

ロンドン証券取引所による個人向け社債取引市場の創設

吉川 浩史

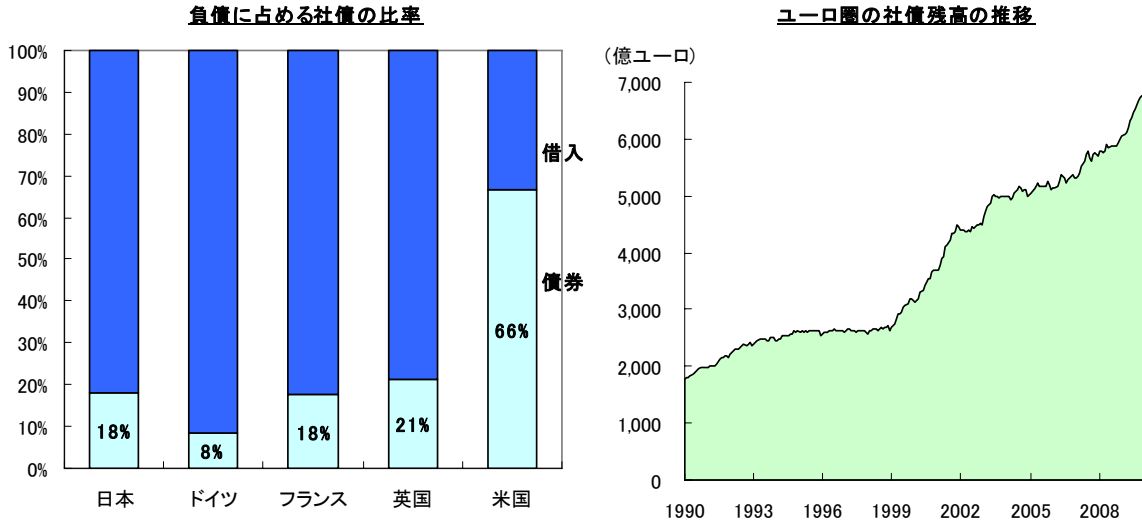
■ 要 約 ■

1. 欧州企業は従来、わが国企業同様に資金調達を借入に依存してきたが、1999年以降は単一通貨ユーロ導入、国際会計基準導入、そして欧州各国の規制緩和を受けて、国境を越えた業界再編や証券投資が活発化し、企業による社債発行を通じた資金調達が増加している。
2. 2008年後半以降の金融危機では、欧州でも金融機関の企業向け貸出が制約されたこともあり、企業の社債発行がさらに増加した。また今後、銀行規制強化が行われれば、欧州社債市場は一層拡大すると考えられる。
3. 欧州社債市場において英国市場は海外企業による社債発行が多く、欧州におけるユーロ債取引のシェアも高い。その英国において2010年2月、個人投資家向け社債電子取引市場の運営が開始された。従来の社債市場は取引金額が1~5万ポンド(約145~725万円)と高く、相対取引が中心のため、機関投資家が中心であった。今回創設された新市場は、100ポンド程度(約1万4,500円)から投資ができ、価格情報がオンライン画面で把握できる仕組みなど、個人投資家向けのため少額投資が可能で透明性の高い市場となっている。
4. 企業の社債発行増加が見込まれる中で、個人投資家の呼び込みは社債市場をさらに活性化すると思われる。既に個人投資家向け社債取引市場を運営するイタリアとの競争の激化が予想され、その一方でフランスでは機関投資家向け社債取引プラットフォーム創設構想がある。社債市場の活性化を図るわが国としても目が離せず、わが国社債市場整備の必要性が感じられよう。

I. 拡大する欧州社債市場

欧州の金融システムは従来、わが国同様に間接金融中心で、現在でも欧州企業は資金調達の大部分を借入に依存している(図表1)。しかし、1999年以降、欧州では単一通貨ユーロの導入(1999年)、国際会計基準の導入(2005年)、そして各国の電力や通信セクターにおいて外国企業に対する国内市場参入規制の緩和が進んだ。そのため、欧州において国境

図表 1 非金融法人発行の社債の比率と残高



(注) 左図は 2008 年末時点。右図は 2009 年末まで。
 (出所) 各国中央銀行、ECB 資料より、野村資本市場研究所作成

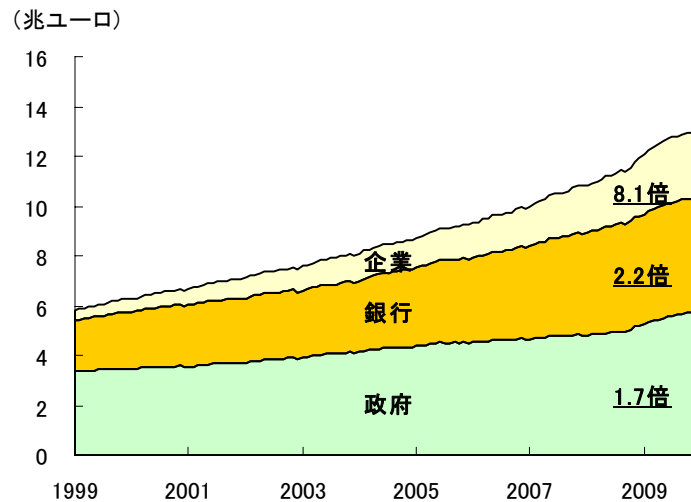
を越えた業界再編や証券投資が活発化し、企業による市場からの資金調達が増加を受けて欧州社債市場が拡大している。

欧州債券市場では国債と金融機関発行債券が大部分を占めているが、1999 年以降の発行残高の増加率からは社債が 8.1 倍と、最も規模を拡大してきたことが分かる (図表 2)。特に、2008 年後半以降の金融危機が深刻化した局面では、金融機関の財務状態の悪化により企業向け貸出が制約され、初めて社債市場から資金調達を行った企業もあった¹。さらに、今後もバーゼル委員会等による銀行規制強化の影響から銀行貸出の抑制や貸出金利の引き上げが行われる可能性があり²、その場合は企業の社債発行による資金調達が一層増加すると考えられる。

欧州社債市場において、国別の市場規模では英国、ドイツ、フランス、イタリア、スペインが大きい、その中で英国は海外企業による発行が大きいという特徴があり、欧州におけるユーロ債売買代金の 75% 以上はロンドンにおいて取引されているという³。その英国社債市場では 2010 年 2 月 1 日、ロンドン証券取引所によって個人投資家向け債券電子取引市場 (Electronic Order Book for the UK Retail Bond Market) が創設され、英国個人投資家による社債投資の活発化や企業による社債発行の増加を通じ、英国社債市場が一層拡大することが期待されている。金融危機により欧州社債市場が拡大する中で、その流れをさらに促す英国個人投資家向け社債電子取引市場について、以下で見る。

¹ Anousha Sakoui, "End of the credit club", *Financial Times*, 2009/05/21.
² 銀行に対する規制強化案について、詳しくは、小立敬「バーゼル委員会による新たな銀行規制強化案」『資本市場クォーターリー』2010 年冬号参照。
³ ロンドン証券取引所資料より。

図表2 ユーロ圏の債券発行残高推移



(注) 企業には、金融子会社等のノンバンクを含む。2010年1月末まで。
 (出所) ECB資料より、野村資本市場研究所作成

Ⅱ. ロンドン証券取引所による社債電子取引市場の創設

1. 背景と目的～機関投資家中心の社債市場と個人投資家向け市場への需要

英国社債市場では、ロンドン証券取引所に上場している社債は1万銘柄以上に上るが、券面の金額の中心が1～5万ポンド（145～725万円、1ポンド＝145円で換算）となっている⁴。そのため、多くの個人投資家に投資可能な1,000ポンド（14万5,000円）程度のサイズの社債は、そのうち150～200銘柄に限られている。さらに、これらの社債は相対で取引されるため、個人投資家が市場価格を把握して売買を行うことは非常に難しい。これは、社債は株式と異なり、債券の取引所への上場が発行登録を意味し、必ずしも取引所で取引が行われているとは限らないことに起因している。こうした取引環境により、現在の社債の投資家は機関投資家を中心となっている。

一方、イタリアには、ロンドン証券取引所が設立し、イタリア証券取引所により運営されるMOT (Mercato Obbligazionario Telematico) という個人投資家向け債券の電子取引市場がある。国内債を取引するDomesticMOTと、ユーロ債を取引するEuroMOTがあり、2009年のMOT全体の売買代金は2,280億ユーロ（30.3兆円、1ユーロ＝133円で換算）に上る⁵。上場債券は2009年末時点で607銘柄あり、そのうち168銘柄が2009年に発行・登録された債券である。欧州で最も流動性がある債券市場といわれ、大手金融機関のロイヤル・バンク・オブ・スコットランドもMOTで個人投資家向け社債を発行している⁶。

⁴ Steve Johnson, "UK plan to open up bond trade", *Financial Times*, 2010/01/31.

⁵ ロンドン証券取引所資料より。

⁶ Matthew Vincent, "LSE launches bond-trading for private investors", *Financial Times*, 2010/02/01.

このような背景から、ロンドン証券取引所は英国にも個人投資家による個別の社債取引の需要、すなわち小口資金による投資が可能で価格透明性と流動性が高い社債市場に対する需要があると考えた⁷。そこで、個人投資家に対する個別の社債への投資機会の提供と、社債の投資家の多様化を目的に、個人投資家向け社債電子取引市場を創設し、2010年2月1日から運営するに至った。

2月1日時点で取引が認められている発行体は合計10社となっており、テスコやブリティッシュ・テレコム、ロイヤル・バンク・オブ・スコットランドといった英国大手企業に加え、モルガン・スタンレーやGEキャピタルといった米国大企業も含まれている。

2. 特徴～高い透明性と少額からの投資

個人投資家向けの社債取引市場なので、最低投資金額は100ポンド(1万4,500円)程度の元本の社債から揃えられている。ロンドン証券取引所は、将来は1,000ポンド(14万5,000円)が元本の中心になると見ている。取引価格情報については、株価と同様に、個人投資家がオンライン画面等で把握できるように速やかに報告されると発表されている。取引は8時から8時45分まで板寄せが行われ、8時45分から16時30分まではザラ場となっている。ロンドン証券取引所は、個人投資家向け社債電子取引市場における売買を承認する際に、目論見書に加え、直近の財務報告書や起債について議論された取締役会の議事録などの提出を求めており、個人投資家向け市場であることから透明性が重視されている。

III. 今後の展望

1999年以降、欧州社債市場は通貨統合、会計基準統一、各国における規制緩和を背景に拡大してきたが、今般の金融危機によりその流れがさらに加速しようとしている。企業による社債発行の増加が円滑に進むためには、投資家による社債投資も拡大する必要がある。そのため、従来の社債の主要投資家であった機関投資家に加え、個人投資家による社債投資が重要性を増している。そうした流れの中で、ロンドン証券取引所による個人投資家向け社債電子取引市場の創設は、企業と投資家の双方の社債市場活用を促す効果が期待され、さらなる市場拡大が期待される。個人投資家向け社債取引市場として英国とイタリアの間で競争が起こると考えられるが、その一方、まだ構想段階であるがフランスでは機関投資家向け社債取引プラットフォームを創設し、英国に集中している取引を取り込もうという計画がラガルド仏経済・産業・雇用大臣により明らかにされており⁸、欧州では社債市場の拡大とともに各国間の競争激化が予想される。わが国に類似した間接金融中心の欧州におけるこうした動きは、社債市場の活性化を図るわが国としても目が離せず、またわが国社債市場整備の必要性が感じられよう。

⁷ ロンドン証券取引所資料より。

⁸ Scheherazade Daneshkhu, "Paris platform to tap bond demand", *Financial Times*, 2010/01/18。