



レポート

No.1622

2004年2月

**税制改革は債券市場に如何なる影響を与えているか
～平成11年以降の債券税制改革について～ 中島 将隆（1）**

**施行を前にした証券仲介業制度
二上季代司（16）**

**国際銀行業の〈ローカル化〉について
伊豆 久（24）**

**インターナショナル・セキュリティーズ・エクスチェンジ
～急成長したアメリカの電子オプション取引所～ 吉川 真裕（35）**

税制改革は債券市場に如何なる影響を与えているか

～平成一二年以降の債券税制改革について～

中島 将隆

1 平成一二年以降の債券税制改革

この数年の間に、債券税制の重要な改革が進んでいる。そして、この税制改革によって日本の公社債市場は、今日、新たな展開をとげつつある。表1を辿りながら、この間の税制改革の重要点を整理してみよう。そして、税制改革が日本の債券市場に如何なる影響を与えているか、検討してみよう。

まず、有価証券取引税が平成一二年三月末に廃止されたことである。有価証券取引税は公社債市場、特に短期の債券売買市場に決定的な影響を与えていた。有価証券取引税は流通税であるから税の累増を排除しない。従って、有証券取引税の税率が低率であっても、現先売買などの短期取引にとっては高いコストの税率に転化する。このため、金融自由化の進展と共に課税債券の現先市場は消滅してしまった。昭和六〇年以降、現先市場は政府短期証券等の非課税債券の市場にすぎなかった。また、売買形式のレポ市場も創設する事が不可能であった。平成八年四月に創設された日本版レポ市場は現金を担保とする債券の貸借取引である。有価証券取引税が課税されるため、国際標準のレポ市場を創設する事が出来なかったのである。有価証券取引税が廃止された平成一一年三月以降、現先市場は再び復活する。平成一三年四月には、ついに売買形式によるレポ市場が創設された。有価証

表1 平成11年以降の債券税制改革

実施年月日	改正内容
平成11年 3月31日	・ 有価証券取引税の廃止 ・ 取引所税の廃止
平成11年 4月 1日	・ 短期国債及び政府短期証券（一括登録されたもの）に対する所得税の源泉徴収を免除 ・ 外国法人が支払いを受けた短期国債及び政府短期証券（一括登録されたもの）の償還差益には法人税を課さない
平成11年 9月 1日	非居住者、外国法人の受け取る一括登録国債に利子に対する源泉徴収の免除（所得税を非課税とする）
平成13年 1月 1日	指定金融機関等の源泉徴収免除制度及び公共法人等の利子非課税制度について、対象となる国債利子の範囲から個別登録国債の利子を除外する（一括登録国債のみが源徴免除となる）
平成14年 4月 1日	外国金融機関等による債券現先取引に係る利子非課税（非居住者の受け取るレポ収益は非課税扱いとする。2年間の租税特別措置）
平成14年 4月 1日	外国投資信託の受託者である非居住者が、外国投資信託の信託財産につき支払いを受ける一括登録国債の利子を非課税の対象とする
平成15年 1月 1日	非居住者が保有する振替国債の利子を非課税とする（社債などの振替に関する法律に基づく新たな振替決済制度のもとで取り扱われる振替国債の利子は一括登録国債と同じ扱いとし非課税とする）
平成15年 1月 1日	海外投資家の保有する分離元本振替国債・分離利息振替国債から生じた所得を非課税とする（ストリップ国債の償還差益・売買差益を非課税とする）
平成15年 4月 1日	・ 証券取引清算機関が保有する国債利子の利子に係る源泉徴収の免除 ・ 事業法人が保有する国債の利子に係る源泉徴収の免除

券取引税の廃止は現先市場やレポ市場に決定的な影響を与えているのである。

第二に、平成一一年四月から短期国債や政府短期証券の償還差益に対する所得税の源泉徴収が免除された。短期国債の市中消化を拡大し、市場流動性を高めるために源泉徴収が免除されたのである。また、外国法人が受け取る短期国債や政府短期証券の償還差益については法人税を非課税とする事になった。円の国際化を進めるために非課税扱いとなったのである。

第三に、非居住者や外国法人の受け取る登録国債の利子に対する源泉徴収が免除されたことである（所得税の非課税扱い）。平成一二年九月から一括登録国債の利子の源泉徴収が免除され、平成一五年一月からは振替国債の利子が非課税となり、同時にストリップ国債の償還差益や売買差益も非課税となった。国債利子に対する源泉徴収は、長らくの間、非居住者が日本国債市場へ参入する大きな障害となっていた。この障害が取り除かれたことにより、非居住者の国債投資が拡大し、円の国際化が進展すると期待されるのである。

第四に、非居住者の受け取るレポ収益は、平成一四年四月から非課税扱いとなったことである。非課税扱いとは二年間の租税特別措置ではあるが、この非課税扱いの意義は大きい。有価証券取引税の廃止後、平成一三年四月に国際標準に基づくレポ市場が日本で創設された（新現先）。しかしながら、非居住者の受け取るレポ収益について税の取扱が不明確であった。新現先が創設されてもレポ収益が源泉徴収されるならば、非居住者は日本のレポ市場へ参入しない。非居住者のレポ収益が非課税とならない限り、国際標準のレポ市場を創設してもクロスボーダーの取引は拡大しない。この難点が平成一四年四月に解決された。旧現先は新現先に強制移行し、国際標準のレポ市場が発足したのである。

第五に、平成一五年度から事業法人が保有する国債利子に係る源泉徴収が免除されたことである。この税制改

革によって「課税玉」と「非課税玉」の問題が解決されたことになる。租税特別措置法第八条に基づく差別的な税制度は、これまで日本の債券流通市場を大きく歪めてきた。課税玉の問題が解決されることにより、事業法人も国債市場に参入することが可能になったのである。

以上にみてきたように、平成一度以降の税制改革によって日本の債券市場は新たな展開をとげつつある。以下では、この問題を二回に分けて、やや詳しく検討していくことにしたい。

2 有価証券取引税の廃止と現先市場の復活

有価証券取引税は平成一一年三月三十一日に廃止された。有価証券取引税は短期間の債券売買にとって致命的な障害になっていた。有価証券取引税の税率は極めて低率である。証券会社の場合、公社債の売買に課せられる税率は僅か一万分の一にすぎない。ところが、有価証券取引税は流通税であるから税の累増を排除しない。従って、短期の売買を繰り返す取引にとっては、低率の税率も高い税率に転化する。現先やレポなど短期の売買取引に対しては、有価証券取引税は決定的な影響を与える。まず、現先市場に対する影響について検討してみよう。

金融自由化が進展する以前は、現先市場が唯一の自由性短期金融市場であった。しかし、金融自由化の進展と共にCD市場やCP市場などの自由性短期金融市場が登場すると、現先市場は消滅していく。現先取引には有価証券取引税が課税されるため、他の短期金融市場と比較して高コストとなるからである。現先市場は高コストの故に他の短期金融市場と競合する事が出来ない。このため、昭和六〇年以降、現先市場は有価証券取引税が課税されない短期国債と政府短期証券の市場となった。課税債券の現先取引は消滅し、現先取引に占める課税債券の比率は昭和五八年九一・八%、六〇年には四九・七%であったが、平成元年には一二・一%となり、平成六年に

はついに三・二％に激減することになった。課税債券の現先市場は有価証券取引税によって抹殺されてしまったのである。^①

有価証券取引税が廃止されると、現先取引は他の金融取引と競合できるようになる。そして、有価証券取引税の廃止と共に現先市場は復活をとげる。この間の経緯を表2で確認してみよう。まず、現先売買を債券種類に見ると、何れの時点においても国債が圧倒的比重を占めている。ところが、国債が圧倒的比重を占めているとはいえ、有価証券取引税が撤廃された平成一一年四月（一九九九年）以降、国債の種類に大きな変化が生じている。割引国債と政府短期証券の現先売買が徐々に減少し、代わって一〇年物や中期の利付国債の現先売買が増加していく。平成一五年九月（二〇〇三年）には一〇年物利付国債の現先売買が政府短期証券の現先売買高を上回るに至った。こうした変化は国債に留まらない。公募地方債や政府保証債、金融債の現先売買は平成一一年四月以降、徐々に拡大している。そして、現先売買に占める短期国債と政府短期証券の割合は平成一二年三月（一九九九年）の九八・七％から平成一三年三月（二〇〇一年）には八二・九％、平成一四年三月（二〇〇二年）六三・八％になり、平成一五年一二月（二〇〇三年）には三七・三％にまで減少した。有価証券取引税の撤廃によって、課税債券の現先売買が激増し、現先市場は復活したのである。

3 有価証券取引税の廃止と国際標準のレポ市場

現先市場は、平成一三年四月、新現先として再編成された。そして、一年間の経過措置の後、平成一四年四月、旧現先は新現先に強制移行し、現先取引はすべて新制度による約定となった。新現先は国際標準のレポ市場である。そして、国際標準のレポ市場の創設は有価証券取引税の撤廃によって可能になったのである。この間の経緯

表 2 公社債種類別現先売買高の推移 (月間)

(単位：億円)

年・月	国債			公 募 政 府			金融債	合計D	A+B=C	C/D
	利付長期	利付中期	割引短期A	政府短期証券B	地方債	保証債				
1998.12	844,329	25,168	814,432	2,549	82	39	156	844,786	816,981	96.7%
1999.01	736,920	50,381	684,199	0	106	441	73	737,830	684,199	92.7%
1999.02	1,046,964	54,830	935,995	53,357	66	173	306	1,047,982	989,352	94.4%
1999.03	1,748,255	21,026	1,479,971	246,026	118	162	517	1,749,393	1,725,997	98.7%
1999.04	1,789,803	53,578	1,347,020	379,812	266	710	685	1,795,021	1,726,832	96.2%
1999.05	2,015,256	50,962	1,080,337	874,995	981	455	1,432	2,024,234	1,955,332	96.6%
1999.06	2,516,092	108,517	1,161,756	1,239,997	234	232	1,003	2,521,417	2,401,753	95.3%
1999.09	2,109,701	76,445	926,968	1,099,943	689	1,311	3,110	2,119,754	2,026,911	95.6%
1999.12	1,443,657	70,946	660,838	709,699	1,247	1,750	1,999	1,455,230	1,370,538	94.2%
2000.03	2,012,303	71,823	869,277	1,066,916	1,357	10,276	8,073	2,061,735	1,936,194	93.9%
2000.06	2,005,893	59,185	857,256	1,084,232	2,923	27,938	18,855	2,094,195	1,941,488	92.7%
2000.09	1,571,893	46,351	616,659	892,461	2,280	7,964	19,080	1,631,279	1,509,120	92.5%
2000.12	1,466,939	91,022	444,323	907,032	6,613	11,404	11,340	1,544,798	1,351,355	87.5%
2001.03	1,715,680	160,778	729,614	768,152	7,047	8,293	30,526	1,807,206	1,497,766	82.9%
2001.06	1,588,628	157,150	708,895	671,651	2,915	7,296	18,989	1,667,267	1,380,546	82.8%
2001.09	1,293,518	98,018	396,384	765,457	4,685	17,103	15,804	1,379,647	1,161,841	84.2%
2001.12	1,055,404	63,339	533,189	428,837	6,723	11,411	25,120	1,159,691	962,026	83.0%
2002.03	793,597	111,846	149,676	479,860	5,947	16,510	25,964	905,655	629,536	69.5%
2002.06	968,326	190,633	298,572	397,523	7,106	17,415	28,391	1,090,607	696,095	63.8%
2002.09	766,683	201,605	165,943	298,085	14,162	25,820	13,681	880,365	464,028	52.7%
2002.12	1,004,844	278,357	316,524	272,935	23,057	28,445	24,299	1,140,829	589,459	51.7%
2003.03	1,849,971	505,695	410,366	614,868	25,238	47,361	20,203	2,007,336	1,025,234	51.1%
2003.06	2,080,149	656,151	383,055	663,134	22,405	21,209	21,376	2,236,339	1,046,189	46.8%
2003.09	2,587,958	910,272	326,737	811,634	26,128	28,983	19,679	2,742,025	1,138,371	41.5%
2003.12	2,053,535	814,088	250,162	571,733	33,543	26,454	20,906	2,204,247	821,895	37.3%

(注) 日本証券業協会調べ

を見ていくことにしよう。

レポとは買戻し条件付契約であり、一定期間後に買い戻す事を条件に債券を売却し資金を調達する取引である。レポ取引では債券が売買され、売買される債券はレポ取引の担保と言われる。そして、国際標準のレポは売買形式である。

平成八年四月（一九九六年）、日本版レポ市場が創設された。国債のローリング決済方式を導入するためレポ市場が必要となったからである。日本版レポ市場の最大の特徴は、売買形式ではなく貸借形式となっている点である。そして、担保は債券ではなく現金となっている点である。日本版レポは現金を担保とする債券の貸借取引であって売買形式ではない。日本版レポは担保が逆転しているため、取引の仕組みが極めて複雑である。日本版レポ取引のレポとは債券の調達を意味するが、国際標準のレポ取引におけるレポとは資金調達である。また、日本版レポのレポレートは付利金利と貸借料の二本立てであり、この差がレポレートとなる。従って、貸借料が付利金利を上回ればレポレートはマイナスになる。レポレートが日常的にマイナスとなる取引の仕組みは、市場関係者を除けば、一般には非常に解かり難い。

日本版レポが売買形式ではなく貸借取引となった理由は、ただ一つ、有価証券取引税を回避するためであった。売買形式のレポ市場を創設すれば、レポ取引には有価証券取引税が課税される。その結果、レポ市場は高コストの市場となる。貸借取引であれば有価証券取引税を回避することができる。有価証券取引税を回避するため売買ではなく貸借取引にしたのであった。現金担保付債券貸借取引が「日本版レポ」或いは「いわゆるレポ」と括弧書きで呼ばれるのはこのためである。有価証券取引税が日本のレポ市場を国際的に通用しない市場に作り変えてしまったのである。⁽²⁾

有価証券取引税が撤廃されれば売買形式のレポ市場を創設する事が可能となる。平成一三年四月、国際標準のレポ市場が創設された。新現先とは国際標準のレポ市場である。新現先は旧現先を再編成した取引であって、旧現先にはないリスクコントロール条項や一括清算条項などが新設されている。国際標準のレポ市場が創設されたが、この市場が現実スタートするのは平成一四年四月まで待たねばならなかった。最大の理由は、次に見ていくように、非居住者の受け取るレポ収益の課税問題が解決しなかったからである。非居住者のレポ収益が源泉徴収される限り非居住者は日本のレポ市場に参入することは無い。

4 非課税となった非居住者が受け取るレポ収益

(1) レポ収益の課税問題

現先取引は税の上では債券売買として扱われてきた。現先は売買であるから有価証券取引税が課税された。また、現先は売買であるから現先取引によって得られる収益は利子課税されることが無かった。旧現先は債券売買であったが、新現先は金融取引である。新現先は業法上は売買だが、法律上の扱いや会計上の処理は金融取引である。新現先には旧現先には無いリスクコントロール条項や一括清算条項が新設され、会計処理も金融取引であり、旧現先のように簿価の変動はない。アメリカのレポは金融取引として扱われているが、新現先はアメリカのレポと同じ扱いになったのである。新現先が金融取引であれば新現先の収益、すなわち、レポ収益は利子所得として扱われる事になる。

ここで大きな問題が生じてきた。レポ収益に対する課税問題である。まず、レポ収益の扱いは居住者と非居住者の扱いが異なる。居住者の場合、レポ収益は源泉徴収の対象外であり、年度末に他の所得と合算して課税され

る。源泉徴収の対象となる利子所得は所得税法第二三条で具体的に列挙されているが、レポ収益はこの対象になっていない。ところが、非居住者の場合、レポ収益は源泉徴収の対象となる。所得税法は次のように定めている。

「(非居住者の国内源泉所得) 所得税法第一六一条 この編において「国内源泉所得」とは、次に掲げるものをいう。・・・・・・

六 国内において業務を行う者に対する貸付金(これに準ずるものを含む)で当該業務に係るものの利子(政令で定める利子を除く)。」

非居住者のレポは国内において業務を行う者にたいする貸付金とされ、所得税法第一六一条に基づいて非居住者の受け取るレポ収益は源泉徴収の対象となる。

新現先の発足に先立ち、財務省主税局は平成一三年一月、「非居住者とのレポ取引で発生した利子は源泉徴収の対象とする」^③とレポ収益に対する課税方針を打ち出した。金融所得に対する源泉徴収制度は日本税制の根幹だから、レポ収益も例外扱いにはできない、というのが主税局の基本的立場である。

レポ収益を巡る第二の問題は、諸外国では非居住者の受け取るレポ収益は非課税となっている点である。日本では諸外国とは逆に、居住者のレポ収益は源泉徴収されないが非居住者は源泉徴収の対象となる。レポ収益が源泉徴収の対象となれば、非居住者は日本のレポ市場に参入しない。諸外国では非居住者のレポ収益は非課税の扱いとなっているからである。国際標準のレポ市場を創設しても、非居住者が参加しなければ市場創設の意味が無

い。

日本の銀行はジャパンプレミアムが発生した時点から、調達困難な外貨を現先市場から調達してきた。日本の銀行は保有している外貨債を外国金融機関に買戻し条件付で売却し、ドル等の外貨を調達してきたのである。旧現先は債券売買であるから、外国金融機関が受け取る現先収益（レポ収益）は源泉徴収の対象とはならなかった。旧現先が新現先に移行して金融取引として扱われると、今までの現先収益（レポ収益）が源泉徴収の対象になる。日本の銀行がレポ市場を通じて外貨を調達するルートを確保するためには、新現先（レポ）の収益を非課税扱いにする必要がある。財務省主税局がレポ収益に対して課税方針を明らかにした時点で、金融庁はレポ収益を非課税とする税制改革を要望した。⁽⁴⁾ 財務省と金融庁はレポ収益の課税を巡って対立することになったのである。

(2) 時限立法によって非課税となったレポ収益

平成一四年度の税制改革によって非居住者の受け取るレポ収益は源泉徴収されないこととなった。すなわち「外国の金融機関が国内の金融機関との間で行うレポ取引（債券の買戻し又は売戻条件付売買取引）につき、一定の要件の下で、取引から生ずる利子を非課税とする」こと、二年間の租税特別措置で平成一四年四月一日から適用することとされた。

非居住者の受け取るレポ収益が非課税になったのは、まず、日米金融摩擦を回避するためであった。財務省が非居住者の受け取るレポ収益に対して課税方針を打ち出すや、平成一三年一月三〇日、アメリカ債券市場協会は直ちに反対する異例の声明を発表した。一二月一日の日経新聞の夕刊はニューヨーク特派員からの報告を次のように報じている。

「米金融界が日本の財務省が打ち出した非居住者との債券のレポ取引への課税方針に猛反発している。米債券市場協会は三〇日、異例の反対声明を発表した。日本の金融機関がドル資金の調達に活用しているレポ取引に海外勢が応じなくなり、邦銀などが米国債を大量に売却しかねないと懸念しているためだ。米財務省も関心を強めており、日米金融摩擦の火ダネになる可能性も出てきた。レポ取引は保有する債券を担保にして短期の資金を調達する取引。信用力の低下した邦銀にとって貴重なドル資金の調達手段となっている。財務省は国境を越えたレポ取引で発生した利子を源泉課税の対象にする考えを示し、海外勢が日本勢とのレポ取引で得た利子に一〇％課税する方針を打ち出していた。米債券市場協会の声明は『邦銀の信用力が一段と低下し、日本経済の悪化に拍車がかかる』と指摘している。協会幹部は日本経済新聞社に対して『先進国の中で非居住者とのレポ取引に課税している国はない』と強調、『邦銀のジャパンプレミアムが再燃して日本国債の格付けが低下するだけでなく、米国債の流動性が低下して世界経済にも悪影響がでる』と述べ、米政府と一体になって財務省に再考を促す考えを示した^⑤。

更に、米債券市場協会は一二月五日、ニール財務長官に書簡を送り、アメリカ政府がレポ収益に対する課税方針を決めた日本政府に抗議するように求めている^⑥。また、翌日の一二月六日にはプレスリリースで日本の課税方針に抗議のキャンペーンを行っている。非居住者のレポ収益が非課税となったのは、こうしたアメリカの要求に応えるものであり、日米金融摩擦を回避するためであった。

第二の、そして最大の理由は、邦銀の外貨調達ルートを守るためである。金融システムの不安によって邦銀は外貨を調達することが困難になっている。そこで邦銀は、保有する外貨建ての債券を海外金融機関に買戻し条件付で売却しドルなど外貨を調達してきたのである。邦銀と海外金融機関との現先取引について、新聞は次のよう

に報じている。「海外投資家との取引では主に邦銀が保有債券でドル資金を調達、比較的利回りの高い外国債券に投資して利ザヤを稼いでいる。貴重な収益源になっているほか、レポ取引で外貨調達していることがジャパンプレミアムの発生を抑えているとの見方もある」⁷⁾。旧現先ではこの収益は非課税であった。新現先に移行してこの収益に課税されると、邦銀の外貨調達が困難になる。一月二七日の日経金融新聞はこの点について次のように報じている。「税という予想外のコストは外国人投資家の取引参加を手控えさせ、結果として銀行のザヤを縮小、投資意欲を減退させる可能性がある」⁸⁾。

非居住者のレポ収益が非課税となったのは、日米金融摩擦の回避と邦銀の外貨調達ルートを守るためであった。しかし、他方で源泉徴収制度は守っていかねばならない。レポ収益の非課税措置が時限立法となったのは、二つの異なる要求を如何にして解決するか、その苦肉の策であったのだろう。

(3) 新現先の推移

非居住者の受け取るレポ収益は平成一四年四月から非課税となった。そして、この税制改革と同時に旧現先は新現先に強制移行した。国際標準のレポ市場、すなわち、新現先はどのような推移を辿っているのだろうか。

表3によって推移をみていこう。残高をみると、平成一三年三月をピークに一四年の中頃まで減少が続けている。ところが、一四年の中頃をボトムにその後は次第に残高は増加し、一五年九月には一三年三月とほぼ同一の水準にまで回復した。こうした現先市場残高の推移は極めて注目に値する。平成一三年三月はゼロ金利政策の解除後、再び量的緩和政策が採用され無担保コールをゼロに誘導する政策が復活された時点である。各種の短期金融市場残高は激減する中で、現先市場の推移は対照的である。投資家別の動向を見ると、都市銀行など金融機関

表 3 公社債投資家別現先売買月末残高

(単位：億円)

年月末	都市銀行 (長信銀を含む)		投資信託		事業法人		その他法人		外国人		その他		債券ディーラー		残高合計	
	売残	買残	売残	買残	売残	買残	売残	買残	売残	買残	売残	買残	売残	買残	売残	買残
2001.3	450	0	0	14,279	182	8,264	0	282	12,634	10,560	55,876	150,331	192,986	66,038	268,641	268,641
6	600	0	0	23,055	75	3,875	0	29	9,152	6,880	34,445	46,648	79,236	38,846	127,896	127,896
9	0	0	0	9,586	71	3,819	98	140	9,757	11,811	20,752	23,380	55,953	29,347	88,171	88,171
12	0	0	0	7,832	65	2,322	200	426	8,019	10,098	11,743	11,242	39,852	17,036	60,531	60,531
2002.3	0	0	0	9,920	59	4,237	150	305	10,617	21,607	14,350	13,137	60,472	28,458	90,765	90,765
6	350	50	0	9,163	56	3,814	210	225	13,269	28,153	4,431	11,667	58,406	15,450	76,922	76,922
9	0	0	0	8,107	56	3,090	210	584	15,237	24,866	8,565	5,880	51,545	21,682	75,813	75,813
12	50	710	0	8,728	55	3,357	196	685	28,200	24,999	3,436	24,627	68,545	31,913	102,494	102,494
2003.3	50	987	0	11,531	55	3,551	196	2,100	24,019	35,024	4,942	46,386	104,824	25,940	134,509	134,509
6	100	3,000	0	10,169	54	3,310	190	1,423	28,572	49,983	5,192	30,793	109,814	33,488	144,022	144,022
9	0	0	0	10,324	52	2,475	189	833	21,141	91,834	8,170	51,356	172,110	34,165	210,104	210,104
12	0	477	0	10,965	102	2,659	175	1,413	23,646	77,210	4,073	33,465	137,016	32,758	170,130	170,130

(注) 日本証券業協会調べ

は現先市場に参入していない。表にはあげていないが、他の金融機関もほぼ同じである。また、事業法人等についても同じである。市場参加者は外国人と債券ディーラーである。外国人の現先残高の推移は、他の市場参加者と著しく異なっている。平成一三年三月から一四年の初めまで残高は減少することなくほぼ一定であった。平成一四年中頃以降、現先残高は激増していく。平成一四年三月の売残は一兆六一七億円、買残は二兆一、六〇七億円であったが、平成一五年一二月にはそれぞれ二兆三、六四六億円、七兆七、二一〇億円にまで増加した。非居住者のレポ収益が非課税となったことにより、外国人の現先市場参入が増加したものと思われる。

外貨債の現先残高については、現先の統計では別の扱いで前述の統計には含まれていない。そこで、表4で外貨債の現先残高を推計してみよう。日本証券業協会の公表資料では、平成一四年一月以降については各月毎に残高が公表されている。しかし、それ以前の残高については、慣例上、各月の残高合計を各年度の残高として処理されている。そこで、各月合計の残高を一二月で割り、年間の残高を推定することにした（外貨債の現先残高については、平成一六年二月からネットで公開されることになっている）。なお、表4の

表4 外貨債券現先売買残高の推移（推定）

（単位：百万ドル）

年	買現先残高	売り現先残高
平成8 (1996)	3.7	41.0
9 (1997)	13.0	401.3
10 (1998)	5.8	2,826.1
11 (1999)	77.0	8,213.0
12 (2000)	151.8	13,590.0
13 (2001)	122.3	28,780.9
14 (2002)	1,464.2	34,848.0
15 (2003)	1,520.6	46,525.8

（注）日本証券業界調べ。協会調べの年間残高はこれまでの慣例上各月残高を合計したものであり、年間の残高ではない。年間の平残をみるため、協会調べの年間残高を12で割って残高の推定を行った。

取引相手は非居住者である。外貨債の現先残高は売現、買現共に一貫して増加しているが、売り現先が買現先を圧倒している。すなわち、外貨債の現先は外貨調達のために利用されている事がわかる。売り現先残高が著増するのはジャパンプレミアムが問題となり、邦銀の外貨調達が困難になった平成一一年以降である。平成一四年四月には非居住者の受け取るレポ収益が非課税となった。売現残高は一四年、一五年と増加記録を更新している。こうした変化の中に税制改革の大きな影響を見て取る事が出来るだろう。

以上にみてきたように、平成一度以降の税制改革によって公社債市場は新たな展開を辿っている。非居住者の受け取る国債利子の非課税問題と課税玉の問題は次号で検討する。

注

- (1) 拙稿「債券税制は現先市場にいかなる影響を与えているか」『証券経済研究』第二七号参照
- (2) 拙稿「日本における債券貸借市場の再編成」『証券経済研究』第四号参照
- (3) 『日経金融新聞』二〇〇一年一月二七日
- (4) 『日経新聞』二〇〇一年二月一日、二〇〇一年二月五日
- (5) 『日経新聞』二〇〇一年二月一日
- (6) <http://www.bondmarket.com/pr/2001/japanwithholdingtax.shtml>
- (7) 『日経新聞』二〇〇一年二月一日
- (8) 『日経金融新聞』二〇〇一年二月二七日

(なかじま まさたか・客員研究員)

施行を前にした証券仲介業制度

二上季代司

はじめに

昨年の証券取引法改正によって導入されることが決まった「証券仲介業制度」が、一年後の今年四月から施行される。ところが施行前の法律をさらに改正しようという動きが出てきた。昨年末の金融審議会の答申^①である。その趣旨は、当初、禁止されていたはずの銀行による証券仲介業への参入を「認可制」という条件付で認めようというわけで、そのことが関係者の間では大きな論議を呼んでいる。そこで、この小稿では、改正証券法の「証券仲介業」に関する条項を解説しながらその特徴を抜き出しつつ、当該業務への銀行による参入がどのような問題を呼び起こしているのか、簡単にまとめてみよう。

1 証券仲介業の定義と登録制

最初に今回の証券仲介業制度の概要について、その定義、行為規制などについて、法律上の規定を簡単に紹介しておこう。

証券仲介業とは「証券会社（外国証券会社、登録金融機関を含む）の委託を受けて、その証券会社のために、有価証券の売買および有価証券先物・オプション取引の媒介、有価証券の募集・売り出しまたは私募の取扱いを行う営業」をいう（証券法二条十一——以下同じ）。かいつまんで言えば、証券仲介業は顧客を勧誘し、顧客か

らの証券取引の注文を所属証券会社に取り次ぐのである。

そしてこの業務に携わろうとする者を登録制にして不適格者を排除し、証券会社に準じた行為規制に服せしめ、所属証券会社の指揮命令関係を明確にしてその監督責任、賠償責任を法律上明記するとともに行政当局が検査・監督権限をもつことにして、投資家保護をはかろうとする法規定になっている。その際、証券販売チャンネル拡大の観点から証券会社登録要件とは別に緩やかな登録要件にして証券仲介業への参入を容易にする工夫がなされているのである。

すなわち、この業務は証券業そのものに該当するが、このままでは現行の証券会社登録義務（二十八条）したがって証券会社登録要件（二十八条の四）が課せられるので、証券会社登録は不要とする代わりに証券仲介業者専用の登録義務（六十六条の二）を設け、登録要件（とりわけ財務要件）を緩やかなものとしたのである。すなわち、①仲介業者は個人、法人いずれでも良く、法人は株式会社でなくても良いこと、②したがって最低資本金や純資産額、自己資本規制いづれについても不問とされている（六十六条の五）。

ところで、この「六十六条の二」において、銀行等は証券仲介業者の登録ができないことを明記してある。その理由としては二つ考えられる。一つは、①金融機関の証券業務禁止条項（六十五条）があるからであろう。すでに見たように、証券仲介業は広い範囲からの参入を意図して証券会社登録とは別ルートの登録制にしてあるが、行為そのものは証券業に含まれることから、当然、銀行の証券業務禁止条項に該当する。②第二に、証券会社が証券業を営むと同時に、証券仲介業者になれないのと同じように、銀行が本体で投信を販売する登録金融機関⁽³⁾であると同時に証券仲介業者になれない、というロジックが考えられるだろう。

もし、銀行の証券仲介業への参入を可能にしたければ、これらの部分の改正が必要である。もっとも、どのよ

うな方向での改正なのか、その中身はまだ公にはされていない。

2 証券仲介業者の行為規制

次に、コンプライアンスに係る法規定に移ろう。

証券仲介業者には、してはいけない禁止行為、やらなければならない行為義務（両方併せて行為規制）が課せられている。その中には、証券会社に適用される行為規制を単純に証券仲介業者にも当てはめたものもあるが、それ以外に、証券仲介業者だからこそ求められる行為規制もある。

まず証券会社にも適用される行為規制を準用したものとしては、①顧客に対する誠実義務（六十六条の八）、②名義貸しの禁止（六十六条の九）、③断定的判断を提供しての勧誘、特定銘柄の推奨販売、投資助言・投資一任業務・投信運用業務で得た顧客の証券売買に関する情報を利用して行う勧誘、金銭貸付を条件とする勧誘の禁止（六十六条の十三）、④損失補てんの禁止、⑤適合性原則の遵守（六十六条の十四）などがある。

他方、証券仲介業者だからこそ求められる行為義務とは、①標識の表示（六十六条の七）、②顧客への明示義務（六十六条の十）などである。これらは証券会社との誤認防止のための行為規制である。すなわち、①は、各営業所に証券仲介業者であることを表示する『標識⁴』を公衆の見やすい場所に掲示すること、また②は、顧客には、（イ）取次ぎ先の所属証券会社の商号、（ロ）金銭・証券の預かりは所属証券会社が行うのであって自らではないこと、（ハ）受注した取引は所属証券会社の確認を得た上でなければ成立しないこと、を開示しなければならない、という内容である。

次に、証券仲介業者だからこそ求められる禁止行為としては、次のものがある。すなわち、①証券仲介業以外

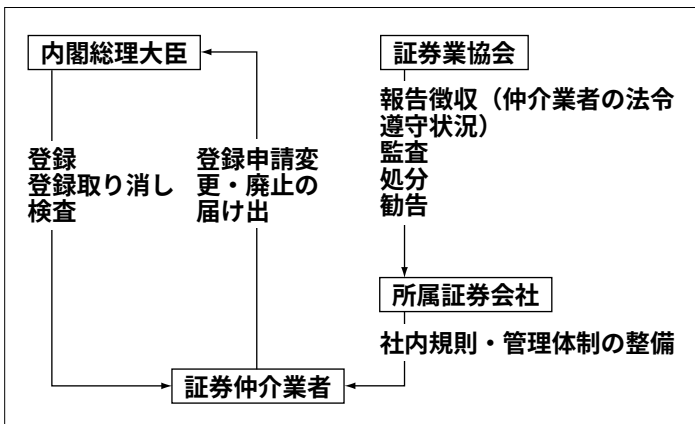
の証券業の禁止（六十六条の十二）、②顧客から金銭・証券の預託を受けることを禁止（六十六条の十二）⁽⁵⁾、③他業で知り得た発行者の情報を利用して行う勧誘の禁止、④仲介業にかかる顧客取引情報を利用して行う自己売買の禁止などである（六十六条の十三）。特に③は、幅広い業種からの参入が予想されるために、インサイダー取引の危険性が増すと考えられているのであろう。

3 仲介業者の監督責任、賠償責任等

以上のように、証券仲介業者は法令上におけるさまざまな規制が加えられているのだが、証券仲介につき顧客に損害を与えた場合には、所属証券会社とその損害賠償責任を負う、とされる（六十六条の二十）。

のみならず、証券仲介業者に証券業協会などの自主規制を遵守させることを担保するため、所属証券会社は自主規制に関する監督責任も負わされている。というのは、証券仲介業者の営業員は証券会社の場合と同様に外務員資格を必要とし、その登録事務は証券業協会が行うことになっているにもかかわらず、証券仲介業者は証券業協会に加盟しないからである⁽⁶⁾。したがって、協会員ではない者に対する証券業協会の監督は、所属証券会社を介した間接的な形にならざるを得なくな⁽⁷⁾。なお、下は、証券仲介業者に対する監督関係を図示したものであ

証券仲介業者に対する監督関係



る。

4 証券仲介業制度導入の背景と銀行参入の解禁

以上が、改正証取法にみる証券仲介業者の規定である。ところで、証券仲介業制度導入の背景としては、次のような事情が指摘されている。九〇年代末の日本版金融ビッグバンにもかかわらず、家計貯蓄の預貯金偏重は一向に改まらず、証券保有の割合が依然として停滞したままである。こうした現状を打開し、長期性の貯蓄資金を証券市場に導入させるための方策の一つとして証券販売チャンネルを多様化・拡大することが考えられ、こうして出てきたのが銀行証券共同店舗の解禁（ファイヤーウォール規制の緩和）および証券仲介業制度であったのだろう。

こうしてみると、証券仲介業への銀行による参入解禁は、その延長上にあるごく自然な発想であつたと考えられる。その際に銀行による投信窓販の成功が頭をよぎったことは想像に難くない。銀行チャンネルを経由して投信の購入に向かった資金は長期性の新規貯蓄資金の性格を持つていたとの兆候が伺えるからである。⁽⁸⁾しかし、そうになると、先述のように銀行による証券業務禁止をうたった六十五条にダイレクトに抵触するが、仲介業は単に注文を取り次ぐだけなので手持ちはせず、証券保有の価格変動リスクを負わないので銀行経営の健全性確保の面からの懸念は小さい、というロジックである。そこで種々の弊害防止措置を施せば仲介業への参入は可能、という判断で六十五条の何らかの修正が考慮されているのであろう。

5 銀行参入と弊害防止措置

では、どのような弊害防止措置が必要と考えられるか。

第一は「銀行預金との誤認防止」措置だろう。同じ銀行窓口で預金受入とともに株式・債券などの価格変動商品を勧誘するわけであるから、株券や社債は預金と違って元本保証が無く預金保険の対象でもないことを顧客に認識してもらう必要がある。もともと預金との誤認防止措置は、投信窓販、銀行証券共同店舗解禁に際してすでに導入済みであって、この点に関して問題が起ったという事件は無かったようである。したがって別途新たに問題になることは少ないだろう。

第二に「利益相反」防止措置はどうであろうか。預貸金業務と証券仲介業との兼営にともなう利益相反とは、例えば典型的には「自らの取引先である破綻企業が証券発行を行い、これによって得た資金で焦付き債権を回収しながら、証券仲介業において当該企業発行の新規証券の勧誘を行う」というものである。これについてはすでに銀行と証券子会社とのファイヤーウォールが存在し、これを証券仲介業にも準用すれば足りるはずである。しかしながら、そもそもこのファイヤーウォールについて十分機能していないとの批判は有識者の間で強いのである。⁹⁾

他方、金融庁幹部は手数料を取って株式公開を望む企業にアドバイスをしたり、証券会社に紹介したりする業務は証券業ではなく六十五条に抵触しないとの見解を示した。¹⁰⁾そこで、当該銀行が企業への金融助言業務や紹介業務を行いながら証券仲介業務も行うことになる、ファイヤーウォール遵守のエンフォースメントが弱い状況下、利益相反の恐れが一層強くなると考えられないか？

第三は、「金融業務における顧客情報の乱用」防止措置である。一般的に言えば、証券販売サイドで適合性の

原則を徹底しようと思えば顧客情報の把握は必要なのであり（顧客熟知義務、Know your customer）、金融個人情報を取次ぎ先の証券会社と共有することは有益ではあろう。これに加え、預金の全面的なペイオフ解禁を控えて、預金者に千万円超の預金を証券投資に振り向ければ、と勧誘すれば、取次ぎ先の系列証券会社のセールスアップに貢献することはまず間違いないし、それこそ、家計貯蓄のかなりの部分が証券投資に向けられるかもしれない。しかしながら、九〇年代のバブルのときに銀行が保険会社と連携して変額保険を販売し、その後、社会問題になったことを考えると、何らかの歯止めが必要との懸念が出てくるのも当然である⁽¹⁾。

ところで、良く考えてみると、利益相反にせよ、金融個人情報乱用にせよ、以上のような懸念は、何も銀行による証券仲介業参入の場合に限ったことではないことがわかる。規制緩和も良いが、その前に、公的規制、自主規制いずれを問わずルールの実行を担保するエンフォースメントと違反摘発能力、違反に対する有効なペナルティが必要ということである。そう言う意味では、年末の金融審議会報告書の中で「課徴金制度」を導入したところこそ最も意義深いことであつたといえるのではないか。

注

- (1) 金融審議会第一部会報告書「市場機能を中核とする金融システムに向けて」二〇〇三年二月。
- (2) そのほか、証券会社本体および証券会社の役員も登録できない。
- (3) 投信販売は銀行が例外的に行ってもよい証券業務の一つとして明記されており（六十五条二項、もし、これを行う場合には登録義務がある（六十五条二））。この登録を受けた金融機関を「登録金融機関」という。
- (4) どのような形式の標識にすべきか、別途あらためて内閣府令で定めることとなっている。

(5) このように、証券仲介業者は本来、顧客債務を負わないため投資者保護基金にも加入しないこととなっている（「基金の会員資格を有するものは証券会社に限る」七十九条の二十）。

(6) 「協会は証券会社でなければこれを設立することができない」（六十八条）。したがって、仲介業者は協会員になれないのである。ただし、投信窓販に従事している銀行は、登録金融機関として「証券会社とみな」（六十八条三項）され、証券業協会の特別会員として加入している。したがって、この点に関し証券仲介業者も「証券会社とみなす」という規定を入れて協会に加入させることもできたはずだが、そうはなっていないのである。

(7) 「証券業協会定款の見直し」案（二〇〇四年一月十四日）によると、仲介業者の社内規則・管理体制の整備や法令遵守状況の報告は所属証券会社が行わなければならない、法令違反に対しては所属証券会社が処分されることとなっている。

(8) 「最近の個人顧客の動向」（本誌、二〇〇一年十二月号）を参照。

(9) マイカル債のデフォルトを念頭に置いた発言と思われるが、上村達男教授（早大）は「数年前にある流通大手がメインバンクの指導下で経営破綻直前に個人向けに社債を売った。この過程で、メインバンクは自行の融資回収を確実にしていたと見られているが、こうした利益相反がまかり通れば資本市場に投資家が寄りつかなくなる」という（日経金融新聞、二〇〇四年一月二十六日付け）。

(10) 大森康人「ビッグバン・ムーブメントから改革促進プログラムまで」『金融財政事情』二〇〇三年十二月一日。

(11) この問題は、別途改めて金融審議会において検討されるようである。

（にかみ きよし・客員研究員）

国際銀行業の「ローカル化」について

伊豆 久

はじめに「国際化」から「ローカル化」へ

国際銀行業は、伝統的には貿易の決済およびそれに付随する資金供給を主たる内容としてきたが、七〇年代以降の国際的な投融資の拡大に伴い、今日では、国際的な資金仲介業務がメインと言ったほうがよいであろう。すなわち、ある国で資金を調達し、それを別の国の顧客に融資するという国境をまたいだ（「クロスボーダー」な）金融仲介であり、それはまた、政府・企業・他銀行を相手とするホールセール・ビジネスでもある。

しかしながら、九〇年代に顕著となったのは、そうした七〇年代からの「国際化」とは区別される、「ローカル化」とでも言うべき新たな現象である。

すなわち、国際的な大銀行は、クロスボーダーな資金仲介業務に加えて、進出先の各国それぞれで預金や融資などの国内業務、極端に言えば一国内で完結した形での金融業務に積極的に取り組み始めたのである。そこで必要となるローカルな支店網を獲得するために、大銀行は、各国でローカル銀行の買収を重ねている。そうした形でリテールを含む国内市場への外国銀行の本格的参入が世界的に進行しているのである（ただし、欧州地域を除く。この点後述）。「国際的な資金仲介業務」であった国際銀行業に「国際的な銀行買収とそのマネジメント」が新たに加わったということになる。

小稿では、こうした国際銀行業務の「ローカル化」について簡単に紹介することとしたい。

1 ヘローカル化の状況

七〇年代以降注目を集めた国際金融業務の典型は、ユーロ市場で調達した資金（その源泉は例えばオイルダラー）を発展途上国（NICS）に融資するシンジケート・ローンであった。それは一九六〇年代末から七〇年代にかけて、それまでの貿易金融などの伝統的国際金融業務とは異なる新たな業務として急拡大した。

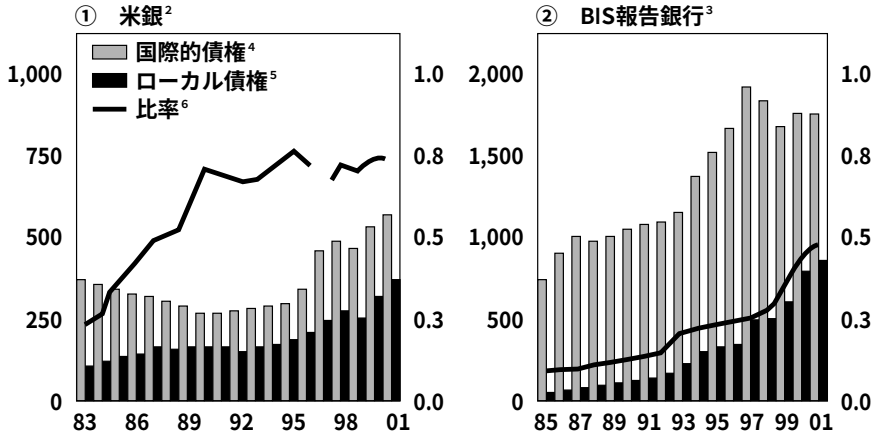
しかしながら八二年のメキシコ債務危機以降、こうしたクロスボーダー型の業務は伸び悩むようになり、ヘローカル化¹型が拡大し始める。すなわち、外国に支店を設け、そこで預金も融資もおこなう業務が増え始めたのである。米銀を例にとると、クロスボーダー型の債権は五四八〇億ドルに達しているが（二〇〇一年）、八二年からの伸び率は二〇年間でわずかに五五％にすぎない。対照的にヘローカル化型の外国債権（外国拠点からの現地通貨建てでの当該国内向け債権）は残高こそ三八五〇億ドルであるが、同期間の伸び率は四〇〇％である（図1-①）。しかも、こうしたヘローカル化が進んでいるのは、米銀だけではない。

図1-②は、BIS報告銀行のすべてについて見たものであるが、米銀ほどではないもののそれでもローカル型の債権の伸びが国際的債権より大きくなっており、残高は後者のおよそ五割に達している。

また、図2は、各国の銀行について、ローカル型の外国債権が、クロスボーダー型債権の何倍となっているかを示したものである。これを見ると上位二国カナダとスペインの銀行では、比率が一・〇を超えクロスボーダー型の債権残高よりもローカル型の債権残高のほうが大きくなっていることがわかる。続く、イギリス、スイス、アイルランドといった国々の銀行でも、ヘローカル度は米国よりも高い¹⁾。

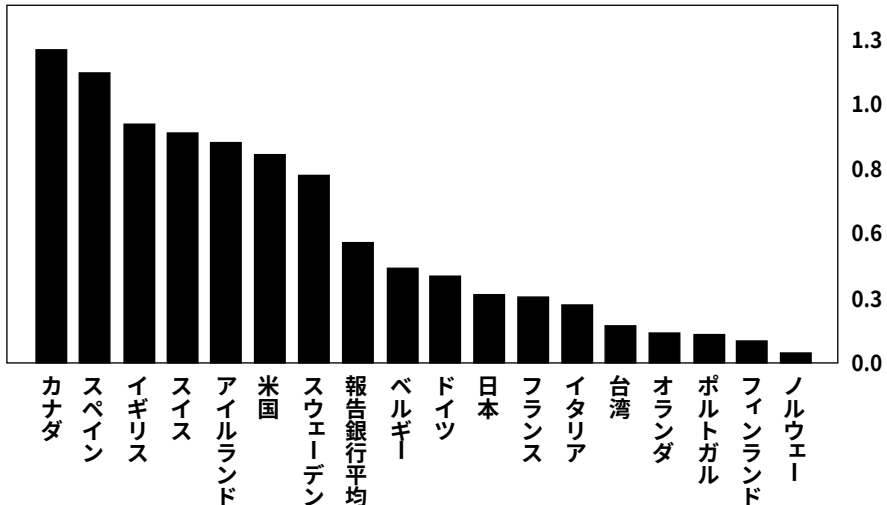
先進各国の大銀行が、国際的な資金仲介よりむしろ外国国内業務を積極的に進めていることがうかがえる。

図1 BIS報告銀行¹の対外債権



- (注1) BIS報告銀行とは、先進18カ国およびオフショア6地域に所在する銀行（の国際部門）。
- (注2) 米銀の対外債権。01年は01年9月末時点。97年の断絶は、デリバティブ取引分の算入と、外貨建てローカル債権の国際的債権からローカル債権への分類変更による。
- (注3) BIS報告銀行全体の対外債権（ただし、カナダ、日本、米国、西欧向けを除く）。01年は01年9月末時点。
- (注4) 国際的債権＝クロスボーダー型債権＋外国銀行現地拠点からの外貨建て債権（左軸、10億ドル）
- (注5) ローカル債権＝外国銀行の進出先現地拠点（支店等）からの現地通貨建て債権（左軸、10億ドル）
- (注6) ローカル債権／国際的債権（右軸）
- (出所) 文献①, p.43.

図2 BIS報告銀行のローカル債権比率¹（2001年9月末）



- (注1) 国際的債権に対するローカル債権の比率。デリバティブを除く。
- (出所) 文献①, p.44.

2 ヘローカル化の背景

では、なぜこのような現象が生じているのだろうか。

理由の一つは、世界各国で外国銀行の参入規制が大幅に緩和されたことであろう。八〇年代後半から九〇年代にかけて外国銀行の支店開設、持ち株比率などに対する規制が大幅に緩和された。そして、日本を含む多くの国では、金融危機後の金融改革によってその規制緩和が加速された。すなわち、経営破綻に陥った銀行を国有化し、それを再び民営化（売却）する際、国内の銀行は金融危機で痛んだままで買取り余力に欠ける場合が少なくない。そこで外国銀行が優位な立場で銀行を獲得できたのである。その結果、外国銀行の国内シェアが急速に高まることとなった。

二つ目の理由として、〈国際化〉型国際金融業の中心であったユーロ市場の役割が小さくなったことがあげられよう。すなわち一九六〇年代末から八〇年代にかけて、ユーロ市場は金融自由化の最前線・新金融商品開発の実験的役割を担い、規制に守られた国内市場を迂回するために利用されることも少なくなかった。しかしながら、八〇年代には先進各国の金融市場で自由化が進展し国内市場自身が〈ユーロ市場化〉した。その結果、国際金融取引においてユーロ市場に依存する必要性が低下したのである。

準備預金制度を実質的に廃止する国が現れたのもその一例と言えよう。預金を受け入れる銀行は、外国銀行も含めて中央銀行に一定の準備預金を預けることが長年義務づけられてきたが、他業態（例えばMMF）やユーロ市場との競争上国内銀行が不利となることや、金融政策上も同制度に依存する必要性が低下したことから、米国などが準備率をゼロとしたのである。その結果、準備預金コストを避けるために支店を開設せずオフショアから取引する必要がなくなり、言いかえれば、支店維持コストがひとつなくなったことになる。

第三の理由は、国際的銀行の側で、八二年の債務危機以降、途上国向けのクロスボーダー型債権を持つことのリスクが強く意識されるようになったことである。通貨危機が起これば、外貨（ドル）建て対外債務は最初に元利支払い停止の対象となりやすいが、外国銀行の支店であっても国内の現地通貨建て債務であればその可能性は相対的に低い。そこで国際的債権に関しては、融資であれ債券であれ、それを長期にわたって保有するのではなく、みずからはシンジケートの主幹事行として手数料を稼ぐことに注力し、債権そのものは八〇年代以降発達してきた機関投資家に転売することが一般化した。他方で、進出先の市場で、資産と負債をバランスさせつつビジネスを拡大させることが模索されてきたのである。例えば、リテール・ビジネスに関しては、八〇年代先進国における住宅ローンやクレジットカードなどの経験を途上国にも導入することで、それまで単に預金者にすぎなかった個人を同時に顧客とすることが可能となった。また途上国での債券市場・短期金融市場の発達は、レポ市場を利用した国債投資を可能にし、ここでも、進出先での資金調達に関して母国や国際金融センターに依存する必要性が低下している。

こうした理由から、世界的大銀行は、外国のローカル銀行の買収を積極的に進め、それがここで言う「ローカル化」となって表れているのである。

3 ヘローカル化の地域格差

以上、国際銀行業の「ヘローカル化」について見てきたが、しかしながら、こうした現象が世界各地で一様に進んでいるわけではないことにも留意が必要であろう。図1、図2は、銀行の側から「ヘローカル化」を見たものであるが、銀行の進出先の側から見たのが図3―①・②と表1である。

例えば、ここから九〇年代半ば以降に最も激しい「ローカル化」が生じたのは中南米であることがわかる。中南米各国では、海外からの融資残高と国内に進出してきた外国銀行の融資残高がほぼ同じ額となり、その結果、国内の融資全体に占める外銀のシェアも四八％に達している（図3―①・②）。ところが、欧州では、「ローカル化」はほとんど見られないのである。進出してきた外国銀行による融資残高は、国外からの融資残高と比較しても（二割弱）、国内銀行の融資残高と比較しても（一割弱）、非常に小さい。

こうした地域的違いにはどのような意味があるのだろうか。

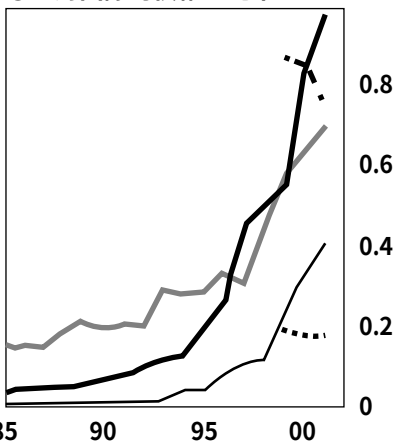
① 中南米の場合

中南米において、他地域に比べてはるかに高い外国銀行の「ローカル化」が進行したのは、先に述べた理由のうち、特に、この地域では通貨・金融危機が頻発し、その結果外国銀行の受入れを余儀なくされたという面が大きいだろう。

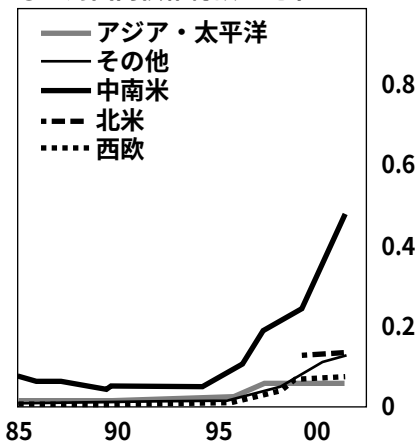
経済危機に頻繁に見舞われてきたということは、別の面から外国銀行の優位に結びつきやすい。すなわち、国内の銀

図3 BIS報告銀行のローカル債権¹

① 対国際的債権の比率



② 対国内債権総額の比率



（注1）01年は01年9月末時点。
（出所）文献①，p.47.

行はそのポートフォリオのほとんどが一国内に限定され、保有するリスクが偏ってしまうため、融資に対して要求する金利は高くならざるをえない。ところが国際的に展開する銀行は、はるかに分散されたポートフォリオをもつため（表2が示すように、進出している外国銀行にとって、中南米でのポートフォリオは大きくても一割程度である）、一国の経済的混乱から受ける影響は小さく、要求する金利は相対的に低くてよいことになる。それ

表1 国際的銀行の各国向け債権

		国際的債権 ¹ (10億ドル)		ローカル債権 ² (B) (10億ドル)	B/A (%)	ローカル債権/ 国内債権総額 ³ (%)
		合計 (A)	うち 非銀行向け			
世界合計		7,801	3,900	3,034	39	10
アジア・太平洋	オーストラリア	85	38	67	79	19
	中国	54	27	5	90	0
	香港	106	64	169	159	71
	インドネシア	36	32	4	10	5
	日本	365	104	224	61	4
	韓国	54	23	20	36	5
	フィリピン	16	12	5	34	13
	タイ	24	18	17	72	15
東欧	ハンガリー	18	12	9	50	40
	ポーランド	25	20	34	133	52
	ロシア	39	20	1	30	2
中南米	アルゼンチン	61	53	21	34	26
	ブラジル	72	53	66	91	30
	チリ	20	19	22	108	48
	メキシコ	74	63	134	182	99
北米	カナダ	158	66	63	40	12
	米国	1,420	1,001	1,134	80	14
西欧	フランス	491	208	88	18	6
	ドイツ	715	286	87	12	3
	イタリア	441	273	53	12	5
	オランダ	341	194	63	18	11
	スイス	342	65	11	30	3
	イギリス	1,235	490	366	30	18

(注1) 国際的債権＝クロスボーダー型債権＋外国銀行現地拠点からの外貨建て債権

(注2) ローカル債権＝外国銀行の進出先現地拠点（支店等）からの現地通貨建て債権

(注3) 国内債権総額＝国内全商業銀行の非銀行向け債権

(出所) 文献①, p.46, Table 1より抜粋。

表2 外国銀行の中南米国内での資産額¹

	資産 (10億ドル)	総資産に占める比率 (%)
ビルバオ・ビスカヤ・アルヘンタリア (BBVA : スペイン)	36.6	11.5
サンタンデル・セントラル・ヒスパノ (BSCH : スペイン)	34.5	10.8
シティバンク (米国)	34.8	10.9

(注1) 中南米における三大外国銀行の中南米4カ国 (アルゼンチン、ブラジル、チリ、メキシコ) 国内資産額と各行の総資産に占めるシェア。

(出所) 文献②, p.6, table 3.

ゆえ、金融市場が未発達でありあるいは長年規制によって保護されてきたという点もあわせて、発展途上国では国内銀行の競争力が低く、参入してきた欧州や米国の銀行にとってシェア拡大が比較的容易なのである。カントリーリスクが高いとされてきた中南米に、外国銀行が最も積極的に進出したのはこうした要因によると思われる。

さらに、例えばメキシコでは一九九四年以前に参入を認められていた外国銀行はシティバンクのみであり、銀行資産に占める外国銀行のシェアは一%にすぎなかった。しかし同年のNAFTA発効およびそれ以降の市場開放措置が外国銀行の参入を促した。その結果、外国銀行のシェアが急増、極めて短期間のうちに五〇%近くに達したのである^② (表3参照)。

② 欧州の場合

中南米と対照的に、欧州では「ローカル化」がほとんど進行しておらず、世界的な潮流の例外となっている。

例えば、米国の金融市場では、ドイツの銀行もスイスの銀行も一定のシェアを確保しているが、ドイツの銀行のスイスでのシェアも、スイスの銀行のドイツでのシェアも非常に低い。つまり「ローカル化」は米国では進んでいるが、欧州ではそうでないのである。

表3 各国銀行総資産に占める外国銀行のシェア

	1994年	1999年	2000年
アルゼンチン	17.9	48.6	53.1
ブラジル	8.4	16.8	27.0
チリ	16.3	53.6	48.0
メキシコ	1.0	18.8	45.4

(注) 外国銀行=非居住者による50%以上所有の銀行

(出所) 文献②, p.5, table 2.

地理的に近接している上に、市場統合さらには単一通貨ユーロの導入と、銀行の相互参入を促す要因は世界で最も強いように思われるが、不思議なことに、事実は正反対なのである。

欧州の特殊な事情の一つは、ロンドンをはじめ、フランクフルト、ルクセンブルク、アムステルダムと国際的な大銀行を擁する国際金融都市が多く存在していることである。そのためクロスボーダーな取引に長い伝統があり、それに比べると、銀行そのものが国境を越えて進出する必要が小さいのである。また、そこから銀行間市場も国境をまたぐ形で発達しており、市場統合や単一通貨の導入も銀行間の相互参入よりむしろ国際的な取引を促進する要因として作用している面が強い。実際、銀行の買収も、規模の拡大や保険会社の吸収を目的とした同一国内が中心で、クロスボーダー型の銀行M&Aは（北欧を除いて）むしろ少ない。

また、企業の側が、同じ国内の銀行が提供するサービスを高く評価しており、そのことが国際的銀行の欧州での「ローカル化」を阻んでいるとの指摘もある。多国籍企業の欧州子会社の取引銀行を調査した結果によると（文献③参照）、欧州子会社は、取引銀行の選択にあたって、自らの本国（親会社所在国）の銀行やグローバルな大銀行よりも、進出先現地のローカルな銀行を選ぶ傾向が強い。それは、企業が最も必要とする、サプライヤーや顧客などに関する情報の提供という点では、ローカルな銀行に優位があるからである。企業はグローバルな銀行の広範囲でハイレベルなサービスよりも、ローカルな銀行との長期的な関係や、カスタマイズされたサービスを高く評価するのであろう。

もちろん、こうした企業と銀行の関係は、欧州に限られないはずである。しかしながら、それは、金融市場の証券化・グローバル化によって変質してきたのであり、その変化が最も劇的な形で進んだ中南米と最もゆっくりと進んでいる欧州の違いが、ここにも現れているのかもしれない。

おわりに～国内金融市場への影響

では、こうした国際銀行業の「ローカル化」は国内の金融市場にどのような影響を与えるのであろうか。

一つは、外国銀行の国内市場への参入によって銀行間の競争が促進されることであろう。すぐれた金融技術の国内への導入などあいまって市場の効率性を向上させるメリットが期待される反面、国内銀行の淘汰をもたらす中小企業の資金調達を阻害する恐れもある。

また、グローバルに活動し資産を国際的に分散させている銀行は、国内金融危機からの影響が小さいため、その参入は金融市場全体の健全性を高めるかもしれない。しかしながら、二〇〇一年末からのアルゼンチン危機が示したように、その効果も過大評価することは現実的でないだろう。

例えば国際的銀行がある国に現地法人（銀行子会社）を設立したものの、その国で経済危機が発生した場合を考えてみよう。現地子会社は不良債権を大量に抱えて債務超過に陥っているが、親銀行グループ全体は健全であるとしよう。この時、親銀行からの救済（資本・流動性の追加供給）によって不良債権を償却し預金も全額保護するならば、理論通り、外国銀行の受け入れはその国にとって大きなメリットを与えたことになる。

しかしながら、親銀行が現地子会社銀行を支援せず、不良債権の処理は持込み資本の範囲に限定してそのまま破綻させることも十分に考えられる。^③（あるいは、そうする可能性を示すことで現地政府により有利な条件での公的資金の投入を求めることもありうる）。その場合、預金の保護は、国内在来銀行と同じく当該国の預金保険（または政府の救済策）の範囲内となり、これでは、外国銀行の分散的ポートフォリオというメリットは存在しなかったに等しい。

といって、子会社銀行の債務をすべて親銀行が肩代わりすることになれば、今度は、親銀行およびその母国市

場が、予想外のリスクを持込資本を超えて負担することになる。ただし一般的に、子会社銀行は、親銀行の高い評価を利用する形でビジネスを展開するのであり、常に独立の法人格が認められるわけではないだろう。いずれにせよ、中南米の経験は、今後、外銀シェアの上昇が見込まれるアジア地域にとっても重要な意味をもつように思われる。

注

- (1) ただし、ヘローカル化率一位となっているカナダの銀行の場合、隣国米国への進出が外国ローカル市場への進出となり、しかもそれが世界最大のローカル（！）市場であるため、ヘローカル化率が高くなりやすいという特殊事情がある。
- (2) ただし表3では外国銀行を持ち株比率五〇％以上で定義しているが、四〇％以上に緩和するとメキシコにおける外国銀行のシェアは七二％に達する。
- (3) 例えば、〇一年末からのアルゼンチンの金融危機ではフランス系のクレディアグリコルとカナダ系のスコティアバンクが撤退を表明した。

〈参考文献〉

- ① Robert N. McCauley, et al., "Globalising international banking," *BIS Quarterly Review*, March 2002.
- ② Marco Del Negro and Stephen J. Kay, "Global banks, Local Crises : Bad News from Argentina," *Economic Review* (Federal Reserve Bank of Atlanta), Third Quarter 2002.
- ③ Allen N. Berger and David C. Smith, "Global Integration in the Banking Industry," *Federal Reserve Bulletin*, November 2003.

(いせ ひさし・客員研究員)

インターナショナル・セキュリティーズ・エクスチェンジ

～急成長したアメリカの電子オプション取引所～

吉川 真裕

一九九八年一月、インターナショナル・セキュリティーズ・エクスチェンジ（ＩＳＥ）と名付けられた電子オプション取引所を開設する計画が発表され、一九九九年二月には証券取引委員会（ＳＥＣ）に取引所開設申請、二〇〇〇年二月にシカゴ・ボード・オプション取引所（ＣＢＯＥ）以来二七年ぶりとなるＳＥＣ管轄の取引所の開設が認可され、同年五月にＩＳＥは取引を開始した。アメリカには株式オプションを取引する取引所が四つ存在し、上場銘柄の棲み分けによって共存がはかれていたが、ＩＳＥの参入によって取引所間の競争激化が予想された。既存の取引所が取引フロアでの取引を中心していたのに対してＩＳＥは取引フロアを持たない電子取引所であり、ナスダック銘柄をめぐるマーケットメーカーと電子証券取引ネットワーク（ＥＣＮ）のシェア争いに似た競争が株式オプション市場でも繰り広げられることになった。その後、ＩＳＥでの取引は加速度的に増加し、二〇〇一年八月には第四位、同年一〇月には第三位、二〇〇三年一月には第二位、同年二月には株式オプションでは首位（株価指数オプションを含めると第二位）の座を獲得することになった。

本稿ではＩＳＥ設立の経緯やその後の経過を振り返った後、ＩＳＥの仕組みと特徴を簡単に紹介し、ＩＳＥを含めたアメリカの株式オプション市場の展望をおこなう。

1 ISE開設の背景

取引所でのオプション取引は一九七三年四月にCBOEが開設された際に株式を対象として世界ではじめて実施された。その後、アメリカでは一九七五年一月にアメリカン証券取引所（AMEX）、同年六月にフィラデルフィア証券取引所（PHLX）、一九七六年四月にパシフィック証券取引所（PCX）、同年十二月にミッドウェスト証券取引所（一九八〇年撤退、CBOEへ移管）、一九八五年二月にニューヨーク証券取引所（NYSE）が株式オプション取引に参加した。アメリカの株式市場では取引所上場銘柄の八割はNYSEで取引されているが、株式オプション市場では上場銘柄の棲み分けがおこなわれており、取引の集中はさほど生じていなかった（一九九六年の取引シェアはCBOE四四％、AMEX二九％、PCX一七％、PHLX八％、NYSE二％^①）。

一九九七年四月には市場参入が遅れ、取引シェアが最低であったNYSEが株式オプション市場の閉鎖を決定し、上場銘柄をCBOEに移管することが発表された。ISEのアニュアル・レポート二〇〇〇年版によれば、取引フロアでの取引が主体の株式オプション市場に電子取引を導入する計画の検討は一九九六年にEトレードのウィリアム・ポーター会長を中心として始められていたが、NYSEの株式オプション市場の閉鎖によってNYSEで株式オプションを担当していたデビッド・クレル（現ISE最高経営責任者）とゲイリー・カツ（現ISE最高業務責任者）が加わり、この計画はより現実味を帯びることになった。そして、一九九七年一月にインターナショナル・セキュリティーズ・エクスチェンジLLC（有限責任会社）がニューヨーク州で設立され、一九九八年一月一〇日には二〇〇〇年第1四半期に電子オプション取引所を開設する計画がISEから公表され、一九九九年二月二日にSECに対して取引所の開設認可申請がおこなわれた。

アメリカの株式オプション市場では一九七六年二月以降に重複上場が開始されたが、SECは当初、すでに取

引がNYSEに集中していた株式市場での市場間競争促進方針とは裏腹に株式オプション市場では流動性の分裂を心配していた。その後、オプション取引に対する不適当な勧誘等が表面化し、SECは一九七七年七月から一九八〇年三月まで新規のオプション上場を停止していたが、一九八〇年三月にはオプション取引所から提案された新規上場銘柄のくじ引きによる棲み分けを決定する一方、株式市場に導入された取引所間の注文回送方式の導入を提案した。しかし、オプション取引所の反対にあり、取引所間の競争促進は見送られた。

一九八五年四月にはそれまで認められていなかったナスダック銘柄を対象とした株式オプション取引が認可され、その際にはくじ引きによる棲み分けはおこなわず、重複上場が本格化することになった。その後も重複上場の是非をめぐる議論が白熱したが、一九八九年五月にSECは既上場銘柄を含めた二段階の重複上場実施を決定した。これを受けて一九九〇年一月から新規上場銘柄の重複上場、一九九二年一月からは既上場銘柄の重複上場が実施されたが、市場の分裂を防止する市場間連結システムの構築は紆余曲折を経て難航し、既上場銘柄の重複上場もオプション取引所間の結託により、実質的にはおこなわれなかった^②。

こうしたアメリカの株式オプション取引を巡る経過を踏まえればISEの市場参入は既存取引所の紳士協定に対する挑戦であり、自らの決定を実質的に覆されたSECにとっても重複上場と市場間連結システムの構築を進める梃子となりうる動きであった。取引所間の紳士協定は参加者すべてが協調してこそ成り立つのであり、ISEの参入はその存続を不可能とするものと見て取ったCBOEは一九九九年八月から紳士協定を破って重複上場を活発化させ、他の取引所もこれに追隨し、ISEの市場参入計画とSECへの取引所開設申請はSECによる認可を待たずにアメリカの株式オプション市場に影響を与えることになった。

2 ISEをめぐるその後の推移

ISEの取引所開設申請に対しては既存取引所からの反対表明がおこなわれたが、二〇〇〇年二月二四日にCBOE以来二七年ぶりとなるSEC管轄の取引所の開設が認可された。そして、同年五月二六日にISEはLSIロジック・コーポレーション、アルコア、SBCコミュニケーションズの三銘柄の株式を原資産としてオプション取引を開始した。ISEは六〇〇銘柄程度の株式を原資産とした株式オプション取引をおこなうことを目標として掲げていたが、二〇〇〇年末の上場銘柄数は一七九銘柄であり、二〇〇〇年一二月の一営業日平均取引高は八万三三八二契約、取引シェアは二・八%であった。

取引開始から一周年を迎えた二〇〇一年五月にISEは三二〇銘柄を上場し、目標とする六〇〇銘柄の半分をすでに取引対象としており、平均取引高は二二万九〇〇一契約、取引シェアも七・八%に達していた。そして、同年一〇月には四〇九銘柄を上場して平均取引高は三八万二二七契約、取引シェアは一三・二%に達し、CBOE(三四・七%)、AMEX(二七・七%)に次ぐアメリカ第三の株式オプション取引所となり、PCX(二・三%)とPHLX(二二・一%)を開設後一年半で追い抜いた。状況が異なるとはいえ、これは後発のNYSEが一三年かかっても達成できなかったことであり、異例の躍進であった。

取引所開設から二周年を前にした二〇〇二年五月一日にISEはニューヨーク州の有限責任会社(LLC)からデラウェア州の株式会社(コーポレーション)へと組織変更をおこなった。この時点でISEは五一五銘柄を上場し、平均取引高は五四万三二一四契約、取引シェアは二一・〇%に達していた。そして、ISEの発表によれば、ISEが上場する五一五銘柄の株式オプションのうち一六六銘柄ではすでに取引シェアは最大であり、CBOE(二九・〇%)とAMEX(二七・四%)に対する対抗意識をのぞかせた。

二〇〇三年一月二日にはマーケットメーカーの出す気配値で業者や他のマーケットメーカーの注文も自動執行されるワンサイズ・フィッツ・オール・ルールがSECの認可を得てISEで採用された。アメリカの株式オプション市場では従来、顧客注文はマーケットメーカーの気配値で自動執行されていたが、業者や他のマーケットメーカーの注文はその注文を受けたマーケットメーカーが了解した場合にのみ執行されてきた。これは顧客注文の執行を優先する一方、マーケットメーカーのポジショニング調整を容易にするという配慮から生まれた慣行であったが、ISEはこの慣行を以前から問題としており、ディスプレイ上に表示された価格で誰もが平等に取引できるべきであるという主張をおこなってきた。というのも、注文執行に人手を介する限り、電子取引であっても恣意的な判断が取引を遅らせる可能性があるからであった。

他方、一月三十一日にはかつてオプション業界から拒絶された市場間連結システムが一四銘柄の株式オプションを対象として五つの取引所間で導入が開始された（六月二七日に全銘柄に導入完了）。ただし、このシステムは株式市場の市場間取引システム（ITS）を模倣したもので、株式市場のスペシャリストに当たる単一のマーケットメーカーが取引所間で注文を回送するシステムであり、時間優先原則も自動執行機能も備えてはいない。ITS形式の市場間連結システムは実効性が低いという反対意見が多かったことを考えれば、このシステムの導入はSECの執拗な要請に対してオプション業界が形式的には従うが、最も実効性の乏しい形に再び骨抜きにしたものとも考えられる。

さらに、二月七日にはISEで複数の注文を組み合わせるISEスプレッドが導入された。ISEでは二〇〇一年一月に複数の注文を組み合わせたスプレッド注文専用の注文板を導入していたが、この方式では流動性が高まらないため、ヨーロッパの取引所が導入している条件付き注文の執行を採り入れた。

これらの改善策もあって、二〇〇三年一月にＩＳＥでは五三三銘柄の株式を対象として平均取引高が七万二一四六契約、取引シェアが二五・四％に達し、ＡＭＥＸ（二三・六％）を追い抜き、ＣＢＯＥ（二六・五％）に次ぐアメリカ第二の株式オプション取引所となった。そして、二〇〇三年二月には平均取引高が七一万五四一契約、取引シェアが二七・二％に達し、ＣＢＯＥ（二六・四％）を追い抜き、アメリカ最大の株式オプション取引所となった（株価指数オプションを含めると第二位）。ＩＳＥの発表によれば五三三銘柄のうち三四七銘柄で取引シェアが最大であり、ダウ工業株指数の三〇銘柄のうち二二銘柄（原株の時価総額で七八％）、Ｓ＆Ｐ五〇〇指数の五〇〇銘柄のうち二二三銘柄（原株の時価総額で六四％）でも取引シェアが最大に達していた。

その後もＩＳＥは株式オプション取引では月間取引シェア首位の座（株価指数オプションを含めるとＣＢＯＥに次いで第二位）を守り、二〇〇三年一月には五九〇銘柄の株式を対象として平均取引高一二三万二三九八契約、取引シェア三〇・四％に達し、ＣＢＯＥ（二五・一％）、ＡＭＥＸ（二七・四％）、ＰＨＬＸ（二六・六％）ＰＣＸ（二〇・六％）を凌駕しており、ＩＳＥの発表によれば五九〇銘柄のうち四一五銘柄、ダウ工業株指数の三〇銘柄のうち二四銘柄（原株の時価総額で七七％）、Ｓ＆Ｐ五〇〇指数の五〇〇銘柄のうち二二八銘柄（原株の時価総額で六六％）で取引シェアが最大であった。

3 ISEの仕組み⁽³⁾

(1) 概要

ＩＳＥでは取引フロアでのマーケットメーカーを通じた株式オプション取引をコンピューター上で模倣した取引システム（ＯＭテクノロジーのクリック・システムを改良）を採用しており、プライマリー・マーケットメー

カー（PMM）とコンペティティブ・マーケットメーカー（CMM）という二種類のマーケットメーカーとエレクトロニック・アクセス・メンバー（EAM）というブローカーによって取引がおこなわれている。

取引対象となるオプションは一〇個のグループに分類され、各グループごとに一社のPMMと二三社（各銘柄では最低二社）のCMMが割り当てられ、値付けをおこない、顧客の注文はEAMのみが取り扱うことができる（ただし、PMMやCMMはチャイニーズ・ウォールを設ければEAMを兼ねることもできる）。

（２）プライマリー・マーケットメーカー

PMMになるためには伝統的な取引所の会員と同様にPMM会員権を買い取るかリースする必要がある、ISEが認可した業者のみがPMMとして活動することができる。

PMMは指定された銘柄に対して常時、注文執行単位（銘柄ごとに異なるが、最低で一〇単位）の売り買い双方の確定気配（最大スプレッドに制約あり）を提示する義務があるほか、提示数量を越える注文に応じることがどうかの問い合わせに応じる義務を負い、顧客の指値注文が一〇単位未満の場合には一〇単位に満たない部分を補完して顧客注文の執行を容易にする義務も負う。

その代わり、PMMは顧客の指値注文を除いたCMMの確定気配やEAMの自己売買注文に対して同一価格での執行を優先的に割り当てられる。具体的には、①五単位以下の注文執行に対しては一〇〇%、②それを超える注文執行では（a）最良気配の注文量に比例して、または（b）競合者が一社の場合には六〇%、競合者が二社の場合には四〇%、競合者が三社以上の場合には三〇%、のいずれか大きい方を割り当てられる。

PMMは指定銘柄以外でも取引できるが、四半期ベースでPMMの全取引量の一〇%を越えてはならない。

(3) コンペティティブ・マーケットメーカー

ＣＭＭになるためにもＣＭＭ会員権を買い取るかリースする必要がある、ＩＳＥが認可した業者のみがＣＭＭとして活動することができる。

ＣＭＭは値付け業務をおこなう場合にはその銘柄に対して、毎日六〇％以上、注文執行単位（銘柄ごとに異なるが、最低で一〇単位）の売り買い双方の確定気配（最大スプレッドに制約あり）を提示する義務がある。

ＣＭＭも指定銘柄以外でも取引できるが、四半期ベースでＣＭＭの全取引量の二五％を越えてはならない。

(4) エレクトロニック・アクセス・メンバー

ＥＡＭになるために会員権を買い取るかリースする必要はなく、アクセス料等をＩＳＥに支払うだけでよい。

ＥＡＭはＩＳＥに上場されている全銘柄に対して顧客注文または自己注文を発注することができる。ただし、ＥＡＭの自己注文は同一銘柄に対して継続的に一定量の売り注文と買い注文を出し、値付け業務に類する行為をおこなうことは禁じられており、同業者や自己勘定で成り行き注文や即時執行可能な指値注文、最良気配から三ティック以上離れた指値注文を出すことも禁じられている。

五〇単位以上のブロック注文はＰＭＭとＣＭＭに通知され、三〇秒間価格改善の機会が与えられるが、顧客のブロック注文をＥＡＭが執行する用意のあるファシリテーション注文の場合には一〇秒間の価格改善時間の経過後、注文を出したＥＡＭがファシリテーション注文の最低四〇％を執行できる。

(5) ガバナンス

ＩＳＥの取締役会は一五人で構成され、最高経営責任者、ＰＭＭ代表二人、ＣＭＭ代表二人、ＥＡＭ代表二人の七人と八人の外部役員からなる。ただし、外部役員数は過半数とされているが、現在は執行権を持たないアイバース・ライリーＩＳＥ会長が外部役員に含まれており、外部役員が過半数を占めるとは言いがたい。

3 ISEの取引の特徴

ここではＩＳＥの取引の特徴を株式オプション取引の清算業務を一手におこなっているオプションズ・クリアリング・コーポレーション（ＯＣＣ）のデータに基づいて紹介する。⁴

表１の取引シェアではすでに見たＩＳＥの拡大が著しいことがわかるが、他の四つの取引所では二〇〇三年のＣＢＯＥ、二〇〇一年と二〇〇三年のＰＨＬＸを除いて前年比で取引シェアが低下していることがわかる。取引高そのものと見ると、ＩＳＥが拡大を続けたこの間、二〇〇二年には取引高全体は減少しており、二〇〇三年のＣＢＯＥ、二〇〇一年と二〇〇三年のＰＨＬＸ、二〇〇三年のＰＣＸを除いて前年比で取引高が低下していることもわかる。この間、取引の減少の多いのは、ＣＢＯＥ、ＡＭＥＸ、ＰＣＸという順であり、ＰＨＬＸではＩＳＥの陰に隠れていたが、取引高も取引シェアも拡大していたことがわかる。

表２の取引代金シェアを見ると、この間、他の取引所では二〇〇一年と二〇〇三年のＰＨＬＸとＰＣＸを除いて前年比でシェアも低下しており、取引代金そのものでも他の取引所では二〇〇三年のＰＨＬＸを除いて前年比で低下していたことがわかる。全取引所で見ても二〇〇三年を除いて取引代金は低下しているにもかかわらず、ＩＳＥの取引代金だけが拡大を続けていることが目を引く。

表3の取引回数を見ると、この間、他の取引所では二〇〇一年のPHLXを除いて前年比で取引回数もそのシェアも低下しており、ISEとの格差がより著しいことがわかる。また、表4で取引高を取引回数で割った一取引当たりの平均取引高を見ると、CBOE、ISE、PCX、AMEX、PHLXという順で小さく、全般的に増加傾向にあることがわかる。他方、表5で取引代金を取引回数で割った一取引当たりの平均取引代金を見ると、ISE、AMEX、CBOE、PCX、PHLXという順で小さく、全般的に減少傾向にあることがわかる。一取引当たりの平均取引代金の減少傾向はコール・オプションの方がプット・オプションよりも多く取引され、この間は株価が低下傾向にあったためと考えれば理解できるが、一取引当たりの平均取引高の増加傾向は取引の大口化が進んだとしか考えようがない。

こうした数字からは取引の活発なISEとCBOEでは一取引当たりの平均取引高や平均取引代金が小さく、取引の比較的少ないPCXやPHLXでは一取引当たりの平均取引高や平均取引代金が大きいたことがわかるが、小口注文が顧客注文であるとは限らない。CCCは取引高を顧客勘定、業者勘定、マーケットメーカー勘定に分けて公表しているので、その数字をまとめたのが表6、表7、表8である。

全体としてみれば、顧客勘定とマーケットメーカー勘定の比率がそれぞれ四〇％台で残りが業者勘定ということであるが、この間、マーケットメーカー勘定が六％ポイント強低下する一方、業者勘定が五％強上昇し、顧客勘定はほぼ変わらずという傾向が見て取れる。ただし、取引所ごとに見た場合にはISEの比率の水準だけが乖離しており、他の取引所と比べてマーケットメーカー勘定の比率が高く、顧客勘定と業者勘定の比率が低いことがわかる。これらの数字によればISEではマーケットメーカーの取引が他の取引所よりも活発におこなわれていること、取引高首位のISEの顧客勘定取引高と業者勘定取引高はCBOEとAMEXよりも小さいこと、逆

表 1 株式オプションの取引高とシェア

単位：契約

	2000年	2001年	2002年	2003年	2000年	2001年	2002年	2003年
全取引所	672,871,757	722,680,249	709,784,014	830,308,227	100%	100%	100%	100%
ISE	7,565,684	65,353,969	152,399,279	244,968,190	1.12%	9.04%	21.47%	29.50%
CBOE	278,920,392	254,321,905	203,570,211	214,180,198	41.45%	35.19%	28.68%	25.80%
AMEX	205,716,498	203,942,399	183,452,782	175,802,038	30.57%	28.22%	25.85%	21.17%
PHLX	72,135,321	96,360,224	84,935,093	109,205,164	10.72%	13.33%	11.97%	13.15%
PCX	108,533,862	102,701,752	85,426,649	86,152,637	16.13%	14.21%	12.04%	10.38%

表 2 株式オプションの取引代金とシェア

単位：100万ドル

	2000年	2001年	2002年	2003年	2000年	2001年	2002年	2003年
全取引所	485,106	277,549	161,278	164,000	100%	100%	100%	100%
ISE	3,666	18,663	32,659	43,490	0.76%	6.72%	20.25%	26.52%
CBOE	193,302	91,699	45,591	41,904	39.85%	33.04%	28.27%	25.55%
AMEX	134,873	71,275	39,109	32,334	27.80%	25.68%	24.25%	19.72%
PHLX	70,741	47,234	22,015	27,046	14.58%	17.02%	13.65%	16.49%
PCX	82,524	48,677	21,904	19,227	17.01%	17.54%	13.58%	11.72%

表 3 株式オプションの取引回数とシェア

単位：回

	2000年	2001年	2002年	2003年	2000年	2001年	2002年	2003年
全取引所	56,347,240	42,512,436	39,895,500	43,979,691	100%	100%	100%	100%
ISE	882,205	4,075,521	8,909,377	13,800,933	1.57%	9.59%	22.33%	31.38%
CBOE	24,450,059	16,819,619	12,863,366	12,812,544	43.39%	39.56%	32.24%	29.13%
AMEX	17,997,614	11,020,140	9,151,100	8,648,134	31.94%	25.92%	22.94%	19.66%
PHLX	4,759,120	4,856,550	4,472,904	4,402,339	8.45%	11.42%	11.21%	10.01%
PCX	8,258,242	5,740,606	4,498,753	4,315,741	14.66%	13.50%	11.28%	9.81%

表 4 株式オプションの 1 取引当たり平均取引高と対平均比

単位：契約

	2000年	2001年	2002年	2003年	2000年	2001年	2002年	2003年
全取引所	11.94	17.00	17.79	18.88	100%	100%	100%	100%
ISE	8.58	17.89	17.11	17.75	71.86%	105.24%	96.18%	94.01%
CBOE	11.41	15.12	15.83	16.72	95.56%	88.94%	88.98%	88.56%
AMEX	11.43	18.51	20.05	20.33	95.73%	108.88%	112.70%	107.68%
PHLX	15.16	19.84	18.99	24.81	126.97%	116.71%	106.75%	131.41%
PCX	13.14	17.89	18.99	19.96	110.05%	105.24%	106.75%	105.72%

表5 株式オプションの1取引当たり平均取引代金と対平均比

単位：ドル

	2000年	2001年	2002年	2003年	2000年	2001年	2002年	2003年
全取引所	720.95	384.05	227.22	197.52	100%	100%	100%	100%
ISE	484.52	285.57	214.30	177.53	67.21%	74.36%	94.31%	89.88%
CBOE	693.04	360.56	223.96	195.65	96.13%	93.88%	98.57%	99.05%
AMEX	655.63	349.49	213.18	183.92	90.94%	91.00%	93.82%	93.11%
PHLX	980.66	490.18	259.19	247.66	136.02%	127.63%	114.07%	125.38%
PCX	760.35	473.97	256.41	223.17	105.47%	123.41%	112.85%	112.99%

表6 株式オプションの顧客勘定取引高とシェア

単位：契約

	2000年	2001年	2002年	2003年	2000年	2001年	2002年	2003年
全取引所	608,504,223	642,886,658	640,674,299	765,594,982	45.22%	44.48%	45.13%	46.10%
ISE	4,110,278	32,579,219	95,852,423	174,873,583	27.16%	24.93%	31.45%	35.69%
CBOE	258,552,295	236,469,743	198,292,327	216,041,038	46.35%	46.49%	48.70%	50.43%
AMEX	186,689,687	189,537,601	177,171,737	176,049,786	45.38%	46.47%	48.29%	50.07%
PHLX	62,706,032	90,402,791	84,715,051	111,140,227	43.46%	46.91%	49.87%	50.89%
PCX	96,445,931	93,897,304	84,642,761	87,490,348	44.43%	45.71%	49.54%	50.78%

表7 株式オプションの業者勘定取引高とシェア

単位：契約

	2000年	2001年	2002年	2003年	2000年	2001年	2002年	2003年
全取引所	89,983,950	148,615,272	155,955,723	198,482,317	6.69%	10.28%	10.99%	11.95%
ISE	593,813	7,511,543	20,408,731	39,268,460	3.92%	5.75%	6.70%	8.20%
CBOE	33,147,684	49,668,346	41,673,305	48,438,520	5.94%	9.76%	10.24%	11.31%
AMEX	29,237,251	46,367,357	53,130,271	60,440,823	7.11%	11.37%	14.48%	17.19%
PHLX	12,535,187	23,651,372	21,708,958	22,709,802	8.69%	12.27%	12.78%	10.40%
PCX	14,470,015	21,416,654	19,074,458	27,624,712	6.67%	10.43%	11.16%	16.03%

表8 株式オプションのマーケットメーカー勘定取引高とシェア

単位：契約

	2000年	2001年	2002年	2003年	2000年	2001年	2002年	2003年
全取引所	647,255,341	653,858,568	622,898,006	696,539,155	48.10%	45.24%	43.88%	41.94%
ISE	10,427,277	90,617,176	188,537,404	275,794,337	68.91%	69.33%	61.86%	56.29%
CBOE	266,140,805	222,505,721	167,174,790	163,880,838	47.71%	43.74%	41.06%	38.26%
AMEX	195,506,058	171,979,840	136,603,556	115,113,467	47.52%	42.16%	37.23%	32.74%
PHLX	69,029,423	78,666,285	63,446,177	84,560,299	47.85%	40.82%	37.35%	38.72%
PCX	106,151,778	90,089,546	67,136,079	57,190,214	48.90%	43.86%	39.29%	33.19%

にAMEXとPCXではマーケットメーカー勘定での取引が大きく低下していることがわかる。

さらに、全取引所の数字はISEのシェア拡大の影響を強く受けており、取引所ごとに見ればマーケットメーカー勘定の比率の低下は最低九%ポイント強(CBOE)、最高一六ポイント弱(PCX)、業者勘定の比率の上昇は最低二%ポイント弱(PHLX)、最高一〇ポイント強(AMEX)、顧客勘定の比率の上昇は最低四%ポイント強(ISE)、最高九ポイント弱(CBOE)となっており、より顕著であることがわかる。

4 アメリカにおける株式オプション市場の展望

ISEは二〇〇〇年五月の開設以来、急速に拡大し、三年足らずの間にアメリカ最大の株式オプション取引所となった。ISEの最大の特徴は他の取引所が取引フロアでの取引が中心であるのに対して取引フロアを持たない電子取引である点である。電子取引の特徴は人手を介さず、迅速に取引が成立することであるが、ISEは取引フロアでの取引をコンピューター上で再現しようとしたため、ブロック取引等では価格改善の時間を三〇秒(ファシリテーション注文では一〇秒)設けており、取引時間がどの程度削減されているのかは定かではない。むしろ、フロア取引では難しい匿名性の保持や条件付き注文の執行が重要であるかもしれない。また、AMEXやPHLX、PCXからのマーケットメーカーの撤退が相次いで報じられているが、その際にはフロアに人間を貼り付ける人件費が問題とされていることが多い。同程度の使い勝手であっても、より安い費用で可能であればそちらが選好されるということも考えられる。CBOEでは二〇〇三年にマーケットメーカーの取引フロア定在義務を廃止し、コンピューター上でマーケットメーカーが値付け業務に着けることにしたので、取引シェアの高さも手伝って他の取引所のようにマーケットメーカーの撤退は報じられてはいない。

もちろん、他の取引所も取引シェアの低下に黙って甘んじているわけではない。AMEXにしろ、PHLX、PCXにしろ、株式オプション取引は取引所の屋台骨であり、取引所の存続にもかかわる問題である。PCXとPHLXはすでに新たな電子取引システムの導入認可をSECに申請しているが、CBOEが二〇〇三年六月に導入したCBOEダイレクト・ハイブリッドも含めて、これらはフロア取引と電子取引の結合形態を採り、取引フロアを廃止するという決定をおこなった取引所は見当たらない。既得権益もからむ問題ではあるが、取引シェアがさらに低下し、既得権益が薄れてからでは遅すぎると考えられるが、どうなるのであろうか。⁽⁵⁾

他方、急成長したISEは今後も拡大を続けるのであろうか。他の取引所の対応にもよるが、現状では更なる拡大が予想される。ISEの主体別取引比率が他の取引所と異なっており、これが平準化するものと考えた場合、マーケットメーカーの取引が相対的に減少して取引比率が低下する縮小均衡は考えにくく、むしろ顧客取引と業者取引が相対的に増加してマーケットメーカーの取引比率が低下する拡大均衡となる可能性の方が高そうである。あるいは他の取引所の主体別取引比率はフロア取引の場合であり、電子取引の場合では異なる取引主体比率に落ち着くことになるのかもしれない。その場合には他の取引所での電子化の進展が取引主体比率をISEの水準に近づけることになるのかもしれない。

ISEに死角があるとすれば株式オプション取引ではなく、株価指数オプション取引であろう。各取引所のオプション取引高を合計した場合には株価指数オプション取引の存在のため、ISEはCBOEには未だに及ばない。ISEはもともと株式オプション取引を目的として設立された取引所であるが、取引の拡大につれ、株価指数オプションにも関心を示しだした。アメリカで取引の盛んな株価指数オプションはS&P500指数、S&P一〇〇指数、ナスダック一〇〇指数、ダウ工業株指数を対象としたものであるが、これらはいずれもCBOEで

取引がおこなわれている。実は現在のところ、株式オプションとは違って株価指数オプションは指数開発業者がCBOEと専属契約を結んでおり、ISEは上場したくても上場できないのである。株式オプションの重複上場を推進したSECがこの慣行を認めているのは矛盾しているとISEは主張しているが、株価指数オプションの重複上場が認められる見通しはつかない。そこで、ISEは二〇〇三年一〇月にS&Pスモールキャップ六〇〇という株価指数を対象としたオプション取引を開始したが、指数の知名度も低く、取引は少ない。ISEがCBOEに取って代わるためには株価指数オプションという壁が存在しているのである。

注

- (1) この当時の事情に関しては、拙稿「米国における株式オプションの重複上場」(本誌一五四七号、一九九七年六月)、「アメリカにおける株式オプションの重複上場」『証券経済研究』九号、一九九七年九月)を参照
- (2) この間のより詳細な経緯については注(1)の文献を参照
- (3) 以下の説明はISEのホームページ(<http://www.iseoptions.com>)の情報、とりわけ次の文書による。International Securities Exchange Rules, Updated as of December 2, 2003.
- (4) OCC統計月報(The OCC Monthly Statistical Report For Equity Options)による。なお、この月報はOCCのホームページ(<http://www.optionsclearing.com>)から入手できる。
- (5) なお、ポストン証券取引所とモニターオール取引所、インタラクティブ・ブローカーズが設立したポストン・オプションズ取引所(BOX)がISEに続く第二の電子オプション取引所として二〇〇四年二月六日に取引を開始する。

(よしかわ まさひろ・客員研究員)

証研レポート既刊目録

№1605 (2002.4) 中国株式市場の形成と国有企業改革 米国機関投資家の取引コストと取引システム (2) 債券取引の電子システム	執筆者 王 三木 清水
№1606 (2002.5) 日本版金融ビッグバンの評価 中国の証券行政 - 中国版 SEC (中国证券监督管理委员会) の誕生 - 外為取引の減少と電子取引	二上 王 伊豆
№1607 (2002.6) 資産管理型営業の再考 中国の個人投資家 投資顧問業者の注意義務について (1) - 運用機関の受託者責任より -	二上 王 三木
№1608 (2002.7) 家計の金融資産を取り巻く状況 投資顧問業者の注意義務について (2) ペイオフと地方公共団体の公金管理	二上 三木 清水
№1609 (2002.8) 中国上場会社のコーポレート・ガバナンス原則 (1) トランジション・マネジメント ITバブル後の国際資本移動について	王 三木 伊豆
№1610 (2002.9) ワン・ストップ・サービスの論点 中国上場会社のコーポレート・ガバナンス原則 (2) ユーロクリアとクレストの合併	二上 王 吉川
№1611 (2002.10) 証券代理店構想について 社会的責任投資とエコファンド スーパー・モンタージュ導入とECNのビジネス	二上 三木 清水
№1612 (2002.11) 中国株式市場の機能について 機関投資家と株券貸借取引 「第二期グローバル化」論について	王 三木 伊豆
№1613 (2002.12) 市場間競争と証券取引所 中国のQFII制度の導入 シングル・ストック・フューチャーズ - アメリカにおける個別株先物の導入 -	二上 王 吉川
№1614 (2003.1) 日本の産業・企業再生の行方 日中の経済関係について 米国のストックオプション制度とその問題 初期のロンドン証券取引所	執筆者 二上 王 三木 清水
№1615 (2003.2) ドイツ取引所の上場制度再編 - ノイエ・マルクト消滅の意味するもの - 機関投資家とオルタナティブ投資 ITバブル期の米国企業金融	二上 三木 伊豆
№1616 (2003.3) 中国株式市場の問題点について わが国の最良執行の現状について スーパーモンタージュ導入の影響 - ナスダックによる予備的分析 -	王 三木 吉川
№1617 (2003.4) 東証・上場廃止基準を強化 - 急がれる上場廃止銘柄の受け皿づくり - 日本におけるディストレスト証券市場の現状と課題 ナスダック・ドイチェラント - ナスダックの新たなヨーロッパ戦略 - 第一次世界大戦前後のロンドン証券取引所	二上 松尾 吉川 清水
№1618 (2003.6) 欧米証券取引所の国際化について 欧州委員会による株式決済市場改革 不正会計事件後のSECによる格付会社調査	伊豆 吉川 清水
№1619 (2003.8) オプション取引の社会的意義と投資家保護 マイカル社債のデフォルトと個人向け社債処理の問題点 米国の「双子の赤字」と国際資本移動 クリアネットとLCHの合併 - ユーロネクストのロンドン証券取引所包囲網 -	二上 松尾 伊豆 吉川
№1620 (2003.10) 株券不発行制度の導入 - 変貌する有価証券制度 - 米国のDIPファイナンス制度と現状 株価指数とは何か - MSCIJ 日本指数先物の取引停止 - 地域通貨の機能は何か	二上 松尾 吉川 清水
№1621 (2003.12) 発展途上国の株高の背景について ユーレックスvsシカゴ - ユーレックスのアメリカ市場参入 - アメリカの市場情報課金のあり方について - 市場情報に関するSEC諮問委員会レポートより -	伊豆 吉川 清水

証研レポート第一六三二号
二〇〇四年二月九日発行

(偶数月第二月曜日発行)

昭和五十二年十一月十一日第三種郵便物認可

2004年2月号

発行所

財団法人 日本証券経済研究所
大 阪 研 究 所

〒541-0041 大阪市中央区北浜2-1-5 大阪証券会館別館

電話 (06) 6201 0061 (代表) Fax (06) 6204 1048

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

定価400円(本体381円)