

国際証券市場の最近の動向について

——ユーロ債券市場を中心に——

吉野昌甫

はじめに

1. 国際資本市場における先進国・途上国別動向の特色
2. 国際資本市場の「証券化」の動向
3. 機関投資家の役割りとその特性
4. 国際株式市場の動向
5. ユーロ債券市場の発展と特色

はじめに

本論文では、国際資本市場の中核を形成する国際証券市場、特にユーロ債券市場の1980年代から93年にいたる動向とその特色を検討することが主たる目的となっている。

そのような視点にたつて、国際資本市場の動向の特色を計数面から把握し、その動向の基調を形成するユーロ市場の「証券化」と機関投資家の重要な役割り、いわゆる「機関化」の動向やその特色について究明を行った。

そして、国際証券市場、特にユーロ債券市場の最近の発展の特色を「証券化」の動向、機関投資家の活躍を基盤としながら分析を行った。

1. 国際資本市場における先進国・途上国別動向の特色

OECD, *Financial Market Trends* 発表の計数によって、国際資本市場における借入れ額（BIS——国際決済銀行——の定義による国際的な銀行信用、有価証券およびいわゆる「ユーロ・ノート・ファシリティ」——最近では「中期借入れファシリティ」: Medium-Term Borrowing Facilities と呼んでいる——に依拠する新規

資金調達額) についての1982年から1993年にいたる期間の主要借り手別での構成比を示したのが第1表である。

ここで OECD 地域諸国を先進国としてみると、先進国の借り手別構成比は、1981—83年平均では68.8%であった。その場合、OPEC とその他発展途上国の合計を、第1表に示したように発展途上国とすると、その構成比は25.5%と、先進国の37.1%を占めるに過ぎない。

このことは、国際経済において発生する経常収支の黒字国と赤字国との間での円滑で、効率的な決済問題としての国際資本移動のパターンが19世紀の時代のように先進国から発展途上国へとといった単線的かつ一方的なフローといった単純な性格のものではなくなった、ということの意味している。

国際資本移動を必要とする経常収支の不均衡は、先進国と発展途上国の間だけでなく、先進国相互間でも重大な問題となってきている。また資金の運用、調達が次第に金融の国際化の進展と共に、国際化の度合いを強め、先進国間では単に経常収支の不均衡の決済目的だけでなく、資金運用、調達の国際間での多様化の目的からする資金の移動が経常収支赤字国と黒字国との間で二方交通的に進行していることが指摘されよう。

1984年にメキシコにおいて対外負債の返済の繰り延べ問題が発生し、ラテンアメリカを中心に発展途上国における「累積債務問題」がその後広く顕著化するにいたった。

結果として、国際資本市場における先進国の借り手別構成比は、1984年には75.8%に、86年には90.9%、88年には91.2%、そして89年には91.4%とピークを形成した。その構成比は、90年には88.4%へと下落し、その後低下傾向を辿って93年には85.2%までシェア・ダウンした。

しかし、1993年に先進国の借り手別構成比は85.2%まで後退したとはいえ、「累積債務問題」が発生した84年の同構成比75.8%を10%ポイント弱上回っているし、81—83年平均の場合の68.8%を約16%ポイント上回って

第1表 国際資本市場における借入れ額の借り手グループ別構成比

(単位：%)

	1982年	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993
O E C D 地 域	68.1	70.7	75.8	83.2	90.9	89.2	91.2	91.4	88.4	87.5	87.9	85.2
非産油発展途上国	20.8	17.5	14.5	7.6	4.0	5.9						
O P E C	5.0	5.0	2.0	1.6	1.1	0.7	5.0	4.7	6.6	8.8	7.8	10.4
中 東 欧 諸 国	0.4	0.6	1.7	1.9	1.0	0.9	1.0	1.0	1.1	0.3	0.2	0.8
そ の 他	5.8	6.2	6.0	5.7	3.1	3.3	2.8	2.9	3.9	3.4	4.1	3.6
総計(10億ドル)	100 (178.9)	100 (157.6)	100 (197.3)	100 (280.9)	100 (389.5)	100 (383.8)	100 (453.5)	100 (466.5)	100 (434.9)	100 (536.0)	100 (609.7)	100 (810.5)

(出所) OECD, *Financial Market Trends* の各号から作成。

いて、借り手別構成比における先進国優位が依然として続いていることが明白である。

この点で、1980年代以降1993年にいたる国際資本市場での新規の借入れは、先進国中心のパターンをとっており、1980年初期に比べて、そのパターンの特徴はより強められた状態にとどまっている。近時の国際資本市場の構造的な変化を次に検討することにしよう。

2. 国際資本市場の「証券化」の動向

上記の OECD, *Financial Market Trends* の計数を使って、国際資本市場における借入れの手段別構成比の推移を1981年から93年にいたる期間について示したのが第2表である。第2表において、先ず注目すべきは、対外的銀行ローンの構成比の動きである。国際金融仲介機能の担い手としての国際銀行が果たしている仲介業務の比重の推移をこの動きは示しているといえよう。

1981—83年平均での対外的銀行ローンの構成比は52.6%で過半を占めているのに対して、NIFs (Note Issuance Facilities) に代表される「コミットド・バックアップ・ファシリティ」(Committed Back-up Facilities) ——銀行の信用供与枠保証付きファシリティ——の構成比が僅かに5.8%で、このようなユーロ市場の短期証券化の動向は、この時期には弱体であった。他方、国際長期証券の新規発行の構成比はどうかというと、同期間平均でのその構成比は41.6%で、対外的銀行ローンの構成比を10%ポイント下回っていて、この面でもユーロ市場の証券化の動きは、まだ顕在化していなかったといえよう。

ところが、メキシコの対外的な不良債務問題が発生した1984年には、これら構成比には大きな変化が現れてきた。対外的銀行ローンの構成比は28.9%で、1981—83年平均の構成比と対比すると、23.7%ポイントの大幅減退となつている。

第2表 国際資本市場における借入れ（手続別構成比）

単位：％，（ ）内10億ドル

	1981-83 年平均	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993
有価証券 ¹⁾	41.6 (68.5)	56.5 (111.5)	61.2 (171.8)	61.6 (239.8)	50.9 (195.5)	51.8 (234.8)	56.5 (263.8)	54.6 (237.2)	62.0 (332.1)	58.6 (357.2)	64.4 (521.7)
ローン	52.6 (86.7)	28.9 (57.0)	15.3 (43.0)	13.5 (52.8)	23.1 (88.8)	27.7 (125.5)	26.0 (121.1)	28.6 (124.5)	21.6 (116.0)	19.3 (117.9)	16.0 (130.1)
コミットド・パツク アップ・ファンジ リテイ	5.8 (9.5)	14.6 (28.8)	15.2 (42.9)	7.5 (29.3)	7.8 (29.9)	3.6 (16.6)	1.8 (8.4)	1.6 (7.0)	1.4 (7.7)	1.1 (6.7)	1.0 (8.2)
非引受けファンジ テイ ²⁾	—	—	8.3 (23.2)	17.4 (67.6)	18.2 (69.6)	16.9 (76.6)	15.7 (73.2)	15.2 (66.2)	15.0 (80.2)	21.0 (127.9)	18.6 (150.5)
総計（10億ドル）	100 (164.7)	100 (197.3)	100 (280.9)	100 (389.5)	100 (383.8)	100 (453.5)	100 (466.5)	100 (434.9)	100 (536.0)	100 (609.7)	100 (810.5)

1) 1985年からは国際株式を含む。

2) ECP と EMTN プログラムを含む。

（出所）OECD, *Financial Market Trends* の各号から作成。

これに対して、「コミットド・バックアップ・ファシリティ」の構成比は、14.6%と前期間の平均の構成比との対比では8.8%ポイントの大幅増加となり、この点でユーロ市場の短期証券化の動きが著しく強化された。また、国際長期証券の新規発行の構成比は、56.5%と過半を占め、前期間平均の構成比との対比では、約15%ポイントの大幅増加となった。そしてこの構成比の値は、対外的銀行ローンの構成比のほぼ2倍の大きさとなっている点、明らかに国際資金フローにおいてユーロ市場の証券化が著しく強まってきた。

発展途上国の対外不良債務の累積問題が顕在化してきた1985年になると、国際資金フローにおけるユーロ市場の広範囲の分野での証券化の動向は一層明確化してきた。ただここで注意しておかねばならないのは、ユーロ市場の証券化の意味である。ユーロ市場の証券化の意味は、広い定義での国際資本市場、特にユーロ市場を通しての長期・中期・短期資金の新規調達、国際銀行の仲介業務によって実施される比重の低下および国際長期・中期・短期証券市場を直接に經由して行われる比重の上昇に読み取れるような国際銀行の仲介から広範囲の国際証券市場での直接經由への比重のシフトを表している。ここでのユーロ市場の証券化は、かなり狭義において使用されていることが指摘されねばならない。

本筋に議論を戻して、1985年における対外的銀行ローンの構成比をみると、それは15.3%と前年のその約半、1981—83年平均の構成比の29%へと大幅な低落を示すこととなった。

これに対して、国際長期証券の新規発行の構成比は、61.2%となり、前年対比で約5%ポイント上昇した。この構成比は、対外的銀行ローンのその4倍といった高い倍率を占め、ユーロ債券の新規発行を中心とするユーロ市場の証券化の優位が明確な様相を呈するにいたった。

また、コミットド・バックアップ・ファシリティの構成比は、15.2%と前年のそれを僅かに上回った。しかしこの15.2%という構成比の値は、対

外的銀行ローンの構成比15.3%とほぼ均等な値をとり、この面での証券化が毎り難い水準に達していることが読み取れる。

この年には、アメリカ金融市場ですでに発達していたCP (Commercial Paper) 市場の資金調達手法が、ユーロ市場に引受け保証のつかない「非引受けファシリティ」(Non-Underwritten Facilities) の主流を形成する ECP (Euro-Commercial Paper) として導入され、使用されるようになってくる。

さらに1986年には EMTN (Euro-Medium-Term Note) プログラムが発行され、そのコスト効率性、伸縮性などの面で、発行残高の大きさにあってははるかに及ばないにしても、ユーロ債券に対する競争的な地位をそれは強化することになる。

第2表にもどって、国際資本市場における借入れ額に占めるユーロ債券を中心とする有価証券の構成比は、1981—83年平均で41.6%であったのが、1984—93年の平均では57.8%で、後の期間平均では前の期間平均を16.2%ポイント上回り、この期間のどの年次をとっても50%を下回っていない。それに対してユーロ・シンジケート・ローンを主体とするローンの構成比は、対応する二つの期間の平均をとると、52.6%から22.0%へと30.6%ポイントの大幅な下落を示している。

この対比でみると、国際資本市場における借入れに関して明確に「証券化」の長期的な動向が現れている。ユーロ市場の「証券化」の長期的な動向をコミットド・バックアップ・ファシリティについてみると、著しい弱体化の傾向がうかがわれる。特に1990年代以降そのシェアは無視しうる程度の大きさに低落している。ECP プログラムと EMTN プログラムを合計した非引受けファシリティについてみると、この部門では「証券化」の長期的動向は明確に存在している。特に1992—93年の両年でのその構成比の値は、同じ年次のユーロ・シンジケート・ローンの構成比の値をそれぞれ上回っている。

これをやや詳しく見るために、第3表に示すごとくユーロ市場での借入

第3表 借入れファシリティーズ：新規取決め額

単位：%，（ ）内10億ドル

	1984年	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993
NIFs (ノート・イシュアンス) ¹⁾ (ス・ファシリティ)	60.4 (17.4)	52.0 (34.4)	25.6 (24.8)	28.3 (28.1)	15.4 (14.4)	6.7 (5.5)	5.9 (4.3)	2.2 (1.9)	1.2 (1.6)	0.9 (1.5)
その他コミットド・ファシリティ	11.4 (39.6)	12.9 (8.5)	4.6 (4.5)	1.8 (1.8)	2.4 (2.2)	3.6 (2.9)	3.7 (2.7)	6.6 (5.8)	3.8 (5.1)	4.2 (6.7)
E C P プ ロ グ ラ ム	…	19.1 (12.6)	60.9 (59.0)	55.6 (55.3)	61.3 (57.1)	66.3 (54.1)	66.0 (48.3)	40.8 (35.9)	21.5 (28.9)	23.1 (36.6)
E M T N プ ロ グ ラ ム	—	—	1.8 (1.7)	7.9 (7.9)	13.5 (12.6)	19.0 (15.5)	21.8 (16.0)	49.1 (43.2)	72.7 (97.9)	71.5 (113.5)
その他非引受けファシリティ	—	16.0 (10.6)	7.1 (6.9)	6.4 (6.4)	7.4 (6.9)	4.4 (3.6)	2.6 (1.9)	1.3 (1.1)	0.8 (1.1)	0.3 (0.4)
計	100 (28.8)	100 (66.1)	100 (96.9)	100 (99.5)	100 (93.2)	100 (81.6)	100 (73.2)	100 (87.9)	100 (134.6)	100 (158.7)

1) マルティプル・コンポーネント・ファシリティを含む。
(出所) OECD, *Financial Market Trends* の各号から作成。

れファシリティを構成要因に分けてみると、NIFs は、1984年の60.4%をピークに、1986年には25.6%へ急落した後、更に下落傾向を辿って1993年には0.9%と、1%を下回ってしまっている。また、第2表では非引受ファシリティとして一括した ECP プログラムと EMTN プログラムを分けて検討すると、両者の「証券化」の長期的な動向は、異なった動きを示していることが明白に現れている。

ECP プログラムの場合、1980年代後半には大体上昇傾向を示し、89年には66.3%とピークを達成したが、90年代に入ると下落傾向を示し、93年には23.1%へとピーク時の構成比の35%弱まで低落したしまった。とはいえ、ユーロ・シンジケート・ローンの28%の比率を1993年にはそれが保持していることに注目してよいであろう。

それに対して、EMTN プログラムは、借入れファシリティのうちに占めるシェアは、1986年の1.8%、87年の7.9%と低い水準にあったが、88年には13.5%と二桁の値をとり以後一貫して上昇を続け、92年には72.7%、93年にはやや低下したが71.5%の高水準に達している。文字通り「証券化」の長期的動向をそれは示している。

EMTN プログラムのユーロ・シンジケート・ローンに対する比率は、第4表に示す如く、1986年の3.2%から上昇を続け、93年には87.2%の高水準に達している。他方、ユーロ市場の「証券化」の主流である有価証券のローンに対する比率は、1986年の454.2%から88年の187.1%へと低下

第4表 有価証券および EMTM プログラムのユーロ・シンジケート・ローンに対する比率 (単位：%)

	1986年	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993
1. 有 価 証 券	454.2	220.2	187.1	217.8	190.5	286.3	303.0	401.0
2. EMTM プログラム	3.2	8.9	10.0	12.8	12.9	37.2	83.0	87.2
3. 1 + 2	457.4	229.1	197.1	231.6	203.4	323.5	386.0	488.2

(出所) OECD, *Financial Market Trends* の各号から作成。

し、89年から上昇に転じ、ほぼ一貫して上昇傾向を辿り、93年には401.0%に達している。

ユーロ・シンジケート・ローン対比でみると「証券化」の動向としては EMTN プログラムの動きは、観察期間にあってはまだ構造的上昇期にあるが、他方、国際有価証券の動きは循環的な特色を示し、1986年における比率の値454.2%に比べて1993年における比率の値401.0%はより低い水準にある。

しかし、有価証券と EMTN プログラムの二つの合計のユーロ・シンジケート・ローンに対する比率をとると、「証券化」の長期的動向は、1986—89年に比べ1990—93年において、厚味を増しながら進行し、「証券化」の動きが有価証券から一部 EMTN プログラムへとシフトしながら進んでいるといえよう。事実、1986年における比率の値457.4%に対して、93年での値488.2%は、より高い水準を実現している。

ここで注意すべき点として、第2表において、国際資本市場における借入れに占めるユーロ・シンジケート・ローンの構成比について、1980年代後半期の平均的構成比の値は21.8%であるのに対して、1990—93年の平均的構成比の値は20.4%で僅かながらユーロ市場の「証券化」の実現がうかがわれる。しかし、第3表と年次を合わせて、1986—88年の平均的構成比を求めると、その値は20.1%で、1990年代初期の平均構成比20.4%を僅かながら下回っており、「証券化」は実現されていないという点に、注意する必要がある。

1983年以前に比べると、1984年以降ユーロ市場に「証券化」の現象が明確に現れたということではできるが、1985年以降1993年までの期間を1980年代後半期と1990年代初期とで対比する限り、「証券化」の水準について明確な上昇傾向が進行しているとはいえず、「証券化」を構成する新規資金の借入れ、投資の内容に変化がみられるということが指摘できよう。

3. 機関投資家の役割りとその特性

ユーロ市場の「証券化」の進展は、金融の自由化、金融のグローバル化の進展と共に、展開されてきた。このような事態は、広く金融機関相互間での競争を激化させ、金融商品や手法などの面において金融的なイノベーションを急激に生ぜしめた。それと同時に、国内・国際間での金融や外国為替取引についての規制の緩和は、クロス・ボーダーでの、そしてクロス・カレンシーでの金融や外国為替取引を活性化し、多様化するにいたった。結果として、従来の主要な国際金融センターの一層の発展に加えて、新興の小規模な金融センターの国際取引への参入と国際金融センターとしての市場規模の急成長が実現するにいたった。

そのことは、国際金融や為替取引のビジネスチャンスを多様化し、かつ複雑化すると共に、金融のグローバルな営業業務の範囲の拡大、専門化、技巧化を生ぜしめ、24時間の営業体制下でのこれら金融センターにおける利子率や外国為替相場の不安定性とその変動の重要性を増大させるにいたった。対応的に、これら取引における裁定、ヘッジおよび投機目的からする金融派生商品の開発、それら取引に対する規制の緩和、その拡充が必要となり実現されるようになった。

この間、主要諸国における富裕化の進展は、そこでの経済諸主体の保有する金融資産残高を著しく増大させた。この傾向を一層増大させるものとして、1980年代後半期における不動産、株式など資産価格の国際的な規模での高騰が発生した。

これら増大した資金は、発展途上国の累積債務問題をかかえて、国際的な信用格付けの低下や BIS の自己資本比率基準の規制により資産拡大に対する制約に苦しんでいた国際銀行よりは、国際資産への投資の分散化への規制の緩和によって新しいビジネスチャンスの拡大に積極的であった投資信託、保険会社、民間の年金基金等、機関投資家のもとへと預託される

傾向が強かった。

また、為替相場や利子率の変動リスクが大きい状態の下で、収益性の高く、かつ安全性の高い資金の運用を計るには、国際資産への投資の分散化を実施する専門的で、高度の技法を的確に駆使しうる人材・グローバルな情報を迅速に収集・分析しうる組織とプログラムの整備が必要である。その点で、国際的な金融資産投資の分散化によって高い収益実績の経験を有する機関投資家への家計や企業の資金の預託が集積する傾向があり、したがってそれら資金は、国際資産、特に国際債券への分散化投資を実施するために、機関投資家により活用されている。

機関投資家に預託される資金は、累積し巨額なものになってきたので、機関投資家が国際証券市場の新規借入れ状態に与える影響は重要である。機関投資家は、例えば新規発行の国際債券へ投資する場合、投資した債券の表示通貨の為替相場やその債券価格の動向を予測しつつ、派生商品取引を通じてヘッジを行い、満期日まで長期にわたって保有する場合もあるが、むしろそのような予測に基づいて短期でディーリングするケースが多い。

機関投資家として高い収益実績をあげ、それによって、多額の運用資金を調達するためには、投資した債券の長期保有によって高い運用益を確保する場合は少なく、むしろ短期のディーリングを通じてキャピタル・ゲインをあげ、それを主体に高い運用益の獲得を狙うのが通常である。

その点で、国際証券市場における機関投資家の影響力の増大は、ロットの大きい新規証券については、それが指標銘柄としての性格を多分にもち、流通市場の流動性を高める傾向が強いので、特に国際債券の新規発行額の大口化の傾向と対応しているといえよう。

国際的な資産価格インフレの崩壊後、主要諸国の実質経済成長率の低迷を打開する方策として財政政策面で赤字財政による支出拡大策を実施する国が多く、それら赤字財政のための資金調達は、国際債券市場への国債の新規発行に依存する傾向があった。これら国債は、その発行額のロットが

大きかったので、指標銘柄として国際債券の流通市場に高い流動性を賦与することになった。

そのため、国際債券発行市場の発行業者は、主要諸国の政府の債務管理担当者のニーズに応えうるように、大口の投資家を確保して、発行の実施事務の迅速な完了、スケール・メリットに基づくコスト面での有効な対応を要求されることになった。トップ・クラスの信用度の高い主要諸国の国債の引受けに関しては、規制緩和措置の進む国内債券市場との競合関係が激化しつつあったために、国際債券市場の発行業者は、機関投資家の役割を一層重視する立場に置かれることになった¹⁾。

このように国際債券市場は、小口の債券発行に比べ、次第に大口の債券発行に優位を与えることになり、その動向は、国際債券市場に奥行き、広さおよび変化への弾力性を与えるという意味で、市場の流動性を高め、それが機関化現象を強化することになった。

国際債券市場の流動性の向上は、機関投資家の国際金融仲介機能の増強過程にあって、市場の安定性を強化する方向に作用しているのが問題となる。機関投資家は、国際債券市場での新規発行債券を引受けることによって、借り手に対して長期安定化資金を提供したことになる。しかし、機関投資家は、国際的な利子率や為替相場の動きならびにその将来の動向についての見通しに敏感に反応して、保有している国際債券の売りまたは買いに機敏に立回る傾向が強い。この機関投資家の行動いかんによっては、国際的に利子率や為替相場は、不安定な動きをする可能性が大きく、結果として国際機関投資家の国際金融仲介機能は、市場に不安定的なインパクトを与えることになると考えられる。

機関投資家が1980年代に実施したポートホリオ・フローでの他に比べてより重大な分散化投資の役割りは多額の投資をして独立的な動向を辿らせたと推測させることがある。しかもそれが妥当しない理由が指摘可能である。第一に、長期証券市場での売買の回転速度は上昇しているので、ここ

での投資決定のタイミングにおいて利子率や為替相場の将来の見通しの要因が重要となってきた。第二に、国際証券市場での投資は、その証券の価値表示通貨と同一通貨での短期借入れによって融資されることが多い²⁾。そして第三に、機関投資家に課せられていた国際証券投資に対する諸規制が緩和され、その保有総資産に占めるシェアが妥当な割合を達成してしまうと、機関投資家は、投資決定に際して従来よりも国際証券投資の所望のシェア確保目的から、投資利益率の望ましい水準の達成を目指して、国際的な利子率や為替相場の将来の見通しを重視し、それらの動きに敏感に反応するであろう³⁾。

当然、機関投資家は、利子率や為替相場変動のリスクを回避する目的で、金融派生商品取引等を活用したヘッジを実施してくるであろうが、裁定や投機目的でのディーリングも行われ、利子率や為替相場の変動が頻発し、大幅な動きを示すことになろう。

BIS 作業部会（議長に米国連邦準備制度のプロミセル国際金融局副局長を据え、G10の各中央銀行のスタッフをメンバーとしている）は、金融派生商品取引の拡大が国際インターバンク市場に与える影響を検討した通称「プロミセル報告書」（1992年）において、検討している関連事項は違うが、機関投資家について「年金基金、保険会社、投資信託等の機関投資家筋はわずかの金利変動や格付け低下のルーマーに大きく反応する傾向がみられる。……このような動きは、機関投資家の運用ガイドラインでは、格付けが低下した先に対するエクスポージャーをもつことが制約されていることを反映していると考えられるが、それに加え、運用実績の基準が厳しく設定されていることなども大きな背景となっていると考えられる」⁴⁾。さらに直物外国為替市場において「機関投資家の運用のロットが大きくなり、運用については機械的かつ一律の資金フローを生むテクニカルな手法への依存度が高まっているため、従来に比べ価格が一方に大きく振れやすくなったこともマーケットメークを困難にしている要因といわれている」⁵⁾と述べている。

4. 国際株式市場の動向

次にユーロ市場を主軸とした「国際資本市場」の動向のうち、ユーロ・シンジケート・ローンを中心とする国際的なバンク・ローン市場の動向を除いた「国際証券市場」と「ユーロ・ノート・ファシリティ市場」または「中期借入れファシリティ市場」のうち「国際証券市場」を「国際株式市場」と「国際債券市場」に区分してそれぞれ最近の変動の主要点について検討することにした。

国際証券は、ここでは、国際債券と国際株式の二つから構成されているが、第5表から明らかな如く、OECD, *Financial Market Trend* の計数で国際株式の新規発行額の計数が利用可能となる1985年以降93年までの国際証券新規発行額に占める国際株式新規発行額の比率をとると、この期間でもっとも高いシェアを示したのは、1987年の9.2%であって、1980年代ではそれに次ぐシェアは86年の4.9%で、あとの年次のシェアは3.0%から1.6%までの低い水準にある。1990年代に入ると、90年のシェア3.1%を除くと、シェアの値は上昇して、91年7.1%、92年6.7%、そして93年には7.7%という比較的高目の水準を示した。

第5表 国際証券市場における新規発行額の商品別構成比

(単位：%)

	1985年	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993
債 券	98.4	95.1	90.8	96.7	97.0	96.9	92.9	93.3	72.3
株 式	1.6	4.9	9.2	3.3	3.0	3.1	7.1	6.7	7.7
有価証券	100	100	100	100	100	100	100	100	100

(出所) OECD, *Financial Market Trends* の各号から作成。

91年以降の国際株式発行額のシェア上昇の背景には、湾岸危機の突発以降現実的に不振を極めてきた国際株式の発行活動を上昇させるような主要

証券取引所での業況の上方転換とそれ以降の持続が存在した。この業況の回復に対して慎重な態度を保持してきた国際投資家も、東京証券取引所を例外として、93年には主要諸国の株式市況の歩取りの堅調さに自信を抱き、国際株式の各種発行・公募（私募も含む）への投資を積極化させた。

1993年での国際株式の発行・募集を盛り上げた要因として、発展途上国（ラテンアメリカ、東南アジア諸国を主体とする）および民営化関連で発生した国際株式の募集（ヨーロッパの先進諸国ならびにラテンアメリカおよび東南アジアの諸国の場合を含む）の活潑化があげられる。93年の新規国際株式売出し額407億ドルのうち、前者のそれに占める割合は26%、また後者の割合は22%と、それぞれ2割を上回る値をとっている⁶⁾。

5. ユーロ債券市場の発展と特色

国際証券市場の中核を形成する国際債券市場、特にユーロ債券市場の発展の基盤には1960年代以降のユーロカレンシー市場、特にユーロダラー市場の確立と拡充があったことはいままでもない。加えて、アメリカ以外のOECD諸国の経済主体が良質の長期資金をかなりの額で入手する市場として、未発達な自国の債券市場よりは、規模が大きく外国の借り手に対しても接近可能な「ヤンキー」ボンド（'Yankee' bond）市場がアメリカで発展しており、ユーロダラー預金者が択一的な資金運用対象として、ユーロダラー預金からヤンキー・ボンドへと選択を変更する傾向が生じたということがあげられよう⁷⁾。

それらヤンキー・ボンドの発行について、引受けの主体は、正常ではアメリカの証券業者であったが、ヨーロッパの仲介業者の手を経てヨーロッパの投資家へと次第に多く分売されるようになった。この段階でヨーロッパの証券業者は、アメリカ発行のヤンキー・ボンドのヨーロッパへの単なる分売業務の担い手から独立する気運が高まってきて、アメリカの債券市場の登録や開示の必要条件のないユーロ債券発行市場を確立し、より簡便

なシンジケートの編成やその発行手続きを実施する主幹事会社の役割りと引受け業務を遂行する途を歩むようになった⁹⁾。

ユーロ債券市場は1980年代に目覚ましい発展を遂げたが、アメリカ債券市場という伝統ある実績と規模面での優位をもった先発市場に対する発足当初からのユーロ債券市場の特色として、市場への参加発行者が高い信用格付けをもつ優良な信頼度を備えていること、市場での債券発行条件が、各国国内市場に比べ規制面での制約のないこと、発行者が発行決定から債券発行による実際の資金調達までの期間の長い発行登録制度におかれず、無記名の地位を享受できること、利子課税制度が適用されないことなどが指摘できた。

これらの特色は、ユーロ債券市場に対して優良な発行者を吸引し、また投資家にも長期資金を比較的安全低取引コストで運用可能な市場との印象を与えることになった。しかし、初期のユーロ債券市場の投資家は、ヨーロッパの小口投資家が主体で、一端投資した債券については満期まで保有し続けるという傾向が強かった。他方、発行主体も、発展途上国の累積債務問題発生以降民間の一般の法人企業によって主として構成されていた。それ故に、発行された債券が、小口であり、非流動的であったということを反映して、ユーロ債券市場は、高金利通貨建て債券への指向が強く、競争的なマーケット・メイキングの点では弱体であり、非効率的な決済制度、近代性の点で立ち遅れのみられる通信技術が導入されているため、国内市場との競合に苦慮するという傾向があった。それは、端的にはユーロ債券の流通市場の発達の初期にもっとも強く現れていた⁹⁾。

しかし、時間的経過と共に、ユーロ債券市場への借り手および投資家、特に機関投資家の参入に対する各種の制約ならびに発行債券表示通貨への規制も緩和されることになり、借り手、投資家、債券表示通貨についてのクロス・ボーダーおよびクロス・カレンシーでの多様化が進展した。

結果として、先進諸国間で低インフレ傾向が強くなり、低利回りであるが、

なおその国の通貨建ての債券価格の上昇見込みの強い債券への海外からの投資が増大してくる一方、インフレ傾向があり、したがってその国の通貨建ての債券利回りは高いにしても、その通貨の為替相場の上昇予測が強い債券への投資が行われる傾向が強まってきた¹⁰⁾。

このような二方向交通的な債券投資の拡大は、伝統的な市場流動性の高い国際金融センター国の債券市場の流動性を増強するにとどまらず、新興国の債券市場の規模を拡大し、結果的に市場のインフラストラクチャーの整備によるコスト面での有利性および事務処理の迅速ならびに大口の発行オフィターの吸収能力を向上させる傾向があった。特に新興国の債券市場のうち、ある限界的な水準を超えて市場規模が拡大する場合には、その市場の流動性は増強され、新しく国際債券市場の奥行き、広さおよび弾力性を増強することになった。

その点、前述したように、国際資本市場、特に国際証券市場の発展と共に、1980年代には機関投資家の役割りが重要性を増大してきた。このような流動性の増強は、機関投資家、特に大手の機関投資家によるグローバルな視点での資産ポートフォリオ分散化を持続する傾向の強化に積極的に働きかけてきた。

このようにして、機関投資家、特に大手の機関投資家の地位の増大が国際証券市場における証券発行に対する投資の主体を従来の小口の投資家から大口の投資家としての機関投資家へと移行させてきた。

ユーロ債券市場は、機関投資家のニーズに対応すべく、他の国際金融仲介市場や各国の規制緩和、決済制度の改善、通信技術の高度化等で競争力を付けた国内債券市場との競争関係における優位性を保持するために、各種の努力と変革を追求してきた。

一つには、流通市場の流動性の増強を意図し、それを構成する通貨や参加主体の国籍の多様化と発行債券のロットの大口化が図られてきた。また一つには、市場における動揺から生じがちな利子率や為替相場の変動リス

クをヘッジする専門的能力の向上が持続的に追求されてきた。

それに対して、国際債券市場を構成するもう一方の部門である小口市場部門では、そこでの重大な発行業務を遂行するブックランナー（book runners）である銀行や証券会社が彼らの母国における発行主体や投資家との間に特に密接な結びつきを保持しており、また発行債券は、流動性に欠ける特色をもつ点で、私募債的な性格をもっていた¹¹⁾。そのため、ECのマーストリヒト条約についてデンマークでの批准の否決に続く1992年後半期での通貨危機に際して、ユーロ債券市場の小口市場部門は、市場での流動性の維持に失敗し、マーケット・メーカーの停止に追い込まれた。しかしユーロ債券市場全般としては伝統的な信頼度の高い安全のための避難港（safe haven）の役割りを果たす主流の通貨部門により構成される大口市場部門の下支えによってその危機を克服することができた¹²⁾。

国際債券市場は、優良な大口債券の発行を吸引するために、コスト面での有利性を追求可能にする新手段の導入に努めると同時に、流動性の高い優良な債券の発行者であるスープレナショナルな法人企業、国際機関や主要国政府等の借り手を広く動員しうるように、市場の自由度を活用した借り手のニーズに対応しうる利便性向上のための伸縮性および資金のオペラビリティの強化を図ってきた。

商品面で考えると、高利回りではあるが、超長期の債券の発行が可能となり、利回り曲線に沿った満期の期限の長期化に対応した高い流動性をもつ「指標銘柄」の期間面での範囲の広がりが可能とされた¹³⁾。また BIS によって国際銀行に課せられた自己資本比率の国際的基準を充足するために、国際銀行向けの劣後永久 FRN や劣後債券の発行が市場に広がりをもたせる¹⁴⁾ と同時に、国際銀行がその活動を国際債券発行の主幹事行としての業務に注力するという傾向が証券化や債券市場の国際的統合の動きを推進することになった。さらにヨーロッパの銀行は、国際債券市場の低い資本コストを利用して債券を発行し、その貸借対照表の内容を改善し、貸出

機会をより良い状態で活用することに備えた¹⁵⁾。

優良な経営内容をもつ法人企業が、その株価の上昇や一層の上昇見通しを利用して、株式関連債券、特にワラント付き債券をユーロ債券市場で発行することは、市場の流動性を向上させるのに役立つと考えられる。

信用度が高く、ロットの大きい高い流動性もつグローバル債券 (global bond) が1989年9月世界銀行により発行されて以来、毎年この発行額は累増し、その高い信用格付けと流動性の故に、機関投資家のニーズに適合し、低利回りでの発行が可能となっている。発行主体の側は、巨額のロットの債券について、(1)北アメリカ、ヨーロッパ、アジアで同時発行手続きがとられ、分売することができ、(2)国内債券の特徴 (登録義務) とユーロ債券の特徴 (手数料構造) とをそれに併せもたせることができ、(3)その保有や決済についてはユーロ決済制度 (ユーロクリアとセデル) でも国内決済制度でも利用可能であるということになる¹⁶⁾。また同一額の発行をグローバル債券という形態で一括実施する場合には、その利回りは、それを幾つかに分けて別個の発行枠として複数国で発行する場合の利回りよりも安くつくという利点もある。

投資家、特に機関投資家の側は、グローバル債券は、指標銘柄として市場の流動性を著しく高め、同時に国内市場と国際市場との統合を促進し、債券市場の国際的統合を広める点で、大量の資金を国際的に分散化投資し易くなるという利点をもつことができる。

この利点に対する投資家の認識が高まった結果、グローバル債券の発行は、目覚ましい伸びを1992—93年に示したが、反面、グローバル債券の複数地域での分売が特定地域に偏向、集中するということが、伝統的な一般の国際債券を置き替えないしはクラウドィング・アウトするということが、これらの動きが市場構造に変化を招来するということが指摘された¹⁷⁾。

このような問題意識を反映するかのようには、1994年第1四半期には、

アメリカの SEC (証券取引委員会) の登録をもつが、決済制度のリンクをもたないロットの小さいグローバル債券が幾つかの通貨表示で発行されたし¹⁸⁾、93年にはアジア以外の借り手がファー・イースト地域の投資家に標的を絞って「ドラゴン」債券が発行されている¹⁹⁾。

金融環境の状態に適合し、同時に国際債券発行主体と投資家のニーズを充足しうるように、FRNs の特性を活かす方向で金融派生商品が組み込まれた「仕組み」FRNs ('Structured' FRNs) が多種類発行されている²⁰⁾。金融環境が長期利率の上昇期に転じる兆候を示しつつある94年以降、国際債券の発行主体や投資家が FRN の発行にそれぞれ関心を強めると思われるので、「仕組み」FRNs の一層の発展が期待される。

最後に、国際債券市場における主要諸国の最優良の信用評価をもつ政府債券の位置づけとその影響について簡単に検討したい。

1980年代においては先進諸国にあっては、外国投資の比重は公的債権の場合よりは民間部門の債権の場合の方が高い値をとった。しかし、そのパターンは80年代の後半に入ると変更をみせ、第6表にみるように、国内およびユーロ政府債券現存額に占める非居住者保有額の比率は、平均で83年の10%から85年の13%、89年の15%へとかなりの上昇を示した。アメリカ、カナダ、イタリア、オーストラリアの発行した政府債券への非居住者保有比率は、この期間著しい増加を示したが、これら諸国のうち後者の3国の場合には、高い名目利率率とその主な誘因で、外国資金の流入は、それらの国々の通貨の為替相場を上昇させる働きをした²¹⁾。

1989—93年の期間の発行者の範疇別外国向け債券オファリング (External bond offerings) の推移を、OECD, *Financial Market Trends* の計数で見ると、政府債券発行額が総発行額に占める比率は、89年の7.9%から93年の21.7%へと約2.8倍上昇した。

この政府債券発行額が国際債券発行額に占める比率の目覚ましい上昇は、(1)投資家、特に機関投資家が主要諸国の政府に対して高い信頼度をお

第6表 国家政府債券市場の外国浸透度¹⁾

	1983	1985	1988	1989
オーストラリア ²⁾	20	33	55	54
ベルギー	4	10	13	14
カナダ	16	21	31	37
フランス	4	2	6	15
ドイツ	9	17	31	34
イタリア	3	4	4	6
日本	6	6	4	4
オランダ	33	28	35	37
スペイン ³⁾	0	0	2	5
イギリス	9	11	15	15
アメリカ	13	14	17	19
平均	10	13	13	15

1) 国内およびユーロ債券現存額の%で示した非居住者保有額。別に指示がなされない場合には中央政府。

2) 中央および地方政府。

3) ユーロ債券を除く。

資料：J. P. Morgan, *World Financial Markets* (1989, No. 5), 最新に補正。

(出所) Philip Turner, *Capital Flows in the 1980s*, *BIS Economic Papers*, No. 30-April 1991, Basle, p. 64 より引用。

第7表 発行者範疇別外国向け債券オファーリング

単位：10ドル

	1989	1990	1991	1992	1993
政府 ¹⁾	20.2	24.5	44.4	63.6	104.3
公企業	32.1	41.0	48.3	52.8	65.1
銀行	62.1	56.0	55.9	67.3	110.1
民間法人企業	119.8	79.0	123.7	108.7	153.6
国際機関	21.6	29.4	36.4	41.3	47.9
総計	255.8	229.9	308.7	333.7	481.0
覚書項目： 総計に占める政府による発行額%	7.9	10.7	14.4	19.1	21.7

1) 中央銀行ならびに国および地方政府。

(出所) OECD, *Financial Market Trends*, No. 57, February 1994, p. 60 より引用。

いたこと、(2)政府債券発行額のロットが大きく、流動性の高い指標銘柄として国際債券市場の流動性を高める作用が高く評価されたこと、(3)政府債券発行額が急増した91年以降にあっても、その価額は、銀行や民間法人企業の債券発行額を下回っており、他発行者とのクラウディング・アウトが差し迫った懸念材料となっていないこと、(4)国際債券市場の成熟度が進み、毎年巨額の返済、償却額が発生している状態のもとにあって、それら巨額な資金を信頼度を重視しつつ、グローバルな視点から資産分散化投資を進めて行く場合には、高い流動性を持ち、いまだに債券市場の国際的統合面では裁定利益を見出しうる政府債券投資の分散化と量的拡大に対してかなりの評価が与えられること、を主たる根拠としていると考えられる²²⁾。

他方、発行者側の政府としては、今後も財政赤字の発生が避け難いことを考慮すると、国内信用の増発を抑制しつつ、政府債券消化のためのより有利な資金調達源としてのユーロ債券市場のイノベーションの進展と他市場と対比しての高い競争力の保持は、大いに望むところといえよう。

- 1) BIS 編，東京銀行調査部訳『国際金融レポート'90』日本評論社刊，1990年，170—171ページ。
- 2) OECD, *Financial Market Trends*, No. 54, February 1993, p. 93.
- 3) Philip Turner, *Capital Flows in the 1980s: A Survey of Major Trends*, *BIS Economic Papers*, No. 30-April 1991, Basle, pp. 71-72.
- 4) BIS 作業部会編，日本銀行オフバランス取引研究会訳『変貌する国際金融市場』金融財政事情研究会刊，1993年，15—16ページ。
- 5) 『前掲書』18ページ。
- 6) OECD, *Financial Market Trends*, No. 57, February 1994, pp. 75-76.
- 7) Bank of England, *Quarterly Bulletin*, November 1991, p. 521.
- 8) *Op. Cit.*, p. 521.
- 9) *Op. Cit.*, pp. 523-525.
- 10) Philip Turner, *Op. Cit.*, pp. 64-65.
- 11) Bank of England, *Quarterly Bulletin*, November 1991, p. 524
- 12) Bank of England, *Quarterly Bulletin*, May 1993, pp. 223-224.
- 13) Bank of England, *Quarterly Bulletin*, February 1994, p. 23.

- 14) Bank of England, *Quarterly Bulletin*, November 1991, pp. 222-223.
- 15) Bank of England, *Quarterly Bulletin*, May 1994, p. 125.
- 16) BIS 編, 東京銀行調査部訳『国際金融レポート'93』日本評論社刊, 1993年, 131-132ページ。
- 17) 『前掲書』132ページ, および OECD, *Financial Market Trends*, No. 57, February 1994, pp. 51-52.
- 18) Bank of England, *Quarterly Bulletin*, May 1994, p. 126.
- 19) Bank of England, *Quarterly Bulletin*, February 1994, p. 24.
- 20) 「仕組み」FRNs の簡単なまとめについては, *Op. Cit.*, p. 26 を参照されたい。
- 21) Philip Turner, *Op. Cit.*, pp. 64-65.
- 22) OECD, *Financial Market Trends*, No. 51, February 1992, p. 8 および No. 57, February 1994, p. 8.