

証 研

レポート

No.1597

2001年8月

証券取引所の株式会社化の意義 二上季代司（1）

自社株買いについて 伊豆 久（11）

ユーロネクストのIPO
～ドイツ取引所のIPOとの明暗～ 吉川 真裕（20）

アメリカ政府債の清算機関G S C C 福本 葵（35）

証券取引所の株式会社化の意義

二上季代司

1 はじめに

大阪証券取引所がこの四月にも株式会社へと組織変更し、続いて東京証券取引所も同様に株式会社化に踏み切るようである。証券取引所の組織形態に関する議論は戦前、非常に多かつたが、戦後はこれを問題にする機会そのものが少なかつた。⁽¹⁾従つて、会員組織から株式会社組織への変更は、わが国証券取引所の歴史の中でも画期的な出来事といつてよい。

証券取引所の組織構造は、そこで取引をする証券業者がこれを保有、運営し自ら治める会員制自治組織が一般的なあり方である、とされてきた。この考え方は、証券取引所は証券業者たちの共同利用の施設であり、そのものとしては営利機関ではないという趣旨で運営されるべきであるというものであり、その意味では、証券取引所を手形交換所と共通視している面がある。

しかし、実際には歴史的かつ国際的に見ても証券取引所は手形交換所と違つてその組織形態や運営のされ方においてはるかに多様であつた。例えば、戦前のわが国証券取引所は株式会社として設立されたが、戦中に資金統制の一環として国営化され営団組織の日本証券取引所となり、戦後は占領軍が提示した取引所再開の条件に沿つて会員組織の取引所に移行した、という経緯がある。また日本を離れて主要先進諸国の証券取引所を見ると、これまたその組織形態は各国間で一様ではなかつたのである。

ところが、ここ二〇年ほどの動きをみると、証券取引所の株式会社会社は世界的な潮流であることを示している⁽²⁾のである。すなわち最近約二〇年の間に各国証券取引所は例外なく変革に迫られ、歴史的にも、国際比較的にも、証券取引所はローカル色を薄めつつあり共通のモデルへと収斂する傾向が見られるのである。株式会社会はその共通化傾向の一つの表れである。以下では、証券取引所の株式会社会社の実例を取り上げて株式会社会社の意味と、そこから派生するいくつかの問題について、事実関係を整理してみた。

2 株式会社会社の意味 (Demutualization)

まず、「証券取引所の株式会社会社」と言った場合に、何がどう変わるとイメージされているのか、それを明らかにしなければならぬ。言い換えれば、会員制組織と株式会社会社組織の証券取引所はどこがどう違うか、ということをもっと明確にしておかなければならない。

例えば、会員制組織の証券取引所とは具体的にどのような姿をとっているのだろうか。それは、日本では「法人会員による社団法人組織」、アメリカのNYSEは「個人会員による非営利会社」、そしてイギリスのLSEでは「法人会員による有限責任私会社」、という形態をとっている。NYSEは一九七一年までは個人会員による法人格をもたない私的任意組合であったが、その後、非営利会社法 (Non-for-Profit Corporation Law) に基づく非営利会社へと法人化されたのである⁽³⁾。またLSEもかつてはNYSEと同様に個人会員による法人格をもたない私的任意組合であったが、一九八六年のビッグバンにより法人会員制を導入、これにあわせてLSEも会社法に基づく有限責任私会社 (Private Limited Company) となった。(これをもって、LSEはビッグバンの時に株式会社会社化されたとする解釈もあるが、株主は会員証券会社に限定され、株式に譲渡制限がついておりLS

Eは依然として会員制証券取引所であった。

つまり同じく会員制証券取引所といつても、その組織形態は一樣ではない。しかし、どのような組織形態をとつていようが、取引参加者である会員が証券取引所の資産処分権、役員選出、取引所合併・清算・組織変更に関する議決権行使を持っていることは共通しているのである。つまり「会員制証券取引所」とは、その組織形態を問わず、市場で取引する参加者（＝会員）が自ら市場の運営に関しガバナンスを有する相互組合的組織（Mutual Association）を指すのである。したがって、昨年来のLSEのように法人会員所有のLSE株の売却（LSEの株式公開）を認めたりすると、会員証券会社以外の株主が現れたり、逆に株主以外の取引参加者が現れたりすることになり、その段階で初めてLSEは相互組合組織から脱することとなる。従つて、このような変更をイギリスでは（もちろんアメリカでも）証券取引所の Demutualization（脱相互組合組織）という。これが日本にいる我々が「株式会社化」と呼んでいる実態である。

このように、証券取引所の「株式会社化」とは「脱相互組合組織」であり、それは証券取引所資産の所有者ならびに運営主体が取引参加者とは別の主体になることである。「Demutualization」という表現には、証券取引所の運営が取引参加者の自治から脱するという意味合いが強い。つまり組織形態の変化そのことよりも取引所ガバナンスの変化に焦点があるわけである。

3 証券取引所の公共性とガバナンス

ところで証券取引所の業務は普通一般の企業とは違って一種の「公共性」を持っているため、いずれの国においても監督当局は、公共性を帯びるということを根拠にガバナンスに対する規制介入を行ってきた。会員制組織

の場合には、この介入のやり方は次のようであった。すなわち取引参加者による自治組織ならびにその自主ルールに対しては、明確な共同行為「カルテルではあるが、公共性に鑑みて独禁法の適用を除外し自主規制機関として認め、その代わりに会員自治が会員業者の利益追求に偏らず投資家保護に資するように理事会構成や理事会権限、定款の内容や取引所規則、業務規定等に対し当局の認可を要する、というやり方で介入してきたのである。

しかし、一九七〇年前後から、まずアメリカで証券取引所の自治組織、自主ルールのあり方に対して独禁法の適用除外を見直す動きが始まり、手数料自由化をはじめとする七五年のメーデーにつながった。同じ動きは、イギリスでもみられ、一九八六年のビッグバンとなった。そしてわが国でもそれから約一〇年遅れて手数料自由化や市場集中義務の撤廃などの措置が行われた。これは、証券取引所の公共性を再検討し、取引システムの構築については「自由競争」（市場間競争）を導入し、これを阻害するような取引所規則や業務規定は独禁法違反として摘発するという動きが世界的な傾向となっていることを意味している。

その背景としては、多様な執行ニーズを持つ機関投資家の出現と拡大、情報通信手段の格段の発展に伴い、注文回送、執行、市場情報の伝達等の取引システムの構成要素が、証券取引所以外においても民間営利会社によって安価に構築できるようになったこと等が挙げられる。

しかし、証券取引所の業務から完全に公共性がなくなったわけではない。証券取引所は取引システムを提供するだけではなく、投資家保護の観点から市場秩序の維持ならびにそこで行われる取引からの詐欺的行為（価格操縦やインサイダー取引など）の排除、証券取引所において取引するにふさわしい取引客体の選別、この二つのために必要な諸規則を制定し、法令そのほか上記の諸規則の遵守を監視、違反者を処罰することも行っている。

すなわち売買管理や上場管理に関する諸規則制定はなお独禁法の適応除外とされるべき自主規制機関の手中にあり、そうした諸規則が果たして投資家保護に適っているかどうか、その観点から政府は介入する権限を留保している。

このように、証券取引所の業務について競争政策を導入する部分とそうでなく依然として公共性の強い部分との切り分けが意識されるようになったのである。すなわち、前者にあたる部分についての運営は会員証券業者に限定するのではなく他の営利会社が行ってもよいようにし、そのガバナンスは一般企業のそれと変わりなく、そのガバナンス構造に政府は介入しないようにするが、後者の部分については現場に近い者が自らルールを作る自主規制を基本とし、政府がそのガバナンス構造（理事会構成等）や定款諸規則に介入して投資家保護に適っているかどうかをチェックする、ということになる。

これを明確に主張しているのは『取引所とは何か』の著者、ルーベン・リー⁽⁴⁾である。彼は、証券取引所ならびに私設取引システムに対する政府の規制対象を市場構造に関する規制とそれ以外の部分（市場参加者の行為や価格操縦・インサイダー取引など市場の信認）に関する規制とに区分し、前者は自由競争に委ね、後者については従来通り政府の介入規制の傘の下で自主規制機関に行わせるべきだと主張する。そして、例えば、私設取引システムに対しては、その運営主体に対して政府は介入すべきではなく、そこで行われる取引の不正除去に対しては、自主規制機関になって介入を甘受するか、あるいは他の自主規制機関のメンバーとしてその傘に所属して規制を受けるかのいずれかを選択させよ、というのである。

4 株式会社化された証券取引所のガバナンス

では具体的に「Demutualization」に踏み切った証券取引所はどのようなガバナンスを採っているのか。

(1) ドイツ取引所株式会社

まずドイツでは、フランクフルト証券取引所の運営主体はドイツ取引所株式会社 (Deutsche Borse A.G.) であり、自主規制機関としては「取引所理事会」と「上場委員会」があつて、運営主体と自主規制機関は明確に分かれています。ドイツ取引所株式会社それ自体は持株会社であり、その傘下に Xetra や Euronex のような注文回送・市場情報伝達・執行機能を備えた電子取引システムの開発と提供、株価指数の算出とその公表、決済・清算業務を担当する子会社を有している。⁽⁶⁾

これに対し、証券取引所理事会は取引所規則を制定し (これには取引所監督局の認可が必要である)、取引参加者の参加許可権限を有する自主規制機関である。理事会の構成は二四名であり、その構成については大枠が取引所法で定められており、その枠内で取引参加者である銀行が二三名と過半数を占めてきた。なお上場の可否は、取引所取引に関与しない者 (商工会議所が任命) が過半数をしめる上場委員会でこれを決めることとなっているが、「自由市場」については別である。⁽⁶⁾

このように、ドイツでは、運営主体と自主規制機関が明確に分かれている。これは歴史的な慣行だったのである。フランクフルトならびにベルリンでは、歴史的に運営主体は公法上の団体である、「商工会議所」が行ってきた。ところがフランクフルト証券取引所で莫大な資金を必要とする電子取引システムの開発・導入が始まると、収支計算を中心とする商工会議所会計になじまなくなり、そこで一九九一年「フランクフルト証券取引所株式会

社」を設立（これが一九九三年にドイツ取引所 A G に改組）、取引所運営業務をそこへ移したのである。しかし運営主体と自主規制機関は別であるとも言っても、そのガバナンスにおいて銀行の存在が極めて大きい（ドイツ取引所 A G の株主は八〇%以上が銀行である）、一九九四年以降、取引所理事会が改組され、銀行の独走に歯止めがかけられている。

(2) ロンドン証券取引所

L S E は昨年、株式公開に踏み切ったのであるが、ここにおいては取引所から自主規制機能を外部に移管させるといふやり方で、運営主体、自主規制機関の分離が見られるのである。すなわち、L S E はすでに一九八六年のビッグバンときに会員証券会社の対顧客業務行為を監視する自主規制機能について証券業協会（のち S F A）に移管している。また株式の譲渡制限を解除した一九九九年の定款変更の際して、上場承認権限を監督当局に返上した。したがって、L S E は売買管理その他の自主規制権限はなお保持しているものの、その範囲は以前と比べ狭くなっているのである。

(3) ナスダック

アメリカのナスダックにおいても運営主体と自主規制機関の分離が見られる。一九九四年に N A S D A Q 市場のマーケットメイカーによる談合疑惑を発端に N A S D の管理体制、組織が見直され、その結果、九六年一月、N A S D は業界の自主規制を行う N A S D Regulation, Inc. と N A S D A Q 市場の運営・管理にあたる Nasdaq Stock Market inc. を設立し、二つを両社を一〇〇%子会社とする持株会社となった。もともと自主規制機関は市場参加

者が自らを律する機関であり、自らの利益を優先する恐れがあるのである。そうならないために監督当局は自主規制機関に対して、理事会構成その他に介入する権限を留保してきたのだが、この一件はアメリカの証券監督当局がそれのみでは不十分であるとの結論に達したことを意味する。このように運営主体と自主規制機関の分離は英独と異なる理由によるものであるが、結果として市場運営会社であるNasdaq Stock Market inc.は自由な経営戦略を描けるようになった。取引システムの構築・運営は自由競争に委ねられることになったのである。

5 さいごに

証券取引所の株式会社化とは、会員証券会社の自治組織であった証券取引所のガバナンスを変えることを意味する。その変わり方には色々ある。当面、日本の場合には、株式会社化されても運営主体と自主規制機関との分離は想定されていない。したがって、株式会社になっても自主規制機能を担う限りにおいてそのガバナンスに監督当局の介入が想定されることはもちろん会員証券会社の自治的なガバナンスもなお残ることになる。

ただ、証券取引所の外部に強力な取引システムが現れた時にふたたび、ガバナンスの問題が顕在化することはあり得る。なぜならば、運営ルールに政府の許認可を必要とせず、コストのかかる自主規制機能を有しない営利会社が似たような取引システムを提供してくれば、競争に負ける恐れが出てくるからである。事実、アメリカではこうしたことが起こっている。このため、NYSEはこうした私設取引システムを自主規制機関と認定して自主規制機能のコストを負担させ、かつそのガバナンスに政府が介入せよといい、私設取引システムはそれでは市場競争の否定につながると反論してきたのである。

あるいは、日本の場合には、別の角度からガバナンスが問題となるかもしれない。自主規制機関としては取引

参加者（すなわち会員証券会社）の意見が反映するとしても、市場の運営という面では証券取引所は会員証券会社と利益相反の関係にある。市場運営者としては利益を上げるために場口銭を引き上げることにも営業政策としてあり得る。会員制組織の場合には、そのようなことをしても取引所利益は会員証券会社のものであったので、たいして意味はなかったのだが、株式会社になればそうではなくなる。そうしたときにアメリカのように取引システム間に十分な競争が展開していれば、こうした営業政策は立ち行かなくなるであろうが、そうではない場合には反競争的な営業政策もあり得ることになる。とりわけ、日本では東証のシェアはダントツであるうえに、取引所以外の取引システムも十分育っていない。欧米と比べてわが国の市場間競争は十分ではないのである。⁽⁷⁾ その場合には、市場運営に関するガバナンスに対しても市場参加者からの介入が必要になるかも知れない。

注

- (1) 昭和四〇年証券恐慌後に証券取引所のガバナンスが問題となり、理事会構成の変革（公益理事の導入）、理事長権限の強化、行政的監督の強化など、公共性強化の方向からの改革が行われた程度である。
- (2) この点については、不十分であるが以前に触れたことがある（「証券取引所の組織構造」『証研レポート』二〇〇〇年一月）
- (3) その理由については明らかではないが、筆者は、六〇年代末の会員証券会社のバックオフィス危機に際して証券取引所が法人格を持たない私的組合であったことに伴い一部の証券会社の財務リスクが他に波及・拡散するシステムリスクが強く意識されたからではないかと思つ。

- (4) Ruben Lee, *What is an Exchange?, The Automation, Management, and Regulation of Financial Markets*, Oxford University

- (5) ドイツ取引所 A G はフランクフルトをはじめ各州の証券取引所を子会社として持つ持株会社という理解は誤りである。
- (6) ドイツでは上場証券とは取引所が価格を確定し公認する公定相場表に載せるべき銘柄をさし、日米のように取引客体の選別を意味するわけではない。したがって公定相場表に載せる(これがドイツでいう「上場」である)のではないが、取引所において秩序ある取引が確保される場合には取引所規則に基づいて売買の気配を含む価格を決定、公表することもできることとなっており、こうした銘柄が取引される市場を「自由市場」と呼ぶ。したがって自由市場への取引客体の選別は「上場」ではないので、その選定には「上場委員会」は関与せず、取引所の運営主体が行っている。この自由市場ではもともとは外国証券やカバードワラントが多かったのであるが、新興市場の「ノイエマルクト」が創設されたこともあって最近注目されている。その選定は実質的に運営会社であるドイツ取引所 A G が行っている。
- (7) アメリカでは国内において私設取引システムとの競争が激しいし、ヨーロッパ各国では国内での競争は少ないが同じ時間帯での各国証券取引所間の競争は激しい。

(にかみ きよし・主任研究員)

自社株買いについて

伊豆 久

はじめに

今年六月の商法改正により、日本でも金庫株が解禁されることになった。

自社株取得は、これまで利益消却（九七年株式消却特例法）やストック・オプション（九七年商法改正）等の場合に限定されていたが、今回取得の目的と取得した自社株の保有期間に関する制限が撤廃されたのである。

米国を見ると、自社株買いは、すでに配当総額よりも大きな規模に達している。米国企業の自社株買い総額は、一九八〇年には配当総額の一〇分の一にすぎなかったが、九七、九八年には二年連続して配当を上回っている。会社から株主への「分配（distribution）」の手段として、自社株買いは配当以上に重要な役割を担うようになったのである。こうした現状を背景に、米国では、配当性向や配当利回りといった概念は意味を失っているとの指摘もある。替わって「自社株買い利回り（share repurchase yield）」なる概念（ネットでの自社株買い総額（自社株買い額 ストック・オプション等による再発行額）を時価総額で割ったもの）も提唱されている。

また、株式の発行による資本調達額と比較してみると、九〇年代の米国では、自社株買いが増資を上回り、株式による資金調達がネットでマイナスとなっている。もちろん、個別企業ごとに見れば、ベンチャー企業のIPOが盛んに行われたのであるが、米国企業全体で見ると、株式市場は資本調達のための市場としては機能していないことになる。そうなれば、株式会社にとって 資本 とは何か、が改めて問い直されるのも当然である。

そこで小稿では、米国における自社株買いについてその目的や配当との関係について簡単に整理し、若干の検討をおこなうこととしたい。

1 自社株買いの目的

九〇年代に米国で自社株買いが急増した理由は何であろうか。このテーマに関しては、すでに多くの論文が発表されているが、それらを要約するとおおよそ以下のようになる。⁽¹⁾

(1) 株主への余剰キャッシュの還元

自社株買いの目的は、第一に、余剰資金の株主への還元である。「会社は株主のモノである」との前提に立てば、資本コスト（株主の期待収益率）以上の利益をあげられない会社が出資金を株主に分配するのは当然のことである。しかし、例えば日本企業の場合、巨額の内部留保を蓄積している企業も少なくなく、株主も必ずしもそれに批判的ではなかった。ところが米国では、そのように内部留保が大きく（言い換えれば死蔵されている）キャッシュが大きいために、ROEの低い企業は、M & Aの格好の標的とされ、また機関投資家からも厳しい批判を受けることになる。それを反映して、ファイナンス論がいうところの資本コストが、経営者、投資家双方で強く意識されているのである。（したがって、日本でも敵対的買収や資本コスト論がより一般化すれば、それに応じて余剰キャッシュの株主への還元も進むと予想される。）

しかし、余剰資金を株主に還元するとしても、ではなぜ、配当ではなく自社株買いが選ばれるのか、という問題が残る。その答えは、一つには、配当は継続的なものとの見方が根強いのに対して、自社株買いはそうした期

待をもたれることがなく、柔軟性に富むからである。米国においても、(日本ほどではないとはいえ)安定配当志向が強く、減配は一時的な業績悪化以上の悪い印象を市場に与えるとされている。他方、自社株買いは状況に応じた財務戦略と位置づけられており、その実施の有無や額について企業の自由度が高いのである。

なぜ配当は安定的、自社株買いは機動的との見方が定着しているのか、その理由は明らかではない。一つの理由として、配当は株主にとって強制的であるのに対して、自社株買いは株主に選択の余地が残されていることから、配当は、会社より強い意思表明になる点があげられるかもしれない。配当は、配当の受取りと配当落ちによる株価下額が全株主に一律に強制されるのに対して、自社株買いの場合、それに応じて持ち株を売却するかどうかは個々の株主の自由に任されており、株主には売却せずに以前と変わらない株価で株式を保有することも可能だからである。配当よりも自社株買いが選好されるもう一つの理由は、税制上の扱いの違いである。キャピタル・ゲインに対する税率は、一般に配当に対する税率よりも低い。そのため、配当を得られる代わりに配当落ちの分だけキャピタル・ゲインを失う配当よりも、配当落ちがない自社株買いのほうが、投資家にとってもありがたいのである。

(2) ストック・オプションへの対応

自社株買いが行われる第二の目的は、ストック・オプションの権利行使に備えるためである。

S & P 500社を対象にしたある調査では、自社株買いにより、発行済み株式は年率一％で減少してきたものの、うち半分(一％分)は、ストック・オプションの権利行使によって再び発行されているという。ストック・オプションの付与額が急増しているためで、年間のオプション付与額は、(発行済み株式総数に占める割合で)

九四年の一・〇%から九八年には一・六%へと増加している。残高ベース（付与されたオプションのうちまだ権利行使されていないもの）で見ると、九八年末で株式総数の六・三%に達している。

ストック・オプションの権利行使に新株の発行で対応すれば、発行済み株式数が増加し、一株あたり利益の希薄化が生じてしまう。企業が自社株を買い戻す目的の一つは、それを避けるための金庫株の買い増しなのである。実際、ストック・オプションの権利行使に対しては、新株の発行ではなく金庫株の再発行がなされるのが普通である。

ストック・オプションと自社株買いの関係は、株価の上昇の著しい会社において特に顕著である。株価が権利行使価格を大きく上回り、権利行使される可能性、すなわち希薄化が顕在化する可能性が高まると、それに対応して自社株買いが増加するからだと推測されている。株価が上昇した九〇年代に自社株買いが急増したのはこのためだと考えられる。

また、（一般社員ではなく）経営者を対象にストック・オプションを付与した企業には、株主への利益還元に一定の傾向が見られるとの指摘もある。オプション取得者の利益を大きくするためには、株価下落（配当落ち）をもたらす配当ではなく、自社株買いや内部留保のほうが望ましい。だとすれば、これは、利益処分案の決定権を握る経営者がオプションを付与されることによって生じる、財務政策上の一種の歪みだと見ることもできる。実際、企業のストック・オプション付与は、その後の自社株買いの有意の先行指標となっており、株式残高に対してストック・オプションの残高が五%ポイント上昇すると、自社株買いが〇・四%ポイント増加する関係にあることが確認されている。

2 自社株買いと株価

以上のように、米国における自社株買いの主たる目的は、第一に配当と並ぶ株主への利益還元であり、第二にストック・オプションの権利行使への対応、となっている。

この点、日本では自社株買いが、常にいわゆる「株価対策」との関連で議論されてきたのと対照的である。

もちろん、自社株買いと株価との関係は、米国においても議論されてこなかったわけではない。八七年一〇月のブラックマンデー時には、自社株買いの発表・実施が株価にプラスの影響を与えている。また、理論的にも、自社株買いにはシグナル効果があるとされる。正統派のファイナンス理論によれば、資本構成は企業価値に影響を与えないはずであるが（MM理論）、にもかかわらず経営者が自社株買いを行うのは、その時点における株価が安いと判断したからにほかならない。つまり、自社株買いは経営者から市場に向けた株価に関する強いシグナルの発信であり、それが確かな根拠に基づくものであれば、市場がそれに反応してもおかしくない（ペッキングオーダー理論）。

しかしながら、自社株買いと株価を直接的に結びつけることには異論も多い。自社株買いにシグナル効果が存在するとすれば、それは、経営者が未公表の内部情報にもとづいて自社株買いを決定したと判断されるからであり、広義のインサイダー取引に当たることになる。株価に反映されていない企業価値に関わる情報が存在するのであれば、それはディスクロージャーという方法で市場に伝達されるべきであって、自社株買いがシグナル効果をもつのは、情報の非対称性が大きい（情報開示・伝達がスムーズに行われていない）ためだと考えられる。

3 自社株買いと資本制度

これまで自社株買いが原則禁止されてきた最大の理由は、それが資本充実の原則に反するからであった（その他、不正取引の未然防止、会社支配の公正確保など）。株式会社という制度は、出資者の有限責任を認める代りに、唯一の担保資産たる資本の充実・維持義務を課すことで債権者保護を図ってきた。そのために、額面株式の額面未満での発行禁止、発行価額の全額払込み、配当規制、利益準備金制度等が設けられると同時に、事実上の減資にあたる自社株買いを禁止してきたのである。その自社株買いが解禁された背景としては、したがって、第一に、債権者保護にとつて、これまでの資本制度が必ずしも必要かつ十分なものではないと見なされるようになったことがあげられる。銀行の健全性が、資本の額ではなく、資産のリスクウエイトを加味した自己資本比率で判断されるようになったのはその端的な例である。さらに米国では、資本概念自体が否定されている州も少なくない。その場合、債権者保護は、詐欺的な取引の禁止、取締役の忠実義務の強化、債権者と会社の配当規制を含む個別契約、連邦証券規制等よつて図られていくとされる。²⁾

第二には、株主の利益配当請求権の高まりがあげられよう。日本の場合、株式の持合いによつて、株主への利益還元や資本コストに対する意識は低いままであったが、持合いの解消や外国人投資家のシェア上昇など純投資の復活によつて、株主への分配を軽視することが許されなくなつていく。

そして、この二つの要因が重なることで、株主と債権者、資本と負債の質的な違いが、縮小ないし相対化される方向に向かつていのである。資本も負債もいずれも会社の資金調達方法の一つであつて、出資者の負担するリスクとリターン、したがつて会社の負担する資金コストが異なるものの、その違いは絶対的なものではなくなりつつある。

例えば、株主と債権者の損益の違いを、オプションを使って説明しようとする考え方は、そうした変化の一つの現れと言えるであろう。すなわち、株主の場合、投資利益は無限に大きくなる可能性がある一方、その損失は最大でも投資額を超えることはないため、そのリターン特性は「コールオプションの買い」と同型である。また、債権者のポジションは、企業がいくら利益をあげても利益は一定（金利）であるため、「プットオプションの売り」と同じである。発行会社からしても、バブル崩壊後指摘されるようになった株主重視の意味は、具体的には資本コストの重視であつて、社員権としての側面はそこに含まれていない。議決権等のいわゆる共益権は、株主の投資家としての利益を守るための従たる役割を担うものにすぎない、というかつての議論が、現実のものとなりつつあるのである。そして、資本と負債の違いがこのような形で把握されるならば、普通株式と普通社債を両端として、その中間的なリスクとリターンの組み合わせを持つ種類株式等の発行がさらなる弾力化に向かうのも不思議ではない。

しかし振り返ってみれば、一九五〇年以前は、資本金は定款記載事項であり、その変更には株主総会の特別決議が必要であつた。それが同年の商法改正で授權資本制度が導入されたことにより、その枠内では取締役会の決議により自由に増資を行うことができるようになった。また、一九六六年の改正では、それまで株主総会の特別決議が必要とされていた第三者割当増資について、特に有利な価格でなければ取締役会の決議だけよいこととなった。すなわち、戦後の資本制度は、高度成長期の旺盛な資金需要に対応して、自己資本の調達を簡易化する方向で改正されてきたのである。

しかしながら、七〇年代以降の時価発行増資の本格化、バブル期の行過ぎたエクイティ・ファイナンスの結果、日本企業は、過剰な資本（準備金）を抱えてしまった。資本準備金は、やがては資本に組み入れられて株式の無

償交付の形で株主に還元されるはずであったが、それは果たされないまま、九〇年代になると今度は逆の方向への自由化、つまり（事実上の）減資が段階的に解禁されていったのである。すなわち、自社株買いは、長らく株式の消却や、自社株を持つ会社を合併した場合などに限定されていたが、九四年の商法改正で社員持株会への譲渡のための取得が認められたほか、株式の利益消却が定時株主総会の決議でできるようになり、九七年改正でストック・オプションのための取得が認められ、同じく九七年の株式消却特例法で（株主総会ではなく）取締役会の決議で利益消却が可能となり、さらに九八年の消却特例法改正で、（配当可能利益だけでなく）資本準備金を財源とする株式の消却が認められた。そして今年六月の商法改正で、自社株買いは目的の制限なく行えるようになったのである。

これによって、企業は、資本も負債と同様、柔軟にその増減を図れるようになったのであり、財務政策の自由度は極めて高くなった。しかし、その自由を監視するのは誰なのだろうか。商法上の資本制度が大きく変わっても、企業は、債権者を軽視すれば格付けの引下げという形で、株主の軽視は株価の下落という形で市場からのチェックを受けるので問題はない、との見方もある。しかし、それは現実的だろうか。また、今回の商法改正に関連して行われた不公正取引防止のため証取法の改正やその運用は、市場の公正を維持するのに十分なのだろうか。日本の企業金融は、企業のガバナンスや証券市場のあり方と相互に影響しつつ大きく変わろうとしているが、残された課題も少なくないように思われる。

注

(一) 以下、本節は、Scott J. Weisbender, "Corporate Share Repurchases in the 1990s: What Role Do Stock Options Play?", FRB

working paper, April 2000; Murali Jagannathan, Clifford P. Stephens, and Michael S. Weisbach, "Financial flexibility and the choice between dividends and stock repurchases", *Journal of Financial Economics*, vol.57, issue 3,2000; Amy K.Dittmar, "Why do firms repurchase stock?", *Journal of Business*, vol.73, no.3,2000; George W.Fenn and Nellie Liang, "Corporate Payout Policy and Managerial Stock Incentives", *Journal of Financial Economics*, vol.60, issue 1, April 2001, 12-46。

- (2) 米国の資本制度については、伊藤靖史「アメリカにおける資本制度と債権者保護」『商事法務』一六〇一号、二〇〇一年七月二五日、太田 洋「『金庫株』の解禁問題に関する論点整理」(一)、「商事法務』一五八六号、一五九〇号、二〇〇一年二月一五日、三月二五日参照。他方、米国では州間の会社法緩和競争が激しいという特殊事情があり、その一方で、会社法の欠陥は、連邦証券規制、債権者との契約、会計原則の厳格な適用等によって埋め合わされているのであるから、米国での資本概念廃棄だけをそのまま日本に導入することは適切でないとの批判もある。上村達男「資本準備金による自己株償却をめぐる問題点」『ジュリスト』一一三三号、一九九八年四月二五日。

(いづ びやじ・主任研究員)

ユーロネクストのIPO

～ドイツ取引所のIPOとの明暗～

吉川 真裕

二〇〇〇年九月にフランスのパリ取引所、オランダの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としてオランダに誕生したユーロネクストは、二〇〇一年二月のドイツ取引所、五月のインスティテットに続いて七月五日に新規株式公開（IPO）をおこない、七月六日にユーロネクスト・パリ（旧パリ取引所）で取引を開始した。ユーロネクストは当初から株式上場の意向を明らかにしていたものの、ドイツ取引所に先を越され、IPO市場の動向を見守っていたが、ロンドン証券取引所が七月中の株式上場を明らかにした後、ロンドン証券取引所には先を越されまいとしてIPO・上場へと踏み切った。しかし、ドイツ取引所とインスティテットのIPOが人気を集め、高値での株式売り出しを実現したのとは対照的に、ユーロネクストの株式売り出し価格は予想レンジの下限という結果となり、予定売り出し株数はかろうじて発行できたものの、その後の株価の推移を見てもドイツ取引所のIPOとは明暗を分ける形になった（なお、七月二〇日に上場されたロンドン証券取引所の株価も上場後は低迷している）。

本稿では、ユーロネクストの歩みを振り返った後、今回のユーロネクストのIPOにまつわる事情を紹介し、IPOが盛り上がりを欠いた理由とユーロネクストの将来性について考察する。

1 ユーロネクストの歩み

二〇〇〇年三月二〇日、フランスのパリ取引所、オランダのアムステルダム取引所、ベルギーのブリュッセル取引所は合併計画を発表し、ロンドン証券取引所やドイツ取引所をはじめとするヨーロッパの取引所を驚かせた。三取引所とその傘下にあるデリバティブ取引所や決済機関等を子会社とする持ち株会社の名称はユーロネクスト（Euronext）であり、三取引所およびその傘下のデリバティブ取引所の会員／株主を同一資格の株主として持つ新会社としてオランダに設立、二〇〇〇年九月の合併完了と年内の上場、二〇〇一年第一四半期のルール統一と株式取引システム統合といった計画が明らかにされた。この合併は株式市場の統合に止まらず、それぞれの取引所がデリバティブ取引所と決済機関を傘下におさめていることから、株式市場、デリバティブ市場、決済機関、すべての統合を目指しており、各国の証券取引所と決済機関の間で独自におこなわれてきたヨーロッパ統合をデリバティブ市場も含めて一挙に実施するという新たな戦略を提示した。なお、ユーロネクストはすでにルクセンブルグ取引所から参加の意向を打診されており、新たなパートナーの参加を歓迎することも示されていた⁽¹⁾。

ユーロネクストの設立計画を受けて、フランスの中央証券保管機関であるSICOVAMと国際中央証券保管機関であるユーロクリアはSICOVAMがユーロクリアの子会社になる形で合併の合意に達したことを三月二四日に明らかにし、ユーロネクストの受け渡し・決済業務をおこなうことを表明した⁽²⁾。また、フランスのクリアリング機関であるクリアネットと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・ハウスも統合ヨーロッパ・クリアリング・ハウスを設立する計画を四月四日に発表した（後に撤回⁽³⁾）。そして、四月二八日には新会社ユーロネクストの持ち株比率を合併計画のアドバイザーであるABNアムロの評価に基づいてパリ取引所六〇%、アムステルダム取引所三二%、ブリュッセル取引所八%とすることも明らかにされた⁽⁴⁾。

ところが、二〇〇〇年五月三日にはユーロネクストの設立計画に触発されてロンドン証券取引所とドイツ取引所の合併計画とヨーロッパに進出を計画していたアメリカのナスダックとの提携計画が発表され、ユーロネクストに対する注目は薄れることになった。⁽⁵⁾

六月二日にはユーロネクストの市場分類として、ユーロネクスト一〇〇とネクスト一五〇（優良株）、ネクスト・エコノミー（成長株）、Mプライム（中小型株）の四つの新たな市場分類を導入することが明らかにされ、八月七日にはクリアリング・システムの統合は二〇〇一年第3四半期、株式の上場はできるだけ速やかにという表現に改められ、当初の年内上場という目標は後退することになった。⁽⁶⁾

二〇〇〇年九月二日にはストックホルム証券取引所を傘下に持つOMグループに敵対的買収をしかけられたロンドン証券取引所がドイツ取引所との合併計画を撤回し、ドイツ取引所やユーロネクストもロンドン証券取引所の買収に乗り出すのではないかという噂が広まった。⁽⁷⁾しかし、結局、ドイツ取引所からもユーロネクストからもロンドン証券取引所に対する買収提案は出されず、OMグループによるロンドン証券取引所の公開買付も失敗に終わった。⁽⁸⁾

九月二日にはパリ取引所、アムステルダム取引所、ブリュッセル取引所がユーロネクストの一市場となり、上場株式数一八六一銘柄、時価総額二兆六九一〇億ユーロの取引所が誕生した。しかし、三市場はそれぞれユーロネクスト・パリ、ユーロネクスト・アムステルダム、ユーロネクスト・ブリュッセルとして業務をおこなっており、この時点においては取引システム、決済システム、クリアリング・システムなどは統一されておらず、取引所の合併といっても市場統合という表現は当てはまらない。また、当初の計画では二〇〇一年第1四半期とされていた共通株式取引システムの導入計画は二〇〇一年前半（第2四半期）へと後退したことも明らかにされた。⁽⁹⁾

一〇月三日には新指数ユーロネクスト一〇〇とネクスト一五〇の算出方法が公表され、一月一六日にはルクセンブルグ取引所がアムステルダム取引所とブリュッセル取引所との間で一九九八年二月一四日に合意したベネルクス・クロス会員権協定の継続性が確認された（共通取引システム導入後はユーロネクスト・パリも含む⁽¹⁰⁾）。そして、二月二〇日にはロンドン国際金融先物・オプション取引所（LIFFE）に対する再三の働きかけにもかかわらず、LIFFEがユーロネクストへの参加に合意しないことから、デリバティブ取引の共通取引システムはユーロネクスト・アムステルダム・デリバティブ市場（旧ヨーロッパ・オプション取引所）のSWITCHとユーロネクスト・パリ・デリバティブ市場（旧フランス国際金融先物取引所MATIF）のNSC・VFを改良したネクスト・デリバティブ・システム（NDS）を導入する計画が発表された⁽¹¹⁾。

さらに、二〇〇一年一月九日にはネクストトラック（NextTrack）と名付けられた上場投資信託（ETF）の取引市場の開設が発表され、一月二日にはユーロSTOXX五〇指数とSTOXX五〇指数を対象としたETFの上場が明らかにされた。そして、二月七日にはユーロネクストとアメリカン証券取引所の間でETFの相互上場・相互取引を目指す共同子会社の設立に関する覚書に調印がおこなわれた⁽¹²⁾。

他方、二〇〇〇年九月一四日にはシカゴ・マーカントイル取引所とニューヨーク・マーカントイル取引所が共同開発したクリアリング21というクリアリング・システムがフランスのデリバティブ市場であるMATIFとMONEPで、二〇〇一年一月一二日にはユーロネクスト・パリでの株式取引にも導入され、二月一日からはクリアネットがロンドン証券取引所やドイツ取引所に先駆けてフランス株取引のセントラル・カウンターパーティとなっている⁽¹³⁾。そして、四月二三日にはユーロネクスト・パリで、五月二日にはユーロネクスト・ブリュッセルでNSC・EMMと名付けられた共通株式取引システムへの移行が完了している⁽¹⁴⁾。

2 ユーロネクストのIPO

二〇〇〇年二月一日、ドイツ取引所の監査役会でロンドン証券取引所との合併計画のためにいったんは中止した株式上場が再び決議され、一月中旬の株主総会での承認を経て二〇〇一年二月中旬に株式上場を実施する計画が報じられた。合併計画発表当初から株式上場を計画していたユーロネクストはドイツ取引所に先を越される形となり、あわてて二〇〇一年第二四半期の上場計画を発表することになった。ドイツ取引所はIPO計画の発表後、資本金に剰余金と二〇〇〇年第三四半期までの利益を繰り入れて株式分割をおこない、さらにIPOによつて資本金を追加する計画も明らかにしていたが、二〇〇一年一月十八日と決定された株主総会までに二〇〇〇年の会計監査を完了することが困難であることから見送られた。この決定の背景にはユーロネクストが二〇〇〇年の会計監査の結果を用いて二〇〇一年五月にIPOを実施する計画を二月一日に発表しており、ドイツ取引所は先行利益を得るために二月五日にIPOを実施したかったからであると伝えられている。⁽¹⁵⁾

二月四日に決定されたドイツ取引所の売り出し価格はブック・ビルディングの上限である三三五ユーロとなり、二月五日の初値は三六二ユーロ(初期収益率八・一%)、引け値は三七三ユーロ(公募価格から一・三%の値上がり、初値からでも三・〇%の値上がり)と事前の予想を上回る結果であった。ところが、IPO市場全体の低迷からユーロネクストは五月と発表していた株式上場を六月に延期することを三月七日に明らかにした。そして、三月二三日には六月の株式上場自体も五月末に最終決定すると発表し、売り出し株数や売り出し価格に関する予想が数多く発表される中でIPOに対する期待に水を差す形となった。

五月二四日にはロンドン証券取引所が七月中の株式上場計画を発表し、これに対抗意識を燃やしたユーロネクストはロンドン証券取引所よりも先に株式上場を実施することを宣言した。そして、ようやく五月三十一日に六月

二六日からロードショーを実施し、七月五日に売り出し価格を決定、七月六日から取引を開始するスケジュールが明らかにされた。さらに六月八日にはユーロネクストの時価総額は二四億ユーロから三四億ユーロとなる見通しが報じられ、六月三日にはポルトガルのリスボン証券取引所がユーロネクストへの参加に関する覚書に調印し、二〇〇一年中に具体的な交渉を完了する予定であることも明らかにされていた。⁽¹⁶⁾

六月二〇日には新規売り出し株数は一四五〇万株から一六七〇万株でブック・ビルディングの範囲は二四ユーロから二七・五ユーロであること、時価総額は二八億ユーロから三二億ユーロとなることなどが発表され、翌六月二日には目論見書が発行され、詳細な条件が明らかにされるとともにブック・ビルディングが開始された。⁽¹⁷⁾

新規株式売り出し前の時点でユーロネクストには額面ユーロの株式が九八三八万八四三七株（三六五株主）存在しており、新規売り出し株式の一四五万五四四株から一六六万六六六株、引受主幹事による追加発行可能株式（グリーンシユー・オプション）の四二万五八九五株から四三万三万四四二株、ユーロネクストの従業員向けの最大三五〇万株が新たに発行され、これに既存株主の売却株数二二〇万九六〇九株から一三八〇万五一八株を加えると、三六〇九万七八六七株から三六七〇万七七一六株が上場されることになり、上場株式比率は二九・七六%から二九・八〇%とドイツ取引所の上場株式比率を上回ることになる。⁽¹⁸⁾ また、IPOの引受主幹事はABNアムロ・ロスチャイルドとBNPパリバであり、グローバル（金融機関／機関投資家向け）・プレスメントはABNアムロ・ロスチャイルド、BNPパリバ、UBSウオーバークが主導（その他の共同幹事六社）し、フランス、オランダ、ベルギーでの公募（個人投資家向け）ブック・ビルディングはSGインベストメント・バンキング、ABNアムロ・ロスチャイルド、BNPパリバが主導（その他の共同幹事六社）することも明らかにされた。

ユーロネクストの売り出し価格は六月二〇日に二四ユーロから二七・五ユーロであることが発表され、その日のグレー・マーケットでの気配値は二八ユーロから三二ユーロと伝えられた。グレー・マーケットでの気配値は六月二二日の午前中は三〇ユーロから三二ユーロと堅調であったが、午後には二五ユーロから二九ユーロと値を下げ、六月二二日には二五・五ユーロから二六ユーロと人気の低迷を印象づけた⁽¹⁹⁾。ハイテク企業を中心としたアメリカのナスダック市場での株価の下落が世界全体で株価の下落をもたらしていたことも関係していようが、ドイツ取引所のIPOの際には旺盛な需要が伝えられたのとは好対照をなしていた。その後もグレー・マーケットでのユーロネクストの気配値は低迷を続け、ブック・ビルディング最終日である七月四日には二二ユーロから二四ユーロと売り出し価格の下限を下回る水準で取引がおこなわれていた。他方、七月二〇日に上場を決めていたロンドン証券取引所の株価は買収期待に基づく人気が集まり、一月の安値から九割高、五月の上場計画発表以後でも三割高で推移していた⁽²⁰⁾。

七月五日に発表されたユーロネクストのIPOの結果は、売り出し価格が下限の二四ユーロ、上場株数が二六七〇万株の新株と二二二〇万株の既存株（従業員向けを除く）、上場株式比率は二七・四％、時価総額は二八億ユーロ、調達資金は四億ユーロというものであった。応募状況はグリーンシュー・オプションの四三〇万株を含めて一・六三倍、機関投資家の購入比率は八五％（個人投資家の購入比率は一五％）であり、やはり盛り上がり⁽²¹⁾に欠け、グレー・マーケットでの気配値は前日と同じ二二ユーロから二四ユーロであった。そして、七月六日のユーロネクスト・パリでの初値は二三ユーロで四・二％の値下がり、引け値は二一・九七ユーロで八・五％の値下がり⁽²²⁾と、グレー・マーケットでの気配値や事前の予想通り、人気を集めることはできなかった。

3 ユーロネクストのIPO不振の背景

ユーロネクストはIPOに際して二〇〇〇年二月末の上場株式数一六五三銘柄（うち重複上場一〇七銘柄）と時価総額二兆四二〇〇億ユーロはロンドン証券取引所に次いでヨーロッパ第二位であり、ユーロSTOXX五〇指数の五〇%、MSCIヨーロッパ指数の二七%を占めており、二〇〇一年のオークション形式の株式売買代金は一兆七二〇億ユーロでヨーロッパ最大（ドイツ取引所九六九〇億ユーロ、ロンドン証券取引所八七八〇億ユーロ）であることを表明していた。また、二〇〇〇年の会計監査報告書に基づいて、経常収入は六億九五三〇万ユーロで前年比二六%増、総収入は七億五一八〇万ユーロで三四%増、EBITは二億一七九〇万ユーロで六〇%増、純利益は一億二七〇〇万ユーロで四五%増と、数字の上からは申し分のない結果をIPOに際して提示していた。それにもかかわらず、ユーロネクストのIPOは人気を集められず、応募倍率は二倍未滿、売り出し価格も下限に止まり、初値は売り出し価格を下回るといった結果に終わった。これは二三倍以上の応募を集め、売り出し価格は上限で、初値もその後の価格も売り出し価格を上回ったドイツ取引所のIPOとは好対照をなしていた。もちろん、二〇〇一年二月と七月というIPOの実施時期の違いやドイツ取引所が意識していた先行利益といった点も考慮すべきであろうが、それだけでは説明がつかないであろう。何がこうした違いをもたらしたかであろうか。

ユーロネクストのIPOが不振に終わった原因の一つは、ユーロネクストが現物市場、デリバティブ市場、決済機関の統合という野心的な目標を持ちながら、現時点では共通のルールと取引システムを持たず、フランスのパリ取引所、オランダの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寄せ集めに過ぎないということに起因していると考えられる。確かに二〇〇〇年の会計監査報告書を見ればユーロネクストはドイツ取引所に

匹敵する結果を残しているわけであるが、これらの数字はフランスとオランダとベルギーの数字の合計に過ぎず、各市場は合併以前と同様に国内市場を運営し続けている。三取引所が合併したことにより、具体的に合併以前と違ったところはほとんどないといっても過言ではない。ユーロネクスト・ブリュッセルはユーロネクスト・パリと同一の取引システムNSC・EMMを五月に導入しているが、実は導入以前の取引システムもパリ取引所が開発したNSCのベルギー版であり、注文の回送という点ではそれほど利便性が向上したというわけではない。他方、ユーロネクスト・アムステルダムはNSC・EMMの導入を計画しているが、その日から三取引所のシステムが統合され、相互の注文回送が即座におこなわれるということは発表されていない。⁽²³⁾ こうした点で現時点では三取引所の統合効果がどの程度あらわれるのかは未知数であり、積極的にIPOで株式を購入しようという意欲が盛り上がらなかったものと考えられる。⁽²⁴⁾ また、六月に入ってユーロネクスト・パリとユーロネクスト・ブリュッセルでNSC・EMMがシステム・トラブルを起こしていたことも三取引所のシステム統合に対して疑問を投げかけることになっていた。⁽²⁵⁾

他方、ユーロネクストの収入の内訳を見ると、株式取引が二四%、クリアリングが二二%、テクノロジー販売が一三%、デリバティブ取引が一三%、情報サービスが九%、上場賦課金が八%、セトルメントノカストデイが四%となっており、デリバティブ関連（主として債券取引）業務の収入が大きいドイツ取引所に比べれば株式関連業務の比率が高く、株式関連業務は相場に影響を受けやすいことから、投資対象としては収入が変動する可能性の高いことが機関投資家から敬遠された理由の一つであるとも言われている。⁽²⁶⁾

ところで、ユーロネクストの最大株主であったオランダのバン・デア・ムーレン（Van der Moelen）はニューヨーク証券取引所のマーケットメーカーとしても上位五位に入る証券会社であるが、ユーロネクスト・アムステ

ルダムがNSC・EMMというオークション・システムを導入し、マーケットメーカー業務がなくなることでグループ全体の利益の七〇%を占めるニューヨーク証券取引所での利益の減少から、ユーロネクストの保有株式を一七六万三三六九株すべて売却することを表明していた。この決定自体はユーロネクスト・アムステルダムでのマーケットメーカー業務からの撤退に伴うものでユーロネクストの将来性とは無関係であったが、最大株主が保有株式全部を売却するという報道は短期的には売り圧力の高まりを意味し、潜在的な買い手を躊躇させるものであったに違いない。これに加えて、INGグループとABNアムロ、BNPパリバといったユーロネクストの有力株主も株式の一部売却を表明しており、ユーロネクストのインサイダーが株式を売ろうとしているという事実は投資家に不安を抱かせたに違いない。⁽²⁷⁾ドイツ取引所のIPOの際にはこうした報道は全く見られなかった。

さらに、ユーロネクストがオランダの株式会社であることからフランスの株式ファンドが税制優遇措置を受けられず、積極的には投資しないだろうという報道がなされていたことも買い意欲の減退に結びついたのではないとも言われている。また、ユーロネクストのIPO直前にスウェーデンのOMグループの利益が大幅に悪化しているというアナリストの予想が報道されたこともユーロネクストにとっては不運であったと言える。

4 ユーロネクストの将来性

ユーロネクストはドイツ取引所とは好対照となるIPOを終えたわけであるが、ユーロネクストの将来性はどうか。IPOが示唆しているように見通しは暗いのであろうか。

その前に一つ注意しておく必要があるのは、理論的には時価発行増資も額面割り当て増資も発行会社にとっては発行株式数が異なるだけで会社の価値（将来の収益力）には無関係であるということである。確かにユーロネ

クストが手にした現金額は四億ユーロでドイツ取引所が手に入れた九億八〇〇万ユーロの半分以下であるが、調達した資金を有効に使えるければ株価は値下がりするはずであり、不要な資金を抱えることは経営上、好ましいことではない。ドイツ取引所は買収資金として使うことを想定しているようであるが、買収の実現だけでなく、買収後の収益が上がらなければ市場は資金の無駄使いとしてペナルティを課すはずであり、ドイツ取引所はタダでお金を手に入れたわけではない。むしろ、資金の有効な使用を強制されているとも言える。ユーロネクストはドイツ取引所のように買収資金として調達資金を使う計画は立てていないのであるから、ドイツ取引所のIPOに比べてユーロネクストのIPOが見劣りする結果であったということ自体は現時点での市場の評価であり、ユーロネクストが今後資金繰りに困るといったことは無関係である。

すでにIPOの不振の原因でも見たように、現時点でのユーロネクストがフランス、オランダ、ベルギーの寄せ集めに過ぎず、株式市場、デリバティブ市場、決済機関に及ぶ統合が進展してはいないということに対して、市場の評価は厳しい。株式取引システムの統合は一〇月に予定されているオランダでのNSC・EMMの導入を待つて本格的に開始されるはずであり、デリバティブ市場の共通取引システムの導入にはさらに時間がかかる見通しである。クリアネットを通じた共通クリアリング・システムの導入は共通株式取引システムの導入後に予定されており、順調に進んでいるようであるが、国際中央証券保管機関ユーロクリアを核とした受け渡し・決済機関の連携・統合はまだ緒にたばかりに過ぎない。

これまで別々に機能してきたものを統合するのは容易なことではなく、しかもユーロネクストが目指している一極集中ではないバーチャル・ネットワークはこれまでに例がなく、実現までにはまだしばらく時間がかかりそうである。しかし、大取引所による小取引所の吸収合併ではないというこの方式は他の取引所統合の模範となる

かもしれない可能性も秘めている。アメリカでナスダックが導入計画を進めているスーパーモニタージュヤレビット前SEC委員長が提案したバーチャル・リミット・オーダーブックとも共通する課題に、国境を越えて、しかもクリアリングやセトルメントも含めて実施しようとするのであるから、その実現が一筋縄ではいかないのは当たり前である。こうした意欲的な試みは目先の実現可能性というだけでなく、その構想力や将来的な影響をも含めて評価されるべきであらう。

注

- (1) ユーロネクストの誕生に至る背景と設設計画の詳細については、拙稿「ユーロネクスト〜三つどもえのヨーロッパ株市場〜」(本誌一五八号、二〇〇〇年四月)を参照。
- (2) Euroclear and SICOVAM, "The Alliance: The Euroclear System and Sicovam merge to accelerate consolidation benefits," *Press Release*, 24 March 2000
- (3) Euronext Paris, "Clearnet and LCH to create consolidated European Clearing House," *Press Release*, 4 April 2000
- (4) Euronext Paris, "Euronext announces value ratio," *Press Release*, 28 April 2000
- (5) 英独取引所の合併計画については、拙稿「iX〜英独取引所合併計画〜」(本誌一五八号、二〇〇〇年六月)を参照。
- (6) Euronext Paris, "EURONEXT announces market segmentation: Creation of EURONEXT indices," *Press Release*, 22 June 2000, Euronext Paris, "New step toward creation of Euronext: Shareholders circular sent to Euronext shareholders," *Press Release*, 7 August 2000

- (7) 合併撤回に際する事情については、拙稿「英独証券取引所の合併計画撤回〜OMGグループによるLSE買収提案〜」(本誌1587号、11000年10月)を参照。
- (8) OMGグループによるロンティン証券取引所の買収議の経緯については、拙稿「ヨーロッパの株式市場統合」(『証券経済雑誌』111号、11001年11月)を参照。
- (9) Euronext Paris, "Birth of EURONEXT, the first pan-European exchange," *Press Release*, 22 September 2000
- (10) Euronext Paris, "EURONEXT disseminates its first indices: EURONEXT 100 and NEXXT 150," *Press Release*, 3 October 2000, "Agreement between EURONEXT and Bourse de Luxembourg," *Press Release*, 16 November 2000
- (11) Euronext Paris, "Euronext decides on the integration of its derivatives trading systems," *Press Release*, 20 December 2000
- (12) Euronext Paris, "Euronext launches NextTrack, a market segment dedicated to Traders," *Press Release*, 9 January 2001, "Euro STOXX 50 LDRS and STOXX 50LDRS, the first listed trackers on NextTrack," *Press Release*, 12 January 2001, "AMEX AND EURONEXT ANNOUNCE JOINT VENTURE FOR CROSS TRADING TRACKERS; Alliance Part of Global Network of Exchange Traded Funds (ETF) Marketplaces," *Press Release*, 7 February 2001
- (13) Euronext Paris, "Clearing 21 gets off to a smooth start in Paris," *Press Release*, 14 September 2000, "Smooth start for Clearing 21 on Paris equity trading," *Press Release*, 17 February 2001, "CLEARNET LAUNCHES THE FIRST PAN-EUROPEAN CENTRAL COUNTERPARTY," *Press Release*, 2 February 2001
- (14) Euronext, "Euronext Brussels: successful migration to Euronext Market Model (EMM)," *Press Release*, 21 May 2001
- (15) ナイン取引所のハードウェア、拙稿「ナイン取引所の新たな戦略〜ハードウェア情報提供拡充〜」(本誌1591号、11000年11月)を参照。

- (19) "Euronext float valuation pegged at 2.4-3.4 bln euros", *Reuters*, 8 June 2001
- (15) Euronext N.Y., *Prospectus Préliminaire: Émission et admission d'actions au premier marché d'Euronext Paris*, 21 June 2001
- (29) Euronext Paris, "Euronext N.Y. IPO: Initial Public Offering commences", *Press Release*, 20 June 2001
- (17) Neil Moorhouse, "Euronext IPO Price Range EUR24-27.50/Share - Source", *Dow Jones Newswires*, 20 June 2001, Dominique Vidalon, "Euronext sees float as key step in consolidation", *Reuters*, 21 June 2001, Dominique Vidalon, "Euronext eyes lead in European consolidation", *Reuters*, 21 June 2001
- (20) Robert Elliot, "Euronext price seen at bottom of range", *Reuters*, 4 July 2001
- (21) Euronext Paris, "Euronext IPO successfully completed", *Press Release*, 5 July 2001, Robert Elliot, "Euronext valued at 2.8 bln euros in IPO", *Reuters*, 5 July 2001
- (22) Robert Elliot, "Euronext sinks on bourse debut", *Reuters*, 6 July 2001
- (23) ニーロネクスト・阿姆斯特ダムはIPO後の10月10日に新株式取引システムの導入時期を発表した。 Euronext Amsterdam, "Euronext Amsterdam to launch NSC on 29 October", *Press Release*, 27 July 2001 (<http://www.aex.nl/acript/nieuws/bericht.asp?altcode=aex&taal=en&nieuwstype=1>)
- (24) Kristl Essick, "Euronext's IPO Fails to Fly", *Industry Standard*, 6 July 2001 (<http://biz.yahoo.com/st/010706/27729.html>)
- (25) William Wright, "Delays hit Euronext before IPO", *eFinancialNews*, 11 June 2001 (<http://www.efinancialnews.com/story.cfm?passedref=16500000000015081§ion=16>)
- (26) Kenneth Maxwell and Evelyn Shmukler, "Euronext's Theodore Plans Bourse Consolidation Role", *Dow Jones Newswires*,

21 June 2001

- (27) Shanny Basar, "Van der Moolen exits Euronext", *eFinancialNews*, 25 June 2001 (<http://www.efinancialnews.com/story.cfm?passedref=16500000000015786§ion=16>)

(よしかわ まさひろ・主任研究員)

アメリカ政府債の清算機関G S C C

福本 葵

1 はじめに

二〇〇一年一月四日、日本でも国債のR T G S (Real time gross settlement 即時グロス決済) が稼動した。R T G Sとは、一件一件の個別の資金、証券の受渡を、ファイナリティを付与して、即時に行う決済方法である。R T G Sを行うことによつて、日本の国債決済はシSTEMミク・リスクから遮断される。前回は、国債R T G Sの現状およびフェイルの問題点について述べた。本稿では、もう一つの主要な問題点である、清算機関の創設について考えたい。

証券取引では、売買が成立後、バックオフィスにおいて、計算、照合、清算、受渡(ブックエントリー形式では振替)という四つの手続きが順に行われる。この一連の手続きは広義の決済と呼ばれ、これを経て売り手は代金を入手し、買い手は証券を入手する。決済業務の担い手である決済機関には、主に照合および清算を行う清算機関と、証券の預託を受け、証券に関する口座および帳簿を管理し、証券の振替を行う預託機関(保管振替機関)とがある。各国における複数の証券の決済制度において、清算機関、預託機関の双方を備えているものもあれば、それらのうち一方しか備えていないもの、どちらも備えていないものがある。日本の国債決済において、預託機関は日本銀行であるが、清算機能を担う機関は存在しない。アメリカでは、国債および政府債の清算会社であるG S C C (Government Securities Clearing Corporation) が存在し、重要な役割を担っている。そこで、本稿で

は、G S C Cを利用したアメリカの決済制度について考察し、日本における清算機関創設の可能性について探ってみたい。

2 アメリカ政府債の決済制度

(1) 政府債の決済制度⁽²⁾

アメリカの政府債（財務省証券、政府関係機関債等）は連邦準備銀行に開設された口座間におけるブックエントリー方式で保管、振替される。連邦準備銀行はFedwireと呼ばれる決済システムを運営している。

Fedwireの参加者は、預金受入れ金融機関（depository institution）や連邦機関、州政府会計事務局（state government treasurer's offices 財務省によって有価証券口座を持つように指名されている）および連銀システムの参加者である限定目的信託会社に限られている。ブローカーやディーラー、機関投資家は、通常、Fedwireに直接参加することはできず、預金受入れ金融機関を通じて証券の保管振替を行っている。

Fedwireのブックエントリーシステムはthe National Book-Entry System (NBES)と呼ばれている。NBESは保管機能と振替決済機能を提供している。保管機能はカस्टディ口座における証券に関する記録の電子的な保持、保管を示し、振替決済機能は当事者間の証券の振替を示している。八、六〇〇以上の預金受入れ金融機関がFederal Reserve Bankに口座を持っており、NBESをアメリカ政府債の保管振替を使用している。これらの証券は券面が発行されず、電子的な記録（book-entry）形式によって証券の保管、振替が行われる。また、証券の移転は資金とDVPベースで行われており、証券の所有権やそれに関係する資金は、移転と同時にファイナリティを備えている。このため、一旦執行されるとキャンセルすることはできない。

N B E S の入力 は月曜から金曜の東部時間午前八時半から午後三時一五分まで稼動している。訂正のために行うバーサル入力は東部時間の午後三時半まで稼動している。連銀におけるカストディ口座間証券移動、および担保のように支払を伴わない証券の移動は東部時間の七時まで稼動している。

Fedwire のブックエントリーシステムはグロス決済である。このため決済に必要な証券や資金を多く必要とする。そこで、G S C C を通じてネットィングを行う方法も用意している。政府債の決済には、すべて G S C C を利用しなければならぬわけではなく、G S C C を利用する場合と利用しない場合とがある。

(2) G S C C の設立⁽³⁾

G S C C は政府発行債を清算する機関である。主要な目的は政府債市場で規則正しい決済を保証するものである。G S C C は自動化された取引照合、政府債市場のためのネットィング、決済サービスを提供している。G S C C は S E C の登録機関であり、S E C によって規制されている。G S C C 株の八〇パーセント以上が参加者によって所有され、G S C C は主にそのメンバーで構成された取締役会によってガバナンスされている。

一九八〇年代の半ば頃、政府発行債の出来高が増加するにつれ、連邦準備銀行 (Federal Reserve) やその他の関係者は、政府発行債の清算と決済を取扱う機関が必要であると認識していた。日中当座貸越は大量でかつ更に増加しており、Fedwire の締切時刻に政府発行債の決済が間に合わない事態もしばしば発生していた。また、確認書類や取引書類はペーパーベースの手作業で行われており、非効率であった。アメリカの政府発行債決済はこのよつな問題を抱えていたため、一九八六年五月、National Securities Clearing Corporation (NSCC) の委員会のうち、一部の関係者から、政府証券市場に対する自動化された照合とネットィングに関し、N S C C の専門知識

を利用することが提案された。そこで、政府債委員会（Government Securities Committee）が設立されることとなる。NSCCはアメリカ最大のバックオフィス業務のプロバイダーであり、株式、社債、地方債、投資信託の清算業務をブローカー、ディーラーや投資信託会社に提供している清算機関である。続く一九八六年七月、NSCCの政府債委員会は、政府債取引の決済に対し、オペレーショナル管理およびリスク管理の利益の両方をもたらす手段として、産業界のコンセンサスを取りつけるため、ブローカーディーラー、清算機関銀行の代表者で構成された特別委員会を設立した。一九八六年九月二五日、NSCCの取締役会は完全子会社であり、資本金が百万ドルであるGSCCの設立を承認する。一九八六年一月一八日、GSCCはNew York Business Corporation Law下で会社組織化した。

GSCCの業務開始は一九八七年である。同年二月GSCCの株式の売却が始まり、最終的には、株式の八〇%以上が参加者に売却された。残りの二〇%程度がNSCCによって保有されている。続く、一九八八年五月二八日、The SECはGSCCを清算機関としての一時登録を認可する。また同日、照合システムが実行された。一九八八年八月三一日 第一回、株主理事（Board of Directors）が選出され、一九八六年七月七日には、ネットイングシステムが実行された。

（3）GSCCの業務

対象証券および対象取引

GSCCの業務は主に証券取引の照合、ネットイングである。ネットイングおよび決済サービスは利用可能な証券は、アメリカ財務省短期債、中期債、長期債、元本部分から利息部分を分離することによって生じたストリ

ツブ債、ブックエントリー債、non-mortgage-backed 債等である。G S C C はこれらの証券に対し、集中化かつ自動化された清算と保証された決済を提供している。⁽⁴⁾ また、通常の売買取引のみでなく、一九九五年より、レポ取引も照合および決済業務の対象となっている。

照合

証券の決済業務の中には、清算業務が含まれるが、G S C C が行う清算には、照合とネットインクがある。照合は証券決済の第一段階である。照合は基本的に、証券の売り手と買い手による取引情報の受け取り、確認、報告の三つの作業から成り立っている。参加者は取引が執行されたその日のうちに、当該取引につき、G S C C に対し、自動化された取引入力を行うことになっている。入力に必要なデータ項目は、取引の相手方情報、C U S I P 番号（証券の銘柄コード）、参加者 I D 番号、取引額面、決済総額、決済日、決済のタイプ（売り、買い、レポ、リバースなど）等のである。レポ取引の場合は、更にいくつかの項目の入力を必要としている。

G S C C の照合システムが導入される以前、アメリカ政府証券の取引照合は一般に物理的な確認書類を各々の取引相手に送付することによって行われていた。G S C C によって証券業者にもたらされる一つの利点はこのような物理的な確認書類の必要性を削減し、G S C C によって作成された電子的な確認がその代替手段となることである。これによって、確実性と効率性、更には安価な照合プロセスがもたらされることとなった。

G S C C の行う照合は G S C C が取引についての情報を受け取ると同時に始まる。参加者は取引日の午前二〇時から（最初にターミナルを通じて）午後八時までに取引の情報を提供するよう要求されている。これに基づいて、G S C C は通常、午後一〇時前にバッチベースで提出されたデータに関するアウトプットを供給する。

取引のデータはリアルタイムで提出される。つまり、取引が執行されると直ちに照合が行われる。参加者は日中、G S C Cのシステムに直結されているターミナルネットワークを通じて取引データを送信している。そのため、G S C Cの参加者はいつでも取引情報をモニターし、修正し、入力することができる。

照合された取引が表に出ることはない。照合されなかった取引は、参加者自らの手によってシステムの接続から離される。照合されなかった取引が参加者によって消去されない場合や、まだシステムに繋がれている場合、G S C Cは定期的にそれらをシステムから消去する。

ネットティング

ネットティングには、単なる二者間での債務に係る相殺であるバイラテラル・ネットティングと、三者以上の債務を相殺決済するマルチラテラル・ネットティングがある。G S C Cのネットティングシステムは、全てのネットティングシステム参加者間の債務をマルチラテラルなベースで集め、マッチングさせるシステムである。このため決済に必要な証券や資金は大幅に圧縮される。

G S C Cのネットティングでは、ネットティング参加者によって入力された取引から生じる受渡義務を対G S C Cとの関係に置き直す。そして、証券銘柄(C U S I P)ごと、参加者ごとにネットの決済ポジションを確立する。決済日には、証券の銘柄ごとにネットティング参加者の売買の現金(cash activity)、競売方式での購入、レポ取引(参加者がレポネットティングプロセスに参加している場合)は合計され、ネットされる。その結果、一つのネットポジションが確立される。つまり、G S C Cに証券を渡すポジションになるか、G S C Cから証券を受け取るポジションになるかどちらかであり、受け渡す数量はマルチラテラルなネットティングを行った後に決定される。

G S C Cのネットティングサービスを利用する参加者は、全ての証券取引の照合とネットティングを利用することができる。ネットティングは通常決済日の午後三時までには終わる。これは参加者がその日の引渡または受け取りの義務を確定する時間である。

G S C Cはネットの対象となつていて全ての取引に全ての決済を保証することによってリスクを最少化する。決済リスクを最少化するために、G S C Cは元々の取引相手方間に介入し、決済のための法的なカウンターパーティになる。当初の売買の相手方と売買の対象となつている当該証券を受渡す義務は全て、ネットティングを行った後の証券のG S C Cから受け取るまたは、G S C Cに引き渡す義務に置きかえられる。つまり、G S C Cは仲介者として決済を保証している。これを更改 (novation) という。

決済価格の計算

一旦、発行会社ごとに取引が、C U S I P番号を利用してマルチラテラルにネットティングされると、G S C Cはシステム価格と呼ばれる一定の価格で、参加者にネットティングされた後の受渡義務を行うように指示する。システム価格とは決済のために便宜上設定した価格であり、実際の取引価格とは異なっている。

参加者にシステム価格と実際に行われた取引価格との差額を補うために、G S C Cはそれぞれのネットの証券ポジションにとつての取引適切な支払い価格 (transaction adjustment payments, TAP) を計算する。これはネットのポジションの取引価値とシステム価値との間の差異に相当する。その後、G S C Cはそれぞれの参加者について、ネットティングされたT A Pを集計する。参加者は、ネットティングされたT A Pの価格を、Fedwireを通じて、支払うことによって代金決済が完了する。取引の回数に関わらず、一回のみの支払ですむ。そして、

Fedwire は全てのデリバリーが完全に支払われることを保証している。このように、G S C C のネットティングシステムは決済のために必要とされる証券の移転回数を削減することによって、一般に証券の移転に結びついたコストを削減する。証券の移転を少なくすればするほど日中当座預金の移動をも減らすことができる。

(4) G S C C の株主および役員

G S C C は N S C C の完全子会社として設立された。現在では、約二〇%を N S C C が、八〇%以上の株式を参加者が保有するに至っている。現在の取締役会は一四名で構成されている。G S C C の規程では、六名の一般参加者 "general user" (general user は先物取次業者、登録投資会社等を含む、原則として、ブローカーではない参加者と広く定義される) と三名のブローカー参加者、二名の清算銀行の参加者の取締役からなる一一名の取締役会を運営することとなっている。これに加えて、G S C C にとって有益な取締役の任務を担うことのできる人物を "at-large" 取締役とすることができる。現在の一四名の参加者のうち、大半が G S C C の参加者であるが、チーフ・オペレーター・ディング・オフィサーの Dennis Dirks 氏は Depository Trust Clearing Corporation からの取締役であり、D T C は G S C C の参加者ではない。G S C C には七五のネットティングメンバーと、二九の照合サービスのみの参加者、チェアスマンハットンおよびバンクオブニューヨークという清算銀行参加者がいる。現在、参加者は約二二〇社である。

これまでみたように、G S C C は株式の八〇%以上をその参加者が保有する株式会社である。アメリカ政府債の決済システムは、振替決済制度であり、運営システムは連銀の Fedwire である。政府債決済に G S C C を用いない方法もあるが、G S C C の照合および決済サービスを利用する方が効率的であるとして、アメリカ政府も利

用を勧めている。

3 おわりに

日本においても、国債の清算会社の創設に向けて検討が開始されることが、今年五月九日に開かれた財務省の国債市場懇談会（第八回）において発表された。ここで国債市場懇談会は、国債市場の問題点をA、「発行当局が取組みについて、速やかにスタンスや方向性を示せるテーマ」、B、「発行市場についての議論も踏まえ、更に掘り下げて議論していく必要があるテーマ」、C、「関係方面に検討を依頼すべきテーマ」の三つに分類し、検討することとしていた。このうちCには、清算会社の創設、前回取り上げたフェイル・ルールの整備、及びRTGSの完全化が挙げられていた。そこで同懇談会は、Cのいう関係方面である日本証券業協会に清算会社の設立の検討を依頼した。これを受け、日本証券業協会では、「国債の清算機関等に関する勉強会」を立ち上げた。参加者は、野村証券、大和証券SMB、日興ソロモン・スミス・バーニー証券、富士銀行等である。これによって、日本版GSCCの設立に向けての具体的な議論が開始された。

これまでは、年初に始まった日本の国債決済のRTGS化とその問題点であるフェイルと清算機関の創設について考察してきた。本号で取り上げた清算機関について、国債以外の証券に目を向けると、株式の決済においては、証券取引所が清算機能を担っている。社債における債券ネットワークは清算機関とは言いがたいが清算機能の一部を担っているといえよう。しかし、現在の日本の証券決済制度において独立の清算機関はどの証券においても存在しない。これらの証券について、清算機関を設立するか、設立するのであれば、証券ごとの清算機関を統合するか等の問題が、証券決済制度において、国債のみならず他の証券も含めた横断的な問題点として浮上し

ている。この点について、今後の議論の展開が期待されるといえる。

注

- (1) 狭義の証券決済は、最終段階である受渡のみを示す。
- (2) <http://www.federalreserve.gov/PaymentSystems/FedWire/default.htm>
- (3) http://www.gscc.com/about_gscc_frame.html
- (4) http://www.gscc.com/services_frame.html

参考文献

- ① ②③④ 参考 『Overview of the government securities clearing corporation』
- ① ② ③ ④ ⑤ ⑥ ⑦ ⑧ ⑨ ⑩ 『動き出す債券決済制度の改革』証研レポート』一九九七年一〇月。
- ① ② ③ ④ ⑤ ⑥ ⑦ ⑧ ⑨ ⑩ 『二上季代司「債券取引におけるフェイルについて」』CaMREレポート』一九九八年一二月。

(ふくもと あおい・研究員)

証研レポート既刊目録

1584 (2000.7)	執筆者	1591 (2001.2)	執筆者
ナスダック・インターマーケット	吉川	重要性を増すマーケティング戦略	二上
- E C Nの取引所上場銘柄取引 -		ユニバーサル・ストック・フューチャーズ	吉川
中国のWTO加盟と金融・資本市場の開放	王	- 個別株先物によるL I F F Eの巻き返し -	
I T Sの全上場証券への拡大	清水	中国の経営者報酬とインセンティブについて	王
イギリスの決済機関 T A U R U S の失敗	福本	ナスダックのスーパーモニタージュ構想	清水
グリーンシート銘柄について	松尾	決済機関の行方リスク管理	福本
1585 (2000.8)		1592 (2001.3)	
上場デリバティブ取引と清算機関	伊豆	米国の貿易赤字について	伊豆
V i r t - X	吉川	ドイツ取引所の新たな戦略	吉川
- ヨーロッパ第三の道 -		- I P Oと情報提供拡充 -	
アメリカの市場間競争	清水	中国の漸進的経済改革について	王
- E C Nのビジネスモデル -		- 市場育成アプローチの紹介を中心に -	
株式分割の制限 (商法218条) の新解釈	福本	ナスダック市場と顧客指値の保護について	清水
プライベート・エクイティ・ファンドについて	松尾	倒産法とデストレス投資	松尾
1586 (2000.9)		1593 (2001.4)	
存在感高める外国証券会社	二上	投資信託は郵貯資金を吸収したか?	二上
証券取引所の国際化戦略	伊豆	米国への資本流入は持続的か	伊豆
- N Y S EとN A S D A Qの場合 -		ナスダックの新たな戦略	吉川
a / c / e	吉川	- L I F F Eとの提携とイースダックの買収 -	
- C B O Tの新電子取引システム -		上海証券取引所のコーポレート・ガバナンス調査 (1)	王
企業調査から見た中国のコーポレート・ガバナンス (1)	王	- 株主総会と董事会を中心に -	
- 経営者の意識変化、選任方法およびインセンティブを中心に -		D T Cの行方リスク管理	福本
株式分割と保管振替制度	福本	- 取扱い証券による違いはあるか -	
1587 (2000.10)		1594 (2001.5)	
会社型投資信託について	二上	構造改革と投資銀行業務	二上
ニューヨーク証券取引所と外国株式	伊豆	米国新興企業とストック・オプション	伊豆
英独証券取引所の合併計画撤回	吉川	ロンドン証券取引所の巻き返し策	吉川
- O MグループによるL S E買収提案 -		- 海外キャンペーンとT S E 2001 -	
企業調査から見た中国のコーポレート・ガバナンス (2)	王	動き出した国債のR T G S (1)	福本
- 経営者の資質と昇進経路を中心に -		- 制度の概要 -	
P T S業務の定義をめぐる日米比較	清水	1595 (2001.6)	
バルチャー・ファンドと企業再建	松尾	個人金融資産の動向について	二上
1588 (2000.11)		インスティテットのI P O	吉川
証券取引所の組織構造	二上	- E C N初の株式会社公開 -	
N E W E X	吉川	上海証券取引所のコーポレート・ガバナンス調査 (2)	王
- 独埠証券取引所による共同東欧証券取引所 -		- 監事会、経営陣および意思決定の在り方を中心に -	
企業調査から見た中国のコーポレート・ガバナンス (3)	王	動き出した国債のR T G S (2)	福本
- 企業内党組織の役割と兼任状況を中心に -		- 現状と問題点 -	
選択的情報開示に対するS E Cの規制について	清水	1596 (2001.7)	
有価証券の不発行化	福本	個別株先物取引と信用取引	二上
- フランスのS I C O V A Mの制度 -		M & A会計とI Tパブル	伊豆
1589 (2000.12)		ナスダック・ヨーロッパとvirt-x	吉川
株価変動率の上昇について	伊豆	- ヨーロッパでの新たな試み -	
J I W A Y	吉川	上海証券取引所のコーポレート・ガバナンス調査 (3)	王
- O MとM S D Wによるクロスボーダー小口E C N -		- 重役の選任、報酬および従業員の变化を中心に -	
企業調査から見た中国のコーポレート・ガバナンス (4)	王	N Y S Eの特別委員会報告書より	三木
- 企業的意思決定の在り方とチェック体制を中心に -			
アメリカのコール・オークション	清水		
米国のハイ・イールド債市場とデストレス市場	松尾		
1590 (2001.1)			
投信販売の変化について	二上		
国際資本市場の発達とI M Fの変容	伊豆		
A S X	吉川		
- 知られざるイノベーター -			
米国N A S Dの収入について	清水		
額面株式と無額面株式	福本		

(金額は本体価格で他に消費税がかかります。)

日本証券史資料戦後編(全十巻、別巻)

志村嘉一監修 日本証券経済研究所編

- 第1巻 証券関係帝国議会・国会審議録(一)昭和20年-27年
B5判1012頁 8,500円 送料 590円
- 第2巻 証券関係国会審議録(二) 昭和27-36年
B5判 960頁 8,500円 送料 520円
- 第3巻 証券関係国会審議録(三) 昭和37-40年
B5判1026頁 8,500円 送料 590円
- 第4巻 証券史談(一)
B5判 714頁 8,500円 送料 520円
- 第5巻 証券市場の改革・再編
B5判1094頁 10,500円 送料 590円
- 第6巻 証券市場の復興と整備
B5判1008頁 12,000円 送料 590円
小林和子監修 日本証券経済研究所編
- 第7巻 証券市場の成長と拡大期(一)
B5判1112頁 13,592円 送料 590円
- 第8巻 証券市場の成長と拡大期(二)
B5判1114頁 13,592円 送料 590円
- 第9巻 証券恐慌
B5判1188頁 14,563円 送料 590円
- 第10巻 証券史談(二)・補遺他
B5判 903頁 10,680円 送料 520円
- 別巻1 証券関係文献目録(明治・大正・昭和)
B5判 346頁 6,796頁 送料 450円
- 別巻2 証券年表(明治・大正・昭和)
B5判1052頁 12,621円 送料 590円
(全巻セット特価 100,000円)

日本証券史資料戦前編(全十巻)

小林和子監修 日本証券経済研究所編

- 第1巻 証券関係元老院・帝国議会審議録(一)
B5判1083頁 12,000円 送料 590円

総合商社の経営分析

日本証券経済研究所編

A5判 150頁 1,900円 送料 310円

日米自動車産業の経営分析

日本証券経済研究所編

A5判 193頁 2,233円 送料 310円

上位都市銀行の経営分析

日本証券経済研究所編

A5判 229頁 2,621円 送料 310円

戦後証券史を語る 上・下

志村嘉一監修 日本証券経済研究所編

菊判 上285頁各1,942円 送料 上310円(セット)
下390頁各1,942円 送料 下340円(450円)

(日本証券史資料 戦後編 第4巻 普及版)

続 戦後証券史を語る

小林和子監修 日本証券経済研究所編

B5判 268頁 2,330円 送料 340円

(日本証券史資料 戦後編 第10巻 証券史談(二)の普及版)

外国証券関係法令集

日本証券経済研究所訳編

- アメリカⅠ 1933年証券法, 1934年証券取引所法
[改訂版] A5判 179頁 2,427円 送料 310円
- アメリカⅡ 1933年証券法規則
[改訂版] A5判 241頁 3,398円 送料 310円
- アメリカⅢ 1934年証券取引所法規則

絶 版

- アメリカⅣ 1939年信託証券法, 1940年投資会社法
[改訂版] 1940年投資顧問法, 1970年証券投資者保護法
A5判 213頁 3,204円 送料 310円

- アメリカⅤ 連邦準備制度理事会規則(T,U,G,X 規則)
A5判 62頁 1,000円 送料 240円

- アメリカⅥ ニューヨーク証券取引所設立証書,
定款, 理事会規則
A5判 66頁 1,200円 送料 240円

- イギリス 2000年金融サービス市場法
A5判 385頁 4,300円 送料 310円

- 西ドイツⅠ 取引所法, 寄託法, 信用制度法(銀行法)
A5判 83頁 1,456円 送料 240円

- フランス
A5判 225頁 2,500円 送料 310円

現代企業と配当政策

日本証券経済研究所編

A5判 272頁 3,200円 送料 310円

財務リスク・マネジメント

—ALMの理論と実務—

日本証券経済研究所編

A5判 211頁 2,233円 送料 310円

オフバランス取引

—実態と会計の対応—

日本証券経済研究所編

A5判 194頁 2,233円 送料 310円

証研レポート第一五九七号
二〇〇一年八月十三日発行

(毎月一回第一月曜日発行)

昭和五十二年十一月十一日第三種郵便物認可

ホームページを開設いたしました
<http://www.jsri.or.jp/>

当研究所の出版物目録等を掲載しております
のでご利用ください。

2001年8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

定価400円(本体381円)