

# 序 文

小林 和子

証券は法的な譲渡性を中核にして、現実には証券取引所に上場・取引される、あるいは店頭市場に公開・取引されることによって、経済的な流通性が付与される。一般論はこうであるが、わが国の公社債は長きにわたって経済的な流通性を持たなかった。国債が大量発行されるようになって国債流通市場は制度的にも実体的にも確立されたが、その他の債券については（担保価値が高く現先取引の対象でもある金融債を除いて）長く同じ状況が続いた。金融・証券取引のさまざまな分野で急速に自由化、規制緩和が進行したこの数年は、とりわけ社債流通市場の整備と活性化に焦点が当てられるようになった。

普通社債流通市場改革論議の歴史的経緯については「わが国の普通社債流通市場改革論議」(1) (2)「証研レポート」No.1528, 1529 (松尾順介)が、戦後復興期から高度成長後半期まで(1973年証券取引審議会「内外の経済・金融情勢の変化に伴う公社債市場のあり方」報告書まで)を簡明にまとめている。とくに後半期には社債市場に関する論議は国債市場の形成に呑み込まれ、国債を中心とした債券流通市場の形成が前面に出て、「社債流通市場の欠如」はさして問題にされなかった。

1980年代後半に普通社債の国内発行が激減し、「空洞化」が叫ばれた折りにその大きな理由として上げられた発行市場のコスト高に対し

ても、流通市場の不備は第一義的とは把握されなかった。それが議論の中心になったのは、証券不祥事以後、長引く証券不況の中で、落ち込んだエクイティ債に対し普通社債発行が増大し、さらにわが国の証券市場を国際的基準に合わせ、整備しようという要請があいまったこの数年である。証券界からは以下のような報告書が出されている。

1992年 5月 公社債引受協会「公募普通社債市場の一層の整備・改善に向けて」

1993年 6月 公社債引受協会「普通社債流通市場の改善に向けて」

1994年 6月 日本証券業協会・公社債引受協会「債券決済制度の改善について」

普通社債流通市場の問題は、まずは債券決済制度の改善からという認識が浸透した。94年6月の報告書は現行社債登録制度の改善では限界があり、振替決済制度を導入するのが良いと結論した。94年12月の証券団体協議会「わが国普通社債市場の現状と課題」も、発行市場の拡大と機能せぬ流通市場とのアンバランスを指摘、やはり決済制度の改善とマーケットメークの必要性を提言した。

大蔵省も捨ててはおけず、証券局長の私的研究会「社債受渡し・決済制度研究会」を95年7月以来開催、実務家の会合での検討を踏まえ

、1996年5月「社債受渡し・決済制度の改善に向けて——国際的な水準の流通市場の構築を指して——」が発表された。この報告書の提は、1) 登録済証の制度を廃止した上で、取  
当事者等と登録機関を結ぶオンラインネット  
ワークを構築し、これを円滑に機能させるため  
ネットワーク運営法人(中継機関)を創設す  
、2) 仲介業者によるマーケットメークの円  
化のためにネットワークの仕組みを整える、  
) これにより決済の迅速化、日銀ネットとの  
続によるDVPの実現、が骨子である。この  
告を受け、本年6月には「中継機関設立準備  
委員会」が設けられ、具体化へ向けて議論、作  
が開始されている。

日本証券経済研究所公社債市場研究会が再編  
、最初の研究テーマとして「わが国社債流通  
場の活性化」問題を取り上げようと決めたの  
、1994年10月である。普通社債流通市場の整  
備に関して、実務レベルの焦点はすでに社債決  
算制度の改善に当てられていた。その後の展開  
は、この線に沿って債券流通関係者のネットワー  
クを構築する際の要となる中継機関の設立へ向  
けて実際の議論がなされている。我々の研究  
では一歩下がって研究者のレベルで、普通社  
債の全般について調査・分析を行うことにな  
る。研究会メンバーそれぞれの専門を活かし  
、歴史、資金循環、企業金融、証券会社、流

通市場の価格形成、決済制度改革、債券貸借市  
場、社債保有者と、多面的なアプローチをする  
方法をとった。

これらの論文は、ある場合には国債市場を対  
象にし、ある場合には金融全般を対象にするで  
あろう。証券一般なら、あるいはせめて公社債  
一般ならともかく、事業債、それもエクイティ  
債を分離した普通社債について、教科書的な表  
現を除き、まとまった理解を可能にするだけの  
現実的な実体と資料はそれほど多くないのであ  
る。とりわけ問題を流通市場に絞るとすると、  
資料は極端に少なくなる。また、実際に普通社  
債保有者の保有動機と保有ビヘイビアを見てみ  
ると、普通社債を他の公社債から独立させて把  
握してはいない。正確には、金庫の中にしまっ  
て償還期限まで保有する場合には普通社債の収  
益性に特に注目すると思われるが、流通市場を  
利用しようとする場合には他の公社債保有と組  
み合わせてポートフォリオ管理・運用を行うの  
が常道である。これらの点から見て、当研究会  
のまとめである本号の統一テーマは「転機に立  
つ公社債流通市場」とした次第である。

この転機がどの方向に向くかは、決済制度を  
中心とする市場制度の整備と共に、主たる市場  
参加者である機関投資家の市場に対するスタンス  
の如何に大きくよるとされる。

(当所東京研究所主任研究員)