

グローバル・トレーディングと 金融機関の国際競争(1)

—— 発行市場の性格に規定されるユーロ債流通市場の構造 ——

神 野 光 指 郎

はじめに

1. ユーロ債マーケットメイクをめぐる欧米金融機関の対立
 - 1-1. リテール投資家を基盤とする市場
 - 1-2. 米系金融機関の攻勢
 2. ユーロ債市場の流動性を阻害する要因
 - 2-1. 流通市場の過渡的性格
 - 2-2. 発行市場における業者間の対立
- おわりに

はじめに

1987年のブラック・マンデーを皮切りに、グローバル・トレーディングを不可欠の構成要素とする国際金融システムにおいて、何度となく金融取引の膨張とその急激な収縮が繰り返されてきた。この要因としてしばしば「ドル本位制」の構造的な不安定性が指摘されてきた。しかしそれは国際金融システムの構造が抱える問題ではなく、各国の対米投資とアメリカの経常収支赤字の問題に直結されている¹⁾。そこから得られる結論は、アメリカ国外の主体がドル建ての投資を止めて、アメリカが経常収支の赤字を解消することが、国際金融システム安定の必要十分条件であるということにならざるを得ない。

一部の主体による過剰な消費に世界的な財・サービスの取引連鎖が依存し

ているなら、その過剰な消費が行き詰まることによって取引連鎖全体が収縮するのは当然である。しかし「ドル本位制」が国際金融システムを指すのであれば、その不安定性を論じるためには、まず世界的な金融取引がいかんして実現されるのか、その過程でどのように信用連鎖が形成されるのかを明らかにし、その上でそうした仕組みの持つ効率性と安定性を評価しなければならない。つまり国際金融システムの構造分析が必要だということである。

また「ドル本位制」という場合、国際金融システムの中でドルが中心的な役割を果たしていることに力点がある。これは単にドル建ての資産が好まれるということではなく、各国金融システムが、国際金融システムの中に非対称的な形で組み込まれていることを指す²⁾。すなわち、国際金融システムではなく、「ドル本位制」などの語を用いるのは、国際金融システムの性格が、その中の非対称的な構図によって規定されていると考えるからである。そうであれば、世界的な金融取引を実現していく仕組みが、非対称的な構図に

1) 例えば田中氏と藤田氏は、1990年代の「21世紀型通貨危機」は、途上国がポートフォリオ投資や短期の銀行ローンなど民間の流動性の高い資金に依存した経済運営をすることで引き起こされたが、その背景には金・ドル交換停止によって対外制約から自由となったアメリカのみが自国優先の政策をとり続けるという「ドル本位制」の不安定性があると指摘される。田中素香・藤田誠一編著『ユーロと国際通貨システム』蒼天社、2003年、iii～ivページ。ここでいう、対外制約から自由になったアメリカの自国優先政策とは、アメリカが経常収支赤字を放置していることを指すと見られる。こうした見解は決して珍しいものではない。「ドル基軸を前提とする米国への資金流入は、米金利低下を通じ信用バブルをもたらし、金融危機でマネーが逆回転すると世界経済の急収縮につながった」（「リーマン・ショック2年-4-」『日本経済新聞社（朝刊）』2010年9月19日）といった論調はよく見かけるのみならず、完全に事実誤認というわけでもない。問題は因果関係の間が抜けすぎていることである。

2) このように表現すると、出発点は必ず各国金融システムで、国際金融システムはその寄せ集めのように聞こえるかもしれないが、ユーロ市場など国際金融取引を実現するために各国金融システムへの多様なアクセス方法が確立され、それが各国金融システムの性格を変化させていく側面があることも忘れてはならない。またここでは「ドル本位制」という語を用いているが、非対称性を表現できるのであればドル体制でもドル基軸体制でもかまわず、特にそれらを区別する必要があるとは考えていない。

よってどのように規定されているのかを具体的に明らかにしなければならない。

それではこの課題に対して、どのようにアプローチしていけばよいのであろうか。代表的な「ドル本位制」論者である山本氏は、その手がかりを提供されている。

山本氏は「ドル本位制」の安定条件を、「民間の国際資本移動が米国を中心に展開されること」とし、その条件がいかに満たされてきたのかを次のように整理された。1970年代には米大手商業銀行が「ユーロ預金」と「ユーロ・シンジケートローン」というチャネルを掌握していた。1980年代には先進国間証券市場の国際統合が進展したが、アメリカは一時的な資本輸入国であったため、国際通貨協力が必要になった。1990年代には証券市場の国際統合が一部の途上国まで波及し、その中でアメリカは再び中心的な地位を獲得した。それは、債権大国である日欧の金融機関が途上国へのポートフォリオ投資チャネルを構築しておらず、ドルの国際金融ネットワークに依存しなければならなかったからである。しかしそのネットワークが過剰な資本移動を生み出すことで、「ドル本位制」は制度疲労を起こすようになった³⁾。

ここでは国とその国を本拠とする金融機関が混同されているようだが、チャネルは国際的な金融取引を実現する仕組みの一部と考えられるし、それを構築する上で各国金融機関が異なる役割を果たしていることが分かる。また BIS は、証券市場の国際統合を実現する上で欠かせないデリバティブ市場において一部の大手金融機関（主に米系金融機関）が中心を占め、相互に多大なカウンターパーティリスクを持つことが金融システム全体に深刻な打撃を与える可能性を持つと指摘している⁴⁾。これは、多様なチャネルをつ

3) 山本栄治『国際通貨と国際資金循環』日本経済評論社、2002年、40～41、57、71ページ。山本氏は「ルート」という語を用いられているが、ここではそれを「チャネル」に変えておいた。

なぎあわせる市場が、金融機関のどのような役割分担によって形成されているのかを見ることによって、その機能や安定性を評価することができるということを示唆している。

国際金融システムを構成するチャネルと市場、それらを構築・運営する金融機関の活動は時代に伴って変化していく。「ドル本位制」の展開において、証券市場の国際統合が特に重要なのであれば、それが各国金融機関のいかなる競争と分業の中で達成されてきたのかを動的に明らかにしなければならない。

ただし、証券市場の国際統合といっても、それは単一の市場が形成されたことを意味するのではなく、様々な市場がグローバル・トレーディングによって結びつけられているだけである。その仕組みはユーロ債の流通市場を基礎に構築されていった。ユーロ債市場は1960年代に誕生し、証券取引国際化の起爆剤となったのであるが、グローバル・トレーディングに適した性格を持っていなかった。そこで本稿では、1980年代に入るまでに形成されたユーロ債流通市場の性格が、各国金融機関の競争からどのような影響を受けていたのか、それがなぜ流動性の問題を抱えていたのかを明らかにする。これに続いて、1980年代のグローバル・トレーディング発達の過程に、この

4) BIS, *Recent Innovations in International Banking*, 1986, p.3. 以降、BISの様々な報告書で同様のことが繰り返し指摘されている。デリバティブ市場の集中度を見ると、1991年末に米銀8行が世界の金利・通貨スワップ想定元本残高で56%をしめ、1992年末で米銀7行が米銀全体のデリバティブ想定元本残高の90%以上を占めていた。United States General Accounting Office, *Financial Derivatives: actions needed to protect the financial system*, Report to Congressional Requesters, 1994, p.36. 一方、山本氏は「ドル本位制」を「システムの民営化」と規定し、それが可能になったのは、過剰ドルの存在と、金融自由化・国際化が情報通信技術の発達と結びついて起こったデリバティブに代表される金融革新が、リスク増大にもかかわらず国際資本移動を拡大させたことであると主張される。山本栄治「ドルの構造危機に対策を(経済教室)」『日本経済新聞(朝刊)』1999年9月16日。「ドル本位制」の成立条件と安定条件は異なり、成立条件に不安定性の要素が含まれているというのは分かるが、それが「過剰ドル」ということであれば、結局はアメリカの経常収支に行き着かざるを得ない。

ユーロ債市場がいかに組み込まれていったのか、それが各国金融機関の競争・分業構造の変化とどのように対応していたのかを明らかにしなければならないが、それらは次稿以降の課題とする⁵⁾。

1. ユーロ債マーケットメイクをめぐる欧米金融機関の対立

1-1. リテール投資家を基盤とする市場

ユーロ債市場誕生の背景には、欧州系の銀行が欧州域内の資本取引を NY 外債市場から取り戻そうとする動きが一つにあったが、もう一つにはボンドの力を失ったイギリスが、外貨の取引でロンドンを世界の金融中心地として復活させようとしたことがあった。そのため、当初から証券の発行地としてロンドンが選択されることが多く、初期のシンジケートはロンドンのマーチャントバンクが主導し、そこに大陸欧州の銀行が参加するという形が多かった⁶⁾。しかし流通市場に関して、ロンドン取引所は中心とならなかった。Strauss Turnbull や Hambros Bank がロンドンのジョバーにドル債取扱の可能性について提案したが、興味を持たせることができず、ユーロ債取扱業者は取引所の外で独自の流通市場を構築する必要があった⁷⁾。独自というのは、取引の大部分が電話とテレックスを利用した国際的な店頭取引の形態をとるようになったことを指し、それは証券取引が取引所に集中していた当時の状況から考えると特殊であった⁸⁾。

5) ユーロ債発行市場における競争・分業構造の展開については、拙稿「1980年代の国際資本市場における米系金融機関の競争力」『経営研究(大阪市立大学)』2010年2月を参照されたい。また外国為替のグローバル・トレーディングについては拙稿「外国為替市場の世界的統合と金融機関の国際競争(上),(中),(下)」『商学論叢(福岡大学)』2008年6月,9月,12月を参照されたい。

6) 拙稿「ユーロ市場の発達と資本取引の国際化」『商学論叢(福岡大学)』2000年6月,89~91ページ。

7) Kerr, Ian M., *A History of the Eurobond Market - The First 21 Years*, Euromoney Publications, 1984, p.84.

8) Park, Yoon S., *The Euro-bond Market - Function and Structure*, Praeger Publishers, 1974, p.90.

ユーロ債がまったく取引所と無関係な訳ではなく、むしろ取引所に上場されることが多かった。その中では、情報開示要求が簡便でコストの小さいルクセンブルグ取引所が好まれた。また1960年代後半にアメリカの資本輸出規制が強まり、その時期に米企業がユーロ転換債の発行を活発化させたが、これらは株式への転換後を見越して、投資家からNY取引所への上場が求められた。またドル建て以外のユーロ債はDM建てが圧倒的で、それらはドイツ国内の取引所に上場された⁹⁾。このDM債については実際に取引所で取引されることがほとんどだったようであるが、その他の取引所への上場については、取引を促進するためではなく、買い手の一部に保険会社などが存在し、それら投資家が上場証券しか購入できなかったため、形式的に上場されたに過ぎなかった¹⁰⁾。

当時の典型的なユーロ債投資家は「ベルギーの歯医者」と表現される個人投資家で、彼らは課税の問題から匿名性を維持できる持参人形式の証券を好み、当時はまだ最も安定した通貨と考えられていたドルに為替ヘッジ無しで投資するという性格を持っていた。基本的に購入した証券は満期まで保有し、利回りの動きを比較しながら国内の投資対象や短期のユーロドルからユーロ債に乗り換えたり、銘柄を入れ替えたりすることはほとんどなかった¹¹⁾。そのため初期の流通取引は著しく不活発であった。ただ、それでも売買需要が皆無というわけではなかった。特に重要なのは新規発行に関連した取引である。各発行でシンジケートに100前後もの業者が参加し、そこから広範囲に分散する投資家向けに分売されるため、業者間で何度も取引されることによって、ようやくポンドは最終的な投資家を見つけることができた¹²⁾。

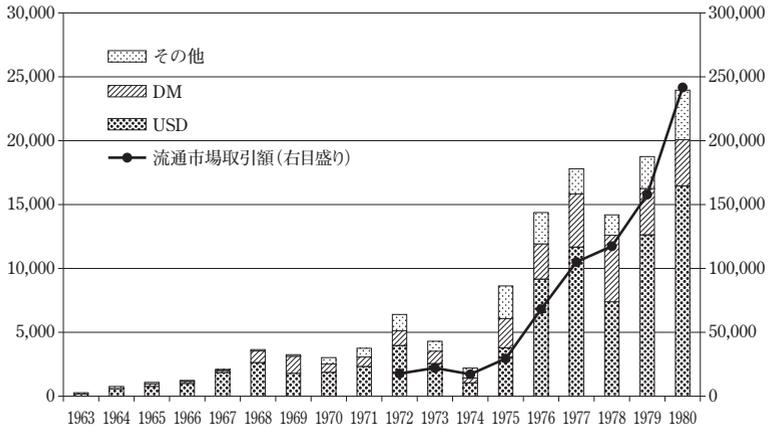
9) *Ibid.*, pp.91-92.

10) Kerr, *op.cit.*, p.84.

11) Segré, Claudio, "Foreign Bond Issues in European Markets", Banca Nazionale del Lavoro, *Quarterly Review*, March 1964, pp.59-61.

12) Rothschild, Jacob and Rodney Leach, "Recent developments in the international capital market", *The Banker*, April 1967, p.305.

図1 ユーロ債発行額と流通市場取引額推移



注) 発行額で1963年と1964年はDMのデータがなく、その他に合算されている。流通市場取引額はEuroclearとCEDELでの決済額合計。単位は発行額、流通市場取引額ともに100万ドル。

出所) 発行額はMorgan Guaranty Trust, *World Financial Markets* 各号のデータ、流通市場取引額はFisher, Frederick G., III, *International Bonds*, Euromoney Publications, 1981, p.177. のデータを利用して作成。

アメリカにおいてもボンドのアクティブ・トレーディングが盛んになったのは1970年代に入ってからであるため、誕生間もないユーロ債市場で活発な流通取引が行われなかったことは、当然かもしれない。しかしユーロ債市場の場合は大規模シンジケートの利用とリテール分売のため、発行の拡大に引っ張られるかたちで業者間の取引が増加しやすい環境にあったと見られる。図1から、発行額および流通市場での取引額の推移を確認しておきたい。

1960年代後半はアメリカの資本輸出規制によって米企業によるユーロ債市場の利用が増加し、特に直接投資規制が強化された1968年には株高の影響もあって調達額が急増している。データはないが、この時期には流通取引も拡大し、それに取引のインフラがまったく対応できていなかったことから、

受渡に大きな混乱が生じた。この問題に対処するため1968年には Euroclear が、71年には CEDEL が決済サービスを開始した。また業界団体である AIBD が組織され、そこで受渡遅延に対する buy-in ルールや、標準的取引手続きが決定された¹³⁾。

取引額のデータは1972年から確認できる。それによると、発行額が大きく落ち込む74年には取引額も減少している。75年から77年はかなり速いペースで発行額が伸びており、それと歩調を合わせるように取引額も急増している。78年については発行額が減少する中で取引額は増加しているものの、その伸びは極めて小さい。79年と80年は金利急騰や国際情勢の不安にかかわらず発行額が上昇しており、やはり取引額も増加している。

このようにユーロ債の流通市場は発行市場の動きにかなり規定されている。それは流通市場での取引が発行市場に関与しようとする業者間の売買によって引っ張られていることの影響が大きいと思われるが、それでは発行シンジケートで中心的な役割を果たす業者が流通市場でもマーケットメーカーの役割を果たしているかということ、それほど簡単な話ではない。

表1は1970年代までのユーロ債市場における主幹事ランキングである。これを見ると、当初は英マーチャントバンクが主導的な役割を果たし、それに大陸欧州各国からバランス良く大手銀行が顔を出している。そしておそらくは米企業の発行に勢いを得て、米投資銀行も目立っている。それが1970年代に入ると、徐々に大陸欧州、中でもドイツとスイスの銀行のランキング上昇が顕著になっている。発行市場におけるこのような推移が、流通市場にどのような形で反映されているのであろうか。流通市場に関する情報はかなり限られているが、断片的な記述から状況を把握していきたい。

当初からユーロ債流通市場の形成に関わったのは、NYで発行された外債

13) Kerr, *op.cit.*, pp.91-92.

表1 ユーロ債発行主幹事・共同主幹事ランキング

1963-67年			1968-72年			1973-77年		
銀行	件数	金額 (100万ドル)	銀行	件数	金額 (100万ドル)	銀行	件数	金額 (100万ドル)
1 Deutsche Bank	18	665.0	1 Deutsche Bank	75	2,163.4	1 Deutsche Bank	94	6,505.2
2 Kuhn Loeb	21	419.5	2 Morgan and Cie	57	1,771.1	2 CSWW	59	3,378.6
3 SG Warburg	25	393.6	3 White Weld	43	941.3	3 SG Warburg	72	3,103.8
4 Hambros Bank	25	367.8	4 SG Warburg	37	924.9	4 Morgan and Cie	76	2,876.1
5 Morgan and Cie	14	350.0	5 Dresdner	38	912.4	5 WestLB	68	2,571.0
6 First Boston	11	237.5	6 Kuhn Loeb	30	800.0	6 UBS	25	2,113.0
7 NM Rothschild	10	235.5	7 Lehman Brothers	36	799.5	7 Dresdner Bank	44	2,008.4
8 White Weld	13	215.0	8 WLB	27	742.6	8 Commerzbank	34	1,491.7
9 BCI	10	212.5	9 Amro	35	696.5	9 Paribas	27	1,480.2
10 Dillon Read	7	140.5	10 Commerzbank	26	667.7	10 First Boston (Europe)	34	1,469.6
11 Kreditbank	14	136.1	11 NM Rothschild	19	594.3	11 Kuhn Loeb	16	1,435.0
12 Lehman Brothers	5	120.0	12 ABN	29	514.2	12 Morgan Stanley	18	1,375.0
13 Banque Lambert	12	105.5	13 Kreditbank	25	443.6	13 Amro	44	1,105.3
14 Lazard Freres Co	4	85.0	14 BCI	14	435.0	14 Orion Bank Ltd	27	956.6
15 Drexel Harriman Ripley	5	75.0	15 Goldman Sachs	17	399.0	15 Kidder Peabody	25	881.1
16 Paribas	4	75.0	16 First Boston	17	390.0	16 Kreditbank	30	802.5
17 Kidder Peabody	4	65.0	17 Smith Barney	21	367.0	17 Hambros Bank Ltd	17	790.0
18 Dresdner	4	62.5	18 Dillon Read	12	320.0	18 Crédit Lyonnais	21	786.3
19 CCF	4	57.2	19 Bankers Trust Ltd	6	307.5	19 Merrill Lynch	17	722.6
20 Lazard Freres Cie	2	55.0	20 Paribas	15	290.3	20 ABN	27	718.6

1978年			1979年			1980年		
銀行	件数	金額 (100万ドル)	銀行	件数	金額 (100万ドル)	銀行	件数	金額 (100万ドル)
1 Deutsche Bank	38	2,856.5	1 CSFB	36	1,695.0	1 CSFB	37	1,869.5
2 WestLB	27	1,204.2	2 Deutsche Bank	21	1,285.1	2 Deutsche Bank	28	1,672.9
3 Dresdner Bank	14	680.2	3 Morgan Stanley	14	706.7	3 Morgan Stanley	18	1,312.4
4 CSFB	19	544.9	4 WestLB	15	705.5	4 SG Warburg	20	844.0
5 SG Warburg	17	438.2	5 SG Warburg	13	557.2	5 Goldman Sachs	9	685.0
6 Amro	9	338.4	6 Sociéié Générale	14	531.1	6 Paribas	9	678.6
7 Commerzbank	9	322.2	7 Dresdner Bank	11	501.9	7 Dresdner Bank	13	636.5
8 European Banking	8	297.5	8 CCF	10	443.0	8 Sociéié Générale	10	621.3
9 UBS	6	283.7	9 BNP	14	431.1	9 ABN	7	456.4
10 BNP	11	255.5	10 UBS	5	410.0	10 WestLB	10	435.9
11 Hambros Bank Ltd	5	241.5	11 Citicorp	5	340.0	11 Orion Royal	11	433.8
12 野村	12	234.8	12 Orion Royal	11	336.9	12 Citicorp	9	384.5
13 ABN	6	225.6	13 Goldman Sachs	5	325.0	13 Salomon Brothers	9	353.1
14 First Boston	8	220.7	14 MHL	10	317.5	14 大和	13	341.9
15 Orion Bank Ltd	6	200.0	15 Crédit Lyonnais	12	317.3	15 BNP	9	340.6
16 KIIC	8	192.5	16 野村	11	285.3	16 Amro	10	339.7
17 Sociéié Générale	5	189.0	17 Kidder Peabody	12	282.6	17 Hambros Bank Ltd	9	331.0
18 Merrill Lynch	6	172.5	18 ABN	8	270.4	18 CCF	7	329.5
19 Dillon Read	4	156.7	19 European Banking Co	7	258.3	19 UBS	6	321.6
20 Crédit Lyonnais	5	149.1	20 Kreditbank	8	215.3	20 Commerzbank	8	315.9

注) 1977年までは各主幹事に各発行の全額配分。1978年からは主幹事のみ全額配分で、共同主幹事は比例配分。
 (出所) Kerr, Ian M., A History of the Eurobond Market - The First 21 Years, Euromoney Publications, 1984, p.29, p.53, p.59.

を欧州で販売していた業者であった。White Weld がリーダー的存在で、それに Strauss Turnbull がすぐに追従した。その他で初期の主要な参加者は Dominion Securities, Samuel Montagu, Deutsche Bank (以下 DB) のマンハイム店であった。発行市場の拡大にあわせて取引額が増加すると、新規参入も増えた。ドイツではフランクフルトの DB がライバルのマンハイム店を追いやって主要なトレーディング業者となった。イタリアでは同国で主要な分売業者となっていた Banca Commerciale Italiana がトレーディングでも中心となった。またフランスでは Banque Nationale de Paris が最も活発だと見られていた¹⁴⁾。

以上の顔ぶれを見ると、必ずしも発行市場の地位と対応していない。DB や BCI は主幹事ランキングに入っているが、本国市場で活動している。White Weld は当初チューリッヒで活動していた。発行の中心地であるロンドンの業者は主幹事ランキングに入っておらず、これらはトレーディング商会である。当時は一般的に発行市場で活動する業者は、恒常的なトレーディング業務を手がけることに消極的で、一部の業者はコンソーシアムを経由して流通市場に関与していた。表 2 に載っているコンソーシアムで特に Bondtrade と Eurotrading は当初から主要なトレーディング業者として名前が挙げられており、株主には主幹事ランキング上位に入っている名前が見られる¹⁵⁾。

1969年には金利の急騰により発行額の減少が見られた。流通市場ではユーロカレンシー市場で在庫のファイナンスを行うトレーディング業者の多くが逆ざやに陥った。その中でも Bondtrade (ブリュッセル), White Weld (チューリッヒ), Eurotrading (ロンドン), Merrill Lynch (ジュネーブ), Kidder Peabody (ロンドン), Strauss Turnbull (ロンドン) がやはり主要業者として名前を挙げられている。しかし市場の混乱は業界の再編につながった。

14) *Ibid.*, pp.84-85.

15) *Ibid.*, p.85.

表2 コンソーシアム・トレーディングハウスの株主

コンソーシアム	株主
Bondtrade AG	Société Générale de Banque Amsterdam-Rotterdam Bank Privatbank Verwaltungsgesellschaft Crédit Suisse Kuhn Loeb
Eurotrading	Pierson Heldring Banque Lambert Banque Rothschild Banque Privée NM Rothschild & Sons
Western American Bank	Hambros Bank Security Pacific National Bank of Detroit Wells Fargo
Orion Bank	National Westminster Bank Chase Manhattan Royal Bank of Canada Mitsubishi Bank Westdeutsche Landesbank

出所) Kerr, Ian M., *A History of the Eurobond Market - The First 21 Years*, Euromoney Publications, 1984, p.85.

70年には Eurotrading が Bondtrade と合併し、71年には Bondtrade が転換債の扱いを停止した。また White Weld は活動拠点をロンドンに移転した¹⁶⁾。

困難な状況の中でも発行市場は1970～72年にかけて伸びを取り戻した。Low の個人的な聞き取り調査からの推計によると、同時期に流通取引も増加したが、残高と比較するとかかなり小さく、増加のペースは発行額にまったく追いついていない。その要因は、流通市場への新規参入があまりに少なく、特に一部の上位陣を含む多くの幹事業者が、流通市場には十分な資本を投入

16) Low, William, "Improving the secondary market", *The Banker*, September 1972, p.1157.

せず、発行後の債券価格の動向には関心を持っていないことだと指摘されている。1972年の時点で主要な業者として名前が挙げられる中には69年時点とは異なる名前が含まれているが、それは市場の再編によるものと考えられる。新たな名前としては Kredietbank SA Luxembourgeoise、表2にある Western American Bank、そして Lloyds & Bolsa International が上がっているだけである¹⁷⁾。

1973～74年はさらに困難な状況が市場を襲った。石油危機、ドルの混乱、そして特に利回り曲線の逆転で、在庫保有が赤字に直結した。債券を自己勘定で保有するディーラーは3.5%もの逆ざやに陥り、Orion Bank は73年だけで80万ポンドもの損失を出した。状況が改善される以前に同行と Western American は完全に市場から撤退していた。残ったディーラーも取扱証券の種類と金額を限定し、実質的に片手ほどの機関しか継続的に取引に応じていなかった¹⁸⁾。片手ほどの機関として名前が挙げられているのは Kidder Peabody, Credit Suisse White Weld (CSWW), Merrill Lynch, Kredietbank である。しかし実際には他にも活動を継続する機関はあった。DB (フランクフルト)、BNP, Strauss Turnbull, Samuel Montagu なども双方向価格を提示し続け、また SG Warburg も一部の証券に特化する傾向があったとはいえ双方高価格を提示し続けた¹⁹⁾。

この時期に流通市場の原型が明確になった。市場が混乱する中で、ドル建

17) *Ibid.*, pp.1157-1158. ちなみに Kredietbank SA Luxembourgeoise は筆頭株主が Kredietbank NV だが、CCF や WLB からも出資を受けることで、両行もシンジケートに参加し、ユーロ債発行市場での地位を高めた。そのためルクセンブルグの従業員は Kredietbank NV をブリュッセル支店などと呼ぶようになったようだが、販売力の基盤は Kredietbank NV のリテール顧客だったようである。ベルギーの富裕層はルクセンブルグ経由で債券を購入することによって課税を逃れていた。Welles, Chris, "The power of Kredietbank", *Institutional Investor*, March 1976, pp.30-33.

18) Reich, Cary, "Can Eurobond dealers overcome their inferiority complex?", *Institutional Investor*, April 1977, p.116.

19) Kerr, *op.cit.*, p.86.

て発行のみが流動性を保っており、他の発行は単なる参考価格であり続けた。それはロンドン所在ディーラーが双方向価格を提示し続けたためであった。常時50以上の発行で双方高価格を提示している地域別ディーラー数はロンドンが13、ルクセンブルグが4、パリ、フランクフルト、デュッセルドルフがそれぞれ3、ブリュッセルが2と、ロンドンが他を引き離して、圧倒的なディーラーの集積拠点となっていた²⁰⁾。そしてこの集積がドル債の流動性を支えた。Société Générale de Banque の Uguex は、ドル債では残高が大きく、ディーラー数も多いためドル下落の中でも他通貨に乗り換える動きには限界があると指摘する。またマーケットメーカーの活動について、彼らはドルで在庫を抱え、同じ通貨で短期・中期のファイナンスを行っており、金利リスクには神経質だが為替リスクは取らないと証言している²¹⁾。また Crédit Suisse の Rainer Gut が「馴染みの薄い通貨建てボンドは流通市場に構造的な問題を抱えている」というのに対し、Hambros Bank の Rupert Hambro は「ユーロドル債は一般的にかなり流動的で、この地位は恒常的に高まっている」と語った²²⁾。

こうしてロndonは取引所の関与はなかったものの、ドル債に関して流通市場の中心地となった。他の通貨はというと、それぞれの発行国市場が取引の中心だったといわれている²³⁾。表3でこの状況を確認したい。ロONDONを拠点とする機関は、英マーチャントバンクと米投資銀行で構成されており、大陸欧州の大銀行は本国を活動拠点としている。これらが自国通貨建てボンドのマーケットメーカーになっていたと考えられる。1975~1977年は金利低

20) Clard, J. B., "Eurobonds : The changing face of the market", *Euromoney*, April 1974, p.29.

21) "Why did Eurobond investors take the dollar's dive so calmly?", *Euromoney*, September 1977, pp.31-33.

22) "The search for investors' preferences", *Euromoney*, December 1978, pp.27-28.

23) Campbell, Mary, "London in the international capital markets", *The Banker*, February 1973, p.195.

表3 ユーロ債主要マーケットメーカー（1976年）

所在地	銀行
Amsterdam	H. Albert de Bary & Co. NV
Brussels	Bondtrade Kredietbank NV
Copenhagen	R. Henriques Jr Bank-Aktieselskab
Düsseldorf	Westdeutsche Landesbank Girozentrale
Frankfurt	Deutsche Bank AG
London	Brown Harriman & International Banks Ltd European Banking Co. Ltd First Chicago Ltd Kidder Peabody Securities Ltd Nesbitt Thomson Ltd Salomon Bros International Ltd Samuel Montagu & Co Ltd Scandinavian Bank Ltd Strauss Turnbull & Co Westdeutsche Landesbank Girozentrale White Weld Securities Wood Gundy Ltd
Luxembourg	Banque Générale du Luxembourg SA Kredietbank SA Luxembourgeoise
Milan	Credito Italiano
Paris	Banque National de Paris
Stockholm	Skandinaviska Enskilda Banken
Vienna	Creditanstalt Bankverein Girozentrale u. Bank der Osterreichischen Sparkassen AG

出所) “Eurobond Survey”, *The Banker*, November 1976, p.1243.

下基調に乗って、発行額の拡大と同時に流通市場への新規参入が相次いだ。その過程で専門化が進み、表には載っていない銀行でも特定の分野で強みを発揮していた。名前が挙がるものとしては Bankers Trust International の FRN, Continental Illinois の FRN とディナール債, First Chicago の UK 債と短期債,

Salomon Brothers International の新発債がある。そして、表に載っている機関もあわせ、ロンドンでは分売力のある機関のリストより、マーケットメイクを行う銀行のリストの方が長いと表現されている²⁴⁾。

一方で分売力では大陸欧州系、中でもスイス系の評価が高い。それはユーロ債の主な投資家となるような富裕層顧客の資産を管理していることに起因している。リテール顧客への直接的なボンドの分売に加え、それら銀行は国際債を組み込んだ投資信託の販売にも力を入れていた。1978年の時点でそうしたファンドの残高は130億ドルで、スイスの銀行が運営する主要6ファンドが約40億ドル、ドイツの銀行が運用する主要8ファンドが約50億ドルの管理資産を持っており、それらも分売力の源泉になっていたと考えられる²⁵⁾。しかし分売力はマーケットメーカーの地位につながっていない。

スイスの銀行では *Crédit Suisse* は例外的な存在で、1960年代半ばから *White Weld* と連携していた。74年には持ち株会社を通じて *White Weld* に出資し、*CSWW* を設立して発行市場での地位を一気に高めた。78年には出資関係が *First Boston* と入れ替わって *CSFB* が誕生し、ロンドンを拠点とする同社が発行市場でも流通市場でもトップ業者の地位を獲得していった。その後も *White Weld* とのトレーディングに関する連携は維持している²⁶⁾。これに対して *UBS* は本国で、*SBC* はルクセンブルグでドル債のマーケットメイクを行っているが、表3のルクセンブルグに *SBC* の名前はなく、スイスは市場自体が載っていない。上で引用した常時50以上の証券で双方向建値をす

24) Ghiles, Francis, "The battle for Eurobond placing power heats up", *Euromoney*, August 1976, p.26.

25) Clarke, Pamela, Charles Meynell and Hugo Kuranda, "Profiling the \$13billion investors", *Euromoney*, December 1978, p.38.

26) *CSFB* の誕生と、グループ内の分業に関しては、Fallon, Padraic, "Dissecting the Credit Suisse First Boston alliance", *Euromoney*, March 1979 を参照されたい。トレーディングについては国際市場グループが設置され、ロンドン、NY、極東のトレーディング業務が統合された。証券毎に単一の24時間勘定が運営され、それを *CSFB* も *First Boston* も自由に利用できるようにした。

るディーラーの所在地にもスイスは含まれていない。

ドイツの銀行はユーロ債トレーディングのほとんどを国内で行っていた。表3ではWLBがデュッセルドルフと同時にロンドンでも活動しているが、1980年代初頭にはフランクフルトに一本化した。当時のロンドン支店長は、チームがもともと1人を除いて全てドイツ人だったし、基本的に電話業務なので中央に集中した方がよかったとその理由を説明している²⁷⁾。国内で行うトレーディングはDM債が中心になっていると考えられるが、DM債は他のユーロ債とは異なり、取引所で大部分が取引されるため、大銀行は実質的にマーケットメーカーとしては機能していなかった²⁸⁾。

1-2. 米系金融機関の攻勢

以上のようにユーロ債流通市場は発行市場を補足するものとして発達していったが、1970年代に発行市場でランキングの上位を占めるようになった大陸欧州系の銀行は、自国市場でトレーディングを手がけ、かならずしも流通市場で中心的な役割を果たしていなかった。一方でロンドンには総合的にマーケットメイクを行う業者だけでなく、数多くの専門化したディーラーが集積し、ドル市場を中心に活発な流通市場を形成するようになっていた。そのためドルが急落し発行額が減少した1978年においても、流通市場は抵抗力を見せた。

表4でその状況を確認されたい。自国通貨がユーロ債市場でそれなりに利用されている国では、現地の大手が自国通貨を中心に活動しており、その他では現地大手がドル債を中心に取引していることが見て取れる。ロンドンはかなり多くの業者がそれぞれの得意分野を扱っており、ドルが中心だが、それ以外の取引もそれなりに行われている。その中で、米系の投資銀行と商業

27) Ireland, Jenny, "German banks consolidate abroad", *The Banker*, January 1982, p.102.

28) "Germany's divided market", *The Banker*, January 1977, p.67.

表4 ユーロ債主要マーケットメーカー (1978年)

所在国	銀行	主要取扱証券
Belgium	Bondtrade	普通\$債
	Dewaay, Sebillé, Servais Van Campenhout & Cie Kredietbank NV	ベルギー\$債 普通\$債, 多通貨債, Dif ノート, Frfr 債, Lfr 債
France	Banque Arabe et Internationale d'Investissement	アラブ通貨
	Banque Nationale de Paris	Frfr 債, C\$ 債, フランス\$債, FRN
	Crédit Commercial de France	Frfr 債, C\$ 債, FRN
	Crédit Lyonnais	フランス債, 幹事取扱債
	E.F. Hutton Services, SARL Interunion-Banque	普通\$債 (選別的) FRN, Frfr 債, フランス\$債
Germany/Austria	Commerzbank AG	DM 債, 幹事取扱\$債
	Deutsche Bank AG	幹事取扱債, DM 債, \$債
	Dresdner Bank AG	DM 外債, ドイツ\$債
	Westdeutsche Landesbank Girozentrale	ユーロ DM 債
	Girozentrale und Bank der österreichischen Sparkassen AG	DM 債, オーストリア\$債
Italy	Banca Commerciale Italiana	欧州機関普通\$債, 幹事取扱債 イタリア債
	Banco Ambrosiano	イタリア債
	Banco di Roma	イタリア債, EEC 発行
	Credito Italiano	イタリア債, EEC 発行
	Istituto Bancario Italiano	イタリア債
	Istituto Bancario San Paolo di Torino	普通\$債, C\$ 債, EEC 発行
	Luxembourg	Banque Générale du Luxembourg
Banque International à Luxembourg		欧州機関普通\$債, Lfr 債
Bayerische Landesbank International		仏・独・EEC・一部北米\$債, DM 外債
Dewway Luxembourg		日本転換\$債
Kredietbank SA Luxembourggoise		普通・転換\$債, C\$ 債, Lfr 債, EUA 債, ECU 債, Frfr 債, SDR 債, FRN
Swiss Bank Corporation (Luxembourg)	普通\$債, 幹事取扱債	
Netherlands	H. Albert de Bary & Co NV	Dfl ノート
	Algemene Bank Nederland NV	ユーロ Dfl ノート, オランダ転換\$債
	Amsterdam-Rotterdam Bank NV	ユーロ Dfl ノート, オランダ企業\$債
	Bank Mees & Hope NV	Dfr ノート
	Barclays Kol & Co NV	Dfl ノート, Barclays Bank 債
	Bank Morgan Labouchère & Co NV	Dfl ノート
	Central Rabobank	ユーロ Dfl ノート, オランダ\$債
	F. van Lanschot	Dfl ノート, オランダ転換\$債
	Nederlandsche Middenstandsbank NV	ユーロ Dfl ノート, オランダ\$債
	Nederlandse Credietbank NV	Dfl ノート
	Pierson, Heldring & Pierson	ユーロ Dfl ノート
	Slavenburg, Oyens & Van Eeghen NV	ユーロ Dfl ノート
	Scandinavia	Bank of Helsinki Ltd
Den norske Creditbank		NIB 債, ノルウェー減債基金債・\$債
R. Henriques jr. Bank-Aktieselskab		スカンジナビア\$債
Kansallis-Osake-Pankki		スカンジナビア\$債
Kjobenhavns Handelsbank		デンマーク\$債
Postipankki		フィンランド\$・DM 債, 優良スウェーデン・デンマーク\$債
Privatbanken Aktieselskab		デンマーク\$債
Skandinaviska Enskilda Banken Union Bank of Finland		スカンジナビア\$債 フィンランド\$・DM 債, スカンジナビア債 (選別的)

表 4 つ づ き

所在国	銀行	主要取扱証券
Switzerland	Bondpartners SA	ユーロ \$ 転換債
	Credit Suisse/Swiss Credit Bank	幹事取扱債
	Swiss Bank Corporation	幹事取扱債
	Union Bank of Switzerland	普通・転換 \$ 債, 幹事取扱債
United Kingdom	Akroyd & Smithers Ltd	UK 転換 \$ 債, UK £ ユーロ債
	Bankers Trust International Ltd	FRN
	Banque Française de Crédit International Ltd	普通 \$ 債, ユーロ Dfl ノート
	Citicorp International Bank Ltd	普通 \$ 債, スカンジナビア, UK, 豪, NZ, 仏, 国際機関
	Continental Illinois Ltd	C \$, カナダ \$
	Credit Suisse White Weld Ltd	FRN, 私募
	Daiwa Europe NV	日本 \$ 債, ユーロ £, ユーロ C \$ (選別的)
	Deltac Trading Company Ltd	
	Dillon, Read Overseas Corporation	
	Dominion Securities Ltd	
	European Banking Company Ltd	FRN, K-dinar 債
	The First Boston Corporation	普通 \$ 債
	First Chicago Ltd	FRN, UK \$, 日本
	Goldman Sachs International Corp	Yankee 債
	Hambros Bank Ltd	\$, スカンジナビア
	IBJ International Ltd	日本普通債20本, ユーロ円2本, FRN2本
	Kidder, Peabody Securities Ltd	転換債, 普通 \$ 債, C \$ 債, FRN, £
	Loeb, Rhoades International Ltd	日本転換債
	Manufacturers Hanover Ltd	FRN, 幹事取扱債
	McLeod, Young, Weir International Ltd	カナダ \$, C \$
	Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith Ltd	普通 \$ 債, 米・英・日本・スイス転換債, C \$, £, FRN, ADR, EDR
	Morgan Stanley International	普通 \$ 債, Yankee 債
	Nesbitt, Thomson Ltd	C \$, カナダ \$, ユーロ £
	The Nikko Securities Co (Europe) Ltd	日本転換債, EDR, CDR, ADR
	Nomura Europe NV	日本 \$・DM 転換債
	Orion Bank Ltd	幹事取扱債
	Salomon Brothers International Ltd	\$, C \$, HK \$, ユーロ円, ユーロ £
	Samuel Montagu & Co Ltd	\$, スカンジナビア・仏・多国籍・加・米・UK, FRN, ユーロ £, 転換 \$ 債
	Scandinavian Bank Ltd	スカンジナビア, UK, ユーロ £, \$ 債
	Strauss, Turnbull & Co	\$, ユーロ £, 日本・UK 転換債
Sumitomo Finance International	日本 \$・DM, 円外債	
Vickers da Costa & Co Ltd	日本 \$ 転換債	
SG Warburg & Co Ltd	幹事取扱債, ユーロ £, £, DM 債	
Westdeutsche Landesbank Girozentrale	スカンジナビア, 国際機関, NZ, 豪, 加, £	
White Weld Securities	普通債, 転換債	
MS Wien & Co Ltd	US・UK 転換債	
Wood Gundy Ltd	C \$ 債, カナダ \$	
Yamaichi International (Europe) Ltd	日本, \$ 転換債	
United States	The Arab Co. for Trading Securities SAK	K-dinar
	Arnhold and S. Bleichroeder Inc	割引 \$ 債
	Drexel Burnham & Co. Inc	Yankee 債, ユーロ £, 大型ユーロ \$ 債
	Lehman Brothers Kuhn Loeb & Co. Inc	Yankee 債
	Lazard Freres & Co	Yankee 債, ユーロ \$, Dfl, DM 債
	Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith Inc	Yankee 債, ユーロ C \$, ユーロ \$
	Salomon Brothers	Yankee 債
	UBS-DB Corporation	Yankee 債, ユーロ債
White Weld & Co Inc	WW Securitie (London) トレーダーへの問い合わせ	

注) UBS-DB Corporation は1978年4月1日に Atlantic Capital Corporation へと改名した。

出所) "Secondary bond market makers", *Euromoney*, April 1978, pp.43-47.

銀行は、国内の大手がほとんど出そろっている。それ自体がロンドン市場に厚みを加えたことは間違いないが、それらのトレーディング手法が市場の構造に大きな影響を与えた。

米投資銀行の存在を印象づけたのは Salomon Brothers であった。Salomon は1968年からロンドンに進出しており、トレーディング業務は73年にドル CD を対象に開始した。CD 業務が十分に軌道に乗ったことで、76年にユーロ債トレーディングを開始した。初期のユーロ債市場では1件の取引金額が1~2.5万ドル程度で、10万ドルを超えることはほとんどなかった。Salomon がトレーディングを開始した当時でも最低金額は2.5万ドルだった。売買スプレッドは普通債0.75%、転換債で最低1.5%、ドル建て FRN でも0.5%という水準だった。Salomon は参入に際し、大口投資適格普通債で対象リストをつくり、そのリストの証券を最低25万ドルから、0.5%の売買スプレッドで取引すると公表した。これにはロンドンの流通市場業者達がショックを受けた。交渉の末、Salomon は有力業者と、建値通りで取引できる最低金額を2.5万ドルから10万ドルに引き上げることで合意した。あるベルギーの銀行は「ディーラーがある顧客のために大口ボンドを売らなければならなかった。頼れるところは一つしかない。それが Salomon だった。Salomon は全額買い取った。我々は電話1本で75万ドルも買った事なんて無い」と、そのインパクトの大きさを語っている²⁹⁾。

大規模トレーディングは、発行市場での活動を支えるという目的があった。上述のように発行市場ではリテール分売力を持つ大陸欧州系の銀行が高い地位を占めていた。この状況に対して Salomon は顧客に流通市場での活動をアピールすることで市場に食い込もうとした。その結果はすぐに現れ、トレーディング開始以前は1件しかなかった幹事・共同幹事実績が、それ以降

29) Kerr, *op.cit.*, p.87, Reich, Cary, "Salomon: The spectacular debut of an international upstart", *Institutional Investor*, January 1978, p.25.

は18件になった。この結果について、トレーディング責任者は、流通市場での活動に帰せられる部分もあると証言している³⁰⁾。これが可能になった背景には投資家の中で機関投資家の比重が徐々に高まってきたことがある。それら投資家は取引相手に大規模トレーディング能力を求め、25～50万ドル単位で証券を購入するため、それに対応できる業者と取引する。そうした業者はシンジケートの共同幹事として好まれ、大きな割当を受けるようになる³¹⁾。ソブリン顧客に偏って企業借り手との取引は実質的になかったとはいえ、Salomon のトレーディングを業務の核に据える戦略が大陸欧州の銀行に対抗する有効な手段であると受け取られるようになった。

それまで、米投資銀行でも Salomon 以外にトレーディングを重視する業者は Kidder Peabody くらいであった。他の投資銀行は国際的な借り手との伝統的な関係に依存しており、トレーディング業務は必要悪といった程度の位置づけしか持っていなかった³²⁾。しかし国内における競争の圧力もあり、他の投資銀行も態度を変えつつあった。そもそも一部の米投資銀行はロンドンをユーロ債業務の拠点にしていなかったが、ロンドンで流通市場が拡大し、トレーディングの重要性を認識するようになって、拠点をロンドンに集約していった。Merrill Lynch は1976年に国際投資銀行部門の本部をパリからロンドンに移転し、ロンドンで企業金融、マーチャントバンキング、ブローカー・ディーラー業務を統合した。Morgan Stanley も国際投資銀行業務をパリ拠点から行っていたが、独自のユーロ債流通市場業務を立ち上げ、ロンドンで運営することを決定した。それに伴い、NY の幹部数人をロンドンに派遣した³³⁾。

30) Reich, “Can Eurobond dealers overcome their inferiority complex?”, *op.cit.*, p.120.

31) Mendelsohn, M. S., “Eurobond survey”, *The Banker*, November 1976, p.1243.

32) Reich, “Salomon : The spectacular debut of an international upstart”, *op.cit.*, pp.24-25.

33) Nevans, Ronald, Catherine Dodds and Francis Ghiles, “All change in investment banking as the jumbo issues arrive”, *Euromoney*, December 1976, p.53.

Merrill Lynch は1974年にはすでにトレーディング業務をジュネーブからロンドンに移転していた。そこから大規模なトレーディング業務を展開するようになった。15人のディーラーと5人の販売員を抱え、年100万ポンドの直通回線料金を支払っていた。対象証券は幅広く、ショートカバーや受渡のためにボンド購入が必要になることがほとんどなく、いつでも迅速な受渡ができるように大量のポジションを抱えていた。Merrill Lynch はその業務を基盤に発行市場でのランキング上昇を目指していた³⁴⁾。

逆に大規模トレーディング業務は、発行市場に食い込めなければリスクが大きい。そのことを Lehman Brothers のケースが物語っている。Lehman は1968年から国際業務を推進し、パリ店を拡充したが73年に閉鎖した。77年5月に Banca della Svizzera Italiana と共同で Lehman International を設立し、欧州での取り組みを再強化した。77年末に Kuhn Loeb と合併してから、Bond-trade 経由でのトレーディングを解消し、独自トレーディングに乗り出すことによって取組を本格化した。しかし市場環境が悪く、80年5月にはマーケットメイクを停止し、取扱証券を160から60に削減することになった。その一因は引受業務からの支援がなかったことだと考えられている。元従業員は「ディールの幹事をしなければ、プロ向けにマーケットメイクをすることになる。それは自殺だ」と証言している³⁵⁾。

Morgan Stanley の場合は1970年に部分的に株式会社化し、75年には完全に株式会社へ移行した。これによりトレーディングの基盤を作り、その対象を国内ボンド、株式、政府債へと拡大していった³⁶⁾。そして77年にロンドンで Morgan Stanley International を設立し、リテール分売のドイツ勢やスイス勢

34) Meynell, Charles, "A day in the life of the Thundering Herd", *Euromoney*, April 1978, pp.38-40.

35) Field, Peter, "How the corporation man transformed Lehman", *Euromoney*, April 1981, pp.52-57.

36) Field, Peter, "Competitive urge of the new Morgan Stanley", *Euromoney*, March 1982, p.27.

に対抗して機関投資家向け分売を目指していった。そのためトレーディングでも活動を強化したが、取扱証券数は限定的だった。これについて Archie Cox は「我々の活動を取扱証券の数で考えてはならない。我々は顧客からどのような規模でも値付けする。他のディーラーに対してではない」と説明している³⁷⁾。

これらのケースから分かることは、Salomon に代表される大規模トレーディングとは、機関投資家相手の対顧客取引であり、発行市場で仕入れた証券を分売する流れの中に組み込まれたものだけということである。そしてディーラー間で形成された流通市場での直接取引はできる限り回避されていた。そうすることでリテールへの分売力を持たなくとも、発行市場に食い込むことが期待されていた。こうした手法は、より小さいスケールで米商業銀行によっても利用されるようになった。

Citicorp は1972年に Citicorp International Bank Ltd. を設立し、シンジケートローン活動を同社で手がけるようにしたが、75年にはマーチャントバンキンググループを設置して関連の活動を統合した。それによって CIBL はユーロ債業務を手がけ、流通市場での活動も行うようになった。証券業務責任者 Ian Mackintosh によると「それが発行市場に食い込むための我々の戦略」だった³⁸⁾。

1970年代の末になると商業銀行によるコミットが強化された。Citicorp は取扱証券数を10から240に増加した。また Chase は1978年末に AIBD 公式マーケットメーカーに登録し、79年1月には Bank of America と Chemical が続いた。さらに3月には Bankers Trust がコミット拡大を発表した。こうした動きは、もちろん発行市場での活動を支えることが目的であった。BoA

37) “From project finance in Australia to Eurobond issuing”, *Euromoney*, March 1982, p.25.

38) Fiske, Heidi S., “Citicorp reshapes its merchant banking activities”, *Institutional Investor*, May 1976, p.112. ちなみに1985年から CIBL は Citicorp Investment Bank Ltd. になっている。

主任ディーラーは「分売ネットワークを持たなければ発行のオリジネートは効果的に行うことは難しく、良く管理されたトレーディング部門がなければ分売力を持つことも難しい。逆にトレーディングは効果的な分売がなければ適切に機能しない。我々は他のプロと取引するためだけに来たわけではなく、他の2本足を支えるために来た。有益な投資銀行部全体として見る。例えばトレーディング部門が半年間赤字だったからといって閉鎖するというにはならない」とトレーディングの役割を説明している³⁹⁾。

しかしこれら商業銀行の取扱証券では、銀行間活動の延長として取引が容易なFRNの占める比重が大きく、それ以外の証券については、すでに市場が大きい最上級の銘柄、発行者との関係の深い証券などに限定される傾向があった。また総じて取扱証券数は少なく、商業銀行自身も投資銀行と真っ向から勝負するのは得策でないと考えていた。市場関係者からの評価でも、商業銀行参入のインパクトは小さく、彼らがほとんどプロ間で取引しているだけという見方が多勢であった⁴⁰⁾。つまり、Salomonが目指したトレーディングを基盤とする発行市場での地位向上という手法は、どこまで成功するかは別として、新規参入者にとって相対的に模倣しやすいモデルという側面があったと考えられる。それがマーケットメーカーをめぐる議論を複雑にしている。

米投資銀行のモデルは、リテール分売に強みを持つ大陸欧州系銀行に対抗するものであった。Kredietbank (Lux) の André M. Coussement は、欧州の大銀行は活発な流通市場の形成に対する関心が低く、わずかな例外を除くと、

39) Adam, Nigel, "Enter the money centre banks", *Euromoney*, May 1979, pp.57-58. Morgan Guaranty Trust も他の米商業銀行より遅れて1979年にMorgan Guaranty Ltd. を設立して、ユーロ債トレーディングに乗り出した。しかしCIBLやBoA Internationalとは異なり、ユーロ債引受、トレーディング、私募アドバイスと、限られた業務範囲で活動を開始した。"Morgan Guaranty opens London Eurobond unit", *The Banker*, February 1979, p.105.

40) Adam, "Enter the money centre banks", *op.cit.*, pp.57-58.

マーケットメーカー順位で上位に入らないと指摘している⁴¹⁾。これに対して DB 取締役 Wilfried Guth は、ユーロ債市場の流動性を懸念しておらず、それは投資家の多くが個人であるため必要ならば仲介業者を通じて手持ち証券をいつでも処分できるからと、活発な流通市場形成の必要性が低いことを説明している⁴²⁾。一方で DB の Miesel は、カナダによる7.5億ドルのユーロ債発行を例に、「カナダは流動性が保証されなければ市場に受け入れられなかっただろう。彼らはプレスティッジを気にしていた。発行グループの多様なメンバーで流通市場の確保を保証しなければならなかった。カナダ物は最も流動的だろう。リテール分売がなければ、そうした流動性は保証できない」と、発行取扱証券について流動性を維持することが必要であると主張している⁴³⁾。

欧州系の銀行は、米系金融機関がいかげんな引受のコミットをし、発行取扱証券について流通市場を維持する義務を放棄していると非難していた。典型的な批判は、米投資銀行が競争的な価格をつけて主幹事手数料を入手し、少しディスカウントした後、証券をトレーディングデスクに任せて後は関知しないというものである。ある欧州系銀行は「米投資銀行には真の発行部門がない。彼らはNYからトレーダーを連れてきて、新発債をトレーディングするだけ。それはスイスやドイツで行われてきた方法とは異なる」と、米投資銀行の手法を批判する。また米系機関において新発債の価格決定でトレーダーの役割が大きくなっていくことについて、DB の Miesel は「価格決定は顧客担当、私か Hoyos と経営役員メンバーで行う。トレーダーではない。彼らは取引高や利益に基づく別の哲学がある」と、その問題点を訴えている⁴⁴⁾。

41) Coussement, André M., "The real challenge to the Eurobond market", *Euromoney*, January 1976, p.58.

42) Guth, Wilfried, "Deutsche Bank extends the scope of its international operations", *Euromoney*, March 1976, p.55.

43) Shirreff, David, "How the top bond houses call the shots", *Euromoney*, December 1982, p.26.

米投資銀行はそれらの批判が的外れであると反論している。Goldman Sachs の Watkins は「一部の引受業者は、主幹事がどのような状況においても証券を100%買い戻すように控えていなければならないと考えているようだ。ある発行で共同幹事の1行は、我々が適切に価格安定操作をしていないと非難してきた。しかし市場の管理で合意したとたん、彼は多額のボンドを我々に向かって売りつけてきた」と、問題は他の機関であることを訴えている。また Salomon の Prentice は「我々は主幹事担当証券のマーケットメイクを常に行う。流動性のために格闘している。引受コミットはトレーディングのコミットとは別だ。トレーディングの役割は収益に貢献すること。シンジケート部門は別の哲学を持つ。新発債をトレーディング勘定に投げ込むのは、長期的には商会のためにならない」と、欧州系銀行の批判が事実ではないと主張している⁴⁵⁾。

しかし Salomon の Edgar Aronson は「分売力が不満をいわない150億ドル規模の信託部を運営することだとすれば、我々はそれを持っていない。我々が行っていることは資本をコミットして、顧客が保有するボンドを購入する代わりに新しいボンドを販売すること。それを無限に繰り返す」と、トレーディングのコミットと引受コミットが密接に関連していることは認めている⁴⁶⁾。また Morgan Stanley の Archie Cox は「新発債へのコミットはトレーディングデスクで扱う。しかし流通市場の扱いとは異なる。どのようにその証券を売りたいかによる。我々は常に価格を最大化し、案件を助けるようにしている」としているが、ある市場関係者は「Morgan Stanley が新発債の扱いを開始したことはすぐに分かる。その時は、トレーディングデスクが余地を作るためにボンド在庫を処分し始める」と、実際には新発債をトレーディ

44) *Ibid.*, pp.20-23.

45) *Ibid.*, pp.22-23.

46) Reich, "Salomon: The spectacular debut of an international upstart", *op.cit.*, p.24.

ングデスクに放り込んでいるだけである可能性を示唆している⁴⁷⁾。

そして証券が発行市場を完全に離れると、米系機関がその後のボンドに見向きもしないという批判がある。ある少額投資家は「二週間後に新発債の価格を得られたらラッキーだ。Morgan Stanley は2年後の市場維持という点で非常に悪い。CSFB は White Weld を通じて市場を維持している」と語っている。CSFB は発行市場と流通市場のトレーディングを明確に分離していた。発行市場では入金日 (value date) までトレーディングを行い、その後は勘定を WW に引き継ぐ。WW は CSFB の手がけた証券のほとんどをマーケットメイクしていると考えられていた。これに対して Morgan Stanley の Ogden は「我々は全ての発行をマーケットメイクするブローカー／トレーダーではない。より機関投資家向けのビジネスをしている。平均的なチケットの規模は最高だ。我々は CSFB と同じく、誠実、公正、迅速だ」と反論する。この食い違いの背景には、同社が独自の顧客に対してのみマーケットメイクを提供し、顧客以外が少額取引の依頼についてはブローカーの Maybond か Purcell Graham を利用しているという事情があった⁴⁸⁾。

この事情についてはほとんどの米投資銀行に共通する。Goldman の Roy Smith は「顧客向けのマーケットメイクを重視しており、他のプロ向けは重視していない。それが継続性を欠くという批判の理由だろう」と欧州系銀行から批判される理由を分析している⁴⁹⁾。米投資銀行の立場からすると、NY ではブローカーを利用することで競争相手に顔を出さなくても済むことが多いのに対して、ユーロ債市場ではディーラー間直接取引の比重が大きすぎるのが問題であった。CSWW 時代に同社の David Potter は、通常取引相手100のうち上位30は主要なディーラーになっていると、状況に対する不満を

47) Shirreff, “How the top bond houses call the shots”, *op.cit.*, p.23.

48) *Ibid.*, pp.23-25.

49) Adam, Nigel, “The all-round magic of Goldman Sachs”, *Euromoney*, July 1981, p.23.

口にしていた⁵⁰⁾。

このディーラー間取引は、米系金融機関が手がける機関投資家相手の対顧客取引に比べると規模が小さかった。Salomon の Mike Mortara は「債券50枚に対して双方向価格を提示するのをマーケットメーカーというのか」と疑問を呈している。また Goldman の John Keogh は「我々は AIBD トレーダーではない。なぜなら10枚の取引をするのは時間の無駄だから。我々が相手にするのは300~400枚の取引だ」と、ディーラー間取引を重視しない理由を説明している。そして Manufacturers Hanover Ltd. (MHL) の S. A. Constance は「我々がマーケットメーカーで無いと批判する相手に対していいたいのは、我々は良い機関に対してはマーケットメイクを行うということだ」と、自分たちの方法こそマーケットメイクであると主張している⁵¹⁾。

以上の議論の中から、トレーディング業務の二つの類型が見えてくる。一つは発行市場、流通市場を問わず大規模な取引を求める機関投資家に対し、マーケットメイクを提供することを基礎とし、その業務に発行市場での活動を組み込む。そしてそこから生じるポジションの調整や小口取引需要に対してはブローカーを利用するというモデルである。もう一つは、発行市場で引き受けた証券のリテール分売を基礎とし、その引受額と分売額の差額調整やリテール投資家からの売買需要を積み上げてポジション調整をするためにディーラー間の直接取引を行うモデルである。そしてそのモデルの間に、前者を目指しながら実際はディーラー間でトレーディングをしているだけという業者、あるいは分売力をほとんど持たないのに業者間取引に参加して手数料の一部だけでも取得することを目指すという業者が存在する。

現実には完全にモデルに当てはまる機関は存在せず、程度の差は大きくて

50) Reich, "Can Eurobond dealers overcome their inferiority complex?", *op.cit.*, p.122.

51) Cudaback, David, "Will the Eurobond market ever recover?", *Institutional Investor*, May 1980, p.88.

も、中間の状況にも陥りながら各機関がその環境に応じて収益源を追い求めていたということであろう。ただ、二つのモデルの混在とその中間の状況にある業者の多さが、市場に混乱をもたらすことになったと考えられる。以下ではこの点を確認していきたい。

2. ユーロ債市場の流動性を阻害する要因

2-1. 流通市場の過渡的性格

初期のユーロ債市場は流通市場がほとんど存在しなかったが、発行額の拡大に伴ってディーラー数が増加し、ロンドンを中心として徐々に厚みのある市場が形成されてきた。しかしその厚みは著しく不安定であった。まず1969年には金利急騰と受渡での混乱が業界に再編を迫った。1970年には状況が改善され新規参入が増加したが、73年に状況が暗転すると、それらディーラーは簡単にポジションを清算して市場から撤退した⁵²⁾。

1975～77年は発行額が上昇トレンドにのり、流通市場での取引も再び増加に転じた。その中でさらに新規参入が増加した。米投資銀行によるトレーディング強化もこの時期であった。競争の激化によって、発行市場では分売手数料の0.5%を上回る割引販売が行われるようになり、流通市場でも売買スプレッドが74年の1.5%という水準から、0.75%か場合によっては0.5%に低下した。それでも取引額の拡大で値下げによる収入の減少が補われた⁵³⁾。77年には週当たりの出来高が5～10億ドル程度に達し、75年の水準を40%も上回るようになった。しかしその多くをディーラー間取引が占めていた。その中には建値の格差から利益を得ようとする取引に加え、単にディーラーが上司からの評価を上げるために膨らませた取引が含まれていた⁵⁴⁾。

52) Harrison, Stephen, "Eurobond secondary market - How far from a turn?", *Euro money*, October 1973, p.128.

53) Quinn, Brian, "The Euromarkets absorb shocks", *The Banker*, August 1976, p.925.

1977年末になると市場の雰囲気が急転し、混乱が生じた。Kidder Peabody の Stanley Ross は「過去3年間でトレーディング業者が30から100前後に増えた。多くは価格上昇しか経験していない。突然の相場変動を経験した経験不足のトレーダーの行動が価格下落を激しくしたんだろう」と原因を分析している⁵⁴⁾。78年には10月のドル暴落と11月1日のカーター計画発表で市場が大混乱に陥った。Merrill Lynch (London) のトレーディング部長は「かなりの競争相手が多くのボンドから手を引いた。一部は電話に出ず、他はトレーダー全員が会議中だと答えた」と状況を説明している。ある機関投資家も「カーター計画発表後に困難に直面した。わずかなマーケットメーカーしか50枚規模を扱わなかった。多くは100枚規模で建値し、一部は全く建値しなかった」と、同様の説明をしている。また別の大手機関投資家は「我々が求めているのは、通常25万ドル程度の取引で、半ポイントのスプレッド。2～3のマーケットメーカーは25万ドル規模で受け付けたが、そうすることを嫌がっていた」と、大手でも取引に消極的であったことを示唆している⁵⁶⁾。

このように、発行市場の拡大に応じて流通市場でも新規参入が増加すると、市場の流動性は高まったように見えたが、状況が悪くなると多くの業者が姿を消した。また残った業者でも取扱証券の種類、あるいは規模を削減し、売買スプレッドを広げて実質的に市場からの部分的な撤退を計った。一方で、MHL ユーロ債ディーラー主任 Tony Dyson は「過去6～8週間のマーケットメーカーの行動は、市場の真の動向を反映していない。多くの機関投資家からドル債への買いが入っていた」と証言している。また Ian Kerr と Brian Scott Quinn はテレックスの発信の中で「機関投資家の買いが今年最大だった時に、市場の流動性はほとんど最低の状態というパラドックス」について

54) Reich, "Can Eurobond dealers overcome their inferiority complex?", *op.cit.*, p.112, p.122.

55) "Is the issuing boom over?", *Euromoney*, December 1977, p.61.

56) Field, Peter, "The All Saints' Day massacre", *Euromoney*, December 1978, pp.15-17.

語っていた⁵⁷⁾。つまり市場の流動性低下は、もっぱらディーラー間取引の縮小によってもたらされていた。

このディーラー間取引の問題については、トレーディングの類型によってその批判の対象が異なってくる。CSFB の David Potter は「一般にいわれる投資意欲喪失というのはディーリング部門から来たと思われる。大量の売却において、ディーラーは他のプロより通常の顧客に対してアグレッシブな双方向建値を行っている」と証言している⁵⁸⁾。また *Institutional Investor* 誌でも、仲介業者が対顧客サービスに集中し、できる限りディーラー間取引を避けようとする傾向があると指摘されていた⁵⁹⁾。これらは米投資銀行のモデルが普及することで、ディーラー間市場の流動性が低下したという見方であると考えられる。一方で Goldman の Eric Sheinberg は「流動性不足でユーロ債は1日数ポイント下落する。引受部分で大手銀行は5000万ドルかそれ以上を取得するが、同程度の資本を流通市場につき込んでいるようには見えない」と、欧州大手行の主幹事業者が流通市場の維持に消極的であることを問題視するかのような発言をしている⁶⁰⁾。

こうした見解の相違は、いまだリテール向けという性格を強く持つユーロ債市場が機関投資家の取引に上手く対処しきれていないことに起因していると考えられる。しかし流動性の低下は、それ以前に膨張した業者間取引の収縮であった。これは、マーケットメイクの定義が不明瞭な市場において、発行市場で手数料を抜き取るだけであったり発行市場での地位向上を目指しながらトレーディングしているだけの業者が、金利低下の波に乗ってマーケットメーカーを名乗りながら活動を拡大させやすかったことが背景になっている。White Weld の Oswald Gruebel は「市場が機能していないという苦情は

57) *Ibid.*, p.19.

58) “The search for investors’ preferences”, *op.cit.*, p.23.

59) Cudaback, “Will the Eurobond market ever recover?”, *op.cit.*, p.88.

60) Field, “The All Saints’ Day massacre”, *op.cit.*, p.19.

大げさで、主に建値を行う力がない小規模業者から来ている。我々は2300ポンドでマーケットメイクを継続している。Hill SamuelとKuhn Loebに関していうと、彼らはすでに脇役だった」と周辺業者を非難している⁶¹⁾。そしてこれら多くの自称マーケットメーカーが、状況が悪化するとすぐに流動性が著しく低下する市場の環境を生み出していた。

周辺の業者として特に指摘されているのは商業銀行である。1975～77年の発行拡大時に個人投資家への分売はそれに応じて増加せず、顧客の借入需要後退に直面した銀行が投資先をユーロ債に求めるようになったという見方が多い⁶²⁾。残高の内どの程度を銀行が保有していたのかについては15%未満というものから約1/3というものまで様々な推計があるが、その動向が注目されるのは投資行動の特殊さのためである。まだ発行額拡大が継続している時点で、長短金利差が狭くなると商業銀行が投げ売りに走るのではないかと懸念されていた⁶³⁾。また、銀行とは特定されていないが、機関投資家の比重が小さいことで債券価格が通貨と同じように上下し、トレーダーは投資家が為替レートに反応して各通貨間を行き来する状況に直面するといった指摘もある⁶⁴⁾。これは部分的に、個人投資家の行動を指すのかもしれない。しかし、78年のドル下落局面で実際にドル債に売り圧力が強まった。その理由に、

61) Cudaback, "Will the Eurobond market ever recover?", *op.cit.*, p.88. Hill Samuelはユーロ債業者間取引から完全に撤退したが、それは同社によると英為替管理撤廃に合わせ、資産管理という本業に集中するためということであった。一方、Kuhn Loeb Lehman Brothers Internationalは80年2月にマーケットメイクの対象を170種類から60種類に削減した。

62) Thierry, Jacques, "The Eurobond market stays free and strong, but vulnerable", *Euromoney*, November 1976, p.46.

63) Hwkins, Tony, "Reasons for discrimination, not alarm", *The Banker*, January 1977, p.53. 15%未満という推計はMendelsohn, M.S. and Hugh Sandeman, "Who invests in Eurobonds?", *The Banker*, September 1977, p.84のものである。これによると個人投資家が60%程度を占めることについては広範な合意があるとのことなので、機関投資家の比重は10～25%程度ということになる。

64) Reich, "Can Eurobond dealers overcome their inferiority complex?", *op.cit.*, p.116

発行市場の競争激化でタイトな価格設定と一部幹事による不十分な分売が行われてきたことが挙げられている⁶⁵⁾。

ここから浮かび上がる商業銀行像は、投資家であると同時に、発行市場で分売しきれない債券を在庫として抱える幹事業者でもある。上述のようにこうした機関はシンジケートに参加して、分売できない債券を業者間取引で処分する。発行期間中やその直後はこの取引が活発に行われ、ブローカー経由になる部分が多い。そしてブローカーは基本的にはマーケットメーカー間の取引を仲介することになっている。そこで、この取引に参加しようとする業者はマーケットメーカーを名乗るのである。AIBDは*Weekly Eurobond Guide*でマーケットメーカーリストを公表するようになるが、そのリストは正確ではなく、一部の業者は名前が載っているだけという指摘がある⁶⁶⁾。1980年代末でもこの状況には大きな変化がなく、あるディーラーは「例えば Citicorp は、ほとんど全てでマーケットメーカーになっている。しかし彼らが取引価格を提示しないことはよくある」と証言している⁶⁷⁾。

もちろん全ての責任を商業銀行に求めることはできない。全ての商業銀行が発行市場での活動にあわせて在庫の積み増しと処分を行うだけであった訳ではないであろうし、商業銀行以外にそうした行動をとる金融機関も存在したと思われる。ただ、それら発行市場に群がる業者の存在で、発行市場の拡大が促され、同時に金利上昇、あるいはドル下落期に投げ売りが生じることで、周辺業者はもちろん流通市場の有力業者でも取扱証券を削減して自己防衛に走らざるを得なかったのであろう。

それでは周辺の業者の存在は、つねに流通市場の振幅を大きくするだけ

65) Field, “The All Saints’ Day massacre”, *op.cit.*, p.21.

66) “Secondary Eurobond Market Illiquidity: Is it really that bad?”, *International Financing Review*, April 20, 1985, p.845. 逆に有力業者が名前を載せていなかったり、取扱証券の一部だけを載せていることもある。

67) Evans, Garry, “How to stop the Eurobond market committing suicide”, *Euromoney*, May 1988, p.49.

なのかという点、必ずしもそうとはいきれない。周辺業者が単純にプロ間取引するだけなら、トレーディングに関するよほどの専門性がない限り活動の継続は困難であろう。しかし1975年にはユーロ債市場に Reuters が導入され、ディーラーは建値をビデオ端末利用者向けに公表できるようになった。これは投資家向け販売を容易にした。Stanley Ross は当時を回顧して「Ross and Partners 時代に常に価格をスクリーンに載せていた。ある日、モンテビデオの個人からスクリーン価格について問い合わせがあった。彼は Euroclear に口座を持っていたので、彼に200万ドルの債券をブロック販売した。10分後にヘルシンキの誰かからまた問い合わせがあった。5分後に彼にも販売した。スクリーン無しにそれらの市場をカバーするには、どれほどの販売員と時間が必要なのか考えたくない」と証言している⁶⁸⁾。

一方で大手のトレーディング業者はスクリーンに価格を提供することに対して著しく消極的であった。その理由は、実際の取引価格とは異なる情報であり、その更新に人手を割くのは無駄であるといったものや、スクリーン価格が適切な相手に見られているか疑問であるといったものなど、様々である。しかし最大の理由は、顧客が利便性から全ての証券について、取引を通常取引先に依頼するという慣行が崩れることを大手業者が恐れているためであると指摘されている。スクリーン上では様々なディーラーの建値を同時に確認することが出来るため、投資家が個々の証券について最も良い建値をしているディーラーを取引相手に選ぶ可能性がでてくる。1970年代後半から、特

68) Evans, Richard, "Would Eurobond traders pass the screen test?", *Annual Financing Report*, Euromoney, March 1987, pp.6-8. ただしディーラーはスクリーン価格で取引する義務はない。スクリーン価格はあくまで参考値であり、投資家は実際に取引を求める時は電話で価格を改めて確認しなければならない。一般的に強気市場の時は、ディーラーは投資家を引きつけるためスクリーン価格の更新頻度を上げ、取引の約20%がその水準での取引になる。逆に弱気市場の時はディーラーが更新頻度を下げ、その価格では注文が大きすぎる、更新してから市場が動きすぎているなどの言い訳をする。そのためスクリーン価格水準での取引が5%程度に下がる。Fisher, Frederick G., III, *International Bonds*, Euromoney Publications, 1981, pp.179-180.

定の分野に特化しているディーラーが多くなってきたことで、最良の建値を大手以外の機関が提供している場合が出てきていた⁶⁹⁾。

この状況は発行市場の拡大によってより顕著になると考えられる。大手の主幹事業者でも取扱新発債の双方高価格を提示していないことがあるという批判は1980年代に入っても繰り返されており、それに関して CSFB の Rudloff は「我々はユーロ市場に500~600億ドルの新規発行を詰め込んでおり、それらを流動的な状態に維持できない。流通市場の構造は規模に対応していない。現在では1200程度の発行主体がいる。それら全てに価格の提示を行いつづけることは不可能」と、発行市場の拡大に伴ってあらゆる証券のマーケットメイクを行うことは現実的でなくなる状況を説明している⁷⁰⁾。特に活発な流通市場がもつぱらドル建て債だったにも関わらず、1980年代半ば以降に内外市場の一体化が進むまではベンチマークが不在であったため、個々の証券をそれぞれで評価しなければならず、膨大な種類の証券に価格を提供することは極めて困難だったと考えられる⁷¹⁾。

これは逆の立場から見ると、特定分野に特化した業者の活動余地がそれだけ広がる可能性を示唆している。そしてすでに専門化が進む兆候は見られた。しかしほとんどの業者が実際に重視したのは発行市場であり、流通市場での活動はその補足であった。特定の証券であっても、流通市場で常時双方向の建値を提供し続けるよりも、発行市場に参加して業者間取引から少しでも手数料の分け前を期待する方が簡単であった。投資家、あるいは自己勘定のト

69) Reich, "Can Eurobond dealers overcome their inferiority complex?", *op.cit.*, pp.126-128. Kidder Peabody, Bondtrade, Strauss Turnbull, DB, Credit Suisse は Reuters に建値を提供せず、Salomon も当初は貢献していたが建値の提供を停止した。

70) Shirreff, David, "Prepare for the global market", *Euromoney*, October 1983, p.124.

71) ユーロ債市場では売買建値が常に得られるのは最上級の発行のみだった。1970年代前半まで、それは米優良企業債だった。しかし米資本輸出規制の撤廃で米企業の証券がユーロ債市場から消え、1970年代半ばには双方向の取引が大規模かつ恒常的に可能だった証券がなくなりつつあると観測されていた。Ross, Stanley, "Eurobonds-trading: Still in business", *Euromoney*, February 1975, p.40.

レーディングに専念するという道もあったが、それらは発行市場に付随した活動であり、在庫の取得とその処分という性格が強かった。こうした周辺業者の活動が、発行市場に対立をもたらし、それがさらに流通市場発達の阻害要因となった。

2-2. 発行市場における業者間の対立

米投資銀行のトレーディング・モデルとして、業者間の取引における専業ブローカーの利用があることは上述のとおりである。米投資銀行が欧州でトレーディングを開始するにあたって、例えばDBなど大手機関から電話を受け、すぐに6～10種類のボンドに建値し、そのまま取引に対応するのが困難であった。そのためブローカーを求め、その需要に対応して1978年にNYのSandy Joyceがロンドンに渡ってPurcell Grahamを開業し、すぐにMaybondもその後を追った。両社はNYでの慣行に従い取引相手をマーケットメーカーに限定し、その範囲をAIBDの登録マーケットメーカーとした。両社の動きにGuy ButlerとGodsellが続いた。ただ、これらは共に知名度のある英ブローカーで、米投資銀行との関係やNYの慣行には束縛されず、取引相手を限定しなかった⁷²⁾。

ユーロ債市場では証券が発行され、正式な販売の開始前に事前販売を行う慣行が当初から存在した。その中で一部の投資家は販売価格（販売業者は販売価格から手数料を差し引いた価格でシンジケートから証券を入手）とは異なる価格で証券を提供されてきた。スイスの大手行や一部の機関は、他の顧客よりも優遇を受けていたが、それは特定の主幹事が取り扱う発行を常に安定的に消化することに対する報酬であった。発行日前の事前販売を含む取引の市場をgrey市場と呼ぶ。1978年にKidder Peabodyで10年間のトレーダー

72) Anderson, Tim, "Stop. You're broking my bonds", *Euromoney*, December 1982, p.32.

経験をつんだ Stanley Ross が Ross & Partners を設立し、この grey 市場の価格を Reuters 画面で公表するようになった。主幹事業者や販売団は、割引価格が公表されることによって、投資家が安い価格に引かれるようになることを懸念し、Ross に反発してきた。grey 市場の価格は業者の入手価格を割り込むこともあった⁷³⁾。

常に反発を受けながらも、grey 市場とその価格のスクリーンへの公開は、発行市場における業者間取引を促進しながらユーロ債市場の一部として定着していった。そして、1982年8月には Guy Butler も grey 市場価格を Reuters スクリーンに掲示するようになり、すぐに Godsell もそれに倣った。Ross はスクリーンへのアクセスを AIBD 登録マーケットメーカー（同時点で107機関）に限定していた。一方、Guy Butler と Godsell は82年11月からアクセスの範囲を AIBD 加盟業者に制限したが、そこには620機関が参加しており、しかも大手の欧州投資家はほとんどがそのメンバーであったため、制限は実質的に意味を持たなかった。Ross だけが grey 市場価格を公表していたとき、主幹事は価格支持操作を Ross 経由でだけ行えばよかった。しかし Guy Butler と Godsell が加わったことで、投資家は両社からでも価格を確認することができ、しかもそれが可能な投資家の範囲も広がった。これを特に嫌がったのは米投資銀行であった⁷⁴⁾。

すでに見たように、1970年代の後半から市場の拡大に伴って多くの銀行や金融機関がシンジケートに参加し、手数料の一部だけを残して市場で売却しようとしていた。金利低下局面では在庫を抱えても、後に値上がりしてから

73) Kerr, *op.cit.*, p.88.

74) Anderson, “Stop. You’re broking my bonds”, *op.cit.*, pp.31-35. 1982年9月に Morgan Stanley International が Coca-Cola の発行を扱った時、Guy Butler がその価格を公表した。Morgan Stanley は Guy Butler に対して、スクリーンからその情報を削除するよう要求し、従わなければ二度と同社を利用しないと脅した。しかし Guy Butler は欧州銀行の多くや米マネーセンターバンク1行の支持を受け、圧力に抵抗して価格を公表し続けた。

売却することを期待できたが、金利が高騰するとすぐにこうした操作が行き詰まった⁷⁵⁾。1978年に grey 市場の価格が公表され始めると、主幹事は販売期間中の値崩れを防ぐための価格安定操作を前倒しし、grey 市場でブローカーに買い呼び値を提示することによって価格を誘導しようとするようになった。発行日までは割当も決まらず、grey 市場の時点で在庫を抱えているわけではないが、その見込みのある業者は、主幹事の買い支えをあてにして債券を売り込むことができる。しかもブローカーを経由しての売却であれば、少なくとも表面的には主幹事に名前を隠して売りつけることができる⁷⁶⁾。

発行市場における競争は、ランキングを重視する傾向と共に激化した。ランキングを上げるために、案件獲得を目指す業者は、借り手を引きつけようとして、手数料を引き下げ、非現実的な条件を設定して、無理に発行を押し進めた。流通市場に出ればほぼ確実に価格が下落する債券をだれも抱えようとは思わない。通常は販売期間に販売価格を下回る価格で販売することは禁止されているが、その規定すら無視されることが多かった。この状況は販売期間が始まる以前から grey 市場でのディスカウントに反映され、投資家はそれをスクリーンで確認していた⁷⁷⁾。grey 市場での投げ売りは、共同幹事が最も活発に行ったと考えられている。彼らにとってブローカーの匿名性は好都合であった。主幹事は安定操作として買い支えを行い、結果として多くの発行で40～60%の証券を抱えることになり、引受業者というよりファンドマネジャーのようになって指摘されていた。この問題に関して、大手業者は中小業者が自分の能力を超えて墓石広告に載ろうとしていることが原

75) Yassukovich, S. M., "How the secondary market silenced its critics", *Euromoney*, February 1977, p.9.

76) "Eurobond grey market trading: Commission crunch?", *International Financing Review*, November 21, 1987, p.3691. 実際には誰が債券を売りつけているのか、主幹事に特定されていることが多いといわれる。

77) Mattle, Aermin J., "Eurobonds - an appeal for leadership", *The Banker*, April 1981, p.109.

因であると主張するが、投げ売りをを行う業者にしてみれば、それは主幹事が非現実的な条件をつけた証券を自分たちに押しつけようとすることに対する自己防衛であった⁷⁸⁾。

主幹事はどこまでも価格を維持するわけではない。売り注文が殺到するにつれ、ブローカーに提示する買値は徐々に引き下げられた。また主幹事はシンジケートの勘定で価格安定操作を行っており、そこにかかった費用はシンジケート参加者に送る小切手から差し引いていた。その小切手の送付も徐々に遅らせていた。1980年時点で引受小切手から差し引かれる経費の平均は26%で、多いときは65%に達した。発行終了日から引受業者が小切手を受け取るまでの日数は平均5.5ヶ月で、長い場合は9ヶ月にもなった。そもそも事前に割引販売を始めたのは主幹事であり、プレシピアムを受け取っていることで他の参加者よりも大きな割引が可能であった⁷⁹⁾。

これにシンジケート参加者の投げ売りが加わって、価格の低下に拍車がかかった。その結果、ユーロ債発行の手数料は5年物で2%、15年物で2.5%が相場であったが、1980年には実際に業者が取得するのはその1/3で、残りは投資家に割引という形で譲渡されたといわれている⁸⁰⁾。その後も状況は悪化し、80年代半ばには共同幹事でも参加案件の1/3でしか利益が出ず、1/3はようやく採算が取れる程度で、残り1/3では損失を出すという状況になった⁸¹⁾。つまりそれだけ安値で投資家はボンドを購入したということになる。grey市場の価格は共同幹事1行の投げ売りで、250枚にしか適用されないかもしれない。しかしそれが全体の価格を押し下げる。価格が下落していく兆候があれば、投資家は十分に下がったと考えるまで購入しなくなるからである⁸²⁾。

78) Glynn, Lenny, "The big Eurobond brawl", *Institutional Investor*, March 1985, p.279.

79) Anderson, Nicholas, "Underwriters must learn to say no", *Euromoney*, May 1980, p.33.

80) Craven, John A., "A case for change in Eurobond issuing techniques", *Euromoney*, November 1980, p.97.

81) Grant, Charles, "Mapping a route through the Euromarket chaos", *Euromoney*, January 1986, p.29.

DB の Miesel は「我々は発行証券の人気を確認しなければならない。それには最低 1 週間必要だ。grey 市場スクリーンは顧客に良い証券を売る上で障害となる」と、grey 市場とそのスクリーン価格を批判している⁸³⁾。

このためブローカーの仲介範囲制限やスクリーンへの価格掲載停止を求める声が、繰り返し上がっていた。しかしブローカーにとっては発行市場における業者間取引の仲介は重要な収益源で、それを制限する要求には従いがたい⁸⁴⁾。また上述のように、マーケットメーカーでも実際はスクリーンにアクセスするだけのためにそう名乗っている業者も少なくない。仮に grey 市場の価格がスクリーンで公開されなくなったとしても、それらマーケットメーカーが顧客に価格情報を伝達すれば同じ事になる。そして、シンジケート参加者は、grey 市場の存在によってはじめて主幹事の事前割引販売に対抗することができる⁸⁵⁾。さらに積極的な擁護論もある。三和 International 経営役員 Jerome Goldstein は「一次市場の流動性は、ブローカーが参入し、grey 市場が発達することで高まった。その結果債券分売の効率性が高まった」と主張している⁸⁶⁾。

米投資銀行は grey 市場とブローカーによる価格の公表に最も批判的で

82) grey 市場のオペレーターは一般のディーラー同様、スクリーン価格で取引する義務がない。WW Securities の Oswald Grubel は「grey 市場スクリーン価格で取引しようとしても、彼らは言い訳することが多い。注文金額が多すぎるなど」と証言している。Adam, Nigel, “The day Mattle gave the grey market a bear hug”, *Euromoney*, January 1981, p.21. また CSFB は一部幹事の grey 市場における投げ売りが全体の価格を押し下げるという認識に基づき、共同幹事に規律を求める一方、プレシブームや安定操作をなくす、固定価格方式に取り組むようになった。Osborn, Neil, “The unspoken question: Eurobond market, is this goodbye?”, *Euromoney*, September 1989, p.42.

83) Shirreff, “How the top bond houses call the shots”, *op.cit.*, p.23.

84) 主幹事の発行証券取得率が適正価格の発行で 20%、価格設定ミスで 80% にもなることがあり、そこから考えると発行市場でかなりの額が取引されている。この取引から普通債では 1/16%、FRN では 0.02% が仲介手数料としてリスク無しにブローカーに転がり込む。“What do the London bond brokers think of their critics?: Are the complaints justified?”, *International Financing Review*, May 18, 1985, p.1088.

あった。Guy Butler は資金ブローカーとして国際的に広範なネットワークを持ち、顧客には投資家も多い。同社がそのネットワークを利用してユーロ債の仲介を行えば、低価格によって機関投資家を主幹事から奪うことになるかもしれない。そして grey 市場によって新発債の価格設定で主導権を持つかもしれない。こうした懸念が反発の理由になっていた⁸⁷⁾。米投資銀行にしてみれば、機関投資家相手に大口トレーディングを行うのは自分たちであり、ブローカーはマーケットメーカー間の取引を仲介するだけの存在でなければならなかった。投資家がブローカー経由で取引するようになることは、自らのモデルにとって脅威であった。また grey 市場の問題はユーロ債市場に特有の問題であった。NY では引受手数料が3/4%であるのに対して、ユーロ債市場では1.5~2.5%にもなっている⁸⁸⁾。この高い手数料にひかれて、販売力の怪しい業者がシンジケートに参加することで、シンジケートの規律が守られず、債券が値崩れを起こす。NY と同じように手数料を引き下げ、幹事団を縮小してその規律を維持することが、米投資銀行の考える、問題への処方箋であった⁸⁹⁾。

一方、欧州系の銀行にとっても grey 市場の問題は歓迎すべきものではな

85) Postipankki (Helsinki) の Nicholas Anderson は「米国人は米国と同じような業務分離を好むだろう。しかし我々はポートフォリオ・マネジャー兼マーケットメーカーで、自己勘定で投資する。もし顧客が直接情報を入手できないなら、我々が彼らに情報を伝える」と、grey 市場価格のスクリーン掲載停止が無駄であることを訴えている。grey 市場が主幹事に對抗することについては、あるドイツの銀行が「主幹事が先頭を切る。grey 市場価格は我々が引受依頼のテレックスを受け取る2日前からスクリーンに現れることが多い。この2日は主幹事が、我々の目標とするのと同じ投資家に売り込む時間だ。grey 市場があることで、主幹事が先に行く時間をなくすことができる」と証言している。Anderson, “Stop. You’re broking my bonds”, *op.cit.*, p.35.

86) “International Bond Markets: Eurobond cowboys laid to rest on Boot Hill”, *International Financing Review*, January 21, 1989, p.10.

87) Anderson, “Stop. You’re broking my bonds”, *op.cit.*, p.37.

88) Lim, Quek Peck, “Will the Eurodollar bond market die?”, *Euromoney*, October 1984, p.72.

いが、それに対する立場は米投資銀行とは若干異なる。ドイツのある大手銀行は grey 市場の価格について「価格はロットが小さいときだけ利用可能だ。大口取引なら価格が変わる。それでも市場の動きと需要の変化を示す適切な指標ではある」と述べている。ドイツの銀行は、自国の国債発行で grey 市場が定着しており、それに慣れていることから、賛成しないが、反対はできないという立場が一般的であった⁹⁰⁾。ユーロ債市場における高率の手数料についても、例えば DB の Breuer は、リテール販売のネットワークの違いから、NY とは異なる手数料体系が正当化されると主張する⁹¹⁾。リテール分売を基盤とするモデルでは、大規模シンジケートと高率手数料は不可欠であり、grey 市場での業者間取引はそこから生じる必要悪ということであろう。

しかも発行市場の過当競争、grey 市場でのディスカウント、投資家の市場に対する不信と主幹事のマーケットメイク回避といった問題は、もっぱらドル債にあてはまることであった。1980年代半ばまでほとんどの市場では起債調整や幹事団への参加制限などの形で競争が制限されており、欧州の大手銀行にとってホームグラウンドは制度的に守られていた⁹²⁾。ドルの市場だけが自由な参加を受け入れていたため、そこで激しい競争が起こった。そして、大陸欧州系の銀行はリテール分売力を背景にして、その中で米系金融機関を上回る地位を勝ち取りつつあった。問題を認識していたとはいえ、NY の慣行を導入するという処方箋は、欧州系銀行にとってにわかに受け入れがたいものであったに違いない。そもそも米投資銀行のモデルは機関投資家との取引を前提としていたが、ユーロ債市場に限定すればそこでは常にリテール投

89) ある米投資銀行は「grey 市場は大規模シンジケートと高い手数料の結果だ。買取発行 (bought-deal) がより素早くなり、幹事団がより小さくなれば、grey 市場は無くなるだろう」と予想していた。Anderson, “Stop. You’re broking my bonds”, *op.cit.*, p.37.

90) *Ibid.*, p.32.

91) Lim, “Will the Eurodollar bond market die?”, *op.cit.*, p.72.

92) Mattle, “Eurobonds - an appeal for leadership”, *op.cit.*, p.107.

資家が重要な役割を果たしており、機関投資家の比重が増加しつつあったといっても、少なくとも1980年代に入って各国の資本自由化が本格化するまでそれは限定的であった。

リテール投資家を基盤とする市場で二つのモデルが混在し、その狭間で多数の周辺的な業者が発行市場に軸足を置きながら活動することで、流通市場にさまざまなひずみが生じた。grey 市場でのディスカウントが投資家に発行価格への不信感を持たせた。一部の主幹事は、grey 市場での投げ売りに対抗するため、シンジケート参加者への割当を削減することでスクイーズを起こした。ボンドが手に入らなかった参加者がショートのカバーにはしると、価格が急騰した⁹³⁾。主幹事の取り分が大きくなりすぎる場合、必ずしも成功する訳ではないが、いずれにしてもこれは一種の市場操作であり、投資家の価格に対する不信感をさらに高めることになりかねない。これについてはルールが整備されていないことが直接的な要因と考えられる。ただ、従来型のシンジケートであれば grey 市場の動きを見ながら発行日までに最終条件を見直すこともできた。限定はされないが、主に米投資銀行はシンジケートを削減するため買取発行 (bought-deal) を推進した。この手法では条件を契約時に決定してしまうため、締め上げによる価格の維持がより重要になる。つまりここにもモデルの混在が影を落としていた。

金利の低下局面ではシンジケートへの参加を求める業者が、分売できないボンドでも流通市場で処分することを見込んで取得していたことは既に見たとおりである。こうした時期にはディーラー間取引も活発になっていたが、その活動は発行市場での活動に付随したものであり、金利の上昇とともに周辺マーケットメーカーは消え去った。同時に大量にボンドが処分されること

93) Adam, "The day Mattle gave the grey market a bear hug", *op.cit.*, p.15, Glynn, "The big Eurobond brawl", *op.cit.*, p.279, Muehring, Kevin "Syndicate warfare in the Euromarket", *Institutional Investor*, September 1986, p.327 など、1980年代の記事でそうした例がよく紹介されている。

で、主要なマーケットメーカーですら自己防衛に徹せざるを得なかった。しかし債券が完全に分売され、周辺マーケットメーカーの活動が縮小してしまうと、米投資銀行モデルのトレーディングは著しく困難になる。Salomon の Gutfreund は1979年に「ユーロ債市場が下がって興味深い問題に直面した。アメリカ市場と同じように取引して、ショートがほとんどカバーできなかった。ドイツでもスイスでもどこでも、ユーロ債市場参加者は損失を実現しない。満期まで保有する。…ショートは魅力的ではない。利回り関係がラインを外れ、市場参加者のトレードへの積極性はアメリカほどではない」と証言している⁹⁴⁾。

ほとんどの債券が満期まで保有する投資家の手に渡り、市場で取引可能な債券が希少になると、市場操作の対象になりやすい。1980年代には流通市場で意図的に供給が絞込まれたと疑われるケースがいくつか見られた。それらのケースでショートによってポジション調整を行っていたディーラーは、必要な証券を調達できず著しく高価格の buy-in に直面することになった⁹⁵⁾。そのため、市場操作や取引可能債券消滅が疑われるような場合には、マーケットメーカーは当該証券をすぐにマーケットメイク対象のリストから削除したと考えられている。一部の金融機関では上級役員がトレーダーに、市場操作によってカバーできない状況に陥ることを回避するため、翌日にわたるような空売りをしないよう指示していた。これに対してあるトレーダー

94) “An interview with John Gutfreund”, *Euromoney*, October 1979, p.118.

95) buy-in とは、債券の売り手が受渡をできなかった場合に、買い手が buy-in-notice を発表し、市場で買い付けた価格と元の売り手との契約価格との差額を売り手に支払わせることを指す。問題になったケースとは、例えばカナダドル建て British Columbia Telephone 債の売買をめぐる、Merrill Lynch は buy-in を実行し、売り手の Wood Gundy に 45 万カナダドルを支払わせたが、Merrill Lynch が行使した buy-in 価格は 115～120 という水準であった。また Dean Witter (London) が Farm Credit Corp 債向けに発動した buy-in 価格は 122 の水準であった。“International Securities Market: Now secondary Eurobond market heavyweights are getting act together”, *International Financing Review*, November 14, 1987, p.3594.

は「トレーダーは分単位で活動し、翌日までショートできないならマーケットメイクを拒否することが多い」と反発していた⁹⁶⁾。

このように1980年代になってもなお、ユーロ債市場ではリテールの消化に依存する証券が多かったと見られる。それ自体が米投資銀行モデルの限界になっているのであるが、モデルの混在は様々なところで市場操作の余地を生みだし、それが投資家の参加拡大を抑制していた側面もある。発行市場での価格は著しく信頼性が低かった。その後に価格が落ちて流通市場に出た場合は、それだけ入れ替えに対するハードルが上がると考えられる。また証券の種類が膨大なことは、各発行についての供給量が少ないことと表裏一体である。ユーロ債市場はグローバルな店頭取引という基盤を発達はさせたが、それ自体はアクティブ・トレーディングに不向きであった。

お わ り に

ユーロ債の流通市場は国際間の店頭取引市場として生み出された。その中心はロンドンで、主要なディーラーがそこに集積した。発行市場では、1970年代にリテール分売力を持つ大陸欧州系の銀行が上位を占めるようになったが、それらは流通市場の活動拠点を自国市場に置き、あまり活発には活動していなかった。1970年代後半になると、米投資銀行がトレーディング基盤の手法で大陸欧州銀行に対抗し、発行市場での地位向上を目指すようになった。米商業銀行などもその動きに追随したことで、発行市場での競争が加熱していった。

米投資銀行のモデルは流通市場で機関投資家の大口注文に対応し、その活動に発行市場を組み込んでいくというものであった。そして業者間でのポジション調整にはブローカーを利用した。ただ、リテール分売力なしに発行市

96) “Eurobond trading : The system’s under strain”, *International Financing Review*, October 9, 1987, p.3244.

場にかかわる手法は、成否はともかく、参入が容易であった。もともと大規模シンジケートを利用したリテール分売では、発行市場で活発な業者間取引が行われていた。その傾向にブローカーの利用と grey 市場価格のスクリーン公開が拍車をかけた。米投資銀行は投資家のブローカー利用を阻止しようとしたが、ユーロ債市場では投資家、マーケットメーカー、幹事業者の区分は曖昧で、その試みは成功しなかった。

リテール投資家を基盤とする市場で、リテール分売の大陸欧州系銀行モデル、対機関投資家トレーディングの米投資銀行モデル、そして多数の周辺業者が混在することは、市場の性格を不明瞭にした。そのため流通市場の存在自体が不安定になった。金利低下局面では多数のマーケットメーカーが出現したが、金利上昇と共に消えていく場合も多かった。また発行市場での投げ売りと、主幹事の締め上げによる対抗は、投資家の価格に対する信頼を損なった。また一度、リテールに消化されてしまうと、ボンドは市場に出回らず、それが市場操作を助長した。多様な業者の新規参入で、流通市場は拡大したかには見えなかったが、多くは発行市場での活動を求めており、専門性に基づく分業は形成されていなかった。

つまりユーロ債市場はグローバル・トレーディングの基礎を提供しながらも、それ自体はアクティブ・トレーディングに適応した構造になっていなかった。1980年代になると各国の資本自由化で、機関投資家の国際分散投資が急激に広がり、グローバル・トレーディング体制が確立されていく。ユーロ債の流通市場はその中に組み込まれることによって、構造変化を迫られた。それがいかなるものであったのかを明らかにしなければならないが、それは次稿の課題とする。