

米国における社債市場の透明性をめぐる論議

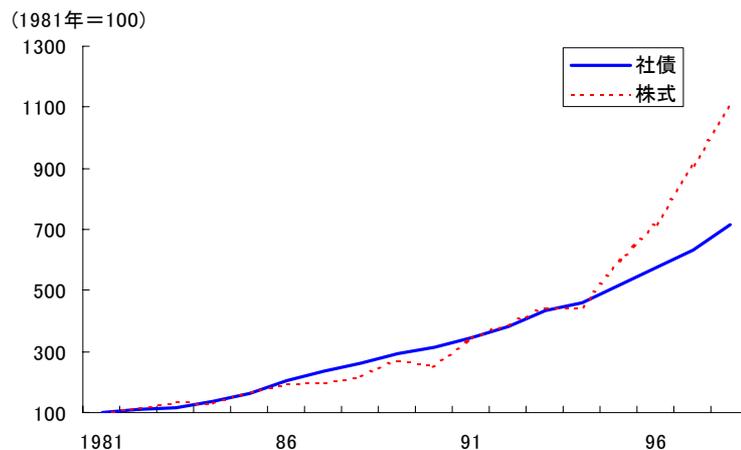
米国では、1998 年半ば以降、社債市場における価格情報などの透明性を向上させようとする議論が盛り上がっている。一連の動きの中で、4 月 21 日には、1999 年債券価格競争促進法案(The Bond Price Competition Improvement Act of 1999,H.R.1400)が、全会一致で下院商業委員会を通過した。その後、6 月 14 日には、下院本会議をも通過した。本レポートでは、米国における社債市場を概観し、同法案の審議に至った背景、法案の概要などを紹介することとしたい。

1. これまでの経緯

1) プレゼンスが高まる社債市場

米国における社債市場の規模は、1980 年代入り以降拡大の一途を辿っており、その成長は眼を見張るものがある。社債(外債を含む)の発行残高は、1980 年末の約 5,084 億ドルから、98 年末には 3 兆 8,940 億ドルとなるなど、およそ 7.7 倍に膨れ上がっており、株式市場などと比較しても、その成長スピードは遜色ない。

図 1 社債市場の規模～株式市場との比較～



(注)1.1981 年当初の残高は社債が 5,437 億ドル、株式が 8,322 億ドル。これを基準(=100)にして、それぞれについて指数化。

(出所)FRB” Flow of Funds Accounts”より野村総合研究所作成。

また99年第I四半期における債券市場の概況を見ると、残高ベースで社債は18.7%を占め、25.5%を占める財務省証券に次ぐシェアとなっている。次いでCP・BA・大口定期、モーゲージ担保証券のそれぞれ15.7%が続く構図となっている。

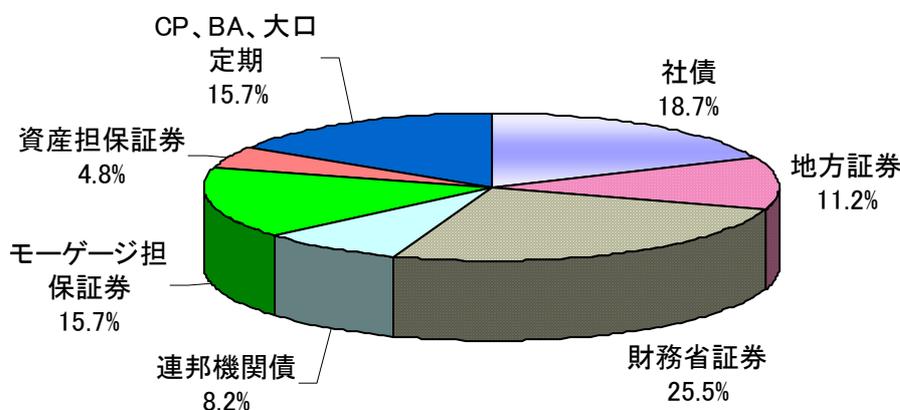
一方で売買高(日ベース)を見ると、社債は100億ドルと商いが薄く、財務省証券の2,019億ドルの20分の1の規模に過ぎない。これは、後に見るように、社債の売買が発行後1週目は活発に行われるものの、それ以降の売買は細る傾向にあるところによる。

表1 米国における各種債券市場の概況

	社債	地方証券	財務省証券	連邦機関債	モーゲージ担保証	資産担保証券	CP、BA、大口定期	合計
新規発行高	196.7	63.6	507	1.6(t)	233.9	49.6	na	2.7
売買高(日ベース)	10	8.5	201.9	53.6	75.6	na	na	349.6
発行残高	2.5(t)	1.5(t)	3.4(t)	1.1(t)	2.1(t)	641	2.1(t)	13.3(t)

(注)1. 財務省証券は市場性のある国債。
 2. 社債は転換権の付かない事業債。
 3. (t)は兆円。
 4. 売買高(日ベース)及び発行残高は、債券市場協議会(The Bond Market Association)の推定。
 (出所)FRS、財務省、セキュリティーズ・データ・カンパニーなどの資料を元に、TBMAが推定。

図2 米国における各種債券の発行残高シェア(99年第I四半期)



(出所)The Bond Market Association 資料より野村総合研究所作成。

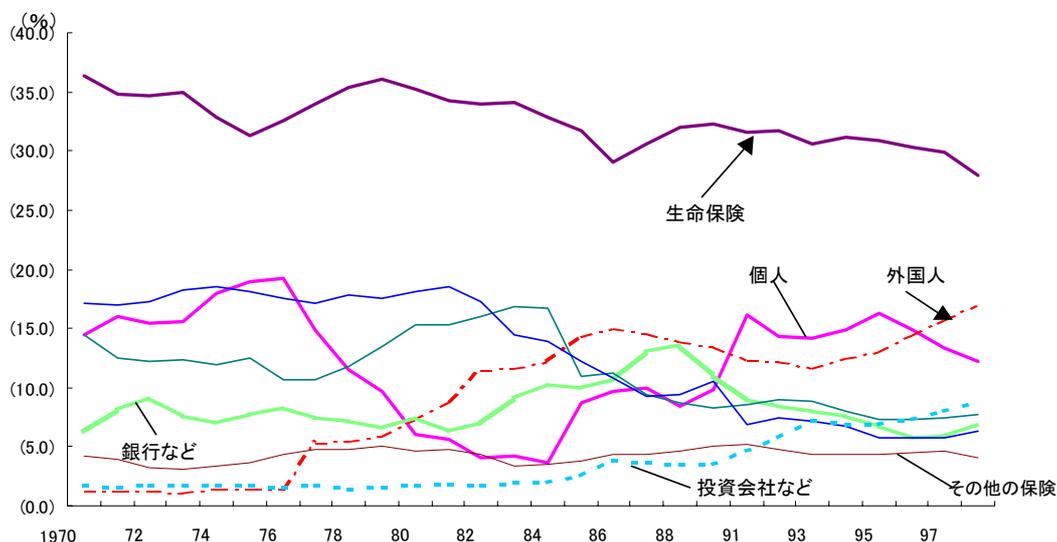
なお、社債の投資家別保有状況を見ると、以下のような特徴が見てとれる。

まず第一に指摘出来るのは、社債市場においては、生命保険会社などを中心とする機関投資家層が投資の主流をなしていることである。生命保険会社は、1950年代から60年代前半にかけて、5割を超える社債を保有するなど、圧倒的なシェアを占めていた。その後漸減傾向を辿り、最近では3割前後で安定的に推移している。

第二に、1970年にはわずか1.7%の社債しか保有していなかった外国人が、98年には全体の17.0%を保有するようになるなど、そのシェアは28年間で10倍に膨れている。その一方で、州・地方政府退職基金のシェアは漸減傾向を辿っており、対照的な動きをしていることが理解出来る。

第三に、個人のシェアは、1984年の3.7%を底に、その後95年にかけて16.3%まで上昇するものの、再び減少に転じている。個人の株式保有状況を見ると、95年には47.9%を占めるなど、近年4割から5割のシェアで推移しており、社債市場における個人のプレゼンスの低さが見てとれよう。

図3 米国における社債の投資家別保有状況



(注).外債を含んだ計数。

(出所)FRB”Flow of Funds Accounts”より野村総合研究所作成。

このような中で、第105議会では、下院商業委員会・金融小委員会(The Finance and Hazardous Materials Subcommittee)が米国における債券市場の調査を実施した。その調査の結果、以下のような点が指摘されている。

すなわち、

- ①一日平均取引高を見ると、米国政府証券が3,000億ドル超、社債市場が約150億ドル、地方債が約90億ドルとなるなど、米国における債券の店頭取引市場の規模は巨大である。これに比して、ニューヨーク証券取引所での同取引高は250億ドルとなっている。
- ②債券市場を利用することで、企業や地方都市は銀行借入よりも有利な金利で資金調達出来る。債券市場を利用する程度に応じて、資金調達コストを削減することが可能となり、結果として納税者の負担を軽減している。

③債券市場の一部では、市場の透明性のレベルが低い。多くの投資家は、自動車や家具といった一般財のように価格比較をした上での購入が出来ない状況にある。

以上の三点の中でも、債券市場、とりわけ規模の拡大が目立つ社債市場の透明性向上を図るべき、との指摘が目立った。ここでいう透明性とは、マーケット参加者にとって価格が明確であり、かつ分かり易い度合いのことを指す。

株式市場の場合、例えば Nasdaq 市場には、ACT(Automated Conformation Transaction、自動売買照合システム)という売買報告システムが存在し、Nasdaq 銘柄の取引を行った証券会社は、約定後 90 秒以内に同システムを通じて Nasdaq にその内容を報告しなければならないこととなっている。このようにして収集された株価情報などは、様々な情報ベンダーを通じて、一般投資家に提供されている。

一方、社債市場に関しては、そのような価格情報を提供するメカニズムは、限定的である。一般大衆はもとよりマーケット参加者、インターディーラー・ブローカーさえもタイムリーで正確な価格情報を有していないのが実状である。

社債市場の透明性を求める意見は、98 年 9 月に公聴会が開催されて以降、一段と強調されるようになった。同公聴会では、二人の投資家が、同じディーラーから同時刻に同じ債券を購入したにもかかわらず、その価格が年利ベースで 6%も異なっていた、という事例の報告もなされた。

表 2 債券市場と株式市場

	債券市場	株式市場
市場規模	総売買高は一日当たり約 3,500 億ドル (社債の売買高は一日平均約 150 億ドル)。発行市場は、10.5 兆円を超える規模 (1998 年)。	Nasdaq と NYSE における一日の売買高は約 440 億ドル。
取引銘柄数	100 万強	米国株式市場にて取引される公募債は 1 万 5,000。
取引頻度	発行後第 1 週目は活発に取引が行われるものの、その後は長期保有の傾向。	(社債に比べて)より頻繁に取引がなされ、短期保有の傾向。
取引形態	およそ 90% が店頭取引 (Over the counter) → 価格情報が公表されるシステムが存在しない。	

(出所)NASD 資料などから作成。

2) 各市場における透明性向上への具体策

社債市場の透明性の欠如を巡る論議が脚光を浴びているが、ここでは、マーケット情報の開示を巡る、これまでの動きを概観してみることとする。

そもそも、マーケットの透明性向上を巡る議論の発端は、1975 年に証券改革諸法(the 1975 Securities Act Amendments)が成立したことにある。同改革法によって、SEC は、質の高い証

券のための全米市場システム(National Market System、NMS)を確立する権限を与えられ、様々な施策を実施してきた。SEC は、例えばブローカーやディーラー及び投資家が証券の気配情報を利用出来るようにするため、CQS (総合気配表示システム、Consolidated Quotation System)、CTS(Consolidated Transaction Reporting System、総合取引報告システム)、ITS(市場間取引システム、Intermarket Trading System)といったシステムの確立を実現した。一連の取引システム導入は、米国の証券市場を透明性、流動性が高い市場へと発展させるのに寄与した、と言える。

1980年代に入ると、下院商業委員会の通信・金融小委員会(Subcommittee on Telecommunications and Finance)の主導下で、証券市場に加えて、債券市場の透明性の欠如が問題視されるようになった。このような指摘に対して、証券業界は1991年には、米国財務省証券及びその他の政府機関債を対象とした24時間の電子システム GovPX を導入するに至った。GovPX 導入以前の1990年には、財務省証券の一日平均取引高が約1,110億ドルであったのが、98年には同2,270億ドルに拡大するなど、システム導入の効果が伺われる。

また、1975年に発足した地方証券規則制定委員会(Municipal Securities Rulemaking Board、MSRB)は、1995年に、日々の地方債取引情報に関するサマリー・レポートを発信することに加え、ディーラー間の取引データの収集を開始した。さらに98年に、MSRB は、ディーラー間のみならず、顧客の取引データをも収集対象に含めることとした。98年11月には、インターネットのウェブサイトを通してディーラー・サマリーを提供することとなり、前営業日の地方債価格を初めて一般向けに公表するようになったのである。このウェブ・サイトへのアクセス件数は、最初の3週間で1万7,000件にも達しており、投資家の関心の高さが伺われる。もともと、地方債市場においても、リアルタイムでの情報開示がなされるどころまでは至っておらず、更なる透明性の向上が求められている。

以上見てきたように、株式市場のみならず、最近では米国財務省証券を始めとする債券市場に関しても、価格などの取引情報を提供するシステム構築の動きが急速に進展し、政府債及び地方債市場に関する透明性の向上に尽力する姿が浮き彫りになっている。

1975年証券改革諸法に基づくSECの権限は株式市場のみならず、社債市場にも及ぶ。それにもかかわらず、社債市場に関して、SECが同権限を行使することは、これまで殆どなかったのである。

表3 売買報告システムの特徴

証券	システム	流動性	報告	公表時間及び 公表対象
取引所上場証券 Nasdaq 証券	ACT(Nasdaq) (1988年～) DOT(NYSE) OARS(NYSE)	非常に高い	約定後 90 秒以内 (ACT) 自動(DOT,OARS)	・即時(価格、売買高) ・マーケット参加者、統合テ ープ
財務省証券	GovPX (1991年～)	高い	即時	・即時(価格、売買高) ・GovPX 参加者、subscribing vendors
政府機関債	GovPX (1991年～)	高い	即時	・即時(価格、売買高) ・GovPX 参加者、subscribing vendors
ハイ・イールド債 (Mandatory bonds の場合)	FIPS(NASDAQ) (1994年～)	相対的に 高い	約定の5分以内	・1時間ごとの価格及び売買 高についてのサマリー ・FIPS 参加者、データ販売 業者
地方債	MSRB(NSCC)	多様、但 し典型的 には低い	取引日の最後	・4回以上売買された債券に 関する価格及び売買高 (概要) ・データ販売業者、債券市場 協会(TBMA)のウェブサ イト (investinginbonds.com)
投資適格社債	Corporate Trade I (1999年～)	多様、但 し典型的 には低い	約定の15秒以内	・4回目の取引後1時間以内。 1,000億ドル以下 ・GovPX 参加者、TBMA の ウェブサイトを通じた投 資家
ニューヨーク証 券取引所上場債	ABS(NYSE)	多様、但 し典型的 には低い	即時	・価格、売買高、Trade History を報告。 ・ABS(自動債券システム)参 加者
ハイ・イールド債	FIPS(Nasdaq) (1994年～)	低い	取引日の午後5時	・なし ・なし
非ナスダック証 券	Non-Nasdaq Reporting System(NASD)	低い	日ベースの価格及 び売買高は、取引日 当日の午後4時から 6時30分まで、或い は次営業日の午前7 時30分から9時ま でに報告。	・なし ・なし

(出所)各種資料より野村総合研究所作成。

(1)GovPX

GovPX,Inc は、1990年に米国財務省証券市場に従事するすべてのプライマリー・ディーラー、及びインターディーラーブローカー4社によって設立された会社であり、同社は、1991年に GovPX というシステムを導入した。今日では、インターディーラーブローカー6社のうち5社を通して、プライマリーディーラーが取引するあらゆるアクティブ、非アクティブな財務省短期証券、中期証券、長期証券などを始めとする取引情報をグローバルなレベルで、リアルタイムに24時間提供している。なお、GovPXを通じて、ベストの買値、売値、売買量、利回り、最終取引価格などが提供されており、銘柄の種類、償還期間、市場の総出来高などの区分によって、検索することも可能となっている。

GovPXによって収集された情報は、ブルムバーグやロイターなどといった情報ベンダーを通じて、広く一般投資家に提供されている。

表4 GovPXの情報ベンダー一覧

情報ベンダー	GovPX Treasuries	SwapPX	The Repo Index	End-of-day Pricing
Bloomberg	◎	◎	◎	◎
Reuters,Inc	◎	◎	◎	◎
Bridge/Telerate	◎		◎	◎
Commodity Quote Graphics	◎		◎	
Mobeo	◎			
Moneyline Corporation	◎		◎	◎
Fidelity Brokerage Technologies	◎			
GTIS	◎			
Read Q Systems				◎
Telekurs				◎
PC Trader	◎			
SIAC				◎

(出所)GovPXのウェブサイト

(2)自動債券システム(ABS, Automated Bond System)

ニューヨーク証券取引所(NYSE)に上場している債券を対象としたシステムとしては、自動債券システム(Automated Bond System、ABS)がある。ABSは、100%電子化された取引情報システムであり、ABS加入業者は、各オフィスにある端末を通じて直接債券の売買注文を出すことが出来る。なお、ABSの端末では、最新のマーケットデータが表示されている。

NYSE上場債の総売買高のうち約87%が転換権の付与されていない債券であり、これらの上場債に対してABSを通じた売買がなされている。

表 5 NYSE の自動債券システム(ABS)の加入状況(1997 年末)

Advest,Inc.	Mesirow Financial,Inc.
Asiel & Co.	Miller Tabak Hirsch & Co.
BHC Securities	Morgan Stanley & Co.Inc.
BT Alexx Brown & Sons,Inc.	Morgan, Keegan & Company,Inc
Bear Stearns & Co.Inc	Murphy & Durieu
Blair(William)& Company	National Financial Services Corp.
CIBC Wood Gundy Securities Corp.	Nueberger & Berman
Commerzbank Capital Markets Corporation	Olde Discount Corporation
Cowen & Co,	Oppenheimer & Co.,Inc
DLJ Securities Corporation/Pershing	PaineWebber Incorporated
Dain Bosworth, Incorporated	Piper,Jaffray & Hopwood Incorporated
Dean Witter Reynolds Inc.	Prudential Securities Inc.
Deutsche Morgan Grenfell(*)	Rausher Pierce Refsnes,Inc.
Edwards (A.G.)& Sons,Inc.	Raymond,James & Associates,Inc.
Ernst & Co.	Robb Peck McCooley Clearing
Eceren Clearing Corp.	Rodman & Renshaw,Inc
Fahnestock & Co.,Inc	Salomon brothers Inc.
First Albany Corporation	Schroder Wertheim & Co.
Furman-Selz	Scotia Capital Markets(*)
Garban Corporates,Inc.	Smith Barney Incorporated
Goldman,Saches & Co.(*)	Southwest Securities
Gruntal & Co.,Incorporated	Spear Leeds Kellogg
Herzog,Heine,Geduld,Inc	Stifel Nicolaus(*)
Ingalls & Snyder	Tucker,Anthony & R.L.Day,Inc
J.P.Morgan Securities	U.S.Clearing Corp.
Janney Montgomery Scott Inc.	W&D Securities,Inc.
Legg Mason Wood Walker Inc.	Waterhouse Securities,Inc.
Lehman brothers Inc.	Wheat,First Securities,Inc.
Merrill Lynch,Pierce,Fenner & Smith Incorporated	

(注)1.(*)は 1997 年中の新規加入業者。

(出所)NYSE "Fact Book 1997 Data"

(3)The Fixed Income Pricing System(FIPS)

NASD は、1994 年にハイイールド債の売買を行う NASD 会員を対象に、Fixed Income Pricing System(FIPS)を導入した。同システムは、S&P の格付で BB+以下のハイイールド社債¹を対象としており、その店頭取引(OTC)が円滑に行われることを目的としている。

NASD は、ハイイールド社債を、気配の表示が義務づけられる債券²(FIPS-designated securities)と、それ以外のハイイールド債とに二区分したうえで、前者の売買の際には、約定の 5 分以内にその取引内容を報告する義務をつけることとした。なお、FIPS 指定債以外のハイイールド債の取引に関しても、午前 7 時から午後 8 時までの何れかの時間に報告することがうたわれている。

¹ 格付による評価が行われていない社債も、FIPS 適格債(eligible bonds)として取り扱うことが出来る。

² NASD Manual 6220

(4)Corporate Trades I

債券市場協会(TBMA)及び GovPX Inc.は、4月23日、Corporate Trades I というシステムを導入し、投資適格社債の実際の取引価格をインターネット上でマーケット参加者に提供することを決定した。4月26日より情報サービスを開始した Corporate Trades I は、GovPX のシステムを通じて、4万人以上のユーザーに対して発信される。Corporate Trades I の情報は、主要なインターディーラーブローカー³の報告を源泉としている。加えて、個人投資家も利用しやすいように、ウェブサイト上のデータが検索出来るサービスも盛り込まれている。例えば、格付シングル A で 10 年満期の社債という条件を入力すると、この条件に該当する銘柄のその日の価格リストを取得することが出来るのである。

3) 社債市場の透明性向上を目指す動き

(1)全米証券業協会(NASD)

レビット SEC 委員長は、98年9月に、社債市場の透明性を向上させるとともに、NASD に対して、12ヶ月以内⁴に社債の売買価格の情報を収集しかつ公表するシステムの構築を進めるよう指示した。SEC は今夏の終わりまでに、NASD が規則案を公表することを期待している。加えて SEC は、社債市場での取引データベース、及び詐欺行為を見抜く監視プログラムを創り出すことを NASD に要求している。

NASD は、マーケット参加者の委員会である債券市場の透明性委員会(“the Bond Market Transparency Committee)を、業界主導で透明性を高める解決策を編み出すことを目的として結成した。その後 99年1月14日に初会合を開き、早急に問題の解決に努めることで同意するなど、積極的な動きが見られる。

NASD と SEC との合意事項

- ①ディーラーは、米国社債及び優先株におけるすべての取引を NASD に報告する義務を負うとする規則の提案。リアルタイムでの取引価格を収集、公表するシステムを発達させる。
- ②社債、優先株の取引状況についてのデータベースを作成し、当局が社債市場を監視する上で重要な役割を担うようにする。
- ③データベースの発達に伴って、社債、優先株市場の公正さにおける投資家の信頼を促進すべく、不正を見破る監視プログラムの構築。

(2)債券市場協会(The Bond Market Association, TBMA)

³ マーケットにおける取引の凡そ 3 分の 1 以上を占める。

⁴ NASD は、同システムの構築には 12 ヶ月から 18 ヶ月要することを表明している。

債券市場協会(TBMA)は、投資適格債に限り、インターディーラー・ブローカーからの取引情報を収集し、公表する案を模索中である。

一方で TBMA は、98 年 11 月に、S&P J.J.Kenny 社と協力して、地方債証券規則制定委員会(the Municipal Securities Rulemaking Board,MSRB)の価格及び売買高情報などをウェブサイト⁵を通じて提供するに至った。

2. 1999 年債券価格競争促進法案(H.R.1400)

社債市場における価格競争を促進する 1999 年債券価格競争促進法案(The Bond Price Competition Improvement Act of 1999, H.R.1400)は、4 月 21 日に下院商業委員会を通過した。同法案は、4 月 14 日にブライリー商業委員会委員長が提出したものであり、SEC、TBMA、NASD の支持を得ている。この法案は、6 月 14 日に下院本会議を通過した。

1999 年債券価格競争促進法案 (The Bond Price Competition Improvement Act of 1999)

- ①すべての取引所会員、ブローカー、ディーラーを始めとする、あらゆる人々にとって負債証券(covered debt securities)に関する情報を入手可能とするために、SEC は、必要な規則を採用するか、ないしは何らかの措置を講じなければならない。なお、規則の決定などをする際には、会社の負債証券に関する取引情報の収集、開示を行うための業界のシステムを考慮に入れなければならない。
- ②通貨監督官は、公共の利益や投資家保護の観点で、以下のような取引に関する情報を即時に、正確で信頼出来かつ公正な形で収集、処理、配布、及び公表を改善するにあたって、調査を実施しなければならない。
- (1)本法をもって改正されるように、1934 年証券取引所法第 11 条 A(d)項に従って、取引情報の収集が行われる一方で、情報開示がされないような負債証券
- (2)地方債証券
- 上記の調査を行う際に、(1)については SEC との協議、(2)については SEC 及び地方証券規則制定委員会(Municipal Securities Rulemaking Board、MSRB)との協議を必要とする。
- なお、同法施行日から 1 年以内に、一連の調査に関する報告書を議会に提出しなければならない。

(出所)野村総合研究所作成。

3. 今後の展望

以上見てきたように、米国では 1975 年以来株式市場、財務省証券市場、地方債市場のマーケット情報をリアルタイムで開示出来るようなシステムづくりに尽力する動きが目立った。ディーラー、個人、機関投資家を始めとするあらゆるマーケット参加者が当該市場に関する情報を入手できるシステムは、情報の非対称性を出来るだけ軽減し、効率的なマーケットを構築するうえで必要不可欠、と考えられる。レビット SEC 委員長も、「投資家は債券が売買されている価格を知る権利がある」として、マーケットの透明性向上の動きを推奨している。とりわけ社債市場に関して、レビット氏は、「多くの社債は活発に取引が行われているわけではなく、その価値は他の社債の価格から推量しなければならない。したがって、包括的な価格の透明性が極めて重要である」、とのコメント⁶を出している。

このように、市場の透明性を高めると、マーケット参加者、ひいては取引量が増大し、流動性が高まることが期待されている。実際、米国店頭登録市場では、1975 年の Nasdaq システム導入によって、売買高が急増した例があり、今後の動向が注目されよう。

(林 宏美)

⁵ www.investinginbonds.comを参照。

⁶ 99 年 4 月 6 日の証言