

わが国の普通社債流通市場改革論議(三)

(はじめに)

前回および前々回のレポートで戦後復興期および高度成長期の社債流通市場改革論議の展開をフォローした。まず、戦後復興期においては、社債自体が日銀信用に裏づけられた銀行貸付の変形であって、市場によって流動性が付与される必要性を欠いていたため、流通市場論議もほとんど見られず、発行市場の正常化ないし自由化に議論は集中していた。次に、高度成長期前半では、金融緩和時には起債額が拡大したが、ひとたび引き締められると債券価格は暴落し、取引所取引も停止されたことから、社債市場に関する論議も高まるが、そこでの論議は、発行条件と実勢レートとの乖離、銀行中心の消化層などの点が中心であった。そして、社債流通市場が本格的な論議の対象となってくるのは、高度成長期後半である。すなわち、国債公募発行がなされ、国債市場を中心として債券流通市場の整備が政策課題として浮上してきたことから論議が展開されたのである。その意味では、社債の流通市場についての関心は、国債流通市場の背後に押しやられていったといえる。

今回のレポートでは、安定成長期以降後の論議をフォローし、現時点での問題を整理する。

〈低成長期以降後の社債流通市場〉

一九七三年の第一次オイル・ショックによって、一九七四年度の経済成長率はマイナス成長を記録し、高度成長から低成長ないし安定成長に移行した。そして、財政支出の拡大による総需要拡大政策への転換が図られ、国債大量発行を迎えるのであるが、この国債大量発行は一方で公募入札制の導入を促し、硬直的な金利構造を崩していくとともに、他方で流通市場を飛躍的に拡大させていった。したがって、これ以降は国債が社債流通市場の中心となっていくのである(第1表参照)。それに対して、事業債については、発行額が相対的に少なく、また安定的な個人消化の比率が高かった(第2表参照)ことから、流通量は小さなものでしかなかった(第1表参照)。

〈一九七〇年代の社債流通市場論議〉

低成長期以降後の公債市場に関する論議として注目されるのは、証券取引審議会が一九七八年一〇月に発表した、「望ましい公債市場の在り方に関する報告書」である。この報告書は、国債発行が急増し、その流通市場が拡大するなかで、公債市場の制度・慣行が制約となってきたという側面があるという問題意識のもとに、公債市場の在り

第1表 事業債の消化構造 (単位: 億円, %)

年 度	発行額	構 成 比		
		全 国 銀 行	そ の 他 金融機関	個 人 其 他
1970年	6.083	44.5	11.9	43.6
1974	9.867	29.6	12.5	58.0
1975	15.042	33.1	15.2	51.7
1976	11.664	24.2	11.2	64.7
1977	12.408	24.4	8.3	67.3
1978	13.133	25.3	8.9	65.8

(資料) 公社債引受協会「公社債年鑑」
 (出所) 志村嘉一編著「日本公社債市場史」、東京大学出版会、1980年、408ページ(田中英一担当分)。

第2表 公社債種類別売買高

年度	国債		地方債 政府保証債		事業債 (電力・一般)		利付金融債	
1971年	3.276	2.6	6.962	5.5	11.887	9.4	43.283	34.4
1972	5.505	3.0	8.914	4.8	10.020	5.5	66.671	36.4
1973	11.298	4.7	9.370	3.9	13.994	5.9	103.883	43.5
1974	17.690	4.5	14.268	3.6	21.699	5.7	160.704	41.2
1975	13.430	2.3	23.027	4.0	32.052	5.6	214.375	37.2
1976	33.066	4.5	57.173	7.8	37.534	5.1	274.981	37.3
1977	221.825	16.1	138.119	10.0	79.999	5.8	431.661	31.2
1978	698.176	33.9	176.574	8.6	93.809	4.5	512.306	24.8

(注) 売買高=東京・大阪・名古屋各証券取引所出来高×2+債券店頭市場(東京)。その他は、転
(資料) 日本証券業協会調べ。

(出所) 第1表に同じ。413~414ページ。

具体的に、この報告書では、発行条件の弾力化・競争的決定、流通市場の拡大と深化、および投資家保護という三
点にわたる基本方針が示されている。まず、発行条件の弾
力化・競争的決定については、債券の発行条件などが流通
市場で決定される価格と相互に連関し、市場における需給
実勢を反映して競争的に決定されることが望ましいとさ
れ、国債については公募入札制の導入を示唆し、事業債に
ついては起債会による起債調整を廃止し、企業が自主的に
発行できるようにすべきであると主張された。そして、四
社寡占にある引受業務の競争促進と債券種類の多様化(一
〇年超の長期債や5年またはそれ未満の中期債・短期債、
あるいは割引債方式)が提起された。

次に、流通市場の拡大と深化については、まず基本的に
中長期債の価格と利回りが、中長期の資金需給を反映せず、
金融機関の短期資金ポジションや企業の手元流動性に影響
され、短期金利の変動に引きずられて変動するという傾向
があったために、流通市場の拡大と深化が妨げられてきた
という認識が示され、流通市場における既發債利回りが、

(単位: 億円, %)

加入者負担 電 電 債		非公募地方債		その他非公募債		そ の 他		合 計	
32.061	25.5	10.150	8.1	12.482	9.9	5.855	4.6	125.956	100.0
40.292	22.0	14.847	8.1	15.762	8.6	21.217	11.6	183.228	100.0
44.850	18.8	22.818	9.6	24.397	10.2	8.064	3.4	238.674	100.0
62.682	16.1	40.688	10.4	38.637	9.9	33.468	8.6	389.836	100.0
67.786	11.8	123.135	21.4	65.252	11.3	37.135	6.4	576.192	100.0
53.486	7.2	171.121	23.2	61.639	8.4	47.741	6.5	736.741	100.0
63.380	4.6	253.792	18.4	92.471	6.7	99.791	7.2	1.381.038	100.0
54.222	2.6	240.186	11.6	102.289	5.0	185.122	9.0	2.062.684	100.0

換社債・公募特別債・円建て外債・割引金融債

方を全面的に検討したものである。そして、まず公社債市場が
有効に機能するための条件として、①流通価格および発行条件
の競争的決定、②取引サービスにおける有効な競争とその取引
コストへの反映、③ニーズに応じた債券の多様化、④投資家の
保護と市場に対する信頼の確保、があげられている。つまり、
この報告書では戦後の公社債市場の特徴として、①起債が重点
的資金配分という性格をもち、発行条件も人為的に決定されて
いたこと、②発行市場と流通市場の連関がなく、発行条件が総
じて低位に固定化されていたこと、③公社債の消化層が金融機
関に偏っていたため、既發債の売買価格が金融機関の短期資金
ポジションの影響をうけやすかったこと、④国債については、
金融機関の割り当て消化であり、また日銀の買いオペがなされ
たことから、その流動性がきわめて低かったこと、が指摘され
ているが、低成長期以降後、これらの点に関して変化が生じ始
めたために、「現在の公社債市場に見られる不必要な制約を取
り除き、自由で開かれた市場を形成し、そこでの有効な競争を
通じて公社債市場の拡大と深化を図る」⁽¹⁾べきであることが主張
されたのである。

中長期資金の需給実勢を反映する指標となるためには、新発債が当初から中長期の投資対象として投資家に販売される必要がある、そのためには発行市場の改善が必要とされた。また、店頭取引と取引所取引との関係については、債券の売買を円滑化し価格の大きな変動を避けるためには、ディーラーが介在して需給の調整を図る必要がある、それには店頭取引が適しているという判断が示された。その上で、個人投資家が不当な差別を受けることがないように、発行量が多く保有者が分散し、需給投合し易い銘柄について取引所に上場し、小口取引分について市場集中制を拡大していくべきであるとされ、店頭市場での情報公開制度の拡充と公社債投資信託の改善も合わせて提言された。さらに、国債流通の促進という点については、一方で発行条件の弾力化を押し進め、発行条件と流通利回りの乖離を解消し、他方流通市場においては、金融機関保有分の売買に関する制約や証券会社の協調買などを取り除き、国債の価格形成が需給実勢を的確に反映して行われるようにすることが提言された。

第三に、投資家保護については、従来の事業債の適債基準・格付け基準は投資家保護のための情報提供ではなく、資金配分のための機能を担っていたことから、格付けは複数の第三者機関によって行われることが望ましいことが示され、また無担保社債の導入の検討、アンダーライターの責任と引受審査機能の充実も提言された。

ところで、発表された当時、この報告書は公社債市場の大胆な改革を打ち出したものとして受けとめられ、各方面からの反響を巻き起こした⁽²⁾。とくに、国債については公募入札制の導入を示唆し、事業債については起債会による起債調整を廃止し、複数の第三者機関による格付けを提言したことなどが注目され、「従来のタブーに真っ向からメスを入れるに等しい⁽³⁾」と評された。確かに、その後国債の公募入札制が金利自由化に大きな影響を与えたこと、また社債受託制度が大きく改革され、今日では適債基準さえも廃止が予定されていることをかんがみれば、この報告書の斬新さは高く評価されるべき内容をもっていると考えられるが、他方流通市場についてだけみると、基本的に発行市場の改善を前提に論議され、とくに先取的な提言がなされているとは考えられない。つまり、何よりもまず起債を弾力化し、中長期の投資対象として投資家に購入されるようにすることが要請されたのである。したがって、ここでは流通市場固有の問題については、価格形成の観点から取引所集中が論議されただけで、流通市場の制度問題、例えば今日論議されている登録制度などについては立ち入った検討はならなされていぬ。

このように流通市場の制度問題が看過された理由として、同審議会の審議過程で国内社債の発行市場において、その後「空洞化」と呼ばれる、国内発行と海外発行の逆転現象が生じ、発行市場自体が国内市場の起債慣行の「硬直的遅れ⁽⁴⁾」を暴露したことがあげられる。すなわち、企業（ただし電力を除く）の海外での社債および転換社債の発行額は、一九七五年度に五三二四億円に達した後、翌一九七六年度四四七一億円と減少するが、国内発行も一九七五年度一兆二三五七億円から一九七六年度三七八九億円に急減し、初めて逆転したのである。このような逆転現象は、その後八〇年代初頭から恒常化するが、ここで初めてその兆候がみられたわけであり、社債市場の問題関心が発行条件決定を中心とした起債市場の問題に収斂していく背景があったといえる。

〈一九八〇年代の社債流通市場論議〉

このように社債市場に関する問題が発行市場の問題に収斂する傾向は、一九八〇年代になってより一層強まっていたと思われる。このことは、一九八〇年代の社債市場の代表的な議論として注目された、一九八六年一月に提出の証券取引審議会報告書が「社債発行市場のあり方について」と題されたことでも明らかのように、社債市場の問題は発行市場の問題として論議されたのである。

まず、この報告書は、日米円・ドル委員会の後発表され、①資本市場における内外市場の一体化、②金融自由化の進展、③企業金融の変化、④投資家の変化、という環境変化のなかで社債発行市場の改革の必要性が高まったことを指摘しているが、この①と③では明らかに国内普通社債市場の空洞化が念頭に置かれ、社債発行市場の問題点として取り上げられた。すなわち、「わが国が世界有数の資本輸出国であると同時にそのような国の企業が資金調達の大半を海外市場に依存しているという姿は、合理性を欠くものといわざるを得ない」と指摘し、自由化、国際化、投資家保護の観点から改革を提言している。

具体的な改革のための方策を列挙すると、①有担保原則の見直し、②起債のための仕組みの改善（プロポーザル方式の導入と発行時期の弾力化）、③受託制度のあり方の明確化（受託会社が生債に幅広く関与していること、ディフォルト債の買取を行ってきたこと、などの事実を踏まえて検討する）、④引受業務のあり方の改善（幹事持ち回りの解消、引受能力・機能の充実）、⑤社債多様化の推進（償還期間・方法の多様化）、⑥コーポレート・ペーパーについての検討、⑦私募債の自由化の検討、⑧社債発行限度の見直し（緩和ないし撤廃）、⑨社債発行の裾野の拡大（格付け制度などで投資家保護を図りつつ中堅企業の公募発行を可能にする）、⑩流通市場の整備、⑪ディスクロージャー制度の改善（有価証券届出書の簡素化、開示内容面の充実・改善）、である。

このうち、社債流通に関しては、社債流通市場が公社債流通市場全体に占めるが極めて小さく、さらに減少傾向にあることを取り上げ、その要因を発行残高が少ないこと、発行ロット・抽選償還制度・社債登録制度などとの関連で流動性に欠けること、さらに価格情報開示の点で問題があることに求めている。そして、「今後個別の競争的に社債の発行条件を決定していくためには、何よりも流通市場での実勢価格を信頼できるものにする必要がある」としている。しかし、今後の対応策としては、「何よりもまず、企業が社債を発行しやすくする環境を整備すること」とされ、いわば起債の拡大を通じて残高の増加を図ることが先決問題とされたのである（ただし、発行ロットの増額および端債を生じさせる計画消化の解消が提言され、店頭気配のタイミングと発表銘柄の選定および社債登録制度の改善が検討課題とされた）。

〈まとめ〉

以上、一九七八年と一九八六年の証券取引審議会報告書によって社債流通市場の改革がどのように位置づけられているかを考察した。

第一次石油ショックを脱し、安定成長期に移行してからは、社債市場は相対的に縮小傾向を示し、とくに八〇年代には国内市場の空洞化が進展した。このような事態は国内市場の国内的硬直性ないしは遅れを示すものとしてうけとめられ、発行市場の活性化が議論の中心を占めることとなった。その結果、いずれの報告書においても流通市場の形成のためには、発行条件の弾力化および発行環境の整備といった発行市場改革が優先課題とされ、そのこと自体は当然の成り行きであったといえる。

しかし、このような議論を経て、その後漸次社債発行市場の改革が進展し、九〇年代にはいつてからは、ここで論議された発行市場の改善はほとんど実行されたと思われる。その結果、起債額は年々増加し、今年度は5兆円規模に達するものとみられている。また、残高ベースでも昨年度一七兆円規模に達し、いまや中期国債残高を（同年度一〇兆円）をしのぐ規模に達している。それにもかかわらず、社債流通市場は依然として活性化していないとはいえず、むしろ未だ本格的な市場の体を成していないといっても過言ではない。確かに、九〇年代にはいり、社債流通市場の整備・改善についての本格的な議論が展開され、大方の議論は社債登録制度の改善と決済制

度の整備に絞られてきたようにみえる。この九〇年代以降の論議の整理は、稿を改めて行なうこととするが、発行市場が拡大し、流通市場のインフラ整備が行なわれれば、そののみをもって流通市場形成の必要十分条件としてよいかどうかは、さらに立ち入った検討が必要である。米国での社債流通市場が一九七〇年代以降、証券会社による積極的なマーケット・メイクによって拡大したこと、さらにそれを需要する機関投資家のニーズがあったことなどを考え合わせながら、社債流通市場が形成されるための必要十分条件は何かという点についても稿を改めて考察したい。

〔注〕

- (1) 証券政策研究会編「証券取引審議会基本問題委員会報告書・資料Ⅱ」、金融財政事情研究会、一九七八年、7ページ、参照。
- (2) 同審議会の審議過程の報道・評論については、証券政策研究会編「証券取引審議会基本問題委員会報告書・資料」、金融財政事情研究会、一九七八年、に付録として収録されている。
- (3) 日本経済新聞「社説」、一九七七年一〇月一日、参照。
- (4) 後藤猛「民間債の発行市場」(志村嘉一編著「現代日本の公社債市場」、東京大学出版会、一九八六年、所収、一五八ページ、参照)。
- (5) 資本市場研究会編「社債発行市場の在り方について」、資本市場研究会、一九八七年、一四―五ページ、参照。
- (6) 資本市場研究会編、前掲書、四八ページ、参照。

(松尾)