

証 研

レポート

No.1611

2002年10月

証券代理店構想について

二上季代司（1）

社会的責任投資とエコファンド

三木 まり（13）

スーパー・モニタージュ導入とECNのビジネス

清水 葉子（21）

証券代理店構想について

二上季代司

1 はじめに

金融庁の「証券市場の改革促進プログラム」（八月六日）が証券会社による販売チャネルの多様化として「証券会社の資本金の切り下げ」と「ファイナンシャル・プランナーなどの活用も視野に入れた販売代理店制度の導入」、銀行と証券会社の共同店舗に関する規制緩和、を打ち出したことにより、にわかに証券代理店構想が脚光をあびることとなった。⁽¹⁾証券代理店制度のメリットは、証券会社にとっては営業のアウトソーシングにより収支構造の安定化が図られること、多様な販売スキルをもつ者と幅広く代理店契約を結ぶことで新規顧客の開拓がはかられ、ひいては証券市場へのニューマネーの流入が期待できること、等が上げられよう。

しかし、証券代理店制度をどのように構築するかについては、いまだ関係者の中で合意が得られる段階に達していないようである。例えば、日本ファイナンシャル・プランナーズ協会（日本FP協会）⁽²⁾は金融庁への要望の中で、法人代理店の容認（法人事務所を保有するFPや会計士、保険代理店等の参入）、証券代理店を自己資本規制比率の対象外ならびに店舗規制の対象外（法定帳簿の常置や内部責任者の設定は不要とする）とすること、証券代理店による銀行店舗への場所借りの容認、証券代理店資格（継続教育制度を有する特定のFP資格保有者等を証券代理店有資格者とし、証券会社に属さなくても外務員試験を受験でき、合格者は証券代理店となる）ができるようにする）、などを主張している（後掲第二表参照）。これに対し、日本証券投資顧問業協会

はFPを活用する案に疑問を呈している。骨子は、FP資格は現時点で民間資格にすぎず法的な担保が不在であること、代理店の収益確保の観点から取次ぎ業務のみならず投資助言をも手がける可能性が高く投資顧問業法に基づく登録が必要であること、等である。

証券代理店制度はそれ自体、販売チャネルの多様化の一つにすぎないのだが、今日の状況下では販売チャネル多様化が、証券リテールビジネスをコンサルタントベースの資産管理型営業に転換することと関連させて論じられているため、投資顧問業とのいわば業際問題が生じつつあるといえよう。

そこで、以下では証券代理店構想をもう一度整理しなおして、この問題をどのように論点整理できるか、検討してみよう。

2 アメリカの証券販売チャネル

まず、今回の証券代理店制度においても参考にしたと思われるアメリカの実例を見ておこう。アメリカのリテール証券ビジネスでは通常の証券会社チャネルを別にしてもすでに多様な販売チャネルがみられる。今回の金融庁の改革プログラムと対応させながら、アメリカにおいてみられる証券会社による販売チャネル多様化をまとめてみると次のようになる。すなわち、緩やかなネット・キャピタル・ルールを通じた証券会社参入の促進（イントロデュースング・ブローカー、投信・変額保険限定ブローカー）、営業のアウトソーシング（インデペンデント・コントラクター Independent Contractor）、銀行店舗の場所借り、の三つである。では、今わが国で問題になっている証券代理店構想は、この三つのどれに対応するのだろうか。

(1) イントロデュースング・ブローカー等

イントロデュースング・ブローカー Introducing Broker 以下IBと略 とは証券取引の清算業務を自社で行わず外部委託先(これをクリアリング・ブローカーという、以下CBと略)に依存するブローカーである。清算業務の委託のやり方にはオムニバス方式とフルディスクローズ方式の二つがあるが、後者の場合(これが最も多い)には個々の顧客の氏名・住所などがすべてCBに知らされており、顧客口座もCBに移される。したがって、顧客が取引すると、その執行、決済、口座管理、マージン取引における信用供与はCBが行い、取引報告書等の必要書類もすべてCBが送付する。

したがって、ブローカー登録に際して要求される財務要件(ならびにいくつかの行為規制や義務)は、そうでない場合に比べ緩和(または免除)される。すなわち、ネット・キャピタル・ルール(最低自己資本)は通常は二五万ドル以上であるが、IBは五万ドル以上でよいし、顧客口座を持ち越さないのだから顧客資金・証券の分別保管義務、記録作成義務、顧客用説明書送付義務もない。

この業態は、技術進歩に支えられたブローカー業務のアンバンドリング(分解)から可能になってきたのである。しかし当初は、勧誘から始まって受注、執行、決済にいたる一連のプロセスを異なる業者(IBとCB)が分担するために、不適切な取引があった場合にはCBとIBのどちらが責任を持つか、顧客から訴えられた場合の賠償責任を巡ってのトラブルが絶えなかったといわれる。そのため、CBにとってIBからの清算業務受託にはリーガルリスクが残っていたのである。

そこで、一九八二年にNYSE規則が改正され、CBとIBとの間で結ばれるクリアリング契約に明示し、顧客に書面で明示すれば、CBが行う業務範囲およびそれに伴う責任を限定することが可能になった。それ以来、

IBの増加速度が速まったと言われる。⁽³⁾

他方、投資信託および変額保険に取扱商品を限定している証券会社の場合にも低いネット・キャピタル・ルールですますことで出来るようになっており、証券投資者保護会社への加入義務も免除されている。そして、当該証券会社の外務員資格は、NASDの外務員試験シリーズ七の合格を必要とする一般証券代理人に代えて、シリーズ六の合格ですむ投信・変額保険限定代理人で良いことになっている。

以上のように、業務内容・取扱商品の限定に応じて証券会社の登録財務要件、行為規制の一部緩和・撤廃が認められ、これによって証券会社による販売チャネルの多様化が進むという関係が見られるのである。他社の精算業務を請け負う証券会社にとっては、IBは自らの販売網の拡大・多様化に資するわけである。

(2) インデペンデント・コントラクター

これに対してインデペンデント・コントラクター Independent Contractor 以下ICと略 は、「証券会社の営業員ではないが証券会社と契約を結んで証券の販売を行う個人」である。自宅や自分のオフィスのなかで、なかには不動産ブローカーや保険の販売、会計士などが本業を営む傍らで証券営業を行っているものも多いいとされている。これによって証券会社からすれば自ら店舗を持つことなく、不動産ブローカーや保険販売、会計士などのもつ顧客網を販売チャネルに組み込むことが出来るわけである。

ところで、就業場所等から見ていかに外形上、独立性を保っていたとしても、資格としては従業員と同様に証券外務員であり、NASDの試験に合格し、所属証券会社を通して外務員登録をする必要がある。証券会社から見れば、ICに対しては監督義務がありその不適切行為に対しては賠償責任を負うのである。その点が、CBに

とっては、独立した証券会社でありクリアリング契約で自らの賠償責任の範囲を限定できるIBとの違いである。

したがって、一般の外務員と比べての外形上の特徴が自前のオフィスを持つていること⁽⁴⁾（就業場所）、兼業が多いことから、ICには特有のコンプライアンス体制が必要になる⁽⁵⁾。第一に、店舗規制である。外務員の就業場所にはICであつてもNASDやNYSEの店舗規制がかかつてくる。このままではICの自宅やオフィスに店舗管理担当者を常駐させ、所定の立入検査を行う等の重い負担がかかつてくる。そこで、ICが自宅やオフィスで就業する場合には、業務内容等を制限してNASDに登録しないですむ店舗（Unregistered Office）にするケースが多いのである。具体的には重要な業務（注文執行またはマーケットメイク、公募、私募の組成、顧客資産の保護預かり、新規口座の開設の承認、顧客注文の確認と保証、広告・宣伝文書の承認、支店における外務員等の監督）はさせないこと、公衆や顧客に告知させないことにしているのである。もし重要な業務を行っている「管理母店」、公衆に告知されている場合には「支店」としてNASDに登録義務があり所要の規制がかかつてくる。

したがって自宅や自前のオフィスで就業しているICは、市場情報やアドバイスの提供と勧誘、口座開設申込みと注文の取次ぎに業務を限定しているほか、公衆の目に触れる広告にも厳しい制限がかかるのである。すなわち、当該オフィスの所在を知らせたい場合には、電話帳、名刺、レターヘッドに当該オフィスを記載する場合には、そこで業務を行うものを直接監督している管理母店、支店の住所、電話番号も併記すること、所属証券会社が広告に店舗網の所在地を記載する場合には当該オフィスの電話番号、私書箱の記載はできても住所は記載できず、これを直接監督している管理母店、支店の住所、電話番号を併記すること、所属証券会社がチラシな

どの宣伝文書を配布する場合には住所まで記載してもかまわないが、その場合にもこれを直接監督している管理母店、支店の住所、電話番号を併記すること等とされているのである。このような広告制限があるために、ＩＣのオフィスでは公衆の目に触れる形で看板を出すことは原則的に認められないとされる。

なお、アメリカでは外務員登録に際して複数契約（複数の証券会社への登録、および他業との兼職）を認めている。ただし、州法でそれを禁止しているところもある。複数登録については他の証券会社に属しているＩＣとは契約しない証券会社の方が多いため、事実上は一社専属が多いとされる。これに対して、他業との兼業については、NASDAQの規則により所属証券会社に書面での届け出が必要、他社の従業員に金銭の支払いをする場合はその雇用者の書面での同意が必要とされる。したがって全く別会社の従業員とＩＣ契約を結ぶことは事実上は不可能である。あり得るとすれば、個人営業の不動産ブローカーや会計士か、親会社の保険会社の保険販売人が証券子会社のＩＣとなる場合だとされる。

（３）金融機関店舗の場所借り

金融機関の店舗内での非預金商品（投資信託、変額保険・年金等）の販売は、実際の担い手としては、第三者である証券会社の外務員、自行の子会社、系列兄弟会社の外務員、銀行と証券会社の両方で雇用されている者（Dual Employee）、銀行本体の銀行員、に分かれる。銀行は販売スペースと電話・ＦＡＸなど通信手段を提供するのみで、その見返りに販売手数料の三丁四割を徴収する。しかし、デュアル・エンプロイーの場合には、銀行が自行の銀行員を証券会社に出向させ、その証券会社に所属する外務員の立場で証券販売にあたることになり、この者と証券会社の契約関係はＩＣ契約となる場合が多いのである。したがって、手数料の戻しは七

〜八割となるのだが、これを銀行側がまず受け取って、しかるのちに当該出向者に給料として支払うことになる（通常のＩＣ契約の場合には当該ＩＣに手数料が割戻されるが、これとは違った支払い関係になる）。

以上のうち、前三者が広い意味での証券会社の場所借りであり、証券会社にとっては販売チャネルの多様化に資するものである。そして、この「場所借り」にはＩＣ契約を絡めたものも見られるのである。

このような銀行店舗内での非預金商品の販売にあたっては金融監督当局四者（連邦預金保険公社＝ＦＤＩＣ、連邦準備制度＝ＦＲＢ、通貨監督官＝ＯＣＣ、貯蓄金融機関監督官＝ＯＴＳ）による統一ガイドラインがある。⁶⁾ この統一ガイドラインの目的は顧客に非預金投資商品に伴うリスクを熟知させること（誤認防止）と、顧客の混乱防止・公正な取引防止（反詐欺規定）等であり、（１）当該商品が ＦＤＩＣによって保証されていないこと（預金保険対象外）、金融機関の債務でなくその金融機関によっても保証されていないこと、元本の減損を含む投資リスクがあることの開示を顧客に行つこと、（２）投資販売領域と預金受入領域とを物理的にも人的にも分離すること、³⁾（３）銀行員が販売にあたる場合には証券外務員が受けるものと同程度の研修を受けること、などが盛り込まれている。

そして、証券会社に店舗内での証券販売を委ねる場合には、その適切な審査が必要であり、その契約書には第三者が金融機関施設内で行う営業活動、利用条件、従業員の報酬契約の細目などのほか販売責任は第三者にあることの確認が盛り込んである必要があり、これを銀行の取締役会の承認事項としている。

3 日本の証券代理店構想

さて冒頭に戻って、では今回の日本の証券販売チャネル多様化構想は、アメリカの販売チャネル多様化とどの

ように対応しているのだろうか。一見すれば、「証券会社の資本金切り下げ」がアメリカのIBや投信・変額保険販売専門業者に対応し、「銀行と証券会社の共同店舗」が証券会社による銀行店舗への場所借りに、したがって残る「販売代理店」構想がICに対応しているように見える。

しかし、構想段階でFPサイドが要望している「販売代理店制度」にはいくつか重要な点でICと異なる点がある。そこで、参考のためにICとIBの比較表および日本FP協会の要望書をまとめたものを表にした。これが表1と表2である。

顧客口座の開設や注文受託とその確認・承認、保護預かりなど重要な業務を行わない（すなわち業務内容を媒介代理に限定する）ことよって、就業場所が支店や営業所にならないように工夫しており、アメリカのICと類似しているが、決定的な違いは「法人代理店」も可能な仕組みを志向していることである（したがって「看板」を出して広く公衆に告知することも主張している）。アメリカでは、ICは個人であって手数料のキックバックもそのIC個人が受領するのであって、自然人以外が証券業務を営もうとすれば、ブローカー、ディーラーとして登録しなければならない（右の例ではIBに該当しよう）。この点は日本も同様であり、法人代理店は現行法では証券会社として登録する義務がある。

では、ある法人が、証券会社としての登録を必要とせず証券販売を請け負って手数料の割り戻しを受け取る途はないのかというと、二つの可能性が考えられる。

(1) アメリカのデュアル・エンプロイーの場合

一つはアメリカにおける銀行員と証券販売員との二重雇用（デュアル・エンプロイー）である。銀行店舗内で

表1 アメリカの販売チャネル多様化 I CとI B

論点	I C (Independent Contractor)	I B (Introducing Broker)
定義	証券会社の営業員ではないが証券会社と契約を結んで証券の販売を行う個人	自社で清算業務を行わない証券会社
主体(個人か法人か)	個人	個人、法人とも可
資格・登録	外務員資格 外務員登録(州法、NYSE、NASD)	証券会社登録(SEC登録、NASD登録)
業務内容(の制限)	自宅、自前のオフィスの場合 市場情報、アドバイスの提供と勧誘 口座開設申込みと注文の取次ぎ (顧客口座の開設、注文受託とその確認・承認など重要な業務は行わない)	市場情報、アドバイスの提供と勧誘 顧客口座の承認・開設・モニタリング 注文受託とその確認・承認 (口座保管、マージン取引の信用供与、決済は行わない)
専属or非専属	・複数契約は可(ただし州によって禁止もある) ・事実上は一社専属(他社の登録外務員とは契約しないケースがほとんど)	非専属
兼業	・兼業可能(保険、不動産、税理、会計士など) ・兼業の場合は所属証券会社に書面での届出が必要 ² ・他社の従業員に金銭の支払いをする場合はその雇用者の書面での同意が必要。従って、全く別会社の従業員を外務員にすることは事実上は不可能 ³	兼業可能
登録要件(外務員登録、証券会社登録)	NASD試験	・財務要件としてネット・キャピタル・ルールは5万ドル以上(通常は25万ドル以上)
財務規制、行為規制(SEC規則の一部適用除外)		・顧客の資金・証券の分別保管義務無し ・記録作成義務無し ・顧客用説明書送付義務無し
店舗規制、検査、監督(NASD規則)	自宅オフィスは登録不要 ・ただし 業務制限と、 広告制限(公衆に告知されていないこと)に服する必要 ・立入検査など監督体制は証券会社の裁量	・登録が必要 重要な業務(顧客口座の承認・開設、注文受託とその確認・承認等を行っている店舗は「管理母店」) それ以外の店舗で公衆に告知されている場合は「支店」 ・登録店舗は管理担当者の常駐、立入検査など所定の義務あり。
所属証券会社の責任(損害賠償責任の明確化)	所属証券会社に賠償責任。 34年法20条a「支配するものの定義に該当」	・当該証券会社に賠償責任。 ・ただしクリアリング契約に基づく業務の範囲内 NYSE規則382条(82年改正)

(注) 1 このほか、投資信託および変額保険に取扱商品を限定している証券会社の場合にも低いネット・キャピタル・ルールでよく、証券投資者保護会社への加入義務も免除。当該証券会社の外務員資格は、NASDのシリーズ6の試験合格ですむ投信・変額保険限定代理人で良い。

2 個人ビジネスでの兼業はむしろ奨励。

3 多いのは証券会社を子会社として持つ保険会社の営業員がその証券会社とIC契約を結び例。

(出所) 伊豆久「イントロデュース・ファームの増加とその背景」『証研レポート』1551号、1997年10月、同「米国の店舗規制」1580号、2000年3月、日本証券経済研究所大阪研究所「証券販売チャネルの多様化 インデペンデント・コントラクター制度を中心に」証券団体協議会議、2000年6月などにより作成。

表2 F P協会の要望

1. 法人への支払い	法人事務所を保有するF P、会計士、保険代理店などが参入できるようにする。(法人代理店制度) (個人営業では身分が不安定)
2. 事務所での顧客対応	(法人代理店として)看板を掲げ販売カウンターがあり、パンフレットもあるようにする。そのことで顧客も安心する。法人としての連帯責任も顧客保護に資する。
3. 支店、営業所との違い	業務を制限する(「注文執行」、「保護預り」、「口座開設の承認」、「広告宣伝の承認」などは本店で行う)ことにより、法定帳簿常置・内部管理責任者の設定を不要とする。自己資本規制比率も対象外とする。
4. 取扱商品は限定	当面は投信、変額個人年金が最適。ただし長期投資を前提にした株式の取り扱い(翌日寄付の注文のみ扱うなど)も検討の余地アリ。
5. 乗合について	一社専属が適当。保険と違って証券は同一商品を扱う証券会社が存在するため、乗り合うと混乱する。(どの証券会社の扱った商品か判別がつかず責任の所在がはっきりしなくなる)
6. 金融機関の店舗(軒先の借用)	証券代理店による地銀等の店舗の軒先を借りて投信販売コーナーを設ける。
7. 金融機関の店舗(証券代理店)	(金融機関が)特別会員として扱える商品に関しては証券代理店としても扱えるようにする。
8. 証券会社が保険代理店になる場合	証券会社の証券代理店も保険業法上の使用人になれるようにする
9. 証券外務員資格の一元化	特別会員の外務員資格は正会員である証券会社ではつかえないため、改めて受験する必要がある。同一内容の試験とするなどにより一元化すべき。
10. 証券代理店資格	継続教育制度を有する特定のF P資格保有者等を証券代理店有資格者とし、証券会社に属さなくても外務員試験を受験でき、合格者は証券代理店となることができるようにする。
11. 証券代理店の登録要件	法人の役員、使用人が代理店の登録者である場合には、法人を代理店として金融庁には登録する。

(出所)日本ファイナンシャル・プランナーズ協会『「証券市場の改革促進プログラム」に関する意見』2000年8月29日。

証券会社が場所を借り、その銀行員とIC契約を結ぶ場合(デュアル・エンプロイ)は、手数料の戻しは法人たる銀行が受け取る。しかし、それが可能であるのは当該銀行が金融監督当局の規制に服し、証券会社との契約書の記載内容にも所定のガイドラインがあつて監督体制が明確だからである。

(2) 特定証券業における「みなし使用人」規定

今一つの可能性は、わが国において一九九八年の証券法改正によって可能となつた特定証券業務の「みなし使用人」規定である。「特定証券業務」とは金融機関が例外的に営みうる証券業務を指し、例えば投資信託の金融機関窓口販売がこれにあたる。もちろん投資販売に際しては当該金融機関は当局に登録しなければならないが、損害保険会社につい

ては販売チャネルが代理店に大きく依存していることから、損害保険会社を代理して投信販売を行う代理店については、当該損害保険会社の「使用人」とみなして証券業の登録義務を免除したのである。これを援用して、証券代理店を所属証券会社の「使用人」とみなす規定を証券法に盛り込む法改正を行うことにより、証券会社としての登録をせずに証券販売の法人代理店への道を開く方法が考えられよう。

しかし、その場合においても次の点に注意しなければならない。保険代理店が投信販売で「みなし使用人」規定によって証券業の登録を免除されているのは、すでに保険募集において確固とした規制（募集人としての資格・登録、募集にかかる行為規制）があり、不適切販売における所属保険会社の責任（賠償責任）も明確にされているからである。保険募集における既に確立された監督体制を投信販売においても援用できるからこそである。

要は、証券代理店の資格・登録にさいし、いかにして不良な（あるいは不能な）代理店を排除できるのか、登録後にも適切な販売あるいは不正行為をどのようにすれば排除できるか（行為規制およびそのエンフォースメントと査察・検査）、万が一不正行為が生じた場合にこれに対する賠償責任をどうすれば明確にできるのか、そのような投資者保護体制が構築できるかどうかという点にかかってくるのである。

注

- (1) 本誌でも証券代理店構想について検討したことがある（「販売チャネル多様化とインデペンデント・コントラクター」本誌一五八二号、二〇〇〇年五月、「証券販売チャネル多様化 証券代理店制度の検討」本誌一五八三号、二〇〇〇年六月）。なお当研究所が証券団体協議会議より委託されて行った研究報告書も参照されたい（「証券販売チャネルの多

様化 インデペンデント・コントラクター制度を中心に「証券団体協議会議（二〇〇〇年六月）

- (2) 日本ファイナンシャル・プランナーズ協会『証券市場の改革促進プログラム』に関する意見』二〇〇二年八月二九日。

- (3) この点については伊豆久「イントロデュースング・ファームの増加とその背景」本紙一五五二号、一九九七年一〇月が詳しい。なお、H.F.Minnerop and Hans Stoll, "Technological Change in the Back Office: Implication for Structure and Regulation of Securities Industry" in *Technology and Regulation of Financial Markets* (A.Saunders and L.J.White, eds.) Lexington Books, 1986, pp31-51,を参照せよ。

- (4) 逆に証券会社から見れば店舗関連費、秘書などの人件費、福利厚生費等が不要であることから手数料の戻し率を多くしているという報酬上の違いがでてくる。

- (5) この点についても伊豆久「米国の店舗規制」本紙一五八〇号、二〇〇〇年三月、が詳しい。

- (6) *Interagency Statement on Retail Sales of Nondeposit Investment Products*, February, 15, 1994.

(にかみ きよし・主任研究員)

社会的責任投資とエコファンド

三木 まり

1 はじめに

企業の環境対策や人権配慮などを重視して株式を売買する社会的責任投資（SRI: socially responsible investing）が欧州において最近拡大しているという。二〇〇一年の社会的責任投資（SRI）は英国の個人向けだけで推定五〇億ポンドと一九九九年末の二倍に拡大している^{（一）}。

そこで、まず次節では社会的責任投資とは何かを検討する。次に、日本における社会的責任投資の一翼をなすエコファンドの実態について調査する。最後に、社会的責任投資の現代的意義は何かについてまとめることになりたい。

2 社会的責任投資とは何か？

（1）社会的責任投資とは

社会的責任投資（SRI）とはほぼ同義の内容を示す用語として、ソーシャル・インベストメント（social investment）や、使用頻度は低いがsocial responsible investment（社会対応投資）、英国ではethical investment（倫理的投資）という用語が用いられる場合もある。ここでは、これらを包括する概念とし社会的責任投資（SRI）を用いる。

社会的責任投資における投資のスクリーンに倫理的基準（環境、人権など）を使う投資手法がある。また、社会的・倫理的側面を考慮しながら、かつ安定的な期間収益を目指す投資手法もある。

社会的責任投資には、社会的責任についてどれだけ配慮するか、つまり「上手くやりながら良いことをする」は、必ずしも社会的責任投資においては、収益性を社会性の下位に位置付ける必然性はなく、むしろ時に背反する二つの目標を同時に追求しようとするところにその特徴がある。

こうした社会的責任投資に対する批判としては、社会改革追求者からは中途半端な実践として批判されやすく、伝統的な市場関係者からは、自己利益の追求が大原則である市場に社会性などという「ノイズ」を持ち込むことで嫌悪されている側面がある。

（２）社会的責任投資（SRI）の起源と展開

社会的責任投資（SRI）の起源について、先駆的实践では一八九〇年から一九一七年までのアメリカの改革時代（age of reform）にまで遡ることが可能とされる。

まず、一九三〇年代におけるアメリカの教会でのミサの献金の使途とされた。次に一九六〇年代においてベトナム戦争でクエーカー教徒の反戦平和運動として展開された。一九七〇年代では、ラルフネーダーによる消費者運動からグリーンコンシューマー⁽²⁾へと成長した。一九七一年には米国でパックス・ワールド・ファンド（Pax World Fund）が設立される。一九八〇年代には、南アフリカの反アパルトヘイト運動として南アフリカでの事業活動によって利益を上げている企業への投資を差し控える運動が起きた。一九八四年に英国で Provident の設立によって社会的責任投資（SRI）は欧米で確固たる地歩を築く。その後、一九九〇年代以降の社会的責任投資は、

環境問題へと向かっている。

社会的責任投資（SRI）の実践形式は以下の三つに識別される。第一に、証券投資である。社会的要因を考慮した投資（何らかの社会的スクリーンを有する投資）を行うものである。第二に、株主行動がある。これは、社会的要因を反映した株主行動一般を指す。第三にコミュニティ投資であり、地域社会の発展を目的とした投資がある。

次に、社会的責任投資（SRI）は、投資である以上、その収益性を考慮する必要がある。社会的責任投資（SRI）が通常の投資に比べて良好なパフォーマンスをもたらすという積極的主張（ローリー（一九九二））とそのような発想自体を非難する主張（Rothchild（一九九六））まで多様に分布しているのが実状のようである。

（3）社会的責任投資（SRI）と収益性

図1において、社会的責任投資（SRI）のための唯一のインデックスであるドミニ・ソーシャル・インデックス（DSI400）と米国の代表的な株価インデックスS&P500との収益力を比較したものである。このグラフでは、DSI400がS&P500を若干上回っている。最近の幾つかの研究結果では、社会的スクリーンはポートフォリオのパフォーマンスに対して正の影響も負の影響も与えていないとする実証結果がでている。社会的責任投資

図1 DSI400とS&P500推移



（出所）KLD（1996）p.A-9.

(SRI) が収益性に対して中立的であるという実証は、社会性と収益性が対立的でないという点でソーシャル・インベスターにとって歓迎されるべき結果ともいえる。

(4) 社会的スクリーンをもつ証券投資

社会的スクリーンとは、社会的責任投資(SRI)において投資対象を社会性および倫理性の観点から選別する基準をいう。³⁾ 個人的にスクリーンを構築して有効に投資を行える主体は、豊富な資金量を持つ個人投資家を除けば、教会、学校、財団などの機関投資家に限られる。⁴⁾ いずれの場合も、複雑かつ多様な社会問題を分析するためには、高度な専門能力を必要とするため、企業の社会性や倫理性を分析する専門家がソーシャル・インベスターに対して投資アドバイスするのが一般的である。

社会的スクリーンの区分としては、特定の業種や企業を排除する除外スクリーン(exclusionary screens)と対象企業の社会性及び倫理性を定性的に分析する定性的スクリーン(quality screens)がある。

社会的な株主行動主義は典型的な「発言(Voice)」であり、この種の行動は株主行動主義(shareholder activism)と証される。近年、全米で株式保有シェアを急速に拡大している年金基金等の機関投資家を中心に経営に対する交渉手段として注目を集めている。株主行動(経営者との対話)、株主提案、議決権行使)の対象は、コーポレート・ガバナンスに対する問題と、社会問題への企業の対応に関する問題に大別される。社会的株主行動は、一般に後者に関係すると理解されている。

3 エコファンドとは何か？

(1) エコファンドとは

エコファンドとは、欧米で始まった社会的責任投資（SRI）の一つの形態であり、一九九一年に欧州でスタートした。それに対して、日本におけるエコファンドの導入は社会的背景によるといわれている。

エコファンドの一般的な定義は、「投資対象企業の従来からの財務や株価による選別（スクリーニング）に加えて、環境のスクリーニングをかけて銘柄を選別した投資信託」である。このことから、エコファンドは金融機能と環境保全の統合した商品といえる。市場規模は米国で二兆三〇〇億円、欧州で四〇〇〇億円、日本で二〇〇〇億円である。

(2) エコファンドの概要

まず、次のような項目が実現されているかどうかで、企業が評価される。環境管理システム、環境監査、環境情報開示、環境会計、環境法制遵守状況などの企業の環境対応策を評価（エコ度）である。

また、個人投資家が九〇%以上、環境を切り口に投資先を選別するグリーンインベスターの裾野の広がりが見られる。

組み入れ上位銘柄として、ソニー、トヨタ、NTT、NTTドコモ、富士通、松下、セブンイレブン、ローム、NEC、村田製作所、宝酒造、フジテレビなど、優良大型企業が多い。

情報開示フィードバックとしては、週報、月報、運用報告書（決算後年一度）がある。

(3) エコファンドの種類

日本における社会的責任投資ファンドと環境関連型ファンドは、表1において示されている。日本の場合、一九九九年以降に信託設定されたファンドが多いことが確認される。

日本のエコファンドの中で最も規模の大きい日興エコファンドについてみると、このファンドは、環境問題に対する社会的な関心の高まりを背景に一九九九年の設定から四ヶ月で純資産残高が一〇〇億円を越え、当時話題となった。設定当初からの騰落率をみると約三三%のマイナスとなり、TOPIXの下落率(約二四%)に負けている。組み入れ銘柄の業種別では、電気機器の割合が二割で、「エコ」を看板に掲げるものの、他のアクティブファンドと区別がつけにくいという指摘もある。

(4) ファンドの意義と課題

今後、エコファンドが、グリーンインベスターの受け皿となり、個人投資家が環境問題に関心を持ち、社会貢献を意識する契機となって、新規購入を推進する必要がある。

エコファンドの企業への影響としては、環境問題への関心の

表1 日本の社会的投資ファンドと環境関連型ファンド

ファンド名	運用設定会社	信託設定日	純資産額(百万円)
(レインボーF)地球環境F	野村	1990/6/25	5,270
(パーソナルS)環境保全P	日本	1990/12/27	32
(セレクトファンド)環境関連株P	新光	1994/10/28	341
新環境関連株P(ニューセレクトF)	第一勧業アセットマネジメント	1995/6/25	5,270
アクティブ・レディースファンド(ファンド小町)	AIG投信投資顧問	1999/5/28	634
日興エコファンド	日興アセットマネジメント(株)	1999/8/20	65,634
安田火災グリーン・オープン(ぶなの森)	安田火災グローバル投信投資顧問(株)	1999/9/30	9,454
エコ・ファンド	興銀第一ライフ・アセットマネジメント(株)	1999/10/22	9,067
UBS日本株式会社エコ・ファンド(エコ博士)	UBSグローバル・アセット・マネジメント	1999/10/29	4,974
エコ・パートナーズ(みどりの翼)	UFJパートナーズ投信	2000/1/28	4,184
朝日ライフSRI社会貢献ファンド(あすのはね)	朝日ライフ・アセットマネジメント(株)	2000/9/28	6,900
エコ・バランス(海と空)	三井住友海上アセット・マネジメント(株)	2000/10/31	1,250
Mrs.GREEN	大和住銀投信投資顧問	2001/6/15	14,508
年金積立エコファンド(DCエコファンド)	日興アセットマネジメント(株)	2001/10/31	5
DIAMエコ・ファンド<DC年金>	興銀第一ライフ・アセットマネジメント(株)	2001/11/1	10

(出所) 各社ホームページより作成。

高まり、組み入れ企業の株価の上昇が挙げられる。

一方、金融機関へのエコファンドの影響としては、金融業界としていかに環境問題の解決に貢献すべきかを再検討する契機となるであろう。市民運動からの視点からは、NGO、NPOの活動への支援が挙げられる。その一方で、環境評価や情報開示の限界があることも否めない。

(4) エコファンドの将来性

まず、エコファンドの将来性といえば、エコファンドの拡大であろう。日本のエコファンドの実状を見ると、足元の運用成績で判断すれば、設定当時の人気が薄れた感が否めない。多くのエコファンドが設定から三年が経過するが、環境への配慮が企業の業績に好影響を与えるには時間がかかる。

また、エコファンドは企業の環境対策を促進し、環境による企業選別の推進を行うものである。さらに、エコファンドは、環境経営の普及を促すであろう。エコファンドは、連合など労働組合の年金資金、機関投資家の資金の受け入れとして期待できる。

4 おわりに(社会的責任投資(SRI)の現代的意義)

社会的責任投資(SRI)は、社会的、倫理的意識に目覚めた投資主体が資本市場を通じて企業にその主張を訴える手段となりうるものである。

社会的責任投資(SRI)の観点から、企業の社会的責任は単純に経営者の責任と断じることのできるものではなく、社会性や倫理性を意識したステークホルダーと企業経営者の相互作用を通じて構築される側面がある。

社会的責任投資（SRI）は、営利性が支配するはずの市場に社会性という別の基準を持ち込む革新的実践であるとともに、資本主義経済体制の基本的枠組みを継承している点で、むしろ伝統的行為主体でもあるといえる（社会の構成者が多様な価値観を主張する機会を確保）。

注

（1） 日経金融新聞二〇〇二年四月一日。

（2） グリーンコンシューマー（緑の消費者）とは、製品の環境情報を示すエコラベルのついた環境にやさしい商品を積極的に購入、使用する人々を指す。

（3） タバコ、ギャンブル、アルコール、武器、環境、人権、労働、動物保護、中絶等が上げられている。

（4） 米国の一九九七年と一九九九年のスクリーニングの変化では、環境三七％から七九％、また、動物保護が七％から一五％といずれも環境問題に属するものが増加している。

（みき まり・研究員）

スーパー・モニタージユ導入とECNのビジネス

清水 葉子

1 はじめに

ナスダックの新取引システム、スーパー・モニタージユ¹⁾の導入延期が続いている。ナスダックは、スーパー・モニタージユの認可当初には二〇〇一年中の導入を表明していたが、その後ECNの反対やテロの影響などで導入を延期せざるを得ない状態となっていた。二〇〇二年に入ってから、七月末をめどとして接続テストのスケジュールを発表し、ECNも含めた二〇〇社あまりが参加したとされるもの、これも接続開始には至らず、導入はその後さらに延期されて、現在一〇月半ばの導入予定が発表されている。

ナスダックのスーパー・モニタージユは、ディーラー市場であるナスダックにオークシヨンの指値板(ブック)を電子的に導入する計画である。オークシヨンのメカニズムを備えたECNが、短期間でナスダックの流動性を奪い、全取引高の三〇%以上を占めるようになったことに対抗するため、ナスダック本体にオークシヨンの要素を加えるシステムであると言ってよいだろう。

これが実施されると、これまでナスダックの指値注文を集める形で成長してきたECNにとっては競争上大きな影響が予想される。このため、ECNの中にはスーパー・モニタージユ導入をにらんで、あらたに戦略的な動きを見せるものも現れた。本稿では、ECNがスーパー・モニタージユ導入に向けてどのような対応をとっているのか概観する。

2 スーパー・モニタージュへのECNの対応

スーパー・モニタージュの実施が遅れた背景にはECNの反対があったと考えられる。ECNは、オーダー・ハンドリング・ルールによってナスダック市場での顧客指値の取扱いが厳格になったことから、それを嫌ったマーケット・メーカーの注文回送先として取引を伸ばした⁽²⁾。スーパー・モニタージュは、これに対抗して、ナスダックから流出した指値注文を取り戻すべく構想されたシステムである。

スーパー・モニタージュは電子的な指値注文板(ブック)の機能を備えているので、これまでECNに回送せざるを得なかった有利な価格の顧客指値はスーパー・モニタージュのブック上でディーラーの介入を経ずに処理される。ECNにとっては、これまでマーケット・メーカーから回送されてきた注文がスーパー・モニタージュに流れる可能性が高いため、スーパー・モニタージュ構想に反対、ないしは参加を保留するところが多かったとされる。

一方、ナスダックとしても、いまや取引高の三〇%以上を占めるようになったECNの参加なしでは十分な流動性を確保できず、事実上スーパー・モニタージュの始動は困難であると推測される。

ECNは、オーダー・ハンドリング・ルールの定義上、既存市場(ナスダックなど)のシステムを通じて公衆気配に接続しなければならないことが定められている。このためSECは、スーパー・モニタージュに参加しないECNのために、ナスダックのシステムとは別に、店頭銘柄向けの気配表示システムADF(Alternative Display Facility)を新たに開設するようNASDに命じ、ECNにはスーパー・モニタージュかADFのどちらかへの参加を表明させることとした。ECNが一社でもADFへの参加を表明した場合には、スーパー・モニタージュの始動を延期し、ECNが一社もADFに参加しない(すべてスーパー・モニタージュに参加する)場合

は、ナスダックにとって実務上可能なもつとも早い時期にスーパード・モニタージユを始動させることとなっていたが、ADF参加を表明するECNが現れるなどして、スーパード・モニタージユ始動は延期を重ねてきた。

3 ECNの新しい動き

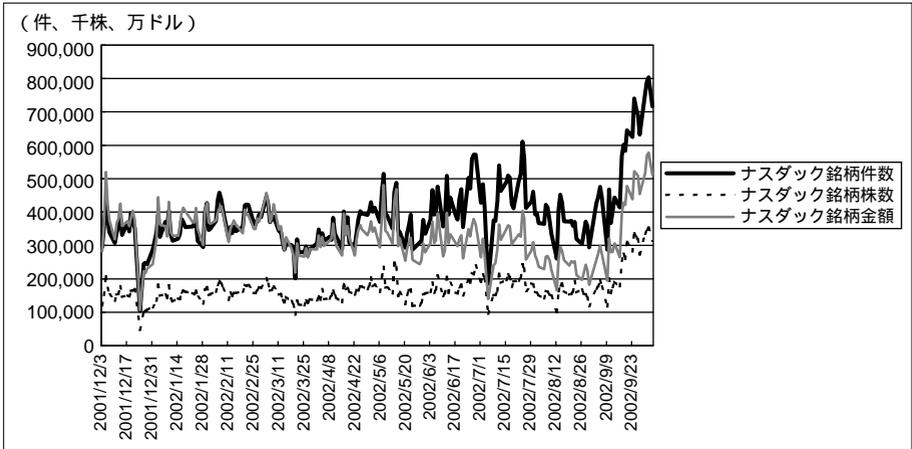
(1) アーキペラゴとパシフィック証券取引所

ECNのなかには、ライバルであるナスダック市場の影響下に置かれることを嫌って、SECに証券取引所登録を申請するものもある。これまでにアイランド、アーキペラゴなどが申請したことが報道されているが、すでに登録取引所としてのステイタスを得たECNは、現在のところアーキペラゴのみである。アーキペラゴは、一九九六年二月にソフトウェア開発会社のタウンゼンド・アナリティクス社によって設立され、オーダー・ハンディング・ルール施行と同時の一九九七年一月にSECの認可を受けた四つの先発ECNの一つである。アーキペラゴは、パシフィック証券取引所の株式取引部門を合併し、アーキペラゴ証券取引所(ArcaEX)として正式に取引所登録されている。

アーキペラゴとの提携に際して、パシフィック証券取引所は、一九九九年に株式取引部門を独立させてPCX%子会社とした。設立されたPCXエクイティーズ(PCX Equities)はアメリカ初の営利証券市場となり、その取引は徐々にアーキペラゴ証券取引所に移管されることとなった。PCXエクイティーズは、ロサンジェルスフロアを二〇〇一年五月二五日に閉鎖、続いてサンフランシスコのフロアを二〇〇二年三月二一日に閉鎖したことをもって全ての取引を終了し、翌三月二二日からアーキペラゴ証券取引所が全ての取引を引き継いで運営を開始した。

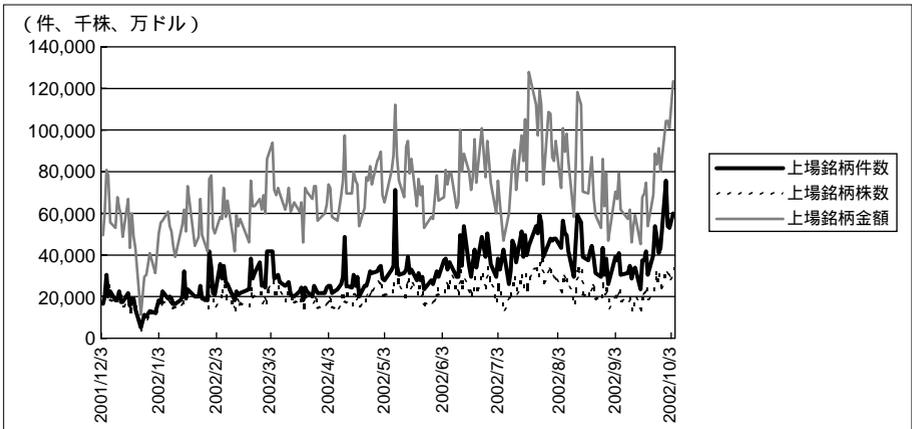
アーキペラゴ証券取引所では、アーキペラゴが取引のプラットフォームを提供、パシフィック証券取引所が自主規制機関として市場監視の役割を果たす。アーキペラゴ証券取引所の正式登録は、二〇〇一年一〇月で、パシフィック証券取引所の自主規制下で運営される管利取引所施設として自らは市場運営のみを行う。ECNも含めたアーキペラゴ全体の取引高については、図1、2を参照。

図1 アーキペラゴのナスダック銘柄の日次取引高



(出所) アーキペラゴのウェブサイト <http://www.tradearca.com>

図2 アーキペラゴの上場銘柄の日次取引高



(出所) 図1に同じ。

アーキペラゴ証券取引所は、パシフィック証券取引所の約三〇〇の上場銘柄に加えて、ニューヨーク証券取引所やアメリカン証券取引所の上場銘柄を非上場取引特権（UTP）によって取り扱う。現在、徐々に取扱い範囲を拡大しており、ナスダック銘柄の株式についても店頭銘柄の非上場取引特権（OTC UTP）によって扱うことで、最終的には四〇〇〇銘柄以上の取引が可能になるとしている。一方、ECNとしてのアーキペラゴは、アーキペラゴ証券取引所で取引されない銘柄について取り扱う。取引所で取扱いを開始した銘柄については順次ECNでの取扱いを停止しているため、両者が重複することはない。

パシフィック証券取引所は、株式取引部門をアーキペラゴ証券取引所に引き継いだことで現物株式の取引高は減少したが、オプション取引からの収入と、アーキペラゴ証券取引所に対する規制サービスの提供によって収益を得る計画である。アーキペラゴ証券取引所が運営を開始して半年足らずであるため、評価はまだ尚早であるが、パシフィック証券取引所の二〇〇一年の年次報告書によると、株式取引部門の移管などによって収入は一〇・五％減少したものの、市場運営のための支出も減少した結果、赤字は六二〇万ドルにとどまり（二〇〇〇年は七五〇万ドルの赤字）、二〇〇二年度以降はアーキペラゴ証券取引所に提供する規制サービスから収入が得られるため、黒字化を見込んでいる。

（２）アイルランドとシンシナティ証券取引所

アイルランドも、アーキペラゴと同様、一九九七年一月にSECから認可を得た先発ECNの一つである。注文処理速度の速さと、ブックの中身（深さ）を全て市場参加者に開示するというユニークな市場運営を特徴としている。手数料についても、指値注文は市場に流動性を供給するという理由で手数料を徴収せず、逆にアイルランド

が参加者にリベートを支払い、成行注文からのみ手数料を徴収するという独自の手数料体系で知られる。³⁾一九九九年六月にはECNとして初めて証券取引所登録を申請したが、承認には至っていない。二〇〇一年一月には最大ECNであるインスティネットを抜いてナスダック銘柄の取引高を大きく伸ばした。

アイランドは、二〇〇二年二月からシンシナティ証券取引所に接続して、セレクトネットを経由しないナスダック銘柄の取引をシンシナティ証券取引所での取引として報告している。アイランドの主張によると、ナスダック銘柄をECNが内部マッチングした場合でも、ナスダックへ報告すれば売り買い双方に報告手数料がかかる(ナスダックがディーラー市場であるため)。これに対して、オークション市場である地方証券取引所であれば、これを一取引と計算するため、参加者にとってコストが安くすむとしている。

とはいえ、アイランドが取引をシンシナティ証券取引につなぐ理由としては、このほかに、取引所としての承認が進まない現状では、改善の策として地方証券取引所と提携しナスダックから離れて自らの裁量性を高めたいこと、ECNの取引はナスダックの取引として算入されるため、取引高に比例して配分される市場情報収入がナスダックのものとなることに不満を持っていること、を挙げることができるだろう。アイランドは、シンシナティ証券取引所が得る市場情報収入のうち、アイランドの取引高相当分について何らかのキックバックを得ていると推測される。

シンシナティ証券取引所は、アイランドの接続によってナスダック銘柄の非上場取引では地方証券取引所最大の規模となり、取引高や市場情報収入の増加が見込めるとして歓迎の意向を示している。現在七〇社あるシンシナティ証券取引所会員のうち、ECNとしてアイランドとアーキペラゴが参加している。

アイランドのシンシナティ証券取引所接続にもなつて、ナスダックの発表する統計でのアイランドの取引高

が減少している。これは、アイルランド報告分がシンシナティ証券取引所の非上場取引特権（OTC UTP）による取引とされるため、ナスダックでの取引高に算入されなかったためである（図3、4、5参照）。

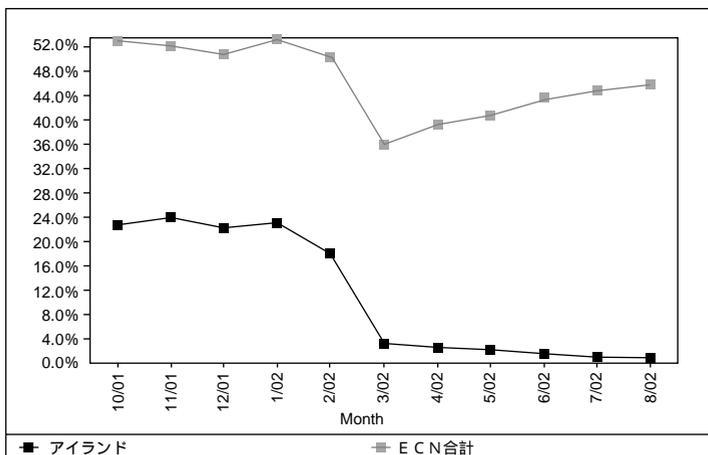
一方、アイルランドの発表によると、アイルランドの現在の取引高シェアは図6のようになっている。二〇〇二年八月では、アイルランドはナスダックの全取引高（株数）の一・六％、全取引件数の二六・七％を占めている。株数で見た場合、ナスダックに報告しているのは全取引高の〇・九％に過ぎず、一〇・七％はシンシナティ証券取引所に報告している。また、取引件数で見てもナスダックに報告しているのは全取引件数の一・〇％に過ぎず、残りの一五・七％はシンシナティ証券取引所へ報告している。

4 ECN再編の動き

以上のように、ECNの中には、利益相反の可能性の大きいナスダックの影響下から離れ、自ら取引所申請を行ったり、取引高の低迷に悩む地方証券取引所の買収・提携を目指す動きが出てきた。こうした動きに加えて、スーパードモンタージュへの対抗策としてECNどつしの合併の動きも目立ち始めている。

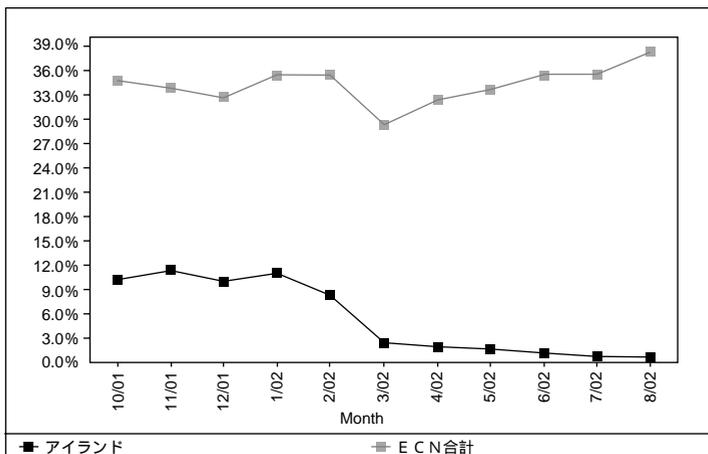
最大ECNであるインステイネットによるアイルランド買収が発表されていたが、二〇〇二年九月二〇日に買収の完了がリリースされ、アイルランドはインステイネットの一〇〇％子会社となった。一九六九年設立の最も古いECNであり、親会社である情報ベンダーのロイターの関係で機関投資家の取引に強みを持つインステイネットは、近年オンラインブローカーとの関係強化を通じて個人投資家の注文獲得に関心を示してきた。これに対して、アイルランドは早い取引エンジンと安価な手数料で取引を伸ばしてきており、個人投資家の直接アクセスに優位性を持つとされる。さらにアイルランドは、注文の九〇％以上を内部マッチングさせることのできる市場機能の高い

図3 ナスダック銘柄の取引に占めるアイランドの取引シェア（取引件数）



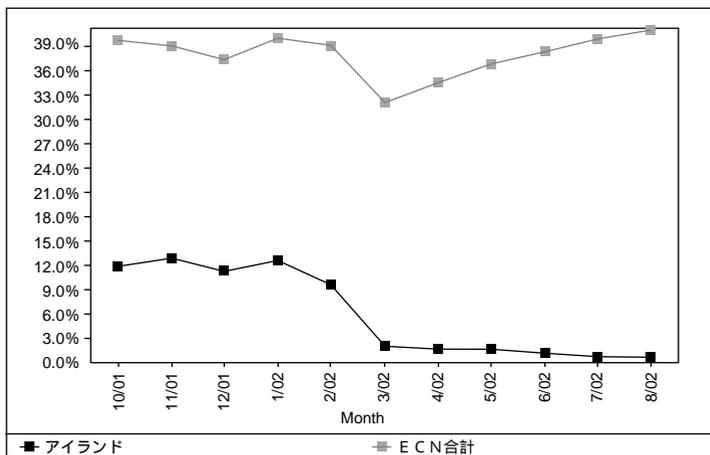
(出所) ナスダック発表資料 <http://www.marketdata.nasdaq.com/>

図4 ナスダック銘柄の取引に占めるアイランドの取引シェア（取引株数）



(出所) 図3に同じ。

図5 ナスダック銘柄の取引に占めるアイランドの取引シェア（取引金額）



(出所) 図3に同じ。

図6 アイランドのナスダック銘柄取引に占めるシェア

年月	取引株数シェア			取引件数シェア		
	ナスダック 報告分	CSE 報告分	合計	ナスダック 報告分	CSE 報告分	合計
2002年 8月	0.9%	10.7%	11.6%	1.0%	15.7%	16.7%
2002年 7月	1.0%	11.9%	12.9%	1.2%	17.9%	19.1%
2002年 6月	1.2%	11.4%	12.6%	1.5%	18.6%	20.1%
2002年 5月	1.6%	10.8%	12.4%	2.1%	19.1%	21.2%
2002年 4月	1.9%	9.3%	11.2%	2.6%	18.6%	21.2%
2002年 3月	2.1%	9.7%	11.8%	3.1%	19.6%	22.7%
2002年 2月	8.3%	2.7%	11.0%	2.6%	22.2%	24.8%
2002年 1月	10.1%	0.0%	10.1%	21.9%	0.0%	21.9%

(注) 取引は売り買いセットで1取引と計算

(出所) アイランドのウェブサイト <http://www.island.com/toolsresearch/monthly.asp>

ECNとしても知られる。両者のビジネスは補完性が高く、買収によって一社でナスダックの取引高の三割近くを占める巨大ECNが誕生することは、ナスダックの運営にも大きな影響をもつと考えられる。

これに対し、アーキペラゴは、二〇〇二年三月一五日にライバルECNであるレディブック（REDIBOOK）を合併し、シームレス接続を開始した。ECN第三位と第四位の合併となる。アーキペラゴもレディブックもともに個人投資家や機関投資家を中心とした中堅ECNであるが、内部マッチング率はそれほど高くないとされる。両者は顧客層が重複しているため、統合によって注文回送の無駄を省き内部マッチング率を高めることができる。と期待される。短期的には、アーキペラゴのシステムで上場証券の取引を、レディブックのシステムでナスダック証券の取引を行い、長期的にはナスダックの証券もあわせてアーキペラゴ証券取引所に移管し、取引所の非上場取引とする計画が発表されている。アーキペラゴは、その後八月にもOTCブリテンボード銘柄に特化した小規模ECNのグローバルネット（GlobalNet）を買収したことが報じられた。

こうした大型ECNの合併の動きに対して、小規模ECNのビジネス環境は徐々に厳しさを増すと考えられる。マーケットXT（MarketXT）やブルート（Brut）など下位のECNは、早々にスーパー・モニタージュへの参加を表明している。

5 おわりに

二〇〇二年四月には民間研究機関Celent Communicationsによるレポートが発表され、スーパー・モニタージュの優位性が強調された⁽⁴⁾が、スーパー・モニタージュに対抗するECNの活発な戦略も明らかになってきた。スーパー・モニタージュに批判的な立場からは、スーパー・モニタージュのシステムは今となってはとりわけ新し

いものではなく、ECNより劣る、スーパーモニタージュへの参加コストが高い（新スクリーンの利用料は一月一五〇ドルとしている）などの指摘も見られ、スーパー・モニタージュの成否の評価はもう少し先のことになるだろう。

注

- (1) スーパー・モニタージュのシステムの詳細は、富田一成「ナスダックの新取引システム」『スーパーモニタージュ』の概要について、『証券』二〇〇〇年一〇月、東京証券取引所、参照。ただしナスダックはこの論文発表後にいくつかシステムの修正を行っている。
- (2) ナスダック銘柄のECNへの流出の意味については、清水葉子（二〇〇一）「市場間構想とディーラー市場における顧客指値保護」『証券経済研究』三三二号、参照。
- (3) 現在、指値注文については一株執行されるとアイランドが参加者に〇・二セントのリベートを支払い、成行注文からは一株執行ごとに〇・三セントの手数料を徴収している。
- (4) レポートでは、「スーパー・モニタージュの始動で、ECNはスーパー・モニタージュに参加しなければあつという間に、たとえ参加しても徐々に、その流動性を奪われ、二〇〇五年にはスーパー・モニタージュによる取引が七〇%を占めるだろう」としている。

(しみず ようじ・客員研究員)

証研レポート既刊目録

1595 (2001.6)	執筆者	1602 (2002.1)	執筆者
個人金融資産の動向について	二上	新規参入業者に見るビジネスモデル	二上
インスティテットのIPO	吉川	オーストラリアとシンガポールの取引所間リンク	吉川
- ECN初の株式会社公開 -		- クロスボーダー・ネットワークの試み -	
上海証券取引所のコーポレート・ガバナンス調査(2)	王	中国上場企業のパフォーマンス	王
- 監事会、経営陣および意思決定の在り方を中心に -		米国の機関投資家と取引コスト	三木
動き出した国債のRTGS(2)	福本		
- 現状と問題点 -			
1596 (2001.7)		1603 (2002.2)	
個別株先物取引と信用取引	二上	減資について	伊豆
M&A会計とITバブル	伊豆	- 株式・資本金・株主持分 -	
ナスダック・ヨーロッパとvirt-x	吉川	ナスダックの電子的価格改善システム	吉川
- ヨーロッパでの新たな試み -		- プライメックス・オークション・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(3)	王	中国上場企業の株式所有構造と企業効率	王
- 重役の選任、報酬および従業員の変化を中心に -		証券決済制度改革	福本
NYSEの特別委員会報告書より	三木	- 現行改革議論の整理 -	
1597 (2001.8)		1604 (2002.3)	
証券取引所の株式会社化の意義	二上	清算機関のガバナンス	二上
自社株買いについて	伊豆	- 市場インフラと競争 -	
ユーロネクストのIPO	吉川	法定準備金の取り崩しについて	伊豆
- ドイツ取引所のIPOとの明暗 -		ドイツ取引所によるクリアストリームの買収合意	吉川
アメリカ政府債の清算機関GSCC	福本	ペーパーレス化証券の新決済制度	福本
		米国機関投資家の取引コストと取引システム(1)	三木
1598 (2001.9)		1605 (2002.4)	
ロンドン証券取引所の株式上場	吉川	中国株式市場の形成と国有企業改革	王
上海証券取引所のコーポレート・ガバナンス調査(4)	王	米国機関投資家の取引コストと取引システム(2)	三木
- 上場企業のガバナンス文化を中心に -		債券取引の電子システム	清水
CPのペーパーレス化(1)	福本		
- 日本初の不発行化(dematerialization) -		1606 (2002.5)	
オプティマーク市場休止が意味するもの	三木	日本版金融ビッグバンの評価	二上
		中国の証券行政	王
1599 (2001.10)		- 中国版SEC(中国证券监督管理委员会)の誕生 -	
取引所の自主規制機能について	伊豆	外為取引の減少と電子取引	伊豆
ドイツ取引所の新たな戦略(2)	吉川		
- ユーロ建て米国株電子取引 -		1607 (2002.6)	
中国最大の総合家電メーカー海爾集団の経営管理と企業文化	王	資産管理型営業の再考	二上
- 「市場中心主義」と「顧客至上主義」をめぐって -		中国の個人投資家	王
ナスダックにおける株価セント表示導入の影響	三木	投資顧問業者の注意義務について(1)	三木
		- 運用機関の受託者責任より -	
1600 (2001.11)		1608 (2002.7)	
信用取引とデリバティブ取引	二上	家計の金融資産を取り巻く状況	二上
自主規制機能の分離・統合論	伊豆	投資顧問業者の注意義務について(2)	三木
- SIAの自主規制モデル案 -		ベイオフと地方公共団体の公金管理	清水
LIFEの決断	吉川		
- ユーロネクストによる買収合意 -		1609 (2002.8)	
中国の外資導入における経済技術開発区の役割	王	中国上場会社のコーポレート・ガバナンス原則(1)	王
- 天津経済技術開発区の紹介を中心に -		トランジション・マネジメント	三木
CPのペーパーレス化(2)	福本	ITバブル後の国際資本移動について	伊豆
1601 (2001.12)		1610 (2002.9)	
最近の個人顧客の動向	二上	ワン・ストップ・サービスの論点	二上
インターネット取引の拡大について	伊豆	中国上場会社のコーポレート・ガバナンス原則(2)	王
ユーロCCP	吉川	ユーロクリアとクレストの合併	吉川
- DTCの欧州クリアリング機関 -			
金庫株解禁の商法改正	福本		
NYSEとナスダックのスプレッドの比較	三木		

(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円 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

第2巻 証券関係帝国議会審議録(二)
B5判 717頁 10,000円 送料 520円

証券年表(明治・大正・昭和)

小林和子監修 日本証券経済研究所編

B5判 1052頁 11,650円 送料 590円
(日本証券史資料 戦後編 別巻2 別装丁版)
(以後各年度版発行)

証券関係文献目録(明治・大正・昭和)

小林和子監修 日本証券経済研究所編

B5判 346頁 5,825円 送料 380円
(日本証券史資料 戦後編 別巻1 別装丁版)
(平成12年度版まで各年発行,以降HP掲載)

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

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

菊莉 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年信託証書法, 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

ドイツ 証券取引法, 取引所法, 投資会社法,
販売目論見書法, 寄託法, 解題

A5判 232頁 3,300円 送料 310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

一ALMの理論と実務一

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

一実態と会計の対応一

日本証券経済研究所編

A5判 194頁 2,233円 送料 310円

(金額は本体価格で他に消費税がかかります。)

詳説現代日本の証券市場 2002年版
日本証券経済研究所編
A 5判 303頁 2,500円 送料 310円

図説アメリカの証券市場 2002年版
日本証券経済研究所編
A 5判 341頁 3,000円 送料 340円

図説イギリスの証券市場 2002年版
日本証券経済研究所編
A 5判 206頁 2,200円 送料 310円

図説ヨーロッパの証券市場 2000年版
日本証券経済研究所編
A 5判 299頁 2,800円 送料 310円

図説EUの証券市場 1999年版
日本証券経済研究所編
A 5判 217頁 2,200円 送料 310円

図説中国・香港の証券市場
日本証券経済研究所編
A 5判 193頁 2,039円 送料 310円

ユーロ導入と金融・証券市場
EU 通貨統合と証券市場研究会編
A 5判 300頁 2,900円 送料 340円

機関投資家と証券市場
ロンドン資本市場研究会編
A 5判 290頁 2,900円 送料 340円

業際問題を越えて
—日米金融制度改革の研究—
グラス＝スティーガル研究会編
A 5判 272頁 2,500円 送料 340円

Securities Market in Japan 2001
日本証券経済研究所編
菊判 347頁 3,200円 送料 340円

株式投資収益率 2001年
日本証券経済研究所編
CD-ROM(Excel版) 12,000円 送料 200円

証券会社の組織と戦略
証券経営研究会編
A 5判 291頁 2,800円 送料 340円

金融市場の変貌と証券経営
証券経営研究会編
A 5判 238頁 2,300円 送料 310円

市場改革の進展と証券規制の課題
証券取引法研究会編
A 5判 219頁 2,900円 送料 310円

金融システム改革と証券取引制度
証券取引法研究会編
A 5判 279頁 3,200円 送料 340円

欧米における証券取引制度の改革
証券取引法研究会国際部会編
A 5判 253頁 3,200円 送料 340円

**証券取引における
自己責任原則と投資者保護**
証券取引法研究会国際部会編
A 5判 236頁 3,107円 送料 310円

コーポレート・ガバナンス
—アメリカ法律協会「コーポレート・
ガバナンスの原理：分析と勧告」の研究—
証券取引法研究会国際部会訳編
A 5判 291頁 3,883円 送料 340円

北欧諸国の租税政策
ピーター・バーチ・ソレンセン編 馬場義久監訳
A5判 260頁 3,800円 送料310円

資産所得課税の理論と実際
日本の資本市場と証券税制研究会編
A 5判 279頁 2,800円 送料 340円

日本の金融持株会社
金融持株会社研究会編
A 5判 170頁 2,000円 送料 310円

証研レポート第一六一号
二〇〇二年十月十四日発行

(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

2002年10月号

発行所

財団法人 **日本証券経済研究所**
大阪研究所

〒541-0041 大阪市中央区北浜 2-1-5 大阪証券会館別館

電話 (06) 6201 0061(代表) Fax (06) 6204 1048

<http://www.jsri.or.jp>

定価400円(本体381円)