

No.1632

2005年10月

コーポレート・ガバナンス論の回顧と展望 ニ上季代司(1)

ロンドン証券取引所の買収問題

吉川 真裕 (25)

欧州における債券電子取引の動向 ~シティグループ社によるMTSでの債券大量売買をめぐって~ 横山 史生 (40)

財団法人 日本証券経済研究所 大阪研究所

コーポレート・ガバナンス論の回顧と展望

二上季代司

はじめに

題関心は、バブルの時期に企業経営者の過剰投資をなぜ防げなかったのか、バブル崩壊後の不況下で過剰資本の きもあって、九〇年代初頭から日本企業のコーポレート・ガバナンスが盛んに論じられるようになった。その問 るインセンティブと規律の面で問題があるのではないか、ということであった。 バブル崩壊以降の経済不況を「コーポレート・ガバナンス(企業統治) (リストラ) を進めるべきところ、なぜそれが遅々として進まないのか、その理由として企業経営者に対す 不在のガバナンス不況」と指摘する向

監査役会など会社機構における権力配分や経営者の選抜方法・報酬制度などを整備することで経営者に効率経営 ス・フォーラムが定めたコーポレート・ガバナンス原則(一九九八年)があげられよう。この原則は、 へのインセンティブと規律を与えようとするもので、いわば「内部コントロール」のあり方を提唱したものとい その後、議論は集約の方向に向かうのだが、その到達点のひとつとして、例えば日本コーポレート・ガバナン 取締役会、

比率上昇など、重要な外部ステークホルダー るなかで、九〇年代末ごろより企業買収が活発化するようになった。さらに敵対的買収も散見されるようになり、 ところが、 九〇年代後半に入り経済不況と銀行危機 (利害関係者) であったメインバンクや株主構成のあり方が激変す (一九九八年)の深化、 株式持合いの解消と外人持ち株の

それへの防衛策も講じられるようになった。敵対的買収は外部株主が経営者の交代を迫るもので、経営効率化へ の防衛策など「外部コントロール」のルール整備に関する議論がわが国でも本格的に展開される段階に入ったと の外部規律のひとつである。株式市場の持つ企業支配権市場としての機能が顕在化するとともに、買収およびそ

いえる。

たいと思う。 介し、外部コントロ そこで、以下では、 ールに限ってではあるが日本におけるコーポレート・ガバナンス論の回顧と展望を行ってみ 日本企業の外部コントロールに関する有力な学説とそれを巡って展開されてきた研究を紹

1 メインバンクによる状態依存ガバナンス論

彦、以下、青木説と呼ぼう)と呼ばれるものである。それはおよそ、以下のようである。 日本企業の外部コントロールに関する従来の「通説」は「メインバンクによる状態依存ガバナンス」(青木昌

- これが企業支配権市場としての株式市場が持つ規律機能といわれるものである。 株を買い占めて支配権を握り現経営者を放逐して企業経営の効率化を図ろうとする乗っ取り屋が現われる可能性 が高まる。そういった乗っ取りの脅威自体が、現経営者に規律を与えモラルハザードを抑止する効果をもたらす。 一)すなわち、 アメリカでは、企業経営が非効率だと株主は持ち株を売却する。すると株価が下がるので、
- 外部株主からエントレンチメントでき(Entrenchment、塹壕に入って身を隠すことができ)、内部出身者で固め た経営者は従業員と一体となって、いわば「企業インサイダー」として企業経営権を握ることができる。こうし わが国では株式の持合いによって乗っ取りが起こりにくくなっている。その結果、

ガバナンスは移動するわけである。 ダー」が経営権を握っているが、 この学説によれば 者の責任ではない要因)によるものか、企業経営の失敗から来ているのか、また救済に値するのか否か、を判別 が介入して経営権を取り上げる、というわけである。メインバンクは最大の債権者かつ最大株主として他 ジュなどモラルハザードの危険性も高まる。ところで、それが行きすぎて財務状態が悪くなると、メインバンク 特殊的技能の蓄積に努力を傾けさせるメリットがある反面、 することができ、経営者を交代させるか否か、救済するか倒産させるか、殺生与奪の権をにぎる。 できるの てわが国では敵対的買収の恐れなく、経営者(および従業員)は安心して企業コントロール権を確保することが 株主に代わって当該企業を監視し だが、このことは、 日本企業のガバナンスは双対コントロール 従業員が企業に長期にとどまって(終身雇用)、研修・QC活動その他 財務悪化のときには経営権がメインバンクに移る。 (委任されたモニター)、この財務状態の悪化が環境悪化 怠業、 (Dual Control) であり、平時には 経営者による過剰投資、 企業財務の状態に依存して リストラのサボター 以上のように、 (すなわち経営 の形で企業

従えば、それは金融当局と金融規制であるという。すなわち、金融規制 と規律はどこからくるのか。そもそもモニターであるメインバンクの監視役 企業に対してはリスクを避けて慎重にモニターを行うというわけである。また金融当局は検査を行ってメインバ ができる。 って自身が破綻すればフランチャイズバリューを失ってしまうので、そうならないようにメインバンクは取引先 それでは、 このレントは金融規制が続く限り将来にわたって約束されるものであるから、 (超過) (利潤) メインバンクが、 が生じ、 金融取引の最大シェアを占めるメインバンクはそれを最も多く刈り取ること 当該企業をモニターし、 場合によっては救済しようとするインセンティブ (金利規制や参入規制など) によって銀 (モニター) は誰なのか?この説に IJ スクのある行動に走

済しようとして傷口を大きくし取引先と運命を共にするリスクの高い行動をとる可能性があるので、 ンクを監視し、「レント」を左右する規制手段(店舗行政など)を行使してメインバンクに規律とインセンティ ブを与えると言うわけである。(もっとも、 レントが大きすぎるとこれとは逆に、倒産整理させるべき企業も救 レントは大

きすぎても、小さすぎても良くないともいわれる)。

視のインセンティブを低下させ、メインバンクによるガバナンス機能を弱めた原因であるとされる。そこから、 市場に流れ、メインバンクは取引関係が薄くなってモニターしにくくなった、第二にレントが縮小したことによ ルバンク化)がなされるわけである。 メインバンクに証券業務も併営させれば監視機能の低下が食い止められるのではないかと言う主張(ユニバーサ って維持する価値のあるフランチャイズバリューが小さくなった。以上が、メインバンクの監視能力と慎重な監 「四)一方、バブルの時期と重なった金融自由化によって、第一に社債市場が拡大、 大企業の資金調達

2 メインバンクは企業経営の効率化に寄与したか?

すべてをサーベイすることはできないが、最近になればなるほど否定的な実証分析が多くなってくる。 以上が、筆者の理解する青木説の内容であるが、これに対して賛否両論の実証分析がいくつもでている。その

(1)メインバンクはエージェンシーコストを低下させるか?

その審査結果として融資行動を行うとすれば、メインバンクの融資・株式保有の動きは他の債権者へのシグナリ まず、メインバンクは他の債権者から委任されたモニターとして、 当該企業の事業内容・財務状態等を審査し、

果では、資金制約の緩和効果は認められるにしてもきわめて小さい、とされる。しかし、これらの実証結果は直 で現われる。これを肯定的に実証したものとして、星ほか、広田・池尾などがある。他方、岡崎・掘内の実証結(②) ング効果となって、いわゆる「エージェンシーコスト」を低下させることにつながる。このことは、現象的には
(6) とりわけ資金使途をチェックし、 接には資金制約緩和の有無を調べているのであって、メインバンクが取引先企業をモニターしているかどうか、 メインバンク関係が強固な企業では「内部資金制約= 監視しているかどうかを検討したものではない。 (投資額は内部資金に限定・制約される)」を緩和する形

(2)メインバンクは本当にモニターしていたのか?

績が悪化すると経営陣の交代が見られること、平時においても日本ではアメリカに比べ利害関係者とりわけメイ ど、モニター手段がいくつもあることを指摘している。またカプランとミントンの実証研究は、日本でも企業業 ンバンクからの役員派遣が多いことが指摘されている。これは、この学説を裏付ける分析であろう。 つぎに青木説は、メインバンクは、 ①取引先企業の決済口座集中 (資金繰り状況のモニター)、②役員派遣な

他方、マーク・シャーは、 銀行派遣役員は当該銀行自身における終身雇用・昇進制度を維持するための退職行

びに投資が良好な財務状態に帰結するよう融資先を監視するという機能を十分に果たしていなかったことを明ら 摘し、この学説は銀行間競争が監視機能を破壊することを看過していると批判する。また日高 員の受け皿にすぎないこと、取引先渉外係も監視役ではなく銀行商品を販売するセールスマンであること、と指 長期の鉄鋼業と石油化学工業をケーススタディとして取り上げ、メインバンクが投資プロジェクトの収益性なら ・橘川は、 高度成

かにしている。高度成長期には、「企業集団ごとのワンセット主義」(宮崎義一)と呼ばれたように、六大企業集

団が各産業ごとにワンセットずつ企業を配し、それら企業集団間で収益性無視の激しい過当競争を繰り広げ、 インバンクはその資金繰りをみてきた、というのがこれまでの通説であったはずである。

メ

(3)メインバンクは企業効率性を高めたか?

無駄に使うのではないか、という「フリーキャッシュフロー」問題が深刻化する。 という疑念が生じてくる。とりわけ、 そこで、むしろ、メインバンクは過剰融資を推進したのではないか?企業効率性をむしろ低めたのでは 高度成長を過ぎ企業内部に余剰資金が蓄積されてくると、 経営者はそれを

労働分配率を押し上げ、企業価値を低めること、そうした条件下で投資が続行されていることは、メインバンク 規律づけは一九八二年度には認められず、一九九〇年度では逆に効率性を低下させる方向に働いたこと、 成長企業においてメインバンクは有意に過剰融資をおこない企業経営を非効率化させたと主張している。 広₍₁₂ 田¹² 佐々木は九二年~九七年のデータを用いて、(3) [は一九八三~八五年および九一~九三年のデータを用いて両時期を比較。メインバンク関係による経営の 外部株主のモニタリングが弱く、メインバンク関係が強い また米 特に低 ほど

が過剰投資を誘発し、 九○年代に入れば、不良債権問題が深刻化し、しかもリストラは遅々として進まず、むしろメインバンクがそ 企業価値を低めていることを意味する、としている。

視機能は働いておらず、メインバンクは企業経営の効率性向上にはじめから寄与していなかったと言うのか、そ 目点は、九〇年代以前において監視機能は働いていたが、その後は低下した、というのか、それとも以前 れを支えるといったケースが散見されたのであり、メインバンクに否定的な実証分析が現わ 青木説でも、メインバンクの監視機能は九〇年代に低下したことを認めているのである。 れるのは むしろ注 わば当

のどちらか、ということであろう。

投資を誘発したが、 機能したとはいえないこと、 年度)についてTFP(全要素生産性)を被説明変数とし、 の結論を導き出している。これは前者に近い。これに対し、 に与える効果を実証分析している。その結果、 (集中度、 宮島 について、 ・蟻川 外資比率)を説明変数とする計測を行っている。 融資依存度、安定株主比率、 斎藤は、 同じ金融緩和期にあった一九七五年前後の過剰流動性期には過剰投資はみられなかった、 中核的な製造業を取り上げ、 メインバンクによるモニタリング効果も認められないこと、ではガバナンス機能を メインバンク関係等が内部資金制約、 メインバンクおよび株主安定化は八○年代後半のバブル期 過剰流動性期 その結果、 堀内・ 株主構成、 ・花⁽¹⁵⁾ は、 (一九六七~七五年) とバブル期 株主による規律は部分的で、 負債比率、 公開企業全社 メインバンク関係、 フリーキャッシュ (一九七〇~二〇〇〇 長期: フロ (八四~九 市場競争 的 に過剰 1 には 間 題

経済に入った日本経済において、 否定的な実証 フリーキャッシュフロ 以上のように青木説は、 分析の方が多い。 ー問題の解決」には否定的だ、とする分析が多い。 それほど強固な説でもない。 メインバンクは ユニバーサルバンク化によってメインバンクの監視機能を復活させると言う構 「内部資金制約の緩和」に有効であるという分析は多い 各論点について賛否両論あり、 したがって、高度成長期以降、 企業効率性向 上に対して 一方、 成熟

当てにならないシナリオといえそうである。

バナンス機能を全面的に否定するものである。

発揮してきたのは何かといえば、市場競争であった、

と結論付けている。これは後者に近く、メインバンクのガ

3 株式市場のガバナンス機能

権市場としての機能が顕在化しつつある現在、 かたについて、どのように展望すれば良いのか。 株式持合いがほころび始め、 外人投資家持ち株比率の上昇等の変化によって、 今後のコーポレート・ガバナンスとくに外部コントロ 株式市場 の持つ企業支配 1 j 0) かり

(1) その変遷

だけをあげているが、それだけではないだろう。 効率な企業への資金供給を制約するし、安定株主の持ち株評価損益を左右する。安定株主といっても全くのサイ レントパートナーというわけではない。 ·持ち株の採算性確保」が期待できることが前提である。もし、これらが揺らいでくれば、安定株主と言えども 青木説は、株式市場の持つガバナンス機能として、無能な経営者から有能な経営者への「企業支配権」の移動 相互持合いによる「自社への乗っ取り防衛の確保」、「取引関係の安定化」、 株価の持つシグナリング効果は、 資金調達の難易にリンクし非

株は売却される。持合いは解消されるのである。

ば、 らず人為的な増資ストップ(一九六五年)に至ったのは、共同証券や保有組合など人為的な株価下支え機関が作 ていないという指摘が多かったが、むしろこの時期の株価形成は優先募入オプションのついた擬似確定利付証券 高度成長期とりわけ一九六五年の証券恐慌前までは、 その時点で増資は不可能となり、 いれば、 合理的であった、との指摘がある。(16) 資金調達難から過大な投資に歯止めがかかったはずである。 実際、 六三年以降の過大増資は株価を下落させ、 株主割当額面発行のため、 増資に価格メカニズムが 額面を割りこめ これがそうな

られたからである。

七一年以後、 株価へつながっていくと言う。 例えば奥村は、株式相互持合いは、 率となっていく。七一年からの過剰流動性期に法人買いが始まり、 るが、これがそうならず、その後も高位安定し、むしろ右肩上がりで上昇していったのである。この点について カニズムが機能しなかったという。 そして、皮肉なことに価格メカニズムが働くとされた時価発行増資形態への移行以後、むしろ株価形成は非効 通常であれば、法人買いが一段落 池尾はバブルの時期には、資本市場が非効率的であったため銀行に代わって監視すべき資本市場の価格 当該企業と幹事証券が主体となって銀行を受け皿とする株価管理へと変わって行くのである。ちな 持合い株の採算性維持手段は、 相手に自社株を持ってもらう以上、 (七三年)すれば支配権プレミアムは剥げ落ちて株価は低落するはずであ 当初は業界他社並みの「安定配当」であったが、 支配権プレミアムを伴って株価は 株価を維持する道義的義務が生じ、 上昇してい

にしても、 むしろ過大投資を誘発するものに逆転していく。 価格メカニズムによる「増資の規律」は機能していたのである。それが、七〇年以降、 株式市場の持つガバナンス機能のうち、企業支配権移動としての機能は持合いによって阻止された 形骸化してい

(2) 現状

では、バブル崩壊以後はどうなっているの 増資の規律」 株式市場のガバナンス機能が期待される時期にきたと言えよう。 は復活したと考えられる。また持合いの解消によって企業支配権市場としての機能も顕在化し か。 株価 の大幅かつ長期にわたる調整を経て、 価格メカニズ

株式市場のガバナンス機能について考慮すべき点がいくつかある。まず「増資の規律」は高度成長

期と同じものとは言えなくなっている。 配当の方が なるのだが、 額を上回ってい 昭 和四 〇年以降、 る。 増資の難易がただちに資金調達ひいては投資実行を左右する絶対的なものでは無 自己金融力が高まり、 株価形成が効率的である限り、「資本コスト」が投資実行の切捨て率と 貫して(バブル の時期を除いて) 年間の増資よりも

くなっているのである。

特殊的技能の蓄積に励んで来たことは認められるところである。 る。 することは十分に考えられる。 他方、 株主安定化工作が野放図な企業買収を阻止し、それによって従業員が安心して企業に長期にとどまって企業 間にあった 企業支配権市場 「暗黙の契約」を破棄し、 の顕在化により、 日本経済の強みとされてきた長期雇用の 従業員が期待していた報酬や雇用機会を削減して配当にまわそうと 乗っ取り屋が、経営権を掌握し、従業員と現経 メリットが失わ る恐れ

者となることが期待される。 営の非効率性は 誘発してきたのであって、ここ数年に見られた、 再編・合併を行いやすくなっている。 が必要であるのはもちろんであるが、友好的な企業買収を促進させる観点から、株式をブロックで持つ準内 れなければならない。 るステークホル (取引先、 したがって、 メインバンクなどの安定株主) 野放図な乗っ取りを阻止しつつ、なおかつ株価の持つシグナリング効果が既存株主をはじめとす モニター能力のある機関投資家によってチェックされ、それが株価に反映される仕組 ダーに企業経営効率化へのプレッシャーとなる仕組みが必要となる。このように見ると、 透明性のある会計制度、 実際、 企業集団の核となってきた都市銀行の再編統合によって、 企業集団のワンセット主義は産業ごとに多数の企業を配置させ過当競争を がサイレントパートナーにとどまることなく、 監査制度が必要不可欠である。さらに企業買収と防衛策の 鉄鋼業、 半導体、 石油産業、 セメント、 事業再編 紙パルプ等での産業再 系列を超えた事業 のため み が整備さ 企業経 0) ル 仲介]部者 ルル

協力によって行われたことは今度の参考になるのではなかろうか。 編成は不可避であった。そうした事業再編、産業再編の主導が、乗っ取り屋ではなく、経営者自身と準内部者の

注

- 1 渡辺茂・山本功「日本企業のコーポレート・ガバナンス」『財界観測』一九九二年九月。
- 2 ここで提唱された原則としては、取締役会の構成 る指名・報酬・監査委員会の設置)、取締役会と執行役員会との分離、取締役会会長と業務最高責任者との分離、 (社外取締役の登用)、 取締役会の機能向上 (社外取締役を過半とす 監査
- 3 『経済システムの比較制度分析』東大出版会、一九九六年、七、八、九章など。 青木・ヒューパトリック編『日本のメインバンク・システム』東洋経済新報社、 一九九六年、 四章。 青木・奥野編

役会の構成

(社外監査役の登用) などがある。

4 もっとも、アメリカでも八○年代後半、買収防衛策として多くの企業でポイズンピルが導入されたこと、また多くの 州会社法に『社会的責任規定』が盛り込まれ、経営者は支配権が変動する時には、 の規制緩和とコーポレート・ガバナンス』中央経済社、二〇〇〇年)とされたため、敵対的TOBは後退していった。 地域住民などステークホルダーの利益極大化にも配慮して経営者が能動的に対処すべきこと(森田章『会社法 短期的な株主利益だけではなく従

このため、これに代わるガバナンス手段が模索され、その有力候補として年金基金など機関投資家による「アクテビ

5 レントによる将来収益を資本還元したものはフランチャイズ・バリューと呼ばれる。

ズム」が浮上することとなる。

6 資金の出し手(銀行・株主)を本人=プリンシパル、その利用者(経営者)を代理人=エージェンシーとすれば、本

- 人は代理人の信用状態そのほかの情報を十分、把握していないため、その分だけ資金供給に際し利率を高めたり、
- もそも資金を供給しないなどのコストが発生する。これをエージェンシーコストと言う。
- 7 Hoshi, Kashyap & Schafstein, "Corporate Structure, liquidity, and investment; Evidence from Japanese industrial groups", 金融分析』東大出版会、一九九二年)。 Quarterly journal of economics, 106, 1991. 広田・池尾「企業の資本構成とメインバンク」(堀内・吉野編『現代日本の
- 8 岡崎・堀内「設備投資とメインバンク」(堀内・吉野編『現代日本の金融分析』東大出版会、一九九二年)。

Kaplan & Minton, "Appointment of outsiders to Japanese boards; Determinants and implications for Managers", Journal of

Financial Economics 36; 2, 1994, Oct

9

- 10 マーク・シャー、奥村宏監訳『メインバンク神話の崩壊』東洋経済新報社、一九九八年。
- 11 日高・橘川「戦後日本のメインバンクシステムとコーポレートガバナンス」(東京大学社会科学研究所『社会科学研究』
- 四九卷六号、 一九九八年)。

12

広田「日本の金融・証券市場とコーポレート・ガバナンス」(橘木・筒井『日本の資本市場』日本評論社、

一九九六年

- 13 米澤・佐々木「コーポレート・ガバナンスと株主価値」『証券アナリストジャーナル』二〇〇〇年九月。
- 宮島 ・蟻川・斎藤「日本型企業統治と『過剰』投資」『ファイナンシャル・レビュー』 六〇号、二〇〇一年一二月。

14

- 15 堀内・花崎「日本企業のガバナンス構造」日本政策投資銀行設備投資研究所『経済経営研究』二四巻一号、二〇〇四
- 16 井手正介「戦後日本の株価評価基準の回顧と展望」『証券アナリストジャーナル』一九九二年一二月。

- 17 この時期には、配当よりも増資額のほうが多く(川合一郎「昭和四〇年以後のわが国証券市場の構造変化」同編『日 本の証券市場-――証券恐慌以後』東洋経済新報社、一九七九年)、日本経済全体としてもいわば、「増資による規律」
- 18 19 奥村『株価はこうして決まる』ダイヤモンド社、一九七九年。

が機能していたのである。

池尾「財務面から見た日本企業」(貝塚・植田編『変革期の金融システム』東大出版会、一九九四年)。 (にかみ

きよし・客員研究員)

NYSE外国株市場の最近の動向について

伊豆

久

はじめに

ものの、その分だけ、バブル崩壊の痛手も大きかったのである。ところが一昨年を底に、市場は再び拡大に向か にその後、低迷が続いていた。九○年代はエマージング・マーケット・ブームやM&Aブームの追い風を受けた っているようである。 NYSE(ニューヨーク証券取引所)の外国株市場は一九九〇年代に急速に拡大したが、二〇〇〇年をピーク

を含む)に占める比率も上昇している(図3)。 った変化も生じており、NYSE外国株市場は、また新たな転機を迎えているように思われる。 1、図2)、売買額を見ると、今年は、二〇〇〇年を上回るペースで増加しており、NYSE全体(米国国内株 上場外国企業数を見ると、九○年代の活況のあと、現在に至るまで市場の伸び悩みは明らかであるが 同時に、市場に占めるBRICS銘柄のウエイトが高まるとい 図 1 |

- 一九九〇年代の上場ラッシュ

本稿ではこうしたNYSE外国株市場の動向を紹介することとする。

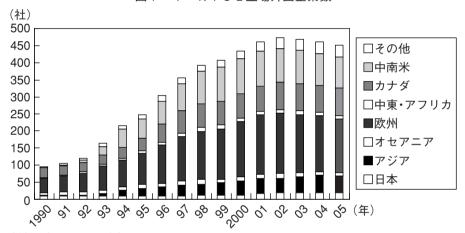
4ず、九○年代の市場の拡大について確認しておこう。 (⊥)

従来、

米国に上場する外国企業は、歴史的地理的に密接な関係にあるカナダとイギリスの企業を中心とする、

n る 上回る率で増加 増大しており 域別内訳を見ると、 ごく一部に限定されて ップとなったことがわか リスを越えてシェアでト 欧州企業も全体の伸び を占めている)、 が二〇〇二年には二一 すぎなかった中 九〇年には全体 米企業のシェアが急速に 〇年代半ばにかけて中 ら急増し始めた。その が示すように九〇年 たのであるが、 0 地域 図 1 2 0 0 の N Y S E 上 場 (その結果 ii の 図 南米企業 それ ② 大陸 ① 九 イギ % 頃 % 舭 南

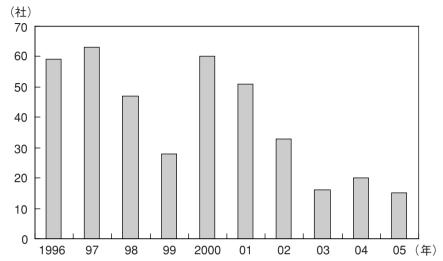
図1-1 NYSE上場外国企業数



(注) 05年は9月20日時点。 (出所) NYSE資料 (Fact Book, www.nvse.com) より作成。

図1-2 外国企業の国・地域別分布 1990年 2002年 □カナダ 3% 3% ■英国 3% 7% 7% ■大陸欧州 17% 4% 9% □中南米 2% 9% 30% 11% ■中東・アフリカ 2% □日本 1% 21% 20% 26% ■アジア 25% ■オセアニア □その他

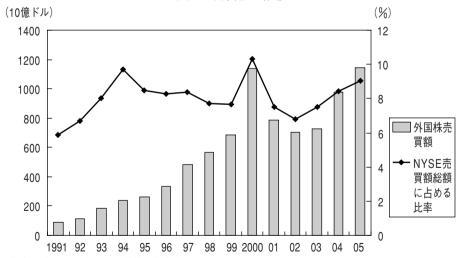
図2 新規上場企業数



(注) 05年は9月20日までの数値。なお、図1-1の上場企業数の変化とのズレは、新規上場による増加の他、上場廃止による減少があるため。

(出所) 図1に同じ。

図3 売買額の推移



(注) 05年は8月末までの数値を年率化。

(出所)図1に同じ。

増加の背景は以下の通りであった。

の場合、米国と母国の時差が小さいことも好都合であった。母国で発信される開示情報や経済情報にリアルタイ 米国の投資銀行からすると、民営化におけるアドバイス業務から米国でのIPO・上場の主幹事までつながるこ 業からすると母国市場の規模は十分とは言いがたい。そこで米国市場が上場の受け皿となったのである。また、 として、石油、運輸、 的な引締め政策と同時に、ミクロ的な各種規制緩和政策、 れを象徴する現象であった。 らである。その上、FRBが当時、 うした民営化ビジネスは、途上国進出の絶好の足がかりとなった。さらに米国の投資家からすれば、 いわゆる「エマージング・マーケット・ブーム」が到来したのである。中南米企業のNYSE上場ラッシュはそ ムでアクセスすることが可能であり、 キシコをは じめ中南米諸国は、八二年の債務危機以降、 通信、 銀行など多くの国営企業が民営化されたのである。ところがそうした巨大民営化企 不況・金融不安から低金利政策をとったこともあいまって、九〇年代前半、 かつ重複上場している母国市場の動向を見ながら売買することができるか 経済の自由化・市場化が推進された。そしてその一環 IMF主導の経済改革を進めたが、そこではマクロ 中南米企業

が、 外国企業が米国市場での上場を目指す理由は、 その一方で、 時期の欧州企業の最大の目的は株式交換によるM&Aおよびストック・オプションの実施・導入であっ 欧州企業の米国市場上場も大幅に増加したが、その理由は中南米企業とは全く異なる。 資金調達や株主ベースの拡大、米国での知名度の向上などである 般的に

の対応策の一つとして、世界最大の市場である米国へと積極的に進出したのであるが、その際の主たる方法は すなわち、 九〇年代半ばから後半にかけて、欧州企業は、EU統合・ユーロ導入にともなう競争圧力の高まり

た。

収であ 須条件となったのである。 (2) 員に ショ 子会社 てお 存 る。 の上 には 玉 急増したのであるが、そこでは、 る目的として米国市 オプションとい 祩 芾 % 以 このように、 にスト 上のような理 場 を超えている。 欧州を中心とする外国 ンにつ かねばならな 主に 昇を背景に株式交換による買収が多用されたの 買 収 0 工場 ッ 自社株式を交付する前 上 総額に ιV ク 場 ても その 等 しておくことが前提となる。 · う、 欧州 才 Ó 占め 由 13 結 同様である。 新規設立ではなく、 場 ショ 果、 企業の 株式を現金代わりに使うことを主た からである。 しかしそのためには、 る株式交換の比率はピ 0) 中 ンを付与するために 図 上場を求め 湯合、 南米と欧州から 企業による米国 4 が 進 に 示すように また、 出先 株式交換やスト ITブー 換金 たのである。 既存米日 買収先企業 ス 0 Ó } 機 ・ム下で 企業 米 自社株式 上場が増え、 も上 会を 九 菌 ツ 玉 ク ク 0 企 企 \bigcirc 時 場 用 業 0) 買 年 業 ク を米 0 で 株 代 が 才 収 0 意 0) あ 曾 必 社 既 補 プ Ŧī.

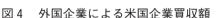
九〇

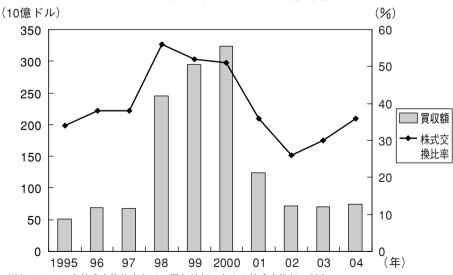
年には上

場外国企業九六社のうち、

英国

(二四社





(注) ここでいう株式交換比率とは、買収総額に占める株式交換額の割合。 (出所) JPMorgan, ADR Reference Guide, February 2005.

とカナダ(二八社)で全体の五四%を占めていたが、上場企業数が最大の四七三社となった○二年には、英国 (五一社) とカナダ (七九社) 二国のシェアは二七%、代わって中南米 (一〇〇社) と大陸欧州 (一二六社) で

2 ITバブル後の低迷

四八%を占めるに至ったのである。

しかしながら、二〇〇〇年を境にこうした状況は一変する。

ITバブル崩壊による株価の低迷によって、新規上場や売買額が伸び悩むのはやむをえない面があるが、その

その一つは、 米国国内の制度改革が上場コストの引き上げにつながったことである。

ITバブル崩壊の過程で露呈した企業不祥事をきっかけに、九二年七月に企業改革法(サーベンス・オクスレ

ほかにもいくつかの要因が重なった。

で増えると言われ、米国への上場を避ける動きが広まったのである。実際、欧州企業ではドイツのポ 員会の設置の義務化などを盛り込んでいる。これにより、 ー法)が成立したが、同法は、決算書に虚偽があった場合の経営者への罰則の強化、社外取締役からなる監査委 企業は事務的なコストのほか、監査費用が数億円 ルシェなど

およそ一五社(六〇社にのぼるとの見方もある)が、日本でもオムロンや富士写真フイルムなどが米国市場(ナ

また九〇年代の上場ブームを支えた二つの地域に関しても大きな変化が生じた。

スダック等を含む)への上場計画を撤回している。

て多くの国営企業が民営化され、その他民間企業とあわせて有力企業の米国上場が相次いだわけであるが、民営 中南米企業に関しては、何より民営化がひと段落したことがあげられる。八〇年代後半からの企業改革によっ

化にはおのずと限界がある。その上場ラッシュも九〇年代末にはピークを超えたと言えよう。

さらには上場廃止に踏み切るところも現れている。 ルの崩壊によって、欧州から米国への直接投資、M&Aそのものが激減したため、欧州からの新規上場は減少し、 欧 企業について言えば、 株式交換やストック・オプションは、 株価の影響を直接的に受けやすい。

3 BRICS企業の台頭

BRICS諸国のシェアの高まりである。 しかしながら、そうした全体的な低迷のなかでも、わずかながら、変化の兆しも生じ始めている。その一つが

すれば、五九社(○○年)から七七社(○五年)へと三一%も増加している(図5)。 図 1、 図2が示すように外国企業の上場は二〇〇〇年以降低迷が続いているが、BRICSからの上場に限定

また、外国株の売買額は、全体でもピーク時(二○○○年)の水準まで回復しているが(図3)、その中でも、

には八%台まで低下していたが、その後上昇し現在では一五%となっている。絶対額としては小さいが、 プレゼンスを占めるに至ったと言えるであろう。しかも九〇年代末はBRICSのなかでもブラジルが圧倒的な BRICS企業の伸びは目覚ましい(図6)。売買額で見たNYSE外国株全体に占める割合も、ITブー · ム 期

は直近の資金調達の状況を企業別に示したものであるが、台湾、香港、ロシア、インドといった国々の企業が目立つ。 まで戻っているが (図7)、そこでのBRICSのウエイトは○四年で七一%、今年前半で八○%に達している。表1 発行市場ではその傾向はさらに顕著である。DR (預託証書) による資金調達は、全体として九〇年代末の規模に シェアであったが、ここ数年は中国や台湾、ロシア、インドといった国々の比率が高まっている。

図5 <BRICs>企業の上場数

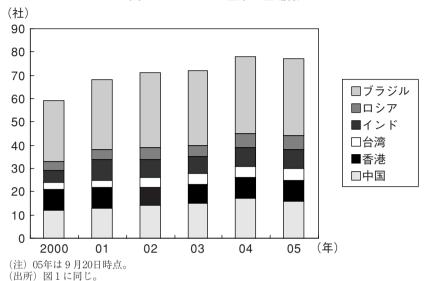
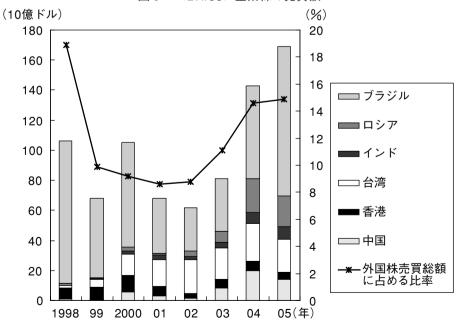
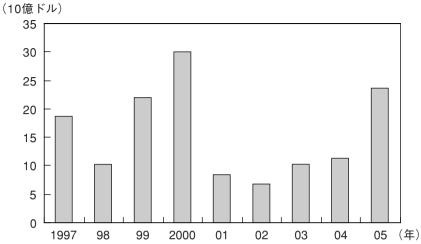


図6 <BRICs>企業株の売買額



(注) 05年の数値は6月までの数値を年率化。 (出所) 図1に同じ。

図7 DR (預託証書) による資金調達



(注) 05年の数値は上半期の数値を年率化。

(出所) Bank of New York, "Depositary Receipt Market Update: 2005 Mid-Year Review," 2005.

表1 DR (預託証書) による資金調達上位15社

(100万ドル)

2004年			2005年(上半期)		
企業名	国	調達額	企業名	玉	調達額
Mobile Telesystems	ロシア	1,729.6	Sistema	ロシア	1,556.8
Royal Bank of Scotland	英国	925.0	RHJ International	ベルギー	1,052.0
LG Philips	韓国	748.8	Royal Bank of Scotland	英国	1,000.0
Fubon Financial	台湾	519.5	Barclays Bank	英国	1,000.0
Cathay Financial	台湾	494.5	Infosys Technologies	インド	883.7
AU Optronics	台湾	480.0	Chi Mei Optoelectoronics	台湾	826.1
SMIC	香港	475.4	Pyaterochka	ロシア	687.2
Hutchison Telecommunications	香港	437.5	Evraz	ロシア	485.2
Hannstar Display	台湾	301.6	ICICI Bank	インド	466.3
Mechel Steel	ロシア	291.9	FEMSA	メキシコ	342.9
Braskem	ブラジル	281.5	Satyam Computer	インド	322.5
Powerchip Semiconductor	台湾	280.3	HDFC Bank	インド	300.0
Promos Technologies	台湾	271.4	Kumho Tire	韓国	295.0
China Telecom	中国	251.1	Hannstar Display	台湾	263.0
United Micorelectronics	台湾	204.3	Hon Hai Precision Indutry	台湾	258.4

(出所) Bank of New York, "The Depositary Receipt Market Review," 2004, 2005.

おわりに

欧州大陸へと広がったNYSEの外国株市場は、新興市場の拡大・深化にともなってさらなるグローバル化を遂 うとしているように思われる。従来の、英国やカナダといった限定された地域の企業のみの市場から、 く受けていたが、最近、 このように、NYSEにおける外国株市場は、 中国、インド、ロシアといった新興市場企業へと対象を広げることで再び拡大に向かお 九〇年代の急速な拡大から一転、ITバブル崩壊の影響を大き 中南米・

注

げようとしていると言えるであろう。

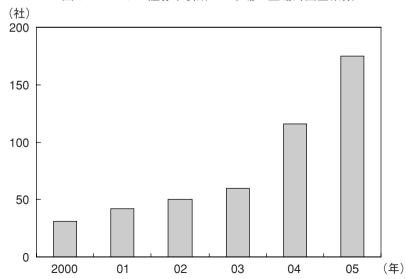
- 1 一九九〇年代の米国での外国株取引については、 融グローバリズム』東京大学出版会、二〇〇一年所収) 拙稿「ニューヨーク証券取引所の国際化について」(中尾茂夫編 金金
- 2 こうした上場目的は外国企業に限られず、よく知られているように、マイクロソフト社の主たる上場目的も、 達等ではなくストック・オプションの導入にあった。 資金調
- (α) "Sarbanes Oxley: Counting the cost," Euromoney, August 2005, p.23.
- 4 けているのが欧州市場である。特に、ロンドン証券取引所が開設するベンチャー向け市場 「欧州企業、米での上場敬遠」『日本経済新聞』二○○二年一二月一四日、「冷める米上場熱」同紙二○○五年四月七 T. Neville, "ADRs: Value trumps prestige?," Corporate Finance, July 2004. こうした米国市場回避の動きの恩恵を受 (AIM) への外国企業上
- 5 BRICSとは今後長期的な成長が見込めるとされるブラジル、ロシア、インド、中国の四ヵ国を指すが、本稿では、

場が最近急増しているが、その理由の一つは、米国の企業改革法だと言われている

(図 8)。

(いず ひさし・客員研究員)

図 8 ロンドン証券取引所AIM市場の上場外国企業数



(注)05年は8月末時点。 (出所)ロンドン証券取引所資料(www.londonstockexchange.com)より作成。

ロンドン証券取引所の買収問題

吉川真裕

この問題に対する調査を競争委員会(CC)に依頼し、CCによる七月の中間報告では現状での買収は認められ げたことで、 証券取引所に対する買収交渉の申請をおこない、ドイツ取引所も一月三一日に買収交渉の申請をOFTにおこな は進展し、 た。二〇〇五年一月二七日にドイツ取引所がロンドン証券取引所に対する買収提案の内容を公表したことで事態 ないものの、 よるロンドン証券取引所の買収審査結果が公表され、承認は留保された。ただし、OFTは問題の重要性に鑑み、 ストからもロンドン証券取引所に対する買収提案の意向が示され、両当事者の間で買収条件の交渉がおこなわれ ドイツ取引所による買収提案を拒否したことを公表した。一二月二〇日には旧パリ取引所を核とするユーロネク った。そして、二月九日にはユーロネクストも買収提案内容を公表したが、買収価格は明示されていなかった。 二〇〇四年一二月一三日、 ところが、三月六日にドイツ取引所が主要株主の反対を理由にロンドン証券取引所に対する買収提案を取り下 翌一月二八日には 買収観測は一気に後退した。さらに、三月二九日にはOFTからドイツ取引所とユーロネクストに クリアリング機関の問題が改善されれば買収が不可能なわけではないという判断が示された。 ロンドン証券取引所は一株五ポンド三〇ペンス(総額一三億五〇〇〇万ポンド)の ユーロネクストが買収提案内容を公表しないまま公正取引庁(OFT)にロンドン

報告書の中身を紹介し、今後の事態の推移を展望する。

本稿では、

ロンドン証券取引所の買収をめぐるここ一年の経過を振り返った後、OFTの報告書とCCの中間

1 ロンドン証券取引所の買収をめぐる経過

者の利益となり、成功見込みの高いものに買収提案を大幅に改善するためにドイツ取引所と交渉することで合意 ことに言及していた。 というアドバイスをアドバイザーから受けたことを買収提案の拒否理由として上げていた。 将来性と買収に伴うシナジー効果から見て提案価格が過小評価であること、 ド三〇ペンスの現金 を大幅に引き下げること、 したことも付け加えていた。 ○月末から二五%の上昇を示したが、一三日月曜日早朝、 二〇〇四年一二月一〇日金曜日にロンドン証券取引所の株価は五%上昇して四ポンド三〇シリングに達し、 使用通貨、 規制枠組みといった現在の市場構造を変更するものではないこと、 (総額一三億五〇〇〇万ポンド)による買収提案を拒否したと発表した。そして、 ロンドン証券取引所とクリアリング機関、 同日、ドイツ取引所も買収提案の事実を公表し、この買収が英独両取引所の事 ロンドン証券取引所はドイツ取引所からの一 セトルメント機関との現行契約を尊重する 取引所の統合が成功する保証がな イギリスの電子取引の しかし、 株主と利用 取引所の 株五ポン 利 用

が関係者の話という形で報じられ、雇用の減少や金融市場の縮小を心配してドイツ国内で反対論が生じていた。 員に買収後のドイツ取引所の役員ポストを提示していること、クリアストリームの売却は考えていないことなど 本部をロンドンに置くこと、 いたが、一二月二〇日の月曜日にロンドン証券取引所とユーロネクストが交渉の事実を認めたことにより、 ンドまで上昇した。その後、 二〇〇五年一月一五日、TCIファンド・マネジメントという英系ヘッジファンドがドイツ取引所の株式の 口 ンド ン証券取引所の株価は買収価格の引き上げを見込んで一二月一七日に五ポンド五六ペンスまで上昇して 各取引所からの正式な発表はなく、ドイツ取引所がデリバティブを含めた取引統括 ロンドン証券取引所のファース最高経営責任者(CEO)とホ ーウェル 財務担当役

かし、 収提案の中身がわからなければ賛否を決められないという圧力が高まった。また、買収価格の引き上げを検討す この提案が有効になるのは四月以降であることも明らかとなった。こうして株主の一部からもドイツ取引所の買 五%を獲得し、買収提案に反対するため、 な情報が提供されないことにもドイツ取引所の不満が高まっていた。 るためには F. イツの会社法では五%以上の株式を三カ月以上保有してはじめて臨時株主総会の招集を提案できるため、 口 ンドン証券取引所の内部情報の提供が欠かせないという要求に対してロンドン証券取引所から十分 臨時株主総会の開催を申し入れたことをドイツ取引所が発表した。し

等で説明会を開催し、 取引所が要請してきたことも明らかにした。さらに、ドイツ取引所はフランクフルト、ロンドン、ニュ 提案の中身を一月二七日に公開した。そして、買収交渉の内容を交渉の終了まで公表しないことをロンドン証券 求とロンドン証券取引所の対応の遅さに痺れを切らし、ドイツ取引所がロンドン証券取引所に提示してい 取締役会の支持がなければ株主に直接接触すること(敵対的買収) 含めて議論することを発表した。 ドイツ取引所のザイフェルトCEOは二〇〇〇年に生じた反独キャンペーンの経験からロンドン証券取引所の ドイツ取引所の株主やロンドン証券取引所の株主、 はないと言い続けていたが、自らの株主 市場関係者との間で提案内容の改善も 1 日 る買収 ーク

ドイツ取引所も一月三一日に買収交渉の申請をOFTにおこない、OFTは買収に伴う競争環境について市場関 を明確に越えておらず、 イギリスの公正取引庁 クストとの間で交渉を続けることも表明した。 ドイツ取引所が明らかにした文書では買収提案価格は五ポンド三〇セント以上とされており、 (OFT) にロンドン証券取引所に対する買収交渉の申請をおこなった。これを受けて、 ロンドン証券取引所は再びこの買収提案の拒否を発表したが、ドイツ取引所とユー 翌一月二八日、 ユーロネクストは買収提案内容を公表しないまま 前回 |の提案価格 ・ロネ

係者に意見を求めた。そして、二月九日にユーロネクストもようやく買収提案内容を公表したが、 買収提案価格

が示されないという異例の形であった。

取引 СЕО ドイツ連邦銀行の役員やフランクフルト市長、 営判断の問題として論じられていた。他方、ドイツでは国内の金融センター機能の低下や雇用の減少が心配され、 れ、 識が広く行き渡っていたこと、 た批判は見られず、あくまでロンドン証券取引所の将来性を過小評価した買収提案価格の問題として取り上げら よるものと考えられる。 これに対して、 所の会員総会では合併計画を推し進めた経営陣が批判され、ケイシーCEOが辞任するという事態にまで至った。 した大手銀行が中心であり、 の買収提案発表後には前回と異なる反応が両国で見られた。この反応の相違は、この間 合併計画立ち消え後に合併計画を推進したザイフェルトCEOの再任も混乱なくおこなわれた。ところが、今回 (証券業務をおこなえるユニバーサル・バンク)、 一○○○年の合併計画発表後にはイギリスで反独キャンペーンが起こり、合併計画撤回後のロ 垂直 った表現で質問に十分には答えなかった。 .所やユーロネクストを買収できない以上、 ば 前 .モデルを追及するドイツ取引所とはビジネス・モデルが異なるという主張はあっても、 回と同様に反対意見に耳を傾けず、 ドイツでは一部には反対の声もあったが、ブロイアー監査役会会長が監査役会で支持を取り付け、 イギリスでは金にものを言わせた買収であるとか、裏口からのユーロ導入であるとい ブロイアー監査役会会長が監査役会で反対を押さえ込んだという経緯が知られてい 両取引所が上場し、最終決定権を持つ株主の構成が当時とは変化していたことに 国会議員の反対意見が報じられた。しかし、 ロンドン証券取引所が買収されるのは 買収提案内容の説明会でも「私の唇を読め 前回の合併計画の時点ではドイツ取引所の株主はド しかもブロイアー監査役会会長が率い 時 るドイツ銀行をは 蕳 の経緯によって、ド 0 強気のザイフェ 問題であるとい (真意を推 ビジネス上の経 ンドン証券取引 ツの銀行 じめと -イツ ルト

はずはない。しかし、それでもヨーロッパ株式市場統合という「錦の御旗」を掲げれば、分断された株式市場よ 英米系の金融機関やファンドが占め、 る。ところが、二〇〇一年に上場し、 りも統合された株式市場を望む利用者は支持してくれるものと考えていた模様である。 い形となっていた。もちろん、このことにザイフェルトCEOやブロイアー監査役会会長が気づい 新規株式売り出し(IPO)をおこなったドイツ取引所の株主は過半数を ドイツの企業ではあるが、すでに従来のドイツ流のガ バナンス てい が ·通用. なかった

TCIファンド・マネジメントであり、その後、これに同調した米系へッジファンドのアティカス・キャピタル よる買収が失敗すればドイツ取引所の手持ち資金の還元で短期的に利益を得られるという判断があったと報じら を示した一二月二〇日に天井をつけているが、ドイツ取引所の株価は年明け以降に上昇を続けた。これについて を買い集めた。その代表は筆頭株主となり、一月一五日に臨時株主総会の開催を要求した英系ヘッジファンドの (Atticus Capital) 一○○四年の夏からドイツ取引所による買収提案を予想していくつかのヘッジファンドがドイツ取引所の株式 ドイツ取引所による買収が成功すればドイツ取引所の株は長期的に値上がりを見込めるし、ドイツ取引所に である。 ロンドン証券取引所の株価はドイツ取引所に続いてユーロネクストが買収提案の意向

ているという報道が イツといった米系機関投資家も賛同し、 二月二〇日にはTCIやアティカスといったヘッジファンドにフィデリティやキャピタル、ハリス・アソシエ ロンドン証券取引所の買収提案を再検討するという兆しは全く見られなかった。そして、二月二 流れた。 これに対して、ドイツ取引所は二月二一日の四半期業績開示の際に配当の引き上げ ドイツ取引所の三五%の株主がロンドン証券取引所の買収提案に反対し

七日にはドイツ取引所の監査役会会長にヤコブ・ロスチャイルド卿、CEOにスイス取引所のレト・フランチオ

ここに至ってようやくドイツ取引所のロンドン証券取引所買収反対派株主に対する説得工作の動きが現れたが、 ーニ会長 (元ドイツ取引所次席経営責任者)を臨時株主総会で指名する動きが水面下で進んでいると報じられた。

系投資銀行のメリルリンチもロンドン証券取引所の買収に反対しており、 米系機関投資家であるステート・ストリートはブロイアー監査役会会長とザイフェルトCEOの交代に反対の意 向を表明したものの、TCIやフィデリティはザイフェルトCEOとの面会を拒否し、説得工作は失敗した。米 イタリアの保険大手ジェネラーリも反

対を表明し、三月六日にドイツ取引所はロンドン証券取引所に対する買収提案の撤回を発表した。

問題ではなく、 に審査を付託するかどうかは加盟各国の担当部門の判断に委ねられている。 については欧州委員会が審査をおこなうことになっているが、それ未満の規模の企業買収については欧州委員会 自ら判断を下すことを決定した。 も多く報道されていた。 揶揄される欧州委員会の官僚機構が数年をかけて審議することを期待していた一方、この問題はイギリス一国の るだけ長く維持したいと望む者はOFTがこの案件を欧州委員会に付託することにより、 を申請し、ドイツ取引所も一月三一日に買収交渉の申請をOFTにおこない、OFTは買収に伴う競争環境につ いて二月一四日までという期限付きで関係者にコメントを求めた。EU加盟国では二五億ユーロ以上の企業買収 一月二八日にユーロネクストは買収提案内容を公表しないままOFTにロンドン証券取引所に対する買収交渉 ヨーロッパ株式市場統合の問題とも絡むので、欧州委員会が審議するのがふさわしいという意見 しかし、 二月一六日にOFTはこの問題を欧州委員会には付託せず、三月三一日までに ロンドン証券取引所の独立性をでき 「ユーロ クラット」と

には今回のロンドン証券取引所の買収問題は決着することになった。ユーロネクストはまだロンドン証券取引所 ところが、三月六日にドイツ取引所がロンドン証券取引所に対する買収提案の撤回を発表したことで、 実質的

ことはないだろうが、将来の買収提案に役立てようという狙いがドイツ取引所にあったものと考えられる。 ない。かくして、今回のロンドン証券取引所の買収問題はドイツ取引所の買収提案撤回で実質的には決着したも と同様に企業買収の承認を株主から受ける必要があるからであった。たとえロンドン証券取引所の経営陣とユー ネクストに対しては声を上げず、ドイツ取引所に対して声高に反対してきたのは、 を正式に提案した場合には再度買収提案をおこなう用意があるとして、 のと見られていたが、三月一四日になってドイツ取引所はユーロネクスト等がロンドン証券取引所に対して買収 の承認を株主に求めることが義務づけられてはいないが、オランダの会社法に服するユーロネクストはイギリス に対する買収提案を取り下げてはいないが、TCI等のヘッジファンドはユーロネクストの株主でもあり、 ル庁(Bundeskartellamt)に対して審査の継続を要請した。おそらく、この要請は今回の買収については役立つ ロネクストの経営陣の間で合意ができてもユーロネクストの株主の承認が得られなければ、この買収は成立しえ ロネクストによるロンドン証券取引所の買収を了承するとは考えられないからである。 イギリスのOFTとドイツの ドイツの会社法では企業買収 ヘッジファンドが 連 対カルテ ユ ユー 1 口

り詳細な調査をおこなう競争委員会(CC)に調査を委託した。今回のロンドン証券取引所買収劇は実質的には 果を発表し、 頼されたCCの判断にその後は注目が集まることになった。 の株式市場統合の道筋を決しかねない重要性をもつことになるかもしれない。 すでに決着したものと見られていたが、OFTのこの決定は将来の買収をも否定する可能性を残し、 三月二九日にOFTはドイツ取引所とユーロネクストのロンドン証券取引所に対する買収提案に関する審査結 いずれについてもイギリス市場の競争を大幅に弱める危険性があるとして現段階では承認せず、 したがって、 OFTから調査を依 彐 1 口 ツ ょ 18

三月三〇日にCCはOFTの要請を受けて今回のロンドン証券取引所の買収問題に関するコメントを四月二〇

(31)

は発表し、九月八日の期限付きで関係者にコメントを求めた。しかし、このアイデアに対しては新たなクリアリは発表し、九月八日の期限付きで関係者にコメントを求めた。しかし、このアイデアに対しては新たなクリアリ 済策については八月一八日を期限として再びコメントを求めた。その後、八月一五日にはオーストラリアのマカ ング機関が十分な利益を上げられる可能性が極めて低く、クリアリング業務の相互移管を実現するためのインフ めた。そして、競争を阻害する可能性を減らし、買収を可能とするための救済策の一案として、新たなクリアリ(4) 更することを決定し、救済策については九月七日、暫定的結論については一〇月七日を期限としてコメントを求 と同じく現状では競争を阻害する恐れがあるという暫定的結論を公表し、暫定的結論については八月一九日、救 七月半ばを予定されていたCCの中間報告は委員長の病気に伴う交代もあって七月二九日までずれ込み、 日を期限として募集し、五月五日には論点整理を公表して、再び五月二〇日を期限としてコメントを募集した。 ラ整備費用 ング機関が参入し、 八日にCCは当初の最終報告期限である九月一二日を、 銀行グル は利用者の負担となる可能性が高いことから、 ープがロンドン証券取引所の買収を選択肢の一つとして検討していることが発表されたが、 クリアリング業務の相互移管 (Interoperability) を高めるというアイデアを九月一 問題の複雑さに鑑み、 積極的に賛成する者は見られない。 規則にしたがって一一月七日に変 日 に C C 八月一 O F T

長の就任が内定し、 表された。そして、 ザイフェル いる(CEOの正式決定は一〇月一〇日の予定)。 して、ブロイアー監査役会会長を含めた監査役会メンバーの交代を求める動きが止まらず、 ロンドン証券取引所に対する買収提案を撤回したドイツ取引所では、五月二五日の年次株主総会を前に トCEOが辞任し、 九月一二日には後任のCEOにスイス取引所のレト・フランチオーニ会長の就任が内定して 七月一二日には後任の監査役会会長にヒポ・リアル ブロイアー監査役会会長も後任のCEOを見つけ次第、年内に辞任することが発 ・エステートのクルト・ ついに五月九日には

2 OFTの報告

そこで、OFTの決定の根拠となった報告書の中身をここでは紹介する。 引所の買収提案撤回で実質的にはすでに決着したものと見られていたが、 果を発表し、 定する可能性を残し、 り詳細な調査をおこなう競争委員会に調査を委託した。今回のロンドン証券取引所買収劇は三月六日のドイツ取 三月二九日にOFTはドイツ取引所とユーロネクストのロンドン証券取引所に対する買収提案に関する審査結 いずれについてもイギリス市場の競争を大幅に弱める危険性があるとして現段階では承認せず、 ヨーロッパの株式市場統合の道筋を決しかねない重要性をもつことになるかもしれない。 OFTのこの決定は将来の買収をも否 ょ

が、 違いが見られた。OFTの報告書ではクリアリング機関とセトルメント機関をめぐる問題はユーロネクストに対 この垂直モデルがロンドン証券取引所を買収した場合には競争を阻害する危険性があることを追加している点に しては問題とされていないので、以下では両者に共通する問題点とされているイギリス株取引に論点を絞る。 まず、ドイツ取引所の買収提案とユーロネクストの買収提案に関するOFTの報告書は別々に作成され 中身の大半は全く同じであり、 クリアリング機関とセトルメント機関を傘下にもつドイツ取引所に対しては、 ている

引所の対等合併計 が二〇〇二年の株式会社化後に国内上場企業に対する上場年賦金を引き上げたことであり、 競争の阻害が生じる恐れがあるという結論を導いている。 る恐れがあるという判断を下すにあたってOFTが重視したのは、二〇〇〇年のロンドン証券取引所とドイツ取 ドイツ取引所とユーロネクストによるロンドン証券取引所の買収はイギリスの株式市場における競争を阻害す 一面が撤回された後に生じた二つの事例であり、この二つの事例から推測される将来の事態から OFTが取り上げた事例の一つはロンド もう一つは二〇〇四 ン証券取引所

年にロンドン証券取引所がオランダ株を取引するユーロSETS(あるいはDTS)という仕組みを導入したこ

ユー 引所がオランダ株取引の取り込みをはかったことに対して、ユーロネクストはイギリス株取引の仕組みの導入を 引はさほど増えなかったものの、利用者は大幅な料金引き下げを享受することができた。 ネクストの半分に設定するというものであった。 げという形では十分な見返りが与えられていないというオランダの大口利用者の要望に答え、 示唆していたが、 所がイギリス株取引に用いている電子取引システムSETSをオランダ株取引にも拡張し、 後にフロア取引を廃止し、 ない事態としてOFTには強く意識されている。他方、後者のオランダ株取引の仕組みは、 賦金を引き上げ前の水準に戻したことによって決着しているが、 独占価格の設定とみなされ、 ロネクストが対抗上、大幅に取引手数料を引き下げたため、 前者の上場年賦金の引き上げは実質的には他に証券取引所の存在しないイギリスでは独占企業による 今回の買収交渉が開始されたことにより、 旧パリ取引所の電子取引システムへと移行したにもかかわらず、 OFTの調査が開始された後、 ユーロSETSは二○○四年五月二四日に取引を開始したが、 見送ることが決定されている。 二〇〇四年にロンドン証券取引所が自主的 競争相手の欠如が独占価格設定につながりかね 結果的にロンドン証券取引所でのオランダ株取 なお、 取引手数料をユ 取引手数料の引き下 ユーロネクス 口 ンド ロンドン証券取 ン証券取引 上 1 誕生 П

よってヨ 逆に料金引き上げのインセンティブが働きかねないことを最大の理由として、 ツ取引所とユーロネクストによる買収提案の承認を留保した。 れば、ヨーロッパ三大取引所間でおこなわれている競争圧力が低下し、料金引き下げのインセンティブが失われ、 OFTはこの二つの事例を重視し、 1 . П ッパ株式市場統合が進むことによる利用者の利便性の向上は全く考慮されておらず、 ドイツ取引所やユーロネクストがロンドン証券取引所を買収することにな OFTの報告書ではロンド ロンドン証券取引所に対するドイ ン証券取引所の買収に イギリス株取

引のみに焦点を絞っていることが問題であると言えよう。

3 CCの中間報告書

ド

イツ取引所とユーロネクストによるロンドン証券取引所の買収は現状ではイギリス株取引において大幅

な競

報告書は八月三日に公表された。OFTの報告書は二カ月間で作成され、ドイツ取引所による買収とユーロネク報告書は八月三日に公表された。 証券取引所の買収を一括して取り上げており、 ストによる買収を別々に取り上げていたが、CCの中間報告書はドイツ取引所とユーロネクストによるロ 争の低下をもたらす危険性があるというCCの暫定的結論は七月二九日に公表されたが、その根拠となった中間 四カ月かけて作成された本文だけで一二〇ページに及ぶ大部の報 ンドン

替可能なアクセスを獲得可能であると述べながら、ドイツ取引所とユーロネクストによるロンド リス株の注文板取引市場 れ 買収は新規参入者に対するクリアリング・サービスを制限することでイギリス株の注文板取引市場におい ス株取引のクリアリング・サービスにおいても大幅な競争の低下をもたらさない、イギリス株取引のセトルメン によるロンドン証券取引所の買収がイギリス株取引において大幅な競争の低下をもたらす危険性があると判断さ 券取引所、 な競争の低下をもたらす危険性があるとして、ドイツ取引所とユーロネクストによるロンドン証券取引所の買収 る玉虫色の内容ということが言えよう。 たのか まず、この中間報告書の特徴として上げられるのは、 サービスにおいても大幅な競争の低下をもたらさないと述べる一方、クリアリング・サービスにおいては代 はわかりづらい。 ドイツ取引所、 (on-book equity trading services)において大幅な競争の低下をもたらさない、 というのも、 ユーロネクストの反論をも取り入れ、 中間報告書冒頭の要約を読む限り、なぜドイツ取引所とユーロネクスト ドイツ取引所とユーロネクストによるロンドン証券取引所の買収はイギ OFTの判断を否定することなく、 救済策によって買収実現の可能性も残そうとす なおかつロンド ン証券取 引所の イギリ て大幅 · シ証

という論拠によって、ドイツ取引所とユーロネクストによるロンドン証券取引所の買収は留保されてい ビスを新規参入者に対して制限するという方法を通じて、 に分けて論じるという構成になっている関係上、 の承認を留保しているからである。おそらく権威付けのために大部の報告書を作成する必要があり、 個別に見れば問題がないにもかかわらず、 注文板取引市場における競争を排除する危険性が残る クリアリ 各論点ごと 、ング

判断 引所 サービスに競争の低下がないとすれば、クリアリング・サービスを通じて注文板取引市場への新規参入を制限す 争の低下をもたらさないという判断と矛盾する。 トル アリング・ 下をもたらすと判断する方が整合的であろう。 アリング 条件でしか提供しないという行動ができるのは独占企業の行動であり、こうした行動が可能であるとすれば ここで問題をさらに複雑にしているのは、新規参入者にクリアリング・サービスを提供しない、 証券取引所の合併自体が競争の低下をもたらすと判断していた。これに対して、CCの中間報告書は三大証券取 ることがどうして可能なのであろうか。 の判 メント しており、 の合併による注文板取引市場における競争の低下はクリアリング・サービスの問題がなければ存在しないと 断理 サービスを通じた競争の制限という問題を解決すればロンドン証券取引所の買収は可能であるという サー 0 問題もあるもの 一由をOFTの報告書の判断理由と比べれば明らかに論点は違っており、 このハードルをクリアすればロンドン証券取引所の買収は可能であると説明しているのである。 ビス市場は独占状態にあることになり、 Ó, 口 ンドン証券取引所、 むしろ、 こうした判断がどうして生まれたの 買収によってクリアリ 潜在的な競争相手がいて取引所の買収によってクリアリング・ ドイツ取引所、 買収によってクリアリング ング・サー ユーロネクストというヨー かはよくわからな ビスにお ´・ サ OFTはクリアリング ĺ ビスにおい 13 て大幅な競争 あるいは不利な \Box ッパ て大幅な競 が、 の三大 クリ の低 クリ やセ

判断をCCの中間報告書が示したことは今後の展開に影響するものと考えられる。

4 ロンドン証券取引所買収問題の行方

はユーロネクストの対応いかんではロンドン証券取引所の買収を認める道も残されており、 らないだろう。 たものと思われるが、 の買収提案棄却は反対が多いと見て、厳しい条件をつけて買収提案者が自主的にあきらめてくれることを期待し せるものではないという判断であり、 条件を確保すれば、 は認められないというものであった。これに対して、CCの暫定的結論はクリアリング・サービスの平等な競争 る批判を考慮したものと考えられる。 CCによる暫定的結論はOFTの判断と同じ結論であるが、結論を導く理由付けが異なり、 ドイツ取引所またはユーロネクストによるロンドン証券取引所の買収は競争を大幅に低下さ 買収提案者がこの条件をクリアした場合には反対できなくなるという点も見過ごしてはな OFTの判断では付帯条件もなく、 買収実現の道が残されていることになる。CCとしてはOFTの頭ごなし ヨーロッパにおける三大取引所の合併 OFTの ドイツ取引所また 判断に対す

定されており、新CEOのもとで一一月七日までに出るCCの最終報告に対してどういう対応をとるかが注目さ 〇のもとですぐに再提案されることは考えにくく、 れるところである。ただし、ロンドン証券取引所の買収提案は株主の反対でいったん撤回している以上、 ドイツ取引所もCEOが不在のままでは重大な決断はできそうにないが、一〇月一〇日には新CEOの決定が予 示唆しており、 CCの暫定的結論を受けて、ユーロネクストのテオドールCEOはLCHクリアネットの株式売却の可能性を ロンドン証券取引所の買収問題はCCの最終報告を待って再び活発化する可能性を残してい 時間をかけて戦略を練り直すという作業が必要であろう。 新 C E

券取引所の買収を進めようとしているが、ロンドン証券取引所の経営陣が満足する一株六ポンドという現金によ

ーロネクストは株主の反乱というドイツ取引所経営陣の指導力の低下をいかして、より積極的にロンド

ユ

現金による買収ではなく、株式交換による買収という方法もありえるが、その場合にはユー た勢力は る買収をユーロネクストの株主が認める見通しは立たないはずである。ドイツ取引所の買収提案に強硬に反対し ってもロンドン証券取引所の買収問題は早急に実現することは困難であろう。 ロンドン証券取引所の影響力が強まり、 ユーロネクストの株主でもあり、 庇を貸して母屋を取られることにもなりかねない。 おいそれと賛成するとは考えられない。 ドイツ取引所が動けない以上、 ユーロネクストにと ロネクストにおける

社となりながらもうまく立ち回り、名を捨てて実を取るという選択肢もありえよう。 所やユー ために、 進めているという観測記事も見られ、ドイツ取引所やユーロネクストに買収され、 他方、 先手を打って自ら進んで有利な条件で合併や統合をおこなう可能性も残されている。 ロネクストに買収される場合でも、ビッグバン以降に多くのイギリスの金融機関がやったように、 ロンドン証券取引所はスウェーデンのOMX (かつて敵対的買収を仕掛けた〇Mグループ) 主導権を握られるのを避ける また、 との交渉を ドイツ取引 子会

化がヨーロッパではドイツ取引所とユーロネクストの間で再現されるということにもなりかねない。 引所が蚊帳の外ということもありえないわけではない。 競争圧力は低下する可能性を排除できない。アメリカで進むNYSEグループとナスダックへの株式市場の二極 EOの交代でドイツ取引所とユー 1 カで見られる二極化傾向が好ましくないとすれば、 П 口 ンド ツノパ の株式市場統合は前進するとしても、 ン証券取引所がドイツ取引所かユーロネクストに買収され、取引システムの共通化が実現した場合、 ロネクストの提携の可能性も生まれてきており、 OFTが指摘するように、 歴史的経緯からでき上がった現在のヨーロ 市場統合と市場間競争のバ 取引システムの開発を含めた市場 その場合には ランスは 微妙であり、 ッパの三極化構造 П ン ドン証券取 あるい ア タリ は C 間 彐 0

はむしろより好ましい形と言えるのかもしれない。

- 1 Office of Fair Trading, "UK's OFT London Stock Exchange Merger Update," Press Release, 16 February 2005
- 2 Office of Fair Trading, "OFT Refers The Proposed Bids For The London Stock Exchange Plc By Deutsche Börse AG And Euronext NV," Press Release, 29 March 2005
- 3 Competition Commission, "CC Considers LSE Mergers Would Be Harm Competition," News Release, 46/05, 30 March 2005.
- 4 Competition Commission, "Reference Relating To The Proposed Acquisition of London Stock Exchange Plc by Deutsche Börse of London Stock Exchange Plc By Euronext NV: Notice of extension of inquiry period," News release, 18 August 2005 AG: Notice of extension of inquiry period," News release, 18 August 2005, "Reference Relating To The Proposed Acquisition
- 5 Competition Commission, "LSE Mergers Inquiry: New Remedy Option - Interoperable Central Counterparty," News release, 1 September 2005

(39)

- 6 CCの中間報告書やコメントはCCのホームページで閲覧可能である(http://www.competition-commission.org.uk/ inquiries/ref2005/lse/index.htm)°
- 7 Office of Fair Trading, Anticipated acquisition by Deutsche Börse AG of the London Stock Exchange plc, 7 April 2005, Office of Fair Trading, Anticipated acquisition by Euronext N.V of the London Stock Exchange plc, 7 April 2005
- 8 Competition Commission, Proposed Acquisition Of London Stock Exchange Plc By Deutsche Börse AG Or Euronext NV: Provisional findings report, 3 August 2005
- 9 アメリカの株式市場の動向については、拙稿「米国株式市場の再編~ポスト・レギュレーションNMS~」(本誌一六 三〇号、二〇〇五年六月)を参照 (よしかわ まさひろ・客員研究員)

欧州における債券電子取引の動向 〜シティグループ社によるMTSでの債券大量売買をめぐって〜

横山 史生

概観するとともに、このケースが欧州における債券電子取引の現段階と今後に関してどのような意味を持つかに 制に問題があったとして、一三九〇万ポンドの制裁金を課す処分を行った。本稿は、このケースの経緯について システムを通じて行った大量の債券取引に関して、公正な市場運営に対する配慮に欠けており、また内部管理体 ついて考察するものである。 英金融サービス機構(FSA)は二〇〇五年六月、シティグループ社が二〇〇四年八月に欧州市場で電子取引

二〇〇四年八月二日におけるシティグループによるMTSでの大量売買とFSAによる処分

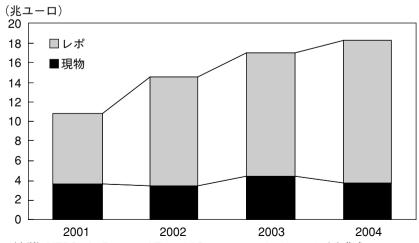
(1) 関係者の概要

員として、ロンドンに拠点を置く英国法人であり、イギリス国内市場、 Limited:CGML) は、 今回、FSAにより問題を指摘されたシティグループ・グローバル・マーケッツ社(Citigroup Global Markets アメリカを本拠とする総合金融サービス・コングロマリットであるシティグル ユーロ債 (国際債) 市場、 欧州各国市場 ープの一

等にかかる投資銀行業務を主体としている。

と呼ばれることが多い。MTSの取引手法上の特徴は、マーケッ テル のは、 のプラットフォー 指数商品等の業者間取引の場を提供している。 に各国政府発行のユー ルランド、 Sポルトガル、MTSドイツ、MTSフィンランド、 てのMTSイタリアを運営) 子取引システムとしてイタリア政府の出資により一九八八年に設 イタリア法人たるMTS社 入とともにイタリア以外のユーロ圏各国に順次に進出した。 立されたが、 ムの最大手とされるMTSである。MTSは、 ットフォームを運営している。 EuroMTS) ク、 そして、CGMLが短時間に大量の債券売買を主として行った ダム MTSギリシャといった個別の法人を置き、 欧州におけるインターディーラー向け債券電子取引システ (オランダ)、MTSフランス、 MTSスペイン、MTSオーストリア、 が置かれ、 九九七年に民営化され、 ムを総称してMTS (ないしMTSグループ) 口 建て国債の業者間売買を行うためのプラ ユーロ (MTS S.p.A.:プラットフォームとし の子会社の形で各国にMTSアムス また、ロンドンにはユーロMTS 圏各国国債のベンチマーク銘柄や また統一 M T S 現在では、 イタリア国債 通貨ユ 、ルギ MTSデンマ それぞれが主 MTSアイ 1 これら \Box 現在、 の電 M 0)

図表 1 MTS全システムにおける債券売買高の推移



(出所) MTS S.p.A., Report and Financial Statements, various issues.により作成。

合せられるという、クウォート・ドリブン トメーカーとして参加する主要ディーラーが主な債券につき継続的に提示する売り買い双方の気配値がシステム 画 面 [に匿名で表示され、 売買参加者が入力した注文は価格優先・時間優先により対当する気配と自動的 (確定気配提示)方式を取っていることである。 MTS各プラットフ に付け

ォーム全体での売買高は、ここ数年、レポ取引を中心に増大してきている (図表1)。

CGMLが二〇〇四年八月二日にMTSで行った債券の大量売買については、その直後から市場

関係者の

間で

調査の結果としては、二〇〇五年六月二八日にFSAが公表したものがもっとも包括的 係につき調査を行うことを、二〇〇四年八月一八日に公表した。その後、CGMLが上記取引に絡んで行った他 問題視されていたが、FSAは、CGMLを金融サービス市場法上の認可業者として監督する立場から、 GMLに対する処分の内容およびその理由についても明確に示されている。本稿では、 の債券売買の舞台となった独ユーレックス(Eurex)など各国の規制当局によっても調査が開始された。 主にこのFSA報告の内 かつ詳細であり、 事実関 またC

(2) 事実経過の概要

容に沿って事態の推移をみていくこととする。

らの証言等にもとづき、明らかにしている 容だけでなく、 FSAは、二〇〇四年八月二日にCGMLが行った売買取引に関する事実経過について、当日における業務内 当日に至るCGM L内部での意思決定の過程、 (図表2を参照)。 また当日における市場の動向を含めて、 関係者か

図表 2 2004年8月2日におけるシティグループ社による欧州国債等売買の状況

日時	事実経過の概要
7月中	・シティグループ・グローバル・マーケッツ社(CGML)欧州 国債トレーディング・デスク(European Government bond trading desk)、①現物債買い持ち・先物売り持ちのボジショ ンを形成、②先物を買い立てて売り持ちポジションを解消、 ③MTSでスプレッドシートを用いて現物債を売却、という投 資戦略を立案。 ・MTSの全プラットフォームに仲値近辺の価格で大量の売り立 てを同時に行うことが可能なプログラムソフト「スプレッド シート(Spreadsheet)」を作成。
7月28日・29日	・デスクヘッド、上記投資戦略について、Bund先物40,000枚規模を買い持ちという前提で上席(European Head of Interest Trading)に説明し、了承を得る。ただし、実施する売買の量的な規模については、明示的な合意はなかった。
7月30日	・上記投資戦略を実地に開始。先物の買い持ちポジションを形成したが、いったん解消。
8月2日 9時12分から 10時29分まで	 ・Eurexにおいて国債先物66,214枚 (Bund先物41,390枚、Bobl 先物24,284枚) を買い立て。 ・この間のEurexの市場全体でのBund先物およびBobl先物取引 高合計は約36万枚。 ・またこの間にEurexでの先物価格上昇。これにつれて各市場での現物債価格も上昇。
10時29分	・上記の先物買い立てにより、リスクポジションはDV01 (Dollar Value of 0.01%: 0.01%分の金利変動による時価変動 額を表す)約500万ユーロに達した。
10時28分57秒から 10時29分15秒まで (18秒間)	・11のMTS各市場においてユーロ圏国債合計119銘柄にかかる 188件の売り立てを実行(スプレッドシートを利用)。 ・約定価額は、予想に反し、売却必要額を上回る113億ユーロ に上った。
10時29分	・上記の現物債売り立てにより、約38億ユーロ分の売り持ち (ショート) ポジションが発生。DV0.01で300万ユーロ分のリ スクポジションに相当。
10時29分以降	・CGMLによる上記の現物債売却後、市場では価格下落。(図表3、図表4①を参照) ・また、CGMLが売却した188銘柄については市場で流動性が後退。(図表4②を参照)
11時24分59秒から 11時25分03秒まで (4秒間)	 ・上記の現物債売り持ちポジションを解消するため、MTSにおいて現物債37億7,000万ユーロを買い立て(スプレッドシートを利用。10:28-10:29に売却した銘柄の買い戻しも含まれる)。 ・以上の現物債売り立て及び買い戻しにより、デスクは1,820万ドル(996万ポンド)の収益を上げた。

(出所) FSA, Final Notice to Citigroup Global Markets Limited, 28 June 2005, pp.3-9.により作成。

①八月二日までの経

ところから始まる。

ク (European Government bond trading desk) FSAによる事実経過の描写は、二〇〇四年七月中にCGML内部において、欧州国債トレーディング・デス が収益拡大のための新たな投資戦略の策定を社内的に求められた

場の上昇が見込まれる日に、先物を買い立てて売り持ちポジションを解消するとともに、(3) MTSでスプレ 現物債買い持ち・先物売り持ちのポジションを形成し、 に、デスク所属のあるトレーダーを中心に、以下のような投資戦略を立案した。すなわち、(1) 数日間 出すために従来から使用していた売買プログラム「マーケットヴュー(Market View)」を改良し、仲値近辺の価格 ッドシートを用いて現物債を売却する、というものである。 で大量の売り立てを同時に行うことが可能なプログラム「スプレッドシート(Spreadsheet)」を作成するととも これを受けて、デスクに所属するトレーダー四人が、MTSの全プラットフォームに多数の売買注文を同 その後、 (2)経済指標データ発表がなく、 かつ先物相

七月二八日ないし二九日、当該投資戦略について、Bund先物四万枚規模を買い持つという前提で上席者 (European Head of Interest Trading)に説明し、基本的に了承を得た。ただし、実施する売買の量的な規模につ トレーダーはこのような投資戦略をデスクヘッド(head of the Desk) に説明し、 それを受けてデスクヘッドは

たが、先物価格上昇ピッチが速かったことから同ポジションをいったん解消した。 七月三〇日に、 トレーディング・デスクは上記投資戦略を実地に開始し、 先物の買い持ちポジションを形成し いては、明示的な説明・確認は行われなかった。

②八月二日における経緯

た。 分から一○時二九分にかけて、 一一・〇六ユーロから一一一・二一ユーロへ、それぞれ上昇し、これにつれて各市場での現物債価格も上昇し デスクは八月二日朝のミーティングにおいて、 ックスでの先物価格は、 Bund先物は一一四・二五ユーロから一一四・六一ユーロへ、Bob1先物は ユーレックスにおいてドイツ国債先物六万六二一四枚を買い立てた。 同日に上述の投資戦略を実行することを確認し、 朝方九 この 間にユ

日中 スク・ポジション限度額一二五万ドル(一〇四万ユーロに相当)を大幅に上回っていた。 ○・○一%分の金利変動による時価変動額を表す)で約五○○万ユーロに達した。CGMLのリスク管理方針上、 一方、上記の先物買い立てにより、デスクの抱えるリスク・ポジションはDV01(Dollar Value of 0.01%: のリスク・ポジション限度額は設定されていないものの、 当該デスクに認められているオーバーナイトのリ

わずか一八秒間に一斉に行われた。売り注文値は、 口 次いで、現物債の売り立てが開始された。「スプレッドシート」を利用して、一一のMTS市場において、ユ | 圏| 債合計 一一九銘 |柄にかかる一八八件の売り立てが、一○時二八分五七秒から一○時二九分一五秒までの 一〇年債については仲値の三セント下、 五年債については同

一・五セント下であった。

定可能な額は目標を二〇~三〇%下回るものと予想していた。なお、この予想については、 そのために必要な売却額は額面合計八○~九○億ユーロ分であったが、デスクは、 の売り立ての 目的は、八月二日までに形成されてい た現物債の買い持ちポジションを解消することであ 上記売り立てにより実際に約 事前に上席の承認を

得ていなかった。ところが、上記現物の売り立てによる約定価額は、結果として予想に反し、売却必要額を上回

る一一三億ユーロに上った。また、MTS以外の二つの債券電子取引システムを通じた現物債売り立てにより一 五億ユーロ分の約定が成立した。この結果、デスクには約三八億ユーロ分の売り持ち (ショート) ポジションが

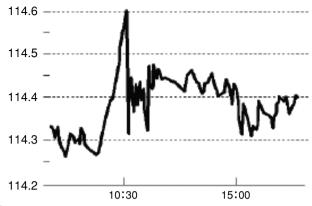
発生した。これはDV01で三〇〇万ユーロ分のリスク・ポジションに相当する。

場引け近くになって、CGMLは上記の現物債売り持ちポジションを解消するため、現物債三七億七〇〇〇万ユ 含まれる。 の四秒間) ーロ分を、 でもCGMLが売却した一八八銘柄については市場で流動性が大幅に後退した(図表4②を参照)。八月二日前 このようなCGMLによる現物債売却を受けて、市場では価格が全般的に下落し (図表3、4①を参照)、中 MTSにおいてスプレッドシートを用いて短時間(一一時二四分五九秒から一一時二五分〇三秒まで 以上の現物債売り立て及び買い戻しにより、CGMLは一八二〇万ドル(九九六万ポンド)の収益を のうちに買い立てた。それには、一○時二八分から一○時二九分にかけて売却した銘柄の買い戻しも

ける売買額を、(1)MTS S.p.A. においては一○億ユーロ、EuroMTSおよびMTS Deutschelandにおいては五億 取引の安定性と信頼性を確保するため、売買高に上限を設ける一時的措置を実施した。それは、二分間以内にお ユーロ、 この日以降三日間は、 CGMLの大量売り立てにより生じた上述のようなマーケット・インパクトは、同日午後には解消されたが、 2 直近一○営業日における一日平均売買高の二○%の、いずれか小さい額以内とする、というもの MTSにおいて気配提示を控える参加者もみられた。これを受けてMTSは八月四 日

である。この措置は一〇月九日まで続けられた。

図表 3 2004年8月2日におけるドイツ連邦債先物9月物の日中値動き



(出所)『日経金融新聞』2004年8月23日

図表 4 2004年8月2日におけるシティグループ社によるMTSでの欧州国債 大量売却のマーケットインパクト

①価格下落

銘 柄	償還日	表面	シティグループ社による	シティグループ社による
¥010	貝巡口	利率	売却直前の売り気配	売却後初の売り気配
イタリア国債 (BTP)	2013/02/01	4.75%	(10:28:57) 104.38	(10:33:28) 103.99
ドイツ国債 (DBR)	2014/07/04	4.25%	(10:28:59) 100.61	(10:31:46) 100.44
オランダ国債 (DSL)	2014/07/15	3.75%	(10:28:33) 96.15	(10:46:55) 95.95
フランス国債 (OAT)	2014/04/25	4.00%	(10:28:30) 98.5	(10:38:27) 98.33
スペイン国債 (OBLE)	2014/07/30	4.75%	(10:28:32) 104.47	(10:38:26) 104.30
ポルトガル国債(OT)	2014/06/16	4.375%	(10:28:37) 100.89	(10:39:37) 100.74
ベルギー国債 (OLO)	2014/09	4.25%	(10:28:33) 99.97	(10:39:44) 99.82

②流動性後退

銘柄	償還日	表面利率	10:25時点		10:35時点		10:55時点	
			価格提	提示売買額	価格提	提示売買額	価格提	売買提示額
			示社数	合計(€100万)	示社数	合計(€100万)	示社数	合計(€100万)
イタリア国債 (BTP)	2013/02/01	4.75%	23	160	4	20	7	40
ドイツ国債 (DBR)	2014/07/04	4.25%	19	165	2	10	3	35
オランダ国債(DSL)	2014/07/15	3.75%	13	120	0	0	3	10
フランス国債 (OAT)	2014/04/25	4.00%	22	190	0	0	3	30
スペイン国債 (OBLE)	2014/07/30	4.75%	16	160	0	0	2	20
ポルトガル国債(OT)	2014/06/16	4.375%	15	140	0	0	2	20
ベルギー国債(OLO)	2014/09	4.25%	20	190	0	0	4	40

(出所) FSA, Final Notice to Citigroup Global Markets Limited, 28 June 2005, p.7-9.により作成。

(3) FSA規則違反の認定

る。 で、 F S A 規則 FSAは、 二〇〇四年八月二日におけるCGMLによる業務行為について、以上のような事実経過の認定の上 「業務原則(Principles for Businesses)」等に抵触するところがあったとの判断を下したものであ

動は、 and Controls)」のそれぞれ一部の条文である。 info において閲覧可能である)。このうち、今回CGMLに対して適用されたのは、「業務原則(Principles for Businesses)」および「上級管理にかかる規定・体制および統制(Senior Management Arrangements, Systems (FSA Handbook of Rules and Guidance)」という体系を成している(FSAウェブサイト中のhttp://fsahandbook 金融サービス市場法 FSAが定めた規則やガイダンスに即して行われ、それら規則およびガイダンスは「FSAハンドブック (Financial Services and Markets Act of 2000) のもとでFSAが実際に行う規制

①業務原則二への違反

配慮および注意義務をもってその事業を遂行しなければならない」と規定する「業務原則二. について内部において明確かつ共通の判断を形成していなかったのであり、これは、「認可業者は、 序正しい運営に影響を及ぼし得ることについて十分な配慮を欠いており、また、実行する売買取引の量的な規模 FSAは、CGMLは二〇〇四年八月二日に自らが行った売買取引がMTSプラットフォームの効率的かつ秩 技能 ・責任・注意

特に、CGMLが「スプレッドシート」を用いてわずか一八秒間という短時間に一一三億ユーロという大量の

義務(Skill, care and diligence)」に違反している、との判断を下した。

市場への影響を十分に検証したものではなかったこと、等の点についても、 売り立てたうちのどれほどが実際に約定されるかについてのトレーダーの予想は、十分な根拠に基づくものでは きな影響を及ぼすことは十分に予想できたはずであって、 売り立てを行ったことは、MTSにおける通常の取引量(一日中平均売買高は約一三五億ユーロ)に鑑みて、大 なかったこと、(2)八月二日に先立って「スプレッドシート」を使った取引を試行的に行ったものの、それは 配慮に欠けていたものである、としているほか、(1) 業務原則二を十分に満たしていなか

②業務原則三への違反

告が事前かつ適切に行われておらず、(2)また、 「業務原則三.管理および統制(Management and control):認可業者は、十分なリスク管理体制を備えた上で、 FSAはまた、(1) CGMLでは二○○四年八月二日に行った投資戦略の詳細についての上級管理者への報 トレーダーの監督体制が不適切であったのであり、これは、

判断している。 確実かつ効果的にその業務を組織し統制するよう、合理的配慮を払わなければならない。」に違反している、と

がMTSにマーケット・インパクトを及ぼすリスクについて、コンプライアンスおよびリスク管理の見地から事 に伴うリスク ついて現場から管理部門への事前の報告は行われていたものの、十分かつ適切なものではなく、 このうち(1)については、CGMLにおいては二〇〇四年七月三〇日および八月二日に行われた売買取引に (「スプレッドシート」が十分に試行されていなかったことに伴うリスクを含む) の存在や、 そのため、

前に検討されなかった、と指摘している。

点で、トレーダーに対する社内的な監督体制が不適切であった、としている。 者 (European Head of Interest rate Trading) ての約定額が予想を上回ったことにトレーダーおよびデスク・ヘッドのいずれも早期に気付かなかったこと等の また(2)については、八月二日における先物買い立て額について事前にトレーディング・デスクと上級管理 との間に明確な数値についての合意がなかったこと、 現物債売り立

(4) 処分の認定等

TSの機能を故意に阻害しようとしたわけではなく、また、CGMLが取った投資戦略は価格操縦的な意図によ があったかどうかについては、MTSに対するインパクトを十分に配慮しなかったことが問題なのであって、M に違反しているとの判断を下したが、当該取引およびその背景に故意(deliberate)または未必の故意 市場運営に対する配慮に欠けており、また内部管理体制に問題があったという点で、FSAの定める「業務原則 るものではなかった、としている。 FSAはCGMLに対して、上記のように、二〇〇四年八月に欧州市場で行った大量の債券取引に関し公正な (reckless)

え、 Lが当該違反により得た利益である九九六万○八六○ポンドに追徴金(additional penalty)四○○万ポンドを加 ⁻執行規則(Enforcement)」に基づき制裁金(financial penalty)を課すこととし、その金額については、CGM 合計一三九六万〇八六〇ポンドとするものとしている。

以上から、FSAはCGMLに対する処分として、金融サービス市場法第二○六条およびFSAハンドブック

は金融市場サービス法で定める「市場阻害行為」に当たるものではないとの主張が認められたとした上で、当該 以上のような処分が行われたことについて、CGML側は、自社のウェブサイトにおいて、 問題となった取引

遺憾とし、さらに、 取引が「業務原則」を満たしていなかったこと、結果的にシティグループへの信頼を損ねる結果となったことを グループ全体として内部管理体制の改善に取り組んでいくことを表明している。

当たらなかったとの結論を示している。 イタリア、フランス、ベルギー、スペインおよびポルトガルの各国当局も法令違反の有無について調査を行って いると伝えられるが、このうちユーレックスならびにドイツ当局は二〇〇五年六月までに、重大な法令違反には CGMLの二○○四年八月二日の行為については、英国FSAのほかに、ユーレックスならびにドイツ当局、

2 シティグループ事例の意味と欧州における債券電子取引の動向

(1) シティグループ事例の意味

的・警戒的な見方もある。上述の処分の根拠にしても、価格操縦的な違法行為ではなく、 める影響を及ぼすような大口取引を収益源としている取引主体にとっては、 では、債券市場のように全体として流動性が低い市場において、市場価格を大きく変動させたり市場流動性を低 今回のFSAによるCGMLに対する処分について、法律専門家を含むロンドンの証券・金融業界関係者の間 過剰な規制ではないか、 「業務原則」違反という、 との批

いわば精神論的な次元のものとなっている点でも、異例のものとの感がある。

(ユーロ圏) の債券市場の特色とともに、 が取られたという点では、そのような多種多様な債券が取引対象として存在するという、単一通貨導入後の欧州 して行われたものである。その意味では、今回の一件は、欧州における債券の電子取引の利用が定着・拡大して CGMLが行った取引は、 ユーロ圏各国の国債の多数の銘柄を大量に一時に電子的に売買するという取引手法 短時間での一斉取引という電子取引であればこそ可能な特色を前提に

ケットインパクトを引き起こしてしまう、これもまた債券市場にとって特有の事態が、電子取引という新たな装 きたことそのものを意味するといえるが、それと同時に、全体として流動性がそれほど大きくない市場であるが ゆえに、主要なプレーヤーが収益を狙うという、 それ自体は合理的な目的での行動を取ったときに、

いのもとに現れたものでもある。

ŋ 買という事態について事前および事後的にどのように対応すべきであるかという点を検討することと表裏一体で Μ 制された市場」としての取り扱いを受けているのは、イタリア法人とポルトガル法人のみであるとされる。CG U投資サービス指令の下で投資サービス会社または規制された市場のいずれかの規制枠組みに服するのみであ ンスは交付されるが、米国のようにATSに関する特定の規制上の扱いや規則の適用はなく、ATS運営者はE システム(ATS)にかかる制度的背景に関する椎名隆一氏の研究によると、EU内ではATSに対してライセ テムの欧州における規制体系上の位置付けの面から考察することも、必要である。EU域内における代替的取引 Lによる大量売買という行為の規制上の意味を検討することは、 なお、今回の一件の意味については、CGMLの行為が行われる舞台となったMTSという債券電子取引シス 現実のATS運営者の大部分は投資サービス会社として規制に服している。MTSグループについても「規 MTSという欧州のATSが規制上、 大量売

(2) 欧州における債券電子取引の現状

あるはずだが、後者については今後の課題としたい。

Association:TBMA)と欧州プライマリーディーラー協会(European Primary Dealers Association:EPDA) 最近の欧州における債券電子取引の定着・拡大については、米国債券市場協会(The Bond Market

体のうち推定で七割から八割程度を占めるに至っていること、等が指摘されている。 買取引量の大きさ等の点で電子取引に適合的な国債について特に電子取引の普及が著しく、 機関債 が共同で二〇〇五年四月に公表したレポートにおいて、欧州ないしユーロ圏で発行される債券 してきていること、 金融機関債、 中でも、 残高の大きさ、発行の継続性、信用度の高さ、 資産流動化証券等) を対象とする電子取引システムが二〇〇〇年ごろから多数登場 キャッシュフロ 市場での売買取引全 ーの予測可能性、 (国債、 政府関係

欧州債券を売買対象として現在稼動している債券電子取引システムを、このような二つの類型に分けて整理、紹 買のために参加できるものとに大別することができ、 ラー相互間での業者間売買(インターディーラー売買)のためのものと、ディーラーのみならず一般投資家も売 介している 債券電子取引システムの形態としては、システムへの参加者の観点から、 型、 (図表5)。 後者はB2C (Business to Consumer) 電子商取引の形態としては、前者はB2B 型に当たる。 TBMA・EPDAによるレポ 証券会社や銀行等、 ιV わ (Business to ゆるディー ートでは、

b 中でも、 の面でMTSグループが群を抜いている。B2C型については、従来、取引そのものがそれほど大きくなかった で実績のある大手システムが欧州でも活動しているものの、売買規模 のの、 それによると、B2B型では、イースピード (eSpeed)、ブローカーテック (Broker Tec) ードウェブ システムの数はかなり多くなってきており、 従来から米国市場で大きなプレゼンスを持った上で欧州に進出したボンドトレーダー (TradeWeb)といった米国系に伍して、 また売買規模も、 MTSグループがB2C型のプラットフォームとして (一日当たり平均売買高) 上位のものについては増加してきている。 とい および参加者数 (Bond Trader) った米国 市場

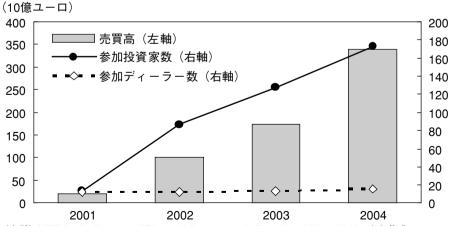
運営しているボンドヴィジョン(BondVision)の成長が目立つ(図表6)。

図表 5 欧州居住者発行債券を売買対象とする主な電子取引システム

類型	システム名	運営・出資母体	取引手法	1日平均売買高	価格提示を 行う参加者数
業	eSpeed	Cantor	クロスマッチング	N/A	N/A
業者間取引向け	Eurex Bonds	Eurex	クロスマッチング	ドイツ国債につき4.86億ユーロ (2004)	31
が向け(B	Broker Tec	ICAP	クロスマッチング	システム全体(米国国内債、国 際債等を含む)で4500億ドル	68
B B B	MTS Group	MTS	確定気配提示	現物取引250億ユーロ レポ取引600億ユーロ	350
機関投資家向	Bond Trader	Bloomberg	複数気配引合	50億ドル	94
	Bondscape	Barclaysほか	確定気配提示	N/A(売買対象は英国国債、ポンド建て社債等)	3
投火	BondVision	MTS	複数気配引合	30億ユーロ	33
東	Market Axess	大手証券22社	複数気配引合	欧州各国社債につき3億ユーロ	22
向	Reuters Trading	Reuter	複数気配引合	N/A	6
(B 2 C)	SWX	Swiss Exchange	クロスマッチング	10億スイスフラン (2004) (売 買対象はスイスフラン建債、外 貨建て国際債)	7
	TradeWeb	Thomson Financial	複数気配引合	80億ユーロ	26

⁽出所) TBMA and EPDA, European Bond Pricing Sources and Services, April 2005, p.8, Table 2A. により作成。

図表 6 ボンドヴィジョンにおけるユーロ圏各国国債取引状況の推移



(出所) MTS S.p.A., Report and Financial Statements, 31 December 2004, p.35-39により作成。

(3)欧州における債券電子取引システムの今後

り、 動きがスタートする旨が公表された。ユーロネクスト・イタリア証取連合は、MTS社の資産価値を二億四動きがスタートする旨が公表された。ユーロネクスト・イタリア証取連合は、MTS社の資産価値を二億四 MTS社側は戦略 ついては、 S社(イタリア法人であると同時にMTSグループ各社の親会社でもあるMTS S.p.A.)を買収することに向けた 〇万ユーロと評価し、 二〇〇五年七月一日、 ユーロネクスト・イタリア証取連合より高い評価額(二億五〇〇〇万ユーロ)を提示したにもかかわらず、 上述のB2B型プラットフォームとしてMTSと競合するイースピード 的にユーロネクスト・イタリア証取連合を選んだ形である。 今後にMTS社の発行済み株式の五一%を取得するものとされている。 ユーロネクスト(Euronext)およびイタリア証券取引所 (Borsa Italiana) (eSpeed) もオファー MTS社の買収に が共同 で M してお 五

てい 券市場を形成するという欧州独自の方向性が打ち出されたということである。FTは「市場のグロ とも大きいとされる。この分野については、 スワップ取引や債券指数取引といった債券絡みデリバティブ商品の分野を手中に納める上で有利であるというこ チではなく、 わち、イタリアが引き続きMTSへの影響力を保持するということと、米国とは一線を画した欧州規模の単一債 このことの意味について、 る。さらに、 債券市 ユーロネクスト・イタリア証取連合側、 湯版 の欧州統合が優先された」という、 フィナンシャルタイムズはオンライン版 最近、 トレードウェブ・ヨーロ 特にユーロネクストの狙いとしては、 ジャンルッカ・ガ (FT.com)で次のように伝えている。 ッパ等も進出を表明したところであ ルビMTS社CEO ユー ーバ の言を紹介し 口建て金利 ル すな リー

加えて、取り扱い商品の幅の拡大や付加的サービスの充実をめぐって、基本的には欧州系優位の構図 欧州における債券電子取引システムの運営については、 従来のような取引手法をめぐる優位獲得競争に の上で、 相

る。

注

- 1 FSA, Press Release FSA/PN/072/2005, "FSA fines Citigroup £13.9 million (\in 20.9) for Eurobond trades," 28 June 2005. \rightleftharpoons Communication/PR/2005/072.shtml ☆ FSA, Final Notice to Citigroup Global Markets Limited, 28 June 2005. (http://www.fsa.gov.uk/pages/Library/
- (∞) MTS S.p.A., Report and Financial Statements, 31 December 2004, p.43.
- 3 研究所編 「FSAハンドブック」の全体像および「業務原則」等の個別条文については、 『図説イギリスの証券市場二○○五年版』日本証券経済研究所、二○○五年、一七八~一八七頁を参照され 須藤時仁「証券規制」、日本証券経済
- 4 Citigroup, Immediate Release, "FSA cites Citigroup for care and controls breach in 2004 Eurozone bond trade," June 28, (http://www.citigroup.com/citigroup/press/2005/050628a.htm)
- 5 Adam Bradbery, "Eurex Clears Citigroup in Case of the Dr.Evil Bond Trades," in Wall Street Journal, June 20, 2005, Page \mathbb{G}
- 6 Gillian Tett, "Lawyers concerns over FSA fine on Citigroup," in FT.com, July 3, 2005
- 7 一「EU証券市場における代替的取引システムの規制の試み」、『証券経済研究』第四五号(二〇〇四年三月)。
- 8 TBMA and EPDA, European Bond Pricing Sources and Services, April 2005.

- (Φ) MTS S.p.A., Press Release, "The Majority of the Shareholders of MTS Accept Euronext and Borsa Italiana's Offer for 51% of the Equity," 1 July 2005. (http://www.mtsspa.it/content/news/download/2005_07_01e.shtml.)
- <u>10</u> Pavi Munter, "European Group wins bid for MTS," in F7.com, July 2, 2005.

(よこやま しせい・客員研究員)

----- 証研レポート既刊目録 ------

No.1615(2003. 2)	执筆者	No.1624 (2004.6)	執筆者
ドイツ取引所の上場制度再編	二上	税制改革と債券市場の新たな展開	中島
ーノイエ・マルクト消滅の意味するもの一		―解消した債券の「課税玉」と「非課税玉」の問題-	-
機関投資家とオルタナティブ投資	三木	証券会社による企業再生アドバイザリー業務の現状(続)	松尾
ITバブル期の米国企業金融	伊豆	米国の内外証券投資について	伊豆
	17	一九世紀イギリスの地方証券取引所	清水
No.1616 (2003. 3)		76 世紀 1 代 7 27 07 2677 6世 37 38 37 77 77	/月/八
中国株式市場の問題点について	王	No.1625 (2004.8)	
わが国の最良執行の現状について	三木		山白
スーパーモンタージュ導入の影響	吉川	国債の補完供給制度と新現先方式のレポオペ	中島
ーナスダックによる予備的分析ー		証券仲介業を巡る新しい動きについて	二上
W 4047 (0000 4)		証券会社による再生ファンド関連業務とプリンシパル投資業務	松尾
No.1617 (2003. 4)		SECのヘッジファンド規制案について	伊豆
東証、上場廃止基準を強化	二上		
一急がれる上場廃止銘柄の受け皿づくり一		No.1626 (2004.10)	
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	今後の証券業	二上
ナスダック・ドイチェラント	吉川	ニューヨーク証券取引所のハイブリッド化	吉川
ーナスダックの新たなヨーロッパ戦略ー		-NYSEダイレクト十の改訂拡張案一	
第一次世界大戦前後のロンドン証券取引所	清水	欧米の債券電子取引の現状について	清水
N 4040 (0000 C)		ユーロ債流通市場における価格情報インフラ	横山
No.1618 (2003. 6)	/n —		IXH
欧米証券取引所の国際化について	伊豆	No.1627 (2004.12)	
欧州委員会による株式決済市場改革	吉川		中島
不正会計事件後のSECによる格付会社調査	清水	国債発行方式の新たな展開	中島
No.1619 (2003.8)		一国債市場特別参加者制度の創設について一	
オプション取引の社会的意義と投資家保護	二上	シンジケートローンと普通社債	松尾
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		国際収支不均衡とその対応策	伊豆
		社債市場の透明性	横山
米国の「双子の赤字」と国際資本移動	伊豆	一IOSCO報告書を中心に一	
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		No.1628 (2005. 2)	
No.1620 (2003.10)		証券販売チャネルの今後	二上
株券不発行制度の導入	二上	ーイギリスの経験ー	
一変貌する有価証券制度一		人民元の切り上げをめぐって	伊豆
米国のDIPファイナンス制度と現状	松尾	ドイツ取引所のロンドン証券取引所買収提案	吉川
株価指数とは何か	吉川	ニューヨーク証券取引所のスペシャリスト問題について	清水
			/H/J/
ーMSCIジャパン指数先物の取引停止ー	`±_I.	No.1629 (2005.4)	
地域通貨の機能は何か	清水	政府短期証券・短期国債の現先売買と発行時源泉徴収制度	中島
No.1621 (2003.12)			
発展途上国の株高の背景について	伊豆	地方再生における産業再生機構の役割	松尾
ユーレックスvsシカゴ	吉川	レギュレーションNMSの決着	吉川
ーユーレックスのアメリカ市場参入一	ш/…	- S E C による全米市場システム改革-	
アメリカの市場情報課金のあり方について	清水	アーキペラゴとパシフィック証券取引所の経営について	清水
一市場情報に関するSEC諮問委員会レポートより一	/月/八		
一川物情報に対するOEU前向女員云レホードより―		No.1630 (2005. 6)	
No.1622 (2004.2)		コーポレート・ガバナンスの新たな展開	二上
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	ブレトンウッズ体制の「復活」?	伊豆
-平成11年以降の債券税制改革について-		ーアメリカの対外不均衡をめぐって一	
施行を前にした証券仲介業制度	二上	米国株式市場の再編	吉川
国際銀行業の〈ローカル化〉について	伊豆	ーポスト・レギュレーションNMS一	
インターナショナル・セキュリティーズ・エクスチェンジ		米国社債・地方債に係る取引結果情報公表のリアルタイム化	構山
一急成長したアメリカの電子オプション取引所一	П /11		IXH
		No.1631 (2005.8)	
No.1623 (2004.4)		国債決済リスクの削減と国債清算機関の創設	中島
変わりつつある証券会社の人事制度	二上	国 関	
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		松尾
レギュレーションNMS	吉川	アメリカの空売り規制と日本へのインプリケーション	清水
-SECの全米市場システム改革案-		日本における敵対的買収防衛策の導入	福本
「レギュレーションNMS」に見る市場情報手数料	清水		

二〇〇五年十月十日発行証研レポート第一六三二号

2005年10月号

発行所

制 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)