

証研

レポート



No.1581

2000年4月

新しい証券業のビジネスモデル 二上季代司（1）

ユーロネクスト  
～三つともえのヨーロッパ株式市場～ 吉川 真裕（10）

オンライン・ブローカーと取引所の市場情報手数料  
清水 葉子（28）

国債の保有形態～登録国債と振決国債～ 福本 葵（40）

最近の公社債発行市場の概況（下） 松尾 順介（51）

財団法人 日本証券経済研究所

# 新しい証券業のビジネスモデル

一上季代司

最近、「ビジネスモデル」という言葉が盛んに使われるようになつた。「儲けの仕組み」という意味だそうである。<sup>(1)</sup>要するに、利益をあげるために経営の手法・仕方をいうのであり、その限りで何より新しい事はない。しかし、この言葉が最近しきりに使われるようになつたのには理由がありそうだ。まず何より、それはカタカナ言葉であり、IT（情報通信）革命によつてインターネットを利用した企業が増えたことと関係がある。インターネットを利用してすることで、たとえば無店舗、営業員なしという、これまでとは全く異なつたコンセプトのやり方で商売する企業が増えてきたからである。オンラインブローカーが急速に増え、その取扱高が急増している証券界などはその典型だろう。

しかし、証券界の場合、ビジネスモデルの変革をもたらしているのはインターネットだけではない。日本経済の基調変化（産業構造の転換）や規制の大改革（＝ビッグバン）など証券経営を取り巻く環境が様変わりとなつてゐるのである。今までのところ、日本経済の基調変化による経営手法への影響は大手・準大手証券に特に強くでているようであるが、インターネットやビッグバンによる経営手法への影響は大手から中小まで広範囲に波及していることが認められる。いずれにせよ、証券業において、今後求められるビジネスモデルは何か、という問題意識がでてくることは間違ひないだろう。そこで以下では、この点について簡単にまとめてみた。

## 1 日本経済の基調変化と新しい証券ビジネス

日本経済の基調変化は証券会社の顧客である発行会社、投資家による証券サービスへのニーズを変える方向に働き、これはさらに証券会社の経営者に波及して、新しい証券サービスを提供するにふさわしいビジネスモデルを模索させる動きに発展する。

日本経済はこれまで、重厚長大型の産業構造を基礎に大量生産、大量販売に適した大企業体制で高度成長を続けてきた。しかし、その時代は終わつた。経済停滞の現状を打破し、雇用確保、経済活力維持を計るには新規の起業、技術開発が不可避であり、これにふさわしい金融システムに脱皮する必要があるとされる。<sup>(2)</sup>すなわち、今後の日本の金融システムは、（一）銀行に過度にリスクが集中する現在の資金仲介のあり方から家計が薄く広くリスクを負担できるシステムへ、また（二）これまでのような単に黒字主体（家計）から赤字主体（企業・政府）へ資金を移転させる機能よりも成熟産業から新興成長産業へと成長性・収益性に即して効率的に資金を配分する機能こそが發揮できるようなシステムへと、脱皮することを求められているわけだ。

証券会社に関していえば、その果たすべき役割は、これまでのような個人向け株式営業力に支えられたエクイティファイナンスの引き受けによる迅速かつ大量の資金供給ということよりも、①未公開株の取り扱いによる流動性向上、新規公開を通じた新興企業の発掘・育成、②自社株などの資本政策、資産の証券化・流動化、事業部門の分社化、M&A等に関連するアドバイスやこれに必要とされる引受け等を通じた既存産業・企業の財務や組織のリストラの促進、③投資家向けには適切なリサーチに基づくアドバイスや資産運用サービスを通じた家計貯蓄の証券市場への導入、というものに移つてゐる。また、家計貯蓄は「市場型間接金融」の形（年金基金や投資信託など）をとつて投資するケースが増えると思われるため、④機関投資家向けに株式・債券等の売買執行能力

を向上させる」とも求められるようになる。このような証券会社の役割を通じて、産業構造の転換が促進され、また家計が広く薄くりスクを負担できる仕組みが整えられるわけである。

## 2 新しい証券ビジネスとビジネスモデル

これらは一般的には「投資銀行業務」(①②)、「アセットマネジメント業務」(③)、「トレーディング業務」(④)と総称されている。「アセットマネジメント業務」<sup>(4)</sup>は資産の運用にかかるコンサルタント、執行、管理の業務であるが、市場型間接金融が支配的になつてると、種々のファンド（投信など）の開発・組成とその販売という二つの経路が派生してくることになり、業務としては「投資顧問・投信委託業務」と「投信等ファンドの募集業務」を形成することになる。これらが今後、証券会社において特に求められる業務ということになる。

ところが、日本の証券会社の場合、歴史的な経緯からこれらの業務は新規公開業務や投信の募集業務を除いてなじみがないか、重きをおいてこなかつたので、当然のことながらこれらの業務にふさわしい経営体制になつていいないのである。そこでビジネスモデルとしては、まずは、これらの業務で先行する欧米の証券会社を参考にすることになるのである。欧米の証券会社におけるビジネスモデルの特徴は、簡単にまとめていえば、①事業部門の分社化、②組織のグローバル化、③組織のフラット化、④業績給的要素の強い報酬体系といふ点にあろう(②は国内業務に限定する限りでは関係ないということになる)。

第一に業務の特性という観点から見て、投資銀行業務、株式や債券のセールス・トレーディング、個人向けを主とする支店営業は、異なるビジネスユニット（事業部門）である。そこで欧米では投資銀行部門、商品部門、個人営業部門ごとに社内カンパニー制をとつて、独自の貸借対照表と損益計算書をもち、部門長に権限と責任をもたせ、異なる人事制度を適用するのが一般的となる。もっと正確にいえば、欧米では投資銀行業者、トレーダー、ブローカーは異なる業態として活動してきたのであり、それが業務の多角化を求めて合併・買収を繰り返し金融コングロマリットになつた後においても、部門ごとの業務の独自性を解消することはできず、会社としてはひとつであるが、分権的な社内カンパニーとして存続しているのである。ちなみに配転についても部門内で異動することはあっても部門間にまたがる異動は少ない。それは雇用契約が職種ごとに結ばれるからであるが、副産物として利益相反的行為の抑制にもなつてゐるのではないかと思う。

第二に、アメリカ、ロンドン、東京など各地域の各部門長は、地域拠点長だけではなく本社の部門長にもポジションや取引等、日常業務についてレポートイングを行い、これに基づいて本社の部門長がポジションやリスクを管理、各地域ごとの収益・費用配分を行つてグローバルにコントロールする組織運営になつてゐる。また人事制度も国籍を問わないし、どの地域にいようが、肩書き、給与ベースは同じというケースも稀ではない。こうしたグローバルな組織運営は、機関投資家による国際分散投資の拡大、多国籍企業による国際的な資金調達など市場と顧客ニーズのグローバル化に対応したものであることは言うまでもない。

第三に、日本と違つて肩書き（タイトル）がシンプルであり、そのことが指揮命令系統を簡素化し、機動的・スピーディな意思決定を可能にしている面がある。組織はピラミッド型ではなく文鎮型でフラットである。先ほども見たように各ビジネスユニットは分権的だと述べたが、ビジネスユニット内部がさらに細分化され、しかもそれらが自立した単位（ユニット）になつており、ディールがあるたびに部門を越えてアドホックにチームを組んでビジネスを進めていく。たとえば、投資銀行部門内のコーポレートファイナンス部所属のリレーションシップマネジャー（日本でいう法人部員）がある取引先企業で資金調達のニーズをつかんだとする。その企業の格付

けや規模、市況から判断して公募債よりも私募債の方がよいと判断されれば、調査部員や市場に通じてゐるトレーダーのほか私募のセクションにいるスペシャリストも糾合して臨機応変にチームを作り、デイルが終わればチームは解散、という仕事の流れとなる。この場合、重要なことは、スペシャリストの集団であり、かつ他部門にわたるチームの結成も日常茶飯事であることから、上層部の管理職や経営陣は広範囲なビジネスに通曉し、モニターできる手腕を持つ必要があるということである。

第四に、投資銀行部員の給与は職務に規定された水準の固定給プラス実績に連動したボーナスで形成される年俸制が普通であり、これはトレーダーも同様である。営業店所属のプローカーだけがコミッショனに連動した歩合給という点で異なるが、いざれにせよ実績給の占める割合が高いということである。業績にインセンティブ付けられた給与体系であり、かつ分権的な組織体系であることが、プロフェッショナルとして専門的な技能を持つ要員の確保に一役買つているわけであるが、半面でルール無視の営業行為を未然に防ぐことが難しくなるためコンプライアンス部門はどこも重視され、かつ社内調査の幅広い権限をもつてゐるのが普通である。

以上のような特徴を持つ欧米証券会社のビジネスモデルは特に大手証券において意識されている。ホールセルとリテールの分離やビジネスユニットごとの社内分社化、年俸制の導入など人事・報酬制度の改革にその痕跡が認められるからである。この結果、証券に関するおよそあらゆる業務を総合的に取り込んだ大手総合証券という旧来のビジネスモデルは消えて行くであろう。

### 3 ビッグバンとビジネスモデル

一方、大手証券が経営改革の上で特に意識しているアメリカの証券界においても、インターネット等IT革命の進展につれオンライン証券会社が個人向けプローカー業務の三割を占めるまでに業務を拡大、またECN（電子コミュニケーションネットワーク）と呼ばれる取引システムを利用して執行機能まで取り込みつつあり、さらに最近では新興企業向けの投資銀行業務に進出し始めている。欧米証券会社の既存のビジネスモデルだけではなく、IT革命の影響についても考慮する必要が出てきたのである。

ところでわが国の場合には、「ビッグバン」とよばれる大規模な規制緩和が重なったことの影響もあるので、これをさきにみておこう。まず、手数料自由化は従来のビジネスモデルを維持したままでは大多数の証券会社のメインビジネスであった個人向け株式プローカー業務の収益性を低下させる方向に働くという認識が浸透してきた。今のところ、昨年春からの相場の回復で個人投資家が回帰し、手数料率の引き下げを補つて余りある状況であるが、これは一時的、と見る人が多いのである。第二に、証券取引法の改正で証券業が免許制から登録制に移行し新規参入を促進させたことは、証券業の競争を激化させるとともに、潜在的に新しい発想とビジネスモデルを抱えた外部の関係者に参入の機会を与えることとなつた。ちなみに九〇年代をみると一九九六年末まで新規参入は一九社を数えるが、すべて金融制度改革法に基づく銀行子会社設立によるものである。しかしビッグバンの内容を盛り込んだ三つの審議会報告書が公表された九七年から九九年までの三年間をみると四一社もの新規参入があつた。それらの多くはニッチの業務に焦点をあてるか、新規性のある経営手法を用いるなど、きわめてユニークなものが多い。第三に、本来の業務、兼業業務とともに証券業務の範囲が拡大されたこと、独禁法の改正で「持株会社」が解禁された事なども、証券会社経営の裁量の幅を広げたといふことができよう。

このように、証券業のビジネスモデルに対するビッグバンの影響は、最大の収益源であつた個人営業部門におけるビジネスモデルの見直しと、外部からの新規参入を通じた新しいビジネスモデルの導入という効果をもたら

しつつある。では具体的にどのようにビジネスモデルは変わつたのであるか。

#### 4 リテール業務におけるビジネスモデル

これまで日本の証券会社の個人営業は値さや稼ぎの回転の速い個人資金を主たる対象としてきた。それには歴史的な事情が絡んでいたのだが、一旦こうなつてしまふと営業員の営業姿勢は、ゆつくりと長期にわたって顧客の資産を預かり増やそうということよりも、目先の値幅が取れそうな銘柄に関する市場情報を提供することに力を入れるようになる。それはもちろん証券会社にとって手数料に入るというメリットがあるからだが、顧客の側でも投機思考が強く多数銘柄のポートフォリオによる資産形成などという、まだるっこしい考えはもたないからである（だからこそ蝶山教授が主張するように「投資家教育」が必要である<sup>(6)</sup>）。このため、投資信託のような長期の資産形成に適合した商品でさえ、基準価格が上がるとすぐに利食い売りができる投信の解約率が高くなるのである。この傾向は、依然として根強く残っている。

しかし、手数料の自由化とインターネットを利用したオンラインブローカーの出現がこうした営業手法の存続余地を狭めていった。営業員が提供する市場情報などなくとも従来の水準を劇的に下回る手数料表を提示すればかなりの短期回転資金をひきつけられるということがオンラインディスクонтプローカーによって実証されつつある。たとえばマネックス証券と松井証券は預かり口座数と受注高を自社のホームページで公表しているが、これによると回転率が極めて早い。しかも両社とも取り扱いシェアは上昇している。回転の速い資金の一部がここへ流れていると判断してよからう。

このように、従来の短期回転資金の顧客層を前提にすると、店舗なし、営業員なし（したがつて対面での情報提供なし）、ただし大量の広告を打つてブランドイメージを高めつつ絶えずシステム投資を行つて注文を集めることによって従来とは様変わりのビジネスモデルがオンラインディスクонтプローカーによつて導入されることになった<sup>(7)</sup>。しかしオンラインディスクонтプローカーはアメリカでも広告宣伝費が利益を圧迫して多くが赤字経営に陥つており、ゴーリングコンサーン（継続企業）としてのビジネスモデルとなるかどうかはまだ証明されていない。

他方、我が国の証券会社にはこれまで貯蓄性資金の層が薄かつたのであるが、日本経済の基調変化は大企業を中心とした日本の雇用慣行の修正に導き、四〇一Kプランなどの年金制度改革と相まって、投資信託等のファンドを経由して貯蓄性資金が証券市場に流入するという環境が整ってきた。短期的には高金利時代の定額郵便貯金の集中満期を迎えるというタイミングもある。そこで、個人顧客のライフサイクルや属性に応じてオーダーメイドの資産配分を提案しこれに適した金融商品を販売、長期の資産形成という観点から適時その見直しを提案するという「資産管理型営業」という営業手法を採用する証券会社が数年前から現れた。

このコンセプトの個人営業についても新規参入業者がユニークなビジネスモデルを提起している。たとえば、外部のFP（ファイナンシャルプランナー）や会計士、税理士等と契約して営業員を雇用するのではなくアウトソースする（外部委託する）方法である。無店舗の対面営業である。この場合もインターネットを利用して必要な情報の提供を行うのであるが、コンプライアンス（法令遵守）の観点から口座の開設・管理、受け渡しや受注確認は本社で行うのである。受注確認を本社でチェックすれば時間がかかるので、この間に気配が動くような株式の営業には適さない、投信のように基準気配が一日中固定しているような金融商品に適しているのである。

他方、既存の証券会社でも資産管理型営業を推進する観点から、店舗のレイアウト（コンサルタント用のブー

スを設ける一方、株価ボードを撤去) や営業員の報酬体系(預かり資産に連動した業績給を加味するなど) などにおいて様々な試みがなされている。ただ、こうした試みや、先ほどの例にある営業のアウトソーシングのようなどビジネスモデルが利益を伴った商売のやり方として定着するかどうか、その結果が判明するのは今しばらく時間が必要のようである。

(注)

- (1) 【週刊東洋経済】二〇〇〇年四月一日、二六ページ。
- (2) 平成一一年度版「経済白書」
- (3) 市場型間接金融については蝶山昌一「日本の金融システム」(東洋経済新報社、一九八七年) を参照。
- (4) 「アセットマネジメント業務」は狭義には投資顧問や投信委託業務のように資産の運用ならびにファンドの開発・組成など卸売り部門を指す場合が多い。
- (5) これは基本的には高度成長下で日本の証券業界が担わされた役割に規定された、やむをえない事情に基づくものである。この点、詳しくは「上季代司「今後の証券経営(上)」「月刊資本市場」一九九九年一〇月号。
- (6) 蝶山昌一「金融ビッグバンと投資信託」「投資信託と資産運用」日本経済新聞社、一九九九年。
- (7) これに対しても、既存の証券会社では大手証券が機関投資家向けに限定していたアナリストの調査レポートを個人向けにも提供することと対抗している。

(にかみ きよし・主任研究員)

## ヨーロネクスト

### ～三つともえのヨーロッパ株式市場～

吉川 真裕

一〇〇〇年三月二一〇日、フランスのパリ証券取引所、オランダのアムステルダム取引所、ベルギーのブリュッセル取引所は株式市場の合併計画を発表した。ヨーロッパでは一九九九年の単一通貨ユーロ導入を前にして一九八八年七月七日にロンドン証券取引所とドイツ証券取引所が将来の共通プラットフォームの開発を目指した戦略的提携に合意したと発表し、これを受けて一九九八年一一月にはEU統合後のヨーロッパ市場の構想をめぐつてパリでヨーロッパの九つの証券取引所による会合が開かれ、ストックホルム証券取引所を除く八つの証券取引所の間で共通プラットフォームの開発に向けた協議が開始された。協議の過程ではその核となるロンドン証券取引所とドイツ証券取引所の間で共通プラットフォームの具体的な形に関する合意が成立せず、一九九九年九月には共通プラットフォームではなく、各証券取引所へ注文を回送するための共通アプリケーション・プログラム・インターフェイス（A P I）を二〇〇〇年一一月までに開発することに計画が変更されたことが発表されていた。今回、合併を発表した三取引所はいずれもこの八取引所に属しており、イギリスとドイツ主導の株式市場統合計画に対抗して第三極を形作る道を選択したわけであるが、事態をより複雑にした感は否めず、更なる証券取引所の合併・提携への道が開かれたようである。

本稿では、三取引所の合併に至る経緯を、ユーロクリアとセデル（現クリアストリーム）を核としたヨーロッパの決済機関の再編成と合わせて紹介し、今後のヨーロッパにおける証券取引所の合併・提携の見通しを明らかにする。

## 1 共通プラットフォームをめぐる糾余曲折

一九九八年七月七日、ロンドン証券取引所とドイツ証券取引所は将来の共通プラットフォーム開発を目指した戦略的提携に合意したと発表し、パリ証券取引所をはじめとするヨーロッパの証券取引所を驚かせた。アムステルダム証券取引所は発表当初からこの戦略的提携に好意的な姿勢を示していたが、パリ証券取引所はイタリア・スペイン・オランダ・ベルギーの証券取引所に呼びかけて英独提携に対抗する意図を表明し、ニューヨーク証券取引所にも提携の打診をする用意があると反発していた。しかし、一月十九日にマドリード証券取引所が英独提携に将来的に参加する用意があると正式に表明し、ミラノ証券取引所も英独提携支持の立場にあることが伝えられ、パリ証券取引所の反英独提携構想は破綻した形となり、一一月二七日にはEU統合後のヨーロッパ株式市場統合をめぐってパリでヨーロッパの九つの証券取引所による会合が開かれ、ストックホルム証券取引所を除く八つの証券取引所の間で共通プラットフォームの開発に向けた協議が開始された。<sup>(1)</sup>

すでにロンドン証券取引所会員とドイツ証券取引所は一九九八年一月四日にロンドン、翌五日にフランクフルトで開かれたセミナーで、両取引所会員によるロンドン証券取引所の電子取引システムSETS、ドイツ証券取引所の電子取引システムXETRAへの参加条件を提示し、一九九九年中に合同企業の設立、共通の規則と規制の制定、使用料金体系の簡素化、SETS・XETRAへの共通フロントエンドの提供、共通決済機構の提供へ向けての作業を行い、二〇〇〇年以降に單一取引プラットフォームと規則・使用料・決済機構の調和が計画されていることを明らかにしていた。したがって、八取引所による協議もロンドン証券取引所とドイツ証券取引所の方針に追随するというのが実態であった。一九九九年三月九日にロンドン証券取引所とドイツ証券取引所は短期的な市場調整に関する提案を公表した。この提案の骨子は取引時間・注文規模の上限・指し値注文の有効期限の統一に関するものであり、一九九八年七月に取引開始時間を三〇分繰り下げたロンドン証券取引所が取引開始時間を一時間繰り上げるということを除けばほとんど反対する理由は見当たらない。そこで、この提案は合同企業の所有比率や共通株価指数の決定をめぐる調整の難航を隠蔽するための手段に過ぎないという見方さえあつた。そして、両取引所による調整の難航を取り繕うかのように、一九九九年五月四日にはマドリードで八取引所による覚書の調印がおこなわれ、各国の優良銘柄を取引するための共通プラットフォームの開発と共通の規則と規制の制定が八取引所の間で再度確認された。<sup>(3)</sup>

一九九九年九月二二日にブリュッセルで八取引所から発表されたプレス・リリースでは、共通プラットフォームではなく、共通マーケット・モデルに従う各国の取引システムにアクセスするための共通電子インターフェイスの導入を二〇〇〇年一月までにおこなうという形に合意は後退した。このプレス・リリースでは調和した規則に従つて共通の機能を持つ、高流動性銘柄のための共通マーケット・モデルを想定し、流動性の拡大、透明性の向上、取引手続きの簡素化、利用者のシステム装備の削減、新規資金の獲得、投資家保護の促進、市場のインテグリティ（継続性）の確保、といった目的のために、以下のような特徴を持つ共通マーケット・モデルが合意されていることが示された。<sup>(4)</sup>

① 寄り付きと引けおよび場合によっては日中にもコール・オーフォワードがおこなわれる電子的継続オーダー。

## ドリブン取引システムの採用

- ② 各証券取引所のオーダー・ブックにアクセスするための調和したアレンジの採用
  - ③ 取引前と取引後の匿名性の確保とセントラル・カウンターパーティの採用
  - ④ 注文形態、サイズ、オーバークションの利用形態、ディーリング容量、ティック・サイズといった継続取引のための調和した機能の採用
  - ⑤ 大口取引に対して、注文総量をオーダー・ブックに表示しないヒドゥン・オーダー (hidden order) やアイスバーグ・オーダー (iceberg order) といった特殊なタイプの注文をサポートする機能の採用
  - ⑥ 値格操作や指値操作を防止するための共通アプローチの採用
  - ⑦ 会員業者の立地に左右されない公正で平等な市場へのアクセス
- この発表に対して、共通プラットフォームを切望してきたヨーロッパの機関投資家や大手金融機関からは失望の声が上がり、ヨーロッパ統一株式市場という構想には、各証券取引所は賛成であるものの、自らの存続に関わる各論では合意ができない」とが明らかとなつた。とりわけ、この対立の中心は戦略的提携の発表によつてヨーロッパ統一株式市場構想を打ち出したロンドン証券取引所とドイツ証券取引所の間にあり、統合後のイニシアティブをどちらが握るのかという問題でどちらも譲歩ができなかつたことが最大の理由である。株式市場の長い伝統とヨーロッパ最大の時価総額を持ち、SEAQインターナショナルで一度はヨーロッパ株式市場を独占しかけたロンドン証券取引所と、東ドイツの併合によって勢いづき、経済規模では他のヨーロッパ諸国を寄せ付けないドイツにあって、世界最大の先物取引所のEUREXやヨーロッパ最大のベンチャーマーケットであるノイア・マルクトを傘下に持つドイツ証券取引所の提携ということ自体に最初から無理があつたのかもしれない。

## 2 決済機関の再編成

ヨーロッパにおける国境を越えたクロス・ボーダー取引では取引そのものにも増して受け渡し・決済業務にコストがかかると言われている。国の数だけ決済機関（証券保管振替機関）が存在し、その決済機関の組み合わせの数だけでも膨大な数にのぼり、しかもそれぞれの決済機関が歴史的な経緯からかならずしも同一の期日や手手続きで決済業務をおこなつてゐるわけではない。株式取引のクロス・ボーダー化に先駆けて、一九六〇年代におけるユーロ債市場の発展とともに、ヨーロッパのみならず、世界的な規模でのクロス・ボーダー化が進展した債券取引では、一九六八年にはブリュッセルにユーロクリア (Euroclear)、一九七〇年にはルクセンブルグにセデル (Cedel International) といふ二つの国際決済機関が誕生し、ユーロ債市場のほとんどの取引を決済してきた。しかし、株式取引では一九八〇年代後半から活発化したロンドン証券取引所のSEAQインターナショナルでのクロス・ボーダー取引でもユーロクリアやセデルの利用は限定的で大半は母国市場の決済機関を通じて決済業務はおこなわれてきた。そこで、ヨーロッパでは各国の決済機関の連合体であるECOSDA（欧洲中央証券保管振替協会）が個々の決済機関が双務契約を結ぶことにより、各国の決済機関をリンクさせるというECOSDAモデルを推進してきた。

一九九九年五月四日、くしくも八取引所が共同声明を発表した同じ日に、ユーロクリアはハブ・アンド・スペークス (Hub and Spokes) モデルという新たな決済機関統合モデルを打ち出し、ユーロクリアによるセデルの買収提案を発表した。<sup>(5)</sup> ユーロクリアはECOSDAモデルの推進には各国決済機関の協調に伴う時間と重複投資に伴うコストがかかりすぎるとして批判し、他方で单一中央決済機関の設立を目指す国際中央決済機関 (ICSD) モデルに対しても、①イギリスやイタリアは外国での証券保管を禁止し、上場証券の国内登録を義務づけている、

②ドイツは上場証券取引の国内証券保管振替機関での決済を義務づけている、③フランスは配当支払いを国内銀行に限定している、④单一中央決済機関の立地問題は雇用問題と絡んで政治的対立を生み出す、⑤多くの国々では特定業種に対する外国人による株式保有制限を課している、といった点を考慮すると、各国での法改正の問題が避けられず、近い将来に実現する見通しは立たないと断定している。ユーロクリアの提唱するハブ・アンド・スポークス・モデルはECSDAモデルとICSDモデルを折衷させることで、より早く決済業務の効率化を実現できるという点が売りものであり、各国の決済機関（スポーク）は引き続き国内決済業務を継続するが、国際決済業務に関しては各国の決済機関が直接相互に受け渡し・決済をおこなうのではなく、それぞれが国際中央決済機関（ハブ）との間でのみ受け渡し・決済をおこない、国際中央決済機関が各国決済機関のための決済機関として受け渡し・決済業務をおこなうというものである。したがって、国際中央決済機関が複数存在する必要はない、これまでの実績からみてユーロクリアが国際中央決済機関に適任であり、セデルを統合することによって国際中央決済機関の機能を強化できるというのがユーロクリアの提案内容であった。

ユーロクリアのハブ・アンド・スポークス・モデルは各国決済機関に国内業務を継続させることによって法改正の問題を回避し、各国決済機関の不合理な反発を招く」ともなく、各国決済機関の間の国際決済業務を効率化できるという点では現実的で優れたアイデアであると評価できよう。しかし、買収を提案されたセデルと、ECSDAモデルのもとでヨーロッパ最大の国内決済機関であると同時に国際決済業務への進出を目指してきたドイツ証券取引所クリアリング（DBC）にとつては、ハブ・アンド・spoeksp - モデルはユーロクリアの地位を安泰にし、自らの事業展開を制約するという受け入れがたい提案として受け取られたようである。ユーロクリアの提案を受けて、一九九九年五月一四日にルクセンブルグでセデルとDBCは二〇〇〇年一月の対等合併を発表

し、フランスの決済機関であるSICOVAMも新会社設立後に参加する覚書に調印したことが明らかにされた。対等合併の内容はDBCが独自の決済システムの開発を放棄し、セデルのクリエーションというITシステムを採用することによって、单一決済システムを各国の決済機関にも波及させ、ドイツの国内受け渡し・決済業務もおこなう新会社が国際中央決済機関となるという形であり、ユーロクリアのハブ・アンド・spoeksp - モデルに対する代案としてECHモデルと名付けられた。そして、定評の高いフランスのネットティング・システムであるクリアナットが利用される予定である」とも発表され、新会社設立後に合流するSICOVAMの出資比率は今後の交渉によって実績に応じて決定されるとも伝えられた。<sup>(6)</sup>

新会社の最高経営責任者はセデルの最高経営責任者アンドレ・ルッシン氏が継承し、本部も引き続きルクセンブルグに置かれるということであるから、いっけんDBCにとつてのメリットは少ないようみえるが、ロンドン証券取引所とドイツ証券取引所の取引システムをめぐる交渉の力関係にセデルとDBCの合併は大きく影響を及ぼすものと考えられた。イギリスの決済機関であるクレスト（Crest）はセントラル・カウンターパーティを導入していないといふ点で従来から共通決済システムとしては不適格とみられており、決済システムとリンクしたドイツ証券取引所の電子取引システムXETRAの方がロンドン証券取引所の電子取引システムSETSよりもヨーロッパ共通プラットフォームにふさわしいとささやかれていたが、DBCが国際中央決済機関の一部となり、統一ITシステムを採用するとなれば、ドイツ証券取引所のXETRAが共通プラットフォームになる可能性は著しく高まるものとみられていた。

五月二六日にセデルとDBCは各国の決済機関にECHモデルへの参加を呼びかけ、九月一〇日にはイタリアの決済機関であるモンテ・ティトーリ（Monte Titoli）も覚書の調印に向けて協議に入ったことを明らかにし、一

一月一日にはセデルとDBCは正式な合併契約書に調印したが、一月二日にはSICOVAMとの交渉打ち切りが発表され、翌二月二三日にはユーロクリアとSICOVAM、そしてパリ証券取引所傘下のデリバティと店頭取引の決済機関クリアネットが二〇〇〇年四月の正式契約に向けてヨーロッパ共通の決済・ネットイングのための戦略的提携計画を打ち出した。<sup>(7)</sup> 今回のユーロクリアの目標はハブ・アンド・スポークス・モデルの追求ではなく、セデルとDBCが目指した単一決済システムの採用にあり、DBCに次ぐヨーロッパ第一の国内決済機関であるSICOVAMと組むことにより、セデル・DBC連合に対抗しようという戦略である。二〇〇〇年一月一七日にセデルとDBCの新会社はクリアストリーム・インターナショナルという名称で発足し、決済業務を扱うクリアストリーム・バンキングと決済プロセスとIT開発をおこなうクリアストリーム・サービスズを傘下に置いて業務を開始している。なお、三月六日にクリアストリームはコスト削減のためにユーロクリアの合併を関係者に示唆したが、ユーロクリアから拒絶されたと伝えられている。<sup>(8)</sup>

ところで、決済問題に関しては蚊帳の外に置かれていたイギリスのクレストも決済費用の削減に向けて独自の戦略を追求している。一九九八年七月のロンドン証券取引所とドイツ証券取引所の戦略的提携の発表を受けて、九月二二日にクレストはイングランド銀行からイギリス国債とマネーマーケット商品の決済業務の移管を取り付け、一九九九年九月一九日からイギリス国債とマネーマーケット商品の決済業務を開始し、ドイツのDBCやフランスのSICOVAMと対等な形に<sup>(9)</sup>きついている。また、一九九九年八月二三日からはスイスの決済機関であるSIS (SegalInterSettle)との間で、一〇月二五日からはドイツのDBCとの間でリンクを開始しており、二〇〇〇年三月八日にはロンドン証券取引所とロンドン・クリアリング・ハウス (LCH)とともにイギリスの懸案であったセントラル・カウンターパーティを二〇〇一年第一四半期に導入する計画を発表している。

### 3 ヨーロネクスト

二〇〇〇年三月一五日、フランスのパリ証券取引所とオランダのアムステルダム取引所、ベルギーのブリュッセル取引所が合併交渉に入ったというニュースが流れ、一九九八年七月七日のロンドン証券取引所とドイツ証券取引所の戦略的提携以来の衝撃が走った。そして、三月一八日には各取引所の理事会による全会一致の支持を受けて覚書に調印され、三月二〇日にはロンドンのサボイ・ホテルで記者会見がおこなわれた。<sup>(9)</sup>

合併後の新会社の名称はヨーロネクスト (Euronext) であり、三取引所およびその傘下の先物取引所の会員または株主を同一資格の株主として持つ新会社としてオランダに設立される（各取引所による出資比率は二カ月以内にABMアムロとアーネスト&ヤングによって決定される予定）。新会社はパリ証券取引所のジャン・フランソワ・テオドール理事長、アムステルダム取引所のジョージ・メラー理事長、ブリュッセル取引所のオリバー・ルフェーブル理事長の三人からなる取締役会と投資家を含めた二二人の監査役会（初代会長はオランダ人を予定）によって運営され、初代の社長兼最高経営責任者にはパリ証券取引所のテオドール理事長、最高業務責任者にはアムステルダム取引所のメラー理事長（次期社長兼最高経営責任者を予定）、法務および人事を担当する事務総長にはブリュッセル取引所のルフェーブル理事長の就任がそれぞれ予定されている。そして、二〇〇〇年九月の合併完了と、年内の上場、二〇〇一年第一四半期のルール統一とシステム統合が計画されている。この合併は株式市場の統合に止まらず、それぞれの取引所がデリバティブ市場と決済機関を傘下におさめていることから、株式市場、デリバティブ市場、決済機関、すべての統合を目指しており、各国の証券取引所と決済機関の間で独自におこなわれてきたヨーロッパ統合をデリバティブ市場も含めて一挙に実施するという新たな戦略を提示した。なお、ユーロネクストはすでにルクセンブルグ取引所から参加の意向を打診されており、新たなパートナーの参

加を歓迎するが、これまでの八取引所による株式市場統合計画を排除するものではなく、引き続き統合計画に参加していくという意向も示された。

合併後の業務運営については、関係者の話としてパリ証券取引所が優良株式市場、アムステルダム取引所がデリバティブ市場、ブリュッセル取引所がベンチャー株式市場を分担するとか、パリ証券取引所が株式市場、アムステルダム取引所がデリバティブ市場、ブリュッセル取引所が決済業務を分担するといった報道が流れたが、記者会見では地理的な棲み分けは計画していないと説明された。そして、取引システムについてはパリ証券取引所とブリュッセル取引所で使用しているパリ証券取引所の電子取引システムNSCに基づいて株式取引がおこなわれ、ネットディング業務についてはフランスのクリアネットを拡張する形で対応し、決済業務についてはパリ証券取引所が採用しているシカゴ・マーカンタイル取引所(CME)とニューヨーク工業品取引所(NYME)が共同開発したクリアリング<sup>21</sup>に基づいておこなわれる予定であると説明されたが、デリバティブ取引に関してはどの取引システムを採用するかは決まっておらず、ロンドン国際金融先物・オプション取引所(LIFFE)のLIFFEコネクトにも関心があるとして、ユーロネクストへのLIFFEの参加を促していた。また、決済機関については単一の機関を予定しており、フランスのSICCOVAMとの間で戦略的提携を計画しているユーロクリアが第一候補であると明記し、ユーロネクストへのユーロクリアの参加も促していた。

ユーロネクストの設立計画を受けて、三月二十四日、ユーロクリアとSICCOVAMはSICCOVAMがユーロクリアの子会社になる形で合併の同意に達したことを明らかにし、ユーロネクストの受け渡し・決済・ネットティング業務をおこなうことを表明した。そして、最終契約は二〇〇〇年六月に調印予定であり、規制当局の承認を待つて二〇〇一年はじめに合併を完了する見通しであることも明らかにされた。<sup>(19)</sup>

#### 4 三つともえのヨーロッパ株式市場

ユーロネクストは、株式市場、デリバティブ市場、決済機関、これらすべての統合を目指しており、これまで各国の証券取引所間および決済機関の間で独自におこなわれてきた統合を一挙に実施するという新たな戦略を提示した。さらに、八取引所による統合計画は取引所間のリンクが想定されていたのに対し、取引所の合併という形に踏み込み、取引所間の統合・合併という新たな局面を切り開いた意義は大きいと考えられる。

ユーロネクストは一九九九年末の上場株式時価総額でヨーロッパ第二位のパリ証券取引所と第五位のアムステルダム取引所、第一〇位のブリュッセル取引所の合併であり、ロンドン証券取引所に匹敵する規模に達し、戦略的提携に基づいてヨーロッパ株式市場統合を推進してきたロンドン証券取引所とドイツ証券取引所が主導権争いで分裂している状況のもとでは、新たな第三極としてあらわれたことになる。しかも、決済機関との関係からすれば、ユーロクリア・ユーロネクスト連合はクリアストリーム・ドイツ証券取引所連合と並ぶ二極のうちの一極となり、ユーロクリア・ユーロネクスト連合を抜きにしては統合はあり得ないという位置を占めるに至った。

しかし、現段階ではユーロネクストは、債券市場でヨーロッパのベンチマークとなつたドイツ長期国債(BUND)やBUND先物(EUREX上場)、短期金融市场でヨーロッパの代表的指標となつたヨーロッパ銀行間金利(EURIBOR)やEURIBOR先物(LIFFE上場)、ヨーロッパ各国の株式からなるヨーロッパ統合株価指数先物(EUREX上場)の市場は獲得しておらず、弱小勢力の寄せ集めという感は否めない。しかも、ユーロ市場の拠点であるロンドンやヨーロッパ中央銀行を要するフランクフルトに比べると、ユーロネクストの中心であるパリにはヨーロッパ規模での金融センターとなるべき理由が見当たらない。したがって、ロンドンかフランクフルトと提携し、ロンドン・パリ連合という形か、フランクフルト・パリ連合、あるいはロンド

ン・フランクフルト・パリ連合の形でヨーロッパ金融市場の一翼を担うというのがおそらくは妥当な狙い目であろう。

もともとイギリスに対する対抗意識の強いフランスはドイツと協力して、イギリス抜きの、あるいはイギリスの主導しない形でヨーロッパ市場統合を追求しており、いつたんはその形でドイツとの協力関係がかなり進んだ。一九九三年七月の協定に基づいて一九九四年九月に実施段階に入ったパリ国際金融先物・オプション取引所（M A T I F）とドイツ先物・オプション取引所（D T B）の提携に端を発し、一九九五年一〇月に調印された、パリ証券取引所、パリ流通型オプション市場（M O N E P）、M A T I Fと、フランクフルト証券取引所がD T Bの持ち株会社であるドイツ証券取引所の間で市場間提携の覚書では、①M A T I FとM O N E Pがデリバティブ市場における電子取引システムとしてD T Bのシステムを採用し、②フランクフルト証券取引所が現物市場における電子取引システムとしてパリ証券取引所のN S Cを採用することが計画されていた。しかし、一九九六年四月に共通の取引システムを採用するという計画は断念されることになり、一九九八年七月にはロンドン証券取引所とドイツ証券取引所が共通プラットフォームの開発を目指した戦略的提携を結ぶことになった。このときもパリ証券取引所はロンドン・フランクフルト連合に対等条件で参加する意志を持っていたが、二〇%のジュニア・パートナーと位置づけられ、他の証券取引所との提携を試みて巻き返しを謀つたが、賛同を得られず、八証券取引所の協議に加わった。一九九九年五月のセドルとD B Cの合併の場にもパリ証券取引所とS I C O V A Mは対等な立場で参加する意向を示したが、二八%という出資比率を受け入れられず、結局一月に交渉を打ち切っていた。こうした経緯からも明らかのように、パリ証券取引所はロンドン証券取引所かドイツ証券取引所、またはその双方と対等条件であれば協力する意志はあり、今回のユーロネクストはロンドン証券取引所か、ドイ

ツ証券取引所から妥協を引き出すための誘い玉とも考えられる。

今回のユーロネクストは実質的にはパリ証券取引所によるアムステルダム取引所とブリュッセル取引所の吸収合併と言える。一九九八年のロンドン証券取引所とドイツ証券取引所の戦略的提携の際にアムステルダム取引所はいち早く支持を表明しており、パリ証券取引所の誘いを断つていたわけであるが、その後ロンドン証券取引所とドイツ証券取引所の交渉が進まず、しびれを切らせた感がある。一九九九年一月からはブリュッセル取引所とルクセンブルグ取引所の間で会員の相互乗り入れを実現しているが、いずれにせよアムステルダムがヨーロッパの金融センターとなることは考えられない。しかも株式市場・デリバティブ市場ともにコンピューター化が実現しておらず、株式取引にA E X二〇〇〇という取引システムを導入する予定であったが、なんらかの共通プラットフォームが決まればそれを導入せざるを得ない立場にあり、主要取引所間の交渉を促進すると同時に、独自のシステム開発負担を回避し、コンピューター取引導入に対する会員の反対を抑えるという意図が考えられる。

その他の取引所の中では、ヨーロッパで時価総額第四位のスイス取引所が一九九九年一月二八日にパリ証券取引所との間でパートナーシップ契約を結んでいたにも関わらず、ユーロネクスト計画の相談を受けていないことから、デリバティブ市場で提携したドイツ陣営に入るのか、株式市場で提携したフランス陣営に入るのか、躊躇している。同様に、一九九九年三月一日にパリ証券取引所とスイス取引所の間でパートナーシップ契約を結んだイタリア取引所も、決済機関はドイツ陣営と交渉中であり、デリバティブ市場では一九九八年一二月一日にフランスとスペインの間でユーロ・グローベックス提携を結んでおり、進退は明らかではない。

一九九〇年三月二六日、イギリスの決済機関クレストとスイスの決済機関S I Sは共通の決済ネットワーク・システムを導入した。<sup>(21)</sup> ヨーロクリア、クリアストリームに続くヨーロッパ第三の決済システムであるが、单一決

済システムではなく、ヨーロクリアやセデルのような実績もないだけに過大な評価はできない。イギリス陣営はセデルとDBCが合併を発表し、SICCOVAMも賛同していた時期にヨーロクリアと提携していれば、もっと大きな交渉力を確保できたはずである。ロンドン証券取引所は三月一五日に株式会社化を決定し、四月末ないし五月はじめに株式の取引が開始される予定であるが、株式会社化後には株式会社化されている他の取引所の合併もあり得ると言われていただけに、今後の動向が注目される。<sup>(12)</sup>しかし、決済面で結びついているスイス取引所を買収したとしても時価総額では圧倒的に大きくなるものの、それだけではヨーロッパの株式市場統合において交渉力が増すとは考えられず、ヨーロネクストかドイツ証券取引所との協調は避けられないだろう。あるいは名誉ある孤立を守るという選択肢も残されている。ヨーロッパ株式市場統合に参加しなくともヨーロ市場の中心としてロンドンが世界の金融センターであり続けることは間違いない。

一方、ドイツ証券取引所も株式公開とヨーロボード（Euroboard）への名称変更の方針をすでに明らかにしており、五月四日の株主の合意を待つて六月末か七月の株式公開を準備している。三五〇〇万ユーロの株式売り出しとともに現在の株主資本一八七六万ユーロを一挙に九五四二万ユーロまで引き上げる予定であるという。ヨーロネクストの発表後もヴェルナー・ザイフェルト理事長はドイツ証券取引所にはヨーロッパの優良株式市場を独力で作り上げる能力があると豪語し、公開資金の大半は買収資金として利用するという。また、ドイツ証券取引所は一九九九年一二月に電子取引システムXETRAの端末設置を米国証券取引委員会（SEC）に正式に申請したが、早急な認可は難しいというSECの対応から、取引所以外のパートナー（おそらくECN）と交渉中であるとも言っている。<sup>(13)</sup>ドイツ証券取引所のこうした強気の姿勢はドイツの経済力と、一九九九年一月五日にXETRAを導入しているウイーン証券取引所をはじめとする中東欧地域は押さえているという自信によるもの

であろう。西ヨーロッパの市場統合で失敗してもヨーロッパの東半分があるかぎり、ヨーロッパの金融センターであり続けるというわけである。ヨーロッパ株式市場統合への最も近道はドイツ証券取引所がパリ証券取引所の取引システムを部分的に受け入れ、クリアストリームとヨーロクリアが統合されるというシナリオであるが、ドイツ側にその意志はなさそうである。また、世界最大の先物取引所EUREXとヨーロッパ最大のベンチャーマーケットノイア・マーケット、そしてクリアストリームの半分を持つドイツ証券取引所が株式会社化されたロンドン証券取引所を買収するというシナリオも考えられなくはないが、その場合にはロンドン証券取引所をヨーロネクスト側に追いやる結果になるかもしれない。

かくして、三つともえになつたヨーロッパの株式市場統合計画はいまだ先行きが不透明であり、機関投資家や大手金融機関は他の道も模索している。一九九九年五月にインステイネット主導で大手金融機関が協調出資を決めたイギリスのトレードポイントは二〇〇〇年二月にLCHがセントラル・カウンターパーティとなり、ヨーロクリアが決済をおこなうことを明らかにし、二〇〇〇年後半にヨーロッパの主要三〇〇銘柄の株式取引を開始する準備を進めている。<sup>(14)</sup>また、ストックホルム取引所を参加に持つOMグループとモルガン・スタンレー・ディーン・ウヰッター（MSDW）も二〇〇〇年一月にはMSDWがマーケットメーカーとなつてヨーロッパの主要株式を取り扱う電子取引システムJIWAYを二〇〇〇年九月に開始すると発表している。<sup>(15)</sup>さらに、一九九九年七月にイギリスの機関投資家が設立したEクロスネットは二〇〇〇年三月二七日からすでに取引を開始している。<sup>(16)</sup>しかしながら、ヨーロッパ株式市場統合への道のりはいまだ見通しがつかない。

想 (一)

同一口 ハベニ 爲する証券取引所間の競争と提携の維持に繋がる。相場「英独証券取引所による監督的連携の実現」  
N-98-1-HK-Hk 1998年1月) が終了。

(八) 「G-20の事務局は、相場「ロハス、証券取引所による監督の実現」へ同一ロハス統合運営に亘る G-20  
「G-20の事務局は、相場「ロハス、証券取引所による監督の実現」へ同一ロハス統合運営に亘る G-20  
[会議] (米国) [日本] [中国] [米国] [日本] [中国]」を終了。

(九) London Stock Exchange, "European Stock Exchange Agree Market Model : Electronic market of markets for European  
Blue Chips by November 2000", Press Release, 22 September 1999 (<http://www.londonstockexchange.com/about/release/19-09-99.htm>)

(十) London Stock Exchange, "European Stock Exchange Agree Market Model : Electronic market of markets for European  
Blue Chips by November 2000", Press Release, 22 September 1999 (<http://www.londonstockexchange.com/about/release/19-09-99.htm>)

(十一) Euroclear, "New pan-European securities settlement infrastructure is revealed", Press Release, 99-PR-009, 4 May 1999,  
[\(25\)](http://www.londonstockexchange.com/about/release/19-09-99.htm) com/about/release/19-09-99.htm)

(十二) Cedel International, "Major clearingers join forces to create European Clearing House", News from Cedel International, 14  
May 1999, Cedel International, "Creating the European Clearing House: Speech by André Lussi", News from Cedel  
International, 14 May 1999, Cedel International, "Creating the European Clearing House : Speech by Dr. Werner G.  
Zeifert", News from Cedel International, 14 May 1999, Cedel International, "Creating the European Clearing House :  
Speech by Jean-François Théodore", News from Cedel International, 14 May 1999, Cedel International and Deutsche  
Börse, Creating the European Clearing House (Presentation Slide), 14 May 1999

(十三) Euroclear, SICOVAM and Paris Bourse, "Euroclear, SICOVAM, Clearnet strategic alliance redefines pan-European  
securities settlement and netting", Press Release, 23 November 1999 (<http://www.bourse-de-paris.fr/en/news7/p77226.htm>)

(十四) Martin Boer, "Clearstream Takes Euroclear Merger Proposal To Market", Dow Jones Newswires, 7 March 2000  
(十五) Amsterdam Exchanges, Brussels Exchanges and Paris Bourse, "Amsterdam, Brussels and Paris merge to create the  
leading European Exchange : Euronext", Press Release, 20 March 2000 (<http://www.bourse-de-paris.fr/en/news7/p77226.htm>) Amsterdam Exchanges, Brussels Exchanges and Paris Bourse, Birth of the First European  
Stock Exchange (Presentation Slide), 20 March 2000 (<http://www.bourse-de-paris.fr/en/news7/pdf/fusion.ppt>)

(十六) Euroclear and SICOVAM, "The Alliance : The Euroclear System and Sicovam merge to accelerate consolidation benefits",  
Press Release, 24 March 1999 (

(十七) Crest and SIS, "The Settlement Network-delivering a Single Integrated Process for the European Securities Markets",  
Press Release, 26 March 2000 (<http://www.thesettlementnetwork.com/news/main.html>)

(十八) London Stock Exchange, "Exchange votes to demutualise", Press Release, 15 March 2000 (<http://www.londonstockexchange.com/about/release/15-03-00.htm>)

(十九) Helen Sommerville, "Deutsche Boerse Sees 2Q IPO ; Shr Sales To Raise EUR35 Mn", Dow Jones Newswires, 28 March

2000, Silvia Ascarelli, "Deutsche Boerse Plans U.S. Alliance To Ease Access to Xetra Trading", *Wall Street Journal Interactive Edition*, 29 March 2000

(14) Tradepoint Stock Exchange, "London Clearing House-Euroclear Platforms provide basis for first integrated Pan-European Exchange", Press Release, 10 February 2000 (<http://www.tradepoint.co.uk/pr000210.html>)

(15) OM Group, "OM and Morgan Stanley Dean Witter's JIAWAY Exchange Set to Revolutionaryise Pan-European Share Trading", Press Release, 8 February 2000 (<http://www.omggroup.com/pdf%20files/jiwayeng.pdf>)

(16) Shane Kite, "E-Crossnet Launches New Trading System", *Securities Industry News*, 27 March 2000

(六一九六 #8080 • 朴山桂)

## オンライン・ブローカーと取引所の市場情報手数料

清水 葉子

### 1 はじめに

前稿で指摘したように、<sup>(1)</sup>アメリカでは、証券取引所やNASDAQ市場が、市場での価格や気配などの情報を配信することで会員証券会社やベンダーから得ている市場情報収入に対し、課金体系やコスト配分といった観点から見直しを求める動きが強まっている。こうした動きが生まれている背景には二つの要因が指摘できると考えられる。

一つはアメリカの証券市場が市場間競争のなかで徐々に営利的な市場サービスの提供者としての性格を強めはじめていることである。アメリカの証券市場は、それぞれの市場が互いに競争を行うことによって証券市場全体として高い効率性を達成するという考え方の下に構築されている。この理念の下で、アメリカの証券取引所は、非営利・自主規制機関どうしの競争だけではなく、ATSなどの営利・非自主規制組織との間の競争も行つていかねばならない。市場間競争の中では、取引所自身も徐々にその性格を営利的なものに変えつつあり、たとえば取引所の株式会社化などが検討されていることは周知の通りである。

ところが、このような取引所の営利化への動きにもかかわらず、市場サービスの提供という業務は独占的な性格を持ちやすい業務である。もともと取引量の大きい市場では取引が行いやすいためますます取引が集まるという、いわば流動性の外部効果が働くためである。また、こうした大きな市場で決まる価格はより多くの需給を

反映していると考えられるので、価格への信頼性も高い。このため、取引所が価格などの市場情報に対する課す市場情報手数料も独占・寡占的な性格を持ちやすく、取引所にある種の独占的な利潤をもたらしているのではないかという懸念が生じているのである。

市場情報収入に対する見直しのもう一つの背景は、インターネットを通じたオンライン取引の拡大である。従来、リアルタイムの市場情報は、いつたん情報ベンダーやブローカーに配信され、個人投資家はこうしたプロの情報利用者を通じて市場情報を得ることが通常であった。個人投資家は、新聞などを通じてリアルタイムでなくなった遅延データを参照したり、必要に応じて証券営業員に電話などでリアルタイムデータについて問い合わせを行つたりして市場情報を入手していたのであって、これはたいてい無料ないし無料に近い形で提供されている。

ところが、一九九〇年代の半ばころから、オンライン・ブローカーを通じて証券市場にアクセスする個人投資家が急増しているが、こうした個人投資家は、従来のように担当営業員に電話をかけて市況情報を入手するのではなく、オンライン・ブローカーの提供するインターネット上のホームページなどを通じて価格や気配情報を入手する。しかもこうした個人投資家は、リアルタイムの価格情報を迅速に知つて売買のタイミングを逃すまいとする傾向が強まっている。こうした動きを受けて、オンライン・ブローカーは、現在の市場情報手数料がこうした新しい取引チャネルの拡大に対応しておらず、そのためにオンライン取引を行う個人投資家やそのサポートをするオンライン・ブローカーにさまざまな不都合をもたらしているとして改善を求めているのである。

## 2 インターネットと情報の所有権

オンライン・ブローカーが提起している市場情報収入に対する批判は、インターネットの普及とともに生じてきた新しい問題であるといえる。インターネット上では、他の者が発表している情報を参照したり引用したりすることが極めて容易であるので、情報の所有権の問題があいまいになつてしまふからである。こうした問題は証券の価格情報だけに限らず、インターネットの普及とその商用利用とともに生じている。証券以外のケースで生じた興味深い例を挙げてみよう。

一九九九年五月に、インターネット書籍販売を手掛けているアマゾン・ドット・コムは、ニューヨーク・タイムズ社が新聞紙面に発表している書籍のベストセラー・リストに掲載された本を、インターネットサイト上で割引きするサービスを始めた。これに対してニューヨーク・タイムズ社は、自社の発表するベストセラー・リストを利用するために許可が必要であるとの申し入れを行つた。

アマゾン・ドット・コムは、書籍のベストセラー・リストは、どの本が売れているかという単なる事実に過ぎず、ニューヨーク・タイムズ社がこの情報の所有権を主張することはできないとして提訴に及んだ。両者は、最終的には八月に和解に応じ、アマゾン・ドット・コムはインターネットサイトでの割引きを継続するが、ベストセラー・リストを売り上げの多い順ではなく、アルファベット順に並べることで合意した。

この例が典型的に示しているように、インターネット技術の普及によって、広い意味でのデータベースの所有権という概念があいまいになりつつあると言うことができる。インターネットによって、他の情報に対する参照が格段に容易になつた結果、様々な関連情報を参照・加工して新たな付加価値を持つ情報やサービスを作り上げることができるようになつた。このことは、証券業のように投資判断のための多様な情報提供が重要な業界では

非常に大きなメリットをもたらすと考えられるが、一方で、他の情報への参照を無制限に認めてしまって、最初に情報を提供する者の情報提供インセンティブが失われてしまうのである。

ここで取り上げている証券取引所の市場情報も、これとよく似た性格を持つと考えられる。証券取引所の市場情報は、ある証券がある価格で取引されたと言う事実を集めたものに過ぎないので、証券取引所がこうした情報の所有権を持つと無条件に断定することはできない。しかしながら取引所の市場情報は非常に重要な投資判断の材料であるから、取引所が情報提供を行うためのコストをカバーするだけの手数料が支払わなければ、提供される市場情報の質が低下する可能性がある。また、この情報提供のコストを、情報利用者である証券会社や情報ベンダー、機関投資家、個人投資家の間でどのように負担することが公正であるかという問題も生じる。

### 3 情報課金の仕組み

取引所上場銘柄の取引情報は、CTAとCQSと呼ばれる二つのプランに基づいて行われており、すべての証券取引所とCBOEがメンバーとなって投票による運営上の意志決定を行っている。ニューヨーク証券取引所とアメリカン証券取引所が共同設立したSIACと呼ばれる情報処理業者が、各取引所からの市場情報を収集・処理し、利用者の端末やベンダーへの配信を行っている。NASDAQ銘柄の市場情報は、NASDAQ自身が情報処理業者としてSECに登録を行い、情報収集・処理・配信を行っている。

ニューヨーク証券取引所上場銘柄とアメリカン証券取引所他地方証券取引所上場銘柄はそれぞれネットワークA、ネットワークBに分かれて別々に収集・配信されており、情報手数料の収入の管理と各取引所への配分も独立して行われている。NASDAQも自身の情報収入を得ており、一部NASDAQ銘柄の非上場取引特権によって

図1 ネットワークAの課金体系

プロフェッショナル(端末あたり月額)	
端末数	
1	\$ 127.25
2	79.50
3	58.25
4	53.00
5	47.75
6から9	39.75
10から19	31.75
20から29	30.25
30から99	27.50
100から249	26.50
250から749	23.75
750から4999	20.75
5000から9999	19.75
10,000以上	18.75
ノンプロフェッショナル	
一人あたり月額	
ベンダーあたり利用者数 1から250,000	1.00
250,001以上	.50
1件あたり(ベンダーごとに月額)	
1から20,000,000	.0075
20,000,001から40,000,000	.005
40,000,001以上	.0025

(出所) SEC Release No.34-42208 注(5) 参照。

図2 ネットワークBの課金体系

プロフェッショナル(端末あたり月額)	
会員	
出来情報	\$ 13.60
気配情報	13.65
非会員	
出来情報	14.60
気配情報	15.60
ノンプロフェッショナル	
1人あたり月額	1.00
1件あたり(ベンダーごとに月額)	
1から20,000,000	.0075
20,000,001から40,000,000	.005
40,000,001以上	.0025

(出所) 図1と同じ

取引所で非上場取引きされている店頭銘柄については所定の収入配分がなされる。<sup>(2)</sup>

ネットワークAとネットワークBの情報利用料は、それぞれ図1、2のようになつてている。情報利用の課金体系は頻繁に変更されており、図は一九九九年の最新のものである。<sup>(3)</sup>ネットワークAでは、料金体系はプロフェッショナルとノンプロフェッショナルに分かれ、プロフェッショナル料金は利用量に関わらず端末数に比例した月額課金となつており、ノンプロフェッショナル料金は利用者数に比例した月額課金か一件ごとの課金かのどちら

かを選択するようになつてゐる。

一方、ネットワークBでは、プロフェッショナルとノンプロフェッショナルで課金体系が分かれるのは同様であるが、プロフェッショナルの料金は端末ごとの月額料金で、さらに会員と非会員に分かれ出来情報と気配情報に分かれている点は異なる。非会員の方が会員より、また気配情報の方が出来情報より高い。ノンプロフェッショナルの料金は利用者数に比例した月額課金と、一件ごとの課金との選択性になつており、これはネットワークAとほぼ同様である。

ナスダック銘柄の料金体系は図3のようになつており、レベル1では端末ごと、レベル2では利用者ごとの月額で料金が決まる。

#### 4 情報手数料収入

それではこうした課金体系に基づいて、それぞれのネットワークはどのくらいの収入を得ているだろうか。図4から6はそれぞれのネットワークの収入と支出を示したものである。

ネットワークAを参照すると、一九九四年から一九九八年の五年間で総収入は一・六倍に増加している。そのうち、プロフェッショナル向けの利用者から得る収入は一九九四年で九割、一九九八年で八割を占めているが、収入の伸びは一・四倍と総収入の伸びをやや下回る。

これに対して、ノンプロフェッショナル利用者からの収入は一九九四年で総収入の〇・九%、一九九八年でも

12月31日までの年度	1998	1994
収入		
プロフェッショナル	\$ 112,444,000	\$ 79,519,000
ノンプロフェッショナル月額	6,040,000	825,000
一件あたり料金	8,236,000	276,000
ケーブルテレビ	1,917,000	0
アクセス料金	9,682,000	4,133,000
プログラム利用料金	2,634,000	1,608,000
チッカー料金	2,776,000	2,231,000
その他	0	369,000
収入合計	143,729,000	88,961,000
支出		
データ処理	5,997,000	5,457,000
チッカーネットワークへの支払	2,444,000	1,709,000
NYSEのサポート費用	8,697,000	5,304,000
その他	1,360,000	326,000
支出合計	18,498,000	12,796,000
税引前利益	125,231,000	76,165,000
予想税額	(36,000)	(863,000)
純収入	125,195,000	75,302,000
配分		
NYSE	93,223,000	54,594,000
NASD	13,209,000	6,902,000
CHX	6,898,000	4,153,000
PCX	4,531,000	3,788,000
BSE	3,390,000	1,748,000
CSE	2,279,000	2,311,000
Phlx	1,664,000	1,806,000
CBOE	1,000	0

(出所) 図1と同じ

四・一二%に過ぎないが、この間の伸びは七倍以上と高い成長を示している。先に触れた、オンライン取引の急増による個人投資家の情報利用の拡大の影響がここに如実に見て取れる。

ネットワークBも類似の状況にあり、一九九四年から一九九八年の間に総収入は一・四倍近い増加を示している。プロフェッショナル向け利用者からの収入はここでは九割以上を占めるが、この間の収入の伸びは一・三倍と総収入の伸びは一・六%、一・六%を占めるに過ぎないが、五年間で三・九倍の伸びを示している。

一方、支出の方は、ネットワークA、ネットワークBとともに、それぞれ日々の運営をサポートするニューヨークの伸びをやや下回る。一方ノンプロフェッショナル向けの収入は全体のそれぞれ〇・六%、一・六%を占めるに過ぎないが、五年間で三・九倍の伸びを示している。

図3 ナスダックシステムの課金体系

プロフェッショナル	
レベル1 (端末あたり月額)	\$ 20.00
NQDS (端末あたり月額)	50.00
ノンプロフェッショナル	
1人あたり月額	2.00
1件あたり	.005

(出所) 図1と同じ

図7 1998年の自主規制機関の収入構造  
(百万ドル、自主規制機関合計に占める割合)

	規制	取引収入	上場賦課金	市場情報収入	その他	自主規制機関合計
N Y S E	100.5 (14)	165.7 (23)	296.0 (41)	111.5 (15)	55.0 (7)	\$ 728.7
N A S D	234.0 (33)	126.9 (18)	137.3 (20)	152.3 (22)	49.3 (7)	699.8
A m e x	17.7 (8)	91.9 (41)	16.3 (7)	82.9 (37)	15.2 (7)	224.0
C B O E	19.7 (15)	84.6 (67)	0.0 (0)	17.5 (14)	4.7 (4)	126.5
P C X	3.0 (4)	53.8 (71)	2.0 (3)	12.9 (17)	5.3 (7)	77.0
C H X	0.0 (0)	24.7 (54)	0.0 (0)	20.0 (44)	1.1 (2)	45.8
P h l x	0.0 (0)	30.2 (69)	0.0 (0)	7.1 (16)	6.4 (15)	43.7
B S E	2.5 (13)	10.4 (57)	0.8 (4)	3.8 (21)	0.9 (5)	18.4
C S E	0.5 (8)	2.6 (45)	0.0 (0)	2.6 (45)	0.1 (2)	5.8
合計	377.9 (19)	590.8 (30)	452.4 (23)	410.6 (21)	138.0 (8)	1969.7

(出所) 図1と同じ

この結果、各取引所の収入に占める市場情報手数料の割合は、図7のようになっている。市場情報からの収入は、全取引所の平均で二〇%程度となつておおり、過去五年間の取引所収入の拡大にもかかわらず極めて安定した割合を保っている。

ナスダック・システムの収入はナスダック銘柄の非上場取引き以外は、全てナスダックの収入となつていて、

用が急増していることは同様である。

## 5 取引所への収入配分

ネットワークは、以上のような収支構造となつていて、収入から支出を差し引いた残りは、取引量に応じて各参加取引所に配分される。現在ニューヨーク証券取引所とアメリカン証券取引所の間には重複上場銘柄がないため、A、Bそれぞれのネットワークの最大の収入配分先是銘柄のマザーマーケットであるニューヨークとアメリカン両取引所である。ネットワークAでは七四%が、ネットワークBでは七一%がそれぞれのマザーマーケットの取り分となつていて、取引所上場銘柄の取引所外取引の拡大を受けて、N A S DがA、Bいずれのネットワークでも一割程度の配分を受けていることでも興味深い。

ク証券取引所、アメリカン証券取引所に対する支払いが全支出の五割、七割ともとも大きな割合を占めている。データ処理、チッカーサービスなどが残りの支出を占める。

ナスダック・システムに関しては、この間に総収入は二倍程度に増加しており、ノンプロフェッショナルの利

図5 ネットワークBの収支

12月31日までの年度	1998	1994
収入		
プロフェッショナル	\$ 91,576,000	\$ 68,677,000
ノンプロフェッショナル月額	1,625,000	416,000
試験システム	2,316,000	279,000
チッカーア料金	2,009,000	2,154,000
プログラム利用料金	746,000	557,000
間接アクセス料金	853,000	116,000
その他	123,000	152,000
収入合計	99,248,000	72,351,000
支出		
データ処理	579,000	895,000
チッカーネットワークへの支払	663,000	433,000
A m e x のサポート費用	3,771,000	2,852,000
支出合計	5,013,000	4,180,000
純収入	94,235,000	68,171,000
配分		
A m e x	67,090,000	56,460,000
C H X	12,722,000	4,507,000
N A S D	9,020,000	2,783,000
P C X	2,855,000	2,164,000
B S E	782,000	1,264,000
P h l x	528,000	881,000
C S E	236,000	112,000
C B O E	85,000	0
D I A M O N D S	917,000	0

(出所) 図1と同じ

図6 ナスダックシステムの収支

12月31日までの年度	1998	1994
収入		
レベル1	\$ 86,713,000	\$ 52,953,000
N Q D S	21,155,000	6,611,000
ノンプロフェッショナル月額	4,445,000	770,000
1件あたり料金	13,473,000	517,000
ボイス・レスポンス	1,956,000	592,000
ケーブル・テレビ	241,000	0
その他	517,000	603,000
収入合計	128,500,000	62,046,000
配分		
N A S D	128,088,000	61,946,000
C H X	412,000	100,000

(出所) 図1と同じ

## 6 オンライン・ブローカーと市場情報

以上のような市場情報手数料のあり方に対し、異議を申し立てているのはチャールズ・シュワップはじめとするオンライン・ブローカーである。チャールズ・シュワップによると、シュワップ社が支払っている市場情報手数料は、一九九九年で一九〇〇万ドルにのぼり、経営上極めて大きな負担となつているという。

シュワップ社の主張は次のようなものである。<sup>(4)</sup> まず第一に、現在の課金体系の下では、ニューヨーク、アメリカン、NASDAQ等の市場情報をノンプロフェッショナル料金で件数制限なしに購入するためには、顧客一人あたり一ヶ月五ドル程度必要であり、したがつて一年に六〇ドルの負担となる。しかしながらシュワップ社の平均的なオンライン取引口座の取引は、一回あたり一九・九五ドルの売買を一年間に六から八回行つというものである。したがつて、情報利用料だけで取引高の三分の一から四分の一を占めることになり、個人投資家の取引実体にそぐわない。

しかも、フルサービスのブローカーがプロフェッショナル料金で得た市場情報は通常無料で営業員などを通じて顧客に提供されている以上、オンライン・ブローカーも競争上こうした手数料を顧客に転嫁することは難しく、かなりの程度会社が負担せざるを得ない。

第二に、オンライン取引を提供しながら支店も開設しているシュワップ社にとって、オンラインで市場情報を得ようとする顧客だけでなく、従来通り支店に市場情報を問い合わせる顧客に対するサービスも残る。こうしたサービスに対しても、従来通りのプロフェッショナル料金がかかり、支店に設置しているコンピューター端末数に比例して手数料を支払わなければならない。これは、同じ顧客が異なる手段で問い合わせをするケースもあるため、その場合には明らかに二重課金が生じているという。

### 7 おわりに

SECは、こうした状況に対して、市場情報提供のあり方について一般のコメントを求めるためのリリースを発表している。<sup>(5)</sup> SECはリリースで、市場情報提供のあり方、課金体系、とくにベンダーやブローカーなどのプロフェッショナルと個人投資家などのノンプロフェッショナルとの間のコスト負担のあり方、市場情報提供のための取引所の負担コストと課金のあり方などについて、問題を提起している。

本稿では検討できなかつたが、手数料と取引所のコストの関係はさらに複雑な問題を含んでいる。取引所の行う業務は、市場の運営、監視、会員に対する規制など自主規制として広い範囲にわたつていて。市場情報のコストは直接的な情報集計・配信コストだけでなく、市場運営や監視などとも深く関係しているため、どこまで市場情報提供のコストと認識できるかが難しいからである。

日本でも、アメリカと同様、急速にインターネット取引が広がつており、個人投資家のリアルタイムでの市場情報のニーズは拡大していくと考えられる。また、証券取引所の株式会社化も検討されつつあることもアメリカと同様である。したがつて、日本の証券取引所の市場情報手数料の課金体系についても、アメリカと同様、個人投資家のオンライン取引の拡大に整合的な課金体系となつてているか、取引所が負担する情報提供コストとの対応が公正かといつた点が問題となる可能性がある。

(1) 清水泰子（一九九九）「取引所の市場情報収入」「証研レポート」一五七三号、一九九九年八月、「取引所の市場情報収入〔二〕」「証研レポート」一五七四号、一九九九年九月参照。

(2) 詳細は注（1）「取引所の市場情報収入」を参照。

(3) 一九九八年以前の課金体系は注（1）「取引所の市場情報収入」を参照。新体系ではノンプロフェッショナル向け料金

“お前にちがうだ、上級審も認めたんだ。

(4) の取引手数料に関するチャーチ・ハーリット社の訴訟。

(5) Securities and Exchange Commission (1999) "Regulation of Market Information Fees and Revenues" December 19, 1999, Release No. 34-42208.

(二十九 税金・利子支給)

## 国債の保有形態

### ～登録国債と振決国債～

福本 葵

#### 1 登録国債から振決国債へのシフト

一九九九年五月一一日、国債決済のRTGS化に伴つて、新たに創設される機能の一つである国債DVP同時担保受払機能の対象に登録国債を含まないこととする提案がなされ、六月一一日、これが決定事項となつた。続く七月二八日には、この決定事項を受け、西暦二〇〇〇年末までに行われるRTGS化に伴う改革の部分変更が発表された。

これは、一九九九年三月の租税特別措置法等の改正により、国債利子課税制度が変更したことを受けている。国債利子課税制度の改正では、まず、非居住者または、外国法人が保有する振決国債の利子で、その計算期間が平成一一年九月一日以降開始するものについては、租税特別措置法に定める一定の条件を満たしていることを条件に、所得税の源泉徴収を免除するとあり、さらに、租税特別措置法第八条一項に規定する金融機関および同条第二項に規定する証券業者（以下、指定金融機関等）が保有する個別登録国債の利子で、その計算期間が平成一三年一月一日以降開始するものについては、所得税の源泉徴収不採用を廃止することがある。

この二点の改正によって、非居住者は、一九九九年九月一日より利子にかかる所得税の源泉徴収の免除を受けるために、保有形態を登録国債から振決国債に変更するであろうと予測されていた。また、指定金融機関等についても、平成一三年一月一日より、利子にかかる源泉徴収の不適用措置を受けるべく、同じく登録国債から振決

国債にシフトしていくであろうことが予想される。

現在、国債の形態には、証券国債（現物債）、登録国債、振決国債の三形態がある。ペーパーレスの保有形態は、登録国債と振決国債の二形態である。前述のように、この国債の保有形態を振決国債にシフトして行こうとする動きが見られる。そこで、今回は、登録国債、振決国債とは、どのようなものであるのか。なぜそのような制度が作られたかを遡つて考えてみたい。

### 保有形態別現存額（国内起債分）

年度・月	登録国債	振決国債	証券国債	計
1994	887,804	1,148,413	29,829	2,066,046
1995	901,677	1,321,823	28,347	2,251,847
1996	928,474	1,490,994	27,113	2,446,581
1997	895,800	1,659,351	24,724	2,579,875
1998	969,066	1,961,210	22,214	2,952,491
1999/1	953,943	1,887,723	22,413	2,864,079
1999/2	962,604	1,929,635	22,348	2,914,586
1999/3	969,066	1,961,210	22,214	2,952,491
1999/4	987,452	1,986,245	22,240	2,995,937
1999/5	986,591	2,018,749	22,135	3,027,474
1999/6	977,392	2,022,851	21,777	3,022,021
1999/7	977,505	2,056,151	21,439	3,055,095
1999/8	972,777	2,100,156	21,576	3,094,509
1999/9	918,412	2,156,718	21,052	3,096,182
1999/10	906,260	2,216,878	21,141	3,144,279
1999/11	859,058	2,301,752	20,927	3,181,737
1999/12	821,684	2,362,649	20,721	3,205,054
2000/1	793,741	2,436,757	20,522	3,251,020
2000/2	777,637	2,511,153	20,584	3,309,374

出所 日本銀行「金融経済統計月報」平成12年3月 (単位 億円)

の権利保全を目的としている。これは、「登録機関」としての日本銀行に対し、国債権者である個人、および企業等が直接登録をする。登録機関である日本銀行には、登録簿が備わっており、国債の売買を行った者は、日本銀行に移転登録請求することによって、登録名義を変更する。登録機関の登録簿に権利内容が記載されることによつて、登録債は本券が発行されるのと全く同じ効果を有す。登録簿に登録することによつて、第三者対抗要件を具備することができる。

国債の登録請求には、国債引受時の当初登録請求、本券を登録国債とする場合の登録請求、登録国債を本券とする場合の登録除去請求、登録国債を譲渡、譲受、相続等の場合の登録変更請求等がある。

ちなみに、社債にも社債登録法に基づく、社債登録制度がある。国債の登録制度と社債登録制度とは、前述の登録請求の請求名が異なるほか、登録国債の国債登録簿登録済通知書には、記番号が記載されず、残高管理されている。一方、社債登録制度の場合は、記番号管理を行つてある。社債登録制度の場合は、社債の登録機関は、社債登録簿を管理している。社債登録簿は、社債の名称ごとに口座を分け、当該社債につき、債券に記載すべき事項を表紙の裏面に記載する。債券に記載すべき事項には、当該社債の記番号が含まれているため、社債登録制度においては、記番号を管理しなければならない。

また、国債登録簿登録済通知書は口座残高が移動する度に交付されるが、その時、以前の登録済通知書の提出は必要ない。社債の場合は、登録済証の回収が必要となる。社債登録制度における登録済証とは、登録の完了時に登録機関が登録権利者に交付し、以後移転登録の際、登録請求者は当該登録済証を登録機関に提出しなければならない。

この他の相違点としては、国債の登録債の場合、元利金の支払いは、指定された元利金支払い場所に、指定期日までに、所有者が受領のために行かなければならない。社債の場合は、登録に際し、社債権者に元利金支払い

場所を指定させる。登録機関は支払い期になると元利金支払原票を送付する一方、社債権者には、元利金受領証を送付する。社債権者はこれをもって、支払場所にて支払いを受ける。

このように国債の登録制度は、社債の登録制度に比して、比較的合理化されたものとなつてゐる。しかし、昭和四八年の「石油ショック」以降の国債大量発行により、現物債の発行や登録国債に関する登録事務が急増し、事務処理上のネックが国債の円滑な流通および発行に支障をきたす恐れが強くなつてきた。そこで、導入が検討されたのが、諸外国では、既に採用されており、かつ成果をあげていたところの振替決済制度である。

### 3 振替国債とは

#### (1) 制度の概要

国債の振替決済制度とは、一九八〇年二月二〇日に設けられた制度であり、受渡し、保管の合理化、簡略化を目的としている。制度導入に際して、メリットとして説明されたものとしては、まず、国債の受渡が口座の振替によって簡便かつ迅速に行われるため、国債の流通性が向上し、日銀のオペレーションなどもきわめてスピーディに処理できるようになること、二番目に、現物債受渡しや登録事務が大幅に軽減されること、三番目に、質入も口座の振替だけで簡単に実行ができるため、国債流通金融の円滑化にも役立つこと、四番目に、発行者である国にとつては、現物債発行事務およびそれに伴うコストが大幅に節減できるほか、国債の商品性向上に伴つて流通利回りが低下すれば、発行条件面でも有利であること等であつた。<sup>(1)</sup>

後に行われる株式保管振替制度発足の際には、制度の根拠となる法律である「株券等の保管及び振替に関する法律」を立法したが、国債の振替決済制度設立に際しては、立法措置を講じてはいらない。国債の振替決済制度の

基本規程は、「国債振替決済制度に関する規程」である。この規程に基づいて制度運営されている。

国債の振替決済制度の概要是、まず、顧客が、国債を間接参加者である銀行または証券会社、または、直接参加者である銀行または証券会社に寄託する。間接参加者は、顧客分と自己分とを合わせて直接参加者に再寄託し、直接参加者は、これもまた、自己分と合わせて、受寄機関である日本銀行に再寄託する。参加者は顧客名簿を日本銀行は参加者帳簿を管理しており、売買を行つた場合は、この口座上の振替によつて決済されるしくみとなつてゐる。

#### (2) 制度の構成者

##### ① 受寄機関

この制度において、受寄機関とは、日本銀行（国債局）をいう（国債振替決済制度に関する規程第二条）。受寄機関は、以下に述べる参加者や顧客から国債の寄託を受け、保管する。受寄機関は、国債振替決済帳簿を作成、保存する。国債振替決済帳簿は、参加者口座について、銘柄ごとに区分した上、参加者口座（自己分）と参加者口座（顧客分）との別に受払および残高を記帳する（国債振替決済制度に関する規程第二一条）。

##### ② 参加者

受寄機関に振替決済制度に基づく寄託口座（参加者口座）を有する者を参加者といふ。受寄機関に寄託口座（参加者口座）を有する参加者を直接参加者といふ。顧客を有する参加者は、顧客口座を開設し、顧客帳簿を管理しなければならない。

##### ③ 顧客

参加者に振替決済制度に基づく寄託口座（顧客口座）を有する者を顧客という。

#### (4) 間接参加者

顧客のうち、金融機関、証券会社、その他の者は、受寄機関の承認を得て振替決済制度における国債証券の寄託を受けることができる。このような顧客を間接参加者という。つまり、間接参加者は、顧客から国債証券の預託を受け、更に、前記、直接参加者に再寄託する。間接参加者も顧客帳簿を有し、自らの顧客口座を管理しなければならない。

#### (3) 受渡

振替決済制度では、国債を寄託している者相互の売買、担保取引等に伴う受渡は、「参加者帳簿」および「顧客帳簿」の口座振替によって行う。受寄機関は、売買に伴う振替記帳が完了すると、譲渡人である（マイナス記帳先）参加者に対して、「国債振替決済払出済通知書」を譲受人（プラス記帳先）参加者には、「国債振替決済受入済通知書」を交付する。資金決済について、国債DVPによる場合は、国債の振替決済と同時に日本銀行における当座預金の入金および引落が実行される。国債DVPによらない場合は、当事者間で行われる。

#### (4) 元利金の支払い

元利金の受け取りは、受寄機関が参加者および顧客の事前の同意に基づき、参加者から寄託を受けている国債の元金または利子を元利払機関から参加者および顧客に代わって一括受領し、参加者を通じて顧客等に分配する。

### 3 国債DVP取引

日本銀行は一九九四年四月一日より、国債と資金の受渡につき同時処理を行う国債資金同時受渡システム（以下、国債DVP、Delivery versus Payment）を稼動開始した。DVPは、信用リスクの中の元本リスクを削減するものである。決済に関するリスクには、信用リスクと流動性リスク等があり、信用リスクには、元本リスクと置換費用リスクがある。元本リスクとは、取引の相手方が倒産などの財政状況悪化等による理由で決済不履行となり、取引の元本金額について回収不能となる損害を被ることである。元本リスクは、証券の受渡と、その代金の受渡にタイムラグが生じることによって引き起こされる。従って、DVPによって、証券の受渡と代金の受渡が同時に行われることは、元本リスクの根本的な解決策となる。

証券決済システムについて、DVPを必要とする要請は、一九八九年のG30勧告の「勧告五・DVPをすべての証券取引の決済方法として採用すること」。DVPは一九九一年までに実行すること。にもある。主要国のDVPシステム導入が進む中、日本においても、まず、国債決済に導入した。国債DVPシステムの対象証券は、登録国債の移転登録及び振替国債の口座振替で日銀ネットを通じたオンライン請求に係るもの、としている。

国債DVPシステムは、日銀ネットの国債系と当座預金系をリンクさせ、処理を行うシステムである。これにより、国債の受渡と資金の受渡（日本銀行当座預金への入金および引落）を同時に実行することができる。資金、国債のどちらか一方の受渡が残高不足で実行できない場合は、他方の受渡も行われない。

### 4 預り口振決国債の国債取引DVP化

現在、国債DVPシステムでは、預り口（国債振替決済制度における参加者が顧客から寄託を受けた国債を管

理する口座)に寄託されている振決国債の受渡を行うことはできない。預り口に寄託されている顧客の国債は、国債DVPシステムの対象証券ではない。

一九九八年九月四日付け国債決済のRTGS化の文書では、預り口に寄託されている振決国債について、西暦二〇〇〇年のRTGS化の実現と同時(西暦二〇〇〇年末)に行うこととしていた。しかし、先述のように、国債の保有形態が登録国債から振決国債にシフトすることが予想されるため、これをサポートする必要性が生じた。従つて、一九九九年七月二八日、日本銀行は、預り口振決国債DVP化対応を進めるべく、一部を西暦二〇〇〇年四月頃に前倒しで実施することとした。

預り口振決国債は、DVP化を西暦二〇〇〇年四月頃に前倒しで実施するととも、RTGS化の実現と同時に(西暦二〇〇〇年末まで)に行うものの二つに分かれる。

### (1) 預り口振決国債DVP対応の概要

#### ① 西暦二〇〇〇年四月頃に実施する具体的な内容

##### a. 国債DVPシステムにおける新設画面での振決国債の預り口にかかる口座振替

現在、国債DVPシステムにおいて口座振替を行う場合には、原則として、払出口座および受入口座のいずれか一方または双方を預り口とすることはできない。また、払出先と受入先を同一参加者とすることはできない。西暦二〇〇〇年四月頃までに、新たに設ける画面での一方または、双方を預かり口とする口座振替を可能とする。

##### ② RTGS化の実現と同時に(西暦二〇〇〇年末まで)に実施する具体的な内容

##### a. 国債DVPシステムにおける現行画面での振決国債の預り口にかかる口座振替

新設画面に入力する場合は、早期DVPの対象となるが、国債DVPシステムの現行画面において口座振替を行いう場合には、二〇〇〇年末までの実施となる。

##### b. 国債DVP同時担保受払システムにおける画面での振決国債の預り口にかかる口座振替

国債決済のRTGS化に伴い新たに手当てる国債DVP同時担保受払システムにおいて受払口座を預り口とすることはできない。ただし、自己口と預り口との間の口座振替において、自己口については、国債DVP同時担保受払システムを利用することができます。

## 5まとめ

本稿では、登録国債と振決国債とは何か、また、登録国債が振決国債にシフトしつつある背景について述べた。更に、登録国債が振決国債にシフトが予想される結果、西暦二〇〇〇年末に予定されているRTGS化の計画の一部変更が行われたことを述べた。

国債や社債の決済の合理化は、第一段階として、登録国債、登録債に随伴する事務手続きの煩雑さを回避するために、国債においては、振替決済制度、社債については、中継機関である債券ネットワークを利用した制度の構築である。その次の段階として、国債においては、RTGS化が検討されている。

RTGS化はネットティングと並んで、決済に関するリスクを軽減する方策の一つである。RTGSにもネットティングにもそれぞれ長所と短所がある。RTGSは、一件一件の決済を即時に行うことにより、決済リスクの中でも、信用リスク、その中でも更に、元本リスクの軽減に直結するものである。RTGSが実行されると、一つ

の参加者の決済不履行リスクが他の参加者に次々と及ぶこともなくなる。しかし、決済ごとに移動する証券や代金のボリュームはネットティングに比べて格段に大きなものとなる。これを機動的に移動させなければならないという短所がある。

一方、ネットティングは、決済の指示を一時点まで、ブールする。このため、参加者は元本リスクにさらされる。また、一つの参加者の決済不履行が他の参加者に次々と伝播して行く可能性がある。しかし、債権債務をネットした後のポジションによって、証券の受渡、代金の支払いを行うため、移動させるべき証券や代金はグローバルの場合に比して、格段に小さなものとなる。

これらは、どちらが優れているというものではない。RTGSを図るのであれば、フェイルを認める等、それを支えるシステムの創設が必要となる。また、ネットティングを採用するのであれば、ランファルシー基準を満たすものとするなど、これについても、ネットティングを確実、安全なものとするシステムの構築が必要である。どちらを採用するかは、扱う証券の特徴を考慮して決定しなければならない。

国債の決済制度は、改良を重ねている。西暦二〇〇〇年末を予定しているRTGS化導入についても、関係者の意見を聞きながら更なる調整を続けていくであろう。同様に、社債の決済機関である債券ネットワークも委員会を設け、更なる改善に向かっている。株式の決済制度についても、加速度的に改革が進んでいる。

国債は他の証券よりも先駆的にDVPシステムの導入やRTGS化を予定している。国債特有の性質もあるので、全面的に同じ制度を構築するということではないが、国債のインフラストラクチャーの整備は、他の証券のインフラストラクチャーを構築する上で、参考になるものと考えられる。

(注) (1) 「国債振替決済制度の仕組みと法律構成」日本銀行国際局兼総務調査役 田畠 廉 (金融法務事情No.九〇一)

(ふくもと あおい・研究員)

# 最近の公社債発行市場の概況（下）

松尾 順介

はじめに

最近個人投資家が公社債投資に参加する傾向が強まつておる、これが債券市場の特徴となつてゐる。本稿では、前号に引き続き、公社債発行市場の概況を説明するが、今回は個人投資家の需要が増加している低格付け債、転換社債、ワラント債および仕組み債を取り上げ、さらに社債管理会社や登録機関の役割についても触れておく。

## 1 低格付け債

周知のように、格付けとは、公社債の元利払いの確実性を測定し、簡単な記号で表示したものであり、通常専門の格付け機関が行なつてゐるものである。もともとは米国の社債市場で発達してきたものであり、一九三〇年代の大恐慌期に定着したとされている。それが日本でも一九八〇年代に導入され、現在社債発行企業は格付けを取得することが一般化してゐる。現在、日本では、スタンダード&プアーズ、ムーディーズ、といった米系格付け機関のほか、日系の日本格付投資情報センターおよび日本格付研究所などが指定格付機関として存在し活動している。

格付け機関は、格付けに当たり、担保の有無、財務上の特約、優先劣後条件などを踏まえ、財務および営業状況を分析し、元利払い能力を測定する。そして、その結果をA、B、Cといった記号で表示する。通常、AAA格は最上位の信用力を有し、元利払いに関する不確実性はほとんどないことを示してゐる。以下、AA、A、BBBと信用力は低下するが、この上位四格付けを通常投資適格とよんでいる。これを下回るBB格以下、B、C、CCC、CC、Cなどの債券はジャンク債とよばれるが、これらの債券は信用度が低いために高い利回りを設定されており、高利回り債（ハイ・イールド債）ともよばれ、米国では相当規模の発行市場が定着してゐる。

このようなジャンク債の発行市場が日本に存在しなかつたのは、従来は適債基準が存在し、政策的に排除されたためであるが、現在では適債基準は撤廃されており、ジャンク債の新規発行に対する規制は存在しない。それにもかかわらずジャンク債のみならず BBB格社債の発行が低調なのは、一方では機関投資家の購入意欲が低いためであり、他方ではこれらの企業に対する銀行融資金利が社債金利より低いからである。機関投資家には、デュフィオルト（元利金の償還不能）・リスクの顕在化を恐れ、A格以上にしか投資しないところも多く、また銀行は中小企業への融資を消極化させてゐる反面、BBB格前後の企業には積極的に貸し出しておる、このクラスの企業の融資金利が相対的に割安になつてゐる。そのために、あえてこのクラスの企業は社債発行を選択せず、社債発行市場は高格付けに偏つたものとなつてゐる。

しかし、最近は以下で指摘するような変化も現れ始めてゐる。

まず、ジャンク債の新規発行は見られないものの、BBB格の低格付け債の新規発行が増加してゐることである。九八年度のBBB格の発行総額は三四五億円（〇・三%）に過ぎなかつたが、九九年度は上半期だけで三八二〇億円に達し、普通社債の九・六%を占めるにいたつてゐる。このようなBBB格の増加は個人投資家の需要に支えられており、新規発行のBBB格の大半は券面を一〇〇万円程度に設定した個人向け社債である。これは、長引く低金利で個人資金が少しでも高い利回りを求めて、よりリスクの高い債券に向かう傾向があることを示し

ている。さらに、引受証券会社も高格付け債の引受手数料が低下していることから、より手数料の高い個人向けBBB格社債の引受に注力する傾向が強まっていることも指摘されている。例えば、今年一月の関西電力社債では、機関投資家向けのものでも〇・〇五%程度引き上げられる傾向が強まっている。さらに、個人向けBBB格社債の手数料は、〇・五五%から一・〇%に設定されており、証券会社にとって、新たな収益源となることが期待されている。しかし、個人向け社債については、発行条件設定において、機関投資家向け社債より割安に設定されるという指摘もあり、場合によっては二〇bpの格差があつたといわれている。このような発行条件設定が広く行なわれているとすれば、個人投資家は負担したリスクに対して、より低い利回りしか享受できていないことを意味している。

第二に、発行時点では投資適格債であつたものが、その後格下げされて流通市場ジャンク債となるものが増加していることが挙げられる。このような債券は米国では「落ちた天使」と呼ばれているが、これが日本でも発行残高の一・三三%を占めるに至つており（九九年八月末、R&I調べ）、投資対象として注目されている。現在、これらの債券を対象とする私募投信も設定され、公募投信も企画されていることが報じられている。実際、すでに米国のジャンク債市場で運用する高利回り投信が人気を呼んでいることを考へると、かなりの需要が見こまれるものと思われる。ただし、これらのBB格以下の社債は、流動性が低く、機動的に社債を調達できるかどうか、さらに効率的なポートフォリオが組めるかどうかといった点が課題となるものと思われる。

## 2 転換社債・新株引受権付社債・仕組み債

まず、転換社債とは、株式への転換請求権が付与された普通社債であり、一定期間（転換請求期間）内に発行会社の株式に転換することができる。その際、転換によって発行される株価を転換価額といい、投資家は株式の時価がこれを上回ると転換請求権行使することになる。この転換価額は予め決定され、原則として償還時まで変更されない。ただし、近年の株価低迷期には、転換価額の下方修正条項が付与された転換社債も発行された。さらに、最近は後述するように他社株式への転換が可能な他社株転換条項付き社債（EB）も発行され、個人投資家の需要を集めている。

次に、新株引受権付社債とは、新株引受権（ワラント）が付与された普通社債であり、新株引受権とは一定期間（行使期間）内に一定価格（行使価額）で一定株数（行使株数）の新株を買い取る権利であり、株式の時価が行使価額を上回ると権利行使が行われる。ただし、転換社債では社債が株式に転換されるため新規の払込金は不要であるが、新株引受権付社債は原則として払込金が必要になる。したがって、分離型ワラント債の場合は、ワラントだけを分離して売却することも可能である。

第三に、仕組み債とは、一般にデリバティブを組み込んだ債券の俗称であるが、近年様々な仕組み債が発行され、個人投資家にも販売されている。例えば、日経平均連動社債は、日経平均オプション取引を組み込んだ仕組み債であり、債券の金利にオプション料が上乗せされているため、高利回りとなつていて（図1参照）。ただし、日経平均株価が上昇すれば、そのまま高利回りが享受できるが、下落するとオプションが行使されるため、損失が発生し、元本割れとなる。また、他社株転換条項付き社債（EB）は、予め対象企業を決定し、対象企業の個別株オプションを組み込んだ社債であり、債券の金利にオプション料が上乗せされているため高利回りが設定さ

表1 株価連動債の発行額推移（百億円）

月	日経平均連動債 (百億円)	EB (他社株転換可能債) (百億円)
98/12	0.5	0.5
99/1	0.5	0.5
2	0.5	0.5
3	2.5	1.0
4	6.5	1.5
5	9.5	2.0
6	14.5	6.0
7	8.5	7.5
8	5.5	7.0
9	7.0	7.0

(出所)「日経公社債情報」、1999年9月27日、2ページ。

これらの債券のうち、最近仕組み債に対する個人投資が拡大し、前記のような株価連動債は個人向け商品として定着しはじめている（表1参照）。しかし、次のような問題点も指摘されている。

第一に発行体の格付けは高格付けが多く、信用リスクは低いものの、流通市場がほとんどないために流動性リスクは高いという点である。これらの株価連動債は期限の短いものがほとんどであるが、一部売却に応じる証券会社があるものの、投資家は持ちきりを余儀なくされる可能性が高い。第二に、現在の株価連動債は固定的なオプション料を受け取り、株価変動リスクを負担しているが、このリターンがリスクに見合っていないことも指摘されている。すなわち、潜在的な投資家のリスクを考えると、現在の利回りは低すぎるにもかかわらず、リスク判断能力のない個人に対して、これらの債券が販売されていることが指摘されている。実際、日経平均連動債が頻繁に組成されると、限前償還条項をつけたもの（コーラブル）などもある。

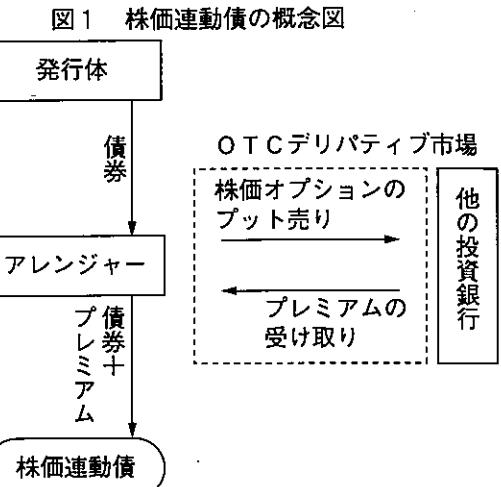
これらの債券のうち、最近仕組み債に対する個人投資が拡大し、前記のような株価連動債は個人向け商品として定着しはじめている（表1参照）。しかし、次のような問題点も指摘されている。

第一に発行体の格付けは高格付けが多く、信用リスクは低いものの、流通市場がほとんどないために流動性リスクは高いという点である。これらの株価連動債は期限の短いものがほとんどであるが、一部売却に応じる証券会社があるものの、投資家は持ちきりを余儀なくされる可能性が高い。第二に、現在の株価連動債は固定的なオプション料を受け取り、株価変動リスクを負担しているが、このリターンがリスクに見合っていないことも指摘されている。すなわち、潜在的な投資家のリスクを考えると、現在の利回りは低すぎるにもかかわらず、リスク判断能力のない個人に対して、これらの債券が販売されていることが指摘されている。実際、日経平均連動債が頻繁に組成されると、限前償還条項をつけたもの（コーラブル）などもある。

第三に、それ自体が利回りの低下要因となる。しかし、個人投資家はリスクではなく、預本金利などとの見合いで投資するため、割安な利回りでも投資するという指摘である。株価変動リスクは、現在のような株価上昇局面では顕在化していないが、株価が不安定化すれば顕在化する可能性が高く、販売証券会社は充分なリスクの説明とともに、リスクリターンの観点から商品を選別する必要もあると思われる。

### 3 社債管理会社

社債投資家である社債権者保護の観点から社債を管理するのが（改正商法）が法律六二二号として公布され、ここに従来の社債受託制度の抜本的な改革が実現した。この改革によって、従来の「社債募集の受託会社」は、「社債管理会社」と名称を改められ、その機能も明確化された。具体的には、①「社債募集ノ委託ヲ受ケタル会社」（募集の受託会社）を条文から削除する、②社債管理会社を新設し、原則として強制設置とする、③社債管理会社の資格を銀行、信託、担保付社債信託法上の免許を受けた会社に限定する、④社債管理会社の業務を発行後の社債管理に限定する、⑤現在受託会社が行っている発行段階の業務に関する規定を条文から削除する、⑥社債管理会社の権限・義務・責任を明確化する、という



(出所)「日経公社債情報」、1999年9月27日、2ページ。

れている。この場合、対象企業の株価が上昇すればオプション料がそのまま取得できるため、投資家は高利回りを享受できるが、対象企業の株価が下がると、オプションが行使され、当該株式をその価格で引き取らなければならない。したがって、損失が発生することになるが、日経平均連動債とがつて、その場で損失を確定せず、株式を保有して株価の回復を待つことも可能である。その他、仕組み債として、通貨オプションを組み込んだもの、期前償還条項をつけたもの（コーラブル）などもある。

これらの債券のうち、最近仕組み債に対する個人投資が拡大し、前記のような株価連動債は個人向け商品として定着しはじめている（表1参照）。しかし、次のような問題点も指摘されている。

第一に発行体の格付けは高格付けが多く、信用リスクは低いものの、流通市場がほとんどないために流動性リスクは高いという点である。これらの株価連動債は期限の短いものがほとんどであるが、一部売却に応じる証券会社があるものの、投資家は持ちきりを余儀なくされる可能性が高い。第二に、現在の株価連動債は固定的なオプション料を受け取り、株価変動リスクを負担しているが、このリターンがリスクに見合っていないことも指摘されている。すなわち、潜在的な投資家のリスクを考えると、現在の利回りは低すぎるにもかかわらず、リスク判断能力のない個人に対して、これらの債券が販売されていることが指摘されている。実際、日経平均連動債が頻繁に組成されると、限前償還条項をつけたもの（コーラブル）などもある。

第三に、それ自体が利回りの低下要因となる。しかし、個人投資家はリスクではなく、預本金利などとの見合いで投資するため、割安な利回りでも投資するという指摘である。株価変動リスクは、現在のような株価上昇局面では顕在化していないが、株価が不安定化すれば顕在化する可能性が高く、販売証券会社は充分なリスクの説明とともに、リスクリターンの観点から商品を選別する必要もあると思われる。

ものである。すなわち、社債管理会社はその役割を発行後の社債管理業務に限定され、発行時の事務代行業務は本来業務でなく、例えば証券会社が行うことも可能とされた。つまり、従来の社債受託会社は、発行時に発行内容に関与することによって、社債市場をミクロ的に規制し、ファイナンシャル・アドバイザー的な役割を果たしてきたわけだが、その際募集の受託会社として発行事務を代行することが法律的な手がかりとなっていた。それが、社債管理会社では本来業務ではないこととされ、証券会社に開放されたことの意義は大きい。したがって、社債受託会社が個別の発行会社の社債発行に関与する余地は、法律上取り扱われ、ここに従来の社債受託制度の個別発行体に対する規制的役割はその根拠を失い、終焉した。さらに、これによつて受託銀行の徵収していた手数料も、社債管理手数料と改称されるとともに、大幅に引き下げられ、さらに社債管理会社設置の例外規定があつたことから、不設置の社債発行も拡大し、その既得権益はほぼすべて放棄されたといえる。

この改正による影響として、①手数料が引き下げられ、従来の募集受託関連手数料は、改正後大幅に低下したこと、②社債管理会社の強制設置に例外規定が設けられたことによつて、社債管理会社を設置せず、財務代理人だけを設置する、いわゆる「不設置債」が増加し、現在ではこれが一般化していること、③社債管理会社の業務が明確化されたことによつて、従来行われていた受託銀行によるデフォルト債の一括買取りが行われず、実際その後の経過をみると不買取りが定着したこと、などが挙げられる。

このうち投資家にとっては、従来の受託銀行一括買取処理が行なわれなくなつたことが重要である。というのは、従来の一括買取処理は、額面価格ないしは経過利子を上乗せした理論価格で行なわれていたため、社債投資家は社債がデフォルトしてもほとんど損失を被ることがなく、デフォルト・リスクを負担していないに等しかつた。しかし、この改正を契機に買取処理の慣行は崩れ、最近発生したデフォルト事例ではいずれも投資家が損失を被つている。ただし、社債管理会社が設置されていたヤオハン債の事例では、デフォルトの直前に社債管理会社が預金を担保として担保付に切り替えたこともあるが、結果的に弁済率が高まつた。これをきっかけにして、最近では生保などの機関投資家からも社債管理会社の設置を求める意見も出されており、また社債管理会社設置債のほうが利回りは低く設定されているという指摘もある。

#### 4 公社債の登録

公社債の登録制度とは、公社債の保有者が本券を保有する代わりに、予め指定された登録機関に登録することで、発行者および第三者に対抗できるようにする制度であり、ここに登録した債券は登録債とよばれ、本券の発行は不要となる。ただし、国債の登録制度とその他の債券の登録制度は異なつていて、

まず、国債の登録制度は、「国債に関する法律」（一九〇六年）および「国債規則」（一九二二年）に規定されており、登録機関は日本銀行本店およびその代理店である。登録請求は、国債登録請求書に国債の名称、記番号、金額、元利金支払い場所などを記載し、印鑑票と国債証券を添えて提出する。登録国債の保有者には、国債登録簿登録済通知書が交付される。登録国債が売買された際には、移転登録が行なわれる。

次に、国債以外の登録は、社債等登録法（一九四二年）によつて行なわれ、社債のほか、地方債、特殊債、外国債にも準用されている。社債等の登録機関は、日銀ではなく、主務大臣が指定する金融機関であり、社債管理会者（または財務代理人）または担保の受託会社がこれに指定されることになつていて、したがつて、銘柄毎に登録機関は異なり、多数の金融機関に分散している。また、新発債の投資家が登録債を希望する場合は、応募者登録請求書を登録機関に提出し、登録機関はこれを登録簿に記載し、登録済通知書を交付する。社債等が売買さ

れた場合は、移転登録を行うことになるが、それには売買当事者双方連署の移転登録請求書を提出するか、または買い手が移転登録請求書に売り手の譲渡承諾書を添付して提出することになっていたため、煩瑣で時間がかかっていた。しかし、九六年（株）債券決済ネットワーク（JBNet）が設立（九七年稼動開始）され、各社債の登録機関がオンライン・ネットワークで結ばれたため、移転登録が迅速化されている（図2参照）。

なお、登録債の利点とし

て、①租税特別措置法上の指定金融機関は利息に対する税金を源泉徴収されない（本券の場合は源泉徴収後、法人税の先払いとして還付されるが、一定の日時を要する）、②券面や利札管理が簡便であることなどの点があるが、その反面欠点としては①無記名であっても購入などの際記名捺印が必要、②指定金融機関と一般投資家との間で、税制上不公平があり、同一銘柄でも価格差を生じている場合があること、などの点が指摘されている。とくに後者の点は税制と登録制度が深く関係していることを示しており、流通市場活性化のためには、これらの制度改正を含めた制度改革が必要であると思われる。

（まつお じゅんすけ・兼任研究員）

（資料）債券決済ネットワーク

(60)

(59)

図1 オンライン・ネットワーク構成（移転登録請求）  
オンライン・ネットワーク 日銀ネット

