

財務省証券の流動性と制度改革

磯 谷 玲

要 旨

1980年代以降、アメリカ連邦政府の財政赤字は巨額の市場ファイナンスを必要とし、他面では各種金融商品のベンチマークとして利用される財務省証券市場を形成した。ベンチマークとして利用される理由は、そのリスク・フリーの性格と高い流動性にある。しかし「ソロモン・スキャンダル」に端を発する制度不信や、単年度収支の黒字転換といった事態を契機として、財務省証券の流動性に関する一種の懸念が表明されるようになった。

財務省・議会は納税者負担を最小にすることを目的として、1986年政府証券法や1993年政府証券法修正およびこれらの法に基づく諸規則の制定を通じ、規制を強化し、効率的な財務省証券市場の形成に取り組んできた。流動性の問題に対する対処もこうした枠組みの中で行われる。

保有構造においては、家計・個人がその比重を低下させ、海外投資家は比重を増大させた。このような保有構造が流動性問題への対処にも影響を与えている。財務省は前述の枠組みの中で、あるいはそれに応じて(1)流動性の基礎であるより広範な保有を促進するための入札制度の改革（これはソロモン・スキャンダルへの対応でもある）、(2)連邦財政の黒字転換に起因して生じてきた流動性の懸念への対処である「買い戻しプログラム」を実施している。

目 次

はじめに

I. 政府証券市場の規制システム

II. 政府証券の保有構造

III. 財務省の対応

1. 入札方法

2. 「買い戻し (Buyback)」プラン

はじめに

1980年代における急速な財政赤字の拡大とともに市場ファイナンスの必要性の増大は、アメリカ証券市場における大きな問題であった。また結果として形成された巨大で高い流動性をもつ財務省証券は、各種の金融商品のベンチマークとして利用されることになった。

しかし単年度ベースでの黒字転化が明らかになり、実現するようになると財務省証券が現在の流動性を維持できるか否かということや、それと関連して財務省証券市場が諸金融商品のベンチマークとして機能するという点に対する懸念が表明されるようになる¹⁾。

本稿では、この問題を、流動性を強化することを目的として2000年より実施されている「買い戻し (Buyback)」プログラムや、流動性の基礎である広範で分散的な証券保有のために不可欠である入札方法など、財務省の対応を中心に検討することにしたい。

I. 政府証券市場の規制システム

まず、政府証券市場に対する規制システムを概略的にみておくことにする。政府証券は、そのリスク・フリーの性質から証券法上も免除証券とされ、政府証券市場は、特に政府証券專業業者にとっては事実上規制の存在しない市場であった。

しかし財政赤字継続とその拡大、およびそれとともに市場からの資金調達継続と拡大によって、やがて従来のシステムでは不十分と考えられるようになる。1986年政府証券法 (Government Securities Act of 1986) は、連邦レ

ベルで初めて、政府証券取引に対する規制システムを導入したが、その成立の契機となったのは業者の不正行為とそれによる顧客の損害であった。同法によって、従来は規制の対象外におかれていた政府証券專業業者に対しても規制が及ぶこととなった。

しかし1986年政府証券法が施行されたわずか5年後、プライマリー・ディーラーであったソロモン・ブラザーズ (Salomon Brothers Inc.) によって、入札におけるいわゆる「35%ルール」違反という事件が起きる。市場秩序の中心であるべきプライマリー・ディーラーが起こしたことで、この事件が与えた影響は大きかった。

議会はふたたび政府証券市場の規制を強化することを余儀なくされ、1993年政府証券法修正 (Government Securities Act Amendments of 1993: 以下GSAA) が成立する。同法は、財務省だけでなく、連邦預金保険公社 (FDIC)、通貨監督局 (OCC)、連邦準備制度理事会 (FRB)、全米証券業者協会 (NASD) に政府証券販売に関する規則を制定する権限を付与した。

同法に基づいて、制定された市場規則の主なものは以下のとおりである²⁾。

(1) 財務省により制定された規則

①引取 (Buy-in) に関するもの

政府証券ブローカー・ディーラーは、受渡日から30日 (モーゲージ担保証券の場合は60日) 経過しても受け渡し完了していない政府証券を引き取る義務を有する。これは顧客保護のために重要な規則であるとされている。

②資本減少に関する早期警告水準に関するもの

一定水準以下に資本水準が低下した場合に提出を要求されていた追加的な財務報告要件を除去。業者の負担軽減を目的とした。

③大規模な資本撤退に関する最低資本水準および公告に関するもの

最低資本金の引き上げ、および大規模な資本撤退に関する告示義務を設けた。資本規模に関する適正水準を引き上げることによって顧客および業者に対する債権を保護することを目的とする。

④リスク評価に関するもの

政府証券取引業者に財務上ないしは運営上影響を与える可能性のある関係会社の財務ならびに証券業務に関する情報を保持するよう求めるものである。この規則は、1990年市場改革法（Market Reform Act of 1990）によってその権限を付与され制定されたものだが、1990年2月のドレクセル＝バーナム＝ランベール・グループ（Drexel Burnham Lambert Group, Inc.）の破綻により促迫されたものである。

⑤大口ポジションに関するもの

直近に発行された財務省証券での大口ポジションを保有するすべての機関（ヘッジファンド、投資会社、年金ファンドを含む）は同ポジションに関する取引記録を保持し、報告しなければならないとされた。

⑥金融機関による取引の記録に関するもの

GSAの下で制定された記録保持および報告義務と銀行規制当局により制定されたルールとの調整を行う必要が生じた。この調整が本規則の主目的である。

（2）証券取引委員会（SEC）により制定された規則

政府証券取引専業で、非銀行ブローカー・

ディーラーの顧客勘定は証券投資保護機構（Securities Investor Protection Corporation）の対象外であることの開示に関する規則である。

（3）NASDにより制定された規則

①適合性

GSAAは免除証券における取引に販売規則に関して従来NASDに課せられてきた制限を取り除いた。これを受けてNASDは従来定めてきた適合性の原則に、政府証券取引に関するルールを合体させることを提案し、1996年8月20日付けでSECにより認められた。

②政府証券取扱に関する試験

政府証券の販売に関する資格試験の導入である。

（4）銀行規制当局により制定された規則

GSAAは銀行規制当局に対し「詐欺的行為を防止し、公正で公平な取引を促進する」ための規則を制定する権限を付与していた。銀行規制当局は規則制定にあたって既存の規則の有効性を検討し、かつ財務省の見解を検討し協議するものとされた。銀行規制当局は一般的にブローカー・ディーラーに適用される規則と同等の規則を適用することを決定した。

以上みてきたような詳細な規則が整備されるようになっていることは、財務省証券市場がいくつかの不正事件を経て、リスク・フリーの証券であるという財務省証券の性格に依存した、いわばインナーサークルの運営という性格を失ったということを示しているものと思われる。

Ⅱ. 政府証券の保有構造

保有構造、すなわちどのような投資家層が政府証券を保有しているのか、ということは流動性の問題や流通市場のあり方を考える上で重要である。ここでは主に90年代における保有構造の特徴をみておくことにしたい。

財務省・市場金融局 (Office of Market Finance) のデータ³⁾によって、連邦債務⁴⁾の保有分布について概略的に述べれば、以下の特徴を有している。

第1に民間保有が政府債務全体に占める比率は、90年代を通じて低下傾向にあった。91年には約68%が民間保有であったが、2002年には約47%にまで低下した。

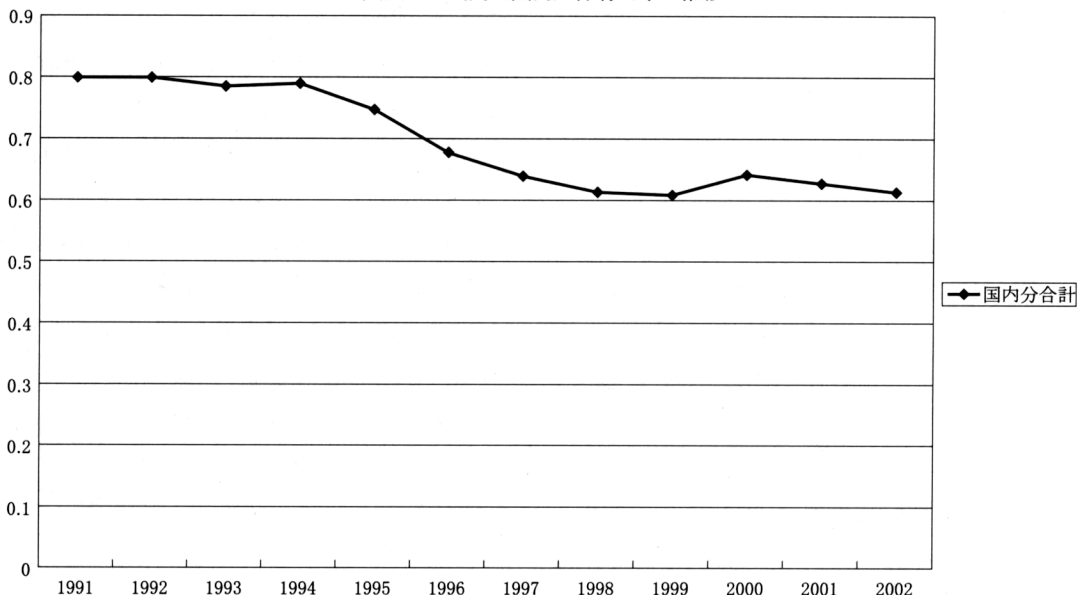
第2は、民間保有分においては国内の投資家による保有が過半を占めているということである。しかし、比率としては、1990年代初頭の80%程度から2002年の60%程度へと低下している

(図表1)。また、投資家層としては海外保有の占める比率が大きく、単独の投資家層としては最大である(図表2)。1994年から95年にかけての時期に10%前後上昇し、さらにその比重を高めている。

第3に、上述の点から明らかなように、94年から95年にかけての時期に保有比率の大きな変動が生じた。その要因は「その他投資家」の保有率が顕著に減少したことにある。

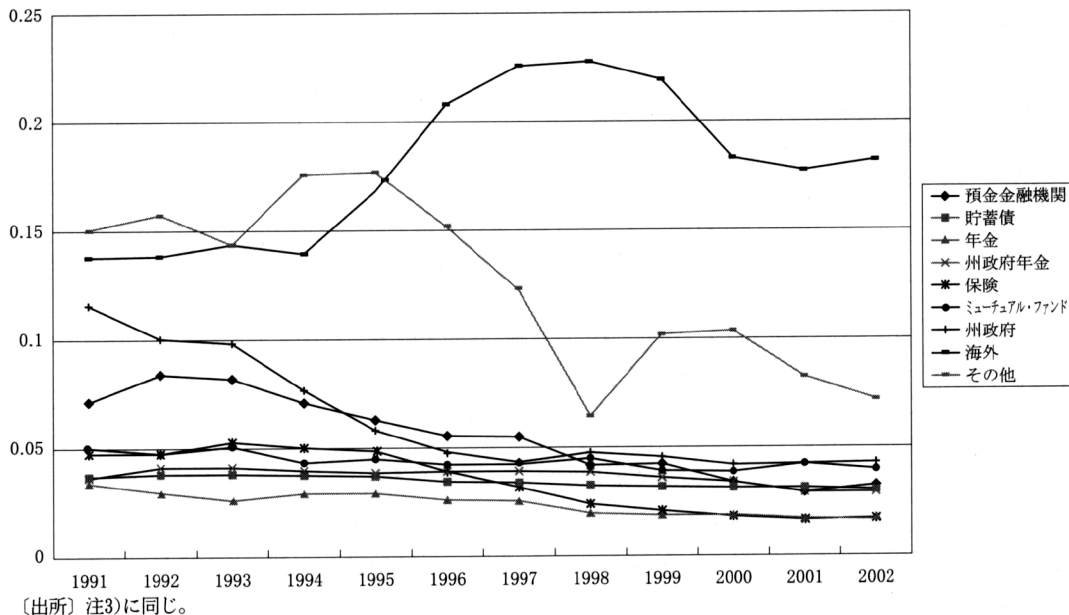
預金金融機関をはじめとする国内金融機関は総体的にみて保有比率を減少させているが、投資家層毎に若干の相違はあるものの、いずれも緩やかな減少にとどまっている。しかし、「その他投資家」は急激に保有比率を低下させた。この「その他投資家」に分類されるのは、個人、政府支援機関、ブローカー・ディーラー、個人信託、事業会社等である。この中で、保有比率も大きく、かつ顕著な変化をみせたのは個人(家計および非利益組織)である。連邦準備銀行統計⁵⁾によれば、家計は23%から17%へと

図表1 民間(国内)保有比率の推移



(出所) 注3)に同じ。

図表 2 政府債務保有比率



保有比率を後退させた。

同じく連邦準備銀行の統計によって個人の投資状況をみると、財務省証券と株式の直接保有が減少し、年金、ミューチュアル・ファンド、定期預金などが増加している。しかしこのようにして個人から資金が流入したいずれの投資家層も財務省証券投資を減少させており、結果として国内投資家の保有比率が減少したのである。それゆえ、財務省証券市場においても、株式市場と同様の傾向を確認することができる。すなわち個人投資家の直接保有の減少と機関投資家の比重増大である。

第4は海外保有分における公的部門と民間との比率の問題である。この比率は、歴史的にみれば、公的部門の保有比率が低下していく傾向にある。財務省のサーベイに⁶⁾よれば、1974年には96%が公的部門の保有であったが、84年には61%へ低下し、2000年では56%となっている。このことが意味しているのは、一般的にいうと、海外保有分も公的保有分が過半を占め

ていた時期と比較してより積極的に売買を行うということであり、したがって流動性の維持という課題に対する圧力となっているということである。

なお、上述の海外、国内、という区分は厳密に言えば居住者、非居住者の区分であって、投資家の国籍によるものではない。米国外の居住者が米国債を購入した場合、それは購入者が日本の企業であっても、米国に本拠をおく会社の日本現地法人であっても、同等に海外保有分として扱われる⁷⁾。

Ⅲ. 財務省の対応

財政赤字の拡大とともに様々な手段を通じて財務省によって追求されてきた目標は、投資家層を拡大すること、またそのことによって保有を分散させること(同じことではあるが、実際には集中させないこと)、さらに以上の手段を通じて流動性を高め、財務省の調達コストを可

能な限り低下させること（納税者負担を可能な限り低くすること）である。

こうした目標を達成するための手段のひとつとして、入札 (Auction) 方法がある。

また、近年の財政の黒字転換に伴ってその供給量が減少し、流動性に懸念が表明されている事態に対して「買い戻し (Buyback)」プログラムが実行されている。そこで以下、この二つについてみていくことにする。

1. 入札方法

財務省証券が入札によって広範な投資家層に保有されることは、あるいは入札において落札価格をめぐる競争が存在することは、財務省証券の利率を押し下げ財務省の、ひいては納税者の負担を縮減させることにつながると考えられている。

1980年代における財務省証券の入札方法は複数落札価格制 (multiple-price auction) であった。この方式の下で91年に生じたいわゆるソロモン・スキャンダルの結果、財務省証券市場に対する信頼は揺らぐこととなった。その結果財務省証券市場の改善策の一つとして入札方法の見直しが勧告され、1992年9月から統一価格方式 (uniform-price auction) の入札が試験的に行われた。この試験的導入は94年まで行われ、95年、98年の2回の評価をふまえて98年から統一価格方式に全面的に移行した⁸⁾。

入札方法の問題は、ソロモン・スキャンダルによって揺れた市場の信頼回復のキーだったのであり、この意味で流動性の問題とも関連するものと考えられる。以下主として広範な入札参加者や落札者、すなわち保有の分散という観点から二つの研究を検討する。

(1) 1995年の研究

1985年に行われた統一価格方式の評価⁹⁾は、この方式がより攻撃的な入札を促進したのか、入札参加者や落札者をより広範なものとしたのか、あるいは調達コストを削減するか、以上の点を検証することを目的としていた。

この目的のために①落札の集中度による比較②利回りによる比較が行われている。

入札参加者の拡大、あるいはより攻撃的な価格での入札という効果が存在したのか否かを検証するために、落札の集中度が調査された。

図表3から5は、プライマリー・ディーラー、その大口顧客、ニュー・ヨーク、シカゴ、サンフランシスコの各連銀とその支店を通じて直接なされた入札者の中で、大口競争入札者 (100万ドル以上) に関するデータである。それぞれ、上位5、上位10、全てのディーラーもしくは落札者の民間部門全体の落札に対する比率が示されている。これらのグループに対し、複数価格制と統一価格制で落札状況の変化が分析されている。なお、表中で90-92とあるのは正確には1990年1月から1992年8月、92-94とあるのは、1992年9月から1994年12月の時期で、それぞれ前者は複数価格制の時期、後者は統一価格制の時期である。

まずディーラーの自己勘定分の落札における集中度については以下のように分析されている。

一般的には上位のプライマリー・ディーラーの落札集中度は統一価格制の時期に低下した。しかし全ディーラーの落札度は顕著には変化していない (図表3)。

たとえば、2年満期の財務省証券における上位5の平均落札シェアは38%から31%へと低下し、5年満期の財務省証券においては46%から

図表3 ディーラおよび大口顧客の落札集中度

		ディーラーの自己勘定		ディーラー+大口顧客	
		90-92	92-94	90-92	92-94
2年	上位5	38.3	31.1	48.4	44.5
	上位10	50.8	45.4	63.5	64.1
	全ディーラー	66.2	63.4	81.4	87.9
5年	上位5	46.3	32	59.1	44
	上位10	57.1	46.6	72.4	63.7
	全ディーラー	69.2	63.9	87.2	88.2
3年	上位5	41.8	43.5	51.8	57.2
	上位10	53.5	55.3	65.2	72.6
	全ディーラー	67.6	68.2	82	88.1
10年	上位5	40.7	54.8	60.3	61.8
	上位10	54.5	67.2	75.5	76.9
	全ディーラー	71.5	78.7	91.5	92

〔出所〕 Department of Treasury Office of Market Finance

図表4 大口顧客の落札集中度

	90-92	92-94
2年		
上位5	12.9	16.1
上位10	14.8	20
全落札	16.3	25.5
5年		
上位5	14.5	15.6
上位10	16.8	19.7
全落札	18.6	25.3
3年		
上位5	12.1	13.1
上位10	13.8	15.7
全落札	15.5	18.9
10年		
上位5	15.1	9.4
上位10	17.6	11.5
全落札	20	13.7

〔出所〕 図表3に同じ。

32%に低下した。また上位10ではそれぞれ51%から45%に、57%から47%に低下した。しかし、全ディーラーでは5年満期については3%弱の低下をみているものの、顕著な低下をみない。

2年満期および5年満期の財務省証券とは対照的に3年および10年満期の財務省証券の落札

図表5 大口顧客・直接入札者の落札集中度

	90-92	92-94
2年		
上位5	45.5	35.8
上位10	61.3	53.6
全落札	87.9	91.9
5年		
上位5	53.1	35.8
上位10	67.5	54.6
全落札	91.1	92.7
3年		
上位5	50.7	49.6
上位10	64.4	65.4
全落札	89.4	93.4
10年		
上位5	49.9	57
上位10	67.1	72
全落札	93.6	95

〔出所〕 図表3に同じ。

においては、上位10のみならずディーラー全体でも同じ水準を保っているか、または増加している。

集中度が減少した要因としては、次の二つの点が考えられる。

複数価格制の下では、オークションにおける平均落札価格の前後に入札価格が密集している。これに対し、統一価格制の下では入札価格はより広範に分布し、また各価格のボリュームも小さい。これは市場実勢をこえた入札を行っても募集額と等しいか、それをこえない限り実際の損害が発生しないためであると考えられる。これが第1の要因である。

第2は、大口ディーラーは、予想される市場実勢の前後にビッドを多数の断片に分けて入札するというように、入札戦略を変更しているということである。ビッドを分けることの一つの影響は、総体的に大きく、通常より攻撃的なビッドを出すディーラーが他の市場参加者の攻

撃的なビッドの間に点在することになるということである。その結果として、プライマリー・ディーラーの上位グループのシェアが減少したと考えられる。

次に、大口顧客および全体への影響については以下のように分析されている。

大口顧客への落札は、統一価格制のもとで増加した(図表4)。2年および5年満期の財務省証券については上位5、10、全大口顧客のいずれもシェアを伸ばしている。この増加は上述のディーラーの自己勘定分の低下と相補的である。しかし10年ものでは各グループにおいてシェアを低下させた。

全体としての統一価格制の影響は、2年満期については上位5および10ではシェアが低下しているが、全体(ディーラーの自己勘定、ディーラーの大口顧客、直接入札の合計)の民間部門による落札合計におけるシェアは、87.9%から91.9%へと上昇した。5年満期についても同様の傾向が確認できる。3年満期と10年満期とでは上昇している(図表5。ただし3年満期の上位5を除く)。したがって、全体としての影響をここでのデータからは確認できない。

以上の点からいえることは、統一価格制は既存投資家間でのシェアの変動をもたらしたものの、競争入札制度に小規模投資家のような新しい投資家層をもたらしはしなかったということである。

歳入への影響について検証するために、利回りの比較が行われている。これには同時期の発行日取引での利回り(ビッド側)が規準として用いられ、比較されている。統計上の問題から、かなり弱い基調ながらも、統一価格制の下での財務省の収入は、複数価格制の下でのそれに等しいか、あるいは多いという結論が出され

ている。

(2) 1998年の研究

1998年の研究¹⁰⁾でも1995年の研究と同様の方法がとられており、投資家層についても、歳入への影響についても1995年の研究の結論を追認するものとなっている。したがってこの二つの研究によって、財務省が統一価格制で財務省証券の入札を行うことの根拠は与えられた形になったのである。

とはいえ、利回りは相互に影響する複雑な金融的・経済的諸要因によって規定される。1995年の研究においても指摘されていたことではあるが、この意味では、ここで得られたものは、一応の、結論という評価しかできないように思われる。

2. 「買い戻し(Buyback)」プログラム

財政の黒字転換は、財務省証券の供給を縮減させ、それにとまって流動性の維持が懸念されることとなった。こうした事態に対して財務省は、1999年8月に新たな対応およびそれに関連する、あるいはそれが基礎とする規則案を公表した。

以下、この提案の内容および意義、提案に対する反応、最終規則、実施後の状況および評価についてみていきたい。

(1) 規則案(1999年8月)

財政の黒字化は、財務省による借入の必要性を低下させた。このことは当然、全ての期間において起債額を低減させることに向かわせることになる。しかし財務省証券の新規発行、すなわち供給が減少するということは財政面、あるいは納税者の負担という意味では積極的に評価

されるが、他面財務省証券の流動性を低下させる根拠ともなりうる。「買い戻し」というプログラムおよびその実行にあたっての規則が公表されたのは、こうした状況においてであった。

公表されたプログラムおよび規則の概要は以下のとおりである。(1)このプログラムは、既発行の財務省証券を現在の所有者から財務省が購入して償還しようとするものである。(2)購入価格は、複数価格制競争入札によって決定される。(3)買い戻しに先立って、買い戻し総額(概数)、オファーおよび決済の日程を告示する。ただし、公表された金額を実際の買い戻し総額が下回る場合もある。(4)オファーを提出できるのはプライマリー・ディーラーに限られ、他の投資家はプライマリー・ディーラーを通じてオファーを出さなければならない。(5)オファーの数、および総額については制限しない。(6)買い戻しの計算等は財務省の代理人としてのニュー・ヨーク連銀が行う。(7)オファーが受諾された場合は、ニュー・ヨーク連銀を通して、翌営業日に配送する。

このプログラムは以下のような意義、財務省や市場参加者にとってのメリットがあるものと想定されている。

第1に、買い戻しは、全ての期間(満期)において、財務省が新規の、ベンチマークとなる証券を通常スケジュールで発行することを可能にする(スケジュールを組んだ定期的な発行は、従来から財務省による借入コストを圧縮するための重要な要件と考えられている)。その額は、買い戻しが行われなかった場合と比較してより大きなものとすることができる。

このことは長期的にみれば、流動性を強化し、政府の利子負担を削減し、より効率的な資本市場形成を促すものと期待できる。

第2の意義は、買い戻しが債務残高の満期構成をコントロールする上で、財務省により大きな力を与えるということである。買い戻しなしでは、新規発行の規模および頻度を減少させなければならなくなる。買い戻しを行えば、財務省は買い戻しの対象となる証券(満期構成)を選択的に限定するという手段によって、総体としての政府債務の満期構成をコントロールすることが可能となる。

第3に、買い戻しプログラムは財務省の現金管理に新しい手段を提供することになる。さらに、主要な目的ではないが、過去に発行された相対的に高利の債務を買い戻し、より低利の新規の債務に置き換えることによって利子費用を削減することも可能となる¹¹⁾。

こうした原案に対し、合計13のコメントが寄せられた。次にこれらのコメントについてみることにする。

(2) 財務省案に対するコメント

財務省案に寄せられたコメントは合計13であり、その内訳は証券会社5、個人4、連銀、先物取引所などの各種機関4である¹²⁾。明白な反対を表明したコメントは存在しなかった。しかし、ある限定の中でのいくつかの懸念は表明されていることには留意しておく必要があると思われる。

(i) Bond Market Association

Bond Market Association(以下BMA)は会員の意見を代表してコメントを寄せ、その内容はおおむね6点にわたっている。全体として財務省案への支持を明らかにしている。財務省により、今回の提案の範囲外とされた会計処理上の問題を除く5点の内容は以下のとおりである。

(1)規則的なスケジュールにもとづいて買い戻しが実施されること

BMAはオークションの3ないし5営業日前に買い戻しが公告されることを勧奨している。この期間は、業者が適切な入札価格発見のために、また業者が顧客を勧誘するために必要であり、さらに海外の顧客を含む多数の顧客が共同でオファーを出す場合にも必要であると主張している。

また、BMAが特定し開示されるべきであると要求している情報は①買い戻しの総額②対象証券③対象証券の各々における民間保有総額④オークションの日程⑤決済日、である。規則的なスケジュールにもとづいて買い戻しが行われることは、これまでの財務省のスタンスとも合致するし、買い戻しに参加する投資家層を拡大することにつながる。また一時的に集中するよりも分散して実施した方が市場に対するネガティブな影響を小さくすることが可能となるとしている。

(2)買い戻しを行った当該証券の流動性に与える影響

BMAは財務省証券の流動性が、全般的にはより大規模なベンチマーク証券の追加という形で強化されるものと考えているが、財務省が特定の(満期の)証券で大規模な買い戻し(redemption)を行った場合の当該証券の流動性については高い関心を持っている。すでに市場での取引がタイトであった証券で買い戻しが行われた場合、空売りした投資家はそのポジションをカバーすることが困難になるかあるいは不可能になるということが生じる可能性がある。こうした事態を回避するため、BMAは現行の財務省の考え方、すなわち証券の買い戻しに際して購入規模や残高に対する比率を制限しない

という考え方を再考するよう主張している。

BMAの確信するところでは、市場が円滑に機能するためには、買い戻しの額は当該証券の残高に対する比率が10%以下に制限されることが必要である。

(3)決済日

決済日はオファー締め切り日の2日以上後であること

(4)発生利子の定義

決済日における投資家間の混乱を避けるため、発生利子("accrued interest")の定義を明確にすることが必要である。

(5)買い戻しに際してニュー・ヨーク連銀の電子システムを利用することについて何の問題もないものとする。

(ii) シカゴ連邦準備銀行

シカゴ連銀のコメントは以下のものである。

CBOT (Chicago Board of Trade)は財務省証券に基づいた先物商品を上場している。財務省の決定は、これらの市場に深刻な、破壊的な影響を及ぼす可能性がある。先物契約において引き渡される商品の供給が制限されたことによって引き起こされるこの種の破壊的影響としては、数年前に生じたCBOTの穀物取引がある。もし財務省が先物契約で受け渡される証券を買い戻しの対象として選択したら、受け渡し可能な証券の供給へのインパクトは価格への影響を与えることになるだろう。

第1に、受け渡しの問題から生じた価格インパクトはヘッジ手段としての先物契約の有用性を減ずることになるだろう。これまでの経験の示すところによれば、ディーラーがそのポジションをヘッジできるということは、ビッド・オファー・スプレッドの縮小につながる。

第2に財務省証券先物の非常に高い流動性は

これらの契約が価格発見プロセスの重要な一部となっている、ということがあげられる。透明性の高い価格発見プロセスは公共財であると広範にみなされており、買い戻しによって引き出される公共の利益は、価格の透明性という公共の利益が低下することにより中和されてしまうかもしれない。

(iii) 証券会社各社のコメント

コメントを寄せた証券会社は、メリル・リンチ証券、ベア・シュテルン証券、DLJ (Donaldson, Lufkin & Jenrette) 証券、ダイワ証券 (Daiwa Securities America)、ステート・ストリート (State Street) の5社である。

メリル・リンチ証券のコメントは①会計処理の問題②オークションのスケジュール③対象となる証券④CTD (cheapest-to-deliver) ⑤当該証券の流動性に与える影響⑥購入額、の6点にわたっているが、その内容はほぼBMAと重なっている。

ベア・シュテルン証券のコメントは主にオークションの方法についての技術的問題に限定されたものである。ベア・シュテルン証券は、買い戻しの際に行われるオークションにおいても統一価格制を採用すべきであると主張している。

DLJ証券のコメントは以下の4点に整理される。

第1に、各四半期に起債される利付き財務省証券の約70%が2年から5年の満期のものによって占められている。したがってこの範囲であれば、財務省は負債残高の平均的な長さに影響を与えることなしに買い戻しを行うことが可能である。

第2に、現金管理のツールとして成功を収めるためには、買い戻しの入札システム (リバー

ス・オークション・システム) が柔軟で効率的である必要がある。市場の効率性を改善するために、ディーラーの参加は鍵となる要素である。また情報の供給も必要である。さらにボラティリティの増大を回避するため、類似満期をもつ財務省証券のオークションに近接した時期に行うことが必要である。

第3。リバー・オークションの頻度と規模はシステムがうまく機能する上で重要である。

第4。最も高い額面利子を持つ証券が買い戻しの主たる対象となる必要は、当該証券が上述の2年ないし5年の満期でない場合にはない。

ダイワ証券のコメントは財務省案を支持したうえで、いくつかの提案を行っている。第1は、買い戻しの何日間かまえには公告を行うこと、第2はもし財務省が買い戻し対象の証券を特定する場合、額面の小さな(50億ドル以下)もの、繰上償還可能なもの(Callable)、残高が20億ドル以下のものを対象とすることを推奨する。これらの証券はほとんど市場では取り引きされず流動性に欠けるため価格に歪みが生じている。このような証券を購入すればその相対価格は低い(購入時よりも低い)ため、財務省にとって有益であろうというのがその理由である。

ステート・ストリートによるコメントは、オークション・プロセスの効率化のための方法と逐条的なコメントとに分かれているが、ボストン証券取引所ならびに他社と共同して開発した同社の技術・システムが財務省の買い戻しプログラムの効率的な実行にあたって有益であることを主張している。

(iv) 個人からのコメント

個人によるあるコメントは、負債を可能な限り削減すること、その際利子率の高いものから

優先的に買い戻すべきであること、またそれに続く優先度としては外国保有のものであること、その際、政府証券に投資している者のみを優遇すべきではない、といった点を主張している。また別のコメントは、繰上償還が可能なものから優先して買い戻すべきであるとしている。

個人によるコメントは、ある意味では当然のことであるが、買い戻しが実際にはどのように行われるべきか、ということにはほとんどふれていない。上述の、既存投資家だけが優遇されないようにすべきである、というものをのぞけばほとんどは納税者負担を軽減するという観点のものである。

(3) 最終規則

以上のコメントを受けて2000年1月19日に、最終規則が公表された¹³⁾。

提案からいくつかの修正が行われたが、これらの変更は規則の性格を根本的に変更するものではないとされている。

変更された点は、以下の5点である。

- (1) 「発生利子」「価格」「民間保有」の定義の修正。発生利子については決済日を含めることが明確にされた。
- (2) 買い戻しプログラムの公告については、提供する詳細の中に当該証券の満期の範囲に関するものが追加された。
- (3) オファーを提出する方法について、より弾力的な対応を可能にするものへ修正された。提案では、TRAPS (Federal Reserve Bank of New York's Trading Room Automated Processing System) を利用するものと指定されていたが、最終規則ではこの指定は除かれた。

(4) 証券の配送に関する責任について。買い戻しに関する証券の配送は、自己勘定であろうと委託であろうと、オファーの提出者が責任を負うことを明確にされた。

(5) オファーの総量を制限する条項と特定証券の配送に関する条項は削除された。

以上の変更にあつては、コメントにおいて指摘されたものが反映されているが、買い戻しのスケジューリングなどいくつかのものは課題として残された。

提案から変わらない買い戻しプログラムに関する規則の主な特徴は、以下の様なものである。

- (1) 予期される買い戻し総額を含め、次期の買い戻し活動について公告する。
- (2) オファーは価格ベースの競争入札により行われる。
- (3) 買い戻しは複数価格制によって行われる。落札したもの（証券の売却を行うもの）は各々の提示した価格を受け取る。
- (4) ニュー・ヨーク連銀に指名されたプライマリー・ディーラーだけがオファーを出すことが可能である。
- (5) 証券あたりのオファーの数には制限を設けない、あるいは業者 (submitter) からのオファーの合計数も制限しない。

(4) 買い戻し活動に対する評価

2000年1月に制定された規則にもとづき、2000年から実際の買い戻しプログラムを開始した。現在入手できる最新の資料¹⁴⁾によれば、2000年は20回、2001年は22回、2002年は3回行われている。これまでの累計では、オファーの合計は2,806億6,700万ドル、購入の合計は675億ドルである。

ここでは、開始から約1年を経過した段階での会計検査院の報告書¹⁵⁾にもとづいて買い戻しプログラムに対する評価をみておくことにしたい。

財務省は上述のように2000年1月に買い戻しに関する規則を決定し、あわせて2000年中に計300億ドルの買い戻しを行う計画であることを公表した。

買い戻しの対象となったのは、2010年から2026年の間に満期を迎える債券で、繰上償還可能(Callable)のものも対象となっていた。

実績は、図表6に示すとおりである。おのこの買い戻しにおいて、財務省は買い戻す対象証券の満期日等の情報を事前に公示している(「資料」参照)。

2000年中に財務省は20回のオークションを実施し、300億ドルの買い戻しを行った。またこ

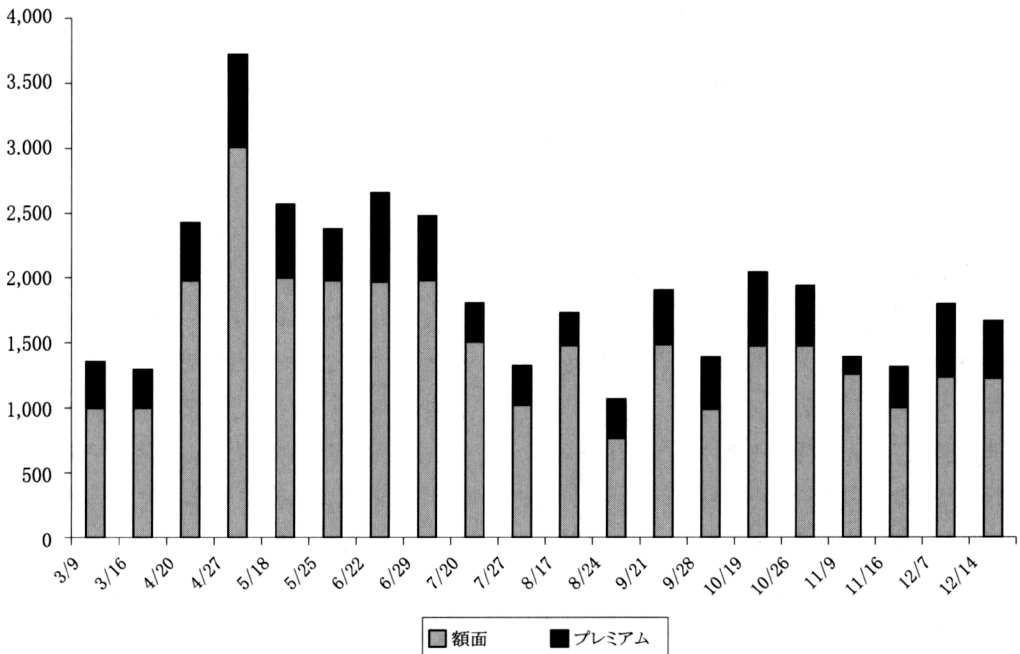
の際83億ドルのプレミアムを支払ったので、所要経費は383億ドルであった。プレミアムは基本的に額面価額以上支払われた額であるが、いくつかの市場要因、すなわち増大する債券の不足、流動性に乏しい債券は需要が少なくなる、等の要因を反映したものとなっている。アナリストによれば、財務省が妥当な価格で買い戻しを行う能力は、買い戻しが可能である債券が縮小し、投資家がより大きなプレミアムを要求するようになるにつれてより困難になるだろうとされている。

図表7は2000年に行われた、合計20回の買い戻し財務省証券のオークションにおける条件と規模等を示している。

買い戻しにおける市場の関心の高低と参加度は、表中の“bid-to-cover”レシオによって示される。この比率は、財務省によって買い戻さ

図表6 2000年の買い戻し実績

(単位:100万ドル)



〔出所〕GAO [2001], p. 20.

図表7 2000年の買い戻し実績およびその他の指標

買い戻し の実行日	オファー数	受諾数	平均譲 与(bp)	ビッド・カバ ーレシオ(Bid-to- cover ratio)	買い戻し総額 (\$million)
3月9日	13	9	0.36	8.63	1,345
3月16日	11	11	0.23	6.45	1,268
4月20日	14	12	-0.13	4.26	2,431
4月27日	26	24	1.52	3.61	3,724
5月18日	12	10	-0.18	4.56	2,556
5月25日	13	12	-0.4	4.06	2,380
6月22日	12	11	0.18	3.67	2,678
6月29日	13	11	0.3	3.51	2,478
7月20日	8	7	0.14	2.96	1,803
7月27日	6	5	-0.08	3.64	1,300
8月17日	11	8	-0.03	4.59	1,760
8月24日	10	3	0.29	6.6	1,068
9月21日	11	10	0.31	3.93	1,917
9月28日	10	2	0.66	5.66	1,394
10月19日	10	9	0.03	3.19	2,075
10月26日	11	9	0.24	3.54	1,935
11月9日	11	10	0.19	3.84	1,398
11月16日	10	3	0.3	1.9	1,313
12月7日	11	6	-0.04	3.99	1,810
12月14日	9	7	0.16	3.35	1,670

〔出所〕GAO [2001] p. 22

れた証券の額面価格で財務省にオファーのあった証券の額面価格を除いたものである。この比率が示しているのは各々の買い戻しにおいて財務省が選択するオファーの大きさを示している。比率は変動しているが、財務省担当者はこの比率は財務省証券のオークションに対する比率よりも一般的に言えば高く、市場の関心が高いことを示しているとしている。

また図表7には市場参加者によって用いられる、いわゆる「平均譲与(average concession)」と呼ばれるコスト指標が示されている。平均譲与は買い戻し当日朝の証券の価格と財務省が支払った価格との差であると定義されている。この表ではベースポイントであらわされてお

り、正の場合には財務省が市場価格よりも多く支払っていることを、負の場合にはその逆であることを示している。これによれば、平均譲与はほとんどの場合小さいか負である。したがって、この数字から判断する限り財務省は市場価格に極めて近い価格で財務省証券の買い戻しを実行しており、コスト的には何の問題もないように見える。あるいは財務省の資金調達の基本である「可能な限り低いコスト」という原則は守られているように見える。

しかし、この点について次のような疑問が提起されている。

すなわち、買い戻しに際して財務省が支払ったプレミアムを増加させた「アナウンスメント効果」があったのではないか、というものである。

前出の平均譲与では確かに財務省のコストは小さいように見える。しかし、財務省が支払った価格と市場において当日購入する場合の価格とが比較されているが、そもそもこの当日購入する場合の価格は「アナウンスメント効果」の結果高くなっていたのではないのか、1999年8月に買い戻しプログラムが公表されて以降の取引ではこの「アナウンスメント効果」が存在し、価格が上昇していたのではないか、という疑問である。

この「アナウンスメント効果」の大きさを特定することは非常に困難である。なぜなら、1999年8月以降、該当する財務省証券の価格が上昇したことが事実だとしても、それは金融政策や財政政策の変更やその告示、インフレーション、失業、等々の様々な要因によって複合的に規定されているからである。

量的に特定できないとはいえ、この指摘は、前述の「政府証券への投資家のみに利益があっ

資 料

DEPARTMENT OF THE TREASURY

TREASURY



NEWS

OFFICE OF PUBLIC AFFAIRS • 1500 PENNSYLVANIA AVENUE, N.W. • WASHINGTON, D.C. • 20220 • (202) 622-2960

EMBARGOED UNTIL 9:00 A.M.
August 23, 2000

PUBLIC CONTACT: Office of Financing
202-691-3550

MEDIA CONTACT: Bill Buck
202-622-1997

TREASURY ANNOUNCES DEBT BUYBACK OPERATION

On August 24, 2000, the Treasury will buy back up to \$750 million par of its outstanding callable issues with final maturity between February 2010 and November 2014. Treasury reserves the right to accept less than the announced amount.

This debt buyback (redemption) operation will be conducted by Treasury's Fiscal Agent, the Federal Reserve Bank of New York, using its Open Market operations system. Only institutions that the Federal Reserve Bank of New York has approved to conduct Open Market transactions may submit offers on behalf of themselves and their customers. Offers at the highest accepted price for a particular issue may be accepted on a prorated basis, rounded up to the next \$100,000. As a result of this rounding, the Treasury may buy back an amount slightly larger than the one announced above.

This debt buyback operation is governed by the terms and conditions set forth in 31 CFR Part 375 and this announcement.

The debt buyback operation regulations are available on the Bureau of the Public Debt's website at www.publicdebt.treas.gov.

Details about the operation and each of the eligible issues are given in the attached highlights.

oOo

Attachment

For press releases, speeches, public schedules and official biographies, call our 24-hour fax line at (202) 622-2040

HIGHLIGHTS OF TREASURY DEBT BUYBACK OPERATION

August 23, 2000

Par amount to be bought back.. Up to \$750 million
 Operation date August 24, 2000
 Operation close time 11:00 a.m. eastern daylight saving time
 Settlement date August 28, 2000
 Minimum par offer amount \$100,000
 Multiples of par \$100,000
 Format for offers Expressed in terms of price per \$100 of par with three decimals. The first two decimals represent fractional 32^{nds} of a dollar. The third decimal represents eighths of a 32nd of a dollar, and must be a 0, 2, 4, or 6.
 Delivery instructions ABA Number 021001208 FRB NYC/CUST

Treasury issues eligible for debt buyback operation (in millions):

Coupon Rate (%)	Maturity Date	CUSIP Number	Par Amount Outstanding *	Par Amount Privately Held*
11.750	02/15/05-10	912810 CM 8	2,494	1,636
10.000	05/15/05-10	912810 CP 1	2,987	1,811
12.750	11/15/05-10	912810 CS 5	4,736	3,476
13.875	05/15/06-11	912810 CV 8	4,609	3,535
14.000	11/15/06-11	912810 CY 2	4,901	3,925
10.375	11/15/07-12	912810 DB 1	11,032	9,250
12.000	08/15/08-13	912810 DF 2	14,755	11,715
13.250	05/15/09-14	912810 DJ 4	5,007	4,138
12.500	08/15/09-14	912810 DL 9	5,128	4,223
11.750	11/15/09-14	912810 DN 5**	6,006	4,811
Total			61,655	48,520

* Par amounts are as of August 22, 2000

** This is the only callable security eligible for the STRIPS program. As of August 21, 2000, the par amount held as STRIPS is \$3,895 million.

The difference between the par amount outstanding and the par amount privately held is the par amount of those issues held by the Federal Reserve System and Federal Government accounts.

てはならない」とする個人からのコメントとの関連において重要である。もちろん、このコメントはこのような事態を予期してなされたものではない。しかし、財務省証券に限らずアメリカの証券取引は、制度が公正であるという規範の下に成り立っている。税金が関与する財務省証券の場合には一層、制度の公正さが求められる。この点からすれば、買い戻しプログラムに残された課題は大きいといえよう。

注

- 1) たとえば, Bennett, Garbade and Kambhu [2000] を参照されたい。
- 2) 詳しくは, Department of Treasury, Securities and Exchange Commission, Board of Governors of the Federal Reserve System [1998], p. 2 を参照されたい。
- 3) <http://fms.treas.gov/bulletin/b42ofs.doc>
- 4) ここでいう連邦債務とは Monthly Statement of Public Debt におけるカバレッジと同じである。
- 5) *Flow of Funds Accounts of United States*, September 16, 2002.
- 6) Department of Treasury [2002], p. 11.
- 7) この点については, Dorothy Meadow Sobol [1998] を参照されたい。
- 8) Dupont & Sack [1999], p. 788.
- 9) Malvey, Archibald, and Flynn [1995].
- 10) Malvey & Archibald [1998].
- 11) *Federal Register* [1999].
- 12) <http://www1.publicdebt.treas.gov/gsr/gsrbbtltrs.htm>
- 13) *Federal Register* [2000].
- 14) <http://www.publicdebt.treas.gov/of/ofbuybaksum.htm>
- 15) U.S. General Accounting Office [2001], p. 17.

参考文献

- Bartolini, Leonardo & Carlo Cottarelli [1997], "Designing Effective Auctions for Treasury Securities", *Current Issues in Economics and Finance (FRBNY)*, Volume 3 Number 9, July, pp. 1-6.
- Bennett, Paul, Kenneth Garbade & John Kambhu [2000], "Enhancing the Liquidity of U.S. Treasury Securities in an Era of Surpluses",

FRBNY Economic Policy Review, Vol. 6 No. 1, April, pp. 89-119.

Board of Governors of the Federal Reserve System [various issues], *Flow of Funds Accounts of United States*.

Department of Treasury, Securities and Exchange Commission, Board of Governors of the Federal Reserve System [1998], *Joint Study of the Regulatory System for Government Securities*, March.

Department of Treasury [various issues], *Treasury Bulletin*.

——— [2002], Report on Foreign Holdings of U.S. Long-Term Securities as of March 31.

Dupont, Dominique & Brian Sack [1999], "The Treasury Securities Market: Overview and Recent Development", *Federal Reserve Bulletin*, December, pp. 785-806.

Federal Register [1999], "Marketable Treasury Securities Redemption Operations: Proposed Rule", Vol. 64, No. 150, August 5, pp. 42626-42629.

——— [2000], "Marketable Treasury Securities Redemption Operations: Final Rule", Vol. 65, No. 12, January 19, pp. 3114-3118.

Fleming, Michael J. [1997], "The Round-the-Clock Market for U.S. Treasury Securities", *FRBNY Economic Policy Review*, July, pp. 9-32.

——— [2000], "The Benchmark U.S. Treasury Market", *FRBNY Economic Policy Review*, pp. 129-145.

Malvey, Paul, & Christine M. Archibald [1998], *Uniform-Price Auctions: Update of the Treasury Experience*.

——— Christine M. Archibald & Sean T. Flynn [1995], *Uniform-Price Auctions: Evaluation of the Treasury Experience*.

NEORIS FS [1999], *Fixed-Income Execution Ser-*

- vices White Paper*, January 5.
- OMB [2002], *ANALYTICAL PERSPECTIVES* (FISCAL YEAR 2003).
- Sobol, Dorothy M. [1998], "Foreign Ownership of U.S. Treasury Securities: What the Data Show and Do Not Show", *Current Issues in Economics and Finance (FRBNY)*, Vol. 4, No. 5, May, pp. 1-6.
- U.S. General Accounting Office [2001], *Federal Debt; Debt management Actions and Future Challenges*, February.
- U.S. Congress Joint Economic Committee [2001], *Federal Debt: Market Structure and Economic Uses for U.S. Treasury Debt Securities*, August.
- [2002], *Economic Benefits from U.S. Treasury Securities*, February.
- (宇都宮大学国際学部助教授・当研究所客員研究員)