



レポート

No.1741

2023年12月

「新店頭市場」とジャスダック証券取引所

～非上場株式市場の歴史的考察～

松尾 順介（1）

インドの個人投資家

～NSEデータに基づく考察～

吉川 真裕（36）

ダークプールでのHFTの取引

清水 葉子（46）

ポスト・ブレイグジットの英国金融・証券セクター

～崖っぷちのシティー～

中川 辰洋（55）

「新店頭市場」とジャスダック証券取引所

～非上場株式市場の歴史的考察～

松尾 順介

はじめに

戦後日本の非上場株式市場（店頭市場）の歴史的な展開をみると、非上場株式市場が拡大すると取引所市場に移行するというサイクルが繰り返されたことがわかる。

第一のサイクルは、一九五一年に店頭売買承認銘柄制度の発足から一九六一年の取引所第二部開設に至る時期である。戦後復興期から高度成長期にかけて店頭売買承認銘柄の銘柄数が増加するとともに、売買も活発になった。この制度は、ソニーやホンダのような当時の新興企業に対して資金調達場を提供したといえるが、結果的にこの制度は取引所第二部として、事実上取引所市場に吸収された。

第二のサイクルは、二部市場開設後から二〇〇四年のジャスダック証券取引所開設に至る時期である。二部市場開設後の店頭市場については、一九六三年に店頭登録制度が導入されるが、銘柄数も約一〇〇銘柄程度の横ばい状態で、かつてのような活況は見られない状況が長く続くが、一九八〇年代以降には制度整備が進展するとともに、市場の拡大が見られるようになった。特に、一九八三年の「新店頭市場」といわれる制度改革は、その重要な契機であると思われる。この「新店頭市場」は、銘柄数などが増加し、市場としても拡大し、その名称も「

ASDAQと改められるが、これもまたジャスダック証券取引所として取引所化された。

この二つのサイクルでは、いずれも八非上場市場→取引所市場Vというパターンが繰り返されたという点では共通性があるものの、前者では既存の取引所に吸収され、後者では新設の取引所設立という差異もみられるように、その背景や要因などについて相違も指摘できる。

拙稿「二〇二三」において、前者の時期について考察したことを踏まえ、本稿では後者の時期を対象として、非上場株式市場が取引所化される経緯をみながら、その背景と要因、さらには前者のパターンとの相違について考察する。

1 新店頭市場の展開…一九八三～一九九一年

(1) 店頭市場の機能拡充（一九八三年）

取引所二部市場開設後、店頭市場に大きな改革の機運が見られるようになるのは一九八〇年代であり、そこでは一九八二年の証取審の動きが注目される。このような変化の背景には、日本経済の安定成長あるいは成熟社会への移行という大きな背景があり、ベンチャー企業の育成などの新産業・新技術の発展とともに、資産運用の効率化や多様化が政策課題となってきたことが指摘できる。以下、この動向について概観する。

証取審では、一九八二年四月以降、「今後の株式市場のあり方について―個人株主問題を中心として」をテーマとした審議が開始された。そこで株式市場の機能拡充について取り上げられ、「株式市場の機能拡充について―中堅・中小企業と株式市場の関連を中心として」（一九八三年六月）と題する中間報告が取りまとめられ、公表された。

この中間報告は、1.「株式市場の機能拡充の必要性」、2.「株式市場の機能拡充の基本的考え方」、3.「取引所市場の機能拡充」、4.「店頭市場の機能拡充」の四項目によって構成されている。

1では、店頭市場の不活発さと発行市場の機能不足という現状を踏まえた上で、機能拡充の必要性として、①未上場の中堅・中小企業の長期安定資金の調達および資金調達手段の多様化ニーズ、②個人投資家の投資対象の多様化ニーズ、③証券会社における株式市場活性化の意欲の高まりが挙げられている。

2では、①デイスクロージャー制度の充実などによる投資者保護の徹底と投資者の自己責任原則の確立、②取引所市場と店頭市場の適切な役割分担と連携・協調、③市場参加者の市場への健全な参加についての配慮が必要であるとされている。

3では、取引所市場の機能拡充では、上場企業として成長性の高い中堅・中小企業を一層増加させるため、市場基準の見直しを行うこととされている。

4では、店頭市場の機能拡充として、具体的には①株式公開基準の緩和、②流通市場としての機能拡充、③発行市場としての機能拡充、④デイスクロージャー制度の整備が挙げられている。

この中間報告を受けて、日証協は同年九月、「株式店頭市場の機能拡充についての要綱」を決定した。同要綱は中間報告の趣旨に沿ったものであり、具体的には、①登録制度の改善、②公募増資の緩和、③情報の開示、④投資勧誘規制の緩和、⑤自己責任原則の徹底、⑥自己売買規制の緩和、⑦登録銘柄ディーラー制度の導入、⑧売買管理体制の充実、⑨登録銘柄以外の店頭銘柄の取扱いの九項目について改善策を提案し、制度の運用状況の推移をみて適時改善を行うとともに、概ね一年後を目途に見直しを行うものとしている。同要綱の骨子は、図表1の通りである。

図表 1 「株式店頭市場の機能拡充についての要綱」(抜粋)

1. 目的 (略)
2. 登録制度の改善
 - (1)登録基準の緩和
 - ①発行済株式数基準
発行済株式数は、200万株以上（登録時）で、かつ直前事業年度における平均発行済株式数が100万株以上とする（現行「200万株以上（直前事業年度末）で、かつ直前事業年度における平均発行済株式数が100万株以上」）。
 - ②設立後経過年数基準
設立後経過年数基準を廃止する（現行「設立後2年以上経過していること」）。
 - ③配当基準
配当基準を廃止する（現行「1株当たり年5円以上の利益配当を行っていること」）。
 - ④利益基準
利益基準は、一株当たり年10円以上（税込み）とする（現行「1株当たり年10円以上（税引き）」）。
 - ⑤株主数基準
登録時までに株主数が200人以上となること（新設）。
 - ⑥その他
「純資産額」、「公認会計士の意見」、「単位株制度」、「公告掲載紙」、「名義書換所」、「株券の様式」、「株式譲渡制限」、「登録取消の有無」及び「取引所上場の有無」の諸基準並びに申請協会の数（2社以上）は、現行どおりとする。
 - (2)申請協会の審査体制の充実 (略)
 - (3)登録取消基準の改善
次の登録取消基準を新設する。
 - ①株主数基準
株主数が100人未満となったとき。
 - ②申請協会基準
 - ㉠一申請協会が皆無となったとき。
 - ㉡申請協会が一社となり、6か月の猶予期間を経過したとき。
 - (4)登録時の株式の公開方法
現行の株式分売制度に代えて、次により公募・売出しを行う。
なお、現行の株式分売制度は、売出しについての税制上の手当てが行われるまでの間存続する。
 - ①公開株式数
 - ㉠直前事業年度末における発行済株式数が200万株以下の場合
30万株以上
 - ㉡直前事業年度末における発行済株式数が200万株超の場合
15万株＋発行済株式数の7.5%以上
 - ②公開価格の決定方法
主幹事証券会社は、想定公開価格を定め、これを市場関係者及び各幹事証券会社に提示し、当該価格について、その反応を勘案し、調整のうえ、最終的には主幹事証券会社と発行会社との間で協議して公開価格を決定する。

③公募増資基準

①発行基準

A利益金 一株当たり10円以上（税引き）

B収益性 将来の収益力が高いと見込まれること。

②資金使途の確認

上場会社の場合に準ずる。

④売出株式数の公開株式数に占める割合

売出株式数は、公開株式数の50%以上であることを要する。

⑤募集及び売出しの取扱いの委託

申請協会員は、公開株式の一部について他の協会員に対し募集及び売出しの取扱いを委託する。

⑥公開価格算定方法の開示

申請協会員は、公開価格の算定に関する資料を協会に届け出ることとし、協会はこれを閲覧に供する。

1. 公募増資の緩和

上場の目途を得た登録会社又は一定の公募増資基準を満たした登録会社は、公募増資を行うことができるという趣旨の規定を設ける。

(1)上場の目途を得た登録会社

原則として2年以内に上場する予定があり、具体的な準備を進めている登録会社で、概ね上場基準を満たしているものとする（公募増資の結果、上場基準を満たす場合を含む。）。

(2)公募増資基準を満たした登録会社

公募増資基準は、次のとおりとする。

①利益金 1株当たり10円以上（税引き）

②収益性 将来の収益力が高いと見込まれること。

(3)(1)及び(2)の場合においては、次の条件を満たすこととする。

①資金使途の確認

上場会社の場合に準ずる。

②売買状況

①直近3か月間の月平均売買高 5万株以上

②直近3か月間の月平均値付率 50%以上

③公募株数

年間の公募株数の限度は、発行済株式数の30%以内とする。

④発行価格の決定方法

直前1週間の店頭売買値段（安値の平均）等を基準とする。

2. 情報の開示

(1)リスク情報の開示

登録時及び登録後の公募増資・売出しに当っては、有価証券届出書及び目論見書に、リスク情報（投資者の投資額に重大な影響を及ぼす可能性のあるリスクで、通常かつ一般的なリスク以外のもの。）を開示する。

(2)タイムリー・ディスクロージャー制度の導入

協会は、登録会社に対し、①決算短信、中間決算短信の作成・公開を積極的に行うこと、②経営方針、経営内容等に重要な変更等があったときは、適時に情報を開示することを要請する。

なお、これらの具体的な開示方法としては、登録会社は協会に報告するほか、報道機関等を通じて一般に公表する。

3. 投資勧誘規制の緩和

協会員に対する投資勧誘の規制を緩和することとし、これに伴い、適正な投資勧誘を図るため、次の措置を講ずる。

(1)登録銘柄等の投資勧誘

①協会員は、登録銘柄の投資勧誘に当っては、顧客の投資経験、投資目的、資力等を慎重に勘案し、顧客の意向と実情に適合した投資勧誘を行う。

②協会員は、登録銘柄以外の店頭銘柄については、投資勧誘を行わない。
という趣旨の規定を設ける。

(2)店頭取引開始基準

上記(1)に関連して店頭取引開始基準を設ける。その内容は、次のとおりとする。

①協会員は、次の基準を満たす顧客に対して、登録銘柄の投資勧誘及びその勧誘にかかる注文の受託を行うことができる。

④当該顧客に株式投資について相当の知識と経験があること。

⑤当該顧客の資産の状況等から判断して、店頭取引を行うことが適当であること。

②協会員は、顧客から積極的に売付け又は買付けの要請があったときは、営業責任者の承認を得てその注文を受託する（登録銘柄以外の店頭銘柄についても同様とする。）。

4. 自己責任原則の徹底

協会員は、顧客に対し店頭取引の仕組み等について十分説明するとともに、店頭取引の開始に際しては、あらかじめ顧客から「店頭取引に関する確認書」を徴求して、店頭銘柄への投資は、顧客の判断と責任において行うべき旨の確認を得るという趣旨の規定を設ける。

5. 自己売買規制の緩和

協会員は、公正な価格形成及び経営の健全性を損うことのないよう留意することを前提に登録銘柄について自己売買を行うことができるという趣旨の規定を設ける。ただし、登録銘柄の保有限度額は、現行の商品有価証券の保有限度額の範囲内とする。

6. 登録銘柄ディーラー制度の導入

登録銘柄について流通の円滑化及び価格の継続性と平準化を図るため、登録銘柄ディーラー制度を導入する。その具体的仕組み等は、次のとおりとする。

(1)登録銘柄ディーラーの要件

①資格及び数

④1号免許を受けている協会員は、登録銘柄ディーラー（以下「TD」という。）となることができる。

⑤登録銘柄の申請協会員は、すべてTDとなるものとする。

⑥申請協会員以外の協会員がTDになろうとするときは、協会に事前に届け出る。

⑦TDは、原則として登録銘柄1銘柄について2社以上とする。

③辞退

④申請協会員は、TDを辞退することができない。ただし、申請協会員を辞退したときは、この限りでない。

㊥申請協会員以外の協会員がTDを辞退しようとするときは、協会に事前に届け出る。

(2)登録銘柄ディーラーの義務

①気配の発表

TDは、継続的に売り気配及び買い気配を発表する。ただし、当分の間は、週一回以上発表するものとする。

②売買義務

TDは、自社が発表する気配に基づき最低売買単位の売買に応じなければならない。

③公募増資の際の気配発表の自粛

登録会社が公募増資を行う場合においては、当該引受証券会社であるTDは、当該銘柄の公募増資の期間中一定の期間、気配の発表を自粛する。

④協会への売買報告

TDは、自社の発表気配に基づく売買状況等を協会に報告する。

(3)発表気配の伝達方法

①TDは、自社の売り気配、買い気配及び株数を店頭に掲示し、協会員からの照会に応ずるとともに、協会に報告する。

②協会は、TDから報告を受けた売り気配、買い気配及び株数を協会員に伝達する。

(注) 今後、相場情報機関によるコンピュータ・システムを利用した伝達方法について検討を進める。

(4)登録銘柄ディーラーにおける売買、受渡方法等

TDにおける売買、受渡し等は、他の協会員と同様、次の方法により行う。

①売買方法

TDは、仕切形式又は委託形式のいずれかの方法により売買を行う。

②受渡し

TDが、日本店頭証券に委託する売買の受渡しは、同社において行い、その他の協会員間の売買の受渡しは、買方協会員の店頭において行う。

③手数料

①TDは、顧客からの売買注文を委託形式により執行したときは、協会が定める委託手数料を徴収する。

②TDは、顧客からの売買注文を仕切形式により執行したときは、売買値段と別枠で協会が定める取扱手数料を徴収することができる。なお、この場合の取扱手数料は、上記の委託手数料に準ずる。

④売買値段の制限

TDが行う売買の値段は、前日におけるTDの売り気配の最安値、買い気配の最高値の平均値等を参酌して協会が定める値段を基準として、別に定める値幅の範囲内の値段とする。

(5)登録銘柄ディーラー制度の適用

登録銘柄ディーラー制度は、すべての登録銘柄に適用するが、申請協会員は、すべてTDになるものとする旨の規定は、新制度による新規登録銘柄について適用する。

7. 売買管理体制の充実

売買管理体制の一層の充実を図るため、次の措置を講ずる。

(1)店頭取引における相場操縦等の禁止（略）

(2)協会の売買管理体制の強化

①株式会社店頭市場監理専門委員会の充実

店頭売買管理の機動的かつ適正な運営を図るため、株式会社店頭市場監理専門委員長の権限を強化するとともに、同専門委員会の構成、運営方法等について整備を図る。

②協会事務局の充実

店頭売買管理担当部門の増員を図るとともに、店頭売買専門の調査員を置く。

8. 登録銘柄以外の店頭銘柄の取扱い

(1)登録銘柄

現行の登録銘柄制度は、次の諸点について改善して、これを存続する。

①名称の変更

登録銘柄の名称を「店頭管理銘柄」に改める。

②指定期間延長の際の売買高基準の強化

①資本金不足等により上場を廃止された銘柄については、直近6か月間の月平均売買高を現行の1万株以上から3万株以上に引き上げる。

②会社更生法等により上場を廃止された銘柄については、直近6か月間の月平均売買高を現行の3万株以上から5万株以上に引き上げる。

③公募増資等の禁止（略）

④自己売買の制限（略）

⑤その他

日本銀行出資証券は、特例により登録銘柄とする。

(2)その他の店頭銘柄

①協会員間売買の自粛（略）

②公募増資等の禁止（略）

9. 制度の見直し

（略）

（出所）『証券業報』1983年9月、393号、112～121頁。

日証協は、この要綱に沿って一九八三年一月から店頭登録基準の緩和、店頭登録銘柄ディーラー制度および公募増資の導入などを実施した。また、同時に東京、大阪をはじめとする各取引所も上場株式数基準等の引き下げなど、上場基準の緩和を実施した。なお、大証は、地元企業の上場を促進するという目的の下、より基準の緩い特別指定銘柄制度（いわゆる新二部）を導入した。つまり、店頭登録のハードルが引き下げられるとともに、上場のハードルも引き下げられ、株式市場全体の参入基準が引き下げられたといえる。

(2) 「新店頭市場」の拡大

一九八三年の証取審報告を受けて大きく改革された店頭市場は、しばしば「新店頭市場」と呼ばれるが、これ以降の店頭市場は顕著な拡大傾向を示すようになった。

まず、銘柄数の推移をみると、以下の図表2の通りである。新店頭市場の発足前は、店頭登録銘柄の会社数は、一一〇社程度であり、東証二部の三割程度に過ぎなかったが、新店頭市場発足後は堅調に増加傾向を示し、一九〇〇年には三四二社に達し、東証二部の四三六社の八割強となり、東証二部に比肩する存在となったことがわかる。

次に、売買高の推移は、以下の図表3の通りである。新店頭市場発足前の売買高は、年によってばらつきがあるものの、概ね一〜二億株程度であり、東証二部との比率も概ね三〜五％程度であったが、新店頭市場発足後は銘柄数と同様に堅調に増加し、一九〇〇年には一〇億株を上回り、東証二部との比率も三〇％を上回るようになった。

このような市場拡大の背景として、より一層の制度的な改善が進められていったことが挙げられ、特にエクイティファイナンスの規制緩和については、店頭登録時の公募増資（一九八四年）、店頭登録会社の公募増資（一九八六年）、店頭登録会社の公募転換社債発行（一九八七年）、

図表2 店頭登録会社数の推移

年	登録会社	店頭管理銘柄発行会社	合計 (A)	東証二部 (B)	A/B (%)
1980	109	34	143	442	32.4
1981	110	29	139	438	31.7
1982	118	27	135	445	30.3
1983	111	26	137	438	31.3
1984	116	23	139	412	33.7
1985	127	22	149	424	35.1
1986	140	21	161	424	38.0
1987	151	21	172	431	39.9
1988	196	20	216	441	49.0
1989	263	16	279	436	64.0
1990	342	15	357	436	81.9

(資料) 日本証券業協会および東京証券取引所。

同中間発行増資（一九八八年）が実現し、さらに一九八九年には公募増資ルールが緩和された。このような措置によって、以下の図表4に示されるように、店頭登録会社の資金調達率は、新店頭市場発足後、堅調な増加傾向を示している。新店頭市場発足前は、概ね年間一〇〇億円を超えない状況であったが、新店頭市場発足後は年によってばらつきがあるものの、年間二〇〇（四〇〇億円となり、バブル経済の膨張を背景に一九八九年約一二八〇億円、一九九〇年約二一〇〇億円と

図表3 店頭銘柄売買高の推移

年	店頭登録銘柄	店頭管理銘柄	合計 (A)	東証二部 (B)	A/B (%)
1980	41,381,500	181,502,300	222,883,800	2,025,479,000	11.0
1981	33,617,100	57,991,600	91,608,700	1,619,159,000	5.7
1982	32,673,800	35,898,200	68,572,000	2,094,561,000	3.3
1983	68,923,000	60,859,300	129,782,300	4,234,548,000	3.1
1984	102,032,500	83,586,000	185,618,500	4,501,946,000	4.1
1985	118,206,000	74,034,000	192,240,000	3,657,939,000	5.3
1986	203,722,200	65,995,000	269,717,200	4,097,260,000	6.6
1987	181,445,200	171,157,000	352,602,200	4,200,956,000	8.4
1988	290,103,200	187,545,000	477,648,200	4,029,185,000	11.9
1989	529,276,964	134,849,000	664,125,964	4,247,075,000	15.6
1990	1,065,583,496	197,522,000	1,263,105,496	4,064,606,000	31.1

(資料) 日本証券業協会および東京証券取引所。

図表4 店頭登録会社の資金調達状況

(単位：百万円)

年	有償増資総調達額		株主割当		公募		第三者割当	
	件数	金額	件数	金額	件数	金額	件数	金額
1980	14	9,735	5	718	0	—	9	9,017
1981	16	4,724	9	722	0	—	7	4,001
1982	13	9,300	3	410	0	—	10	8,890
1983	7	12,256	2	1,020	0	0	5	11,236
1984	21	46,515	2	384	0	0	19	46,131
1985	10	19,245	1	100	0	0	9	19,145
1986	16	23,116	2	1,120	4	7,888	10	14,108
1987	16	38,424	0	0	4	10,287	10	28,137
1988	14	47,567	0	0	7	35,189	7	12,378
1989	25	128,031	1	900	19	116,654	5	10,477
1990	18	209,963	2	30,277	4	78,152	12	101,534

(資料) 日証協の資料による。

なった。

また、登録銘柄ディーラー制度については、一九八三年一月に日証協は店頭気配伝達室を開設した。ここでは、登録銘柄ディーラーの売買気配の伝達業務、伝達された気配の発表業務、売買業務は電話と手作業であり、関係者によると、これらの作業はいわば人海戦術で行われていたようである。したがって、効率的な事務処理が行えるコンピュータ・システムを構築することは、新店頭市場発足時からの重要な懸案事項であったといわれる。そこで、日証協は、一九八四年七月、株式会社市況情報センター（現在の株式会社QUICK）のコンピュータ・システムを利用した気配伝達、発表および売買管理の機械化とともに、証券会社から日証協への売買値段等の報告および日証協の売買管理業務についても機械化を図ることを決定し、所要の規則を改正、同年七月七日から実施した。この店頭株式情報伝達システムによって、登録銘柄ディーラーが自社の端末機から気配等を入力するとリアルタイムに各証券会社の店舗等に設置されている端末機に出力されるシステムが構築された。

このようなシステムが稼働したにもかかわらず、実際には売買の大半は、従来の日本店頭証券を通じた委託売買であり、マーケットメイカー制度を基本とした登録ディーラー制度の利用は、きわめて限定的なものにとどまった。

（３）店頭市場改善策（一九八九年）

一九八八年六月、いわゆるリクルート事件が発覚し、公開前の株式取引について大きな社会的関心が集まるとともに、株式公開の公正性や透明性が強く要請されるようになった。このような状況を背景として、証取審不正取引特別部会は、緊急に株式公開制度に関する問題を審議テーマとして取り上げ、一九八八年十二月「株式公

開制度の在り方について―問題点とその改善策」と題する報告書を取りまとめた。同報告書は、現行の株式公開制度について様々な問題点を指摘した上で、その改善策を提言した。これを受けて各証券取引所、日証協および大蔵省において規制の見直しが行われ、一九八九年四月から新株式公開制度が実施された。この新公開制度は、①公開株式の価格決定方法等の改善、②公開前の株式移動および第三者割当増資等に関する規制、③特別利害関係者等への株式移動の開示を含むものとなった。

また、日証協は、前述の「株式会社店頭市場の改善策要綱」において、株式公開制度の改善とともに、株式会社店頭市場の活性化についての措置を講ずることを公表した。その主な内容として、①発行市場としての機能整備として、公募増資制限の撤廃などによる公開株数の増大等を実施するとともに、既登録会社に関する公募増資ルール等についての見直しを行うこと、②売買値段等の発表方法の改善として、発表値段等の充実などを行うこと、③日本店頭証券の機能の充実として、処理能力の向上やオンライン・リアルタイム・システムの導入、④外国株式の国内店頭取引の促進が盛り込まれた。

このうち機械化改善策については、前述のように店頭株式情報伝達システムが構築されたものの、日証協では、引き続き機械化改善は重要課題とされていた。そこで、一九八九年四月一九日の日証協理事会は「株式会社店頭市場の機械化改善策の骨子」について審議し、具体案の検討については、同業務委員会および証券業務のシステム化等に関する特別委員会の合同で取りまとめることを決定した。これを受けてワーキング・グループが設置され、検討が重ねられた結果、新システムが導入された。これが後の「JASDAQシステム」である。

なお、日証協はこのような措置を講ずる一方、店頭登録制度の運営管理を行うための費用の一部に充当するため、登録銘柄の発行会社から登録料および登録管理料を徴収することとした。

2 JASDAQの発足と展開…一九九一～二〇〇四年

(1) JASDAQの発足（一九九一年）

一九八〇年代の店頭市場の拡大を背景として、効率的な売買システムの構築が要請されるようになった。店頭市場で売買される株式は、取引所上場株式とは異なり、相対取引によって売買されることになるが、顧客から証券会社へ発注される売買注文の大半は、日本店頭証券株式会社に取次いで売買されていた。その際の発注や約定連絡はすべて電話で行われたため、円滑性や効率性などの観点からオンライン処理による売買システムの開発が進められた。具体的には、日本店頭証券の売買システムと日証協の店頭株式情報伝達システムとの両システムからなる株式店頭市場システム（JASDAQ: Japan Securities Dealers Association Quotation）が一九九一年一〇月から稼働することとなった。この売買システムとは、店頭登録銘柄、店頭管理銘柄および店頭転換社債について、証券会社と日本店頭証券との間の売買処理をオンライン・リアルタイムで行うシステムであり、情報処理システムとは、①登録ディーラーの気配および証券会社の売買値段の日証協への申告、②値段等の問い合わせに対する情報提供、③証券会社や情報会社等への店頭市況情報などをオンライン・リアルタイムで行うシステムである。また、このシステムの導入にともない店頭株価指数（JASDAQ INDEX）も開発された。

さらに、一九九一年一〇月に株券等保管振替システムが稼働したことに伴い、一九九二年一〇月から、店頭売買有価証券（ただし、店頭転換社債を除く）も保管振替制度の対象とされ、一九九四年三月末時点で保管振替に同意した銘柄は、四五二銘柄中四四四銘柄となった⁽¹⁾。

(2) 行為規制などの制度整備（一九九一～二年）

店頭市場の拡大と相まって、店頭市場に対する行為規制の必要性が議論されるようになった。具体的には、証券取引公正取引特別部会は、一九九一年四月「店頭市場の行為規制の適用について」と題する報告書を取りまとめ、店頭市場における相場操縦的行為の禁止および内部者取引の禁止が提言された。

また、同報告書では、上記の行為規制の適用に関連した法令上の規定の整備を具体的に提言するとともに、日証協および証券会社における審査・管理等の充実についても提言された。

この報告書に基づく制度整備は、同年一〇月「店頭売買銘柄の登録及び値段の発表に関する規則」（公正慣習規則第二号）の一部が改正・施行により実施、また、証券取引法上の行為規制が店頭市場にも適用されることになったことに伴う所要の整備は、一九九二年七月「店頭売買有価証券の登録及び価格の公表等に関する規則」（公正慣習規則第二号）の一部が改正・施行により実施された。

なお、行為規制以外の制度整備も進められ、一九九〇年には、株券等の大量保有に関する開示制度については、店頭登録銘柄および店頭管理銘柄に対する五％ルールが適用されることとなった。

また、登録の審査体制により一層の強化・充実を図るため、一九九三年二月には「登録審査に関する研究会」が設置され、登録審査の方法、審査内容の充実策等について検討が重ねられた。その際、店頭登録銘柄の倒産事案において不正経理事件（アイペック事件）が発覚したことを受けて、登録審査の充実およびディスクロージャーの徹底が図られた。

図表5 店頭市場および上場市場の推移

(単位：千株、百万円)

年	店頭				東証2部				東証1部		マザーズ		A/E	B/F	C/G	D/H
	登録社数 (A)	時価総額 (B)	売買株数 (C)	売買代金 (D)	上場社数 €	時価総額 (F)	売買株数 (G)	売買代金 (H)	上場社数	時価総額	上場社数	時価総額				
1989	263	12,231,590	529,276	2,045,300	436	20,243,078	4,247,075	6,788,837	1,161	590,908,794	—	—	0.6	0.6	0.1	0.3
1990	342	11,824,916	1,065,583	6,040,841	436	14,076,248	4,064,606	10,356,200	1,191	365,154,865	—	—	0.8	0.8	0.3	0.6
1991	430	12,880,904	1,034,794	5,009,137	418	11,985,564	1,883,322	3,789,092	1,223	365,938,798	—	—	1.0	1.1	0.5	1.3
1992	436	7,943,210	436,581	1,082,521	422	8,477,823	966,308	1,229,110	1,229	281,005,655	—	—	1.0	0.9	0.5	0.9
1993	477	11,228,166	1,076,182	2,883,274	433	10,794,108	2,215,024	3,203,337	1,234	313,563,357	—	—	1.1	1.0	0.5	0.9
1994	568	14,558,324	2,221,462	5,371,517	454	16,251,524	3,382,085	4,838,344	1,235	342,140,944	—	—	1.3	0.9	0.7	1.1
1995	678	14,535,417	2,431,086	5,884,229	461	15,478,583	3,132,688	4,946,639	1,253	350,237,510	—	—	1.5	0.9	0.8	1.2
1996	762	14,904,429	2,412,234	5,889,601	473	11,193,252	4,000,592	4,795,350	1,263	336,385,108	—	—	1.6	1.3	0.6	1.2
1997	834	9,227,695	1,375,518	2,657,458	478	7,022,085	2,033,913	2,073,057	1,327	273,907,955	—	—	1.7	1.3	0.7	1.3
1998	856	7,742,438	1,244,054	1,552,739	498	7,397,556	1,602,803	1,390,305	1,340	267,783,547	—	—	1.7	1.0	0.8	1.1
1999	868	27,410,876	4,142,251	12,193,876	526	13,583,816	3,963,088	7,445,847	1,364	442,443,338	2	813,694	1.7	2.0	1.0	1.6
2000	886	10,283,273	3,457,403	11,432,759	579	7,134,378	4,546,672	5,660,021	1,447	352,784,685	29	635,663	1.5	1.4	0.8	2.0
2001	926	8,927,031	3,297,280	5,012,628	576	5,424,255	4,494,489	2,065,284	1,491	290,668,537	36	666,234	1.6	1.6	0.7	2.4
2002	939	6,983,484	4,153,545	3,668,223	581	4,427,006	5,811,576	1,979,378	1,465	242,939,136	43	494,506	1.6	1.6	0.7	1.9
2003	943	9,384,516	5,625,313	6,346,385	569	5,643,864	874,031	2,158,892	1,533	309,290,031	72	1,549,648	1.7	1.7	0.6	2.9
2004	944	12,355,628	10,749,746	12,568,059	559	7,770,202	1,831,346	8,177,226	1,595	353,558,256	122	3,226,339	1.7	1.6	0.6	1.5

(資料) 日本証券業協会および東京証券取引所の資料による。

(3) 店頭登録特則銘柄制度（一九九五年）

一九九〇年代に入っても店頭登録銘柄数は、一九九〇年八月三〇〇銘柄、一九九四年五月五〇〇銘柄、一九九五年五月六〇〇銘柄となり、顕著な増加傾向を示した（図表5参照）。

このような状況を背景として、一九九五年一月、新規事業を実施する研究開発型企業等の資金調達促進に資するという目的の下、日証協会長直轄の「店頭登録基準検討等懇談会」および作業部会が設置され、現行の登録基準に特則を設けることについての検討が開始された。その結果、同年六月「店頭登録特則銘柄について」と題された報告書が公表され、新たに「店頭登録特則銘柄制度（フロンティア銘柄制度、第二店頭市場）」が創設された。⁽²⁾ この提言に即して規則改正が行われ、一九九六年十二月には、店頭特則銘柄第一号が登録されたが、制度の発足から一年以上が経過していたため、制度のあり方についてさらなる論議を引き起こす契機の一つにもなったといえる。⁽³⁾

（４）店頭市場の位置づけの見直し（一九九七年）

九〇年代の店頭市場改革においては、産業構造改革やベンチャー育成の観点から改革案を提示した通商産業省（のちの経済産業省）の動きを看過することはできない。また、関係者へのインタビューによると、日証協は同省の動きを契機として店頭市場改革に取り組んだ面もあるとされるため、以下、同省の動向を含めた改革の動きを確認する。

同省は、一九八〇年代初頭からベンチャー育成の観点から店頭市場改革に注目しており、同省が関係機関の協力の下にとりまとめた報告書「研究開発型企業育成策研究会報告書―二一世紀を担う企業の育成振興を旨として」において、上場基準を見直しや店頭市場の整備を提言した。⁽⁴⁾ その後、一九九〇年八月には同省および中小企業庁は「中小企業直接金融研究会」を発足させ、店頭市場についての規制緩和を検討するとともに、店頭登録株式の流通を活発にするため、全国の店頭市場のコンピューターネットワーク化計画についても翌年の実施を目的に検

討することが報じられている⁽⁵⁾。さらに、一九九四年五月には、通産大臣の諮問機関である産業構造審議会産業金融小委員会の中間報告において、資金調達環境の整備の一つとして、店頭公開市場の改善が盛り込まれ、登録認定の透明化、公開企業数の制限規制の緩和・撤廃などが提言され、翌一九九五年一月には、店頭登録制度の改革のあり方について産業界の意見を集約する「店頭登録制度改革ワーキング・グループ」を発足させ、大蔵省などに規制緩和を働きかけることが報じられた⁽⁷⁾。したがって、このワーキング・グループの設置は、前述の日証協の「店頭登録基準検討等懇談会」および作業部会が設置と軌を一にするものであり、店頭市場改革にかなりの影響力をもたらしたものと推測される⁽⁸⁾。なお、ここでは、店頭登録の「実質基準」が問題とされた。同ワーキング・グループが直近の一九九四年に店頭登録した企業を調査したところ、純資産は一〇億円以上であり、登録基準の二億円の五倍となっているほか、経常利益では一〇倍以上となっていることから、この登録基準が形骸化し、実際の登録には「実質基準」が存在しており、ベンチャー企業育成を遅らせる原因となっていることが指摘された⁽⁹⁾。

さらに、通産省は、先に導入された店頭登録特則銘柄制度が利用されにくく、この時点では一社の新規登録もないことから、一九九六年一月には、新たに「店頭登録制度改革ワーキング・グループ」(座長・伊藤邦雄一橋大学教授)を設置し、店頭市場の問題点の分析を開始し、二月に中間報告が公表された。ここでは、マーケットメイカー制の導入が提言されている⁽¹¹⁾。

また、通産省のベンチャー資金調達環境整備研究会は、同年七月に店頭株式市場改革案を前面に打ち出し、流通性向上のために、マーケットメイカー制を導入し、証券会社が積極的に売買を行うことで株価形成を促進することや、オーナーが株を放出しやすい環境をつくり流通株式数を増やすことで、年金資金などの機関投資家の資金が吸収できる市場環境整備を提案した⁽¹²⁾。

一九九六年一月、当時の橋本総理は金融システム改革（日本版ビッグバン）の取り組みを開始したが、これに伴って翌一九九七年二月、通産省も産業構造審議会の産業金融小委員会も審議を再開した。審議項目は多岐にわたっていたが、ここにはベンチャー企業の資金調達に関連して、店頭登録市場の抜本的改革や未登録・未上場株式の流動性確保などが盛り込まれた。⁽¹³⁾ 同年六月、同小委員会は中間報告をとりまとめた。この中間報告書では、円滑なリスクマネー供給のための環境整備として、①店頭市場の活性化に向けたさらなる改革、②未登録・未上場株式への投資を促進する観点からの市場の整備、③ベンチャーへの資金供給源の多様化が掲げられ、このうち店頭市場については、流通性の向上による店頭市場の活性化が不可欠であるとした上で、公開価格決定方式を入札方式からブックビルディング方式に変更する必要があると主張するとともに、マーケットメイカー制度を支える借株制度導入や情報インフラ整備の必要性についても指摘している。さらに、店頭市場は取引所市場の補完的な位置づけとされているが、店頭市場の発展を期する観点からは、両市場を同等の存在として位置づけ、市場間の競争を促進することが必要であるとした。⁽¹⁴⁾

このような通産省の動きを受けて、一九九六年一月、日証協も業務委員会（委員長・藍沢基弥・藍沢証券社長）において独自に検討を開始し、同年六月「株式会社店頭市場の流通面における改善策等について」と題する中間的な取りまとめを公表した。その後、この趣旨に沿って、信用取引制度、発行日取引制度および借株制度の導入について実務面の検討が行われ、一九九七年三月、その検討結果が要綱として取りまとめられ、その後施行された（借株については六月施行、信用取引および発行日決済取引については九月施行）。同時に、公開価格決定方式としてブックビルディング方式の導入についても検討が行われ、同じく一九九七年三月に要綱として取りまとめられ、同年九月に施行された。ただし、ここでは主幹事証券会社が現行の入札制度を選択できるものとされた。

また、この間、証取審は、金融システム改革の趣旨を達成するために必要とされる証券市場改革案を作成すべく審議を重ねた結果、一九九七年六月「証券市場の総合的改革―豊かで多様な二一世紀の実現のために」を公表した。この報告書は、「漸進的規制緩和から抜本的市場改革へ」を基本的方向としており、投資対象、市場および市場仲介者にわたる広範な内容が含まれているが、店頭登録市場については、「取引所市場の補完との位置付けを見直すとともに、流通面の改善策を実施することにより、その機能の強化を目指す」とされ、未上場・未登録株の証券会社による取扱いについては、「取引の公正性確保のためのルール整備を図った上で認めることが適当」とされた。この未上場・未登録株の取扱いについては、日証協の規則において企業内容の開示および当該株式等の流通に関する必要なルールを定めた上で、一九九七年七月から投資勧誘等が解禁されることとなった⁽¹⁵⁾。

この証取審報告を踏まえて、日証協は店頭市場の抜本的な見直しに着手し、一九九八年七月「株式会社店頭市場改革の方向性について」を取りまとめた。この報告書は、冒頭に「株式会社店頭市場の広範かつ抜本的な改革」を標榜していることから明らかなように、その後の店頭市場のあり方に大きな影響を与えるものとなった。その具体的な内容は、以下の通りである。

まず、株式会社店頭市場の構造改革として銘柄区分の全般的な見直しが挙げられており、①現状の本則銘柄と特則銘柄のうち、特則銘柄については米国のナスダック市場の登録基準等を参考にしながら、会社の特質や成長過程に応じた登録基準の選択が行えるよう複数の区分を設ける、②流通市場の整備として、登録後一定期間が経過した後、売買高、値付率等を勘案し、流動性の高いグループとこれに該当しないグループとしての銘柄区分を設けるなど多段階の銘柄区分を設ける、③売買高および値付率等の数値が極端に低く公開会社としての役割が不明確になった銘柄については、登録取消を含めた措置を講じるとともに、登録取消となった銘柄の受け皿となる銘柄

区分を設ける、という内容となっている。

次に、流通市場における改善として、①マーケットメイカー制度の活性化、②日本店頭証券の位置づけの見直し、③一般貸借取引の整備と信用取引制度の見直し、④新インデックスの開発、⑤次期JASDAQシステムの開発、⑥売買停止措置の弾力的な運用、⑦時間外取引制度の導入、⑧受渡決済制度の見直し、である。

第三に、登録制度の改善については、①登録基準の見直し、②登録審査内容を見直し、③株式公開前規制の見直し、④店頭登録審査の取扱い、⑤申請手続等の簡素化、⑥登録取消基準の見直し、⑦新有価証券等にかかる登録基準の新設、である。

第四に、適時開示の充実および開示環境の改善については、①登録会社の決算短信の充実と四半期報告制度の導入、②アナリスト情報の活用、③ディスクロージャーシステムの充実、である。

第五に、株式店頭市場を巡る環境整備および市場参加者に対するサービスの提供については、①投資家啓蒙活動、②対外的な店頭市場PRの必要性、③登録銘柄の発行会社に対する様々なサービスの提供、④証券取引の電子化の進展に伴う対応、である。

最後に、その他法制度の整備等については、①法律改正等に関する要望¹⁶、②機動的な株式公開の実現と信頼のある市場作りの方策、③気配公表銘柄制度等の整備・拡充、である。

この報告書では、マーケットメイカー制に対する期待感が強いように思われるが、オークション制度の拡充は当時禁止されていた「市場類似施設」とされる懸念があり、マーケットメイカー制を取引所とは異なる市場属性として取り入れざるを得ない事情もあったと思われる。

これ以降の店頭市場改革は、この報告書に沿って進められることになる。これ以降の主な動向について時系列

でまとめると以下の図表6の通りである。

(5) ナスダック・ジャパンの創設

この時期に全米証券業協会（NASD）の運営するNASDAQとソフトバンクが「ナスダック・ジャパン」を創設し、二〇〇〇年六月から取引を開始したことは、店頭市場改革論議に対して相当な影響を与えたと思われる。

同市場は、一九九九年六月に公表され、メディアによっても大きく取り上げられた。同市場の目的として、米国のナスダック銘柄の円建て売買を可能にするだけでなく、日本の新興成長企業の株式も売買対象とすることが報じられたため、これによって既存の上場市場や店頭市場との市場間競争が高まることが予想される事態となった。⁽¹⁸⁾

このような動きを受けて、一九九九年八月、日証協は、全米証券業協会との提携交渉開始や店頭株式市場の改革計画を発表した。この提携では、「双方の市場に登録する株式の価格などの情報を交換するほか、双方の店頭株をお互いの市場で取り引きすること」によって、ソフトバンクとNASDAQが計画している「ナスダック・ジャパン」に対抗すると報じられた。⁽¹⁹⁾

このナスダック・ジャパン構想に対しては、特に関西の経済界が強い関心を示し、大証との提携構想につながっていくこととなり、一九九九年一二月には大証と全米証券業協会は包括的な提携関係を結ぶことで合意した。⁽²⁰⁾その後、ナスダック・ジャパンは、市場開設に向けて様々な取り組みを進め、既存の取引所および店頭市場との市場間競争が進展することになる。特に、既存の店頭公開会社に対して上場誘致を行い、一部には移行の表明もみ

図表6 「株式店頭市場改革の方向性について」（1998年7月）以降の動向

1998年7月	市場運営委員長の諮問機関として株式店頭市場における流通制度、登録制度およびシステム構築などの5つのワーキンググループ設置
同年11月	マーケットメイカー制度を導入するための関係諸規則の改正および説明会開催
同年11月	日本証券業協会インターネット開示システム（JDS）稼働開始
同年12月	マーケットメイカー制度の試験的導入
同年12月	登録基準の見直し（本則銘柄と特則銘柄の区別の廃止）
同年12月	日本店頭証券がジャスダック・サービスに改組
1999年6月	公開前規則の緩和
同年7月	JASDAQ-Bloomberg Indexの算出・公表開始 ⁽¹⁷⁾
同年9月	マーケットメイカーのリープオーダー制度実施
1999年8月	JASDAQ市場運営諮問会議設置
1999年8月	店頭市場改革「市場改革の行動計画」を公表
1999年11月	日証協事務局内に店頭市場プロモーション室を設置し、店頭市場のプロモーション活動（ポスター、リーフレット、テレビCMなど）を本格化
2000年2月	JASDAQ売買システム稼働時間外取引制度を導入
同年2月	登録基準の見直し実施
同年3月	「株式店頭市場の運営組織見直しのための特別委員会」を設置
同年3月	JASDAQマーケットメイクスシステム稼働
2000年4月	「市場改革の行動計画Ⅱ」公表
2000年8月	店頭登録会社株価・企業情報検索システム（TIRS：ティルス）稼働
2000年10月	店頭登録会社の情報開示が東証TDnetと連携
2001年2月	市場運営機能をジャスダックに委託
同年5月	JASDAQシステムの全面リプレースを実施
2002年4月	J-Stock銘柄を選定し、J-Stock Index算出開始
同年6月	「四半期開示促進について」公表
2003年2月	「JASDAQ市場の在り方に関する研究会」設置
2003年5月	新しいマーケットメイク制度の導入（裁量執行環境の提供）
2003年6月	JASDAQ市場の在り方に関する研究会、「JASDAQ市場の在り方について」取りまとめ
2003年8月	JASDAQ市場の運営及び機能の効率化等に関するWGを設置
同年10月	「JASDAQ市場の運営及び機能の効率化等に関する今後の方向性について」公表
2003年11月	「JASDAQ市場の在り方に関する研究会PARTⅡ報告書」取りまとめ
同年12月	「JASDAQ市場におけるIR活動の推進について」公表
2004年4月	制度信用取引および貸借取引導入
2004年4月	店頭登録（JASDAQ上場）会社のIR活動を制度化
同年6月	「株式会社ジャスダック証券取引所の創設に関する基本要綱」公表
同年12月	ジャスダックが証券取引所免許を取得し「株式会社ジャスダック証券取引所」に商号変更

（資料）日本証券業協会の資料により作成。

られたことは、既存の店頭市場にとっては看過できない事態であったと思われる。⁽²¹⁾

大証とナスダック・ジャパンは、同年四月に開設に向けて最終的に合意し、前者が決済システムなどを含め市場運営全般を担い、後者が取引システムの開発、マーケティングなどを担当することとなった。⁽²²⁾ 他方、この間に多数の企業がナスダック・ジャパンでの公開を表明した。⁽²³⁾ 同市場は、同年六月一九日から取引を開始したが、上場八社のうち二社は店頭銘柄から移行した銘柄であった。⁽²⁴⁾

ナスダック・ジャパンは、多くの注目を集めるとともに新規上場は着実に増加した。⁽²⁵⁾ その一方、取引システムの構築・維持に必要な設備投資資金が数十億円規模に膨らみ、経営を圧迫するという事情も抱えていたことから、二〇〇二年二月には翌二〇〇三年三月末を目標としたナスダック市場との統合協議が開始されることになった。当時は、ナスダック側も株式市場の低迷によって赤字が続き、システム投資の負担が大きかったといわれている。⁽²⁶⁾ その後もナスダック・ジャパンの上場社数は増加し、同年七月には一〇〇社に達する規模となったもの、同年八月にナスダック・ジャパンは上場企業の誘致などの営業活動停止を突然に発表し、結果的にNASDAQは大証との提携を解消した。これによって、二〇〇二年一二月、ナスダック・ジャパンは大証ヘラクレスとして始動することとなった。⁽²⁹⁾

(6) JASDAQ証券取引所開設(二〇〇四年)

わが国の株式市場は、一九八九年末に最高値をつけた後、右肩下がりにより株価は推移し、「バブル崩壊」といわれる時期を経験することになるが、そのような状況下において店頭市場は、前述のような諸施策を背景として、拡大傾向を示した。特に、東証二部と比較すると、登録社数では一九九一年以降一貫して、東証二部を上回り、

ジャスダック証券取引所開設直前の二〇〇三年末時点では九四三社となり、東証二部の五六九社を大きく上回った。また、時価総額みると一九九六年以降は東証二部を上回り、一九九九年には二倍に達している。さらに、売買株数では一九九九年だけは東証二部を上回ったが、それ以外は概ね六〇八割程度で推移したものの、売買代金では東証二部をかなり上回っている。これは人気のある値嵩株に売買が集中していたことも一因となっているものと思われる(図表5参照)。⁽³⁰⁾

このような市場拡大とともに、市場の利便性を巡る議論も高まるとともに、証券市場のグローバル化に伴う市場間競争が注目されるようになり、さらなる改革が求められるようになった。なかでも証券取引所の株式会社化は、特に関心の強い課題であった。

まず、二〇〇〇年二月に金融審議会が「証券取引所等の組織形態の在り方について」と題する報告書を公表し、店頭市場の運営についても株式会社組織の活用を検討する必要がある旨の提言を行ったことから、同年三月、日証協は「株式会社店頭市場の運営組織見直しのための特別委員会」を設置した。その設置要綱には、「株式会社店頭市場の開設者である本協会が、市場運営の責任者として、基本的な役割を果たすことを前提に、株式会社に業務を委託することにより、株式会社店頭市場運営の機能を一層向上させる方向で検討する」ことが設置目的として掲げられていた。

同特別委員会は、同年六月「株式会社店頭市場の運営組織見直しに関する中間報告」(PARTI報告書)を公表した。同報告書では、株式会社機能の具体的な活用方法として、従来から協会の市場運営業務の一部を業務委託している(株)ジャスダック・サービスを引き続き活用した上で、市場運営会社の自主性・経営判断を極力尊重するという方向性が示されるとともに、証券取引法で許容される範囲において、市場運営業務をできる限り大幅に市場

運営会社に委ねることが適当であるとされた。また、同報告書では、市場運営会社の株主構成について、市場開設者として一定の発言権を有する必要性があることから、協会による一定の株式保有が望ましいとするとともに、最新鋭システムの導入等の資金調達のためには、新たな出資者の参加を求める必要があることから、出資者の範囲についても具体的な検討が行われている。その範囲は、既存の株主である会員証券会社のみならず、市場参加者、発行会社、機関投資家、ベンチャー・キャピタル、コンサルタント機関、金融機関、商社等に及んでいる。さらに、株式公開のプロセスも提示し、当初は第三者割当によって幅広い出資者から出資を集めた上で、早期に収益性を確立した上で株式公開を行うことを掲げている。

同中間報告書の結論に沿って、同年一〇月に日証協理事会において、市場運営業務をできる限り市場運営会社に委ねることが基本的に了承され、同年一二月の理事会において店頭登録資料確認業務・ディスクロージャー関連業務等を委託するための規則改正を行った上で、二〇〇一年二月より市場運営業務を（株）ジャスダックに移管した。なお、同社は、経営基盤を盤石なものにするため日証協に対する第三者割当増資を行ったことにより、協会の保有する株式は同社発行済み株式総数の七〇％となった。

その後の店頭市場については、市場機能を巡る議論の進展がみられた。つまり、市場が拡大したにもかかわらず、証券取引法上の店頭売買有価証券市場という制約のために証券取引所が有する先物市場や立会外分売などの機能を具備することができず、機能面の利便性が取引所に劣後することに対する問題意識が高まったことから、二〇〇三年八月、日証協は「JASDAQ市場の運営及び機能の効率化等に関するワーキング」を設置し、議論が重ねられ、同年十一月「JASDAQ市場の在り方に関する研究会PARTII報告書」を公表するに至った。

同報告書の提示した基本理念は、「わが国のビジネスモデルに特徴のある企業、成長・ベンチャー企業、投資

家及び市場関係者に対し、マーケットメイク制度を通じた最適な発行・流通市場を通して、円滑な資金調達・運用の機会を提供するとともに、仲介証券会社が積極的な役割を果たすことのできる市場の構築を目指す」というものであり、①ビジネスモデルに特徴のある企業、成長・ベンチャー企業を中核とする市場、②マーケットメイク制度を中核とする市場、③取引所化により多様な商品・取引制度の提供およびアジア各国の新興市場と提携した国際的市場の実現、という三つの市場コンセプトが掲げられている。同報告書では、先のPARTⅠ報告書の検討結果を踏まえた上で、論点整理が行われ、①取引所化による市場機能の強化、新商品の導入および上場審査の一層の充実を通じた市場クオリティの向上並びに利便性の高い市場の構築、②マーケットメイク制度を中核とする特長ある市場づくり、③上記二点を通じた市場コンセプトの確立によるブランド戦略の必要性、④(株)ジャスダックの経営改善の必要性および新たなビジネスラインの構築という四つの方向性が提示され、結論として「JASDAQ市場が取引所市場となることにより、競争力のある市場構築の観点から、必要なインフラを基本理念に沿って整備する」および「JASDAQ市場を法的に独立した取引所市場とし、日証協から独立した自主性のある経営主体とすることにより、機動的な意思決定を通じた上場政策等の市場コンセプトを確立する。また、JASDAQ市場は、資本市場における公的機能を有するため、その運営については、透明性・公正性・健全性を維持する観点から、外部からのチェック機能が十分に働くよう配慮する」ことが示された⁽³¹⁾。

この報告書の提言を受けて、協会は二〇〇四年六月「(株)ジャスダック証券取引所の創設及び当該創設に伴う本協会規則の見直しについて」を公表するとともに、同年九月にはパブリックコメントを募集した。このパブリックコメントの結果を踏まえて、「店頭売買有価証券市場に関する諸規則の廃止について(理事会決議)の制定について」を公表し、二月二三日付でJASDAQ市場(店頭売買有価証券市場)は廃止され、新たに(株)

ジャスダック証券取引所が開設された。

なお、急速に取引所開設に向かって議論が進展していった背景について、当時の関係者へのインタビューなどを総合すると下記のような背景があったとされる。

まず、JASDAQ市場の運営コストの負担が大きなものとなった点が挙げられる。つまり、市場規模が拡大していく中、市場運営に従事する職員数増加が余儀なくされていたことやコンピュータ・システムに係る初期費用および維持・補修費の増加とともにかなりのコスト負担が必要になり、これを協会の内部資金だけで充当するのが難しくなった。そのため大手証券会社や関係機関などからの支援を仰がざるを得なくなったが、それにも限界があった。

次に、店頭市場が取引所市場に比べ流通市場としての機能面での利便性が低いという点である。前述のように、証券取引法上の店頭売買有価証券市場という制約のために証券取引所が有する先物市場や立会外分売などの機能を具備することができず、信用取引についても制度信用取引が利用できず、市場としての機能面の利便性が取引所に劣後する状態であった。

第三に、市場間競争の進展という点である。特に東証マザーズが拡大するとともにナスダック・ジャパンが登場したことは市場間競争を激化させた。さらに、地方証券取引所も相次いで新興市場を開設したことで競争は一層激化した。その際、各地の証券会社や業界が地元の証券取引所を支援する場合も見られ、JASDAQへの支援が得られにくくなった面もあった。

これらの要因が重なり合って、JASDAQの取引所化に向けた機運が急速に膨らみ、証券業界からも特段の異論や反対意見は出ず、取引所開設へと進展した。

まとめ

ここでは、「新店頭市場」の展開からジャスダック取引所の開設までの約二〇年間（一九八三年～二〇〇四年）の推移を概観し、かつて店頭売買承認銘柄制度が二部市場に移行したのと同様に、店頭市場が取引所市場に再編され、へ非上場市場↓取引所↓というパターンが繰り返されたことを確認した。以下、両者の共通点と相違点を考察する。

まず、第一のサイクルと第二のサイクルの共通点としては、以下の点が挙げられる。

①市場規模の拡大…第二のサイクルでは、一九八三年の証取審報告書を契機として、その後の店頭市場が拡大し、二部市場を上回る市場規模を有するに至ったことである。このような市場規模の拡大は、第一のサイクルと共通しており、このような市場規模の拡大なしには取引所化はあり得なかったと考えられる。

②迅速な取引所化…取引所二部市場開設も短期間で結論が示され、二部市場が開設されたのと同様に、ジャスダック取引所も短期間の議論のうちに取引所が設立された。いずれの場合でも、行政や業界などのアクターからの強い抵抗がなく、むしろ一致して取引所化が推進されたことが迅速な取引所化の要因と考えられる。

③取引所移行に対する評価…二部市場開設後の市場は「二部ブーム」といわれるような活況であったことが知られているが、ジャスダック取引所開設後も銘柄数は増加するとともに、市場機能も向上したことが評価されており、市場関係者からの否定的な評価はみられず、取引所化に関して肯定的に受取られたと思われる。

次に、両者の相違点としては、以下の点が挙げられる。

①問題の所在…第一のサイクルでは、店頭市場の管理・運営のあり方が問題とされた。つまり、店頭市場が拡大したことによって、当時の証券取引法によって禁止されていた「市場類似施設」とみなされ、法的な問題となる

ことが懸念されたのに対し、第二のサイクルでは、市場としての利便性が低いことが問題視され、より利便性の高い市場を目指すことが課題とされた。ここでは、取引所化の基本となる問題意識は両者の間で大きく異なっていた。

②コスト要因…第一のサイクルでは、店頭市場の運営に係るコストの問題が取り上げられたという形跡はみられない。むしろ店頭市場の管理・運営は、当時の証券業協会の重要な使命であり、そのコストが表立って取り上げられることはなかったと思われるが、第二のサイクルでは、JASDAQシステムの導入などシステム関連の費用負担が大きくなり、それが課題となった点が異なっている。

③背景的政策課題…第一のサイクルで取り交わされた論議をみると、当然のことながら国際競争力強化といった政策課題が議論の俎上に挙げられることはなく、議論はあくまでも証券界の問題として進められたのに対し、第二のサイクルでは、金融ビッグバンに象徴されるように、グローバル化の進展を背景として、ベンチャー育成や金融における競争力強化といった政策課題が重視され、議論の枠組みそのものが異なっている。

以上のように、第一のサイクルと第二のサイクルでは、△非上場市場↓取引所▽というパターンは共通しているものの、その要因や背景は大きく異なっている。

さらに、ジャスダック取引所開設以降、非上場市場では一九九七年にグリーンシート制度が創設され、その後これは、二〇一五年に創設された株主コミュニティ制度に取って変わられるわけであるが、この展開については別稿に期したい。

「謝辞」本稿を作成するに際して、日証協から貴重な資料を提供していただくとともに、関係者の方々から様々なご助言やご教

示をいただきました。厚く御礼申し上げます。また、本稿は、桃山学院大学共同研究プロジェクト（二三連二九五…デジタル・ファイナンスによる地域活性化の可能性Ⅱ）の成果の一つです。同プロジェクトによる支援に厚く御礼申し上げます。

注

- (1) 日証協『平成四年度事業報告書』、四七頁。
- (2) 同制度の創設に関する議論については、堀越健男「店頭登録特則銘柄制度の創設について」『証券業報』一九九五年七月、一〇〇二〇頁、参照。また、当時の日証協副協会長・関要氏は、このような制度が創設される背景として、以下の四点を指摘している。①「製造業の空洞化」問題があり、新規ビジネスの育成が大きな課題となり、そのためには株式店頭市場の活用が重要となること、②競争促進策という面から規制緩和が政策課題となっており、株式店頭市場へのアクセスについても見直し論議が浮上してきたこと、③株式市況が低迷する中で、相対的に株式店頭市場が活況であったことから、証券市場の活性化策として店頭市場に取り組みたいという問題関心があったこと、④米国NASDAQ市場の活況や英国のAIMをはじめとする欧州の動向からも株式店頭市場に対する期待が高まったことである。関要「店頭登録特則銘柄制度の新設について」『証券業報』一九九五年八月、二七〇二九ページ、参照。
- (3) 同制度の登録第一号は、業務用ソフト開発のエーティーエルシステムズ（甲府市）であった。「動き出す第二店頭株市場（上）」来年にも一〇社公開―赤字VB、積極活用」『日本経済新聞』一九九六年二月一八日、朝刊、一五頁。
- (4) 「研究開発型企業育成策研究会報告書―二二世紀を担う企業の育成振興を旨として」財団法人研究開発型企業育成センター研究開発型企業育成策研究会、一九八一年、参照。なお、同報告書の背景的な状況については、「ベンチャー育成へ躍り出た株式店頭市場改革論『次世代の大企業を生む』と通産省が火付け役」『日経ビジネス』一九八一年一

一月三〇日、二二七―二二〇頁、参照。

- (5) 「通産省・中小企業庁、店頭登録の緩和検討―中小企業金融研を設置」『日本経済新聞』一九九〇年八月三〇日、朝刊七頁、参照。

- (6) 「産構審基本問題小委報告の要旨」『日本経済新聞』一九九四年五月三〇日、朝刊三頁、参照。

- (7) 「店頭登録制度改革、産業界の要望募―通産省が作業グループ」『日経金融新聞』一九九四年二月二九日、三頁、参照。

- (8) 「通産、店頭市場改革に満足感―強気の要求、次々通る」『日経金融新聞』一九九五年七月三日、によると、通産省は大蔵省および日証協との折衝を繰り返し、「実質基準は存在しない」ということを確認することで合意を得るとともに、「特則の対象となる研究開発型企業の条件の交渉では日証協が対売上高研究開発費比率を一〇%にする案を提示した。これに対して通産省は三%を主張、大蔵省は間をとって五%案を提示した。通産省が三%を主張した根拠は四月に施行した中小創造法で研究開発型企業の認定条件を研究費比率三%としていたためだ。大蔵省も法案調整の過程で一度認めたものだけに、通産省に歩み寄らざるを得なかったようだ。」(二頁)

- (9) 「通産省、店頭登録基準の形がい化―研究会設け調査」『日本経済新聞』一九九五年二月一日、朝刊七頁、参照。

- (10) 「通産が研究会、第二店頭株市場活性化策など探る」『日経産業新聞』一九九六年一月一〇日、二頁。

- (11) 「店頭市場の改革を提言、通産省―「需要予測」方式など」『日本証券新聞』一九九六年三月一日、一四頁。

- (12) 「店頭市場、年金資金の流入、本格化へ道半ば―流動性の向上課題」『日本経済新聞』一九九六年七月二九日、一四頁。

- (13) 「日本版ビッグバン、大蔵主導けん制、通産省―産構審金融小委を再開」『日本経済新聞』一九九七年一月一九日、三頁。

(14) 通商産業省産業政策局産業資金課編『通商産業省版ビッグバン構想―産業構造審議会産業資金部会産業金融小委員会中間報告書』通商産業調査会、一九九七年、一二二頁、参照。

(15) 未上場・未登録株式（店頭取扱有価証券）の地理扱いスキームについて、①ディスクロージャーについては、証券取引法上の継続開示会社においては、有価証券報告書等によることとし、それ以外については当該株式の投資勧誘を行う際に、公認会計士の監査がなされた財務諸表等の投資情報の提示が義務付けられた。②価格情報の提示については、証券会社が投資勧誘等にあわせて気配情報を継続的に店内等で提示することとし、また、証券会社の店外で気配を提示する場合には、提示する価格情報について当該情報の素性（その提示者の所在、名称、当該気配の提示時点等）を協会ルールで義務付けることとされた。

(16) 具体的には、商法上、店頭株式の評価方法に差異が設けられていること、また税法上店頭株式の評価損に対する損金算入において上場銘柄に比して不利な規定となっていることなどが指摘されている。

(17) 従来のJASDAQ INDEXが登録銘柄全銘柄を対象とする時価総額加重平均方式であり、流動性の面で幅のある市場実勢を必ずしも的確に反映していないとの指摘があったことから、この指数は時価総額と売買代金によって構成銘柄を選定したうえで、修正平均株価方式により四種類の指数を算出するものである。

(18) 『ナスダック・ジャパン』創設発表、米の五〇〇〇銘柄、円建て取引『日本経済新聞』一九九九年六月一六日、朝刊一頁。

(19) 「ナスダックジャパンに対抗、日証協、ナスダックと提携交渉―店頭株市場の改革促進」『日経金融新聞』一九九九年八月二六日三頁、参照。なお、この記事では、当時の副協会長の関要氏のインタビューが掲載されている。そこでは以下の点が報じられている。①ナスダック・ジャパン構想の発表後、従来からのパイプを活用して意見交換を続けて

いた。提携はどちらからというのではなく、お互いに同じ気持ちがあったということ、②NASDAQ銘柄の情報提供の規模について、大ぶろしきを広げるのではなく、最初は数銘柄から始める。まずは一般の投資家に外国株に関する情報提供、③外国株の情報提供はナスダック・ジャパンの支援になるのではないかという質疑に対して、ライバル関係がどうのこうのではなく、一般の投資家に外国株式への関心を持つてもらうには着実に努力していく。協会の重要な仕事でもある。結果的にライバルになったとしても意識しない、④NASDAQはソフトバンクと日証協に二股（ふたまた）をかけることになるのかという質疑に対して、どちらがいいかはNASDAQが判断することだ、⑤店頭株式市場の改革はナスダック・ジャパンを意識した結果かという問いに対して、市場改革のスピードが早まっている。市場間競争が激しくなるなかで、これまで打ち出した改革では不十分と認識している。

(20) 「大証・NASDAQ、ナスダックジャパン、世界の新興株取引可能に―六月末開設合意」『日本経済新聞』一九九九年一

二月二四日、夕刊一頁。

(21) 「ナスダック・ジャパン、店頭三〇社集め、きょう説明会」『日本経済新聞』二〇〇〇年四月六日、朝刊一八頁。

(22) 「ナスダック・ジャパン、大証と開設調印」『日本経済新聞』二〇〇〇年四月一九日、夕刊一頁。

(23) 「ナスダック・ジャパン上場予備軍、八割が最終黒字」『日本経済新聞』二〇〇〇年六月一日、朝刊一六頁は、帝国データバンクの調査では、上場予定の企業は七四社であり、そのうち五五社は経常黒字、五九社は最終黒字を確保しており、一〇億円以上の経常利益を計上している企業が四社ある一方、赤字の企業も一〇社あるが、一億円以上の経常赤字を出している会社はないと報じている。

(24) 「新興株市場ナスダック・ジャパン、落ち着いたスタート―まず八社が上場」『日本経済新聞』二〇〇〇年六月一九日、夕刊一頁。

- (25) 「ナスダック・ジャパン設立から一年―上場社数、着実に拡大」『日経金融新聞』二〇〇一年五月一日、一頁。
- (26) 「新興株二市場統合、店頭とナスダック・ジャパン―来春めど検討、運営を効率化」『日本経済新聞』二〇〇二年二月二七日、朝刊一頁。
- (27) 「ナスダック・ジャパン、上場一〇〇社に」『日本経済新聞』二〇〇二年七月八日、夕刊一頁。
- (28) 「ナスダック・ジャパン、営業停止きょう発表、取引は継続」『日本経済新聞』二〇〇二年八月一六日、朝刊一頁。
- (29) 「ナスダック・ジャパン改称―大証へラクレス」、きょうスタート」『日本経済新聞』二〇〇二年二月一六日、朝刊一頁。
- (30) その代表格はヤフーであろう。一九九七年十一月に株式公開した同社の初値は二〇〇万円だったが、二〇〇〇年二月二二日には、一億六七九〇万円をつけた。「日本株史上最高値、ヤフー、一億六七九〇万円」『日本経済新聞』二〇〇一年二月一九日、夕刊、二頁、参照。
- (31) 日証協市場運営委員会「JASDAQ市場の在り方研究会 PARTII 報告書（JASDAQ市場の運営及び機能の効率化等に関するワーキング）（JASDAQ市場の運営及び機能の効率化等に関する今後の方向性について）」二〇〇三年一〇月一七日、二二頁。
- (32) 拙稿「二〇二一a」「非上場株式市場と取引所第二部開設」『証研レポート』（日本証券経済研究所・大阪研究所）、No. 一七二四、二〇二二年二月、一―二八頁、参照。

参考文献

・拙稿「二〇二一a」「非上場株式市場と取引所第二部開設」『証研レポート』（日本証券経済研究所・大阪研究所）、No. 一七

二四、二〇二二年二月、一〇二八頁

・拙稿「二〇二二b」「大阪における店頭売買承認銘柄―昭和二〇〇〇年代の非上場株式市場」『証研レポート』（日本証券経済研究所・大阪研究所）、No. 一七二七、二〇二一年八月、一〇〇三三頁

・拙稿「二〇二二c」「東京における店頭売買承認銘柄―昭和二〇〇〇年代の非上場株式市場」『証研レポート』（日本証券経済研究所・大阪研究所）、No. 一七二八、二〇二一年一〇月、八〇三三頁

・拙稿「二〇二二」「名古屋における店頭売買承認銘柄―昭和二〇〇〇年代の非上場株式市場」『証研レポート』（日本証券経済研究所・大阪研究所）、No. 一七三一、二〇二二年四月、一一〇三七頁

・拙稿「二〇二三」「取引所二部開設と店頭売買銘柄登録制度―株式会社店頭市場の歴史的考察―」『証研レポート』No. 一七四〇、二〇二三年一〇月、一〇三〇頁

（まつお じゅんすけ・桃山学院大学教授）

インドの個人投資家

～NSEデータに基づく考察～

吉川 真裕

ニフティ五〇〇株価指数で年初来一一・九％（九月末）、一二カ月で一六・六％の株価上昇が続くインドでは個人投資家の株式オプション取引が熱狂を呈しており、監督機関や取引所から警鐘が鳴らされている。しかし、株式オプションの売買高を想定元本で換算した数値をもとにして報じられており、かなり誇張されているのではないかと思われる。本稿ではナショナル・ストック・エクスチェンジ・オブ・インディア（NSE）のデータに基づいてインドの株式市場における個人投資家の位置づけを確認し、報道のもとになっている個人投資家の取引実態について考察する。

1 報道

一月一三日のロイター通信の記事によると、

① インドでは今年に入り、個人投資家の間で株式オプション取引が熱狂的な広がりを見せており、規制当局が投機的取引の拡大に懸念を示している。

② オプション取引が広がっている背景には、証券取引所が一部のオプション取引を安く手軽に執行できる体制

を整えたことや個人投資家向けのオンライン証券会社の急成長がある。

- ③ 取引所のデータによると株式オプション取引の想定元本は三月―一〇月に二倍以上急増し、一日平均四兆二〇〇億ドルに達した。現物取引に対するデリバティブ取引の想定元本の比率は世界最高に達している。

- ④ インドのデリバティブ市場は未成熟で株式オプション取引に参加する投資家に最低純資産や一定の資格を義務付けていない。株式市場は毎年のように値上がりしており、リスクテイクの拡大と投資家の油断につながる状態にある。

- ⑤ 同国では Zerodha、Groww、AngelOne (ANGONS) とったオンライン証券会社がこの数年で躍進。フィナンテックブームや新型コロナウイルス流行に伴う在宅勤務を背景にロボトレーディングなど低コストプラットフォームを利用して手早く儲けたいという個人投資家が増えている。

- ⑥ アクシス・ミューチュアル・ファンドは国内に四〇〇万人のアクティブなデリバティブ・トレーダーがいると推定。SEBIのデータによると、こうしたトレーダーの大半は個人投資家だ。

- ⑦ アクシスによると、一部のオプションはレバレッジが最大五〇〇倍。二〇〇〇ルピー（二四・〇一ドル）の取引で一〇〇万ルピー相当のエクスポージャーが得られる。個人投資家のポジション保有期間は平均わずか三〇分であることが多いという。

- ⑧ ムンバイ東部郊外にある五階建てのオフィスビル「カイラシュ・プラザ」はオプション取引ブームの中心地の一つとなっており、数百人の株式トレーダー、ブローカー、投資アドバイザーが入居している。

- ⑨ あるオフィスのドアには「月五〇〇インドルピー（六ドル）で最大一五万インドルピーを稼げる」との張り紙が張られていた。最も若い顧客は二一歳で、片手間の仕事で稼いだ小遣いを投資しているという。このオ

フィスの関係者は「若者はよくゲームをするのでゲーム感覚で投資している」と語った。

- ⑩ 関係筋によると、SEBIは近く全ての証券会社に対し市場のリスクについて具体的な警告を出すよう指示する見通し。投機的な取引の削減につながる増税についても予備的な協議が行われているという。

- ⑪ インド最大のデイスカウント証券会社Zerodhaによると、顧客の六五%以上は過去に投資経験がなく、新規口座の六〇%以上はムンバイなどの金融都市ではなく、小さな町に住む人が開設している。過去一年間に新規登録した顧客の平均年齢は二九歳。先物・オプション取引が増えている。

- ⑫ 一月にアダニ・エンタープライゼス (ADEL.NS) 株のオプション取引で二〇万ルピーの損失を出したインド西部スーラト出身の三六歳の個人投資家は投資を諦めていない。「オプション取引は損失に上限があるが、最大限の利益が得られるチャンスがある」とロイターに語った。

2 資金流入額

図表1は国内機関投資家(DII)と外国人投資家(FPI)の流通市場における資金流入額を、図表2は個人投資家の流通市場における資金流入額を表わしている。⁽²⁾これを見ると機関投資家等は現物を大きく買い越し、株式デリバティブを売り越しているのに対して、個人投資家は現物をあまり買い越さず、株式デリバティブを大きく買い越していることがわかる。また、機関投資家等の買い越しは一月―三月、個人投資家の株式デリバティブの買い越しは四月―九月に多いことも確認できる。なお、本稿で利用するNSEのデータはオプションを想定元本ではなく、プレミアム(支払代金)で計算していることに注意していただきたい。想定元本で計算した場合、オプションの金額があまりにも大きくなって現物や先物との比較が困難になるためである。

図表 1 国内機関投資家（DII）と外国人投資家（FPI）の資金流入額

Table 43: Foreign and domestic institutional flows (Rs bn) in secondary markets during FY24TD (Apr-Sep'23) and Y23TD (Jan-Sep'23)

Segment	FY24TD			CY23TD		
	Buy	Sell	Net	Buy	Sell	Net
Cash Market	22,818	22,034	784	31,768	30,890	878
DII	9,785	9,478	307	14,029	12,947	1,082
FPI	13,033	12,556	477	17,739	17,943	(204)
Equity Futures	39,958	40,304	(346)	58,700	59,052	(352)
DII	9,695	10,036	(342)	14,250	14,504	(254)
FPI	30,263	30,268	(4)	44,450	44,548	(98)
Equity Options	5,362	5,423	(60)	8,619	8,704	(85)
DII	49	54	(4)	80	88	(9)
FPI	5,313	5,369	(56)	8,539	8,616	(76)
Currency Futures	3,562	3,596	(34)	5,789	5,933	(144)
DII	331	334	(3)	521	527	(6)
FPI	3,231	3,262	(30)	5,268	5,406	(138)
Currency Options	8.7	6.8	1.9	15.1	11.6	3.6
DII	0.1	0.0	0.1	0.1	0.0	0.1
FPI	8.6	6.8	1.8	15.0	11.6	3.4
Interest Rate Futures	3.0	3.0	0.0	3.6	6.2	(2.6)
DII	2.6	2.6	0.0	2.6	5.3	(2.7)
FPI	0.4	0.4	0.0	1.0	0.9	0.1

Source: NSE EPR * DII – Domestic Institutional Investors includes Banks, Insurance companies, Mutual Funds, NBFCs and Domestic Venture Capital Funds, AIFs, PMS clients; FPI – Foreign Institutional Investors includes Foreign Portfolio Investors, Foreign Direct Investors, Foreign Venture Capital Investors, Foreign Nationals (FN) and OCBs; Above table reports premium turnover for Options contracts. Figures in brackets indicate negative numbers.

図表 2 個人投資家の資金流入額

Table 45: Retail investors' flows in secondary markets during FY24TD (Apr-Sep'23) and CY23TD (Jan-Sep'23)

Segment	FY24TD			CY23TD		
	Buy	Sell	Net	Buy	Sell	Net
Cash Market	29,183	29,178	5	39,486	39,375	111
Equity Derivatives	52,555	52,050	505	79,166	78,512	654
Equity Futures	27,754	27,509	245	42,090	41,827	263
Equity Options	24,801	24,541	260	37,076	36,685	391
Currency Derivatives	6,198	6,186	12	9,911	9,862	48
Currency Futures	6,156	6,143	13	9,840	9,790	49
Currency Options	42.4	43.1	(0.7)	71.0	71.8	(0.8)
Interest Rate Derivatives	7.0	5.9	1.1	10.2	8.8	1.4
Interest Rate Futures	7.0	5.9	1.1	10.2	8.8	1.4
Interest Rate Options	—	—	—	—	—	—
Commodity Derivatives	6.7	6.7	(0.0)	6.7	6.7	(0.0)
Commodity Futures	6.7	6.7	(0.0)	6.7	6.7	(0.0)
Commodity Options	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

Source: NSE EPR. Note: Retail investors include individual domestic investors, NRIs, sole proprietorship firms and HUFs; Above table reports premium turnover for Options contracts. Figures in brackets indicate negative numbers.

3 売買代金

図表3は一月から九月までの月ごとの各市場での売買代金を表わしている。一月と九月を比較すると現物市場で六四％増、株式先物市場で九％増（株価指数先物で三〇％減、個別株先物で二八％増）、株式オプション市場で三％増（株価指数オプションで〇・〇四％減、個別株オプションで一・五％増）であることがわかる。

個別株オプションを除けば先物市場やオプション市場よりも現物市場での売買代金の増加率が大きく、一月から三月の期間に比べれば四月から九月の期間に先物市場やオプション市場での取引が増えたと言えるかもしれないが、株式オプション市場が現物市場よりも過熱しているという事実は確認できない。

図表3 売買代金の推移

Table 46: Total turnover across segments in CY23TD (Jan-Sep'23)

Segments (Rs bn)	Jan-23	Feb-23	Mar-23	Apr-23	May-23	Jun-23	Jul-23	Aug-23	Sep-23
Cash Market	10,206	10,050	10,286	8,793	13,214	13,090	15,264	16,845	16,708
Equity futures	23,849	22,944	23,028	17,574	22,982	21,880	25,851	25,836	25,899
Index futures	7,908	7,762	8,747	4,875	6,021	5,179	5,884	6,107	5,504
Stock futures	15,941	15,182	14,281	12,699	16,961	16,701	19,966	19,730	20,395
Equity options	11,797	11,533	13,454	8,952	12,602	10,985	13,962	12,679	12,105
Index options	11,118	10,653	12,794	8,473	11,760	10,069	12,813	11,651	11,074
Stock options	679	879	661	479	842	916	1,149	1,028	1,031
Currency derivatives	9,311	7,319	7,974	5,521	6,158	6,305	6,641	6,530	6,760
Currency futures	9,259	7,281	7,929	5,495	6,125	6,273	6,606	6,497	6,731
Currency options	52	38	45	27	33	32	34	33	30
Interest rate derivatives	20	27	29	27	26	20	26	30	31
Interest rate futures	20	27	29	27	26	0	26	30	31
Interest rate options	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0	0	0	0
Commodity derivatives	0.10	0.08	0.18	0.12	10.28	12.19	9.22	11.59	6.51
Commodity futures	0.01	0.01	0.01	0.01	10.17	12.18	9.22	11.59	6.51
Commodity options	0.09	0.07	0.17	0.11	0.11	0.01	0.00	0.00	0.00

Source: NSE EPR. Note: Above table reports premium turnover for Options contracts and excludes auction market turnover.

4 取引シェア

図表4は四月から三月までの財政年度による現物市場の取引シェアの推移を、図表5は株式デリバティブ市場における取引シェアの推移を表わしている。現物市場では個人投資家の取引シェアは最も大きいが、昨年度に比べれば一・七%低下しており、株式デリバティブ市場でも昨年度に比べれば個人投資家の取引シェアは〇・七%低下していることから、個人投資家の取引は増加していても市場全体の増加率を下回っていることがわかる。

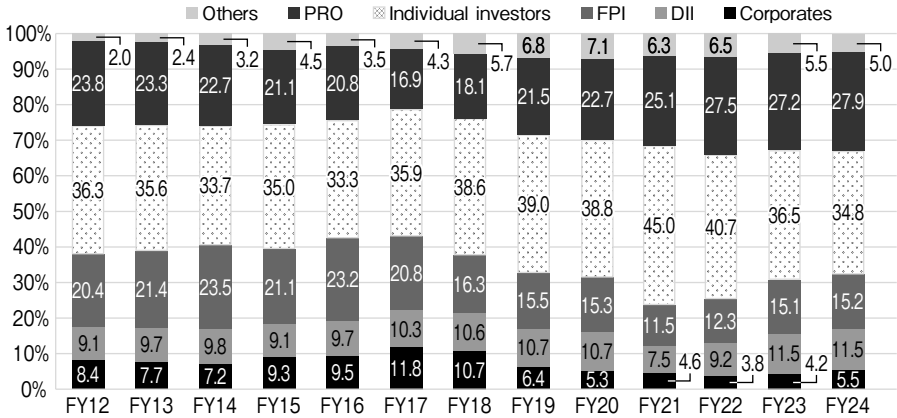
図表3で確認したように、株式デリバティブ市場の中でも取引対象によって売買代金の変化率は異なっていたから、株式デリバティブ市場の取引対象ごとの取引シェアも確認しておこう。

図表6は四月から三月までの財政年度による株価指数先物の取引シェアの推移を、図表7は個別株先物の取引シェアの推移を表わしている。株式デリバティブ市場全体では個人投資家の取引シェアは昨年度に比べれば〇・七%低下していたが、株価指数先物でも昨年度に比べれば個人投資家の取引シェアは〇・七%低下していたもの、個別株先物では昨年度に比べれば個人投資家の取引シェアは〇・六%上昇していたことが確認できる。

同様に、図表8は四月から三月までの財政年度による株価指数オプションの取引シェアの推移を、図表9は個別株オプションの取引シェアの推移を表わしている。株式デリバティブ市場全体では個人投資家の取引シェアは昨年度に比べれば〇・七%低下していたが、株価指数オプションでも昨年度に比べれば個人投資家の取引シェアは〇・二%低下しており、個別株オプションでも昨年度に比べれば個人投資家の取引シェアは〇・五%低下していたことが確認できる。図表3の売買代金では四月以降の個別株オプションだけが現物市場の増加率を上回っていたが、個人投資家は個別株オプションで昨年度よりも取引シェアを低下させており、個別株オプションに次いで増加率の大きい個別株先物だけで個人投資家は昨年度よりも取引シェアを上昇させていたことがわかる。

図表 4 現物市場の取引シェアの推移

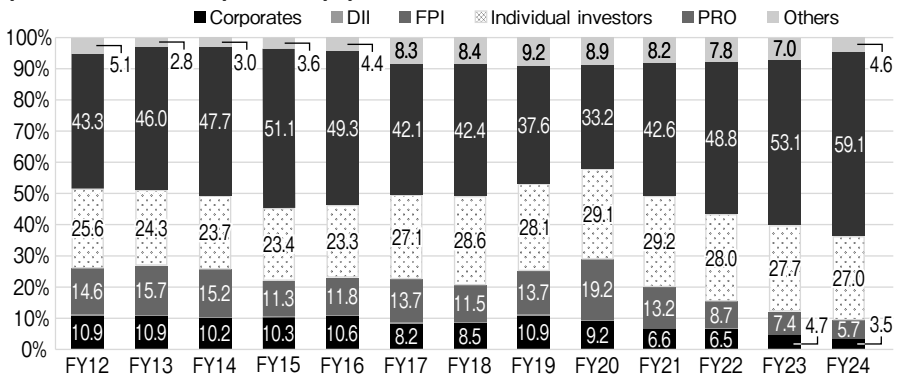
Figure 237: Trends in share of client participation in Capital Market at NSE (%)



Source: NSE EPR. Note: DII: Domestic Institutional Investors include Banks, Mutual Funds, Insurance Companies, NBFCs, Domestic VC Funds, AIFs, PMS clients etc., FPI: Foreign Institutional Investors include FPIs, FDIs, Foreign VC Funds, OCB and Foreign Nationals etc., Prop traders: Proprietary Traders, Individual investors: individual domestic investors, NRIs, sole proprietorship firms and HUFs, Others: Partnership Firms/LLP, Trust / Society, Depository Receipts and Statutory Bodies, etc. Figures in brackets indicate negative numbers. Above data represents share in gross turnover i.e., buy-side turnover + sell-side turnover.

図表 5 株式デリバティブ市場の取引シェアの推移

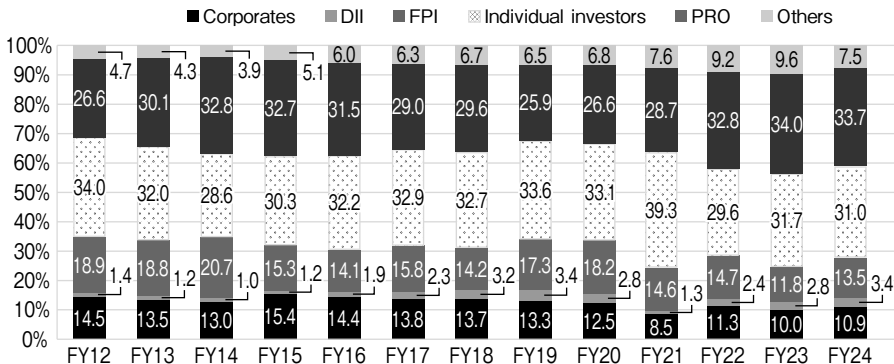
Figure 238: Trends in share of client participation in Equity derivatives (Notional Turnover) at NSE (%)



Source: NSE EPR. Note: DII: Domestic Institutional Investors include Banks, Mutual Funds, Insurance Companies, NBFCs, Domestic VC Funds, AIFs, PMS clients etc., FPI: Foreign Institutional Investors include FPIs, FDIs, Foreign VC Funds, OCB and Foreign Nationals etc., Prop traders: Proprietary Traders, Individual investors: individual domestic investors, NRIs, sole proprietorship firms and HUFs, Others: Partnership Firms/LLP, Trust / Society, Depository Receipts and Statutory Bodies, etc. Figures in brackets indicate negative numbers. Above data represents share in gross turnover i.e., buy-side turnover + sell-side turnover.

図表6 株価指数先物の取引シェアの推移

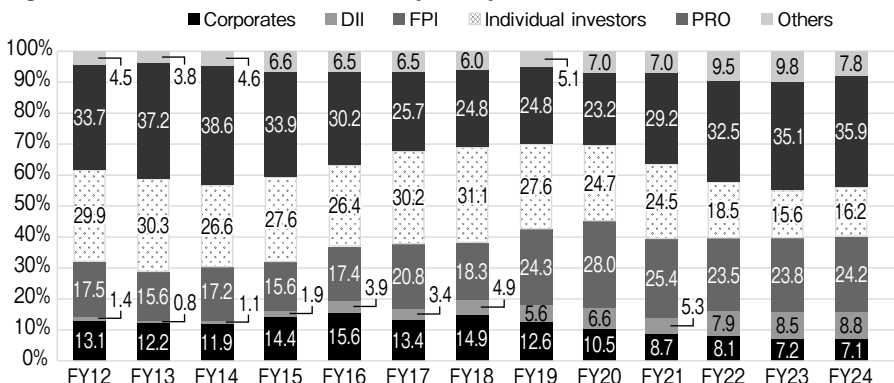
Figure 239:240 Trends in share of client participation in Index Futures at NSE (%)



Source: NSE EPR. Note: DII: Domestic Institutional Investors include Banks, Mutual Funds, Insurance Companies, NBFCs, Domestic VC Funds, AIFs, PMS clients etc., FPI: Foreign Institutional Investors include FPIs, FDIs, Foreign VC Funds, OCB and Foreign Nationals etc., Prop traders: Proprietary Traders, Individual investors: individual domestic investors, NRIs, sole proprietorship firms and HUFs, Others: Partnership Firms/LLP, Trust / Society, Depository Receipts and Statutory Bodies, etc. Figures in brackets indicate negative numbers. Above data represents share in gross turnover i.e., buy-side turnover + sell-side turnover.

図表7 個別株先物の取引シェアの推移

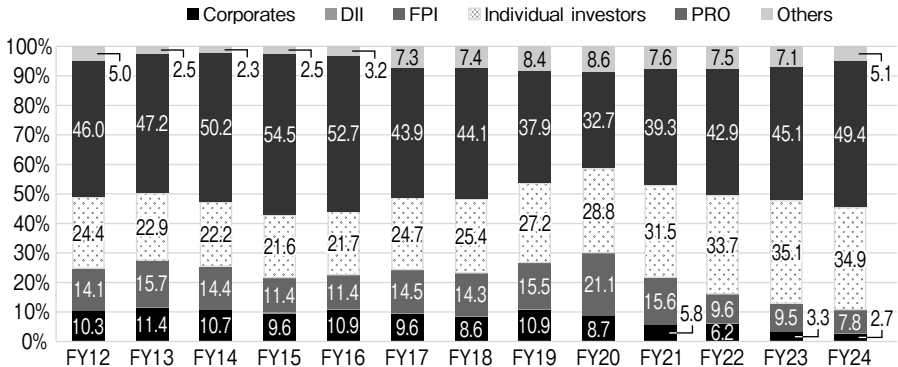
Figure 241: Trends in share of client participation in Stock Futures at NSE (%)



Source: NSE EPR. Note: DII: Domestic Institutional Investors include Banks, Mutual Funds, Insurance Companies, NBFCs, Domestic VC Funds, AIFs, PMS clients etc., FPI: Foreign Institutional Investors include FPIs, FDIs, Foreign VC Funds, OCB, and Foreign Nationals etc., Prop traders: Proprietary Traders, Individual investors: individual domestic investors, NRIs, sole proprietorship firms and HUFs, Others: Partnership Firms/LLP, Trust / Society, Depository Receipts and Statutory Bodies, etc. Figures in brackets indicate negative numbers. Above data represents share in gross turnover i.e., buy-side turnover + sell-side turnover.

図表 8 株価指数オプションの取引シェアの推移

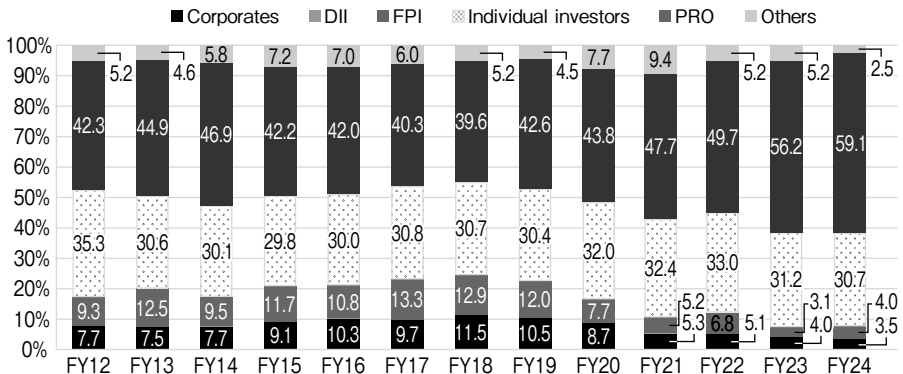
Figure 242: Trends in share of client participation in Index Options (premium turnover) at NSE (%)



Source: NSE EPR. Note: DII: Domestic Institutional Investors include Banks, Mutual Funds, Insurance Companies, NBFCs, Domestic VC Funds, AIFs, PMS clients etc., FPI: Foreign Institutional Investors include FPIs, FDIs, Foreign VC Funds, OCB and Foreign Nationals etc., Prop traders: Proprietary Traders, Individual investors: individual domestic investors, NRIs, sole proprietorship firms and HUFs, Others: Partnership Firms/LLP, Trust / Society, Depository Receipts and Statutory Bodies, etc. Figures in brackets indicate negative numbers. Above data represents share in gross turnover i.e., buy-side turnover + sell-side turnover.

図表 9 個別株先物の取引シェアの推移

Figure 243: Trends in share of client participation in Stock Options (Premium Turnover) at NSE (%)



Source: NSE EPR. Note: DII: Domestic Institutional Investors include Banks, Mutual Funds, Insurance Companies, NBFCs, Domestic VC Funds, AIFs, PMS clients etc., FPI: Foreign Institutional Investors include FPIs, FDIs, Foreign VC Funds, OCB and Foreign Nationals etc., Prop traders: Proprietary Traders, Individual investors: individual domestic investors, NRIs, sole proprietorship firms and HUFs, Others: Partnership Firms/LLP, Trust / Society, Depository Receipts and Statutory Bodies, etc. Figures in brackets indicate negative numbers. Above data represents share in gross turnover i.e., buy-side turnover + sell-side turnover.

4 個人投資家の取引

現物市場でも株式デリバティブ市場でも九五%以上の取引シェアを占めるNSEのデータに基づいてインドの株式市場における個人投資家の位置づけを確認した。報道の内容を全面的に否定するつもりはないが、個人投資家の取引増加は市場全体の取引増加に比べて特別に大きいということはないようである。ただし、図表1と図表2で確認したように、四月以降に個人投資家の株式デリバティブ市場への資金流入額が急増していることは機関投資家等とは対照的であることは確認できる。また、オプションの代金をプレミアムで評価すれば個人投資家の株式オプションへの資金流入額は株式先物への資金流入額を大きく上回っているわけではないので、売買代金の増加率で株式先物が株式オプションを上回っていたことと合わせて、報道では株式オプションの増加が強調されすぎている感は否めない。なお、株式オプションへの資金流入はオプションの買いを意味するから、報道⑫の個人投資家の証言とも整合的である。オプション市場の個人投資家は宝くじを買うようにオプションを買っているのであって、借金をしていなければ損失が事後的に膨らむという取引をしているわけではないようである。

注

- (1) Jaysree P Upadhyay & Ira Dugal 「アングル：インド個人投資家が株式オプションに熱狂、当局が懸念強める」, 二〇一三年十一月十三日 (<https://jp.reuters.com/markets/japan/3SVBUK30XNL33LYJCVUP26HMYA-2023-11-13/>).
- (2) National Stock Exchange of India, "Market Pulse," October 2023 ; Vol. 5, Issue 9 (https://nsearchivesnseindia.com/web/sites/default/files/inline-files/Market%20Pulse_October%202023.pdf), 以下の図表とこの文献から引用。

(よしかわ まさひろ・客員研究員)

ダークプールでのHFTの取引

清水 葉子

1 はじめに

ハイ・フリクエンシー・トレーディング（高頻度取引、HFT）の取引行動は、気配が公表される「明るい」市場（通常の取引所など）での研究が多く行われているが、気配が公表されないダークプールでHFTがどのような取引行動をしているかを示した研究は多くない。本稿では、ダークプールでHFTがレイテンシー・アービトラージを行い、通常の参加者から利益を得ている可能性を示した研究を紹介したい。

2 プライマリー市場の中値で執行するダークプール

本研究が対象にしているのは、イギリスのダークプールでのHFTの取引である。イギリスのダークプールでは、プライマリー市場（ロンドン証券取引所などのいわゆる主市場）で出されている売り気配と買い気配の中値を使って、取引を執行しているところが多い。

こうした中値を利用するダークプールは、大口取引を行う投資家からのニーズがあるとされる。すなわち、機関投資家などの大口取引を行う投資家にとっては、通常のプライマリー市場でそのまま大口取引を市場に出すと、それを見た他の取引参加者が取引行動を変化させるので、自らに不利益となる方向の価格インパクトを生じさせてしまうおそれがある。これに対して、ダークプールでは、発注の事実や注文内容が他の取引参加者や他市場の

参加者に知らされないことがない。注文内容がお互いに分からない状態で、プライマリー市場の中値で機械的に執行されるので、大口注文を出したとしても価格インパクトにつながる可能性が原理的になく、取引コストを抑えることができるのである。

もちろん、ダークプールでは発注状況をお互いに見ることができないわけであるから、取引を希望する相手方がいるかどうか分からず、執行が不確実であるというデメリットは残る。

さて、プライマリー市場の中値での執行を行っているダークプールで、HFTはどのような動きをするのだろうか。プライマリー市場の価格の動きが速い時などには、ダークプールの中値の更新が遅れて、執行価格が古い価格 (stale price) になることがある。HFTは、こうした価格更新の遅延が生じた時に、遅延を利用して裁定取引を行い、事実上ノーリスクで利益を上げているとされる。具体的には、HFTは、プライマリー市場の価格更新をいち早く入手し早く反応して、古くなったダークプールの中値とプライマリー市場との間の裁定取引を行っている。こうした裁定取引は、中値の更新の遅延 (レイテンシー) を利用したレイテンシー・アービトラージの一種と理解されている。

3 ダークプールでのレイテンシー・アービトラージ

イギリスのダークプールでHFTが行っているとされるレイテンシー・アービトラージを図表1の模式例を使って見てみよう。

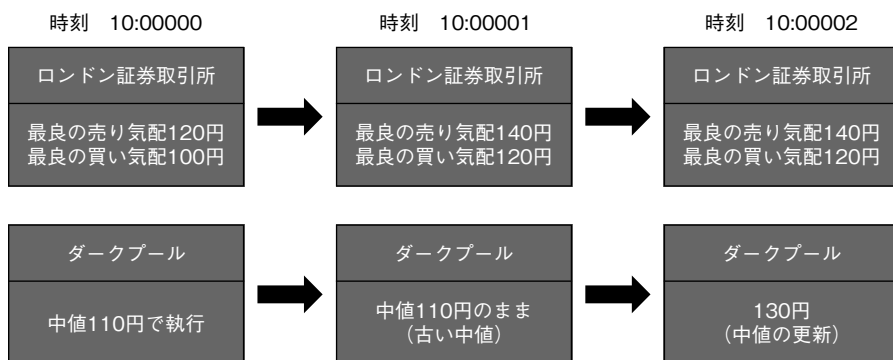
時刻10:00:00に、ある証券のロンドン証券取引所での最良売り気配が一二〇円、最良買い気配が一〇〇円であるとしよう。この時、ダークプールでは、プライマリー市場の最良売り気配と買い気配の中値である一一〇円で

取引を執行する。

こうしたダークプールはプライマリー市場の中値での執行を約束していることから、大口取引を行う機関投資家にとって便利な市場であるとされる。プライマリー市場で取引を行う場合には、潜在的に売り気配と買い気配の差額であるスプレッドを取引コストとして負担することになることに加え、他の取引参加者が大口取引の発注を知って、証券価格を自らに不利な方向に動かしてしまう価格インパクトが発生してしまう。これに対して、ダークプールはその名前の通り、取引意図を他の参加者に知られることなく、また中値で取引が執行されるので、価格インパクトの心配がない。

模式例で、時刻10:00001にプライマリー市場での証券価格が上昇し、最良の売り気配が130円、最良の買い気配が120円になったとしよう。市場の動きが早くて、ダークプールの中値の更新が追いつかない場合、ダークプールの中値は直前の110円のままである(古い中値)。このことをいち早く察知したHFTが、中値が110円のまま

図表1 ダークプールでのレイテンシー・アービトラージ(模式例)



ダークプールでは、プライマリー市場(ロンドン証券取引所)の売り気配と買い気配の中値で取引を執行する。時刻10:00000では、プライマリー市場の価格を受けて、ダークプールの中値は110円である。直後にロンドン証券取引所の気配が動き、ダークプールの中値の更新がわずかに遅れた場合、中値は古い110円のままとなる。この場合、HFTが十分迅速に対応できれば、ダークプールで110円で証券を買って、プライマリー市場の買い気配120円に対して売り注文を出すことで、事実上ノーリスクで裁定取引を行い、利益を得ることができる。ダークプールの中値は、時刻10:00002に遅れて更新され、裁定機会が閉じられる。

(出所) 参考文献をもとに、著者作成。

遅延している間にダークプールで証券を購入し、ロンドン証券取引所の新しい買い気配一二〇円に対して売り注文を出して取引を執行すれば、差額の一〇円を裁定取引の利益として得ることができる。

この裁定取引は、HFTの対応速度（および取引市場等の処理速度）が十分迅速であれば、事実上リスクゼロの裁定であり、中値更新の遅延（レイテンシー）を利用したレイテンシー・アービトラージである。

時間が経過して、ダークプールの中値の更新が追いつくと（時刻10:000002）、中値は一三〇円となり、プライマリー市場との間の裁定機会は終了する。

なお、この事例では、プライマリー市場の価格が二〇円上昇しているので、ダークプールの古い中値一一〇円で証券を買ってプライマリー市場の買い気配一二〇円に対して売ること、現実的な裁定機会が生じている。しかし、プライマリー市場の価格上昇が一〇円だけであれば（最良売り気配二三〇円、最良買い気配一一〇円）、ダークプールの古い中値一一〇円とプライマリー市場の買い気配一一〇円は同じであり、現実の裁定機会には届かない。ただし、計算上は、プライマリー市場の中値（一一五円）との間に潜在的な（計算上の）裁定機会が発生しており、本研究では便宜上この計算で裁定機会を測っている箇所がある（後述）。

4 ダークプールでのレイテンシー・アービトラージの実態

本研究では、プライマリー市場のデータとしては、Financial Conduct Authority (FCA) が市場監督を目的に持っているデータを元に、注文板の情報と、取引情報（出来情報）を利用している。このデータは、FTSE350の全取引所取引量の九九・六%をカバーしている。

一方、ダークプールのデータは、トムソン・ロイター・ティック・ヒストリーのダークプール取引データを利

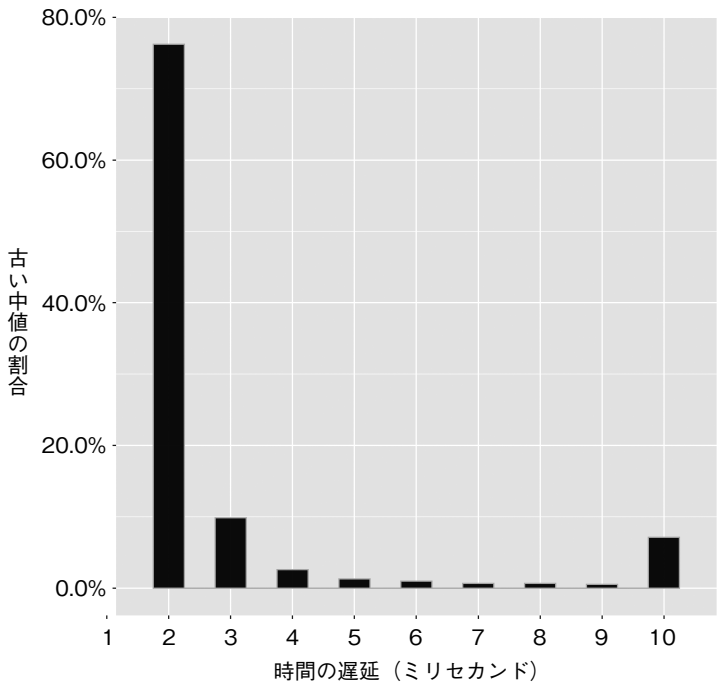
用しており、一部の小規模ダークプールや、（中値で取引しない）個別交渉型ダークプールを除外している。ダークなMTF (Multi Trading Facilities) の九四%をカバーしている。

以上のソースを利用して、FTSE100から五七銘柄、FTSE250から五七銘柄をランダム抽出し、二〇一四年から二〇一五年までの期間で、二ヶ月半の間の間隔をあげた五週間を分析したものである。また、HFTの特定方法は、コロケーションを利用するなどいくつかの特性をもとに識別しており、イギリスのHFTの団体のメンバーとほぼ一致している。

データは一ミリ秒ごとのタイムスタンプを元に行っているため、これより小さな時間単位では観察することはできない。

図表2は、分析対象となったデータで、中値の更新に何ミリ秒の遅延が起きていたかを示したものである。グラフを見ると、二ミリ秒以下の遅延が圧倒的に多い。なお、このデータは前述のとおり一ミリ秒のタイムスタン

図表2 古い中値の古さの分布

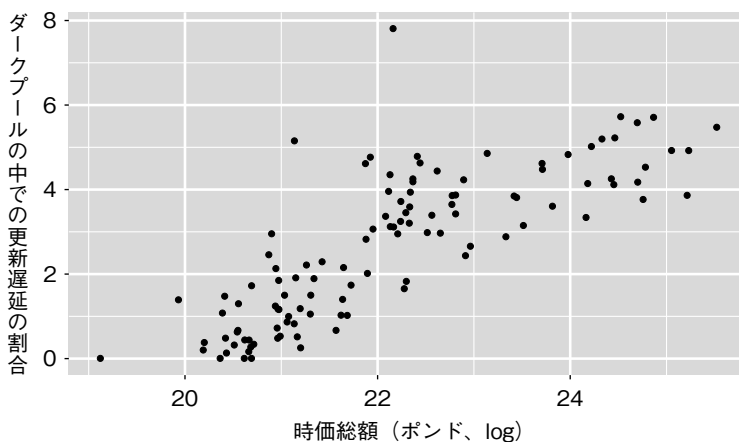


(出所) Aquilina et al. (2023). 以下同じ。

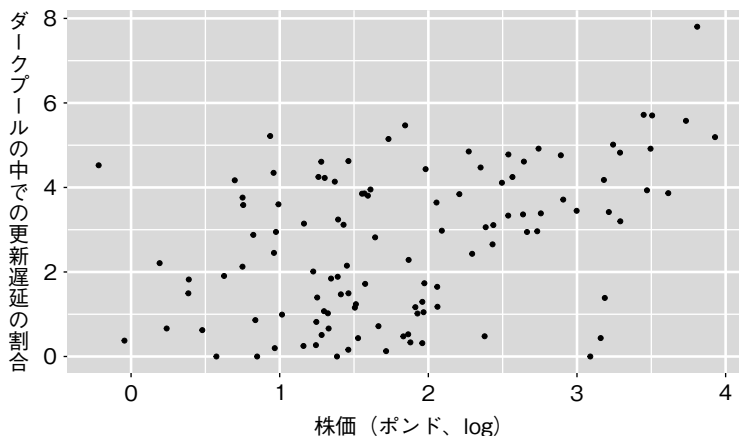
プで分析しているので、これより小さい単位での遅延の分布を見ることはできない。

中値が更新遅延する割合（古い中値が発生する割合）は、ダークプールの全取引の三・九四%であること、遅延の時間は平均五・九八ミリ秒であることが示されている（最頻値は図表1の通り二ミリ秒）。本研究で引用されているカナダの事例では、ダークプールの取引の約四%に更新遅延（古い中値）が発生しており、また、別のアメリカの調査では約一%で更新遅延が発生しているとされる。

図表3 時価総額と中値の更新遅延との関係



図表4 株価と中値の更新遅延との関係



ているが、株価との相関はそれほど明確であるように見えない。

古い中値が生まれる原因は、メッセージ・トラフィックの増加で、発注、注文の修正、キャンセル等が増えると、メッセージ・トラフィックが増加して、中値の更新遅延が発生しやすくなるとしている。また、メッセージ・トラフィックの増加が一律な影響を与えるのではなく、メッセージが多い時にさらにメッセージが増えると、更新の遅延が発生しやすいことも示されている。

図表5は、中値の更新が遅れて古い中値になった時に、プライマリー市場の売買気配と古い中値との間に発生する裁定機会の金額規模を示したものである。これは、ダークプールを利用する非HFT取引者の立場に立って、ダークプールの「コスト」と表現されている。

図表1の説明と併せて見ていただくと、プライマリー市場の最良売買気配の外側にダークプールの古くなった中値がある場合には（プライマリー市場の価格と古い中値の乖離が大きい場合）、プライマリー市場の気配との間に現実の裁定機会が発生するが、プライマリー市場の最良売買気配の内側に古くなった中値がとどまっている場合は（プライマリー市場の価格と古い中値との乖離が小さい場合）、裁定機会は潜在的にしか存在しない（前述）。後者でコストを計測するとコストは大きく評価されることになることに注意が必要である。

いずれにしても、イギリスの全ダークプールで同じ割合（三・九五％）の古い中値が発

図表5 裁定機会の規模（2014年）

推計	合計	最良売買気配の内側	最良売買気配の外側
1取引あたりの平均bps	2.36	1.97	4.31
合計推計コスト	£44,793	£30,915	£13,878
1年あたりコスト	£453,000	£313,000	£140,000
FTSE350で見たコスト	£1.4m	£928,000	£417,000
全英ダークプールでのコスト	£4.2m	£2.9m	£1.3m

生するとして推計すると、現実の裁定機会として一三〇万ポンド、潜在的な裁定機会として二九〇万ポンド、合計で四二〇万ポンドの裁定機会が発生していると推計されている。

また、本研究では、中値の更新遅延が発生している場合、HFTと非HFTとを比べると、HFTの方がより多く流動性を消費する側に回っており、かつ、その取引から利益を得ているのは九六―九九%がHFTの側であること、ダークプールで流動性を供給しているのは、コロケーションを利用する非HFTが中心で、HFTが流動性を供給している時間が非常に少ないことも示されており、イギリスのダークプールでは、HFTはレイテンシーアービトラージから利益を得つつ、流動性を消費する側に回っていることが示されている。

5 おわりに

HFTが「速いこと」を利用して複数市場間の裁定取引で利益を得ていることは、主に気配が開示される「明るい」市場を中心に分析されてきた。気配が開示される市場では、ある市場での注文の出され方をもとに、HFTが他市場に出されるであろう注文を予測し、その予測に基づいて先回りして他市場で待ち受けておくことで利益を得るといった裁定取引がもっぱらである。

こうした取引は、確かに「速いこと」を利用して他の参加者を寡奪しているように見えるケースもないわけではないが、他市場で予測通りの取引が出されとは限らないので、HFTも予測に基づいて自らリスクをとって取引していることができる。

これに対して、今回示されたイギリスのダークプールでのレイテンシー・アービトラージでは、HFT自身と市場側の注文処理が十分速く行われさえすれば、事実上ノーリスクで裁定取引ができてしまうというケースであ

る。この裁定取引の相手方になってコストを負っているのは、圧倒的にダークプールにいる非HFTである。また、HFTは、ダークプールではほとんど流動性を供給しておらず、中値が古くなっていることを利用して流動性を消費しており、気配開示のある市場では、HFTが流動性を供給しているとされることが対照的である。

紹介した論文では、ダーク市場でのHFTの寡奪的な行動を抑制するには、ダークプールでの執行時間をランダム化することが効果的で、ダーク市場での流動性供給者を保護することができるほか、スピードバンプやバッチオークションなども検討の余地があるとしているようである。

参考文献

・ Matteo Aquilina, Sean Foley, Peter O'Neill and Thomas Ruf (2023) "Sharks in the dark: quantifying HFT dark pool latency arbitrage", BIS Working Papers No. 1115

(しみず ようこ・客員研究員)

ポスト・ブレグジットの英国金融・証券セクター

「崖っぷちのシティー」

中川 辰洋

はじめに——課題と視角

ポスト・ブレグジット (Post-Brexit) すなわち EU (ヨーロッパ連合) 離脱後の英国は経済的魅力を失ったのだろうか——金融・証券セクターを事例にこの問いに答えることが小論の課題である。それというのも、BREXIT は EU 単一金融・証券市場からの離脱、域内全域で自由に営業活動を行える単一パスポート (single passport) を英国籍の金融機関から奪うことによって、ヨーロッパ金融・証券市場における相対的優位性を低下させたばかりか、フランスやオランダなどが英国の間隙を埋めこれに取って代わるべく市場振興、インフラや規制の整備に注力しこの間一定の成果をあげていると認められるからにはかならない。

英国の金融センター「シティー」の目前には険しい崖っぷち (The City near the precipice) が広がっているとの懸念はけだし誇張とはいえない。はたしてこうしたトレンドがこの先も持続しやがては崖からころげ落ちてしまうのだろうか。小論では以上の諸点を明確に意識しつつ英国ひいては EU 金融・証券セクターの現状の考察を踏まえ将来展望を試みる。

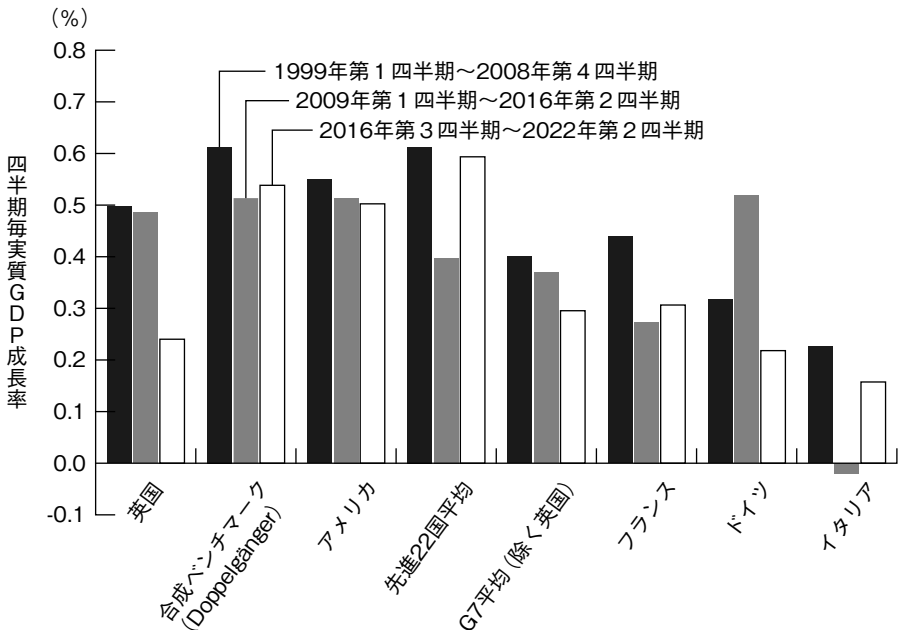
1 ポスト・ブレグジットの英国経済事情

はじめに二〇一六年六月二十三日の国民投票でEU離脱派が残留派に勝利して以降の英国経済の状況を概観したい。

図表1は国民投票が実施される前とあとの英国の経済パフォーマンスを比較したものであるが、二〇一六年第三四半期から二〇二二年第二四半期の平均経済成長率はそれ以前のほぼ半分程度になったことが見て取れる。もともと当該時期後半の経済不振はBREXITもさることながら、新型コロナウイルスの世界的大流行の影響を考慮する必要があるという向きもある。もちろんだからといってBREXITの影響が重大でないというのではない。

英国経済へのBREXITの影響の重大性を強調することが理に適っていると証明する方法としてBREXITがあつた場合となかった場合の経済状況の比較分析が有効と考えられる。そしてそ

図表1 英国の経済成長推移（1999年第1四半期～2022年第2四半期）



（資料）CER: Center for European Reform.

れを可能とする手立ては一九世紀ロシアの文豪フョードル・ドス

トエフスキーの小説のタイトル『分身(Двойник)』の語源

であるドイツ語“Doppelgänger、——”の場合英国と近似する

諸国の統計データ(経済成長率、物価、雇用など)を合算して得

られる反実仮想の合成指数(合成ベンチマーク)——を用いた考

察である。いま現実の英国とその^{ドッペルゲンガー}身分たる合成ベンチマ

ークの経済成長率とを比べると、前者が後者に劣ることは明白であ

る。世界中の国ぐにを襲った新型コロナウイルス感染の万国共通

かつグローバルな性格に思いを致せば、英国経済不振の主因をす

ぐれてローカルなBREXITの負の影響にもとめる主張はけだ

し正しいと考えられる。

つぎに外国からの直接投資の国別比較をすると、二〇一六―二

〇二二年の対英外国直接投資がBREXIT以前(二〇〇九―二

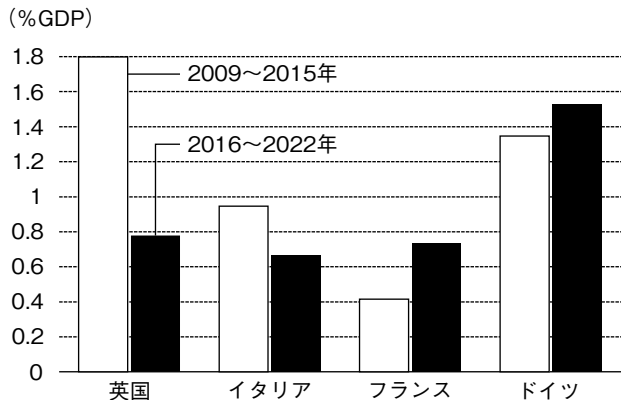
〇一六年)に比べほぼ半減したのに対して、独仏のそれは増加し

ている(図表2)。さらに英国の正味国内事業投資は二〇一六―二〇二〇年の間はほぼ横ばいし低下してい

るものの、ユーロ圏やフランスでは上昇している(図表3)。

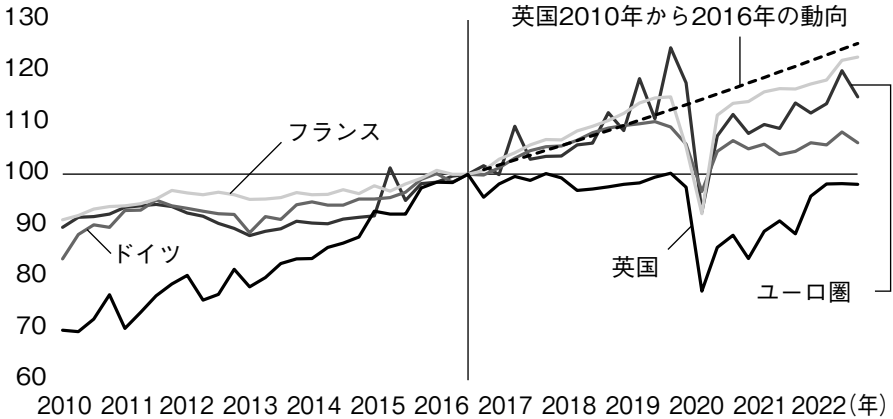
これらはBREXITの英国経済への影響をあらわすBUI——ポスト・ブレグジットの英国政治や経済の不
確実性に関する総合指数(Brexit Uncertainty Index: BUI)が示すように、BREXITの負の影響から英

図表2 欧州主要国の海外直接投資(FDI)のGDPに占める比率の推移



(資料) 各国中央銀行のデータを基にBNP Paribas作成。

図表3 欧州主要国の正味事業投資



(資料) Eurostat (EU統計庁) 資料をベースにBNP Paribas作成。

(注) 2016年第3四半期=100とする指数。

図表4 BUI (Brexit 不確実性指数)



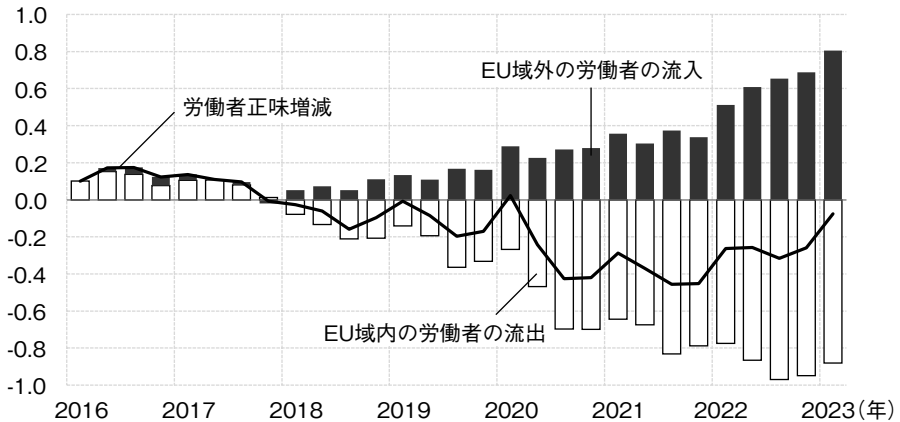
(資料) イングランド銀行資料をベースにBNP Paribas作成。

以上のほかにもBREXITの英国経済への影響として特記すべきは労働市場である。その最大のポイントは英国からEU域内の労働力の流出、非EU系労働力の流入という労働市場のドラスティックな変貌だ。英国では前者が後者をつねに上回り、EU域外の労働力の確保に力を尽くすも深刻な労働力不足を解消するに至っていない(図表5)。

国経済の魅力が低下した証しと云ってよいだろう(図表4)。なお詳細はさて置くとして、二〇二三年七月に当初の数値よりは良好であったとする修正統計データが英政府によって発表された。だからといって、BREXITによるかコロナ禍によるかを問わないけれど、英国経済の低迷を事実として否定することにはならない。

図表5 ポスト・ブレグジットの英国居住外国人労働力推進

(百万人) (absolute change of employment compared to 2010-2016 trend)



(資料) BNP Paribas.

(注) 労働者の増減はいずれも2010～2016年のトレンドに対する比較。

2 英国金融・証券市場の現状

英国証券界のロビー団体TheCityUK (旧 British Invisibles) が二〇二三年に発表した二〇二二年版英国証券市場年次報告によると、証券セクターは相対的に良好なパフォーマンスを維持したという。BREXITによる負の影響は仮にあったとしてもごく軽微であり、英証券界は市場のほとんどのセグメントで善戦してきたというのだ (参考資料参照)。

こうした見方は英メディアの間でも程度の差こそあれ共有されていた。例えば、英経済紙『フィナンシャル・タイムズ (Financial Times)』のサラ・ホワイト記者は二〇二〇年十二月に寄稿したレポート「シティーの将来 (Future of The City)」のなかで、片意地デイヴ (Wayward Dave)、キャメロンやシクモ野郎のボリス (Boris The Spider)、ジョンソンほどではないにしても、BREXIT後の英金融・証券セクターの将来見通しには楽観的だった。国際金融センター・シティーの優位性の低下など世迷言でしかないというのだ。

ところが同じホワイト記者が二〇二三年五月に寄稿した記事のタイトルは「国際的銀行が相次ぎ押し寄せるパリ、時

参考資料 英国の金融セクターのパフォーマンス (2022年)

Key facts about the UK as an international financial centre 2022

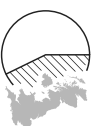
www.thecityuk.com

Key facts about the UK as an international financial centre



THE UK'S TRADE SURPLUS
IN FINANCIAL AND RELATED
PROFESSIONAL SERVICES IS

£81BN



THE UK HAS
38%
OF THE GLOBAL TOTAL OF
FOREIGN-EXCHANGE TURNOVER



OVER 342 ACTIVE SUSTAINABLE BONDS WERE LISTED ON THE LSE
FROM OVER 100 ISSUERS IN 2021, WHICH HAVE RAISED AROUND

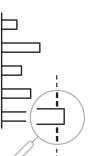
£104BN



UK-BASED ISLAMIC BANKS' ASSETS REPRESENT **85%** OF TOTAL EUROPEAN
ISLAMIC BANKING ASSETS (EXCLUDING TURKEY); AROUND **£5.5BN** IN 2021



THE LSE HAD A **3%** SHARE OF GLOBAL
EQUITY MARKET CAPITALISATION
AS OF OCT 2022



THE UK'S EQUITY MARKET CAPITALISATION WAS
108.6%
OF ITS GDP AT THE END OF 2021



AROUND **TWICE** AS MANY US DOLLARS ARE TRADED IN THE UK AS IN THE US



333

FOREIGN COMPANIES WERE LISTED ON THE LONDON
STOCK EXCHANGE (LSE) AS OF SEPTEMBER 2022



THERE WERE **1,600** FINTECH COMPANIES IN THE UK AND THE
UK FINTECH SECTOR REGISTERED RECORD INVESTMENT OF
£27.6BN AS OF 2021



THE UK PRIVATE EQUITY MARKET IS THE MOST DEVELOPED IN THE
WORLD OUTSIDE THE US. UK PRIVATE EQUITY FUNDS INVESTED
£29.5BN THE LARGEST AMOUNT IN EUROPE, IN 2021

CONTENTS

4

(資料) TheCityUK.

5

CONTENTS

代に取り残された。市場の汚名を返上 (Paris shaking off <backwater> tag as international banks expand) であつた。二〇二二年二月オランダが月次証券売買高でロンドンを上回り、フランスでも同年十一月に株式時価総額がロンドンのそれを一時的であれ陵駕したことなどが記事の背景にある。そしてそのパリがいまやBREXITを嫌化した国際的大銀行の本部機能の英国からの移転と人材の流出の受け皿として注目を浴びるようになったと伝えている。パリはBREXITの最大の受益者というのだ。

すなわち、米シカゴ・オプション取引所 (CBOE) によると、二〇二二年二月中のアムステルダム証券取引所の株式売買高九二〇億ユーロ (一一二〇億ドル) に対して、英国のそれは約八六〇億ユーロ (一〇五〇億ドル) であつた。また同年十一月十四日にはパリ証券取引所の株式時価総額が二兆八二三〇億ドルと、英国の二兆八一〇億ドルを上回り初めてヨーロッパ最大の市場となつた。

この間外国企業のパリ市場での上場件数の増加が一因とされるが、そのなかにあつて二〇二三年五月に米コズメティック大手コティ (Coty) がパリ証券取引所に上場され注目された。同所のラグジュアリー／コスメティック部門の株式時価総額はヨーロッパ最大のLVMH (五〇〇〇億ユーロ) を筆頭に、老舗百貨店グループのプラントン (Printemps) の持ち株会社ケリング (Kering)、エルメス (Hermès)、ロレアル (L'Oréal) など一〇社余で一兆ユーロ (一五五兆円) を優に超え、かつ株価指数CAC40を構成する代表的企業四〇社の株式時価総額の四〇パーセント強を占めている。米系企業のパリ市場での上場はこの部門の魅力をいやすとみられる。

フランスが二〇二二年金融サービス収支の黒字を一〇四億とはじめて一〇〇億ユーロの大台乗せしたのもそうした動きを映したものと見てよい。それはまたパリ市場がBREXIT後のEU金融・証券市場での優位性を漸次築きつつあることを示すものであり、パリを欧州の金融・証券取引の拠点とする政策的意図がある程度功を

奏した証しでもある。

3 市場間競争の熾烈化——パリ市場の変貌と擡頭

以上、ポスト・ブレグジットのヨーロッパ金融・証券市場は、パリやアムステルダム、それにある程度までフランクフルトがロンドンに追いつけ追い越せをモットーに市場振興、インフラ整備、規制の見直しを通じて熾烈な市場間競争を展開しているが、パリが一頭地を抜いてる。以下、パリ金融・証券市場の概要を紹介しつつその理由を考えてみたい。

図表6はBIS（国際決済銀行）加盟国の銀行資産残高（二〇二〇年末）を图示したものである。みられるとおり、ヨーロッパではフランスが九兆七四五〇億ドルと、ドイツの九兆二五四〇億ドル、英国の八兆三五〇億ドルを抑えてトップ、かつ世界的にみてもフランスは日本、米国について第三位につけている。ただし、国外債権は英国がフランスを上回っている。国際金融センター・シティーを擁する英国の面目躍如といえるかもしれない。

つぎに図表7欧米主要国の証券市場の株式時価総額（二〇二三年末）をご覧いただきたい。それによると、EURONEXT——フランス、

図表6 BIS加盟国の銀行資産（2020年末）

（単位：10億ドル）

	債権総計		資産総計
	うち国外	国内	
加盟国合計	33,736	72,539	100,135
英国	4,009	3,166	8,355
フランス	3,429	5,716	9,745
ドイツ	2,210	6,213	9,254
日本	5,031	18,935	不明
シンガポール	611	450	1,133
スイス	1,644	1,779	3,512
アメリカ	3,953	13,224	18,062

（資料）Bruegel Institute Brussels.

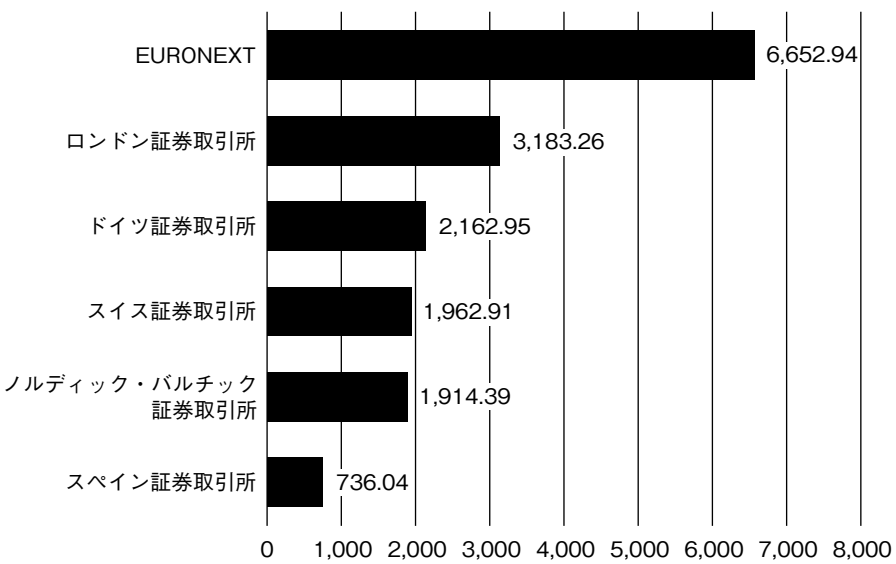
（注）日本の国内債権に信託勘定を含む。

オランダ、ベルギーの三証券取引所が二〇〇〇年に証券売買および関連サービスを共同提供すべく立ち上げ、のちにアイルランドなど七つの取引所を加え現在一〇取引所からなる連合体（本部・アムステルダムおよびパリ）——が最大で約六兆六五二〇億ドル、英国およびドイツのほぼ二倍から三倍におよぶ。EURONEXTを国別にみると、パリ市場が最大で全体の四割強、ロンドン市場に匹敵する規模である。こんにちヨーロッパを代表する証券市場の覚えがめでないのもそのためだ。

また英国をのぞく欧米主要証券取引所の株式売買高をみると、EURONEXTはオランダ、フランスを中心に約四割を占め、ドイツ証券取引所やアメリカのNASDAQなどを上回っている（図表8）。EURONEXTはいまやヨーロッパの顔ともいえる。統合された（integrated）、証券市場として発展しつつあるといつてよいだろう。

さらにいま一つ、ヨーロッパを代表する金融・証券市場というとき、フランスの資産運用市場の存在を欠かせ

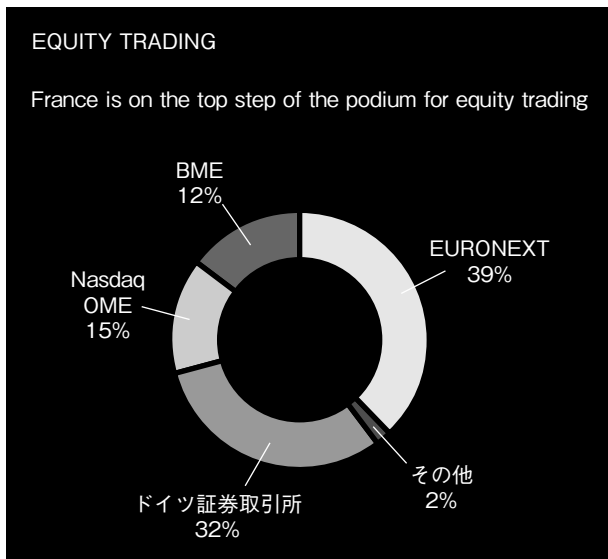
図表7 欧米主要証券取引所株価時価総額（2022年）



（資料） Statista 2023.

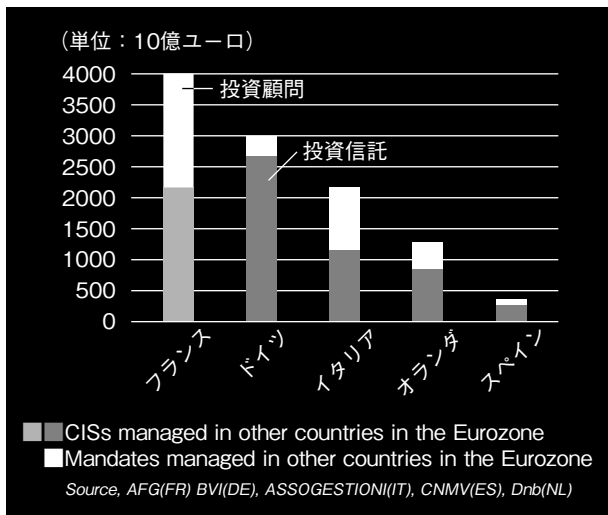
（単位：10億ドル）

図表8 英国をのぞく主要証券取引所の
株式売買高（2018年10月）



（資料）Choose France 2020.

図表9 ユーロ圏主要国の資産運用規模（2019年）



（資料）Choose France 2020.

（注）投資信託・投資顧問とも自国をのぞく諸国の残高でファンド・オブ・ファンドなどの重複勘定は含まない。

ない。やや旧聞に属するものの、二〇一九年末現在、フランス協同組合銀行の雄クレディ・アグリコル銀行（Crédit Agricole）傘下で欧州最大の資産運用会社アムンディ（Amundi）を擁するフランスの運用資産総額（投資顧問を含む）は四兆ユーロ（四兆四七六〇億ドル、約五四八兆円）を大きく上回っており、まさに抜きん出て並ぶ者のないユーロ圏一九カ国の資産運用市場と呼ぶにふさわしい（図表9）。

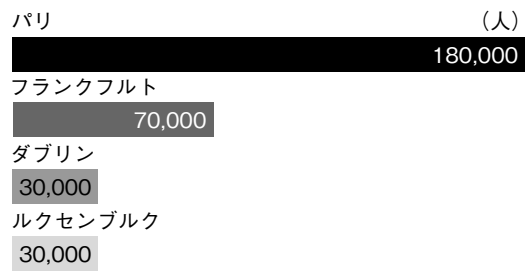
4 銀行業務および職員のリロケーション

こうしたポスト・ブレグジットのヨーロッパ金融・証券市場の成長と発展は、大陸諸国の市場振興および関連するインフラ整備・規制の見直しもさることながら、国外金融機関を誘致する意識的な動きと無関係ではない。ここでもリーダーはフランスであり、英国の国民投票からわずか二年後の二〇一八年の同国の金融・証券・保険セクターで雇用される従業員数はこの国の金融・証券市場の中心であるパリ圏（パリ市および隣接する郊外都市クルボワ、ビュトー、ナンテールにまたがるビジネスセンターのラ・デファンス地区など）をはじめ全国三四万人にのぼる。しかもいまこれを金融機関に直接雇用された従業員に限れば一八万人超と、アムステルダム、フランクフルト、ダブリンを大きく上回っている（図表10）。

これは、ユーロ圏最大手のBNPパリバ銀行（BNP Paribas）やソシエテ・ジェネラル銀行（Société Générale）のほか、クレディ・アグリコルを頭^{かしら}にBPCE（庶民銀行・貯蓄銀行）やCIC（商工信用銀行）などの協同組合銀行グループが築いた広範な地方金融ネットワークを維持するために多くの職員を雇用しているに加えて、BREXIT後に英米の大銀行の主要業務と職員のロンドからパリへのリロケーションの結果とみてよいだろう。

すなわち、二〇一六年下期以降二〇一八年の二年に満たない間にロンドンからヨーロッパの諸都市への銀行職員の移動は約七〇〇〇人といわれる。うちパリは二八〇〇人を受け容れたのに対して、フランクフルト一八〇〇

図表10 欧州主要国の銀行セクター雇用状況（2018年）



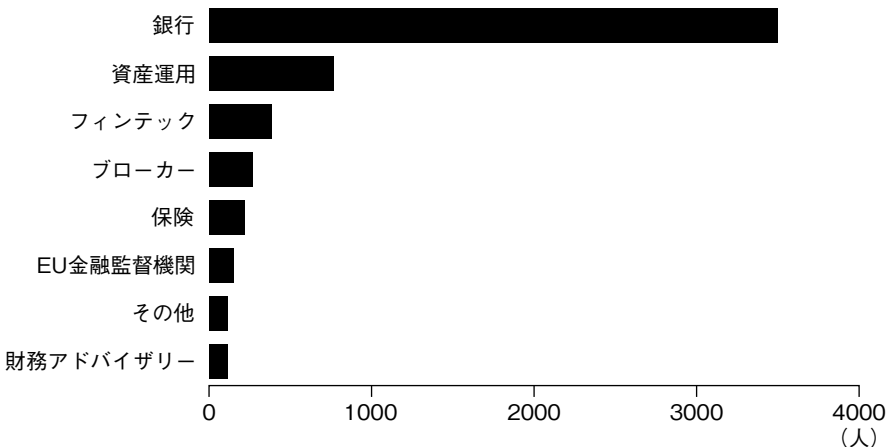
（資料）Choose France 2020.

人、ダブリン一二〇〇人にとどまった。さらに二〇二二年までにパリ市場では銀行セクターの職員三六〇〇人をはじめ、資産運用、フィンテック、保険などを合わせると五五〇〇人の雇用が新たに生まれた（図表11）。

それだけではなく。二〇二三年八月、英金融大手バークレーズ銀行（Barclays Bank）が本部機能をパリに移転すると発表したほか、前後に同じく英系のHSBC、米系のゴールドマン・サックス（Goldman Sachs）、バンカメ（BoFA）、ウェールズ・ファアゴ（Wells Fargo）などが投資銀行部門の拡充を計画中という。なかでもJPMorgan銀行（JPMorgan）は向こう数年間に八〇〇人から一〇〇〇人の人員増かつこれらの受け皿としてパリ中心部でより広い事務スペースの確保に余念がない。そのうえさらにシンガポールのSWF（政府系投資ファンド）のテマセク（Temasek）やオーストラリアのナショナル・オーストラリア銀行（National Australia Bank：NAB）などもパリで本格的に事業展開すると表明している。

ちなみに、バークレーズの本部機能のパリ移転がヨーロッパ

図表11 ポスト・ブレグジットのフランス金融セクターにおける雇用の増加（2022年）



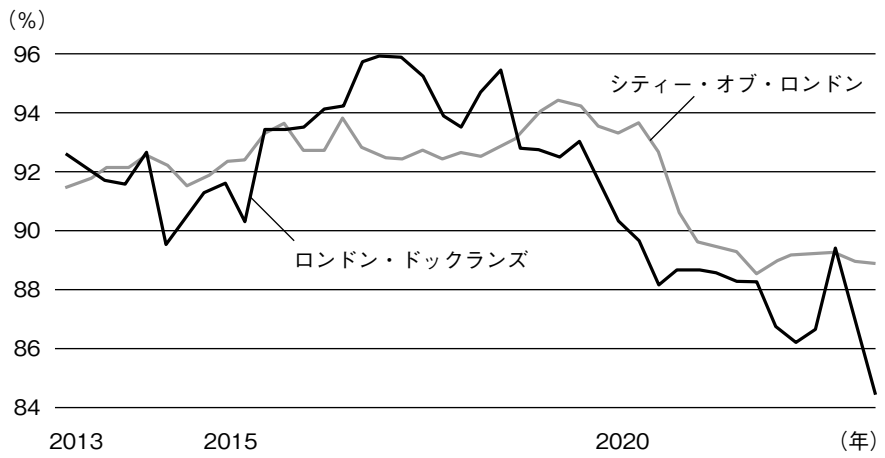
（資料）Choose Paris Region.

パ事業を重視する姿勢のあらわれであったのに対して、H S B Cは二〇〇〇年にフランス商業銀行 (Crédit Commercial de France : CCF) を買収してのちこれを支店化してフランスでの営業活動を拡大するも二〇二三年にこれを手放すと同時に、米国で買収した金融会社を放出して得た資金を生誕の地の中国本土や香港などのアジア地域につき込む——「アジアシフト」ともいふべき経営戦略のようだが、英国を代表する二大銀行グループはまったく対照的な道を進もうとしている。

だからであろうか、H S B Cの昨今の動きで特筆すべき点の一つは、二〇二三年六月にロンドン東部はウォーターフロントの再開発地域ドックランズのカナリーワーフ地区の超高層商業ビルから撤退したことだ。この地区に林立する摩天楼は、一九八六年の十月にマーガレット・サッチャーの肝煎りで断行された証券市場改革——いわゆる「ビッグバン (Big Bang)」の一環としてその成長を期待された「新金融街」の象徴と一時はもて囃された。

しかるに図表12にみられるように二〇一六年以降カナリーワーフ地区の商業ビルの稼働率は低下し空室が目立つようになっていく。そのなかにあつてH S B Cの撤退はただ単に商業ビルの稼働

図表12 英ドックランズの貸しビル稼働率推移



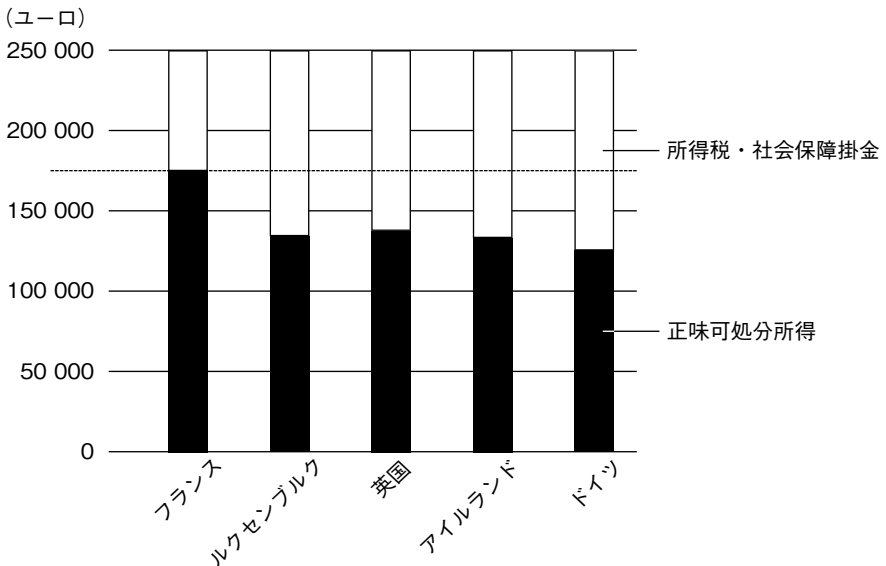
(資料) Financial Times.

率を推し下げる経済トピックにとどまらない。シ
 ティーに取って代わる「新金融街」構想が名実とも
 に挫折したことを知らしめる政治的・社会的事件で
 あった。

5 税制・労働改革が高めたパリ勤務の魅力

最後に、フランス政府によるポスト・ブレグジッ
 トの国内投資促進政策に関して忘れてならないのは
 税制や労働市場の改革である。このうち金融・証券
 関連では、法人税の軽減、銀行・投資会社・保険な
 どのTVA/VAT（付加価値税）課税対象外企業
 の職員給与への軽減税率の適用に加えて、在仏駐在
 員（フランスで勤務する国外職員の総称）を対象と
 する所得税・社会保障掛金の優遇措置などによって
 可処分所得のかさ上げを図った（図表13）。これらは、
 弾力的な雇用と解雇を旨とする労働市場改革の効果
 ともあいまってポスト・ブレグジットの金融セク
 ターの職員のパリ勤務の魅力を高める効果を有して

図表13 在仏駐在員の可処分所得（2020年）



（資料）Choose France 2022.

（注）社会保障掛金は本人負担および事業所負担の合計。

いた。

ことほどさように「君、来週からパリ勤務なんだって?」^{ファイト}「Couraget」といった親切がしの冷やかしは銀行従業員の間ではもはや通じない。日々美味^{うま}いものを飲んだり食べたり、休日には美術館や博物館を訪ね、地方観光も充実しているというだけでなく、市場は活気がありチャンスに満ち溢れ、そのうえ従業員の待遇改善も手伝って、パリ勤務は英米のバンカーはもとよりアムステルダム、フランクフルトの同業者たちにとっても魅力的といえよう。

結びにかえて

ポスト・ブレグジットの英国金融・証券セクターは相対的優位性を低下させ、英国が世界に誇る金融センター・シティーはいまや「崖っぷち」目掛けてまっしぐら…の様相を呈している。しかもBREXITによって空いた市場の間隙をパリやアムステルダムが埋めるべく力を尽くし、なかでもパリはかつてない積極的な立ち回りを演じている。

こうしたトレンドがこの先も持続すれば、パリ市場はヨーロッパ金融・証券市場での優位性を確固たるものとしつつロンドンのライバルを崖から突き落としてしまうのではと考えられないではないが、事はそれほどやすくはない。英証券界のロビー団体TheCityUKが的確に指摘するように、シティーの強みはフロントやミドル業務、例えば証券発行・売買、企業向け大口融資、M&Aや財務アドバイザリーなどに加えて、バックオフィスやデータ処理センターの業務とこれに関連するコスト面での優位性も忘れてはなるまい。

シティーの相対的優位性の低下傾向がこの先もつづくとしても、向こう数年うちにパリやアムステルダムがこ

れに代替するとは想像しがたい。そうだとすれば、英国がいま直面し処理・解決をもとめられる最優先の課題はもつと別のところにある。この国の政治家たちが思い描いたシナリオ——脱ヨーロッパ化とアジアシフト——どおりにはBREXITによつて生じた莫大な経済的損失をカバーできるかどうかという問題がそれであり、英国のTPP（環太平洋パートナーシップ）加入は問題処理・解決の有力策と見做されていた。

けれども貿易面ではオーストラリアや日本とはすでにFTA（自由貿易協定）を締結しているから特段メリットはなく、また金融サービスの面でもEUや米国の規制・監督当局と引きつづき協調する義務があるから、欧州懷疑派が吹聴して回った「ブリュッセルの官僚主義的」諸規制から英国が解放されたからといって、前途が明るさをもしたとはいえない。実際、EUが二〇二三年にALMA（資金洗浄・テロリスト資金供与監督庁）を設立してこの分野の規制・監督の厳格化を目指したこともあいまって、「東洋のスイス」シンガポールとの関係には慎重のうえにも慎重を期すことが要請される。その意味からすれば、英国金融・証券セクターの目の前に広がる険しい崖から転落しないようにわが身を律するのは容易ではないだろう。

なおうえで日本の名が登場したので、蛇足ながら邦銀によるBREXITへの対応を補足して小論の結びとしたい。邦銀はいまもむかしも（Now and Then）、「わゆる」メガバンクと称される大手行であると否を問わず、欧米の大銀行のように国際企業金融・投資銀行業務に精通しているわけではない。日系企業の現地法人向けキャッシュマネージメントおよびその付随業務を生業としてきた。それゆえ当然であるが、欧州メディアの邦銀への関心は薄く、BREXITへの対応といっても、二〇一六年の国民投票直後に一、二の邦銀英国現法がアムステルダムかフランクフルトに本部を移転するのではという主旨の記事を目にする程度だった。

爾来ほとんど蚊帳の外の邦銀だが、傘下の米投資銀行グリーンヒル（Greenhill）の活躍に意気上がる大手邦銀

M行を話のネタにした『フィナンシャル・タイムズ』二〇二三年九月十日付の記事は示唆にとむ。ジョシユア・フランクリン記者はM行が傘下の米銀をテコに攻勢を強める意向と伝える。だがM行には人事問題など懸念材料が多いと疑問を呈したうえで、HSBC、UBS、ラボバンク (Rabobank) と欧州系銀行を渡り歩いた元ウォール街のバンカーにして現在ロード・アイランド大学で金融論を講義するマイケル・アイス准教授の「M行不要」論を紹介する。曰く、グリーンヒルは買収の前もあとも有能なバンカーを数多く擁する米国屈指の投資銀行だ。しかるにM行は米銀の与力を得てバルジュ・ブラケットの一角を担い「米国でプレーするのがお望みと聞くが、米国市場はM行を必要としない」。

言い得て妙ではあるけれども、M行——ほかの邦銀でもよい——を「必要としない」のは米国だけではあるまい。ヨーロッパも、といって過言ではない。ただし、日系企業の対英投資が依然として大なるがゆえに、ブリテン島から脱出するのではなく居残って日系企業の現法向けキャッシュマネージメント業務を継続するのも邦銀には一つの選択だろう。(丁)

〔付記〕 本稿は、二〇二三年九月九日に公益財団法人 日本証券経済研究所大阪研究所で行った研究報告「BREXIT後の英金融・証券セクター——崖っぷち(?)のシティー」をベースに作成したものである。当日参加され有益な教示をして下さった諸先生にはここであらためて謝意を表したい。

参考文献

・ Arnold, Martin, David Keohane and Silvia Sciorilli Borrelli [2020], "Future of the City: Where did all the jobs go", *Financial*

- Times*, December 13: www.ft.com
- Autonomy Paris [2021]. *The Mobility of the Centre of the World. A Guide to Doing Business as A Mobility Company in the Paris Region. White Paper 2021*. Paris.
 - Bouchaud, Bastien [2022]. "Paris ravi à Londres la première place de Bourse européenne", *Les Echos*, 16 novembre: www.lesechos.fr.
 - Choose France [2020]. *Welcome to Paris: Your Future at the Heart of Europe*. Paris, January.
 - Paris Region [2021]. *Global Cities Investment Monitor 2021: Rankings, Projects, Perceptions, Anticipations, Criteria*. Paris, December.
 - Choose Paris Region [2022]. *Succeed German CEOs Inside Advice*. Paris, January.
 - Colliac, Stéphanie [2023]. "Has Brexit truly made the UK less attractive economically?", *EcoFlash*, BNP Paribas, 15 June: <https://economic-research.bnpparibas.com>
 - Counis, Alexandre [2023]. "Paris et les blancs du Brexit", *Les Echos*, 4 août: www.lesechos.fr
 - Dealmakers ditch Canary Wharf [2023]. "Will Canary Wharf become a financial ghost town?", *Financial Times*, June 27: www.ft.com
 - Ennis, Dan [2023]. "HSBC's exit from Paris gets a refresh", *Financial Times*, June 15: www.ft.com
 - EPRS [2023]. *Anti-money laundering authority (ALMA): Countering money laundering and the financing of terrorism. EU Legislation in Progress Briefing*, European Parliament, May.
 - Foster, Peter [2023a]. "Brexit ideology is being shunned as economic conditions deteriorate", *Financial Times*, August 4:

www.ft.com

- Foster, Peter [2023b], "Britain remains in Brexit cul-de-sac", *Financial Times*, September 8 : www.ft.com
- Franklin, Joshua [2023], "Mizuho seeks to break curse over foreign forays on Wall Street", *Financial Times*, September 10: www.ft.com
- Gueugneau, Romain [2023a], "Les banques européennes capables d'affronter une dégradation extrême de l'économie", *Les Echos*, 28 juillet: www.lesechos.fr
- Gueugneau, Romain [2023b], "Barclays prêt à déménager son siège européen à Paris", *Les Echos*, 3 août: www.lesechos.fr
- Gueugneau, Romain [2023c], "La banque de détail freine Société Générale en France", *Les Echos*, 3 août: www.lesechos.fr
- Gueugneau, Romain [2023d], "Brexit: Paris profite toujours plus d'afflux des banques étrangère", *Les Echos*, 4 août: www.lesechos.fr
- Gueugneau, Romain [2023e], "Derniers préparatifs avant la cession du réseau HSBC en France", *Les Echos*, 14 octobre: www.lesechos.fr
- Jenkins, Patrick and Stephen Morris [2018], "Paris set to triumph as a Europe's post-Brexit trading hub", *Financial Times*, October 1: www.ft.com
- Johnson, Ian and Mary McDougall [2023], "EU becomes <real player> in debt markets but faces investor scepticism", *Financial Times*, October 12: www.ft.com,
- Jones, Huw [2021], "Amsterdam displaces London as Europe's top stock market after Brexit", *Reuters Business News*, February 11: www.reuters.com

- Kuper, Simon [2022], *Chumps: How a Tiny Caste of Oxford Torie Took Over the UK*, Updated with a new chapter. London, Profile Books.
- Lehman, Alexander [2021], "Banks post-Brexit regulatory divergence or parallel tracks?", *Blog Post*, Bruegel Institute, Brussels, 6 July: www.bruegel.org
- Palacin, Hugo [2023], "Charles III, peut-il resserrer les liens entre l'Union européenne et le Royaume-Unis?", *Le Monde*, 19 septembre.
- Rosseau Gildas Des [2022], "Brexit: le Royaume-Uni défie la <gravitation régionale>", *Le Figaro*, 31 décembre: www.lefigaro.fr
- Schneider, Stefan [2023], Sovereign Exposure of European Banks - Revisited, *EU Monitor*, Deutsche Bank Research, Frankfurt am Main, May 12.
- Springfield, John [2022], "The cost of Brexit to June 2022", *Insight*, Centre for European Reform (CER), London/Brussels/Berlin, December: www.cer.eu
- The City of London Corporation-The Global City [2023], *Our Global Offer to Business: London and the UK's Competitive Strength in Support of Growth*, TheCityUK, London.
- TheCityUK [2023], *Key Facts about the UK as an International Financial Centre 22*, London, January.
- Thomas, Daniel [2023], "More risk, fewer rules: the plan to revive the City of London on Twitter (opens in a new window)", *Financial Times*, February 15: www.ft.com
- White, Sarah [2020], "Future of the City: London's market rivalry with EU intensifies", *Financial Times*, December 17: www.ft.com

- ・ White, Sarah [2023], "Paris shaking-off <backwater> tag as international banks expand on Twitter (opens in new windows)", *Financial Times*, May 4: www.ft.com
- ・ 斉藤美彦 [二〇二二]、『ポスト・ブレイグジットのイギリス金融——政策・規制・インベストメント』、文真堂。
- ・ 中川辰洋 [二〇一六]、「ヨーロッパ統合の展望と課題——BREXITはEU再生のチャンス——」、青山学院大学経済学会『青山経済論集』第六八巻第三号、十二月、所収。
- ・ 中川辰洋 [二〇二三]、^{オピニオン}「書評 BREXITの虚妄——Philip Stephens, *Britain Alone* (2021) 読む」、公益財団法人 日本証券経済研究所『証券経済研究』第二二二号、三月、所収。

(なかがわ たつひろ・著述業)

証研レポート既刊目録

No.1727 (2021.8) 執筆者
金融分野の顧客情報共有を巡る最近の動き 二上
大阪における店頭売買承認銘柄 松尾
—昭和二〇～三〇年代の非上場株式市場—
欧州株式市場の流動性 吉川
—E S M A統計の批判から見えてきたもの—
メガバンクF Gの業務変容と収益低迷のジレンマ 中野

No.1728 (2021.10)
発足が間近に迫る金融サービス仲介業 二上
東京における店頭売買承認銘柄 松尾
—昭和二〇～三〇年代の非上場株式市場—
ロビンフッド証券のI P O書類から見る収益状況 清水
米国オプション取引所の現状と歴史 志馬

No.1729 (2021.12)
「その他手数料」再論 二上
S R F導入の背景 伊豆
—F R Bと国債市場—
ゲームストップ株式をめぐる問題 吉川
—S E Cの報告書に見る実態—
なぜイギリスでは議決権行使助言会社の影響力がアメリカほど大きくないのか 梅本

No.1730 (2022.2)
米国S P A C市場の実情 吉川
—ナスダックによる分析—
F R B・国債市場・P T F 伊豆
ペイメント・フォー・オーダーフローの規制について 清水
米国株式オプション市場におけるP F O Fを巡る議論 志馬
—その始まりから現在まで—

No.1731 (2022.4)
デジタル技術の活用と証券ビジネスの新奇性 二上
名古屋における店頭売買承認銘柄 松尾
—昭和二〇～三〇年代の非上場株式市場—
L M Eのニッケル取引をめぐる問題 吉川
—価格急騰への対応と取引所運営—
進化する米大手投資銀行のトレーディング業務 神野

No.1732 (2022.6)
アルケコス破綻 吉川
—起訴文書等から見た実態—
アメリカのミーム株取引とデジタル・エンゲージメント 清水
米国オプション市場におけるメイカー・テイカー制度をめぐる議論と状況 志馬
グローバル・トップ・バンク・ランキングの変遷とその意義 中野

No.1733 (2022.8)
証券リテールビジネスのD X（再論） 二上
ジェンダーレンズ投資とジェンダーレンズ投資ファンド 松尾
二%目標と異次元緩和と政策 伊豆
E S Gファンドのパフォーマンス 吉川
—E S M Aによる分析結果の考察—

No.1734 (2022.10) 執筆者
わが国O T Cデリバティブ市場の現況 吉川
—二〇二二年六月末B I S定例市場報告—
ペイメント・フォー・オーダーフローと投資家の資産選択 清水
S E Cゲンスラー委員長のスピーチと「オークション」 志馬
E D F（フランス電力）再国有化のインプリケーション 中川

No.1735 (2022.12)
ラップ・アカウントの現状について 二上
資金余剰下の金利引き上げ 伊豆
—F R BとM M F—
O T Cデリバティブ市場の現況 吉川
—二〇二二年外為・デリバティブ・サーベイ—

No.1736 (2023.2)
クラウドファンディングの世界的概況 松尾
O T Cデリバティブ市場の現況2 吉川
—二〇二二年六月末残高調査結果—
ホールセラーへの競争導入提案 清水
独オプション市場における高頻度取引（H F T）抑制の取り組み 志馬
—非対称スピードバンプの導入—
敵対的買収における強圧性について 梅本

No.1737 (2023.4)
英国および米国におけるクラウドファンディング 松尾
—株式投資型を中心に—
シリコンバレー銀行の破綻と資金フロー 伊豆
—預金・M M F・F R B—
世界の取引所取引の現況 吉川
—W F E報告書に基づく考察—
米国のUniversal Proxy（ユニバーサル・プロキシ）の導入 福本

No.1738 (2023.6)
プライベート市場の拡大と「ゲートキーパー」 二上
ナショナル・ストック・エクスチェンジ・オブ・インディア 吉川
—世界最大のデリバティブ取引所—
S E Cによる最良執行ルール提案 清水
米国株価情報配信政策をめぐるS E Cと取引所の争い 志馬
—S E CによるS I Pの改革提案と敗訴—

No.1739 (2023.8)
日本証券業協会の業態分析について 二上
クレディ・スイスのA T 1債をめぐって 伊豆
—ベイルイン再考—
コロケーション・スキャンダル 吉川
—インドにおける取引所運営の汚点—

No.1740 (2023.10)
取引所二部開設と店頭売買銘柄登録制度 松尾
—株式店頭市場の歴史的考察—
G I F Tコネクト 吉川
—インドとシンガポールの取引リンケージ—
米国株式市場の構造変化 志馬
—ゼロ・コミッション化の進展と店頭市場の拡大—

公益財団法人 日本証券経済研究所 ホームページのご案内

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

(YAHOO、Google などの検索サイトで、「証券経済研究所」、「jsri」ですぐ検索できます。)

I. 研究所の紹介等

J S R Iについて	当研究所の概要や事業活動を紹介しています。
出 版 物 案 内	『証券レビュー』『証研レポート』『金融商品取引法研究会研究記録』『証券経済研究』の全文を掲載しています。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。
証 券 図 書 館	証券図書館の概要や利用の手引きを紹介しています。
講 演 会 録	「資本市場を考える会」の講演会録(全文)をお読みいただけます。
研 究 会	当研究所が主催する研究会の概要と活動状況を紹介しています。また、金融商品取引法研究会研究記録(全文)がご覧いただけます。
ト ピ ッ ク ス	海外の論文の翻訳・紹介や証券経済関係の小論文を掲載しています。

II. データベース検索

研 究 所 出 版 物	出版物案内に掲載している出版物を書名・論文名または著者名等により検索できます。
証券図書館の蔵書	証券図書館所蔵の蔵書を書名、著者名等により検索できます。また、新規受け入れ図書を紹介する新着資料案内もあります。
証券関係の論文・記事	証券図書館(東京)が受け入れている国内雑誌に掲載された証券関係の論文・記事を論文名、著者名及びキーワードにより検索できます。
証 券 年 表	新聞、雑誌等の記事を「証券」「金融」「一般」に3分類し、月単位で更新しています。日付ごとに記事を一覧することができるとともに、探したい用語を含む記事の検索もできます。

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。

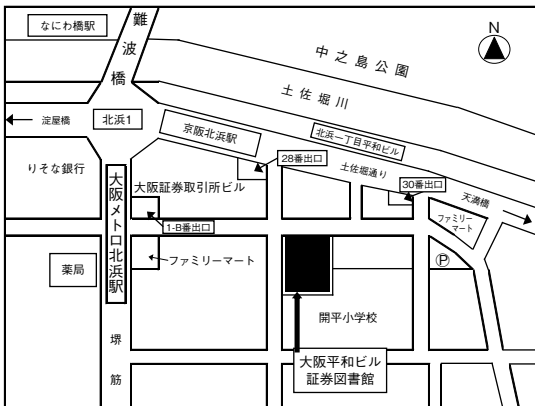
所在地 大阪市中央区北浜 1-5-5 大阪平和ビル 7階
TEL (06) 6201-0062

開館時間 午前 9:30 ～ 午後 5:00
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
大阪メトロ堺筋線・京阪本線 北浜駅 1-B 番出口又は28番出口より徒歩 2分

日本証券経済研究所のホームページ (<https://www.jsri.or.jp>) から図書の検索ができます。ご利用ください。

証研レポート第一七四一号
二〇二三年十二月十一日発行
(偶数月第二日曜日発行)

2023年12月号

発行所

公益財団法人 **日本証券経済研究所**
大 阪 研 究 所

〒541-0041 大阪市中央区北浜1-5-5 大阪平和ビル
電話 (06) 6201 0061 (代表) Fax (06) 6204 1048
<https://www.jsri.or.jp>

定価：418円(本体380円+税10%)