

## 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。

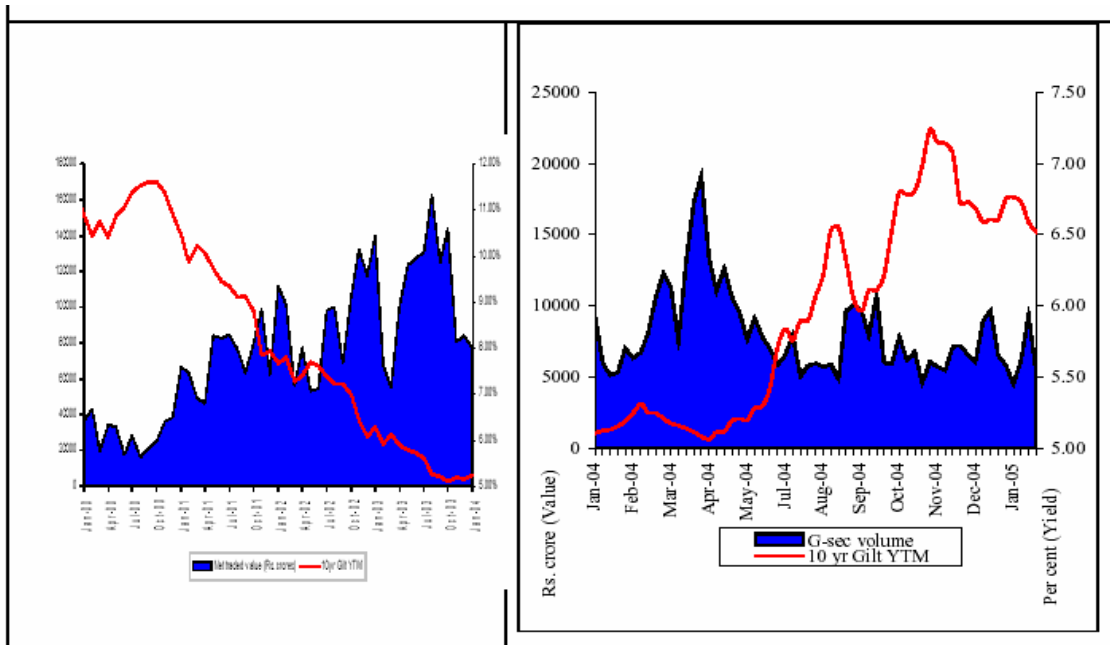
### 4.1. インドの公債市場に関する問題

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)
<b>手数料の設定</b>					
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。