

さらなる改革が望まれる公社債市場

1. はじめに

日本版ビッグバンが、① Free (市場原理が働く自由な市場に)、② Fair (透明で信頼できる市場に)、③ Global (国際的で時代を先取りする市場に)、を3原則として議論され、企業の資金調達の間接金融から直接金融へと大きくシフトするなかで、公社債市場の果たす役割が、重要性を高めつつある。

そこで、本稿では、近年の公社債市場の規制緩和・市場改革の動向を整理し、機関投資家の立場から、特に社債市場に重点を置いて、公社債市場の理想像を考えてみたい。

2. 公社債市場の現状

国債市場と社債市場の現存額、売買高から判断すると、流動性は国債市場の方がはるかに高い(図表-1)。これは、社債市場でのさまざまな規制が、取引の活性化の足枷となっているためと考えられる。

図表-1 国債市場と社債市場の比較

	現存額(兆円)	月間売買高(兆円)	売買回転率(回/月)
国債	134.2	76.1	0.57
普通社債	26.9	1.8	0.07

(注)①現存額は97年2月末、月間売買高は97年2月の値

②国債は、長期国債、超長期国債

③売買高は店頭市場売買高で、証券会社の「売り」と「買い」の合計

(資料)公社債月報

図表-2、3は、債券発行などの直接金融と、銀行からの借入れなどの間接金融との資金調達規模、資金調達コストの比較である。これによれば、借入れによる調達が減少しているのに対し、普通社債による調達は増加傾向にあり、企業の資金調達方法が間接金融から直接金融へと変化していることが分かる。そして、このような公社債市場の拡大要因としては、以下の点が考えられる。

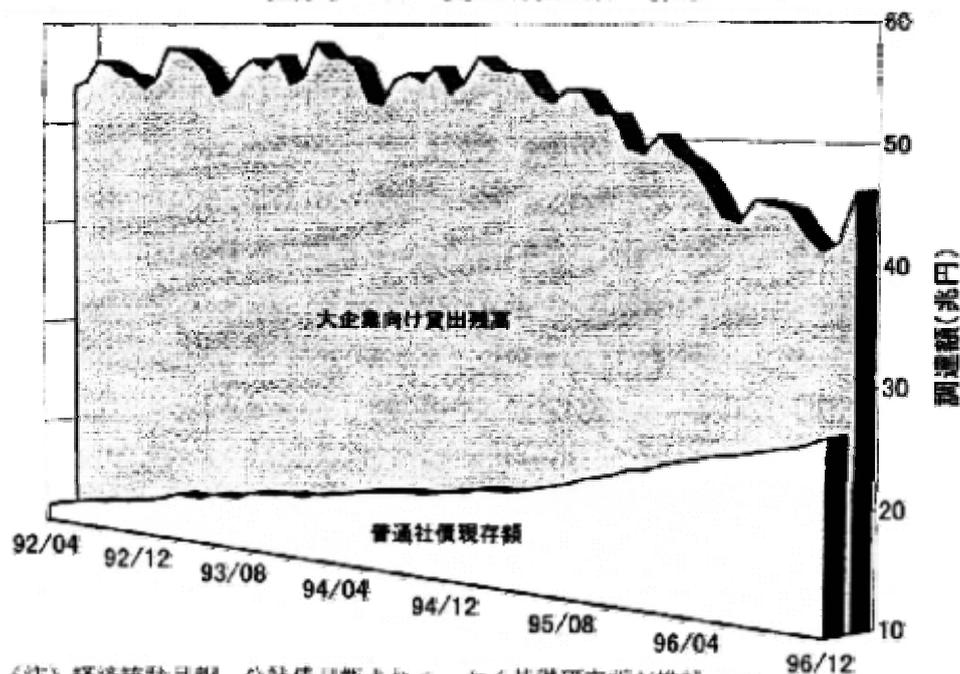
- ①ROE(注1)重視の経営によるデットファイナンス(注2)志向の高まり
- ②公社債市場の規制緩和・市場改革
- ③直接金融による資金調達コストの低下

公社債市場の更なる拡大のためには、今後は、商品の多様化、発行手続の迅速化、流通市場の整備などの課題がある。ここで最近の発行市場、流通市場にお

ける規制緩和・市場改革の動向をまとめておきたい。

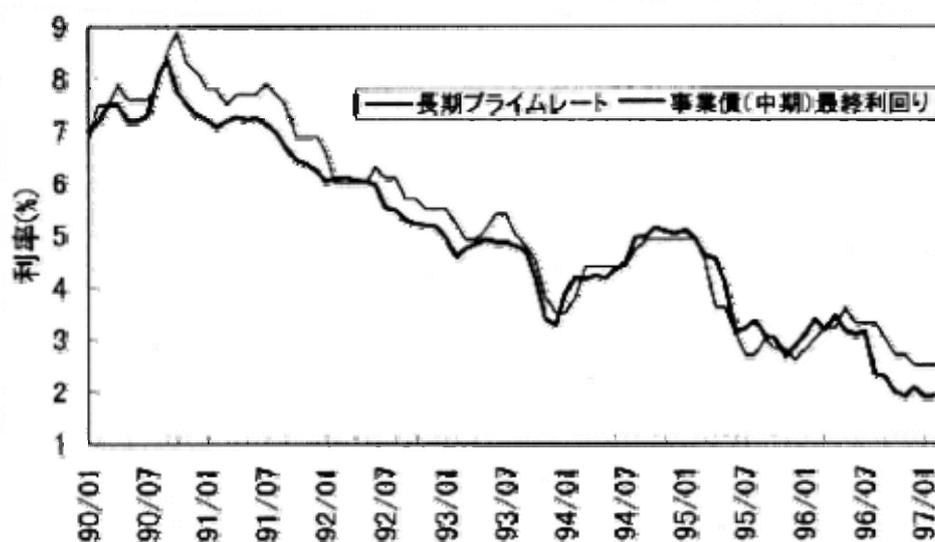
まず、発行市場における商品の多様化の状況を見てみよう(図表-4)。

図表-2 資金調達額の推移



(注) 経済統計月報、公社債月報よりニッセイ基礎研究所が推計

図表-3 資金調達コストの変化



(注) 事業債(中期)最終利回りは、大和ボンドインデックス(事業債、中期(3~7年))を用いた

図表－4 商品多様化の現状

商品	現状
ストリップス債(STRIPS)	未導入
ゼロクーポン債	未導入
ミディアム・ターム・ノート(MTN)	発行可能(97年6月予定)
資産担保証券(ABS)	発行可能
ジャンク債	発行可能

(注)①ストリップス債は、Separate Trading of Registered Interest and Principal of Securitiesの略

②ゼロクーポン債は、国債、金融債、転換社債のみ発行可能

96年1月の適債基準の撤廃により、格付がBB格以下のジャンク債(注3)も発行可能となり、あらゆる企業が社債による資金調達ができるようになった。

また、96年4月の特定債権等に係る事業の規制に関する法律の施行令改正により、資産担保証券(ABS)発行に関し法的整備がなされた。ABSは、クレジットカード債権、リース債権など各種の債権を資産の裏づけとして発行される証券であり、発行者には、バランスシートの改善に加えて、優良債権を裏づけにした、高格付での起債メリットがある。

ミディアム・ターム・ノート(MTN)は、債券発行に先立ちMTNプログラムを設定し、このプログラムに基づいて発行者の希望する時期に、多様な条件で機動的に債券を発行するものである。これにより、投資家のニーズに合った債券を柔軟に発行することが可能となる。

次に、流通市場の改革について、動きを整理してみる(図表－5)。

図表－5 公社債流通市場改革の状況

制度	変更内容	実施時期
債券貸借市場	「付利制限」・「105%ルール」の撤廃	96年1月
社債受渡し・決済制度	ローリング決済方式が導入(国債のみ)	96年10月
	「社債受渡し・決済制度の改善に向けて」が発表(株)債券決済ネットワーク設立	96年5月 96年11月
公社債店頭基準気配制度	基準気配銘柄数の拡大(約2倍に)	97年4月

(注)105%ルールは、取引担保金は貸借対象債券の時価の105%を下回らないとする規制

(1) ローリング決済の導入

96年10月から国債取引の決済方式が、月6回の決済日に一括決済していた「5・10日決済」から、毎営業日に決済を行う「ローリング決済」へ変更された。これにより、未決済期間が短縮して、決済リスクが低下することとなった。このような決済が可能になるためには、空売りをした場合、その債券を即座に借入れる必要がある。そこで、債券貸借市場の整備が不可欠となり、96年1月に付利制限などが撤廃された。それまでの債券貸借取引には、①ほとんどが無担保取引で、信用リスクを考慮する必要があった、②現金担保には付利制限(有担保コール1%)

があったため、機会損失を避けるには、現金担保を差し入れにくかった、などの問題点が指摘されていた。債券貸借市場の整備により、現金担保（有担保）化が進んだため、信用リスクを懸念して貸借市場への参加に消極的だった金融機関も、参加しやすくなったのである。

(2) 債券決済ネットワークの創設

社債受渡しと決済制度の改革については、「早急に実現可能」、「市場関係者が進んで利用する」、との観点から改善案がまとめられた。その要旨は、以下の2点である。

①登録済証の制度を廃止して、取引参加者を結ぶオンラインネットワークを構築し、この運営のためにネットワーク運営法人（中継機関）を創設する。

②このネットワークの日銀ネットへの接続により、DVP（Delivery versus Payment、証券と資金の同時決済）と、ローリング決済を可能とする。

この改善案を受けて、96年11月に（株）債券決済ネットワーク（JBNet）が設立され、97年12月のネットワーク稼動に向け、準備が進められている。

(3) 店頭基準気配制度の拡充

さらに、97年4月からは、公社債店頭基準気配制度の改正が行われたが、主な改正点は以下の通りである。

①基準気配銘柄の増加

②利回り及び基準価格の算定方法の改正

③気配報告会員の増加

④基準気配表の発表方法の拡充

特に基準気配銘柄の選定方法は、「種別別、償還年限別、利率別に各1銘柄」から「固定利付債で満期一括償還されるもの」への変更により、多くの社債が加えられ、信用リスクを反映した気配値が発表されるようになった。また、発表される利回りが、単利から複利に変わり、より合理的な表示となった。気配報告会員に銀行系証券会社、外資系証券会社が加わり、15社から28社へと増加した。さらに、基準気配表に加え、格付マトリクス表も参考情報として発表されるが、ペーパーだけでなく、インターネット（<http://www.jsda.or.jp/>）による発表も行われるようになった。今後、投資家の店頭基準気配制度に対する要求は、情報量の拡大から、質の向上へと変わっていくであろう。

3. 公社債市場発展の要件

このように、公社債市場は、規制緩和などにより、順調に規模の拡大が続いている。しかしながら、あえて機関投資家の立場から、公社債市場が更に発展するための要件を考えてみたい。その前提として、機関投資家の最終的な目的を考える。それは「決められたリスク許容度の範囲内に収まるようにリスク管理を行いつつ、最大のリターンを得る」ことであろう。

この目的から見た場合、予定されている市場改革がすべて実現したとしても、更に改革を求めたい点がある。

(1) ストリップス債の導入

国債のストリップス債が導入されると、金融機関にとって、リスク管理、運用収益向上の両面から見て効果的である。ストリップス債は、利付債券を元本部分とクーポン部分に切り離し、それぞれをゼロクーポン債として取引するもので、アメリカ、フランスで既に導入されており、イギリス、ドイツでも導入予定である。

ストリップス債導入のメリットは、以下の2点である。

- ①正確なスポット・イールド・カーブ（注4）を求めることができる
- ②ALM（資産と負債の総合管理）を行う上で有効である

現在、利付国債を用いて、様々な方法でスポット・イールド・カーブを推計するのが一般的であるが、これを容易かつ正確に推計できるようになる。この国債のスポット・イールド・カーブを基準に、信用リスクなどを勘案すると、あらゆる金利関連商品のプライシング（価格評価）の精度が上がる。精度が向上すれば、公社債市場の効率性が高まるものと考えられる。

また、ストリップス債が導入されると、多様な年限のゼロクーポン債が市場に存在することになる。そこで、金融機関や年金基金がALMを行う場合に、負債側の複雑なキャッシュフローに対応する資産構成が可能になるなど、リスク管理上のメリットは大きいだろう。

しかし、現行税制では、他の金融商品、例えば利付債の利息に対する課税（源泉分離課税）と、ストリップス債に対する課税の公平性の確保が難しいなどの問題があり、すぐに導入することはできない。今後の公社債税制改革の行方に注目していきたい。

(2) 市場情報改革

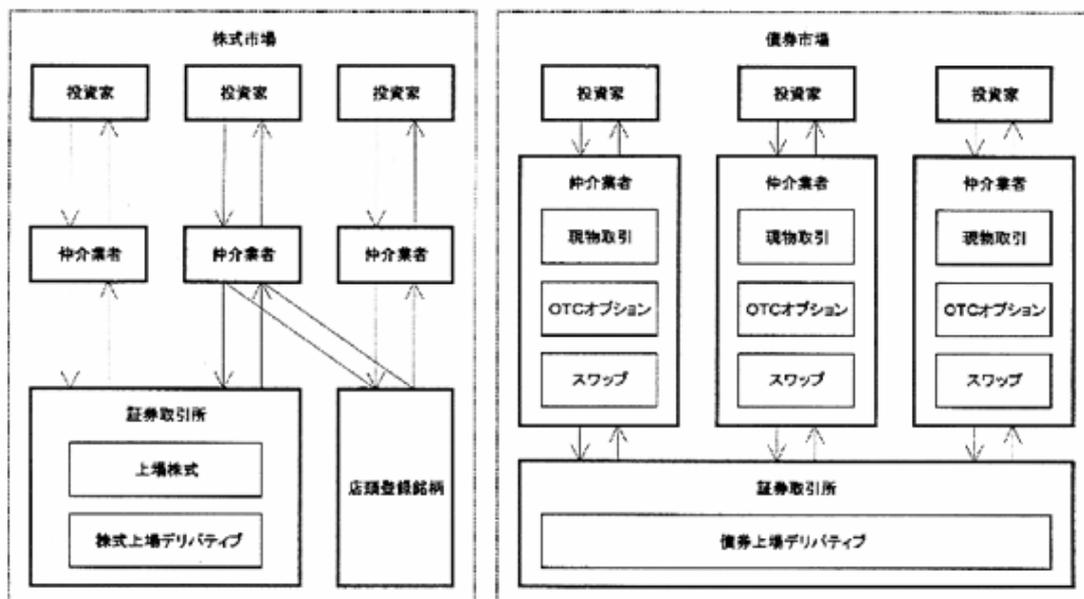
債券決済ネットワークが97年12月から稼動して、すべての債券がローリング決済になると、公社債市場のハード面での改革は完了すると思われる。しかし、市場情報などのソフト面を考えると、株式市場とは異なる、公社債市場特有の問題点が浮かんでくる。

株式流通市場の特徴は、証券取引所を中心に市場集中原則が基本となっている点である。市場参加者は取引所を通じて取引を行い、取引所からの情報により、取引実態をリアルタイムで正確に把握することができる。これに対し、公社債流通市場は店頭（OTC）取引が大半（99%以上）であり、各取引の内容は、それぞれの仲介業者によって異なっている。各々の仲介業者が、あたかも独立した取引所のように存在しており、当事者でない限り取引内容は分からない（図表-6）。

取引内容が正確に分かれないとなると、投資家にとって最も興味深い情報は、仲介業者が顧客の注文に応えられる売買気配値を示す、マーケット・メイクのデータとなる。投資家は、このマーケット・メイクの数字を信じて、投資判断を下していくしかない。従って、単なる目安ではなく、実際に取引可能なマーケット・メイクが行われなければ意味はない。また、この価格は、他の金利関連市場との裁定が働いていることはもちろん、各仲介業者間でも裁定が働いているはずである。

投資家は、各種情報端末などを通じて、責任あるマーケット・メイクのデータなど様々な市場情報が、銘柄・仲介業者比較が可能な方法で提供されることを求めている。このような銘柄・仲介業者横断的な情報提供を通じて、公社債市場の一体感が強くなり、市場全体の効率性、透明性が高まることで、投資家は安心して公社債市場を利用できるようになるだろう。

図表-6 株式・債券市場の比較 (イメージ図)



(3) その他の規制緩和などの影響

①ABS、MTN などの規制緩和

規制緩和により、ABS、MTN の発行が可能になるなど、投資対象の選択肢が拡大する点は、有意義なことである。しかしながら、ABS や MTN のキャッシュフローは、他の債券と大きく異なることはない。従って、他の債券と比べて魅力的かどうかを検討して、購入することになる。投資家にとっては、これらの債券の発行者にとってのメリット（バランスシートの改善、機動的な起債など）ほど、メリットがないのである。

②インフレ連動債の導入

イギリス、カナダ、スウェーデンに続き、最近、アメリカでインフレ連動国債が発行されている。この債券は、インフレが償還期まで進行した場合、債券利息をインフレ率（物価指数）に連動させるものである。このような仕組みの債券が発行されると、投資家にとっては、インフレ・リスクを軽減できるメリットがある。また、政府（発行者）には、インフレ（利払い）抑制的な政策運営を進めるインセンティブが働くだらう。同年限のインフレ連動国債と利付国債との利回り格差は、債券市場における期待インフレ率と考えることができる。インフレ連動国債が継続的に発行され、年限が多様化し、流動性が高まれば、期待インフレ率が金融政策の新しい判断材料になる可能性がある。

③外為法改正の影響

また、「外国為替及び外国貿易管理法（外為法）」の改正案が成立し、98年4月から施行されるとすれば、公社債市場のみならず、わが国の資本市場が大きな影響を受けられると思われる。外為制度のみが自由化された場合、金融取引の海外シフトが進み、国内市場の空洞化を加速させる恐れがある。従って、今回の外為法改正は、金融制度改革のフロントランナーとして、日本版ビッグバンの実施を早める役割を果たすであろう。対外直接投資により、大量の資金が外国債券に振り向けられる可能性もあり、税制を含め内外市場の整合性が問われることになる。

おわりに

公社債発行市場、流通市場の制度（ハード）面での改革は、かなり進展したように思われる。今後、求められるのは、新商品開発や情報提供などのソフト面での改革であろう。

商品面での規制が諸外国並みに緩和されつつある現在、発行者、投資家双方のニーズを満たすような、新商品の開発が期待される。まさに、ユーロ市場の後追いではなく、日本発の新商品を開発するアイデア競争に突入すべきであろう。

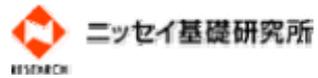
また、すべての市場参加者は、自己責任原則に基づいた投資行動を求められよう。それには、責任ある判断を下すための情報提供が必要不可欠である。投資家は仲介業者と異なり、直接、市場情報を知りうる立場にない。従って、様々な手段による安定的な、信頼できる判断材料の提供は、仲介業者の義務でもあると考えられる。

(注1) ROE: ROE (Return on Equity、株主資本利益率) は、当期純利益を株主資本で割った数値で、株主資本の運用効率をあらわす指標。株主は、この値が高くなるよう、経営者に対して求めていく必要がある。

(注2) デットファイナンス: 株式 (Equity) ではなく、社債などの債務 (Debt) による企業の資金調達。

(注3) ジャンク債: 格付は、債券発行者の返済能力を表す指標であり、一般に BBB 格以上の格付の債券は投資適格債券、BB 格以下の債券は投資不適格債券とされている。ジャンク (Junk) はガラクタの意味で、投資不適格債をこのように呼ぶ。

(注4) スポット・イールド・カーブ: スポット・レートは、現時点から T 時点までの残存期間をもつゼロクーポン債の割引率である。ゼロクーポン債のキャッシュフローは償還時にしか発生しないため、スポット・レートは、各年限に対して一意に決まる。様々な年限のスポット・レートを求め、つなげたものがスポット・イールド・カーブである。



ご意見・ご要望がございましたら、
ニッセイ基礎研究所[金融研究部](#)までお寄せ下さい。