クレジット市場における検討課題

わが国社債市場の問題点、及び
CDS の集中清算機関の設立と規制の動向

吉井　一洋[1]

概　　要

わが国企業の社債発行残高は銀行からの借入金残高の 5.5 分の 1 程度に過ぎず、社債発行残高の GDP に対する比率も欧米に比べると低い。さらに、欧米市場と比較して、リスクプレミアムが薄い。発行企業の業種が特定の業種に偏っている、ハイイールド債（低格付け債）市場や私募市場が未発達である、投資家が銀行に偏っている、といった特徴が見られる。

社債利回りの低さは、発行手続きというよりはローンの金利の低さを反映している面が多いと思われる。リスクに応じたプライシングやローンの流通市場の発達によりこの点が改善されることが望まれる。昨今、社債のデフォルトの事例が多発しているが、デフォルトリスクへの対応として、投資家が社債管理会社の設置を求める例が出てきている。メインバンクが社債管理会社となるわが国においては、利益相反への対応といった問題がある。また、社債のみならず借入とのパリパス（同順位性）の確保、発行時におけるコベナンツ等の開示の充実が望まれる。

流通市場においては、法人の経過利子の取扱いや源泉税の税額控除の見直し、譲渡損やデフォルト損の控除、振替社債の非居住者等の利子源泉税免除といった税制上の措置、社債レポ市場の創設による流動性の供給、実務におけるフェイルの容認、個人投資家のアクセスのための価格・気配の提供方法や価格情報インフラの見直し、機関投資家の多様な投資を促進するための多様なインデックスの開発・活用や運用方針の見直しなどの対応が望まれる。

一方、2008 年 9 月のリーマン･ブラザーズの破綻（連邦破産法チャプター11 の申請）によって、CDS の決済のために連鎖破綻が生じるのではないかという懸念が生じた。ただ、実際にはこのような事態にはならず、連鎖破綻の懸念は杞憂に終わった。

しかし、CDS のリスク管理のため、金融安定化フォーラム（現金融安定理事会）が 2008 年

[1] 大和総研資本市場調査本部制度調査部長。なお、本稿は筆者の個人的な見解であり、金融庁及び金融研究研修センターの公式見解ではない。

10 月に CDS の集中清算枠組みを整備することを提言し、これを受けて CDS の集中清算機関を設立する動きが進んでいる。この集中清算機関とは、相対取引で行われている CDS の買い手と売り手との間に立つことによって、売り手の破綻の影響が買い手に直接及ばないようにするという機能をもつ。これによって、連鎖破綻を防止しようというわけである。現在、集中清算機関の設立には、5 グループが名乗りを上げており、そのうち 3 グループはすでに業務を開始している。

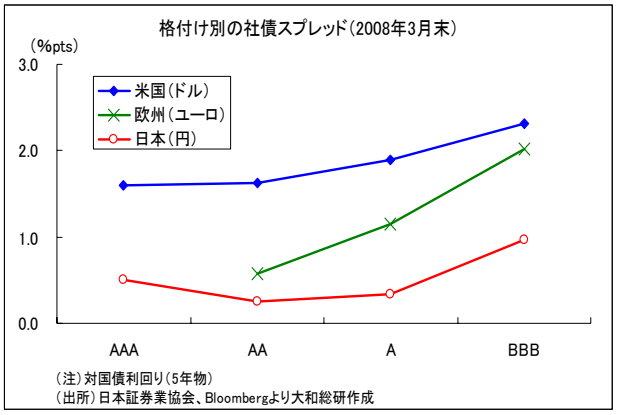
ただ、集中清算機関だけでは CDS のリスク管理には不十分だと考えられる。特殊な CDS、たとえば ABS や CDO を参照組織とする CDS、ストラクチャード CDS は清算対象には不向きだからである。これに関係して、米国財務省は、集中清算機関の設立の動きとは別に、CDS 自体を規制することを提言している。この背景には、CDS は、米国では現行法上、インサイダー取引規制等を除き規制されてないという事情がある。ただ、規制の仕方によっては、CDS の流動性が低下する、CDS という信用リスクをヘッジする手段が失われるなどのデメリットも生じると考えられる。

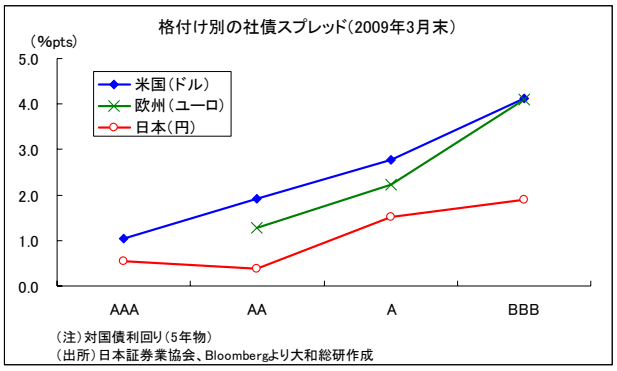
１．現状

１．１　発行規制、発行条件の決定方法、発行コスト

未曾有の金融危機により、企業の資金調達が難しくなっている環境を受け、企業が個人投資家を対象に社債を発行する事例や大型の社債発行を行う例が増加するなど、社債市場が注目を集めている。とはいえ、現状を見ると、わが国企業の社債発行残高は 2008 年度で 61 兆円であり、銀行からの借入金残高 336 兆円の 5.5 分の 1 程度に過ぎず、企業の負債の 50%超が社債である米国とは対照的である。社債発行残高の GDP に対する比率（金融機関を除く）を見ると、米国では 27%、欧州（ユーロ圏と英国）は 19%であるのに対して、わが国は 15%程度と欧米を下回っている。さらに、わが国の社債市場の特徴として、次のような特徴が指摘できる。

◆欧米市場と比較して、リスクプレミアムが薄い。格付別の社債スプレッドを米国、ＥＵと比較すると、わが国の社債スプレッドが最も小さい





◆発行企業の業種が電気・ガス、運輸・通信、金融などに偏っている。

◆BB 以下の格付けの社債など、低格付け債（ハイイールド債）市場がほとんど無い。

◆私募市場が未発達である。

◆社債の 47.4%を銀行が保有しており、投資家が銀行に偏っている。特に個人や投資信託の保有比率はそれぞれ 0.1%、1.8%と極めて低い。

１．２　欧州における社債市場の発展

米国は、従来から、国民の預金残高が少なく直接金融中心であった。これに対して欧州は、従来は、わが国と同様に企業の資金調達は融資が中心であった。しかし、1999 年の統一通貨ユーロの導入と EC（欧州委員会）の金融サービス・アクション・プラン（FSAP）に基づく EU 域内の資本（含む債券）市場の統合は、市場規模の拡大、金融技術の革新、取引コストの削減などをもたらし、社債市場の発展に寄与している。2000 年の通信事業の規制緩和は通信事業会社の社債による資金調達増加をもたらした。これら通信事業や、自動車ローンのため常時資金が必要な自動車会社以外の業種も社債による資金調達に乗り出していった。スーパーナショナルな大企業や金融機関も社債を発行し、引受金融機関に社債流通市場におけるマーケット・メイクを求めるようになった。市場慣行や取引･決済システムの整備も社債市場の発展に寄与した。M&A の増加も買収資金等の調達のため、社債発行を後押しした。

市場の統合に伴い、為替リスクや規制上の障壁が無くなったことにより、EU 域内での母国以外の国や新しい商品への投資を容易になり、機関投資家の投資行動も変化してきた。2005 年に上場企業の連結財務諸表の会計基準を国際会計基準に統一したことも、域内の投資を促進しているものと考えられる。また、ユーロ導入後に社債のデータの質が向上し、インデックスが整備されたことも機関投資家によるきめ細かな運用を可能とした。年金市場やミューチュアルファンドの高成長を追い風に、これらの基金・ファンドの社債への投資が伸びた他、保険会社も社債に投資するようになっていった。これらの要因が相俟って、欧州の社債市場は発展を続けている。

２．発行市場

２．１　発行規制、発行条件の決定方法、発行コスト

わが国の社債市場が欧米に比較して発展していない理由として、社債の利回りが低いことが挙げられる。社債の利回りが低い理由として、発行条件を決定するプロセス等に問題がある可能性がある。

わが国でも社債の発行市場の規制面では、発行登録制度の導入（さらにはプログラムアマウント方式の導入[2]）、プロ私募や少人数私募の規制の整備、売出し規制の見直し（「均一の条件」の廃止や私売出しの概念の導入[3]）など整備が進んでいる。

起債運営に関しては、わが国では、発行会社が主幹事証券会社を決定し、主幹事証券会社及び引受シ団が絶対金利、スワップ・レートに対するスプレッド、ベンチマーク国債等のスプレッド（スプレッド・プライシング方式）をベースに投資家の需要動向を探り、需要予測を行い、その結果を踏まえ発行会社と主幹事証券会社が協議して発行条件を決定する。この点について欧米市場と大きな違いはない。

ただし、欧米では公募債において、投資家に対してロードショーによる市場調査が行われる[4]。わが国では「有価証券届出書」提出前に同様の行為を行なうことは金融商品取引法上認められていない。そのため需要の予測の際に、頻繁に社債を購入する大手機関投資家を対象に、正式な発行条件を決定する前の「事前の交渉」を行うというあいまいな実務慣行があり、投資家に対して十分な情報が伝達されないという問題点が指摘されている。

また、欧米ではPOT方式が導入されている。POT方式とは、引受幹事団が連帯して販売責任を負う部分（POT）を設け、大口投資家を中心とした需要は当該部分に集めて大口投資家の需要に関する情報を共有する方式である。オーダーの重複やカラ需要を排除することで、主幹事が、投資家の正確な需要に基づいて発行会社と発行条件を交渉できるようになる。無理な引受をなくすことで、条件決定の透明性や妥当性を高めることが期待できるとされている。わが国では、顧客情報の守秘義務等の観点や税務上の問題[5]から導入されていない。ただしわが国の場合、POT方式が有効に機能するほどの需要がそもそも無いとの指摘もある。

社債の募集期間中はわが国では「均一価格販売方式」で販売され、値引き販売をしない旨が引受シ団に義務付けられる。ただし、格付けの高い社債や流動性の高い銘柄などで、需要予測をスプレッド・プライシング方式で行なう場合は、募集総額が発行総額に達し、販売が終了したと主幹事が確認した後は、均一価格リリース宣言を行うことにより、均一価格以外の販売が可能となる。これにより募集当日でも流通市場での取引に移行できることから、ディスカウン

---

[2] 2009 年 6 月 17 日に可決・成立した金融商品取引法等の一部を改正する法律による。

[3] 2009 年 6 月 17 日に可決・成立した金融商品取引法等の一部を改正する法律による。

[4]米国では届出の効力が発生するまでの待機期間中においては、口頭による売付の申込みは仮目論見書等を交付しなくても可能とされている。

[5] ＰＯＴ方式では、投資家は主幹事証券会社にまとめて販売手数料を払い、それを主幹事証券会社が各引受証券会社に配分するが、わが国の税制上、販売証券会社の収益とすることが認められていない。

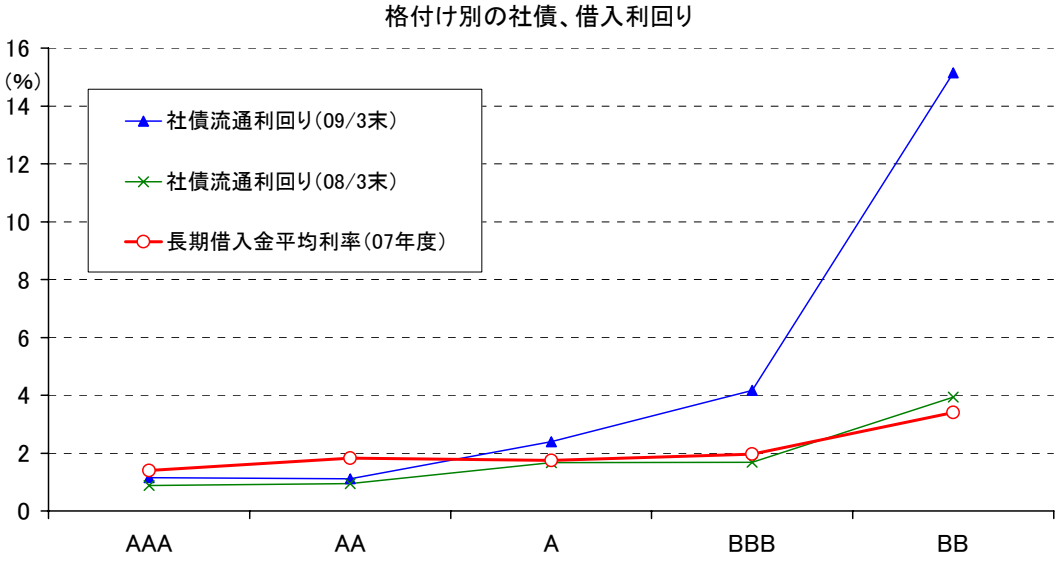
ト販売の誘引になっているとの指摘がある。ディスカウント販売が行なわれれば、交渉力の無い投資家は不利な扱いをうけることになる。

社債の引受手数料が低いことも、社債市場の発展を妨げているものと思われる。例えば、最近のある代表的な個人向け社債の引受手数料は、額面 100 円につき 35 銭、販売手数料は 20 銭であり、100 億円引き受けても 3,500 万円、販売に関しては 2,000 万円の収益にしかならない。これに対して投資信託の募集手数料は 2%程度であり、同じ 100 億円販売すれば２億円の収益になる。機関投資家向けであれば手数料の低さを各投資家への販売数量の多さでカバーできるが、個人向けについては、投資信託の販売に向ける労力を社債に振り替えるインセンティブが働かないという問題がある。

２．２　ローン金利との関係

1993 年の商法改正前は、普通社債の発行においては、通常、メインバンクが募集の受託会社となり、受託会社が起債会を組織して起債調整を行うなど、社債市場は、銀行の管理下にあった。証券会社が社債発行条件を決定するようになったのは、ここ 10 数年のことであり、社債は長きに渡って、融資の補完的な役割を果たす存在に過ぎなかったわけである。わが国企業の負債による資金調達のうち社債の占める比率が低いのはそのような歴史的背景にも原因があると思われる。

社債の発行者利回りの推移を銀行の新規貸付金利を比較すると、社債の金利の方が、ボラタイルに推移している。格付けごとの社債の利回りと借入金の利率を比較すると、低格付けのものほど借入金の金利が低く発行会社（借り手企業）にとって有利となっている。



（注）格付けはR&Iによる。社債利回りは残存2～5年の平均。
借入金利率の算出対象はR&I格付を有する社債の発行残がある企業のうち、明らかに外貨調達が多いと目される企業を除いた。（集計対象社数はAAA：1社、AA：44社、A：86社、BBB：34社、BB：2社）
（出所）日本証券業協会、各社有価証券報告書等より大和総研作成

このような貸付金利の低さがわが国の社債市場育成を阻害しているとの指摘も多い。特に短

期間の採算ではなく顧客との長期継続的・取引横断的な関係によって収益を獲得するリレーションシップ・バンキングの名の下に、融資先の信用リスクが貸出金利に適切に反映されていないのではないかとの指摘もある。リレーションシップ・バンキングとは「長期継続する関係の中から、借り手企業の経営者の資質や事業の将来性等についても情報を得て、融資を実行するビジネスモデル」である。リレーションシップの維持や深化によりきめ細かな信用リスク管理はできたとしても、それだけでわが国の「潜在成長力の低下による信用リスク上昇分を補うことは出来ない」[6]ため、信用リスク上昇に見合う貸出利鞘の確保が必要であるとの指摘もある。

わが国の企業向け貸出金利は、一般的には、短期プライムレート（与信リスクは反映していない）をベースに与信格付けや債権保全の状況を加味して決定されている。この貸出金利のガイドラインは半年や1年の間隔でしか見直されておらず、もっと頻度の高い見直しが必要との指摘がある。また、中小企業への手厚い信用保証制度が、与信リスクの貸出金利への反映を妨げているため、当該制度を利子補給制度に改めるべきとの指摘もある。

米国金融機関では、借り手の信用リスクに応じて貸出金利を設定するリスク・プライシングが浸透しており、わが国よりも貸出スプレッドの水準が高くなっているとの指摘も多い。数年前の資料だが、中小企業向け貸出の平均的なスプレッド水準はわが国に比べ高くなっているとの指摘もある。

欧州ではわが国と同様にリレーションシップ・バンキングが主流であったが、ユーロ誕生や金融グローバル化の進展による各国金融機関の競争激化や金融統合の加速に伴い、金融機関においても株主価値最大化を重視する経営が浸透した。その結果、金融機関によるリスクに見合ったリターンの追及や経済合理性を重視したポートフォリオマネジメントが急速に進展し、これが金融機関がシンジケート・ローン、社債の引受け、証券化商品の組成、クレジット・デリバティブの売買に積極的に取り組み、これが欧州クレジット市場の拡大につながった。

わが国でも、バーゼルⅡの導入に伴い、銀行において内部の信用格付けに基づく与信管理、リスク調整後のリターンに基づく統合的なリスク管理は進捗しつつある。

シンジケート・ローンについても、わが国では99年[7]から本格的に拡大をはじめ、2008年度の実行額は28兆円に達している。その背景には、不要・不急の借入をできるだけ抑制したい、資金調達手法を多様化（例えば返済条件や金利など）したいという企業側のニーズと、手数料収入等の収益源の多様化やリスク調整後の収益性の向上を目論む銀行側のニーズとがマッチしたこと、ＪＳＬＡ（日本ローン債権市場協会）による各種契約書雛形や市場慣行の策定などインフラが整備されたこと等が挙げられる。

シンジケート・ローンは社債のような市場性を供えたローンと位置づけられており、アレンジャーである大手銀行がマーケットメイクを行なっている。しかし、現在までのところ、売買はそれほど行なわれておらず、流通市場の育成が課題となっている。流通市場が発展すれば、

---

[6] 大山剛（2002）

[7] 「特定融資枠契約に関する法律」（99年施行）によりコミットメントラインのフィーが利息制限法の規制対象とならないことが明らかにされた。

銀行はローンの売買による機動的なＣＰＭ(与信ポートフォリオマネジメント)が可能になる。ローンの売買が増加し、マーケットでのプライシングが行なわれることで、適正なクレジット・プライシングが行われ、それが社債市場にも好影響を与えることが期待できる。

シンジケート・ローンを初めとする貸出債権の流動化促進に向けて、これまでも、債権譲渡に対する意義なき承諾を得るための借手の理解の促進や譲渡が容易な貸付契約の切り替え、非公開情報の取り扱いに関する慣行確立に向けた取組みが継続されてきた。さらに、2008 年 1 月に導入された電子記録債権を、シンジケート・ローン等に活用することが期待されている。

なお、2010 年 3 月期からは、有価証券報告書等において、貸付金の時価の開示が義務付けられる。貸付条件に借り手のリスクが適切に反映されておらず、評価損が生じている場合は、それが開示を通じて明らかになる。この点も、クレジット・プライシングの適正化を促す要因になる可能性がある。[8]

２．３　デフォルトリスクへの対応

２．３．１　社債管理会社

わが国では、社債を発行に際し、社債管理会社（人）の設置が義務付けられている。ただし、額面が 1 億円以上で社債の総額を最低額面金額で割った数が 50 未満の場合は、社債管理会社を設置せず、社債を発行できる。この場合、任意で財務代理人（ＦＡ）が設置される。(いわゆる「ＦＡ債」)。現在はこのＦＡ債が主流となっている。社債管理会社は、社債権者に対して公平・誠実義務及び善管注意義務を負い、債権者の保護だけを目的として、権利保全や債権回収の権限を行使するのに対し、財務代理人は、発行会社を代理して社債の元本・利息の支払いを行ない、社債権者のために行動する者ではない。昨今は、デフォルトの増加に伴い、機関投資家等が社債管理会社の設置を求める例も出てきている。なお、個人向け社債の場合は券面金額が 100 万円などの例が多く、社債管理会社が設置されているのが通常である。

わが国では、社債の元利払いの確実な履行確保のため、担保提供制限や利益・純資産の維持等の「財務上の特約」が付されている場合は、社債管理会社は当該特約の遵守状況を監視する義務とそのために必要な権限を有する旨が、社債管理契約上定められるのが通例である。

欧州では、プロ向けは FA 債、投資家が多い場合はトラスティー（わが国の社債管理会社に該当）が設置される。米国の場合は、公募社債については、1939 年信託証書法でトラスティーの設置が義務付けられている。ただし、発行会社のデフォルト前には、信託証書に記述された義務の履行を除いて責任を有しないため、わが国の社債管理会社に期待（あるいは特約で付加）されている発行会社の財務内容に対するモニタリング機能は持たない。

---

[8] 債券は時価評価されるが、ローンは時価評価されない点も、投資家が債券よりローンを志向する理由として挙げられる。

社債管理会社はわが国では銀行、信託会社等に限られる。証券会社等は社債管理会社になることはできない。わが国では発行会社のメインバンクが社債管理会社となることが多く、社債管理会社が代表すべき社債権者の利益と貸付債権者としての利益とが相反する状況にある。しかも、メインバンクの場合は、社債権者が有しない多くの非公開情報を有する。例えば、2001年９月にマイカルが破綻した際に、社債管理会社でもあるメインバンクが、融資の担保を取得していたことが批判を集めた。[9]。他方、メインバンクが社債管理会社となることで、発行会社の財務状況を把握して社債権者のために権限を適切に行使したり、緊急融資を行い発行会社の建て直しを図ることも考えられる。そのため、会社法では、メインバンクが社債管理会社になること自体は禁止していない。ただし、発行会社が社債の償還又は利払いについて債務を履行せず、又は支払い停止があった際に、その３ヵ月以内に、社債管理会社が自己の債権について担保提供又は弁済等の消滅行為を受けていた場合、社債管理会社は社債権者に対して損害賠償義務を負う。免責されるのは、誠実義務を怠らなかったことや担保供与等を受けなくても社債権者に損害が生じたであろうことを社債管理会社が証明した場合である(会社法 710 条２項(但し書き))。

米国では信託証書法 310 条ｂ項により、トラスティーが一定の利益相反関係を持っているか持つこととなる場合は、利益相反関係が生じたことを確認してから 90 日以内に、その利益相反関係を除去するか、トラスティーを辞任しなければならないこととしている。例えば、発行会社のデフォルト時において、トラスティーが発行会社の持分の一定割合以上を有している場合、役員の兼任がある場合、発行会社に対する債権を有している場合[10]は、上記の対応が必要となる。米国ではトラスティーがメインバンクである場合、デフォルト時の債権回収を専門の回収機関に委ねる場合もあるとの解説もある。わが国においても、誠実義務履行のための実務として、同様の対応を求めていくことが考えられる。

２．３．２　ネガティブプレッジ条項・クロスデフォルト条項

ネガティブプレッジ条項とは、「社債発行会社が、当該無担保社債よりも弁済順位の優先する担保付債務を将来負うことによって、社債の償還を危うくすることを防ぐ条項」である。担保提供制限条項とも言う。他の債権者のために担保権が設定されれば、その社債の債権者も債権額に応じて比例的に担保権を取得するという内容のものや他の債権者のために担保権の設定を制限・禁止するものなどがある。

クロスデフォルト条項とは、「当該社債以外の債務について、発行会社が期限の利益を喪失すれば、それに連動する形で、債務不履行事由を拡張する」ものである。

わが国の社債の場合、後者について社債以外の債務も対象としているものの、前者は社債の

---

[9] 同社の更生計画では、個人向け社債は、2000 万円以下の一般債権の弁済率と同様、平均して３割程度の弁済率とされた。一方、2000 万円超の債権の弁済率は 10%程度であり、個人向け社債の弁済率は、個人投資家へのリスクの説明が不十分であったことを配慮して決定された（日本経済新聞 03 年５月 29 日）

[10] 融資関係は含まれず、発行会社からの優先弁済などを制限することで利益相反を回避しているとの説明もある。

みを対象としている例が多い。他の社債との間でのパリパス（弁済の同順位性）は確保されているが、借入等の他の債務との間まで同順位性は必ずしも確保されていない。これに対して、シンジケート・ローンの場合は、通常は、社債も含め他の債務に劣後することが無いよう、上記の条項や他のコベナンツにより手当てされている。

例えば、2008 年夏に破綻したスルガコーポレーション、ゼファー、アーバンコーポレーションの例（いずれもＦＡ債）のネガティブプレッジ条項はあくまで社債間で同順位とするものであり、融資との間での同順位は確保されていなかった。融資も含めた同順位性の確保が求められるところである。

２．３．３　情報開示

わが国では、社債の発行に際して上記２．３．２については「財務上の特約」として、有価証券届出書・発行登録書や目論見書等の法定開示書類で記載することとされている。担保資産及び担保付債務の注記は義務付けられているが、あくまで財務諸表の注記としてのものである。発行会社の借入等の他の債務について、財務制限条項等のコベナンツが付されている場合に、その内容を注記することは明確に義務付けられていない。

欧米の目論見書では、発行社債の要項を全文記載する。ローン等について、当該社債の地位に影響するような契約内容があれば会計士が注記を求める。他の債務の「コベナンツ」を記載することはないが、特殊な「コベナンツ」の場合は「財務上のリスクファクター」としてわかりやすい説明文を記載することは多い。（実務担当者へのヒアリングによる）

有価証券届出書や有価証券報告書では、借入やシンジケート・ローン等の財務制限条項等について注記している例は多数見られるが、これらの注記は明確に義務付けられているわけではない。ＦＡ債が主流を占める上に、社債と借入との同順位性が確保されていないわが国の現状を考えれば、現行の「財務上の特約」に加え、明示的に、借入金等の担保やコベナンツに関する情報を、社債の投資家にわかりやすい形で、まとめて開示することを義務付ける等、情報開示の充実を図る必要があると思われる。

２．３．４　格付け

わが国では、社債の格付について、国内の格付機関 1 社の格付けだけをとって発行する例が多く、しかも投資家等が、当該格付けに過度に依存しているとの指摘がなされている。最近の破綻事例でも、格付けの引下げが遅かった点が指摘されている。格付け機関の対応の改善と共に、引受・販売業者や投資家においても、格付けはあくまで意見に過ぎないことを踏まえた対応が求められる。

３．流通市場

３．１　税制

３．１．１　居住者等の源泉税、譲渡益

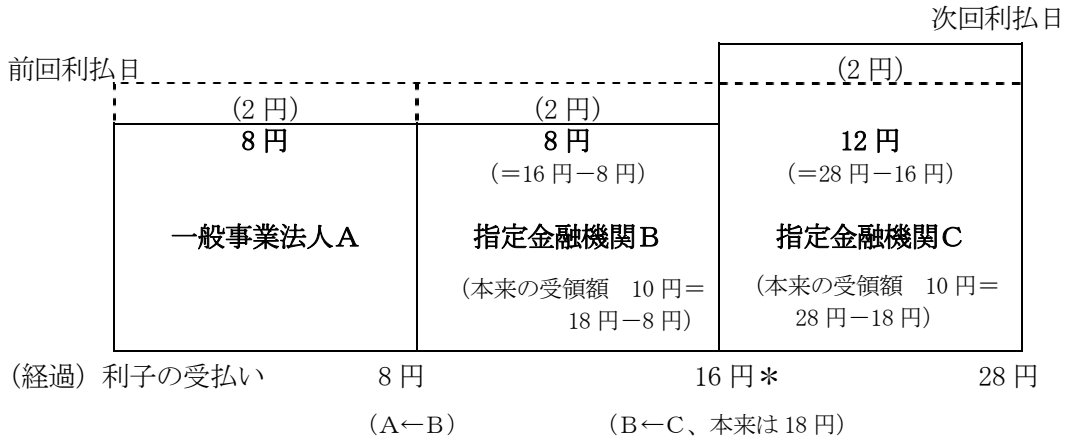
わが国の現行税制では、債券の利子に対して 20%の源泉徴収が行われる。源泉徴収は保有者が個人の場合のみならず、法人の場合にも行なわれる。ただし、法人の場合は、源泉税のうち保有期間に対応する部分を、法人税額等から控除できる。

債券の売買時に買い手から売り手に経過利子が受渡しされる際には、20%の税相当額を控除して 8 掛けで受け渡しされる。この場合、債券の売り手が法人であった場合、経過利子の税相当額は、法人税額等から控除することはできない。

公共法人・公益法人、指定金融機関、資本金 1 億円以上の事業法人（以下「非課税法人」）は債券の利子について源泉徴収不適用を受けることができる（非保有期間分は源泉徴収される。）。それ以外の法人は源泉徴収の不適用を受けることができない。債券が非課税法人から非課税法人に譲渡された場合は、これらの期間を通算して源泉徴収不適用とすることができる。一方、経過利子は、非課税法人間の取引においては税相当額を控除せず、利払い期間中に課税法人から非課税法人、非課税法人から課税法人に譲渡が行なわれた場合は 8 掛けで授受する。同じ利払い期間中に、課税法人Ａ→非課税法人Ｂ→非課税法人Ｃに譲渡された場合、源泉徴収は非課税法人Ｂ、Ｃの保有期間を通じて免除されるのに対し、経過利子の取扱いは、8 掛け（課税玉扱い）となる。そのため、非課税法人Ｂの受取額は過少、非課税法人Ｃの受取額は過大になるという問題も生じる（下図参照）。

ケース　現行制度（課税法人と指定金融機関等との取引）

《前提》①6 ヶ月間（利子計算期間）で 30 円の利払い。
②Ａが 2 ヶ月後にＢに売却、Ｂが 2 ヶ月保有後にＣに売却、Ｃが利金を受け取る。
＊　（Ａ←Ｂ）はＢからＡに支払う経過利子。



＊本来は、ＣからＢに 18 円(事業法人Ａの所有期間分 8 円と指定金融機関Ｂの所有期間分 10 円)が支払われるべきである。しかし、ＢからＣへの譲渡の際にＡ・Ｂの所有期間を個別に把握することは困難なため、実務上は経過利子 20 円から指定金融機関Ｂが売却するまでの期間の源泉税相当額 4 円を控除した 16 円が支払われる。

上記の問題は、法人税額等からの源泉税額を保有期間に関わらず全額控除できるようにし、経過利子の受け渡しを 100%授受とすれば解消できる（非課税法人への源泉徴収を保有期間に関わらず全額不適用にすればいっそう簡素な制度となる）。ただし、これらの改正を行うと個人投資家の利付債投資からの利益への課税にアンバランスが生じる。さらに、利払の直前に個人投資家が法人投資家に債券を売却し、利子相当額に対する課税逃れができてしまうという問題も生じる。金融所得課税の一体化が実現すればこの点も解消できる。

主要先進国では、債券の譲渡損について、株式も含めた有価証券譲渡益からの控除及び繰越控除、公社債のデフォルト損失の控除を認めている例が多い。わが国でも個人がリスクを負った社債等の投資を行なうためには、譲渡損のみならず、デフォルト損失の控除を認めることが望まれる。ただし、その場合、公社債の譲渡益に課税することが前提となる。いずれのメリットが大きいか今後検討していく必要があるが、わが国より個人の社債投資が活発な米国では譲渡益課税、損失控除を採用していることは一つの参考となろう。さらに、一体化を行なった場合は、上述した個人における課税のアンバランスも解消される。

３．１．２　非居住者等の源泉税免除

現在、民間国外債の利子を非居住者・外国法人が受け取る場合（2010 年３月 31 日までの発行分）や、振替国債・地方債等の利子を非居住者・外国法人が受け取る場合は、非居住者等である旨の確認を条件に、源泉徴収が免除されている。しかし、振替社債の利子を非居住者・外国法人が受け取る場合は、このような源泉徴収不適用は認められていない。非居住者等であることの確認の精度について、振替国債等と振替社債とで大きな相違は無いものと思われる。バイ・アンド・ホールド以外の多様な投資家による社債購入を促し、社債市場の活性化の呼び水とするためにも、源泉徴収不適用の範囲を振替社債に拡張することが望まれる。民間国外債の利子を非居住者・外国法人が受け取る場合の非課税措置の恒久化も合わせて行なうことが望まれる。

３．２　決済システム

３．２．１　社債レポ市場の創設

わが国の場合、その歴史的経緯から、国債は国債振替決済制度（振替機関は日本銀行）、地方債・社債は一般債振替制度（保管振替機構）で決済されている。欧州では、証券の種類に関係なく、ユーロクリア（清算機関はＬＣＨクリアネット）やクリアストリーム（清算機関はユーレックスクリアリング）といったＣＳＤ（証券集中保管機関）で集中的に決済されており、現在、ＥＵ域内でのＣＳＤへの統合・再編に組めた取り組みが進捗中である。

米国では、社債・地方債の決済機関としてＤＴＣ、清算機関としてＮＳＣＣがある。国債については連邦準備銀行が振替機関となり、連邦準備制度が運営する Fedwire を通じて取引ごと

にグロス決済される。ただし、政府債の清算会社であったＧＳＣＣとモーゲージ担保証券の清算会社であったＭＢＳＣＣが合併してできたＦＩＣＣの参加者の場合は、会員間の取引をＦＩＣＣで清算した上で、Fedwire を通じた決済が行なわれる。なお、ＤＴＣ、ＮＳＣＣ、ＦＩＣＣは持株会社であるＤＴＣＣの傘下にある。

企業の資金調達の円滑化に関する協議会がとりまとめた「社債の起債・流通市場の環境整備に係る要望事項」（2009.3.12）では、国債の清算機関として日本国債清算機関があるが、社債についてはそのような清算機関が存在せず、早急に清算機関を設立する必要がある旨が指摘されている。同提言では、清算機関が存在しないことで、保護預かりしている債券の範囲内での限定的な与信の提供による証券決済の失敗の防止、セントラルカウンターパーティーとしての証券貸借（レポ取引等）など、欧米の証券決済機関が提供している標準的なサービスが提供できない旨が指摘されている。

例えば、EU では、ユーロクリアがトライパーティーレポを提供している。これは、業者と投資家の間にカストディアンが入り、資金・債券の決済、担保の評価、マージンコールなどの手続きを行い取引の利便性を高める仕組みである。わが国では社債のレポ取引等を可能とするこのような仕組みがなく、社債に関しては、から売り等を用いた機動的な運用が行ないにくい状況にある。社債のレポ取引等が可能な仕組みを導入することで、多様な運用を可能とし、社債市場全体の流動性を高めることが期待できる。

３．２．２　フェイルの容認

わが国でも、2001 年１月に国債の「フェイル」（債券の受渡不履行）の解消に関する規則が導入され、さらに、一般債の振替決済制度に合わせ、社債等についても 2006 年１月から同規則が適用されている。即ち、フェイルが制度上は認められている。しかし、市場参加者には（即ち実務上）容認されていない。「フェイル」には市場の安全弁としての機能がある。債券が一時的に品薄の状態にある場合、「フェイル」が認められなければ、高値での無理な調達を行い価格の高騰を招く可能性がある。あるいは「フェイル」の回避のため取引が行なわれなくなり、一層、市場の流動性が低下するおそれある。リーマン・ブラザーズが破綻した際に、わが国においては実務上「フェイル」が認められていないことが、レポ市場等の混乱に拍車をかけたとの指摘もある。ただ、一方で、フェイルの多発や決済までの長期化は回避する必要がある。

米国では、「フェイル」の発生を認めつつ、その多発を防止するための「ベストプラクティス」が 2007 年に業界関係者等により導入された。さらに、フェイルはレポレート等の動向により、債券の借入コストがフェイルにより相手方に支払う経過利子を上回る局面で発生しやすいとの分析等を踏まえ、2009 年３月にフェイルを発生させた債券の渡し方に、一定のペナルティを課す「ベストプラクティス」の見直しが行なわれた。

わが国でも、債券についてこれまでの「フェイル」を認めないという考え方から、一定のペナルティを課した上で認めるという考え方に転換していく必要がある。

３．３　価格・気配の提供方法、価格情報インフラの問題点

わが国において、社債市場がなかなか拡大していかない要因としては、価格の透明性の低さが指摘できる。

一般的に、社債は証券取引所には上場されておらず、証券会社と顧客との相対取引である。したがって、同じ銘柄であっても、価格は業者によって異なる。現在、公的な機関が公表する価格としては、日本証券業協会が公表する「売買参考統計値」がある。「売買参考統計値」は、指摘報告協会員（2009 年 7 月現在 20 社）が、毎日 15 時現在の額面 5 億円程度の売買の参考となる気配（売り気配と買い気配の仲値）として 16 時 30 分までに報告した気配に基づき、協会が 17 時 30 分にまでに発表している。指定報告協会員から報告を受けた気配の「平均値」、「中央値」、「最高値」、「最低値」の４つの値からなる。さらに個人向け社債等（発行額 100 億円以上の非上場の固定利付・満期一括償還の銘柄）の店頭気配情報も発表している。こちらは引受主幹事証券会社、同社から委任を受けた証券会社、引受証券会社以外の証券会社（指定報告協会員に限る、2009 年 7 月時点で 10 社）が 15 時時点の額面 100 万円程度の売買の基準となる気配（売り気配と買い気配の仲値）を協会に報告し、翌日当該気配がそのまま発表される。いずれも、あくまで店頭売買の際の参考となるものであり、業者が当該売買参考統計値により売買取引等の約定を行うことを保証するものではない。この協会が発表する気配に関しては、従来から実勢価格を適切に反映していないとの批判がある。

その他、日本経済新聞社、金融工学研究所（格付投資情報センターの子会社）、野村証券、野村総合研究所が発表する「債券標準価格（JSPrice）」、大和証券ＳＭＢＣ・日興シティグループ証券・みずほ証券・三菱ＵＦＪ証券とブルームバーグが公表する「ブルームバーグ公社債基準価格」がある。

2004 年 5 月にＩＯＳＣＯ（証券監督者国際機構）が公表した「社債市場の透明性に関する専門委員会報告書」では、透明性について「取引に関する事前情報と事後情報が、どの程度リアルタイムに近くまたどの程度オープンに利用可能であるかの程度」と定義した上で、透明性に係る情報として投資家がどのような価格で売買を行なえるかを知るための根拠となる「事前情報」と個別の売買取引の約定価格等の情報であり、自らの売買取引の結果を比較評価するための「事後情報」に分けている。報告書では各国の実態を整理し、非上場債の店頭取引は総じて透明性が低く、特に事前情報へのアクセスが制限されていること、債券の電子取引は運営者がシェア拡大のため利便性の向上に努めていることから透明性は比較的高くなっていることを指摘している。

同報告書は、透明性が高まれば、価格の信頼性は上昇し、市場へより幅広い投資家が参加するとの意見がある一方で、過度に透明性を高めると、資本を割当ててビジネスを行っている業者が利ざやを確保できなくなり、流動性を供給しなくなる可能性があるという、価格の透明性と流動性のトレードオフの問題を指摘する意見もある旨を述べている。

この社債の価格の透明性に関するアプローチについては米国と欧州とでは異なるアプローチ

を用いている。

米国では、ＮＡＳＤ（全米証券業協会）が 2002 年 7 月にＴＲＡＣＥという制度を導入している。これは、業者との価格交渉能力を持たないリテール投資家に対して価格情報を提供することで、リテール投資家が市場価格から乖離した不利な価格で取引を行なうことを防ぐための制度である。社債の価格情報を速やかに一般に提供するシステムであり、ＮＡＳＤが組織変更したＦＩＮＲＡ（金融取引業規制機構）が運営している。同制度では、ＦＩＮＲＡの会員の社債の店頭取引は、取引執行後 15 分以内にすべてＴＲＡＣＥに報告され、その後遅滞なく一般に提供される。提供される情報は、取引の約定時間、約定価格、取引量、利回り等の事後情報である。ただし、透明性と流動性のトレードオフの関係に配慮し、一定額超の取引（ハイ・イールド債は 100 万ドル超、投資適格債は 500 万ドル超）については実額は公表されない。なお、ルール 144Ａ債券は、プロ向けであり当該取引の情報をリテール投資家に公表してもあまり意味が無いことから、開示の対象から除外されている。ＴＲＡＣＥでは、業者や機関投資家に対してはリアルタイムの情報を有料で提供しているが、個人がＴＲＡＣＥから商業目的以外でリアルタイムの情報を入手する場合は無料とされている。さらにＦＩＮＲＡが日次ベースの集計情報を開示している他、ブルームバーグと提携して投資適格債のインデックス、ハイ・イールド債のインデックスを提供している。

ＴＲＡＣＥの導入について、ＳＥＣ、ＦＩＮＲＡのスタッフの研究では、取引コストが低下したとの肯定的な評価をしている。一方で、業者や機関投資家は、流動性が低下したとの否定的な評価をしている。

欧州では、MiFID（金融商品市場指令）では、株式に関して取引前および取引後の取引内容情報の公表を求める透明性要件が定められている。ＥＣ（欧州委員会）は、この要件が株式以外の金融商品に適用されるか否かに関するパブリックコメントの募集を 2006 年 5 月に実施し、11 月にそのフィードバック･ペーパーが公表された。トータルで 59 のコメントが寄せられたが、ほとんどが透明性の向上への反対意見だった。特に事前透明性向上への反対意見が強かった。その一方で、透明性の向上により、個人投資家の債券市場への参加が促されると意見もあった。

その後、2006 年 11 月にＥＳＭＥ（欧州証券市場専門家グループ）やＣＥＳＲ（欧州証券規制当局委員会）に諮問を行い、2007 年 8 月に報告を受け、2007 年 9 月に開催された公聴会を経て、2008 年 3 月に欧州委員会の報告が公表された。同報告では、現時点で透明性要件を株式以外の金融商品に広げる必要はないと結論付けた。ただし個人投資家の価格情報へのアクセスに関しては問題があることから、報告書では、個人投資家に対する透明性向上という課題に対しては、規制ではなく自主規制機関の透明性向上策で対応し、その動向を見守ることとしている。

自主規制機関では、ＩＣＭＡが BondMarketPrices.com.というホームページで、17：30（取引終了時）の債券の価格（最高値、最安値、仲値）、21：00（取引終了時）のビッドとオファーを無料で公表している。ＳＩＦＭＡも 2008 年 12 月に InvestinginbondsEurope.org というホームページを立ち上げ、リテール投資家向けに債券の投資教育や格付け、金利、インデックス等の基本的な情報提供をしている他、個別銘柄の価格情報提供のため、ＩＣＭＡが

BondMarketPrices.com.にリンクしている。

わが国では、社債の価格の透明性について、米国型で対応するのか欧州型で対応するのか議論はまだなされておらず、今後の検討が望まれるところである。もっとも、わが国においては、そもそも個人が社債を購入しようにも、どのような社債が現在流通しており、現在の価格がいくらなのかといった基本的な情報すら、入手することが困難な状況にある。日本証券業協会が公表している個人向け社債等の店頭気配情報は、個人投資家にはあまり知られていない模様であるし、公表されているのは約定価格ではなく一時点の気配である。一方、証券会社のホームページ等を見ても、新発社債の情報はあっても、既発の社債の情報はなかなか入手できない。新発債は、個人が投資しようとした時に出ているとは限らず、また満期や金利等の条件が、個人が想定している条件とマッチしているとは限らない。既発債を含めた情報提供を、業界を挙げて拡充していく必要があると思われる。

３．４　電子取引システム

欧米では、債券の電子取引システムが普及している。様々な業者が電子取引のためのプラットフォームを提供している。電子取引のメリットは、情報収集の手間を減らせること、複数価格の比較により価格の透明性が向上すること、取引コストが削減できることなどが挙げられている。ＳＩＦＭＡが 2006 年 12 月に公表した「債券市場における電子取引」によると、62 のプラットフォームが存在しており、次のように分類されている。

■プラットフォームのタイプ別[11]

①業者（ディーラー）間売買　26 社　②シングルディーラーと顧客間　7 社

③マルチディーラーと顧客間　26 社　④発行会社とディーラー/投資家間　9 社

■取引手法のタイプ別[12]

a. オーダードリブン型 38 社

：取引システムのセンターオーダーブックに参加者のオーダーが這い入り、市場参加者がアクセスする方式

b. マーケットメイキング/クロスマッチング型　25 社

：取引商品の選択の期間中、業者に買い気配・売り気配を提供することが義務付けられている方式

c. 複数気配引合型　32 社

：買い手企業が限られた数の他の機関（ディーラー等）に対して買い気配・売り気配の提供を求める方式

d. オークション型　16 社

：参加者にオークションの場を提供する方式

---

[11] SIFMA”eCommerce in the Fixed-Income Markets “(2006.12)

[12] SIFMA”eCommerce in the Fixed-Income Markets “(2006.12)

大手の業者としては、イタリア政府出資の国債取引システムに端を発するＭＴＳ（①かつ a, b, d)、ＴｈｏｍｓｏｎＴｒａｄｅＷｅｂ（③かつ a, c)、証券会社連合のＭａｒｋｅｔＡｘｅｓｓ（③かつ b, c)、ブルームバーグ（①～④かつ a, c, d)、ＭＴＳが出資するＢｏｎｄＶｉｓｉｏｎ（③かつ c)、eSpeed（①かつ a）などがある。

個人投資家を対象とするプラットフォームは 19 あり、上記ではＴｈｏｍｓｏｎＴｒａｄｅＷｅｂが個人投資家を対象としている。

なお、わが国の債券電子取引としては、エンサイドットコム証券の yensai.com や日本相互証券の BB SuperTrade、大和証券の夜間ＰＴＳなどがあるが、あまり普及していない。その理由について、バイ・アンド・ホールドが中心で売買があまり行なわれていない、そもそもスプレッドが薄く電子取引によるコスト削減等があまり期待できない、業者が電子取引を通じて手の内をさらすことを回避している、等の指摘があるが、明確ではない。

３．５　投資家のスタンスの問題

わが国の社債の投資家のうち、機関投資家や金融機関の場合、投資の方法としては、購入した社債を満期まで持ちきるバイ・アンド・ホールドが中心となっている。Fixed Income なので、売却益ねらいで購入する層は少ない。満期保有目的であれば、企業会計上時価評価される償却原価での評価が認められることの影響も考えられる。ただし、損益調整のための益出し（又は損切り)、利回りアップや ALM の観点からの入れ替え売買は行われている。

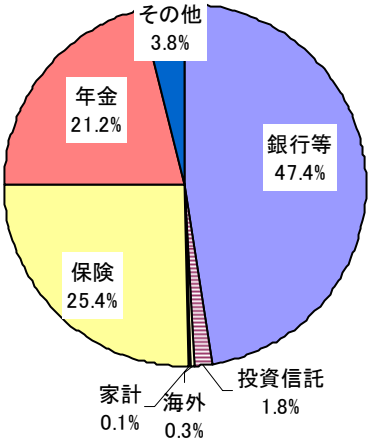
ファンドマネージャーに対する評価等についても、利益をあげた場合の評価は株式等ほど高くなく、損失を出した時の評価が厳しいため、バイ・アンド・ホールドで手堅く運用する方法を選択しがちであるとの指摘もある。

したがって、社債の流通市場での売買は、インデックス対比の超過パフォーマンスを狙う年金のアクティブ運用が中心となる。しかし、インデックスとしてはＮＯＭＵＲＡ－ＢＰＩ総合等、国債等も含めた総合指数が用いられることが多く、社債の投資はおのずと制限される。運用方針で格付け等による投資対象の制限も設けている。例えば米国ではハイ・イールド債のインデックスなどが開発・活用されている。わが国も多様なインデックスの開発・活用、運用方針の見直しなどにより多様なポートフォリオを組めるようにすることが望まれる。

わが国では社債の半分近くを銀行が保有しているが、銀行は時価評価される債券よりも時価評価されない貸付を好む傾向があり、また、特に地域金融機関においてクレジット分析に長けた人材を運用ではなく融資部門に集中していることも、社債投資が増えない要因として指摘されている。個人投資家の投資スタンスもバイ・アンド・ホールドが中心である。

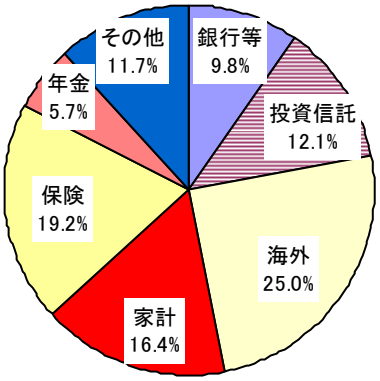
わが国では投資信託も、社債にはあまり投資していない。その理由として、エンロン破綻により大手運用会社のMMFが元本割れを起こし運用ルールが厳格化されるに伴い、社債の組み入れ余地が縮小したこと、社債市場の流動性が乏しく解約等に対応できないこと、アクティブ運用をする際のベンチマークとなるＮＯＭＵＲＡ－ＢＰＩ総合に占める社債の比率は 10%程度に過ぎないこと、ヘッジツールが欠如していることなどを挙げる意見がある。

日本



（注）2008年9月末
（出所）日銀「資金循環勘定」より大和総研作成

米国（外債を含む）



（注）2008年9月末
（出所）FRB "Flow of Funds Account"より大和総研作成

４．私募債・ハイイールド債

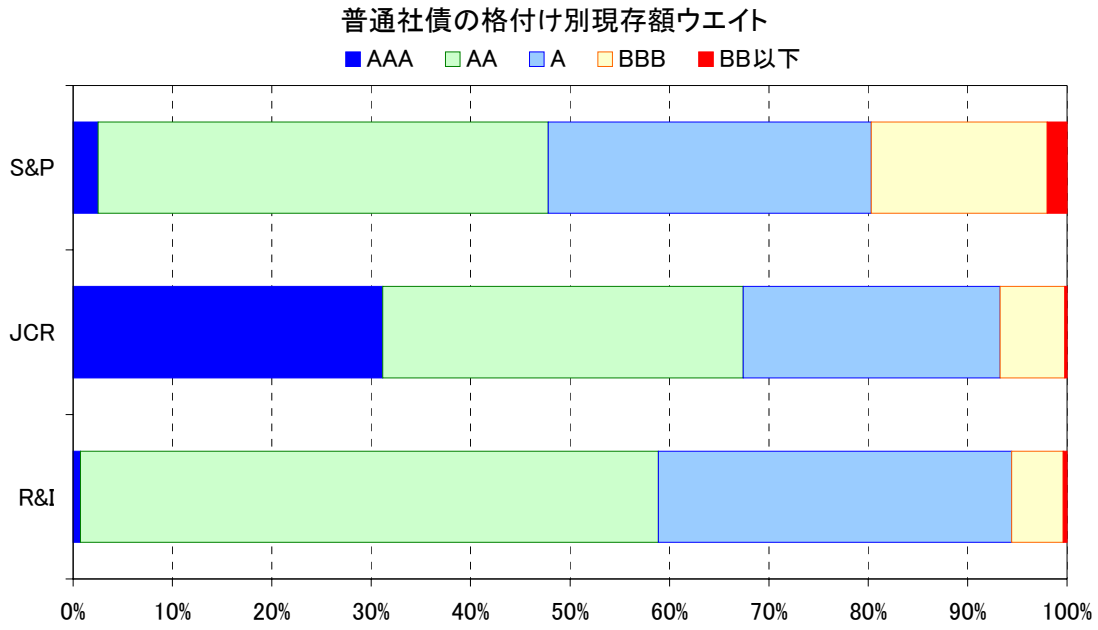
４．１　私募債

わが国では、私募債は銀行保証付のものが多く、引受先も銀行が中心であり、しかも償還期限まで持ちきることが多く、銀行融資の代わりと位置づけられている。発行企業側は、借入れと異なり、償還期限まで元本の返済は不要で、長期安定的な資金を調達できること、財務の健全性がアピールできること、将来の公募債発行の予行演習となることなどのメリットがある。一方、銀行側のメリットとしても、貸付と異なり譲渡の手続きが容易であること、発行事務手数料や各種手数料を取ることで、収益計上が前倒しできることなどが挙げられる。なお、私募債を証券会社が引き受けていない理由として、私募債が融資の代用的な側面が強く、引き受けるだけの与信管理のノウハウが証券会社に無いという点を挙げる指摘もある。

米国では、1990 年 4 月から導入したルール 144A が私募債の発展に寄与した。これは、適格機関投資家向けに私募証券を販売する場合は、1933 年証券法の登録を免除するというものである。米国では同制度用の売買システムとして、ＮＡＳＤＡＱ（現ＮＡＳＤＡＱ　ＯＭＸにＰＯＲＴＡＬという電子ボードと自動売買執行システムで構成された電子売買システムが導入された。その後、流動性向上のため 2007 年に完全電子化がはかられ、ウェブベースの新システムに移行している。適格機関投資家向けの私募は、わが国でも導入されているが、そのための売買システムは導入されていない。わが国では 2009 年 6 月から東証とロンドン証券取引所が合弁で運営するプロ向け新市場ＴＯＫＹＯ　ＡＩＭがスタートした。同市場では現在のところ、システム負担が過大ということで、債券の取引は予定していないが、社債市場育成のためにも、今後の検討が望まれるところである。

４．２　ハイイールド債

わが国では、投資非適格のハイイールド債はほとんど発行されていない。



（注）2009年1月末現在
（出所）アイ・エヌ情報センターより大和総研作成

これに対して、米国ではハイイールド債への投資が活発に行なわれている。1977 年にリーマンブラザーズの 3 件の引受けが端緒となってハイイールド債の投資が開始した。同年、マイケル・ミルケンというハイイールド債（当時はジャンクボンドといった）専門の債券ディーラーを擁するドレクセル社が、ハイイールド債の新規発行業務を積極的に手がけ始めた。80 年代企業の本格的リストラやＬＢＯの増加を背景に、ハイイールド債は急増していった。

その後、89 年にミルケンがインサイダー取引規制違反で起訴され、90 年ドレクセル社が倒産した後、一時的に縮小した。しかし、92 年ごろには大手証券会社の積極的引受けを背景に、回復に向かった。

発行者にとっては、銀行からの借入よりも制約が弱いこと、証券会社にとっては、高い引受け手数料、委託者からプレッシャーを受ける機関投資家にとっては、高い利回りが魅力であった。さらに、企業再生投資（ディストレス）市場の発達がハイイールド債市場の成長に寄与した。

米国でディストレス市場が発達した背景には、1978 年連邦倒産法の第 11 章（いわゆるチャプターイレブン）の存在があるが、わが国の民事再生法や改正会社更生法は、同法にかなり類似している。今後の課題として、情報開示と裁判所の手続きの緩和を求める意見もある。

欧州では、第一フェーズとして 1997 年始めにハイイールド債が登場した。Geberit の Doughty Hanson（プライベート・エクイティ企業）によるＬＢＯがきっかけとなり、その後、類似のディ

ールが継続した。1999 年始め以後は第二フェーズに入り、テレコミュニケーション会社及び競合会社の社債発行が同市場の成長を後押しした。しかしその後、格下げ、デフォルトが続出したため市場は縮小した。その後の第三フェーズでは、米国の市場モデルに追随し、より質の高い発行者、より投資家にとって好ましい負債構造が選好されるようになった。機関投資家が投資する資産の種類も広がった。社債保有者は、発行者が一定の手元流動性を維持することや投資非適格債券が会社の資本構成内でより高いトランシェ等を達成することを要求するようになった。発行者を補完する仕組みも一般的になった。また、メザニン債やローンをプールしたＣＤＯなどが増加した。ファンドのハイイールド債への投資も活発化した。

５．ＣＤＳの清算機関設立と規制の動向

５．１　ＣＤＳの概要と市場規模

５．１．１　ＣＤＳとは

CDS とは、クレジット･デフォルト･スワップの略で、信用リスクを対象とするデリバティブの代表的商品である。

具体例で説明すると次のようになる。まず、ある企業（「プロテクションの買い手」）が社債を保有しており、その信用リスクをヘッジしたいと考えているとする。そこで、その社債の発行企業が破綻するなどした場合に､その補償を受ける契約を結ぶ｡これが典型的な CDS であり、CDS は信用保険に類似している。

CDS においては、プロテクションの買い手はプロテクションの売り手に定期的にプレミアムを支払い、社債の発行体が破綻するなど、「クレジットイベント」と呼ばれる事象が発生した場合に、プロテクションの売り手に社債を引き渡す代わりに、その額面金額の支払いを受ける（現物決済型の場合）。ただ、CDS においては、社債などの保有の有無を問わないため、社債などを保有しておらず、信用リスクを負っていない者でも CDS を行うことが可能である。

今の事例では､クレジットイベント発生時に社債を引き渡すという現物決済型を説明したが、その社債の評価価格を決定し、それと額面金額の差額の支払いを受けるという差金決済型もある。差金決済型の一つであるオークション方式決済が、2009 年 4 月 8 日から ISDA（国際スワップ・デリバティブズ協会）の定義集に組み込まれ、業界標準になっている。

５．１．２　ＣＤＳ市場の拡大

CDS の利用目的には、大きく分けて保有債券等の信用リスクのヘッジする目的とトレーディング目的の二つがある。もともとは、CDS は社債保有者などの信用リスクヘッジのために生まれたが、その後 CDS の流通市場が生まれ、市場で価格が決定されるようになったため、トレーディング目的で CDS を取引する市場参加者が急増し、トレーディング目的の CDS の取引額が急拡大した。2007 年 12 月には、CDS は想定元本額で 57 兆ドルと、世界全体の GDP にも匹敵

する額にまで拡大していた。

ただ、CDS はその想定元本額では、リスクの大きさを測ることはできないことには注意が必要である。むしろ、CDS では、クレジットイベントが発生した際に、CDS の取引相手方が契約どおり取引しなかった場合に被る損失の方が重要である。このような損失が生じるリスク（カウンターパーティー・リスク）は取引の再構築コスト（正の公正価値）で図られる。従って、CDS の想定元本額よりも時価評価額の方がリスク量をより適切に表している。

しかも、統計上の想定元本額は重複してカウントされている。例えば、同一の参照組織の CDS について、売りと買いの両方のポジションをとっている場合などは、ネットの想定元本額はゼロだが、グロスでは売りと買いの両方の取引が残存して想定元本額として計上されるので、想定元本額が過大に計上される。

５．２　ＣＤＳの集中清算機関設立の動き

５．２．１　2008 年金融危機と集中清算機関設立の提言

2008 年 9 月のリーマン･ブラザーズの破綻により、リーマン･ブラザーズを参照組織とするCDSについてクレジット･イベントが発生し、プロテクションの売り手は社債の額面の 90%あまりを支払う義務が生じた。それがプロテクションの売り手の破綻を招き、連鎖破綻を惹き起こすのではないかと考えられた[13]。結果的にこのようなことにはならなかったが、同時期に破綻の危機に瀕したAIGが政府･FRBから救済措置を受けたのは、AIGが巨額のプロテクションの売り手であるということが背景にあるのではないかといわれている[14]。

こういった事態を受けて、金融安定化フォーラム（現金融安定理事会）が 2008 年 10 月に CDS の集中清算機関を設立することを提言した。

この集中清算機関は、次のような仕組みである。多くの CDS は相対取引で行われているため、プロテクションの売り手が破綻した場合、買い手は支払いを受けられない可能性がある。即ち、カウンターパーティー･リスクが生じる。トレーディング目的の場合など、買い手もプロテクションを売却している場合、このカウンターパーティー･リスクによって連鎖破綻の恐れがある。

そこで、買い手と売り手との間に集中清算機関を介在させることで、売り手の破綻の影響が直接買い手に及ばないようにしようというのが、集中清算機関の仕組みである。

５．２．２　集中清算機関設立の動き

この集中清算機関の設立については、4 つの取引所と 1 つの専業清算機関の計 5 グループが名乗りを上げており、そのうち 3 グループはすでに業務を開始している（なお、日本では東京証券取引所と東京金融取引所が CDS 集中清算業務を行うことを検討している）。

---

[13] FT.com “Banks prepare for CDS pay-outs”, October 7,2008

[14] Time “Why the Government Wouldn’t Let AIG Fail”, September 16,2008

５．２．３　集中清算機関の課題と限界

集中清算機関には課題と限界があると考えられる。

まず、課題としては、いかに多くの取引を取り込むことができるかという問題がある。集中清算機関はすでに相対で行われている取引を取り込むことになるため、既存の CDS 市場参加者がどれくらい参加するかが重要である。

もう一つの課題は、リスク管理である。これは、集中清算機関を設立しても、買い手が負担していたカウンターパーティー・リスクが消滅するわけではなく、集中清算機関が肩代わりしているだけなので、集中清算機関自体が破綻しないようにしなければならないためである。そのためには、参加者はきちんとリスク管理を行っている者に限定し、清算参加者から証拠金を徴収する必要がある。ある参加者がデフォルトした場合は、この証拠金でカバーをする。即ち、デフォルトした参加者に係る損失を、残りの参加者全員でカバーするわけである。

つぎに集中清算機関の限界だが、まず、標準化されていない CDS は清算対象とするのは困難という問題がある。現状では、集中清算機関の清算対象となるのは、少なくとも当初はインデックス CDS に限定されている。一部のグループは将来的に単体の銘柄であるシングルネーム CDS にも拡張する意向を示している。しかし、それ以外の ABS や CDO を参照組織とする CDS やストラクチャード CDS は個別性が強く、清算対象とするのは困難だと思われる。

また、それ以外にも、集中清算機関への参加を強制できない、証拠金が高ければ集中清算機関への参加がためらわれるという問題もある。

５．２．４　複数の集中清算機関が設立されることのメリット・デメリット

５.２.２で見たように、複数の集中清算機関が設立されている。複数の集中清算機関が設立されることには、集中清算機関の間で競争が行われ、最適なものが選択されるというメリットや、CDS のリスクが複数の集中清算機関に分散されるといったメリットがある。

一方、複数の清算機関が設立されると、多方向ネッティングの対象となる取引が減少するというデメリットがある。例えば、同一参照組織について三者間で CDS 取引が行われており、ネッティングを行えば決済金額は０円という事例では、3 つの CDS 全てがひとつの清算機関の清算対象とされていればネッティングを行った結果、決済金額を 0 円にすることができる。しかし、3 つの CDS が全て別々の清算機関の清算対象とされていれば、清算機関がネッティングを行うことはできない。このように複数の清算機関が設立されると、単一の集中清算機関に取引が集中しないため、多方向ネッティングの対象となる取引が減少してしまう。

また、複数の集中清算機関に参加する参加者は、それぞれに担保を提供しなければならない。さらに、それぞれの集中清算機関の監督機関が異なるため、集中清算機関が策定する基準について一貫性が得られるか懸念されるという問題もある[15]。

---

[15] 米国では、FRB（連邦準備制度理事会）、SEC（米国証券取引委員会）、CFTC（米国商品先物取引委員会）が集中清算機関に一貫した基準を適用するため、2008 年 11 月にMOU（覚書）を締結した。しかし、それぞれは異なる使命やアプローチ方法をとっているため、一貫性が保証され

５．３　ＣＤＳ自体の規制の動き

５．３．１　ＣＤＳに対する現行法規制（米国）

以上、集中清算機関の設立について説明したが、これとは別に、CDS 自体を規制しようという動きがある。

米国では、CDS は基本的にほとんど規制されていないといってよい。これは、2000 年に定められた商品先物現代化法によって、プロの間の店頭 CDS は、詐欺防止条項･インサイダー取引規制を除いて規制がなされないこととされたことによる。よって、CDS 業者に対する資本規制や当局への報告義務などは課されていない。

５．３．２　ＣＤＳ規制の動き

５．３．２．１　ＩＯＳＣＯの提言

2009 年 5 月 5 日、証券監督者国際機構（以下、IOSCO）の専門委員会は「非規制金融市場・商品―市中協議報告書」（以下、IOSCO 報告書）を公表した。

IOSCO 報告書は、CDS 市場の問題点として、カウンターパーティー･リスクとオペレーショナル･リスクの存在､透明性の欠如の 3 点を指摘した上で､具体的には主に以下の提言を行った。

①標準化された CDS を清算するために､集中清算機関を設立するために十分な規制構造を提供する。これには、以下のことを確保するための規制を含む。
(a)集中清算機関の破綻のリスクを最小化するための適切な資金源とリスク管理業務
(b)集中清算機関が、市場と規制当局に伝達される取引･市場情報を提供すること
(c)規制当局との協力
②集中清算機関による清算を容易にするため､金融機関と市場参加者に CDS 契約を標準化する作業を促す。

５．３．２．２　米国議会

IOSCO 報告書の公表以前に、2008 年の金融危機が発生してから、以下の 4 つの法案が CDS 規制のために提出されている。

①「デリバティブ取引保全法案」（2008 年 11 月 20 日提出）
②「金融規制改革法案」（2008 年 11 月 18 日提出）
③「デリバティブ市場改革法案」（2008 年 10 月 7 日提出）
④「デリバティブ市場透明性･説明責任法案」（2009 年 2 月 11 日提出）

②の「金融規制改革法案」は、CDS について報告･記録義務を課し、取引当事者に、全ての CDS について、連邦政府当局が認可した清算機関で清算を行うことを義務付けるものである。

るとは限らないという指摘もある。

この法案は、修正されて本稿執筆時現在（2009 年 6 月 25 日。以下同じ）、継続審議中である。

④の「デリバティブ市場透明性･説明責任法案」は、プロテクションの買い手が参照組織のエクスポージャーを保有していない限り CDS を禁止し、全ての店頭デリバティブ取引について、当局の規制下の清算機関で清算することを義務付けるものである。この法案は、下院農業委員会で承認され、本稿執筆時現在、継続審議中である。

５．３．３　米国財務省の金融規制改革報告書

2009 年 6 月 17 日、米国財務省は「金融規制改革　新たな基盤：金融監督･規制の再構築」という報告書を公表した（以下、財務省報告書）。その内容は、2008 年の金融危機で明らかになった問題点を踏まえて､金融システムへの信頼回復の観点から米国の金融監督･規制を再構築するための方向性を包括的に示したものである｡その中で CDS を含む全ての店頭デリバティブの包括的な規制の創設についても触れ、以下の政策目的を目指す包括的な規制を課すべきと指摘した。

①店頭デリバティブ市場の取引がシステミック･リスクをもたらすことの防止
②店頭デリバティブ市場における効率性と透明性の向上
③相場操縦、詐欺その他の市場濫用行為の防止
④投資能力の高くない者への店頭デリバティブ商品の不適切な販売の防止

①については、標準化された店頭デリバティブの、当局の規制に服する集中清算機関を通じた清算の義務付けと、店頭デリバティブディーラー及び巨額なカウンター・エクスポージャーを保有している企業の保守的な資本規制、事業活動基準策定、報告規制、保守的な証拠金規制といった健全性維持のための強固な監督・規制の導入が提案されている。

②については、標準化された CDS 取引の集中清算機関による清算や特殊な CDS 取引の、当局の規制に服する取引管理機関への報告などにより、CFTC と SEC に全ての店頭デリバティブに対して記録規制･報告規制を課す権限を認めるほか、集中清算機関と取引管理機関に、オープン･ポジションと取引高の合計データの公表､個々の市場参加者の取引とポジションのデータを SEC、CFTC 及びその市場参加者の主要な規制当局に提供することを提言している。

５．３．４　ＣＤＳを規制する手法のメリット・デメリット

2009 年 3 月 5 日に、米国（GAO）が「CDS によって惹き起こされるリスクに対処するための規制当局の監視と最近の改善策」という報告書を公表し、その中で CDS を規制する手法のメリットとデメリットを以下のように指摘している。

まず、集中清算機関での清算を強制するという手法には、５．２．４で述べたようなメリットがあるが、カスタマイズの程度が大きい特殊な CDS は、集中清算機関の清算対象とするのは困難であるという問題がある。

つぎに、取引所での取引を強制するという手法には、価格の透明性を改善し、集中清算機関の活用によるメリットが得られる。一方、流動性の低いCDSは取引所取引に適していない、また、契約を標準化するためCDSのリスク管理機能が制約されるというデメリットがある。

つぎに、裏づけのないCDS、つまり参照組織の債券等を保有していない者が行うCDSを禁止したり、制限したりするという手法には、CDSの取引高の膨張を防ぐというメリットがある。しかし、CDSの流動性が低下する、CDSが禁止されると信用リスクのヘッジ手段が失われるというデメリットがある。

最後に、集中登録機関への報告を強制するという手法には、透明性の向上というメリットがあるがポジションまでが公表されないよう、取引の詳細な報告書は、規制当局者への報告に限定すべきである等の問題点が指摘されている。

５．４　最後に

リーマン･ブラザーズの破綻によってCDSが連鎖破綻を招くのではないかという懸念が生じ、CDSの集中清算機関が設立されることとなった。集中清算機関はインデックスCDSなど標準化されているCDSはその対象とすることができるが、カスタマイズされたものには不向きであるという限界がある。また、金融サービスプロバイダーがリスクの相殺しあうポジション同士を一斉に解約するサービスを提供したり、DTCCがデータを公表したりするなど、集中清算機関の設立以外にも改善措置が取られていることには留意が必要であろう。

日本では、東京証券取引所と東京金融取引所が清算機関の設立について検討を行っているが、日本ではCDS市場の参加者数と取引額が欧米に比較して大きくないことから、清算機関の導入は喫緊の課題ではないという指摘もある。日本で集中清算機関を設立するか、あるいはCDS自体に何らかの具体的な規制を行うかについては、日本におけるCDS市場の問題点を具体的に明らかにした上で検討することが重要であろう。

参考文献

European Fixed Income Securities :Frank J.Fabozzi Moorad Choudhry

The Handbook of Fixed Income Securities :Frank J.Fabozzi Steven V.Mann

European Fixed Income Markets Money,Bond,and Interest Rate Derivatives:Jonathan A.Batten Tomas A.Fetherston and Peter G.Szilagyi

現代社債投資研究会　徳島 勝幸（2000）『現代社債投資の実務 第３版』株式会社財経詳報社 340pp.

岡東 務、松尾 順介（2003）『現代社債市場分析～新たなるアプローチ～』シグマベイスキャピタル株式会社 283pp.

藤原 英郎、花川 泰雄（1992）『私募証券市場』株式会社東洋経済新報社 197pp.

島 義夫（2006）『日本のクレジット市場－その誕生，発展と課題－』シグマベイスキャピタル

株式会社 302pp.
胥鵬（2007）『社債市場の育成と発展』財団法人法政大学出版局
大和証券 SMBC 株式会社　金融市場部門（2008）『債権の常識』大和証券 SMBC 株式会社
大久保豊、尾藤剛（2009）『プライムレート革命』社団法人金融財政事情研究会
『図説　アメリカの証券市場　2009 年版』（2009）財団法人日本証券経済研究所
中村聡　他（2008）　『金融商品取引法　資本市場と開示　編』株式会社商事法務
レポ･トレーディング･リサーチ（2001）『最新レポ取引の全て』株式会社日本実業出版社
大澤真（2003）「欧州クレジット市場の活性化とわが国へのインプリケーション」『マーケット･レビュー』2003-J-5　日本銀行金融市場局
大澤真（2003）「企業金融の新潮流―欧州クレジット市場の経験に学ぶー」『日銀クオータリー 2003 年夏季号』日本銀行情報サービス局
大山剛（2002）「今求められるリレーションシップ・バンキングの深化」『考査局ワーキングペーパーシリーズ』2002-J-3　日本銀行考査局
小野有人、西川珠子「米国におけるリレーションシップバンキング」『みずほ総研論集』2004 年Ⅲ号　みずほ総研
リレーションシップバンキングの機能強化に関するアクションプログラム（基本的な考え方）金融庁 2003 年 3 月 28 日
足立正道、大澤真「中堅・中小企業ファイナンス市場の現状と課題」『金融市場局ワーキングペーパーシリーズ』2000-J-10　日本銀行金融市場局
日本ローン債権市場協会（JSLA）　他（2003）「【特集】貸出債権市場活性化の条件」『週刊 金融財政事情』（2003 年 6 月 2 日号）pp. 22-36. 株式会社きんざい
林 洋之 他（2005）「【特集】ローン・セカンダリー市場の創造へ」『週刊 金融財政事情』（2005 年 7 月 11 日号）pp. 12-27. 株式会社きんざい
新見 明久 他（2007）「【特集】与信ポートフォリオ・マネジメント経営の幕開け」『週刊 金融財政事情』（2007 年 6 月 25 日号）pp. 10-28. 株式会社きんざい
鴛海 健起 他（2005）「第Ⅰ特集 急拡大するシンジケートローン市場」『月刊 金融ジャーナル』（2005 年 3 月号）pp. 13-30. 株式会社金融ジャーナル社
村山 昌博 他（2005）「特集 ローン市場」『証券アナリストジャーナル』（2005 年 3 月号）pp. 7-74. 日本証券アナリスト協会
徳島 勝幸（2008）「公社債デフォルトの背景　スルガ、ゼファー、アーバン倒産と社債市市場」『週刊 金融財政事情』（2008 年 11 月 10 日号）pp. 50-54. 株式会社きんざい
松尾順介「マイカル社債のデフォルトと個人向け社債処理の問題点」pp14-25
『日本経済新聞』2003 年 5 月 29 日朝刊「マイカル債 3 割弁済」
『日本経済新聞』2003 年 5 月 29 日朝刊「マイカル債の小口優遇弁済　説明不足を考慮」
『日本経済新聞』2009 年 4 月 17 日朝刊「社債、債務不履行相次ぐ　投資家保護取り組み急務」
松岡 久和 他（2002）「特集 新しい企業金融の取引法的研究」『ジェリスト』 No. 1217（2002

年 2 月 15 日号）pp.2-60. 株式会社有斐閣
横山史生「米国国債市場『ベスト･プラクティスの策定』」（証研レポート 2007.6）pp.45-61.日本証券経済研究所
横山史生「金融危機下の債券フェイルの多発について」（証研レポート 2009.2）pp.35-44.日本証券経済研究所
中曽 宏（2009）「短期金融市場混乱の教訓　リーマン破綻後の混乱が浮き彫りにしたレポ市場の課題」『週刊 金融財政事情』（2009 年 3 月 9 日号）pp.30-34. 株式会社きんざい
小立敬「社債市場の透明性をめぐる米国の論議」『資本市場クォータリー』2008Summer　pp.61-78. 野村資本市場研究所
小立敬「債券市場の透明性をめぐる EU の議論」『資本市場クォータリー』2008Autumn pp.214-230. 野村資本市場研究所
横山史生「EU 債券市場に透明性要件制度化は必要か」（証研レポート 2008.2）pp.52-64 日本証券経済研究所
横山史生「EU および英国における債券市場の透明性に関する検討の動向」（証研レポート 2006.10）pp.36-53 日本証券経済研究所
横山史生「社債市場の透明性-IOSCO 報告書を中心に-」（証研レポート 2004.12）pp.39-53 日本証券経済研究所
Securities Industry and Financial Markets, “eCommerce in the Fixed-Income markets ,”December2006
岩谷賢伸「米国規則 144A 証券市場において相次ぐプラットフォームの開設」『資本市場クォータリー』2007Autumn pp.191-199.
清水葉子「アメリカの私募市場拡大について」（証研レポート 2008.4）pp.40-49 日本証券経済研究所
Commission of the European Communities, “DG Internal Market and Services Working Document”2008
OTC デリバティブのポストトレード処理の整備に関する研究会（2009）「OTC デリバティブのポストトレード処理の整備に関する研究会～最終報告書～」（東京証券取引所グループウェブサイト内）
小川宏幸（2008）「わが国商品先物取引市場の規制と信頼性―欧米における市場監視･監督機構からの示唆（１）：米国商品先物取引委員会（Commodity Futures Trading Commission）」（日本商品先物振興協会ウェブサイト）
片山謙（2009）「欧米の CDS 清算機関設立動向」『月刊資本市場 2009 年 3 月号（No.283）』財団法人資本市場研究会
金融安定化フォーラム（2008）” Report of the Financial Stability Forum on Enhancing Market and Institutional Resilience”（金融安定化フォーラムウェブサイト）
証券決済制度改革推進センター（2008）「CDS クリアリング機関設立に向けた動き～欧米取引

所グループの動向を中心に～」（証券決済制度改革推進センターウェブサイト）
――――（2009）「新規参入が相次ぐ欧州 CDS クリアリング機関～規制当局の姿勢と参加者の反応～」（証券決済制度改革推進センターウェブサイト）
関雄太（2008）「U.S.A. Inside Out」『月刊資本市場 2008 年 9 月号（No.277）』財団法人資本市場研究会
東京金融取引所（2009）「OTC デリバティブ取引のクリアリング制度に係る検討会とりまとめ」（東京金融取引所ウェブサイト）
Dechert on Point "Derivatives Developments: Tackling the $50 Trillion Credit Default Swap Market and Beyond", December 2008
FOW "The Great CDS Exchange Race", November,2008
―――― "Derivatives exchanges ride to the rescue", November,2008
―――― "CDS trading ready to move to exchange platforms and clearing", November,2008
―――― "Two commissioners protest as CFTC and SEC strike deal on credit default swaps", December 2008/January 2009
―――― "Race for clearing still open as regulators open door to multiple CDS solutions", December, 2008/January 2009
General Accounting Office "Regulatory Oversight and Recent Initiatives to Address Risk Posed by Credit Default Swaps", March 5, 2009（GAO ウェブサイト）
IFLR "This is not an emergency", December/January 2009
IOSCO" Unregulated Financial Markets and Products　Consultation Report", May 5,2009（IOSCO ウェブサイト）
ISDA Japan Credit Derivatives Committee: Research Working Group（2009）「クレジットデリバティブに関する Q&A」（東京金融取引所ウェブサイト）
The President's Working Group on Financial Markets　"Over-the-Counter Derivatives Markets and the Commodity Exchange Act", November 1999（米国財務省ウェブサイト）
U.S. Treasury Department　"Blueprint for a modernized financial regulatory structure" ,March 31,2008（米国財務省ウェブサイト）
U.S. Treasury Department　"FINANCIAL　REGULATORY　REFORM　A　NEW FOUNDATION: Rebuilding Financial Supervision and Regulation" , June 17,2009（米国財務省ウェブサイト）