

証 研

レポート

No.1606

2002年5月

日本版金融ビッグバンの評価

二上季代司（1）

中国の証券行政

～中国版SEC（中国証券監督管理委員会）の誕生～ 王 東明（10）

外為取引の減少と電子取引

伊豆 久（20）

財団法人 日本証券経済研究所

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

日本版金融ビッグバンの評価

二上季代司

日本版金融ビッグバンを体現した金融システム改革関連法案が一九九八年一二月に施行されて既に三年半経った。スケジュールの最後に置かれていた保険の窓口販売も解禁されて一年経過している。日本版ビッグバンを総括すべき時期に来ているが、これを総体的に評価したものは案外少ない。日本証券経済研究所の報告書『二世紀の証券市場について』（二〇〇一年二月）があるだけである。同報告書は、市場改革の目的を「間接金融偏重を是正し、証券市場を通じた資金の流れを拡大すること」「金融市場における市場機能の向上」にあつたと規定した上で、現状はその政策目標から大きく乖離していること、それを是正するためには投資家（家計等）、発行会社および仲介業者（証券会社等）において長年定着してきた行動様式・意識等の変革が必要である、と指摘している。

この報告書の認識は基本的に正しいと筆者は考えるが、この報告書からさらに半年経過し、いくつかの変化が見られ始めた現在、金融改革の目的と内容について再度、点検する必要があるように思われる。以下では、この点について取り上げてみたい。

1 金融改革の目的

最初に明確にしておく必要があるのは、金融改革の目的である。例えば「間接金融偏重を是正し、証券市場を

通じた資金の流れを拡大すること」ということと「金融市場における市場機能の向上」ということが同一視とされているが、両者は必ずしも同じことではないのではないか。

金融改革の目的を「証券市場を通じた資金の流れを拡大すること」と言い切ってしまうと、家計の金融資産に占める証券保有の割合や企業の資金調達手段に占める証券発行の割合が高まること、目的達成のメルクマールにされてしまうだろう。しかし、家計の金融資産に占める証券の割合がピークを記録した年をみるとストック（八八年度末、一八二兆五千億円、二二・六％）でも、またフロー（八七年度、一〇兆六千億円の購入超、一九・五％）で見ても、そのピークは八〇年代後半のバブルの時期であった（日本銀行『資金循環勘定』より）。他方、資金調達サイドの企業から見ても、証券発行による資金調達の割合はやはり八〇年後半にピークを迎えている。しかし、バブルの時期が金融における市場機能が高まった時期であったとはいいいにくいだろう。

つまり、「証券市場を通じた資金の流れが拡大すること」が必ずしも「金融市場における市場機能向上」に直結するとは限らない過去があったわけである。改革の目的は金融における市場機能向上という点に絞るべきではなからうか。

第二に、「金融における市場機能の向上」ということになれば、改革の焦点は証券市場、証券会社に限られなくなる。間接金融においても本来、市場機能はあるはずなのである。むしろ銀行融資において信用リスクを反映しない金利設定がまかり通っていることが社債市場や資産証券化・流動化の成長を妨げているのである。さらにいえば、銀行が不良債権の処理を徹底しないために産業界におけるデッド・ストックが解消されず、株式価値向上の妨げとなっているのではないか。間接金融と直接金融は車の両輪とよく言われるが、それは二重の意味においてである。中小企業は銀行に依存し、大企業は資本市場に依存すると言う資金調達面での補完関係だけではな

く、一方において市場機能が働いていなければ他方においても市場機能が阻害されると言う相互作用的な関係においててもそう言えるのである。八〇年代後半、大手証券会社が銀行の企業に対するメインバンク関係に対抗して資金調達面での主導権をとろうとブローカー部門を動員して株価関与を強め、幹事会社に対して過度のエクイティファイナンスを煽ったことがバブルを一層激化させたことを思い出してみるのがよい。

2 金融における市場機能

では金融における市場機能とはどう言うことか。金融における市場機能とは、簡単にいえば市場で形成された価格（株価、債券利回り、金利）がシグナルとなって資金が配分される事を指す。事業（あるいは企業）の将来収益性における期待値（リターン）とそれがどの程度の確実性があるか（リスク）が査定され、その評価が株価、債券利回り、融資金利に反映される。リターンが高くリスクが低ければ株価は高く評価され、債券利回り、融資金利は低くなり、資金を調達しやすくなる。逆の場合には、株価は低く評価され、金利スプレッドが広がって債券利回り、融資金利は高くなり資金が調達しにくくなる。この結果、低い収益性の事業は切り捨てられてそこから資本がひきあげられ、高いリターンの事業に投せられる結果、経済全体の効率が高まるわけである。

しかし、これは自動的にそうなるわけではなく、資金供給側（投資家、貸し手）と資金需要側（企業等）、その間を取り持つ仲介機関の三者が市場原理・規律に則った行動をとることを通じてはじめて実現するのであって、とりわけプロフェッショナルである仲介機関（証券会社、銀行、投信など資産運用会社や機関投資家）と発行企業の行動が極めて重要である。

すなわち第一に、金融仲介機関は、資金を投じようとする企業（あるいは事業）のリスクとリターンを評価し

それに基づいて価格付け（プライシング）を適正に行わなければならない。これが、プライマリーマーケット（新規資金の調達）であれば、証券会社アンダーライター部門の引受審査（証券発行の是非）と発行価格の決定、また銀行の融資審査（融資の是非）と融資金利の決定がこれにあたる。もし評価が甘く、却下すべき案件にサインを出したり、また証券発行価格が高すぎたり、融資金利が低すぎたりすると、収益性の低い事業が採用されて効率性を損なうことに成るし、のちほどそれは株価や債券価格の下落、不良債権と言つ形で表れる。

すなわち、セカンダリーマーケットにおいても、証券会社ブローカー部門の顧客への情報提供あるいは個別銘柄の投資格付けや売り推奨・買い推奨などのアドバイス（これらが顧客たる投資家の売買となってあらわれる）、投信など機関投資家のファンドマネージャーによる銘柄選別や入れ替えが行われる。こうした売買もリスク・リターンから判断したファンダメンタル・バリューの評価に基づいているのであり、そこから見て高すぎる証券は売られ、割安の証券が買われ、それが次の価格形成に反映されていく。

直接金融の場合には投資家自らがリスクを引き受けるわけで、彼らに対する情報提供、アドバイスは極めて重要である。しかも企業情報や市場情報に関するアドバイスだけではない。投資家はリスク許容度に応じたポートフォリオを構築することではじめてリスクマネーを供給することが出来るのであるから、そうした資産管理や投資アイデアのアドバイスが金融仲介機関の側から適切に提供される必要がある。間接金融の場合には、融資条件の見直し、金利の再設定が、こうしたセカンダリーマーケットにおけるリスクとリターンの再評価に相当するものになる。

以上のように、金融の市場機能発揮のためには金融仲介機関がここで述べたような行動を取る必要がある。そのためにはそうした行動を取らなければ評判が落ちてビジネスを失う、あるいは自らの経営が苦しくなると言つ

市場規律が働いていなければならない。

第二に、株式、債券、金利の価格は資本コストを形成して一種のカット・オフ・レート（切り捨て率）の機能を果たすのだから、資金調達サイドである企業は、これを基準にした財務政策を取ることが必要条件となる。すなわち、カット・オフ・レートを下回る低いリターンの事業・資産は売却し、これを上回る事業や資産に投じるべきであるし（選択と集中）、そつした事業機会がなければ配当支払いや自社株買いなどの方法で余剰資金を株主に返済すべきである。こつした行動を通じてはじめて事業全体の収益性が高まっていくわけである。要するに、企業経営者に株主価値を高める財務・資本政策を採らしめる環境とインセンティブ、規律が必要ということになる。

3 金融改革の内容

このようにみると、九〇年代の金融改革の内容を評価する場合には金融仲介機関や発行会社に対して市場規律を課すこととどの程度、効果があつたか、という点から検討すべきだということになる。

九〇年代の金融改革は、主たる舞台が証券市場にあり、その内容は（１）証券市場取引全般に対するあらゆるレベルでの規制の撤廃・自由化と、（２）自由化に相応しい投資家保護策としての仲介者の健全性確保・破綻処理制度の整備から成り立っている。具体的に見ると、（１）では、投資対象の多様化、自由化（資産証券化商品の国内での発行・販売を可能にするための法整備や店頭デリバティブの解禁等）、信頼出来る効率的な市場づくり（市場集中義務の撤廃、場外取引の自由化、店頭登録市場の改善など）、手数料自由化、仲介業者間の競争促進（免許制から登録制への移行、持株会社を通じた銀行、証券等への相互参入）と業務の自由化等が唱

われており、(2)では自己資本規制比率の見直し、金融機関・証券会社に対するディスクロージャーの強化、証券会社における顧客資産の分別管理、投資家保護基金の創設などが挙げられる。

つまり、業務、商品、サービス、価格、組織形態等の自由化を進め、市場原理が十分に働く自由な市場に作り変えると言つことであるが、それは第一義的にはその仲介者である証券会社および投信など資産運用会社が対象になっている。従つて、金融改革の成否は、(1)証券会社・運用会社において市場規律が浸透するようになったか、どうか、によつて測られることになる。しかし、もちろんそれだけでは十分ではない。そのことがさらに進んで証券市場それ自体の市場原理の徹底に導いているか、が問題であるし、さらに(2)証券市場における市場原理の徹底が企業経営者に株主価値を高める財務資本政策を採らしめる方向に働いているか、(3)また間接金融の中軸である銀行の行動にも波及し、融資の可否・金利設定など融資行動が市場規律に基づいたものへと軌道修正を図る方向に働いているか、が重要である。直接金融・間接金融がともに手を携えて市場原理の働く市場に脱皮してはじめて金融改革は成就したと言えるからである。

4 金融改革の評価

では、現状、金融改革はどの程度の成果が上つているのか。つまり金融改革はどのように評価できるのか。

(1) 証券会社レベル

金融改革は所期のスケジュール通りに行われ、仲介業者である証券会社レベルの段階ではその結果はすでに表れている。株式委託売買手数料自由化によつて手数料をめぐる競争は激しくなり、料率は劇的に下がっている。

また対面取引、通信取引では情報提供サービスなど顧客サービスの拡充に注力する傾向が窺え（日本証券業協会「第三回株式売買委託手数料実態調査」二〇〇二年三月）、サービス提供に見合った合理的な価格設定がなされる方向に向かつている。また、証券業への参入は依然として活発である一方、合併や自主廃業などで退出する業者もみられ、証券業界の新陳代謝も進んでいるのである。

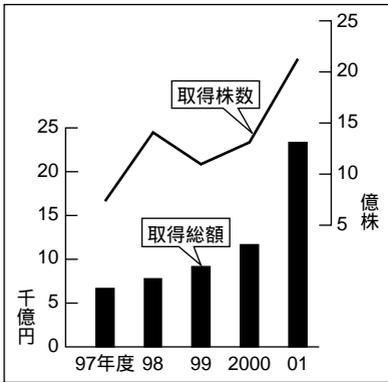
個人営業においても、オンラインブローカーがシェアを伸ばす一方、対面営業でも大手・準大手クラスで資産管理型営業へ注力する動きが見られ、多様なサービスが試みられている。法人営業では、外資系証券会社が急速にシェアをのばし、新興企業の株式公開業務においても準大手・中堅証券が進出している。

マネジメントにおいても持株会社の採用や分社化、アウトソーシングの利用などさまざまな経営組織、経営戦略が見られるようになった。

時として投信や社債の販売において営業姿勢が問われるケースもあるのだが、かつて問題視された手数料稼ぎの株式回転商いは無くなった。手数料自由化の下ではそうした営業行為は無意味になったからである。また問題のある営業行為は、激しい競争裡にあつて自らの評判を落としそれが経営に跳ね返って致命的な傷を負いかねない状況になりつつある。ここ数年、作為的な株価形成に關与して行政の摘発にあり、営業停止処分を食らうケースもでてきている。

要するに、証券業界において市場規律は十分、機能するようになったといつてよいだろう。その結果、株価形成の現状は以前に比べはるかに正常化した。収益性に応じて、業種・企業間に顕著な株価格差がつくようになったからである。

図1 上場企業の自社株買い実施状況



(注) 発表ベース、金額、株数は取得予定上限
(出所) 『日本経済新聞』 4月28日

(2) 発行会社および銀行レベル

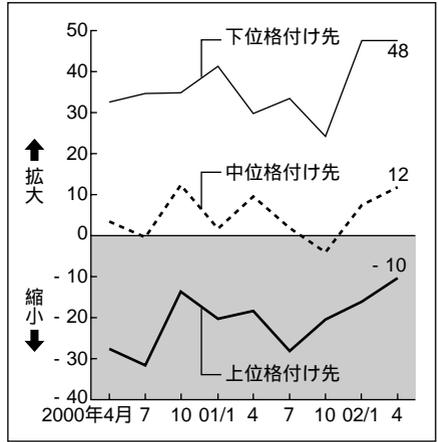
バブル崩壊後の株価下落は株式持ち合い解消の発端となったが、金融改革と平仄をあわせて進められた企業会計改革(連結決算重視、時価会計の導入など)は持ち合い解消を促進させ、株価形成の正常化はさらに進展したといつてよい。

そして株価の急落が当該企業の破綻の引き金になるケースも出てくる中で、発行会社サイドにおいても株価を意識した財務政策が見られるようになりつつある。その顕著な例が自社株買いの急増である。昨年一〇月施行の改正商法で自社株買いの目的規定が基本的になくなり、自由に取得・保有できる「金庫株」が解禁されたのである。¹⁾ その結果、二〇〇一年度に上場企業が発表した自社株買い(計画の上限額)は二兆三四億円(三月末東証時価総額の〇・七%相当)に達し、なかでも本年の第一四半期(一月～三月)は一兆八百億円に上っている

(『日本経済新聞』 四月二八日、図1参照)。

他方、銀行の融資行動においても変化が見られる。日銀の主要銀行(五〇行)貸出動向調査によると、下位格付け企業、中位格付け企業だけではなく高格付け企業に対しても貸出金利を引き上げる方針の銀行が増えている。つまり利ざやを拡大する方向に向かっているのである(図2)。従来、日本の銀行の融資スプレッドは米銀の1/3程度と小さく、信用リスクを十分反映していないと言われてきた。そのため、企業は社債発行よりも借入れに依存するケースが多かった。また銀行にとっても、自らの融資債権を証券化して切り離そうとすればキ

図2 主要銀行の利ザヤ設定DIの変化



(注) 利ざや設定DI(「利ざや拡大」マイナス「利ざや縮小」)は過去3ヶ月間の利ざや設定の変化を示す。

(出所)『日経金融新聞』4月24日

ヤピタルロスを出してしまうので、証券化のインセンティブがおきなかった。しかし不良債権の処理損失が業務利益を上回る苦境が続き、銀行は収益力の向上に動き出さざるを得なくなったのである。こうした動きは、社債市場や資産証券化市場の拡大に寄与するであろう。そしてまた、社債市場、資産証券化市場が拡大し、市場参加者も増えてくればそこで形成される利回りが信頼のおけるものとなり、それがベンチマークとなつて融資金利はより信用リスクを反映したスプレッドを上乗せした形で設定されていくであろう。

現状、日本の普通社債は残高五〇兆円超であるのに対し銀行融資残高は四五〇兆円。従つて規模格差は極めて大きい。他方、アメリカはこれがほぼ拮抗しており、社債金利が貸出金利設定のベンチマークとなり両者は緊密に連動している。日本はその状況にはなお遠い。ただ、その方向に踏み出しつつあることは言えるだろう。

注

(1) その他、四月からの銀行預金のペイオフ解禁で、余剰資金の運用戦略に迫られ、資金を自社株に回した例もあるとされる。

(にかみ きよし・主任研究員)

中国の証券行政

（中国版SEC（中国证券监督管理委员会）の誕生）

王 東明

1 はじめに

一九八〇年代から中国の証券市場が形成されるとともに、証券行政がスタートした。今までの証券行政は主に三つの段階に分けることができる。すなわち各地方政府と人民銀行の監督管理の時期（一九九二年以前）、國務院証券委員会（以下、証券委と略称）、中国证券监督管理委员会（以下、证监会と略称）および人民銀行の共同管理の時期（九二年一月～九八年四月）、证监会の統一管理の時期（九八年四月以降）である。このような証券行政の変化は証券市場の形成・拡大と関連し、また市場サイドから政策立案の統一性が要求され、集中的な監督管理の必要性が一段と高まっていることと関連していると考えられる。

小稿では、中国の証券行政の変化過程を概観し、各時期の特徴をまとめると同時に、銀行・証券・保険という分業体制の中、特に「証券法」（九九年七月）施行以後の证监会の権能の強化、証券監督・管理の現状および問題点を考察することにしよう。

2 九二年以前の証券行政

一九九二年以前の証券行政は全国的な統一の管理体制がなかった。まず八〇年代の前半では、国債の発行が開始され、財政部は当時国が認めている唯一の証券である国債の管理者となった。この時期は証券に関する法規がなく、専門的な管理機関もなかった。

また八〇年代の半ばから、各地方は株式と社債の発行が実験的に始まったため、株式・債券の発行と管理について、幾つかの地方の法規を公布した。例えば、人民銀行廈門市（アモイ）支店「廈門市企業株式、債券管理の施行弁法」（八六年八月）、人民銀行北京市支店「北京市企業株式、債券管理の暫定弁法」（八六年一〇月一三日）、人民銀行天津市支店「有価証券譲渡業務の管理に関する暫定規定」（八七年三月一六日）、人民銀行上海市支店「株式発行に関する管理暫定弁法」（八四年八月）、上海市人民政府「上海市株式管理暫定弁法」（八七年五月）、上海市人民政府「上海市証券取引管理弁法」（九一年一月二七日）、「深圳市株式管理に関する幾つかの規定」（八六年）、深圳市人民政府「深圳市株式発行と取引管理暫定弁法」（九一年六月一五日）¹⁾などがあつた。これら証券関連の管理規定は人民銀行の地方支店および地方政府が公布し、各地方の企業改革と市場の特徴に配慮し、証券行政もそれにあわせて地方的な性格が強かつた。

そして八六年一月七日、國務院は「銀行管理暫定条例」を公布し、人民銀行に銀行とその他金融機関の設立・廃止と管理監督の権限を与えた。そのため、取引所の設立（上海・深圳証券取引所）、証券発行、上場業務および政策立案などが人民銀行の主管理事項となつた。また人民銀行は「証券会社管理弁法」（九〇年九月）、「地区に跨がる証券取引管理暫定弁法」（九〇年一〇月）および「株式発行と譲渡に関する厳格なコントロールの通知」（九

〇年(二月)を公布し、九二年五月に証券管理弁公室も設立した。⁽²⁾

以上のように、九二年以前には、全国的な証券市場が形成されず、企業制度改革も各地区で実験的に行われているため、証券の監督・管理は主に人民銀行を主管機関とし、地方政府が管理に参与するという二重の監督・管理の体制であった。さらに計画委員会、財政部および国家経済体制改革委員会(以下、国家体改委と略称)などの行政機関にも監督・管理に参与したため、証券行政は多重的かつ分散的な体制であり、政策立案と監督の統一性が欠けているのである。

3 証監会と人民銀行の共同管理

一九九二年春、鄧小平は中国の南方を視察し、重要な「南巡講話」を発表した。その影響を受けて、証券市場の発展の政治的環境が整い、その後の株式投資ブームを引き起す重要な契機となった。

証券市場を発展させるため、九二年七月、國務院は証券管理弁公會議制度を創設した。この弁公會議制度は國務院を代表して日常的な証券管理を行なう。そして同年一〇月に、より専門的な証券管理の国家機関をつくるため、國務院は弁公會議制度を廃止し、国家証券監督機関としての証券委を設立すると同時に、証券委の監督執行機関として証監会も設立した。

証券委の委員は人民銀行、国家体改委、計画委員会、財政部、国有資産管理局、人民法院、人民検査院および國務院法制局など一四の国の機関の部長(大臣)または局長から構成される。証券委の主任は当時副総理の朱鎔基が兼任した。証券委の組織としては、弁公室を設け、弁公室内に証券業務組、政策法规組および業務總合組があり、日常業務を分担する。証券委の設立の目的は、証券市場の管理を強化し、株式、社債および国債などの政

策立案の統一性を調整するためである。その主な権限は、(1) 証券市場の関連法案・法規の作成、(2) 証券市場の方針・政策および規定の制定、(3) 証券市場の発展計画の制定および建議の提出、(4) 各地区・各部門と証券市場に関わる事項の指導・協調・監督および検査、(5) 証監会の管理、(6) 中国企業の海外上場の審査、(7) 計画委員会と協力し証券の年度発行計画の制定などである。基本的に、証券委は部門を跨がって証券市場に関わる立法立案、企画提案などの権能を持っている。⁽³⁾

また証監会は、証券委の証券業と証券市場に対する監督・管理の執行機関であり、國務院に所属する副省クラスの「事業単位」でもある。その初代主席は元人民銀行の副総裁、証券委の副主任を兼任する劉鴻儒氏が任命された。証監会の組織は八つの部・室と発行審査委員会および諮問委員会から構成され、また上海と深圳に証監会の出先機関を設け、一五〇人体制(定員)を採っている。証監会の設立の目的は、健全な証券市場を確立し、監督・管理を強化し、投資家を保護するためである。その主な権限は、(1) 証券委の授権により証券業と証券市場の管理規則および実施細則の制定、証券法規の起草、(2) 有価証券の発行・上場・取引の監督・管理、(3) 証券経営機構、証券の清算・保管・名義登録機関、投信経営機構および証券業人員の業務活動の監督、証券業の資格・準則の制定および監督、(4) 証券業務に従事する弁護士・会計士事務所の審査およびその証券営業許可書の発行、(5) 証券取引場所の業務活動の監督・管理、(6) 上場企業および関連人員の反則行為の監督・管理、(7) 国内企業の海外での株式発行および上場の監督・管理、(8) 反則事件の調査、関連部門に意見を提出してそれに基づいての処罰などである。証監会は主に証券業と証券市場に対して、監督・管理の権限と責任を持っている。また、九七年八月、國務院は上海・深圳証券取引所の監督・管理を証監会に全面移行と決定した。そして、同年十一月、全国金融工作会议で、証券経営機構の監督・管理も証監会に移行することが決定された。⁽⁴⁾

以上のように、九二年一〇月から九八年四月までの時期では、専門的な監督機関として証券委と証監会が設立され、それぞれ政策立案（証券委）および監督・管理（証監会）の権限を持ち、いわば二元的な管理体制である。また、人民銀行は証券経営機構の設立・廃止および監督・管理の権限も持っていた。この時期の証券業と証券市場に対する監督・管理は、基本的には証監会と人民銀行の共同管理であった。さらに、地方政府および国務院の関連部門が依然として証券市場の監督・管理に関与したため、責任の所在が不明確で、検査の隙間が出やすく、九三年～九五年の国債レポ取引の債務連鎖事件が発生した原因ともいわれ、大きな教訓となった。⁽⁵⁾

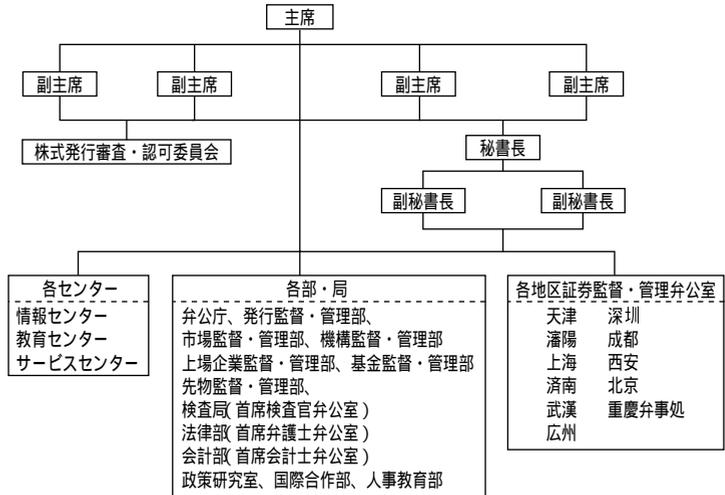
4 証監会の統一管理

一九九八年四月、国務院は証券委と証監会を合併し、省クラスの「事業単位」で独立した行政委員会として証監会を設立することを決定した。合併後の証監会は証券委の企画立案などの権限を引受け、証券・先物の主管部門となった。また、九八年六月に、人民銀行の持つ証券経営機構の設立・廃止および監督・管理の権限を証監会に移管され、全国の集中的な統一の証券監督・管理体制が形成され、いわゆる中国版SECが誕生した。

さらに、九八年末に「中華人民共和国証券法」（以下、「証券法」と略称）が成立し、九九年七月に施行された。証監会は国務院の証券監督管理機構として、証券市場の監督・管理の主体であることが「証券法」（第一〇章）で規定されている。証券行政は証券市場を全般に監督・管理する証監会と自主規制機関である証券業協会・取引所という二重の監視体制となっている。

証監会の主な権限は以下のとおりである。すなわち（１）統一の証券・先物監督・管理体制を確立し、監督・管理機関を垂直的管理する。（２）証券・先物業の監督・管理を強化し、また取引所・上場企業・証券先物経営

図 1 中国証券監督管理委員会組織図



(出所) 鄭振龍など (2000)、332ページ、<http://www.csrc.gov.cn>より作成。

以上のように、証監会は米国証券取引委員会 (SEC) のように、市場制度の企画提案および立法立案などの政策立案の権限と監督・検査および独自の行政処分権を持っている。また上場審査認可制度 (「発行核准制度」と免許制 (証券会社) を通じて、事前審査と事後検査の両方を重視する方針を採っている。さらに、証監会は人

機構・証券投資ファンド管理会社・証券先物投資顧問機構・証券先物仲介業務に従事するその他機関の監督・管理も強化する。(3) 証券・先物市場のリスクを回避することを強化する。(4) 証券市場の関連法律・法規の草案を作成し、証券市場の方針・政策および規定を制定する。また証券市場の発展計画と年度計画を作成し、各地区・各部門と証券市場との関連事項を指導・協調・監督・検査する。(5) 証券業を統一的に監督・管理する。(6) 株式・転換債券・投資信託の発行・取引・預託および清算を監督・管理する。また社債上場の許可、国債の上場および社債の取引を監督・管理する。(7) 証券・先物の違法・規則違反行為を調査し、行政処罰する。

証監会の組織は図1に示されている。すなわち証監会は一三の部局、一一の地方出先機関、三つのセンターおよび株式発行審査・認可委員会から構成され、一、三〇〇人体制を採っている。

材を重視し、二〇〇〇年末時点で、一八〇人以上の公認会計士、弁護士などの専門的人材を採用し、専門的人材が定員の三分の一を占めた。⁽⁶⁾ そして近年海外の専門的人材も重視し、留学経験者や香港証券及期貨（先物）事務監察委員会の元主席梁定邦氏（証監会首席顧問）および同委員会元副主席史美倫女士（証監会副主席）の採用が話題を呼んでいる。

5 証監会の検査・監督の状況

一九九九年七月、「証券法」が実施され、その後の証券監督の状況は、次の資料に見ることができる。すなわち、二〇〇一年六月現在、「証券法」が実施された後の二年間、証監会は二・五万件の投訴を受けており、立件調査したのは二八五件、終案は一六二件で、そのうち、八三件、九二の法人・機関、二五一人に対して行政処分を行い、少数の案件は司法手続を取った。⁽⁷⁾

また二〇〇一年、証監会は違法事件の調査に力を入れ、「億安科技」の株価操作事件、浙江証券の違法融資事件および中国のエンロン事件といわれている「銀広夏」の粉飾決算事件などの一五五件を立件調査した。そのうち、二七の機関および一二五人に対して行政処分し、また一〇件、七四人に対して、司法手続を取った。⁽⁸⁾

そして同年、証監会は財政部と共同で証券・先物関連業務のある全国会計事務所に対して、年度検査を行なった。その検査結果は、七〇の会計事務所および一、八七一名の公認会計士が年度検査に合格したが、七つの会計事務所が不合格となり、うち五つの会計事務所に対して、証券・先物関連業務の許可証を取消し、二つの会計事務所に対して、期限つきで改正命令を出した。⁽⁹⁾

6 むすびにかえて

以上、中国の証券行政の変化過程を考察した。少なくとも、現在の証券行政は、政府の監督・管理の機関である証監会と自主規制機関である証券業協会・取引所という二重の監視管理体制である。そして銀行・証券・保険の分業経営と分業管理の原則の下で、証監会は証券市場に対して集中的な統一管理を実施し、事前審査と事後検査の両方を重視する方策を採っており、また米国SECをモデルにして、組織機構の独立性を強調し、監視体制の強化および人材の育成にも力を入れている。しかし、近年、中国の証券市場は粉飾決算、インサイダー取引および相場操縦などの違法行為が頻発しており、投資家の信頼を大きく損っている。投資家保護のために、「公正・公平・公開」の市場がどのように確立されるのか、証監会の監督・管理の役割を十分に発揮できるかどうか、証券行政の今後の課題であろう。

注

- (1) 金徳環編（一九九九）、三二八ページ、鄭振龍など（二〇〇〇）、三二四ページを参照。
- (2) 時光など（二〇〇〇）、三四五 三四六ページ、姜洋（二〇〇一）、二二五 二三五ページ、鄭振龍など（二〇〇〇）、三三五ページを参照。
- (3) 中国証券業協会編『中国証券市場年報（一九九三）』中国金融出版社、三〇九ページを参照。
- (4) 中国証券業協会編『中国証券市場年報（一九九三）』中国金融出版社、三一八ページ、<http://www.csfc.gov.cn>を参照。
- (5) 姜洋（二〇〇一）、二四二ページを参照。
- (6) 「堅決查处一切違法違規行為」『中国証券報』二〇〇〇年一月二五日。

- (7) 『証券法』 実施見成效』、『中国証券報』二〇〇一年六月三〇日、『我国証券市場發展和監管工作取得明顯成效』、二〇〇一年一月十五日、<http://www.csfc.gov.cn>を参照。
- (8) 「加強監管促進市場規範發展 全國証券期貨監管工作會議述評之四」、『中国証券報』二〇〇二年二月二八日。
- (9) 「中国注册會計師協會公告」、『中国証券報』二〇〇二年三月五日。

参考文献

- (1) 金德環編(一九九八)『証券市場基本問題研究』上海財經大學出版社。
- (2) 金德環編(一九九九)『当代中国証券市場』上海財經大學出版社。
- (3) 周正慶編(一九九八)『証券知識讀本』中国金融出版社。
- (4) 郭鋒編(二〇〇〇)『中国証券監管与立法』法律出版社。
- (5) 姜洋(二〇〇一)『中国証券商監管制度研究』中国金融出版社。
- (6) 鄭振龍など(二〇〇〇)『中国証券市場發展簡史』經濟科學出版社。
- (7) 時光など(二〇〇〇)『中国証券市場概論』西南財經大學出版社。
- (8) 蔡文海『中国証券商管制：加強抑或放松』、『信報財經月刊』二〇〇一年一〇月。
- (9) 『法律法規司法解釋實用手冊 証券期貨』中国法律出版社、二〇〇一年。
- (10) 阪田雅裕『証券取引等監視委員會 日本型SECの誕生』財団法人大藏財務協會、平成五年。
- (11) Anne M. Khademian, 'The SEC and Capital Market Regulation: The Politics of Expertise', University of Pittsburgh Press, 1992.

(12) <http://www.csfc.gov.cn>

(13) <http://www.sec.gov>

(14) <http://www.fsa.go.jp/sesc/>

(お) とつめい・主任研究員)

外為取引の減少と電子取引

伊豆 久

はじめに

昨年四月、三年ごとに行なわれている外国為替取引に関するB I Sおよび各国中央銀行による調査が実施され、この三月に最終報告書⁽¹⁾が発表された。

今回の調査で注目すべきは、何と言っても、八六年の調査開始以来初めて外為市場の取引高が減少したという点であろう。外為取引の増大はグローバル化の象徴とみなされてきたが、では今回の調査結果は何を意味するのか、興味深いところである。

しかしその点、すでに一定の答えが示されており、B I Sは、ユーロの導入、金融機関の統合の加速、ヘッジファンドの低迷、スポット取引における電子ブローキングの拡大が主たる原因⁽²⁾であるとしている。

小稿では、今回の外為市場調査の結果と取引高減少の理由を概観し、東京市場の特徴を整理し、外為電子取引の現状を紹介することとする。

1 外為市場取引高の減少

表1は、世界の外為市場の取引高をスポット取引（直物取引）、先物取引、スワップ取引に分類したものであり、表2は、取引相手別に分けて、その推移を示したものである。

表1 外国為替取引高¹（1日平均、10億ドル）

	1989	1992	1995	1998 ²	2001
スポット	317	394	494	568	387
先物	27	58	97	128	131
為替スワップ	190	324	546	734	656
報告と実勢の推定誤差	56	44	53	60	36
合計	590	820	1,190	1,490	1,210
参考： 2001年為替レートでの取引高	570	750	990	1,400	1,210

1：報告対象先相互の取引の二重計算は調整済み。

2：今回改訂。

(出所) Gabriele Galati, "Why has global FX turnover declined? Explaining the 2001 triennial survey", *BIS Quarterly Review*, Dec. 2001.

シエアでは、ドルや円など非ユーロ通貨のシエアが上昇している。
第二の原因は、この間、世界的に銀行の大型合併が相次ぎ、市場参加者の数が減少したことである。これまで個別の銀行がそれぞれ市場を通じてポジ

これを見ると、全体の取引高が、前回調査の九八年比で一九%減少していること、しかし、その減少は均一に生じているのではなく、直物取引、業者間取引、対顧客（非銀行）取引、国内取引、で特に顕著であること、反対に、先物やスワップ、対顧客（銀行）取引は減少幅が小さいか、あるいは増加傾向を維持していること、がわかる。
こうした外為市場の変化の背景について、BISのレポート（注2）は以下のように整理している。

2 取引高減少の原因

外為取引が世界的に減少した第一の原因は、九九年一月から欧州でユーロが導入されたことである。外為市場から加盟一・二カ国⁽³⁾通貨間の取引が完全に消滅したのであるから、その分だけ世界の外為取引が小さくなるとともに、取引の通貨別

表2 外国為替取引高：取引相手別¹（1日平均、10億ドル）

	1992	1995	1998 ²	2001
合計	776	1,137	1,430	1,173
対報告金融機関	541	728	909	689
対報告対象外金融機関	96	230	279	329
対非金融機関顧客	137	179	241	156
国内	316	526	658	499
クロスボーダー	391	613	772	674

1：報告対象先相互の取引の二重計算は調整済み。推定誤差分を除く。

2：今回改訂。

(出所) 表1に同じ。

ションを調整していたのが、合併後は、あわせて一つのポジションとなる。市場で行なっていた取引の多くが内部化され、市場での売買が減少したのである。また、リストラによって外為のマーケットメーカー業務から撤退した銀行も少なくない。

三番目には、対顧客取引の低迷があげられる。その一つは大手ヘッジファンドの破綻・解散が相次いだことである。前回の調査（九八年四月）以降に、LTCM、タイガーファンド、ジョージ・ソロスのクオンタムファンドなどが市場から撤退している。二つ目は、事業会社の国際部門で統合・リストラが進んだことである。それぞれの産業においてグローバルな競争が激しくなり、国際的プレーヤーの集約が進んでいる。そのことが、企業の外為取引を小さくしていると見られている。

そしてBISは外為取引減少のもう一つの原因として、急速な電子化の進展を指摘しているのであるが、この点については、あとで述べることとする。

3 東京市場の特徴

世界全体の動向は以上の通りであるが、では、日本の外為市場では、どのような特徴が見られたのであろうか。⁽⁴⁾日本の市場でも、世界全体の動きと共通するところが多いのであるが、特徴的な点をあげると、第一には、スポット取引の減少が三五・八％に達し、世界ベースの減少幅（三三％）を上回っていることである（表3）。その原因としては、銀行の合併やヘッジファンドの取引減少など世界全体と共通する要因もあげられるが、一つには銀行の体力低下が著しくリスク許容度が落ちているためである。銀行の自己勘定による売買が急速に細まっている。

表3 インターバンク取引・対顧客取引の取引形態別1営業日平均取引高
(単位:億米ドル、%、内はシェア)

	2001年4月中		1998年4月中		1995年4月中	
		増減率		増減率		増減率
インターバンク取引	1,227 100.0	+ 13.6	1,080 100.0	8.8	1,185 100.0	+ 34.8
スポット	278 22.7	40.3	466 43.2	+ 8.0	432 36.4	+ 11.1
フォワード	107 8.7	+ 38.2	77 7.1	+ 2.2	75 6.4	+ 53.5
為替スワップ	842 68.6	+ 56.9	537 49.7	20.8	678 57.2	
対顧客取引	241 100.0	13.4	278 100.0	35.0	428 100.0	+ 32.9
スポット	89 37.1	16.2	107 38.3	13.3	123 28.7	+ 39.5
フォワード	91 37.6	6.9	97 34.9	+ 5.4	92 21.6	+ 30.4
為替スワップ	61 25.3	18.0	74 26.8	65.0	213 49.7	
合計	1,468 100.0	+ 8.1	1,358 100.0	15.8	1,613 100.0	+ 34.3
スポット	368 25.0	35.8	573 42.2	+ 3.3	555 34.4	+ 16.3
フォワード	197 13.4	+ 13.1	174 12.8	+ 4.0	168 10.4	+ 46.0
為替スワップ	903 61.5	+ 47.8	611 45.0	31.4	891 55.2	

(注) 合計は、「ブローカー経由の海外間取引」を除くベース。

(出所) 『外国為替およびデリバティブに関する中央銀行サーベイ(2001年4月中取引高調査): 日本分集計結果』 『日本銀行調査月報』 2001年11月。

また、九八年四月施行の外為法改正の影響も大きい。従来、いわゆる為銀主義により、企業は輸出代金として受け取った外貨と輸入代金として支払う外貨を相殺することが許されなかった。受け取ったドルは一旦円に交換し、輸入代金支払いのためには円を再びドルに交換することが必要だったのである。当然、売買のたびに銀行に手数料を支払うことになる。それが九八年四月からは外貨建て債権債務を相殺できるようになったのである、その分、外為取引が減少したのである。

東京市場に見られた二つ目

の特徴は、スポット取引が減少する一方で、為替スワップが四七・八%と大幅に伸びていることである。これは、主に外資系銀行による海外向け（クロスボーダー）取引が中心と見られるが、その理由としては、第一に、この間、サムライ債の発行が増加し、それに伴うヘッジ取引が増えたこと、第二に、超低金利が続いているため、円を調達し、為替スワップでドルに転換して運用する取引が加速したことがあげられる。また、RTGSの導入にともない外銀が日中の円資金調達の手段として為替スワップを（先の円調達のスワップとは逆方向に）利用したことも大きい。⁽⁵⁾ ○一年一月から銀行間決済がそれまでの時点・ネット決済から、リアルタイム・クロス決済に移行したため、銀行は、決済用に多額の円資金を必要とするようになった。ところが外資系銀行は、日本国内市場での円資金調達に必要な担保の保有額が少ない。そこで、コール市場に代わる円調達の場として為替スワップを利用しているのである。⁽⁶⁾

4 電子取引の現状

以上のように、東京市場を含む世界の外為市場で取引高（特にスポット取引）が減少しているのであるが、そのもう一つの原因が、ここ数年で急速に進んだ取引の電子化である。現在では、電話やファックスを使った従来型の取引は全体の二割程度を占めるにすぎない。以下、外為取引の電子化について整理しておく。⁽⁷⁾

（１）インターバンク市場の電子化

外為市場は、大きく、インターバンク市場（銀行間市場、業者間市場）と対顧客市場（銀行と機関投資家・企業などとの取引）に分かれる。

表4 インターバンク取引に占めるブローカー経由取引比率
(単位：%、%ポイント)

	2001年4月中		1998年4月中		1995年4月中
		増減差		増減差	
合計	32.3	4.5	36.8	+ 8.9	27.9
スポット	53.1	+ 6.8	46.3	+ 8.9	37.4
電子ブローカー	48.3 (91.0)	+11.6 (+11.7)	36.7 (79.3)	+24.7 (+47.2)	12.0 (32.1)
フォワード、 為替スワップ計	26.2	3.3	29.5	+ 7.0	22.5

(注)()内はスポット取引に占める電子ブローカー取引の比率。
(出所)表3に同じ。

表5 電子取引システムを通じた取引(取引総額に占める割合)
(単位：%)

	EBSやReuters2000/2など自動 オーダーマッチングを用いたもの ¹				その他Reuters DEALINGなど スクリーンベースのシステム ²			
	ユーロ/ドル	ドル/円	ユーロ/円	その他	ユーロ/ドル	ドル/円	ユーロ/円	その他
直物取引	39.3	41.1	26.2	17.1	13.7	22.0	18.1	20.5
為替スワップ	6.9	5.2	0.0	4.8	22.8	24.8	21.7	27.1
	米ドル	ユーロ	日本円	その他	米ドル	ユーロ	日本円	その他
金利関連デリバティブ	0.0	0.0	0.2	0.0	8.1	0.0	2.9	1.2

1：電子ブローキング
2：電子的ダイレクトディーリング
(出所)表3に同じ。

インターバンク市場は、間に仲介業者の入るブローカー経由取引と銀行同士が直接に取引するダイレクト・ディーリング(DD)に分かれる。ブローカーは自分ではポジションは持たず、売りと買いの付け合わせを行って仲介手数料を得る。一方のDDは、ブローカーが入ることなく、売買を希望する銀行がマーケットメイクを行なっている銀行に(従来なら)電話し、レート聞いて注文を出す。では、そもそもこのブローカー経由とDDはどのように使い分けられているのだろうか。

表4を見ると、昨年四月の調査(東京市場)で、スポット取引では五三・一%がブローカー経由、残りの四七・七%がDDであったことがわかる。しかし、先物・スワップではブローカー経由のシェアは二六・二%にすぎず、DDが七割以上を占めている。

表5は、それぞれの電子的な方法によるも

のであるが、ここからもブローカー取引とDDの違いが確認できる。表左側のブローカー取引では、スポット取引、ドルやユーロといったメジャー通貨でシェアが高く、反対にDDでは為替スワップ、その他通貨で相対的に高いシェアを占めている。

すなわち、ブローカー経由取引はメジャー通貨のスポット取引などより定型化された取引に用いられ、DDはマイナー通貨や為替スワップなど相対的に流動性の低い、オーダーメイドに近い商品に比較優位をもっていることがわかる。また、一件あたりの大きさも、ブローカー経由は二〇三〇本（一本＝一〇〇万ドル）程度までの中小口取引が多いのに対し、（最近では電子ブローキングの流動性が高くなったとはいえ）一件一〇〇本といった大口取引になるとDDが利用されることが多いようである。⁽⁸⁾この点、株式市場と比較すれば、ブローカー経由取引が立会い取引に、DDが立会い外取引・マーケットメーカー制に対応していると考えられることもできるであろう。

そして、このブローカー取引、DDそれぞれにおいて電子化が進んでいるのであって、その比率はどちらも九割を超えている。その理由は、そもそも為替取引は、金融商品のなかでも最も標準化された商品であり、流動性も高いことにある。その上で、コストの引き下げ、約定や価格決定の透明化、効率化が実現されることから、IT技術の発達にもなって電子化が一気に進んだのである。

ブローカー取引の電子化は、欧米主要一三行が出資するEBS（Electronic Broking System）社が世界四都市で九三年九月（東京では同年一月）に業務を開始したことに始まる。同社の「スポット・ディーリング・システム」は、入力された注文を価格優先・時間優先で付け合せるという、コンセプトは単純なものであるが、手数料が安いこと⁽⁹⁾、手数料が流動性を消費する側にだけ課金され、流動性を提供する側（先に指値注文を出した

側)には課金されないシステムをとっており、スプレッドの縮小・流動性の向上に優れていること、約定されるまで完全に匿名であること、与信枠(相手別の取引枠)を事前入力しておけばそれ以上の取引が自動的に排除され、与信管理が簡便であること、約定成立後に、取引相手や自分のポジションが瞬時に確定すること、などのメリットがディーラーに評価され、短期間に市場を支配するに至った。東京市場では、一足早く九三年四月に、トウキョウフォアレックス社、KDD、邦銀一三行が出資するMINEEXが稼働していたが、十分なシェアを獲得することができず九六年三月にEBSに吸収されている。また、ロイター社の「デューリング二〇〇〇」もEBSと同様の電子ブローキングシステムであるが、そのシェアはわずかなものにとどまっている。

こうした電子ブローカーの台頭によって、従来型の電話を使って人手で仲介業務を行なうボイス・ブローキングはブローカー取引におけるシェアが一割以下に縮小、かつて日本に八社あったブローカー会社でも、合併や撤退が相次ぎ、現在では、トウキョウフォアレックス上田ハロー、日短FX、メイタントラディションの三社となっている。

とは言え、電子ブローキングに問題がないわけではない。大台相違などのミスヒットが生じやすいこと、上値(あるいは下値)に大量の注文を出して価格を誘導した上で、先の取引を取り消す「FAKE取引」を防ぎにくいこと、スクリーン上の視覚的な価格変動がディーラーに過剰な反応を促す傾向があること、などが指摘されている。また、ボイス・ブローキングには、電子ブローキングよりも大きいサイズの注文にも対応可能であること⁽¹⁰⁾、顧客のニーズに柔軟に応じられること、電子化できない市場の「雰囲気」を伝えることができること、などのメリットがあり、パイは小さくなりつつも、電子ブローキングとの一定の棲み分けがなされている。

インターネット市場におけるもうひとつの取引、ダイレクト・ディーリングにおいても、取引のほとんどは、電話やファックスを使った取引から電子的なコミュニケーション手段による売買へと移行している。電子的DDのシステムは、事実上、ロイター社の「ディーリングシステム二〇〇〇-1」（東京市場では、九二年四月業務開始）の独占状態にある。電子ブローキングが電子的な「注文控え板」であるのに対して、ディーリングシステムは電子的な「会話」システムである。単純化すると、EBSの中心機能は（取引交渉機能ではなく）自動約定システムであり、ロイターディーリングシステムのそれは（約定機能ではなく）取引交渉システムだということになる。DDの電子化には、マーケットメーカーが提示した気配に対して「IBUY」や「ISELL」が一つのキーで入力できるなど、秒を争う業務において電話よりも効率的に会話できること、そしてその会話の記録を電子的な形で記録できることに大きなメリットが存在する。そしてDDは、先に見たように、場合によっては一件一〇〇本を超えることもある大口取引やマイナーな通貨、先物やスワップなど、規格化の度合いが低い取引で高いシェアを占めているのである。

（２）対顧客市場の電子化

インターネット市場の電子化に比べて、対顧客市場の電子化は始まったばかりであり、現在でもまだそれほどシェアを占めるには至っていない。

二〇〇〇年頃から、個別の銀行がそれぞれの客に対してネット上で外為取引サービスを提供し始めた。シングルディーラーシステムと呼ばれるものがそれである。従来の電話を使った取引よりも事務作業の効率化には貢献したが、それ以上のものではない。つまり顧客からすると、一つの銀行の気配しか見ることができず、銀行との

一対一の関係から抜けだせないからである。そこで、複数の銀行が参加するマルチディーラーシステム（FXマーケットプレイス）が登場すると、多くの顧客がそちらに流れることになった。顧客は、ひとつのシステム上で同時に複数の銀行から気配を得ることができるのである。銀行にとっては、気配の競争を強いられることになるが、大口向けではすでにスプレッドは大幅に縮小していることもあり、顧客ニーズへの対応が優先されつつある。大手マルチディーラーシステムとしては、〇一年には、世界の主要銀行が参加する「FXオール」と、大手三行にロイターが加わった「エイトリアクス」が現れた（表6）が、先月、エイトリアクスは解散を表明、FXオールのシェア拡大が予想されている。

おわりに

これまでの外為市場は、分散した店頭取引であり、すべての注文が一箇所に集中されることがなかった。それが、EBSのように単一の仲介約定システムに注文が集まるようになるれば、市場は取引所化し、価格の透明性が高まることになる。

表6 ネット為替市場の主要運営会社

	FXオール	カレネックス	FXコネクト	エイトリアクス
営業開始年月	2001年5月	2000年4月	2000年3月	2001年6月
本拠地	ニューヨーク	カリフォルニア	ボストン	ロンドン
出資会社	バンク・オブ・アメリカ、クレディ・スイス・ファースト・ボストン、HSBCなど17行	アメリンド・インベストメント・アドバイザーズ、ロイヤル・ダッチ・シェル、パークレイズなど	ステート・ストリート銀行	シティグループ、ドイツ銀行、JPモルガン・チェース、ロイター
参加金融機関	ゴールドマン・サックス、JPモルガン・チェース、東京三菱銀行など55社	バンク・ワン、ドレスナー銀行、ABNアムロなど45社	ロイヤル・バンク・オブ・カナダ、パークレイズ、ドイツ銀行など33社	シティ・バンク、ANZ銀行、みずほフィナンシャルグループなど70社
企業顧客数	約170社	約130社	約420社	未発表

（出所）『日経金融新聞』2002年4月12日。

ディーラーは一瞬にして現在の最良気配を知ることができるのであって、価格発見過程が劇的に短縮されることになる。「電子ブローキングが登場する以前は、特に規模の小さなディーラーは、取引可能な価格に関する情報を得るために、いくつかの取引を実際に行わねばならなかった」⁽¹⁾が、それが不要になったのである。

言い換えれば、外為市場における情報の非対称性が大幅に低下したのであって、優位な立場にあることを利用した仲介業者による売買は、減少せざるを得ないであろう。

また、対顧客市場の電子化・マルチディーラーシステム化は、スプレッドの縮小をもたらすと同時に業者間市場と対顧客市場の間の垣根を低めようとしている。為替業務で競争力をもたない銀行の市場参加インセンティブは低下し、大手銀行への取引の集中がさらに進むことになるだろう。

このように、電子化は、二重三重に市場での売買高を小さくする方向に作用しているのであるが、そのことは流動性の低下を意味しているわけではない。市場の寡占化がさらに進めば新たな問題が現れることも考えられるが、電子化は、少なくとも現在のところ、市場の効率化、透明性の向上に大きく寄与していると言えるであろう。今回の調査が明らかにした外為取引の減少は、グローバル化のさらなる進展を示しているのである。

注

- (1) BIS, *Triennial Central Bank Survey - Foreign exchange and derivatives market activity in 2001*, March 2002.
- (2) Gabriele Galati, "Why has global FX turnover declined? Explaining the 2001 triennial survey", *BIS Quarterly Review*, Dec. 2001.
- (3) 当初一カ国でスタートしたが、〇一年一月にギリシャが参加した。

- (4) 日本の外為市場の状況については、清水健他「わが国の外為・デリバティブ市場の現状」『マーケット・レビュー』(日銀)二〇〇一年二月。
- (5) 稲葉圭一郎「短期円資金市場の構造と最近の動向」『マーケット・レビュー』二〇〇一年五月。
- (6) こうした結果、東京市場では、外資系銀行のシェアが上昇して六七・五%となった(九八年調査では五一・九%)。邦銀のシェアは三分の一を下回っているのである。対顧客向け取引においても、外銀は、手数料の引き下げ、ドル・ユーロ以外のマイナー通貨取引への対応、為替オペレータサービス(機関投資家のポートフォリオに含まれる為替リスクの一括管理サービス)の提供などで攻勢を強めている。
- (7) 外為取引の電子化については、BISグローバル金融システム委員会(日本銀行仮訳)『金融市場における電子取引のインプリケーション』二〇〇一年一月、外為EDI研究会事務局「電子ブローキングについて」『金融情報システム』二〇〇一年七月、日銀金融市場局市場企画グループ「電子取引システムの拡大と本邦市場へのインプリケーション」『マーケット・レビュー』二〇〇一年一月参照。
- (8) 前掲外為EDI研究会事務局八三頁。
- (9) 古い数字であるが、『日経新聞』一九九六年六月二六日(夕)によると、ボイスブローキングの手数料が一〇〇万ドルにつき三千円(ただし大口割引制度あり)であるのに対して、EBSは取引額に関係なく一件二五ドルである。
- (10) 電子ブローキングが始まった当初の頃であるが、『日経産業新聞』一九九五年一月一〇日、五一〇本程度の小口注文は電子ブローキングに、二〇三〇本の注文はボイスブローキングに回す、とのディーラーの指摘が見られる。
- (11) 前掲BISグローバル金融システム委員会三〇頁。

(いず) ひさし・客員研究員)

証研レポート既刊目録

1592 (2001.3)	執筆者	1599 (2001.10)	執筆者
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
- IPO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」をめぐる -	
ナスダック市場と顧客価値の保護について	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	1601 (2001.12)	
米国新興企業とストック・オプション	伊豆	最近の個人顧客の動向	二上
ロンドン証券取引所の巻き返し策	吉川	インターネット取引の拡大について	伊豆
- 海外キャンペーンとT S E 2001 -		ユーロC C P	吉川
動き出した国債のR T G S (1)	福本	- D T Cの欧州クリアリング機関 -	
- 制度の概要 -		金庫株解禁の商法改正	福本
1595 (2001.6)		N Y S Eとナスダックのスプレッドの比較	三木
個人金融資産の動向について	二上	1602 (2002.1)	
インスティテットのIPO	吉川	新規参入業者に見るビジネスモデル	二上
- E C N初の株式会社公開 -		オーストラリアとシンガポールの取引所間リンク	吉川
上海証券取引所のコーポレート・ガバナンス調査(2)	王	- クロスボーダー・ネットワークの試み -	
- 監事会、経営陣および意思決定の在り方を中心に -		中国上場企業のパフォーマンス	王
動き出した国債のR T G S (2)	福本	米国の機関投資家と取引コスト	三木
- 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	- プライメックス・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)		清算機関のガバナンス	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IPO	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IPO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
1598 (2001.9)		1605 (2002.4)	
ロンドン証券取引所の株式上場	吉川	中国株式市場の形成と国有企業改革	王
上海証券取引所のコーポレート・ガバナンス調査(4)	王	米国機関投資家の取引コストと取引システム(2)	三木
- 上場企業のガバナンス文化を中心に -		債券取引の電子システム	清水
C Pのペーパーレス化(1)	福本		
- 日本初の不発行化(dematerialization) -			
オプティマーク市場休止が意味するもの	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

証研レポート第一六〇六号
二〇〇二年五月十三日発行

(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5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)