

## 社 債 市 場 に つ い て

証取審・昭43. 9. 19

証券取引審議会は、さる9月19日、総会を開催して、かねて懸案の社債市場のあり方について、最終的に討議した結果、過去2回にわたって検討された委員の意見をまとめ発表した。

それによると、①社債の発行条件を、一定の幅で弾力化すること、②これと関連して消化層の拡大、引受機構を改善すること、③社債市場の改善策の実施は今後の金融緩和期で、新規債の発行価格と既発債の流通価格が接近したときに実施すべきであることなどが、おもな点となっている。

現行の社債の発行条件は、発行会社の規模などを基準にして、利率や発行価格が5段階に格付されているが、同審議会としては、①とりあえず、各種の社債の発行条件に上下の幅をつけ、その範囲内で条件を自由に選ぶこととし、②また年限についても現在の7年にこだわらず、もっと長期のものも認めるなど、社債の弾力化、多様化を強調していることが、注目されている。

社債市場の育成強化については、以前から、いろいろな機関において採り上げられ、数多くの提言や提案が行なわれてきた。証券取引審議会においても、34年11月にすでに、この問題をとりあげており、大蔵大臣に「社債市場育成のための当面の問題について」という報告書（本業報第122号所載）を提出している。それ以来、38年8月、40年11月、41年4月と前後3回

にわたって、同様な報告書を提出しており、とくに41年の答申（本業報第196号所載）においては、起債市場の拡充合理化、流通市場の育成について、いくつかの提案を行なっているほか、発行条件の合理的決定については、たとえば、発行条件の決定が、弾力的に行なわれるようになるまで、とりあえず、一定の幅の範囲内で発行価格を変更しうるような措置等を検討する必要があるなど、きわめて内容の豊富な公社債市場の改善についての提案が行なわれたのである。

このような経緯をへて、このたび証取審が最終的に結論をとりまとめたわけであるが、このことは、すでに各方面で十分論議がつくされている問題であるので、証取審では、それらの諸提案が何故実行できないかということに焦点をしぼって、検討を加えたわけである。

発表の全文は、つぎのとおりである。

---

## 社債市場について

昭和43年9月19日  
証券取引審議会

### 1 社債市場の現状について

わが国の社債市場は次のような状況にあり、その本来の機能を十分には果していないので、社債市場を通ずる企業の資金調達が円滑に行なわれていないという意見が一般的であった。

(1) 企業の資金調達のうちを占める社債の地位

現状において、企業の調達資金のうちを占める社債の比率は、一部の業種を除き、高いとはいえない。これは、現在の起債市場において、発行会社が社債の発行量、発行条件等を主体的に選択する余地が少ないこと等のため、社債を資金調達の主要な手段とすることが困難であり、また、このような状況のもとにおいて、社債は借入金と比べ必ずしも長期、安定、低利とはいえない場合もあるからである。

(2) 社債の発行条件および発行量

社債の発行条件は、流通市場の価格、市場の需給関係とほとんど関連することなく、金利体系の一環として低位に固定されている。また、社債の発行量は、発行条件の低位固定化とこれに伴う起債・流通市場の狭隘さもあって、制限的、統制的なものとなっている。とくに金融引締期にあっては、社債に限界的資金需要が集中すること等のため、その発行量は一層割当配分的なものとなる。

(3) 社債の引受消化構造

(イ) 証券会社の社債引受シェアは、発行市場の統制的傾向を反映して固定化しており、また、そのアンダーライター機能の發揮も十分ではない。

(ロ) 社債の消化については、その大半を都銀、地銀等の金融機関に依存している。

最近、証券会社および発行会社の努力によって、金融機関外消化は漸増してきているが、新規債の発行価格と既発債の流通価格との間に乖離があること等のため、機関投資家等の新規債投資意欲は必ずしも高いとはいえない。

(4) 公共債と民間債とのバランス

40年度から国債が発行され、また公共債優先という考え方がとられていること等のため、公共債の起債市場に占めるウエイトは最近極めて大きなものとなってきている。

#### (5) 社債市場と金融構造

金融引締期には、わが国の金融構造のゆがみによって、コール・レートが長期金利の水準以上に異常な騰貴を示すため、既発債価格が大幅に下落して、新規債の消化は極めて困難となる。

#### (6) 社債の発行市場と流通市場の関係

発行市場と流通市場との間の有機的関連が欠如しているため発行価格と流通価格の間にほぼ恒常的に乖離が生じ、社債の商品性の不足、換金の不安定性、証券会社等における多額の売却損の発生等、諸種のひずみが現われている。

## 2 社債市場の整備改善について

社債市場の整備改善について、従来、種々の審議が行なわれながらこれを実施に移しえなかったのは具体的方策を実施するには、いまだ諸般の環境が整っていなかったためであり、近時、社債市場の正常化についての認識も次第に高まりつつある等、その環境も成熟してきたので、今後はタイミングを選んだうえ、実施可能な具体策から、直ちに、その実施に踏み切ってみるべきであるという意見が強かった。その主要な論点は次の通りである。

#### (1) 発行条件の弾力化

発行条件を弾力化すべきであるということについては、おおむね意見の一致があり、その具体的方法としては、発行条件に一定の幅を持たせ、起債市場の動向、市場価格の推移等を勘案しつつ、その範囲内で弾力化することからまず踏みきってみるべきであるという

のが大方の結論であった。年限については、現行の7年にこだわらず、長期化ないしは多様化すべきであるという意見が多かった。

また、発行条件を弾力化すれば、社債の発行コストは上昇するのではないかという意見もあったが、これに対しては、社債の発行量の増大を期待する以上は、低金利発行に固執すべきではないという意見および、一時的にはコストが上昇することがあっても発行量の自由化、流通市場の拡大等を通じ、長期的には発行者の利益になるという意見があった。

## (2) 発行量の自由化

社債の発行量は原則的には自由化すべきであるという意見が強かった。これに関連して、発行量の自由化にあたっては、発行条件の弾力化が先行すべきであるという意見があった。

## (3) 消化層の拡大、引受機構の改善

(イ) 発行条件の弾力化と関連して、社債市場の環境の整備と需給の均衡を期する見地から、消化層の拡大を図るべきであり、また、このためには社債に対して商品性を高める必要があるという意見があった。これに関連して、機関投資家の社債保有の諸制限の緩和等を行ない、その育成を図る必要があるという意見もあった。

(ロ) 社債の発行条件の弾力化を考えるにあたっては、引受手数料、引受シェアをも含めて弾力化すべきであるという意見があった。これに対しては、発行条件の弾力化等が行なわれれば、これらの問題は自然に解決できるという意見があった。

## (4) 公共債と民間債とのバランス

公共債については、起債市場のなかで、バランスのとれた節度ある発行態度が要請されるという意見が強かった。

## (5) 金融政策面での配慮

社債発行の自由化、弾力化にあつては、コール・レートが公定歩合と大きく乖離しないような金融政策をとる必要があるという意見があつた。これに対しては、コール・レートを高騰させる金融環境自体が問題であり、コール・レートを統制することは、金融政策上極めて困難であるという意見があつた。

いずれにせよ、金融当局において社債市場に対する政策を金融政策全般との関連で考慮することが必要であるという意見が多かつた。

#### (6) その他市場環境の整備

(イ) 社債市場の需給の均衡を確保し、社債の流通性を高めるためには、社債流通金融の拡充を行ない、買入償還の活用等をはかるべきであるという意見があつた。

(ロ) 社債の起債単位を一層大型化すべきであるという意見があつた。

### 3 社債市場の改善策の実施のタイミングおよび方法

社債市場の改善策の実施のタイミングについては、将来予想される金融緩和期において、新規債の発行価格と既発債の流通価格が近似する時点でこれを行なうのが最も現実的であるという意見が多かつた。

これに対して、タイミングということをいえば、いつまでも実施が困難であるから、いま直ちに踏み切るべきだという意見があつた。

また、改善策の実施の方法については、最も摩擦の少ない方法を総合的に検討しつつ、発行条件の弾力化等実施可能な具体策からまず踏みきるべきだという意見が一般的であつた。

以上