

公社債市場当面の諸問題について

証取審・昭 54. 6. 27

証券取引審議会（会長・河野通一氏）では、去る6月27日、第153回総会を開催し、「公社債市場当面の諸問題について」の意見書を取りまとめ、大蔵大臣に提出した。

公社債市場の問題については、同審議会の基本問題委員会が、52年10月、「望ましい公社債市場の在り方に関する報告書」をまとめているが、同審議会では、同報告書を参考にして、昨年5月26日の第152回総会において、今後の審議課題として、公社債市場の当面の諸問題にしばって審議を進めていくことを決め、同問題について、フリーな形で審議を行うため、総会メンバーに館龍一郎証取審基本問題委員会委員長を加えた14氏からなる懇談会を設けた。

同懇談会では、昨年7月以来、①公社債流通市場の整備、②短期証券市場の整備、③公社債の消化・保有の在り方、④公社債発行条件の多様化・弾力化等のテーマについて、12回にわたって審議を重ね、6月27日の証取審総会で意見を取りまとめたものである。

同意見書は、

- (1) 公社債市場とその環境条件の変化
- (2) 公社債流通市場とディーラー
- (3) 国債等の発行等に関する諸問題
- (4) 短期証券市場の整備

の4部からなり、①証券会社のディーラー機能の充実、②国債の償還期間の多様化と発行条件の弾力化、③短期証券市場の整備、育成などの必

要性を提言している。

証取審の意見書の全文は次のとおりである。

昭和54年6月27日

大蔵大臣 金子一平 殿

証券取引審議会

会長 河野通一

当審議会は、公社債市場当面の諸問題について、別紙のとおり意見をとりまとめましたので、ここにご報告いたします。

証券取引審議会委員名簿

会長

河野通一

委員

東京芝浦電気株式会社社長	岩田 武夫
朝日新聞社社友	大木 穆彦
日本ハウジングローン株式会社社長	大月 高
関西電力株式会社副社長	加治木 俊道
日本興業銀行副頭取	菅谷 隆介
東京証券取引所理事長	谷村 裕
生命保険協会会長 (第一生命保険相互会社会長)	塚本 亮一
経済団体連合会理事 (新日本製鉄株式会社常任顧問)	藤木 竹雄

日本銀行理事 三重野 康
東京大学教授 矢沢 惇
日本証券業協会会長
(大和証券株式会社会長) 山内 隆 博
全国銀行協会連合会理事
(三菱銀行頭取) 山田 春

基本問題委員会委員長

東京大学教授 館 龍一郎

公社債市場当面の諸問題について

昭和54年6月27日

証券取引審議会

近年における我が国経済環境の変化に伴う公社債市場の諸問題については、先に当審議会基本問題委員会において、中長期的観点からの理論的解明を主眼とした調査審議が行われ、その審議の概要は、昭和52年10月、「望ましい公社債市場の在り方に関する報告書」としてまとめられている。その後、公社債市場は、長期にわたる金融緩和、国債の大量発行等を背景に更に急速な拡大・変化をとげつつある一方、経済・金融情勢はなお多くの不透明な要素をはらみながら推移しており、このような状況のもとで、公社債市場においては、公社債の発行及び流通の両面にわたって検討を要する新たな問題が生じている。

以上のような状況にかえりみ、当審議会は、当面検討すべき問題として、流通市場の整備、短期証券市場の整備、公社債の消化・保有の在り方、発行条件の多様化・弾力化等について、昨年7月以降慎重に審議を重ねてきた。その審議は、12回にわたり当審議会委員に館龍一郎基本問

題委員会委員長を加えた懇談会形式により行われたが、その結論は以下のとおりである。

1. 公社債市場とその環境条件の変化

(1) 公社債市場をめぐる環境条件の変化

最近の我が国経済は、各種の成長制約要因の顕在化等を背景に急速な変貌をとげつつあるが、それに伴って、公社債市場をめぐる環境条件にも幾つかの基調的な変化が生じている。

すなわち、産業構造や経済成長基調の変化がすすむ中で、法人部門の資金不足が縮小傾向をたどる反面公共部門のそれは著しく拡大しており、従来の個人部門から法人部門への資金の流れは、公共部門への流れへと大きくその比重を移してきている。また、このような資金循環の変化が、資金調達形態を異にする両部門の間に生じた結果、調達形態面からみた資金の流れの中で債券形態によるものの占める割合が著しく高まることとなった。

また、近年における公共部門の需要拡大にもかかわらず民間投資需要の低下を反映して、金融市場はかつてない長期かつ大幅な緩和状態を続けてきたが、今後景気循環に伴って一時的に金融が逼迫することはあっても、従来のような大幅かつ基調的な資金需要超過の状態が生ずる可能性は少ないと思われる。

更に、経済の国際化、変動相場制下の国際的短資移動等の諸事情を背景に、国際金融動向が我が国資本市場に及ぼす影響の度合は年々大きなものとなっているが、この傾向は今後更に強まっていくものとみられる。

(2) 公社債市場の変化と現状等

(i) 昭和50年度以降の公共債、特に国債の大量発行に伴って、公社債の発行市場の規模と発行残高は大幅に拡大するとともに、それに占

める国債の比重は著しく増大している。

こうした情勢の中で、近年、5年もの割引国債の創設、2年もの及び3年もの利付国債の公募入札方式による発行が行われ、更に4年もの利付国債の発行が予定されるなど、国債の種類、発行方式の多様化がすすめられているほか、発行条件の弾力化の面でも漸次進展がみられる。

しかし、従来新発公共債の大宗が10年ものの長期債であったため市中にある公社債の残存期間が著しく長期に偏っていること、近年国債の個人消化が相当の伸びを示したものの個人の預貯金選好度は高く、銀行等の金融機関が公共債消化・保有の中心とならざるを得ない状況にあること、金融機関によりその資金量、資金ポジション等に差があること等の事情があり、それに伴って、一部金融機関においては、資産に占める公共債特に長期債の比重が急速に高まり、流動性の管理、評価損益の処理等が大きな問題となりつつある。

(四) 一方、公社債流通市場の規模は発行市場のそれを更に上まわる速度で拡大しており、特に国債取引は、昨年8月以降市場取引中最大のシェアを占めるに至った。そうした中で、公社債流通価格は総じて堅調に推移し、発行条件も数度にわたって引下げられ戦後最低の水準となったが、最近に至って公社債の流通価格は下落傾向を示し、本年3月以降2次にわたる発行条件の引上げが行われるなど、流通市場は新たな展開をみせつつある。

このような流通市場の種々の変化については、その背景として公共債の大量発行と資金需給の変化があることは勿論であるが、国債の流動性を高める条件整備が52年以降すすめられてきたこと、そのような状況の下で、機関投資家と企業が公社債への資金運用志向を強め、また、金融機関において保有公共債の流動化の必要性が高まっ

ていること等の諸要因も複雑に絡み合って生じた現象とみられる。

特に最近の流通市場価格の動向については、市場参加者の多様化が進展しつつあるものの保有構造の偏り等に基因する一方通行的な取引がなお支配的であること、また、市場の受容力と公共債の発行量・期間構成等との不均衡が金融基調の変化とともに表面化しつつあるとみられることに留意する必要がある。

- (v) 以上のように、最近の公社債市場の様々な変化は、我が国経済の構造変化に根ざしながら、同時に転換期にある市場の特殊かつ過渡的な要因をも内包する複雑な性格を有しており、したがって、公社債市場の当面の問題とその改善の方向を検討するに当たっては、問題の所在を的確にとらえてこれに適切に対処することが肝要である。

2. 公社債流通市場とディーラー

(1) 公社債流通市場におけるディーラーの役割

(i) 公社債流通市場がその機能を発揮するためには、市場に多様な投資家とそのニーズに応ずる公社債が存在し、各投資家が多方向かつ競争的に取引に参加することが基本的な前提条件である。しかし同時に、取引の規模、態様等の多様性を特性とする公社債取引においては、取引需要に対応するための商品在庫を保有することによって顧客の需給相互の乖離を調整しつつその取次サービスを提供するディーラーの存在が、取引の円滑な成立のための不可欠の要素であり、ディーラー機能は、流通市場の拡大とともに今後ますますその重要性をましていくものと考えられる。

(ii) しかし、市場における需給関係は、基本的には市場をめぐる投資家の動向によって決定されるものであり、実勢としての市場価格についてもまた同様である。ディーラーは、市場の需給動向を考慮しつ

つ在庫商品をもって需給を調整し、それを通じて短期不規則な市場価格の変動を緩和する機能を有してはいるが、実勢としての価格水準自体を形成する力をもつものではなく、その意味では本来中立的な立場にあると考えられる。したがって、市場の需給が一方に偏りがちな現在の流通市場において、価格支持的な役割をディーラーに期待する考え方があるとするれば、それは当を得ないと考えられる。

(2) ディーラー機能の充実といわゆるバンク・ディーラーに関する問題
イ. ディーラーの現状とディーラー金融等

現在のディーラーの能力が最近の市場の急激な拡大・変化に十分対応できていないのではないかという観点から、ディーラー機能充実のための思い切った対策が必要であるとする指摘がある。

この点に関しては、ディーラー機能の一層の向上を図るため、当面次のような面からの改善をすすめていく必要があると思われる。すなわち、第1に、金融逼迫期における適正かつ安定的な在庫保有を可能とする方策を整備することである。そのため、証券金融会社による公社債担保金融の拡充を図るなど、ディーラー金融の多様化・充実のための施策がすすめられなければならない。第2に、在庫管理の効率化を図り、また、店頭市場をより広く弾力性のあるものとするため、ディーラー相互間の取引を促進していくことが望まれる。また、第3に、市場の公正な競争を確保し、その効率性を高めるため、顧客の注文に対応しうる実力を備えたディーラーが現在以上に増えることが好ましく、例えば中堅ディーラーがその機能を一層充実させうるような配慮が必要であろう。

しかし、現在のディーラーの能力が市場の規模・変化に相応していないのではないかという指摘については、現在の流通市場における需給の投合、調整等の問題の多くは、先にも述べたような発行市

市場や保有構造の在り方、流通市場における取引の偏り等ディーラーの能力を超える要因に基づく面が極めて大きいと考えられ、ディーラーの充実のみで問題が解決されるものではない。

（ロ）いわゆる国債等のバンク・ディーラーの問題

ディーラー機能充実の問題に関連し、当審議会は、公社債市場の在り方の観点から国債等の取引に係るいわゆるバンク・ディーラーの導入の問題について審議を行った。

なお、銀行等が、投資の目的で有価証券を保有し、また資産運用の一環として有価証券を売買することは、当然のことであり、ディーラーとして行っているものではない。したがって、当審議会がバンク・ディーラー問題として審議の対象としたのは、銀行等が流通市場における仲介業務として商品有価証券たる国債等を売買することである。

(イ) まず、バンク・ディーラー導入の必要性に関しては、幾つかの観点からの検討を行った。

(i) その第1は、国債等の大量発行に関連して、流通市場面あるいは銀行等の資産運用面で生じている当面の問題に対処するという観点である。

この点については、先にも述べたとおり、現在の流通市場における諸問題は流通市場における取引の偏りに基因する面が多く、このような市場取引の中心的当事者たる銀行等がディーラーとなっても問題の解決とはならないであろう。したがって、ディーラーの現状に漸次改善をすすめるべき面があるとしても、流通市場の当面の問題に対処するためにバンク・ディーラーの導入が必要であるとするには疑問がある。なお、仮にバンク・ディーラーに価格支持的機能を期待する考え方があるとすれば、それは適

当でない。

また、国債等の大量保有に伴い、銀行等が、投資家として保有する公社債の流動性を高めていくことと、商品在庫をもって市場参加者を仲介するディーラー業務を営むことは直結するものではない考えられる。

(ii) 第2は、将来における流通市場の一層の拡大・変化に備え、ディーラー機能充実のための方策としてバンク・ディーラーをとらえるやや中長期的視点からの見方である。

この点については、バンク・ディーラーの導入は、一般論としてはディーラーの在庫保有力を高め、ディーラー業務の集中化傾向を緩和することを通じて市場に厚みをもたせるという効果はあるだろうが、反面、次のような問題もあろう。

すなわち、銀行等は、市場の他の投資家とは異なった特別の地位・性格を有する投資家であり、他面、証券会社とも質的に異なる財務・営業基盤をもつ主体であるので、このような銀行等がディーラーとして他の投資家の仲介機能を営むこととなる場合、

① 他の一般投資家の保護あるいは価格形成、公正取引等市場秩序の維持の面から問題が生ずるおそれがある。

② ディーラー相互間の有効な競争関係を維持し、競争の社会的効果を発揮するという面で問題が生ずるおそれがある。

③ これらの問題とも関連し、銀行等のディーラー部門が、投資家部門の影響を受けることなく、流通市場において純粋にその機能を発揮することができるか。

(iii) 第3は、顧客の総合的取引ニーズに対する業務対応という観点からの見方である。

投資家が同一の窓口で各種の資産取引を総合的に行えるという

ことが、投資家の利便に資するものであることは否定しえない。しかしこの点については、間接金融が支配的方式として定着してきた我が国金融の特徴、上記(ii)の問題点等を総合勘案することが必要である。

特に、証券業と銀行業等とともに免許業であり、各々原則としてその業務に専念する建前のおかれていること、両業務が性格の異なる業務として独自の発展をとげてきていること等に留意しなければならない。

- (ロ) バンク・ディーラーの問題については法律面からの各種の見解があり、当審議会は、この点の考え方について、行政当局において明確にすることを要望しつつ実体論、政策論を中心に審議を行った。しかし、昭和22年及び23年の証券取引法制定以来今日までの諸般の経緯等にかんがみると、この問題及び後述のいわゆる窓口販売問題等に関し、銀行等が国債等に関する証券業務を行うという明確かつ現実的な認識をもって、証券取引法と銀行法等との関連について十分を検討調整がなされていると考えることには疑問がある。

したがって、銀行等が現実にディーラー業務を営むこととなるためには、対象となる金融機関の範囲等を具体的に検討するとともに証券取引法の立場から銀行法等との関連にも留意しつつその監督・規制等の在り方について検討し、所要の措置を講ずることが、公社債市場の公正かつ円滑な運営を確保する見地から必要であると考えられる。

- (ハ) バンク・ディーラーの問題は、金融構造・制度の在り方、公社債市場の状況とその見通し、国債管理政策の進展等を勘案し、今後行政当局において、上記(イ)及び(ロ)の諸問題に留意しつつ、実体面、制度面から検討を行い、適切に取扱われることを希望する。

(3) 適正な価格形成と情報の提供

(イ) 市場参加者に必要な情報が迅速、公平に提供されることは、円滑な取引と適正な価格形成を確保するための基礎的条件である。

公社債取引においては、先に述べたような特性から、今後とも店頭市場がその中心的役割を担うこととなるが、取引所取引には、価格形成の仕組が一般投資家にも理解されやすく、また、価格公示機能面でも優れているという特質があるので、これらの長所をいかすという視点から取引所機能の活用が図られるべきである。この点については、本年4月以降業者間売買を中心に国債の大口取引が取引所で行われることとなったが、更にその充実に努力する必要がある。

店頭取引に関する情報提供については、近年店頭気配発表制度の大幅な改善がすすめられており、また、有力な機関投資家に対しては個別に十分な情報提供が行われていると思われる。しかし、市場情報をより開かれた形で公平に提供することは、ディーラーの基本的責務であり、ディーラー間の競争を促進するためにも望ましいことであるので、例えば各ディーラーが各自その気配を公表するような土壌づくりについて、関係者間の検討が行われるよう期待する。

(ロ) 流通市場価格に短期不規則な変動が生じた場合における政策当局の市場関与の在り方については、市場秩序維持の観点からオペレーション等を行うことは過大な通貨供給量の増加を招かない限り適当と考えるが、他面、介入条件の判断が難しく、また株式と異なって公社債価格の変動にはおのずから限界もあるので、人為的な市場介入には慎重な配慮が必要である。いずれにしても、短期資金市場の整備、適正な市場情報の提供等によって、短期不規則な価格変動を緩和しうるような市場機能を高めていくことが望ましい。

3. 国債等の発行等に関する諸問題

(1) 償還期間等の多様化と発行条件の弾力化

(i) 先にも述べたとおり、流通市場が当面している諸問題の多くは公社債の発行あるいは消化の在り方にまでさかのぼらざるを得ない性格のものであるが、今後の公社債市場において国債等が果たす役割にかんがみ、その発行者である政府等において、消化・保有主体の構造に即した対応を積重ねていくことが肝要である。

個人の預貯金選好度が根強い我が国において、金融機関と機関投資家が国債等の消化・保有の中心的役割を担うという傾向は、今後急速に変化することは予想しえないであろうが、これら機関において、資金の調達と運用の期間対応の調整、評価損益の処理等の問題が最近深刻化しつつあるとの指摘がある。これらの問題は、各保有主体の調達資金の性質、各種金利の動向等によって異なった対応を必要とするものであり、その意味で、近年国債について償還期間の短期化が図られる一方私募形式による長期債の発行が検討されるなど、市場の情勢や投資家のニーズに即した種類・発行方式等の多様化がすすめられていることは適切なことである。今後その拡大によって更に実質的な多様化を推進していく必要がある。

(ii) 国債等の発行条件が市場の需給実勢に応じ弾力的に決定されるべきことは当然であり、この点に関連し、先の2年もの及び3年もの固定利付国債の発行に際して公募入札方式が採用されたことは重要な意義をもつものである。

我が国の国債発行は、長きにわたり長期国債のいわゆるシンドリ方式によって行われてきたが、最近の公社債市場をめぐる諸情勢の変化に対応し、従来の方式を中核としながら徐々にその見直しが行われてきていると考えられる。上記の多様化の努力もそのひとつで

あり、また、公募入札方式の導入もその一環としてとらえることができよう。

公募入札方式については、市場の需給状況を最も直截に発行条件に反映させる方法であり、発行方式多様化の一方途としてその拡大を図ることが望ましいが、大量の国債発行が継続し、市場環境が必ずしも十分満足しうる状況にあるとはいえない現状の下で、その拡大を余り急速にすすめることとすれば、長期財源の調達不安定化を招くという問題もあり、この問題については、金融市場全体の變化を勘案しつつ漸進的かつ着実にその拡大を図っていくことが適当と考えられる。

(2) 国債等の個人消化拡大と銀行等のいわゆる窓口販売の問題

公社債市場の現状にかんがみ、当審議会は国債等の個人消化を拡大するため銀行等が新発国債等のいわゆる窓口販売を行うことについて審議を行った。

(イ) 銀行等がその店舗網を活用して新発国債の募集の取扱、売捌き等を行うことにより、個人消化が更に拡大し、また、個人への消化拡大は国債市場の安定化と個人金融資産の多様化に資するという面もあるが、この点に関しては、次のような問題がある。

① 国債の円滑な消化という問題への対応策として個人消化を促進することにも意義があるろうが、その効果に余り多くを期待することには無理があり、また個人保有の安定性についても疑問があるのではないか。なお、現段階では、預金受入機関である銀行等の円滑な消化をすすめることの方が、より効果的ではないか。

② 個人消化を促進する効果があるとしても、銀行等が受信業務と併行して価格変動商品を取扱うことが適当かどうか。

(ロ) また、銀行等が、単に募集の取扱、売捌き等を行うにとどまらず

国債等のアンダーライター業務の一環として募集の取扱を行うこと等については、先のバンク・ディーラー問題におけると同様の実体面、制度面からの問題がある。

- (v) なお、最近における公社債流通市場の動向に徴し、公共債の大量発行に伴う市場の負担を軽減しつつ個人消化を促進するという別の観点から、諸外国にもみられるような非市場性の個人向け国債を創設すること、更には、多様な窓口でこれを販売することも、方策のひとつとして考えられるであろう。

この点については、郵便貯金制度との関連をどう考えるか、財政資金調達手段としての安定性に欠けるのではないか、金利が硬直化し弾力化の方向に悪影響が生じないか等の問題があるが、流通市場の負担累増を回避することは今後ますます重要な課題となると考えられるので、これらの問題点を踏まえつつ、今後検討を続けることが必要である。

- (vi) 銀行等による国債等のいわゆる窓口販売の問題については、国債管理政策との関連、銀行等が国債等の募集の取扱、売捌き等を行った過去の事例をも総合勘案し、今後行政当局において、上記(i)及び(ii)の諸問題に留意しつつ、実体面、制度面から検討を行い、適切に取扱われることを希望する。

4. 短期証券市場の整備

(1) 短期資金市場の現状と短期証券市場整備の必要性

- (i) 我が国の公社債市場はこれまで中長期債市場として発展し、また短期資金市場はコール市場を中心として展開してきたが、40年代後半に至って、漸く手形市場及び現先市場の実質的發展がみられるようになった。しかし、短期資金市場の現状をみると、インター・バンク市場としてのコール・手形市場はその参加者が限定されており

また、現先市場には中長期債の条件付売買という形態に随伴する種々の制約があるほかいずれの市場についても、必ずしも自由な市場とはいえない要素が残されている。

- (ロ) 我が国の経済・金融環境の将来を展望しつつ短期資金市場の現状をかえりみると、内外を通ずる各経済主体の短期資金取引は今後ますます活発化し、また、金融政策手段としての公開市場操作は一層その重要性をまましていくものと考えられ、このような取引やオペレーションが円滑に行われるためには、自由で開かれた短期証券市場の整備が極めて重要な課題となる。

更に、短期的金融調整のためのオペレーションや流動性管理のための債券売買、特に為替レートとの裁定の下での資金取引等が、仮に中長期債市場を場として行われるとした場合、本来中長期資金の需給状況を反映すべき中長期債価格が短期資金需給の影響を受け、市場本来の機能を十全に発揮しえなくなるおそれもある。短期証券市場の整備は、そのような意味で、中長期債市場の将来の健全な発展のために欠くことのできない前提でもあると考える。

(2) 短期証券市場整備の方向

- (イ) 投資家の資金運用の側面から短期資金市場の現状をみる場合、現先市場と期近物市場が、ある程度まで短期証券市場を代替する機能を果たしていることは事実であるが、上記のような観点から、望ましい市場の在り方を想定するとすれば、短期証券を媒体として資金取引が行われる本来の意味での短期証券市場の整備が検討されなければならない。

その場合、諸外国では発行量、均質性、信用度等から優れた市場性債券としての性質を有する政府の短期証券がその中核的役割を担うことが通例であり、そのような観点から、我が国においても現在

の政府短期証券について発行条件の弾力化又は公募入札をすすめることによってその市場性を高めていくことが、その方策のひとつとして考えられる。

この点については、現在の政府短期証券はその性格上発行・償還の規模が著しく変動するため、市中公募のみによっては資金調達に安定性が確保されず、市場の側面からみても安定的資金市場として成立しがたいこと、短期資金市場整備についての将来展望が明確でないまま政府短期証券についてのみ公募入札をすすめることは適当でなく、特に現在の金利体系の下では財政負担の増大を招く可能性があること等の問題もある。

しかし、短期証券市場の整備は、経済・金融環境の変化に対応する新しい金融制度、金融秩序及び金融政策の在り方にも関連する重要な課題でもあるので、今後行政当局において関係者間の意見を十分調整しつつ検討が続けられるよう希望したい。

- (ロ) なお、上記のような環境変化とそれに伴う公社債市場としての諸問題は、既に今日我が国が直面しつつある問題であり、短期証券市場整備のための努力と併行する当面の方策として、例えば現在の短期資金市場に係る諸制約を可能な限り緩和し自由な市場を形成していくよう努めることが必要である。