

オークション・レート証券市場をめぐる混乱と 金融機関による買い戻しの動きについて

三宅 裕樹

■ 要 約 ■

1. オークション・レート証券（Auction Rate Securities, ARS）は、金利水準が、一週間ないし一ヶ月単位で実施される入札によって決定される債券である。
2. 2007年以降の米国金融市場における一連の混乱の影響はARS市場にも波及した。ARSの多くが金融保証保険付きであったことや、入札を管理する引受金融機関がARSの買い支えを行わない方針を採ったことを受けて、2008年2月にARSの金利水準は急上昇し、流動性が一気に枯渇した。これにより、発行体と投資家の双方に影響が生じた。
3. ニューヨーク州司法当局やマサチューセッツ州証券当局、SECなどの政府当局は、ARSの引き受けや販売に関わった金融機関が、発行体や投資家に対して、ARSの商品性やリスクについて十分に説明を行っていたかという点を中心に、ARS市場の調査を進めている。2008年9月末時点で、大手金融機関11社が、個人投資家からARSを買い戻すことなどで、政府当局との和解に応じている。
4. ARS発行体による借り換えや、金融機関によるARSの買い戻しによって、ARS市場の規模は、少なくとも一時的には大幅に縮小すると予想される。ARSが、米国資本市場における位置づけを回復する上では、市場の情報インフラを整備することが重要な課題となるものと考えられる。

I オークション・レート証券（ARS）とは

2008年8月以降、オークション・レート証券（Auction Rate Securities, ARS）をめぐる、大手金融機関が個人投資家からの買い戻しを求められる事例が相次いでいる。2007年以降の米国金融市場における混乱の影響を受けて、ARSのリスクは同年後半頃より徐々に高まっていたが、2008年2月にARSの引き受けや入札の管理などを行う引受金融機関がARSの買い支えを中止したことを契機に、金利水準が急上昇した。この事態に対してニューヨーク州司法当局やマサチューセッツ州証券当局、SEC（U.S. Securities and Exchange Commission、米国証券取引委員会）などの政府当局は、引受金融機関やARSの販売に携わった金融機関が、発行体や投資家に対して、ARSに関するリスクを十分に説

明していたか、という点を中心に、同年3月頃より調査を進めていた。それが、ここに来て、ARS 保有者からの買い戻しなどを条件に、金融機関と政府当局との間で和解が成立する状況に至っている。

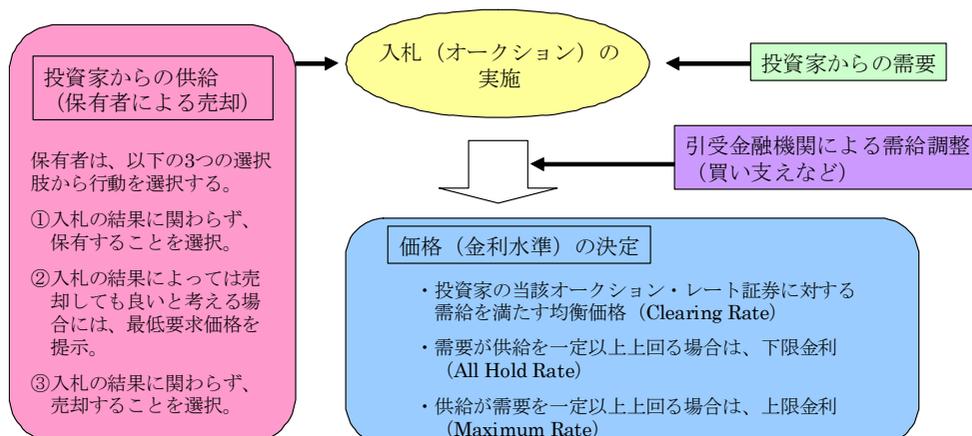
1. オークション・レート証券（ARS）の仕組み

そもそもARSとは、一週間ないしヶ月（28日、35日など）単位で実施される入札によって金利水準が決定される債券である¹（図表1）。入札は基本的に投資家の間で行われ、そこで成立した金利（Clearing Rate）が、次回の入札までの間、発行体から投資家に対して支払われる。

ARSの償還年限は、通常20年から30年と超長期に設定されている。その一方で、投資家は、短い期間で定期的に行われる入札の場でARSを購入・売却することができるため、その分、ARSの流動性リスクは抑えられ、金利水準も低くなると一般的に考えられる。実際、ARSの平均金利は、2006年5月末より2007年前半まで、米国地方債（30年債）の平均利回りよりも約50～100bp低い水準でおおよそ推移している（後掲図表4）。発行体にとっては、超長期の資金を調達するにあたって、発行債券の流動性が高い分、金利負担の抑制を図れる点が、ARSの魅力の一つとされている²。

ただし、全てのARS保有者が、入札の結果に関わらず引き続きARSを持ち続けるとした場合、すなわち入札の場にARSが供給されない場合には、事前に設定されている下限金利（All Hold Rate）が投資家に支払われることとなる。逆に、保有するARSを売却したいとする投資家が多く、入札の場においてARSの供給が需要を大幅に上回り、投資家間の需給を満たす金利水準が一定（上限金利（Maximum Rate））以上となる場合には、

図表1 オークション・レート証券の仕組み



（出所）各種資料より、野村資本市場研究所作成

¹ ARSには一部、優先株式も存在するが、多くは債券である。本稿の記述も、基本的には、オークション・レート債を念頭にしている。

² W. Bartley Hildreth, *State & Local Government Debt Issuance and Management Service* など参照。

入札は不成立となる。この場合、金利水準は需給の状況とは無関係に上限金利で設定され、ARS 保有者は一律に入札の場で ARS を売却することができなくなる。上限金利の水準は、LIBOR（London InterBank Offered Rate、ロンドン銀行間貸し手金利）などに連動している場合もあれば、絶対値で設定されている場合（多くは 10%ないし 20%）もある。

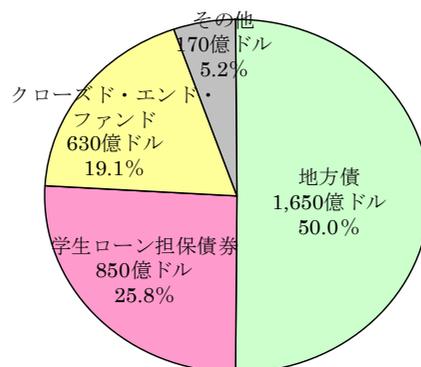
もっとも実際には、ARS の金利が上限金利ないし下限金利に近づく、あるいは超えることが予想される場合、ARS の引受金融機関が自己資金をもって投資家間の需給を調整するのが一般的とされている。仮に ARS の需要が落ち込んだ場合は、通常、引受金融機関による自己勘定での買い支えが行われる。ただし、目論見書などであらかじめ規定されている場合を除いて、ARS の需給調整は引受金融機関の義務ではない。

2. ARS 市場の現状

ARS の発行残高は、2007 年末時点で 3,300 億ドルにのぼる。このうち 50.0%は地方債（1,650 億ドル）であり、残りは学生ローン担保債券（850 億ドル、25.8%）とクローズド・エンド・ファンド（630 億ドル、19.1%）でほぼ占められている（図表 2）。州・地方政府や、学生ローンを提供している金融機関は、事業の性格上、比較的償還年限の長い資金を必要としており、その借入れコストを抑える一つ的手段として ARS を活用しているものと考えられる。またクローズド・エンド・ファンドについては、ポートフォリオ運用にレバレッジを効かせて投資パフォーマンスを向上させることを図って、債券や優先株式の発行などを通じて追加的に運用資金を調達する場合がある。その際に、地方債や学生ローン担保債券の場合と同様、資金調達コストを軽減するべく ARS が活用されている。

米国債券市場全体（16.2 兆ドル）に占める ARS の割合は、発行残高（ストック）ベースで 2%にとどまる（2007 年末時点）³。ただし、地方債の発行額（フロー）に占めるオークション・レート地方債の割合は上昇基調にあり、1990 年代後半の 1%~2%水準から、2004 年には 11.8%に上昇した（図表 3）。その後、同割合はやや低下したものの、

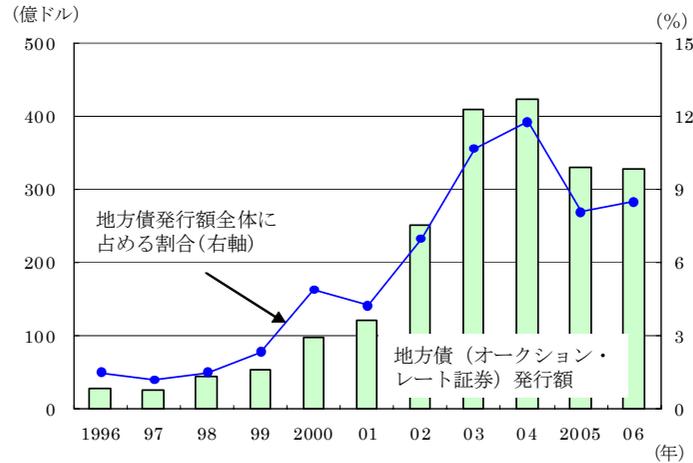
図表 2 オークション・レート証券の内訳（2007 年末時点）



（出所）SIFMA 資料（原出所はバンク・オブ・アメリカ）より、野村資本市場研究所作成

³ SIFMA 資料より算出。

図表3 オークション・レート地方債の発行額（フロー）の推移



(出所) The Bond Buyer, *The Bond Buyer/Thomson Financial 2007 Yearbook* より、野村資本市場研究所作成

2006年では8.5%となっている。近年、地方債市場においてARSが普及した背景の一つには、金融機関が高い手数料収入を求めて、ここ数年、州・地方政府など発行体に対してARSの発行を積極的に薦めたことがあった、との指摘がある。これについては後述する。

一方、ARSの保有構造についてみると、個人投資家や、一般事業会社の保有分が比較的多いことがARS市場の特徴の一つとされている⁴。シティグループやUBSの開示情報に基づいて簡単な推計を行うと、ARSの約3割が個人投資家（小規模な事業会社など含む）による保有分と考えられる⁵。また、一般事業会社については、手持ちの流動性資金をARSへの投資にあてている場合が多いとされており、2008年第1四半期決算の開示資料に基づけば、ARS発行残高全体の約1割に相当する300億ドル以上が一般事業会社による保有分であるとの調査がある⁶。こうした保有構造の背景には、①ARSの半分を占める地方債が、免税のメリットの存在などもあって、そもそも個人投資家による保有比率が高い債券であること⁷、②ARSは、流動性のある程度確保しつつも、通常は超長期債であることから、一般の短期債に比べて高い金利収入を期待することが可能であること、といった要因が挙げられる。

⁴ Jenny Anderson and Vikas Bajaj, "New Trouble in Auction-Rate Securities," *The New York Times*, 02/15/2008 など参照。

⁵ シティグループとUBSが8月に政府当局との間で成立させた和解（後述）の内容によれば、両社による買戻しの対象となる個人投資家のARS保有額は合計156億ドル、機関投資家保有額は223億ドルとされる。また、直近の各社の保有額は175億ドルである。推計は、この三つの値の比率を、市場全体での個人投資家・機関投資家・引受金融機関それぞれの保有比率と考えて行った。

⁶ Liz Rappaport, "Auction-Rate Securities Give Firms Grief – Companies Struggle to Come to Terms With Writing Down Troubled Holdings," *The Wall Street Journal*, 05/27/2008 参照。

⁷ 2008年6月末時点の個人投資家の保有比率は34.2%。FRB, *Flow of Funds Accounts* より算出。また、米国地方債の保有構造については、井瀧正彦・沼田優子・三宅裕樹「米国の地方債市場から得られる日本への示唆—発展の鍵を握る家計と投資信託—」野村資本市場研究所『資本市場クォーターリー』2007年冬号参照。

Ⅱ 米国金融市場における混乱の ARS 市場への影響

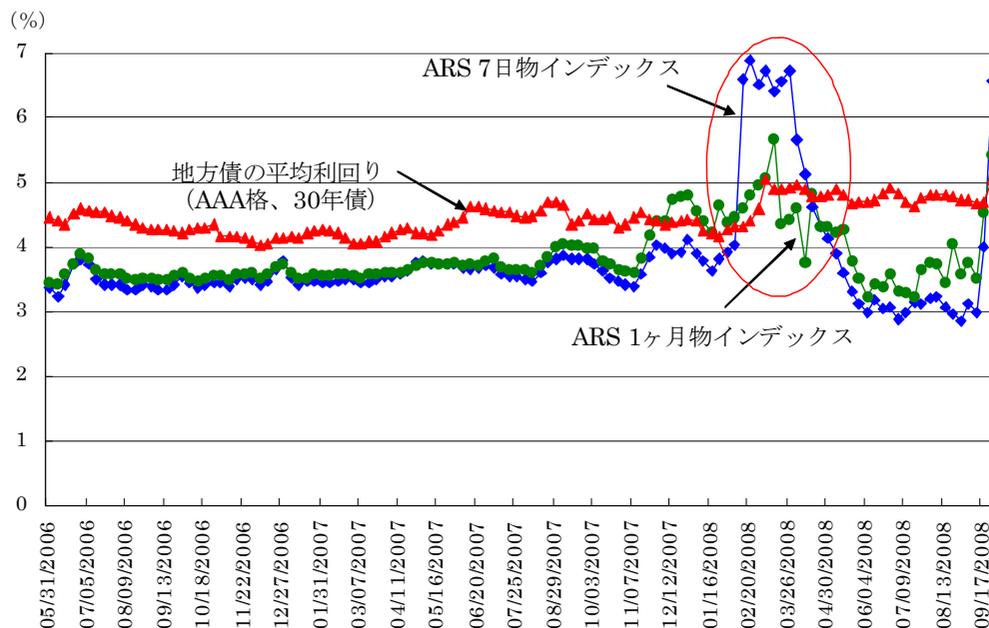
1. 2008年2月のARS金利水準の急上昇

2007年以降の米国金融市場における混乱の影響はARS市場にも波及した。ARS市場の金利水準の推移をみると、ARS 7日物インデックス・ARS 1ヶ月物インデックス（一週間・一ヶ月単位で入札が行われるARSの平均金利）とともに、2005年から2007年後半までは3%から4%の間でほぼ安定的に推移していたが、2007年後半より徐々に両インデックスは上昇し始め、ARS 1ヶ月物インデックスは11月に4%の水準を超えた。そして翌2008年2月、両インデックスは急上昇した（図表4）。ARS 7日物インデックスの場合、同月6日から翌週13日にかけて、4.03%から6.59%へと一気に256bp（ベース・ポイント）増加した。入札が不成立となるARSも相次ぎ、2月13日に入札が行われたARSのうち80%で十分な投資需要を引き付けることができず、上限金利に達したとの推計もある⁸。

ARS金利の上昇の背景には、①金融保証（モノライン）保険会社の格下げを受けてARSの信用リスクに対する懸念が高まったことと、②引受金融機関によるARSの買い支えが限界に達したことの二点を指摘することができる。

金融保証保険会社は、主に米国地方債を対象として金融保証保険を提供しているが、こ

図表4 オークション・レート証券の金利水準の動向



(注) 週ベース。2008年9月末まで。

(出所) SIFMA 資料、ブルームバーグより、野村資本市場研究所作成

⁸ Martin Z. Braun and William Selway, “UBS, Merrill Lynch Step Back From Auction-Rate Bond Bidding,” *Bloomberg*, 02/14/2008 参照。

こ数年は、より高い保険料収入が見込める証券化商品の保証業務を拡大させていた⁹。その中には、サブプライム RMBS (Residential Mortgage Backed Securities、住宅ローン担保証券) や、これを原資産とする CDO (Collateralized Debt Obligations、債務担保証券) も含まれていたため、サブプライム・ローン問題が深刻化すると、金融保証保険会社の保証能力に対する懸念が浮上した。大手格付機関は、2007年11月より、通常 AAA/Aaa 格に維持されている金融保証保険会社の保証能力に対する格付けの見直しを一斉に始めると、翌2008年に入ってその多くを引き下げた。オークション・レート地方債に限っても、2006年の発行額ベースで全体の64.8%に金融保証保険が付されているなど、ARSの多くは金融保証保険付きとされている¹⁰。それゆえ、金融保証保険会社の格付け見直しや格下げは、ARSの信用リスクに対する懸念を高めた。その結果、金融市場の信用不安が高まる中で、安全性をより重視する傾向を強めつつあった投資家、特に機関投資家からのARSに対する需要は減退することとなった。

ARSに対する投資家からの需要が落ち込み、入札においてARSの超過供給が生じる場合、先述のとおり、通常は引受金融機関による買い支えが行われる。実際、機関投資家からのARS需要が減退し始めた2007年後半以降、大手引受金融機関は積極的な買い支えを実施したようである。例えばオークション・レート地方債引受ランキング第二位(2006年)のUBSの場合、マサチューセッツ州証券当局が2008年6月に同社に対して訴訟を起こした際に示した調査資料によれば、内部規定で、自己勘定でのARS保有額の上限を21億ドル、緊急の場合でも25億ドルとしていたにもかかわらず、2008年2月時点での同社のARS保有額は、その4倍以上の110億ドルに達していたとされる(図表5)¹¹。引受金融機関による買い支えは、ARSの金利水準を抑えることに一定の効果をもったと考えられる一方で、引受金融機関自身は、ARSのリスクを過度に抱え込むこととなった。加えて、大手金融機関は、サブプライム関連投資などで多額の評価損失を計上し、財務状態の

図表5 オークション・レート地方債の引受ランキング(2006年)

(単位: 億ドル)

順位	金融機関	引受額
1	シティグループ	84.2
2	UBS	69.8
3	メリルリンチ	34.1
4	モルガン・スタンレー	27.8
5	JPモルガン	27.3
6	ベアー・スターンズ	23.1
7	RBCキャピタル	22.7
8	ゴールドマン・サックス	22.3
9	バンク・オブ・アメリカ	18.1
10	リーマン・ブラザーズ	9.7

(出所) The Bond Buyer, *The Bond Buyer/Thomson Financial 2007 Yearbook* より、野村資本市場研究所作成

⁹ 金融保証保険については、三宅裕樹「サブプライム問題と金融保証保険をめぐる動き」野村資本市場研究所『資本市場クォータリー』2008年春号参照。

¹⁰ The Bond Buyer, *The Bond Buyer/Thomson Financial 2007 Yearbook* より算出。

悪化が進んだため、次第に買い支えを行う財務面での余力も弱まっていった¹²。そしてついに 2008 年 2 月、大手引受金融機関は ARS の買い支えを中止する方針をほぼ同時期に採った¹³。このことが、ARS 金利が急上昇し、市場の流動性が一気に枯渇する直接的な契機となった。

なお、今回の ARS 市場の混乱は、あくまで 2007 年以降、深刻化する米国金融市場における信用収縮の動きを受けたものであって、ARS のデフォルト件数が急増するなど、ARS そのものの信用リスクの上昇に起因するものではない点には留意する必要があるだろう。

2. 発行体・投資家への影響

ARS の金利上昇により、発行体の金利負担は増大した。例えばニューヨーク州の場合、ニューヨーク州・ニュージャージー州港湾公社 (the Port Authority of New York and New Jersey) が発行する ARS の金利が、2008 年 2 月第 1 週から第 2 週にかけて 4.3% から上限金利の 20% に跳ね上がったのを始め、オークション・レート地方債の金利は平均で約 1.2% 上昇し (推計ベース)、発行体である州・地方政府の金利負担は週ベースで 230 万ドル増加した¹⁴。また、発行済み地方債の 51% が ARS であったアラバマ州ジェファソン郡では、ARS の金利負担の急増が一因となって財政状態が深刻化し、同郡地方債の一部にデフォルトが生じた¹⁵。

こうした事態を受けて、発行体の間では、金利負担を軽減するべく、発行済み ARS を固定利付債などに借り換える動きが広まった¹⁶。2008 年 8 月上旬時点で借り換えを行った、または借り換えを予定している ARS は、地方債で 978 億ドル、学生ローン担保債券約 30 億ドル、クローズド・エンド・ファンド 238 億ドル、合計 1,246 億ドルにのぼる¹⁷。これは、2007 年末時点の ARS 発行残高全体の 37.8% を占める規模である。

また、発行体自身が ARS の入札に参加し、買い戻しを行うことで ARS の金利水準を抑えようとする動きもあった。3 月には、SEC が、発行体自身による入札への参加を認めるノー・アクション・レターを発行した¹⁸。

他方、ARS 投資家においては、金利収入が増加することとなった一方で、それまで流動性が比較的高い債券と捉えられていたにも関わらず、突如、入札が相次いで不成立とな

¹¹ http://www.sec.state.ma.us/sct/sctubs2/ubs2_complaint.pdf.

¹² 米国金融市場における 2007 年以降の混乱が金融機関に与えた影響については、関雄太「サブプライムローン問題の克服に挑む米国資本市場」野村資本市場研究所『資本市場クォーターリー』2008 年春号など参照。

¹³ Martin Z. Braun and William Selway, "UBS, Merrill Lynch Step Back From Auction-Rate Bond Bidding," *Bloomberg*, 02/14/2008 参照。

¹⁴ Martin Z. Braun, "Auction-Bond Failures Roil Munis, Pushing Rates Up," *Bloomberg*, 02/13/2008、Michael Quint, "New York Borrowing Costs Rise as Banks Let Bond Auctions Fail," *Bloomberg*, 02/19/2008 参照。

¹⁵ ジェファソン郡資料など参照。

¹⁶ William Selway and Jeremy R. Cooke, "Auction-Rate Wreck Drives Borrowers to Protect 'Our Good Name'," *Bloomberg*, 05/12/2008 など参照。

¹⁷ David Scheer and Jeremy R. Cooke, "Auction-Rate Costs May Rival Spitzer Settlements," *Bloomberg*, 08/11/2008 参照。

¹⁸ http://www.sifma.org/capital_markets/docs/SEC--ARS-Letter.pdf.

り、主要な売却の場が失われてしまったことで、流動性リスクが顕在化することとなった。また、ARS の流動性が枯渇し、市場価格がつかなくなってしまうことから、投資家の中には大幅な評価損を計上するところも表れた。例えば、UBS は、顧客が保有する ARS の評価額をモデル分析によって算出し、数%から最大 20%以上の評価額の引き下げを行う方針を3月に表明した¹⁹。

III ARS 市場をめぐる政府当局の動き

1. ARS の引受・販売金融機関に対する捜査の実施

こうした ARS 市場をめぐる混乱に対して、政府当局は、2008 年 2 月の金利水準の急上昇からさほど時を経ずに、金融機関に対する調査を実施した。3 月には、マサチューセッツ州証券当局が UBS やメリルリンチ、バンク・オブ・アメリカといった ARS 引受金融機関に対する調査を開始したのを始め²⁰、ニューヨーク州司法当局や NASAA (North American Securities Administrators Association、北米証券規制局協会)、連邦政府レベルでは SEC も調査を進めた。調査は、当初は大手 ARS 引受金融機関を対象としたものであったが、次第にその範囲は ARS の販売業者にも広げられた。

調査の問題意識は、ARS の引受・販売金融機関が、ARS の流動性リスクや信用リスクに関する説明を、投資家や発行体に対して必要十分に行っていたのか、という点にある。金融機関、特に ARS の入札に日常的に関与している引受金融機関は、ARS 市場の動向について情報を得やすい立場にあったと考えられる。それゆえ、ARS のリスクが 2007 年後半より徐々に上昇しつつあったことについても、比較的早い時期から把握していたと思われる。にもかかわらず、引受金融機関は、入札の成立や、高い手数料を得ることなどを目的として、ARS に関する情報を十分に開示していなかったのではないかと、との嫌疑がかけられたのである。この点に関して、例えば UBS は、同社の経営陣が、個人的に保有していた ARS 2,100 万ドルを早々に売却するなど、ARS 市場のリスクの上昇に対する認識があったにもかかわらず、個人投資家などに対しては、ARS の流動性・安全性の高さを過度に強調し、リスクについてはあまり触れない説明を行っていたとの指摘を、ニューヨーク州司法当局などから受けている²¹。SEC は、金融機関が ARS の商品性やリスクについて、投資家などに対して必ずしも十分に説明していなかった行為が、ブローカー・ディーラーに相場操縦的・欺瞞的・詐欺的な取引や、その売買の推奨を禁じた 1934 年証券取引所法 (The Securities Exchange Act of 1934) 第 15 条 c 項に違反する可能性がある

¹⁹ Evelyn Juan, Jed Horowitz and Andrew Dowell, "UBS Lowers Price of Security Seen as 'Cash' – Some Face Paper Losses Of More Than 20% On Auction-Rate Bonds," *The Wall Street Journal*, 03/29/2008.

²⁰ Michael McDonald, "USB, Merrill, Bank of America Auction Sales Probed," *Bloomberg*, 03/28/2008 参照。

²¹ http://www.oag.state.ny.us/media_center/2008/jul/july24a_08.html など参照。

して、ARS 市場の調査を実施した²²。

こうした一般的な問題意識に加えて、個別的な嫌疑に基づく調査も行われている。例えば、マサチューセッツ州証券当局は、メリルリンチに対して7月に訴訟を起こしているが、そこでは同社が、ARS 市場のリスクを認識しつつも、個人投資家などへの売却を進める目的から、ARS への投資を推奨するレポートを同社のリサーチ部門に作成させていたと指摘されている²³。またニューヨーク州司法当局は、ゴールドマン・サックスが、個人投資家などへの ARS 販売を促すべく、フィデリティのブローカレッジ部門に対して ARS 販売インセンティブを設けていた可能性があるとして、8月より両社の関係についての調査を進めている²⁴。

そもそも、今回のような事態に至る以前から、ARS 市場の透明性については課題が指摘されていた。最近でも2006年に、SECは、金融機関が、ARSの商品性・投資リスクなどに関する情報を十分に投資家に対して提供していなかったことなどを理由に、金融機関15社に対して合計1,487.5万ドルの罰金を課した²⁵。また、SIFMA (the Securities Industry and Financial Markets Association, 米国証券業金融市場協会)は、2007年に、ARSの発行および入札の運営に関して証券会社が果たすべき役割についての手引書 ("Best Practices for Broker-Dealers of Auction Rate Securities") を発行するとともに、ARSに関する標準的な情報開示のあり方を示した。こうした取り組みにもかかわらず、依然として ARS 市場の不透明性は解消されていないとの現状認識が、今回の捜査の背景にはあるものと思われる。

2. 金融機関と政府当局との間での和解の内容

2008年8月7日に、シティグループと、ニューヨーク州司法当局・NASAA・SECとの間で和解が成立して以降、9月末までの時点で大手金融機関11社が政府当局との和解に応じている(図表6)。ARS市場をめぐる一連の調査、および金融機関との和解協議は、州レベルではニューヨーク州司法当局やマサチューセッツ州証券当局が中心となって、また連邦レベルではSECが行っている。これまでに和解が成立した11社のうち、10社はARSの引受金融機関であり、ARSの販売のみを行っていた金融機関はフィデリティ1社である。

²² 例えば、シティグループとSECの間で2008年8月7日に成立した和解内容を参照 (<http://www.sec.gov/news/press/2008/2008-168.htm>)。

²³ http://www.sec.state.ma.us/sct/sctml2/ml_complaint.pdf。

²⁴ Jennifer Levitz, "Inquiry Looks at Fidelity-Goldman Ties – Auction-Rate Sales By The Fund Titan Are Under Scrutiny," *The Wall Street Journal*, 08/27/2008、Karen Freifeld, "Cuomo Probes Fidelity, Goldman on Auction-Rate Relationship," *Bloomberg*, 08/27/2008 参照。

²⁵ <http://www.sec.gov/news/press/2006/2006-83.htm>。

図表 6 大手金融機関と政府当局との和解内容

(単位: 億ドル)

金融機関	和解 成立日	買い戻し額		罰金	その他
		個人 投資家など	機関投資家など (流動化支援)		
シティグループ	8.07	73	(120)	1.00	3月末時点の自社保有分は65億ドル 買い戻しにより、5億ドルの評価損が 発生する可能性
UBS	8.08	83	103	1.50	2月頃の自社保有分は110億ドル以 上 買い戻しにより、9億ドルの損失が 発生する可能性 マサチューセッツ州との間で、州 内の地方政府からARS340万ドルを 買い戻すことなどで合意
JPモルガン	8.14	30	(N.A.)	0.25	買い戻しにより、4億ドルの評価損が 発生する可能性
モルガン・スタンレー	8.14	45	(N.A.)	0.35	マサチューセッツ州との間で、州 内の地方政府からもARS150万ドル を買い戻すことなどで合意
ワコビア	8.15	57	31	0.50	
ゴールドマン・サックス	8.21	10	(N.A.)	0.225	
メリルリンチ	8.21	70	(15)	1.25	
ドイツ銀行	8.21	10	(N.A.)	0.15	
バンク・オブ・アメリカ	9.10	45	(N.A.)	(N.A.)	買い戻しにより、2.75億ドルの損 失が発生する可能性
フィデリティ	9.12	3	-	-	
クレディ・スイス	9.16	5.5	(N.A.)	0.15	
合計		431.5	134	5.38	

(注) 和解成立日は、バンク・オブ・アメリカ（マサチューセッツ州証券当局）を除いて、
ニューヨーク州司法当局・NASAA との和解について。また買い戻し額については、一部
報道ベースのものも含まれる。また、() は清算・流動化支援の対象となる ARS の
額。2008年9月末までの状況。

(出所) 各金融機関プレスリリースなどより、野村資本市場研究所作成

金融機関によって、和解に至った政府当局や、合意内容には若干の違いがあるものの、
基本的な項目についてはおおそ共通しており、①2008年2月に、金融機関が買い支え
を停止し、ARS金利が急上昇した時点でARSを保有していた個人投資家などから、ARS
を額面価格で買い戻すこと、②①に該当する投資家のうち、すでにARSを市場で売却し
ている場合には、その際に発生した損失を補填すること、③ニューヨーク州司法当局との
和解では、2007年8月以降に、当該金融機関を引き受け先としてオークション・レート
地方債を起債した発行体が借り換えを行う場合には、その手数料の全額を補填すること、
④政府当局に対して罰金を支払うこと、の4点から成る。

このうち投資家からのARS買い戻しについては、UBS、メリルリンチ、モルガン・ス
タンレーの3社が、和解の成立以前にARSの買い戻し計画を自発的に提案していた。し
かし、例えばUBSが7月に行った提案では、買い戻しの対象がクローズド・エンド・
ファンドが発行するオークション・レート優先株式(35億ドル)に限られるなど、制約
的な内容であったことから、提案後も引き続き、政府当局との間で和解に向けた協議が進
められていた。

金融機関による買い戻しの対象は、基本的には、慈善団体や中小の事業会社を含む個人
投資家が保有するARSとされている。個人投資家は、一般的に経済・金融に関する知識

や情報を必ずしも十分に有しているとはいえ、それゆえ金融機関から提供される情報に依存する程度は比較的大きかったものと思われる。ニューヨーク州司法当局などは、独自の調査を通じて、引受・販売金融機関がこうした状況を利用して、ARS に対する機関投資家の需要が減退した 2007 年後半以降、「安全性が高く、現金と同等の金融商品」として、個人投資家に対する ARS の販売姿勢を積極化させたことが、2008 年 2 月の ARS 市場の混乱による個人投資家への影響を大きなものとした、との見解に至っており、和解内容にも強く反映されている。ただし、金融機関は、こうした政府当局の見解に対して肯定も否定もしていない。

なお、機関投資家などは、基本的には金融機関による ARS 買い戻しの対象とはされていない。シティグループなど多くの金融機関は、例えば ARS 発行体に対して借り換えを促したり、ARS の再証券化を行うことなどを通じて、機関投資家が ARS を清算・流動化できるよう最大限の努力を行うことを約すにとどまっている。ただし、UBS は、こうした努力を通じて、2009 年末時点で機関投資家が ARS を清算・流動化することができなかつた場合には買い戻しを行うとしている²⁶。また、ワコビアは、買い戻しの時期はずれるものの、機関投資家を含む全ての投資家の保有分を買い戻しの対象としている²⁷。

この他、③にみられるよう、ARS 発行体に発生した損失についても、一部補填が求められている。なお、この点に関してニューハンプシャー州証券当局は、同州内のニューハンプシャー高等教育ローン会社 (New Hampshire Higher Education Loan Corp.) が 15 億ドルの資金調達を行うに際して、ARS の発行を、リスクについて十分に説明しないまま薦めたとして、UBS を相手取った訴訟を起こしている。ARS 発行体に生じた損失に関して提訴に至った事例は、これが初めてである²⁸。

3. ARS 買い戻しに伴う金融機関における損失の発生

政府当局との和解に基づいて ARS の買い戻しが行なわれた場合、金融機関には、①買い戻しに伴う直接的な費用負担と、②追加保有 ARS の評価損という二つの影響が生じることになるものと考えられる。このうち②については、投資家からの買い戻し価格は額面価格とされている一方、ARS の市場価格は、現状では額面価格を下回っているようである。ARS の流通市場を運営しているリストラクティッド・ストック・パートナーズ社のデータによると、直近の ARS の流通価格は、地方債で 1 ドルあたり 90~98 セント、学生ローン担保債券で 70~85 セント、クローズド・エンド・ファンドの優先証券で 85~95 セントであり、こうしたデータに基づけば、大手金融機関で ARS 買い戻しにより生じる評価損は最大で 100 億ドルに達する、との推計もある²⁹。各金融機関での損失額については、例えばシティグループが、自社で見込まれる ARS 評価損を 5 億ドルとしているほか、JP

²⁶ <http://www.sec.gov/news/press/2008/2008-171.htm>.

²⁷ http://www.wachovia.com/inside/page/0,,134_307^1785,00.html.

²⁸ Jeremy R. Cooke, "UBS Misled Student-Loan Agency, New Hampshire Says," *Bloomberg*, 08/14/2008 参照。

²⁹ Elinor Comlay, "Auction-rate buybacks add to bank writedown worries," *Reuters*, 08/28/2008.

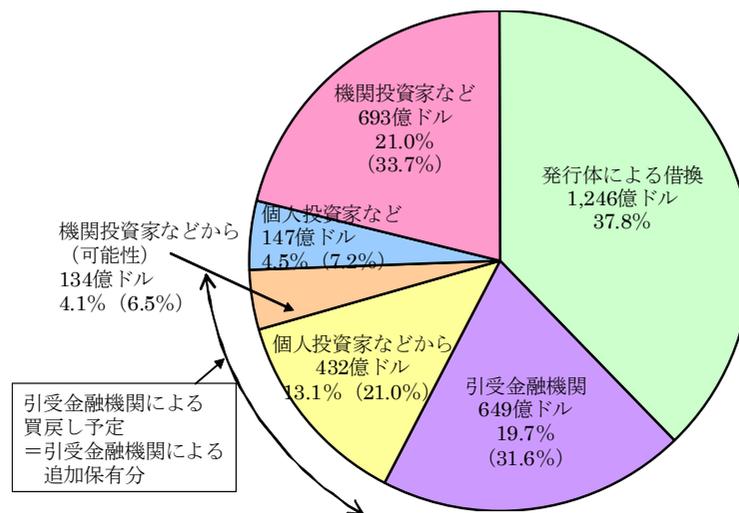
モルガンは最大で 4 億ドルと推計している。また UBS は、①と合わせた損失額を約 9 億ドルと見積もっており、同社の 2008 年第 2 四半期決算に計上した³⁰。

IV 今後の展望

金融機関による ARS の買い戻しの実施などにより、今後、ARS 市場の規模は少なくとも一時的には大きく縮小するものと考えられる。先述のとおり、発行体によって借り換えられた、あるいは借り換えが予定されている ARS は、8 月上旬までに公表されたものだけで 1,246 億ドルにのぼる（図表 7）。これに、9 月までに公表された金融機関による買い戻し予定分を含めると、一般の投資家が保有する ARS の残高は、推計ベースで最大 59.1%減少することとなる。ニューヨーク州司法当局などは、ARS 市場をめぐる引き続き金融機関に対する調査を行っていることから、ARS 市場は、推計ベース以上に縮小することも考えられる³¹。

とはいえ、これまで ARS を発行してきた州・地方政府などの資金調達主体においては、超長期の資金に対する需要は引き続き存在しているものと考えられる。また、今回の ARS 市場の混乱は、ARS 発行体自身のクレジット・リスクの上昇などによって引き起こされたものではなく、金融保証保険会社の保証能力の減退や、大手金融機関のサブプライ

図表 7 金融機関による買い戻しが ARS 保有者構造に与える影響（推計）



- (注) 1. 発行体による借換額（予定含む）は、2008 年 8 月 11 日時点。買い戻し分については、フィデリティを含めて、同年 9 月末までに公表されたもの。
 2. () 内は、発行体による借換分を除いた保有シェア。
 (出所) 各種資料より、野村資本市場研究所作成

³⁰ 各社プレスリリース参照。

³¹ David Scheer and Patricia Hurtado, "Auction-Rate Brokers Likely Knew of Flaws, Cuomo Says," *Bloomberg*, 08/20/2008, "Brokerages Face Inspections Over Auction-Rate Sales," *Bloomberg*, 08/21/2008 参照。

ム関連損失の計上など、あくまで昨今の金融市場における信用収縮からの影響を受けて生じたものである。それゆえ、今日の金融市場における信用不安が解消され、正常な市場環境が回復された際には、ARS の発行を通じて資金調達を行うことは、起債コストの抑制を図る上で、発行体にとって一つの合理的な選択肢となる可能性がある。

ただし、その際には ARS 市場の情報インフラ整備が重要な課題となるものと考えられる。ARS の市場インフラについては、ARS 引受・販売金融機関に対して規制を行っている SEC や各州の担当当局、あるいは自主規制機関である SIFMA など、複数の機関が関わっており、すでに一部述べたとおり、これまでも各機関が独自の取り組みを進めてきた。その中で、今回の ARS 市場の混乱を受けて、情報インフラの拡充に向けた動きをいち早く採ったのは MSRB (Municipal Securities Rulemaking Board、地方債規則制定委員会)であった。MSRB は、SEC の監督下に置かれた自主規制機関であり、地方債市場に参加する金融機関に対して基準を設けたり、規制を制定することを役割としている。ARS が、州・地方政府の超長期資金の調達手段として、これまで米国地方債市場で一定の位置づけが与えられてきたことや、特に中小規模の地方政府の中には、今回の ARS 市場の混乱によって財政状態を悪化させるところもでてきたことが、MSRB の比較的早い対応の背景にはあるものと思われる。

MSRB は、2008 年 3 月に、オークション・レート地方債市場に関する情報を集中的に集め、一般投資家が容易にその情報を入手することができるような情報システムの創設案を示し、パブリック・コメントを募集した。同案では、取引金融機関に対して、入札が実施された当日午後 5 時までに入札に関する情報を提供することを求めるとしている。この「情報」には、入札を経て設定された金利水準のほか、入札における投資家間での需給に関する情報 (ARS 保有者からの売却希望や、投資家からの購入希望の規模)、引受金融機関による需給調整に関する情報などが含まれている。そして 7 月には、オークション・レート地方債市場の情報インフラの整備に向けた取り組みを段階的に進めること、第一段階については 2009 年第 1 四半期までに実施することを目標とするとの計画が、MSRB の理事会で承認された。本稿執筆時点ではその具体的な内容は明らかにされていないが、ARS 市場の透明性が一定、向上することが期待できる取り組みとして評価することができよう。

ARS が、米国資本市場における位置づけを回復することとなるのかをみる上では、今後具体的な実施段階に移る MSRB の取り組みの内容、および市場インフラの整備に向けた動きが、地方債のみならず、学生ローン担保債券やクローズド・エンド・ファンドなども含む ARS 市場全体を対象としたものに拡大するのが、重要な注目点となろう。