

金融システム改革法施行以後の公社債市場

小 林 和 子

要 旨

市場型新金融商品の法的承認、取引所市場集中主義の撤廃、売買委託手数料固定制の完全廃止等、金融システム改革法の大きな骨組みは、株式市場には非常に大きな影響を与えるものであったが、公社債市場には相対的に小さな影響しか与えないであろうと予測された。理由の大半は、公社債市場に関する規制の最大のものは直接的起債計画から自主規制適債基準、格付基準に至るまでの起債調整であり、それが改革法議論以前の1996年1月から完全に撤廃されていたからである。むろん、その撤廃で流通市場まで含めた公社債市場取引の全体が完全に自由になったわけではないが、改革法ではそれは議論されず、いわば別途方策を考えることとされたのである。

金融システム改革法施行の効果は實際上1999年以後現れた。その後の議論が実質21世紀入りを見据えたものになるのは当然である。2000年6月末に21世紀の金融の枠組みを論ずる2本の報告がある。金融審議会答申と大蔵省「21世紀の資金の流れ」研究会報告書である。これらの中で公社債市場に関しては、前者が証券取引決済システムの改善と統合化を明示し、後者はミドルリスク・ミドルリターンの公社債商品に積極的に触れないという形で一般論の限界を示した。

改革法施行以後の新展開は、しかしながら、発行市場においても流通市場においても、電子取引の分野で目覚ましく、市場に関する予測の不確実さを思い知らされた観がある。またこれまで流通市場の活性化を考える際にどうにもしがたい障壁として捉えられていた社債等登録法の存在が、実質上の廃止という扱いになることは、21世紀の公社債市場にとって大きな発展の与件になると思われる。公社債市場は「市場外の障害」を取り外して、ようやく戦時体制から脱却しうるのである。

目 次

- I. 金融システム改革法と公社債市場 て—企業金融を中心とした現状分析と検討—
- II. 21世紀の金融の枠組み論 —」(2000年6月29日)
- 1. 金融審議会答申「21世紀を支える金融の新しい枠組みについて」(2000年6月27日)
- 2. 大蔵省・21世紀の資金の流れの構造改革に関する研究会報告「21世紀の我が国経済の持続的成長を可能とするための金融面の諸課題について
- III. 改革法施行以後の新展開
- 1. 発行市場
- 2. 流通市場
- 3. 所有・投資
- 4. 社債等登録法の廃止について

I. 金融システム改革法と 公社債市場

1996年以来の金融・証券ビッグバン議論が結実された1998年6月公布金融システム改革法が同年12月1日施行されて、すでに2年を経た。現実に改革法の結果が出されつつあると同時に、改革法の外側にあった(改革法が予想したより以上の速いスピードで展開された)電子証券取引等の進展が市場を変えつつある。

とはいえこの改革の大きな部分は証券の種類別にいえば株式、投資信託、資産流動化型証券に関わるものであり、公社債については相対的に小さな変化しかもたらさないものであることは以前に指摘した¹⁾。公社債の発行市場に関しては長く続いた起債調整という最大の規制がすでに1996年1月に消失しており、格付けを最大の情報とする発行決定が始まっていた。発行できる証券の種類も、例えば永久社債は商法の解釈で可能になっており、改革法に依拠したものではない。公社債の流通市場に関しては、過去最大の流通金額(1988年)よりは沈んでいるものの、バブル崩壊後の株式市場のような惨憺たる有り様ではなかった。取引所上場証券の取引所市場集中主義(取引所の定款による規定)は公社債にもかけられてはいたが、厳しい集中規

制は小口取引についてのみであり、大口取引の大半は最初から店頭取引の場に集中していた。取引所取引の委託手数料の完全自由化についても、そもそも公社債取引については形骸化していたため、ほとんど問題にならなかった。また、証券会社免許制の登録制への転換は、免許制の末期から多くの新規参入を産んだが、その大半は株式取引業務に集中した。

取引所市場集中主義によって証券取引所市場に巨大な取引を集中し、免許制によって保護された相対的に少数の証券会社が、固定制の委託手数料システムによって利益を上げている——という、金融システム改革法の中心である証券取引法改正が描き出した「市場」の図柄は、旧来の株式市場にこそ当てはまる性格のものであった。株式市場とは重なり合わない公社債市場のこの性格は、1つにはビッグバンに先立つ金融自由化の過程で、数十年間にわたる起債調整の歴史に終止符を打っていたことによる。2つには、小口取引の取引所市場集中ではとうてい掬い切れない大口取引の、しかも金利基準で銘柄代替性の大きい流通取引の性格にある。旧来の日本の公社債市場の性格付けを左右する重要問題は、取引所市場集中や固定委託手数料制にあったのではなく、発行市場の市場メカニズムを発揮させない起債調整にこそあったからである。

発行市場の最大問題が基本的に解決されているとなると、残るのは流通市場の効率性が中心である。発行・消化、流通・保有のすべてに関わるものとして、市場内部の問題というよりは経済全体の枠組みに関わる問題として、税制と、社債等登録法の存在がある。流通取引独自の問題としては、取引決済の方法と決済期間の短縮によるリスクの縮減、そして拡大する公社債流通取引の価格形成の問題になろう。起債調整時代の政策提言団体であった公社債引受協会が1998年6月に解散した後、その基本業務を継承した日本証券業協会の『証券業報』が問題にしたのは、「国債決済のRTGS化」「米国国債市場の価格形成」「BBB格以下の社債市場」「債券のフェイルの解消に関する規則」等の問題である²⁾。また税制改正要望には常に公社債市場関係が入っている。

II. 21世紀の金融の枠組み論

金融システム改革法の施行が実質的に1999年からであったため、この施行過程では2000年に入って「21世紀を見通す金融の枠組み」論議がいくつか新たな段階の見通しを提示した。それらの代表的なものを簡単にまとめて、公社債市場に関する位置づけ、あるいは期待を確認しておきたい。

1. 金融審議会答申「21世紀を支える金融の新しい枠組みについて」(2000年6月27日)³⁾

金融・証券ビッグバンの過程で大蔵省の縦割り行政機構が変わり、統合して金融監督庁(現金融庁)になったのに伴い、旧来の証券取引審議会(証券局)、金融制度調査会(銀行局)、保

険審議会(銀行局保険課)が発展的に解消して作られたのが金融審議会である。1998年8月、大蔵大臣は「21世紀を見据え、安心して活力ある金融システムの構築に向けて、金融制度及び証券取引制度の改善に関する事項について、審議を求める」という諮問を出し、審議会は第1部会「21世紀の金融のあり方(将来の金融サービスと規制の枠組みのあり方等)」と、第2部会「安心して活力ある金融システム構築(預金保険、保険基本問題、個人信用情報保護、その他の問題等)」に分かれて、検討を行ってきた。その後の2年間で、逐次結論が出され、金融インフラ関係の3法案はすでに2000年5月に成立している(証券取引法及び金融先物取引法の一部を改正する法律、金融商品の販売等に関する法律、特定目的会社による特定資産の流動化に関する法律等の一部を改正する法律)。これらを含めて、まとめられたのが以下の構成を持つ答申である。

I. 金融サービスのルールに関する新しい枠組みについて

- (1) 取組みの背景
- (2) これまでの法整備
- (3) ルールの実効性の確保と消費者教育
- (4) 新しいルールの枠組みに向けた今後の取組み

II. 21世紀の我が国証券市場を支えるインフラ整備の在り方について

- (1) 証券市場のインフラ整備について
- (2) 証券決済システムの基本的な考え方

I は、金融システム改革法を議論する過程で第2段階の改革と予定された「日本版金融サービス法」の具体化過程である。結論からいえば、「日本版金融サービス法」といえるものはいまだ作られてはいない。上述の法整備はその

「第一歩」であるとされるが、強力な一歩とはいえず、今後は具体的に(1)各業法の整合的な整備と、(2)有価証券等に関する横断的な法制である証券取引法の（見直しを含めた）一層の活用が、考えられている。旧来の業法中心の縦割り規制に対して、今後目指すべき方向は「機能別・横断的なルール」で、構成は「取引ルール」「業者ルール」「市場ルール」に分かれるであろう。Ⅰの対象とされるのはすべての金融商品であり、とりわけ一般大衆向けの集団投資スキームにかかわるものが中心である。伝統的有価証券の2大種類の1つである公社債には一般論として関わるに止まる。旧来型公社債証券であっても、そのバリエーションが複雑になり、個人投資家の商品把握に混乱を生み出すような商品形態が登場すれば、ここで考えられる枠組みが関連してくることになる。

Ⅱは、証券市場に直接関わるもので、一般論としても、また公社債市場の特殊の問題としても重要な意味を持つ。整備されるべき証券市場の「インフラ」とは、(1)証券取引所等の組織形態の在り方の見直しと、(2)証券決済システムの改革の、2つとして把握された。従来、証券市場というものが株式流通市場とほぼ同義に捉えられ、さらに株式流通市場は取引所市場とほぼ同義に捉えられてきた期間が長かったが、1998年改正証券取引法で取引所市場と店頭市場が等価とされて以来、証券市場の捉え方も証券一般、証券型金融商品一般の取引の「場」として包括的、普遍的になったといえる。このⅡにおける、証券市場の「インフラ」としての「証券取引所等」の把握は、こうした証券市場観の展開の結果であろう。市場仲介者である証券会社はすでに1998年金融システム改革法で大きな変化を強制されたが、その証券会社の団体である

「証券取引所等」の組織形態には何も変わりがなかった。しかし市場間競争が激化する過程で、とりわけ会員制組織で50年を経た証券取引所は、(1)会員制による全会員一致の意思決定の、執行部による迅速な意思決定への転換と、(2)市場間競争の具体的な分野である情報通信設備投資競争のための資金調達が必要（会員制時代の会員積立金の限界）から、株式会社化を強く希望した。国際的な状況はすでに取引所株式会社化の方向を走っている。そこで、証券市場における「有価証券取引の場を提供し維持・管理する」証券取引所の公共性を確保するための措置を講じた上で、株式会社組織を選択することができるよう法改正が行われたのである。この結果、2000年中に大阪証券取引所は株式会社化を決定、東京証券取引所もほぼその方向性を固めている³⁾。後述するように、取引所市場集中主義の撤廃以後、公社債の取引所取引は減少しており、取引所の株式会社化が公社債市場に直接与える影響は大きくはないと思われる。

これに対して証券決済システムの改革の影響は大きい。ここには、(1)統一的な証券決済法制の整備、(2)有価証券の無券面化を可能とする法制の整備、(3)証券決済機関の在り方の見直し、(4)電子化の推進およびDVPの実現等、が含まれる。証券決済のコストとリスクの縮減は、委託手数料の完全自由化や証券会社新規参入の自由等、参加者・関係者の立場によっては異論のあった問題とは異なり、証券市場究極のインフラの確立であるといえる。有価証券毎に異なる決済法制の統一は決済機関の統一のためであり、無券面化は券面管理コストの縮減、電子化はコスト縮減とともに新たな取引市場の展開を意味する。

証券取引を結了させる、最も重要な最終段階である決済の方法は、有価証券毎に大きく異なっている。かつて現物証券を風呂敷に包んで持ち運び、現金の札束を鞆に入れて持ち運んだ時代が長かったが、最も遅れた株式についても1984年「株券等の保管及び振替に関する法律」に基づき、現在ではすべての上場会社・店頭登録会社は保管振替機構への証券預託に同意しており、特に希望しないかぎり証券も代金も口座振替で決済される。投資家の手元には売買報告書があるだけである。社債等の一般債については後述する1942年「社債等登録法」があり、最も古くは国債について1906年「国債に関する法律」がある。それぞれに歴史的経緯があってこれらの法律が個別に存在するのであるが、日本の証券市場の歴史120年のうち前半、すなわち戦前期の大半は決済を問題とするに足るほどの流通取引は存在しなかった。取引所取引の大半は個別銘柄先物取引（当初は定期取引、後に清算取引と呼称）であり、すなわち帳簿上で転売買い戻しされて相殺された部分が極めて多かった⁵⁾。他方で、現物証券は大量に発行されていたから、戦後の集団取引時代、続く再開後の証券取引所時代の初期には、財閥解体による財閥保有株式の放出と証券民主化運動の結果、民間に滞留する現物証券が流通取引の場に出てきて活用された。しかしなお流通の規模は相対的に小さく、現物証券決済の重圧でバックオフィスがパンクする事態にはならなかった。これはおそらく、株式に関しては巨額の長期保有と相対的に小額の流通取引が乖離しており、流通取引に関わる現物証券の証券会社による保護預りが普及していたことによる。

21世紀に向けて急速にこの面での改革が望まれるのは、一方では伝統的な長期保有と流通取

引の乖離が崩れはじめ、他方では株式、国債、一般債券それぞれの保有層が重複し、複数の国際的な市場を選択しうる複数の巨大な機関投資家の行動が決定的な意味を持つようになったからである。個人投資家はいわば機関投資家の利便性に沿って展開される市場の後ろに着いていく形をとるであろう。

2. 大蔵省・21世紀の資金の流れの構造変革に関する研究会報告「21世紀の我が国経済の持続的成長を可能とするための金融面の諸課題について－企業金融を中心とした現状分析と検討－」 (2000年6月29日)⁶⁾

1の報告書が金融・証券市場のインフラ整備に関わるものであるのに対して、この報告書は金融・証券市場を通じた「資金の流れ」の現状分析を、最大の資金の出し手である家計と、受け手である企業について行ったもので、以下のような構成を持つ。

- I. 家計の資産選択に関する分析
- II. 企業金融を巡る現状分析
- III. 企業の成長段階、資金ニーズ等に応じた円滑なファイナンスのための課題

分析の視点として、市場関係者等の間で指摘されている以下の2点が据えられた。家計に関しては「日本人には有価証券等の元本保証性のない金融商品への投資リスクを回避する国民性があり、資本市場に直接間接に資金供給を行うについて制約が存在するのではないか」、企業に関しては「なお過度のメインバンク依存型から脱却しておらず金融機関融資への期待が相変わらず強いのではないか」。中心は報告書Ⅲにある。21世紀に、少子高齢化、高度情報化等の環境変化により進展する構造変革に対応した企

業の変革が円滑に進展し、経済の持続的成長を可能にするよう、「家計の金融資産が企業毎に異なる資金ニーズやリスクに応じて円滑に供給される必要がある」。かつて高度経済成長期には、報告書Ⅰ、Ⅱが視点として据えたように、家計の安全資産保有志向と、企業の金融機関依存志向がぴったり合致していた。報告書では明記されていないが、この2つの志向の間には強力な媒介項として経済・金融行政の金融機関保護志向と都市普通銀行を中心とした信託銀行・長期信用銀行による補完体制が存在した。すなわち、高度経済成長そのものは当初から意図されたものではなかったにせよ、復興金融から高度成長の資金需要に対して、「家計の金融資産が金融機関を経由して企業に円滑に供給されてきた」のである。

とすると、この報告書が明記している「——円滑に供給される必要がある」の文言との違いは一目瞭然であろう。強力な行政の指導力・体制のないところで、金融機関を経由してもしなくても良いが、安全資産志向の強い家計の金融資産を、多様な段階の危険度を持つ企業の資金ニーズに向けて「円滑に」供給するということは、なかなか難しいであろう。その認識から、「企業のニーズ等に対応してきめ細かく」検討する必要があるとして、企業の成長段階、株式の公開・非公開、期待成長力を適宜組み合わせる企業を区分する。家計の投資行動については、「種々の制度改革等により、有価証券等の保有を抑制してきた要因が緩和される方向に変化しつつある」とされ、今後の施策としては個人投資家保護のための法制度の整備、リテール販売の一層の活性化、金融商品だけでなく市場経済の基本原則に遡った投資家教育の充実等が上げられている。企業金融の側では、株式・債

券等の証券そのものの魅力が基本にあり、その背景として企業側の投資価値の向上及び透明性の確保とコーポレートガバナンスの充実に向けての具体策の検討が必要とされている。未公開企業でも将来の期待成長力が大きく資金需要が強いIT産業等は「単一の金融機関が成長性やリスクを判断することには限界があり、資本市場を通じ多数の者がリスク審査を行い、リスク負担を分散しつつ資金供給を行う」ことが求められる、といった資金の流れの「誘導」型分析がかなり見られる。けれども全体としては特に新味のある分析になっていない。

いくつかの指標による企業の側の区分が重要であろうことは認めるが、これに対応するような投資家の側の区分、さらには投資家の投資判断の区分にまでは踏み込まれていない。「安全性志向が強い」「家計」（すなわち零細個人所有の）資金を、いかにして直接に株式投資に流れるようにするか、または株式・不動産のようにハイリスク・ハイリターン of 集団投資のスキームに吸収できるようにするか、が中心に考察されているが、これらの間に存在する債券には特に光が当てられていない。すでに、殆どの規制が外されている以上は証券としては同じ扱いだということであろうが、証券の中での一応の区分、すなわち危険資産としての株式、安全資産としての国債の中間にあって相対的に安全資産性を持つ民間債券の特色を明確にし、金融商品ポートフォリオの中での位置づけをすることは必要ではないか。所有・運用資産規模と運用能力の面で分類される機関投資家の大小と、同じく個人家計の大小を考えれば、ミドルリスク・ミドルリターンの債券がもっとクローズアップされて良いと思われる。

Ⅲ. 改革法施行以後の新展開

1999年、2000年の公社債市場は、企業活動の不活発さと超低金利状況の継続で、規制撤廃後の自由な環境を必ずしも謳歌しているとはいえない。

1. 発行市場

証券市場で発行される商品は原則完全に自由化され（金融システム改革法施行当時はまだ制度がなかった唯一の商品であった不動産投資信託も2000年に認められた）、公社債発行市場では、他市場にあって日本にはない、大きな分類の商品形態が新たに登場する見通しはもはや無くなった。それぞれの大分類の中で細かいバリエーションが増えるのみである。発行額は公社債全体で130－150兆円弱で、公募公共債が増大し、公募民間債は減少している。

2000年8月に日銀がゼロ金利政策を解除したため、金利上昇が短期金融市場から始まり、長期金利の先高観も出てきた。これに対応して発行額の多い公共債の発行・管理政策には変化が出始めている。

（1）公債

公募公共債の増大は主に国債の増大である。市中消化国債は98年度69兆円から99年度は90兆

円に激増したが、中期の4、2年債、超長期国債、割引短期国債の増加が大きく、99年度（2000年2月）から発行された5年債がこれに加わった。非公募の資金運用部・日本銀行応募分は激減している。地方債、公募政府保証債も増大した。2000年度もほぼ同様の傾向にある。2001年度から始まる政府保証が付かない特殊法人の財投機関債（金庫、政府系銀行、公団等発行）もかなり計画されている。この公共債務の急増と積極的な対応策の欠如が「日本国」の国際的格付け悪化の原因である。

（2）円建外債

東京国際市場で非居住者が発行する円建外債は、年度により増減が激しいが、99年度は98年度の3倍近く、1兆円を越えた。98年度は発行額が少ない中で資産担保型社債の比重が大きかったが、99年度は逆転して普通債が激増した。2000年度も同様の傾向にあるが、国際的に見て超低金利状況を利用して発行は増大した。

（3）民間債

公募民間債の新規発行は98年度の11兆円に比べて99年度は8兆6,600億円と激減した。大半は銀行社債・ノンバンク社債を含む普通社債であるが、銀行社債のみは増えている。銀行の普通社債発行は99年10月から認められた。ノンバンク社債の発行解禁は金融・証券市場ビッグバ

表1 公社債発行額

（単位 兆円）

	公募 公共債	国債	地方債	政保債	公募 民間債	普通 社債	資産担保 型社債	転換 社債	金融債	非居住 者債	緑故 地方債	私募 特別債	私募 社債	公社債 合計
1998	89	85	2	2	13	13	—	—	23	—	5	6	1	137
1999	107	102	2	3	8	7	1	1	25	1	5	4	1	150
2000	102	96	2	4	8	7	—	—	15	2	3	2	1	112

（注1）新株引受権付社債は1999、2000年には発行無し。

（注2）2000年の発行額は11月まで。緑故・私募には9月までもある。

（注3）—は兆円未満。

〔出所〕日本証券業協会『証券業報』、2000.12。

表2 公募債券種類別発行状況 (2000年中)

債券種類	銘柄数	発行金額 (億円)	平均金額 (億円)
電力債	56	7,570	135.2
一般債	293	39,717	135.6
NTT・JR・JT 債	5	1,600	320
銀行債	61	23,113.6	378.9
資産担保型社債	73	2,904.9	39.8
地方債	82	24,904	303.7
政府保証債	61	43,537.7	713.7
国債 ¹⁾	16	173,695.2	10,856.0
転換社債	19	2,750	144.7
円建外債(非居住者)	59	22,661	384
資産担保型社債(同上)	21	2,029	96.6
計	746	344,482.6	461.8

(注1) 10年利付国債と割引国債の合計。

〔出所〕日本証券業協会『公社債発行要項一覧』より作成。

表3 ABS 国内発行の証券化資産内訳

(単位 億円, %)

	居住者	構成比	非居住者	構成比
オートローン債権	1,131	38.9	0	0.0
ショッピングクレジット債権	1,005	34.6	0	0.0
リース債権	510	17.6	0	0.0
不動産	259	8.9	1,090	53.7
住宅ローン債権	0	0.0	659	32.5
リフォームローン	0	0.0	190	9.4
売掛債権	0	0.0	90	4.4
合 計	2,905	100.0	2,029	100.0

〔出所〕格付投資情報センター『格付けデータブック』
2001. 2月号。

ンの1つの成果である金融業者貸付業務社債発行法(1999年5月施行)に基づくものである。2000年中に社債を発行した銀行は東京三菱、住友、広島、さくら、三和、西日本、横浜、常陽、三菱信託、あさひ、静岡、阿波銀行、ノンバンクはオリックス、マイカル、東京リース、ダイヤモンドリース、アコム、アイフル、武富士、プロミス、日立クレジット(現日立キャピタル)、イオンクレジットサービス、クレディア、クレディセゾン等である。

銀行の発行する社債は、本来は商法上の株式会社であれば持っている社債発行権利が、銀行

制度の長短棲み分け政策の保全のために、行政指導で、長期信用銀行法および外国為替銀行法による金融債発行銀行にしか認められなかったものを、ビッグバン改革の過程で行政指導を取り止める形で認められた。明治期以来の証券発行の歴史を振り返るとき、著しく大きかった戦前期「銀行債」と戦後の金融債の双方にまったく普通銀行社債が含まれていない⁷⁾ことを知る者にとっては、社債発行政策に大きな転換点が訪れた感が深い。

資産担保型社債はやや増えているが、必ずしも毎月コンスタントに発行されるわけではなく2000年度は少ない。資産担保型証券(ABS)、すなわち現存する資産(将来収入を生むもの)を担保にした証券化商品は、証券種類としては出資証券形式、社債形式の双方があり、優先・中間・劣後等の重層構成を採ることが多い。すなわち社債発行の拡大に直結するわけではないが、証券化され流動化される資産種類の豊富さを見れば(表3)、資産流動化型証券の発展が社債発行市場の多様化につながることは確実である。

民間債のすべてに共通する起債の完全自由化は1996年1月以来の基盤である。トリプルB格以上の起債には一切の制限なし、それ以下の格付けであっても市場が受け入れれば起債可能になったにも関わらず、現実にはA格以上の起債しかほとんど行われなかった。97年後半から98年、99年にかけて極度の金融不安が継続し、債券購入者側に投資心理の顕著な萎縮が見られ、超保守的な選択が行われたこと、金融市場金利の顕著な低下で債券一般も金利が低下し続けたこと、また発行企業側にとっては(貸し渋りの対象にならなければ)同じく低利の銀行融資が利用可能であったためである。2000年にはある

表 4 普通社債発行規模と条件の範囲（2000年中）

発行額（億円）	利率（％）	期限（年）
20～500	0.65～2.85 ※	3 年
100	1.5	3 年 1 ヶ月
100	2.35	3 年 3 ヶ月
50	3.0	3 年 9 ヶ月
30～500	0.85～3.25	4 年
50～200	2.3～2.45	4 年 3 ヶ月
40～1000	1.17～2.86 ※	5 年
30～500	1.3～3.05	6 年
30～600	1.43～2.51 ※	7 年
100	2.27	8 年
50～700	1.8～3.0 ※	10 年
100～500	1.9～3.0	12 年
342 ※		15 年
50～500	2.33～2.69 ※	20 年

※は変動利付き（例：円スワップ・レートに連動、0%にならない）

〔出所〕日本証券業協会『公社債発行要項一覧』2000. 1～12より作成。

ていど格付けは弾力化され、以下のように普通社債発行条件の多様化は明らかに見られた。

発行価額はほとんどが100.00円であるが、電力、銀行、一般の超優良企業が若干のディスカウントをする例がある。変動利付き債は3月発行以後増え、銀行、ノンバンク、証券、電力等が多く、一般事業会社ではサントリー、三井物産、三菱商事、住友商事、阪急電鉄、神戸製鋼所等、期間は10年が多い。主幹事証券にはかなり銀行系証券会社が入り、かつての代表受託会社に代わる代表社債管理会社を置かず、社債事務取り扱い会社あるいは財務代理人を置く例も増えている。一般担保付きの電力会社債を除いてほぼすべてが社債間あるいは特定社債間の限定同順位特約付で、大半が財務上の特約として担保提供制限条項、担付切替条項、留保物件付切替条項、留保資産条項、純資産額維持条項、期限前償還条項のうち1～3を付けている。劣後特約付は野村証券、住友銀行、阿波銀行等の金融機関のみである。

なお金融債は、興業債券、長期信用債券、日本信用債券と、旧東銀の発行権を継承した東京三菱銀行債券、商工債券、農林債券、全信連債券（10月より、しんきん中金債券）が毎月発行され、年中（11月まで）で利付き債7兆8,797億円、割引債10兆7,010億円、合計18兆5,807億円である。

（4）東京都債券市場構想

発行額としては民間債のうちに含まれるものであるが、地方自治体が提案し、主導して作り上げた債券発行方式として、東京都の債券市場構想がある。1企業では独立して社債を発行する力を持たない企業が合同して社債の合同発行を行うことは早くから担保付社債信託法で認められていた⁸⁾。しかし実態としては死文化していたため、1993年に削除されたばかりであった。また社債発行を予定した発行前の借入や、借入の返済不能の結果の社債化等は歴史的に多々存在した。その点では東京都の提案したローン担保証券（CLO, Collateral Loan Obligation）は目新しいものではない。ローン（金融機関借入）そのものは担保付社債信託法の対象となる担保の概念には当てはまらないが、この場合の「担保」は担保付社債の担保とは異なる。ローンを金融機関側から見れば貸付債権（資産）であるから、いわば裏返しの資産担保型証券と見ることができる。現実に2000年に2回募集（2回目は2001年3月発行）された例を見ると、第1回（3月23日）は銀行（都銀各行、横浜、日本興業）が窓口になり中小企業1671社が融資を受け、その融資債権を第一勧業富士信託銀行に譲渡、富士銀行設立の特別目的会社（SPC）が債券（期間3年）を発行して、富士証券が販売した（約680億円）。続いて

(3月27日) 都内信金窓口でも発行された(44社、約15億円)。融資には東京信用保証協会の保証がつき、参加企業が債務を返済できなくなったときは、保証協会による代位弁済額の一部を東京都が負担する⁹⁾。第2回募集(11月27日-12月29日)は地銀の数が増え、都内全信金加わり、信用保証は全債券にはつかない¹⁰⁾。

この構想の新味は債券発行形式にあるのではなく、規制撤廃後の発行市場で信用力において劣るために証券発行が困難な中小企業群に対して、日本で最大の自治体であり都市であって最大の中小企業群を当該経済圏内に擁する東京都が元利払い保証を与えたところにある。合同発行の形式により社債の形式を整備し、東京都の保証を付けて社債の格付けを上げる。すなわち、発行者側と応募者側の両市場参加者に、参加可能な条件を作って、ある種のマイナー社債市場が形成された。株式市場が成熟産業市場と成長産業市場とに分けられるとすれば、社債市場を大企業及びそれに準ずる条件を持った企業の市場と、準ずることのできない中小企業市場とに分けたのである。

(5) 起債方法

市場に対する債券発行のプロポーズの形式としては、債券発行条件決定時の需要調査から販売までの手続きを一切ネット上で行う国内市場初のネット起債が登場した。国際債券市場の潮流がほぼ半年で国内市場に波及した。2000年7月18日起債の米ゴールドマン・サックスグループ円建て外債と19日起債の大阪ガスである。大阪ガス社債は格付(R&I)はAAA、機関投資家向け(1億円券面のみ)、引受10証券にゴールドマン・サックスとモルガン・スタンレーの2外資系が入っている¹¹⁾。

(6) 債券格付け

起債調整が撤廃された後の発行情報として最大のものが格付機関による個別債券の信用格付である。日系格付機関最大のR&I(格付投資情報センター)格付によれば、2000年12月31日現在の格付対象日本企業738社、うちA格以上が51.6%、BBB格が36.6%、BB格が9.3%、B格が1.9%、CCC格以下が0.5%である。非居住者ではA格以上が59.5%、CCC格以下が4.0%と、国内債に比して両側に偏っている。2000年9月8日に米ムーディーズ・インベスターズ・サービスが日本国債の格付をAa1からAa2に引き下げると発表したため、優良企業6社の同社格付は国債を上回ることになった¹²⁾。

2. 流通市場

(1) 取引所取引の収縮

上場証券の取引所市場集中主義の撤廃は、債券取引にはどう影響したか。すでに撤廃以前に、円建て外債の減少の故に債券の上場実態は国債に極めて偏っていた。その他の普通債の上場件数は最初から取るに足らなかった。撤廃以後はこれが徹底し、僅かに残されていた取引はほぼ完全に店頭取引に移行した。結果として、

表5 上場債券取引概況

	普通債		転換社債	
	銘柄数	売買高(億円)	銘柄数	売買高(億円)
1995	229(106)	46,619(1,291)	1,096	155,652
1996	199(82)	56,368(1,396)	1,110	132,450
1997	175(56)	44,955(877)	959	116,525
1998	154(32)	18,849(285)	802	66,727
1999	147(22)	324(37)	693	50,459
2000	159(16)	439	661	29,524

(注) 但し2000年は1-10月までの累計。

普通債の()内は国債以外の債券。

〔出所〕東京証券取引所『証券』2000.12及び『東証統計月報』各年末号。

表6 債券種類別店頭売買高（東京）

（単位 兆円）

	国債	公募 地方債	特殊債	金融債	普通 社債	転換 社債	円建 外債	非公 募債	合計
1995	3846	9	30	68	16	2	5	38	4,013
1996	3037	8	24	55	17	1	6	33	3,183
1997	3242	8	26	55	19	—	6	29	3,386
1998	2497	7	21	33	22	—	3	24	2,607
1999	3734	7	16	32	21	3	3	22	3,837
2000	3220	8	26	32	31	2	4	27	3,490

（注）但し2000年は10月までの累計、転換社債の—は兆円未満

（出所）日本証券業協会『証券業報』

債券の取引所取引は国債取引とはほぼ同義になった。そしてその国債取引はかつてに比して激減し、1992年以来恒常的に転換社債取引額を下回っている。因みに、2000年10月中の取引実績は利付国債20年と30年、政保債、その他特殊債は皆無、利付国債2年と5年、円建て外債では半分以下、辛うじて利付国債10年が8割方値が付いているという状況である。

（2）店頭取引

債券の流通取引は元来店頭取引が中心であり小口取引以外には取引所集中主義がかけられていなかったが、この集中主義が完全に撤廃された後の取引流出で、店頭取引の優位性はさらに強化された。

（3）電子取引市場

電子取引市場は広義には場外取引に含まれるが、日本証券業協会が集計し気配値を集める狭義の債券店頭取引には含まれない。これまで株式中心だった電子取引市場が債券市場でも開始されたことは新たな発展である。米大手業者6社が共同でインターネットによる債券取引会社を設立すると発表したのが2000年3月14日、このうち3社が6月13日に債券電子市場開設へ準備と発表した。日本ではこの直後から、アジア

債券流通市場創設（大和 SBCM 等）、欧州 MTS や米イー・スピードの国債電子取引参入報道、野村・大和・日興3社が初の提携で債券電子市場の共同創設（8月4日基本合意）、日本相互証券と米インスティネットの債券電子取引業務における提携発表（9月21日）へと進んだ¹³⁾。これまで大投資家との相対による電話取引が中心だった債券取引は、発行取引のネット化と並行して、流通取引のネット化が急進行しそうである。

金融システム改革法が認めた証券会社の認可業務としての PTS（私設取引システム）は株式と同様に債券をも対象にしよう。もっとも、債券対象の PTS 認可を得たのはイー・ボンド証券（2000年6月30日）と、国債専門のエムティーエスジャパン証券・ガーバン東短証券（2001年1月19日）のみである。前出野村証券等7社も PTS 創設で合意している。

今後の債券流通市場の大きな問題は目前是国債 RTGS の進展とこれを含めた全有価証券の決済方法の統合化、長期的には米国に見られるように拡大する市場における価格形成になるう。

3. 所有・投資

既発行社債の繰上償還あるいは事後の担保設

定が経営再建過程のダイエーに見られた。ダイエーは2000年11月15日、個人保有の多い無担保社債3本(未償還額合計226億円)に銀行預金計236億円分を担保として設定、3本中の1本の満期時(2001年2月)に残り2本を繰上償還すると発表した。担保設定期間は僅か3ヵ月であるが、信用補完に効果があり、R&Iはダイエー債を格上げした¹⁴⁾。発行市場の無担保化は極限まで進んでいるが、流通市場では担保設定や繰上償還等の弾力的な利用で「市場の再評価」が目標とされるようになった。また、中国海南省投資信託公司(円建て外債)の利子支払い不能報道については1度は後に支払われたが、2度目で社債管理会社が元利支払い不履行を宣言した¹⁵⁾。

税制については、日本証券業協会等「平成13年度税制改正に関する要望」では公社債取引関係で6本の税制要望を出している¹⁶⁾。内国法人については受け取り公社債利子等の、非居住者については公社債(除く国債)の利子等及びレポ取引の、それぞれ源泉徴収を行わないことが、中心である。非居住者の国債利子課税については日銀「国債振替決済制度」に参加する金融機関に国債を直接預ける海外投資家のみ1999年9月から源泉徴収が免除された。非居住者の多くはこの振替決済制度を通さない「登録債」を、源泉徴収免除の都市銀行等の名義を借りて保有してきたが、2001年度税制改正では非居住者の免除拡大の方向で調整されている。

4. 社債等登録法の廃止について

金融審議会の決済制度統合審議の過程で実質的廃止が明確になった社債等登録法は、第2次世界大戦中に急遽制定された法律であり、ほぼ50年の歴史を持った。関係者以外は条文を知る

こともない法律なので、廃止を前にして構成だけを明らかにしておきたい。

社債等登録法(1942年法11)

第1条〔目的〕本法ハ資金ノ蓄積及金融機関ノ資金ノ合理的運用等ニ資スルヲ以テ目的トス

第2条〔登録機関〕社債ノ登録ハ勅令ヲ以テ定ムル法人(以下登録機関ト称ス)ヲシテ之ヲ取扱ハシム

第3条〔登録の請求、登録の拒絶〕社債ノ登録ハ社債権者ノ請求ニ依リテ之ヲ為ス②登録機関ハ正当ノ事由アルニ非ザレバ社債ノ登録ヲ拒ムコトヲ得ズ

第4条〔債券の不発行と回収〕登録ヲ為シタル社債ニ付テハ債券ハ之ヲ発行セズ②登録機関債券ヲ発行シタル社債ニ付登録ヲ為ストキハ其ノ債券ヲ回収スルコトヲ要ス

第5条〔登録社債の移転等の対抗要件〕登録ヲ為シタル無記名社債ヲ移転シ若ハ之ヲ以テ担保権ノ目的ト為シ又ハ之ヲ信託財産ト為シタルトキハ其ノ登録ヲ為スニ非ザレバ之ヲ以テ社債ヲ発行シタル会社其ノ他ノ第三者ニ対抗スルコトヲ得ズ②登録ヲ為シタル記名社債ヲ移転シ若ハ之ヲ以テ担保権ノ目的ト為シ又ハ之ヲ信託財産ト為シタルトキハ其ノ登録ヲ為シ且社債原簿ニ其ノ旨ノ記載ヲ為スニ非ザレバ之ヲ以テ社債ヲ発行シタル会社其ノ他ノ第三者ニ対抗スルコトヲ得ズ

第6条〔登録社債の担保供託に代わる登録〕以下本文省略、第7条〔登録の抹消〕、第8条〔社債登録原簿〕、第9条〔登録機関の監督〕、第10条〔報告・検査〕、第11条〔過料〕、第12条〔登録機関の職員の地位〕、第13条〔適用除外〕、第14条〔地方債等への準用、資料の提出〕、第15条〔勅令への委任〕

制定された時期が太平洋戦争開始直後であ

り、社債等の発行増大を見込みながらその消化を市場に委ねない計画消化政策の下で、第1条〔目的〕が意味を持った。戦時下ということで高級証券印刷能力に限界がある、流通市場に出さない（価格を表示しない）、そもそも紙の割当制の下で債券券面を発行したくない、戦時焼失を防ぐ等の事情もあった。金融機関資金による社債消化の緊要性のため、社債等の保有者には臨時租税措置法中改正法と国民貯蓄組合法中改正法が別途出され、登録公社債等の保有者には分類所得税の軽減・免除が行われた¹⁷⁾。戦後はこの租税特別措置は無くなったが、基本的には計画消化が継続し起債調整の下で担保付き社債のみが発行された。社債の登録機関は担保付き社債であれば担保の受託会社が指定された（社債等登録法施行令第1条）ので、間接金融体制の内部で社債発行・受託・登録・保有が行われ、結果として流通は望まれなかった。法第5条に見るように登録社債の移転（流通）や担保権の設定にはその旨の「登録」が必要であり、非常に手間がかかった。かつ別途税法上で特定金融機関等の登録公社債保有が利子所得に対して源泉徴収不適用の優遇措置が採られ、かつは登録機関の登録手数料収入のために、計画消化も起債調整も無くなった後もこのシステムがなかなか崩壊しなかった。膨大な満期保有者の層を母体にして、発行市場が継続し、流通市場が隆盛になることを考えれば、社債等登録法の実質的廃止は蓋し遅きに失したというべきであらう。

注

- 1) 小林和子『公社債月報』参照。
- 2) 日本証券業協会『証券業報』第577、578、579、582、589、591、595号等参照。
- 3) 『金融』2000・8、掲載。
- 4) 東京証券取引所は2000年7月4日に「組織形態のあり方に関する特別委員会」を設置して株式会社化の詳細を検討中（東証『証券』）、大阪証券取引所は2001年4月に株式会社化の方向で2000年9月から調整に入っている（2000年9月20日付日本経済新聞）。
- 5) 東京株式取引所の清算取引決済状況（受渡し高／売買高）は、1936－1941年平均で長期清算取引18.2%、短期清算取引15.1%であった、『東京株式取引所統計年報』。
- 6) 『ファイナンス』2000・8、掲載。
- 7) 戦前期銀行債の内容は、日本興業銀行『全国公債社債明細表』に詳しい。銀行債の分類に含まれるのは狭義で興業債券、勸業債券、農工債券、拓殖債券、殖産債券、産業債券、商工債券、朝鮮金融債券、台湾産業債券、庶民債券、恩給債券、更生債券、戦時金融債券、広義では日本勸業銀行の復興貯蓄債券、貯蓄債券、報国債券まで入る。すべて特別法による特別銀行、金庫等の発行である。
- 8) 1993年法第62号による改正以前の担保付き社債信託法は第32条〔合同発行〕会社ハ合同シテ社債ヲ発行スルコトヲ得此ノ場合ニ於テハ社債ノ募集ヲ受託会社ニ委任シ又ハ受託会社ヨリシテ社債ノ総額ヲ引受ケシムヘシ、の条文を有した。戦前期の同法はこれを第22条で規定した。但しほとんど経済的実態を持たなかったので廃止されたものであろう。また、アメリカ市場でも「共同社債」（joint bonds）の名称で社債の合同発行が存在する。日本証券経済研究所『アメリカの公社債市場』、p.131。
- 9) 2000年2月24日、3月3日及び3月23日付日本経済新聞、全国銀行協会『金融』2000・5。
- 10) 2000年11月17日付日本経済新聞。
- 11) 2000年7月20日付日本経済新聞、日本証券業協会『公社債発行要項一覧』参照。
- 12) 2000年9月9日付日本経済新聞。
- 13) 2000年6月20日、6月23日、7月28日、8月5日、9月21日付日本経済新聞。
- 14) 2000年11月16日付日本経済新聞。
- 15) 2000年6月27日、7月28日、10月11日付日本経済新聞。
- 16) 日本証券業協会『証券業報』2000・9掲載。
- 17) 社債等登録制度50年史編纂委員会『社債等登録制度50年史』、登録機関協議会発行、20-21参照。

（当所東京研究所主任研究員）