

二〇〇〇年を迎える公社債市場

小林 和子

春まだ浅きころ、今年も北京大学の現代日本研究班に日本側教授として「日本の証券市場：機能と政策」を教えにいらしてきた。最初にいったころは、まだ天安門事件の余波収まらず、政治的なことはとても口にだせない雰囲気であった。口にだしたくとも、中国語もできなかった。中国各地から集まる学士・修士以上の学歴を持つ超インテリの研究生たちも、服装は貧しく、漬物の入っていたガラスビンを手編みの布で包んでお茶を飲んでいたりした。帰る間際になってそのことを知ったわたしは、持参した湯飲み茶碗を研究生に渡して

もらおうと、同僚の日本語教師の方に頼んだ。ところが、その方自身が湯飲みをもっていないということで、謹んでプレゼントした思い出がある。六年たった現在は、研究生はみな日本のビジネス社会の若い紳士方とほとんど変わりが無い。携帯電話を持っていくものも多い。中国の携帯電話生産最大の米モトローラはおそらくとも良く知られた外国企業の一つである。中にはベンツで大学に乗り付ける国有企業の社長もいる。様変わりである。最初の年の研究生たちはいささか年をとりに、身なりも良く、名画「カサブランカ」の

リックかというような着こなしぶりの人もいた。そんな彼らは、もう、何年も前のように日本の話をきいて一々驚くことはない。悠然としてい。とはいえ、「短期金融市場の実質ゼロ金利」、これにはさすがに驚いていた。中国の金利は定期預金で六・七％、普通預金でも一・七％ぐらいある。日本国内ではゼロ金利にもはや驚かないが、何年にも及ぶ超低金利は心底たまったものではない。株式市場ばかりではない、個人の預金者、個人投資家、法人や機関投資家、だれにとってもゼロ金利は心理的になんらかの転換を促すであろう。

二〇世紀型公社債市場の終焉

当研究所では、二年ほど前から公社債市場研究会を開催し、「グローバル・スタンダード」とわが

大規模な国内市場の基盤の上に大規模な国際市場が作られたのは、いまだ規制の残る一九八〇年代である。国内市場における規制の緩和・自由化の要因は、高度経済成長の終焉⇨安定成長の下での金融緩和、国債大量発行時代の開始、そして国際市場からの圧力である。

国際市場からの圧力は二重にかかった。一つは、日本市場に発行者として現れた国際機関、外国政府、外国企業が、国際市場の、あるいは自国のルールを日本市場でも要求したことである。二つは、日本市場の従来の利用者であった日本の発行者が、日本市場を回避して、ユーロ市場等に向かったことである。「無担保社債の発行開始」や「普通社債発行市場の空洞化」はその典型的な例であった。

こうなると、基本的な規制の撤廃をしなくては日本市場の将来には「収縮」の二文字が浮かぶで

国公社債市場」のテーマで研究を続けてきた。『証券経済研究』第一八号（一九九九年三月発行）にはその成果がまとめられている。本稿では、この成果を読み合わせ、一九九九年初頭までのわが国公社債市場の諸問題をグローバル・スタンダードに照らしてみつつ、二〇〇〇年を迎える市場像を展望したい。

二年半ばかり前、一九九六年一月から公社債の発行市場にかかわる規制はほぼすべて撤廃された。顧みれば、公社債の恒常的発行は一九〇〇年代から始まったが、市場は一九三〇年代後半からほぼ六〇年間、規制市場であり続け、二〇世紀末になって、初めて自由市場になったのである。かつて一九一〇年代から三〇年代にかけて、自由市場時代があったが、しかしこれは小規模な国内市場にすぎなかった。戦前期の東京が国際市場であったのは第一次世界大戦中の数年に限られる。

あろう。せっかく一九八〇年代後半には、強力な円通貨の実現を背景に、世界の金融三極市場の一角を占めたのに、こういう未来像はいかにも惜けない。そうであるならば——と、金融・証券ビッグバンが打ち出される前に、公社債の発行市場ではほぼ完全な規制の撤廃が実行された。戦時中の計画起債に始まり、戦後は日銀の社債担保貸出事前審査制度、起債打合せによる質的・量的規制、適債基準における長い財務条項重視時代を経て、ようやく一九九六年から客観的な格付け基準のみが発行時に必要とされる唯一の「条件」になったのである。

二〇世紀の前半から後半を強力に締めつけた規制市場時代は終わった。

この後で、ビッグバン議論の過程で新たな債券種類が発行可能になった。商法の解釈で可能になった永久社債、ミディアム・タイム・ノート

(MTN) プログラム、それに特定目的会社 (SPC) の発行する社債、貸付債権等の証券化商品等である。これらは広義の公社債市場商品として、市場の拡大に寄与するであろう。

株式取引では上場証券の市場集中主義の撤廃と委託手数料の段階的自由化が非常に大きな転換への圧力となっているが、これらは公社債に関してははるかに重みが少ない。公社債はもともと小額・定型的な取引所取引になじまず、九割以上が店頭取引である。わずかな上場取引においても委託手数料は名目化しており、圧倒的多数の非上場銘柄は店頭において仕切りで取引されてきた。いや、その店頭取引も実態は少数の銘柄に集中していた。また、証券会社が免許制から登録制に転換するに当たって、いくつかの業務は認可制となったが、公社債関係では「元引受け業務」がこれに当たる。つまり、免許制の今までとほぼ変わらな

いといえる。

こうみると、二〇世紀型市場の終焉は基本的に発行市場にかかわる問題である。流通市場はすでに規制型発行市場の下でも、年間売買高五七〇兆円超を経験している（一九八七年）。基本的な自由性は存在したとみるべきである。

税制

とはいえ、その流通市場を囲む環境には問題がないとはいえない。

市場自体の問題ではないのに市場に非常に大きな影響を与えるのは税制である。税制は本来、一国の租税徴収の考え方としてその国独特の成立過程を持つ。いわば歴史と政策の産物である。そう簡単に変えられはしない。また、その歴史が、自然発生的市場を持つアングロサクソンの国々とは

違って、日本のように国家が経済に大きな影響力を及ぼしてきた国では、「市場のために」税制を

法は別として、妥当な率であれば投資家には納得できよう。

考えると、国家経済の維持が第一、税金を多くするためには担税力が第一、担税力のあるところには重課が当然と長いこと考えられてきた。戦後証券市場は「薄利多売」型に転換しているにもかかわらず、戦前型の「少数投機者の一攫千金」に網をかぶせる方式が継続したのである。

公社債関係では租税特別措置法第八条の存在が決定的な影響を持っている。一九六六年に創設された日本のレポ市場は「現金担保付き債券借取引」の形式で有価証券取引税を回避してきたが、これが廃止された現在も、租税特別措置法第八条はなお残っている。同法同条は、登録債に限って、かつ指定金融機関が保有する登録債に限って、債券利子の源泉徴収を不適用とする「差別的

株式と共通であるが、有価証券取引税は昨年四月にほぼ半分になり、今年四月に完全に廃止された。これは取引者には朗報である。しかし、では四月まで取引を待つかといえれば待ちはしない。金融システム不安の一応の鎮静、短期金融市場の実質ゼロ金利状況等の方が効き目があり、株式取引は三月から盛んになった。有価証券取引税がなくなれば、キャピタルゲイン課税のほうは（徴税方

税制」である。登録債の制度は戦時中の一九四二年に、金融統制の円滑な遂行のために設けられたもので、流動性には種々難点がある。本券不発行それ自体は証券の保有・流通を阻害するものではない。伝統的に記名式・本券発行の株式でさえ本券不発行が認められ、発行しても保管替機構への預託が一般化した。余談だが、中国で、日本の

株券券面のコピーを見せると、大変に興味深そうに見ている。中国では最初は券面を発行していたが、いまはまったくくないそうである。投資家は「証券取引カード」のようなものだけで、まったくのマネーゲーム感覚で取引しているらしい。

日本では源泉徴収が税制の基本である。債券利子も一般には源泉徴収されるが、同法同条は指定金融機関が登録債を保有した場合には源泉徴収不適用として優遇する。この優遇措置には、登録債をたとえ一日でも指定金融機関ではない課税法人が保有すると、指定金融機関は優遇措置を受けられなくなるという条件が付いている。このため指定金融機関は、事業法人等の課税法人がこの市場に参入することを拒否する。市場は指定金融機関のためだけに存在することになる。債券市場は、同一債券であるにもかかわらず課税債券と非課税債券の二種類の市場価格が成立する、歪んだ市場

もあるが、相続税に関して何らかの特別処置があれば有価証券保有は進む可能性がある。

デフォルトと格付け

制度、システムではないが、この数年の公社債市場の大きな変化の一つは、デフォルト（債券の元利払い不履行）の現実化である。戦前期、小規模な自由市場時代にはデフォルトは数知れずあり、その損失は投資家がすべて自己責任で背負った。投資家の「武器」は商法に定められた「社債権者集会」で発行者と交渉することだけであった。結果は、和議か、強制和議、社債権者集会による決議で抵当権を実行する等である。担保物件があっても同業他社も不況にあえぐ状況下ではなかなか有利な現金化はできず、惨憺たるものであった。結局、債権者等がその担保物件を利用

となってきた。取引コストを明確に高めていた有価証券取引税に比べて、こうした仕組みは複雑で、一部の市場関係者にしか理解しえないものである。しかし、市場参入の拡大（量的拡大）および市場価格の公正化（質的向上）のためには、これを廃止しなければならないであろう。ひとこと言えば、指定金融機関のための市場から、事業法人、機関投資家等に開かれた市場にすることで、市場の発展が可能になるであろう。

また、今年三月には東証正会員協会証券業務委員会が、「金融所得課税の見直しについて——統一的な金融所得税制の導入を目指して——」を発表した。利子、配当、キャピタルゲイン等のすべてを含む金融所得を統一的に申告納税制へ移行し、給与所得等と分離して二〇%の単一税率で課税することが提言されている。単純にして明解という点では良い方向であろう。この提言の最後に

して会社を再建し、また上手いかなかったような場合もあったようである。しかし、ともかくも、この時代には投資家は投資先企業の破綻に際しては自己の責任で損害を引受けたのである。

その後、「社債浄化運動」で社債の有担保化が強制され、とりわけ戦後の、平時の社債金融において、これが徹底された。担保付社債の発行においては本来担保の受託会社（銀行、信託会社）の設置が必須であり（担保付社債信託法）、さらに一般に社債発行に関して募集の受託会社（銀行、信託会社）の設置が必須であった（商法）。戦時下に、有価証券引受業法に定められた一部の証券業者は募集の受託会社になることが認められ、戦後の証券取引法では別途「証券引受業務は証券業者に限る」とされたが、担保法と商法にバックアップされた受託銀行の力は強かった。多くの場合、社債発行の受託銀行は、メインバンクであ

り、大株主であり、かつその社債の大保有者でもあった。代表受託銀行にはとりわけその性格が強い。万に一つ、社債発行会社がデフォルトした場合には、これらすべての立場の利害関係を考慮した上で、受託銀行が一般保有社債を買い取り、少数の受託銀行と発行者で社債権者集会を成立させる方式が取られたことは、いわば自然の流れともいえた。

この結果、なにが生じたか。

一般の社債保有者は受託銀行買い取りによって保護され、この世にデフォルトは存在しないも同然の「シェルター」型市場に慣らされたのである。ところが、バブル経済崩壊後、三年、五年と経つにつれ、過去に社債を発行するほどの大企業の倒産が増えてきた。しかし、市場の環境は激変しており、受託銀行の一般保有社債買い取りはもはやおこなわれなくなった。すでに発行時に担保

付きではなくなり、発行規制の緩和につれ発行件

数も激増した。受託銀行は大保有者ではなくなり、メインバンクとしての機能も低下しつつあった。商法改正で募集の受託銀行は「社債管理会社」となって、機能も限定された。なにより銀行経営自体に余裕がなくなって、デフォルト社債買い取りの資金もなければ、もし買い取りなどすれば株主代表訴訟を恐れねばならない状態となった。

投資家にしてみれば、受託銀行の買い取りは発行条件に入っているわけではないから、もちろんなにもいえない。海外発行者の債券の場合、最悪の状況では、発行者の破綻、為替リスク、日本国内の引受・販売証券会社の破綻と、複数のリスクを引き受けることにもなる。自己責任をようやく自覚した投資家に「武器」はあるか。辛うじて、発行者のデフォルトと公表格付けがあ

る。

とはいえ証取法上のディスクロージャー、すなわち有価証券届出書や報告書は、分析能力のない者が漫然とみたところで何の足しにもならない。これらを十分に咀嚼して分析した結果を分かりやすく記号化した「格付け」が、実際上は重要視されることになる。先に見たデフォルト対応方式（受託銀行の一括買い取り）が存在したため、これと裏腹に日本では債券格付けは発達しなかった。どちらも市場の自主的対応にはちがいないのだが、シェルター型、すなわち個別のクローズドな対応か、それともオープンな情報からはじまり、自己の判断能力が自らを保護するという対応か、では大きく異なる。

格付け先進国アメリカに比べればかなり遅れて、しかも行政主導で始まった日本の格付けには、制度の上でも、市場の利用の姿勢の点でも、

また情報技術としての格付けの質の面でも、まだ

問題が多い。私見では、格付けはアメリカ企業の数十年にわたるデフォルト経験を統計的に確認した結果を記号情報に置き換えたもので、ほぼデフォルト確率の確認に尽きる。発行者に格付け取得を義務づけた日本では、おそらく多くの利用者が筆者でいどの理解にとどまろう。しかし、本来は記号情報だけではなく、格付け機関それぞれの分析能力が活かされた文章情報が重要視されるべきで、とりわけ積極的な社債投資家の増大がこの方面のニーズを後押ししている。

格付けの専門家は、格付けとは「債券の元利金の支払いの確実性の程度の測定」を行うものであり、「投資家が債券を購入する際に参考にする情報の一つにすぎない」「格付け機関の単なる意見にすぎない」という。たしかにそのとおりであろう。しかしそうになると、(発行者は義務として格

付けを取得し、対価を支払わねばならないが、投資家は格付けに高い価値を認めなくともいたしかたないのではないか。にもかかわらずデیفォルトが現実化した市場では、当然に格付けは辛口になり、国際的な競争も加わって、格付け情報が最終的に企業を破綻に追い込むことがないとはいえない状況である。また、特定目的会社の社債やCP、ストラクチャード・ファイナンスに対する格付け機関の積極的関与は、一つの市場勢力としての格付け機関の新たな姿を示している。抽象的格付けの意義を議論するだけでなく、市場システムとしての格付け機関のコントロールをも展望すべきではないだろうか。

グローバル・スタンダードの考え方

証券市場において世界標準、ないし国際標準と

ら選択して、二一世紀市場のスタンダードとしていけば良いだろう。

もう一つは、例えば日米欧のグローバル企業の経営者からなる「コー円卓会議」の報告が企業の行動指針には「日米欧の企業理念を共通理念として取り入れ、グローバル・スタンダード化を目指した」ように、理性的な話し合いで、歴史的な違いを持った市場参加者全体の考えをとりまとめるような標準の作り方も考えられるであろう。また、これまでに経験されていないような新たな緊急事態に対しては、世界レベルで、関係者全体が同時に、急遽、対応する必要も生じるであろう。

二〇〇〇年以後を目指して

米国債券市場協会は「二〇〇〇年の債券市場」(日本証券業協会海外調査室仮訳)というレポート

比較する、あるいはそれに鞘寄せするという思考方法が強く打ち出されたのも、この数年であろう。ただし、歴史を顧みれば、常に後進国であった日本は、戦前期にも戦後初期にもその時点のグローバル・スタンダードというべき「世界最大の市場のルール」を受け入れてきた。これらのルールは、長期的に見れば可変性をもったことが明らかである。すなわち、グローバル・スタンダードは歴史的、可変的な性格を持つ。現在、確固不動と思われているスタンダードも条件が変われば変わりうるものである。むしろ、二一世紀を目前にして、それぞれの国の市場が意識的に自国市場の活性化と国際的協調に努めるようになった現在、次のことを重視すべきであろう。

一つは、既存のグローバル・スタンダード、すなわちアメリカ・スタンダードあるいはユーロ・スタンダードは、今後、国際市場への参加者が自

トをだしている。要旨は、A-債券市場の国内規制体系においては、市場の公正性、効率性、信頼性の推進を第一義的な目標とすべきである、B-過度の政府介入を行わず、競争的な市場原理に基づいて市場構造を形成し参加者が活動することが容認されるべきである、C-債券市場における規制の枠組みは、ブローカー・ディーラー、発行者及び投資家それぞれの責任と義務を支援するものであるべきである、となっている。訳文中にあるように「米国債券市場の重要な特徴は、投資家のほとんどが機関投資家であり、小口投資家ではないことである」。資産の投資運用に関してプロフェSSIONナルである機関投資家からなる世界最大級の市場が、二〇〇〇年を展望して、なお上述のような「べき論」を掲げることほど理解すべきか。日本が今後めざす、完成された市場といえども実態は常にこうした「べき論」で囲まれるも

のであり、現象的には不完全だということでもあらう。

では日本市場の未来はどうか。新たな公社債商品、および市場の可能性はどこにあるだろうか。デیفォルトの可能性と短期市場の実質ゼロ金利ショックは、投資行動を両極に拡散させると思われる。一方で、デیفォルトをできるだけ回避したい投資家は安全資産に逃避するだらう。個人向けの貯蓄国債を、一定額までは相続税制で優遇すればどうか。一二〇〇兆円の個人金融資産というが、ペイオフ延期論や修正論がでることからわかるように、日本の相当数の零細資金所有個人は将来に関して最低限の安心感を持ちたいのである。ほとんどゼロ金利に近い国営郵便貯金ではなくて、金融機関・証券会社どこでも購入できるリーズナブルな金利の貯蓄国債を提言したい。

他方、ゼロ金利に業を煮やして積極的思考に転

換しようという個人や機関投資家には、投機的格付けで金利が高い債券を保有しようという意欲が強い。債券運用で諸費用を賄っている団体などは超低金利に悲鳴をあげている。しかし投機的格付けの債券には当然ながら相当のデیفォルト・リスクがつきまとう。このリスクへの対応は、それぞれの組織の内部で自発的にファンド・マネージャーを育成し、かつは投機的格付け債の独自の流通市場を形成することで行われるのではないか。

投資家層に応じた市場の多層化をいち早く理解し、新たな投資家層のニーズを探りだし、新たな市場を明確な形にしていくことが今後の自由市場における証券業者の役割であらう。

(こばやし かずこ・当研究所主任研究員)