



レポート

No.1636

2006年 6 月

米国のネット証券について

伊豆 久（1）

N Y S E とユーロネクストの合併合意

～欧米証券取引所再編の思惑～

吉川 真裕（11）

アジア債券市場育成構想における市場の重層性

横山 史生（27）

米国のネット証券について

伊豆 久

はじめに

ネット取引ブームを背景に、前年度（〇六年三月期）のネット証券大手各社の決算は、大幅な増収増益となった。日本のネット証券業では現在もパイの拡大が続いていると言えるであろう。

また、この春には、各社が相次いで手数料の引下げを発表したほか、ジョインベスト証券やGMOインターネッ
ット証券など新規参入も続いており、会社間の競争も激しくなる一方である。

ところが、米国のネット証券を見てみると、状況は大きく異なる。

米国の大手ネット証券と言えるのはすでに①シュワブ社、②イートレード社、③フィデリティ社、④TDアメリ
トリレード社の四社に絞られているが、①シュワブ社の中心業務は今では株式売買の取次から資産管理業務に移
っており、②イートレード社も銀行業務の比重が高く収益に占める委託手数料の比率は三割を切っている。そし
て③フィデリティ社が投信大手の子会社であることからすると、日本で言うネット証券と同様に委託手数料を主
たる収益源としているのは、結局④TDアメリトリレード社一社だけということになる。米国でも、かつては大手
投資銀行等のネット取引への参入が試みられたことがあったが、今ではそうしたことを試みる大手証券はない。

米国におけるネット取引はITバブルの崩壊以降低迷が続いているのであって、証券各社はそうした状況の変
化にそれぞれの方法で対応してきたのである。それが、シュワブ社の場合は投信の運用と販売を中心とした資産

管理業務への移行であり、イートレード社の場合銀行業への進出であり、その結果、この二社については、もはやインターネット取引による株式委託手数料収入を中心とするという意味での「ネット証券」ではなくなったと言うべきかもしれない。

そのため、日本のネット証券大手五社の収益構成が、どこも七割前後を委託手数料が占めるよく似た形となっているのに対して、米国の大手三社（フィデリティは非公開会社のため本稿では触れることができなかった）の場合は同業種とは言えないほど大きく異なっている。

では米国の（旧）ネット証券は、ITバブル前後の環境の変化にどのように対応してきたのであろうか。以下小稿では、ディスカウント・ブローカーの草分け的存在であったチャールズ・シュワブ社を取りあげ、この一年間の同社の収益構造の変化を見るところから、日米のネット証券の違いについて考えてみたい。

1 チャールズ・シュワブ社の収益構成の推移

図1は、過去一〇年間のシュワブ社の収益の推移を示したものである。

ここからわかるのは、まず、九〇年代後半に急速に収益を伸ばしていたこと、そして二〇〇〇年をピークに、その後は横ばいの状態が続いていることである。

九〇年代後半に収益が急増したのは、ITバブル期の株価の上昇にともなう売買高の増加によって、委託手数料を中心に収益が増加したからである。また同時期はインターネット取引の導入期にあたるため、既存の対面型の証券会社から、ネット取引大手のシュワブ社へと口座を移す投資家も少なくなかったであろう（口座数は九六年の四〇〇万口座から二〇〇〇年末には七五〇万口座へ増加）。

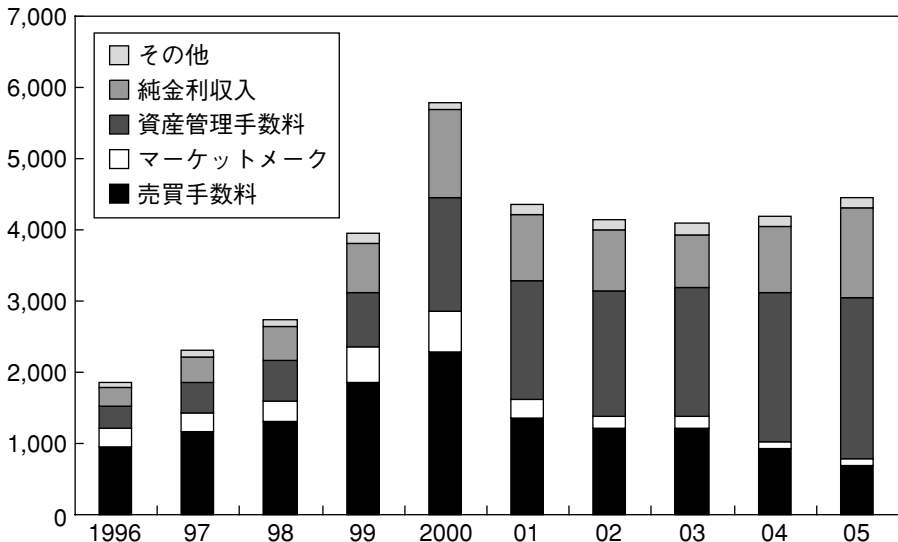
そして、二〇〇〇年に株価がピークをつけ下落すると、
 売買手数料も大幅に減少したのである。

しかしながら、二〇〇〇年以降のシュワブ社の収益の推移は、株価（※売買高）の動きだけでは説明できない。というのも、株価は〇二年を底に反転しているにもかかわらず、売買手数料の減少傾向はとまっていないからである。他方で、資産管理手数料が絶対額でも収益全体に占めるウェイトでも急速に増大している。

すなわち、シュワブ社は、米国におけるディスカウント・ブローカー（手数料が安い反面、営業員による推奨・アドバイスを行わない証券会社）大手として知られていたが、ＩＴバブルの崩壊後、売買仲介業務から資産管理業務へとその比重を移してきたのである。現在では、売買関係手数料（マーケットメイクを含む）は収益の一八％を占めるに過ぎず、半分以上（五一％）が資産管理業務で稼ぎ出されている（表１）。

売買手数料への依存度が低下したために、株価が回復しているにもかかわらず収益全体は伸び悩んでいるが、それ

図１ シュワブ社の収入の推移（年度、100万ドル）



（出所）シュワブ社年次報告書（10-K）各年版より作成。以下同社について同じ。

は言い換えれば、株価や売買高に左右されない安定した収益構造を獲得したということである。

2 売買手数料の推移

売買手数料の推移について少し詳しく見てみよう。

売買手数料は、〈稼動口座数〉×〈一稼動口座あたりの年間取引件数〉×〈取引一件あたりの手数料〉の三つの項目に分解することができる。九六年をひとして、それぞれの推移を示したのが図2である。

まず〈稼動口座数〉（一年間に取引のあった口座の数）と〈一稼動口座あたりの年間取引件数〉が、株価とほとんど同じ動きをしていることがわかる。株価の上下にに応じて、売買の頻度も上下するためである。

ところが、〈取引一件あたりの手数料〉は、株価に関係なく低下しつづけている。業界内の激しい価格競争、インターネット技術の発達を背景として、シュワブ社も引き下げを余儀なくされてきたのであり、九六年の一件あたり六九・五二ドルから〇五年には一五・六一ドルまで四分の一以下に低下している。

以上から、シュワブ社の売買手数料収入の低下は、手数料率の低下が主たる要因であったことがわかる。売買回転数や口座数の増加に限られるなか、手数料の値下げ競争がストレートに売買手数料の低下をもたらしたのである。

売買に関連するもう一つの収益項目として〈マーケットメイク〉があり、これも二〇〇一年から急速に減少し

表1 シュワブ社の収入構成
(2005年度、100万ドル)

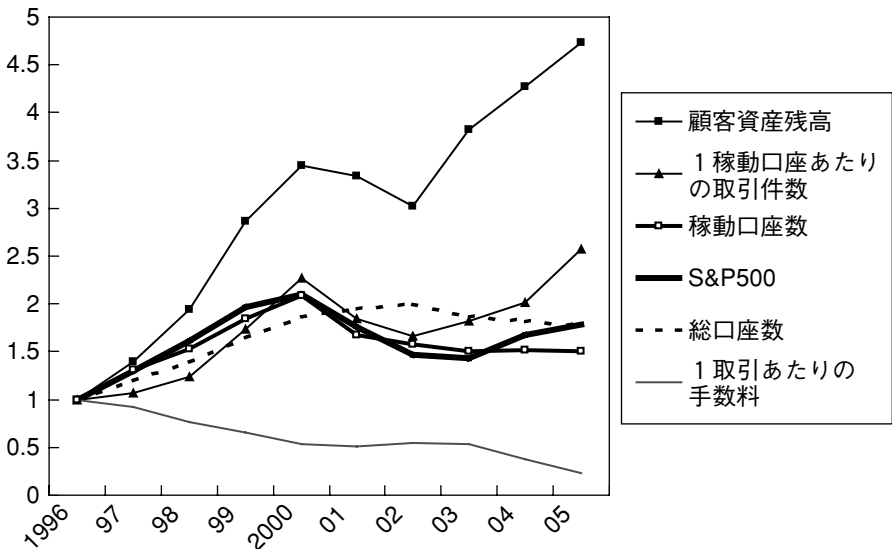
売買手数料	694	16%
マーケットメイク	85	2%
資産管理手数料	2,269	51%
自社投信	911	20%
他社投信	446	10%
その他投信関連	57	1%
資産管理サービス	855	19%
純金利収入	1,257	28%
その他	159	4%
収入合計	4,464	100%

ているが（図1）、これはまた別の理由によるものである。かつてシュワブ社は子会社としてナスダック市場のマーケットメーカー（シュワブ・キャピタル・マーケット社）を擁し、自社の顧客注文のみならず他社の注文に対する付け合せもおこなっていた。二〇〇〇年にはナスダックの出来高の八％を扱い、そこからの収益が（債券の値付けによる八四〇〇万ドルを含めて）五億七千万ドル（総収益の九・八％）に達していた。ところがその後、株価呼び値のセント化（一二・五セントから一セント単位へ）、マーケットメイクにおける指値注文の保護などの規制強化策が取られた結果、マーケットメーカーの収益は悪化。一株売買あたりの収益も一・八セントから〇三年には〇・一セントまで低下したため、シュワブ社は〇四年に当該子会社を売却している。

表2 シュワブ社の口座数等

	2005年度
総口座数	7,100,000
稼動口座数	2,719,000
1稼動口座あたりの年間取引件数	18.3
1取引あたりの手数料（ドル）	15.61
顧客資産残高（10億ドル）	1,199.2

図2 シュワブ社の口座数等



（注）1996年を1として指数化。
稼動口座：直近1年間に取引のあった口座

現在のマーケットメーカー収益は債券の売買に伴うものである。

3 資産管理サービスの提供

こうした売買関連収入の低迷を補ったのが、資産管理収入であるが、それを見る前にチャンネルの収益セグメントを見てみよう（表3）。シュワブ社の顧客は主に個人投資家であるが、同社は、アクセス別に三つに分けた収益と預かり資産の構成を公表している。

へ投資家サービスは、通常の取引のケースで、投資家がインターネットあるいは二九六ある支店（とその営業員）を通じて直接シュワブ社で取引をする場合である。しかし、シュワブ社に特徴的なのは他の二つである。その一つはへ投資顧問で、同社は、個人で仕事をしている投資顧問を組織化しており、カスタディや執行等のサービスを提供することで手数料を得ている。この場合、最終投資家は、シュワブ社の顧客というより投資顧問の顧客であり、そこでより洗練されたファイナンシャル・プランニング等のサービスを得ているのである。機関投資家を含めたより運用額の大きい投資家に対しては、シュワブ社が二〇〇〇年三月に買収した信託銀行へUSTラストへ信託サービスやプライベート・バンキングを提供している。

ネット取引にとどまらず支店・外務員を大規模に展開している他、投資顧問や信託銀行サービスを提供している点で、シュワブ社は、ネット証券という範疇を超えていると言ってよいであろう。そして、そうした投資顧問経由や信託銀行からの収益や預

表3 シュワブ社の部門別収益・預かり資産構成
(2005年度)

	部門別収益 (100万ドル)		部門別預かり資産 (10億ドル)	
投資家サービス	2,742	61%	645	54%
投資顧問	803	18%	406	34%
USTラスト	832	19%	148	12%
その他	87	2%	—	—
合 計	4,464	100%	1,199	100%

かり資産が全体の半分近くに達しているのである。

表3の預かり資産はチャンネル別であったが、それを商品別に並べ直したのが表4である。顕著な特徴は、株式の比率が四三%しかないことである。そして、四二%は投資信託（その三分の一は自社投信）、一三%は債券が占めている。ここからも、シュワブ社の主たる業務が株式売買の仲介というより、投資信託や債券を含む長期投資のサポートにあることがわかる。

すなわち、シュワブ社の場合、ネットを使った安い手数料での株式売買の仲介というより、自社の支店や提携先の投資顧問、あるいは信託子会社を使った投資信託を中心とした資産運用サービスの提供を主たるビジネスとしているのである

おわりに

こうしたシュワブ社の戦略は、特殊なケースなのだろうか。

日本のネット証券の大手の収益構成は、図3が示すように、どこも委託手数料が七割前後を占めており非常によく似ている。

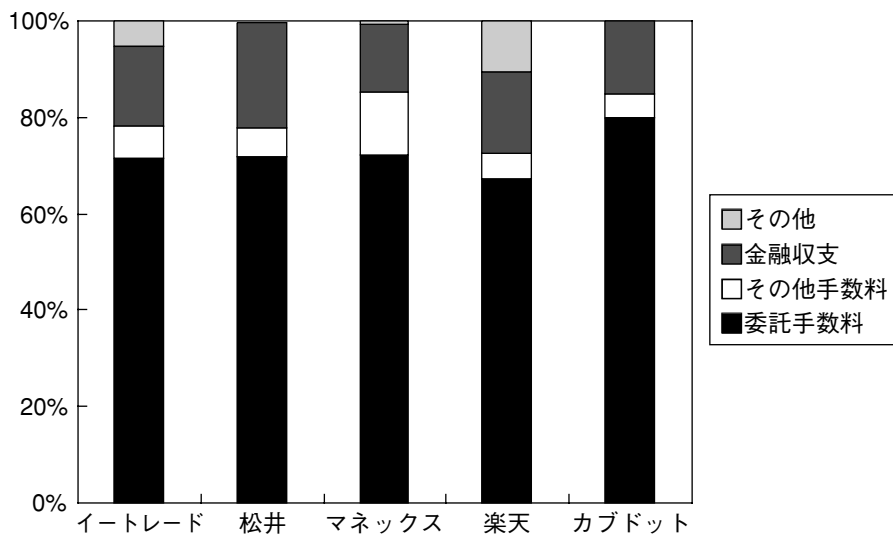
しかし米国の場合、イトレード社は、二〇〇〇年以降銀行業務に進出、今ではそこからの収益が四割を占めており（図4）、大手証券と呼べるところで日本と同様の収入構成となっているTDアメリトレード社のみである（図5）。

では、アメリトレード社はどのような戦略をとってきたのであろうか。低価格でのネット取引サービスの提供

表4 預かり資産
(2005年末、10億ドル)

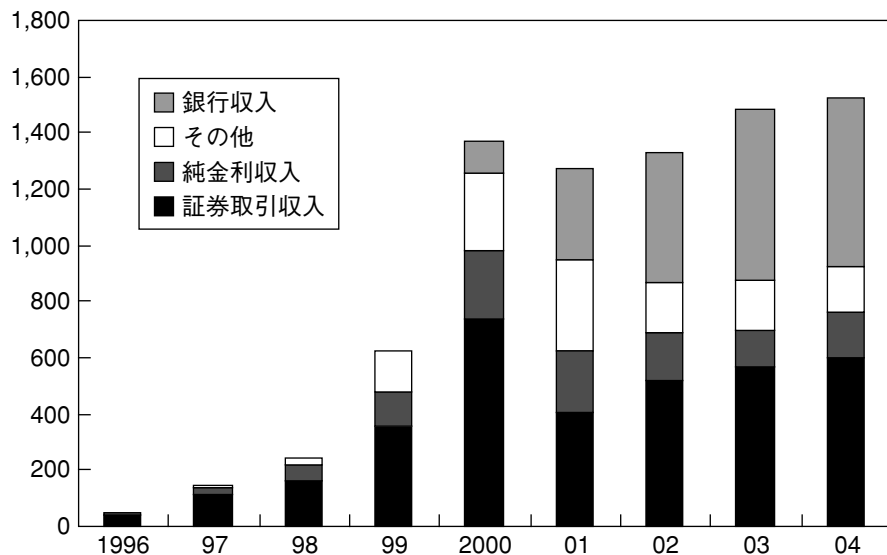
自社投信	166.9	14%
他社投信	337.9	28%
株式	511.8	43%
債券	154.6	13%
現金等	38.4	3%
マージンローン	-10.4	-1%
合 計	1,199.2	100%

図3 日本のネット証券大手5社の収益構成（2005年度）



（出所）各社決算短信より作成。

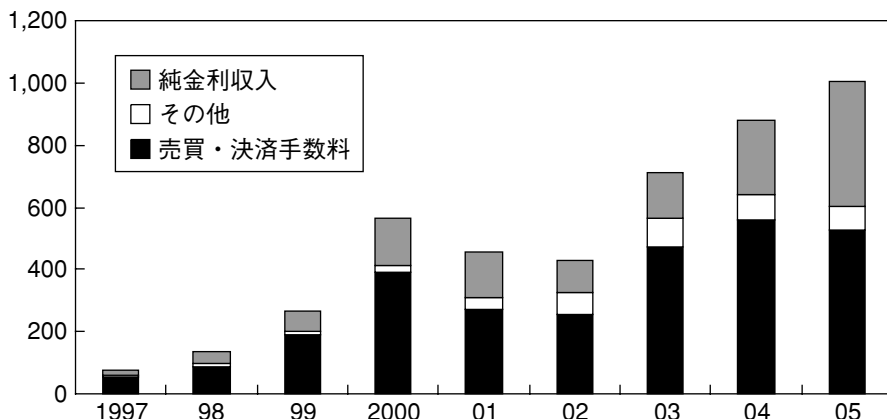
図4 イートレード社の収入の推移（100万ドル）



（出所）イートレード社年次報告書（10-K）各年版より作成。

（注）「証券取引収入」は委託手数料、マーケットメーク等の合計。

図5 TDアメリトレード社の収入の推移（100万ドル）



（出所）TDアメリトレード社年次報告書（10-K）各年版より作成。

表5 TDアメリトレード社の買収戦略

01年9月、National Discount Brokersを買収（31万9千口座、預かり資産63億ドル）
 02年9月、Datekを買収（80万口座、預かり資産110億ドル）
 03年6月、Mydiscountbroker.comから個人口座を買収（1万7千口座）
 04年1月、Bidwell & Companyを買収（10万口座、預かり資産50億ドル）
 04年2月、BrokerageAmericaの個人口座を買収（1万1千口座）
 04年10月、JB Oxfordの個人口座を買収（4万5千口座）
 05年5月、E*tradeからの買収提案を拒否
 06年1月、Toronto Dominion銀行からTD Waterhouseを買収（140店舗、外務員2,600人）

（出所）TDアメリトレード社のウェブサイトより作成。

を中心とする同社にとって規模の拡大が最重要課題であったため、表5が示すように、買収を繰り返すことで生き残りが図られてきた。昨年五月にはイトレード社からの買収提案を拒否し、逆に今年一月には大手ウォークターハウス社の買収に成功している。

このように、米国では、資産管理業への転換、銀行業への進出、規模の拡大等とそれぞれが異なった戦略を打ち出してきたのであるが、それに対して、日本の場合、各社が凌ぎを削っているとはいえ、同様のビジネスモデルで数社が並存している状況にある。

こうした日米の違いが、ネット取引ニーズの大きさの違いに由来することは言うまでもない。米国では、二〇〇〇年をピークとするITバブルの崩壊

によって、個人投資家は拡大しかけたネット取引から再び、アドバイザー経由の取引や長期的な資産運用に回帰したとされる。

日本ではどうなるのだろうか。足元では、ライブドア・ショック、新興市場の軟調、さらには村上ファンド・ショックと、ネット個人投資家への逆風が続くが、損失を抱えた投資家が、「結局、投資とはこんなものか」と見切りをつけて再び貯金に戻るのか、それとも長期的な資産運用に方針を転換するのか、長いスパンで考えればそれが証券市場と証券会社のあり方を左右することになるのであろう。

(いず ひさし・客員研究員)

NYSEとユーロネクストの合併合意

～欧米証券取引所再編の思惑～

吉川 真裕

二〇〇六年五月二日、ドイツ取引所に続いてニューヨーク証券取引所（NYSE）が旧パリ取引所を核とするユーロネクストに対して合併提案をおこなったことはこの間の経緯を知らない人々を驚かせた。六月一日には早くもNYSEとユーロネクストの経営陣の間で合併合意がおこなわれたことはグローバルな取引所再編への第一歩として、ドイツ取引所、ロンドン証券取引所、そしてアメリカのナスダックに対して、新たな戦略の必要性を痛感させることになった。これまでヨーロッパでは市場統合の一形態としてヨーロッパ統合株式市場の設立を目指して、ロンドン証券取引所、ドイツ取引所、ユーロネクストの間で主導権争いがおこなわれ、アメリカではNYSEとナスダックが勢力争いを繰り返してきたが、NYSEとユーロネクストという大西洋を越えた取引所統合はこれまでは異なるコンセプトによるものであり、今後はアジアを含めたグローバルな取引所ネットワークという方向に向かうことになるとの見方も生じている。しかし、今回のNYSEとユーロネクストの合併合意はこれまでの取引所統合の動きの中から次善の選択肢として生まれたものであり、合併合意の撤回や三つ巴の合併へと組み替えられる可能性も残しており、歴史的な快挙とは言えないのが実情である。

本稿では、ヨーロッパとアメリカでの証券取引所をめぐるこれまでの経過を振り返り、この結果として生じたNYSEとユーロネクストの合併合意とこれをめぐる欧米主要取引所の思惑について考察する。

1 証券取引所を取り巻く状況

(1) ヨーロッパ

ヨーロッパではECの市場統合の一環として証券取引所のリンケージが一九八〇年代前半に話し合われていたが、一九八五年にロンドン証券取引所がSEEAQインターナショナルという外国株市場を開設して以来、取引がロンドンに流出し、話し合いによるリンケージから市場の力による統合へと流れは傾いた。しかし、一九九〇年代に入ってヨーロッパ各国での証券市場改革が功を奏し、ロンドンの一人勝ちという構図は後退した。この頃、ロンドンの力による統合という路線に対抗すべく、それぞれデリバティブ取引所を傘下に持つパリ取引所とドイツ取引所が提携し、現物株取引はパリ取引所の取引システム、デリバティブ取引はドイツ先物取引所(DTB、後のユーレックス)の取引システムを採用するという合意がおこなわれた。ところが、東西ドイツ統合と通貨統合をにらんでドイツ国債の取引が急増したことに自信を強めたドイツ取引所は、この合意を撤回し、フランクフルトを通貨統合後の金融センターとすべく、独自の現物株取引システムの開発に着手し、ロンドン対大陸ヨーロッパ(独仏)という構図も崩れ去った。

ユーロ導入を半年後に控えた一九九八年七月、ロンドン証券取引所とドイツ取引所が戦略的提携を発表し、三〇〇銘柄程度のヨーロッパ統合株式市場の開設を打ち出したことはパリ取引所を驚かせ、パリ取引所を四対四対二のマイナー参加者として受け入れる用意があるというドイツ取引所会長の発言はパリ取引所を激怒させた。パリ取引所はヨーロッパの他の取引所に呼びかけ、英独連合への対抗を試みたが、オランダのアムステルダム取引所、スペインのマドリード証券取引所、イタリアのミラノ証券取引所が英独を核とした統合株式市場構想を支持したために有効な対抗策を打ち出すことはできなかった。ところが、この戦略的提携は英独のイニシアティブ争

いで実質的に頓挫することになった。一九九八年にドイツ国債先物・オプション取引をロンドン国際先物・オプション取引所（LIFFE）から奪取したユーレックス（旧DTB）とITブームを背景に急成長したノイア・マルクトを傘下に持つドイツ取引所はヨーロッパ株取引が大幅に減少したロンドン証券取引所に対して、ユーロ・ボードへの名称変更（独自の統合株式市場への布石）と株式公開による資金調達をちらつかせ、統合株式市場のイニシアティブを握ろうとしていたのである。さらに、一九九九年にはユーロ債の二大決済機関の一つであるユーロクリアがライバルのセデルを抑えて一人勝ちを目指したことから、セデルとドイツ取引所傘下のドイツ取引所クリアリング（DBC）の対等合併によるクリアストリーム（二〇〇二年にはセデルのスキヤンダルからドイツ取引所の完全子会社化）を生み出すことになり、ドイツ取引所の影響力をますます強まっていた。

こうした最中、二〇〇〇年三月にパリ取引所、アムステルダム取引所、ベルギーのブリュッセル取引所の持ち株会社化によるユーロネクストの設立が発表され、これを受けて五月にはロンドン証券取引所とドイツ取引所の対等合併、そして新取引所とナスダックの提携による新ベンチャー市場の開設が発表された。しかし、八月にストックホルム取引所を傘下に持つOMグループがロンドン証券取引所に対して敵対的買収を仕掛けたことからロンドン証券取引所はドイツ取引所との合併を撤回し、再び英独仏の三極関係がヨーロッパでは定着することになった。ロンドン証券取引所はドイツ取引所とユーロネクストがそれぞれ傘下にデリバティブ取引所を擁していることに対抗すべく、二〇〇一年に元LIFFE副会長のファース女史をCEOに迎え、LIFFEの買収を試みたが、ヨーロッパ大陸市場への進出を目指したLIFFEは同年、ユーロネクストに買収されることを選択した。さらに、二〇〇二年にはイギリスのセトルメント機関であるクレストがユーロクリアに買収され、二〇〇三年にはイギリスのクリアリング機関であるロンドン・クリアリング・ハウス（LCH）がフランスのクリアネットに

買収されたことにより、デリバティブ取引と決済業務からユーロネクストによるロンドン証券取引所包囲網はますます強まることになった。

二〇〇四年十二月、ユーロネクストによるロンドン証券取引所の取り込みに対抗すべく、ドイツ取引所はロンドン証券取引所に対して買収提案をおこない、ユーロネクストも買収価格を明示しないまま、ロンドン証券取引所と買収交渉を重ねることになった。二〇〇一年に相次いでドイツ取引所、ユーロネクスト、ロンドン証券取引所は株式公開を果たしていたが、新たにドイツ取引所の株主となった英米のヘッジファンド等がドイツ取引所によるロンドン証券取引所の買収に反対した結果、二〇〇五年三月にドイツ取引所は買収提案を撤回し、ドイツ取引所の拡大を支えてきたCEOと会長の交代という事態にまで見舞われることになった。他方、イギリスの公正取引庁はドイツ取引所とユーロネクストによるロンドン証券取引所の買収の調査を競争委員会に依頼し、クリアリング機関に対する影響力が問題となっていたが、八月にはオーストラリアのマッコーリー・グループがロンドン証券取引所の買収を示唆し、一二月に正式な買収提案をおこなうことになった。ドイツ取引所やユーロネクストとの交渉とは異なるロンドン証券取引所の厳しい反対を受けたマッコーリー・グループは二〇〇六年二月二〇日に買収提案価格の引き上げをおこなわず、二月二十八日に買収提案を正式に撤回した。

ところが、三月一〇日にはナスダックがロンドン証券取引所に対する買収提案を発表し、関係者を驚かせた。ナスダックの突然の買収提案はかつてさまざまな提携交渉をおこなったことのあるロンドン証券取引所にとって驚きであり、交渉自体を受け付けないという厳しいロンドン証券取引所の姿勢から三月三〇日にナスダックは買収提案を取り下げることになった。この過程で明らかになったのはロンドン証券取引所はユーロネクストとの合併・統合に前向きであり、アメリカの取引所との合併にさほど関心を示していないということであった。

(2) アメリカ

ヨーロッパと異なり、アメリカでは証券取引所の合併や買収は最近までほとんどおこなわれていない。しかし、取引所類似施設であるECNの買収は頻繁に起こっており、証券取引所の買収も今後は珍しくなくなるだろう。二〇〇二年にはECN最大手のインスティネットが第二位のアイランドを買収（統合後はINET）し、中堅ECNであったアーキペラゴとレディブックが合併（統合後はARCAEX）した。そして、二〇〇二年の電子取引システム（スーパーモンタージユ）導入後も取引シェアが低下し続けたナスダックも二〇〇三年に中小ECNのBRUTを買収し、スーパーモンタージユへの注文回送の増加を試みたが、取引量はさほど増えず、ナスダック、INET、ARCAEXがナスダック銘柄の取引の大半を分け合っていた。ちなみにアーキペラゴは二〇〇一年にパシフィック取引所の現物株取引を移管され、証券取引所の認可を受けてアーキペラゴ取引所（ARCAEX）と名乗るようになっており、二〇〇五年一月にはパシフィック取引所の買収に合意していた。

こうした状況に大きな変化が生じたのはINETを傘下に持つインスティネットの親会社であるイギリスの通信社ロイターが二〇〇四年秋に戦略の見直しからインスティネットを一括売却する意向であることが報じられてからである。二〇〇五年四月二二日、ナスダックがインスティネットを買収し、INETを除く部門を売却するという形でINETの買収計画が発表された。このナスダックによるINETの買収はINETでの取引が低下したわけでもインスティネットの業績が極端に悪化したわけでもなく、インスティネットの親会社であったロイターの経営戦略の見直しによるものであり、スーパーモンタージユ導入後もINETからの取引奪還を実現できなかったナスダックにとっては幸運であった。ただし、INETはインスティネットとアイランドの取引システムの統合に手間取り、一時はARCAEXに取引シェアで抜かれるという失態を演じたこともある。

ナスダックのINET買収はロイターのインターネット売却報道からある程度は予想された事態であったが、この買収計画発表の二日前である四月二〇日に発表されたNYSEによるARCAEXの買収（買収後はARCAEXの持ち株会社であったアーキペラゴ・ホールディングスをNYSEグループと改名）は事前の報道もなく、関係者を驚かせた。INETの買収競争をナスダックと演じることを諦めたアーキペラゴがナスダック銘柄での取引シェア低下を見越すと同時に、フロア取引と電子取引のハイブリッド化を目指すNYSEの支援をする形でNYSEのハイブリッド化が失敗した場合にはNYSEの電子取引システムに取って代わることも見込んだ画期的な決断であった。買収を通じて大きくなったアーキペラゴが買収されることで更なる拡大を目指すという戦略はLIFFEがユーロネクストに買収されることでヨーロッパ大陸への進出を成し遂げたことに通じるところがあると言えよう。他方、ARCAEXを買収したNYSEはハイブリッド化失敗のヘッジとともに、パシフィック取引所のオプション取引と、NYSEほど厳しくない上場基準の市場を手に入れ、従来はNYSEの上場対象とはなっていなかったナスダック銘柄の取り込みをはかるといふ利点を考えていたのであろう。そして、上場企業の買収後に被買収企業を存続会社にすることで、株式会社化（非会員組織化）と株式公開という時間のかかるハードルを飛び越え、会員制の非営利企業から上場された株式会社へと一気に転換するという離れ業を成し遂げ、ライバルであるナスダックに追いつくことになったのである。

この二つの合併計画の発表は電子取引への移行を促すレギュレーションNMSの導入決定とともに他の証券取引所にも影響を及ぼしており、すでに株式会社化を終えていたフィラデルフィア証券取引所は有力業者の出資を受け、ポストン証券取引所は有力業者の出資を受けた子会社として電子取引所を開設する計画を、電子オプション取引所であるISEも有力業者の出資を募って子会社として証券取引所の開設計画を明らかにしている。

2 NYSEとユーロネクストの合併計画

二〇〇五年五月にCEOと会長の交代を勝ち取ったドイツ取引所の株主はロンドン証券取引所の買収よりもユーロネクストとの合併を望んでいたが、同時にユーロネクストの株主でもあり、ユーロネクストに対してもドイツ取引所との合併を要求していた。一月に就任したドイツ取引所のフランチャオーニCEOはユーロネクストとの合併が優先課題であるという意見を表明していたが、ユーロネクストとの交渉は本部の所在地とセトルメント機関をどうするかで対立したままであった。ユーロネクストもドイツ取引所との合併は最優先課題であるとしながらもイギリスの競争委員会の決定を待つてロンドン証券取引所に対する買収提案をおこなうという選択肢も捨ててはなかった。そこで、ユーロネクストの株主であるウィンチフィールド・ホールディングが四月五日に年次株式総会でドイツ取引所との合併を議題として掲げる提案をおこなった。ユーロネクストのテオドルCEOは五月二三日の年次株主総会で株主の意見を聞くことを約束したが、選択肢はドイツ取引所に限らないという姿勢を示し、ロンドン証券取引所とシカゴ・マーカンタイル取引所の名前が新聞紙上で報じられた。そして、ユーロネクスト経営陣を支持する意見がフランスの金融機関から連名で発表され、ドバイ国際金融センターもユーロネクストの株式を経営陣に通知した上で取得したことを表明した。ユーロネクストは一年前にドイツ取引所の経営陣がヘッジファンドだけでなく、大手業者からの支持も失って辞任に追い込まれた経験に学んでおり、水面下で株主の支持取り付けにも動いていた模様である。

ところが、四月一日にロンドン証券取引所に対する一株九五〇ペンスの買収提案を取り下げていたナスダックがロンドン証券取引所の株式の一四・九九%を一株一一七五ペンスで取得したと発表し、NYSEもロンドン証券取引所の買収に動き出したという報道が流れ、ロンドン証券取引所の株価は急騰した。そして、五月三日に

ナスダックが一株二一八ペンスでロンドン証券取引所の株式を買い増し、一八・七%を取得したことを発表するに及んで、ユーロネクストはロンドン証券取引所との買収交渉を停止したことを明らかにした。三月一〇日のナスダックの買収提案に対してロンドン証券取引所はマッコーリー・グループに対してと同様に冷淡であり、これはユーロネクストとロンドン証券取引所の交渉が進んでいる証拠と見られていたが、ナスダックによる株式取得は一年以上に及ぶユーロネクストとロンドン証券取引所の合併交渉をぶち壊し、五月二三日に迫った株主総会を前にしてユーロネクストに戦略の見直しを迫ることになった。ユーロネクストの経営陣はドイツ取引所以外の選択肢も排除すべきでないという見解を表明し、ドイツ取引所との合併決定に反対するよう株主に呼びかけた。そして、このときはじめてNYSEとの合併の可能性が新聞紙上で報じられるようになった。また、債券デベロッパー市場のMTSを共同で買収したユーロネクストとイタリア取引所（旧ミラノ証券取引所）が合併交渉を進めているという報道も現れ、取引所の買収問題の中心はロンドン証券取引所からユーロネクストへと移っていった。

五月一八日、ユーロネクストはトランスフォーメーション・トランザクションにかかわる交渉が進んでいるという発表をおこない、ドイツ取引所以外との交渉をにおわせ、NYSEの名前が各紙で報じられるようになった。そして、五月一九日にはドイツ取引所がユーロネクストに対する合併提案をおこない、五月二二日にはNYSEもユーロネクストに対する合併提案をおこなった。五月二三日のユーロネクストの株主総会では賛成三〇五〇万株に対して反対四三八〇万株、棄権二〇〇万株でドイツ取引所との合併提案は否決されたが、NYSEとの合併は議題に上っておらず、合併問題は将来の臨時株主総会で承認を求めることが経営陣から発表された。しかし、NYSEのセインCEOは数日中に合併合意が得られるだろうという楽観的な見通しを表明し、その言葉通り、六月一日にNYSEとユーロネクストの合併合意が経営陣から発表された。

六月一日に発表されたNYSEとユーロネクストの合併合意は五月二二日に公表されたNYSEの買収提案とほぼ同じ内容であったが、ユーロネクストのテオドルCEOによれば執行取締役の交代に取締役会の三分の二または株主の八〇%の同意が必要であること、新会社の会長とCEOはNYSEとユーロネクストから一人ずつ選ばれることが確認された点が異なると報じられている。ただし、合併合意撤回に対する賠償条項は付されず、ユーロネクストは合併が成立するまでドイツ取引所による買収提案を選択肢とする余地が残されている。

①新会社はNYSEの持ち株会社であるNYSEグループをNYSEユーロネクストと名称変更し、NYSEグループの株主は新会社の株式一株を受け取り、ユーロネクストの株主は新会社の株式〇・九八株と二一・三二ユーロの現金を受け取り、株式はNYSE（ドル建て）とユーロネクスト・パリ（ユーロ建て）で上場される。

②新会社のアメリカ本部はニューヨーク、国際本部はパリとアムステルダムで、デリバティブ業務はロンドンを拠点とする。新会社の経営陣はNYSEから一人、ユーロネクストから九人が選出され、初代会長はユーロネクストのヘッセル会長、初代副会長はNYSEのカーター会長、初代CEOはNYSEのセインCEO、初代次席経営責任者はユーロネクストのテオドルCEO（国際部門のトップを兼任）を予定している。

③合併に伴うシナジー効果は三年間で三億七五〇〇万ドルとされ、このうち二億五〇〇〇万ドルはITシステムと取引システムの合理化、残る一億ドルは収入の増加が見込まれている。そして、現物株取引で三つ、デリバティブ取引で三つ存在する取引システムはそれぞれ一つずつの計二つに統合することが予定されており、現在アメリカに六つ、ヨーロッパに四つ存在するデータ・センターはアメリカで二つ、ヨーロッパで二つのグローバルにリンクしたデータ・センターへと削減され、最終的には一つのデータ・センターへの統合が目指される。

④新会社のもとで運営される取引所は引き続き所在国の規制に服し、所在国の規制当局の監督を受ける。

3 NYSEとユーロネクストの合併合意をめぐる欧米主要取引所の思惑

(1) ユーロネクスト

ナスダックによるロンドン証券取引所の大量の株式取得が実現するまで、ユーロネクストの第一目標はすでにイギリスのデリバティブ取引所とクリアリング機関、決済機関の取り込みで包囲したロンドン証券取引所の取り込みであったはずである。ロンドン、フランクフルト、パリというヨーロッパの三大取引所を舞台にした取引所の三極関係は当初、優勢なロンドンにパリとフランクフルトが共同して挑むという図式であったが、フランクフルトが離脱し、さらにはパリをはずしてロンドンとフランクフルトでヨーロッパの統合株式市場を開設しようとしたことでパリ取引所を窮地に追い込んだ。このとき、パリ取引所はニューヨーク証券取引所に声をかけ、ナスダックのグローバル戦略に対抗してニューヨーク証券取引所の主導で世界の一〇の取引所を結ぶグローバル・エクイティ・マーケット（GEM）という構想を提唱させたが、結局何も生み出すことはできなかった。そこで、オランダとベルギーの取引所を巻き込んでユーロネクストという統合取引所持ち株会社の設立に至った。ユーロネクストに入れば一つの取引所に統合されるという錯覚があるが、実際は上場基準を含めた取引所規則の共通化と取引システムの共通化があるだけであり、各取引所にとっては従来の各国市場での取引確保は保証され、ロンドンやフランクフルトの大取引所の買収や侵入から身を守るという性格が強いというのが実態である。その証拠に後に参加したポルトガルの取引所を含めて、フランス、オランダ、ベルギー、ポルトガルでクロスボーダー取引が顕著に増加したという事実は見られていない。他方、従来からスウェーデンのOMグループと並んで取引システムの提供を積極的におこなってきたパリ取引所は関連会社を通じて取引システムの提供をはかる一方、各国市場の合計を報告することで自らのグループをロンドンやフランクフルトに対して優勢に見せようとしてきた。

今回のNYSEとの合併計画もその延長線上にあり、パリはヨーロッパでの主導権をNYSEに渡す気はなく、NYSEの傘下に入ることでは時価総額で大幅に上回るドイツ取引所との合併で主導権を奪われることを回避することを選んだというのが実情であろう。NYSEを取り込んで世界最大の取引所運営会社となった暁にはライバルであるドイツ取引所の買収さえ不可能ではなくなるかもしれない。実際、「ドイツ取引所を迎え入れるという夢も諦めてはいない。大西洋をはさんだ取引所の誕生はヨーロッパ統合取引所の夢を変えるものではない」というテオドルCEOの発言をフィナンシャル・タイムズ紙は報じている。ロンドン証券取引所の買収はすでにナスダックが二五%の株式を取得し、拒否権を握っていることから当面は難しいが、財政面の負担からナスダックがロンドン証券取引所の買収を諦める可能性がないわけではない。パリにとっての目標はヨーロッパで中心的な地位を確保することであり、とりわけ実績からロンドンに譲るところはあってもフランクフルトには負けられないという側面が強い。NYSEとの合併はドイツ取引所の傘下に入ることを避けるための最も有効な手段であり、アメリカに取引システムを提供することができれば一石二鳥であり、さらに将来のヨーロッパ共通取引プラットフォームの獲得につながるかもしれない。たとえNYSEのブランド力を利用したにしても新たに世界中から上場企業を集められるような株式市場を作り出すことはきわめて困難であり、パリがヨーロッパの中心市場になることは考えられず、こうした中でいかに影響力を持ち続けるかというのがユーロネクストの狙いであろう。

(2) NYSE

NYSEはもともと外国の株式市場や取引所に対して無関心であり、世界中から優良企業を集めて上場することに熱心であった。かつてナスダックがグローバル戦略を打ち出したときもパリに頼まれ、GEMという旗を掲げてナスダックに対抗するような素振りを見せたが、ナスダックがグローバル戦略を後退させるとGEMというアイデアは忘

れ去られた。しかし、エンロン事件等を受けて成立したサーベンス・オクスレー法によって、外国企業の新規上場が減っただけでなく、既上場企業の上場廃止へ向けた動きが生じるに及んで、NYSEも外国取引所との提携を真剣に考えるようになった。二〇〇四年に就任したセインCEOはヨーロッパの三大取引所の三極関係をいち早く見て取り、二つの取引所の合併・買収から残された取引所を取り込もうという姿勢を示し、当時はロンドン証券取引所とドイツ取引所、またはロンドン証券取引所とユーロネクストという組み合わせから外れたドイツ取引所かユーロネクストを取り込もうと考えたに違いない。しかも、ロンドン証券取引所と違ってドイツ取引所もユーロネクストもそれぞれ傘下にユーレックスとLIFFEという世界的なデリバティブ取引所を要していることから、株式取引だけでなく、債券取引やデリバティブ取引に進出して収益の安定化をはかるというセインCEOの持論にもぴたりであった。また、NYSEの取引開始前に上場銘柄の取引がかなりおこなわれており、これを取り込むために取引時間を早めることも、ヨーロッパ時間で提携取引所が取引をおこなってくれば、それほど大きな問題ではなくなる。

セインCEOの見通しが外れたのはドイツ取引所もユーロネクストもロンドン証券取引所を取り込むことができず、最大のライバルであるナスダックがNYSEの上場という隙を突いてロンドン証券取引所に買収提案をおこなったことであろう。もしロンドン証券取引所をナスダックが買収することになれば残されたドイツ取引所とユーロネクストが提携する可能性が高まり、NYSEには提携すべき有力な相手がいなくなるという事態が生じかねない。もちろん、ナスダックに対抗してロンドン証券取引所の買収を競うことも選択肢の一つであろうが、相当な費用負担を強いられるだけでなく、株式市場としては最も魅力的なロンドン証券取引所は有力なデリバティブ部門を持たないという決定的な弱点があった。さらにドイツ取引所もユーロネクストも関連会社にシステム開発会社を要しており、将来的にはARCAEXの取引システムとの統合問題がNYSE自身で生じかねないこ

ともあって、こうした部門を持たないロンドン証券取引所よりも魅力的であったに違いない。そこで、おそらくパリからの働きかけを受けてユーロネクストとの合併という道が選ばれたのであろう。

さらに、アメリカではじめて上場されたシカゴ・マーカンタイル取引所の株価が一〇倍以上に値上がりしたことを受け、NYSEの株価はナスダックの株価と同様にPER四〇倍という水準で取引されており、株式交換を伴う形の買収や合併をするには時期的に好都合であったことも考えられる。NYSEの株価はレギュレーションNMMS導入後に取引シェアの低下がないことを織り込んでいる一方、ナスダックの株価はレギュレーションNMMS導入後も取引シェアの上昇があることを織り込んでいるとも考えられ、いずれかまたは両方の株価がレギュレーションNMMS導入後に大幅に下がる可能性は高い。そうであれば、この時期に高株価を利用しようとするインセンティブが働いていることも十分に考えられる。とりわけ、ナスダックはNYSE銘柄の取引を奪えないとしてもナスダック銘柄の取引では当面安泰であると考えられるのに対して、NYSEは上場銘柄の取引が流出し、完全な電子化への移行を迫られる可能性もないわけではない。したがって、結果のする前に高株価を利用してリスクをヘッジすることはNYSEがARCAEXを株式交換によって買収したのと同じ手法とも言える。NYSEにとってはユーロネクストとの合併はリスク・ヘッジの側面もあり、新たな有力市場をヨーロッパに生み出せなくてもグループとしては安定した収益を確保できるということでも十分なのであろう。

(3) ドイツ取引所

ドイツ取引所は二〇〇五年の株主の反乱によって成長を牽引してきたCEOと会長を失うという事態を迎え、暗中模索というところであろうか。これまでの強引な手法は後退せざるを得ないであろうが、かつてザイフェルトCEOと路線対立から袂を分かったフランチャオーニ氏が新CEOに就任したにもかかわらず、そうした変化は

現れてはいない。ヘッジファンドの要請に応じてユーロネクストを最良のパートナーと位置付けながらも合併交渉においては時価総額の大きさを理由に一歩も引こうとしていない。本部をフランクフル트에置き、クリアストリームを手放す気はないという姿勢は頑なに映り、CEOの個性というよりもドイツ金融界の総意なのであろう。ユーロネクストとNYSEの合併合意によって、こうした姿勢に変化が現れるのかどうかはわからない。

ユーロネクストとNYSE、そしてロンドン証券取引所とナスダックという組み合わせが成立した場合、ドイツ取引所は取り残されることになるかもしれないが、ユーレックスというヨーロッパ最大のデリバティブ取引所と、クリアストリームというユーロクリアと並ぶ国際決済機関を傘下におさめていることからすれば、必ずしもあわてて譲歩する必要はないと考えているようである。確かにドイツの株式市場はイギリスよりも小さく、外国株取引も活発ではないが、外国においてドイツ株の取引が活発なわけでもない。しかもユーレックスではドイツ国債関連商品がヨーロッパ債券市場のベンチマークとして取引されており、ユーロ圏の五〇銘柄の株式を対象としたユーロSTOXX五〇指数先物・オプションでもすでにヨーロッパ最大の取引を定着させている。こうした点ではイギリスと並んでドイツ抜きヨーロッパ統合はありえないという地位を確保しているのである。したがって、ドイツ取引所はユーロネクストとNYSEの合併合意に対してさほど影響を受けないかもしれない。前CEOの戦略と同様、ロンドンをにらみつつ、ユーレックスのネットワークを利用して世界的な展開をおこない、これと平行してロンドンとヨーロッパの主導権争いをするというのがドイツ取引所のスタンスであるようだ。

(4) ロンドン証券取引所

ロンドン証券取引所は五月二二日時点でナスダックに二五・一%の株式を保有され、資金調達面での拒否権を握られた格好になっている。しかし、この時点まで両CEOの面会はおこなわれておらず、ロンドン証券取引所

のナスダックに対する拒否反応は強い。かつてロンドン証券取引所とドイツ取引所が合併合意をおこなった際にはナスダックとの提携が盛り込まれていたし、この合併合意撤回後にもリンカーン（ロンドン証券取引所）とナポレオン（ナスダック）という暗号名で両者の合併が経営陣によって検討されたこともある。しかし、今やナスダックはロンドン証券取引所を必要としているが、ロンドン証券取引所はナスダックを必要としないのである。ロンドン証券取引所はビッグバンの際にナスダックの気配表示システムを真似てSEAQを導入し、その後もベンチャー市場を育成する上でナスダックを参考にしてきた。ところが、サーベンス・オックスレー法導入後にはナスダックでの外国企業上場が大幅に減り、ロンドン証券取引所傘下のベンチャー市場AIMに上場する外国企業が増えただけでなく、アメリカ企業までがAIMに上場するという事態に至っているのである。

ロンドン証券取引所はドイツ取引所とユーロネクストとの買収交渉の過程でLIFFEを傘下に持つユーロネクストからいかに有利な条件を引き出すかということに苦心してきたが、ナスダックの介入でユーロネクストはロンドン証券取引所の買収をいったんは撤回している。タイムズ紙によれば、ロンドン証券取引所とユーロネクスト、NYSEの三者合併の協議もナスダックの株式取得後におこなわれたという。当面はナスダックとの関係はどうするかがロンドン証券取引所にとっての最大の焦点であろう。そして、ロンドン証券取引所にとっての懸念材料はこれまで買収に反対してきたイギリスの投資家がナスダックに場外で株式を売っている点である。ロンドン証券取引所は自らよりも時価総額の小さなナスダックによる買収に対して何も打つ手がないのであろうか。

(5) ナスダック

ナスダックはかつてナスダック・ジャパンやナスダック・ヨーロッパという拠点を海外に設立し、アメリカと結んで二四時間取引を実現するというグローバル戦略を打ち出したことがある。しかし、海外拠点での取引が振

るわず、ＩＴブーム崩壊による新規公開企業の激減という事態に見舞われ、海外からの撤退を余儀なくされた。また、二〇〇二年に個別株先物が導入された際にはＬＩＩＦＥと共同でＮＱＬＸという先物取引所を設立したが、二〇〇三年には早くも撤退している。本業のナスダック銘柄の取引でも二〇〇二年に導入した電子取引システム（スーパームonitorジユ）での取引は振るわず、導入後に取引シェアが一層低下するという危機的な状況を迎えた。こうした中で二〇〇三年にはＢＲＵＴというＥＣＮを買収し、二〇〇五年には最大のライバルＩＮＥＴを買収することに成功し、グループとしてはナスダック銘柄の八〇％近い取引を集めることに成功している。

二〇〇六年一月、NYSEのセインCEOがヨーロッパの取引所に関心があると発言し、ロンドン証券取引所の株式が急騰した際、ナスダックのグレイフェルドCEOはロンドン証券取引所への関心を否定していた。しかし、三月一〇日になってロンドン証券取引所に対して買収提案がおこなわれた。この時期は三月八日にNYSEの株式上場がおこなわれ、既存株主の株式売却をNYSEが予定していた時期であり、NYSEが動けないことを承知で選ばれたものと考えられる。ところが、ロンドン証券取引所の反対にあつて三月三〇日には買収提案を取り下げながら、その後二五％まで株式を買集めている。P E R四〇倍のナスダックがP E R二〇倍台のロンドン証券取引所を買収できればP E Rは低下する。しかし、そのための資金繰りでナスダックの格付けはB B BからB Bへと格下げされており、ロンドン証券取引所や監督当局の反対を受けた場合、長期間株式を保有し続けられるかどうかには疑問も残る。国内で買収によって復活したナスダックが海外でも買収によって成功するかどうかは不透明である。ナスダックからロンドン証券取引所を守るためにドイツ取引所とユーロネクスト等が協力し、ヨーロッパの株式市場統合が逆に進展するという結末はありえないであろうか。

（よしかわ まさひろ・客員研究員）

アジア債券市場育成構想における市場の重層性

横山 史生

はじめに

一九九七年に発生したアジア通貨危機の教訓から、アジア域内各国の金融構造をより安定的なものとする改革の一環として、アジア域内の債券市場を育成していかうとする構想や政策提言が、二〇〇三年以降、官民両面で活発化している。本稿では、一連のアジア債券市場育成構想の動向を概観した上で、広義に「アジア債券市場」といわれる「市場」とは実態的、具体的にどのような市場であり、どのような主体がどのように関わっていくのかについて、「市場の重層性」、すなわち国内債市場、クロスボーダー債市場、国際債市場という三つのレベルがあるという観点を設定することにより、整理していきたい。

1 アジア債券市場育成策の進展

(1) ASEAN+3の「アジア債券市場育成イニシアティブ(ABMI)」

「アジア債券市場イニシアティブ(The Asian Bond Markets Initiative: ABMI)」は、二〇〇三年八月に開催されたASEAN+3(日中韓)財務大臣会議(第六回。開催地はフィリピンのマカティ)において、「域内における貯蓄全体をよりよく活用し、期間と通貨のミスマッチのリスクを最小限にすることにより、我々の金融システムをより強化する」との展望のもと「アジアにおいて、効率的で流動性の高い債券市場を育成することに

より、アジアにおける貯蓄をアジアに対する投資へとより良く活用できるようにすることを目的」として設定された。⁽¹⁾そして、①新たな債務担保証券の開発、②信用保証メカニズム、③外国為替取引および決済システム、④国際機関等の非居住者による現地通貨建て債券の発行、⑤地域的格付機関、⑥各国に対する技術支援の調整、という六つの個別具体的な課題ごとにASEAN+3参加国の政府関係者が組織するワーキンググループ(WG)が設置され、検討が開始された。

これを受けた具体的な動きとしては、まず、二〇〇四年に国際協力銀行(JBIC)保証による日系企業のバーツ建て社債のタイ国内市場における発行(二〇〇四年六月)、韓国の中小企業群による円建て私募債を原資産とし韓国中小企業銀行およびJBICによる保証を付した円建て資産担保債券のシンガポール市場での発行(二〇〇四年一二月)が行われた。これは、上述の六つの課題のうちの①、②にかかる案件であり、いずれもABMIを受けて関係各国政府が関与して実行されたものである。また、同④については、二〇〇四年から二〇〇五年にかけて、インド、マレーシア、タイ、中国の各国国内市場における非居住者現地通貨建て債券発行が、アジア開発銀行(ADB)によって順次、行われた。⑤についても、域内格付機関による実務面な相互協力の場としてアジア格付機関連合(Association of Credit rating Agencies in Asia: ACCRA)が設立されている。このような制度面での進展もあって、市場規模の面でも、発行残高およびその対GDP比の増大、発行体にとっての自国通貨建て発行の比率の上昇等がみられるようになっていく(詳しくは後述)。

このようなABMIの進捗の状況は、二〇〇四年以後毎年のASEAN+3財務大臣会議において報告されるところにも、その都度、新たな課題の設定等が行われている。⁽²⁾ADBが二〇〇四年六月に、アジア域内債券市場に関する様々な情報を発信するために「アジア・ボンド・オンライン(Asian Bonds Online)」⁽³⁾ウェブサイトを開設

したことも、その一環である。

二〇〇五年五月のイスタンブール会議では、ABMIの個別課題の検討を進める体制の見直しが行われた。すなわち、上述のような六つのWGを、①新たな債務担保証券の開発、②信用保証及び投資メカニズム、③外国為替取引と決済システム、④域内の格付機関の四つに再編するとともに、それらにおける検討を統括する組織として、参加各国の財務大臣・中央銀行総裁の代理（局長）レベルをメンバーとするフォーカル・グループ（Focal Group）が新たに設置され、また、その下に必要に応じてアドホックなサポートチームが置かれることとなった。同時に、アジア域内にオフショア型クロスボーダー債券市場を育成していくことを目指すとする「アジアボンド・スタンダード（Asian Bond Standards）」構想が示された⁽⁴⁾（詳しくは後述）。さらに二〇〇六年五月のハイデルバード会議では、資産担保型債券をアジア通貨バスケット建てで発行することに関する調査研究を本格化することが、合意されている。

以上のようにABMIは、二〇〇三年に公式に設定されてから短期間の間に、徐々に具体的な成果を挙げるとともに、検討課題が進化してきている。検討課題のカバー範囲をみると、当初は、アジア各国国内における債券形態での資金調達手段を制度面で整備・育成していくことに重点が置かれていたが、近年においては、各国国内市場の振興策にとどまらず、アジア域内各国の間でのクロスボーダー・レベルでの債券取引のあり方に関する検討や、アジア通貨バスケット構想ないしアジア・バスケット通貨構想を視野に入れた検討が行われるようになっていくことが、注目される。

(2) 東アジア・オセアニア中央銀行役員会議 (EMEAP) によるアジア債券ファンド (ABF) の設定

アジア債券市場育成策としては、ASEAN+3 主導の ABMI および各国当局による制度改善、インフラ整備だけでなく、各国の民間レベルでの様々な制度的検討や個別案件の開発も進んでいるが、公的な立場からの有力な動向として、各国の中央銀行が外貨準備から拠出する資金によりアジア域内各国で発行される債券を取得し、それをもとにアジア各国の国内債を運用対象とするファンド (投資信託商品) を設定することにより、流通市場の側面からアジア債券市場振興を図る施策が行われていることも、重要である。特に、二〇〇四年一二月に創設が発表された、東アジア・オセアニア中央銀行役員会議 (EMEAP) によるアジア債券ファンド 2 (ABF 2) が、注目されている。これは、概要以下のようなスキームから成り立っている。⁽⁵⁾

① アジア域内八カ国 (中国、香港、インドネシア、韓国、マレーシア、フィリピン、インドネシア、タイ) の各国国内市場でドル建ておよび現地通貨建てで発行される国債および政府機関債に投資するファンドとして、当該八カ国に日本、オーストラリア、ニュージーランドの三カ国を加えた一カ国の中央銀行が共同で全体として二〇億ドルを拠出することにより、八カ国それぞれの国内債を組込むファンドと、八カ国の国内債すべてを組込むファンド (汎アジア債券インデックス・ファンド) と名づけられる) を設定する。

② 各ファンドについて、それぞれの組込み対象となっている各国国内債市場にかかるインデックスをベンチマークとして予め定め、その変動をトラッキングするパッシブ型運用を行う。実際の運用を行う主体は、各ファンドごとに民間金融機関がファンドマネージャーとして EMEAP に対する公募入札によって選定される。

③ 八カ国それぞれの国内債券を対象とする八つのファンドは、それぞれの対象国の現地通貨建てで売買される。また、原則として当該各国国内の証券取引所に上場することによりオープンエンド型上場投資信託 (ETF)

として設定され、広く一般に開放される。国によって非上場である場合にも、広く民間投資家がこれらに投資した売買することを可能とすることとなっている。ETF型のファンドについては、マーケット・メーカーとなる証券業者が指定され、当該業者は投資家に対する売買気配提示および売買取引執行を行う。

④「汎アジア債券インデックス・ファンド」については、投資家が売買する際の建て通貨は米ドルとされ、上場先は香港証券取引所とされる。また、トラック・インデックスの設定に当り、対象八カ国の債券市場にかかる諸指標（発行残高、売買回転率、ソブリン格付け等）を勘案して国別ウェイトを決定し、随時、見直しが行われる。

民間投資家はこれらファンドを売買することにより、間接的に各国国内の現地通貨建て国債および政府機関債への投資を行うことになる。規模としては市場全体から見ればごく小さいものの、これによりアジア債券に対する投資家の認知度の向上、投資家層の拡大を図るとともに、各国政府レベルの制度改革促進のきっかけとするこ

と等が目的であるとされている。

なお、このスキームのうちの「汎アジア債券インデックス・ファンド」については、上述のようにアジア域内八カ国の国内債のすべてを対象としており、八カ国を対象とするインデックスに基づいて運用されるものであるが、建て通貨は米ドルであって、いわゆるアジア通貨バスケット建てで設定・運用・投資売買が行われるものではないことを、正しく理解すべきである。

2 アジア債券市場の重層構造

ABMIやアジアボンドファンドといった一連のアジア債券市場育成策の基本的な目的は、アジアの高い貯蓄

率を域内の経済発展に必要な長期の投資に結びつけることにある。そのような目的を、具体的にどのような実態的な市場の場において実現していくのか、言い換えれば、実態としての「アジア債券市場」はどこにあるのか、ということを考えてみたい。具体的には、どのような市場において、どのような主体（発行体、投資家、仲介業者、関連諸機関、政府ないし規制当局等）がどのように参加し、どのような通貨が用いられるのか、また、決済や売買の仕組みはどのようなものであるのか、といったことを、市場の所在地に即していくつかの類型に分けてみるということである。

ここではそれを、①アジア各国の国内債券市場、②アジア各国間の域内クロスボーダー市場、③いわゆる国際債市場の三つとして考えることとする。より詳細には、①アジア各国の国内債券市場は、発行体、投資家、仲介者、規制者が基本的に各国国内主体であり、通貨は基本的に各国国内通貨であるものとする。②アジア各国間の域内クロスボーダー市場は、非居住者発行体が居住者投資家に向けて発行を行う形態が基本形であり、仲介者は発行体母国の主体ないし投資家母国の主体のいずれもの可能性があり、規制については債券の組成および募集が行われるそれぞれの国にかかる規制体系に従い、通貨については域内各国のいずれかの国の通貨が選択される可能性のあるものとする。日本国内市場で非居住者円建て債の発行が行われるサムライ債（円建外債）をアジア各国の発行体が発行する場合は、この類型に属するものと考えられる。③国際債市場としては、典型的にはユーロ債券市場を考えることができ、発行体、投資家、仲介者の属する国の組み合わせの制約が基本的になく、また債券の組成および募集についてはいずれの国の規制体系からも基本的に自由である（ただし、債券契約等にかかる準拠法としては、発行体母国または組成が行われる国の法が選択され、また、発行および募集にかかる一連の実務手続きについては市場ベースでの一定のスタンダードが成立している場合が多い）もの⁽⁶⁾と考える。

本稿ではこのような三つの市場類型をアジア債券市場育成構想に即して考えることにより、理念としてのアジア債券市場の個別具体的な場のあり方の現状と課題を理解することを目的とし、それを「アジア債券市場育成構想における市場の重層性」と捉えることとする。

3 アジア各国国内債券市場

アジア債券市場育成にかかる一連の構想ないし議論の出発点となったのは、一九九七年アジア通貨危機の教訓として、域内の資金調達主体にとつての通貨と期間のダブル・ミスマッチという形で先進国市場への従属を解消することが重要であり、また、国内金融構造の上では銀行セクターへの過度の依存を解消することが必要であろうという認識である。そういった観点から、近年の一連の動向によりアジア各国の国内債券市場にどのような変化が生じているかについて、最近における実証研究を参照して確認してみたい。

まず、政府債、民間債の双方において、自国通貨建て債券の発行規模（残高ベース）が、実額で見ても対GDP比率でみても、増大している（表1）。また、社債に限ってみると、自国通貨建ての比率が上昇している（表2）。これらは、国内債券市場の規模の拡大とともに通貨のミスマッチが解消されてきていることを示すものといえる。

これらは発行市場の側面で見た改善であるが、流通市場の側面からみると、アジア各国国内社債市場の流動性（売買回転率）は、先進国と比較して低いのが現状である（図1）。その背景ないし今後の改善課題について、アジア開発銀行（ADB）および国際決済銀行（BIS）は最近におけるそれぞれの四半期レポートにおいて、以下のような諸点を指摘している。⁽⁷⁾ すなわち、①投資家層の広がりが限定的であり、しかも持ちきり（バイ・アン

表1 東アジア諸国による自国通貨建て債券の発行残高

	1997年末		2005年末	
	残高 (10億米ドル)	対GDP比 (%)	残高 (10億米ドル)	対GDP比 (%)
政府債	152.36	6.49	833.25	23.06
民間債	252.95	8.96	901.81	24.96
合計	405.31	17.27	1,735.06	48.02

(注) 対象国は中国、香港、インドネシア、韓国、マレーシア、フィリピン、シンガポール、タイ、ベトナムの9カ国の合計。対象債券は各国国内債および国際債（ユーロ債、ヤンキー債、サムライ債等）のうち発行体自国通貨建て債。BIS統計（International Financial Statistics）および各国当局資料に基づきADBが推計。

(出所) ADB, *Asia Bond Monitor*, March 2006, p.4, Table 1, p.5, Table 2.により筆者作成。

表2 東南アジア4カ国による社債発行額の通貨別構成

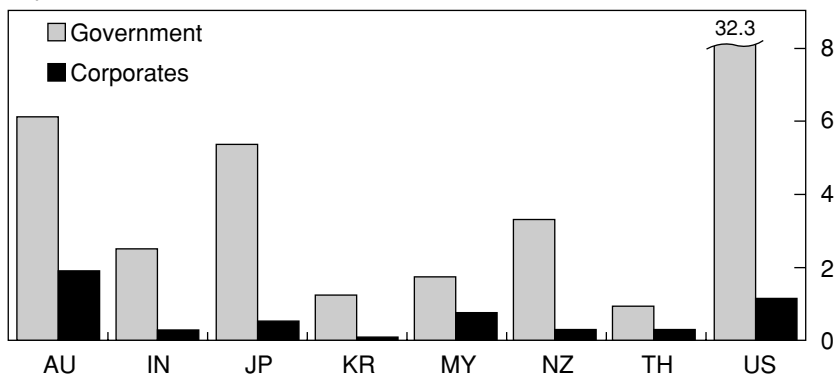
		発行額 (100万米ドル)	構成比
1996～1999年	自国通貨建て	11,295	47.4%
	外貨建て	12,523	52.6%
	合計	23,818	100.0%
2000～2003年	自国通貨建て	25,069	70.5%
	外貨建て	10,469	29.5%
	合計	35,539	100.0%

(注) 対象はインドネシア、マレーシア、フィリピン、シンガポール、タイの各国国内社債。原データはBloomberg。

(出所) 永野 護『新アジア金融アーキテクチャ』日本評論社（2005年10月）、85ページ。

図1 アジア太平洋地域各国の債券市場における売買回転率の比較

In per cent



(出所) Gyntelberg, Jacob, Guon Ma and Ali M. Remolona, "Corporate bond markets in Asia," in BIS, *Quarterly Review*, December 2005, p.89, Graph 2.

ド・ホールド）傾向が強いこと、②発行体情報の適時開示の制度整備が不十分であること、③流通市場の価格透明性が不十分であること、④ヘッジ手段が不十分であること、である。

アジア各国において今後、このような点の改善にかかる制度改革が進められることが期待されるが、翻ってみると、このような点は、アジア各国の債券市場に固有の問題と言うよりは、先進国を含む債券市場に特有の構造的な問題と言うべきである。債券流通市場における価格透明性や適時開示については、先進国各国においても制度改善の議論や努力が進められているところである。アジア各国の国内債券市場に即した議論としては、財団法人国際通貨研究所が財務省の委嘱を受けて行った研究の結果を取りまとめた『アジアにおける債券市場研究会報告書』（二〇〇五年三月、座長は川村雄介・長崎大学教授）において、「債券取引の流動性向上にあたっては、一定の取引制度に基づき、大量の需給とその後の清算・決済が効率的に処理されている株式とは異なるという特有の問題を考える必要」があり、「アジア諸国においても今後、債券取引の流動性強化を図る場合には、これらの特性を踏まえつつ、各国の実情に合わせ、無理のない形で具体的な対応策を取っていくべきであろう」と指摘されている。⁽⁹⁾

4 アジア域内クロスボーダー債券取引

アジア債券市場構想における市場の重層性の二つめのレベル、すなわちアジア域内でのクロスボーダー債券取引について、ADBが四半期ごとに公表している「アジア・ボンド・モニター（Asia Bond Monitor）」の二〇〇五年一月号によると、⁽¹⁰⁾アジア域内各国間でのクロスボーダー債券投資の規模は、株式投資やローン供与と比較すると小さいものの、近年増大しつつある。また、域内各国ごとの債券利回りの変動にかかる相関性も強まりつ

つあるとされる。

アジア域内でのクロスボーダー債券取引としては、従来から、日本、シンガポール、香港といった一定の国際性を有する市場においてアジア各国の発行体が非居住者債の形式で債券発行を行うという形態がある。とはいえ、日本市場における非居住者国内債市場であるサムライ債（円建外債）市場においてアジア発行体の比率はそれほど大きくない。その要因としては、発行体としては政府および政府関係機関等いわゆるソブリンものが多く、民間企業については大規模企業にほぼ限られることが挙げられる。

このような中、アジア各国国内の民間企業にとっての資金調達メニューを従来からの中心であった銀行借り入れだけにとどまらず、広義の資本市場調達にも拡大する観点から、ABMIにおいて資産担保証券の活用および信用補完制度の整備が盛り込まれ、上述のように実施に移されてきているところである。これら案件は、発行者の所属国と主な投資家の所属国がアジア域内の異なる国にまたがるクロスボーダーの形をとっている。上述の韓国国内中小企業発行社債（円建て私募債）を原資産とする円建てCBOについては、通常であればケイマン法人として設定されるSPVをシンガポール法人としたことはアジア域内の投資家をターゲットとするためであったとわれ（*IFR Asia*, No.383, December 4, 2004, p.37）、同債は「邦銀などアジア各地の機関投資家が購入した」（『日経金融新聞』二〇〇四年二月一四日）と言われる。

また、非居住者国内債をアジア各国において多面的に発行していくことについては、上述のようにADBが先鞭を付けてきているところであるが、それを更に拡大していく方向性について、二〇〇六年三月にADBとわが国の総合研究開発機構（NIRA）が共同で開催したフォーラム「アジア共同国債（アジアボンド）市場への展望」における河合正弘氏（ADB総裁特別顧問兼地域経済統合室長）のプレゼンテーションによると、ラオス

におけるインフラ建設プロジェクトのための資金調達をタイ国内債券市場における非居住者バートン建て債の発行により行うといった事例が紹介され、「アジア各国の国内での債券市場をしつかりする。居住者のための債券市場、そして非居住者も呼び込める債券市場をつくっていく」ことが今後に重要になる、との展望が示されている。⁽¹¹⁾

以上のようなアジア域内クロスボーダー債券取引について今後の課題を約言するならば、国内債市場のレベルの制度改善や市場規模拡大について域内各国の間に跛行性があることを前提として、域内において相対的に成熟度の高い先行国の国内市場が域内クロスボーダー債券取引のための市場としての機能を発揮することが望まれる、ということであり、その意味では、わが国のサムライ債（円建外債）市場の現状と課題をあらためて考えることにもつながるものと言えよう。

5 国際債としてのアジア債券市場

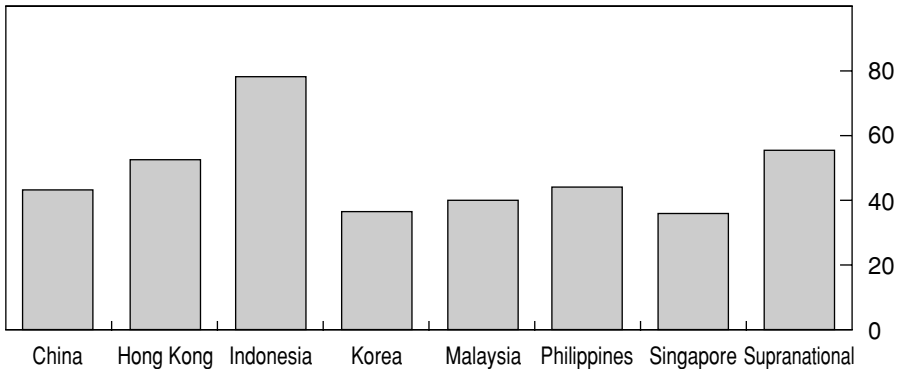
アジア債券市場構想における市場の重層性の三つめのレベルとして、ユーロボンド市場（欧州単一通貨ユーロ建て債券という意味ではなく、いわゆるオフショア市場ないし外取引としての債券がロンドンを中心とする欧州の国際金融市場で組成・募集される場合を指す）およびヤンキー債市場（米国市場における非居住者の米ドル建てでの債券発行）があげられる。こういった市場で債券を実際に発行しているアジアの発行体は、各国政府ならびに政府関係機関および、ごく一部の大規模な民間企業に限られている。また、それらの発行通貨は大半が米ドルまたはユーロであり、発行体の母国通貨による発行はほとんどみられない。そのような限定的な市場が、広義のアジア債券市場育成にどのような意味をもち得るのかを、ここで考えてみたい。

B I S 四季報二〇〇二年一二月号に掲載された調査レポートによると、アジア各国発行体による国際債の募集⁽¹²⁾

が米国、欧州、アジア三地域で行われる際にアジア域内投資家への販売が行われた部分の比率は、概ね四〇%程度であると推計されている（対象は、一九九九年から二〇〇二年にかけて発行された国際債七一銘柄）（図2）。銘柄の属性に即してみると、優良企業による大型かつ長期年限ものは米国機関投資家からの需要が強く、小型、短期、低格付の銘柄は、アジア域内での消化が相対的に多いという。また、ADB「アジア・ボンド・モニタール」二〇〇五年一月号所収の調査レポート⁽¹³⁾でも、同様の傾向があることが指摘されており、二〇〇二年から二〇〇五年にかけて発行されたアジア銘柄の国際債一七八銘柄の発行額のうち約五六%が、アジア域内の投資家によって消化されたとされる。

このことは、ユーロボンド市場というアジアから見ると外部的な資金仲介チャンネルを迂回・經由して、アジアに源泉を持つ投資資金がアジアの発行体の資金調達のために投下されていることを示している。これをどう理解するかについては、ユーロボンド市場という、組成・募集・決済・売買といった債券取引のすべての次元において効率的な市場によってアジアの資金

図2 アジア各国発行国際債のアジア投資家による消化比率



(注) 対象は、1999年4月から2002年8月の間に中国、香港、インドネシア、韓国、マレーシア、フィリピン、シンガポール各国の発行体および国際開発金融機関（アジア開発銀行等）が発行した国際債71銘柄。消化比率（縦軸、%）は、Asiamoney, Finance Asia, International Financing Review各誌およびDealogicデータに基づく推計。

(出所) McCauley, R. N., San-Sau Fung and Blaise Gadanecz, "Integrating the Finances of East Asia," in BIS, *Quarterly Review*, December 2002, p.86.

調達と資金運用がマッチングされており、またこのような市場を利用できるアジアの発行体および投資家は限定的であるので、アジアの関係者は今後もこの市場を活用することで十分である、とする視角があり得る一方、上述のような高い消化比率自体、アジア銘柄に対する国際投資におけるホーム・バイアス (home country bias) ないし地場選好 (local preference) を示すものであり、市場の地理的な場所を発行者と投資家が同一のタイムゾーンに属するところに移し、発行者および投資家と同一の地域に属する仲介者を利用することにより、発行者および投資家の双方にとってより効率的なコストによる資金フローが実現される可能性や、発行可能な発行者の幅の拡大、発行可能な金額の増大がもたらされる可能性があるのではないか、との視角もあり得る。

この点については、今後、市場効率に関する実証分析と実務上の実態に関する検討の両面での作業が必要であろうが、本稿で検討しているアジア債券市場育成構想の動向に即していえば、二〇〇五年五月のASEAN+3財相会議で提起された「アジアボンド・スタンダード (Asian Bond Standards) 構想」および、わが国の政府系シンクタンクである総合研究開発機構 (NIRA) が二〇〇六年五月に発表した「アジア共同国際債 (アジアボンド) 市場の創設提言」において、後者の視角からの政策提言が行われていることに、着目しておきたい。

まず「アジアボンド・スタンダード構想」は、二〇〇五年五月にイスタンブールで開催されたASEAN+3財相会議において、ABMIの新たなメニューの一つとして提起されたものである。ABMI検討のためのフォーカル・グループが取りまとめたペーパー⁽¹⁴⁾によると、アジア域内発行体による現時点での実際上の債券発行の形態として、①ローカル市場 (local bond market) における国内債 (domestic bonds) 発行、②アジア域内のいずれかの国内市場における外国債 (foreign bonds) 発行、③ユーロボンド (eurobond markets) 市場におけるユーロボンド (eurobonds) 発行の三つを挙げ、アジア域内の貯蓄を域内各国の経済発展に必要な長期資金投資に振

り向けるというA B M Iの本来的な目的を達成するためには、これら三つのいずれもが重要とした上で、①のような各国国内市場を整備・育成し、かつそれら相互間で制度的な調和を図っていくことが本来的には望ましいものの、そのためには長期的な時間を要する面もあるため、域内貯蓄の域内活用という目的を早期に実現するための方策として、域内における国際債市場（international bond markets in the region）の整備を図ることが有益であるとしている。そして、そのような国際債市場の具体的な形態として、アジアの発行体に必要な資金を欧州および米国の投資家に過度に依存することなく、アジア域内の貯蓄を従来以上に有効に活用する観点から、ユーロ債券市場と同等の機能を備えた市場をアジア域内において実体化させることを提言し、そのような市場を「狭義のアジア債券（"Asian bond" in a narrow sense）」と名付けている。これは、上述の三つの市場類型のうちの③をアジア版に変容させようとする構想であると考えることができる。

A B M Iの「アジア債券・スタンダード構想」ペーパーではさらに、国際債の発行が行われる場合に必要ない目論見書や債券契約等の発行関連書類のドキュメンテーション、引受け・販売にかかるシンジケートの編成およびブックビルディングやプライシングといった一連の発行関連手続き、ならびにそれらにかかる法律面、会計面での処理をはじめとして、発行時における格付け取得、発行後の売買およびその決済にかかる業者・機関の選定など様々な面での実務上の市場慣行が、国際債市場としてのユーロ債券市場において形成されていることに言及し、それを「ユーロ債券・スタンダード」と呼んだ上で、今後「アジア債券」の発行を現実化させていくためには、「ユーロ債券・スタンダード」に含まれる様々な実務体系をアジア域内で実行することができるとする。新たな制度やインフラ、慣行として段階を踏んで作り上げていく必要があるとし、そのような方向性を「アジア債券・スタンダード」と名付けている（表3）。特に、現在のユーロ債券市場における発行手続きお

よび売買取引にかかる情報の取扱い等に係る様々な実務の細部を、引受業務および売買業務を行う投資銀行や証券会社が自主規制団体である国際資本市場協会（ICMA）に拠りつつ自主規制ルールとして体系化していることを重視し、これに匹敵するものを今後アジア域内で「アジアボンド」にかかる自主規制機関およびその自主規制ルールとして構築していく必要があるとしている点が、注目される。

NIIRAの「アジア共同国際債（アジアボンド）市場の創設提言」⁽¹⁵⁾は、「自国市場以外でのアジアの発行体の証券については、証券の発行・流通・償還にかかわる仲介業者・証券決済システム・関連法制・格付機関、発行関連法実務に関する法律家・弁護士などまで含め、英国や欧米を中心とするアジア域外の業者や専門家やシステムの使用が前提となり、日本とアジアの発行体にとって、欧米の発行体と同等のコストの優位性と自国通貨建て債券発行などの利便性が確保できているとはいえない」という現状認識に基づき、域内独自の共同オフショア市場としての「アジア

表3 ASEAN+3 ABMIフォーカルグループによる
「アジアボンド・スタンダード」構想

	現 時 点 (ユーロボンド・ スタンダード)	中期目標	長期目標
発行手続き、ドキュメンテーション、シンジケーション	IPMA（現ICMA） Handbook	アジアボンド自主規制 機関の定めるルール	アジアボンド自主規制 機関の定めるルール
準拠法	英国法	英国法またはアジア各 国法	アジア各国法
決済機関	ユーロクリアまたはク リアストリーム	アジア域内の集中決済 機関	アジア域内の集中決済 機関
上場（発行開示）	ロンドン証券取引所ま たはルクセンブルグ証 券取引所	アジア域内の証券取引 所	アジア域内の証券取引 所
流通市場（売買情報の報 告・公表等）	ICMA（旧ISMA）規則	アジアボンド自主規制 機関の定めるルール	アジアボンド自主規制 機関の定めるルール
会計基準	発行体の属する国の会 計基準	アジア域内各国の会計 基準を統一	アジア域内各国の会計 基準を統一

（出所）ASEAN+3 ABMI Focal Group, *Asian Bond Standards*, May 2005, Table 2. により筆者作成。
(http://asianbondsonline.adb.org/documents/Asian_Bonds_Standard_2005_May.pdf)

共同国際債市場（ユーロ債型アジアボンド市場）」を創設することが、域内の貯蓄を域内で循環させるために有効なものと成り得るのではないかとこの提言を行っている。この提言は、A B M I による「アジアボンド・スタンダード構想」と類似点を多く持つものであるが、提言の実現に向けて必要な作業として、アジア版の自主規制機関の創設のほか、アジアボンドとして発行される債券の決済について、理想型としてはアジア域内に国際的集中決済機関を設置して行うことが目指されるべきものの、早期に実現可能性のある形態として、アジア域内各国の既存の集中決済機関を相互にリンクさせることにより、「アジアボンド」を発行体にとってのオフショア国内において決済することが可能になるという構想を提示していること等に、独自の特徴がある。

おわりに

以上のように、アジアの債券市場を整備・拡充して行くことに関連する様々な構想や議論について考える際に、実態的な市場の場として国内債市場、クロスボーダー債市場、国際債市場という三つのレベルがあつて重層性を成しているという視点を導入することにより、アジアの債券市場をトータルにみたときの現時点における達成度と今後の課題を明らかにすることができる。すなわち、国内債市場における流動性を確保すること、先行性のある国内債市場に域内クロスボーダー債市場としての機能を持たせること、アジア版国際債（アジアボンド）市場の実現可能性を展望すること、この三つである。

注

(1) 財務省ウェブサイト内の「アジア債券市場育成イニシアティブ関連」ページを参照 (<http://www.mof.go.jp/jouhou/>)

- kokkin/frame.html)。なお、ABMIを含むアジア債券市場振興策が、ASEAN+3参加国の通貨当局相互間での通貨スワップ協定であるチェンマイ・イニシアティブ（二〇〇〇年に開始）に代表されるような、通貨危機後における地域的金融協力の一環として形成されてきた経緯については、拙稿（二〇〇三）を参照されたい。（なお、本稿の注で示す文献の詳細は、後掲の参考文献一覧において示している。）
- (2) ABMI等の動向を把握するには、上述の財務省ウェブサイトのほか、浦出（二〇〇五）、川村（二〇〇六）が有益である。
- (3) URLは<http://asianbondsonline.adb.org>
- (4) ASEAN+3 ABMI Focal Group (2005).
- (5) 以下の記述は、竹内（二〇〇五）に基づく。
- (6) ユーロ債券市場を含むクロスボーダー債券取引に関する実務的なあり方の理解については、松本（二〇〇六）を参照。
- (7) ADB (2006), pp.20-21. および Gyntelberg et al. (2005), pp.83-93. を参照。
- (8) 本誌既出の拙稿「社債市場の透明性—IOSCO報告書を中心に」（第一六二七号、二〇〇四年二月）、「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」（第一六三〇号、二〇〇五年六月）、「英国債券流通市場の透明性に関するFSAデイスカッション・ペーパー」（第一六三四号、二〇〇六年二月）を参照されたい。
- (9) 国際通貨研究所（二〇〇五）、一二二ページ。
- (10) ADB (2005), pp.14-31. を参照。
- (11) NIRA—ADB共同フォーラム「アジア共同国際債（アジアボンド）市場への展望」（二〇〇六年三月二七日）フル

議事録 (NIRA ホームページからダウンロード可能 <http://www.nira.go.jp/news/kanren/170/178/gijiroku.pdf>)、
三三～三三三ページ。

- (12) McCauley et al. (2002), pp.85-86.
- (13) "Monitoring Financial Integration in East Asia," in ADB (2005), pp.23-24.
- (14) ASEAN+3 ABMI Focal Group (2005).
- (15) 総合研究開発機構 (二〇〇六)、「一三三ページ」。

参考文献

- 浦出隆行 (二〇〇五)「アジア債券市場育成を巡るこれまでの経緯および近時の動向について」、野村資本市場研究所『資本市場クォーターリー』二〇〇五年夏号
- 川村雄介 (二〇〇六)「アセアン諸国の証券市場―市場のグローバル化と日本の役割」、日本証券経済研究所『証券レビュー』第四六巻第五号、二〇〇六年五月
- 国際通貨研究所 (二〇〇五)『アジアにおける債券市場研究会 (財務省委嘱) 報告書』二〇〇五年三月 (http://www.mof.go.jp/jouhou/kokkin/tyousa/1703asian_bond.htm)
- 総合研究開発機構 (二〇〇六)『アジア共同国際債 (アジア債券) 市場の創設提言』二〇〇六年五月一日 (<http://www.nira.go.jp/news/kanren/170/179/index.html>)
- 竹内 淳 (二〇〇五)「アジアの債券市場育成とアジアボンドファンド」、『日本銀行調査季報』二〇〇五年一〇月
- 永野 護 (二〇〇六)『新アジア金融アーキテクチャー投資・ファイナンス・債券市場』日本評論社、二〇〇五年一〇月

松本啓二(二〇〇六)『クロス・ボーダー証券取引とコーポレート・ファイナンス』金融財政事情研究会、二〇〇六年一月

横山史生(二〇〇三)「通貨危機後の東アジアにおける債券市場をめぐる動向」、日本証券経済研究所『証券経済研究』第四

三号、二〇〇三年九月

吉富 勝(二〇〇三)『アジア経済の真実—奇跡・危機・制度の進化』東洋経済新報社、二〇〇三年九月

ADB(2005), *Asia Bond Monitor*, November 2005. (http://asianbondsonline.adb.org/documents/abm_nov2005.pdf)

ADB(2006), *Asia Bond Monitor*, March 2006. (http://asianbondsonline.adb.org/documents/abm_mar2006.pdf)

ASEAN+3 ABMI Focal Group (2005), *Asian Bond Standards*, May 2005. (http://asianbondsonline.adb.org/documents/Asian_

[Bonds_Standard_2005_May.pdf](#))

Gyntelberg, Jacob, Guon Ma and Ali M. Remolona (2005), "Corporate bond markets in Asia," in BLS, *Quarterly Review*, December 2005.

McCauley, R. N., San-Sau Fung, and Blaise Gadanecz (2002), "Integrating the Finances of East Asia," in BLS, *Quarterly Review*, December 2002.

(たけやま じゅん・客員研究員)

証研レポート既刊目録

No1619 (2003. 8)	執筆者	No1627 (2004.12)	執筆者
オプション取引の社会的意義と投資家保護	二上	国債発行方式の新たな展開	中島
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	一 国債市場特別参加者制度の創設について	
米国の「双子の赤字」と国際資本移動	伊豆	シンジケートローンと普通社債	松尾
クリアネットとLCHの合併	吉川	国際収支不均衡とその対応策	伊豆
一ユーロネクストのロンドン証券取引所包囲網一		社債市場の透明性	横山
		一 I O S C O 報告書を中心に一	
No1620 (2003.10)		No1628 (2005. 2)	
株券不発行制度の導入	二上	証券販売チャネルの今後	二上
一変貌する有価証券制度一		一イギリスの経験一	
米国のDIPファイナンス制度と現状	松尾	人民元の切り上げをめぐる	伊豆
株価指数とは何か	吉川	ドイツ取引所のロンドン証券取引所買収提案	吉川
一MSCIジャパン指数先物の取引停止一		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
地域通貨の機能は何か	清水		
No1621 (2003.12)		No1629 (2005. 4)	
発展途上国の株高の背景について	伊豆	政府短期証券・短期国債の現売買と発行時源泉徴収制度	中島
ユーレックスvsシカゴ	吉川	地方再生における産業再生機構の役割	松尾
一ユーレックスのアメリカ市場参入一		レギュレーションNMSの決着	吉川
アメリカの市場情報課金のあり方について	清水	一SECによる全米市場システム改革一	
一市場情報に関するSEC諮問委員会レポートより一		アーベラゴとパシフィック証券取引所の経営について	清水
No1622 (2004.2)		No1630 (2005. 6)	
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	コーポレート・ガバナンスの新たな展開	二上
一平成11年以降の債券税制改革について一		プレントウズ体制の「復活」?	伊豆
施行を前にした証券仲介業制度	二上	一アメリカの対外不均衡をめぐる一	
国際銀行業の〈ローカル化〉について	伊豆	米国株式市場の再編	吉川
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	一ポスト・レギュレーションNMS一	
一急成長したアメリカの電子オプション取引所一		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
No1623 (2004.4)		No1631 (2005. 8)	
変わりつつある証券会社の人事制度	二上	国債決済リスクの削減と国債清算機関の創設	中島
証券会社による企業再生アドバイザリー業務の現状	松尾	地方再生ファンドの現状	松尾
レギュレーションNMS	吉川	アメリカの空売り規制と日本へのインプリケーション	清水
一SECの全米市場システム改革案一		日本における敵対的買収防衛策の導入	福本
「レギュレーションNMS」に見る市場情報手数料	清水		
No1624 (2004.6)		No1632 (2005.10)	
税制改革と債券市場の新たな展開	中島	コーポレート・ガバナンス論の回顧と展望	二上
一解消した債券の「課税玉」と「非課税玉」の問題一		NYS E 外国株市場の最近の動向について	伊豆
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	ロンドン証券取引所の買収問題	吉川
米国の内外証券投資について	伊豆	欧州における債券電子取引の動向	横山
一九世紀イギリスの地方証券取引所	清水	一シティグループ社によるMTSでの債券大量売買をめぐる一	
No1625 (2004.8)		No1633 (2005.12)	
国債の補完供給制度と新現先方式のレボオペ	中島	レボは売買か貸借か	中島
証券仲介業を巡る新しい動きについて	二上	一レボの法律上の扱いについて一	
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	DDSと企業再生	松尾
SECのヘッジファンド規制案について	伊豆	全米市場システム (NMS) とトレード・スルー	清水
No1626 (2004.10)		夢真HDの日本技術開発に対する敵対的買収事件が示したのもの	福本
今後の証券業	二上	一買収防衛策としての株式分割の役割と現行TOBの問題点一	
ニューヨーク証券取引所のハイブリッド化	吉川	No1634 (2006. 2)	
一NYSEダイレクト+の改訂拡張案一		証券リテール・ビジネスの現状と課題	二上
欧米の債券電子取引の現状について	清水	最近のネット取引ブームについて	伊豆
ユーロ債流通市場における価格情報インフラ	横山	マカリー・グループのロンドン証券取引所買収提案	吉川
		英国債券流通市場の透明性に関するFSAディスカッション・ペーパー	横山
		No1635 (2006. 4)	
		長期信用銀行の消滅と金融債の発行停止	中島
		企業再生手法の多様化	松尾
		一DDS・メザニン・信託一	
		欧米の清算・決済コストについて	清水
		大量保有報告制度の特例報告	福本

証研レポート第一六三六号
二〇〇六年六月十二日発行

(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

2006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)