

Title	債券信用概念について
Sub Title	Observations on the Concept of Bond Credit
Author	齊藤, 壽彦(Saito, Hisahiko)
Publisher	慶應義塾大学出版会
Publication year	2007
Jtitle	三田商学研究 (Mita business review). Vol.49, No.6 (2007. 1) ,p.51- 75
JaLC DOI	
Abstract	債券の発行による資金調達・債券への投資という資金運用は、支払約束を信頼した取引である。したがってそれは信用という取引の一形態であるといえる。とはいえ、債券発行・債券投資の信用的性格は、銀行信用、すなわち銀行の預金業務・貸出業務とは形態的差異がある。債券発行・債券投資は売買取引を通じて行われ、価格変動リスクを伴う。このような点においてそれは信用と異なる性格を有するのであり、償還期日前の債券の売買取引が貸付・返済取引に見せかけられるという点において、それは株式投資と同じく擬制信用的性格を有するのである。本論文はこれらについて詳しく論述している。
Notes	赤川元章教授退任記念号
Genre	Journal Article
URL	<a href="https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=AN00234698-20070100-0051">https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=AN00234698-20070100-0051</a>

慶應義塾大学学術情報リポジトリ(KOARA)に掲載されているコンテンツの著作権は、それぞれの著作者、学会または出版社/発行者に帰属し、その権利は著作権法によって保護されています。引用にあたっては、著作権法を遵守してご利用ください。

The copyrights of content available on the KeiO Associated Repository of Academic resources (KOARA) belong to the respective authors, academic societies, or publishers/issuers, and these rights are protected by the Japanese Copyright Act. When quoting the content, please follow the Japanese copyright act.

## 債券信用概念について

齊藤 壽彦

### <要約>

債券の発行による資金調達・債券への投資という資金運用は、支払約束を信頼した取引である。したがってそれは信用という取引の一形態であるといえる。とはいえ、債券発行・債券投資の信用的性格は、銀行信用、すなわち銀行の預金業務・貸出業務とは形態的差異がある。債券発行・債券投資は売買取引を通じて行われ、価格変動リスクを伴う。このような点においてそれは信用と異なる性格を有するのであり、償還期日前の債券の売買取引が貸付・返済取引に見せかけられるという点において、それは株式投資と同じく擬制信用的性格を有するのである。本論文はこれらのことについて詳しく論述している。

### <キーワード>

信用、有価証券、債券、債券信用、直接金融、間接金融、市場型間接金融、相対取引、市場型取引

### はじめに

家計などの余裕資金を集め、資金を必要としている企業や政府などに融通すること、資金の供給と需要、資金融通を意味する言葉として金融という用語が用いられている。資金の出し手（供給者）と取り手（需要者）との間で資金が取引されているところが金融市場である。

資金調達の方法には、企業や政府が発行する証券（株式、社債、公債）発行などを通じて資金の供給者（個人や機関投資家企業など）から資金の需要者が直接資金を調達する直接金融と、銀行などの金融機関を介して預金者などの資金を資金需要者が調達する間接金融とがある。金融債や投資信託などの形で個人などから資金を吸収して貸出や証券投資などの形態で資金を運用することも間接金融に含まれている。<sup>1)</sup>

1) ガーレイ＝ショーの金融仲介理論において銀行と証券は、同質面と異質面があることが指摘されていた。すなわち、かれらによれば、両者はともに規模の経済を利用する金融技術の担い手であり、貯蓄と投資の水準を高め、資源配分の能率を高める機能を果たしている面では、同質的であるとされる。一方、金融は、赤字単位の発行する本源的証券（primary securities）[金融機関以外の経済主体が発行する直接証券（direct securities）＝第1次証券＝有価証券である資本証券＝株式、債券]を黒字単位が直接購入して赤字単位に資

直接金融においては、資金をどのように運用するかを選択権は資金提供者の側にある。直接金融においては、資金運用に伴うリスクは資金提供者が負う。間接金融においては、銀行などの資金仲介機関がどこにお金を貸すかという選択権を有している。銀行貸出の場合、信用リスクは銀行が負うが、投資信託の場合は投資家が資金運用リスクを負う。

直接金融の代表は証券発行による資金調達、間接金融の代表は銀行を通ずる資金調達である。両者には同質性と異質性とがある。

銀行は以下の諸点において貸付可能な資金の流れを促進している。<sup>2)</sup>

第1は、金額の不一致の克服である。一般に個々の借手の必要金額は個々の貸手の貸付可能な資金額を上回るため、借手と貸手が直接的に交渉したのでは金融が成立しにくい場合が多い。そこで銀行は、多数の貸手から小額の資金を主として預金等の形で集めてプールし、これを借手に貸し付けることによって金融を促進している。第2は、期間の差異の克服である。貸手の貸付可能期間と借手の借入必要期間とが一致する保証はない。そこで銀行は資金の提供者、貸手である預金者の希望に応じた満期日での支払いを約束して預金を集め、これによって借手の希望する期間の貸出を行う。これによって大数の法則の作用に基づき、短期資金の長期貸も可能となる。第3は、流動性の供給である。銀行は預金者に対して大きな損失なしに容易に現金を提供することができる。このようなことは、一般に預金の預入と引出のバランスがとれていること、現金や短期証券などの形で支払い準備が保有されていること、他の民間金融機関や中央銀行からの借入便宜が存在することなどに支えられている。第4は、リスクの削減である。銀行はリスク、とくに信用リスクにさらされている。これを削減する方法には、資金のプールによる貸付1件当たりのリスクの削減、多様な貸付（分散投資）によるリスクの削減、貸倒準備金などの諸準備金、積立金、自己資本保有、預金保険制度などによる残存リスクへの対応がある。第5は、金融コストの削減である。金融コストには取引コスト（打ち合わせ、審査、連絡、送金などに要するコスト）と情報コスト（借手の信用度、金融市場の見通しなど貸付に必要な情報を集めるために要するコスト）がある。銀行は規模の経済と専門化の利益とによってこれらのコストを削減している。

証券は以下の諸点において貸付可能な資金、投資可能な資金の流れを促進している。<sup>3)</sup>

第1は、金額の不一致の克服である。証券は、資金の需要者の必要金額と供給者の投融資可能金額の不一致を克服するために、資金の取手の資金需要額を株式や債券の形で小口金額に等分し、それを多数の投資家に購入希望に応じて売却する。第2は、期間の差異の克服である。資金の出

1) 金を供給する直接金融 (direct finance) と、赤字単位と黒字単位との間に金融仲介機関 (financial intermediaries) が介在して、赤字単位の発行する本源的証券 [= 証拠証券である借用証書や貨幣証券である手形や資本証券] を、究極的貸し手である黒字単位のポートフォリオ (投資資産の組み合わせ) のために、間接証券 (indirect securities) = 金融仲介機関が発行する債務証券 [= 証拠証券としての預金証書や資本証券としての金融債] に置き換える間接金融 (indirect finance) とに区別できるとした。J. G. Gurley and E. S. Shaw, *Money in a Theory of Finance*, The Brookings Institution, 1960. J. G. ガーレイ, E. S. ショー著、桜井欣一郎訳『貨幣と金融』改訂版、至誠堂、1967年。福光寛『金融規制緩和の経済学』日本経済評論社、1990年、4~5ページ。[ ] 内は齊藤による解釈。

2) 千田純一・鐘ヶ江毅・奥野博幸『変革期の銀行と証券』有斐閣、1986年、63~74ページ等参照。

3) 同上書、75~78ページ。

手の投融資可能期間と資金の取手の資金必要期間との不一致は、投資家が証券流通市場において保有証券を売却することによる投下資本の回収によって克服される。第3は、流動性の供給である。投資家は流通市場において保有証券を売却することによって、現金を容易に確保することができる。第4は、リスクの削減である。債券は信用リスクおよび市場リスク、株式は市場リスクにさらされているが、証券はこれらのリスクを分割している。株式会社は全株主の有限責任制が確立しているから、株主は最悪の場合でも保有証券が無価値になることを覚悟するだけでよい。とはいえ、株式や債券への投資は投資家が責任を負い、証券価格変動リスクは大きく、銀行預金よりもリスクは大きい。普通株に対する優先株、上場審査基準、ディスクロージャー（企業情報開示）の義務付け、社債担保、起債基準、格付、減債基金、社債発行限度は投資家保護のための措置である。第5は、金融コストの削減である。証券会社が専門業者として取引コスト、情報コストを削減している。また、新規証券発行には売れ残りリスクがあるが、証券会社が証券の引受業務を行う場合は証券会社が新規発行証券の全額売却を保証する。ただし証券会社には銀行のような貸出審査機能はない。

近年では直接金融と間接金融との間の中間的形態として市場型間接金融という概念が提起されている。これは金融仲介機関が市場型金融取引によって資金仲介を行っているものである。その代表的な形態として、投資信託（多数の投資家の資金の共同投資・専門家運用・分散投資による運用）と貸付債権の証券化を挙げることができる。最終的な資金調達者・資金運用者の市場へのアクセスは「仲介業者」を介した者となる。市場型間接金融に介在する金融機関には、最終的な資金提供者と市場をつなぐ働きをする金融機関と、最終的な資金調達者と市場をつなぐ働きをする金融機関との2つのタイプがある。前者には投資信託をはじめとする各種のファンド、後者にはファイナンス会社、証券化の活動に携わっている金融機関がある。銀行貸出において、信用リスクは銀行によって負担されているが、市場型間接金融においては金融取引に伴って発生するさまざまなリスクは多くの取引参加者によって分散して負担されている<sup>5)</sup>。

金融取引を円滑にする役割を果たしているのが、この業務を専業とする金融機関である。貸出業務の中核を担うのが、預金業務および貸出業務を行う機関である銀行である。

財産権を表示した譲渡自由な証書である有価証券には物財証券証券と貨幣証券と資本証券（株式や債券等）がある。資本証券取引はその専門業者である証券会社を媒介として行われることが多い。

銀行と証券には前述のように同質性と異質性とがある。戦後長く我が国では銀行と証券は分離されてきた。証券業務は銀行にとっての固有業務ではない。しかし、今日では銀行も証券業務を幅広く行っている。とりわけ銀行は債券の売買仲介をしたり、株式や債券への投資を行ったりしたりしている。金融持株会社が設立され、その傘下に銀行子会社と証券子会社が配備されること

4) 池尾和人・柳川範之「日本の金融システムのどこに問題があるのか」池尾和人+財務省財務総合政策研究所編『市場型間接金融の経済分析』日本評論社、2006年、20～22ページ。横山惇「我が国における市場型間接金融の現状」同上書、34～52ページ。

5) 内田浩史「市場型間接金融と金融機関の機能」同上書、85～92ページ。

も実施されている。貸出債権を証券形態を通じて他に譲渡するというも行われている。銀行と証券の垣根が撤廃されたわけではないが、銀行と証券の区別が今日ではあいまいになってきている。

債券は、証券の券面に貨幣支払い約束という形態での財産権が表示された譲渡自由な証書という有価証券である。債券は債務証書という点においては銀行貸出における借入証書との共通性を持つ。債券の所有者は償還期限が到来しなくても、いつでも自由に証券を金融証券市場で売却して貨幣を入手することができるが、この場合には、債券に投下した貨幣金額あるいは額面金額と等しい金額が回収されるとは限らず、いくら貨幣金額が回収されるかは債券の売買価格によって決まってくる。この意味では債券発行は銀行借入とは異なる。銀行貸出は銀行信用における与信と呼ぶことができるが、債券への投資はこれと共通性と異質性を有している。このような債券への投資を私は銀行信用と区別して債券信用と名づけた<sup>6)</sup>。債券による資金調達も銀行の受信業務に類似した債券信用とみなすことができる。

このような新たな信用形態の提唱については、福光氏や佐合紘一氏などからその内容がよくわからないとの批判が寄せられている<sup>7)</sup>。そこで本稿では銀行信用と債券発行・債券投資を比較研究することを通じて債券信用概念について詳しく論述したい。今日の金融システム研究においては市場型間接金融の解明が注目されているが、この研究の成果は債券信用研究にとって有用である。と同時に、市場型間接金融の考察の前提として、信用に関する銀行信用と債券投資の関係を明らかにすることが重要である。その考察が市場型間接金融研究に対する示唆を与えるものと考えられるのである。

## 第1章 債券発行・債券投資の信用（取引）的性格

### 第1節 債券の定義

債券は、資金需要者である発行者（発行体ともいい、具体的には企業、政府・地方公共団体・政府関係機関）が、元本や利子の支払いを約束して発行する、譲渡可能な証書である。発行者は発行時に、債券を購入する投資家に、あらかじめ決められた期日（償還期日）に額面金額を支払うことを約束している。発行者は、債券の利払い時には債券の所有者に利子（利息）を支払い、償還時には額面金額を支払う。投資家には機関投資家（保険会社、信託銀行、投資信託、銀行等）や個人投資家がいる。

債券取引は発行体と投資家の両者を証券取引の専門業者である証券会社が仲介することが多い。証券会社の業務には、顧客の注文を仲介して既発行証券を売買する委託売買（ブローキング）業務、自己勘定で既発行証券を売買する自己売買業務（ディーリング）業務、新規に発行された証

6) 齊藤壽彦『信頼・信認・信用の構造——金融核心論——』泉文堂、初版、2002年、改訂版、2005年、第7章。

7) 福光寛「齊藤壽彦著『信頼・信認・信用の構造——金融核心論——』財団法人政治経済研究所『政経研究』第81号、2003年11月。佐合紘一「齊藤壽彦著『信頼・信認・信用の構造——金融核心論——』『証券経済研究』第44号、2003年12月。

券の売れ残りあるいは全額を買い取る引受（アンダーライティング）業務、新規発行証券を顧客に販売する分売（ディストリビューターまたはセリング）業務の4つがある。

近年では有価証券のペーパーレス化（無券面化、電子化）が進展しており、口座上の記録によって権利の記載とその振替によって有価証券に表示されるべき権利の発生、移転、消滅等についての法的効力が生ずることとなっている。証券が発行されていない場合であっても、電子データに有価証券上の権利が記録されているものは有価証券とみなされている。有価証券の権利移転メカニズムの基礎にあるのは、有価証券上の権利に対する「占有」である。有価証券のペーパーレス化というのは、紙媒体の券面に対する物理的支配から、「口座の記録」を基礎とした有価証券上の権利に対する事実上の支配権限へと「占有」概念が機能的に拡張したことを通じて実現されたものと捉えることができる。債券についても同様のことがいえる。有価証券のペーパーレス化はCPのペーパーレスから始められ（2001年6月、「短期社債等の振替に関する法律」の制定、2002年4月施行）、やがて無券面化は一般債へと拡大し（2003年1月、同法を改正した「社債等の振替に関する法律」の施行）、2006年1月10日に新規発行の一般債のペーパーレス化がスタートした。本論文で債券という言葉を使用しているが、これは紙券発行を伴わない、有価証券に表示されるべき権利が振替決済制度の対象に含まれるものを包含するものである<sup>8)</sup>。

債券保有者の権利を確保するために、今日では本券登録制度が一般に用いられることとなっている。登録機関に関しては、国債の登録機関は日本銀行およびその代理店である。国債以外の債券は日銀以外の、主務大臣が指定する金融機関が登録機関となっている。現在、社債管理会社（あるいは財務代理人）または担保の受託会社がこれに指定されることになっている。

社債等一般債の決済処理を集中的に行うために、1996年に株式会社債券決済ネットワーク（Japan Bond Settlement Network Co., Ltd., 略称：JBNet）が設立されている。

## 第2節 信用（取引）としての債券発行・債券投資

銀行の預金業務という受信業務や貸出という与信業務は債券発行による資金調達や債券への投資と共通する性質を有している。債券による資金調達、債券への資金運用は信用という取引形態の側面を意味しているのである。この点では債券は同じ有価証券であっても債権債務関係の存在しない株式とは異なっている。このことを立ち入って考察してみよう。

銀行預金も債券も債務性の資金調達的手段であるという点では共通している。債券の発行者と債券の所有者との間には、債権債務関係が存在する。債券は借用証書的な有価証券である。債券には償還期日が設けられており、債券の発行者は償還期日が到来すれば額面金額を支払わなけれ

8) 森田宏樹「有価証券のペーパーレス化の基礎理論」日本銀行金融研究所『IMES DISCUSSION PAPER SERIES』Discussion Paper No.2006-J-23)。福本葵「証券の不発行化」証券経済学会大会報告、2006年10月14日。2006年6月に制定された金融商品取引法第2条は、有価証券を証券・証書が発行されている権利と発行されていない権利（みなし有価証券）とに分けて規定している。当該権利を表示する有価証券が発行されていない場合でも、有価証券に表示すべき権利を有価証券であるとしている。この規定にしたがえば、電子化された譲渡可能な債権（規格化された電子債権）も債券ということになる。黒沼悦郎『金融商品取引法入門』日本経済新聞社、2006年、23ページは、証券・証書の有無により有価証券を分けるのは、古臭いやり方だと述べている。

ばならない。この意味では、債券の発行は銀行の定期預金と類似している。債券の発行は広義での借入に含めることができる。この意味での借入に対する代償として、発行者は利子を支払わなければならない。債券の購入者は、発行者が償還期日になって額面金額を支払うということ信用するからこそ債券を購入したのであり、債券の発行者と債券の所有者との間には信用関係が存在する<sup>9)</sup>。

銀行預金と債券発行による資金調達とを比較してみよう。両者には共通する性質がある。定期預金も債券も資金調達の期間が定められており、満期日には決められた金額が支払われる。定期預金の場合には元金が、債券の場合には額面金額が支払われる。ただし、定期預金の期限には限界があるが（我が国では預入期間は1カ月以上10年以内）、債券には、超長期債というのがあり、例外的に、イギリスのコンソル公債のように償還期限のない永久債も存在する。

預金については事後的、定期的に利子が支払われる（普通預金については半年ごとに平均残高により算出し、元本に加えられる）。債券の発行方法には、利付発行と割引発行とがある。このうち利付債には、1回当たりの利子相当金額が記載された利札がついている。これをクーポン（coupon）といい、一定期日に支払われる債券利子の請求権を表わしている。クーポンは債券に付属して印刷されており、利払日にそれを切離して提出して利払いを受けることができる。債券の額面金額に対する年当りの利子支払額の比率を、クーポン・レートまたは表面利率という。債券の利子には銀行貸出金利と同じく固定金利と変動金利とがある。一般の債券では購入時の金利は固定金利となっており、このような確定利付債券の場合、利子が事前に決まっており、債券発行後定期的に支払われ、利子は償還期日まで変わらない。この点は定期預金と同様である。

銀行貸出と債券への投資も類似している。両者は支払い約束に対する信頼に基づいて資金の所有者（銀行または投資家）が資金を運用するものである。銀行貸出と円建確定利付債券は元利金の支払確保という点で類似している。債券を投資家が償還期日まで保有すれば投資家は価格変動リスクを回避して額面金額を入手できる。このような債券投資をバイ・アンド・ホールドという。

銀行貸出や債券への投資には投融资した資金が借手や発行者の経営不振、倒産・破産あるいは財政難などのために契約どおりに支払われないという信用リスクが発生する。そのため、資金運用者（銀行や投資家）は借手あるいは債券発行者の信用度に大きな関心を払う。借手あるいは発行者の信頼性の前提となる、誠実性、支払意志の強固さ、借手、発行者の支払い能力と流動性の確保、借手、発行者の担保あるいは高い格付の存在が信用度を高める。

銀行信用も債券取引、債券信用も金利によって大きく影響される。銀行信用においては預金金利や貸出金利が大きな役割を果たす。一方、債券には表面利率が定められており、また、債券の売買価格は市場金利によって変動する。銀行信用における借入金利や債券発行における表面金利は、借手の資金需要の強さや信用度や貸手、資金提供者の資金供給姿勢、借手の信用度、市場金利の動向などによって決められる。市場金利は貸出可能な資金に対する需給関係によって規定される<sup>10)</sup>。

9) 齊藤壽彦, 前掲書, 210ページ。

10) 市場金利には預貯金金利, コールレート, 手形割引レート, 銀行貸付金利 (金利短期プライムレート, 長ノ

銀行も債券投資家も原則として資金調達企業への経営参加権は有しない。この点は投資家の株式への投資の場合と異なっている。

上述のように債券発行による資金調達・債券への資金運用は銀行の預金獲得・銀行貸出と同じく将来の支払い約束に対する信頼に基づく取引である。このような債券取引を債券信用と呼ぶことができよう。

## 第2章 債券信用の伝統的銀行信用との差異

### 第1節 伝統的銀行信用と債券信用との差異の概観

今日の銀行取引においては銀行業務と証券業務が結合した取引、貸出債権の流動化を伴う取引がみられる。だが、本章では伝統的な、狭義の銀行取引としての銀行預金・銀行貸出業務を想定するとしよう。このような意味での銀行信用という取引形態と債券発行・債券投資という債券信用とは違いがある。だからこそ銀行信用とは区別される債券信用という概念の設定が必要となるのである。

銀行預金・銀行貸出は預金者と銀行との相対取引として行われる。これに対して、債券の発行と流通には相対取引、入札取引、市場型取引と各種の取引形態が採用されている。しかもそこにはいずれも売買取引という市場型取引の特徴が見られる。このような取引形態の違いは銀行取引と債券取引における情報の取得・分析の違いをもたらしている。

資金供給者と資金需要者との間の金額の不一致の克服方が銀行取引と債券取引では異なる。銀行の場合は多数の預金者から金額の異なる預金者から相対取引で資金を集め、この中から借手の必要額を供給する。これに対して債券の場合は、小さな単位(小口)に分割された資本持分を表示した定額額面の証書あるいは電子データを同時に同一条件で発行あるいは記録して、多数の投資家から多額の資金調達をする。1人の投資家から多額の資金提供を受けるのが難しい場合<sup>11)</sup>であっても、規格化された債券の発行によって円滑な資金調達が可能になるのである。

、期プライムレート等)、中央銀行の公定歩合、公債金利など様々な金利がある。債券相場はこれらの影響を受ける。債券の市場価格は、市場利子率の将来への見通し、リスクプレミアムをも考慮して決まる。債券相場は市場金利に大きな影響を及ぼす公定歩合によって特に大きな影響を受ける。市場金利は景気や物価や金利リスクによって左右される。好景気は金利上昇を招き、不景気は金利低下を招く傾向をもつ。物価上昇は金利上昇を好景気は金利上昇を招き、物価上昇率の低下は金利の低下を招く傾向をもつ。金利の決定要因として実質経済成長率や物価上昇率やリスクプレミアムに注目する必要がある(野村証券の高田和重氏が「証券投資の基礎」という千葉商科大学での特別講義の一環としての「債券の基礎」と題する2006年6月1日の講義の中で指摘されている)。市場金利は公定歩合操作や公開市場操作などの金融政策によって大きく左右される。この金融政策については、金融緩和政策は金利の低下を生じ、金融引締政策は市場金利の上昇を招く傾向がある。この金融政策は物価安定を目的としており、物価の動向によって大きく影響される。また金融政策は経済成長の促進をも考慮しており、景気の動向によっても規定される。金利は金融政策変更前に変更期待で変動することが多い。財政政策も金利に影響を及ぼす。高田和重氏によれば、財政支出の拡大は市場の景気拡大期待を通じて長期金利を上昇させる。また、財政支出の拡大は国債発行増加をもたらして国債需給を悪化させ、この結果長期金利を上昇させる結果を招く。

11) 大和証券債券部『入門の入門 債券のしくみ』日本実業出版社、2003年、14ページ。

銀行取引においては、預金の支払約束を記載した預金証書、預金通帳および借手の借用証書が作成される。これらは、本来、譲渡自由な有価証券ではなく、単なる証拠として作成された、他の者に譲渡することができない証拠証券である（譲渡性預金 CD を除く）。これに対して債券は譲渡自由な有価証券である。

資金供給者と資金需要者との間の資金貸借希望期間の差異の克服方策についても、銀行取引と債券取引では異なる。銀行預金者は預金形態を通じて自由に資金運用期間を選定し、銀行は借手の必要に応じて貸出期間を決定する。これらは相対取引で自由に行われる。債券の場合は、発行者が必要に応じて定めた債券の償還期限を前提として投資家が資金を一定期間運用するが、債券投資家は資金の必要が生じた場合には、必要に応じて保有証券を売却して投下資本を回収することができる。

資金調達・資金運用期間の長さについても、銀行取引と債券取引には差異がある。定期預金の場合は、預金者にとってはその譲渡性が原則として認められていない。ただし定期預金の途中解約は認められている。だが銀行にとってはそれが無制限に行われると銀行の資金運用計画に支障を来すという問題がある。このために、10年を超えるような定期預金の開発は困難である。これに対して債券の場合は、償還期日前に他の投資家への転売が可能のために、投資家は債券投資によって長期の資金運用を行うことができる。債券には3～5年程度の中期的のものから、10年程度の長期、20～30年にわたる超長期のものまでさまざまな機関の債券がある。中にはイギリスのコンソル公債のように償還が無期限の（償還期限が定められていない。政府はいつでも償還することができる）永久債もある。

流動性の確保についても、銀行取引と債券取引では異なる。銀行預金者は銀行預金の引出を通じていつでも現金を確保できる。債券の場合、債券所有者は保有債券の売却を通じて現金を確保できる。

債権回収についても、銀行取引と債券取引とでは金額に違いがある。預金の場合は金融機関が元金の支払いを約束しており、支払いに際して元本が変動することは通常はない。定期預金を途中で解約した場合もこのことがいえる。銀行貸出において、銀行は貸出元本を債務者から取り立てる。これに対して債券の場合は、償還まで保有した場合は券面に表示された額面金額を受け取ることができるが、償還期日前に売却する場合には回収される金額は債券の時価（そのときの売買価格）によって変動する。預金と債券のいちばん大きな違いは「価格」という概念の有無にある。債券の店頭取引における受渡代金は債券価格にあたる約定代金と経過利子から構成されており、約定代金は単価×額面金額÷100という計算によって求められる<sup>12)</sup>。

利子の支払いについても銀行取引と債券取引とでは違いがある。定期預金の利子は途中解約すると、当初約束された金利よりも低い利率で利子が支払われることとなる。一方、債券の場合は途中で売却した場合であっても、保有期間に応じた利子（経過利子）を受け取ることができる。経過利子とは、利付債の売買において買い手から売り手に支払われる利子相当額のことである。

12) 同上書、20、71ページ。

これは前回利払いの翌日から途中売却日までの保有日数を日割りで計算した利子相当額である。この額は $\text{利率} \times 100 \times (1 - \text{源泉徴収税率}) \times (\text{経過日数} \div 365) \times (\text{約定額面金額} \div 100)$  という計算によって算出される<sup>13)</sup>。

銀行は貸出利子の魅力に惹かれて貸出を行う。債券投資には投資家からみて次のような魅力が得られる。第1に、利子収入とともに売買差益が期待できる。第2に、債券は種類が豊富である。一口に債券といっても、償還年限や利回りなどはさまざまで、投資家は安全性、収益性など、ニーズに合わせた選択が可能である<sup>14)</sup>。

運用される資金の用途について、銀行と債券とでは資金提供者の理解に違いが見られる。銀行預金の場合、銀行は、その払い戻し請求に応ずるという義務を果たささえすれば、その資金の運用先を自由に決めることができる。資金の用途は、資金の提供者である預金者にはよくわからない。これに対して債券への投資家には債券に投資した資金の使い道がよくわかる。投資家と債券の発行者とは契約関係にある。投資家は債券発行によって調達された資金がどのような目的で使われるのかを目論見書などによって知ることができる。発行体が国や地方公共団体などの場合に目論見書の作成が義務づけられないこともあるが、通常は情報開示の一環として、債券発行に際して目論見書の作成が法的に義務づけられている。

銀行は預金者に対しては預金元利金の支払いを約束する一方で、借り手の支払約束を信頼、信用して貸出を行っている。預金元利金の支払いの責任は銀行にあり、借入金支払いの責任は借手の側にある。だが借手が必ずその責任を果たすとは限らない。このため、銀行が信用リスクを自ら負担している。銀行の信用リスクとは銀行の借り手がもしくは取引相手が同意した条件に沿った形で債務を履行できなくなる可能性、取引相手の契約不履行により、銀行の債権が契約どおりに支払われない危険性のことである。銀行はそのほかのリスクも負担している。このため、銀行はリスク管理を行う。このようなものには、信用リスク管理、市場リスク管理、決済リスク管理、流動性リスク管理、オペレーショナルリスク管理、統合リスク管理という対策がある。またシステミック・リスクに対して中央銀行や政府は信用秩序維持政策を行う。

銀行信用においては信用リスク管理が大きな役割を果たす。銀行の行う事前の信用リスク管理手法として、貸出審査が行われる。このために必要なこととして、①銀行経営の三原則を貸出においても貫くという経営者の融資姿勢、②銀行本部における審査部の営業推進部からの独立、③適正な審査手法の採用、④信用リスクの計量化、⑤融資集中の排除を挙げることができる。債権確保のために担保を取得するということも行われる。

債券の場合には、元利金支払の責任者は発行者である。その支払い約束が必ず果されるとはかぎらない。信用リスク、為替リスク、価格変動リスクなどのリスクは資金提供者である投資家自らが負担している。債券信用においては市場リスク管理がきわめて重要となる。

債券への投資は投資家が責任を負い、証券価格変動リスクは大きく、銀行預金よりもリスクは大きい。

13) 同上書、70～71ページ。

14) 同上書、15ページ。

債券では信用リスク対策も重要であるが、特に市場信用リスク管理が重要となる。債券保有者が分散してリスクを負担することによって、個々の債権者のリスクの軽減が図られている。証券への投資についての損失は、証券1枚あたり最大でも証券への投下資本にとどまる。また、保有債券の譲渡や債券への分散投資を行うことによって、投資家のリスクの軽減が図られている。とくに債券発行者の債券売れ残りリスクについては発行引受会社が負担する。

預金保険制度がある場合、銀行預金については一定の条件のもとで、預金は預金保険による保護の対象となるが、債券は原則としてその対象外である（一定の要件を満たした保護預り契約がなされている金融債を除く）。

このようなりスクの軽減とリスク負担についても銀行信用と債券信用には大きな違いが見られるのである。

金融コストは銀行取引においては銀行によって軽減されている。債券取引の場合は債券を取り扱う証券会社などによって軽減されている。

債券投資は相対型の間接金融とは異なり、資金の出手である投資家、資金の取手である発行者、債券の引受・分売を行う証券会社、信用リスクを評価する格付会社、社債権者の権利を保護する社債管理会社など、多数の主体が取引の過程で関与する。そのため、銀行借入の場合と比べて再交渉は難しく、債券がいったん発行された後に契約内容を変更することは困難である。<sup>15)</sup>

銀行取引と債券取引、銀行信用と債券信用とでは上述のような違いがあるのである。

## 第2節 取引形態

### 1. 相対取引

銀行取引と債券取引の取引形態の違いについてさらに詳しく検討してみよう。金融証券の取引形態には大別して相対取引と市場型取引と入札取引がある。

相対型取引 (negotiated transactions) は、1人の買手と1人の売手が相対で売買を行う取引、特定の人と他の特定の人との間で行われる売買のことである。これは無競争で売買当事者が双方の合意により、数量、価格、決済方法を決めて行う。取引相手と文字どおり相対して相手の「顔」をみて、相手が誰であるかを知った上で行う取引であり、貸出や預金の取引がこれに当たる。<sup>16)</sup> 相対型取引においては資金の出手と借手が交渉したうえで、金額、期間、金利、支払方法などの取引条件を決定する。したがって、当事者の交渉で合意されれば、取引条件は柔軟に決定可能であり、内容は取引ごとに多種多様である。取引にあたっては、資金の出し手は貸出前には審査、貸出期間中には監視という「情報生産」を行って、取引の履行を確実なものにすることが多い。<sup>17)</sup> 具体的には、銀行が企業・個人に貸出を行う場合に相対型取引が行われる。中小企業の資金調達、個人の住宅ローンなどのように、公開情報が乏しく、金融機関による情報収集の必要性が

15) 岡村秀夫・田中敦・野間敏克・藤原賢哉『金融システム論』有斐閣、101ページ。

16) 同上書、17ページ。

17) 同上書、78ページ。

高い場合には、相対型取引が行われる資金チャネルが中心となる。<sup>18)</sup>相対取引は、取引条件の多くを交渉できる弾力性と取引の継続性に特徴がある。<sup>19)</sup>地方銀行の経営モデルとされる「リレーションシップ・バンキング」は、銀行が顧客との間で親密な関係を長く維持することにより、顧客に関する情報を蓄積し、この情報をもとに貸出等の金融サービスを行うビジネスモデルのことであり、<sup>20)</sup>相対取引の一形態である。

## 2. 市場型取引

市場型取引 (market transactions) は、多数の買手と多数の売手が売買を行う取引 (market transactions)、不特定多数の取引者間で行われる競争取引のことである。基本的には相手が誰であるかはあまり重要ではない取引、もしくは相手の「顔」がみえない取引である。この典型例は、証券取引所での株式の売買取引である。<sup>21)</sup>市場型取引においては、取引条件は市場において不特定多数の資金の出手と取手によって、基本的に公開情報に基づいて競争的に決定される。取引条件の中でも、市場関係者は金利や金融資産の価格をシグナルとして売買を行う。金利や価格、およびそれに伴って決まる金額以外については、あらかじめ一定の取引条件が定められている場合が一般的である。取引条件を標準化することによって、市場参加者は金利や価格の判断に集中して取引することが可能になる。また、資金が移転される過程でさまざまな主体が関与するので、事後的に契約内容を変更することは困難である。従って、取引の契約内容が履行されるような法制度や市場慣行、情報開示システムなどが整備されていることも重要である。市場型取引では、不特定多数の参加者によって取引条件が競争的に決定される。<sup>22)</sup>市場型取引は、価格や数量を除く取引条件を取引のつど変更する弾力性に乏しいことと、取引関係が取引ごとに新規に更新される点に特徴がある。<sup>23)</sup>

## 3. せり取引、入札取引

競争売買の一形態としてせり取引あるいは入札取引がある。これらは1人の売手または買手に対して複数の買手または売手が価格競争等を通じて売買を行うものである。このうち、口頭での競争でもっとも有利な価格を申し出た人との間で売買を申し出た者が契約を締結する仕法がせり売買、せり取引 (auctions transactions) である。この方法においては、取引参加者は競争相手の申し出た価格を知ることができ、すでに価格を申し出たものがさらに高額の申し出をすることができる。これに対して入札 (bidding) は、書面によって申し込みの内容を表示するものであって、競争参加者は他の競争者の申し込み内容、条件を知ることができない。<sup>24)</sup>

18) 同上書、79～80ページ。

19) 福光寛「市場取引・相対取引」金融辞典編集委員会編『大月 金融辞典』大月書店、2002年、254ページ。

20) 岡村秀夫他、前掲書、55ページ。

21) 同上書、17ページ。

22) 同上書、78～80ページ。

23) 福光寛、前出。

24) 吉原省三他『金融実務辞典』金融財政事情研究会、2000年、984、1324ページ。

#### 4. 債券取引

##### (1) 発行市場

債券の新規発行方法には、発行者自らが債券の発行を行う直接発行と、仲介業者を通じて発行する間接発行とがある。直接発行には直接募集と売出發行とがある。直接募集は発行者が自ら募集事務を行うものであり、売出發行は発行総額をあらかじめ確定せず発行者が一定期間内に投資家に債券を売り出し、その期間中の売上総額を発行総額とするものである。直接発行の例として我が国の非公募地方債（銀行等引受債）および私募債の発行を挙げることができる。非公募地方債は、引受主体である特定の市中金融機関等が自治体から直接地方債を引き受ける。発行条件は当事者同士の相対交渉で決まる。売出發行は債券発行会社自らが多数の応募者に対して直接債券を売り出すものである。発行条件は発行金融機関によって決められる。申込証の作成は必要とされず、発行者が売出公告をすれば足りる。売出發行の事例として金融債（特別法によって発行を認められた金融機関のみが発行できるもので、各発行金融機関の根拠法に基づいて発行）の発行（個人投資家向けのもの）を挙げることができる（機関投資家向けに発行される金融債は直接募集の方法で発行される）。

間接発行には引受募集（残額引受）や総額引受（全額買取）と入札発行（issue by bidding, issue by tender）とがある。残額引受は、発行者が発行引受会社に募集を引き受けさせ、引受会社が投資家に対する募集を取り扱い、売れ残りが生じた場合には引受会社が残額を引き取るものである。全額買取は引受会社が発行に際して発行総額を一括して引き取るものである。引受方式（underwriting）では、一般には、まず発行者が、資金調達目的、市況環境、発行額当の検討を行い、発行体と引受会社や引受シンジケート団（証券会社や銀行等の金融機関から構成）とが相対で協議し、発行日程や発行条件等を決めた後、引受契約が結ばれる。

債券発行は公募発行（public offering）と私募発行（private placement of bond）とに分けることもできる。債券の発行形態の代表的なものが公募発行である。この場合には、だれもが自由に参加できる公開市場において発行される。

入札方式では発行者の債券発行に際して数多くの入札参加者の入札に基づき発行条件等が決められる。入札参加者（証券会社、銀行等の金融機関）が、希望する額または価格または利回りを申し込み、その入札状況に基づいて発行価格、発行額、利回り等が決定される。入札者は発行条件を自由に決められることができる一方で、入札状況により落札できない可能性もある。近年では引受方式よりも入札方式による発行が増えてきている。入札発行の代表的事例として国債の公募入札を挙げることができる。我が国では1978年6月の第1回中期利付国債以来入札発行が実施されて<sup>25)</sup>いる。

25) 日本国債の発行方法には公募入札、国債引受シンジケート団引受、政府関係機関による引受、私募の4形態がある。国債の発行条件は、財務省がその時々金融情勢や公社債市場動向といった市況等を勘案して、クーポンと発行額を決定する。国債引受シンジケート団引受は1966年1月の長期国債発行再開以後国債の安定消化に大きな役割を果たしてきたが、2006年3月に廃止となった。日本国債の公募入札には、価格競争入札、イールド（利回り）競争入札、定率公募入札（発行価格や利回りについて競争を行わず、応募希望額を申し込む）の3つの形態がある。2004年10月に、国債の安定消化と市場の流動性の向上等を図るため、国債ノ

引き受けられ、あるいは落札された公社債は、その後引受会社あるいは落札した取引参加者自ら、または取次証券会社を通じて、一般投資家に販売されることになる。引受会社は不特定多数の投資家を対象に応募者を募集し、申し込み額を基に債券を各応募者に割り当てるという方式で債券の販売が行われる（公募の場合）。

公募発行が取引相手としての応募者を広く不特定多数から募るのに対して、私募発行は、少数特定の投資家あるいは専門的知識や経験をもつ機関投資家のみを対象として発行される。発行者と投資家が相対の関係で条件等を交渉して発行するものであって、債券を発行する。これには少人数（50人以下）を相手とする「少人数私募」と、適格機関投資家のみを対象とする「プロ私募」とがある。私募債への投資は融資の代替物といえるものであって、銀行貸出に類似している。不動産担保付の私募債の場合は、実態的には融資とほとんど差はない。

このように債券の発行市場においては、市場型取引そのものは行われておらず、発行者（発行体）とそれを引き受ける金融機関や投資家等との間での相対型取引や入札などが行われる。その後の募集による債券販売は、発行価格や利回りについて競争を行わない形での入札とみなすことができよう。債券の発行には相対取引がみられるということについては銀行取引との類似点がみられる。だが、引受や入札や募集という債券取引形態は狭義の銀行取引と異なる取引仕法である。債券の発行が売買という形態で取引がなされ、そこでは価格メカニズムを中心とした市場原理が働いているという点において、それはむしろ市場型取引との共通性を有している。

## （2）流通市場

既発行債券の売買には取引所内取引と店頭取引とがある。前者は市場型取引として行われ、後者は広義での相対取引として行われている。取引所に上場している債券の中心は、市中発行された利付国債と国内で公募される新株予約権付社債である。

だが取引所取引が中心の株式とは異なり、既発行債券の売買は店頭取引が中心である。転換社債、新株予約権付社債を除けば我が国のほとんどすべての公社債は店頭取引で行われている。この理由として次の点が挙げられる。①債券は発行銘柄数が非常に多いため、すべて上場して取引することは実際問題として不可能である。②同じような条件の債券の場合、銘柄間の利回り格差がほとんどないため、それぞれの代表的な銘柄の利回りを適用することで、すべての銘柄を上場しなくても売買に支障を来すことはない。③機関投資家の売買が流通市場の大半を占めるため、一般に取引単位が大きく、しかも複数の銘柄を組み合わせることで1つの取引を成立させるなど複雑なケースが多い。また、売買に付随する条件も様々であり、画一的な取引所取引よりも相対の話し合いをベースに条件を決めて売買を成立させる<sup>26)</sup>ほうが効率がよいと考えられる。

店頭市場での債券の相対取引も売買取引として行われており、市場型取引の性格をも有してい

、市場特別参加者制度（欧米でいうプライマリーディーラー制）が導入された。財務大臣が指名した特別参加者20数社のみが入札資格を与えられ、この参加者が応札・落札等の責任を有する一方、特別の資格を与えられることとなった。高橋栄二・五十嵐秀二『最新 入門の入門 債券の仕組み』日本実業出版社、2006年、54～57ページ。日本証券経済研究所編『詳説 現代日本の証券市場』2004年版、2004年、72ページ。

26) 日本証券業協会・証券教育広報センター編『新・証券市場2006』中央経済社、2006年、128～130ページ。日本証券経済研究所編、上掲書、88～93ページ。

る。我が国の実情をみると、公社債の店頭取引においては、証券会社などの債券ディーラーが大きな割合を占めており、公社債の場合は銘柄数が膨大であり、取引形態も多様であることから、これに合致した相手方を瞬時に見つけることが容易ではない。このため証券会社およびディーリング業務を認められて入る金融機関が一旦売り向かい、あるいは売り向かうことによって、円滑な取引を実現しているからである。そのほかの金融機関も店頭で多くの債券売買を行っている。さらに一般の投資家も店頭取引に参加している。<sup>27)</sup>

債券取引については、一部とはいえ取引所市場取引が行われている上に、相対取引が売買取引として行われているという点で、伝統的な銀行業務と大きく異なっているといえるのである。債券発行・債券投資は相対型の銀行預金・銀行貸出とは異なる信用形態（取引形態としての信用）であるといえるのである。

### 第3節 情報の収集・分析

#### 1. 相対取引における情報の収集・分析

取引形態の差異は金融取引上必要とされる情報の収集・分析上の差異をもたらすこととなる。相対型金融の場合には、取引相手に対する情報を、相対して交渉して取引を行っていく中で獲得していく。具体的には、銀行が企業に対して資金を貸し付ける形の金融取引を挙げることができる。相対型金融の場合には、比較的長期間にわたって継続的に取引を行っていく過程で情報を獲得・蓄積していくことが多いために、長期間取引関係が比較的築かれやすい点に特徴がある。<sup>28)</sup>このことについて詳しく述べよう。

相対取引は情報獲得と約束の履行がもっぱら当事者間の関係をベースに行われる取引の様式である。特定の資金調達者の信用度や将来性に関わる情報は、特定の資金提供者がコストを要する審査やその他の調査・情報分析活動を行うことによって獲得される。それゆえ、結果として生み出された情報は、その資金提供者が占有する私的情報となる。また、その種の情報は、蓄積されることで追加情報の獲得が容易（低コスト）になるという性質を持つので、取引関係は長期永続的なものになるという傾向が生まれる。取引関係を失うと、改めて別の主体との間で関係を一から構築するために多大の費用負担を強いられることになる。この面からもいったん構築された関係については維持しようという誘引が存在することになり、そのことが、できるだけ約束の不履行を回避しようという動機をもたらすことになる。要するに、相対取引では、取引関係を維持するメリットが約束履行の確保にもつながることになる。<sup>29)</sup>

審査、その他の情報収集・分析活動には、専門的な能力や知識が必要とされるとともに、規模（scale）の経済や範囲（scope）の経済が作用すると考えられる。したがって、最終的な資金供給者（家計など）が自らそうした活動に従事することは、決して能率的ではない。そのために、審

27) 日本証券経済研究所編、前掲書、86～87ページ。

28) 池尾和人・柳川範之「日本の金融システムのどこに問題があるのか——市場型間接金融による克服」池尾和人+財務省財務総合政策研究所編『市場型間接金融の経済分析』日本評論社、2006年、9ページ。

29) 池尾和人編、大橋和彦／遠藤幸彦／前田康男／渡辺勉著『エコノミクス 入門 金融論』ダイヤモンド社、2004年、8ページ。

査、情報収集・分析活動は、それに専門化した銀行などの金融機関によって担われるのが一般的となるのである。<sup>30)</sup>

銀行の信用情報収集・分析はこのような特徴と存在意義をもっているのである。この情報に関する収集・分析に関する専門用語について説明しておこう。貸し手と借り手が同じ情報をもっていることはまれである。借り手のことは借り手自身がよく知っているが、貸し手はあまり知らない。このように、当事者の一方が他方ほど情報をもっていない状況を情報の非対称性と呼ぶ。貸し手は借手について調べることができる。情報の収集・分析を行うことによって情報の非対称性を軽減することができるのである。情報の収集・分析は「情報生産」と呼ばれる。貸し手は資金を提供する前に、借り手の状況などを調べる。これは審査（スクリーニング、screening）と呼ばれる。資金を貸し出した後も、返済が行われるまで、「期中の」情報の収集・分析を続ける必要がある、これを監視（モニタリング、monitoring）と呼んでいる。<sup>31)</sup>なお、情報の収集・分析には費用がかかる。他人の情報を費用をかけないで利用することをフリーライダーという。

銀行の貸出審査内容は公開されない。銀行は信用調査機関から情報を購入したり、公開された産業・金融市場情報を収集することも行うが、その情報の分析は銀行自らが行う。貸出審査に際して格付結果が利用されることもある。この格付には個々の銀行が自らのために行う内部格付と外部の格付機関が作成する外部格付とがある。格付機関の情報は売買され、銀行貸出の参考に供されるが、銀行が借手の信用度を等級化する信用格付の結果は公表されない。ここに債券格付との違いがある。

## 2. 市場型取引における情報の収集・分析

市場型金融の場合には、資金供給者の情報獲得は、主として、資金調達者（一般的には企業）が自ら情報開示（公表）する情報や市場から得られる情報を用いることによって行われる。公開情報の形で特定の資金調達者の信用度や将来性に関連する情報が得られるからこそ、多数の主体の参加が可能になる。その結果、競売買的に「価格」をシグナルとした取引が行われる。この価格についての情報が市場から提供される情報として重要となる。価格情報が、個々の主体が取引に参加するかどうかの重要な判断基準となる。この場合に約束履行の確保は明示的な契約とそれに対する保護によることとなる。<sup>32)</sup>

それゆえ、市場型の金融取引が可能であるためには、かなり整った法環境・情報インフラの存在を前提とすることになる。市場型取引における活動を支える上では、法律や制度等の環境や情報インフラなどが決定的に重要である。<sup>33)</sup>まず、しっかりとした会計基準と監査制度が存在し、開示される情報の十分性と信頼性が確保されていなければならない。さらに、投資家の権利が十全に保護され、債務不履行に対する迅速で適切な処理とペナルティが与えられる司法制度が整っていないと、公正取引確保のための監視体制も不可欠である。<sup>34)</sup>

30) 同上書、8～9ページ。

31) 岡村秀夫他、前掲書、2005年、4～6ページ。

32) 池尾和人・柳川範之、前出、10ページ。

33) 同上書、11ページ。

34) 池尾和人編、大橋和彦他著、前掲書、9ページ。

証券取引法は、投資家の保護を図るために、有価証券の発行者に企業内容等を開示させることを要求していた。同法にとってかわり、金融商品を横断的に規制する法律として2006年6月に制定・公布された金融商品取引法も企業内容等開示制度を取り入れている<sup>35)</sup>。

企業内容等開示制度には大きく分けて発行開示と継続開示（流通開示）とがある。発行開示では、有価証券の募集または売出に際して、発行者は有価証券届出書を提出しなければならない。金融商品取引法によれば、総額1億円以上の新規発行証券を取得させるために、50名以上の者に対して勧誘を行う場合には、販売圧力が生じると考えられるので、上場会社などの継続開示会社であるか否かを問わず、発行者は有価証券届出書を内閣総理大臣に提出しなければならない（4条1項）。ただし、適格機関投資家のみを対象に勧誘を行うときは、届出書の提出は必要ない（プロ私募、2条3項2号イ）。50名未満の者に勧誘を行うときも、届出を要しない（少人数私募）。有価証券届出書が提出されると、内閣総理大臣（実際には財務局）がその内容に不足がないか、虚偽がないかを審査する。不足や虚偽があるときは、内閣総理大臣は訂正届出書の提出を命令することができる（10条1項）。有価証券届出書等の虚偽記載の罰則については、証券取引法の一部改正により、2006年6月14日から起算して20日を経過した日から罰則の強化が適用された。

有価証券届出書の記載事項のうち、財務計算に関する書類（財務諸表、連結財務諸表）については、発行者と利害関係のない公認会計士・監査法人による監査を受けなければならない（193条の<sup>36)</sup>2）。提出された有価証券届出書は、財務局や発行会社、証券取引所および証券業協会でも自由に閲覧することができる（間接開示）。また、有価証券の募集または売出を行う発行者は、目論見書を作成する必要がある。目論見書は有価証券届出書とは異なり、有価証券を取得させまたは売り付けようとするものに直接交付される（直接開示<sup>37)</sup>）。

継続開示とは、有価証券の発行者による流通市場に向けられた情報開示のことをいう。金融商品取引法は、流通市場で証券取引を行う投資家の投資判断に資するために、一定の発行者に継続開示を強制している<sup>38)</sup>。継続開示の媒体は、これまで①有価証券報告書、②半期報告書、③臨時報

35) 同年6月14日に「証券取引法等の一部を改正する法律が制定・公布された。この法律は公布の日から起算して20日間を経過した日から、罰則の強化という証券取引法の一部改正が施行され、公布の日から起算して6か月を超えない範囲で政令で定める日から公開買付制度や大量保有報告書制度の整備という証券取引法の一部改正が施行され、公布の日から起算して1年6か月を超えない範囲で政令で定める日から、証券取引法が根本改正された金融商品取引法が施行される。なお、四半期報告制度の導入や財務諸表に係る内部統制の強化などの制度的導入は2008年4月1日以降から適用される。

金融商品取引法において企業内容等開示制度の対象となる有価証券は以下のとおりである。①有価証券のうち、国債・地方債・特殊法人債・特殊法人出資証券・貸付信託受益証券を除いたもの（例として、株券・社債券など）、②集団投資スキーム（ファンド）持分であって、主として有価証券に対する投資を行うもの。③集団投資スキーム（ファンド）持分以外のみなし有価証券であって、②に類似するもの、④その他政令で定めるもの。

36) 公認会計士は財務書類の監査を職業とする専門家であり、公認会計士になるためには、国家試験に合格し、公認会計士協会に登録しなければならない。監査法人は、5名以上の公認会計士を構成員として、内閣総理大臣の認可を受けて設立される法人である。公認会計士や監査法人が故意または過失によって不当な監査証明を行った場合には、内閣総理大臣は、業務の停止、登録の抹消などの懲戒処分をすることができる（公認会計士法30条、34条の21）。黒沼悦郎『金融商品取引法入門』日本経済新聞社、2006年、44～50ページ参照。

37) 伊澤賢司『図解でわかる金融商品取引法』日本実業出版社、2006年、78～79ページ。

38) この義務が課せられるのは次の場合である。①上場証券の発行者、②店頭売買有価証券の発行者、③過去ノ

告書の3つであった。金融商品取引法では、上場会社以外について上記の3媒体を維持しつつ、上場会社には半期報告書に代えて四半期報告書による開示を求めている。情報開示の一環として、コーポレート・ガバナンスの状況やリスク情報についての情報開示が求められている。上場会社は有価証券報告書の記載内容が法令に基づき適正であることを確認した旨の確認書を内閣総理大臣に提出しなければならない(24条の4の2第1項)。上場会社以外の継続会社は確認書を任意に提出することができる(同第2項)。上場会社は、有価証券報告書と併せて、内閣府令で定めるところにより、内部統制報告書を内閣総理大臣に提出しなければならない(24条の4の4第1項)<sup>39)</sup>。上場会社以外の継続会社は内部統制報告書を任意に提出することができる。

### 3. 債券取引における情報の収集・分析

#### (1) 発行者、引受会社、入札者、証券会社、投資家

銀行信用は銀行の預金者や借手との間の取引形態であり、この場合には取引情報の収集・分析には銀行が特に重要な役割果たす。これに対して債券信用においては様々な者が取引に参加し、情報を収集、分析する。

債券取引においては資金需要者である発行者が債券発行関係の情報を有している。公募債を発行しようとする発行者は情報を公開しなければならない。これについては前述の情報開示が求められる。

債券の引受発行の場合には、引受会社が発行体の信用度を調べて発行体との間の相対型取引で発行条件を決定する。引受会社は相対取引で発行者の情報を入手する。証券の売れ残りリスクを負担する引受会社は、引受審査(due diligence, デュー・ディリジェンスという、詳細調査の一種)<sup>40)</sup>を行う。

日本国債の入札については、入札者は国債についての情報を有しなければならないが、ことに入札のほとんどを占める価格競争入札では、入札申込価格が低すぎると落札できないこともあり、情報・知識・経験等を要する。

証券会社は証券発行引受、自己責任によるディーリング、投資信託運用、顧客への売買勧誘・投資助言等を行うために証券の情報の入手と分析に努める。

証券投資は投資家の自己責任の原則に基づいて行われるものであるから、投資家自らが証券についての情報を入手しなければならず、このことは債券についても同様である。金融商品への投資を行う者は、その投資に関する専門知識のあるプロ投資家(機関投資家などの「特定投資家」と、金融商品の取り引きについて必ずしも知識・経験が豊富であるとは限らないアマの投資家(個人投資家を中心とする「一般投資家」)の2つに区分できる。金融商品取引法では販売・監視ルールが特定投資家には緩やかに、一般投資家には厳しく適用される。

↘に募集・売出手を行った証券の発行者、④資本金5億円以上・株主500名以上の株式会社等。

39) 内部統制とは一般に、①財務報告の信頼性、②業務執行の効率性、および③法令遵守(コンプライアンス)の確保を目的として、取締役会・経営者・職員によって遂行される一連の手続きをいう(黒沼悦郎、前掲書、72ページ)。

40) 引受審査については佐藤良治「引受審査について」資本市場研究会編『現代社債市場——その現状と展望』財経詳報社、2003年、43～51ページを参照されたい。

## (2) 利回り、価格情報

銀行信用においては銀行は借手の内部情報を入手する。だが、一般に証券、債券への投資を行う者は、銀行の貸出審査のような相対取引を通じた情報入手は困難である。そこで資金供給者は一般に市場型の情報取得を行う。金融市場で成立する債券の価格ないし金利は、貸手や借手、資金提供者と需要者の間における資金の需要と供給の関係を反映しており、これらに関する情報が集約されている。債券には応募者利回り・流通利回りと売買価格が伴っており、公募発行の場合にそれらが公表されている。信用度の低い債券については、発行価格が額面金額よりも低く定められ、表面利率は高めに設定される。発行体の信用度の低下は他の債券と比較してのその債券の流通価格の低落をもたらす。一般に投資家はこれにより債券発行体の信用度を知る手がかりを得る。これらの情報をもとに投資するかどうかを決定する。

## (3) 目論見書

投資家が自己責任で投資を決定するためには、投資対象の情報の開示が適正に行われることが必要である。証券、債券発行に際しての情報開示（公表）方法として目論見書が作成され、公開される。目論見書とは、債券など有価証券の募集もしくは売り出しのためにその相手方（投資家）に提供するもので、発行者の事業に関する説明（事業の内容、直近の経営指標や財務諸表）、当該有価証券の内容（償還日、表面利率、利払日など）を記載した文書のことである。これは有価証券届出書の情報によって投資決定がなされるための制度である。<sup>41)</sup>

証券取引法において目論見書制度が規定されていた。同法を大改正して2006年に成立した金融商品取引法においても総額1億円以上の新規発行証券を取得させるために、50名以上の者に対して勧誘を行う場合には発行者に対して内閣総理大臣に対して有価証券届出書を提出することを義務付け（4条1項）、この届出書の情報を基にした目論見書の作成を発行者に作成させ（13条1項）、勧誘はできるだけ目論見書を用いて行うように仕向けている。目論見書は契約締結と同時にそれ以前に投資家に交付しなければならない（15条2項）。<sup>42)</sup> 銀行預金の場合はその資金の運用は銀行、金融機関が自由に決定する。銀行は融資する資金の利用目的を貸出に際して審査する（資金使途の把握）。だがその結果は公表されず、金融機関がどのように資金を運用するかが資金の提供者（預金者）にはわからない。債権投資の場合は目論見書などを通じて、発行者の資金使途が資金提供者（投資家）によくわかる。こうした点で銀行信用と債券信用は異なっている。

## (4) 財務諸表の開示

公募普通債の発行については、我が国では戦時期から戦後復興・高度成長期にきわめて統制的なシステムの下におかれていたが、低成長期に入り規制緩和が除々に進められ、1996年には適債基準が撤廃され、同時に無担保社債に付されていた財務制限条項が自由化された。どんな企業でも社債を発行することができるようになった。だが、基本的には社債発行者は知名度の高い優良企業が多い。優良企業は財務諸表等の継続開示を実施している。社債の消化はこれに支えられている。

41) 大和証券債券部、前掲書、152ページ。

42) 黒沼悦郎、前掲書、44、58ページ。

中堅・中小企業については、財務諸表が公表されておらず、公認会計士の監査を経ていないこともある。一般の資金所有者にはその経営状況・資金繰状況を十分にチェックできない。知名度が乏しいことは投資家にとって元利金の返済に対する不安も招く。したがってこれらの企業は社債発行が困難であり、これらの企業の資金調達は銀行からの借入に依存する。<sup>43)</sup>

#### (5) 格付

債券、とくに無担保の債券に対する信用リスク、債券の安全度を投資家が客観的に判断するために、第三者機関（格付機関）が発表（公開）する債券格付が利用される。格付とは、本来は債券などの元本、利息が期限どおり、約定通りに支払われるか、その安全度、信用度を等級で示したものである。その度合いをアルファベットで示すが、最上級のトリプル A からダブル A、シングル A、トリプル B、ダブル B と段階的に下がるにしたがって、安全度、信用度が低下する。格付は債券の発行条件に大きな影響を及ぼす。格付を行うのは専門の格付会社である。格付は、必ずしも正しいとは限らない。それは格付会社の意見である。日本格付投資情報センターによれば、債務支払い履行の確実性はトリプル A が最も高く、ダブル A が極めて高く、シングル A が高く、トリプル B は平均的な水準で、確実性は十分だが環境の変化を受けやすく、ダブル B はさらに環境の変化を受けやすく不安定で、シングル B では債務履行の確実性に問題があり、トリプル C 以下は債務不履行になる可能性が高まることをあらわす。

格付は、どのようにして行われるのか。格付の基本原則は、①長期的、構造的な分析にもとづく評価であること、②国境や時期の違いを超えた絶対的な評価であること、③対象債券が償還されるまでフォローアップされ、必要があれば変更されること、の3つである。元利払いの確実性には、その発行会社が倒産するなどしてデフォルト（債務不履行）状態にならないかどうか、債務不履行となっても、元利金が即座に全額回収できるか、という2つの側面がある。格付のためにはこれらを分析することが必要である。倒産後の元利金の回収には手間がかかるから、投資家の関心は債券が債務不履行とならないかどうか（発行者に総合支払能力があるかどうか）ということに集中している。<sup>44)</sup>

近年では銀行は貸出審査や貸出適用金利の設定などに際して、債務者または与信案件について、信用リスクの大小という統一的な尺度に基づいて、対象を分類、ランク付けしていく信用格付を活用するようになってきている。このポイントは債務不履行の可能性を客観的かつ定量的に示すということである。信用格付には、債務者の債務の履行能力を評価する「企業格付」と貸出債権単位で損失発生の度合いを予測する「案件格付」とがある。信用格付は債券格付との類似性を有しているが、金融機関の内部管理目的のために行われるという点で、格付結果が投資家に公開される債券格付と異なっている。<sup>45)</sup>

43) 徳島勝幸『現代社債投資の実務』財経詳報社、2000年、17～22、69、74～79ページ。

44) 日本格付投資情報センター編『格付けの知識』日本経済新聞社、1998年、日本格付研究所編『ゼミナール格付け 信用審査と実際』第2版、東洋経済新報社、1996年等を参照。

45) 高橋俊樹『融資審査』金融財政事情研究会、2006年、134～136ページ。

## 第4節 債権保全

### 1. 担保

債権を確保し、また債権者に安心感を与えるために、債券取引に際して担保の提供が求められることがしばしばある。銀行貸出においては、無担保と有担保のものがある。商業手形の割引においては担保は不要であるが、日本などでは貸付に際して担保の提供を求めることが一般的である。債券信用の場合も担保の提供が求められることがあるが、その在り方は銀行信用とかなり違っている。

社債は通常、担保の有無と内容とにより、無担保社債、担保付社債、一般担保付社債とに区別される。元利金の支払いを保証するために物的担保の付いているものを担保付社債（物上担保付社債）と呼ぶ。我が国では1933（昭和8）年の「社債浄化運動」以来、担保付社債が原則となってきた。この有担保原則は、戦前の金解禁から昭和恐慌時に償還不能となる無担保社債が続出したことに対する反省から生まれたものである。この有担保原則は、戦後の厳しい起債調整の中で維持されていた。だが、1979年以降、日本の社債市場では相次いで改革が実施されていった。1979年に完全無担保転換社債、85年に無担保普通社債が発行されるに至り、90年には適債基準が財務状況に関する基準に代わって格付け基準に一本化され、無担保社債に関する財務制限条項も見直された。1993年には適債基準が見直され、1996年1月には適債基準と財務制限条項設置義務そのものが廃止された。こうして従来の社債制度を特徴づけていた有担保原則と社債受託制度はともに改められたのである。

社債に担保が付されていれば、発行会社が元利金の支払不能に陥った場合は、担保に供された特定の会社財産を処分することにより、社債権者の権利を保全することができる。もっとも、社債権者自身が担保権の保全および実行を行うのは事実上困難である。会社が多数の社債権者に対して、それぞれ、担保を提供することは不可能であり、また、社債の所有者が代わるに伴って担保権が移転するとすれば、手続きはきわめて煩雑となる。

そこで社債権者のために担保権の保全および実行を行ってくれる「担保の受託会社」が必要となる。社債の発行会社（委託者）は、社債権者（受益者）のために、設定した担保権を信託会社に信託して保持しようとする。このような制度が担保付社債信託制度である。これについて規定した法律が担保付社債信託法である。受託者は受益者のために、担保権の保全と実行の義務を負う。委託者が元利払いの義務を履行しないときは、受託者が担保権を実行し、担保を現金化して社債の弁済に充当する。このように債券信用の場合には担保の受託という特有の債権保全制度が設けられているのである。

一般担保付社債は、ゼネラル・モーゲージ（general mortgage, 法定担保社債）とも呼ばれ、担保付社債信託法によらず発行される。形式的には無担保付社債であるが、社債権者がそれぞれの特別の法律によりそれぞれの特別の法律により民法の先取特権に次ぐ先取特権を有し、会社財産から優先弁済を受ける権利を保証されたものである。

こうして社債権者の安全が保証されているのである。

無担保社債にはこうした保証がないので、格付を参考にして投資家が社債へ投資するかどうか

を決めることとなる。また、社債の契約に適切な財務上の特約を付して、その条項を発行会社が守っているかどうかを監視し、発行会社の元利払い能力を維持させることが重要となる。

近年我が国の公募社債は無担保社債の占める割合が高まっており、大半の社債は無担保で発行されているのである。

このように担保の管理についても銀行の場合との違いが見られるのである。

## 2. 財務監視・債権回収

従来の債券発行においては受託会社制度が採用されており、これには募集の受託と担保保全、管理の受託とがあつたが、1993年の商法改正で受託会社制度が大幅に改正され、募集の受託会社は廃止され、社債管理会社が、従来の受託会社制度を大幅に改正するものとして導入された。社債管理会社は債券発行後に限定して社債権者のために弁済を受ける業務などを行うものである。<sup>46)</sup>

社債権者の法定代理人として、発行体の財務内容のモニタリングとデフォルトの危険がある場合に債券保全を行うことが期待されている。社債管理会社は発行者の財務内容のモニタリング機能と債権保全機能を果たすとともに、社債の債権保全機能を担う、投資家の代理人としての機能を果たす。だが、券面額が1億円以上もしくは50枚未満の場合には社債管理会社を設置しなくてよく、このような場合には社債管理会社の代わりに財務代理人が一般に設置されている。財務代理人は投資家の代理人ではなく発行者である企業の代理人である。

銀行信用とは異なり、債権者が多数にのぼる債券発行においてはこのような制度が必要となったのである。一般に社債権者は多数であり、各社債権者の判断や管理に対する能力は高くなく、また、個別にそれらを行うよりも専門家に依託する方がコスト的にも安いことが予想される。個々の社債権者は、それぞれに利害が異なることも多く、判断基準も異なることから、例えば社債がデフォルトになった場合に個々の社債権者が経済合理的にとる行動が、社債権者全体としてそのようになるとは限らない。他方、発行会社にとっても、社債が長期にわたる債務であることから、経営環境の状況によって社債権者と再交渉の必要性が生じる場合がある。そのような場合に多数の社債権者と交渉し、利害を調整した上で、合意を形成するのは不可能に近い。そこで、社債権者の代理人を定め、その者の専門性に期待し、交渉当時者を限定すること、また、一定の場合には、社債権者の全体の利益にかなうように個別の社債権者の権利行使を制限することに政策的な合理性が見出せることになり、このような目的を実現する制度として社債管理制度が導入されたのである。<sup>47)</sup>

## 第3章 債券取引の信用擬制的性格

### 第1節 債券価格

債券は信用とはいえない取引形態を有するという点で銀行信用とは性格が大きく異なっている。しかもそのようなものがあたかも信用に類似した形態をとっている。債券への資本の投下と償還

46) 徳島勝幸、前掲書、91～98ページ。

47) 佐藤良治「社債管理制度について」資本市場研究会編、前掲書、152ページ。

期限前の保有債券の売却による投下資本の回収が信用取引といえないにもかかわらず、銀行信用における貸出と返済に類推されるのである。債券は株式と共通する性格も有するのである。信用にみせかけられた取引を私は擬制信用と名づけた。この債券の擬制信用的性格を立ち入って考察しよう。

債券の発行時には決まった価格（発行価格）で発行者が債券を発行して発行市場で資金を調達する。債券は第三者への譲渡、転売が一般的に自由であり、その時点での市場実勢による価格で売買が行える。債券は銀行借入に比べて流通性が高い。

だが、償還期限前に債券を売却した場合には、債券に投資した貨幣金額、額面金額が回収されるとはかぎらない。この場合の受取金額は債券の売買価格によって決まり、この価格は市中金利の状況や発行体の信用度合いの変化などによって変動する。債券には価格変動リスクが存在するのである。債券は価格メカニズムによって大きな影響を受ける。

証券を新規に発行する市場である発行市場は、債券に関しては起債市場とも呼ばれている。債券の発行においては、いかなる条件で発行されるかが重要な意味をもつ。発行条件の決まり方で、発行者と応募者の利害が異なる。発行条件には、発行額、表面利率、発行価格、償還期限、担保、申し込み期日などがある。このうちとくに重要なのが、発行価格、償還期限、表面利率である。表面利率は、発行時の金融情勢に応じて決められる。発行は債券の信用度を反映する。

これらを総合して債券に対する応募者がどれだけの収益をあげられるかを示すのが応募者利回りである。利回りは債券投資の収益性を示す指標である。これは債券への投資がどの程度有利であるかを示す大きな手がかりを与えるものであって、債券を発行と同時に購入してそれを満期（償還期日）まで保有した場合に1年あたりにどれだけの収益がえられるかを示すものである。投資家は債券に対する信用度と利回りとを勘案して債券に対する投資をしようかどうかを決定する。銀行貸出においては金利収入を得ることがその目的となっているが、債券投資は利回りに応じた収入を得ることがその目的となっており、この利回りは金利によって規定されるとともにそれ以外の要因によっても規定されるものであり、金利と同じものではない。この意味では貸出と債券投資は類似しているとはいえ異なるものである。利率に応じた利子収入をインカムゲイン、売買価格と償還価格との差をキャピタルゲインと呼び、投資元本に対する収益の割合を示す利回りはこの両者の動向を反映するものであって、利率とは異なるものである。

応募者利回りは次の式で示される。

$$\text{応募者利回り} = \frac{\text{年間債券利子収入} + \frac{\text{償還価格（額面金額）} - \text{発行価格}}{\text{償還年限}}}{\text{発行価格}}$$

新発または既発の債券を買って償還期日前に売却した場合に収益が1年あたりどの程度得られるかを計算した結果を債券への投資額に対する割合として計算したものが所有期間利回りである。所有期間利回りは次の式で示される。

$$\text{所有期間利回り} = \frac{\text{年間債券利子収入} + \frac{\text{売却価格} - \text{買入価格}}{\text{償還年限}}}{\text{買入価格}}$$

新発または既発の債券を買って償還期日まで保有した場合に収益が1年あたりどの程度得られるかを計算した結果を債券への投資額に対する割合として計算したものが最終利回りである。

最終利回りは次の式で示される。

$$\text{最終利回り} = \frac{\text{年間債券利子収入} + \frac{\text{償還価格 (額面金額)} - \text{買入価格}}{\text{償還年限}}}{\text{買入価格}}$$

既に発行された証券は、売買される場である流通市場で売買される。この市場には取引所市場と店頭とがある。債券は両市場で売買されうるが、債券の大部分は、前述のように証券取引所市場でなく店頭市場で売買されている。債券の最も基本的な理論価格は次の式で示される。

$$\text{債券の基本的理論価格} = \frac{\text{年間の債券利子収入}}{\text{市場利子率}}$$

債券価格（相場）は債券に対する需要と供給との関係によって決まる。供給が一定と仮定すれば、需要が多ければその価格は上昇し、需要が少なければその価格は低下する。需要が一定で、供給が増大すればその価格は低下する。債券に対する需給関係に大きな影響を与えるものは債券の利回りである。

債券の利回りは金利水準の変化とともに変化する。債券の表面利率が一定であると仮定した場合、金融市場金利が上昇すれば債券は利回りの低下を反映して相場が低下し、市場金利が低下すれば利回りの上昇を反映して債券価格は上昇するのであり、債券価格は市場金利水準と反対の方向に動くのである。

債券は価格変動リスクが発生する。債券価格は償還が近づくほど額面金額に収斂していく。債券を満期日まで所有すれば確定した額面金額を債券所有者は受け取ることができる。この場合は価格変動リスクを回避できる。だが、債券を満期日（償還期日）以前に売却する場合には売却時の時価により売却金額が変動するからこれによって損益が発生するのである。

金利変動に伴うリスクを示す代表的な指標としてデュレーション（duration）が用いられる。これは市場金利の変化に伴う債券価格の変化を示す指標である。デュレーションは債券の平均回収期間を示したものである。デュレーションが大きいほど債券に対する投資は投資家の金利変動、価格変動リスクを大きくする。デュレーションの計測は債券の市場リスク管理にとって重要となる。銀行、企業も債券投資を行っている。この場合には、デュレーションを計測し、資産と負債のデュレーション・ギャップを小さくすることによって金利変動リスクを小さくすることができる。

このように価格変動リスクがあり、その影響が大きいという点で債券信用は銀行信用と性格が大きく異なっているのである。この点ではそれは株式への投資に類似しているのである。

## 第2節 株式と関係が深い特殊社債

### 1. エクイティ・ファイナンスとしての社債発行

債券の中には発行企業の株式に転換する権利や株式を買う権利がついた特殊の社債がある。このようなものとして、発行された時に定められた条件に従って社債権者の要求により株式に転換できる転換社債や、社債の所有者に新株を引受ける権利が与えられる新株引受権付社債（ワラント債）がある。これらの発行は、増資とともにエクイティ・ファイナンス（新株発行を伴う資金調達）を構成する。転換社債や新株引受権付社債の発行はエージェンシー・コストや情報の非対称性の問題を回避する資金調達手段であるといえる<sup>48)</sup>。株式発行と結びついたこれらの社債は、2002年4月以降はそれぞれ転換社債型新株予約権付社債、新株予約権付社債と呼ばれている。

このように、債券には株式と結びついた一面があるという点で、債券信用は銀行信用と大きく異なっているのである。

### 2. 劣後債の発行

銀行が供与するシニア・ローン（期間が短く、返済が最優先されるもので、多くの場合は有担保）や社債（無担保）発行というシニア・デットと普通株式（エクイティの一種）発行との中間の資金調達方式として、メザニン・ファイナンス（メザニンは中2階という意味）と呼ばれるものがある。すなわち、融資にはシニア・ローンに対して、元利金返済に優先順位の低い無担保のローンである劣後ローンというものがあり、債券にも、劣後債という、普通社債よりも支払能力が劣る特殊の債券がある。劣後ローンと劣後債発行をあわせてメザニン・デットという<sup>49)</sup>。これについては発行時の契約に記載された劣後事由が発生した場合に、額面金額や金利の支払いが減少したりその支払いがなされないということが起こりうる。

劣後債は株式と異なるものであるが、一般の債券よりもはるかに株式に近い性質を有するものである（なお、メザニンはメザニン・デット以外に優先株というエクイティも含む<sup>50)</sup>）。

劣後債については株式との類似性が顕著である。

## 結び

債券の発行による資金調達・債券への投資という資金運用は、支払約束を信頼した取引である。したがってそれは信用という取引の一形態であるといえる。これが債券信用である。

48) 日本証券アナリスト協会編、榊原茂樹・青山護・浅野幸弘著『証券投資論』第3版、日本経済新聞社、1998年、426ページ。

49) 笹山幸嗣・村岡香奈子『M&A ファイナンス』金融財政事情研究会、2006年、31～33、92～145ページ。

50) 社債の優先劣後構成を3階層にわけ、優先債と劣後債の中間に位置する社債をメザニン社債と呼ぶことがあるが、この場合にはメザニン社債保有者の権利は優先債保有者より劣後し、劣後債保有者より優先する。

第1章では債券発行、債券投資の信用の側面を銀行信用との共通性を指摘しつつ考察した。

債券発行・債券投資の信用的性格は、銀行信用、すなわち銀行の預金業務（受信業務）・貸出業務（与信業務）とは形態的差異がある。第2章では債券取引に見られる信用の側面が伝統的銀行信用とどのような点において違っているかを、取引形態、情報の収集・分析、債権保全の違いを中心に詳しく論じた。

債券発行・債券投資は売買取引を通じて行われ、これに伴う価格変動リスクを伴う。このような点においてそれは信用と異なる性格を有する。償還期日前の債券の売買取引が貸付・返済という信用（取引）に見せかけられるという点において、それは株式投資と同じく擬制信用的性格を有する。債券信用はこのような特徴を有するのである。第3章では債券取引の、信用とはいえない側面を、債券価格を中心に論述した。

かくして本論文において債券信用概念を明確化したのである。債券は長期多額の資金調達を可能にしてきた。また近年の日本において債券の役割がきわめて大きくなっている。したがって債券信用概念の重要性が認識されるべきである。

債券信用は銀行信用と結びついているという点も指摘できる。すなわち、銀行は資金運用の一環として、将来の支払が約束されている債券への投資を行う。銀行はさらに証券業務を兼営することがあり、その一環として債券の発行業務や流通業務を行うのである。近年の銀行においてこのような過程が進展している。ことに市場型間接金融の役割が増大している。銀行を考察する場合にも債券との関係を分析することが必要である。だがこうしたことの考察は今後の課題としたい。

[千葉商科大学商経学部教授]

