー・ハザウェイの提案はヨーロッパのデリバティブ・ビジネスをバークシャー・ハザウェイが定めた最低価格以上で売却することが条件になっていたという。そして、一月一二日と二三日の交渉でもバークシャー・ハザウェイは買収価格を引き上げなかったことから二月二〇日のICEによる買収合意に至ったという。なお、CMEグループからは具体的な買収価格の提示はなかったらしい。

今回の買収合意発表直後からLIFFEを除いたユーロネクスト(フランス、オランダ、ベルギー、ポルトガルの取引所連合)の新規公開計画はICEがヨーロッパの株式ビジネスに興味がないからだと見られていたが、新規公開はヨーロッパ大陸の取引所運営に自立性を与えるためであり、ヨーロッパの監督機関の買収承認を得るためだとICEのスペレッカー会長兼CEOは弁明しており、NYSEユーロネクストのニードアアウアICEもユーロネクストをライバルの取引所グループに売却するつもりはないと語っている。⁽⁴⁾ 当然、この背景にはナスダックOMXやドイツ取引所、ロンドン証券取引所グループを牽制すると同時に売却価格の引き上げを狙っての発言とも考えられるが、今のところ積極的に買収に名乗りを上げる取引所グループは見当たらない。

3 I C Eの歩み

買収合意発表直後、アメリカでは創業から一二年のベンチャー企業が二二〇年の歴史を持つニューヨーク証券取引所を買収すると騒がれたが、I C Eの実像を知る証券市場関係者は少ない。一月一九日にニューヨーク・タイムズ紙がスプレッカー会長兼CEOとI C Eに関する特集記事を掲載しているので以下ではこの記事を参考に(5)してI C Eの歩みを簡単に紹介する。

スプレッカーはウィスコンシン州のマディソンという町で育ち、大学卒業後に南カリフォルニアの製造業企業に就職した。電力会社を立ち上げていたウィリアム・プレンティス (William Prentice) にセールスしたことが縁で、一九八三年にプレンティスのウエスタン・パワー・グループに転職し、スプレッカーは電力ビジネスにかかわることになった。一九九六年にコンチネタル・パワー・エクステンジというアトランタ州の電力会社を買収した電力会社エンロンの経営陣ともスプレッカーは接触していたが、余剰電力の取引システムの構築をエンロン自身が企てていることを知り、エンロンとの関係は終焉を迎えた。コンチネタル・パワー・エクステンジは余剰電力の競争売買取引を仲介していたが、エンロンは自らが売り・買い双方の相手方となる電力取引市場を立ち上げ、取引を拡大していった。エンロンのビジネス・モデルに批判的であったモルガン・スタンレーとゴールドマン・サックスがエンロンへの対抗馬としてコンチネタル・パワー・エクステンジに目をつけ、株式の八〇%を買収した後、シエル、トタル、ブリティッシュ・ペトロリウムといった大口ユーザーにその株式の一部を売却し、利用者が株主(株主が利用者)というスプレッカーのビジネス・モデルはこの時確立することになった。そして、二〇〇一年のエンロンの倒産はスプレッカーに大きなチャンスをもたらすことになった。

ニューヨーク・マーカンタイル取引所（NYMEX）にクリアリング業務の一部を委託すれば新会社の株式の一〇%を売却するという提案が退けられた二日後、スプレツカーとウォール・ストリートの支持者はインターコンチネンタル取引所（ICE）という新会社を二〇〇〇年に設立した。二〇〇一年にNYMEXがイギリスのインターナショナル・ペトロリウム・エクスチェンジ（IPE）に買収提案をおこなった際、ICEは二倍の買収提案をおこない、IPEを獲得した。ICEがIPE（現在のICEフューチャーズ・ヨーロッパ）でのフロア取引を廃止し、完全電子化を決めた際、NYMEXはダブリン、後にはロンドンにもIPEの主力商品であるブレント原油をフロアで取引する先物取引所を開設したが、取引を奪うことはできなかった。逆にIPEは取引の電子化が遅れたNYMEXの主力商品であるWTI原油先物の電子取引を開始し、取引を奪ってNYMEXを脅かすことになり、これが電子化の進んだCMEグループにNYMEXが二〇〇八年に買収される一因ともなった。

二〇〇五年一月にICEはNYSEに上場し、二〇〇七年にはCMEに買収されることで合意していたシカゴ商品取引所（CBOT）に対してICEは買収提案をおこなった。本社をシカゴに移すことまで提案していたが、買収提案は受け入れられず、砂糖やココアが主力商品であるニューヨーク商品取引所（NYBOT）をICEは二〇〇七年に買収した。二〇〇八年にはIPE等のイギリスでの取引所のクリアリング業務を、子会社として設立したICEクリア・ヨーロッパにLCHクリアネットから移管し、取引所取引のクリアリング・ビジネスにICEは参入した。そして、二〇〇九年にはCBOTのクリアリング業務を失い、経営危機にあったTCCを大手金融機関から買い取り、CDSのクリアリング業務をICEトラスト（現在のICEクリア・クレジット）という子会社で開始した。CDSのクリアリング業務に関してはCMEグループを嫌ったニューヨークの大手金融機関との共同事業であり、店頭取引であるCDSのクリアリング規模としては世界最大を誇っている。

4 買収合意の背景

二〇一一年二月にドイツ取引所とNYSEユーロネクスの合併合意が発表された際、NYSEユーロネクスのリーダーアウアーCEOは対等合併を強調していたが、六対四の比率で株式交換をおこなうことからドイツ取引所によるNYSEユーロネクスの買収であることは自明であり、NYSEユーロネクストが単独での生き残りに固執していないことは明らかであった。ただし、ナスダックOMXとICEによる高値での買収提案を退けたことから、ライバルであるナスダックOMXと組むことには反対であり、おそらくLIFFEを切り離すことにも反対であったと考えられる。他方、ナスダックOMXとともに買収提案をおこなったICEはLIFFEとデリバティブ関連業務のみを買い取る形であり、NYSEユーロネクスの株式関連業務には興味を示していなかった。ドイツ取引所とNYSEユーロネクスの合併が欧州委員会競争総局で問題にされた際、ヨーロッパにおけるデリバティブ取引の独占化が焦点であり、LIFFEをICEに売却すればドイツ取引所とNYSEユーロネクスの合併が拒否されることはなかったはずである。しかし、ドイツ取引所もNYSEユーロネクストもLIFFEの売却には同意せず、ICEによるNYSEユーロネクスの買収という事態に至ることになった。LIFFEを欲しいICEとNYSEを欲しがるパークシャー・ハザウェイがNYSEユーロネクストを分割して買収するということも考えられたはずであるが、ナスダックOMXとICEによる買収提案の際と同様にNYSEユーロネクストはLIFFEとの分離にはあくまで反対していたようである。ICEによるNYSEユーロネクスト買収計画ではLIFFEはICEのデリバティブ・ビジネスに統合され、NYSEグループとは直接関連をもたなくなるが、グループ内の高収益部門（デリバティブ）に低収益部門（株式関連）が支えてもらおうという考えがNYSEユーロネクストの経営陣には強かったのではないであろうか。

ここで、興味深い数字を列挙しておけば、二〇〇一年にユーロネクストが新規公開した際の時価総額は二八億ユーロ、同年ユーロネクストがLIFFEを買収した価格は五億五五〇〇万ポンド、二〇〇五年にICEが新規公開した際の時価総額は二〇億ドル、二〇〇六年のNYSEグループ誕生時の時価総額は一五二億ドル、二〇〇六年にNYSEがユーロネクストを買収した価格は八〇億ユーロ（二〇二億ドル）、二〇〇七年にICEがCBOTに提示した買収価格は一一八億ドル、二〇一一年にドイツ取引所が提示したNYSEユーロネクスト買収価格は一〇〇億ドル、ナスダックOMXとICEが提示したNYSEユーロネクスト買収価格は一一〇億ドル、そして今回ICEによるNYSEユーロネクスト買収提案価格は八二億ドル、買収提案直前のICEの時価総額は九三億ドル、NYSEユーロネクストの時価総額は五三億ドルである。ICEの時価総額が五倍近く増加しているのに対して、NYSEユーロネクストの時価総額は三分の一に減少しており、二〇〇六年のユーロネクスト買収価格を下回る価格でNYSEユーロネクストは売却されることになる。こうした数字にも表れているように、利益を上げられない株式関連ビジネスと利益を伸ばすデリバティブとクリアリング・ビジネスは対照的である。

これまで買収した取引所を完全に電子化してきたICEがNYSEのフロア取引の重要性に言及していることに違和感を感じる者は多いであろう。それが重要であるにしても儲からないビジネスであることには変わりはない。知名度の低いベンチャー企業が著名な企業を子会社とし、儲からなくてもIRに生かすということは十分に考えられるが、ICEの知名度が上がればNYSEグループの重要性が低下することは目に見えている。取引フロアの廃止を自ら決断できないNYSEグループに対して親会社が決断して憎まれ役を買うのか、買い手の付くうちにあつと売却してユーロネクストと同様にLIFFE買収費用の軽減をはかるのか、あるいは功成り名を遂げて社会的貢献をおこなうフィランソピストになるのか、スプレッカー会長兼CEOの胸の内は謎である。

注

- (1) IntercontinentalExchange, "IntercontinentalExchange to Acquire NYSE Euronext For \$33.12 Per Share in Stock and Cash, Creating Premier Global Market Operator," *Press Releases*, 20 December 2012. (<http://ir.theice.com/releasedetail.cfm?ReleaseID=728039>). なお、ロンパノンス・ロールの報告をパンヤンテーション資料「パンヤンタリフトはなぜそれ以下のサート入手可能なのか」。資料 (<http://www.media-server.com/m/p/937znc87>)。パンヤンテーション資料 (<http://files.shareholder.com/downloads/ICE/2300134430x0x622759/517e2eb3-f841-428f-98b4-bb89c1ef09ef/ICE%20NYSE%20Investor%20Presentation%2012-20-12%20Final.pdf>)。パンヤンタリフト (http://www.nytimes.com/2013/01/20/business/jeffrey-speachers-improbable-path-to-buying-the-nyse.html?pagewanted=all&_r=0)
- (2) 上の間の経緯については、拙稿「メキシコ取引所とNYSEの合併とローネタメの合併合意撤回」(本誌一六七〇号、二〇一二年一月)を参照。
- (3) Michael J. De La Merced, "Buffer Said to Have Weighed Deal for NYSE Euronext," *NYTimes.com*, 28 January 2013 (<http://dealbook.nytimes.com/2013/01/28/buffett-said-to-have-expressed-interest-in-buying-nyse-uronext/>)
- (4) Christine Stebbins, "ICE's CEO says has filed calls about selling Euronext," *Reuters.com*, 28 January 2013 (<http://www.reuters.com/article/2013/01/28/us-nyse-uronext-speacher-idUSBRE90R0Z120130128>). Francesco Guerrera and Jany Strassburg, "NYSE Euronext Against Selling Unit to Rival," *Dow Jones Newswire*, 23 January 2013 (<http://www.nasdaq.com/article/nyse-uronext-against-selling-unit-to-rival-20130123-00991>)
- (5) Nathaniel Popper, "Buying the N.Y.S.E., in One Shot," *NYTimes.com*, 19 January 2013 (<http://www.cnbc.com/id/100393320>)

(トクニナニニ 番号ナニニ・雑誌(本誌))

独自性を発揮するNYSE Arca取引所 ～米国で拡大するETP市場の開拓者～

志馬 祥紀

1 はじめに

本稿では、NYSE-Euronextグループ内の取引所であるNYSE Arca取引所（以下、NYSE Arca）の活動について報告する。中でもNYSE Arcaが積極的に上場を行っている取引所上場商品（Exchange Traded Products、ETP）が多様化している状況に注目する。

NYSE Arcaに上場されているETPの特徴として、「投資対象地域の多様化」「投資商品形態の多様化」そして「投資家を選択する投資レバレッジの多様化」が挙げられる。米国ではNYSE Arcaを中心にETPの品揃えが拡大しており、投資家は「証券」取引所において、通貨、原油等の商品や様々な証券化商品への投資が可能となる取引所のワン・ストップ・シヨップ化が進展している。こうしたETP市場の現状に加えて、本稿では併せて、NYSE-Euronextグループ内におけるNYSE Arcaの位置づけについても簡単なスケッチを試みる。

2 NYSE Arca取引所について：EONからNYSE-Euronextの1翼へ

本節では、NYSE Arcaの沿革について説明する。

NYSE Arcaは、一九九六年にソフトウェア会社の出資により設立され、翌一九九七年一月にECN（オークション方式で株式を取引する電子取引システム）としてSECに認可された、「アーキペラゴ」が前身である。

アーキペラゴは二〇〇〇年三月に、パシフィック証券取引所と提携した。その内容は、アーキペラゴが電子取引システムを提供し、パシフィック証券取引所が自主規制機能を担当するというものである。二〇〇一年一〇月には、アーキペラゴ自身がアーキペラゴ取引所（Arca Ex）としてSECに取引所登録を行った。

二〇〇五年一月に、アーキペラゴ取引所の持株会社であるアーキペラゴ・ホールディングズが、パシフィック証券取引所の持株会社を買収し、両者は完全に一体化した。同時にアーキペラゴ証券取引所は、（パシフィック証券取引所で行われていた）個別株オプションの取扱を開始した。

二〇〇六年三月、アーキペラゴ取引所の持株会社がニューヨーク証券取引所と経営統合し、NYSEグループが発足、NYSE Arcaに名称を変更した（なお、NYSEは当該合併実現のために、会員組織から株式会社への組織変更を実施している）。

NYSE ArcaはNYSEグループにおける完全電子取引所として位置づけられた。NYSE Arca, Inc.は現在、（NYSEグループとEuronextの二〇〇七年四月の合併に伴い）持株会社NYSE Euronextの完全子会社取引所となっている。なおNYSE Euronextの米国子会社取引所は、ニューヨーク証券取引所（NYSE）・NYSE Arca, Inc.（NYSE Arca）・ニュージャージーNYSE Amex LLC（NYSE Amex）の三取引所である。

3 NYSE Arca C E I P 市場

(1) 概要

本節では、NYSE Arcaが積極的に上場を進めるETP市場について説明する。

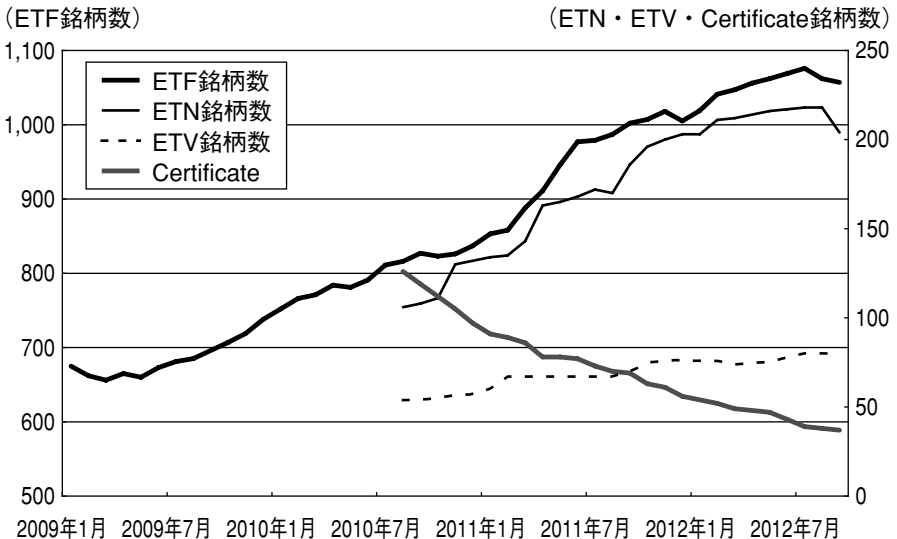
ETPとは、上場投資信託 (ETF) や上場投資証券 (Exchange Traded Note、ETN) 等、株や債券以外の取引上場商品を目指す言葉である。NYSE Arcaに上場されているETPの上場状況は以下のとおり。

NYSE ArcaにおけるETP市場は、取引所上場投資信託 (ETF) を中心として発展してきた。それらETFの多くは二〇〇八年のNYSEとAMEXの合併後、AMEXに上場されていたETFをNYSE Arcaに移管したものである。現在NYSE Arca上場されているETFの中には世界最大規模のETFであるS&P500 ETF (SPDR S&P500 ETF) やダウ工業株平均に連動するETF (SPDR

図表1 上場商品数 (2012年10月末)

商品名	ETF	ETV	ETN	Certificate
上場銘柄数	1,044	80	205	37

図表2 NYSE Arca ETP上場銘柄数推移



*NYSE Arcaのデータフォーム (後述のWEBアドレス参照) が2011年5月発表分以降は異なっているため、ETN・ETV・Certificateの2009-10年の上場状況については不明。

Dow Jones Industrial Average) が含まれている。

図表1及び2にみられるように、NYSE ArcaにおけるETPは、過去三年間で商品数が急増し、種類も多様化している（なお、米国における全ETFの上場銘柄数は一〇九八銘柄（二〇一一年）であり、上場数の上でもNYSE Arcaは米国の中心的市場となっている）。

現在のETP市場中、量的にはETF数が大半を占めるが、上場投資証券（ETN、後述）の上場数も過去二年間で倍増している。ETV（Exchange Traded Vehicles、後述）は微増、Certificate（後述）は減少傾向にある。

NYSE Arcaのウェブサイトによれば、同取引所は多様なETPの上場を促進するために、積極的に発行者及び取引者と協調し、多様な商品の開発・上場を行っている。またNYSE Arcaは、規制当局との連携を重視しており、発行者、取引企業、規制当局間のインターフェースとしても機能している。

なお、NYSE ArcaのETF市場データについては<https://eip.nyx.com/trading-information/us/eip-monthly-flash>を参照（以下同）。

(2) 商品の性格

NYSE Arcaでは、ETPを以下のように定義・分類している。

ETPは取引所において取引される商品であるが、株式や債券等の伝統的商品は含まない。ETPは複数の異なる法律に基づく仕組み商品であり、「ETF」「ETN」「ETV」「Certificate」に分類される。

上場投資信託（Exchange Traded Fund (ETF)）：取引所上場投資信託（ETF）はオープンエンドの登録投

資会社 (R I C) あるいはユニット投資信託 (U I T) であり、一九四〇年投資会社法下で登録され、証券取引所において取引されている。NYSE Arcaにおける上場 E T F には、株価指数に連動するよう資産を株式のみで構成した伝統的な E T F に加えて、債券を対象とする E T F、資産にスワップや先物等のデリバティブ商品を組み入れることで、レバレッジを効かせた E T F 等、複雑な E T F も多く存在する。

上場ビークル (E T V、Exchange Traded Vehicles)：取引所上場ビークル (E T V) はオープンエンド・トラストあるいはパートナーシップ・ユニットであり、一九九三年証券法下で登録され、証券取引所において取引されている。E T V には商品 (commodity) 及び通貨を対象とするトラストが含まれる。

上場投資証券 (Exchange Traded Notes)：上場投資証券 (E T N) はシニアの無担保債券であり、原指数あるいは他のベンチマークの総リターン (から投資家手数料を控除したもの) をトラックするよう設定されている。これらは最終的に、ベンチマークのリターンに基づき発行者によって償還される。

Certificates (証書)：証書は複雑な性格を有する債務証券である。これら商品は公開会社 (通常は銀行) によって発行されている。同商品は発行者に対して中途換金を請求できない。Certificate は、対象となる資産のリターンを複製するものもあり、その点においては E T N に近い性格を有する。ただし、リターンの計算には下限・上限のある仕組み商品等も存在し、商品性は一様ではない。

なお、NYSE Arca に上場されている E T P の特徴として、単純に原資産のリターンを模倣するだけのものにとどまらず、原資産のリターンにレバレッジやインバース・レバレッジを付与した商品も多い (対象は株式、債券、通貨、商品、株価市場の変動を示すボラティリティ等原資産の種類を問わない)。これら複雑な E T P の取引は活発であり、E T P 市場の取引規模拡大に貢献している (志馬 (二〇二一 a、二〇二一 b) を参照)。

図表3はETPの原資産別の売買高シェアの推移を示している。

まず、過半数のシェアを有するグループは、株式の規模別グループである。同グループは「大型株・小型株」や「市場全体」等に連動するタイプの商品を対象とし、前述の「SPDR S&P500 ETF」や「SPDR Dow Jones Industrial Average」も含まれる。

次いで、株式のセクター別及びその他グループが合計で三割程度のシェアを有している。セクター別商品には、「金融関連」や「IT関連」等の産業別商品が含まれる。

その他に、原油や穀物などの商品先物系の商品を対象とする「商品」分野、債券指数に連動する商品等の「債券」分野が一定のシェアを有しており、各国通貨に連動する「通貨」分野やCertificateのシェアは低い。

(3) リード・マーケット・メーカー制度と市場シェア

上述のようにNYSE Arcaには多様なETPが上場されている。しかしながら、こうした商品を上場する場合、上場後に取引が活発に行われ、取引流動性が維持されるか否かは、必ずしも明確ではない。実務上は、取引所やETPのスポンサー（組成者）にとって、上場後の取引流動性をいかに獲得・維持するかが課題となる。

NYSE Arcaはこうした課題への対策として、NYSE Arcaにプライマリー上場するETPについて、リード・マーケット・メーカー（LMM）制度を設定している。以下では、同制度について説明する。

図表3 ETPの原資産別売買高シェア
（％、データは各年9月現在）

原資産	2010年	2011年	2012年
Certificate	—	0.01	0.002
商品先物	—	10.0	9.8
通貨	—	1.0	0.7
株式：その他	14.9	11.6	14.6
株式：セクター別	18.5	16.4	15.3
株式：規模	61.9	57.0	53.2
債券	4.6	4.0	6.4
合計	99.9	100.0	100.0

ＬＭＭには、取引所の設定する義務とインセンティブの双方が設定されている。

ＬＭＭの代表的な義務は、証券の「気配提示義務」である。ＬＭＭは登録証券について、継続的に売買双方の気配を提示しなければならない。さらにＬＭＭは最良気配（ベスト・ビッド・アンド・オフアー、ＢＢＯ）要件、気配提示に関する最低限の数量の提示、立合開始及び立合終了時のオークションにおける最小気配スプレッドの提示、そして参加要件を含む最低限のパフォーマンス要件を満たす必要がある。

義務を満たす代償として、ＬＭＭは取引手数料に関するインセンティブ（リベート）を得られる。流動性の提示に関するリベートは図表４のとおりであり、一日の平均取扱高に応じて、取引所からＬＭＭに対して支払われる。

なお、ＬＭＭには、Deutsche Bank SecuritiesやGoldman Sachs and Companyといった投資銀行に加えて、Knight Equity Markets等の複数のマーケット・メーカー大手証券会社が登録している（二〇一二年末で合計一五社）。

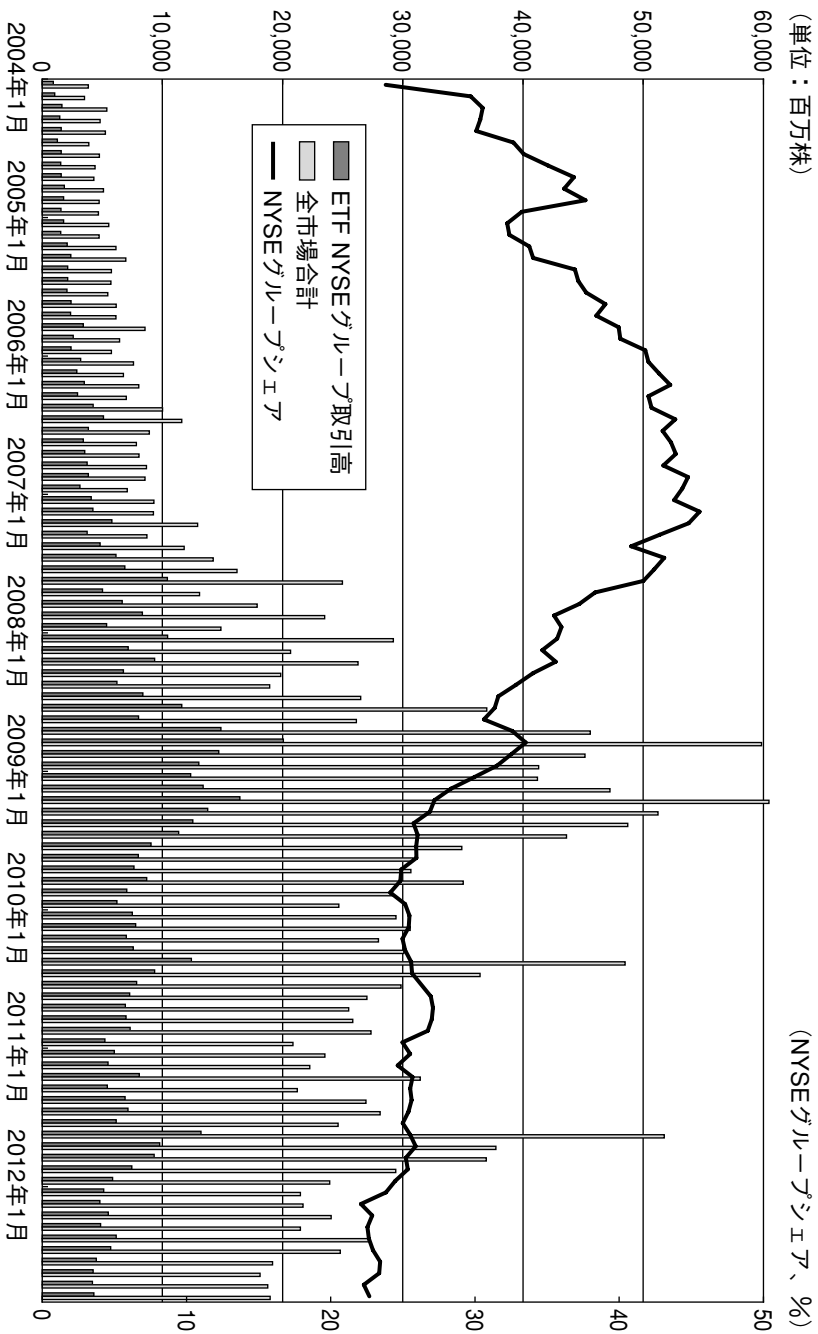
続いて図表５は、NYSEグループにおけるETF（ETPを含む）の取引高と、その全米市場における取引シェアの推移を示している。

まずETFの取引高は、上場銘柄数及び種類が拡大した二〇〇九年頃より拡大している（同傾向は全米市場全体にも共通してみられる）。その理由の一つとしては、NYSE Arcaに上場されたETFが、直ちに他の取引所においてもUTP（非上場取引特権）を利用して取引されている実態が大きいと考えられる。

図表４ リード・マーケット・メーカーのインセンティブ（リベート）

合計1日平均取引高	100万株以下	100万～500万株	500万株以上
1株あたりリベート	\$0.0045	\$0.0040	\$0.0035

図表5 NYSEグループにおけるETF (ETP) 取引高及び全米市場シェアの推移 (NYSEグループシェア、%)



さらにNYSEグループの取引シェアについてみると、様相は変わっている。NYSEグループのシェアは二〇〇七年頃をピークに低下しており、減少傾向に歯止めがかかっていない。これは、ETFの取引を巡る市場間競争にNYSEグループが他市場に取引を奪われ続けていることを示している。言い換えれば、NYSEグループのETPに関する上場努力が取引市場における優位性に結びついていないことを意味しており、上述のLMM制度が十分に機能していない状況がうかがえる。

4 NYSE Arcaの株式及びオプション取引市場

(1) 株式市場

本節では、NYSE ArcaにおけるETP以外の市場について説明する。

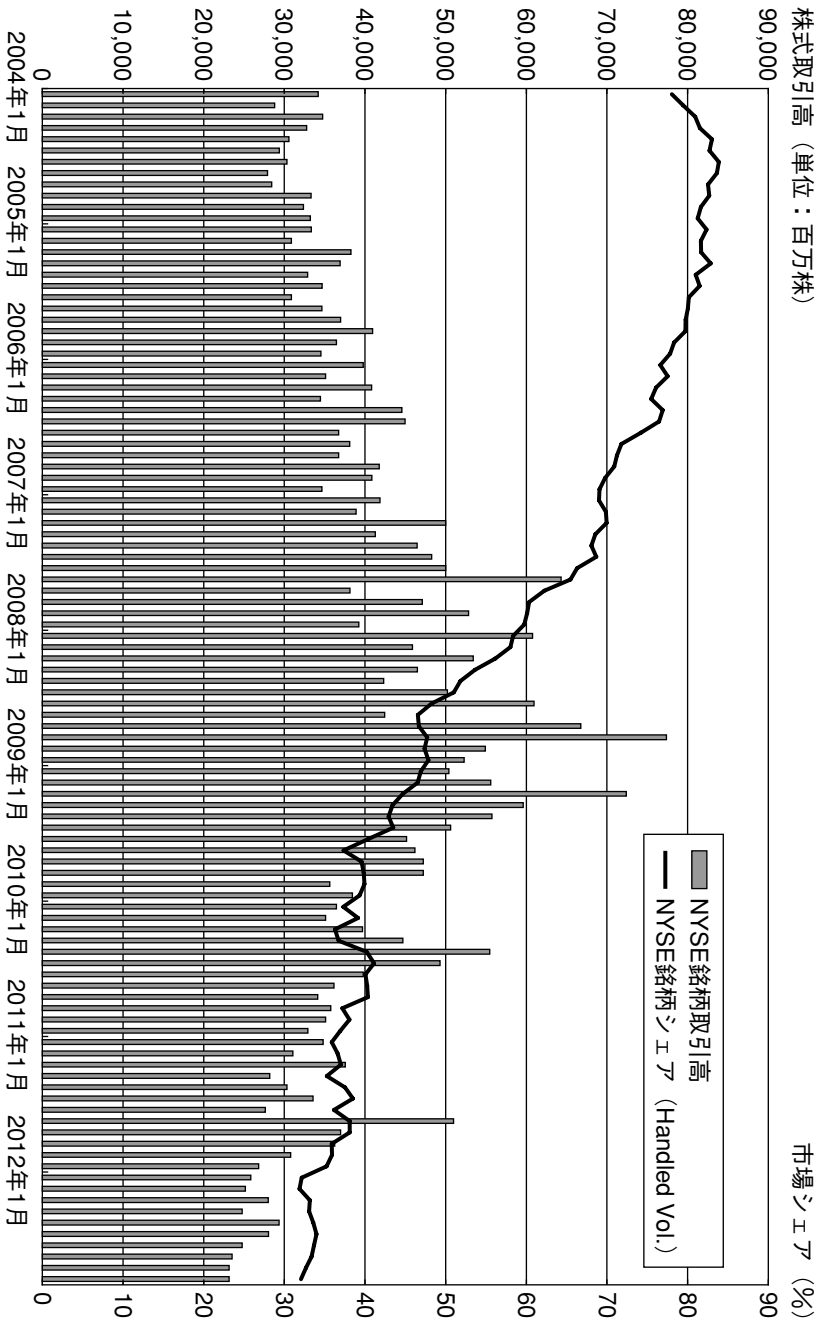
図表6はNYSEグループにおけるNYSE上場銘柄の株式取引高状況を示している。市場シェアは全米取引所市場全体におけるNYSEグループのシェアである。

株式の取引高は二〇〇八〜〇九年をピークに、減少傾向を示している。同時にNYSEグループの取引シェアも減少傾向を示しており、NYSEグループが相対的に弱体化している状況がうかがえる。

次に、図表7はNYSE上場銘柄 (Tape A (NYSE) Shares) を対象とする金額ベースのデータ及び全米市場シェアデータを示している (時期は二〇一二年一〇月)。図表7は、BATS取引所が発表しているデータを加工したものであり、NYSEグループやNasdaqグループ等の内訳詳細が把握可能である。同図表からは、図表6とは異なる側面もうかがえる。

まず、NYSEグループの取引シェアは三〇%超であり、そのうちNYSE Arcaの比率は一〇%程度である。言

図表6 NYSEグループの株式取引高状況 (取引高・市場シェア、対象：NYSE上場銘柄)
 株式取引高 (単位：百万株)



*取引高及び市場シェアの数値は、NYSE発表データ (Handled Volume) に基づき計算。

い換えれば、NYSEグループ中NYSE Arcaは約1/3の取引高シェアを占めている。NYSE Arcaは全取引所中でも四番手の比率であり、NYSEグループにおけるNYSE Arca市場の相対的な重要性を示している。これはECN時代から取引流動性を巡る市場間競争において強みを発揮してきたNYSE Arcaの特徴は、NYSEとの合併後も健在であることをうかがわせる（ここで仮定の話ではあるが、「もし」NYSEがアーキペラゴをグループ内に取り込んでいなかったことを想定すれば、NYSEグループにおけるNYSE Arcaの重要性が認識される）。

ちなみに、NYSEグループと対峙するのはNasdaqグループであり、同シェアはNYSEグループを上回っている。しかしNasdaqの地位も必ずしも安泰ではなく、BATS取引所グループやDirect Edgeグループ等新規参入組が一定のシェアを占めている状況を図表から読み取ることができる。

図表7 BATS取引所の発表する取引所取引の詳細
(2012年10月データ、取引高ベース、単位：%)

取引所	市場シェア	備考
BATS BYX	3.7	BATS取引所 (BATS Global Markets)
BATS BZX	8.4	
CBSX (CBOE Stock Exchange)	0.5	CBOE
CHX	0.3	Chicago Stock Exchange
EDGA	1.9	Direct Edge
EDGX	6.5	
Nasdaq (DQ)	29.2	Nasdaq OMX グループ
Nasdaq (Q)	12.1	
Nasdaq BX (B)	2.6	
Nasdaq PSX (X)	0.8	
NSX (NATIONAL STOCK EXCHANGE)	0.4	(旧：Cincinnati Stock Exchange)
NYSE (DN)	3.2	NYSE グループ
NYSE (N)	19.5	
NYSE Arca	10.8	
NYSE MKT (旧：AMEX)	0.0	
計	100.0	—

(出所) http://www.batstrading.com/market_summary/

(2) 株式オプション市場

図表8は、株式オプション取引所の取引高及び市場シェアを示している（データは二〇一二年一〇月のみ）。

NYSE ArcaTM、AMEXTMともにNYSEグループに属している。NYSE Arca及びAMEXの取引高合計シェアは二六%とトップ5の一角を占めている。ただしNYSE Arca単独のシェアは一〇%とさほど大きくなく、取引所の詳細データでは五位となっている。

オプション取引所の状況は、過去一〇年間で大きく様変わりしている。伝統的な証券取引所の多くがNYSEあるいはNasdaqグループに組み入れられる一方、電子取引システムを武器とする新規参入組が出現している（ただし、これら新規参入組も、米国外の大手取引所グループに組み入れられている事例が多い）。これらオプション取引所は大別し

図表8 各オプション取引所の状況（単位：枚、%、2012年10月）

取引所	株式オプション		指数等オプション		合計		備考 グループ別
	取引高	シェア	取引高	シェア	取引高	シェア	
AMEX (NYSE Amex Options)	52,437,672	17.6	97,480	0.3	52,535,152	16.2	NYSEグループ
ARCA (NYSE Arca Options)	32,379,364	10.8	136,790	0.5	32,516,154	10.0	
BATS (BATS Options Exchange)	11,529,894	3.8	0	0.0	11,529,894	3.5	独立系 (BATS取引所)
BOX (BOX Options Exchange)	10,786,386	3.6	2,096	0.01	10,788,482	3.3	TMXグループ (トロント証券取引所等)
C2 (C2 Options Exchange)	4,142,783	1.3	142,464	0.5	4,285,247	1.3	CBOEグループ
CBOE (Chicago Board Options Exchange)	54,231,336	18.2	24,872,928	94.4	79,104,264	24.3	
ISE (International Securities Exchange)	50,010,471	16.7	340,236	1.2	50,350,707	15.5	ドイツ取引所 グループ
NOBO (Nasdaq OMX BX Options)	2,538,899	0.8	0	0.0	2,538,899	0.7	Nasdaq OMX グループ
NSDQ (The Nasdaq Options Market)	19,585,979	6.5	23,708	0.0	19,609,687	6.0	
PHLX (Nasdaq OMX PHLX)	60,348,676	20.2	722,751	2.7	61,071,427	18.8	
合計	297,991,460	100.0	26,338,453	100.0	324,329,913	100.0	

(出所) OCCより作成

て、NYSEグループ、Nasdaqグループ、CBOEグループ、その他に分類される。

5 まとめ

本稿では、拡大する米国ETP市場について、NYSE Arcaの役割に注目しながら説明を行った。

そうした中で注目されたのは、株式や債券といった伝統的上場商品に加えて、ETPの多様化が証券取引所のワン・ストップ・ショッピングを進めている状況であった。

併せて、NYSE Arcaの歴史、株式やオプション取引等の市場状況を描写した。この中で明らかになったのは、NYSE ArcaがNYSEグループの中で独自性を示し、株式やオプション取引についても一定の存在感を出している状況である。

参考文献

- ・大崎貞和「NYSEグループの経営戦略とNYSEアーカ取引所」、野村資本市場クォーターリー、2006 Autumn、pp60-65
- ・志馬祥紀(二〇一三)「米国ボラティリティ商品市場の拡大とトラブルークレディ・スイス発行のETNを巡る問題―」(証券レポート一六七四号(二〇一二年一〇月))
- ・志馬祥紀(二〇一三)「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―」(証券レポート一六七〇号(二〇一二年二月))

(しま よしのり・客員研究員)

SECのフォームF4に関連する問題

福本 葵

1 はじめに

平成二四年六月二〇日、全国の証券取引所が共同で発表する「株式分布状況調査」の平成二三年度の結果が発表された。⁽¹⁾これによると、外国法人等の株式保有比率は二六・三%であり、日本株の平均四分の一を保有する投資部門となっている。このうち、最も多いのが米国株主であると考えられるが、米国証券法によって、米国市場に上場していない日本企業同士の事業統合や合併にもかかわらずSECにフォームF4という形式での登録が義務付けられる場合がある。近年、企業の大規模合併が続く中、フォームF4登録のための事務費用が増大し、登録書類作成の時間がかかるため、合併スケジュールが大幅に遅れるという事態も発生している。

また、既存株主保護などの理由から促進されているライツ・オフリングであるが、本格的な実施に関してはいくつかの問題点が指摘されており、そのうちのひとつにフォームF4に関するものが挙げられている。⁽²⁾

本稿では、フォームF4に関する問題を取り上げ、これを解決するためにどのような措置が講じられているかについて考察したい。

2 フォームF4に対応する国内企業の合併

平成二四年六月二〇日に発表された平成二三年度の「株式分布状況調査」によると、外国人株主等の株式保有

比率は二六・三％であり、三年ぶりに低下した。しかし、平成一七年からこれまで、二六％を切ったのは、平成二〇年の一年のみであり、外国人株主は、日本株の平均四分の一を保有する投資部門となっている。

また、近年、企業の大規模合併が増加しているが、米国の一九三三年証券法は、米国に居住する投資家を保護するため、米国市場に上場していない日本企業同士の事業統合や合併であっても、SECに登録が義務付けられる場合があることを規定している。この規定によって、合併等の際、フォームF4対応のための国内外の弁護士費用や米国会計基準に対応した会計資料作成費用等がかかる上に、合併スケジュールが大幅に遅れる事態が発生している。例えば、新日本石油と新日鉱ホールディングスは、当初二〇〇九年一〇月に予定していた共同持株会社の設立を、フォームF4対応のために、半年延期し、二〇一〇年四月とすると発表

表1 近年のフォームF4登録の国内企業同士の大型合併

社名	実施時期	経営統合・再編の方法
第一三共	2005年9月	三共と第一製薬が共同持株会社を設立(株式移転)
三菱UFJ	2005年10月	三菱東京FGがUFJを吸収合併
三井住友海上	2008年4月	三井住友海上が単独で持株会社を設立(株式交換)
三井住友海上・あいおい損保・ニッセイ同和	2010年4月	株式交換によって、経営統合
新日石・新日鉱HD	2010年4月	新日石と新日鉱HDが共同持株会社JXHDを設立(株式移転)
損保ジャパン・日本興亜	2010年4月	損保ジャパンと日本興亜が共同持株会社NKSJHDを設立(株式移転)
中央三井・住友信託	2011年4月	既に持株会社となっていた中央三井トラストHDが住友信託銀行と株式交換し、三井住友トラストHDに名称変更。次に中央三井トラスト傘下の信託銀行と住友信託銀行を合併
パナソニック・三洋電機・パナソニック電工	2011年4月	パナソニックによる三洋電機およびパナソニック電工の株式交換による完全子会社化
トヨタ自動車・関東自動車工業	2012年1月	トヨタ自動車株式会社の株式交換による関東自動車工業の株式交換による完全子会社化
三井住友フィナンシャル・グループ・プロミス	2012年4月	三井住友フィナンシャル・グループによるプロミスの株式交換による完全子会社化

(2009年3月31日日本経済新聞朝刊、2011年1月21日、日本経済新聞朝刊および各社プレスリリースにより作成)

した。⁽⁴⁾ SECによる登録届出書のレビュー期間は、問題がなくても三ヶ月程度かかる。その他、SECに登録するとすると、日本の会計基準ではなく、米国会計基準 (U.S. GAAP) に対応した会計書類を作成する義務を負う。既に米国市場に上場している企業は、SECに対する登録の手続きについて、対応済みであるが、そうでない企業はこれらの対応を迫られる場合がある。

3 SECより提出を求められるフォームF4

では、日本企業同士の合併に際しても求められるSECのフォームF4とは、いかなるものであろうか。

米国の一九三三年証券法第五条Cは、すべての証券の募集 (offering) や売り出し (sales) は、SECに登録しなければならないことを規定している。これには、通常の募集や売り出しだけでなく、株式交換、株式移転や合併等で、存続会社または新設会社が、対価として株式を発行する場合も含まれる。

さらに、一九三三年証券法規則一四五には詳しい規定が置かれている。株式交換を伴う吸収合併、新設合併、株式移転、株式交換等で株主が承認の議決権を行使する場合や反対株主が買取請求権 (appraisal rights) を行使できるなど、株主による投資判断が可能な場合には、SECへの登録が必要な取引となる。⁽⁵⁾

4 フォームF4の適用除外条件・規則八〇二

前述のように、日本国内における株式交換による合併等の際でも、SECが求めるフォームF4登録を必要とする場合がある。⁽⁶⁾ しかし、これには、一九三三年証券法規則八〇二条による免除条件がある。つまり、被買収会社の米国居住株主の比率が一〇%以下である海外民間発行体については、登録が免除される場合がある。⁽⁷⁾ この免

除条件に該当するかどうかは、発行会社自身が調査しなければならない。この調査を一〇%テストという。米国所有者には、名義上の株主だけではなく、実質的所有者も含まれる。

規則八〇二は、海外民間発行体の募集または証券の交換を伴う企業結合等に関する例外である。規則八〇二により、一九三三年証券法五条に規定する海外民間発行体の企業結合に関する株式の交換やエクステンジ・オフ⁽⁸⁾における募集または売却であつても、以下の要件を全て満たせば、登録が免除される。

① 米国保有者の保有制限

米国保有者が発行済株式総数の一〇%以下である場合。

② 米国保有者に対する平等な取扱

規則八〇二の適用免除は、対象なる株式の他の保有者と同等以上の条件で、米国保有者が株式交換取引への参加が認められる場合に適用される。募集者は、登録および法的管轄地以外の株式保有者に対し、証券の提供をすることまでは求められていないが、それと代替する現金の提供する選択肢を提供しなければならない。

③ 情報を提供する文書

i. 情報提供者が株式交換や合併等に関する情報提供文書を当該株式保有者に対して発行または配布するのであれば、情報提供者は、発行または配布した日の翌営業日までにフォームCBの形式でSECに対し、その後の改正を含めその情報提供文書を英語で提出しなければならない。情報提供者が外国企業であった場合には、米国における手続きを遂行する代理人を選任するフォームCBの提示を行うと同時にSECに対し、フォームCB⁽⁹⁾を提出しなければならない。

ii. 情報提供者は、その後の改正を含め情報提供文書を英語で、その会社の本国において、株式保有者に提供さ

れる情報と比較可能な基準に基づき、米国株主に対し配布しなければならない。

iii. 情報提供者が自国において出版（例えば、プレスリリースや新聞）によって情報を配布するのであれば、米国においても、米国保有者に対し当該取引を告知することが合理的に意図される方法によって、その情報を出版しなければならぬ（英訳した同等の内容をプレスリリースや例えばウォール・ストリートなどの全国紙に対し提供する）。

④注意書き（レジエンド）

以下のレジエンド（注意書き）または同等の説明が、適用可能な範囲で、明確にかつ簡易な言語で、情報提供者が米国保有者に対して出版または配布する情報提供文書の表紙または特に目立った部分に記載されなければならない。

その内容とは、「株式交換または合併が外国会社の証券のためになされるものである。情報提供がアメリカとは異なる外国の情報開示要件の規制を受けている。文書に含まれる決算書がある場合には、アメリカの決算書に相当しない外国の会計基準によって作成されている。連邦証券法では与えられる要求や権利を履行することが難しい場合がある。なぜなら、発行会社は外国に所在しており役員または取締役の全てまたは一部が外国人であるからである。米国証券法違反によって外国の裁判所で外国の会社またはその役員または取締役を告訴することができない可能性がある。外国会社とその系列会社に米国の裁判所の判決を受けることを強要することは難しい場合がある。発行者が株式交換以外の方法で証券を購入するかもしれない（例えば公開市場で購入したり、個人的に交渉して購入する）ことを認識しておくべきである。（買収対象会社またはその役員に対し、米国証券法に基づく救済を求めることは困難である可能性がある）」というものである。

5 規則八〇二が求める一〇％テスト

(1) 一〇％テストの概要

規則八〇二では、米国に居住する証券の所有者を意味する米国所有者が一〇％以下である場合には、フォーム F4 の提出が免除されることが規定されている。このため、米国所有者の保有割合が一〇％以下かどうかを調べるテストをする必要がある。ここにいう米国所有者とは米国に居住する証券の所有者を意味する。米国所有者によって保有されている株式のパーセンテージを算定する。所有は実質株主ベースで行う。

(2) 一〇％テストの方法

一〇％の方法の詳細については、17CFR (C Code of Federal Regulations) § 8230.800 に規定がある。

① 調査期間

M & A を公表した日の六〇日前から三〇日前までの期間における任意の日を基準日とする。また、この期間内においても計算ができない場合、公表の一二〇日前まで遡ることができる。

② 対象証券

米国所有者の株式保有数を計算する際には、公開買付の対象となっている証券に転換または交換できる American Depositary Shares⁽¹⁰⁾も含める。ワラントやオプションのように、公開買付の対象となる他の証券の類型は計算に含まれない⁽¹⁰⁾。また、公開買付または合併において、買収者が保有する証券（自己株式）および対象会社が保有する株式は含まれない⁽¹¹⁾。

③ 計算方法、対象者

保有判断を計算する際には原則として株主名簿に従う。また、取引所法下の規則 1230.822 に規定のある計算方法を用いる。⁽¹²⁾ただし、米国、買収対象会社の設立準拠法地、または買収対象会社の株式の主たる取引地のいずれかに所在するブローカー、ディーラー、銀行およびノミニーが名義上の株主となっている場合には、実質所有者として米国株主が存在するかどうかの調査につき、これらの名義上の株主に対して紹介を行う方法により、実質所有者の特定に関する合理的な調査 (reasonable inquiry) を行う必要がある。

④ 合理的な調査

合理的な調査を行っても米国の顧客口座に関する情報が得られなかった場合には、この規定の目的に従って、ノミニーの主たる営業所の住所を実質所有者の居住地であると仮定することができる。

⑤ 公の情報

実質的所有者についての公的に提出された報告または別の方法によって知りえた情報が、証券が米国居住者によって保有されていることを示す時、米国所有者によって所有される証券の保有比率を算定する。

⑥ 対象証券の発行人または対象会社との契約により公開買付を行うことができない関連会社以外の者によって証券法 230.822 に基づいて行われる公開買付に対しては、対象証券の発行人は、海外の民間発行人および米国所有者は 10% 以下の株式を保有するとみなす。

⑦ alternate test (代替テスト)

証券法に基づく株式公開買付を含む株主割当増資および合併の際に、発行会社が米国所有の分析を行うことができない場合、対象証券の主たる取引所が米国外にある限り、対象証券の発行会社は、一定の要件を満たせば、

外国民間人および米国所有者が10%以下の株式を保有すると推定できる⁽¹³⁾ (i)の方法をalternate test⁽¹⁴⁾)。

6 ライツ・オフオリングにおけるフォームF4問題

(1) ライツ・オフオリング発行会社のフォームF4登録義務の概要

平成二三年五月一七日、「資本市場及び金融業の基盤強化のための金融商品取引法等の一部を改正する法律」が成立した。この改正法には、新株予約権無償割当てによる増資(いわゆるライツ・オフオリング)に係る開示制度の整備に関する改正が含まれている。我が国においても、上場企業等の増資手法の多様化の一つとして、ライツ・オフオリングの発行を促進しようとするものである。

公募増資の場合、増資の発表から発行価格決定までの二週間程度は、ブックビルディングの期間として活用されている。しかし、この間にヘッジファンド等の売り浴びせを受け、発行会社の株価が下げられる事態が発生している⁽¹⁴⁾。公募増資以外の新株発行には、株主割当による新株発行や第三者割当があるが、第三者割当は公募増資と同じく、既存株主の経済的利益に影響を与える。しかし、株主割当による新株発行では既存株主からの払込がない場合、発行会社は必要な資金を得ることができず、また、払込を行わなかった株主の経済的利益を損ねることになる。そこで、これらの二つの問題を解決する方法として考えられる方法が、ライツ・オフオリングである。ライツ・オフオリングとは、既存株主に対する新株予約権の無償割当による増資である。ライツ・オフオリングを割当てられた株主は、これを行使し、行使価格の金銭を払い込むことによって新株を取得することができる。また、追加的出資を望まない株主は、ライツ・オフオリングを市場で売却することにより、利益を得ることもできる。

このような理由から利用が促進されているライツ・オフアリングであるが、新株発行よりも時間がかかるなど、実施には様々な問題が挙げられている。その一つにフォームF4についての問題がある。

そこで、金融庁では、ライツ・オフアリングにおける外国証券規制への対応と株主平等原則の関係について検討を行うため、開示制度ワーキング・グループの下に、「法制専門研究会」が設置された。当研究会は、平成二三年九月一六日、「金融庁・開示制度ワーキング・グループ、法制専門研究会報告「ライツ・オフアリングにおける外国証券規制への対応と株主平等原則の関係について」と題する報告書を発表した。

その中で議論されているが、日本企業により発行されるライツ・オフアリングが米国で公募として取り扱われるとフォームF4提出義務が生じるが、日本のライツ・オフアリング発行会社がフォームF4を回避するための方法としてはいくつかの方法が考えられる。まず、第一に前述の規則八〇二に該当する場合である。しかし、これを利用できるのは、前述の通り、米国居住者が一〇%以下である場合であり、それ以外の場合には適用されない。どのような会社でもライツ・オフアリングを利用するためには、欧州で行われているように、米国人株主による新株予約権の行使を一律不可とすることである。この方法によると米国証券法にいう、いわゆる「募集」が行われないために、登録義務は発生しない。しかし、米国株主に、一律ライツ・オフアリングを行使させない方法を採用すると、外国人保有割合の高い発行会社にとっては、十分な資金調達ができず、ライツ・オフアリングの成功を妨げる要因となりうる。また、会社法上の株主平等原則に違反しないかが問題となる。さらに、米国以外にも同様の規制が課される国がある可能性もある。

(2) 株主平等原則

① 株主平等原則とは

ここで問題となる、会社法上の株主平等原則とは、いかなるものであろうか。

会社法一〇九条一項は、「株式会社は、株主を、その有する株式の内容及び数に応じて、平等に取り扱わなければならない。」と規定している。新株予約権は、株式ではないので当然には及ばないとも考えられるが、ブルドッグ・ソース事件最高裁判決では、新株予約権についての株主平等原則を判断した。ブルドッグ・ソース事件決定は、買取防衛策としての新株予約権無償割当であったが、ライツ・オフアリングにも一般に利用できるものと考えられる。ライツ・オフアリングについては、資金調達を円滑に実施するという正当な目的のために必要範囲での相当な取扱として、外国居住者について異なる取扱をしても、株主平等原則に反することには必ずしもならないと解することも不合理ではない。⁽¹⁵⁾

② 必要性と相当性

しかし、株主平等原則に抵触しないと解するためには、「資金調達手段として利用するための必要性」と「権利行使を制限される株主の利益との関係での相当性」を考慮する必要があると考えられる。「資金調達手段として利用するための必要性」とは、米国居住株主に一律、ライツ・オフアリングを行使させないとすると、米国証券法に基づく登録規制に抵触するおそれがある一方で、事務・コスト負担を要し、円滑な資金調達に支障をきたすおそれがある。従って、このような場合には、ライツ・オフアリングによる資金調達を行うために、行使制限を利用する必要性があるとするものである。

また、「権利行使を制限される株主の利益との関係での相当性」とは、新株予約権を市場で売却できるなど利

益を確保する手段が講じられている場合をいう。(ライツ・オフアリングの行使を制限されている米国居住株主のような) 特定株主が証券市場で株式を購入できる場合には、株式を購入することにより持分割合を維持することが可能である。

具体的にどのような状況となれば、相当性が認められるかについては、結果として経済的利益の回収がなされることまで必要であるとするものと、環境整備について発行会社が合理的な措置を講じていたといえれば足りるものとするものに意見が別れたとされる。⁽¹⁶⁾

どのような場合に相当性があると解するかについて、実務的には、親株の流通量を見て判断し、親株が十分に流動的であれば、今後発生するライツ・オフアリングの市場についても流動性があると判断されるであろう。

③株主総会決議は必要か

ライツ・オフアリングにおける権利行使に関して、株主総会の承認決議が必要かという問題も考えられる。

ブルドッグ・ソース事件の最高裁決定においては、株主総会における高い賛成を得て可決された。既存株主が差別的な扱いを行わない場合には、株主の共同利益を害することになるという判断であったが、必ずしも株主総会における決議が必要であるとは言及されていない。後のピコイ事件でも株主総会決議は必要となされていない。⁽¹⁷⁾ 取締役会決議により差別的な新株予約権無償割当を行っている。

7 おわりに

近年、外国法人等日本株の平均四分の一を保有する投資部門となっている。このうち、最も多いのが米国株主であると考えられるが、米国証券法によって、米国市場に上場していない日本企業同士の事業統合や合併にもか

かわらずSECにフォームF4という形式での登録が義務付けられる場合がある。日本国内企業の大規模合併が続く中、登録のための事務費用が増大し、また、登録書類作成のために時間がかかるため、合併スケジュールが大幅に遅れるという事態も発生している。

また、資金調達の多様化として促進されているライツ・オフリングであるが、本格的な実施に関してはいくつかの問題点が指摘されており、そのうちのひとつにフォームF4に関するものが挙げられている。

経済産業省が発表した「日米投資イニシアティブ報告書」においても数年に渡り、迅速な組織再編の阻害要因除去（フォームF4）として、日本からアメリカへの要望がなされていた。⁽¹⁸⁾

ライツ・オフリングについては、米国居住株主に対し、一律行使を制限する方法でフォームF4登録を回避するようであるが、株式交換や合併等については、回避できない場合もある。発行会社が米国市場に積極的に上場しているわけではなく、米国人にスポンサーなしADRを保有されている場合にも適用されるなど、近年外国人株主が増加している日本企業にとっては、時間的にも費用的にも負担の大きな規定である。

注

- (1) <http://www.tse.or.jp/market/data/examination/distribute/b7g1e600000508d-att/bumpu.pdf>
- (2) 外国法人等とは、外国の法律に基づき設立された法人、外国の政府・地方公共団体及び法人格を有しない団体、並びに居住の内外を問わず日本以外の国籍を有する個人をいう。
- (3) 「金融庁・開示制度ワーキング・グループ報告「新株予約権無償割当てによる増資（いわゆる「ライツ・オフリング」）に係る制度整備について」平成二十三年一月一九日。

- (4) 日本経済新聞、二〇一一年一月二二日。
- (5) Kab Lae Kim "A STUDY ON RULE 145 OF THE SECURITIES ACT OF 1933: HOW TO PROVIDE CLARITY AND PREDICTABILITY IN RULE 145 TRANSACTIONS", Akron L. Rev., 2007, pp149
- (6) フォームF4登録をしなければならない場合については、セオドア・A・パラダイス他「米国証券フォームF4における組織再編取引の登録」、商事法務一八九〇号、四〇～四八頁。
- (7) 大阪証券取引所と東京証券取引所の合併の場合、大証が消滅会社、東証が消滅会社となる。大証を消滅会社（被買収会社）、東証を存続会社とした場合、大証の外国人持ち株比率が六六・一％となっているため、フォームF4提出義務が生じていた可能性が高い。
- (8) 対象会社の株式を対価とする株式公開買付。
- (9) 新川麻他「日本国内におけるM&A取引への米国証券法の適用―一九三三年証券法の登録届出書提出義務を中心に―」商事法務一八一五号、三五～四六頁。フォームCBは当該組織再編取引に関連して公表した、または買収対象者の株主に交付した「情報提供書類」の英訳を添付するものであり、F4よりも作成が容易な開示書類である。フォームF4は米国内における送達用代理人を選任するための書類である。これらの書類は一般に、EDGARシステムを通じて提出する。
- (10) オプションやワラントなどは対象会社の株式に交換され得る証券なので計算に含まれない。
- (11) 二〇〇八年規則改正前は、一〇％超を保有する大株主を計算から除外するという規定があったが、二〇〇八年改正によってこの取扱は排除された。
- (12) 規則12g3-2(a)は、取引所法第12(b)に基づく一定のクラスの証券の登録義務について、そのクラスの証券の米国保有者

が三〇〇名より少ない場合に適用除外を与えるもの。当該米国保有者には、名簿上の保有者のみならず、実質的保有者も含まれる。

- (13) alternate testの規定は、二〇〇八年改正によって加えられたものである。一定の条件を満たす場合には、M & A取引についての公表日の六〇日前を終期とする一二ヶ月に渡る全世界での対象会社株式の一日平均取引高であるAverage daily trading volume test (ADTV) に対する割合に基づいて、米国所有者の保有比率を推定することが認められている。

- (14) 日本証券業協会、証券市場の新たな発展に向けた懇談会、第二回マーケット・インフラ分科会の議事録。
- (15) 鈴木克昌他「ライツ・イシューの実務上の諸問題〔下〕」、商事法務一八九七号、四四頁。
- (16) 小長谷章人・有吉尚哉「ライツ・オフアリングにおける外国証券規制への対応と株主平等原則の関係―法制専門研究会での審議と報告書の概要―」、商事法務一九四四号、三四頁。
- (17) 判例タイムズ二二八二号 二七三頁。金融・商事判例二二九八号、四八頁。
- (18) 二〇〇九年日米投資イニシアティブの報告書、http://www.meti.go.jp/policy/trade_policy/n_america/us/data/2009invreport_j.pdf

(ふくもと あおい・客員研究員)

証研レポート既刊目録

No.1662 (2010.10)	執筆者	No.1669 (2011.12)	執筆者
S E C、登録外務員 (R R) に受託者責任 (fiduciary duty) を適用	坂下	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	中島
利回り「反」革命は定着するか	二上	市場機能のパフォーマンス評価	二上
金融危機下の米国ネット証券会社	伊豆	ドイツ版フラッシュ・クラッシュ	吉川
フラッシュ・クラッシュに関する共同報告書	吉川	ーフラッシュ・クラッシュとは何かー	
一謎は解けたかー		証券市場の新しいテクノロジーをどう考えるか	清水
国庫短期証券は国債かー公社債市場関連統計に関する一考察ー	横山		
J-REIT市場の投資家構造	志馬		
No.1663 (2010.12)		No.1670 (2012.2)	
なぜ日本の政府債務は世界最悪になったか	中島	ソーシャル・ビジネスと証券市場	松尾
ー平成元年以降の財政構造分析ー		欧州中央銀行の危機対策	伊豆
S E C、登録外務員 (R R) に受託者責任 (fiduciary duty) を適用 (2)	坂下	ドイツ取引所と N Y S E ユーロネクストの合併撤回	吉川
農林業再生と金融機関・投資ファンド	松尾	レバレッジ E T F を巡る議論	志馬
フラッシュ・クラッシュ後の対応策	清水	ーデリバティブを組みこんだ E T F の紹介と S E C の動きー	
個別株主通知とは何か	福本		
大手ネット証券を巡る最近の動向	深見	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	中島
		ー二つのワーキング・グループの最終報告書と工程表ー	
		外務員資格試験制度の改革と課題について	坂下
		米国のダブル・ボトムライン投資ファンド	松尾
		高頻度取引をめぐる規制動向	清水
		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	坂本
No.1664 (2011.2)		No.1672 (2012.6)	
証券会社の R O E 概観	二上	投資勧誘規制の在り方をめぐる論点	二上
E トレードとサブプライムローン	伊豆	ユーロ危機と E C B	伊豆
S G X による A S X 買収合意	吉川	ダーク・プールの陥落	吉川
ーアジアの取引所再編？ー		ー S E C によるバイブライン処分ー	
J-REIT市場の価格形成	志馬	香港取引所のグローバル I P O 市場	志馬
		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
No.1665 (2011.4)		No.1673 (2012.8)	
なぜ財政規律が失われたか	中島	F M I (金融市場インフラ) の強化によるアジア債券市場の活性化	宿輪
ー赤字国債償還ルールの変更と選挙制度ー		ー資金決済 (P V P) と証券決済 (D V P) のリンクが大事ー	
S E C 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	坂下	日本の国債相場を支えているものは何か	中島
庶民金融とマイクロファイナンス	松尾	アメリカのダークプール規制のその後	清水
格付会社の競争構造について	清水	インドの金融システムの構造は変化したのか？	西尾
アメリカの say on pay の導入	福本	日本の地方債制度とその格付け	江夏
逆風下の準大手、中堅、中小証券経営	深見	ー地方債市場の持続可能性に焦点を当ててー	
No.1666 (2011.6)		No.1674 (2012.10)	
個人投資家の動向について	二上	日銀の「危機対策」と「最後の貸し手」機能	伊豆
欧州中央銀行における「資金偏在」問題	伊豆	ナイト・キャピタルのアルゴ暴走	吉川
国境を越えた取引所の合併・買収	吉川	ー超高速コンピューター取引のリスクー	
クレジット・デフォルト・スワップ (C D S) 取引におけるクレジット・イベントの認定	志馬	米国ボラティリティ商品市場の拡大とトラブル	志馬
		ークレディティ・スイス発行の E T N を巡る問題ー	
No.1667 (2011.8)		米国投資顧問業 (R I A) の自主規制機関 (S R O) をめぐる論議	坂下
復興債発行の政治経済学	中島		
再生可能エネルギーファンドの現状	松尾	No.1675 (2012.12)	
証券市場のテクノロジーと規制に関する I O S C O の報告について	清水	繰り返される国債日銀引受発行の議論	中島
信用取引の議決権行使	福本	地域再生ファンドの取組と課題	松尾
		統合取引追跡システムに関する S E C 最終提案	清水
No.1668 (2011.10)		アジア債券市場育成の取り組みと成長過程	西尾
日米証券界の収益状況比較	二上	イギリス金融規制改革のゆくえ	築田
米国における「受託者責任 (Fiduciary Duty)」の展開について	坂下		
ー S E C の調査報告書を中心にー			
欧州中央銀行と E L A (緊急流動性支援)	伊豆		
L S E G による T M X 買収合意の撤回	吉川		
わが国 C D S 市場の価格形成	志馬		
ー株式市場との比較を中心にー			

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。

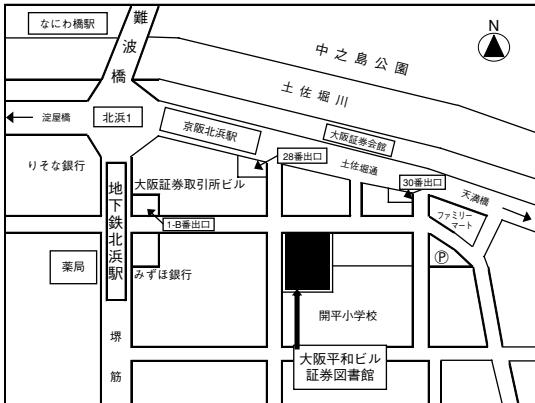
所在地 大阪市中央区北浜1-5-5 大阪平和ビル地下1階
TEL (06) 6201-0062

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。

証研レポート第一六七六号
二〇一三年二月十一日発行
(偶数月第二月曜日発行)

2013年2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)