

### 1.5 社債市場の発展経緯

日本の社債市場は長年、起債会などを通して監督当局及び銀行が実質的に管理してきたため、機動性に欠けた。そのために大手企業が海外のユーロ円転換社債市場等で起債する状況が自由化前の数年間続いた。

平成8年に社債発行の適債基準が撤廃された。これにより市場が活発化し、海外市場ではなく国内市場が主たる起債の場となった（図表1-16を参照）。

図表1-16 社債制度改革の経緯

	制度改革	トピックス
昭和22年	・証券取引法公布 ・日本銀行主導による起債調整協議会設置	
昭和24年	・起債調整協議会が起債懇談会と起債打合会へ分化	
昭和31年	・起債懇談会事実上廃止、公社債引受協会発足	
昭和32年		・起債打合会による起債調整実施
昭和36年		・住友金属等、国内企業戦後初の外貨債（米貨公債）発行
昭和47年		・起債会（従来の起債打合会）事業価格付基準の改定、 →その後、起債自由化まで数回改定
昭和48年		・三菱商事等、財務制限条項による無担保転換社債発行
昭和49年		・三井物産、国内企業として初めてMoody'sより格付け取得
昭和60年		・TDK、国内企業初の完全無担保普通社債発行 ・日本格付研究所、ムーディーズ・ジャパン、日インバスターズ・サービス設立
昭和62年		・NTT、社債発行条件決定に国内企業で初めてプロポーザル方式を導入
昭和63年	・全ての社債発行にプロポーザル方式が認められ、 起債会はその役目が終了	
平成2年	・適債基準を格付け基準に一本化、起債会格付の 廃止、財務制限条項の拡大	
平成4年	・金融制度及び証券取引制度の改革のための関係法律の 整備などに関する法律（金融制度改革法）公布	
平成5年	・商法改正により、社債発行限度枠規制の撤廃、社 債募集会社の廃止に伴う社債管理会社導入	
平成7年		・ソフトバンク、国内企業初の管理会社不設置社債発行
平成8年	・適債基準の撤廃	
平成9年		・ヤオハン・ジャパン転換社債デフォルト発生
平成11年	・社債等一般債の決済期間の短縮(T+5→T+3)	・銀行による国内公募普通社債の発行開始
平成13年		・マイカル国内普通・転換社債デフォルト発生

（備考） 徳島[2000]「現代社債投資の実務」、日本証券経済研究所[2002]「詳説 現代日本の証券市場 2002年度版」を参照して作成。

### 1.5.1 適債基準による規制（戦後から昭和63年の適債基準の改定まで）

戦後起債市場が再開された昭和24年から高度経済成長期にかけての我が国の社債市場は、適債基準に適った社債しか発行を許されない規制下での市場であった。また、「有担保原則」が前提とされており、物的担保力に乏しい基幹産業以外の企業の起債は困難であった。

そんな中でも、昭和54年にシアーズ・ローバック社が初の無担保社債を発行すると、昭和58、59年には無担保転換社債の適債基準が緩和され、また、同年12月には完全無担保普通社債にも財務制限条項が制定され、さらに、昭和60年1月に国内初の完全無担保普通社債をTDKが発行するに至った。

しかし、このような無担保債の適債基準緩和はきわめて限定された範囲のものでしかなく、大多数の企業は引き続き国内における社債の発行が困難なままであって、これが国内市場の空洞化につながっていく。

適債基準とは、一定基準以上の数値や格付け要件の充足を発行企業に課していたものであり、適債基準の運用は日本銀行、受託銀行、大手証券会社で構成される起債会で行われ、発行量・発行条件面での実質的起債統制が続いた。

昭和24年に起債打合会として発足し、昭和43年に改称された起債会は、社債受託会社（20数行の銀行）と引受証券会社（証券大手4社）によって構成されていたが、主導権は「八行会」（興銀・三井・三菱・富士・住友・三和・第一・勧業）だったと言われている。これは、実質的には社債の引受けは社債受託会社である銀行に限られていることを示しており、このように限られた環境下において基本的には大蔵省・日本銀行の金融政策に沿うように、社債発行市場を調整することが起債会の役割とされた。

しかしながら、昭和63年からは、すべての社債について社債発行については、プロポーザル方式（複数の引受証券会社が発行条件のプロポーザルを出して、発行体は有利なものを採用するという方式）の発行が許容されるようになり、起債会の統制から離脱した社債発行が可能になった。

ただし、プロポーザル方式導入に加えて、昭和63年に適債基準の改正が行われ、適債基準は緩和されたものの、管理は大蔵省が行うことになり、平成8年に撤廃されるまで適債基準は存続した。なお、昭和63年の適債基準の改正前後における適債基準の詳細については、図表1-17に記載している。

図表 1-17 昭和 63 年の改正前後の適債基準の概要

	改 定 前	改 定 後
担保付普通社債	<p>純資産 純資産 自己資 事 業 イ ン 1株当り配当金 億 円 倍 率 本比率 利率 カ バ 1株当り配当金</p> <p>100 1.2 10 5 1.0 3期 3or 直前 4 60 1.5 12 6 1.2 3期 4or 直前 5 30 3.0 30 8 3.0 3期 5</p> <p>① 配当必須その他 3/4 充足 ② 公債券起債残高のある銘柄については、次のとおり 配当を3期…その他 1/4 充足 配当を直前…その他 2/4 充足</p> <p>○ 商社特例 *適格企業数…約 1,060 社</p>	<p>1. 格付 B B B以上フリーパス (新株引受権付社債については1株当り配当金(3期3円 or 直前4円)基準充足)</p> <p>2. 数値基準(商社特例を含む)は現行どおり。</p> <p>*適格企業数…約 1300 社程度</p>
無担保普通社債	<p><b>本 則</b> 純資産 純資産 自己資 事 業 イ ン 1株当り配当金 億 円 倍 率 本比率 利率 カ バ 1株当り配当金</p> <p>3000 3.0 30 8 3.0 5年 6円 1100 4.0 40 10 4.0 〃 550 5.0 50 12 5.0 〃</p> <p>○ 3000、1000～純資産以外 4/5 充足 ○ 550～自己資本比率必須、その他 3/4 充足</p> <p><b>特 例</b> 純資産 1500 億円以上 ① 企担特例 ② 商社特例</p> <p><b>格 付</b> ① A A以上フリーパス ② 純資産額 550 億円以上 A</p> <p>*適格企業数…約 180 社</p>	<p>1. 格付 ① A A以上フリーパス ② 330 億円以上 A</p> <p>2. 数値基準(特例を含む)は現行どおり。</p> <p>*適格企業数…約 300 社程度</p>
担保付転換社債	<p>純資産 純資産 自己資 事 業 イ ン 1株利益 億 円 倍 率 本比率 利率 カ バ 1株利益</p> <p>100 1.2 10 5 5 7 60 1.5 12 6 5 7 30 2.0 15 7 5 7</p> <p>1株当り配当金、1株当り利益金必須 その他 100～1/3 充足 60、30～2/3 充足</p> <p>○ 商社特例 *適格企業数…約 1050 社</p>	<p>1. 格付 B B以上かつ1株当り配当金(5円)、 1株当り利益金(7円)基準充足</p> <p>2. 数値基準(商社特例を含む)は現行どおり。</p> <p>*適格企業数…約 1400 社程度</p>
安全無担保転換社債	<p><b>本 則</b> 純資産 純資産 自己資 事 業 イ ン 1株当り配当金 億 円 倍 率 本比率 利率 カ バ 1株当り配当金</p> <p>1100 1.5 15 6 1.2 5有 3年 5円 550 3.0 30 8 3.0 5年 6円 330 4.0 40 10 4.0 〃 200 5.0 50 12 5.0 〃</p> <p>○ 1100～配当必須、他 2/4 限定充足 ○ 550、330、200～自己資本比率必須、他 3/4 充足</p> <p><b>特 例</b> 純資産 1100 億円以上 ① 企担特例 ② 商社特例</p> <p><b>格 付</b> ① A 以上フリーパス ② 純資産額 550 億円以上 B B B</p> <p>*適格企業数…約 330 社</p>	<p>1. 格付 ① A 以上フリーパス ② 330 億円以上 B B B</p> <p>2. 数値基準(特例を含む)は現行どおり。</p> <p>*適格企業数…約 300 社程度</p>
留保物件付無担保転換社債	<p><b>本 則</b> 純資産 純資産 自己資 事 業 イ ン 1株当り配当金 億 円 倍 率 本比率 利率 カ バ 1株当り配当金</p> <p>550 1.5 15 6 1.2 5有 3年 5円 330 2.0 20 7 1.5 〃 200 4.0 40 10 4.0 5年 6円 100 5.0 50 12 5.0 〃</p> <p>○ 550、330～配当必須、他 2/4 限定充足 ○ 200、100～自己資本比率必須、他 3/4 充足</p> <p><b>特 例</b> ① 企画特例(純資産額 330 億円以上) ② 商社特例(純資産額 550 億円以上)</p> <p><b>格 付</b> ① A 以上フリーパス ② 純資産額 330 億円以上 B B B</p> <p>*適格企業数…約 490 社</p>	<p>1. 格付 ① A 以上フリーパス ② 20 億円以上 B B B</p> <p>2. 数値基準(特例を含む)は現行どおり。</p> <p>*適格企業数…約 700 社程度</p>
	未上場企業の内、3年以上継続か維持企業であって、上記基準に該当するものについて、S B発行を認める。	3年以上継続開示を要件としない。

(備考) 1 金融財政事情調査研究会[1989]『第 27 回大蔵省証券局年報平成元年版』から作成。  
2 改定前における適格企業数は、前回改定時点での適格企業数。対象企業は、銀行、保険、証券を除く上場事業法人

### 1.5.2 適債基準緩和の経緯（昭和63年以降平成8年まで）

社債受託制度などによる厳しい規制下にあった社債の発行市場であるが、何度かの規制緩和を経て、自由な発行が可能な市場となった。

まず、昭和63年の適債基準の改正に引続いて、平成2年には適債基準が基本的に格付基準に一本化された。

さらに、平成5年に金融制度改革法が成立して社債受託制度が本格的に改革され、その結果、「社債募集の受託会社」（社債受託会社）は「社債管理会社」と名称を改められ、その役割も明確になった（図表1-18参照）。

この改正により、①社債管理会社の役割は発行後の社債管理業務に限定されたこと、すなわち、社債権者の法定代理人の役割に関する業務に限定されるようになったことから、発行時の事務代行業務は本来業務でなくなって、証券会社が行うことも可能になり、また、社債発行会社の経営破綻時における社債の買取りなど、事実上の機能もなくなった。

さらに、②社債管理会社は、商法により設置が原則的に義務付けられているが、例外規定（券面が1億円以上又は50枚未満）により、社債管理会社を設置しない社債の発行も認められており、さらに、社債管理会社設置に伴う発行コストの増加等を勘案し、現在では、社債発行体の代理業務を行う財務代理人だけを設置する社債の発行が一般的である（初めて社債管理会社不設置債が発行されたのは、平成7年発行のソフトバンク債）。

現在では、一般担保付社債（一部の関西電力債を除く。）、財務内容が不安視されかねない低格付けの社債、投資家保護の観点と最低券面との関係から社債管理会社の設置を必要とされる個人向け社債などに社債管理会社の設置が行われている<sup>8</sup>。

なお、現行の社債管理会社についても、破綻した社債発行会社に対する貸出しを行っている主要な銀行が社債管理会社となっている場合が多いため、破綻時に貸出債権を回収すべき「銀行の立場」と社債投資家のために資産保全すべき「社債管理会社の立場」の利害が相反する結果となるなどの問題点が指摘されている。

以上のように、段階を追って社債に関する発行条件の緩和は進んできたが、平成8年に、適債基準がついに撤廃され、さらに、無担保社債に付けられていた財務制限条項の自由化により、社債発行の原則自由が確立されると共に、投資家は社債投資に対する自己責任が求められるようになった。

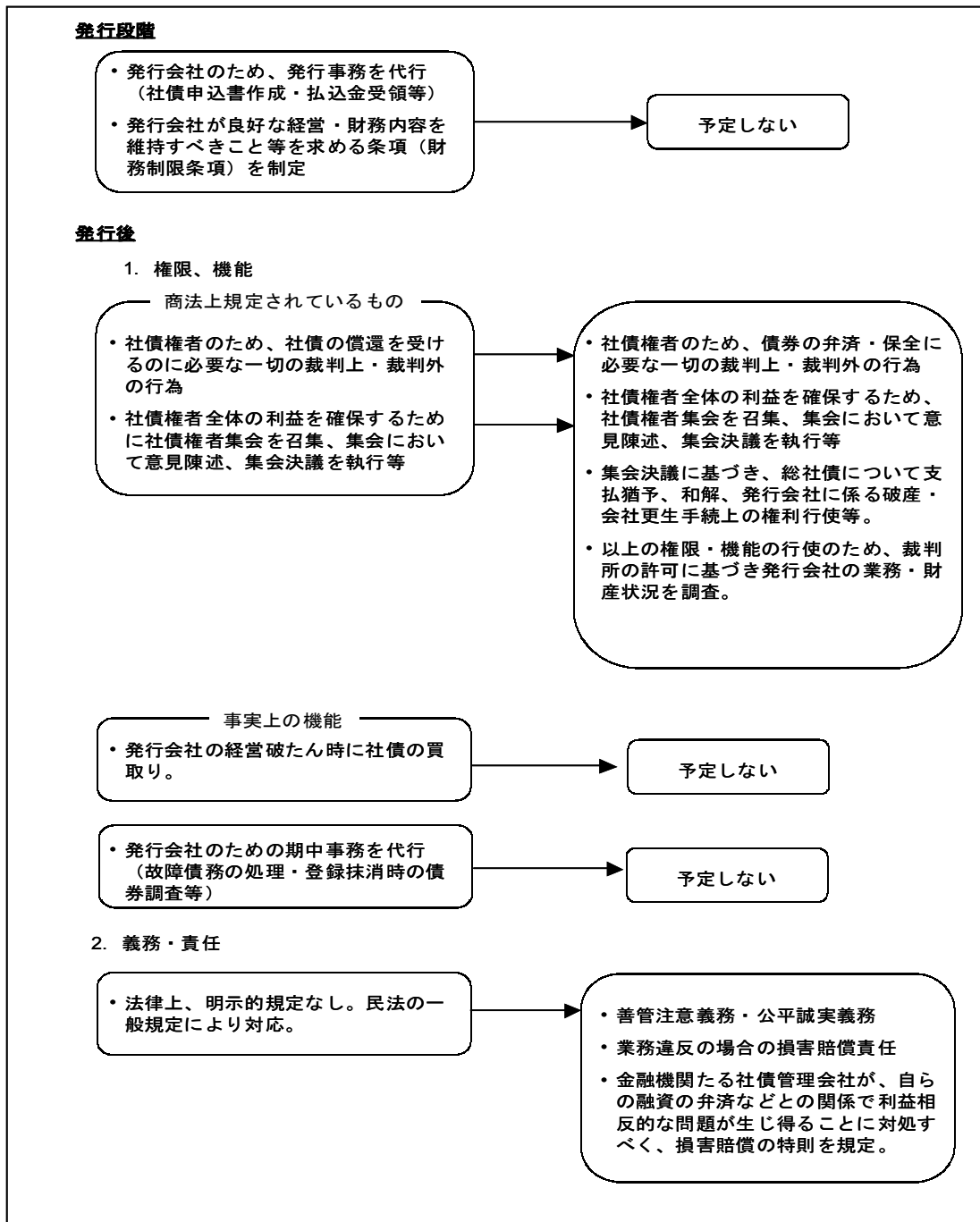
かつて適債基準撤廃以前には格付に応じて付与されていた「財務制限条項」は最近ではほとんど付与されていない。近年の一般的な財務上の特約などについては、図表1-19に示した。

---

<sup>8</sup> 徳島勝幸 [2001] 『現代社債投資の実務』による。

図表 1-18 社債受託会社および社債管理会社の役割

(社債受託会社) ..... (社債管理会社)



(備考) 日本証券経済研究所 [2002] 『現代日本の証券市場』の図表に加筆・修正の上作成。

図表 1-19 一般に見られる財務上の特約及び他の条件の例

普通社債に多くつけられる特約	社債間限定同順位特約	他の社債に担保を付した場合にはこの社債にも担保を付すというもの
	特定社債間限定同順位特約	特定の他の社債に担保を付した場合にはこの社債にも担保を付すというもの
転換社債に多くつけられる特約等	期限前償還条項	最終償還日よりも前に途中償還できるというもの
	繰上償還事由	繰上償還を行える「事由」及び時期・償還プレミアムをあらかじめ定めておき、その方法に沿って繰上償還できるというもの
	買入消却可	発行者が任意に時期と金額を定めて買入消却することができるというもの

(備考) 河本一郎、大武泰南、神崎克郎編 [2000] 『証券取引ハンドブック第4版』等を参考に作成した。

### 1.5.3 近年の社債市場の動向

ここでは、平成8年の適債基準撤廃以降、自由化された近年の社債市場について、特徴となる事項について説明を行う。

#### ① 社債発行の活発化

適債基準の撤廃された平成8年に社債発行が自由化され、平成9年には飛躍的に増加した後、過去に発行された社債の大量償還を迎えた平成10年に社債の発行量のピークを迎えた(図表1-20参照)。

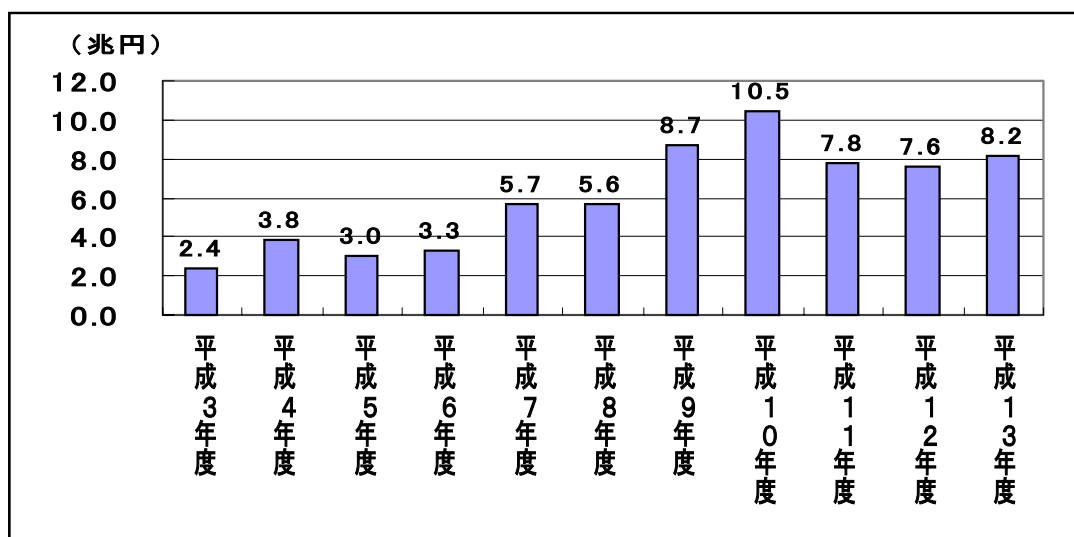
しかしながら、平成9年の国内公募転換社債としてヤハツ・ジャパンの実質初デフォルト(社債の買取りを行わないデフォルト)等、国内公募普通社債・転換社債等デフォルト等が相次いだため、平成11年以降、社債発行額の急速な伸びが止まった。

これは、投資家が信用リスクを回避する傾向を強めたことに加えて、発行体である事業法人が景気後退・デフレ進展を懸念して負債である社債の発行を控える動きに出ていることが推測できる。

しかし、社債発行額の急速な伸びが止まったとはいえ、平成11年以降の社債発行額は社債発行が自由化されていない平成8年以前と比較して格段に増加しており、さらに、景気動向や金利動向などにより、毎年の社債発行額の増減はあるものの、基本的な基調としては、今後とも社債の発行が活発に行われると考えられる。

その要因としては、特に、普通銀行による社債発行解禁と増加及び非金融事業法人による資金調達構造の長期的変化とが挙げられる。

図表1-20 普通社債の発行額の推移



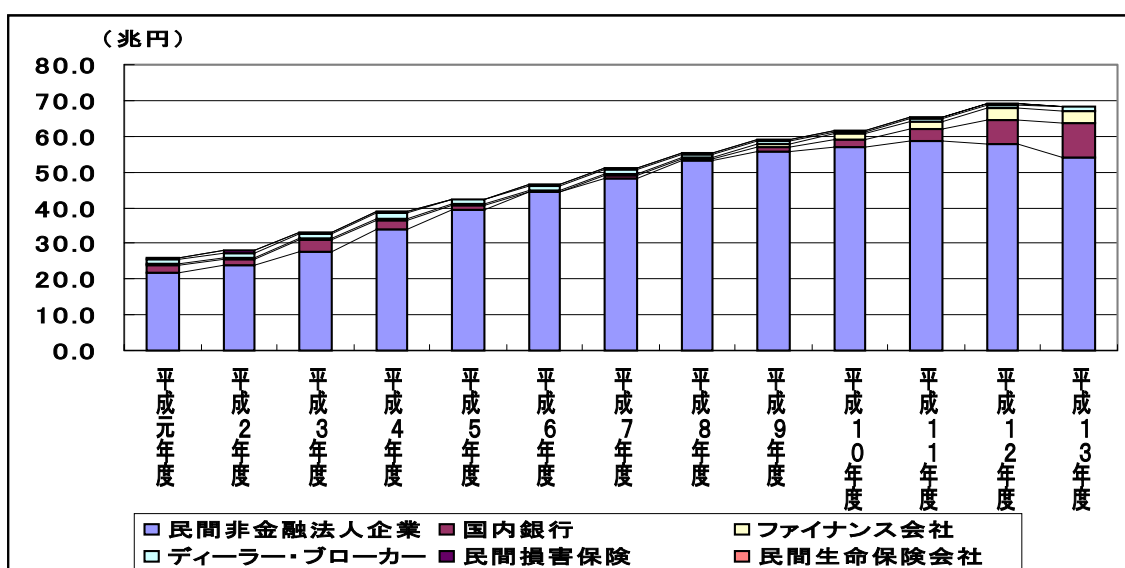
(備考) 野村総合研究所『公社債要覧』、日本証券業協会『証券業報』から作成。

② 国内普通銀行による社債発行解禁

資金循環統計の取引主体別負債残高のうち、民間非金融法人企業の社債（資金循環統計上は「事業債」）の負債残高は一貫して増加傾向にあったが、平成12年から低下している。

一方では、国内銀行の社債に関する負債残高が近年増加しており、社債全体の増加要因となっている。これは、平成11年10月から可能となった国内普通銀行の社債発行解禁以降<sup>9</sup>、多くの銀行が発行する債券が金融債<sup>10</sup>から社債へとシフトしたためとみられる<sup>11</sup>。さらに、銀行債ほどではないが、平成11年からノンバンク（資金循環統計上は「ファイナンス会社」）にも社債発行が可能となり、社債発行を増加する要因の一つとなっている（図表1-21参照）。

図表1-21 発行主体別事業債の負債残高の推移



(備考) 日本銀行「資金循環統計」から作成。

<sup>9</sup> 第1号は平成11年10月発行の住友銀行社債である（三浦后美[2001]「日本の社債金融と債券格付けの役割」による。）なお、それまで、金融債発行銀行にしか社債発行が認められなかった。

<sup>10</sup> 資金循環表に掲げる金融債とは、金融機関が募集ないし売出により発行した債券である。これは、証券取引法の「特別の法律により発行する債券」のうち、長期信用銀行法、商工組合中央金庫法、農林中央金庫法、信用金庫法等に基づき発行されるものであり、平成13年3月末現在、日本興業銀行債券、新生銀行債券（旧日本長期信用銀行債券）、あおぞら銀行債券（旧日本債券信用銀行債券）、東京三菱銀行債券、商工組合中央金庫債券、農林中央金庫債券、信金中央金庫債券が含まれている（日本証券業協会発行の『公社債便覧』における金融債に該当する）。金融債には、利付債のほか、割引債も含まれている。一方、金融機関が発行する金融債以外の社債は、事業債又は居住者発行外債に含まれている（日本銀行調査統計局[2002.1]「資金循環統計の解説」から作成。）。

<sup>11</sup> 金融債は、発行可能金融機関に限られている。これに対し、銀行による社債発行解禁後は、大手都市銀行等、それまで金融債を発行できなかった銀行でも社債を発行できるようになった。同時期に銀行の合併が相次いだこともあり、金融債を発行してきた銀行の中にも現在は社債発行にシフトしている例がある。



### ③ 国内社債市場の空洞化の解消

国内社債の発行が厳しく制限され、発行コストも海外市場の方がおおむね低かったため、昭和59年度以降、昭和62年度を除き、平成4年度まで、海外市場（とりわけユーロ市場）の方が国内市場を上回り、国内普通社債市場の空洞化といわれる事態が発生していた<sup>12</sup>。

しかしながら、国内社債による資金調達は、適債基準緩和から撤廃の過程において、平成6年度以降は国内市場での資金調達が海外市場での調達を上回り、適債基準撤廃後の平成9年度以降については国内発行の割合が8割を超えて、国内社債市場の空洞化減少は解消した（図表1-22参照）。

図表1-22 普通社債の国内・海外別発行状況

年 度	昭和55年度	昭和56年度	昭和57年度	昭和58年度	昭和59年度	昭和60年度	昭和61年度	
国内（億円）	9,935	12,690	10,475	6,830	7,200	9,435	9,800	
（%）	(81.5)	(96.3)	(60.6)	(62.8)	(38.8)	(39.6)	(37.4)	
海外（億円）	2,249	491	6,812	4,039	11,345	14,393	16,392	
（%）	(18.5)	(3.7)	(39.4)	(37.2)	(61.2)	(60.4)	(62.6)	
全体（億円）	12,184	13,181	17,287	10,869	18,545	23,828	26,192	
（%）	(100.0)	(100.0)	(100.0)	(100.0)	(100.0)	(100.0)	(100.0)	
年 度	昭和62年度	昭和63年度	平成元年度	平成2年度	平成3年度	平成4年度	平成5年度	
国内（億円）	9,150	7,490	7,290	20,660	24,267	38,200	29,790	
（%）	(52.6)	(47.1)	(39.4)	(47.3)	(38.5)	(48.2)	(55.4)	
海外（億円）	8,240	8,426	11,190	22,982	38,771	41,110	23,991	
（%）	(47.4)	(52.9)	(60.6)	(52.7)	(61.5)	(51.8)	(44.6)	
全体（億円）	17,390	15,916	18,480	43,642	63,038	79,310	53,781	
（%）	(100.0)	(100.0)	(100.0)	(100.0)	(100.0)	(100.0)	(100.0)	
年 度	平成6年度	平成7年度	平成8年度	平成9年度	平成10年度	平成11年度	平成12年度	平成13年度
国内（億円）	32,650	57,192	56,360	86,895	104,534	77,875	76,371	81,724
（%）	(83.9)	(92.4)	(79.5)	(85.2)	(93.4)	(87.0)	(92.8)	(91.7)
海外（億円）	6,272	4,731	14,540	15,074	7,435	11,595	5,948	7,441
（%）	(16.1)	(7.6)	(20.5)	(14.8)	(6.6)	(13.0)	(7.2)	(8.3)
全体（億円）	38,922	61,923	70,900	101,969	111,969	89,470	82,319	89,165
（%）	(100.0)	(100.0)	(100.0)	(100.0)	(100.0)	(100.0)	(100.0)	(100.0)

（備考） 1 日本証券業協会『証券業報』等から作成。

2 国内市場の（%）欄のうち斜体で示される数字は、50%を超えていることを示している。

<sup>12</sup> 松尾順介 [1999] 『日本の社債市場』では、日本企業のユーロ債の投資家はほとんど国内投資家であったことから明らかなように、ユーロ市場は国内の規制を回避するための「貸し座敷」であったと指摘している。

④ 社債の平均発行金額の低下

近年の社債1銘柄当たり発行金額を見ると、普通社債全体では100億円から400億円程度の範囲で推移しているが、平成7年度以降は100億円後半から200億円前半で推移するなど、平均発行額が低下気味となっている。さらに、電力債、NTT・JR・JT債を除く一般債については、平成7年度以降平成13年度を除き100億円台の発行規模となっている。

参考までに、他の民間債の一つである金融債の平均発行金額も掲げた。平成3-4年度頃は1,000億円を超える発行金額であったが、近年、特に平成10年度以降については、300億円台以下に低下、普通社債とさほどかわらない平均発行金額となっている（図表1-23、1-24参照）。

これは、起債自由化による銘柄数の増加に加えて、仕組債など商品性の多様化も影響しているのではないかと考えられる。つまり、一企業が社債を発行する際に資金需要の性質や先々の金利動向などを考慮して、複数銘柄に分けて発行することも可能となったからである<sup>13</sup>。

単に1銘柄当たり発行額の多寡だけで流動性の多寡を述べることは難しいが、一般的には、1銘柄当たり平均発行金額が低下することは、投資家にとっては社債の流動性が低くなり、売買しにくくなることを意味し<sup>14</sup>、債券のある程度の流動性を確保するためには、発行額がある程度以上あることは必要と考えられる<sup>15</sup>。

図表1-23 普通社債の平均発行金額の推移（数表）

年 度	電力債		一般債		NTT・JR・JT債		普通社債合計		(参考)金融債	
	銘柄数	平均発行金額(億円)	銘柄数	平均発行金額(億円)	銘柄数	平均発行金額(億円)	銘柄数	平均発行金額(億円)	銘柄数	平均発行金額(億円)
平成3年度	41	421	19	290	3	500	63	385	306	1,484
平成4年度	43	476	59	247	4	800	106	360	315	1,549
平成5年度	29	497	56	255	3	367	88	339	466	858
平成6年度	33	411	78	200	4	875	115	284	688	551
平成7年度	33	486	233	168	2	1000	268	213	687	631
平成8年度	31	439	334	122	5	370	370	152	711	593
平成9年度	44	442	477	134	8	450	529	164	466	858
平成10年度	61	372	566	138	8	431	635	165	712	344
平成11年度	55	306	376	150	6	767	437	178	686	340
平成12年度	63	277	299	191	5	380	367	208	696	302
平成13年度	56	293	270	223	7	721	333	245	754	224

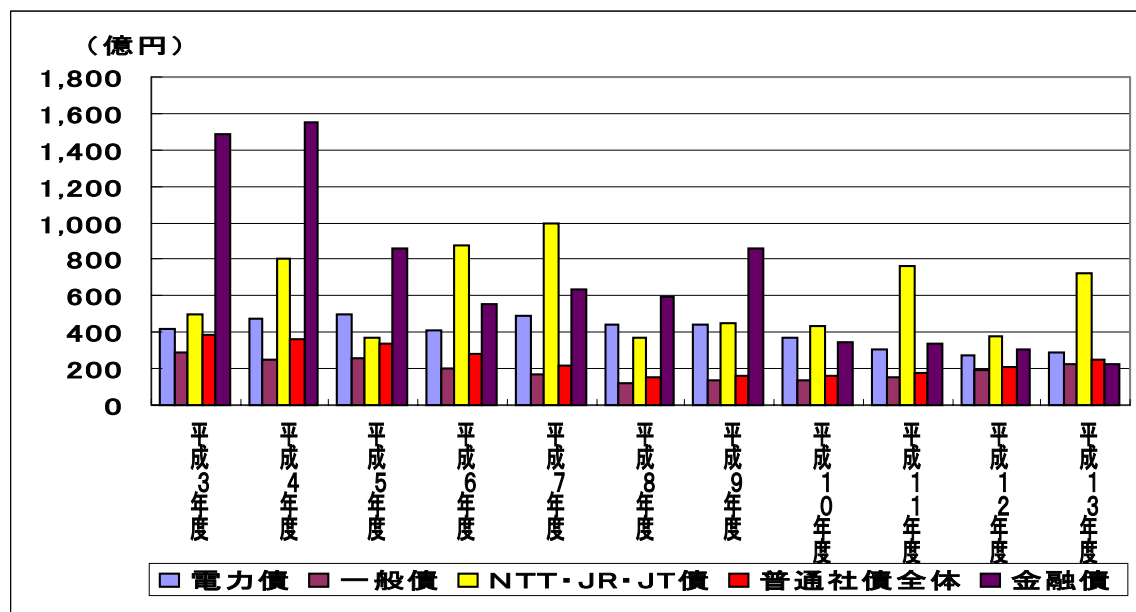
（備考） 日本証券業協会『証券業報』から作成。

<sup>13</sup> この他に考えられる要因として、徳島[2000]では、主幹事実績獲得のために年限の細分化・小口化が進んだとしている。

<sup>14</sup> 例えば、ある機関投資家は、「発行高が100億円以上はないと流動性は保てないと考える。」と述べている。

<sup>15</sup> 井上広隆[1999]「G7諸国の国債市場」では、G7諸国の国債の流動性について、発行サイズが大きい方がビット・アスク・スプレッドで測った流動性が高い傾向にあることを指摘している。

図表 1-24 普通社債の平均発行金額の推移（グラフ）



（備考） 日本証券業協会『証券業報』から作成。

#### ⑤ 商品性の多様化

社債発行時に付与する各種の条件について多様化が進み、多様な条件の社債が発行されるようになった。例えば、固定利付が一般的な普通社債の中で、変動利付普通社債が発行された例がある（以下については、日本証券業協会発行の『公社債便覧 No. 132』に基づいて記述している。）。

例えば、中部電力は平成13年度に8回普通社債を発行しているが、そのうち5回は円のスワップレートと連動した変動利付債である。

外国企業が発行する社債のいわゆるコールオプション（繰上償還事由）も、かつては日本企業発行の例はまれであったが、現在では珍しくない。例えば、同じく中部電力についてみると、平成13年3月発行の第448回債は12年債であるが、期限前償還事項付で、しかも、当初6年間とそれ以降は利率が異なっている。

また、長引く低金利を背景に、デュアル・カレンシー債やリバース・デュアル・カレンシー債<sup>16</sup>などの仕組債の発行も広まっている。例えば、一般社債投資家を広く巻き込んだ企業倒産ケースとして有名となったマイカルも、リバース・デュアル・カレンシー債を発行していた。

<sup>16</sup> デュアル・カレンシー債とは、償還通貨と利払通貨が異なる債券の一種で、投資家側から見て利払通貨が母国通貨のもので、リバース・デュアル・カレンシー債とは、償還通貨と利払通貨が異なる債券のうち、投資家側から見て償還通貨が母国通貨のものである。

こうしたものが発行される背景には、法人投資家が高クーポン債券を選択して投資することが挙げられ、特に最近では、米国市場金利が低下していることから、高クーポンを得るためには従来の仕組だけでは不十分となり、より複雑化した仕組債も発行されている。

#### ⑥ 信用リスクの顕在化

社債発行の規制緩和が進む以前の時代は、デフォルト企業の社債を社債の受託会社が買い取る慣行があったため、投資家はデフォルトリスクを考慮する必要はほとんどなかったが、規制緩和後は投資家自らがリスクを負うこととなった。

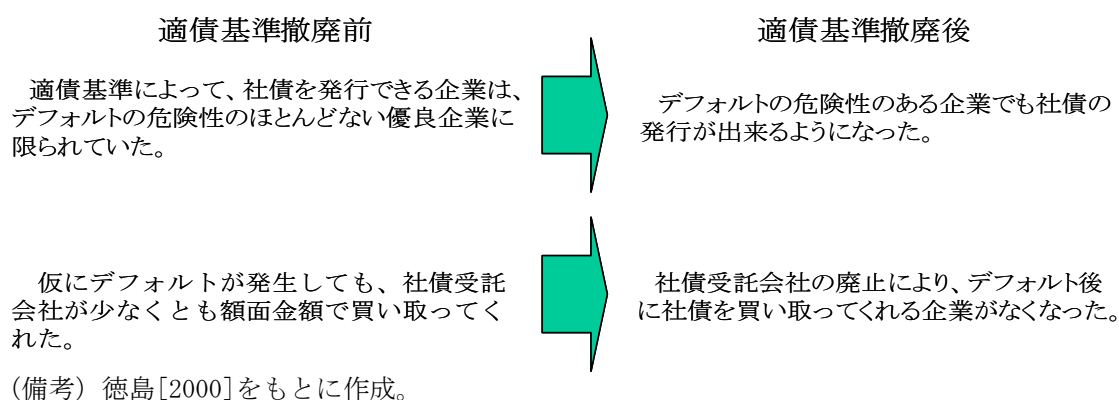
実際に適債基準の撤廃後、投資家が実損を被る方法での社債のデフォルトが多く発生し、一部では社会問題化した。

適債基準撤廃後の初の公募社債のデフォルトは平成9年9月のヤオハンの会社更生法適用による、転換社債のデフォルトである。

また、平成13年9月には、大手スーパーのマイカルが破綻によるマイカル社債のデフォルトが発生した。マイカル債は普通社債が約3,200億円、転換社債が約300億円発行されていたため、約3,500億円がデフォルトした計算になる。このうち、約900億円は個人投資家向けであったため、幅広い個人投資家が損失を被り、社会問題化した<sup>17</sup>（デフォルトの事例については第2章を参照）。

このようにデフォルトを起こす社債が増加した理由については、図表1-25に要約している。

図表1-25 適債基準撤廃後の社債発行市場の環境変化



<sup>17</sup> マイカル債のデフォルトの際に問題視されたのが、個人向けに販売された社債に対する格付機関の格付である。米系の格付機関は個人向け社債の発行時点（平成12年1月及び平成12年10月で投資不適格級に指定していた。日系格付機関は投資適格級に指定しており、投資不適格級にしたのは平成13年9月の破綻時にかなり近くなってからである。）

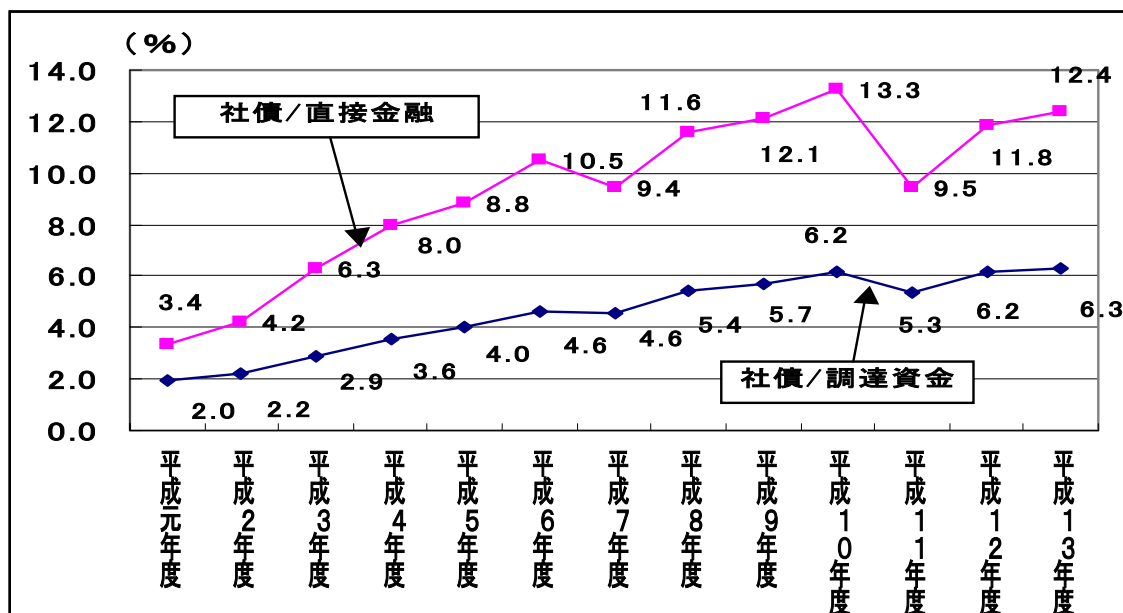
⑦ 資金の調達構造の直接化

民間非金融法人企業の資金調達構造の推移を資金循環統計の負債残高の内訳でみると<sup>18</sup>、調達資金全体及び直接金融全体それぞれについて、社債の比率は上昇している。

1回の発行で大量の資金を調達出来、さらに追加発行による資金調達も可能なことから、民間非金融法人企業は調達資金全体に占める社債の比率は平成元年度以降継続的に上昇し、さらに、長期的な株式市場の低迷を背景として、直接金融全体における社債による調達も堅調に規模拡大の傾向にある（図表1-26参照）。

今後とも、景気動向や金利動向等によって、事業法人の資金調達における金額と構成（株式か債券か等）の意思決定が影響されることで社債の発行額が変化していくことになろうが、資金調達手法が銀行借入れという間接金融から資本市場における有価証券発行という直接金融へとシフトする傾向は続くと考えられる<sup>19</sup>。

図表1-26 直接金融、調達資金全体に占める社債の比率



(備考) 日本銀行「資金循環統計」から作成。

<sup>18</sup> ここでは、調達資金を間接金融（取引項目の「貸出」）と直接金融（取引項目の「株式以外の証券」及び「株式・出資金」の合計）に分け、調達資金全体及び直接金融全体それぞれについて、事業債比率の推移をみている。

また、民間非金融法人企業の資金循環統計に掲げられている負債残高には、「預け金」「企業間・貿易信用」等、その他の調達資金があるが、ここでは、調達資金として、「貸出」、「株式以外の証券」及び「株式・出資金」を分析対象としている。

<sup>19</sup> 例えば、氏家純一編[2002]『日本の資本市場』pp. 237でも、企業金融（資金調達）に対する考え方の項で「資金調達ルートは、今後もさらに直接金融が重視されている」旨述べている。

## 1.6 流通市場の課題

これまで述べてきたとおり、社債市場は基本的には活性化する方向にある。社債発行が自由化されたため、さらには、銀行債・ノンバンク債の発行も可能となったため、企業による国内普通社債の発行が拡大し、社債の商品性及び投資家層も多様化してきた<sup>20</sup>。

しかし、我が国の社債の流通市場については整備が遅れているといわれ<sup>21</sup>、多くの社債投資家は社債の購入後、償還まで持ち切るといふ、一般に「バイ・アンド・ホールド」の運用スタイルを多くの場合用いている。社債の売買を頻繁に行うのに十分な流動性が社債市場に欠けているのが大きな理由である。

ここでは、社債市場の流動性を示す代表的な指標の一つである売買回転率と、流通市場が活発化しにくい要因の一つである社債の時価情報について説明する。

### 1.6.1 普通社債の売買回転率

ここでは、普通社債を電力債、一般事業債<sup>22</sup>に分け、さらに、金融債、国債、政府保証債、公募地方債、円建外債など、他の公社債の売買回転率（＝売買額<sup>23</sup>／現存額）と社債の売買回転率の比較を行い、債券の流動性のマクロ的傾向をみている（図表1-27参照）。

全般的な傾向は次のとおりである。

- ア 普通社債の売買回転率は1未満の状態が続いており、平成3年度から平成13年度まで低下傾向にあって、平成11年度以降売買回転率は0.4回程度で推移しており、平均すれば2年に1回も売買されないということになる。
- イ 普通社債のうち、電力債も一般事業債も共に低下傾向にあるが、各年度とも一般事業債の方が電力債の売買回転率よりも大きいのが、近年両者の差は小さくなっている<sup>24</sup>。

---

<sup>20</sup> 岡東務[2001]「日本及び米国の社債市場の比較について」『証券経済研究』第30号、日本証券経済研究所によると、我が国の社債市場を米国と比較して、①社債の発行高及び発行残高に4倍から6倍の規模の差があること、②米国は投資適格格付けから投機等級格付けに至るまで幅広い格付分布を持っているのに対し、我が国の格付分布は事実上投資適格で占められていること、を指摘している。

<sup>21</sup> 村田明仁[2000]「機関投資家と格付」『現代債券格付論』pp.184-185を参照。

<sup>22</sup> 『証券業報』の普通社債に関する分類は、売買額と現存額とでは、他は異なっている。本稿では、普通社債を電力債と電力債以外（「一般事業債」と呼称）に分け、売買額は「交通債 放送債」及び「公募電債」・「一般社債」を、現存額については「一般債」「NTT・JR・JT債」を、それぞれ「一般事業債」として分類している。

<sup>23</sup> 社債の売買額については、日本証券業協会のホームページから求め、「公社債店頭売買高」の数表から、「公社債現先売買高」の数表を控除することによって求めた。

<sup>24</sup> 売買回転率はあくまで債券市場のマクロ的な視点からみた流動性の大きさを示すものであり、債券市場での各債券の流動性を示すものではない。電力債は信用リスクが小さいため、スプレッドが小さく、一般事業債よりも売買回転率が小さいとも考えられる。

- ウ 金融債・国債・政府保証債・公募地方債・円建外債についても、普通社債と同様に、  
 売買回転率は低下傾向である。
- エ 普通社債以外の公社債に関する売買回転率の水準をみると、国債がかなり高く、次いで政府保証債が高くなっており、普通社債については、平成11年度以降は、金融債・公募地方債・円建外債と同様、0.4～0.6回の範囲で推移している。
- オ 普通社債と同様、民間債の一つである金融債の売買回転率は、普通社債よりも全体として高くなっているが、近年その差は縮小している。

図表1-27 普通社債等の売買回転率の推移

(単位：回)

	電力債	一般事業債	普通社債	金融債	国債	政府保証債	公募地方債	円建外債
平成3年度	0.6	1.3	0.7	0.9	13.0	1.0	0.6	0.5
平成4年度	0.5	1.1	0.7	0.9	14.7	1.4	0.9	0.5
平成5年度	0.5	0.8	0.6	0.8	14.0	1.4	0.8	0.5
平成6年度	0.4	0.7	0.5	0.7	10.5	1.1	0.6	0.4
平成7年度	0.5	0.8	0.6	0.8	10.1	1.2	0.8	0.4
平成8年度	0.5	0.8	0.6	0.8	8.3	1.0	0.7	0.5
平成9年度	0.5	0.6	0.6	0.7	8.6	1.0	0.6	0.4
平成10年度	0.6	0.5	0.5	0.5	7.4	0.9	0.5	0.3
平成11年度	0.4	0.4	0.4	0.5	5.9	0.6	0.4	0.4
平成12年度	0.3	0.4	0.4	0.5	5.5	0.6	0.4	0.6
平成13年度	0.3	0.5	0.4	0.5	5.0	0.6	0.4	0.5

(備考) 1 日本証券業協会のホームページ「公社債種類別店頭売買高」から作成。  
 2 現先取引を除いた。

### 1.6.2 社債の時価情報

日本の社債取引は、上場市場で取引の大半が執行される株式とは異なり、売り手と買い手の相対による取引が取引の大半を占めている。従って、投資家は自分が購入した社債の価格と別な投資家が購入した同じ社債の価格を比較することが容易にはできないのであり、このことが流通市場の活性化を阻害する大きな要因の一つとなっている。

主要な機関投資家は、取引のある証券会社から毎日、「オファーシート」と呼ばれる社債の在庫一覧を入手し、そのデータを比較検討することで売買の参考としているほか、基準気配（売買参考統計値）や債券標準価格（JS Price）など一般に入手・購入できる価格情報を用いている。

さらに、社債の価格情報については、日々の取引を行う場合のほか、社債価格の時価評価にも使用されている。図表1-28は企業会計原則の改訂スケジュールを示したものであるが、平成13年4月から導入が本格化している。また、図表1-29は金融商品の会計基準を示したもののだが、時価評価が原則となっている<sup>25</sup>。

図表1-28 企業会計原則の改訂スケジュール

平成11年4月以降	<ul style="list-style-type: none"> <li>●連結中心のディスクロージャー制度への移行               <ul style="list-style-type: none"> <li>・新しい連結財務諸表制度の導入</li> <li>・キャッシュ・フロー計算書の導入</li> </ul> </li> <li>●税効果会計の導入</li> <li>●研究開発費新会計基準の導入</li> </ul>
平成12年4月以降	<ul style="list-style-type: none"> <li>●中間連結財務諸表制度の導入               <ul style="list-style-type: none"> <li>・中間キャッシュ・フロー計算書の導入</li> <li>・中間決算への税効果会計の導入</li> </ul> </li> <li>●金融商品の新会計基準導入 (「その他の有価証券」への時価会計導入を除く。)</li> <li>●退職給付制度の新会計基準導入 (準備が整わない企業は注記)</li> </ul>
平成13年4月以降	<ul style="list-style-type: none"> <li>●「その他の有価証券」に時価会計導入</li> <li>●全公開企業等に退職給付制度の新会計基準導入</li> </ul>

(備考) 通商産業省産業政策局産業資金課編[2000]「金融資本市場の構築」の図表に加筆・修正の上作成。

<sup>25</sup> 図表1-29のとおり、時価会計の下でも、「満期保有債券」については「償却原価法」が認められており、複雑な仕組債の購入を促す要因の一つとなっている。ただし、銀行などの民間機関投資家が保有する債券について償却原価法を用いている例は皆無ではないが、保有する有価証券に対する比率は比較的小さい。

なお、「満期保有債券」とした場合には、原則としてその債券を償還前に売却することはできない。また、注意すべきは、投資スタイルとしての「バイ・アンド・ホールド」と企業会計原則でいう「『満期保有債券』に計上すること」とはまったく別だということである。



図表 1-29 金融商品の会計基準

金融商品の属性		評価基準	評価差額の取扱い
有価証券	売買目的	時価	損益に計上
	満期保有債券	償却原価	
	関係会社株式	原価	
	その他有価証券	時価	資本の部に直接計上
金銭債権		償却原価	
特定金銭信託等		時価	損益に計上
デリバティブ		時価	損益に計上

- (備考)
- 1 大蔵省[1999]「金融商品に係る会計基準の概要」による。
  - 2 償却原価とは、債券（債権）を債権額より高く又は安く取得した場合、当該差額を毎期利息として計上し、取得原価に加減した価額をいう。
  - 3 「その他有価証券」の時価評価においては、期末時点の時価の他、期末前1ヵ月の平均時価によることもできる。
  - 4 市場価格が著しく下落したときには、回復すると認められる場合を除き、帳簿価額を時価に付け替え損失を計上する強制評価減の考え方は、常時、すべての有価証券に適用する。
  - 5 市場価格がなく時価評価できない場合は原価評価する。

以下では、複数存在する価格情報それぞれを利用した際に生じるメリット、デメリットの検討を行う。

#### ① 価格情報の概要

現在、広く一般に公開されている価格情報として用いられているものは、昭和41年3月から日本証券業協会が提供している「公社債店頭基準気配（現在は「公社債店頭売買参考統計値）」と、平成14年2月から野村総合研究所・野村證券・金融工学研究所・日本経済新聞社が提供している「債券標準価格（JS Price）」との2種類である<sup>26、27</sup>（図表1-30参照）。

<sup>26</sup> このほかに、上場値や日本証券業協会からの基準気配が公表されない銘柄の時価情報として使用される「比準価格」というものも存在する。これは、算出対象銘柄と種類・残存が近似する基準気配銘柄の利回りを算出対象銘柄の利回りとして用いて、価格を算出したものである。この計算方法は、日本証券業協会の「「公社債の店頭基準気配などの発表および売買値段に関する規則」に関する細則に基づくものである。

<sup>27</sup> 平成15年1月15日付日経金融新聞によると、「大和証券SMB C、日興ソロモン・スミス・バーニー証券、三菱証券、みずほ証券の四社は、平成15年2月にも共同で約五千銘柄の公社債に関する時価情報の公表を始める。」と報じている。

図表 1 - 30 債券の価格情報の概要

	債券標準価格 (JS Price)	公社債店頭基準気配/公社債店頭売買参考統計値	
		平成14年8月5日まで	平成14年8月6日以降 (売買参考統計値に名称変更)
作成者	野村総合研究所、野村證券、金融工学研究所、日本経済新聞社	日本証券業協会	日本証券業協会
全公表銘柄数	約15,000銘柄 (平成14年3月末現在)	約4,200銘柄 (平成14年6月28日現在)	約4,000銘柄 (平成14年12月25日現在)
社債公表銘柄数	約2,700銘柄 (平成14年3月末現在)	約2,200銘柄 (平成14年6月28日現在)	約2,300銘柄 (平成14年12月25日現在)
発表予定時刻	国内債：当日午後8時 ユーロ債：当日午後9時	当日午後5時30分	当日午後5時30分
利用価格	初期費用：国内債券15万円 ユーロ債3万円 月額：国内債券15万円 ユーロ債3万円	無料	無料
公表開始時期	平成14年2月	昭和41年3月 (前身の公社債引受協会による価格情報を含めると、昭和40年8月)	平成14年8月
計算方法	野村理論価格をベースに算出 (野村理論価格：当日の国債の引値、SWAPレートなどに基づき、債券種類、年限、信用リスク、流動性、需給、マーケット動向など複数の価格決定要因を十分に検討して、国債またはSWAPレートに対するスプレッドを決定することで得られた価格)	3社以上から報告があった銘柄について各社の気配値の算術平均値を公表	7社以上から報告があった銘柄について各社の気配値の算術平均値、最高値、最低値、中央値を公表
報告企業数	1社 (野村証券)	25社 ○ 会員 (20社) 岡三証券、国際証券、コスモ証券、ゴールドマン・サックス証券、さくらフレンド証券、新光証券、大和証券エスエムビーシー、東海東京証券、東京三菱証券、ドイツ証券、日興ソロモン・スミス・バーニー証券、みずほ証券、農中証券、野村証券、丸三証券、みずほインベスターズ証券、メリルリンチ日本証券、モルガン・スタンレー証券、ユーエフジェイつばさ証券、UBSウォーバーグ証券 ○ 特別会員 (5社) あおぞら銀行、大和銀行、東京三菱銀行、農林中央金庫、みずほコーポレート銀行	23社 (平成14年12月16日現在) ○ 証券会社 (20社) 岡三証券、ルデイス(スワフ)証券、コスモ証券、ゴールドマン・サックス証券、さくらフレンド証券、新光証券、大和証券エスエムビーシー、ユーエフジェイつばさ証券、東海東京証券、ドイツ証券、日興ソロモン・スミス・バーニー証券、農中証券、野村証券、丸三証券、みずほ証券、みずほインベスターズ証券、三菱証券、メリルリンチ日本証券、モルガン・スタンレー証券、UBSウォーバーグ証券 ○ 登録等金融機関 (3社) あおぞら銀行、東京三菱銀行、農林中央金庫

(備考) JS Price セミナー配布資料 (日本経済新聞社、日経 QUICK 情報)、日本証券業協会資料等により作成。

## ② 価格情報の成り立ち

### ア 基準気配の成り立ち

基準気配は、昭和 41 年 3 月から日本証券業協会が公表を始めたもの<sup>28</sup>で、平成 14 年 8 月に名称を「売買参考統計値」と変更し、算出方法も変更して現在に至っている。

基準気配については、実際に取引される債券価格との乖離が大きくなっていることに加え、平成 13 年 3 月から本格導入された時価会計の導入に伴い、多くの企業が保有する債券の評価基準として基準気配を採用していることから、機関投資家等から精度の向上が求められていた。

日本証券業協会では基準気配の在り方を検討し、平成 14 年 8 月から、①名称：「基準気配」から「売買参考統計値」に（売買取引の約定を保障するものではなく、店頭売買の際の参考とすることを名称として明確化）、②公表データ：平均値のみから算術平均値・最高値・最低値・中央値に（統計値であることを明確化するため、従来の平均値に加え、最高値・最低値・中央値を含めた複数の値を算出）、③公表対象：3 社以上から報告のあった銘柄から 7 社（平成 14 年 8 月 6 日－9 月 24 日までは 10 社）以上に、④報告締切時刻：午後 4 時から午後 4 時 30 分に、等の変更をそれぞれ行った。

なお、新制度導入に伴い、平成 14 年 8 月から、公表する銘柄をそれまでの 3 社以上報告のあった銘柄から 10 社以上に変更したことにより、公表銘柄数が千社程度減少して投資家から改善を求める声が上がったため、平成 14 年 9 月公表分からは 7 社以上報告のあった銘柄を公表するようになった。

### イ JS Price の成り立ち

基準気配については、実勢価格から大きく乖離していると考えられる機関投資家が少なからず存在するなど、データとしての正確性を疑問視する声も多かった<sup>29</sup>。

そこで、基準気配の持つ欠点を補い、正確性の高いデータを提供するとの趣旨の下、証券業界最大手の野村證券の取引実績を基に、市場情勢等を勘案して算定された JS Price が開発され、平成 14 年 2 月以降サービス提供が開始された。

---

<sup>28</sup> 基準気配は、公社債引受協会が公表していた価格情報を引き継ぐ形で、昭和 41 年 3 月から旧東京証券業協会（現在の日本証券業協会）が公表を始めたものである（発表制度の沿革については、日本証券業協会 [2002. 12] 「公社債店頭売買参考統計値について（詳細版）」を参照）。

<sup>29</sup> 平成 13 年 11 月 16 日付「日経金融新聞」によれば、『債券の価格は日本証券業協会が「公社債基準気配」を公表しているが、対象が 4,000 銘柄に限られる上、一部の社債などは報告値のばらつきが大きく「市場実勢からかい離するケースが多い」（大手機関投資家）』との指摘が出ている。

ウ 基準気配（売買参考統計値）と JS Price の比較

ここでは、基準気配（売買参考統計値）と JS Price について、「客観性」、「銘柄数」、「実勢との格差」、「統一性・連続性」の4つの視点から比較を行う（図表1-31参照）。

図表1-31 基準気配及び JS Price の比較

	基準気配	債券標準価格（JS Price）
客観性	複数の証券会社から出された価格の平均値を用いているため、客観性はある。	野村証券が提供するプライスを用いて計算した理論値であるため、客観性の面でやや問題を抱えている。
	公募債のみで約2,200銘柄	非公募債も含み約2,700銘柄
実勢との格差	実勢とかけ離れた価格を報告する証券会社があるため、実勢とかけ離れた価格が発表される場合がある。	低格付け銘柄を中心に、実勢と価格がかけ離れた銘柄があるとの指摘がある。
	報告社数が日によって異なるため、問題あり。	同じルールで算出される理論価格であるため、問題なし。

（備考）日本証券業協会、JS Price セミナー配布資料（平成14年5月8日開催）等から作成。

(ア) 「客観性」の視点

財務会計に時価評価を導入することになると、客観性が必要とされる。

基準気配（売買参考統計値）は、複数の証券会社から出された価格の平均値を用いているため、客観性があると考えられる。

これに対し、JS Price は野村証券が提供する価格情報を用いて算出された理論価格であるため、公認会計士に客観性を持った価格情報であると認められないのではないかと懸念を持つ機関投資家も少なからずある。JS Price が抱えるこのような問題点について解決するべく、JS Price の提供者は、公認会計士協会に働きかけを行っている。

(イ) 「銘柄数」の視点

より多くの銘柄に関する時価情報の収集を行うことが可能となるという点で、価格情報が提供する銘柄数は多いことが望ましい。

基準気配は社債に限ると約 2,200 銘柄であり、公募銘柄のみが対象とされている。

一方、JS Price の社債掲載銘柄は、基準気配より多い約 2,700 銘柄となっており、非公募債も含むため、より充実している。

(ウ) 「実勢との格差」の視点

財務会計に時価評価を導入する際、その時価が実勢を反映させたものであることが必要である。

A 基準気配と実勢との格差

基準気配は、実勢からかけ離れた価格を報告する会社があるため、一時的に価格が異常な変動を見せることがある。また、システムトラブルなどで報告社数が一時的に減少した際にも同様の現象が見受けられることがある。

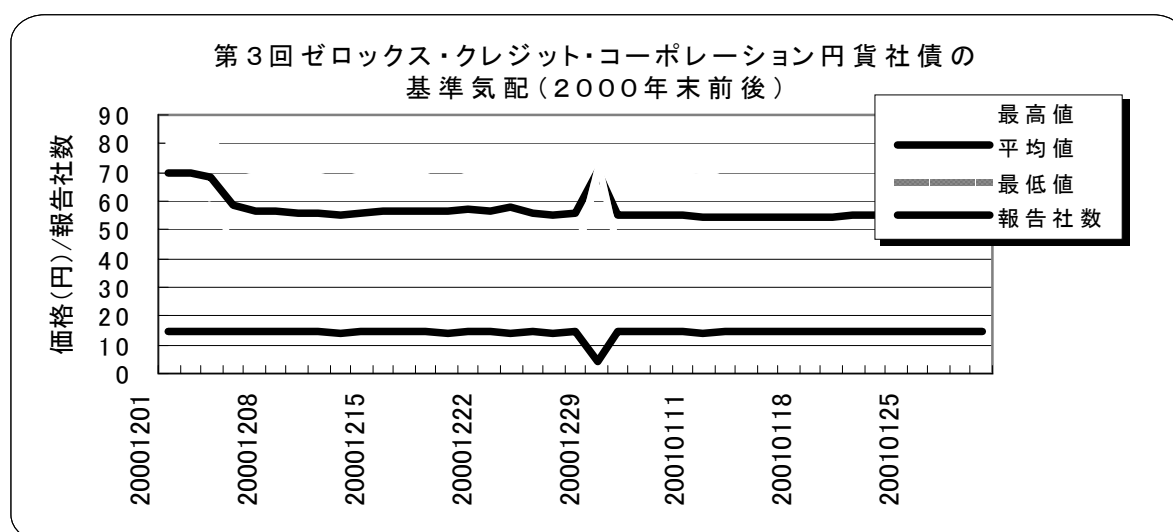
例えば、芹澤の研究[2002]「JS Price “基準気配（売買参考統計値）、比準価格、そして JS Price”」によれば、普通社債ではないが、平成 11 年 6 月 6 日に発行した円建外債「ゼロックス・クレジット・コーポレーション第 3 回円貨社債」の価格についてみると、平成 12 年 12 月 29 日に一日だけ異常値を示している（平成 12 年 12 月 28 日の平均値 55.69 円に対して、12 月 29 日は 70.49 円）。これは、前日の 12 月 8 日には 15 社あった報告社数がシステムトラブルにより、12 月 29 日に一時的に 4 社となったからである（図表 1-32 参照）。

また、基準気配が売買参考統計値となっても、基準気配の当時から問題とされていた実勢からの乖離について指摘されている<sup>30</sup>。

---

<sup>30</sup> 例えば、「実際のスプレッドが 100bps なのに、売買参考統計値だと 40bps 程度だったりすることもある」といった声が機関投資家から上っている。

図表 1-32 報告社数減少による価格変動の例について



(備考) 芹澤紀成[2002]「JS Price “基準気配(売買参考統計値)、比準価格、そして JS Price”」による。

#### B JS Price の実勢との格差

JS Price については低格付の銘柄を中心に実勢と乖離したものがあるといった指摘が一部にあり、また、野村証券が低格付け銘柄の実勢価格を把握できていないからではないかといった声もある。

金融工学研究所が行った格付別のスプレッドの分析結果について見ると、図表 1-33 に示したとおり、低格付になるほど基準価格より JS Price の標準偏差の方が大きいことが読み取れる。

すなわち、JS Price の方が同じ格付でも違う価格を示すことが多いということである。これについては、①対象としている銘柄数が多いため、格付だけでなく個別事情による価格の違いが反映しているという見方と、②市場の売買実績に基づかない価格が含まれているためにばらつきが高いという見方の 2 つがあげられる。

図表1-33 JS Price と基準気配との格付別スプレッドの違い

格付 (R&I)	銘柄数	中央値		最大値		最小値		標準偏差	
		JS Price	基準気配	JS Price	基準気配	JS Price	基準気配	JS Price	基準気配
AAA	25	0.049	0.095	0.545	0.462	-0.211	0.007	0.074	0.070
AA+	126	0.082	0.144	0.263	0.313	-0.077	0.027	0.075	0.067
AA	62	0.129	0.183	0.496	0.373	-0.033	0.101	0.105	0.057
AA-	196	0.306	0.306	1.382	0.999	-0.020	0.131	0.230	0.142
A+	208	0.348	0.359	1.226	1.020	0.025	0.239	0.231	0.150
A	222	0.573	0.516	1.732	1.525	0.032	0.305	0.391	0.310
A-	284	0.796	0.710	2.763	2.060	0.172	0.408	0.556	0.392
BBB+	231	1.485	1.289	7.192	6.225	0.334	0.553	1.662	1.367
BBB	131	2.703	2.176	7.900	5.666	0.147	0.944	1.735	1.287
BBB-	98	2.281	2.369	11.989	11.994	0.802	1.361	3.587	3.533
BB+	49	12.061	9.661	82.935	18.966	2.498	3.054	21.458	4.738
BB	6	14.416	9.298	20.201	12.566	8.034	3.715	5.030	3.444
BB-	5	34.930	15.328	45.273	15.869	10.051	5.253	14.388	4.999
B+	7	34.486	17.263	43.206	30.468	28.940	15.154	4.381	6.640
B	2	82.118	38.825	124.333	40.218	39.903	37.431	42.215	1.394
B-	0	-	-	-	-	-	-	-	-

(備考) JS Price セミナー (平成 14 年 5 月 8 日開催) の (株) 金融工学研究所の配布資料の図表に加筆・修正の上作成。

(エ) 「統一性・連続性」の視点

基準気配は報告社数を「3社以上」、売買参考統計値は「7社以上」とそれぞれ規定しているだけで、上限はない。そのため、統一性・連続性の面で問題がある。

一方、JS Price は、常に同じルールに従って値付けを行うため<sup>31</sup>、統一性・連続性を持った指標となっている。

<sup>31</sup> JS Price セミナー (平成 14 年 5 月 8 日開催) の日本経済新聞社の配布資料によると、「事業債」の算出については、まず、各債券のクレジット格付を決定し、その後、格付及び残存年数のマトリックスに対して、基準イールドに対するスプレッドを付与することによって求められる。なお、個別固有の特殊事情のあるものは、別途個別にスプレッドを置くこともある。

(イ) 機関投資家の利用の現状

機関投資家においては、社債価格については、現在のところ、基準気配（売買参考統計値）を時価評価などに用いているのが一般的である。

その理由としては、決算に用いる時価として会計士などに認められていること、顧客に対してこれまで説明してきたこと、システムインフラもこれを前提にしていること、等が挙げられている。

JS Price の利用法としては、代表的な債券インデックスである野村BPI（NOMURA ボンド・パフォーマンス・インデックス）が JS Price を用いているため、それとの比較をより正確に行うために、特にフロント・オフィス（一般に、運用の意思決定及び実行を行う部署）で利用しているという例がある。

また、JS Price の提供者も、決算に用いる時価として認知されるため、日本公認会計士協会、国税庁、日本銀行など公的機関等への説明を行っている（JS Price セミナー（平成14年5月8日開催）による。）。

将来的には他の時価情報提供者なども現れて、より適切な時価情報を複数のリソースから入手することが可能となることが望まれる。

いずれにせよ、平成13年2月からサービスを開始した JS Price と、平成14年8月から基準気配から名称及びサービス内容が変更となった売買参考統計値とでは、現段階では、時間があまり経過しておらず、比較研究もあまり行われていないことから、両者の評価はこれからであろう。



## 1.7 まとめ

本稿では、社債のうち、主として普通社債を対象に分析している。

公社債全体に占める社債の比率は、発行額・現存額・売買額は共に、国債と比べると比率の水準は低いが増加傾向にあり、比率が低下している金融債を逆転して民間債の代表格になりつつある。

近年の社債の発行額・現存額・売買額については全体としては増加しているが、種類別の構成比をみると、一般債が大幅に増加しているのに対し、電力債は低下している。

社債の保有残高については、①社債保有の8割近くを金融機関が保有しており、②時系列的には、総じて、「国内非金融部門」の社債保有のシェアを増加させ、逆に「金融機関」が社債保有シェアを低下させている。

保有金融資産全体に占める社債の保有比率をみると、金融機関について、いずれの部門も社債保有比率を上昇させている。また、同様に、国内非金融部門及び海外についてみると、いずれの部門も社債の保有比率を上昇させているが、対家計民間非営利団体については大幅に上昇している。

社債市場の発展経緯をみると、日本の社債市場は、かつては適債基準に縛られており、事実上起債可能な企業の範囲が限定されていたが、平成8年に適債基準が撤廃されたため、現在では社債発行は原則自由となっている。

近年の社債市場の動向をみると、①社債発行の活発化、②国内普通銀行による社債発行解禁、③国内社債市場の空洞化の解消、④社債の平均発行金額の低下、⑤商品性の多様化、⑥信用リスクの顕在化、⑦資金の調達構造の直接化が挙げられる。

我が国の社債の流通市場については整備が遅れているといわれ、社債の売買を頻繁に行うのに十分な流動性が社債市場に欠けているため、多くの社債投資家は社債の購入後、償還まで持ち切るという運用スタイルを用いている。

流動性を示す代表的な指標の一つである売買回転率についてみると、普通社債全体の売買回転率は1未満の状態が続いており、しかも、電力債も一般事業債共に低下傾向にある。

日本の社債取引は、相対取引が大半を占めており、主要な投資家は各証券会社から提供されるデータを比較検討することで売買の参考としているほか、基準気配（売買参考統計値）や債券標準価格（JS Price）など一般に入手・購入できる価格情報も利用している。機関投資家においては、社債価格については、現在のところ、基準気配（売買参考統計値）を時価評価などに用いているのが一般的である。

