

証 研

レポート

No.1629

2005年 4 月

政府短期証券・短期国債の現先売買と発行時源泉徴収制度

中島 将隆（1）

地方再生における産業再生機構の役割

松尾 順介（20）

レギュレーションNMSの決着

～SECによる全米市場システム改革～ 吉川 真裕（30）

アーキペラゴとパシフィック証券取引所の経営について

清水 葉子（43）

財団法人 **日本証券経済研究所**
大 阪 研 究 所

政府短期証券・短期国債の現先売買と発行時源泉徴収制度

中島 将隆

変化はなぜ生じたか

有価証券取引税は平成十一年三月末に廃止され、現先市場には大きな変化が生じている。債券総売買高に占める現先売買の比率に大きな変化はないが、債券種類別に現先売買の推移をみると、平成十一年以降、これまで有価証券取引税が課税されていた債券の現先売買が急増している。課税債券の現先比率は平成十一年には四・五%に過ぎなかったが、平成十六年十二月には七一・九%に達しているのである。こうした変化が生じたのは、有価証券取引税の廃止によって現先売買の税コスト負担が解消したからである。

他方、政府短期証券や短期国債など非課税債券の現先比率は急減している。現先売買高に占める非課税債券の比率は平成十一年には九五・一%に達していたが、平成十六年十二月には二八・一%にまで激減した。政府短期証券の売買は平成十一年まではほぼ全額が現先売買であった。ところが、平成十六年には政府短期証券の現先比率は五〇%と半減している。短期国債についてみると、売買高に占める現先売買の比率は平成十一年が八〇%、平成十六年には七一・三%であり、この時点と比較する限り大きな変化はない。しかし、昭和六二年の短期国債の現先比率は九四・九%、平成元年は九一・五%に達していたから、この水準と比較すれば短期国債についても現先比率は激減していると言わねばならない（後掲図表1、2参照）。

ここでの問題は、何故、平成十一年から政府短期証券や短期国債の現先比率が急減したのか、という点である。

政府短期証券や短期国債は有価証券取引税が課税されない非課税債券である。従って、有価証券取引税が廃止されても現先売買の変動とは無関係なはずである。にもかかわらず、なぜ、平成十一年を境にして政府短期証券や短期国債の現先売買が急減したのだろうか。この問題を明らかにするためには、昭和六〇年以降、なぜ政府短期証券や短期国債の売買が現先売買が中心となったのか、この点を分析する必要がある。平成十一年までの現先市場は政府短期証券や短期国債の売買市場であった。この原因を明らかにすれば、現在の特徴を自ずと理解することができよう。

1 政府短期証券・短期国債市場の成立と現先売買

図表1は昭和五〇年代中頃から平成十一年までの間、債券種類別に現先売買高の推移を見たものである。課税債券の現先比率は昭和六〇年以降、激減する。激減した理由は金融自由化の進展によって現先市場と競合する自由性短期金融市場が次々に創設されたからである。現先売買は有価証券取引税が課税され、課税部分は資金調達のコストに転化される。従って、現先市場からの資金調達は高コストとなり、高コストの故に他の自由性短期金融市場と競合することができず、課税債券の現先市場は消滅したのである。

昭和六〇年以降、課税債券の現先市場は消滅し、代わって非課税債券の現先売買が急増する。現先市場は政府短期証券や短期国債の売買市場に変貌するのである。こうした変化が生じたのは、まず、昭和五〇年代末から六〇年にかけて政府短期証券市場や短期国債市場が成立したこと、次に、政府短期証券や短期国債の売買には有価証券取引税が課税されることなく税コスト負担が無かったこと、更に、政府短期証券や短期国債の売買が現先方式にならざるを得なかったこと、こうした理由による。

図表 1 債券種類別に見た現先売買高（昭和54年～平成11年）

（単位：兆円、％）

年度	債券総売買高 A	うち現先売買高 B	現先比率 B / A	債券種類別現先売買				
				非課税債券の現先売買		課税債券の現先売買		
				短期国債 C	政府短期証券 D	非課税債券比率 (C+D)/B	課税債券合計 E	課税債券比率 E/B
1979(昭54)	222.7	125.8	56.5%	—	—	—	125.8	100.0%
1980(昭55)	281.0	160.0	56.9%	—	—	—	160.0	100.0%
1981(昭56)	297.5	134.2	45.1%	—	—	—	134.2	100.0%
1982(昭57)	332.8	136.0	40.9%	—	11.2	8.2%	124.8	91.8%
1983(昭58)	416.1	137.3	33.0%	—	11.2	8.2%	126.1	91.8%
1984(昭59)	798.0	150.9	18.9%	—	41.8	27.7%	109.1	72.3%
1985(昭60)	2,514.6	283.8	11.3%	7.0	135.8	50.3%	141.0	49.7%
1986(昭61)	3,490.2	754.1	21.6%	229.5	335.1	74.9%	189.5	25.1%
1987(昭62)	5,094.2	1,330.1	26.1%	482.3	664.2	86.2%	183.6	13.8%
1988(昭63)	4,084.6	1,233.0	30.2%	454.8	622.7	87.4%	155.5	12.6%
1989(平 1)	3,506.7	1,030.3	29.4%	519.5	386.5	87.9%	124.3	12.1%
1990(平 2)	3,285.7	1,151.8	35.1%	539.9	541.9	93.9%	70.0	6.1%
1991(平 3)	2,572.6	1,054.9	41.0%	559.0	426.6	93.4%	69.3	6.6%
1992(平 4)	3,244.0	1,469.5	45.3%	867.1	526.0	94.8%	76.4	5.2%
1993(平 5)	3,235.2	1,375.2	42.5%	708.6	601.8	95.3%	64.8	4.7%
1994(平 6)	3,645.5	2,091.8	57.4%	1,155.9	869.3	96.8%	66.6	3.2%
1995(平 7)	3,935.1	2,222.2	56.5%	1,338.1	804.5	96.4%	79.6	3.6%
1996(平 8)	3,146.5	1,622.5	51.6%	963.8	569.0	94.5%	89.7	5.5%
1997(平 9)	3,206.9	1,586.0	49.5%	968.2	539.4	95.1%	78.4	4.9%
1998(平10)	2,606.8	1,081.0	41.5%	1,022.0	1.3	94.7%	57.7	5.3%
1999(平11)	3,836.5	2,272.4	59.2%	1,218.3	952.9	95.5%	101.2	4.5%

(注) 1. 昭和54年度以前の現先種類別売買高統計は不明である。54年度から平成9年度までは「公社債月報」、平成10年度以降は「証券業報」各号より作成。ただし、「公社債月報」は年度、「証券業報」は年。

2. 売買高は東京店頭市場

3. 昭和59年度以降はディレクターリング実施金融機関を含む

4. 非課税債券とは有価証券取引税が課税されない債券

まず、政府短期証券の市場成立過程からみていくことにしよう。政府短期証券の市場は昭和五六年まで、事実上、存在しなかった。政府短期証券は昭和二一年から日銀引受で発行され、昭和三一年からは定率公募残額日銀引受方式で発行されるようになった。しかし、低利で発行されるため市中消化が進まず政府短期証券の市中残高は皆無に等しかった。政府短期証券は終戦直後から発行されていたが、政府短期証券の市場は存在しなかったのである。

日本銀行は政府短期証券市場を育成するため、昭和五六年五月、単純売り切り方式によって政府短期証券の市中売却を開始した。売却額は一兆五〇〇億円であった。以後、市中売却額は年々拡大し、五六年度三兆円、五七年度七兆四〇〇億円、五九年度十一兆五〇〇億円となり、六〇年度には売却総額一四兆三〇〇億円に達した。⁽¹⁾日本銀行の政府短期証券市中売却によって、政府短期証券の流通市場が成立したのである。日本銀行が売却した政府短期証券は市中で活発に取引された。有価証券取引税は政府短期証券には課税されない。また、昭和六一年まで政府短期証券は源泉徴収が免除されていた。このため償還日にあわせた売り切り方式による市中売却が活況を呈し、個人投資家への転売も認められていた。⁽²⁾

昭和六一年一月、日銀の保有する政府短期証券の市中売却方式は、従来の単純売り切り方式から現先方式に変更される。その結果、政府短期証券の売買は全て現先売買となった。図表2でみるように、昭和六一年から政府短期証券の売買は全て現先売買となり、平成一〇年までこの状態が続く。政府短期証券は事実上、日銀引受で発行されているから、日銀の市中売却方式が現先方式に変更されると、政府短期証券の売買は全て現先売買となるのは当然の帰結である。昭和六〇年以降、非課税債券の現先売買が急増するのは、まず、政府短期証券の売却方式が昭和六一年一月から現先方式に変更されたからであった。なぜ、この時点で日銀が売却方式を現先方式に変

更したか、この点については次節で検討する。

次に、短期国債市場についてみていくことにしよう。昭和六一年二月、短期国債が公募で発行されるようになった。短期国債は国債整理基金特別会計から国債の償還と借換を円滑に行うために発行されるもので、割引短期国庫債券とも言われる。流通市場における短期国債の取引形態は新発債の売買、既発債の一般売買、新発債・既発債の現先売買の三つに分類できるが、短期国債の売買は図表2でみるように現先売買が圧倒的であった。市場が創設された昭和六一年の短期国債売買高に占める現先売買の比率は八六・七％、翌六二年は九四・七％、六三年には九三・八％と圧倒的である。現先方式による短期国債の売買が圧倒的となったのは、まず、短期国債は源泉徴収されるが現先方式であれば源泉徴収税

図表2 短期国債と政府短期証券の現先売買

(単位：兆円、％)

年	短期国債			政府短期証券		
	売買高 A	現先売買 B	現先比率 B/A	売買高 C	現先売買 D	現先比率 C/D
昭和61(1986)	264	229	86.7	335	335	100.0
62(1987)	508	482	94.9	664	664	100.0
63(1988)	484	454	93.8	622	622	100.0
平成1(1989)	566	519	91.7	386	386	100.0
2(1990)	653	539	82.5	541	541	100.0
3(1991)	839	559	66.6	426	426	100.0
4(1992)	1,478	867	58.7	527	526	99.8
5(1993)	1,346	708	52.6	601	601	100.0
6(1994)	1,665	1,155	69.4	869	869	100.0
7(1995)	1,817	1,338	73.6	807	804	99.6
8(1996)	1,314	963	73.3	569	569	100.0
9(1997)	1,338	968	72.3	541	539	99.6
10(1998)	1,419	1,022	72.0	2	1	50.0
11(1999)	1,521	1,218	80.1	1,085	952	87.7
12(2000)	1,066	843	79.1	1,555	1,120	72.0
13(2001)	803	668	83.2	1,439	929	64.6
14(2002)	464	341	73.5	1,025	524	51.1
15(2003)	668	445	66.6	1,265	679	53.7
16(2004)	485	346	71.3	1,693	846	50.0

(注) 売買高は東京店頭売買高の売りと買いの合計。平成9年までの売買高は年度(公社債引受協会調べ)、平成10年以降の売買高は年(日本証券業協会調べ)

控除の事務手続きを省略できること、次に、日銀の短期国債買オペが現先方式であったこと、更に、フルデューリングの開始による出来高競争に短期国債の現先売買が利用されたことによる。この点についても、次節で詳しく検討していく。

以上にみてきたように、非課税債券の現先売買は昭和六一年以降、急激に拡大していくのである。では、なぜ、日銀の政府短期証券売却方式が単純売却方式から現先方式へ変更されたのだろうか。また、発生時源泉徴収制度と短期国債の現先売買とはどのような関係があるのだろうか。

2 発行時源泉徴収制度と政府短期証券の現先方式による市中売却

(1) 発行時源泉徴収制度の導入と政府短期証券の例外扱い

政府短期証券の市中売却方式が現先方式に変更されたのは、発行時源泉徴収と密接に関連している。政府短期証券は、長らくの間、償還差益に源泉徴収されることが無かった。ところが、昭和六一年一月から政府短期証券の償還差益に対して発行時に源泉徴収されることになった。源泉徴収開始という税制度の変更によって市中売却方式が現先方式に変更されたのである。まず、政府短期証券に対して源泉徴収が行われるようになった経緯をみることにしよう。

割引債に対する源泉徴収制度が導入されたのは昭和四二年六月からである。租税特別措置法の一部を改正する法律が昭和四二年六月から施行され、この時点から割引債の償還差益について源泉徴収を行うようになったのである。割引債の償還差益は利子ではないから、これまで課税上の扱いは雑所得であった。割引債の償還差益に対し源泉徴収を行うことになった理由について、『改正税法詳解』では次のように解説している。

「ワリコー等のいわゆる割引の方法により発行される割引債券は、額面金額よりも低い価額で発行され償還時に券面金額で償還されるため、その取得者はその発行価額との差額に相当する所得が発生することになる。この償還差益は、法律的には券面金額と発行価額との計算上の差額であって、元本債権に付随した利息債権に基づく所得ではない。また償還差益は、経済的には確定元本に対し一定率で期間の経過に応じ発生する利子とは異なり、債券売買に伴い発生する譲渡所得の性格を有するものと考えられる。

このように償還差益は、本来利子とは性質を異にする所得であるので、従来より雑所得とされている。したがって、源泉徴収の対象とはされず、申告納税の方法により納税することとなっていた。

しかし、その法律的性格はともかく、実質的には利付債等に対する利子と同じものであり、それぞれについて利回りの権衡を考慮する必要があるものである。今回の改正によって利子所得に対する所得税の源泉分離課税の税率が従来の一〇％から一五％に引き上げられたことに伴い、利付債券等の税引利回りが大きく相違することになったため、これらとの権衡を図る等の見地から、割引債の償還差益についても新たな源泉徴収制度を採用し、その税率を五％にするとともに、個人が支払いを受けるものについては利子所得と同様に分離課税とすることとされた」⁽³⁾。

源泉徴収の対象となる割引債の範囲は次のように決められた。「この制度によって源泉徴収の対象とされるものは、割引の方法により発行される債券である。この割引の方法により発行されるものとは、額面金額から一定の金額を控除したものを発行価額として発行されるものをいう」⁽⁴⁾。具体的には金融債、電信電話債券、政府短期証券（大蔵省証券、食糧証券及び外国為替資金証券）、宅地債券、特別住宅債券が源泉徴収の対象となった。

割引債の償還差益に対する発行時源泉徴収制度が導入時点で、政府短期証券も源泉徴収の対象になるはずであ

った。しかしながら、政府短期証券は源泉徴収の対象外とされた。『改正税法詳解』では、次のように解説している。「これらの債券のうち、政府短期証券については個人消化が殆どないことを考慮し、宅地債券及び特別住宅債券については住宅対策等の見地から、それぞれ源泉徴収の対象としない（令二六の一四）⁽⁵⁾」。

政府短期証券が源泉徴収の対象外となったのは、政府短期証券の流通市場が形成されていないからであった。政府短期証券は終戦直後から日銀引受で発行されていたが、昭和三二年五月から定率公募残額日銀引受方式に変更された。公募方式になったとはいえ、政府短期証券は低利で発行されるため市中消化は進まず、事実上、日銀引受発行であった。源泉徴収は市中消化を予定した税制度である。市中消化を予定しない政府短期証券にとって、市中消化を前提とする税制度は不必要である。政府短期証券はこうして源泉徴収の対象外となった。

（２）政府短期証券の源泉徴収開始と市中売却方式の変更

政府短期証券に対する源泉徴収は昭和六一年一月から始まる。源泉徴収が開始されたのは、まず、政府短期証券と短期国債の税の扱いを同一にするためであった。短期国債は昭和六一年二月から市中公募で発行され、課税方式は後述するように発行時源泉徴収である。政府短期証券と短期国債は何れも割引債方式で発行され、期間もほぼ同一である。商品構成が同一であれば、税の扱いも同じでなければならない。短期国債の課税方式が発行時源泉徴収となったため、政府短期証券も同じ税の扱いとなったのである。

更に、政府短期証券の流通市場が形成されたこと、流通市場の規模は年々拡大し、特に昭和五〇年代末には政府短期証券の売買高が急増したことである。流通市場が形成されると、政府短期証券を源泉徴収源徴免除とする根拠が消滅する。市中消化を前提としない税制度から、市中消化を前提とする制度へ、税制度の変更が必要にな

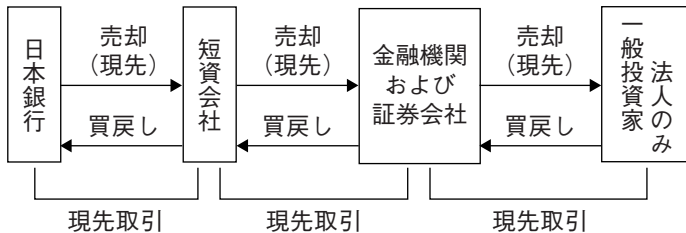
ったのである。

日本銀行による政府短期証券の市中売却は、前述したように昭和五六年五月から開始された。市中売却方式は無条件売却であった。政府短期証券は源泉徴収の対象外であったから、単純売却方式であっても税の複雑な計算から開放されていたのである。

昭和六一年一月から政府短期証券も源泉徴収が開始されると、所有期間に応じた源泉徴収税の計算が必要になる。この場合、日銀が買戻しておけば、機関投資家にとっても通期控除の手間が不要となるため、機関投資家などが利用しやすい。⁽⁶⁾ こうした判断により、政府短期証券の市中売却方式が無条件売却方式から現先方式に変更されたのである。

政府短期証券の現先方式による市中売却は、図表3で示されているように、次のような仕組みになっている。「F B売りオペレーション」の仕組みとしては、まず、日本銀行から短資会社に対し、F B売りオペ実施の通告が行われ、短資会社は金融機関や証券会社に対し、オペ実施内容を通告し、買入れ希望を募る。通常、買入れ希望額が売却額を上回るので、按分により売却額が決定される（売却総額に対して買入れ希望額が満たない場合には、証券会社が保有することとなる）。金融機関や証券会社は、短資会社から買い入れたF Bを、自ら保有して資金運用するか、顧客の余資運用ニーズに応える目的で売却（現先方式）す

図表3 日本銀行の現先方法による政府短期証券の市中売却



（出所）日本興業銀行編『証券』金融財政事情研究会 1996 523頁

（注）短資会社は金融機関や証券会社の窓口にはなるが、一般投資家に対する直接の窓口とはならない

ることとなる」。

(7)

以上にみてきたように、日本銀行による政府短期証券の市中売却方式が現先方式へ変更されたのは、政府短期証券の源泉徴収が開始されたこと、次に源泉徴収部分の控除に伴う複雑な計算を回避して市場流動性を確保するためである。政府短期証券の課税は短期国債と税の扱いを同じくして、同一の商品構成にするためであった。

3 短期国債の公募発行と現先売買

(1) 短期国債の発行と発行時源泉徴収制度

短期国債は昭和六一年二月から公募方式によって発行が開始された。短期国債は国債整理基金特別会計から国債の償還と借換を円滑に行うために発行されるもので、割引短期国庫債券とも言われる。

短期国債の発行に際して、償還差益に対する課税方式について改めて議論された。課税方式を源泉徴収とするか、総合課税とするか、という議論である。⁽⁸⁾ 源泉徴収方式であれば、転々売買する度に所有期間に応じて税金を分担しなければならず、流通価格の計算が複雑になる。他方、総合課税であれば、複雑な計算は不必要となり転売が容易である。しかし、この扱いは公平性を欠いて短期国債だけ例外扱いとなる。論点は税の公正を守るか、流動性を高めるか、ということであった。そして、短期国債の課税方式は、短期国債だけ例外扱いにすることは出来ないとして発行時に償還差益に源泉徴収を行うこととし、短期国債の流動性を高めるため源泉徴収部分を通期控除できるようにしたのである。日経公社債情報誌は、この間の経緯を次のように伝えている。「課税方法は、発行時に通常の割引債と同様、源泉課税（償還差益の十六％）とするが、償還時に全額を控除することになった。この方法だと、一定の税額相当額が常に上乘せされる形で流通価格が形成され、流通性を確保することができる

と判断したもの。短期国債の課税方法については、大蔵省内でも主税局が源泉課税を強く主張、これだと流通価格が複雑になるという証券界などと対立していたが、償還時に全額控除することで、両者の主張を折衷する効果を狙った。大蔵省は短期国債の取引から個人を排除するとしており、今回の決定も法人間取引に限定するという前提に立ったもの。法人に参加者を限定するため、取引は国債振替決済制度を利用することにした⁽⁹⁾。

発行時源泉徴収制度の仕組みは、門外漢の我々が理解することは相当に難しい。図表4は複雑な仕組みを図解するため、敬友の日本証券業協会常任監事である岩井宣章氏の助言を得ながら作成したものである。仕組みを理解するため図表では現実離れた発行価格と源泉徴収税率となっている。理解のポイントは発行時に前もって徴収される源泉徴収の扱いである。発行時源泉徴収税は、保有期間に関係なく最終保有者が通期控除を受けることができる点にある。これでは、税の戻しがある場合、最終保有者だけが優遇されることになるので、途中の売却価格は税の戻しを考慮して決定されるということである。図表で示されているように、理論価格と税の戻しがあった場合の二段階を想定すれば、税額相当額が上乗せされる形で流通価格が形成されるという複雑な仕組みも理解することができよう。

かくして、短期国債の課税方式は発行時に源泉徴収が行われ、償還差益を受け取る最終保有者は保有期間に係なく源泉徴収相当額を法人税から控除できることとされた。従来は最終保有者たる法人が所有していた期間に相当する部分のみ税額控除ができたにすぎない。源泉徴収部分の通期控除ができるようになると、源泉徴収が行われても、売買の際に源泉徴収税額的全額を売買価格に転嫁できるようになる。従って、源泉徴収が流動化の障害にはならない。いわゆる還付金込み利回りを前提に取引価格が形成されることになったのである⁽¹⁰⁾。

源泉徴収部分の通期控除を行うため、短期国債の売買は法人のみに限定し、かつ、国債振替決済制度を利用す

図表 4 割引債の発行時源泉徴収の仕組み

前提

発行価格 90円
 額面 100円（償還差益10円）
 期間 1年
 源泉徴収税率 20%
 発行時源泉徴収 $(100 - 90) \times 20\% = 2$ 円
 第一次保有者と第二次保有者の保有期間 半年

理論価格

①第一次取得者の取得価格

発行価格90円＋発行時源泉徴収額 2 円＝購入価格92円

②半年後に売却した場合の理論価格

$$\frac{(100 - 92)}{2} + 92 = 96 \text{円}$$

↑

半年分の償還差益

第一次取得者の収益＝（売却価格96円－購入価格92円）＝ 4 円

③第二次取得者の償還益

償還額100円－購入価格96円＝ 4 円

税の戻しがあった場合

①第二次取得者の償還差益と通期控除

償還差益 4 円＋通期控除 2 円＝ 6 円

2 円：保有期間に関係なく最終保有者は発行時源泉徴収の通期控除を受ける事ができる

②第一次取得者の扱いは不公平なる。不公平を無くするため途中売却価格は税の戻しを考慮する必要がある。

税の戻しを考慮した途中売却価格＝保有期間に対応した源泉徴収部分の上乗せ価格

$$96 \text{円} + \frac{1 \text{円} (2 \text{円の二分之一})}{2} = 97 \text{円}$$

↑

理論価格

↑

税の戻し

第一次取得者の収益＝売却価格97円－購入価格92円＝ 5 円

③第二次取得者の収益

（償還額100円＋通期控除 2 円）－購入価格97円＝ 5 円

ることが義務付けられた。具体的には次のように行われることになった。

① 入札参加者（ディーラー）が取得する短期国債は全て日本銀行に寄託され、「国債の一括登録に関する省令」に基づき日本銀行名義で一括登録される（振込債として保有される）。

② 入札参加者がこれを販売する場合、他の入札参加者に販売する場合を除き、相手先は上場会社またはこれに準ずる会社等で、金融・資本市場の動向に精通した機関投資家に限るものとし、個人及び個人類似法人への販売は行わない。

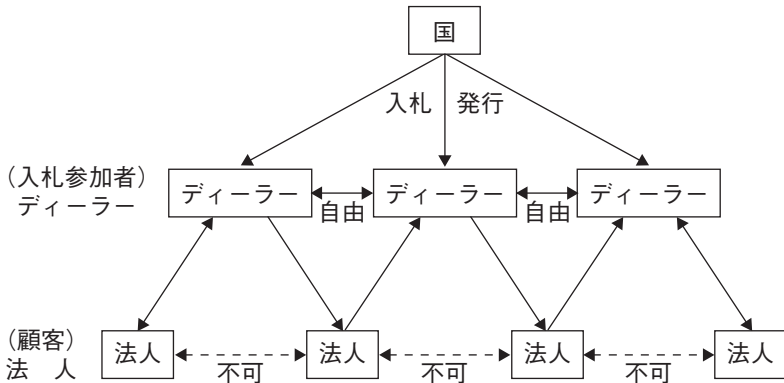
③ 顧客としての法人は、引き続き国債振替決済制度を利用して保有し、譲渡する場合には、必ず入札参加者たるディーラーに対して⁽¹⁾行う。

以上にみてきたように、短期国債の売買は国債振替決済制度を通じて行われ、市場参加者は法人に限定されたのである。

（２）なぜ短期国債の売買は現先取引なのか

流通市場における短期国債の取引形態は、新発債の売買、既発債の一般売買、新発債・既発債の現先取引、の三つに分類できる。いずれ

図表 5 短期国債の発行・流通の仕組み



（出所）河上信彦編『国債』大蔵財務協会 1995年 84頁

図表6 政府短期証券・短期国債の現先方式による日銀オペレーション

(単位: 億円)

年度	日銀売りオペ	日銀買オペ			資金運用 部売却	資金運用部買入	
	政府短期証券 (現先方式)	短期国債 (現先方式)	現先	輪番オペ	売切り	現先	買切り
1988(昭63)	293,000	—	13,306	5,361			
1989(平元)	293,000	8,224	12,355	21,307			
1990(平2)	459,000	62,796	4,942	23,486	—	—	
1991(平3)	374,000	49,031	106,335	26,030	—	44,142	—
1992(平4)	519,000	70,009	103,954	26,371	—	113,299	3,208
1993(平5)	557,000	41,047	21,595	15,987	3,049	116,578	5,732
1994(平6)	460,000	194,003	13,505	11,914	1,915	129,142	—

(出所) 1988～1989年度は「平成2年度の公社債市場の動きについて」公社債引受協会 1990年7月 16頁
1990～1992年度は「平成4年度の公社債市場の動きについて」公社債引受協会 1993年8月 13頁
1993～1994年度は「平成6年度の公社債市場の動きについて」公社債引受協会 1995年7月 13頁

の取引も、当初の売り手と最終的な買い手の間にディーラーが介在するディーリング形態で行われている(図表5参照)。前掲図表2でみたように、現先売買の比率は発行当初と比較すると低下傾向にあるとはいえ、取引形態は現先売買が圧倒的である。

現先売買が圧倒的になる理由について、日本興業銀行編『証券』(金融財政事情研究会)では次のように解説している。「これは、固定利回りでの運用が確保できること、一般の債券現先と異なり有価証券取引税が課されないため、ごく短期間の運用の際に実質利回りの低下を回避できること、課税法人が買切りで運用した場合の源泉徴収税控除の手間を省くことができること、といったことに起因するものと思われる⁽¹²⁾。また、日銀『(新版)わが国の金融制度』においても同様に、「償還差益に対する源泉徴収との関係もあつて、ほとんどが現先取引形態により行われている⁽¹³⁾」と述べている。

現先売買が圧倒的な第二の理由は、平成二年一月から日本銀行が現先方式によって短期国債の買いオペレーションを開始したからである。短期国債の買オペが現先方式となったのは、政府短期証券の売りオペと同じく償還差益に対する源泉徴収の煩わしさから開放されるためである。図表6は、日本銀行の売りオペや買いオペが、どのような

取引形式で行われているか、現先方式はどの程度おこなわれているか、をみたものである。この表を見ると、日本銀行の債券オペレーションは主として政府短期証券や短期国債の現先売買によって行われていることが解る。売りオペは政府短期証券の現先方式による売却で行われ、買いオペは短期国債の現先方式による買入れで行われている。短期国債と政府短期証券の現先売買は、日本銀行の主要な金融調節手段となっているのである。日本銀行の現先方式による金融調節によって、短期国債と政府短期証券の現先売買高が急増したのである。

第三に、債券デイトラーの実績作りが短期国債の現先売買高を増加させた点も指摘しておかねばならない。⁽¹⁴⁾多くの市場関係者の経験談を総合すると次のようになる。昭和五九年六月から銀行の窓販が始まった。そして、六〇年六月からフル・デイトリングになった。デイトリングの開始と共に売買高競争が始まる。この売買高競争の対象になったのが公募で発行される短期国債であった。公募発行とはいえ過熱競争の結果、入札価格のレートは市場利回り以下であった。この債券を市場価格で売却するとキャピタルロスが発生する。キャピタルロスを発生させないで売買高を増加させる手段として短期国債が現先で売買されたのである。短期国債の現先売買には有価証券取引税が課税されなためこうした売買高競争が可能になったのである。

4 平成十一年度の税制改正と現先売買比率の低下

図表7は、これまで検討してきた論点を年表にしたものである。昭和六〇年以降、現先市場は政府短期証券や短期国債の売買市場となった。こうした変化は、まず、有価証券取引税が課税されない政府短期証券や短期国債市場が成立したからである。有価証券取引税の課税される現先市場は高コストの資金調達市場となり、他の自由金利市場と競合することが困難となって消滅した。昭和五六年五月から日銀が保有する政府短期証券の市中売却

図表 7 政府短期証券・短期国債市場の成立と売買方式・課税方式の変化

昭和21(1946)	・政府短期証券の日銀引受発行開始（1月）
31(1956)	・政府短期証券の定率公募残額日銀引受方式（5月）
42(1967)	・割引債の償還差益に対する発行時源泉徴収制度の導入（租税特別措置法の一部改正）、ただし、政府短期証券は例外扱いとなり課税対象とされない（6月）
56(1981)	・日本銀行が保有している政府短期証券の市中売却を開始（5月）。売却方式は無条件売却。
61(1986)	・日銀が保有する政府短期証券の市中売却方式が従来の単純売切り方式から現先方式へ変更（1月） 政府短期証券も課税対象となる。課税方式は割引短期国債と同一の発行時源泉徴収 ・割引短期国債の公募入札発行開始（2月） 課税方式は発行時源泉徴収
62(1987)	・短期国債源泉徴収税の海外中央銀行等の取得時還付制度実施（8月）
平成 2（1990）	・日本銀行の現先方式による短期国債買いオペレーションの導入実施（1月）
4（1992）	・外国法人の短期国債非課税措置について税制改正要項の閣議決定（1月） 償還時に全額還付
11(1999)	・短期国債オペと政府短期証券オペを短国現先オペとして統合（3月） 短期国債を短期国債売り現先オペの対象に加える 政府短期証券を短期国債買い現先オペの対象に加える ・政府短期証券の市中公募入札発行の開始（4月） ・短期国債・政府短期証券の発行時源泉徴収免除（4月） { 従来 の 扱 い： 外国中央銀行……取得時に全額還付 外国法人………償還時に全額還付 内国法人………申告時に通期控除 ・短期国債・政府短期証券の償還差益は非居住者・外国法人については非課税（内国法人については法人税の課税対象）（4月） ・短期国債アウトライトオペ（買入・売却）を導入（10月）
14(2002)	・短期国債買い現先オペは国債買い現先オペに移行（11月） ・短期国債売り現先オペは国債売現先オペに移行（11月）
16(2003)	・外国法人がグローバルカストディアン経由で保有する短期国債、政府短期証券の償還差益に対する源泉徴収免除（4月）
17(2005)	・非居住者又は外国法人の短期国債等の非課税措置手続き簡素化（4月） 発行時源泉徴収免除対象に外国証券投資信託の受託者である外国法人を加える

が開始され、政府短期証券市場が成立する。昭和六一年二月から短期国債の公募発行が開始された。有価証券取引税の課税されない市場が成立したのである。課税債券に代わって非課税債券の現先売買が行われるようになった。次に、政府短期証券や短期国債に発行時源泉徴収が行われるようになったことである。政府短期証券は昭和六一年一月から源泉徴収されることになり、短期国債は発行当初から源泉徴収されることになった。償還差益に源泉徴収が行われると、最終保有者に源泉徴収額の通期控除が行われても、事務手続きが煩雑である。現先売買であれば源泉徴収税控除の手間を省略することができる。政府短期証券や短期国債の現先売買は源泉徴収と密接に関連しているのである。第三に、日銀は昭和六一年一月から政府短期証券の市中売却方式を現先方式に変更したからである。また、平成二年一月から短期国債の買オペを導入するが、買オペは現先方式によるものであった。政府短期証券の市中売却が現先方式であり、短期国債の買オペも現先方式であれば、政府短期証券や短期国債の現先売買が増加するのは当然であろう。日銀オペレーションが単純売買ではなく現先方式で行われたのは、源泉徴収税控除の手間を省略できるからであった。加えて、昭和六〇年六月から始まるフルデーリング開始と共に出来高競争に短期国債の現先売買が利用されたことを付け加えておかねばならない。現先売買であれば、相場が過熱して入札レートが市場実勢を下回ってもキャピタルロスが発生させることなく売買を繰り返すことが可能である。

以上にみるように昭和六〇年以降の現先市場は、六〇年以前の現先市場とは決定的に異なっている。現先市場は政府短期証券や短期国債の売買市場に変化したのである。変化した最大の要因は政府短期証券や短期国債に対する源泉徴収であった。源泉徴収制度が政府短期証券や短期国債の現先売買を膨張させたのである。

平成十一年、債券税制や政府短期証券の発行方式、日銀オペ方式は大転換をとげる。その結果、現先市場は大

きな変化をとげることになる。まず、平成十一年三月末、有価証券取引税は廃止された。冒頭で触れたように、有価証券取引税の廃止によって課税債券の現先売買が復活した。翌月の四月には図表7でみるように、まず、政府短期証券の市中公募発行が開始された。次に、政府短期証券と短期国債の源泉徴収が廃止され、非居住者に対しては償還差益が非課税となった。そして、一〇月には政府短期証券や短期国債のアウトライトオペ（無条件の買入と売却）が導入された。政府短期証券や短期国債の源泉徴収が廃止されると、源泉徴収に伴う面倒な事務手続きを省略することが出来る。従って、事務手続きの煩雑さを回避する目的で行われた現先売買の必要はなくなる。また、日銀のオペレーションは現先方式だけでなくアウトライトを導入しても煩雑な事務手続きは省略できる。

平成十一年以降、政府短期証券や短期国債の売買高に占める現先比率が低下するのは、以上に見た平成十一年の債券税制の改革と日銀オペ方式の変化によるものといえよう。

注

- (1) 大蔵省・日本銀行内マネーマーケット研究会『わが国短期金融市場の現状と課題 短期金融市場研究会報告書』金融財政事情研究会（一九九〇）八四頁
- (2) 和田耕志「短期国債発行の経緯と実務面の留意事項」『金融経済セミナー』一九八六年四月 二八頁参照
- (3) 伊藤弘邦「租税特別措置法（所得税関係）の一部改正について」『税経通信』一九六七年七月号臨時増刊号 第三巻第八号 通巻二八五号 七四頁
- (4) 伊藤弘邦「租税特別措置法（所得税関係）の一部改正について」『税経通信』一九六七年七月臨時増刊号 第二三巻第

八号 七五頁

- (5) 伊藤弘邦「租税特別措置法（所得税関係）の一部改正について」『税経通信』一九六七年七月臨時増刊号 第二二卷第八号 七五頁

- (6) 後藤新一『日本短期金融市場発達史』日本経済評論社（一九八六）三四一頁、和田耕志「短期国債発行の経緯と実務面の留意事項」『金融経済セミナー』一九八六年四月号 二八頁

- (7) 日本興業銀行編『証券』金融財政事情研究会（一九九六）五三三頁

- (8) 日経公社債情報一九八五年八月二六日 三頁

- (9) 日経公社債情報一九八五年九月二六日号 一三頁

- (10) 石井道遠「短期国債の発行及びその取り扱いについて」『公社債月報』一九八六年三月号 六頁

- (11) 石井道遠「短期国債の発行及びその取り扱いについて」『公社債月報』一九八六年三月号 七頁、石井道遠「短期国債について」『財経詳報』一五九四号 一九八六年四月七日 五頁、石井道遠「導入される『短期国債』発行・流通のポイント」『金融財政事情』一九八六年二月一〇日 四二頁

- (12) 日本興業銀行編『金融取引選書 証券』金融財政事情研究会（一九九六）五二二頁

- (13) 日銀『（新版）わが国の金融制度』（一九九五年版）一八〇頁

- (14) 日経公社債情報一九八五年三月二六日 一八頁参照

（なかじま まさたか・客員研究員）

地方再生における産業再生機構の役割

松尾 順介

はじめに

最近、日本経済の回復傾向が報じられる反面、地方経済の回復が立ち遅れていることも指摘されている。確かに、東京都心など一部大都市地域では、地価の回復なども見られるようであるが、地方経済はまだまだ活気を取り戻しているとはいえない状況である。その要因のひとつとして、地方の地元企業の再生が進んでいないことが指摘できる。東京などの大都市圏に所在する大企業で、経営不振ないし破綻したものの多くは、統合・再編、あるいは投資ファンドや外資による買収などによって再生・再編されたが、地方企業の場合、企業規模が小さいことや地域限定的な業種特性などのために、このような投資対象になりにくく、再生が立ち遅れていたと考えられる。

現在、このような状況の中で、地方企業の再生に向けてさまざまな取り組みも進められている。それらには、公的機関が主導するものと、民間主導のものに大別される。まず、前者としては、産業再生機構の取り組みが挙げられる。産業再生機構は地方企業の再生を専門とする機関ではなく、その組織も株式会社であるが、手がけた案件の多くは地方企業であった。また、公的機関が主導する地方再生ファンドの取り組みも挙げられる。これらのファンドは、地方自治体やその外郭組織、日本政策投資銀行など政府系金融機関、経済産業省やその外郭団体などの主導の下に設立され、民間の証券会社や銀行などが出資し、運営に携わっている場合もあるが、こ

れら公的機関がその出資や運営に携わっている場合もある。その一方、後者としては、地方銀行が民間のファンド運営会社と提携して設立した地方再生ファンドが挙げられる。これらのファンドは、ほとんど民間ベースで、設立、出資、運営されている。ただし、これらの民間主導型ファンドは、単独あるいは少数の地銀とファンド会社との閉鎖的な関係の中で成立しており、地銀による不良債権処理スキームのひとつという側面が強い。その意味では、昨今大型案件への投資で注目されている国内外の企業再生ファンドとはかなり様相を異にしている。

本稿では、まず産業再生機構の果たした役割を検証するために、九州産業交通の事例を取り上げる。次に、同機構が果たした役割として、債権者間調整、出資によるハンズオン型の支援を指摘する。また、同機構を利用することの制度的なメリットとして、税制、債務者区分および上場制度におけるメリットを指摘する。これらの考察を通して、地方企業の再生には公的機関がかなり大きな役割を果たしうることを指摘する。なお、地方再生ファンドに関しては別稿を予定している。

1 産業再生機構による九州産業交通の再生

産業再生機構は、四一件の支援を決定しているが、その多くは地方の企業であり、結果的に産業再生機構はこれら地方の企業再生を手がけたといえる。その中でも、機構による初案件のひとつが九州産業交通である。

九州産業交通グループは、熊本県の実業会社、九州産業交通を中核とし、運輸、ホテル、旅行、商業施設などの関連会社を有していたが、二〇〇三年三月期決算で実質債務超過に陥り、私的整理による再建手続きを進めるとともに、産業再生機構との協議が進められ、同年八月二十八日に同機構による支援が決定した。

同機構による主な支援内容は、まず九州産交運輸株式を一〇〇％減資し、一〇〇％親会社である九州産業交通

の保有する全株式を無償で償却した。これによって、バス事業を中心に約一〇の事業部門を持つ九州産業交通グループと、トラック物流等の事業部門を有する九州産交運輸グループを分離した。次に、産業再生機構が九州産業交通および九州産交運輸に出資し、同機構が九州産業交通株式の六七％、九州産交運輸株式の九六％を保有した。

その後、同機構によって両グループの再建が推し進められ、二〇〇四年一〇月には九州産交運輸株式を大阪市の運送会社で、オリックスグループのフットワークエクスプレスに売却し、同機構は資金を回収した（なお、九州産業交通のスポンサーは現在未定である）。このスポンサー選定は、単に入札価格のみならず、ビジネスプランの妥当性や雇用確保などの観点から行われたとされている。

この案件で同機構が果たした役割を整理すると、以下である。第一に、債権者間調整を迅速に行い、約三ヶ月で債権放棄を取りまとめたことである。同機構の手がけるのは私的整理であり、会社更生や民事再生のような法的整理ではないため、債権者に対する拘束力は弱く、債権放棄等を拒否する債権者を拘束できない。特に、日本の銀行界では、メインバンクが非メインバンクよりも大きな責任を負担するという慣行（いわゆる「メイン寄せ」）が長年にわたって定着してきたため、私的整理の枠組みの中で、債権額に応じた比例的（プロラタ）債権放棄を行おうとすると、債権者間調整が困難であった。しかし、本件では、プロラタによる債権放棄が民間金融機関との間で合意され、さらに国土交通省所管の外郭団体である民間都市開発推進機構との間でも同様の合意が成立した。このような速やかな債権者間調整が行われたのは、同機構が産業再生機構法に基づく公的機関であるだけでなく、同機構が市場規律に基づく合理的な再建計画を提示したこと、つまり対象企業の将来事業キャッシュフロー予測に裏打ちされた企業価値と売却予定資産の処分価値を市場の第三者の立場で査定し、それに基づいて必要

な債権者負担を提示したことによるものであると思われる。

第二に、出資を行い、事業運営にダイレクトに参画することによって支援したことである。同機構の支援方式には、機構自身が出資を行い、役員派遣などによって経営の主導権を握って、再生を行う方式と、外部のスポンサーを選定し、スポンサー企業から人材や資金を提供させる方式に大別できるが、ここでは前者の方式が採用された。これは、民間の企業再生型投資ファンドと同じ手法であり、その場合民間ファンドとの競合が生じ、「民業圧迫」的な批判がなされる懸念も考えられるが、このような手法を採用した理由として、同グループの再生には新規資金の投入が必須の要件であったこと、さらに民間ファンドだけでなく、同業他社による買収提案も全くなかったこと、つまり同機構が出資しなければこの案件の引き受け手が現れなかったことが指摘されている。

第三に、ハンズオンによる支援を行ったことである。もともと同社は、会長一族によるオーナー支配型経営が行われていたが、同機構の支援に際し、経営責任の一環として、会長、社長、副社長は退任するとともに、会長およびその関係者、支援時点及び過去の役員が所有する九州産業交通株式を無償譲渡の上償却した。その上で、同機構から執行役員らが派遣され、事業再生が遂行された。その主な内容は、①組織全体の改革、②ノンコア事業および資産の売却の速やかな実行、③各事業別の収益管理の徹底（週および月次ベース）、④人事・賃金制度の改革（管理職の役割の明確化、実力主義の資格制度の導入）、⑤経営と現場とのコミュニケーションの向上、⑥現場のモチベーションの改善、⑦新規資金調達による必要な設備投資の実行、⑧本社ビルの移転とテナントビル化などブランドマーク事業の改善、⑨旅行部門の強化（観光振興事業への取り組みなど）であり、このような抜本的な経営改革によって、一年間で大幅にキャッシュフローは改善した。

2 産業再生機構の役割

九州産業交通の事例は、産業再生機構を利用して再生が行われた成功例と考えられるが、この事例から、同機構の役割として次の点が考えられる。

第一に、プロラタによる債権者間調整が迅速に行われることである。メインバンク制度がどのような機能を果たしていたのか、さらにそれが現在どの程度崩壊したのかといった論点についてはさまざまな内外の研究が進められ、論議されるところであるが、金融機関の間では、旧来型のメインバンクによる責任負担を求める慣行、いわゆる「メイン寄せ」が残存していることは事実である。それは、「メイン寄せ」を排除し、プロラタによる処理を試みた「私的整理ガイドライン」が、十分な成功を収めることができなかったことから明らかであろう。債権者間調整の観点では「私的整理ガイドライン」の延長線上に産業再生機構を位置づけることができるが、「私的整理ガイドライン」が金融機関の申し合わせに過ぎなかったために、メイン寄せを主張する金融機関を拘束することもできず、実効性に乏しいものとなった。しかし、産業再生機構という公的機関が、合理的な事業再生計画を策定した上で債権者調整を主導することによって、強い拘束力を有することになったと考えられる。さらに、民間の債権者だけでなく、公的な債権者に対しても強い調整力を発揮していることも見逃すべきではないだろう。

第二に、対象企業が再び市場競争力を取り戻すことを目指した抜本的なリストラが行われることである。通常、債権者・債務者間の私的な交渉・合意では、問題が先送りされる傾向が強く、抜本的なリストラが行われにくいといわれている。まず、債務者側が抜本的なリストラや債権放棄要請をするためには、経営責任や株主責任の明確化を避けることはできず、これらの明確化は経営者あるいは株主の地位喪失につながるため自ら選択しにくい。

一方、債権者側も、債権放棄による損失確定や不良債権処理が伴うため、抜本的なリストラを債務者に要請しにくい。つまり、債権者にも、債務者にも抜本的なリストラを回避しようとするインセンティブが存在する。したがって、抜本的なリストラは、私的整理の枠組みでは難しかった。しかし、産業再生機構は私的整理の枠組みの中でこのような抜本的なリストラを遂行したと考えられる。

第三に、私的整理のメリットを生かしたことである。法的整理は、抜本的なリストラや裁判所による債権者間調整が行われるので、拘束力や実効性は高いが、倒産や破綻といったイメージが派生するため、顧客や取引先が散逸し、企業価値が過度に毀損する危険性がある。実際、倒産したデパートの進物品売上は低下し、建設会社の受注は急減することが知られている。また、資金回収を危ぶむ納入業者が掛売りを拒否することもある。その点、私的整理では、拘束力や実効力は低いが、倒産イメージの派生を回避し、顧客や納入業者の散逸を防ぎやすい。したがって、一般に、私的整理と法的整理は、それぞれの点においてトレードオフの関係にあるが、産業再生機構を利用することによって、倒産イメージの排除という私的整理のメリットを生かしながら、その短所を排除する手続きが可能となったといえる。

3 産業再生機構支援案件の制度的メリット

産業再生機構の支援する案件には、さまざまな制度的なメリットが付与されているが、ここでは税制、債務者区分および上場制度におけるメリットを指摘する。

第一に、税制面のメリットがある。①産業再生機構が関与して策定された再生計画により、金融機関等が債権放棄を行った場合、当該債権放棄による損失は税務上損金算入が認められ、また事業再生計画により債務者企業

が債務免除を受けた場合、原則として債務免除益の範囲内での過去の欠損金の損金算入が認められる。⁽¹⁾ ②産業再生機構の支援企業は、改正産業活力再生特別措置法（改正産業再生法）の申請および認定を前提として、資産の評価損を税務上の損金として計上できる。つまり、改正産業再生法において債権放棄を含む計画の認定を受けた企業は、資産評価損を税務上の損金に計上できるが、ここで改正産業再生法と産業再生機構の支援基準は数値基準（生産性基準と財務健全化基準）を基本的に共有しており、産業再生機構の支援を受ける企業は、同時に改正産業再生法の認定も受けることができる可能性が高いため、この措置が適用されうるものと考えられる。⁽²⁾

第二に、金融機関における債務者区分に関するメリットが指摘できる。二〇〇四年五月一六日、金融庁は事務ガイドラインのうち貸出条件緩和債権に関する部分を改正し、「実現可能性の高い抜本的な経営再建計画に沿った金融支援の実施により経営再建が開始されている場合には、当該経営再建計画に基づく貸出金は貸出条件緩和債権に該当しないものと考えて差し支えない」と規定し、さらに産業再生機構が買取りを決定した債権に係る債務者についての事業再生計画については、実現可能性の高い抜本的な再生計画であると判断して差し支えないと規定した。⁽³⁾ したがって、対象債務者に対する債権も開示債権とはならない。

第三に、取引所上場の場合、上場廃止基準の特例などが受けられる点がメリットとして指摘できる。①上場廃止基準の特例として、産業再生機構による債権買取等の決定を受けて再生を行っている上場会社が債務超過に係る上場廃止基準に該当した場合であって、上場廃止までの猶予期間終了後一カ年以内に債務超過の状態でなくなることを計画している場合には、猶予期間をさらに一年間延長する。②上場審査基準等の特例として、産業再生機構が再生支援の決定を行った上場会社が上場廃止となり、同機構による債権の買取り等が決定された場合において、当該決定後三年以内に開始する事業年度を直前年度として再上場を申請するときは、最近一年間における

利益の額が四億円以上となっていれば、利益の額に係る上場審査基準に適合するものとする。⁽⁴⁾ 通常の上場審査基準では、利益の額として、(1) 最近二年間において、最初の一年間一億円以上、最近の一年間四億円以上、または(2) 最近の三年間において、最初の一年間一億円以上、最近の一年間四億円以上、かつ最近三年間の利益の合計六億円以上、と定められているが、この基準が緩和されている。

まとめ

産業再生機構は、二〇〇五年三月三十一日をもって債権買取期限を終了するが、事業再生への入り口という点で、同機構は他に例を見ないユニークなチャネルを提供するとともに、地方企業の再生を促したといえる。もともと金融機関の不良債権処理という政策目標からすれば、当初支援目標といわれた一〇〇件一〇兆円には及ばなかったために、不十分な成果しか上げられなかったという批判もあるが、重要なことは件数や金額の多寡ではなく、再生モデルを提示できたかどうかであり、その点で重要な役割を果たしたといえる。

むしろ課題は、今後どのような主体が、私的整理の枠組みにおいて、債権者間調整を遂行するのか、さらに債権者企業に対して抜本的なリストラを促進させるのか、といった点であろう。そのひとつの方策として、プロラタ方式での債権放棄の原則化が考えられる。そのためには、多数決によって少数の債権者を拘束できる仕組みなども検討されるべきであろう。

注

(1)

「株式会社産業再生機構が買取決定を行った債権の債務者に係る事業再生計画に基づき債権放棄が行われた場合の税

務上の取扱いについて（照会）」平成一五年五月二日 <http://www8.cao.go.jp/sangyo/shiryo/kokuzei.pdf>

(2)

産業再生機構は、「企業・産業再生に関する基本指針」（平成一四年一二月一九日、産業再生・雇用対策戦略本部決定）において、再生計画終了時点において、産業再生法の「生産性基準」と「財務健全基準」を満たすことを支援の要件としている。「生産性基準」とは、①自己資本利益率（ROE）の二%以上向上、②有形固定資産回転率五%以上向上、③従業員一人当たり付加価値額六%以上向上のいずれかを満たすことであり、「財務健全基準」とは、①有利子負債のキャッシュフローに対する比率が一〇倍以内、②経常収入が経常支出を上回ることのいずれも満たすこととされている。 <http://www8.cao.go.jp/sangyo/qa/qa.pdf> また、産業再生法については、http://www.meti.go.jp/policy/business_infra/index.htmlを参照。

(3)

金融庁の事務ガイドラインの改正について、詳しくは次の通りである。「過去において債務者の経営再建又は支援を図ることを目的として金利減免、金利支払猶予、債権放棄、元本返済猶予、代物弁済や株式の受領等を行った債務者に対する貸出金であっても、当該債務者の経営状況が改善し信用リスクが減少した結果、当該貸出金に対して基準金利が適用される場合と実質的に同等の利回りが確保されていると見込まれる場合には、当該貸出金は貸出条件緩和と債権には該当しないことに留意する。特に、実現可能性の高い（注1）抜本的な（注2）経営再建計画（注3）に添った金融支援の実施により経営再建が開始されている場合（注4）には、当該経営再建計画に基づく貸出金は貸出条件緩和と債権には該当しないものと判断して差し支えない。（注1）「実現可能性の高い」とは、以下の要件を満たす計画であることをいう。a 計画の実現に必要な関係者の合意が得られていること。b 計画における債権放棄などの支援の額が決定しており、当該計画を超える追加的支援が必要と見込まれる状況でないこと。c 計画における売上高、費用及び利益の予測等の想定が十分に厳しいものとなっていること。（注2）「抜本的な」とは、以下の要件をいずれ

も満たす計画であることをいう。a 概ね三年（債務者企業の事業の特質を考慮した合理的な期間の延長を排除しない。）後の当該債務者の債務者区分が正常先となること。b 各金融機関ごとに、計画における当該債務者に対する取引の総合的な採算を勘案すると、当該貸出金に対して基準金利が適用される場合と同等の利回りが確保されていると見込まれること。（注3）株式会社産業再生機構が買収を決定（株式会社産業再生機構法第二五条第一項）した債権に係る債務者についての事業再生計画（同法第二二条第二項）については、当該計画が（注1）及び（注2）の要件を満たしていると認められる場合に限り、「実現可能性の高い抜本的な経営再建計画」であると判断して差し支えない。（注4）略」<http://www.fsa.go.jp/news/newsj/14/ginkou/f20030516-2.pdf>

（4）東京証券取引所「株式会社産業再生機構関与案件に係る上場制度の見直しについて」（平成一五年四月一〇日）、<http://www8.cao.go.jp/sangyo/shiryo/minaoshil.pdf> 参照。

* 本稿を作成する上で、有岡律子氏（福岡大学）、大杉謙一氏（中央大学）、田頭章一氏（上智大学）、伊藤豊氏（産業再生機構）、鎌田秀明氏（産業再生機構）、高木新二郎氏（産業再生機構）、中野宏信氏（産業再生機構）、本田一彦氏（産業再生機構）、松本順氏（産業再生機構）の方々にお世話になりました。深く感謝いたします。

（まつお じゅんすけ・客員研究員）

レギュレーションNMSの決着

SECによる全米市場システム改革

吉川 真裕

二〇〇四年二月二四日、米国証券取引委員会（SEC）はアメリカの株式市場を特徴付けてきた全米市場システム（NMS）の改革を目指す規則変更案の提案を決定した。レギュレーションNMSと名付けられたこの提案は四つの異なる規則変更案からなるが、NMSの改革を総合的に目指すという意味で一度にまとめて提案された。⁽¹⁾中でも取引所上場株式におけるニューヨーク証券取引所（NYSE）の圧倒的な優位を覆しかねないトレード・スルー規則の変更については提案直後から議論が白熱し、八月二日にはNYSEが電子取引の拡張によるフロア取引とのハイブリッド化を申請するという大きな変化をもたらした。⁽²⁾ところが、NYSEのハイブリッド化計画は他市場の最良気配のみを消化して二番目以降の確定気配をトレード・スルーすることが明らかとなり、トレード・スルー規則の盲点を突いたこの計画を承認するかどうか再び問題となった。そこで、SECは最良気配から二番目以降の電子的な確定気配のトレード・スルーを認めるかどうかを含めたレギュレーションNMSの改訂案を二月一六日に公表し、二〇〇五年一月二六日までにコメントを求めた。そして、四月六日、SECはレギュレーションNMSについての決定を下した。本稿ではレギュレーションNMSをめぐる経過を振り返った後、一二月の改訂案の中身を紹介し、今回の決定の持つ意味について考察する。

1 レギュレーションNMSをめぐる経過

二〇〇四年二月二六日、レギュレーションNMSと呼ばれる規則変更案⁽³⁾が公表された後、四月二一日にはSECによる公聴会が開かれ、レギュレーションNMS提案に関する議論がおこなわれた。その際に最も問題となったのは、トレッド・スルー規則の変更を見越して二月はじめに伝えられたNYSEダイレクト+の拡張案では不十分であり、各市場を自動執行市場 (Fast Market) とフロア取引市場 (Slow Market) に分けるのではなく、確定配が提示され、自動執行が可能な状態 (Fast Quote) かどうかで区別すべきであるということであった。そして、五月二〇日には当初の五月二四日のコメント期限を六月三〇日まで延長すると同時に、公聴会での議論を踏まえて自動執行が可能な状態を分類基準として採用するかどうか等が追加提案された。⁽⁴⁾

他方、五月一八日には下院の金融サーヴィス委員会／資本市場・保険・公営企業小委員会がこの問題に関する公聴会がおこなわれ、七月二一日と二二日には上院の銀行・住宅・都市問題委員会でも公聴会がおこなわれた。上院の公聴会ではドナルドソンSEC委員長が関係者の意見を省みず、SECが決定を強行することはないと発言したことは意外であったが、NYSEのセインCEOがNYSEダイレクト+の改訂拡張案をSECと協議中であり、間もなく公表する予定であると語ったことが注目を集めた。そして、八月二日にNYSEダイレクト+の改訂拡張案をSECに申請したことをNYSEが明らかにし、八月一六日にはSECからNYSEダイレクト+の改訂拡張案が公表された。

NYSEダイレクト+の改訂拡張案は当初の拡張案に対する批判と大口利用者からのヒアリングをもとにして、NYSEダイレクト+とNYSEの取引フロアのインターラクションを意図したものであり、NYSEの取引フロアの生き残り策とも呼べるものであった。この案では、当初案の注文数量制限の撤廃、連続注文入力制

限の撤廃、成行注文の導入に加えて、①一括執行（IOC）注文の導入、②最良気配だけでなく、注文板の消化、③最良気配以外では公開されないインタレスト・ファイルの導入、④インタレスト・ファイル等と対当し、価格改善を試みる成行注文とオークション・リミット（AL）注文の導入、⑤価格変動幅を抑える流動性補給点（LRP）の導入、⑥他市場との電子的な注文回送が盛り込まれていた。この拡張改訂案に対するコメント期限は当初、九月六日であったが、仕組みが複雑であり、説明が不十分であるという批判が寄せられ、九月二日にコメント期限が延長された後、NYSEは再改訂案を提出する意向を示した。

一月一五日にNYSEダイレクト＋の再改訂拡張案がSECから公表され、コメント期限は二月一六日と発表された。この再改訂拡張案は改訂拡張案の説明をより詳細におこなったにとどまらず、ストップ注文とパーセンテージ（CAP-DI）注文をNYSEダイレクト＋に追加することも含まれていた。この段階で明らかになったのは、NYSEはNYSEダイレクト＋の注文を取引フロアの注文板とインターラクシオンさせ、一本値で大口注文を成立させようとしていることであり、その際に他市場の最良気配は消化するが、最良気配以外の注文は執行せずにNYSEでの注文執行をおこなうということであった。

レギュレーションNMS提案のコメント期限は六月三〇日であったが、四〇〇通以上のコメントが寄せられ、一月二日の米大統領選挙の行方（SEC委員長は大統領の指名）も絡んで、早期決着の見通しは立たなかった。しかし、一〇月七日にはSECのアトキンス委員による年内の部分決着を目指すという発言やナザレス市場規制部長によるNYSEの規則改正よりも前にレギュレーションNMSは決着するだろうという発言から、反対の少ないアクセス・フィーと最小値刻みの決定を早期におこない、反対の多いトレッド・スルー規則と市場情報料収入の分配は先送りされるのではないかという見方が有力であった。

ところが、一月二日にウォール・ストリート・ジャーナルがスクープ記事を掲載し、NYSEの規則改訂案にある他市場での最良気配以外の指値注文を無視した注文執行は認めない形でトレード・スルー提案が変更され、ナスダック銘柄も含めて適用する新提案が二月一五日のSECのコミッションナー会議で採決される見通しであることと報じられた。この情報の信憑性が高かったことは後に確認されるが、このスクープ記事はトレード・スルー提案を強行採決することに反対する人間のリークによるものであったと考えられる。

一月三〇日、SECはレギュレーションNMSの改訂案を作成中であり、年内に公表し、再度コメントを求めることを明らかにした。そして、二月一六日にレギュレーションNMSの改訂案が公表された（コメント期限は一月二六日）⁵⁾。改訂案の最大のポイントは、自動執行可能な最良気配はトレード・スルーできない一方、自動執行可能でない最良気配はトレード・スルーしても構わないこと、そして最良気配から二番目以降の自動執行可能な確定気配のトレード・スルーを認めるかどうかについて問題提起がおこなわれたことの二点であった。

その後のマスコミの論調では改訂案の発表は反対派に反論の機会を与えてガス抜きをするためであり、当初の提案から一年を迎える二月にはこの改訂案がそのまま承認される可能性が高いものと報じられていた。反対派は大統領がSECの新委員長を指名することでこの流れを阻止しようと試みたが、ブッシュ大統領はドナルドソン委員長の続投を表明した。しかし、ドナルドソン委員長が民主党指名の二人の委員とともに共和党指名の二人の委員の反対を抑えて五回も強行採決がおこなわれたことに対しては懸念も表明されていた。そこで、年末にドナルドソン委員長が上場企業に対する巨額の罰金請求に反対投票をおこない、歩み寄りの姿勢もうかがわせた。そして、二〇〇五年に入ってから、最良気配にない確定気配のインターマーケット・ブライス・プロテクションの導入に対してドナルドソン委員長は消極的であるという関係者の話が報じられることが多くなっていた。

2 レギュレーションNMSの改訂案

二〇〇四年二月一六日に公表されたレギュレーションNMSの改訂案は当初案を大幅に上回る三七一ページに及ぶ文書であり、改訂案を補強するための資料として六つ（後に一つ追加して七つ）のメモランダムも合わせて公表された。細部にわたって解説することは難しいので、以下では要点のみを紹介する。

（１）トレード・スルー

レギュレーションNMS当初案で第一に上げられたのは統一的なトレード・スルー規則の適用である。従来のトレード・スルー規則は一九七八年以来、NYSEとアメリカン証券取引所（AMEX）に上場されている株式を対象としており、ナスダック銘柄には適用されてはいなかった。しかも、トレード・スルーを防止するための注文回送施設であるITSに接続している取引市場やマーケットメーカーのみがこの規則の遵守を義務づけられていた。そこで、トレード・スルー規則の適用対象にナスダックNMS銘柄を含めること、さらに、常に確定気配を提示しているスペシャリストやマーケットメーカーのみならず、すべてのブローカー／ディーラーの注文執行もこの規則の遵守を義務づけられるという形で、トレード・スルー規則を統一することが提案された。

また、ECNやナスダックのスーパーモニターのような自動執行機能を持つ市場とNYSEやAMEXのようなスペシャリストを介して取引がおこなわれる市場の間では、注文の回送から執行の有無の確認まで三〇秒もかかるITSでは整合的なトレード・スルー規則を適用することは困難であるといった問題もあった。この問題に対しては、ITSでの注文執行時間を人手を介する場合の最短時間に統一するという従来の手法の拡張で対処するか、自動執行機能を持つ市場から人手を介する市場へは注文回送自体をおこなわないという形で従来の規

則の適用を一部免除するのかという形で議論がおこなわれてきた。当初案ではこの両者を組み合わせ、最良気配よりも劣った値段での注文執行がありうることに同意した注文にはトレード・スルー規則自体の適用を免除すること、しかも最良気配からの一定の範囲（株価水準に応じて一セントから五セントまで五段階）内では自動執行機能を持つ市場から人手を介する市場への注文回送義務を免除することが提案されていた。

改訂案ではトレード・スルー規則のナスダックNMS銘柄への適用は変更されない一方、人手を介する市場の気配値を自動執行可能な市場はトレード・スルーしても良いが、自動執行可能な市場の最良気配のトレード・スルーは認められないことが提案され、自動執行可能な市場の最良気配でない指値注文に対してもトレード・スルー規則を適用するかどうかの問題提起された。なお、注文執行から一秒以内の他市場での最良気配のトレード・スルー、自動執行可能な市場の確定気配に注文を回送した大口注文（Intermarket Sweep Order）、VWAP注文（Benchmark Order）、板寄せの場合の注文執行等の七つの場合にトレード・スルー規則を免除する規定が新たに追加された。

（２）市場間アクセス

レギュレーションNMS当初案で第二に取り上げられたのは統一的な市場アクセス・ルールである。ECNで表示された最良気配は取引実行時にアクセス・フィーを徴収されるため、必ずしも最良気配とはならないという問題がある。このアクセス・フィーの問題は単にECNが会員以外から追加料金を徴収するということだけではなく、指値注文を注文板に出して流動性を提供した者はリベートを受け、注文板を消化して流動性を消費した者はリベートを上回るフィーを支払うというビジネス・モデルが出来上がっているからである（ECNの会員以外

は流動性を提供することなく、最良気配の指値を消費することになるので、かならずアクセス・フィーを支払うことになる。この問題に対しては、アクセス・フィーを気配値に含めるというのも一つの方法であるが、アクセス・フィーは一株当たりでは一セント未満であり、呼値の刻みをさらに細かくせざるをえないという問題とも絡むので、アクセス・フィーに上限（アクセス・フィーで一株当たり最高〇・一セント、他のフィーの累計で一取引一株当たり最高〇・二セント、計一取引一株当たり最高〇・三セント）を設けることで、アクセス・フィー絡みの問題を軽減することが当初案では提案されていた。

改訂案ではほとんど変更はなかったが、アクセス・フィーと他のフィーの累計を分けることは困難であり、それほど意味もないので、両者を合わせて、一取引一株当たり最高〇・三セントまでと簡略化された。

(3) 一セント未満の値刻み

一九九七年七月にSECがECNやマーケットメーカーの一分の一の刻み未満の気配値に対するノー・アクション・レターをナスダックに与えて以来、ECNやマーケットメーカーの間では通常の気配表示を下回る値刻みで取引がおこなわれている。二〇〇一年の値刻みの一セント刻みへの移行に際して問題となったように、価格優先原則が存在する以上、ほんのわずかでも有利であれば後から出された注文の執行が優先され、先回り取引が可能となる。通常のベンダー情報は現在、一セント刻みで報道されているにもかかわらず、一部のプロのみが一セント未満の値刻み（大半は〇・一セント、一部は〇・〇一セント）を利用しているのは問題であるとして、二〇〇一年七月にSECはこの問題に関するコンセプト・リリースを公表した。コメントの多くは現状に問題があると指摘していたが、SECは対応策を講じなかったため、二〇〇三年八月にナスダックは統一的な値刻み規則が

採用されない以上、ナスダック銘柄の値刻みを〇・一セント刻みに変更して問題の緩和にあたるという規則変更案をSECに提出した。そこで、レギュレーションNMS当初案では統一的な気配値の値刻みが提案された。提案されたのは気配値の値刻みを一セント刻みとすることであるが、株価が一ドル未満の銘柄は適用除外し、中値や加重平均価格での注文執行によって取引価格が一セント未満になることは認められるとされていた。

この問題も改訂案ではほとんど変更はなかったが、適用免除される株価が一ドル未満の銘柄の呼値を最低〇・一セントとすることが追加提案された。

(4) 市場データ

各市場での最良気配情報や取引情報は統合され、その情報に対する収入は取引回数や取引株数に応じて各市場に分配されている。しかし、トレード・スルー規則を悪用して最良気配を出さずに他市場での最良気配で注文を付け合せ、市場価格の改善に貢献せずに情報料収入を受け取る行為が増加している。そこで、SECは一九九九年一二月に市場情報収入に関するコンセプト・リリースを公表した。そして、市場情報に関するアドバイザリー委員会が設立され、二〇〇一年九月にはこの問題に関する報告書が発行された。レギュレーションNMS当初案ではアドバイザリー委員会の報告書に基づいて、市場情報料収入の分配方法の変更、各市場が最良気配以外の気配情報を独自に販売する場合の統一基準などが提案されていた。市場情報料収入の新たな分配案は、まず、これまでと同様にNYSE銘柄、AMEX銘柄、ナスダック銘柄の三つのグループに分け、次に、各グループ内で各株式の取引金額の平方根に応じて情報料収入を各株式へと割り当て、さらに、各株式に割り当てられた情報料収入を、①取引シェア(五〇%)、②気配値が最良気配であった比率(三五%)、③気配値が最良気配を改善した比

率（一五％）の三つに應じて各市場へと分配するというものであった。

改訂案では市場情報料収入の分配方式に若干の変更が付け加えられた。まず、分配方法が複雑すぎるという批判を受けて各株式に割り当てられた情報料収入を、①取引シェア（五〇％）、②気配値が最良気配であった比率（五〇％）の二つに應じて各市場へと分配すると変更し、さらに自動執行可能でない市場の気配値をトレード・スルー規則の適用対象からはずしたことに伴い、自動執行可能でない市場には②気配値が最良気配であった比率の分配がない形に改められた。

3 レギュレーションNMSの最終決定

レギュレーションNMSの改訂案に対するコメントは一月二六日に締め切られたが、最初の提案から一年を迎えた二〇〇五年二月にはSECに動きは見られなかった。むしろ、SECを牽制するために二月一五日に下院の金融サーヴィス委員会／資本市場・保険・公営企業小委員会で公聴会が開催され、インステイネット、シユワツブ、ナスダック、フィデリティなどが当初案にあったトレード・スルー規則のオプト・アウト条項が削除されたことを声高に批判していた。

三月九日には上院の銀行・住宅・土地問題委員会の公聴会でドナルドソンSEC委員長が数週間のうちに改訂案の決定をおこなう意向を表明し、三月一五日の下院の金融サーヴィス委員会／資本市場・保険・公営企業小委員会の公聴会でもドナルドソン委員長が改訂案の正当性を強調していた。そして、三月三一日にSECは四月六日にSECのコミッショナー会議でレギュレーションNMSの採決を採る日程を明らかにした。

四月五日のフィナンシャル・タイムズ電子版では採決を採る最終提案文書が委員五人に先週配布され、その中

でトレード・スルー規則のナスダックNMS銘柄への適用を二〇〇六年夏までに段階的におこなうという形でドナルドソン委員長が反対派の説得に努めていると報じられた。⁽⁶⁾この時点において各誌とも三対二の多数決で一二月の改訂案に近い形でレギュレーションNMSが決着する見通しを報じていた。

四月六日、午前一一時からSECで開催されたオープン・ミーティングにおいてレギュレーションNMSに関する五人の委員による採決が採られ、ドナルドソン委員長と民主党選出の二人の委員の賛成、共和党選出の二人の委員の反対で三対二という予想通りの形で決着することになった。

決定内容はほぼ一二月の改訂案に沿った形であったが、トレード・スルー規則の適用に段階的アプローチが採り入れられたほか、NYSEダイレクト+の再改定拡張案を実施困難にしかねない、自動執行可能な市場の最良気配でない指値注文に対するトレード・スルー規則の適用は見送られた。この決定に対して、NYSEがいち早く賛辞を表明したのに対して、ナスダック銘柄の多くを取引するインステイネットやアルカエックス(ArcaEX)、ナスダックからは明確なコメントは発表されていない。その代わりに、議会の有力議員からはこの決定に対する反対がはつきりと表明されており、下院の金融サーヴィス委員会／資本市場・保険・公営企業小委員会のリチャード・ベーカー委員長(共和党、ルイジアナ)はこの決定を阻止するための法案を提出すると意気込んでいる。

ウォール・ストリート・ジャーナル電子版によれば、レギュレーションNMSの実施は段階的におこなわれ、新たなトレード・スルー規則は二〇〇六年四月一〇日からNYSE上場の一〇〇銘柄、ナスダック上場の一〇〇銘柄、AMEX上場の五〇銘柄を対象として導入され、同年六月一二日にはすべてのNMS適格銘柄に適用されるスケジュールであるという。そして、最小呼値は二〇〇五年七月一日から、市場情報料収入の分配は二〇〇六年七月からと報じられているが、市場アクセス・フィーについては導入日時が言及されていない。⁽⁷⁾

4 レギュレーションNMSの意味するもの

二〇〇四年二月の公表直後から活発に議論されてきたSECの規則改正案、レギュレーションNMSは二〇〇五年四月六日に最終決定がおこなわれた。四月六日のオープン・ミーティングにおけるドナルドソン委員長のオープニング・ステートメントでも紹介された通り、当初案に対して九〇〇件、一二月の改訂案に対しては一五〇〇件を超えるコメントが寄せられ、これだけ関係者の関心を集めた規則は珍しい⁽⁸⁾。中でも取引所上場株式におけるNYSEの圧倒的な優位を覆しかねないトレード・スルー規則の変更については提案直後から議論が白熱し、NYSEが電子取引の拡張によるフロア取引とのハイブリッド化を申請するという大きな変化でもたらした。ところが、NYSEのハイブリッド化計画は他市場の最良気配のみを消化して二番目以降の確定気配をトレード・スルーすることが明らかとなり、トレード・スルー規則の盲点を突いたこの計画を承認するのかが再び問題となった。

四月六日の最終決定は直前に予想された通りの内容であり、改訂案にはほぼ沿った形であったが、NYSEダイレクト+の再改定拡張案を実施困難にしかねない、自動執行可能な市場の最良気配でない指値注文に対するトレード・スルー規則の適用 (Depth of Book Approach) は見送られた。DOBアプローチの導入を強要すれば二〇〇年に見られたようにCLOB (Central Limit Order Book) やモノリス (Monolith) といった批判を呼び起こし、四分野の規則変更すべてが凍結されてしまう恐れがあったからであろう。ただし、NYSEダイレクト+の拡張後の状況によっては再び将来DOBアプローチが提案されることになる可能性もないとは言い切れない。

今回のレギュレーションNMSの決定は見方によってはきわめて巧妙に仕組まれたものとも言えるかもしれない。とりわけ、関係者の関心の高いトレード・スルー規則に注意を集め、単独で提案されれば強硬な反対も出か

ねない問題を大きな反対もなく、通過させることに結果的には成功したとも考えられる。また、トレード・スルー規則についても、オプト・アウト（選択的適用除外）という極論を提案し、これに対する反対意見を利用して、まずトレード・スルー規則の撤廃を封じる一方、自動執行可能でない気配に対する自動執行可能である気配のトレード・スルーを認めることでNYSEの電子化を強力に後押しすることになった。そして、その上で今度はCLOBにもなりかねないDOBアプローチを追加提案することで、最良気配にある注文だけを対象としたBBO (Best Bid and Offer) アプローチに落ち着けばDOBアプローチを採用されるよりはまだましであるという安堵感を反対者にもたらしただけではないだろうか。こうした筋書きを最初から計画した参謀がSECにいたのかどうかはわからないが、後知恵ではそう考えられなくもない。ドナルドソン委員長がうまくバランスのとれた決定であると最終的に自画自賛したあたりからはそうした疑いも浮かんてくる。

さて、アメリカの株式市場を特徴付けてきたNMSの改革はレギュレーションNMSという形で、ひとまずは方向が定まったわけであるが、レギュレーションNMS事態は目標ではなく、NMSを補強するための手段に過ぎない。そして、NMS（全米市場システム）事態も、より良い市場を実現するための手段として一九七五年証券諸法改革法で位置付けられているのであるから、それ自体が目標ではありえない。市場間競争を通じて効率性を高めるという目標と、市場の分裂を回避するために市場の統合を進めるという目標のバランスをとることこそNMSの役割であり、このバランスがどちらかに偏れば引き戻す必要が、通信・情報技術の進歩や機関化の進展によって、今後も絶え間なく生じることになるであろう。アメリカの株式市場に関して言えば、NYSEダイレクト十の拡張案の実施がどのような結果をもたらすのかという点が最も注目されるところである。

注

- (1) この提案に至る経緯とその中身については、拙稿「レギュレーションNMSとSECの全米市場システム改革案」(本誌一六二三号、二〇〇四年四月)を参照。
- (2) NYSEのハイブリッド化計画については、拙稿「ニューヨーク証券取引所のハイブリッド化」NYSEダイレクターの改訂拡張案」(本誌一六二九号、二〇〇四年一〇月)を参照。
- (3) SEC, "Proposed Rule: Regulation NMS," Release No.34-49325; File No. S7-10-04, 26 February 2004.
- (4) SEC, "Proposed Rule: Regulation NMS - Extension of Comment Period and Supplemental Request for Comment," Release No.34-49749; File No. S7-10-04, 20 May 2004.
- (5) SEC, "Regulation NMS - Proposed Rules and Amendments to the Joint Industry Plans for Disseminating Market," Release No.34-50870; File No. S7-10-04, 16 December 2004.
- (6) Andrew Parker, "SEC chief offers olive branch in reform dispute," *FT.com*, 5 April 2005.
- (7) Judith Burns, "2nd UPDATE: SEC Votes To Adopt Controversial Market Reforms," *WSJ.com*, 6 April 2005.
- (8) William H. Donaldson, "Statement by SEC Chairman: Opening Statement at Commission Open Meeting of April 6, 2005, re: Regulation NMS," 6 April 2005.

(よしかわ まさひろ・客員研究員)

アーキペラゴとパシフィック証券取引所の経営について

清水 葉子

1 はじめに

アーキペラゴ証券取引所は、証券取引所としてはアメリカで最初の完全電子化された証券取引所であり、また最初の株式会社組織の証券取引所の一つでもある。国法証券取引所であったパシフィック証券取引所（PCX）と、取引所登録を受けずに営利で市場運営を行う「電子コミュニケーション・ネットワーク（ECN）」であるアーキペラゴが二〇〇〇年七月に提携し、アーキペラゴのシステムで稼働するアーキペラゴ証券取引所（ArcaEx）を設立、パシフィック証券取引所の自主規制のもとで運営する形をとって、二〇〇一年一〇月にSECの承認を得てスタートした。

アーキペラゴ証券取引所の稼働後、パシフィック証券取引所は現物株式の取引を徐々にアーキペラゴ証券取引所に移管し、自らはオプション取引と、アーキペラゴ証券取引所に対する自主規制サービスによって収益を得ながら運営してきた。二〇〇五年一月には、アーキペラゴ証券取引所の持株会社であるアーキペラゴ・ホールディングズが、パシフィック証券取引所の持株会社であるPCXホールディングズを完全に買収する予定であることが発表されたばかりである。

証券取引所の株式会社化は、従来会員組織であった証券取引所が、自らのイニシアティブで株式会社化する方向に進められるケースが多く見られる。株式会社化することによって、意思決定の迅速化をはかるとともに、競

争が激化するシステム投資をまかなうための資金調達を効率的に進めるといった目的が挙げられることが多い。しかしながら、パシフィック証券取引所のケースでは、もともと営利組織であった電子取引システムが、取引規模の小さい地方証券取引所との提携を進め、最終的には完全買収する形に向かつており、日本とは逆の方向から営利証券取引所が誕生したと言うことができる。

2 パシフィック証券取引所とアーキペラゴとの提携

(1) パシフィック証券取引所

パシフィック証券取引所は、一八八二年に設立され、ロサンジェルスとサンフランシスコの両方に株式取引のフロアーを持ち、加えてサンフランシスコではオプションの取引も行う証券取引所である。

二〇〇〇年七月に成立した合意に基づいて、パシフィック証券取引所は(アーキペラゴの親会社である)アーキペラゴ・ホールディングズとの間で資本提携を行った。この提携によって、電子取引システムであったアーキペラゴは、パシフィック証券取引所の自主規制機能の下で開設・運営される市場として証券取引所登録を得ることとなった。アーキペラゴ証券取引所がSECへ正式登録されたのは二〇〇一年一〇月である。

パシフィック証券取引所は、この提携に先立って、現物株式の取引を扱う部門を一〇〇%子会社として独立させ、PCXエクイティーズ(PCX Equities)とした。PCXエクイティーズは、一九九九年三月に全米初の営利証券取引所としてSECの登録を受けている。アーキペラゴとの提携は、このPCXエクイティーズの行う現物取引を徐々にアーキペラゴ証券取引所に移管するというもので、二〇〇一年五月にロサンジェルスフロアーを閉鎖、続いて二〇〇二年三月にサンフランシスコの現物取引のフロアーを廃止して、現在では物理的なフロアー

を全く持たないアーキペラゴ証券取引所が現物株式の全取引を行っている。

一方、オプション取引の方は、サンフランシスコのオプション取引のフロアーで継続して行われているが、二〇〇三年一月からPCX Plusと呼ばれる新システムが稼働しており、現在はフロアーと電子システムのハイブリッド市場として運営されている。一七〇〇以上の取扱オプション銘柄のうち、すでに一三〇〇が電子システムに移行しており、将来的には完全電子システム化される見通しである。

パシフィック証券取引所の親会社であるPCXホールディングズは、現物取引をアーキペラゴ証券取引所に移管したことで、残されたオプション取引を行うほか、アーキペラゴ証券取引所に自主規制サービス提供して対価を得ることを主な業務としている。このため、PCXE Regulationという自主規制を行う子会社を設立して、市場審査や取引の監理などを行っている。

(2) アーキペラゴ

アーキペラゴは、ソフトウェア・ディベロッパーのタウンゼンド・アナリティクス社の出資で一九九六年一月に設立され、翌年一月から取引を開始した「電子コミュニケーション・ネットワーク（ECN）」である。「電子コミュニケーション・ネットワーク」とは、証券取引所登録を受けずに営利業務として市場運営を行うビジネスで、アーキペラゴ設立の一九九六年にリリースされた新規則であるオーダー・ハンドリング・ルールによって定義された。

オーダー・ハンドリング・ルールでは、それまで十分な規制を受けず「隠れた市場」となっていたECNに対して新たな規制を課すとともに、技術革新の障害とならないよう、ECNのビジネスとしての可能性に十分な配

慮が行われた規制であった。そのため、ECNビジネスをチャンスと見たシステムが「市場運営ビジネス」に乗り出した年でもあった。アーキペラゴと同時期に最も初期の四つのECNが設立されている。

その後、アーキペラゴは、E*Tradeグループ、ゴールドマン・サックス、J・P・モルガンなどの出資を受け、ビジネスを拡大する。一九九九年八月には、SECに証券取引所としての登録申請を行うが、SEC登録は得られないままであったため、方針を転換し、既存の証券取引所と提携する方向に切り替えてパシフィック証券取引所との合意をめざしたとされる。二〇〇〇年三月にパシフィック証券取引所との提携を発表し、七月に正式な契約を交わすとともに、SECからの取引所登録を受けた二〇〇一年一〇月の翌年には、同じくECNであるが取引高の伸び悩んでいたREDIBO、Global Netsを合併・買収して市場シェアの拡大をはかり、二〇〇二年三月から証券取引所として本格稼働している。

3 現在のアーキペラゴ証券取引所

アーキペラゴ取引所 (ArcaEx) は、パシフィック証券取引所の自主規制の下で開設・運営される営利証券市場として、国法証券取引所としての登録を受けて運営されている。もともとパシフィック証券取引所に上場されていた約三〇〇の上場銘柄に加えて、これまでECNとして扱ってきたニューヨーク証券取引所、アメリカン証券取引所の上場銘柄を非上場取引特権 (UTP) によって取り扱っている。さらに、ECNビジネスの中心であったナスダック銘柄の株式についても、店頭銘柄の非上場取引特権 (OTC-UTP) によって取扱い続けることができる。その結果、現在では合計八〇〇〇銘柄の株式の取引と、ETFが取引されている。

また、アーキペラゴが正式の証券取引所となったことで市場情報収入が得られるようになったことは収益面で

非常に大きく、そもそもアーキペラゴがECNではなく証券取引所としての登録を得ようとしたのは、この市場情報収入が、目当てであるともされていた。あとで見るように、二〇〇四年一年間のアーキペラゴ・グループの総収入の約一割強は、この市場情報収入でまかなわれている。

アーキペラゴ証券取引所は親会社であるアーキペラゴ・ホールディングズの所有となっている。持株会社アーキペラゴ・ホールディングズの下に、営利取引所であるアーキペラゴ証券取引所のほか、代替的取引システム(ATS)としてのArcaEdgeを所有し、アーキペラゴ証券取引所として取り扱うことができない店頭銘柄(OTC Bulletin Board)とピンクシート銘柄)の取引を行っている。持株会社の傘下には、ほかに証券会社など七社の証券関連子会社を所有している。

アーキペラゴ証券取引所は、他のアメリカの伝統的取引所と異なり、スペシャリストや市場ディーラーも顧客と同じオークション板に注文を出すことで純粹オークションによる取引が行われている。

アーキペラゴ証券取引所での株式の取引状況は後の図表2から4の通りで、パシフィック証券取引所とアーキペラゴとの提携後、ナスダック銘柄の取引については、株数、件数、金額ともに顕著な増加が見られる。

4 パシフィック証券取引所とアーキペラゴの収支状況

パシフィック証券取引所の年次報告書からみた収支状況は、図表1の通りである。パシフィック証券取引所は、アーキペラゴとの提携前の二〇〇〇年からすでに収支は七四五万ドルの赤字となっていた。提携によって現物株式をアーキペラゴに移管したことで収入が一〇・五%減少したものの、市場運営のための支出も減少した結果、二〇〇一年の最終赤字は六一九万ドルにとどまった。二〇〇二年の最終赤字は九九九万ドルに拡大しているが、

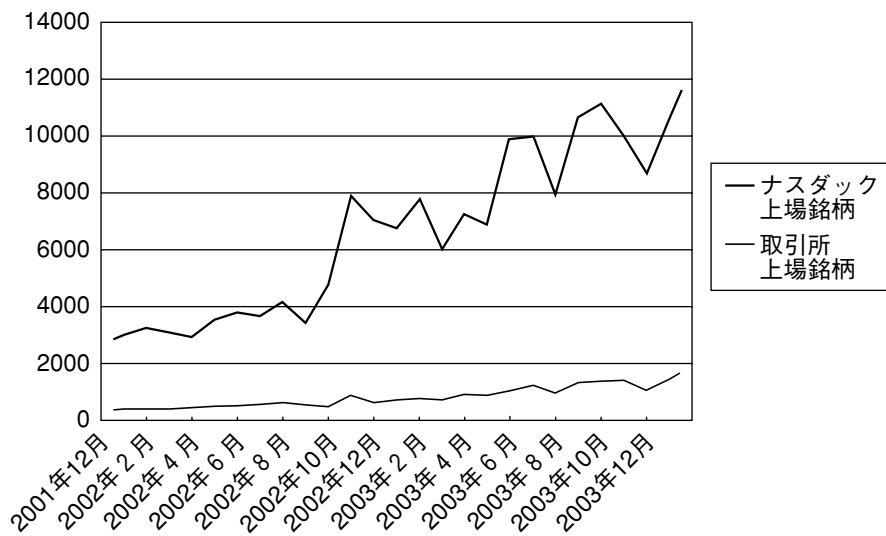
図表１ パシフィック証券取引所および子会社の収支

(単位：千ドル)

	1999	2000	2001	2002	2003
収入					
取引サービス手数料	56657	58933	46666	36425	30763
コミュニケーション	14615	12208	7584	4915	4254
会費	4675	4940	4626	4972	4870
規制および登録手数料	1455	4905	6849	9552	9316
市場情報収入など	1865	1763	932	453	132
上場手数料	1497	1055	1006	269	—
アーキペラゴからの収入	—	8257	14872	16029	14593
その他	1687	1987	1592	2706	2530
収入合計	82451	94048	84127	75748	66458
支出					
人件費	39494	41821	39055	29990	28235
専門サービス	9799	14873	6334	1709	4506
設備	10398	13792	4653	3547	3534
施設利用料	8650	10000	8572	7204	5655
通信費	6567	7686	7311	3831	3713
旅費	1768	1889	1198	635	543
データ処理料	1055	901	1239	2247	2489
資産の損失・減価償却	143	1073	14973	12918	13470
訴訟費用	—	4500	—	—	—2250
一般管理費	6188	7877	6028	5631	5770
支出合計	84062	104412	89363	67712	65665
営業利益	—1611	—10364	—5236	8036	793
その他					
利子収入	1314	2557	840	125	81
アーキペラゴ関連の損失	—	—3945	—5198	—24933	1013
その他	328	7	—	—	—
税引き前利益	31	—11745	—9594	—16772	1887
税引後純利益	—156	—7453	—6193	—9995	358

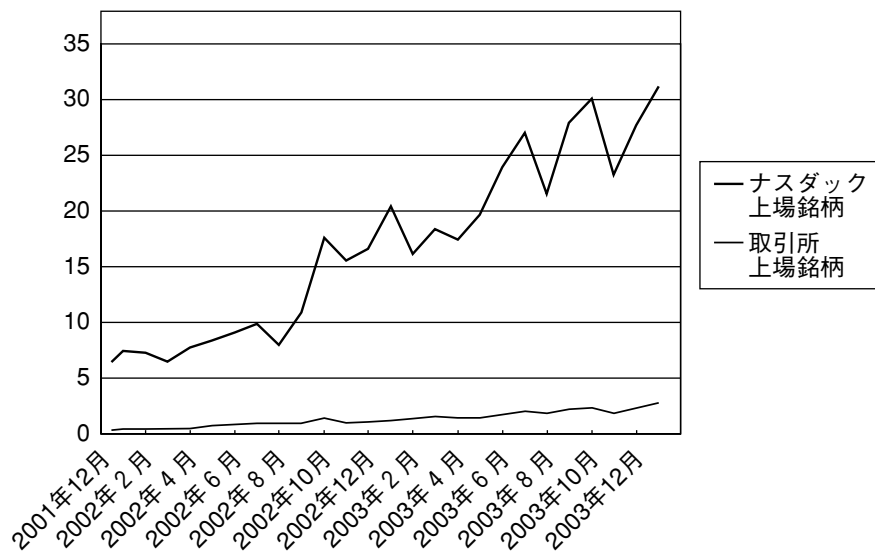
(出所) パシフィック証券取引所の年次報告書各年より作成

図表2 アーキペラゴ証券取引所の取引規模（株数、100万株）



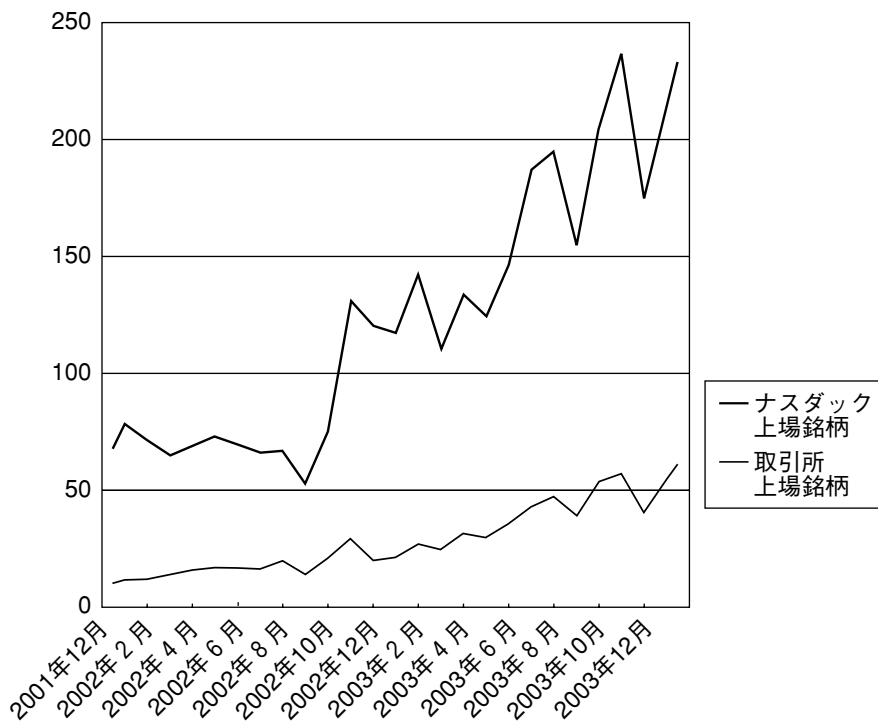
(出所) アーキペラゴ証券取引所ウェブサイトより作成

図表3 アーキペラゴ証券取引所の規模（件数、100万件）



(出所) 図表2に同じ

図表4 アーキペラゴ証券取引所の取引規模（金額、10億ドル）



（出所）図表2に同じ

これはパシフィック証券取引所の保有するアーキペラゴ株式価値の下落などが計上されたため、営業利益では八〇三万ドルの黒字を確保した。また、二〇〇三年度からは、営業利益でも黒字を確保したほか、わずかではあるが最終的な黒字確保に成功している。

二〇〇三年で見た総収入は、約六六五〇万ドル、収入は徐々に減少しているが、支出の削減が補ったかたちとなっている。最大の収入項目は取引手数料で三〇七万ドル、つづいてアーキペラゴから得る収入一四九万ドルのほか、規制サービスから九三万ドルの収入を得ている。

アーキペラゴ証券取引所の親会社であるアーキペラゴ・ホールディングスは、傘下にアーキペラゴ証券取引所ほか、代替的取引システム（ATS）や証券会社など七社

図表 5 アーキペラゴ・ホールディングズの収益

(単位：千ドル)

	2004. 12	2003. 12
収入		
取引手数料	484,208	428,428
市場情報収入	56,598	29,461
上場手数料	445	449
収入合計	541,251	458,338
直接経費		
流動性経費	200,655	152,834
回送手数料	90,364	115,050
清算その他取引手数料	39,141	65,717
直接経費合計	330,160	333,601
間接経費		
人件費	42,794	39,986
減価償却ほか	26,680	30,530
通信費	19,598	20,687
宣伝広告費	20,286	8,267
法務および専門サービス	11,520	8,611
地代など	4,609	4,155
一般管理費	12,605	11,668
間接経費合計	138,092	123,904
営業利益	72,999	833
利子その他	2,897	940
税引き前利益	75,896	1,773
税引後純利益	68,940	1,773

(出所) アーキペラゴ・ホールディングズのウェブサイトより作成

報収入が約五六六〇万ドルと大きな項目になっている。

アーキペラゴ・ホールディングズによると、アーキペラゴ証券取引所での取引高は、二〇〇三年の一一六八億株から、一四〇三億株へと大きく増加し、アメリカの証券市場全体の取引高の一四・二％を占めたとしている。市場別に見ると、ナスダック上場銘柄の取引に占めるシェアでは、二〇〇三年の二四・六％から二五・三％へと減少したが、ニューヨーク証券取引所およびアメリカン証券取引所上場銘柄の取引で、同一・一％から一・八％へ、同一二・二％から二二・七％へと増加した。また、他市場に回送せずに、アーキペラゴ内で付け合わせが行

の子会社を持つ持株会社である。アーキペラゴ・ホールディングズの経営状況は、二〇〇四年八月に株式公開されるまでは明らかにされることなくあったが、株式公開にもなつて、二〇〇四年分の収益が公開された。⁽¹⁾それによると、総収入は二〇〇三年の四億五八三〇万ドルから一八・一％増加して、五億四一三〇万ドルとなり、大きく拡大している。最大の収入項目は取引手数料で四億八四二〇万ドル、続いて、市場情

われる内部マッチング比率が増加していることなども収益に寄与した要因として挙げている。

5 おわりに

以上かんたんに見てきたが、現物株式部門を手放したパシフィック証券取引所に比べて、ECNとしてのビジネスを事実上継続しながら、パシフィック証券取引所の自主規制を受けることで証券取引所としての地位を得たアーキペラゴ証券取引所の規模は格段に大きく、規制上の重要性とは逆に、巨大ECNに正式の証券取引所が寄生する形で提携以来の市場運営が行われてきたと見ることができる。

アーキペラゴ証券取引所の持株会社であるアーキペラゴ・ホールディングズは、二〇〇四年八月に株式公開を成功させると、二〇〇五年一月にはパシフィック証券取引所の持ち株会社であるPCXホールディングズを買収することを発表している。この買収については、まだSECの承認を待っている状態であるが、現実化すると、取引規模でも資金面でもはるかに大きいアーキペラゴ・グループに小さな地方証券取引所が飲み込まれる形になると予想される。

この買収によって、アーキペラゴ・グループは、パシフィック証券取引所のオプション取引も手がけることになるため、ECNがオプション取引に進出する初めてのケースとなる。アーキペラゴは、オプション取引のための完全電子システム、PCX Plusの強化を進めることで、業界随一の低コスト市場を実現するとしている。

加えて、アーキペラゴ・グループは、パシフィック証券取引所の自主規制部門も傘下におさめるほか、パシフィック証券取引所が保有していたオプションズ・クリアリング・コーポレーション（OCC）の持分の二〇%も手中にすることになる。

もつとも、パシフィック証券取引所でのオプション取引は全米六つのオプション取引所の中で第五位、シェアで一二・三%と決して大きいわけではない。アーキペラゴによる買収を機に、オプション取引のためのフロアーも二〇〇五年末までに廃止する予定とされており、完全電子化を進めることで、いかに低コストの市場として運営できるかが、オプション取引に関する鍵になるとされている。

注

(1) アーキペラゴのウェブサイト <http://www.archipelago.com/> にある。

(しみず ようこ・客員研究員)

証研レポート既刊目録

No1612 (2002.11)	執筆者	No1621 (2003.12)	執筆者
中国株式市場の機能について	王	発展途上国の株高の背景について	伊豆
機関投資家と株券貸借取引	三木	ユーレックスvsシカゴ	吉川
「第二期グローバル化」論について	伊豆	ーユーレックスのアメリカ市場参入ー	
		アメリカの市場情報課金のあり方について	清水
		ー市場情報に関するSEC諮問委員会レポートよりー	
No1613 (2002.12)		No1622 (2004.2)	
市場間競争と証券取引所	二上	税制改革は債券市場に如何なる影響を与えているか	中島
中国のQ F I I 制度の導入	王	ー平成11年以降の債券税制改革についてー	
シングル・ストック・フューチャーズ	吉川	施行を前にした証券仲介業制度	伊豆
ーアメリカにおける個別株先物の導入ー		国際銀行業の〈ローカル化〉について	吉川
No1614 (2003.1)		インターナショナル・セキュリティーズ・エクスチェンジ	
日本の産業・企業再生の行方	二上	ー急成長したアメリカの電子オプション取引所ー	
日中の経済関係について	王		
米国のストックオプション制度とその問題	三木	No1623 (2004.4)	
初期のロンドン証券取引所	清水	変わりつつある証券会社の人事制度	二上
		証券会社による企業再生アドバイザリー業務の現状	松尾
No1615 (2003.2)		レギュレーションNMS	吉川
ドイツ取引所の上場制度再編	二上	ーSECの全米市場システム改革案ー	
ーノイエ・マルクト消滅の意味するものー		「レギュレーションNMS」に見る市場情報手数料	清水
機関投資家とオルタナティブ投資	三木	No1624 (2004.6)	
ITバブル期の米国企業金融	伊豆	税制改革と債券市場の新たな展開	中島
No1616 (2003.3)		ー解消した債券の「課税玉」と「非課税玉」の問題ー	
中国株式市場の問題点について	王	証券会社による企業再生アドバイザリー業務の現状(続)	松尾
わが国の最良執行の現状について	三木	米国の内外証券投資について	伊豆
スーパーモンタージュ導入の影響	吉川	ー九世紀イギリスの地方証券取引所	清水
ーナスダックによる予備的分析ー			
No1617 (2003.4)		No1625 (2004.8)	
東証、上場廃止基準を強化	二上	国債の補完供給制度と新現先方式のレオオベ	中島
ー急がれる上場廃止銘柄の受け皿づくりー		証券仲介業を巡る新しい動きについて	二上
日本におけるディストレスト証券市場の現状と課題	松尾	証券会社による再生ファンド関連業務とプリンシパル投資業務	松尾
ナスダック・ドイチェラント	吉川	SECのヘッジファンド規制案について	伊豆
ーナスダックの新たなヨーロッパ戦略ー			
第一次世界大戦前後のロンドン証券取引所	清水	No1626 (2004.10)	
		今後の証券業	二上
No1618 (2003.6)		ニューヨーク証券取引所のハイブリッド化	吉川
欧米証券取引所の国際化について	伊豆	ーNYSEダイレクト十の改訂拡張案ー	
欧州委員会による株式決済市場改革	吉川	欧米の債券電子取引の現状について	清水
不正会計事件後のSECによる格付会社調査	清水	ユーロ債流通市場における価格情報インフラ	横山
		No1627 (2004.12)	
No1619 (2003.8)		国債発行方式の新たな展開	中島
オプション取引の社会的意義と投資家保護	二上	ー国債市場特別参加者制度の創設についてー	
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	松尾	シンジケートローンと普通社債	松尾
米国の「双子の赤字」と国際資本移動	伊豆	国際収支不均衡とその対応策	伊豆
クリアネットとLCHの合併	吉川	社債市場の透明性	横山
ーユーロネクストのロンドン証券取引所包囲網ー		ーIOSCO報告書を中心にー	
No1620 (2003.10)		No1628 (2005.2)	
株券不発行制度の導入	二上	証券販売チャネルの今後	二上
ー変貌する有価証券制度ー		ーイギリスの経験ー	
米国のDIPファイナンス制度と現状	松尾	人民元の切り上げをめぐる	伊豆
株価指数とは何か	吉川	ドイツ取引所のロンドン証券取引所買収提案	吉川
ーMSCIジャパン指数先物の取引停止ー		ニューヨーク証券取引所のスペシャリスト問題について	清水
地域通貨の機能は何か	清水		

証研レポート第一六二九号
二〇〇五年四月十一日発行

(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

2005年4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)