

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チ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。