

平成 17 年度財務省委嘱調査

インド債券市場の現状と課題

2006 年 3 月

慶應義塾大学

グローバルセキュリティ研究所

目 次

1.	はじめに	1
2.	債券市場とマーケットのミクロ構造	3
2.1.	金利規制緩和	3
2.2.	増加する社内資源	4
2.3.	債券市場の規模	5
2.4.	監督者	7
2.5.	債券発行者	7
2.5.1.	政府	7
2.5.2.	民間企業部門	8
2.6.	各種証券	10
2.7.	取引、決済、および清算	12
2.7.1.	公債	12
2.7.2.	社債	12
2.7.3.	清算と決済システム	13
3.	債券市場の改革	14
3.1.	公債市場	14
3.1.1.	源泉徴収の免除	14
3.1.2.	入札制度の導入	14
3.1.3.	財政赤字の RBI 引受けの停止	14
3.1.4.	公債評価価格/会計標準による銀行の投資	14
3.1.5.	プライマリーディーラー・システムの導入	15
3.1.6.	既発債券の統合	15
3.1.7.	価格設定のためのゼロクーポンカーブ	15
3.1.8.	公債への一般投資家の関心	16
3.1.9.	取引、清算、および決済	16
3.1.10.	規制の問題	17
3.2.	社債市場	18
4.	債券市場の発展における諸問題	19
4.1.	インドの公債市場に関する問題	19
4.2.	インドの社債市場に関する諸問題	21
4.2.1.	民間企業：銀行融資と債券による調達	21

4.2.2.	リスク管理	21
4.2.3.	税の源泉徴収 (TDS)	21
4.2.4.	印紙税	21
4.2.5.	小口化	23
4.2.6.	情報	23
4.2.7.	市場慣行	24
4.2.8.	マーケットメーカー	24
4.2.9.	狭い投資家ベース	24
4.2.10.	社債におけるレポ取引	25
4.2.11.	取引、清算、および決済機能	25
4.2.12.	証券化	26
5.	債券市場の将来	27
5.1.	債券市場の発展につながる役目	27
5.1.1.	債券を通じたインフラ融資	27
5.1.2.	証券化	27
5.1.3.	年金基金と新しい年金規則	28
5.2.	今後何になされるべきか?	29
5.2.1.	投資家層の拡大	29
5.2.2.	発行者基盤の拡大	29
5.2.3.	デリバティブ市場の発展	30
5.2.4.	マーケットメイキング	30
5.2.5.	価格の歪みへの対応	30
5.2.6.	上場基準の緩和	30
5.2.7.	取引報告システムの開発	31
5.2.8.	取引、清算、および決済機能	31
5.2.9.	インフラ融資に特化した債券ファンド	31
5.2.10.	債券証券化市場の発展	31
A.	インドにおける証券化	32
A.1.	インドにおける現状のシナリオ	32
A.2.	インド証券市場が直面している問題	33
A.3.	最近の発展	35
A.4.	結論	37
B.	インドの退職金スキームと年金基金	38
C.	主要な債券市場での展開	43

1. はじめに

伝統的にインドの資本市場はリスクの程度に関係なく、投資家の好みやキャピタルゲインが得られるという点で、株式市場と同じようなものとされてきた。他方、比較的最近になって、投資家が債券市場を好むようになってきている。それは経済政策の変更の結果であり、そのために市場の力が資源配分に大きな影響を及ぼすことができるようになってきた。

インドなどの新興国の経済では、公共部門とその資金需要が果たす役割が大きいことは言うまでもない。財政赤字の増加と法定優先枠(銀行の法定流動性比率 (SLR))を通じた「統制された投資」という政府方針により、受動的ではあるものの確固たる公債の市場が形成された。さらに、政府借入れ(赤字の貨幣化)に資金供給者としてインド準備銀行(RBI)が関与したことは金融市場の抑圧につながった。結果的に生じることになった統制金利体制の下では、資産と債務のインバランスが金融機関のバランスシートにとって問題となることはない。その結果、公債の主要な所有者である銀行は受動的な公債の引き受け手の大勢を占めることになり、債券市場は活動停止状態であった。

インドの債券市場は伝統的に公債市場に占められていた。その理由として以下のことが考えられる。①多額の持続的政府歳入不足のため、その赤字を最適の費用で効率的な市場を育成して赤字を埋める必要があったこと、②公立銀行に対し預金の一定割合を公債への投資に義務づける法律により公債市場が制約を受けていたこと、③企業の資本調達では銀行貸出が優位性をもっていたこと、④規制金利によりバランスシート上は公債保有のリスクが回避されていた。

これらの要素により公債市場は確立されていたが、銀行のような専属の投資家が公債を購入して償還まで保有したため、市場は受動的であり、まったく目立った取引はなかった。

90年代前半にはじまった経済改革がこのシナリオを変えた。つまり、金利規制のゆるやかな緩和と入札の仕組みを通じて市場金利で借りるという政府の決定によって変革が動き出した。

市場主義経済に向かう中で、資源配分の方法が異なった次元に変化した。そこでは、政府の直接あるいは間接的な介入で誘導される従来の方式から、リスクリターン分析に基づいた選択による資源配分へと変わることとなる。そして、効率的な資源配分ができるか否かは有効な資産価格発見ができる環境かどうかにかかっている。

この価格発見の必要性は違った角度からも見ることができる。金融政策と政府債務管理機能政策がインド準備銀行に集中化されているという事実は、その二つの政策は調整される必要があるということになる。政府債務管理政策の目的が、長期にわたって発生する利払いコストを減少させることであるのに対して、金融政策の有効性はどのように効果波及経路が機

能するかということであり、その効率性は金利構造によって決まってくるのである。

他方では、公債が社債に値を付けるためのベンチマークとして作用し、それが本質的な価値を反映しない場合、市場は社債の値決めができないということになる。こうしたことは有効な価格決定メカニズムを持つ必要性を示しているのである。

この重要なパラメーター（すなわち、価格決定を容易にするシステムの能力とそれによる効率的な資源配分）を以ってして考えると、債券市場改革は、80年代後半から90年代前半に開始された公債市場の改革までさかのぼれるが、分水界となったのは財務省証券によるインド準備銀行の財政赤字引受けを終わらせるという1994年の画期的な政府決定であったといえよう。この画期的な政府決定、すなわち、市場レートで市場から資金調達することの決定から、市場による価格形成を可能にし、債券市場発展の時代が始まった。

価格形成の効率は市場のマイクロ構造と切り離すことはできない、流動性のある市場では流通コストが最小となり、売り一買いの価格差が小さくなる。また、適切な市場基盤を発展させるためにはそれを支える規制環境が必要である。一方、市場改革をスムーズに進めるためには改革手法の論理的な手続きと、時間軸を設計する必要がある。債券市場での改革が成功したのは関連当局が細心の注意を払って手続きを進めたことを証明している。

以上述べたことが今日の公債市場を方向づけた背景にある動機と理由であるが、一方では社債市場はマイクロの構造においても、市場の業績についてもまだ揺籃期にある。伝統的に、長期資金の提供は開発のための金融機関、すなわちインド産業開発銀行 (IDBI) などによって提供されてきた。これらの金融機関が普通銀行に転換して以来、論理的には債券市場の発展の場を提供するはずであったが、実際にはその様にはならず、自己資本による成長と株式発行による資金調達により社債市場を発展させるような方向には行かなかった。社債市場で出来る資金調達についてはインド企業は私募での資金調達の方法を選択した。また、発達したデリバティブ市場がなかったために発行人と投資家のどちらもリスクヘッジをする方法がなく、社債市場の発展が妨げられた。一方、銀行は、その性格上資金調達(負債)は短期であるので、金利リスクにさらされる長期融資ができない。もちろん他方では言うまでもなく、長期資金融資は必要なことであり、インフラセクターへの投資は必要である。

東アジア危機によって、銀行融資の行き過ぎが危機の原因の1つとして挙げられたため、銀行融資を債券による調達に切替える必要性が注目されるようになった。基本的に銀行融資は価格が決まった資産であり流動性が低いため、債券による資金調達が比較的安定した方法であると考えられてきた。言い換えれば、債券と異なって、銀行融資の価格(金利)は市場金利の変化に対応して変わることはない。したがって、金利の急激な変動があった場合は、銀行が融資の量的調整を行うこととなる。こうして、銀行融資が急激に増えたり減ったりするのである。

このようなことから、当局、特にインド証券取引委員会 (SEBI) 及び政府が対処しようとしている厚みのある機動的な社債市場を実現するための諸問題を真剣に検討する必要がある。

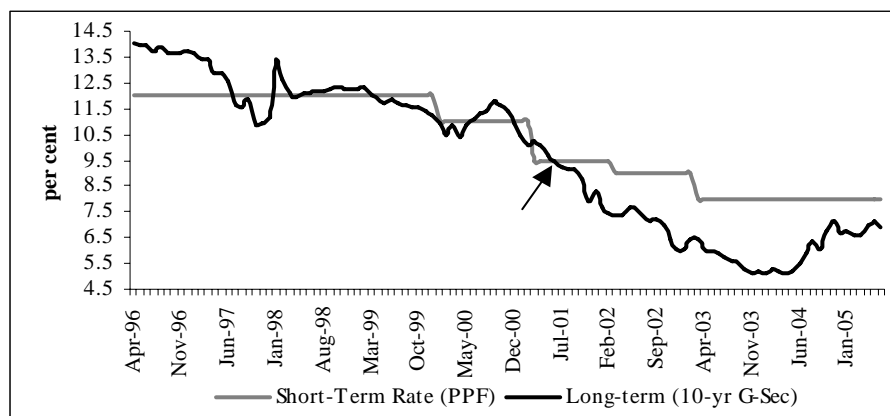
2. 債券市場とマーケットのマイクロ構造

2.1. 金利規制緩和

ここ 15 年間でインドの金融市場は徐々に成熟してきた。1991 年以降、インドの金融市場改革の主要な方策が取られている。1990 年代には、政府財政赤字のインド準備銀行（RBI）による引き受けを終わらせるという決定がなされ、合わせて公債の入札制度を導入し、金利自由化への取り組みがゆるやかに始った。金利自由化の影響は、当初は金利上昇として現れたが、RBI の公債管理政策と市場のマイクロ構造の改善により金利は徐々に下がった。

統制金利が段階的に少なくなり、低インフレや十分な流動性と相まって、インドの金利は引下げられた。経済の段階的な開放もまた、国内金利をグローバルな金利水準に引き下げることに繋がった。

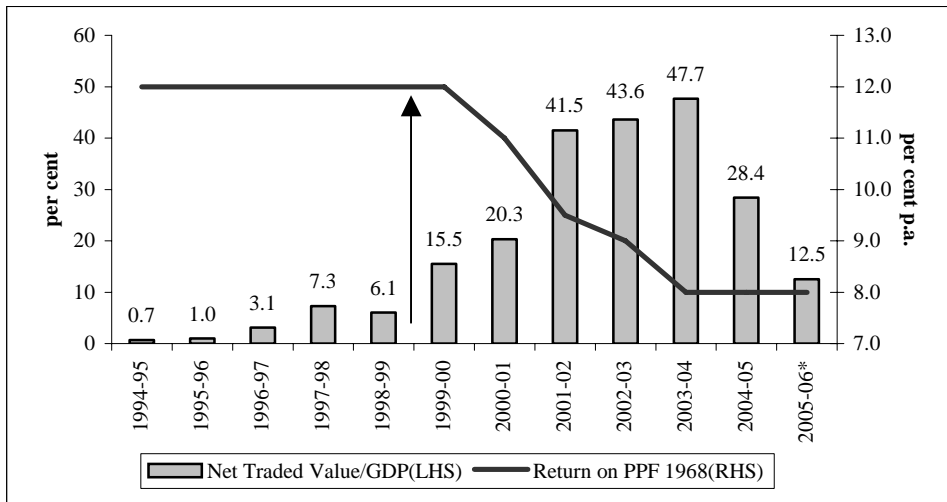
図 1: 金利構造の推移



出所: インド準備銀行 (RBI)

他の市場改革の実施とともに RBI による公債市場での金利の規制緩和、公債市場へのプライマリーディーラー制度 (PD) の導入、郵便貯金や公的退職金制度などの政府の少額貯蓄制度において統制金利を整理することによって、債券取引高の対 GDP 比は 15.5% から 47.7% まで目立った増加を示した。しかしながら、近年その取引高は減少している。これは信用格差に伴う銀行融資への需要増加と流動性の引き締めによる金利上昇のリスク回避の表れである。

図2: 金利の自由化と債券市場における純取引高



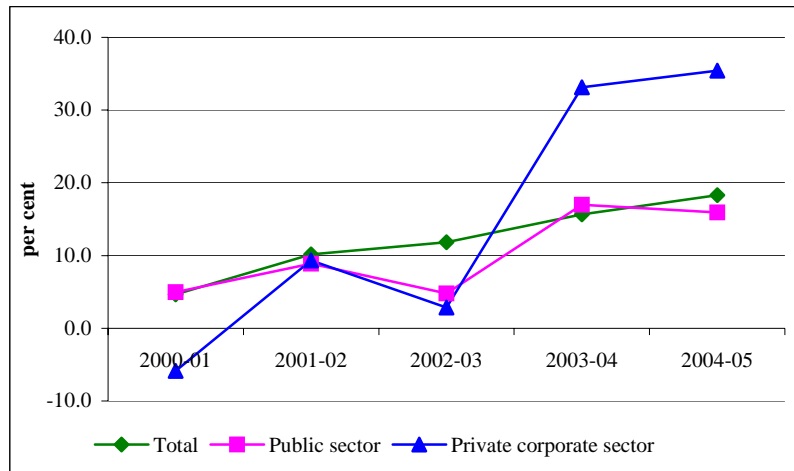
出所: RBI

2.2. 増加する社内資源

インドの債券市場の発展を見る場合、検討すべきもう一つの重要な側面は、広範なセクターで経済成長に刺激が与えられることである。今進行中の産業の浮揚は主として製造業セクターの先導によるものであった。2002年度から2005年度の間、製造業セクターは平均で8.1%成長した。

図3は、総資本の形成が2003年度と2004年度の間大幅に増加したことを示唆している。総投資は2年間で平均17%伸びたが、民間企業投資は同じ期間で34%の力強い成長を記録した。一方2004年度の公共部門投資は16%の成長であり、適度な減少で過熱することを防いだ。資本形成が増加するために資金需要が増加し、この状況が債券市場による資本の提供を促したが、投資の増減パターンは債券市場で調達された資金調達のパターンと一致していない。民間企業部門(投資で最も高い成長率を記録した)による債券市場からの調達資金量は、政府による調達に比べ明らかに低いものであった。

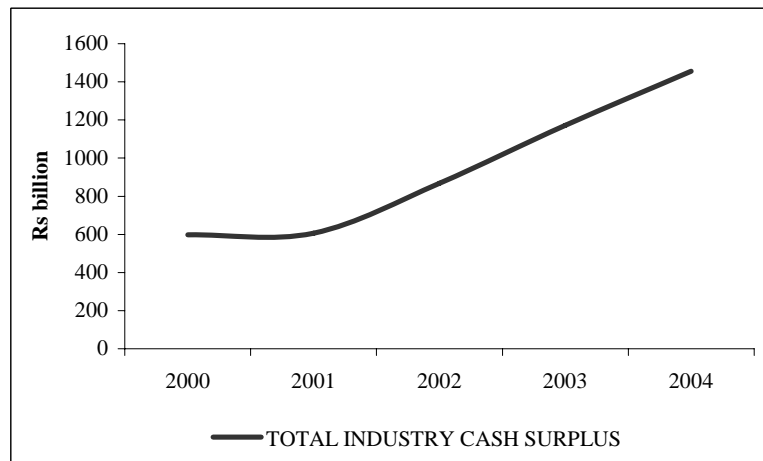
図3: 債券市場の成長と経済成長



出所: インド政府中央統計局 Central Statistical Organization, Government of India

民間企業が債券市場をあまり利用しない理由の1つに、企業の余剰現金が増加していることが挙げられる。産業界の余剰現金は2000年の5,970億ルピーから2004年の1兆4,550億ルピーへと年平均25%増加した。この巨大な現金余剰と私募債への依存が高いことが相まって民間企業の社債の発行を減少させた。

図4: 産業全体の資金保有量



出所: Prowess

2.3. 債券市場の規模

世界的には債券市場は株式市場の3倍から4倍の規模になるが、インドの債券市場は株式市場に比べ非常に小さい。これは国内の債券市場が近年ようやく規制が緩和され、自由化された、比較的初期の発展段階にあるからである。インドの債券市場は2つの主な部門、公債

市場および社債市場から成る。公債は債券市場の大部分を形成しており、発行総額、資本総額、時価総額の90-95%を占めている。特にこの2～3年間、公債市場は大きく成長している。既発債市場の国債の累計取引量は1998年の1兆6100億ルピーから2004年には21兆8990億ルピーへと相当な伸びを示した。

表1: 国際比較—2004年

	総未払い債務 (10億米ドル)	対GDP比 (%)
アメリカ	19186.6	163.5
欧州	9570.2	93.3
日本	8866.7	182.9
韓国	568.4	75.5
ブラジル	371.6	56.2
インド	239.2	34.8
マレーシア	106.6	90.5
チリ	41.8	41.0

出所: 国際決済銀行(BIS)、ブルームバーグ、スタンダード&プアーズ、国際通貨基金推定値

規模で言えば、インドの債券市場は日本と韓国に続いてアジアで3番目である。しかし、米国やユーロ圏など他の経済圏と比べるとそれほどうまくいっていない(表1参照)。インドの国債発行残高は2004年末には、2,392億USドルで対GDP比34.8%であり、日本の対GDP比183%に比べると明らかに低い。他の新興経済と異なり、インドの債券市場は、まだ十分発達したものでなく、資金調達の面からいえば融資と株式市場に次ぐ役割しか担っていない。

表2: 総発行済債券

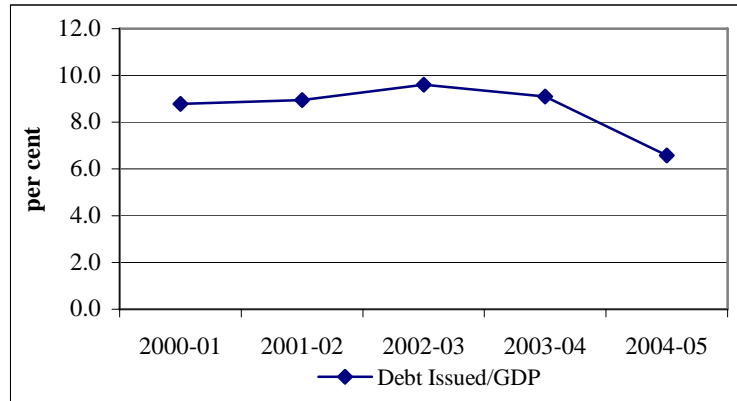
	総発行済債券(100万ルピー)			成長率(%)		
	総発行済債券	社債	国債	総発行済債券	社債	国債
1999-00	1727	594	1133	--	--	--
2000-01	1850	565	1284	7.1	-4.9	13.3
2001-02	2040	515	1525	10.3	-8.8	18.8
2002-03	2350	531	1819	15.2	3.1	19.3
2003-04	2509	527	1981	6.8	-0.8	8.9
2004-05	2050	594	1456	-18.3	12.7	-26.5

出所: インド準備銀行

注: CP、CDのような短期の金融商品を含む

また、インドの債券市場は特に社債市場の規模においてはさらに後れをとっている。発行済債券市場において社債の占めるシェアは、1999年度の34%から2003年度の21%まで低下したが、2004年度には29%にまで回復した。

図5:発行済債券比率の対GDP比



出所:ナショナル証券取引所、インド準備銀行

2.4. 監督者

証券市場での各監督者の役割を規定しているのは証券管理法(SCRA)である。この法律に基づいて、RBI は公債市場と通貨を規制する権限を持ち、金融市場における債券(CP、CD)と公債市場の監督を司る。非政府債券市場はSEBIによって規制されている。また、SEBIは証券取引所を管轄するので証券取引所における公債の取引について両者(RBIとSEBI)の監督権限は重なるため、協働して規制することとなる。どのような場合でも、1999年にRBIの総裁を座長として各証券市場と保険監督者の長とメンバーとしての財務省秘書官により組織された金融・資本ハイレベル共同委員会(HLCCFCM)が法律上のすき間を埋め、重複を調整することになっている。

2.5. 債券発行者

2.5.1. 政府

インド政府が発行する国債は、州政府や国家機関(インド産業開発銀行(IDBI)のような金融機関など)とともに、債券市場で取引される債券の大部分を占めている。巨額の財政赤字がこの市場の大きさに影響を与える要因となっている。

政府が債券を発行することと公債市場が発展することとは両立しうる。活発な既発債市場があれば公開市場操作などの間接的な手法を通じて金融政策が有効に発動される。また、効

率的な公債市場があると社債市場が発展する例がしばしば見受けられる。このことは公債市場の重要性を示しており、公債市場が確立して、効率的に運営されることが不可欠である。

表3: 国債発行残高と総債券残高(2004年)

	総未払い債務 (10億米ドル)	国債 (10億米ドル)	総未払い債務における 国債の割合 (%)
米国	19186.6	5526.4	28.8
日本	8866.7	6836.7	77.1
韓国	568.4	171.6	30.2
ブラジル	371.6	295.9	79.6
インド	239.2	235.0	98.2
マレーシア	106.6	45.2	42.4
チリ	41.8	20.0	47.8

出所: 国際決済銀行(BIS)、ブルームバーグ、スタンダード&プアーズ、国際通貨基金推定値

この20年間の財政赤字の増加によって、インドは大量の公債を発行するようになった。これによって国内債券市場は拡大し、その規模だけでなく市場参加者も増加した。しかし、ここで考慮すべきもう一つの側面は、2008-09年に経常赤字を無くし、財政赤字を対GDP比で3%まで減少させることを目的とした財政責任・予算管理法(FRBM法)を中央政府が遵守しなければならないということである。この目標が達成されると、政府借入が減少するため、公債市場の規模が縮小するだろう。これは、経済の拡大には逆効果であり、公共部門と民間部門の需要に合わない可能性がある。

2.5.2. 民間企業部門

世界的な潮流とは逆に、インド企業は債券や無担保手形(コマーシャルペーパー:CP)による金融市場からの資金調達にほとんど関心を示していない。このような資金調達の傾向は、主として銀行融資への満足度が高いことに拠るものである。年々、民間企業への信用供与は急激に拡大し2004-05年度には5,324億ルピーに達した。これらの資金は対外商業借入れの未曾有の増加と相まって、民間企業の銀行借入を増加させることとなり、債券の公募発行への依存度が減っているのである。

表4:企業資金の主要財源(10億ルピー)

	発行量				企業への資金の移動 (%)			
	2001-02	2002-03	2003-04	2004-05	2001-02	2002-03	2003-04	2004-05
銀行の融資	106.8	313.0	175.0	532.4	63.7	149.6	37.9	45.4
ノンバンクによる企業への資本移動(1から5)	60.8	-103.8	286.7	639.5	36.3	-49.6	62.1	54.6
1. 資本発行 (i と ii) (注1)	45.3	6.4	24.2	132.6	27.0	3.1	5.2	11.3
i) 非政府系公的企業(a と b)	41.8	6.4	23.2	105.8	25.0	3.1	5.0	9.0
a) 債券	33.0	2.2	0.0	0.0	19.7	1.0	0.0	0.0
b) 株式	8.8	4.2	23.2	105.8	5.3	2.0	5.0	9.0
ii) PSUsと政府系企業	3.5	0.0	1.0	26.8	2.1	0.0	0.2	2.3
2. ADRまたはGDRの発行(注2)	22.1	34.3	31.0	29.6	13.2	16.4	6.7	2.5
3. 対外商業借入(ECBs)(注3)		-114.2	181.1	388.9		-54.6	39.2	33.2
4. CPの発行(注4)	9.3	18.1	23.1	41.1	5.5	8.7	5.0	3.5
5. FIによって拡大された金融支援	-19.4	-48.5	27.2	47.3	-11.6	-23.2	5.9	4.0
企業への資本移動の総量	167.6	209.2	461.7	1171.9				

(注1): 銀行や金融機関以外の発行総額。合計額は資本発行における銀行による投資は除外していない。

(注2): 銀行や金融機関による発行を除外した国際預託証券(GDR)、米国預託証券(ADR)、そして外国通貨転換社債(FCCB)である。

(注3): 短期借入と2003年10月に実施された再建債券インド債(Resurgent India Bonds :RIB)の償還の調整を含む。

(注4): 銀行や金融機関のCP発行分は除く。

(注5): 2004-05年の留保利益と減価償却費のデータは非金融・非政府系企業1273社の結果に基づいている。

2004-2005年の留保利益の純利益に対する比率は60.4%であり、2003-04年と同等である。

出所:インド準備銀行

民間企業の発行した社債はここ数年増加しているが、それらは私募形式がほとんどである。公募債のシェアは1995-96年の22.7%から2004-05年には6.9%に低下した。

表5:企業部門によって調達される資金(10億ルピー)

年	公的株式発行	債券発行			資金調達額
		公募	私募	全体	
1995-96	88.8	29.4	100.4	129.8	218.6
1996-97	46.7	70.2	183.9	254.1	300.8
1997-98	11.3	19.3	309.8	329.1	340.5
1998-99	5.0	74.1	387.5	461.6	466.6
1999-00	29.8	47.0	550.7	597.7	627.5
2000-01	24.8	41.4	524.6	566.0	590.7
2001-02	10.8	53.4	454.3	507.7	518.5
2002-03	10.4	46.9	484.2	531.2	541.6
2003-04	178.2	43.2	484.3	527.5	705.7
2004-05	214.3	41.0	553.8	594.8	809.1

出所:Indian Securities Market Review、ナショナル証券取引所

企業は銀行と同じく、資金を定期預金を通じた小口市場から融通している。現在、会社法は資本金と任意積立金の50%まで銀行預金を認めている。信用格付の高い会社は、大口の貸

し手や投資家から私募で資金を得る傾向があり、公募債市場を活用しようとしなない。情報公開の質や種類など、公募債市場を利用する場合の要求事項は通常より厳格であるため、企業が公募債を利用する際の一番の制約となっている。

社債の発行を促進するために、政府は企業の私募債を 50 以上の投資家に割り当てるのを禁止すると宣言した。しかし、多くの企業は最初の発行の段階で 50 未満の投資家に私募債を発行するという回避策をとり、投資家はさらに広範な投資家に切り売りするため、政府の目的は無効になっているのである。

しかし、最近になって数々の改革や重要な構造改革がインドの金融・資本市場で実行されている。この改革は、特に膨大な数の投資家の便となるような観点から、小口債券市場を利用する際の問題点を解消していこうとするものである。

銀行融資の問題についていえば、現在のシステムは現金管理の責任が銀行に負わされているので、借り手優位になっている。安全性基準に従って負債・資産のマッチングの重要性が強調され、かつての開発系金融機関が次第に長期資金を提供しなくなってきたので、長期資金を提供する市場は債券市場にならざるを得なくなっている。また、金利リスクをヘッジするためのデリバティブ市場ができれば、債券市場の活性化に役立つであろう。

2.6. 各種証券

政府や企業など主な発行者、公的部門や銀行のような他の主体もまた資金需要を満たすために債券市場を活用している。これら主体のニーズの違いが、償還期限や利回り構造の異なり、違うタイプの債券の発行につながった。

短期金融市場は短期的な資金の需要や調達を取り扱うので、満期が一年未満の債券を活用する。マネーマーケットのもっとも重要な特徴は、流動性の高さである。金利に対する税の源泉徴収がないという特性と相まって非常に魅力的な投資源になっている。主に取引される資金調達手段はコマーシャルペーパー (CP)、譲渡性預金証書 (CD)、そして短期証券 (T-bill) である。

下の表はインド債券市場のあらゆる参加者と発行されている債券を挙げている。

表6:債券市場における参加者と商品

発行者	債券	満期	主な投資者
中央政府	確定日付債券 T-bill	1~30 年 91,182 または 364 日	インド準備銀行, 銀行、保険会社、準備基金、投資信託、プライマリーディーラー、個人
州政府	確定日付債券	5~10 年	銀行、保険会社、準備基金
PSU (中央または州)	債券	5~10 年	銀行、保険会社、企業、準備基金、投資信託、個人
企業	債券、社債 CP	1~10 年 15 日~1 年	銀行、投資信託、企業、個人
プライマリーディーラー	CP	15 日から 1 年	銀行、企業、金融機関、投資信託、個人
銀行	劣後債 CD	最低 5 年 3 ヶ月から 1 年	銀行、企業

出所:インド準備銀行

CP：主に企業によって発行される。CP 発行のためには、認定格付け機関から少なくとも P1 に格付けされていなければならない。留意すべき重要な点は CP による資金調達新規借入を意味するのではなく、企業が利用できる銀行借入限度の一部に代わるものであるということである。

CD：銀行は満期 1 年未満の CD を発行することを許可されており、それ以外の金融機関は 1 年以上の満期での CD を発行できる。インドの CD 市場が活発である主な理由は、この発行は銀行の準備預金の対象とはならないからである。

T-bill：T-bill はインド政府の要請でインド準備銀行によって発行される。したがって、実質的には国債の一種である。現在 T-bill は償還期限 14 日、91 日、364 日のものが発行されている。投資家は、指定の時間に競争入札しなければならない。競争入札によらないものは、時価よりも低い価格で入札者に割り当てられる競売（州政府やその関係企業、法定の公社、個人など特定者のみが参加できる）を通せば認められる。

長期債：満期 1 年以上である。主なものは、インド政府確定日付債券（GOISEC）、州政府債券（State loans）、公的セクター債券（PSU bond）、そして社債である。これらの大部分は利付債である。つまり、金利の支払いは予め決められていた日よりも前倒しで支払ってもよい。

インド政府確定日付債券（GOISEC）：中央政府に代わってインド準備銀行により発行され、毎年予算案として議会を通過した借入プログラム（連邦予算）の一部を形成する。満期は 1 年から 30 年である。GOISEC は年間を通じてインド準備銀行が事前に定めた金額で入札形式で発行されるが、T-bill とは違い、入札期日があらかじめ定められていない。最近では、インド準備銀行はインフレ連動債やゼロクーポン債といった新たな革新的調達法を導入している。

州政府債券（State loans）：州政府によって発行されるものの、インド準備銀行がこの債券の販売過程を決定している。その全体のプロセスは、販売から入札での割り当てに至るまで GOISEC のそれと同じである。また、本債券は SLR の対象で、金利の支払いや他の側面においても GOISEC に類似している。この債券には中央政府からの保証など何もないが、非常に安全な債券であると信じられている。一つの重要な点は、州政府債券の金利は GOISEC よりも少し高いということであり、それは多分、国債に準じるものと位置づけられていることを示すものである。

公的セクター債（PSU 債）：一般的に私募によって発行される長期債券である。財務大臣によって、非課税債券を発行する権利を認められた PSU もある。市場金利を支払う余裕のない PSU にとって、金利コストを減らすためになされた。

公的金融機関債（PFI）：金融機関は二つの方法で債券発行を認められている。一つは個人投資家や投資信託のための公募発行であり、二つ目は大手機関投資家に対する私募発行である。

社債：民間企業により発行される長期債券で、1年から10年を満期としている。PSU債に比べ、流動性はおしなべて低い。

表7は債券市場における国債の重要性を明らかにしている。これらはナショナル証券取引所（NSE）の大口債券市場（WDM）部門で取引量の大半を占めている。

表7:ナショナル証券取引所の大口債券市場(WDM)で取引される証券の種類別発行額
(10億ルピー)

	1998-99	1999-00	2000-01	2001-02	2002-03	2003-04	2004-05
政府確定日付債券	9.46	11.13	10.82	11.41	11.18	11.07	4.32
T-bill	1.14	0.45	0.72	0.34	0.39	0.54	0.47
PSU/機関発行債	0.29	0.06	0.12	0.08	0.17	0.24	0.10
その他	0.89	0.36	0.34	0.17	0.26	0.14	0.10

出所：ナショナル証券取引所
注：2004-05年は4月から8月

2.7. 取引、決済、および清算

2.7.1 公債

公債は、金融機関などの窓口と証券取引所で取引が出来る。相対ディーリングシステム（Negotiated Dealing System：NDS）ができたことで、公債市場でのブローカーの役割は小さくなった。市場参加者は直接相対取引（NDSに取引を報告することを要件とする電話取引のような相対取引）をすることも、匿名のオーダーマッチングメカニズム（NDS-OM モジュール）を通じて取引することも出来るようになった。

証券取引所における取引はT+2ローリング決済ベース（取引の2営業日後に決済）で行われるが、このシステムでは決済はT+1ベース（翌日決済）となる。NDSでは決済がインド清算会社（Cleaning Corporation of India：CCIL）により清算と交換が継ぎ目なく行われているのに対して、証券取引所における取引はそれぞれの代行会社を通して決済・清算がなされている。RBIは政府発行有価証券保有の記録役なので、RBIが公債の最終決済をしている。

CCILの設立により、決済機能は非常に改良された。CCILが決済保証基金の支援を受けて決済保証の中心的な担い手となることや多面的な相殺決済ができるようになったことを通じて、決済機能の改良が可能となったのである。

2.7.2. 社債

現在、社債取引は3つの異なった方法で実行されている。

(i) 関係者間の直接取引：相互取引の決済は、小切手を用いた中央銀行預け金の決済または保管機関の証券の移管によって行なう。

(ii) 仲介業者を通じた取引：仲介業者は買い手と売り手を集めて、取引の実行に協力し、最

終的には、当該仲介業者が登録証券取引所宛に取引を報告する義務を負う。

(iii) 証券取引所での取引：社債は匿名の注文システムによって取引され、決済は決済機関を通して当事者代理人契約という形で行われる。

最初の2つの方法は、買い手と売り手の間で直接お金と証券が交換されるので、機関投資家によって、頻繁に利用されている。債券市場を発展させるためには、機関投資家が社債市場の大部分を形成するので、特に機関投資家である売り手と買い手の要求を満たす取引の方法を構築する必要がある。世界的には債券市場は店頭市場として機能している。機関投資家のための特別の取引方法が必要なことは、最近、SEBIによって認識されてきた。証券取引所は、市場の他の部分の価格形成プロセスによらずに、5,000万ルピー以上の個々の取引を実行できるような方法を構築することを認められている。

2.7.3. 清算と決済システム

取引報告システムは、社債の既発債市場での発展の第一歩である。したがって、取引報告システムは、取引の正確性と完全性が確認され、決済が行なわれるような清算・決済システムと密接に連携している必要がある。既発債市場での取引は、現在、取引当事者間で相互に決済が行なわれている。市場全体のリスク軽減のためには、債券市場での取引の清算と決済が、世界的な決済のベストプラクティスに沿った清算・決済機関を通して、確立された清算と決済の手続によって行なわれることが不可欠である。

現在、社債の組織立った決済システムは構築されていない。決済リスクは、証券取引所に報告される直接またはブローカー経由の取引の場合に比較的高い。証券取引所の匿名の取引システムを通して実行されたわずかな割合の取引だけが、決済リスクが適切に保証されている確立された決済システムによるものである。

清算会社は、社債取引の決済に適切なリスク管理のメカニズムを構築すべきである。公債取引と社債の保証された決済の原理は同じであるが、社債のリスクは以下の2つの要因により非常に高い。公債の場合には信用リスクがないが、トリプルAの社債でさえ信用リスクがないわけではない。第二に、公債の流動性は社債よりもはるかに高い。したがって、市場価格リスクは社債の場合のほうがはるかに高い。社債のこれらの2つの特徴から、清算会社は、決済保証を提供する場合、はるかに高いマージンをとらなければならないだろう。

3. 債券市場の改革

3.1. 公債市場

3.1.1. 源泉徴収の免除

以前、税の源泉徴収(TDS)は公債市場の発展の大きな障害であった。これは価格決定メカニズムを歪めるだけでなく、公債の取引をやりにくくしていた。インド準備銀行(RBI)は源泉徴収を撤廃するように政府に申し入れ、説得した。公債の源泉徴収の免除は小さな改革のように見えたが、公債の値付けに関するひずみを取り除く上で大きな改革であった。

3.1.2. 入札制度の導入

入札制度は、80年代の後半に小規模に導入し、90年代の初めは大規模な実施を見たが、これは公債の価格を市場に決定させるという極めて重要な変化であった。統制金利体制から市場金利への大きな政策転換は、借り手としての政府に受け入れやすい状況を作るとともに、未経験の市場参加者の危険を加減するため、入札制度の選択は慎重に計画される必要があった。当初は、「最低入札価格がある非公開入札制度」(政府の代理人としてインド準備銀行が非競争的な入札者として入札に参加)の形を取ることにした。その後、RBIは発行市場から退出し、そして、財政責任予算管理法の施行によって、公債は入札を通じて市場金利により起債されている。

3.1.3. 財政赤字のRBI引受けの停止

1994年と1997年に、インド政府とRBIは財務省短期証券の一時的な発行による政府への融資制度の停止に関する協定に調印した。政府の市場金利による借入への移行という大胆かつ従来の路線を大きく変える決定は、戦略上、上記の入札制度の継続を必要とした。今日、非競争的な入札者として、RBIが入札に参加することは可能ではあるが、公債の発行市場におけるRBIの参加は極めてまれになった。それはファンダメンタルズに基づかない短期金利の過度な変動を緩和するためのものだけになってきており、政府予算の資金を調達する目的ではなくなっている。

3.1.4. 公債評価価格/会計標準による銀行の投資

このような変化に伴い、監督官庁は銀行の投資ポートフォリオ(主として公債により構成される)に評価価格/会計標準で国際的なベスト・プラクティスを導入した。それにより、銀行は、投資ポートフォリオについての市場評価を受けることが必要となり、銀行が市場で活発に取り引きせざるを得なくなった。これは初期の取引活動に勢いをつけることとなった。

3.1.5. プライマリーディーラー・システムの導入

公債市場へのプライマリーディーラー制度（PD）の導入は公債市場と既発債市場の両方に著しい変化をもたらした。起債における RBI の役割を小さくするために、PD が引受手数料などのインセンティブにより起債を引き受けることが求められた。更に、翌日物金利の不安定さ（一般的に PD が、レバレッジを大きく効かせて、その資本基盤と比べてかなり大きいポートフォリオを扱うため）を部分的に切り離すために、PD には有利な条件での借換手段が提供された。ただし、それには市場の流動性を確保するための価格提示（Price Making¹）の実施と起債市場の取引の質を維持向上させるために最低限の入札/成約比率を設けるといった条件が付いていた。PD のシステムが成熟してくるに連れ、PD は RBI によりも市場によって決まるようになってきた。

3.1.6. 既発債券の統合

発行市場では、債券を再発行することで複数の既発債を1つにまとめる動きが、2つの狙いをもって行われた。ひとつは大きなボリュームを作ることによってそれらの既発債の流動性²を高めることであり、もうひとつは発行市場がないときに、発行市場の代替としての役割を果たすことである（もともになる既発債には既に取引活動があるため）。新発債の発行戦略については、流動性を向上させるため、ベンチマークとなる証券の発行に向けてさらに微調整が行なわれた。新発債のクーポン支払い日はストリップス債を普及させることを意識して設定された。ストリップス債を発行できれば、ゼロクーポン債利回り曲線（ZCYC）ができ、資産・負債の期間のマッチングのニーズに対応できるようになる。

3.1.7. 価格設定のためのゼロクーポンカーブ

価格決定メカニズムをさらに改良するためには、ゼロクーポン債利回り曲線（ZCYC）を普及させることが必要であろう。前項で述べたようにストリップス債は ZCYC の活用を促進させる。ナショナル証券取引所（NSE）が、系統的で確立した算出方法を利用した ZCYC を最初に世に送り出した。それは大口債券市場（WDM）部門から得た取引データに基づく毎日の ZCYC である。これは、NSE の金利先物取引の値付けに使用されている。FIMMDA/PDAI（債権・短期金利・デリバティブ協会/インド・プライマリー・ディーラー協会）は市場参加者が公債ポートフォリオを評価するために、毎月 ZCYC を発表している。しかしながら、ZCYC をベースとした価格はインドの市場参加者には活用されていない。

その主な理由は以下の通りである。

- ・ 額面価格に近い証券に相当なプレミアムがあるということは、ZCYC の算出方法では認識することができない重要な利率の影響があることを示唆しているのではないか。
- ・ 直近発行の公債にはっきりと流動性のプレミアムが見受けられるため、流動性の大小・有

1 Price Maker は売値を買値より高く付け、その結果、売値－買値の差がその収入となる。反面 Price Taker は高く買って、安値で売ることから不利である。

2 流動化されているというのは市場が、売買が価格にほとんど影響なしに瞬時に成立する場合である。

無によって利回り曲線が平行して複数存在しているのではないか。

- ・ ゼロクーポン債の既発債がないことと現先取引で空売りができないために、市場参加者は実際の ZCYC に基づいて計算される先物レートで金利を固定化することができないのではないか。

3.1.8. 公債への一般投資家の関心

主として小口の貯蓄商品が出回っていることと公債市場へのアクセスが難しいことから、個人投資家などはあまり公債に関心を持っていない。小口貯蓄商品での金利裁定が進めば、公債と貯蓄商品との間で収益が似たような水準になってくる可能性はある。先進国にしる、開発途上国にしる、個人は流動性の高い銀行預金を好む傾向がある。個人投資家などが公債に関心を持ち、それによって投資家のベースを拡大するためには、公債の投資信託の販売促進と証券取引所での公債取引が重要だろう。しかしながら、証券取引所での公債の流動性が低いということは、一般投資家に公債を提供するためには、まだ多くの解決しなければならない課題が残っていることを示唆している。

3.1.9. 取引、清算、および決済

取引：電子取引が増えつつあるが、債券市場では電話による店頭取引がほとんどである。インドもその点では他の国と変わらない。取引は相手側の信用リスクのある相対取引か、ディーラー市場を通じた取引が大半を占める。NSE では大口債券市場 (WDM) 部門が機能しているが、そのプラットフォームは注文処理のためにというより、むしろ既に成立した取引を報告するメカニズムとして使用されている。

価格形成過程では、情報が非常に重要である。この点からいうと、ディーラー市場は不透明であり、取引情報は事前も事後も非公開である。ディーラー市場はマーケット・メーカー方式として知られている。つまり、証券会社は特定銘柄の気配値を常に表示し、売買の注文を待つ形式の取引方法である。ディーラーは価格形成者であり、流動性を提供する。これに対して、オーダー・ドリブン方式は、入札のように売買注文の段階で取引価格を争う形式の証券取引方法で、オーダーマッチングを基本とする市場であり、「入札代理人市場」として知られている。ディーラー市場では、ディーラーは売値と買値を同時に提示しなければならないため、リスクを考慮に入れるとスプレッドは広がるが、オーダー・ドリブン方式では、価格が近づいてくる可能性があるため、取引コストは減少する³。しかし後者ではオーダーが大きくなるに従って市場が拡大するとは限らず、取引執行のリスクが生じてくる。他方、マーケット・メーカー方式では、ディーラーがあらかじめ売値と買値を提示するので取引の実行は保証されている。

RBI が開発した相対ディーリングシステム (NDS) は価格交渉して、注文をマッチングさせる (NDS-OM)、最善のシステムを作ろうとしたものであった。NDS でのレート提示には参考値、或いは確約値がある。参考値に関しては、交渉は (スクリーン上で) システムを通じて行わ

³ 取引のコストには注文の処理コスト (すべての取引を完了するまでにかかったコスト) と市場に影響を与えるコスト (取引することでその資産の市場価格が変わってしまうコスト) がある。

れる。レート提示は、公開（指定された相手だけでなく誰でも提示レートを見ることが出来る。したがって参考値確認用として使われる）と、相対（指定された取引相手だけが見ることが出来る）がある。また、NDS-OMは価格/時間の優先権に従って取引を成立させる。実際、NDSはブローカーを排除して、公債市場の透明性を増した。

NDSは電話取引に取って代わって、スクリーン上で行われる取引である。データが入手しやすくなったことで、価格形成が容易になり取引に透明性が生まれる。誰が取引を実行したかは市場では明らかにされないため、電子取引プラットフォームの匿名の取引メカニズムに似ている。NDSの基本的な目的の1つが公債と金融市場商品の取引のオンライン価格情報の普及であるため、NDS以外で成立した取引は必ずNDSを通して報告されなければならない。また、NDSは公債の新発債に電子入札のプラットフォームを提供している。

こうしたことから、NDSはオンライン価格情報と電子取引の普及のために改善された既存システムの拡大版とも言える。現在の法的根拠は、NDSのメンバーによって調印されたNDS規則だが、新しい政府証券法（Government Securities Act:GS法）が制定されると、更に強固な法的根拠ができる。端的に言えば、NDSは「ペーパーレス」の取引を進めるものであり、公債市場の参加者による取引でCCILとの決済のインタフェースにもなる。

清算：証券取引所は、社債や非政府企業の証券の清算と決済の機能を持っているが、公債についてはRBIが登録機関として位置づけられ最終的決済権者となる。しかしながら、RBIの総勘定元帳の補助簿（SGL）は関係機関以外に開放されておらず、外部の市場参加者は公債の取引をする際には困難を伴った。SGLの構成員規定に沿って関係機関をNSDLやCDSLなどの受託者に拡大したことによって、市場参加者を増やすことができ、投資家ベースを広げることができた。

インド清算会社（CCIL）はその目的の1つに公債の清算と決済があるが、処理コストと受け渡しリスクの両方の削減が期待されている。CCILは取引の中心に立って、すべての取引の決済を保証して、多面的な相殺決済で取引を決済する。こうしたことでCCILは会員に役立っているのである。相対での相殺決済に対する多面的な相殺決済のメリットは、将来の起こりうる損害に対する資本のコストを減らし、事務処理費用を軽減させることである。

決済：RBIは公債のペーパーレス化のパイオニアであり、保有公債の90%以上がペーパーレスとなっている。デリバティブ取引の相手に対するリスクに対処するために1995年に導入されたDVPシステムは、国際決済銀行（BIS）のModel1に沿ったものである。資金と証券はグロスベースで清算され、決済は翌日決済はもちろんのこと当日決済も可能である。

証券取引所では、決済期間の短縮とローリング決済の導入で不健全な投機的活動が減り、リスクも小さくなった。証券取引所のリテール部門では、公債は3営業日内のローリング決済で取引されるが、大口債券市場部門では2営業日内で決済される。

3.1.10. 規制の問題

規制の漏れと重複はすべての監督関係者の連携努力で徐々に改善されている。様々な監督官庁の権限や責任の範囲を明確にするために、連邦財務省、RBI、SEBI、およびIRDAの代表

から成る、資本市場のハイレベル委員会(HLC)が作られ、検討を進めている。例えば、RBIには金融と公債市場の監督が含まれるが、これらの商品はSEBIの監督下にある証券取引所で取り扱われているので、こうした商品を普及させていくためには両者は協力していく必要がある。

民間の自主規制機関(SRO)は存在していないが、債券・短期金利・デリバティブ協会(FIMMDA)、およびインド・プライマリーディーラー協会(PDAI)は市場の取引慣習を標準化し、債券市場に関する投資家教育などの活動を行っている。

3.2. 社債市場

この市場にはコマーシャルペーパー(CP)、譲渡性預金証書(CD)、社債、債務証書、および金融機関と地方自治体が発行する確定利子証券がある。社債市場はまだ発達していないものの、公債市場の発展が社債市場の発展に重要な意味合いを持っている。公債市場は、政府とRBIからの確固とした支援があり恩恵を被っていたのに対して、社債市場は同様の支援を受けることが出来なかった。

この分野での主な改革は以下の通りである：

- ・ 金融部門改革の一部として、1992年にインド政府は資本発行監督庁(CCI)が社債の発行に設けていた金利上限を撤廃した。
- ・ NSEは1994年に大口債券市場(WDM)による債券取引を開始した。しかしながら、WDMは店頭市場で行われた取引を報告するプラットフォームとしてしかほとんど使われなかった。また、ムンバイ証券取引所(BSE)のWDMが2001年6月に業務を開始した。
- ・ インドの社債市場はほとんどが非公開の私募形式である。更に、私募市場は金融機関、銀行、公共企業に占められている。社債市場の取引の透明性を確保するために、SEBIは社債は証券取引所のスクリーン上、すなわちオーダーマッチングシステムで取引することを法定化した。また、RBIはその法律的な権限に基づき、非上場の社債への投資を制限する命令を出した。

これまで述べたように、投資家と発行者の双方にとって債券市場が魅力あるものになるためにはまだまだ手を打つべき事柄は多い。それについては、次章で述べる。

4. 債券市場の発展における諸問題

株式と公債に関しては、十分組織化された既発債市場がインドに存在しているが、社債の既発債市場は機能が非常に未成熟である。流動性が非常に低く、そして、発行規模は小さい。

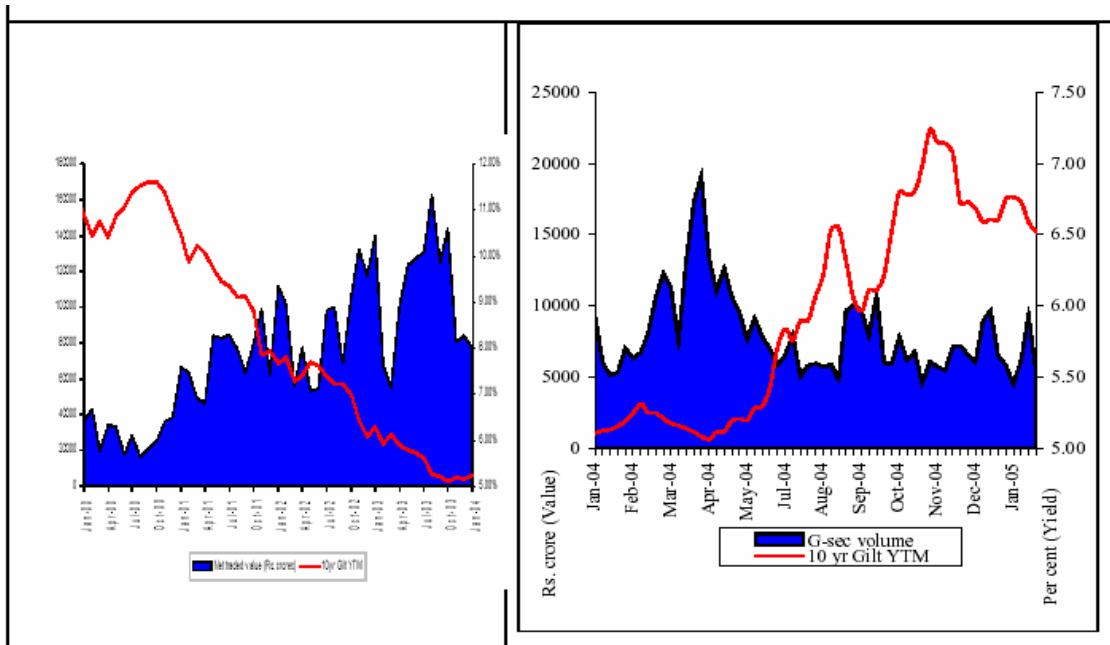
4.1. インドの公債市場に関する問題

複数の取引所による非常に競争力があるインド公債市場の構築は、発行者に対する規制によって投資家を保護するのと同様に、革新と効率性を育成するために必要不可欠だ。活気のある公債市場は、金利の形成のための安定した指標を提供し、主要金利を資金の需要と供給の動きに敏感に反応させることを可能にする。既に述べたように、債券市場の成長は、インド公債市場の成長に重点を置いて行われてきた。その結果、広く知られた効率的で流動性のある公債市場が、インドには存在している。しかしながら、インド公債市場にも解決に向けて取り組まなければならない問題が残っている。

公債市場の中において、保有期間の統合はまだ不完全である。過剰流動性の圧力はしばしばイールドカーブを歪めるという結果を引き起こしてきた。残存期間が2年と10年のスプレッド(183bp~63bp)と10年と20年のスプレッド(95bp~77bp)が2001年9月から2004年5月の間に縮小し、インドのイールドカーブは、国際的に見ても最もフラットなものの一つとなった。2004年4月-5月には、多額の資本流入に起因する豊富な流動性によって、91日物と364日物の短期財務省証券の利回りが、その週のリバースレポの金利である4.5パーセントを下回ることとなった。その上、364日物の短期財務省証券の利回りが、91日物の短期財務省証券を下回った例もある。利回り曲線の歪みは、特定の期間に流動性が集中するという市場の流動性の不均衡なスプレッドを反映している。したがって利回りは、長期保有に固有のリスクよりも流動性の歪みを反映しているといえる。これは何もインド独特の奇妙な現象ではなく世界的な現象で、アラン・グリーンズパン元FRB議長でさえこの「謎」に困惑したのだ。

金利に対する見方を反映する金融商品がない場合は、金利が下がると、市場が活発で流動性が高くなり、金利が上昇するときには、活気がなく流動性が低下するという状況が観測される。取引量が小さいと、マーケットに厚みがなく、価格操作が起こりやすい。従って、中央政府の専門家グループによると、金利の動向にかかわらず市場の流動性を確保するために、市場参加者が二通りのポジションを取ることが可能にする必要がある。これは、金利先物取引を利用して達成することができる。しかし、国債の金利先物取引はあるものの、国債への投資家の大部分にとっては、まだ、なじみの薄いものである。

図 6: 金利動向と出来高



出所: “Report of the internal Technical Group on Central Government Securities Market”, インド準備銀行, 2005

発行済の国債の銘柄の総数に比べ、活発に取り引きされている銘柄数は非常に少ない。2005年2月末には、国債の銘柄は121あり、総額8兆9,530億ルピーであった。これらのうち、発行額1,000億ルピー以上の銘柄は44あり、国債の総残高の69%を占めている。国債の総残高に対する売買高の比率は、先進国では3~38倍であるが、インドにおいては、2003年のおよそ2倍から2004年では1.5倍に急激に低下している。一日に、多くても10から12銘柄しか取引されていないが、そのうち活発に取り引きされているのはせいぜい4~5銘柄である。市場での活発な取引がなければ、利回り曲線は歪み、債券の価格決定は困難になる。また、そのため、似たような期間の債券が、流動性プレミアムが場合によっては50bpにも上ることから、大きく異なった利回りで取引される状況を生んでいる。

投資家層が薄く、そのために市場の価格変動性が高くなり、事実上、数人の活発な投資家が価格を決定することを可能にしている。公債のかなりの部分は銀行によって保有され、金融システムにおいて、リスクの集中をもたらしている。

プライマリーディーラーは公債の発行市場、流通市場の双方において貢献しているが、最も重要な機能の1つ、つまり、公債のマーケットメイキングということにおいては、十分な役割を果たすことができなかつた。しかし、仮にこの機能を実行しなければならない場合、現在のビジネスモデルとその取引活動の自由度では、ショックが起きた時にそれを吸収できないかもしれない。

現行の公債取引の決済システムは、翌日決済となっているが、決済期間が短いことで、流動性に影響を与えるような行き過ぎた投機的活動を抑えるのに役立っている。

市場流動性の問題以外には、インドの公債市場には特に大きな問題はない。取引・清算・決

済のインフラは、世界でも最も良いものの1つであるといえる。

4.2. インドの社債市場に関する諸問題

4.2.1. 民間企業：銀行融資と債券による調達

伝統的に、インドの民間企業部門はその長期資金需要をいわゆる開発系金融機関(インド産業開発銀行(IDBI)や ICICI など)で賄い、短期資金を商業銀行で賄ってきた。資本市場の発展が非金融仲介化を促し、民間企業は 80 年代に債券/社債市場を開拓し始めた。しかしながら、長期資金を提供してきた開発系金融機関がなくなったことで、そこに空白が生じた。これは本来、社債市場を発展させるいい機会であるはずだったが、こうした現象は起こらなかった。民間企業は増加した内部留保を活用したり、株式ブームを利用した低価格の株式発行による資金調達、海外の低金利ローンの利用等の手段を採用したのである。そして、長期借入が必要な場合はいつも私募調達を好んだ。さらに、リスクヘッジの方法がなかったため、債券による資金調達は、銀行融資に比べてリスクがあり、柔軟に欠けるものだった。

4.2.2. リスク管理

デリバティブ市場がそれほど発達していないので、発行者、投資家ともに、金利の変動から発生するリスクを効率的にヘッジすることができない。金利スワップと金利先物の市場はあるものの、関係者の数は限られていて、市場規模は小さく、厚味もない。上場されている金利先物もオプションもない。時価評価の規制によって、銀行が社債への投資を敬遠し、伝統的な銀行融資を好むようになってきている。しかしながら、いったん銀行がバーゼル II 基準を遵守することになれば、民間企業への貸し出しも定期的に評価しなければならなくなり、ある程度この状況を正すことになるかもしれない。

4.2.3. 税の源泉徴収 (TDS)

社債の場合、当該の税法に従って毎年度末時点の経過利子に源泉徴収し、登録名義人に源泉税控除証明書を発行する。保険会社と投資信託は源泉徴収免除事業者だが、他の市場参加者は社債の支払利子に対して源泉徴収されることになる。源泉徴収は公債市場の発展の大きな阻害要因と考えられていた。RBI が源泉徴収によって公債の取引効率が如何に悪化し、煩雑になっていたかを政府に示し、それを撤廃した。そうした取引の非効率性や煩雑さに加え、保険会社/投資信託と他の市場参加者とで課税に対しての扱いが異なるため、統一的なコンピュータ化された取引システムを導入することが難しくなっている。

4.2.4. 印紙税

印紙税は州政府の財源である。インドの印紙法は中央政府が制定するが、州政府にはその

法律を修正する権限がある。印紙法の3章では、印紙税は表Iに従って払わなければならないと規定している。各州は修正条項で表IAを導入し、州ごとに払うべき印紙税を定めている。印紙税は金融商品の性格や発行者の属性などの要件により、商品が発行されたとき、転売されたとき、あるいはその両方の時点で徴収される。この税は非常に高く、債券市場発展の阻害要因と言われている。例えば、インドの社債の印紙税は従価制で税率は0.375%に定められており、約束手形の税率は0.05%とかなり低く設定されている。社債市場の発展という観点からは、全国的な印紙税率体系の合理化が急務である。印紙税は起債費用に多大な影響を与えることから、印紙税の税率引き下げと、1回の起債で徴収する印紙税の最高額を定めた適切な規定の制定が望まれる。これは、発行費用の減少をもたらすだけでなく、印紙税率統一の導入にもつながる。

前述のように、一般に、印紙税はそれぞれの州政府によって徴収され、州毎に異なっている。それゆえに、徴税構造の合理化を州政府に納得させる必要がある。2005年にインド政府によって設立された高等諮問委員会は社債への印紙税について下記の表を答申した。

表8:印紙税の体系(案)

満期	印紙税	印紙税額上限
1年未満	額面価格の0.05%	100万ルピー
1～3年	毎年、額面価格の0.05%	150万ルピー
3～5年	毎年、額面価格の0.05%	200万ルピー
5年超	毎年、額面価格の0.05%	250万ルピー

出所: Patil Committee Report, 2005

さらに、証券に適用する印紙税は投資家の属性によって異なる。これは、民間企業が個人投資家のような(直接か投資信託会社を通じた)投資家や、保険会社、共済・年金基金のような長期的投資家に対して債券を発行することへの妨げとなっている。こうした一貫性の欠如の他にも、いくつかの先進地域の市場と比べて、税率構造がかなり急だという問題もある(表8参照)。

表 9: 国別印紙税率比較(シンガポール、マレーシア、インド)

証券の種類	シンガポール	マレーシア	マハラシュトラ州	デリー	グジャラート州
約束手形の発行	なし	なし(私募債、アセットバック証券 [ABS]、社債)	0.5% 0.10%(投資家が金融機関その他特定機関の場合)	0.5% 0.10%(投資家が金融機関その他特定機関の場合)	0.5% 0.10%(投資家が金融機関その他特定機関の場合)
社債の発行	なし	なし(私募債、アセットバック証券 [ABS]、社債)	0.36%(無担保社債)	0.36%(無担保社債)	0.36%(無担保社債)
手数料の設定					
衡平法によらない譲渡抵当	S\$1000 ごとに S\$4 (0.04%、MaxS\$500)	RM1000 ごとに RM5 (0.05%、MaxRM500)	1%(Max 5 万ルピー)	2%(Max 2 万ルピー)	2%(Max 2 万ルピー)
衡平法による譲渡抵当	S\$1000 ごとに S\$2 (0.02%、MaxS\$500)	RM1000 ごとに RM5 (0.05%、MaxRM500)			
例).5 億ルピー発行	0.0027%	0.0024%	0.10%	0.04%	0.04%
抵当/担保			1%(Max 5 万ルピー)	0.5%(Max 5,000 ルピー)	0.2%(Max 1 万ルピー)

出所:MAS,Bank Negara Malaysia, Indian Stamp Act and respective state stamp acts

4.2.5. 小口化

債券発行の規模は、概して小さい。ひとつの会社の発行銘柄の数に制限はない。発行コストを考えると民間企業、特に中小企業は、必要なときに必要なだけ資金調達したいと考えるだろう。さらに、彼らは小口の複数銘柄の発行につながる私募債により資金を調達することが多い。その結果、企業は、主として公募発行に伴う煩雑さを避けるために、私募形式での複数銘柄の発行を好む。現在の制度下では、新発債を 50 人以上の投資家に販売するのであれば、発行者は、煩雑で、高コスト、かつ時間のかかる公募方式を採らなければならない。これは、債券発行の小口化をもたらし、社債市場の流動性の向上を妨げている。しかしながら、ガイドラインの但書きを通じて、または、公募債手続きの簡素化により、これを修正することは可能だろう。

4.2.6. 情報

情報は、価格形成に極めて重要である。一般的には、信用格付けと公債のイールドカーブに基づいて、社債のスプレッドが決まるが、そのようなシステムは効率的でも実用的でもないのかもしれない。例えば、異なった起債者によって同じ利率で発行された同種の債券が異なった価格で取引されている場合、信用度変化を表すマトリックスがなければ、債務不履行に陥る確率を算出するのは難しいであろう。そのためには時系列的な取引データが集約された情報システムを必要とするが、インドでは利用可能ではない。ただ、そのような情報があれば、債券の公正な価格設定の際に発行者と投資家の両方の助けとなるであろう。現在、証券取引所に報告された取引だけが報道されている。証券取引所外で取引され、取引所に報告

にされない企業が債務不履行になったとしても、その情報はどこにも伝わらない。したがって、取引情報を集約することが必要であり、それは市場にとっても監督機関にとっても有益である。

そのような情報がないため債券保証をする産業がなかなか発展しないのである。

4.2.7. 市場慣行

標準化された市場慣行は効率的市場の前提条件である。しかしながら、インド市場ではそうはなっていない。例えば、NSE の大口債券取引（WDM）部門のような取引では、最低取引額は 100 万ルピーであるが、店頭市場取引においては、取引額に関する規制はない。また、利払いについて多様な様式が適用されており（実日数/360、実日数/実日数などのように）、決済面での問題につながっている。しかし、それは自主規制機関（SRO）にはなっていないものの、債券・短期金利・デリバティブ協会（FIMMDA）のような機関はある標準化された取引慣行を持っている。現在、公債市場のように取引の決済を保証してくれるような中央決済機構は社債市場には存在しない。決済は双方でなされなければならない。たとえば、清算会社のような中央決済機構が決済を行うような仕組みがないと、取引参加者をリスクにさらすことになる。また、多角的な相殺決済がないことも市場の流動性を低めることになった。

4.2.8. マーケットメーカー

マーケットメーカーの役割は市場の創設期では非常に重要である（それを論じるのは簡単だが実行するのは難しい）。マーケットメーカーは市場を多様化するように想定されている。マーケットメーカーはこうした市場で金融資産と証券供給の両面で多くのリスクを負い、支えを必要としている。現在のインドの市場には、債券市場にそのようなマーケットメーカーの層がない。そのようなマーケットメーカーを作り出すために、企業の市場からの資金調達に協力する投資銀行を、当該投資銀行が発行に携わった社債のマーケットメイキングに関与させることが考えられる。

4.2.9. 狭い投資家ベース

- (a) 世界各国において共済・年金基金は社債の大口投資家である。インドでは、これらの基金が安全性の観点から、従来公債に投資してきた。また、政府がこれらの基金に出した投資ガイドラインは、公債や政府保証債券、PSU 発行の債券に投資するように偏っていた。
- (b) 協同組合銀行は、預金残高の 10% を上限として PSU 発行債券への投資を認められるが、民間の社債への投資が認められるのは指定を受けた協同組合銀行に限られる。協同組合銀行は多額の預金残高を有しているので、全ての協同組合銀行に格付の高い社債への投資を認めれば、効果があがるだろう。
- (c) 個人投資家は固定金利証券をほとんど購入していない。理由の 1 つは政府の少額貯蓄商

品に高い金利が設定されていることである。この金利については市場水準への引き下げを実施しつつある。しかし、社債市場の最低取引額、取引コスト、および流動性の低さが個人投資家参入の際の障壁となっている。

- (d) 外国機関投資家 (FI1) は債券市場で大きい存在にはなっていない。彼らは一時的に資金を置いて、ポートフォリオ管理の一環として債券市場を利用している。彼らの主な関心は株式市場にある。

4.2.10. 社債におけるレポ取引

RBI ではレポ取引を社債に広げる動きがあるが、現在のところ、公債のみに認められている。証券の所有者が市場で資金を借りることができるため、証券を再利用して他の機会に投資することができるようになるので、確かに、レポ取引は社債市場に流動性を生み出す。

4.2.11. 取引、清算、および決済機能

a) 取引リポーティングシステム:

現在、すべての取引に関する情報のうち証券取引所を通して取引した、あるいは報告したもの以外は公開されない。

b) 取引のプラットフォーム:

社債における取引は3方法で実行される:

(i) 直接取引: 2人の当事者によって直接行われた取引の資金移動を銀行で、証券を保管機構で決済する取引。

(ii) 仲介業者は買い手と売り手を集めて、取引の実行に協力し、最終的には、当該仲介業者が登録証券取引所宛に取引を報告する義務を負う。

(iii) 取引交換所を通じた匿名の注文登録システムで、社債は清算会社を通じて決済される。

機関投資家はいままで(i),(ii)の方法を一般に使ってきている。機関投資家が社債市場の大部分を形成しているため、債券市場を発展させるためには、特に機関投資家である売り手と買い手の要求を満たす取引方法を構築する必要がある。世界的には債券市場は店頭市場として機能している。機関投資家のための特別な取引方法が必要なことは、最近、SEBIによって認識されてきた。証券取引所は、市場の他の部分の価格形成プロセスによらずに、5,000万ルピー以上の個々の取引を実行できるような方法の構築を認められている。

c) 清算と決済システム:

流通市場での取引は、現在、取引当事者間で相互に決済が行なわれている。市場全体のリスク軽減のためには、債券市場での取引の清算と決済が、世界的な決済のベストプラクティスに沿った清算・決済機関を通して、確立された清算と決済の手続によって行なわれることが不可欠である。

現在、社債についての組織立った決済システムは構築されていない。決済リスクは、証券

取引所に報告される直接またはブローカー経由の取引の場合に比較的高い。証券取引所の匿名の取引システムを通して実行されたわずかな割合の取引だけが、決済リスクが適切に保証されている確立された決済システムによっている。公債市場にあるような清算機構（CCILを通じた名義変更と多角的相殺決済）は社債市場にはない。公債と比べて、社債のほうがリスクが高いため、これこそが社債市場に必要とされている。

4.2.12. 証券化

証券化商品の市場はインドではまだ発展していない。金融機関と銀行は住宅と社会資本にかなりの資金投入をしたが、証券化による資金循環なしには更なる展望を広げることができない。証券化の発展を容易にするためには、法律や規制や投資家などの心理面などの解決しなければならない問題がある。既存の法律は、資産管理会社（Asset Reconstruction Companies）と全国住宅銀行（National Housing Bank）に債務の証券化を認めている。しかしながら、証券化された債務は、証券契約規制法（Securities Contract Regulation Act : SCRA）の対象に含まれず、したがって、取引のため証券取引所に上場することができない。これらの商品が証券取引所に上場されていないので、既発債市場での取引は不可能である。最近、インド政府は、証券化された資産が証券取引所に上場できる証券となるよう SCRA 法を改正することにした。

5. 債券市場の将来

5.1. 債券市場の発展につながる役目

将来を見渡せば、社会資本整備に必要な資金、投資信託業界の要請、新しい年金システム、証券化商品の市場の成長など、デリバティブ市場の発展に伴う銀行/金融機関の資産負債管理への関心が増していくことを考えると、社債市場が将来幾何級数的に成長することが考えられる。そうした分野での展開について以下で述べることとする。

5.1.1. 債券を通じたインフラ融資

インドでの社会資本整備のための資金需要は莫大である。ある予想では、需要が次の5年間で1500億ドル以上のレベルであると見込んでいる。インフラ・プロジェクトが長い準備期間を伴うこと、短期・中期の負債(主に預金)が多いことを考えると、銀行はその性格上、資産・負債が短期なので、インフラ部門への融資は抑制される。このため、債券での資金調達が必要となってくるのである。

インフラ部門の資金需要を満たすため、長期借入ファンドが創設されたケースがある。適格投資銀行(Qualified Investment Banks : QIB)から投資を誘致するのに適切な規制と税金環境が、長期資本をインフラ整備に導くために必要である。今日、ほとんどの銀行は、プロジェクト・ファイナンスのリスクを評価する能力に欠けているので、銀行は、主に一握りの専門家によるシンジケートローンに参加可能なインフラ・プロジェクトに限り貸出を行なう。

インフラに特化した債券ファンドの育成を進め、銀行がそのようなファンドに参加しやすくなることで、銀行からの多額の借入をインフラの整備に用いることが可能になるとともに、様々な種類のプロジェクトをカバーすることでリスクをより満遍なく分散させることができる。

5.1.2. 証券化

インフラ整備融資のためのもうひとつの重要な問題は、証券化商品に関する市場のニーズである。インドにおける証券化の必要性は、MBS(モーゲージ証券)、インフラセクター、ABS(アセットバック証券)の三つの主要分野にあった。しかしながら、証券化の発展を容易にするためには、法律やその他の規制面や投資家などの心理面などの解決しなければならない問題がある。既存の法律は、資産管理会社(Asset Reconstruction Companies)と全国住宅銀行(National Housing Bank)に債務の証券化を認めている。しかしながら、証券化された債務は、証券契約規制法 Securities Contract Regulation Act (SCRA)の対象に含まれず、したがって、取引のため証券取引所に上場することができない。これらの商品が証券取引所に上場されていないので、既発債市場での取引は不可能である。最近、インド政府は、証券化された資産を証券取引所に上場できる証券となるようSCRA法を改正することにした。現在

の証券化商品の市場の状態は Annex1 を参照していただきたい。

<コラム> 債券市場の再構築イニシアチブ:連邦予算 2006-07

過去数年間にわたって、インド債券市場の発展が注目されてきた。実際に、2006-07年の連邦予算は、債券市場の再構築に特に重点を置いている。債券市場の流動性を増加させ、市場参加者を拡大し、競争力をつけるように努力が払われている。以下、予算に含まれている対策のいくつかについて述べる。:

1. 1993-94年に導入された銀行部門の改革の一環として、特別な証券の発行によって、銀行に資本が注入された。これまで、政府は国有銀行に対して1680億ルピーの資本を注入した。当初発行された永久債に加えて、資本支援の総額は、ネットで2280億ルピーに上る。資本支援のおかげで、銀行の健全性は回復された。その結果、予算においては、政府と銀行との間の特別の取り決めを緩和し、譲渡不可の特別証券(SLRインド政府期限付き証券)を譲渡できるように変換することを提案した。これは、経済における借入需要の増加を考慮し、生産性の高い分野に貸すための追加的資金を銀行が入手することを容易にし、同時に、債券市場の取引量を拡大させるだろう。

2. 財務大臣は外国機関投資家の公債に対する投資限度を17億5千万米ドルから20億米ドルに、社債に対する投資限度を5億米ドルから15億米ドルに引き上げた。これは、債券市場の投資家基盤の拡大に寄与するだろう。

3. 財務大臣は、また、ミューチュアルファンドの海外商品への総投資額の上限を10億米ドルから20億米ドルまで引き上げ、10%の相互の株式保有の要件*を廃止した。さらに、限定されたインドの適格のミューチュアルファンドが、海外に上場しているファンドに、累積的に10億米ドルまで投資することを認めた。これにより、インド債券市場とより発展している海外の債券市場との統合を容易にし、投資家が国際的分散投資により、リスクヘッジを行うことを可能にするだろう。

*投資信託はインド国内にある会社の10%以上の株式を所有している海外の企業にのみ投資ができることとなっていた。

4. インド準備銀行は、NDS-OMと呼ばれる匿名の電子オーダーマッチング取引モジュールを相対ディーリングシステムに導入している。第1段階では、インド準備銀行の監督下にある機関、銀行、およびプライマリーディーラーが、そのシステム上の取引を認められた。システムは現在、すべての保険機関に拡張している。市場参加者の反応がよかったので、さらに公債市場の厚みを増すために、財務省は、適格ミューチュアルファンド、共済基金及び年金基金へアクセスを広げることを提案した。

5. 社債市場の重要性は認識され、予算は、単一かつ統合された社債取引のための証券取引所創設の対策を講じる必要性を打ち出した。

6. 投資家は、その収益が市場の変動に大いにさらされているので、予算はSEBIの保護下での投資家保護基金の設立を提案した。これは、一般投資家の市場への信頼を向上させ、市場ベースを多角化させるのに役立つ。

5.1.3. 年金基金と新しい年金規則

インドにおける老後生活設計は、未だ発達しておらず、先進諸国の大部分で見られる高度な水準に達するには程遠い。大家族制は、インドにおける世帯構成の特徴であるが、退職に備えた投資の仕組みの発達を妨げる第一の要因となっている。しかしながら、大家族制が徐々に崩壊しつつあるのに伴い、年金制度の重要性はより認識されるに至っている。

年金基金産業の出現は、どの国においても、資本市場との間にある種の連関があることは明らかである。年金基金投資に要求されるリターン性の性質を考慮すれば、債券市場は固定の

利回りを確保するという点においてより一層重要な役割を果たすと考えられる。過剰なまでに安全性に重点を置いているので、インドにおける年金基金の多くは、公債に大量に投資をしている。さらに、国の投資規制は、社債や株式といった資本市場の公債以外の部門における年金基金投資に悪影響を与えているだけである。

しかしながら、財政への関心が高まっているため、政府は確定拠出型年金を支持している。民間年金基金の参入に伴い、リスクリターン水準を高めるために他の投資手段も必要となる。これは社債に対する需要をより大きくする可能性が高い。既存の社会保障体系の詳細な分析と新しい年金改革については Annex2 を参照。

5.2. 今後何がなされるべきか？

5.2.1. 投資家層の拡大

銀行の社債への投資は、特に貸出のポートフォリオを投資ポートフォリオと同等に扱う健全性規制を変えることで促す必要がある。現在、投資ポートフォリオ(銀行の社債への投資)は、時価評価がなされなければならないが、法人に貸出されたローンの場合にはそのような制約はない。バーゼル II 基準の施行によって、そのうちこの異常な状況は解消されるだろう。

外国機関投資家(FII)は社債市場での取引量を増加させることができる主要な投資家層であり、したがって、投資限度額をより高くする必要がある。外国運用機関のいくつかは、最近の社債に対する投資可能限度額の引き上げ(15億ドルまで)にもかかわらず、FIIにこの市場に前向きな関心を持たせるにはこの金額ではまだ少な過ぎると感じている。

共済・年金基金のための投資ガイドラインは、発行者のカテゴリーよりむしろ格付けに基づいて投資することができるように合理化される必要がある。これによって、これらの基金を質の高い社債に投資するよう誘導できそうである。また、そのような変化は投資からのリターンを増加させることにより、基金の利益となるであろう。

個人投資家を奨励するために、債券市場は個人投資家が、最小の売買ロットの制限なしに債券を売買することができるよう、債券市場の構造を株式市場の仕組みに近づけるべきである。現在、投資家は株式市場では一株から買うことができる。

5.2.2. 発行者基盤の拡大

社債の発行、公募、および上場のための現在のガイドラインを見直し、より簡素化する必要がある。

現在、銀行は、インフラ部門に融資する目的のものだけに限定して、5年以上の償還期間の債券を発行することができる。銀行が債券の主たる発行者の1つであるので、それらはそれらの資産・負債のマッチングを条件として、5年以上の償還期間の債券を発行できるようにすべきである。これを容易にするためには金利デリバティブ市場の発展が不可欠である。

前述したように、銀行はそれらのティア II の資本を増大させる債券の主要な発行者の1つで、これらの債券は他の銀行によって相互に保有される(持ち合い)。このような持ち合い投

資を規制して、これらの債券を購入する機会を他の参加者に与えるようにすべきである。

5.2.3. デリバティブ市場の発展

金利リスクは金利スワップと金利先渡し契約を通して主に管理されるが、金利リスクをヘッジするデリバティブ市場はインドでは発達していない。また、よりよい価格形成とヘッジのために、空売りが出来る市場が必要である。RBI は既にこれに向けた対策に着手したが、さらに厚味のあるセンシティブな債券市場を実現するために、まだまだやるべきことがある。また、社債市場においてレポ取引を許容するのも、関心を高めるのには必要である。

5.2.4. マーケットメイキング

マーケットメイキングは、社債市場を発展させるために、もっと使われるべきである。このためには、プライマリーディーラーのような大きい金融仲介機関にインセンティブを与える必要がある。1つの方法は債券の発行にかかわる投資銀行を育成することである。

5.2.5. 価格の歪みへの対応

印紙税を合理化して軽減する必要がある。この目的達成のためには、州政府が印紙税を課税しているので彼らを説得しなくてはならない。また、印紙税は、債務の証券化についても合理化される必要がある。

源泉徴収 (TDS) は債券の価格設定を歪めるもう一つの問題である。公債のケースなどのように、TDS は社債の場合においても撤廃される必要がある。

クーポンの支払いにおける債券の登録名義人を確定するための名義書換停止期間は、社債の場合、非常に長く、公債のそれ (1日) と同じにする必要がある。

また、現在の日数計算方法は、商品の性質と取引の形態によって異なっているので、日数計算の方法を標準化することも必要だ。

5.2.6. 上場基準の緩和

既に上場している企業については、社債の上場基準はより簡単であるべきで、情報公開の簡略版を許されるべきである。他方、非上場会社が機関投資家と適格投資銀行 (QIB) に対して起債する場合、格付けを投資基準として使用するべきである。非上場で私募形式を選んでいる会社には厳しい公開基準を適用するべきである。私募債は、公募債の場合と同様に、割当の日から7日以内の登録を義務化すべきである。

発行者が上場基準に沿わない場合の証券の取引・上場の一時停止の実施は、その会社の設立発起人と役員への重罰に置き替える必要がある。

社債の受託者により責任を与え、説明責任を果たすようにすべきであり、格下げなどの重要情報が投資家に確実に伝わるようにするべきである。

5.2.7. 取引報告システムの開発

社債の取引に関連するすべての情報を得て、それを公表し、取引経過を時系列に記録するデータベースシステムを置くことはすぐにでも必要である。監督機関は、監督下にある企業が行ったすべての取引を取引報告システムに報告するよう命令するべきである。

5.2.8. 取引、清算、および決済機能

社債市場における取引を透明化し、効率化するためには、スクリーン上での匿名のオーダーマッチング取引システムが奨励されるべきである。しかしながら、当局は複数の取引プラットフォームが存在すると、流動性に負の影響を与える可能性があることを念頭におく必要がある。合わせて、清算と決済機能の開発は証券監督者国際機構（IOSCO）規格と同等の規格に沿ったものとすべきである。CCILによる多角的な決済で、リスクの軽減と流動性向上のための骨組みを作るべきである。

5.2.9. インフラ融資に特化した債券ファンド

社債と証券化に関する高級専門家委員会（HLECCBS）によって勧告されたように、インフラ部門の需要を満たすよう特化したファンドの設立が必要となる場合がある。SEBIに登録されたそのようなファンドには、ベンチャーキャピタルファンドと同様の税制上の扱いをするべきである。

5.2.10. 債券証券化市場の発展

債権譲渡、パススルー証券（PTC）、受益証券（SR）に対する印紙税の軽減と別に、政府は、証券化商品に関する課税問題についての曖昧さの解消に努力するべきである。

中央政府は、曖昧さを取り除く意味で、PTCと証券化SPV/信託によって発行されるその他の証券に関して、「証券」として位置付けることを検討すべきである。

A. インドにおける証券化

インドの証券化は1990年代前半に始まり、1991年から92年にかけてCRISILが最初の証券化プログラムを格付けした。当初は金融機関2社間でのポートフォリオの取得手段として実施された。これらは、原資産所有者（オリジネーター）のバランスシートから他社にポートフォリオを移すという、証券化に準じた形態であった。当初、これらの取引は、原資産所有者への求償権の規定と、真正売買の概念を用いて構築された直接の譲渡による新規のローン債権の売却が含まれていた。90年代の大半を通じて、インド市場の主流を占めたのは自動車ローンの証券化であった。しかし、2000年以降は住宅ローン担保証券（RMBS）が市場の成長を促すようになった。

インドにおける証券化の必要性は、MBS（モーゲージ証券）、インフラセクター、ABS（アセットバック証券）の三つの主要分野にあった。金融機関（銀行）は住宅産業とインフラ関連のプロジェクト・ファイナンスをかなり進展させてきた。それゆえに、銀行やその他の金融機関が、当初実行したローン残高を減少させ、新規プロジェクトへのファイナンスを実施する余力を持てるようにするために、証券化とその他の関連手法の発展が必要である。90年代初頭における金融セクターへの改革の導入によって、金融機関、なかでもノンバンクはリテール業務に大々的に参入し、大量の同質の資産（自動車ローン、クレジットカードなど）を生み出した。これを受けて、数社がABS市場にも参入した。しかし、依然として、多くの法律やその他の規制面、投資家などの心理面などの問題といったさまざまな問題が存在することから、インドにおける証券化の促進には、これらの問題の解決が必要である。

A.1. インドにおける現状のシナリオ

インドにおける証券化は、原資産を受託者への売却により譲渡するという信託の仕組みを採用している。信託は法人形態を取らないものの、受託者は資産を保有することができ、これらの資産は、受託者の資産や受託者の保有する他の信託資産と区別される。この信託は特定目的事業体（SPV）と呼ばれている。SPVはパススルー証券（PTC）やペイスルー証券（PTS）を発行する。パススルー証券の場合、それを保有する投資家は、受託者の保有する原資産に対して受益権を有する。一方、PTSの場合、それを保有する投資家は、原資産により生み出されるキャッシュフローに対してのみ受益権を有する。そして、それはPTSの優先トランシェ、劣後トランシェのそれぞれの保有者との間の契約債務額の範囲内で、この契約に従って行われる。このいずれのシナリオでも、原資産の法律上の所有権は引き続き受託者にある。

モーゲージ証券（MBS）

2004年から2005年にかけて、MBS市場の成長率は13%と緩やかであり、発行額は334億ルピーとなっている。また、額面取引も増加しており、2005年に締結された15件の取引は全て額面取引の形態である。MBSにプールされている原資産の住宅ローンは変動金利であるので、そのプール資産から見込まれるキャッシュフローの金額は確定されず、実際の金利の推移によって変動することになる。さらに、固定金利から変動金利への変更または、変動金利から固定金利への変更というオプション、流通性のあるローン債権のリプライシング（再評価）とともに、MBSにプールされた資金のキャッシュフローの不確実性を増大させた。

原資産のローン債権が変動金利であるため、MBS発行のパススルー証券はほとんど変動金利ベースで価格が決定される。2005年に発行された銘柄の52%が変動金利である。しかし、住宅金融ビジネスの大幅な拡大に伴って、MBS市場にも一層の拡大の余地がある。ところが、MBSが長期保有証券であることと、既発債市場に流動性がないことが、投資家の市場への積極的な参加を妨げている。また、インドの住宅ローンは期限前返済やリプライシングの対象

になり、MBS の構造が大幅な金利リスクにさらされるため、信用補完の必要性が高まっている。

アセットバック証券 (ABS)

2005 年、ストラクチャード・ファイナンス市場は金額ベースで 121%、取引量ベースで 41% 拡大しており、なかでも、ABS 市場は、2004 年の 809 億ルピーから 2005 年には 2,229 億ルピーへと、規模が二倍以上に拡大した。アセットバック証券は最も構成比率の高い商品クラスで、2005 年のストラクチャード・ファイナンス市場全体の 72% を占めている。これは 2004 年の取引額、809 億ルピーの約 3 倍に当たる。ABS 発行の増加は、以下の要因による。

- ・ 主要なリテールアセット金融業者による債権の分配が、増え続けていること
- ・ この種の実資産が投資家にとって身近なものであること
- ・ 相対的に期間が短いこと
- ・ プール資産が増加し、そのパフォーマンスが安定していること

表 A1: ストラクチャード・ファイナンス取引量の推移(単位:10 億ルピー)

種類	2001-2002 年	2002-2003 年	2003-2004 年	2004-2005 年
ABS	12.9	36.4	80.9	222.9
MBS	0.8	14.8	29.6	33.4
CDO/LSO	19.1	24.3	28.3	25.8
PG	4	1.9	0	16
その他	0	0.4	0.5	10
合計	36.8	77.7	139.2	308.2

注: CDO: Corporate Debt Obligation、LSO: Loan Sell-Off、PG: Partial Guarantee Structure

最近の ABS 発行の重要なもう一つの側面は、変動金利レートを選択が増えてきたことである。2004 年の PTC の発行数に占める変動金利銘柄の比率は 6% にすぎなかったが、2005 年には、発行された PTC 銘柄のうち 13% を変動金利銘柄が占めた。また、ABS 取引に基づいて発行された既存の PTC のキャッシュフローを、新規に設立された SPV が取得して、新たに PTC を発行する仕組みのリパッケージ証券も、2005 年度に導入された。

アセットバック証券は、インドの市場の投資家にとっては未だに目新しく、劣後債（ジャンクボンド）には買い手がつかないため、投資家は、AAA または AA の格付の証券に投資している。

2005 年には、総額 28 億ルピーの会社債務契約 (CDO) と総額 230 億ルピーの個別の法人向けローンが証券化された。CDO の拡大を妨げた要因は、実資産である法人向けローンのベースレートの設定が、CDO プールへの投資判断に影響を及ぼしたことである。

A.2. インド証券市場が直面している問題

A.2.1. 規制の問題: 印紙税

インドの証券市場を発展させるに際して直面する重大な障壁の一つが、現在の印紙税制度である。印紙税は、譲渡、更改あるいは、その他の形態で証券の所有権、債権を移転する場合に課税される。それゆえに、実資産所有者から SPV に債権が譲渡される過程で印紙税の費用が計上されるが、これによって、いくつかの州では、証券化は採算面で実現不可能になるおそれがある。証券化商品が債務を証するものとして組成される場合は、債務証券または債券の形態を取り、したがって印紙税の課税対象になる。一方、単に債権に対する権利を証するパススルー証券として組成される場合は、このような商品は、印紙税法の条項で具体的に規定された証券に該当しないため、印紙税の課税対象にならない。規制コストの中で、証券

の譲渡にかかる印紙税も、大きな問題となっている。州によっては、不動産の譲渡と債権の譲渡を区別せず、両者に同一の税率で印紙税を課す州もある。印紙税の問題については、中央政府、州政府の双方が権限を持つため、中央政府と州政府が法制度面の見解について合意に達する必要がある。

A.2.2. 抵当権実行手続に関する法律:

インドには、抵当権実行手続についての有効な法律がなく、このこともインドにおける証券化の進展を阻んでいる。抵当権実行手続に関する現行の法律の下では、倒産時の資産譲渡が困難であるため、貸し手に不利であり、モーゲージ証券のリスクを増大させている。

A.2.3. 税制に関する問題

MBS SPV 信託(モーゲージ担保証券特別目的会社の信託)と NPL 信託(不良債権買取信託)についての税制上の取り扱いは不明確で、あいまいである。現行では、投資家(すなわち、PTC と SR 保有者)が、SPV 信託から分配される収益金にかかる税金を納付する。それを前提とした上で、受託者は、収益金からの税金納付、税控除を一切行わずに収益金を PTC 所持者に支払う。このような考え方は、受託者ではなく投資家の代理権限を評価する法律的な見解にもとづいたものである。

インドの所得税法では、信託などの法人格のない SPV への課税に関して、従来、SPV 信託のレベル、または投資家や受益者のレベルの、いずれか一方での課税が想定されていた。したがって、所得税法でパススルー税(二重に税金を課さない仕組み)について明示的に規定されているとしても、それは、実質的な税負担の軽減または課税の放棄を意味しているのではなく、計上された収益に課される税金の納付義務が、信託の側ではなく、投資家の側にあるという見解を示しているにすぎない。

SEBI に登録されたベンチャーキャピタルファンドに対して税法上適用されるパススルー税の措置と同等の措置が、SPV の証券や NPA 証券化 SPV(すなわち、SARFAESI 法のもとでインド準備銀行に登録された資産管理会社(ARC)によって設立された SPV 信託)に適用されるよう、法律を改正してパススルー税について明示的に規定する必要がある。

ミューチュアル・ファンド(MF)から得られる収益に課せられる税金の納付義務を、ミューチュアル・ファンドの保有者である投資家に確実に負担させるために、さらに、MBS SPV 信託や非営利法人(AOP)として扱われる NPA(不良資産)証券信託に関して税務上の争点が生じないようにするために、SEBI は大口投資家(投資額が 500 万ルピー以上の投資家)にパッシブ運用のクローズド・エンド型ミューチュアル・ファンドへの投資、保有を認めるべく、ミューチュアル・ファンドに関する法規制を改定することを検討すべきであろう。このスキームの目的は、その資金を指定の MBS SPV 信託/NPA 証券信託による PTC や SR に投資することである。

証券化信託への投資を担うのが、大口投資家または適格機関投資家であることを考えれば、(証券化の対象となった与信の)借り手から証券化信託に支払われる利子に課税される必要税額を控除する必要はない。同様に、PTC と SR(証券証書)の保有者に証券化信託から支払われる収益分配金について、税額控除する必要もない。しかし、一方で、証券化信託に対して、収益分配金についての関連事項全般、および、PTC、SR の保有者の身元を含む年次所得申告書をインド財務省所得税局に提出することを義務付ける必要があるだろう。これは歳入漏れに対するセーフガードになる。

A.2.4. 法制度面の問題

証券市場への PTC の上場: 厳密に言えば、現在のところ SCRA の“証券”の定義では、PTC は証券に含まれるわけではない。実際、SCRA による現行の証券の定義は、証券から派生した

いかなる金融商品、および証券に付帯されたいかなる権利にも及ぶとする法的な見解がある。しかしその一方で、PTC が多様な SPV によって発行されることから、この商品に付帯される権利と義務の点から見て、金融商品の性格や発行者は同質ではないので、これらの証券を上場している各取引所は何かすっきりしないという不快感を持つことになった。この点について、曖昧さを解消するために、中央政府は PTC と証券化 SPV/信託により発行されるその他の証券が、SCRA の下での“証券”であると告知することを検討すべきである。

SARFAESI 法 (Securitization and Reconstruction of Financial Assets and Enforcement of Security Interest Act) の下での問題 ; インド準備銀行に登録した資産管理会社 (ARC) と証券化会社 (SC) に複数の SPV 信託の設立を認めることの可否に関する不明確な点は、SARFAESI 法第 7 章 (2A) 項の具体的な規定により解消された。この点に照らせば、今後は、MBS、ABS、NPL 証券化に関する SARFAESI 法の下でも、問題なく SPV 信託の形式を採用することができる。

現行の“security receipt” (SR) の定義は、証券化の対象になった金融資産についての完全な権利、権限、権益を SR の保有者が取得したことを証するものと想定されている。この定義は、発行された証券がすべてパススルー証券である証券化形態においては、適切かつ十分なものである。しかし、金融資産から生み出されるキャッシュフローに対して優先権、または劣後権を持つ、種類の異なるトランシェを伴ったペイスルー証券を、SPV 信託が発行しようとした場合、現行の SR の定義では法律上、規定が不十分になることがあり得る。SR が、証券化の対象になる金融資産により生み出されるキャッシュフローに対しての保有者の権利を証するように、定義を改める必要がある。

SARFAESI 法の条文では、適格機関投資家による SR の引き受け、保有を認めているが、ノンバンクやその他の法人は、中央政府が通知した場合を除いては、適格機関投資家に含まれない。

SR の市場に厚みを持たせるために、SR に投資できる投資家の基盤を拡大する必要がある。SR に投資できる適格機関投資家の基盤拡大の観点から、純資産が 5 億ルピーを超えるインドの大手ノンバンクや、ノンバンク以外の法人にも、適格機関投資家として、SR への投資を認める必要があるだろう。同様に、ベンチャーキャピタルとして SEBI に登録されているプライベートエクイティファンドも、ベンチャーキャピタルファンドによる企業債務証券への投資に適用される制限の範囲内で、SR への投資を認められるべきだろう。

A.3. 最近の発展

2005-06 年予算案において、チダムバラム財務大臣は資本市場を挺入れするためにある提案を行った。社債市場を強化するために当該予算案において提案された措置は以下のとおりである。

- 不動産抵当担保債権を含む証券化された債権の取引の法的な枠組みを提供すべく 1956 年の証券契約法 (Securities Contracts Act) の下における証券の定義を修正する。
- 社債市場の育成における法律、規制、税法及び市場形態に係る問題を検討させるために、社債と証券化に関するハイレベルな専門家委員会を任命する。

これらの措置は、好調なインド経済に海外投資家が参加する新しい機会を開くこととなることが期待されている。上記改正によって証券化された債権がインドの証券取引所で取引されることが可能となるだろう。そしてそれは債券の取引市場における流動性を拡大、深化させ、リスクの効率的な評価をもたらすこととなるだろう。借り手の貸し倒れリスクを分散させることによって、証券化は外国の機関投資家を含む新しい市場参加者を惹きつけるはずである。これによって、インフラ整備プロジェクトのための長期の借入を容易にすることができる。

2006年2月、インド準備銀行は、ハイレベル委員会の報告書に応じて、インドにおける非不良資産の証券化に関するガイドラインの最終版を公表した。このガイドラインはいくつかの問題に明確な影響を与えることとなり、活気ある証券化市場の発展を可能にするはずである。

このガイドラインにおけるポジティブな側面は以下のとおりである。

● 何が1次的、2次的信用補完 (first and second loss credit enhancements) に該当するかの明確な定義

ガイドラインは1次的、2次的信用補完を明白に定義している。1次的損失 (First loss) は証券の格付けの投資適格への引上げに必要なとされる信用補完を意味する。2次的損失 (Second loss) は証券の最終格付けを獲得するための追加的な信用補完を意味する。この定義によって市場は多くの推測や議論の対象となってきた問題点について共通の理解に基づき機能することができるので、それは正しい方向への重要な一歩である。さらに、それは取引横断的に信用補完を一致させることを可能にし、比較や分析を促進する。そうした比較や分析は第三者による潜在的な2次的損失の便宜の提供ための必要条件である。

● 証券化取引によるエクスポージャーが原資産へのエクスポージャーとして分類されることの確認

証券化取引における投資は信託によって所有される資産のエクスポージャーを体現するように分類されてきた。過去において、この問題に関する曖昧さに対して不満を抱いていた多くの投資家が、SPVの信託を従来の企業に対する与信として分類すべきであると意見してきたことから、この確認は重要である。この分類によって、その問題は解決した。投資家が小規模道路運送者、農業貸付、小規模住宅貸付などのような優先分野における直接貸付けの機会を得るための効果的な手段として証券化を利用できることも期待されている。

● 積極的な第三者の取引への関与の奨励

これは証券化取引に関するパラダイムの転換を示しており、ガイドラインの最も建設的な点である。ガイドラインは第三者の参加を積極的に促しているが、それは透明性を増大させ、独立のサービス提供者にとって活気に満ちた市場を創造することが期待されている。もし彼らが2次的信用補完を提供することを選択するならば、それは原資産所有者 (オリジネーター) に比較して有利な資本に関する取扱いを促すだろう。原資産所有者が2次的信用補完を提供するならば、彼らは資本の完全な償却に対して100%のリスクウェイトで資本を提供する必要があるだろう。取引で提供される流動性の増大の少なくとも25%が原資産所有者とは別の、独立した第三者から提供される必要があるだろう。

この提言は、監督機関の金融商品に対する態度が明らかに変わったことを象徴しており、それは市場における健全な第三者の参加の必要性を反映したものである。多くの市場参加者はこれらのサービスの提供に大きな関心を持っていた。民間及び公的保険会社もまた信用保険による解決策の提供に興味を示しており、そうした方策は市場の深みを増し、活気づけることになる。このガイドラインはまた原資産所有者による証券化の開示における透明性を増大させることが期待されている。

しかしながら、ガイドラインにおけるいくつかの項目は短期的に市場の成長に悪影響となる可能性がある。原資産所有者は以下のような問題に直面することが考えられる。

● 過去の取引や貸付債権の直接的な譲渡に対し、このガイドラインを適用することに関する不透明性の継続

遡及的か将来的かというガイドラインの実施の態様はまだ具体的に特定されていない。ガ

イドラインは、過去の契約に対してはケースバイケースで実施すると述べている。しかし、この決定が銀行その他の金融機関の財務及び資本状況に対して重大な影響を与えることを考えると、この問題に対する明確な指示が必要であろう。

- SPV に対する資産の完全な売却にかかわらず、証券化における利益の先行認識を禁止すること

ガイドラインは、証券化取引で売却時に利益を認識することを禁じている。利益は取引期間を通じて償還される必要があるのだ。しかし、このことは、この問題に関する 2005 年春のインド準備銀行によるガイドラインの草案と過去のインド公認会計士研究所 (ICAI) のガイドラインの両方から逸脱している。取引が、要件とされる真正売買の基準を満たし、売り手にとっての固定的で限定的な値下がりリスクを現しているとすれば、利益認識の否定はかえってやっかいなことになる。加えて、繰延税金資産を売上高にしてしまうと、利益は所得税計算の際に認識されることになる。利益の認識は多くの原資産所有者にとって動機づけのひとつとなってきたから、この変更は商品についての市場の魅力に影響を与えるだろう。

A.4. 結論

このように最近のインド準備銀行のガイドラインは、長期における証券化市場の秩序ある発展のために強固な規制・制度上の枠組みを提供している。同時に、このガイドラインは証券化に向けたいくつかの誘引を排除している。これは発行量の一時的な減少をもたらさずだろう。しかしながら、中長期的には、証券化市場において適切な成長を見ることとなるだろう。

信用を高めるための資本配分について現在提案されている厳格な規準によって、原資産所有者はメザニン型のストリップス債に向かうだろう。その結果、AAA 以下の格付資産への投資にも満足する、これらの商品に投資する新たな投資家層が出現することが期待される。つまり、大手銀行及びその他の金融機関が投資家として市場に積極的に参入することが期待されているのである。バーゼルⅡの実施についての銀行に対するガイドライン案は、高い信用格付けを得た債権への投資に対する資本面で意味のある軽減措置を定めており、証券化取引に効率的に組み込まれうる AAA/AA 債券に対する需要を高めることが期待される。証券契約規制法 (SCRA) の下でパススルー証券 (PTC) が証券として認められ、続いて PTC が上場されれば、国内国外双方の投資家の関心が増大することになるだろう。これを考慮すると、インドの証券化市場の健全な成長と発展のためには、インド準備銀行が今後もサポートをしていくことが重要である。

B. インドの退職金スキームと年金基金

B.1. 年金基金はなぜ公社債市場にとって重要か？

国際的に、年金基金は、市場のミクロ構造の改善、流動性及び社債への需要を通して、社債市場の発展を後押ししてきたといえる。年金基金は、アセットバック証券、ストラクチャード・ファイナンス、デリバティブ商品等の商品開発を支援することにより、直接的または間接的に商品の技術革新を支えるなど、金融改革を大いに促進してきた。

債券市場における年金基金の存在は、市場の長期資金の調達可能性を増加させることになり、長期的なプロジェクトの中で生ずる資産負債のミスマッチを改善することになるであろう。実際のところ、年金資金は世界的に経済における金融インフラの必要不可欠な要素となってきた。年金資金は、長期資金の数少ない資金源のひとつであり、資産と負債の満期に関連するリスクがゼロもしくは最も少ないものである。それゆえ、年金産業の発達と強化は、短期金融市場や資本市場のみでなく、経済におけるあらゆる局面に影響を及ぼしている。年金基金により調達された資金は、特にインフラに対する金融に役立つだろう。

長寿化は、世代相互の所得移転による退職金制度を支えることも難しい状況を作り出す。そのため、確定給付制度は確定拠出制度に取って代われつつある。インドは世界人口のおよそ 16.3 パーセントを構成しているが、老年人口は世界の老年人口のおよそ 12.5 パーセントにすぎない。インドの人口は現在、比較的若いのが、健康・衛生面制度の社会的な取組が出生・死亡率の改善につながるのに応じて、変化するであろう。そして、現在インドの 60 歳以上の人口は 7,000 万人で、その 1 割も年金制度に加入していない。そのような未加入者は、主に彼らの子供からの所得移転に頼るか働かなくてはならない。この成長余地が年金関連産業を伸ばし、債券市場に与える恩恵は莫大なものである。

B.2. インドの退職後の生活設計と年金基金

インドの既存の年金制度は、対象者が限定されており、またその仕組みも不十分である。第一に、公務員や大学のように独立した組織に帰属する被雇用者に対する年金制度があり、これは、政府によりすべて拠出されている。第二に、EPFO（従業員準備基金機構）は、組織部門に義務付けられており、退職金（Provident Fund により運営される確定拠出あるいは確定年金による退職一時金）と年金制度（Pension Fund により運営され 2/3 以上が年金として支払われ 1/3 以下を退職一時金として受け取る）を提供している。EPFO は、また、非組織部門の労働者のために、小規模の年金制度を運営している。そして、約 50 社の保険会社とミューチュアルファンドが、700 以上もの金融商品を一般大衆向けに販売しているが、人口のわずか 1% しかこの商品を購入していない。

B.3. 最近の政府の対応措置と年金基金改革

ここ 4、5 年間は二通りの対応策が並行して行われている。第一の取組は組織部門、第二は非組織部門への対応である。OASIS（高齢者社会保障所得保障）プロジェクトは、Ministry of Social Justice and Empowerment（社会正義エンパワーメント省）により委託されたプロジェクトであり、2000 年 1 月に報告書が提出されている。OASIS の報告書では、インド国内のどこにでも開設できる IRA（個人退職金勘定）に基づく制度を推奨している。この制度では銀行や郵便局等は、POP（拠点）一口座の開設または拠出金の預け入れができる場所一として機能する。銀行や郵便局が電子通信網で接続されていることにより、労働者の転勤及び転職に対応可能な「ポータビリティ」を保証することができる。預託機関が一元化された記録の

管理を行い、ファンドマネージャーが資金運用を行い、年金給付機関が60歳以降の年金給付を実施する。

OASIS 報告書は、年金基金の投資に関する重要な改革をもたらし、2003 - 04 年度予算案で発表し、2004 年 1 月 1 日から導入された「新年金制度」など、後の対応策への道を開いた。さらに、2003 年 10 月 10 日付の決議により設立された暫定的 PFRDA（年金基金の規制・振興機構）も、同日から業務を開始した。

B.4. 新年金制度

新年金制度（NPS）は、当面は、軍隊以外の中央政府機関に新たに採用された者と、非組織部門に属する者を対象とすることを意図した制度である。非組織部門については税制上の優遇措置によって制度に参加するような納税者のみが NPS の対象である。公務員と同様に、非組織部門の個人は、年金基金が提供する様々な年金制度のもとで投資保証の保護を求めることができる。この保証は民間の金融市場を通して履行されるが、既に EPFO（従業員準備基金機構）が提供する制度やその他法律の規定の対象となっている人々は、NPS の対象にはならない。つまり、既加入者に適用される既存の年金支給の取り決めを変更することはないので、新たな加入者のみが、新年金制度の恩恵を受けることとなるのである。

この制度は 2004 年 1 月 1 日以降に雇用された中央政府の公務員を対象としてスタートしたが、州政府も将来的には加入できる見込みである。やがては、民間企業の従業員も加入できることになるであろう。

この制度の特徴は 2 つある。

- (I) 国家公務員と非組織部門の従業員を一つの制度でカバーし、一つの監督機関で監督する制度を創設する。
- (II) ファンドマネージャーを選ぶのも、年金運用の異なるカテゴリー（制度）を選ぶのも、集中記録管理機構（CRA）を通して行うことができる。

B.5. 新年金制度による投資ガイドライン

- (1) 非政府準備基金は、資産のうち 5% を優良株に、また 10% を社債及び株式主体のミューチュアルファンドに投資できる。
- (2) 退職年金及び賜金基金の公債への投資基準の緩和。準備基金は最大 5% までならいつでも公債に投資できる。
- (3) 準備基金は、少なくとも 2 つの格付機関から投資適格（格付 BBB 以上）を得ている金融機関や企業の債券に投資できる。
- (4) PERDA に認可された複数の年金基金運用者があり、どの基金運用者を選ぶかの決定権は個々の従業員にゆだねられる。
- (5) NPS の制度下では、年金スキーム（スキーム A、B、C、および D）の 4 つの大まかな区分が提示される。スキーム A では、投資先は政府証券のみであり、スキーム D では、比較的株式投資に高いウェイトを置くが、大部分を利配が固定された商品で運用することとなる。スキーム B および C は証券と利配が固定された商品でバランスの取れた投資選択を提供するだろう。
- (6) 元本及び／または利回りの保証の問題については、新年金制度の下で、市場ベースの保証が提案されている。これは、加入者が保証のコストを負担することを意味している。しかしながら、もし証券を満期まで保有するならば、100%

公債で構成されている制度は、元本と利息の確保が保証されているという点において完全にリスクフリーであるといえる。

B.6. 社債への年金基金の投資が低い理由

以上の議論は、年金基金の資本市場への投資の大部分が債券であることを示している。さらに、債券の中では、国債が最大の構成比率を占めている。年金基金は、ポートフォリオを不必要なリスクにさらすおそれがあるため、社債への投資を躊躇している。しかしながら、年金基金は、リスク軽減を最重要視したことでリターンの最大化の機会を逸している。規制金利の時代における金融抑圧は、市場における安全な商品への投資の利回りより、国債の利回りを著しく低くした。規制緩和により状況は改善してきたものの、国債の利回りは、デフォルトリスクがゼロまたはゼロに近い資産の利回りより、未だに著しく低いままである。

準備基金と年金基金は、基金の安全性に向けて規定されたガイドラインに従って投資することが求められている。その結果、国債と公的機関の債券が好まれることになる。極めて低い割合（1年間のファンドの増加額の10%）しか、任意に、民間部門の社債には投資できない。公的な準備基金（EPFを含む）の元金の合計は、2004年3月31日付で1兆7,500億ルピーであるが、そのうちわずかに4,900億ルピーが社債（大部分が公的機関の発行のもの）に投資されているにすぎない。年金基金の利回りが非常に低いのは、現在の年金基金の健全性基準のためである。年金基金の健全性基準を変える時期がきているといえるであろう。ついでには、単なるリスクの最小化だけでなく、リスクとリターンのパラダイムの最大化も十分考慮すべきである。

したがって、年金基金ポートフォリオにおいて、公債が多く保有されていることにより、債券投資の量的増加を図るべきなのか、あるいは社債のような高いリスクリターンを持つ債券の増加により質的改善を図るべきなのかという判断が必要になってくる。投資家は、公債がもたらす低い利回りも、株式投資にともなう高いリスクも認容したくないので、株式投資よりも社債を好む傾向にあるといえよう。それゆえ、債券と株式の最適の構成比率を得ること、及び債券投資の中において安全性とリターンの最適なバランスを得ることが目的となる。

年金基金の利回りの最適化と社債への投資拡大への対応策は、以下のとおりである。

1. 年金基金は、設立の目的であるリスク回避を選好し、それゆえ社債への投資を避けている。しかし、実際には、AAA及びAA+の社債の多くはデフォルト率がゼロに近いが、社債の利回りは、公債の利回りよりかなり高い（表B2、B3、B4、図B1参照）ので、リスクを増やすことなく、ポートフォリオのリターンを高くすることができる。

表 B1 社債のデフォルト率

CRISIL 平均累積デフォルト率 (2000年～2004年) (%)				
格付	サンプル数	1年	2年	3年
AAA	262	0.00	0.00	0.00
AA	456	0.00	0.30	0.76
A	279	0.72	1.80	3.50
BBB	108	4.63	8.37	12.19
投資適格 (AAA - BBB)	1105	0.63	1.28	2.07
投機銘柄 (BBB 未満)	173	12.71	29.08	31.70

出所: CRISIL Default Study, 2004-2005

注: 格付カテゴリごとのデフォルトレートは、与えられた時間枠の中、デフォルトとなる確率を表す。それは総デフォルトの割合によって測定されて、特定の時間枠の中で未解決の率を合算している。

表 B2 格付の安定性

CLISIL 1年間の平均安定率 (1992年～2004年) (%)	
AAA	96.64
AA	89.26
A	82.40
BBB	73.27
全体の平均	83.64

出所: CRISIL Default Study, 2004-2005

注: Stability of Ratings は格付け確率を表す。例えば、1992-2004 の期間、AAA の社債と評価されたものの 96.64%は、AAA カテゴリのまま残り、同カテゴリの債券の 3.36%しか格下げされなかった。

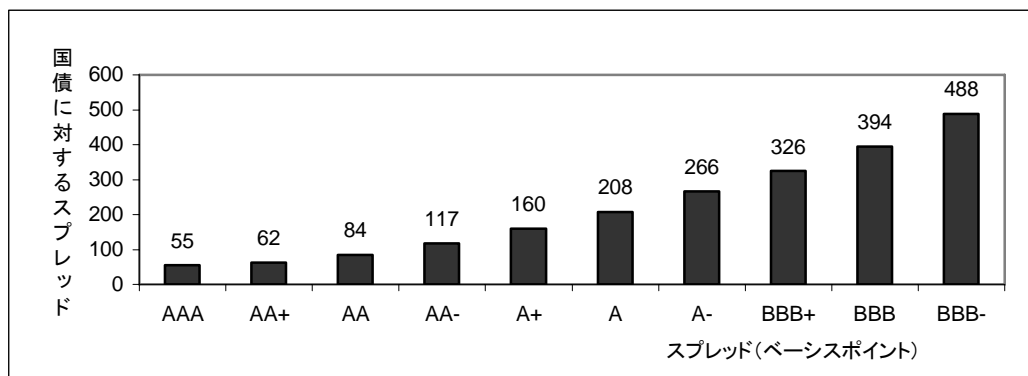
表 B3 社債のリスクリターン比率

格付	国債 1年物に対するスプレッド	デフォルト率 (%)
AAA	57	0.00
AA	76	0.00
A	178	0.72
BBB	337	4.63

出所: CRISIL Default Study, 2004-2005

以上の分析結果によると、AAA 及び AA 債券の多くの利回りは、国債の利回りを大きく上回っていることは明らかである。例えば、表 B3 から、AAA 社債の 1 年物の利回りは、同様の期間の国債の利回りを少なくとも 57bp 上回っており、どちらの債券もデフォルト率がゼロであることが見て取れる。したがって、理論的研究により、社債と国債の正しいリスクリターンの判断基準が定められなければならない。基金運用者と投資家は、リスクリターンの判断基準を認識し、社債投資の利点に注目すべきである。

図 B1 1年物の国債に対する社債のスプレッド(2005年～2006年)



出所: www.fimmda.org

インドの保険会社または年金基金会社は、公債と AAA 及び AA+ の格付けを持つ社債の市場は流動性があるものの、固定金利債券の市場の流動性は、非常に乏しいために制約を受けている。さらに、流動性のあるモーゲージ証券 (MBS) 市場がないことにより、これらの企業はポートフォリオのリスクを大きく増やすことなく、投資の収益を改善する機会を失っている。年金基金の運営が自由化され、積極的ポートフォリオ運用を行えば、債券市場の流動性は、顕著に増大するものと思われる。これにより、年金基金会社が、格付の低い債券に投資する

ことが可能になり、ポートフォリオのリスクを大きく増やすことなく、投資の平均利回りを向上させることが可能になるのである。

2. 国家の独占状態では、一般的に、技術革新または個人に対する幅広い商品の提供が、遅れがちになるので、年金基金への民間企業の参入を奨励すべきある。金融商品のさらなる革新は、資本市場に多様性と効率性をもたらすことになる。

3. 年金基金に対する投資規制もまた、見直す必要がある。例えば、準備基金は、少なくとも 25%は公債で保有する必要がある、その他 15%は地方債か SEBI 認可の債券に投資するミューチュアルファンドのいずれかの形で保有する必要がある。ポートフォリオ配分における自由裁量は極めて小さい。自由裁量の度合いを大きくすれば、高いリターンを見込める他の金融商品への投資が増加するものと思われる。

4. PFRDA が十分に機能するようになれば、投資家の信頼を得るのに役立つであろう。PFRDA は、2004 年 12 月に設立されたものの、依然として過渡期にあり、目立った進展はない。

B.7. 結論

この分析から、インドにおける年金基金投資が、公債に偏っていることが明らかである。政府による投資規制が、この投資傾向を生み出した要因の一つであり、リターンより安全性重視の厳格な健全性基準は、単に状況を悪化させているだけである。しかしながら、新年金制度の施行に伴い、社債への年金基金投資が拡大し、民間企業の年金制度参入もまた増加している。社債市場の改善もまた、上記のプロセスを促進している。

年金基金の投資構成の選択権が個人に移り始めたことで、インドにおける年金基金投資は、個々人のリスク負担能力と整合性のとれた新しい軌道に乗る態勢が整っている。しかしながら、最適化への道は、政策的な改革と年金改革の進展が緩やかであることから、もう数年はかかるものと思われる。

C. 主要な債券市場での発展

1992年：適正な価格を探るための入札システムが導入された。そのときまで使われていた利回りベースの入札システムからの脱却である。これによって効率的に価格決定出来るようになり、入札への関心と参加を広げることになった。

1993年：短期の流動性を確保するため、そしてベンチマークとなる債券を発行するため、91日償還の T-bill が発行された。この新たな債券により、政府は短期の資金需要や予見不可能な資金確保の必要が発生する事態に対応しやすくなった。

1994年：

1. 政府財政赤字補填のための国債発行による自動的な資金調達制度を廃止する取組の開始。
2. ゼロクーポン債のような新しい種類の債券が発行された。

1995年：

1. 制度インフラを改善するためにプライマリーディーラー制度が立ち上げられ、デリバリー・バーサス・ペイメントシステム (DVP) の導入と相俟って決済システムの改善が期待された。プライマリーディーラー制度は、公債を売買する人々が広範囲に広がることを狙ったものである。
2. 取引できる債券を多様化するために変動利付債が発行された。

1997年：

1. 市場調査と債券市場の効率化等が高めるための提言を行うために、技術諮問委員会が設置された。これにより、市場の規模・効率性を改善し、利用者の増加などを改善すると期待された。
2. インド準備銀行と政府は外国機関投資家が公債に投資することを許可し、国内経済への資金の流入を可能とした。外国機関投資家の公債への投資によって投資家の裾野が急激に広がった。
3. アドホックな T-bill の発行による自動的な資金調達を廃止し、それに代えて、中央政府の一時的なキャッシュフローのミスマッチに対応するため、一定の限度額を設けた WMA⁴を導入した（この変更は、1994年に始まったが、この年が最高潮となった）。この動きは、その後、政府が市場金利を支払わざるを得なくなったため、市場の価格形成メカニズムを改善し、政府の資金調達計画に規律をもたらしたという点で評価された。
4. キャピタルインデックス債の導入

1999年：IRF(金利先物)や FRA(金利先渡し契約)のような店頭売買の金利デリバティブが導入され、金利リスクをヘッジできるようになった。

2000年：短期の流動性を管理するために、流動性調整ファシリティ (LAF) が開始された。このファシリティは、政府の流動性コントロールに役立ち、過剰な流動性を吸収するためにきわめて多く使われてきた。

2002年：

1. 制度の透明性を改善するために、NDS の取引データがインド準備銀行のウェブサイト利用可能になった。これによって投資家、特に小口投資家が、さらに多くの情報を得られるようになった。
2. NDS の導入と CCIL (インド清算会社) の設立。これらの新しい制度は市場の範

⁴ 政府予算の歳入と支出の短期的なギャップを埋めるために創設された 91 日限度の短期的な RBI の融資制度。

囲や全体のプロセスの効率性を向上させると期待された。NDS が取引過程のスピードを上げることが期待されたのに対し、CCIL は決済の過程の効率性を大いに向上させるものと期待された。

2003 年 :

1. 証券取引所において公債の取引が導入された。公債の活発な既発債市場を構築しようとするものであり、最終的には債券の流通市場全体の活発化を促すものと期待された。
2. ノンバンクがレポ市場への参加を許可された。市場にさらに資金が流入し、そしてその市場規模が拡大し、参加者が増えることを目的とするものであった。
3. 金利先物が取引所に上場された。この新しい金融商品は市場を拡大し、投資家が債券市場における投資リスクを減少出来る重要な機会をもたらすことが期待された。

2004 年 :

1. RBI が優良債権の証券化に関するガイドラインの最終版を発行
2. 非政府債券に関する複数の慎重なガイドラインをプライマリーディーラーに向け発行

2005 年 :

RBI は政府証券の取引に電子取引マッチングシステムの機能を NDS-OM の追加モジュールとして導入することを発表。(RBI-NDS-GILTS-Order Matching Segment, NDS-OM)

2006 年 :

RBI は政府証券の 1 日限りの空売りを認めた。