

第4章 日本の債券市場

1. 債券市場の特徴

債券市場とは、債券取引が行われる市場であり、投資家に向けて発行される**発行市場**と、既発債券の取引が行われる**流通市場**の2つがある。

債券市場の特徴としては、発行銘柄数が非常に多いことと、取引額が大きいので機関投資家中心の市場であることが挙げられる。発行銘柄数が多い理由は、債券の場合は株式と違って、同じ発行者でも発行される債券ごとにそれぞれ条件が異なるので、別の銘柄として扱われるためである。

2. 債券の種類

2.1 債券の分類

債券は、発行体、発行形態、募集形態、担保の有無、クーポンの有無、償還方法、格付けの有無などによって様々な分類方法がある。

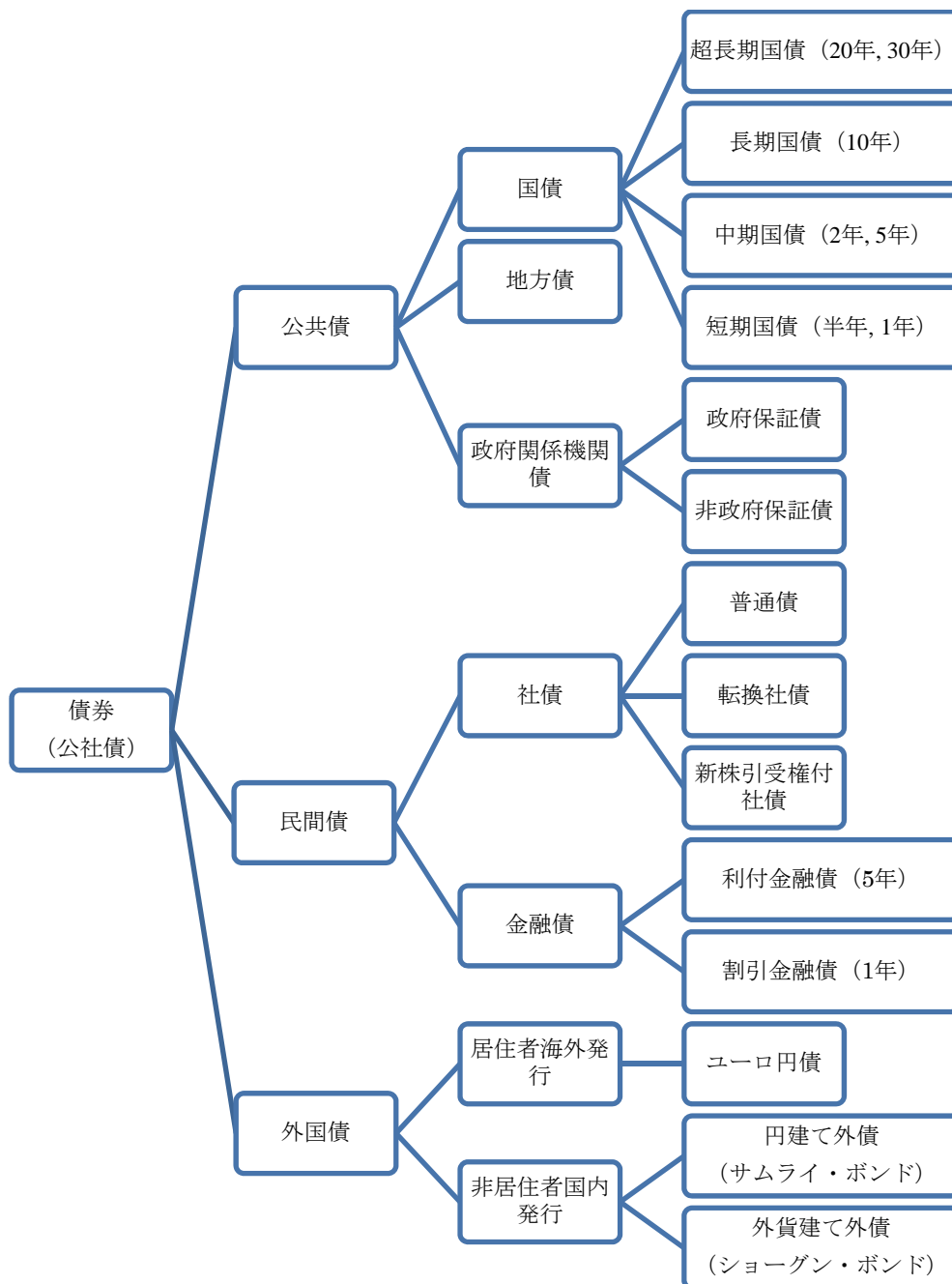
債券の分類 1

発行体	国、地方公共団体、事業会社、金融機関、非居住者
クーポンの有無	利付債（固定、変動）、割引債
募集形態	公募、私募
担保の有無	担保付き、無担保
償還方法	満期一括償還、途中償還
格付けの有無	Moody's、S&P、格付投資情報センター等による格付け

2.2 発行体による分類

債券（公社債）は、発行者が誰であるかによって、公共債、民間債、外国債に分けられる。公共債は、国や地方公共団体が発行する債券で、国が発行する**国債**、地方公共団体（都道府県市）が発行する**地方債**、公団・公庫・営団などの政府関係機関が発行する**政府関係機関債**に分けられる。民間債は、民間の株式会社が発行する債券で、一般の株式会社が発行する**社債（事業債）**と、特定の銀行と金庫が発行する**金融債**がある。最後に**外国債**は、日本企業が外国で発行する債券と、外国政府や法人が日本で発行する債券がある。

債券の分類 2



2.3 利付債と割引債

利付債とは、一定期間（通常は半年）ごとに発行者が**利金**（クーポン）を支払う債券であり、利率が一定の**確定利付債**（固定利付債）と、利率が変動する**変動利付債**がある。

一方、**割引債**は、利金がない代わりに、発行時には額面価格よりも低い金額で発行され、償還期日に額面価格が償還される。つまり、額面価格と発行時の価格の差額（償還差益）

が利息となるのである。利付債にはあるクーポンが、割引債には付随しない事から、割引債は**ゼロクーポン債**とも呼ばれる。

2.4 金融債

金融債とは、特別法に基づいて特定の金融機関が発行する債券のことで、利付金融債と割引金融債の 2 種類がある。利付金融債は、利金（クーポン）が付いている債券で、固定金利で、半年ごとに利息が支払われる。償還期限は基本的に 5 年である。

割引金融債は、償還期限が 1 年で、発行時に利息相当分を額面金額から割り引いて発行し、1 年後に額面金額を返済する割引債である。利息に対する源泉分離課税は 18% で、通常の金融商品の 20% に比べて割安となっている。

しかしながら、現在では、金融債の多くが廃止の方向に向かっている。

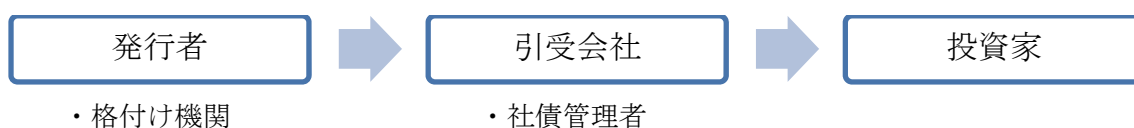
金融債取扱金融機関

金融機関	特別の法律	金融債の愛称
みずほ銀行・みずほコーポレート銀行（旧日本興業銀行）	長期信用銀行法	リッキー、ワリコー
新生銀行 （旧日本長期信用銀行）	長期信用銀行法	リッチョー、ワリチョー
あおぞら銀行 （旧日本債券信用銀行）	長期信用銀行法	リッシン、ワリシン
農林中央金庫	農林中央金庫法	リツノー、ワリノー
商工組合中央金庫	商工組合中央金庫法	リッショー、ワリショー
信金中央金庫	信用金庫法	

3. 債券の発行市場

3.1 債券の発行市場の仕組み

債券の発行市場は、債券発行によって資金を調達する**発行者**、発行した債券を引き受ける**引受会社**（銀行、証券会社など）、債券を買う**投資家**から成り立っている。それ以外にも、**格付け機関**（Moody's、S & P）、**財務上の特約**、**社債管理者**（銀行、信託銀行）なども、債券の発行において役割を果たしている。



- ・財務上の特約

3.2 引受会社

債券の発行にあたって、投資家に売りさばく目的で債券の全額または一部を引き受ける会社を**引受会社**（**アンダーライター**）という。大量に発行される債券は、特定の引受会社一社だけが引き受けるわけではなく、引受責任分散のため、複数の会社が集まって共同して引受業務に当たる。このようなグループは、**引受シンジケート団**（**引受シ団**）と呼ばれる。国債、地方債、政府保証債などの公共債の引受シンジケート団は、銀行等の金融機関と証券会社によって組織されるが、事業債等の引受シンジケート団は、証券会社のみで組織される。引受会社は、投資家の需要を調査した上で、発行総額、クーポンレート、発行価格などを決定する。

3.3 格付け機関

格付け機関は、債券の発行者の元本および利子の支払い遂行能力（**信用度**）を中立的な立場から評価する会社である。代表的な格付け会社としては、**Moody's**、**Standard and Poor's (S & P)**、**Fitch Ratings**、格付投資情報センター（**R & I**）、日本格付研究所（**JCR**）がある。債券の信用度は、ある一定の基準に基づいて、「Aaa」「AAA」などの記号で評価される。

3.4 財務上の特約

「財務上の特約」とは、社債の発行に際して、社債権者を保護するため、発行者に対して課せられた財務上の制約や条件のことである。財務上の特約には、担保提供制限（他の債務への担保提供を制限）、純資産額維持、利益維持、配当制限などがある。

発行者は、社債発行後にこれらの条項に違反すると、ただちにその社債を強制的に償還するかまたは担保を提供させられる。

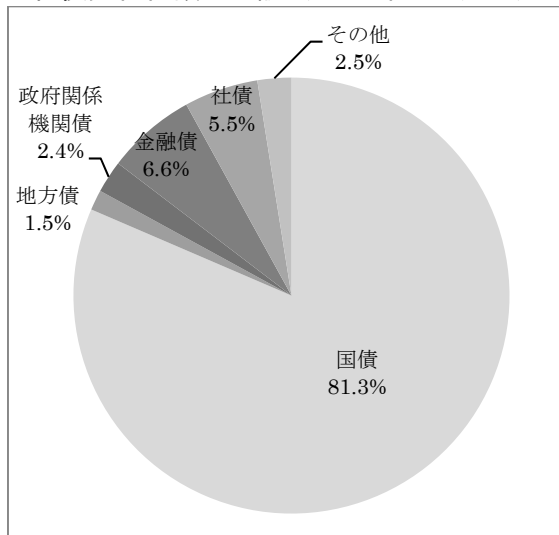
3.5 社債管理者

社債管理者とは、社債の保有者に代わって、発行会社の財務内容の監視といった社債管理業務を手がける者を指し、一般には、発行会社の主要取引銀行や信託銀行が社債管理者に指名される。各社債の金額が1億円以上である場合、または、その他社債権者の保護に欠けるおそれがないものとして法務省令で定める場合以外は、社債管理者を設置しなければならない。

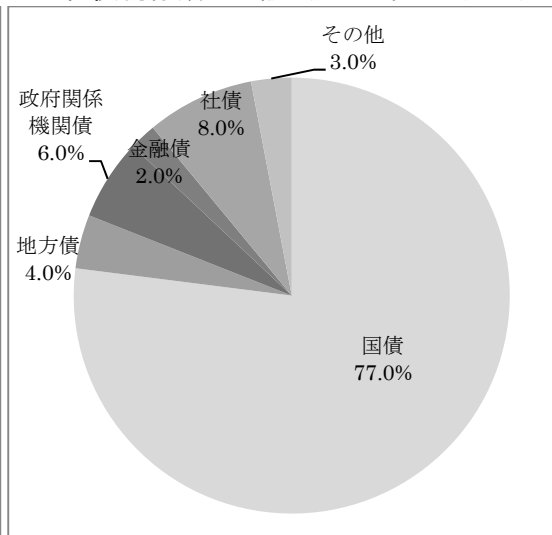
3.6 債券の発行総額の内訳

日本の発行市場は、公共債（国債、地方債、政府関係機関債）が85%以上を占めており、民間債（金融債と社債）の占める割合は10数%に過ぎない。また近年、国債の発行額は急速に拡大している。

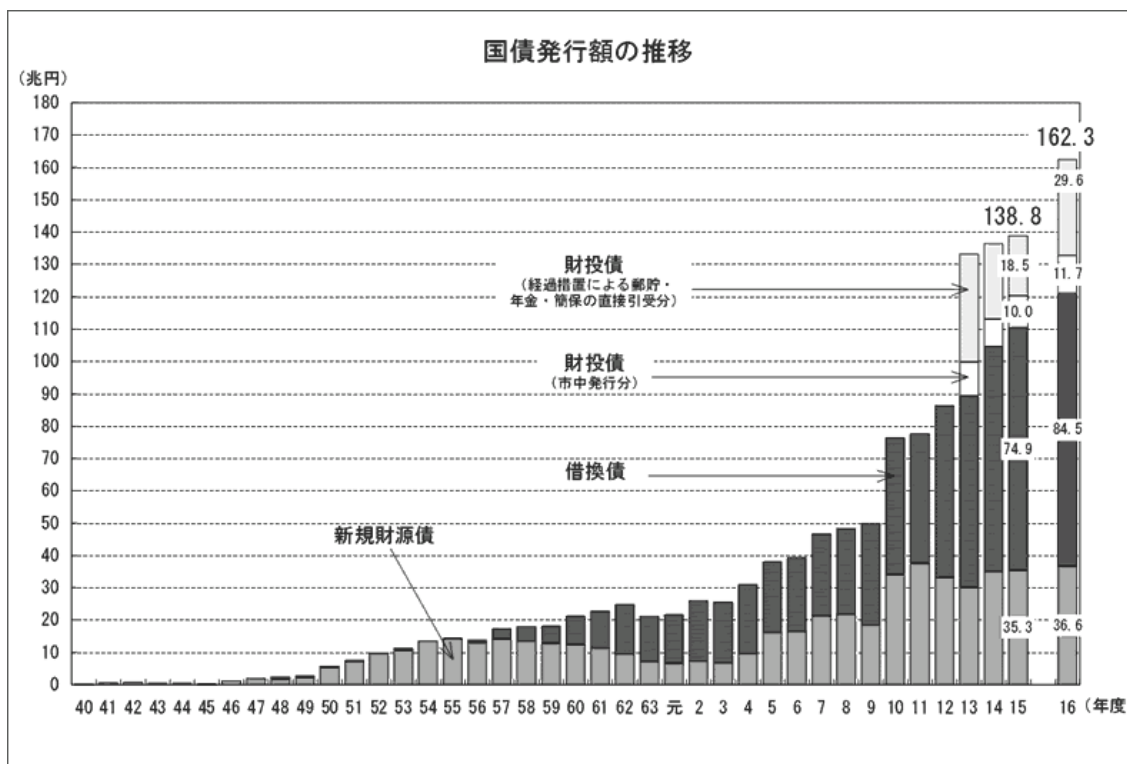
公社債発行総額の内訳（2002年 180兆円）



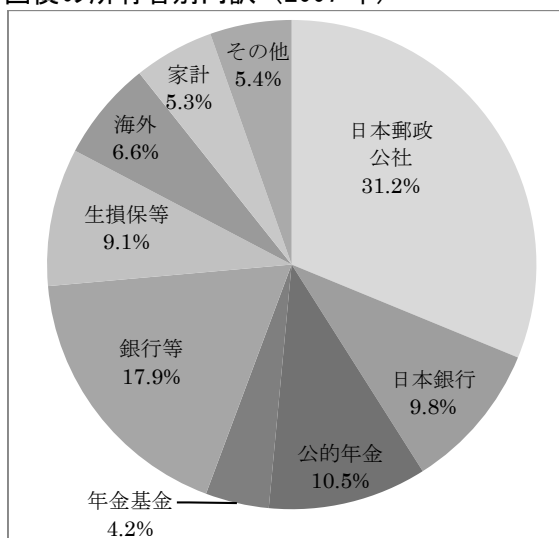
公社債現存額の内訳（2008年 890兆円）



国債発行額の推移



国債の所有者別内訳（2007年）



4. 債券の流通市場

4.1 歴史的経緯

1966年1月から発行が始まった長期国債（10年）の発行は、1975年から発行額が急増し、発行期限・発行形態の多様化とともに、発行・流通両市場における中心的存在となっている。

1970年代半ばからの国債の大量発行は、金融自由化の大きな原動力となった。国債の大量発行は債券流通市場の急拡大を促し、それによって従来の**シ団引受方式**（引受会社がシ団を組織して募集を実施し、応募額が発行予定額に満たない場合には引受会社が残額を買い取る方式）による長期利付国債の発行条件決定方式から、流通市場の実勢を重視する**公募入札方式**（発行者が応募者の競争入札により、落札者と価格、利回り、発行額を決める方式）へと転換した。これが引き金となって、国債と競合する他の金融商品の金利の弾力化が促進された。

流通市場急拡大のきっかけとなったのは、1977年の金融機関による取得国債の流動化の開始である。それまでは、金融機関が引き受けた国債の売却は規制されていた。しかし、大量発行によって金融機関の資金繰りが厳しくなった状況を解消するため、発行後1年の国債の市場売却が解禁された。こうした金融機関による国債の市場売却の開始は、公社債流通市場の急拡大につながった。

この時期をはさんで、市場原理を反映する方向で国債発行市場の基盤整備が進展し、中期割引国債および中期利付国債の発行を引き金として発行形態の多様化が進んだ。

4.2 取引市場と店頭市場

すでに発行され流通している債券の売買には、証券取引所で行われる**取引所取引**と売買当事者が相対で行う**店頭取引**がある。

取引所取引は、債券取引全体の出来高の1%未満にすぎないが、公正に形成された価格を広く一般に公示し、店頭取引の参考価格を与えるといった機能をもっている。一方、店頭取引は取引所以外で行われ、証券会社と投資家、銀行と投資家、投資家相互、証券会社と銀行の間など行われる。店頭取引は相対取引なので、すべての債券が売買でき、価格も原則自由で譲渡日も自由に決められる。

なお店頭取引での売買価格については、日本証券業協会が、店頭取引の公正・円滑化、投資家保護の観点から売買価格の基準となる店頭気配値を公表している。

[問題 4-1]

次の文章の（ ）内に入る適当な語句を、下記より選び記入しなさい。なお同じ語句を何度用いてもよい。

発行主体別の債券区分を行えば、国の発行する（ ① ）、地方公共団体が発行する（ ② ）、公社公団等が特別法に基づき発行する（ ③ ）、株式会社等が発行する（ ④ ）、特別法に基づいて特定の金融機関が発行する（ ⑤ ）等に区分することができる。

特に、（ ① ）、（ ② ）および（ ③ ）は、（ ⑥ ）と呼ばれている。国および地方公共団体は（ ⑦ ）を有しているので（ ⑧ ）は非常に高い。また、（ ③ ）内の（ ⑨ ）は、政府が元本や利子の支払いを保証しているため、（ ① ）と同様の信用が認められている。

徴税権	金融債	地方債	社債（事業債）	政府保証債
公共債	政府関係機関債	国債	外国債	債務弁済能力

[問題 4-2]

戦後復興期から高度成長期における債券市場の特色に関する次の記述のうち、誤っているものを一つ選びなさい。

- (A) 公社債発行の中心は金融債であり、累計発行額のうちの 50%以上を占めていた。
- (B) 利付金融債の利回りは事業債よりも高く設定されていたため、主に市中金融機関によって消化された。
- (C) 起債調整では、まず金融債、政府保証債・公共債が優先的に割り当てられ、残りが事業債に割り当てられた。
- (D) 割引金融債は流動性が乏しかったものの、1年満期であり、預貯金に比べて有利であったことから貯蓄商品として定着した。

[問題 4-3]

戦後復興期から高度成長期における社債市場の特色に関する次の記述のうち、誤っているものを一つ選びなさい。

- (A) 事業債内部における起債調整は、産業政策上、まず電力債が優先的に割り当てられ、その残りが一般事業債に割り当てられた。

- (B) 事業債の発行利回りは都市銀行の貸出利率とあまり変わらなかったため、長期信用銀行、地方銀行にとって投資対象としての魅力に乏しかった。
- (C) 社債格付制度は事業債発行の主たる調整手段であり、元利払いの安全性の観点からみた評価であった。
- (D) 社債は銀行と企業の総合的な関係の一環として、見返り預金や取引量の拡大との見合いで保有された。

[問題 4-4]

公社債市場に関する次の記述のうち、誤っているものを一つ選びなさい。

- (A) 1970年代後半の国債大量発行を契機に発行市場に大きな構造変化がおこった。
- (B) 1970年代後半の国債大量発行を契機に流通市場にも大きな構造変化がおこった。
- (C) 公社債の発行額で最大のシェアを占めるのは金融債である。
- (D) 利付金融債は市中金融機関が直接買取り引受けの形で発行され、割引金融債はほぼ100%証券会社の引受けで個人投資家によって消化されている。

[問題 4-5]

国債の大量発行が債券市場にもたらしたもののうち、誤っているものを一つ選びなさい。

- (A) 国債流通市場の拡大
- (B) 国債の発行条件の弾力化
- (C) 流通市場における個人売買の高まり
- (D) 新金融商品の拡大

[問題 4-6]

国債大量発行以降の債券市場の特色に関する次の記述のうち、誤っているものを一つ選びなさい。

- (A) 大量の国債を安定的に発行・消化していくために、証券会社には中期国債ファンド、銀行には国債の窓口販売やディーリングが認められるようになった。
- (B) 国債の中途売却の解禁、銀行ディーリングの開始によって、日銀にとって買いオペの必要性が低下した。
- (C) 国債の大量発行による流通市場の急拡大は、発行方式、発行条件の弾力化を進展させた。
- (D) 1970年代終盤以降、指標銘柄と呼ばれる特定銘柄に売買が集中し始めた。

[問題 4-7]

公社債流通市場に関する次の記述のうち、誤っているものを一つ選びなさい。

- (A) 公社債取引の大半は店頭市場で行われる。
- (B) ブローカーズ・ブローカーがインターディーラー市場を形成している。
- (C) 金融機関の公共債ディーリングが公社債流通市場を拡大した。
- (D) 公社債取引の中心は個人投資家である。

[問題 4-8]

公社債流通市場に関する次の記述のうち、誤っているものを一つ選びなさい。

- (A) 取引所取引は全取引額の 1~2% を占めるにすぎない。
- (B) 取引所取引の 90% 以上は長期国債が占めている。
- (C) 売買のほとんどが金融機関などの法人によるものである。
- (D) 売買が集中する国債指標銘柄は、周辺銘柄に比べて利回りが低くなる傾向にある。

[問題 4-9]

日本企業が発行する外債に関する次の記述のうち、誤っているものを一つ選びなさい。

- (A) 外債発行は 1980 年代に急速に拡大した。
- (B) 近年、円建て債の発行が増加している。
- (C) 主な消化先は海外の機関投資家である。
- (D) 外債発行の要因の一つに、国内社債市場の未整備があげられる。

[問題 4-10]

日本の社債に関する次の記述のうち、誤っているものを一つ選びなさい。

- (A) 証券取引所には普通社債は上場されていない。
- (B) すべての株式会社は取締役会の決議により社債を発行できる。
- (C) 期間 5 年以下の中・短期普通社債の発行が増加している。
- (D) 格付けの違いによる流通利回りの相違は米国ほどではない。