



レポート

No.1627

2004年12月

国債発行方式の新たな展開

～国債市場特別参加者制度の創設について～ 中島 将隆（1）

シンジケートローンと普通社債

松尾 順介（16）

国際収支不均衡とその対応策

伊豆 久（27）

社債市場の透明性

～IOSCO報告書を中心に～ 横山 史生（39）

国債発行方式の新たな展開

国債市場特別参加者制度の創設について

中島 将隆

1 国債市場特別参加者制度の発足

国債市場特別参加者制度が二〇〇四年一〇月に創設され、一〇月一四日、初めてこの制度に基づいて国債応募を指定金融機関に限定した国債発行が行われた。国債市場参加者特別制度とは日本版プライマリー・ディーラー制度ともいわれている。プライマリー・ディーラー制度は欧米諸国で導入されスキームも異なっているが、日本の特徴は弾力的な応札責任と落札責任に加えて証券会社だけでなくマーケット・メイクを行っていない銀行も指定金融機関に加えられる事、流通市場の責任はアウトライトや先物取引の実績に委ねられている事、発行者（政府）と指定金融機関が相互に意見を調整する場所が設定されている事、などにある。

指定金融機関は公募入札で発行される全ての国債に応札義務と落札義務が課されている。平成一〇年以降、国債が大増発され市中消化額が拡大しているが、日本版プライマリー・ディーラー制度の創設によって、国債の安定した市中消化が期待できる。これまで国債の市中消化方式は一〇年債がシ団引受けて発行され、一〇年債以外の国債は公募入札で発行されてきた。だが、海外からシ団引受け発行は「内部調整で引受価格やシェアを決めている不透明な慣行」と批判されてきた。⁽¹⁾ また、公募発行については今後の金融情勢次第では「未達」の危惧も払

拭できなかった。日本版プライマリー・ディーラー制度が定着すれば、こうした難点が軽減され解決される。日本版プライマリー制度が軌道に乗れば、シ団引受け発行は廃止されることになっている。日本版プライマリー・ディーラー制度の創設は国債発行方式に段階的変化を画するものと言わねばならない。

そこで、以下では、日本版プライマリー・ディーラー制度導入の意義を明らかにするため、まず、従来の国債市中消化方式、とりわけシ団引受け方式の問題点を検討し、次に、シ団引受けと公募発行の關係相互を概観し、最後に日本版プライマリー・ディーラー制度のスキームをみていきたい。

2 シ団引受け発行の変貌と問題点

(1) 長期国債の発行開始とシ団引受け発行

長期国債は昭和四〇年度から発行が開始されたが、昭和四〇年代を通じて発行された国債は長期国債一種類のみで、かつ、発行方式はシ団引受けによるものであった。昭和五〇年代には長期債以外の国債が公募で発行されるようになるが、五〇年代においても一〇年債が圧倒的であった(後掲図表1参照)。シ団引受け発行の最大の特徴は、全額が市中消化され公募残が発生しない点にある。国債はシ団メンバーの金融機関に対して資金力に応じて引受シェアが決定され、引受シェアに基づいて発行額が割り当てられる。市場実勢を無視した低利国債であつても、金融機関は低利国債引受けの代償を享受する事が出来る限り、国債を御用金として引き受けたのである。金融機関の引き受けた国債は発行後一年を経過すると、日銀は国債を全額を買い取ってくれた。金融機関の引受けた国債は市中売却が禁止されていたが、一年後に日銀が全額買い取ってくれたから問題は無かつた。金融機関にとって長期国債は短期国債と同じであつた。

証券会社はシ団引受額の約一割を引き受けた。証券会社引受分については日銀信用に依存できないので市中売却せねばならない。国債は市場実勢を無視した低利で発行されているため、応募者利回りと流通利回りに大幅な乖離が発生して市中売却が困難であった。証券会社は市中売却が困難な国債ではあるが、将来の引受け業務拡大の先行投資として引受けに協力したといわれている⁽²⁾。市中売却が困難な国債は、税制上の優遇措置である国債小額非課税制度、零細な投資単位であっても国債投資が可能な国債累積投資制度を活用して、個人を対象として市中売却を行った。手数料については、証券会社のみが募集を行うので金融機関から手数料五〇銭のうち五銭を特別手数料として証券に帰属する事にしたのである。

(2) シ団引受け発行額の圧縮と公募発行の拡大

市場実勢を無視した低利国債であっても、シ団金融機関は低利国債引受けの代償を受け取る事が出来る限り国債を御用金として割り当て分を引受けた。ところが、昭和五〇年代の国債大量発行によって日銀が従来のように全額買い取る事が不可能になると、国債の強制割り当て発行に対する金融機関の抵抗が始まる。昭和五六年八月、シ団金融機関は「かかる低利の国債を引受ける事は預金者に対する背徳行為である」として、国債の引受けを拒否したのである。シ団メンバーが国債の引受けを拒否した結果、政府は休債に追い込まれた。この時点から、国債の応募者利回りと流通利回りに乖離が発生すると、シ団金融機関は国債の引受けを拒否し、休債が常態化する事になった。

休債が常態化してシ団引受け発行が困難になると、国債を継続的に発行するためには、従来の発行方法を変更しなくてはならない。まず、シ団引受け発行額の減額である。シ団引受け発行が困難になった昭和五六年、シ団引

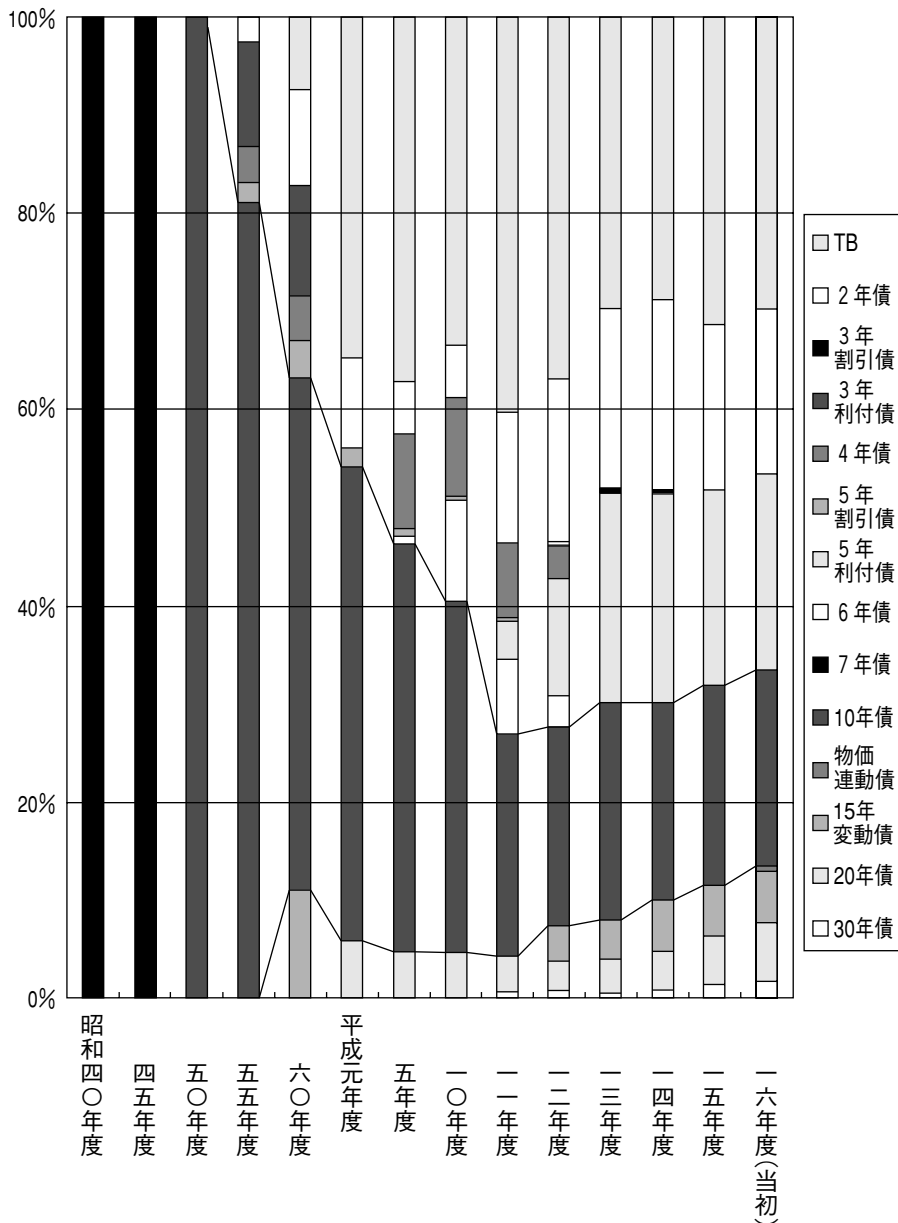
受けの発行額は当初計画額を下回る事になった。次に、シ団引受で発行できなかった部分を公募発行で補う事になる。図表1をみると、昭和五〇年代中頃以降、一〇年債以外の国債が次第に増加している事が示されている。中期利付国債の公募発行拡大に加えて、規制金利体系外の国債が直接発行され、五六年には中期国債が、五八年には一五年物、二〇年物の直接発行が行われた。公募発行は五〇年代中頃以降から次第に増加し、昭和六〇年以降になると一〇年債を圧倒するようになる。さらに、シ団引受け発行を継続するには市場実勢を尊重して応募者利回りを決定する必要がある。シ団引受で発行される一〇年国債の応募者利回りは休債を契機に次第に市場実勢を尊重するようになり、昭和六〇年代には国債応募者利回りの市場実勢化は完了した。かくして、休債を契機としてシ団引受け発行が困難となり、代わって公募発行が圧倒的比重を占める事となり、一〇年国債の応募者利回りは次第に市場実勢化していった。

(3) 日米金融摩擦とシ団引受け発行の公募化

シ団引受けによつて発行される国債は、昭和六〇年以降、市場実勢を尊重して発行されるようになり、一〇年国債は流動性の高い信用力のある金融商品に変貌した。この時点から、シ団引受けの固定シェアは従来の御用金から既得権益に変貌する。

図表2は、一〇年物国債が市場実勢化した時点からシ団引受け発行に対するアメリカの要求を時系列に従つて整理したものである。日米円ドル会議のあと定期的にフォローアップ会合が開かれ、その会合で外国証券会社のシ団引受けのシェア拡大要求、シ団引受け発行の公募化の要求が次々に出されてきた。シ団引受け方式が日米金融摩擦にまで発展したのは、まず、一九八六年一二月に野村・大和証券がアメリカでプライマリー・ディーラー

図表1 満期構成別にみた国債発行額の推移（市中消化分：実績ベース）



（出所）財務省理財局「国債管理政策の現状と今後の課題」平成16年11月

図表2 シ団引受け発行方式・公募発行に対するアメリカの要求

1986年9月……第4回日米円ドル委員会フォローアップ会合以降の米国の要求

- ①シ団内引受シェアの引き上げ ②中期国債の入札参加資格の緩和
- ③外国金融機関のシ団加入参加資格の緩和 ④公募入札方式への変更

1986年12月……野村・大和証券、プライマリー・ディーラーの資格獲得

日本の国債制度解放問題は政治問題へ発展

1987年4月……上記米国の要求の実施（①～③の実施）

- ①外国証券会社の引受シェアの引上（1.19%から5.725%へ）
- ②入札参加者は2社から19社へ
- ③シ団参加資格は在日支店開設後10年から5年に短縮

1987年4月……シェーマー下院議委員をはじめとする米国議員団の来日と完全公募化の要求

1987年5月……日米円ドル委員会フォローアップ会合と国債公募発行の要求

1987年5月……大蔵省要求受け入れ

- ①20年国債、公募入札方式への変更
- ②10年利付き国債の一部につき引受額入札方式を導入することを決定
- ③「約定日ベースの空売り」認可

1987年6月……大蔵省「金融・資本市場の自由化・国際化に関する当面の展望」発表

- ①短期金融市場の拡充
- ②外国金融機関のアクセス改善

1987年9月……20年利付き国債の公募入札発行実施

1987年11月……10年利付き国債の引受額入札方式実施

1988年4月……日米円ドル委員会フォローアップ会合

外国証券会社の引受シェアアップと競争入札導入の要求

1988年8月……「米国包括貿易法」の成立（金融報復条項を含む）

1988年9月……大蔵省「国債市場の整備等について」発表

- ①シ団制の枠組みの中で10年債の発行方式への部分的競争入札の導入
- ②外国金融機関の引受シェアを現行の約3倍へ引き上げ
- ③外国証券会社4社のシ団幹事参入 新たに4社が参加
- ④国債流通市場の整備 貸し債券市場整備およびショートセールについて検討開始

1989年4月……10年債の価格競争入札方式の実施

1989年5月……債券貸借市場の創設とショートセールの認可

1989年8月……FRB、金融報復条項の適用見送り

1989年9月……短期国債3カ月物発行

（出所）楠本広一郎「国債発行方式の一部変更について」『公社債月報』（1987年9月号）、木村浩一「変貌する国債市場」『大和投資資料』（1989年4月号）、「変貌する国債発行市場」『金融財政事情』（1988年9月26日号）より作成

の資格を獲得した時からである。アメリカの要求を受けて日本は直ちに外国証券会社の引受けシェアを拡大し、シ団引受け発行の一部に引受額入札方式を導入する事を決定した。そして、日本は「金融・資本市場の自由化・国際化に関する当面の展望」を発表し外国金融機関のアクセス改善を約束した。一九八八年八月には日本を念頭に置いた金融報復条項を含む「米国包括貿易法」が成立した。「米国包括貿易法」が成立すると、翌九月、即座に大蔵省は「国債市場の整備等について」を発表し、シ団引受け発行に価格競争入札方式を導入する事、外国証券会社の引受けシェアを三倍に引き上げる事など、アメリカの要求を全面的に受け入れる回答を行った。この回答によって、一九八九年八月、FRBは日本に対する金融報復条項の適用を見送ったのである。図表2でみるこの間の推移は、息詰まるドラマを観る思いがする。

引受額入札方式が導入された後、価格競争入札方式が導入された。価格競争入札方式では、入札によって決定された国債発行条件が入札部分だけでなく、固定シェア分についても適用されるという点に特徴がある。この方式の導入によってシ団引受の国債発行条件の決定権は政府から市場に委ねられたのである。価格競争入札のシェアは当初は四〇%であったが、その後シェアは次第に拡大し、今日ではシ団発行総額の八五%に

図表3 シ団引受けの固定シェアと入札シェアの推移

期 間	固定シェア(%)	引受額入札のシェア(%)	価格競争入札のシェア(%)
全額固定シェア 昭和41年1月～62年10月	100	—	—
引受額入札方式の導入 昭和62年11月～平成元年3月	80	20	—
価格競争入札方式の導入 平成元年5月～2年9月	60	—	40
平成2年10月～14年3月	40	—	60
平成14年4月～	38	—	62
平成14年5月～	25	—	75
平成15年5月～	20	—	80
平成16年5月～	15	—	85

(資料) 財務省「国債管理政策について」平成16年10月より作成

達している。図表3で見るように、特にこの数年、価格競争入札シェアが拡大しているが、これは政府がシ団引受の廃止を念頭に置いているからと思われる。かくして、価格競争入札方式の導入及び入札シェアの拡大によって、今日では、シ団引受け発行は限りなく公募発行に近づいたと言わねばならない。また、シ団引受けによって発行される国債は、市中消化の発行額に占める割合は前掲図表1で見ると約二割である。固定シェアで発行される国債はそれほど大きな額ではない。

シ団引受け発行が限りなく公募発行に接近したとはいえ、なお固定シェアで発行される部分が残されている。そして、この引受けシェアについては海外からの強い批判がある。また、シ団引受けには図表4でみるように引受け手数料が支払われている。この手数料は近年、大幅に引き下げられているが、シ団引受け発行が公募化した今日、手数料の意味が従来とは異なり発行者にとって追加的コストとなっている。手数料は年間約一二〇〇億円と言われている⁽³⁾。追加コストを軽減し、また、外国証券会社の非難の対象となっている固定シェアの問題を解決するには、シ団引受け発行を廃止して公募入札発行に移行する事が必要である。日本版プライマリー・ディーラー制度が導入されたのは以上に見た問題を解決するためであった。

図表4 シ団引受け手数料の推移

期 間	手数料
昭和41年4月～昭和46年12月	50銭
昭和47年1月～昭和53年3月	55銭
昭和53年4月～昭和58年3月	60銭
昭和58年4月～昭和61年3月	70銭
昭和61年4月～平成14年4月	63銭
平成14年5月～平成16年4月	39銭
平成16年5月～	23銭

(出所) 財務省『国債管理政策の変化』2004年10月6日

3 公募発行の拡大と未達の回避

(1) 公募発行の拡大と国債種類の多様化

国債の公募発行が始まるのは昭和五〇年代になってからであった。昭和五三年六月には三年物中期利付国債、五四年六月には二年物中期利付国債、五五年四月には四年物中期利付国債が公募で発行されるようになった。公募発行であれば発行条件は市場実勢を反映して決定されるはずのものである。ところが、公募発行開始直後は応札価格に人為的な介入がなされた。一〇年物国債の応募者利回りが実勢以下で発行されているので、中期利付国債の応札価格に対して露骨な介入がなされ、その介入は「肩叩き」、「棒叩き」、「棍棒叩き」と揶揄された。しかし、上述した休債を契機に応札価格に対する介入が行われなくなった。そして、休債を契機に公募発行が拡大していく。シ団引受け発行額が減額され、代わって公募発行が拡大したのである。

国債種類の多様化については、金融機関の主要な金融商品との競合が可能な限り回避された。銀行の定期預金と競合する年限構成の中期利付国債は発行額が少なく、競合の少ない年限構成の国債が発行された。国債と既存金融商品の競合回避は、五年債に典型的に現れている。昭和五二年一月、五年物割引国債が個人消化を予定して発行される事になった。この五年債の発行に際して、興長銀を中心として金融界は大反対のキャンペーンを行った。五年債は五年物の利付金融債や金銭信託、貸付信託と競合するからである。このため、政府は五年物割引債の発行に際して発行額は年間三〇〇億円とすること、五年物は割引債に限定して利付債の発行は行わないこと等を約束せざるを得なかった。五年物利付国債の発行は、長短金融分離の原則が撤廃されるまで待たねばならなかった。平成一二年二月から五年利付国債が公募で発行され、翌年には四年債と六年債が五年債に統合され、五年利付国債は中期利付国債の中核国債なり発行額も一〇年債と並ぶにいたった。そして、前掲図表1でみたよう

に、公募によって国債の圧倒的部分が発行されるようになったのである。

(2) 公募発行と未達の可能性

公募入札発行の場合、シ団引受け方式と異なり、発行予定額が必ずしも全額応札されるわけではない。応札額が発行予定額に満たない「未達」の可能性を排除できない。国債金利が乱高下を繰り返す場合、国債が市中消化能力の限度を超えては発行される場合、この可能性は一段と高まる。

実は、これまでも「未達」が生じていた。平成一四年九月二日、一〇年物国債の価格競争入札方式で未達が発生した。入札予定額一兆三五〇〇億円に対して応募額は一兆一八五二億円にとどまり、応募額が入札予定額に達しなかったのである。シ団引受けの価格競争入札で未達が生じたので、入札の残り部分はシンジケート団が引受けて発行額の減額や発行取り止めという事態は避ける事が出来た。しかしながら、その影響は大きかった。平均落札価格九九円九八銭であったが、入札未達で価格は九九円八銭まで下落したのである。⁽⁴⁾ また、前述した昭和五六年六月～八月の休債も未達といえるだろう。

もう一つの事例は、平成一四年二月七日の事例である。未達では無かったが、「事実上の未達」ではないか、という事例である。『日本経済新聞』は、「事実上の未達」として、次のように伝えている。

「『あれは事実上の未達だったのではないか』、市場関係者の間で、七日に実施された五年物国債の入札に對してそんな見方がささやかれている。

入札の未達とは、金融機関からの応札額が募集額に満たない事。未達が起きると入札への信頼が失われて

長期金利が急上昇する恐れもある。この日の応募倍率は一・一八倍で五年債として過去最低を記録。表面的にはかろうじて未達は免れたが、事態はもっと危うかったとの指摘がある。危機を救ったのは『大手証券会社の捨て札だった』と、ある市場関係者は明かす。証券会社は本気で国債を落札する気が無い場合も、『お付き合い』で市場予想より低い価格（高い金利）で札を入れる。それがなければ未達だったというのだ。

予想外の入札の不調を受けて市場は動揺。一〇年物国債の利回りは一・五七%と、約一年一ヶ月ぶりの水準まで上昇した。未達が起きていたらこの程度の上昇ではすまなかったと見る市場関係者もいる⁽⁵⁾。

国債の市中消化額はこの数年間で急増を続け、平成一四年度には一〇〇兆円を超え一六年度は一一四兆年が予定されている。また、平成一〇年度に増発された国債は間もなく満期償還を向かえ更に巨額の国債借り換えが必要となる。市中消化額の急増に対応して「未達」の可能性が更に高まることとなる。この可能性を軽減し排除するには、主要債券ディーラーが応札責任と落札責任を分担する国債発行方式が必要となる。日本版プライマリーデューラー制度はこの必要に答えるために創設されたのである。

4 国債市場特別参加者制度のスキーム

国債市場特別参加者制度（日本版プライマリー・ディーラー制度）は、以上に見てきたように、シ団引受け発行方式の廃止を念頭に置いて創設された。更に、公募発行の未達の危険性を軽減し国債の安定消化と流動性維持に向けた制度の整備であった。

国債市場特別参加者制度の概要は図表5で要約されている。この図表を見ながら制度のスキームを概観してみ

図表5 国債市場特別参加者制度の概要

1. 「国債市場特別参加者」の責任

(1) 応札責任

全ての国債の入札について、競争的に、積極的に、相応な価格で、発行予定額の3%以上の相応な額を応札すること。

(2) 落札責任

直近2四半期中の入札で、短期・中期・長期・超長期の各ゾーンにおいて、落札実績額及び引受実績額の、発行予定額に占める割合が、一定以上（原則1%）であること。

(3) 流動性提供責任

国債流通市場に十分な流動性を提供すること。

(4) 情報提供責任

財務省に対して、国債のアウトライト取引、債券先物取引、店頭オプション取引及び円金利スワップ取引等の取引動向等に関する情報を提供すること。

2. 「国債市場特別参加者」の資格

(1) 定例会合への参加資格

原則として四半期に1回開催される全ての特別参加者との会合（国債市場特別参加者懇談会）に参加し、国債管理政策のあり方等、制度の運営に当たって財務省と意見交換等を行うことができる。また、原則として四半期に1回、財務省との個別会合に出席し、意見交換等を行うことができる。

(2) 買入消却への参加資格

財務省が実施する買入消却のための入札に参加することができる。

(3) ストリップス債の元利分離・元利統合申請資格

ストリップス債の元利分離・元利統合の申請を行うことができる。

(4) 国債市場特別参加者・第Ⅰ非価格競争入札（仮称）及び第Ⅱ非価格競争入札（仮称）への参加資格

財務省が実施する国債の入札に際して、価格競争入札の他に、国債市場特別参加者・第Ⅰ非価格競争入札及び第Ⅱ非価格競争入札に参加することができる。第Ⅰ非価格競争入札及び第Ⅱ非価格競争入札においては、各特別参加者は価格競争入札における発行額の加重平均価格で、あらかじめ個社に設定された、一定の限度額まで優先的に募入決定を受けることができる。

(5) 金利スワップ取引への参加資格

財務省が実施する金利スワップ取引の優先的な取引対象先となることができる。

(6) 流動性供給入札への参加資格

特定銘柄の需給の著しい逼迫等の要因により、国債市場の流動性が低下し、国債市場の機能が損なわれることを回避する観点から、国債市場の流動性の維持・向上等を目的として財務省が実施する、流動性供給入札に参加することができる。

（出所）財務省『日本国債ガイドブック2004』

よう。特別参加者は四つの義務を負っている。

まず、一〇年物国債だけでなく全ての国債入札に三%以上の応札義務がある事、次に、原則一%以上の落札義務があること、更に、流動性提供の義務である。諸外国のプライマリー・デューラー制度ではマーケット・メイクを義務付けているところが多いが、日本の制度は流動性の提供为国債のアウトライト取引の取引高と取引価格の提示状況、債券先物取引の取引高を問題にしている。従って、マーケット・メイクの責任の無い銀行も特別参加者のメンバーに加えられる。第四に、財務省に対して国債取引動向等に関する情報の提供を義務づけている。国債特別参加者に義務づけられた応札責任・落札責任によって国債の安定消化が期待されているのである。

応札責任・落札責任に加えて、国債の安定消化のため、特別参加者に対して別枠で新発債の

図表 6 国債市場特別参加者制度の指定企業

証券会社 (20社)	銀行 (5社)
岡三証券 クレディ スイス ファースト ボストン証券 ゴールドマン・サックス証券 J P モルガン証券 新光証券 大和証券 S M B C ドイツ証券 ドレスナー・クライネ・ワッサー・スタイン証券 日興シティグループ証券 野村証券 バークレイズ・キャピタル証券 B N P パリバ証券 みずほインベスターズ証券 みずほ証券 三菱証券 メリルリンチ日本証券 モルガン・スタンレー証券 U F J つばさ証券 U B S 証券 リーマン・ブラザーズ証券	東京三菱銀行 みずほ銀行 みずほコーポレート銀行 三井住友銀行 U F J 銀行

(注 1) 『日経公社債情報』2004年10月4日より作成

(注 2) U F J 銀行は2004年10月14日から2004年末まで特別資格停止

追加発行が行われ入札が実施される。入札日の夕方に特別参加者向けに別枠で入札が実施される。特別参加者は応札の義務だけでなく特別な入札への参加という特典が提供されているといえよう。

更に、需給の逼迫した人気の高い既発債の追加発行に特別参加者が応札できる事である。特定銘柄国債の需給が逼迫すれば国債の市場流動性が低下する。特定銘柄の国債の需給逼迫を緩和するため追加発行が行われ、この追加発行には特別参加者のみが応札できるのである。

特別参加者は国債管理政策の在り方や制度の運営に当たって財務省と意見交換等を行う事ができる。この懇談会が「国債市場特別参加者会合」であり、従来の「国債市場懇談会」が国債市場特別参加者制度の創設に伴って発展的に解消したものである。⁽⁶⁾

財務省は特別参加者に証券会社と銀行の二五社を指定した。指定企業は図表6の通りである。ただし、UFJ銀行は今年度末まで特別資格を停止されたので、当面は二四社が指定企業となる。指定された企業はいずれも主要ディーラーなので国債消化の約九割までカバーされると思われる。

シ団引受け発行は、前掲図表3でみたように、価格競争入札のシェアが引き上げられ限りなく公募発行に近づいている。国債市場特別参加者制度が軌道に乗れば、近い将来においてシ団引受け発行は廃止される事になっている。日本の国債発行方式は国債市場特別参加者制度の創設によって段階を画する新たな局面を迎えたといえよう。

(注)

(1) 『日本経済新聞』二〇〇二年七月三日

- (2) 岩井宣章「国債発行の自由化プロセスの日本の特徴―市場仲介者サイドの視点からの一考察」証券経済学会第六二回全国大会報告（桃山大学）二〇〇四年一月二八日
- (3) 『日本経済新聞』二〇〇二年二月三日
- (4) 『日本経済新聞』二〇〇二年九月二日、九月二七日
- (5) 『日本経済新聞』二〇〇二年二月七日
- (6) 国債市場特別参加者制度は「国債市場懇談会」で検討されてきた。シ団引受け発行の問題点についても「国債市場懇談会」で繰り返し検討され、特に平成一三年一月九日に開催された第一二回国債市場懇談会ではシ団引受け発行の問題点が詳細に検討されている。また、平成一六年三月三十一日に開催された第三三回国債市場懇談会では、国債市場特別参加者制度について、指定企業の特別参加者全員がこの制度を優れた制度であると肯定的に評価している

参考資料

- ・辻 貴博「国債市場特別参加者制度の概要―国債の安定消化と流動性維持・向上に向けた制度整備」『金融財政事情』二〇〇四年一一月一五日号
- ・財務省「国債市場特別参加者制度運営等基本要領の概要」平成一六年三月三一日
- ・「国債市場懇談会（第三三回）議事要旨」平成一六年三月三一日
- ・財務省「日本国債ガイドブック二〇〇四」
- ・「国債市場懇談会（第一二回）議事要旨」平成一三年一一月九日

（なかじま まさたか・客員研究員）

シンジケートローンと普通社債

松尾 順介

はじめに

近年、国内では銀行融資が縮小する中で、国内銀行による国内企業向けシンジケートローンが拡大し、市場型間接金融の拡大という議論との関連で注目されている。その一方で、普通社債とシンジケートローンが相対的に類似性を強めてきているという傾向も見られる。具体的に言うところ、社債の場合、社債権者は同一の条件や権利関係を債務者企業に対して有しているが、シンジケートローンでも、複数の金融機関が同一条件や同一の権利関係のもとに貸し手となっており、社債に近い性格を持つようになってきている。また、キャッシュフローの点でも、機関投資家向け普通社債といわれるものは、公募発行であっても、事実上数社（場合によっては一社）の機関投資家が参加するだけとなっており、数行が参加するシンジケートローンと類似している。さらに、金利設定の点でも、機関投資家向け社債の場合、ブックビルディング方式が採用され、シンジケートメンバーや機関投資家のニーズを汲み取りながら設定されるのに対し、シンジケートローンでも、従来融資の閉鎖的・相対的な金利設定方式に比して、オープンで参加金融機関のニーズが反映しやすい形となっているといわれている。このような点については、日本のみならず世界的な傾向があることが指摘され、後述するように、社債と融資のインテグレーション（統合）といった論調さえも見られるに至っている。したがって、本稿では、まずシンジケートローンの特徴について概観した上で、米国のシンジケートローンに関する制度的枠組み、SNCプログラムについて触れ、

最近OECDが「社債と商業ローン市場の統合」と題して発表したレポートを紹介する。

1 シンジケートローンとは

シンジケートローンとは、「複数の金融機関が、幹事行の取りまとめにより、同一の契約により実行する融資であり、標準化された契約書を用いるため、迅速な貸出の実行と実行後の転々譲渡が容易になる」と説明されている。⁽¹⁾さらに、その特徴としては、①同一の契約であっても各貸付人と借り手の間に複数の契約が存在すること、②借り手に対する権利行使に関して、貸し手間で取り決めがなされており、資金の授受、貸付金の管理・回収、担保実行といった点について、協調の枠組みが定められていること、③シンジケートの組成段階では、借り手と参加予定の貸し手との間を取りまとめるアレレンジャーが存在すること、④シンジケートローンが実行されたあとで借り手に対する権利行使を円滑に進めるために、エージェントが任命されること（ただし、実際にはアレレンジャーがエージェントに就任することが多い）、などといった点が挙げられている。⁽²⁾

これによって、借入人は資金調達チャネルが多様化できること、多額の借入金を機動的に調達できること、アレレンジャーとの交渉だけで資金調達が可能となり取引コストを削減できること、などといったメリットを享受でき、他方貸し手金融機関は、リスクが分散化が図れ、貸出ポートフォリオの機動的な運営が可能となること、手数料収入の拡大が図れること、特にアレレンジャーにとっては、貸出を拡大せずに収益拡大が図れること、契約書の標準化、リスク査定合理化、エージェントへの元利金回収業務の一元化などによって事務効率が図れることなどが指摘されている。⁽³⁾

日本の金融機関にとって、シンジケートローンは、必ずしもなじみのないものではなく、八〇年代の途上国向

け貸出などの場合、欧米の大銀行の組成したシンジケートローンに参加した実績がある。また、国内的には、メインバンクによる協調融資もシンジケートローンと形態的には似ている側面があった。従来のメインバンク主導の協調融資では、メインバンクが準メインバンクや非メインバンク各行を束ねて融資を実行したからである。しかし、メインバンク主導の協調融資では、メインバンクによる暗黙のリスク負担が内在しており、融資先の信用リスクをさまざまな形で肩代わりする慣行が存在（いわゆる「メイン寄せ」）していたが、シンジケートローンのアレレンジャーやエージェントには、そのような暗黙のリスク負担は存在しない。また、従来の協調融資には、貸し手の権利行使に関して貸し手間で明示的な契約が存在しなかったため、具体的な権利行使の場面では、メインバンクとその他金融機関との間の閉鎖的な交渉で処理されたが、シンジケートローンの場合、権利行使については当初から明示的な契約が存在する。このように、内容的には両者は大きく異なっていると思われる。したがって、現在拡大しているシンジケートローンは、かつてのメインバンク主導型の協調融資とは、大きく異なるものであり、むしろそれに対する反省あるいは批判の中から生まれてきたものと理解されるべきだろう。

日本国内でのシンジケートローンの成長の背景として、コミットメントライン契約の台頭があり、さらに従来のメインバンク制度の崩壊があることが指摘されている。⁽⁴⁾コミットメント契約とは、企業が資金逼迫に備えて、金融機関から一定の融資限度枠の範囲で機動的な借入を行う権利を取得し、逆にその対価として手数料を支払う契約である。借入を対象とした一種のオプション契約で、欧米ではすでに一般的なものであり、日本でも当座貸越の限度額がこれに類似するものとして存在していた。しかし、当座貸越限度額は、その実行に関して金融機関に広い最良が与えられているだけでなく、またその対価としての手数料も徴収されないのに対し、コミットメント契約では、細部にわたって明確な契約が存在し、手数料も徴収される。これが日本で利用されなかったのは、

その手数料が出資法や利息制限法のみなし利息に相当すると考えられたためである。⁽⁵⁾しかし、一九九〇年代後半の金融危機、さらにはメインバンクの資金供給機能の低下のなかで、資金逼迫を恐れる企業は、このような取引のニーズを強め、また金融機関側も新たな手数料収入の獲得機会としてこれに注目し始めた。⁽⁶⁾その結果、「特定融資枠契約に関する法律」が一九九九年に成立し、⁽⁷⁾このような取引が拡大した。それに伴い、コミットメントライン方式のシンジケートローンが拡大したといわれている。すなわち、九〇年代以降、旧来のメインバンク制度が崩壊していく中で、メインバンクによる資金供給能力が低下したが、それをある程度補完する役割を担ったのが、コミットメント方式のシンジケートローンであったと考えられる。

2 米国のシンジケートローン

米国のシンジケートローン市場について、シンジケートローンの拡大が、ローンの売買市場を拡大させたといわれている。つまり、シンジケートローンは、同一の契約であるために、相対型のローンよりも流通させやすいからである。さらに、ローンの流通市場が拡大することによって、流通市場でのプライシングが、シンジケートローンの組成段階でのプライシングにも影響を与え、プライマリー市場とセカンダリー市場と同様の関係を形成してきたといわれている。⁽⁸⁾

他方、米国では、シンジケートローン市場では、公的な制度的枠組み、すなわちSNC (Shared National Credit) プログラムが重要な役割を果たしているといわれている。これは、シンジケートローンに対する米国監督当局間の査定・分類の共通化のための制度であり、一九七七年に創設された。FDIC、FRB、OCCの三者が共同運営している。具体的には、三行以上の金融機関による二〇〇万ドル以上のローンおよびコミットメ

ントが対象となり、通常年一回（五月と六月）検査が実施されている。査定・分類結果は、全参加行に適用され、債務者区分の統一化が行われることとなった。これによって、債権の査定・分類の効率化が促されたとされている。

F R Bの資料によると、二〇〇三年のS N Cプログラムの対象となった債権は、一兆六四四〇億ドル、八三三二件であり、二〇〇一年のピーク時に比べて、約二〇％の減少であった。なお、その要因として、借り手側の需要の減少、引受条件の引き上げ、代替的な資本市場での資金調達が魅力的なことなどを指摘している。

なお、シンジケートローンのファシリテイについて、引受デイル、ベストエフォート・デイル、およびクラブ・デイルの三つのタイプがあり、それは借り手と貸し手の交渉力によって決定されるようである。まず、引受デイルは、アレنجヤーが貸出総額を保証し、シンジケートを組成する方式である。次に、ベストエフォート・デイルは、アレنجヤーグループがローン総額の引受を必ずしも確約せず、マーケットの状況に委ねる方式である。ローンが総額に満たない場合、融資は契約されないか、あるいは条件を変更しなければならなくなる。この方式は、リスクの高い借り手の場合などに使われていたが、九〇年代後半からは投資適格の借り手にも使われるようになってきている。第三に、クラブ・デイルは、小口のローン（二五〇〇万ドルから一億ドルないし一・五億ドル程度）に使われ、関係金融機関に対しプレマーケットインクを行う方式である。アレنجヤーは、他のシンジケートメンバーと同等の立場にあり、各々の貸し手は手数料の全額かほぼ全額を分け前として取得する。さらに、シンジケートローンには、リボルビング・クレジット・ライン、ターム・ローン、レター・オブ・クレジットがあり、リボルビング・クレジット・ラインとは、予め定められた金額の範囲で、借り手は必要に応じて資金を引き出したり、返済したり、さらに再度引き出すことが可能な方式であり、借り手は未使用額に対し

てコミットメント・フィーを支払う。また、ターム・ローンとは、分割返済のローンであり、コミットメント期間中に借り手は資金を引き出し、満期一括返済または分割返済を行う。レター・オブ・クレジットは、通常スタンドバイまたはファイナシヤル・レター・オブ・クレジットであり、貸し手がさまざまな企業活動のためのサポートを提供することを保証するものである。⁽¹⁰⁾

現在、シンジケーションの組成には、銀行（このうち投資銀行が増加している）、ファイナンス・カンパニー、および各種ファンドなどの機関投資家が参加している。銀行はリボルビング・クレジットやターム・ローンに注力し、ファイナンス・カンパニーは小口のアセットベースのアレンジメントに参加することが多い。機関投資家は、銀行とは異なる融資を一般的に選択しており、固定金利のターム・ローンや長期のターム・ローン、場合によっては異なるコベナントのついたものなどを選択しているとされている。⁽¹¹⁾

3 社債とコマーシャルローンマーケットの統合

このようにシンジケートローンの制度面での整備が進展すると、その機能は徐々に社債と類似化し、両者は統合するのではないかという見方さえもできる。実際、OECDは、「社債と商業ローン市場の統合」⁽¹²⁾（原題、「The Integration of the Corporate Bond and Commercial Loan Markets」）と題する興味深いレポートを発表し、OECD諸国において、このような事態が進展していることを指摘している。以下、その内容を見てみよう。

まず、ローンと社債の統合の背景として、①機関投資家によるシンジケートへの参加が増加したこと、②インベストメントバンクとコマーシャルバンクの統合が促進したこと、を指摘している。前者については、資金の出し手として、両者において機関投資家が台頭したために、ローンと社債とのプライシングが近似化してきている

表1 社債とローンの一般的な相違点

	ローン	社 債
ステータス	上位、担保付 キャッシュフローの上位債権 特定資産への請求権	下位、無担保 キャッシュフローの下位債権 特定資産への請求権なし
その他の保護	分割償還あり 特定資産の売却請求権あり 強固な財務制限条項	なし なし なし
条 件	短期 コーラブル 変動利率 四半期の利払い	長期 コール制限 固定利率 半期の利払い

表2 ディフォルトの1ヶ月後の
デットプライス

上位下位の別	リカバリーレート
上位の担保付銀行融資	64%
上位の無担保銀行融資	48%
上位の担保付社債	53%
上位の無担保社債	40%

(資料) Moody's Investors Service

ことを挙げ、後者ではこれによって、提供する金融サービスのフルパッケージ化が進み、社債もローンも同一の金融コングロマリットによって提供されるようになったことを指摘している。

次に、ローンと社債との間の相違について、表2に示された指摘をしている。この比較にはやや荒っぽい点もあり、一概にこのような差異が当てはまるかどうか疑問な点もあるが、ローン債権は上位の請求権を有し、財務制限も強いのに対し、社債は下位で、財務制限の面で弱いことを含意しているものと思われる。その結果、表2に示されるように、社債と融資では、ディフォルト後のプ

ライシングに差が生じ、社債のプライシングが低くなることを指摘している。

さらに、このレポートでは、社債とローンの選択について、過去の研究蓄積を紹介した上で、次のように結論付けている。借り手の選択として、非公開の情報やエージェンシーコストが大きい場合、借り手は相対型のローンに向かう傾向が強く、逆に貸し手の選択としては、借り手に関する情報が透明であるほど、エージェンツの評価が高いほど、またローンの満期が長いほど、シンジケートになる傾向が強いことが示されて

いる。

第三に、社債とローンの収斂への原動力として、以下の点を挙げている。①銀行にとって資産の質の問題が大きくなり、バランスシートへの圧力が生じたことである。つまり、一九九〇年代初頭の世界的なバブル崩壊現象は、資産の質に対する関心を高めるとともに、債権の流通市場の必要性を高めた。②銀行間の競争圧力が高まったことである。つまり、資本市場が拡大し、より効率的になると、優良な借り手は伝統的な銀行融資からコモディシャルペーパーや社債市場に流れ、それに伴って、優良企業向けローンの貸出スプレッドが魅力的でない水準にまで縮小したことである。③銀行のリスクマネジメント技術が向上したことである。近年の銀行は、低マージンの企業貸出に振り向けられた資産を減らそうとするインセンティブを強めているが、優良企業との関係を維持しておく必要がある。そのために銀行は融資先企業との関係を維持できるシンジケートローンへの参加しつつ、ローン総額を削減している。さらに、このプロセスは、リスクマネジメント技術の向上によってさらに促されている。たとえば、九〇年代後半以降、大手の商業銀行は、ローンのリターンと他のクレジット商品とを計測する手法を採用してきた。これによって、適切なリスクとリターンの関係を測定することが可能になった。なお、優良企業向け貸出の低マージン化に直面した銀行は、ローンと他のビジネスとの一体化を模索している。とくに、優良企業にリボルビング・ローンを提供することで、社債や株式の引受のような収益性の高いファイビビジネスに接近することを模索している。④金融機関の合併によって、銀行の規模は巨大化し、かつその数が少なくなったことである。その結果、合併した銀行にとって、湯量企業向け貸出は、規模に見合ったリターンを得にくいものとなった。というのは、合併した銀行にとって望ましいローンの残高は、一般的に元の銀行ローン残高の合計よりも少ないからである。さらに、投資銀行と商業銀行の合併は、貸出ビジネスからファイビビジネスへ、つまりロー

ンポートフォリオの保有からローンの組成による手数料獲得へという傾向を強める要因になった。その結果、ローンの流通市場が成長し、ローンが社債と同様の特徴を持つようになった。また、このような金融機関の合併は、いわゆるワンストップ・ファイナンスングを進展させ、借り手にとって、ローンと社債とが同一の取引として選択できるようになった。⑤九〇年代後半に発生した通貨危機などの影響が挙げられる。つまり、アジア通貨危機などでローンのスプレッドが急上昇し、とくに低格付け企業のスプレッドやファイは高騰した。これによって、貸出のあり方さえも変化を受けた。たとえば、日本では、企業倒産の増加で銀行融資は縮小し続け、優良企業は資金調達を社債へシフトさせた。また、ローンにおいても、柔軟な金利設定やローン・ストラクチャーの引受が行われるようになった。さらに、ベストエフォートのシンジケートローンが優良企業向けでも標準化した。このようにローンのフレキシビリティが高まったことで、ローンシンジケートと社債引受の差異は縮小した。⑥ローン市場への機関投資家の参加が挙げられる。ローン市場への機関投資家の参加は、九〇年代半ばにさかのぼることができるが、歴史的な低金利水準に直面して、アセット・マネージャーは代替的投資手段を模索した。その結果、変動利付きと上位担保付ローンの組み合わせは、彼らにとって魅力的な投資対象となり、伝統的な固定金利の社債やハイールド社債の投資家がレバレッジド・ローン市場に参入してきた。このような投資家にとって、社債とローンは代替可能な投資対象であり、プライシングにも影響を及ぼし始めている。

まとめ

OECDレポートの指摘するように、社債とローンは統合化を進めていることは確かだと思われる。このことが、日本の社債市場やローン市場にどのような影響を及ぼすのかは、興味がもたれるところである。たとえば、

日本では銀行融資は、貸出金利がリスクを反映したものとなっており、画一的な金利設定がなされ、高格付け企業の金利と低格付け企業の金利との間にあまり差がないといわれている。その反面、社債市場では低格付け債の利回りは高格付けに対して明確な格差を要求される。そのため、低格付け企業にとって、社債利回りは銀行貸出金利を上回ることになり、低格付け社債市場、いわゆるハイイールドの市場が拡大しないとされている。しかし、ローンと社債市場との統合化が進むと、ローンの金利設定はリスクを反映したものとならざるを得ず、信用力に応じて金利格差が明確になるものと思われる。そうすると、低格付けに企業にとって、ローンと社債は代替的なものとなりうる可能性が生じ、低格付け社債市場の可能性も浮上してくるものと思われる。

注

- (1) 日本銀行『シンジケートローン債権の担保受入れについて（別紙 シンジケートローンの特徴と市場の現状）』二〇〇三年九月一二日、<http://www.boj.or.jp/seisaku/03/moo0309a.htm#betsu> 参照。
- (2) 菅原正晴「シンジケートローンとは」（佐藤正謙編著『シンジケートローンの実務』、金融財政事情研究会、二〇〇三年一〇月、第一章、所収）、二一三ページ、参照。
- (3) 前掲、日本銀行、二〇〇三年、参照。
- (4) 前掲、菅原正晴、四九ページ、参照。
- (5) 融資枠に対する手数料としては、融資枠金額に対して手数料を徴収するもの（ファシリティフィー）と融資枠中の未使用残高に対して手数料を徴収するもの（コミットメントフィー）があり、前者が一般的といわれる。この場合、手数料率（年）〇・五％、融資枠一〇〇億円とすると、五〇〇〇万円の手数料となる。仮に融資実行額が一億円だつ

たとすると、借入金利が〇%でも実質コスト五〇%となり、利息制限法の制限利率一五%を大幅に超えてしまう。

- (6) このようなニーズにいち早く注目したのは、外資系銀行だったようである。「シティブバンクがシ団方式による新しいコミットメントライン契約を開発」、『金融財政事情』、一九九八年五月一日、一五～一七ページ、参照。

- (7) 同法成立にいたる論議については、菅原正晴「コミットメントラインの法的性格とその有効性」、『金融法務事情』、一九九八年八月五日、八七～九一ページ、あるいは金融法委員会「コミットメント・フィーに関する論点整理」、一九九八年一月二五日、金融法委員会、<http://www.flb.gr.jp/publication01-j.htm>、などを参照。

- (8) このような説明として、高田創・柴崎健『銀行の戦略転換』、東洋経済新報社、二〇〇四年七月、一一九ページ、参照。ただし、ローンは個別案件ごとの個性も強く、さらに近年クレジットデリバティブの発達も顕著であり、ローンの流通市場がプライマリー市場に対して、どの程度の規模となっているか、さらにどの程度の影響を与えているかについては、検討すべき余地があると思われる。

- (9) <http://www.federalreserve.gov/BoardDocs/Press/bcreg/2003/20030910/default.htm>

- (10) "The Integration of the Corporate Bond and Commercial Loan Markets", *Financial Market Trends*, No.85, Oct. 2003, p.56-57 参照。

- (11) *ibid.*, p.57 参照。

- (12) *ibid.*

(まつお じゅんすけ・客員研究員)

国際収支不均衡とその対応策

伊豆 久

はじめに

為替市場の動向に市場の関心が集まっている。

米ドルは対ユーロ、対円で下落の勢いを強めており、他方、ドルとの固定を続けてきた中国人民元には切り上げ圧力が高まっている。

米国は、減税とイラク戦争関連の支出増大で財政赤字が拡大し、また貿易赤字は危機的ラインとされる対GDP比5%を上回っている。ユーロの対ドルレートは、九九年のユーロ発足以来の最高値を更新中であり、円も一ドル一〇〇円近辺まで上昇している。

一方で、新たな「世界の工場」となった中国は、対米貿易黒字額で二〇〇〇年以来国別トップの位置にあり、直接投資の受入額でも（タックスヘイブンであるルクセンブルクを除くと）世界一位（〇三年）である。にもかかわらず恒常的な市場介入によって固定相場を維持しているために外貨準備は激増、今年九月末時点で五一四五億ドルに達している（八三〇九億ドルの日本に次ぐ世界第二位）。

拡大の一途を辿っているこの二つの国際収支不均衡——米国の「双子の赤字」と中国の国際収支黒字——を、市場は、現在の世界経済における大きなリスクとみなし、その調整を求めているのである。

確かに、米中二国の国際収支を見ると、ドルの下落、人民元の上昇は不可避であるようにも思えるが、しかし

ながら、為替調整によって現在の不均衡をどこまでは正できるかという点になると、論者の間でも意見は一致していない。

例えば、米国の貿易赤字を縮小するために必要なのは、ドルの引下げというよりマクロ経済の調整（家計と政府の過剰消費の是正）であるとの見方も有力であり、また、中国の貿易が外資系企業による加工貿易中心であることを考えると、人民元の切上げは輸出価格を引き上げるとは言え同時に輸入コストを引き下げするため、その効果は限定的だとの指摘もある。

振り返れば、国際金融の歴史は国際収支不均衡をいかに調整するか、その試行錯誤の歴史であったとも言える。ある時は為替レートの変更による均衡化が重視され、ある時はマクロ政策の協調が試みられ、またある時は政策的な調整はおこなわず市場に委ねることが望ましいとされた。こうした政策選択の違いは何にもとづいているのだろうか。これまでの不均衡への対応から見ると、現在の米中二国を中心とする不均衡にはどのような特徴があるのだろうか。

いささか遠回りとなるが、以下、戦後の対外不均衡是正策の変遷を概観するところから、現状を再検討してみよう。

1 国際収支不均衡とブレトンウッズ体制

まずは、固定相場制度の時代にまでさかのぼってみよう。

第二次大戦後から七一年のニクソン・ショックまでのいわゆるブレトンウッズ体制期の国際収支不均衡に対する原則は、へ貿易赤字国側のマクロ政策の引締めであった。貿易赤字に悩む国が財政・金融政策を引き締める

ことで対外収支の均衡化が図られたのである。景気が過熱して貿易収支が悪化、市場介入にともない外貨準備が減少し始めると金融を引き締めざるをえなかった日本の「国際収支の天井」は、その典型的な例である。

ということは、言い換えると、この時期にはその他の方策、①為替レートの調整、②貿易黒字国側の拡張政策、③貿易赤字国が外資を取り入れることによる不均衡是正、は基本的に排除されていたことになる。

そもそもIMF設立の大前提にあったのは、一九三〇年代に繰り広げられた為替切下競争、ブロック経済化への反省であった。そのため為替レートの変更は例外的な場合に限定し、固定相場制度にもとづく貿易の拡大が目指されたのである（為替レートの変動による調整の排除）。

また、当時の米国は国際政治において絶対的な優位にあると同時に、圧倒的な貿易競争力を備えていたため、貿易黒字国側は不均衡の責任を問われることなく赤字国側のみが調整コストを負担するという体制が作られたのであった（貿易黒字国による調整の排除）。

さらには、貿易不均衡が生じたといっても黒字国から赤字国に資本が移動すれば全体としての国際収支に不均衡は生じないのであるが、ブレトンウッズ体制期は一九二九年度大恐慌以来の国際資本市場の低迷期にあったため、そうしたファイナンスは一時的例外的なものにとどまり、一般的な不均衡対策とはなりえなかったのである（資本移動によるファイナンスの排除）。

このように七〇年代に入るまでの国際収支不均衡は、原則として赤字国のマクロ政策調整によつて是正が図られてきたのであるが、このルールは、七一年のニクソン・ショックによつて崩壊することになる。

2 変動相場制への移行

七一年八月に米国が金・ドル交換停止に踏み切ったことは、〈貿易赤字国による不均衡調整〉とそれによる〈固定相場制の維持〉という、ブレトンウッズ体制における二つの原則が同時に破棄されたことを意味する。黒字国から赤字国となったにもかかわらず、米国は、対外的にはベトナム戦争、国内的には「偉大な社会」建設のための財政支出とそれによるインフレを抑制しようとはしなかった。代わりに、米国にとつての固定相場を意味した金とドルとの固定価格（一オンス三五ドル）での交換を一方的に中止したのである。

同年一二月のスミソニアン会議によって一旦は固定相場制度が再建されるものの、それも七三年春には崩壊、しかしその時点でも各国の通貨担当者（いわゆる通貨マフィア）の間では、変動制は一時的な緊急避難にすぎずいずれは固定制に復帰できるとの考え方が共有されていたとされる。しかしながら、七三年末に石油ショックが起けると、固定制への復帰はもはや不可能であることが明らかとなり、〈為替レートの変動による不均衡是正〉に期待がかけられるようになった。石油ショックは、各国間の貿易不均衡を劇的に大きくしただけでなく、インフレ率の格差、したがって金利格差を拡大・不安定化させて均衡為替レートの算定を不可能にしたからである。さらに、産油国に蓄積されたオイル・ダラーはユーロ市場を経由して世界に流れ出し、二九年以来停滞していた国際資本市場を本格的に復活させることになった。

つまり、七〇年代半ばになると、国際収支不均衡を解消する中心的な手段は、かつての〈貿易赤字国の抑制的マクロ政策〉から〈為替レートの変動による価格メカニズム〉へと変化したのである。

3 七八年ボンサミットにおける黒字国機関車論

しかしながら、為替レートの変動は期待された調整機能を果たすことができず、反対に貿易不均衡はさらに拡大することとなった。変動制に移行すると同時に、日本と西ドイツはインフレ抑制のために金融を引締め、それにもなう景気の低迷を輸出の拡大によって補おうとし、他方、引締政策が必要なはずの米国は野放図なマクロ政策を改めることがなかったからである。

為替レートの価格メカニズムへの幻滅が広まったことに加え、七七年に成立した米国カーター政権の経済閣僚にケインズ派の人々が集まったことから、不均衡を是正する方法は再び大きく転換、今度は貿易黒字国が拡張的なマクロ政策をとることに重きが置かれるようになった。七七年のロンドン、七八年のボン両サミットにおけるいわゆる「黒字国機関車論」がそれであり、貿易黒字大国となった日本と西ドイツが翌年のGDP成長率目標値を公約するに至った。

ブレトンウッズ体制期と比較すると、「国際政策協調」の名の下に、不均衡調整コストの負担者が「赤字国」から「黒字国」へと交替したことになる。米国が、貿易競争力を失って貿易黒字国から赤字国に転落したにもかかわらず、「国際的なルール決定力」を保持しつづけていたために、調整を負担する国ではなく調整の方法が変化したと言えるだろう。

しかしながら、「黒字国機関車論」によっても世界の国際不均衡が縮小することはなかった。つまり、七〇年代は、「変動相場制」と「黒字国中心のマクロ政策協調」という二つの不均衡是正策を「実験」したわけであるが、どちらも期待された結果を出すことはできなかった。

その結果、ついに、赤字国である米国自身が、国内政策の本格的な調整を実施せざるをえなくなったのである。

それが、七八年一月のカーター・ドル防衛策であり、七九年一〇月のボルカー・ショックであった。前者は、金融引締めと市場介入資金の借入れというブレトンウッズ期型の調整政策であり、後者は、金融政策の指標を短期金利からマネーサプライに変更することで大胆な金融引締めを可能にするFRBの反インフレ政策への大転換であった。すなわちこの時期は、米国がそれまでの〈国内的にはインフレ容認政策、対外的にはビナインニグレクト政策〉から大きく変化し、自らの対外不均衡に自らの責任で対処しようとした稀有な瞬間だったと言ってよいであろう。

4 レーガノミクス下の資本移動の拡大

ところが、米国のこうした劇的な政策転換によっても世界の国際収支不均衡が縮小・是正されることはなかった。米国の極端な金融引締政策はドル高をもたらしたものの、それはレーガノミクス（減税＋軍事支出の増大）による財政赤字の拡大とあいまって、貿易赤字をさらに拡大してしまった。他方、日本は、「機関車論」による七〇年代末の財政赤字拡大への反省から財政再建路線に転換、内需の抑制によって貿易黒字がさらに増大した。すなわち八〇年代前半には、貿易赤字国である米国が財政を拡張し黒字国である日本は引き締めるという、不均衡解消の観点からすれば正反対の政策が採られたのである。国際収支不均衡は放置されたと言ってよいであろう。そしてそうした市場への放任を可能にしたのは、七三年の石油ショックを画期とする国際資本市場の成長を背景とした、日本を始めとする各国から米国への巨額の資本移動であった。すなわち、ここに来て、国際収支不均衡は、〈為替レートの変更〉や〈赤字国あるいは黒字国のマクロ政策〉によって是正する必要がなく、必要なのは赤字国が十分に外国資本を取り入れる（黒字国が十分に資本を輸出する）ことであって、その時には、国際収

支不均衡というへ問題へそのものが存在しなくなるという状況が生まれたのである。

外為市場においても、為替レートを左右する要因としては、貿易収支の推移よりも資本移動の動向が重視されるようになった。例えば、マクロ経済政策の影響に関しても、七〇年代までであれば、米国の財政赤字の拡大は貿易赤字の増大につながりドル安要因とみなされたが、この時期には、金利の上昇が資本流入を促進するとの思惑からむしろドル買いの根拠とされたのである。

5 プラザ合意

しかし、国際金融上のへ国際収支不均衡問題へがへ解消へしても、個々の企業にとって見れば外国からの競合製品の奔放な流入が見過ごせない問題として残るのは当然である。貿易不均衡のマクロ的側面は解消されても、そのミクロ的側面は強く残り、保護貿易主義の台頭という形をとって国際交渉上の課題となった。レーガン政権が第二期に入って閣僚が交代するとともに、新たな形でへ国際収支不均衡の是正へが復活し、八五年九月のプラザ合意（主要五カ国によるドル安介入への合意）に結実するのである。

プラザ合意には、七〇年代の是正策と比較すると以下のような特徴があったと言えるであろう。一つには、変動相場制への移行を容認した七〇年代半ばと比較すると、不均衡に対して為替レートの調整によって対応しようとした点は共通であるが、市場メカニズムに委ねようとはせず、当局間の協調介入によって市場をコントロールしようとした点が異なっている。七〇年代の変動制や八〇年代前半の市場主義への反省が念頭にあったからであろう。また、七〇年代末のマクロ政策協調（黒字国機関車論）と比較すると、主要国間の政策協調で対処しようとした点は同じであるが、プラザ合意の内容は、あくまで為替レートの調整に限定され、財政や金融政策に関する

るものは含まれていなかった点で大きく異なる。マクロ政策の協調はコストが大きいばかりで実効的でないことを各国が経験したからである。

6 ルーブル合意

ところが、プラザ合意後、ドルは想定されたレンジを越えて下落、今度は、ドルを下支えすることがG七で確認される（八七年二月のルーブル合意）。

ルーブル合意をプラザ合意と比較すると、国際収支の不均衡に、プラザ合意はマクロ政策の協調ではなく為替レートの調整で対応したのに対して、ルーブル合意は為替レートは現状を維持したままマクロ政策協調によって対処しようとした点で大きく異なる。国際金融市場が飛躍的に成長した八〇年代において、協調介入によって為替市場を誘導しようという発想は非現実的であることが確認され、再びマクロ経済政策というファンダメンタルズの調整に期待がかけられたのである。

そこで、七〇年代末の「機関車論」と同じく、日本と西ドイツが金融・財政政策の拡大を約束したのであるが、西ドイツは国内経済政策が束縛されることに耐え切れず同年夏には独自に金融引締めに変換、ルーブル合意の破綻が明らかとなると、一〇月、米国市場はブラックマンデーに見舞われることになった。他方、西ドイツが抜けたあとも拡張政策を続けた日本は、バブル経済に踏み込んでしまったのである。

確かにプラザ合意は一時的に成功したものの、ルーブル合意によってもドルの暴落を防ぐことはできなかった。このことは、国際資本移動が拡大した八〇年代以降においては、もはや通貨マフィアによっても為替レートを一定のレンジに収めること（ターゲットゾーン、レファレンスゾーン）が不可能となったことを示しているように

思われる。

7 「ワシントン・コンセンサス」

では、続く九〇年代には国際収支不均衡に対してどのような対応がなされたのだろうか。九二、三年には欧州で通貨危機が発生し、九五年には前年末のメキシコ危機の影響からドルが暴落、一ドル八〇円の安値をつけている。また九七年からはアジア危機、米国ヘッジファンド危機、ロシア危機、ブラジル危機と、混乱が続いた時期であったが、九〇年代には、七〇年代や八〇年代のような国際的な政策協調は見られなかった。貿易赤字は、それ自体としては、もはや途上国においてすら問題ではなく、国際収支不均衡という概念そのものがなくなったからである。では、貿易赤字に陥った国が取るべき対策は何なのか。この問いに対する九〇年代の解答は、規制緩和と対外開放であった。公的規制をできるだけ緩和・撤廃してあらゆる面で競争を促進し、同時に貿易のみならず金融面でも対外的な開放を実現して外国の企業・資本の受入れを進めること、いわゆる「ワシントン・コンセンサス」の推進である。そしてその理想的な例を九〇年代後半の米国の国際収支に見ることができるところである。

当時、「ニューエコノミー」論やIT革命に沸いた米国経済は、再び貿易赤字の急拡大を見ていたが、一方で海外から巨額の直接投資が流入、ドルはむしろ堅調に推移していた。貿易赤字の拡大が海外からの資本流入をもなっていた点で、八〇年代の前半と類似しているが、流入する資本の質が異なっていた。レーガノミクス時代は、財政赤字の下、米国債への投資が中心であったが、九〇年代後半は米国の財政収支は黒字に転換、流入資本は欧州からのM&A型の直接投資や株式・社債への投資がほとんどを占めていたのである。このことは、国債による資本調達とは異なり、産業構造のさらなる転換を進める米国経済への市場の高い評価を示すものとみなさ

れ、貿易赤字はそれによる経済拡大とドル高の結果にすぎず、むしろ米国経済好調の印と考えられた。

グローバル化の名の下に、九〇年代の新興市場に求められた経済改革も、同種のものと言ってよいであろう。そこでは、マクロ的な政策の調整や為替レートに関する国際的協調はもはや二義的な意味しかもたず、最も重要なのはミクロレベルでの、例えば企業のガバナンスや市場の透明性といった構造問題への取組みである。資本市場の国際化が八〇年代の債券市場から九〇年代には株式市場へと深化したことを背景に、海外資本の誘因が金利から株価へと変化したからである。こうした状況において、国際収支不均衡というマクロの問題が意味をもたなくなるのはむしろ当然であろう。

おわりに

では、現在の国際不均衡にはどのような対応が可能なのだろうか。それはへ為替レートによる調整^①だろうか、あるいはへマクロ政策の国際協調^②だろうか。

しかしながら、述べてきた不均衡は正策の変遷から見れば、そうした対応策は、あまりに七〇年代的、八〇年代的であり、今日の状況には適合していないように思われる。なぜなら問題は貿易収支ではなく資本取引の側にあるからである。

前節で述べたように、米国の貿易赤字はすでに九〇年代末の時点で急速に拡大していたが、当時は、欧州からのM&A投資が大きく、それによって貿易収支の動向とは逆にドル高ユーロ安が進行していた。しかしながら株式交換方式を多用するこの種の直接投資は株価の影響を大きく受けざるをえず、二〇〇〇年にITバブルが崩壊すると激減、為替レートもドル安ユーロ高に転換した。現在のユーロ高も、この延長線上にあるものにすぎな

い。

にもかかわらずドルが全面安とならなかったのは、周知のように、日本、中国をはじめとするアジア諸国がアジア危機以降、巨額の市場介入によってドルを買いつけてきたからにはかならない。それが止まれば、あるいはドル建て外貨準備の一部でもユーロに振り替えられることになれば、ドルがアジア通貨に対しても下落しはじめるのは当然である。

こうした状況において、仮にドル安への国際的合意が成立したとしてどこまで有効だろうか。ドル安が米国の貿易収支の改善にわずかな効果しか与えない間に、米国への資本流入が大きく減少するのではないだろうか。その時にはドル暴落のリスクも無視できなくなるかもしれない。では、反対にドル買い支えの国際的合意を目指すべきであろうか。仮に欧州中央銀行がドル買いに参加したとしても民間資金が対米投資を劇的に増大させなければ状況は改善せずその可能性は小さい。

あるいは、マクロ面での協調を進めるべきだろうか。バブル化が懸念される中国や域内の財政基準の調整に苦勞している欧州が対米不均衡是正のために拡張政策を採用するとは思えずその効果も小さい。もちろん米国が財政と家計の赤字を改善することは必要であるが、それだけでは海外からの投資を引き付ける要因とはならない。では、米国は金利を引き上げるべきであろうか。それは八〇年代であれば有効であったかもしれないが、（直接投資を含めた）株式投資のウエイトが高い現在では、株価に抑制的に働いたためマイナス効果のほうが強いのである。

ＩＴバブル期のような株高をテコにした海外資本流入が見込めないとすれば、米国は今後もアジア地域の市場介入と米国債投資に依存せざるをえず、為替レートもその微妙なバランスの上で不安定に推移せざるをえないの

ではないだろうか。

参考文献

- ・太田 赳『国際金融 現場からの証言』中公新書、一九九一年。
- ・緒方四十郎『円と日銀』中公新書、一九九六年。
- ・ロバート・ソロモン（山中豊国監訳）『国際通貨制度研究』一九九〇、千倉書房。
- ・ポール・ボルカー、行天豊雄（江澤雄一監訳）『富の興亡』東洋経済新報社、一九九二年。

（いず ひさし・客員研究員）

社債市場の透明性

～IOSCO報告書を中心に～

横山 史生

世界各国の証券監督当局や証券取引所、証券自主規制機関等から構成されている国際機関である証券監督者国際機構（International Organization of Securities Commissions : IOSCO）は、二〇〇四年五月開催の年次総会⁽¹⁾において、「社債市場の透明性に関する専門委員会報告書（Transparency of Corporate Bond Markets, Report of the Technical Committee of IOSCO）」⁽²⁾を採択・公表した。本稿は、同報告書の内容を概観した上で、社債市場の透明性に関する制度整備の意義等について検討するものである。

1 IOSCOにおける市場透明性の検討

IOSCOでは従来より、証券市場における透明性についての検討が行われてきた。一九九二年には「流通市場における透明性」⁽³⁾と題する報告書が公表されており、これを受けてIOSCOの基本方針である「証券規制の目的と原則」において、流通市場にかかる原則の一つとして「原則第二十七項 規制は取引の透明性の向上を図るものであるべきである」と定められた。⁽⁴⁾そこでは透明性を、「取引に関する事前情報または事後情報が、どの程度リアルタイムに近くまたどの程度オープンに利用可能であるかの程度」と定義するとともに、その意義を、

「流通市場に関する情報にタイムリーにアクセスできることができれば、投資家は自らの利害得失をより適確に判断することができ、また相場操縦その他の不正な取引行為による不利益を被るリスクを低めることができる」という点等に求めている。⁽⁵⁾

透明性に係るこのような考え方は、主に株式市場を念頭に置いて展開されてきたものであり、二〇〇一年には、株式市場におけるいわゆる「市場の分断 (Market Fragmentation)」の傾向を念頭に置いた透明性にかかる検討が行われた⁽⁶⁾。二〇〇三年には、株式空売り規制との関連でも検討された経緯がある。⁽⁷⁾しかし社債を含む債券については、従来、売買取引の規模が総じて小さい上、売買の大半が組織された証券取引所等において集中的に行われる株式と異なり、散在的な店頭市場において行われる部分が大半を占めること等から、透明性を確保・向上させることが必ずしも現実的な規制課題とはされてこなかった。

とはいえ、近年においては、社債市場は量的にも質的にも発展してきており、電子取引の普及や、従来は限定的とされていた個人投資家の取引への参加もみられている。IOSCOとしては、このような状況に鑑み、上述の原則第二十七項の趣旨に照らして、各国の社債市場における透明性の実態を把握する必要があるとの判断から、IOSCO専門委員会 (Technical Committee) の下部機関の一つであり流通市場問題を担当する第二常設委員会 (SC2。SCはStanding Committeeの略) において検討を行うこととした。今回の報告書は、SC2メンバー国であるオーストラリア、ブラジル、カナダ、フランス、ドイツ、香港、イタリア、日本、マレーシア、メキシコ、シンガポール、スペイン、英国、米国の十五か国における社債市場の実態に関する調査結果をもとに取りまとめられ、二〇〇四年の年次総会において専門委員会に提出され、採択・公表されたものである。

なお、国債市場に係る透明性については、今回の報告書では、各国において国債の市場規模が発行・流通とも

に社債だけでなく株式等と比較してもかなり大きく、それに伴って流動性も高いこと、国債市場に係る取引規制体系の整備は各国の財務当局によって国債管理政策の観点及び立場から証券市場規制の枠組みとは独立して行われているため、透明性要件についても法令等によって制度化されていない場合が多いものの、流動性の高さを反映して、市場参加者の自発的な商業ベースの活動により国債取引に係る事前情報および事後情報の公表が行われている場合が多いこと、といった状況に触れており、市場規模の拡大等につれて透明性の重要性が高まってきている社債市場とは背景が異なるとの位置付けが行われている⁽⁸⁾。なお、社債市場での価格形成との関連では、国債のイールドカーブの形状及びその時系列的な変化が大きな意味を持つ、とされている。

2 I O S C O 報告書の概要

(1) 社債市場の特色

報告書では、まず社債の市場規模について、発行残高（現存額）が各国国内債、国際債ともに近年増大傾向にあると指摘されている（表1）。報告書の調査対象国については、市場規模を示す統計数値が正確に把握できない国もあるものの、全体としては発行額、売買取引額ともに増加しつつあるとされている。

社債流通市場の構造上の特色としては、調査対象国の多くにおいて非上場債の

表1 債券現存額の推移

（単位：10億米ドル）

	国 内 債			国 際 債			
	政府債	金融機関債	社債	政府債	金融機関債	社債	国際機関債
1995年	12,364	9,942	2,693	485	1,224	544	296
2000年	13,380	12,927	3,959	627	3,993	879	374
2001年	13,489	13,133	4,134	693	5,397	1,124	383
2002年	15,756	14,336	4,456	867	6,623	1,268	437
2003年	18,135	15,451	4,879	1,062	7,769	1,398	489

（原資料）B I S

（出所）I O S C O 報告書

店頭取引という態様で行われる部分が大宗を占めているとされる。もともと、欧州諸国においては、上場債の市場外取引という態様が中心であるが、これは、機関投資家の投資基準や税制上の扱い等の関係から社債の大半が証券取引所に上場されているものの、売買取引は取引所外（実態としては店頭取引）で行われるものが大半であるという事情によるものである。

社債流通市場の参加者は、各国に共通して主にプロの機関投資家から成るが、最近では個人投資家の参加が拡大しつつある。また各国で電子取引も普及しつつある。

（２）透明性に係る規制要件

報告書では社債取引の透明性の実態を把握するに当たり、まず透明性に係る情報として、（１）事前情報（pre-trade information）と（２）事後情報（post-trade information）の二つをあげている。前者は、投資家が自らが望む売買取引をどのような価格で行うことができるのかを確実に知るための根拠となる情報、すなわち売り及び買いに係る確定気配値（firm bids and offers）である。後者は、個別の売買取引のすべてに関する約定価格及び約定金額等の情報であり、そのような直近情報によって投資家は、自ら行った売買取引の結果を他との比較において評価するために役立てることができる、とされている。

次に、債券の形態を（１）証券取引所等に上場されている債券（上場債）と（２）上場されていない債券（非上場債）に区別した上で、取引態様として（１）上場債に係る①取引所取引、②取引所外取引、③電子取引（日本法の体系では「PTS取引」に当たるが、報告書では米国等の法体系における用語である「ATS取引」として表現されている）、（２）非上場債に係る①店頭取引、②電子取引、という区分を行っている。

以下では、報告書に基づき、報告書の調査対象諸国のそれぞれの規制体系において、社債の透明性に係る事前情報や事後情報の報告及び公表についてどのような義務、要件が市場参加者に課せられているのかを、債券の形態及び取引の態様ごとに分けて整理する。

①上場債の取引所取引

上場債の取引所取引については、それぞれの証券取引所の規制体系において、社債以外の上場証券と同様の扱いがなされている。大半の取引所が事前情報と事後情報の双方を公表しており、情報利用料を負担する者に向けてリアルタイムで提供している。また、多くの取引所が、一定期間内（日次、週次、月次等）の取引合計額、個別銘柄の日中の約定価格の最高値・最安値・平均値・終値や取引件数の公表等を行っている。

②上場債の取引所外取引

上場債の取引所外取引については、取引所への取引結果報告を求めている国が多い。報告および公表の経路については、国によって、取引所が取引所外取引と取引所取引を一体として把握する場合（カナダ、香港、イタリア、メキシコ、シンガポール、スイス）、取引所外取引については取引所ではなく店頭取引と併せて自主規制機関が把握する場合（オーストラリア、日本）等の相違がある。

③非上場債の店頭取引

非上場債の店頭取引については、制度化されている透明性要件が上場債に比較して少なく、多くの国において、

店頭市場全般に渡る情報が存在しない状況となっている。特に、事前情報の透明性要件を課している国は少ない（日本は気配値を公表している）が、インターディーラーやディーラーのウェブサイトを通して気配情報が利用可能である場合もある。事後情報については、事前情報と比較して公表されている情報がやや多いが、市場全体をカバーする仕組みとなっている国は少ない。公表主体についても、監督当局（マレーシア）、自主規制機関（米国、日本）、業者団体（オーストラリア）、取引所（メキシコ）、監督当局が認可した民間業者（ブラジル、カナダ）など国によって様々である。公表内容は、個々の約定価格・約定時刻、銘柄ごとの売買額、日中の約定価格の最高値・最安値・平均値・終値または参考価格（理論価格）。個別銘柄の売買額を公表するかどうかについては、銘柄ごとの流動性によって異なった扱いをすることとなっている場合が多い。公表のタイミングについては、ほぼリアルタイム（カナダ、マレーシア、米国）、取引終了時（日本、メキシコ）、約定日の翌日（ブラジル）など、様々である。

④上場債及び非上場債の電子取引

電子取引については、各国において上場債、非上場債の双方を対象とする様々な取引システムが普及してきている。債券電子取引に係る法的な規制内容としては、事前情報については、システムを利用して取引を行う市場参加者に限定されることを容認する国が多いが、事後情報については、大半の国において公表が求められている。事後情報を公表する主体にかかる規定については、国によって、ATSそのものに公表義務を課す場合（カナダ、香港、イタリア、英国）、ATSを利用して売買を行った証券会社に報告ないし公表義務を課す場合（たとえば米国では、ATSを利用した売買をTRACEに報告する主体がATSそのものであるか証券会社であるかは、

A T S のシステムの形態や売買高シェア等によって異なる）等の相違がある。

（３）社債市場にとって適切な透明性の程度と流動性

報告書では、前項のようなファクト・ファインディングの結果を、次のように要約している。すなわち、社債市場の透明性の程度は債券形態及び取引態様ごとに様々であるが、上場債の取引所取引については他の上場証券と同等の透明性が認められる一方、実際の取引の太宗を占める非上場債の店頭取引については、総じて透明性が低く、特に事前情報へのアクセスが限られている。一方、電子取引においては、各国でシステムの普及とA T S 規制の整備が平行して進んでいることや、A T S の運営者がシェア拡大を企図して利便性を高める観点から取引情報の公表に腐心していることなどから、透明性は比較的高くなっている、というものである。

透明性向上という規制課題は、従来、社債市場については株式市場と異なりそれほど重きを置かれてこなかったが、その背景として報告書では、市場規模が小さいこと、市場参加者の幅が狭いことに加えて、それゆえに取引情報を収集する制度を構築するコストが過大と考えられてきたこと、さらには、社債取引に係るオペレーションの大部分が手作業で行われてきたことから、透明性要件を課すと流動性向上の阻害要因になりかねないとの判断があったこと等を指摘している。その上で、近年における社債市場の規模および参加者層の拡大、社債の商品性や取引手法の複雑化などに鑑みると、監督当局にとって、社債市場には市場の公正性や完全性（integrity）を確保する上での程度のレベルの透明性が適切であるのかを検討するべき時期にさしかかっている、と指摘している。

そのような検討を行う上で重要になってくるのが、透明性と流動性のトレードオフ関係をどう考えるかという

点である。上述のように従来、社債市場が機関投資家主体、店頭取引主体のマーケットであることから、ディーラーや機関投資家が何らかの社債の大口の買い持ちポジションを解消するために小口の売り注文を何回か繰り返し出すような場合、当該売り手は価格については必ずしも実勢でなくとも実際に売却できることを優先することもあるため、当該個々の売買の内容が全体を手仕舞う前に流れると、当該投資家にとって手口が市場に判明してしまうだけでなく、他の投資家にとっては価格について混乱を招きかねない、といった指摘がある。これは、マーケット・インパクト、すなわち大口の取引執行によって市場価格が変化する程度に関する議論であるが、IOSCO報告書では、社債市場には依然としてこのような傾向があることを認めた上で、市場の公正性確保の観点と流動性への関心をともに考慮に入れつつ適切な透明性の程度を満たすような制度整備を進めていくことが必要ではないかとしている点が、注目される。

(4) 米国TRACEモデル

IOSCO報告書では、米国での非上場社債店頭取引に係る透明性要件のあり方を「TRACEモデル」として特に取り上げている。米国では、社債の店頭取引結果の報告及び公表のための仕組みであるTRACE (Trade Reporting and Compliance Engine) が自主規制機関である全米証券業協会 (NASD) によって制度化され、二〇〇二年七月にスタートした⁽⁹⁾。これは、NASD会員証券会社が行った社債の店頭取引の結果を、約定後三十分以内にNASDに報告し、NASDが個別銘柄の約定時刻、約定価格、約定金額等の事後情報の公表を行うものである。上述のような流動性への配慮から、約定金額が一定額以上の取引（投資適格債の場合は五〇〇万ドル超、ハイ・イールド債の場合は一〇〇万ドル超）については、その実額の公表は行われない。事後情報の公

表は、有料による情報ベンダー経由についてはリアルタイムで、NASDAQウェブサイトでの公開については四時間遅延ベースで、それぞれ行われている。TRACE制度は事後情報公表対象銘柄を段階的に増加させてきており、IOSCO報告書では対象銘柄の範囲を、取引高ベースでみて投資適格社債の七五%、ハイ・イールド債の五〇%をカバーする約四二〇〇銘柄、と紹介しているが、二〇〇四年十月からは対象銘柄が約一万七〇〇〇銘柄に拡大されたところであり、二〇〇五年二月にはさらに約二万三〇〇〇銘柄にまで拡大される予定である。

IOSCO報告書ではTRACEについて、非上場債の店頭取引が大半を占める米国社債市場について、事後情報の収集・公表という方法により透明性を顕著に改善させただけでなく、NASDAQの市場監視能力を向上させる点でも効果がみとめられ、また米国の個人投資家および機関投資家の双方にとって売買取引の参考となる公正かつ合理的な価格情報を与えているとして、積極的に評価している。また、制度の内容及び制度整備の進め方についても、大口売買については事後情報の公表内容を限定していること、事後情報公表対象銘柄の範囲を段階的に拡大していること等、透明性と流動性の間のトレードオフの問題に配慮した現実的（プラグマティック）な方法を取っていることに、注目している。

（５）日本における社債市場にかかる透明性要件について

IOSCO報告書の調査対象には、日本の社債市場も含まれている。日本の社債市場における透明性要件について報告書で言及されているところを、上述の本稿３節（２）においてみた取引態様別に整理した上で、それらと我が国の制度との対応関係を簡単に整理してみたい。

まず上場債の取引所取引について、報告書では、証券取引所の規定により事前情報及び事後情報の双方がリア

ルタイムで公表されている、と述べられている。これは、東京証券取引所における社債売買制度を指しているものとみられる。

次に、非上場債の店頭取引については、一部銘柄に関する事前情報が自主規制機関である日本証券業協会に報告され同協会により加工された上で「参考価格情報 (reference price information)」として公表されている、と述べられている。これが、日本証券業協会の運営する「公社債店頭売買参考統計値発表制度」を指していることは、明らかである。同制度の概要は、日本証券業協会会員が顧客との間で行う公社債の店頭売買に際し、協会員及び顧客の参考に資するため、協会が指定した会員からの当日午後三時現在における額面五億円程度の売買の基準となる気配の報告を受けて、七社以上から報告のあった銘柄について協会が気配の平均値・中央値・最高値・最低値等を算出して午後五時三〇分を目途に公表する、というものである。

この日本の制度について報告書では、非上場債の店頭取引に係る事前情報の透明性要件を制度化している調査対象国がほとんどない中で、事前情報の公表が行われている数少ない例であると位置付けている。ただ、公表される事前情報の内容・形態については、報告書本文中の幾つかの箇所（報告書原文の p.16, 17, 18, 20）において、「一部銘柄に関する参考価格 (indicative price) が取引時間終了後に一覽情報 (summary reports) の形で公表される」という趣旨の表現で言及されている一方、報告書本文とは別途、各国の制度を整理した表（報告書原文の p.21, Table 4）の中で、各国の非上場債の店頭取引について公表される情報が「事前情報 (pre-trade)」であるか「事後情報 (post-trade)」であるかを区分した欄においては、日本の仕組みは「事後情報」に当たると記載されており、本文中での記述との間で齟齬が生じているように見受けられる。

この点については、報告書における「事前情報」の原則的な定義内容を上述のように「投資家による実際の売

買にとって確定性の高い気配値 (firm quote)」としている点や、報告書では事前情報にせよ事後情報にせよ情報の公表・伝達に係るタイムフレームを重視している点を念頭に置くと、日本の「公社債店頭売買参考統計値」にはタイムフレームの関係等から必ずしも「事前情報」とは言いがたい面があると判断したものとも推測される。

もっとも、事前情報について報告書では、米国やカナダにおいて、法令ないし自主規制により制度化されたものではないにせよ、インターディーラー取引を行うことができるディーラーにとっては気配値に係る透明性が高い面があることを紹介する中で、そのような気配値は必ずしも「真の気配 (true quote)」、つまり確定気配ではなく、ディーラー間での取引を促進するための参考情報であることに言及していることをみると、債券店頭取引に係る事前情報の意義を考える上で「確定性」の有無が決定的だとしているものでは必ずしもないようであり、日本の制度のあり方を取りたてて問題にしているということではないと考えられる。

なお、日本における上場債の取引所外取引については、一部銘柄に係る事後情報が証券取引所ではなく日本証券業協会に報告され、非上場債の店頭取引に係る制度 (上述) の一部として扱われていること、また、社債の電子取引に係る透明性要件についても、非上場債の店頭取引の場合と同様の扱いであることが、それぞれ述べられている。

(6) 提言

報告書では、以上の調査結果に基づき、各国監督当局が今後、社債市場についてIOSCO「証券規制の目的と原則」の第二十七項「規制は取引の透明性の向上を図るものであるべきである」の趣旨を遂行していく上で検討すべき事項を以下のような五項目に整理し、それらを「中核的措置 (Core Measure)」と位置付けて提言して

いる。

①当局は社債市場の特性に関する情報（債券の種類、取引高を含む市場規模、市場参加者の構成、個別の社債の信用格付、取引手法や価格形成プロセス等）を把握すべきである。

②当局は、社債の取引（執行）報告要件を、可能な限り法律によって定めるべきであり、規制構造上の阻害要因があれば、可能な範囲で変更・代替を検討すべきである。報告要件は、利用される取引手法、当局が取得・分析可能なデータソースを勘案して設定すべきである。

③当局は、最良執行やその他の投資家保護要件の観点から市場の完全性（integrity）を高めるため、社債市場における取引に関する適切な情報収集及び監視のための手段を有するべきである。

④当局は、市場の価格発見機能や完全性を促進するため、社債市場の透明性に関する適切なレベルを設定すべきであり、その際、以下のような要素を考慮すべきである。

- ・ 市場規模
- ・ 特定の債券又は債券群の取引頻度
- ・ 市場参加者
- ・ 銘柄の信用格付
- ・ 取引手法
- ・ 情報開示が市場の流動性に与え得る潜在的影響
- ・ 上場債券として取引所による透明性基準に服しているかどうか

⑤取引情報に関する透明性要件は存在するが取引情報が集約されていない場合、当局は、集約することにかかる

阻害要因があるか、規制の制度化が必要かを判断すべきである。

3 社債市場の透明性向上に係る制度整備の進め方

IOSCO報告書では上述のように、米国のTRACEを一つのモデルとして積極的に評価しているが、そこでは、市場規模の拡大、透明性と流動性の相関関係及び制度構築に必要なコストとその負担の観点判断のベールになっていると考えられる。以下、米国における制度整備の背景を再検討することによって、今回のIOSCO報告書が各国債券市場の透明性向上に係る今後の制度整備の進め方について含意するところを探ってみたい。

まず、今後各国において社債市場の透明性要件について検討を行う際の前提となるのが、各国社債市場、とりわけ流通市場の規模の拡大であることである。報告書では、調査対象国個別の社債市場の規模に関する数量的な把握は行われていないが、米国でTRACE制度のような制度整備が進められてきた背景に、米国の社債流通市場の規模が、各国と比較しても、また米国内の他の証券市場と比較しても、かなり大きくなってきていることがあることは、ほぼ自明であろう。

次に、米国のTRACE制度導入に至る検討の過程では、市場参加者の間で透明性と流動性のトレードオフ及びコスト負担をめぐる議論が活発に行われ、結果的には、事後情報の公表内容を債券群ごとの流動性に配慮した仕組みが制度化されている。この点を、IOSCO報告書では「プラグマティズム」として評価しているのである。

また、取引結果の報告のための仕組みを全く新たなインフラとして構築するのではなく、従来から証券業者が取引照合を行う目的で取引結果のデータ入力に使用していた既存のインフラであるNSCC（米国株式、社債、

地方債等の取引に係る清算機関)のシステムを活用し、NSCCへの入力データがTRACEのシステムに転送される仕組みを構築したが、円滑な制度実施につながったものとみられる。

その他、TRACE制度は一九九八年以来、当時のレヴィットSEC委員長の強力なイニシアティブのもとに制度化が進められた結果、成立したものであり、その過程では一九九九年に、社債取引に係る情報の収集・公表等について適切な措置を講ずる義務をSECに課すことを目的とした法案が連邦議会で審議されるという事態にまで立ち至った経緯がある。⁽¹⁰⁾このような行政・立法レベルでの強いイニシアティブがあったからこそ、流動性やコストに係る議論が本格化したとも言える。

以上のような事情・背景は各国ごとに相違するであろうが、米国の経験は、規制目的と規制効果のバランスや制度整備の進め方の点で、我が国をも含めた各国社債市場の透明性に係る制度整備にとって、参考になるものと考えられる。⁽¹¹⁾

(注)

- (1) 年次総会全体の審議状況については、日本証券業協会「証券監督者国際機構(IOSCO)第二十九回年次総会について」、『証券業報』二〇〇四年六月 (<http://www.jsda.or.jp/html/gyohou/0406/0302.pdf>) を参照。
- (2) 報告書の本文は、IOSCOのホームページからダウンロード可能である (<http://www.iosco.org/pubdocs/pdf/TOSCOFD168.pdf>)。本報告書について紹介したものとして、吉松和彦「社債市場の透明性に関するIOSCO報告書について」、『証券業報』二〇〇四年六月 (<http://www.jsda.or.jp/html/gyohou/0406/0302.pdf>) があつて。
- (3) IOSCO, *Transparency on Secondary Markets, A Synthesis of IOSCO debate*, December 1992 (日本証券経済研究所訳『流

通市場における透明性—IOSCOの議論の総括—日本証券経済研究所、一九九三年)

- (4) IOSCO, *Objectives and Principles of Securities Regulation*, May 2003, p.iii.
- (5) *ibid.*, p.43.
- (6) IOSCO, *Transparency and Market Fragmentation*, November 2001.
- (7) IOSCO, *Report on Transparency of Short Selling*, June 2003.
- (8) なお、国債市場の透明性について、主要国国債市場の流動性の比較検討という枠組みの中で論じたものとして、井上広隆「G7諸国の国債市場—市場流動性の観点からみた日本市場の特徴点」、『日本銀行金融市場局ワーキングペーパーシリーズ』99J-2 一九九九年五月、二〇～二四ページを参照。
- (9) TRACE制度の導入経過については、拙稿「米国における社債店頭売買に係る取引結果の報告及び公表に関するNASD規則の制定について」、『証券レビュー』第四十一巻第八号(二〇〇一年八月)を参照。
- (10) 拙稿「米国債券市場における価格情報の公表等について」、『証券団体協議会議レポート』第五号、二〇〇〇年十二月、十二ページを参照。
- (11) ウォール・ストリート・ジャーナル紙(インターネット版)二〇〇四年十一月十七日付け報道によると、英国FSA、EU、ECB(欧州中央銀行)はそれぞれ、英国や欧州各国における社債市場の量的拡大や個人投資家の参加拡大、電子取引の普及等に鑑み、社債透明性要件を制度化することに向けた検討を開始している、と伝えられている(<http://online.wsj.com/article/0,,SB110064261695575910,00.html>)

(よひやま しせい・客員研究員)

証研レポート既刊目録

No1610 (2002.9)	執筆者	No1619 (2003.8)	執筆者
ワン・ストップ・サービスの論点	二上	オプション取引の社会的意義と投資家保護	二上
中国上場会社のコーポレート・ガバナンス原則(2)	王	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
ユーロクリアとクレストの合併	吉川	米国の「双子の赤字」と国際資本移動	伊豆
		クリアネットとLCHの合併	吉川
		ユーロネクストのロンドン証券取引所包囲網ー	
No1611 (2002.10)		No1620 (2003.10)	
証券代理店構想について	二上	株券不発行制度の導入	二上
社会的責任投資とエコファンド	三木	ー変貌する有価証券制度ー	
スーパー・モニタージュ導入とECNのビジネス	清水	米国のDIPファイナンス制度と現状	松尾
		株価指数とは何か	吉川
No1612 (2002.11)		ーMSCIジャパ指数先物の取引停止ー	
中国株式市場の機能について	王	地域通貨の機能は何か	清水
機関投資家と株券貸借取引	三木		
「第二期グローバル化」論について	伊豆		
		No1621 (2003.12)	
No1613 (2002.12)		発展途上国の株高の背景について	伊豆
市場間競争と証券取引所	二上	ユーレックスvsシカゴ	吉川
中国のQFII制度の導入	王	ーユーレックスのアメリカ市場参入ー	
シングル・ストック・フューチャーズ	吉川	アメリカの市場情報課金のあり方について	清水
ーアメリカにおける個別株先物の導入ー		ー市場情報に関するSEC諮問委員会レポートよりー	
		No1622 (2004.2)	
No1614 (2003.1)		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
日本の産業・企業再生の行方	二上	ー平成11年以降の債券税制改革についてー	
日中の経済関係について	王	施行を前にした証券仲介業制度	二上
米国のストックオプション制度とその問題	三木	国際銀行業の〈ローカル化〉について	伊豆
初期のロンドン証券取引所	清水	インターナショナル・セキュリティーズ・エクスチェンジ	吉川
		ー急成長したアメリカの電子オプション取引所ー	
No1615 (2003.2)		No1623 (2004.4)	
ドイツ取引所の上場制度再編	二上	変わりつつある証券会社の人事制度	二上
ーノイエ・マルクト消滅の意味するものー		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
機関投資家とオルタナティブ投資	三木	レギュレーションNMS	吉川
ITバブル期の米国企業金融	伊豆	ーSECの全米市場システム改革案ー	
		「レギュレーションNMS」に見る市場情報手数料	清水
No1616 (2003.3)		No1624 (2004.6)	
中国株式市場の問題点について	王	税制改革と債券市場の新たな展開	中島
わが国の最良執行の現状について	三木	ー解消した債券の「課税玉」と「非課税玉」の問題ー	
スーパーモニタージュ導入の影響	吉川	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
ーナスダックによる予備的分析ー		米国の内外証券投資について	伊豆
		ー九世紀イギリスの地方証券取引所	清水
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規先方式のレポオペ	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		
No1618 (2003.6)		No1626 (2004.10)	
欧米証券取引所の国際化について	伊豆	今後の証券業	二上
欧州委員会による株式決済市場改革	吉川	ニューヨーク証券取引所のハイブリッド化	吉川
不正会計事件後のSECによる格付会社調査	清水	ーNYSEダイレクト+の改訂拡張案ー	
		欧米の債券電子取引の現状について	清水
		ユーロ債流通市場における価格情報インフラ	横山

証研レポート第一六二七号

二〇〇四年十二月十三日発行

(偶数月第二月曜日発行)

昭和五十二年十一月十一日第三種郵便物認可

2004年12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)