

# 証 研

# レポート

No.1594

---

2001年5月

構造改革と投資銀行業務 二上季代司（1）

米国新興企業とストック・オプション 伊豆 久（13）

ロンドン証券取引所の巻き返し策  
～海外キャンペーンとT S E 2001～ 吉川 真裕（22）

動き出した国債のR T G S（1）  
～制度の概要～ 福本 葵（37）

# 構造改革と投資銀行業務

一上季代司

## 1 はじめに

構造改革を旗印に掲げた小泉新政権が発足した。今求められているのは、総需要の拡大策ではなくサプライサイドの変革である。バランスシート調整や既存事業の再編・強化など企業収益を高めるための経営改革と新事業・イノベーションを起こしやすい形での構造改革である。こうした構造改革に対しては、証券化（資産流動化）、M & A、MBO、ベンチャー投資など、いわゆる投資銀行業務を通じて証券界が貢献できる余地は大きい。むしろ、投資銀行業務の精緻化、拡大、進化こそが、日本経済の構造改革を推進させるといっても過言ではない。そこで、以下ではわが国における最近の証券化、M & A、MBO、ベンチャー投資等の現状について簡単に概観してみた。

## 2 証券化 進展する不動産の証券化・流動化

表1にみるように昨年の資産担保証券（Asset-backed Securities）の年間発行額は二兆五千億円弱で、前年度比二〇%の増加となっている。角度を変えて企業の資金調達額に占める割合からその大きさを見て、二〇〇〇年度の資金調達額（一四兆四四百億円）の一六・七%を占める（ちなみに、最大の資金源は普通社債の七兆六四百億円で五二・九%、ついで増資三兆七一百億円、二五・七%となっている）。すなわち資金源としても無視でき

表 1 国内ABSの年間発行額

(単位) 億円

証券化対象資産	1997年	1998年	1999年	2000年
自動車ローン	800	1,687	4,992	3,749
リース	1,246	3,130	5,307	4,991
消費者ローン	75	119	492	511
ショッピング・ローン	0	998	1,950	1,305
CBO/CLO	2,900	4,392	5,424	2,336
CMBS	0	0	1,577	5,897
RMBS	0	0	674	3,878
生命保険基金	0	0	0	1,800
その他	33	542	100	167
合計	5,054	10,868	20,516	24,634

(注) オリジネーターが日本国籍のABSを集計。CBOは社債担保証券、CLOはローン担保証券、CMBSは商業用不動産ローン証券、RMBSは住宅ローン証券

(原資料) 日興SSB調べ。

(出所) 「日経金融新聞」2001年2月2日付け。

ないウエイトを占めるにいたっている。SPC法の全面改正<sup>(1)</sup>で売手が組成しやすくなったこと、ならびに低金利下で運用難に悩む機関投資家が利回りアップを目指してABS投資を積極化していることなど、売り手と買い手両サイドの事情が重なってABS市場は急拡大している。

さて、最近のABS発行の特徴として、対象資産として不動産ローンが急増していること、大型案件が増えていることなどがあげられる。例えば、商業用不動産ローンでは、オフィスビル、工場、ショッピングセンター店舗、ガソリンスタンド、ホテルなど対象不動産も多様化しており、住宅ローンでは第一生命保有の住宅ローン二万件を証券化した案件が二、〇八一億円の大型発行となっている。こうした不動産の証券化は今後、ますます増えそうである。

不動産投信(日本版REIT)の上場市場を創設(三月)したことなどの環境変化があげられる。不良債権そのものの売却については三、四年前に外資系投資銀行の斡旋による数兆円規模(簿価ベース)のバルクセールが行われたが、最近ではモルガン・スタンレーが不良債権のABSを組成した(三本、計約一千億円)ほかはあまり

その理由として政府与党の緊急経済対策などにより銀行保有の不良債権処理が「待ったなし」となってきたこと、東証が会社型<sup>(3)</sup>

進んでいない。その理由として、わが国の銀行融資では同一担保にたいして二重、三重の抵当権が設定され権利関係が入り組んでいる場合が多く、これが担保不動産の売却ひいては不良債権売却のネックになっていることが挙げられる。このため政府与党は担保不動産の債権者間の権利を調整する「権利調整委員会」の新設を打ち出している。また金融庁は不良債権のデータベースを整備して売買を促す環境整備に乗り出している。

他方、日本版REITについては三菱地所や三井不動産などが今秋上場を目指してファンド立ち上げの作業に入っている。また外資系も、モルガン・スタンレーが首都圏を中心にビルや賃貸マンションを今後三年間で総額六一億億円、ローンスター（投資会社）も都内でマンションを、それぞれREITの対象物件として購入する計画のようである。アメリカのREIT市場は九九年末で上場二〇三銘柄、時価総額一、五〇〇億ドルであり、わが国のREIT市場も早晚、数兆円の規模に上るとの予想もある。

ただ、証券化手法による不動産の流動化が本格化するためには、これまでの土地価格理論の根本的な転換が必要である。証券化による商業用不動産の売却価格は、基本的には将来のキャッシュフロー（賃借料や地代など）の資本還元価格となり、往々にして単純売却よりは低くなると予想されるからである。これに加え、ABSとして仕立て上げるためにはSPC設立費用、不動産管理費用、弁護士費用など販売額の五%相当のコストがかかる。これまでの「高値覚え」が最大のネックといえるが、他方では、企業の抱える含み損の処理を義務付ける「減損会計」導入が具体化する中で、バランスシート調整への圧力が増すであろう。

### 3 M & A市場 膨らむ企業再生ファンド

次に日本企業の絡むM & A市場を見ると、二〇〇〇年は内 内（日本企業間）、一、三四四件）、内 外（日本

表2 会社分割制度の利用を計画している主な企業

企業名	時期	目的
○NEC	2001年6月	POS端末事業等を日通工に移管
○ニッショー	2001年6月	スーパーストア部門を分社
○川崎製鉄	2001年7月	LSI事業部を分社
○さくらカード	2001年7月	住友クレジットサービスに事業移管
○サークルケイ・ジャパン	2001年7月	サンクスアンドアソシエイツと統合
○出光興産	2001年10月	LPガス部門を分社
○日興証券	2001年10月	持ち株会社に移行
○日立製作所	2001年10月	計測器事業など日製産業に統合
○日立化成工業	2001年10月	住宅機器・環境設備の分社
○みずほホールディングス	2002年春	グループ内事業の再編
○新日本製鉄	2002年4月	都市開発事業部と日鉄ライフを統合

(出所)「日本経済新聞」2001年3月27日付け。

企業による海外企業のM&A、二八八件)、外内(海外企業による日本企業のM&A、一三六件)、合計一、七六八件と過去最高の件数(前年度比四〇%増)となっている(野村證券金融研究所調べ、「日経金融新聞」二〇〇一年一月一九日付け)。連結経営を意識した企業が、事業分野を絞り込む「選択と集中」を進めたことが要因とされる。このうち内内のM&Aでは、「既存事業強化」目的が最も多く五二・二%で前年(四一・一%)からウェイトを高めている反面、前年には目的別一位であった「グループ再編」が四六・四%から三八・五%へと低下。企業がM&Aをリストラだけではなく、「攻め」へと積極的に利用していることがわかる。

昨年の民事再生法施行によって企業整理が増えたことに加え、株式交換制度(九九年一〇月)ならびに会社分割法制の創設・施行(二〇〇一年四月)など、M&A市場拡大への法的な環境も整備されてきている。なお、表2は、会社分割制度の利用を計画している主な企業をリストアップしたものである。

次に、やや仔細に見てみると、「既存事業強化」目的では、その方法として合併よりも資本参加(他社と共同)や資産買取りが主流となっている。つまり、合併のように経営権を完全取得するリスクの高い方法は見送られ部分的に事業や経営に参加する仕組みが企図されている。他方、

事業再編では前年同様、親子間やグループ企業同士の合併、出資比率の見直しなどの動きが見られる。こうした企業再編の活発化を受けて、公開会社の上場・登録廃止が昨年は六八社と既往最高となった<sup>(5)</sup>。

これに関連して最近の特徴としては、LBO手法のような欧米からのスキルの導入、M & AやMBOを目的としたファンドの組成が急速に増えている。例えば、モルガン・スタンレーと住友信託は、消費者金融大手アイフルに対し、ライフ買収資金一、七三〇億円としてノンリコースのLBO融資を実施した。LBO (Leverage Buy-out) は、買収対象資産を担保とする借入金で買収する手法で、買い手サイドとしては自己資金を上回る巨額の買収が可能となる。その案件にはアイフルが買収したライフの保有資産である消費者ローン三千億円を証券化し、それで返済するというスキームが付加されている。ノンリコースローンは返済の源資を担保に限定し、借り手が返済不能でも担保以外に請求権が及ばない(ノンリコース)、したがって権利関係が明確で証券化には不可欠な融資方法である。供与するにあたっては担保のキャッシュフローとそのリスクを精査する必要がある高度なスキルを要する。

またジャフコ(ベンチャーキャピタル大手)、ドイツ銀行、ローンスター(米投資会社)三社は、財務リストラを企画したスポーツ用品販売大手ヴィクトリアから小売り部門を買収した。目的は企業価値を高めて数年後に公開益を狙うというものである。具体的には買収の受け皿となる「ジャフコ・スポーツ・ホールディング、JSH」を設立し、JSHがジャフコ運営の投資事業組合から八〇億円の出資、ドイツ銀行から買収資産を担保としたLBO融資九五億円、ローンスターからは店舗・不動産の売却代金一〇〇億円(ローンスターから再びリースで賃借)を調達し、二七五億円でもって店舗と従業員を引き取り営業権を買い取った。この案件では、営業権買取りに伴う適正価格の算出などのアドバイザリーサービスのほか、未公開株投資、LBO融資、リースバック

などさまざまなスキルが組み合わされている。

また九〇年代後半からわが国でもMBOが散見されるようになったが、最近では富士や興銀、東海など国内銀行による仲介の案件が増えていることも特徴である。大企業等の特定部門の部門長が外部から資金を調達して営業権を買い取り、自らは経営者となって分離独立するのがMBO (Management Buy-out)、外部の投資機関等がその特定部門を買い取り、経営者を送り込むのがMBI (Management Buy-in) である。MBOやMBIは、買い手サイドとしては分離独立させた部門を営業内容とする企業への投資、いわゆる未公開株投資(プライベート・エクイティ・ファイナンス、Private Equity Finance)であり、いずれも、分離した後で企業価値を高め公開益を狙うのである。それが投資のインセンティブとなる。

こうしたM&Aの買収資金として、とりわけ外資系金融機関が邦銀や商社と提携してファンドを組成する事例が最近多く、向こう三年間で一兆七五百億円の規模になるとの予測もある<sup>(6)</sup>。日本経済新聞「二〇〇一年一月八日付け」。

#### 4 ベンチャー投資

ところでプライベート・エクイティとしてはMBO、MBIのほかにはベンチャー投資がある。今、その規模をベンチャーキャピタルによる投資額に代表させてみると、九九年度の新規投資額二、三〇一億円、残高は八、一五五億円(本体投資三、五八八億円、組合投資四、五六七億円)となっている。新規投資額は前年比倍増となっているが、その背景として、大証ナスダック・ジャパン、東証マザーズ等の新興企業向け市場の創設、支援法制(投資事業有限責任組合法、新事業創出促進法など)の整備などが挙げられよう。もっとも、市場規模は既往最高であった九六年度(投資額二、四二七億円、残高九、一九三億円)を越えてはいない。また九〇年代後半から

図1 日米VC投資額（フロー）推移

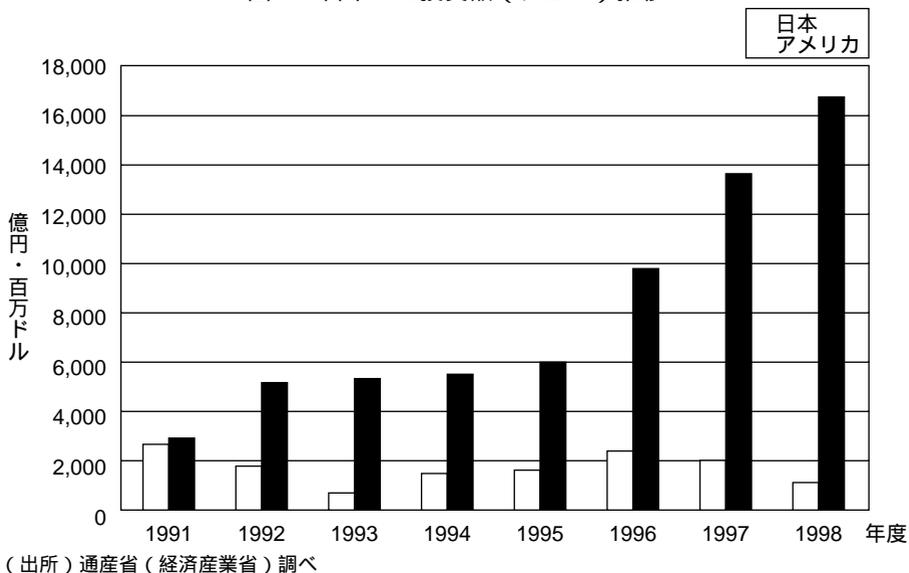
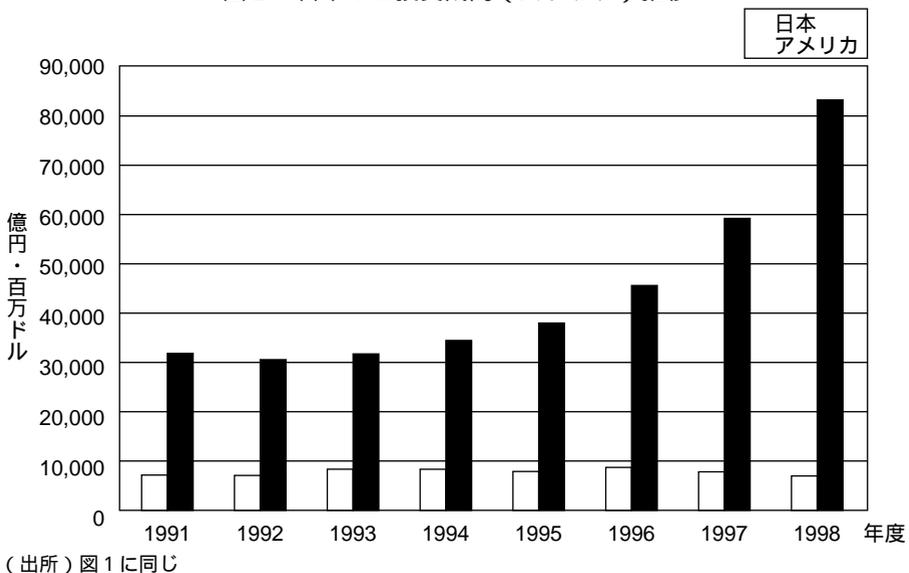


図2 日米VC投資残高（ストック）推移



フロー（新規・追加投資）およびストック両面において日米間の格差は拡大している（図1、図2）。こうしてみるとベンチャー投資は先に見た証券化（流動化）、M&A、MBOと比べて相対的に低調のように見える。

次に最近のベンチャー投資における特徴を見ておこう。まず出口市場としての株式公開をみると、新興三市場合計で株式公開は二〇〇〇年中、一五七社（店頭九七社、大証NJ三三三社、東証マザーズ二七社）うち、ベンチャーキャピタル（VC）の出資を受け入れている企業は一二五社、VCからの出資受入れ比率一〇%以上は、店頭二二社、大証NJ一七社、マザーズ一社となっている。大証NJ、東証マザーズでは早期上場の企業が多いことから、早期上場を目指す企業ほどVC受入れに積極的といえる。

すなわちVCサイドに見られる最近の特徴の第一はアリーステージへの投資が増えていることである。先の新規投資額（フローベース）でも六二%が創業五年未満の企業向けとされる。第二の特徴は一件あたりの投資額が大きくなっており、社外取締役の派遣など育成型の投資（ハンスオン）が増えていることである。第三に、従来はVC本体による投資が主流であったが最近ではVCの組成したファンドによる投資が増え、これが主流となりつつあることである。既往ピークの九六年度残高九、一九三億円のうち、本体投資は六六・七%（六、一二八億円）であったが、九九年度には先ほど見たように四四・〇%に低下、逆に組合投資は三三・三%から五六%に上昇している。利益相反防止の観点からはファンドによる投資が望ましいことは言うまでもない。

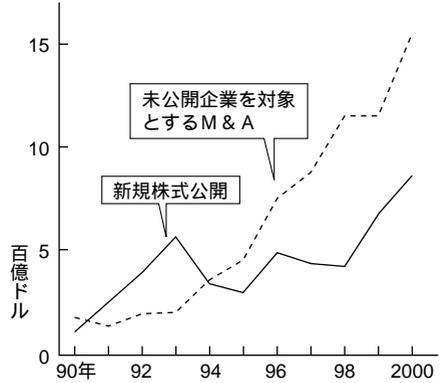
いふなれば「カネも出すが、口も出さず」式の、アメリカのシリコンバレーシステムが徐々に日本にも浸透している訳である。ただ育成型VCには商法上の制約がある。VC側としては、少数出資比率であっても、投資した金額が初期の期待通りに使われているかどうかの監視、企業価値を高めるための経営支援など、利益保護のために取締役の派遣や会社の重要な経営戦略の決定に参画する必要がある。しかし、日本の商法はアメリカと違って

定款自治を認めておらず、取締役の派遣、会社経営の重要事項の事前承認、増資における新株発行のやり方など株主の利害調整に必要な事項に関する取り扱いは、「株主間契約」で行っているのが現状である。しかし株主間契約は法的拘束力がなく安定性に欠ける。先月一八日、法務省が公表した「商法等の一部を改正する法律案要綱中間試案」では議決権に関する種類株の創設が盛り込まれ、この面での改善がなされつつあるが、より一層の弾力が望まれる。

なお、出口市場としては株式公開のほか、M & A やファンド買い取りなどがある。ベンチャー投資の出口市場として、アメリカでは株式公開よりむしろM & Aの方が規模が大きい(図3参照)。日本でも株式交換制度によりベンチャー企業に対するM & Aが散見されるようになった。例えば、ヤフーによるP E I M社(携帯電話向け情報サービス)の買収(五四億円)、楽天によるプロムナート社(企業間電子取引サービス)の買収(二億三千万円)等がある。

またアメリカではファンドを運用満期以前に転売する市場もある。四半期ごとの時価ベースでの資産価値の公表がそうした転売を可能にしている。わが国では中小企業庁によるベンチャーキャピタル組成ファンドのパフォーマンス調査に応じている回答企業は二九社しかない<sup>(7)</sup>。ファンドの転売のみならず、ファンドへの投資を考えている国内企業年金向けにもこうした情報開示は必要であろう。

図3 米国での新規株式公開・未公開企業を対象にしたM & A



(注) 米トムソン・ファイナンシャル・セキュリティーズ・データ調べ。2000年は11月30日まで  
(出所)「日本経済新聞」2000年12月21日付け

表3 日本のM & Aの財務アドバイザー・ランキング

	金額 (百万ドル)	案件 数
1(1)ゴールドマン・サックス	33,534	22
2(2)メリルリンチ	30,935	12
3(6)モルガン・スタンレー・ ディーン・ウィッター	19,319	11
4(-)東京三菱銀行グループ	15,945	32
5(-)リーマン・ブラザーズ	12,302	5
6(8)野村証券グループ	11,977	67
7(7)みずほフィナンシャルグ ループ	10,498	72
8(-)日興証券	8,114	89
9(-)KPMGコーポレートフ アイナンス	5,423	10
10(4)ソロモン・スミス・バー ニー	5,191	14

(注) トムソン・ファイナンシャル調べ。2000年実績、公表案件ベース。カッコ内は1999年順位で、-は10以内に入らず。みずほフィナンシャルグループの99年順位は日本興業銀行の分

(出所)「日経金融新聞」2001年1月24日付け。

表4 M & Aの財務アドバイザー・ランキング  
(日本企業による海外企業のM & A)

	金額 (百万ドル)	案件 数
1(2)ソロモン・スミス・バー ニー	17,034	7
2(7)ゴールドマン・サックス	10,621	6
3(4)クレディ・スイス・ファ ースト・ボストン	9,832	2
4(3)メリルリンチ	9,190	6
5(17)ドイツ銀行	7,857	5
6(11)HSBC	5,463	4
7(12)JPモルガン	3,672	3
8(13)ABNアムロ	3,595	2
9(1)モルガン・スタンレー・ ディーン・ウィッター	1,405	3
10(5)リーマン・ブラザーズ	1,397	3

(注) トムソン・ファイナンシャル調べ。2000年実績、公表案件ベース。カッコ内は1999年順位

(出所)「日経金融新聞」2001年2月6日付け。

5 活躍する外資系金融機関

以上に見た不動産の証券化(流動化)、M & A、MBO、ベンチャー投資いずれにおいても外資系金融機関の活躍が目覚ましい。こうした投資銀行業務は、わが国では証券業務の「フロントティア」であり、それだけにマージンも厚い。一般に欧米投資銀行の最低資本コストは一五%であり、新規事業でそれだけの収益率を期待できる事業として、かつては「デリバティブ」があったのだが、今やそれもコモデティ化し、M & Aや不動産投資、未公開企業(プライベート・エクイティ)投資が有力な新規事業と期待されている。また、それを推進すべく母国の

年金基金等、機関投資家の資金をファンドの形で動員しているわけである。

したがって、資金源、スキル等の面で外資系は比較優位な立場にあり、こうした投資銀行業務で外資系金融機関が当面は先行するだろう。例えば、トムソン・ファイナンシャル調べによると、M & Aのアドバイザーランクは、内 内および外 内（日本企業を対象とした案件、一、五一七件、九九八億ドル）では上位一〇社のうち外資系五社、トップスリーは外資系となっている（表3）。内 外（日本企業による海外企業のM & A）ではすべて外資系となっている（表4）。

さらにベンチャー投資でも、九九年度の新規投資額（フロー）のうち、外資系ファンドによるものが四分の一程度を占めるとの推測もある（「日本経済新聞」二〇〇〇年一〇月二七日）。もっとも、外資系金融機関が新しい金融スキルを持ち込んでわが国金融証券市場の質的な発展に寄与し、それが日本経済の構造改革を促すとすれば、それは望ましいことであろう。

#### 注

- (1) 改正内容は、SPC設立の際の出資金を一〇万円へ引き下げ、証券化の対象を財産権一般に拡大、新たに特別目的信託（SPT）が認められ受益権の無記名化により市場での売却が可能になったこと、などである。
- (2) CMBISの発行はJPMorganのアレンジによる大京保有の賃貸マンション一、二〇〇戸の証券化が第一号とされているが、その後、二〇〇〇年には大和SBCMによるNEC本社ビル（五二四億円）、興銀証券によるコスモ石油のガソリンスタンド四〇〇店（三三六億円）などの事例がある。
- (3) 四月に明らかとなった緊急経済対策によると、既存不良債権は二年以内、新規発生の不良債権は三年以内の処理完了

を求められており、銀行に対して担保不動産売却へのプレッシャーがかかると思される。なお、上場企業の固定資産売却は二〇〇〇年度実績（公表分のみ）で二四九社による三四一件、合計一・四五兆円であり売却益は差し引き七千億円であった（日本経済新聞「二〇〇一年四月三日」）。

(4) 分割法制のメリットとして、分割に際しての債務者の個別同意が不要、譲渡資産に関する裁判所調査が不要、分割部門の従業員の同意が不要、税制上の優遇などがあげられる。

(5) 市場別内訳は東証四二社、大証など二二社、店頭二二社（重複上場除く）。具体例としては日立国際電気（八木アンテナ、日立電子などを統合）、アサヒ（ニッカウイスキーを一〇〇%子会社化）、みずほ（興銀、富士、一勧の統合）、新光（新日本、和光の合併）、つばさ（太平洋、ユニバーサル、第一など四社合併）、経営破たん例ではさくら、ライフ、第一ホテル、日貿信などである。

(6) 主な買収ファンドと買収事業を担当する金融機関を挙げると、リップルウッド（米）・マリオット（米）、投資予定額（以下同じ）四千億円、サーベラスグループ（米）、二千億円、リップルウッド（米）・三菱商事、一、一五〇億円、GEキャピタル（米）・住友商事・大和証券SBGM、一千億円、ドイツ銀行グループ（独）、一千億円、日興証券、一千億円、カーライルグループ（米）、五百〜七百億円、チエースマンハッタングループ（米）、五七五億円、UBSグループ（スイス）、三百〜五百億円、AIG（米）、三百億円、野村證券、三百億円、などである。

(7) 通産省中小企業庁「一九九九年、日本のベンチャー・キャピタルに関する報告書」二〇〇〇年三月。

( ) にかみ きよし・主任研究員

# 米國新興企業とストック・オプション

伊豆 久

はじめに

九〇年代以降の米國では、經濟における株式市場の役割がますます高まり、株式本位制とまで言われるようになった。しかし、そこでは株式市場に関する従来の常識とは幾分異なつた現象も見られる。その一つとして、株式市場における資金調達がマイナスとなっている点を上げることができである。株式発行市場は、株式会社が資本を調達する場のはずであるが、米國では企業による自社株買いが増資額を上回るようになってきた。もちろん、個別企業レベルではIPO（新規株式公開）が盛んに行われてはいるものの、少なくともマクロ的に見ると発行市場は機能していないことになる。八〇年代末の日本では、大量のエクイティ・フィナンスがなされたことを思い出せば、同じ株価の急騰期でありながら極めて対照的である。しかしその一方で、米國では、株式交換やストック・オプションなど株式そのものをあたかも現金のように使うこと、いわゆる株式の貨幣化が日常化している。単純化すれば、日本の企業は株式を現金に交換してその現金を使っていたのに対して、米國では、株式を株式のままに現金のように使っているということになる。

八〇年代末の日本での過剰なエクイティ・フィナンスに対しては、すでにいろいろな観点からの検証・批判がなされているが、最近になって、米國の株式の貨幣化についても様々な議論がなされるようになってきた。その一つは、株式交換を中心としたM&Aをめぐることであり、もう一つは、ストック・オプションに関するもの

である。小稿では、後者について簡単な紹介をおこなうこととしよう。<sup>(1)</sup>

### 1 ストック・オプションの会計上の扱い

ストック・オプションとは、会社の経営者や幹部社員への報酬として自社株を一定の価格で購入する権利（オプション）を付与するものである。株価が権利行使価格を上回ればその差額が利益となるわけで、これによって株価や株主価値を意識した経営がなされることが期待されている。反面、短期的な株価上昇ばかりが重視されて長期的な視点がなござりにされるのではないか、に始まって、様々な批判も絶えないが、重要な論点の一つにその会計上の扱いをどうするかという問題がある。<sup>(2)</sup>

ストック・オプションを付与された者にとって、それが経済的利益であることは明らかであるが、会社側にとつてのコストの理解は簡単ではない。オプションの付与に現金は必要でなく、付与された者の最終的な利益も確定していないからである。だからこそ、米国の会計基準においても、ストック・オプションが会社の費用として認識されるのは、権利行使価格が時価より低く設定されている場合に限定されている（本源的価値法）。時価より低い価格であれば、付与と同時に利益が生じ、既存株主から付与者への富の移転が生じるからである。しかし、権利行使価格をその時の時価に設定しておけば、付与する時も権利行使がなされた時も会社の費用として計上する必要がない（一九七二年のAPB（企業原則審議会）意見二五号）。そして、米国では付与時の時価を権利行使価格とするのが一般的であり、実際、ほとんどすべての会社が、費用として計上されない「報酬」を支払っているのである。その分、米国企業の利益は、いわばかさ上げされているのであり、こつした会計上のトリックが、ITバブルの隠された秘密の一つであるとする見方も少なくない。

しかし、その後、株価が権利行使価格を上回れば、オプションを受けた者は、時価よりも低い価格で株式を買えるのであり、既存株主の一株あたり持分が減少（希薄化）することになる。そのリスクは、ストック・オプション付与時に発生しているのであって、その時点でコストとして認識されるべきだと考えられる。しかしながら、費用化に伴う利益縮小を恐れる産業界等から強い反対もあり、結局、本源的価値法の存続を認める一方で、ブラック・シヨールズ・モデルにもとづいてオプションの公正価値を計算し、それを費用として計上した場合の利益額（公正価値法）をプロフォーマ情報として脚注に記載させる、という妥協策が今日まで採られているのである（一九九五年のFAS（財務会計基準書）一一三号）。

## 2 ストック・オプションの規模

では、そのストック・オプションの費用を計上すれば、米国企業の利益はどれくらい小さくなるのだろうか。FRBのワーキング・ペーパーは、税引き後利益に対するストック・オプション費用の比率は、一九九四年で約四％、九八年には一〇・五％に達しているとして<sup>3)</sup>いる。さらに、費用計上を免れているおかげで、利益成長率は年率で一％ないし一・五％押し上げられているという。この計算は九八年に関するものであるから、九九年からのさらなる株価上昇で押し上げ幅はもっと大きくなっていると推測される。

代表的な企業を例にもう少し具体的な数字を見てみよう。表1は、NYSE・ナスダックの時価総額上位五社（九九年末）その他の代表的企業に関して、税引き後利益とストック・オプションを費用計上した場合の利益を比較したものである（直近三年の平均）。これを見ると、ストック・オプションへの依存度には、企業間でかなりのばらつきがあることがわかる。たとえば小売最大のウォルマートではオプションを費用計上しても最終利

表1 利益に占めるストック・オプションの比率

		利益 (A)	推計利益 (B)	(A - B)	(A - B) / A
NYSE	GE	10,916	10,757	159	1.5%
	Exxon	11,235	11,041	194	1.7%
	Wal - Mart	5,367	5,319	48	0.9%
	Lucent	2,358	1,820	538	22.8%
	IBM	7,358	6,737	621	8.4%
	Coca - Cola	2,714	2,557	157	5.8%
ナスダック	GM	4,470	4,225	245	5.5%
	Microsoft	7,232	6,460	772	10.7%
	Intel	7,972	7,438	534	6.7%
	Cisco Systems	2,007	1,370	637	31.7%
	MCI EORLDCOM	495	273	222	44.8%
	Dell Computer	1,357	897	460	33.9%
	Oracle	2,800	2,497	303	10.8%
	Sun Microsystems	1,213	1,034	179	14.8%
	Amgen	1,033	934	99	9.6%
	Amazon.com	- 752	- 982	230	-
	Yahoo!	35	- 533	568	1,622.9%

- 1) A・B：2000年度までの直近3年間の年平均。  
 2) B：付与したストック・オプションのコストを費用計上した場合の利益。  
 (出所) 各社年次報告書より作成。

益は1%と違わないが、シスコ・システムズでは三割も減少することになる。また、アマゾン・ドットコムやヤフーでは、利益がでない段階で巨額のオプションが提供されている。こうした会社ごとの違いの原因は次のように整理できるであろう。

まず、利益規模が大きい会社は、費用に占めるストック・オプションの比率が小さい。幹部社員への報酬額は、会社規模に対して通増的であると考えられるため、その一部であるオプションの比率は、当然、企業が大きくなるにつれて減少することになるであろう。

とは言い、同時に、業態別の違いも明らかである。利益が三〇億ドル以下の企業だけを見ても、コカコーラの五・八%に対して、ルーセントは二二・八%であり、シスコその他のナスダック企業の比率は全体的に高い。また、表の(A・B)欄の数値を見ると、いわゆるニューエコノミー企業でその額が大きく、ウォルマートやコカコーラなどオールド企業は

小さい。やはりＩＴ関連企業、とりわけ新興のインターネット関連企業において、ストック・オプションがより積極的に活用されていることがわかる。その額の大きさからして、付与の範囲も幹部社員に限定されず、かなり広いことが推測できる。

収益基盤が確立されていないものの成長期待の大きいそうした企業は、ストック・オプションによって現金による報酬費用を抑制しながら人材を確保しているものであり、かつ、会計処理上の恩恵によって利益を膨らませることもできたのである。オプションの費用計上にシリコン・バレーを中心とする産業界が強く反対してきたのも当然だと言えよう。

### 3 シスコ・システムズの例

シスコ・システムズを例に、オプションの付与状況を見てみよう。

表2を見ると、同社では、毎年、三億株近いオプションが付与され、二億株前後が行使されていることがわかる。

表2 スtock・オプションの付与状況（シスコ・システムズ）

	オプション残高		参考： 発行済み株式総 数（100万株）	参考： 株価 （期中最低 - 最高：ドル）
	オプション （100万株）	権利行使価格 （加重平均：ドル）		
97年7月末残高	810	4.05	6,163	
付与	282	10.00		7.75 - 17.20
行使	168	2.40		
キャンセル	48	4.59		
98年7月末残高	876	6.25	6,491	
付与	245	22.22		10.97 - 33.53
行使	210	3.09		
キャンセル	22	10.85		
99年7月末残高	889	11.22	6,821	
付与	295	52.10		29.38 - 80.06
行使	176	5.75		
キャンセル	37	22.70		
2000年7月末残高	971	24.19	7,138	

（出所）2000年度年次報告書。

表3 スtock・オプション残高(シスコ・システムズ)

権利行使価格 (ドル)	オプション残高			権利行使可能オプション	
	残高 (100万株)	残存年数 (加重平均: 年)	権利行使価格 (加重平均: ドル)	権利行使可能 株数 (100万株)	権利行使価格 (加重平均: ドル)
0.01 - 5.56	229	5.20	5.23	188	4.44
5.57 - 12.27	258	6.16	9.56	162	8.95
12.28 - 28.61	194	7.49	23.59	63	22.47
28.62 - 54.53	241	8.34	49.91	5	31.02
54.54 - 72.56	49	8.64	65.65	-	-
総計	971	6.87	24.19	418	9.22

(出所)表2に同じ。

発行済み株式総数に対する比率に直せば、それぞれおよそ四%、三%程度に達する。そして、昨年七月期末のオプションの残高が九億七千万株となっており、同比率で言えば実に一三・六%となる。

オプションを付与された者の利益は、どれくらいなのだろうか。二〇〇〇年度には、五ドル七五セントで一億七六〇〇株分の権利行使がなされているから、同期間の株価を、単純に安値・高値の平均をとって五四ドル七二セントだとすれば、その差額は八六億ドルとなる。それだけの報酬を幹部社員が得たことになる。ちなみに、シスコ・システムズの同期の売上は一八九億ドル、利益は二六億ドルにすぎない。昨年度は、ネット関連企業の株価が急騰した時期であるとはいえ、その報酬は余りに巨額である。それだけの持分が既存株主から支払われたという理屈になるが、報酬を増大させた株価の上昇が、ストック・オプションというインセンティブによってはじめて可能となったのだとすれば、株主にとっても不満はないのかもしれない。

表3は、権利行使価格別にオプションの残高を見たものである。シスコ社の規定では、付与されたオプションは、付与日から一年が経過した時点で二〇%ないし二五%が権利行使可能となり、その後三年ないし四年をかけて段階的に行使できるようになっている。表にある権利行使可能オプションとは、権利行使制限期間を過ぎているオプションという意味である。また、すべて

のオプションの満期は九年以下に設定されている。

おわりに

以上、米国におけるストック・オプションの利用状況を簡単に見てきたが、日本においても、九七年にストック・オプション制度、九九年には株式交換・移転制度が導入され、米国流の株式の貨幣化が可能となった。したがって、今後は、たとえバブル期のような株高があっても、かつてほどのエクイティ・ファイナスはなされないのかもしれない。あるいは、だからこそ、それに代わる制度が導入されたとも言えるであろう。

米国では、公募増資は持分の希薄化を招くために、IPOを除けば、例外的な資金調達手段となっている。株価が割高であるとのシグナルを市場に送ってしまうことにもなり、また借入れのほうが税制上有利だという事情もある。しかし、株価の上昇期に公募増資が増えるのは価格が上昇して供給が増えるという市場メカニズムの基本原理がはたらいっているだけだとも言える。問題は、どこまで株価が高いかによる。

株式益回り（PERの逆数）が金利よりも低ければ、時価発行によって現金を調達し、借入金を返済するなり金利商品で運用するなりすれば、一株あたりの利益は上昇する（エクイティ・ファイナスと財テク）。PERが十分に高ければ、時価発行増資は希薄化を招かないのであり、日本の株主が時価発行増資を拒否しなかったのも合理的な根拠があったということになる。

しかし、それは、利益に比べて株価が十分に高いという前提があつて機能するメカニズムであり、それは、強固な株式持合いと証券会社による浮動株（株価）の管理という背景があつてはじめて成立しうるものだったと言えるであろう。

ところが、米国には、株価を支えるそうした特殊日本的な要因が存在せず、ITバブルといっても、PERは日本のバブル期よりもかなり低い。エクイティ・ファイナスは希薄化をもち、それが株価の下落につながれば、経営者は、株主からの辞任要求や買収の脅威にさらされることになる。そのため増資という方法は例外的にしか許されないのである。ところがその一方で、ストック・オプションや株式交換などの株式を株式のまま貨幣として用いるという方法が会計処理上の恩恵を受けつつ活用されてきたのである。

最近では日本でも、IPOは盛んであるけれども公募増資全体は少ないという状況が続いているが、以上のように考えれば、これは、株価の低迷という（長期にわたっているとはいえ性格としては）循環的な要因だけではなく、これまでの時価発行増資を支えてきた構造的要因が根本的に変化しつつあることによると考えられる。日本でも株式の貨幣化のための法制度が急いで導入された背景の一つにはこうした点もあったと言えるかもしれない。

#### 注

- (1) M & Aをめぐる議論も、その会計上の扱いに関するものである。企業結合の会計処理方法には、持分ブリッキング法とパーチェス法があるが、米国で通常採用されている前者の場合、被買収企業の資産・負債が簿価で評価され、利益についても買収前の数字が単純に合算される。特に、株価収益率の高い会社が低い会社を買収する場合、一株あたり利益が急増することになるが、その不透明性への批判が強い。昨年五月、金融誌『パロンス』がシスコ・システムの積極的な買収戦略への疑問を提起し、市場の注目を集めた。また現在、米国ではパーチェス法への一本化作業が進められており、M & A市場への影響が指摘されてい
- Thomas G. Donlan, "Cisco's Bids", *Barron's*, May 8, 2000; Abraham

J.Brilloff, "Pooling and Fooling", *Barron's*, Oct. 23, 2000.

- (2) ストック・オプションの会計上の処理に関しては、野口晃弘「ストック・オプション会計の政治化」『経済科学』(名古屋大学) 第四二巻第二号、一九九四年、同「ストック・オプション制度の会計問題」『企業会計』一九九七年九月号、伊藤邦雄「ストック・オプション制度の諸課題」『企業会計』一九九七年九月号、竹口圭輔「ストック・オプション会計の理論構造精緻化のプロセス」『企業会計』二〇〇〇年八月号。また、横山明「ストック・オプション制度」([www.hi-horie.jp/yokoyama-a/stockoption.htm](http://www.hi-horie.jp/yokoyama-a/stockoption.htm))では、マイクロソフトの九七年度年次報告書をもとにストック・オプションに関する開示例が解説されている。
- (3) S&P500からのサンプル一四四社を対象にした推計。J.Nellie Lang and Steven A.Sharpe, "Share Repurchases and Employee Stock Options and Their Implications for S&P 500 Share Retirements and Expected Returns", *FEDS working paper*, Federal Reserve Board, Nov.1999.
- (4) 渡辺茂『ROE革命』東洋経済新報社、一九九四年、一六七頁。

(いづみ ひさし)・主任研究員)

# ロンドン証券取引所の巻き返し策

～海外キャンペーンとTSE100～

吉川 真裕

二〇〇〇年五月三日、ロンドン証券取引所とドイツ取引所は対等合併し、新取引所iXはヨーロッパへの進出を計画していたアメリカのナスダックとの間でベンチャー市場ナスダック・iXを共同子会社として設立する計画が明らかになった。しかし、八月二十九日にストックホルム取引所を傘下に持つスウェーデンのOMグループがロンドン証券取引所に対して敵対的買収を仕掛け、これを受けてロンドン証券取引所は九月一二日にドイツ取引所との合併計画を撤回し、OMグループによる敵対的買収への対抗に専念することを発表した。<sup>(1)</sup>結局、OMグループは十一月一〇日までにロンドン証券取引所の株式の六・七%しか応募を得られず、証券取引所の敵対的買収という前代未聞の試みは失敗に終わった。OMグループによるロンドン証券取引所の敵対的買収が成功するとみる向きは少なかつたが、ドイツ取引所を中心としたグループやパリ証券取引所を核としたユーロネクスト、あるいはナスダックによるロンドン証券取引所の買収が市場関係者の間では取り沙汰され、ロンドン証券取引所は買収対象としてのイメージが定着することになった。

本稿ではロンドン証券取引所に対するOMグループの敵対的買収の経過とその後ロンドン証券取引所の巻き返し策を紹介し、独立した国際的な証券取引所として建て直しをはかるロンドン証券取引所の展望とこの試みがヨーロッパ株式市場統合にもたらす影響について考察する。

## 1 O Mグループによる敵対的買収の経過

ドイツ取引所との合併計画に対する懐疑的な見方が広がる中、二〇〇〇年八月二四日にロンドン証券取引所はストックホルム取引所とデリバティブ取引所 O M ロンドンを傘下に持つスウェーデンの O M グループから買収提案を受け、この提案を即座に拒否した。しかし、八月二九日に O M グループはロンドン証券取引所の株主に対して株式の公開買付を宣言し、敵対的買収に踏み切った。公開買付の暫定条件はロンドン証券取引所の株式一株に対して〇・六五株（約二〇ポンド）の O M グループの株式と七ポンドの現金を交換するというものであり、買収に踏み切った理由としてはロンドン証券取引所とドイツ取引所の合併計画がロンドン証券取引所にとっては不利であることを強調し、合併計画反対派を勢いづかせることになった。

O M グループによる公開買付が発表された八月二九日、ロンドン証券取引所は九月一四日に予定されていた株主によるドイツ取引所との合併計画承認投票を延期することを決定した。O M グループによるロンドン証券取引所の公開買付が成功すると見る向きは少なかったが、世界初の証券取引所の敵対的買収という大事件として報じられ、ドイツ取引所によってロンドン証券取引所の救済買収提案がなされるという噂が広がった。

株主総会を三日後に控えた九月一日、O M グループはロンドン証券取引所の株主に対する買収提案の正式文書を発行した。ロンドン証券取引所はこれに対して即座に反対声明を発表したが、ドイツ取引所が九月一四日の合併計画承認投票の延期を決めたことを受け、翌九月二日、ついに O M グループによる敵対的買収提案に対する対応を最優先させるためにドイツ取引所との合併計画を白紙撤回するという声明を発表した。

九月一四日のロンドン証券取引所の株主総会では小口ブローカーによる理事会への批判が噴出し、クルックスシヤンク会長をはじめとする経営陣が吊るし上げに合う形になった。そして、翌九月一五日にはロンドン証券取引

所のケーシー最高経営責任者が合併計画推進の責任を一身に引き受ける形で辞任し、クルックシャンク会長が暫定的に最高経営責任者を兼任することになった。

OMグループの正式買収提案から二週間後の九月二五日、シティ・テークオーバー・コードの期限の最終日にロンドン証券取引所は正式買収提案反対文書を交付した。この文書はロンドン証券取引所に対する株主の影響力の決定的な低下、OMグループによるロンドン証券取引所の過小評価、OMグループのテクノロジを重視したビジネス・モデルのメリットの不明確さ、という三点を反対理由として上げていた。

公開買付の期限であった一〇月二日までにOMグループはロンドン証券取引所の株式の一・〇%（三〇万株）しか買い取り請求を得られず、翌一〇月三日に公開買付の期限を一〇月二三日まで延期すると発表した。しかもこのうち〇・六七%（二〇万株）はOMグループの公開買付のアドバイザーを務めるイギリスの投資銀行ラザード社のものであり、他の株主からの応募は極めて少なかった。そこで、OMグループは一〇月二三日にロンドン証券取引所の株主に対する買付条件を次のように変更し、期限を一〇月二七日まで再び延期した。

買付方法は一株当たりOM株式一・四株（三五・八三ポンド）または一株当たり二〇ポンドとOM株式〇・五株（計三二・七九ポンド）のいずれかを選択できる。

ロンドン証券取引所株主のOMグループにおける持ち株シェアを最大三三%に引き上げる。  
ロンドン証券取引所の取締役会に二人の社外取締役をおく。

OMグループの取締役にロンドン証券取引所の株主から一人を採用する。

一〇月一九日に開かれたロンドン証券取引所の臨時株主総会では四・九%の株式保有制限を撤廃すべきかどうか議論されたが、規則変更に必要な七五%の同意は得られず、OMグループによる公開買付は絶望的となった。

さらに、OMグループは一〇月二七日の修正提案応募期限の当日に再び申し込み期限を十一月一〇日のシテイ・テックオーバー・コードに基づく公開買付期限ぎりぎりまで延期した。しかし、結局、十一月一〇日の最終期限までにOMグループはロンドン証券取引所の株式の六・七%（一九七万九七四九株）しか応募を得られず、証券取引所の敵対的買収という前代未聞の試みは失敗に終わった。

## 2 ロンドン証券取引所の巻き返し策

九月一四日の株主総会で小口ブローカーの不満が強かったことを受けて、ロンドン証券取引所は小口ブローカーの要望を満たす形で取引所の戦略を練り直すことになった。そして、一〇月七日の個人投資家マネージャー・株式ブローカー協会（APCIMS）での講演でクルックシャンク会長は、エクステンジ・マーケット・グループ（EMG）という諮問会議を設置し、政策決定に利用者の声を反映すること、大口の国際的市場と並んで国内の小口市場のニーズにも応えること、未上場株市場であるAIM（Alternative Investment Market）とテクノロジ銘柄を集めたテックマーク（techMARK）を国際的な市場として再編成し、ヨーロッパのベンチャー株式市場をロンドンに作り上げること、印紙税（取引税）撤廃、株式券面廃止、セントラル・カウンターパーティ導入を働きかけ、ロンドン市場の効率化を積極的に進めることを明らかにした。<sup>(2)</sup>

これを受けて、十一月三日の開設一周年を前にして一〇月からはテックマークの広告キャンペーンが開始され、十一月にはAIM登録企業が五〇〇社（外国企業は二九社）を突破したことを記念したキャンペーンや、インド企業としては二〇番目、インドのIT企業としては三番目の企業の上場を記念したキャンペーンもおこなわれ、ロンドン証券取引所の革新的な性格が華々しく宣伝された。<sup>(3)</sup>

一二月七日にはクルックシャンク会長を議長とするEGMのメンバー二十九人と最低年六回の開催が発表され、クルックシャンク会長はロンドン証券取引所の取り組みの四半期報告を約束した。<sup>(4)</sup>そして、一二月二〇日には小口ブローカーのための外国株電子マーケットメーカー市場の開設計画が明らかにされた。この市場は大口取引を対象とした外国株市場SEAQインタナショナルとは別で、小口注文がマーケットメーカーの気配値で自動執行されるといふ市場であり、一二月一七日に取引を開始したOMグループとモルガン・スタンレー・ディーン・ウィッターによるクロスボーダー小口ECNとも言えるJEWAYに触発されたものであると言えよう。<sup>(5)</sup>

二〇〇一年一月にはこの外国株電子マーケットメーカー市場に加えて、エマーシング・マーケット株式の電子オークション取引市場の開設とSEAQオークション取引の制度改革も明らかにされ、ロンドン証券取引所はこれら三つを合わせてTSE二〇〇一(Trading Services Enhancements April 2001)と名付け、四月三〇日から開始する予定であると発表した(後述)。

他方、一月二四日にはケーシー前最高経営責任者の辞任以来、クルックシャンク会長が兼任してきた最高経営責任者に元LIFFE副会長のクララ・ファース女史が二月五日に就任することが発表された。<sup>(6)</sup>外国語に堪能で、テクノロジにも明るく、LIFFEの電子化に尽力したという点などから決定されたと説明されているが、ファース女史を強力に後押ししたクルックシャンク会長と理事会メンバーとの確執が強まったとも伝えられており、シティ出身でないクルックシャンク会長が株式取引に従事した経験のないファース女史を採用することで自分に対する風当たりを弱めようとしたとか、自分の思い通りになる人間を最高経営責任者に選んだという噂も飛び交った。しかし、マスコミでは二〇〇年の歴史を持つロンドン証券取引所ではじめての女性最高経営責任者ということが採り上げられ、違った意味で注目を集めることになった。

三月五日にはファースト最高経営責任者がA I Mとテックマークの国際的なプロモーションを開始することを発表し、三月と四月にヨーロッパの主要都市で投資家説明会を実施し、これに続いて外国企業に対する上場促進イベントを計画していることを明らかにした(後述)。そして、こうしたマーケティングを重視した戦略に合わせ、ロンドン証券取引所の理事会の役職も三月三日に見直されることになった。<sup>(7)</sup>

四月二日にはロンドン証券取引所は南アフリカのヨハネスブルグ証券取引所に電子取引システムS E T Sを提供し、将来的にはロンドン証券取引所のS E T S対象銘柄とヨハネスブルグ証券取引所のS E T S対象銘柄を相互に取引できるようにする計画があることを明らかにした。<sup>(8)</sup>ヨハネスブルグ証券取引所としては主要企業が流動性を求めてロンドン証券取引所に流出している状況を打開したいというのが狙いであり、ロンドン証券取引所はS E T Sをはじめ他の取引所に移転することによってドイツ取引所との合併計画では廃棄が決定されていたS E T Sのイメージ・アップをはかるとともに、ユーロネクスト(旧パリ取引所)やドイツ取引所、OMグループやスイス取引所のように取引システムの移転を通じて取引所の海外ネットワークの拡大を計画しており、両者の思惑がうまく一致したということがこの提携の背景にあった。

また、四月九日にはロンドン証券取引所は国内投資家の国内地域投資を促進するために、地域特性によってグループ分けした部分市場としてランドマーク(LandMARK)の導入を発表した。<sup>(9)</sup>なお、このランドマークはテックマークと同様に正式上場やA I M登録とは別の市場ではなく、既存銘柄の特性に基づき括り直しにすぎない。

そして、四月二日には外国株電子マーケットメーカー市場の取引対象となる一一一銘柄が発表され、四月三〇日からはエマーシング・マーケット株式の電子オークション取引市場やS E A O電子クロス取引制度とともに外国株電子マーケットメーカー市場では一一〇銘柄を対象として取引を開始している。<sup>(10)</sup>

### 3 A I M / テックマークの海外キャンペーン

三月五日に発表されたA I Mとテックマークの国際的なプロモーションでは、ロンドン証券取引所のホームページ上にテック二〇〇一（tech2001）と名付けられたサイトを設置し、各地での投資家説明会や上場企業促進セミナーのプログラムが閲覧可能となっている。そして、インターネットを通じてこれらの催しに参加するための登録もできるようになっている。<sup>(11)</sup>

すでにロンドン（三月一日／三月五日）、ダブリン（三月二二日）、マンチェスター（三月二四日）、エジンバラ（三月二五日）では巡回セミナー（Nomad Seminar）がおこなわれ、チューリッヒ（三月二六日）、フランクフルト（三月二九日）、パリ（四月二四日）、アムステルダム（四月二六日）でも投資家説明会が実施され、ロンドン証券取引所のスタッフがA I Mとテックマークの仕組みを説明するとともに、A I Mとテックマーク上場企業が各地の機関投資家やアナリストに自らの企業の特徴と投資対象としての魅力を説明している。

この後、ダブリン（五月一日）、アムステルダム（五月一四日）、ストックホルム（五月一七日）、ミュンヘン（五月二二日）、ミラノ（六月七日）、パリ（六月二一日）、チューリッヒ（六月一三日）での上場企業促進セミナーが予定されており、ヨーロッパ各国のベンチャー企業に対してA I Mとテックマークの国際的な市場としての魅力をアピールする予定となっている。

なお、これらのイベントはすべてヨーロッパに限定されているが、ロンドン証券取引所では同様なイベントをこの後ヨーロッパ以外の地域でも実施する計画であり、A I Mとテックマークをヨーロッパのみならず、グローバルなベンチャー株式市場として再編する意気込みを見せている。そして、その候補地としてはイスラエル、インド、日本がすでに明らかにされている。

(1) インターナショナル・リテイル・サービス<sup>(12)</sup>

インターナショナル・リテイル・サービス (IRS) と名付けられた外国株電子マーケットメーカー市場は、小口注文をマーケットメーカー (Committed Principal) の提示するポンド建ての気配値で自動執行する仕組みであり、イギリスの個人投資家を念頭に置いたものであると言える。気配値を出せるのはマーケットメーカーのみで、注文が成立した場合には気配値でのマーケットメーカーの注文対応数量は自動的に減少し、大口注文の分割発注に対してマーケットメーカーはリスクを回避できる。また、複数のマーケットメーカーが同じ気配値を出している場合には投資家は取引相手となるマーケットメーカーを選択することができるが、マーケットメーカーが複数いる場合には気配値スプレッドの最大幅は制限されない。そして、標準決済 (T + 3) の電子注文を対象としており、セントラル・カウンターパーティの付かない形でクレストを通じた振替決済のみがおこなわれる。

マーケットメーカーに気配提示義務があるのは八時一五分から一六時まで (スイス株とオランダ株は一五時五分まで、アメリカ株は一四時四五分から一七時まで) で、七時四五分から気配提示義務開始までと気配提示義務終了から一七時まで、および母国市場の休日に気配値を提示するかどうかはマーケットメーカーの判断による。

四月三〇日時点での取引対象銘柄はドイツ株四四銘柄、フランス株二四銘柄、オランダ株二〇銘柄、イタリア株六銘柄、スイス株五銘柄、アメリカ株五銘柄 (シスコ、インテル、マイクロソフト、オラクル、サン・マイクロシステムズ)、フィンランド株二銘柄、ベルギー/オランダ株二銘柄、スペイン株一銘柄、スウェーデン株一銘柄の計一〇銘柄であり、マーケットメーカーはクレディ・スイス・ファースト・ボストン、メリルリンチ、オプティバー、ピール・ハント、ウィンターフロッドの五社である。

(2) SEAQインターナショナル・オーダーブック<sup>(13)</sup>

SEAQインターナショナル・オーダーブック(IOB)は、これまでSEAQインターナショナルでマーケットメーカー制によって取引されてきたエマーシング・マーケット株式の預託証書(GDRまたはADR)の取引をSETSによるオークション取引に変更したものである。韓国や台湾、インドやエジプトといった銘柄も含まれているが、過半数は東欧株式が対象であり、二〇〇〇年一月三日にドイツ取引所とウィーン取引所が設立した東欧株式の電子取引所であるNEWEXへの対抗策としての意味合いが強いと言えよう<sup>(14)</sup>。

取引の仕組みは基本的にはイギリスの主要株式の取引で使用されている電子オークション取引市場であるSETSと同じであるが、流動性の小さい外国株式が対象であることから発注者が自らの名前を表示した指値注文であるネイムド・オーダー(Named Order)が追加されており、セントラル・カウンターパーティは当面利用できない。また、最小注文単位は五〇株、最小値幅は〇・〇一ドルであり、建値はすべてドル建てである。

注文入力は九時から開始され、九時三〇分(ランダム・マッチングのための若干の遅れを含む)にオープンニング・オークションがおこなわれる。そして、その後は一五時三〇分まで継続オークションがおこなわれ、一五時四〇分(ランダム・マッチングのための若干の遅れを含む)にはクロージング・オークションがおこなわれる。

一月時点での取引予定銘柄はトルコ株六銘柄、韓国株六銘柄、台湾株六銘柄、ハンガリー株四銘柄、インド株四銘柄、ポーランド株三銘柄、ギリシャ株二銘柄、チェコ株二銘柄、ロシア株二銘柄、クロアチア株一銘柄、エジプト株一銘柄の計三七銘柄であったが、四月三〇日時点での取引対象はロシア株五銘柄、台湾株四銘柄、韓国株三銘柄、ポーランド株一銘柄、トルコ株一銘柄、エジプト株一銘柄を加えて五二銘柄(ユーロクリアで決済されるGDR三一銘柄、DTCで決済されるADR二一銘柄)となっている。

(3) SEAAQクロッシーズ<sup>(15)</sup>

マーケットメーカー制に基づくSEAAQでの取引に対しては、気配値スプレッドを回避するためにPOSITやeクロスネットが気配値の中値で取引をおこなうクロッシング・セッションを開始しており、ロンドン証券取引所も二〇〇〇年五月に八〇銘柄を対象としたオークション・セッションを一時と一五時に導入していた。しかし、これまで取引は低迷しており、これを打開するために市場参加者の要望を採り入れ、制度変更をおこなうことになった。それがSEAAQクロッシーズ(SEAAQ Crosses)と呼ばれる新取引制度である。

今回の制度改革の特徴を列挙すれば、取引対象を八〇銘柄からSEAAQで取引されているFTSE二五〇指数構成銘柄に拡大する(四月三〇日時点で一九〇銘柄)、一時と一五時に加えて一六時四五分にもセッションを追加する、マッチング・メカニズムをオークションからSEAAQでの最良気配の中値で取引をおこなうクロッシング・セッションに変更する(一六時四五分のセッションは一六時三〇分の引け値でおこなう)、注文入力時間を従来の取引前一五分間から終日へと拡大する、指値注文に加えて成り行き注文も認める、セントラル・カウンターパーティを導入し、取引後の匿名性を保護する、といった点が上げられる。

オークション制であるSETSを採用していない銘柄はもともと流動性が低く、指値注文だけで一日二度のオークションをおこなうことは原理的には市場参加者にマーケットメーカーの関与しなない取引機会を与えることになるはずであったが、実際にはほとんど取引は成立しなかった。そこで、ニューヨーク証券取引所や東京証券取引所も採用しているクロッシング・セッションに切り換え、取引成立機会を高めようというのが今回の制度変更の狙いである。なお、ドイツ取引所でもSEAAQクロッシーズの導入計画発表後の二〇〇〇年三月二日に高流動性銘柄を対象として大口クロス取引制度XETRA・XXLを導入している<sup>(16)</sup>。

## 5 ロンドン証券取引所とヨーロッパ株式市場統合

OMグループによるロンドン証券取引所の買収計画によって、ドイツ取引所を中心としたグループやパリ証券取引所を核としたユーロネクスト、あるいはナスダックによるロンドン証券取引所の買収が市場関係者の間では取り沙汰され、ロンドン証券取引所は買収対象としてのイメージが定着することになった。他方、ロンドン証券取引所のドイツ取引所との合併計画は小口ブローカーの反発を招き、国内個人投資家を対象としたサービスの拡充をロンドン証券取引所は迫られることになった。

こうした中でロンドン証券取引所は独立した取引所としてグローバルな株式市場における位置づけを再検討すると同時に、国内個人投資家にも支持される形での建て直しをはかっており、AIMとテックマークを軸としたベンチャー株式市場の海外キャンペーンとTSE二〇〇一と名付けられた新取引制度はこうした状況を打開するための新機軸であり、ヨハネスブルグ証券取引所との提携や国内地域投資促進策としてのランドマークの導入もこれまでにない試みとして評価できよう。

こうした試みが成功すれば、かつてビッグバン直後にヨーロッパの株式市場を席卷しかけたように再びロンドン証券取引所がヨーロッパの中心市場となり、グローバルな株式市場ネットワークにおいても重要な位置を占めることになることも十分に考えられる。しかし、一九九九年の通貨統合開始後も共通通貨ユーロを導入していないイギリスのロンドン証券取引所がユーロを導入したヨーロッパ諸国の中心市場となれるかどうかは未だ明らかではない。とりわけ、費用のかさむクロスボーダー取引においては受け渡し・決済が最も重要となっているのにロンドン証券取引所はTAURUS計画の失敗後、受け渡し・決済機能を分離しており、ドイツ取引所がかつてのセデルを取り込み、パリ取引所を核としたユーロネクストがユーロクリアを取り込んでいることを考えると、

受け渡し・決済面での弱みはロンドン証券取引所の今後の展望に影響を及ぼすことになるかもしれない。

このことはロンドン証券取引所のクルックシャンク会長も十分に理解しており、四月二六日の講演では取引所が受け渡し・決済機関を取り込むサイロ構造は競争の阻害要因になるとしてEU委員会に働きかけることを明言している<sup>(17)</sup>。また、ヨーロッパ版証券取引委員会（SEC）の設立を求める見解については、各国の規制水準が異なる現状では早急な実現は困難であるとして、ロンドン証券取引所を監督する英国金融サービス機構（FSA）の評価が高いことを利用して他の取引所と差別化するために反対する姿勢も打ち出している。こうした主張にも一理あることは確かだが、ロンドン証券取引所を利用することになるこうした主張にドイツ取引所やユーロネクストが賛同する可能性は極めて低く、ヨーロッパにおける株式市場統合の道筋は不透明と言わざるをえない<sup>(18)</sup>。

ある意味ではロンドン証券取引所の位置づけが低下し、他の有力取引所と結びつくことによってヨーロッパの株式市場統合を実現するというのが最も手っ取り早いヨーロッパ株式市場統合の筋道であり、ロンドン証券取引所の復権は他の取引所を圧倒するほどの成功を収めない限り、ヨーロッパ株式市場統合の妨げとなることになるかもしれない。しかし、ロンドン証券取引所はOMグループからの買収や合併に対する小口ブローカーの反発から当面は独自路線を進まざるをえず、近い将来に有力取引所と提携していく可能性は高くはない。したがって、ヨーロッパの株式市場統合も近い将来に実現するとは期待できないのが現状である。

なお、受け渡し・決済機関を取引所から切り離すというロンドン証券取引所の方針に賛同できる有力取引所は、イースダックを買収し、アメリカのDTCCのシステムに基づいて新たなセトルメント機関の設立をめざすナスダック・ヨーロッパだけであり、ロンドン証券取引所が有力取引所と提携するとすればナスダック・ヨーロッパが今のところは最有力候補と言えるであろう<sup>(19)</sup>。



- [nge.com/press/releases/24-01-01.asp](http://www.londonstockexchange.com/press/releases/24-01-01.asp))
- ( 1 ) London Stock Exchange, "London Stock Exchange Launches Major International Marketing Initiative," *Press Release*, 5 March 2001 (<http://www.londonstockexchange.com/press/releases/05-03-01.asp>), "London Stock Exchange Announces Management Restructure," *Press Release*, 23 March 2001 (<http://www.londonstockexchange.com/press/releases/23-03-01.asp>)
- ( 2 ) London Stock Exchange, "London Stock Exchange and JSE Securities Exchange South Africa Unveil New Business Venture," *Press Release*, 2 April 2001 (<http://www.londonstockexchange.com/press/releases/02-04-01.asp>)
- ( 3 ) London Stock Exchange, "London Stock Exchange Introduces New 'Attribute-Led' Market," *Press Release*, 9 April 2001 (<http://www.londonstockexchange.com/press/releases/09-04-01.asp>)
- ( 4 ) London Stock Exchange, "Exchange Set for International Retail Service," *Press Release*, 11 April 2001 (<http://www.londonstockexchange.com/press/releases/11-04-01.asp>), "Well stocked," *Press & News*, May 2001 (<http://www.londonstockexchange.com/press/story.asp?id=25>)
- ( 5 ) London Stock Exchange, "Expanding our Horizons," *LSE Roadshows 2001*, 5 March 2001 (<http://www.londonstockexchange.com/techlib/home.asp>)
- ( 6 ) London Stock Exchange, *International Retail Service*, April 2001 (<http://www.londonstockexchange.com/techlib/pdfs/tse2001irsguide.pdf>)
- ( 7 ) London Stock Exchange, *International Order Book: Electronic execution in depository receipt securities*, April 2001 (<http://www.londonstockexchange.com/techlib/pdfs/iobmarketing.pdf>), *Addendum to Guide to TSE April 2001*, April

2001 (<http://www.londonstockexchange.com/techlib/pdfs/tse2001detailupdate.doc>)

- (14) NEWEXについては、拙稿「NEWEX～独逸証券取引所による共同東欧証券取引所～」(本誌一五八号、二〇〇〇年一月)を参照。
- (15) London Stock Exchange, *SEAQ Crosses: Electronic trading in quote-driven FTSE 250 stocks*, April 2001 (<http://www.londonstockexchange.com/techlib/pdfs/seaqxguide.pdf>)
- (16) XETRA・XETDについては、拙稿「ドイツ取引所の新たな戦略～IPOと情報提供拡充～」(本誌一五九号、二〇〇一年一月)を参照。
- (17) London Stock Exchange, "Competing Exchanges: Don Cruickshank Sets out Vision for Single Clearing and Settlement Structure," *Press Release*, 26 April 2001 (<http://www.londonstockexchange.com/press/releases/26-04-01.asp>), Don Cruickshank, "Clearing and Settlement - the Barrier to a Pan-European Capital Market," *Press & News / Speeches*, 26 April 2001 (<http://www.londonstockexchange.com/press/speeches/speech08.asp>)
- (18) クルックシャंक会長の講演に於ける見識を要約したものである。Huw Jones, "London Bourse Competition Call Fails to Appeal," *Reuters*, 26 April 2001 (<http://biz.yahoo.com/rf/010426/126247488.html>)
- (19) ナスタック・ヨーロッパについては、拙稿「ナスタックの新たな戦略～EIFEとの提携とナスダックの買収～」(本誌一五九号、二〇〇一年三月)を参照。

(よしかわ まさひろ・主任研究員)

# 動き出した国債のRTGS(1)

～制度の概要～

福本 葵

## 1 はじめに

二〇〇一年一月四日、日本銀行当座預金決済のRTGS (Real Time Gross Settlement, 即時グロス決済)化とともに、国債のRTGSが稼動した。懸念されていたような目立ったシステムトラブルはなく、順調な滑り出しであるように見受けられる。初日だけでなく、新発十年国債発行の一月二五日も注意を要する日として注目されていたが、この日も大きな混乱を起こすことなく推移した。

しかし、これは通常の取引量が円滑に決済されたのではない。初日は混乱が生じる恐れがあるため、市場関係者がこの日の決済を極力回避したことが背景にある。<sup>1)</sup>同じく要注意日である一月二五日の決済分についても、その日の受渡を翌日以降にするなどの措置が取られたと言われている。また、一月一九日には、二〇社以上の参加者を巻き込むフェイルが発生した。これを契機にフェイルのルールの整備を求める声も上がっている。フェイルのルール整備の他にも、関係各社から国債のRTGSに関するいくつかの問題が指摘されている。

そこで、本稿では、稼動した国債のRTGSがどのようなものであるかについて考察したい。また、次号では、稼動したRTGSがどのような現状にあるか、問題点として浮かび上がったものは何かを考察したい。

## 2 決済リスクの削減策

決済リスクには、信用リスク、流動性リスク、システムック・リスク、オペレーショナルリスクがあるが、RTGSは、このうち、システムミック・リスクを削減するものである。システムミック・リスクとは、一つの参加者の決済不履行が、連鎖的に他の参加者の決済不履行を招くことをいう。RTGSとは、一件一件の個別の資金、証券の受渡をファイナリティを付与して、即時に行う決済方法である。国債の決済制度の中で「優先処理」と呼ばれるものである。

では、まずRTGSのメリットを考えてみよう。取引が約定された後、決済の請求がなされるが、RTGSでは、請求された決済がタイムラグなく実行されるため、決済にかかる時間が大幅に短縮される。また、これまでの決済方法では、日中の一時点まで、決済の請求を蓄積していた。つまり、未決済の請求を積み上げていた。このため、一つの参加者が決済不履行となると、その時点で積み上がっている決済の請求が全て滞ってしまう事態が発生する可能性があった。これがシステムミック・リスクである。RTGS化の後には、決済の請求が次々と実行されるので、仮に一つの参加者が決済不履行となっても、そのリスクが他の参加者全体に及ぶことがなくなる。

しかし、RTGSにはデメリットがある。つまり、これまでの決済では、一時点までの取引を相殺することができたので、決済に必要な証券や資金は、そのネット後のものを用意すれば事足りた。RTGSの後には、基本的には一件一件の証券や資金を用意しなければならないことになる。

RTGSに相対する決済方法として、ネットینگ決済がある。これは決済制度に参加する参加者の債権債務をネットینگ（相殺）して、そのネット尻のみを決済する方法である。RTGSが実行される以前、採用されていた国債の「一般処理」は午後三時の時点で参加者の売り買いをネットینگするものであった。

RTGSのメリットは、一件一件、即時に行われるため、システムック・リスクを遮断することができることである。しかし、その反面、決済に大量の証券および資金を必要とするという、デメリットを有している。反対に、ネットینگ決済のメリットは、決済に必要な証券および資金が最小限ですむ。その代わりにシステムック・リスクを包含するというデメリットを持つことになる。

### 3 国債のRTGSの仕組み

#### (1) 日銀ネット国債システムの運用の基本的枠組み

基本的な枠組みとしては、原則として、当日入力による優先処理(RTGS)が採用され、一般処理(時点ネット決済)は廃止される。優先処理とは、請求の受け付けが行われると、遅滞なく処理する方法である。これに対し、一般処理とは、登録日、受付日の一時点に複数の請求をまとめて処理する方法をいう。

#### 市中金融機関等の間の国債の受渡

ペーパーレスの国債の保有形態には、二通りの方法がある。一つは登録国債であり、もう一つは国債振替決済制度の中で、国債を保有する形態である(以下、振替国債という)<sup>(3)</sup>。国債の登録制度は、一九〇六年に「国債に関する法律」に基づき設けられた制度であり、国債権者等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。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ものは、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。登録簿の記載によって、第三者對抗要件を具備することができる。

一方、国債の振替決済制度とは、一九八〇年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。顧客は、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、売買を行った場合は、この口座上の振替によって決済されるしくみとなっている。

RTGS導入後、市中金融機関等との間の国債の移転登録請求および振込国債の口座振替指図は、優先処理となった。<sup>(4)</sup>

市中金融機関等と日本銀行との間の国債の受渡

今年一月の国債RTGSの導入によって、国債に関するほとんどの受渡がRTGS化されている。しかし、システムの対応等の理由より、いくつかの取引については、RTGS化が導入されないものもある。これらについては、順次、RTGS化が計画されている。<sup>(5)</sup>

RTGS化の対象となっていないものの一つが、日本銀行が外国中央銀行等から保護預りしている国債の受渡である。これについては、事務処理体制の変更やこれに伴うシステム手当の規模が大きいため、RTGS化導入後も一般処理されている。<sup>(6)</sup>

また、日本銀行は、必要に応じ、金融市場において、国債等の債券や手形の売買取引を行い、市場に資金を供給（買いオペレーション）や、市場から資金を吸収（売りオペレーション）し、金融市場における資金の過不足を調整している。そのうち、資金を吸収する場合の方策にFBオペがあるが、これは、政府短期証券の買戻し条件付売却をいう。また、短期的な金融調節手段としての金融市場への一時的な資金供給を目的とする場合の方策にTBオペがある。これは、割引短期国債の売戻条件付買入れをいう。これらの決済に関しては、システム対

応が比較的軽微であることから、市中金融機関等と日本銀行との間の国債の受渡は優先処理で、資金決済は、即時処理である。

この他にも長国オペ、資金運用部、国債整理基金対市中国債売買については、日本銀行、資金運用部および国債整理基金が国債を譲渡する場合には、その後の市場参加者間での転売ニーズが強いことなどから、市中金融機関等と日本銀行等との間の国債の受渡しを優先処理で、その資金決済を即時処理で同時に行っている。一方、日本銀行等が国債を譲受ける場合には、市中金融機関等と日本銀行等との間の国債の受渡しを一般処理で、その資金決済を三時同時処理で行っている。これらの一般処理が残っている取引についても順次、RTGS化が予定されている。<sup>(7)</sup>

#### 国債発行・払込

国債発行・払込について、引受・応募代金の払込は三時同時処理で、国債の当初登録および当初寄託は一般処理で行われている。但し、日本銀行小切手により、引受・応募代金の払込が行われる場合には、即時処理で行い、国債の当初登録および当初寄託を優先処理で行われている。これは、発行日当日取引つまり、国債の発行日にこの国債を転売する取引の決済を円滑に行うため、日中の早い段階での当初登録、当初寄託を行うことができるようにするためである。日本銀行では、国債の発行についても、二〇〇二年の半ばを自途にRTGSを導入することを発表した。<sup>(8)</sup>

#### (2) 国債入力締切り時刻の延長

RTGS化後は、日銀ネット系システムにおいて、先日付入力、つまり、入力日の翌日以降の営業日を決済日

として指定した入力力が廃止される。国債系参加者は、決済日の当日にすべての入力を行わなければならない。また、RTGS化後は、国債系参加者が、一般処理の後、国債の発行・払込等において、当初登録または当初寄託された国債や外国中央銀行等から譲受けた国債を他の市中金融機関等に譲渡することがある。このような場合に備えて、日銀ネット国債系システムのオンライン入力締切り時間は現行の一五時から一時間半延長され一六時半までとなった。同様に書面の受付時間も延長された。また、国債の発行日には、入力締切時刻はさらに一七時まで延長されている。

### (3) 国債DVP同時担保受払機能

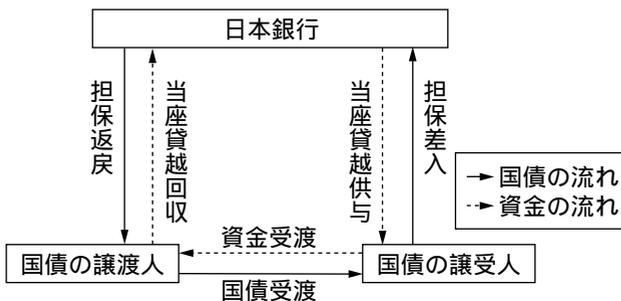
RTGS化後において、国債取引のDVPの円滑な決済を可能とするために、「国債DVP同時担保受払」機能が新設された。これは、決済に大量の資金や証券を必要とするというRTGSのデメリットを軽減するための方策である。

一九九八年の案では、国債DVP同時担保受払機能の対象国債は、登録国債と振込国債の双方を予定していた。しかし、一九九九年五月、登録国債は当該機能の対象としない旨の一部改正提案が発表され、同年六月にこの方針が決定された。

#### 機能の概要

(a) 日銀ネット国債系参加者がDVPにより国債を譲受ける場合には、譲受国債を日本銀行に担保として差入れる。日本銀行からは日中当座貸越を

図1 国債DVP同時担保受払機能



(出所) 日本銀行調査月報、1999年3月号

受け、当該資金を代金の支払いに充当する。この場合、譲受人による譲受国債の日本銀行への担保差入、日本銀行による日中当座貸越の供与、譲受人による国債買入代金の支払、という三つの処理を同時に行う。

(b) 日銀ネット国債系参加者がDVPにより国債を譲渡する場合には、日本銀行に担保として差入れている国債を受け戻すことで、譲渡国債を手当てし、譲渡人から受領した受領代金を日中当座貸越の返済に当てる。

この場合、日本銀行による譲渡人への差入担保国債の返戻、譲渡人による日中当座貸越の返済、および譲渡人による国債の引渡、という三つの処理を同時に行う。

(c) 同一取引において、国債の譲受人および譲渡人がともに「国債DVP同時担保受払」機能を利用する場合には、前述の(a)および(b)の両方の処理が行われることとなる。

#### 国債DVP同時担保受払システムの利用者の要件

国債DVP同時担保受払システムの利用者となるためには、まず、国債DVPシステムおよび当預システムの利用先であることが要求される。次に、当座貸越取引先であることが二つ目の要件である。

#### 利用方法

#### (a) 資金決済方法

国債DVP同時担保受払システムを利用した場合の資金決済は、今までの当座勘定とは別の、専用の当座勘定口座を通じて行う。当システム利用者は、予めこの口座を開設しなければならない。国債DVP同時担保受払システムを利用した場合の当座貸越の供与・回収も、専用口座にて行う。

(4) 国債DVPにおける新設機能

市中サポート機能

日銀ネットにおける国債DVPの基本的な仕組みは、第一段階として、譲渡人が日本銀行に対して、「(譲渡人が)資金を当座預金に入金すると同時に、自己の保有する国債の受払い」を依頼する。国債DVP同時受払システムにおいては、「(譲渡人が)資金を入金すると同時に、国債受渡担保返戻」を依頼する。

第二段階として、譲受人がその入力を確認後、日本銀行に対して、「(譲受人が)国債を譲受けると同時に、当該国債の代金を自己の当座預金口座から引落とす」依頼をする入力を行う。国債DVP同時受払システムにおいては、「(譲受人が)国債を譲受けると同時に、代金を口座から引き落とし、担保を差入れる」依頼を入力する。

第三に、譲受人の入力時に、国債および資金の残高不足がない場合に決済が実行される。国債の受渡が円滑に行われるためには、譲渡人、譲受人とも、正確かつ迅速な入力を行うことが重要となる。この正確かつ迅速な入力を支えるために、以下の機能が新設された。

(a) 確認依頼事項通知

先に述べた第二段階で、譲受人が入力するに当たり、国債の受渡にかかる譲渡人の入力内容に誤り等があった場合、譲受人が譲渡人に対して、「譲渡人が入力した内容を確認するように依頼する」通知を行う機能。

(b) 残高不足通知

同じく第二段階で、譲受人が入力した時点で、譲渡人の国債残高が不足しているため、取引の決済ができない場合、譲渡人に残高不足であることを通知する機能。

(c) 資金受渡依頼入力所要時間の出力帳票への表示

個々の取引が処理される都度、国債受渡にかかる譲渡人の入力から、資金受渡にかかる譲受人の入力までの所要時間を双方に通知する機能。

#### 振込国債の預り口のDVP対応

国債DVP同時担保受払機能を利用できるのは、振込国債のみであり、登録国債はその対象となっていない。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され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込国債の利子で、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ことがあり、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、平成一一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込国債に変更することが予想され、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込国債にシフトしていくであろうことが予想された。そのために、当初は、登録国債・振込国債の種類を問わず国債DVP同時担保受払機能を手当てする予定となっていたものが、変更された。

このような動きの背景には、国債大量発行に対応することのできるよう、欧米並みに市場を整備し、これまで国内投資家を中心であった国際市場に、海外からの資金流入を図ることがあげられている。<sup>9)</sup>

(5) 日銀ネット国債系CPU接続

RTGS化では、利用者の自社システムにおける国債残高と電文送受信状況等につき、一元管理するために、日銀ネット系システムについて、利用者のコンピュータと日銀ネットをシステム接続するCPU接続を利用できるようにする。

4 小括

日本における国債のRTGSは今年一月四日より開始された。本稿では、稼動した国債のRTGSの概要について説明した。次号では、現在、国債のRTGSは円滑に行われているか等、現状を概観し、また、国債のRTGSの問題点として、指摘されているものは何かを整理したい。

注

(1) 「国債決済は、予定決済件数が極めて少な目となるなか、予定された決済は、午前中中心にほぼすべて完了した模様である。」 [http://www.boj.or.jp/seisaku/99/seisak\\_f.htm](http://www.boj.or.jp/seisaku/99/seisak_f.htm)より。

(2) 拙稿「証券決済リスクとその削減策」、『証研レポート』No. 一五七七、財団法人日本証券経済研究所、四八～五九頁、一九九九年二月。

(3) 国債の保有形態については、拙稿「国債の保有形態 登録国債と振込国債」、『証研レポート』No. 一五八一、財団法人日本証券経済研究所、四〇～五〇頁、二〇〇〇年四月、参照。

(4) <http://www.boj.or.jp/set/set19902a.htm>

(5) [http://www.boj.or.jp/seisaku/99/seisak\\_f.htm](http://www.boj.or.jp/seisaku/99/seisak_f.htm)

(6) [http://www.boj.or.jp/seisaku/99/seisak\\_f.htm](http://www.boj.or.jp/seisaku/99/seisak_f.htm)「日本銀行が保護預りを行う外国中央銀行等による国債取引以下の二段階によりRTGS化を進めることとしています。(a)外国中央銀行等が振込国債を引渡す取引(当日中に受入れた振込国債を引渡す取引を除く)平成一三年中を中途にRTGS化を実現する予定です。(b)外国中央銀行等からの保護預りにかかるその他の国債取引(外国中央銀行等が振込国債を受入れる取引、当日中に受入れた振込国債を引渡す取引等)上記(a)実施後の極力早い時期にRTGS化を実現する方向で、外国中央銀行等の預り金にかかる資金決済のRTGS化とあわせて検討中です。」

(7) [http://www.boj.or.jp/seisaku/99/seisak\\_f.htm](http://www.boj.or.jp/seisaku/99/seisak_f.htm)

(8) 二〇〇一年四月二十五日付日本経済新聞および[http://www.boj.or.jp/seisaku/99/seisak\\_f.htm](http://www.boj.or.jp/seisaku/99/seisak_f.htm)

(9) 一九九九年四月三日付、日本経済新聞

【参考文献】日本銀行、「日銀ネット国債系システムにおけるRTGS化対応の具体的内容および日銀ネット国債系システムの運行について」『日本銀行調査月報』一九九九年三月号。

(ふくもと あおい・研究員)

# 証研レポート既刊目録

1581 (2000.4)	執筆者	1588 (2000.11)	執筆者
新しい証券業のビジネスモデル	二上	証券取引所の組織構造	二上
ユーロネクスト	吉川	N E W E X	吉川
- 三つどもえのヨーロッパ株式市場 -		- 独逸証券取引所による共同東欧証券取引所 -	
オンライン・ブローカーと取引所の市場情報手数料	清水	企業調査から見た中国のコーポレート・ガバナンス(3) 王	
国債の保有形態 - 登録国債と振込国債 -	福本	- 企業内党組織の役割と兼任状況を中心に -	
最近の公社債発行市場の概況(下)	松尾	選択的情報開示に対するSECの規制について	清水
1582 (2000.5)		有価証券の不発行化	福本
販売チャネルの多様化とインデペンデントコントラクター	二上	- フランスのS I C O V A Mの制度 -	
米国における生保系証券会社と証券規制	伊豆	1589 (2000.12)	
米国株式市場統合策の行方	吉川	株価変動率の上昇について	伊豆
- レビットSEC委員長の真意 -		J I W A Y	吉川
中国の証券投資ファンド	王	- O MとM S D Wによるクロスボーダー小口E C N -	
敵対的買収とバルチャー・ファンド	松尾	企業調査から見た中国のコーポレート・ガバナンス(4) 王	
- ジャポニカによるアリゲネー社買収事例 -		- 企業の意思決定の在り方とチェック体制を中心に -	
1583 (2000.6)		アメリカのコール・オークション	清水
証券販売チャネルの多様化	二上	米国のハイ・イールド債市場とディストレス市場	松尾
- 証券代理店制度の検討 -		1590 (2001.1)	
I C 提携型証券会社のビジネス展開	伊豆	投信販売の変化について	二上
i X	吉川	国際資本市場の発達とI M Fの変容	伊豆
- 英独取引所合併計画 -		A S X	吉川
中国の「証券投資基金管理暫行弁法」について	王	- 知られざるイノベーター -	
欧州決済機関の統合	福本	米国N A S Dの収入について	清水
- イギリスを中心として -		額面株式と無額面株式	福本
1584 (2000.7)		1591 (2001.2)	
ナスダック・インターマーケット	吉川	重要性を増すマーケティング戦略	二上
- E C Nの取引所上場銘柄取引 -		ユニバーサル・ストック・フューチャーズ	吉川
中国のW T O加盟と金融・資本市場の開放	王	- 個別株先物によるL I F F Eの巻き返し -	
I T Sの全上場証券への拡大	清水	中国の経営者報酬とインセンティブについて	王
イギリスの決済機関 T A U R U S の失効	福本	ナスダックのスーパーモニタージュ構築	清水
グリーンシート銘柄について	松尾	決済機関の行うリスク管理	福本
1585 (2000.8)		1592 (2001.3)	
上場デリバティブ取引と清算機関	伊豆	米国の貿易赤字について	伊豆
V i r t - X	吉川	ドイツ取引所の新たな戦略	吉川
- ヨーロッパ第三の道 -		- I P Oと情報提供拡充 -	
アメリカの市場間競争	清水	中国の漸進的経済改革について	王
- E C Nのビジネスモデル -		- 市場育成アプローチの紹介を中心に -	
株式分割の制限(商法218条)の新解釈	福本	ナスダック市場と顧客指値の保護について	清水
プライベート・エクイティ・ファンドについて	松尾	倒産法とディストレス投資	松尾
1586 (2000.9)		1593 (2001.4)	
存在感高める外国証券会社	二上	投資信託は郵貯資金を吸収したか?	二上
証券取引所の国際化戦略	伊豆	米国への資本流入は持続的か	伊豆
- N Y S EとN A S D A Qの場合 -		ナスダックの新たな戦略	吉川
a / c / e	吉川	- L I F F Eとの提携とイースダックの買収 -	
- C B O Tの新電子取引システム -		上海証券取引所のコーポレート・ガバナンス調査(1) 王	
企業調査から見た中国のコーポレート・ガバナンス(1) 王		- 株主総会と董事会を中心に -	
- 経営者の意識変化、選任方法およびインセンティブを中心に -		D T Cの行うリスク管理	福本
株式分割と保管振替制度	福本	- 取扱い証券による違いはあるか -	
1587 (2000.10)	執筆者		
会社型投資信託について	二上		
ニューヨーク証券取引所と外国株式	伊豆		
英独証券取引所の合併計画撤回	吉川		
- O MグループによるL S E買収提案 -			
企業調査から見た中国のコーポレート・ガバナンス(2) 王			
- 経営者の資質と昇進経路を中心に -			
P T S業務の定義をめぐる日米比較	清水		
バルチャー・ファンドと企業再建	松尾		

# 刊 行 物 案 内

(金額は本体価格で他に消費税がかかります。)

**詳説現代日本の証券市場** 2000年版  
日本証券経済研究所編  
A 5判 292頁 2,500円 送料 310円

**図説アメリカの証券市場** 1998年版  
日本証券経済研究所編  
A 5判 323頁 2,900円 送料 310円

**図説イギリスの証券市場** 1997年版  
日本証券経済研究所編  
A 5判 220頁 2,200円 送料 310円

**図説ヨーロッパの証券市場** 2000年版  
日本証券経済研究所編  
A 5判 299頁 2,800円 送料 310円

**図説EUの証券市場** 1999年版  
日本証券経済研究所編  
A 5判 217頁 2,200円 送料 310円

**図説アジア・オーストラリアの証券市場** 1994年版  
日本証券経済研究所編  
A 5判 294頁 2,330円 送料 310円

**図説中国・香港の証券市場**  
日本証券経済研究所編  
A 5判 193頁 2,039円 送料 310円

**ユーロ導入と金融・証券市場**  
EU通貨統合と証券市場研究会編  
A 5判 300頁 2,900円 送料 340円

**アジアの公社債市場**  
世界銀行編 日本証券経済研究所訳  
A 5判 238頁 2,718円 送料 310円

**機関投資家と証券市場**  
ロンドン資本市場研究会編  
A 5判 290頁 2,900円 送料 340円

**ウィルソン委員会報告**  
—英国の金融・証券機構と産業資金供給—  
日本証券経済研究所  
西村閑也監訳 ロンドン資本市場研究会訳  
A 5判 978頁 9,000円 送料 520円

**金融システム改革と証券取引制度**  
証券取引法研究会編  
A 5判 279頁 3,200円 送料 340円

**欧米における証券取引制度の改革**  
証券取引法研究会国際部会編  
A 5判 253頁 3,200円 送料 340円

**証券取引における  
自己責任原則と投資者保護**  
証券取引法研究会国際部会編  
A 5判 236頁 3,107円 送料 310円

**コーポレート・ガバナンス**  
—アメリカ法律協会「コーポレート・  
ガバナンスの原理：分析と勧告」の研究—  
証券取引法研究会国際部会訳編  
A 5判 291頁 3,883円 送料 340円

**資産所得課税の理論と実際**  
日本の資本市場と証券税制研究会編  
A 5判 279頁 2,800円 送料 340円

**金融市場の変貌と証券経営**  
証券経営研究会編  
A 5判 238頁 2,300円 送料 310円

**業際問題を越えて**  
—日米金融制度改革の研究—  
グラス＝ステイーガル法研究会編  
A 5判 272頁 2,500円 送料 340円

**証券関係文献目録**(明治・大正・昭和)  
小林和子監修 日本証券経済研究所編  
B 5判 346頁 5,825円 送料 380円  
(日本証券史資料 戦後編 別巻1 別装丁版)  
(以後各年度版発行)

**証券年表**(明治・大正・昭和)  
小林和子監修 日本証券経済研究所編  
B 5判 1052頁 11,650円 送料 590円  
(日本証券史資料 戦後編 別巻2 別装丁版)  
(以後各年度版発行)

**Securities Market in Japan 2001**  
日本証券経済研究所編  
菊判 347頁 3,200円 送料 340円

# 証券図書館

大阪府中央区北浜 2-1-5 大阪証券会館別館内

財団法人 日本証券経済研究所 大阪研究所 5階

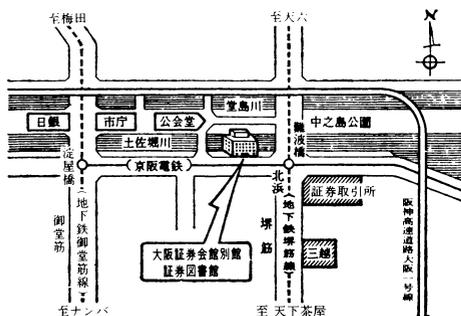
電話 大阪 (06) 6201-0062

**開館時間** 午前 9:30~午後 4:30  
土曜、日曜、祝日、年末、年始および館内整理の日は休館します。

**図書** 証券（経済、制度、取引法）関係の専門書をはじめ、財政、金融、経済、経営、会計、産業関係の図書および、年報、年鑑、諸外国のアンニュアル・レポート、上場会社の社史等を集めております。

**雑誌** 取引所、協会、証券会社、銀行、官庁、大学等の刊行物、一般誌、産業関係資料等を広範囲に取りそろえております。ほかに、海外の新聞、雑誌も豊富にあります。

(みなさんのご利用をお待ちしております。)



## 道 順

1. 地下鉄（御堂筋線）淀屋橋駅下車、京阪地下道徒歩約7分で大阪証券会館別館地下連絡口（23番出口）へ。
2. 地下鉄（堺筋線）北浜駅又は京阪北浜駅下車すぐ。

証研レポート第一五九四号  
二〇〇一年五月十四日発行

(毎月一回第一月曜日発行)

昭和五十二年十一月十一日第三種郵便物認可

2001年5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

定価400円(本体381円)