
内外の経済、金融情勢の変化に伴う 公社債市場のあり方について

昭和48年2月5日
証券取引審議会

当審議会は、一昨 autumn に大蔵大臣から「内外の経済、金融情勢の変化に伴う公社債市場のあり方について」諮問うけた。この諮問は、最近における内外の経済情勢の変化、特に公社債市場をとりまく環境の新展開により、公社債市場の背景が大きく変容しつつあることにかんがみ、公社債市場の進むべき方向および整備改善すべき具体的事項について、この際、改めて当審議会の意見を求めるという趣旨であった。当審議会はこの諮問以来一年有余にわたり、公社債市場のあり方について全面的な再検討を行ない、意見をとりまとめた。その内容は下記のとおりである。

記

一 環境変化と最近の公社債市場

1 公社債市場の従来 of 状況

昭和30年代以降のわが国経済は、設備投資・輸出主導型の高度成長を遂げたが、この間、企業は慢性的な資金不足の状態におかれ、それに対する資金供給は主として金融機関を通ずる間接金融の形をとっていた。しかもそれは銀行のオーバー・ローンを伴っていた。こうした特殊な金融構造の中で、公社債の発行条件は、政策的な要請もあって市場の実勢に比べ総じて低位に固定化されており、公社債市場は、量的にも限られた資金割当ての場にとどまって、おおむね次のようなものとなっていた。

- (1) 発行市場は起債調整およびこれに伴う格付基準による固定的な枠組みのもとに置かれ、また、発行条件は低位に固定化されおおむね発行利回りが流通利回りを下回る形で乖離していた。このことは消極構造が都市銀行等に偏らざるを得ないことと密接な関係があった。
- (2) 流通市場においては発行市場の実情をも反映して都市銀行等が売りの主体をなしており、都市銀行等の流動性不足の状態が流通市場に投影して、流通価格は金融機関の短期的な資金繰り等の影響を直接的にうけやすく、流通利回りはコールレートの異常な上昇により強い影響を受けた動きを示してきた。
- (3) 発行市場と流通市場の実情が以上のものであったため、公社債については、引受機能の発揮または販売体制の拡充の余地も少なく、したがって、証券会社の公社債についての営業態度は、概して消極的にならざるを得なかった。

2 公社債市場をとりまく環境の新展開

最近において公社債市場をまわりまく内外の経済金融情勢は、次のような変化を示している。

- (1) 国際収支の大幅な黒字と国内資金需要の停滞が契機となって、最近の大幅な金融緩和の状態が生じており、これに伴って、従来割高であったコール・レートが低下して長期金利を下回り、公社債の流通利回りが低下して、発行利回りが流通利回りを下回るという乖離現象は解消した。金融情勢には景気の局面により繁閑の変動があるのは当然であるが、今後は、最近の金融緩和以前のような慢性資金不足の状態が持続することはないであろう。
- (2) 社会資本の整備等のため今後公共投資の比重が増大するので、公的部門の資金調達が必要度が増大し、これに伴って、国債その他の

公共債の公社債市場に占める地位は、ますます重要なものとなる
う。

- (3) 企業の資金調達方式においても、間接金融に高度に依存するとい
う従来の方式に変化が見えはじめ、その多様化が進んでいる。
- (4) 個人、機関投資家の金融資産蓄積が増大し、これに伴って収益性
選好が高まってきており、公社債に対する需要が増加している。
- (5) わが国の国際経済上の地位の上昇に伴い、資本市場の国際化は急
速に進展しており、この傾向は今後ますます強まっていくものと思
われる。

3 最近の公社債市場

上記のような環境の新展開を背景として、最近の公社債市場には、
次のとおり金利機能の働く新しい芽が育ちはじめている。

- (1) 発行利回りと流通利回りの乖離の解消を契機として発行条件の弾
力化が進んでおり、また、事業債の格付基準の重点が、資本金等
の量的基準から財務内容・収益力等の質的基準に移るなど、硬直的な
発行市場にも変化が現われはじめている。
- (2) 円建外債のように、起債の都度、発行条件および起債額が決めら
れるものがでてきている。
- (3) 公社債の期間が長期化し、また、事業債の起債単位の大規模化が進
むなど、最近の大幅な金融緩和を反映する動きがでてきている。
- (4) 公社債の消化については、個人および機関投資家のシェアが縮
少する傾向が見られるなど、従来の消化構造に変化が生じている。
- (5) 円建外債等の引受を契機として、証券会社のアンダーライター機
能は、従来に比べ次第に発揮されるようになってきている。

二 公社債市場の方向

以上のような環境変化と最近の公社債市場の動向にかんがみ、より金

利機能の働いた資金配分に資するため、公社債の発行流通両市場の機能を高める必要がある。このため、これからのわが国公社債市場は、基本的には次のような方向で整備される必要がある。

1 金利機能の働く市場の育成

最近はわが国においても、金利機能が働く素地が逐次醸成されつつあると認められるので、公社債市場においてより一層有効に金利機能が働くよう、これを育成する。

2 信頼される市場の育成

公社債市場は、個人および機関投資家の投資への積極的な参加、国際資本市場としての機能の発揮という新たな事態を迎えているので、この市場を内外から一層信頼されるものとするため、適正な競争のもとで需給の実勢を反映した、より公正な価格形成が行なわれるよう育成する。

三 具体的整備改善策

公社債市場が現在直面している具体的問題については、上記二に掲げる基本的な方向に沿って整備改善が図られるべきであり、その内容は次のとおりである。

1 発行市場

(1) 従来わが国発行市場においては、おおむね発行利回りが流通利回りを下回る形で乖離していたが、起債にあたっては、発行条件が市場実勢を勘案して定められるような方向を目指すことが基本であるのは論をまたないところである。わが国発行市場の最近の動向を見ると、将来はそのような金利機能によって起債が調整されるようになることも想定されるので、今後金利機能の働く度合が拡大していくのとらみあわせつつ、起債調整等の方法を段階的に改めていく必要がある。

- (2) わが国においては、証券会社と受託銀行が、発行者および投資家のために、相携えて発行市場を運営してきた歴史がある。現在は、諸般の情勢が流動的で、公社債市場にとっても難しい時期であるが、こういふときこそ証券会社と受託銀行は、将来の公社債市場が、金利機能の働く、かつ、信頼される市場になるよう、より一層緊密な意思疎通を図り協力していくことが望ましい。
- (3) 最近における環境の新展開を背景として登場してきた円建外債は従来への慣行と異なったプロセスで発行されている。これを契機として、わが国資本市場全体が、より一層有効に金利機能が働く方向に進み、また、国際的にも信頼される秩序ある市場となるよう。これを育てていく必要がある。
- (4) 公共部門の資金調達拡大の見通し、今後拡大する投資層の需要にこたえるための体制整備の観点から、金融機関等の窓口で国債を販売させるべきであるとの意見があったが、これに関連してさらに検討すべき問題も少なくないので、現段階で結論を求めるのは時期尚早であるとの意見もあるため、今後の検討にまつことが適当であると考えらる。
- (5) 公社債については、いわゆるコマ切れ発行の修正、償還制度の再検討、券面種類および期間多様化の研究等を積極的に行なう必要がある。

2 流通市場

- (1) 公正な価格形成の仕組みを樹立するため、証券取引所における市場集中制度を推進する必要がある。その場合、市場集中銘柄については、需給投合の頻度の観点から、発行量が多く、かつ、保有者が広く分散している銘柄を選定するのが適当であろう。なお、市場集中銘柄については、全取引を市場集中すべきであるとの意見もあつ

たが、公社債の取引の実情に照らして現実的な措置を検討する必要がある。

- (2) 非集中銘柄および非上場銘柄についても、証券会社相互間の取引を推進して、いわゆる証券会社別市場の解消を図るとともに、現行の気配発表制度についても整備改善を図る必要がある。このため、取引価格、取引量等実績を公表する等の措置を講ずることが望ましい。
- (3) 公社債の条件付売買は、その動機、仕法において一般の売買とは異なるから、これを一般の売買の価格形成の仕組みから除くこととし、一般の売買とは別に取引価格、取引量等実績の公表について検討をする必要がある。
- (4) 投資層を拡大し、広く深い公社債市場を育成するため、個人投資家が、いつでも円滑に、かつ、市場価格を信頼して流通市場に参加できるよう格段の配慮をする必要がある。その一環として、特に個人投資家が既発債売買を容易に行なえるようにするため関係者の努力が望まれる。

なお、金融機関、機関投資家の保有する公社債についても、自由な流通が行なわれる環境を醸成することが望ましい。

- (5) 公社債の円滑な流通に資するため、公社債のディーラー活動の活性化、公社債の流通金融の円滑化を図ることが望ましい。

3 アンダーライター機能

- (1) 公社債市場をめぐる諸般の情勢が現在激しく動きつつあることにかんがみ、証券会社は、発行者と投資家との金融的仲介者の立場から、アンダーライターとしての信用を高めつつ長期的視野に立った適切な判断をすることができるよう、引き続き努力する必要がある。

- (2) 証券会社が株式業務に関してアンダーライター業務とブローカー業務とを併営している場合においては、併営による弊害がおこらないよう併營業務が実質的に区分されるような制度、慣行の樹立に配慮をすることが必要である。このことが公社債業務を行なうにあっても、アンダーライターとしての信頼度を高める所以であると考ええる。
- (3) いわゆる四社寡占の状態を是正し、適正競争の基盤をつくるため四社以外の証券会社の能力向上を図り、また、より厚い投資層の開拓に資するため、下引受団、販売団の育成を図る等、今後拡大していく資本市場を、より一層国民経済に寄与する市場に育てるよう努力する必要がある。
- (4) 証券取引法第65条については、この制度が永年継続して一応定着していること、資本市場については、証券と金融とを分離して適正競争の基盤の上にこれを育てる必要があること等の観点から、同条を改廃すべきではないという意見があった。

本来、同条改廃の問題は、現行証券制度にとってはもちろん、広く金融制度全般にとっても、その基本に触れる問題を含んでいるので、将来にわたる問題として国民経済的視野から長期的見地に立って考察すべきものである。現在は内外の経済金融情勢が著しく流動的であるので、このような基本的な制度にかかる問題について、現段階で直ちに結論を出すのは適当でないと考えられる。

- (5) アンダーライター機能の充実に資するため、証券会社以外の者を引受業判に参入させるとする方法をとることについては、アンダーライターとしての現存証券会社に対する今後の評価、資本市場での適正競争の進捗度、または国際化進展の趨勢等のいかんによることなので、これらの情勢の推移を慎重に見守るよう配慮する必要がある。

る。

四 公社債市場と財政金融

国債その他の公共債、金融債は、ともに現在の財政金融制度に根ざしているものであるが、公社債市場においてきわめて重要な地位を占めているので、今後の公社債市場は、これらによって大きな影響を受けることとなる。したがって、今後の財政金融政策の展開にあたっては、公共債、金融債についても、金利機能の働く、かつ、信頼される市場の形成を目指す公社債市場の方向に配慮し、上記三に記述された整備改善策が逐次実施されるよう一層配慮することが望ましい。

〔附 記〕 審議経過等は、次のとおりである。

第一 審議の概要

当審議会は、大蔵大臣から昭和46年11月11日付蔵証第2885号により「内外の経済・金融情勢の変化に伴う公社債市場のあり方について」諮問をうけたので、これを審議するため特別委員会を設立した。

特別委員会は、公社債市場について、発行市場、流通市場およびアンダーライター機能の各面から根本的な検討を行ない。このため12回にわたって会合し、その結果にもとづいて答申案を作成するため起草小委員会を設けた。起草小委員会は、2回の会合を開いて答申草案を作成し、特別委員会は、起草小委員からの報告にもとづいて、答申案をとりまとめた。

当審議会は、昭和47年7月17日に総会を開催して、特別委員会の審議経過について中間報告をうけ、また、昭和48年2月5日特別委員会から答申案について報告をうけこれにもとづいて審議を行なった。

第二 特別委員会の構成等

特別委員会は、別添「証券取引審議会特別委員会設置要領」により設置されたものであり、その委員は、次のとおりである。

委員長

同和火災海上保險株式会社 社長 大月 高

委員

(五十音順)

東京証券取引所 副理事長	相原 正一郎 (起草委員)
中央信託銀行 専務取締役	伊賀 武美
三井銀行 副社長	板倉 讓治 (起草委員)
經濟団体連合会 常務理事	奥原 時藏 (起草委員)
関西電力株式会社 常務取締役	笠川 元治
日本興業銀行 副頭取	梶浦 英夫 (起草委員)
東光証券株式会社 社長	唐沢 繁雄
野村証券株式会社 社長	北裏 喜一郎 (起草委員)
日本經濟新聞社 社長室長	黒川 洸 (起草委員長)
大和証券投資信託委託株式会社 社長	瀬川 恒雄
東京証券業協会 専務理事	高柳 忠夫
日本銀行 総務部長	中川 幸次
法政大学 教授	中村 孝俊
經濟評論家	福良 俊之
新日本製鐵株式会社 専務取締役	藤木 竹雄
明治生命保險相互会社 副社長	山中 宏

(別添) 証券取引審議会特別委員会設置要綱

(省 略)