

# わが国資本市場に対する金融緩和と国際化の影響

## 〔要 旨〕

わが国資本市場は、金融緩和の浸透と国際化の進展を背景に大きな変化を経験した。とくに金利機能のうえに近年にない新しい芽ばえがみられるが、長期的にみた場合、資本市場の動きの中には、市場の健全な発展に必ずしも貢献しないように思われるものも少なくなく、今後の動きが注目される。

債券流通市場はこれまで都銀の売り、中小金融機関の買い、という一方通行の取引が多く、コール市場に比してより長期の金融市場という性格が薄かったが、今次金融緩和期には、手元流動性の高まった企業が特殊な市場ではあるが条件付売買市場を中心に大きな買い手として登場し、金融機関も系統預金、インター・バンク定期預金、コール市場などとの間においてもきめの細かい金利裁定取引を展開した。その結果取引量は増加し、その過程で各種金利の間や債券市場利回りの内部に期間によるかなり合理的な格差が現われてきた。

また市場利回りが応募者利回りを下回り、引受け業務に有利な環境が生まれたほか、発行条件は数次にわたり弾力的に改訂された。

このような金利機能の芽ばえは、円建外債の発行やユーロ債の国内販売など債券市場の国際化によっても、側面から促された。

一方、株式市況は金融緩和の浸透に加え、外人投資の活発化、安定株主工作に伴う法人買いの盛行などから過熱化の様相を呈した。

このような株価高騰を背景に、時価発行増資と時価転換社債の発行は著増している。これについては、資本市場の内部において、株式と社債、発行市場と流通市場が相互にプライス・メカニズムでつながり、将来の市場原理による増資、起債調整の萌芽が出ているといえないこともないが、金融機関に対する行き過ぎた販売や個人投資家の退潮など長期的にみて問題も少なくない。

今後の資本市場の健全な発展のためには、市場関係者がこれまでもまして投資家保護の考え方に立ち、その信頼をいっそうかちうることが必要であり、同時に国際化の進展に備え市場の体制整備を進めることも大切である。しかし最も基本的なことは、今後金融が引き締まる局面が生じた場合においても、市場の実勢利回りに合わせて公社債の発行条件を弾力的に改訂するなど、最近における金利機能の芽ばえを金融緩和期、引き締め期を通じて育てていくことであろう。

## 〔目 次〕

- |                          |                          |
|--------------------------|--------------------------|
| 1. 今次金融緩和下における流通市場の特色    | (1) 増資と起債の実情             |
| (債券市場からインター・バンク市場への資金流出) | (増 資)                    |
| (条件付売買の盛行)               | (起 債)                    |
| (取引動機の変化)                | (業種別動向)                  |
| (取引量の著増)                 | (2) 発行条件の弾力化             |
| (株式市況の過熱)                | (3) 時価発行増資、時価転換社債発行盛行の背景 |
| 2. 流通市場国際化の現状            | 4. 発行市場の国際化とその影響         |
| (外人投資家による対内証券投資)         | (円建外債の発行)                |
| (わが国投資家による対外証券投資)        | (アンダー・ライター機能と無担保債の発行問題)  |
| (証券業の国際交流)               |                          |
| 3. 発行市場における企業の資金調達動向     | 5. むすび——残された問題点          |

## 1. 今次金融緩和下における流通市場の特色

昭和45年秋から昨年末に至る2年有余の金融緩和期において、債券および株式の流通市場にはいくつかの注目すべき変化がみられた。まず債券流通市場においては、企業が高水準の手元流動性を背景に債券購入を積極化し、個人も保有金融資産の多様化を進め、非居住者も為替の変動に対する配慮もあって債券投資を活性化したほか、金融機関も従来に比べきめの細かい金利裁定取引を展開した。その結果、市場においては国債を除く各種債券の市場利回りが、46年後半ごろから応募者利回りを下回るに至り(第1図参照)、引受け業務に有利な状態となった。また市場金利相互の間でも、債券利回りの水準に対してより短期の市場金利であるコール・レートは大きく下回っているほか、債券市場利回り相互の関係においても、期間の長短による格差が発生した(第2図参照)。

一方株式市場においては、企業や金融機関の買い進みを主因に、市況は過熱化の様相を帯びるに至った。

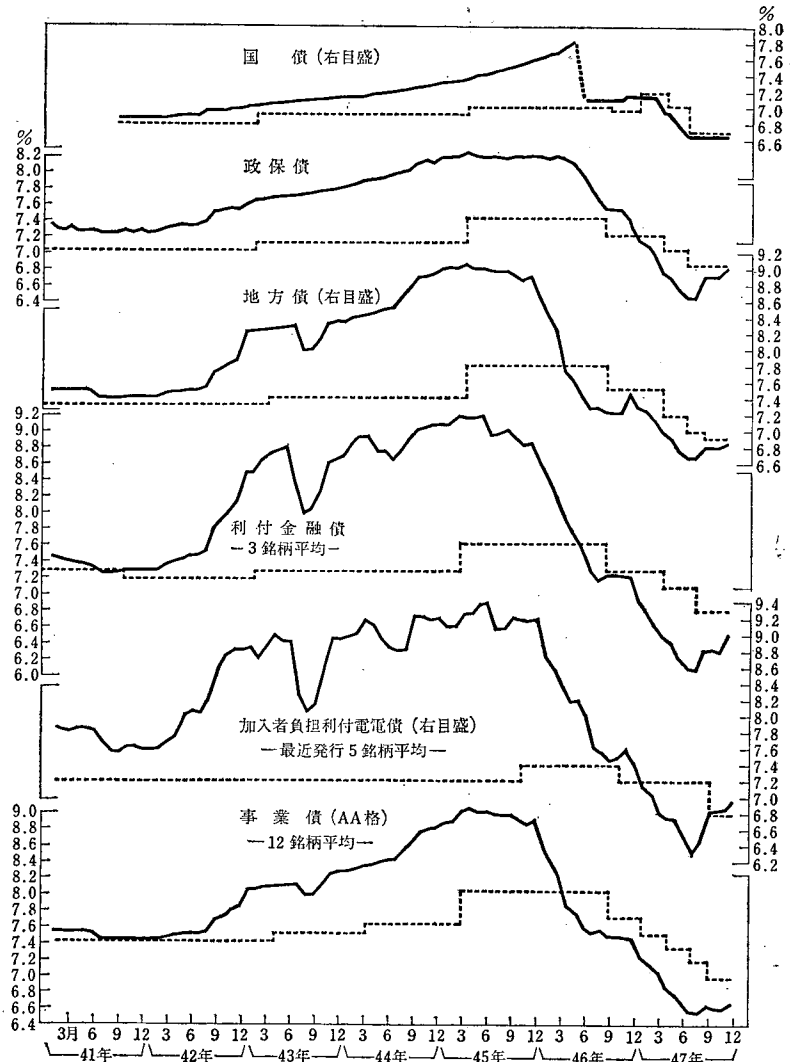
以下では、まずこのような流通市場の背景にあるいくつかの注目すべき特色について検討してみよう。

(債券市場からインター・バンク市場への資金流出)

第1の特色は、取引主体の売り手、買い手に変動が生じたことである。これまでの流通市場は、都市銀行が資金ポジション改善のために債券を売却し、これに対して農林系統金融機関、中小

〔第1図〕

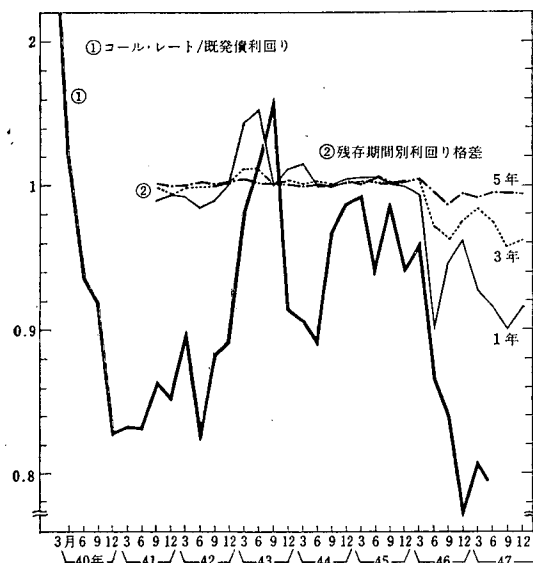
既発債利回りと発行条件(応募利回り)の推移



- (注) 1. 実線は既発債利回り、点線は応募者利回り。  
 2. 国債は46年5月に銘柄変更。  
 3. 事業債の47年10月以前は旧格付け基準によるA格債7銘柄平均。  
 4. 事業債の応募者利回りの47年7月以降は10年債の応募者利回り。

## 〔第2図〕

コール・レート(月越物)と既発債利回りと  
の格差および既発債残存期間別利回り格差



(注) ①はコール・レート(月越物)/利付電電債直近物利回り、②は電力債の残存期間6年物利回りに対する各残存期間別利回りの水準(利回りは標準気配)。

金融機関が買い応じるといえば一方通行的なもの(注1)であったが、今次金融緩和下における新しい特色として、

イ. 従来買い手に回っていた相互、信金が売り手として登場したこと、

ロ. これまでどちらかといえば買い一方であった農林系統金融機関が、条件付売却の増大からこれを含めると全体として売却超となっていること、

ハ. 投資信託が高水準の買越しを続けていること、

などがあげられる(第1表および第2表参照)。この間、個人は加入者引受電信電話債券の売却を除くと、引き続き市場との接触は少なかった。

相互、信金が売り手として登場してきたのは、

イ. 金融緩和下にもかかわらず、中小企業需資にささえられて貸出水準がさほど低下せず、一方、頃来余資運用にあたって、コール依存から脱

(第1表)

既発債売買(条件付売買を除く)の業態別シェア

(単位・%)

	緩和期 (43/8~44/8)			引締め期 (44/9~45/9)			緩和期 (45/10~47/8)			45/10~46/9			46/10~47/8		
	買入れ	売却	ネット	買入れ	売却	ネット	買入れ	売却	ネット	買入れ	売却	ネット	買入れ	売却	ネット
銀行	10.6	21.4	△ 71.7	10.4	19.5	△ 49.1	4.9	12.2	△ 44.4	5.7	14.8	△ 40.5	4.1	9.7	△ 42.1
生・損保	2.3	4.5	△ 14.5	2.1	6.0	△ 21.3	0.4	2.6	△ 13.0	0.5	3.5	△ 13.3	0.3	1.7	△ 10.2
農林系統 金融機関	12.2	8.1	29.5	16.3	9.0	38.9	10.8	9.3	10.3	9.3	8.1	4.5	12.2	10.5	10.0
相互・ 信金	4.9	1.5	23.8	3.6	2.1	8.2	5.8	5.8	△ 0.9	4.9	3.2	7.0	6.7	8.3	△ 13.3
投資信託	14.1	10.4	27.0	14.4	9.9	24.5	19.5	11.8	61.6	17.8	11.3	27.0	21.0	12.2	60.5
事業法人	17.5	18.0	△ 0.8	15.7	21.1	△ 29.6	13.6	17.7	△ 26.6	11.9	22.1	△ 46.2	15.2	13.5	9.9
その他	38.4	36.2	19.7	37.5	32.5	26.4	45.1	40.7	28.1	49.8	37.0	50.9	40.6	44.2	△ 34.3

(注) 1. 計数は有力証券会社数社を通じた売買。  
2. 銀行には都銀のほか地銀、信託、長信行を含む。ただし、信託、長信行のウエイトは僅少。  
3. ネットは、売却超(△)ないし買入れ超のなかに占める割合。  
4. 売却超シェア、買入れ超シェアが一致しないのは、証券会社を除いているため。

(注1) 取引形態を正確には握することは資料の制約もありむづかしいが、これまではおおむね、①銀行(都銀、地銀、長信、信託の合計)、生・損保は恒常的に売却超、②農林系統金融機関、相互・信金、投資信託は恒常的に買入れ超、③その他(官庁共済、個人、中小証券、信組など)は前回金融緩和期以降買入れ超、④事業法人は時々資金繰りに応じて売り手、買い手となる、というパターンを示してきている。なお、生・損保が恒常的な売却超となるのは、保険契約獲得のため低利回りながら取引先企業等の債券消化に協力するが、都銀等が協力預金等によって実質的にある程度の利回り修正が行なわれるのに対し、生・損保にはこうした道がないため、機会があれば売却し、その売却代金を運用利回りの高い貸出に振り向ける仕ぶりをしてきたためである。

却し、有価証券投資のウェイト増大を図ってきたため、その残高が高まっていたという事情があり、今次、金融緩和になったからといって、過去におけるほど急速に有価証券投資を行なうことがなかったこと(第3図参照)、

ロ。既発債の市中実勢利回りが新発債の応募者利回りを下回るに至ったため、むしろ新発債の購入意欲を強めたこと、

ハ。信用金庫では系統預金金利が条件付売買レートを上回るに至ったため(第3表参照)、手持ち債券を売却(買い手は事業法人)、その代り金を系統預金に預入する仕ぶりを示したが、とくに

(第2表)

### 債券売買状況

(売却超(△)ないし買入れ超に占める割合・%)

		44年中	45年中	46年中	47年 1～8月	45年10月 47年8月	45年10月 46年9月	46年10月 47年8月
銀行	無条件	△ 22.6	△ 37.4	△ 47.9	△ 24.6	△ 52.3	△ 40.6	△ 52.0
	条件付	△ 9.9	△ 20.6	15.1	5.6	10.3	6.6	11.2
	合計	△ 22.1	△ 33.3	△ 57.0	△ 9.3	△ 43.7	△ 43.9	△ 23.6
農林金融 系統関	無条件	27.8	35.6	6.4	△ 0.3	8.5	4.5	12.3
	条件付	△ 13.7	35.5	△ 31.7	△ 52.5	△ 44.9	△ 32.1	△ 47.5
	合計	22.7	35.5	△ 10.8	△ 38.9	△ 17.0	△ 3.6	△ 23.1
相互・ 信金	無条件	15.1	11.2	3.7	△ 23.3	△ 1.1	7.0	△ 16.5
	条件付	△ 8.8	7.2	△ 16.0	△ 43.8	△ 36.6	1.2	△ 51.0
	合計	12.1	10.2	△ 4.8	△ 45.1	△ 21.4	8.2	△ 42.4
生・損 保	無条件	△ 13.4	△ 27.9	△ 12.6	△ 7.2	△ 15.3	△ 13.3	△ 12.6
	条件付	△ 5.0	△ 3.3	△ 4.4	△ 3.8	△ 6.4	△ 16.7	△ 1.5
	合計	△ 13.0	△ 21.8	△ 20.2	△ 6.7	△ 18.0	△ 19.5	△ 8.4
投資信託	無条件	24.1	34.9	28.3	81.1	50.6	27.0	74.8
	条件付	△ 5.5	5.1	8.6	9.7	13.1	7.3	14.7
	合計	20.8	27.6	44.5	51.6	55.1	32.4	53.6
事業法人	無条件	△ 12.5	△ 30.8	△ 39.5	18.9	△ 31.3	△ 46.2	12.2
	条件付	13.3	△ 54.9	76.3	28.8	55.0	77.6	41.6
	合計	△ 9.0	△ 36.7	△ 7.4	31.6	1.1	△ 31.0	33.8
その他	無条件	33.0	18.4	40.8	△ 8.8	23.1	50.9	△ 18.9
	条件付	86.7	52.2	△ 11.9	16.8	21.8	7.3	13.5
	合計	44.4	26.7	49.1	7.6	33.9	59.4	△ 2.5

(注) 1. 計数は有力証券会社数社を通じた売買。

2. 銀行には都銀のほか、地銀、信託、長信行を含む。ただし、信託、長信行のウェイトは僅少。

3. 売却超シェア、買入れ超シェアが一致しないのは、証券会社を除いているため。

系統預金金利引下げ前のかけ込み預入の結果その後の資金繰りが苦しくなり、債券売却をさらに推し進めたこと、

などによるものである。

一方、農林系統金融機関が売越しに転じたのは、

イ。46年末ごろまでは関連企業筋などからの需資がかなり高かったことなどもあって、金融緩和後ただちに債券購入を行なわず、しかも、買いに向かった時は相場高からうまみある玉入手が困難であったこと、

ロ。その後系統預金金利が条件付売買レートを上

回るに至ったため(第3表参照)、利ざやの取得かたがたおりからの奨励金引下げに対処する意図もあって、手持ち保有債券を売却、代り金を系統預金に積み増す動きを示したこと、

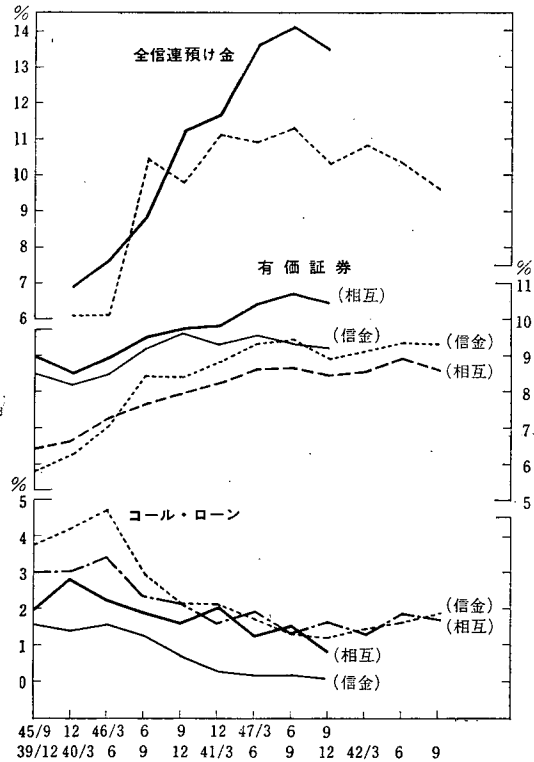
などによるものとみられる。

これに対し、投信が買い大手となったのは、個人が所得の増大にしたがって、資産運用の多様化を図っていることなどの事情を映じ、公社債投信への応募がおう盛であったこと(公社債投信残存額45年末5,836億円→46年末7,177億円→47年10月末8,547億円)が基本的背景となっている。

以上の動きのうち、信金、農協など系統機関から預入をうけた全信連、農林中金では、その資金を貸出や債券に運用すべく努力したものの、結局かなりの部分は主として

インター・バンク定期預金に振り向けざるをえなかった。このように、資金が債券市場から信金、農林系統金融機関を経由してインター・バンク定

相互・信金の余資運用状況(対資金量)



(注) 実線は今回緩和期、点線は前々回緩和期。

(第3表)

銀行預金金利(対顧客)レート、条件付債券  
売却レート、系統預金金利等の推移

(単位・%)

	45 年 10月末	46 年 10月末	47 年 10月末
銀行預金金利(対顧客) (6 か 月 定 期)	5.00	5.00	4.75
条 件 付 債 券 売 却 レ ー ト	8.16	5.66	5.20
系統預金金利			
全 信 連 (1 年 定 期)	7.50	7.50	6.50
農 林 中 金 対 県 信 連 (1 年 定 期)	7.90	7.40	6.85
金 融 機 関 相 互 預 金 金 利	(3 か 月 以 上) 5.75	(3 か 月 以 上) 6.00	(6 か 月 定 期) 5.5
コ ー ル ・ レ ー ト (月 越 物)	9.00	5.75	5.375

(注) 1. 農林中金対県信連預金金利は奨励金込みの最高金利。なお47年度下期預金(平残ベース)のうち前年同期をこえる部分については奨励金の対象としないこととなった。  
2. コール・レートの47年10月末は手形売買レート(年越しもの)。

期預金市場へ流入したのは、銀行間金利の対顧客金利に対する割高というわが国金利体系の特色を反映したものといえよう。

たとえば、預金金利を例にとると、インター・バンク定期預金の金利は顧客の定期預金金利に比し0.75~1.00%ポイント割高となっているほか、コール・レート、手形売買レートも顧客の3ヵ月定期預金金利に比し1~2%ポイント割高となっている。もちろん銀行間の取引は大口であり、金額単位当りのコストが割安なので多少金利が高くなるのは当然であるが、それにしても諸外国に比して割高の度合いが大きい。

こうした金利格差は銀行間の短期金融市場に、大口資金を放出しうる企業などの顧客が参加できないため今日まで維持されてきた面が大きい。既発債市場、とくに条件付売買市場の存在がその抜け道となっていたのである。今回金融緩和期には、リース資金の流入等から著しく手元流動性の高まった企業が、対顧客定期預金金利との裁定関係や政府短期証券が低金利でしかも公募がしばしば中断したこともあって既発債の条件付売買市場に買い向かい、そのためその利回り水準が銀行間金利の水準より低下してしまったため(第3表参照)、信金、農協等の資金が債券売買市場から系統預金を経由してインター・バンク定期預金へ逆流したのである。このような資金の動きは、さらにコール・レート、インター・バンク定期預金金利など銀行間金利の一段の低下を誘い、コール等の出し手金融機関の採算圧迫ともなる。今回の場合、採算圧迫のしわは農中、全信連における系統預金金利と銀行間金利の逆ざや現象に集中的に現われたといえよう。

(条件付売買の盛行)

今次金融緩和下において、条件付売買が盛行したことも大きな特色である(46年11月~47年10月の条件付売買高6兆8,121億円、前年同期比+55.9

％、前々年同期比＋184.8％。47年10月末条件付売買残高8,117億円、前年同月比＋40.0％、前々年同期比＋84.6％)。これは金融緩和直後には、金融機関が短期資金を調達するため、その後は企業が余裕資金を短期にしかも効率的に運用するために活発に行なわれたものである。とくに昨年末以降活発に取引されたのは、売り手サイドで、

イ。前述のとおり信金、農林系統金融機関が、系統預金金利が条件付売買レートを上回るに至ったため手持ち債を低利で売却、その代り金を系統預金等に運用し利ざやをかせぐなどの仕ぶりが増大したこと、

ロ。先行きの金利低下を見込んで、手元資金に余裕はないが先行き資金の流入が見込まれる場合

には金利低下に先んじてアウトライトで債券を購入し、これをただちに資金流入期での買戻し条件付で売却することによって資金運用効率を高める動きが出てきたこと、

などが、大きな要因となっている。なお、このほか長短金利格差を利用して手持ち債券の簿価を引き下げ(注2)「含み益」をつくるという動きもみられた。取引主体としては、事業法人が買い手(条件付取引の買い手としてのシェア、47年8月末60.5％)、相互・信金、農林系統金融機関が売り手(条件付取引の売り手としてのシェア、47年8月末相互・信金28.1％、農林系統金融機関同34.0％)となるものが中心とみられる(第4表参照)(注3)。なお条件付取引の主体は、3ヵ月ものと6ヵ月もの

で、残高ベースでみると、3ヵ月以内期日到来分が6割に達する。

#### (取引動機の変化)

この間、取引参加主体の動機にも、注目すべき変化が認められる。従来金融機関の債券投資態度は、余資の一時的運用という性格が強かったが、今次金融緩和期においては、次のとおり資産の長期運用としての性格が強まる一方、短期のキャピタル・ゲイ

(第4表)

条件付債券売買残高の業態別シェア推移

(差引き売(△)買超、単位・％)

	銀 行	農林系統 金融機関	相互・生 信 金 損	・投 保 信	資事 託 法	業人	その他	合 計
45 年 3 月 末	△ 43.2	12.5	△ 1.8	△ 11.3	0.4	43.9	43.2	43.7
6 "	△ 42.8	5.6	△ 1.0	△ 11.7	0.4	49.4	44.5	44.5
9 "	△ 38.2	3.7	△ 0.9	△ 12.2	△ 0.5	46.5	49.8	48.1
12 "	△ 38.7	15.1	0.6	△ 12.6	0.6	20.5	63.3	48.7
46 年 3 月 末	△ 29.3	6.4	4.4	△ 14.1	4.6	24.9	59.7	56.6
6 "	△ 30.7	△ 7.2	5.8	△ 10.9	6.1	46.6	41.5	51.2
9 "	△ 22.4	△ 11.8	△ 0.1	△ 15.1	2.5	67.1	30.2	50.6
12 "	△ 12.7	△ 17.7	△ 5.7	△ 11.4	6.9	68.5	24.6	52.6
47 年 3 月 末	△ 12.7	△ 25.9	△ 18.2	△ 8.0	6.2	70.1	23.8	35.1
6 "	△ 1.9	△ 30.2	△ 27.4	△ 11.4	9.4	63.4	27.3	29.2
8 "	△ 5.8	△ 34.0	△ 28.1	△ 9.7	8.7	60.5	30.7	22.4

(注) 1. 計数は有力証券会社数社を通じた売買。  
2. 合計は証券会社の売却超シェアを表わす。

(注2) 具体例…売り手がクーポン・レート7.4％の債券を簿価99円、6ヵ月後買戻し条件付(売買レート年率5.6％)で、売却期間中に利払期のくる利払を切り離すことなく売却したとすると、買い手は買戻し期までに売買レート2.7円(99×0.056÷2)を上回る債券利払い(3.7円)を受けることになるため、売り手はこれを調整した98円(99円+2.7円-3.7円)で買戻すこととなり、売却時の簿価を下回ることとなる(なお、厳密には利子に対する源泉徴収等の問題があるが、ここでは捨象して考えている)。

(注3) 債券の条件付売買は、36～37年にかけて、証券会社が公社債投信のはね返り玉を中小金融機関にはめ込むために行なったのがきっかけであるが、その後40年以降は、主として都銀が企業需資に応ずるため債券を売却し資金調達する場合発生するキャピタル・ロスを回避するために、借入れ申込み企業に対して手持ち債券を簿価による買戻し条件をつけて売却、これを企業が市場で売却して資金を調達するという形に発展し、この間事業法人、官庁共済組合等の余資運用等にも用いられるに至っている。

なお、上述のとおり条件付債券売買市場は拡大、全体としての残高は47年9月末1兆2～3千億円とコール市場(47年9月末残10,070億円)、手形売買市場(同11,356億円)に匹敵するほどの規模に達しており(なお、流通市場総売買高に占める条件付売買の比率も漸次上昇、43年度19.4％→44年度23.3％→45年度48.8％→46年度48.1％→47年度上期53.7％)、その買い手の主体は手元余資高水準の企業である。

ンをねらうなど運用効率の引上げを図る動きが目だっている。

イ、地方銀行等では従来債券投資といえば、残存期間の短いものないし売戻し条件付のものにほとんど限られていたが、今次金融緩和下においては、金融緩和の長期持続を見込んで長期債（電電債、金融債）への投資が増加している。

ロ、条件付売買による金利裁定取引（前述）が活発化してきたほか、相場上昇期には比較的短期に利食い売などの仕ぶりがみられた。

ハ、信連、共済連、信金等には、運用資金の中から一定額をファンドとして設定し、この中で転換社債の売買を行ないキャピタル・ゲインをねらうケースがかなりみられる。

ニ、手持ち債券の入れ替えを図る動きが目立ち、たとえばオーバー・パーとなった手持ち債券を売却、キャピタル・ゲインを一度確定したうえで新発債券の購入を図るとか、クーポン・レートの高い債券へ乗り換えて経常収益向上をもくろむ、あるいは経費節減のために手持ちの数種の小ロットの債券を売却してロットの大きい債券に乗り換えるなどの動きがみられる。

#### （取引量の著増）

このような変化のなかで、取引量も著しくふえている。もともとわが国債券の応募者利回りは、発行条件が低位に硬直化していたため、長期的にうまみのある利回りではなかったことから、長期的に採算にあう貸出があれば、ただちにダンピングされる性格をもっていた。わが国債券市場の特色の一つとして債券売買高が多いのは一つにはこのためである。今次金融緩和下においても、金融緩和直後の資金需給ひっ迫期にはこうした事情が働いたが、その後は前述のとおり手元余資増大の事業法人等が条件付の債券購入を積極化させたことを主因に、投資家の取引動機が多様化等もあいまって取引量はさらに大幅増加を示した（店頭市

場売買高＜東京、月平均＞、44年度 5,063 億円→47年度上期 11,347 億円、東京証券取引所売買高、同 100→839 億円）。

もっとも、取引所取引は僅少で、取引の中心は相変わらず店頭取引である。取引対象銘柄が流動性の高い利付金融債（東京店頭市場売買高に占める割合、47年度上期中 39.8%）、電電債（同 24.8%）に集中している点も従来どおりである。ただ前述のとおり機関投資家等が、転換社債の価格が株価上伸を背景に上昇を続けたため、短期のキャピタル・ゲインをねらって転換社債の売買を積極化させたこともあって、もともと取引所取引の規模が小さかったとはいうものの、転換社債が 47年度上期中売買高の 63.4% に達した点が特徴的である。

#### （株式市況の過熱）

次に株式の流通市場をみよう。今回金融緩和期における株式市場の特色は、市況が著しく高騰したことである。とくに 47 年中には年間の上昇率が旧ダウ平均（東証 1 部）で 91.9% に達し、出来高（全国 8 市場）も年間 1,355 億株と前年比 66.5% 増となった。こうした株価暴騰の基本的背景は、金融緩和の一段の浸透、リーズ資金の大量流入などから手元余資が増大した金融機関や事業法人が債券市場の玉不足もあって、株式市場を資金運用の場として積極的に活用したことによるものであるが、秋口前後には企業業績の回復を反映した業績相場の色彩も加わった。

法人買いは、当初既往融資先に対する地盤確保等をねらって、都市銀行を中心とする金融機関によって始められたが、これに対し日本銀行は、4 月以降都市銀行に株式購入自粛の指導を行なったため、都市銀行の株式購入の動きは弱まった。しかし、地銀、中小金融機関や 6 月から株式保有を認められた共済連等の株式購入はその後も続いたほか、事業法人の株式購入の動きも一段と強まった。今回の事業法人の株式購入については、非居

住者の対日株式投資に刺激された新しい要素が加わっている。

わが国の株式市場における投資は、従来利回り基準で行なわれる傾向が強かったが、海外からの対日投資の盛行によって米国流の株価収益率基準<sup>(注4)</sup>が注目されるようになった。この結果、年年の成長率が高く収益の向上がみられる企業の株式は値上がりを示したが、さらに47年3月わが国ではじめての「公開買付け」が行なわれるに至り、わが国企業は、株主安定化のため株式を買い集める仕ぶりに出た。このような傾向は、当然のことながら市場において浮動株を減少させ品薄感を強めるとともに、株式に対する認識を利回り本位の金融資産から経営権ないし物的資産に対する支配権へとある程度変えることになり、株価を従来の利回り採算では考えられない水準にまで押し上げることとなった。もとより現在の株価の異常高には、すでにみたように金融の超緩和、インフレ・ムード等種々の要因があり、株価収益率、「公開買付け」のみで説明しきれものではないが、これらが一つの背景であることはいなめない。

## 2. 流通市場国際化の現状

以上、今次金融緩和下における債券流通の特色を考察したが、金融緩和の影響と並んで見のがすことのできないう一つの動きは、国際化の進展である。

### (外人投資家による対内証券投資)

外人投資家の対内証券投資が本格的な盛り上がりを示しはじめたのは43年春以降のことで、しかもそれは株式投資が中心であった。これはわが国の株価水準が、高度成長の持続にもかかわらず、

利回り基準の投資等から比較的低位であったことに加え、42年7月第1次資本取引の自由化に伴い、取得制限の緩和が図られたことによる面が大きい。44年度の株式投資は43年度比取得ベースで3倍、ネット取得額で2倍強に増大した。45年度にはいり金利裁定動機などから確定利付の債券に対する投資が活発に行なわれるようになったが、株式投資が米国における対日証券投資規制措置や国際投信 I. O. S の経営破たんなどから進まなかったため、年度間の証券投資全体としては停滞した。46年度は株式投資についてはニクソン声明による株価暴落から売却の動きもあったが、債券投資については海外金利の低下、対日スワップ・マージンの拡大などから欧米機関投資家の大口投資が活発化、加えて円切上げ不安台頭に伴う外国海運会社等の対日債務ヘッジ買いも盛行したため、証券投資全体としてのネット取得額は45年度を上回った。

47年度にはいってからは、債券投資については証券会社の売却自主規制もあってやや落ち着きぎみながら、株式投資については通貨調整による円の大幅切上げにもかかわらず投資意欲が根強くうか

(第5表)

### 対内証券投資状況

(非経営参加分、決済ベース、単位・百万ドル)

	株 式				債 券				合計
	許認可	取得	売却	取得・売却 (Δ) 超	取得	売却 償還	取得・売却 償還(Δ) 超	取得・売却 償還(Δ) 超	
44年度	2,415	1,709	944	765	21	8	13	778	
45 "	1,465	1,047	821	226	251	22	229	455	
46 "	2,412	1,667	1,497	170	563	187	376	546	
47年									
1~3月	811	492	533	△ 41	167	89	78	37	
4~6月	825	511	408	103	146	59	87	190	
7~9月	1,183	909	604	305	106	32	74	379	

(注4) 株価収益率(price earnings ratio)とは1株当たり利益(通常税引利益)に対する株価の倍率をいう。この数値の大きいことは、利益に比べて株価が相対的に高いことを示し、逆に数値の小さいことは株価が相対的に安いことを示す。

株価収益率は、企業の収益力あるいは企業全体の力を示すための投資基準であるといわれている。



がわれた。その根因は、わが国経済の成長性にあるといわれるが、貿易収支黒字幅拡大をながめた円に対する思惑があったことも事実である。47年度上期中の証券投資全体としてのネット取得額はすでに569百万ドルと46年度(546百万ドル)を上回っており、既往最高の44年度(778百万ドル)の7割近くに達している(第5表参照)。この結果、非居住者の本邦証券保有残高も増加している(注5)。

#### (わが国投資家による対外証券投資)

わが国投資家による対外証券投資の自由化は、投資信託に対し外国証券の組入れが認められた45年2月以降始まったが、その後外貨流出促進を図(第6表)

#### 対 外 証 券 投 資 状 況

(非経営参加分、決済ベース、単位・百万ドル)

	株 式		債 券		合 計	
	取得	売却	取得・売却(Δ)超(A)	取得・売却(Δ)超(B)	(A)+(B)	
45年度	29	11	18	18	1	17
46 "	136	26	110	311	99	212
47年						
1～3月	72	19	53	202	90	112
4～6 "	178	25	153	109	40	69
7～9 "	140	68	72	316	53	263

(第7表)

#### 対外証券投資状況(取得市場別)

(非経営参加分、決済ベース、単位・百万ドル)

	株 式				債 券				合 計	
	取 得		売却	取得・売却(Δ)超(A)	取 得		売却	取得・売却(Δ)超(B)	(A)+(B)	
	外国市場	国内募集			外貨債券	円貨債券				
45 年 度	29	—	29	11	18	2	—	16	18	1
46 "	136	—	136	26	110	171	—	140	311	99
47年 1～3月	72	—	72	19	53	154	—	48	202	90
4～6 "	178	—	178	25	153	50	27	32	109	40
7～9 "	121	19	140	68	72	66	121	129	316	53

(注5) 株式——非居住者(外国法人、外国個人)の47年3月末の市場価格による保有高(東証調べ)は、14,757億円(全体に占める割合5.2%)と46年3月末(9,701億円<同4.9%>)を大幅に上回っている。

債券——47年9月末 ← 46年9月末 ← 45年9月末  
約8億ドル ← 約5億ドル ← 約5億ドル

るねらいもあって対外証券投資に関する規制を漸次緩和し、47年5月には外貨建外債の私募形式による国内販売を認めるに至った。さらにこのほど国内における外国投資信託の販売が自由化されたが、これによってわが国の対外証券投資の自由化は大筋においてすべて完了した。

わが国投資家による外国証券のネット取得額は、上記自由化の推進に伴い飛躍的に増大しており、45年度35百万ドルのあと、46年度は初年度のほぼ10倍に当たる322百万ドルを記録、47年度にはいっても上期中はすでに557百万ドルと46年度実績を大幅に上回っている(第6表参照)。もっとも、後述のごとく都・長銀の外貨建私募債取得に際してはユーロ資金を取り入れこれを購入資金に充当するケースが多いため、対外証券投資が増大している割には、必ずしも外貨流出とはなっていない。

上記のような対外証券投資増大の状況を取得市場別にみると(第7表参照)、株式投資では外国市場分が急増しており、債券投資では外貨建外債のうち国内募集分が増大している。前者については国内投信が外国投信の国内販売自由化を控え専門ファンドを設立し外国株の組入れを積極的に行な

ったという事情があり、後者については証券会社、銀行が実績作りのためもあって私募形式による国内販売の取扱い量を増大させたという事情がある。

#### (証券業の国際交流)

以上のような外人投資家による対内証券投資とわが国投資家による対外証券投資が相互に円滑に行なわれ、その取

引が増大するには、わが国の証券会社の海外進出と外国証券会社のわが国進出が進むのは当然の動きといえよう。わが国の証券会社の海外進出は、44年10月4大証券が欧州諸国に事務所を開設したところから急ピッチで進んでいるが(注6)、一方外国の証券会社のわが国進出も44年後半以降目だちは始めている。なお政府は45年9月、資本取引の第3次自由化に際し、証券業、証券投資信託業、証券サービス業を50%自由化業種に指定するとともに、46年9月には「外国証券業者に関する法律」を制定し、外国証券業者が国内に支店を設け大蔵大臣の免許をうけて証券業務を営む道を開いている。

海外に進出したわが国の証券会社は、当初は市場研究などを行なっていたが、外人投資家の対内証券投資が進むにつれそのための営業を行なうようになり、円建外債の発行やユーロ債の国内販売が認められた現在では、円建外債の発行に関する連絡事務や外国市場における引受け業務も幅広く行なっている。一方わが国に進出した外国の証券会社は、現在は主としてわが国投資家の対外証券投資のための営業を行なっているが、将来はわが国企業等の海外における起債に際しての引受け業務を営むものと思れる(注7)。

ところで、最近海外では、ユーロ・ダラー、ユーロ債とも中期市場が発展し相互に融合する傾向があるため、銀行業務と証券業務とを峻別することが困難となり、また市場間の金利裁定取引も一段と活発化している。この結果、海外に進出したわが国証券会社と海外に進出したわが国の銀行の業務が近接する可能性も強まっている。さらにまた、銀行業務と証券業務の兼営が認められている国の金融機関がわが国に進出してきた場合、両業

務の峻別をはたしてどこまで貫きうるかという問題も伏在している。

### 3. 発行市場における企業の資金調達動向

次に発行市場の動向に目を転じよう。

#### (1) 増資と起債の実情

##### (増 資)

企業の増資による資金調達額(1・2部合計、公募プレミアム分を含む)をみると、46年度は5,077億円にとどまったのに対し、47年度は1兆円前後と既往最高水準に達する見通しである(第8表参照)。このように増資が急増したのは株価が高騰を続け発行環境が好転していたためであるが、とくに特徴としては時価発行増資が盛行していることをあげることができる(有償増資払込総額に占める時価発行プレミアム額のシェアは約6割に上り、はじめて額面払込総額を上回るに至っている。第8表参照)。

ここで時価発行増資の推移を振り返ってみると、昭和26年の商法改正により、わが国に授權資本と無額面株式の制度が導入されたあと、36年に至り貿易為替自由化に備えて企業体質の強化を図る意図から、企業の中には一部公募付き増資を行なうものが現われたが、当時市場関係者は、「既往株主の増資プレミアム期待権を奪う」ことを理由に、時期尚早との態度を示した。その後42年に至り第1次資本取引自由化を前に、自己資本充実を目ざすため時価発行増資意欲が再び盛り上がったが、この時は市場関係者は「一挙にこれを進めると投資の採算を狂わせ市場に混乱を招くおそれがある」としながらも、これによって「発行市場と流通市場との有機的な関連が強まり、プライス・

(注6) 現在わが国証券会社の海外拠点(支店、事務所)は30、このほか外国の証券会社、銀行と出資関係を結んでいるものは18、現地法人4。

(注7) なお、これと関連して欧州投資銀行等わが国の銀行と証券会社が共同で海外で設立した国際投資銀行は、47年5月わが国で外国証券会社としての取扱いを受けることとなり、国内において証券活動を行なう道が開かれることとなった(外貨建外債等の販売高<47年5～9月>のうち30%強がこれら国際投資銀行等の扱い分)。

(第8表)

増 資 ・ 起 債 状 況

(単位・億円)

	有償増資総資金調達額		事業債純増額		時価転換社債	合 計
		うちプレミアム額		うち電力債		
45 年 度	6,652 < 63.5>	1,046 < 10.0>	2,677 < 25.6>	1,171 < 11.2>	1,145 < 10.9>	10,474 < 100.0>
46    "	5,077(△ 23.0) < 44.8>	815(△ 22.1) < 7.2>	5,406(△ 83.1) < 47.7>	2,598(△ 79.7) < 22.9>	850(△ 25.8) < 7.5>	11,333(△ 6.0) < 100.0>
47    " (見込み)	9,915(△ 95.3) < 64.2>	6,141(△ 653.5) < 39.8>	2,597(△ 52.0) < 16.8>	3,084(△ 18.7) < 20.0>	2,925(△ 244.1) < 18.9>	15,437(△ 36.2) < 100.0>
46年 4～6 月	1,122(△ 23.8) < 41.9>	174(△ 67.5) < 6.5>	1,246(△ 102.2) < 46.5>	519(△ 75.9) < 19.4>	310(△ 158.3) < 11.6>	2,678(△ 21.2) < 100.0>
7～9 "	1,985(△ 12.5) < 49.6>	247(△ 0.4) < 6.2>	1,680(△ 167.1) < 42.0>	740(△ 156.1) < 18.5>	335(△ 28.0) < 8.4>	4,000(△ 18.8) < 100.0>
10～12 "	973(△ 48.1) < 34.7>	169(△ 3.0) < 6.0>	1,660(△ 161.8) < 59.2>	773(△ 164.7) < 27.6>	170(△ 42.4) < 6.1>	2,803(△ 0.0) < 100.0>
47年 1～3 月	1,001(△ 3.3) < 54.0>	224(△ 126.3) < 12.1>	819(△ 3.1) < 44.1>	565(△ 92.2) < 30.5>	35(△ 86.8) < 1.9>	1,855(△ 11.5) < 100.0>
4～6 "	871(△ 22.4) < 86.0>	582(△ 235.1) < 57.5>	22(△ 98.2) < 2.2>	204(△ 60.7) < 20.1>	120(△ 61.3) < 11.8>	1,013(△ 62.2) < 100.0>
7～9 "	3,244(△ 63.4) < 69.4>	1,959(△ 693.1) < 41.9>	919(△ 45.3) < 19.7>	934(△ 26.2) < 20.0>	510(△ 52.2) < 10.9>	4,673(△ 16.8) < 100.0>
47 年 度 上 期	4,115(△ 32.4) < 72.4>	2,541(△ 503.6) < 44.7>	941(△ 67.8) < 16.5>	1,138(△ 9.6) < 20.0>	630(△ 2.3) < 11.1>	5,686(△ 14.9) < 100.0>
47 年 度 下 期 (見込み)	5,800(△ 193.8) < 59.4>	3,600(△ 816.0) < 36.9>	1,656(△ 33.2) < 17.0>	1,946(△ 45.4) < 20.0>	2,295(△ 255.8) < 23.5>	9,751(△ 46.0) < 100.0>

(注) 1. 増資には第三者割当て分を含まず。  
2. カッコ内は前年比増減率(%)。  
3. < >内は構成比(%)。  
4. 「見込み」は野村証券、公社債引受協会調べ(47年9月現在)。

メカニズムを通じて増資が自動調整される」メリットをかって前向きに認める姿勢に転じた。43年以降は株式市況の活況を背景に時価発行増資は漸次増大してきたものである。

(起 債)

企業の起債による資金調達額(事業債純増額)をみると、46年度は5,406億円と高水準を示したのに対し、47年度は2,597億円とほぼ半減する見通しである。あいつぐ発行条件の改訂にもかかわらず、このように起債が急減した(6月には31年7

月以来戦後2度目の起債ゼロを記録、とくに大型債発行の鉄鋼の起債意欲停滞が顕著<鉄鋼の発行総額46年度1,287億円→47年度見通し800億円>)のは、銀行貸出態度が積極化したこと、企業の手元流動性が大幅に上昇したことが主因であるが、企業が長期資金の調達にあたって株高のおりコストの低い時価転換社債あるいは時価発行増資を選好した事情が大きく響いている。

一方この間における時価転換社債<sup>(注8)</sup>の発行額は、株価堅調等を背景に46年度の850億円から47

(注8) 時価転換社債発行の推移……昭和37年以降、わが国企業の中には、海外市場において時価転換社債の発行を行なうものが増加していたが、これが刺激となって国内でも資金調達ルート多様化の見地から時価転換社債発行の機運が漸次醸成されてきた。わが国初の国内における時価転換社債の発行が行なわれたのは41年であるが、その後あとが続かなかった。44年度に至り、一般社債の消化難を打開する一策として転換社債の発行が試みられたが、これがおりからの株価上昇を背景に成功し、4銘柄の発行をみた。以後45年度(22銘柄)、46年度(18銘柄)と順調に増加、47年度は66銘柄と飛躍的増加が見込まれている。

年度は2,925億円へ急増する見込みである。とくに47年度下期の発行計画は47銘柄2,295億円と普通社債の発行純増額(1,656億円)を大幅に上回る見通しで、いまや社債発行の過半は時価転換社債によって占められている(第8表参照)。

#### (業種別動向)

47年度の増資(プレミアム分を含む有償増資払込総額、1・2部合計)・起債(一般社債は純減となる事情もあり、ここでは転換社債に限る)状況を業種別にみると、製造業のシェア低下(増資45年度53.6%→46年度26.9%→47年度29.3%、起債同91.3→83.5→68.8%)と非製造業のシェア上昇が目だつ。個別業種別にみると、増資では鉄鋼、石油製品の減少が著しい一方、金融、保険、商業、建設の大幅増加が目立ち、起債ではとくに商業、不動産、鉄道、建設の増加が顕著である(4業種合計の発行銘柄数、45年度、46年度各1銘柄→47年度19銘柄)。これは製造業が、概して先行き需給バランスに確信を持てぬところから、設備投資に踏み切れず長期資金への需要が少ない一方、建設、不動産および卸小売り等が、個人消費堅調、財政支出増大をながめ、設備投資、長期在庫補充などを見込んでいることを反映したものといえよう。

#### (2) 発行条件の弾力化

このような増資、起債の動向のうち、今回金融緩和期の特徴としてとくに注目されるのは、起債条件の弾力化が進んだことであろう。はじめにも述べたように、金融緩和の浸透につれ、欧米諸国の発達した資本市場と同様、債券の市場実勢利回りが応募者利回りを下回って、引受け業務に有利な状態が生まれ(第1図参照)、応募者利回りは5

次にわたって弾力的に改訂された(46年9月、47年1、4、7、9の各月)。この間、経団連資本対策委員会は、昭和46年6月29日に事業債発行市場の弾力化を推進する主旨から、「発行条件については、当面は現行の応募者利回りを踏襲するが、今後金融情勢、募集環境等に応じ、現行応募者利回りの上下0.25%の範囲内において利率、発行価格等を適時変更しうるものとする」と決議し、さらに47年2月1日には「発行条件については、金融情勢、募集環境等に応じ、その時の応募者利回りの上下0.5%の範囲内において利率、発行価格等を適時変更しうるものとする」と決議した。

一方、債券の期間についても10年もののが出現し、事業債(一般社債および転換社債)の発行格付け基準も弾力化された。すなわち、47年1月から10年ものの国債が発行されたのに引き続き、47年7月の発行条件改訂に際しては、政保債、地方債、事業債にも10年ものが導入された。10年もの事業債は投資家の高利回り投資への選好に合致して売れ行きは好調で、一方発行者コストも7年ものを下回る(A格債一般担保10年もの7.587%、7年もの7.604%——これは償還方法の違いなどから10年債の発行・償還手数料等が7年債比相対的に割安となることによる)<sup>(注9)</sup>ことから、9月以降発行の事業債はほぼ全銘柄10年債となっている。一方、事業債の発行格付け基準については、従来資本金の額および純資産により5ランクに分類し、それぞれについて単一の応募者利回りが付けられていたが、証券界、金融界では、47年10月、起債市場の市場原理が働く余地を広げるとの趣旨から、これを純資産の額だけによる4ランクに改め(起債されることがきわめて少なかった旧

(注9) A格債(一般担保)の場合、10年ものときは、発行後3年間据置きで年間7%の定時償還となるので、平均年限は8.53年となり、7年ものときは、発行後2年間据置き半年ごと3%の定時償還となるので、平均年限は6.325年となる。この結果、発行者コストの中で発行差額、当初および最終経費など債券期間にかかわりなく支払われるいわば固定的な部分の1年当りの平均は、10年もののほうが7年ものよりも小さくなる。

「D格」を削除した)、かつそれぞれについて基準の応募者利回りを中心に上下各0.05%のワイド・バンドを設け、起債のつど、銘柄ごとにレートを選択することができることとした。なおこの間証券4社では、これと前後して転換社債の発行会社の適格要件についても弾力化措置を講じた。

### (3) 時価発行増資、時価転換社債発行盛行の背景

前述のとおり、最近における発行市場のいま一つの特色は、時価発行増資、時価転換社債発行の盛行(時価発行増資プレミアム額と転換社債で調

達資金の6割に達する——既往最高約2割<45年度>)である。その背景には、主として金融の超緩和によりもたらされた次のような事情と問題点を指摘することができる。

イ. 時価発行増資の場合は株価の高騰に伴い、転換社債の場合は表面金利の大幅低下(注10)(転換社債は個別発行ごとに表面金利が自由に設定されるたてまえ)に伴い、企業にとって低コスト資金(注11)の調達が可能となった。多くの製造業大企業は目先投資意欲が低調なこともあり、これ

(注10) 事業債発行格付け基準によるBB格企業(47年10月以前B格)の転換社債発行利回り(表面)推移

(参考・普通社債) 応募者利回り				(普通社債応) 募者利回り			
45/5~46/3	7.9%	45/3	8.218	47/2	7.15%	47/1	7.619
46/3~5	7.8%			5	6.6%	4	7.467
5~8	7.7%			6	6.5%	7	7.258
8	7.6%			8	6.0%		
8~9	7.5%	46/9	7.899		5.9%		
11	7.4%			9	5.8%	9	7.070
					5.7%		

今次金融緩和後の発行者コスト低下幅(事業債発行格付け基準BB格企業の場合)、普通社債1.2%前後、転換社債2%前後。

(注11) 時価発行増資、時価転換社債の資金コスト

(1) 時価発行増資……プレミアム還元をいつ、どの程度実施するか、時価発行の株式数を発行済みの株式数に対しどの程度とするかにより異なるので一律的計算は不能。ただ額面発行の場合には、配当率がそのまま資金コストとなるのに対し、時価発行増資の場合は、株式市場での配当利回りが資金コストに相当することになるため、配当率を一定とすれば、株式市場価格に反比例してコストは低下する。いま50円(額面価格)× $\frac{\text{有償増資総資金調達額}}{\text{有償増資総資金調達額}-\text{プレミアム額}}$ を1株当りの平均単価と考えれば、40年度(50.1円)以降上昇に転じ46年度63.4円、47年度125.1円となっている(右表参照)。

(2) 時価転換社債……株式への転換が行なわれる前は社債としてのコストを考えればよい。転換が進むにつれて転換価格が通例割高に決められていることもありコストは逓減する筋合い。最近では、転換社債の発行者コストは表面金利が低いため、一般社債の発行者コストをかなり下回っている。一例をとると次のとおり。

転換社債発行コスト	6.605%
	(表面金利 5.700%)
一般社債発行コスト	7.967%
	(表面金利 6.915%)
長期借入金コスト	10%弱

時価発行増資1株当り単価

	有償増資総 資金調達額	うち プレミ ム額		1株当り 単価
		億円	円	
32年度	1,819	17		50.5
33 "	1,523	17		50.6
34 "	3,143	181		53.1
35 "	4,472	357		54.3
36 "	6,700	470		53.8
37 "	5,500	156		51.5
38 "	4,445	71		50.8
39 "	4,460	8		50.1
40 "	1,429	2		50.1
41 "	1,938	25		50.6
42 "	2,528	36		50.7
43 "	3,241	101		51.6
44 "	5,297	514		55.4
45 "	6,613	1,063		59.6
46 "	5,410	1,144		63.4
47 "	10,649	6,394		125.1

(注) 山一証券調べ、47年度は見込み(47年9月現在)。

によって財務内容の改善が進むことが期待されるが、時価発行増資や時価転換社債のかなりの部分が金融機関によって消化されている現状においては、事実上貸出の変形という面があることも見のがせない。企業の中には、調達資金を貸出の返済に向けて財務内容を改善するのではなく、土地購入や株式再投資に用いるなど問題の多い仕ぶりもみられる。

また時価転換社債と時価発行増資が盛行をみている反面で、通常の起債は著しく沈滞しているが、その背景に株式市況の過熱や金融機関の貸出、時価発行親引け、転換社債投資の行き過ぎがあることを考えると、このような変化がすべて望ましいプライス・メカニズムの働きであるとはいきれない面もある。

ロ．発行側においては、資本取引自由化のいっそうの進展により、株主安定化工作の強化を迫られる一方、消化側においては、事業法人、金融機関とも金融緩和、外貨流入等により手元余資の水準が高く消化能力が高まっている（所有者別持株比率——事業法人45年9月末21.0%→47年3月末22.5%、金融機関同35.3→37.5%）。

ハ．採算上のうまみもあり証券会社間の引受幹事競争がし烈化している。

#### 4. 発行市場の国際化とその影響

##### （円建外債の発行）

政府は、各国からの円建外債発行希望に対し、外貨流出促進策の一つとして、一定のルールのもとで積極的に認めるとの方針をとり、円建外債は、45年12月に第1回アジア開銀債が発行されてからアジア開銀債3回、世銀債5回、オーストラリア連邦債、カナダ・ケベック州債各1回と合計10銘柄1,240億円の発行をみている。

円建外債は、ユーロ債市場における慣行を主張する発行者の要請もあって、国内債に比べて債券

期間が長く（7年もののほか10年もの15年ものがある）、かつ金利および発行価格は一応市場実勢に基づいた形で決定されたといわれている。このことは当然のことながらわが国の従来の事業債の期間がすべて7年と短く、かつ金利および発行価格が資本金を基準とする格付けごとに固定されていることに見直しを行なう機運を生じさせることとなり、前述した起債条件の弾力化を側面から促進する作用ともなった。こうした動きはその後国際市場において発行条件が銘柄ごとに弾力的に決定されるユーロ債の私募形式による国内販売が盛行をみるに至りいっそう助長されることとなった。

##### （アンダー・ライター機能と無担保債の発行問題）

円建外債の引受けに際しては、証券会社が発行者との間で発行条件等を決定し、その消化も銀行が3分の1に押えられ、証券会社の販売活動によって中小金融機関、個人等へ振り向けられた（ただし第1回アジア開銀債は例外）。これは従来事業債の引受けに際しては事実上受託銀行も発行条件等の決定に参画し、また消化も発行者、証券会社、銀行がその消化のめどを協議して計画的に行なっているのに比べ、証券会社が単独でアンダー・ライター機能を発揮したものとして注目された。

これまでの円建外債（すべて公共債）はすべて無担保であり（そのかわりに財務制限条項、ネガティブ・プレッジ・クローズ等が付されている）、今後外国会社債が円建で発行されるときも技術的制約等から無担保とされる公算が大いといわれている。これに対し、わが国ではこれまで電力債、電電債等特別の法律で一般担保を認められているものを除き、社債はすべて担保付社債信託法による物上担保が付されてきた。そのため内外のバランスという意味からも、国内社債についても無担保債を認めるべきであるとして、一部では無担保

債の発行計画を打ち出すに至った。

このため関係者間で調整の結果、現在の担保主義を背景とした一般信用秩序にかんがみ、普通社債を無担保で発行することはできないが、株式的側面を有する転換社債を無担保で発行することは社債権者を保護する他の手段があればさしつかえないとの考え方から、48年1月以降、無担保転換社債の発行が実現することとなった。

## 5. むすび——残された問題点

以上の検討によって明らかなように、今次の金融緩和を背景として、資本市場には金利機能の新しい芽が出はじめている反面、一部には市場の健全な発展にとってマイナスとなりかねないような動きもないとはいえない。

たとえば、時価発行増資と時価転換社債の起債盛行は、一面において発行、流通両市場、あるいは株式、債券両市場の有機的関連がプライス・メカニズムによって強まり、増資や起債が市場原理で調整されるに至る萌芽を含んでいることはいえない。しかし反面においては、株価の異常な高騰が基本的背景となり、金融機関の与信活動の行き過ぎがそれをささえ、個人投資家が激しい値動きをおそれて市場から後退していることは、けっして健全な市場の発展とはいえず、長期的な視点からいうとやはり問題なしとはいえない。

債券流通市場においても、市場参加者の投資態度は収益意識を背景にきめが細くなり、合理的な金利裁定を通じていわば正常な長短の金利格差が生まれてきたことは、今後の市場の発展を促す要因として前向きに評価することができる。市場の実勢利回りが応募者利回りを下回ったことも、引受け業務の発展にとって好環境といえよう。しかし、引受け業務の健全な発展は、投資家保護の姿勢、金融審査能力、危険負担能力などに対する投資家の深い信頼をかり得た時にはじめて本格的

に可能となるのであって、今後に残された問題も少なくない。

国際化の波も、円建外債の発行条件が一応市場実勢に基礎をおいた形で決定され、また国際市場で自由に金利が決定されるユーロ債等が国内で販売されるに至ったことは、わが国資本市場のプライス・メカニズムを一段と発達させる要因として評価できる。しかし、外国証券の国内公募、流通等に関しては、なお解決すべき多くの制度的問題があるほか、基本的には国内における市場原理尊重の姿勢いかにによって国際化のテンポも逆に制約される面が大きいことも忘れてはならない。

その意味で最も重要なことは、内国債に関して市場の需給実勢を反映した条件で起債するという原則を定着させることであろう。事業債の発行条件は、今回金融緩和期に数次にわたって引き下げられたが、現行応募者利回りの上下0.5%の範囲で弾力的に調整するという原理は、今後金融基調が変化していくような場面があれば、弾力的な引上げという形をとることが期待される。

この点に関連して大きな影響をもつのは、国債発行のあり方であろう。市中公募国債は、47年度の1兆7千億円に続いて、48年度も1兆9千億円の巨額に達する予定であり、今後も社会資本充実の国民的合意を背景に、高水準の国債市中消化が続くとみられる。これまでは、市中公募国債のかなりの部分が、発行後1年を経過すると、成長通貨の供給に見合う買オペレーションによって日本銀行に吸収されたが、今後は国債発行規模の増大に伴い、期日まで市中に滞留する国債残高は一段と増加しよう。したがって、市場の実勢利回りに合わせて発行条件を弾力的に改訂することは、国債の円滑な市中消化を図るためにもしだいに重要な条件となってくるものと思われる。

このようにみえてくると、資本市場におけるプライス・メカニズムの定着は、金利体系全般の弾力

化、自由化と、証券会社の体質強化、証券市場の体制整備をまっではじめて可能であることが理解されよう。最近における市場原理の働きを金融緩和期における一時的な現象に終わらせないためには、金融逼迫の局面においても公社債の発行金

利を流通市場の利回りに合わせて弾力的に改訂する慣行を育て、同時に市場関係者が投資家保護の観点から市場秩序の維持にいっそう努めることが必要と思われる。