

**証 研**

# レポート

No.1605

---

2002年4月

中国株式市場の形成と国有企業改革

王 東明（1）

米国機関投資家の取引コストと取引システム（2）

三木 まり（9）

債券取引の電子システム

清水 葉子（18）

財団法人 日本証券経済研究所

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

# 中国株式市場の形成と国有企業改革

王 東明

## 1 はじめに

中国の株式市場は、一九八〇年代後半の株式会社制度の導入と店頭市場の創設という実験的段階を経て、九〇年代初頭に上海、深圳証券取引所の誕生によって形成された。一〇年余りを経過した二〇〇一年末現在、上場企業数は一、一五四社、投資家は六、六四〇万人（登録口座数）、時価総額は四三、五二二億元（約六五兆円）をそれぞれ達成し、アジアで日本に次ぐ第二位の市場規模となつて、内外の関心を集めている<sup>(1)</sup>。また、近年では、国有大企業の上場が増え、一部の民間企業も上場し始めている<sup>(2)</sup>。今後、株式市場は有力企業の資金調達の間として、また市場経済にふさわしい「現代企業制度」（近代的な企業制度）の確立、つまり企業ガバナンス改善の実験の場としても益々重要視されることが予測される。

しかし、中国の株式市場は、特に、海外投資家から見れば、A株市場（国内投資家向け）がある一方、B株市場（海外投資家向け）もある。また一般売買できる流通株と売買できない国家株、法人株などの非流通株も存在し、その市場分類や市場概念が複雑でなかなか理解しにくい市場でもあることは確かである。そして、二〇〇年前後の歴史ある英米の株式市場の発展過程と違って、中国の株式市場はわずかに一〇年余りで急速に形成し拡大した。その急成長の理由は何なのか。小稿では、中国の株式分類と近年の市場状況を紹介し、市場の形成要因をまとめ、株式市場の形成と国有企業改革との関連性を整理してみたい。

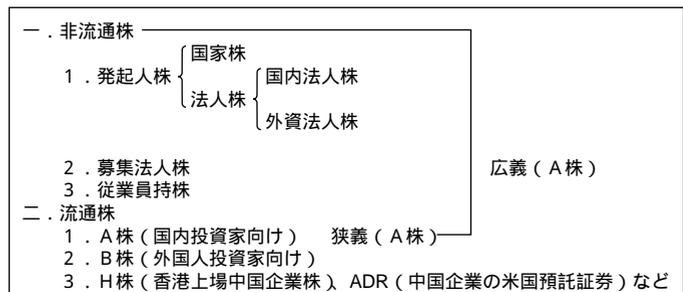
## 2 株式分類

中国株式の分類は、主に一般売買できる流通株と売買できない非流通株の二つに分けられる(図1)。流通株のうち、国内投資家向けA株、海外投資家向けB株(二〇〇一年二月から国内の外貨を持つ投資家にも開放)および海外上場のH株(香港上場中国企業株)・ADR(ニューヨーク上場中国企業の米国預託証券)などの三種類がある。また、非流通株のうち、(1)発起人としての国家株、国内法人株および外資法人株、(2)一般応募法人株、(3)従業員持株がある。これらの株式は原則としては流通市場での取引が禁止されている。しかし、従業員持株については現制度の規定により上場三年後から一般に流通できる。その他、国内投資家向けの株式という点から、非流通株と一般流通できるA株(狭義)と合わせて広義のA株を指している。

## 3 市場状況

現在、上海と深圳市場の上場企業は一、〇〇〇社を超えた(表1)。市場の形成と発展には三つの時期(形成期、確立期、発展期)があったと考えられる。<sup>(3)</sup> 最初の段階では、店頭市場で売買されている数社の中小国有企業・集団企業の株式を、設立された取引所に移して取引をスタートした。一九九〇年から九二年の三年間は、市場創設にあたる形成期であり、上場企業は上海・深圳地元の企業が中心の市場構造であった。ところで、九二年に鄧小平は南方を視察し、市場経済や証券市場をさらに発展しようという著名

図1 中国株式の分類



(資料) 上海証券交易所編「上海証券交易所統計年鑑1996」上海財経大学出版社、4頁より作成。

表1 中国上場企業数の推移

年末	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
上海上場企業数(社)	8	8	29	106	171	188	293	383	438	484	572	646
A株	8	8	29	101	169	184	287	372	425	471	559	636
B株	-	-	9	22	34	36	42	50	52	54	55	54
新規上場数(社)	8	0	21	77	65	17	105	90	55	46	88	78
深圳上場企業数(社)	2*	6	24	77	120	135	237	362	413	463	514	508
A株	2*	6	24	76	118	127	227	348	400	450	499	494
B株	0	0	9	19	24	34	43	51	54	54	58	56
新規上場数(社)	2*	4	18	53	43	15	102	125	51	50	51	0
上場企業数合計(社)	10	14	53	183	291	323	530	745	851	947	1,086	1,154
A株	10	14	53	177	287	311	514	720	825	921	1,058	1,130
B株	-	-	18	41	58	70	85	101	106	108	114	110
新規上場数合計(社)	10	4	39	130	108	32	207	215	106	96	139	78

\* 1990年深圳の上場企業数は深圳証券取引所仮営業の2社である(取引所の開業は91年7月3日)。

(注) A株とB株の重複上場は1社と計算する。

(出所) 上海証券取引所・深圳証券取引所年鑑・月報の各年版より作成。

な「南巡講話」を発表した。それを受けて、九三年から国有大企業の上場は促進されるようになった。九三年から九五年の間、基本的には市場の確立期である。この時期は上場企業が増えると同時に、両市場とも地域の市場から全国的な市場へと変化してきた。九六年から現在までは市場の発展期である。九六年、九七年の二年間は、新規上場は各年度とも二〇〇社を超えた。九七年以降はアジア金融危機の影響があつて、新規上場は減少した。この時期は、上海市場は全国的な金融センターに発展しつつある。深圳市場はNasdaqのようなベンチャー企業の育成市場に発展しようという動きがあつたが、最近のネットバブルの影響を受けて、計画は延期されるようになった。それらの影響によって、二〇〇一年の深圳新規上場は一時的に停止した。

市場の状況は、表2が示している。九六年以降の時価総額は大きく増えた。現在時価総額の規模はGDPの四割前後である。取引金額も九六年以降の増え幅が大きい。国内の資金調達は累計六、〇〇〇億元以上、投資家は六、六〇〇万人以上、二〇〇〇年までの株式取引印紙税は累計一、四〇〇元以上になった。各指標をみれば、二〇〇〇年度のパフォーマンスが最も良好であつた。

#### 4 市場の形成要因

一九八〇年代の後半から、中国の一部の中小企業では株式発行による資金調達が始まり、株式を発行することによって、自然発生的に店頭市場が形成された。九〇年代に入って、個人投資家による株式投資ブームが生じ、国有企業改革も次第に株式会社制度の導入の方向へと進み、株式を発行して資金調達する企業が増えた。このような企業サイドの資金需要と個人投資家の投資意欲に応じ、上海と深圳の二つの証券取引所がそれぞれ創設された。市場の形成要因は次のようにまとめることができる。<sup>(4)</sup>

##### (1) 政策転換

「改革・開放」政策以降、計画経済から市場経済への移行という政策的要素があつて、このような政策転換は株式市場形成の前提条件となつた。

##### (2) 直接金融の重視

八〇年代に、中小企業の銀行からの資金調達は非常に困難な状況があつて、株式と債券を発行して直接金融による資金調達が始まった。九〇年代の半ば頃から、大企業の上場が増えることによって、社会全体は直接金融を重視するようになり、近年直接金融の比重も増えている(表3)。

##### (3) 株式会社制度の導入と国有企業改革

表2 中国株式市場の概要

時期 (年)	時価総額 (億元)	時価総額対 GDP比率(%)	取引金額 (億元)	国内資金調達 (億元)	海外資金調達 (億元)	国内外資金調達 (億元)	投資家 (登録口座数:万人)	印紙税収入 (億元)
1990	12.34	0.07	0.01	4.28		4.28		
1991	109.19	0.54	43.37	5.00		5.00		
1992	1,048.13	3.93	681.24	50.00	44.09	94.09	216.65	
1993	3,531.01	10.20	3,667.02	276.41	99.06	375.47	777.66	22.00
1994	3,690.62	7.89	8,127.63	99.78	227.00	326.78	1,058.98	48.77
1995	3,774.00	5.94	4,036.47	85.51	64.81	150.32	1,242.47	26.38
1996	9,842.37	14.50	21,332.16	294.34	130.74	425.08	2,307.23	127.99
1997	17,529.23	23.44	30,721.84	856.06	469.53	1,293.82	3,333.33	250.76
1998	19,505.64	24.52	23,544.25	778.02	63.50	841.52	3,911.13	225.75
1999	26,471.17	31.82	31,319.60	896.83	47.17	944.56	4,481.19	248.07
2000	48,090.94	53.79	60,826.65	1,498.52	576.21	2,103.08	5,801.14	485.89
2001	43,521.64	45.37	38,305.17	1,192.22	228.91	1,421.13	6,639.68	

(出所) 中国証券監督管理委員会編『中国証券期貨統計年鑑』の各年版、『人民日報(海外版)』2002年1月26日などより作成。

上場企業の殆ど（九割以上）が元々国有企業であった。<sup>(5)</sup> これらの企業は株式会社制度を導入して、企業組織を変更し、株式会社となつてから上場を果たした。中国株式市場の形成は国有企業の制度改革と密接に関連し、また様々な市場の問題点や企業ガバナンスの問題も旧国有企業体制と深く係わっていることが注意すべきである。

(4) マクロ経済的要因

この二十年間、中国は経済の高成長を実現した。それに伴つて個人所得が増加し、貯蓄も大幅に増えたことが株式投資の資金源になり、直接金融に資金シフトする条件が揃った。現在個人貯蓄は七兆元を超え、また三〇%前後の家計貯蓄率と四〇%前後の国民貯蓄率という高い貯蓄率を維持している。<sup>(6)</sup>

(5) 直接的要因

まず八〇年代の後半、店頭市場が形成された。しかし店頭市場の未整備と闇市の混乱は逆に市場集中取引の制度づくりと証券取引所の設立を要請するようになり、これが市場制度と法制度などの制度面の整備および証券取引所の設立に拍車をかけた。そして、上述のように、鄧小平の「南巡講話」という政治的要素もあつて、株式市場の発展に促進的な効果をもたらした。また、一九九七年九月に開催された中国共産党の第一五回全国代表

表3 中国企業の直接金融と間接金融の比率

年	1993		1994		1995		1996	
	金額(億元)	%	金額(億元)	%	金額(億元)	%	金額(億元)	%
1. 間接金融(銀行新規貸出)	6,335.40	92.52	7,216.62	96.50	9,339.82	96.03	10,683.33	94.99
2. 直接金融	512.25	7.48	261.53	3.50	386.31	3.97	563.26	5.01
社債	235.84	3.44	161.75	2.16	300.80	3.09	268.92	2.39
株式	276.41	4.04	99.78	1.33	85.51	0.88	294.34	2.62
資金調達合計(1+2)	6,847.65	100.00	7,478.15	100.00	9,726.13	100.00	11,246.59	100.00

年	1997		1998		1999		2000	
	金額(億元)	%	金額(億元)	%	金額(億元)	%	金額(億元)	%
1. 間接金融(銀行新規貸出)	10,712.47	90.60	11,490.94	92.54	10,846.36	91.14	13,346.61	89.41
2. 直接金融	1,111.29	9.40	925.91	7.46	1,054.83	8.86	1,581.52	10.59
社債	255.23	2.16	147.89	1.19	158.00	1.33	83.00	0.56
株式	856.06	7.24	778.02	6.27	896.83	7.54	1,498.52	10.04
資金調達合計(1+2)	11,823.76	100.00	12,416.85	100.00	11,901.19	100.00	14,928.13	100.00

(出所) 中国証券監督管理委員会編『中国証券期貨統計年鑑2001』百家出版社、10頁～13頁より作成。

大会第一五回党大会では、今後国有企業改革は株式会社制度の導入を軸にした「現代企業制度」の確立を目指す方針を決め、国有大企業の上場を促進するようになっていく。この三つの要素は株式市場の発展に直接にインパクトを与えたと考えられる。

#### (6) 投資家心理

中国の株式市場は個人投資家が中心の市場構造であり、しかも発行済株式の三割前後しか一般流通できない市場であるため、相場操作や投機をしやすい市場といわれている。一般大衆も短期売買が多く、株価の変動が激しい。また一部投資家のばくち心理が強く、市場に影響している。

以上のように、中国の株式市場は最初の段階で、中小国有・集団企業の資金調達の間として自然発生的に形成された。その後は、取引所が設立されたが、九四年「会社法」が成立された後、株式市場は主に大中型国有企業の資金調達の間となっている。市場の形成要因はまとめて見ると、主に企業の直接金融による資金調達と国有企業改革のために集約することができる。特に、国有企業改革は単に一時的な資金調達より、市場経済にふさわしい企業制度の確立という中国経済の長期的な戦略と課題に関わる問題であるゆえに、今後健全な株式市場の維持は企業制度改革の「先頭部隊」といわれる上場企業の所有構造や企業ガバナンス構造の変革にも重要な役割を果たすことになるだろう。以下では国有企業改革の経過を紹介し、むすびにかえることにしよう。

#### 5 おわりに

一九八〇年代後半から実験的に導入した株式会社制度に関しては、すくなくとも民間からの資金調達と国有企業改革という二つの目的があつて、株式市場の形成要因となっていることを述べてきた。ここで国有企業改革の

プロセスに簡単に触れることにしよう。国有企業改革に関して、八〇年代の前半では、企業の活性化と効率を図るため、「放権譲利」（国家が次第に経営権を手放し、利益を企業に譲る）を中心に、「経営自主権の拡大」が進められた。八〇年代の後半から、大部分の企業において、「経営請負制」が実施された。<sup>(7)</sup>「経営請負制」では、一般的に企業側（経営者）と政府の間で個別交渉が行なわれ、一定の期間内で請負の責任と義務が決められることから、経営者は短期的な経営の立場に立ち、企業の長期経営に不利になるといふ制度的限界が露呈した。

他方、八〇年代の後半から、既に一部の企業は株式会社制度を導入し、株式会社を創設した。九三年前後から、政府は株式会社制度を軸とした「現代企業制度」の確立に方向転換した。<sup>(8)</sup>その狙いは、「所有権と経営権の分離」を図り、今までの「政府と企業の不分離」問題を解決し、市場経済にふさわしい新しい企業制度を確立することである。このような具体的な政策変化は株式会社制度の導入と株式市場の急成長に促進効果をもたらした。また、証券市場の流動化機能を利用して、資産の合理化と流動化を図り、効率の悪い国有企業の統廃合と吸収・合併などを促進する狙いもあった。さらに、近年では、市場の情報開示および会計制度の整備などの面にも力を入れ、企業経営の透明性を図るようになっていく。

中国は既にWTOに加盟した。今後の市場開放は、中国企業も外国企業と同じ土俵で競争しなければならない。その意味から、中国の経営者に残される時間は少ない。このような大競争の時代において、国有企業あるいは国有企业から株式会社（上場企業）へと改組した企業には一層厳しい市場環境に臨むことは間違いない。ここで証券市場が果たす役割は単に民間と企業間の資金調達のパイプ役だけでなく、市場の圧力と監視機能を通して企業ガバナンスの改善にも重要な一端を担うことは言うまでもない。

注

- (1) 『中国証券報』二〇〇二年一月四日。
- (2) 一九九八年末に、民営企業の上場は五三社、全体の六・二三%である。陳湘永「我國民企上市の動因、環境、特徴と  
効応分析」『証券市場導報』一九九九年七月号を参照。
- (3) 拙稿「中国株式市場の形成過程」慶応義塾大学地域研究センター編『アジアの金融・資本市場 危機の内層』慶応  
義塾大学出版会、平成二二年。
- (4) 拙稿「中国株式市場の形成要因」A株（国内投資家向け株式）市場を中心に」『証研レポート』（No. 一五七七）  
一九九九年七月号を参照されたい。
- (5) 陳湘永・張劍文・張偉文「我国上市公司『内部人控制』研究」『管理世界』、二〇〇〇年第四期、一〇四頁を参照。
- (6) 国家統計局国民經濟核算司、中国人民銀行統計司編『中国資金流量表（一九九二—一九九七年）』、一九九九年、九頁。
- (7) 徐之河、李令徳『中国公有制企業管理發展史統篇（一九六六—一九九二）』上海社会科学院出版社、二二六〇頁、参照。
- (8) 一九九三年一月共產党の一四期三中全会は「社会主義市場經濟」の改革方針を定め、今後国有企業の改革目標とし  
て経営メカニズムの轉換を中心に据え、「現代企業制度」の確立を正式に決定した。  
  
(おう) とつめい・主任研究員

# 米国機関投資家の取引コストと取引システム（2）

三木 まり

## 1 はじめに

近年、米国機関投資家において取引コスト低減へのニーズが高まってきた。この取引コストは取引システムと深い関連性を持つコストでもある。

前号では、機関投資家の取引コスト低減のニーズが今日の取引システムとどのように関わっているかについて、取引コストの構成要素別に委託手数料とマーケット・インパクトを取り上げ、検討と分析を試みた。本稿では、前号に引き続き取引コストの構成要素の中でも残りのタイミンングコストと機会コストについて取り上げ、最後に取引システムと取引コストの構成要素との観点から今日の取引システム間競争の背景的要因を提示し、今後の機関投資家の取引コストの研究課題を若干提示することにしたい。

## 2 タイミンングコスト

機関投資家の投資行動は、銘柄選択 発注 約定という形態で進行する。タイミンングコストとは、売買の意思決定（銘柄選択）から執行直前（発注）までの価格の変化であり、流動性の探索コストとして定義される。

ファンド・マネージャーは、許容できる価格で市場において流動性を探索したり、十分な流動性が蓄積するまで発注を待機することによって直接的な価格インパクトを最小化しようと試みる。そのため、発注のタイミンング

の選択は株式を売買しようとするファンド・マネージャーにとって戦略上重要なツールになる。

また、タイミングコストは、上述した価格インパクトとトレードオフの関係にある。トレーダーは、待機時間を長くすることによって、注文執行による価格インパクトを減少できるが、その間トレーダーは価格変動リスクにさらされているからである。従って、価格が変動するまでに注文に対して十分な流動性が見出されない場合、トレーダーは非常に高いタイミングコストを支払うことになる。

タイミングコストは、機関投資家が売買の意思決定から発注先を決めるまでに、取引意思が市場に伝わり価格が変動するリスクの高さを表している。機関投資家の取引意思に関する情報の漏出に対して関心が高まる理由が、タイミングコストの高さからも認識される。機関投資家によるタイミングコストの低減方法としては、発注までの時間の短縮や情報の漏出ししない取引チャネルの利用が考えられる。

米国株式市場では、寄付きや引けにかけて売買高が増大し、それとともにボラティリティも高くなる日中売買動向のU字パターンと呼ばれる現象が基本的事実として確認されている<sup>(1)</sup>。Economides and Schwartz (1995)による機関投資家の発注タイミングに関するアンケート調査の結果(表1)から見ても、機関投資家は日中の立会い時間の中で、流動性と約定率を考慮して経験的に好ましい発注の時間帯を選択していることがわかる。

表 1 機関投資家の執行時間の評価

	最も好ましい	どちらでもない	最も好ましくない	無回答
寄り付き	27.3%	24.0%	44.0%	4.7%
9 : 31 ~ 10 : 00	44.0%	37.3%	12.0%	6.7%
10 : 01 ~ 12 : 00	50.7%	38.7%	5.3%	5.3%
12 : 01 ~ 15 : 30	37.3%	48.7%	8.0%	6.0%
15 : 31 ~ 15 : 59	22.7%	38.0%	32.0%	7.3%
引け	8.0%	14.0%	71.3%	6.7%

(出所) Economides & Schwarz (1995), p.19より作成

### 3 機会コスト

機会コストは、取引の不成立の際に発生するコストである。機会コストは、Wagner and Edward (1993) によつて氷山の底辺部分に喩えられているように、その存在は認識できるものの測定することが最も困難なコストである。また、一回の注文量が多く、プログラム・トレーディングを行う機関投資家にとつて、機会コストは小口の投資家に比べて表面には現れないものの潜在的にかなり大きなコストであると思われる。

機会コストを生じさせる取引の不成立には、執行に必要な流動性が市場において欠如している、ファン・ド・マネージャーの許容範囲を越えた株式価格の変動、という二つの要因が考えられる。

例えば、裁定取引などで何らかのインデックスに追隨する銘柄群をまとめて指値注文によつて発注したとき、上記の要因によつて一部の銘柄が約定できないことがある。この場合、実際に取引が成立した銘柄群の値動きとインデックスの動きに大きな乖離（トラックングエラー）が生じる可能性がある。この乖離が機会コストとなる。また、裁定取引のような機械的な運用手法では、直近の株価での全ての売買の成立が前提とされている。そのため、売買不成立の銘柄の発生は、運用上想定されているパフォーマンスとのギャップを意味し、機関投資家にとつての追加的なコストになる。

機会コストは、指値注文、成行注文、あるいは裁量的注文（not held order）などの発注形態の選択によりコントロールが可能である。また、執行市場の選択も機会コストをコントロールする重要な方法である。ただし、どちらの場合も、機会コストとマーケット・インパクトとの間にトレードオフの関係がある。<sup>(2)</sup>なぜなら、理論的には執行時間が長くなれば機会コストは増大するが、一方で、短時間で取引を執行することによるマーケット・インパクトがポートフォリオに与える影響は無視できない。したがって、これら二つの要素は、トレードオフの関

係にあるといえる。

以上の分析から明らかなように、取引コストの各構成要素は、流動性や取引に要する時間を媒介にして深い関連性がある。そのため、単一の取引コストの削減がトータルコストの削減に必ずしも繋がるわけではない。従って、投資家にとって取引コストの問題はコスト・ベネフィットの観点からアプローチすることが重要であると考えられる。

また、取引コストの最下層を形成するタイミングコストと機会コストは、その性質上測定が困難であるため、従来の取引コストの研究では対象になりにくかった。取引コストに関する先行研究では、ビッド・アスク・スプレッドと価格インパクトの測定が中心であり、ナスダックの取引コストがNYSEの取引コストよりも高いという実証結果が一般的に出てきた。<sup>(3)</sup>ナスダックが二〇〇一年六月に株価セント表示制導入前後でスプレッドの調査をしたところ、NYSE、ナスダックの両市場ともにセント表示制移行後にはスプレッドが低下し、特にナスダックの気配スプレッドは五〇・八%低下した。<sup>(4)</sup>この事例は、取引システムが取引コストと密接な関連があることを顕著に表す例であるといえるだろう。ただし、スプレッドのみに着目するだけでは、取引コストの差を生む経済的要因を説明することはできない。取引コストによる取引システム間の比較分析において、特定の取引コストの構成要素のみに着目することは、各構成要素が密接に関連している取引コストの特性上、十分な分析ができないことを示しているように思われる。

マーケット・インパクトの測定を中心にした従来の取引コストの測定に対して、Perold (1988) は、ペーパー・ポートフォリオと現実のポートフォリオのリターンを計測することによって、機会コストを含めた現実の運用に



に株価セント表示制導入は、新制度導入以前まで他の取引システムに比べて価格区分が小さかったECNのコスト優位性を低下させるかもしれない。ナスダックの二〇〇一年六月のレポートでは、株価セント表示制への移行の結果、ECNの利用は低下し、「バイサイド・トレーダーは、相対的により多くの注文をECNから機関投資家のブローカーに回送していると推測される幾つかの証拠を見出した」と記している。<sup>6)</sup>

#### 4 おわりに

ここでは、これまでの議論を整理した上で、今後の研究課題について若干述べることにしたい。

まず、機関化の進展した米国証券市場において、近年、機関投資家は取引コストの低減へのニーズを強めている。その要因としては、機関投資家の受託者責任の観点から最良執行義務の遵守に関する議論が近年高まってきたことに加え、機関投資家の運用資産の巨大化や運用報酬低下の中で機関投資家は期待リターンの実現における取引コスト低減を重要な課題とみなすようになったことが指摘された。さらに、取引チャネルの多元化や取引手法の多様化によって、機関投資家は、明確なコンセプトのもとで運用を行う一方、執行戦略の重要性を認識するようになった。また、この取引コストは、取引システムと深い関連性のあるコストであることも示された。

そこで前号と本稿では、取引コストと取引システムの関連性を検討するために、取引コストの構成要素別に検討を行った。その結果、機関投資家の取引コスト低減化の対象としては、とりわけ市場に発注してみなければ分からないマーケット・インパクト、タイミングコスト、機会コストといった暗黙のコストであることが明らかになった。

取引システムを現状では、以下の四つに分類することができる。まず初めの二つの取引システムとしてパッシ

ブ・コール市場における取引システムである POSIT のよう取引時間中のクロス・システム、取引時間外の Instinet のようなクロス・システムが挙げられる。続いて、匿名でスクリーンに注文を入力し、他の機関投資家、ディーラー、マーケット・メーカー、取引所のスペシャリストと取引し、クロス・システムより即時性を提供し、価格発見機能のある ECN である。その例として、Instinet の day-system が挙げられる。最後に、伝統的ブローカー・ディーラー注文システムが挙げられる。これらの注文は NYSE、AMEX、ナスダックなどのマーケット・センターを通じて執行され、最も流動性がある。

取引コストの構成要素別に取引システムの関連性を検討すると、今日の取引システム間の競争を規定する背景的要因として以下の三点が明らかになった。まず第一に、マーケット・インパクトの観点からより高い流動性（特に深さ）の要求、第二に、機会コストの観点からより高い執行率の要求、第三に、タイミングコストと価格インパクトの観点から市場の匿名性の要求とより細やかな価格の区分であった。

上記の三つの条件の充足程度が、伝統的取引所取引の形骸化や取引所外取引の増減など、今日の市場構造を規定する背景になっていたと思われる。ただし、取引コストの各構成要素が流動性や取引に要する時間を媒介に密接に関連しているため、トータルコストとしての把握やコスト・ベネフィットの観点からのアプローチが必要である。

また、本稿では、米国の主要な市場参加者である機関投資家のニーズにのみ着目したが、小口個人投資家の取引獲得を巡る市場間競争が生じていることも事実である。加えて、機関投資家は、取引コストの節約手段として、ベシス取引や EFP 取引 (Exchange for Physical) などのような現物株と先物を併用した取引を増加させている。今後の機関投資家の取引コストと取引システムの研究では、株式デリバティブ市場も含めた分析が課題であ

ると思われる。

注

- (1) 大村敬一・宇野淳・川北英隆・俊野雅司(一九九八)『株式市場のマイクロストラクチャー 株価形成メカニズムの経済分析』五六頁。
- (2) 詳細は、川原淳次「執行コストの評価とヘスト・ヘストエグゼキューション」『証券アナリストジャーナル』一九九四年九月を参照。
- (3) Huang, R. D. and H. R. Stoll (1996), "Dealer versus auction markets: A paired comparison of execution costs on NASDAQ and the NYSE," *Journal of Financial Economics*, vol.41, pp.313-357, Bessembinder, H. and H. M. Kaufman (1997), "A Comparison of Trade Execution Costs for NYSE and NASDAQ-Listed Stocks," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol.32, No.3, pp.287-310, Chan, L. K. and J. Lakonishok (1997), "Institutional Equity Trading Costs: NYSE Versus Nasdaq," *Journal of Finance*, vol.52, pp.713-735, Keim, D. B. and A. Madhavan (1997), "Transaction costs and investment style: an inter-exchange analysis of institutional equity trades," *Journal of Financial Economics*, vol.46, pp.265-292, Bessembinder, H. (1999), "Trade Execution Costs on NASDAQ and the NYSE: A Post-Reform Comparison," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol.34, No.3, pp.387-408, Chung, K. H., B. F. V. Ness and R. A. V. Ness (2001), "Can the Treatment of Limit Orders Reconcile the Differences in Trading Costs between NYSE and Nasdaq Issues?," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol.36, No.2, pp.267-286, 拙稿「NYSEとナスダックのスポットの比較」『証券レポート』第一六〇一冊(二〇〇一年一月)等を参照。ただし、大口取引の取引コストに関して、ナスダックは機関投

資家とディーラー間で価格の交渉が可能であるため、コストの差は縮小する。また、両市場の取引コストの差に関して、指値注文の取り扱いや偶数気配の頻度、取引システムの相違が要因として考えられるが明瞭な実証結果は出ていない。

- (4) 詳細については、拙稿「ナスダックにおける株価セント表示制導入の影響」『証研レポート』第一五九号二〇〇一年一〇頁を参照。
- (5) Conrad, J., K. Johnson, and S. Wahal (2001), "Institutional Trading Costs and Alternative Trading Systems," working paper, University of Emory.
- (6) Nasdaq Economic Research (2001), "The Impact of Decimalization on the Nasdaq Stock Market Final Report to the SEC," p.48.

(みき まり・研究員)

# 債券取引の電子システム

清水 葉子

## 1 はじめに

わが国では、一九九八年十二月に取引所外取引が解禁されたことにもなつて、証券取引法が改正され、電子システムを用いた取引所外取引であるPTS（私設取引システム）に対する新規制が導入された。従来の市場集中義務のもとでは、端株取引など一部の例外を除いて、取引所会員だけでなく事実上非会員に対しても、上場証券の取引はすべて取引所で行うことを義務付ける規制が存在した。市場集中義務の撤廃後は、証券取引所会員・非会員ともに、顧客からの書面による意思表示を受ければ、上場証券を取引所外で取引することができることとなっている。

取引所外取引が店頭での相対取引として個別に行われている限り、これは証券会社が行う通常の売買仲介業務としてとらえることができる。しかしながら、コンピューター・システムを用いて組織的に取引所外で売買付け合せを行うという形態をとると、通常の売買仲介を超えて市場としての機能を持つ可能性がある。アメリカでは、「代替的取引システム（ATS）」あるいはその一カテゴリーである「電子コミュニケーションネットワーク（ECN）」と呼ばれるような、自律的な市場機能を持つ取引の場が取引所外に現れたため、こうした自律的な市場機能を備えた店頭取引を通常のブローキング業務と区別して、追加的な規制を課すこととなった。わが国のPTS規制も、アメリカのATS規制を参考にして導入されたものである。

アメリカでは、取引所外の電子取引システムであるATSの取引高は一九九〇年代後半に入って大きく拡大し、一九九四年にニューヨーク証券取引所上場銘柄の一・四%、ナスダック上場銘柄の十四%を占めていたものが、現在では上場銘柄の三〇%前後を占めるようになってきている。これは、市場規模としては地方証券取引所をはるかに上回る取引高であり、こうした取引所外電子市場をイノベーション阻害にならないような形でどのように規制するかということが、証券市場規制に関わる一九九〇年代後半の重要課題の一つであったと言つてよいだろう。

わが国では、PTSは、証券会社の認可業務の一つと位置付けられ、一定の付け合せ手法をとるものを指定して規制対象としている。規制の整備とともにすでにいくつかのPTSが稼動しており、現在では株券を扱うシステムが三システムに加えて、債券を扱うシステムが五システム認可され、運営を開始している。アメリカと異なり、わが国では、債券取引を対象としたシステムが早い段階から規制対象として認識され、また規制当局もPTS規制の導入にあつては債券取引システムを重視する姿勢が見られる<sup>(1)</sup>。本稿ではこうしたわが国の状況をふまえて、ATS規制が導入された後のアメリカの債券取引システムの状況を紹介する。

## 2 債券取引システムに対するATS規制

アメリカの電子証券取引規制は、すでに述べたように株式を対象証券としたシステムが取引を拡大し、それに対応する形で導入された。このため、規制も株式向けのシステムを中心として制定され、債券のシステムについてはかなりの部分が対象外となるなどの措置がとられている。これは、債券取引には財務省の管轄による規制が存在することに加えて、もともと取引所のような集中的な市場を持たず、店頭での相対取引の形で行われてきた

ため、NMSなど株式向けに整備された市場構造と価格が異なる部分があったためであると考えられる。アメリカのATS規制についてはすでに紹介されているが、債券にかかわる部分を含めて簡単にまとめてみよう。

アメリカのATS規制の構造は、実質的な市場機能を果たす場を、取引所・取引所外のシステムともにいったん取引所の定義に含め、取引所登録を行うかどうかを運営主体の選択に任せる点にある。取引所登録を選択したものは従来どおりの登録証券取引所として市場監督などの自主規制機能などを果たし、取引所登録を選択しなかったものはATSと呼ばれ、ブローカー・ディーラーとして取引システムを運営し、別途定めるRegulation-ATSと呼ばれる規制に従う。

取引所登録を選択しなかった取引システムATSは、ブローカー・ディーラーであるから、取引所のような自主規制は行わない。しかしながら、ブローカー・ディーラーとしてNASDの会員となり、その自主規制の下に置かれる。さらに、システムの状況や取引高などを定期的にSECに報告するほか、システムの安全性維持や顧客の秘密保持義務などが課される。取引高が一定以上のATSはNMSへの参加が義務付けられ、最良気配の公表や公表した気配に対する外部からのアクセスを受け入れなければならない。さらに規模の大きいATSは、参加基準の策定やシステム・キャパシティなどについて取引所と同程度の維持義務が課される(表1参照)。

債券取引を対象とするATSについては、株式の取引システムとは異なる規定が一部に設けられている。これは、規制の提案時点で、株式取引と債券取引の市場構造の違いを主張したボンド・マーケット・アソシエーションなどの要望が採用されたことによると考えられる。ボンド・マーケット・アソシエーションの主張によると、債券取引は相対の店頭取引として行われており、電子システム登場以前には電話やファックスによる個別交渉によって取引を執行しているという点で、取引所のような集中的な市場を持つ株式とは市場の構造が異なる。近年

では、情報ベンダーが気配価格などを表示する端末を提供し、債券トレーダーは端末の表示を見ながら、電話で取引条件を交渉することも多い。さらに一九八〇後半ころから、個別の債券ディーラーが顧客機関投資家との間に専用回線を接続し、電話やファックスで行ってきた相対交渉を効率化する試みが見られるようになっていた。

こうした債券市場の状況を踏まえると、執行機能を備えていないが売り買いの意思表示がなされる電子掲示板タイプの端末や、電話による交渉を効率化しているに過ぎない単独ディーラーのシステムが「市場」として認定されてしまうことは、実質的に果たしている機能から見て実態にそぐわない。このことから、執行機能を備えていない電子掲示板タイプの端末提供はそもそも定義外としたほか、単独のディーラーの運営するシステムも明文で除外されている。

また、株式とは異なり、複数市場（取引所）を結んで気配表示や注文回送を行うNMSにあたる制度がもともと存在しないので、債券取引システムに気配表示義務や外部からのアクセスを義務付けることも不可能である。

表1 Regulation-ATSの規定

<p>ブローカー・ディーラー登録を行い自主規制機関NASDの自主規制に従う。          システム開始時・運営変更の20日前までにSECに届出。その後変更などの届出。          システム容量・システムの公正・安全性を適切に維持すること。          参加者に対するSECや自主規制機関の検査等に協力すること。          日々の取引状況・参加者の記録・参加者への通知・システム関連書類の記録保持義務。          4半期ごとの取引高等の報告義務、運営停止時の届出。          顧客の取引情報の秘密保持義務。          取引所でないATSは「取引所」名を使わないこと。          気配表示と外部からのアクセスに関する義務：( i ) 対象証券について直前6か月中4か月以上の期間、平均一日取引高が総取引高の5%以上の場合：証券の上場先の証券取引所あるいは証券業協会の気配システムに、最良気配と注文サイズを表示。( ii ) 気配提示している取引所あるいは協会のブローカー・ディーラーに対して表示気配へのアクセス手段を提供。          外部からのアクセスは、他の参加者に比べて不利な条件としない。          対象証券について取引高が20%以上などの巨大ATSは、参加条件を明文で定め、不正なアクセス制限をしてはならない。アクセス許可・拒否について記録を残し、SECに届け出る。さらに、システム・キャパシティ、取引の公正性、システムの安全性などについて取引所と同程度の規制に従う。          * 債券を取り扱うATSに関しては、一部の政府債などを扱うシステム・単独のディーラーの気配に対して取引執行するシステムは除外する、気配表示と外部アクセスに関する規定は適用されないことなどが定められている。また、執行機能を持たない電子板はそもそも市場の定義にあてはまらない。</p>
---

(出所) SEC "Regulation of Exchanges and Alternative Trading Systems", Release No. 34-40760, 1998.12より作成。

このため、債券取引を行う A T S については、気配表示や外部からのアクセスも適用を除外されている。これに加えて政府債を扱うシステムは、別途財務省管轄の規制が課されているため、A T S 規制の適用は免除される。

しかしながら、A T S 規制の対象となる債券取引システムには、記録保持義務などを課されるほか、取引高が一定規模を超えれば、システム容量の維持などの追加規制が課される点は株式取引システムと同様である。もっとも、債券の取引高を計算するための T R A C E システムがテロ事件などの影響で稼働が遅れており、このため事実上債券取引のシステムごとの取引高計算が行えない状態である。S E C は、二〇〇一年十二月まで債券取引システムに対する規制の適用を延期する措置をとってきたが、その後も T R A C E システムは完成していない。S E C によると、現在のところ所定の取引高を超える債券 A T S は存在しないとされている。

### 3 債券取引システムの運営状況<sup>（付）</sup>

ボンド・マーケット・アソシエーションの調べによると、アメリカ本国をベースにした債券取引を行う電子システムは、一九九七年には十一システムであったものが、一九九八年には二六システム、一九九九年には三九システム、二〇〇〇年には六八システムと急速に増大している。二〇〇〇年には毎週のように新しいシステムが設立されているとまで言われていたが、二〇〇一年にかけてはシステム間の合併がおこなわれたり、運営を停止するシステムが現れたりし始め、このところの増加一方であった潮流の変化としてとらえられている。二〇〇一年十二月時点では、アメリカをベースとするシステムは四九システムに減少している。

これに対して、二〇〇一年には、ヨーロッパをベースとしたシステムが、二〇〇〇年の五システムから二四システムに増加している（ただし、これには新しく設立されたシステムだけでなく、調査対象の拡大のために数字

の上で増加した分も含まれる)。さらに、シンジケート・ローンや商業モーゲージなど伝統的な社債・政府債とは異なる取引対象を持つものが六システム運営を開始しており、アメリカをベースとするシステムとあわせると、合計七九の電子システムが現在稼働しているとされる。

ただし、この調査では、A T S 規制の対象となるか否かとは独立に集計が行われているので、対象とならない単一ディーラーのシステムも含まれているが、一方で、同様に対象とならない気配値表示のみを行う情報ベンダーのサービスや、ソフトウェア会社は含まれていない。また個人向けの債券取引システムも除外されている。

#### 4 債券市場の電子システムの種類

ボンド・マーケット・アソシエーションは、債券取引のための電子システムを次のようなカテゴリーに分類している。

##### オークション・システム

債券のオークション・システムは、債券の発行市場の取引を対象とするシステムが中心であり、通常の入札にあたるプロセスを電子化したものである。入札は、従来であれば電話やファックスを通じて行われて

表2 債券の電子取引システム

システムのタイプ	1997	1998	1999	2000	2001
オークション	1	3	10	14	16
クロス	2	6	8	22	25
インターディーラー	1	0	5	10	15
複数ディーラー	0	4	3	9	10
単一ディーラー	7	12	13	17	19
その他	0	2	1	0	0
合計	11	27	40	72	79

(注) 2001年の数字は、1業者が複数システムを運営しているケースがあるため単純合計ではない。

取扱い債券	1997	1998	1999	2000	2001
政府機関債	5	8	17	31	28
アセット・バック	0	1	2	6	6
社債	2	9	14	30	26
デリバティブ	N/A	N/A	N/A	N/A	8
ヨーロッパ系債券	N/A	N/A	N/A	16	37
ローン	N/A	N/A	N/A	N/A	6
モーゲージ・バック	2	3	5	14	8
マネーマーケット	3	5	13	13	11
地方債	3	10	18	31	23
レボ	4	4	4	4	6
政府債	9	20	27	34	33
その他	0	0	0	11	13

(注) 1システムが複数商品を取扱うため、合計はシステム数を超える。

きたが、このシステムでは、入札のビッドを電子的に入力して集計するシステムとなっている。既発行債券の流通市場向けにオークション・システムを提供するケースもあるが、まれである。いずれの場合も発行者もしくは売り手が、発行する債券に関する情報や入札の条件をシステムに入力し、応札者がビッドを入力する。システムがこれを集計して、最高価格、あるいは最低のイールドを応札したものが落札する仕組みである。入札は匿名で行われるが、参加者全員が応札状況を見ることができ設計となっているシステムもある。

#### クロス・システム

一般に、ディーラーと機関投資家をネットワークで接続し、リアルタイムで定期的なクロスセッションを一日数回行う。株式ではコール・オークションと呼ばれるタイプのシステムである。機関投資家が匿名で希望する売買価格などを入力し、条件の一致した相手が存在すると自動的に執行される。システムによっては、取引条件の詳細を交渉するための別のフェイズを設けているものもある。このタイプのシステムは、ポートフォリオ戦略にしたがって、複数債券を含む複雑な売買を行う投資家に利用されていることが多いとされる。

#### インターディーラー・システム

債券のブローカー間取引を行うブローカーズ・ブローカーのサービスを電子的に行うシステムである。ブローカーズ・ブローカーは、ブローカーのシステムと接続し、匿名でブローカーのポジション処分を仲介する。アメリカでは政府債を扱う主要なブローカーズ・ブローカーのほとんどが電子システムでのサービスを提供している。

## 複数ディーラー・システム

複数ディーラーの気配値を顧客に提供し、顧客が有利な気配値を選んで執行できるようにしたシステムである。このタイプのシステムの多くは、各債券に対して複数のディーラーが提示した価格のうち、最良の売買気配値だけを顧客に提示している。参加ディーラーは取引のプリンシパルとなる。このタイプのシステムの扱う債券の種類は数多い。

## 単一ディーラー・システム

特定ディーラーと顧客を電子的に接続して、直接に取引執行を行うシステム。債券取引を行う電子システムとしては、このタイプのシステムが最初に導入されている。<sup>(5)</sup>ディーラーと顧客との接続は、当初は専用回線を用いていたが、現在ではサード・パーティのプロバイダを通じるもの、インターネットなど様々であり、とりわけインターネットを通じるものが増加している。すでに述べたように、単一ディーラー・システムは、個別の債券ディーラーが、機関投資家との間で行っていた電話による相対交渉をコンピューター・システムによって効率化したものに過ぎないため、実質的に市場機能を果たしているわけではない。このためこのタイプのシステムはATS規制からは除外されている。

## 5 おわりに

株式には普通株、優先株などいくつかの種類はあるものの、取引所などの流通市場で取引されるのは通常は普通株である。このため市場の観点からは、ほぼ一発行者が発行する株式は一種類であると考えられることができる。

さらに株式は発行者の業務運営が将来的にもたらず収益に対する請求権であり償還もありえないので、どの時期に発行した株券も同一の権利を持つ。このため、株式の取引は取引所のような集中的な市場を設立し、銘柄ごとにすべての需給を一ヶ所に集めることが効率的な価格形成につながると考えられる。

これに対して、債券の取引システムでは、もっとも成功しているのは、政府債の分野であるとされる（ボンド・マーケット・アソシエーションの調査では、政府債を扱う電子取引システムは全七九システムのうち三三を占めている）。政府債は、一日平均の取引高が三〇〇〇億ドルと、アメリカ債券市場でもっとも流動性の高い証券であるのみならず、発行者が連邦政府という単一の主体であるため、取引対象の種類が比較的シンプルであることによると考えられる。社債も含めた通常の債券であれば、発行者の数も多く、信用度の点でも多様であるのみならず、同一の発行者が期間や償還スケジュールの異なる債券を複数発行しており、債券ごとに格付けが異なるのが通常である。このため、債券市場では伝統的に集中した市場を形成することができず、店頭取引が行われてきたと考えられる。

さらに、債券の価値評価という点でも、基本的に相対性格を持つ債権債務の取引を、取引所のような集中化した市場で行うことが効率性が高いとは必ずしも言えない面があると考えられる。ボンド・マーケット・アソシエーションでは、こうした株式とは異なる性格を持つ債券の取引システムに、株式と同様のアプローチで規制が行われることには一貫して疑問を提示する姿勢である。

わが国では、株式を扱うPTSがアメリカほどの拡大を見せておらず、債券取引を行うPTSの伸長が期待されているという点は、アメリカとは異なる動きであると考えられる。これは、株式についてはナスダックのようなスプレッドをとって取引を行うディーラー・マーケットの規模が小さく、オークションタイプの株式PTSの

拡大余地が狭いたためではないかと考えられる。

注

- (1) 吉野維一郎(二〇〇一)、「我が国における私設取引システム(P.T.S.)等の開設に係る現状と課題」月刊資本市場二〇〇一年四月。
- (2) 清水葉子(一九九九)、「米国A.T.S.規制の最終案(上)」、「(下)」、『証研レポート』一九九八年二月、三月、一五六七、一五六八号。
- (3) 規制では、取引所の定義を拡大し、「複数の売り手と買い手の注文を集め、裁量性のない方法で取引条件の合意を形成する場」を取引所とするとしている。これによって、取引所外の店頭取引であっても組織的な付け合せを行う場合は、取引所の定義に含まれることとなった。
- (4) The Bond Market Association(1999,2001) "eCommerce in the Fixed-Income Markets", December 2001.および November 1999. 一九九七年時点での債券取引の電子化については、淵田康之、「米国における債券取引の電子化」『資本市場クォーターリー』一九九八年冬号、に詳しい。
- (5) 淵田(一九九七)によると、債券取引に電子システムを最初に導入したのはゴールドマン・サックスで、一九八〇年代の後半にC.P.発行のために提供した。一九九六年後半の時点で顧客数は約八十であるが、取引件数は一日一五〇〇から二〇〇〇件と活発である。注4参照。

(しみず ようじ・客員研究員)

# 証研レポート既刊目録

1591 (2001.2)	執筆者	1598 (2001.9)	執筆者
重要性を増すマーケティング戦略	二上	ロンドン証券取引所の株式上場	吉川
ユニバーサル・ストック・フューチャーズ	吉川	上海証券取引所のコーポレート・ガバナンス調査(4)	王
- 個別株先物によるL I F F Eの巻き返し -		- 上場企業のカバナス文化を中心に -	
中国の経営者報酬とインセンティブについて	王	C Pのペーパーレス化(1)	福本
ナスダックのスーパーモニターージュ構想	清水	- 日本初の不発行化(dematerialization) -	
決済機関の行うリスク管理	福本	オブティマック市場休止が意味するもの	三木
1592 (2001.3)		1599 (2001.10)	
米国の貿易赤字について	伊豆	取引所の自主規制機能について	伊豆
ドイツ取引所の新たな戦略	吉川	ドイツ取引所の新たな戦略(2)	吉川
- I P Oと情報提供拡充 -		- ユーロ建て米国株電子取引 -	
中国の漸進的経済改革について	王	中国最大の総合家電メーカー海爾集団の経営管理と企業文化	王
- 市場育成アプローチの紹介を中心に -		- 「市場中心主義」と「顧客至上主義」をめくって -	
ナスダック市場と顧客指値の保護について	清水	ナスダックにおける株価セント表示導入の影響	三木
倒産法とディストレス投資	松尾		
1593 (2001.4)		1600 (2001.11)	
投資信託は郵貯資金を吸収したか?	二上	信用取引とデリバティブ取引	二上
米国への資本流入は持続的か	伊豆	自主規制機能の分離・統合論	伊豆
ナスダックの新たな戦略	吉川	- S I Aの自主規制モデル案 -	
- L I F F Eとの提携とイースダックの買収 -		L I F F Eの決断	吉川
上海証券取引所のコーポレート・ガバナンス調査(1)	王	- ユーロネクストによる買収合意 -	
- 株主総会と董事会を中心に -		中国の外資導入における経済技術開発区の役割	王
D T Cの行うリスク管理	福本	- 天津経済技術開発区の紹介を中心に -	
- 取扱い証券による違いはあるか -		C Pのペーパーレス化(2)	福本
1594 (2001.5)		1601 (2001.12)	
構造改革と投資銀行業務	二上	最近の個人顧客の動向	二上
米国新興企業とストック・オプション	伊豆	インターネット取引の拡大について	伊豆
ロンドン証券取引所の巻き返し策	吉川	ユーロCCP	吉川
- 海外キャンペーンとT S E 2001 -		- D T Cの欧州クリアリング機関 -	
動き出した国債のR T G S (1)	福本	金庫株解禁の商法改正	福本
- 制度の概要 -		N Y S Eとナスダックのスプレッドの比較	三木
1595 (2001.6)		1602 (2002.1)	
個人金融資産の動向について	二上	新規参入業者に見るビジネスモデル	二上
インスティネットのI P O	吉川	オーストラリアとシンガポールの取引所間リンク	吉川
- E C N初の株式会社公開 -		- クロスボーダー・ネットワークの試み -	
上海証券取引所のコーポレート・ガバナンス調査(2)	王	中国上場企業のパフォーマンス	王
- 監事会、経営陣および意思決定の在り方を中心に -		米国の機関投資家と取引コスト	三木
動き出した国債のR T G S (2)	福本		
- 現状と問題点 -		1603 (2002.2)	
1596 (2001.7)		減資について	伊豆
個別株先物取引と信用取引	二上	- 株式・資本金・株主持分 -	
M & A会計とI Tバブル	伊豆	ナスダックの電子的価格改善システム	吉川
ナスダック・ヨーロッパとvirt-x	吉川	- ブライメックス・オークション・システム -	
- ユーロッパでの新たな試み -		中国上場企業の株式所有構造と企業効率	王
上海証券取引所のコーポレート・ガバナンス調査(3)	王	証券決済制度改革	福本
- 重役の選任、報酬および従業員の変化を中心に -		- 現行改革議論の整理 -	
N Y S Eの特別委員会報告書より	三木	1604 (2002.3)	
1597 (2001.8)		清算機関のカバナス	二上
証券取引所の株式会社化の意義	二上	- 市場インフラと競争 -	
自社株買いについて	伊豆	法定準備金の取り崩しについて	伊豆
ユーロネクストのI P O	吉川	ドイツ取引所によるクリアストリームの買収合意	吉川
- ドイツ取引所のI P Oとの明暗 -		ペーパーレス化証券の新決済制度	福本
アメリカ政府債の清算機関G S C C	福本	米国機関投資家の取引コストと取引システム(1)	三木

(金額は本体価格で他に消費税がかかります。)

**詳説現代日本の証券市場** 2000年版

日本証券経済研究所編  
A 5判 292頁 2,500円 送料 310円

**図説アメリカの証券市場** 1998年版

日本証券経済研究所編  
A 5判 323頁 2,900円 送料 310円

**図説イギリスの証券市場** 1997年版

日本証券経済研究所編  
A 5判 220頁 2,200円 送料 310円

**図説ヨーロッパの証券市場** 2000年版

日本証券経済研究所編  
A 5判 299頁 2,800円 送料 310円

**図説EUの証券市場** 1999年版

日本証券経済研究所編  
A 5判 217頁 2,200円 送料 310円

**図説アジア・オーストラリアの証券市場** 1994年版

日本証券経済研究所編  
A 5判 294頁 2,330円 送料 310円

**図説中国・香港の証券市場**

日本証券経済研究所編  
A 5判 193頁 2,039円 送料 310円

**日本の金融持株会社**

金融持株会社研究会編  
A 5判 170頁 2,000円 送料 310円

**ユーロ導入と金融・証券市場**

EU通貨統合と証券市場研究会編  
A 5判 300頁 2,900円 送料 340円

**機関投資家と証券市場**

ロンドン資本市場研究会編  
A 5判 290頁 2,900円 送料 340円

**Securities Market in Japan 2001**

日本証券経済研究所編  
菊判 347頁 3,200円 送料 340円

**証券会社の組織と戦略**

証券経営研究会編  
A 5判 291頁 2,800円 送料 340円

**金融市場の変貌と証券経営**

証券経営研究会編  
A 5判 238頁 2,300円 送料 310円

**金融システム改革と証券取引制度**

証券取引法研究会編  
A 5判 279頁 3,200円 送料 340円

**欧米における証券取引制度の改革**

証券取引法研究会国際部会編  
A 5判 253頁 3,200円 送料 340円

**証券取引における  
自己責任原則と投資者保護**

証券取引法研究会国際部会編  
A 5判 236頁 3,107円 送料 310円

**コーポレート・ガバナンス**

—アメリカ法律協会「コーポレート・  
ガバナンスの原理：分析と勧告」の研究—  
証券取引法研究会国際部会編  
A 5判 291頁 3,883円 送料 340円

**資産所得課税の理論と実際**

日本の資本市場と証券税制研究会編  
A 5判 279頁 2,800円 送料 340円

**業際問題を越えて**

—日米金融制度改革の研究—  
グラス＝ステューガル法研究会編  
A 5判 272頁 2,500円 送料 340円

**証券関係文献目録**(明治・大正・昭和)

小林和子監修 日本証券経済研究所編  
B 5判 346頁 5,825円 送料 380円  
(日本証券史資料 戦後編 別巻1 別装丁版)  
(以後各年度版発行)

**証券年表**(明治・大正・昭和)

小林和子監修 日本証券経済研究所編  
B 5判 1052頁 11,650円 送料 590円  
(日本証券史資料 戦後編 別巻2 別装丁版)  
(以後各年度版発行)

(金額は本体価格で他に消費税がかかります。)

## 日本証券史資料戦後編(全十巻、別巻)

志村嘉一監修 日本証券経済研究所編

- 第1巻 証券関係帝国議会・国会審議録(一)昭和20年-27年  
B5判1012頁 8,500円 送料 590円
- 第2巻 証券関係国会審議録(二) 昭和27-36年  
B5判 960頁 8,500円 送料 520円
- 第3巻 証券関係国会審議録(三) 昭和37-40年  
B5判1026頁 8,500円 送料 590円
- 第4巻 証券史談(一)  
B5判 714頁 8,500円 送料 520円
- 第5巻 証券市場の改革・再編  
B5判1094頁 10,500円 送料 590円
- 第6巻 証券市場の復興と整備  
B5判1008頁 12,000円 送料 590円  
小林和子監修 日本証券経済研究所編
- 第7巻 証券市場の成長と拡大期(一)  
B5判1112頁 13,592円 送料 590円
- 第8巻 証券市場の成長と拡大期(二)  
B5判1114頁 13,592円 送料 590円
- 第9巻 証券恐慌  
B5判1188頁 14,563円 送料 590円
- 第10巻 証券史談(二)・補遺他  
B5判 903頁 10,680円 送料 520円
- 別巻1 証券関係文献目録(明治・大正・昭和)  
B5判 346頁 6,796頁 送料 450円
- 別巻2 証券年表(明治・大正・昭和)  
B5判1052頁 12,621円 送料 590円  
(全巻セット特価 100,000円)

## 日本証券史資料戦前編(全十巻)

小林和子監修 日本証券経済研究所編

- 第1巻 証券関係元老院・帝国議会審議録(一)  
B5判1083頁 12,000円 送料 590円

## 総合商社の経営分析

日本証券経済研究所編

A5判 150頁 1,900円 送料 310円

## 日米自動車産業の経営分析

日本証券経済研究所編

A5判 193頁 2,233円 送料 310円

## 上位都市銀行の経営分析

日本証券経済研究所編

A5判 229頁 2,621円 送料 310円

## 戦後証券史を語る 上・下

志村嘉一監修 日本証券経済研究所編

菊判 上285頁各1,942円 送料 上310円(セット)  
下390頁各1,942円 送料 下340円(450円)

(日本証券史資料 戦後編 第4巻 普及版)

## 続 戦後証券史を語る

小林和子監修 日本証券経済研究所編

B5判 268頁 2,330円 送料 340円

(日本証券史資料 戦後編 第10巻 証券史談(二)の普及版)

## 外国証券関係法令集

日本証券経済研究所訳編

- アメリカⅠ 1933年証券法, 1934年証券取引所法  
[改訂版] A5判 179頁 2,427円 送料 310円
- アメリカⅡ 1933年証券法規則  
[改訂版] A5判 241頁 3,398円 送料 310円
- アメリカⅢ 1934年証券取引所法規則

絶 版

- アメリカⅣ 1939年信託証券法, 1940年投資会社法  
[改訂版] 1940年投資顧問法, 1970年証券投資者保護法  
A5判 213頁 3,204円 送料 310円

- アメリカⅤ 連邦準備制度理事会規則(T,U,G,X 規則)  
A5判 62頁 1,000円 送料 240円

- アメリカⅥ ニューヨーク証券取引所設立証書,  
定款, 理事会規則  
A5判 66頁 1,200円 送料 240円

- イギリス 2000年金融サービス市場法  
A5判 385頁 4,300円 送料 310円

- 西ドイツⅠ 取引所法, 寄託法, 信用制度法(銀行法)  
A5判 83頁 1,456円 送料 240円

- フランス  
A5判 225頁 2,500円 送料 310円

## 現代企業と配当政策

日本証券経済研究所編

A5判 272頁 3,200円 送料 310円

## 財務リスク・マネジメント

—ALMの理論と実務—

日本証券経済研究所編

A5判 211頁 2,233円 送料 310円

## オフバランス取引

—実態と会計の対応—

日本証券経済研究所編

A5判 194頁 2,233円 送料 310円

証研レポート第一六〇五号  
二〇〇二年四月八日発行

(毎月一回第一月曜日発行)

昭和五十二年十一月十一日第三種郵便物認可

2002年4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)