

資金調達の社債シフトは本物か — 発行企業の経営努力と投資家の視点 —

金融研究部 研究員 広瀬 毅彦、鈴木 輝好、新美 隆宏

《要 旨》

1. わが国の国内公募普通社債（Straight Bond：以下SB）の発行は、89年度までは低調で「国内社債発行市場の空洞化」が懸念される程であったが、90年度以降急増を見せ、92年度には3兆8,200億円と過去3年間で約5倍の規模になった。中でも、一般事業会社による起債の急増が顕著である。上場企業が証券市場から調達する資金量のうちSBが占めるシェアも、80年代後半では国内外合わせてせいぜい1割程度でしかなかったが、92年度には8割近くにまで達しており、その重要性が増している。
2. ここ数年、国内SBの発行が急拡大した背景には以下の要因が考えられる。第1に、過去に大量に発行した転換社債、ワラント債といったエクイティ債の償還のための借り換え需要が強いこと。第2に、株価の低迷や、BIS規制および大量の不良債権の影響で銀行が安易な貸出手控えていることによって、エクイティ債や借入などによる資金調達が難しくなっていること。第3に、金利の低下によって発行コスト面で社債の魅力が高まっていること。第4に、発行手数料の軽減や適債基準の緩和、償還年限の多様化によって、企業が国内SBを発行しやすい環境が整備されてきたことなどである。これらの要因のうち、前の2つは資金需要が相対的に社債に移ってきたことを意味している。また後の2つは社債発行に関する制度面の整備などによって社債の魅力が高まってきたことを意味している。なお、商法をはじめとする社債関連法が改正されたことも、今後の社債発行を促す要因である。
3. 社債発行に関する制度面の整備は、発行企業に資金調達手段の自由度を増加させる。一方で、投資家には従来存在しなかったリスクを負わせることになる。そうすると投資家は自己責任原則に基づいて、より合理的に企業を評価し、より厳しく企業を選別せざるをえなくなる。他方わが国でも、徐々にではあるが、格付が発行コストに合理的に反映されるようになってきており、今後は一段と明確になるものと予想される。そうなれば、優良な企業にとっては国内SBによる資金調達が相対的に低コストになり、資金調達手段を国内SBにシフトしやすくなる。しかし、近年ようやく発行が可能になったような格付の低い企業にとっては、高い発行コストを強いられることになる。すなわち、国内SBに関する規制および慣行の緩和・撤廃が急ピッチで進んでいる中では、常に経営努力を怠らない企業だ

けが、投資家の認知を得てSB発行のメリットを享受できるのである。これはまた、株主資本利益率（ROE）の高い企業だけが株式市場で評価され、エクイティ・ファイナンスを行えるのと同様である。なお、格付の高い企業のROEが高く、また持ち合い比率も高いという相関があるため、優良企業ほど資金調達の実選択肢が広いのが現状である。

4. わが国のSB市場の整備は発行市場を中心に進められてきた。しかしながら、もう一方の軸である流通市場にはいまだに問題点が多い。国内SBを発行企業にとっても投資家にとっても魅力あるものとするには、流通市場の整備が必要不可欠である。さもないと、流動性リスクの存在が投資上の障害となり、発行コストを高めてしまうからである。具体的には以下のことが望まれる。第1に、リスクヘッジ手段などの基礎的インフラの整備。第2に、格付の定着と安定した基準金利の存在による市場価格形成メカニズムの確立。第3に、投資家による合理的な債券運用である。発行市場の整備が完了しつつある今こそ、その受け皿としての流通市場の整備が急務であろう。

1. はじめに

90年初めのいわゆるバブル崩壊以降、資本市場からの企業の資金調達に大きな変化が起こっている。すなわち、エクイティ・ファイナンス⁽¹⁾からデット・ファイナンス⁽²⁾へのシフトである。実際、上場企業の資金調達に占める国内公募普通社債⁽³⁾のシェアや発行額は急速に高まっており、資金調達手段としてだけでなく、投資対象としてもSBの重要性が増大している。今年度に入ってから、松下電器産業が2,000億円、東京電力が1,500億円の大型起債を実行するなど、国内SBの発行意欲は衰えを見せていない。このような発行額の急増を受けて、国内SB関連の記事が新聞紙上を賑わすことも多くなった。93年度には「国内普通社債5兆円時代」が到来すると謳った記事もまだ記憶に新しい。

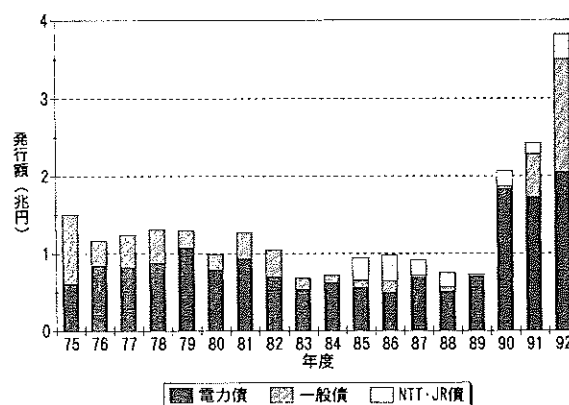
本稿ではまず、国内SB発行市場の現状を把握し、いくつかの角度から国内SBの重要性が著増してきた背景を整理する。次に、社債の格付と関連づけた分析を通して、発行企業側の国内SB発行における自由度の増加に伴って、投資家が自己責任原則に基づいて企業選別を強める段階にさしかかってきたことと、それに対応するために発行企業が一層の経営努力をする必要があることについて論じる。さらに、国内SB市場全体の健全な発展を促進させるために、国内SB流通市場にどのような問題点があるのかを指摘し、その解決の方向を示唆したい。

2. 最近の国内SBの発行状況

92年度の国内SB発行額（私募債は含まない）は3兆8,200億円、前年度比57%増と、90年度以来の急増傾向が続いており、年度間の発行額としては最高記録を更新している（図-1）。

発行の内訳を見ると、電力債は2兆円を超え、国内SB全発行額の5割近くを占めている。またNTT・JR債も少額ではあるが前年度比倍増しており、民営化以来最高であった86年度の水準に迫っている。

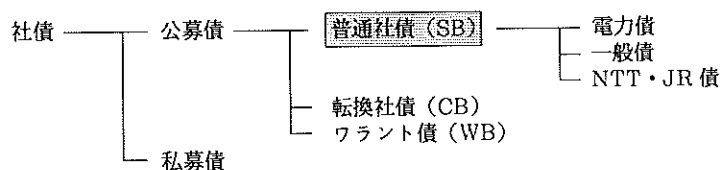
図-1 国内SBの発行額の推移



出所：公社債月報

とは言え、ここで最も注目すべきなのは一般債の発行額である。89、90年度は一般事業会社（日本放送協会、帝都高速度交通営団を除く）による発行はゼロで、いわゆる社債発行市場の空洞化現象が起こっていたが、最近の状況を見ると91年度は15銘柄で5,147億円、92年度には57銘柄で1兆4,390億円が発行されており、一般事業会社による起債意欲が急速に高まってきている。

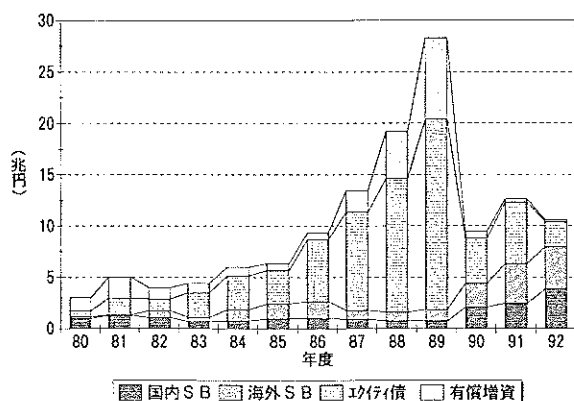
- (1) 株式の発行、転換社債・ワラント債など新株の発行を前提とした資金調達である。
 (2) 銀行借入、SB発行等による資本調達である。
 (3) 本論におけるSBとは以下のものを指し、私募形式のものを含まないとする。



日本放送協会債と帝都高速度交通営団債も含めると、92年度は1兆4,550億円の国内SBが発行され、これは前年度比160%増と際立って増加しており、国内SB全体の約3割を占めるに至っている。

企業の資金調達の観点から見ると、国内SB発行額の増加につれて、その重要性も急激に増している（図-2）。80年代後半は、株価の上昇を背景に転換社債やワラント債といったエクイティ債による調達が盛んで全体の6割以上を占めていたが、一方国内外合わせたSBによる調達はせいぜい1割程度にとどまっていた。ところが、株式市場の低迷を受けて90年度以降はエクイティ債は急激に減少、代って国内外のSBによる調達が増加し、92年度には全体の8割近くを占めるようになった。

図-2 資本市場からの企業の資金調達状況

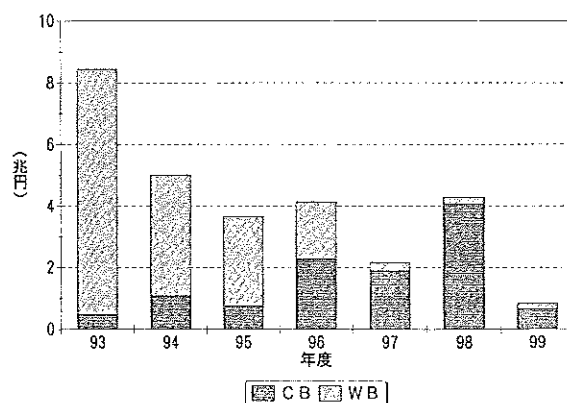


- 注：1. 発行額は払込日ベース。ただし、海外発行の邦貨換算は払込日の実勢レートにより算出。
2. 金融債（銀行普通社債）は含まない。銀行以外の全額出資の海外現地法人を通じて発行したものを含む（ただし、親会社もしくは本邦銀行本体の保証を有するもの）。
3. 海外には私募債を含み、国内には含まない。
出所：公社債月報

こうした企業のSB発行意欲の増大の背景としては以下のことが考えられる。まず第1に、過去に大量に発行したエクイティ債の償還が今93年度にピークを迎え、そのための資金調達ニーズが根強いこと（図-3）。第2に、こうした企業の資金調達ニーズが高いにもかかわらず、株価低迷が続いていることや、BIS規制および大量の不

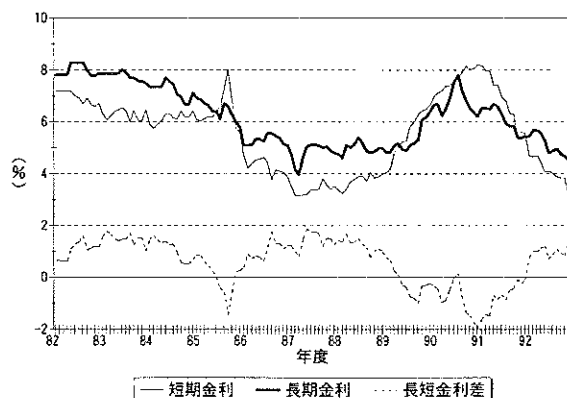
良債権問題で銀行が貸出に慎重な姿勢で臨んでいることを反映して、エクイティ債や借入など他の手段による資金調達が困難であること。第3に、90年秋からの金利低下傾向が引き続く中で、発行コスト面で社債の魅力が高まってきたことなどである（図-4）。

図-3 エクイティ債の償還予定額



- 注：1. 東洋経済新報社の全国上場会社ベースのデータを用いて、ニッセイ基礎研究所が作成した。
2. 93年3月10日現在の株価、為替データを使用。
3. 93年3月10日現在で、株価>行使価格となっている銘柄は、償還予定額には入れない。
4. 償還予定日と行使期限日は同じとしている。

図-4 長短金利動向



- 注：1. 短期金利には、コール無条件物の月中平均値を、長期金利には、利付国債10年物の応募者利回りを採用した。

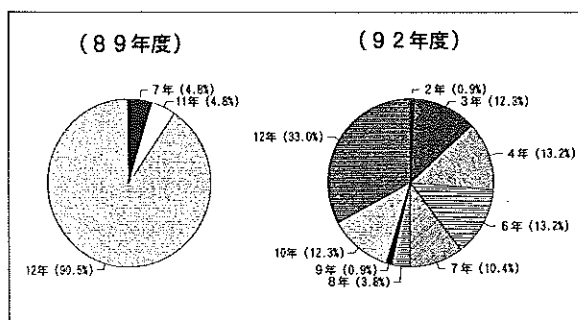
さらに、このような発行企業のニーズに呼応して、国内SB市場の枠組みにも重要な変革が生じている。一つは、今まで社債発行市場の空洞化の要因とされてきた制度面での規制や慣行の見直しである。具体的には、受託手数料や引受手数料の引き下げによる発行コストの軽減、適債基準^①の

緩和、発行登録制度^⑩の導入をはじめとするディスクロージャーの改善・普及および社債関連法の改正などであるが、これらによって、一般事業会社が国内SBを利用し易い環境が整備されつつある。さらに、今まで原則として発行が認められていなかったいわゆるジャンク債^⑨や変動利付債^⑪なども、今後認められていくのではないかという観測もなされている。これらの制度面での整備については次章で詳しく説明する。

もう一つは、償還年限の多様化である(図-5)。89年度には、国内SBは12年物を中心に7、11年の3種類の年限しか発行されなかったが、92年度には9種類にまで広がっており、年限の多様化が進んだ。92年1月の四国電力4年債や93年2月のオンワード樫山2年債は、わが国初の年限のSBであり、また92年3月の東京電力3年債は実に37年ぶりに発行された年限のSBであった。こうした多様化の動きの背景としては、発行企業にとっては、92年1月以来の約2年半ぶりの金利の順イールド化^⑧を利用して(前掲図-4)、中短期債を低コストで発行できたというメリットが挙げられる。一方投資家にとっては、年限の短い債券ほど金利変動リスクが小さいということと、年限の分散という意味で債券ポートフォリオ管理上好都合であるというメリットがあった。このような発行企業側と投資家側双方のメリットの存在も大きな要因となって、これまで銀行の定期預金などと競合するという理由で発行が認められてい

なかった中短期のSBの発行が認められるようになったものと理解できよう。今後は利付金融債と完全に競合する5年物SBが発行されるのかについて注目する必要がある。

図-5 償還年限別発行銘柄数の割合

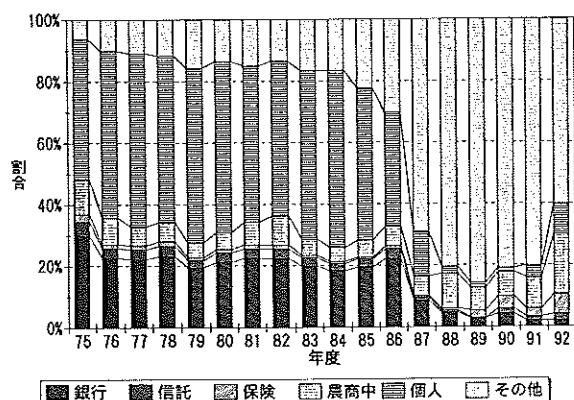


注：公社債月報より作成

図-6は国内SBの消化状況である。87年のプロポーザル方式^⑨導入以降、主幹事獲得競争の激化に伴って証券会社の引受が急増し、これが「その他」に計上されているため、全体の8割以上を占めたこともあった。しかし、市場の健全性を重視して91年末に均一価格販売方式^⑩が導入されてからは証券会社間の競争も弱まり、92年度には6割にまで減少したものの、その占率は依然として高い。また、80年代中ごろまで全体の5割以上を占めていた「個人」が、87年以降急速にそのシェアを落としてきた。しかし月ベースで見ると、92年3月は25.4%、同年4月では38.6%を「個人」が占めるなど、最近ではその占率が上昇してきている。

- (4) 債券を発行する際に、満たすべき条件。このうち、入口基準とは、有担保、無担保等の債券種別にかかわらず債券を発行するために最低限満たすべき基準。無担保基準とは、国内無担保普通社債を発行する場合、入口基準に追加して、満たす必要のある基準。適債基準とは、この様な各種の基準の総称を言う。
- (5) 将来、有価証券の発行を予定している企業が、一定期間内の発行予定額、有価証券の種類等の一定事項を記載した発行登録書を事前に提出しておくことにより、実際に有価証券を発行する場合に、発行条件等の証券情報のみを記載した発行登録追補書類を提出するだけで機動的に有価証券の発行を行える制度。この制度の利用には、一定の要件を満たしている必要がある。
- (6) 格付がBB格以下の債券。新会社等で長期の企業実績が伴わない場合や、信用性、元金返済能力にやや問題がある会社が発行している。ジャンク(junk)は、くず・がらくたの意味。
- (7) 一定期間毎にクーポンが市場金利実勢に応じて変動する債券。
- (8) 短期金利が長期金利より低い状態で、これが通常。反対に短期金利が長期金利より高い状態を「逆イールド」と呼ぶ。
- (9) この方式によれば、企業が社債を発行する場合、各証券会社が発行条件等を示し、発行企業は、その他の条件(販売力、相場判断力等)を考慮に入れ、主幹事証券会社を決定する。その後、発行会社と主幹事証券会社との間で、具体的な発行条件や、幹事、引受シンジケート団等を決定し、販売する方式。
- (10) この方式によれば、発行会社は、事前に主幹事証券会社を決めておく。この主幹事会社は、市場環境から適正と思われる発行条件を模索し、この発行条件を幹事証券会社に提示し、投資家の需要をヒアリング(プライス・トーク)する。主幹事証券会社は、このプライス・トークの結果をもとに、発行会社との間で最終的な発行条件の決定を行う。募集期間中は、発行価格での販売が義務付けられている。

図-6 国内SBの消化状況



注：1. 「銀行」には都銀、長信銀、地銀、第二地銀協加盟行を含む。
 2. 「農商中」には、農中、農協組、商中、信金等を含む。
 3. 金融機関の募集取扱額は報告ベースによる。
 出所：公社債月報

このように、個人の占率が再び高まっている背景として第1に、国内SB発行の急増を受けて、投資家層の拡大を迫られた証券会社が個人向け販売に力を入れていること。第2に、発行企業が広く安定的な資金供給パイプを確保するために、個人の潜在的ニーズが比較的高く、またリスクが小さい中短期のSB発行に踏み切るなど、個人投資家に狙いを絞った発行をするようになってきていること。第3に、均一価格販売方式の導入によっていわゆるレス販売（引受手数料を吐き出した価格で販売すること）が認められなくなり、国内SBの値崩れ防止効果が出てきたためプライシングの信頼性が増したことが考えられる。

以上まとめると、発行企業の社債による資金調達ニーズが潜在的に高まっていた状況に加え、金融環境の変化により国内SBの発行が相対的にアドバンテージを持つようになってきた。また、それに呼応して制度面の整備も急ピッチで進んできたため、企業の資金調達が国内SBにシフトするようになり、その発行市場が急成長したと言える。次章では、この制度面の整備について詳しく

見ていくことにする。

3. 社債発行制度の整備

国内SB発行市場の整備は、証券取引審議会の報告に応える形で進展してきた。具体的には、86年の証取審報告「社債発行市場の在り方について」では、今後、整備すべき制度・慣習についての提言を幅広く行っており、引き続いて公表された90年の「国際的な資本市場の構築をめざして」および、91年の「証券取引に係る基本的制度の在り方について」の2つの報告書では、先の報告書で提言された内容についてより具体的な方策を示している。以下ではこれらの報告書に従って、国内SB発行市場における制度・慣習の整備が行われてきた経緯について簡単に整理しておく（表-1参照）。

国内SB発行市場の整備の過程に触れる前に、86年以前の国内SB発行制度の状況につき少し整理しておきたい。まず適債基準に関しては、有担保原則に加え主として純資産額により社債を発行できる企業を限定することにより、結果としてデフォルト・リスク⁽¹⁾を僅少に保ってきた。起債の方法は、起債会により起債時期や発行条件をコントロールする起債会方式⁽²⁾がとられていた。国内SBの発行条件は、個別銘柄の特性をあまり反映せず、利付金融債や国債の発行条件などを勘案して画一的に決定されていた。また、発行手数料も画一的に決まっていた。その他、社債発行限度枠は、「国内無担保SBおよびワラント債は、資本と法定準備金の合計額または最終の貸借対照表上の純資産額のいずれか少ない額を超えて発行することはできない。ただし、担保付社債、転換社債および外国において募集する社債に限り、その

(1) 社債発行会社の資金難・業績不振等により、発行した社債の利払いや償還が、遅延したり、不可能となること。

(2) 受託銀行と引受証券会社で構成される起債会に、毎月の起債銘柄、起債額が持ち寄られ、発行条件を調整し、月末に一括起債する方法。86年当時は、主に起債会により発行条件が画一的に決定され、月末に一括起債されていた。

制限額の2倍まで発行することができる。」と定められていた。また、発行される国内SBの年限は7年と12年がほとんどで、償還年限の多様化は行われておらず、さらに発行を行う際には、その度に煩雑なディスクローズなどの手続きを行う必要があり、機動的な起債にはほど遠かった。

以上のように、わが国ではSB発行に対して法律や慣行が極めて制約的であり、この結果、わが国のSB発行市場が低迷、空洞化しているとの認識が高まってきていたのである。

(1) 発行市場の整備への着手

このような状況を受けて、86年12月に証券取引審議会より「社債発行市場の在り方について」が報告され、これが近年の国内SB発行市場に対する整備の出発点となった。この報告書の内容は、①有担保原則の見直し、②起債の仕組みの改善、③受託制度のあり方、④引受業務の在り方、⑤社債の多様化の推進、⑥社債発行限度枠の見直し、⑦発行市場の裾野の拡大など多岐にわたっていた。当報告書に従って、90年頃までに適債基準の緩和、起債方法の見直し、発行手数料の引き下げ、発行登録制度の導入といった、わが国SB発行市場の整備が順次開始されたのである。

まず適債基準について最も注目すべきことは、87年6月に無担保基準に格付が導入されたことである。ここでの格付基準は、国内無担保SBを発行する企業はA格かつ純資産額550億円以上でなければならないとされた(88年11月に、当基準はA格かつ純資産額330億円以上に緩和された)。それまではもっぱら、純資産額をベースとした数値基準によって入口基準や無担保基準が決定されていたため、大企業の方が中堅企業よりも有利な条件で国内SBを発行できていた。これに対し、格付が導入されることによって、元利金支払いの安全性がより重視されるようになり、企業規模の大小ではなく企業内容に応じた資金調達

が可能となり、中堅優良企業の資金調達手段が拡大されることになった。なおこの改正は、将来的に適債基準を格付基準に一本化するための第一段階として位置づけられるが、この段階ではまだ従来からの数値基準と格付基準との併用であった。また、格付基準の導入に伴って、格付の定着および格付機関の整備をどのように進めるかが次の課題となり、これに応じて89年1月に「格付けについての懇談会」が発足した。その後、この懇談会は格付制度の発展・定着状況を年に2回のペースで報告している。

次に起債方法について、従来は起債会が毎月の起債時期や発行条件などの調整を行い、起債条件を画一的に決めていたが、起債のタイミングの弾力化と起債条件の市場実勢化を図るためにプロポーザル方式が導入され、87年5月にNTT債に初めて適用された。その後、この方式による発行が定着し、88年4月からはすべての国内SBの発行に適用されるようになった。

社債発行手数料は、従来は発行額に関係なく一律に定められていたが、発行企業の引き下げ要請もあり、また有効かつ公正な競争を促すために決定方法の改正が行われた。すなわち、引受証券会社の引受手数料は発行額に応じて決定する方式に、また受託銀行の受託手数料は格付および発行額に応じて決定する方式(マトリックス方式)に改められた。

もう一つは発行登録制度の導入である。これは、米国の一括登録制度(Shelf Registration)をもとに、証券取引法を改正して88年10月に導入された。この結果、「発行者が投資家に対して企業内容を十分にディスクローズするのは当然だが、発行する度にディスクローズする必要はない」というようになり、発行企業側のディスクローズの負担が軽減され、金融市場の状況や発行企業の資金需要に応じた機動的な調達が可能になることから、起債意欲の増大と市場の活性化につながるものと期待された。しかし導入当初、実際に発行登

録を行った企業は NTT と電力 9 社に過ぎず、一般事業会社の利用は全くなかった。

以上のように、86 年 12 月の証取審の報告以降ここまでは、国内 SB 発行市場の改革を進めるための準備段階として位置づけることができよう。

(2) 発行市場の整備の進展

このような中、90 年 6 月に「国際的な資本市場の構築をめざして」が証券取引審議会より公表された。この報告書では、社債市場の国際比較という観点から、①諸規制・諸慣行の見直し・撤廃、②商品の多様化、③仲介コスト（発行手数料）、④発行条件の決定などについての提言が行われた。この報告書に従ってそれまでの改革を一層促進する方向で、翌年に向け、適債基準の緩和、受託手数料の引き下げ、社債発行限度枠の拡大、商品の多様化など活発かつ幅広い動きが見られた。

まず、適債基準については、90 年 11 月に国内 SB 市場での入口基準および無担保基準ともに数値基準が廃止されて、格付基準に一本化された。これにより、A 格以上であれば純資産額に関係なく無担保 SB が発行できるようになった。しかし、91 年 4 月に AA 格の近畿日本鉄道債が発行されるまでは、AAA 格の NTT 債および電力債しか発行されなかったのが実状であった。そして、A 格の国内 SB が発行されるのは 91 年 8 月の名古屋鉄道債まで待たねばならず、発行企業側の適債基準緩和に対する反応はそれほど敏感なものではなかったようである。

また、91 年 4 月には、社債発行限度に関する法律（商法と社債発行限度暫定措置法）が改正され、社債発行限度枠が緩和され、国内無担保 SB の場合は純資産額まで、担保付社債、転換社債、ワラント債および外国で発行される社債は純資産額の 2 倍まで発行できるようになった。社債発行限度枠については、国際的に見ても他国に例を見ない規制であることや、借入金に対してこのよう

な限度枠が全くないことなどの問題点が以前より指摘されていた。このように当規制が国際的な整合性を欠いていたことや発行企業からの強い要望により、規制が緩和されるに至ったのである。

さらに、発行企業の資金需要形態や市場実勢に応じた資金調達ニーズの高まりから、商品の多様化も大きく進展し、様々な年限の国内 SB が発行されるようになった。具体的には、91 年 2 月に中部電力が電力債初の 9 年債を発行したことを皮切りに、11 年債、8 年債と次々に多様な年限の SB が発行された。しかし、この時期はまだ貸付などと競合する中短期債の発行は認められていなかった。また特例ではあるが、91 年 6 月に米州開発銀行が国内市場初の変動利付債を発行したことも特筆される。

なお、発行登録制度に関しては、先に述べたように制度導入当初、登録企業は 10 社のみであったが、91 年 4 月に近畿日本鉄道が一般企業として初めて発行登録を行った。これは一般企業がようやく国内 SB に関心を示すようになってきた一例と言えよう。

以上、この段階になると発行市場は本格的改革の実施段階に入り、また発行実績から見て、その成果を挙げ始めたと言えよう。

(3) 発行市場の整備の仕上げ

91 年 6 月、「証券取引に係る基本的制度の在り方について」が証券取引審議会から報告された。この報告書は、①発行限度枠の撤廃と受託会社の権限の明確化、②適債基準の早期撤廃と財務制限条項の弾力化、③発行諸手数料の自由化・弾力化による引き下げ、④商品の多様化の促進などが主な内容となっている。この報告書を受けて、適債基準の緩和、起債方法の見直し、発行手数料の引き下げ、発行登録制度の利用適格基準の緩和、商品の多様化などが行われ、発行限度枠の撤廃も決った。また、この時期には金融制度調査会より金融

制度改革の最終答申として「新しい金融制度について」が公表され、国内SBの多様化（償還年限の多様化、変動利付債の導入など）の提言もなされた。

まず、適債基準については、93年3月に無担保基準がA格からBBB格（ただし、BBB格の場合は財務制限条項¹³として純資産額200億円以上）にまで緩和された。この緩和により、国内SB発行可能企業の裾野の拡大はほぼ完了したと思われる。今後は、適債基準の撤廃によるBB格以下のジャンク債の発行解禁時期に注視する必要がある。同時に、親会社保証付SBの発行も認められ、A格以上で、かつ親会社の保証が得られる企業であれば、単独でSBを発行する場合よりも有利な条件で発行できるようになった。

発行手数料については、証券取引審議会等の報告で提言されている方向に沿って、91年11月に各受託銀行が受託関係手数料の算定方式を従来のマトリックス方式から、契約当事者間で自由に決定できる個別交渉決定方式に変更され、これにより一部で手数料の引き下げが行われた。

起債方式の見直しも行われ、均一価格販売方式が導入されることになり、91年12月にNTT債に対して初めて適用された。この販売方式の導入は、適切な発行条件の設定と発行手数料の引き下げに対して非常に効果的であった。従来のプロポーザル方式は、市場の実勢に応じて発行条件が設定されるものと期待されて導入されたのであったが、導入後は、証券会社による主幹事獲得競争の激化に伴い、発行会社により有利な方向で市場実勢からかけ離れた発行条件が設定されるようになっていた。

投資家がこのような発行会社により有利な（つまり、投資家に不利な）条件で国内SBを購入することは考えられないので、証券会社は割引販売を行うようになり、販売価格は不透明なものになっていった。このように弊害が目立つようになったプロポーザル方式に代って導入されたのが均一価格販売方

式である。この方式の導入により、市場実勢を反映した発行条件を設定し、値崩れを防ぐことが可能になるとともに、価格の不透明感が払拭された。さらに、この方式の導入に伴って、引受手数料が結果的に引き下げられたことにより、トータルの発行コストがユーロ市場と比較しても十分に対抗できる程度になり、以前から指摘されていた国内のSB発行市場の空洞化現象に歯止めをかけるものと期待されたのである。

次に、従来の発行登録制度では、その利用適格要件のうち、株式時価総額の項目を満たす企業数が短期的な株価の上下によって大きく変動したため、制度を安定的に利用することが難しかった。そこで92年7月に、過去3年の株価の平均値を利用適格要件に用いることを決め、これによって株価の短期的な変動の影響を受けにくくして、安定した制度運営が可能になった。なお、92年度末で発行登録企業数は77社と増加傾向にあるが、国内SBを発行する企業のほとんどがこの制度を利用しており、今後一層の定着が期待される。

さらに、社債発行限度枠は商法の改正（93年6月成立）によりこの10月に撤廃される。これによって企業の資金調達自由度は高まるが、同時に、当規制と適債基準が今まで果たしてきた社債権者保護の役割を受託会社が担うべく、受託会社の権限の明確化と義務の強化およびその設置が義務づけられるようになったことにも注意を払う必要がある。

国内SBの多様化は、92年1月に発行された四国電力4年債を契機に、3年債、2年債というように、従来国内市場で認められていなかった中短期債も相次いで発行された。従って、現在発行されていないものは、税法上発行が難しいゼロクーポンSB（割引社債）と、利付金融債と競合する5年債および銀行貸付と競合する変動利付債ぐらいになっている。

¹³ 発行会社が無担保で債券を発行する場合に、社債権者の保護を目的として、受託会社と取り決める財務上の制約。

表－１ 社債発行市場の整備の推移

日付	証券取引審議会報告等	適債基準・発行限度枠 ⁽¹⁾		起債方式	発行登録制度 ⁽²⁾	商品の多様化
1986年 当時		適債基準	入口基準 数値基準 純資産額等により規定 (60億円以上) 無担保基準 数値基準 純資産額等により規定 (1,100億円以上)	起債会方式 幹事持ち回り 月末一括起債		7年債、12年債がほとんど
1986.12 1987. 2 1987. 5 1987. 6 1988. 4 1988.10 1988.11 1989. 1 1990. 2	「社債発行市場の 在り方について」 (証券取引審議会)	無担保基準 数値基準を緩和 純資産額を 1,100億円から 550億円に 引き下げ 無担保基準に格付を 導入 適債基準に格付を導入 無担保基準 格付基準を緩和	入口基準 数値基準 純資産額等により規定 (60億円以上) 無担保基準 数値基準 純資産額等により規定 (550億円以上) 入口基準 数値基準 純資産額等により規定 (60億円以上) 無担保基準 格付基準 A格相当以上 かつ純資産額 550億円以上 数値基準 純資産額等により規定 (550億円以上) 入口基準 格付基準 BBB格相当以上 数値基準 純資産額等により規定 (60億円以上) 無担保基準 格付基準 A格相当以上 かつ純資産額 330億円以上 数値基準 純資産額等により規定 (550億円以上)	NTT債、プロポー ザル方式で発行 事業債全銘柄へプロ ポーザル方式を適用 決定	社債の発行登録制度 を施行 利用適格要件 1. 3年以上有価証 券報告書開示 2. 取引所に上場、 以下のいずれか を満たす ①株式の売買代金 1,000億円以上 かつ時価総額 1,000億円以上 (最近1年間) ②時価総額5,000 億円以上 ③一般担保銘柄	
	「格付についての懇談会」設置 「商法の一部を改正する 法律案要綱案」 (法制審議会)					

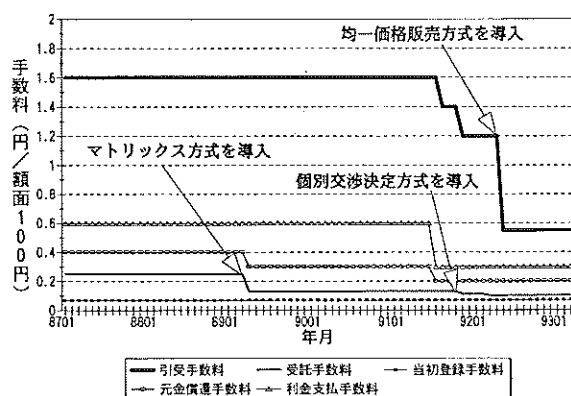
日付	証券取引審議会報告等	適債基準・発行限度枠 ⁽¹⁾		起債方式	発行登録制度 ⁽²⁾	商品の多様化	
1990. 6	「国際的な資本市場の 構築をめざして」 (証券取引審議会) 「新しい金融制度について」 (第二次中間報告) (金融制度調査会)	適債基準 数値基準の廃止 無担保基準 数値基準の廃止 格付基準の緩和	入口基準 BBB格相当以上 無担保基準 A格相当以上	NTT、国内SBを 均一価格販売方式を 用いて発行	近畿日本鉄道、国内 公募普通社債の発行 登録申請	中部電力、国内普通 社債 9年債を発行 中部電力、国内普通 社債11年債を発行	
1990. 7							
1990.11							
1991. 2	「商法等の一部を 改正する法律」等施行	発行限度枠の拡大	無担保SB 純資産額まで 無担保SB以外 純資産額の2倍まで				北陸電力、国内普通 社債 8年債を発行
1991. 3							
1991. 4							
1991. 5	「証券取引に係る基本的 制度の在り方について」 (証券取引審議会) 「新しい金融制度について」 (答申) (金融制度調査会)				発行登録制度の登録 基準を緩和	米州開発銀行、公募 変動利付債を発行	
1991. 6							
1991.12							
1992. 1	「公社債市場の一層の 整備・改善に向けて」 (公社債引受協会)				アジア開発銀行、20 年債の発行を決定 オンワード樫山、国 内普通社債 2年債を 発行	四国電力、国内普通 社債 4年債を発行 東京電力、国内普通 社債 3年債を発行	
1992. 3							
1992. 5							
1992. 7	「商法等の一部を改正する 法律案要綱案」 (法制審議会)	無担保基準を緩和 親会社保証付社債の 導入	入口基準 BBB格相当以上 無担保基準 BBB格相当以上 (財務制限条項に より BBB格の場合 は純資産額が 200 億円以上必要)				
1993. 2							
1993. 3							
1993. 6		社債発行限度枠の廃 止 (10月施行予定)					

注：1. 右欄には適債基準等（特に入口基準、無担保基準）の改正後のポイントだけを示した。
2. 発行登録制度は、利用適格要件の概要を示した。

以上のような、諸制度・諸慣習の整備の結果、現在の国内SB発行市場がどのような状況にあるかを整理しておく。

①適債基準については、入口基準・無担保基準ともにBBB格（ただし、BBB格の場合、財務制限条項として純資産額200億円以上）と定められ、BB格以下のジャンク債だけが発行を認められていない。②起債方式は、均一価格販売方式が導入され、市場実勢に応じた発行条件設定が行われるようになり、また発行手数料の自由化と引き下げも浸透してきた（図-7）。しかし、銀行の証券子会社の市場参入を控え、主幹事獲得競争の激化により、発行企業寄りの発行条件が設定され、均一価格販売方式の維持を危ぶむ声も一部では聞かれる。③社債発行限度枠は、93年10月に撤廃されることになっており、発行企業の判断で自由に発行することが可能になろうとしている。④商品の多様化も進み、主なところでは割引社債、5年債および変動利付債のみが発行されていない。⑤発行登録制度は、その利用企業数も増加傾向にあり、一般事業会社にもその利用が定着してきている。

図-7 各種手数料の推移



注：引受手数料は無担保12年債の手数料を示している。また、格付・発行額等により手数料に差がある場合は、最も低い手数料を示した。

出所：公社債年鑑（平成4年版）

86年に公表された証取審報告を契機として行われてきた諸規制・諸慣行の緩和・撤廃の経緯を見てくると、現在の状況が全く規制のない自由な市場になったとは言えないものの、発行市場に関

してはほぼ整備が完了したと思われる。発行企業としては、各々の判断に従って自由に国内SBを発行し、資金を調達することが可能となってきた。しかし、発行規制の緩和・撤廃をこのようなプラス面だけで評価するのは一面的である。例えば、社債権者たる投資家の立場から見ると、このような緩和・撤廃に伴い、自己責任原則に基づいた投資を行う必要があり、またその結果として投資銘柄の選別は当然であるので、安いコストで資金調達できない企業も出てこよう。また、そのように適確な銘柄選別を行うには、それを可能とする価格などの情報の正確性・公正性が市場に求められるようになる。今後、これらの問題を解決するためにも流通市場の整備が急がれよう。このような規制緩和の効果や流通市場の問題に関しては、次章以降で詳しく見ていくことにするが、以上のような発行・流通市場の整備が完了してはじめて、SB市場はその厚みを増し、投資家からみて魅力ある市場となるであろう。

4. 規制緩和に伴う投資家と発行企業の対応

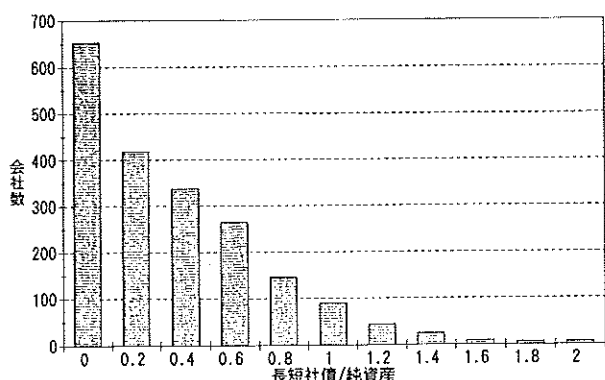
(1) 発行限度枠撤廃の効果（資金調達手段の多様化と投資家のSB評価）

前章でも述べたように、従来、社債の発行限度枠は商法および社債発行限度暫定措置法により定められていた。それによると、国内で発行する無担保SBは純資産額を超えてはならず、担保付社債、転換社債、ワラント債および外国で発行される社債に限り、国内無担保SBと合わせて純資産額の2倍まで発行できるとされていた。

このような規制は社債発行に対してある程度の障壁となっていた。上場企業約2000社の発行限度枠利用状況を示しておく（図-8）。電力会社を除くと、91年度末の決算で、純資産額の1.5倍以上に社債（転換社債、ワラント債を含む）を発行している企業は8社で、倍率の高い方から順

に住友軽金属工業、東邦亜鉛、東亜建設工業、神鋼商事、住友化学工業、三井東圧化学、インテック、住友石炭工業となっている。これらの企業にとっては、先の社債発行限度枠撤廃は大きな意味を持つであろう。

図-8 社債発行限度枠の利用状況



注：上場している一般事業会社（約2000社）の決算データ（主に92年3月末）より作成

ところで、企業が借入金を増やし、事業を拡大する際には当然リスクが伴うはずである。貸し手が金融機関である場合には、そういった事業の拡大に伴うリスクを評価し、その対価を貸出金利に上乗せすることができる。また、借入金を増やした場合の企業の財務内容悪化に伴うリスクは、既存の借入金を含めてすべての借入金に等しくかかるものである。日本のようなメインバンク方式では、新規借入金に対するリスクと既存の借入金に追加的にかかるリスクはメインバンクが中心になって引き受け負担することになる。従って、このようなシステムではメインバンクが企業の行動をモニターすることによって、企業は無制限に借入を増やすことができない構造になっている。

一方、社債に関しても、企業が新規に社債を発行する場合、それは既存の社債権者にとって好ましいものではない。目下のところ、財務制限条項で厳しく企業の財務内容を監視しているとはいえ、新たに大量の社債が発行されるとその企業の財務内容が悪化し、既発債の格付の低下や債券価格の下落が起こる可能性がある。投資家の理解を得られる範囲内の資金調達で、しかも格付の高い企業

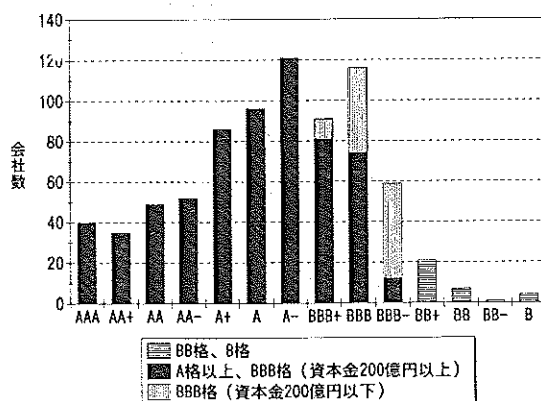
であればこのようなことはあまり起きないが、一般論として既発債の投資家にも社債の新規発行の影響があるものと考えてよいだろう。しかも、現状では社債の流動性がかなり低いので、このような新規社債発行に伴って保有債券のリスクが変化したとしても、機動的な売買は困難である。また仮に、社債流通市場が十分に効率的であっても、既発債の価格下落には対応しきれない部分が残るだろう。従って、社債投資家は予めそのようなリスクも加味して社債に投資をする必要が出てこよう。

以上まとめると、社債発行限度枠の撤廃は企業に資金調達手段の自由度を増加させるが、一方、既に社債投資を行っている投資家にとっては、新たに「新規社債発行に伴う財務内容の悪化のリスク」が追加されたことになる。すなわち、社債発行限度枠の撤廃は社債投資家により慎重な社債評価を要求することになる。

(2) 格付による企業選別

無担保SBだけでなく社債の適債基準は格付に一本化されつつある。93年3月には国内無担保SBの適債基準がBBB格以上（ただし、BBB格の場合、財務制限条項として純資産額200億円以

図-9 格付の分布



注：日本格付研究所、日本公社債研究所、日本インベスチングサービス、ムーディーズおよびS&Pの公表する格付のうち最上位の格付をもとに作成

上)に緩和された。93年3月末現在の長期債の格付の分布を見ると、この緩和措置によって新たに無担保SBを発行できるようになった企業(BB格かつ純資産額200億円以上)は約170社に上り、A格以上の企業と合計すると約650社になると思われる(図-9)。

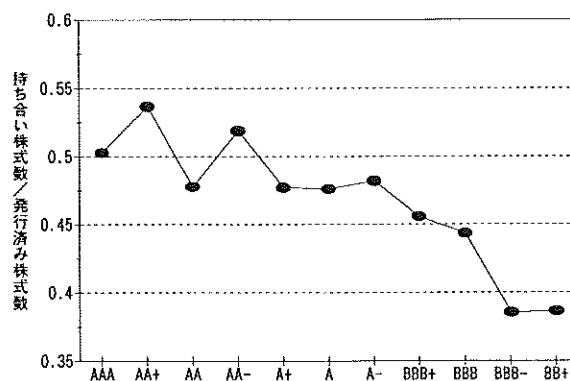
そこで、企業の資本市場からの資金調達自由度(エクイティ・ファイナンスとSBのいずれを選ぶか)について、格付に焦点を当てて分析する。具体的には、エクイティ債の投資家の立場からROE(株主資本利益率)¹⁴⁾と「株式の持ち合い」につき簡単に議論し、次にこれらROEや「株式の持ち合い」比率と、社債投資家の銘柄選別手段である格付の関係について分析した。

日本企業の経営基盤の安定性は、銀行を中心とするグループ経営に代表される株式の持ち合いと、それに付随して生じた株式の含み益などに依存してきたと指摘される。ここでは本題からはずれるので詳しくは議論できないが、90年初め以来の株式市場の低迷により、資産の含み益というものが本来は不安定な性質のもので、そのような含み資産に依存した経営もやはり不安定であることが確認されたと考えられる。

ここでは、「株式の持ち合い」を「ある会社の株式が金融機関により安定的に保有される状態、または株式を事業会社どうしで相互に保有しあう状態」と定義する。このような日本独特の「株式の持ち合い」により、日本企業は安定した経営基盤をもつことができた。これにより、少なくとも資本市場から資金調達する際のリスクである、株式売却による株価下落や敵対的M&A¹⁵⁾に注意を払う必要性が乏しかった。80年代後半のエクイティ・ファイナンスの活況はもちろんその表面上

の調達コストの低さ、すなわちクーポンレートや株式時価配当利回り¹⁶⁾の低さに注目した結果である。しかし「株式の持ち合い」によって資金調達に際するリスクが低かったこともその要因の一つと考えられる。そこで「株式の持ち合い」と経営基盤の安定性(長期債の格付により示した)との関係を見た(図-10)。高い格付を取得している企業ほど、持ち合い比率(発行済み株式数に占める持ち合い株式数の割合)が高い傾向にある。これはすなわち、長期債の発行に際して有利な(格付の高い)企業は、またエクイティ・ファイナンスにおいても(株式の持ち合いが強く)リスク面から有利であることを示している。

図-10 株式持ち合い状況と格付



注：1. 持ち合い株式数＝金融機関保有株式数(投信除く)＋事業会社同士で相互に持ち合っている場合の被保有株式数
2. 金融機関保有分は有価証券報告書記載ベース、事業会社分は大株主データ(東洋経済データバンク)よりニッセイ基礎研究所作成

ところで、投資家がエクイティ・ファイナンスに応じるかどうかは、当該会社のROEを材料として判断するのが理論的であろう。ビジネスリスクを受容し、その見返りとしての投資収益を期待する合理的な投資家にとって、ROEが無リスク資産の収益率を下回るような企業の増資には応じられないというのが、ROEをエクイティ・ファイナンスに応じるかどうかの判断材料にする理由

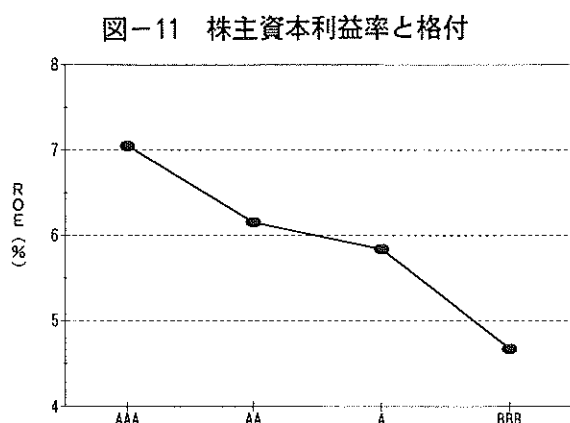
(14) 当期純利益÷株主資本、Return on Equity の略で株主の投下資本がどれだけの利益をあげているかを示す。なお、株主資本とは資本金、法定準備金、任意積立金および剰余金等を含むものである。

(15) 被買収あるいは被合併企業の了解を得ることなく行う企業買収あるいは企業合併を敵対的M&Aという。

(16) 一株当たり配当金÷株価。これを時価発行増資あるいはエクイティ債により資金を調達した場合の資金調達コストと多くの企業が考えてきた。

である。このように利益の絶対額ではなく利益率を意識した経営は、「株式の持ち合い」を強め、個人株主の権利を実質的に無視してきた経営の対極に位置している。日本企業は最近まで「株式の持ち合い」を強めることで、株主の要求する ROE を意識することなく強引にエクイティ・ファイナンスを行ってきたが、長期的にこのような状況を維持できるかどうかは少なからず疑問であろう。今後、エクイティ・ファイナンスを実行しようとする企業は、投資家の要求する ROE を強く意識せざるをえなくなるであろう。

ROE を社債の投資家から見ると、長期債の格付が高い企業ほど ROE も高い傾向にある（図-11）。すなわち、これからも、社債発行の際に有利な企業（格付が高い企業）がエクイティ・ファイナンスもまた有利に行えるといえよう。



注：上場している一般事業会社のうち、格付を取得している企業の ROE（株主資本純利益率）の平均

以上の「株式の持ち合い」および ROE と格付の関係をまとめると、高い格付を取得している企業は「株式の持ち合い」の割合が高く、また ROE も高い傾向にあるといえる。すなわち、格付の高い企業の資本市場からの資金調達については、SB ばかりでなく、エクイティ・ファイナンスをも機動的に行えるのが現状である。このような企業の多くは過去においても、エクイティ・ファイナンス、SB どちらの手段でも資金調達ができたであろう。しかし現実には相対的にコストが安かつ

たエクイティ・ファイナンスを選んできたわけである。目下のところでは「株式の持ち合い」が今後どのようなになるか不透明であり、必然的に今後のエクイティ・ファイナンスのコストについては、株式の時価配当利回りや ROE といった指標だけでなく、持ち合い状況の変化を意識しなければならないであろう。このような状況下で、SB の発行に際して格付がコストに合理的に反映されるようになれば、これらの優良な企業の資金調達手段は、相対的に低コストになる SB にシフトすることも多くなるであろう。

(3) 借入と普通社債のコスト比較

企業にとって、金融機関からの借入の一番の利点はその融通性にある。期日、借入期間、借入金額ともにその企業にとって最適な条件を交渉次第で求めることができる。それに対し金融機関は、各種金利派生商品（スワップやオプションなど）を組み合わせることによって、それぞれの企業のニーズにあった多種多様なサービスを提供している。また返済の延滞の際にも、金融機関からの借入の場合には交渉の余地があり、借り換えやさらには金利減免などの措置が弾力的にとられることもある。

一方、SB による調達は、借入と比較すると融通性の面では劣っているといえよう。従来に比べれば、近年は償還期限、発行金額ともに多様化してきており、また発行登録制度の利用によって機動的な起債も行えるようにはなっている。しかし、投資家を相手とする交渉と金融機関を相手とする交渉ではおのずと違いがある。SB の種類も国内市場での起債は現状では固定利付債に限られており、借入に比べて弾力性に乏しい。また返済の延滞はデフォルトを意味し、弁解の余地なく市場にその旨を宣言される。他方、社債の購入先は金融機関、機関投資家や個人投資家など広範囲に分散されるため、一度に多額の資金を調達でき

る点がSBによる資金調達の特徴である。

そこで、長期プライムレートと、電力債の手数料（発行手数料、引受手数料など）込みのトータルコストとを比較してみた（図-12）。試算に用いた電力債はAAA格で、発行額も十分大きく、引受手数料など各種手数料は最も良い条件で発行できると仮定している。両者のスプレッドは全体的に右下がりの傾向にあり、電力債に限っていえば、資金調達コストは借入と遜色ない水準になってきたといえる。なお、88年から92年途中まで、電力債のトータルコストが長期プライムレートを大きく下回っているが、これはプロポーザル方式の導入に伴って市場実勢からかけ離れた引き受けを証券会社が行っていた影響ではないかと思われる。ちなみに、同時期には5年利金債（長期プラ

イムレートがベース）と電力債の応募者利回りの差も縮小している（図-13）。利金債、電力債ともに額面でのパー発行が多いので、この時期に電力債のクーポンレートが過度にディスカウントされていたことがうかがえる。

電力会社のように、長期にわたり設備投資が計画される企業にとっては、金融機関からの借入のような弾力性（期間、期日など）をそれほど必要としないであろう。またこのような電力会社の資金需要は非常に大きな金額になるため、SBでの調達メリットは大きいといえる。

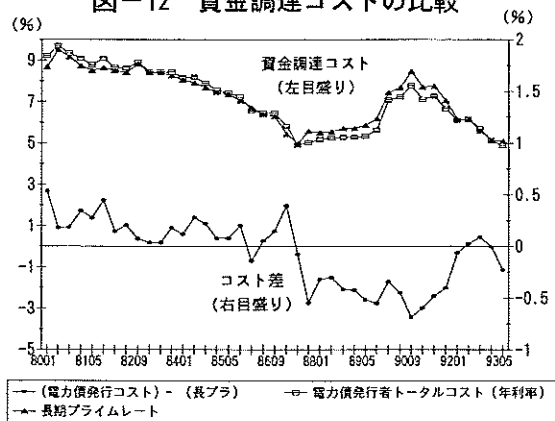
一般の企業でも資金計画が長期にわたって見通すことができ、しかもその額が多額にのぼるような場合、SBによる資金調達はコストの面からも十分に借入と対抗できるようになってきたようだ。

ここまでの議論はAAA格の企業を想定していたが、その他の企業ではどうであろうか。

91年4月から93年4月までのユーロ円7年債の応募者最終利回り（複利計算）と発行時の7年のスワップレート（月末値）との比較を行った（図-14）。傾向としてしか言えないが、格付の違いによる発行レートの差が見られる。また92年4月から93年3月の国内SBのクーポンレートと、それと同一年限スワップレートとのスプレッドを見た（図-15）。国内市場においても格付の相違による発行レートの差が傾向として見られるようになってきたようである。

このような格付の差異による資金調達コストの違いは合理的なものであり、今後はさらに格差がつくと考えられるが、逆にいえば、企業の経営努力いかんによっては、電力会社のように多額の資金を他の資金調達手段よりも安く社債市場から調達することができると言えよう。この意味で昨今の発行制度の整備は大いに意義があろう。

図-12 資金調達コストの比較



注：電力債発行者トータルコストは、引受手数料、受託手数料、当初登録手数料、元金償還手数料、利金支払手数料を考慮し、半年複利で試算している。

出所：公社債年鑑（平成4年版）に基づきニッセイ基礎研究所が試算

図-13 応募者利回りの比較

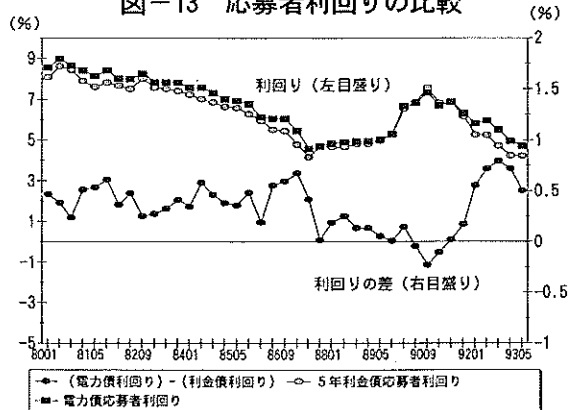
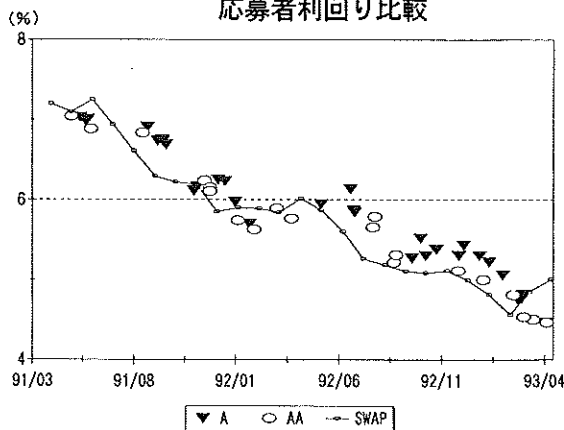
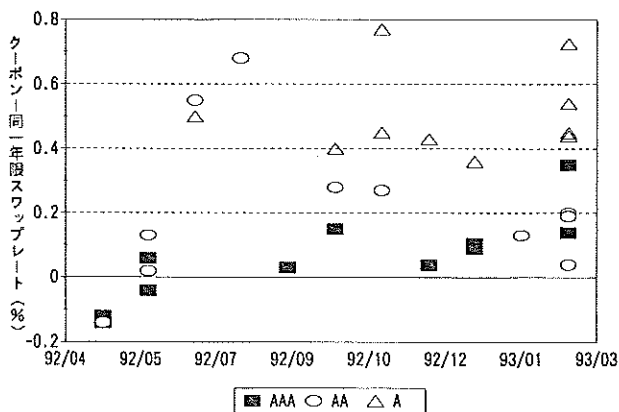


図-14 ユーロ円債の格付による
応募者利回り比較



注：ユーロ円7年債の応募者最終利回り（複利計算）と
7年スワップレート

図-15 国内普通社債市場における利回り格差



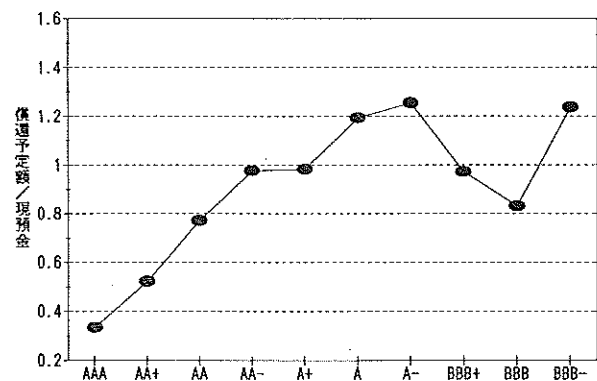
注：国内普通社債のクーポンレート（国内はパー発行が大部分を占める）と同年限のスワップレートのスプレッド比較

(4) 企業の経営努力の必要性

社債発行限度枠が撤廃され、適債基準もまた緩和の方向にある。企業、特に大企業は資金調達手段の多様化により多くのビジネスチャンスを獲得することになるだろう。しかし、資本市場からの資金調達がすべての企業に均等な資金調達機会を与えるわけではない。(2) では一般企業を格付で区分けし資金調達の際の優劣を示したが、同様に今年度ピークを迎えるエクイティ債の償還資金の調達の容易性につき、格付との関係をみたのが以下の分析である。

格付別に、各企業の償還予定残存額と現預金保有額の比率の平均値を調べた（図-16）。現預金とエクイティ債の償還予定額を比べることで、手元資金の取り崩しでエクイティ債の償還資金の調達ができる程度可能であるのかおおまかにわかる。

図-16 償還予定額と現預金



注：93年3月末現在における、93年中に償還期限を迎える転換社債の権利未行使分とワラント債の発行額を直近決算時の現預金で除した。

これによれば、格付の低い企業ほど償還予定残存額に対して現預金の保有額が少ない結果となった。償還予定額に対して現預金の余裕のない企業はとりえずデット・ファイナンスに頼らざるを得ないが、これらの企業は格付が低いので、割高なコストを強いられるであろう。また、エクイティ・ファイナンスは株価次第ではあるが、たとえ実施できたとしても先述の通り、これら格付の低い企業は株式の持ち合いが相対的に弱く、また ROE も低い傾向にある。このため、エクイティ・ファイナンスもまたコストの高い調達になる可能性が極めて大きい。

金融自由化が進み、飽和に達しつつある「株式の持ち合い」が解消の方向に向かう可能性のある局面では、エクイティ・ファイナンスを行おうとする企業は投資家の厳しい選別から逃れることはできないだろう。また、SB の適債基準が順次緩和されジャンク債が発行されるようになれば、投資家はおのずと社債の選別により敏感になるであろう。

企業の資金調達手段が多様化・自由化しているとはいえ、同時に投資家が企業の評価をより合理的に行うようになるので、常に経営努力を怠らず、投資家に認められた企業だけが、この多様化する資金調達手段を活用して選択の幅を拡げられるようになるであろう。

5. おわりに

これまで述べてきたように、わが国社債市場における制度・慣行の見直しは発行市場を中心に進められてきた。その甲斐あって国内SBの資金調達手段としての重要性は高まり、発行額も増加している。しかしこれとは対照的に、流通市場の低迷は依然として続いている（表－2）。92年度のSB売買高は11.2兆円と順調に増加してはいるものの、公社債全売買高に占めるシェアはわずか0.3%に過ぎない。また、回転率も1回以下と国債と比較して著しく低く、流動性が十分あるとは言えない。

表－2 普通社債の売買状況（店頭）

（兆円）

年度	国債			SB					
	金額	占率 %	回転率 (回)	金額	占率 %	回転率 (回)	電力債	一般債	NTT債
80	164.4	58.5	2.59	5.8	2.1	0.68	4.4	1.4	—
85	2,404.3	95.6	18.77	6.7	0.3	0.72	3.0	2.5	1.2
86	3,348.5	95.9	23.96	7.1	0.2	0.78	3.5	2.2	1.5
87	4,954.8	97.3	33.37	8.6	0.2	0.96	5.7	1.5	1.5
88	3,942.3	96.5	25.55	9.4	0.2	1.03	6.6	1.2	1.6
89	3,404.4	97.1	21.43	7.0	0.2	0.78	4.9	1.6	0.5
90	3,156.2	96.1	19.29	8.5	0.3	0.91	6.1	1.8	0.6
91	2,446.2	95.1	14.47	9.2	0.4	0.87	5.5	2.9	0.8
92	3,100.9	95.6	17.72	11.2	0.3	0.88	6.2	3.5	1.5

注：1. 証券会社の「売り」と「買い」の合計。ただし、84年6月以降にはディーリング業務実施金融機関売買分を含む。
 2. 売買高に日銀オペ（証券分）およびインター・ディーラー・ブローカー会社を含む。
 3. NTT債には公募電々債の計数も含む。JR債は一般債を含む。
 4. 回転率は（売買高）／（（期首現存額＋期末現存額）／2）により算出した。

出所：公社債月報

国内SBの投資家にとってみれば、このような流動性の欠如は、自らの判断に従って自由に売買することの障害となっている。また、今後、国内SB市場がより効率的になり、例えばデフォルト・リスクが格付に見合ってクーポンレートに反映されるなど、種々のリスクと発行条件が合理的に結びつくようになれば、流動性リスクの存在は当然発行コストの上昇につながる。そうなれば、格付の高い企業はもちろん、特に最近の規制緩和によってようやくSBが発行できるようになった格付の低い企業にとっては、流動性の欠如のために、結局は国内SBによる資金調達が有利な調達手段とはなり難く、規制緩和のメリットを享受できなくなる恐れがある。このように、投資家にとってはもちろん、発行企業にとっても流動性の増大は必要不可欠であろう。

すなわち、今後、発行市場のさらなる整備が進み国内SBが大量に発行されるようになれば、売買への需要もおのずと増大していくと考えられるが、その受け皿としての厚みのある流通市場を積極的に整備していく努力が必要である。国内SBにおいては、発行市場と流通市場は車の両輪の関係にあり、発行市場が円滑に機能するためには流通市場の整備が急務だということである。

具体的には、以下のような努力が望まれる。第1に、顧客の注文に迅速・的確に応じられるように、売買仲介者である証券会社によるマーケット・メイク¹⁰⁾が充実されることが必要である。これが十分に機能しないと、投資家による自由な売買が制約される結果になり、流通市場ひいてはSB全体の健全な発展は望めない。93年に入ってからQUICK社の投資情報端末を使って、複数の証券会社が複数の銘柄の流通市場実勢を、複利による利回りも含めて表示するサービスを開始しており、今まで証券会社相互でしか知ることができなかった情報が一般投資家にも伝達されることになったのは一つの前進だろう。

10) 流通市場において、円滑に取引が行えるように、業者が継続性と安定性を持った売買価格の提示を行うこと。

しかしながら、マーケット・メイクには実態が伴わないことも多い。例えば、証券各社が表示するレートに格差があっても、債券の手持ちがないため証券会社が顧客の買い注文に十分に応じられず、顧客が裁定の機会を逃してしまうといったことである。証券会社も主幹事獲得競争に遅れを取るまいと、他社との横並び意識でマーケット・メイクを始める場合もある。だが、SBは店頭での相対取引が主流であることから、マーケット・メイクをする証券会社の収益はSBを転売（あるいは買戻し）したときに初めて実現するので、マーケット・メイクは非常にリスクが高い業務と言える。

すなわち、流通市場を整備するために必要なことの第2は、このようなリスクの高いマーケット・メイク業務に証券会社が積極的に参加できるように、また多様な投資家が売買に参加できるように基礎的インフラを整備することである。具体的には、①多様な期間の先物取引や様々なスワップ取引などを認可することによって、保有債券の価格変動リスクを回避できるような手段を整備すること。また、②証券会社が顧客の売買注文に円滑に応じられるように、有価証券取引税の廃止を含めたレポ市場⁽¹⁸⁾の拡充といった、買持ち・売持ちを容易にする資金・債券の調達手段を整備すること。さらに、③ユーロ市場のユーロクリアやセデル⁽¹⁹⁾のような、決済・受け渡しが集中的・効率的に行われる機構、手段を整備し、社債等登録法の下で流通システムを改善することなどが必要である。

第3に、信用に値する価格形成メカニズムを確立することである。金融先進国である米国では、常時各年限に対応した各種公社債が存在し、それによって合理的なイールドカーブが形成されている。そして社債においては、格付などの信用リスクを考慮して、「T（国債利回り）+ α （スプレッ

ド）」なるSBの流通利回りが形成され、これがまた発行条件にも反映されるというメカニズムが確立されている。しかしわが国では「基準金利」となるべきはずの国債は10年物に集中しており、中短期物が希薄であるため信頼できるイールドカーブが形成されていない。さらに、わが国における格付は、主に起債のための適格基準として用いられている程度で、投資判断情報としての機能に乏しい。今後は、3年物、5年物という中短期国債の定期的な発行などにより合理的なイールドカーブを形成し、国債が「基準金利」としての役割を十分果たすようになるのと同時に、格付の情報の提供方法を含め、その一層の定着を促し、これをもとに流通市場でのスプレッドや価格、さらには発行市場での発行条件が決定されるといったメカニズムの確立が急がれよう。

第4に、投資家のSBへの投資姿勢を改善する必要がある。従来わが国の機関投資家は、簿価主義に起因するバイ・アンド・ホールド型の運用および期間収益重視の直利指向が強いとされてきた。しかしながら、今後大量発行を迎えるにあたって、このような運用姿勢は流通市場の発展を阻害するばかりでなく、合理的なイールドカーブ形成にも弊害となる。数兆円規模の資産を有する機関投資家にとって、今後そのポートフォリオに占めるSBのシェアも重要性も増していくと予想される中で、時価主義による合理的・積極的な債券運用が望まれるところである。

ただ機関投資家からは、発行額が増加してきているといっても、公社債全体に占める国内SBのシェアは数パーセントに過ぎず、まだまだロットが小さいため定期的・安定的な起債状態には程遠く、投資対象としての魅力は薄いという意見もある。さらに期限前返済条項⁽²⁰⁾が付与された国内SBでは、その権利が行使されることによってロッ

(18) レポとは買い戻し特約付き売却のことであり、レポ市場は債券ディーラーの資金調達、在庫ファイナンスの場となる。

(19) ともにユーロ債の決済システム。システムの会員は現物債券の引き渡しを行うことなく単に帳簿上の振替で決済を行うことができる。

(20) 一般に債券の償還には「満期償還」と「期中償還」がある。最終償還期日に償還することを満期償還、償還期日前に償還することを期中償還という。期中償還の方法には、定時償還、任意償還および買入消却の3つがあり、わが国では定時償還が一般に行われる。

トが縮小したり端数が生じたりして、投資政策上もポートフォリオ管理上も好ましくないという見解もある。投資家という視点だけからみても、流通市場だけでなく発行市場にも改善すべき点は残されているようである。

これらの改善すべき問題点は、それぞれが相互に関係し合っている。機関投資家の積極的運用が望まれても、流通市場の未発達がネックになって消極的なままであったら、流通市場はいつまでたっても活性化しない。発行市場での改善が急ピッチで進んでいる今こそ、発行企業はそれだけでよしとせず、投資家に認められるような経営努力をし、また、投資家および関係各機関はその受け皿としての流通市場の活性化に向けた整備と意識改革に本格的に取り組むべきではなかろうか。

<参考文献>

- ・大崎貞和、落合大輔 「92年のわが国証券市場の回顧」 財界観測 野村総合研究所 1993.3.1
- ・小野正人著、ニッセイ基礎研究所編 『これからの企業金融・財務戦略』 東洋経済新報社
- ・川北英隆 「社債発行限度枠の撤廃のインパクト」 金融財政事情 1993.4.5
- ・川北英隆 「エクイティから社債へ変わる資金調達」 エコノミスト 1993.6.8
- ・銀行研修社 『金融証券用語辞典』
- ・金融財政事情研究会 『大蔵省証券局年報』 昭和62年版～平成4年版
- ・金融財政事情研究会 「社債法改正について」 1993.4.5
- ・QUICK 総合研究所 「国内普通社債市場の一層の発展を目指して」 1993.6
- ・公社債引受協会 『公社債年鑑』 昭和62年版～平成4年版
- ・公社債引受協会 「公社債月報」 1980年1月～1993年5月
公社債月報については、参考にした内容が多いため、詳細は省略した。
- ・公社債引受協会 「普通社債市場の改善に向けて」 1993.6
- ・商事法務 「商法等の一部を改正する法律案要綱案の概要」 1993.2.15
- ・日本格付研究所編 『格付け信用審査と実際』 東洋経済新報社
- ・日本証券経済研究所 「八〇年代日本の株式市場と企業金融(中)～ROE低下と株式相互持ち合い～」
証研レポート 1993年3月号 1993.3
- ・野村克文 「個人消化の普通社債の発行」 商事法務 1993.3.5
- ・広田真人、奥田千恵子 「最近のROE論議をめぐって」 証券アナリストジャーナル 1992.12
- ・堀口 亘 『最新証券取引法』 商事法務研究会
- ・堀場 昇 「適債基準の緩和とその効果」 資本市場 1993.5
- ・渡辺茂、棚橋祥紀、染宮秀樹 「日本企業の格付け」 財界観測 野村総合研究所 1993.1