

# 1980年代における 国際金融仲介ネットワークの再編

神 野 光 指 郎

はじめに

1. 初期ユーロ債市場の性格
2. 銀行によるユーロ債市場の補完
  - (1) 銀行間ユーロ債取引
  - (2) 銀行の簿外取引
3. 投資家の多様化によるユーロ債市場の多層化
  - (1) 機関投資家の台頭
  - (2) 発行市場における変化
  - (3) ユーロ債トレーディングの変化

おわりに

## は じ め に

1980年代のユーロ・セキュリタイゼーションは主要先進国市場における資本輸出規制の撤廃に油が注がれる形で進行したが、同時にそれは今日の日本に典型的な形で見られるように、国内市場の開放と、証券形態の仲介手段の利用をさらに推し進める圧力を生んできた。この流れの中で特に1990年代の後半にアメリカの金融・資本市場は活気を取り戻し、NYが世界の金融センターであることを再認識させた。アメリカを中心とする世界的な証券市場の統合という流れを山本氏は次のように整理された。70年代の石油資金リサイクル過程においてアメリカは、自国の大手商業銀行が「ユーロ預金」と「ユーロ・シンジケートローン」という資金ルートを掌握していたことにより、

国際資金循環の中心に位置していた。80年代はレーガン政権が先進諸国に金融資本市場の自由化・国際化を要求し、金融グローバリゼーションは、70年代のユーロ市場を舞台とした国際銀行間市場の統合から、先進諸国間証券市場の国際統合へと発展した。しかしアメリカは一方的な資本輸入国でしかなかったために、主導権を持てなかった。90年代になると証券市場の国際統合が先進国だけではなく、一部の途上国にまで波及し、その中でアメリカは再び中心的地位を獲得した<sup>1)</sup>。これが可能となったのは、債権大国である日欧が、直接投資しか対途上国の資金環流ルートを持っておらず、それ以外はドルの国際金融ネットワークを利用せざるを得なかったからということである<sup>2)</sup>。

山本氏の整理はアメリカ中心の資金循環が通貨危機の頻発をもたらしているという問題意識に基づいたものであり、ここでその問題に直接取り組む訳ではない。しかし「ルート」あるいは「ネットワーク」という言葉は注目に値する。これらの言葉は、貯蓄が余剰主体から不足主体に移転されるためには、それを実現するための「ルート」が必要であることを示唆している。筆者なりの理解では、個別金融機関が業態間・業態内の競争を通じて形成される階層・分業構造に規定されながら行動することで、全体として金融仲介（貯蓄の移転）という機能が果たされている。つまり階層・分業のネットワークがルートの集合体ということになる。「直接金融仲介」に分類される証券取引でも、金融機関が引受、分売、マーケットメイク等を提供するため、ネットワークの一部を通じて実現している。そしてグローバリゼーションとセキュリタイゼーションは、証券取引が主要な手段となる（基幹ルートとなる）ようにネットワークが国際的に再編されていくことに他ならず、80年代のユーロ・セキュリタイゼーションはその過程の重要な転機となっている。

---

1) 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ページ。

2) 同上、71ページ。

そこで本稿では、金融仲介ネットワークの再編という視点から、ユーロ・セキュリティゼーションを回顧する。

一般的にユーロ・セキュリティゼーションは、山本氏の整理にもあるように、70年代の石油資金リサイクルとその手段であるシンジケートローンが際立っていたことを前提にした用語であり、そのため商業銀行の行動に力点を置いて把握されてきた。債務危機で資産が劣化し、銀行が流動性を求めるようになったことや、銀行間取引が縮小したことでそれに代わる流動性維持の手段が必要になったことがユーロ・セキュリティゼーションの背景になっているという説明がその例である<sup>3)</sup>。また80年代のユーロ・セキュリティゼーションがそれ以前の国際証券取引と異なる点は、銀行が発行者、保有者、仲介者として市場に深く関与し、簿外取引を多用するようになったことであるとする説明も力点は変わらない<sup>4)</sup>。しかし銀行といっても欧州の兼営銀行は70年代から引受ランキングで上位を占めており、80年代にランキングを上げてくるのは米投資銀行や日本の証券会社である。さらにもう一つの関心である証券市場の国際的な統合という流れを意識した場合、銀行の関与それ自体は何ら国際色を付け加えるものではない。

上述のように80年代の国際化を特徴づけるのは、主要国における資本輸出規制の緩和・撤廃である。それが徐々に進行していたユーロ債市場における機関化を一気に加速させることで、仲介業者の階層・分業構造の再編方向を決定づけた。これがユーロ債市場の基底的な変化であり、銀行の関与が深化したことも、この流れの中で把握しなければならない。本稿ではユーロ債市場の変化がなぜ米国内市場を中心とした資金循環を形成することになるのか

---

3) 前者は落谷硯児「国際資本市場と金融的革新」『季刊経済研究』1985年夏、28ページ、後者は深町郁彌「銀行業の国際化とセキュリティゼーション」『金融経済』1986年10月、12ページ。

4) 入江恭平「ユーロ・セキュリティゼーション」『証券研究』1988年10月、307ページ。

という問題にまで踏み込むことはできないが、ここでの作業はその解明にもつながっていくであろう。

## 1. 初期ユーロ債市場の性格

欧州では早い時期からドル建ての債券取引がヤンキー債市場の外で散発的に行われていた。それがユーロ債市場として確立していく上で一つの転機となったのが、イギリスで財政金融当局の支援を受けてロンドンのマーチャントバンクが仲介に乗り出したことである<sup>5)</sup>。しかし当時のロンドンでは、新規証券の発行を基本的にブローカーによる販売に依存しており、国際的な分売には制約があった。そこでもう一つ重要な契機となったのが、ロンドン・マーチャントバンクの引受技術と、大陸欧州の商業銀行ネットワークが結びついたことであった<sup>6)</sup>。何が最初のユーロボンドかということに関して複数の主張がある中で、一般的には63年7月に SG Warburg が主幹事を務め、Banque de Bruxelles, Deutsche Bank, Rotterdamsche Bank がシンジケートに参加した、Autstrade による1500万ドルの発行が第1号であるとされているのはそのためである<sup>7)</sup>。

初期のユーロ債市場が、販売の部分をもっぱら大陸欧州系の銀行に依存しなければならなかったことは、市場の性格を端的に表している。一部の例外を除いて機関投資家がほとんど見るべき活動をしていなかったといわれる当時の大陸欧州において、銀行の販売力に貢献したのは富裕層の個人であった。77年の記述であるが、彼らは必ずしも小口の投資家というわけではなく、一

---

5) こうした事情については、とりあえず拙稿「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ページを参照されたい。

6) Rothschild, Jacob and Rodney Leach “Recent Developments in the International Capital Market” *The Banker*, April 1967, p.302.

7) Kerr, Ian M., *A History of the Eurobond Market: The First 21 Years*, Euromoney Publications, 1984, p.11.

表1 外貨建証券発行の資金源推計：1957-66 100万ドル（%）

スターリング圏	605	(16.8)
イギリス連合王国（ユーロ市場とロンドン市場）	200	
中東（主にスターリング圏の石油輸出国）	225	
香港	65	
バハマ	115	
北アメリカ	340	(9.4)
カナダ	225	
合衆国	115	
大陸欧州（スイスを除く）	850	(23.6)
スキャンジナビア諸国	100	
ベルギー	220	
オランダ	175	
ドイツ	30	
イタリア	215	
フランス	60	
その他	50	
スイス及びその他の諸国	1,805	(50.1)
合計	3,600	

出所) Williams, David "Foreign Currency Issues on European Security Markets"  
*IMF Staff Papers*, March, 1967, p.61.

一般的な投資規模は20～30万ドルで、100万ドル以上の投資家も珍しくなかったようである<sup>8)</sup>。後掲の図で見ると、77年にはユーロ債の発行額が1700万ドル程度であったことを考えると、かなり大きい数字といえる。世界中の富裕層の資産は、政治的な危険や課税を回避するために様々な迂回ルートを通じて投資されており、欧州においてはスイスがそうした資金の多くを集めている。ユーロ債がそれら資金の投資を受け入れるために持参人形式になっていることから、投資家に関する正確な情報を得ることは出来ない。したがってかなり大雑把な推計のようであるが、表1は資金源に関する情報を与えてくれる。この割合が正しいかどうかは別にして、スイスからの投資がかなりの比重を占めていることは間違いない。

8) Mendelsohn, M.S. and Hugh Sandeman "Who Invests in Eurobonds?" *The Banker*, September 1977, p.83.

スイスからの投資といっても、そのほとんどはスイスに住居を持つ外国人である。中には機関投資家並の資産を持つ個人もおり、彼らはスイスフラン建ての証券に投資すると高率の源泉税が徴収され、しかもスイス国内市場の規模が限られているために、対外投資に向かう。しかし外貨建ての投資に対するヘッジはほとんどかけない。興味があるのは匿名性で、持参人形式の証券を好み、ユーロ債の取得が半分程度を占める一方、米財務省証券には目を向けない。多くの顧客が銀行に制限付きながら投資を委任し、自らは年に1回だけスイスを訪れて、保管箱に入っている自分の勘定を確認するという<sup>9)</sup>。このような性質を持つ顧客の資産を管理していることから、スイス系の銀行は66年にユーロ債の引受に正式な参入を行うようになって以降、特に共同幹事で重要な存在になっていく。とはいえ、幹事業者は借り手の国籍や利用する通貨に規定される面が強く、また伝統的な業者間のつながりも深かったことから、リテール向けの分売を目指しながら、シンジケートの組織は必ずしもそれが効率的に実行される形態にはなっていなかった。

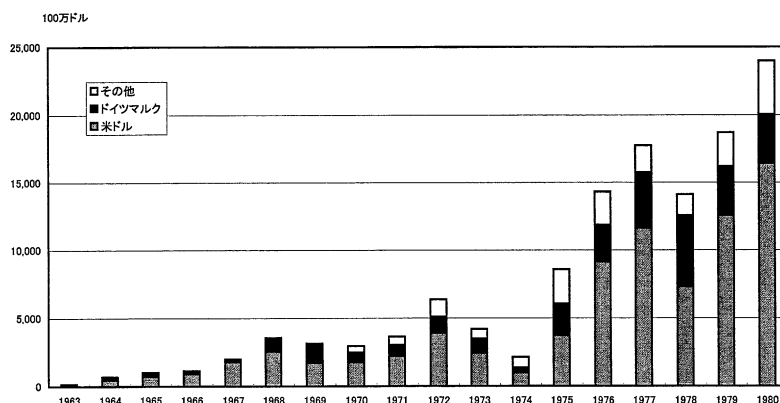
ユーロ債発行のシンジケートは幹事団、引受団、分売団の3層からなっている。借り手は幹事業者とのみ交渉し、引受業者とは正式な契約を直接結ばないところが、アメリカの伝統的なシンジケートとは異なる<sup>10)</sup>。一般的な発行シンジケートでは、幹事団は4～5行で組織され、満期などによって異なるが、発行価格から約2.5%の手数料を差し引いた金額を借り手に支払うことに同意する。その後、幹事団は引受団を組織する。これには100近くかそれ以上の機関が参加する。それと並行して販売団から購入希望額を受け付け、引受団の組織を行った後に幹事団は最終的な発行条件を決定する。相互に重

---

9) French, Martin "Fog Lifts on Swiss Money Mountains" *Euromoney*, March 1987, p.102, p.107. 但し規模が小さいとはいえ国内の投資家もおり、また年金や保険の資産も成長していくため、スイスからの投資がすべてこうした性質を持つと考えるのは誤りであろう。

10) Park, Yoon S., *The Euro-bond market*, Praeger Publishers, 1974, pp.38-39.

図1 ユーロ債発行額の推移



出所) Morgan Guaranty Trust, *World Financial Markets* 各号より作成。

複しているが、販売団は引受団よりも多くの機関が参加する<sup>11)</sup>。このようにリテール分売を目指して大規模なシンジケートを組織する一方で、その中に販売力を持っているのかどうか分からない業者が互恵関係に基づいて多数参加することは、ユーロ債市場に流動性があるのかどうかという議論を混乱させているように見える。

ユーロ債市場の草創期から流通市場での取引が活発であったという見解は見あたらない。断片的な情報からは、むしろほとんど取引されていなかったことがうかがえる<sup>12)</sup>。その後は発行額の拡大にあわせて流通取引も活発化する。しかし図1に見るような発行額の循環的変動はディーラーの再編を伴うものであり、そのたびに流動性が著しく落ち込むという事態が繰り返された。最初は69年における金融逼迫で、発行額が初めて前年割れになると同時に、

11) Giddy, Ian H., "The Blossoming of the Eurobond Market" *Columbia Journal of World Business*, winter 1975, pp.68-69.

12) 拙稿, 前掲, 91~92ページ。

流通市場ではディーラーが在庫の資金繰りに窮し、70年初頭に Eurotrade が Bondtrade に吸収されるというトップディーラー間の再編があり、また主要なディーラーでも取扱対象の証券を限定するようになった<sup>13)</sup>。73～74年にかけての落ち込みはさらに激しいもので、どこまで価格が下落してもまったく買い手が現れない状況が何度か生じ、ボンドを自己勘定で保有しているディーラーは3.5%もの逆轉に陥った。Orion Bank などは73年だけで80万ポンドもの損失を出し、状況が改善されるまでに同行と Western American Bank は完全に取引から撤退していた。残ったディーラーも取扱証券の種類と金額を限定し、当時は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<sup>14)</sup>。

以上の再編過程で、ごく一部の業者のみが幅広いマーケットメイクを提供し、その他の業者は表示通貨、発行者の出身国、発行形態などの基準で扱う証券を限定するという体制が確立した。また主要なディーラーが拠点をロンドンに移し、活発なディーラー間取引を通じて対顧客では行うことのできないポジション調整が容易に達成できる状況も整った。この当時、常時50以上の発行に対して双方向の価格を提示するディーラー数はロンドンに13業者あり、2位ルクセンブルグの4社を大きく引き離していた<sup>15)</sup>。この体制を基礎にして、75～77年の強気市場では新規参入が相次いだ。発行額の増加は勢いを増し、Salomon Brothers や Morgan Stanley といった大手投資銀行も発行市場での活動を支えるためにディーリングに参入するようになった。また表2に見るように出来高も膨らんでいき、First Boston のスタッフは以前なら2.5

---

13) Low, William "Improving the Secondary Market" *The Banker*, September 1972, p.1157-1158.

14) Reich, Cary "Can Eurobond Dealers Overcome Their Inferiority Complex?" *Institutional Investor*, April 1977, pp.112-116.

15) Clard, J.B., "Eurobonds: The Changing Face of the Market" *Euromoney*, April 1974, pp.27-29.



表2 ユーロ債決済機関の移転額，受入発行数，参加者数

	Cedel			Euro-clear		
	Participants' turnover (\$billion)	Number of Issues accepted	Number of participants	Participants' turnover (\$billion)	Number of Issues accepted	Number of participants
1974	8.1	1,326	605	8.2	1,947	520
1975	14.2	1,610	692	14.3	2,570	566
1976	29.7	2,004	766	37.0	3,244	653
1977	38.5	2,410	847	64.1	3,969	770
1978	39.7	2,741	938	78.1	4,747	856
1979	54.7	3,207	990	99.1	5,450	974
1980	80.2	3,528	1,028	152.4	5,738	1,056

出所) Anderson, Tim "The Growing War Between Cedel and Euro-clear" *Euromoney*, May 1981, p.41.

～5万ドルの取引を行って十分と考えていたが、現在では日常の業務として25万ドルの取引を行っていると言っている<sup>16)</sup>。ディーラーの階層化も流動性の維持に寄与しており、以前は多くの業者が包括的なマーケットメイクを提供していたために、一部の業者が撤退したときの影響は大きかったが、特定の分野に特化する機関の数が増えたことで撤退の影響が小さくなったという証言もある<sup>17)</sup>。こうした状況を見ると、市場の流動性は順調に高まっているという印象を持つ。

しかし表2の数字からのみ流動性の高さを判断することはできない。一つには77年まではボンドの価格が上昇していく基調にあり、単純にどこかの時点で購入したボンドを他の時点で売却すれば収益を上げることができた。もう一つはディーラー間取引があまりにも多すぎることであり、スタッフは業務時間のほとんどを競争相手との電話に費やしていた。ポジション調整を行うためという理由もあるが、業者間で互いに取引高を簡単に増やして、上司から高い成績評価を受けようとする動機もあると指摘されている<sup>18)</sup>。さらに

16) Reich, *op.cit.*, p.112.

17) *Ibid.*, p.119.

ほとんどの業者が取扱証券を限定するという事は、一部の証券についてはマーケットメーカーが存在しない可能性も出てくる。当時、発行全体の1/3は実質的に流通市場を持っていなかったと言われている。しかも総合的なマーケットメイクを提供する業者間で再編があった場合には、即座に流動性が低下することを意味する<sup>18)</sup>。78年はドル危機の影響で、特にドル建てユーロ債の発行が大きく落ち込み、取引高も表2を見る限り伸びが他の年と比較して著しく小さい。この年はCredit Suisse White WeldのWhite Weld持ち分をFirst Bostonが買い取り、Credit Suisse First Bostonが誕生した。両者が共に大手のディーラーであったことを考えると、この再編劇が流通市場に与えるインパクトはかなり大きかったと想像することができる。

以上のように流動性の高さについては関係者の間で見解が分かれるが、様々な証言から市場の大まかな構図を次のように整理することができる。一部の業者、特に発行市場のランキングで上位に入るような業者が、総合的なマーケットメイクを提供し、その他の業者は市場の循環にあわせて参入と撤退を繰り返す。そして取引の中身は、主に業者間の売買によって占められている。これらの性格は、発行市場におけるシンジケートのあり方をそのまま引き継いでいる。

上述のように主幹事は各業者から販売希望額を受け付けるが、これが最終投資家の需要であるとの保証はまったくない。多くの業者は互恵的な付き合いで参加しているだけで、中には販売力か、あるいは販売する意志をまったく持たない業者も存在する。こうした業者は、手数料の中で販促費の意味合いを持つ部分（手数料全体が2.5%であれば、通常は1.5%）を差し引いた価格で債券を自己勘定に受け入れ、価格維持操作を利用するか、その後の取

---

18) *Ibid.*, p.122.

19) Kerr, Ian "Shortcomings in Eurobond Trading and Research" *The Banker*, October 1978, p.67.

引価格を見ながら、流通市場で売却することによって利益を上げようとする<sup>20)</sup>。この業者間取引が、最終投資家からの需要を持つ業者の手に債券を移転させることで、分売を促進しているとの主張もあるが、発行市場における分売機能の補完は流通市場が本来的に果たすべき役割ではないとの批判の方が的を射ている<sup>21)</sup>。互恵的に参加する多数の業者は、それぞれの引受額が抑えられるために適切な分売戦略を立てようとし<sup>22)</sup>ない。そこに市場での売却で簡単に収益を上げる方法があれば、むしろ最終的な分売の障害になっているとも考えられる。個人投資家向けに証券を分売しようとするれば、大規模なシンジケートを組成するしかなかった。そして、それが流通市場の性格を規定していた。

## 2. 銀行によるユーロ債市場の補完

### (1) 銀行間ユーロ債取引

投資銀行とマーチャントバンクはもちろん除くにしても、銀行に大陸欧州系を含めると、それらはユーロ債市場で中核となって活動しているために、銀行によるユーロ債市場の補完という表現は成り立たない。ここでいう銀行は主に米系の商業銀行（米銀）であり、大陸欧州系を含める場合は、米銀と類似の活動を行っている側面を指している。これら銀行は、シンジケートローンという形で一部の借り手にとっては債券発行に代替する資金調達手段を提供しただけではなく、そこから派生する活動を行うことでユーロ債市場の幅を広げた。その一つがFRNである。

FRNは70年代の前半にはシンジケートローンの変型として散発的に利

---

20) Rothschild and Leach, *op.cit.*, p.305.

21) Yassukovich, S.M. "How the Secondary Market Silenced Its Critics" *Euromoney*, February 1977, p.9.

22) Anderson, Nicholas "Underwriters Must Learn to Say No" *Euromoney*, May 1980, p.33.

表3 FRN 発行額および件数（発行額は単位100万ドル）

	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980
銀行 額			20	40		190	1,100	1,445	1,900	3,035	2,594
銀行 件数			1	1		5	28	33	40	55	45
その他 額	300		40		145	25		150	390	1,008	1,585
その他 件数	5		2		5	1		3	8	15	19
合計 額	300		60	40	145	215	1,100	1,595	2,290	4,043	4,179
合計 件数	5		3	1	5	6	28	36	48	70	64
ユーロbond発行額	2,761	3,288	5,508	3,708	1,936	7,281	12,915	15,741	12,009	16,476	18,911
FRN の比重(%)	10.9		1.1	1.1	7.5	3.0	8.5	10.1	19.1	24.5	22.1

出所) Fisher, Frederich G.(他), *International Bonds*, Euromoney Publications, 1981, p.142.

用されただけで、ローンの満期が長期化する一方でボンドの満期が短期化するという傾向の中で存在意義を喪失しつつあった。しかし75年に *Banque Nationale de Paris* が6年物5000万ドルのノートを発行すると、これを皮切りにその他フランスの銀行やイギリスのクリアリングバンクによる発行が後に続き、市場は拡大基調に乗ることができた<sup>23)</sup>。表3によってその推移を確認することができる。70年代後半から銀行による発行が市場の拡大を主導し、79年にはユーロ債全体の1/4弱をFRNが占めるまでになっている。この時期に銀行によるFRNの発行が拡大したのは、ヘルシュタットの破綻で銀行間取引の金利が二極化し、特にドル預金ベースのない銀行にとって長期資金の重要性が高まったことが最初のきっかけになっている。加えて一部の国では銀行の長期資産に長期の資金調達を対応させるような規制当局の指導があり、フランスの銀行は貸出制限が債券による調達資金には適用されないこともFRN発行拡大の要因になっている<sup>24)</sup>。これらの要因はともに、シンジケートローン市場の拡大と歩調を合わせてFRN市場が成長してきたことを示して

23) Ugeux, Georges, *Floating Rate Notes*, Euromoney Publications, 1985, p.21.

24) Ramsden, N.F.E. "The International Market for Floating-Rate Instruments" Bank of England, *Quarterly Bulletin*, September 1984, p.339.

いる。

またそれだけではなく、FRNは銀行が証券業務に参入するための足がかりにもなった。それが発行側だけではなく、保有側でも銀行の存在を際立たせることになる。FRNの発行業務には真の販売力が必要なく、証券分売にかかわっていない銀行でも参入しやすい。しかも調達コストがLIBORベースの銀行は同じくLIBORベースでクーポンが設定されるFRNの在庫保有から一定のスプレッドを確保できる。この在庫保有によって引受やトレーディング業務を支えることができるので、銀行の保有が拡大しやすいのである<sup>25)</sup>。

80年代にはいと債務危機の影響でシンジケートローンと銀行間取引が同時に縮小し、銀行が代替的な資産を求めることで、FRNの保有に占める銀行のシェアはさらに高まった。具体的な数字は不明であるが、推計によっては80%を超えるとされている。中でも邦銀のシェアは特に大きく、英所在銀行だけに限定すると、84年5月には66%にもなった<sup>26)</sup>。しかしこの頃には銀行といってもその範囲は広がっており、特に邦銀では小規模な銀行による購入の多さが指摘されている<sup>27)</sup>。アメリカにおいても銀行ではないが、S&Lが重要な買い手となり、その他の自由金利商品を提供する機関は全て潜在的な投資家になると考えられるようになった<sup>28)</sup>。一方で、発行者も多様化する。従来、銀行以外の調達者は主にソブリンで、シンジケートローンの代替物として利用しており、企業は変動金利での調達よりも短期借入かCP発行を嗜好していた。企業がFRNを利用する一つのパターンとして、固定金利債の発行が可能かどうかをテストすることがある。この場合は銀行が発行の幹事を務めることで、仮に投資家からの受けが悪くても幹事銀行が在庫として保有すればすむ<sup>29)</sup>。しかしそれだけではなく、企業による発行が希少性を持つ

---

25) Ugeux, *op.cit.*, p.56.

26) Ramsden, *op.cit.*, p.339.

27) Shirreff, David "Prepare for the Global Market" *Euromoney*, October 1983, p.127.

28) Grant, Charles "The Liquefaction of the Euromarkets" *Euromoney*, October 1983, p.141.

表4 国際資本市場における借入（10億ドル）

	1982	1983	1984	1985	1986	1987
MCFを含むNIF	5.4	9.5	17.4	34.4	24.8	28.1
その他引受ファシリティ			11.4	8.5	4.5	1.8
ユーロCPプログラム				12.6	59.0	55.3
その他非引受ファシリティ				23.2	67.6	69.6
うちMTNプログラム					1.7	7.9
FRN	15.3	19.5	38.2	58.4	50.7	10.7

出所) OECD, *Financial Market Trends* 各号より作成。

ことを利用して、低コストの資金源としてFRNを発行する企業もある。そしてスワップ市場の発達で、一度FRNによって資金調達を行った企業でも、機会があればそれを固定金利の負債に転換することができる<sup>30)</sup>。

表4でFRN発行額の推移を確認しておく。表3との連続性はまったくないため80年の41億ドルが82年に153億ドルになったというのは数字通りに受け入れるわけにはいかないが、かなり急激に発行が伸びたことは間違いない。債務危機やスワップ市場成長の影響で市場が急成長したことが見て取れる。さすがに87年には前年末の永久FRNを中心とした価格の暴落から発行額は縮小するが、それまでの成長が急すぎたと考えることもできる。この後の展開を考えた場合に、銀行間取引の選択肢がさらに多様になっていく中でFRNがユーロ債市場で比重を高め続けると考えるのは無理がある。しかし銀行だけでなくその他の主体にとっても考慮すべき選択肢の一つであり続けると思われる。

FRNと同様、債務危機の影響で急激に成長したものにRUFがある。RUF自体はCiticorpが78年12月にシンジケート回転信用とFRNの中間的な調達手法としてNew Zealand Shipping Corp.（政府保証付き）に提供したところから始まっている<sup>31)</sup>。この仕組みが普及するのはやはり債務危機の影響からで

29) Ramsden, *op.cit.*, p.338.

30) Grant, Charles “1984: Eurobonds Will Boom Again” *Euromoney*, December 1983, p.81.

あり、銀行はシンジケートローン市場の縮小を回避するために、NIFの売り込みを積極化させ、それに85年頃までは当たり前のこととして引受機能を付帯させており、利用者側からもNIFというより低価格のバックアップとして見られていた<sup>32)</sup>。したがってノートの発行額そのものが小さく、また以上の経緯から満期、金利などの条件は銀行仕立てであり、ノートが発行される場合は、ほとんどがシンジケートローンに参加するような銀行が短期貸出の代替物として購入していた。その後、マーチャントバンクなどが分売力を発揮して、シンジケートローンの重要な参加者ではないような小規模の銀行にも販売され、ノートの保有が銀行間貸出の代替としての役割を持つようになる<sup>33)</sup>。このようにシンジケートローン、そして銀行間取引の代替として発達したところはFRNと同じである。しかもそれを中心として他の利用者にも波及しているところもよく似ている。

85～86年にかけて、NIFが銀行貸出の性格を持つものと投資家に分売されるようにノートを発行するものに分化していく傾向が明確になる。表4でもNIF（この表では引受けであることを意味する）と引受ファシリティーの合計は、85年にピークを迎え、86年から伸びが鈍化している。一方でユーロCPの方は85年から86年にかけて急増している。85年に、最初の内は引き受けたノートの30%以上を非銀行投資家に販売できる幹事はほとんどなかったが、年末までには発行されたノートのほぼ全額を非銀行投資家に販売できた案件がいくつか出てくるようになった<sup>34)</sup>。Citicorp International Bank Ltd.

---

31) Bankson, Lloyd and Michael Lee, *Euronotes*, Euromoney Publications, 1985, p.1.

32) *Innovation in the International Capital Markets*, Supplement to Euromoney, January 1986, pp.81-82. 本稿ではNIFを「ノート発行のためのファシリティー」として考え、NIFに引受けが付いたものをRUF、ついていないものをユーロCPと呼ぶことにする。従ってOECDの表によるNIFとは定義が異なっている。

33) Bankson and Lee, *op.cit.*, p.37.

34) "Developments in International Banking and Capital Markets in 1985" Bank of England, *Quarterly Bulletin*, March 1986, p.63.

が非銀行への販売に最も力を入れていると考えられており、その CIBL のユーロノート販売・トレーディング部長によると、MMF、中央銀行、個人富裕層が新たな投資家として市場に参加するようになった<sup>35)</sup>。但し企業の利用にはなかなか広がりにくい。米の CP 市場との類似で考えると、企業のキャッシュフロー調整が中心になっていくものと予想されるが、85年の末頃でもユーロノートに恒常的な投資を行う企業は世界中で50社程度しかなかった。これに関して PKbanken スタッフは米と同じように企業向けに販売しようと思っても、欧州企業はもっぱら欧州通貨に基礎をおいているため、やはり銀行が主な買い手になると証言している<sup>36)</sup>。ユーロ CP のように迅速な発行を利用するという機能は、後述するユーロ MTN が主に担うようになっていく。

以上のように、FRN にせよ NIF にせよ、どちらもシンジケートローンおよび銀行間取引の代替物として市場が拡大し、銀行中心という性格を維持しながら、その利用が他の部門にも波及していった。これは、銀行が投資銀行やマーチャントバンクとは異なる性格を維持しながらユーロ債市場に参入していくことで、その他の参加者が調達と運用の両面で新たな選択肢を持つようになったことを意味する。銀行中心という性格は、場合によっては他の利用者のニーズに適合しないことも多々ある一方で、そのことがむしろ幅広い裁定機会を提供することになるとも考えられる。

## (2) 銀行の簿外取引とユーロ債市場

銀行との関係で、銀行間ユーロ債取引に加えてユーロ・セキュリタイゼーションを特徴づけるもう一つに、簿外取引の活発化がある。上述した RUF も、引受部分のみを取り出せば、純粋な簿外取引である。この引受あるいはスタンドバイは、流動性を補強するという機能を果たしており、同じ

---

35) Adam, Nigel "Now the Honeymoon is Over" *Euromoney*, June 1985, p.239.

36) Gilbert, Nick "The Shape of Things to Come" *Euromoney*, November 1985, p.57.



ような機能を果たすもので最も基本的なものは銀行による L/C の発行である。L/C はアメリカ国内でかなり広範囲に利用され、米銀上位25行だけでもスタンドバイ L/C の残高は76年の100億ドル弱から85年半ばの1550億ドルまで増大している。典型的な利用方法は CP と地方債の分野で見られる。米銀と米所在外銀は CP 残高200億ドルについて金利・元本の支払保証人になっており、地方債についても84～85年だけで、420億ドルの変動金利ノートに流動性保証を付けている<sup>37)</sup>。L/C の有無は金利に影響し、米証券業協会によって、他には何ら違いがないにもかかわらず、発行5年経過後に投資家が額面で売り戻すことができるよう L/C が付けられた（発行者が買い戻せない場合は銀行が買い戻す保証が付いた）債券はクーポンが11.5%であったのに対して、L/C が付いていない債券のクーポンは14%になった事例が紹介されている<sup>38)</sup>。ユーロ債市場においても前掲表4に見られるように、伸びが鈍化しているとはいえ銀行は様々なコミットメントを提供しており、それが証券の流動性を補強しているものと考えられる。

その他に、ユーロ・セキュリタイゼーションの簿外取引を語る上でスワップへの言及は避けることができない。スワップ市場が為替管理を回避するために用いられていたパラレルローンを原点としていることから分かるように、基本的なスワップの用途は、規制や信用評価の格差によって生じる裁定機会を利用することである。仕組みが簡単なことから金利スワップの成長が先行し、82～83年第1四半期までは、信用力の高い欧州系の銀行が固定金利債を発行してそれを変動金利支払いにスワップし、反対側では Baa 格程度の米企業が変動金利債を発行してそれを固定金利支払いにスワップするとい

---

37) Andrews, Suzanna and Henny Sender “Off Balance Sheet Risk: Where Is It Leading the Banks?” *Institutional Investor*, January 1986, pp.76-78.

38) Senate, Hearings, Subcommittee on Securities of the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, *Securities Activities of Depository Institutions*, 97th Cong., 2nd sess., 1982, p.139.

うパターンが特に目立っていた<sup>39)</sup>。この取引は固定金利市場と変動金利市場における信用評価のばらつきを利用して、互いに調達コストを下げる利用方法であるが、銀行による発行があまりに多額に上ったため、固定金利債の市場では銀行発行物が飽和し、信用力の低い企業の固定金利債に対するリスクプレミアムが縮小した<sup>40)</sup>。市場の効率化が進むほど、同じ裁定機会がいつまでも続くことはなくなっていく。いかにユーロ債市場が裁定機会に富んでいるとはいえ、それだけが利用動機であれば市場規模の拡大は限られてくる。同時にそれは取引の薄さによって裁定機会の利用を困難にすることも意味する。

上記の裁定機会が利用し尽くされるのにあわせて、スワップを ALM 目的で利用しようとする動きが出てきた。既存負債を借り換えたり、資産のリターンを引き上げることは現物の取引によっても達成できるが、これをスワップによって効果的に行うことができる<sup>41)</sup>。上述した変動金利負債を金利の動きに応じて固定金利にスワップするパターンはこの一例で、以前であれば短期負債を債券発行で固定化するという方法が用いられていた。これとは逆に固定金利負債をコールする代わりにスワップを用いることもできる。スワップであればコールプロテクションが付けられていない。同じように資産側で、固定金利投資の金利収入を状況に応じて変動金利にスワップすることも、そのまた逆もできる。進んだ企業ではスワップのポートフォリオを保有し、その市場価値を常に確認しながら、状況に応じてスワップの解消を行うところもある。Gaz de France は、83年春にスワップを多用し始めてから85年春までに75のスワップ契約の内、21契約を解消し、合計4000万ドルの利益を実現した。ここまでは行かなくても、当時すでに数10の企業は1～2回なら一

---

39) BIS, *Recent Innovations in International Banking*, 1986, p.41.

40) Beidleman, Carl R., *Financial Swaps*, Dow Jones-Irwin, 1985, p.225.

41) Hammond, G.M.S. "Recent Developments in the Swap Market" Bank of England, *Quarterly Bulletin*, February 1987, p.74.

表5 主要機関のスワップ取引額（1986年6月末までの12ヶ月）

10億ドル	
Citicorp*	45
Bankers Trust* Salomon Brothers	30～35
First Boston Chemical Bank* Morgan Guaranty Chase Manhattan*	20～25
Merrill Lynch Drexel Burnham Lambert Manufacturers Hanover Banque Paribas* Prudential Bache*	12～15
Kleinwort Benson Morgan Stanley* BankAmerica	10～12
Nomura* SBC International* Lloyds Bank* First Interstate*	5～10

注) 取引当事者となったもの。\*の印が付いた機関は Euromoney 誌の推計を確認。  
出所) Crabbe, Matthew “Clearing House for Swaps” *Euromoney*, September 1986, p.351.

度結んだスワップを売却したことがあった<sup>42)</sup>。こうした取引が可能になったのは銀行や投資銀行がマーケットメイクを行うようになったからである。イングランド銀行による推計では、金利・通貨スワップの対顧客とディーラー間をあわせたフローの取引額は86年におよそ1900億ドルであるのに対して、表5を見ると Citicorp だけで450億ドルの取引を行っている<sup>43)</sup>。

表には投資銀行も多数含まれているが、銀行と投資銀行はスワップ市場で全く同一の役割を演じているわけではない。スワップの取引を拡大させる上

42) Grant, Charles “Why Treasurers Are Swapping Swaps” *Euromoney*, April 1985, p.19.

43) 86年のフロー取引額は Hammond, *op.cit.*, pp.70-71からの数字である。

で出てくる一つの問題点は、取引相手が増えるに従って、そのうちのどこかが契約不履行を起こすリスクが高まってくることである。このリスクを懸念し、ほとんどの参加者は取引相手を限定する。例えばカナダ輸出開発公社はAA格未満の銀行とは取引せず、世銀はAAAの企業、ソブリン、または特定のマネーセンターバンクにスワップ相手を限定している。またディーラーでも Shearson Lehman Brothers はA各以上の相手でなければ担保を請求するか、契約に根洗規定の挿入を求める。これに対して Bankers Trust はスワップの90%がBaa以上の相手で、それは貸出ポートフォリオより格付けが上と調査スタッフが証言している<sup>44)</sup>。スワップの場合は相手が破綻しても、同じ条件のスワップを結び直すためにどの程度のコストがかかるか分からないというリスクがあるだけで、契約額の全額が損失になるわけではない。そのため銀行は貸出を行うことを考えれば、それよりも質の低いものでもスワップ相手として引き受けることができるはずである。この事情もあり、銀行と投資銀行はスワップに対して異なるスタンスを持っている。その一つが銀行の場合は、顧客が当事者間では直接取引を行いたがらない場合でも、スワップのアレンジに加えて、両社の契約不履行リスクを引き受けて間に立つ。これに対して投資銀行の場合は、リスクを引き受けて間に入る商業銀行を見つけなければならない<sup>45)</sup>。

銀行が持つ多様なキャッシュフローも銀行の特殊な地位を規定している。初期のスワップ市場ではスワップ価格を、各スワップのキャッシュフローを単一の割引率で現在価値に引き直すことによって算出していた。しかしスワップをポートフォリオとして管理するようになると、満期の異なるキャッシュフローをそれぞれの満期に対応したゼロクーポン利回りで現在価値に引き直すことで価格を算出するようになる。ここではキャッシュフローが各スワ

---

44) Miller, Gregory "When Swaps Unwind" *Institutional Investor*, November 1986, p.128.

45) Tait, Simon "It Takes Two to Tango" *Euromoney*, February 1983, p.78.

ップ契約毎に管理されるのではなく、それらが分割され、他のスワップもあわせて満期毎に管理されている<sup>46)</sup>。そうなれば、あるスワップ契約のキャッシュフローを他のスワップ契約のそれと対応させる必要もなくなってくる。事実、Citibank の場合はあらゆる満期について一方の金利スワップを受ければ、それを自己勘定で保有し、内部の財務取引で処理するかスワップ勘定で保有するかは状況に応じて判断するとしている<sup>47)</sup>。また Chase Manhattan の場合も、一方でスワップを受ければそれをマッチさせようとせず、リスク資産として把握し、キャッシュフローは銀行の ALM 全体の中で把握するため、財務部門とスワップ部門が共同で作業を行う<sup>48)</sup>。このように銀行は特に中期までのものであれば、為替取引も含めて多様なキャッシュフローを持つことから、スワップ契約からのキャッシュフローを他の取引からのものと比較的容易に対応させることができる。そのためより多くのスワップを吸収でき、さらにそれが銀行にとっても ALM の役割を果たすのである。

以上、銀行のユーロ債関連業務を見てきた。銀行間のユーロ債取引では相互の取引によって市場に流動性を提供し、貸し手と借り手それぞれに新たな選択肢と裁定機会を提供した。簿外取引においても流動性を高め、スワップ取引では現物を用いない方法で裁定機会を実際に利用することを可能にした。また ALM でのスワップ利用は現物取引を代行し、スワップ市場自体に厚みを持たすことで裁定機会の利用をより容易なものにする。そして忘れてならないことは、証券業務と銀行業務の融合が進むと言われる中でも、相変わらず投資銀行とは異なる性格とそこから派生する独自の領域を持っていたために、銀行がユーロ債市場にこうした形で厚みを持たせることができたということである。

---

46) Cooper, Ronald "Swap Houses Switch to New Values" *Euromoney*, January 1987, pp.32-33.

47) "The Way into Any Market" *Euromoney*, November 1983, p.61.

48) Shirreff, David "The Fearsome Growth of Swaps" *Euromoney*, October 1985, p.225.

### 3. 投資家の多様化によるユーロ債市場の多層化

#### (1) 機関投資家の台頭

前述のように初期のユーロ債市場では個人投資家の比重が圧倒的であった。しかし時間の経過と共に多様な機関投資家が市場に参加するようになった。市場の草創期からすでにごくわずかではあるが保険会社などがユーロ債投資を行っており、それらの投資基準を満たすために、実際には売買する必要はなくても発行債券が取引所に登録されていた。その後、60年代のうちにはすでに新たな投資家が市場に引きつけられる。それらは NATO, OECD, 国連といった国際機関の年金基金や多国籍企業の年金基金である。投資信託ではロンドンに拠点を置くものやスイスの銀行が運営するものがユーロ債を投資対象に含め、また米系金融機関等がオフショア市場で設定したファンドも資金の一部をユーロ債市場に投入するようになる<sup>49)</sup>。70年代に入るとさらに新たな投資家が加わってきた。いくつか例を挙げると、海上・航空保険が国際的な再保険契約をドル建てで行い、そのためドル建てのユーロ債に投資を行うようになった。また PIC と呼ばれる船舶保有者や石油会社が、タンカー事故による汚染に対する損害賠償や、その他の支出に備えて独自に設定した共済保険も契約がドル建てで、こちらもドル建てユーロ債を投資対象に含める。石油収入がドル建てである中東諸国も通貨当局が準備拡大にあわせて投資対象を短期の預金以外に広げてくる。それ以外でも一部の国の中央銀行は準備多層化の一環としてユーロ債への投資を行うようになった<sup>50)</sup>。

ここまで挙げてきた機関投資家は、そのほとんどが本来的に国際的な投資を行う性質を持っていると考えられる。機関投資家の比重が徐々にでも高まっていけば、それ自体がユーロ債市場に新たな性格を持たせることになるが、

49) 以上については拙稿、前掲、92～94ページを参照されたい。

50) Reich, *op.cit.*, p.116, および Mendelsohn and Sandeman, *op.cit.*, p.84.

70年代にはさらに異なる性格を持たせる動きが始まっていた。その直接的な契機は74年にアメリカの資本輸出規制が撤廃されたことである。

アメリカの場合は国内市場の厚みがあることも手伝って、規制撤廃が即座に本格的な対外投資につながったわけではない。さらに、当時 Smith Barney のスタッフによると、金利平衡税以前に外債投資を行っていた保険会社スタッフの外国投資に関する知識は、古びた物になっており、これも対外投資の制約になっていた<sup>51)</sup>。それにもかかわらず年金や信託勘定を通じる対外投資は徐々に拡大していく。70年代における国際投資の最大手は Morgan Guaranty Trust の国際投資勘定で、78年には対外投資を行う企業年金資金の約65%を占めていた。国際分散の方がブルーデントであるという法的アドバイスや、場合によっては投票が必要という ERISA の制約はあったが、MGT の場合は74年に対外投資を増加させていくことを550社に通知し、15社のみが反対しただけであったので、合同勘定を対外投資に向けることが出来た<sup>52)</sup>。こうした努力を受けて、82年末には年金基金の投資資産のうち約70億ドルが国外に向かうようになった。さらに翌年には、AT&T が450億ドルの年金資産のうち5%を対外投資に向ける方針を立て、GM など他の大手も対外投資の比率を高める方針を打ち出した<sup>53)</sup>。これらの投資は国内の金利が高かったこともあって、主に株式に回るのであるが、対外投資全体が拡大すると一部は債券にも向かっていく。例えば GTE Corp. の年金基金は84年に、国際債券投資に価値があるかどうかを確かめるために固定金利資産の5%を国際債券購入に向けた。この時期、数はまだ少ないが、GTE のように国際分散投資を進めようとしている企業、公的機関、組合の年金基金が増加傾向にあっ

---

51) Thackray, John “Investment Banking’s New Foreign Accent” *Institutional Investor*, April 1974, p.68.

52) “Investing U.S. Pension Funds Overseas” *Business Week*, May 29, 1978, p.73.

53) Byland, Terry “How Erisa Has Affected US Pension Funds” *The Banker*, August 1983, p.47.

た。InterSec Research Corp. の James Waterman は、85年春までに米年金基金の資金約10億ドルが国際的な固定金利投資に回されていると指摘している<sup>54)</sup>。

80年代に他の国でも規制が緩和され、対外投資が進む。まず、イギリスにおいては70年代末までに生保や年金基金の資産はかなり成長していたが、為替管理の存在によって、対外投資を行う場合はプレミアム付きの投資用外貨を購入するか外貨借入を行う必要があった。79年10月にこの制約が撤廃されると、対外投資が一気に拡大する。年金基金の場合は新規投資で海外に向かう割合が79年第1四半期平均の7%から80年20%、81年前半25%へと上昇する。保険会社でもキャッシュフローに占める対外投資の割合は為替管理撤廃前の4%から81年3月末の17%まで高まる。対外投資のこのような急増にあわせて、それまで大手に限定されていた投資家層が、中小企業や自治体の年金基金にまで広がっていった<sup>55)</sup>。日本の場合は70年代初頭から対外投資が認められるようになっていたが、石油危機の影響でしばらくは投資がほとんど停止状態にあった。しかしその影響から回復していったことに加えて、80年には新外為法で内外の資本移動が原則自由化されると対外投資が急速に拡大していった。その主導役は生損保であり、86年までは規制によって資産の10%までしか非居住者が発行する証券への投資に向けられなかったが、資産そのものが急成長していたこともあり、資産の伸びに一致させたとしても年間およそ25億ドルの投資が可能であった<sup>56)</sup>。実際には80年代初頭のかかなり低い比率から始まって85年末には多くの生保で上限近くまで投資を伸ばしているもので、ほとんど雪崩のような勢いで投資を拡大していた<sup>57)</sup>。

---

54) Jansson, Solveig "The Challenges of Global Bond Management" *Institutional Investor*, April 1985, p.109.

55) Ireland, Jenny "Tempting the UK Investor" *The Banker*, November 1981, p.143.

56) Curtin, Donal "A Better Lubricant Than Oil" *Euromoney*, March 1984, pp.165-166.

57) 日本の対外投資に関する一般的な記述は、日本興業銀行国際金融調査部編『ユーロ・ビジネス入門』東洋経済新報社、1986年、97～108ページに基づいている。



表6 各国における企業年金資産と外国証券投資残高（1986年末：単位10億ドル）

	企業年金資産(A)	外国証券投資(B)	B/A (%)	1980～86年の外国証券投資伸び率(%)
アメリカ	1,250	45.0	4	45
イギリス	243	56.6	23	36
日本	145	14.5	10	75
オランダ	85	8.5	10	36
カナダ	62	5.6	9	19
スイス	65	3.3	5	
西ドイツ	48	1.9	4	22
世界合計	1,995	143.6	7	32

原典) InterSec Research Corp. U.S.A.

出所) 大和正典編『国際分散証券投資』有斐閣, 1987年, 31ページ。

保険会社の対外投資に関する国際比較は手元にはないが、企業年金については表6を参照されたい。これを見ると例にあげた米英日の3カ国が突出している。また80年代に入ってから伸びは、日本でかなり高くなっていることも確認できる。但し、保険会社を含めて、これらの投資家が対外投資のどの程度をユーロ債に向けているのかは不明であり、一般的にはさほど大きくないと考えられている。

以上、機関投資家の成長を概観してきた。ここから二つのことを強調しておきたい。まず一つ目は多様性である。例えば70年代に新たな投資家となった通貨当局は基本的に満期の短いものを好み、対象も最上級のソブリンに限定され、IBMやGMACのように知名度の高い企業でも入り込む余地がなかったといわれている<sup>58)</sup>。また日本の生保が配当原資に対する制約から、総合利回りよりも高いクーポンが付いていることを好むという特殊性を持っていることはよく知られている。その他にも、ベルギーのユニットアカウント管理者は通貨リスクの発掘と評価に関心があり、ロンドンやバミューダの新し

58) Faith, Nicholas "The Death of the Selling Group Member" *Euromoney*, February 1981, p.61.

い機関投資家は利回り志向が強いなどの異なるニーズが交錯していることから、グローバル化というのは単純化しすぎで、実際にはパッチワーク・キルトのような状態であるという評価がある<sup>59)</sup>。個人投資家の性格に、それぞれ異なる国際的な機関投資家の性格が重なっていき、さらに各国の規制や慣行に制約された投資家のニーズが加わることで、特に80年代には突然とっていいほどの多様化が生じた。これは裁定機会を豊富に提供することにつながる。そしてもう一つは、80年代から各国内の機関投資家が対外証券投資を拡大し始めたことで、それまでは各国市場と限られた裁定関係しか持たなかったユーロ債市場が、世界的な国際分散投資の一選択肢という側面を持つようになることである。これらの変化がユーロ債市場にどのような影響を与えたのかを以下で確認していく。

## (2) 発行市場における変化

ユーロ債市場において機関投資家の存在感が強まってくることで、リテール分売を前提とする大規模なシンジケートに互恵的な関係で業者が参加する方法は、ますます無理のあるものになる。また収益性を求めてより多くの業者が発行市場に参入するようになり、借り手がその競争関係を利用して調達コストを引き下げようとする、業者間の対立はより激しさを増す。幹事業者は引受業者に対する圧力を強め、79年の時点で引受小切手から経費として平均26%、大きい場合には65%を差し引き、クローリングから引受小切手を渡すまでに平均5.5ヶ月、長い場合は9ヶ月かけていた。さらに反応がよい発行については割当を小さく抑え、悪い発行は全額を割り当てていた<sup>60)</sup>。84年にアメリカが非居住者向けの金利・配当支払に対する源泉税を撤廃したことは業者間の対立に拍車をかけた。例えば84年9月にJ. C. Penny は対応する

---

59) Mackintosh, Ian "Let's Bury the 150-Name Tombstone" *Euromoney*, May 1980, p.46.

60) Anderson, *op.cit.*, pp.31-33.

財務省証券よりも10ベーシスポイント低い利回りでユーロ債を発行し、同月のChevronの場合は1ポイントものマイナスを記録した。ここまで条件が下がったのは、源泉税の撤廃で発行市場がNYにシフトし、発行業務が米投資銀行に奪われるのを防ごうとして、欧州の銀行が顧客に好条件を提示したことが理由になっている<sup>61)</sup>。投資家からの受けが良ければそれでも問題ないが、あまりに借り手よりの条件であれば業者の在庫が膨れ、手数料の取り分が少なくなるか場合によっては損失を出しても、それらを流通市場で売りさばこうとする誘因が働く。

機関投資家の参入が拡大することで、業者の立場はさらに悪くなる。前述のようにユーロ債市場ではリテール向けの分売を前提にしているため、手数料水準が高めに設定されている。そこで業者は大口の機関投資家向けに販売するときは、手数料の一部を譲歩して低い価格を提示する。結果として、最終的に業者の手元に残る手数料は1/3程度になると考えられている<sup>62)</sup>。機関投資家にしてみれば割引価格が当たり前になり、取引を行うときもその購入価格が前提となる。すると流通市場での価格はほとんどの場合、発行価格を下回るようになる。これに業者の在庫処分が重なると、さらに価格の下落圧力が強まり、獲得できる手数料もそれに合わせて縮小する。幹事業者には幹事手数料があることで、引受業者よりはバッファが大きいですが、それでも主幹事が委任状を獲得するためにあまり無理をし過ぎると在庫保有による損失が膨らむ。80年代の委任状争いは幹事業者にも負担を強い、平均的に見て共同幹事が利益を得ることができるのは参加件数の1/3で、他の1/3では収支が均衡、そして残りは損失を出す状況であった<sup>63)</sup>。こうなると共同幹事までも

---

61) Cooper, Wendy "Second Thoughts About Eurobonds" *Institutional Investor*, February 1985, p.157 および "International Financial Developments" Bank of England, *Quarterly Bulletin*, December 1984, p.466.

62) Craven, John A. "A Case for Change in Eurobond Issuing Techniques" *Euromoney*, November 1980, p.97.

が投げ売りの誘因を持つようになる。

投げ売りは主幹事が価格維持操作を行っているクロージング前、場合によっては割当が決定する前に生じる。結果として主幹事の引き取り分が増大することになる。いくつかの大手機関は、多くの発行で40～60%の証券を抱えることになり、引受業者と言うよりファンドマネジャーのようになっていると証言している。割当前であれば主幹事は割当を絞り込むことで投げ売りに対抗することができる。成功例は Morgan Stanley と Goldman Sachs が共同で手がけた Wells Fargo 向け1.5億ドルの FRN 発行で、割当を絞り込んだことで、ショートポジションを取っていた業者がカバーに動き、102の価格がついた<sup>64)</sup>。しかし買い支えと同じく割当絞り込みも主幹事の引き取り分を増やすことになり、フィンランド向け2億ドルの債券発行のケースでは、主幹事の Morgan Stanley が発行総額の半分を保有することになった。この件について同社の Peter Ogden はディールを獲得しようとするなら、全部を単独でやるつもりでいた方がよいと証言している<sup>65)</sup>。

実のところ、こうした問題への対処は早い時期から bought-deal という形で行われていた。中でも80年4月に行われたディールはその後の展開を暗示している。このとき CSFB はユーロ市場の窓を発見し、ロンドンから GMAC 副社長に電話で、5年物1億ドルの債券を13.375%で買い取るのですぐ返事するよう要求した。30分後の GMAC からの返事でディールが成立する。CSFB によるオファーは、潜在的な複数の顧客と数週間前から日常的な接触を維持する中で、最良の借り手を選んで提示したものである。このディールの新しさは、銀行側が事前に借り手と条件交渉を行わずに設定した条件を、

---

63) Grant, Charles "Mapping a Route Through the Euromarket Chaos" *Euromoney*, January 1986, p.29.

64) Glynn, Lenny "The Big Eurobond Brawl" *Institutional Investor*, March 1985, p.279.

65) Muehring, Kevin "Syndicate Warfare in the Euromarket" *Institutional Investor*, September 1986, p.327.

借り手を選んで提示したところにある<sup>66)</sup>。ユーロ市場の窓を利用するためには、通常のシンジケートを組織して、条件確定までに2週間もかかっているようでは到底間に合わない。ディールの速度を上げて裁定機会をつかめば、借り手に好条件を提示することができると同時に、シンジケートを組織したとしても規模を大幅に縮小することで内部業者の投げ売りを防ぐことができる。そして裁定機会は投資家の特殊なニーズから生じてくることが多く、買い取りのリスクを最小化するためにも潜在的な投資家のニーズを把握しておかなければならない。したがって、こうしたディールで強みを発揮するため、大口の購入を行う機関投資家との関係を持つことが重要になる。但しこの形の *bought-deal* がそのまま普及していったとはいえない。

ユーロ市場の窓をねらって発行する他に裁定機会を利用する方法はスワップである。このスワップ市場が発達することで、業者は投資家の窓よりもスワップの窓の方を重視するようになったといわれている。それは債券発行で無理な条件を提示して損失を出したとしても、スワップの手数料で取り戻すことができることに起因している。業者は債券の発行が投資家に受け入れられるかどうかよりも、様々な取引条件が重なったときに借り手に債券を発行させ、その後債券がどうなるか考えないという苦情が耳にされるまでになった<sup>67)</sup>。この指摘がどのような案件を指しているのかは、具体的な記述がないため分からない。もしかすると発行のほとんどを自己勘定で保有することを覚悟の上で条件を提示していたのかもしれないが、少なからず投資家のニーズを想定したものも含まれているように思われる。例えば日興証券と Goldman Sacks は SEK のユーロ円債発行をアレンジし、日興証券は元利をド

---

66) Adam, Nigel "Behind the Bravado of the Bought Deal" *Euromoney*, August 1980, p.14.  
ちなみにユーロ市場の窓とは、米国内市場とユーロ債市場で投資家の反応が異なることから、金利循環のある局面でユーロ債市場での発行の方が顕著に好条件になる状況のことを指す。

67) Shirreff, *op.cit.*, October 1983, p.125.

ルにスワップする契約を受けた。このスワップに対して、日興証券は当初の発行代わり金と一連の金利支払い分については為替カバーをかけ、最後の償還についてはオープンのまま放置した。その代わりに他方で First Interstate が円ドル相場の変動に応じて償還金額が変化するドル建て heaven and hell FRN を発行し、日興証券と First Interstate の間ではその FRN の償還金額変動分を受け渡す契約を結んだ。こちらの発行コストが、全てを為替カバーで対応するよりも低コストであったことで SEK は好条件のドル資金調達が可能になった<sup>68)</sup>。

この取引でポイントになるのは heaven and hell FRN である。借り手に好条件を提示するときに、一連のスワップ取引のどこかでこうした特殊な債券が利用されるパターンは多い。当然、特殊な債券は投資家の特殊なニーズに対応している。ある米投資銀行のスタッフによると新商品のかかなりの部分は日本の投資家、特に保険会社のニーズに対応させたものであり、償還金額が少ない代わりにその分がクーポンに上乗せされている債券や heaven and hell 債のように為替リスクを負う代わりに利回りが高い債券はその典型であると証言している<sup>69)</sup>。このように特定のニーズに合わせて債券を設計すると、それは他の投資家に受け入れられるものではなくなる。Euromoney 誌が主要な機関投資家に対するアンケートの中で買いたくない商品について質問したところ、その中には dual currency 債、オプション付きボンド、永久 FRN、ユーロジャンク債、商品指数債、heaven and hell 債が含まれていた<sup>70)</sup>。80年代に日本の機関投資家が急速に国際的な投資での存在感を高め、それに合わせて

---

68) *The Global Swaps Market*, Supplement to Euromoney, June 1986, p.8. 実際には変動金利・固定金利間のスワップも含まれており、ここでの記述よりも仕組みは複雑である。

69) Evans, Garry "Why New Products Come and Go" *Financial Innovations Made to Measure*, Supplement to Euromoney, January 1987, p.3.

70) Crabbe, Matthew, Martin French and Tony Shale "Big Investors' New Motto: Safety First, Junk Out" *Euromoney*, March 1987, p.85.

多様な新商品が生み出され、複雑な仕組みの中でそれらの商品を利用することで借り手に好条件を提示することができたのであるが、いかに機関投資家といえども、ごく限られた層のみを対象にしていたのでは、吸収力は限定される。そこで一部大口投資家の需要が満たされると、再びリテールの分売を目指して大規模なシンジケートを組織しなければならなくなる。またリテール投資家からの需要が強くなっていくときには、オープン価格設定の方が借り手に有利になることもある<sup>71)</sup>。

シンジケート内での対立が激しくなり、一部の業者が *bought-deal* を行うと他もそれに追随し、特定の投資家が需要を満たすとまた大規模シンジケートが利用されるという以上のような循環が80年代には繰り返されたと想像できる。もしそうであるとすれば、それは広範囲な分売を目指す発行と、特定の投資家に向けた発行の使い分けができていないことを意味する。*bought-deal* では一般的に単一の機関が同一発行で多くの部分を購入する。特に日本の生保は1件で1億ドルの購入を行うことがよくあると指摘されていた。この状況に対して、発行が実質的に私募のような状況になり、市場での流動性を消滅させることで価格形成に歪みをもたらすとの批判がある。特に日本の生保の場合は、購入対象が新種の商品であることが多いことから、それらの商品はプレインバニラでは調達できない借り手のために存在し、大量に出回ると市場の流動性を低下させるというのである<sup>72)</sup>。しかし上述のようにスワップでキャッシュフローを簡単に組み替えることができるのであれば、必ずしも証券自体に流動性は必要なく、また市場に存在している全ての証券が活発に売買されている状態があり得るとは考えにくい。プレインバニラでも調達できる主体が、目的に応じて発行方法・形態を選択しても、それが市場の機能を損なうとはいえない。

---

71) Adam, *op.cit.*, August 1980, p.16, p.21.

72) Evans, *op.cit.*, p.8.

使い分けの方向性は MTN の発達と共に明確になっていく。アメリカではすでに82年の一括登録制導入から MTN の利用が活発化していた。一括登録制以前から MTN の利用を進めようとしていた GMAC は、初めのうちは直接発行を試みていたが、82年から投資銀行が MTN のディーラー業務を行うようになり、GMAC も投資銀行 2 行をエージェントに指名する<sup>73)</sup>。この市場の発達を契機に、アメリカではシンジケートの利用が激減し、82~85年の新規負債証券発行において、半分以上の案件でシンジケートが利用されなかった。この結果、投資銀行業界では寡占化が加速し、一部の大手業者以外はニッチを見つけなければならなくなった<sup>74)</sup>。米国内で GMAC のエージェントとなった Merrill Lynch は、ユーロ債市場にも MTN の仕組みを持ち込もうとし、初めのうちは注目されなかったが、86年末に Nordic Investment Bank, Volvo, デンマーク王国といった信用力が高いスカンジナビアの主体がプログラムを発表すると、市場は成長のきっかけをつかんだ。ただ欧州の投資家は不定型な満期になれておらず、投資家ベースが広がっていかないことが懸念された。Merrill Lynch はこの問題への対処として、Electrolux 向けの MTN プログラムでは100万ドル単位のタップ形式で発行されるノートを Merrill Lynch が買い取って1/8%のスプレッドでトレーディングする方法を取った。しかし Salomon Brothers の場合は、もともとトレーディング向きに MTN が開発されたのではないと考え、借り手がドル建てで発行したノートをアセット・スワップによって多様な通貨を求める機関投資家にプレースするといった方法を用いた<sup>75)</sup>。

---

73) James, Ellen L. "Here Come Medium-Term Notes" *Institutional Investor*, March 1985, p.250.

74) Selby, Beth "The Twilight of the Syndicate" *Institutional Investor*, August 1985, p.206, p.209.

75) Shegog, Andrew "The Year of Living Cautiously" *Financial Innovations Made to Measure*, Supplement to Euromoney, January 1987, pp.13-19.



この Salomon Brothers によって利用された方法が、後に MTN の典型的な利用方法になる。その方法には、上述した CSFB による bought-deal の要素が入っている。まず借り手は MTN プログラムを設定する際にレートの条件を指定しておき、その条件を満たせば、プログラムの許容範囲内で自動的に適切な形態の債券を発行するようにしておく。この範囲内で柔軟に満期、金利設定方式などを設計できることで、投資家の個別のニーズに対応しやすくなっている。そしてディーラーは購入意欲のある投資家を見つけ、複数の MTN プログラムの中から、スワップなどによって通貨やキャッシュフローを組み替えた上での条件が、その投資家の要求する条件と最も適合する借り手に債券を発行させる。プログラムの設定にコストがかかる割に一回当たりの発行額は比較的小さいが、実際の発行時にかかるコストも小さく、需要に応じて頻繁に発行していくことで借り手にとっては発行 1 回当たりのコストを低下させていくことができる。また流動性はないが、貸し手借り手双方の条件を満たすタイミングで発行することができる<sup>76)</sup>。前掲表 4 を見ると、まだ萌芽期であるため比重は小さいが、86年の17億ドルから87年の79億ドルへと急激に設定額が伸びているのを確認できる。多様なニーズと裁定機会が存在するユーロ債市場にあって、MTN はそれらを効果的に利用する手段としての地位を確立していった。

以上のような発行市場における変化をデータで確認することは難しいが、表 7 で大まかな傾向のみを確認しておきたい。まずブックランナーのランキングは70年代に大陸欧州系が独占していた状況とかけ離れている。共同幹事ランキングでもリテール分売力の象徴として首位を独占してきた UBS が4位に後退している。そして80年代前半にブックランナーのランキングで上位

---

76) 岡崎利美「ユーロ市場の成長とユーロ MTN」『証券経済学会年報』1998年5月、172ページ、および債券市場研究会『米国債券投資戦略のすべて』金融財政事情研究会、1998年、487～493ページ。

表7 発行市場での取扱額ランキング (1987年)

ブックランナー		共同幹事	
1	Nomura	1	SBC International
2	Credit Suisse First Boston	2	Banque Bruxelles Lambert
3	Deutsche Bank	3	Morgan Stanley International
4	Nikko	4	UBS
5	Daiwa	5	SG Warburg
6	Yamaichi	6	Banque Paribas
7	Morgan Stanley International	7	Daiwa
8	JP Morgan Securities	8	CSFB
9	Salomon Brothers	9	Banque Nationale de Paris
10	Industrial Bank of Japan	10	Deutsche Bank
MTN デイラー			
1	Merrill Lynch Capital Markets		
2	SBC International		
3	CSFB		
4	CIBL		
5	Salomon Bros. International		
6	Morgan Stanley International		
7	SG Warburg		
8	Shearson Lehman Bros. International		
9	Chase International Bank		
10	SEB/Enskilda Securities		

注) 順位は取扱金額順。

出所) Annual Financing Report, *Euromoney*, March 1988より作成。

に食い込んできた米系投資銀行が日本勢に押されてランクを落とす一方で、まだ萌芽期であるが、MTN市場で上位を占めている。これらは引受業務が薄利多売の性格を持つようになったことで、業務の重点がシフトしていることを伺わせる。

### (3) ユーロ債トレーディングの変化

初期のユーロ債市場では、リテール分売を目指す大規模シンジケートを補完するために業者間取引を中心とした流通市場が発達し、金利変動に合わせ

た参入増加と再編のサイクルの中で業者間の階層化が進んだことはすでに述べた通りである。75年7月に Reuters が導入され、参加ディーラー数が増大していく動きは、以上の体制に揺さぶりをかけることになった。大手の総合ディーラーは、スクリーンの価格が実際の取引価格とは異なることが多く、現実的にも刻々と変化する状況に対応して全ての取扱証券の建値を一瞬の遅延もなく変更するのは不可能であるとしてスクリーンへの建値提示を拒否した。しかし、建値提示を拒否する実際の理由は、取扱証券を限定している中小規模のディーラーの方が特定の証券についてはよい価格を出しており、スクリーン上で建値を同列に並べられてしまうと、顧客は最も有利な建値を選んで大手の総合ディーラーと取引しなくなるからであると考えられていた<sup>77)</sup>。建値の公表に関する議論は80年代にも継続していくが、ここで注目すべきは、機関投資家の比重が徐々に高まっていき、またその行動様式も変化していくことで、大手の総合ディーラーは発行市場の付属物としてマーケットメイクを提供するだけでは、その地位を低下させかねない状況が生じてきたことである。

初期の流通市場における特徴といえば、その一つはロンドンに集中する総合ディーラーが互いに電話をかけあうというものであった。この状況は80年代に入って顕著に変化していく。Credit Commercial de France の Gerard Engel によると、特にある米投資銀行についていえることだが、主幹事によっては流通市場を維持したり、他の銀行に価格を提示したりする努力を全く行わないという傾向がでてきた<sup>78)</sup>。こうした批判に対して Manufacturers Hanover Ltd. の Constance は、自分達は一般的にマーケットメーカーと呼ばれる機関よりも大きなリスクを取っており、伝統的な方法は必ずしも正しくないと反論する。ここではマーケットメーカーの定義が問題視されており、Salomon

---

77) Reich, *op.cit.*, pp.126-128.

78) “Underwriters Need to Know Where They Stand” *Euromoney*, April 1983, p.24.

Brothers の Mike Mortara も50ポンドに対して双方向の価格を提示することをマーケットメイクというのかという疑問を提示している。Goldman Sachs の John Keogh はさらに一歩進んで、10ポンドの取引をするのは時間の無駄であり、自分達が相手にするのは300~400ポンドの取引であると公言する。一般的にも、ユーロ債市場の規模が拡大し複雑さが増すことで、ディーラー間取引に積極的に資本を投入しようとする業者が減少する傾向にあり、主要な機関は管理資産や支店網を利用して既存の顧客基盤に対するサービスに集中しようとしていた。Merrill Lynch の Joseph Galazka も債券業務はディーラー仕立てのものから離れて、多通貨、24時間グローバルトレーディングに移行しており、それが出来ない業者は80年代に市場での活動を維持できないと指摘している<sup>79)</sup>。

このように流通市場において業者間取引よりも対顧客のブロック取引が重視されるようになったことは、市場で機関投資家の比重が高まっていく傾向を反映したものであり、それは同時にスクリーンの建値だけでは顧客を引きつけられないことを意味する。そもそもスクリーンの価格は参考に過ぎない。大手機関は顧客にセールスマンを貼り付け、そのセールスマンが顧客とトレーダーを取り次ぐことによって実際の取引を行っている。ある業者によると、機関投資家がまるでトレーダーのようになっているため、多様な債券の相対価値を理解している高度なセールスマンを抱えることで、トレーディングの規模を拡大することができると証言している。また他の業者によると、重要なのはいかに顧客に対して建設的な取引を行い、自己勘定を合理的に管理するかであり、規模と同時にリスク管理や専門性が求められるということである<sup>80)</sup>。Euromoney 誌が各国の主要な機関投資家に対して87年に行った調査

---

79) Cudaback, David "Will the Eurobond Market Ever Recover?" *Institutional Investor*, May 1980, p.88.

80) *Ibid.*, pp.90-93.

でもそのことが確認できる。世界的に評価が高かったのはほとんどが米投資銀行で、Morgan Stanley と Goldman Sachs は、特にブロック取引と調査力に優れているとして最上位に位置づけられた。欧州の機関は一般的に自国市場以外では十分な力を持たないと見られており、CSFB でも極東と欧州では高い評価を得たが、米での評価は低い。その他欧州系で米系に対抗していたのは Deutsche Bank のみであり、日本の証券会社に至っては日本の投資家からも流通市場で技術的なアドバイスを提供したり裁定機会を指摘することができないと見られていた<sup>81)</sup>。

但し機関投資家相手の取引が重要になったといっても、リスク管理の一部は業者間のポジション調整によって達成されており、大手業者がディーラー間の電話をまったく行わなくなったと考えるのは早計である。しかし、もっぱら既存のマーケットメーカーを通じて流通取引が行われていた70年代にあって、78年に米のブローカーである Purcell Graham & Co. がロンドンに進出し、Salomon Brothers がブローカーの利用を主導していったことで、ブローカー経由の取引が徐々に市民権を獲得し、その他のブローカーもユーロ債市場に参入するようになった<sup>82)</sup>。これもまた既存のマーケットメーカー制度に圧力をかけていた。

初期ユーロ債流通市場のもう一つの特徴は、分売過程でシンジケート参加業者が分売手数料を抜き取って手持ちの債券を他の業者に売却するというものであった。機関投資家の成長で、この慣行に一部の大口顧客に対する割引販売が加わるようになっていた。ところが78年から gray 市場の価格がスクリーンを通じて公表されるようになった。ここでの価格は一部大口顧客への割引販売を反映し、他の業者間売買の価格も割引価格に引きつけられていく。シンジケート参加業者は以前から主幹事との関係を気にして割引販売を

---

81) Crabb et al., *op.cit.*, p.82.

82) Kerr, *op.cit.*, 1984, p.110.

行うときには、できるだけ主幹事の目が届かないようにしていたのであるが、同じ年からブローカー経由の取引が拡大していったことで、業者はまったく主幹事を気にせず証券の売却を行うことができるようになった。さらに機関投資家も新規発行証券をシンジケートからではなく、値動きを見ながらブローカー経由で購入できるようになる。したがって業者間取引よりも機関投資家との取引が重要性を持つようになったという上述の変化も、発行市場における変化と対応させながら理解しなければならない。

発行市場でシンジケート内業者の売り崩しに対抗する方法は *bought-deal* であったが、この方法は1社での買い取りであれば、機関投資家によるブローカー経由での購入を不可能にする効果も持つ。シンジケートを利用しても同じことが可能である。アメリカでの事例であるが、主幹事はまったく割当を行わず、全ての証券をシンジケートのポットから出し、各業者は特定の顧客からの要請分しか受け取らなかったことで、主幹事が全ての証券について購入者を把握することができた<sup>83)</sup>。そして発行証券がどこに分売されたのかを把握することで、マーケットメイクが容易になるといわれている<sup>84)</sup>。また機関投資家と直接の取引を行っていることは、顧客のニーズをつかみ、発行市場でタイミングを計って適切な価格を設定するのに役立つ。こうした相互依存関係があるために同一機関内で二つの機能は統合されていく。CSFBでは *bought-deal* の普及で価格設定とタイミングが重要になったことに対応し、1人のシンジケートマネジャーが投資家、トレーダー、セールスマンとの会話を通じて情報を掌握し、ディールを仕切っていた。しかし他の業者ではディールの複雑さが増す中で多様な専門家をシンジケートデスクに配置し、その中の上級スタッフがトレーダーと共に委任状獲得のために出張するようになった。さらにシンジケートデスクには企業金融部門やスワップ部門出身者

---

83) Selby, *op.cit.*, p.208.

84) Grant, *op.cit.*, January 1986, p.30.

が配置されるようになり、シンジケートを組織する機能自体は重要性が低下したとされる<sup>85)</sup>。

以上のように仲介業者と機関投資家のブロック取引を軸にした形に、発行市場と流通市場の関係が変化してきた。しかし発行市場で、迅速に個別の投資家のニーズに対応して裁定機会を利用する方法は前述のように MTN という方法で定式化していく。この方法では1回当たりの発行額が相対的に小さく、また個別のニーズに対応したものであることから流動性を期待することはできない。確かに多様な投資家はそれぞれ異なるニーズを持っているが、それと同時に流動性の高さも求める。ある英の年金基金マネジャーは、金利や為替の不安定性が高まる中で、ポートフォリオを迅速に組み替える必要があるため流動性が必要で、取引相手には全ての通貨をトレーディングできる相手を希望している<sup>86)</sup>。他のファンドマネジャーも状況は同じで、Morgan Grenfell が運営する国際固定金利ファンドは回転率が100～120%にもなっている。通貨の選択についても、多くのファンドマネジャーが米ドル、独マルク、円といった基本ブロックでポートフォリオを管理し、そのブロック間で配分を激しく変更する。例えば Kleinwort Benson が運営するファンドではドル建て比率を84年半ばの70%から85年初めの20%まで一気に引き下げた<sup>87)</sup>。MTN プログラムを通じて発行される証券だけではなく、それ以外の証券をすべて含めたとしても、こうしたニーズにユーロ債市場だけで対応することは到底できない。

ユーロ債市場が抱えるこのような限界が、ブラックマンデー後に表面化した。このときユーロ債市場の取引がほとんど停止し、投資家は質への逃避から特に米財務省証券に資金を移した。この状況を前にして関係者はユーロ債

---

85) “The New Face of the Eurobond Syndicate Desk” *Institutional Investor*, December 1986, pp.114-117.

86) Crabb et al., *op.cit.*, p.85.

87) Jansson, *op.cit.*, pp.110-112.

市場の流動性がさほど高くないことを再認識させられた。ある評者によると、ユーロ市場はもともと投資家が課税を避けるために存在しており、証券売買のためではないとされる。似たようなものに、ユーロ債市場の流動性は個人投資家には十分であるが、このところ活動を活発化させているポートフォリオマネジャーには不十分という指摘もある。最も冷静なものとしては、市場が二極化しており、信用力の高い大規模発行は流動性が高いが、信用力の低い小規模発行は流動性がかつて高かったことはないし、現在もそうではないという評価がある<sup>88)</sup>。

個別性の高い証券で適切な価格設定を行うためには、その基準となる標準的で流動性の高い証券が必要になる。小規模なものが信用力に劣るかどうかは別にして、ユーロ債市場でもマルチ・ブックランナー方式を使う超大型の公募債と、MTN を利用した個別性の高い証券に二極化が進んでいく<sup>89)</sup>。しかし80年代からの国際投資は、世界中の投資家がそれぞれ行っている国際分散投資を指すのであり、ユーロ債市場はそれらの資金を一手に受け入れたのではなく、単なる選択肢の一つに過ぎなかった。ユーロ債市場で活動する金融機関にとってトレーディングが重要になったという際のトレーディングとは、ユーロ債のみを対象にするのではなく、各国国内市場の証券も含めたものである。図2からその一端を見て取ることができる。系列が変わっており、満期を含む対象の選定等の問題があるため正確とはいえないが、86年頃まで米企業が発行するユーロドル債の利回りは国内債だけではなく、財務省証券を下回っていた。しかしその後は国内企業債と歩調を合わせている。これはユーロ債市場が国内市場と正常な裁定関係に入ったことを示唆している。このようにしてユーロ債の流通市場はグローバル・トレーディングの中に取り

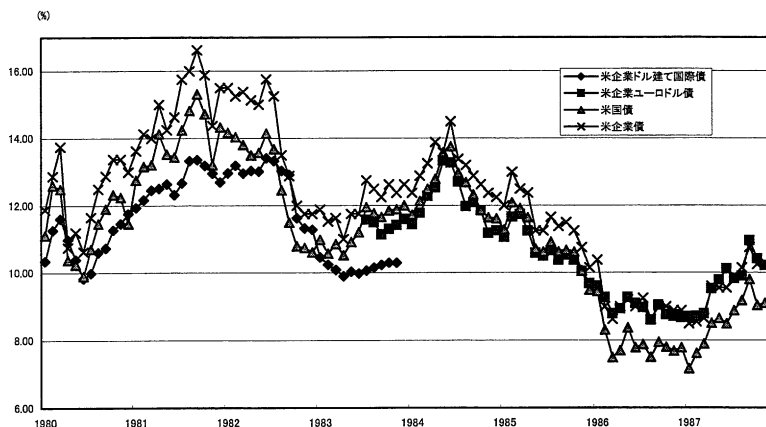
---

88) Cohen, Edi "A Serious Case for Treatment" *The Banker*, December 1987, pp.83-84.

89) 債券市場研究会, 前掲, 489ページ。超大型発行にも MTN 形式が利用されているが、これは発行を迅速に行うためではなく、発行コストの低さを利用するためであるといわれている。岡崎, 前掲, 172ページ。



図2 米国内債と国際債の利回り比較



注) ユーロ債、国際債は代表的な物の月末における流通市場利回りの単純平均で、クーポンは年2回に換算している。米国債は Morgan Guaranty の20年債指数。米企業債は Salomon Brothers の5年コールプロテクション付き Aa 新発工業債指数。

出所) Morgan Guaranty Trust, *World Financial Markets* 各号より作成。

込まれていった。

## おわりに

初期のユーロ債市場は資金の源泉面で匿名性を重視する個人投資家が圧倒的な比重を占めており、各国市場とは相対的に独立した形で存在していた。証券の分売は資金源泉の性格に合わせて大規模シンジケートが利用され、大陸欧州系の銀行がシンジケートの中で重要な地位を占めた。しかしシンジケートには分売力のない業者が互的に多数参加する。そのため流通市場は発行市場を補完する場となり、発行市場で上位を占める業者が流通市場でも中心的な役割を果たした。70年代に入ると銀行がユーロ債市場に FRN を定着させる。さらに80年代には RUF が利用されるようになり、銀行の貸出と銀

行間取引の両方がFRN, RUF ノートにシフトする。これらはユーロ債市場の商品を多様化させると同時に、裁定を通じて市場全体の流動性を高める。これに加え銀行が提供する簿外取引も、裁定機会の利用を容易にし、現物取引の代替となるか信用力を補強することで市場の流動性を補完した。一方で銀行以外に機関投資家は、70年代までは主に国際的な投資が中心となる主体であったが、80年代には各国内の規制と慣行に行動を規定される多数の機関が一気にユーロ債投資を行うようになる。これが仲介業者間の序列を激変させる。発行市場では個別のニーズを迅速に捉える方法としてMTNが定着するようになり、シンジケートを組織して引受手数料を獲得することの重要性が低下する。また流通市場は、機関投資家を相手にしたブロック取引を行う場へと変化していった。仲介業者による発行業務も、このトレーディングを基盤とするものになり、二つの業務が統合されていく。

このようにユーロ債市場ではトレーディングを基礎にして、投資家の流動性に対するニーズと個別のニーズの双方に対応する体制が整えられていく。銀行によるユーロ債市場の補完もこの方向性に合わせたものであり、ユーロ債が小型のMTNと超大型公募債へと分化していくことも同じ文脈で理解できる。そしてこの変化は、対外投資への制約が引き下げられたことで個人や銀行も含めて投資家層が拡大し、一方で多様なニーズと裁定機会を生み出すと同時に、他方で種々の投資手段の間を動き回る資金の規模が飛躍的に大きくなったことに起因している。しかし各国の機関投資家は国際分散の単なる一選択肢としてユーロ債市場を見ており、またユーロ債市場も特に流動性の面ではそれら投資家のニーズを一手に引き受けることは到底できない。したがって機関投資家を相手にするトレーディングは各国の国内市場を巻き込んで展開していくのである。

以上が本稿の要約であるが、これではまだ米を中心とする国際金融ネットワークの具体像が明らかにされたとはいえない。そこで最後に、今後この課

題に取り組んでいく上でポイントになるであろう点を指摘しておきたい。まずグローバル・トレーディングを目指す中で各国の金融機関はその基礎になると考えて、米財務省証券市場での活動を活発化させ、一部の銀行はプライマリー・ディーラーの資格を取得した。そして米での拠点展開を正当化するために、すでに証券業務を行っていた銀行も含めて、米拠点を収益センターにしようと努力していく。しかし米投資銀行界ではすでに寡占化が進んでおり、外銀にとって収益を上げる業務を見つけるのは困難であった。一方でこれら外銀は国際的な証券業務を梃子に銀行業務でも米市場に食い込もうとし、部分的には成功するが、それは主に飽和状態にある企業向け貸出の分野であり、特にその後重要性を高めていく個人向け業務では既存の米銀を買収する以外に見るべき活動はなかった。これと同時に米国内では、GS法改正論議に象徴されるように、業態を超えた再編が進行していく。国際的な金融仲介ネットワークの中心として米市場を見る場合には、米国内の業界再編過程を国際的なその一部として把握し、その中での外銀の位置づけも考察すべきである。