



レポート

No.1623

2004年4月

変わりつつある証券会社の人事制度

二上季代司（1）

証券会社による企業再生アドバイザー業務の現状

松尾 順介（9）

レギュレーションNMS

～SECの全米市場システム改革案～

吉川 真裕（19）

「レギュレーションNMS」に見る市場情報手数料

清水 葉子（34）

財団法人 **日本証券経済研究所**

大 阪 研 究 所

変わりつつある証券会社の人事制度

二上季代司

これまで日本企業の経営分析は製造業に焦点が当てられ、銀行や証券会社等、金融機関のマネジメントについて分析対象とされることは少なかった。その理由は、おそらく日本経済の奇跡といわれた戦後の高度成長が、自動車や電機産業等の組み立て産業に代表される製造業の高い生産性向上によって牽引され、その優れたマネジメントの秘密は何か、という問題意識が強かったからであろう。「日本的経営」と呼ばれるもののほとんどは日本の製造業に対する経営学的研究からえられた知見であるといっても過言ではない。

ところが九〇年代に入って保険、銀行、証券会社の破綻が相次ぎ、それと同時にいやおうなく金融機関において経営改革を進めざるをえない状況になっている。日本の金融機関についてもマネジメントの本格的な研究が必要になってきたのだろう。そこで以下では、大手証券会社を取り上げて九八年のビッグバン以後、顕著になり始めたマネジメントの改革について、今回は特に人事制度に焦点を当てて改革の方向性を整理してみた。

1 証券界における職能資格制度

大手証券会社の人事評価制度は、基本的には製造業における他の大企業と同様に「職能資格（等級）制度」が採られてきた。この制度では、職務の遂行能力（職能）という基準で従業員を等級や資格の形で格付し、この資格・等級に対応して役職位（主任、係長、課長補佐、課長、次長、部長等）と給与が決定される。そして現在の

職能等級においてどの程度の能力を發揮したか、さらにより高い職能等級に位置付けるべきかどうかという観点から職能評価がなされ、これに基づいて基本的な処遇が決定される。

この職能資格制度は――恐らく一般産業界でも同様と思われるが――、次ぎのような特徴を持っていた。すなわち、基本給のうち職能基準によって決まる部分（職能給）は一部分だけで、年齢給も残っており、しかも各等級には標準経過年数ならびに最長滞留年数が決められているので、年が経てば自動的に進級・昇給し定年までには誰でも課長程度には昇任できる反面、最短滞留年数もあるので、ある年齢に成らなければ昇任できない仕組みになっていた。つまり年功序列的な色彩もなお残っているのである。⁽²⁾

これに加えて職能資格の等級定義（位置付け）と期待される水準もかなり曖昧であった。例えば下級段階は一般職能として担当業務について基礎的な実務知識を有することが期待され、中級段階は指導監督職能として部門業務全体について十分な知識、経験と判断力を有すること、上級段階は管理職能として部門運営的な視野と識見を有することが期待される、といった具合である。

各社によって等級が級・号まで細分化されていたり、資格呼称や等級定義の細目が異なっていたりするが、この職能資格制度は、大手証券会社ではほぼ同時の一九七〇年ごろに定着した。⁽³⁾ こうした動きは証券界だけではなく、一般産業界でも共通しており、七〇年ごろには業種を問わず大企業において職能資格制度が整備、定着していったのである。証券界ではその後、準大手証券会社等にまで拡がり、一九九〇年ごろには総合証券化を指向する中堅・中小証券にまで拡大していった。⁽⁴⁾

なお、証券界では「総合職」と「一般職」（あるいは総合系列と一般系列）の複線的職掌制度をとってきており、両者とも資格等級によって処遇が決定されるが、総合職は男子、一般職は女子で、一般職の場合には資格等

級の上限が低く押さえられ、かつ各等級の滞留期間が長い（すなわち昇給・昇格が遅い）反面、転勤を伴う異動は無し、とされる仕組みになっていた。一九八五年の男女雇用機会均等法の制定以後は、一般職から総合職への転換制度や、両者の中間的な職掌（準総合職あるいは担当系列など）を導入して、機会均等を図ろうとする動きがあった。ただ、これは職能資格制度の根本に触れるものではない。

2 九〇年代初期の変化

ところが、九〇年代に入ると大手証券を先頭に、年功的要素を押さえ、成果主義に重きを置く方向へ、これまでの資格職能制度に修正を加える動きが始まる。まず、大和と山一が九三年に、野村は九四年に新人事制度の改革を打ち出している。

すなわち、大和証券は、課長以上の総合職につき、基本給のなかで純粹の年功的部分（同社ではこれを勤続給と称した）を廃止して年功に実績評価を加えた本人給に一本化（これにより基本給は本人給プラス等級手当となる）、賞与についても営業関係の総合職の賞与体系を、各人の役割や実績、経営の意思・方向性に対する貢献度などを重視したものに改訂された。^⑤ 同様に、山一証券でも従来の職能資格に加え、社員が担当している職務の責任の大きさに応じた「職責区分」を新たに導入、賞与は各自の「職責区分」において与えられた職責をどの程度達成したかによって支給する、としたのである。^⑥

さらに、野村証券では職能等級に代えて「職階職位制度」を導入した。この職階職位制度では、従来の職能等級と同様に社員の職務遂行能力を九つの職位に格付するが、この九つの職位は、「業務職」「指導職」「基幹職」「経営職」の四つの職階に大きく分けて束ねられている。そして、月例給は職位の水準（すなわち従来同様に職務

能力) によって規定されるが、役職(ポスト)は職階の中から適性にあわせて与えられ、賞与は職階ごとに業績に応じて支払われる。^⑦

以上のように、処遇対象である月例給と賞与(そしてポストについても)の評価基準を切り離し、課長以上の賞与については目標達成度合いや業績におうじて支払うことで、従来の職能資格制度から大きく逸脱しない範囲で年功的要素よりも成果・実績を重視する方向へと修正が図られていったのである。

3 ビッグバン以後

次ぎに大きな変化があったのが、ビッグバンのあった一九九八年前後である。

【F A 職】

大手証券がこの年の秋から、従来の総合職、一般職のほかに地域限定営業専門職を新設した。これは、F A (ファイナンシャルアドバイザー) と呼称されているが、転勤なしの営業専門職で一年単位の有期雇用契約である。給与は実績給、昇給・昇格はなくボーナス、退職金も無し、という処遇内容になっている。なお実績給の内容は、現時点で保証給二五万円前後または実績給(手数料収入の二五%~五〇%)のいずれが多いほうとなっている。すなわち、営業という職務に規定された職務給であり、その内容は下限を保証された出来高払いとなっている。その後、このF A 制度は準大手証券会社、中堅証券にも広がっており、また各社とも営業員に占めるF A の比率を急速に高めている。

他方、従業員の基幹部分である総合職でも、これまでの職能資格制度をさらに成果主義、実績主義へと修正する動きが加速していった。その点、大手証券では日興コーディアルグループが最も進んだ制度を取り入れている。

同グループは一九九九年、アメリカのシティグループと戦略的提携を結び、ホールセール部門はシティグループとの合併会社、日興ソロモン・スミス・バーニー社（現日興シティグループ証券）として分離した。このとき以来、同グループは数次にわたって人事制度の改訂を行い、二〇〇三年四月実施の新人事制度は以下のようになっている。⁽⁸⁾

【日興コーディアルグループ】

リテール主体の日興コーディアル証券会社では、かつての総合職、一般職の区別は廃止され、プロフェシヨナル社員に統合、これを職責に応じて三クラスに分けている。クラス一の職責は、管理職の具体的指示で定型的業務を行うもので、最短年数二年でクラス二へ昇格する。クラス二は管理職の包括的指示で基幹的、専門的な業務を行うもので、最短年数六年で最後のクラス三へ昇格する。通常、大卒採用は、クラス二からのスタートとなる。クラス三の職責は、会社の基幹的、専門的業務を行うものでプロとして担当職務の成果に責任を負うとされる。

これらの給与・賞与体系は固定給に実績ベースの賞与を加えたもので欧米の証券会社に近いものである。例えばクラス二では、三〇万円弱の月例給⁽⁹⁾に賞与が加えられるが、賞与は業績に連動しており、評価によつては最大四八ヶ月の格差が生じるとされる。クラス三は年俸制となっており、一定額のベース年俸に職務に応じた職務年俸が加算され、職務の達成度合いに応じてさらに評価年俸が支払われる。評価年俸はいわゆるボーナスである。そして職務ごとに評価項目が細分化されており、その達成度合いに応じて評価年俸が支払われ、これも最大四八ヶ月の格差が生じるとされる。

他方、日興シティグループ証券の人事制度は、合併相手のシティグループに平仄を合わせており、欧米の投資銀行と同様に、職務に応じた固定給に実績ベースのボーナスが加算されるという年俸制になっている。

【大和証券グループ】

同様に住友銀行と戦略的提携を行い、リテールとホールセルに分社化した大和証券グループの新人人事制度をみておこう。同グループでは、提携直前の九八年、課長職相当以上について新給与体系の適用が開始された。これは年功的要素の残る本人給を廃止して等級別基本給に一本化、定期昇給を廃止、考課加減給の新設により年俸的要素（すなわち給与減もありうる）を導入したものである。つづいて、住友銀行との戦略的提携を通じた三社分社化（持ち株会社、リテール、ホールセル）の組織再編の後、三社共通の新人人事制度が九九年から始まった。これによれば、等級制度を一〇級区分から四段階に簡素化されている（これによって昇進年数が短縮され実力に見合った処遇がしやすくなる）。またデリバティブなどの職種を念頭に、等級制度とは切り離れた特別専門職制度ならびに目標管理制度をホールセルの大和SMB Cに導入している^⑩。

二〇〇四年度からは、職種別処遇体系が導入され、営業、管理・事務、そのほか企画・人事などの三つにわけ、給与体系、ボーナス考課に職種系列差を反映させるとしている。また月例給考課を一段階から一六段階に細分化するとしている^⑪。すなわち、同グループも欧米流の職務給の採用を考えているようである。

4 人事制度変革の方向性

以上は、公表された社史やアニユアルレポートの類から拾い集めた証券会社の人事制度の変遷である。大手証券について見ただけで、それもきわめて部分的である。網羅的なものでないことはもちろんである。ただし、ある程度の概観はつかめよう。

すなわち職能資格制度を基本としつつも、成果給、さらには職務給の要素を取り入れようとしていることであ

る。九〇年代はじめには、月例給ならびに役職位（ポスト）の評価基準と賞与の評価基準を切り離し、賞与を成果給と位置付け、さらに賞与部分を大きくして成果給の比重を高めていく、という工夫が出てくる。次ぎにビッグバンが行われた九八年ごろには、地域限定営業職という職掌を並行的に設けて営業職務給を導入し、この職務給を出来高払いにしている。これは大手証券（さらには準大手、中堅の一部を含め）に共通した傾向である。

もつとも、今後の動向、とりわけ職能資格制度そのものを放棄してしまうかどうか、は不明確であり、異なった対応が見られる。上記のように日興コーディアルグループの人事制度改革の方向は、職能資格制度を否定しているように思われるが、野村証券は出来高払いのF A制度を並行させながらもなお職能資格制度を基幹的な人事制度として維持しているようである。

そこで、証券会社における人事制度の今後を展望するためには、そもそも、証券界においてこれまでの職能資格制度がどのような機能を果たしてきたのか、それは制度疲労を起しているのか、あるいはなお存在理由があるのか、という点についての検討が必要になってくる。だが、これは、次ぎの課題としておこう。

注

(1) 等級としては一級〜八級ないしは一〇級までの区分があり、その各等級に対して資格名称（助手、書記補、書記、副主事、主事、副参事、参事、理事など）が与えられる。

(2) もともと職能資格制度は、(一) 高度成長期の技術革新によって年功的熟練の意味が薄れてきたこと、(二) 高齢化による人事の停滞（ポスト不足）という事態を背景に、それまでの電産型賃金制度のもつ過度に年功的な要素を緩和するため、一般産業界において導入されたのである。

③ 例えば『大和証券百年史』二〇〇三年、四七〇ページ以下を参照。

④ 『日本勸業角丸証券史』一九八八年、『コスモ証券七〇年史』一九八九年、『国際証券十年史』一九九一年、『第一証券五十年史』一九八九年、『一吉証券史』一九九一年、『泉証券二二〇年の歩み』二〇〇二年、『千代田証券三十五年の歩み』一九八四年、『大華証券五十年史』一九九七年、等を参照。なお、準大手、中堅・中小証券の間では、歩合外務員の利用も根強く残っていたが、方向性としてはこれを社員外務員に置きかえる傾向の方が強く働いていたといえる。

⑤ 前掲『大和証券百年史』七七〇ページ。

⑥ 山一証券プレスリリースによる『日経金融新聞』九五年一月二〇日、四月一八日。

⑦ 野村証券プレスリリースによる『日経金融新聞』九四年十一月二九日。

⑧ 以下は日興コーディアルグループ『アニュアルレポート』各年版およびホームページより。

⑨ この月例給は、転勤の有無によってA（転勤地域限定無し）、B（転勤は特定地域内）、C（転勤を伴う異動無し）の三コースに若干の差がある。

⑩ 前掲『大和証券百年史』七七〇ページ、八二五ページ。同社アニュアルレポート九九年版。

⑪ 大和証券グループアニュアルレポート二〇〇三年版。

（にかみ きよし・客員研究員）

証券会社による企業再生アドバイザリー業務の現状

松尾 順介

はじめに

企業再生の重要性が高まる中、官民あげてさまざまな取り組みが見られ、銀行や証券会社も種々のサービスを提供し、ビジネスに結び付けようとしている。証券会社の企業再生ビジネスとしては、①経営不振企業に対して行う企業再生に関するアドバイザリー・ビジネス、②企業再生型投資ファンドを組成・運営するファンド関連ビジネス、③証券会社の自己資金を企業再生型投資に振り向けるプリンシパル・ビジネス、などを挙げることができる。本稿では、そのうちでも企業再生アドバイザリー業務を具体的に紹介し、検討する。

1 再生アドバイザリー業務の概要

一般に、企業再生の対象となるような企業では、迅速な対応策の立案と実行が要求されることは言うまでもない。時宜を逸すると、顧客や取引先の信頼低下や優秀な従業員の離散などによって状況はさらに悪化し、再生の可能性は低下してしまうからである。しかし、当該企業にとって、限られた人員で、日常業務を遂行しつつ、再生に関わる業務も行わなくてはならず、マンパワー面で十分に対応しきれないだけでなく、再生計画の立案や実行などを適切に行うためには高度な専門性を必要とする業務も多々あるため、社内の人材では対応できない可能性が高い。

そこで、証券会社が提供できる企業再生アドバイザー業務としては、①企業再生にかかわる専門的助言、②企業再生ファンドへの仲介、③提携先企業やスポンサーの紹介、などが挙げられる。

まず、専門的助言としては、財務・業務の精査、再生計画の作成支援、法律・会計面での助言など再生プログラムの作成に関する業務、金融スキーム（資金調達のアレンジ、M&A仲介、証券化など）の構築に関する業務、再生計画の実行（経営方針の実現、組織や業務の再構築、株式上場やMBOの支援など）に関する業務などが挙げられ、場合によっては、社内エキスパートを派遣することも考えられる。ただし、このような分野で専門的助言を行うためには、法務、会計、企業経営、証券分析、業界・市場調査 などさまざまな分野のエキスパートが必要であるため、このような業務を遂行できる証券会社は大手数社に限られるものと思われる。また、弁護士等の社外の専門家の紹介や選任に関する助言が必要となる場合もあるものと思われる。

次に、企業再生ファンドへの仲介としては、系列のファンドを有している場合も多々あり、そこに紹介することも考えられるが、その際はファンド運用とアドバイザー業務との間での利益相反性の問題がありうる。また、法的倒産手続に入った場合、スポンサー選定に当たって、透明性が重視される傾向にあり、透明性をどのように確保するかも課題となるだろう。

第三に、提携先企業やスポンサーの紹介としては、従来から大手証券会社はM&A仲介業務に注力してきたことによって、豊富なネットワークを有しており、強みを発揮できる分野であろう。その際、支援を要請するスポンサー候補の選定や打診だけでなく、再建対象会社の資料整理やデュー・ディリジェンス受け入れ態勢の整備、さらにスポンサー契約内容の確定や基本契約書作成、情報管理や対外公表に関する助言なども業務となる。

そのほかに、外部のターンアラウンド・マネージャーの紹介といった業務も考えられるが、日本では、米国ほ

どの専門家集団が存在していないことや、存在していても証券会社の提供する業務と重複する可能性がある。

2 日興コーディアル証券企業情報本部の取り組み

日興コーディアル証券では、企業情報本部が中心となって再生アドバイザリー業務を担当している。ただし、同部は、再生アドバイザリー業務に特化しているわけではなく、M&A業務全般を担当し、五〇～六〇名程度の人員を有している。

同社の企業再生アドバイザリー業務は、この企業情報本部を核として、全社的な支援体制の下に業務執行される。まず、再生対象企業の情報収集は、全国一〇九の支店網、事業法人部門（上場事業会社を担当）、金融法人本部（銀行等の金融機関を担当）および企業法人本部（上場予備軍の会社を担当）が主に担当し、さらに当該企業の精査・再生策の作成・遂行については、法人ビジネス部、コーポレートサービス部、支店法人支援部などが随時機動的に協力体制を作ることになる。なお、海外案件や大型案件は、日興コーディアルグループと米シティグループの合弁会社である日興シティグループ証券が担当し、プリンシパル・インベストメントは、日興プリンシパル・インベストメントが担当することで、棲み分けがなされている。

同社企業情報本部の提供する主な再生アドバイザリー・サービスとして、①案件の基本方針および手続きに関する助言、②弁護士等、社外専門家の専任に関する助言、③支援を要請するスポンサー候補の選定および打診、④スポンサー候補との交渉に関する助言および支援、⑤再建対象会社の資料の整理およびデュー・デリジェンス受入れ体制整備の支援、⑥基本契約書など、スポンサー契約の内容確定および作成の支援、⑦情報管理、対外公表についての助言、などが挙げられる。これらのサービスは、それぞれの再建段階によって適宜提供される。

たとえば、私的整理の場合、第一段階は、再建可能性の検討段階であり、まず対象企業の評価および対象業界の分析を行った上で、経営者・支配株主に対し、リストラクチュアリング計画や資産売却計画の立案などに関する助言を提供する。次に、第二段階は、再建計画案の作成段階であり、まず債権者説明用に必要な書類等の作成に関する助言を行った上で、合理性・経済性・実行可能性などの観点からさまざまな検証を行いつつ、再建計画案の作成を支援する。さらに、私的整理の公表に関するアドバイスや証券取引所等の関係機関に対する事前相談や届出等についても助言を行う。第三段階は、再建計画の実行に関するアドバイスをを行う段階であり、これにはリストラクチュアリング計画の実行、提携・営業譲渡・合併等の実行、資産売却の実行などが含まれる。私的整理の場合、対象債権者の合意の得られる再建計画案が作成できるかどうか、手続の成否の鍵を握っているので、この段階がとくに重要である。他方、民事再生法の場合も、私的整理とほぼ同様のサービスを提供することになるが、申立て後の対応として、スポンサー候補企業の選定および交渉などについての助言サービスが加わり、適切なスポンサー選定と支援条件の調整が重要な鍵となる。日興コーディアル証券では、これらのアドバイザー業務を遂行する上で、豊富な経験に裏付けられた専門性、社外の企業再生専門家（弁護士、公認会計士等）や企業再生ファンド等とのネットワーク、さらに全国の事業スポンサーや提携先候補等に関する豊富な情報を有していることを強みとして挙げている。とくに、件数ベースで、同社は国内トップクラスのM&Aアドバイザーとしての実績があり、これが事業スポンサーや提携先候補を発掘する上で強みとなっている。

3 日興コーディアル証券によるアドバイス事例

日興コーディアル証券の手がけた法的手続案件は、会社更生法案件として、タナカインターナショナル（同社

のフィナンシャル・アドバイザーに選任が挙げられ、民事再生法案件として、大日本土木、ニコニコ堂、音楽の森、小樽ベイシティ開発、高弥建設、檜崎製作所、南海毛糸紡績、日本コーリン、原徳チエーン本部など（すべてフィナンシャル・アドバイザーに選任）が挙げられる。ほかに、産業再生機構が支援決定した九州産業交通に対して、支援スキーム実行に伴う株式価値の試算サービスを提供している。さらに、日興ソロモン・スミス・バーニー証券会社（現、日興シティグループ証券）と共同して、マイカル（民事再生手続中）のフィナンシャル・アドバイザーに選任されている。この案件で、同社は主としてマイカルの子会社・関係会社に関する支援を行っている。

まず、大日本土木は、近畿日本鉄道グループで、東証・大証・名証一部上場の中堅ゼネコンであったが、バブル期のゴルフ場建設の失敗などによって、経営不振に陥り、二〇〇二年七月に民事再生法を申し立てた。日興コーディアル証券は、支援企業の発見および支援条件の調整等を行うことを主な内容としたフィナンシャル・アドバイザー契約を同社と取り交わし、複数の支援候補企業に打診を行い、支援条件の調整を行った。具体的には、株式を二〇〇％減資した後の第三者割当増資の引受先として日本舗道を斡旋し、交渉の支援を行った。この事例では、日興コーディアル証券がフィナンシャル・アドバイザーとなったことで、迅速なスポンサー発掘および選定が行われ、かつ債務者企業の立場に立った支援条件の調整が行われたといえる。

次に、ニコニコ堂は、九州の中堅スーパーマーケットであったが、中国投資や大型店舗展開の失敗、デフレ下の業績低迷によって、二〇〇二年四月に民事再生法を申し立てた。日興コーディアル証券は、ニコニコ堂のフィナンシャル・アドバイザーとして、民事再生申請を含む再建計画作成を支援するとともに、スポンサーであるイズミを紹介し、さらにイズミとの交渉を支援した。再建計画の内容は、債権の九六％をカット（二〇年間で弁済

し、旧株を一〇〇%減資した上で、イズミの出資によって、ニコニコ堂三九店舗（ただし、計画案が提出されるまでに四店舗閉鎖）のうちの大型四店舗をイズミが運営し、その他三一店舗を地元企業、取引先等の出資によって運営する、さらに本部のスリム化、不採算店舗の見直し、新規出店計画などを含むものである。この事例では、日興コーディアル証券がフィナンシャル・アドバイザーとなったことで、迅速なスポンサー発掘と選定が行われるとともに、債務者企業の立場に立った支援条件の調整が行われ、さらに適切な再建計画の作成によって、手続き期間が短縮したといえる。

第三に、二〇〇一年九月に民事再生法を申請したマイカル（二〇〇一年一月に会社更生法に移行）に対し、日興コーディアル証券は、日興ソロモン・スミス・バーニー証券（現、日興シティグループ証券）と共同して、フィナンシャル・アドバイザーを務めている。日興コーディアル証券は、主としてマイカルの子会社・関連会社に関わる支援を行った。たとえば、ユニフォームの企画・販売・レンタルを主業務とするエービーシーの全株式を、同業のテキストスタイルレンタルに譲渡する案件、マイカルの社長による同社株式取得（MBO）案件、首都圏および関西圏に小型スーパーを展開するポロロッカの全株式をマルエツに譲渡する案件、山梨でリゾート施設を運営する音楽の森（民事再生法申請）が星野リゾートに営業譲渡する案件、などである。これらの事例では、日興コーディアル証券がフィナンシャル・アドバイザーとなったことで、迅速な資産売却先の発掘および選定、さらに適切な譲渡または取得条件の調整が行われたといえる。

4 被支援企業にとってのメリット

証券会社が再生アドバイザーを担当することで、再生対象企業に対し次のメリットがもたらされうるものと思

われる。

第一に、手続き期間の短縮化あるいは手続きそのものの効率化・迅速化といった点が挙げられる。前述のように、再生対象企業は、日常業務を継続しながら、再建に向けてさまざまな非日常的業務を遂行しなければならない。しかし、再生企業は、そのための専門的エキスパティーズやマンパワーを十分に有していない場合が多いため、迅速かつ効率的に手続を進められず、手続き期間も長期化しやすい。それにともなって、企業価値がいつそう劣化し、再建可能性も低下することも考えられる。したがって、専門的なアドバイザーが選任されることで、手続き期間が短縮され、再建の可能性も高まるものと考えられる。

第二に、スポンサー（あるいは譲渡先）選定の迅速化という点が挙げられる。大手証券会社は、かねてよりM&A業務に注力しており、独自のネットワークを有している。これらを利用して、迅速なスポンサー（あるいは譲渡先）選定を行うことができる。なお、迅速にスポンサー（あるいは譲渡先）を選定するためには、適切かつ迅速にデュー・ディリジェンスを行い、十分な開示資料のパッケージを取り揃える必要があるが、これもアドバイザーの重要な業務である。また、スポンサー（あるいは譲渡先）選定の方式としては、複数の候補からオークション方式で選定する方式と、特定の候補を対象としてプロモーションを行うターゲット・デール方式とがあるが、いずれの場合でも、支援条件の調整や交渉が重要であり、これもアドバイザーの重要な業務である。なお、証券会社の場合、グループ内のファンドやプリンシパル・インベストメント部門を紹介・斡旋することも考えられる。

第三に、適切な資金調達スキーム作りとその遂行という点が挙げられる。再生対象企業の場合、資金調達として第三者割当増資やDIPファイナンスなどが行われることが多い。アドバイザーは、前者の場合には引受先、

引受株数および発行価額の調整を行い、後者の場合は、DIPファイナンスを提供する金融機関を紹介するともに条件交渉を支援することになる。とくに、前者は証券会社の引受業務のひとつであり、証券会社がアドバイザーになることで、適切な発行条件の決定がなされると思われる。

第四に、適切な出口戦略の作成・遂行という点が挙げられる。出口戦略としては、現在のところ、スポンサーに事業の一部あるいは全部を譲渡することがほとんどであるが、証券市場に公開することを出口とすることも考えられる。破綻企業が再生し、上場した事例は少ないが、最近では新生銀行の東証一部上場があり、今後はこのような事例が増加すると考えられる。その際、引受部門と広い販売網を有する大手証券会社がアドバイザーとなることで、株式公開という選択肢が採用される可能性も大きくなるものと考えられる。

5 証券会社側の状況

第一に、日興コーディアル証券会社の企業再生アドバイザー業務は、投資銀行業務全般との連携の下で行われている。その理由として、前述のように、企業再生アドバイザー業務には、エクイティおよびデット・ファイナンス・スキーム作り、証券化やM&A、さらにIPOといった、さまざまな投資銀行業務のノウハウや機関連係が欠かせないことが挙げられる。したがって、この業務が営めるのは、投資銀行業務のノウハウと人員を有する証券会社に限定されるものと考えられる。

第二に、企業再生アドバイザー業務を手がける証券会社は、現在のところ二〇社程度とされており、競争環境は厳しくなっている。日興コーディアル証券など大手三社のほか、外資系証券会社や銀行系証券などがこの分野に参入しており、さらに大手監査法人もコンサルティングの一環として、アドバイザー・サービスを提供し

ている。したがって、大型案件のフィナンシャル・アドバイザー契約取得については、かなり競合的な状況となっているようである。

第三に、手数料については、着手金、中間報酬、成功報酬などから構成される場合が多く、一部に着手金のない場合もあるとされている。また、成功報酬部分は、移動資産の一〇三％程度とされている。ただし、前述のように、競争環境が厳しくなっていることから、手数料の引き下げ圧力は強まっており、一部にダンピング競争といわれる事態も生じているといわれている。また、手数料については、裁判所や監督員などから引き下げを示唆される場合もあり、必ずしも再生アドバイザー・サービスの役割が認知されていないという指摘もある。

第四に、ここでは取り上げなかったが、いわゆる銀行系証券会社の取り組みに対して、利益相反問題が指摘されている。つまり、銀行と破綻企業との間で債権債務関係があるにもかかわらず、当該銀行の証券子会社がその破綻企業のフィナンシャル・アドバイザーとなった場合、証券会社がフィナンシャル・アドバイザーとして、破綻企業の債権の大幅カットを提案すれば、逆に債権者である銀行は、回収額を削られ、損失が拡大することになり、親銀行と証券子会社間で利益相反関係が生じるというものである。しかし、現状では、このような関係については、あまり問題視されておらず、むしろ銀行が案件を証券子会社に紹介するような事例があることが指摘されている。

まとめ

以上、日興コーディアル証券の取り組みを手がかりに、証券会社の企業再生アドバイザー業務を考察した。大手証券では、日興コーディアル証券以外にも、野村證券や大和証券SMB Cも同様の業務を行っている。また、

外資系や銀行系証券会社も同様である。これらの証券会社の取り組みを検討した上で、どのような課題や展望があるのかをさらに検討する必要がある。また、ファンド組成業務やプリンシパル・インベストメント業務への取り組みも進んでいるので、これらを含めた企業再生ビジネス全体を考察したいと考えているが、これらの課題については別稿を期したい。

＊本稿を作成するに際し、日興コーポリアル証券企業情報部の下本謙一氏のご協力を賜りました。感謝申し上げます。また、本稿は、石井記念証券研究振興財団より賜った研究助成の成果の一部です。あわせて、同財団に感謝申し上げます。

(まつお じゅんすけ・客員研究員)

レギュレーションNMS

～SECの全米市場システム改革案～

吉川 真裕

二〇〇四年二月二四日、米国証券取引委員会（SEC）はアメリカの株式市場を特徴付けてきた全米市場システム（NMS）の改革を目指した規則変更案を提示した。レギュレーションNMSと名付けられたこの提案はコンセプト・リリースによって市場関係者の意見を求めた上で規則変更案を提示するという形を取らず、SECがあらかじめ作成した規則変更案を提示した上でコメントに応じて修正するという形を取っており、関係者の反対が大きいために規則変更を撤回する可能性は小さく、SECの強い意志を表わしているものと考えられる。実は四年前にもSECは株式市場間の電子的リンケージという観点からこの問題に取り組んだが、取引所とECN、ブローカー・ディーラーの意見が分かれ、呼値の一セント刻みへの変更とも重なって、結局はほとんど何も決められなかったという経緯がある。今回はこの間に実施された上場投資信託（ETF）に対する最良注文執行義務の緩和というパイロット・プログラムによる経験と、ニューヨーク証券取引所をはじめとした取引所の値付け業者（スペシャリスト）の不正取引疑惑を踏まえて、SECは強硬な姿勢で株式市場改革に取り組む模様である。本稿ではレギュレーションNMS提案の背景を振り返った後、レギュレーションNMSの中身を簡単に紹介し、今後のアメリカの株式市場改革の展望をおこなう。

1 レギュレーションNMSの背景

(1) 電子的リンクージ

一九九九年九月、レビットSEC委員長（当時）はコロンビア大学法律大学院で講演をおこない、米国証券市場を取り巻く大きな転換についてSECの方針を示した。この講演の中でレビット委員長は競争の激化がもたらす市場の分裂というデメリットを考慮し、市場間のリンクをこれまで以上に強化する必要性を明らかにし、二〇年前の技術水準に基づいたNMSを改良していく方向性を明確にした。しかも一例と断つてはしながらも各市場の指値注文板を電子的にリンクさせる仮想指値注文板というアイデアを紹介したことはその後の市場間リンクの方法に少なからず影響を与えるものと考えられた。さらに、株式会社化を検討しているニューヨーク証券取引所（NYSE）がルール三九〇で会員に市場集中義務を課しているのはおかしいと述べて規則の撤廃を求めた。⁽¹⁾

これを受けて、同年一二月にはレビット委員長の講演以来、風当たりの強くなっていたNYSEのルール三九〇の撤廃がNYSE理事会で決定された。ルール三九〇に関してはレビット委員長の講演直後にグラッソNYSE会長兼最高経営責任者（CEO）が撤廃反対を表明しており、決してNYSEが進んで撤廃したわけではない。SECがコミッショナー会議でNYSEのルール三九〇撤廃の投票をおこなうことが明らかになり、投票がおこなわれた場合には撤廃が決議されることを見越して、どうせ撤廃するならSECに命じられて撤廃し、保守的な印象を与えるよりも、先手を打って撤廃し、小口注文に対する自動執行の併用を含めた新構想にしたがってNYSEが積極的に制度改革に取り組んでいるという印象を与える方が得策だという判断が働いたものと考えられる。⁽²⁾そして、NYSEはECNを接続するために現行の市場間取引システム（ITS）を改善する計画案を承認する一方、ブローカーによる注文の内部付け合わせに対する従来より厳しいルールの採用をSECに要請した。

二〇〇〇年二月、SECはNYSEが提出した規則改正に関するリリースを公表し、ルール三九〇の撤廃に対するコメントを求めた。このリリースには株式市場統合策に関するリリースも盛り込まれており、SECは議論のたたき台として六つの株式市場統合案を提示し、これに対するコメントや代替案も広く求めた。このリリースの公表によって株式市場統合策に関する議論はSECの指針表明という段階から市場関係者との対話という段階へと進み、なんらかの決定がSECによって下される可能性が高まり、以前にも増して議論が活発化した。⁽³⁾

同年三月にノースウエスタン大学法律大学院でおこなわれたレビット委員長講演では、透明性と市場間リンケージの関係が採り上げられ、より詳細なディスクロージャーだけでは不十分であり、市場間の直接的なリンケージが必要であると明言された。しかし、市場間リンケージは無制限に自由なアクセスを意図したものではないとも説明されており、完全な市場間時間優先原則の導入は目指していないことは明らかであり、部分的な市場間時間優先原則の導入をどのような形でおこなうのかということが問題であることが明らかになった。⁽⁴⁾

同年五月にはレビット委員長の提案によって市場関係者を集めた指値注文板の透明性に関する円卓会議がワシントンDCのSEC本部で開催され、SECによる顧客の指値注文の開示に関する特別研究が報告され、顧客注文開示ルールの運用がいかに不十分であるかが示された。⁽⁵⁾翌日、SECはNYSEによるルール三九〇の撤廃に関する決定を、市場統合策を盛り込むことなく、承認した。この提案に対しては一二件のコメントが寄せられていたが、新たな市場統合策と合わせて実施すべきという条件を付けたコメントは四件あったものの、反対意見はなく、市場統合策を盛り込まずに即座に結論が出された。⁽⁶⁾

そして、同年七月には市場統合策に関するリリースへのコメントが検討され、六月にすでに決定されていた二〇〇一年の呼値の一セント刻みへの転換も控えていることから、とりあえずは注文執行状況に関する取引市場の

月間レポートと注文回送業者の四半期レポートを公表する規則変更案がSECによって公表され、再度コメントが求められた（最終決定は同年一月⁷⁾。

他方、二〇〇二年八月には取引の活発なQQQ（ナスダック一〇〇指数連動ETF）、DIA（ダウ工業株指数連動ETF）、SPY（S&P五〇〇指数連動ETF）の三つのETFに対して、全米最良気配（NBBO）から三セント以内であればより有利な気配が他の市場に存在しているもITSを通じてその気配を消化せずに注文執行を可能とする「微量免除」が九カ月間のパイロット・プログラムとして導入された。この決定に際して、SECはこれらのETFは取引がきわめて活発である上、指数構成銘柄の株価から理論価格を計算することも容易であり、より良い気配値を消化せずに劣った値段で注文を執行する「トレード・スルー」の影響がどの程度のものであるかを検証する実験として位置付けていた⁸⁾。なお、この微量免除は二〇〇三年五月にさらに九カ月間の延長が決定され、二〇〇四年三月にも再度九カ月間の延長が決定されている。

（2）NYSEの混乱

SECにルール三九〇の撤廃を迫られ、ECNとの競争も余儀なくされかねないNYSEは電子的な市場間リネーシングに反対し、二〇〇〇年四月には内部委員会報告書でITSの廃止を提案した⁹⁾。そして、同年一二月には一〇〇株以上一〇九九株以下の指値注文を自動執行するNYSEダイレクト+を導入し、ECNへの対抗策を打ち出した。NYSEは二〇〇一年一月に呼値の一セント刻みへの転換を完了し、同年六月には呼値の転換に伴って機関投資家から批判の強まっていたスペシャリストの先回り取引に対する規制を強化する決定をおこなった（SECも同年七月に呼値の転換に伴う問題と呼値の水準に関するコンセプト・リリースを公表している）。

二〇〇一年九月の同時多発テロの直後にはNYSEの早期の再開に尽力したグラッソ会長が注目を浴びることになったが、この功績に対して五〇〇万ドルの報奨金が内密に支払われたことも後に問題となる。同年末以降はエンロン、ワールドコムをはじめとする企業会計スキャンダルが発覚し、NYSEも上場企業に対するガバナンスの強化を推進した。ところが、二〇〇三年三月に証券業界関係者以外を対象としたNYSEの公益理事候補にシティグループのワイル会長が推薦されたことから、上場企業のガバナンスを強化したNYSEのガバナンスが問題視されることになった。さらに、五月にはウォール・ストリート・ジャーナル紙でグラッソ会長の二〇〇二年の報酬が一〇〇〇万ドルを越え、退職金・年金の総額が一億ドル近いという報道がおこなわれ、NYSEのガバナンスに対する批判が一層高まった。

二〇〇三年八月、NYSEがグラッソ会長の報酬と退職金・年金額を公表し、それぞれ二四〇万ドルと一億三九五〇万ドル（後に公表され、辞退された四八〇〇万ドルを含まず）であることが明らかとなり、こうした巨額の報酬を決定した人事・報酬委員会の責任問題が浮上するとともに、カリフォルニア州の財務長官や四大公的年金の代表がグラッソ会長の辞任を要求した。辞任を拒否していたグラッソ会長が九月一七日に辞任を承認し、これを受けて九月二一日に元シティグループ会長のジョン・リード氏がNYSEの暫定会長兼CEOに決定した。

他方、二〇〇三年四月にはフリート・ボストン系列のスペシャリストによるゼネラル・エレクトリック株の取引をめぐるアメリカン・センチュリーのトレーダーにグラッソ会長が謝罪したことが報じられ、スペシャリストの不正取引疑惑が高まった。七月にはNYSEのスペシャリストのラブラン社がNYSEの内部調査に対して従業員のeメールの提出を拒んでいることが報道され、NYSEの監督能力に対する疑問も生じることになった。そして、一〇月にNYSEは二〇〇二年から実施してきた調査結果に基づいて大手スペシャリスト五社が顧

客取引に不当に介入したとして罰金を含む制裁措置の実施を決定した。さらに、一月にはウォール・ストリート・ジャーナル紙がSECの機密調査報告書を暴露し、過去三年間に二億株がNYSEのスペシャリストによって不正に取引され、投資家の損害は一億五五〇〇万ドルに達すると報じられた⁽¹⁰⁾。また、一月にはカリフォルニア州公務員退職基金（カルパース）がNYSEとスペシャリスト七社に対して民事訴訟を提訴した。

こうした中で、投信業界二位のヴァンガード・グループの創設者であり、インスティテットの取締役でもあるボーグル氏は、グラッソ会長の巨額の報酬はスペシャリストの利益を守ったことから生じているとしてスペシャリスト制度の改革を要請し、投信最大手のフィデリティもスペシャリストの介在しない電子取引の導入を望み、次善策としてはスペシャリストの仲介を削減する方向でNYSEが取引システム改革を進めることを要望した。

NYSEはリード会長の下で機構改革をSECに申請し、二月一七日に認可された。この改革では会長とCEOを除く理事会のメンバーを証券業界や上場企業以外から選出し、関係者はアドバイザー・ボードに着くことになるというのが眼目であった。そして、翌一八日にはCEOにゴールドマン・サックスのジョン・セイン社長兼最高業務責任者が一月一五日に就任することが発表された。セイン氏はNYSEの完全電子化には反対であり、スペシャリストと電子取引のハイブリッド化を提唱していたことが抜擢の背景にあったものと見られている。

セインCEOの就任から三週間足らずの二〇〇四年二月五日、NYSEの理事会は注文自動執行システム、NYSEダイレクト+の拡充を決定した。具体的には三〇秒という連続注文制限の撤廃、一〇九九株という注文数量制限の撤廃、指値注文のみという注文制限の撤廃がその中身であったが、スペシャリストの介在するフロアでの取引には何も変更は盛り込まれず、抜本的な取引制度改革とは呼べないものであった。この時点での決定はSECのスタッフが準備していると伝えられた株式市場構造改革案を牽制することが狙いであるとも報じられた。

2 レギュレーションNS

二〇〇四年二月二四日、SECのコミッショナー会議でレギュレーションNSと名付けられた規則変更案が四人の委員全員の一致で可決された。この規則変更案は四つの異なる規則変更案からなるが、アメリカの株式市場を特徴付けてきたNSの改革を総合的に目指すという意味で今回まとめて提案された。⁽¹⁾

(1) トレード・スルー

レギュレーションNSで第一に上げられているのは統一的なトレード・スルー・ルールである。従来のトレード・スルー・ルールは一九七八年以来、NYSEとアメリカン証券取引所(AMEX)に上場されている株式を対象としており、ナスダック銘柄には適用されてはなかった。しかも、トレード・スルーを防止するための注文回送施設であるITSに接続している取引市場やマーケットメーカーのみがこの規則の遵守を義務づけられていた。

そこで、まず、トレード・スルー・ルールの適用対象にナスダック銘柄を含めること、さらに、常に確定気配を提示しているスペシャリストやマーケットメーカーのみならず、すべてのブローカー・ディーラーの注文執行もこの規則の遵守を義務づけられるという形で、トレード・スルー・ルールを統一することが提案されている。

また、ECNやナスダックのスーパーモニターのような自動執行機能を持つ市場とNYSEやAMEXのようなスペシャリストを介して取引がおこなわれる市場の間では、注文の回送から執行の有無の確認まで三〇秒もかかるITSでは整合的なトレード・スルー・ルールを適用することは困難であるといった問題もあった。

この問題に対しては、ITSでの注文執行時間を人手を介する場合の最短時間に統一するという従来の手法の

拡張で対処するか、自動執行機能を持つ市場から人手を会する市場へは注文回送自体をおこなわないという形で従来の規則の適用を一部免除するののかという形で議論がおこなわれてきた。今回の提案ではこの両者を組み合わせ、最良気配よりも劣った値段での注文執行がありうることに同意した注文にはトレード・スルー・ルール自体の適用を完全に免除すること、しかも、最良気配からの一定の範囲（株価水準に応じて一セントから五セントまで五段階）内では、自動執行機能を持つ市場から人手を会する市場への注文回送義務を免除することが提案されている。

(2) 市場間アクセス

レギュレーションNMSで第二に取り上げられているのは統一的な市場アクセス・ルールである。トレード・スルー・ルールの新提案がITSの利用を削減すると予想されるために、これを補完するように各市場へのITSを経由しないアクセスを活性化させようというのがその狙いである。その際に最も問題となるのは最良気配を表示している市場へのアクセスに障害が生じる場合である。とりわけ、ECNで表示された最良気配は取引実行時にアクセス・フィーを徴収されるため、必ずしも最良気配とはならないという問題がある。このアクセス・フィーの問題は単にECNが会員以外から追加料金を徴収するというだけでなく、指値注文を注文板に出して流動性を提供した者はリベートを受け、注文板を消化して流動性を消費した者はリベートを上回るフィーを払うというビジネス・モデルが慣行として出来上がっているからである（ECNの会員以外は流動性を提供することなく、最良気配の指値を消費することになるので、かならずアクセス・フィーを支払うことになる）。

さらに、ナスダックのマーケットメーカーは売り気配以上の確定買い気配や買い気配以下の確定売り気配を提

示することは禁じられているが、ECNとマーケットメーカーの間あるいはECNどうしの間でこうした状態がしばしば生じ、ECNは相手が流動性を消化してアクセス・フィーを支払うのを待っていると批判されている。

この問題に対しては、アクセス・フィーを気配値に含めるというのも一つの方法であるが、アクセス・フィーは一株当たりでは一セント未満であり、呼値の刻みをさらに細かくせざるをえないという問題とも絡むので、アクセス・フィーに上限（一株当たり〇・一セント、他のフィーと合わせて一取引で一株当たり最高〇・二セント）を設けることで、アクセス・フィー絡みの問題を軽減することが提案されている。

(3) 一セント未満の値刻み

一九九七年七月にSECがECNやマーケットメーカーの一六分の一刻み未満の気配値に対するノー・アクション・レターをナスダックに与えて以来、ECNやマーケットメーカーの間では通常の気配表示を下回る値刻みで取引がおこなわれている。二〇〇一年の値刻みの一セント刻みへの移行に際して問題となったように、価格優先原則が存在する以上、ほんのわずかでも有利であれば後から出された注文の執行が優先され、先回り取引が可能となる。通常のベンダー情報は現在、一セント刻みで報道されているにもかかわらず、一部のプロのみが一セント未満の値刻み（大半は〇・一セント、一部は〇・〇一セント）を利用しているのは問題であるとして、二〇〇一年七月にSECはこの問題に関するコンセプト・リリースを公表した。^⑫コメントの多くは現状に問題がある」と指摘していたが、SECは対応策を講じなかったので、二〇〇三年八月にナスダックは統一的な値刻み規則が採用されない以上、ナスダック銘柄の値刻みを〇・一セント刻みに変更して問題の緩和にあたるという規則変更案をSECに提出した。^⑬

そこで、レギュレーションNMSの中で統一的な気配値の値刻みを採用することが提案されることになった。提案されているのは気配値の値刻みを一セント刻みとすることであるが、株価がドル未満の銘柄は適用除外し、中値や加重平均価格での注文執行によって取引価格が一セント未満になることは認められるとされている。

(4) 市場データ

各市場での最良気配情報や取引情報は統合され、その情報に対する収入は取引回数や取引株数に応じて各市場に分配されている。しかし、トレード・スルー・ルールを悪用して最良気配を出さずに他市場での最良気配で注文を付け合せ、市場価格の改善に貢献せずに情報料収入を受け取る行為が増加している。そこで、SECは一九九九年一月に市場情報収入に関するコンセプト・リリースを公表した。⁽¹⁴⁾そして、市場情報に関するアドバイザリー委員会が設立され、二〇〇一年九月にはこの問題に関する報告書が発行されている。⁽¹⁵⁾

レギュレーションNMSの中ではアドバイザリー委員会の報告書に基づいて、市場情報料収入の分配方法の変更、各市場が最良気配以外の気配情報を独自に販売する場合の統一基準などが提案されている。市場情報料収入の新たな分配案は、まず、これまでと同様にNYSE銘柄、AMEX銘柄、ナスダック銘柄の三つのグループに分け、次に、各グループ内で各株式の取引金額の平方根に応じて情報料収入を各株式へと割り当てる。⁽¹⁶⁾さらに、各株式に割り当てられた情報料収入を、①取引シェア、②気配値が最良気配であった比率、③気配値が最良気配を改善した比率、の三つに応じて各市場へと分配するというものである。最後の分配にはさらに細かな計算式が設けられており、①の取引シェアが情報料収入の五〇%、②の最良気配比率が情報料収入の三五%、③の最良気配改善比率が情報料収入の一五%になるように工夫されている。

3 株式市場改革の行方

レギュレーションNMSはSECのコミッショナー会議で四人の委員全員の一致で承認されたが、委員による評価が一致しているわけではない。元NYSE会長のDonaldson委員長は従来のNMS規則を大幅に変更することには慎重であるのに対し、アトキンス委員は提案内容が改革案としては不十分であり、とりわけ市場データに関する提案は単一提案として提出されていれば反対したとまで明言している。⁽¹⁷⁾確かにレビット元委員長が示唆していたような市場間リンクエージは全く考慮されず、現在のNMS規則を部分的に緩和する方向で改革が目指されているような印象は拭い難い。かつて大手証券会社の首脳たちが考案し、レビット元委員長が理解を示した市場間の電子的リンクエージは全く見る影もない。逆に、ECNやオンライン・ブローカーが主張していたITSを無視した市場間競争が是認されているようである。しかし、アクセス・フィアの制限や気配値の刻みの統一はECNやオンライン・ブローカーにとってはこれまでの自由な活動の制限になるはずである。

今回のレギュレーションNMS提案の中で注目されるところは、取引市場を自動執行がおこなわれる市場と人手を介する市場に区別し、異なる取り扱いを認めたところであろう。三〇年前のNMS構想時には取引市場ではすべて人手を介して取引がおこなわれており、取引方法も各市場でほとんど違いがなかった。したがって、各市場をITSという注文回送施設を通じてリンクすること自体には技術的な問題はなかった。ところが、この間のコンピューターによる注文付け合せ技術の進歩と機関投資家等の要望に基づいた新たな注文付け合せ方法の開発によって、異なる市場をリンクすることは技術的にも難しくなった。そこで、異なる市場をグループ分けすることによって、グループ間のリンクは難しくてもグループ内のリンクは技術的には確保することが可能になったとも考えられる。

今回のトレード・スルーに関する提案では自動執行がおこなわれる市場と人手を介する市場を分け、人手を会
する市場間では今までどおりITSを利用したリンクを継続するが、自動執行がおこなわれる市場と人手を介す
る市場のリンクは放棄する形になっている。そして、自動執行がおこなわれる市場間のリンクには全く触れられ
ていない。自動執行がおこなわれる市場間のリンクは一つの仮想注文板と同じであるという見方もあるが、IT
Sでリンクされているのは最良気配の注文だけであり、自主的に各市場が最良気配以外の指値注文もリンクさせ
なければ一つの注文板とはならない。もし人手を介する市場間をITSという形でリンクする必要があるとすれ
ば、自動執行がおこなわれる市場間もITSと同様に最良気配の注文だけはリンクさせるのが筋であろう。リン
クそのものにどれだけの効果があるかはともかくとして、技術的に可能であるにもかかわらず、そうしないので
あれば、人手を介する市場間をリンクさせる必要性も見直されるべきであろう。

今回のトレード・スルー・ルールの見直しで明らかになったことは、トレード・スルー・ルールは投資家保護
の最低基準であり、投資家が自己責任でトレード・スルー・ルールの適用を辞退すれば最良価格での注文執行は
必要とされないということであり、これまでのNMSの理念からの離脱であることは間違いない。確かに、近く
に店屋（ECN）があるのに遠くのスーパーマーケット（取引所）の方が安いからそこまで買いに行かなければ
ならないと揶揄されたNMSの理念は時代遅れのものではあろう。しかし、使いの者（仲介業者）に買い物を頼
んだとき、タイミングによつては本人に許可なく、近くの店屋（ECN）で（わずかではあるが）より高い物を
買わせることが生じうる。しかも使いの者（仲介業者）が近くの店屋（ECN）からリベートをもらう可能性も
排除できない。その意味で自動執行がおこなわれる市場のリンクを全く考慮する必要があるのかどうかは疑問と
言わざるを得ない。ただし、市場間のリンクという手段を講じて投資家保護をおこなっているのはアメリカだけ

であり、そもそもそこまでする必要がるのかどうかということはまた別問題である。

三月一二日にSECはレギュレーションNMSに関する公聴会を四月一日（ワシントンDC）と四月二一日（ニューヨーク）に実施する予定を発表し、公聴会での証言希望者を募集した。しかし、三月三〇日になってSECは出席者の都合によって第一回目の公聴会を四月二一日（ニューヨーク）とし、第二回目の公聴会は開催の必要があれば追って通知すると発表した。三月三〇日時点でSECのホームページに記載されている証言希望者は二六人で、取引所ではNYSE、AMEX、フィラデルフィア証券取引所、シカゴ証券取引所、ナショナル証券取引所（旧シンシナティ証券取引所）、ECNではインスティテット、ブルンバーク・トレードブック、ブルツト、スペシャリストではヴァン・デア・モーレン、ラブランチ、その他ではオンライン・ブローカーのシュワツ、マーケットメーカーのナイト・トレディング、投信運用会社のフィデリティ、通信社のロイター・アメリカ、ノース・コロラド大学のピーク教授、ラトガース大学のウィーバー教授などの名前が上がっている。

四年前にはECNやシュワツと並んでグラッソNYSE会長兼CEO（当時）がSECの新たなイニシアティブに強硬に反対していたが、さまざまな問題を抱えたNYSEが公聴会で攻勢に転じる可能性は高くはない。かつてナスダックがマーケットメーカーの談合疑惑で顧客注文の表示や指値注文板の導入を吞まざるを得なかったように（その結果、ECNの取引シェアが上昇した）、NYSEもスペシャリストの不正取引疑惑で従来の仕組みの変更を迫られることになるかもしれない。自動執行がおこなわれる市場と人手を介する市場を区別するという提案はNYSEに自動執行機能を拡張させ、ビジネス・モデルを改革させるためのニンジンのようにも思える。フロア取引を重視してきたシカゴ・マーカンタイル取引所（CME）やシカゴ商品取引所（CBOT）、シカゴ・ボード・オプション取引所（CBOE）がビジネス・モデルの変更を迫られていることも無関係ではあ

注

- (1) この講演の詳細に関しては、拙稿「真のNMSの構築に向けて～レビットSEC委員長の提案～」(本誌一五七五号、一九九九年九月)を参照。
- (2) この間の事情については、拙稿「ニューヨーク証券取引所の新構想～『ニューNYSE』の意味するもの～」(本誌一五七八号、二〇〇〇年一月)を参照。
- (3) SEC, "NYSE Rulemaking: Notice of Filing of Proposed Rule Change To Rescind Exchange Rule 390; Commission Request for Comment on Issues Relating to Market Fragmentation," Release No. 34-42456; File No. SR-NYSE-99-48, 23 February 2000. このリリースの詳細については、拙稿「米国株式市場統合をめぐる新たな展開～SECのリリースと関係者の議会証言～」(本誌一五八〇号、二〇〇〇年三月)を参照。
- (4) この講演内容については、拙稿「米国株式市場統合策の行方～レビットSEC委員長の真意～」(本誌一五八二号、二〇〇〇年五月)を参照。
- (5) SEC, "SEC Study Reveals Problems In Display Of Limit Orders," FOR IMMEDIATE RELEASE 2000-59, 4 May 2000. SEC, *Special Study: Report Concerning Display of Customer Limit Orders*, 4 May 2000.
- (6) SEC, "NYSE Rulemaking: Order Approving Proposed Rule Change To Rescind Exchange Rule 390," Release No. 34-42758; File No. SR-NYSE-99-48, 5 May 2000.
- (7) SEC, "Proposed Rule: Disclosure of Order Routing and Execution Practices," Release No. 34-43084; File No. S7-16-00, 28

- July 2000, SEC, "Final Rule: Disclosure of Order Routing and Execution Practices," Release No. 34-43590; File No. S7-16-00, 17 November 2000.
- (8) SEC, "Order Pursuant to Section 11A of the Securities Exchange Act of 1934 and Rule 11Aa3-2(f) Thereunder Granting a De Minis Exemption for Transactions in Certain Exchange-Traded Funds from the Trade-Through Provisions of the Internarket Trading System," Release No. 34-46428, 28 August 2002.
- (9) Special Committee on Market Structure, Governance and Ownership, "Market Structure Report," 6 April 2000.
- (10) 三井三〇田 の田〇ンメの田ちスベシヤリスト大五社が総額一億四一八二万三三三五ギルネ (のギル一億五四〇八万二千三三三ギル)は投資家への補償金)を支拂い(つ)つと合意したと発表した
- (11) SEC, "Proposed Rule: Regulation NMS," Release No. 34-49325; File No. S7-10-04, 24 February 2004.
- (12) SEC, "SEC Concept Release: Request for Comment on the Effects of Decimal Trading in Subpenies," Release No. 44568 (18 July 2001), 66 FR 38390 (24 July 2001).
- (13) File No. SR-NASD-2003-121.
- (14) SEC, "SEC Concept Release: Regulation of Market Information Fees and Revenues," Release No. 42208 (9 December 1999), 64 FR 70613.
- (15) Report of the Advisory Committee on Market Information: A Blueprint for Responsible Change, 14 September 2001.
- (16) これは価格変動がランダムであれば情報量は取引量の平方根に比例するところから理論に基づいてるべ
- (17) Paul S. Atkins, "Speech by SEC Commissioner: Remarks for Open Meeting on NMS Rule Proposal," 24 February 2004.

(よ)なかぬ ねわろる・幸國世張國)

「レギュレーションNMS」に見る市場情報手数料

清水 葉子

1 はじめに

アメリカでは、各市場で取引されているすべてのNMS適格証券について、それぞれの市場から取引情報（出来情報）と気配情報を集約し、一般向けに配信する情報処理システムが稼働している。投資家は、銘柄ごとに現在どの市場でいくらで何株の取引が行われており、どのような気配が提示されているかを一覧することができることから、この市場情報配信の仕組みは、複数市場が混在する全米市場システム（NMS）の公正性確保の根幹をなしていると言つてよい。

各市場は、取引情報についてはCTAプラン、気配情報についてはCQプラン、ナスダック銘柄については取引・気配情報ともナスダックUTPプランと呼ばれる管理組織をそれぞれ形成しており、情報配信の仕組みや、処理の手順、情報料金など情報配信の条件、回収した情報料金収入の配分方法などについてSECの監督の下で全会一致制の意思決定を行っている。

ところが、この市場（取引所とナスダック）が得ている情報料金収入をめぐる、一九九〇年代の半ばすぎころからさまざまな問題が指摘されるようになってきた。^①当初は、オンライン取引の増加にともなう、個人投資家からのリアルタイムの株価情報の需要が急増したことから、相対的に割高だった個人向けのリアルタイム株価情報の配信料金の引き下げが焦点であったが、次第に後で述べるように情報料金収入の配分方式が市場間の競争

に歪みをもたらしているといった議論に移っていった。議論の拡大を受けて、SECは二〇〇〇年には市場情報諮問委員会を発足させ、市場情報収入の扱いについての集中的な議論を経て、二〇〇一年には報告書を発表している⁽²⁾。

今回、SECは「レギュレーションNMS⁽³⁾」という包括的なリリースの中で、市場情報についてのSECルールおよび、各自主規制機関が行っている市場情報管理のためのプランの修正を提言している。SECの提言は市場情報諮問委員会の報告書をふまえたものであるが、自身が以前に提案したコストアプローチも、また委員会が提案した情報処理業者の競争促進アプローチも採用していない。かわってSECは、従来のように市場情報収入を主に取引件数に応じて比例配分するという単純な方式を廃止し、各市場の取引高（出来情報）と気配提示の両方の貢献度に応じて配分する、やや複雑な計算方式を提案している。

なお、本リリースで提案されている修正案では、このほか、各市場がプランで定める以外のデータを独自に配信することを認め、その配信条件についての統一基準を作ること、市場情報管理のためのプランへの参加を自主規制機関以外にも開放することなどにも触れているが、本稿では主に市場情報収入の配分をめぐるルール提案について紹介する。

2 現在の情報収入配分方式の歪み

現行のプランでは、各市場はプランの定めた手順に従って、取引情報と気配情報をプランの定める情報処理システム（SIAC）に配信し、全市場の市場情報が集約処理された後、一般向けに配信される。この配信の対価として、各プランは個人向け、情報ベンダー向けにそれぞれ細かく定めた料金に従って市場情報料金を受け取る。

集められた情報料金はNYSE上場銘柄を扱うネットワークAと、AMEX上場銘柄を扱うネットワークB、ナスダック上場銘柄を扱うネットワークCの三つにわけて集計される。ネットワークごとの情報料金収入から必要な支出を控除した後のネットワークの純収入は、現在のプランの下では、ネットワークAおよびBでは取引件数に応じて各市場に配分し、ネットワークCは取引件数を取引株数シェアで加重平均した割合に応じて配分している。二〇〇三年のネットワークの収入と配分シェアは表のとおりである。合計四億ドル近い料金収入であるから、この配分ルールをめぐる各市場の利害はかなり大きいものである。

さて、この方式では、情報料金収入を主に取引件数に応じて配分するので、いかに株数や金額が小さくても、取引一件は一件と勘定され、取引サイズが考慮されない。また、気配情報もプランを通じて配信されているにもかかわらず、市場の気配提示活動が積極的かどうかは、情報収入の配分上まったく考慮されていない。

こうした点について、SECは次の二点を問題として指摘している。

まず、取引所の中には、実際の取引活動は他の場所で行われている。

ネットワークの収入と各市場への配分 (2003年) 単位1000ドル

	Network A			Network B		Network C		Total
情報料収入	171,462			99,179		153,686		424,327
支出	9,322			3,508		25,470		38,300
純収入	162,140			95,671		128,216		386,027
配分								
NYSE	145,610	89.8%		2,826	3.0%	0	0.0%	148,436
NASD/Nasdaq	8,907	5.5%		18,895	19.7%	87,716	68.4%	115,518
パシフィック	1,056	0.7%		18,662	19.5%	19,058	14.9%	38,776
アメックス	0	0.0%		36,189	37.8%	32	0.0%	36,221
ナショナル (旧シンシナティ)	795	0.5%		10,828	11.3%	20,661	16.1%	32,284
シカゴ	3,208	2.0%		4,450	4.7%	706	0.6%	8,364
ボストン	2,234	1.4%		2,516	2.6%	43	0.0%	4,793
フィラデルフィア	330	0.2%		1,276	1.3%	0	0.0%	1,606
CBOE	0	0.0%		29	0.0%	0	0.0%	29

(出所) 注(3) 第6章より作成

るのに、形式的には当該取引所の取引として報告させ、自らは単に「取引記録をプリントアウトするだけの施設」になってしまっているところがあることが挙げられる（print facilities）。すなわち、配分される予定の情報収入の一定割合をリベートとして支払うことを約束し、ATSやマーケット・メーカーに取引報告を当該市場に行わせるよう取り決めている。こうした市場が現れると、徐々に他の市場も競争上リベートを支払わざるを得なくなる。取引所は、自主規制機関として、自市場で行われる取引を監理する責任を負っているが、このように形だけの取引報告が行われるとなると、ある取引の規制上・取引報告上の責任をどの市場が負うかが、市場情報収入を増やそうとする営利的な考えによって左右されるようになる。さらに、ATSやマーケット・メーカーのなかには、気配がある市場に表示しておいて、取引報告は他の市場に出すといった行動をとるものも現れ、混乱のもとになりかねない。

第二に、取引件数のみに基づく収入配分方式は、取引所の不正な慣行の温床になりやすい。とりわけ、大口の取引を一件報告するよりも小口取引をたくさん報告する方が有利であるので、各市場には小口取引を増やそうという誘因が生じる。このため、市場参加者が本来の取引サイズをできるだけ小口に分割して、見かけ上の取引件数を増やすことで、市場への情報収入の分配を増やし間接的にその分け前にあずかるといったことが行われている（wash and shredと呼ばれる）。

さらに、主に取引件数のみに比例した現行の収入配分では、市場の価格発見機能から見て非常に重要な「気配提示」という貢献分が、収入に反映されない。このため、有利な情報収入獲得のために、各市場は取引件数にばかり重点をおいて競争を行う傾向が生じる。たとえば、頻繁に最良気配が出されているかどうか、一定程度の大きなサイズの気配が出されているかどうかといった市場機能が考慮されなくなり、各市場が気配競争をおろそか

にしがちになる。

こうした問題は、とくに上場銘柄の少ない地方証券取引所が収入の多くをこの市場情報手数料の配分に頼っていることが推測されることから、小規模の地方証券取引所に顕著な問題であろうと考えられる。地方証券取引所の中には、取引手数料（場口銭）を引き下げたり、あるいは代表的なインデックスに含まれる銘柄についてまったく無料にすることで取引件数を拡大し、情報収入の配分を拡大することで生き残りをめざすといった戦略が従来から見られた。

3 提案された新配分方式

SECはこうした市場間の競争の歪みを是正するために、市場情報への各市場の貢献度を取引件数のみではかる従来方式を改め、取引高（取引件数）への貢献分と気配提示への貢献分との二つに分け、それぞれについて算定式を提案している。配分方式はやや複雑になるが、これによって取引件数のみに偏った競争のありかたを改善することを意図しているのである。

提案された新配分方式は、まず二段階に分けられ、さらに二段階目が三項目から構成されている。第一段階は、ネットワークに入って来る純収入（配分原資）を、直接各市場に配分するのではなく、いったんそのネットワークが対象としている個別銘柄に割り振る。この時、取引が多い銘柄には多くの原資が割り振られ、少ない銘柄には少ない原資が割り振られる。

続いて第二段階として、銘柄ごとに割り振られた原資を一つ一つ各市場に配分する。各市場の最終的な情報収入は、銘柄ごとの自市場の配分額を総計したものとなる。市場への配分方式は、①銘柄ごとの原資の五〇%を取

引件数と取引高の平均に比例して、②三五%を最良気配への貢献度に比例して、③一五%を最良気配の更新への貢献度に比例して、それぞれ市場へ配分する。これら①②③をネットワークが対象としている全ての証券について計算し、自市場の取引分を総計したものが、新しい配分方式による市場情報収入となる。

この方式は、計算方式はやや複雑であるが、従来のように取引件数を偏重した配分方式の歪みを是正することにつながり、地方証券取引所などがATSと結んでいる不透明な慣行の是正につながるとSECは見ている。また、算定方式の変更によってかなりの額の収入が動くことになるので、市場情報収入の配分方式は透明で公正なものであればならないとしている。

(1) 第一段階：市場情報収入を各銘柄に割り振る

ネットワークの配分原資を各銘柄に割り振るのに際しては、各銘柄の取引金額の平方根に比例するよう配分する。銘柄への割り振りは、完全平等配分や取引高加重方式での配分などの代替案も考えられるが、頻繁に取引される銘柄とまれにしか取引されない銘柄とでは、気配情報や価格情報の価値も異なっていると考えるのが自然である。このため取引の多寡を反映させる方式が望ましい。一方で、たとえば、取引高トップ5%の銘柄は非常に頻繁に取引されているので、これを単純に取引高に応じて加重すると取引高が下位の銘柄との間で極端な差がつきすぎてしまい、取引高が下位の銘柄の価格発見の重要さが反映されない。

取引金額の平方根だと、取引金額が取引活動の重要度を一定程度反映する一方で、取引高とダイレクトに線形比例しないので都合が良い。平方根という数字にはマイクロストラクチャー理論からの裏付けもあるとしている。

(2) 第二段階：銘柄ごとに決まった原資をさらに各市場へ配分

① 銘柄ごとの原資の五〇％を取引高に比例して配分する

取引高比例の配分は、次の算式に基づいて行われる。すなわち、(A) 銘柄ごとに割り振られた原資の五〇％か、(B) ニドルにその市場の年間の取引件数をかけたもののいずれか少ない方を、取引高比例の配分原資とする。各市場には、これを取引高に応じた「取引格付 (Trade Rating)」に比例して配分する。

やや複雑であるが、たとえば、ある銘柄の原資が三〇〇ドル、年間取引件数が一〇件であったとしよう。この場合、(A) を計算すると二五〇ドル (その銘柄の原資である三〇〇ドルの五〇％)、(B) は二〇ドル (二ドルかける年間取引件数一〇件) となる。このいずれか少ない方というのであるから、(B) の二〇ドルの方が用いられるということになる。これを、別途定める各市場の取引格付に応じて配分したものが、各市場が得る収入配分であるということになる。

取引格付の方は、年間の取引金額シェアを取引件数シェアで平均したものではなく、各市場の取引への貢献度とみなす。たとえば、取引金額で二〇％のシェア、取引件数で三〇％のシェアを持つ市場であれば、取引格付は〇・二五となり、さきの二〇ドルに〇・二五を乗じた結果である五ドルが、当該銘柄分の市場情報収入としてこの市場に配分される。この取引格付は、一つの銘柄について全市場合計すると一になることは言うまでもない。

なお、取引格付を決めるための取引金額シェアと取引件数シェアの計算対象となるのは、一定以上の取引金額のある取引のみである。リリースでは取引金額で見て五〇〇〇ドルを計算対象となる最低サイズとすることが提案されている。すなわちこれより小さいサイズの取引は、どれだけ行なっても取引格付のシェア計算には参入されず、収入配分に貢献しない。これは、価格発見に貢献の少ない小口取引を配分対象から外すとともに、従来指

摘されて来たように、地方証券取引所が意図的に小口注文を集めて収入配分に預かろうとするといった歪みを是正するためであるとしている。

② 気配提示に応じた収入配分

気配に応じた配分の方も多少面倒な計算が必要である。ある市場の気配シェアによる上場収入の配分は次のように計算される。まず、ある銘柄に配分された市場情報収入の三五％に、①で計算した(A)原資の五〇％と(B)二ドルかける取引件数との差額を加えたものが気配シェアの配分原資となる。これを各市場の「気配格付」に応じて配分する。

各市場の気配格付は、各市場が全米最良気配(NBBO)を提示していた秒数にその気配のサイズを乗じたものを「気配クレジット(quote credit)」とし、銘柄ごとに各市場の気配クレジットを合計して市場ごとのシェアを求めたものとする。たとえば、ある市場で、一株あたり二〇ドルの最良買い気配がサイズ二〇〇株で提示されていて、これが三秒間続いたとしよう。この最良気配によって当該市場が獲得できる「気配クレジット」は三(秒)×二〇(ドル)×二〇〇(株)で一万二〇〇〇クレジットとなる。このように、銘柄ごとに各市場が年間で獲得した「気配クレジット」を計算し、そのシェアを求めることで、気配提示についてその市場の貢献度を測ろうとするものである。

③ NBBO改善に応じた配分

最後に最良気配の更新に応じた収入配分である。これは銘柄に割り振られた原資の一五％が対象となり、これ

を各市場の「NBBO更新格付」に応じて配分する。「NBBO更新格付」は、NBBOを更新したことに對して与えられる「NBBO更新クレジット」の獲得シェアであるが、これは、NBBOを更新して五秒維持すること、その気配サイズ分のクレジットが獲得できるほか、更新するだけでなく更新した価格で取引が成立すればさらに多くのクレジットが獲得できる仕組みである。この更新クレジットの獲得シェアも、銘柄ごとに全ての市場を合計すると一になることはいうまでもない。

4 おわりに

SECは、以上の提言に對して、まず取引件数に加えて、最良気配提示への貢献度や、最良気配の更新への貢献度も、市場情報収入の配分の際に考慮したことについて、加重割合などが適当かどうかといった点についてコメントを広く求める方針である。さらに、気配による配分を導入し、とりわけ最良気配を提示できた秒数を計算対象にすることで、市場が互いに気配更新を遅らせあい結果的に気配の質を落とすことにつながらないかといった点も懸念している。また、NBBO提示に對して、NBBO改善よりも高いウェイトで収入配分を行うことになる（前者が三五%、後者が一五%）が、これは、継続的にNBBOを提示することはNBBOの改善よりも市場の深さへの貢献が大きいという判断に基づくとしているが、こうした点についてもコメントを求める方針である。収入配分方式全般についても、自主規制への影響、取引慣行の変化の可能性などについて広く問いかけている。

注

- (1) 市場情報手数料をめぐる議論の経緯については、清水（二〇〇三）「アメリカの市場情報課金のあり方について」『証研レポート』、一六二二号参照
- (2) Report of the Advisory Committee on Market Information: A Blueprint for Responsible Change, September 14, 2001. 本レポートの概要紹介は、注（1）参照
- (3) SEC Proposed Rule: Regulation NMS Release No. 34-49325. なお、本リリースは、全米市場システムの中で従来から問題とされてきたトレードスルーなど主に四つのテーマについて、包括的にSECの規制方針を示したもので、本稿で扱う市場情報収入は、その第六章でとり上げられている。リリース全体の紹介については、『証研レポート』本号の吉川「レギュレーションNMS」を参照

（しみず ようこ・客員研究員）

証研レポート既刊目録

№1606 (2002.5)	執筆者	№1615 (2003.2)	執筆者
日本版金融ビッグバンの評価	二上	ドイツ取引所の上場制度再編	二上
中国の証券行政	王	ーノイエ・マルクト消滅の意味するものー	
ー中国版SEC(中国证券监督管理委员会)の誕生ー		機関投資家とオルタナティブ投資	三木
外為取引の減少と電子取引	伊豆	ITバブル期の米国企業金融	伊豆
№1607 (2002.6)		№1616 (2003.3)	
資産管理型営業の再考	二上	中国株式市場の問題点について	王
中国の個人投資家	王	わが国の最良執行の現状について	三木
投資顧問業者の注意義務について(1)	三木	スーパーモンタージュ導入の影響	吉川
ー運用機関の受託者責任よりー		ーナスダックによる予備的分析ー	
№1608 (2002.7)		№1617 (2003.4)	
家計の金融資産を取り巻く状況	二上	東証、上場廃止基準を強化	二上
投資顧問業者の注意義務について(2)	三木	ー急がれる上場廃止銘柄の受け皿づくりー	
ペイオフと地方公共団体の公金管理	清水	日本におけるディストレスト証券市場の現状と課題	松尾
№1609 (2002.8)		ナスダック・ドイチェラント	吉川
中国上場会社のコーポレート・ガバナンス原則(1)	王	ーナスダックの新たなヨーロッパ戦略ー	
トランジション・マネジメント	三木	第一次世界大戦前後のロンドン証券取引所	清水
ITバブル後の国際資本移動について	伊豆	№1618 (2003.6)	
№1610 (2002.9)		欧米証券取引所の国際化について	伊豆
ワン・ストップ・サービスの論点	二上	欧州委員会による株式決済市場改革	吉川
中国上場会社のコーポレート・ガバナンス原則(2)	王	不正会計事件後のSECによる格付会社調査	清水
ユーロクリアとクレストの合併	吉川	№1619 (2003.8)	
№1611 (2002.10)		オプション取引の社会的意義と投資家保護	二上
証券代理店構想について	二上	マイカル社債のデフォルトと個人向け社債処理の問題点	松尾
社会的責任投資とエコファンド	三木	米国の「双子の赤字」と国際資本移動	伊豆
スーパー・モンタージュ導入とECNのビジネス	清水	クリアネットとLCHの合併	吉川
		ーユーロネクストのロンドン証券取引所包囲網ー	
№1612 (2002.11)		№1620 (2003.10)	
中国株式市場の機能について	王	株券不発行制度の導入	二上
機関投資家と株券貸借取引	三木	ー変貌する有価証券制度ー	
「第二期グローバル化」論について	伊豆	米国のDIPファイナンス制度と現状	松尾
№1613 (2002.12)		株価指数とは何か	吉川
市場間競争と証券取引所	二上	ーMSCIジャパニ指数先物の取引停止ー	
中国のQFII制度の導入	王	地域通貨の機能は何か	清水
シングル・ストック・フューチャーズ	吉川	№1621 (2003.12)	
ーアメリカにおける個別株先物の導入ー		発展途上国の株高の背景について	伊豆
№1614 (2003.1)		ユーレックスvsシカゴ	吉川
日本の産業・企業再生の行方	二上	ーユーレックスのアメリカ市場参入ー	
日中の経済関係について	王	アメリカの市場情報課金のあり方について	清水
米国のストックオプション制度とその問題	三木	ー市場情報に関するSEC諮問委員会レポートよりー	
初期のロンドン証券取引所	清水	№1622 (2004.2)	
		税制改革は債券市場に如何なる影響を与えているか	中島
		ー平成11年以降の債券税制改革についてー	
		施行を前にした証券仲介業制度	二上
		国際銀行業の(ローカル化)について	伊豆
		インターナショナル・セキュリティーズ・エクスチェンジ	吉川
		ー急成長したアメリカの電子オプション取引所ー	

(財)日本証券経済研究所の ホームページのご案内

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

Contents

JSRIについて	証券年表
TOPICS	証券関係文献目録
出版物案内	大阪研究所
講演会録	LINK集
証券図書館	証券経済学会

JSRIについて

当研究所の概要や事業活動を紹介しています。

TOPICS

「21世紀の証券市場懇談会」をはじめ、当研究所等に関する最近の動向や新刊書の案内等を掲載しています。

出版物案内

「証券レビュー」及び「証研レポート」の最近5カ月分の全文とともに「証券経済研究」の各論文要旨を掲載。また、定期刊行物のバックナンバー一覧、単行本の内容紹介と目次もご覧いただけます。

講演会録

平成12年12月以降に開催した講演会録をお読みいただけます。

証券図書館

証券図書館の利用案内や受入新着資料（最近3カ月分）を紹介しています。

証券年表

1996年から2000年までの記事を「証券」「金融」「一般」に3分類し、日付ごとに記事の一覧ができるとともに、探したい用語を含む記事の検索もできます。2001年以降については編集出来次第、逐次、月単位で追加する予定です。

証券関係文献目録

2000年に発行された単行本、雑誌の証券関係の文献を分類、文献名、著者名により検索ができます。

大阪研究所

大阪研究所に関する情報を掲載しています。

LINK集

他機関のウェブ・サイトにリンクして官公庁、証券関連機関、国内外のシンクタンク、全国の大学、各学会、図書館、出版社、報道機関、国際機関・主要国金融監督当局等、調査・研究に関連のあるサイトに容易にアクセスできるように設定しています。

証券経済学会

当研究所が事務局を引き受けている「証券経済学会」に関する情報を公開しています。学会の紹介、大会・部会のお知らせ、入会案内、機関誌の紹介・バックナンバー等を掲載しています。

証券図書館

証券・金融・経済関係の資料をご覧になりたい方はどなたでも、ご利用いただけます。

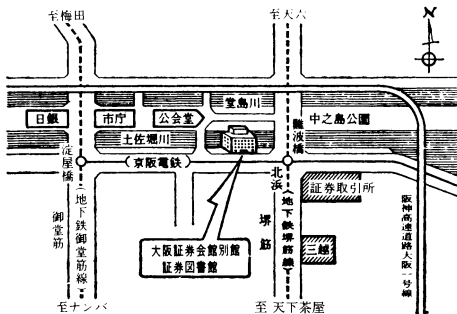
所在地 大阪市中央区北浜2-1-5 大阪証券会館別館5階
TEL (06) 6201-0062

開館時間 午前9:30 ~ 午後4:30
土曜、日曜、祝日、年末、年始および館内整理の日は休館します。

図書 証券（経済、制度、取引法）関係の専門書をはじめ、金融、財政、経済、経営、会計関係の図書および、年報、年鑑、上場会社の社史等を集めております。

雑誌 取引所、協会、証券会社、銀行、官庁、大学等の刊行物、一般雑誌、産業関係資料ほか、海外の新聞、雑誌等を集めております。

(みなさんのご利用をお待ちしております。)



道順

1. 地下鉄（御堂筋線）淀屋橋駅下車、京阪地下道徒歩約7分で大阪証券会館別館地下連絡口（23番出口）へ。
2. 地下鉄（堺筋線）北浜駅又は京阪北浜駅下車すぐ。

証研レポート第一六三三号
二〇〇四年四月十二日発行

(偶数月第二月曜日発行)

昭和五十二年十一月十一日第三種郵便物認可

2004年4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)