

### **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 Making<sup>1</sup>）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<sup>2</sup>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<sup>3</sup>。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

---

<sup>3</sup> 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の、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ので、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うことができる。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。