

社債流通市場の歴史的考察

後藤 猛

要 旨

国債の流通市場の活発さに比し、社債流通市場はまだ不活発で問題も多い。

しかし、明治・大正から昭和初期にかけては、社債は企業金融で大きなウエイトを占め、流通市場も現在より活発で、証券取引所の上場社債も多かった。昭和10年代の戦時経済時代に入り、公社債の発行統制・金利統制が始まり、社債の流通を抑制し阻害するような措置が取られ出したのである。社債登録制度もその一環であった。

今日の社債流通市場不活発は、この昭和10年代からの流れを多分に受けついでいる。

昭和20年代は、社債発行市場は再開されたが、それは流通市場を欠如したシステムであった。30年代には証券取引所の債券立会場が再開されたが、社債の上場は極めて少ない銘柄に限定された。社債売買は店頭市場で、大手引受け証券会社の各本支店網を通じる縦割り市場の姿を呈し、30年代後半にはグレーマーケットが発展した。

40年代は国債が発行され取引所に上場されたが、国債市場隔離政策の時代で、社債市場の発展にも障害がすくなくなかった。

52年以降、国債の大量発行と市場売買の自由化により、国債流通市場は60年代から今日にかけ急発展したが、社債の流通はまだ少ない。

発行が増えれば、流通ニーズも増え、流通市場整備の要望や動きも強まる。

しかし、社債は、超債会などの制度的制約をひきずり、一時は国内発行急減で市場壊滅の危機感さえあった。最近制度改善も急進した結果、平成7年ごろからは、国内社債発行は急増している。

社債流通市場の発展はこれからの課題である。

それにしても、昭和17年以来の社債登録制度が税制面の優遇を残して依然利用度が高い。このようなものを近代化していかないと、日本の社債市場は世界の市場から取り残されてゆくことになる。

目次

はじめに

I. 戦前における社債市場

1. 昭和一桁時代

2. 戦時経済体制下の社債流通

3. 社債登録制度導入による流通阻害策

II. 昭和20年代の社債流通市場

1. 証友会の公社債交換会

2. 起債市場再開と流通市場

III. 証券取引所債券立会場再開とその考え方

IV. 昭和30年代の社債消化方式と流通市場

1. 買戻し条件付きで社債個人消化に注力

2. 大手証券の縦割り流通市場成立

V. 公社債投資信託と流通市場拡大

1. 買戻し方式の組織化

2. グレイ・マーケットの拡大

VI. 昭和40年代の社債流通市場

1. 公社債引受協会による店頭取引気配公表

2. 国債の登場とその影響

3. 店頭取引仲介機関の発足と縦割り市場の解消

VII. 国債市場の自由化と社債流通市場

1. 国債の市場売却がようやく自由化

2. 国債指標銘柄への集中売買

3. 社債発行方式改善の進展

4. 社債売買決済制度の問題点

はじめに

公社債の流通市場は国債を中心としてかなり活発になっているが、社債の流通取引はまだまだ不活発で問題も多い。これは、昭和10年代からの社債流通阻害の歴史が多分に尾を引いているものと思われる。

本稿は、この社債に焦点をしばりその流通市場を歴史的に考察しようというものである。

I. 戦前における社債市場

1. 昭和一桁時代

わが国における最初の社債発行は1890年(明治23年)5月の大阪鉄道会社社債26万8,500円であったが、その後も産業の勃興・興隆とともに状況に応じて発行額は増大し、社債は企業金融においてかなり大きなウエイトを占めていた。

たとえば、昭和2~8年における発行額をみると、社債は累計41億2,300万円であり、国債の50億1,500万円にかなり接近している。

昭和2年から11年までの各年末の公社債残高をみると表1のとおり、社債残高は金融債より多く国債に次いでいた。

また三菱経済研究所の統計によると、わが国事業会社の使用資本金中、他人資本のなかで社債

表1 昭和2~11年における公社債の種類別残高 (単位 100万円)

	国債	事業債	金融債	地方債
昭和2年末	5,362	2,106 (281)	1,751	1,167
3 "	5,799	2,623 (282)	1,831	1,333
4 "	5,905	2,823 (281)	1,931	1,456
5 "	6,029	2,939 (300)	2,119	1,510
6 "	6,002	3,067 (320)	2,194	1,650
7 "	6,548	3,044 (384)	2,265	1,789
8 "	7,821	2,988 (368)	2,095	2,047
9 "	8,650	3,198 (517)	1,975	2,402
10 "	9,580	3,368 (661)	1,929	2,511
11 "	10,395	3,478 (839)	1,861	2,551

(注) 事業債の()内は在満華日本会社の事業債で内数(出所) 日本興業銀行『第52回全国公社債明細表』より作成。

の占める比率は、昭和9~11年において約42%に達し、固定負債の中での社債の比率は79%という高率となっていたのである。

このような社債残高をベースとして、社債の流通取引もかなりあったと思われる。

証券取引所が社債の上場取引を開始したのは明治31年12月で、房総鉄道社債が最初の銘柄であったが、明治44年には62銘柄が上場されていた。

昭和8年発行の『東京株式取引所史』第2巻は、昭和3~7年における上場社債とその売買高を記録しているが、そこに記録された社債発行会社は140社、小田急、三越、三共、郵船などの名前も見られる。銘柄数は280である。ということは、1社が発行している数銘柄が上場されているわけで、後述のような現在の証券取引所の社債上場方針とは異なるものであった。

売買状況は、たとえば大同電力第8回社債をみると、昭和3年には410,000円、4年には2,239,500円と急増、5年には100円のみ、6年は21,000円、7年は300円などとむらがある。

同じく昭和8~11年を記録した『東京株式取引所史』第3巻をみると、会社数は120社、銘柄数は396、南満州鉄道や東洋拓殖の何回も発行した社債も含まれていた。

2. 戦時経済体制下の社債流通

しかし、昭和10年代になると次第に戦時経済体制に入り、昭和12年には臨時資金調整法が公布され、社債に関しては、金融機関や証券会社が額面10万円以上の社債引受けを行う場合は主務大臣の許可を要するという事となったが、さらに昭和13年には公社債発行が全面的に大蔵省・日銀の統制下におかれることとなった。

統計によると、昭和13~18年の社債発行額は

年平均17.2億円で昭和2~8年の約3倍となっていたが、国債の発行額は急増し、また金融債の発行額が昭和16年には12.6億円に急増し、17年は20.2億円、18年は27.1億円、19年には46.4億円へと増勢が顕著であった。

そして、戦時下の厳しい金融情勢下で社債の消化を促進するため、13年には、銀行・信託銀行など社債引受シンジケートのメンバーは、みずから“親引け”した社債を、「半年ないし1年は転売しないこと」という申し合わせを行った。

さらに15年には、「親引けした社債および手持ちの社債の売却を自粛すること、もし、やむを得ない事情で売却の必要が生じたときは予め当局の諒解を得てから売却すること」ということを申し合わせた。

戦時経済下でやむを得ぬとはいえ、ここに社債の流通性の否定が行われたのである。

3. 社債登録制度導入による流通阻害策

このような状況下の昭和17年2月社債等登録法が公布され5月に施行された。

国債の登録制度は明治39年の「国債に関する法律」により既に行われていたが、国債以外の社債・金融債・地方債などのために新たに法制を作ったのである。

これは、各債券ごとに登録機関を設けて登録簿を置き、これに債券所有者の氏名・住所などを登録して所有権を明らかにするもので、登録された債券は券面は発行せず、所有者には「登録済証」が交付される。登録済証には、債券の種類、数量、記番号などが記載される。

利払いや償還金支払いは登録機関から送られて来る「利金領収証」「元金領収証」によって受け取る。登録社債を売買した場合は、売り方

の売渡証と登録済証、買方は登録請求書などの書類を揃え、印鑑を捺印して登録機関に移転登録の請求をし、登録簿の名義を書き換えることによって初めて所有権が移転する。その他質権登録、信託の登録もできる。一旦登録にしたものを券面に戻すことも可能である。

このような登録制度を利用するか否かは社債所有者の自由であるが、重要なことは、これと同時に臨時租税措置法が改正され、登録債に課税上の優遇を与えたことである。

登録制度は、券面印刷を不要とする物資節約、戦災などによる滅失事故防止などの効果もあったものの、社債等登録法第1条に、本法は「資本の蓄積及び金融機関の資金の合理的運用等に資するをもって目的とす」とあるように、戦時下において、課税上の特典を与えることによって、社債市場への資金導入を図り、所有者を確認することによりその売却にブレーキをかけるという意図が大きかったといえるであろう。

これは、よくいえば社債の安定保有であるが、要するに社債の流通阻止を狙ったものである。

昭和19年には、「会社等の臨時措置法」により、「発行社債はすべて登録債とす」とさえ規定されたのである。

II. 昭和20年代の社債流通市場

1. 証友会の公社債交換会

昭和20年代の公社債流通市場の記録として、証友会の公社債仲値表がある。

証友会とは当時の有力証券会社が集まって証券売買をやった私的集まりで、昭和21年2月に結成され31年には解散したが、公社債についても業者間売買を行った。これを“公社債交換会”といっているが、そこにおける相場を標準相場として発表した。その一端が表2の公社

債仲値表である。

しかし、ここでは国債取引が中心で、社債の流通の様子は殆ど表れていない。

昭和24年2月、当時わが国の政策を支配していたGHQ（連合軍総司令部）が国債・復金債（復興金融庫債）を証券取引所に上場してはどうかという設問を日銀に対し行ったが、その回答は要するに、公社債価格は発行の場合の価格と流通市場の価格が二重価格になっているから、上場はだめだ、というものであった（志村嘉一『現代日本公社債市場論』62頁）。

ここでも、公社債流通市場を抑え隠蔽し、その市場相場が発行市場を攪乱することを嫌うわが国政策当局の考えが表れている。

流通市場を無視した復金債増発による復興資金供給はいわゆる復金債インフレを齎し、昭和24年にはドッチ博士によってその発行にストップをかけられた。

そして、これに代わる産業資金供給ルートとして、昭和24年6月から社債発行市場が再開され、また銀行の金融債発行による資金供給が推進されたのである。

2. 起債市場再開と流通市場

しかし、こうして再開された社債発行は政府・日銀をバックとする極めて政策的な枠組みの中で行われたのであって、それは、社債流通市場を無視した発行市場であった。

すなわち、経済復興のための重要産業へ低利安定資金を供給するのが目的であるから、社債の発行条件は起債懇談会という政府・日銀を中核とする統制機構によって決められ、流通市場の実勢金利とは遊離した政策的低利回りであり、その発行条件が改定されたのは24年の8、9、10月と25年4月の利回り引下げの改定の

み、その後は昭和30年の10月まで一度も改定されないという硬直的なものであった。

そして、発行されるべき社債銘柄については、日銀が金融の担保として適格とするか否かを事前に審査し発表し、起債懇談会の下部機構の起債打合せでは、毎月この日銀適格社債のみを起債適格銘柄とし、これを引受証券会社が引受・募集するという仕組みであった。

この社債の消化先は80%あるいはそれ以上が日銀から融資を受けられる各銀行であって、これら銀行は社債を買い付けたら直ちに日銀担保に差し入れて金融を付けるのであるから、社債流通市場は必要としない。また、このような発行条件であるから、これを流通市場で売ろうとすれば、大抵損となる。

社債を買う一般投資家は途中で売ることを考えず、満期償還日まで保有することを前提して買うのである。

このような仕組みの昭和20年代の社債市場では、社債売買はむしろ極めて例外的ケースであったといえよう。

III. 証券取引所債券立会場再開とその考え方

“もはや戦後ではない”といわれる昭和30年代に入り、金融も緩和した31年4月、時期尚早との意見もあったものの、証券取引所の債券立会場はようやく再開された。

この時、上場された銘柄は東証では11銘柄、大証では9銘柄という僅かなものであった。社債では、東証は八幡製鉄、富士製鉄、東京電力、関西電力、中部電力、東京ガス、（大証は大阪ガスが入り東京電力と中部電力は除く）の6社が発行している多くの社債のうちの各1銘柄

表2 公社債仲値表 (単位 円、銭)

年月日	種別	5分利公債	4分利公債	3分半国庫(スタンプ付)	同(同ナシ)	3半(大券)	雑3半	特別賜金	特別国庫	特別利付	支那割引	大東亜割	日発1回
昭和21年	12月21日	75.00	73.00	71.50	—	—	68.00	66.20	73.00	—	5.95	5.75	—
昭和22年	3月28日	—	66.00	66.00	—	—	—	65.00	76.50	6.00	—	5.80	—
	6月24日	76.50	71.50	67.00	—	—	68.00	79.50	84.50	—	6.75	6.20	—
	9月26日	84.00	83.00	—	—	82.00	81.50	87.50	93.10	—	7.45	6.95	—
	12月23日	84.50	82.00	—	—	—	78.50	87.00	92.20	8.55	7.50	6.85	—
昭和23年	3月26日	73.50	71.00	89.00	69.00	69.00	69.00	88.50	94.50	8.50	7.50	6.90	—
	6月25日	73.50	71.50	86.50	68.50	66.00	68.00	83.00	87.00	8.00	6.70	6.10	—
	9月28日	77.00	76.00	86.50	69.00	71.50	70.50	69.00	69.00	6.50	6.10	5.20	—
	12月24日	84.50	82.50	76.20	—	—	76.00	76.00	76.50	7.20	6.00	5.10	—
昭和24年	3月29日	82.50	78.00	69.00	69.00	71.00	72.00	70.00	70.00	6.80	4.80	4.00	—
	6月28日	84.00	79.00	76.50	75.00	77.50	75.50	75.50	78.00	7.30	6.40	5.30	—
	9月27日	91.50	91.00	88.00	88.50	90.00	90.50	88.50	89.00	8.10	7.45	6.95	—
	12月27日	91.00	90.50	88.00	87.50	89.00	89.00	87.50	88.00	7.80	7.45	6.60	—
昭和25年	3月28日	95.00	94.50	93.00	92.50	—	93.50	92.50	92.50	8.30	8.25	7.70	—
	6月23日	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	93.50
	9月26日	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	93.50
	12月26日	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	93.50

〔出所〕『証友会小史』における梶川政次郎氏（関東証券元社長）提供資料より。

柄のみを選んだのである。

この場合のわが国の社債取引の考え方は、証券取引所という公的機関は多くの社債発行会社の中の代表的会社のまたその中の代表銘柄のみを指標として上場すればよい、という考えで、他の一般の社債はこれら代表銘柄につけられた取引所価格を参考として取引をすればよい、というものであった。そして、上場銘柄といえども、市場外取引は自由であった。株式市場とは大きな違いである。

債券相場は利回りに換算され、同種、同格銘柄で利率、期限が同一であれば価格は同一で取引が可能という債券取引の代替性は確かにあるが、それにしても社債流通市場の中核としての証券取引所のこの上場銘柄は少ない。前述した戦前の取引所とは全くちがうのである。

そして、注目すべきことは、このとき証券界では、これと同時に公社債店頭気配交換を開始し、昭和28年からかなり活発に行われていた加入者負担電話債券の売買を中心として、その他の債券についても実際の業者間売買をこの交換会で行ったことである。

そこでは、投資家の需要と供給を反映したその時その時の実勢価格で取引をする。そしてその価格動向をここで発表したのである。

取引所は値付け市場、実際の取引は店頭である、という考え方がここにある。

証券取引所は公的機関なので、金利体系の一環としての公社債利回りを公定価格として表示しなければならない、という観念が関係者にあったと思う。

ところが、金利の統制下で、起債懇談会はなくなったものの起債打合会が存続しており、社債の発行条件はここで決められる。30年頃にはかなり実勢利回りに近づいた時期もあったもの

の、それはいぜん統制金利なので、市場で自由に形成される社債利回りとは掛け離れることが少なくない。もし、市場の実勢価格をそのまま証券取引所に反映させると、起債条件との二重価格がはっきりするので、公的機関である取引所は起債条件をほぼ反映した硬直的な価格形成をせざるを得ない。

しかし、社債の発行額も増加し、店頭取引が多くなれば、市場の動向によつてはその価格と証券取引所の価格が、利回りでみてかなり乖離してくるのは避けられない。前述の昭和24年のGHQの諮問に対する日銀の危惧が、30年代でも依然拭いきることができなかつたと思われる。

せめて、上場銘柄を少なくしておくべきだと考えたものと推測される。

果たせるかな、やがてこの二重価格の顕在化の時期がやってくる。

上場をストップするか、流通を隠蔽するか方法は無い。

しかし、30年代においては、もはや流通を隠蔽することは不可能であった。そしてついに、取引所の価格形成は停止を余儀なくされる。それは昭和37年春であった。

その前にそこにいたる過程・背景を述べねばならない。

IV. 昭和30年代の社債消化方式と流通市場

1. 買戻し条件付きで社債個人消化に注力

昭和30年代にはいると、24年の起債市場再開に際して作られた社債消化のシステムは変更さ

れた。

日銀担保の事前適格制度はなくなり、社債は買って日銀に持ち込んでみないと担保適格か否かは分からなくなった。また、起債懇談会は機能を停止したが、受託銀行と引受幹事証券で構成される起債打合会は残り、起債銘柄の適格性や発行条件はこの起債打合会が作るルールで決定され、それは大蔵省・日銀のリモート・コントロールの下にあった。

金融環境の好転もあって社債の発行は次第に増加した。

しかし、銀行の社債消化は必ずしも日銀担保に使用することをインセンティブには出来なくなり、社債を引受募集する証券会社は、金融環境好転をも利用して社債の消化先を拡大し、個人層などにも熱心に売り込む努力を一段とせまられた。

昭和20年代には、制度上とはいえ、証券会社の社債販売はあまりにも銀行に依存し、引受手数料は眠り口銭だ、とまでいわれた。それへの反発もあって、30年代に入ってから、証券会社の社債個人消化への努力に拍車がかけられたのである。

この場合、社債引受額も多いため個人消化へ多大の力を注いだ大手証券会社が、消化促進の方策として採用したのが、社債の買戻しサービスである。

すなわち、社債を購入した個人が換金の必要にせまられた時には、当初の発行価格で買戻す、というもので、それはもちろん自社で販売した分に限るとされた。

というのは、社債の発行条件は、起債打合会によって決められ、それは満期償還日まで保有した場合の最終利回りは預金その他の規制金利に比して劣るものではなく、個人投資家にもか

なり満足のゆくものではあったものの、その時の債券流通市場の実勢金利に比すれば低い利率、高い価格に決定される場合が多かった。従って、それを流通市場で売却すれば、ただちに何円かの損が出るという状況であったのである。

そこで、証券会社はこのような社債を個人客に販売するときに、自社に持ってきてくれれば流通市場はどうあろうとも買った時の価格で買い戻しますよ、というサービスを約束することによって、個人客への社債販売を促進する一助としたのである。

証券会社とその個人顧客の間で、流通市場とは隔離された換金市場を作ったのである。

証券会社がこの買い戻した社債を市場に売却した場合は、流通市場の動向によっては、かなりの損失になるのである。

個人消化の買戻しは販売額の何%くらいかは実績として大体分かるものの、個人消化が増えるにつれその額も増える。当時の社債発行額は、総体としてかなり抑えられていたものの、これは、証券会社にとってはリスクな政策であったといえよう。

2. 大手証券の縦割り流通市場成立

このような大手証券会社の販売政策は、社債の流通について各社別の流通市場を作ってゆくことになった。全国に営業網を張り巡らせた大証券会社は本・支店間のやりとりが大きな市場となる。

A証券はA証券の顧客と本支店営業網で、B証券もその顧客と営業網の枠内でかなりの社債流通が成立するのである。

普遍的な流通市場ではなく、証券会社別の縦割りの流通市場で顧客サービス売買を含めた社債流通市場ができて来た。証券会社は、顧客が

自社で買ってくれた社債なら買い戻すが、他社で買った社債は持って来て買わない、もし、どうしてもというならば市場価格で買う。それは、かなり値をたたいて買うということになるわけで、売買は成立しない、ということになる。

他方、証券会社は、こうして顧客から買い取った社債をまとめて大口の機関投資家に売却することもある。この時の価格は市場の実勢価格である。

こうして公社債の二重価格も広がっていった。

V. 公社債投資信託と流通市場の拡大

1. 買戻し方式の組織化

昭和36年1月新しい商品として出現した公社債投資信託は、要するに前述の個人消化促進のための社債買戻し約束を組織化した商品だといえることができる。

社債中心に公社債のみを組み入れ残り若干はコール・ローンでも運用するこのオープン型の投資信託は、当初は大蔵省の指導により、設定額の80%は新規発行社債を組み入れるものとされ、社債の急増発行に寄与したのであるが、その予定分配率(利回り)はほぼこの組入れ社債の利回りと同じくらいにし、しかも、解約自由で、1%の解約手数料は取られるもののいつ解約してもこの予定分配率が得られる、という商品である。

このため、組み入れられた社債等は発行条件から割り出されるいわゆる理論価格(当初発行価格に基づく償還差益を経過期間分について按

分計算して発行価格にのせていくもの)で評価されている。

解約が殆どなく毎月新規募集がどんどん行われていけば問題はないが、もし解約が急増し解約金を捻出しなければならないとなると、組み入れられた社債等を売却することとなるが、もし、これを流通市場で売却すれば理論価格で売れるとは限らず、市況によつてはかなりの売却損が生じる。それでは、予定分配率での支払いはできないこととなるので、取敢えず投資信託会社の親会社である証券会社が、理論価格で買い取らざるをえないのであった。

それでも、新発社債をあまり組み入れず流通市場から既発債を安い市場価格で買って組み入れていけば、売却するときもそれなりに損失は少なくできるが、発足当初の昭和36年1~3月は設定額の80%は規制された発行条件の新発債を組み入れることを大蔵省指導により義務づけられたので、解約が増加した場合のリスクは非常に大きかったのである。

それでも、当時の証券界では、社債の引受競争も激しかったため、競ってこの公社債投資信託の募集を拡大した。

すなわち、募集・設定額を多くすれば、新発社債の組入れ必要額も多くなるので、新発社債が足りないことを強調して、社債発行に際しての引受シェアを多く要求し、さらには、これを理由として引受幹事の地位獲得を発行会社に要請するという作戦をとったのである。

投資家側も銀行の普通預金と同じ流動性がありしかもより高い利回りが保証されているこの投資信託を飛びついて買ったので、両々相俟って大変なブームをまき起し、設定額は当初予想をこえた巨額のものとなったのである。

“銀行よさようなら…”というキャッチフレー

ズが飛び出したのがこの時である。

もちろん、組み入れるべき社債の発行は空前の巨額となつて、企業金融にも非常な寄与をしたのである。

2. グレイ・マーケットの拡大

しかし、この解約の急増が早くも、その年の夏から秋にかけてやってきた。

金融情勢は引締めへ転じ、7月、9月と公定歩合が引き上げられたのである。

公社債投資信託の募集は、個人層のみを対象にする筈であったが、過激な募集競争は法人の余裕金運用にもこの投資信託を売り込み、このような法人層保有のものは、金融の引締めとともに、はやくも解約に動き出したのである。

この年の9月から毎月公社債投資信託の解約額は募集額を上回る純減が始まり、翌年5月までそれは続いた。

表3 公社債投資信託の設定・解約状況 (昭和36~39年) (単位 億円)

年月(末)	設定額	解約額	純増額 (△減)	残存元本
昭和36 1	460	—	460	460
2	340	—	340	800
3	303	—	303	1,103
4	207	—	207	1,310
5	220	—	220	1,530
6	188	76	112	1,642
7	167	105	62	1,704
8	176	150	26	1,730
9	146	245	△ 99	1,631
10	103	95	8	1,639
11	70	75	△ 5	1,634
12	65	138	△ 73	1,561
36	2,445	884	1,561	1,561
37	838	1,072	△ 234	1,327
38	1,099	710	388	1,715
39	1,223	848	375	2,090

(出所) 公社債引受協会『日本公社債市場史』
原資料：証券投資信託協会『証券投資信託年報』より作成。

その結果起こったのは、証券会社が公社債投資信託解約のために理論価格で引き取った社債等が大量に流通市場に売りに出されるという現象であった。もちろん、価格は理論価格より6~7円ときには10円以上も安い実勢価格で、証券会社が大損失を被っての投げ売りを余儀なくされたのである。

この急速に現れた投売りの自由流通市場は、しばしば“グレイ・マーケット”と呼ばれた。

大蔵省は新発社債の組入率を軽減し、36年4~6月は50% (既発社債30%, コール・ローン20%)とし、さらに10~12月は40% (既発社債40%, コール・ローン20%)とし、翌37年にはこの組入規制を全廃したが、既に手遅れであった。

こうして、公社債投資信託の連続的大量純減は社債の流通市場に売り物を増やし、流通市場を一気に拡大した。しかし、このような投げ売りの自由価格の社債取引は、統制色の強い社債市場では本来は隠蔽しておくべき、“グレー・マーケット(日蔭の市場)”でなければならなかった。

しかし、それは急拡大し隠蔽することは困難となった。

そして、このグレー・マーケット拡大のさなかの昭和37年3月、日蔭ではない公的市場である証券取引所債券立会場の方が価格形成をストップせざるを得なくなったのである。

VI. 昭和40年代の社債流通市場

1. 公社債引受協会による店頭取引気配公表

昭和40年8月から、まず公社債引受協会が社債等の店頭取引における価格の公表を開始し

た。

公社債引受協会は社債引受業務推進のため昭和31年に設立された証券会社の団体で、公社債の発行市場関係を担当しており、流通市場面は日本証券業協会の所管であるが、社債の発行方式をいかに正常化するかということは、社債引受関係者の長年の最大課題であり、そのポイントは社債の発行条件を流通市場の相場にマッチさせて決定する慣行を何時如何にして作るかということであった。それには実際の社債流通市場として多くの買い手・売り手を集め生成してきたグレイ・マーケットを、もはや日蔭の市場とせず、これを公開して多くの関係者に市場実勢を分って貰うことが大切だとの考えが強まっていた。

幸い、昭和40年夏には折からの景気停滞下で金融は緩和し、グレイ・マーケットの実勢レートによる社債流通価格を公表してもそれほどシヨッキングではないという状況になってきたのである。筆者も当時その一員であった社債引受業務担当者は、この機を逃さず、取り急ぎ公社債引受協会において、発行市場の正常化のための流通市場価格公表をしようと画策したのである。

こうして、昭和40年8月、公社債引受協会の会員証券会社の公社債売買担当者が店頭取引で行っている社債等の実際売買価格を持ち寄り、これをベースとして多くの所定銘柄についての“公社債店頭気配”を選定し一表にまとめて毎週発表することを開始したのであった。

それは翌年3月からは日本証券業協会の全会員証券会社ベースのデータに拡大され、店頭売買高なども集計して発表されることとなり、変遷を経て、現在は店頭気配は毎日発表となっている。

また、翌41年2月にはストップ状態であった証券取引所の上場銘柄についても、価格形成が再開された。それは、これまで店頭実勢を反映して自由に動いていた加入者電話債券の売買手法をとりいれ、実勢の取引価格を反映する方式にして再開したのである。

2. 国債の登場とその影響

昭和41年1月から国債が毎月発行されることとなり、41年10月からは証券取引所に上場された。これは、社債の自由相場形成にも大きく寄与するかと思われたのであったが、それは期待はずれであった。

昭和40年代の国債発行条件はやはり流通市場の実勢を反映する決め方ではなく、発行コストをなるべく安くしようという大蔵省当局の一方的決定によるものであり、その消化は証券会社が発行額の10%をめどに個人その他に販売し、残り90%は国債引受シ団加入の金融機関に割り当てるものであった。

そして取引所における国債価格も、要するにこの発行条件の写真相場が形成されていたに過ぎなかった。このためには、金融機関の引受取得した国債は流通市場への売却を禁じられ、その代わり1年間経過後は日銀がこの取引所価格により買いオペで吸い上げるのであり、証券会社が個人などからの売戻しで買い取った国債も溜ってくると日銀が買い上げ、国債の売り物が市場に出回ってこないような仕組みとされていた。

その状況は表4のとおり、40年代には金融機関は国債流通市場を全く必要としないように極めてうまく日銀オペがワークしていたのである。

いわゆる国債市場の隔離政策である。これに

表4 昭和40年における長期国債買オペの実施状況

(単位 億円、%)

年 度	市 中 公 募 額	買いオペ実施額 (Δ 売りオペ)			オペ適格国債中オペ実施率		
		うち 証券向け	うち金融 機関向け		うち 証券向け	うち金融 機関向け	
昭和40	1,100	—	—	—	—	—	—
41	6,750	653	13	640	59.4	9.4	69.3
42	6,200	5,639	294	5,345	80.2	31.5	90.7
43	4,460	2,693	340	2,353	64.0	41.3	69.6
44	3,900	2,447	350	2,097	61.8	48.3	66.0
45	3,250	7,018	350	6,668	82.3	55.3	89.2
46	9,356	Δ 1,000	—	Δ 1,000	68.0	48.7	73.3
47	17,150	Δ 885	Δ 200	Δ 685	47.3	30.6	51.3
48	15,000	24,962	230	24,732	79.6	22.4	91.5
49	17,724	15,863	250	15,613	85.3	19.4	99.9
40~49 累 計	84,890	57,390	1,627	55,763	85.3	19.4	99.9
50	45,100	5,982	400	5,582	74.7	20.0	86.7
51	60,225	8,966	600	8,366	55.6	19.8	63.2
52	85,700	10,245	631	9,614	43.4	14.3	50.3
53	92,000	11,843	4,734	7,109	34.2	18.4	39.5

注：1) 「オペ適格国債中オペ実施率」は買い(Δ 売り)オペ実施累計額を前年度までの市中公募累計額(オペ適格銘柄は発行後1年経過したもの)で割ったもの。

2) 金融機関のうち生・損保はオペ対象機関となっていないため市中公募額のうち、「生・損保」消化分を除いた額を分母としてオペ実施額を割った。

よって、証券取引所では大蔵省が決めた国債発行条件を反映した国債価格を付けることができたのである。管理市場・管理価格である。

日銀の国債買いオペは、成長通貨供給のために行われたもので、国債価格の維持のためではないが、昭和40年代の国債発行額はこの通貨供給にみあった程度のものであったため、この管理市場が可能であった。

しかし、表4にも現れているように、50年代にはもうこの仕組みはだめになり、真の国債流通市場が出来てくることは後述のとおりである。

このような40年代の国債市場の下では、社債流通市場も、店頭気配発表は続けられたものの、それをベースとして流通市場や発行市場が発展して行くにはまだまだ障害が少なくなかつ

たのである。

3. 店頭取引仲介機関の発足と縦割り市場の解消

しかし、社債流通市場の発展に貢献する見落としてはならない一つの機関を、昭和48年になって証券界が作り出した。

それは、証券取引所の会員92社によって設立された日本相互証券(株)である。

これは、BB証券(ブローカーズ・ブローカー)と略称されるように証券会社とのみ取引し、社債のみではなく金融債や国債などの公社債の売り買いについて各証券会社の需要を仲介し、証券会社間の売買成立を助けることを業務としている。

IVで述べたように、昭和30年代から大手証券

会社では縦割りの流通市場が成立していたので、このようなニーズはなかったし、事実、BB証券設立後も当初は大手証券の利用はあまりなかった。

しかし、次に述べるように50年代に入り国債ははじめ多くの公社債の流通取引が活発になるにつれ、大手証券の利用も多くなりBB証券の業務は繁忙に向かう。すなわち、縦割りの閉鎖的な債券流通市場は次第に解消し解放的一般的な市場での流通取引が主流になって行くのであるが、この移行についてBB証券がかなりの役割を果たすこととなるのである。

VII. 国債市場の自由化と社債流通市場

1. 国債の市場売却がようやく自由化

昭和50年代に入ると、公社債流通市場はようやく活発化の時代を迎える。

既発債の売り買いの需要がどんどん増大するのである。

これは、一面では、日本経済の戦後の復興と高度成長が達成され、石油ショックなどもあって、年率3~5%程度という低成長時代に入ったことから、民間部門の資金の需給関係が緩み各階層に投資・運用資金の余裕が出て来たことにある。

反面、公共部門の資金不足は拡大し、昭和50年度後半からいわゆる国債大量発行の時代に入り、ついに国債が流通市場に溢れ出して来たことによる。

やはり、公社債流通市場は国債が中心に動かないとだめなのである。

すなわち、国債発行は40年代のような日銀の

買いオペの範囲内で吸収される程度の発行額ではなく、限度を超えた大量発行の続く時代となり、それは、国債の流通市場隔離政策の終焉を余儀なくさせた。

金融機関は国債を1年保有していてもはや日銀が買い上げてくれることは期待できないこととなった。国債を換金売却するには一般の債券流通市場で市場価格で売却しなければならない。しかし、金融機関は国債などの債券は登録債として保有しており、国債の登録機関は日銀であり売却すればすぐに分かる。まさにIで述べた戦時経済時代と同じなのである。

ついに、昭和52年4月大蔵省理財局長は衆議院大蔵委員会で質問に答え、金融機関の保有国債の売却につき「売るか売らないかは、それぞれの資金ポジション・資産内容に基づいて自主的に判断することであり、大蔵省は売ってはならぬとは言っていない」と国債売却容認の公式発言を行ったのである。

しかし、実際は大蔵省の指導により、52年4月からは発行後1年以上経過した赤字国債の売却を解禁したのみであり、10月からやっと建設国債売却をも解禁した。発行後7~9カ月の国債売却が解禁されたのは昭和55年、100日経過の国債の売却まで解禁されるのは、ようやく4年後の56年なのであった。

証券取引所では昭和54年4月から国債についての大口取引市場を開設し、1億円以上の大口取引の便宜と価格情報公表の充実をはかった。

このようにして、金融機関の大量売却によって形成される国債相場は、40年代とは全く異なり、刻々と市場の実勢を反映するものとなり、この価格による実勢利回りに魅力を感じる機関投資家から個人に至るまでの多くの投資家が、余裕金の運用のためこれら国債その他の債券を

積極的に買い付けるようになった。

その相場の動きにつれ債券流通市場は様変わりの活況を呈することとなったのである。

2. 国債指標銘柄への集中売買

国債相場は金利情勢の推移を反映して、時にはかなりの高利回りにもなり、またときには低利回りにもなる。これらの動きにつれ社債その他の債券相場も自由に変動する。

債券投資は40年代までは、買い付けたら大体最終の償還日まで保有するのが常で、特に新発債は途中で売ると大抵損がでるというものであった。

しかし、いまや債券投資は“保有から運用の時代に移行した”といわれるようになった。

すなわち、いろいろの期限、利率、種類の異なる債券を運用ニーズに応じて、期間の長短、最終利回り・直接利回りの選択、などを考えつつポートフォリオを組み、それをまた情勢によって常に入れ替えていく、という投資態度が一般化してきたのである。

債券流通市場の活況は昭和60年代になると一段と急激になり、昭和62年度にピークを記録する。

これは、金利低下の趨勢に乗って投資家が活発に動いたことのほか、債券ディーラーの自己売買も大きく膨らんだためである。というのは、いわゆる金融改革により金融機関が債券ディーラーとしての免許を受けることが可能となり、その認可から金融機関が債券ディーリングの実績を増やすことに力を注いだのである。

しかも、金利環境がよかったので、ディーリングをやればやるほど売買差益を稼ぐことが可能であった。こうして証券会社と金融機関が

競って債券のディーリングに走ったのである。

このような債券ディーリングは買付けと売却を極めて大量にかつ頻繁に行うため、どのディーラーもその選択する銘柄は発行額が多く売り買いのやりやすい流動性に富む国債に集中させた。国債の中でも最近発行されたもので発行額の多いものが流動性に富む。こうして、多くのディーラーが集中して売買を行う国債がいわゆる“指標銘柄”となっていったのである。

流動性の少ない銘柄、つまり売り買いの需要の少ない銘柄を買っていると、値上がりしてすぐに売ろうとしても買い手が見つからず売れないことがある。ディーリング売買の盛況がディーリング仲間で指標銘柄を作ったのである。その銘柄は、1日の中でも何十回も売買され、その都度価格が形成され刻々と発表され分かりやすい。一刻を争って鞘取り売買をするディーラーは、このような銘柄でないと安心して乗っけないのである。

日本証券業協会が発表している公社債店頭売買高は、昭和62年度に5,094兆円に達したが、このうち4,955兆円が指標銘柄とその他も含む国債であった(表5参照)。

指標銘柄によって鞘取り売買をするディーラーの売買高は、その後金利上昇期にはいと急減し債券売買高全体も62年度をピークに減少してゆくが、いずれにせよ、国債を中心的対象銘柄とする自由な債券流通市場はこうして確立されたのである。

3. 社債発行方式改善の進展

しかし、このような債券流通市場の活況の中においても、社債の売買高は表5の示すとおり62年度でも8.6兆円にすぎず、あまりにも微小であった。

表5 公社債店頭売買高の推移

(単位 兆円)

	総売買高	内 訳		
		国債 (内長期国債)	社債	その他
昭和55年度	281	164 (162)	5.7	111.3
56	297	191 (190)	8.0	98.0
57	332	228 (208)	7.5	96.5
58	416	303 (273)	7.6	105.4
59	798	696 (388)	5.5	96.5
60	2,514	2,404 (1,592)	6.6	103.4
61	3,490	3,348 (2,705)	7.2	134.8
62	5,094	4,954 (3,688)	8.6	131.4
63	4,084	3,942 (2,751)	9.3	132.7
平 1	3,506	3,404 (2,406)	6.9	95.1
2	3,285	3,156 (1,929)	8.5	120.5
3	2,572	2,446 (1,150)	9.2	116.8
4	3,244	3,100 (1,057)	11.1	132.9
5	3,235	3,091 (1,071)	11.2	132.8
6	3,645	3,520 (900)	11.2	113.8
7	3,935	3,774 (1,054)	16.0	145.0

- (注) 1. 内訳の「その他」は総売買高から国債と社債を差引いた概数
 2. 国債の()の55~58年度は中期国債も含めて集計されていたがこれは少い。
 3. 国債の中では、59年度から政府短期証券、60年度から短期国債の売買が集計されており、その売買高は最近とくに急増し、「国債売買総額」をおし上げている。
 4. 社債には60年度から民営化されたNTT債も集計されているが、その額は平成1年より急減している。平成7年度でもNTT債は7,129億円にすぎない。

それは、当然のことに発行残高が少なければ、流通も少ないのである。

前述のとおり、昭和50年代からは公共部門に資金不足が増大した反面、民間部門の資金不足は減少した。これにともない社債の発行希望も減少し、それまで常に起債市場の受入可能額と発行希望額との大きなアンバランスを抱え起債会によって調整を受けていた社債発行市場の様相が変わってきたのである。

しかし、発行希望額と発行実現額とのアンバランスが解消したまではよかつたが、やがて国内における社債発行の希望そのものが減少してきた。

それは、長期資金需要の相対的減退に加えるに、資金調達手段の多様化が進み、株高を利用

する転換社債や新株引受権付社債の発行や、社債でも海外市場において発行する会社が増え、国内の旧態依然とした統制色の強い社債発行市場には期待しない、という会社が増えて来たのであった。

その様相は表6のとおり、年度間1兆円をも下回る状態が続き、これまでの統制的起債市場で優遇されてきた電力債までもが海外発行に向い、昭和59年からずっと9年間は海外発行の方が多く、これが逆転したのはようやく平成5年であった。

当時、公社債引受協会が行ったアンケート調査では、国内社債市場を利用しない理由として、“発行コストが海外に比し高い”“社債の発行条件が市場実勢を反映して決められない”

表6 国内・海外における本邦企業の社債発行額

(単位 億円)

年度	発行額				内 訳							
	国内		海外		電力債				一般事業債			
	件数	金額	件数	金額	件数	金額	件数	金額	件数	金額	件数	金額
52	142	12,408	23	1,465	69	8,200	—	—	73	4,208	23	1,465
53	153	13,133	20	1,270	69	8,765	—	—	84	4,368	20	1,270
54	126	12,981	29	1,786	81	10,740	2	366	45	2,241	27	1,420
55	101	9,935	34	1,680	60	7,880	—	—	41	2,055	34	1,680
56	127	12,690	8	491	67	9,310	—	—	60	3,380	8	491
57	91	10,475	96	6,812	54	6,980	10	1,489	37	3,495	86	5,323
58	62	6,830	62	4,039	40	5,360	9	1,203	22	1,470	53	2,831
59	55	7,200	96	11,345	39	6,190	20	2,944	16	1,010	76	8,403
60	62	9,435	155	14,393	40	5,580	20	3,051	22	3,855	135	11,342
61	60	9,800	175	16,392	36	4,850	15	2,941	24	4,950	160	13,452
62	26	9,150	86	8,240	20	6,880	11	3,526	6	2,270	75	4,714
63	28	7,490	99	8,426	20	5,050	8	2,517	8	2,440	91	5,909
1	21	7,290	94	11,199	19	6,930	13	3,464	2	360	81	7,736
2	52	20,660	197	22,982	44	18,300	2	359	8	2,360	195	22,623
3	63	24,267	256	38,771	41	17,250	11	4,639	22	7,017	245	34,132
4	93	38,200	296	41,110	43	20,450	6	2,576	50	17,750	290	38,535
5	75	29,790	157	23,991	29	14,400	9	4,298	46	15,390	148	19,693
6	99	32,650	78	6,272	32	13,550	2	591	67	19,100	76	5,681
7	195	57,192	92	4,721	31	16,050	4	1,323	164	41,142	88	3,398

“発行したいが適債基準が厳しくできない”
 “無担保発行適債基準に合わないが担保がない”
 “担保設定などの手続きが面倒”などの点
 があげられていた。

これらは、いずれも起債会の統制による国内社債発行市場が海外市場との制度の競争に敗退してきたことを示すものである。

関係者の間には国内社債市場壊滅の危機感が強まった。

こうして、社債発行方式の改善がいろいろの面において進められることとなった。

発行関係の諸手数料は相当の勢いで段階的引下げが行われた。

発行条件については、62年に一部、63年には全銘柄に、プロポーザル方式で発行条件を決め

て随時発行することが認められた。これによって昭和24年以来実に39年間続けられてきた社債発行条件の統制的決め方は廃止され、毎月開催されていた起債会もこれによって機能を停止したのである。

起債銘柄および無担保発行の適債基準も逐次緩和された。これによって国内市場で社債を無担保で発行できる会社も次第に増加したことは表7のとおりである。

しかし、社債発行および無担保発行の適債基準が全廃されたのは、ようやく近々平成8年1月なのである。

昭和10年代以降のわが国の社債発行市場は、いろいろと理由があるにせよ大変な遅れをとってきた。

表7 普通社債の無担保発行適債基準設定及び緩和に伴う適格会社の増加状況

	適格会社数
昭和54年3月基準設定により	2社
59. 4 緩和 "	約20
60. 10 " "	" 60
62. 2 " "	160~180
63. 11 " "	約300
平成2. 11 " "	" 400
5. 4 " "	" 800

〔出所〕『図説日本の証券市場』平成7年版117頁。

社債発行が本格化するの、ようやく平成8年からなのである。

4. 社債売買決済制度の問題点

発行が増えてゆけば、売買ニーズも増大する。表5と表6の平成7年度の数字にやや将来を思わせる増勢の兆候もみられるが、社債の流通市場の本格化もこれからである。

もちろん、国債の指標銘柄のような活発なディーリングが社債について行われることはないであろうが、売りたい時に売れ、買いたい時に買える市場整備は進むであろう。

この場合、なお歴史的に残る問題点の一つに社債の登録制度がある。

Iで述べたように、この制度は昭和17年制定の戦時立法によって行われている。もともとは、社債の流通を阻止する制度である。

しかし、税制上の優遇が付けられており、現在でも租税特別措置法によって指定された金融機関（銀行および各種金融機関および証券会社）が保有社債を登録債にすれば、社債利息に対する税金を源泉徴収されない、という特典がある。決算のとき利息を他の所得と一緒に計上して法人税を支払えばよいのである。一般法人は、利息受取の時源泉徴収されて法人税支払いの時控除されるが、大量に保有している場合は

利払日の税金も大きく資金効率が全く違う。

しかし、一般法人でも大量社債を保有するには券面より登録債にした方が管理上極めて便利である。

これまで、社債は発行も少なく従って売買も少ないので、管理上便利ということで法人の場合は殆どすべて登録債にしている。

しかし、社債の売買流通を考えると、登録制度は障害が多いのは当然である。

社債等登録法では、社債の登録機関は銘柄ごとの社債管理会社で、各社債ごとにいろいろに別れており、登録手続きは不動産登記法に準じているので、登録済証を発行し、Iで述べたように、売り方・買い方が売渡証や登録請求書などの書類を提出する必要があるなど、面倒で費用も時間もかかる。

国債の登録機関は日銀一本であり、登録は券面の記番号の記録もなく、登録済証も発行されないなど制度の簡便さがあり、あまり流通の阻害要因となっていないのに対し、社債等登録法による登録制度は流通に極めて不便に作られている。

とくに、社債流通市場に海外投資家の参加をも期待することとなると、登録制度の欠陥は大きくクローズアップされる。

海外投資家としては、日本の社債を買っても受渡しと登録の変更手続きに手間・時間がかかり、その間の決済リスクは極めて大きいとの指摘が既になされている。

また、登録債を導入した戦時下以来の税制優遇の制度も流通市場にとっては問題である。

源泉課税の課せられない投資家と、それ以外の外人投資家を含む一般投資家の間では売買条件が異なる。課税投資家か非課税投資家かにより、市場が分断されているのである。

これは、利子に対する源泉課税を廃止するか、または、登録債についての課税上の優遇を廃止するかが必要である。

登録債にするしないは投資家の自由であるが、税制の問題と管理上の問題がある限り金融機関や大口の法人投資家は登録債を選択するであろう。それは、社債流通の拡大・国際化にとっては問題である。

社債管理については、ユーロ市場のユーロクリアのような集中保管と集中決済の機関の導入

が必要であろう。

このような、措置がとられず社債市場が日本国内の閉鎖的市場にとどまるならば、自由化された社債発行市場にも限界がある。

わが国の社債発行ならびに流通市場の発展を考えるならば、それが国際的競争の世界にさらされているということを忘れてはならないであろう。

(元立正大学講師)