



レポート

No.1626

2004年10月

今後の証券業

二上季代司（1）

ニューヨーク証券取引所のハイブリッド化
～NYSEダイレクト+の改訂拡張案～ 吉川 真裕（10）

欧米の債券電子取引の現状について

清水 葉子（24）

ユーロ債流通市場における価格情報インフラ

横山 史生（32）

財団法人 日本証券経済研究所
大 阪 研 究 所

今後の証券業

二上季代司

近年、証券市場のエンドユーザーである家計および発行会社を取り巻く環境にあらたな変化がみられ、さらに銀行による証券仲介業への参入など証券業務それ自体にかかわる重要な制度改革が加わるようになった。金融ビッグバンは、市場仲介業者である証券会社・証券業界のあり方に大きな影響を与えてきたが、エンドユーザーの今後予定される行動変化と証券業界に対する再度の制度改革は、証券業の機能や産業組織をどのような方向に変化させるであろうか。以下では、(1) 家計金融資産を取り巻く新たな動向、(2) 発行会社を取り巻く新たな動向を整理した後、(3) 証券業の機能や産業組織にどのような変化が見られるか、について検討してみたい。

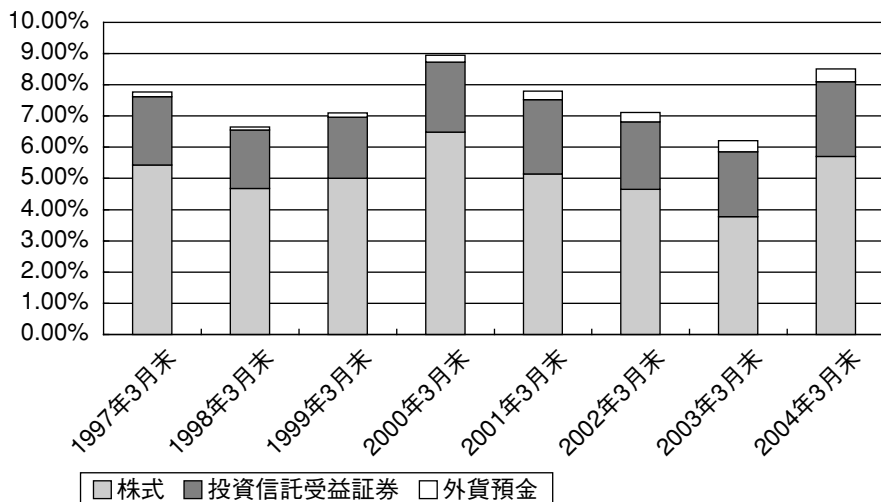
1 家計金融資産を取り巻く動向

日銀の資金循環勘定によると、二〇〇四年三月末における家計の金融資産に占めるリスク性資産(株式、投信、外貨預金)の比率は、八・五一%となり前年度比二・三%の上昇となった(図1)。

もっとも、二〇〇〇年のITバブル崩壊以後、低下傾向にあったリスク性資産の比率が、これで底を打ったかどうか、判断が難しい。リスク性資産の残高増加を、株式および投資信託についてネットの資金流入および評価益に分解してみると表1のようになる。

これによると投資信託は、相場動向に関わらずほぼ一貫して資金流入が見られるが、株式のほうは資金流出の⁽¹⁾

図1 リスク性資産の比率（家計金融資産）



（出所）日銀資金循環勘定より作成

表1 リスク性資産残高増加の内訳

（単位；億円）

	株式			投資信託			外貨預金
年度	残高増加	内訳		残高増加	内訳		残高増加
		資金純流出入	評価損益		資金純流出入	評価損益	
1997	-77,237	1,373	-78,610	-33,584	-32,922	-662	-5,603
1998	50,175	-6,633	56,808	14,232	15,356	-1,124	5,896
1999	252,076	-1,231	253,307	56,344	24,709	31,635	12,241
2000	-192,248	-20,669	-171,579	20,056	69,993	-49,937	6,603
2001	-81,862	806	-82,668	-34,882	-12,060	-22,822	3,988
2002	-134,962	-17	-134,945	-20,497	10,356	-30,853	6,642
2003	292,726	-23,715	316,441	54,684	8,133	46,551	9,262

（注）資金純流出入は「金融取引表」、評価損益は「調整」勘定による。

（出所）図1に同じ。

ほうが多く、しかも相場動向に左右される性格が強いことが見て取れる。すなわち、この限りでは——もっと詳細な検討が必要であるが——、株式市場には短期回転資金はともかく、家計の中長期資金は安定して流入していないように見える。では、家計資産の動向についてこのトレンドは今後も続くのであろうか。

そこで、証券リテールビジネスの展開にどうかかわりのある、

個人金融資産の今後の環境変化を取り上げてみると、注目されるのは次の四点である。

第一に、二〇〇五年春に予定されている流動性預金へのペイオフ解禁である。銀行、証券各社はペイオフ解禁とともに証券投資などに振り向けられる待機資金を推測している。例えば、みずほ証券は、ペイオフ解禁を目前にした待機資金を一四〇兆円と推計し、これがペイオフ解禁とともに部分的に消費や投資に回ると推測している⁽²⁾。もう少し堅めに見積もった推測として三七兆円がシフトする、とする報道もある⁽³⁾。推定額の多少には幅があるが、兆円規模の金額が待機資金となつて証券投資をうかがっていることは間違いないと思われる。

第二は、人口動態的な理由から生じてくることである。まず団塊の世代が退職時期を迎え、大量の退職金運用ニーズが生まれる。これと重なることであるが、少子高齢化を迎え、六〇才以上の高齢者の資産運用ニーズが高まってくる。世帯主六〇才以上の家計資産（いわゆるシニアマネー）は現在七四〇兆円であり、さらに年間の相続財産は一二兆一七〇〇億円であるとされる（国税調べ）。退職金あるいは相続財産の運用について税務も含めた幅広い知識を必要とする世代が、今後、中長期にわたつて継続することになる。

第三に、商法改正により「株券不発行制度」が導入され、今後五年以内の一斉日に上場株券・店頭株券が不発行になることである。現在、保管振替機構への預託率は六五％程度といわれている⁽⁴⁾。個人投資家の株式保有比率は二〇・五％（二〇〇四年三月末）であるが、その半分がタンス株券と仮定すると約四〇兆円となる。タンス株券の特定口座への入庫期限は今年末までであり、現在急速に入庫されつつある現状であるが、いずれにせよ五年以内に証券会社等の預かり資産として吸収される運命にある。

第四は、金融所得課税の一元化である。この一〇月から株式投資信託の売買損益についても株との損益通算が認められたが、今後、その対象が広げられ、来四月には配当所得も加えられることが検討されている。将来的に

は預貯金利子も含めることが検討されているが、このように、金融所得について課税が一元化されるようになる
と、家計の金融資産は少数のメイン口座へ集約される傾向が起こってくるであろう。従来、わが国の資産家は、
税務上の理由等から、むしろ口座を分散させる傾向が強かった。それが反転する可能性ができたのである。

以上の四点は、証券リテールビジネスの今後の展開にとつて考慮すべき重要なファクターであるが、証券市場
へのニューマネーが期待できるのは前二点である。しかし、実際にペイオフ解禁に向けた待機資金やシニアマネ
ーが中長期の資金として株式市場に入ってくるかどうかは、投資対象である株式価値の向上、セルサイドのサー
ビスの質・信頼性向上にかかっている。

2 発行会社を取り巻く動向

次に、コーポレートファイナンスの動向についても重要な動きがある。第一に、商法の抜本的改正により二〇
〇六年春には外国企業に株式交換でのM&Aが解禁されることである。現状、株式交換による企業合併は国内企
業にのみ許されているが、これを外国企業にも認めようというわけである。これにより、外国企業が一〇〇%の
在日現地法人を通じて日本企業を買収・合併する際にキャッシュではなく親会社株式との株式交換ですませる
「三角合併」方式が可能となる。このことは、M&Aの活発化に導くことはもちろん、その防衛策に関するアド
バイスニーズを高める方向に働く。

なお、M&Aの件数は一九九七年ごろから急増しており、二〇〇四年（八月まで）は一三五八件と前年比二
二%の増加、暦年で二〇〇〇件ベースに上っており、五年前の二倍になっている。⁽⁵⁾これに関連して第二に、近年、
企業再生ファンドが急速に投資額および投資対象業種を拡大していることである。公表ベースで企業再生ファン

ドの国内投資累計額は一兆円を超えたとされているが、この八割が最近一年以内のものである。

M & A および企業再生の活発化は、コーポレートガバナンスにおける市場規律を向上させ、今のところわが国企業の収益力向上に貢献している。このことは株式のファンダメンタル価値を高め、家計が中長期資金を株式市場に投入する条件を満たすことにつながる。

第三に、新興企業向け三市場におけるIPOは二〇〇〇年以降、五百社超にのぼり毎年一〇〇件以上のペースで進むトレンドが定着したことである。このことは、わが国にもIPOで創業者利得を得る富裕層が多く生まれることを意味する。

わが国証券会社のホールセール業務は、一九九七ごろを境に、それまでの引受業務偏重からコーポレートアドバイザーをはじめ問題解決型の投資銀行業務中心に変わってきているが、以上のようなコーポレートファイナンスにおける近年の動きは、こうした傾向を一層強めることになろう。それとともに、富裕層向けのプライベートバンキングビジネスが証券会社においても展開できる状況を作り出しつつある。

3 証券ビジネスにおける中心的機能、ビジネスモデルと産業組織の変化

一九九八年の金融ビッグバンによって導入された手数料自由化や証券業の登録制、銀行による投信窓販等は、すでに証券業の機能、ビジネスモデルや産業組織に大きな影響を与えつつあるが、上述のエンドユーザーの行動を取り巻く環境変化ならびに今年四月からの証券仲介業制度の導入（および一二月からの銀行による証券仲介業への参入解禁）は、さらにその傾向を強めよう。

ビッグバン以後に顕著となり今後それが定着、あるいは一層強化されると目される傾向は次の五点である。

第一は、リテール証券業務におけるビジネスモデルの多様化である。すなわち、ビッグバン以後、①オンライン証券のようにシステム投資に注力し低い手数料と信用取引供与で短期回転資金を誘引する薄利多売型ビジネスモデル、②積極的な勧誘はせずコールセンターやインターネットで顧客対応するプル型営業、③コンサルタントベースの資産管理型営業、④富裕層向けの相続や資産運用に関連するプライベートバンキングビジネスの四つの類型が現出した。最後のプライベートバンキングビジネスは、中小企業オーナー向けの事業承継・売却やIPOなどのコーポレートファイナンス業務と背中合わせの関係にある。

第二は、証券ビジネスにおける中心的機能のシフトと業態区分の曖昧化である。資産管理業務やプライベートバンキングではアドバイスやコンサルタントの質が決定的なファクターとなるのだが、こうしたアドバイスサービスは従来はブローカー業務に付随するサービスとして位置づけられ、それ単独でビジネスとして成り立つものとは考えられてこなかった。しかしながら、証券仲介業に見られるように、ファイナンシャルプランナーや保険代理店、会計事務所などがそのコンサルタント能力を発揮してアドバイスサービスを展開するようになっていく。またホールセールにおいてもM&Aのコンサルタントはこれまで引受ビジネスの付随サービスという位置づけであったが、M&Aの規模が拡大、それ自体として十分に採算の取れるものとなった今日では、銀行ならびに会計事務所が有力なプレイヤーとなっているのである。証券ビジネスのフロンティアがアドバイスやコンサルタントによる付加価値に求めるようになればなるほど、業態間の境は曖昧になってこよう。

第三は、証券業界の産業組織である。かつての「四社寡占」は崩壊し、大手証券による中小証券系列化の解体、銀行系証券の再編統合、新規参入と自主廃業による新陳代謝等、証券業の産業組織は流動化した。もともと、既に見たようにビジネスモデルは多様化しており、各モデルにおける中核的な経営資源は異なっている。今後はモ

デルごとに産業組織を検討する必要があるわけだ。例えば、オンライン証券ビジネスでは、四社一六社の寡占状態が定着しつつあるが、そのほかの資産管理型営業やプライベートバンキング、投資銀行業務では、新規参入が盛んであり、極めて流動的である。

これに関連して第四の傾向は、業態間のアライアンス（連携）の活発化である。証券仲介業は証券会社と他業態とのアライアンスを引き起こす契機となったが、銀行へのその解禁は、証券会社と銀行とのアライアンスを活発にさせる傾向を生むであろう。銀行はペイオフ解禁による流動性預金シフトの受け皿として、また取引先である中小企業向け再生ビジネスや中小企業オーナーの相続・事業承継などにおいて、証券業務を展開できるカウンターパートを必要としているからである。⁽⁷⁾

最後に、銀行による投信窓販さらに証券仲介業参入など証券販売チャネルの多様化、取扱商品の多様化（ワンストップバンキング）は、これまでの証券リテールビジネスを構造的に変えてしまう可能性があることである。例えば野村総研⁽⁸⁾は、①投資信託の商品イメージが銀行窓販によって変わり購入資金の性格が変わったこと⁽⁹⁾を取り上げ、株式も銀行の窓口で販売されるようになれば同様の事態が起こりうること、②また一つの販売窓口で扱える商品が多様化したことで、顧客プロファイリング能力を発揮できる余地が生まれる反面、営業スタッフが過剰となり、販売サイドで顧客リレーションマネジメントの分極化が起こりうること、③商品横断的なサービス（例えば特定口座のような）へのニーズが高まること、④商品横断的なシステムのプラットフォームへのニーズが高まること、などが指摘されている。これらは、今後の証券リテールビジネスを展開する上で示唆に富む重要な指摘である。

注

- (1) 二〇〇一年度の資金流出はMMFの「元本割れ」に伴う大量解約によるもので、例外的なケースである。
- (2) 『日経金融新聞』八月二日。推計方法は、家計金融資産一四〇〇兆円から保険・年金準備金など任意に処分できない部分を控除した残り九三〇兆円について、ペイオフ解禁への警戒感から現金・流動性預金の比率が九〇年代前半と比較して高まった分一五%を待機資金とみなしている。
- (3) 『日経金融新聞』九月一五日。すなわち①一〇〇〇万円超の流動性預金四五兆円（二〇〇四年三月末）のうち二六%がシフトすると仮定して一二兆円。二六%の根拠は、二〇〇二年春、定期預金にペイオフ解禁したとき、その前後一年間で個人定期が減少したが、その減少率が二六%であったためである。②この一月に新札が発行されるが、それを契機にタンス預金が改札を契機に戻る可能性がある（流通高伸び率から推定してタンス預金は二三兆円と推測される）。③さらに東京三菱とUFJの合併により、名寄せが行われて二兆円弱が一〇〇〇万超円となる。あわせて三七兆円。
- (4) 座談会「金融庁の取り組み」『証券レビュー』二〇〇四年九月、四三ページ。
- (5) レコフ社調べ（『日本経済新聞』九月二七日）。
- (6) プライベートバンキングビジネスでは、顧客の保有財産（土地や株式等）を担保とする融資業務が事業展開の重要なパーツとなるので、わが国では信託銀行等が先行してきたが、IPOによって財産形成が行われるようになってくると証券会社もこのビジネスに関与しうる余地が出てくる。これに伴い、証券会社が兼業として貸金業の登録を行うことも出てくるだろう。
- (7) もっとも、銀行はすでに本体で公共債ならびに投信を販売でき、仲介業によって新たに販売できるのは株式、社債、

外債にすぎない。顧客ニーズという観点から見れば、むしろIPOの証券会社への斡旋などの「市場誘導業務」のほうが高いともいわれている。

(8)

「本格的な金融業態間競争の幕開け」(野村総研『知的資産創造』二〇〇四年八月)。

(9)

同様のことは、筆者も以前に論じたことがある(「最近の個人顧客の動向」『証研レポート』二〇〇一年二月)。

(にかみ きよし・客員研究員)

ニューヨーク証券取引所のハイブリッド化

（NYSEダイレクト＋の改訂拡張案）

吉川 真裕

二〇〇四年二月五日、ニューヨーク証券取引所（NYSE）の理事会は注文自動執行システム、NYSEダイレクト＋の拡充を決定した。具体的には一〇九九株という注文数量制限の撤廃、三〇秒という連続注文制限の撤廃、成行注文の導入がその中身であったが、この時点での決定は米国証券取引委員会（SEC）のスタッフが準備していると伝えられた株式市場構造改革案を牽制することが狙いであるとも報じられた。そして、二月二四日にはSECがアメリカの株式市場を特徴付けてきた全米市場システム（NMS）の改革を目指した規則改革案を提案した。レギュレーションNMSと名付けられたこの提案には全米最良気配（NBBO）での注文執行を義務付けたトレード・スルー禁止条項を部分的に緩和することが盛り込まれており、これが成立すれば八割以上をNYSEで行なっている上場株式の取引が流出することが予想された。NYSEはこの提案を見越してNYSEダイレクト＋の拡張案を申請したわけであるが、この拡張案がトレード・スルー禁止条項の部分的緩和に代替すると見る向きは少なく、八月二日にNYSEはNYSEダイレクト＋の更なる拡張案をSECに提出した。

本稿ではNYSEダイレクト＋拡張案の背景を振り返った後、八月二日の改訂拡張案を紹介し、レギュレーションNMSの導入も含めて今後のアメリカの株式市場改革の行方を考察する。

1 NYSEダイレクト十拡張案の背景

(1) 小口注文自動執行機能の導入

一九九九年九月、レビットSEC委員長（当時）はコロンビア大学法律大学院で講演を行ない、米国証券市場を取り巻く大きな転換についてSECの方針を示した。この講演の中でレビット委員長は競争の激化がもたらす市場の分裂というデメリットを考慮し、市場間のリンクをこれまで以上に強化する必要性を明らかにし、二〇年前の技術水準に基づいたNMSを改良していく方向性を明確にした。しかも一例と断つてはいながらも各市場の指値注文板を電子的にリンクさせる仮想指値注文板というアイデアを紹介したことはその後の市場間リンクの方法に少なからず影響を与えるものと考えられた。さらに、株式会社化を検討しているNYSEがルール三九〇で会員に市場集中義務を課しているのはおかしいと述べて規則の撤廃を求めた。⁽¹⁾

これを受けて、同年一二月にはレビット委員長の講演以来、風当たりの強くなっていたNYSEのルール三九〇の撤廃がNYSE理事会で決定された。ルール三九〇に関してはレビット委員長の講演直後にグラッソNYSE会長兼最高経営責任者（CEO）が撤廃反対を表明しており、決してNYSEが進んで撤廃したわけではない。SECがコミッション会議でNYSEのルール三九〇撤廃の投票を行なうことが明らかになり、投票が行なわれた場合には撤廃が決議されることを見越して、どうせ撤廃するならSECに命じられて撤廃し、保守的な印象を与えるよりも、先手を打って撤廃し、小口注文に対する自動執行の併用を含めた新構想にしたがってNYSEが積極的に制度改革に取り組んでいるという印象を与える方が得策だという判断が働いたものと考えられる。⁽²⁾ そして、NYSEはECNを接続するために現行の市場間取引システム（ITS）を改善する計画案を承認する一方、ブローカーによる注文の内部付け合わせに対する従来より厳しいルールの採用をSECに要請した。

二〇〇〇年二月、SECはNYSEが提出した規則改正に関するリリースを公表し、ルール三九〇の撤廃に対するコメントを求めた。このリリースには株式市場統合策に関するリリースも盛り込まれており、SECは議論のたたき台として六つの株式市場統合案を提示し、これに対するコメントや代替案も広く求めた。このリリースの公表によって株式市場統合策に関する議論はSECの指針表明という段階から市場関係者との対話という段階へと進み、なんらかの決定がSECによって下される可能性が高まり、以前にも増して議論が活発化⁽³⁾した。

同年五月にはレビット委員長の提案によって市場関係者を集めた指値注文板の透明性に関する円卓会議がワシントンDCのSEC本部で開催され、SECによる顧客の指値注文の開示に関する特別研究が報告され、顧客注文開示ルールの運用がいかにな充分であるかが示された。翌日、SECはNYSEによるルール三九〇の撤廃に関する決定を、市場統合策を盛り込むことなく、承認した。この提案に対しては一二件のコメントが寄せられていたが、新たな市場統合策と合わせて実施すべきという条件を付けたコメントは四件あったものの、反対意見はなく、市場統合策を盛り込まずに即座に結論が出された。そして、同年七月には市場統合策に関するリリースへのコメントが検討され、六月にすでに決定されていた二〇〇一年の呼値の一セント刻みへの転換も控えていることから、とりあえずは注文執行状況に関する取引市場の月間レポートと注文回送業者の四半期レポートを公表する規則変更案がSECによって公表され、再度コメントが求められた（最終決定は同年一二月）。

こうした経過を経て、二〇〇〇年一二月から二〇〇一年四月にかけて段階的に導入されたのがNYSEダイレクト⁺であり、一〇九九株以下の小口指値注文を自動執行するというものであったが、注文入力間隔は最低三〇秒とされており、しかもトレード・スルー禁止規則に従ってスペシャリストによってしばしば中断させられるという事態も生じていた。

(2) NYSEダイレクト十拡張案

二〇〇一年末以降、アメリカではエンロン、ワールドコムをはじめとする企業会計スキャンダルの発覚が相次ぎ、NYSEも上場企業に対するガバナンスの強化を推進した。ところが、二〇〇三年三月に証券業界関係者以外を対象としたNYSEの公益理事候補にシティグループのワイル会長が推薦されたことから、上場企業のガバナンスを強化したNYSEのガバナンスが問題視されることになった。さらに、五月にはウォール・ストリート・ジャーナル紙でグラッソ会長の二〇〇二年の報酬が一〇〇万ドルを越え、退職金・年金の総額が一億ドル近いという報道が行なわれ、NYSEのガバナンスに対する批判が一層高まった。

二〇〇三年八月、NYSEがグラッソ会長の報酬と退職金・年金額を公表し、それぞれ二四〇万ドルと一億三九五〇万ドル（後に公表され、辞退された四八〇〇万ドルを含まず）であることが明らかとなり、こうした巨額の報酬を決定した人事・報酬委員会の責任問題が浮上するとともに、カリフォルニア州の財務長官や四大公的年金の代表がグラッソ会長の辞任を要求した。辞任を拒否していたグラッソ会長が九月一七日に辞任を承認し、これを受けて九月二一日に元シティグループ会長のジョン・リード氏がNYSEの暫定会長兼CEOに決定した。

他方、二〇〇三年四月にはフリート・ボストン系列のスペシャリストによるゼネラル・エレクトリック株の取引をめぐるアメリカン・センチュリーのトレーダーにグラッソ会長が謝罪したことが報じられ、スペシャリストの不正取引疑惑が高まった。七月にはNYSEのスペシャリストのラブラン社がNYSEの内部調査に対して従業員のeメールの提出を拒んでいることが報道され、NYSEの監督能力に対する疑問も生じることになった。そして、一〇月にNYSEは二〇〇二年から実施してきた調査結果に基づいて大手スペシャリスト五社が顧客取引に不当に介入したとして罰金を含む制裁措置の実施を決定した。さらに、一一月にはウォール・ストリー

ト・ジャーナル紙がSECの機密調査報告書を暴露し、過去三年間に二二億株がNYSEのスペシャリストによって不正に取引され、投資家の損害は一億五〇〇万ドルに達すると報じられた。⁽⁴⁾ また、一二月にはカリフォルニア州公務員退職基金（カルパス）がNYSEとスペシャリスト七社に対して民事訴訟を提訴した。

こうした中で、投信業界二位のヴァンガード・グループの創設者であり、インスタティネットの取締役でもあるジョン・ボーグル氏は、グラッソ会長の巨額の報酬はスペシャリストの利益を守ったことから生じているとしてスペシャリスト制度の改革を要請し、投信最大手のフィデリティもスペシャリストの介在しない電子取引の導入を望み、次善策としてはスペシャリストの仲介を削減する方向でNYSEが取引システム改革を進めることを要望した。

NYSEはリード会長の下で機構改革をSECに申請し、一二月一七日に認可された。この改革では会長とCEOを除く理事会のメンバーを証券業界や上場企業以外から選出し、関係者はアドバイザー・ボードに着くことになるというのが眼目であった。そして、翌一八日にはCEOにゴールドマン・サックスのジョン・セイン社長兼最高業務責任者が一月一五日に就任することが発表された。セイン氏はNYSEの完全電子化には反対であり、スペシャリストと電子取引のハイブリッド化を提唱していたことが抜擢の背景にあったものと見られている。

セインCEOの就任から三週間足らずの二〇〇四年二月五日、NYSEの理事会は注文自動執行システム、NYSEダイレクト+の拡充を決定した。具体的には一〇九九株という注文数量制限の撤廃、三〇秒という連続注文制限の撤廃、成行注文の導入がその中身であったが、スペシャリストの介在するフロアでの取引には何も変更は盛り込まれず、抜本的な取引制度改革とは呼べないものであった。そして、この時点での決定はSECのスタッフが準備していると伝えられた株式市場構造改革案を牽制することが狙いであるとも報じられた。

二〇〇四年二月二四日、SECのコミッションナール会議でレギュレーションNMSと名付けられた規則変更案が四人の委員全員の一致で可決された。この規則変更案は四つの異なる規則変更案からなるが、アメリカの株式市場を特徴付けてきたNMSの改革を総合的に目指すという意味で今回まとめて提案された。⁽⁵⁾この提案にはNBOでの注文執行を義務付けたトレード・スルー禁止条項を部分的に緩和することが盛り込まれており、これが成立すれば八割以上をNYSEで行なっている上場株式の取引が流出することが予想された。NYSEはこの提案を見越してNYSEダイレクト+の拡張案を申請したわけであるが、この拡張案がトレード・スルー禁止条項の部分的緩和に代替すると見る向きはほとんどなかった。その後、レギュレーションNMSの中でトレード・スルー禁止条項適用除外とされる「自動執行機能を持つファースト・マーケットによる自動執行機能を持たないスロ―マーケットのトレード・スルー」については賛否が分かれ、スペシャリストが中断することのできるNYSEダイレクト+がファースト・マーケットと言えるかどうかとも問題とされ、SECはNYSEのNYSEダイレクト+拡張案に承認を与えていない。SECはより抜本的なNYSEの改革を望んでおり、レギュレーションNMS導入をめぐる議論の間にNYSE自らが新たな改革案を打ち出すことを待っていたようである。

二〇〇四年二月に申請されたNYSEダイレクト+拡張案は小口注文自動執行システムとしてのNYSEダイレクト+を文字通り拡張するにとどまり、NYSEのフロアでの取引は従来とほとんど変わらない。NYSEダイレクト+とNYSEのフロア取引の間のインターラクシオンは最良気配にある注文に限られ、小口の取引しかできないことは明らかだからである。そこで、NYSEは機関投資家の要望に答えるべくNYSEダイレクト+の更なる拡張を検討し、スペシャリストの注文板とNYSEダイレクト+のインターラクシオンを高める改訂拡張案を八月二日にSECに提出した。

2 NYSEダイレクト+改訂拡張案

二〇〇四年八月二日、NYSEは二月にSECに提出したNYSEダイレクト+拡張案を大幅に改訂することを発表し、SECに提出する改訂拡張案を公表した。二月の拡張案は要旨が発表されただけでSECへの提出文書は公表されなかったが、今回は六七ページに及ぶSECへの提出文書そのものが公表された。というのも、前回、わずか数ページのNYSEダイレクト+拡張案がSECの準備していたレギュレーションNMSの導入を断念させるはずがないというSEC幹部のコメントが紹介されていたからである。今回の文書も実質的には二〇ページ足らずの内容であるが、ほぼ同一内容の規則改正案そのものを追加してページ数を膨らませていると言える⁽⁶⁾。以下では、今回のNYSEダイレクト+の改訂拡張案の特徴について紹介する。

(1) 自動執行機能の拡充

まず、二月の拡張案でも提案されていた一〇九九株という注文数量制限の撤廃、三〇秒間の連続注文制限の撤廃、成行注文の導入に加えて、今回の改訂拡張案ではIOC (Immediate Or Cancel) 注文の追加が提案されている。現在のNYSEダイレクト+では即座に執行されなかったオート・エックス(自動執行) 指値注文は取引フロアのスペシャリストの注文板に追加され、人手を介する執行を待つことになり、キャンセルされない限りは取引フロアで出された指値注文と同じ扱いを受ける。もちろん、その結果、価格改善が行なわれることもあろうが、価格改善を目的としているならば最初から取引フロアに注文を出しているはずであり、発注者の意図には合致しないはずである。ただし、一〇九九株までの注文数量制限のあるオート・エックス注文では即座に執行されない部分は大きくないはずであるし、注文板に指値注文が残ることを回避したい投資家は最良気配にある指値注文量を

確認してオート・エックス注文を出しているであろう。ところが、一〇九九株という注文量制限と三〇秒間の連続注文制限が廃止されれば注文板に未執行注文が残ることが増えると考えられるため、新たにIOC注文という条件付き注文をオート・エックス指値注文とオート・エックス成行注文に追加することになった。

さらに、最良気配以外の注文板の指値注文やスペシャリストとフロア・ブローカーの流動性供給能力を、オート・エックス注文の最良気配で執行されなかった部分に対して迅速に付け合せるため、新たな仕組みの導入が追加されている。現状では最良気配で執行されなかったオート・エックス指値注文は他の指値注文と同じ扱いとなるが、新たな仕組みでは流動性補充点（LRP: Liquidity Replenish Point）までの範囲内に該当する注文があれば一五秒以内に執行される。もちろん、現在の仕組みでもオート・エックス指値注文に該当する注文板の指値注文やスペシャリストとフロア・ブローカーの追加注文があれば最良気配で執行されなかったオート・エックス指値注文の残りの部分は執行されるはずであるが、直前の約定価格から五セントまでの範囲内でしか注文は執行されないし、注文執行そのものはスペシャリストの判断によって即座に執行されるとは限らない。そこで、最良気配で成立しなかったオート・エックス注文の残りの部分に執行時間の限度を設けることがオート・エックス注文の発注者に安心感を与えることになる。ただし、現在の取引フロアでの注文執行に直前の約定価格から五セントまでの範囲内でしか執行が行なわれないという制限があることからLRPは当面は最良気配の水準に関わらず五セント刻みで設定され、直前の最良気配から最低五セント、最大九セントまでとすることが提案されている。そして、NYSEは直前の最良気配から設定されるLRPを価格ベースLRPと呼び、その日の市場状況から設定されるモメンタム・ベースLRPも設定するとしているが、後者が何に基づいてどの程度の水準になるのかは決まっていない。なお、先のIOC注文は最良気配での執行だけでなく、LRPの範囲までの執行が行なわれな

った場合にキャンセルされる。

(2) AL注文

NYSEダイレクト+を通じて発注できるのは現在のところはオート・エックス指値注文だけであり、拡張案承認後にはオート・エックス成行注文も認められることになるが、いずれも取引フロアでの取引よりも迅速な執行を望んで発注が行なわれる。ところが、これらとは逆に価格改善の機会を利用しつつ、一五秒間以内に指値注文価格までの範囲で注文が執行されるタイプの注文はオークション・リミット(AL)注文と呼ばれ、この注文もNYSEダイレクト+の改訂拡張案には盛り込まれている。

オート・エックス注文が最良気配での取引は価格改善抜きで執行され、執行されなかった部分が注文板の指値注文やスベチャリストとフロア・ブローカーの追加注文に対して一五秒以内に(場合によっては価格改善されて)執行されるのに対して、AL注文は指値価格にかかわらず、まず、最良気配よりも最小値幅だけ有利な気配として提示され、その気配に対して対当する注文が入れば価格改善が行なわれる。そして、一五秒間に価格改善が行なわれなかった場合にはあらかじめ指定した指値価格までの範囲で注文執行が行なわれる。ただし、AL注文は当初の最良気配での部分的な注文執行が保証されているわけではなく、注文執行までの間に最良気配が動いたり、他の注文が成立すれば結果的には当初の最良気配よりも不利な価格でしか注文が執行されないこともありうる。

AL注文とこれまでの指値注文の違いは最初に必ずそのときの最良気配よりも良い気配が提示され、対当する注文を呼び込む機会が設けられることであり、他方、指定した価格までの注文執行が一五秒間という期限をもっていることである。もちろん、AL注文だけでなく、オート・エックス注文でも現在の市場間連結シス

テム（ITS）の規則のもとでは他の市場でより有利な気配が提示されていれば注文は即座に執行されないし、注文回送の手続きがとられるとすれば一五秒間で他市場での注文成立を確認することはほとんど不可能なので、注文執行の不確実性は排除できない。ただし、これまでの実績から見ると、NYSEから他の市場へ注文が回送されることはほとんどなく、当面はこのことが問題になるとは考えられない。しかも、現在、検討中のレギュレーションNMSの中では自動執行を行なうファースト・マーケットは自動執行機能をもたないスロー・マーケットでの気配値を最良気配から一定の範囲（株価水準に応じて一セントから五セントまで五段階）内では無視しても構わないという案が提案されているので、もしこの条項が承認されれば他市場への注文執行に伴う注文成立の不確実性は著しく小さくなるだろう（現在は存在しないファースト・マーケット間の注文回送の問題は残ることになるが）。

（3）インタレスト・ファイル

オート・エックス注文やAL注文に対して迅速に対応するため、スペシャリストとフロア・ブローカーは確定気配ではないスペシャリスト・インタレストとブローカー・エージェンシー・インタレストと呼ばれる特別な形態の気配を出すことができる（フロア・ブローカーの自己売買注文は除く）。この気配は指値注文板には最良気配でない限り表示されず、スペシャリストが各価格ごとにインタレスト総量を確認できるだけである。こうしたインタレスト・ファイルに事前に注文が入力されていれば、あるいは最良気配の変動に合わせてインタレスト・ファイルの変更がプログラムされていれば、オート・エックス注文やAL注文が発注されるたびにスペシャリストやフロア・ブローカーが急いで対応する手間が省けることになる。

(4) ギャップ・クオート

オート・エックス注文やA L注文に基づいて注文板のアンバランスが生じた場合、スペシャリストは注文を呼び込むために確定気配ではない参考気配（ギャップ・クオート）を出すことができ、この参考気配が表示されている間はオート・エックス注文やA L注文の執行は中断される（ただし、キャンセルは可能）。ギャップ・クオートが認められているのは注文量の不均衡が一万株以上ある場合か、二〇万ドル相当以上ある場合に限られ、他の原因による参考気配と区別するためにギャップ・クオートの場合の参考気配の数量は注文量のアンバランスの一〇〇倍として表示される。

3 米国株式市場改革の行方

NYSEが八月に発表したNYSEダイレクト+の改訂拡張案は二月に決定した拡張案に対する改訂であるが、拡張案に対する多数の批判を受けて大幅に内容を改善している。まず、機関投資家に多かった批判は、最良気配のみの自動執行では一セント刻みに移行した現在では各価格水準ごとの提示数量は小さく、小口注文にしか利用できないというものであった。そこで、今回の改訂拡張案では最良気配以外の指値注文やスペシャリスト・インタレスト、ブローカー・エージェンシー・インタレストともインターラクションが生じ、最良気配の注文量を越える注文執行の可能性は高まるものと考えられる。しかし、注文量が表示されないブローカー・エージェンシー・インタレストが増え、注文板に表示される指値注文が減るとすれば、指値注文板そのもののブラック・ボックス化につながり、IOC注文の形で注文を出してみなければ注文が成立するかどうかかわからないということにもなりかねない。ただし、ナスダックもかつてプライメックス・オークション・システムとして表示されない

インタレストとのインターラクションを導入したが、ほとんど利用されなかったことを考え合わせると、どの程度利用されるのかは予想がつかない。⁽⁷⁾

また、レギュレーションNMSに関連してECNやオンライン・ブローカーからはNYSEダイレクト＋は二月の拡張案にもかかわらず、ファースト・マーケットとは言えないという批判が強かった。もちろん、ECNやオンライン・ブローカーはNYSEを抜きにして注文執行を行ないたいという利害関係を持っているのであるが、他市場からの注文回送はスペシャリストのもとへ回り、人手を介するので自動執行を行なう市場ではないという批判は正しかった。そこで、今回の改訂拡張案では他市場からの回送注文も最良気配に限ってはNYSEダイレクト＋と同様に自動執行されることを保証して、NYSEがファースト・マーケットに分類されることを目指している。今やファースト・マーケットに指定されるかどうかが衰退するローカル取引所と躍進するマネー・センターとの区別のようにも取り扱われている。しかし、SECがレギュレーションNMSの中でファースト・マーケットとスロー・マーケットの区別を導入するかどうかはまだ明らかではない。

いずれにせよ、SECのレギュレーションNMS提案を受けてNYSEは半年間で新たなハイブリッド化の道へと進み始めたことは間違いない。その意味では例えレギュレーションNMSのトレッド・スルー問題が進展を見せなかった場合にもレギュレーションNMS提案は一定の役割を演じたと評価されることになろう。レギュレーションNMS提案はコメント提出期限を六月末まで延長し、コメント総数が四〇〇件を越えるという異例の状況にある。さらに、SECのコミッショナー会議では投信運用会社の独立性問題とヘッジ・ファンドの規制問題で、共和党のブッシュ大統領指名のドナルドソン委員長が民主党選出委員とともに三対二の票決を二度出し、意見調整に手間取っている。これまでの慣例では民主党の大統領が誕生した場合にはSEC委員長は来春、交代す

ることになるはずであるし、ブッシュ大統領が勝ってもドナルドソン委員長は来春に辞任するという観測も現れている。

こうした状況のもとでレギュレーションNMSに含まれるトレード・スルーに関する重要決定が年内に行なわれるとは考えにくく、次期SEC委員長が決まってから本格的に動き出すのではないかと考えられる。ただし、NYSEダイレクト+の改訂拡張案については従来毎年一二月にNYSEダイレクト+のパイロット・プログラムとしての一年間の延長が承認されており、延長決定の際に承認されることも考えられる。NYSEは八月時点でNYSEダイレクト+改訂拡張案の導入準備に半年から一年を要すると発表しているので、NYSEのハイブリッド化を後退させないためにもレギュレーションNMS提案の行方に関わらず、早期の承認が行なわれるのではないだろうか。米国株式市場改革の行方はまだ定まらないが、その方向は電子化の進展にあることは間違いなく、そのスピードはNYSEをはじめとした既存勢力との綱引きとなるのであろう。

注

- (1) この講演の詳細に関しては、拙稿「真のNMSの構築に向けて―レビットSEC委員長の提案―」（本誌一五七五号、一九九九年九月）を参照。
- (2) この間の事情については、拙稿「ニューヨーク証券取引所の新構想―『ニューNYSE』の意味するもの―」（本誌一五七八号、二〇〇〇年一月）を参照。
- (3) このリリースの詳細については、拙稿「米国株式市場統合をめぐる新たな展開―SECのリリースと関係者の議会証言―」（本誌一五八〇号、二〇〇〇年三月）を参照。

- (4) 二〇〇四年三月三〇日、SECとNYSEはスペシャリスト大手五社が総額二億四一八二万三二五七ドル（うち一億五四〇八万七六二二ドルは投資家への補償金）を支払うことで合意したと発表した。
- (5) この提案の中味については、拙稿「レギュレーションMS―SECの全米市場システム改革案」（本誌一六二三号、二〇〇四年四月）を参照。
- (6) New York Stock Exchange, "Amendment No.1 to 2004-05 Filing seeks to create a hybrid market by, among other things, enhancing NYSE Direct+®," 30 July 2004 (<http://www.nyse.com/pdfs/2004-05amend1.pdf>).
- (7) プライメックスについては、拙稿「ナスダックの電子的価格改善システム―プライメックス・オークション・システム」（本誌一六〇三号、二〇〇二年二月）を参照。

（よしかわ まさひろ・客員研究員）

欧米の債券電子取引の現状について

清水 葉子

1 はじめに

証券の電子取引の規制をめぐることは、わが国でもPTS業務導入の関連でさかんな議論が行われたが、株式と債券との市場構造の違いを踏まえた整理はまだ十分とは言えない。この事情は欧米でも同様で、電子取引システム（公式には代替的取引システム、ATS）の規制導入にあたって、当初は株式の電子取引が念頭に置かれたため、債券の電子取引の規制についての議論が十分でないという批判が見られた。たとえば、アメリカでは、一九八八年のATS規制導入の際に、債券取引業者の団体である米国債券市場協会（The Bond Market Association、TBMA）が株式と債券の相違を規制に盛り込むよう規制当局に強く要望した経緯が見られた。また、ヨーロッパでの債券電子取引システムの規制⁽¹⁾にあたって、TBMAが積極的な意見提示を行っている。

債券は株式に比べてはるかに種類が多いことから、取引の個性が高い点や、自己売買によって流動性を供給するディーラーの役割が大きい点で株式取引とは大きく異なっている。また、債券取引は取引所のような集中取引の場を持たず、店頭取引を中心に行われているため、市場構造が分散的である。こうしたことを反映して、取引意志の提示において情報ベンダーが重要な役割を演じていることも株式と大きく異なる。

先に述べたように、米国のATS規制においては、TBMAの意見を容れて、一部の債券取引独特の取引タイプを、「市場の概念に当てはまらない」としてATSの定義から除外する措置が採られた。除外されたのは、売

買の意思表示のみが行われ執行機能を持たない電子掲示板タイプのシステムや、電話による交渉をコンピュータによって効率化しているにすぎないシングル・ディーラータイプのシステムであり、債券取引の特殊性を反映したものであると考えられる。このように、同じ電子取引であっても、株式と債券とは異なる注意が必要であると考えられる。

本稿では、こうしたことを念頭に、TBMAが一九九七年以降毎年発表している債券の電子取引システムのサーベイ調査を紹介し、その中の主要とされるシステムについての若干の紹介を行う。

2 欧米の電子取引システムの状況

米国債券市場協会アメリカのボンドマーケットアソシエーション(TBMA)が一九九七年から行っている調査eCommerce in Fixed-Income Markets⁽²⁾によると、二〇〇三年末までの債券の電子取引システムの状況は表1、2のようになっている。電子取引システムの総合計は、一九九七年の一システムから二〇〇三年末の七七システムへと非常に大きく拡大した。ただし、合計システム数は、二〇〇二年に八一システムで最大となり、二〇〇三年はむしろ減少している。

TBMAの調査によると、債券の電子取引システム業界では、この間、多くの参入と退出が見られ、収益性を確保できなかったシステムの退出や合併が繰り返されたとしている。とりわけ、二〇〇一年には、ITバブル崩壊の影響で二一にのぼるシステムが姿を消した。もっとも、二〇〇一年にはシステムの総数は七二から七九へと増加しており、退出を上回る新規参入があったことが見て取れる。こうした状況から、電子取引システムの業界構造はまだ十分安定したものとはなっていないと判断してよいであろう。

表1 システムタイプ別のシステム数の推移

システムのタイプ	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Auction	1	3	10	14	16	14	12
Cross-Matching	2	6	8	22	25	17	12
Interdealer	1	0	5	10	15	21	21
Multi-Dealer	0	4	3	9	10	13	16
Single-Dealer	7	12	13	17	19	22	21
Other	0	2	1	0	0	0	0
Total	11	27	40	72	79	81	77

(注) ひとつのシステムが複数のタイプのシステム運営することがあるので、合計は必ずしも一致しない。

(出所) 注(2)

表2 取り扱い証券別のシステム数の推移

商品種別	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003-U	2003-E
Agency	5	8	17	31	28	29	27	7
Asset-Backed	0	1	2	6	6	6	6	7
Corporate	2	9	14	30	26	29	29	10
Derivatives	N/A	N/A	N/A	N/A	8	9	10	3
European	N/A	N/A	N/A	16	37	45	N/A	N/A
Loans	N/A	N/A	N/A	N/A	6	6	5	1
Mortgage-Backed	2	3	5	14	9	12	12	5
Money Market	3	5	13	13	11	13	15	3
Municipal	3	10	18	31	23	24	23	0
Repo	4	4	4	4	6	9	10	4
Treasury	9	20	27	34	33	31	29	37
Other	0	0	0	11	13	19	18	7

(出所) 注(2)

各取引システムの取引高に関する情報はTBM A自身も任意でしか得ることができないようである。TBM Aが非公式に得た情報に基づく判断として述べているのは、二〇〇三年一年間の取引高の増加の平均は七〇%と高く、システムによって二〇%から一四〇%に分布しているという。

代表的な電子取引システム

TBM Aは債券の電子取引システムを大きく五つに分類している。どのタイプのシステムが将来優勢を占めるかについて予想することは依然として難しく、TBM Aも調査の中でそうした点には触れていない。しかし各種報道レベルでは、今後重要性を高めていくのはインター・ディーラー型とマル

チ・ディーラー型であるという意見が見られることが多い。この点については後に代表的とされるシステムを挙げて触れることとする。

なお、既に述べたように、シングル・ディーラータイプのシステムは、A T S規制上は規制対象から除外されているが、T B M Aの調査は、A T S規制とは独立して行われているため、電子取引システムとして調査の対象となっている。

① オークション型

債券の売り手もしくは発行者が債券に関する詳細な情報を提供し、買い手が希望額で入札を行うシステム。匿名入札を行うシステムと、買い手の情報が開示されるシステムがある。報道レベルでは、オークション型のシステムは、債券の新規発行時のビジネスを対象としているものが多いという認識が見られる。

② クロス・マッチング型

ディーラーと機関投資家を対象として、リアルタイムもしくは定期的なクロスの市場を提供する。参加者は匿名で売買情報を入力し、対当する注文と自動的にクロスされるものが典型である。

③ インター・ディーラー型

債券ディーラー間の電子取引の市場を提供する。参加者は匿名で売買交渉を行う。

④ マルチ・ディーラー型

システムには複数のディーラーが参加し、投資家の希望に応じて売買気配を提示する。投資家は提示された気配の中から有利なものを選んで取引を行う。

⑤ シングル・ディーラー型

特定のディーラーが取引システムを運営し、顧客投資家はそのディーラーとシステムを介して直接取引を行う。

以上の五システムについて、TBMは中立的な立場から、特に重要度についてはコメントしておらず、また総括的な取引高情報も得られていない以上、どのタイプのシステムが優勢を占めているかについて正確な情報は存在しない。ただし、報道レベルでは次のような見解が見られる。

まず、システム全体としては、インター・ディーラー型の取引がかなり大きいことが推測されている。その中には、現在最大の債券取引システムとされるMTSが含まれている。対顧客型のシステムとしては、シングル・ディーラー型よりもマルチ・ディーラー型の方が今後優勢を占めるという見解が一般的である。理由として、投資家が複数気配の中から有利なものを選ぶという点が挙げられることが多いが、とはいえ、シングル・ディーラー型が根強い力を持つとする見解も見られる。その理由としては、シングル・ディーラー型は、すでに強力な顧客関係を持つ特定ディーラーが提供することが多く、スタート時点で明確なビジネスモデルを持っていることが挙げられる。加えて、マルチ・ディーラー型で対顧客サービスを行う場合、取扱商品は国債をはじめとする発

行残高の大きい債券が選ばれることが多く、結果的にディーラー間でスプレッドをめぐる競争が激しくなってディーラーの利益が薄くなる可能性が高いが、シングル・ディーラー型では、最初から流動性が低くても高い利益率の見込める特定商品に特化したサービスを提供できる。このため、シングル・ディーラー型のシステムが今後も収益性を維持できるとする見方も有力である。

以下では、最大の債券電子取引システムとされるMTSと、政府債の取引で有力であるとされるTradeWeb LLC、社債分野で有力であると言われるMarketAccessについて、TBMAの調査をもとに個別に紹介しよう。

3 代表的なシステム

MTS（インター・ディーラー型）

ユーロ建て国債の電子取引で大きなシェアを占めるとされる。イタリア国債の取引システムとして一九八八年に設立されるが、統一通貨ユーロの導入とともに、イタリア以外にシステムを拡大していく。MTSの成功は、各国ごとにローカライズしたアクセスしやすいシステムにあるとされる。MTSのみの出資でシステムが設立されている国と、その国のプライマリーディーラーや政府の出資を受けてシステムが設立されている国とがある。現在、イタリアの他、MTSアムステルダム（オランダ）、MTSフランス、MTSベルギー、MTSポルトガル、MTSドイツ、MTSフィンランド、MTSアイルランド、MTSスペイン、MTSオーストラリア、MTSデンマーク、MTSギリシャの一二カ国にプラットフォームを持つまでに拡大している。MTSは一定の参加資格を満たしたディーラーに対して参加を許し、現在ほとんどの有力な国際金融機関が参加しているとされる。

TradeWeb LLC (マルチ・ディーラー型)

マルチ・ディーラー型のシステムで、主に国債などに強みを持つ。北米およびヨーロッパの二四の債券ディーラーと二五〇以上のバイサイドの機関投資家と取引関係にある。取り扱い証券は、アメリカ政府債、アメリカ政府機関債、TBA-MBS、ユーロ・ソブリン、コマーシャル・ペーパーなどである。

TradeWebでは、機関投資家が指定したディーラーから売買気配が届き即時に取引することが可能である。アクセスにはインターネットが用いられている。流動性の高い証券については、リアルタイムの価格情報もシステム上で提供している。

契約ディーラーは、Credit Swiss First Boston、Goldman Sachs、Lehman Brothers、Merrill Lynch、Citigroup、Morgan Stanley、Deutsche Bank、Barclays Capital、J.P. Morgan、BRS Greenwich Capital、ABN AMRO、Bear Sterns、UBS、Banc of America Securities、Cmmertzbank、HSBC Group、Societe General、BNP Paribas、Dresner、Keinwort Wasserstein、Nomura Securities、Nordea、SEB、Handelsbanken、Danske Bankなど。

MarketAccess (マルチ・ディーラー型)

本社はニューヨーク、ロンドンにMarketAccessヨーロッパを持つ。インターネットベースの代表的なマルチ・ディーラータイプのシステムで、社債に強みを持つとされる。取り扱い商品は、投資適格社債の他に、ハイイールド債、エマージング・ボンド、ユーロ・ボンドを含む。MarketAccessは、一定数のディーラーと契約して、機関投資家がディーラーの提供する流動性にアクセスできる仕組みとなっている。取り扱い高は、一日平均一〇億ドルとされる。参加者は契約ディーラーの提供する調査レポートにもアクセスできるサービスがある。

MarketAccessTM、アメリカ企業の新規発行社債を取り扱うサービスも行っている。参加者は、新規発行社債のシンジケートデスクに直接アクセスでき、MakerAccessでは、新規発行予定などの提供を行っている。また、レバレッジド・ローンやクレジット・デフォルト・スワップなどの価格も提供している。

契約ディーラーは、ABN AMRO、Bank of America Securities、Banc One Capital Markets、Barclays PLC、Bear Sterns、BNP Paribas、Citigroup Global Markets、Credit Swiss First Boston、Deutsche Bank Securities、Goldman Sachs、HSBC、J.P. Morgan Stanley、Spear Leeds & Kellogg、UBS and Wachovia SecuritiesTMなど。

注

(1) ヨーロッパでの証券電子取引システムの規制については、椎名隆一（二〇〇四）「EU証券市場における代替的取引システムの規制の試み」『証券経済研究』第四五号、に詳しい

(2) 調査の最新二〇〇三年版は以下のサイトからダウンロード可能。

http://www.bondmarkets.com/research/ecommerce/ets_report_1103.pdf

（しみず ようこ・客員研究員）

ユーロ債流通市場における価格情報インフラ

横山 史生

はじめに

債券の売買取引については、売買の大半が組織された証券取引所等において集中的に行われる株式取引と異なり、発行済み現存銘柄数が膨大であるとともに、個々の債券の商品性が均一ではなく多用であること、散在的な店頭市場における個別相対売買取引が太宗ゆえに一物一価ではないことに加えて、継続的な売買が成立する銘柄が少なく、カレントな出来値が必ずしも常に存在しないこと、発行された全銘柄について証券会社による積極的なマーケットメイクを伴う気配値が提供されるのではないこと等の事情から、従来、市場全般にわたる統一的な仕組みを持つ価格情報インフラが明確には存在しなかった。しかし、各国国内市場、とくに米国および日本においては、債券市場の量的な規模の拡大とともに、市場の公正性と効率性をより向上させる観点から、市場参加者ないし監督当局が債券の売買価格に係る情報を把握できるようにするための制度、すなわち価格情報インフラが整備されてきている。このような状況は、各国国内債券市場においても、ユーロ債（国際債）市場においても、基本的には同様である。本稿は、おもにロンドンで起債され取引されるユーロ債を念頭において、ユーロ流通市場における価格情報の伝達に係る制度的枠組みを概観し、債券価格情報インフラの機能と形態としての特徴を見出すことを、目的とする。⁽¹⁾

1 ユーロ債の発行と売買

ユーロ債の多くは、ロンドン証券取引所またはルクセンブルク証券取引所に上場される形で発行されている。上場先別内訳は、国際証券市場協会（ISMA）の資料によると、二〇〇四年八月現在の現存額でみて全体の三分の二程度がルクセンブルク証券取引所、三分の一程度がロンドン証券取引所となっている（表1）。ユーロ債発行額・現存額について公募・私募、上場・非上場の別を示す統計は把握しがたいが、固定利付債に限定して、

表1 ユーロ債（固定利付債）現存額の上場先別内訳
（2004年8月現在）

	銘柄数	現存額 (10億米ドル)
ロンドン証券取引所	6,424	1,264
ルクセンブルク証券取引所	12,549	4,467
合 計	18,973	5,731

（出所）ISMA資料により作成

表2 ユーロ債（固定利付債）現存額
（通貨別）

	2003年末現存額 (10億米ドル)
米 ド ル	3,420
ユ ー ロ	2,652
ポ ン ド	624
円	158
そ の 他	523
合 計	7,377

（出所）ISMAホームページ（<http://www.isma.org>）により作成

表3 国際債発行額・現存額

		2003年中発行額 (10億米ドル)	2003年末現存額 (10億米ドル)
形態別	固定利付債	1,832.5	7,891.6
	変動利付債	963.9	2,849.3
	エクイティ関連債	88.1	361.5
通貨別	米ドル	1,169.5	4,492.5
	ユーロ	1,289.1	4,834.5
	円	102.9	488.6
	その他	322.9	1,286.9
合 計		2,884.4	11,102.5

（出所）BIS, *Quarterly Review*, June.2004, p.30, A87 (TABLE 13B) に
より作成

ISMAによる上場先別統計（表1）及び現存額統計（表2）、BISによる国際債統計（表3）。ユーロ債のほかヤンキー債、サムライ債など各国国内市場において非居住者により発行されるいわゆる伝統的外債を含む）を比較勘案すると、現存額でみて全体（約七〇八兆ドル）のうち六兆ドル弱が上場債とみられる。

ユーロ債に係る実際の売買取引は、各証券取引所内で行われるのではなく、証券会社が顧客に売買価格を提示することにより証券会社の店頭での相対取引によって行われている。ユーロ債が、その売買は証券取引所ではなく店頭市場で行われるにもかかわらず、発行時に取引所に上場されることについては、① 発行を公募で行う場合には標準的な手続きを満たす開示が必要であり、上場要件を満たす開示を行うことが発行を円滑に進める上で必要であること、② ユーロ債を取得する機関投資家が上場債であることを投資基準としている場合が多いこと、等の理由が考えられる。⁽²⁾

ユーロ債に係る取引は、その発行市場においてすでに、投資対象である債券の発行体とそれを取得する投資家が国籍を別にするのが前提のクロスボーダー取引であり、流通市場においても、発行体にとってのオフショアでの取引が中心になる。売買取引に係る価格情報については、証券会社がいくつかの銘柄を対象とするマーケットメイクにおいて提示する気配値を、情報ベンダーのスクリーン端末（ロイター、ブルームバーグ等）を通して市場に伝達している。これら気配値は、ユーロ債の流通業務に携わる証券会社が組織する自主規制機関である国際証券市場協会（International Securities Market Association：ISMA）によって収集・加工・公表されている。ISMAはまた、証券会社による実際の売買取引における出来値の収集・加工・公表も行っている。2節では、このISMAの成り立ちと活動について概観し、さらに3節でISMAが運営するユーロ債価格情報の特徴について考察する。

2 I S M Aとその機能について

(1) I S M Aとは

I S M Aは、一九六九年にA I B D (Association of International Bond Dealers) として発足し、一九九一年に名称変更された、ユーロ債 (international securities) の売買業務を行う投資銀行及び証券会社を会員とする自主規制機関及び業界団体の機能を備えた組織であり、親会社国籍でみて五〇カ国以上の約四五〇社が会員となっている。自主規制機関としては、ユーロ債の売買及び決済に関する規則や標準契約書 (クロスボーダー・レポ取引に係る「グローバル・マスター・リパーチェス・アグリーメント (G M R A)」等) の制定・運用が主な任務であり、スイス及び英国の証券行政監督当局からそれぞれ自主規制機関としての認可を受けている。スイスにおいては、連邦銀行委員会 (Swiss Federal Banking Commission) 認可の取引所類似組織 (institution similar to an exchange)、英国においては、金融サービス市場法に基づく国際証券自主規制団体 (International Securities Self Regulating Organization) である。業界団体としては、ユーロ債に係る価格情報の収集・提供に務めており、その情報源として、マーケットメイクを行う会員については報告ディーラー委員会メンバー (members of council of reporting dealers) として気配値の報告義務を課している。その他、各種統計の作成、調査研究業務、会員に対する教育啓蒙業務等を行っている。事務局はチューリヒとロンドンの二ヶ所に置かれており、チューリヒでは主に自主規制業務、ロンドンでは主に価格データの収集・提供や統計作成等の業務を、それぞれ行っている。

このように、I S M Aは、自主規制機関および業界団体の双方の立場で、ユーロ債に係る価格情報の収集・提供を行っている団体である。本稿では、そのような活動に焦点を当てることにする。⁽³⁾

(2) ISMA 価格情報サービス

ISMA が運営する「価格情報サービス (ISMA Price Service)」は、個々のユーロ債の気配値 (証券会社が市場に向けて提示する買い気配値又は売り気配値) および出来値 (実際に売買取引の行われた価格) の双方について、それぞれの平均値を ISMA が算出し、取引時間終了後に毎日一回、情報ベンダー等を通じて公表するものである。

このうちの気配値については、ユーロ債についてマーケットメイクを行っている ISMA 会員には報告デイラー (上述) として毎日の終値ベースのビッドとオファーを ISMA に報告する義務が課せられており、この報告に基づき ISMA が個別銘柄ごとにビッドとオファーのそれぞれの平均値を算出して公表する。二〇〇四年八月現在、気配値平均値公表対象銘柄数は、約六千銘柄である。

出来値については、実際に売買取引が行われた場合に随時、証券会社から伝達される実際の売買結果情報 (後述の TRAX システムに入力される) に基づき、ISMA が個別債券ごとに一日中の個々の出来値の最高値、最低値および平均値を算出し、取引時間終了後に毎日一回、情報ベンダー等を通じて公表するものである。出来値公表対象銘柄数は、約九千銘柄となっている。

以上のような価格情報に加えて ISMA は、銘柄ごとの月中一日平均売買高の集計も行っているが、その算出は後述のような方法により TRAX に入力される売買結果のデータに基づくものであり、市場におけるユーロ債売買全体の規模を表すものではない点に、留意が必要である。

以上のような価格情報サービスの目的と意義について、ISMA は、ユーロ債のうち実際に売買が行われる銘柄のうちのかなりの部分を対象にした包括的なサービスであり、このサービスで伝えられる価格情報をユーザー

である金融機関や投資家等が自ら加工・活用することにより、保有債券の時価評価やポートフォリオ管理、様々なサーチを効率的に行うことが可能である、としている。ロンドンの市場参加者の間では、実際にこのサービスがかなり利用されているようであり、例えば証券会社において、売買部門で行った個々の取引について管理部門において客観的に評価し内部管理を行う上で、一定の客観性・信頼性を有する価格情報としてISMAが公表する価格情報を利用している、といった形である。

(3) T R A X

ISMAは、以上のような日次平均ベースの価格情報の公表だけでなく、時々刻々に行われるユーロ債の個々の売買取引について、会員会社から取引結果情報（銘柄、売買当事者、売買価格、売買金額等）を収集している。このために構築されたインフラは、T R A Xと呼ばれている。T R A Xには、①売買照合（trade matching）と、②証券会社の欧州各国の証券自主規制機関ないし金融監督当局に対する規制上の取引結果報告（regulatory reporting）の、二つの機能が盛り込まれている。

T R A Xは一九八九年に、主に①の売買照合に係る必要性を受けて構築された。すなわち、売買取引規模が拡大する中で、証券会社にとって売買リスクの社内的な管理の効率化にも資するということが、目的とされたものである。

証券会社等が売買結果の照合のために行うT R A Xへの入力、ユーロ債に係る売買だけでなく、株式等についても利用することができる。例えば、英国ベースのある証券会社がISMA会員ではあるがロンドン証券取引所会員ではない場合、当該証券会社はロンドン証券取引所上場株式について行った売買結果を英国FSAに報告

するためのチャンネルとしてT R A Xを利用することが可能である。また、T R A Xへの売買結果入力は、ユーロ債の現物取引だけでなく、ユーロ債を対象とするレポ取引についても行われている。二〇〇四年八月現在、約二〇〇社がT R A Xを利用し、毎月平均約一万五千件の取引がT R A Xに入力されている。

②の規制上の報告機能に関しては、I S M A自体はシステムの管理・運営を行うものであって、I S M A自体が取引結果報告を徴求する立場にあるわけではない。ただし、上述の報告データー（ユーロ債のマーケットメイクを行う証券会社等）のうち英国で業務を行う者については、規制上報告入力義務が課されている。それ以外の業者については、①の売買照合目的でT R A Xに入力された情報が即座に②の規制上報告目的にリンクするわけではなく、証券会社等が監督を受ける国ごとに、当該国の証券自主規制機関ないし金融監督当局へ伝達される仕組みになっている。報告先は欧州域内のすべての監督機関を網羅しているわけではなく、英国F S A、イングランド銀行、ロンドン証券取引所、フランス金融市場評議会（Conseil des Marches Financiers）、ベルギー国立銀行、およびV I R T U X（スイス証券取引所株価指数S M I構成銘柄株式を売買する英国ベースの電子取引所）の六機関となっている。

3 債券価格情報インフラの形態と機能

債券市場においては、証券会社がマーケットメイクを行う上でも、投資家サイドで投資判断や保有債券の時価評価を行うにしても、市場における価格発見機能が実際に機能することが、必須の要件である。そのためには、価格情報それ自体の公表・伝達のチャンネルの充実と、価格評価を行うために必要な会社情報や財務データ等の公表・提供の充実の双方が重要であり、いずれも、機関投資家のみならず個人投資家をも含めて、広く市場参加

者全体にとっての効率性、利便性を向上することができるような形を備えた市場インフラとして整備されている必要がある。投資家層のすそ野の拡大を展望する場合、情報ベンダー端末のように契約者のみが利用できる制度・チャンネルだけでなく、価格情報の公表・伝達のためのインフラとして何らかの公的なベースをもつ制度・チャンネルが確保されることの重要性が高まってくる。

わが国債券市場においては近年、市場規模の拡大（発行額・現存額・売買高の増加）、債券投資ニーズの強まり（株価低迷・超低金利の長期化）、信用リスク顕在化事例の発生（二〇〇一年九月マイカル経営破綻、同十一月エンロン経営破綻、同十二月アルゼンチン政府財政破綻）といった状況のもと、市場参加者の間で債券を實際に売買できる価格情報入手することへのニーズが従来以上に強まっている。さらに、金融資産時価会計の本格的開始（二〇〇二年三月）を契機に、投資家が保有債券の時価評価を行う際に利用可能なデータへのニーズも強まっている。このような状況に対応するため、日本証券業協会による従来の公社債店頭基準気配発表制度が二〇〇二年八月に公社債売買参考統計値発表制度として改編されたほか、債券の理論価格や時価を算出し利用者に向けて提供する各種ビジネスモデルがこのところ多様化してきている。

また、米国債券市場においても、政府証券（財務省証券、政府関連機関債）、地方債に係る従来からの価格情報インフラ、すなわち、民間ベースの価格情報ベンダーであるガブピックス（GovPX）による端末表示や地方債規則制定委員会（MSRB）によるデ일리・レポート・システムに加えて、社債に係る価格透明性の向上等を目的として、全米証券業協会（NASD）会員証券会社がNASDに報告する売買取引結果情報に基づきNASDが社債の出来値・出来高等を逐次に公表するとともに取引監視を行う仕組みであるTRACE（Trade Reporting and Compliance Engine）が、二〇〇一年七月にスタートしている。

このように、各債券市場ごとに、売買取引の公正性および効率性の双方を確保することを目的として、様々な価格情報インフラが整備されている。ただし、債券の流動性の程度は国によって違うし、また同一国内においても債券種類によって異なっている場合が多い。流動性の非常に高い債券市場においては、投資家が市場ベースの価格情報に容易にアクセスできる場合が多く、そのような市場では公的な価格情報インフラが必ずしも必要とされず、マーケット・ベースの価格情報インフラが十分に機能していると評価される。米国財務省証券に係るG o v P Xが、その典型である。一方、流動性が低い債券市場の場合には、価格形成の公正性を高めるという規制上の観点から、自主規制機関ないし監督当局が主導することにより公的な価格情報インフラが政策的に整備されていく場合が多い。わが国の債券全般に係る公社債店頭基準気配発表制度（現・公社債売買参考統計値発表制度）や、米国の社債に係るT R A C E制度等が、これに当たると言えよう。

債券価格情報インフラの形態としては、以上のように主として流動性の差に由来する運営主体の違い（公的ベース・インフラか市場ベース・インフラか）の他に、市場から収集され市場へ伝達される価格情報の内容の違い、主として、気配値であるか売買価格（出来値）であるかという点で、制度・システムごとの相違がある。概して、流動性の高い債券種類の場合は、当該出来値発表後に行われる新たな売買にとって有効な参照データとなるという意味で、公表することについて、それに伴うコストを勘案しても市場参加者からの信認を得やすいが、流動性が低い債券種類の場合には、出来値そのものが継続的に成立しないため、公表に伴う効果対費用の点でインフラ構築が困難であることが多い。ただ、監督当局が取引価格の公正性・透明性を向上させる規制目的を重視する場合には、出来値公表が制度化されることもある。米国社債に係るT R A C E構築に至る過程は、この最後のケースに当たると言えよう。

公的ベースにせよ市場ベースにせよ、何らかの価格情報インフラによって、一定の客観性と信頼性を有すると多くの市場参加者から信認されるような価格情報が提供されることには、証券会社、投資家のみならず様々な金融機関、事業会社、監督当局といった広い市場参加者にとって、保有債券の時価評価に基づいたポートフォリオ管理、財務管理を行う上でも、重要である。それは、冒頭でも述べたように、債券は株式と異なり、個々の時点において外形的に明確な出来値の水準を認識することが困難であることに、由来する。上記の様々な債券価格情報インフラは、それぞれが対象とする債券について、市場参加者から時価評価のための参照基準としての機能を果たしているものが多い。

債券価格情報インフラの形態及び機能について以上のように考えることができるとすれば、ユーロ債に係るISMAの価格情報サービスは、自主規制機関が会員証券会社からの報告に基づいて気配値及び出来値の双方に関する統計値を公表し、それが時価評価等の目的で市場参加者により利用されている、という点で、日本の公社債売買参考統計値制度及び米国の社債TRACE制度の双方の機能を併せ持った公的インフラであると言えよう。

これは、ユーロ債の売買はクロスボーダーで行われるため、価格情報を収集するにはISMAという自主規制機関の権限を根拠にすることが有効であること、また、ユーロ債売買の流動性が全体としてはそれほど高くないとみられる中で、流動性のある銘柄について価格情報を効率的に伝達するためには、やはり情報を一元的に集中することが有効であること等によるものと考えることができる。その意味において、ユーロ債の流通市場は、債券発行体及び投資家の属する国の規制からは独立しているものの、こと価格情報の収集・伝達に関しては自主規制の枠組みの中で運営されているのである。⁽⁴⁾

おわりに

本稿では、ユーロ債の価格情報の収集・伝達に係る制度的枠組みを概観したが、このような枠組みの中で実際に形成される個々の売買価格が市場実勢に照らして公正であるかどうかの検証が、ユーロ債についてはどのような法的根拠、どのような手続き基準によって行われるのか、という点を、今後に検討していきたい。⁽⁵⁾ その場合、ユーロ債においても電子的取引システムによる売買が拡大しつつあることにも視野を広げる必要がある。⁽⁶⁾

注

(1) 本稿の執筆に先立ち、二〇〇四年八月にロンドンにおいて以下の方々よりご教示をいただきました。記して感謝の意を表します。また、MSI訪問に際しては三菱証券・水田徹氏（投資銀行企画部部長）のご高配を賜りました。合わせて御礼申し上げます。なお、あり得べき誤りは全て筆者の責に帰すものです。

三菱セキユリティーズインターナショナル（Mitsubishi Securities International : MSI）・浅田哲弘氏（Managing Director）、同・関浩之氏（Fixed Income Group Co-Head of Trading）、同・宮川拓氏（Equity Capital Markets Associate Director）、ISMA・デイヴィッド・セルフ氏（Mr. David Self, Securities Data Director）、同・トナルド・モロイ氏（Mr. Donald S. Molloy, Business Development Executive）。

(2) Temekoorn, R.C., *The Law and Regulation of International Finance*, 1991, p.317.

(3) 注（1）記載のISMAへのヒアリング結果及びISMAウェブサイト（<http://www.isma.org>）掲載資料のほか、Parry, H., et. al. eds., *Bond Markets : Law and Regulation*, 1999, Chapter 17を参照。

(4) *ibid.*, p.64. なお、ユーロ債の発行市場に係る規制枠組み（開示制度等）については、青木浩子『国際証券取引と開示規

制』（東京大学出版会、二〇〇〇年）、一四八―一八五頁が詳しい。

- (5) ISMA規則によると、会員がある債券についてある時点での最良価格を知り得る場合において最良価格ではない価格での売買を行うためには、相手方との間でその旨に関する確認の書面を取り交わさなければならない、とされている（*op.cit.*, p.64）。

- (6) 英ファイナンシャル・タイムズ紙は、最近における債券売買取引額のうち電子取引による部分の比率を、米財務省証券指標銘柄では九割以上、同非指標銘柄では四割程度、EU各国債券では七割程度、英国国債では一割程度と推計している（*Financial Times*, August 18, 2004）。

（よこやま しせい・客員研究員）

証研レポート既刊目録

No1609 (2002.8) 中国上場会社のコーポレート・ガバナンス原則 (1) 王 トランジション・マネジメント 三木 ITバブル後の国際資本移動について 伊豆	執筆者	No1618 (2003.6) 欧米証券取引所の国際化について 伊豆 欧州委員会による株式決済市場改革 吉川 不正会計事件後のSECによる格付会社調査 清水	執筆者
No1610 (2002.9) ワン・ストップ・サービスの論点 二上 中国上場会社のコーポレート・ガバナンス原則 (2) 王 ユーロクリアとクレストの合併 吉川		No1619 (2003.8) オプション取引の社会的意義と投資家保護 二上 マイカル社債のデフォルトと個人向け社債処理の問題点 松尾 米国の「双子の赤字」と国際資本移動 伊豆 クリアネットとLCHの合併 吉川 ユーロネクストのロンドン証券取引所包囲網ー	
No1611 (2002.10) 証券代理店構想について 二上 社会的責任投資とエコファンド 三木 スーパー・モンタージュ導入とECNのビジネス 清水		No1620 (2003.10) 株券不発行制度の導入 二上 ー変貌する有価証券制度ー 米国のDIPファイナンス制度と現状 松尾 株価指数とは何か 吉川 ーMSCIジャパン指数先物の取引停止ー 地域通貨の機能は何か 清水	
No1612 (2002.11) 中国株式市場の機能について 王 機関投資家と株券貸借取引 三木 「第二期グローバル化」論について 伊豆		No1621 (2003.12) 発展途上国の株高の背景について 伊豆 ユーレックスvsシカゴ 吉川 ーユーレックスのアメリカ市場参入ー アメリカの市場情報課金のあり方について 清水 ー市場情報に関するSEC諮問委員会レポートよりー	
No1613 (2002.12) 市場間競争と証券取引所 二上 中国のQFII制度の導入 王 シングル・ストック・フューチャーズ 吉川 ーアメリカにおける個別株先物の導入ー		No1622 (2004.2) 税制改革は債券市場に如何なる影響を与えているか 中島 ー平成11年以降の債券税制改革についてー 施行を前にした証券仲介業制度 二上 国際銀行業の(ローカル化)について 伊豆 インターナショナル・セキュリティーズ・エクスチェンジ 吉川 ー急成長したアメリカの電子オプション取引所ー	
No1614 (2003.1) 日本の産業・企業再生の行方 二上 日中の経済関係について 王 米国のストックオプション制度とその問題 三木 初期のロンドン証券取引所 清水		No1623 (2004.4) 変わりつつある証券会社の人事制度 二上 証券会社による企業再生アドバイザー業務の現状 松尾 レギュレーションNMS 吉川 ーSECの全米市場システム改革案ー 「レギュレーションNMS」に見る市場情報手数料 清水	
No1615 (2003.2) ドイツ取引所の上場制度再編 二上 ーノイエ・マルクト消滅の意味するものー 機関投資家とオルタナティブ投資 三木 ITバブル期の米国企業金融 伊豆		No1624 (2004.6) 税制改革と債券市場の新たな展開 中島 ー解消した債券の「課税玉」と「非課税玉」の問題ー 証券会社による企業再生アドバイザー業務の現状(続) 松尾 米国の内外証券投資について 伊豆 ー九世紀イギリスの地方証券取引所 清水	
No1616 (2003.3) 中国株式市場の問題点について 王 わが国の最良執行の現状について 三木 スーパーモンタージュ導入の影響 吉川 ーナスダックによる予備的分析ー		No1625 (2004.8) 国債の補完供給制度と新現先方式のレオオベ 中島 証券仲介業を巡る新しい動きについて 二上 証券会社による再生ファンド関連業務とプリンシパル投資業務 松尾 SECのヘッジファンド規制案について 伊豆	
No1617 (2003.4) 東証・上場廃止基準を強化 二上 ー急がれる上場廃止銘柄の受け皿づくりー 日本におけるディストレスト証券市場の現状と課題 松尾 ナスダック・ドイチェラント 吉川 ーナスダックの新たなヨーロッパ戦略ー 第一次世界大戦前後のロンドン証券取引所 清水			

(金額は消費税込みです)

詳説現代日本の証券市場 2004年版

日本証券経済研究所編
A 5判 307頁 2,625円 送料 290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 3,150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 2,310円 送料 290円

図説ヨーロッパの証券市場 2004年版

日本証券経済研究所編
A 5判 280頁 2,940円 送料 290円

図説アジアの証券市場 2004年版

日本証券経済研究所編
A 5判 207頁 2,415円 送料 290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 2,310円 送料 290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 3,045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 3,045円 送料 340円

業界問題を超えて

一日米金融制度改革の研究ー
グラスースティール法研究会編
A 5判 272頁 2,625円 送料 340円

Securities Market in Japan 2002

日本証券経済研究所編
菊判 371頁 3,360円 送料 340円

株式投資収益率 2003年

日本証券経済研究所編
CD-ROM(Excel版) 12,600円 送料 180円

証券会社の組織と戦略

証券経営研究会編
A 5判 291頁 2,940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 2,415円 送料 290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 3,045円 送料 290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 3,360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 3,360円 送料 290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 3,262円 送料 290円

コーポレート・ガバナンス

ーアメリカ法律協会「コーポレート・
ガバナンスの原理：分析と勧告」の研究ー
証券取引法研究会国際部会訳編
A 5判 291頁 4,077円 送料 340円

二元的所得税の論点と課題

証券税制研究会編
A 5判 259頁 2,730円 送料 290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 3,990円 送料290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 2,940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 2,100円 送料 290円

証券図書館

証券・金融・経済関係の資料をご覧になりたい方はどなたでも、ご利用いただけます。

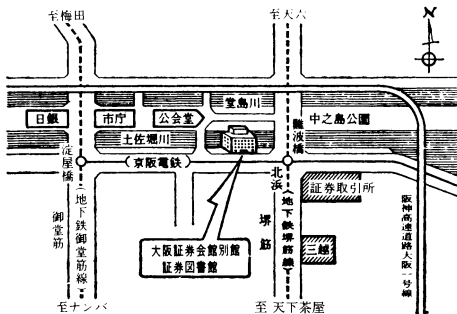
所在地 大阪市中央区北浜2-1-5 大阪証券会館別館5階
TEL (06) 6201-0062

開館時間 午前9:30 ~ 午後4:30
土曜、日曜、祝日、年末、年始および館内整理の日は休館します。

図書 証券（経済、制度、取引法）関係の専門書をはじめ、金融、財政、経済、経営、会計関係の図書および、年報、年鑑、上場会社の社史等を集めております。

雑誌 取引所、協会、証券会社、銀行、官庁、大学等の刊行物、一般雑誌、産業関係資料ほか、海外の新聞、雑誌等を集めております。

(みなさんのご利用をお待ちしております。)



道順

1. 地下鉄（御堂筋線）淀屋橋駅下車、京阪地下道徒歩約7分で大阪証券会館別館地下連絡口（23番出口）へ。
2. 地下鉄（堺筋線）北浜駅又は京阪北浜駅下車すぐ。

証研レポート第一六二六号

二〇〇四年一〇月一二日発行

(偶数月第二月曜日発行)

昭和五十二年十一月十一日第三種郵便物認可

2004年10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)