

社債市場育成のための 当面の問題について

証券取引審議会昭34.11.17発表

当審議会は7月8日以降数回にわたりわが国の経済が安定した成長発展をとげるためには、経済の担い手である企業が安定した資金によって堅実な経営を行う体制をととのえることが先決条件であるという観点から、その安定した資金を調達する具体的な方法としての増資と社債発行との二つの問題について審議を重ねてきたのであるが、そのうち社債発行の問題については一応の結論を得たので、ここにその要旨をとりまとめる。

われわれの論議は、どうすれば社債市場本来の姿、すなわち社債の発行額、発行条件等がその時における金融情勢と金利水準を背景として、起債当事者の自由な且つ自主的な話合によって決められていくような状態を実現させることができるかという問題を中心になされたのであるが、ここにどくに付言するまでもなくわが国の企業経営と金融市場がまだ正常化への過程にある現状において、ひとり社債市場のみについてその理想的な形態を実現させることは極めて困難といわざ

るをえない。わが国の現在の社債市場をとりまく環境を眺めるとき、資金の蓄積のみでは需要を満たすに足らず、そのために市中銀行の日銀借入は減少せず、コール市場も依然として正常化の傾向が見られない。また投資家の多くは株式市場に関心を集めている状況である。

このような社債市場の正常化が困難な環境の下にあって、われわれが社債の問題をとりあげる場合に最初に当面する問題は、現在の社債の諸条件が現状に適合しているかどうかということである。この点については、コール金利の現状から考えても必ずしも適当なものでないという一応の結論が出たとしても、社債の条件とくにその応募者利回を軽々に変更することは、現在の社債市場の特殊事情から問題があり、また他のすべての金利に影響を及ぼすことにもなるので、当審議会としては、この問題は必ずしもいわゆる低金利政策にこだわることなく金融市場全体の状況に弾力的に対応しつつ、総合的な見地から別途慎重に検討を行うこ

とが適當であると考える。

われわれがここで社債市場育成の問題を強調し、また起債関係者が現在までの問題に大きい努力を払ってきた所以は社債が次のような四つの面において、経済の正常化に重要な意味を有していると考えからである。

- (1) 企業の側から見た場合、社債は自己資本に次いで安定した資金の調達方法であり、これによって安定した経営が可能になる。戦後わが国の経済は急速に復興する必要があったが、わが国の企業はその使用目的に応じた合理的な形で資金を調達することができず、主として金融機関からの借入に依存せざるをえなかった。しかし現在ではわが国の経済も正常化の途を歩んでおり、資本市場も漸次育成されつつあるので企業は今までの借入金依存の経営から脱却して、たとえば設備資金は自己資本によるのでなければ、原則としてこれを社債によってまかなう等の健全な経営を行うべきである。
- (2) 金融機関の側から見た場合、社債は本来流通性をもっているものであるから、これを保有することによって、金融機関に最も必要な資産の流動性と経営の健全性を保つことができる。戦前におけるわが国の金融機関の例に徴し

てもまた諸外国の事例を見ても、金融機関の債券保有額は全資産に対して相当大きい割合を占めているのであるが戦後のわが国の金融機関は資本市場がまだほとんど存在しなかった状況の下において、わが国経済の急速な復興に対処するために貸付金という形で企業に資金を供給せざるをえなかった。しかし今後は経済の正常化とともに金融機関もその本来の原則に立って、漸次社債の保有を増加していく等その資産に流動性を附与するような経営を行う必要がある。

- (3) 金融機関以外の投資家主として個人投資家の側から見た場合、社債は株式と異ってリスクが著しく少く、その利回りも定期預金等に比べて有利でありまた流通性をそなえているものであるから、個人の貯蓄対象としても、またその他の諸機関の資産運用の対象としても適当なものの一つであると考えられる。
- (4) 国民経済的に見ても、社債は公開の証券市場において多数投資者の批判の下に発行されるものであるから、金融機関からの借入の場合に時として見られるような行き過ぎが少く、また社債の発行の増加は証券市場を拡大することになって、企業の正常な資本調達市

場を発達させることに役立つ。国民が社債を買うことによって企業に投資することは、直接投資を促進させるという考え方にも合致し、また国民大衆の経済知識の向上に寄与するところが大きい。

そこでわれわれは冒頭で述べたように社債市場本来の姿を表現させるという目標の下に、差し当たりとりあげるべき問題について検討を重ねてきたのであるが、一応次のような措置をとることが適当であるという結論に到達した。当審議会としては政府並びに起債関係者がこれらの措置の実現に積極的に協力されることを期待する。

1 社債の個人または金融機関以外の者への消化を促進するための措置

(1) 国民貯蓄組合の対象への事業債の追加

現在事業債は国民貯蓄組合の輪旋によって買入ることができる対象になっていないが、預貯金、政府保証債、金融債、貸付信託、勤務先預け金等が対象となっているのに比べて権衡を失っているので、各種の形態の個人貯蓄を公平に取り扱い、社債の個人消化を促進する見地から、この際事業債を対象に追加することが必要である。この場合事業債の範

囲についてはすべての事業債を対象とすべきではなく、たとえば担保付社債または公募社債に限定する等何等かの制限をするのが適当である。

(2) 投資信託の社債組入の増加

現在投資信託の社債の組入はまだ少く、運用資産総額に対して2.56%（34年10月末現在）であるが、株価の現状等から考えて、投資信託財産の運用の機動性を失わない範囲内でその組入の増加を図ることは、投資信託財産の運用の安全性等の見地からも適切と思われる、かたがた投資信託を通じて間接に社債の個人消化を促進する趣旨から、今後投資信託としては進んで社債の組入の増加を図ることが必要である。

(3) 社債の保有を制限している諸法令の廃止乃至緩和

現在諸機関及び諸団体の基金乃至余裕金の運用については、法令または通達によって社債への運用を認められていないもの、社債へ運用するについて所管庁の承認を要するもの、組合会の議決を要するもの等何らかの制限がなされているものが多いが、これらの諸機関、諸団体のうちにはその基金乃至余裕金を社債に運用することがむしろ好ましいと思わ

れるものもあるので、これら諸機関諸団体の性格、資金の性格等を個々に検討して、その制限措置を廃止乃至緩和することが必要である。

(4) 本券発行量の増大

現在本券の発行量は事業債について発行額の8.01%（34年4月～10月）であるが、取引所取引における受渡及びコールの担保とする場合は本券に限られ、さらに証券業者の店頭における社債売買の場合の受渡も原則として本券に限られているという実情に照らし、今後は本券の発行を増大していくことが必要である。

(5) 証券業者の社債の個人消化等に関する活動の積極化

最近証券業者の社債に関する広告宣伝も次第に多くなり、また個人投資家に売却した社債を投資家に不利にならないような条件で買戻す等証券業者の社債個人消化についての努力が行われているが、国民大衆の社債に対する関心はまだ極めて薄く、消化の大半が金融機関によって行われている状況である。しかしながら、社債市場を育成するためには金融機関以外への者に対する消化の割合をさらに一步一步高めていくことが必要であるので、今後も引続き継

続的なP・Rを実施するとともに、個人投資家に対するアフター・サービスにも一層努力する等証券業者が金融機関以外への者に対する消化とくに個人消化について一層積極的な活動を行うことが必要である。なおこの点に関連して証券業者の現在の画一的な引受方法を合理化することについても検討する必要がある。

2. 社債の流通を容易にするための措置

(1) 社債の流通を容易にするための金融

社債の流通を容易にするためいわゆる買取機関を作るという考え方が一部で提唱されているが、今直ちにこのような機関を作ることは一種の棚上機関と化して実効が少いものなるおそれがあるので、この問題については、なお今後社債市場の推移を十分見きわめて慎重に検討することが適当であると考えられる。従って証券金融会社を通じて相当量の株式金融が行われているという事実にも照らし、現状ではこの機構を利用して、正常な金融のあり方に反しない範囲で証券業者に対して個人投資家等から社債を買取るための金融を行うこと等を考慮するのであれば、むしろ実際的である。

なお現在都市銀行は日銀貸出を受けることが多く、その場合に社債も担保に使われているから社債の資金化についてきほどの問題はないが、地方銀行は原則として日銀貸出を受けていないので、社債に流通性が乏しい現在では地方銀行が社債を保有する実際の効用が少いといわれている。しかし地方銀行がその業務上必要とする場合には社債担保によって日銀貸出を受ける途もあるので、むしろこの問題は社債の流通性に関する一般論として考えるべき性質のものである。

(2) 社債のコール担保抜きの促進

社債は本来コールの担保として適当なものであるにも拘らず、現在はほとんどその取扱がなされていない。しかし社債の消化を促進しその流通を容易にするために、今後は前述の本券発行量の増大及び後述の社債登録制度の合理化の措置と相俟って、できるだけコール担保として扱うよう関係業者が協力することが必要である。

(3) 社債登録制度の合理化

社債登録制度は戦時中の特殊の経済情勢下に作られたもので、客観情勢が大幅に変化した現在においては

実情に適しない面も多い。たとえば現行の社債登録制度は不動産登記法を母法としており、手続が煩雑で社債の流通性の点から問題があり、またその手数料は本券印刷費に比べて著しく高額で、手数料の建て方についても問題が多い。さらに当初登録手数料は発行者負担となっているが社債の登録は社債権者の便宜のためその請求によりなされるものである点を考えると、むしろ社債権者負担とすべきではないかという疑問もある。従って、今後はこの考え方の是非について検討すべきであり、また社債登録制度を社債権者へのサービスのための制度として発展させる方策を検討すべきであるが、差し当り現行の諸手続の簡素化とそれに伴う登録手数料の引下を行うことが必要である。

3 社債の発行に際してとるべき措置

(1) 起債市場を自由化し拡大するための努力

現在事業債の発行については、毎月起債関係者間でその総額についての話が行われているが、このようなことは現状ではやむをえないとしても、なるべく早い機会に自由発行の原則にかえて、起債市場を拡

大し活発化していくように関係者が努める必要がある。

なおこのような総額についての話合を行うことがやむをえない間は、単に事業債だけでなく政府保証債、地方債、さらに必要があれば金融債についても、その性質は事業債とは異なるが、これをも含めて、すべての種類の債券について当事者の間で自主的に話合をして、全体の債券の発行を円滑に行うことを配慮することが必要である。

(2) 起債単位の引上

最近発行されている社債のうちには毎月または隔月に発行されているものがあるが、これでは発行単位が小刻みとなり発行費用も増加することになる。従って今後は一回の発行額を発行会社の規模等に照らして、ふさわしい程度の金額にまで引上げてまとめて発行することに努め、社債発行を本来の姿に戻し、その発行費用の低減を図る必要がある。またこの措置を円滑に実施するため社債前貸金融制度の育成を図ることが必要である。

(3) 社債発行と増資との振り分け

社債市場が狭隘で企業の発行希望量を十分満足させることができない

現在の特殊の状況の下においては、増資によりうる企業はなるべく増資によることとし、社債市場をたとえば公益事業のように料金を公定されているために増資によって資金調達することが困難な企業に譲ることが望ましい。ちなみに、これらの企業は通常社債の担保物として十分な固定資産を有しているので社債による資金調達が最も適切で、しかもその発行する社債の市場性が大きい企業である場合が多い。

(4) 社債発行に伴う各種手数料の引下乃至合理化

現在社債発行に当っては引受手数料、元利金支払手数料、受託手数料、登録手数料、信託報酬、登録税等の諸経費を要するが、現在の発行費用は戦前の発行費用に比べ一般的に割高となっているほか、数量の多寡、銘柄の優劣等による手数料の差異が認められておらず、また割引金融債と一般事業債の手数料との間にも権衡上問題がある等不合理な点が多いので、これら手数料の引下乃至合理化を図ることが必要である。

(附記) 本案は事業債を主体として述べているが、事業債に固有の問題を除き、政府保証債、地方債についても同様に考えるのが適当である。