聖学院大学論叢　第15巻　第１号（2002年10月15日発行）

東京都の債券市場構想について

柴　田　武　男

On the Development of the Tokyo Bond Market

Takeo SHIBATA

聖　学　院　大　学

東京都の債券市場構想について

柴　田　武　男

On the Development of the Tokyo Bond Market

Takeo SHIBATA

The city of Tokyo has established a new bond market for small-and medium-sized enterprises, having issued three bonds since March 2000, providing approximately 190 billion yen to such enterprises.

This not with standing, however, though the new bond market created by the city of Tokyo is epoch-making, it is in effect little better than the credit supplementation system initiated by the Credit Gurantee Corporation of Tokyo. In fact, the third bond issuance in March 2002 without credit insurance provided only 5 billion yen to the organizations it was meant to assist. Consequently, it may be concluded that bond markets based on a risk-return ratio cannot function well in the field of small-and medium-sized enterprises. Thus, the difficult problems facing the city of Tokyo may not be solved by the three bond issues.

要　　旨

東京都は中小企業向けの債券市場を設立し，2000年３月から三回債券を発行して総額1900億円を中小企業に資金供給した。この債券市場はCLOというセキュリタイゼーションのスキームを用いて公共自治体が主導した画期的なものであるが，信用保証協会を軸とした制度融資と比較してそれを超える長所はそれほどない。2002年３月に行われた第三回の起債では，信用保証協会の保証無しで行われた方式もあったが，それでは約50億円という低額でしか資金供給できなかった。すなわち，信用力の劣る中小企業の分野にリスクとリターンの関係で成立する債券市場の論理を持ちこむことは困難であり，東京都による三回の起債でもこの問題を解消できなかった。

Key words; Bond Market, CLO, Small and Medium Enterprise, Credit Insarance, The City of Tokyo

1．はじめに

ことの発端は石原慎太郎都知事の選挙公約であった。1999年４月11日に行われた都知事選で当選したことで，石原慎太郎氏の選挙公約であった債券市場構想が現実化するに至ったが，当初の選挙公約での構想とはかなり変貌したものとなった。当初の構想は，「東京が蘇るために――NOと言える東京」のスローガンの元に「財政再建と併せて雇用の促進のためにも東京が主催する新しい債券市場を都庁の中に設けます」という趣旨から詳細に債券市場構想が次のように述べられている。

「日本の金融機関は従来の大蔵省の指導の元にハイリスクの債券には手をださぬ習慣で来たために，そうした金融活動に参加する能力に欠けています。一方，アメリカでは，名前は良くないが，通称ジャンクボンドといわれる有望だがまだ信憑性のおぼつかない企業の社債を扱う市場があります。その扱い総高は5000億ドル，円にして６兆です。

この東京には日本の代表的な大企業も持ち合わせていないような先端技術を保有したり開発したりしている中小企業がひしめいてあります。先にイギリスのフィナンシャル・タイムズが評価したように，日本の技術水準の指数を世界一たらしめている所以であります。しかしそうした優秀な中小企業は日本の旧来の融資姿勢が弊害となって，今日日本の金融機関からの貸し渋りで企業として足踏みを余儀なくされているのです。

そうした企業に社債を発行させ，それを東京都が主導する新しい証券市場で扱うことで外国，特にアメリカの金，実はそれは日本から吸い上げられて流出した資金ですが，そうしたリスキィだが高利回りの債券への投資を扱い慣れ，技術のポテンシャリティへの評価にも精通したアメリカの金融機関にとって格好の市場となるに違いありません。

低迷している優秀な中小企業はそれによって自らの社債を発行しそれを売り出すことで，従来のように間接ではなしに，市場から直接資金を調達できるようになります。

そうした新しい金融機関を東京都が創設することで，多額の口銭を獲得することだけでなしに，雇用を促進し日本全体の景気の回復に大きく寄与できるはずです。」

日本の優秀な中小企業に対する円滑な資金供給が十分ではないという問題意識は石原慎太郎都知事だけでなく，広く共有されている問題意識である。例えば，「貸し渋り解消のために中小企業金融債発行を」(『金融ジャーナル』1999年３月号）として，「各金融機関の中小企業向け貸出残高の一定割合を発行限度」として，「自己資本比率８パーセント以上の健全銀行に特別金融債発行を認め」て都市銀行，地方銀行，第二地方銀行の三業態合計で43兆円程度の中小企業への融資資金を確保するという提言である。

しかし，「政府保証の中小企業金融債」で融資資金を確保するというのは問題の解決につながらない。というのは，中小企業に資金が円滑に供給できないと言うのは金融機関に資金が不足しているというわけではなく，97年の山一証券，98年の日本長期信用銀行，日本債券信用銀行などの大型金融機関の経営破綻とそれに対応した金融早期健全化法などの法的対応で，中小企業に対する融資姿勢が大きく変化したからである。つまり，金融庁（当時は金融監督庁）がみずから説明するように「昨年10月，金融再生法，金融早期健全化法が施行された。金融再生法の下で，2行の特別公的管理開始が決定されるとともに，早期是正措置の適用を受けた5行のうち4行が破綻し，金融整理管財人による管理の下に置かれた。また，生命保険会社1社も破綻した。一方，早期健全化法によって，不良債権を早期に処理すべく，資本増強に関する緊急措置が講じられるようになった。」[(1)]ということが大きな理由なのである。

問題の所在を把握しても，提言が正しいとは限らない。石原慎太郎都知事の提言についても同様である。中小企業への貸し渋り対策が緊急の課題であるとしても，その方策がいわゆるジャンク・ボンドということになるのかについては疑義がある。この点については，以下のような指摘をすでにしたことがある。

「日本でジャンク・ボンド市場が定着する可能性はあるのだろうか。それも，都庁のなかに設置できるものであろうか。

まず，日本におけるジャンク・ボンドの可能性からいえば，かなりあるというのが私の見解である。アメリカでジャンク・ボンドが成立したのは年金基金の運用の問題があったからであり，当時巨額な積立金不足に悩まされた年金基金は，1974年に成立したエリサ法を契機に高利回りの債券投資にのめり込んでいた。エリサ法が年金基金に対して，一定の利回りを確保するよう求めたからである。日本でも，各企業の厚生年金基金は積立金の充足状況の公開が迫られていて，そのためにも利回りの高い債券で積立金を確保するというニーズが大きく発生する。ここまでは，ほぼ25年前のアメリカと同様な状況にある。また，日本では近年まで一定以上の純資産規模がないと社債発行できないという適債基準というものがあったりしたが，それも撤廃され，法的には可能であり，現にいくつかＢＢ格での発行も行われている。

それでは，石原都知事の構想は可能性大なのであろうか。それには，資本市場の機能を再確認すればよい。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。

そんなに資金調達の規模の差があり過ぎるのでは，ジャンク・ボンド市場は成立しないのではないのか。

このような新たなファイナンス手法が成立するかしないかは，結局は資金調達コストに帰着する。つまり，預金が信用金庫などの中小企業専門金融機関に蓄積し，信用金庫が信用調査をして，その結果資金が中小企業に流れるという間接金融の仕組みと，中小企業が自らの信用を下にして債券を発行し，それを格付け機関がランク付けし，投資家が購入するという直接金融の仕組みのどちらが効率的かということになる。

債券の場合，発行金額が大きければ大きいほど，金額当たりのコストが低減するということは簡単に理解できよう。逆に言えば，発行金額の少ない債券発行は効率的ではないということである。このような資金調達は，信用金庫，信用組合の融資機能に委ねたほうが効率的なのである。

大田区など中小企業の集中している地域を歩くと，本当に景気が冷え込んでいると感じるが，知事の公約はそういった地域の経営者にとって実現の可能性があるのか。

大田区などに集中している中小企業の規模を考えれば，信用金庫，信用組合の融資対象として相応しいのである。債券の保証機関を設けて発行を確保するというのであれば，信用保証協会の融資保証と何ら変わりはない。債券の場合は，一般の投資家も購入に参加できるというが，流通市場が整備されていない現状では一般投資家の参入は困難である。

ここでは，難しさを強調するだけでなく「新しい債券市場」の可能性を検討してみよう。「新しい債券市場」といっても市場であるかぎり，債券の供給主体である優良な発行企業とそれらに投資する投資家，その両者をつなぐ金融機関の三者が最低限不可欠である。「新しい債券市場」に投資する投資家が存在するとすれば，まず考えられるのはアメリカと同様にそれは年金資産を長期的に運用する投資ファンドであろう。投資ファンドであれば，高い利回りが見込まれればいくらでも資金が投入されよう。問題は，その期待収益率に見合う優良な企業をどれだけ発掘できるかである。前述した債券発行のコストを考えると中堅規模の企業がここでは想定されよう。もちろん都が企業の信用調査を独自に行うことは無理であるから，証券会社の仕事になる。実際，ディー・ブレイン証券や泉証券を中心に店頭取扱有価証券の売買が行われているのであるが，これは証券会社における未公開株式投資勧誘の解禁を受けて，店頭公開にも届かない企業の資金調達を会員制投資家組織による株式の販売という仕組みで行っているのである。これはVIMEX呼ばれている。この他にも，政策的に自治体が出資して第三セクター方式でのベンチャー・キャピタルによる中小企業支援も行われているが，十分な成果を挙げえていない。そのくらい，中小企業への投資は難しいのである。都が債券市場を整備すれば，中小企業が早速社債を発行し，それに投資家が飛びつくなどというものではありえない。

それでは，「新しい債券市場」は，絵に書いた餅なのであろうか。そうではない。中小企業への資金供給は，いわば国家的テーマであり，SONYやホンダや京セラがそうであったように，ベンチャー企業の成功が経済の活性化に大きく寄与するという認識は誰でも持っている。東京証券取引所も大幅に上場基準を緩和しているし，日本証券業界の管轄下にある店頭市場でもベンチャー・ビジネスの資金調達の場として特則市場を整備している。資本市場の関係機関総力を挙げての試みが行われているのであり，東京都がこのような試みに協力していくという方向性は理解できるとしても，一自治体が行えるものではない。また，証券取引法「第81条〔設立者の資格，設立の免許〕証券会社は，証券取引所を設立しようとするときは，大蔵大臣及び内閣総理大臣の免許を受けなければならない。」とあり，同法第87条の２で「〔市場類似施設の禁止〕何人も，有価証券市場に類似する施設を開設してはならない。」とあるように，国の認可が無ければ設置できず，その意味でも東京都が単独で行うというのではなく，先に指摘したすでに民間でおこなわれているVIMEXなどの試みを強力に支援していくことが，政策意図を効果的に実現する近道ではなかろうか。
結局，資本市場で中小企業の支援策を検討することは有意義であるが，それを都庁内に設置することは的外れだというものである。」[(2)]

２．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。詳細は東京都のホームページ[(3)]に掲載されているので，簡単に概要を紹介しておく。

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

３．調査方法

郵送調査及びテレマーケティング（㈱帝国データバンクに委託）

４．調査結果の概要

⑴　現在の資金調達方法と今後予定している資金調達方法

現在の調達，今後の予定ともに，銀行等金融機関からの借入れが中心となっている。社債発行の実績及び予定の割合は企業規模に比例している。

(2) 直接金融へのニーズ

43.3%の企業から「ニーズあり」の回答を得た。「それほど利用されない」（＝ニーズなし）の回答が27.1%であることからすると，直接金融へのニーズは高いと考えられる。

(3) 債券市場（ＣＬＯ）への参加希望と調達希望条件（金額，期間，金利）

○ 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。

○ 調達希望条件

- 「ぜひ参加したい」という企業については，調達希望金額では５～６千万円，返済希望期間では５年間，希望金利では３～４%がそれぞれ最も多かった。
- 「条件次第で参加したい」という企業についても，調達希望金額では５～６千万円，返済希望期間では５年間が最も多かったが，希望金利では３～４%と２～３%がほぼ同数で最も多かった。

(4) 情報開示（ディスクロージャー）について

情報開示に関して45.7%が「情報開示をしても構わない」としており，「一部の情報開示なら構わない」まで含めると半数以上を占めていることから，情報開示への積極的な姿勢が分かった。

以上が概要であるが，これは当事者としてかなり身びいきなまとめである。肝心な「直接金融へのニーズ」であるが，「43.3%の企業から「ニーズあり」の回答を得た」として，「直接金融へのニーズは高いと考えられる」としているが，そもそも設問が「中小企業の資金調達は一般に銀行借入れなどの間接金融が中心であると言われていますが，もし株式や債券などの直接金融による資金調達ができれば，利用のニーズはどれ位あると思いますか」という他の企業動向を尋ねる質問になっていて，直接質問企業の資金ニーズを聞いているわけではない。また，資金繰りに苦労している中小企業の経営者からすれば，「もし株式や債券などの直接金融による資金調達ができれば」と尋ねられれば，利用したいと考える者がほとんどではないのか。それでも，「大半の企業が利用すると回答した企業は6.3%にとどまった」ということは，中小企業にとって直接金融の壁の高さはいうまでもなく，それ以前に間接金融である銀行借り入れすら厳しい現実に直面しているからではないのか。

興味深いのは債券市場（CLO）への参加希望であるが，「直ちに参加する意向がなし」と回答し

た主な理由」が以下の点であることだ。

- 調達コストが高くなる。
- 資金調達の予定がない。
- 金融機関からの借入で充分である。
- 無借金経営を目指している。
- 情報公開をしたくない。
- 融資規模が少ない。
- CLOの具体的な内容がわからない。
- CLOが軌道にのるのかわからない。（今後の動向を見て）
- 株式公開を予定している。

「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。

3．債券市場構想の実現

1999年時点の債券市場構想は，米国のジャンク・ボンド市場という言葉から連想される市場をイメージされていたようであり，その限りでは前述の批判，「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」は未だに当てはまると考えているが，東京都の債券市場は当初の構想と大きくかけ離れた形式で実現した。

2000年３月にローン担保証券（CLO=Collateralized Loan Obligation）として，計二回の発行で，発行総額694億2500万円，参加中小企業1715社という規模で行われた。第一回の発行は，東京信用保証協会によるCLO融資への信用保証というジャンク・ボンドとはほど遠い形式で行われたが，それでも中小企業への融資債権を担保にして証券を発行して資金調達をするという直接金融の仕組みは部分的には取り入れられている。

発行までの手順は以下の通りである。

平成11年

８月10日

金融機関に対して基本的な考え方に関する説明会を開き，具体的な仕組みづくりに向けての提案

を依頼。

8月26日から債券市場「1万社アンケート」を実施。

9月3日までに内外の主要な金融機関35社から25の提案が提出。

10月8日平成11年度第1回債券発行の採用予定スキームのタイプ等を公表。

19日　「1万社アンケート」の調査結果を公表。

12月10日　第1回債券発行の参加受付開始について公表。

22日　信用金庫における第1回債券発行の参加受付開始等について公表。

平成12年

2月23日　第1回債券発行への申込み状況等について公表。

当選から4ヶ月で実現の一歩を踏み出しているのであるから，かなり迅速に進行していると評価できる。このスキームには3つの日本で初めての試みが行われているという。

「I　本スキームの概要（3つの「日本初」）

1．我が国の中小企業向けの債券市場は未発達であるため，日本で初めて，行政主導により債券を発行。 → 優れた発想力や高い技術力を持つ中小企業の資金調達多様化を図り，東京の産業を活性化させるための債券市場創設に向けた第一歩。

2．日本で初めて，中小企業への新規融資債権を証券化して，ローン担保証券（CLO）を発行。
→ 中小企業に対して，投資家からの資金をニューマネーとして供給。

3. 中小企業によるディスクロージャー等が現状では不十分であり，リスクが十分予測できないため，日本で初めて，CLOの発行に際して，東京信用保証協会による信用保証を活用。
→ 投資家は安心して債券を購入可能。」

この三点について簡単にコメントしておく。中小企業向け債券市場を行政主導で「初めて」というのは事実であるが，これは大変皮肉な表現ともなっている。日本の債券市場，特に公社債市場は常に「行政主導」で発展，あるいは抑制されてきたという歴史があるからである。戦後しばらくしても，「社債の起債市場は，日銀信用に基づく金融機関消化を主体とした貸出の変形であり，銀行貸付による間接金融を補完する手段を果たしていたにすぎない特殊異常な状態」[(4)]であり，「社債市場の完全自由化」は，「長きにわたって社債による資金調達を入り口で制限してきた社債の適債基準及び無担保社債の財務制限条項に関するルールを撤廃する方針が打ち出され，市場運営をマーケット・メカニズムに委ねる」[(5)]方向が大蔵省によって決定されたのが1995年3月31日に至ってのことである。つまり，行政主導というのは債券市場関係者にとって必ずしもプラスのイメージではなく，中小企業の債券市場という大義名分があるとしても苦い歴史の延長線上に位置づけられる側

面も存在していた。

「日本で初めて，中小企業への新規融資債権を証券化して，ローン担保証券（CLO）を発行」というのは，やや過大評価である。日本の金融機関は1997年７月の東京三菱銀行の国内債券を対象としたCLO発行を初めとしてすでにいくつか実績がある(6)。確かに，「中小企業への新規融資債権」というのは初めとしても，すでに幾つか実績のある国内債券のCLOの変形として位置づけられる。むしろ，日本の銀行の「CLOの発行はかなり難航している」のに対して円滑に消化されていることこそ革新的なことである。ただしこの点は第三点の「東京信用保証協会による信用保証」に関わってくる。

初回の債券発行が成功したのは，東京信用保証協会といういわば公的な信用保証が付いたことで「投資家は安心して債券を購入可能」ということになったのであり，それは本来の政策目標である中小企業のための起債市場という条件にはほど遠くなる。CLOなどの資産担保証券にとって信用補完の有無は決定的なものであり，これには「原債権のキャッシュ・フローを信用補完する方法（間接方式）とABSのキャッシュ・フローを信用補完する方法（直接方式）に分けることができる。間接方式では，オリジネーターに関するリスクと原債務者に関するリスクはカバーできるが，原債権に対して信用補完が付されるものであるため，原債権からのキャッシュ・フローがSPCないしサービサーにプールされた後，投資家に対して実際に支払いが行われるまでの過程で問題が生じた場合，投資家は当該リスクを負担することとなる。」そして，「日本における証券化では，間接方式が圧倒的に多く，直接方式は現在のところあまり利用されていない。例えば，信用保証協会は，「中小企業の事業活動の活性化等のための中小企業関係法律の一部を改正する法律」により，社債にかかわる債務の保証契約を締結することが法律上できるようになったが，ABSの元利金支払債務に対する外部信用補完としては，直接方式は現在のところ利用されておらず，東京都がイニシアティブをとったローン担保証券（CLO）の発行スキームにおいても，債務者たる中小企業の原債務に対して信用補完する間接方式となっている」(7)ということになる。

このことを東京都の実際のスキームで検証すると，原債務者である中小企業のローン支払いは信用保証協会によって保証されているため，中核金融機関の富士銀行グループの行う金銭債権信託に関しての信用不安は生じないが，それが東京都の場合，タックス・ヘイブンであるケイマン島設立されたSPCに信託受益権が譲渡され，そのSPCがCLOを投資家に販売して資金回収するというスキームであるので，投資家はSPCと取引関係にある。そして，間接方式であれば，投資家とSPCとの取引関係に信用保証が行われているわけではないので，極端な場合，このSPCの管理組織が資金流用などの不法行為をして損失が生じても投資家への信用保証協会の保証はない。投資家への保証というのであれば，直接方式がより望ましいが日本で実行する上での法律上の問題が指摘されている。(8)

このような信用補完の法律上の問題がどの程度機関投資家に認識されていたかは分からないが，

第１回の債券発行は下記の表のように実現した。ポイントは，中小企業のための起債市場と謳いながら申込み窓口を銀行および信用金庫としたこと，また原債権に信用保証協会の信用保証がつけられたことから理解できるように，中小企業にとっては従来の銀行借り入れと異なるものではなく，販売方法の一部に直接金融の仕組みが導入されただけであった。このことはアンケート調査の結果からも理解できる。「ＣＬＯを知った方法」として87.7%の企業（社数として1,088社）が「金融機関」からと回答していて，銀行の営業活動を通してCLOに参加した構造がみてとれる。

	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

この政策は「貸し渋り」対策としても行われたのであるが，金利が高い（社数651社，比率53.4%）という不満と利用目的として「金融機関の勧め」が60.9%（756社）と最も高く，「とにかく資金が必要」という切迫した資金ニーズは5.7%（71社）に留まっている点からしても，借り入れに余裕のある企業が借入枠に余裕がより出来たと解釈すべきではないだろうか。

４．第２回債の発行

第一回は間接方式とはいえ，原債権すべてに信用保証協会の保証が付く形式で発行されていて，それでは中小企業の自らの信用で資金調達するという東京都の起債市場の構想の実現とはいえないものであったが，第二回はこの点をイノベーションするものであった。

スケジュールは以下のように進行した。

2000年

６月２日：第１回の債券発行参加企業に対しての「CLO企業アンケート」結果を公表

６月２日：内外の金融機関等を交えた第２回債券発行に関する意見交換会を開催

７月13日：第２回債券発行に関する説明会（金融機関向け）を開催

10月27日：第２回の債券発行の概要について発表

11月17日：第２回債券発行の参加企業募集等について発表

また，東京都は「第１回債券発行に参加した企業をはじめキラリと光る中小企業を国内外に紹介するための「東京都中小企業ネットクラブ」が７月21日から第一次稼動としてインターネット上で一般公開されました。これは各企業の優れたノウハウや特許などの技術情報を中心に，投資を活性化させ，債券市場構想につながる財務情報も含めたものとなっております」という意欲的な中小企業ネットワークを設立した。

第１回からの前進ポイントとして，東京都は次の四点を指摘している。

(1) 二通りの債券，すなわち，投資家から見て，
中小企業の信用力を裏付けとする債券※【債券α】と
信用保証協会による保証を裏付けとする債券【債券β】
を発行。
※ＣＬＯ融資全件に対する信用保証協会の保証を活用する。

(2) 債券は，公募で発行する予定。

(3) 財務内容が良好な中小企業について，負担金利を優遇する。

(4) 情報開示のツールとして，★「ＴＯＫＹＯキラリ☆企業ネット」との連携を強化する。

(5) 元利金の返済手段として，手形を併用する。

(1)(2)(3)(4) → 直接金融の姿により近づけた債券発行

(5) → 融資金融機関の範囲を拡大

このことを具体的に実現するために，以下のA号債からD号債まで四種類の債券を発行した。

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）。

第２回債のポイントは，四種類の債券でそれぞれ利回りが異なることである。本債券の発行届出目論見書によると，「各償還期日における各号社債の元金の支払い」は，「A号社債およびB号社債

に関しては，2004年５月10日に，その直前の口座残高決定日の元本留保金勘定にあたる資金を原資として，支払われる。従って，保証協会により代位弁済された信用保証付貸付債権の元本相当額は，A号社債およびB号社債の償還の原資とはならない。A号社債およびB号社債の元金の支払いは，A号社債およびB号社債の順に支払いを受ける順位が付されている」という支払い順位によって格付けが決定し，利回りが決まっている。C号債とD号債の格付けが同じなのに利回りが違うのは，C号債は個人投資家への販売を考慮して券面を100万円としてあり，他の大口の機関投資家への販売を目的とした他の券面１億円とは異なる小口の販売であるからである。

より課題となるのは資金調達する企業側への対応である。東京都の構想では「１．今後の発展が見込まれ，近い将来（原則として今後５年以内）において，株式公開や社債発行等の直接金融による資金調達の具体的な計画を有すること　２．東京都中小企業ネットクラブに入会し，財務データを含む一定のデータを公開すること」等の条件を求めているが，この点を具体的な書式と申込状況で検証すると，CLO参加申込書(あさひ銀行窓口のもの)では，「基本条件該当申告」という項目で，「将来的に，株式公開や社債発行等，直接金融による資金調達をする意向があります」という箇所のチェックボックスに○をつけるだけのことである。

借り入れる費用の企業負担分は，2000万円を借り入れる場合，証券化に要する費用として15万円，東京信用保証協会への保証料427200円（借入金2000万円×優遇保証料率0.712%×３年）[9]が必要となる。この費用を含めて，企業への融資金利は2.67%（保証料，手数料，諸費用等を全て含む）となる。経営状態の良い企業は優遇金利となり融資金利は2.47%（同）となる。借り入れ企業とすると，費用負担を含めた実質融資金利が問題となるわけで，当時都市銀行における新規の貸出約定平均金利が2.047%[10]であれば，2.47%～2.67%という融資金利は利用するに十分なものであるが，銀行が窓口であり，中小企業経営者とすれば顔なじみの銀行営業マンが営業に来るわけで，通常の銀行借り入れと意味合いはほとんど異ならなかった点は第１回債と大同小異であった。

販売状況は好調[11]であったが，第１回債が発行総額約694億万円，参加中小企業1715社社という規模であったのに対して，第２回債は融資総額324億8,500万円，参加中小企業数952社に留まった。規模が半減したのは，申込み社数2,503社申込み金額合計約1,095億円とあったのであるから，一言で言えば，東京都の提示する条件に合致する企業が案外少なかったことに加え，条件を満たす企業は第１回債ですでに相当数融資を受けていたからである。とはいえ，第１回債が1,838社の申込みで1,715社が融資を受けられたのだから93.3%の高率であるが，第２回債は2,503社で952社というのであるから38%という低率になる。「債券市場１万社アンケートの調査結果」によれば，「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%）」ありったわけであるから，第１回債の申込み受付時点で相当数絞られていたと考えるのが妥当であり，東京都の提示する条件では，申込み企業の３割から４割程度しか融資を実際に受けられないと考えるべきであろう。

このように考察すると，東京都の融資条件は中小企業にとって厳しいように思われる。このことを示唆する数字として参加企業のデフォルト状況がある。「デフォルト率は１回目分（発行から１年４カ月経過時点）で社数ベース，金額ベースとも1.2%，2回目（同４カ月経過時点）はそれぞれ0.1%，0.2%と，東京信用保証協会の中小企業向け融資債務保証の破たん率5．5%程度より低いことが明らかになった。」[12]ということで，「中小企業向けリース料債権のデフォルト率が年率で２%台（クレディ・スイス・ファースト・ボストン証券の江川由紀雄バイスプレジデント）であるのに比べて低い。CLOの参加企業は資本金額などで厳しく絞られるためだ。」[13]という指摘が説得力を持つ。石原都知事の選挙公約にあった「優秀な中小企業は日本の旧来の融資姿勢が弊害となって，今日日本の金融機関からの貸し渋りで企業として足踏みを余儀なくされている」という問題意識を実現するにはほど遠い内容で，財務状況の良い，すなわち既存の金融機関から十分借り入れ能力のある企業が参加しているといえよう。

こうして見てくると問題となるのが，制度融資[14]との関わりである。東京都は多様な信用保証協会の保証付融資制度で，中小企業を金融支援しているが，その利率は1.5%から2.5%の範囲であり，保証料率も年率0.50%～1.00%程度である。中小企業向け債券市場での資金調達は，旧来の制度融資に比較して決して有利とはいえない。多様な資金調達手段の獲得という大義名分はあるが，信用保証協会の保証が得られるという条件が付与されては融資審査も大同小異にならざるを得ない。となると，問われてくるのがCLOそのもののスキームとなる。

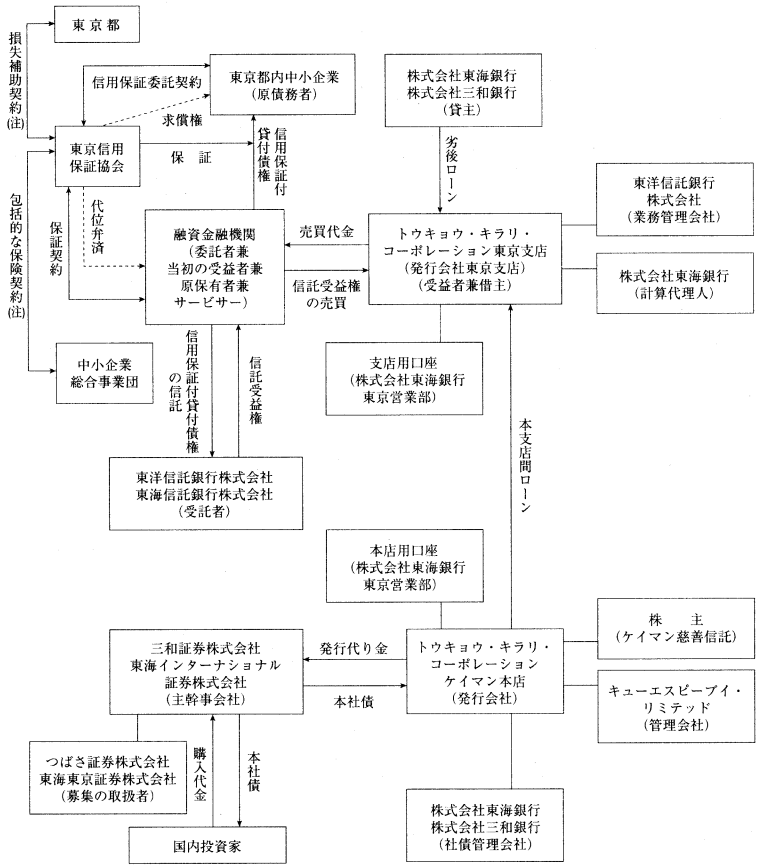
5．東京都によるCLOスキームの検討

図-１にみられるように東京都のCLOスキームは，他のCLOスキームと同様の正統的なものであり，ポイントはケイマン島にトウキョウ・キラリ・コーポレーションというSPCを設立している点である。東京都の仕組み債でなぜケイマン島なのか，という疑問は当然生ずるので簡単に説明しておきたい。まず，債券を発行するので法人格を持つ必要があるが，関係の金融機関が国内にSPCを設立すると，連結の対象となったり株主権行使の問題が生じてしまう。一言で言えば，債券発行の目的に純化したSPCを設立するに適した税制，法制度を持つのがケイマン島ということである。ケイマン島の設立されたSPCは，チャリタブル・トラスト（慈善信託）に形式的に所有されるが，その主な理由はバンクラプシー・リモート性(倒産隔離=関係金融機関が倒産しても信託財産が影響を受けない措置)を確保するためである。[15]

このスキームを用いると海外の発行体が，日本国内で円建債券を発行するということでいわゆる「サムライ債」ということになる。近年激減したとはいえ，サムライ債の発行は広く行われていたことで，民間の営利企業が商行為の一つとして行うには批判が生じないかもしれないが，このスキームで用いられるケイマン島はいわゆるタックス・ヘイブン（税の避難港）として不透明な金融

図１　外国資産流動化証券の基本的仕組み等

仕組みの概要



(注)　後記「第二部　管理資産情報　第１　管理資産の状況　２．管理資産を構成する資産の概要(ハ)管理資産を構成する資産の内容」を参照。
出所　「トウキョウ・キラリ・コーポレーション」発行届出目論見書2001年３月。

取引に用いられているという批判が各国金融当局から行われている場所である。東京都は地方公共団体で公益を追求する立場にあり，このような批判には敏感でなければならないという点で，安易にこうしたタックス・ヘイブンを用いて良いのか，という指摘はありえる。

次に問題となるのが，東京都の財政負担である。このスキームを作成することで東京都にはどのような負担が生ずるのかが，検討課題となる。まず，間接的には事務局として機能するわけであるから，その諸経費が負担となるがこれは自治体の政策遂行の費用として問題はない。中小企業に今までに無い資金調達手段を提供するという政策目標は否定するべきではないが，前述のような制度融資と比較しての政策優位性が問われるということになる。東京都と制度融資の関係は，保証協会との損失補助契約に表されて，両組織の関係は次のようなものである。

- 東京都は，制度融資の円滑な実施のために当協会に対して資金を貸付し，当協会はこの資金を，一部を除き全額，無利息で制度融資の実施に協力する金融機関に『預託金』として預入れします。
- 『預託金』は，中小企業向け融資のための『呼び水』としての働きもあり，金融機関は，この預託された資金に自己の資金を合わせて，東京都の定める条件（東京都中小企業制度融資要項）の範囲内で，設備資金や運転資金を融資します。
- また，制度融資が代位弁済となり，回収努力をしたにもかかわらず最終的に回収できなかった場合には，総合事業団の保険金でカバーされなかった部分（20～30%）について，その全部または一部を，東京都は，協会との間の“損失補助契約”に基づき，補助金として交付します。（当協会は，回収金の中から損失補助金受領割合に応じて，東京都に『回収納付金』として納付しています。）（http://www.cgc-tokyo.or.jp/guarantee/index.html）

ということであるから，金融機関が行った融資の焦げ付きのうち，最大30%が都の負担となる。これは，保証協会の保証一般に行われることであるから，制度融資とCLOとで異なることはない。保証協会の保証を付けないと金融機関の融資が円滑に行われない一方で，保証を付ければ都の財政負担が生ずるという関係があるので，そこで採られた政策が「ＣＬＯの参加企業は資本金額などで厳しく絞られる」ということになり，申込み企業の三分の一程度しか実際に融資を受けられないことになる。次に課題となるのが保証協会の保証無しで融資を行うことであり，これにチャレンジしたのが第３回債ということになる。

6．第３回債の概要

第３回（平成13年度）債券発行に向けて以下のスケジュールで進行した。

2001年

５月：第２回債券発行参加企業に対しての政策効果測定「ＣＬＯ企業アンケート」実施

６月：特定社債保証制度ＣＢＯ（社債担保証券）等　直接金融ニーズ調査実施

８月：第３回債券発行に関する説明会（金融機関向け）開催

11月：第３回債券発行の概要について発表

12月：第３回債券発行の見通し等について発表

2002年

３月：第３回債券発行の申込状況と見通しについて発表

３月：第３回債券発行の結果について（最終確報）発表

第３回債券発行の特長は２つの方式を併用したことである。一つは，保証協会を活用した従来型

スキーム［A方式］でありながら，発行債券を期間6ヶ月の短期のABCP（Asset backed CP=資産担保CP）にしたことで，分割弁済可能・コストの低減・金利抑制・6ヶ月毎の変動金利，さらに融資対象期間を従来の3年から5年にして，2年据置・3年目から分割返済という条件で参加企業の利便性が向上したことから，過去最大の約4,334件申込金額約1,916億円に達し，実際の参加企業も2,313社，発行金額830億82,00万円となった。

もう一つは，保証協会が関係しない債券市場構想初の純民間ベーススキーム［B方式］であり，東京都からすれば財政負担のないスキームであり，それは金融機関がリスクを引受ける方式であり，融資条件の多様化（期間・返済方法を選択可能に）を実現するものである。相談件数は，約1,250件におよんだが，実際の参加企業は176社融資総額50億1,600万円，そのうち41億円をＡＢＳ発行で資金回収した。(16)

第3回債券発行参加企業に対しての政策効果測定は未だ実施されていないので，データをもとにしての議論は出来ないが，過去最大の規模となった理由で想定されるのは，「2年据置・3年目から分割返済」という弾力的な条件が人気を呼んだのではないかということである。というのは，第1回債と第2回債ともに資金ニーズで最も多かったのは「手元余裕資金」ということであり，今後の改善要望でも多く指摘されているのが「金利が高い」というのと「期限一括の返済」である。「貸し渋り」が喧伝される中，経営の安定度が高くない中小企業経営者はできるだけ余裕資金を確保したいと願うのは当然のことでありながら，例えば，第2回債で上限の5000万円を借り入れれば，優遇金利の2.47%でも3年間繰り上げ返済が認められないので，3年間で370万5000円の金利負担となる。また，一括返済なので回収が不確実な投資に回せる資金でもない。となると，短期に回収できる運転資金に回し，返済が確実に出来るよう手元に置くしかない性格のものになりやすく，いわば「安心料」ということになる。しっかりした資金計画がないと，370万円の「安心料」ということで，それはそれなりに意味があるとしてもかなりコストとして割高である。融資対象期間5年で3年目から分割返済可能と言うことであれば，企業はキャッシュフローを元にしてより有効に資金計画を立てられる。

逆にB方式が繰上返済不可としても，融資期間（1年・2年・3年の3種類から選択）・返済方法（元本据置（期限一括）型・約定返済（分割返済）型から選択）という工夫で1250社にもおよぶ相談件数を集めながら，結局176社50億1600万円の融資に留まったのは，信用保証協会の保証無し・原則無担保の融資を既存金融機関が実行するのがいかに困難かを示唆している。［B方式］の融資対象企業は，「窓口金融機関の審査基準に合致し，かつ東京都第3回ＣＬＯ［B方式］対応資金融資要綱の条件を充足する都内中小企業」ということになのであるが，「窓口金融機関（東京スター銀行）の審査基準に合致」という点で大きく絞られたと理解できるのではないか。

7．むすびにかえて

東京都の債券市場構想は，石原都知事の選挙公約とは大きく変貌した形式で実現し，さらに第2回債，第3回債と進化を続けている。第1回債では銀行の貸付債権をCLOの形式で販売し，資金回収するという仕組みを実現した。選挙公約であった東京都主導による債券市場を実現したわけである。さらに，第2回債では信用度に応じた四つの利回りの異なる仕組み債に区分して，最低100万円の券面で大衆投資家への販売にも成功している。第3回債では6ヶ月毎の変動金利で2年据置・3年目から分割返済という工夫で約830億円もの融資を実行し，かつ窓口金融機関による原則無担保・無保証の融資も実現した。というように，2000年3月23日には第1回債券を発行してから，第3回債が発行された2002年3月26日までの二年間で大きく進展した。このことは高く評価されて良い。

しかし，これを選挙公約である「低迷している優秀な中小企業はそれによって自らの社債を発行しそれを売り出すことで，従来のように間接ではなしに，市場から直接資金を調達できるようになります」という構想の実現とは評価できない。中小企業が「自らの社債を発行し，売り出す」ということはなく，中小企業に対しては既存金融機関が融資するという形式であり，それもほとんどに信用保証協会の保証が付いている形式である。無担保・無保証の銀行融資が実現されたのは，三回の融資総額1,900億700万円のうちわずか50億1600万円に過ぎず，これは全体の2.6%にしか過ぎない。日本で最初の中小企業向けの債券市場という割には，中小企業にとって多様な資金調達手段を提供するというほどのことはない。同種の制度として国による中小企業特定社債保証制度[17]があるが，これも中小企業の信用で資金調達すると言うよりは，信用保証協会と融資金融機関の信用保証によって成立しているものであるが，「私募債に係る保証割合は90%」ということで，10%は中小企業の信用力に依存するという意味では，まだこちらの方が直接金融に近いものがある。

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。[18]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。

融資のコスト・パフォーマンスはどうであろうか。出来るだけ安い利率で融資ができ，高い利回りで証券販売ができれば，すなわち事務コストが低ければ低いほど効率の良い金融仲介と言える。この点は，融資と利回りのスプレッドで推測できる。第１回債は利回り1.13%（ローン担保証券）で融資利率3.14%であるから，1.13%で資金調達し3.14%で融資したことになりスプレッドは2.01%ということになる。この数字が低いほど効率の良い金融仲介と考えられる。第２回債は利回り0.52～0.74%，融資利率2.47%～2.67%であるからスプレッドは最小最大で1.73～2.618%になる。第３回債はABCPの利回りは公表されていないので，B方式を対象にすると利回り0.61～1.76%で融資利率は平均2.92%ということでスプレッドは1.16～2.31%ということになる。これを預金金融機関のスプレッドで比較してみよう。預入金額が１千万円以上の定期預金の１週間の預入期間別平均年利率は期間３年で0.070%で，2000年から2002年にかけての都市銀行のプライムは1.55～2.40%であるから，[19]スプレッドは1.48～2.33%ということになる。このような比較を試みると東京都の債券市場構想の特長が見えてくる。比較する融資利率は都市銀行のプライムであるから，それより東京都主導の起債市場のスキームで行われる融資利率が相対的に高くなるのはやむを得ないが，それでも融資利率は相対的に高い程度で収まるし，スプレッドも都市銀行の方が若干低い程度である。際だつのは資金調達コストの差である。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が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と疑問を呈さざるを得ない。

注

(1) 金融監督庁の浜中秀一郎次長による経団連の第562回常任理事会（1999年10月5日）での講演。詳細は以下のホームページを参照のこと。
http://www.keidanren.or.jp/japanese/journal/CLIP/clip0111/cli005.html

(2) 拙稿「新しい債券市場問題」（『自治労東京』1999年6月5日号）を参照のこと。

(3) http://www.metro.tokyo.jp/INET/CHOUSA/1999/10/609AK400.HTM

(4) 『社団法人　公社債引受協会史』（公社債引受協会史編纂室，2001年2月）10頁。

(5) 上掲，215頁。

(6) 福光寛，「新たな段階に入った日本の資産証券化」（成城大学「経済研究」第145号，1999年7月）114～119頁。

(7) 寺山大右，「資産担保証券の信用補完に関する法律問題」（『金融研究』日本銀行金融研究所，2001.4）175～176頁。

(8) 上掲，178頁を参照のこと。この点に対しては，東京都の事務局担当者（東京都産業労働局商工部金融課）から次のような詳細なリプライを頂戴した。

1．発行会社（SPC）の事務については業務委託契約に基づき，業務管理会社が代行します。第2回発行債券にかかる業務管理会社は東洋信託銀行です。かかる業務は業務管理会社に委託されるので，業務に関する監査は東洋信託銀行にかかることになります。よって東洋信託銀行に対する通常の業務監査に当該監査も包含されているとしています。

2．SPCにかかる会計監査は年1回監査法人によって行われます。（日本の監査法人とのことです）これについてはケイマンSPC本店と東京支店の双方を監査します。

3．日本における当該SPCの情報開示として，

① 各業年度終了後6ヶ月以内に管理資産の状況を記した有価証券報告書を，

② また各半期終了後3ヶ月以内に半期報告書を

それぞれ関東財務局長あて提出が義務付けられています。

4．日本の社債権者に対する情報開示として，

① 有価証券報告書・有価証券届出書・半期報告書および臨時報告書は証券取引法の規定に従い縦覧に供せられます。

② 管理委託契約の謄本は，各社債管理会社（東海銀行・三和銀行）の東京営業部に据え置き，その営業時間中社債権者の閲覧に供するものとする。閲覧の費用は，これを請求するものの負担とする

③ 各社債管理会社の東京営業部は，信託財産状況報告書を据え置き，その営業時間中社債権者の閲覧に供するものとする。

※その他関係当事者の情報開示規定については目論見書をご覧ください。

5．会計・業務共通の監査結果については格付機関が適正にウォッチしていると判断しています。よって，監査内容に疑義ある場合は即座に格付の見直しに移るとのことです。

また，SPCの管理組織は形式上，慈善信託であるQSPVリミテッドであるが，「チャリタブルトラストはＳＰＣに対して「何もしない」ことが信託内容となっております」という指摘もあり，実務的には業務管理会社にこの問題が生ずることになろう。

以上のように，緻密な監督体制で不正防止が図られている事が理解できる。不正行為等のオペレーション・リスクはかなり低いと想定できるが，どんなに緻密な監督体制を築いてもゼロではない。その意味で，直接方式の検討は課題として残っている。このやり取りで印象的なのは，東京都の債券市場構想は証券会社に振り回されているのではないかという先入観が，証券市場にも造詣の深い東京都の優秀な職員にも支えられていると大分改められたことである。

(9) 所定の保証料率は0.75%であるが，その0.95にあたる0.721%の保証料率が適用されている。

(10) 日本銀行の統計データによる。以下のサイトを参照のこと。http://www.boj.or.jp/siryo/stat/prime.htm

(11) 「いずれも募集額の1.5～２倍の需要が集まり，（募集初日の）14日の午前中に完売した。ただ，スプレッドを0.0１%下げるといずれも完売困難だった（三和の債券営業部）」「都のCLO，順調に消化」『日経公社債情報』2001/03/19。

(12) 「都が第３回ＣＬＯ発行説明会」『日経公社債情報』2001/08/27。

(13) 上掲同誌。

(14) 都の制度融資とは，「中小企業の皆さんが，金融機関から融資を受けやすくし，やがては自分の実力と信用で金融機関から資金を円滑に調達できるようになっていただくための制度です。都は制度を定め，信用保証協会は信用保証を行い，金融機関は都の定める条件で貸し出しを行う，三者協調の融資制度です。」（http://www.sangyo-rodo.metro.tokyo.jp/money/seido.htm）と説明されている。

(15) 北康利，『ABS投資入門』シグマベイスキャピタル，1999。55～56頁。

(16) http://www.metro.tokyo.jp/INET/OSHIRASE/2002/03/20C3B400.HTMを参照のこと。

(17) http://www.pref.osaka.jp/kinyu/sibosai/sibosai3.htmを参照のこと。

(18) http://www.cgc-tokyo.or.jp/about/jigyo.htmlを参照のこと。

(19) http://www.boj.or.jp/siryo/stat/te020522_f.htmを参照のこと。

中小企業金融と債券市場

柴　田　武　男

要　　旨

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5,200企業・発行総額1,900億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限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小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。

目　　次

Ⅰ．はじめに
Ⅱ．東京都における債券市場構想の展開
　1．「第３回債券発行　政策効果測定の結果」の分析
　2．第４回債のスキームの検討
Ⅲ．中小企業庁による特定社債保証制度の検討
　1．適債基準の妥当性
　2．中小企業金融に占める私募社債の意義
Ⅳ．むすびにかえて

Ⅰ．はじめに

中小企業に対する資金供給が円滑に行われない，つまり中小企業への「貸し渋り」問題が指摘されてからすでに久しい。間接金融である地域金融機関が円滑に資金供給できないならば，直接金融を利用して証券市場で中小企業が資金調達を行えるよう市場を整備する動きが出てきた。中小企業が証券市場を利用する場合まず考えられるのは，未公開株式市場である。未公開株式市場で代表的なものが，「店頭取扱有価証券・気配公表銘柄」，通称「グリーンシート」で，1997年に日本証券業協会により制度化された未公開株式の流通市場である。「上場企業並の一定のディスクロージャーを行っている未公開企業の株式を「店頭取扱有価証券」と呼び，この中で証券会社が気配（株価）を継続して提示している銘柄を「気配公表銘柄」と呼んでいる」[1]わけであるが，「現在の指定社数（平成15年２月７日現在）64銘柄（エマージング42銘柄，フェニックス４銘柄，リージョナル18銘柄）」[2]にしか過ぎない現状であり，注目すべき試みとしても規模的に中小企業の資金調達の主力にはなりえない。さらに公開株式市場としてJASDAQ，東証マザーズ，大証ヘラクレスなどの中小中堅ベンチャー企業向けの株式流通市場があり，中小企業がアクセスしやすい市場へと整備が進められているが，「貸し渋り」にあう中小企業の資金調達市場としては機能していない。

中小企業が利用する証券市場として整備されているのは，株式市場ではなくむしろ債券市場である。株式市場が取引所といえども曲がりなりにも民間組織主導で整備が行われているのに対して，債券市場は行政主導で行われているのが大きな特色である。中小企業支援の政策として中小企業の利用できる債券市場の整備が進められていて，その中心的なのが東京都による債券市場構想であり，もう一つが中小企業庁によって行われている特定社債保証制度である。本稿ではこの二つの制度を中心に考察し，中小企業金融に占める債券市場の意義を考えたい。

Ⅱ．東京都における債券市場構想の展開

東京都の債券市場構想は，「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もった企業でも十分な資金調達ができない例があります。東京の誇る「優秀で元気のある」中小企業に直接金融への道を拓き，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を活性化させようというのがこの構想の出発点となりました。」[3]というもので，1999年８月に実施した債券市場「１万社アンケー

図表1　東京都による債券市場での発行実績

	第1回（12年3月）	第2回（13年3月）	第3回（14年3月）	
			［A方式］	［B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
			合計880億9,800万円	
参加企業数	1,715社	952社	2,313社	176社
			合計2,489社	
中核金融機関	富士銀行 しんきん信託銀行 ＋メリルリンチ証券	三和銀行＋東海銀行	三井住友銀行	東京スター銀行 ＋BNPパリバ証券
窓口金融機関	富士銀行 第一勧業銀行 さくら銀行 あさひ銀行 三和銀行 東京三菱銀行 都内全信用金庫 東海銀行 東京都民銀行 住友銀行 大和銀行 日本興業銀行 横浜銀行	三和銀行 あさひ銀行 東海銀行 富士銀行 さくら銀行 第一勧業銀行 東日本銀行 都内全信用金庫 住友銀行 東京都民銀行 横浜銀行 大和銀行	三井住友銀行 ＵＦＪ銀行 富士銀行 あさひ銀行 東京都民銀行 商工中金 第一勧業銀行 大和銀行 都内全信用金庫	東京スター銀行
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%
発行方式	私募ABS方式	公募ABS方式	私募ABCP方式	私募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)	1.2.3年から選択 ・分割/一括返済選択
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
デフォルト状況	(2年3ヶ月経過ベース)	(1年3ヶ月経過ベース)	－	－
	48件/2.55%	6件/0.58%	－	－
	17億7,168万円/2.52%	1億6,501万円/0.48%	－	－
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

〔出所〕東京都産業労働局ホームページ（www.sangyo-rodo.metro.tokyo.jp/clo）

ト」を基にして「過去三回で総計約5,200企業・発行総額1,900億円超の実績」をあげている。図表1に見られるように，第1回から第3回まで中核金融機関はすべて異なっており，それに伴って債券発行の仕組みも異なっている。

第3回までの債券発行の詳細は拙稿[4)]を参照していただくとして，東京都の債券市場構想でもっとも評価できるのはまさにこの点である。債券発行のたびに，東京都は金融機関（内外の銀行・証券会社・保険会社・格付機関等）に対

して説明会を開催し，債券発行についての基本的な考え方・具体的な提案の依頼について説明し，もっとも東京都の政策意図に近いスキームの公募を行っているのである。2000年３月の第１回債から2002年３月の第３回債まで絶えず発行方式の革新が行われてきたのである。本節では，拙稿では取り上げられなかった「第３回債券発行　政策効果測定の結果」[5]と「第４回債券発行スキーム」について検討を加えて，東京都の債券市場構想の展開を確認し，中小企業金融における債券市場の意義についての検討材料にする。

1.「第３回債券発行　政策効果測定の結果」の分析

東京都産業労働局による分析では，以下の点が指摘されている。

「■CLO 参加企業の企業規模は売上高10億円から50億円が多いが，前回以前と比較すると10億円未満の企業が増加している。また，売上平均は19億8,100万円と，前回平均（20億5,700万円），前々回平均（30億3,100万円）を大きく下回り，CLO 参加企業の全体的な売上規模縮小がみられる。

■資本金についても同様の傾向があり，1,000万円か ら3,000万円の企業割合が毎年増加している。資本金平均も4,398万6,000円と前回（5,263万円2,000円）を大きく下回つたことから，CDO 参加企業全体的に資本規模が縮小していることがわかる。

■従業員については，従業員10人以下の小規模企業が増加傾向にあり，51人以上の企業が減少傾向にある。

■このような各分布状況において，規模の小さい企業割合が増加しつつあるが，参加企業の85.9%が㈱帝国データバンク評点にて50点以上の中堅クラスであり，比較的信用度が高い企業の参加が多いといえる。

■なお，今回は属性をＡ方式（2,163社）とＢ方式（16社）に分けて分析している。Ａ方式は分析対象全体（2,324社）の約93%を占め，今回参加企業全体の結果とほぼ同様の結果となっている。

■Ｂ方式は，Ａ方式と比較すると，売上高規模や従業員規模は小さいが資本金規模はやや大きい。また，過半数以上の企業が㈱帝国データバンク評点にて50～54点であり，65点以上の高評点も無いものの，大部分が中堅クラスの企業で構成されている。」

第３回債券発行の特長は二つの方式を併用したことである。一つは，保証協会を活用した従来型スキーム［Ａ方式］でありながら，発行債券を期間６ヶ月の短期の ABCP（Asset backed CP＝資産担保 CP）にしたことで，分割弁済可能・コストの低減・金利抑制・６ヶ月毎の変動金利，さらに融資対象期間を従来の３年から５年にして，２年据置・３年目から分割返済という条件で参加企業の利便性が向上したことから，過去最大の約4,334件申込金額約1,916億円に達し，実際の参加企業も2,313社，発行金額830億8,200万円となった。

もう一つは，保証協会が関係しない債券市場構想初の純民間ベーススキーム［Ｂ方式］であり，東京都からすれば財政負担のないスキームであり，それは金融機関がリスクを引受ける方式であり，融資条件の多様化（期間・返済方法を選択可能に）を実現するものである。相談件数は，約1,250件におよんだが，実際の参加企業は176社融資総額50億1,600万円，そのうち41億円を ABS 発行で資金回収した。Ｂ方式は東

京都の債券市場構想において画期的なものであるが，1,250社にもおよぶ相談件数を集めながら，結局176社50億1,600万円の融資に留まったのは，信用保証協会の保証無し・原則無担保の融資を既存金融機関が中小企業に対して実行するのがいかに困難かを示唆している。

ただしスキームのイノベーションは確実に進んでいて，「政策効果測定の結果」から理解できるように参加企業の経営規模は低下傾向にあり，従業員10人以下の小規模企業でも395社で全体の17%に達している。

課題の多くは参加企業の資金使途等にある。[6]「今回のCLOについて1)〜5)は複数回答可)」によると，「CLOを知った方法」という設問では「金融機関」が「91.7%と前回，前々回と同様，９割以上を占めており，金融機関による積極的なアブローチがCLOの認知に貢献している」のは当然のこととして，「2) CLOを利用した理由」という設問では「金融機関の勧め」が「64.0%と最も多くなっている。しかし前回と比較すると約８ポイント減少しており，微増となった「資金が必要」および「東京都が主導したため」によって吸収されている。また実質的な理由としては，「無担保借入が魅力」が44.5%で最も多く，前回よりも約10ポイント増加している。次いで「返済方法が魅力」が22.4%と，借入条件を評価する回答が続いている。なお，原則無担保であり保証人も要しないＢ方式にて参加したＢグループにおいては，「無担保借入が魅力」と回答する企業割合が「金融機関の勧め」を上回る結果となった」ということであり，中小企業において「無担保借入」の魅力は相当大きいと分析できる。

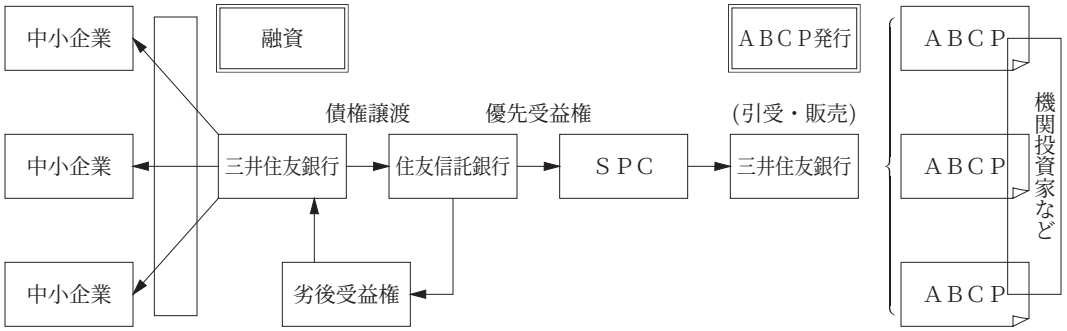
今回の政策的課題は，資金使途である。資金使途の設問では，「仕入れ資金40.9%，設備投資18.1%，研究開発費13.7%の順で多かった。また，手許余裕資金も52.3%と多く，2）の利用理由で「とにかく資金が必要」が少なくなかったことを考えあわせると，資金繰りに窮してしている企業は少なく，金融収縮に備えるべく手許流動性の向上に役立てている」ということになり，生産的な設備投資や研究開発資金使途にはあまり用いられず，手許余裕資金としての利用が多い点は全面的には否定できないとしても，東京都の政策意図から必ずしも好ましいことではない。

今回のアンケートでは，次回４回債の発行に向けて，単独発行私募債について調査している点が興味深い。「問6. 私募債を発行した場合の金利」についての設問では，「企業の単独私募債発行の金利について，今回のCLO発行金利と比べて「金利が今回と同程度なら利用する」と回答した企業は37.1%と前回と同水準となった。また，「金利が今回より安ければ利用する」と回答した企業が５ポイント近く減少した一方，「わからない」の回答は微増した。その他の回答はほぼ前回までと同水準で推移している」ということであるが，金利が安ければ利用するのは当然として，問題は「今回より高くても利用」が62社（12.4%）も存在していることである。金利負担増を越えて中小企業の一部には，私募債発行の動機があることを示している。この点は後の節で詳細に論じたい。

2. 第4回債のスキームの検討

第４回債はスキームが発表され，Ａ方式（2003年３月14日締切）を除いて現時点では募集は終了しているが，参加企業の概要は未だ発表されていないのでスキームの検討にとどまる。

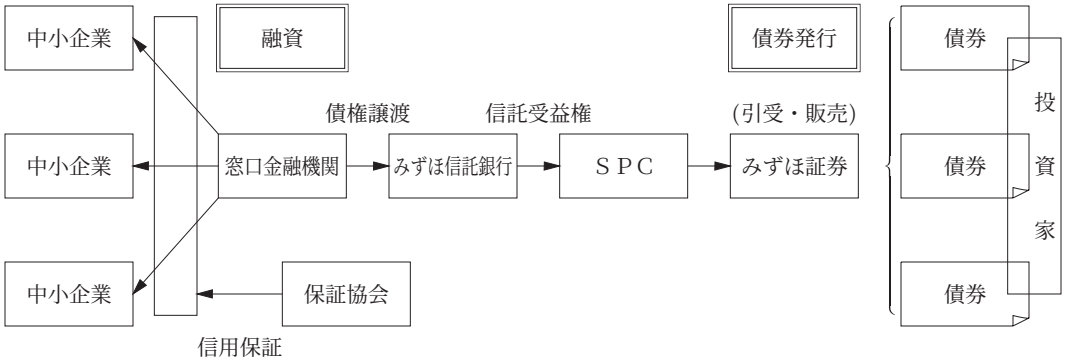
図表 2　第 4 回債券発行［A 方式］のしくみ



●投資家からの資金を参加企業の皆様に供給するしくみです。
●東京信用保証協会の保証承諾は不要です。（金融機関の個別審査は必要です）

・参加企業は三井住友銀行より融資を受け，同行は当該貸付債権を信託銀行に譲渡する。
・信託銀行は取得した貸付債権を信託財産とし，発行する優先受益権を SPC に譲渡する。
・SPC は取得した信託受益権を裏付けとする ABCP（資産担保コマーシャルペーパー）を発行。
・ABCP を投資家に販売，劣後部分は劣後受益権形式で，三井住友銀行が取得する。
〔出所〕図表 1 に同じ

図表 3　第 4 回債券発行［B 方式］のしくみ

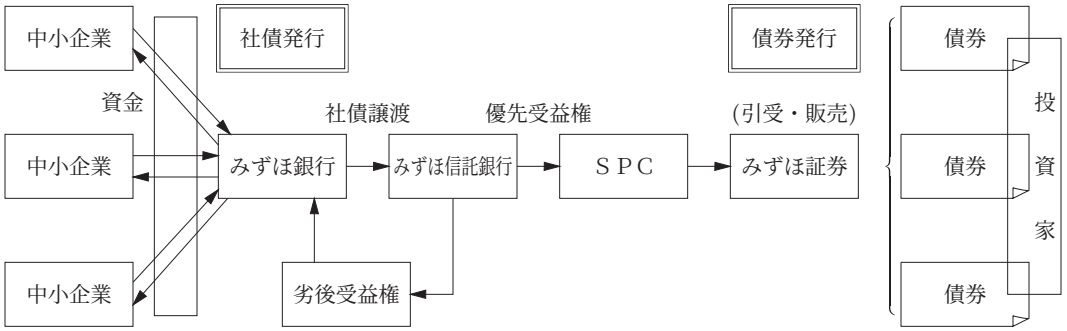


●投資家からの資金を参加企業の皆様に供給するしくみです。
●東京信用保証協会をご利用いただくことで幅広い窓口となります。

・参加企業は協会保証付融資を受け，窓口金融機関は当該貸付債権をみずほ信託銀行に信託譲渡し，信託受益権を取得する。
・窓口金融機関は取得した信託受益権を SPC に譲渡する。
・SPC は取得した信託受益権を裏付けとする債券（CLO：ローン担保証券）等を投資家に販売。
・融資期間は５年・固定金利・２年間元本据置後，分割返済。
〔出所〕図表 1 に同じ

Ａ方式・Ｂ方式・Ｃ方式の３方式のスキームの概要は図表で理解されたいが，過去のスキームとの関連については言及が必要であろう。第４回債のＡ方式は，東京信用保証協会の保証承諾は不要で中核銀行（三井住友銀行）が参加中小企業に融資を実行し，そのローン担保証券をABCP（資産担保コマーシャルペーパー）として機関投資家に販売するものであり，これは細

図表４　第４回債券発行［C方式］のしくみ



●参加企業の皆様が社債を発行して資金調達するしくみです。
●企業としてのステータス向上／直接金融の第一歩となります。

・参加企業は社債（私募債）を発行し，みずほ銀行が引き受ける。同行は，社債をみずほ信託銀行に信託譲渡し，信託受益権を取得する。
・みずほ銀行は取得した優先受益権をSPC（特別目的会社）に譲渡する。
・SPCは取得した優先受益権を裏付けとする債券（CBO：社債担保証券）を発行。
・CBOはみずほ証券が引き受け，投資家に販売する。
〔出所〕図表１に同じ

かい点は異なるとしても第３回債のＢ方式と同様のスキームである。この二つの方式は信用保証協会の保証が付かないという点で東京都の財政負担が無い純民間ベースでのCLOということになっているが，前回は50億1,600万円と融資額が低調に終わったわけで，この問題がどの程度クリアされているのかが注目される。

Ｂ方式は信用保証協会の参加するスキームで第１回債から行われているもので，新味はないが信用保証協会が関わることで窓口金融機関が広がり多くの中小企業の参加が見込まれる。

今回の最大のイノベーションは，Ｃ方式である。Ｃ方式は中核金融機関（みずほ銀行）が参加中小企業に融資をするのではなく，私募社債を引き受けることで資金供給を実現するものである。この社債担保にCBO（Collateraized Bond Obligation＝社債担保証券）を発行するもので，「中小企業の社債を束ねて証券化する行政主導による日本初のCBO」と東京都のホームページで解説されている。参加企業は融資ではなく社債発行による資金調達ということで，資金調達手段の多様化ということと同時により直接金融にステップアップしたスキームということになる。

CBO自体は「貸し渋り」の激化した1999年前後にすでに発行が急増し，今回の東京都の試みは「行政主導」という点のみが新しいものである。ただし，「これまでのCBOは裏付けとなる私募社債の数が少なく，リスクが分散されていないという懸念があった。そんな懸念が表面化したのが昨年（2001年＝引用者）４月のCBOの格下げだ。裏付けとなる15の社債発行企業の一つであるベターライフが民事再生法を申請したためだ。国内でCBOが格下げされたのは初めて。裏付け資産の数が少ないことへのリスクが改めて指摘され，私募債を束ねた大型のCBOは姿を消した」[7]という事情がある。このような事情の中で，前回第３回債でＢ方式の中核金融機関となった東京スター銀行はCBOではなくCLOを選択したわけで，その理由は

「銀行なので債券よりもローンの方が扱いになれているため」[8]というきわめて実務的な理由で説明されている。

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り，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ー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の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。

Ⅲ．中小企業庁による特定社債保証制度の検討

特定社債保証制度とは，次のような政策的目的を実現するために中小企業信用保険法を根拠法に実現されたものである。

「金融自由化の流れの中で，様々な金融技術の発達や直接金融と間接金融との垣根の低下等を背景として，多様な資金調達が進展しつつある。しかしながら，中小企業に関しては，業況や財務状況が比較的良好な企業であっても，資本市場へのアクセスのノウハウが乏しく，このため，リスク評価に係る情報整備が遅れているという実態があり，一方で投資家の立場からはリスク情報の入手が困難である等の事情から，未だに資金調達の大宗を間接金融に依存する構造となっている。

このため，中小企業に対して社債発行を通じ直接金融の途を開き，その資金調達の多様化・円滑化を図ることを目的として，平成12年４月から中小企業が発行する私募債の金融機関の引き受けに対して，信用保証協会が保証を付す，「特定社債保証制度」が創設された。本制度は，部分保証制度の導入により，金融機関に対してリスクテイクを求めた初めての信用補完制度（１割のリスク負担）となった。制度創設からこれまで平成14年４月末現在で約4,300件，約4,100億円の利用実績を上げている」[10]

この特定社債保証制度は図表５で見られるように，中小企業庁は2002年４月，特定社債保証制度を利用できる企業の条件を，純資産５億円以上から３億円以上に緩和した。これによって，「中小企業80万社の決算データを集計している中小企業信用リスク情報データベース（CRD）運営協議会によれば，株主資本５億円以上だと全体の４％程度しか該当しなかったが，新しい基準では12％まで拡大する。中小企業の資金調達手段の多様化を目的に特定社債保証制度がスタートしたのは2000年４月。保証協会の保証はそれまで融資に限られてきたが，中小企業の資金調達手段を多様化するため，４億

図表5　改正された現行の適債要件

項　目		基　準	充足要件
	①純資産額	5億円以上	必須条件
ストック	②自己資本比率	15%以上	②または③のいずれか1つ以上充足
	③純資産倍率	1.5倍以上	
フロー	④使用総資本事業利益率	5%以上	④または⑤のいずれか1つ以上充足
	⑤インタレスト・カバレッジ・レーシオ	1.0倍以上	

または，
＜追加された適債要件＞

項　目		基　準	充足要件
	①純資産額	3億円以上 5億円未満	必須条件
ストック	②自己資本比率	20%以上	②または③のいずれか1つ以上充足
	③純資産倍率	1.5倍以上	
フロー	④使用総資本事業利益率	10%以上	④または⑤のいずれか1つ以上充足
	⑤インタレスト・カバレッジ・レーシオ	1.5倍以上	

のいずれかに該当する中小企業者を対象する。
〔出所〕経済産業省中小企業庁ホームページ（www. chuso. metigo.jp/kinyu/tokutie-tekisai yoken.htm）

5,000万円を限度に私募債の保証が認められるようになった。私募債発行額は急速に拡大。2000年４月から今年２月までの発行額は3,873億5,200万円に達し，「予想をはるかに上回る数字」〈全国信用保証協会連合会）になっている。ただ，これまで純資産額が５億円以上とハードルが高かったため一部の優良企業しか利用できなかった」[11]ということで，対象企業は約３倍に拡大している。

最大の東京信用保証協会では，制度が開始した2000年度で保証申込件数1,029社件数1,387件金額1,580億4,500万円に対して保証承諾642社796件722億2,500万円となっていて，金額ベースで46%の保証承諾率になっている。翌年度の2001年度は331件256億7,700万円と対象企業が一巡して保証承諾金額も件数も低迷してきたことは指摘できる。その意味で，適債基準を緩和したことは政策的にも妥当なことであろう。ここではまず二つの問題を検討したい。一つは適債基準の妥当性と中小企業金融に占める私募債の意義である。

1．適債基準の妥当性

適債基準はまず純資産額を５億円以上から３億円以上と緩和したのであるが，問題となるのはデフォルト率である。このため以下のような基準の強化措置も執られている。

「現行の保険料率（0.6%）を前提としつつ，本制度の設計上の推定デフォルト率である2.1%を超えないよう適債要件の設計を定めることとした[注]。具体的には，純資産額要件を３億円以上と緩和する一方で，当該緩和により上昇するリスクを相殺するため，自己資本比率（15%－20%以上）とインタレスト・カバレッジ・レーシオ（1.0－1.5倍以上）等の引き上げを行った」（注）デフォルト率の推定は，CRD（中小企業信用リスク情報データベース）に蓄積された財務情報を元に分析を行い，推定したものである。CRD は，中小企業者の財務・非財務情報（主として平成７年度決算書以降）を蓄積し，その統計分析を行っている。全国52の信用保証協会と政府系・民間の金融機関20機関が会員となっており，平成14年３月現在，法人で約85万社分（約250万件の決算書）のデータが蓄積されている。[12]

CRD（Credit Risk Database＝中小企業信用リスク情報データベース)とは，中小企業庁の主導の基に全国52の信用保証協会および20の政府系・民間金融機関が会員として参加し，これらがが有している「取引先中小企業の財務データ・非財務データ及びデフォルトデータ[注]

について，全て匿名の形で情報収集し，その統計的分析を行うことにより，中小企業の信用リスク定量化，ひいては「中小企業金融の円滑化」を推進していくことを最大の狙いとしている。（注）CRDでは，３カ月以上の延滞先・実質破綻先・破綻先及び代位弁済先（信用保証協会のみ）をデフォルトと定義している」[13]ものであり，中小企業信用に関して最大級のデータベースといえよう。「将来性のある中小企業に対する円滑な金融を確保するためには，金融機関が中小企業の信用力を適正に評価した上で，たとえ担保が無くても「リスクに見合つたリターン」が得られる仕組みを作っていくことが不可欠であろう」[14]という問題意識は正しいとしても，「しかし，金融機関にとって中小企業の信用力を適正に評価するというのは極めて難しい。なぜなら中小企業の場合，一般的に情報開示が不十分であることに加え，これまで中小企業のデフォルト（債務不履行）に関する統計的情報の整備が行われてこなかったため，実際のところ，どういう特質を持った企業がデフォルトしやすいのか，ということが経験的には分かっていても，客観的に数値化することが出来ないためである」[15]という事情があるからである。

そのためのCRDということになるのであるが，ここに二つの難問が浮上してくる。一つは制度金融としての問題である。特定社債保証制度などのような中小企業支援策では，単に採算のとれる保証料率を設定すれば良いのではなく，その制度を通して中小企業の活性化が目的とならねばならない。つまり，中小企業の負担できる保証料率を設定して，その範囲で採算性も考慮しなければならないのである。信用保証協会は黒字で経営は安定しました，ただし中小企業は保証料の負担で経営が苦しくなりました，では本末転倒と言うことになる。

もう一つは，中小企業経営の特殊性をどう考慮するのかという点である。例えば，「売上高経常利益率と実績デフォルト率との関係では，「若干の赤字先の方が，若干の黒字先よりもデフォルト率が低い。」という常識からは不自然な結果が出ており，その背景には利益操作の影響があるものと容易に推察される」[16]という指摘もあり，中小企業の経営状態の把握は一筋縄ではいかない。また，同じ中小企業でも中堅規模のものから零細のものまで範囲は広い。そのため，次のような指摘も重要である。

「一口に中小企業といっても，その事業規模は様々である。例えば大企業に近い中堅企業と個人経営に近い小規模企業について，企業規模を無視して一つの基準だけで単純比較することは禁物であろう。その事実を統計的に示しているのが図表５であり，具体的には売上規模別にデフォルト企業の特質を調査したものである。この結果から明らかなことは次の３点である。すなわち，①企業規模とデフォルト率には関連性がほとんど無い，しかし，②各売上規模の企業群全体に対する債務超過先・経常赤字先の構成比は，企業規模が小さいほど大きくなる傾向にある，一方，③債務超過先・経常赤字先全体に占めるデフォルト率については，企業規模が小さいほど低くなっている，ということである。

つまり，企業規模が小さくなるに従って，決算書表面上の債務超過・経常赤字という事実とデフォルトとの関係が相対的に低くなっていく，ということである。したがって，仮に金融機関が，決算書表面上の債務超過・経常赤字という事実だけを理由として与信判断を一律に厳しくする，ということを行えば，企業群全体に

ついて言えば企業規模が小さくなるほど不利に扱われてしまう，ということになるであろう。」[17)]

とはいえ，中小企業経営の特殊性を考慮しながらもある程度の計量化をしなければ制度金融は実施できない。その苦心の策が，純資産基準は緩和して，逆に株主資本比率，使用総資本事業利益率，インタレスト・カバレッジ・レシオの三点については基準を強化するというものであった。

膨大な中小企業の財務データを用いて行われている信用保証事業であるが「全国の信用保証協会が倒産企業の債務を肩代わりする代位弁済が増加し続けている。2002年度上半期（４～９月）の代位弁済額は6,792億円と前年同期に比べ10％増え，上半期としては過去最高になった。年度でも過去最悪だった昨年度を上回る可能性が高い」[18)]という現実があり，過去最悪だった2001年度の代位弁済額は１兆2,349億6,600万円であった。長期化する不況の中で，過去の財務データを駆使しての信用保証事業は苦境に立たされていて，中小企業支援策としての信用補完事業は厳しい現実に直面している。

2. 中小企業金融に占める私募社債の意義

金融機関にとって特定社債保証制度のメリットはどのようなことであろうか。中小企業総合事業団のまとめた「金融機関の窓口からみた中小企業向け貸出，信用保証付貸出等の動向に関する調査の概要［平成14年度下期見通し］」[19)]では，平成14年９月下旬に金融機関310店舗（本・支店）（都市銀行60店舗，地方銀行64店舗，第二地方銀行54店舗，信用金庫105店舗，信用組合27店舗）に対して郵送によるアンケート調査（回答数281店舗［回答率　90.6％］）を実施した。

このアンケート調査によると，利用状況は以下のようなものである。

「平成14年度上期において取引先中小企業に私募債発行のニーズがあったとする店舗数は全体の約５割（49.3％）を占めており，そのうち信用保証付私募債の「引受けがあった」とする店舗数が７割強（73.0％）を占めている。取引先中小企業に私募債発行のニーズがあったとする店舗数のうち信用保証付私募債の「引受けがあった」とする店舗数の占める割合を金融機関業態別にみると，地方銀行が最も高く（92.5％），次いで第二地方銀行（71.4％），都市銀行（57.7％）等となっている」[20)]

信用保証付私募債引受けへの取組みの姿勢と理由については，以下のような調査結果が得られている。

「今後１年間における信用保証付私募債引受けへの取組みについては，全体の約６割（60.3％）の店舗が「積極的」又は「やや積極的」としている。この「積極的」又は「やや積極的」とする店舗数の割合を金融機関業態別にみると，地方銀行（93.4％）が最も高く，次いで都市銀行（88.1％），第二地方銀行（63.2％）等となっている。また，「積極的」又は「やや積極的」とした理由としては，「優良な取引先を確保するため」（84.1％）が最も多く，次いで「将来性のある取引先を育成・支援するため」（66.5％），「適債基準の緩和により取引対象となる中小企業の数が増えたため」（50.0％）等となっている。

金融機関業態別にみると，最も多い理由として，都市銀行は「将来性のある取引先を育成・支援するため」，地方銀行，第二地方銀行，信

用金庫及び信用組合は「優良な取引先を確保するため」をあげている。」[21]

より積極的に関わっている地方銀行にしても，中小企業の財務を考慮していると言うより，取引先を確保するという事情が優先している。つまり，私募債発行については，取引先中小企業の意向が優先していると考えられる。それでは，中小企業にとっての特定社債保証制度のメリットとは何か。

特定社債保証制度について東京都の政策効果測定のようなものは公表されていない。そこで東京都の調査を援用してこの問題を考察してみる。東京都は第４回債でのＣ方式で中小企業の私募債を中核金融機関が引き受けるスキームを実現している。このスキームの実現は，前述のように，単独発行私募債について調査していて「問6．私募債を発行した場合の金利」についての設問から，金利が安ければ利用するのは当然として，問題は「今回より高くても利用」が62社（12.4%）も存在していることをすでに指摘して，金利負担増を越えて中小企業の一部には，私募債発行の動機があることを示した。

Ｃ方式は中核金融機関が中小企業の社債を引き受ける形で資金供給することが最大のイノベーションであるが，実務的に細部を見ると今までの方式と全く異なっている点がある。従来の方式ではすべて連帯保証人を要求していることである。それも「代表取締役を連帯保証人として徴求（第三者連帯保証人は不要）」(第４回債Ａ方式)であり，「連帯保証人を要する。この場合，原則として参加企業代表者個人とする。ただし，第２～３回CLO［Ａ方式］残高との合計額が５千万円を超える場合には，必要に応じ代表者個人のほかに１名以上の第三者連帯保証人を要する場合がある」（第４回債Ｂ方式)というように，融資中小企業の社長の連帯保証が要求されている。Ｃ方式で初めて私募社債の形式を通じて保証人が不要となっている。特定社債保証制度においても，東京信用保証協会では利用のメリットとして「長期の安定した資金調達が図れます。期間は２年から７年までの１年単位・返済は満期一括償還・利払は６ヶ月毎後払い方式ですので，期中の返済負担を気にすることなく事業に専念できます。

企業としてのステータス向上効果が期待できます。社債発行は適債基準をクリアーした優良企業に限られるため，『優良企業・成長企業』としての評価が期待できます。

店頭公開，上場に向けての第一歩としての意義があります。多くの優良企業が私募債発行を資本市場への入口として活用してきました。」[22]として「⑹担保　原則として保証金額２億円を超える場合（発行額２億3,000万円以上の場合）には，当協会にて担保設定させていただきます（登録免許税は通常の1/4です)。⑺保証人　保証人は不要です。」[23]としている。このことは中小企業経営者にどのような意味を持っているのだろうか。

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は，「2004年度国の政策に対する中小企業家の重点要望・提言（第一次案）（2003.2.3)」[24]として，「経済産業省は，保証料率を0.3%引き上げる予定であるが，低金利の中，一般保証料率を1.3%とすることは保証料の負担感を突出させる。引き上げをやめ，むしろ保証料免除措置の導入を検討すること。また，連帯保証人の要らない制度融資の拡充を進めること」を提案し，さらに「中小企業が倒産した場合，個人の最低限の財産保障と再起できる条件を整備するため，破産法の改

正など個人保証の有限責任化を進めること。また，経営者が倒産した際に家族との生活を維持し，再起ができるための共済制度などの創設を検討すること」を提起している。

中小企業において個人保証への恐怖感は大きい。経営者が個人保証していれば，会社が倒産したとき家族共々生活を維持できなくなる。このことは，国民生活金融公庫総合研究所の発表した「２度目の開業」に関する実態調査結果＊（平成13年11月30日発表）[25]でより問題が明確となる。この調査は，「過去に自分白身で興した事業を廃業・倒産させた経験をもっており再度新たに事業を始めた経営者。1999年４月から2001年３月に貸付を行った普通貸付，生衛貸付にかかる融資先企業のうち，融資時点で閉業後５年以内の企業（閉業前の企業を含む。ただし，不動産賃貸業を除く。）」で2001年８月に236件の回答に対して，アンケート回答企業を含む36企業について，訪問による聞き取り調査を実施したものである。調査目的は，「近年，創業活動が停滞している要因の一つに，わが国では「事業に一度失敗した者が再起することが難しい」ということが，しばしばあげられる。その理由として，

① わが国社会は，金融機関をはじめとして，失敗した経営者は同じことを繰り返すのではないかと考えるなど，失敗に対して寛容ではないこと〈参考〉

② 廃業・倒産により資産のほとんどを失ってしまうケースが多いこと

などが指摘されている。だが，こうした指摘に具体的な根拠があるわけではなく，実態は必ずしも明らかではない。そこで，過去に廃業・倒産した経験をもつ経営者を対象に，廃業・倒産から再び関業するに至る取り組みの実態を明らかにすることにより，わが国では本当に失敗から再起することが難しいのかを検証し，業務の参考に供することとした」ということであるが，「我が国社会はビジネス上の失敗に冷たいと思うか」という設問でも「そう思う」が80.5％に達している。こうした状況の中で，「現在の事業を経営しているなかで廃業経験がマイナスになっている点があるかとうかについては，89.4%が「特にない」と回答している。過去に廃業した経験や事業を経営した経験を現在の事業に生かしているかということについては，76.2%が「生かしている」と回答している。「生かしている」と回答した企業について，具体的にどのような点に生かしているのかをみると，大きく実務面と経営姿勢面の二つに分けることができる。実務面については「顧客の開拓・マーケティング」（35.2%），「商品・サービスの企画，開発」（32.4%），「コストの削減」（25.7%）「財務管理・経理処理」（23.5%）が多く，経営姿勢面では「経営危機への備え」（41.9%），「長期的な視点に立った経営の実行」（35.2%）をあげる企業が多くなっている」ということで，廃業経験がその後の経営にプラスになっている点が伺える。

負債については，「廃業時点で負債が残っていたかどうかという点についても，56.5%が「廃業までにすべて清算した」と回答している。廃業時点で残っていた負債金額の分布をみると，負債総額（未払金と借入金の合計），未払金，借入金のそれぞれにおいて「500万円未満」が50%前後を占めており，負債が残っている場合でも比較的少額にとどまっているケースが多いと考えられる。廃業時点で残っていた負債の整理状況をみると，未払金，借入金ともに廃業後に一括で清算，および廃業後に分割で支

払った（もしくは支払中の）割合が大半を占めている。総じて，誠意をもって負債の整理に当たった経営者が多いといえる。」という調査結果をもとに「半数以上が廃業するまでに負債を清算しており，負債が残った場合も誠意をもって対応しているケースが多い」とまとめているが，これはむしろ，負債が無事清算できる範囲であったから二度目の開業が行えたと理解すべきであろう。そして報告書全体のまとめとして，「一度失敗した者が再起することは必ずしも難しいわけではない」として「わが国では一般に，失敗した経営者に対して寛容ではなく，また，廃業・倒産時に資産を失うことが多いために，再起することが難しいといわれている。しかし，調査結果をみる限り，こうしたことは必ずしも正しいとはいえない。

① 「２度目の開業」企業は，事業の立ち上げやパフォーマンスなどの面において，総じて新規開業企業よりも優れている。

② 廃業経験から学んだことを現在の事業に生かしている経営者が多い。

③ ほとんどの経営者が負債をうまく整理しており，一定の資産を残すことに成功している者も少なくない。

④ 民間金融機関等はすべての廃業・倒産情報を把握しているわけではなく，金融面において再起を妨げる制度的な要因は見あたらない。」

と結論している。「「２度目の開業」企業は，事業の立ち上げやパフォーマンスなどの面において，総じて新規開業企業よりも優れている」というのは，失敗の経験が以後の経営に生かされていると考えれば首肯できるが，再起に成功した事業者だけを対象に「廃業・倒産時に資産を失うことが多いために，再起することが難しいといわれている。しかし，調査結果をみる限り，こうしたことは必ずしも正しいとはいえない」とか「ほとんどの経営者が負債をうまく整理しており，一定の資産を残すことに成功している者も少なくない」とかの結論を導くのは強引であろう。また，「現状では，すべての廃業・倒産情報が民間金融機関の間で広く流通しているわけではなく，とくに小企業については本人が申し出ない限り，金融機関側で把握することは困難とみられる。つまり，現実には，廃業・倒産経験をもっていることが金融機関から融資を受けるためのネックになっている可能性はかなり低いと考えられる」ことをもって，「金融面において再起を妨げる制度的な要因は見あたらない」と断定するに至っては，問題意識のすれ違いを指摘するしかない。

Ⅳ．むすびにかえて

日本の会社制度は保険業務だけを対象にした相互会社を除いて，合名会社・合資会社・有限会社・株式会社の四通りがあり，合名会社・合資会社と有限会社・株式会社とのもっとも大きな相違は，無限責任か有限責任かということにあることは基本知識である。合名会社・合資会社は無限責任社員が存在し，無限責任社員全員が会社債務について会社債権者に対して，直接に，出資額を限度としない無限責任を連帯して負うことになっている。[26)]

これに対して株式会社の本質は，有限責任制度にあり，「すべての株主が，会社に対して，その出資額を限度とする有限責任を負担するだけ（いいかえると，株主は会社の債権者に対してはなんらの責任を負わない)の形態のものである」[27)]とされ，したがって「すべての株主に

対して有限責任が保障されることによって，経営に対して責任を負う意思のない大衆投資家も投資に参加できるようになる。なお，こうした株主の有限責任の結果，会社の債権者にとって担保となるのは会社財産だけなので，会社財産を確保するため，一定額を資本(資本金)として定め，会社財産がそれを下回ることを法律は極力防止しようとしている」[28]ということになる。

しかし，日本の中小企業における株式会社は有限責任制度になっているのであろうか。「会社の債権者にとって担保となるのは会社財産だけ」ということになっているのであろうか。ほとんどの中小企業者にとって事業を株式会社制度で営んでいても，金融機関からの融資を受ける限りその事業リスクが有限責任ということはない。社長本人の個人保証が求められ，会社債務に対して無限の責任を金融機関に対して負わされるのが現状である。であるからこそ，中小企業者の団体が，「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進めること。また，経営者が倒産した際に家族との生活を維持し，再起ができるための共済制度などの創設」を訴えているのではないか。つまり，中小企業における株式会社は，銀行融資の実態において合名・合資会社と大差ないのである。

このような認識は皮肉なことに，中小企業経営に配慮して作成された金融庁の「金融検査マニュアル別冊〔中小企業融資編〕」に強く現れている。ここには「代表者等との一体性」として「中小・零細企業等の場合，企業とその代表者等との間の業務，経理，資産所有等との関係は，大企業のように明確に区分・分離がなされておらず，実質一体となっている場合が多い。したがって，中小・零細企業等の債務者区分の判断に当たっては，当該企業の実態的な財務内容，代表者等の役員に対する報酬の支払状況，代表者等の収入状況や資産内容等について，次のような点に留意し検討する必要がある。

⑴　企業の実態的な財務内容

代表者等からの借入金等があり，代表者等が当該企業に対し当面その返済を要求しないことが認められる場合には，原則として，これらを当該企業の自己資本相当額に加味することができる。[注]代表者等が借入金等の返済を当面要求しないことについては，金融機関の業務日誌等や当該企業の決算書等における代表者等からの借入金等の推移等により確認する」としてある。

さらに，「代表者等の役員に対する報酬の支払状況，代表者等の収入状況や資産内容等イ．代表者等には，例えば，代表者の家族，親戚，代表者やその家族等が経営する関係企業等当該企業の経営や代表者と密接な関係にある者で支援の意思及び支援の能力を有する者などが該当する。なお，代表者等が債務者の保証人となっていない場合であっても，債務者に対する支援の意思及び支援の能力等が確認できるならば，代表者等に含んで考えることができる。

（注）代表者等が債務者の保証人となっていない場合の支援の意思については，当該代表者等の確認書，あるいは，金融機関の業務日誌等により確認する。」と規定している。

確かに，零細企業や中小企業の多くは一族の家業として営まれ，代表者本人の資産だけでなく，親族等の資産にも信用が裏打ちされ，それが零細・中小企業の強さになっていることは否定できない。ただし，そのことを表面に出し，経営者個人だけでなく親族等まで含めて「支援の意思及び支援の能力等が確認」していくこと

は，一度事業が行き詰まれば親族一族に深刻な経済的打撃を与えるものでもある。保証人の範囲をやたらに広げて，それで零細・中小企業の信用強化が計られたとするのは監督当局として安易な施策と批判できよう。

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小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も評価し得るが，その内実には，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の実現への思いがあるのではないだろうか。

注

1) http://www.d-brain-kansai.co.jp/green.htmlを参照のこと。
2) http://www2.jsda.or.jp/greensheet/index.html を参照のこと。
3) http://www.sangyo-rodo.metro.tokyo.jp/clo/sub1.htm を参照のこと。
4) 拙稿「東京都の債券市場構想について」『聖学院大学論叢』第15巻第１号（2002年10月15日発行）
5) http://www.sangyo-rodo.metro.tokyo.jp/clo/Reserch3rdDigest.pdf を参照のこと。
6) http://www.sangyo-rodo.metro.tokyo.jp/clo/Reserch3rd.pdf を参照のこと。
7) 『日経公社債情報』No. 1334，2002年４月22日号。6-7頁参照のこと。
8) 前掲同紙。
9) 前掲同紙。
10) 内山俊一（中小企業庁事業環境部金融課長）「信用補完制度の拡張について」『金融ジャーナル』（50-51頁）2002年７月号。
11) 『日経公社債情報』No. 1334，2002年４月22日号。３頁参照のこと。
12) 内山，51頁。
13) 石丸好太（CRD 運営協議会調査役）「信用リスクデータベースの役割とその活用可能性」『金融ジャーナル』（41頁）2002年７月号。
14) 石丸，41頁。
15) 石丸，41頁。
16) 石丸，43頁。
17) 石丸，44頁。
18) 『日経公社債情報』No. 1363，2002年11月18日号。９頁参照のこと。
19) http://www.cig.jasmec.go.jp/kdokof.html を参照のこと。
20) 同上。
21) 同上。
22) http://www.cgc-tokyo.or.jp/business/shibosai.html を参照のこと。
23) 同上。
24) http://www.doyu.jp/proposal/teigen/youbou2004_2.html を参照のこと。
25) http://www.kokukin.go.jp/pfcj/kachouj.htmlを参照のこと。
26) 商法第八十条　会社財産ヲ以テ会社ノ債務ヲ完済スルコト能ハザルトキハ各社員連帯シテ其ノ弁済ノ責ニ任ズ
27) 「株式会社」『世界大百科事典』（DVD 版第２版）小学館，1998.10。
28) 同上。

(聖学院大学政経学部助教授・当研究所客員研究員)