

社債保有構造と流通市場要求

小林 和子

要 旨

金融資産の性格は流動性、安全性、収益性の三つの指標にかけられた比重と、これら三つの関連性によって総合的に評価される。預貯金に比べた場合、証券は流動性と収益性に優れ、安全性において劣る。証券という大分類の中では、株式は流動性に優れ、平均的には収益性にも優れるが、安全性には劣る。債券は安全性に優れるが収益性と流動性には劣る。その債券の中でも普通社債は収益性に優れるが、安全性と流動性、とりわけ流動性において劣る。

それは何故か。債券は保有目的の一つに満期までの保有が入る。また流通市場における売買以外の流動化ないし活用の方法がある。この一般論の上に、日本の普通社債には特有の事情が加わる。それは普通社債の保有状況統計が作成されていないことに端的に示されている。30～40年以前の金融機関を中心とした計画消化時代に作成され始めた消化状況統計が、流通市場売買がほとんどなければ保有状況統計に代用されたからである。

この30年間の普通社債の消化状況は、第Ⅰ期：金融機関計画消化時代（後期）（1965～1970年）、第Ⅱ期：個人消化推進時代（1970～1985年）、第Ⅲ期：機関投資家時代（1986年～）に分けられる。消化状況統計は「その他」区分が著増した第Ⅲ期にはほとんど意義を持たないものとなった。

保有構造が正確に把握できない現況ではあるが、多くの機関投資家グループの資産保有状況から推計し、若干のヒアリングを加えて、各グループの普通社債保有政策を検討する。未だ試みの域を出ないが、普通社債発行・保有額の増大に伴い、短期の余資運用、中～長期の資産運用が前面に出て、普通社債保有・投資は新たに積極的な意味を持つようになりつつある。流通市場の整備・活性化は、機関投資家時代への積極的な対応として把握されよう。

目次

はじめに	4. 現状と展望
I. 債券流動化の諸方法	III. 社債保有構造をどう把握するか
1. 流通市場における売却	IV. 社債保有部門の保有目的
2. 銀行等に対する担保使用による資金調達	1. 銀行
3. 有価証券貸付け	2. 保険
4. 債券貸借取引	3. 農林中金・農業協同組合
5. 日本証券金融等による公社債金融等	4. 商工中金・信用金庫
II. 普通社債消化状況の変化	5. 投資信託
1. 金融機関の計画消化時代(後期)(1965年～1970年)	6. 公的金融機関
2. 個人消化推進時代(1970年～1985年)	7. 個人
3. 機関投資家時代(1986年～)	8. 海外

はじめに

証券が経済社会に生み出されるには発行という発行者の行為が必要である。この行為は公募発行市場を通す場合もあれば市場を通さない株主割り当てもあり、発起人全額引受で設立することもある。発行された証券が本来持っている経済的機能を基本的に果たすためには、流通市場が必要である。しかしこの場合も一般に開かれた組織的市場制度に乗る銘柄はある経済社会に現存する証券のごく一部にすぎない¹⁾。

本稿で取り上げる社債は、その中でも流通市場との関わりが薄い証券である。理論的には証券である以上は流通市場の存在は必須であるが、株式に対して債券の場合は流通市場の存在は最悪の場合「理論的可能性」であっても構わない。第1に、債券は期中のインカムゲイン受取りと満期償還の受取りが保有の最大の目的になりうるからである。第2に、後に見るように、債券には株式にはない様々な流動化の方法が存在するからである。さらに、以下には日本

市場のある種の特異性が係わるかもしれないが、債券のうちでも社債の保有者はとりわけて強い流通市場要求を持たないように思われる。その理由は一般的には債券に共通のものであるが、消極的な証左としては自然発生的な社債流通市場がほとんど歴史に見られなかった事実をあげることできる。もちろん日本市場120年の歴史を振り返れば何回か、債券流通市場の自然発生的な形成の事実を見て取ることはできる。とはいえその多くは国債あるいは小額債に係わるもので²⁾、社債に係わるものは1960年代の証券会社によるディスカウント販売(グレー・マーケット)³⁾だけといえる。流通を仲介する証券会社による市場要求を、最終投資家による市場要求と同一に論じるわけにはいかないだろう。

I. 債券流動化の諸方法

証券を保有するもの、すなわち証券の形態で金融資産を保有しようとする投資家にとって、他の金融資産にない証券という金融資産の特徴

は何か。預貯金と比べた場合の証券の最大のメリットはその「流動性」にある。2番目は「収益性」、そして預貯金と比べて確実に劣るのが「安全性」ということになろう。株式はこの「流動性」において著しく優れるが、「安全性」においては劣り、現在の日本では「収益性」も低い。これに対して債券は、ごく一部を除いて「流動性」は低いが、確定利付き金融商品として「収益性」は確実に優れる。また1996年の現在、銀行経営の安全性は相対的に低下したが、低格付け債の発行が可能になって債券の「安全性」も低下すると思われる。

債券の流動性はごく一部を除いて低いとしたが、実は流動化の方法は株式に比べてかなり多いといえる。株式は取引所市場及び店頭市場という流通市場における売買が流動化の圧倒的大部分を占める。これ以外に考えられる方法は1)担保金融、2)貸株であり、いずれも株価の好調な時期とそうでない時期とで、利用可能性が大きく異なる。債券は価格が株式のように中長期的な上昇傾向を持たず、また先に見たように満期償還を受けることが保有の主要動機になりうるため、流通市場が唯一の流動化の方法にならない。以下に見るように様々な方法がありうる。

1. 流通市場における売却

1) 取引所市場 株式では流通市場の中心は歴史的に見て、また現在の日本において取引所市場にある。店頭市場その他の取引市場が急発達した諸先進国の場合でも、取引所市場はいくつかの市場の中の重要な一つである。しかし債券では取引所市場ははるかに低い位置づけとなる。理由はいくつか上げられるが、その評価は各国の市場取引の実態に照らして見るしか

いと思われる。第1に、債券の現存銘柄が非常に多く、種類も多種多様で、取引単位がまちまちであるために、取引所取引になじまないとされる点について。株式の発行会社は日本に100数十万社有り、このうち上場あるいは店頭公開している株式は約2,000銘柄にすぎない。比率だけからすれば、極端な代表銘柄市場である。ただしこの100数十万社のうち99%はそもそも公開・上場を期待していない中小株式会社である。これに対して債券は、現存銘柄数は1万足らずであるが⁴⁾、発行主体が国、大地方自治体、政府機関、大金融機関、大企業等である。その多くが発行債券の上場取引を望んでもおかしくはない。実際に上場が希望された場合には確かに取引の整理が困難であろうとは思われるが、むしろ上場希望が非常に少ないのが実情である。従って債券種類や銘柄数の多さは大きな問題点ではないといえるだろう。

東証上場債券種類別銘柄数(1996年6月末)
『東証統計月報』

国債	125	金融債	5
地方債	1	事業債	2
政保債	1	円貨建て外国債	86
その他特殊債	1	計	214
転換社債	1,099	新株引受権付き社債	2

第1の理由で問題となるのは、後半の「その故に取引単位がまちまちであり、取引所取引になじまない」という部分である。債券で市場集中義務がある取引は以下のように小口取引のみである。

国債	小口取引(額面100-1,000万円)
円建て外国債券	
	標準取引(額面10-1,000万円)
転換社債・新株引受権付き社債	
	(最低券面額以上-3,000万円)

市場集中義務がある故にこれらはそれなりに取引の出合いが可能であるが、これら以外の取引は円滑な出合いは望めない。株式の場合も最低取引単位(50円額面では1,000株、1株1,000円とすれば100万円)と大口取引(10億円以上)では1対1,000であるが、上場株式には全面的な市場集中義務がある。出合いは取引所市場でなければ見つけられない。しかし債券の場合は、おそらくは流通市場における実物売買需要がそもそも少ないことが根底にあり、売買の「定型」は小口取引ではなく大口あるいは超大口(例えば100億円単位)に傾斜している。この故に取引所取引にはなじまないというべきなのではないだろうか。

第2の理由は、債券が金利中心の金融商品であり、株式よりも銘柄代替性が高く、有利な取引条件がポイントになることである。株式を取引所取引に集中することの最大のメリットは、出来る限り多くの取引を、多くの投資家に開かれた1市場に集中することによって、競争性を高め、より一層練れた価格を実現するところにある。いいかえれば、株式の価格形成の主たる要因は(むろん一定のファンダメンタル分析を与件として)集中された市場競争の中にある。しかし、債券の場合は債券市場の外側にある一般金融市場金利が最大の価格決定要因になる。とすれば取引所市場に集中する必要はないわけである。もっとも取引し易い市場を求めるトレーダーの動きで市場が選択される、あるいは市場が作りだされることになる。

第3の理由は、債券の売買主体が機関投資家中心で証券投資・運用の専門家であるため、店頭市場であっても十分に競争的な価格形成が可能であることがあげられる。取引所市場では取引所の管理下に厳正な競争条件が保持されるよ

うに図られ、投資に不慣れた投資家を保護する役目を果たすが、債券売買では實際上その必要がないのである。

以上の3点は取引所取引を必須としない理由であるが、これらは取引所取引を完全に排除するものではない。日本の場合には小口取引の市場集中主義をとっているため、巨額の実需が集中する店頭取引価格に対して取引所値段を基準とするような制限がある⁹⁾。取引所市場は債券市場全体に対して価格形成・公示機能を果たすといわれている。公示機能はともかく、前述の理由からして取引所債券市場が十分に価格形成機能を果たすとは思われない。地方債、政保債、その他特殊債、事業債、金融債5銘柄中3銘柄までは96年6月中の売買高(額面)が一律に2,000万円である。6月の立ち会い日数は20日であるから、1日100万円の最低額の取引が行われているだけである。確かに値付けは行われているが、これをもって価格形成しているとはいえない。この1日1回の値付けは、店頭市場の主要トレーダーである4大証券が国債中心の店頭債券実勢価格を反映させて行っているものであろう。取引所市場の機能は実勢価格をなにかし反映させた取引所価格の公示が最大のものといえよう。

2) 店頭市場 日本の場合、債券の取引は現実に98~99%が店頭取引である。債券取引が店頭取引になじみ易い理由は、取引所取引になじみにくい理由とほぼ裏腹である。先に見た理由のほかに、積極的に店頭取引が選ばれる理由として、二つ付加したい。一つは、債券の売買取引は単純な実物需給の他に巨額の長期ポートフォリオ管理・運用のための入替売買や、短期資金需給のための現先売買、効率的な資金管理のための着地取引等、多岐にわたり、受渡しも

投資家により希望する方法が異なる。弾力的な取引方法が初めからあることが望ましい。二つは、債券の存在形態が本券と登録債とに分かれ、大部分は(金融機関や機関投資家の保有する)登録債の売買であるため、利息収入に関する源泉税の適用が投資家毎に異なることや移転登録の手続き等取引条件が複雑で、定型化できないことである¹⁰⁾。これらは店頭取引であればすべて簡単にクリアできるともいえない。店頭取引のメリットはこの場合「定型、ルールにしばられない」ところにあるので、種々様々な取引を受け入れる可能性は高いが、現実に取引が集中し、実質的な市場が形成されるかどうかは別の問題である。

個別証券業者の店頭：店頭取引のベースは債券を販売した証券業者の店頭にある。ここでは発行ロットの小さい社債の小口売却から国債指標銘柄の大口売買まで多種多様な取引が出入りする。その際、取引価格の情報として、1966年2月から日本証券業協会で公社債店頭気配が発表されている。現在行われている公社債店頭基準気配発表制度では、非上場債の気配を報告するのは証券業協会が指定する協会員15社(公共債には金融機関5行追加)で、その算術平均を協会が発表するものである。こうした少数の専門業者による個別店頭取引をベースにして、債券業者はそれぞれ連絡しあって証券在庫を調整するが、これを進めてインターディーラー市場が作られた。筆者はこれを債券店頭取引の組織的市場とよぶ。

組織的市場：1973年7月に証券4社を中心に設立された日本相互証券(ブローカーズ・ブローカー、略称BB)の集中する取引をいう。国債に関しては、取引所の国債大口取引(1979年4月開始)がやはりインターディーラー市場

と位置づけられている¹¹⁾。債券店頭組織的市場は大口債券の売切り・買切りのアウトライト市場である。取引所取引が充足することのできない大量流通取引がこの市場で充足される。1985年ごろから債券取引全体に対してインターディーラー市場の取引高は7~8割を占めている。ただしその実態は株式の取引所取引が実物取引需給を充足させるのとはかなり異なっている。取引の中心はある時期のディーラー人気を集中する長期国債指標銘柄1本にしばられ、もっとも流動性の高いその銘柄がいやが上にも流動性を付与される極端な市場を形成することになる¹²⁾。1銘柄に極度に付着した流動性をめぐって、巨額の、短期投機をねらった取引が呼び起こされ、現実化し、さらに価格変動をもたらして、一層投機を誘い出す。にわとりが先か、卵が先かは、どこの世界でも判らないが、この市場においても流動性と取引人気はどちらが先かは決められない。この市場は債券市場として最も大量の実物取引需要を充足する市場でありながら、実態は株式の取引所市場とは比較にならない極度の代表銘柄市場なのである。

現先市場：個別店頭市場(取引ルールがある証券業者と顧客の個別的関係)と組織的市場(取引ルールと取引場所の中核があるディーラー市場)の中間的存在が、現先市場である(ルールはあるが場所的中核はない)。現先売買すなわち債券の条件付き売買とは買戻し条件付きあるいは売戻し条件付きの売買取引で、もともとは証券会社が自社保有の債券の在庫ファイナンスを行う場として形成してきたが、現在では短期金融市場の一つの構成部分となっている。取引所市場及び他の店頭市場に比べて大きく異なる点は、参加者の限定(個人は認めない)、期間は1年未満、資産に対する残高比の

チェック等であろう。取引対象は各債券種類にわたるが、現実には80~99%が国債である。

2. 銀行等に対する担保使用による資金調達

債券の証券としての特質は、流動化を考える時に流通市場で売却する方法以外の方法が多くあることである。中でも古くからある方法として最大のものが債券を担保とする資金調達である。短期の借入で賄える資金需要には、流通市場における売却の必要はない。担保借入はまずは日常的な取引銀行との間で行われるが、基本的には債券に担保力があれば相手は選ばない。債券の流通取引に制約がある場合、あるいは何らかの政策的優遇策が必要とされる場合には、日本銀行の国債担保優遇あるいは社債担保優遇等の措置が採られ、市中の債券担保貸付けを補強することもある⁹⁾。これを逆に見れば、債券の保有目的には担保使用があげられることにもなる。

3. 有価証券貸付け

すべての債券保有者に通ずるわけではないが、銀行、生命保険、一部の企業等には、保有債券の「貸付け」使用が有利な取引になる。1995年国内銀行銀行勘定では、資産合計約750兆円、商品有価証券1兆7,170億円、投資有価証券124兆6,585億円、債券が61兆6,488億円、そのうち5,200億円が貸付け有価証券である(日銀『経済統計月報』)。比率としては極めて少ないが、直利が低い時等にはこのような保有債券の使用方法もありうるわけである。

4. 債券貸借取引

前掲の有価証券貸付けが債券貸借取引にすべ

て一致するのかどうかは判らない。この取引については本書別掲中島将隆論文に委ねる。

5. 日本証券金融等による公社債金融等

(1) 信用取引(各証券取引所)及び貸借取引(証券金融会社)の担保金は有価証券による差入れが可能である。96年9月現在の担保代用有価証券の代用掛け目は、株式が時価の80%以内、国債が時価の95%以内、政府保証債が90%以内、その他の債券が85%以内である。株式取引のために存在する両取引に債券代用担保が利用されることは少なく、また両取引が極度に緩和されている現在、株式との掛け目の差も少ないが、形式的には株券担保よりも有利な設定になっている。

(2) 日本証券金融等の公社債流通金融は、証券会社の債券引受、売買に係わる短期保有資金あるいは短期決済資金(取引所大口取引関係)を貸し付けるものである。国債担保は時価の98%以内と、ほぼ現金に近い扱いである。

(3) 同一般貸付けは株式取引その他に関する証券会社向け融資で、公社債の掛け目は(1)に同じである。

(4) 同証券担保ローンは個人・法人の一般投資家(有価証券保有者)向け融資で、国債の担保掛け目は時価の90%以内、その他の債券は時価の80%以内である。

日本、大阪、中部3証券金融会社合計の公社債貸付けの残高は年により激変する。この10年を見ると、1兆円を越したのが1988年と94年の2回、95年は4,000億円台に止まった(日本証券金融『証券金融』各年版)。

以上のように流動化の方法が多様多様に存在する債券ではあるが、現実の流動性は最も信用

力が高く、かつ最も発行ロットがまとまっている国債に、それも国債のうちの1銘柄である指標銘柄に集中して実現されている。債券の流動性は現実には極度に偏在しているということになる。しかもこういう状況が日本では何十年と継続している。これに対して債券の保有者、さらに近い将来の投資家が大きな不満を持ってきたとすれば、債券発行は成立しなかったであろう。さほど大きな不満を持たなかったか、不満があっても提起する術がなかったか、あるいは他の面で吸収されてきたのか。流動性に関しては特に不満があったはずの普通社債保有者の動向を次に見たい。

II. 普通社債消化状況の変化

普通社債すなわち転換社債や新株引受権付き社債を除いたストレート・ボンドのみの保有状況は知ることができない。公社債引受協会発表の消化状況が入手できるだけである。統計発表開始以後長期にわたって計画消化が続き、また数十年にわたって流通市場がほとんどない状況で、あるいはあったとしてもグレー・マーケットで実態が良く知りえなかったため、普通社債は発行時の消化状況の把握が現実の意味のある

統計だったのであろう。しかし今日、社債流通市場の整備を本気で問題にするとすれば、そのための基本的な資料が存在しないということになる。それゆえ、本章の目的は存在する最低限の統計数字で考えることである。新規国債発行が開始され、取引所債券流通市場が再開された1965年からの30年間をたどってみると、普通社債の消化状況には三つの大きな時期区分ができると思われる。

1. 金融機関の計画消化時代(後期)(1965年~1970年)

この30年については第1期(1965~1970年)を金融機関による計画消化の時代ととらえることができる。しかし先行する10年を見れば、金融機関の計画消化時代はすでに形成され、数字的には前期にピークを越えていたと見られる(表1)。

この10年は高度経済成長の第1期に当たる。成長資金需要が極めて強く、新規国債は発行されていないが、準国債とされた政府保証債、地方債、社債の合計発行額が59年以降著しく増加し、金融機関に対する割当的消化が進められた。公社債投資信託が発足した60年度と61年度は一時的に投信消化が急増したが、これが既発

表1 普通社債消化状況(1956~1964年)

(単位 %)

年度	都・長銀	地銀	信託	保険	農中他	商中他	相互銀	個人	投信	その他
56	34.2	28.0	1.2	6.1	7.5	3.7	1.7	13.4	—	4.2
57	49.1	29.5	1.7	2.4	2.3	1.4	2.1	9.6	—	1.9
58	37.9	34.1	1.2	0.4	8.5	3.5	2.5	9.4	—	2.5
59	37.6	28.6	1.9	1.7	9.3	2.5	2.6	10.6	2.8	2.4
60	20.0	15.0	1.1	0.8	3.8	1.3	1.9	7.9	45.8	2.4
61	35.9	17.3	1.6	0.5	3.1	1.2	2.1	2.6	33.7	2.0
62	53.9	26.0	2.7	0.6	4.3	2.9	3.3	3.7	0.2	2.4
63	50.2	25.1	2.7	0.8	3.7	2.7	2.7	10.2	0.0	2.0
64	50.8	24.1	4.1	0.7	3.6	2.7	2.9	10.1	0.0	1.0

(出所) 公社債引受協会『公社債年鑑』

債購入に転じた62年度以降は都市・長期信用銀行だけで50%以上の消化である(政府保証債・地方債・社債合計では62年度都・長銀は59.6%に達する)。地方銀行、信託銀行、保険、農中・農業協同組合、商中・信用金庫、相互銀行までを金融機関として合計してみると、前述の

60, 61年度を除き、80~90%にも及ぶ。都・長銀にとっては、メインバンクとしての根幹の関係の上に、融資の変形であり政策協調でもある社債の保有であった¹⁰⁾。この時期が金融機関計画消化の第1期であり、前期であったといえる。「計画外消化」に入るのは個人その他、投

表2 普通社債消化状況 (1965年~) (単位 %) (単位 万円)

年度	発行額 ¹⁾	都・長銀	地銀	信託	保険	農中・農協組	商中・信金	第二地銀 ²⁾	個人	投信	その他	エクイティ債発行額 ¹⁾
1965	391,370	38.3	22.9	4.1	0.7	8.2	6.0	2.3	15.2	0.5	1.8	
66	415,890	35.4	21.8	6.0	1.8	8.5	4.6	2.1	18.1	0.3	1.4	
67	549,840	32.0	19.1	6.5	3.7	6.3	2.9	2.1	22.2	3.5	1.7	
68	495,210	33.0	20.3	6.4	3.2	5.7	2.8	2.0	23.1	1.8	1.7	
69	495,120	32.9	18.0	6.4	3.0	4.2	3.3	1.3	27.5	1.3	2.1	
70	608,250	23.7	15.9	4.9	2.5	3.6	4.4	1.4	40.1	0.6	2.9	
71	853,530	18.4	14.7	4.6	2.0	3.7	7.6	2.0	44.8	0.2	2.0	
72	655,250	17.0	10.9	3.8	1.4	2.0	4.7	1.6	56.6	0.4	1.6	
73	854,000	16.9	10.1	4.0	1.5	2.6	4.9	1.4	54.2	0.3	4.1	410,250
74	986,700	16.4	9.5	3.7	1.5	2.3	7.2	1.4	52.3	0.1	5.6	283,500
75	1,504,200	16.4	11.9	4.7	2.4	4.1	7.4	1.4	45.4	0 ³⁾	6.3	331,000
76	1,166,400	14.8	6.2	3.2	1.3	2.9	5.9	1.0	54.5	0	10.2	55,500
77	1,240,800	13.9	7.3	3.2	1.3	2.5	3.5	1.0	56.4	—	10.9	162,500
78	1,313,300	14.4	7.7	3.3	1.5	2.8	3.5	1.0	54.1	0	11.7	277,000
79	1,298,100	12.9	5.7	2.4	0.9	2.5	2.4	0.8	56.7	0	15.7	353,500
80	993,500	14.1	6.3	3.0	1.2	2.5	2.9	0.8	55.6	—	13.6	96,500
81	1,269,000	14.3	7.2	3.1	1.3	3.0	4.4	0.9	50.8	—	15.0	526,000
82	1,047,500	13.3	8.0	3.1	1.2	5.5	4.1	1.0	50.3	—	13.5	417,500
83	683,000	14.1	5.0	2.8	0.8	2.8	2.4	0.7	54.8	—	16.6	861,000
84	720,000	13.5	4.0	2.3	0.7	2.0	2.6	0.8	57.5	—	16.6	1,611,500
85	943,500	14.4	4.1	2.7	0.5	2.1	3.6	1.1	49.1	—	22.4	1,585,500
86	980,000	15.2	5.5	3.1	1.0	2.9	3.6	1.5	36.9	—	30.3	3,468,000
87	915,000	6.3	1.1	1.1	0.4	2.3	4.0	1.1	14.6	—	69.1	5,055,000
88	749,000	3.8	0.4	0.6	0.8	5.8	5.5	0.4	2.6	—	80.5	6,994,500
89	729,000	1.9	0.7	0.1	2.4	5.5	1.8	0.2	1.6	—	85.8	7,639,500
90	2,066,000	2.8	1.3	1.7	3.9	3.9	4.0	0.1	1.3	—	81.0	911,000
91	2,426,700	0.8	0.9	1.2	2.7	4.5	5.6	0.3	3.8	—	80.2	1,279,000
92	3,820,000	0.9	1.0	2.1	6.4	6.0	13.6	0.1	9.7	—	60.2	575,000
93	2,979,000	0.7	1.0	4.6	8.3	6.3	13.8	0.6	7.3	—	57.4	2,028,000
94	3,265,000	2.0	1.1	3.6	8.8	12.2	10.3	1.1	13.6	—	47.8	2,552,500
95	5,719,154	1.8	1.9	3.2	13.1	14.6	12.1	1.7	5.7	0	45.9	

〔出所〕 公社債引受協会『公社債年鑑』各年版及び『公社債月報』No.478。

注1) 単位100万円

2) 87年度以前は相互銀行

3) 75, 76, 78, 79年度は若干の消化額あり。その他はゼロ。

資信託、県信連、信用金庫であった(表2では商中と信用金庫を分離できない)。

消化状況の統計はこの時期に作成されたため、金融機関の種類毎に細かく分類されている。現在に及ぶ統計(表2)で変わったところは相互銀行の第二地方銀行への転換によるグループとしての名称変更のみである。1965年から70年に到る時期は金融機関の計画消化が継続しながらも比重を徐々に低下させ、個人の消化が増加していった時期である。金融機関合計の比率は65年(67.6%)、66年(65.3%)、67年(59.7%)、68年(61.7%)、69年(58.6%)、70年(46.5%)と低下した。69年以前は社債発行額そのものが強い規制下にあり各年ほぼ5,000億円未満にすぎないが、その中で金融機関消化がなお5割を越えた点で、この時期を金融機関消化時代(後期)としたい。

2. 個人消化推進時代(1970年~1985年)

個人消化は60年代後半には増加に転じたが、70年から急増し、85年まで4割以上、72~84年は(75年を除き)5割以上に達した。もともと普通社債発行額の3~4割は電力債(9電力会社)であったが、70年から発行絶対額が急増し、72年以降は普通社債の6~8割以上に達することが多くなった。個人消化の増大はすなわち電力債の個人消化の増大で、やはり政策的に進められたものである¹¹⁾。電力債では70~86年の間、個人消化が6割以上に達した。72年は7割を越えた。この影響を受けて、電力債以外の一般事業債もやはり個人消化が増えたが、70~85年の間2~3割である。

一方、金融機関消化は、激変というほどではないがじわじわと減った。農中・農協組、商中・信金、第二地銀の余資運用セクターはあまり

変わらなかったが、都・長銀は3分の2に、地銀は3分の1に、信託は2分の1に、保険は5分の1になっている。社債計画消化の重荷が無くなり、代わって75年以来の大量国債発行の引受消化を大きく背負うことになった金融機関としては、消化比率が低下して当然であった。社債消化は、相変わらず政策的奨励が伴ってはいるが、ようやく増えはじめた個人金融資産を主たる対象とするようになったのである。

この間投資信託は新規社債消化から遠ざかっている。77年及び80年以降はまったく消化していない。後に見るように公社債投資信託の投資対象は国債に集中していったのである。これに対して、消化セクターとしてはそれまでほとんど問題にならなかった「その他」が、この時期の、とりわけ後半に増加しはじめたことが注目される。「その他」はこの時期には、単純な「その他」で、すなわち従来の金融機関、個人、投信に分類されない、事業法人、公的金融、海外部門等ということになる。

3. 機関投資家時代(1986年~)

ここまでの時期、債券の公募発行は証券会社の組成する引受シ団が仲介者として発行・募集を請け負ってはきたが、発行条件の決定は格付けにより一律に行われてきた。普通社債はA、A、BB、Bの4段階に格付けされ、それぞれの格に対応して発行条件が決められたのである。例えば同じ期間10年の普通社債の応募者利回りは、AA格では7.989%、A格では8.090%、BB格では8.190%、B格では8.291%である(1982年12月現在)。格付け自体は、引受証券会社、担保の受託銀行を含む起債関係者間で定めた統一的な基準に従ったもので、引受証券会社の判断がまったく反映していないとまでは

いえない。しかし、国債大量発行が続いてもなお金利体系が弾力的でなく、担保付き社債に限定された発行の歴史が長く、財務比率中心の格付けで僅か4種類では、発行会社にも投資家にも有効な格付けとはいえなかった。

引受証券会社が実際に力を注いだのは、証券発行の専門家としての発行条件の判断ではなく、量的拡大の進んだ債券発行の消化を円滑に行うことだけであった。消化すなわち販売の対象の中心が金融機関であったとき、発行の受託銀行であり、そもそも発行企業のメインバンクであり、やがては大株主にもなった層は、政策協調にも理解が早い。証券会社の販売努力はその他の周辺層に向けられたであろう。個人が販売対象の中心になったときは、証券会社には若干の国債販売の経験が備わっていた。また主力の電力債は業種からしても個人になじみ易い性格があったといえる。実際の販売現場においての苦労は常に存在したであろうが、発行条件の決定方法について強力な異議申立てはなかったと考える。政策協調的割当て消化では異議申立てはありえず、個人は強力に勧誘されても納得できなければ買わないであろうからである。

発行条件の決定方法に対して大きな変化が生じたのは、86年12月証券取引審議会報告の提言をもとにした一連の改革の中で実行されたプロポーザル方式からである。普通社債発行市場にNTT、JRというような大国有事業の民営化企業が加わったのは85年からである(85年4月NTT、92年10月東日本旅客鉄道)。NTT、旧電信電話公社はもとより政府保証債の大発行者であったが、こののちは普通社債の最大級の、かつ恒常的発行者となった。87年4月、このNTT債からいわゆるプロポーザル方式が導入され、同年10月に電力債等の一般担保付き社債

に、そして88年4月には普通社債全般に適用されるようになった。この方式では発行会社と引受証券会社の間で発行時期、発行条件を個別交渉によって決定する。戦後ほぼ40年にわたり起債市場を事実上統制してきた起債会システムは、これにより決定的に後退した。債券の発行額、期間、表面金利、発行価格、発行時期と、発行に当たって慎重に決定すべき事項は多いが、とりわけプロポーザル方式では低下傾向にある市中金利の動向を確実に反映して発行コストの低下を図るという効果が大きかった。この結果は顕著に現れ、87年度の電力債発行額は前年度比4割増しとなった¹²⁾。

プロポーザル方式の導入は社債消化状況に著しい変化をもたらした。87年度から「その他」が激増し、最盛期の88～91年度には8割台を続けた。「その他」が8割にも達するのでは、消化状況表は何の意味も持たない。他の保有セクションは最大でも5～6%にすぎないのである。この時期の「その他」は前述したような単純な「それ以外」ではない。社債の「消化状況」は新規発行時の払込日(当月30日とする)現在の応募者登録の名義別であって、この日の引受証券会社手持ち分が「その他」に含まれる。この手持ちは形式的には新規発行の「売残り」であるが、実際には払込日の翌日(当月31日)に価格ディスカウントを約束して機関投資家に売却することが予約されている証券である。すなわち実際上は新規発行の値引き消化に他ならないのに、形式的には既発債の流通市場取引に入ってしまう取引となる。この点で、この「その他」が中心になる消化状況表は、役に立たないだけでなく、むしろ消化状況の正しい理解には有害であるといえるのではないか。

市場の弾力化、自由化を目的とし、事実、発

行市場の拡大には有効だったと評価されるプロポーザル方式が、初めからこのような結果を予想したとは思われない。問題は当時の金利低下傾向の強い市場環境において、発行者に有利な条件決定が投資家に有利だとはいえず、増加した発行額を所定の期間内(プラス1日)に消化するためには引受証券会社はディスカウントという「自助努力」を必要としたところにある。発行者には低金利を享受できる発行条件を、投資家には低金利の下で若干は有利な投資利回りを、可能にするために、引受証券会社は自己の引受手数料を吐き出したのである。いや発行者に有利な発行条件を設定する以上、むしろ初めからある程度は証券会社のディスカウント販売が前提とされた発行方式であった。十分な値引きが募集期間中に生じたとすれば完売となり、証券会社手持ちは発生しない。「その他」が大量に発生したということは、募集期間中には十分な値引きは困難か不可能であったことを意味しよう。その結果はどうなったか。「市場実勢から大幅に乖離した条件決定や、発行価格からの値引き販売が生じたため、募集期間中は均一価格(発行価格)で募集を行う均一(固定)価格販売方式が91年12月のNTT債から導入された¹³⁾」のである。

均一価格販売方式では、発行会社が指名した主幹証券が需要予測表を幹事団に連絡、各幹事証券会社は投資家に需要をヒアリングする(プライストーク)。この場合の投資家とは1億円、10億円、50億円単位で社債を購入する機関投資家である。発行会社と主幹事はその結果をもとにして、発行当日の市場状況を踏まえて条件を最終決定する。発行会社に特に有利な条件決定はできない。主幹事が幹事に販売を割り当て、2日で募集する。予め投資家の確実な購

入条件を積み重ねた上での条件決定であるから、募集期間中のディスカウントはない。このため、92年度から消化状況表の「その他」は減りはじめた。募集期間中の「正価購入」が増えたのである。特に信託、保険、農中・農協組、商中・信金の比率が増加した。しかしなお4～5割の「その他」があり、これはやはり発行者に有利な発行条件がなお存し、前述プロポーザル方式時代の「払込日翌日ディスカウント」慣行がなお生きていることを意味する。プロポーザル時代から通して、「その他」の証券会社手持ちを「払込日翌日ディスカウント」で購入するのは、簡易保険、共済組合等が多いが、旧来型の金融機関や投資信託もかなりあるようである。事業法人は他会社の社債保有はあまり少ない。海外部門については不明である。

4. 現状と展望

社債発行方式がプロポーザル方式から均一価格販売方式に変えられても、機関投資家時代という消化・保有の特徴には変わりはない。すなわち都銀・長信銀、地銀等が大きく比重を増してはいない。個人は89～90年には1%台にまで落ちたが、93年から発行された個人向け社債の増加により持ち直し、94年には10%台に乗ったことが注目される。機関投資家時代ではあるが、個人を含めて社債保有層は多様化する方向にあるといえよう。

Ⅲ. 社債保有構造をどう把握するか

発行時の社債消化状況は、すべての発行について、保有者が満期まで保有したとすれば、社債保有構造に等しくなる。金融機関計画消化が

大半であった時代には、社債の流動化の方法はせいぜい一部社債の日銀担保使用であって、保有構造にはほとんど影響を与えなかったと思われる。個人消化時代になっても個人の引受証券会社に対する跳ね返り玉がさほど大きかったとは思われない。満期償還の魅力は個人にとっても大きいからである。しかし、機関投資家時代になると、資金状況により流通市場からの購入、売却、ポートフォリオの入替売買等が、可能であれば行われるはずで、消化状況は保有構造に近似しなくなる。流通市場が充分でない日本の場合それほど大きい変動が流通市場を通じて生じないとしても、やはり消化状況と同じであるわけではない。

では社債保有構造は何で知ることができるか。日本銀行「資金循環勘定」の年度末金融資産・負債残高が唯一の資料である。ところが資金循環勘定では、債券の分類は「政府短期証券、国債、地方債、公団公庫債、金融債、事業債、外債」であって、転換社債と新株引受権付き社債が「事業債」の中に含まれる。確かに、転換社債と新株引受権付き社債はエクイティ型とはいえ一般企業の発行する社債であるから、「事業債」に含められておかしくはない。アメリカの資金循環勘定でも「事業債」に含められている。しかし、保有者にとってこれらは普通社債とはかなり異なった保有対象であり、保有期間中のビヘイビアも異なる。資金循環勘定の残高ベースでは普通社債の保有構造を的確に把握することはできない。

その上に、日本に特有の不確定要因が加わる。一つは、日本では転換社債の発行が増えるのは1970年代、新株引受権付き社債の発行開始は1981年で、いずれも80年代半ばから発行額が激増する。これと裏腹に、普通社債の発行は80

年代後半に激減する。併せて見て、時期によっては「事業債」の大半はこれらエクイティ債が占めることになる。二つは、保有セクターにより、その他の債券種類が一括して示されていることである。こうなると、資金循環勘定はほとんど普通社債保有構造を知るには役に立たないというべきであろう。しかし、これに代わる残高ベースの保有統計がないため、とりあえず参考資料として直近10年分を掲げておく(表3)。

「事業債」のみが計上されている8金融機関と個人の合計額を、右端の「事業債合計額」からひいた数字を、「事業債」以外の債券を含めて計上している4セクターの保有額に正比例配分して、とりあえずの「事業債」保有比率をしてみる。絶対額でも激増した公的金融機関の比率が約3割に達し、海外と法人企業がこれに次ぐ恰好である。公的金融機関のなかでは郵便貯金、簡易保険、共済資金等が、普通社債の現実の買い手である。海外はエクイティ債が多いと思われる、法人企業は国債が中心である。転換社債(新株引受権付き社債を含む)の消化状況を見ると、個人、その他に集中している。これに、流通市場からの買入れを推し量ることができれば、ある程度の推測が可能になる。

種々の制約がある資金循環勘定の残高表から普通社債について断定的なことはいえないが、おおまかな傾向は以上のようにみてとることができよう。

IV. 社債保有部門の保有目的

先に見たように社債保有の目的によっては流動化の方法は多種多様であり、流通市場の存在は最も重要なファクターとはいえない。多くの金融機関や機関投資家が社債を保有する現在、

表3 年度末事業債保有残高

(単位 億円)

	全国銀行等	中小企業 金融機関	農林水産 金融機関	在日外銀	信託銀行	投資信託	保険
1985	20,322	24,798	17,344		13,678	22,527	14,917
1986	21,228	24,798	16,724		23,655	36,751	14,858
1987	50,302	43,683	31,073		41,248	46,964	31,942
1988	53,335	44,156	27,312		51,512	41,712	31,881
1989	54,124	38,364	24,353	1,248	54,975	32,196	29,160
1990	58,364	37,776	22,290	605	51,837	22,170	28,793
1991	66,890	38,212	21,394	432	50,189	18,008	31,795
1992	69,576	42,122	21,206	469	48,202	20,840	35,950
1993	69,639	43,394	20,024	390	57,184	25,783	38,378
1994	67,149	39,848	18,350	677	61,963	29,683	40,083
1995	65,081	45,646	18,447	1,625	65,360	33,401	48,093

	証券会社	公的金融 機関	公団・地方 公共団体	法人企業	個人	海外	事業債合計
1985	3,510	22,245	82	146,226	33,074		184,477
1986	4,129	21,809	39	135,478	28,775		205,655
1987	4,074	33,995	48	100,067	37,614		342,593
1988	4,410	50,105	26	86,024	40,817		375,176
1989	5,675	71,610	114	98,981	51,944		406,875
1990	5,326	88,979	240	123,546	54,077		427,683
1991	6,491	104,365	217	126,124	57,704		468,311
1992	5,961	147,606	239	122,923	57,537	162,075	513,493
1993	6,557	160,960	328	128,053	60,470	174,742	547,661
1994	8,141	177,962	357	121,622	66,186	172,933	583,738
1995	10,574	188,811	253	206,094	63,823	194,997	621,125

注1) 公的金融機関の細分類(郵便貯金・簡易保険、資金運用部、政府金融機関)の保有(89年度より)及び公団・地方公共団体の保有(全期間)は、地方債、公団公庫債、金融債、事業債の合計である。

2) 法人企業の保有(全期間)及び海外の保有(92年度より発表)は、1) プラス政府短期証券、国債の合計である。

〔資料〕日銀「資金循環勘定」年度末金融資産負債残高表。

保有政策如何では流通市場に余り期待しない場合もありえよう。主要投資家層の保有目的をはっきりと見ておく必要がある。時間の限定があり、すべての層にヒアリングすることは叶わなかったが、ベーシックには感触を知りえたと思う。多くの投資家層では、教科書的な保有政策一般論と、現在の史上最低という低金利状況及び優良な貸付先の欠如が、大きな決定要因になっている。有価証券保有の数字は、別記しない限り日銀『経済統計年報』による。

1. 銀行

国内銀行銀行勘定は1996年1~3月期末に約746兆円の総資産を持つ。うち貸出金総計が約483兆円(約64.7%)、有価証券が約125兆円(約16.8%)である。他にトレーディング勘定で約1兆7,500億円の商品有価証券(大半は国債)を保持する。有価証券保有で最も多いのは株式の46兆円(約37%)で、日本の株式会社に対する最大の株主部門として当然の結果でもあ

る。国内債券保有(約61兆円)の半ば近くは国債であり、「事業債」(資金循環勘定と同じ定義)は8%弱である。

都市銀行	国内債券保有約18兆円,
	うち「事業債」約14%
地方銀行	同 約24兆円,
	うち「事業債」約4%
第2地方銀行	同 約7兆円,
	うち「事業債」約8%
信託・銀行勘定	同 約7兆円,
	うち「事業債」約5%
長期信用銀行	同 約6兆円,
	うち「事業債」約6%
国内・信託勘定	同 約36兆円,

うち「社債」(公社・公団債含む)約22%
銀行勘定と信託勘定では歴然たる差が存する。銀行勘定、とりわけ都市銀行は、普通社債を発行する主体である大企業のメインバンクであり大株主である例が多い。かつては普通社債に「金融機関消化時代」が永くあったように、普通社債の大保有者でもあった。現在は中核的保有者ではないが、その保有ビヘイビアには短期融資のメインバンクとして債権を保全するために、あるいは補完するために、積極的に、あるいは政策協力的に普通社債を保有した当時の、「融資の変形型」保有性がなお一面で残っている。この性格からは社債の流通市場売却は積極的には出てこない。しかし他方では、今後一層明確になると思われるが、融資の減少を補完し、場合によっては積極的に運用資産の中核に据えるものとして普通社債を把握すれば、流通市場に対する要求は大きくなるであろう。

信託勘定は早くに資産運用の立場で普通社債を把握しているが、現今の超低金利状況下で総合利回り確保のために積極的に流通市場の利用

が強まると思われる。

2. 保 険

生命保険会社の資産運用は1996年2月末で合計約183兆円になる。うち有価証券が約86兆円(約47%)、貸付金が約67兆円(約37%)と、有価証券運用が最大である。有価証券保有で最も多いのは銀行と同じく株式であり、比率としても銀行とほぼ同じである(約36%)。国内債券保有(約39兆円)のうち「社債」(公庫・公団債、金融債含む)は約25%に達する。保険全体の利付き金融債消化は10年前に比して約3倍になっており(「公社債年鑑」)、機関投資家層としては最も絶対額が多いが、5年保有したとして最大5兆円である。生命保険に限ればかなりの額の普通社債を保有している可能性がある。生命保険にとって社債保有は、かつては資金需給緩和期に限られた一時的資金運用対象であったが、資金需給が緩み、貸付金が相対的減少するにつれ、証券に対する分散投資の一環に社債投資が組み入れられるようになった。現在は特に大企業に対する優良貸付け案件が激減しているため、低金利で相対的に直利が高い普通社債が積極的な投資対象として見直されている。こうなると証券ポートフォリオ全体のパフォーマンスを考えると、保有普通社債の流通市場における入替売買や追加購入を行う必要が出てくる。流通市場に対する期待は大きい¹⁴⁾。

損害保険会社は事業の性格からあまり長期の運用資産を持たないが、同じく計約27兆円のうち有価証券が約15兆円(約56%)、やはり株式が最も多い(約36%)。国内債券約4兆円のうち3兆円までが「社債」である。

3. 農林中金・農業協同組合

農林中央金庫は貸出金と有価証券保有がほぼ匹敵しているが、近年少しずつ後者が増え、1996年4月末には約16兆円の有価証券が貸出金を上回った。有価証券のうち国内債券が約8兆円、うち「社債」(金融債除く)が約14%である。

農業協同組合は資産に「有価証券金銭信託」(国債、金融債)は持つが、直接保有は無い。信用農業協同組合連合会は約10兆円の有価証券保有があるが、細目は不明である。漁業協同組合(約300億円)、信用漁業協同組合(約2,000億円)も同様である。共済農業協同組合連合会は貸付金(約8兆円)を上回る有価証券(約16兆円)を持ち、うち「社債」が約18%に達する。

4. 商工中金・信用金庫

商工組合中央金庫の資産は大半が中小企業向け貸出金であり、有価証券はその2割にも満たない。1996年4月末の有価証券保有額は約2兆円、うち「社債」が約36%である。比率が高いのは株式保有がないためである。

信用金庫は資産約109兆円のうち有価証券が15兆円、株式保有は少なく、国内債券約11兆円のうち「社債」(金融債除く)が約44%に達する。近年特に増えているところが注目される。全国信用金庫連合会は貸出金(約4兆円)を上回る有価証券(約6兆円)を持つが、「事業債」はその約10%にすぎない。普通社債消化状況で近年著しく増加した部分は、個別の信用金庫であることがわかる。

5. 投資信託

投資信託は有価証券の機関投資家として、本

来なら相当の事業債を保有しておかしくない。投信元本総計(株式投信、公社債投信)に占める公社債投信の比率は、1986年約42%、95年約64%と上昇し、93年以降は不振の株式投信を上回っている。保有する債券総額はほとんど増えていないが、保有種類は多岐にわたり、しかも中心になる債券種類の変動が大きい。1986年~95年の10年を見ても、国債が3~4割を占めた時代(86~90年)、金融債が3割前後に達した時代(89~92年)、邦貨建て外債が急増した時代(93年~)と急変している。社債(転換社債を含む)は88年の17.4%をピークに95年には7.5%にまで下がった。しかし変動の激しい転換社債を除き、普通社債だけを見ると、2~3%から4~5%に上がっている。先に見た通り投信は新規発行の消化状況ではほとんど出てこないで、こうした社債保有の比重上昇は流通市場からの買入れ、実態は新規発行直後の予約買入れによるものであろう(『投資信託月報』)。

6. 公的金融機関

この部門で大きいのは簡易保険である。郵政省調べによる簡易保険資金運用状況では、1995年の総額約88兆8,800億円のうち約82兆6,200億円(約93%)までが積立金で、その約半分(42兆円)が有価証券である。保有有価証券の過半は公庫・公団債であり、その次に国債、地方債、社債等、外国債の4証券種類がほぼ同量存在し、金融債がもっとも下位になっている。普通社債の現存額(私募社債を含む)約26兆円、転換社債を加えた場合の現存額約46兆円に対比させて、簡易保険の「社債等」保有4兆円の大きさは注目される。簡易保険資金の運用範囲には制約がある¹⁵⁾。資金運用部資金は1995年に約366兆円の資産を持つが、273兆円までが貸付金

であり、有価証券93兆円(25%)のうち84兆円までが長・短期国債及び政府関係機関債等で、残る民間債は金融債のみである¹⁰⁾。

資金循環勘定でみると、公的金融機関全体(郵便貯金・簡易保険、資金運用部、政府金融機関)では約17兆8,000億円の事業債を保有している。政府金融機関は債券保有自体が僅かであり、資金運用部の保有がゼロとすれば、郵便貯金の保有がかなりあるということになる。

7. 個人

個人層の事業債(含む転換社債)保有は、資金循環勘定の個人金融資産総計約1,183兆円(1996年3月末)のうち6.4兆円(約0.5%)にすぎない。個人金融資産の中心は定期性預金であり、有価証券は約12%、その半ばは株式直接投資で、これに投資信託受益証券と金融債が続く。個人消化を目指す事業債発行があったとしても個人の保有を著しく増大させる効果はなかったといえる。事業債を販売する証券会社にしてみれば、機関投資家向け事業債よりも若干利回りが低く(発行体に有利)、販売に手間がかかるため若干手数料が高い(発行体に不利)個人向け事業債はあまり良いビジネスにはならない。利回りに敏感な一部の個人投資家にしてみれば、他に外債等為替リスクはあるが利回りの高い金融商品を選ぶことができる。個人層は将来とも非常に有望な事業債投資家層とはならないようである。また3年物の事業債であれば3年物定期預金と対比して現在の低金利下ではかなり有利な利回りを提示できることから、流通市場で途中売却を希望することはほとんどないと思われる。

8. 海外

海外部門は保有金融資産残高約199兆円(1996年3月末)のうち約90兆円を有価証券で持つ。その3割は日本企業の発行した外債であり、株式がこれに次ぐ。債券は合計で約19兆円あるが種類別の細目は不明である。外債を全面保有している海外部門が国内事業債までを保有したいと望むかどうかはわからない。

なおこの他に資金循環勘定では「法人企業」部門があるが、法人企業は(株式は相互保有が存在するが)自らの部門が発行する事業債を部門内で保有することは原則としてない。現実にもないといえるようである。全体として、各保有部門の事業債保有が保有金融資産全体の中心であることはほとんどない。有価証券保有全体の中で限界的、債券保有全体の中でも限界的であることが多い。すでに見たように、金融資産としての証券には、流動性、収益性、安全性の三つのポイントがあるが、債券は株式に比べて一般的には前二者において劣るが、安全性において優れるといえる。債券の中では流動性は国債、とりわけ日本市場においては指標銘柄の長期国債に強力に付着した特色であって、その他の圧倒的多数の銘柄には流動性がない。事業債、特に普通社債には流動性がないが、事業債を保有する投資家は通例は多くの国債を含む債券ポートフォリオを保有するのであるから、ポートフォリオ全体としては流動性は一部の国債が担っていると考えるべきであろう。必要なときに資金を引き揚げたい短期の余資運用は別として、事業債に対する中～長期の資産運用が少量であれば、流通市場に対する要求は強くない。資産運用が量的に大きくなれば、ポートフォリオ管理運用の立場から入替売買等で流通

市場に対する要求は大きくなるであろう。

金融資産としての安全性の点では、事業債は国債に劣る。流動性でも完全に劣るとすれば、事業債保有のメリットは収益性のみであるが、この点はとりわけ超低金利と企業の金融機関貸出し依存の低下の環境下で、大いに注目を浴びつつある。しかし収益性を中心に据える場合は、当然に「期間の利益」享受が目標にされ、超低金利が継続する、あるいはさらに低下する見通しの下では流通市場における中途売却は希望されない。流通市場制度の整備は必要ではあるが、整備されたからといって流通市場の利用が多くなるとは限らないのである。制度の整備は市場の拡大・収縮とかわりなく行われるべき性格のものといえよう。

事業債の流通市場における直接的流動性が強く要求されるのは、第1に現在よりかなり多量の事業債(普通社債)が発行され、発行単位も大きくなり、債券ポートフォリオ全体の中で、さらには証券ポートフォリオ全体の中で、普通社債の比重が高まった場合である。債券種類別に見た平均現存ロット(1996年3月末)は地方債127億円、特殊債217億円、金融債389億円、公募普通社債291億円、円建て外債259億円、利付き国債873億円(億円以下切捨て)である。利付き国債と公募普通社債ではかなりの開きがある。95年4月から96年3月の1年間に500億円以上の単独発行を行ったのは僅か7社にすぎない(『公社債便覧』No.120)。

1,000億円 伊藤忠商事, NTT

700億円 三菱商事

600億円 住友商事

500億円 新日本製鉄, 日本航空

ソフトバンク

計500億円以上になる同時複数発行も7社で

ある。

三菱電機	300億円(6年)+200億円(5年)
日本電機	200億円(5年)+400億円(7年)+100億円(10年)
富士通	300億円(6年)+300億円(7年)
日産自動車	200億円(5年)+200億円(6年)+200億円(7年)
ニチイ	100億円(6年)+100億円(7年)+100億円(8年)+100億円(10年)
日本航空	500億円(5年)+200億円(6年)
ソフトバンク	200億円(3年)+250億円(5年)+250億円(7年)

最大規模でも1,000億円、平均では290億円、同時複数発行で分割されれば100億円になってしまう普通社債を、機関投資家が購入するときには、最低で1億円から、通例は20, 30, 50億円位の単位で、投資家数は10に満たない場合もでてくる。平均で870億円、大規模になると1兆円前後になる利付き国債では、100億円単位の流通市場取引が可能であるのに対して普通社債の流通単位はかなり小さいといわざるをえない。

第2に、普通社債保有総額の増大と共に、流通市場における売却、購入の動機が増えることである。本業が別にあり、短期の余資で中長期の債券を保有する場合には、本業の資金需要の動向次第で流通市場で保有債券を売却する必要がでてこよう。短期の余資発生で流通市場から購入する必要もでてくるだろう。巨額の中長期の資金を債券で運用する機関投資家の場合には、ポートフォリオ管理・運用のパフォーマンスを上げるために流通市場の利用は必須である。

すなわち発行・消化の面で機関投資家時代になったことが、発行額・発行単位の増大によ

り、流通市場に影響を与え、流通市場における機関投資家時代を展望することが流通市場そのものの発展方向を示すといえよう。証券市場では「市場のことは市場に聞け」という。その真意は「市場」すなわち「価格」であるという把握で大きな誤りはないと思われる。しかし債券市場、とりわけ普通社債市場に関してはまだ事態はそこまで進展していない。「市場」を知ることすなわち「投資家」あるいはそれ以前の「保有者」の動向を知ることにあるのではなからうか。

注

- 1) 小林和子「市場論からみた公社債市場」『証券研究』第111巻参照。
- 2) そもそも証券取引の初めは明治8～9年頃の秩禄公債売買の自然発生にあった。大正9年の東京株式取引所国債市場新設（従来は取引はあったが組織的区分がなかった）の前には、第1次大戦中～後の国債場外取引の増大があった。また第2次世界大戦後の数年間、取引所取引が禁止されていた時代ではあるが、戦後インフレで減価した国債、小額債等の交換会が行われた。『東京株式取引所史』、『証友会小史』参照。
- 3) 小林和子「証券恐慌前後における公社債流通の諸形態」『証券研究』第72巻、182-183頁。
- 4) 公社債引受協会『公社債便覧』129によれば、総計17,645銘柄、うち最大は私募社債の8,616銘柄である

(1996年3月末)。

- 5) 債券及び取引の種類により基準価格（取引所市場における直前の約定値段）を基準に上下1%、1.5%、2%の範囲内に定められている。東京証券取引所規則「債券の市場外売買における適正な値段について（定款第23条第2項に関する解釈）」
- 6) 日本証券経済研究所『新版現代証券事典』138頁。
- 7) 同書、405頁。
- 8) 高橋俊治『日本の公社債市場と金融システム』第6章「国債の指標銘柄と流動性」参照。
- 9) 中央銀行である日本銀行の主要業務は商業手形の割引にあったが、戦前期にはあいにく商業手形が少なかったため国債担保の手形割引や貸付けに優遇政策がとられたり、また戦時期には氣息奄々たる社債発行を支援するために社債担保優遇制度が採られたりした。戦後は社債流通市場がない時代に適格担保社債優遇制度が採られている（1949～55年）。『日本銀行百年史』参照。
- 10) 志村嘉一『現代日本公社債論』、135-137頁。
- 11) 志村嘉一編著『日本公社債市場史』、408-409頁、公社債引受協会『公社債年鑑』等参照。
- 12) 公社債引受協会『公社債年鑑』昭和63年版、3頁。
- 13) 大蔵省証券局総務課長編『図説日本の証券市場』平成7年版、106頁。
- 14) 公社債引受協会編『公社債市場の新展開』第10章「機関投資家としての生命保険会社」（川北英隆）、458-478頁参照。
- 15) 金融債、社債、外国債、元本補填契約のある金銭信託は、それぞれ積立金の100分の20以下、株式は原則として直接保有できない等。『新版現代証券事典』632頁。
- 16) 『日本経済新聞』1996年4月3日付。

(当所東京研究所主任研究員)