

No.1646

2008年2月

課徴金制度の改正について ~ワーキンググループ報告の検討を中心に~ 梅本 剛正(1)

反社会的勢力等の不公正取引行為者の排除等について 坂下 晃 (14)

米国における『証券リテールビジネス』の潮流 ニ上季代司 (28)

政府系ファンドをどう見るか

伊豆 久(43)

E U債券市場に透明性要件制度化は必要か 横山 史生(52)

レギュレーション N M S と米国株式市場 吉川 真裕 (65)

財団法人 日本証券経済研究所 大阪研究所

→ワーキンググループ報告の検討を中心に〜課徴金制度の改正について

梅本 剛正

- 課徴金制度導入の経緯

これまで金融商品取引法の規制の実効性を確保し、違反行為を抑止するための主たる手段は、刑事罰であった。

強化された。 ライブドア事件など証券市場における不正が社会問題化したおりにも、平成一八年改正において金商法の罰則が

い限りは、積極的に発動されることはなかった。その結果、金商法違反の疑われる行為が行われていても、 たしかに、 刑事罰はサンクションとして強力であるが、謙抑性・補充性の原則から、相当程度悪質な違反で無 事実

上見逃されることが少なくなかったといわれる。

の余資運用でリスク回避傾向の強いわが国で、「貯蓄から投資へ」の流れを作りだすことは、著しく困難となる 金商法の規定の実効性が十分に確保されなければ、市場の公正さに対する信頼が失われる。そうなれば、

六年の法改正において導入された。当初は対象となる違反行為は、発行開示違反、インサイダー取引、相場操 そこで金商法上の違反行為に対して、行政上の措置として金銭的な負担を課する、 いわゆる課徴金制度が平成

日本市場での運用を避けることになりかねない。

ほか、海外の投資資金も、

縦、 風説 の 流布・偽計取引の四類型に限られていたが、 翌一七年の改正で継続開示違反が、 一八年改正ではいわ

ゆる「見せ玉」行為が、課徴金の対象に加えられた。

が作成された。本稿では、 融分科会第一部会法制ワーキング・グループ報告~課徴金制度のあり方について~」(以下ではWG報告と略称) いて検討を加えることとしたい。 〇月に金融審議会金融分科会第一部会法制ワーキング・グループが設置され、一二月一八日に「金融審議会金 平成一七年改正においては、二年後を目途として見直しを行う旨の改正附則が置かれていたため、平成一九年平成一七年改正においては、二年後を目途として見直しを行う旨の改正附則が置かれていたため、平成一九年 金商法の課徴金制度が抱える問題点を概観したうえで、WG報告が示した解決策につ

2 日本の課徴金制度の特徴と問題点

(1) 金商法の課徴金制度の特徴

が課されてきたが、 の実効性確保に、大きな役割を果たしてきたものと評価することができる。しかし、 れてきた課徴金制度の問題点が、実際の適用場面において改めて認識された。 金商法に課徴金制度が導入されてから、 それらの多くは、 刑事罰では処罰対象とはならなかったような事案であり、 約二年が経過した。この間、 相当数の金商法違反行為に対して課徴金 同時に導入当初から指摘さ 課徴金が金商法

禁止規定に対する配慮があると説明されている。 となっている点にある。 わ が 国 の課徴金制度の大きな特徴は、 金商法の課徴金制度が、 違反者が得た経済的利得を課徴金額とする、 このような形を取る理由については、 r J 憲法の定める二重処罰の わゆる経済的 司利得剥 奪型

憲法三九条後段は、「同一の犯罪について重ねて刑事上の責任を問はれない」としている。金商法で課徴金の

対象となっている違反行為は、 の禁止規定との抵触を回避してきたようである。しかし、これにより、 合には、憲法の二重処罰の禁止規定に違反することになりかねない。そのため、金商法の課徴金制度は、 色彩を薄めて課徴金額を経済的利得とするなどして、刑事処罰とは異なるものと説明することにより、 刑事罰の適用対象でもあるため、もし課徴金が実質的に刑事処罰とみなされる場 金商法の課徴金制度は、次のような問題 二重処罰 制裁的

(2) 問題点

を抱えることとなった。

①不十分な抑止力

経済的利得の剥奪程度では違反行為を行うことが割に合うと考えるかもしれない。インサイダー取引に対して、 わずか数万円の課徴金納付命令が出された事案もあるが、これでは違反行為を抑止したいのか、 れてきた。違反行為は必ずしもすべてが摘発されるわけではないため、遵法意識が低く違反行為を繰り返す者は、 課徴金額が、 違反行為により得た利益に留まれば、抑止力として不十分であることは制度導入当初より指摘さ 奨励したいのか

②硬直性

分からない。

かるべきであるし、事情によっては、そもそも課さないことができてもよさそうである。諸外国の課徴金制度で ならない。 金融庁は違反の事実を認めた場合には、定められた算式に基づき計算した課徴金額の納付命令を出さなくては あるいは違反行為が初めてか過去にも行っていたか等、違反行為の態様によって、課徴金額が変わってし 違反行為を抑止し、 法の実効性を確保するという趣旨からすると、違反行為が故意によるか過失によ

は、 違反の重大性や違法性の程度などを総合考慮するのが、 一般的であることからしても、 わが国のように、 違

反行為の態様を問わずに杓子定規に同一額の課徴金を課すのは、 異例である。

が、この事案では、 直さも、批判された。 摘されるとともに、 コマツ 平成一九年三月三〇日に課徴金の納付を命ぜられた。会社の法令遵守体制に不備があったことは確かである (小松製作所)は、 株価 違法性が高いとはいえない行為に対して一律に課徴金の納付を命ずる、 への影響が考えられないものも重要事実と定めているインサイダー 海外の休眠子会社の解散情報を公開する以前に行った自社株式の買付け行為に対し 現行課徴金制 取引規制 0) 間 度 題 の硬 が 浩

③適用範囲の狭さ

が、 徴金の対象外とされている。対象とされている違反類型についても、 のは、自己の計算で行った者に限定され、他人の計算によるものは、 い。そのため、違反行為と経済的利得の結び付きが定かでない、公開買付規制や大量保有報告書制度の違反は課 経済的利得の剥奪という性格上、金商法では違反者に利得の帰属する違反類型しか課徴金の対象とされていな 安定操作や仮装売買・馴合売買は対象外であるし、 インサイダー取引を含めて不公正取引のうち対象となる 対象とされていない。 相場操縦は原則的に適用対象となっている

である。 しかし、 それは違反者に利得が帰属するか否かとは、 課徴金制度が導入された本来の目的は、法の実効性を確保し、市場の信頼を高めることにあったはず 明らかに別次元の話である。

契機に、 から外されていた。 平成一六年の課徴金制度の導入時には、 継続開示規制の実効性確保が、社会的に大きな注目を浴びたため、平成一七年証取法改正の法案が審議 ところが翌年、 有価証券報告書における主要株主の虚偽記載が問題となった西武鉄道 経済的利得の計算が困難であるとの理由 で、 継続 開示違反は適 足用対象 事件を

いう、 される過程で、衆議院において修正が加えられて規定が置かれた。本来であれば、この時に経済的利得の剥奪と 課徴金制度の位置づけを改めるべきであったが、そうはならなかった。

係る事業年度における株式時価総額の一○万分の三に相当する金額が多い場合はその額としている(金商法一七 というのである。 とも考慮して、 達コストが低下するとして、格付け上昇による社債の利回り低下幅に係るデータ等が参考とされ、三〇〇万円に された。すなわち、一〇万分の三という数値は、有価証券報告書等の継続開示書類に虚偽記載を行うと、資金調 二条の二)。これら数値の算出根拠については、経済的利得剥奪という側面から、強引ともいえる理由付けがな ついては、上場会社の時価総額の平均額一三二三億円(平成一六年末)に上場企業以外の継続開示企業があるこ 継続開示義務違反に対する課徴金の金額は、三〇〇万円を原則としつつ、虚偽記載がなされた継続開示書類に 一〇〇〇億円程度の企業が得る虚偽記載に伴う資金調達コストの低下額という点から導き出した、 理屈を考えた関係者の苦労は理解できるが、木に竹を接いでいる以上、理論的に説明できるは

3 WG報告

ずはない。

(1) 概要

内容は明らかとなっていないため、以下ではWG報告の内容について検討するに留める。 であるとされているため、すでに法案作成作業が進められているものと思われる。本稿執筆段階では、法案等の 平成一九年一二月一八日に、金商法の課徴金制度を見直すために設けられたWGから、議論の成果が公表され 同時に公表された金融審議会分科会第一部会報告では、WG報告を踏まえて所要の見直しをすることが適当

①課徴金額の見直し

過去の違反事案において、違反者の得た利得がそれを上回るものが見られたこと等から、翌々日以後の価格動向 インサイダー取引については、現行では重要事実が公表された翌日の終値を基準に課徴金額が算定されてい 課徴金額については、すべての違反類型について、 金額の引き上げが必要であると提言している。たとえば、

②違反態様の考慮

を反映される枠組みを検討すべきであるとしている。

発見し、当局に申告した場合などに減算措置を講ずること、などが提言されている。 り返し違反行為を行う者については課徴金額を加算すること、 違反行為の態様に応じた適用という点については、 課徴金額の加算・減算について記述がある。すなわち、 企業による一定の違反行為について、自ら早期に 繰

③適用対象の拡大

は、 と継続開示違反については、 犯則事案と同様に、他者の計算によるものについても対象に加えることが適当であるとし、 合についても、虚偽記載と同様に対象とすべきであるとしている。 ている。また、既存の課徴金の対象類型についても、インサイダー取引や相場操縦などの不公正取引については、 課徴金の適用対象については、対象となる違反行為を相当範囲に拡大することを求めている。新たな違反類型 相場変動型以外の安定操作や仮装売買・馴合売買も対象に含めるべきであるとする。さらに、 公開買付届出書・大量保有報告書等の虚偽記載、 現行法では書類が不提出の場合は課徴金の対象とされていないところ、 書類不提出を、 課徴金の対象とすることが提言され 相場操縦等について 発行開 不提出の場 宗違反

(2) 検討

用された段階で、経済的利得の剥奪を基本に据えた制度枠組みに、 ではなく、 であった。 に言及しなかった点については、批判を免れないように思われる。前述したように、 提言内容も、 WG報告の検討内容は、 現行課徴金制度を特徴付ける、経済的利得の剥奪という性格を、根本から再検討することではなか 平成一七年改正附則の見直し規定において期待されたことは、 評価できる。しかし、個別的な改正を提言する前提として、 金商法の課徴金制度に対して加えられていた批判の多くに応えたものであり、 軋みが生じていたことは、 課徴金制度の位置づけを見直す必要性 課徴金の金額や対象を見直すことだけ 継続開示違反に課徴金が適 誰の目にも明らか 個別の

頁)。この懇談会報告書と比べると、 的な非難を目的とするものではなく、 の下に、立法政策論として違反金と刑事罰の在り方を考えること」とし、現行課徴金(違反金)の水準について される行政上の金銭的不利益処分は、 額以上の金銭徴収である行政上の制裁に改めたことを認めており、平成一九年六月二六日に公表された 止法基本問題懇談会報告書」においても、近時の有力な学説の見解等を踏まえ、「違反行為を抑止するために課 「不当利得相当額」以外の要素による合理的な説明を排除するものではないと明言している |商法に先駆けて課徴金制度を導入していた独占禁止法では、すでに平成一七年改正において、 WG報告は明らかに踏み込み不足である。 刑事罰と併科しても、 被処分者に対して制裁的な効果をもたらすとしても、 憲法の禁止する二重処罰には当たらないという理解 刑事罰のように道義 (同報告書一〇 不当利得相当 「独占禁

た。たとえば、インサイダー取引の課徴金額の引き上げは、経済的利得の計算方法を変更する形で図る事とされ WG報告が金商法の課徴金制度の位置づけを見直さなかったことは、具体的な提言内容にも、歪みをもたらし

ているが、それが違反抑止のために十分であるかについては、疑問が残る。逆にいうと、 きを求める限り、 課徴金額を引き上げるといっても、 方法が限られてしまうということであろう。 経済的利得との結び付

WG報告のように従来の課徴金制度の性格を変更しないのであれば、加算・減算制度を取り入れることを、 また、WG報告の提言する課徴金の加算・減算についても、独占禁止法のような理論的立場を取ればともかく、

的にどのように説明するのだろうか。

ずである。 額をどのように算定するのかについて、 金商法の枠組みを変更することなく、 のに対する信頼が損なわれるので、誰も信じないような、説得力を欠く理論的根拠を並べ立てることは避けるべ 利得の生じない違反類型を課徴金制度の対象に加えること自体は、大きな前進であるものの、 あるいは、 継続開示違反で見られたような、 利得の生じない違反類型を課徴金の対象とすることは、 WG報告は明らかにしていない。経済的利得の剥奪を原則とする従来の 強引な理由付けが再度なされるのだろうか。 理論上不可能なは 制度そのも 課徴金

(3) 一定額と経済的利得との併用

きであろう。

生じうる現状を改めるには、 い違反類型を課徴金制度の対象とするとともに、 一定額の課徴金額と併用して課徴金額を算定する方法が考えられる。 極めて低額な課徴金納付命令しか発することができない事態が

課徴金額と経済的利得との結びつきを緩めたならば、いかなる制度作りが可能だろうか。

経済的利得の生じな

金額の定め方は、他の違反類型にも参考になる。一定額と経済的利得とのより多い額という定め方にすれば、利 継続開示違反の課徴金は、 すでにそのような形を取っている。理論的な説明はともかく、 継続開示違反の課徴

ずしも経済的利得に結び付けて説明する必要がなければ、無理な理由付けは不要となる。 対象とされているインサイダー取引などの違反類型についても、 得が観念されない違反類型に課徴金の対象を拡大する場合にも、 の課徴金納付命令が出されることにはならない。この場合、違反を抑止しうる一定額を定めることになるが、 経済的利得が少ないからといって、 合理的な規制が可能となるし、 すでに課徴金の 微々たる額 必

4 包括規定と不公正取引規制~課徴金制度改正の先にあるもの

と思われるが、不公正取引規制に関連して、最後に一点だけ問題提起をしておきたい。 金商法の課徴金制度は、経済的利得の剥奪という性格を改めることも含めて、今後さらなる改正が必要になる

る一五七条への適用は難しいことなどが理由とされた。WG報告が経済的利得剥奪型からの方向転換を図らなか が、違反行為を明確にしたうえで、金額の算定方法を定める形を取っているため、要件が不明確な包括規定であ 五八条も含めて)金商法における包括規定と課徴金制度について、今後どのように考えていくべきなのか、 ったことに対する批判は既に述べたが、ここでは、より大きな問題として、(既に課徴金の対象とされてい WG報告では、不正取引を禁ずる金商法一五七条を、 課徴金の対象とすることは見送られた。 現行課徴金制度 とい

定められていなかったとしても、他の方法で予測可能性が確保されることはある。 事前になにが法に違反する行為で、なにがそうでない行為か、 である。しかし、予測可能性の有無は、法律の規定だけを見て判断すべきではない。法律において要件が明確に 予測可能性が確保されなくてはならないのは

う点について述べてみたい。

罪刑法定主義の明確性の原則が妥当する刑事罰についてはもちろん、

課徴金であっても、

市場参加者にとって、

る行政庁の法令解釈を事前に知ることのできるノーアクションレターは、今後ますます重要な役割を果たすこと の実効性を確保する手段として、刑事罰から課徴金制度に比重が移ることになれば、 局の解釈を問い合わせることのできるノーアクションレター制度は、 例えば、これから行おうとする行為が、 課徴金対象となる法令違反行為に該当するか否かについて、 人々の予測可能性を高める。 課徴金を賦課する主体であ 金商法の規制 事前に当

シプルベースで定められているが、規則や判例により予測可能性が確保されている。 ば使われるようになっている。しかし、規制をルールベースとするかプリンシプル(あるいはスタンダード)べ りうるものである。 ースとするかについては、業者監督に限らず、不公正取引の規制も含めて、 近年、 ルールベースの規制とプリンシプルベースの規制という言葉が、わが国の金融監督規制の文脈でしばし アメリカでもイギリスでも、 証券市場の不公正取引を禁ずる根拠規定は、 規制のあり方一般について問題とな 原則としてプリン

様々な手段のうち、 がゆえの可変性・柔軟性にこそ、包括規定の真髄があるので、要件の明確化といっても、おのずと限界はある。 以外の規制方法も、 しかし、 れるが、 動きの激しい金融商品取引の世界において、効果的に不正な行為を抑止するには、 不公正取引を効果的に規制しつつ、 包括規定を活用するためには、予測可能性を確保するための工夫も、同時に求められる。 わが国に最も適合する、予測可能性を確保するための方法を考えていく必要があろう。 検討していくべきなのではないだろうか。その際、 経済活動を萎縮させないために、 包括規定が重要な役割を果たすと考えら 行政庁の規則 法律で細かく要件を定める ・ガイドライン等 抽象的である

が、単に子会社解散について軽微基準を設けるべきである、と狭く捉えるのではなく、現行のインサイダー取引 同じことはインサイダー取引規制にも妥当する。コマツ事件は、 インサイダー取引規制の不備を明らかにした

考えるなら、 ないように思われる。 例を見ても、 のあり方そのものを、抜本的に見直す時期にあることを示唆していると捉えるべきなのではないか。従来の裁判 く規制の網を被せることが、できるのではあるまいか。 規制全体を再構築して、予測可能性を確保しつつ、市場の信頼を失墜させる違反行為に、過不足な 法律に細かく要件を書き込む立法形式は、インサイダー取引規制には、必ずしもうまく適合してい 刑事罰を前提とすれば、そうすることに理由があったのかもしれないが、課徴金を前提に

※本稿では、 紙幅の関係上、参照文献は必要最小限に留めたことをお断りしておく。

注

- 1 本稿では、特に断らない限り、旧法である証券取引法も併せて、金融商品取引法(金商法)と称する。
- (2) 平成一七年六月二九日法七六号改正附則六条。
- 3 泉州電業株式のインサイダー取引に関する平成一九年一一月八日の課徴金納付命令は四万円、 ンサイダー取引に関する平成一九年二月二六日の課徴金納付命令も四万円であった。 ジャパン建材株式のイ
- 4 吉田尚弘 「継続開示義務違反に対する課徴金制度の概要」JICPAジャーナル六〇二号三九頁、四〇頁(二〇〇五)
- 5 でない、との指摘もあり、さらなる議論が期待される。」(WG報告二頁)と、している。 課徴金の水準について、「規制の実効性を一層確保する観点からは、 との指摘があった。一方で、課徴金が反社会性、反道徳性を問うものではない以上、利得から完全に離れるべき 利得に必ずしもとらわれる必要はないのではない

6 仮に利得を基礎とするとしても、経済的利得以上の課徴金を課すことは、現行法体系の中でも難しくなかったはずで はなかったのか。 サイダー取引についても、経済的利得の剥奪に加えて、例えば二倍の範囲内で課徴金を納付させることはできたので 雇用保険法一〇条の四では、不正受給した給付額の二倍の範囲内の金銭の納付を命ぜられることとなっている。イン たとえば、税法では本来支払うべき税額に四〇%加えた重加算税の納付を義務付けており (国税通則法六八条)、

7 平成一九年の公認会計士法改正において、公認会計士・監査法人の虚偽証明について導入された課徴金制度では違反 公認会計士法改正で採用されたような、 虚偽証明等の影響が比較的軽微である場合には、課徴金を賦課しないこともできる(三四条の二一の二)。 額の一・五倍、 の程度により、課徴金額の軽重が付けられている。改正法によると、故意による虚偽証明については、監査報酬相当 相当な注意を怠ったことにより虚偽証明をした場合には監査報酬相当額が、それぞれ課徴金額とされ、 違反の程度に応じた対応が、WG報告に盛り込まれなかった理由は明らかで

金商法と異なり公認会計士法では、課徴金の対象となる違反行為に刑事罰が科されないことが関係しているの 理由のあることとは思われない。

8 具体的な数値とその根拠を示す必要があるとするならば、手掛かりがないわけではない。刑事罰のように、反社会性、 いはあるが、 罰である過料がある。行政庁の審判により課されるのか、非訟事件手続法に基づいて裁判所により課されるのかの違 反道徳性を問うものではなく、法遵守を確保するための金銭的な負担を課すものとしては、課徴金のほかにも、 (金商法二○七条の三)に対しては、一○○万円以下の過料が課されることとなっているが、ここで定められて (会社法九七六条)や金商法の認可金融商品取引業協会・金融商品取引所による定款・業務規程等の変更命令違 規制の実効性を確保し、 違反行為を抑止するための違反金であることは共通する。会社法の登記義務懈

当面、行政庁の裁量を広く認めないのであれば、この程度の金額とすることもやむを得ない。公開買付などの支配権 為に対しては、金銭的負担よりも、本質的には欧米各国の規制のように、株主権の行使を制限する方向で制裁を考え 取引の違反抑止のためには、それなりに大きな課徴金額を定める必要があるかもしれない。しかし、これらの違反行 ついて、少なくとも一○○万円と経済的利得のより大きな額とすることには、理論上大きな不都合はないはずである。 続によらず課すことのできる金銭的負担として、すでに一〇〇万円という金額が認められているのなら、課徴金額に いる上限額は、違反による利得とは何ら関係がない。会社法や金商法において、法律に違反した者に対して、刑事手

9 証券市場における不公正取引に関する最近の刑事裁判例を見る限り、 る方が効果的だと考えられる。 判例により合理的なルールが形成されることを

期待することは難しいように思える。

(うめもと よしまさ・甲南大学教授) ⑴

反社会的勢力等の不公正取引行為者の排除等について

晃

1 はじめに

といえる。反社会的勢力の顧客としての市場への参加・証券会社経営への参加・上場企業への参加の他、 行為者の市場からの排除についても、 ステムに基づいて法令順守及び業務の適正化を要請しているところである。しかしながら、不公正取引を行なう テム改革法そして昨年九月施行の金融商品取引法と強化されてきた。会社法、金融商品取引法では、 ロンダリング、不信顧客、不都合行為者等がこれに該当しよう。 証券取引に関する不公正取引の行為規制については大きな法規制だけとりあげても金融制度改革法、 行為規制に関連して市場の公正性と信頼性確保のための重要な課題である 内部統制シ 金融シス マネー

券界では反社会的勢力の市場からの排除を中心に、これらの問題に精力的に取り組んできている。そこで、この 行為者規制の問題についてのこれまでの証券界の対応策、現段階における検討状況、さらに今後の課題等につい 昨年の金融庁「証券会社の市場仲介機能等に関する懇談会論点整理」いわゆるオペコンの中間報告以来、 証

て整理してみたい

スダック」という)で組織する証券保安連絡会の下部組織である証券保安連絡会実務者会議が、昨年七月、「証 このうち、 (以下「東証」という)、大阪証券取引所 反社会的勢力に関しては、 警察庁、 (以下「大証」という)、ジャスダック証券取引所 金融庁、 日本証券業協会 (以下「日証協」という)、東京証券 (以下「ジャ

社会運動等標ぼうゴロ、 ともに、 告書は、 る。 券取引及び証券市場からの反社会的勢力の排除について」という中間報告を発表した。反社会的勢力の証券取引 益を追求する集団又は個人をいう。具体的には、暴力団、 めの施策等について提案している 及び証券市場 最近の状況からは、 不当要求情報管理機関の設置、 反社会的勢力の排除の必要性、 への関与についてはこれまでも様々な事件が発生しており、 特殊知能暴力集団等である)。 反社会的勢力への実効的な対応及び犯罪の抑止が喫緊の課題になってきてい (ここで「反社会的勢力」とは、 適法性、 証券警察連絡協議会の推進、 証券界における排除の現状、 暴力団員、 暴力、 暴力団準構成員、 証券取引・証券取引所上場からの 威力と詐欺的手法を駆使して経済的利 その都度、 排除に関する基本原則を述べると 規制強化が図られ 暴力団関係企業、 るが、 排除 てきて 総会屋、 本報 のた

2 日証協におけるこれまでの取組み

(1) マネーロンダリング対策 (AML)

ととマネーロンダリング防止のための内部管理体制の整備について規定している。 投資勧誘、 顧客管理等に関する規則」 (公正慣習規則第九号)では、 疑わしい 取引の届出責任者を定めるこ

る、 資金の出所や受益者を分からないようにすることとされ、非合法で得られた収益が現金資金化(Placement) 法的な取引を通じて資金が入金する(Integration) マネーロンダリングとは、 送金や商品への変換、 換金を繰り返すことで資金の出所と流れをわかりにくくする(Layering)、 麻薬等の犯罪や不正取引などで得た資金を多数の口座を転々と移動させることで、 という手口があるとされる。 最終的に合

組織犯罪対策としてのAMLは、一九九二年に麻薬特例法が施行され、 金融機関等に薬物犯罪収益に関するマ

ネー に、二○○六年中に金融庁が受理した疑わしい取引の届出は一一万三八六○件このうち証券会社からの届出は六 じて捜査機関に提供する窓口である(○七年四月、 犯罪処罰法が施行され、 象事業者が、 金融監督庁 五六件(○・五八%)である。二○○七年三月、「犯罪による収益の移転防止に関する法律」の制定で、 大犯罪による収益に係る取引に拡大された。また、 $\dot{\Box}$ ンダリング情報の届出を義務付ける「疑わしい取引の届出制度」が創設された。二〇〇〇年二月に組織的 (現金融庁) 従来の金融機関等からファイナンスリース業者、 に設置された。FIUは、金融機関から疑わしい取引の届出を受理・分析し、必要に応 疑わ しい取引の届出対象が、 特定金融情報室 金融庁から国家公安委員会・警察庁に移管された)。 従来の薬物犯罪収益にかかる取引から、 クレジットカー (日本版 Financial Intelligence Unit, FIU) ド業者、 宅地建物取引業者、 二〇〇を超える重 届 ちなみ 出 が 対

没 金 存を義務付けた。さらに、二〇〇二年六月、テロ資金提供等処罰法により、 する資金供与の防止に関する国際条約」を批准(署名は○一年一○月)した。これは、テロ行為に使用され (本人確認法により、 一の提供 テ -口資金規制とAMLについては、我国は二〇〇二年六月、一九九九年に国連で採択された「テロリズムに対 凍結を規定している。二○○二年四月には、本人確認法により金融機関に顧客の本人確認及び取引記録 さらに、 収集行為を、 組織的犯罪処罰法では、 それまで大蔵省通達に基づく自主規制であった金融機関の本人確認が、 その資金が実際にテロ行為に使用されるか否かを問わず犯罪化することやテロ資金 組織的犯罪の処罰、 犯罪収益などの没収・追徴及び疑わし テロ資金供与行為が犯罪化された 法律 Ë ľλ の義務とな 取引の届 る資 の保 の収

出義務を規定している。

属等取引業者、

郵便物受取・電話受付サービス業者などに拡大された。

(2) 不都合行為者制度

為が証券業の信用を著しく失墜させるものと認めたときは、不都合行為者とし、外務員資格、 券事故があった場合は、 載することとしている。これは、証券業界における五年間のパージ制度である。 部管理責任者資格を取り消す。また、不都合行為者名簿に氏名、 を審査した結果、その従業員が証券会社を退職し、又は解雇に相当する社内処分を受けたもので、かつ、その行 [券従業員に関する規則」 事故連絡書及び事故顛末書を日証協に提出しなければならない。 (公正慣習規則第八号)では、証券会社はその従業員又は従業員であった者に証 性別、 生年月日、 行為の内容、 日証協は、 営業責任者及び内 処分内容等を記 事故顛末書

(3)不信顧客届出制度(廃止)

有価証券の売買その他の取引等において不信行為があると認められる者を発見したときは、遅滞なく、その旨を 本協会に届けなければならない」としていた。 公正慣習規則第八号「証券従業員に関する規則」では、第一七条で「証券会社は、その従業員が顧客のうちに

証券会社の本制度の利用について、積極的な届出が乏しく、また、実際上届出実績は乏しかった。このため、 協では、 理統括責任者」となる) 習的に行なう者、受渡し不履行があった者等について、証券会社のコンプライアンス責任者 の確認等一定の手続きを経た上で回答していた。しかしながら、個人情報の取り扱いが厳しくなってきたことや、 ここで、不信顧客の定義は特に規定されていないものの、証券取引における法、 届出を受けた者について他の証券会社から照会があれば、 が判断し、 日証協にそのものの属性、 取引状況、手口等を報告することとされた。 照会者が証券会社の管理部門責任者であるか 日証協・取引所規則違反を常 (現在では 「内部管 日証

は廃止された。 「証券従業員に関する規則等の見直しに関するワーキング」での検討結果を受けて二〇〇二年五月一日に本規定

(4) 内部者取引

に対し未然防止に努めるよう規定している。 協会員の投資勧誘、 顧客管理等に関する規則」(公正慣習規則第九号)で内部者取引については、 証券会社

(5)顧客による不公正取引の防止のための売買管理体制

年六月一日)では、証券会社は社内規則を制定し、顧客の上場株券の不公正取引を防止するため、 「会員における顧客による不公正取引の防止のための売買管理体制の整備について」(理事会決議 売買動機をモニタリングし、抽出した顧客については売買審査を行なうこととしている。 顧客の売買動 二〇〇五

(6) 暴力団等との取引抑制、反社会的勢力との決別

団員による一九九一年に発生した損失補填問題及び暴力団不当な行為の防止等に関する法律」並びに警察庁刑 「暴力団員及び暴力団関係者との取引の抑制について」(理事会決議 一九九一年一一月二〇日)では、「暴力

事局長及び大蔵省証券局長通達の趣旨に沿い、次の内容を決議した。

①証券会社は、暴力団員及び暴力団関係者との信用取引、大口現金取引、その他暴力団の資金獲得活動を助長 するような証券取引及び融資のあっせんは厳に慎むこととし、また、既存顧客が暴力団員又は暴力団関係者

であることが判明した場合には、可及的速やかに取引関係を解消するよう努めること。

- マネーロンダリング防止のための本人確認については、 一層徹底するよう努めること。
- ③証券会社は、これらの実施に際し、何らかの暴力的行為その他の不当な行為等に直面したときは、 所轄の警

察当局に連絡するとともに、日証協に報告すること。

④証券会社は、本決議に伴い、社内規則を整備すること。

は、 理事会決議「証券会社の顧客管理等に関する行為基準」(理事会決議 努めるとともに、 及び暴力団関係者との取引の抑制について」(理事会決議)の趣旨に則り、原則として証券取引を行なわない 暴力団員、暴力団関係者、いわゆる総会屋等の社会的公益に反する行為をなす者との間では、「暴力団員 また、 マネーロンダリング防止のための本人確認の一層の徹底を図ることとした。これにより暴力 既存顧客がそのようなものであることが判明した場合には取引関係を速やかに解消するよう 一九九七年八月八日) では、 証券会社

3 日証協における最近の取組み

団、総会屋を初めとする反社会的勢力との決別を宣言した。

(1) 会員加入

公益又は投資者保護の観点から、当該新規証券会社が行なう特定の業務について、そのコンプライアンス体制等 日)により、 「新規加入協会員に対する機動的 加入後六ヶ月に満たない新規加入証券会社に対し、 ・継続的監査の実施に係る取扱いについて」(理事会決議 金融・経済又は社会的問題の実態を踏まえ、 二〇〇六年六月

に鑑み、当該業務が適正に行なわれているかどうか機動的・継続的監査を行なう必要があると判断した場合には、

監査の対象となる内容や新規加入証券会社を特定した上で、 機動的・継続的監査を三年間にわたり実施するもの

である。 また、 日証協は二〇〇六年一〇月日証協への加入の可否に関する審査と会員に対するモニタリング体制 の充実

強化を図ることを目的として「証券会社の加入審査等に関する専門調査会」を設置している。

(2) 引受審査

び排除 を、 行なう新規公開において引受を行なう場合の審査項目として「反社会的勢力との関係の有無及び排除への仕組み」 正に行なうことが要請される。 ンググループ」の報告を受けて、「有価証券の引受に関する規則」(公正慣習規則一四号)を改正し、 証券市場に反社会的勢力と関係を有する会社が証券市場に新規公開することを排除する上で、 上場発行者による公募増資等において引受を行なう場合の審査項目として「反社会的勢力との関係の有無及 の仕組み」 を規定し、 発行者の反社会的勢力との関係の有無を確認し、疑念がある場合には引受を行な 日証協は、二〇〇七年五月、「会員における引受審査のあり方等に関するワー 的確性審査を厳 証券会社が キ

3 内部者情報システム ムの構築

わない等の審査体制を強化した。

れまでの「内部者取引の未然防止」から「新規顧客に上場会社等の役員等に該当するか否かの届出を求め、 に関する基本方針」をとりまとめ、 日証協の「内部者取引の未然防止に関する検討ワーキング」では二○○七年三月に「内部者登録制度の見直し 同年六月八日、 日証協は「投資勧誘規則」の改正を行った。 主な内容は、 届出 1

あり、 より作成・保存することが出来る。 に基づき氏名、住所、 内部者取引の未然防止のための「内部者登録」に係る運用を改善することとした。 生年月日、会社名・役職名等を記載した内部者登録カードを備え付ける。 ③証券会社は、 内部者情報センター (仮称) に照会しなければならない等で ②電磁的方法に

係るルールの整備と適用を行なうとともに、データを提供する。 ルル 内部者情報センター(仮称)については全国証券取引所が、上場企業に対して内部者情報センターへの登録に 0) 整備と協会員への適用を行なうことで証券会社が定期的なデータの照合を行なえるようにするものであ 日証協は、 内部者登録制度の見直し及び自主ル

る。

連絡協議会の下部機関として設置した。これは、 このため、 日証協及び全国証券取引所は同年九月一四日「内部者情報システム協議会」を最高自主規制 東証が、 構築する内部情報システムについて、 システムの運営、 責任者

4 証券取引所における取組み

改変等を協議するためである。

(1) 東証

警本部からの要請に基づき、 一九九九年の東証、大証におけるベンチャー企業向け新市場の創設の動きに合わせた警察庁、警視庁、大阪府 両取引所と日証協は、 証券市場からの暴力団排除に取り組んだ。

が規定されているが、その解釈として「申請会社、申請会社の特別利害関係者又は主な株主及び取引先等が暴力 二〇〇〇年四月一三日、 東証は、 従前から上場基準に「公益又は投資者保護の観点からして必要と認める事項」 暴力団等が申請会社の経営に関与している場

団

暴力団員又はこれに準ずるものである場合は言うまでもなく、

取引先等が意図して暴力団と交流を持っている場合などは新規上場物件として不適当と考えられる」旨の記載を 暴力団と関係がない旨の 追加し、反社会的勢力と関係がある企業の株式上場は認めないことを明示した。さらに、新規上場申請者からは 暴力団の維持、 合や申請会社、 運営に協力若しくは関与している場合、 申請会社の特別利害関係者又は株主及び取引先等が資金提供その他の行為を行なうことを通じて 「確認書」の提出を求めることとした(「新規上場の手引き」、「マザーズ上場の手引 申請会社、 申請会社の特別利害関係者又は主な株主及び

の実施 の施策を行なうこととした。 同年一一月八日、 ②上場審査における審査精度の向上、③未提出会社に対する「確認書」の提出要請、 東証は、 再度マザーズ市場の健全性の確保を図るため、①上場申請の受付における事前確認 ④講習会の実施等

き_)。

同年一一月二七日、「反社会的勢力排除に向けた上場制度及びその他上場制度の整備について」を発表した。

(2) 大証

のとする)を求める方向で検討が行なわれ、実施に移した。 査委員会の設置 三者の客観的かつ厳正な調査による事実解明が必要と認める場合には、上場会社に外部有識者から構成される調 大証では、 上場会社への反社会的勢力の介入など市場の信頼を揺るがすような企業不祥事の真偽について、 (大証が必要と認める場合は、 調査委員会の委員構成等について見直しを求めることができるも

(3) ジャスダック

認められた場合における当該上場会社の上場的確性の喪失について一層の明確化を図ることを目的として、 る観点から、 ジャスダックでは、 上場会社と暴力団等反社会的勢力との関係が認められた場合及び上場会社の業務が公益に反すると 反社会的勢力による証券市場の濫用を防止し、証券市場の秩序の維持及び信頼 の向 上を図 有価

①株券上場廃止基準を新設し、上場会社が反社会的勢力に関係している事実が判明し、 であるとジャスダックが認めた場合には、上場を廃止する。 かつ、 その内容が重大 証券上場規定を改正した。その内容は次のとおりである。

②不動産投資信託証券に係る上場廃止基準を新設し、 係している事実又は公益に反する業務を行なっている事実が判明し、 ックが認めた場合には、上場を廃止する。 上場不動産投資信託証券の発行者等が反社会的勢力に関 かつ、その内容が重大であるとジャス

5 証券保安連絡会実務者会議中間報告の内容

からの暴力団排除の一つとして、証券取引・証券市場からの排除についても課題として取り上げられた。 ワーキングチーム」が設置され、 会社が適切に活用できる体制を構築することが望ましく、 (通称「オペ懇」)が論点整理をとりまとめた。その中で、「反社会的勢力に関する情報を集約又は共有し、各証券 二〇〇六年六月、 検討要請が行なわれ、また、 金融庁監督局が事務局となって開催された「証券会社の市場仲介機能等に関する懇談会」 公共事業・企業活動からの暴力団排除等についての検討が行なわれ、 同年七月、政府の犯罪対策閣僚会議の下に「暴力団資金源等総合対策に関する 有益と考えられる」として日証協及び証券取引所に対 企業活動

集・情報交換・情報集約の必要性について提案している。 的勢力への対応に関する基本原則、基本原則実施のための具体的施策、さらに反社会的勢力排除のための情報収 始されているが、その中で特徴的な動きについて触れてみる。 基本原則として、「企業が反社会的勢力による被害を防止するための指針」の策定や、証券関係者による反社会 て」と題する中間報告を発表した。この報告書では、 昨年七月、 証券界では証券保安連絡会実務者会議が「証券取引及び証券市場からの反社会的勢力の排除につい 証券取引・証券市場における反社会的勢力の排 このように反社会的勢力排除について新たな展開が開 除に関する

(1) 証券保安連絡会の設置

東証、 二〇〇六年一一月、 大証、 ジャスダック証券取引所は、 証券市場における反社会的勢力の排除の推進及び連携のため、 「証券保安連絡会」を設置し、 日証協が事務局を担当することとなっ 警察庁、 金融庁、 Н 証 協

た。

証券保安連絡会の目的は、次のとおりである。

②証券版「不当要求情報管理機関」の設置①反社会的勢力の排除に向けた実効的対策の検討

③ブロック別及び都道府県別「証券警察連絡協議会」の設置

(2)証券版「不当要求情報管理機関」設置の検討

反社会的勢力の排除には、その情報の収集・集約が必要となるが、次の三通りの段階が考えられる。

- ①情報を必要とする者が、自ら情報の収集・集約を行なう「自助
- ②情報を必要とする者が、 関係者間でお互いに協力し合って収集・集約を行なう「共助」

証券会社等が、個社単位で行なう情報の収集に限界があるとすれば、反社会的勢力に関する情報を一元的に収 ③情報の収集・集約について公的機関からの助力を得る「公助」

反社会的勢力との関係に関する調査及び証券会社等からの照会・調査依

頼が出

一来る

集・集約及び管理を行ない、

けることを要する。この機関の行なう主要な業務は次のとおりである。 とから、そのような機関は、暴力団対策法三一条第二項第七号に規定する「不当要求情報管理機関」の登録を受 ような体制の構築が望ましい。それらの業務を専門に行なうには、 警察当局等の協力を得ることが必要であるこ

①反社会的勢力に関する情報収集と集約

②反社会的勢力との関係に関する調査

③証券会社等からの照会、調査依頼、回答

社 現 在、 警視庁管内特殊暴力防止対策連合会の三機関である。 不当要求情報管理機関として登録を受けている機関は 財 競馬保安協会、) 競艇保安協会及び

(3) ブロック別及び都道府県別証券警察連絡協議会の活動の推進

の設置が進展している(二〇〇七年一二月現在、 府県警察、 各地域において、 金融庁 (財務局)、 警察当局と証券会社、 日証協、 証券取引所で構成するブロ 証券会社相互間の情報交換等の連携強化を図るため、 四〇道府県で設置済みである)。 ック別及び都道府県別に証券警察連絡協議会 証券会社、 都道

6 おわりに

証券市 場における反社会的勢力の排除等の取り組みはこの一、二年で急速に進展しているといえる。

の指針」の策定をうけ、 一○○七年六月の犯罪対策閣僚会議幹事会申し合わせ「企業が反社会的勢力による被害を防止するため 金融庁は、 金融商品取引業者向け監督指針について反社会的勢力対策に関する記述を追

加する方向で見直しを検討している。

きく貢献するとともに、 の再検討も行なうとされており、これらの諸施策が実現すれば証券取引と証券市場の公正性、 証券版不当要求機関と内部者情報システム(仮称)とのリンクさらには、 日証協では、 「暴力団員及び暴力団関係者との取引の抑制について」(理事会決議) 我国金融界全体の反社会的勢力排除等の動きにも好影響を与えることになろう。 既に一旦廃止された不信顧客照会制度 を全面的に見直すとともに、 信頼性の確保に大

C る。 テムを用いて行なっている。 米国では、 州監督当局、 証券業者 外務員のコンプライアンスに関する行動意識の向上を目的に投資家に対する情報開示を行なってい (証券の販売及び仲介を行なう業者)と外務員の情報を登録することが義務付けられており、 自主規制機関は、その登録内容の確認と承認をCRD また、 外務員や証券業者の資格や紛争履歴など一部の情報はブロ (Central Registration Depository) ーカーチェ シス S E ック

明性確保や投資家保護に有効に機能している。 (Broker Check Program)システムを通じて一般に公開(二〇〇六年では、五二〇万件の利用)され、 市場の透

局 備することにより情報の一元化・共有化・効率化を図ることを、現在、真剣に検討されていることは大きく評価 証 券市 証 場のグロ 取引所等の自主規制機関のそれぞれの対応・努力が必要なことはいうまでもないが、 1 バ ル化の進展や異業種からの新規参入が続く中で、 不正取引行為者の排除につい 共通基盤を整 ては監

注

参考資料

(1) 有友圭一他著「マネーロンダリングの実務」(株)ファーストプレス 二〇〇七年六月

・「マネーロンダリング対策の実務」 有友圭一他著 二〇〇七年六月 (株)ファーストプレス

・「マネーロンダリング」(ジェフリー・ロビンソン著)平野和子訳(一九九六年七月)三田出版会

・金融庁、日証協資料

(さかした あきら・客員研究員)

米国における『証券リテールビジネス』の潮流

一上季代司

象は、 心であったことはいうまでもない。 わるビジネスは、わが国でも証券会社はもちろん銀行、信託、保険等の他業態で高い関心をもたれてい 種レギュレーションの対応、人材の獲得・育成方法等)である。老後に備えた資産形成や富裕層の資産運用に関 のビジネスで先行している米国では、 筆者は昨年一二月初旬、「米国リテール証券業務視察」に参加し米国証券会社を視察する機会を得た。 米国証券会社における個人向け営業の現況 具体的にどのような営業展開が行われているのか。それが基本的な問題関 (顧客開拓の方法、顧客管理、顧客からのクレームの対応、 るが、こ 調査の対 各

においてここ数年来みられた傾向 国証券リテールビジネスに関する知見のうち、参考と思われる部分を整理し、わが国への示唆を引き出してみた 折しも、米国はサブプライムローン問題が大きな話題になっており、相場急変で顧客対応に追われるブローカ (営業員) も多かった。サブプライム問題による金融・証券市場の混乱が、 (後述)を変えてしまうとは思えない。以下では、今回の視察から得られた米 アメリカの証券リテールビジネス

1 訪問先概要

今回の訪問先は左表のとおりである。Sun Cityを除き、アメリカ西部、 南部の地方都市郊外に所在する支店

訪問先一覧

	訪問先	場所
12月3日 (月)	Reymond James & Associates Frost Financial Management Group (Frost Bank)	テキサス州オースティン市 (Austin)
12月5日 (水)	Sun City	ネバダ州ラスベガス市 (Las Vegas)
	①Citibank (Anthem Financial Center) ②Banc of America Investment Services ③Wachovia Securities Financial Network (Anthem支店)	ネバダ州ヘンダーソン市 (Henderson)
12月6日 (木)	現地コンサルタント Yuji渋谷氏(HYS Associates)	カリフォルニア州サンフラン シスコ市(San Francisco)
12月7日 (金)	Smith Barney	カリフォルニア州サンマテオ 市(San Mateo)
	Merrill Lynch	カリフォルニア州メンロ・パ ーク(Menlo Park)

であり、応対者は支店長である。な住宅街にあり、営業員二〇人程度の中規模支店

た支店はオースティン市郊外の山の手にある閑静へ構成は以下のようになっている。筆者達が訪れ五万ドル、純利益二億一〇〇〇万ドルであり、収五万ドル、純利益二億一〇〇〇万ドルであり、収工の人、ICを三五〇〇人(IC店舗、一五四

ープは三社合計でFA(Financial Advisor)を四の証券子会社Reymond James Ltd.がある。同グルの正券子会社Reymond James Ltd.がある。同グル

Private Client Group	63.8%
Equity & Fixed Income Capital Markets	18.5%
Professional Asset Management Fee	7.6%
R.J. Bank	4.4%
そのほか	5.7%

同社は持株会社Reymond James Financial Inc.傘下の証券子会

社(フルラインサービス)であり、兄弟会社として①独立系IC

(Independent Contractor)を営業員として抱え

(1)Reymond James & Associates

営業所である。スミス・バーニーやメリル・リンチについては詳 しく説明するまでもないが、それ以外の訪問先については知られ

(∼) Frost Financial Management Group

アントニオ市で創業(一八六八年)し、テキサス州では独立系最大手の銀行である。 二〇〇六年末、資産規模は一三・二億ドル(全米七四位)、一〇〇以上のファイナンシ 同グループはFrost Bankの証券・信託部門である。フロスト銀行はテキサス州

億ドル 三四%(業界平均は二〇%)にのぼる。なお、同グループは次の四つのサブ部門から ャルセンターを抱える。なおFrost Financial Management Groupは、 (うち運用資産一一○億ドル)規模である。この部門からあがる非銀行収入は 預かり資産二五〇

(3) Sun City

る。アリゾナをはじめサンベルト地帯を中心に全米二一箇所で建設されている。 Sun CityはDell Webb社が運営する五五歳以上の老齢者に限定したコミュニティであ

達が訪れたラスベガス市近郊のサンシティはそのうちのひとつで、七〇〇〇世帯、

万三千人(平均年齢六七歳)が居住し、もっとも所得水準が高い(平均年収一〇万ド らの資産所得と類推され、その資産獲得を狙って多くの金融機関 ル以上)。 Barney, Banc of America Investment Services, Wachovia Securitiesなど)が出店、営業 四〇%はまだ職を持っているとされるが、年収の多くは金融資産・不動産か (City Bank, Smith

信託	個人向け信託、慈善信託
退職者向けサービス	401K、IRAs
Wealth Management	Private Banking. 資産1,000万ドル以上の顧客
	多様なサービスのため専門家が多く関与する。チーム構成は
	10人(ポートフォリオマネージャー関係4人、不動産・石油
	ガス関係2人、税務関係2人など)。ヒューストン、ダラス
	に各1チーム、サンアントニオに2チーム
ブローカレッジサービス	50万ドル~1,000万ドルの顧客。
	各支店のブローカーが対応する

(4) Banc of America Investment Services

同社は持株会社Bank of America Corporationのブローカレッジ証券子会社である。

(ы) Citibank Financial Center

も提供している。筆者達が訪問したAnthem Financial Centerもそのひとつである。 ほか中小企業向けスペシャリスト、投資サービスやモーゲージ(住宅ローンなど)のスペシャリストのサービス Citibankは全米各地にFinancial Centerと呼ばれる支店を設置している。Financial Centerは通常の預貸業務の

(ω) Wachovia Securities

ぶりの支店である。 ○%、投信三○%、 人(うちFA四人、オペレーター三人、マーケッティング二人)で、口座数三五〇、預かり二億ドルとかなり小 のラスベガス近郊Sun Cityの南端近くのショッピングセンター内にあった。なお、同支店の陣容は、スタッフ九 ーパーリージョナルバンクとして日本でもよく知られている。同証券は昨年、独立系のA. G. Edward証券と合併 ワコビア証券は持株会社 Wachovia Corp.傘下の証券子会社であり、兄弟会社の Wachovia Bankは全米有数のス 預り資産はメリルリンチ、スミスバーニーに次いで全米三位となった。筆者達が訪れたAnthen支店は、 仕組み債三○%で個別株の収入は僅少にすぎない。 営業収入は二百万ドル、営業費用四〇万ドル、利益一六〇万ドル、収入内訳は変額年金四 前述

(7) Smith Barney

る。筆者たちが訪れたのは、サンフランシスコから車で一時間ほど南下したSan Mateo近郊の閑静な住宅街に所 含むフルラインの証券会社である。支店営業所は七九五、国内顧客口座九二〇万(預かり一・五兆ドル)をほこ 在する中規模クラスの支店である。 同社はCitigroup Global Capital Markets Inc.の一部門であり、ブローカー業務、投資銀行業務、資産運用業務を

(∞) Merrill Lynch

域を管轄し、FA一○○名、一○○億ドルの預かりがあり、全社中でトップテンに入る、とのことである。 ある。なお、 のことである。このコンプレックスは同社全体で一四一ユニットあり、当支店のコンプレックスは近隣四つの地 ある。 (個人、中堅企業が客)の所管である。同部門は従業員六万六千人、預かり一・五兆ドル(二〇〇六年現在)で 同社は全米最大したがってまた世界最大の証券会社であり、リテール業務は同社のGlobal Private Client部門 筆者達が訪れたのは、San Mateoからさらに南下し、シリコンバレーに近い Menlo Parkに所在する支店で 同社では証券・保険・銀行の各業務を包括するビジネス・ユニット「Complex」を採用していると

2 顧玄

聴取先である)。

以下、(1)顧客、 (2)営業手法、商品・サービスの順で、訪問記録を紹介しておきたい(なお、 カッコ内は

(1) 顧客開拓

チ)。 と自由に出来なくなる。このためこの手法は以前ほど利用されないとのことである。最も有望な方法は既存顧客 設があげられる。このうち、コールドコールは客の申し出により「お断りリスト(non-call list)」に記載される 〇を行った企業の役員・幹部の紹介を受け、これが富裕層ビジネスの有力な顧客となっている(メリル が自らウェブサイトを開設し、 からの紹介であり、その他外部 新規顧客開 フルラインの総合証券会社の場合には、 ·拓の方法としては、①Cold call(電話外交)、②Referral(紹介)、③セミナー開催、 情報発信する場合には、 (会計士・弁護士)からの紹介もあり、セミナーもよく利用される。 投資銀行部門や機関投資家部門から、その企業顧客の役員やIP 会社のチェックが入る (レイモンド・ジェー ④Web-siteの開 なお営業員 ムスほか)。 ・リン

【銀行からの紹介】

ヤル)。

報の部門間共有のためにデータベースを作ってそこにアクセスできるようにしてある(フロスト・ファイナンシ 有が認められてい 銀行系証券会社の場合には、 、るが、 フロ スト・バンクでは顧客の事前承認を求めるガイドラインを定めてい 銀行からの顧客紹介が加わる。この場合、 取引履歴・取引内容等の顧客情報の共 る。 また顧客情

ンの一部を受け取っていたが、現在ではクレジットを与え、ボーナスとして還元している。またシティグループ 万ドルからだが、 ク・フィナンシャルセンター)。 銀行からの紹介客は額が小さいとの指摘がある。 口 ットに下限を設けていないとのことで、 なお、銀行側担当者のインセンティブは、 現状、 銀行からの紹介客は 口座平均は三~四万ドルである 当初は取引があるたびにコミッショ 般的には平均最低 (シティバン ット

層をターゲットに据え、これら富裕層をスミス・バーニーに紹介している、とされる(シティバンク・フィナン は九○年代に富裕層をターゲットにしてきたが、九○年代後半にマス富裕層にまで拡大、ここ最近では再び富裕

シャルセンター)。

列証券に顧客を紹介するのが一般的なのであろうか。それとも、顧客セグメントごとに対応を異にしているので(2) けで、そこに紹介するのである」と答える。つまり日本のように、銀行が自ら投信等を販売するのではなく、系 あろうかり うか。この疑問に対し、 銀行が系列証券会社に顧客紹介するとすれば、投信等の銀行自身による証券販売はこれと競合しないのであろ コンサルタントの渋谷氏は「銀行に証券営業員は常駐していない。 名刺が置いてあるだ

(セミナー)

ントラクター(IC)の場合は営業員個人が行うことがあり、その場合には費用は折半にすることもある(レイ 方法としては、マーケッティング会社に見込み先顧客リストを作らせメールを送るのが一般的であるとされる (バンカメ・インベストメント・サービシズ)。もちろんセミナー開催費用は会社もちだが、インデペンデントコ 自体は受動的である。したがって現状、能動的な顧客開拓方法はセミナーの開催ということになる。セミナーの 外部からの紹介元である弁護士や会計士には日頃から連絡を取り合う努力が必要であるが、それにしても紹介

(2)顧客セグメント

多くの証券会社では、主として預かり資産額を基準に顧客をセグメント(区分)し、異なった顧客対応を行っ

スト・ファイナンシャル)。一般に、これより額の小さい富裕層は「Affluent」と呼称し、その中でもさらに額の ている。顧客区分ごとに様々な用語が使われ、超富裕層は「High net worth」、彼らに提供されるサービスは 「Private banking」とか「Wealth management services」と呼ばれる(メリル・リンチ、スミス・バーニー、 フロ

小さい層は「Mass Affluent」と呼ばれる。もっとも、セグメントの基準額は業者によって区々ではある。

「ラップアカウント」も機関投資家や一部の富裕層が享受していた投資管理サービスを大衆向けに組みなおしたも(3) 代を経るにつれ、徐々に小口の顧客にも援用され、大衆化しつつある。わが国で多くの証券会社が注力している 業務)で培われてきた営業手法(資産管理、チーム営業など)や商品・サービスが用いられている。それが、時 のであり、それがいまやわが国では資産額一千万円未満にまで小口化しているのである。 結論を先取りしていえば、こうした富裕層向けサービスには、法人営業 (機関投資家向けセールスや投資銀行

は現状、アメリカでは五○万ドルと考えられる(「ブローカー(営業員)としては最低ロット五○万ドルは欲し とも、こうした富裕層向け営業が成り立つためには、コスト面で受け入れ可能な資産額の下限が存在する。それ その廉価版・大衆版が出てきてマーケットが席巻されてしまう、という恐れがないとはいえないのである。もっ い」、バンカメ・インベストメント・サービシズ)。また、こうした超富裕層向け商品・サービス、営業手法のす そのように考えると、限定された一握りの富裕層向けサービスだからといって看過していると、いつの間にか、

そこで、この点を詳しく見るために、営業手法や商品・サービスについてどのような発言があったか、 整理し

てみよう。

べてが大衆化するわけでもないだろう。

3 商品・サービス

(1)個別株推奨からファイナンシャルプランへ

期ごとにリバランスを行う」(レイモンド・ジェームス支店長)という。 口 徐々に債券へリバランスする必要があるが、このタイミングにはアドバイスが必要不可欠であり、そこに我々ブ 期の資産形成に役立つソリューションの提案に重きを置くように変えた。特に、加齢を重ねるとともに株式から 個別株を推奨してきたが、これが分散投資に結びつかない下手なやり方だと気づき、 期の資産形成に役立つような「ファイナンシャル・アプローチ」を重視するという。すなわち「自分も、以前は アメリカでもネット証券は対面営業の証券会社にとって常に意識するライバルであるが、これに対しては、長 カーの意義がある。その点でSMAは戦略商品である。SMAでは、 顧客資産の属性に適したやり方で四半 顧客の財産状態に応じた長

ポートフォリオ作成では、小額の場合はTrackで対応するが、五〇万ドル以上になるとSMAで対応する」(シテ にもかかわらず、この一〇年間、ファイナンシャル・プランニングの意義が向上し、コミッションからフィーへ 五年間で著しくフィーにシフトした。個別株の売買注文はネット証券に回す。一件二五ドルではやってられない。 の移行は止まらない、 なお、アメリカでは営業員の企業家精神を尊重し、どのような営業を行うかは彼らの裁量に任されているが、 と指摘される(レイモンド・ジェームス)。同様の意見は別のところでも聞かれる。「最近

(2)富裕層ビジネスにおけるセグメント

ィバンク・ファイナンシャルセンター)。

こうしてコンサルタントベースのリテール営業が一般化しつつある米国であるが、預かり資産の多寡に応じて

提供する投資物件・サービスや営業対応は異なってくるようである。例えば、フロスト・フィナンシャルでは五 加えて、高額になればなるほど相続税対策や不動産プランなど他のサービスも必要になってくる」。 の担当者もいう、「五〇万ドル以下では投資物件だけですむ、それ以上になると投資物件だけでは対応できない。 上の超富裕層になるとチーム営業で対応するという。他方、先述のバンカメ・インベストメント・サービシーズ ○万ドル以上一千万ドル以下ではブローカレッジ・サービスといって基本的に担当営業員が対応するが、それ以

割へと変化していく。 Management Services」についてみよう。 ある。また一○億円以上になると、担当営業員のみでは対応できなくなる。 ようなオーダーメイドに近いサービスになるほか税務、不動産そのほかのサービスが必要になる、ということで のほか単品商品の組み合わせで対応可能であるが、それ以上になるとポート作成でもコンサルタント・ラップの これをわが国に引き直せば次のようになろう、すなわち、日本円で五千万円までの顧客ならば、 (税務、不動産など)を糾合し、担当営業員は顧客ニーズを聞き取るリレーションシップマネジャーの役 メリル ・リンチ社が提供している、 投資銀行業務における「チーム営業」とよく似た組織的対応になってくるわけである。 一千万ドル(一○億円)以上のHigh net worth向け「Wealth 顧客ニーズに応じて複数のスペシャ 投信ラップそ

(3)ウエルス・マネジメント・サービス

成り立っている。①は投資ポートフォリオの作成・実行、②は企業オーナーの自社株保有など特定の資産に集中 Management' 同社のウエルス・マネジメント・サービスは、①Private Portfolio Management、 ூTax Minimum Strategies' அAlternative Investment' ஞTrust and Estate Planning Servicesஃ.ஏ Concentrated Stock

している場合に、 ④はプライベ 流動性回復、 ートエクィティファンドやヘッジファンドなど代替投資物件の提供、 リスクヘッジ、リスク分散などのソリューション (解決手段)を提供、 ⑤は主として相続税対 ③は節税

策を狙った慈善信託や財団の設定となる。

七五の顧客に対応している。多くはIPOを終えた客、企業を売却した客で、預かり額は小さい客で五〇〇万ド 同社のウェルス・マネジメント・アドバイザーの一人は言う、「我々のチームは三人のアドバイザーからなり、 てきたものである。 最後の信託・財団の設定を除き、これらはすべて機関投資家向け業務としてこれまで多くの投資銀行が手がけ 多い客で一億ドル、総計一三億ドルである」。 これらの営業手法が、超富裕層向けサービスに転用されているということであろう。 また、

ている。ちなみに、 提案する際に、 Relationship Managerと呼ばれるようになった。これとちょうど同じ組織対応が超富裕層ビジネスにも援用され れ発行企業のニーズが多様化し、一人のバンカーでは対応できなくなるにつれ、企業ニーズに対する解決手段を このチーム営業も投資銀行業務から派生してきたものである。 関係するスペシャリストを糾合したチームが結成されることになり、 証券会社の超富裕層顧客は、 IPOを終えた企業オーナーや自社を売却した旧オーナーが多 M&Aの拡大とファイナンス手段の多様化につ 顧客担当バンカーは

architecture)」の傾向を強めるからである。であれば、この業務におけるサンクコスト(埋没費用)は小さく、 的な有利性を持つわけでもない。というのは、富裕層ビジネスにおけるこうした傾向は、 したがって、この分野では投資銀行は有利なシナジー効果を発揮していると想定できる。 サービスだけでは対応できず、必然的に他社商品も販売する「オープン・アーキテクチュ しかし、 方では、 それ ア 自社 (open は 絶対 の商

く

投資銀行部門の顧客でもあったケースが多い。

されているのだろうか。 層ビジネスではどのような営業展開 米国では、大学には自費で進学するの がな Affluentと呼ばれる。こうしたマス富

ある。とりわけ、

退職者資産の多くは

握りであり、

これより額が小さい富裕

(Affluent)

向けのビジネスも盛

ん

もちろん、

米国でもHigh net worthは

万ド

ル以下であり、

これらは Mass

富裕層ビジネスで預かり資産を増やして ーだといわれている いるのは、 ーキテクチュアの商品なのである。実際 ージャーに委託するというオープン (4)マス富裕層ビジネス 小規模な登録投資アドバ (表1)。

イザ

参入障壁は比較的低いことになる。

S M

A自体が客の資産運用を外部

の運用

マネ

表 1 富裕層ビジネスにおける競争

		預り資産 (兆ドル)	シェア	シェア変化 (過去2年)	社数 (主な業者)
ワイヤーハウス・投資 銀行ブローカーレッジ 部門		3.3	29%	_	10社 (メリル、スミスバーニー、UBS、モルガン スタンレー、ゴールドマン・サックス)
1 1	ライベートバンク・ モ会社	2.5 (注1)	23%	- 3 %	200社以上 (ノーザントラスト、バンカメ、JPモルガン、ワコビア、ウエルズファーゴ)
42.41	言運用会社・ディス ウントブローカー	1.6	14%	+1%	500社以上(シュワブ、フィディリティ、バンガード、イートレード、T・ロウ・プライス)
登録	录投資顧問	2.9	26%	+2%	
内訳	High Net Worth アセットマネージ ャー(注2)	1.0	9 %	_	500社以上(ベルンシュタイン、ニュブ・バーマン、メロン、オッペンハイマー)
	独立ファイナンシ ャルアドバイザー (注3)	1.0	9 %	+1%	8,000社以上(プレシジオ、BBR・パートナーズ、 バレンタイン、フィン、オックスフォード・ファ イナンシャル、コッチス・フィッツ)
	地方・独立ブロー カーディーラー	0.9	8 %	+1%	1,000社以上(レイモンドジェームス、LPL、デイン・ロウシャー、ロバートブレア)
保険会社		0.9	8 %		500社以上(NYライフ、マス・ミューチュアル、リンカーン・フィン、メットライフ、プリンシパル)

- 1. 銀行ブローカー・ディーラーの分を含む。
 - 2. 主として登録投資アドバイザーとしての預かりだが、それに限るものではない。
 - 登録投資アドバイザーとしての預かりのみ(米国ではアドバイスによってフィーを受け取 るためには登録投資アドバイザー、Registered investment advisoryとしての資格が必要で ある)。
- (出所)『証券アナリストジャーナル』2007年6月号、p.34。
- (原資料) Cerulli, The VIP Forum, PFS International Marketing Research.

雇用者は、多くは401Kプランを利用しているので、会社が用意した投資プランを選択し自動的にそこへ資金 れる。そこで証券業界でも顧客層は中年層が中心となる(フロスト・フィナンシャル)。これら中年層のうち被 で多くの若者は教育ローンを抱えている。したがって、それを返し終えて貯蓄に励むのは三〇代後半から、とさ

は運用されることになる。

決めなければならない。 多くなる。このときに、彼らが業者に求めるアドバイスの多くは「自社株」の扱いである、とされる もリターンは向上するのである。 れば、401KはIRA(Individual Retirement Account)に切り替えられる。IRAでは、運用商品は自分で 401Kプランでは投信運用のウェイトが高いとされるが、自社株運用も結構多いからである。さらに、退職す 証券会社や投資アドバイザーの門をたたくのは、 大抵は、リスクの面で偏ったポートフォリオになっているので、それを是正するだけで 退職を控えたころ、すなわち五〇歳前後からが最も (渋谷氏)。

は、「客と絶えず接触を取りニーズ把握に努めている。同じ性格の客を集めてセミナーを開き、 的な顧客層になっていると考えられる。この業務において、大手証券の営業員であることのメリットは見出せな をリバランスしてくれるアドバイザーを必要とするのであり、それがアメリカ証券業界におけるリテ かくて、退職を控えた五〇歳前後の人々は、自分のプロファイルに適した形でこれまで蓄積してきた運用資産 商品やサービスは「オープン・アーキテクチュア」であり、必要とあらば外部から仕入れることができるか 実際、ここでもシェアを高めているのは独立系であるといわれている。 また、某独立系F 客同士を会話さ ĺ jレ 0) 中核

せて運用を誘導している」(渋谷氏)という。

4 おわりに

れば、以下のようになろう。

うえ、 以上は、今回の視察でえられたヒアリングからまとめたものであって、きわめて限られた範囲内のものである 十分な事実関係の裏づけをとったものでもない。 したがって確定的なことはいえないが、 あえて結論付け

列外販売などわが国でも見られ始めている。もっとも、その程度は日米でかなり格差が大きいが、その方向性は まっている。そして、この動きはさらに加速して、超富裕層のみならずマス富裕層にまで拡大、 資産管理業務は機関投資家向け営業で洗練さを磨いてきたのだが、これがまず富裕層向けに援用されている。そ ように見える。その最初の商品がSMA の過程で、他社や他業態、外部の商品・サービスの提供が必要となり、オープン・アーキテクチュアの動きが強 スへの移行)、②オープン・アーキテクチュアー、 米国で生じている証券リテール営業の流れは、 (別称ラップアカウント)であった。こうした動きの兆候は、 ①コミッションからフィーへ (コンサルタントベースのサービ ③機関投資家向けサービスのパーソナル化・大衆化である。 大衆化している 投信の系

注

指摘できるのではなかろうか。

- 1 本視察は、 員である日本証券経済研究所の若園智明主任研究員より聴取テープ等の資料提供をうけた。記して謝したい。 日本証券業協会東京地区評議会からの委託調査の一環として行われた。本稿作成に当たっては同視察団の なお、
- 2 たとえば、投資物件の執行ですむものは銀行内部で行い、富裕層向けのスキルを要するものは証券会社に紹介する、

視察団の見解を代表するものではない

意見にわたる部分は私見であり、

というように。

- 3 アメリカでは、SMA (Separately Managed Account)と呼ぶほうが一般的である。
- 4 シティグループのTrackは最低ロット二・五万ドル。一一種類のポートフォリオが用意され、顧客プロフィルに基づ き選択される。加齢とともに自動的にリバランスされる。他方、SMAは最低ロット五○万ドルで、顧客プロファイ
- 5 ドバイザーの拡大により成長を続けるチャールズ・シュワブ」『資本市場クォータリー』二〇〇七年秋号、も参照。 ルに基づき最適な運用マネージャーが選択され、そこが運用する。もちろんリバランスもしていく。 「証券会社・銀行系のFAは三年程度で交代する。だから独立系が伸びている」(渋谷氏)。なお、長島亮「独立系ア

(にかみ きよし・客員研究員)

政府系ファンドをどう見るか

伊豆

はじめに

欧米金融機関が、サブプライム関連の巨額損失を相次いで発表しているが、その穴埋めとして、中東・アジア

の政府系ファンドから救済出資が行われ、 話題となっている。

を発表した頃から、その動向が注目を集めていたが、一〇月のG7でその透明性や説明責任に注文が付けられる

政府系ファンドは、中国が昨年五月に、米国の大手買収ファンドへの出資と同時に新たな外貨運用機関の設立

など、政治的な動きを警戒する声も少なくなかった。

ドを国際金融システム安定化の担い手として高く評価する声も聞かれるようである。

しかしそれも、サブプライムに苦しむ金融機関への寛大とも言える資金提供が続き、最近では、政府系ファン

とはいえ、 国家による外貨準備の積極的な運用ということであれば、七○年代の石油ショック以降のオイルダ

うな新しい点があるのだろうか。政府系ファンドをめぐる論点を整理してみよう。 ラーの存在は誰もが知るところである。では、最近の政府系ファンドには、従来のオイルマネーと異なるどのよ

政府系ファンドとは

政府系ファンド(国富ファンド:Sovereign Wealth Funds)に厳密な定義は存在しない。一般的に「国家が運

用する外貨建て資産で、外貨準備を除くもの」の意味で用いられているが、 この定義に当てはまらないものも多い。 例えば、 米国アラスカ州 が運用

題である。 がサウジアラビアの中央銀行であり、 えない。サウジアラビア通貨庁は、オイルマネーを象徴するファンドである 「永久準備基金」は州政府による運用であるため「国家」による運用とは言 政府が管理する公的年金を政府系ファンドに含めるかどうかも難し ノルウェーの政府年金基金は、その積極的な運用から、数少ない その外貨資産は外貨準備にあたる。 ずる 1 ま 間

「の外貨建て運用部分)を政府系ファンドと見なす人はいないだろう。

先進国の政府系ファンドとされることが多いが、といって、日本の公的年金

方針 般的な定義に、その資金源 結局、「国家が運用する外貨建て資産で、外貨準備を除くもの」という一 (積極的なリター ンの追求) (原油等の資源の輸出代金であること)や、 などを加味して、 総合的に判断されてい 運用

知られる。 国が中心であるが、 代表的な政府系ファンドは図1に示した通りである。やはり、 シンガポールのGICやテマセクなども積極的な投資で 中 -東の産油

のが現状ということになろう。

ど述べたように、定義が厳密とはいえないためその運用額も推計値とならざ

その規模を世界全体の他の機関投資家と比較したのが図2である。

さきほ

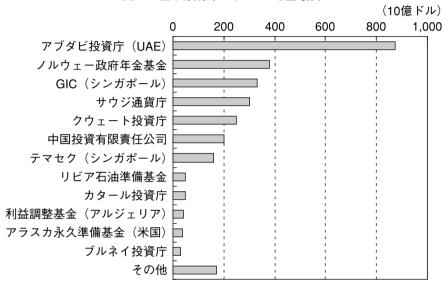
表 1 欧米金融機関への政府系ファンドの出資

金融機関	公表日	金額	出資者
モルガンスタンレー	12月19日	50億ドル	中国投資有限責任公司
	11月26日	75億ドル	アブダビ投資庁
シティ UBS			GIC (シンガポール)、クウェート投資
	1月15日	125億ドル	庁、アルワリード、サンフォードワイル
	7	等。他に20億ドルの公募を含む。	
UBS	12月10日	130億スイスフラン	GIC(シンガポール)と匿名中東投資家
	12月24日	CO倍 ビル	テマセク (シンガポール)、他にデイビス
 マロルロンエ	14月24日	021息トル	デル 中国投資有限責任公司 デル アブダビ投資庁 GIC (シンガポール)、クウェート投資庁、アルワリード、サンフォードワイル等。他に20億ドルの公募を含む。 スフラン GIC (シンガポール) と匿名中東投資家テマセク (シンガポール)、他にデイビスセレクティッド (米国投資会社)を含む。 歯園投資分社 クウェート投資庁、他に
		等。他に20億ドルの公募を含む。 130億スイスフラン GIC (シンガポール) と匿名中東投資家 62億ドル テマセク (シンガポール)、他にデイビス セレクティッド (米国投資会社) を含む。 韓国投資公社、クウェート投資庁。他に	CC倍 ビル
		みずほコーポレート銀行等を含む。	
メリルリンチ	1月15日	66億ドル	韓国投資公社、クウェート投資庁。他に

(出所) 各社プレスリリース資料より作成。

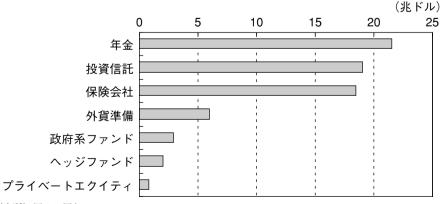
るをえないが、 年金や投資信託 といった伝統的 といった伝統的 りは小さいもの の、ヘッジファ ンドやプライベ ートエクイティ ファンドよりも オルタナティブ 合、数倍から一 のが一般的であ るため、市場へ

図1 主な政府系ファンド(運用額)



(出所) The Economist, January 19, 2008.

図2 主な機関投資家(運用額)



(出所) 図1に同じ。

2 政府系ファンドの特徴

では、こうした政府系ファンドの、民間ファンドと比較した特徴はどこにあるのだろうか。

におけるベストプラクティスの確立」を求めたのは、そうした懸念の表明である。 昨年一〇月一九日のG7声明が、政府系ファンドに対して「組織構造、リスク管理、 に出資した時にも、 投資を受け入れる側の警戒心が大きくなれば保護主義的な動きにもつながりかねない。中国がブラックストーン リターンではなく政治的な目的の追求によって行われる可能性があることである。事実としてそうでなくても、 最大の特徴は、言うまでもなく国家によって運用されていること、したがって、その投資が、 中国政府がブラックストーンの投資先企業に何らかの影響力を行使する可能性が指摘された。 透明性、 説明責任等の分野 純粋に経済的な

は、 意識されたであろう。それが国際金融システムの安定化に貢献したのである。 しかし、政治的な目的を伴いうることは逆に作用することもある。昨秋からの欧米金融機関への出資において 長期的には大きなリターンが見込めるとの判断を前提としつつも、 米国や国際金融界全体との関係も、 当然、

要求される民間機関投資家の買いは期待できないような場合でも、長期的に見れば底値だと判断し積極的に買い 化機能を期待することもできるであろう。例えば目先は相場の軟調が予想され、四半期ごとのパフォーマンスが はない。また、 ンドと異なって、最終投資家から資産を預かっているわけではないため、 では、経済的投資家としての特徴はどうであろうか。一つは、超長期の投資家だということである。 運用期間が長い分、リスクの高い投資も可能となる。ここから、 四半期ごとに運用成績を報告する義務 政府系ファンドに価格変動平準 他のファ

向かう投資家が現れれば、市場の変動を抑制することにつながるはずである。

長期投資家であることとあいまって、変動の縮小に貢献することが期待されるのである。 借入れを多用する投資家は、 迷し始めると資金調達は難しくなってポジションを維持できず、市場の悪化に拍車をかけることになる。つまり、 が緩くなるため、投資家のレバレッジは高まりそのことがさらなる株価の上昇をもたらしやすい。逆に市場が低 ドや買収ファンドなどレバレッジに依存する投資家の場合、市場全体が好調である時には、 それに加えて、借入れ (レバレッジ)に依存しないことも政府系ファンドの大きな特徴である。ヘッジファン 相場の変動を増幅しがちであるのに対して、借入れを行わない政府系ファンドは、 担保評価や融資条件

3 政府系ファンドへの新たな注目

ることもできる。では、最近になって改めて注目されるようになったのはなぜだろうか。 しかし、こうした政府系ファンドの存在は、一九七三年の石油ショック以降のオイルマネーの膨張にさかのぼ

憶されてきたものの、実態としては八○年代からの二○年余り国際金融市場においては重要なプレーヤーとは言 金融のグロ OPEC諸国の油田開発も進み、逆石油ショックと呼ばれる事態が起こっていたのである。 れてきた。七〇年代の二度の石油ショックによって、消費国では省エネ技術が進んで石油需要が低迷した上、非 いたオイルマネーが、数年前からの石油価格の高騰によって再び表舞台に登場したということである。 それは一つには、過去二〇年ほど国際金融市場や民間機関投資家の規模拡大が続くなか、 オイルマネーの原資となる原油価格は、八○年代半ば以降最近に至るまで長期にわたって低迷を余儀なくさ ーバル化に伴って国際金融市場は急速な拡大を続けたため、オイルマネーという言葉は人々に強く記 存在感を低下させて 他方で同時期には、

えなかったのである。それが、二〇〇四年頃からの石油価格の高騰によって、久しぶりに市場に再登場してきた

しかし、最近の政府系ファンドには、〈オイルマネーの復活〉にとどまらない新たな特徴が見られる。

が外貨準備の重要性を再認識させたからであろう。 自国通貨を安く維持することによる外需依存型の成長を志向してきたためであり、また、アジア通貨危機の記憶 は、その外貨を国家が市場介入によって吸い上げ外貨準備として蓄積してきたのである。それは、新興市場国が は米国が消費主導型の成長を続けて貿易赤字を増大させ、他方で中国をはじめとする新興市場国は外国企業の受 と呼ばれる国際金融市場における資金の偏在が、現在の政府系ファンドの背景には存在する。すなわち、一方で 入れと輸出の拡大によって外貨を稼ぐという〈世界的な不均衡〉が、過去数年間、拡大してきた。そして黒字国 その一つは、中国に象徴されるように、原油等の資源に依存するのではない外貨大国が新たに現れたというこ 資源価格の上昇だけでなく、〈グローバル・インバランス〉(米国の対外赤字と新興経済国の対外黒字)

(オマーンとの共同ファンド設立を計画) 等、 ファンドの規模としては、 圧倒的に中東の原油型ファンドが大きいが、 資源価格に依存しないタイプの政府系ファンドが登場したことが 中国、 韓国、

最近の新たな特徴の一つである。

至るまで常に国際金融市場における最大の問題であった。しかし、六〇年代の黒字国 とである。振り返ってみれば、米国の国際収支赤字をどのようにファイナンスするかは一九六〇年代から現在に 次にそして最も重要な特徴は、 黒字国と米国との国際政治経済上の力関係がこれまでと大きく変化しているこ (西ドイツや日本等)は、

稼いだドルをそのまま米国に預金してくれた。また、七〇年代の石油ショック以降も、サウジアラビアなどの米

とんどは米国と政治上の同盟関係にあり、 玉 「の影響力の強い産油国は、黙って米国債への投資を続けてくれたのである。つまり、これまでの外貨大国のほ ドルの安定的な保有国であり続けたのである。

現在 国連邦、オマーン、 中東諸国と米国の関係は、 ラビアも政府系ファンドの設立を準備中と伝えられ、ドルペッグ制をとってきたペルシャ湾岸諸国(アラブ首長 での黒字国とは異なる国際政治上の大国が、巨額のドルを保有し、その積極的な運用を開始したという点にこそ、 ルを買い支えれば、 しかし、 !の政府系ファンドが注目されるべき最大の理由があるであろう。しかも、「九・一一」やイラク戦争以降、 新たに台頭してきた黒字国はそうではない。中国であり、 国内のマネーサプライが増加しインフレが懸念されるからである。 カタール、サウジアラビア、バーレーン)も連動停止を検討し始めている。 親米大国であったサウジアラビアでさえ微妙なものになりつつある。実際、 ロシアであり、 イランなのである。これま 下落し続けるド サウジア

現在はユーロが存在する。ドルに拘束される政治的理由が弱まれば、ユーロへの切替えの抵抗も小さい。このこ とは過去二年間 その上、これまではドルに代わる国際通貨が存在しなかったため、 2の急速なドル安ユーロ高の一因であったであろうし、 黒字国もドルを保有せざるをえなかったが、 また逆に、 ユーロという選択肢の存在は、

黒字国にとって米国に対する重要な外交手段ともなっているであろう。

ずウォールストリートから出資者が現れないなかで、政府系ファンドが巨額の出資に応じたことの意味は大きい の国債・政府機関債に投資されてきたからであり、そうした米国への資金還流がドルレートを下支えもしてきた らFRBが金利引上げに転じたにもかかわらず長期金利が上昇しなかった理由の一つは、各国の外貨準備 そして、にもかかわらず、米国にとって外国政府が保有するドルの重要性は決して小さくない。二〇〇四年か しかも、 サブプライム危機が金融機関の一時的な流動性不足から資本不足へと深化し、にもかかわら 端が米国

と思われる。

現在は、物言わぬ出資者として行動しているため、「民間機関投資家より与しやすい」「IMFより迅速かつ寛大 ポートワールドによる英国海運会社P&O買収(P&Oは米国の六港湾で業務)への反対など)に配慮してか、 証はないのである。 な最後の貸し手」と見なされている。しかし、政府系ファンドがいつまでもそのような受動的な投資家でいる保 最近の、 米国の外国資本への強い懸念(中国海洋石油公司による米国石油会社ユノカル買収への反対、ドバイ

担いうるのか、 ム問題が金融問題から米国経済の景気後退へと広がるなかで、どのような行動を見せるのか、どのような役割を グローバル・インバランス〉の拡大と米国一極支配の後退を背景に登場した政府系ファンドが、サブプライ 今後も注視する必要があるであろう。

注

1 Stephen L. Jen, "Sovereign Wealth Funds and Official FX Reserves," Weekly International Briefing (Morgan Stanley), この語そのものは、 モルガンスタンレーの為替担当エコノミストによって作られた新語ではないかと思わ れる。

September 15, 2006

 $\widehat{2}$ 個々の政府系ファンドについての説明については、重藤哲郎「ソブリン・インベスター(上)」(国際金融情報センタ (Testimony before the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, United Stated Senate, November 14, 2007) 参 —) | 100七年 | 月六日、Gerard Lyons (Standard Chartered), "State capitalism: The rise of Sovereign wealth funds"

- · IMF, Financial Stability Report, October 2007 (Annex 1.2. Sovereign Wealth Funds)
- $\cdot \ Johnson, Simon, "The Rise of Sovereign Wealth Funds," \textit{Finance \& Development (IMF)}, September 2007.$
- · Roy, Sudip, "The new rulers of finance," Euromoney, December 2007.

(いず ひさし・客員研究員)

EU債券市場に透明性要件制度化は必要か

横山 史生

の金融商品にも適用することとするかどうかに関する検討という形で行われている。 施行されたことを受けて、基本的には株式取引にかかるMiFIDの透明性要件を、債券を中心とする株式以外 市場規制・証券業者規制にかかる新たな根本規定である金融商品市場指令(MiFID)が二〇〇七年一一月に かかる情報の公表の程度)を向上させる必要性についての検討が進められている。それは、EU加盟各国の証券 EU加盟各国の債券市場について近年、 売買取引の事前 ・事後の透明性 (気配値 ・出来値および取引数量等に

1 EU金融商品市場指令(MiFID)における透明性要件規定

(1) 株式に関する規定

Services Directive:ISD)」は、制定(一九九三年)後の市場環境・市場構造の変化(市場間競争、電子取引普 (Markets in Financial Instruments Directive:MiFID)」と名称変更された。 EUの証券市場規制・証券業者規制に関する基本法ともいうべき法令である「投資サービス指令(Investment 投資アドバイス業務普及等)を受けて、二〇〇四年に大幅に改正されるとともに「金融商品市場指令

市場集中義務の撤廃と取引所外取引にかかる規程の整備…組織された市場すなわち規制市場および多角的取引 MiFIDの主な条項を、ISDと比較して新たに設けられた規定を中心に概観すると、次の通りである。

びに組織された市場で執行される取引以外の取引 システムの開設、 運営にかかる規程の整備、 取引の市場集中義務の撤廃とそれに伴う最良執行義務の規定なら (店頭取引)における透明性要件の規定等。

投資サービス業者にかかる行為規制…利益相反の防止、 最良執行義務ならびに顧客注文の公正な取扱いの義務、

市場外取引にかかる事前・事後の透明性の確保等。

規制対象となる業務および商品の範囲…投資サービス業務の範囲に、 ム運営業務等を追加、 金融商品の範囲に、商品デリバティブ、クレジットデリバティブ等を追加等。 投資アドバイス業務、 多角的取引システ

株式以外の金融商品の売買取引については、MiFID施行後に検討を続けることとされており、 景にして、英国その他において債券にかかる透明性についての検討、 目する。それは、MiFIDにおける透明性要件がおもに株式取引を念頭に置いて構成されており、 本稿ではこれらのうち、透明性要件 (取引の事前および事後における取引内容情報の公表にかかる規定) 議論が進められているからである。 そのことを背 に注

テム いて投資家保護の実効性を確保する観点からの規程が整備された。 MiFIDでは、 (Multilateral Trading Facility:MTF)、③投資サービス業者による注文執行の三つに分け、それぞれにつ 金融商品の売買注文が執行される場を、①規制市場(regulated market)、②多角的取引シス

新たにMTFと定義された従来の代替的取引システム(Alternative Trading Systems:ATS)につい まず第一に規制市場については、MiFID条文上、新たに独自の「編」を設けて ISD本則上は規定がなく、二〇〇二年に欧州証券監督者委員会(Committee of European Securities 市場開設 (認可)、上場ルール、取引ルール等とならび、 取引の透明性にかかる規程が整備された。 (第三編第三六条~第四七 ては、 従

Regulators:CESR)が定めた「ATSスタンダード(Standard for Alternative Trading Systems)」により投

資サービス業者がATSを運営することにかかる認可要件、行為規範等が定められていたところ、MiFIDに(থ) られるとともに、組織要件、 おいて新たに、 投資サービス業者または規制市場の運営者が運営することができる投資サービス業務と位置づけ 取引監視義務等とならび、取引の透明性にかかる規程が整備された。

義務の免除ないし公表の遅延が認められる場合があることも定められている(MTFについて第二九条、第三〇 行時間の公表 となっており、 取引の事前・事後の透明性の確保にかかる規程の内容は、規制市場およびMTFのいずれについてもほぼ同様 規制市場について第四四条、 (事後透明性) の義務等が定められている。ただし、 カレントな売買気配および注文量の公表 四五条)。 (事前透明性) 取引形態および数量の大きさに応じて、公表 および約定注文にかかる価格、 数量、 執

低い銘柄であれば顧客からの引き合いに応じて気配を提示すること(第二七条)、通常取引時間中は気配を定期 internaliser)」と定義された) 的かつ継続的に自己勘定で顧客からの売買注文を処理するディーラー(新たに「組織的内部化業者(systematic Fの外で執行した場合には、 の規程は、 注文の大きさや種類によっては事後情報の公表の遅延が可能とされる(第二八条二項)。 継続的に公表すること(第二七条三項)、規制市場で取引されている銘柄の売買注文を規制市場またはM 投資サービス業者にかかる行為規制の一環として定められている。すなわち、店頭取引におい これら組織された市場において執行される以外の、いわゆる店頭取引について透明性を確保するため その価格、 に対して、 数量、 取扱い銘柄が流動性の高い銘柄であれば確定気配を公表し、 執行時間を速やかに公表すること(第二八条一項) 等である。 流動性の て組織 ま Τ

なお、MiFID本則を補完するための実施細則が二○○六年九月に制定・公表されているが、それによると、

透明性要件について、次のように規定している。すなわち、透明性と流動性のトレードオフに配慮し、事前情報

であり、 遅延ベースとすること、 については一定の基準を超える取引は公表する必要がなく、また事後情報についても大量の取引にかかる公表は かつ。売買取引が標準的な大きさの範囲内である場合に限ることとすること、等である。 組織的内部化業者に気配公表義務が課せられるのは、 売買対象銘柄が流動性の高

(2)債券等に関する検討

外の金融商品の取引に及ぼす可能性について、公開諮問および関係当局との協議を経た上で、二〇〇七年一〇月 三一日までに、 おいて、「欧州委員会は、本指令における事前および事後の透明性要件にかかる諸規程の適用を株式(shares)以 る)については、MiFID施行後にさらに検討を続けることとされている。すなわち、MiFID第六五条に MiFIDの規程のうち透明性要件については、株式以外の金融商品 欧州議会ならびに閣僚理事会に対し報告しなければならない。」とされているのである。 (当然のことながら債券もそこに含まれ

る。 低いこと等から、株式と同等の透明性要件を課すことは必ずしも適切ではないとの指摘が、 明性要件が仮にそのままの形で債券に適用されることとなった場合、上述のMTFおよび組織的内部化業者にか かる規程の影響を受けることになるものと考えられる。しかし、債券取引は株式取引と比較して総じて流動性が 近年は各国政府発行の国債の業者間売買を中心に電子取引が拡大してきていることから、MiFID 欧州各国における債券取引は、証券取引所での売買はほとんどなく、大半が店頭売買によって行われているが、 MiFID六五条は、このような指摘を踏まえた検討をEUの場で公式に進める出発点となるものと言え 従来から行われてい における透

る。

2 MiFID透明性要件の債券等への適用に関する検討の経緯 (表1を参照

があり、 応が効果的とする意見がみられた。他方で、個人投資家の価格発見機会が限られているのではないかとする意見 性要件にかかる新たな法令上の強制的な規制を導入することについて、程度の差はあれ、反対意見が大半を占め、 と略記)にかかる透明性要件に関するパブリック・コメント(Call for evidence) もあるが、流動性の低い商品については反対意見が大半であり、また、法令上の規制ではなく自主規制による対 一月一三日には、パブリック・コメントへのフィードバック・ペーパーが公表された。そこでは、債券等に透明 二〇〇六年五月、 事前透明性要件の規制導入への反対意見が強かった。事後透明性要件の規制導入については、 法令による透明性要件の導入により投資家保護の改善が可能になろうとの意見がみられた。 欧州委員会は株式以外の金融商品市場 (具体的な商品の範囲は表2の通り。以下、「債券等」 の募集を行った。二〇〇六年一 賛成意見

券監督者委員会(CESR)および欧州証券市場専門家グループ(ESME)への諮問を行った。その概要は、 欧州委員会はこれを受けて二〇〇六年一一月二七日、MiFID透明性要件の債券等への適用について欧州証

次の通りである。

- 1 債券等の市場において透明性にかかる問題が生じているとの確証はあるか
- 2 事前透明性または事後透明性にかかる規制の導入が上記問題に対して効果的であるとの確証はあるか
- 3 MiFID透明性要件を債券等の市場へ適用することによりどのような変化が生じえるか
- 4 透明性にかかる規制の欠如により投資家保護がどの程度どのように損なわれる可能性がある
- 5 透明性要件を債券等の市場のうちの一部の商品ないし投資家にのみ適用することは考えられるか

6

自主規制による解決が適切との判断を下すための条件は何か

(56)

にか 指摘されたが、 改善の余地があると 方、 は生じていないとの された。その論調は については、 見解が示され に関する大きな問題 EU各国の債券流通 ほぼ共通しており 〇〇七年七月に公表 対する報告書は、 委員会からの諮問 SMEによる、 ル市場には、 の対応は、 CESRおよびE かるホ リーテイル į 新たな 透明 ル それ 市場 る 欧 部に セ 恈

表1 MiFID透明性要件の債券等への適用に関する検討の経緯

2006年 5 月	欧州委員会、株式以外の金融商品市場にかかる透明性要件に関す
	るパブリック・コメント募集(Call for evidence)
2006年11月	欧州委員会、債券等にかかる透明性要件に関するパブリック・コ
	メントへのフィードバック・ペーパーを公表。
2006年11月	欧州委員会、MiFID透明性要件の債券等への適用について欧州証
	券監督者委員会 (CESR) および欧州証券市場専門家グループ
	(ESME) に諮問
2007年7月	CESRおよびESME、欧州委員会からの諮問に対する報告書を公表
2007年 9 月	欧州委員会、債券等にかかる透明性に関する公聴会を開催
2007年10月 (予定)	欧州委員会、MiFID65条に基づく欧州議会への報告の素案
	(Draft Report)公表、パブリック・コメント募集開始(パブリ
	ック・コメントの受付期日は2007年12月)
2008年第1四半期中	欧州委員会から欧州議会への報告(Final Reports)
(予定)	

表 2 MiFIDにおける株式以外の金融商品の分類

	国際機関債
	政府債
現物債	投資適格社債
	ハイイールド社債
	エマージングマーケット債
	債券先物・債券オプション
クレジット・	クレジット・デフォールト・スワップ
デリバティブ	金利スワップ
	その他(トータルリターン・スワップ、クレジット連動証券など)
資産担保証券	モーゲージ担保証券(MBS)
- · · · · · · · · · · · · · · · · · · ·	債権担保証券 (CDOs)
(ABS)	その他ABS (カバードボンドなど)
	商品デリバティブ
2の個人融立口	外国為替デリバティブ
その他金融商品	短期金融市場商品
	UCITSなど集団投資スキーム商品 その他

以外の諸要素にも配慮しつつ、慎重な検討が必要との指摘もなされている。 性の向上と、 法令の制定による強制的な措置ではなく、自主規制によって行うことが適切との考え方が示された。また、透明 市場における取引の効率性や流動性の確保との関係については、 市場の公正性確保にかかる透明性

それへのパブリックコメント手続きを取った後に、欧州議会への最終的な報告(Final Report)を行うものとさ れているが、欧州委員会は、この手続きに入る前に、広く関係者を対象とする公聴会を開催することとし、二〇 〇七年八月にその旨を公表した。公聴会は二〇〇七年九月一一日、ブリュッセルにおいて開催された。そのプロ MiFID六五条の規程によれば、欧州委員会は欧州議会への報告のための素案(Draft Report)を公表し、

3 二〇〇七年九月一一日公聴会の模様

グラムおよび参加者は、表3に示すとおりである。

本節では、公聴会出席者による意見の概要を紹介する。

(1)金融消費者(=個人投資家)代表

が必要。MiFID型の事後透明性要件の規制導入が望ましい。債券の種類ごとに制度を異なったものにするこ 投資家にとっては債券も株式も同じく投資対象であるが、債券の方がより複雑なので、投資家向け教育の充実

とは不適切。

明した。 ユー 売買高一万五〇〇〇~一〇〇万 は、 画中であることを、それぞれ表 どを公開するウェブサイトを計 価格情報および関連市場情報 国の個人投資家向けに、 場協会) I F M A 取引時間終了後に公表 および出来値を一 約二〇〇〇銘柄について、 を改良して、 ることを計画中であること、 (2) 自主規制機関 I C M $\dot{\Box}$ 現行のTRAX2システム 0) A (Europe) 取引についてのみ) (米・証券業者金融市 流動性の高い 国際資本市場協会 日分まとめて は、 (ただし 债券 欧 債券 気配 州 す な 0 各

表3 公聴会の概要

開催日時:2007年9月11日

開催場所:クラウン・プラザ・ヨーロッパ・ホテル (ブリュッセル)

プログラム	出 席 者
議長挨拶	デイビッド・ライト欧州委員会域内市場サービス担当総局長
EU当局	①欧州議会 経済委員会委員長
	②ECB(欧州中央銀行)理事
	③CESR(欧州証券監督者委員会)委員長
	④ESME (欧州証券市場専門家グループ) 債券等透明性に関する
	小委員会委員長
	⑤欧州委員会 域内市場・サービス担当総局局長
金融消費者(=個人	Expert Forum of Financial Services Users
投資家) 代表	
自主規制機関	ICMA
	SIFMA (Europe)
研究者	①Fany Declerck (トゥールーズ大学)
	②John Board(英レディング大学ICMAセンター)
	③Norman Schurhoff(ローザンヌ大学)
米国関係者	①FINRA副会長 (Douglas Shulman)
	②SEC市場規制局長(Erik Sirri)
	③SIFMA調査部長(Michael Decker)
欧州規制当局	①英国金融サービス機構 (UK FSA)
	②フランスAMF (Autorite des Marches Financieres)
	③イタリアCONSOB (Commissione Nazionale per le Societa e la
	Borsa)
金融証券業界	①NYSE Euronext, Head of European Cash Equities
	②Investment Management Association
	③Euro Debt Market Association
	(4) JP Morgan, Global Co-Head of Debt Capital Markets
議長挨拶	デイビッド・ライト欧州委員会域内市場サービス担当総局長

(3) 研究者

市場における売買スプレッドは米国よりも小さい。透明性と流動性のトレードオフについては、パイロ Fany Declerck(トゥールーズ大学)…米国ではTRACE導入により売買スプレッド縮小したが、 欧州 ーット 元の債券

グラムの実施により確認することが有効ではないか。

だったし、ブロック取引の問題も起こった。債券市場についても、 上が有効であろう。 小するとともにロンドン市場の売買高が増大する効果があったが、 る英国での株式の透明性にかかる議論と似ている。株式市場では透明性要件制度化によって売買スプレッド John Board(英レディング大学ICMAセンター)…債券にかかる透明性の議論は、 業者によってはビジネスモデルの変更が必要 個人投資家の参加促進のためには、 一九九〇年代前半におけ 透明性向 -が 縮

(4) 米国関係者

後も検討を続ける。

るとの指摘が多い

の二〇%が小口 F I N R A副会長 (一〇万ドル未満)。流動性が低下したとの確証はないが、そのように指摘する意見もある。 (Douglas Shulman) …TRACE開始により売買データの蓄積が可能になった。 売買件数

よると、TRACE開始後に売買スプレッドの縮小と流動性の低下 S I F M A調査部長 (Michael Decker) …ハイイールド債市場の機関投資家を対象に行ったアンケ (ディーラーがリスク負担を回避) ĺ がみられ 調 査に

(5) 欧州規制当局

による債券保有が比較的多いこともあり、 イタリアCONSOB (Commissione Nazionale per le Societa e la Borsa) 価格透明性向上の規制導入に向けた検討を進めている。 によると、イタリアでは個人投資家

(6) 金融証券業界

ポートフォリオの時価評価を行う上では、 事後透明性の向上が不可欠。 個人投資家による売買は少ないものの、

(7)総括(ライト総局長)

価格情報を入手できることの必要性は高い。

地があるという共通認識がみられ、自主規制による改善に期待する意見が多い。TRACEの評価は立場によっ するために、データのアカデミックな利用が必要とされる。 究者によれば、透明性の向上が流動性を阻害するとの明確な証拠はないものの、 て分かれている。当局は好意的だが、 ホールセール市場には大きな問題はないが、リーテイル市場については債券価格情報へのアクセスに改善の余 業界は批判的である。後者の背景には、 金融消費者および金融消費者保護行政の立場からの 最近の市場環境の悪化がある。 透明性向上の影響を詳細に検討 研

4 今後の見通-

透明性向上を求める意見も重要である。

二〇〇七年九月一一日公聴会における議論の大勢は、 ライト総局長の総括にみられるように、 EU債券市場に

はMiFIDにおける株式と同等の透明性要件を強制力のある法令によって制度化しなければならないような大 ようになれば、それが、 向け提供の仕組みが、個人投資家(金融消費者)による債券投資にとって有益な情報ツールであるとみなされる るところであるが、今後、ICMAやSIFMAが公聴会で表明したような自主規制レベルでの価格情報の一般 八年二月現在において、報告素案公表およびパブリックコメント募集は行われていない。今後の動向が注目され ○○八年第1四半期中に欧州委員会から欧州議会への報告(Final Reports)を行うこととされているが、二○○ 五条に基づく欧州議会への報告の素案(Draft Report)を公表してパブリックコメントを一二月まで募集し、二 きな問題はない、というものである。今後の予定としては、二〇〇七年一〇月までに欧州委員会がMiFID六 透明性要件の法令による制度化は必要ないとの判断の補強材料となることも、予想され

注

るのではないだろうか。

1 MiFIDの正式名称は、 タリー』二〇〇四年夏号 (二〇〇四年八月)、岩田建治 MiFID制定の背景、 the European Parliament and of the Council and repealing Council Directive 93/22/EEC, OJL 145/1, 30. 4. 2004. రశం markets in financial instruments amending Council Directives 85/611/EEC and 93/6/EEC and Directive 2000/12/EC of 条文の概要等については、大崎貞和「改正されたEU投資サービス指令」、『資本市場クォー Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on 「EUの証券市場―証券規制・税制と監督システム」、 日本証

2

椎名隆一「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』第四十五号(二〇〇四年三月)

二〇〇四年版』(二〇〇四年二月)

『図説ヨーロッパの証券市場

- を参照。
- 3 Commission Regulation No 1287/2006 of 10 August 2006, Implementing Directive 2004/39/EC. MiFIDの実施細則 0608_02.pdf)(二〇〇六年八月)を参照。 と最良執行義務」、日本証券経済研究所ウェブサイト『トピックス』欄掲載(http://www.jsri.or.jp/web/topics/pdf/ (implementing measures) の制定プロセスおよび概要については、大橋善晃「EUの金融商品市場指令
- 4 European Commission, Call for Evidence, Pre- and post-trade transparency provisions of the Markets in Financial Instruments Directive (MiFID) in relation to transactions in classes of financial instruments other than shares, 12 June
- Instruments Directive (MiFID) in relation to transactions in classes of financial instruments other than shares, November

European Commission, Feedback statement: Pre- and post-trade transparency provisions of the Markets in Financial

(63)

5

6 European Commission, Request for advice on non-equities markets transparency (Mandate to CESR for technical advice transparency obligations to transactions in classes of financial instruments other than shares), November 27, 2006 (G3 D technical advice Possible extension of the scope of the provisions of Directive 2004/39/EC concerning pre and post-trade ねみら、European Commission, Request for advice on non-equities markets transparency (Mandate to ESMR for obligations to transactions in classes of financial instruments other than shares), November 27, 2006 (G3 D (2006) 16550). Possible extension of the scope of the provisions of Directive 2004/39/EC concerning pre and post-trade transparency

- (下) CESR, CESR's response to the commission on non-equities transparency, Feedback Statement, July 2007. 44 45 ESME, Non-Equity Market Transparency, ESME's Report to the European Commission, June 2007.
- 8 European Commission, Public hearing on non-equities markets transparency, Brussels, 11 September 2007, Summary of

discussion.

(よこやま しせい・客員研究員)

レギュレーションNMSと米国株式市場

吉川 真裕

つアメリカに誕生する見通しである。 引所、コペンハーゲン取引所、 際金融先物・オプション取引所(LIFFE)を傘下に持つオランダの持ち株会社ユーロネクストの合併が実現 取引所持ち株会社がドイツに誕生した。そして、五月にはナスダックが、ストックホルム取引所、ヘルシンキ取 ル・セキュリティーズ・エクスチェンジ(ISE)との間で買収合意に達し、一二月には大西洋を越える新たな レックスを傘下に持つドイツ取引所がアメリカの個別株オプション取引で最大のシェアを持つインターナショナ つスウェーデンの持ち株会社OMXとの間で買収合意に達し、大西洋を越える取引所持ち株会社がさらにもう一 ンドン証券取引所の株式公開買い付けは二〇〇七年二月に失敗に終わったが、四月にはデリバティブ取引所ユー NYSEグループと、パリ取引所、アムステルダム取引所、ブリュッセル取引所、 二〇〇七年四月、ニューヨーク証券取引所(NYSE)とARCA取引所を傘下に持つアメリカの持ち株会社 大西洋を越えたアメリカの持ち株会社NYSEユーロネクストが誕生した。アメリカのナスダックによるロ レイキャビク取引所、タリン取引所、リガ取引所、ヴィルニス取引所を傘下に持 リスボン取引所、 ロンド シ国

レーションNMS」の施行とその後の米国株式市場の状況について紹介する。 本稿では、こうした取引所のグロ ーバルな再編を後押ししたとも考えられるアメリカの株式市場規制 「レギュ

1 レギュレーションNMS

(1) 紆余曲折の導入決定

けるのではなく、確定気配が提示され、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 公聴会での議論を踏まえ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。 うことであった。そして、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、 際に最も問題となったのは、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 取引委員会(SEC)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おこなわれた。その ト+の拡張案では不十分であり、各市場を自動執行市場(Fast Market)とフロア取引市場 二〇〇四年二月二六日、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、四月二一日には証券 (Slow Market) に分

 \mathbb{H}_{\circ} 日 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、ナスダック銘柄も含めて適用す 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。そして、 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。一一月三〇 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 レギュレーションNMS提案のコメント期限は六月三〇日であったが、四〇〇通以上のコメントが寄せられ、 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 ストリート・ 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、 ジャーナルがスクープ記事を掲載し、 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(コメント期限は一月二六 NYSEの規則改訂案にある他市場での最良気配以外の 自動執行可

配 「のトレード・スルーを認めるかどうかについて問題提起がおこなわれたことの二点であった。

保険・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 数週間のうちに改訂案の決定をおこなう意向を表明し、三月一五日の下院の金融サーヴィス委員会/資本市場 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 H 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、 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 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。 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 ギュレ 1 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

月の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。 でトレード・スルー規則のナスダックNMS銘柄への適用を二○○六年夏までに段階的におこなうという形でド ナル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 四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、その中

案に沿った形であったが、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、 党選出 NMSに関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、 二〇〇五年四月六日、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 [の二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。 決定内容はほぼ一二月の改訂 自動執 共和

能な市場の最良気配でない指値注文に対するトレード・スルー規則の適用は見送られた。

(2)度重なる施行の延期

関係者を驚かせた。 ネットの親会社であったイギリスの通信社ロイターの経営戦略の見直しによるものであり、 NETでの取引シェア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、 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I 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。 この発表の二日前である四月二〇日に発表されたNYSEによるARCA取引所の買収は事前の報道もなく、 二〇〇五年四月二二日、 INETの買収競争をナスダックと演じることを諦めたARCA取引所がナスダック銘柄で ナスダックがインスティネットを買収し、 取引所類似施設 E C N スーパーモンタージ である I N E T インスティ

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、 期的な決断であった。 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し、ナスダックに追いつくことになったのである。 なかったナスダック銘柄の取り込みをはかれるという利点を考えていた。そして、 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 の取引シェア低下を見越すと同時に、 ョン取引部門と、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 この二つの合併計画の発表はレギュレーションNMSの導入決定の直後におこなわれており、 他方、NYSEはハイブリッド化失敗のヘッジとともに、旧パシフィック取引所のオプシ 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 上場企業の買収後に被買収企 レギュレー

ンNMSがそれだけ大きなインパクトをアメリカの証券取引所に与えたものと考えられる

レギュレーションNMSの施行はフィナンシャル・タイムズで報じられていたように段階的におこなわれ、

新

ついては二〇〇六年七月三日から適用されるスケジュールと四月段階では公表されていた。 (4) てのNMS適格銘柄に適用される一方、最小呼値については二〇〇五年七月一日から、市場情報料収入の分配に たなトレード・スルー規則と市場アクセス・フィーについては二〇〇六年四月一〇日からNYSE上場の一〇〇 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すべ

てのNMS適格銘柄に適用され一方、最小呼値については二〇〇五年八月二九日から、市場情報料収入の分配に 銘柄、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、同年八月三一日にはすべ たなトレード・スルー規則と市場アクセス・フィーについては二〇〇六年六月二九日からNYSE上場の一〇〇 五○○ページを越えるレギュレーションNMSの最終規則の公表が六月までずれ込んだことから、新

より、 SECは五月一六日に再び施行日の延期を発表するとともに、より詳細な実施プロセスを明らかにした。これに この延期に伴って市場情報料収入の分配についても二〇〇七年四月一日に延期されることになった。 とした施行が七月九日、新たな延期がおこなわれる場合の施行の最終期限が一〇月八日と発表された。そして、 動が二〇〇七年二月五日、二五〇銘柄の株式を対象とした施行が五月二一日、すべてのNMS銘柄の株式を対象 ついては二〇〇六年九月一日から適用と若干延期されることになった。 一○○六年に入って準備期間の短さを指摘する声が高まり、六月二九日のフェイズ1を一ヵ月あまり前にして 取引市場の自動執行可能な取引システムの決定が二〇〇六年一〇月一六日、 取引市場の取引システム の稼

NYSEの要望によって二〇〇七年二月五日の取引システムの稼動は三月五日、 五月二一 日のパイロ

ットプログラムの稼動は七月九日、七月九日の施行は一〇月八日まで三度延期されたが、最終期限は守られた。

その後、

2 米国株式市場の取引状況

まだレギュレーションNMSの施行からパイロット銘柄で半年、 間競争を加速させ、拡大する取引市場と衰退する取引市場をもたらすものと予想された。二〇〇七年末時点では 市場を自動執行がおこなわれる取引市場は無視しても良い)を義務づけたレギュレーションNMSの施行は していないが、 アメリ カで上場されている主要株式に対して最良気配での注文執行(ただし、自動執行がおこなわ どのような変化が生じているのであろうか。 その他のNMS銘柄では三ヵ月足らずしか経過 れ ない

収やヨーロッパの取引所との合併を決意させたものと考えられる。 ョンNMSの施行をはさんで生じているわけではない。しかし、レギュレーションNMSの導入が決定され 新聞紙上でそれほど大きく報じられていないことからも明らかなように、 緩やかながら変化は着実に生じており、この変化こそがNYSEやナスダックにアメリカ国内の取引所の買 取引量の急激な変化がレギュレーシ

場が二○○六年一○月に導入される前では電子取引の比率はまだ三○%に満たなかった。それが二○○七年一月 に満たず、 も大きな変化であり、 アのうち三つを閉鎖した。NYSEの取引量の統計には現れないフロア取引から電子取引へのこの変化こそが最 のハイブリッド市場への移行完了時には電子取引の比率が八〇%以上に達し、 電子取引に対する制約を緩和したが、レギュレーションNMSに対応した新取引システムであるハイブリッド市 いる。二〇〇四年一月、 取引所が公表する取引量に大きな変化が生じたわけではないが、最も大きな変化はNYSEでの取引で生じて 九○%以上の取引は取引フロアでおこなわれていた。レギュレーションNMSの提案後、 レギュレーションNMSがこの変化をもたらしたといっても過言ではなかろう。 レギュレーションNMSの提案準備が進んでいたとき、NYSEでの電子取引は一〇% すでにNYSEは五つの NYSEは 取引フロ

(1) NYSE上場銘柄

NYSEは自らが電子取引市場となり、先に見た通り、取引フロアでの取引が激減したのである。 のに対して、 ョンNMSの施行はNYSEからの取引流出をもたらすものと予想されていた。この取引流出に対抗するために ナスダック上場銘柄ではレギュレーションNMS提案以前から電子取引による市場間競争がおこなわれ NYSE上場銘柄ではナスダック上場銘柄ほどECN等による取引が盛んではなく、レギュレーシ れていた

高(touched)や注文の内部付け合わせ(internalization)を含めた総売買高でも推移にはそれほど大きな違いは 売り注文と買い注文が付け合わされた売買高(matched)であらわしているが、他市場に注文が回送された売買 ない。また、 図1はNYSE上場銘柄の月間売買高をNYSEとナスダックでの取引に分けて示したものである。ここでは 図2はNYSE上場銘柄の月間売買シェアをNYSEとナスダックに分けて示したものである。

ナスダックでの売買高はNYSEにはまだ程遠いものの、四倍近くに増加していることがわかる。図2を見れば 図1を見るとNYSEでの売買高は四○○億株前後で推移しており、売買高が減少しているわけではないが、

NYSEの取引シェアが趨勢的に低下しているのに対して、ナスダックでの取引シェアは逆に趨勢的に上昇して

付け合わせがおこなわれたことをあらわしており、NYSEとナスダック以外でのNYSE上場銘柄の取引増加 この二一%ポイントと一二%ポイントの差である九%ポイントは注文が他市場に回送されたか、 イント低下しているのに対して、ナスダックの取引シェアは逆に六%から一八%に一二%ポイント上昇している。 いることがより明らかである。取引シェアを数字で見るとNYSEの取引シェアは七五%から五四%に二一%ポ 他市場での注文

をうかがわせるものである。

図1 NYSE上場銘柄の月間 (matched) 売買高

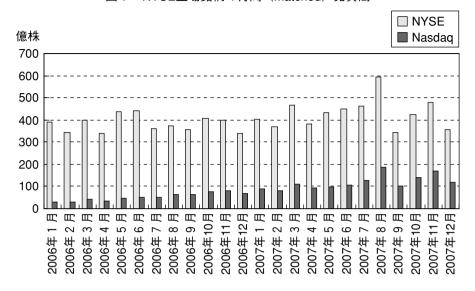
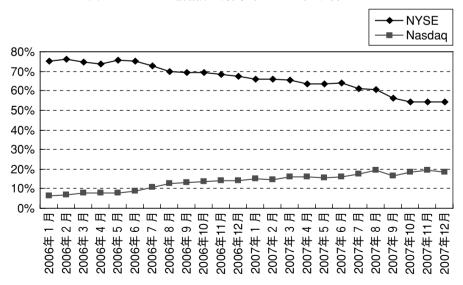


図2 NYSE上場銘柄の月間(matched)取引シェア



(2) E T

盛んな商品であり、 競争から脱落していた。きわめて流動性が高く、取引所にとってはドル箱商品であるETFは市場間競争が最も 数連動型上場投資信託(かつてのQQQ)をナスダック上場(現在のQQQQ)に切り替え、二〇〇六年にはラ キペラゴ 市場間競争がおこなわれた。ただし、NYSEとナスダックの競争といっても実際はかつてのECNであるアー であったが、二〇〇四年にナスダックがアメリカの証券取引所で最も活発に取引されるナスダック一〇〇株価 ッセル二〇〇〇株価指数連動型上場投資信託(IWM)等がNYSEに上場移転されたこともあって、三つ巴の 上場投資信託 (MYSE)とアイランド(ナスダック)の間の競争であって、アメリカン証券取引所はいち早くこの いかに多くのリベートを注文回送者に支払うかが勝敗の分かれ目となっている。 (ETF) はアメリカン証券取引所が最初に上場し、近年までアメリカン証券取引所が中 どこで上場されているかは問題ではなく、いかに早く注文を執行するか、 ιV かに安く注文を 一心市場

買い注文が付け合わされた売買高(matched)であらわしている。また、 SEとナスダックに分けて示したものである(ナスダックの統計は二〇〇六年四月以降しか公表されておらず、 しかも二〇〇七年一月と二月は数字が取れないため、この間は二〇〇六年一二月の数字で代用した)。 図3はETFの月間売買高をNYSEとナスダックでの取引に分けて示したものであり、ここでも売り注文と 図4はETFの月間売買シェアをNY

転しており、 われていることが見て取れる。 「アの数字は各取引所の発表によるものであり、図3とかならずしも整合的ではないことをお断りしておく)。 これらの図を見るとNYSEとナスダックの売買高にそれほど大きな違いはなく、 NYSE上場銘柄の取引以上に市場間競争の経過をあらわしているように思われる(なお、取引シ とりわけ、 レギュレーションNMSが施行された後、 激しい市場間競争が ナスダックがNYSEを逆

図3 ETFの月間 (matched) 売買高

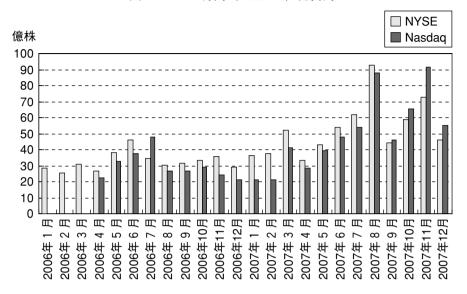
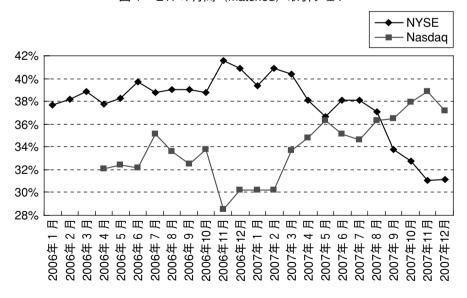


図4 ETFの月間 (matched) 取引シェア



(3)ナスダック上場銘柄

ともとナスダック上場銘柄の取引が中心であったARCA取引所を傘下に持ったことでARCA取引所を通じて り込もうと懸命に努めているのに対して、ナスダック上場銘柄の取引を取り込もうとはしていない。ただし、 してはいない。そして、 NYSEは自らの上場基準を最も厳しいものと自認しており、 レギュレーションNMSの施行に当たってもナスダックがNYSE上場銘柄の取引を取 ETF以外は非上場取引特権 (UTP)を行使

月間取引シェアをNYSEとナスダックに分けて示したものである。 注文と買い注文が付け合わされた売買高(matched)であらわしている)であり、図6はナスダック上場銘柄の 図5はナスダック上場銘柄の月間売買高をNYSEとナスダックでの取引に分けて示したもの(ここでも売り

ナスダック上場銘柄の取引をグループ全体としてはおこなっている。

あるBATSトレーディングやダーク・リクイディティ・プールと呼ばれる非公開の取引市場と言われている。 横ばいか、やや減少しているようである。しかし、図6を見ればNYSEの取引シェアもナスダックの取引シェ よりも取引シェアを伸ばしているが、ナスダック上場銘柄では取引シェアを低下させており、 注文付け合わせがおこなわれたことをあらわしている。ナスダックはNYSE上場銘柄でもETFでもNYSE スダック上場銘柄の取引シェアの低下は他市場へ注文が回送された売買高(touched)でも確認され、他市場での アも趨勢的に低下していることが明らかである。 い状況である。ナスダック上場銘柄での取引シェアを上昇させているのは二〇〇六年に稼動した新たなECNで 一八%に四%ポイント低下、ナスダックの取引シェアも五二%から四五%に七%ポイント低下している。このナ 図5を見るとNYSEでの売買高はそれほど顕著ではないが緩やかに減少しており、ナスダックでの売買高は 取引シェアを数字で見るとNYSEの取引シェアは二二%から 手放しでは喜べな

図5 Nasdag上場銘柄の月間 (matched) 売買高

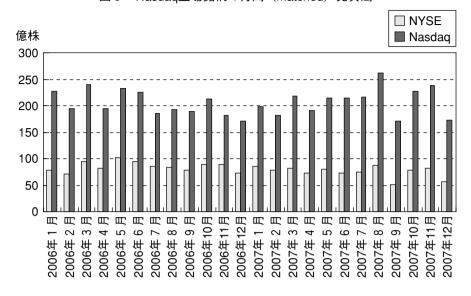
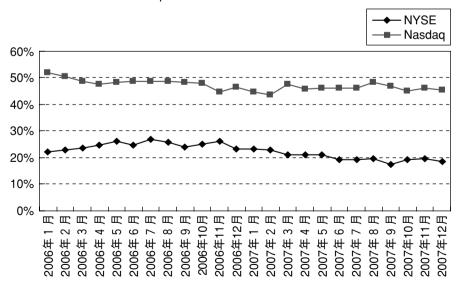


図 6 Nasdag上場銘柄の月間 (matched) 取引シェア



- 1 NYSEとユーロネクストの合併の経緯については、拙稿「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~」(本誌一六三六号、二〇〇六年六月)、拙稿「ユーロネクストをめぐる攻防~欧米取引所再編の行方~」 (本誌一六三八号、二〇〇六年一〇月)を参照
- 2 ナスダックとOMXの合併合意については、拙稿「トランス・アトランティック・エクスチェンジ~取引所はグロ バル化できるのか~」(本誌一六四二号、二○○七年六月)、拙稿「錯綜する取引所の国際的な合併・買収・提携」(本

誌一六四六号、二〇〇七年一〇月)を参照

3 Securities and Exchange Commission, "SEC Adopts Regulation NMS and Provisions Regarding Investment Advisers Act of 1940," Press Release, 2005-48, 7 April 2005

(77)

- 4 Securities and Exchange Commission, "SEC Adopts Regulation NMS and Provisions Regarding Investment Advisers Act of 1940," Press Release, 2005-48, 7 April 2005
- 5 Securities and Exchange Commission, "Regulation NMS," Release No. 34-51808; File No. S7-10-04, 9 June 2005
- 6 Securities and Exchange Commission, "Regulation NMS: Extension of Compliance Dates," Release No. 34-53829, 9 June 2005, "Order Exempting SROs from Compliance with the Allocation Amendment until April 1, 2007," Release No. 53828, 9
- 7 January 2007 Securities and Exchange Commission, "Regulation NMS: Extension of Compliance Dates," Release No. 34-55160, 24

(よしかわ まさひろ・客員研究員)

------ 証研レポート既刊目録 -------

	執筆者		丸筆者
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	証券販売チャネルの最近の状況	二上
地方再生における産業再生機構の役割	松尾	〈世界的不均衡〉の拡大について	伊豆
レギュレーションNMSの決着	吉川	ユーロネクストをめぐる攻防	吉川
ーSECによる全米市場システム改革ー	`±_I.	一欧米取引所再編の行方一	4#.1.
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	EUおよび英国における債券市場の透明性に関する検討の動向	横山
No.1630 (2005.6)		ー E U金融商品市場指令との関連性ー	
コーポレート・ガバナンスの新たな展開	二上	No.1639 (2006.12)	
ブレトンウッズ体制の「復活」?	伊豆	旧現先と新現先の基本契約書について	中島
ーアメリカの対外不均衡をめぐって一		ー現先売買から現先取引へー	
米国株式市場の再編	吉川	米国の空売り規制緩和実験	清水
ーポスト・レギュレーションNMS一	4#.1.	一SECによる実証研究一	
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	株主の特定は必要か	福本
No.1631 (2005.8)		大手証券会社の企業再生業務	松尾
国債決済リスクの削減と国債清算機関の創設	中島	ープリンシパル・インベストメントを中心に-	-
地方再生ファンドの現状	松尾	No.1640 (2007. 2)	
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	市場金融モデルは定着するか	二上
日本における敵対的買収防衛策の導入	福本	M&A·LBO·CDS	伊豆
No.1632 (2005.10)		一〈ファンド化〉する国際資本市場一	
コーポレート・ガバナンス論の回顧と展望	二上	ナスダックのロンドン証券取引所買収ゲーム	吉川
NYSE外国株市場の最近の動向について	伊豆	NASDおよびNYSEによる自主規制機能の一部統合計画	横山
ロンドン証券取引所の買収問題	吉川	No.1641 (2007.4)	
欧州における債券電子取引の動向	横山	証券取引所の「統合」と「競争」	二上
── シティグループ社によるMTSでの債券大量売買をめぐって・	_	米国におけるMSCB	松尾
No.1633 (2005.12)		一株価と経営パフォーマンスー	
レポは売買か貸借か	中島	アメリカの空売り規制	清水
ーレポの法律上の扱いについてー		ーアップティック・ルール撤廃へ一	
DDSと企業再生	松尾	株式所有の情報開示	福本
全米市場システム(NMS)とトレード・スルー	清水	No.1642 (2007.6)	
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もの	福本	日本のレポ市場の現状と課題	中島
─買収防衛策としての株式分割の役割と現行TOBの問題点─		最近のLBOブームの特徴と背景	伊豆
No.1634 (2006. 2)		トランス・アトランティック・エクスチェンジ	吉川
証券リテール・ビジネスの現状と課題	二上	一取引所はグローバル化できるのかー	
最近のネット取引ブームについて	伊豆	米国国債市場「ベスト・プラクティス」の策定	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	―フェイル多発およびレポ・スクィーズへの対応-	-
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	No.1643 (2007.8)	
No.1635 (2006. 4)		なぜ新現先は形骸化しているのか	中島
長期信用銀行の消滅と金融債の発行停止	中島	エクイティ・ファイナンス手法の多様化	松尾
企業再生手法の多様化	松尾	買収ファンドの上場をめぐって	伊豆
一DDS・メザニン・信託一	,,,,,,	ーブラックストーンのIPO一	. —
欧米の清算・決済コストについて	清水	名義株主と真の株主	福本
大量保有報告制度の特例報告	福本	N-1644 (0007.10)	
No.1636 (2006. 6)		No.1644 (2007.10) サブプライムローン問題と市場型金融システム	二上
米国のネット証券について	伊豆	リンプイムローン同題と同場生金融フステム 田キャリートレードの不思議	一工 伊豆
NYSEとユーロネクストの合併合意	吉川	一株価と為替と金利の関係一	17.32
一欧米証券取引所再編の思惑一		錯綜する取引所の国際的な合併・買収・提携	吉川
アジア債券市場育成構想における市場の重層性	横山	米国FINRAによる債券マークアップ・ポリシーの制定と運用	横山
No.1637 (2006. 8)			
四〇年の歴史を閉じた国債シ団引受発行	中島	No.1645(2007.12) 公司会类の取体化合体四	ж т
証券会社決算に見る証券業務の変化	二上	公開企業の取締役会権限 一敵対的企業買収の防衛策を中心として一	森田
MSCBとディスクロージャー制度	一工 松尾	新たなレポ指標レート「東京レポ・レート」	中島
「アメリカ証券取引委員会(SEC)の証券市場規制		新たなレが指標レード「東京レホ・レード」 企業買収と企業再生	松尾
一般債のペーパーレス化	福本	実施迫る株券電子化の残された課題	福本
· · -		スパロペニ ターホカーピューロ・ノス ピーヤノに 戸水区	IM-4,

二〇〇八年二月十一日発行証研レポート第一六四六号

2008年2月号

発行所

^{製団法人} 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)