

財団法人日本証券経済研究所 ミニ「資本市場を考える会」

2003年9月11日 東京証券会館

「中小企業金融と債券市場 — 東京都の債券市場構想を中心に」

聖学院大学政治経済学部 柴田武男 t_shibata@seigakuin-univ.ac.jp

添付資料の紹介

「東京都の債券市場構想について」『聖学院大学論叢』Vol.15, No.1, 2002.10.15

「中小企業金融と債券市場」『証券経済研究』第41号、2003.03

1. 東京都の債券市場構想の発端

石原公約とジャンク・ボンド発行市場

[柴田コメント]

ジャンク・ボンド市場は、アメリカにおいても中堅規模の企業を底辺として、現状でも中小業のファイナンスには役立っていない。そもそも、社債の発行はある程度の発行額が前提となるのであり、平均発行額はジャンク・ボンド市場が立ち上がった1970年代ですら平均3,000万ドル程度であり、5,000万円を上限とする信用保証協会の中小企業金融安定化特別保証制度で対応できた中小企業の資金調達額とは大きくかけ離れている。

ジャンク・ボンド市場から債券市場構想へ

[東京都の説明]

中小企業の大多数は、資金調達を銀行借入などの物的担保が必要とされることがある間接金融に依存しており、優れた発想力や高い技術力を持った企業でも十分な資金調達ができない例があります。いわゆる優秀で元気のある中小企業に直接金融の道を拓く、「東京都債券市場」の仕組みを構築し、円滑な資金調達を可能にすることで中小企業の振興につなげ、ひいては東京の産業の活性化に寄与しようというのがこの構想の出発点となりました。債券市場では具体的な仕組みとして証券化の手法を活用したCLO（ローン担保証券）・CBO（社債担保証券）による債券発行を実施し、市場からの資金調達を可能にしています。

2. 債券市場構想の実現

債券市場「1万社アンケート」の概要

東京都は債券市場構想を実現する前に、1999年8月26日から債券市場「1万社アンケート」を実施して、その調査結果を10月19日に発表している。

1. 調査対象

都内中小企業の中から収益性条件や成長性条件等により選出した10,436社に対してアンケート票を送付。うち7,441社から回答を得た。（回収率71.3%）

2. 調査期間 平成11年8月26日から平成11年10月1日まで

参加希望「ぜひ参加したい」という強い希望がある企業は400社（5.4%）。

また、「条件次第で参加」という企業は2,307社（31.2%）あり、約4割の企業に参加希望

があることが分かった。

[柴田コメント]

「ぜひ参加したい」とするのは、社数で400社、比率で5.4%しかない。このアンケートの実施時期は「貸し渋り」で中小企業の資金繰りが逼迫していると報道されていた時期にも関わらず、極めて冷静な反応が返ってきたといえる。東京都が意気込む割には、中小企業の多くは様子を見ているということではないか。

第1回債から第4回債までの推移・・・別表参照

第1回債

	企業数	発行額	利回り	格付け	融資金利	融資期間	返済方法
銀行窓口型 (ローン担保証券)	1671	679.9億	1.13%	AA+ *	3.14%	3年	満期一括償還
信用金庫窓口型 (信託受益権)	44	14.35億	1.02%	A+ **	3.14%	3年	満期一括償還

* 日本格付投資情報センター (R & I)

**スタンダード&プアーズ

第2回債

債券の種類	格付け	金額 (億円)	金利 (年率)
A号債 (中小企業の信用力が裏付け)	AAA	172	0.52%
B号債 (中小企業の信用力が裏付け)	A	48	0.74%
C号債 (信用保証協会の保証が裏付け)	AA+	50.84	0.55%
D号債 (信用保証協会の保証が裏付け)	AA+	54	0.66%

* 格付けは、日本格付投資情報センター (R & I)。

[柴田コメント]

東京都の債券市場が評価されるべきは、中小企業向け貸付債権を証券化して投資家に販売し、金融機関が資金を回収するスキームを構築したという点にある。つまり、資金回収に目新しさがあるが、それでも融資のあり方を一変させるほどのものではなかったというのが正しい評価である。

政策のパフォーマンスもここで評価してみよう。まず、金額の点である。三回の融資総額は1,900億700万円に達するので、新たにこれだけの巨額な金額が中小企業に新規融資されたという点は評価されて良い。しかし、東京都の債券市場構想がなければ実現しなかった

のであろうか。中小企業金融安定化特別保証制度を対比に検討してみよう。この制度の是非はともかく、金額だけ比較すると2001年3月31日に取扱終了するまでに東京信用保証協会だけで保証承諾実績 19万6千企業、6兆5,112億円に達している。単年度で比較すると、2000年度の保証承諾金額は3兆4853億58百万円である。2000年度末の基本財産は2,112億2,400万円で基本財産の60倍まで信用保証が可能であるから、保証債務の限度額は12兆6,734億円となる。(19) ということであるので、資金供給という点だけで評価すれば、中小企業金融安定化特別保証制度を延長した方がはるかに効果があり、保証債務額にも十分な余裕がある。

預金金融機関では0.1%以下の利回り手段しか投資家に提供できないが、東京都の債券市場では最低でも0.52%、最高では1.13%の利回りを持つ金融商品を提供できた。こう考えていくと、東京都の債券市場の最大の功績は、魅力的な投資対象を機関投資家に提供したということになる。

もちろん、投資の世界で利回りの絶対値を比較しても意味はなく、リスクとリターンの関係で評価されるべき事は当然であるが、そうであればこそ東京都の債券市場が中小企業の債務不履行リスクをどの程度正確に評価しているか、つまり、リスクに応じた適正なリターンを投資家に提供できるスキームを構築できたかどうか最終的に問われることになるのであるが、ここに根本的な問題が生ずる。東京都の行う制度融資は中小企業が自らの信用を基に、それでは円滑な資金供給が得られないので、保証協会が信用補強して「金融機関から資金を円滑に調達できる」システムであり、ここには中小企業みずからの信用力では資金調達が困難だという認識がある。これに対して債券市場構想では、当初保証協会の保証を活用して債券発行スキームを作成していたが、これでは制度融資と近似した内容になり東京都に財政負担が生ずる。保証なしでは信用状態の高い中小企業を選別して行うことになり、このような中小企業は自力で銀行から資金調達できるので、東京都がわざわざ債券市場をサポートする政策的意味合いが薄まる。

ということなので、ここで指摘される根本的問題とは、債券投資の世界はリスクとリターンの関係で決まるが、それでは立ちゆかない中小企業の信用力の問題をどうするのかということである。その一つの解決策が信用保証協会による信用補強という制度融資になるが、現状では代位弁済率5.54%(平成12年度、平均でも2.33%)を保証料率年率0.50%~1.00%で行っているわけであり、それをはずして円滑な中小企業の資金調達が実施できるのかという問題である。リスクとリターンの関係を中小企業の信用力の世界に持ち込めば、それに対応できる中小企業は一握りである。この根本的な問題が東京都の意欲的な三回の債券発行で解決されたのかという疑問を呈さざるを得ない。

東京都の債券市場構想のポイントはニューマネーである。銀行が相対で中小企業に融資するだけでは、銀行の貸し付け資金枠で制約が生ずるが、貸付債権を転売して銀行が資金を回収すれば、その資金を再び融資に活用できるとの考え方である。そして、金融仲介機関として銀行を活用するというのが、債券市場構想のポイントであれば、「ローン債権を流動化するには債権譲渡という行為があり、それには第三者への対抗要件など法律で定められた規定をクリアする必要がある、この点は無記名で譲渡を前提とした債券(私募債)を使ったCBOの方が手続き上は簡単とみられる」(9)という事情はある。この意味でニューマネ

一の供給をコンセプトとする東京都の債券市場構想でCLOからCBOへとスキームが進展したことは評価できるとしても、既存の金融機関の債券より融資が手慣れているという実務上の慣行を第4回債のC方式がどの程度打破できたのか注目すべき点である。

また中小企業側からすると、私募社債の発行は企業金融としてどのような意味を持つかが考察されねばならないが、これは次節で取り扱う中小企業庁の特定社債保証制度の検討と合わせて行いたい。

中小企業における債券市場の意義と役割

東京都は中小企業のための債券市場を行政主導で開設し、2000年3月の第1回債から2002年3月の第3回債までで総計約5200企業・発行総額1900億円超の実績をあげている。2002年11月から募集が開始された第4回債ではC方式としてはじめて中小企業の発行する私募社債を中核金融機関が引き受けてCBO(社債担保証券)を発行するスキームを取り入れてイノベーションが進展している。こうした私募社債を用いた中小企業への資金供給手段として、中小企業庁の主導する特定社債保証制度があり、純資産額が3億円以上と緩和されたため、利用する中小企業が急増している。

東京都の債券市場を含めて制度融資を利用するほとんどの場合、中小企業は経営者の個人保証を連帯保証人の形式で求められてきた。本来、合名会社・合資会社と異なり株式会社は有限責任による経営のメリットを享受できるはずであるが、現実には個人保証を通じて中小事業者による株式会社は無責任を負わされてきた。金融庁の「金融検査マニュアル別冊〔中小企業融資編〕」にも零細・中小事業と「代表者等との一体性」が行政の指針として掲げられている。

日本では、厳しい債務保証によって失敗した経営者の再起が難しいと指摘されてきた。中小企業経営者4万名で構成されている中小企業家同友会全国協議会でも連帯保証人の要らない制度融資の拡充や個人保証の有限責任化を提言している。東京都の債券市場や中小企業庁の特定社債保証制度が多くの中企業者の関心を集めているのは、間接金融から直接金融にシフトした資金調達手段の多様化としての側面も指摘できるが、同時に、中小企業者の経営する株式会社が個人保証で縛られて合名・合資会社化しているなかで、日本の中小企業者が株式会社制度に託した有限責任という責任制度が私募社債の発行という形式で初めて実現可能という側面も指摘できる。

第1回CLO(平成12年)	第2回CLO(平成13年)	第3回CLO(平成14年)[A方式] 第4回CLO(平成15年)[B方式]
【制度概要】 ・保証金額上限 :5,000万円 ・保証期間 :3年 ・金利 :固定金利 ・返済方法 :期限一括 ・繰上返済不可 ・信用保証料 :0.75%(年) 私募形式(機関投資家向)	【制度概要】 ・保証金額上限 :5,000万円 ・保証期間 :3年 ・金利 :固定金利 ・返済方法 :期限一括 ・繰上返済不可 ・信用保証料 :0.75%(年) 公募形式(一般投資家向)	【制度概要】 ・保証金額上限 :8,000万円 ・保証期間 :5年(2年据置) ・金利 :変動金利 ・返済方法 :据置後 元金均等 ・繰上返済不可 ・信用保証料 :0.75%(年) 私募形式(機関投資家向)
【利用条件】 ・基本条件 :既存無担保保証 含め5,000万円以内 ※直近決算において経常利益を計上し、自己資本比率が2%以上である。 ・特別条件 :既存無担保保証含め5,000万円超 ※基本条件を満たす他、下記ストック条件・フロー条件を満たすこと。 《ストック条件》 自己資本比率が10%以上 又は直前2期連続経常利益計上 《フロー条件》 平均月商5,000万円以上又は直前2期連続売上増	【利用条件】 ・基本条件 :既存無担保保証 含め5,000万円以内 ※直近決算において経常利益を計上し、自己資本比率が2%以上である。 ・特別条件 :既存無担保保証含め5,000万円超 ※基本条件を満たす他、平均月商が3,000万円以上で、下記ア又はイ条件を満たすこと。 ア)下記のストック条件・フロー条件もしくはは満たすこと。 《ストック条件》 自己資本比率が10%以上 又は純資産倍率1.2倍以上 《フロー条件》 営業利益 \geq 支払利息・割引料であること又は売上高経常利益率が1%以上 イ)直前2期連続増収増益かつ売上高経常利益率2%以上	【利用条件】 ・基本条件 :同左 ・特別条件1:同左 ・特別条件2:既存CLO含めCLO合計5,000万円超 ※基本条件を満たす他、下記ア)～エ)を満たすこと。 ア)平均月商5,000万円以上 イ)純資産額2億円以上 ウ)自己資本比率10%以上又は純資産倍率1.5倍以上 エ)営業利益 \geq 支払利息・割引料であること又は売上高経常利益率が2%以上
【保証承諾】 ・承諾企業数1,713企業 ・承諾金額 703億円	【保証承諾】 ・承諾企業数998企業 ・承諾金額 346億円	【保証承諾】 ・承諾企業数2,363企業 ・承諾金額 855億円

東京都では、平成12年3月の第1回(平成12年3月)以降、
債券発行を毎年実施しており、この間、

累計約7,500企業 ・発行総額3,000億円超の実績

をあげています。

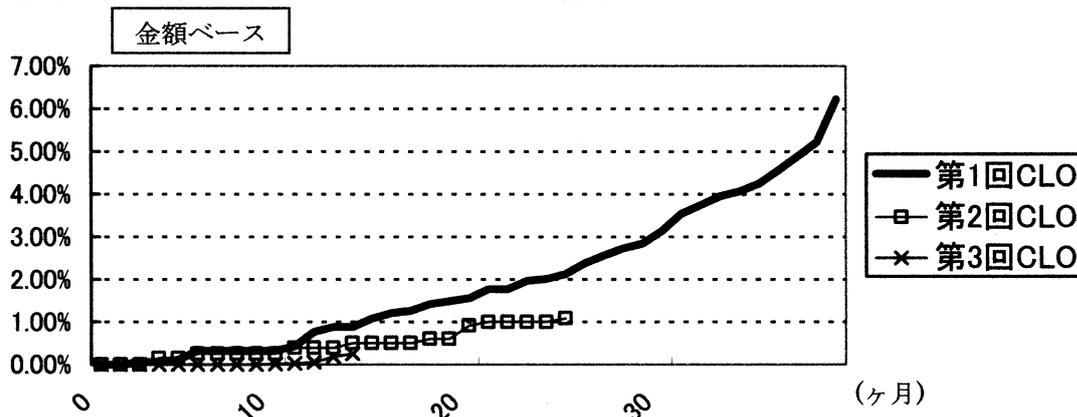
	第1回(12年3月)	第2回(13年3月)	第3回(14年3月)		第4回(15年3月)		
			[A方式]	[B方式]	[A方式]	[B方式]	[C方式]
発行金額	694億2,500万円	324億8,400万円	830億8,200万円	50億1,600万円	460億6,600万円	520億4,500万円	150億6,000万円
			合計880億9,800万円		合計1,131億7,100万円		
参加企業数	1,715社	952社	2,313社	176社	688社	1,426社	189社
			合計2,489社		合計2,303社		
中核金融機関 窓口金融機関	富士銀行 ほか11行 <small>しんきん信託+メリアルリンク証券 都内全信用金庫</small>	三和銀行+東海銀行 ほか9行 都内全信用金庫	三井住友銀行 ほか6行 都内全信用金庫 商工中金	BNPパリバ証券 + 東京スター銀行	三井住友銀行	みずほ銀行 ほか5行 都内全信用金庫 商工中金	みずほ銀行
融資金利	3.14%(オールイン)	2.67%(オールイン)	2.47%(オールイン)	平均2.92%	平均2.93%(オールイン)	2.807%(オールイン)	2.57%(オールイン)
発行方式	私募ABS方式	公募ABS方式	私募ABCP方式	私募ABS方式	私募ABCP方式	公募ABS方式	公募ABS方式
期間・返済条件	3年・期限一括返済		5年 (2年据置後分割返済)	1.23年から選択 ・分割/一括返済選 択	3年 (1年据置後分割)	5年 (2年据置後分割)	2年・期限一括返済
融資金額	最大5,000万円/1社		最大8,000万円/1社	最大5,000万円/1社	最大1億円/1社	最大8,000万円/1社	最大1億円/1社
トピックス	日本初の行政主導 の債券発行・証券化事 案	公募販売方式導入 /より直接金融に	過去最大の 資金供給実現	日本初の財政負担な し スキームの実現	財政負担なしCLO	改良・進化型CLO 財政負担あり	行政主導で 日本初のCO

○デフォルト率は3年間で6.32%（金額）、6.90%（件数）

※ デフォルト率は最終推計数字(平成15年6月末)。ここで言うデフォルト（債務不履行）とは、保証協会が中小企業に代わり、金融機関に返済（代位弁済）を行うものを指す。

☆回を重ねる毎にデフォルト発生率は低減

<参考：第1～3回CLOデフォルト率の推移>



3 第1回CLOの効果

○1715社の中小企業に694億円の資金供給

○参加企業の11社が株式上場へ、31社がCBOへ

➡ **直接金融へのステップアップが実現**

○中小企業向け債券市場の全国への波及

<具体事例>

- ① 大阪府、福岡県、大阪市で行政主導型CLOを発行。
- ② 金融庁が「アクションプログラム」(15年3月)にて中小企業債権の証券化の積極的な取組みを推奨。
- ③ 「中小企業白書2002年・2003年度版」にて、新たな資金調達手段としてCLOに注目。全国的な市場型間接金融普及への第一歩として紹介。
- ④ 日銀が中堅・中小企業の資金調達の円滑化のため、資産担保証券の買入れを決定。(15年6月)

➡ **東京都債券市場構想は行政主導型債券市場推進の先駆け**

