

**証 研**

# レポート

No.1616

---

2003年3月

中国株式市場の問題点について

王 東明（1）

わが国の最良執行の現状について

三木 まり（14）

スーパーモンタージュ導入の影響  
～ナスダックによる予備的分析～

吉川 真裕（23）

財団法人 日本証券経済研究所

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

# 中国株式市場の問題点について

王 東明

## 1 はじめに

近年、中国経済は七％～八％の高成長を続けているにもかかわらず、株価は二〇〇一年六月ピーク時の四〇％前後まで落ち込み（図1・図2）、株式市場は経済の実態を反映していないと指摘されている。一般的に、先進国の株式市場は景気と連動し、株価は経済の状況を映す「鏡」であると認識されている。一体、なぜ中国の株式市場は実態経済と乖離しているのか、株式市場はどのような問題を抱えているのか。

小稿では、計画経済から市場経済への移行期における中国株式市場の幾つかの構造的問題を分析し、その背景を考察する。それと同時に、発行市場と流通市場の問題、会計不信や情報開示などの問題点もまとめ、またこれらの問題に対して、どのような改善策を取っているかを紹介することによろう。

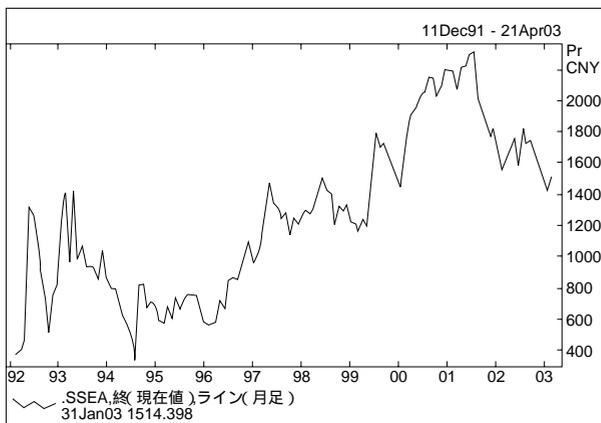
## 2 株式分類

現在、中国の株式市場は、発行済株式を一般に売買できる流通株と売買できない非流通株とに分類される。流通株のうち、国内投資家向けA株、海外投資家向けB株<sup>(1)</sup>および海外上場のH株（香港、ニューヨーク上場など）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<sup>(2)</sup>がある。これらの株式は原則として流通市場での取引が禁止されている。その

他、国内投資家向け株式という点から、非流通株および一般流通できるA株（狭義）と合わせて広義のA株を指している。現在では、非流通株は発行済株式の六割以上を占め、流通株は全体の三割前後になっている。

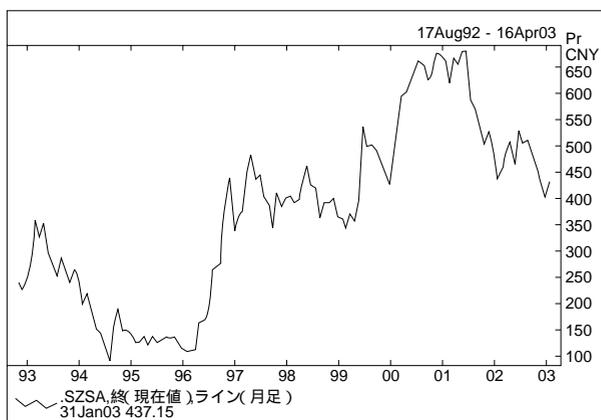
一般的に、先進国の株式市場は、その株式がすべて流通できる株式である。なぜ中国の株式市場は以上のように複雑に分類され、また流通できる株式とできない株式と区別されているのか。そもそも一〇年余り前に創設された中国の株式市場は、その主な目的は二つある。一つは、国有企業のために民間から資金を調達することであ

図1 中国上海A株指数(SSEA)



(出所) ロイターグラフィックススタンダード

図2 中国深圳A株指数(SZSA)



(出所) ロイターグラフィックススタンダード

る。もう一つは、国有企業の制度改革と関連し、つまり株式市場を通じて国有企業から株式会社へ転換させ、その実験場になることである。そのため、現在上場企業の九五%前後は元の国有企業であり、株式市場は事実上国有企業のための資金調達場となっているのである。<sup>(3)</sup>

また、国有企業の上場の際に、その殆どのケースは企業の国有資産をそのまま国有株（国家株と国有法人株）に換算し、また国有株の流出と転売を防ぐために、制度的にそれを一般流通できないように設定され、これによって現在の流通できる株式と流通できない株式の分類になったわけである。

しかし、先進国の国有企業の民営化は、国有株を民間に放出するのが一般的であるが、中国の場合は、国有企業の上場は国有株を民間に放出しない形となっている。さらに、政府の政策としては「社会主義市場経済」を掲げ、できる限り国有資産の維持と拡大を図り、その結果として、発行済株式の五〇%以上は国有株（国家株、国有法人株）が占めるようになっているのである。

一方、近年、政府は社会保障制度を整備するために、国有株の一部を売却して社会保障基金を捻出しようという動きがあった。二〇〇一年六月、国務院は「国有株の一部を売却して社会保障基金に充てることに関する管理暫定弁法」を発表した。<sup>(4)</sup> それを受けて、株式相場は暴落し、上海A株指数は二、三〇〇台から一、四〇〇台前後まで落ち込んだ。結局、国有株の放出計画は、一年余りの株式市場の低迷によって中止せざるを得ない状況に追い込まれた。<sup>(5)</sup>

このように、国有株の流通問題は中国株式市場にとって極めて敏感な問題であり、株式市場の「時限爆弾」とさえいわれている。また、この問題はそもそもも国有企業改革と密接に関連し、漸進的な改革手法によって生じた株式市場の構造的な問題でもある。それを解決するために、さまざまな利害関係者を配慮する知恵と長い時間が

必要で、先進国の民営化の経験を参考にすべきであると考えられる。

### 3 株式所有構造とコーポレート・ガバナンスの問題

表1で示すように、中国株式所有構造の最大の特徴は、政府と国有企業が株式の大半（国有株が全体の五〇%以上）を所有していることである。特に、国家株比率は最も多く、発行済株式の四割前後を占めている。また、法人株は全体の二割前後を占め、その大部分は発起人としての国内法人株と応募法人株であり、外資法人株は極めて少なく、全体の一割前後に過ぎない。ここで、上場企業の九割以上はその前身が元の国有企業であることを考えると、法人株の大部分は国有法人株と推定できる。その意味から、国家株と国有法人株を合わせた国有株の比率は、少なくとも全体の六割前後を占めることがわかるだろう。実際に、株式市場で売買できる流通株の比率は全体の三割前後に止まっている。

このように、国有株が株式の大半を占め、支配的な立場になっている株式所有構造が原因となつて、さまざまな問題を引き起しているが、その一つは、コーポレート・ガバナンスの問題である。つまり国有企業から株式会社へ組織変更して上場を果たした企業の多く

表1 中国上場企業の株式分布

(単位：%)

年末	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
1. 非流通株	69.25	72.18	66.98	64.47	64.75	65.44	65.89	65.02	64.28	65.25
国家株	41.38	49.06	43.31	38.74	35.42	31.52	34.25	36.16	38.90	46.20
国内法人株	13.14	9.02	10.79	15.93	18.42	22.64	20.90	19.13	16.95	12.71
外資法人株	4.07	1.05	1.10	1.40	1.23	1.34	1.42	1.31	1.22	0.88
応募法人株	9.42	10.59	10.64	7.30	7.53	6.72	6.03	6.16	5.65	4.70
従業員持株	1.23	2.40	0.98	0.36	1.20	2.04	2.05	1.19	0.64	0.46
その他	0.00	0.05	0.16	0.74	0.95	1.18	1.25	1.08	0.92	0.31
2. 流通株	30.75	27.82	33.02	35.53	35.25	34.56	34.11	34.98	35.72	34.75
A株	15.87	15.82	21.00	21.21	21.92	22.79	24.06	26.34	28.43	25.26
B株	14.88	6.37	6.06	6.66	6.45	6.04	5.30	4.60	4.00	3.13
H株	0.00	5.63	5.96	7.66	6.88	5.74	4.75	4.03	3.28	6.36
合計(1+2)	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	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(2002)』百家出版社、132頁より作成。

は、旧国有企業の経営管理などの慣習が依然として上場企業の中に残され、株式会社化という企業改革は形式的なものに止まっており、上場企業は「準国有企業」とさえいわれている。

コーポレート・ガバナンスの問題は、具体的に次のように表われている。すなわち(1)株式会社組織の「新三会」(株主総会、取締役会、監事会)と旧国有企業の「旧三会」(党委員会、従業員代表大会、工会・労働組合)との関係は、なおスムーズに調整できるようになっておらず、特に取締役会と企業内党委員会の間は「摩擦」を起こしやすく、企業内に二つの権力中枢(党組織と経営組織)が存在している。(2)多くの上場企業党組織の幹部は会社役員を兼任し、企業内党組織は依然として意思決定や人事、労使関係の調整と企業幹部のチエックなど広範囲に亘って役割を發揮し、企業経営に関与している。(3)経営者は国有大株主だけを重視し、株主総会も「国有大株主の会」(「一股独大」)になる恐れがあり、中小株主の利益を軽視している。(4)企業の子エック体制は不健全であり、株主総会、取締役会および監事会は形骸化している。<sup>(6)</sup>

特に、近年、支配株主(国有株主)たる会社は、上場企業に不利益をもたらす関連取引や、上場会社の資金や資産の占用または融資担保人の強要などのケースが増えており、上場企業の経営不振や様々な債務・信用トラブルの発生につながっていることが、株式市場およびガバナンスの問題点として指摘されている。上場企業の済南軽騎はその典型的な例である。<sup>(7)</sup>そこでは、支配株主(国有株主)たる会社に上場企業の資産、財務および人員などの面において様々な不明朗な関係が存在し、上場企業と完全に分離していないことを示し、コーポレート・ガバナンスの大きな問題点を露呈している。<sup>(8)</sup>結局、国有企業の株式会社化および国内外の上場は、このような国有株主と上場企業の分離問題をスムーズに解決しない限り、株式市場はコーポレート・ガバナンスなどの構造的な問題を抱えるだけでなく、経営不振や粉飾決算などによる市場リスクも背負うことになっているのである。

これらの株式市場の構造的問題に対して、二〇〇一年一月、中国証券監督管理委員会（以下、CSRCと略称）と国家経済貿易委員会は、上場会社を対象に「上場会社コーポレート・ガバナンス原則」を施行した。同「原則」は、「会社法」の不備を補い、コーポレート・ガバナンスの規範化を図り、上場会社の独立性を強調し、支配株主（特に国有株主）の「暴走」に歯止めをかけ、歪んだ証券市場を是正することに乗り出した。<sup>(9)</sup>

#### 4 発行市場の問題

以上、みてきたように、中国株式市場の形成は国有企業改革と密接に関連し、<sup>(10)</sup> またさまざまな市場要素と計画要素は相互に交わって存在し、計画経済時代の色が濃く残され、その典型的な例は株式市場の発行制度である。

株式市場の発行制度は、九八年以前に発行計画が存在していた（表2）。つまり政府は年度ごとに株式の新規発行の計画枠を設定し、それを各省に配分する制度であった。このような発行制度は、政府が株式の発行量と配分先をコントロールでき、一部の優秀な企業が上場基準をクリアーしても、発行の計画枠が配分されないと上場できない状況になる。このように、発行市場における非市場的要素（計画経済）の影響は、つい数年前まで発行計画枠という形で残されていた。

九九年「証券法」が施行された後、株式の発行制度は大きく変化し、計画枠内の審査許可制（審批制）からCSRCの株式発行審査委員会による審査上場制（核准制）へと切り替わった。つまり、上場したい企業は上場基準さえクリアすれば、上場できるようになっているのである。このような発行制度の変更によって、株式市場はより市場経済の方向に接近していると考えられ

表2 中国の株式発行計画

単位：億元

年	1993	1994	1995	1996	1997
発行計画	50	55	55	150	300

（出所）『中国証券報』1997年5月16日などにより作成。

る。

発行市場のもう一つの問題は「包装上場」である。つまり一部の企業は上場基準をクリアするために、優良企業と経営不振の企業をセットで上場したり、あるいは会計上の良い部分だけを見せて悪い部分をできるだけ隠すという「包装上場」の現象が現われている<sup>(11)</sup>。そして、上場を果たした一年目は黒字、二年目は利益なし、三年目は赤字という悪循環に転落する企業は少なくない。なぜこれらの企業は上場の一年目だけ黒字を計上するのか、これは利益操作や粉飾決算という会計不信の問題につながっているのではないか。会計不信の問題は後で述べる。

また、中小企業や新興企業のための資金調達市場がないことも発行市場の問題点である。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ったが、最近の ITバブルの影響を受けて、計画は延期されるようになった。

## 5 流通市場の問題

流通市場の問題は、まず発行済株式のうち、一般流通できる株式数が少なく、全体の三割前後に止まっていることである。国内投資家向け A 株市場では、流通株式数はさらに少なく、全体の二五%前後しかない。このような流通できる株式数が少ない市場は、相場操作や投機をしやすい市場ともいわれている。

また、中国の株式市場は個人投資家が中心の市場構造であり、個人投資家比率は何と九九%に達し、機関投資家は極めて少ない。しかも、一般大衆は株価に影響されやすく、短期売買が多く、株価の変動が激しい、投機性の強い市場とみられている<sup>(12)</sup>。

二〇〇〇年現在、一％に満たない機関投資家の株式投資額は二、五〇〇億元で、流通株時価の二割前後を占めると推計されている。<sup>(13)</sup> 確かに先進国と比べると、中国の機関投資家は少ないことがわかる。しかし、わずか一年余りの株式市場ではあるが、九七年に証券投資ファンド（新基金）<sup>(14)</sup>を導入し、また、二〇〇二年にQFII制度（適格外国機関投資家）<sup>(15)</sup>も導入し、機関投資家の育成に力を入れていることは認めざるを得ない。加えて、機関投資家は保険や年金などの社会保障制度と関連しているので、中国の社会保障制度がまだ不完備な現状では、機関投資家の育成に限界があるであろう。

流通市場には、A株とB株の市場分断問題もあり、これは人民元の自由交換を実現していない現段階において取った市場措置である。<sup>(16)</sup> B株の創設は、市場経済への移行過程の中に生じたさまざまな矛盾の一つであり、二〇〇一年二月に、外貨を持つ国内投資家にもB株を開放したことで、株価が急騰した。このような政策変更による株価の変動は「政策相場」や「官製相場」ともいわれている。

## 6 会計不信と情報開示

近年、鄭百文や銀広夏などの上場企業では相次いで粉飾決算が発覚し、大きな社会問題となっており、銀広夏は「中国のエンロン」とさえいわれているが、投資家保護のための情報開示の重大さもここからうかがわれる。<sup>(17)</sup>

特に、会計不信は深刻であり、有償増資の条件として現われている「ROEの一〇％現象」が、利益操作や粉飾決算をする企業が如何に多いかを示している。<sup>(18)</sup> 会計不信を是正するために、財政部とCSRCは、粉飾決算の公認会計士の処分や会計事務所の業務停止などに力を入れている。<sup>(19)</sup> また、会計監査も以前より厳しくなっている。

情報開示について、二〇〇二年から四半期ごと決算を導入し、情報開示制度を強化するようになっている。

## 7 法令遵守

「会社法」(九四年七月)と「証券法」(九八年七月)が施行され、市場制度面の整備が進んでいる。CSRCは組織を改め、人員や地方の駐在事務所を増やすと同時に、香港SECの人材も登用し、投機現象やインサイダー取引に対して厳しく取り締まり、「黒基金」(違法ファンド)や証券会社の違法取引などは以前より難しくなっている。<sup>20)</sup>

## 8 むすびにかえて

以上みてきたように、計画経済から市場経済への移行期において、中国株式市場の形成は国有企業改革と密接に関連し、またガバナンスの問題や様々な市場問題点も旧国有企業体制と深く係わっている背景を紹介した。特に、国有株が発行済株式の大半を占める株式所有構造は、中国株式市場の最大の特徴であった。株式所有構造や株式の分類問題はさまざまな市場問題を引き起す原因でもある。また、市場経済化が進行する過程の中で、株式市場の問題点を見詰めるとき、さまざまな改善点も見逃せない。このような改善によって、株式市場はより市場経済への方向に進化していくことになるだろう。さらに、健全な株式市場を確立するために、「社会主義市場経済」の核となるべき株式所有構造やコーポレート・ガバナンスの変革は必要不可欠で、それは中長期的な課題として取り組む必要があるであろう。

### 注

(1) B株市場は、二〇〇二年二月から国内の外貨を持つ投資家にも開放した。

- (2) 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。
- (3) 国有企業のための資金調達の場合と企業改革の場合について、拙稿「中国株式市場の機能について」、『証研レポート』(No. 一六二二)・二〇〇二年一月号を参照されたい。
- (4) 國務院「国有株の一部を売却して社会保障基金に充てることに関する管理暫定弁法」(「減持国有股籌集社会保障基金管理暫定弁法」二〇〇一年六月二二日)によると、新規発行・増資による資金調達額の一〇%に相当する国有株を売却し、その金額を社会保障基金に組入れるという規定がある。『中国証券報』二〇〇一年六月一四日。
- (5) 二〇〇一年一〇月二二日、中国証券監督管理委員會(CSRC)は、「国有株の一部を売却して社会保障基金に充てることに関する管理暫定弁法」の第五条の執行を中止することを発表した。つまり第五条で定められている「新規発行・増資による資金調達額の二〇%に相当する国有株を売却し、その金額を社会保障基金に組入れる」という規定の執行を中止した。また、その一年後の二〇〇二年六月二四日、國務院は国内証券市場における国有株の売却(「停止通過国内証券市場減持国有股」)を停止することを発表した。万国華『中国証券市場問題報告』中国發展出版社、二〇〇三年、第一章、『中国証券報』二〇〇二年六月二四日を参照。
- (6) 中国の株式所有構造とコーポレート・ガバナンスについて、拙稿「中国の株式所有構造とコーポレート・ガバナンス」、井村進哉・福光寛・王東明編『コーポレート・ガバナンスの社会的視野』日本經濟評論社、二〇〇二年を参照されたい。
- (7) 濟南輕騎のケースは、次の通りである。濟南輕騎はバイクを生産する大手企業であり、九七年以前の業績はハイアー(海爾)・長虹などの有名企業と肩を並べる優良企業であった。しかし、九七年から二〇〇〇年までの四年間に、同社の支配株主つまり「親会社」である中国輕騎集團總公司(国有企業、以下輕騎集團と略称)は、同社から大量な借

入金を発生させた。この四年間の借入残高はそれぞれ一〇・七億元、一六・七億元、二三・四億元、二五・八億元で年々増えており、仮に、二〇〇〇年の借入残高とその他の資金占用額を合わせれば、その金額は二七億元余りに達し、同社が上場八年間の株式市場からの資金調達額（一六億元）と純利益総額（一一億元）の合計額にのぼった。その他に、同社は支配株主およびその関連企業の融資の担保人となり、担保金額が六億元余りになった。これらの資金の用途は、次のように説明されている。すなわち、（１）軽騎集団の借金・債務の返済。つまり軽騎集団は、上場会社の上場する前の事業体に投資した資金に対しての返済である。（２）部品工場の建設。（３）国内外の販売網の設立。（４）集団総公司の規模拡大のため、三〇社余りの吸収・合併による資金利用。しかし、現実には、軽騎集団の規模拡大路線は行き詰まっていた。

ここで「済南軽騎」と「親会社」である軽騎集団との関係は、資金面の混同および上場会社に不利益な関連取引を行うだけではなく、資産、財務、機構および人員においても両者混在し、完全に分離していないことが判明している。特に、両社の役員および上級管理者のほとんどが相互に兼任し、済南軽騎の取締役会長、社長および中間幹部は軽騎集団によって任命され、上場会社の意思決定も軽騎集団が直接介入し、取締役会は形骸化し、企業ガバナンスには深刻な問題を抱えていると指摘されている。このように、市場競争の要素を除けば、支配株主による大量の資金占用および企業ガバナンスの問題によって、済南軽騎は近年の資金繰りが緊迫し、業績も低迷して、二〇〇〇年は二・七億元の赤字に転落し、債務危機にも陥っている。拙稿「中国上場会社のコーポレート・ガバナンス原則（１）」『証研レポート』(No. 11609)、二〇〇二年八月号を参照。

(8) 支配株主（特に国有株主）と上場企業の分離問題は、拙稿「中国国有企業のニューヨーク上場によるインパクト」、渋谷博史・首藤恵・井村進哉編（共著）『アメリカ力型企業ガバナンス 構造と国際的インパクト』東京大学出版会、二

〇〇二年を参照されたい。

- (9) 拙稿「中国上場会社のコーポレート・ガバナンス原則」(1)、「証研レポート」(No. 一六〇九、No. 一六一〇)、二〇〇二年八月号、九月号を参照。
- (10) 中国株式市場の形成は国有企業改革について、拙稿「中国株式市場の形成と国有企業改革」『証研レポート』(No. 一六〇五)、二〇〇二年四月号を参照されたい。
- (11) 拙稿「中国株式市場の形成過程」A株(国内投資家向け株式)市場を中心に、「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、平成二二年を参照。
- (12) 個人投資家について、拙稿「中国の個人投資家」『証研レポート』(No. 一六〇七)、二〇〇二年六月号を参照されたい。
- (13) 王開国等『中国証券市場發展と創新研究』上海人民出版社、二〇〇二年、六三九、六六九ページを参照。
- (14) 証券投資ファンドについて、拙稿「中国の証券投資ファンド」、中国の『証券投資基金管理暫定弁法』、『証研レポート』(No. 一五八二)、No. 一五八三、二〇〇〇年五月号、六月号を参照されたい。
- (15) QFII制度について、拙稿「中国のQFII制度の導入」『証研レポート』(No. 一六一三)、二〇〇二年二月号を参照されたい。
- (16) A株とB株の市場分断問題について、拙稿「中国のB株市場」『証券經濟研究』一九九九年七月号、「中国的B股市场」、楊棟梁編『國際貨幣金融体系与東亜』天津人民出版社、二〇〇〇年を参照されたい。
- (17) 『中国証券報』二〇〇一年九月六日、『人民日報(海外版)』二〇〇二年八月一〇日を参照。
- (18) 拙稿「中国株式市場の形成過程」A株(国内投資家向け株式)市場を中心に、「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、平成二二年を参照。

- (19) 『中国証券報』二〇〇一年九月六日、拙稿「中国の証券行政」『証研レポート』(No. 一六〇六)、二〇〇二年五月号を参照。

- (20) CSR Cについて、拙稿「中国の証券行政」『証研レポート』(No. 一六〇六)、二〇〇二年五月号を参照されたい。

#### 参考文献

- (1) 万国華『中国証券市場問題報告』中国發展出版社、二〇〇三年。
- (2) 龔浩成・金徳環編『上海証券市場十年』上海財經大學出版社、二〇〇一年。
- (3) 張衛星『中国股市向何処去』中国商業出版社、二〇〇二年。
- (4) 王開国等『中国証券市場發展与創新研究』上海人民出版社、二〇〇二年。
- (5) 王東明「中国株式市場の形成過程 A株(国内投資家向け株式)市場を中心に」、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。
- (6) 王東明「中国国有企業のニューヨーク上場によるインパクト」、渋谷博史・首藤恵・井村進哉編(共著)『アメリカ型企業ガバナンス 構造と国際的インパクト』東京大学出版会、二〇〇二年。
- (7) 王東明「中国の株式所有構造とコーポレート・ガバナンス」、井村進哉・福光寛・王東明編『コーポレート・ガバナンスの社会的視野』日本経済評論社、二〇〇二年。

(おつ とつめい・主任研究員)

# わが国の最良執行の現状について

三木 まり

## 1 はじめに

近年、金融工学テクノロジーの進歩により、株式市場におけるマイクロストラクチャーの解明が進んだ結果、最良執行分析ツールの精度も飛躍的に上がったと思われる。しかし、この最良執行の概念論が先行しているわりに、技術論が思うように伴っていないのが現状のようである。こうした問題は、資産運用とそれを取り巻く業界内に、それを阻むメカニズムが存在することをビジネスに織り込まれていないという点にあると思われる。本稿では、これまでの最良執行についての概念の進展の経緯を振り返りながら、こうしたわが国の最良執行の現状について詳しく述べたいと思う。

## 2 日米における最良執行の進展

### (1) 米国

米国の年金で最初に最良執行義務が提示されたのは一九七四年のERISA法 (Employee Retirement Income Security Act of 1974) の中においてである。ただ、ERISA法には、受託者の受給者に対する注意義務と忠実義務や分散投資の必要性とともにブルーデントマン・ルールが規定されたにすぎなかった。最良執行の細部については一九八〇年代以降に明確になったものである。

その契機となったのは、米国における一九七五年の手数料自由化、ソフトダラーをある程度擁護するようなセーフハーバールール<sup>(1)</sup>が制定されてきたことによるものである。一九九〇年代に入ると米国は市場間競争が激化し、ECNやPTSといった新しい市場というものが競争してきた。また、テクノロジーとしては、FIX<sup>(2)</sup>やSTP<sup>(3)</sup>などのIT基盤の充実という流れの中で最良執行は進展してきた。

## (2) 日本

日本の場合、最良執行が問題となってきたのは、一九九六年の金融大改革（ビック・バン）からで、現実の問題となってきたのは一九九八年～一九九九年以降である。固定手数料制、取引集中主義から一九九八年に取引集中原則が撤廃し、一九九九年一〇月には手数料が完全自由化された。手数料の自由化や一九九九年一二月の証券法の改正によって、証券会社の免許が登録制になったことを受け、インターネット取引を主体としたディスカウントブローカーも多数現れ、益々コスト競争を促すことになってきた。それに伴ない、取引手法の多様化、取引チャネルの多元化などにより最終的にコストの複雑化（手数料格差）し分かりづらくなったことが、最良執行が問題になった背景にあるといえる。最初に動きを見せたのは厚生年金基金連合会であり、運用基本方針の中に「最良執行」という言葉を用いた。二〇〇〇年代に入ってから、厚生労働省が「受託者責任ガイドライン」を改正し、執行コストの再認識と専門性の必要性が全体の流れとしてある。

厚生労働省のガイドラインから最良執行を考えるポイントとしては、概念的には「運用成果を最大化する観点」というものが重要で、最終目標となっている。年金ファンドの場合、最終的にはパフォーマンスを向上させることが重要で、取引手数料だけでなく、総取引コストを最小にするような発注体制や方法を確立していくことが目

的となる。

取引は、事前にはリスクとして見積もられ、事後的にはコストとして計測されるので、受託者責任上リスクのあるところには、管理する必要があるということになる。すなわち、最良執行義務は受託者責任上の課題となる。

受託者責任上の管理ということになると、最良執行はプロセスであって、結果ではない。すなわち機関投資家の場合、執行のプロセス管理が必要になったのである。

### 3 日本の最良執行環境

#### (1) トレーディングにおける最良執行理論

トレーダーの立場からは、最良執行なるものは存在しないという。トレーダーにとって最良執行とは、最良執行へのアプローチであり、よってその理論は、執行環境を常に向上させていくことを目的としたベンチマークに基づいたものである必要がある。

昨年、日本FIEX運営委員会の会合のディスカッションにおいてベンダーと証券会社側とバイサイド側で全く話が噛み合わない事態に陥ったという。トレーディング上のあるファンクション機能を広めようというのがテーマなのだが、その有効性を証明する上で、このファンクションを利用するセルサイドとバイサイドの立場の違いが、そのままメリットの違いとなってしまう事実が両者の間に横たわり、平行議論になってしまったようである。そこで求められるものは、セル、バイサイド間に共通の最良執行理論スタンダード化の重要性である。

トレーディングの価値基準を示す理論に沿って、実践感覚にフィットするスタンダード理論を早急に設けた上

で、トレーディングの周辺環境の整備が必要である。言い換えれば、今求められているのは、わが国における執行環境に改善をもたらす全てのビジネスにおいて共通のツールとなる業界横断型のスタンダード理論である。

## (2) 証券会社の選択(ブローカー選択効果)

まず、指値、成行でないOr BetterやV-WAP Targetなどの証券会社に、事実上裁量権を与える(Discretionの)注文が処理されたとき、機械による処理がマニュアルによる処理かで二通りある。バイサイドトレーダーにそれを選ぶ権利はあるが、証券会社としては選択して欲しくない(させない)という問題がある。なぜなら、マニュアルの場合、証券会社には、丁寧に執行するプロのトレーダーの人件費が掛かるためで、どの顧客に対してもこのサービスを提供するのは難しいからである。

顧客に執行の動向、戦略を伝えながら執行していくDiscretionの注文数量は二〇本が一社で同時に抱えられ限界だと言つが、機械に入れれば数百件でも同時進行が可能である。このためマニュアルでの執行サービスは不公平を承知で、大口注文の頻度の高い主要顧客、もしくは高いレベルか人的つながりの強いバイサイドトレーダーの場合に限っているのが現状である。さらに、機械発注には、特別な情報に対応しないという欠点以外に、大きな弱点を持っている。それは、機械的にスライス発注していると、そのクセを知るマニュアル執行者に全ての手口を見透かされるということである。二〇〇〇年一月から二〇〇二年六月までの証券会社別V WAP比パフォーマンス(約定代金ベース)の一八社の執行結果のデータを見る限り、基本マニュアルで執行してもらった上位五社の平均はほぼV WAP並であるのに対し、下位のシステム執行中心の五社はマイナス七ベースポイント近辺である。

つまり、いかにして丁寧に執行してもらえるかが、プロによるマニュアル執行サービスを受ける為にはそれなりの発注量が必要とするため、常に大口の発注を行っていけば問題ないが、そうでなければ、バイサイドトレーダーの証券会社に対するコミュニケーションや交渉力が必要になってくるようである。このように、ブローカー選択効果とは構造的なものであり、目先の技術で対処できるものではないことが分かる。

### (3) 現在の最良執行及び執行分析結果ビジネスについての考察

このように、わが国の受託者としてのトレーディング業務に執行パフォーマンスは強く求められていないのが現状である。運用会社では、バイサイドトレーダーの主要な任務についてどう考えているのか確認する。まず、セルサイドにも共通するのだが、第一に間違わないこと、第二に迅速に処理すること、第三にどんなに注文数が多くても全て発注処理ができることである。執行の良し悪しは、これらの次となっている。パフォーマンス第一のポートフォリオ運用とは異なるこれらの点に注意しなければならない。数百、数千の発注を一日にこなさなければならぬトレーダーにパフォーマンスを求めることは現実的に難しいのである。また、処理数一〇〇銘柄と一〇銘柄のトレーダーを比較するのも意味が無いだろう。そのトレーダーの置かれた執行環境によって、執行パフォーマンスは求められたり、そうでなかったりするものである。このことは、最良執行ビジネスにおいて重要な問題である。悪い執行結果が出た場合、「忙しいから最良執行どころはでなかった」の一言で済まされるのが実態なのである。これを続けているうちに周囲からも執行結果に対する関心が失われていくのが目下の動きなのである。現在、執行分析を行っているかどうかの質問がスポンサーや運用コンサルタント会社からトレーダーにくることはあっても、やっていないからといって大きなペナルティーを受けることはない。確かに、スポン

サーのヒアリングやレポートの提出の頻度は高まっており、その一環で最良執行についてのコメントを要求する基金もそれなりの数ある為、この運用会社も現在は一応対応策として執行分析ツールを導入している。しかし、これは実態のない要求であるといえるだろう。

(4) どうすれば意味のある執行結果をもたらすことができるのか

ここまで、基本的な問題を提起したところで、どうすれば意味の有る執行結果をもたらすことができるのか検討してみたい。そのためにまず、最良執行によって障害となるシチュエーション要因とはなにかを具体的に挙げることにする。

・技術面及び発注体制から

忙しくて、いちいち考えながら発注できない

注文の出方がばらばらで正確に計測できない

最良執行の理論を理解していない

システムの整備がととのっていない

・理論面

最初から条件が付いていて、トレーダーの裁量権が無いものが多い

ブローカー評価に執行サービスの評価があまり反映されない

・精神面

スポンサーへの報告義務がない

良い結果をスポンサーに賞賛されても社内では評価されない

これらの問題を全てクリアできる運用機関はないが、かなりのレベルにまで到達しているところはあるかもしれない。しかし、それらの要因が一つでも残っている限り最良執行は実現しないのである。執行分析ビジネスは全ての取引を完璧に分析しうる高度なシステムを構築するのを第一目標とするのではなく、目先は完璧に分析できる取引に限定した狭い範囲からスタートしなければ先へは進まないだろう。まず、執行分析に関心の深いある口座のトレードに限りスポンサーと、ベンチマーク等、トレーディングスタイルの合意を事前に得た後、その定義に沿って執行、分析結果を報告できればビジネスとしての道筋ができる。

最良執行ビジネスはこのようにして戦略的に広げて行く必要があるかもしれない。完全なシステムの構築はこの環境インフラが整った後に検討するテーマともいえる。日本の運用業界において「最良執行」が脚光を浴び始めたのは一九九八年あたりからである。そうして、これまでの五年間、業界内で「最良執行」という言葉は誰もが知ることとなった。これは、業界関係者の努力の結果であり、また「最良執行」の重要性を示唆するものだろう。これからの年月は、わが国に最良執行を確かに根付かせるための道標を築くべき時代に突入したといえるのではないだろうか。

#### 4 おわりに

ここまで、「最良執行」の日米における歩みとわが国の最良執行ビジネスの現状についてまとめてきた。そこで、最後にここでは、最良執行の全体の課題と将来について述べることにしたい。

まず、最良執行については、データの整備と第三者評価機関の不在が問題である。データは運用機関の中で蓄

積されてはいるだろうが、ディスクローズには至っていないと思われる。運用機関評価への応用ということでは、スポンサーとして考えるのは定性的な評価である。最終的には定量的な評価を行うことである。事後的執行コストの定量評価はIS法<sup>(4)</sup>、VWAP法等があるが、現在発展途上である。しかし、これをコミュニケーションのツールでしかなくとも、それを使い運用機関とコミュニケーションをとっていくべきであろう。

また、最良執行については概念論が先行して技術面が付いていないのが実態である。また、最良執行に対する認知度がさほど高くないので、これを高めていくことが必要である。

最後に最良執行の評価対象として、現在は株式について国内株と外国株が中心であるが、債券にも広がりつつあるようである。

#### 注

(1) 一九七五年に米国の議会は証券取引法 (Securities Exchange Act of 1934) の第二八条 (e) 項において運用機関を保護する規定を設けた。すなわち、運用機関が他のブローカーにより高い手数料を支出したとしても、その差額がリサーチ情報の対価として合理的な金額であると良識的に判断したのであれば、受託者義務違反にならないと規定されたのである。この条項は一般的に safe harbor という通称で呼ばれている。

(2) FIX (financial information exchange) 電子証券取引の共通企画。FIXに対応したシステムを持つ投資家や証券会社の間では、売買注文、執行、取引内容の確認、約定など各段階のデータを瞬時にやり取りでき、ファックスや電話でのやり取りに比べ、効率化とスピード向上を図ることができる。電子取引のための投資負担の軽減にもつながる。欧米ではすでにFIXが普及しており、日本でも「FIX日本運営委員会」を組織し、日本版FIXの規格作りに取り組

んでいる。

(3) STP (ストレート・スルー・プロセッシング) 約定から決済にいたるプロセスを標準化させたメッセージ・フォーマットにより人手を介さずに進めること。

(4) IS法 (Implementation Shortfall法) とは、ベーパーポートフォリオから現実のポートフォリオの差をコストとして測定する方法である。コストは、タイミングコスト (資金受託時から運用計画作成時、運用計画時から買い付けの直前までの価格) 、マーケットインパクト (直前価格と約定価格との差額) 、直接コスト (証券会社に支払う手数料など) 、機会コスト (未約定による機会損失) に分解できる。

(みき まり・研究員)

## スーパーモニタージュ導入の影響

～ナスダックによる予備的分析～

吉川 真裕

スーパーモニタージュと名付けられた電子取引システムは一九九九年九月にナスダックが証券取引委員会（SEC）に導入を申請し、二〇〇一年一月一〇日に条件付きでSECによって承認された。これほどSECによる認可が遅れ、条件が付けられたのは、スーパーモニタージュがナスダック銘柄の取引をおこなう電子証券取引ネットワーク（ECN）と競合するからであった。SECは全米証券業協会（NASD）が運営する新たな気配表示システムであるADF（Alternative Display Facility）を導入し、ナスダックに最良気配を表示せず、ADFに最良気配と取引価格を表示することを認めることで、ECNにも配慮してスーパーモニタージュの導入を認可したのである。二〇〇二年一〇月一四日のスーパーモニタージュ導入は流動性の低い五銘柄であったためにさほど関心を集めることもなく、無難にスタートした。その後、八回にわたってスーパーモニタージュの導入対象が拡大され、一月二日にはナスダックの全銘柄がスーパーモニタージュへの移行を完了した。なお、ECNではインターネットだけがADFに最良気配と取引価格を表示しており、ブルンバーク・トレードブック、ブルット、アーキペラゴはスーパーモニタージュに接続し、アイランドはシンシナティ証券取引所に最良気配と取引価格を表示している。以下では、二月四日に公表されたナスダックによる予備的な分析結果を紹介し、スーパーモニタージュの導入がナスダック市場にもたらした影響を把握して、今後の展望に役立てることを目的とする。

# 1 注文執行

## (1) 執行速度

ナスダックの従来の注文執行システムであるスーパーS O E S では気配値表示機能と注文執行機能が統合されておらず、注文を執行する際にはその都度、気配値表示システムにアクセスする必要があった。これに対して、スーパーモニタージューは気配値表示機能と注文執行機能が統合されているので、注文執行速度が改善されている。

表1はナスダックが注文を受けてから最初の注文執行が生じるまでの時間をスーパーモニタージュー導入前(二〇〇二年一〇月七日から一日まで)とスーパーモニタージューがすべての銘柄に導入された後(二〇〇二年一二月二日から六日まで)で比較している(以下同様)。これをみれば、平均値でも中央値でもスーパーモニタージューでは注文執行速度がセレクトネットやスーパーS O E S よりも大幅に短縮されていることがわかる。

なお、E C N 等への注文回送は、ナスダックの従来の注文執行システムではセレクトネットが使われており、スー

表 1. Time to First Execution  
All Stocks

System	Average (seconds)	Median (seconds)
<b>Before</b>		
SuperSoes	0.462	0.160
SelectNet(liability)	1.366	1.031
<b>After</b>		
SuperMontage	0.075	0.009
Auto-execution	0.026	0.004
Delivery	0.412	0.351

パーモニタージユ導入後にはスーパーモニタージユに気配値を表示しているECNやシカゴ証券取引所、スーパーモニタージユに気配値を表示していないインスティネット、アイランド、アメリカン証券取引所等の注文回送はデリバリーという項目で区別されている。ナスダックによれば、あるECNに回送された注文が三〇秒以内に執行されなかつたため、この表ではデリバリーに示される平均値は大幅に歪んでいるが、翌週以降には改善されているという。

表2はナスダックが注文を受けてからすべての注文執行が生じるまでの時間を注文サイズごとに比較している。ここでも、どの注文サイズにおいてもスーパーモニタージユでは注文執行速度が大幅に短縮されていることがわかる。とりわけ一万株以上の注文のスーパーモニタージユでの執行速度が、セレクトネットやスーパーSOESでの五〇〇株未満の注文の執行速度よりも短縮されていることは印象的であり、スーパーモニタージユ導入による注文執行速度の改善をあらわしている。

表 2. Time to Last Execution by Order Size  
Fully Executed Orders, All Stocks

Shares	SelectNet		SuperSoes		SuperMontage	
	Average (seconds)	Median (seconds)	Average (seconds)	Median (seconds)	Average (seconds)	Median (seconds)
100 - 499	1.257	1.031	0.479	0.160	0.087	0.012
500 - 999	1.371	1.063	0.743	0.180	0.137	0.019
1,000 - 4,999	1.507	1.031	0.775	0.180	0.159	0.021
5,000 - 9,999	1.555	1.000	1.098	0.190	0.206	0.029
10,000 or more	1.326	0.938	1.407	0.190	0.290	0.051
<b>Total</b>	<b>1.346</b>	<b>1.031</b>	<b>0.608</b>	<b>0.170</b>	<b>0.117</b>	<b>0.016</b>

## (2) 執行率と執行比率

注文の執行率 (execution rate) は発注された注文が部分的にでも執行された比率をあらわし、注文の執行比率 (fill rate) は発注された注文株数のうち注文の有効期限以内に執行された株数の比率をあらわす。従来のナスダックの注文執行システムでは、多くの投資家はセレクトネット経由で ECN にアクセスしてもすべての注文株数が執行されるとは限らず、執行されなかった注文はキャンセルされていた。しかし、スーパーモニタージユではスーパーモニタージユに気配値を表示している ECN へは執行可能な株数だけ注文が回送され、残りの注文は自動的に他へと割り当てられる。したがって、スーパーモニタージユの導入によって注文の執行率も注文の執行比率も向上するものと期待された。

執行可能な注文 (marketable order) が部分的にでも注文が執行された比率 (執行率) では、スーパー SOE S / セレクトネットが六七%であったのに対して、スーパーモニタージユでは九三%と向上していた。スーパーモニタージユでの執行率が一〇〇%でない理由は、ナスダックによれば、発注された注文が気配値の表示株数よりも大きく、内部執行 (internalization) に対する制限や不適合者へのプリファレンシング (preferencing) といった特別な注文取り扱い規定によって執行されなかったか、あるいは空売り規制に引っかかったり、回送中にキャンセルされた結果だという。

他方、執行可能な注文が執行された株数比率 (執行比率) では、スーパー SOE S / セレクトネットが四三%であったのに対して、スーパーモニタージユでは五七%と向上していた。この結果をナスダックは、流動性の需要者がスーパーモニタージユ上に表示されている株数よりも大きな注文を発注し、スーパーモニタージユ上に表示されていない隠れた注文 (hidden reserve) と対当させようとしているものと解釈している。

## 2 気配値と流動性

### (1) 気配値

ナスダックの従来の気配値表示システムではマーケットメーカーやECNは一つの気配値しか表示できなかったのに対して、スーパージョモニターでは複数の気配値が表示でき、マーケットメーカーが自己勘定と顧客注文を別々に表示することもできる。その結果、スーパージョモニター導入後には気配値表示量が大幅に増加した。

表3はナスダック銘柄の気配値表示を、マーケットメーカー、ECN、ナスダックUTP（非上場取引特権）、SIZ E（匿名注文）、非ナスダックUTPに分けて、スーパージョモニター導入前後で比較している。導入前の一日平均気配値表示数は一〇四〇万であったのに対して、導入後は一二九万と二五%増加していたが、ナスダックでの気配値表示比率は八三・五%から五七・八%へと減少していることがわかる。ナスダックによれば、これはADFでの気配値表示を開始したインステイネットが導入前のECNから導入後の非ナスダックUTPへと移行したためであり、

表3. Average Daily Quotes by Participant Type  
All Stocks

	Before	After
Market Maker	14.4%	11.3%
ECN	68.5%	44.9%
NASDAQ UTP	0.6%	1.3%
SIZ E	N/A	0.3%
Non-NASDAQ UTP	16.5%	42.2%
<b>NASDAQ Total</b>	<b>83.5%</b>	<b>57.8%</b>
<b>Average Daily Quotes</b>	<b>10,400,862</b>	<b>12,980,895</b>

導入前の一四・四％から導入後の一・三％へと低下したマーケットメーカーの気配値表示数は約一五〇万でほとんど変化していないという。

表4はナスダック銘柄の最も活発な気配値表示提供者を列挙したものである。スーパームオンタージュ導入前には最も活発な気配値表示提供者であったインステイネット（INCA）が消失しており、導入後にナスダックの気配値表示率が二五・七％低下したのは導入前に二七・八％を占めていたインステイネットのADF移行によるものとみられている。他のECNではアーキペラゴ（ARCA）とブルバーグ・トレードブック（BTRD）がシェアを高めており、逆にブルット（BRUT）とトラックECN（TRAC）はシェアを低下させていることがわかる。

気配値表示の頻度は流動性需要者にとって重要であるが、気配値表示されている価格も流動性需要者にとって重要である。図1はスーパームオンタージュ、シンシナティ証券取引所（アイランド）、ADF（インステイネット）での気配値が全米最良気配（NBBO）を反映している時間の比率

表4. Most Active Quoters  
All Stocks

Before			After		
MMID	Average Daily Quotes	Percent of Total	MMID	Average Daily Quotes	Percent of Total
INCA	2,892,768	27.8%	ARCA	3,256,948	25.1%
ARCA	1,852,373	17.8%	BRUT	1,547,765	11.9%
BRUT	1,830,526	17.6%	BTRD	676,979	5.2%
TRAC	301,754	2.9%	TRAC	309,642	2.4%
TMBR	249,821	2.4%	TMBR	201,444	1.6%
BTRD	211,204	2.0%	NITE	167,414	1.3%
NITE	139,772	1.3%	GSCO	119,065	0.9%
NASDAQ UTP	57,949	0.6%	NASDAQ UTP	172,227	1.3%
Non-NASDAQ UTP	1,720,076	16.5%	Non-NASDAQ UTP	5,476,445	42.2%

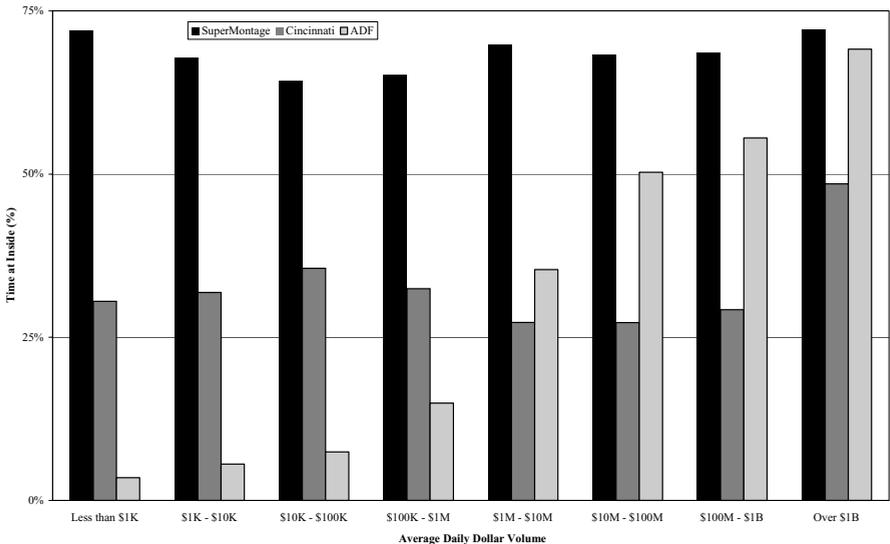
を1日平均取引代金別にあらわしている。ここでの八つのグループではいずれもスーパーモニタージユでの気配値表示価格が最もNBBOに達している比率が高く、気配値の質でもスーパーモニタージユがインスタネットやアイランドを上回っていることがわかる。ただし、ナスダックによれば、取引代金が最も大きい銘柄ではインスタネットでのNBBO表示比率がスーパーモニタージユを上回っていたという。

(2) 市場の厚み (depth)

スーパーモニタージユでは複数の気配値が表示でき、マーケットメーカー等がどれだけ複数の気配を表示しているのかはナスダックの従来の気配値表示システムとの違いを表す指標となりうる。

表5は一分間のインターバルで各参加者が各銘柄にどれだけの気配値表示をおこなっていたかを平均し、最も多くの気配値表示をおこなっていた銘柄についての値を集計したものである。多くの参加者(二一社のマーケットメ

図1. Time at Inside by Average Daily Dpllar Volume  
All Stocks



ーカーと六社のECN)は単一の気配値表示しかおこなっていないが、五社のマーケットメーカーと一社のECNは四つの気配値表示をおこなっており、五社のマーケットメーカーは五つ以上の気配値表示をおこなっていた(これらの二社のナスダック銘柄の取引シェアは二〇%に達する)。

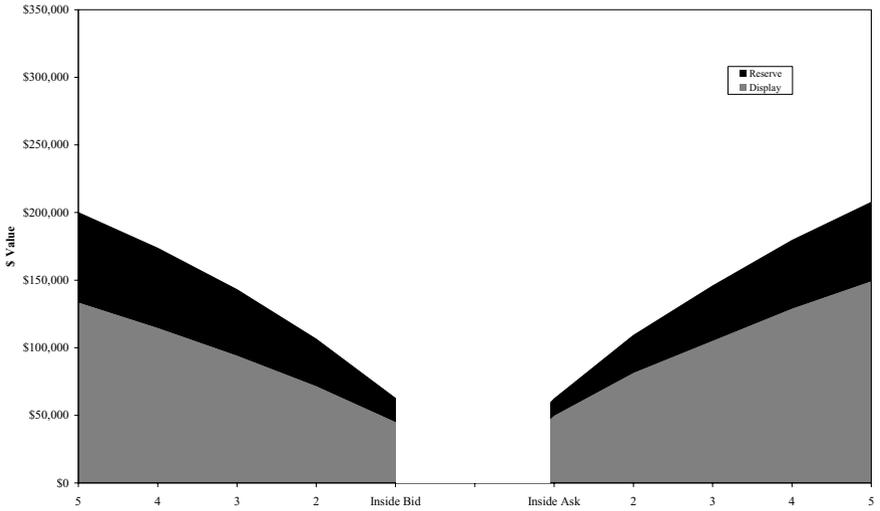
また、最も多くの気配値表示をおこなっていた銘柄についてだけでなく、全銘柄を調べてみると、二五社のマーケットメーカーと一社のECNおよび一つのUTPはほとんどの銘柄で複数の気配値を表示していたが、一〇〇社のマーケットメーカーは全く複数の気配値を用いてはいなかった。そして、全銘柄の平均値では七社のマーケットメーカーの値のみが二以上であった。

図2と図3は一五分間のインターバルで各銘柄の上位五気配値にドル表示でどれだけの注文があったかを集計し、それを加重平均した結果をあらわしている。気配値が表示された注文(Display)だけで比較してもスパーモニタージユ導入後に市場の厚みが増していることがわかるが、表

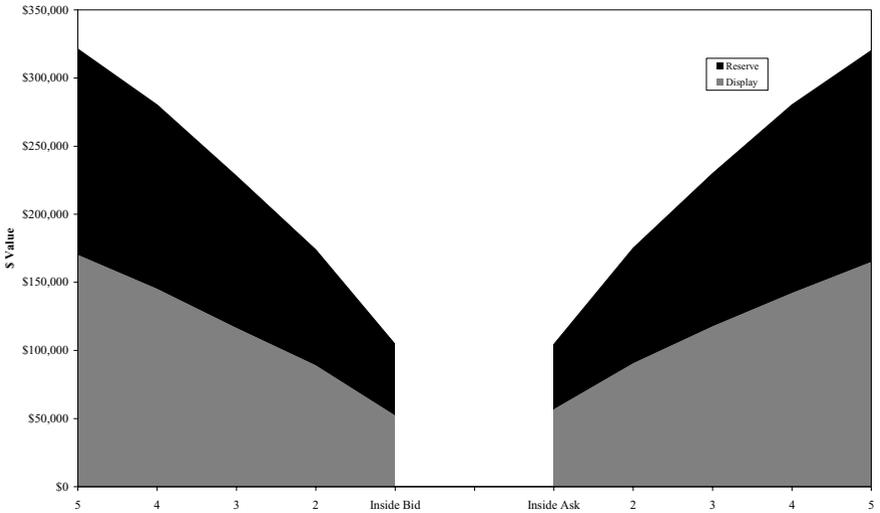
表5. Depth of Orders Submitted by Market Participant Type (max of means)

Depth	MM	ECN	UTP
Top of Book	211	6	0
2 Levels	59	1	1
3 Levels	16	0	0
4 Levels	5	1	0
5 Levels	6	0	0

**2. Average Depth of Book Before  
All Stocks, October 7-11, 2002**



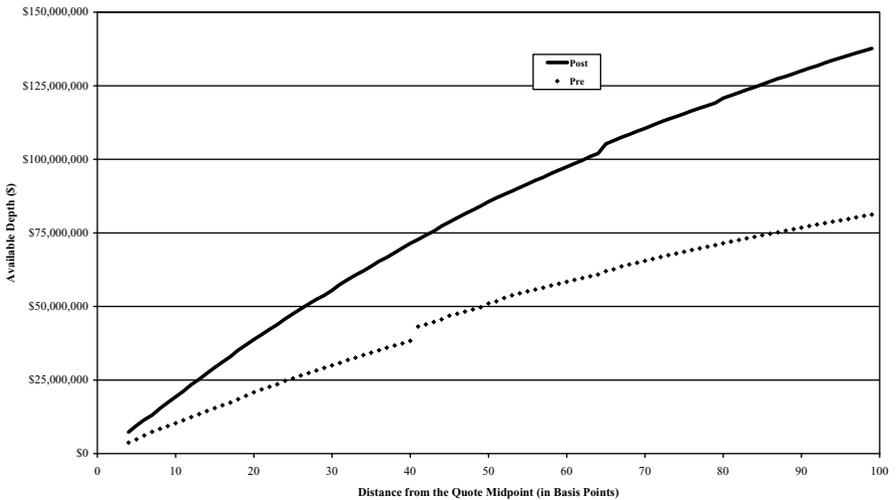
**3. Average Depth of Book After  
All Stocks, December 2-6, 2002**



示されない隠れた注文 (Reserve) の増加はさらに大きく、双方を合わせた市場の厚みの拡大に大きく貢献していることがわかる (例えば、最良買い気配にある注文量はスーパーモニタージュ導入前には平均六万二〇〇〇ドルであったが、スーパーモニタージュ導入後には平均一〇万四〇〇〇ドルに増加している)。

図4は最良気配の中値から離れるにつれて、どれだけ多くの注文があったかを集計して、スーパーモニタージュの導入前後で比較している。スーパーモニタージュ導入前には含まれていたECN最大手のインスタネットの注文がスーパーモニタージュ導入後には含まれていないにも関わらず、累積ドル表示した市場の厚みは大幅に増していることがわかる (スーパーモニタージュ導入前には最良気配の中値から一〇〇ベースポイント以内に八〇〇〇万ドルの注文があったが、スーパーモニタージュの導入後には一億四〇〇〇万ドルの注文があり、注文額は七五%増加していた)。

図4. Cumulative Displayed and Reserve Depth(in \$)  
All Stocks



### 3 市場シェア

(1) 導入による一時的効果

スーパーモンタージユの導入は二〇〇二年一〇月一四日の五銘柄に始まり、一〇月一七日の一二銘柄、一〇月二二日の八六銘柄という具合（以後は一週間ごと）に九回に分けて実施され、一二月二日に全銘柄への導入が完了した。そこで、導入に伴う市場シェアの変化を調べるために移行時期に応じて七つのグループ（はじめの三つは同一グループに集約）に分け、導入週の導入グループ以外の市場シェア、導入前週の市場シェアから導入週の導入グループ以外の市場シェアに基づく導入グループの予想市場シェア、導入週の導入グループの実際の市場シェア、そして導入グループの実際の市場シェアと予想市場シェアの差を計算したのが表6である（ここでは執行市場シェアが用いられており、スーパーモンタージユの執行市場シェアは二〇％程度であるが、ナスダック銘柄のナスダックへの報告市場シェアは一二月第一週で八六％であった）。

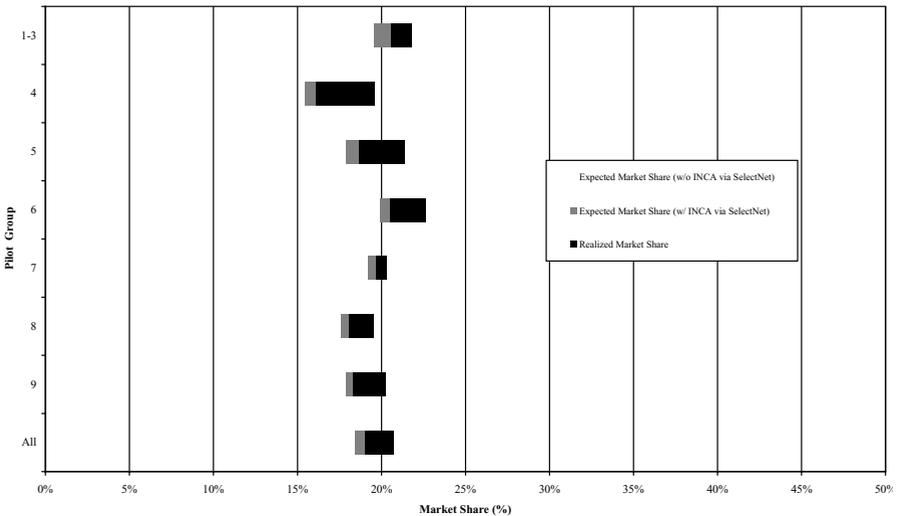
表6. SuperMontage Market Share Effect by Pilot Group

Pilot Group	Market Share (Non-Roll-in)	Expected Market Share (Roll-in)	Realized Market Share (Roll-in)	Difference (Realized - Expected)
1 - 3	21.3%	20.6%	21.8%	1.2%
4	20.4%	16.1%	19.6%	3.5%
5	19.9%	18.7%	21.4%	2.7%
6	20.2%	20.5%	22.6%	2.1%
7	19.9%	19.7%	20.3%	0.6%
8	19.1%	18.1%	19.5%	1.5%
9	19.5%	18.3%	20.3%	1.9%
<i>Weighted Average Difference</i>				1.7%

表6によれば、七グループすべてにおいて導入週の市場シェアは予想市場シェアを上回っており、最低でも第七グループの〇・六％、最高で第四グループの三・五％、加重平均で一・七％の市場シェア拡大をスーパーモニタージユの導入がもたらしていたことがわかる。

図5は表6の数値を棒グラフにしたものであり、導入グループの実際の市場シェアと予想市場シェアの差は濃い斜線であらわされているが、導入グループの予想市場シェアの一部に薄い斜線がほどこされている。この部分はスーパーモニタージユの導入に伴ってインステイネットによるセレクトネットでの取引がなくなった効果を取り出したものである。これはスーパーモニタージユ導入前のインステイネットのセレクトネット経由での取引から予想されるスーパーモニタージユ導入後の市場シェアの減少分であり、七グループすべてにおいて一％程度であるから、スーパーモニタージユの導入がもたらした市場シェアの拡大効果は表6の値よりも実際には一％程度大きかったことがわかる。

図5. SuperMontage Market Share Effect



(2) 取引市場

スーパーモニタージユの導入に伴う市場シェアの変化はナスダックの取引システム（スーパーSOES/セレクトネットからスーパーモニタージユへ）での取引だけに止まらず、各取引市場での他の取引方法による取引にも影響を及ぼしている。表7はスーパーモニタージユの導入前後のECN（ここではインステイネットをスーパーモニタージユ導入後も含める）、マーケットメーカー、UTP（アイランドを含む）の市場シェアを、ナスダックの取引システム（NTS）、注文回送（Route）、その他（Other）に分けて表示している（Weightedはスーパーモニタージユ導入前の取引量で加重平均したもの）。

導入後加重平均でも導入前加重平均（Weightd）でもナスダックの取引システムでの市場シェアはそれぞれ一・九%と一・六%低下、マーケットメーカーの内部執行を差し引いてもともに一・一%低下しており、スーパーモニタージユの導入がナスダックの取引システムでの取引比率を高めてはいないということがわかる。

表7. Market Share by Venue and Trade Method

Venue/Method	Before	After	Percent Change	After (Weighted)	Percent Change
ECN	38.7%	33.7%	-4.9%	37.2%	-1.5%
NTS	4.8%	4.0%	-0.9%	4.1%	-0.7%
Route	4.7%	4.9%	0.1%	5.4%	0.7%
Other	29.1%	24.9%	-4.2%	27.6%	-1.4%
MM	48.1%	50.9%	2.8%	48.7%	0.6%
NTS	15.8%	14.9%	-0.9%	15.2%	-0.6%
Other	32.3%	36.0%	3.8%	33.5%	1.2%
UTP	13.3%	15.3%	2.1%	14.1%	0.8%
NTS	0.9%	0.8%	-0.1%	0.6%	-0.3%
Other	12.3%	14.5%	2.2%	13.5%	1.2%
Route	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
NTS Share	21.6%	19.7%	-1.9%	19.9%	-1.6%
excluding MM internalized (MM Other above)	31.8%	30.8%	-1.1%	30.7%	-1.1%

さらに、取引市場ごとにみればECNの取引シェアが低下しているのに対して、マーケットメーカーとUTPの取引シェアは増加していたことがわかる。

表8はスーパーモニタージュ導入後の一週間の取引を一日ごとに細分し、スーパーモニタージュ導入前の取引量で加重平均した取引シェアをあらわしている。これを見ると、スーパーモニタージュへの参加市場とUTPでの取引シェアは上昇しているのに対して、スーパーモニタージュに参加しなかったインスタネットでの取引シェアが低下していることがわかる。とりわけインスタネットでの取引シェアの変化は最も大きく、スーパーモニタージュに参加したECNの取引シェアが上昇していることを合わせると、表7におけるECNの取引シェアの低下はインスタネットの取引シェアの低下によるものであったことがわかる。スーパーモニタージュに参加しなかったという点では同じであるアイルランドと大きな相違を示しているのはスーパーモニタージュと同時にインスタネットが導入したADFの影響と考えられる。

表8. Market Share by Venue

	Pre-SM	12/2/2002	12/3/2002	12/4/2002	12/5/2002	12/6/2002
<b>SuperMontage Participants</b>	<b>69.1%</b>	<b>72.2%</b>	<b>71.9%</b>	<b>70.5%</b>	<b>70.6%</b>	<b>69.9%</b>
Market Makers	48.1%	50.3%	47.5%	48.6%	48.4%	47.2%
ECNs	19.7%	20.8%	23.1%	20.7%	21.1%	21.5%
Chicago	1.3%	1.3%	1.3%	1.2%	1.1%	1.2%
<b>Instinet/ADF</b>	<b>19.0%</b>	<b>15.2%</b>	<b>15.7%</b>	<b>16.5%</b>	<b>16.0%</b>	<b>16.6%</b>
<b>UTP</b>	<b>11.8%</b>	<b>12.5%</b>	<b>12.2%</b>	<b>12.9%</b>	<b>13.3%</b>	<b>13.5%</b>
Amex	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%	0.1%	0.2%
Island/Cincinnati	11.7%	12.3%	12.1%	12.8%	13.2%	13.3%

#### 4 市場の質

##### (1) スプレッド

気配値スプレッド (Quoted Spread) は最良売り気配と最良買い気配 (NBBO) の差であり、潜在的な市場の流動性をあらわす指標の一つとしてよく用いられ、有効スプレッド (Effective Spread) はNBBOの中値と取引価格の差を二倍した値であり、実現された市場の流動性をあらわす指標の一つとしてよく用いられる。

表9はスーパーモニタージュの導入前後で気配値スプレッドと有効スプレッドが変化したのかどうかを調べたものである(いずれもNBBOがクロスした場合は除く)。そして、それぞれのスプレッドを取引数量に応じて加重平均された価格水準で割ったのが相対気配値スプレッドと相対有効スプレッドである。これによれば、相対気配値スプレッドはスーパーモニタージュ導入前の〇・一七%から導入後の〇・一三%へ、相対有効スプレッドも導入前の〇・一六%から導入後の〇・一三%へと縮小しており、スーパーモニタージュ導入後にナスダック銘柄の取引量が増えたこ

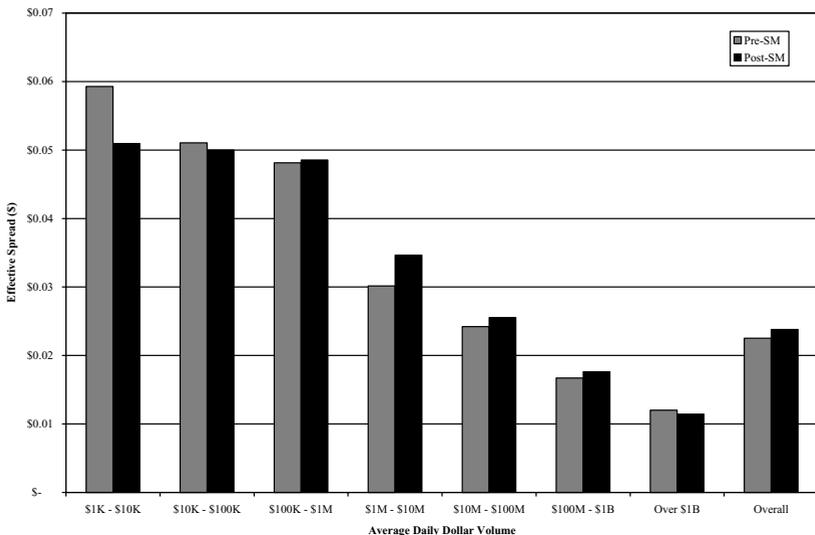
表9. Quoted and Effective Spreads  
All Stocks

	Before	After
Quoted Spread	\$ 0.023	\$ 0.025
Relative Quoted Spread	0.17%	0.13%
Effective Spread	\$ 0.023	\$ 0.024
Relative Effective Spread	0.16%	0.13%
Price (BAM)	\$ 13.70	\$ 18.40

と、したがって流動性が高まったことと総合的な結果であった。ただし、気配値スプレッドはスーパーモニタージユ導入前の二・三セントから導入後の二・五セントへ、有効スプレッドも導入前の二・三セントから導入後の二・四セントへとわずかに拡大しており、相対気配値スプレッドと相対有効スプレッドが縮小したのはスーパーモニタージユ導入後にナスダック銘柄の価格水準が上昇していたことによるところが大きいのという可能性も見逃せない。

図6は一日平均取引金額に応じて七つのグループに分けて有効スプレッドをスーパーモニタージユ導入前後で比較したものである。市場全体でみた有効スプレッドはスーパーモニタージユ導入後にわずかに上昇していたが、一日平均取引金額が一〇万ドル以下のグループと最も取引が活発な一日平均取引金額が一〇億万ドルを越えるグループでは有効スプレッドは低下しており、スーパーモニタージユの導入が有効スプレッドに及ぼした影響も一様ではないことがわかる。

図6. Effective Spread  
Weighted Dollar Volume Strate

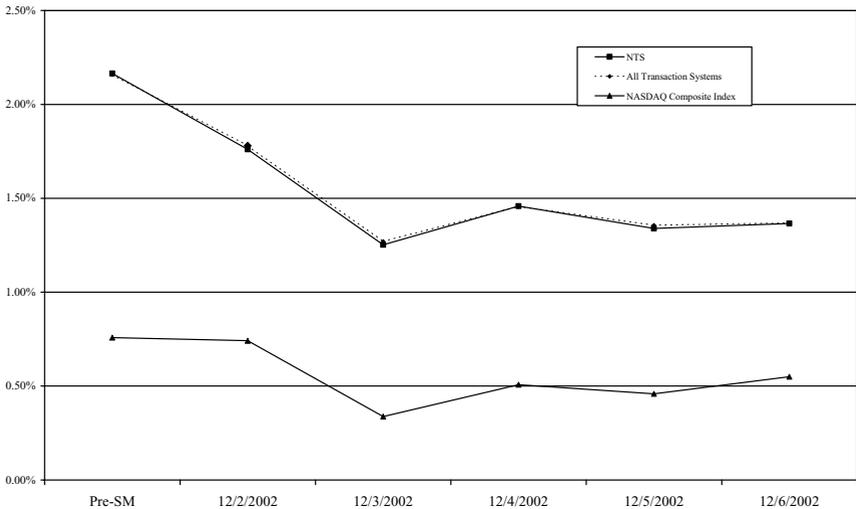


(2) ボラティリティ

市場の流動性が増せばスプレッドは縮小し、ボラティリティ（市場価格の変動性）も低下すると考えられる。しかし、スパーモニタージユの導入によって複数の注文入力が可能になり、価格が小刻みに変動することでボラティリティが上昇することも考えられる。

図7はスパーモニタージユ導入前後で日中のボラティリティの変化を比較したものである。市場全体の値動きをあらわすナスダック総合株価指数のボラティリティ、ナスダックの取引システムを通じた取引価格の加重平均ボラティリティ（価格の標準偏差を価格の中央値で割った値を各銘柄ごとに計算し、取引金額で加重平均したもの）、ナスダック銘柄の全取引価格の加重平均ボラティリティの三つを比べてみると、後の二つのボラティリティはほとんど同じ動きを示し、指数のボラティリティも水準は異なるが同じような動きで低下傾向をあらわしている。したがって、この低下傾向は偶然であるとしてもボラティリティが上昇したという証拠は見当たらない。

図7. Volatility - Standard Deviation of Price  
All Stocks



(3) 気配値のクロス

気配値のクロス (locks and crosses) は最良売り気配が最良買い気配と等しいか下回る状態を指し、同一の取引システムのものでは生じ得ない。スーパーモニター導入後のナスダック銘柄の取引においては、スーパーモニターに気配値を表示している取引市場では気配値のクロスは生じないが、スーパーモニターに気配値を表示していないUTP (シンシナティ証券取引所)、アイランド、アメリカン証券取引所) やADF (インスタイネット) といった取引市場との間で気配値のクロスは生じうる。スーパーモニターに気配値を表示していない取引市場は取引の活発なナスダック銘柄の取引を主としておこなっているの  
で、気配値のクロスは取引の活発な銘柄で生じ、投資家の不満を引き起こしている。

表10は気配値のクロスを各銘柄の一日平均取引金額ごとに八つのグループに分類している。気配値のクロスを取り除くための取引時間 (clear markets) は取引の活発な銘柄ほど短く、最も取引の活発なグループでは気配値のクロス

表10. Relating Lock/Cross Episodes to Trading Activity  
Percentage of Events Longer than the Indicated Duration (seconds)  
All Stocks

Stocks' Average Daily Dollar Volume	Clear Markets		Lock/Cross Markets	
	20%	50%	20%	50%
\$100 - \$1K	23,400	23,400	8	2
\$1K - \$10K	23,400	23,400	8	2
\$10K - \$100K	23,400	5,266	5	2
\$100K - \$1M	8,406	416	12	3
\$1M - \$10M	799	96	11	2
\$10M - \$100M	115	15	5	1
\$100M - \$1B	25	3	2	1
\$1B+	11	3	2	1

を取り除くための取引の二〇％は一秒であるのに対して、最も取引の不活発なグループでは終日（二万三四〇〇秒＝六時間半）を要していることがわかる。ただし、気配値のクロス現象は例外的な現象であり、ナスダック銘柄の三八％では気配値のクロスは一度も生じておらず、気配値のクロスが生じている銘柄でも取引時間の一・二％で生じているに過ぎず、普通は一秒間程度で解消されている。

表11はS I Pデータに基づいて、どの取引市場が気配値のクロスを引き起こしているかをあらわしている。これによれば、A D F（インスティネット）とシンシナティ証券取引所（アイランド）で気配値のクロスが生じている頻度が圧倒的に高く、取引の少ないアメリカン証券取引所やシカゴ証券取引所では気配値のクロスが生じている頻度が低いことがわかる（ここでのナスダック市場での取引シェアには内部執行され、A C Tに報告された取引が含まれているため、ナスダックの取引シェアが非常に大きくなっていることには注意を要する）。

表11. Initiator of Lock/Cross Events  
All Stocks

Initiating Market	Total Number of Occurrences		Market Share	
		Percent	Quoting	Trading
ADF	305,980	56.2%	28.0%	14.4%
Cincinnati	129,251	23.7%	13.5%	13.9%
NASDAQ	81,750	15.0%	52.2%	70.7%
Amex	26,504	4.9%	6.3%	0.1%
Indeterminate	1,307	0.2%	#N/A	#N/A
Chicago	124	0.0%	0.1%	0.9%

## 5 スーパーモニタージュの行方

一九九〇年代に急速に取引を拡大し、市場間競争という言葉を定着させたECNに対するナスダックの巻き返し策として企てられたスーパーモニタージュの導入も、ナスダック銘柄の株価低迷と取引減少という環境のもとでは市場にさほど大きなインパクトは与えてはいない。<sup>(3)</sup>むしろスーパーモニタージュに対抗するECNの側で、ブルットとストライク、アーキペラゴとレディブック、インステイネットとアイランドの合併がおこなわれたに過ぎない。しかもインステイネットとアイランドというECNの大手二市場はスーパーモニタージュとの接続を拒否し、独自の流動性プールを確保する戦略を採ったため、今のところ、スーパーモニタージュはナスダックが中小ECNを取り込む形でマーケットメーカー市場と中小ECN市場を接続したという結果に終わっている。さらに、スーパーモニタージュでの取引シェアが最も大きいアーキペラゴはパシフィック証券取引所と統合し、UTPとしてナスダック銘柄の取引をおこなう準備を進めているので、ナスダックにとってはスーパーモニタージュの先行きは厳しい。そこで、ナスダックはスーパーモニタージュの導入前に利用者の反対が大きかった気配値の入力/変更料金と注文の直接入力についての規定を変更し、スーパーモニタージュの利用拡大に努めている。アイランドがシンシナティ証券取引所に気配値を表示し、インステイネットがADFに気配値を表示することになったので、ナスダック銘柄にはスーパーモニタージュを含めて少なくとも三つの主要な流動性プールが共存する結果になっている。しかし、機関投資家の発注慣行にほとんど変化はなく、スーパーモニタージュに利用を特化するという動きは生じていない。取引後の匿名性や利用料金、スピードといった要因も利用者にとっては重要な要素であり、一頃騒がれたようなECNの消滅という事態は近い将来には起こりそうにもない。アイランドとインステイネットの流動性統合というシナリオも含めて、今後の展開から目を離せないところである。

注

- (1) スーパーモンタージュの導入に係る経緯 とりわけ二〇〇二年に入ってからの変曲折については 拙稿「ナスダックのグローバル戦略」(『証券ジャーナル』四二巻一―四 二〇〇二年一―四)を参照
- (2) NASDAQ Economic Research, "Results on the Introduction of NASDAQ's SuperMontage," 4 February 2003 ([http://www.nasdaqnews.com/about/Reports/SuperMontage\\_Final\\_%20External\\_Report.pdf](http://www.nasdaqnews.com/about/Reports/SuperMontage_Final_%20External_Report.pdf))
- (3) Kerry Massaro, "The Jury is Still Out," *Wall Street & Technology Online*, 17 January 2003 (<http://www.wallstreetandtech.com/story/electronicTrading/WST20030117S0002>), Jim Middlemiss, "Is SuperMontage's Honeymoon Over?," *Wall Street & Technology Online*, 17 January 2003 (<http://www.wallstreetandtech.com/story/electronicTrading/WST20030117S0005>)
- (4) Jim Middlemiss, "ECNs Adjust to a SuperMontage World," *Wall Street & Technology Online*, 17 January 2003 (<http://www.wallstreetandtech.com/story/electronicTrading/WST20030117S0004>)
- (5) NASDAQ, "NASDAQ To Eliminate Quote Update Fee," 30 January 2003 ([http://www.nasdaqnews.com/news/pr2003/ne\\_section03\\_008.html](http://www.nasdaqnews.com/news/pr2003/ne_section03_008.html)), NASDAQ, "NASDAQ Proposal To Expand Access To SuperMontage Is Approved By SEC," 3 February 2003 ([http://www.nasdaqnews.com/news/pr2003/ne\\_section03\\_009.html](http://www.nasdaqnews.com/news/pr2003/ne_section03_009.html))

(ちうたわ せれうん・証券研究所)

# 証研レポート既刊目録

1599 (2001.10)	執筆者	1606 (2002.5)	執筆者
取引所の自主規制機能について	伊豆	日本版金融ビッグバンクの評価	二上
ドイツ取引所の新たな戦略(2)	吉川	中国の証券行政	王
- ユーロ建て米国株電子取引 -		- 中国版SEC(中国证券监督管理委员会)の誕生 -	
中国最大の総合家電メーカー海爾集團の経営管理と企業文化	王	外為取引の減少と電子取引	伊豆
- 「市場中心主義」と「顧客至上主義」をめくって -			
ナスダックにおける株価セント表示導入の影響	三木		
1600 (2001.11)		1607 (2002.6)	
信用取引とデリバティブ取引	二上	資産管理型営業の再考	二上
自主規制機能の分離・統合論	伊豆	中国の個人投資家	王
- SIAの自主規制モデル案 -		投資顧問業者の注意義務について(1)	三木
L I F F Eの決断	吉川	- 運用機関の受託者責任より -	
- ユーロネクストによる買収合意 -		1608 (2002.7)	
中国の外資導入における経済技術開発区の役割	王	家計の金融資産を取り巻く状況	二上
- 天津経済技術開発区の紹介を中心に -		投資顧問業者の注意義務について(2)	三木
CPのペーパーレス化(2)	福本	ベイオフと地方公共団体の公金管理	清水
1601 (2001.12)		1609 (2002.8)	
最近の個人顧客の動向	二上	中国上場会社のコーポレート・ガバナンス原則(1)	王
インターネット取引の拡大について	伊豆	トランジション・マネジメント	三木
ユーロCCP	吉川	ITバブル後の国際資本移動について	伊豆
- DTCの欧州クリアリング機関 -		1610 (2002.9)	
金庫株解禁の商法改正	福本	ワン・ストップ・サービスの論点	二上
NYSEとナスダックのスプレッドの比較	三木	中国上場会社のコーポレート・ガバナンス原則(2)	王
1602 (2002.1)		ユーロクリアとクレストの合併	吉川
新規参入業者に見るビジネスモデル	二上	1611 (2002.10)	
オーストラリアとシンガポールの取引所間リンク	吉川	証券代理店構想について	二上
- クロスボーダー・ネットワークの試み -		社会的責任投資とエコファンド	三木
中国上場企業のパフォーマンス	王	スーパー・モンタージュ導入とECNのビジネス	清水
米国の機関投資家と取引コスト	三木	1612 (2002.11)	
1603 (2002.2)		中国株式市場の機能について	王
減資について	伊豆	機関投資家と株券貸借取引	三木
- 株式・資本金・株主持分 -		「第二期グローバル化」論について	伊豆
ナスダックの電子的価格改善システム	吉川	1613 (2002.12)	
- プライメックス・オークション・システム -		市場間競争と証券取引所	二上
中国上場企業の株式所有構造と企業効率	王	中国のQFII制度の導入	王
証券決済制度改革	福本	シングル・ストック・フューチャーズ	吉川
- 現行改革議論の整理 -		- アメリカにおける個別株先物の導入 -	
1604 (2002.3)		1614 (2003.1)	
清算機関のガバナンス	二上	日本の産業・企業再生の行方	二上
- 市場インフラと競争 -		日中の経済関係について	王
法定準備金の取り崩しについて	伊豆	米国のストックオプション制度とその問題	三木
ドイツ取引所によるクリアストリームの買収合意	吉川	初期のロンドン証券取引所	清水
ペーパーレス化証券の新決済制度	福本	1615 (2003.2)	
米国機関投資家の取引コストと取引システム(1)	三木	ドイツ取引所の上場制度再編	二上
1605 (2002.4)		- ノイエ・マルクト消滅の意味するもの -	
中国株式市場の形成と国有企業改革	王	機関投資家とオルタナティブ投資	三木
米国機関投資家の取引コストと取引システム(2)	三木	ITバブル期の米国企業金融	伊豆
債券取引の電子システム	清水		

(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円 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

第2巻 証券関係帝国議会審議録(二)  
B5判 717頁 10,000円 送料 520円

## 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

B5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)

## 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

B5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)  
(平成12年度版まで各年発行,以降HP掲載)

## 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

## 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

菊莉 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年信託証書法, 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

ドイツ 証券取引法, 取引所法, 投資会社法,

販売目論見書法, 寄託法, 解題

A5判 232頁 3,300円 送料 310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

一ALMの理論と実務一

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

一実態と会計の対応一

日本証券経済研究所編

A5判 194頁 2,233円 送料 310円

# 刊 行 物 案 内

(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 2002年版

日本証券経済研究所編  
A 5判 303頁 2,500円 送料 310円

## 図説アメリカの証券市場 2002年版

日本証券経済研究所編  
A 5判 341頁 3,000円 送料 340円

## 図説イギリスの証券市場 2002年版

日本証券経済研究所編  
A 5判 206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

## 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

## 業際問題を越えて

一日米金融制度改革の研究—  
グラス＝スティーガル法研究会編  
A 5判 272頁 2,500円 送料 340円

## Securities Market in Japan 2002

日本証券経済研究所編  
菊判 371頁 3,200円 送料 340円

## 株式投資収益率 2001年

日本証券経済研究所編  
CD-ROM(Excel版) 12,000円 送料 200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

## 市場改革の進展と証券規制の課題

証券取引法研究会編  
A 5判 219頁 2,900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訳編  
A 5判 291頁 3,883円 送料 340円

## 北欧諸国の租税政策

ピーター・バーチ・ソレンセン編 馬場義久監訳  
A5判 260頁 3,800円 送料310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

## 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

証研レポート第一六一六号  
二〇〇三年三月十日発行

(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

2003年3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)