

債券発行におけるリテンション方式・POT方式・トランスペアレンシー方式^{*1}

東京大学 服部 孝洋^{*2}

1. はじめに

本稿では、債券を発行する際に用いられる引受（アンダーライティング）の詳細を解説します。（国債などを除く）債券発行では、証券会社が投資家に販売するために債券を取得し、仮に投資家に販売できない場合には残りを取得する^{*3}、「引受」が一般的に用いられます^{*4}。本稿では証券会社が投資家に債券のマーケティングを行う上で用いられるリテンション方式とPOT（ポット）方式に焦点を当てます。歴史的には、我が国の債券市場では、リテンション方式が長年使われていました。その一方で、近年、POT方式も普及し始めています。

リテンション方式とPOT方式の違いは、引き受けた債券を、どのように証券会社の中で割り振って販売するかです。リテンション方式であれば、各証券会社がそれぞれに定められた販売すべき額（引受額）をそれぞれの裁量で販売する一方、POT方式では各証券会社が投資家の（当該債券に対する）需要を共有して販売します。欧米ではPOT方式が主に用いられていますが、我が国では両手法とも一定のメリットを有することから、ケースバイケースで用いられています。

POT方式は2020年ごろから普及してきた方式ですが、ほぼ同じ時期に、トランスペアレンシー方式も導入されました。トランスペアレンシー方式とは、起債における投資家の需要をプライシングの期間中、さらに、発行後に発行体に共有するという仕組みです。本稿ではPOT方式とリテンション方式に加え、トランスペアレンシー方式の説明も行います。

なお、本稿は債券についての基礎知識を前提として

いますが、日本国債を軸とした債券の基礎知識は服部（2023）などを参照してください。筆者が記載してきた債券入門シリーズは、ウェブサイトにもまとめて掲載してあります^{*5}。

2. POT方式とリテンション方式

2.1 引受におけるプライシングのイメージ

前述のとおり、国債を除く大部分の債券は、引受（アンダーライティング）と呼ばれる方法で発行されています。引受では、発行体が債券を発行するうえで、証券会社が投資家に販売することを目的として債券を取得して販売する（仮に販売できなければ証券会社が取得する）という形が取られます（この方法は、例えば地方債では「主幹事方式」などと呼ばれます^{*6}）。

発行体としてはできるだけ低い金利で調達したい（高い価格で債券を発行したい）一方、投資家はできるだけ高い金利で運用したい（低い価格で債券を購入したい）と考えています。その両者が折り合える価格を証券会社の中で調整します。

上述の通り、投資家と発行体の利益はバッティングすることから、証券会社の中には、発行体向けにサービスを提供する部門（投資銀行部門）と、投資家向けにサービスを提供する部門（マーケット部門）があります（図表1を参照）。実際の引受では、投資銀行部門におけるキャピタル・マーケット部（資本市場部）などが企業や自治体など発行体（赤字主体）の資金調達のニーズをくみ取り、発行の手続きをします。その情報は一定のルールに則り、マーケット部門のセールス

*1) 本稿の意見に係る部分は筆者の個人的見解であり、筆者の所属する組織の見解を表すものではありません。また本稿は、本稿で紹介する文献の正確性について何ら保証するものではありません。

*2) 東京大学 公共政策大学院 特任准教授

*3) これを「残額引受」といいます。

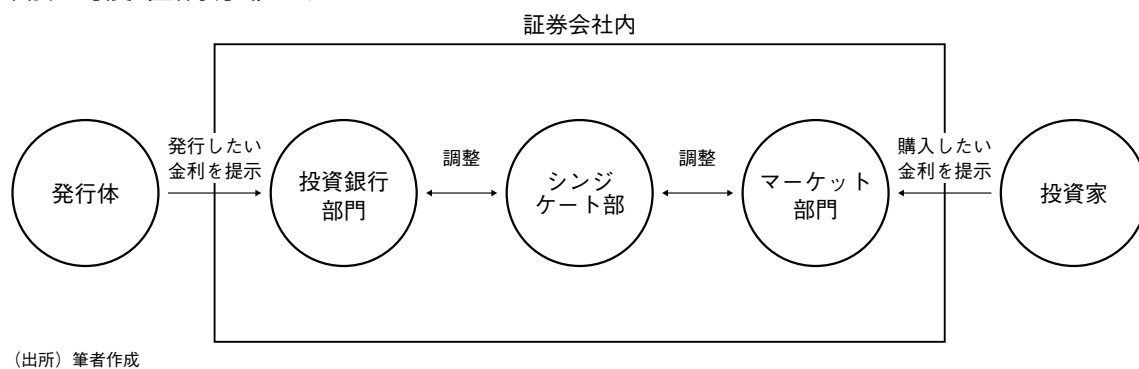
*4) 国債は入札により発行がなされています。詳細は服部（2023）を参照してください。国債以外でも、地方債の発行など入札方式が用いられることもあります。

*5) 下記を参照。

<https://sites.google.com/site/hattori0819/>

*6) 地方債で用いられる主幹事方式については石田・服部（2024）を参照してください。

図表1 引受（主幹事方式）のイメージ



などを通じて投資家に伝えられます*7。

実際のやり取りにおいては、投資銀行部門とマーケット部門の間にシンジケート部が入り調整します。投資銀行部門とマーケット部門は前述のとおり、発行体と投資家の利益相反があるため、直接やり取りをすることはない形がとられています。この関係は図表1の通りです。このような情報隔離は「チャイニーズ・ウォール」と呼ばれています。

実際の引受にあたっては、複数の証券会社が協力することが少なくありませんが、事務やドキュメンテーションの作成、販売などの役割を中心的に担う証券会社を「主幹事証券」といいます。主幹事証券というと1社しかないように感じるかもしれませんが、主幹事証券が複数存在することも少なくなく、さらに、その中でもまとめ役の役割を果たす証券会社を「事務主幹事証券（トップレフト）」といいます。主幹事証券以外に、実質的に引受責任のみを分担する「引受証券」などもあります。

2.2 リテンション方式とPOT方式のイメージ

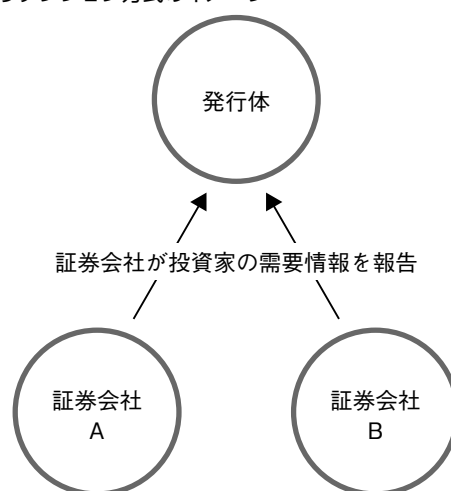
本稿で注目したいのは、証券会社が引き受けるうえで、当該債券をどのように証券会社各社の中で割り振って販売するかという点です。ここではリテンション方式とPOT方式の概要を議論したうえで、その詳細について3節で議論するという流れで説明をします。

例えば、ある企業が100億円の社債を発行するとします。この100億円の社債を証券会社が引き受けるとして、リテンション方式とPOT方式の違いを考えます。

まず、リテンション方式の場合、例えば、A証券会社が50億円、B証券会社が50億円を引き受けて販売しま

す。言い換えれば、A証券とB証券は協力せず（いわば競合関係となり）、それぞれ自分の引受分を頑張って販売します。投資家からみると、A証券とB証券から同じ債券の営業を受けるという形になります。そのため、一例として、投資家がA証券に1億円分、B証券に1億円分同じ社債を注文するということがあり得ます。

図表2 リテンション方式のイメージ

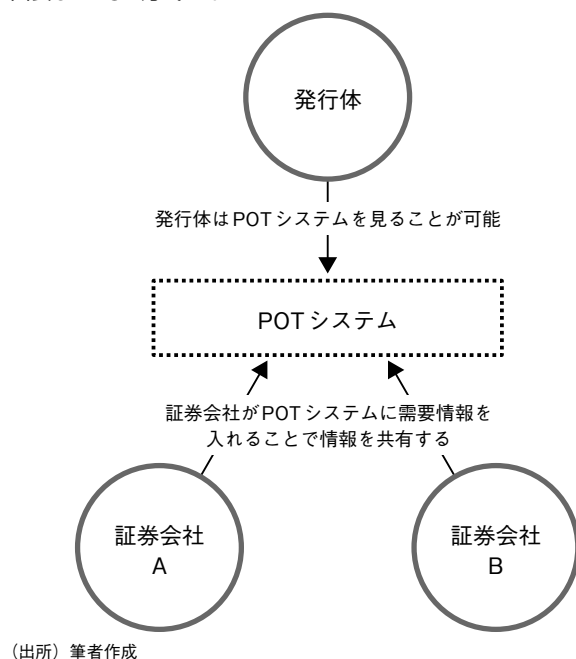


一方、POT方式の場合、ある企業が100億円の社債を発行するとして、A証券とB証券で共同してこのディール（案件）を受けるという形をとります。すなわち、A証券とB証券は協力して社債を販売するので、A証券とB証券は投資家の需要情報を共有する必要があります。POT方式は、POTシステム*8を通じて、投資家の需要をPOT（壺）のような形で共有するがゆえにPOT方式とよばれます。投資家としても、先ほどのようにA証券とB証券という分け方をせずに、

*7) 投資家に販売するセクションにはリテールセクションもありますが、債券は機関投資家に販売することが多いので、ここでは機関投資家向けサービスを担うマーケット部門を前提とした説明をしています。なお、債券については、個人向け社債や個人向け地方債も存在する点に注意してください。

*8) POT方式ではシステムを使わず情報共有がなされる場合もあります。

図表3 POT方式のイメージ



(出所) 筆者作成

あるディールに2億円注文するという形になります。

ちなみに、引受において、誰にどれくらい債券を販売するかをアロケーション（配分）といいます。引受では、発行体が債券を発行し、証券会社がそれを投資家に販売しますが、もちろん発行体は低い金利（高い価格）で当該債券を販売（発行）したいので、証券会社は、低い金利（高い価格）で購入したい人から順に配分していきます。当該債券は、その債券を高く評価する投資家にアロケートされるということになります。このプロセスは第3節で具体例を用いて説明します。

2.3 募残の問題とPOT方式の普及

債券発行におけるPOT方式そのものは、日本では2017年ごろから円建外債の発行時に導入され^{*9}、その後、徐々に社債や地方債等に普及し始めました。筆者の理解では、POT方式が普及した背景は、引受において募残の問題が指摘されたことがあります。募残とは、証券会社が引き受けた債券を投資家に販売しきれず、証券会社のトレーダーが在庫としてやむをえず当該債券を取得する現象です（トレーダーによるマーケットメイクの詳細は、服部（2023）の3章を参照してく

ださい）。筆者の理解では、募残の問題は、2015年くらいからメディアなどを通じて指摘され始めました。

リテンション方式は、各証券会社独自の販売力が問われる側面もあるほか、他の証券会社が有する投資家の需要の情報量が少ないため、全体の需要を見誤るリスクが相対的に高まります。POT方式であれば、各証券会社で投資家の需要を共有して販売を行うため、上述の問題を解消することが可能になるわけです。

2.4 トランスペアレンシー方式

また、上記を問題意識に、2021年にトランスペアレンシー方式の導入がなされました^{*10}。トランスペアレンシー方式とは、発行プロセスの透明性を確保するため、証券会社に対して、投資家の名前に加え、需要額や購入額について、発行体に提供することを求める制度です。具体的には、発行体が債券を発行するにあたり、マーケティング期間においてどのような投資家が当該債券を需要しているかや、最終的に、どの投資家が当該債券をどの程度、購入したかを、証券会社が開示する仕組みです。

起債までの時系列としては、まず主幹事証券会社を軸に、発行される債券の需要を投資家に聞くプレ・マーケティング期間があり、それを受けて債券の条件が決められ、実際に販売がなされるという手順になっています^{*11}。発行体は発行前においても主要投資家分は実名で報告を受けることができ、さらに、販売後にも主要投資家分は実名で発行体に報告されます。特にPOT方式の場合、投資家の需要はPOTシステムを通じて証券会社間で共有され、発行体もこれを閲覧することで、販売前にどのような需要があるかの概要を把握することができます。

トランスペアレンシー方式の導入の背景には、前述の募残の問題があります。証券会社からすると、募残が出ることは自らの販売力が弱いことを示す可能性があるため、発行体に募残の有無を開示するインセンティブがありません。このため、発行体としては実際に需要があったのかを把握したいものの、その把握ができませんでした^{*12}。前述のとおり、2015年ごろから募残が看過できないという問題が議論され、上述の問題を解消するため、

*9) 例えば、金融ファクシミリ新聞「BPCE債は6年限で合計1161億円に」（2018/1/19）などを参照。

*10) 「社債券等の募集に係る需要情報及び販売先情報の提供に関する規則」を制定し、2021年1月1日に施行されました。

*11) この段落での記載は下記を参照しています。

https://www.jsda.or.jp/about/public/kekka/files/201117_sankou_shasaihakko.pdf

*12) 発行体の中には、投資家に販売されなかったとしても（募残があったとしても）、低い金利（高い価格）で発行できればよいという考え方もあります。

発行体にどの投資家が発行した債券を購入したかを開示するトランスペアレンシー方式が2021年に導入されました。例えば、証券会社が社債を売り切れなく在庫として抱える場合、証券会社が当該債券の保有者となることが確認される形で、発行体は募残を認識することになります（もっとも、投資家情報は起債時のみ共有されるため、その後債券が満期保有されずにセカンダリー市場で売買されていく場合は、どのような投資家が保有しているのかを追うことは出来ない点に注意してください）。

なお、POT方式とトランスペアレンシー方式は、募残の問題を解消するものとして報道されることが少なくありませんが、両者は、基本的には、別の概念である点に注意してください。筆者の理解では、POT方式が普及するタイミングと軌を一にしてトランスペアレンシー方式が導入されたため、その両者が混合されることもあります^{*13}。もっとも、POT方式とは、あくまで証券会社間で投資家の情報を共有して販売する方法であり^{*14}、トランスペアレンシー方式は、発行体が投資家の需要等を把握するための自主規制のことです。

また、リテンション方式は以前から用いられていたことから、その前の方法を区別して、トランスペアレンシー・リテンション方式という表現がなされることもあります。実際、実務家の資料などでは、リテンション方式の下にトランスペアレンシー方式がぶら下がっているという整理がなされることも少なくありません^{*15}。

2.5 POT方式とリテンション方式：メリットとデメリット

日本の債券市場では、現時点で、POT方式とリテンション方式の両方が併用されています。それではこのPOT方

式とリテンション方式にはどのようなメリットとデメリットがあるでしょうか。発行体からみたPOT方式の良さは、A証券とB証券で迷う必要がなく、このディール全体に対して、引受を任せることが可能であることです。投資家からみても、A証券とB証券別々に発注するという必要性はなく、案件に対して注文を出すということになります。

その一方で、証券会社間の販売力に差がある場合など、POT方式よりリテンション方式の方がよい場合もあります。例えばもし証券会社Aが投資家の注文を大量に取ってきたとしても、POT方式であると、そのディール全体での成果という形で整理されるため、証券会社Aとしての個別の販売実績を示しにくいといえます（であるがゆえ、各社はそれほど力を入れて販売をしないという見方がされることもあります）。

起債においてPOT方式とリテンション方式のどちらが用いられるかは、基本的に発行体の希望によって決められますが、両手法とも一定のメリットとデメリットが存在することから、現状では両手法が併用されています。筆者の理解では、大手の機関投資家を中心に販売するような債券の場合、POT方式が採用される傾向があります。一方、例えば、地方債のように地域金融機関への販売が重要な場合や、非金融機関への販売が重要な場合などは、証券会社が有する支店網等で販売力に差異が生まれ得るため、リテンション方式が採用されるという意見もあります。

3. リテンション方式とPOT方式の詳細

3.1 リテンション方式

ここから、日本証券業協会の資料を用い、より詳細に、リテンション方式とPOT方式の説明をします。まずは、

BOX 1 投資銀行と投資銀行部門

投資銀行という表現は、よく用いられるものの、定義が曖昧な概念の一つです。投資銀行部門や投資銀行ビジネスは、図1で示す通り、主に発行体サイドに立ち、株式や債券の引受という観点で資金調達を助けたり、M&Aアドバイザーなどのサービスの提供を行う機関や業務そのものを指します。もっとも、投資銀行という場合、証券会社そのものを指す場合も多く、証券会社と語句ごとに入れ替えても問題ないケースが少なくありません。

- *13) POT方式は、あくまで証券会社が投資家の需要を共有して販売する方法であり、理論上は、トランスペアレンシー方式を取らないことも可能です（つまり、理屈をいえば、証券会社が需要情報をシェアして販売するものの、発行体にはどの投資家が購入したかは開示しないということも考えられます）。
- *14) 金融庁資料では「主幹事が意見聴取した投資家の需要を共通のPOT（壺）に集約し、主幹事及び発行者と情報共有する。原則、投資家の名称も共有される」と説明されます。
https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/market-system/siryou/20220425/02.pdf
- *15) ただし、リテンション方式の下には、現時点ではトランスペアレンシー方式しかないもので、リテンション方式を採用すると、トランスペアレンシー方式で実施することになります。

リテンション方式

代表主幹事会員が取りまとめる場合

発行者

① A社が取りまとめるうえ、発行者に提供する需要情報

名称	発行条件	
W株式会社	0.2%	0.3%
X株式会社	50億円	20億円
Y株式会社		100億円
Z株式会社	20億円	
合計	70億円	120億円

② A社が取得した需要情報

名称	発行条件	
W株式会社	0.3%	
	20億円	

③ B社が取得した需要情報

名称	発行条件	
X株式会社	0.2%	50億円

④ C社が取得した需要情報

名称	発行条件	
Y株式会社	0.3%	100億円

⑤ D社が取得した需要情報

名称	発行条件	
Z株式会社	0.2%	20億円

主幹事会員

代表主幹事会員

共同主幹事会員

他の引受会員 ※ (引受シ団)

※ 需要情報においては、全ての他の引受会員の引受見込合計額が発行見込額の10%を超える場合に限る。

(出所) 日本証券業協会*16

図表6 需要情報

(需要情報のイメージ) (最終需要)

利回り (発行条件)		0.24%		0.25%	
スプレッド (発行条件)		39.5bp		40.5bp	
業態	投資家名	需要金額 (億円)	件数	需要金額 (億円)	件数
生保	A生命保険 (実名伝達対象)			20	－
	B生命保険 (実名伝達対象)			8	－
信託	C信託銀行 (実名伝達対象)			16	－
・ ・ ・				・ ・ ・	
地方公的	(実名伝達対象外)			12	3
その他	D株式会社 (実名伝達対象)			10	－
	(実名伝達対象外)			8	2
自己ブック	E証券会社 (実名伝達対象)			2	－
合計		0	0	400	100
需要倍率 (発行額対比)		0%		200.0%	

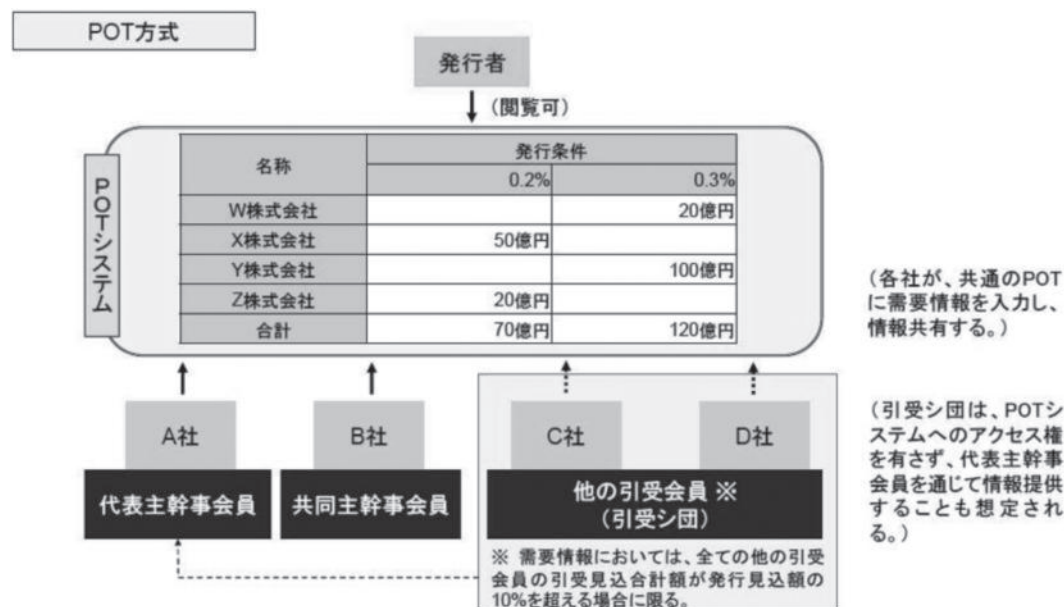
(参考)

地方公的：地方公共団体、公務員共済組合等

その他：諸法人（財団法人、事業法人）等

(出所) 日本証券業協会*18

図表7 POT方式



することを「レス販売」といいます)。

ちなみに、国債の入札においても、ダッチ方式では(落札した場合)全ての投資家が同じ値段で購入します。コンベンショナル方式では投資家が(落札した場合)応札した価格で購入するため、落札した投資家は

同じ国債でも異なる価格で購入しますが、その詳細は服部(2023)の8章を参照してください。

3.2 POT方式

次にPOT方式について図表7を用いて説明します。

*18) https://www.jsda.or.jp/shijyo/seido/jishukisei/web-handbook/106_saiken/files/20220622_shasaihakkokisoku_qa.pdf

*19) https://www.jsda.or.jp/shijyo/seido/jishukisei/web-handbook/106_saiken/files/20220622_shasaihakkokisoku_qa.pdf

BOX 2 債券の起債に用いられるスプレッド・プライシング

地方債や社債のプライシングを行う際は、当該債券の金利そのものではなくて、年限が同じ国債との金利差（スプレッド）をベースにプライシングがなされます。これを「スプレッド・プライシング」といいます。

債券を発行する上で、発行金利を決めなければなりません、そのベースとなるリスク・フリー・レートそのものは刻々と変化します。前述のとおり、引受において証券会社が発行体と投資家の間で折り合える金利を模索して、それが現時点で例えば10年債（社債）で1%だったとしましょう。もっとも、例えば、その合意の直後、ベースとなる10年国債の金利が上昇して1.1%になった場合、投資家はその社債を1%では購入したいと思わないでしょう。実際、国債の金利は日中大きく変化することも少なくありません。

そこでスプレッド・プライシング方式では、リスク・フリー・レートに対してどれくらい金利を上乗せして投資家が買いたいのかという観点から、発行条件を決めます。これは相対的に変動の少ない発行体のクレジットや流動性を軸にスプレッドを決定し、その後、合意されたスプレッドをリスク・フリー・レートに上乗せすることで発行金利を決める方法です。

具体的には、リスク・フリー・レートに対して、例えば、0.5%だけ上乗せして発行するという形で、投資家と発行体の間で合意します。この場合、リスク・フリー・レートをTとしたうえで、「 $T + 0.5\%$ 」という形でプライシングがなされます。そのうえで、もし当日の10年国債の金利（T）が1%であれば、当該社債は1.5%（ $= 1\% + 0.5\%$ ）の金利で発行されるという形で、発行条件が決まります。

リスク・フリー・レートについては、条件決定日当日の9時半や10時などのBBの板における情報（ビッドサイドの情報）で決める形が典型です（BBの板については服部（2023）の3章を参照）。また、債券の発行年限と国債の年限が一致しない場合、モデルなどを用いて年限のずれを補間することで調整します（この問題を回避するため、国債の償還年限と合わせる発行体もあります）。具体的なリスク・フリー・レートとして、通常、国債の金利が用いられますが、スワップレートが用いられることもあります^{*20}。

なお、我が国の国債はマイナス金利が観測された期間がありますが、国債を除く債券は基本的にプラス金利が維持されました。国債金利がマイナスである場合、前述のスプレッド方式を用いることが困難であることから、発行体と投資家が折り合える金利を、例えば0.01%（スプレッドではなく絶対値）とするなど、絶対値によるプライシングが用いられました。

まず、POT方式の特徴は、前述のとおり、証券会社が投資家の需要を共有する点です。図表7にあるとおり、証券会社であるA証券・B証券・C証券・D証券がPOTシステムの中で投資家の需要情報を共有し、管理します。先ほどは、A証券が投資家であるW株式会社から0.3%で20億円の注文を取ってくるという形でしたが、POT方式においては、投資家であるW株式会社・X株式会社・Y株式会社・Z株式会社がこの案件全体に対して注文するという形をとります（3.1節の説明と同様、金利0.2%では合計70億円の需要があり、0.3%では合計120億円の需要があります）。典型的には、事務主幹事（トップレフト）を通じて、需要情報がPOTシステムに反映され、その情報が証券会社や発行体にシェアされます（投資家はどの証券会社に注文を出しても、POTシステムに需要が反映されます）。

4. おわりに

今回は、引受におけるリテンション方式とPOT方式に加え、トランスペアレンシー方式の説明をしました。筆者の理解では、これらの概念について包括的に説明した文献がないため、これらの制度の理解が深まれば幸いです。

参考文献

- [1]. 石田良、服部孝洋（2024）「主幹事方式入門—市場公募地方債を事例に—」『ファイナンス』60（4）、22－29.
- [2]. 服部孝洋（2023）「日本国債入門」金融財政事情出版会

*20) かつて国債のイールドカーブがゴツゴツしていたことから、よりスムーズなカーブであるスワップカーブが用いられていたことが一因とされています。スワップレートについては服部（2023）の11章を参照してください。