

No.1630

2005年6月

コーポレート・ガバナンスの新たな展開

二上季代司(1)

ブレトンウッズ体制の「復活」? ~アメリカの対外不均衡をめぐって~ 伊豆 久(13)

米国株式市場の再編 ~ポスト・レギュレーションNMS~ 吉川 真裕(24)

米国社債・地方債に係る取引結果情報公表のリアルタイム化 横山 史牛(40)

> 財団法人 日本証券経済研究所 大 阪 研 究 所

# コーポレート・ガバナンスの新たな展開

一上季代司

配権掌握(したがってまた経営陣交代)の蓋然性を高める。そういった敵対的TOBの脅威自体が、現経営者に とでは当該企業の株価は下落する。そのことは株式の公開買い付け せる。法人間の株式持ち合い解消を背景にして、株式市場が本来持っていたはずの企業支配権市場としての機能 規律を与えモラルハザードを抑止する効果をもたらす、というわけである。 が顕在化しはじめた、 ブドアによるニッポン放送に対する敵対的買収の試みなどは、わが国でも敵対的買収が本格化する兆しを予感さ わが国にもようやく市場メカニズムにもとづいたコーポレート・ガバナンスの動きが出てきたようである。 昨年の三井住友ファイナンシャルグループによるUFJホールディングに対する買収提案、今年に入ってライ ということであろう。具体的にいえば、経営の効率化をサボタージュしている経営者のも (TOB) を容易にさせ、外部株主による支

であり、 否を判断し、 が不良債権と化したローンを取引銀行から安く買い集め、自ら主要債権者として当該企業の経営に参画し、これ においても「市場メカニズム」の予兆が見られる。すなわち、経営危機に陥った企業に対して、 を立て直してから当該債権を回収して鞘を抜く、 第二に、企業経営が破綻し債務超過に陥ると、株主の持分はゼロとなってガバナンスは債権者に移るが、そこ 融資債権が市場に出ることは無かったし、社債でさえメインバンクが買い戻して市場に出回ることが無 再生の価値ありと判断すれば、融資期限延長や金利減免、追加融資などの金融支援を行ってきたの という動きが出てきている。 従来は、メインバンクが再生 再生ファンド等 の可

て企業価値を高め、売買差益を抜こうとする再生ファンドが現れたのである。こうして「市場のもつ再生機能」 そのローン価格に当該企業の企業価値が反映されて安い値段がつくようになると、先述のように事業再生によっ 危機にまで発展した。この段階でこの手法は行き詰まった。 かったのである。ところが、相次ぐ大企業の経営破綻で不良債権が累積し、一九九〇年代終わりには銀行自体の しかし、その後に破綻債権のバルクセールがおこり、

がでてきたのである。

性を損ねる一 である。この問題が厄介なのは、防衛策導入の議論の中に『日本的経営』に対する評価が絡んでいることである。 いる防衛策の内容如何によっては、ようやく働き始めつつある企業支配権市場を機能不全にする恐れがあるから つつある。しかし、それがわが国に定着したとまではいえない。というのは、第一に敵対的買収にも経営の効率 このように、エクィティ、デットいずれの面からみても、 面があり (後述)、それを抑制するための防衛策は必要であるが、現在わが国で導入が試みられて 企業経営に対するガバナンスの「市場」化が始まり

見られないのである。 第二に、九○年代後半の銀行危機に直面して破綻債権のバルクセールが起こったが、「市場の再生機能」が継続 し定着するためには 破綻に陥る前のローンの流通市場が確立されなければならないが、 それがわが国ではまだ

右する要因は何か、考えてみよう。 そこで以下では、コーポレート・ガバナンスの「市場化」が果たしてわが国で定着するのかどうか、それを左

#### 1 敵対的買収の功罪

敵対的買収は、非効率な企業が乗っ取られて活性化するという一面と同時に、 逆に株主の判断を誤らせ、 現経

営陣よりも長期的な企業価値を損なう可能性があることが指摘されている。

IJ ] 5 側に高値で買い取らせために株を買い占める行為であり、 る予定である等の不利な条件を提示する、そうして買収価格に不満があっても株主に売り急がせる買収を言う。 金で買い取り、 企業価: ンメール、 !値を損なうのは明らかである。②二段階買収とは、 経済産業省企業価値研究会の報告書は、 二段階目で残り三分の二の買いつけではジャンクボンドを対価として支払う、 ②二段階買収、 ③代替案喪失類型、 ④株主誤信類型を挙げている。①グリーンメールとは、(2) 企業価値を損なう企業買収として、以下の 他の株主に損害を負わせて自ら利得を得ようとするか 最初の買い付けで、 例えば総株式の三分の一を現 または非公開化す 一四つ の例、 会社

酬や雇用機会を削減して株主への所得移転に使うようであれば、短期的には株主価値をあげるが、単なる所得の 無いまま誤信して買収に応じる類型である。たとえば、買収者が従業員等のステークホルダーの期待してい 迷する中いきなりTOBを仕掛けるようなケースがあげられる。 最後の④株主誤信類型は、 株主に十分な情報が

次の③代替案喪失類型は、

経営陣に代替案を提示する時間的余裕を与えないような買収類型であり、

以上のように、 敵対的買収には企業価値を損ねるものもあるので、そこに防衛策導入が許される根拠もあるこ

長期的な企業価値にはマイナスの影響を与える場合等がこれに当たる。

移転に過ぎず、

営陣の保身にならないための工夫として次の三つの類型、①取締役会で導入された防衛策につき有事におけるそ 買収者の双方から企業価値を左右するような必要情報が十分開示されることを促すような仕組みをもった防 とになる。すなわち強圧的な買収提案、 なら経済合理性を持つことになる。もっとも敵対的買収への防衛策は、 先の経済産業省企業価値研究会の報告書は敵対的買収への防衛策導入に際して、 企業価値を損ねるような買収提案を排除するための防衛策、 それだけでは現経営陣の保身につながり それが現経 現経営陣と

株価が低

の維 米国で主流となっているものであるが、わが国における社外取締役・監査役の独立性には懐疑的な見解が多く、 関してその解除条件をあらかじめ極力客観的に設定し、 わ いて防衛策を導入するにあたり株主総会の承認をうける、のいずれかを採るよう提案している。 が国の機関投資家は③株主総会での授権を主張している。 |持・解除については独立社外の取締役・監査役のチェックを受ける、または②有事における防衛策の扱 買収提案に応じるか否かを株主にゆだね ちなみに、 る、 ③平時にお いに

#### 2 わが国の防衛策

わが国ではどのような防衛策が考えられているのであろうか。

劇的に引き下げる仕組みである。別名、「ポイズンピル(毒薬)」条項とも呼ばれる。この毒薬条項はアメリカで が現れて、たとえば二○%の株を買い占めれば、買収者以外の株主に大量の株式を発行して買収者の持株比率を は上場企業の六割がすでに導入済みといわれている。 合いの復活、 ②授権株式数の枠拡大、③取締役の定員枠縮小や任期変更、④議決権行使の基準日を取締役会で変更、 いて敵対的買収者が取締役を送り込みたければ現経営陣の解任しか方法が無いようにしておくというものであ して買収者の持株比率を引き下げることができるようにしておくものである。 合わせようと、多くの企業で多様な買収防衛策が打ち出された。すなわち、①新株予約権の付与(ライツプラン)、 ライブドアによるニッポン放送に対する敵対的買収が公になった三月から五月にかけて、 議決権が行使できる基準日を変更できるようにして敵対的買収者に議決権を与えないようにするもの などである。このうち①のライツプランは、 ②は敵対的買収者が現れたときにいつでも株式を追加発行 平時に新株予約権を株主に配っておき、敵対的買収者 ③は取締役の空き枠を無くしてお 六月株主総会に間に ⑤株式持

のである。 である。⑤は相互持合いの時代に戻って、以前のように株式市場のもつ支配権市場としての機能を無効化するも

えると、アメリカ流の社外チェック型で導入が可となれば、 最も有力視されているのは①のライツプランである。しかし、わが国の社外取締役・監査役の独立性の無さを考 といわれている。 このうち、 ②は、過去の例を見ても資金需要に見合う規模でなければ株式の追加発行はできない可能性が高い。 株式持合いの復活も同様の効果を持つことは言うまでもない。 敵対的買収はそれ自体が封殺される可能性が高い、

# 3 日本的経営に対する将来的評価

るのだが、その方向に行くかどうかは、日本的経営をどのように評価するか、という点にかかっているように思 現在、 試みられてい る防衛策は再び、 企業支配権市場としての機能の形骸化をもたらす恐れがあ

われる。

現しようとする企業価値が現経営陣による企業価値を上回る保証は無いのである。もっとも、この点は、買収者、 株価は本当の企業価値を反映していない可能性があり、買収価格が株価を上回っているからといって買収者が実 現経営陣双方からの情報開示の向上によって、その欠を埋め合わせることは可能である。 と企業価値との乖離、 先述のように、 敵対的買収には長期的な企業価値を損ねる種類のものもあるのだが、 ②株主価値と企業価値との乖離があるからだとされる。すなわち、 その理由として、 情報の非対称性のため、 ① 株 価

れており、 難しいのは②である。 企業価値イコール株主価値ではないからである。したがって、従業員が期待していた報酬や雇用機会 企業価値には従業員等のステークホルダーによる『企業特殊的関係投資』の 価値も含ま

従業員と現経営陣の間にあった「暗黙の契約」の破棄であり、「信頼への裏切り効果」といわれる。 を削減して配当にまわせば従業員から株主への所得移転を意味し、 従業員の会社に貢献する意欲を喪失し技能の蓄積が損なわれて長期的に企業価 なるほど一時的には株主価値は上昇するもの 値を蝕む恐れがある。 これは

業価値を触んでいる、 る。 D投資 を促進させて有能な人材流出を招く恐れがでてくる。アラン・ケネディはジャック・ウェルチ時代のGE社を例 さらに、敵対的買収の脅威にさらされて経営者が過度に株主利益追求に走ると、すぐには利益を生まないR& そして終身雇用の消滅、 (研究開発投資) 株主利益追求に追い立てられた企業はいわば「将来を質草にした経営」に走るようなもので長期的な企 と主張している。 は抑制され、 従業員教育への意欲低下は、 人的資源やそれを支える技術等のコスト削減で利益をだそうとしがちにな 従業員のロイヤルティを低めフリー・エージェント化

とになる。 伝統的手段とポイズンピルなど新しい選択肢を組み合わせた制度的・契約的枠組みが用いられる可能性があるこ 高めてきたことを重視するものであり、 日本的経営論は、従業員やサプライヤーが長期的にその企業に関係的投資をコミットさせて長期的な企業価値を ここまでくると、この問題の核心がようやく見えてきたであろう。終身雇用や取引先との資本関係を重視する 今後もそうしたシステムが維持されるべきだとすれば、 持ち合い などの

資源の流動化は進んでいるのである。労使関係も変化しつつあるし、なにより若年層の終身雇用への期待度は大 当てはまるわけではない。さらに敵対的か友好的かにかかわらず、 きく低下しつつあるとも言われている。組立産業の海外立地は止まらず、 かしながら、そうした日本的経営の強みは自動車等の組み立て産業に見られるのであって、 事業売却等M&Aによって、 国内産業構造が転換しつつあるなか、 すべての業種に 雇用を含む経営

そうした中で経済の競争力強化の観点から、今後どのような経営システムが有力になるか、 わが国GDPに占める各産業のウェイトも変化している。雇用の業種別ウェイトも同様に変化していくであろう。 のであるが、そのことが敵対的買収への防衛策のありかたを基本的に左右していこう。 見通しが立てづらい

# 4 メインバンク制の行き詰まり

バンクの監視下・介入下において法律に基づかない再建が行われてきたことが日本の大きな特徴だと指摘する。 産の売却あるいは追加貸付)、金利負担のないカネにするか(債務の株式化)、いずれにせよ既存債権者がリスク て少ない(日本特殊鋼、 ってもらうか ェアード氏は、一九九〇年代に入る前までは、上場企業で明確なメインバンクを有している企業の倒産例は極め 法律に基づくのであれ、当事者合意に基づくのであれ、清算ではなく再建するのだとすれば、借金の返済を待 他方、経営危機に陥った企業に対する、債権者によるガバナンスのあり方も大きく変化している。ポール・シ (返済期限の延長)、借金棒引きか(債権放棄)、ニューマネーを調達するか(不採算部門・遊休資 山陽特殊鋼、永大産業、三光汽船、第一紡績など)こと、一般的あり方としてはメイン

クの債権は他の債権者に事実上、劣後することになり、大きなリスクを背負うことになるが、九○年代まではそ(Ξ) れが銀行経営上、負担になることはなかったのである。 しかし、九〇年代に入ると、こうした慣行は銀行経営上、大きな負担となってきた。不良債権の規模がとてつ

インバンクが主導して再建策をまとめようと思えば、他の債権者の債権を肩代わりせざるを得ない。これが「メ や損失をかぶることになる。ところで法律に基づかない再建は、他の債権者を拘束することができないので、メ

社債もこれに準じてメインバンクが全額買い取ってきた。この結果、

メインバン

イン寄せ」と呼ばれるもので、

点は、 ズルと続けながら一九九八年の銀行危機を迎えることとなったのである。 融債権のみならず売掛債権など商取引債権の弁済も一時的に停止されるので事業継続の不確実性が高まる。この は「メインバンク責任論」に阻まれて容易に受け入れられることとならなかった。かといって、会社更生法など 他の債権者なかんずく他の金融機関にも融資比率 もなく大きくなってきたからである。そこで、メインバンクがまず行おうとしたことは、 の法的処理に持ち込めば、信用不安による企業価値の毀損が著しくなると指摘されている。特に法的処理では金 企業間信用のウェイトが高いわが国では特に深刻である。かくて、 (プロラタ方式)に応じた負担を求めることであったが、これ わが国では、 メインバンク慣行をズル 再建策を立案する際に、

#### 5 アメリカの企業再建

ことはしない。 初は当事者間の合意に基づく再建をめざすが、「劣後の衡平性」があるためにリードバンクが一歩踏み込むような いケースが多くなる。すなわちアメリカでは日本と違って、 それでは、アメリカの企業再建はどのように行われているのか。アメリカでも、企業が経営危機に陥ると、当 したがって他の債権者の反対のために全員一致に至らず、 法的処理のウェイトが高いのであるが、そのアメリ やむなく法的処理に移行せざるを得な

営陣による十一条申請に対する抵抗感が少ない。この結果、 第 一に倒産法十一条 (日本の会社更生法や民事再生法に相当) 早期に倒産法申請が行われ企業価値のこれ以上の劣 によりD IPの制度が認められ(3) ているため、 経

カにおける企業再建の特徴を上げれば以下のようである。

第二に、アメリカではDIPファイナンスが一般的であり、法的処理に移行しても事業継続が確保され、 信用 化を回避しうる

申請すると、 の形態をとっている。この場合、回収した現金も担保物(cash collateral)とみなされる。したがって、倒産法を 不安から来る企業価値の毀損を免れていることである。すなわち、日本のように企業間信用に依存する程度が低 確実にすることができるのである。この結果、私的処理と法的処理との間に日本ほど大きな距離が発生しない。 ァイナンスを受け入れる余地がある。この結果、法的処理に移行してもDIPファイナンスによって事業継続を(4) ップすると棚卸資産も劣化していくので、既存債権者としても既存担保権に優先する担保権を設定したDIPフ 第三に、ローン売買市場が発展しているため、企業再建に市場メカニズムが働きうることである。不良債権 それに代わる銀行の短期融資ではその担保として棚卸資産 担保権者に適切な保護を与えない限りそれを運転資金として使えなくなるが、他方で、事業がスト (inventory) に対する浮動担保 (floating lien)

ネスとして発展したのは一九九〇年前後に、 となっているのである。こうしたローン売買市場はかなり前からあったといわれているが、それが大規模なビジ 計画案を策定して企業を建て直し、再上場等によって鞘を抜く、というディストレスト投資もひとつのビジネス およびRTC (ディストレスト債権) (整理信託公社) の売買市場が発展しており、 が破綻したS&Lから買い取った大量の不良債権を流動化したことが契機とされ LBOの失敗で不良債権化したLBOローンが売りに出されたこと、 これを他の債権者から買い集めて大口債権者となり、 更生

### 6 企業再生の市場化の課題

同様に、 鞘を抜くというビジネスが二○○○年に入って顕著となった。しかしながら、これが一巡した現在、 わが国でも銀行危機以降、 銀行ローンのバルクセールが始まり、米系投資ファンドがこれを買い取っ

ローンの売り物が少なくなっているというのが実情のようである。

識 ば、 ŋ 案件が相対的に少ないこと、②事業再生を実際に担う経営者人材の不足を上げている。このうち①についていえ が再生案件を少なくしている、と指摘されている。 経済産業省企業活力再生研究会は、(16) 再生型投資ファンドの投資枠は一兆円強、これに加え借入も多用するので買収可能金額は四~五兆円強とな インセンティブや体力が十分ではなく、事業再生を図るべき事業者に対する債権を多く抱え込んでいること 日経新聞、 五月五日付け)、決して資金的に不足しているわけではなく、 事業再生市場が市場として機能していくための課題として、①事業再 金融機関側におい て損切りする意

ジャー二行によるマーケットメイクが付されている。また、 債権譲渡承諾条項があらかじめ組まれるようになれば、また企業間信用に代えて在庫などの浮動担保融資が増え 代えて在庫や売掛債権などの流動資産を裏づけにした新型融資も出始めている。 年末に組成された三菱商事向け五百億円のシンジケートローンでは債権譲渡承諾への協力規定が挿入されアレン ライン、タームローンの合計)に達している。 上昇して債権譲渡のメリット 九九九年ごろより急拡大しているシンジケートローンは二〇〇四年には一六・七兆円規模(コミット 融資慣行に変化が出てくれば、デットの側からの市場規律が機能することになるであろう。 (流動性向上の分、 貸付約款に譲渡承諾事項を含めるものは極めて少ないもの 金利が安い等) 中小企業向け融資においても、 が借り手にも認識され、シンジケートロ 今後、 景気回復とともに金利が 従来の不動産担保に メント

注

締役会等の制度的機構に基づく直接コントロールとストックオプションや役員昇進インセンティブ等の間接的コント ール)もある。これら内部コントロールと外部コントロールは代替的関係にあると言われている(小佐野広『コー

- ポレート・ガバナンスの経済学』日本経済新聞社、二〇〇一年七月、二章。)
- 2 以下は、経済産業省企業価値研究会『企業価値報告書』二〇〇五年五月による。

イギリスの上場企業のM&A手続きに関する条文集であるシティコードでは三○%買い占めた買収者は、残りすべて

3

- を現金で買い付ける義務が課せられており、二段階買収を未然に防止している。
- 4 秀和による忠実屋株の買占めとこれに対抗した忠実屋による第三者割り当て増資では、裁判所は新株発行差し止めを 決定し(一九八九年)、他方、コールセンター運営会社のベル24の第三者割り当て増資とそれに対する親会社

CSKによる差し止め請求では、裁判所は差し止め請求を却下した(二〇〇四年)。その違いは実際の資金需要に見合 った規模であったか、否かであるとされる。

- (5) 経産省企業価値研究会、前掲書
- 6 アラン・ケネディ (奥村宏監訳)『株主資本主義の誤算』(ダイヤモンド社、二〇〇二年四月)、 第四章。
- 7 このように主張するのは、岡崎哲二(東大教授)である(日経新聞「経済教室」四月二〇日
- 8 青木昌彦・ヒューパトリック編『日本のメインバンク・システム』(東洋経済新報社、一九九六年)、第六章。
- 9 デフォルト社債の買い取りについては、松尾順介『日本の社債市場』(東洋経済新報社、一九九九年)、第二章が詳し
- 10 これは見ようによって『劣後の衡平性』をメインバンクが甘受してきたことを意味する。日米の相違として『劣後の 衡平性』の有無を指摘する論者がいるが、それは勘違いだろう。相違しているのは、米のリードバンクはそれを恐れ

て経営に介入しないが、メインバンクは敢えてそれを行う、ということである。

- 11 九九五年の住専処理では、「母体行責任」の名称でメイン寄せが執拗に主張されたことは記憶に新しい。
- 12 ることをさす。 契約がなくても、裁判所によって当該銀行の債権は他の債権者のそれより劣後するものとされ、優先順序が変更され 「劣後の衡平性」とは、銀行が債務者に対して支配力を行使していたと認定されると、当事者間で優先劣後に関する
- 13 以前は倒産法の申立と同時に経営者は退陣させられたが、七八年改正により、 民事再生法ではDIP制度を認めている。 うになった。倒産法申立後も引き続き会社財産を占有する経営者はDebtor in possessionと呼ばれる。なお、日本でも 継続的に経営者の立場を維持できるよ
- 14 こうした「浮動担保」制度は日本にはまだみられない。なお、浮動担保制度とDIPファイナンスの関係については 高木新二郎『アメリカ連邦倒産法』(商事法務研究会、一九九六年)を参照のこと。
- 15 詳しくは松尾順介他『現代社債市場分析』(シグマベイスキャピタル社、二○○三年)、七、八、九章。 ーゼンバーグ著 (件・松尾・松尾訳)『ハゲタカ投資家』日本経済新聞社、二〇〇〇年を参照のこと。 ヒラリー・ロ
- 16 経済産業省企業活力再生研究会『今後の事業再生メカニズムのあり方について』二〇〇五年五月。

17

詳細は、『証券アナリストジャーナル』二〇〇五年三月号。

## (にかみ きよし・客員研究員)

# ブレトンウッズ体制の「復活」? ~アメリカの対外不均衡をめぐって~

伊豆

久

#### はじめに

ションと為替レートの漸進的な調整がもっとも可能性の高いシナリオである」と述べている。 した。報告書は、米国がこの一年間、世界経済の成長の機関車としての役割を果たし、向こう二年間(፲) 良好であるとする一方で、その「対外不均衡は、世界経済にとっての重大なリスクである」と指摘、「対外ポジ IMFは、五月二五日付けで、米国経済に対する年次報告書を発表し、拡大を続ける経常収支赤字に警告を発 の見通しも

米国経済に対する市場の高い評価を意味していること、などから、懸念するに当たらないとの見方が支配的だっ 裏側にある資本収支黒字の内訳を見ると、対米M&A、株式・社債投資などが中心となっており、このことは、 常収支赤字は大きいものの、財政赤字は黒字化しており、赤字は「双子」化していないこと、②経常収支赤字の (sustainability) 九〇年代初めに一旦収束していた米国の経常収支赤字は九〇年代後半に再び拡大し、その持続可能性 が疑問視されるようになった。しかしながら、米国経済がITブームにわいていた当時は、 ① 経

た。

ところがITバブルが崩壊し、さらにブッシュ政権が減税と対アフガニスタン・イラク戦争に踏み切ったこと

赤字)・資金供給部門(アジア諸国の外貨準備)双方において公的部門のウエイトが高くなっていることは、現 から状況は一変した。経常収支赤字がさらに増大する一方で、①財政収支も赤字に転落、赤字幅も急速に拡大し の見方が広がっているのである。 在の米国経済とドルが「人為的に」支えられていることを意味し、 ル買い市場介入にともなう米国国債購入)に多くを依存するようになったのである。資金調達部門 ており、 ②海外からの流入資本の内訳も、 民間資本の比率は急速に低下し、 したがって何らかの調整が必要ではないかと かわってアジア諸国の公的資金 (米国の財政 F

活とは何を意味するのか、以下、米国の対外赤字とドルをめぐる最近の議論を紹介することとしたい。 この問題提起をめぐってシンポジウムを開催するなど関心も広がっているようである。ブレトンウッズ体制の復 ものである、 の再建、すなわちある種の固定相場制度の復活であり、 しかしながら、一昨年頃から、一部の有力な論者より、現在のドルをめぐる状況はいわばブレトンウッズ体制 との興味深い主張がなされ始めた (後掲参考文献参照)。米国サンフランシスコ連銀が、 調整を要するどころか、むしろかなりの安定性を備えた 今年二月、

# 1 「ブレトンウッズ体制復活」論

ドル調整論とは反対に、ドルは、今後一〇年以上にわたって安定を維持することになるだろう〉というものであ 国は事実上の対ドル 活躍したマイケル・ドゥーリを含むドイツ銀行のストラテジストたちが主張しているもので、 前半に崩壊したブレトンウッズ体制(ドルを中心とする固定相場制度)の復活に等しく、その結果、喧伝される ・ペッグ制をとっているが、それはやがて中南米や欧州にも広がるだろう。それは七○年代 〈現在、 アジア諸

ここで言う「ブレトンウッズ体制復活」論(以下、「復活」論)とは、八〇年代にIMFエコノミストとして

る。 欧州が対ドルレートを釘付けするようになるとは、一見突飛な主張のように思えるがよく聞くと興味深い点

#### (1) 対米投資の特徴

でなく、事実上の対ドル・ペッグ政策をとるインド、韓国、台湾、インドネシア、そして日本を含む 支えられていることを強調する。ここで言うアジア諸国とは、明らかな固定相場制をとる中国やマレーシアだけ 「復活」論は、まず、 現在のドル(したがって米国の経常収支赤字)が、アジア諸国の外貨準備保有によって

などの民間金融機関のウエイトは低く、また欧州などアジア以外の地域からの資金も少ない。しかし、 とを強調する。すなわち、世界各地の多様な投資家の資金が満遍なく米国に流入しているのではない。 言い換えると、現在の対米投資において、アジア以外からの投資、また民間ベースでの投資のシェアが低いこ アジア諸 金融機関

国の通貨当局によるドル保有がそれらを埋め合わせているのである。

は、 備ドルが米国国債(一部政府機関債を含む)に投資されているのである。 ドルを買い続けることで、自国通貨を安い水準に誘導・固定しているのであって、それによって増大した外貨準 が低下したからである。ところが、アジアでは欧州と全く事情が異なる。九七年のアジア危機以降、アジア諸! 家が対米投資を大幅に引き下げているのは、一言で言えば、二〇〇〇年以降のITバブルの崩壊によりその では、現在の対米資金流入構造がこうした特徴をもつようになったのはなぜだろうか。欧州の企業や機関投資 直接投資の受入れと輸出の拡大を成長の鍵としてきた。それを支えるべく為替市場に介入、 自国通貨を売り 魅力

# (2) 民間投資家とアジア通貨当局との違い

がら、 とが多いが、「復活」論は、それを投資家の属性を理解しない主張として退ける。すなわち、 認識しはじめその分散化を進めるのではないか、それはドルを暴落させるのではないか」との疑問がだされるこ あろう。だからこそ、 ターンをベースに行動する民間の金融機関であれば運用対象の偏りは重大な問題であり、 ない こうした現在の対米資金構造に対して、「アジアの通貨当局も外貨準備がドルに集中していることのリスクを 準 アジア各国の通貨当局にとってリスク・リターンは二義的な問題にすぎないのであり、 備通貨の分散化を実施することはない、 欧州の民間投資家は、 現在、 と反論する。では、アジアの通貨当局を一義的に規定している 対米投資に慎重な姿勢をとり続けているのである。 ただちに是正されるで 確かにリスクとリ ドル暴落を招きか しかしな

#### (3) 冷戦終結後の開発戦略

要因は何だろうか

世界市場に組み込まれたという、 発戦略の背景にあるのは、アジア危機というより、 型の対外経済政策をとってきた。 まって、もはや〈国内市場の育成・輸入代替化〉型の政策をとることは許されず、〈外資誘致=輸出依存〉 主義世界 クを学習したから、と理解するのでは不十分だと「復活」論は指摘する。現在の〈外資誘致=輸出依 中国をはじめとするアジア諸国は、 への参入を余儀なくされた途上国は、「ワシントンコンセンサス」 より大きな変化である。 しかしながらそれを、アジア危機によって海外短資依存や外貨準備 九七年のアジア危機以降、 冷戦終結によって旧社会主義圏を含む多くの途上 多数の農村人口・半失業者を抱えたまま、 為替の低め誘導によって〈外資誘致 の開放 ·規制緩 和政策の影響も |||輪 『不足の 国が 存〉 突然に資本 出 型の開 新 . 型の たに リス

開発戦略に活路を求めるほかなかった。それがアジア地域の場合、 ドがそれに続くはずである。とすれば、それには少なくとも一○年以上の時間が必要である。 余剰労働力の工業・近代部門による吸収が完了するまで持続せざるをえないのであり、 のである。 だからこそ、この戦略は、 例えば中国の場合、 国内経済・政治にとっての最大の課題である農村の アジア危機によって加速されているにすぎな 中 国が完了した後もイン

とはないと、「復活」論は指摘する。たとえドルに集中した外貨準備の保有がポートフォリオ上は不利であって に依存するほかない。 ところが、 そのデメリットは、 欧州市場は米国市場に比べて閉鎖的であるため、新興市場国は輸出先市場としてはやはり米国 それゆえ、 輸出主導型の開発戦略のメリットによって十分にカバーできるからである。 ドル暴落のリスクを負ってまでアジアの通貨当局が準備通貨の分散化に動くこ 市場

ある以上、 経済の論理によって動く 単なるポ ートフォリオ上のデメリットによって通貨当局が動くとは考えられない、 (欧州の) 民間投資家と異なり、こうした大きな政治的目的を担う開発戦略が背景に と「復活」論は言

#### (4) 米国経済への影響

うのである。

支赤字がいくら拡大しても引締め政策という調整コストを負担する必要がない。もちろん、こうした状況に対し ているのだろうか。 こうしたアジア諸 米国では国債投資の増大によって長期金利が抑制され、ドルは下支えされている。そのため、 アジア各国にとっては、通貨安が外国企業の進出と輸出の増大を通じて経済成長を促す一方 国の開発戦略、それによるドル保有の増加は、では、米国経済にはどのような影響を及ぼし 米国は経常収

て米国の産業界や労組は不満を募らせているが、米国の投資・消費・戦争をまかなうためには現在の構造が必要

不可欠であり、後者の利害は前者を大きく上回っている。

を確保する一種の「担保」として機能している。 の直接投資は、一種のトータルリターンスワップとみなしうるのであり、こうした循環構造は米国とアジアの双 さらに、こうしたアジア各国の外貨準備 の増加は、 言い換えれば、アジアからの米国国債投資と米国からアジアへ そこに進出する多国籍企業にとっては、 進出 先経済の安定

調整が必要であるどころか、 このように考えれば、 米国の経常収支赤字は、 むしろそれは長期にわたって持続可能な状況だと言うことができる。 米国の中心国としての役割から生じる、 合理的な結果にすぎず、 方に大きなメリットを与えているのである。

### (5) ブレトンウッズ体制の復活

対して、現在の、復活した、すなわち二度目のブレトンウッズ体制では先に述べたように新興市場国や移行経済 耐える、という構造である。 拡大に努めるとともに外貨準備を積み上げ、 トンウッズ体制期のそれと同じである。すなわち、周辺国は低めに設定された固定相場を維持することで輸出 こうした米国を中心とする財と資本の循環構造は、基本的に、第二次大戦後から七○年代初めまで続いたブレ ただ異なるのは、先のブレトンウッズ体制期の周辺国が日本や西ドイツだったのに 他方で、 米国は基軸通貨を供給する中心国として経常収支の悪化に . の

やがてはこの復活したブレトンウッズ体制に参加せざるをえなくなるのではないか、と「復活」 ・国を初めとするアジアの製品が米国市場を席捲し、他国の対米輸出シェアは低下を続けている。 かしながら、 現在は、 アジア諸国の開発戦略を傍観している欧州やラテンアメリカ、 オセアニア諸国なども、 論は予測する。 他の市場に

国が新たな周辺国となっているだけなのである。

なレベルで、まさしくブレトンウッズ体制が復活するのであり、その可能性は高い、というのが「復活」論の主 おいてもアジアのプレゼンスは高まるばかりである。 固定相場に固執する中国をいくら批判しても中国がそれに応えなければ、やがては、 一ユーロ安を目指したドル買い市場介入に踏み切らざるをえないのではないか。もしそうなれば、グロ 欧州企業はいつまでこうした状況に耐えられるだろうか。 欧州もアジア諸国に追随し ーバル

#### 2 「復活」論への批判

張なのである。

米国経済の潜在的強さといった一般論に置くのではなく、現在の対米資本フローの特徴を踏まえつつ、その背景 現状の安定性 米国の対外収支の現状については、 ・持続性を主張している点で特徴的である。 何らかの調整が必要だとする見方が少なくない中で、この「復活」 しかも、 その根拠を、 国際通貨としてのドルの優位や 論は、

を冷戦終結後の開発戦略に求め、 かつそれをブレトンウッズ体制の復活と規定するなど、極めて視野の広い、 か

つ大胆な主張となっている。

な批判を整理してみよう(後掲参考文献参照)。 しかしその一方で、 個々の事実や論点となると、 疑問の残る部分も少なくない。以下、「復活」 論に対する主

# (1)旧ブレトンウッズ体制との違い

IMF協定という明文化された国際協定にもとづく上下一%の厳しい固定相場制度と、各国が独自の為替政策と まず、「復活」というには、 現状と旧ブレトンウッズ体制の間には、いくつかの重大な違いがある。

に経常収支や直接投資のみから国際通貨制度を規定するのは無理があるのではないか、という批判である。 るように厳しい資本管理を導入している中国においてもその影響は無視できないのであって、「復活」 口 して任意にドル買い介入をするのとでは制度的基盤、 ] バル化が進んだ現在、その資本移動の大きさは、 それゆえその持続可能性は全く異なる。さらに、 六〇年代のそれとは比較にならないほど大きい。 金融のグ 次に述べ

#### (2)投機的資金の役割

目処がつくまで〉増加しつづけるとは言い切れないのである。このように、「復活」 支表上の「誤差脱漏」を含む)。それらは、人民元の切り上げやドルとの金利格差による利益を目的とした資金 収支黒字が理由だと主張するが、それはそもそも事実に反している。 であり、米国の金利引き上げが今後さらに続けば急減する可能性も小さくない。つまり現在の外貨準備の増加は、 の二年間であり、そこでは直接投資以外の、すなわち浮動的な資本流入が大きなウエイトを占めている 〈余剰労働力を背景にした開発戦略〉とは異なる理由によるところが大きく、 中国 準備の増加について、「復活」論は、余剰労働力を背景にした〈外国企業誘致=輸出〉による国際 中国の外貨準備が急増したのは したがって、 論は活発な資本移動という 〈余剰労働力問 60三年 国 題に から

#### (3) 米中経済への悪影響

国際金融システムの現状を十分に踏まえていない、という批判である。

だろうか。米国議会においては固定相場に固執する中国への非難が高まりつつあり、 論は、 現在の資金循環が米国にも中国にも好影響を与えているとするが、その見方は一面的ではない 一方の中国経済においても

供給を十分に不胎化することができないため、市場介入は直接的にインフレ圧力を高めざるをえない。それは 長期にわたる市場介入がもたらすデメリットは小さくない。債券市場の未発達な中国では市場介入によるマネー バブル化を招きかねない。そうしたリスクをともなう市場介入を、中国が今後も長期にわたって続けるとは考え つには実質為替レートの上昇によって外資の進出や輸出にブレーキをかけることになり、他方で不動産市場等の

#### おわりに

にくいという批判である。

ものと言えるかなど、疑問の残る点も少なくない。 乱暴な議論と言わざるをえず、上に述べたように、ここ二年ほどのドル準備保有の急増が長期の開発戦略による 以上、米国の経常収支赤字をめぐる議論を紹介してきた。現状をブレトンウッズの「復活」とするのは 確かに

ころに一定の意義を見出すことは可能であるように思われる。さらなる議論の深まりが期待される。 異なり、アジア諸国による公的ドル保有という、 しかしながらそれが、米国経済やドルの相対的な優位といった三〇年以上前から主張されてきたドル擁護論と 最近の特徴を踏まえて、その根拠と今後を探ろうとしていると

注

2005

1 IMF, 2005 Article IV Consultation with the United States of America Concluding Statement of the IMF Mission, May 25

#### ヘブレトンウッズ体制復活論

- Michael Dooley, David Folkerts-Landau, and Peter Garber
- "Dollars and Deficits: Where Do We Go From Here?," Deutsche Bank, June 18, 2003.

2

3 "Asian Reserve Diversification: Does It Threaten the Pegs?," Deutsche Bank, February 2004

"An Essay on the Revived Bretton Woods System," NBER Working Paper Series, 9971, September 2003.

- 4 "Direct Investment, Rising Real Wages and the Absorption of Excess Labor in the Periphery," NBER Working Paper Series, 10626, July 2004
- 5 "The US Current Account Deficit: Collateral for a Total Return Swap," Deutsche Bank, August 2004.
- "The Revived Bretton Woods System: Alive and Well," Deutsche Bank, December 2004.

- Barry Eichengreen, "Global Imbalances and the Lessons of Bretton Woods," NBER Working Paper Series, 10497, May 2004.
- Steven B.Kamin, "The Revived Bretton Woods System: Does It Explain Developments in Non-China Developing Asia?," February 4, 2005
- Eswar Prasad and Shang-Jin Wei, "The Chinese Approach to Capital Inflows: Patterns and Possible Explanations," IMF Working Paper, April 2005
- Nouriel Roubini and Brad Setser, "Will the Bretton Woods 2 Regime Unravel Soon? The Risk of a Hard Landing 2005-2006,
- ' February 2005

· Edwin M. Truman, "A Revived Bretton Woods System? Implications for Europe and the United States," February 4, 2005.

(いず ひさし・客員研究員)

# 米国株式市場の再編 ~ポスト・レギュレーションNMS~

吉川 真裕

その二日後の四月二二日にはナスダックによる最大のECNであるINETの買収が相次いで発表された。 株式オプション取引や規制・監督部門も含めた取引所全体の買収を申請中の証券取引所)との合併が発表され、 この決定の二週間後の四月二〇日にはNYSEとアーキペラゴ(パシフィック取引所の株式取引部門を運営し、 化をもたらしていた。新たなトレード・スルー規則の採用は米国株式市場の再編につながると見られていたが、 が白熱し、八月にはNYSEが電子取引の拡張によるフロア取引とのハイブリッド化を申請するという大きな変 すという意味で一度にまとめて提案された。中でも取引所上場株式におけるニューヨーク証券取引所 の圧倒的な優位を覆しかねないトレード・スルー規則の変更については二〇〇四年二月の提案発表直後から議論 MS)の改革を目指す規則変更案について、五人の委員による三対二の多数決で承認する決定を下した。レギュ レーションNMSと名付けられたこの提案は四つの異なる規則変更案からなるが、NMSの改革を総合的に目指 二○○五年四月六日、米国証券取引委員会(SEC)は米国株式市場を特徴付けてきた全米市場システム(N (NYSE)

緯を説明し、五月一八日・一九日の上院公聴会での議論を踏まえて、米国株式市場の再編について検討する。

本稿ではレギュレーションNMSをめぐる経過を紹介した後、これと並行して進められた二つの合併計画の経

# 1 レギュレーションNMSをめぐる経過

配が提示され、 であり、 は、トレード・スルー規則の変更を見越して二月はじめに伝えられたNYSEダイレクト+の拡張案では不十分 て自動執行が可能な状態を分類基準として採用するかどうか等が追加提案された。 五月二〇日には当初の五月二四日のコメント期限を六月三〇日まで延長すると同時に、公聴会での議論を踏まえ Cによる公聴会が開かれ、レギュレーションNMS提案に関する議論が行われた。その際に最も問題となったの 二〇〇四年二月二六日、 各市場を自動執行市場 自動執行が可能な状態(Fast Quote)かどうかで区別すべきであるということであった。そして、 レギュレーションNMSと呼ばれる規則変更案が公表された後、 (Fast Market)とフロア取引市場(Slow Market)に分けるのではなく、 四月二一日にはSE

と語ったことが注目を集めた。そして、八月二日にNYSEダイレクト+の改訂拡張案をSECに申請したこと 七月二一日・二二日には上院の銀行・住宅・都市問題委員会で再び公聴会が行われた。上院の公聴会ではドナル をNYSEが明らかにし、八月一六日にはSECからNYSEダイレクト+の改訂拡張案が公表された。 EのセインCEOがNYSEダイレクト+の改訂拡張案をSECと協議中であり、 ドソンSEC委員長が関係者の意見を省みず、SECが決定を強行することはないと発言していた一方、NYS 他方、 五月一八日には下院の金融サーヴィス委員会/資本市場・保険・公営企業小委員会でも公聴会が行われ、 間もなく公表する予定である

引フロアの生き残り策とでも呼べるものであった。この拡張改訂案に対するコメント期限は当初、 ったが、仕組みが複雑であり、説明が不十分であるという批判が寄せられ、九月二二日にコメント期限が延長さ NYSEダイレクト+の改訂拡張案は当初の拡張案に対する批判と大口利用者からのヒアリングをもとにし NYSEダイレクト+とNYSEの取引フロアのインターラクションを意図したものであり、 九月六日であ NYSEの取

SECから公表され、 での注文執行を行うということであった。 うとしていることであり、その際に他市場の最良気配は消化するが、最良気配以外の注文は執行せずにNYSE NYSEダイレクト+の注文を取引フロアの注文板とインターラクションさせ、一本値で大口注文を成立させよ れた後、 NYSEは再改訂案を提出する意向を示した。一一月一五日にNYSEダイレクト+の再改訂拡張案が コメント期限は 一二月一六日と発表された。 この段階で明らかになったのは、 NYSEは

 $\underbrace{\mathbb{H}}_{\circ}$ ル・ H 指値注文を無視した注文執行は認めない形でトレード・スルー提案が変更され、 ない最良気配はトレード・スルーしても構わないこと、そして最良気配から二番目以降の自動執行可能な確定気 らかにした。 る新提案が一二月一五日にSECの委員による投票によって採決される見通しであると報じられた。一一月三○ 一一月二日の米大統領選挙の行方も絡んで早期決着の見通しは立たなかった。ところが、一一月二二日にウォ SECはレギュレーションNMSの改訂案を作成中であり、年内に公表し、再度コメントを求めることを明 ・ギュレーションNMS提案のコメント期限は六月三○日であったが、四○○通以上のコメントが寄せられ、 ストリート・ジャーナルがスクープ記事を掲載し、NYSEの規則改訂案にある他市場での最良気配以外の 改訂案の最大のポイントは、自動執行可能な最良気配はトレード・スルーできない一方、 そして、 ・スルーを認めるかどうかについて問題提起が行われたことの二点であった。 一二月一六日にレギュレーションNMSの改訂案が公表された ナスダック銘柄も含めて適用す (コメント期限 自動 執行 は 一月二六 可

提案から一年を迎える二月にはこの改訂案がそのまま承認される可能性が高いものと報じられていた。 大統領がSECの新委員長を指名することでこの流れを阻止しようと試みたが、ブッシュ大統領はドナルドソン その後のマスコミの論調では改訂案の発表は反対派に反論の機会を与えてガス抜きをするためであり、 反対派は 0

配のトレ

導入に対してドナルドソン委員長は消極的であるという関係者の話が報じられることが多くなっていた。 て、二〇〇五年に入ってからは、最良気配にない確定気配のインターマーケット・プライス・プロテクションの 委員の反対を抑えて五回も強行採決がおこなわれたことに対しては懸念も表明されていた。そこで、 委員長の続投を表明した。しかし、ドナルドソン委員長が民主党指名の二人の委員とともに共和党指名の二人の ルドソン委員長は上場企業に対する巨額の罰則金請求に反対投票を行い、歩み寄りの姿勢もうかがわせた。そし 年末にドナ

数週間のうちに改訂案の決定を行う意向を表明し、三月一五日の下院の金融サーヴィス委員会/資本市場・保 ことを声高に批判していた。三月九日には上院の銀行・住宅・土地問題委員会の公聴会でドナルドソン委員長が えた二〇〇五年二月にはSECに動きは見られなかった。むしろ、SECを牽制するために二月一五日に下院の 険・公営企業小委員会の公聴会でもドナルドソン委員長が改訂案の正当性を強調していた。そして、三月三一日、 金融サーヴィス委員会/資本市場・保険・公営企業小委員会で公聴会が開催され、インスティネット、 ブ、ナスダック、フィデリティなどが当初案にあったトレード・スルー規則のオプト・アウト条項が削除された レギュレーションNMSの改訂案に対するコメントは一月二六日に締め切られたが、最初の提案から一年を迎 シュ ワッ

ドソン委員長が反対派の説得に努めていると報じられた。この時点において各誌とも三対二の多数決で一二月の でトレード 几 |月五日のフィナンシャル・タイムズ電子版では採決を採る最終提案文書が委員五人に先週配布され、 ・スルー規則のナスダックNMS銘柄への適用を二〇〇六年夏までに段階的に行うという形でドナル その中

SECは四月六日に五人の委員によるレギュレーションNMSの採決が実施される日程を明らかにした。

四月六日、午前一〇時からSECで開催されたオープン・ミーティングにおいてレギュレーションNMSに関

改訂案に近い形でレギュレーションNMSが決着する見通しを報じていた。

その代わり、 銘柄の多くを取引するインスティネットやアーキペラゴ、ナスダックからは明確なコメントは発表されていない。 形であったが、トレード・スルー規則の適用に段階的アプローチが採り入れられたほか、NYSEダイレクト+ する五人の委員による採決が実施され、ドナルドソン委員長と民主党選出の二人の委員の賛成、 定を阻止するための法案を提出すると意気込んでいた。 委員会/資本市場・保険・公営企業小委員会のリチャード・ベーカー委員長(共和党、 ル の再改訂拡張案を実施困難にしかねない、自動執行可能な市場の最良気配でない指値注文に対するトレード・ス 人の委員の反対で三対二という予想通りの形で決着することになった。決定内容はほぼ 1 規則 の適用は見送られた。この決定に対して、NYSEがいち早く賛辞を表明したのに対して、 議会の有力議員からはこの決定に対する反対がはっきりと表明されており、下院の金融サーヴィス ルイジアナ州) 一二月の改訂案に沿った 共和党選出の二 ナスダック はこの決

情報料収入の分配については二〇〇六年七月三日からそれぞれ一挙に適用されるスケジュールとなっている。 柄、 トレ のNMS適格銘柄に適用されるスケジュールである。他方、最小呼値については二〇〇五年七月一日から、 「ギュレーションNMSの実施はフィナンシャル・タイムズで報じられていたように段階的に行われ、 .ード・スルー規則と市場アクセス・フィーについては二○○六年四月一○日からNYSE上場の一○○銘 ナスダック上場の一○○銘柄、 AMEX上場の五○銘柄を対象として導入され、 同年六月一二日には 新たな すべて

#### 2 二つの合併計画の経緯

# (1) NYSEとアーキペラゴの合併計画

二〇〇五年四月二〇日、午後四時の取引終了直前になってアーキペラゴの株価が八%急上昇した(アーキペラ

がNYSEとアーキペラゴの合併を報じたためということであった。当日の午後四時三〇分からはアーキペラゴ ゴはパシフィック取引所に二〇〇四年八月上場)。ブルンバーグによれば、ウォール・ストリート・ジャーナル の第1四半期の決算報告が予定されていたが、午後四時の取引終了後にNYSEとアーキペラゴから両社の合併

記者会見を午後五時に行うことが発表された。

任者 グル らないことを確認)したこと、などであった。 関してゴールドマン 長はNYSEのキニー、 社となること、②持ち株会社の株式の保有比率はNYSE七〇%、アーキペラゴ三〇%であり、しかもNYSE ーションとして独立し、 もにNYSEグループの顧問弁護士にそれぞれ就任すること、⑤NYSEの規制・監督部門はNYSEレギュレ 会員はアーキペラゴが保有する現金を分配されること、③合併完了は二〇〇五年第4四半期ないし二〇〇六年第 NYSEグループという持ち株会社に転換し、この持ち株会社のもとにNYSEとアーキペラゴがそれぞれ子会 CEOなどが合併計画の概要を淡々と説明した。この合併計画のポイントは、 1四半期を計画していること、④アーキペラゴの三人の取締役がNYSEの一一人の取締役に加わってNYSE キペラゴに、 記者会見は三〇分あまりの簡単なものであったが、NYSEのセインCEOやアーキペラゴのパトナム会長兼 ープの取締役となり、NYSEのセインCEOがNYSEグループのCEOに、アーキペラゴのパトナム会 (C F O ラザード・フレールがNYSEにそれぞれフェアネス・オピニオンを提供(当事者が不利益を被 がNYSEグループのCFOに、 ・サ ブリッツの両社長とともにNYSEグルー 非営利の自主規制機関としてNYSEグループの監督にあたること、⑥この合併計 ックスがアーキペラゴとNYSEの両方の財務アドバイザーを務め、 アーキペラゴのオハラ顧問弁護士がNYSEの顧問 プの社長に、アーキペラゴのカイ最高財 ①上場企業であるアーキペラゴを グリー 弁護士とと がア

の話はジョージ・ソロスの右腕であったドラッケンミュラー氏も絡み、元モルガン・スタンレーのジョン・マッ 業者の一人でNYSEの外部取締役を勤めたこともあり、 勤めてきたゴールドマン・サックスはアーキペラゴの大株主である上に傘下のスペシャリストを通じてNYSE 取引開始時 キペラゴとの合併に対抗してNYSEの買収を提案するとウォール・ストリート・ジャーナルで報じられた。こ アーキペラゴの株主にはない株式売却凍結期間がNYSEの会員には存在すること、合併を撤回した場合には四 ートの慣行に反するという批判も現れた。さらに、翌四月二一日に行われたNYSEの会員に対する説明会で、 の会員権も多数保有しており、 であるというNYSE会員の批判が生じる一方、二〇〇四年一月にセインCEOが就任するまで社長兼COOを 実現することも可能になるという意味で「セインCEOが帽子の中からウサギを取り出した」とも報じられた。 員の要望の強い株式公開など、セインCEOが模索してきた新たな戦略を、アーキペラゴとの合併計画は一挙に を午前八時から午前四時に繰り上げ、 五年に入ってセインCEOがNYSEの取引開始時間の繰り上げを示唆した際にもアーキペラゴの取引開始時間 〇〇〇万ドルの賠償金を支払う必要があることなどが明らかとなった。そして、四月二四日にホ かつてパトナム会長は他のECNと同様にNYSEに対して厳しく、二〇〇四年七月の公聴会でもNYSEは この発表を受けてアーキペラゴの株価とNYSEの会員権価格は急上昇したが、七対三という合併比率は不当 ・キペラゴの最良気配を一週間に一万一八一六回もトレード・スルーしていると批判していた。そして、二〇〇 NYSEとアーキペラゴという組み合わせはこれまでに噂にのぼったこともなく、驚きをもって迎えられた。 間 .の繰り上げのほか、債券やETF、個別株オプションといった新商品の導入、株式会社化、 両社のアドバイザーを務めたことは利益相反の疑いが強い上、 NYSEの気勢を制していた(NYSEの取引開始繰り上げは見送り)。 NYSEの会員でもあるケネス・ランゴーン氏がアー ウォー Ì jレ デポ ・ストリ 一部会 0) 創

引フロアを廃止して経営効率を高めると発言したことなどから、もはや実現可能性を失ったと見られている。 め、グラッソ元会長とともにニューヨーク州検察当局から告訴されていること、ランゴーン氏の投資会社がかか えられ、 わった新規公開企業の問題でNASD ターンズ、 ク氏がまとめ役となり、 一時は盛り上がったが、ランゴーン氏がかつてグラッソNYSE元会長の報酬決定委員会の委員長を勤 JPモルガン・チャース、デュケーヌ・キャピタル、ペクー・キャピタルといった協力者の名前も伝 メリルリンチ、リーマン・ブラザーズ、バンク・オブ・アメリカ、 (全米証券業協会) から調査を受けていること、NYSEの買収後には取 ワコビア、ベア・ス

次総会でNYSEの株式会社化はNYSEの利用者である投資家の利益に反すると言明して注目を集めた。 られる不当な新会社の株式の存在、などが上げられていた。 等裁判所にNYSEとアーキペラゴの合併差し止めと賠償請求を行った。ヒギンズ氏の訴状によれば、①合併そ ③NYSEの会員に対する不当な株式売却凍結期間が盛り込まれていること、④NYSEの従業員に対して与え のものには反対しないが、合併条件がNYSE会員に著しく不利であること、②セインCEOとの不明瞭な関係 て、五月九日にはNYSEエクイティ会員協会会長のウィリアム・ヒギンズ氏が個人の資格でニューヨー 他方、四月三〇日には長期投資家として知られるウォーレン・バフェット氏がバークシャー・ハザウェイの年 両当事者に対して利害関係を持ちながらアドバイスを与えたゴールドマン・サックスの利益相反行為、 ク州高 そし

# (2) ナスダックとINETの合併計画

を持つインスティネットをロイターから買収し、機関投資家向けブローカー部門を投資会社シルバー・ NYSEとアーキペラゴの合併計画発表から二日後の二〇〇五年四月二二日、ナスダックはECNのINET レ イク・

て発行から調達する計画も合わせて発表した。 パートナーズに売却する計画を発表した。この買収計画に先立ち、インスティネットは子会社のリンチ・ジョ 億七八〇〇万ドルを取得することになる。そして、ナスダックは七億五〇〇〇万ドルを六年債の発行から、二億 ク・パートナーズから二億七五〇万ドル、バンク・オブ・ニューヨークから一億七四〇〇万ドルなど、合計一八 有していたインスティネットは三分割され、ロイターはナスダックから九億三四五〇万ドル、シルバ ンズ&ライアン 五〇〇万ドルを投資会社ヘルマン&フリードマンとシルバー・レイク・パートナーズに対する転換社債の割り当 (LJR)をバンク・オブ・ニューヨークに売却する予定であり、 ロイターが六二%の株式を保 ー・レイ

表明していたからであった。 スティネットの売却先を探しているという観測記事が出て以来、シカゴ・マーカンタイル取引所やアーキペラゴ、 ンスティネットの売却は親会社であるロイターの戦略見直しに伴うもので、二〇〇四年一一月にロイターがイン ナスダックの名前が候補者として上がり、一月二五日にはナスダック自身が有力ECNの買収を検討していると ャル・タイムズ電子版で報じられており、 この買収計画はNYSEとアーキペラゴの合併に続いて発表されたため驚かれたが、四月一五日にフィナンシ 関係者の間では予想された範囲内の出来事であった。というのも、

業務等、多様なビジネスを手がけ、株式時価総額ではナスダックを上回っていたため、ナスダックにとってはロ 避けるための苦心がシルバー・レイク・パートナーズやバンク・オブ・ニューヨークを巻き込んで複雑な仕組み イターが望む一括買収が困難であるとともに、ナスダックにとって不要なビジネスの整理を買収後に行うことを ナスダックが目当てとするECNのINETをその一部とするインスティネットは機関投資家向けブロ ーカー

を作り上げることになったものと考えられる。

ないことが契約に盛り込まれていることも明らかになっている。(16) とその取締役および親会社のロイターを相手取った株主代表訴訟を提訴した。ベア・スターンズによれば、買収とその取締役および親会社のロイターを相手取った株主代表訴訟を提訴した。ベア・スターンズによれば、買収 落した(ナスダックの株価は一三ドル七六セントまで二九%上昇した)。そして、これがインスティネットの株 ドル八八セントで取引されており、この発表を受けて、インスティネットの株価は五ドル二二セントまで八%下 された際、 かの理由で実現できない場合にはインスティネットはナスダックに六六五〇万ドルの現金を支払わなければなら りも三%低いということであるから、 価格は過去半年の終値平均である五ドル八〇セントよりも六%、過去一年の終値平均である五ドル五八セントよ 主の不満を呼び、四月二七日にはマイケル・アムパロという株主がデラウェア衡平法裁判所にインスティネット NYSEとアーキペラゴの合併計画は直前まで報じられていなかったが、インスティネットの買収はさまざま 買収総額から逆算したインスティネットの買収価格は一株五ドル四四セントであったが、 ており、 インスティネットの株価はそれを見越して上昇していた。 簡単に不当な提訴と退けることは難しいだろう。なお、この買収がい 四月二二日に買収計画が発表 市場では五 くつ

ンタージュは放棄するということである。 単一のFIXプロトコルのもとで顧客と直決する取引システムを目指しており、一日一億回以上の取引とピーク ステムの統合は一年後の二〇〇六年第2四半期までに実現することを計画している。そして、 テムであり、 とナスダックの取引システムであるスーパーモンタージュの統合を計画しているが、その際にはオープン・シス 他方、 ナスダックは買収を予定しているINETの取引システム (アイランドECNの取引システムを継承) 拡張性の高いⅠNETの取引システムに統合し、一億七○○万ドルの開発費を費やしたスーパーモ ナスダックはインスティネットの買収を六月末までに完了し、 新取引システムは

時には一秒間に二万回以上の取引に対応できるようにするという。

#### 3 上院公聴会での議会

はSECのドナルドソン委員長が証言を行った。 会長兼CEO、 兼CEO、 ア証券取引所のフラッチャー会長兼CEOが証言し、 イフェ 聴会が開催された。 日に上院 兀 月六日のレギュレ ルドCEO、 の銀行・住宅・都市問題委員会では「レギュレーションNMSと最近の市場の発展」 T I A A SIAのラックリツ会長、 公聴会は二日に分かれ、初日の第一パネルではNYSEのセインCEO、 ・CREFFのアバンス上級副社長兼最高投資責任者、 アーキペラゴのパトナム会長兼CEO、 1 ・ショ ンNMSの採決と、 ヴァン その後に発表された二つの合併計画を受け、 ガードのサウター最高投資責任者兼執行役員が証言し、 第二パネルではブルンバ インスティネットのニコルCEO、 ナイト ーグ ・トレーディングのジ 1 シリ ドブックのバ というテーマで公 ナスダックの 五月一八日と一九 フィラデル 一日目 、ン社長 彐 イス フィ

が証言を行ったが、合併計画の当事者は自らの合併計画がいかに利用者の利益になるかを強調するばかりで紹介 に対応する必要があると述べたことにも説得力があった。 痛快であった。 や弱小ECNの見解を代弁して、この二極化が反競争的複占につながる危険性を警告していた。 すべき内容は見られなかった。 NYSEのアー ンNMSをナスダック銘柄でECNのシェア拡大をもたらしたレギュレーションATSのパート2と位置付け、 初 H Sの施行までになんらかの対抗措置をとる必要があり、 一パネルでは二つの合併計画の当事者代表四人とこの二極化から取り残された地方証券取引所 そして、 キペラゴとの合併をNYSE上場株式の取引シェア減少に対するヘッジであると明言したことは 地方証券取引所がレギュレ 他方、 フィラデル フィア証券取引所のフラッチャー会長の証言は ĺ ショ ンNMSのもとで生き残るためにはレギュ その際にはSECが規則変更の申請に対して速やか レギュ 地方証券取引所 代表

とも印象に残った。 ンガード が二極化する市場が株式会社することから自主規制機能の構造改革を提唱していたこと、大口利用者であるヴァ になりかねないとして、 までも注文板情報の提供に制限を加えてきたNYSEが株式会社化されれば独占的行動をますます助長すること 初日の第二パネルでは二極化の煽りを受けると考えられるブルンバーグ・トレードブックのバン社長が、これ のサウター最高投資責任者が二極化した市場の競争激化は利用者にとっては好ましいと発言していたこ 監督当局の役割を強調していたことが印象的であった。また、SIAのラックリツ会長

説明された。 評価が与えられた。さらに、ナスダック市場の独占化に対する懸念については、ナスダックとINETの取引シ 説された。そして、この二つの合併計画は市場の流動性を高め、 対するトレード・スルー規則を統一したことがNYSEとナスダックの直接的な競争を促すことにもなったと解 定めたことで各市場に将来の計画を確定させることにつながったのであり、取引所上場株式とナスダック銘 ーションNMSの決定直後に発表されたことは全くの偶然ではなく、 の委員長が二つの合併計画に対していかなる評価を行うかに注目が集まった。まず、二つの合併計画がレギュレ アの合計は八一%に達するが、このうち三〇%程度はナスダックに報告されているマーケットメーカーの取引 二日目の公聴会はSECのドナルドソン委員長一人が証言し、レギュレーションNMSを推進してきたSEC 実質的な取引シェアはナスダックとINETで五〇%、 他方、 の問題が生じるが、この点についてはSECのスタッフがNYSEの計画をこれから詳細に検討し、 NYSEの合併計画ではNYSEの株式会社化に伴って自主規制機能を担う組織 注文獲得競争を促進するはずであると前向きな アーキペラゴが一七%という程度に過ぎないと レギュレーションNM Sが規制 0 0 方向 独立性と 性を

対処するところであると論じられていた。

### 4 米国株式市場の再編

これまでレギュレーションNMSと二つの合併計画を紹介してきたが、

関係者の発言からもう少し突っ込んで

とパトナム会長自身が語っている。セインCEOはゴールドマン・サックス時代にアーキペラゴへの出資に関わ サックスから両当事者に対する働きかけがあり、二〇〇五年一月にパトナム会長がセインCEOに接触を持った アーキペラゴのみを合併の対象とは見ていなかったことも明らかになっている。 インスティネットのニコルCEOはNYSEからも買収の働きかけがあったと語っており、NYSEが最初から のシステム統合がうまく進まなかったことからインスティネットの買収を一月にはあきらめたようである。 二つの合併計画の真相を探ってみよう。まず、NYSEとアーキペラゴの合併計画については、 っており、 パトナム会長とも面識があったと想像される。また、パトナム会長はインスティネットとアイランド ゴールドマン・

早期にあきらめたかである。 なかったことを教訓としたということであろうか。レギュレーションNMS導入の最大の影響はNYSE上場銘 あり、負担が重い。そこで、ナスダックとインスティネットの接近によってナスダック銘柄での劣勢が予想され NYSEとアーキペラゴを結びつけることにもつながったものと考えることができる。NYSEはレギュレーシ って取引シェアの低下をくい止めようと考えたはずである。しかし、インスティネットの買収には現金が必要で ョンNMSの導入でハイブリッド化がうまくいったとしても取引シェアの低下は避けられず、ECNの買収によ これらを総合すると、 キペラゴと組むことが浮上してきたのであろう。 ロイターのインスティネット売却報道がナスダックとインスティネットを近づける一方、 パトナム会長の言う通り、 残る謎はアーキペラゴがなぜインスティネットの買収を インスティネットによるアイランドの買収が成果を上げ

柄の取引シェア獲得競争に現れるはずであり、

ナスダック銘柄での実績から見てアーキペラゴとインスティネッ

にすると予想される。ECNのトップ争いが両者の合併を難しくしたのか、NYSEからの取引シェア獲得を難 を獲得するという道は選ばれなかった。市場間競争という観点から見ればこの三極構造が最も市場間競争を活発 トが最大の受益者になるものと予想されたが、元ECN連合が成立して上場株式もナスダック銘柄も取引シェア しいと見たのか、あるいはNYSEと組むことでハイブリッド化が失敗した際にNYSEの取引シェアを丸ごと

獲得しようとしたのか、

アーキペラゴの選択の理由は定かではない。

となる。ハイブリッド化がうまくいかなかった場合にはNYSE会員はアーキペラゴを利用するはずであるから、 が予想される。ただし、二極化といってもグループ上の二極化であり、取引市場としてはNYSE、(g) たように、NYSEグループにはパシフィック取引所に新興市場を開設するという選択肢も残されてい のナスダック/INETという棲み分けにつながるかもしれない。 ナスダック/INETが一人勝ちするとは考えにくい。逆に、ナスダック銘柄についてはアーキペラゴの取引シ ェアが減少することも十分に考えられる。その場合にはNYSE上場銘柄のNYSEグループとナスダック銘柄 ナスダック/INETの三極化であり、NYSEがハイブリッド化で取引シェアをどの程度守れるかが焦点 ドナルドソン委員長が二つの合併計画に好意的であることから考えても、 しかし、 東京証券取引所がマザーズを開設し 今後は株式市場の二極化 アーキ

は世界で唯一、株式取引で成功したアメリカのECNが歴史的使命を終えたということになるのであろうか。 としては唯一、 使って、取引フロアの実質的な消滅後に再生をはかるのか、 ッド化で生き残ることができるのか、 いずれにせよ、レギュレーションNMSはNYSE上場銘柄の取引獲得競争を激化させ、NYSEがハイブリ 取引フロアを維持し続けるのか、今後の動きから目を話せない。そして、二極化が定着した暁に あるいはハイブリッド化に失敗し、アーキペラゴというヘッジ はたまたハイブリッド化に成功し、 主要証券取引所

- 1 レギュレーションNMSについては、拙稿「レギュレーションNMS~SECの全米市場システム改革案~」(本誌一 六二三号、二○○四年四月)、拙稿「レギュレーションNMSの決着~SECによる全米市場システム改革~」(本誌 一六二九号、二〇〇五年四月)を参照
- 2 NYSEダイレクト+の改訂拡張案については、拙稿「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~」(本誌一六二九号、二○○四年一○月)を参照
- 3 SEC, "SEC Adopts Regulation NMS and Provisions Regarding Investment Advisers Act of 1940," Press Release, 2005-48, 7
- 4 Philip Boroff, "NYSE to Merge With Archipelago, Be Public Company (Update1)," Bloomberg.com, 20 April 2005

(38)

- 5 NYSE and ArcaEx, "New York Stock Exchange and Archipelago Exchange Agree to Merge—NYSE Group, Inc. Will Become a Publicly Held Company—," News Release, 20 April 2005
- 6 Written Statement of Gerald D. Putnam, Chairman & Chief Executive Officer, Archipelago Holdings, L.L.C., Concerning United States Senate, One Hundred Eighth Congress, 21 July 2004 "Regulation NMS and Developments in Market Structure" before Committee on Banking, Housing and Urban Affaires,
- 7 Philip Boroff, "NYSE's Thain Pulls Rabbit From Hat With Archipelago Takeover," Bloomberg.com, 21 April 2005
- 8 May Make an Offer To Buy the Big Board," Wall Street Journal, 25 April 2005. "Langone Seeks to Buy NYSE: WSJ," Reuters.com, 24 April 2005, Susanne Craig and Aaron Lucchetti, "NYSE Ex-Director
- (Φ) "Buffett says NYSE shouldn't go public," Reuters.com, 30 April 2005.

- 10 Gaston F. Ceron, "NYSE Member Sues To Block Archipelago Deal," WSJ.com, 9 May 2005.
- 11 NASDAQ, "NASDAQ To Acquire Instinet," Press Release, 22 May 2005
- 12 Andrei Postelnicu and Tim Burt, "Nasdaq in exclusive talks to buy Instinet," FT.com, 15 April 2005
- 13 Jenny Anderson, "Instinet is put on the selling block," New York Times, 18 November 2004, Gaston F. Ceron, "3rd Update: Nasdaq Preannounces, Updates Stock Sale," WSJ.com, 25 January 2005.
- 14 Gaston F. Ceron, "Gripes Continue On Instinet Sale Price As Suit Is Filed," WSJ.com, 27 April 2005.
- 15 Bear Stearns, "Nasdaq Acquires Instinct on the Cheap," Barron's Online, 26 April 2005

Nicolas Brulliard, "Instinet-Nasdaq Deal Carries \$66.5M Breakup Fee," WSJ.com, 25 April 2005.

16

- 17 Michael J. Martinez, "Instinet purchase to greatly extend Nasdaq's reach," TIMESLEADER.com, 23 April 2005, Lucas Mearian, "Nasdaq CIO confirms move to open-source Instinet apps," COMPUTERWORLD.com, 16 May 2005
- 18 この公聴会の証言準備原稿は以下の上院のホームページで閲覧可能であり、公聴会そのものも視聴可能である。 http://banking.senate.gov/index.cfm?f'useaction=Hearings.Detail&HearingID=156を参照 についてはhttp://banking.senate.gov/index.cfm?Fuseaction=Hearings.Detail&HearingID=156、| | 日目については 初日
- 19 六月一日にドナルドソンSEC委員長が六月末の辞任を表明し、翌六月二日にブッシュ大統領はクリストファー・コ ョンNMSに反対であるとしても二つの合併計画の撤回は考えにくい。 ックス下院議員 (共和党、 カリフォルニア州)を次期委員長として異例の速さで指名した。新委員長がレギュレーシ

#### (よしかわ まさひろ・客員研究員)

# 米国社債・地方債に係る取引結果情報公表のリアルタイム化

横山

理した上で、今般開始されたリアルタイム公表の仕組みおよび意義を概観するものである。 の開始として受け止められている。本稿は、社債および地方債の取引結果報告・公表に係る制度整備の経緯を整 来値・出来高情報として一般に公表されるようになったものであり、事実上リアルタイムでの取引結果情報公表 券市場協会 の取引を管轄する自主規制機関(NASDおよびMSRB)に取引結果が報告され、 個々の売買取引について、約定成立後、社債については三〇分以内、地方債については十五分以内に、それぞれ 高等の取引結果情報が約定後速やかに逐次公表される仕組みが開始された。これは、 米国債券市場において本年一月から二月にかけて、 T B M Ä が運営するインターネット・ウェブサイトにおいて個別銘柄に係る直近時点における出 社債および地方債の売買に係る個々の取引の 報告が到達次第逐次に、 社債および地方債に係る 出 来値 出来 · 債

## 1 社債および地方債の取引結果報告・公表に係る制度整備

1

社債取引結果報告・公表制度

(TRACE) のリアルタイ

Dが銘柄名・出来値・出来高等の情報を逐次に公表する仕組みであるTRACE(Trade Reporting and 米国では、 の売買取引の結果を全米証券業協会(NASD)会員証券会社がNASDに報告し、 社債の価格透明性の向上を目的として、原則としてすべての社債 (格付けや公募・私募の別を問わ それをもとにNAS

その到達点として本年七月からは、 がNASDに 担をめぐる議論が活発に行われた。 ていった。 た仕組みが制度化されるとともに、 則六二〇〇シリーズ「取引結果報告およびコンプライアンス Compliance Engine) 入に至る検討の過程で、市場参加者の間で価格透明性向上と流動性維持のトレードオフおよび制度構築コスト負 ットSEC委員長の強力なイニシアティブのもとに制度化が進められた結果、 取引結果情報が一般向けに無料で公表される場合のタイムフレームについても、 -到達(約定後一時間十五分以内)してから四時間後の遅延ベースであったが、 制度が、二〇〇二年七月に開始された。TRACE制度は、一九九八年以来、 約定後十五分以内に報告され次第、 取引結果情報公表が行われる銘柄および取引類型が段階的に徐々に拡大され 結果的には、 取引結果情報の公表内容を債券群ごとの流動性の程度に配 (TRACE)」の制定は二〇〇一年三月)、 逐次に公表されるという、 発足したものであり 順次に短縮が図られ、 当初は取引結果報告 事実上の 当時のレヴィ NASD 制 リア

報利用契約者向けの有料ベース(情報ベンダーによる間接的提供も含む)ではリアルタイム(取引報告到達後逐 証券会社からNASDへの取引結果報告は約定後一時間十五分以内に行われ、 ル以上の 適格債については売買高ベースで全体の約五〇%をカバーしていた。出来高については、マーケット ルタイム・ベースにまで短縮されることとなった。 ○億ドル以上の銘柄 そのような制度改善の経緯について概観してみたい の配 慮から、 取引につ ( 第 一フェ į, BBB格以上銘柄に係る約定額五○○万ドル以上の取引、 ては、 およびハイイールド債中五〇銘柄 ー ズ ) には、 約定額実額の公表は行われてい 取引結果 (出来值、 出来高等) (開始時点で合計約五〇〇銘柄) (図表1を参照)。二〇〇二年七月にTRACEがスター ない。 が公表されるのはBBB格以上で当初発行 この点は、 ハイイールド債に係る同 現在に至るまで同じである。 取引結果公表は、 に限定されており、 NASDとの情 ・イン 投資 パク 額

図表 1 NASDによる社債取引結果報告・公表 (TRACE) に係る 制度整備の経緯

制度変更		取引結果公表対象針	名柄の範囲	約定から取引結果	取引結果公表の方法
の時期		(例外事項等)		報告までの時間制限	および遅延時間
フェーズ1	2002年 7月	BBB格以上で当初発行額10億 ドル以上の銘柄およびハイイ ールド債中50銘柄(合計約 500銘柄。投資適格債につい ては売買高ベースで全体の約 50%)	BBB格以上銘柄に係る約定額500万ドル以上の取引、ハイイールド債に係る同100万ドル以上の取引については実額の公表なし	約定後 1 時間15分 以内	NASDとの情報利用 契約者向けにはリア ルタイム(情報ベン ダー経由)、一般向 けには4時間遅延ベ ース(NASDウェブ サイト経由)
フェーズ 2	2003年 3月	A格以上で当初発行額1億ドル以上の銘柄およびBBB格銘 柄中120銘柄、ハイイードル 債中50銘柄(合計約4,600銘 柄、投資適格債については売 買高ベースで全体の約65%)	同上	約定後45分以内 (2003年6月より)	同上
フェーズ3	2004年 10月	原則としてすべての公募銘柄 (下記①②を除く約17,000銘 柄) ただし、①BBB格以下 銘柄に係る発行後一定期間内 に行われる取引、②BB格以 下銘柄に係る約定額100万ド ル以上の取引については、取 引結果公表の対象外	同上	約定後30分以内	同上
	2005年 2月	すべての公募銘柄(約29,000 銘柄) ただし、BBB格以下 銘柄に係る取引結果の公表は 発行後2~10日目以降におけ る取引について行われる	同上	制定後30分以内 (2005年7月1日 に同15分以内へ短 縮予定)	リアルタイム(一般 向けにはNASDおよ びTBMAのウェブサ イト経由) ただし、 BB格以下銘柄に係 る約定額100万ドル 以上の取引に関する 取引結果公表は約定 後2~4日目

(出所) NASD資料、TBMA資料等により作成。

次 に行われるものの、 NASDホームページ上での一般向け公表は、 取引結果到達後四時間遅延ベースであっ

た

柄、ハイイールド債中五○銘柄 |一〇〇三年三月には、公表対象が、A格以上で当初発行額||億ドル以上の銘柄およびBBB格銘柄中||二〇銘 (開始時点で合計約四六○○銘柄)に拡大され、投資適格債については売買高べ

ースで全体の約六五%をカバーするようになった

(第二フェーズ)。

引については、取引結果公表の対象外とされた。取引結果報告の時間制限は、 BB格以下銘柄に係る発行後一定期間内に行われる取引、 る)について取引結果公表が行われることとなったが、この時にもマーケット・インパクトへの配慮から、 ズに向けた規則改正が行われた。これを受けて、まず同年十月に、 (本年七月にはさらに、約定後十五分以内へ短縮されることとなっている)。 一○○四年七月には、すべての社債に係るリアルタイム・ベースでの取引結果公表の実現を目指す第三フ ②BB格以下銘柄に係る約定額一 原則としてすべての社債(ただし公募債に限 約定後三十分にまで短縮された 〇〇万ド j\ 以 Ĺ ① B の取

九十九%をカバーするに至っている。以上のように、社債については、一九九〇年代後半以来行われてきた制度 係る約定額 BBB格以下銘柄の売買の取引結果公表は発行後二~一○日を経過した後に開始されるほか、 向けての無料ベースによる、リアルタイム(取引報告到達後逐次)での公表が開始されたものである。ただし、 ととなった。すなわち、NASDホームページおよびTBMAが運営するウェブサイト(後述)で、広く一般に このような経緯を経て、二〇〇五年二月、取引結果公表の方法とタイミングについて大幅な改善が る。このような例外を除いても、 ○○万ドル以上の取引に関する取引結果公表は約定後二~四日目になってから行われることとなっ 公表対象銘柄数は約二万九〇〇〇銘柄にのぼり、売買高ベースでは全体の BB格以下銘柄に 行われ

## (2)地方債取引結果報告・公表制度のリアルタイム化(RTRS)

に登録している証券業者がMSRBに報告する義務を負っており、 地方債の売買取引結果については、 地方債ブロ ーカー ・ディーラーとして地方債規則制定委員会(MSRB) MSRBから取引結果情報の公表が行われて

いる

(図表2を参照

は、 引結果が、 ダー経由で情報を利用することとなった。この段階での制度の名称は、「業者間日次レポート(Inter-Dealer Daily 報利用契約を情報ベンダーに向けてのデータ送信の形で行われ、市場参加者はそれぞれが契約している情報ベン が集計され、 引において一日に四回以上売買のあった銘柄について、 地方債ブロ 取引結果の公表は取引日の二週間後に行われることとされた。 日中の取引時間終了後にMSRBに報告されるようになった。取引結果の公表については、 改正によってである。これにより、 取引日の翌日にMSRBから発表されることとなった。一日の売買回数が三回以下の銘柄について ーカー・ディーラーに報告義務が課せられたのは、 地方債ブロ 日中の売買の最高値と最安値、 ーカー・ 取引結果公表の方法としては、 一九九五年に行われたMSRB規則G十四 ディーラー相互間で行われる業者間売買 取引件数、 売買額合計等 SRBと情 業者間取 0 取

(「統合日次レポート (Combined Daily Report)」)。その後、二○○三年には、日中の売買回数にかかわらずすべ 加えられ、 九九八年三月には、 同年八月には一般売買の取引結果が従来の業者間売買取引結果と合わせて公表されるようになった 地方債ブローカー・ディーラーと顧客投資家との間での売買(一般売買)

Report)」とされていた。

S R B は おい TBMAが運営するウェブサイト 関であるFICC(Fixed Income Clearing 定の都度、 買終了後一回のベースから、 年一月に、大幅な制度変更が行われた。 われるようになった。このような仕組みをM ついては、MSRBへの取引結果到達後逐次、 て報告することとなった。 入力またはMSRB専用回線への入力によっ Corporation) る取引結果を、 ブローカー・ディーラーはすべての売買に係 取引結果報告のタイミングが、 日に公表されるようになった。 ての銘柄について、 このような経緯の到達点として、二〇 事実上のリアルタイム・ベースで行 「リアルタイム取引報告システム 逐次のベースに変更され、 の取引照合システムへの逐次 約定後十五分以内に、 取引結果情報が取引日翌 取引結果の公表に 個 従来の日中売 々の売買の約 (後述) 清算機 地方債 <u>〇</u>五.

図表 2 MSRBによる地方債取引結果報告・公表に係る制度整備の経緯

制度変更 の時期	取引結果公表対象銘柄	取引結果報告 のタイミング	取引結果公表内容	取引結果公表の タイミング	取引結果公表の 方法	
1995年 1月	業者間取引において1日 に4回以上売買のあった 銘柄	日中の取引時	日中の高値・安値、 取引件数、売買額合 計等	取引日の翌日	契約者向けデー	
	業者間取引において1日 の売買が3回以下の銘柄	間終了後		取引日の2週間 後	タ送信	
1998年 8月	業者間取引および業者対 顧客取引において1日に 4回以上売買のあった銘 柄 業者間取引および業者対 顧客取引において1日の 売買が3回以下の銘柄	同上	同上	取引日の翌日	契約者向けデー タ送信(1998年 11月、TBMAウ ェブサイトで公 表開始)	
0)]				取引日の2週間 後		
2003年	業者間取引および業者対 顧客取引において売買の あった銘柄	同上	同上	取引日の翌日	契約者向けデー タ送信、TBMA ウェブサイトで の公表	
2005年 1月	同上	個々の売買の 約定後15分以 内	個々の売買の価格・ 利回り、約定額(約 定額100万ドル以上 の取引については実 額の公表なし)等	リアルタイム (取引結果報告 到達の都度)	TBMAウェブサ イトでの公表お よび情報ベンダ ー経由	

(出所) MSRB資料等により作成。

年をかけて、 (Real-time Trade Reporting System:RTRS)」と名付けている。 取引結果情報公表の対象の拡大(業者間売買から一般売買へ、取引回数基準の引下げへ) 地方債についても、一九九〇年代半ば以来十 と時 間 の

#### 2 社債および地方債の取引結果のリアルタイム公表画面 の概要

短縮が図られてきたのである。

係者を含む一般向けに債券市場の仕組みや市場情報等に関する知識・情報を提供するために開設・運営している ウェブサイト での公表は、いずれも、債券市場協会(The Bond Market Association:TBMA)が債券市場の投資家や市 本年一月から二月にかけて開始された社債および地方債の取引結果情報のインターネット上でのリアル の中において行われている。 「インベスティング・イン・ボンド (Investing in Bonds)」(URLはhttp://www.investinginbonds. タイム 場関

券市場の仕組み、 Market At-A-Glance, Municipal Market At-A-Glance) とに「市場動向一覧(Bond Market At-A-Glance)」と題するページが設けられており、そこでは主要年限別、 ータに基づき取引結果(出来値・出来高)を逐次に公表するティッカー(Ticker)画面が新たに設けられたもの 上で参考となる情報が提供されている。このうち社債、 れている。その一環として、 このウェブサイトは、 ·別の利回りやインデックスの推移、イールドカーブの形状等を示すグラフ等、 債券投資を行う際の留意点 債券市場全般に係る投資家教育に資することを趣旨としており、債券の機能や種類、 財務省証券、 地方債、 (様々なリスクや税制上の取り扱い) 等についての解説等が掲 社債、 の中に、今般、NASDおよびMSRBから提供されるデ 地方債のそれぞれに係る市況情報 資産担保債 (MBS及びABS) といった債券種類ご 利用者が市況動向を把握する ~ ジ (Corporate 格 債

され 時 S 取 表 満 証 7 ょ VI n ル 口 0 引 宗され Ŧi. 午 る 0 る 招 期 券 あ ず 75 n V) 図 年六 時 結 表 る 前 る 0  $\mathbb{H}$ コ 0 n 地 時 場 時 3 果 方 実 1 八 間 ス 約 0 合に 定 銘 帯 る 約定 蕳 月 債 時 テ 間 際 K. 0 画 お 帯 帯 金 柄 か 4 0 報 ょ T C 係 が 告 等 は 額 価 Н 75 B は 取 13 閲 報 Ū 0 R 引 が が 実 お る 図 告受付 覧 ·後六時 額 Š A Τ 結 あ 表 実 テ 表 V) て、 した状 C だ 際 Ś 約 Ι 7 R 果 示され は イ 4 Ĕ 都 定 Р b 公表され А が 0 ッ は 番号)、 約定時 約 売 三〇分まで、 で C 更 度 価 そ 0 カ 態を示 定 貿 た Ē 新 Ė 格 直 は 1 n 近時 を 額 ぞ お 取 米 8 お 阃 13 画 刻 伴 ず 国 相 引 ょ n 面 面 n 表 当す 東 稼 75 0 が が を 面 銘 7 部 新 行 汁 動 R 重  $\bigcirc$ 利 柄 表 新 取 R Т る 債 L 万 わ 率 淮 示 n V) お

あ

図表 3 米国社債の出来値・出来高情報遂次表示 (ティッカー) 画面 (米国東部標準時2005年6月2日午前11時31分現在)



(出所) http://www.investinginbonds.com/MarketAtAglance.asp?catid=34&id=81

情 に、 ぼ が は 州 次公表さ お 面 0 分まで) RSでは 取引ご る 同 報 表示さ n 7 取 との 等 前 引 n が 前 地 前 ょ 方債 坐 B 0 Н Н Н とに 該 表 制 れ 若 n 係 中 同 画 n 度的 ると 丽 る 取 Н 取 示 13 る 午 ようなテ 連 約 引 中 取 売買さ 0 は 画 引 前 前 動 件 b 芒 夕 定 H 0 (J 引 面 0 ず Š 設 時 1 実 13 時 数 取 あ 7 結 Ź 際 移 け は 果 刻 H 0 引 n 4 0 ラ ラ 中 表 件 たす Ś 情 報  $\overline{\bigcirc}$ 動 0 1 VI 示 が ゲ 売 するように ľ 数 n 発 分から わ 報 ッソ を 筝 を 曾 定 Ė を ば 行 行 0 力 伴 7 閲 株 ク 体 社 0 侕 わ が (V あ 1 ij 式 結 表 る。 覧 倩 う n 0 が 0 画 た 位 で た お 市 果 ツ 銘 丽 示 そこ き ょ な 約 す 置 す 場 0 ク 柄 0 0 ع す る 時 75 出 0 定 べ n 13 す べ II 0 批 II 額

イン

涿 来

図表 4 米国地方債の出来値・出来高情報遂次表示(ティッカー) (米国東部標準時2005年6月2日午前11時49分現在)

か



(出所) http://www.investinginbonds.com/MarketAtAglance.asp?catid=32&id=72

## 3 社債および地方債の取引結果情報公表リアルタイム化の意義

について、市場関係者の間での議論を参照しつつ整理しておくこととする。 がどのように変化し、 現実の市場実態の中でどのように実現されていくかという観点から、 び影響については、 向上が流動性の確保にとってはどのような影響を及ぼすのか、 社債および地方債に係るほぼすべての取引結果情報がリアルタイムで公表されるようになったことの意義およ 社債および地方債の市場における個人投資家の存在をどのように捉えるかという点と、価格透明 債券市場における価格透明性の向上という、長年にわたり進められてきた制度整備 仲介業者たる証券会社にとってのビジネスがどのように変化する可能性があるかという点 価格透明性の向上によって市場における価格 今後に実証的に検討していく必要がある。 の目 別的が、 形成 性の

また、社債および地方債は、 訳における個人の比率は六・九%、 額面価額一○万ドル未満の比較的小規模の取引が全体の約六五%を占めていることなどから、個人投資家の社債 行委員会公聴会で行った証言によると、 個人金融資産残高の内訳における地方債の比率は一・八%にとどまっている。 市場規模や流動性はそれほど大きくはない 売買高) は近年において増加傾向にあるし、 米国債券市場の中においては、財務省証券や政府機関債、資産担保債などと比較す 個人金融資産残高の内訳における比率は一・四%と、 社債取引を売買金額の規模別にみた場合、 (図表5)。とはいえ、 NASDの幹部職員が二〇〇四年七月に連邦議会の上院銀 社債および地方債の市場規模 また社債については、 券面一〇〇枚未満、 さほど大きくはない。 保有者別内 すなわち (発行額

まず、個人投資家の観点からみると、地方債は保有者別内訳における個人の比率が三二・六%と大きいものの、

のぼ(5)。 投資は ても、 段が整備され とにより、 制 Ġ ことによって流 が社債および地方債 に言及しているところにも、 M 方債への関心が高まっているとすれば、 タイム化 ることは、 対してそれほど積 による地 次に、 度整備 のコスト の影響については Aがそれぞれ、 保有債券の 拡大傾向にあるとみられるという。 このような数値から 方債 お 債券市場に より -を カ よび対 間 証券会社による売却と購入の ってい 違 0 市場 保 バ V 動性を供給す 象銘 有比率 1 個人投資家にとっての な ることが彼ら個人投資家にとって従来以上に重要になっ 価格水準を自らが望む 極的では 全般におけ し利益を確保 0 おける価 61 店頭売買におい 理 柄 論的 今般の は、 0 拡大の な ると同 そのような認識を見て取ることができよう。 推測されるとおり 格透明性と流動性 13 公社債投信に には次のように整理できる。 る取引結果情報の 社債および地方債 (V) して 意義として、 |時 わ に 13 て顧客との間で売却と購入の双方を行う ゆ `価格差、 価格発見機会の拡大が期待されること 時 彼らの投資行動が実態としては売買に る Ź ま た M 当 期に よる間 と |該売却と購入 持ち切り 正 個 0 N A S D · う 市 透 F 0 接的 |確に把握することができる手 人投資家による社債 SRBによると、 61 崩性 取引 i わ 場 1 ゆる売買スプレ 保有を含め (buy and hold) J) が 構 F 結果情報公表の すなわ 造 0 従来以 オフお Μ SR  $\widetilde{o}$ 価 もとで、 格差によ 上に高まるこ ょ В n び お ば 個 ッド 証 価 ょ お 六四 人投資家 今般 券会社 ij 格 び ょ って自 が てく にし 形 Τ T び % 従 成 В ル 地

図表5 米国債券市場の規模と構成

	発行額 (2004年中)		現存額 (2004年末)		1日平均売買高*	
	(億ドル)	(比率)	(億ドル)	(比率)	(2004年中、億ドル)	
市場性財務省証券	8,533	(15.6%)	39,436	(19.0%)	4,979	
政府機関債・政府関連機関債	8,967	(16.4%)	27,451	(13.3%)	775	
地方債	3,603	(6.6%)	20,186	(9.7%)	148	
社債	7,110	(13.0%)	47,045	(22.7%)	200	
モーゲージ債	17,600	(32.1%)	54,752	(26.4%)	2,074	
アセットバック債	8,966	(16.4%)	18,278	(8.8%)	NA	
合計	54,779	(100.0%)	207,148	(100.0%)		

(注) \*地方債以外はプライマリーディーラーによる売買高。地方債はすべての投資家による売買高。 (出所) TBMA, Research Quarterly, February 2005. 等により作成。

来に比べて縮小するという理論的想定が、 のことが証券会社の業務にどのような影響をもたらすか、 現実の市場において実際に生じるのかどうか、実際に生じた場合、そ またそれは価格および取引の公正性という規制上の観

点にとってどのような意味を持つか、ということである。

規模証券会社の債券売買業務への参入が促進され得ることを根拠に、大手証券が今後に債券のアウトライト売買 ることによって、従来の主たるプレーヤーである機関投資家サイドにおいても証券会社に対する価格交渉力が増 を取ることには、 であるため、 へのウェイトを低め、 これについては、社債や地方債の中で実際に売買を伴う流動性を備えているのは全体の中ではごく一部の銘柄 売買スプレッドが、証券会社が流動性コストおよび価格変動リスクを負担することに応じた大きさ 証券会社がリスクテイクを前提とする価格裁定により利益を得てきた状況が変化したり、 今後も合理性がある、 より収益性の高い債券絡みデリバティブ業務にシフトないし特化する可能性を展望する見 との見方がある一方、今般の制度整備により価格透明性が大幅に向上す また小

規制機関および規制当局としての立場で、社債および地方債の取引結果情報を元に、売買価格スプレッドの大き 況を事後的に検証することを可能にするものでもある。その意味では、NASDおよびSECが、それぞれ自主 うになったことは、それが日々の実際の売買取引や時価評価のための参考情報として利用されるようになるだけ をチェックするための基盤が与えられるという側面をも持っている。全般的な取引結果情報が広く公表されるよ 発見機会が拡大するという側面のみならず、「報告」によって規制当局および自主規制機関が事後的に取引状況 取引結果情報の報告および公表のための制度を整備することは、「公表」によって市場参加者にとっての 当該情報を継続的に取得し蓄積して遡及データ化することにより、 様々な目的と立場から価格形成の状 価格

項が最近あらためて議論されている動向にも、注意を払う必要がある。 に関するNASD理事会解釈ⅠM二四四○)を社債にも適用するという、これも一九九○年代半ば以来の懸案事 売買スプレッドの大きさについて、証券業者にかかる行為規制(公正販売規則)の一環として一定の基準を定め さ等について取引の公正性確保という観点からどのような判断を今後に下していくかが、注目される。その際、 るルールである、いわゆる「マークアップ・ポリシー」(NASD行為規則二四四○「公正な価格および手数料」

注

- 1 拙稿 いて」『証券レビュー』第四十一巻第八号(二〇〇一年八月)を参照 「米国債券市場における価格情報の公表等について」『証券団体協議会議レポート』第五号(二〇〇〇年十二月)、 拙稿「米国における社債店頭売買に係る取引結果の報告および公表に関するNASD規則の制定につ
- 2 地方債売買の決済の過程では、清算および決済はNSCC(National Securities Clearing Corporation)において行わ index.jsp?NS-query=) を参照 Trade Matching:RTTM)システムによって行われる。FICCホームページ(http://www.ficc.com/cmu/cmu. 売買照合については、FICC(Fixed Income Clearing Corporation)のリアルタイム取引照合 (Real Time
- 3 FRB, Flow of Funds Accounts (連邦準備制度理事会の資金循環統計) による二〇〇四年末現在の数値。 住者国内債を含む。 社債には非居
- 4 Testimony of Doug Shulman, President of Markets, Service and Information, NASD before Committee on Banking Housing and Urban Affairs, US Senate, June 17,2004. (http://www.nasd.com/web/idcplg?IdcService=SS\_GET\_

## PAGE&ssDocName=NASDW\_011085)

- 5 MSRB Notice 2005-09, January 31, 2005. (http://www.msrb.org/msrb1/archive/2005/2005-09.htm)
- 6 com/PA2VJBNA4R/article\_print/0,,SB110684205896738043,00.html) Wall Street Journal, January 28, 2005, "Municipal-Bond Market Nears Release of Pricing Data Online" (http://online.wsj.
- 7 Finaicial Times, February 8, 2005, "LEX Column: US bonds" (http://search.ft.com/s03/search/article.html?id=
- 8 マークアップ・ポリシーを社債に適用することに関するNASD規則改正案への公開コメント募集が、二〇〇五年三 050208001278

九年までの検討経緯については、拙稿「米国債券市場における価格情報の公表等について」『証券団体協議会議レポー Transactions in Debt Securities Except Municipal Securities. マークアップ・ポリシーについての一九九四年から一九九 March 9, 2005, Notice of Filing of Proposed Rule Change by the NASD to Adopt an Additional Mark-Up Policy for 月から四月にかけてSECによって行われたところである。SEC Release No. 34-51338 (File No. SR-NASD-2003-141),

ト』第五号 (二〇〇〇年十二月)、三三~三九頁を参照。

(よこやま

しせい・客員研究員)

(53)

#### ----- 証研レポート既刊目録 -----

No.1613 (2002.12)	執筆者	No.1622 (2004.2)	執筆者
市場間競争と証券取引所	二上	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
中国のQFII制度の導入	Ŧ	一平成11年以降の債券税制改革について一	
シングル・ストック・フューチャーズ	吉川	施行を前にした証券仲介業制度	二上
	<b>п</b> /п		
ーアメリカにおける個別株先物の導入一		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
No.1614 (2003. 1 )		一急成長したアメリカの電子オプション取引所一	
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	No.1623 (2004.4)	
米国のストックオプション制度とその問題	三木	変わりつつある証券会社の人事制度	二上
初期のロンドン証券取引所		証券会社による企業再生アドバイザリー業務の現状	一工 松尾
初期のロントン証券取り別	清水		—
N 4045 (0000 0)		レギュレーションNMS	吉川
No.1615 (2003. 2)		一SECの全米市場システム改革案一	
ドイツ取引所の上場制度再編	二上	「レギュレーションNMS」に見る市場情報手数料	清水
ーノイエ・マルクト消滅の意味するもの-	-		
機関投資家とオルタナティブ投資	三木	No.1624 (2004.6)	
ITバブル期の米国企業金融	伊豆	税制改革と債券市場の新たな展開	中島
117.777 例77水白正朱亚版	17.37	一解消した債券の「課税玉」と「非課税玉」の問題-	1 20
N-1616 (0002 2)			-
No.1616 (2003. 3)	_	証券会社による企業再生アドバイザリー業務の現状(続)	松尾
中国株式市場の問題点について	王	米国の内外証券投資について	伊豆
わが国の最良執行の現状について	三木	一九世紀イギリスの地方証券取引所	清水
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一		No.1625 (2004.8)	
2 1 1 2 2 1 2 3 MIN 2 2 2 1 MI		国債の補完供給制度と新現先方式のレポオペ	中島
No.1617 (2003. 4)			. —,
	— ь	証券仲介業を巡る新しい動きについて	二上
東証、上場廃止基準を強化	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
一急がれる上場廃止銘柄の受け皿づくり一		SECのヘッジファンド規制案について	伊豆
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	No.1626 (2004.10)	
ーナスダックの新たなヨーロッパ戦略ー		今後の証券業	二上
第一次世界大戦前後のロンドン証券取引所	清水	ニューヨーク証券取引所のハイブリッド化	吉川
先 人臣が人転削後のロンドン皿が取引が	/月/八		
N-1610 (0000 6)		ーNYSEダイレクト十の改訂拡張案ー	>± L
No.1618 (2003. 6)	/n —	欧米の債券電子取引の現状について	清水
欧米証券取引所の国際化について	伊豆	ユーロ債流通市場における価格情報インフラ	横山
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	No.1627 (2004.12)	
		国債発行方式の新たな展開	中島
No.1619 (2003. 8)		一国債市場特別参加者制度の創設について一	. –,
オプション取引の社会的意義と投資家保護	二上	シンジケートローンと普通社債	松尾
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			
		国際収支不均衡とその対応策	伊豆
米国の「双子の赤字」と国際資本移動	伊豆	社債市場の透明性	横山
クリアネットとLCHの合併	吉川	一IOSCO報告書を中心に一	
ーユーロネクストのロンドン証券取引所包囲網ー			
		No.1628 (2005. 2)	
No.1620 (2003.10)		証券販売チャネルの今後	二上
株券不発行制度の導入	二上	ーイギリスの経験一	
一変貌する有価証券制度一	<u> </u>		/n=
	±∧ 🖂	人民元の切り上げをめぐって	伊豆
米国のDIPファイナンス制度と現状	松尾	ドイツ取引所のロンドン証券取引所買収提案	吉川
株価指数とは何か	吉川	ニューヨーク証券取引所のスペシャリスト問題について	清水
-MSCⅠジャパン指数先物の取引停止-	-		
地域通貨の機能は何か	清水	No.1629 (2005. 4)	
		政府短期証券・短期国債の現先売買と発行時源泉徴収制度	中島
No.1621 (2003.12)		地方再生における産業再生機構の役割	
発展途上国の株高の背景について	伊吉		松尾
	伊豆	レギュレーションNMSの決着	吉川
ユーレックスvsシカゴ	吉川	一SECによる全米市場システム改革ー	
ーユーレックスのアメリカ市場参入一		アーキペラゴとパシフィック証券取引所の経営について	清水
アメリカの市場情報課金のあり方について	清水		
― 市坦桂胡に聞するCEC談問禾昌今レポートトリー			

一市場情報に関するSEC諮問委員会レポートより一

昭和五十二年十一月十一日第三種郵便物認可(偶数月第二月曜日発行)

二〇〇五年六月十三日発行証研レポート第一六三〇号

#### 2005年6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)