

戦後公社債市場における電信電話債券の 先駆的役割について

後 藤 猛

要 旨

昭和10年代の戦時経済下において多くの統制的規制をかけられ自由を失ってきた我が国の公社債市場は、戦後においても長らく政府・日銀の金利統制その他の規制を受け、市場における自由な価格形成を制約されてきた。市場の自由化の展開が顕著になってきたのは、近々10数年来のことである。

このような戦後公社債市場において、1952年に設立された日本電信電話公社が資金調達のため発行した巨額の電信電話債券は、この統制的な市場に極めて大きなインパクトを与えるものであった。

電信電話債券といってもいろいろ種類があったが、まずあげられるのは、1953年から発行の始まった加入者引受電信電話債券である。

これは、電話を架設しようとする加入申込者に対して電話施設費の一部負担として強制購入させた債券で、その額はケースと時期により異なるが電話一件につき6万円ないし15万円であった。その結果、戦後の電話の急速な拡充とともにその発行額は爆発的に累積したのである。これは勿論期限10年の債券であるから、10年後の満期まで保有していれば償還になるが、電話加入者はこれを電話架設費用の一部とみなして損をしてもすぐに転売してしまうケースが多く、証券会社などがその売買を取り扱い、この電話債券市場は発行額の増大とともに債券市場の一大分野となったのである。

この債券の売買は当然に電話加入者と証券会社の自由意志により発生拡大していったもので、他の公社債の売買は金利統制の下でいろいろ制約されていた間において、自由な価格形成を行い、金融情勢・金利情勢の変動を反映して上下し、利回りは債券市場実勢を示す指標的なものとなった。それは、公社債流通市場発展の先駆的役割を果たしたのである。

さらに、1953年には戦後初めて政府保証付の電信電話債券を公募発行した。債券に政府保証をつけて発行することは、戦後はGHQの指令により禁止されてい

たが、占領終了後、特別法を制定してこれを可能とし、日本電信電話公社と当時の日本国有鉄道がその先駆けとなったのである。

しかし実は、この場合の政府保証付き発行の狙いは、単純に債券の安全性を高めるというのでなく、当時の戦後の債券市場の困難な時代において、全国銀行の資金を動員し集めるためのアイデアであったといえる。というのは、1948年に制定された証券取引法により、銀行の公社債引受業務は禁止されていたが、政府保証付きの債券ならば銀行などの金融機関も引受業務を行うことが可能という例外規定が設けられていた。

このため、この政府保証債の引受シンジケートは証券会社のみならず全国の銀行を大同団結させた大組織をつくることが出来たのである。これによって、政府保証債はいくら大量のものを低利回りで発行して売れ残っても、すべてがこの全国銀行シンジケートによる残額引受けとなり消化が保証されるという仕組みが作り出されたのである。

そしてこの時の政府保証債の引受シンジケート組織は後の1966年からの国債の市中公募発行の時の引受シンジケート組成の先例となったのである。

つぎに、1972年9月からは、公社は政府保証をつけない電信電話債券を公社債市場で公募発行するという方式をスタートさせた。これは特別電信電話債券と称され、証券会社のみによる引受シンジケートによって広く一般の投資家を対象に公募されたのである。

このポイントは、発行条件を発行の都度引受幹事証券との折衝によって決めるもので、市場の動向にあわせ投資家に魅力ある条件を設定し発行市場にアピールしたものである。これは折からの公社債市場の活況期で証券会社の販売力も強まって来た時期を背景としていた。

当時の公社債市場においては、一般の公社債の発行条件は毎月すべて画一的に決められるという統制的方式で、市場情勢にあわせて時々改定はされるものの、その都度起債打合せという統制機構や大蔵省・日銀などとの協議を要する大作業であった。

これに対し、この特別電信電話債券の公募発行は“スポット発行”と称され、起債弾力化の先駆けとして注目された。

これはやがて1987年にはプロポーザル方式発行に発展し、起債市場の新しい時代につながって行くのである。

目 次

- I. はじめに
- II. 加入者引受電信電話債券
 - 1. 法律による強制引受で発行
 - 2. 売買市場が自然発生
 - 3. 気配交換市場開設へ
 - 4. 証券取引所に上場
 - 5. 市場実勢を反映した相場推移
 - 6. 割引発行方式の債券も発行
- III. 政府保証電信電話債券
 - 1. 戦後政府保証債の先駆け
 - 2. 政府保証債の銀行資金収奪の仕組み
 - 3. 長期国債の引受シンジケートの先例に
- IV. 特別電信電話債券
 - 1. 証券会社との折衝で公募発行
 - 2. 社債発行本来のあり方
 - 3. プロポーザル方式の先駆け

I. はじめに

2004年10月21日の『日本経済新聞』によれば、NTT 東西地域会社では、これまで固定電話の新規契約に際して加入者が支払わなければならなかった施設設置負担金（電話加入権、工事費用の一部とされている）を、05年4月には半額にし、今後5年程度をかけて全廃する方針だと報じられている。

電話加入に際し加入者が引受けなければならなかった電話債券（加入者引受電信電話債券）はすでに公社時代の1982年に廃止されているが、今回は電話加入権も廃止するというところで、戦後の日本電信電話公社独占時代から続いてきた電話架設のための加入者の負担は全廃されることとなる。

1952年8月電気通信省から分離独立して設立された日本電信電話公社は、戦後の荒廃した電話設備の復興と拡充のため力を注ぎ、そのための巨額の資金調達のため、前述の電話加入権の徴収とか電信電話債券の発行とかいろいろ工夫をこらしてきた。しかし、既に半世紀を経過した今日、その目的達成とともに電話事業はすでに競争の時代に入り、一つの時代は終わったのである。

しかし、ここに我が国の戦後公社債市場を振り返る時、この旧日本電信電話公社の発行した電信電話債券が、その発行市場においても流通市場においてもいかに大きな役割を果たして来たかを思わざるをえない。

戦後において国家的事業を推進するためいろいろの公社・公団などが設立されたが、この日本電信電話公社ほど、公社債市場における資金調達に工夫を重ね、いろいろの面で市場において先駆的な役割を果たした発行者はなかったと断言できる。

本稿においては、この一つの時代の終わりに際し、この電信電話債券の果たした役割を回顧し総括しようとするものである。

日本電信電話公社発行の債券はすべて一口に言えば電信電話債券であるが、それは、1953年1月から発行開始された加入者引受（負担）電信電話債券のほか、同年8月から発行開始された政府保証付の公募電信電話債券もあり、1972年から発行開始された政府保証無しの公募特別電信電話債券もあり、また1961年には外債発行もあった。そしてそれぞれが公社債市場に極めて先駆的なインパクトを与えたものであった。

特に、戦後の電話加入者の爆発的増加とともに増発されてきた加入者引受電信電話債券は当然極めて巨額となり、市場残高の面からも市場

に大きなインパクトを与え、債券流通市場の発展を推進する契機となった。

また、政府保証電信電話債券は、戦後の政府保証債発行の先端を担ったものであり、その引受シンジケート方式は後の政府保証債発行と、さらには国債の引受方式にも先例として影響を与えた。

そしてまた、政府保証付き発行の可能な公社が、敢えて政府保証を付けず証券会社との折衝による発行条件の弾力的決定方式によって特別電信電話債券を公募発行したことは、公社債市場の自由化の大きな推進力となったのであった。

本稿においては、そのような電信電話債券のインパクトについて述べてみたい。

II. 加入者引受電信電話債券

1. 法律による強制引受で発行

この債券は1953年1月から発行が開始された。

これは、公社設立前の1951年に制定された電信電話設備負担臨時措置法が、公社設立後の52年12月に改正されたものを根拠法としており、第1条で「加入電話の加入申込をした者は……、政令で定める額を支払う外……、政令で定める額の債券を引き受けなければならない。」とし、加入者はこの債券を買わなければ、電話を架設できないことを規定していた。

そこで、この債券は加入者引受電信電話債券あるいは加入者負担電信電話債券とも呼ばれる。

この法律は、時限立法で当初は5年、その後改正されて1961年3月迄の制度であったが、さ

図表1 加入者引受電信電話債券の発行(引受)額と電話架設数の急増状況(1952年度～62年度)

年度	発行(引受)額 億円	電話架設数 万	年度末積滞数 万
52	20.0	18.1	39.2
53	84.9	21.9	45.9
54	79.3	19.7	39.0
55	76.5	20.9	36.6
56	80.0	22.2	48.8
57	80.0	24.1	58.4
58	98.4	26.5	67.8
59	144.0 (107.0)	31.3	84.1
60	738.1 (444.9)	41.7	86.0
61	795.0 (530.0)	50.5	95.5
62	975.9 (629.6)	60.5	105.0
計	3172.1 (1648.7)	337.4	

(注) 1) 61年度は予算額、62年度は予定額。

2) 59年度から割引方式の債券も発行された。これは額面では倍となるので、発行額としては急増した。このため()内に払込み金額ベースでの額を記載し連続性をもたせた。

3) 積滞数とは申込みをしても未架設になっているウェイトングの数。

(出所) 奥田孝一著『公社債市場研究』(1962年)81頁。

らに60年には「電信電話設備の拡充のための暫定措置に関する法律」が制定され1982年度までの時限立法となった。

この場合、加入者が引受け(購入)しなければならない債券の額は、いろいろのケースと時期によりやや異なるが、一般の加入者の電話一件についての引受額は、当初は6万円、後になっては10万円ないし15万円という程度の額であった。

もちろんこれは、電信電話公社法第62条により一般担保付き(ゼネラル・モーゲージ)とさ

れている優良な債券である。

1953年1月発行開始されたときの発行条件は利率6.5%、期限は10年、発行価格100円であった。

この6.5%というのは、当時の大蔵省資金運用部が公社へ融資する場合の金利であって、一般の公社債市場の金利水準を参考にしたものではなかった¹⁾。

当時の発行条件はたとえば地方債でも利率8.5%、発行価格99.5円、期限5年で応募者利回りは8.643%であり、この加入者引受電信電話債券発行後の53年8月に発行された同公社の政府保証付の電信電話債券でさえ、利率7%、発行価格98円、期限は7年で、応募者利回り7.434%であり、まして後に述べるように当時の既発行債券の実勢の取引レートはそれよりずっと高利回り水準であったことを考えると、この加入者引受電信電話債券が如何に市場動向を無視した発行であったかが分かる。

それは当然、発行者としての公社には債券市場を相手にして債券発行をしようという意向は全くなく、自己の都合にあわせて法律によって強制的に資金提供をさせるという意識で発行していたわけである。

2. 売買市場が自然発生

しかし、いったん発行された債券は一人歩きをし市場に出回ってくる。しかもこれは、れっきとした政府関係機関の一般担保付債券である。そこで取引市場が形成されるのは、自然の成り行きであった。しかも、電話の申し込みをした人々は必ずしも債券投資についての知識や関心はなく、10年間保有して償還を受ければ年6.5%の利回りの投資になるのであるが、一件あたりの金額は僅かなのでたとえ低い価格で

売ってもその損失は電話架設費用の一部だと考えればよいということで投げ売りしてしまうケースも多く、一方にはこれを叩いて買い集めて良い利回りで運用しようという投資家も出てくるということになり、この売買を証券会社のみでなく電話売買業者も加わって仲介し、その間でかなりのマージンを取るという事態となっていた²⁾。

こうして加入者引受電信電話債券の売買は1953年の当初から自然発生した。

それは当初は混沌のうちに発足しその価格の実態は必ずしも把握できないが、図表2の示す大和証券、日本勧業証券の調査によると、秋頃までは額面100円につき77円～69円、その後低落し54年の4～5月には金融引き締めということもあって57.5円という水準まで低下するという惨憺たる有様であった。これは、残存年限8.6年として計算すると単利で19.8%という高

図表2 加入者引受電信電話債券の気配交換市場開始前の気配 (1953年3月～55年7月)

年月	気配	年月	気配	年月	気配
			円		円
		54. 1	61.5～65.0	55. 1	63.5～68.0
		2	61.5～65.0	2	65.0～69.5
53. 3	75.0～77.0	3	59.0～63.0	3	66.0～70.0
	円	4	57.5～62.0	4	66.5～72.0
4	71.0～77.0	5	57.5～61.0	5	68.5～77.5
5	72.0～77.5	6	59.0～63.0	6	71.1～75.2
6	71.0～75.0	7	60.0～63.0	7	71.1～76.3
7	71.0～73.5	8	60.0～64.0		
8	70.0～74.0	9	61.0～64.5		
9	69.0～73.5	10	60.5～64.5		
10	70.0～73.0	11	63.0～66.5		
11	66.0～71.0	12	63.0～66.7		
12	64.5～70.0				

(注) 奥田孝一著『公社債市場論』(1957年)342-3頁より作成。

原著では大和証券と日本勧業証券の調べによる気配が掲載され、その下に両社を含めての最高・最低が掲載されているが、ここではその部分のみとした。

利回りである。

その後は金融情勢はやや好転し価格も持ち直したものの、このような取引はグレーマーケットどころか暗黒のブラックマーケットであり、中には売り手の無知につけこんで、6万円の領収証を1万8,000円で買うという業者もあったという。

当時一般の公社債については、発行額も少なく殆どの部分が登録債として銀行の保有であり売買市場に出てくることは少ないので売買市場の整備を要請する声は強くはなかった。加入者引受電信電話債券と類似のものとしては、農地債券や漁業権買上げに伴う交付公債などもあったが、その額は少なく地域も限られていた。

しかし、この加入者引受電信電話債券の発行は電話架設の進捗とともに図表1のようににますます増勢を増し、しかも全国的であり、このような取引状況を放置することは、いかに強制引受とはいえ、発行者の公社としても黙視することはできず、流通市場を整備すべきだとの要請を強めていた。

しかし、当時証券界ならびに金融界では公募公社債の流通市場再開が先決だとする理由で、非公募発行の加入者引受電信電話債券の流通市場開設に対しては消極的ないし反対との意見が多く、また一部証券会社と電話業者などは大きなマージンを獲得できるブラックマーケットの存続をむしろ希望していたのである。

当時、日本電信電話会社の経理部資金課長として債券発行を担当したスタッフであった奥田孝一氏はその著『公社債市場論』(1957年)で次のように述べている。「気配交換開始は絶えざる公社の努力にかかわらず、その実現を見ず時日を経過していった。(中略)東京証券業協会の公社債委員会では、55年2月ごろより漸次積

極的に本問題の検討に着手し、著者もまたこの情勢にかんがみ(55年頃の金融情勢好転を指す<筆者注>)証券業協会を訪ねて側面的にこれが実現につき懇請したのであるが、これとともに有力証券会社の理解ある重役を歴訪してその協力を求めること約半歳におよんだ。かくしてさしもに反対していた一部の業者もついにこの情勢に抗しえず、漸く意見の一致をみるに至り、昭和30年8月10日より気配交換が開始されることとなった次第である。今ここにこれを回顧して著者はまことに感慨無量なるものがある。」(295-296頁)。

こうしてようやく、1955年の8月10日から加入者引受電信電話債券の気配交換市場が開設されるという運びになった。

3. 気配交換市場開設

気配交換とは、証券会社が集まってその債券についてのお互いの買い値・売り値を交換することであるが、実際はそこで買い注文、売り注文をぶつけあって売買するのである。

この証券会社の店頭売買での価格が“気配”といわれる。すなわち気配交換市場というのは、実際は証券会社の集団売買の場であり、それを当時の東京証券業協会(その後の日本証券業協会)が管理して、その売買価格(気配)を発表、新聞にも掲載されるという組織的市場である。

これによって誰の目にも加入者引受電信電話債券の相場が明らかとなった。もちろん、その価格は刻々と変化する金融・金利情勢を反映して上下するが、それは市場実勢に基づく相場であり、加入者はその相場以上に不当に叩かれる恐れはなくなるわけである。

当時このような債券相場の実態を明らかにす

る市場の開設にはもちろん抵抗勢力も多かった。電話加入者の無知に付け込んで不当に買い叩いて利得していた証券会社や電話業者にとっては、買い叩きの妙味がなくなった。

しかし、債券流通市場の整備とはこのようなことをいうのであって、これによって債券市場の真の発展が可能となる。

加入者引受電信電話債券はその先駆けを担ったのである。

また一方、当時の社債・地方債・政府保証債など一般公募公社債については、流通市場整備の必要性は一般論としては認識されていたものの、1949年の厳しい金融情勢下に起債懇談会³⁾という統制機構の下で再開された戦後起債市場では、公募公社債の発行は経済復興のための低利資金供給の一環とみなされ、その発行条件は統制により市場実勢とはかけ離れた低利回りにされ、その消化については専ら日本銀行の公社債担保金融や買いオペ政策などといった市場育成策の恩恵に浴する金融機関の購入に依存するという仕組みであったため、このような統制金利の公募公社債が流通市場で自由な売買による価格を公示されることとなると、それは発行価格をかなり下回することは必至であり、起債市場を混乱させると考えられていた。

従って、このような公募公社債の流通市場開設は金融情勢が落ち着き金利が低下して、市場価格が起債懇談会の規制金利による発行価格に接近する時期を待たなければならないとされていたのである。

しかし、加入者引受電信電話債券の発行は冒頭で指摘したとおり法律による強制引受であり、発行条件は発行者側がどう決めようと発行可能であり、流通市場でどのように低い価格が形成されようと、発行者の発行計画には全く支

障がないものであった。

そしてこれは債券の知識の乏しい極めて多数の一般個人が強制購入させられるものであり、しかも市場実勢を無視した買い叩きの横行で、新聞にも取り上げられるという事態となったので⁴⁾、投資家（購入者）保護の見地から、妥当な相場の公表をすることの必要性が高まったのであった。

4. 証券取引所に上場

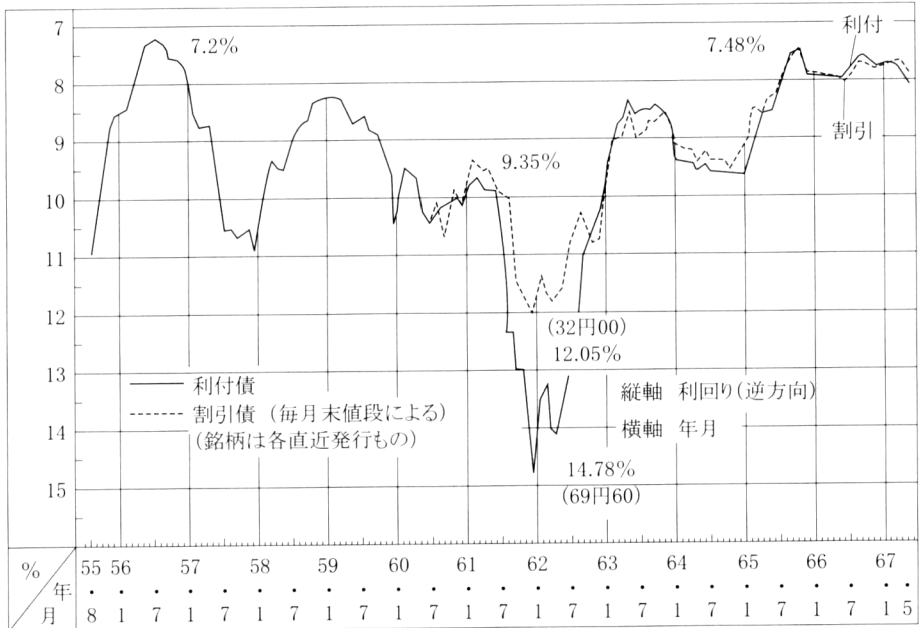
証券取引所では1956年4月から公募公社債の上場取引市場を再開していた。

それは1954年秋から56年にかけてようやく進展し出した金融緩和で、公社債の実勢価格も上昇してきたことを背景に再開されたのである。しかしなお、公社債関係者は債券市場の流通価格を取引所相場として公示することには極めて慎重で、証券取引所に上場して価格公示する銘柄は、戦前のように多数にはせず、地方債から1銘柄、政府保証債から2銘柄、金融債から2銘柄、社債から6銘柄のみという代表的11銘柄（大阪証券取引所は9銘柄）に限定した。そして、これを補完するものとして、各種34銘柄（大阪市場39銘柄）を対象銘柄として電信電話債券と同様に気配交換市場を開設することとした。

しかし、やがて56年秋頃から金融情勢は次第に再び引き締まり、市場金利は上昇に向かったが、この場合、証券取引所の公示価格は市場の実勢を必ずしも示すこととはならなかった。

というのは、すでに1956年7月から起債懇談会は機能を停止していたが、その下部機構である起債打合せ⁵⁾が依然として発行条件の統制を続行しており、金利上昇期にも発行条件を市場金利を反映した利回り水準にすること許さな

図表3 1955年～67年の加入者引受電話債券相場（利回り換算）の推移



(注) 61年9月までは店頭気配、その後は取引所相場
 (出所) 拙著『やさしい公社債教室』第3版 (1971年)

かった。

このため、これら公募公社債の取引所相場は、この統制された発行条件を反映しての相場を、大手証券会社によるバイカイによる値付けによって公示するという、いわゆる写真相場となっていたのである。気配交換銘柄についてもそれは同様であった。

金融情勢は1962年にかけて一段と厳しく、62年3月には証券会社は値付けバイカイを中止し、取引所の債券相場公示はストップした。

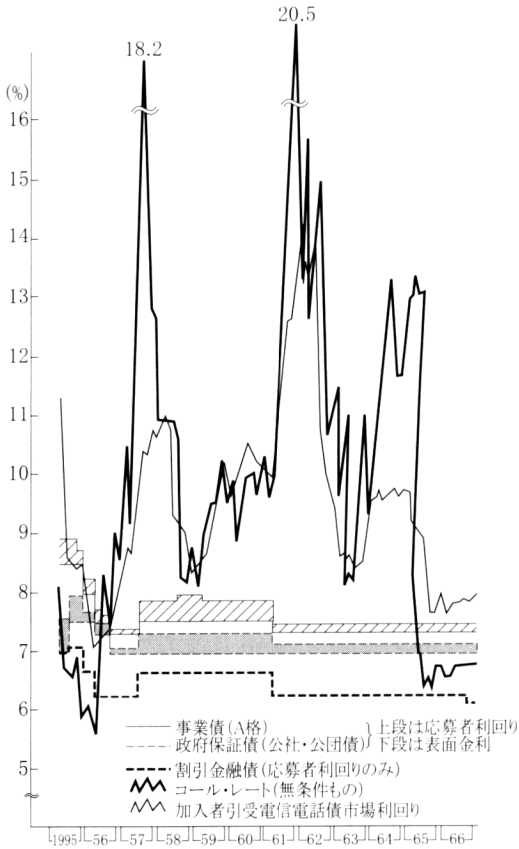
ところが、この間にあってはひとり加入者引受電信電話債券のみは、市場実勢を反映した価格形成を公表し続けた。そして、1961年10月17日からは証券取引所に上場されて売買され価格公示がなされていたのである。

というのは、1961年に株式について取引所外で行う集団売買は証券取引法191条の違反ではないかという問題提起が起きて禁止され、株式

は10月1日から取引所に第2部市場を作って上場されたのであるが、公社債の気配交換市場についても事実上の集団売買だとされ、61年9月末をもってすべて停止されてしまった。

この場合、一般の公社債は写真相場になってしまっていたので停止されても支障はなかったが、加入者引受電信電話債券の気配交換市場は多くの電話加入者や投資家がこれに準拠して売買をしている実情のため、廃止することは不都合だとの思いが強く、むしろ証券取引所に上場すべきだという考えが出て来た。それはかねて日本電信電話公社側の要望でもあった。しかし、他方にはこのような実勢取引の相場を取引所の公定相場として公示することは、図表4に示すような金利水準の乖離の実情の下では他の公募公社債の募集に悪影響を及ぼすことを考慮して慎重にすべし、という見解も政策当局には強かった。

図表4 事業債・政府保証債・割引金融債の応募者利回り・表面金利とコールレート及び加入者引受電信電話債の市場利回りの推移



(資料) 大蔵省証券局調べ。
 (出所) 公社債引受協会『日本公社債市場史』219頁。

しかし結局、加入者引受電信電話債券の取引の実情が考慮され、やや遅れて10月17日から証券取引所に上場され売買されることとなったのである⁶⁾。

他の公社債がバイカイによって写真相場を値付けしていたのとは異なり、実際の売買を伴って形成される市場実勢相場を、証券取引所の公定相場として公示することとなったことの意義は大きいといえよう。

その後、国債発行後の1966年2月から公募公社債の証券取引所市場は再び機能し始めるのであるが、この時の取引要綱はこの61年10月の加

入者引受電信電話債券上場の時の要綱に準拠し、より市場取引の実勢を反映した価格形成が行われるような形にされた。このように、我が国債券流通市場の形成において加入者引受電信電話債券の果たした役割は非常に大きかったのである。

5. 市場実勢を反映した相場推移

では、このような加入者電信電話債券の相場はどのような推移を示したかを見て行こう。

まず、気配交換市場開設前の1953年～55年の相場状況を前掲図表2に示した。

これは、奥田孝一氏が当時の大和証券と日本勧業証券の店頭取引気配を調べたもので、図表2では簡略にするため両社をひとつにして最低と最高を示した。

これによると、利率6.5%、期限10年、発行価格100円で53年1月に発行された債券が3月には75～77円という低価格で取引されている。75円ということは、単利計算でいくと12.06%、発行レートより2倍近い高利回りである。そして、54年1月にはさらに低落して61.5～65.0円となった。65円は15.9%の利回りになる。そして、5月には既述のように57.5円となる。しかし、気配交換市場開始が近づいた55年6月には当時の金融緩和とあいまって最低でも70円台にのせていた。それでも、75.2円という相場は利回り13%となる。

気配交換市場が開設された1955年8月以後、61年の取引所上場を経て67年までの相場推移をみると前掲図表3のとおりである。

この図表は直近発行銘柄を利回り換算で示してある。これによると、当初は11%近い利回りの相場をつけていたものが、気配交換開始とともに急上昇(利回り低下)し、当時の金融緩和

の動きとともに、56年央には7.2%利回りまで相場上昇した。しかし、その後再び金融逼迫の情勢に転ずるとともに下落(利回り上昇)、58年から59年にかけては再び上昇(利回り低下)、その後61年半ばから年末にかけては急落し14.78%の利回りに達するなど、金融・債券市場の実態を率直に反映して価格形成を行い、その実勢を一般の投資家や関係者に明示し続けていたことが明らかである。経済企画庁でもこれを景気指標の一環にとりいれていた。

図表4では、これを他の金利や公社債発行条件と対比させているが、加入者引受電信電話債券の利回りが公募公社債の発行条件とはいかに乖離して市場金利実勢にあった動きをしているかが明らかである。

図表5では、1972年～81年における加入者電信電話債券の相場の推移を利回り換算で示した。これを見ると、まず71～2年の債券市場ブーム期、73年1月からの金融引締め開始、さらに11月の石油ショックにつづく74年の引き締め強化と長期化、そして74年末からの相場回復の後75年半ばへかけての好調、そして75年後半は国債

の大量発行が始まるという動きによる市場圧迫、また77年に入ってから急ピッチの好転、そしてまた、78年5月ごろから80年にかけての下落、81年9月には9.22%をつけるなど、激動する諸情勢を反映した債券市場の動向をよく反映し、市場の指標となっていたことが伺われる。

この間に、1966年1月から公募開始された長期国債が10月から取引所に上場された。しかし、77年4月までは、大量の国債を保有する金融機関がこれを市場に売却することは事実上禁止され、その代わり1年以上保有した国債は日銀が取引所の価格により買いオペで吸い上げるという政策がとられていたため、国債の取引所価格は価格維持的な硬直的な動きとなっていた。

しかし、1975年から国債大量発行の時代に入ると、金融機関の国債売却制限は77年4月以降漸次解除されいわゆる“国債流動化”の時代となり、大量の国債が市場で売買されるようになり、その価格は市場情勢を反映して変動するようになった。

こうして、債券流通市場の指標の地位は加入

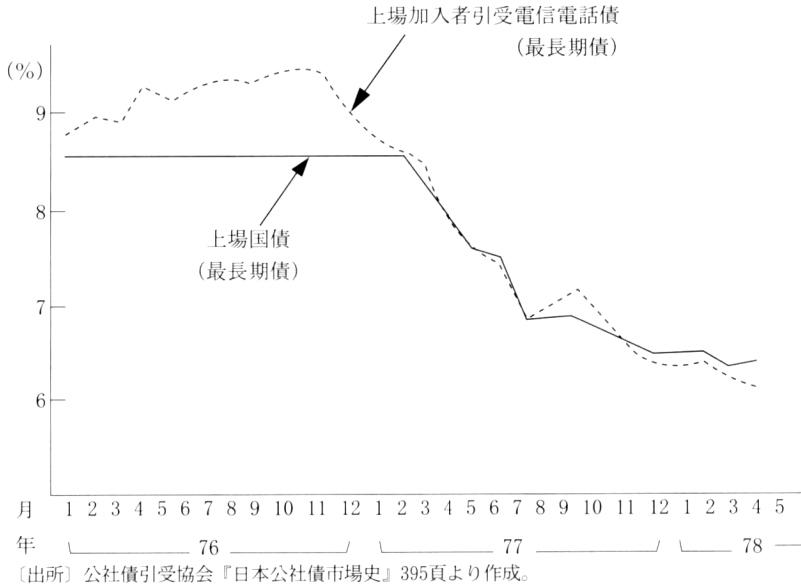
図表5 1970年～81年における加入者引受電信電話債券(利付債のみ)の相場(利回り換算)推移

(単位 %)

	1970年	71年	72年	73年	74年	75年	76年	77年	78年	79年	80年	81年
1 月末	9.27	8.77	7.13	7.36	12.59	9.79	8.78	8.74	6.55	7.19	8.40	8.47
2 〃	9.23	8.61	7.05	7.88	10.99	9.08	8.95	8.68	6.56	7.43	9.27	8.26
3 〃	9.32	8.35	6.81	8.00	11.03	9.54	8.91	8.29	6.42	7.82	10.60	8.11
4 〃	9.46	8.30	6.77	8.51	11.31	9.28	9.27	7.97	6.43	8.26	9.94	8.10
5 〃	9.55	8.42	6.73	8.55	11.04	9.14	9.33	7.57	6.52	8.37	8.55	8.39
6 〃	9.59	8.09	6.51	8.66	10.93	9.06	9.30	7.51	6.73	8.63	8.14	8.85
7 〃	9.18	7.64	6.30	8.89	10.87	9.36	9.35	6.83	6.92	7.85	8.34	8.88
8 〃	9.22	7.49	6.61	9.14	11.64	9.66	9.33	7.05	7.18	8.08	8.54	9.20
9 〃	9.38	7.45	6.95	9.19	11.65	9.56	9.43	7.20	7.16	7.96	8.60	9.22
10 〃	9.24	7.70	7.01	9.08	11.45	9.74	9.48	6.89	6.75	8.44	8.54	8.81
11 〃	9.24	7.84	7.03	10.03	11.07	9.60	9.39	6.64	6.89	8.80	8.66	8.18
12 〃	9.31	7.46	7.08	11.69	10.19	9.37	9.02	6.50	6.95	8.54	8.63	8.11

(出所) 拙著『やさしい公社債教室』第6版(1977年)及び8版(1982年)。

図表6 1976～78年における加入者引受電信電話債券と上場国債の相場推移(利回り換算)



者引受電信電話債券から国債へと移って行く。

図表6には、77年の春頃から流動化が進み出した長期国債の相場が次第に市場実勢を反映する動きとなり、それは従来から実勢価格が形成されている加入者引受電信電話債券の相場と一体化した動きとなって、市場の指標が国債に取って代わられて行く有様が描かれている。

6. 割引発行方式の債券も発行

なお、1959年8月から加入者引受電信電話債券には、割引発行方式のものも発行されることとなり、加入者の選択により、利付債・割引債のいずれを引受けても良いこととなった。

これは、額面100円につき発行価格50円で発行されるもので、利回りは償還期限によって調節される。最初に発行されたものは、期限11年で利回りは複利計算で利付債と同じ6.5%となる。その後、加入者引受電信電話債券の利率(利回り)は同じ時期に発行されている政府保証ものと横ならびにするとの方針となり、1960年4月からは、利付債は利率7.2%にされると

ともに、割引債は、期限10年とされ、複利利回りは7.177%となった。

割引方式の債券発行は金融債には行われていたが、金融機関以外では初めてであった。

加入者引受電信電話債券は一件の発行額が小口で券面も小口券が多いため、その発行額の巨額化とともに利子クーポンの支払い・整理の作業が膨大となったため、利子クーポン不要の割引債を導入した。しかし、その選択は加入者にまかせたのである。

Ⅲ. 政府保証電信電話債券

1. 戦後政府保証債の先駆け

1953年8月から日本電信電話公社は政府保証付の債券の発行を開始した。

これは戦後における政府保証債発行の先鞭をつけるものであった。

我が国の政府保証債は1936年の北樺太石油会社社債300万円が最初で、戦時中には専ら国策

会社や軍需産業の債券発行を援助するために用いられてきた。

しかし、戦後はGHQの指令により、1946年に「法人に対する政府の財政援助制限に関する法律」が制定され、政府が会社その他の法人の債務を保証することは禁じられた。しかし、占領政策が終了すると政府は政府保証債の発行を可能にする法律の制定を進め、つぎつぎと設立された多くの政府関係機関が巨額の政府保証債を発行し、電話網、鉄道網、新幹線、高速道路、住宅、その他日本経済のインフラ整備促進の資金を公社債市場から調達する政策をおし進めたのである。

その最初の発行が1953年8月の電信電話債券と日本国有鉄道の鉄道債券であった。

政府保証債による市場資金調達の仕組みの狙いは、1948年にGHQの強い意向によって制定された証券取引法65条におかれた例外規定を適用することである。65条は証券と銀行の機能を分離する有名な条文で、戦前は銀行が大いにやっていた債券引受け業務を銀行には禁止するものであったが、その例外規定として、国債・地方債及び政府が元利金の支払い保証をしている債券については、銀行など金融機関も引受け業務をすることが出来る、とされていたのである。

当時は前述のように政府保証債の発行は禁止されていたので、この規定は国債・地方債のみに意味があるとみられていたが、占領終了後政府はまず1953年に「鉄道債券及び電信電話債券に係る債務の保証に関する法律」を制定し、政府保証債発行の道を開いた。

そしてその後次々と設立される政府関係機関にも、それぞれの特別法の中に「政府は法人に対する政府の財政援助の制限に関する法律第

3条の規定に拘わらず、国会の決議を経たる金額の範囲内において、債券の元本償還及び利息の支払いについて保証することができる」という条文をいれて、政府保証債の発行を可能とした。

これによって、証券取引法65条の例外規定が生かされ、政府保証債による市場資金調達の仕組みが可能となったのである。

2. 政府保証債の銀行資金収奪の仕組み

すなわち、日本電信電話公社は1953年8月に政府保証電信電話債券を発行するに際しては、その引受シンジケートを銀行証券の大合同によって結成することが可能となった。この場合の銀行は、日本興業銀行などの長期信用銀行と都市銀行全行、信託銀行全行及び地方銀行代表数行としこれに当時の4大証券を加えて一大シンジケートを結成したのである⁷⁾。この場合の地方銀行代表の意味は、この代表行の引受分担額を全地方銀行で分けて引受するものである。

引受シンジケートは発行者の公社と「引受並びに募集取扱契約」を締結する。これはその債券の募集を取り扱い、いかに募集困難で売れ残っても、残額全部をシンジケートメンバーで一定の比率で分担して引受け購入する、ということ契約し、その債券の全額成立を保証するものである。

これによって、政府保証債はたとえ低利回りのものを大量に発行しようとも、必ず発行計画の達成は保証されるわけである。

もちろん、シンジケートとしては、政府保証債発行の担当官庁である大蔵省（当時）と交渉し発行条件や発行額について注文をつけることは可能であるが、政府保証債発行は政府の財政投融资計画の一環として策定される国の政策で

あり、また大蔵省は金融・証券の監督官庁でもあったので、その交渉力には限界があった。

この場合、債券の販売は証券会社メンバーが行い売れ残ったものを銀行メンバーがか引受取得するわけであるが、1953年発行開始の当初は一般投資層への販売もかなりあったものの、その後、財政投融资計画による発行額は次第に増大し、しかも、発行条件は前掲図表4の示すように市場実勢とはかけ離れるため、一般への販売は困難さを加え、銀行メンバーはますます大量の引受けを余儀なくされていった。

これは、発行側の会社からすれば、大蔵省との折衝で財政投融资計画にさえ組入れてもらえば、思うとおりの額の低利資金調達が可能となるのである。

こうして、起債市場においては、全国銀行の資金は前述のシンジケート方式によってまず政府保証債の消化に収奪され、その残りが社債などの投資に回るとのこととなる。

政府保証の発行は1953年度から電信電話債券と鉄道債券によって開かれたのであるが、その後多くの政府関係機関が次々と政府保証発行を始め、その額は急増して銀行資金の収奪を増進させ、全国銀行協会会長は、ことあるごとに「その発行は状況に応じて弾力的に行ってほしい」ということを政府に要望するという状況になっていった。

そしてこの政府保証債の引受方式は、1965年度から発行されることとなる国債の引受方式の先例となるのである。

3. 長期国債の引受シンジケートの先例に

1965年7月の経済政策会議で、40年不況からの脱出策として期限10年の長期国債の発行が決

定した。その発行方式についてはいろいろ論争があり、日銀引受けで発行すべきだとの意見もあったが、やはり国債は市中公募で行くべきだということとなった。

この時、諮問を受けた金融制度調査会は、国債市中公募の原則は守られるべきだとした上で、その発行形式としては「市場環境の現状および予想される発行規模の大きさ等から推定される消化構造を前提とした場合、消化の円滑化を図る観点から、また、発行額および発行条件等について、発行の都度関係者間において意見の調整を行うためにも、現在政府保証債についてとられているようなシンジケート引受方式をとることがもっとも有効かつ望ましいものと考え」と答申したのである⁸⁾。

この場合、長期国債の引受シンジケート・メンバーには全国銀行と証券会社のほか相互銀行（現在の第二地銀）、信用金庫（代表として全国信用金庫連合会（現信金中央金庫））、農林中央金庫、生命保険、損害保険までも含め、さらに後には商工組合中央金庫、信用組合、労働金庫、外国銀行、外国証券なども加入させ、要するにすべての金融機関がシンジケートに網羅されるという形となった。

引受シンジケートの契約書に名前が出ている引受メンバーは30社であるが、たとえば日本生命は全国14の生保を代表しているとか、信金中央金庫が全国304の信用金庫をも代表しているとか、農林中央金庫は全国602の農業協同組合をも代表しているというような形となっており、全国の金融機関1,200余りをすべて網羅した引受シンジケートなのである。この代表という意味は例えば日本生命の引受分担額は14の生保が分け合って引受ける、ということになっており、このようにして全国1,200余りの金融機

関がすべてその月に発行された国債の売残り分を一定の比率で分け合って必ず引受取得するという形なのである。

これによって、長期国債はたとえその発行条件や発行額が市場情勢にマッチしないで売れ残っても、その募集残は全国の金融機関が一定の分担率に応じて引受け取得するというわけである。

もちろん国債発行を担当する旧大蔵省（現財務省）は政府保証債の場合よりは一層引受シンジケートとの間で市場情勢などの情報を交換するなどコミュニケーションを出来るだけ持って発行条件の妥当な水準を探る努力をするし、特に国債流動化の始まった1977年4月以降の国債市場激動の時代になると引受シンジケートと旧大蔵省との力関係も微妙に変化し、大蔵省との発行条件交渉に合意が得られず、発行を休止する月も出るという事態が起ったこともあった。

また1989年度以降は“部分的競争入札制”が導入され、シンジケートメンバーが発行額の一部（当初は40%現在は85%）について大蔵省の提示する利率に対し価格と額を入札して落札し、落札平均価格を国債の発行価格として残額を引受シンジケートが引受けるという方式となり、発行条件の弾力化は急進展した。

しかしそれにしても、引受シンジケートが政府との「国債の募集取扱及び引受契約」を調印することによって、その国債の発行はこのシンジケートによって保証され、たとえかりに入札額が少なかったとしても、残額すべてが最終的にはこの全金融機関を網羅したシンジケートメンバーの保有勘定に振替えられるという仕組みなのである。

その後発行された中期国債や超長期国債は、全額を公募入札発行とし引受シンジケートは組

成されていない。長期国債についても全額を入札発行にすべきだとの声も高まっているが、全額入札とし引受シンジケートを廃止することは、国債消化の保証を放棄することとなるので、大量の国債発行の遂行を担当する財務省としては国債発行の大宗である長期国債については、競争入札部分の比率は高めてきたもののシンジケート制廃止にはなかなか踏み切れないで今日に至っている⁹⁾。

IV. 特別電信電話債券

1. 証券会社との折衝で公募発行

日本電信電話公社は1972年9月には、政府保証無しの電信電話債券の公募発行を開始した。これは、証券取引法65条の規定により、銀行はその引受けシンジケートには加入出来ないもので、証券会社のみ引受けシンジケートによって公募されるという形態であった。これは特別電信電話債券と称された。

当時は、1970年秋に金融引締めが解除され71～72年は折からの円高の急進を背景に大量の外資も流入し、債券市場はブーム期になっており、図表5も示すように市場の指標である加入者引受電信電話債券価格は急上昇し、4～9月には利回り7%をも割り込む状況であった。

この時を狙い日本電信電話公社では、72年9月8日発行で、証券会社による引受シンジケートとの交渉によって発行条件・発行額を決める方式の発行に踏み切ったのである。

当時の起債市場では、債券市場ブーム期とはいえ、依然として起債懇談会の下部組織である起債会の統制による発行が続けられていた。71年度からは、市況好調のため発行額の制限をは

図表7 1970年3月～78年4月における社債・地方債の発行条件推移

年 月	社 債			地 方 債		
	利率	発行価格	応募者利回	利率	発行価格	応募者利回り
	%	円	%	%	円	%
1970. 3	7.6	98.00	8.046			
" 4				7.5	98.50	7.831
71. 9	7.4	98.50	7.730	7.3	98.90	7.540
72. 1	7.4	99.50	7.508			
" 4	7.25	99.50	7.358	7.1	99.50	7.207
" 7	7.0	99.00	7.171	6.8	98.70	7.021
" 9	6.9	99.50	6.984	6.8	99.30	6.918
73. 4	7.1	99.00	7.272			
" 5	7.3	98.75	7.518	7.1	98.90	7.290
" 8	7.7	99.00	7.878	7.4	99.25	7.531
" 9	8.0	99.00	8.181			
" 10				7.7	99.60	7.771
74. 1	9.0	99.00	9.191	8.5	99.75	8.546
" 9	9.5	99.00	9.696			
" 10				9.0	99.75	9.047
75. 7	9.2	99.00	9.393			
" 8				8.8	99.65	8.866
" 11	9.0	99.50	9.095	8.5	99.25	8.639
" 12	8.8	99.50	8.894			
77. 3	8.6	99.50	8.693			
" 5	8.0	99.50	8.090	7.8	99.50	7.889
" 7	7.6	99.50	7.688	7.4	99.25	7.531
" 8	7.1	99.50	7.185	7.0	99.50	7.085
" 10	6.8	99.50	6.884	6.7	99.50	6.783
78. 2	6.6	99.25	6.725			
" 4	6.4	99.75	6.436	6.2	99.50	6.281

(注) 1) 社債は最上級格付のもののみ

2) 期限はいずれも72年7月以降は10年、それ以前は7年、ただし社債の78年4月は12年。

ずすという“量的自由化”が行われたものの、発行条件や発行銘柄についての規制は依然残っており、毎月、発行銘柄と発行条件を調整した後、前月末頃に起債発表がありすべての銘柄が一斉に募集開始となり、下旬の25日頃が発行日

となるという“月末一括起債方式”で、これは社債のみならず、地方債も政府保証債も一緒に行われていた。

その月のすべての銘柄の発行条件は、銘柄種類別（地方債・政府保証債のほか、社債はA格

B格C格など起債打合会で定められた格付け別)に、あらかじめ画一的に決められており、何もなければ前月と同じとされ、それらの発行条件を改定することは、銀行・証券・政府・日銀などを含めて意見調整を要する大仕事であった。年に何回も行われぬという状態であった。71~73年頃からは、さすがにかなり頻繁に条件改定が行われるようになったが、それでも刻々と変動する市場の動きにマッチして行くことは容易ではなかった(図表7参照)。

このような起債市場の伝統的方式に対し、日本電信電話公社は市場環境が急速に好転した72年の時点をとらえてスポット的に債券発行し、良質低利の資金を獲得しようと考えたのである。これは、資金調達者としては当たり前のことであり、従来の方式がおかしかったのであるが、この方式は発行関係者の注目を集めた。

2. 社債発行の本来のあり方

当時の公社債引受協会発行の『公社債年鑑』では、この発行は「従来の慣行にとらわれない自由な起債時期の選択、市場実勢を尊重した発行条件の決定、個人消化を中心とする事業債型の消化態様など、債券発行による資金調達の本来のあり方が示されたものとして注目された」としている。

同じく政府保証を付けずに発行している特殊債である放送債券や東京交通債券は、従来から一般の社債と同じく起債打合会の統制の下で発行されていたのであるが、この特別電信電話債券は起債打合会の枠外で独自の発行条件で発行することができたのである。

この時証券会社との交渉で定められた発行条件は、利率6.8%、発行価格99.40円、期限10年弱で応募者利回りは6.901%であった。これ

は、その時の10年の地方債が利率6.8%、発行価格は98.70円、応募者利回り7.021%であったのを下回る低利回りの発行条件であった(図表8参照)。

この発行直前の8月末の加入者引受電信電話債券の市場相場を前掲図表5で見ると、利回り6.61%となっており、まさに市場実勢を反映した発行条件といえることができる。

このような特別電信電話債券の72~78年における発行状況は図表8のとおりであった。

債券市場の好調は72年中は続いたが、73年3月から引締め期に入り市場金利は上昇に転じたので、特別電信電話債券の発行条件も応募者利回りの上昇へと向い、73年9月以降はその応募者利回りは地方債と逆転し、地方債よりやや上、社債よりやや下という利回りに決定されている(図表5、7、8参照)。

しかし、図表5の加入者引受電信電話債券相場が示すような市場金利高騰の時期となると、さすがにこれに追随した高利回り水準を反映するような発行条件を打ち出すことは困難となり、その売れ行きは次第に不振となった。

結局、1977年9月以降は、応募者利回りが地方債とほぼ同水準の発行条件を決定する慣行となり、年間発行回数は増えた。発行の建前はスポット(随時発行)でその都度引受シンジケートとの協議で発行条件をきめる方式には変らないものの、当初のスポット性は薄れて行った。

公社は85年には民営化され日本電信電話株式会社(NTT)となったので、電信電話債券も一般の会社債と同列となった。しかしやはり起債会統制の枠外であることは認められ、発行条件も従来と同じ方式でスポット的に決められることとされた。しかし、その水準は従来と異なり地方債と電力債との中間に設定された。これ

図表8 72年9月～78年4月における特別電信電話債券の発行状況

銘柄	発行日	発行額	期限	利率	発行価額	利回り
	年 月 日	億円	年 月 日	%	円 銭	%
特別電信電話債券第1回	72. 9. 8	200	82. 8. 20	6.8	99.40	6.901
“ 第2回	“ 12. 15	250	“ 12. 15	“	“	“
“ 第3回	73. 2. 23	250	83. 2. 19	“	“	“
“ 第4回	“ 9. 11	250	“ 8. 20	7.5	99.50	7.587
“ 第5回	“ 12. 13	160	“ 12. 13	7.8	99.25	7.934
“ 第6回	74. 3. 5	150	84. 2. 20	8.8	“	8.942
“ 第7回	“ 6. 4	130	“ 5. 19	“	“	“
“ 第8回	“ 8. 9	150	“ 8. 9	“	“	“
“ 第9回	“ 11. 13	190	“ 10. 20	9.4	99.50	9.497
“ 第10回	75. 1. 17	250	85. 1. 17	“	“	“
“ 第11回	“ 6. 10	200	“ 6. 10	“	“	“
“ 第12回	“ 10. 6	230	“ 10. 5	9.1	99.25	9.244
“ 第13回	“ 12. 1	200	“ 11. 20	8.9	99.75	8.947
“ 第14回	76. 2. 20	250	86. 2. 20	8.7	99.50	8.793
“ 第15回	“ 4. 23	300	“ 4. 19	“	“	“
“ 第16回	“ 6. 7	300	“ 6. 7	“	“	“
“ 第17回	“ 8. 10	300	“ 8. 9	“	“	“
“ 第18回	“ 10. 6	300	“ 10. 6	“	“	“
“ 第19回	“ 12. 14	200	“ 12. 13	“	“	“
“ 第20回	77. 2. 3	200	87. 2. 3	“	“	“
“ 第21回	“ 4. 28	350	“ 4. 20	8.5	“	8.592
“ 第22回	“ 6. 7	300	“ 6. 6	7.9	“	7.987
“ 第23回	“ 9. 7	300	“ 8. 20	7.0	“	7.085
“ 第24回	“ 10. 26	300	“ 10. 20	6.7	“	6.783
“ 第25回	“ 12. 16	300	“ 12. 16	“	“	“
“ 第26回	78. 1. 31	300	88. 1. 30	“	“	“
“ 第27回	“ 4. 28	600	“ 4. 20	6.2	“	6.281

〔出所〕拙著『やさしい公社債教室』第6版（1977年）71頁に第24回以降を追加。

は、当時の起債会格付けの考えからすると、民間債の最高のAA格より一つ上の格ということの意味する。

3. ポロポーザル方式の先駆け

86年12月証券取引審議会は「社債市場のあり方について」という答申書を提出、その中で、社債の発行は「随時発行方式（スポット発行）の採用とあわせて、引受証券会社の自由な競争の下で発行会社との間での個別交渉を通じ発行時期、発行条件を決定するという、いわゆる「プロポーザル方式」を導入する必要がある。」とした。

る。」とした。

これは、起債にあたり複数の引受幹事候補証券から発行条件を提案（プロポーズ）させ、発行者はその中の最も有利なものを選定するという方式である。これは、起債の都度行われるもので、これによってすべてがスポット発行となる。

その実施にあたっては、これをすべての銘柄に一斉に導入すると混乱を招くということから、87年4月からまずNTT債に、10月から電力債など一般担保付社債に導入されることとなった。

いうまでもなく、1972年の特別電信電話債券発行以来のスポット発行、発行条件個別折衝の方式が、この新しいポロポーザル方式移行の先行銘柄となる基盤を作り、発行市場自由化への新しい流れの先鞭をつけたのである。

次いで、88年度からはすべての発行会社はこのプロポーザル式が認められた。

その結果、月例の起債会はもはや開催の意味を失い、1949年起債市場再開以来続けられてきた起債市場の統制機構はその使命を終え、起債市場の新しい時代が始まるのである。

注

- 1) 奥田孝一『公社債市場論』(1957年) 252頁。
- 2) 1959年9月に日本電信電話会社が行った「い号電信電話債券売却実態調査」によると、その売却率は引受総数の30.5% (金額比では34.7%) であり、都市別にみると東京35.0%、大阪36.5%、その他の都市ではほぼ30%以下となっていた。売却先は、1953～58年の平均で証券会社66.5%、電話業者23.1%、その他10.4%となっていた。
売却の時期は、引受後1ヵ月以内が29.5%、1～3月8.6%、3～6月11.0%、6月～1年未満12.0%、1年以上38.9%といった比率を示していた。
以上は奥田孝一『公社債市場の研究』(1962年) 88-90頁による。
- 3) 起債懇談会は1949年6月の日本銀行の起債市場育成策の開始とともに設置され1956年7月まで機能したもので、起債条件や引受手数料など起債関係の基本的、一般的事項をコントロールした。メンバーは大蔵省、日本銀行、証券取引委員会、日本興業銀行、日本勧業銀行、都市銀行、地方銀行、信託銀行の各代表、復興金融公庫、農林中央金庫、証券業者代表などで構成された(『山一証券史』(1958年) 393-394頁による。)
- 4) 奥田孝一『公社債市場論』341頁には“1954年5月28

日の日本経済新聞で加入者引受電信電話債券のことが採り上げられ解説がおこなわれた”とある。

- 5) 起債打合会は起債懇談会の下部組織として置かれたもので、公社債の募集の受託会社をやっている銀行全部と引受幹事をやっている証券会社大手4社で構成され、毎月の発行銘柄、各銘柄についての発行額、発行条件などを協議決定する統制機関であり、起債懇談会の機能停止後も大蔵省・日銀のリモート・コントロールの下にあった。これは後に起債会と改称され1987年度までの38年間の長期にわたって機能していた。
- 6) 奥田孝一『公社債市場の研究』92-94頁にこの間の経緯が詳しく述べられている。
- 7) 1953年から始まった公募地方債の引受シンジケートも銀行・証券の合同でつくられたが、この場合の銀行は各地元の公金扱い銀行を中心としたものであった。
- 8) 公社債引受協会『日本公社債市場史』297頁より引用。
- 9) 財務省は2004年3月31日に「国債市場特別参加者制度(日本版プライマリーディーラー制度)」の構想を発表した。これは、財務省が国債の入札等の相手先として、財務省の国債管理政策の策定及び遂行に協力し特別の責任を負う特別のディーラーを指定する制度である。それは2004年10月から発足し、10月14日には、特別参加者に指定された24の証券・銀行を相手先として5年国債の追加発行入札が初めて実施された。10月6日の第一回特別参加者会議に財務省が提出した資料によると、「今後、この制度の国債安定消化機能を評価し、特段の問題がないと判断されれば、シンジケート制度を廃止する」としている。

また、2004年11月30日の『朝日新聞』によれば、11月29日開かれた国債投資家懇談会(国債シンジケートの中心メンバーで作る)では、「シンジケートは廃止しても問題ない」との考えで一致し、吉野直行(慶大教授)座長は記者会見で「特別参加者制度が定着するまで1～2年かけてスムーズにいくべき」と述べた、と伝えている。

実現すれば、1953年の公社債市場環境下で日本電信電話会社の資金確保のために発足した引受シンジケート方式が、国債市中公募のために拡大して適用され、それがついに終末を迎えるということであり感慨が深い。

(経済評論家)