

トレーディング規制と投資銀行

小林 襄 治

一、はじめに

二〇〇八年の世界金融恐慌はリーマンショックと言われるように、投資銀行の破綻を契機とした恐慌であった。そして、当時の投資銀行の収益の中心はトレーディング益であった。その後ユーロ圏でのサブリン危機に絡む銀行破綻もあって、問題は複雑化している。また直近では英国のEU離脱が先行きの不確実性を強めている。

リーマンショック後に金融システムの安定とそ

のための政策が提起され、世界的に銀行に対する規制の見直しが進められた。バーゼルⅢに代表される規制であるが、その中でもとくにトレーディング業務への規制が強化され、投資銀行の動きに影響を及ぼしている。加えて、主要国では、ゼロ金利やマイナス金利、量的緩和など非伝統的金融政策（マネタリー・ポリシー）が展開され、銀行経営に大きな影響を与えている。本稿は、これらの具体的な展開を跡付けるものではないが、トレーディングをめぐる動向を確認してみたい。

トレーディングも投資銀行も曖昧な概念であ

る。時代によって、また論者によってやや異なった意味で使われている。この点については、既に論じたところである（小林襄治、二〇一四）。ここでは次のように用語を使う。投資銀行は、伝統的に投資銀行業務（証券発行のオリジネーション「幹事・引受・販売」とM&Aの仲介「アドバイザー」）を主要業務とする機関である（業者によつては資産運用・管理業務も重要だが、この点は無視する）。オリジネーションは時にプライマリー業務ともいわれる。

しかし、投資銀行は古くから証券流通市場業務も行っており、近年ではトレーディング収益が投資銀行の収入の多くを占めるようになっていいる。流通市場業務はセカンダリー業務とも言われ、時には広義のマーケット・メイキングともいわれる。トレーディングは株式であれ、債券であれディーラーとしての自己売買の意味でここでは用

いるが、時に論者によってはセカンダリー業務全体を表して使われることがある。

投資銀行については、しばらく前まではアメリカの五大投資銀行で代表させることもできたが、現在ではゴールドマン・サックスとモーガン・スタンレーの二社に限られる（日本の銀行系でない大手証券会社、野村と大和も入れるべきかもしれないが）。しかし、現在では欧米日の大手銀行のほとんどは、名称は別にして投資銀行部門や子会社を有し、投資銀行業務やトレーディング業務に従事しており、これら銀行がメディア等で投資銀行とも言われている。したがって、前記の二社等に世界の大手銀行を含めたものを想定して投資銀行とすることにする。

二、バーゼルⅢによるトレーディングの抑制

二〇〇八年世界金融恐慌の反省から、金融システム全体の安定（システミックリスクの回避）が強調されるとともに、個々の銀行の健全性確保のために、バーゼル銀行監督委員会での合意による自己資本比率規制の強化が図られている（なお、自己資本比率を補完するものとしてレバレッジ比率でも規制がかけられている）。この点は周知のことであり、中身には立ち入らないが、例えばイギリスの銀行では、二〇〇〇～二〇〇九年の自己資本比率（バーゼルⅡコア・ティアⅠ比率）は六％強程度であったが、この比率は二〇一四年までには一二％を超して gone (Bank of England, *Financial Stability Report*, Dec.2015)）。バーゼル

Ⅲ基準の普通株ティアⅠ比率では、二〇一二年の七％が二〇一五年中には一二％を超している。これらの比率はリスクウェイト資産に対するものであるが、単純化して考えれば、これまでと同じ業務を営むには二倍の自己（株式）資本を必要とするわけである。バーゼル基準より厳しい基準を課す国もあるが、この点はともかく、自己資本比率規制の強化がトレーディング資産の拡大を抑制する方向に作用していることは間違いない。もとより、トレーディング資産からの収益が高ければ、他の資産を減らす選択がありうるが、現状はそのような状況にない。リーマンショック時の負の遺産に加えて、収益の低迷が続く中で自己資本の増強（増資又は内部留保の拡充による）が難しい時代には、トレーディング資産を減らさざるを得ないであろう。あるいは、銀行資産の拡大が自己資本の量で規制される以上、比率の強化はトレー

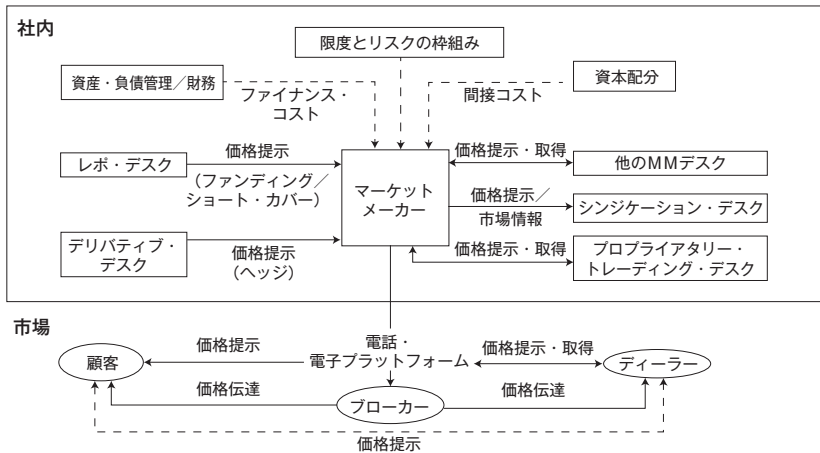
ディング資産の拡大を制約するであろう。

さらに、バーゼルⅢでは流動資産比率にも明示的な規制が導入されている。銀行経営にとって一定の流動資産保有は不可欠のことであり、伝統的には銀行に対する比率規制の重要な要素であった。特定の自己資本比率のみが銀行の健全性の基準とみなされたバーゼルⅠとⅡの時代が異常であったことも確かであり、金融危機の一因になったといえ、流動性資産比率の導入は当然といえよう。しかし、流動資産比率自体がトレーディングを制約するものとはみなせないとしても、銀行資産の一部が特定の流動性資産で占められるから、その限りでトレーディング資産や貸出・投資等の拡大に制約的な要素となるであろう。

三、トレーディング勘定の見直し

リーマンショック後にトレーディング資産のリスクウエイトの過小評価、各銀行VaR等の内部モデルによる計算への依存、銀行ごとのリスクウエイトの相違等が指摘され、バーゼル銀行監督委員会（BCBS）でトレーディング勘定の抜本の見直しが行われた（BCBS、二〇一三）。これによれば、トレーディング勘定とその他の銀行勘定が明確に区別され、資産の恣意的な移動は禁止される。そして、日々の値洗いと損益計算、当局への在庫や保有限度、資産構成等の報告義務が課され、さらにトレーディング・デスクの構造ないし管理体制等もチェックされることになる。なお、国際決済銀行（BIS）のグローバル金融システム委員会（CGFS）は、二〇一四年一月

図表1 マーケット・メイキングの社内と市場



〔出所〕 CGFS, *Market-making and proprietary trading: industry trends, drivers and policy implications*, BIS, November 2014. Graph1.

のペーパーで投資銀行内部でのマーケット・メイキングの組織体制について、組織図を提示している。各投資銀行によって組織体制は異なるであろうし、国・地域ごとに相違があるかもしれない。トレーディングやマーケット・メイキングを理解する上で参考になるので、そのまま図表1として掲載しておく。

リスクウェイトの計算にさいしては、VaR等の内部モデルの計算の承認は厳格化され、むしろ当局の指定する標準化方式を基準とするものとなる。リスクについても、金利、為替、株式、商品、信用スプレッド、デフォルト等の部分ごとに計算され、ヘッジや分散によるリスク軽減にも限界が設けられる。そしてストレス時のリスクが強調され、予想される損失の可能性の把握が強調されている。議論は技術的な諸問題を含み、これらを評価する立場にはないが、かつてよりトレー

ディング資産のリスクウェイトが大幅に高まり、トレーディングの遂行に以前よりはるかに大きな資本を必要とすることになる。この意味で、トレーディングの収益が格段に高まらない限り、トレーディングは抑制されることになる。

四、トレーディングの「禁止」

自己資本比率規制の強化やトレーディング勘定の見直しはトレーディングを直接に否定するものでなく、トレーディングを行うに際して適切な資本を要求するものである。どのような比率やリスクウェイト等が適切であるかについては、筆者には判断する能力はないが、理論というより、経験的判断の問題であろう。この点はともかく、金融危機後の規制強化の動きの一つは、トレーディングの禁止や銀行からの分離の動きである。なお、

トレーディングの禁止というより一般にプロプライエタリー・トレーディングの禁止と言われることが多いが、用語の問題は後に検討する。

アメリカでは金融恐慌後に、ドッド・フランクリン法が制定されたが、その柱の一つがボルカー・ルールと言われるトレーディング規制である。しかし、その、最終ルール（二〇一三年一二月に発表された米国の五つの規制機関によるルール）では、除外商品（ローンや外国為替等）や除外活動（レポ取引、証券貸借、流動性管理取引等）があり、加えて国債、エージェンシー債、地方債等のトレーディングは許容され、引受・分売やマーケット・メイキングも許容されている。禁止の掛け声にかかわらず、むしろトレーディング活動の管理体制の確立やポジションの限度（顧客の需要の範囲内）を要請するものとなっている。トレーディングとマーケット・メイキングの区別が問題

となるが、この点は後に検討する。

ヨーロッパではリーカネン報告（二〇一二年一〇月）がトレーディング事業体の銀行からの分離を提起し、その後ドイツ、フランス等ではトレーディング業務の分離が図られた。しかし、銀行の引受やマーケット・メイキングは許容されている。イギリスでは独立銀行（ヴィッカーズ）委員会の報告（二〇一一年九月）でリングフェンスによる小売銀行の隔離（持ち株会社の下での小売銀行と投資銀行の分離）が提起され、二〇一三年一月の金融サービス（銀行改革）法で法制化され、二〇一九年までに施行が目指されている。イギリスの場合、トレーディングの分離というより、小売銀行による社会生活に不可欠な最低限の金融サービス（預金と支払いサービス、当座貸越等）の提供をいかなる時にも保証することにあるようである。

現実問題としては、規制強化の流れの中で、投資銀行は、問題とされるようなトレーディング業務からは既に撤退しているようである。しかし、トレーディングを禁止する、投資銀行から分離させる根拠がどこにあるのかは検討しておく必要がある。

五、トレーディングとマーケット・メイキング

証券の引受・販売やマーケット・メイキングを否定する議論はないが、トレーディングには否定的な議論が多い。引受というのも曖昧な表現となっている。現代の証券発行市場では入札で獲得した証券を分売する、あるいは証券を買い取って分売する方式も多い。これらの場合、業者が獲得するのは値鞘であり、これらもトレーディングと

みなすことができるが、この点には立ち入らない。

ボルカー・ルールでは、プロプライエタリー・トレーディングの定義として、トレーディング勘定に本人（プリンシパル）として従事する取引であり、トレーディングとは、短期の転売や実際期又は期待による短期価格変動又は短期裁定利益の実現（ポジションのヘッジを含む）を目的とする売買と定義されている。そして、市場リスク資本ルールの対象となるポジションとトレーディング・ポジションにある金融商品の売買としても定義が補足されている。この定義は明快である。しかし、何故プロプライエタリーと限定されるのだろうか。プロプライエタリーでないトレーディングとは何か、この点は不明である。常識的には、トレーディングとはプロプライエタリー・トレーディングである。

要するに、トレーディングとは、価格変動を利用する短期の値鞘稼ぎの売買である。内容としては裁定取引（市場間と時間差）と投機的取引（金利や信用度のスペキュレーション）に分けられる。裁定取引は、一方を売り、他方を買う取引であり、その定義からしてリスクは原理的にはない（厳密には取引相手のリスクや必ずしも同一でない商品の売買を行うケースのリスクがあるが）。投機的取引は予測に基づく取引であるから、成功の保証はないが、取引を短期に限定することで価格変動を限定し、リスクを抑えることができる。短期に取引を限定するには、流動性のある銘柄に取引が限定されることになる。このような取引は投資家が行う売買であり、投資銀行ないし証券業者のような売買の仲介業者の行う売買ではないかもしれない。しかし、市場の中心にいる業者がもつとも活発に行える売買であることも確かであ

る。株式市場におけるHFTについては、どのようなプログラムで売買しているのかについては熟知しないが、市場間の裁定取引の要素を含み、同時に超短期の価格差を予想して、あるいは売買システムの注文控え（「板」）の動向をいち早く察知して行う売買である。

マーケット・メイキングは狭義にはマーケット・メーカーが気配を提示し、売買に応じる活動と定義される。しかし、オーダー・ドリブン（注文駆動）型の注文マッチング・システムの売買では、マーケット・メーカーも注文を出すことになる。そして、気配提示であれ、注文であれ、これらは意図としては顧客の注文に受動的に対応するための売買とみなせる。

トレーディングは自己の判断で能動的に裁定や投機を行う売買であり、マーケット・メーカーの売買と異質にも見える。制度的にマーケット・

メーカーの資格と義務が定められたかつての特定の証券取引所等（初期のNASDAQ市場やビッグバン直後の英国証券取引所）では、マーケット・メーカーは気配を提示しても、売買は電話で行われていた。この限りでマーケット・メーカーの取引と他の取引の区別が容易であった。

しかし、注文駆動型の要素を取り入れ、売買が執行される売買システムでは、マーケット・メーカーと他の注文を区別する意味がない。マーケット・メーカーの売買は短期の値鞘を獲得することを目的とした売買であり、気配の提示や注文は他市場の状態（裁定の機会）や金利等の予測に作用される。ポジションの形成と解消には能動的に裁定取引や投機取引を行うことが必要となる。あるいは、マーケット・メーカーは顧客との注文に受動的に対応するだけでなく、マーケット・メーカー間の取引や取引所ないし売買システムを通じ

た取引で、ポジションの形成と解消をすすめることになる。したがって、マーケット・メイキングとトレーディングを区別することは不可能となる。最近では、HFTの役割を巡る議論が展開され、流動性需要と流動性供給が区別され、HFTがマーケット・メーカーとしての役割を果たしていることが指摘されている（広田真人、二〇一六）。また、BISのグローバル金融システム委員会（CGFS）のペーパーでも両者の区別の困難さが指摘されている（CGFS、二〇一四）。

六、米国証券取引所法11A条 （ディーラーの介在なしの注文

執行機会）

一九七五年は手数料自由化の年として知られるが、同時にNMS（全米市場システム）の発足し

た年でもある。NMSは市場間競争をとおして効率性を高めることを目的としつつ、市場の分裂の弊害を回避する目的で、具体的にはCTS（総合取引情報システム）、CQS（総合気配表示システム、ITS（市場間注文回送システム）の三つで構成された。その後の展開はともかく、この導入に際して、一九三四年証券取引所法が改正された。ここでは、証券市場は国家の財産である（A項）と宣言し、B項で新しい情報処理・伝達技術の利用による効率的市場運営を求める。そして、C項で公益と投資者保護、秩序ある市場のために次の五つを要求している。（i）取引の効率の執行、（ii）ブローカーとディーラー間、各取引所市場間および取引所市場と取引所外の市場間の公正な競争、（iii）気配および取引情報の、ブローカー、ディーラー及び投資者による利用可能

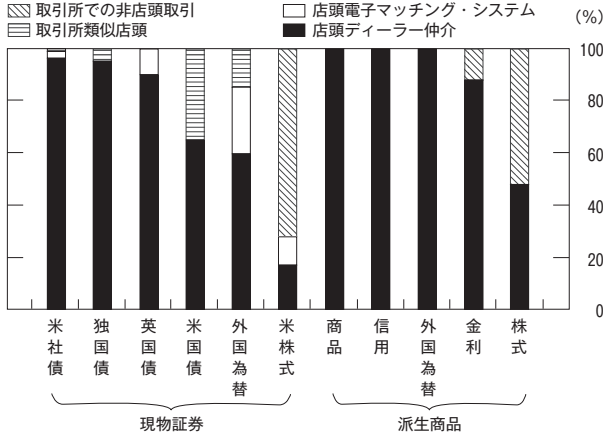
性、(iv) 投資者の注文のブローカーによる最良執行の可能性、(v) 投資者の注文がディーラーの介在なしに執行される機会。

競争、効率的執行と最良執行、情報の利用については議論の余地がないであろうが、(v) がわざわざ規定されているのが特徴である。スペシャリストを抱えるNYSEの伝統や発足したばかりのマーケット・メーカー制のNASDAQ市場が存在するアメリカで、なぜこのような規定が書かれたのかはわからないが、この発想がアメリカの証券市場における基本なのかもしれない。古くからジョバー制度を採用し、ビッグバン時にはマーケット・メーカー制を採用したイギリスの証券市場では生まれ難い発想である。

スコット・パターソン著／長野直美訳(二〇一五)によれば、後にアイランドと呼ばれることになるECNの売買システムを作り上げたコン

ピュータお宅のJレヴィンにとつて、スプレッドで利益を上げる(スプレッドが大きく、とくに価格(呼び値)は二〇〇一年まで一〇〇分の一単位でなく、八分の一単位で表示されていた)スペシャリストやマーケット・メーカーは投資家には盗人に等しく、投資家の注文の電算化されたマッチング・システムこそ望ましい市場なのであった。IIA条の規定が意識されていたとは思えないが、情報通信技術の発展が、仲介者なしの売買システムを可能にしている、とはいえそうである。しかし、株式市場でHFTが流動性を提供し、マーケット・メーカー的役割を果たしているともいわれる現状は、マーケット・メーカーの役割が依然として重要なことを示唆しているようでもある。あるいは、トレーディングを通じて裁定である、投機であれ、活発な注文が市場(売買システム)へ送られてくるから、売買が成立しているの

図表2 証券の取引方法
主要市場の売買メカニズムの推定



イングランド銀行が各種資料より推計
〔出所〕 Bank of England, *Financial Stability Report*, Dec.2015

かもしれない。11 A条(C)項(v)による
ディーラーの介在なしの市場が望ましいかどうか
は、ディーラーやブローカーの実際の役割、投資
家動向に即して、考えるべき問題であろう。

七、証券取引の方法

世界の証券取引がどのように行われているかを
示す簡潔なデータは得にくいだが、ここではイング
ランド銀行が示すデータを図表2として再掲して
おく。一般にこれまで株式市場では取引所での注
文マッチング・システム(例外が英国の伝統的証
券取引所取引と初期のナスダック市場)、債券や
為替では店頭のディーラー取引がほとんどと言わ
れてきた。しかし、IT技術の進歩と市場(売買
システム)間競争の激化があつて変化が生じてい
る。各取引所ないし売買システムはハイブリッド

型の要素を含み、単純化できないが、イングラランド銀行は次の数字も挙げている。ディーラー介入型取引の割合をみると、アメリカ株式で二〇%以上、外国為替（現物取引）で六五%以上、アメリカ国債で六五%以上、イギリスとドイツの国債で九〇%以下、アメリカと欧州の社債で九五%以下

と書かれている（FSR, July 2016）。HFTをどのように把握・定義し、その役割を見るかの難問もあるが、少なくとも株式市場でもディーラー介入型の取引がかなりのシェアを占めていることは間違いない。そして、店頭市場と言われてきた米国債市場や外国為替（現物）市場ではディーラーの介入しない取引が相当に増え、英独の国債市場でも存在感を示しつつあるのである。しかし、社債はいぜんとして圧倒的にディーラー市場である。マッチング・システムとディーラー（マーケット・メーカー）型システムのどちらが良いか

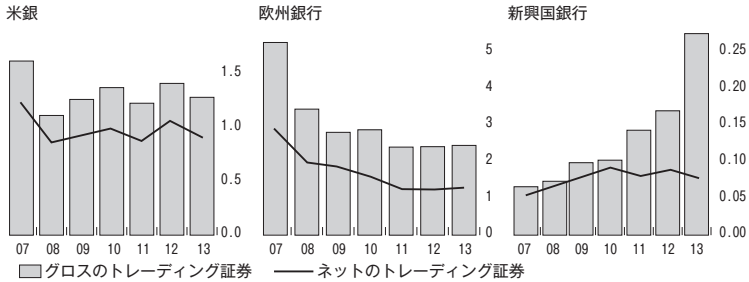
は、競争的に決められることであろう。現実には前者でもトレーディングの要素でマッチングされており、後者では、売買の活発な国債取引などでマッチング・システムがディーラーのシェアを奪いつつある。

八、トレーディング資産とトレーディング収益の縮小

図表3のCGFSの資料は、リーマンショック後から二〇一三年までの主要銀行が保有するトレーディング証券の規模を示している。米銀では二〇〇八年に急減したが、その後は横ばいなし、増加傾向にある。ヨーロッパの銀行では二〇〇八年に大幅に下落し、その後も減少し続け、二〇一一年以降に横ばいになっている。グロスの規模では（対象のサンプル数の相違に留意する必要

図表3 主要銀行のトレーディング証券

(兆ドル)



米銀は7行、欧州銀行は20行、新興国銀行はブラジル、中国、香港、シンガポールの9行
ネットはトレーディング負債控除後の数字

〔出所〕 CGFS, *Market-making and proprietary trading: industry trends, drivers and policy implications*, BIS, November 2014. Graph7.

があるが)、欧州二〇行がアメリカ七行をはるかに上回る数字である。新興国の銀行では、絶対的規模は小さいが、リーマンショックの影響は見られず、二〇一〇年まで上昇傾向にあったのが、その後横ばいないし微減の傾向にある。なお、アメリカでは全プライマリー・ディーラーの純ポジションの数字も示されているが、それによれば、二〇〇八年以降に社債(MBSを含む)のポジションを大きく減らし、国債を増やす傾向にある。また、絶対規模は小さいながら、インドのディーラーはリーマンショック後にも国債と社債の純ポジションをともに増やしていたことも示されている。トレーディング証券といっても、株式と国債、社債等で異なる動きを示すこと、国・地域によって銀行が抱える問題が異なることに注意する必要があるが、ここではとくにヨーロッパの銀行でのポジションの縮小に注意しておこう。

新形敦（二〇一五）は、欧米の大手銀行（旧大手五大投資銀行、米三大銀行、欧州三行のグループ）の近年におけるトレーディング収益の動向を示している。リーマンの破綻、メリルの買収などの影響でサンプルの連続性や欧州の銀行の数が少ないなどの問題はあるが、プライマリー収益（株式と債券の引受、M & A業務）とトレーディング収益を比べると、二〇〇八年を別にして、プライマリー収益よりもトレーディング収益が二〜三倍の規模である。トレーディング収益が大銀行にとって重要なことが確認できる。また、欧米の大手銀行一社のトレーディング収益の動向が示されている。合計の数字は二〇〇九年の一五〇〇億ドルが、二〇一一年には九〇〇億ドルにまで減少し、二〇一二年にやや持ち直すが、その後は減少し、二〇一四年に七五〇億ドルにまで低下する。同時に米系の銀行に比べて、欧州系の銀行の一部

での縮小が著しい。

トレーディング資産やトレーディング収益の減少には、既述のバーゼルⅢなどのトレーディング規制が影響していることは間違いない。しかし、リーマンショック時の損失の規模、LIBOR操作等の不正取引の罰金等も影響し、とくに各銀行がトレーディングをどこまで重視するかの経営戦略もかわってこよう。各行のトレーディング戦略を確認する余裕はないが、超低金利状態がトレーディングに及ぼす影響の問題もある。

九、超低金利の継続

リーマンショック以後、先進国では超低金利状態が続き、ゼロ金利政策やマイナス金利政策まで取られ、さらに中央銀行による大規模な資産購入による量的緩和政策が取られている。政策内容に

は各国・地域ごとに差もあり、アメリカでは出口戦略が取られ始めているが、超低金利状態からの脱出は容易でない。超低金利の定義や政策展開の過程には立ち入れないが、かかる超低金利状態の継続は、歴史的に見れば「異常」である。超低金利の継続は投資や消費を増やし、経済成長を促進する効果をもたらすといわれる。国や地域で経済や金融の構造が異なり、政策展開も異なるから効果は異なるであろう。しかし、企業は低コストの長期資金を獲得しているが、資金需要が高まる様子はない。財政面では、日本のように長期的に低金利が続くところでは、国債残高の増加にかかわらず、金利負担が抑えられ、しばらくはまだ、国債の増発が続くであろう。このように借り手には

メリットは大きい。利鞘の獲得を収益源とする銀行等の経営を圧迫し、また年金基金等の資産運用を難しくし、さらに基金の収益に依存する各種

の非営利機関（大学や団体等）の運営にも影響を及ぼしている。非伝統的金融政策（マネタリー・ポリシー）の是非をここでは議論しないが、低金利の継続はトレーディングを難しくすることを指摘しておきたい。

（確定利付き）債券の価格は金利水準の変動に対応して逆に動く。低金利の水準が継続し、今後金利が上昇すると想定されれば、債券価格は下落する。債券の売り圧力が強い時、マーケット・メーカーやトレーダーが買い向かうのは難しい。長短金利格差が十分にあれば、ファンディングは可能であろう。しかし、金利水準の低い時には長短金利格差も縮小する。金利水準が上昇に向えばスプレッドを確保できる保証もなくなる。量的緩和政策による中央銀行の証券購入が続く場合、中央銀行への売却を想定して証券を購入し、値轄を稼ぐことが可能であろう。もとより、中央銀行

の購入の対象となる証券には限定があるが、対象外の証券でも価格への波及効果はあろう。しかし、市場での玉不足が報道される状況でもある。

中央銀行が量的緩和をやめると、証券の買い手は減り、中央銀行が保有証券を売りに回る可能性も生じる。いずれにせよ、マネタリー・ポリシーの動向が、トレーディングの動向を左右することになる。なお、証券価格の低下（金利水準の上昇）時でも空売りを行うことで価値を稼げるかもしれない。しかし、現実には、空売りで儲けるのは難しいようである。

アメリカでは出口戦略が開始されているが、政策金利の引き上げのスピードは予想されたものより遅い。新興国経済の減速や英国のEU離脱等の難問もあるからである。日欧では出口戦略の兆しさえない状況である。一般論としては、マイナス金利を含む一層の低金利や量的緩和が一段と

進む可能性がないとは言えないが、これに期待して、トレーディング戦略を打ち出す投資銀行が出現する可能性は少ないであろう。リーマンショック等で打撃を受け、低金利状態で収益性も低下している投資銀行では、それだけの体力はないであろう。とすれば、トレーディングの低迷状態は当分続くであろうし、また証券市場としては業者がリスクを取らない売買システム（注文のマッチングシステム）の利用を促進する方向に向かうであろう。

投資銀行としては、低金利状態が発行市場業務を増やすかもしれないが、発行市場業務から得られる収益は流通市場業務に比べてはるかに少ない。業者によって経営戦略は異なるし、流通市場がなくなるわけではないし、ディーラーとしての役割がなくなるわけではない。ただ、歴史的に見てもトレーディング収益の拡大が著しいのは、新商

品・手法の形成期（たとえば、一九七〇～八〇年代の機関投資家等との大口取引、ジャンク債市場の拡大期、MBS市場の創生期、二〇〇〇年代のサブプライムローンのMBS市場等）であり、急拡大後には破綻する業者も少なくなく、競争の激化は収益性を低下させている。投資銀行としては、フィンテックなど新しい分野や相対的に成長力の高い新興国経済に活路を見出すかもしれないが、「がまんの時代表」が当分続くであろう。

主要参考文献

- Financial Services Authority, *The prudential regime for trading activities: A fundamental review* (Discussion Paper 10/4), August 2010.
- Basel Committee on Banking Supervision (BCBS), *Fundamental review of the trading book: A revised market risk framework*, Consultative Document October 2013.
- Committee on the Global Financial System, *Market-making and proprietary trading: industry trends, drivers and policy*

Implications, CGFS Papers No 52, BIS November 2014.

小林襄治「投資銀行とトレーディング業務」『証券経済研究』第八五号、二〇一四年

新形敦「グローバル銀行業界の課題と展望」文真堂、二〇一五年

若園智明「米国の金融規制改革」日本経済評論社、二〇一五年

福田徹「変貌するアメリカ国債市場」『証券経済研究』第九二号、二〇一五年

スコット・バタースン著／長野直美訳『ウォール街のアルゴリズム戦争』日経BP社、二〇一五年

掛下達郎「アメリカ大手銀行グループの業務展開」日本経済評論社、二〇一六年

広田真人「OTCの取引所化と取引所のMM化」『証券経済研究』第九四号、二〇一六年

（まばやし じょうじ・元専修大学教授
当研究所評議員・客員研究員）