

安定成長時代の 公社債市場

内閣審議官・牛場対外経済担当
大臣補佐官（前大蔵省大臣官房参事官）

長富祐一郎 著



安定成長時代の 公社債市場

内閣審議官・牛場対外経済担当
大臣補佐官（前大蔵省大臣官房参事官）

長富祐一郎 著

国の財政金融政策の動きが、国民ひとりひとりの生活に密接に結びついていることは、ここにあらためて申すまでもありません。財団法人大蔵財務協会は、昭和11年大蔵省の外郭団体として発足してより、財務、税務行政の改良、発達およびこれに関する知識の普及という使命にもとづいて、活発な出版活動をつづけてきました。

現在、大蔵省の広報誌である月刊「ファイナンス」、週刊「税のしるべ」、週二回刊「国税速報」等の定期刊行物をはじめ、財政、金融、税務に関する各種多数の書籍を刊行しておりますが、当協会は、大蔵省の唯一の総合外郭団体としての自覚のもとに、財務、金融、税務に関するもっとも新しくまた必要な知識について、もっとも權威ある執筆陣をもって、信頼しうる書籍を上梓し、廉価かつ迅速に提供して参りました。

幸い、ひろく読者の皆さんのご支持をえて、今日に至っておりますが、今後とも叱正ご指導をいただいて、より優れた有用な書籍を刊行し、当協会の使命の達成を強く念願するものであります。

清野 真

安定成長時代の公社債市場

昭和53年 1月20日 印刷
昭和53年 4月25日 第3版

定価 1,600 円 (千200円)

不許
複製

内閣審議官・牛場対外経済担当大臣補佐官
(前大蔵省大臣官房参事官)

著者 長 富 祐一郎
(財)大蔵財務協合理事長
発行者 清 野 真

財団法人 大蔵財務協会

《発行所》

(郵便番号 102)
東京都千代田区三番町30番地2
振替東京 7-126840・電話03 (265) 4141

印刷・広研印刷株式会社

推せんのことば

金融といえは銀行を思い浮かべるように、我が国では、銀行を中心とする間接金融が支配的であつたために、公社債市場に関する一般の理解は必ずしも十分であつたとは言えないのが実情である。最近、国債をはじめとする公共債の大量発行、流通市場の活発化、資産選択の多様化、国際化の進展に伴い、公社債市場の役割に対する人々の関心が急速に高まってきている。このような機会に、公社債市場の問題を正面から取り扱つた本書が出版されることは大変時宜を得た試みといつてよく、筆者の労を多としたい。

周知のように、高度成長からいわゆる安定成長へという経済環境の変化に伴い、我が国の公社債市場も大きな変化に直面している。しかし、公社債市場さらに広く金融市場における制度や慣行は、必ずしもこのような客観情勢の変化に対応した変化を示してきたとはいひ難いのが実情である。

このような状況のもとで、今後の我が国の公社債市場の望ましい在り方を探り、望ましい方向を見出していくためには、まず第一に、過去の制度や慣行がなぜ生じてきたか、それがどのような変遷を経てきたかを明らかにするとともに、第二に、経済環境の変化に伴つて金融市場、公社債市場にどのような変化が生じているかを具体的かつ明確に把握することが望まれる。そして第三に、このような変化に伴つて、どのような問題が生じ、それを解決するための鍵はどこにあるかを検討しなければならない。

本書は、第二次大戦前の公社債市場から戦後に及ぶ我が国の公社債市場の変遷を概観しつつ、最近の公社債市場の展開に及んでおり、最近公表された証券取引審議会・基本問題委員会の「望ましい公社債市場の在り方に関する報告書」に対して好個の補完財の役割を果たすものと考えられる。特に報告書では全く触れられなかったり、簡単に述べられるにとどまっている過去の変遷や最近の公社債市場の展開、とりわけ国際化を中心とした展開等が詳しく述べられている。さらに問題点の指摘についても、「昭和五十年代前期経済計画」の基本的な考え方にに基づき、広い視野からの確な指摘がなされている。

事実、基本問題委員会の審議の過程でも、本書の筆者の博い知識に負うところが少なかつたのである。この意味からも本書が報告書と併せ読まれるならば、今後の公社債市場の在り方を考えるに当って、裨益するところが大きいと信ずる次第である。

昭和五十二年十二月

東京大学教授 館 龍一郎

(証取審・基本問題委員会委員長)

序にかえて

ここ数年来の我が国公社債市場の発展は、誠に目覚ましいものがある。それは、我が国公社債市場の新しい歴史を示すものといえよう。

我が国の公社債市場ないし資本市場がこのような新しい展開を見せはじめたのは、昭和四十六、七年ごろからのことである。戦後の経済復興と著しい高度成長によって、国民総生産（GNP）、外貨準備ともに世界第二位になった我が国経済は、昭和四十六年度以降それまでの二桁の高度成長に別れを告げ、安定成長時代に入っていく。国債をはじめ公共債が増大し、資金調達・投資対象に対する多様化の要請が強まり、同時に、国際化が進展していった。

昭和四十六年十一月、大蔵大臣は証券取引審議会に対し「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」諮問し、四十八年二月に答申を得た。

我が国の金融・資本市場には、戦時・戦後の統制時代の制度・慣行の名残りから、資金配分的性格がなお強く見られるといわれる。しかし、このころから金利も次第に弾力化され、例えば事業債の発行条件の改訂は、昭和三十五年から四十六年までの十二年間に五回であったのに対し、四十七年から五十年までの四年間には十四回となっている。

四十七年は、事業債の格付基準について、資本金基準を廃止し、質的要素を重視した弾力化が行われ、償還期限についても、従来の七年債一本から十年債も発行されるようになり、多様化が図られた。資金需要に見合った起債単位の大規模化も進められ、平均起債単位は四十五年度の十四億円から四十七年度三十九億円、四十九年度五十三億円となった。

昭和四十五年末には戦後初めての円建外債が発行されたが、この円建外債の発行は四十六年度以降本格化した。四十七年には私募外債の発行もはじまり、外国株式の公募も行われるようになった。

我が国資本市場の弾力化は、このような国際化の進展と相まって進められてきている。起債時期の自由選択も円建外債の発行で先鞭をつけられ、特別電々債に及んだ。転換社債も起債時期は自由に選択されている。

四十七年から、時価転換社債の発行や時価発行増資も盛んに行われるようになった。また、転換社債については、四十八年に戦後初めての無担保債の発行を見た。

こうした我が国経済の変化と国際化に対応した資本市場政策の展開を図るため、昭和四十七年五月、大蔵省証券局にそれまでの企業財務第一課を改組して資本市場課が設けられ、翌年七月同局に流通市場課が設置された。

昭和四十八年十月オイル・ショックが発生し、世界的なインフレーションが発生した。各国とも懸命に物価対策を講じ、中・長期的経済政策の遂行は一時的に停滞した。しかし、ようやく物価も鎮静化し、政府は五十一年五月「昭和五十年代前期経済計画」を閣議決定した。

我が国資本市場も落着きを取戻し、新しい時代に対応した弾力化・国際化の政策が進められている。

このような情勢に対応し、証券取引審議会は、昭和五十一年十一月「安定成長期における公社債・株式市場の在り方について」調査審議するため、基本問題委員会を設置した。同委員会は、委員長の館龍一郎東京大学教授をはじめ、委員は七名の学者だけで構成されているところに特色を有し、それだけにその結論に世上の関心を集めた。

基本問題委員会は、十五回の会議（うち一回は数日間の集中審議）と数次にわたる起草委員会の審議を経て、本五十二年十月、証券取引審議会に対し「望ましい公社債市場の在り方に関する報告書」を提出した。同報告書は、「国民経済的観点から見て今日最も重要なことは、現在の公社債市場に見られる不必要な制約を排除し、自由で開かれた市場を形成し、そこでの有効な競争を通じて公社債市場の拡大と深化を図ることである」として、大胆かつ率直ないくつかの提案をしている。

※

前置きが長くなったが、実は本書の筆者の長富祐一郎君は、昭和四十六年七月に在米大使館一等書記官としてのワシントンにおける勤務を終えて帰国して以来、資本市場課の創設に当り、企業財務第一課及び資本市場課の筆頭課長補佐として二年間、新しい資本市場政策を企画・立案し、我が国資本市場の弾力化と国際化を推進した人物である。その後、大臣官房文書課にあって課長補佐及び広報室長を勤めたが、五十一年七月以来、証券取引関係担当の大臣官房参事官として証券取引審議会及び同基本問題委員会の運営に当たっている。また同君は、四十八年三月のフロート制移行時と今十一月の円の急騰時と二回にわたる国

際通貨動乱時に、日本代表としてOECD金融・資本市場委員会に出席している。

本書所載の論文「国際化するわが国資本市場」及び「東京国際資本市場の成立」は同君が資本市場課時代に、また「安定成長経済下の金融構造」は今回の基本問題委員会の審議に当って書いたものである。いずれも、我が国資本市場ないし公社債市場が新しい歴史を画していった時代に、直接その政策の立案と遂行を担当していた者の「生きた歴史の証言」であり、今後の我が国金融・資本市場の展望についての大きな示唆を与えるものである。

広く一読をお薦めする次第である。

昭和五十二年十二月

大蔵省証券局長 山内 宏

目次

推せんのことば

序にかえて

◆ 安定成長経済下の金融構造

——証取審・基本委リポート——

第一章 証取審・基本問題委員会発足	一五
-------------------	----

第一節 間接金融中心の金融構造	一五
-----------------	----

第二節 自由だった大正・昭和初期	二〇
------------------	----

第三節 金融統制による資金配分始る	二一
-------------------	----

第四節 高度成長を支えた間接金融	二三
------------------	----

第二章 安定成長経済への移行	二七
----------------	----

第一節 高度成長期の制度・慣行の見直し	三〇
---------------------	----

第二節 金融・資本市場と公社債・株式市場	三一
----------------------	----

第三節	金融・資本市場をめぐる環境の変化	三三
第四節	直接金融の拡大が重要な政策課題	三四
第五節	良質な安定資金の調達に努める企業	三六
第六節	西ドイツに追いついた個人金融資産	三八
第七節	収益性指向を強めていく個人投資家	四七
第八節	躍進している国債等債券の個人消化	五一
第九節	株式の保有比率の低下は世界的傾向	五五
第十節	新しい時代の生・損保の資産運用	六一
第十一節	新たな機関投資家の抬頭と証券投資	六五
第十二節	機関投資家の投資対象としての私募債	六九
第十三節	債券へ余資運用の収益化を図る企業	七六
	——注目を集める現先市場——	八〇
	——余資運用で減速経済に対応——	八二
	——短・中期債運用増は現先の三倍半——	八三
第三章	市場経済と金利機能の活用	八五
第一節	金融は難しい？ 金利とは？	八七

第二節	金利の需給調整機能と資金配分機能	九〇
-----	------------------	----

——金利機能活用的重要性——	九一
----------------	----

——金利機能の限界と調和——	九三
----------------	----

第三節	金融・資本市場の国際化と金利機能	九五
-----	------------------	----

——国際化が自由化にインパクト——	九七
-------------------	----

——内外起債市場 遂に逆転——	九九
-----------------	----

——金利の弾力化と市場の開放——	一〇一
------------------	-----

第四節	公社債・資本市場の整備発展への課題	一〇三
-----	-------------------	-----

——発行条件と流通利回り——	一〇六
----------------	-----

——欧米の先進公社債市場——	一〇八
----------------	-----

——一物一価ではないのか——	一一〇
----------------	-----

——まず短期債券市場の育成か——	一一三
------------------	-----

——国民不在の議論は不毛——	一一六
----------------	-----



東京国際資本市場の成立

——市場の正常化・弾力化も進展——

第一章 国際化の進展……………一二七

第一節 円建公募外債の発行……………一二七

第二節 ユーロ債等の国内販売……………一三〇

第三節 国際化のための諸施策……………一三二

第四節 活発な国際交流……………一三五

第五節 日本で初の外国株式公募……………一三七

第六節 私募外債の発行始る……………一四〇

第七節 私募外債の盛行と多様化……………一四二

第八節 取り残された問題点 その一……………一四五

第九節 取り残された問題点 その二……………一四八

第二章 正常化の進展……………一五七

第一節 発行条件の弾力化……………一五八

第二節	格付基準の弾力化……………	一六一
第三節	本格的社債への脱皮……………	一六四
第四節	企業の資金調達の多様化……………	一七〇
	——時価発行公募増資の盛行——	
第五節	転換社債の正常化・弾力化……………	一七四
第六節	企業の資金調達の多様化……………	一七九
	——時価転換社債の定着——	
第七節	無担保転換社債の登場……………	一八二
第八節	取り残された問題 その一……………	一八六
	——アンダーライター機能の拡充強化——	
第九節	取り残された問題 その二……………	一八九
	——流通市場の正常化——	



国際化するわが国資本市場

第一節	世銀債・アジ銀債の発行……………	一九七
第二節	国際化へのスケジュール……………	二〇〇

第三節	内外經濟情勢の變化……………	二〇三
第四節	發行市場の整備・弾力化……………	二〇六
第五節	消化構造・流通市場……………	二〇九
第六節	資本市場の新しい展開……………	一一一

安定成長経済下の金融構造

— 証取審・基本委リポート —

本稿は、大蔵省広報誌「ファイナンス」昭和五十二年二月号から五月号までに掲載したもののについて、計数など若干の補筆を行ったものである。