

復活するロンドン証券取引所の外国株取引

代 田 純

要 旨

本稿は、2003年以降にロンドン証券取引所で外国株取引が再び増加している現状を明らかにする。ロンドン証券取引所は1986年のビッグ・バン以降、外国株取引を増加させてきた。1990年代以降は、ロンドン証券取引所における株式の売買代金構成において、イギリス株を外国株が上回る状態が続いてきた。同時に日本株もロンドンで活発に売買されるようになった。ロンドン証券取引所における日本株取引増加の背景には、売買コストの他、不良債権処理問題もあったと指摘されてきた。

その後、ロンドン証券取引所の外国株売買は欧州株も含め増加したが、同時に市場間競争にも遭遇した。そのひとつがトレード・ポイント（その後、スイス証券取引所と合併し、VIRT-Xとなる）であった。VIRT-Xは低コストや指値注文を背景に、ロンドン証券取引所のSEAIQインターから取引をシフトさせることに成功した。VIRT-Xの成長を一因として、ロンドンのSEAIQインターは廃止され、指値注文を取り込んだ市場改革を行った。

2007年現在、ロンドン証券取引所の外国株取引は、ユーロSETS、IOB、IRS、ITBBなど4つの市場で売買されている。現在、国別に見ると、アメリカ株の売買代金が首位で、日本株がアメリカ株に次いでいる。この他、ロシア株など新興市場国の株式がADRやGDRによって活発に売買されている。2003年以降、ロンドン証券取引所の外国株売買代金は増加を続けており、復活したと評価できる。

目 次

- | | |
|---------------------------|-----------------------|
| I. VIRT-Xの成長とSEAIQインターの廃止 | II. ロンドン証券取引所の改革と指値取引 |
| 1. ビッグ・バン前後 | 1. ロンドン証券取引所の新取引システム |
| 2. 2004年までのSEAIQインターナショナル | 2. 新興市場国の株式取引 |
| 3. トレードポイントの出現 | III. 最近の日本株取引 |

I. VIRT-X の成長と SEAQ インターの廃止

1. ビッグ・バン前後

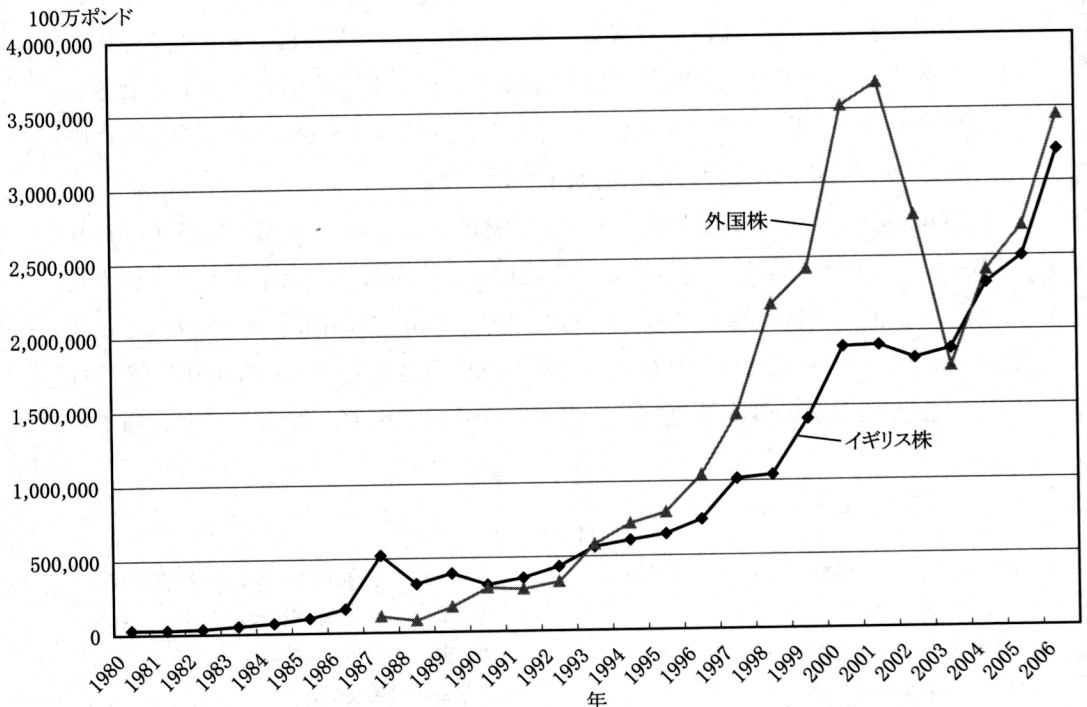
ビッグ・バンとして知られる、証券取引所の大改革が1986年にあり、ビッグ・バン以降の1987年から取引所における外国株取引が開始された。ビッグ・バン以前にも、ロンドンでは外国株が店頭市場で取引されていた。しかしビッグ・バン以降には、取引所取引として外国株が売買されるようになった。

ビッグ・バン以前には、ロンドン証券取引所の制度が、内外機関投資家による外国株やイギリス株の取引に適さなかった、と言われる。単

一資格制によるジョバーとブローカーの分離、最低固定手数料制、会員制などがそれまでのロンドン証券取引所の特徴であった。しかし単一資格制のもとで、ジョバーの資金力は制約されており、巨大化した内外機関投資家の売買に対応することが困難になっていた。投資家はブローカー経由で、ジョバーと相対(あいたい)で売買したため、ジョバーの資金力や流動性が問題となった。またさらには、投資家はブローカー経由でジョバーと売買したが、ブローカーには固定手数料を支払い、コスト高となっていた。このため内外機関投資家は、外国株を店頭市場で売買していた、といわれる。

しかしビッグ・バンによって、ロンドン証券取引所の売買システムは、競争的マーケット・メーカー制へ変わった。ブローカーとディー

図表1 ロンドン証券取引所の株式売買代金



(出所) ロンドン証券取引所

ラーの兼業が可能となり、マーケット・メーカーが提示する気配値を投資家は見て売買が可能となった。この場合、マーケット・メーカーが提示する気配値はSEAQ (Stock Exchange Automated Quotation) のスクリーン画面上に映し出された。同時に会員権も開放され、証券取引所の会員権を持つ業者の買収という形態で、会員権がイギリスの銀行系やアメリカの投資銀行系に譲渡された。結果として、外資系が増加したものの、マーケット・メーカーの資金力増強につながった。またさらには、ネット取引(売買手数料がない取引)が開始され、大口の内外機関投資家の売買手数料が低下し、コストが安くなった。こうした取引所の改革を受け、ロンドン証券取引所での外国株取引が開始された¹⁾。

図表1は、ロンドン証券取引所の株式売買代金を、イギリス株と外国株について構成を示している。1990年代前半には、ロンドン証券取引所の株式売買代金において、イギリス株が外国株を上回っていたが、1990年代後半になると外国株がイギリス株を上回るようになった。この1990年代後半にロンドンで活発に売買された外国株は欧州と日本の株式が中心であった。ドイツやフランスの株式については、母国の証券取引所改革が遅れており、ロンドンで売買しやすかったことも一因であった。また日本においても、手数料や税制などでコストが高かったことに加え、持ち合いの解消などで国内市場での執行よりも海外での売却が好まれたことも背景となった²⁾。とはいえ、1990年代後半から外国人投資家が、ロンドンで低迷する日本株を購入したことが少なからず寄与している。

2. 2004年までのSEAQインターナショナル

2001年までロンドン証券取引所の外国株取引は順調に拡大した。しかし2001年にトレードポイントが本格的に欧州株の取引を開始すると、ロンドン証券取引所での外国株取引は急激に減少した。そして2004年をもって、ロンドンのSEAQインターは廃止されるに至った。後述のように、外国株取引を含めて、ロンドンの取引システムは、主流がSETSに代わっていく。こうした経過は後述するとして、最後となった2004年の日本株取引(SEAQインター)を概観しておこう。

2004年において、ロンドン証券取引所での日本株売買代金は2490億ポンドであり、これを1ポンド=200円で換算すると49.8兆円となる。2004年において国内での日本株売買代金(東証、1・2部、マザーズ含む)は343兆円であったため、ロンドンの売買代金は東証の14.5%となる。

そもそもロンドンの場合、「取引所取引」の定義が極めて広い。ロンドン証券取引所では、取引所の会員業者が電話で取引を報告したものは、全て取引所取引とされてきた。もともと取引所のSEAQは、売買気配値のスクリーンであり、取引の執行機能をもっていない。

したがってSEAQの売買気配値を見た投資家が、会員業者に電話し、取引が成立し、取引所のシステム外で執行され、決済され、会員業者は取引所に電話で事後報告する。この電話で事後報告された取引が取引所取引として計上されてきた。さらにロンドンの場合、一部の取引については、「売り」と「買い」がそれぞれ別に取引代金に計上されてきた(重複計算との指

図表2 ロンドンで活発に売買される日本株

(単位: 100万ポンド, 実数)

		売買 代金	売買 件数	ロンドン 上 場	外人持ち株比率 (%)	欧州系株主名義	東証出来高 (100万円)	東証出来高 の対ロンドン 比
1	任天堂	1,475	736		41.8(05.09)←38.3(04.09)	チェース(ロンドン)6%	14,455	20.4倍
2	三井住友FG	671	850		35.1(05.09)←21.2(04.09)	チェース(ロンドン)2%	618,603	21.70%
3	三菱東京FG	523	866	○	33.1(05.09)←29.1(04.09)	チェース(ロンドン)2.6%	822,528	12.70%
4	みずほFG	446	1,355		25.6(05.09)←20.4(04.09)	チェース(ロンドン)1%	831,504	10.70%
5	武田薬品	254	989		42.6(05.09)←39.4(04.09)	チェース(ロンドン)2.3%	260,044	20%
6	住友信託	246	357		38.0(05.09)←34.0(04.09)		246,525	20%
7	UFJ	219	564	○			1,121,711	3.90%
8	松下電産	206	903		28.9(05.09)←25.3(04.09)		172,157	23.90%
9	三菱自動車	175	490		16.6(05.09)←31.5(04.09)		121,351	28.80%
10	関西電力	157	499		14.4(05.09)←12.5(04.09)		50,720	61.90%
11	NTT	156	435	○	18.0(05.09)←16.0(04.09)	チェース(ロンドン)1.5%	283,873	10.99%
12	JT	128	488		24.9(05.09)←22.6(04.09)		86,493	29.60%
13	イトーヨーカ堂	124	456				129,124	19.21%
14	新日鉄	108	830		23.0(05.09)←22.8(04.09)	チェース(ロンドン)1.8%	165,798	13.03%
15	住友商事	107	309		35.6(05.09)←28.3(04.09)	チェース(ロンドン)2.4%	129,350	16.54%
16	新日本石油	107	250		26.1(05.09)←20.8(04.09)	チェース(ロンドン)1.3%	75,509	28.43%
17	東京電力	101	381		14.8(05.09)←11.9(04.09)		112,170	18.01%
18	大和証券	99	295	○	33.3(05.09)←30.6(04.09)	チェース1.7%	123,105	16.08%
19	パイオニア	98	351		35.4(05.09)←34.1(04.09)	チェース(ロンドン)2.1%	77,698	25.23%
20	ソフトバンク	97	455		25.1(05.09)←13.5(04.09)	チェース(ロンドン)6.6%	714,414	2.72%

(注) 為替レートは、1ポンド=200円で換算。(05.09)は2005年9月、(04.09)は2004年9月。

〔出所〕ロンドン証券取引所 2004年7月取引額。『会社四季報』各号。

摘もある)。東証など国内では「売り」と「買い」が別に取引代金に計上されることはない。こうした問題があり、一概にはロンドン証券取引所の売買代金と東証での売買代金を比較することは難しい。

しかし、メドとして個別銘柄で比較すると、図表2が示すようになる。ロンドン証券取引所がSEAQインターにおける個別銘柄の売買代金を公表している最後の時期が2004年7月であり、図表2はこの2004年7月における売買を示している。まずロンドン証券取引所では、ロンドンで上場(listed)されていなくとも、本国で上場されていれば、気配値がついて(quoted)取引されることになる。したがって図表

2においても、ロンドンで上場されて取引されている銘柄は、三菱東京フィナンシャル・グループ(2004年時)、UFJ(2004年時)、NTT、大和証券の4銘柄だけであり、他はロンドンでは上場されていない。

ロンドンでの売買代金を東証での売買代金と比較すると、2004年7月については任天堂が最高で、ロンドンの売買代金は東証の売買代金の20倍以上に達していた。任天堂は海外での売上高比率が極めて高く、特に欧州での売上が大きく、欧州での知名度がロンドンでの売買代金に影響している可能性がある。ついで第二位は関西電力であり、61.9%となっている。さらに第三位にはJTの29.6%となっている。

図表2に登場した企業の外国人持ち株比率は概して高く、三菱自動車を例外として、おしなべて外国人持ち株比率は上昇している。三菱自動車の場合、当時の不祥事の影響と見られるが、外国人投資家からの売却が増加し、さらに国内投資家からの売却もあったと推定され、ロンドンでの売買代金は東証の28.8%と高い水準にあった。このような事例もあるが、概して外国人持ち株比率が上昇している企業が、図表2には多い。とりわけ三井住友フィナンシャル・グループが2004年9月から2005年9月にかけての1年間で、14ポイント近く上昇している。またソフトバンクも同じ時期に、12ポイント近く上昇している。こうして見てくると、ロンドンでの日本株売買は、日本の投資家による売買が含まれているにせよ、外国人投資家による売買が基本と推定される。

とはいえ、外国人株主の名義は一般的な公表データからはわからない。図表2には、会社四季報で公表されている、欧州系の株主を示したが、チェース（ロンドン）が目立っている。これはカストディアン銀行として、チェース・マンハッタン銀行が高いシェアを有しているためであり、実質的な株主はチェースなどカストディアン銀行ではない。カストディアン銀行とは、事務代行銀行であり、株主に代わって株式保有に伴う事務を代行する。日本では信託銀行が中心となっているが、欧米では商業銀行の信託部門が大きい。

以上で見てきたように、2004年までロンドンの外国株取引はSEAQインターによって担われ、そこでは日本株取引も大きな比率を占めてきた。SEAQインターの日本株取引では、外国人持ち株比率が高い企業を中心として、活発に売買されていた。

3. トレードポイントの出現

1990年代後半までロンドンの外国株取引はSEAQインターで活発であった。しかし図表1が示したように、2001年を境にして、急減することとなった。これには複数の要因が考えられる。第一には、ロンドン証券取引所が上場企業となり、収益性を重視したことである。このためロンドン証券取引所に上場している企業が課される、上場維持費用が高くなったことである。このため上場を廃止する外国企業が増加し、結果として外国株の売買が減少したと見られる。しかし、すでに指摘したように、ロンドン証券取引所では上場されていなくとも、売買が可能であり、この上場企業数の減少だけから売買減少を説明することはできない。第二には、競合する市場の参入であり、具体的にはトレードポイントの出現である。トレードポイントはスイス取引所と合併し、現在はVIRT-Xとなっている。VIRT-Xとなる以前は、トレードポイントであり、同社は1991年に創立され、1995年9月から取引を開始していた。SIB（イギリス証券投資委員会）によって1995年4月に承認内定、さらに1995年6月にイギリス大蔵省からも公認証券取引所として認可された⁹⁾。米系投資銀行や英系マーチャント・バンクなどが中心となって、参加者は相互に直接取引が可能である。1995年のスタート時点ではイギリス株400銘柄で取引を開始した。ロンドン証券取引所と決定的に異なる点は、オーダードリブン（注文主導型）であり、ロンドン証券取引所のSEAQはクオートドリブン（気配主導型）であった。クオートドリブンの場合、投資家はマーケット・メーカーと交渉することになるため、匿名性という面では、投資家にとって問題

があった。またさらにトレードポイントへの入会金はゼロであり、参加者の費用は売買成立の都度だけであった。トレードポイントには、流動性が高い銘柄の場合、売買の双方にそれぞれ0.05%（売買代金の）の手数料が課されたが、ロンドン証券取引所の場合には0.23%となっていた。当初、トレードポイントはロンドン証券取引所の売買代金の1.5%を損益分岐点として設定し、目標とした。

トレードポイントのメリットとしては、コストの安さに加え、第一にトランスペアレンシー（透明度）がある。オーダードリブンでは、売りと買いが同時に発生し、完結し、約定内容が即時公表される（SEAQのマーケット・メーカーは取引後90分の公表であった）。トレードポイントには、こうした意味で100%の透明度がある。第二に匿名性がある。SEAQインターではクオートドリブンであり、投資家の動向は市場にすぐ知られるが、オーダードリブンのトレードポイントでは匿名のまま取引が可能である。第三に効率性がある。SEAQとは異なり、売買の執行はシステムで自動執行され、効率的である。第四に直接取引である。トレードポイントなどPTS（私設取引システム）は大口投資家が取引所を経由せずに、直接取引きできることに特徴がある。

トレードポイントが登場する必然性として、ビッグ・バン以前のジョバー制から、ビッグ・バン後の競争的マーケット制へと、ロンドン証券取引所ではクオートドリブンに変化が無かった点を指摘できる。ジョバー制でもジョバーが気配値を提示することは同じであり、この点はビッグ・バン以降にも継続された。そして機関投資家がクオートドリブンに不満を高めたことが、オーダードリブンというトレードポイント

登場の背景となった。

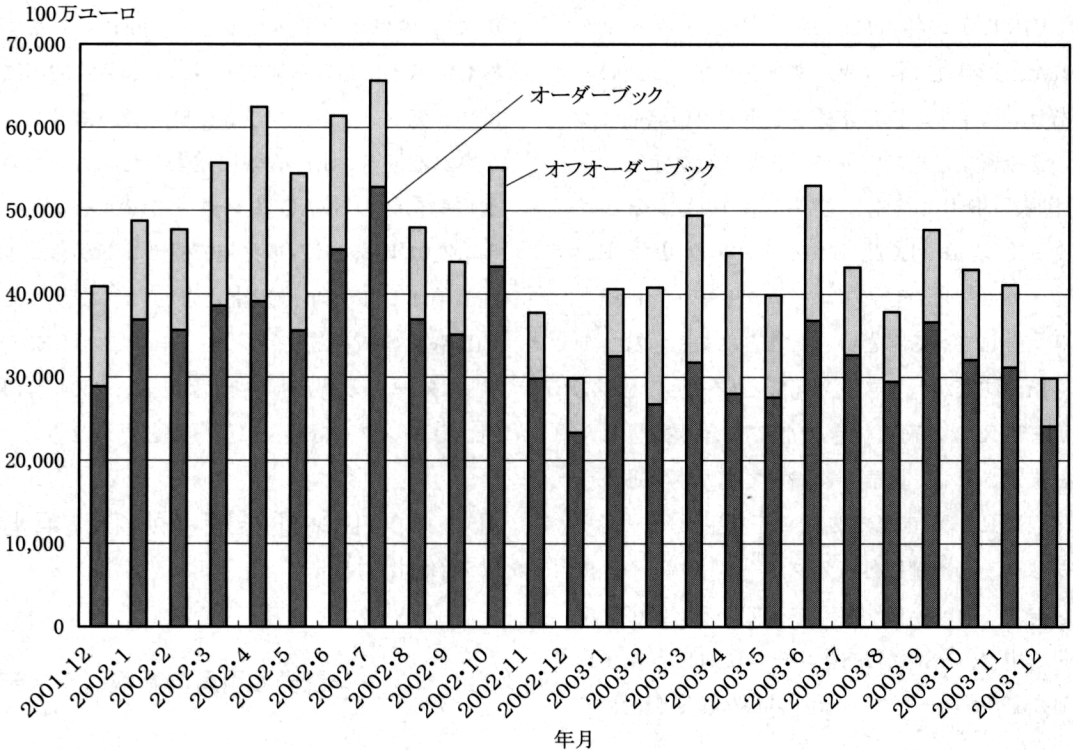
1999年5月には、インスティテット、ゴールドマン・サックス、Eトレード、米モルガン・スタンレー・DW、JPモルガン、ウォーバーグ・ディロン・リード（UBS傘下）等々から成るコンソーシアムによるファイナンス計画が、トレードポイントによって発表され、コンソーシアムメンバーを通じたイギリス株の取引比率は25%に達した⁹⁾。

当初、イギリス株取引で出発したトレードポイントであったが、2000年2月には欧州主要株式の電子取引システムを開始する計画を発表した。さらに2000年7月には、米SECによって、米投資家がトレードポイントを通じて欧州株の売買を認めるという、ノーアクションレターが発行された。そして同時期に、スイス証券取引所がトレードポイントに出資し、新取引所VIRT-Xが誕生した。

クオートドリブン制のロンドン証券取引所に対し、オーダードリブン制のトレードポイント（その後VIRT-X）が登場する背景としては、ロンドン市場を主導する機関投資家の要望が変化した点を指摘できる。第一点は、透明性の問題であり、具体的には取引が成立した後で取引価格が公表される時間の問題であった。もともと1980年代後半には、マーケットメーカーと投資家の取引価格は翌日公表であり、即時に価格が公表される取引は全体の数%に過ぎなかった。1991年の取引所規則の改正があり、大口取引は取引後90分で公表となった。この改正で取引の約50%は価格が90分後に公表されることとなったが、それでも半分であった。こうした90分後公表に機関投資家は不満を高めた。

第二点は執行の問題、そして執行コストの問題であった。そもそもロンドンのSEAQでは、

図表3 VIRT-Xの売買代金



(出所) VIRT-X ホームページから作成。

スクリーン上にマーケットメーカーの気配値が表示されているのであり、執行システムとは切り離されてきた。投資家はマーケット・メーカーに電話し、取引が成立すると、執行や決済はSEAQとは別のクレスト等経由となった。このため機関投資家は執行や執行コストの面でSEAQに不満を感じた。

機関投資家はSEAQによるクオートドリブンによって取引の即時性と流動性をメリットと感じてきた。すなわちマーケット・メーカー制によって、コストがやや高くとも、すぐに取引ができ、また現金化が可能であった。しかしマーケット・メーカー制である限り、マーケット・メーカーの売買スプレッドを、執行コストとは別に支払わねばならなかった。こうした透

明性と執行コストの面から、機関投資家はSEAQのクオートドリブンに不満を高めていた⁵⁾。

2001年から開始されたVIRT-Xでの欧州株取引は急速に増加した。図表が示すように、2002年7月には売買代金は655億ユーロに達した。これは1ポンド=1.56ユーロで換算した場合、約420億ポンドになる。他方、2002年7月のSEAQインターでの売買代金合計(取引所発表)は約2730億ポンドであるから、VIRT-Xの売買代金合計は、SEAQインターの15%に匹敵し、ロンドン証券取引所としては脅威となっていた。また2002年7月のSEAQインターでの欧州株売買代金は2002億ポンドで、この金額と比較するとVIRT-Xの規模は20%を

超えることになる。

VIRT-Xの特徴は、①コンピューター化された、指値注文板（オーダードリブン）取引であり、スイスの優良銘柄や欧州の優良銘柄について投資家と直接取引できる②クロスボーダー（国際）取引に特化している③中央コンピューターが決済（LCH、ロンドン・クリアリング・ハウス）や受渡（ユーロクリアー）機構とリンクしている、といったことにある。なかでも指値注文が低コストで可能となったことが、VIRT-Xでの売買代金増加に大きく寄与したと推定される。図表3においても示されるように、VIRT-Xでの売買代金を指値（オーダーブック）と指値以外（オフオーダーブック）に区分すると、指値が多くなっている。2002年7月の場合、指値が528億ユーロに対し、指値以外が128億ユーロで、指値が80%程度を占めている。

VIRT-Xで取引される欧州株の国別内訳としては、やはりスイス株が多い。2002年7月の場合、ノバルティス（NOVARTIS、製薬）、UBS（金融）、ネスレ（NESTLE、食品）、ロチェ（ROCHE、製薬）、チューリッヒ・フィナンシャル（保険）などが主要な売買銘柄となっている。しかしスイス株だけではなく、オランダのロイヤル・ダッチ（石油）やイギリスのグラクソ（製薬）、ドイツのドイッチェ・テレコム（通信）などもスイス株に次いでいる⁹⁾。

ロンドンのSEAQインターから、VIRT-Xへ欧州株の取引がシフトしたことは否定できないようである。後掲の図表5も示すように、フランスやドイツの株式取引も2001年から減少したが、スイス株のSEAQインターでの取引減少は著しかった。2001年通年で、SEAQインターにおけるスイス株の売買代金は2437億ポ

ンドであったが、2002年には1842億ポンド、2003年には721億ポンドへ減少した。同じくドイツ株も2001年における5058億ポンドから2003年には1920億ポンドへ、フランス株も6324億ポンドから2122億ポンドへ大幅に減少した。このため欧州株合計のSEAQインターにおける売買代金も2001年における2兆7507億ポンドから、1兆7億ポンドへ半減以上となった。こうしたVIRT-Xの成長を一因とするロンドンSEAQインターの売買縮小を背景に、2004年にSEAQインターは廃止に至ったと見られる。

II. ロンドン証券取引所の改革と指値取引

1. ロンドン証券取引所の新取引システム

すでにロンドン証券取引所では、指値（order book）での売買が2001年から開始されていたが、2004年のSEAQインター廃止で、ロンドン証券取引所の外国株取引でも、指値での売買が中心となった。

2007年現在、ロンドン証券取引所の取引システム全体は、株式については以下のようになっている。イギリス株については、4つのサービスがあり、SETS、SETSm, SEAQ, SEATS PLUSである。他方、外国株については、4つのシステムがあり、EuroSETS, IOB, IRS, ITBBである。

イギリス株のSETSは、FTSE100など流動性が高い優良銘柄を取引するための、指値注文板である。SETSmは、SETSでは取引されないが、FTSE250に含まれるような銘柄について、マーケット・メーカーによって支援され

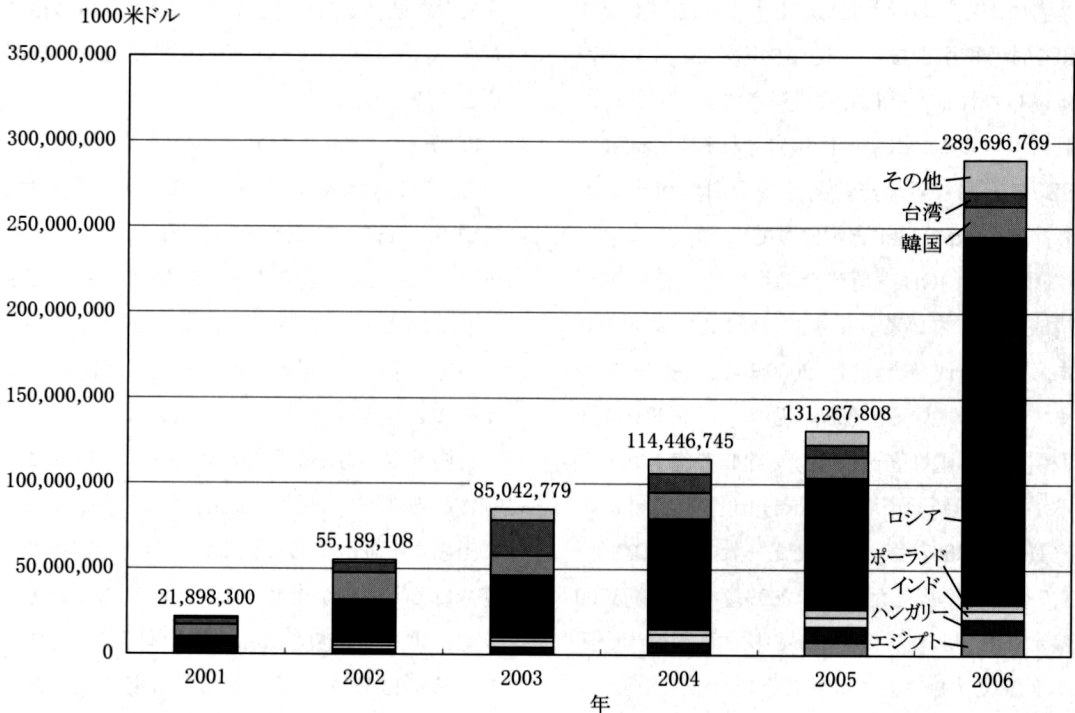
る、SETSスタイルの指値注文板である。SEAQは、従来から存在する、1986年のビッグ・バンで導入された証券取引自動呼び値システム（Stock Exchange Automated Quotation）である。市場参加者と登録されたマーケット・メーカーが電話で執行するための、呼び値スクリーンシステムである。SEAQでは2以上の登録マーケット・メーカーが必要である。

外国株のEuroSETSは、SETSのようなオーダードリブン（指値主導、競売買）制に基づく外国株売買で、オランダ株取引に限定されている。IOB（International Order Book）は、SETSの外国株取引である。以下でやや詳しく説明する。IRS（International Retail Service）は、イギリスの個人投資家のために設計

されており、欧米の優良銘柄をポンド建てで売買できる。指値ではなく、競争的な呼び値システムである。ITBBは、指値主導サービスであるが、マーケット・メーカーが指値注文板へ確定的な指値で参加することが可能になっている。

SETSの特徴点は、第一に、匿名性である。クオート・ドリブンでは、マーケット・メーカーに投資家が電話するために、匿名性の面で劣ることは否めない。匿名性はヘッジファンドのような私募ファンドや、オイルマネーにとっては死活問題となろう。第二に、指値注文板の「深さ（depth）」は完全に公表される。これは、価格、株数、注文時間などの情報が完全に公開されることを意味する。第三に、指値注文（limit order）と成り行き注文（market or-

図表4 IOB 売買代金の国別構成



〔出所〕ロンドン証券取引所

der) が認められる。指値注文は、特定の株数と価格で注文され、ロンドン取引所で全ての注文が執行される、または残余について指値注文板に付加される。成り行き注文は、価格は指定されないが、特定の株数で注文され、市場で成立した価格で執行される⁷⁾。

IOBの特徴点は、第一に、国際的な証券のDR(預託証券)について、オーダードリブンで取引するシステムである。この場合、発展途上にある市場でのDRが中心となっている。第二に、コンピューター上での付け合せ(matching)取引が自動的に執行されている。これは「継続的な取引」や、オークション取引で執行されている。自動的に報告され、すぐに公表されている。この取引は取引所会員業者間でのみ認められている。第三に、「オフ・オーダー・ブック(非指値注文)」も実施されている。これは交渉を伴う取引であり、電話によって会員業者によって執行される。したがって気配値提示を伴う取引となる。取引の規模によって公表は遅らされる。そして会員業者によって執行された場合のみ、取引所に報告される⁸⁾。第四に、SETSと異なり、非匿名性の取引が可能であり、Named Orderと呼ばれている。

図表4はIOB売買代金の推移と、その国別構成を示している。まず2001年に219億ドルであった売買代金合計は、2006年には2897億ドルまで増加している。2006年通年でロンドン証券取引所の外国株売買代金は3兆4477億ポンドであるが、うち新興市場(Emerging Market)の売買代金は3975億ポンドであった。1ポンド=1.7ドルで換算した場合、2897億ドルは約1700億ポンドであり、新興市場の株式取引は半分弱がIOBで実施されていることになる。

図表4で明らかなように、IOBはほとんど

がロシア株の取引から成っている。2006年でIOB合計の売買代金は2897億ドルであるが、2148億ドルがロシア株となっており、74%がロシア株である。これに韓国179億ドル、エジプト127億ドル、ハンガリー84億ドル、台湾80億ドルなどが続いている。

IOBの取引を指値取引と非指値取引に区分すると、指値取引は小さく、非指値取引が大きくなっている。2006年の場合、IOBにおいて、非指値取引は1804億ドルであったが、指値取引は1093億ドルであった。こうした傾向は最大セクターのロシア株についても同様である。

ITBB(International Bulletin Board)はロンドンで上場されている、もしくは上場されていない国際的株式のための指値取引システムである。イギリス株のためのSETSmmに機能的には類似しているが、コンピューターで執行ができるマーケット・メーカーの気配値と指値注文板が結合している。ただし最低株数は存在しない。それぞれの株式を取引する通貨は株式ごとに決まる。

ITBBはほとんどがアジアの株式を取引している。ITBBは大きく二つの部門から構成されている。ISD(Investment Services Directive, EUによる投資サービス指令)に規制される部門とISDに規制されない部門である。こうした区分が導入されたのは、EUの金融サービス・アクション・プランとして数年以内に実施予定のEU指令の影響である。ISDに規制される部門で取引される証券は、EU加盟国に上場する証券である。これらの証券は将来実施されるEUの金融サービス・アクション・プランによって規制される。EU域内で上場されない証券はISDに規制される市場で取引されることはない。したがって日本株でもEUで上

場している場合には、ISDに規制される部門となり、EUで上場していない場合にはISDに規制されない部門となる。

現在、日本株は主として、このITBBで売買されていると推定される。というのは、まずITBBでは、取引時間が日本株の取引時間とその他の取引時間に区分されているからである。これは従来からもロンドン証券取引所で他国の株式と日本株の取引時間が異なっていたためである。日本株では8時15分（ロンドン時間）にオープニングの競売買が開始され、8時30分に継続的な競売買が執行され、指値注文板での取引が続いて開始される。しかし日本株以外では8時45分に競売買が開始される。

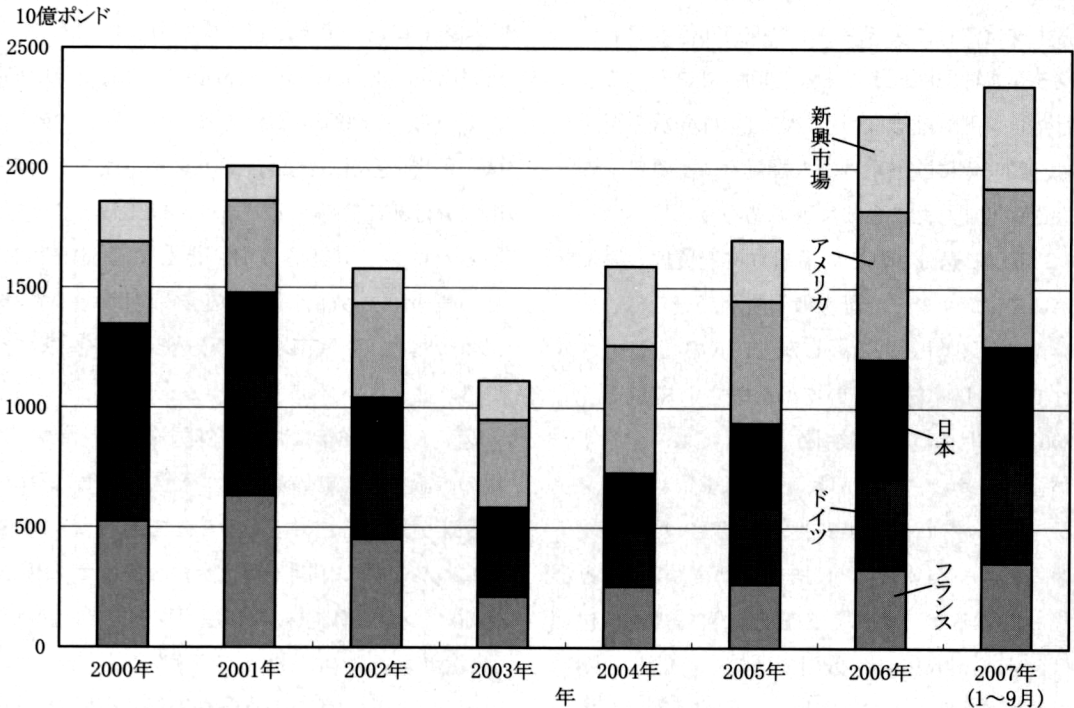
ITBBのマーケット・メーカーの義務は、①気配値の売買スプレッドは、値がさ銘柄の場

合、前日の終値の5%を超えてはならない②低位株の場合、前日終値の10%か、3チック（3 ticks、最低刻み値の3単位）のいずれか大きいほうを超えてはならない③売買価格を標準取引規模の50%までは維持しなければならない④開始時の競売買からの取引価格は60分以内に公表しなければならない、等々である。

ITBBでの取引公表については、強制的な義務は課されていない。しかし会員業者がオフ・ブック取引での報告を選択すれば、IOBでの報告に準じる。ITBBでの取引報告義務は緩和されているが、会員業者は取引報告を毎日の取引終了時点で求められる。

SEAQインターが廃止された2004年以降、日本株は主としてITBBにおいて売買されていると推定される。これは預託証券での売買代金

図表5 ロンドン外国株市場の構成



(注) 2007年は1～9月。主要国のみを表示している。

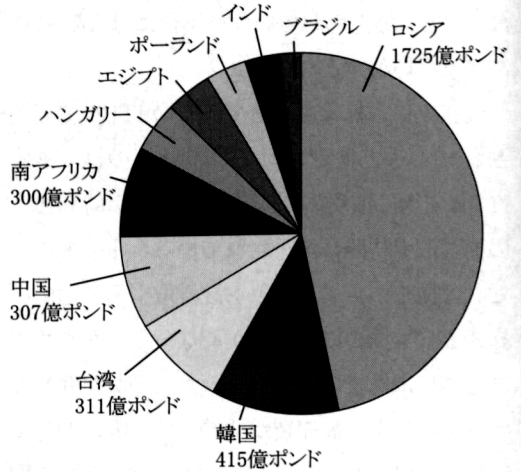
(出所) ロンドン証券取引所

が日本株の場合小さいこと等による。しかし日本株の売買代金全体は2004年以降、急速に増加している。

図表5はロンドン証券取引所での外国株売買代金の推移を示している。すでに指摘したように、2001年からはVIRT-Xの影響もあり、ロンドン証券取引所の外国株売買は縮小していった。しかし2004年にSEAQインターが廃止され、指値注文板によるIOBやITBBが導入されると、再び回復してきた。ロンドン証券取引所の外国株売買代金は2004年に2兆4034億ポンドであったが、2006年には3兆4477億ポンドまで回復した。「回復」したというより、2001年の売買代金も超え、「急増」したと言えよう。なかでも日本株は2003年に1790億ポンドであったが、2005年に3550億ポンド、2006年に4980億ポンドと増加してきた。2006年時点で、国別ではアメリカ株が6200億ポンドと首位であるが、日本株はこれに次ぎ、ドイツ株3770億ポンド、フランス株3280億ポンドを上回っている。こうしたロンドン証券取引所での日本株売買の復活は、2006年に欧州系外国人投資家による日本株投資が増加したことの反映であろう。

ITBBで売買されている日本株売買代金等については、ロンドン証券取引所が公表していないため、不明である。しかし、IOBで売買されている日本株については公表されている。2007年8月の場合、取引件数としては、全日空が1件、ホンダが45件、三菱UFJフィナンシャル・グループが27件、NTTドコモが4件、ソニーが137件、トヨタ自動車が202件となっているが、すべてIOBとは言っても、付け合せ(matching)取引ではなく、交渉(negotiated)取引となっている。取引金額としては、最高額のトヨタでも783万米ドルであり、

図表6 新興国株式の国別構成 (2006年)



(出所) ロンドン証券取引所ホームページ

さほど大きいわけではない⁹⁾。いずれの企業もADR(米国預託証券)を発行しており、IOBでの取引が可能となっている。

2. 新興市場国の株式取引

図表5においても、日本株取引とならんで、新興市場(Emerging Market)の取引が増加している。2006年においては、ロンドンの外国株売買代金合計3兆4477億ポンドのうち、新興市場分は3975億ポンドであり、11.5%となっている。ロンドン証券取引所としてはVIRT-Xとの競争、さらには海外の証券取引所との競争に勝つため、新興市場の取り込みに力を注いでいる。

図表6は2006年における外国株取引・新興市場の内訳を示している。まず最大の特徴はロシアが半分近くを占めていることであろう。2006年にロシア株の年間売買代金は1725億ポンドである。ついで韓国株が415億ポンド、台湾株が311億ポンド、中国株が307億ポンドと続く。ロンドン証券取引所での外国株の新興市場で、ロシア株が半分近くを占めている。

① ロシア

ロシア株の取引がロンドンで多い背景は、必ずしもはっきりしないが、ロシアが地理的に欧州であり、欧州で証券取引のノウハウに長い歴史を有するロンドンと提携関係にあったと見られる。ロシアの株式やADR（米国預託証券）がアメリカで発行されて、それがロンドンで取引できるようになっているようだ。

NYSEのホームページによると、ロシアの株式で上場されている銘柄は5銘柄(2007年10月現在)であり、これらはいずれもロンドンでは目だった取引がない¹⁰⁾。またナスダックでは現在まで、ロシア系企業の上場はない模様である。しかし最近ナスダックでは「144A 私募市場（適格機関投資家向けの私募証券市場）」と呼ばれるマーケットができて、ロシアのロスネフト（Rosneft）がBank Of Chinaやアディダスなどと並んで、資金調達したようである¹¹⁾。ロシア企業がナスダックに多数上場されているわけではないが、144Aなどで規制が緩

和され、アメリカで発行されたADRがロンドンで売買されている。

ルール144Aにより、ロシア企業などはADRを米国で発行することで、米国SECに登録しなくとも、ロンドンで上場（または取引）が可能になっているようだ。またさらに、ルール144Aによると、発行体は米国会計基準による財務報告の必要がない。

SECによるルール144AによってADR発行が外国企業により活発化した。144Aによって登録された株式は、限定された株式であり、適格機関投資家に対してのみ発行され、適格機関投資家だけが売買できる。一般の投資家はこの株式を保有できず、もっぱら預託信託・決済企業経由で保有する。

他方、ロンドンでADRを上場する基準としては、①通常は投資銀行である、スポンサーを任命すること②3年間の監査期間を経過していること③ADRの25%が公衆に保持されていること④最低発行額70万ポンド（米ドル換算約

図表7 IOBで取引されるロシア株

		取引件数			売買代金		
		交渉取引	指値取引	合計	交渉取引	指値取引	合計
1	Gazprom oao	3,556	23,940	27,496	4,053	4,964	9,017
2	Lukoil oao	1,526	14,017	15,543	2,487	3,748	6,235
3	Mmc Norilsk Nickel	2,036	7,960	9,996	1,934	1,728	3,662
4	Unified Energy Systems of Russia	1,374	4,704	6,078	1,755	1,361	3,116
5	Surgutneftegaz	1,037	5,881	6,918	848	901	1,749
6	Rosneft Ojsc	934	6,319	7,253	1,023	616	1,639
7	VTB Bank	1,117	6,012	7,129	635	733	1,368
8	Novatek oao	497	2,974	3,471	210	341	551
9	Sistema-Hals Jsc	411	2,427	2,838	160	198	358
10	OA0 Severstal	293	2,095	2,388	170	137	308

(注) 2007年8月の上位10銘柄。

件数は実数、売買代金は100万米ドル。

(出所) ロンドン証券取引所

100万ポンド)を超えていること、等である。

したがってこの基準をクリアしたロシア企業がロンドンにADRを多数上場している。この場合、アメリカでSECに登録されていないし、アメリカで上場されていないと見られる。

図表7は、IOB (International Order Book) 市場で2007年8月に売買されるロシア株上位10銘柄を示している。1位のガспロムと2位のルクオイルは、いずれもロシアを代表する石油・ガス企業である。ロシアで石油・ガス産業が巨大な成長産業であり、今日の基幹産業であることは言うまでもない。1位のガспロムは2003年の売上高が267億ドル(前年比27.2%増)で、2位のルクオイルも同じく193億ドル(同40.8%)と原油価格高騰に乗って大幅増収となっている¹²⁾。いずれも米ドル建てで取引されるADR(米国預託証券)である。

ガспロムは2006年1月からロシアで売買が自由化され、ロシア国内の三取引所(モスクワ、ペテルブルク、ロシア)で売買が本格化した。時価総額は5兆2000億ルーブル(約21兆3000億円)とロシアでは最大規模である。2005年までガспロム株はペテルブルクにのみ上場され、外国人の保有比率は20%以下とされてきた。しかし2006年から自由化され、MICEX(モスクワ銀行間通貨取引所)とRTS(ロシア取引システム)でも取引可能となった。ロシア国内の取引所でも売買単位の引き下げや、手数料引き下げが実施された¹³⁾。ルクオイルの場合、本社住所はオランダのアムステルダムとされ、海外上場となっている。同社はロシアでMICEXとRTSの両取引所に株式が上場され、ADRがロンドン証券取引所の他、FSE(フランクフルト証券取引所)、アメリカのOTC(店頭)市場で売買されている。

第3位のノリリスク・ニッケルは非鉄金属、第4位のロシア統一電力システムは電力である。第5位のスルグートネフチガスは、2003年の売上高が76.6億米ドル(前年比17%増)で、ロシアの大手石油・ガス会社の一角である。同社の株式はロシアでペテルブルク通貨取引所やMICEXで取引されるほか、RTSの店頭で取引されている。また同社のADRはフランクフルト、ベルリンなどのドイツの証券取引所やアメリカのNASDAQで取引されている。第6位のロスネフチもロシアの大手石油・ガス会社のひとつである。MICEXとRTSで株式が取引されるほか、ロンドンでGDR(グローバル預託証券)が2006年7月に上場され、取引されている。第7位のVTBは政府系銀行であり、2007年5月にロンドンで株式を新規公開し、資金調達した¹⁴⁾。

第9位のシステマは2005年にロンドンで株式を公開し、15億6000万ドルを調達した。システマは携帯電話、情報、保険、不動産など広範な事業を展開するコングロマリットである。2005年以前にもMICEXには上場していたが、2005年にロンドンで株式公開し、株式の19%をGDRで売り出した。米系投資銀行のCS・ファーストボストンとモルガン・スタンレーが幹事であった。以上のように、ロンドン証券取引所のIOBで最大シェアを占めるロシア株の場合、GDRやADRを積極的に活用していると言える。

② インド

次に図表8は同じくIOBで売買されるインド株(2007年8月)を見たものである。インドで証券市場は長い歴史を有している。1875年に証券市場が誕生したと言われているが、19世紀後半イギリスの対外投資はインド等における植

図表8 IOBで取引されるインド株

		取引件数			売買代金		
		交渉取引	指値取引	合計	交渉取引	指値取引	合計
1	Reliance Industries	224	1,129	1,353	167	142	308
2	Larsen & Toubro	81	196	277	115	15	130
3	State Bank of India	143	765	908	78	48	126
4	Indiabulls Real Estate	31	29	60	44	8	52
5	Hindalco Industries	45	85	130	39	2	41
6	Ambuja Cements	30	69	99	30	5	35
7	Tata Motors	52	—	52	33	—	33
8	ITC	39	72	111	14	8	22
9	Mahindra & Mahindra	30	72	102	16	6	22
10	Ranbaxy Laboratories	52	201	253	15	6	21

(注) 2007年8月の上位10銘柄。

件数は実数、金額は100万米ドル。

〔出所〕 ロンドン証券取引所

民地公債などを中心にしていたので、ある意味では当然と言えよう。現在、インドにはムンバイ証券取引所（4785銘柄）とナショナル証券取引所（1114銘柄）があり、時価総額は約7,441億ドルで、ほぼ韓国と同じ規模である。

インド国内の株式市場で、外国人が売買するためには、①FII制度（外国人機関投資家制度）、②ADR ③投資信託、という3つの手段となる。FII制度は、投資会社や証券会社がインド証券取引局の認可を受けて投資する制度である。インドの株価指数としては、SENSEXであるが、2006年1月に9,500ポイント程度であったが、2007年1月には14,500ポイント、2007年10月には18,000ポイント前後と大幅上昇を続けてきた。こうしたSENSEX指数の大幅上昇を牽引してきたのは、外国人投資家であったと見られる。外国人の買い越し額は2006年2～3月には月間15～16億ドル前後であったが、2007年7月には58.5億ドル、同9月にも40億ドルに達した¹⁵⁾。インドで登録される機関投資家

の国籍内訳は、2004年現在でアメリカが約21%、イギリスが約11%等々となっており、英米系が中心である。

図表8の第1位はリライアンス・インダストリーであるが、世界的な石油化学企業で、売上高は2003年で約118億ドルある。リライアンス財閥の中核に位置する。ロンドンではGDRが取引されている。リライアンス・インダストリーはSENSEX指数の構成銘柄で、指数の11.16%のウエイトを占める。第2位のラーセン・トウブロは総合建設企業で、インドの経済成長に伴うインフラ整備の需要増加で注目されている。ラーセンもSENSEX銘柄で、指数でのウエイトは4.42%を占める。第3位のインドステイト銀行はインドで最大の民間銀行である。民間銀行であるが、インド政府が60%近くの株式を保有しており、公的性格が強い。GDRを発行し、ロンドンで上場され、取引されている。2005年にロンドン証券取引所にはプロフェッショナル証券市場（PSM）が設立され

だが、インドステイト銀行はPSMで上場されている¹⁶⁾。第7位のタタ自動車はインドで最大手の自動車メーカーで、タタ財閥の中核企業でもある。2004年にニューヨークへADRを上場した。このADRがロンドンでは上場されないまま、IOBで売買されている。第8位のITCはインペリアル・タバコ・カンパニーで、もともとは国営のタバコ企業であったが、現在は民間企業としてタバコ以外にも多角化されている。ロンドンではGDRが取引されている。第9位のマヒンドラ・マヒンドラはマヒンドラ財閥の中核企業で、自動車製造企業である。ロンドンで上場していないが、GDRが取引されている。第10位のランバクシーは製薬会社、ロンドンに上場していないが、GDS (Global Deposit Share) が取引されている。

Ⅲ. 最近の日本株取引

最後に、現在のロンドン証券取引所における日本株取引について触れておこう。まずロンドン証券取引所における日本株取引の全体構造について触れておこう。2007年1～9月の日本株取引売買代金は4,510億ポンドであり、国別に見ると、アメリカについて第2位となっている(図表5)。アメリカの売買代金は6,596億ポンドであった。しかし、その取引構成を見ると、大きく異なっている。アメリカ株の取引は、正式な上場市場(Main Market)での取引が中心で1,772億ポンドに達している。他方、アメリカ株の「IOB/ITBB」での呼び値取引(Quoted Value)は776億ポンドと、Main Marketを下回っている。これはアメリカ株の場合、ロンドンで上場された正式市場での取引が中心となっていることを意味する。

図表9 2007年11月のロンドン証券取引所における日本株売買

(単位: 実数, ポンド)

		指 値		非 指 値		合 合 計	
		1日平均 取引件数	1日平均 売買代金	1日平均 取引件数	1日平均 売買代金	1日平均 取引件数	1日平均 売買代金
1	トヨタ自動車	0	12,509	65	22,553,616	65	22,566,124
2	ソニー	0	10,017	56	21,732,766	56	21,742,783
3	三菱商事	—	—	52	16,143,524	52	16,143,524
4	ホンダ	—	—	57	15,277,389	57	15,277,389
5	NTT ドコモ	—	—	65	12,906,996	65	12,906,996
6	東芝	—	—	31	11,138,133	31	11,138,133
7	武田薬品工業	—	—	7	11,129,349	7	11,129,349
8	NTT	—	—	42	8,206,757	42	8,206,757
9	富士通	—	—	36	8,148,698	36	8,148,698
10	東レ	—	—	32	6,172,796	32	6,172,796
11	住友金属鉱山	—	—	2	5,280,582	2	5,280,582
12	リコー	—	—	20	4,678,120	20	4,578,120
13	TDK	—	—	30	4,239,766	30	4,239,766
14	三井物産	—	—	3	3,925,789	3	3,925,789
15	スズキ	—	—	7	3,650,520	7	3,659,520

(出所) ロンドン証券取引所

しかし日本株の場合、正式な上場市場での取引は496億ポンドと、全体の1割強にすぎない。一方、日本株の「IOB/ITBB」での取引額は1,884億ポンドと日本株取引額全体の40%を超えている。また日本株の場合、DR（預託証券）での取引額も小さい。これはIOB（DRでの売買が中心）での日本株取引額が少ないことから推定される。したがって日本株の取引はITBB（International Bulletin Board）が中心と考えられる。

ITBBはIOBと同様にコンピューター上で執行できるが、取引の流動性を保つためにマーケット・メーカーとして参加者が登録できる。つまり呼び値提示という側面を残した市場である。このITBBでは世界中から240銘柄が取引されており、日本、香港、アメリカの優良銘柄が含まれている。これらの銘柄はロンドンの正式市場で上場されているか、いずれかの市場での上場によりロンドンのITBBでの取引が認め

られている。したがってSEAQインターが廃止されたものの、ITBBでロンドンに上場していない銘柄が、呼び値システムで取引されていることになる。

図表9は2007年11月上旬（第2週まで）における日本株売買状況である。後述のように、ITBBでの日本株売買に関するデータがロンドン証券取引所のホームページに公表されていないため、メールでロンドン証券取引所のITBB担当者に問い合わせたところ、送信されてきたデータである。データの性格が必ずしも明確ではないが、首位のトヨタ自動車の1日あたり売買代金が2,257億ポンドとなっており、1ポンド=230円で換算すると、約52億円となるため、概ね現在のロンドン証券取引所における日本株売買を示すと推定される。第一の特徴として、ほとんどが指値注文ではなく、非指値でマーケット・メーカーとの交渉取引となっている。そもそもロンドン証券取引所の改革は、VIRT

図表10 ITBBで取引される日本株

企業名	ロンドン上場	証券	通貨	預託銀行	タイプ	取引形態
全日空	非上場	ADR	米ドル	NYメロン銀行	レベルII	継続
富士通	上場	EDR	ユーロ	なし	OTC	競売買
ホンダ	非上場	ADR	米ドル	JPモルガン	レベルII	継続
コナミ	非上場	ADR	米ドル	NYメロン銀行	レベルII	継続
三菱商事	非上場	ADR	米ドル	NYメロン銀行	レベルI	継続
三菱UFJ	非上場	ADR	米ドル	NYメロン銀行		継続
NTT	非上場	ADR	米ドル	JPモルガン	レベルII	継続
NTTドコモ	非上場	ADR	米ドル	NYメロン銀行	レベルII	継続
ソニー	非上場	ADR	米ドル	JPモルガン	レベルII	継続
ソニー	上場	EDR	ユーロ	JPモルガン		競売買
TDK	非上場	ADR	米ドル	シティ	レベルIII	継続
東レ	上場	BDR	米ドル	シティ、ドイツ銀		競売買
トヨタ自動車	非上場	ADR	米ドル	NYメロン銀行	レベルIII	継続

〔出所〕ロンドン証券取引所

-Xの指値に対抗するためであったが、日本株については指値注文のニーズは小さいようである。第二に、とはいえ、主要銘柄の売買代金は増加傾向にある。ホンダの場合でも、2007年1月に1日平均売買代金は約67万ポンドであったが、11月には約1,528万ポンドに増加した。

ついで図表10はITBB (International Bulletin Board) で取引されている日本株である。すでに指摘したように、IOBで取引されている日本株の売買規模は小さい。しかし他方で、ロンドン証券取引所の外国株市場で日本株はアメリカ株に次ぐ取引規模となっている。こうした関連から、日本株はITBBで活発に売買されていると推定される。しかしロンドン証券取引所はホームページ上では、ITBBにおける売買代金を公表していないため、推定の範囲にとどまる。

第一に、図表10が示すように、ほとんどの日本株はロンドン証券取引所で上場されていない。図表10では、富士通、ソニー、東レが上場されているが、その他の銘柄は非上場となっている。第二に、いずれの銘柄もDRによる取引となっている。第三に、預託銀行は圧倒的に米系銀行となっている。これはADRが中心であり、ADR業務で米系銀行がノウハウ面で優れていること、預託(カストディアン)業務はシステム投資の金額が大きく米系銀行が規模の面からも優位性を保持しているためであろう。第四にADRには多様なタイプがあり、レベルIやIIなどに区分されている。

ADRのスポンサーなしタイプは、店頭市場で売買されている。図表10の富士通は、預託銀行はなしで、OTC(店頭)となっており、このタイプと見られる。このタイプでは、規制による報告義務はなく、市場の需要に応じて発行

される。レベルIは、スポンサー付きのADRとしては、最も初歩的なものである。現在、取引されるADRの多数は、レベルIによるものである。外国企業がその株式をアメリカで売買するのに、最も便宜的な方法だからである。レベルIは店頭市場でだけ取引が可能であり、発行企業はSECに最低限の報告義務を持つ。企業は季刊や年刊で業績レポートを発行する必要がない。業績レポートの発行は任意である。企業が業績レポートを発行する場合でも、アメリカで一般に認められている会計基準に従う必要性はない。レベルIでの発行は、実質的に144Aルールでの発行を意味すると推定される。レベルIIは、SECに登録する必要がある。さらに企業は、毎年20-Fという書類を提出しなくてはならない。20-Fはアメリカ企業にとってはアニュアル・レポートに等しい書類である。この場合、企業はアメリカの会計基準に従わねばならない。外国企業にとり、レベルIIのメリットは、ADRが証券取引所に上場されることである。上場される場合、取引所の上場基準にもクリアしなければならない。

レベルIIIになると、アメリカ企業と同じルールに従わねばならない。レベルIIIでは株式発行による資金調達が可能となる。株式を発行する場合、F-1と呼ばれる株式発行の目論見書の提出が必要となる。また20-Fも毎年提出しなければならない。さらに当該企業の母国市場で株主に与えられた情報が、8Kと呼ばれる書類によってSECに提出されねばならない。

このように、ADRといっても、多様なレベルに区分されている。発行企業としては、資金調達のニーズ等を検討しつつ、適切なプランを選択できることになっている。こうしたADR

の多様化も日本株がロンドンで活発に取引される一因と言えよう。

IV. まとめに代えて

ロンドン証券取引所は1980年代前半に、最低固定手数料制や単一資格制などを背景として、イギリス株取引が米ナスダックに流出するなどの経験をした。この時、ロンドン証券取引所は1986年にビッグ・バンを実施し、手数料を自由化し、マーケット・メーカー制などを導入した。これによりイギリス株取引も回帰し、1990年代にロンドン証券取引所の売買は復活した。

1990年代後半からトレード・ポイントなどPTS（私設取引システム）が出現し、2000年以降、ロンドン証券取引所にも脅威となった。そしてトレード・ポイントはスイス証券取引所と合併し、VIRT-Xとなり、ロンドン証券取引所の欧州株取引をSEAIQインターからシフトさせた。こうした市場間競争のなかで、ロンドン証券取引所は指値取引を導入し、従来の気配値提示システムとの並存をはかっている。さらにロシアをはじめとするBRICS株式の取り込みにも取り組み、新興市場国の株式取引も増加している。図表5が示したように、ロンドン証券取引所の外国株取引は再び増加している。

1980年代以降のロンドン証券取引所の歴史は、市場間競争の厳しさと不断の市場改革が国際金融市場としての地位を維持するうえで不可欠なことを示している。日本の市場には、ロンドンの歴史を他山の石とすることが求められている。

注

1) ロンドン証券取引所のビッグ・バン前後の背景、事情については、拙著、『ロンドンの証券市場と機関投資

家』、1995年、法律文化社、第6章「機関化傾向と取引所改革」を参照されたい。

2) 拙著、『日本の株式市場と外国人投資家』、東洋経済新報社、2006年、第6章「ロンドンの日本株取引と不良債権処理問題」を参照されたい。株式持合いの解消のために、国内取引所で売却すると、売却された企業から売却した企業への「照会」が多かった、と言われる。

3) 瀧口進、「トレードポイント」、『証券経済』、193号、1995年9月、41ページ。

4) 吉川真裕、「ヨーロッパの株式市場統合」、『証券経済研究』、第31号、2001年5月、34ページ。

5) 小林襄治、「機関投資家、投資顧問、株式売買システム」、『機関投資家と証券市場』、(財)日本証券経済研究所、1997年、15ページ。

6) VIRT-Xについては、同社のホームページ参照。
<http://www.virt-x.com>

7) London Stock Exchange, *Guide to Trading Services*, February 2007参照。

8) London Stock Exchange, *International Order Book*, 参照。

9) London Stock Exchange, *International Order Book, Trading Statistics*

10) <http://www.nyse.com/about/listed>

11) <http://www.nasdaq.com/asp/NonUs>

ナスダックに上場している企業の国籍は、租税回避のために、非常にわかりにくくなっている。中国系企業は多数がナスダックに上場しているが、ブリティッシュ・バージン諸島、ケイマン諸島、香港などが国籍となっている。また、144Aについては、岩谷賢伸、「米国規則144A証券市場において相次ぐ取引プラットフォームの開設」、『資本市場クォーターリー』、(株)野村資本市場研究所、2007年秋号を参照した。

12) 塩原俊彦、『ロシア経済の真実』、東洋経済新報社、2005年、119ページ参照。

13) 日経金融新聞、2006年1月25日付。プーチン大統領の政敵が設立したユーコスが脱税事件で解体され、ガスプロムがロシア石油・天然ガス業界での地位を高めた。2004年に石油会社シブネフチを買収し、ロシアを代表する石油・天然ガス会社となった。

14) ロシアは巨額の債務を抱えている。民間の対外借入は2600億ドルと言われ、利払いを含め返済額は年間100億ドルと言われている。VTBも貸出原資の3割を海外借入れに依存しており、サブプライム問題では深刻な資金流出に遭遇した。日経金融新聞、2007年10月18日付。こうした資金不足状態のなかで、ロシアの安定化基金を疑問視する指摘も出ている。ロシアの安定化基金はロシアからの原油輸出による余剰金（輸出税の税収等）を積み立てる基金であるが、2004年に導入された。2006年1月に同基金の残高は1兆4591億ルーブル（約600億ドル）であったが、現在は3000億ドルと言われる。*Russia's Oil and Natural Gas*, edited by Michael Ellman, Anthem Press, 2006

15) <http://www.indokeizai.com>

16) ロンドン証券取引所のプロフェッショナル証券取引所(PSM)は2005年のEUからの透明性に関わる指令に基

づき設立された。この指令によって、市場の規制の仕組みが変わった。PSMは上場された、取引所が規制する市場である一方、発行体には規制が緩やかで、伸縮的なため、メリットがある。発行体は国内の会計基準を用いることができる。また債券やDR(預託証券)の発行体は、IFRS(International Financial Reporting Standard)に対し、財務情報を報告する義務がない。
<http://www.londonstockexchange.com>

参考文献

- 塩原俊彦 [2005]『ロシア経済の真実』, 東洋経済新報社。
代田 純 [1995]『ロンドンの機関投資家と証券市場』, 法律文化社。
—— [2002]『日本の株式市場と外国人投資家』, 東洋経済新報社。
ロンドン資本市場研究会編 [1997]『機関投資家と

証券市場』, 日本証券経済研究所。

Ellman, M (ed) [2006] *Russia's Oil and Natural Gas*, Anthem Press.

上記以外に以下の資料を参考とした。

日経金融新聞

日本経済新聞

日本証券経済研究所編『証券経済研究』, 各号

VIRT-X ホームページ

ロンドン証券取引所ホームページ

ニューヨーク証券取引所ホームページ

ナスダック ホームページ

(株)野村資本市場研究所、『資本市場クォーターリー』

(駒澤大学教授・当研究所客員研究員)