

証券会社の公社債業務

佐藤 昇

要 旨

わが国債券市場における近年の変化点を列挙すると、発行市場ではかつてはエクイティー・ファイナンス、それも海外発行に傾斜していたが、近年では規制緩和の進展にともなって国内市場における社債発行が比重を高めている。次に流通市場では証券4社への集中がますます進行しているなかで、依然として国債中心の市場となっており、社債の比重は一向に高まっていない。

また、かねてからわが国社債流通市場の機能向上のために必要と指摘されていた、社債の受渡し・決済制度の改善システムが1997年中には発足が予想され、債券市場全般を通じて制度面のネックはおおむね解消する方向にある。

1991年以降長期にわたる金利低下過程あっても、わが国の個人金融資産は好調に積み上がっており、人口1人当たり合計残高は米国の水準を若干上回っている。ただし、わが国の残高構成は現金・預金に著しく偏っており、合計残高に占める有価証券の構成比は、米国の場合と比較して債券と株式がおおむね3分の1、投資信託が2分の1にすぎず、有価証券の保有は個人からの預・貯金を受け入れた金融機関による、いわば間接的保有構造となっている。

今後証券会社における債券業務拡大のためには、個人投資家による直接的な債券取得を増加させることが肝要で、そのためには変動利付債やインフレ保護型国債などの導入あるいは、地方債における免税債の導入など、個人投資家が安心して債券投資を実行できる商品の創設が有効と思われる。

目 次

I. 公社債市場の状況変化

1. 近年、普通社債への傾斜と国内回帰が顕著な本邦企業の資金調達
2. 流通市場の中心は依然として国債だが、回転率は大幅に低下
3. 社債受渡し・決済制度の改革で流通市場のネックは解消へ

II. 証券会社における公社債業務の現状と展望

1. 4社への集中化がますます進行している債券売買業務
2. 銀行の証券子会社の進出が著しい社債引受部門
3. 望まれる個人投資家の債券投資拡大

I. 公社債市場の状況変化

1. 近年、普通社債への傾斜と国内回帰が顕著な本邦企業の資金調達

本邦企業による資本市場経由の資金調達が最も活発に実施された1989年度には、調達総額が28.3兆円に達している。この内訳を調達総額を100%とする構成比でみると、転換社債が33.1%（国内発行27.0%、海外発行6.1%）、新株引受権付社債が32.4%（国内発行3.2%、海外発行29.2%）、有償増資が27.9%（国内発行26.7%、海外発行1.2%）と、圧倒的にエクィティ関連の調達に傾斜しており、普通社債による調達は6.6%（国内発行2.6%、海外発行4.0%）にすぎなかった。（表1参照）

1989年度にピークを記録したエクィティ関連の調達は90年1月以降の株式市況の急落を迎えると一気に後退し、90年度の調達総額が9.5兆円にとどまるなかで、普通社債による調達比率が46.0%に拡大し、その後も91年度49.9%、92年度75.1%、93年度51.8%、94年度51.0%、

95年度69.4%と年度により上下動はあるものの92年度以降の4年間は連続して企業の資本市場経由の資金調達の過半数が普通社債による調達となっている。

資金調達総額のうち、海外での調達比率は1990年度に57.4%と過半数に達し、その後も91年度64.9%、92年度56.8%と推移したが、93年度には国内発行が50.6%と海外発行を上回り、94年度には83.9%、95年度には81.6%と国内発行の比率が急拡大している。

このように、1980年代までの本邦企業の資金調達は、普通社債にくらべてエクィティ・ファイナンス優位、国内市場にくらべて海外市場優位の傾向が目立ったが、90年代に入って、いずれも逆転現象が生じている。

転換社債について考察すると、1976年度から83年度まで海外発行が国内発行を上回った後、84年以降は国内優位の状況が続いている。海外発行が国内を上回っていた段階では、スイス市場等海外投資家のわが国企業の成長力に関する高い評価が背景にあったほか、発行手続きの簡便さや発行コストの低さが国内発行企業に海外発行を選択させる大きな動機となっていたが、

その後、国内市場においてもコスト低減などの措置が取り入れられるのにもなって国内回帰が実現したものである。

新株引受権付社債については、発行解禁以降一貫して海外発行が中心になっている。1981年に最初の発行が実現したが、当初の段階では国内市場ではワラント部分と社債部分の分離発行が認められなかったことから、発行は分離発行が可能な海外市場を中心として実施されていた。1985年11月には国内市場でも分離発行が可能となったが、この段階以降は継続的な円相場先高環境の下で、社債部分の償還資金に該当する外貨の先物予約により実質的な調達コスト低減が可能であったため、海外発行優位の状況が継続している。

普通社債の発行に関しても、1980年代なかばから90年代初頭にかけて海外市場発行額が国内市場発行額を上回る状況が続いた。

このように、わが国の債券発行企業が経常収支黒字あるいは高い貯蓄性向を背景に資金余剰の存在する国内市場を回避してユーロ市場等海外市場で起債し、しかもその相当部分を国内の投資家が取得する状況については、当時海外から疑問視される場面もあった。

この原因は、発行者からみれば国内に比較して規制がなく発行手続きが簡便で機動性に富み、手数料等のコストが安いことが魅力的であったし、投資家にとっても国内発行債に比較して好条件であれば、発行地にこだわる必要は希薄であったためである。

近年の社債発行市場の規制撤廃の進展はめざましく、1993年10月に施行された改正商法ではかねてからの懸案であった社債発行限度が撤廃され、受託会社制度も改善された。また、1995年9月には商法297条但し書の規定にそって

社債管理会社不設置普通社債の発行が実現している。さらに、1996年1月には適債基準の撤廃と財務制限条項の設定義務付けも撤廃された。このような、社債発行に関する規制撤廃にもなって発行企業のコスト低減が図られ、発行企業の範囲も拡大した。加えて、銀行の証券子会社の社債引受業務への新規参入が競争を加速したこともあって、普通社債の発行額が急増し、ことに1995年度の国内での普通社債新規発行額は5.7兆円と前年の3.2兆円を大幅に上回る結果となり、資金調達総額に占める国内普通社債の比重は64.1%（海外発行分は5.3%）に達した。

わが国企業はバブル経済崩壊後の痛手から立ち上がるべくストック調整を続けており、新規資金調達については極めて慎重で、銀行借入れは純減傾向で推移している。それにもかかわらず、社債発行が急増したのは、1980年代後半に大量に発行されたエクィティファイナンスの償還資金の調達や高金利時点で実施した銀行借入れを返済するためなどの目的で社債発行が増加したからであり、その背景として超低金利環境のほか規制撤廃が大きく寄与したことはいうまでもない。

2. 流通市場の中心は依然として国債だが、回転率は大幅に低下

1980年代後半のバブル経済の過程においては、好調な企業収益や株式・土地など資産取引の活発化を背景に税収が急増したことから、公共債への依存度が低下し、例えば1985年度から90年度の間は地方債の発行残高は純減傾向を続け、国債の純増額も89年度には1兆円強にまで縮小している。（表2参照）

また、企業の旺盛な資金需要はもっぱら銀行

表1 本邦企業による内外資本市場からの資金調達の推移 (単位: 100億円, %)

年度	調達総額		調達手段別構成比 (調達総額=100%)												
	内外比率		普通社債			転換社債			新株引受権付社債			有償増資			
	国内	海外	合計	国内	海外	合計	国内	海外	合計	国内	海外	国内	海外		
1987	1,343	60.0	40.0	13.0	6.8	6.2	45.6	37.6	8.0	25.6	0	25.6	15.8	15.5	0.3
88	1,922	64.1	35.9	8.3	3.9	4.4	42.0	36.4	5.6	25.9	0	25.9	23.9	23.8	0.1
89	2,831	59.5	40.5	6.6	2.6	4.0	33.1	27.0	6.1	32.4	3.2	29.2	27.9	26.7	1.2
90	947	42.6	57.4	46.0	21.8	24.2	15.0	9.6	5.4	31.9	4.2	27.7	7.0	7.0	0
91	1,262	35.1	64.9	49.9	19.2	30.7	14.9	10.1	4.8	32.4	3.0	29.4	2.7	2.7	0
92	1,056	43.2	56.8	75.1	36.2	38.9	7.7	5.4	2.3	15.6	0	15.6	1.5	1.5	0
93	1,040	50.6	49.4	51.8	28.7	23.1	25.1	19.5	5.6	20.3	0	20.3	2.9	2.4	0.5
94	762	83.9	16.1	51.0	42.8	8.2	38.0	33.5	4.5	3.3	0	3.3	7.6	7.6	0
95	891	81.6	18.4	69.4	64.1	5.3	16.3	11.3	5.0	7.8	0	7.8	6.4	6.1	0.3

〔出所〕 公社債引受協会『公社債月報』より作成。

表2 債券発行残高・売買高・回転率の推移

○発行残高と純増額 (単位 兆円)

年度	発行残高				純増額			
	国債	地方債	普通社債	その他 共合計	国債	地方債	普通社債	その他 共合計
1984	121.7	20.8	9.3	226.6	12.00	0.69	△0.19	20.20
85	133.4	20.8	9.2	245.3	11.71	△0.07	△0.12	18.72
86	143.1	20.6	9.1	262.8	9.70	△0.18	△0.11	17.48
87	149.8	20.3	9.0	276.3	6.70	△0.29	△0.02	13.51
88	154.4	19.7	9.1	288.4	4.57	△0.56	0.04	12.09
89	155.4	19.5	8.9	299.5	1.03	△0.19	△0.19	11.12
90	158.1	19.2	9.9	316.1	2.72	△0.31	1.01	16.58
91	162.5	19.6	11.2	332.7	4.34	0.33	1.35	16.58
92	167.7	21.1	14.3	349.4	5.25	1.56	3.05	16.74
93	181.4	25.0	16.3	375.9	13.71	3.83	2.00	26.46
94	194.8	30.0	18.7	402.7	13.40	5.09	2.42	26.79
95	212.4	36.2	23.1	430.8	17.57	6.18	4.44	28.08

○売買高 (単位 兆円) ○年間回転率 (単位 回/年)

年度	売買高				年間回転率			
	国債	地方債	普通社債	その他 共合計	国債	地方債	普通社債	その他 共合計
1984	500	25	6	622	4.32	1.22	0.60	2.87
85	1,725	24	7	1,891	13.52	1.15	0.72	8.01
86	2,877	28	7	3,130	20.81	1.34	0.78	12.32
87	3,883	25	9	4,131	26.51	1.25	0.96	15.32
88	2,910	14	9	3,158	19.13	0.72	1.04	11.18
89	2,519	8	7	2,706	16.26	0.39	0.78	9.21
90	2,040	8	9	2,213	13.01	0.43	0.91	7.19
91	1,216	12	9	1,361	7.59	0.59	0.87	4.20
92	1,107	21	11	1,271	6.71	1.01	0.88	3.73
93	1,153	26	11	1,332	6.60	1.14	0.73	3.67
94	994	28	11	1,140	5.28	1.00	0.64	2.93
95	1,161	43	16	1,360	5.70	1.31	0.77	3.26

〔出所〕 公社債引受協会『公社債年鑑』より作成。

借入れおよび大企業の場合はエクィティファイナンスによってまかなわれ、普通社債の発行残高も80年代後半を通じておおむね純減傾向を示した。

ところが1990年代に入ってバブル経済が崩壊すると上記の構造は一変し、ことに92年以降相次いで経済対策が打ち出され、さらには94年度には景気刺激のための減税策が採用されたこともあって公共債の発行が急増した。また、株価不振からエクィティファイナンスが後退した

ことや、低金利の長期化、規制撤廃の進展から普通社債の発行も急増傾向を示している。

国内債券発行残高合計純増額は、1989年度の11兆円強から90年度から92年度までが16兆円台、93、94年度が26兆円台に拡大し、95年度には国債17.6兆円、地方債6.2兆円、普通社債4.4兆円など28.1兆円（利付金融債など一部の債券が純減となったため3種類の合計額が総計額を若干上回っている）に達している。

このような情勢を反映して1995年度末の国内

債券発行残高は約431兆円と89年度末に比べて130兆円強の増加となっている。

一方、1987年度には年間4,131兆円（うち国債が3,883兆円＝94.0%）にまで増大した債券売買高はその後急減し、91年度以降95年度まで年間1,100兆円台から1,300兆円台で比較的安定的に推移している。

1984年6月の金融機関による公共債ディーリング業務認可もあって、国債指標銘柄を中心とする短期回転売買にもなって急激に増大した売買高が縮小した背景としては、国債先物取引の機能充実にもなって利鞘の確保を目的とする短期回転売買はコスト面で有利な先物市場に移行したこと、あるいは1989年年央から91年末まで続いた長短金利逆転現象が92年に解消した後は長短金利差の拡大傾向が続き、ことに94年年央以降はおおむね2%を超える金利差が存在していることから、投資家の現物債取得動機がかつてのキャピタルゲイン中心から、長短金利差の確保へと比重を移したことがあげられる。

つまり、超低金利の短期運用に比較して有利な長期債投資によって収益を得るためにはある程度長い期間債券を保有して支払い利息あるいは経過利息を受け取る必要があるからである。

1987年度には94.0%を占めた債券売買高中の国債の比率は、95年度には総売買高1,360兆円中の1,161兆円つまり85.4%にまで縮小したが、発行残高で49%（債券合計430.8兆円のうち国債は212.4兆円）の国債が売買高では85%を占めているわけで、依然としてわが国の債券流通市場の中心銘柄が国債である状況には変わらない。

売買回転率を検証すると、短期回転売買が最も活発に行われた1987年には国債の回転率が年度間で26.51回に達していたが、最近4年間は

5回転台から6回転台で安定しており95年度は5.70回となっている。地方債の場合は、89年度から91年度にかけては0.4回から0.6回程度に低迷したが、92年度以降は1回転台に上昇しており、95年度の場合は1.31回となっている。

これに対し普通社債の回転率は1988年度に1.04回転を記録しているが、それ以外はいずれの年度も1回転未満にすぎず、95年度も0.77回と低迷している。地方債と比較して普通社債の回転率が低迷を続けている背景としては、地方債の償還年限が依然として10年債であるのに対し、社債の場合は92年以来発行者の資金ニーズと投資家の運用ニーズとをすり合わせる方向で多様化が進展し、ことに個人投資家に選好される期間の短い社債の発行が実現したために、個人投資家の既発債売却の必要性が後退したことも影響している。

3. 社債受渡し・決済制度の改革で流通市場のネックは解消へ

前項で見た通り、債券流通市場において国債の売買が大量に行われているのに比べて、国債以外の債券の売買高の低調さが、これまでもしばしば指摘されて来た。発行量の多い国債、なかでも長期国債は保有者の数も多いため売買の機会が他の債券に比べて多くなるのは当然ではあるが、回転率を比較すると格差が大き過ぎることも事実である。その原因として、国債の場合には振替決済制度の導入により決済の確実性とスピードが確保されているのに対し、国債以外の債券の場合は非効率なペーパーベースの処理が行われているという、制度面の違いが存在した。

社債の場合をみると、機関投資家が税務面あるいは管理上の事情で選択し、したがって社債

発行残高の7割程度を占めるといわれる登録債について、おおむね次のような指摘があった。すなわち売買にともなう権利移転のためには登録済証の提示が必要だが、提出先である登録請求場所が銘柄毎に全国153の金融機関に分散しており、しかも処理が煩雑のため多くの日数を要すること。このため代金との同時決済が出来ず、リスクが発生することである。この点に関する制度改善については過去およそ10年間にわたって議論が重ねられたが、当事者間の利害対立が厳しく結論が見出せないままに推移してきた事情がある。

また、別の見地から債券の業者間売買の際に行われている、いわゆる「5・10日集中決済」の方式では毎月6回のみ決済が行われるため、約定から決済までの期間が8～11日営業日目となり、この間決済リスクが存在する点も指摘されていた。

上記の改善策について、1996年5月28日大蔵省証券局長の私的研究会である社債受渡し・決済制度研究会は「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目指して——」と題する報告書を発表し、明確な指針を示した。

報告書は登録済証を廃止したうえでオンライン・ネットワークを構築し、問題を一気に解決する方法を提言しており、そのための準備作業がすでに開始され、97年中にはシステムが稼動することになっている。なお、このシステムには社債に限らず政保債、地方債、金融債、円建て外債なども取り込まれることが予想されており、流通市場の利便性が国債並みに高まることが期待される。

また、決済日の定め方についても、報告書は国際的な方式であるローリング決済方式への移

行を提言しているが、96年10月には国債の決済方式が約定日から8営業日毎のローリング決済に移行し、いずれ4営業日目決済に移行する方向にあり、将来的には国債以外の債券についても国債と同一の方式が採用されると予想される。

改善策が実施されることになれば、すべての種類の債券の流動性に格差がなくなるはずであり、それでもなお国債とその他の債券との間に流通面で格差が発生し、投資家の不満が高まることがあれば、その際の解決は証券業者の努力に依存することになる。

II. 証券会社における公社債業務の現状と展望

1. 4社への集中化がますます進行している債券売買業務

『大蔵省証券局年報』所載の全国証券会社営業報告書集計表により、証券業者の債券業務の推移を比較した。ただし、債券業務にかかわる数値が他の業務と分離可能な部分のみの分析であるため、売買業務にかたよった内容となっている。また期間比較にあたっては、債券売買益が史上最高を記録した1986年9月期および直近の数値である95年3月期の数値を用いた。

比較・分析に際しては、証券会社を資本金規模で分類しAグループ(4社)、Bグループ(資本金30億円以上で4社を除く)、Cグループ(資本金10億円以上30億円未満)、Dグループ(その他)の4分類とし、それぞれ1社平均の数値を作成した。(表3参照)

(1) 4社以外のグループの債券売買高が極端に縮小

Aグループの1社平均債券売買高は1986年9月期の269兆円から95年3月期には207兆円に縮小している。86年9月期を100とすると95年3月期は77である。

これに対し、Bグループは28.6兆円(対Aグループ比10.64%)から8.6兆円(同4.18%)と縮小幅が大きく、さらにCグループの対Aグループ比は0.55%から0.04%に縮小、Dグループの対Aグループ比は0.06%から0.01%に縮小と、各グループの売買高が総じて縮小する過程

で資本金規模により大きな格差が生じている。一方、有価証券売買益のうち債券の売買益については、市況環境あるいは個別企業の状況が大きく影響するために平均値での比較はやや無理があるが、あえて比較すると次の通りである。

Aグループの場合売買高では95年3月期の水準が86年9月期の77%の水準となっているが、売買益では86年9月期の1社平均536億円が95年3月期には49億円へと10分の1以下の水準に減少しており、市況環境の影響が極めて大きいことがうかがえる。Aグループ以外では、い

表3 全国会員証券会社の債券営業動向

グループ	債券売買高 (単位 億円, %)					有価証券売買損益 (債券) (単位 100万円, %)				
	86/9期		95/3期			86/9期		95/3期		
	1社平均	対4社比較	1社平均	対4社比較	86/9期比	1社平均	対4社比較	1社平均	対4社比較	86/9期比
A	2,691,897	100.00	2,066,248	100.00	77	53,576	100.00	4,916	100.00	9
B	286,466	10.64	86,300	4.18	30	2,911	5.43	224	4.56	8
C	14,924	0.55	929	0.04	6	480	0.90	6	0.12	1
D	1,843	0.06	106	0.01	6	137	0.25	5	0.10	4

グループ	商品有価証券 (債券) (単位 億円, %)					商品債券比率 (%)	
	86/9期		95/3期			(商品債券/自己資本)	
	1社平均	対4社比率	1社平均	対4社比較	86/9期比	89/9期	95/3期
A	2,546	100.00	4,693	100.00	184	53.8	48.6
B	115	4.52	86	1.83	75	36.3	23.5
C	9	0.35	5	0.11	56	13.5	7.7
D	3	0.12	2	0.44	67	15.4	5.4

(注)
 ①グループ
 A = 4社
 B = 資本金30億円以上 (除く4社)
 C = 10億円以上 30億円未満
 D = その他
 ②グループ別会社数
 89/9期 95/3期
 A 4社 4社
 B 21 44
 C 17 27
 D 83 54

グループ	保護預り債券 (単位 億円, %)					自己資本 (単位 億円, %)				
	86/9期		95/3期			86/9期		95/3期		
	1社平均	対4社比較	1社平均	対4社比較	86/9期比	1社平均	対4社比較	1社平均	対4社比較	86/9期比
A	47,927	100.00	39,916	100.00	83	4,732	100.00	9,648	100.00	204
B	8,020	16.73	3,281	8.22	41	318	6.58	365	3.78	115
C	481	1.00	149	0.37	31	65	1.35	66	0.68	102
D	95	0.20	43	0.11	45	21	0.44	31	0.32	148

(出所) 『大蔵省証券局年報』より作成。

れもAグループの場合を上回る縮小傾向を示しており、売買益の対4社比較の数値が低下している。

(2) 商品債券を大幅に増加させた4社に対し他のグループの商品債券は減少

商品有価証券のうち債券の金額はAグループが1986年9月期の1社平均2,546億円から、95年3月期には4,693億円に増加、86年9月期を100とすると184に拡大している。これに対しBグループの95年3月期の商品債券は86億円(86年9月期を100として75)、Cグループが5億円(同56)、Dグループが2億円(同67)といずれも減額となっている。

期中の商品債券と期末の商品債券の額がことなる可能性もあるが、Aグループ以外のグループの商品債券の規模は、売買単位の大きい機関投資家に対応するためには、小規模と思われる。

商品債券比率(商品債券/自己資本)でもAグループが48.6%(95年3月期)、Bグループ23.5%、Cグループ7.7%、Dグループ5.4%と資本金規模によって大きな偏りがみられる。ここでの分析では、資本金の増加にともなって上位グループへの組み換えを行っているから、単純な比較に無理もあるが、証券会社の規模により売買高に大きな格差があるために商品債券の保有額にも格差が生じ、これが債券売買を実施するうえで、制約条件になっている、という循環も考えられる。

(3) 保護預り債券の金額でも格差が拡大

近年の金利低下を反映して個人投資家による償還債券の再投資が減少していることなどを反映して、証券会社の保護預り債券も減少してい

る。この面でも証券会社間の格差が拡大しており、Aグループでは1社平均保護預り債券が86年9月期の4.8兆円が95年3月期には4.0兆円(86年9月期を100として83)に縮小しているが、Bグループの95年3月期の保護預り債券は0.3兆円(同41)、Cグループは149億円(同31)、Dグループは43億円(同45)となっており、ここでも格差拡大が顕著である。

以上の通り、債券流通面においては資本金規模により、近年極めて顕著に格差が発生している。店頭市場の比重が圧倒的に高く、機関投資家の比重が高い債券流通市場においては、資本力にともなう手持ち債券の規模、債券売買量の多さに左右されるマーケット情報の充実度、あるいは多様な投資家ニーズに対応するためのノウハウの蓄積度など、大手証券会社にとって有利な状況が存在することは事実であるが、証券界全体の発展と多くの投資家の利便性向上のためには、一考を要する点である。

2. 銀行の証券子会社の進出が著しい社債引受部門

債券引受部門の収支等について大蔵省証券局年報ではその他の引受業務にかかわる数値と合算しており、分離することが出来ない。ただし、銀行の証券子会社の発足の影響がとくに社債引受け分野に色濃く表面化していることは事実であり、『日本経済新聞』の96年1月11日および同年7月11日の記事によると社債発行の際の主幹事・金額シェアは94暦年が証券4社98.0%、銀行の証券子会社2.0%、95暦年が証券4社76.2%、証券子会社21.9%、その他1.9%、96年1~6月が証券4社71.9%、証券子会社24.3%、その他3.8%となっており、銀行の証券子会社の躍進が著しい。

銀行の証券子会社の進出と、発行市場での制度面の規制緩和進展とが相乗効果をもたらし、発行企業の範囲拡大などの好影響があったことは評価できる。ただし、今後の課題として、過当競争に陥って発行者と投資家双方の信用を失墜する事態は絶対に避けることが肝要であり、とくに投資に関する自己責任原則と適合性原則の徹底のために、発行企業の情報開示については特に留意する必要がある。

また、証券界内部の課題としては4社以外の引受シェアを引き上げるために、社債の新規発行を実施する企業を見出すなどの努力が要請されよう。

3. 望まれる個人投資家の債券投資拡大

(1) 預貯金の比重が圧倒的に高いわが国の個人金融資産形成

1991年以降わが国の金利は低下基調を続け、最近の預貯金金利等は史上最低の水準となっている。それにもかかわらず、91年から95年までの5年間個人金融資産は各年50兆円前後の金額が安定的に積み上がっており、95暦年末現在の個人金融資産残高は1,184兆円、人口1人当たり概算950万円の規模となっている。(表4参照)

個人金融資産残高の内訳では、現金・預貯金658兆円(構成比55.6%)、保険(生命保険、農協共済、簡易保険、郵便年金の掛金)299兆円(25.3%)の比重が高く個人金融資産残高の大半を占めている。これに対し、有価証券の残高は株式77兆円(6.5%)、債券37兆円(3.1%)、投資信託33兆円(2.8%)にとどまっている。しかも、いずれも1991年以降ほぼ毎年純減傾向を続けている。株式の場合は株価値下がりによ

表4 個人金融資産残高主要項目日米比較 (1995年末)

	日 本		米 国	
	残 高	構成比	残 高	構成比
個人金融資産	兆円 1,184	% 100.0	100億ドル 2,110	% 100.0
現金・預金	658	55.6	357	16.9
信 託	79	6.7	77	3.6
保 険	299	25.3	※ 605	28.7
債 券	37	3.1	201	9.5
株 式	77	6.5	431	20.4
投資信託	33	2.8	126	6.0

(注) ※米国の保険欄は保険・年金

(出所)

日本=日本銀行「資金循環勘定」より作成。

米国=Board of Governors of the Federal Reserve System, Flow of Funds Accounts より作成。

る減価と保有株式の売却傾向が続いており、債券の場合は金利低下にともなう新規取得の不振のほか過去の高金利局面で購入した債券が償還期を迎えた際に償還金が預貯金等にシフトしている可能性が高い。また、投資信託については株式投資信託の解約が継続し残高が縮小している。

なお、1995年末現在の個人による有価証券保有残高合計額は147兆円だが、91年から5年間の累計減少額は約25兆円で減少率は15%に達している。

わが国の個人金融資産の状況と比較するために米国の1995年末個人金融資産をみると、残高合計額は21.1兆ドルで、人口1人当たり概算額(為替は95年末の103円/ドル)は、840万円で、わが国の個人金融資産残高が米国の水準を上回っている。

米国の場合も保険(年金を含む)の構成比が高く全体の28.7%を占めているが、現金・預金の構成比は16.9%でわが国の3分の1以下にすぎない。預金の比重が少ない反面有価証券の構

成比が高く、株式が20.4%、債券が9.5%といずれもわが国のおおむね3倍、投資信託が6.0%でわが国のほぼ2倍の構成比となっている。

以上から、米国の場合は個人投資家が有価証券を直接取得する機会が多いのに対し、わが国の場合は預貯金を通じて金融機関が間接的に有価証券を所有する機会が多いことがわかる。

(2) 債券発行残高の8%にすぎない個人の債券保有額

1995年末現在の日本銀行・資金循環勘定から投資家別の国内債券保有額を抽出して合計すると469兆円となる。この内民間金融機関保有額の構成比が47.0% (国内銀行13.0%, 保険11.9

表5 国内債券および株式の所有者別内訳 (1995年末現在)

所有者	債券		株式	
	所有額	構成比	所有額	構成比
中央政府	—	—	1.2	0.3
日本銀行	21.2	4.5	—	—
公団・地方公共団体	0.1	0.01	0.6	0.2
公的金融機関	151.2	32.2	0.2	0.05
郵便貯金・簡保	61.5	13.1	0.0	0.0
資金運用部	89.6	19.1	—	—
政府金融機関	0.1	0.02	0.2	0.04
民間金融機関	220.4	47.0	123.6	35.8
国内銀行	60.9	13.0	43.9	12.7
中小企業金融機関	19.1	4.1	0.9	0.3
農林水産金融機関	18.1	3.9	1.1	0.3
在日外銀	2.7	0.6	0.0	0.0
信託	34.3	7.3	27.3	7.9
投資信託	19.1	4.1	8.0	2.3
保険	55.8	11.9	37.4	10.8
証券会社	9.3	2.0	4.9	1.4
法人企業	19.8	4.2	107.8	31.2
個人	37.4	8.0	76.6	22.2
海外	19.1	4.1	35.5	10.3
合計	469.3	100.0	345.4	100.0

【出所】日本銀行「資金循環勘定」より作成。

%, 信託7.3%, 中小企業金融機関4.1%, 投資信託4.1%など)を占め、次いで公的金融機関の構成比が32.2% (資金運用部19.1%, 郵便貯金・簡保13.1%など)と高い構成比になっており、個人投資家の保有分の構成比は8.0%にとどまっている。その他では法人企業が4.2%, 外国人が4.1%である。(表5参照)

参考のために株式について同様の検証をすると、投資家の総保有額345兆円のうち民間金融機関の構成比が35.8% (国内銀行12.7%, 保険10.8%, 信託7.9%など)となっているが、債券と異なる点は公的部門の保有分が合計しても1%に満たないことである(債券の場合は公的部門保有額を合計すると36.7%の構成比となっている)。また、個人の保有分が22.2%と債券の8.0%を大幅に上回っているほか、法人企業が31.2%, 外国人が10.3%といずれも債券に比べて高い構成比となっている。

債券の場合は公的部門の保有額が多いこと、株式の場合は持ち合い分も含めて法人企業や銀行の保有額が多いことなど、の特色がある。つまり、これらの中には純粋な投資目的以外の動機による保有分もあろうから単純な比較は無理ともいえるが、個人に関していえば前項でみた米国との比較、および株式との比較からしても、債券の保有が極めて少ないといえよう。

(3) 個人の債券投資拡大が今後の課題

日本証券業協会の投資家別公社債売買状況によると、1987年度には10.1兆円であった個人投資家の年間債券売買高が94年度には3.1兆円、95年度には3.4兆円に縮小している。全投資家合計額は87年度が2,655兆円、94年度が1,270兆円、95年度が1,733兆円であるから、個人投資家の売買高の減少は全体の減少テンポを上回っ

ている。

すでに述べた通り、わが国では近年債券の保有構造でも個人投資家の後退と機関投資家への集中がますます進行しており、この過程で証券業者間では4社への集中化が加速し、社債引受業務では銀行の証券子会社の台頭が際立っているが、既発債の流通市場においても個人投資家の後退が著しい。

このような現況を改善し、証券業界全体として債券業務での収益基盤を向上させるためには、大量の金融資産を保有している個人投資家を債券市場に呼び戻すべく努力を傾注する必要がある。

個人投資家の債券投資拡大策としては、近年社債の年限多様化、個人向け限定募集債の発行などが実現している。しかしながら、それにもかかわらず個人投資家の債券投資残高が減少していることはすでに述べた通りである。

個人が貯蓄を選別する際に、元金保証、投資先(預入先)の信用度、利回り、預入・引出しの自由度等が重視されることは、貯蓄広報中央委員会の世論調査から明白である。したがって、個人投資家の債券投資拡大のためにはそのニーズに合った商品を提供することが重要になる。

個人投資家は、過去の経験によれば概して高金利局面で債券投資を拡大し、低金利局面では縮小する傾向がある。これに対し、金融機関の場合は高金利局面、つまり貸出需要が旺盛な局面では債券投資が純くなり、貸出需要が後退して低金利局面を迎えた段階で債券投資が増大する傾向が見られる。

1991年以降、長期にわたる金利低下過程で個人投資家の債券投資が後退し、金融機関の投資額が増大しているのも、まさに上記の傾向をた

どっている結果といえる。とすれば将来企業等の資金需要が回復することになれば、90年代に入って急増している公共債の借換えにも重大な支障が生じることになろう。

低金利が長期間継続する過程で個人投資家の債券保有が縮小した最大の原因は、おそらく低利運用の長期固定化を回避したためであるが、この点に対応するためには変動利付債の導入が効果的と思われる。

わが国における変動利付債券の発行例としては、1983年から85年にかけて、期間15年で機関投資家(信託銀行、農林中央金庫、全信連、生命保険)向けに、合計4兆7,450億円発行された変動利付国債がある。これ以外では、低金利局面では投資家サイドから、高金利局面では発行者サイドから、それぞれ発行要望ないしは検討が行われた形跡はあるが、当然のことながら両者間の利害が逆転するために実現していない。しかしながら、毎月発行が定着している長期国債であれば発行者の金利変動リスクは平準化されること、あるいは民間債の場合でも金利スワップ市場の発展を考慮すれば、実現は可能と思われる。

また、英国およびカナダで実績があり米国でも検討されているインフレ保護型国債の導入も効果的と思われる。この種の国債がわが国に導入されれば、低金利下で運用難の状況にある年金を補完し、第2の年金として将来に備えるという機能も期待できる。また、退職金の運用手段としても最適と思われる。

地方債の場合、縁故債の比重が高くしかも最近発行量が急増している。ただし、これまでは縁故債を引き受ける金融機関への借入需要が減少していることもあって、比較的順調に消化されて来た。しかしながら、将来、例えば借換え

発行が必要になった時点で、金融機関の資金繰りが厳しい局面にあった場合などには発行に支障が生じ、長期金利全般の上昇を招く懸念が生じる。

これを回避するためには、今から公募債の比重を高めて応募者の範囲を拡大することが必要である。応募者の範囲が拡大すれば流通市場も活発となり、地元個人投資家などの参入も増加し、場合によっては地方債の地元流通市場が発達する可能性もあろう。

さらに、地方債への個人参入を図るためには

上記の変動利付債の発行も有効であるが、免税債を導入することも検討に値する。

免税債により、個人投資家の投資機会が拡大し、市場人気が高まれば税相当額の範囲内で利率を引き下げることが可能となろう。

注

1) 改正商法297条〔社債管理会社への委託〕

社債ヲ募集スルニハ会社ハ社債管理会社ヲ定メ社債権者ノ為ニ弁済ノ受領、債権ノ保全其ノ他ノ社債ノ管理ヲ為スベキコトヲ委託スルコトヲ要ス但シ各社債ノ金額ガ一億円ヲ下ラザル場合又ハ社債ノ総額ヲ社債ノ最低額ヲ以テ除シタル数ガ五十ヲ下ル場合ハ此ノ限ニ在ラス

(日興リサーチセンター主席研究員)