

普通社債市場の課題と展望(1)

松尾 順介

国内公募普通社債の発行額が急速に拡大している。すなわち、一九九八年の発行額は、年初から月間一兆円を越える起債が相次ぎ、暦年ベースでは一二兆七八四九億円に達し、初めて一〇兆円を上回るとともに、過去最高の起債額となった。一九八〇年代においてすら年間発行額が一兆円に満たない市場であったことを振り返れば、最近の拡大は単に急速だけでなく、平成不況の下、企業の設備投資が冷え込む中で生じていることが注目される。なぜならば、この普通社債市場の拡大は、企業の銀行借入低下と連動しており、直接金融シフトにつながっているからである。

(1)

確かに、八〇年代以降大企業の資金調達構造には、間接金融から直接金融へのシフトがみられたが、その際の直接金融手段は、株式発行およびエクイティ関連債であり、バブル崩壊後は急速にそれも低下している。したがって、負債だけをとってみると、銀行融資主導の構造であることに変わりなく、メインバンク制も維持された。しかし、最近の普通社債発行の拡大は、後述するように負債構造自体が銀行融資から普通社債へとシフトしていることを表しており、メインバンク制そのものを揺るがす可能性をもっている。なぜならば、それは単に社債発行による調達資金が金融機関借入金返済に充当されるだけでなく、メインバンクからの借入金返済に充当されているからである。例えば、銀行系証券子会社は、親銀行と事業会社とのメインバンク関係を背景に、社債発行の引受主幹事を獲得しており、社債発行にもメインバンク関係が影響を及ぼしている側面があるが、そのような場合でも、その発行会社は普通社債による調達資金の一部をその銀行系証券子会社の親銀行に返済しており、メインバンクとの融資関係は低下している。すなわち、銀行系証券子会社の主幹事による社債発行であっても、それがメインバンク関係を弛緩させる可能性をもっているのである⁽¹⁾。したがって、社債発行の拡大は、単に量的な市場拡大ではなく、メインバンク制に代表される企業金融システムそのものの変化を惹起させるものであり、日本型経済システムに対してインパクトをもつものとなりうるのである。

現在の社債市場の拡大には、このような意味があるが、その具体的な背景として、金利低下による起債環境の好転や償還資金の調達需要といった要因もあるものの、制度的要因を無視することはできない。すなわち、九三年商法改正によって、長年にわたって社債市場を規制してきた社債受託制度が改革され、大幅な規制緩和が実現したことが大きく作用している。なぜならば、この制度改革によって、社債受託手数料を中心に発行コストの大幅な低下が実現したからである。そして、この制度改革は社債市場の量的拡大の契機となっただけでなく、後述するように社債市場のあり方を変えろという点でも大きな意味をもつものであった。この社債受託制度がどのようなのかについては、別稿⁽²⁾で詳しく考察したので、それに委ねることとするが、このような制度改革の結果、社債市場の中心的課題は、制度面から市場参加者のあり方に移行したといえる。つまり、発行会社、投資家、引受証券会社および格付け機関といった市場参加者、さらには融資という面で社債と競合する銀行のあり方や行動が、市場原理に即したものとなるかどうか、市場を展望する上で鍵となる。

このような観点からこれら市場参加者のあり方や行動を見ると、現状では必ずしもそのような行動が貫かれていない側面も見られ、それが発行条件の決定や市場の厚みや広がりや偏ったものとしているが、私見ではこれら

(2)

の偏りは徐々に是正される方向にあると考えられる。したがって、本稿では、まず規制緩和後の市場の拡大を簡単に概観した上で、市場参加者ごとの変化を考察し、それぞれの参加者の抱える課題を指摘する。そして、最後に今後の社債市場を展望する。

なお、本稿ではとくに断りのない限り、普通社債は国内公募発行を対象として論議し、私募は対象としない。また、場合によっては、国内公募普通社債を単に社債と略している。

1 規制緩和と市場の拡大

前述のように、九八年国内普通社債市場は一〇兆円市場となり、また残高では四〇兆円を上回る規模となっている。この間の変化を発行額ベースで見ると、まずバブル期には社債発行の主流であった国内転換社債および海外ワラント債に代わって、普通社債が主流となったことが注目される。因みに、八九年度のバブルのピーク時には国内転換社債と海外ワラント債は合計一五兆九〇九三億円に達し、全社債発行の実に七七・九%を占めていたが、九七年度には二七三五億円、二・四%にまで低下し、一〇〇分の三程度に縮小した。これに代わって国内外の普通社債は同じ期間に、一兆八四八九億円から一〇兆三〇六九億円、シェアで九・〇%から九三・二%へと約一〇倍の拡大をみた。言うまでもなく、この背景はバブル崩壊後の株価低迷であるが、かつて株式発行を含めてエクイティ・ファイナンス偏重といわれていた、日本企業の資金調達構造が大きく変化したことは明らかである。

しかし、それ以上に注目されることは、かつて八〇年代の普通社債発行は海外が主流であり、「国内普通社債市場の空洞化」といわれる事態が生じたが、現在では国内に普通社債発行は回帰しており、空洞化といわれる事態は解消したといえることである。例えば、八九年度では海外発行一兆二一九九億円に対して国内発行七二九〇億円で、海外発行が五〇%程度国内発行を上回っており、この傾向は電力債を除く一般社債についてはさらに顕著で、国内発行はわずか三六〇億円に過ぎず、海外発行七七三六億円の二〇分の一以下であった。いわば一般企業にとって国内普通社債市場は傍流の中の傍流であり、「存在しないに等しい」状況であった。しかし、その一般債の国内発行は九八年度では六兆八五四億円へと拡大し、海外発行の六倍以上となると同時に、全社債発行の六二・〇%を占め、一般企業にとって直接金融手段の主流に位置づけられるに至っている。

このように国内普通社債発行は、わずか一〇年足らずの間に金額ベースで二二倍、社債市場に占めるシェアでは二二倍に拡大し、特に一般債だけを取り出してみると、それぞれ金額で一九〇倍、シェアで三一〇倍と急拡大したことがわかる。

では、なぜ国内普通社債市場はかつての「存在しないに等しい」状況から社債市場のみならず直接金融の主流へと急成長を遂げたのだろうか。その要因として、株価低迷によるエクイティ・ファイナンスの停滞やかつてない長期金利の低下など、普通社債市場を取り巻く環境が大きく変化し、それがプラス要因となったことも無視できないが、他方で長引く景気低迷のもと、企業の設備投資は低下傾向にあり、企業の資金需要の冷え込みは大きなマイナス要因であったはずである。因みに、経済企画庁調査局「法人企業動向調査報告」(九八年一月)によると、全産業の設備投資の伸び率は九二年以降、九五年度と九六年度を除いてすべてマイナスであり、この間の平均伸び率はマイナス二・六%、製造業ではマイナス四・〇%と厳しい冷え込みが続くなかで、普通社債市場は拡大している。

したがって、この市場拡大の要因は、社債市場内部に求められなければならない。すなわち、九〇年代の社債

制度改革が大きなプラス要因となっていることである。九〇年代の社債制度改革は、社債発行限度枠、適債基準、財務制限条項設定、有担保原則など、従来社債市場を規制してきたさまざまな原則や基準の緩和ないし撤廃として推し進められたが、その中でも最も重視されるべきは、九三年商法改正に結実した社債受託制度の改革である。なぜならば、社債受託制度こそが今まで社債市場を規制してきた制度的核心であり、この制度によって社債市場は外観的には直接金融手段でありながら、その内実において間接金融の一環に組み込まれてきた。すなわち、間接金融優位の戦後日本の金融構造において、社債は直接金融を補完する限界の資金調達手段に位置づけられるとともに、その市場としての自立的発展を阻止されてきた。とくに民間の資産形成が低位であった戦後復興から高度成長期には、銀行は社債受託制度を通して社債市場をマクロ的かつミクロ的に規制すると同時に、受託銀行を筆頭とした消化構造を形成することで社債を協調融資の変形（社債の協調融資化）とした。そして、高度成長期以降、民間貯蓄が拡大し、銀行中心の消化構造が崩れ、個人投資家あるいは機関投資家中心の消化構造が形成され、また七〇年代後半から各方面で金融自由化が進展する中においてすら、銀行は既得権益としての社債受託制度に固執し、一方で高率の受託手数料を徴求するとともに、他方では銀行融資と競合する社債市場の発展を阻害してきた。そのため、社債市場は企業金融にとって「存在しないに等しい」状況を呈したのである。

このような社債市場の低迷を背景として、七〇年代から社債制度改革の必要性が証券取引審議会などでも唱えられたが、その改革は遅々として進まなかった。なぜならば、社債受託制度は、単に社債市場に対する規制的役割を果たしていただけでなく、高率な受託手数料や間接金融中心の企業金融構造の維持といった点で社債受託会社、すなわち興長銀を中心とする大手銀行の既得権益となっていたからである。そして、八〇年代海外発行の拡大によって国内普通社債市場が空洞化するにつれ、この既得権益はその性格を変化させた。すなわち、金融制度

改革論議の中で、社債受託制度はこれら銀行の交換材料という政治的性格を強め、これら銀行は社債受託制度改革と引き換えに証券業務、なかでも引受業務への参入を要求した。その結果、九三年商法改正で社債受託制度改革が実現したが、それはまさに金融制度改革が業態別子会社相互参入という形で決着し、その参入第一陣として興長銀が選ばれたのと軌を一にしている。したがって、九三年以降の社債市場は受託制度改革という最大の制度的課題を克服し、その結果従来の受託手数料は大幅に引き下げられることとなり、起債の国内回帰も促進された。もともと八〇年代に国内市場の空洞化が進展した際も、一部の国際優良銘柄を除けばその投資家は国内投資家であったことから明らかなように、ユーロ市場などの海外市場は「貸し座敷」に過ぎず、国内の規制、とりわけ受託制度による高率の受託手数料回避を目的とした海外シフトであった。⁽³⁾

このようにみると、九三年商法改正以降、社債市場においては従来の制度的障害が克服され、市場は参加者の自由な競争に委ねられたわけであるが、それは引受証券会社にとって銀行系証券子会社を含めた厳しい引受競争を意味するものであり、その結果過当競争ないし横並び的な競争が市場を歪める事態も見られ、また他方では受託制度が改革されたことを契機として、従来のデフォルト債の受託銀行一括買取り処理も行われなくなったことから、投資家の投資行動が保守的になり、これによって市場に偏りが見られることにもなった。したがって、社債市場の課題の中心は、制度的課題からこれらの市場参加者の行動やあり方そのものに移ったといえる（ただし、後述するように、制度的な課題がなくなったわけではない）。以下、各市場参加者それぞれの変化と課題を考察する。

表1 企業金融に占める社債の

年度	国内主要企業				
	社債残高(A1)	普通社債残高(推計値)(A2)	短期借入金残高	長期借入金残高(B)	長短合計(C)
1970年	27,093	23,054	84,066	104,180	188,246
1980年	102,094	73,874	230,814	250,824	481,638
1990年	360,484	63,822	367,602	284,124	651,726
1991年	400,061	67,975	379,916	307,049	686,965
1992年	389,606	75,983	387,926	321,661	709,587
1993年	410,798	90,699	366,431	344,066	710,497
1994年	414,511	110,630	359,319	346,131	705,450
1995年	408,244	130,481	344,170	340,122	684,292
1996年	403,250	144,713	335,729	331,582	667,311
1997年	408,693	177,172	338,989	333,211	672,200

(注) 国内主要企業は、年度によって対象企業数が異なるが、約600社の合計。
 社債残高(A1)は転換社債・ワラント債、私募債、外債などを含む。普通社債率(=国内公募普通社債残高/国内公募普通社債・転換社債・ワラント債、私募債社債残高)に乗じて算出した。
 (資料) 国内主要企業の社債および長短借入金残高は三菱総合研究所「企業経営の分析」普通社債発行額および現在額、転換社債、ワラント債、私募債残高は「公社債外債残高は日銀「経済統計年報」各号。

表2 社債発行

	国内市場	
	80年代前半(担保付)	93年商法改正後 社債管理会社設置債・無担保
当初費用	引受手数料：1円80銭 18000万円 当初受託手数料：30銭 3000万円 当初登録手数料：10銭 1000万円 抵当権設定登録税：25銭 2500万円 小計 24500万円	引受手数料：40銭 4000万円 発行事務代行手数料：定額 500万円 当初登録手数料：9銭 900万円 小計 5400万円
期中費用	利金支払手数料：1円30銭 6370万円 元金償還手数料：50銭 5000万円 信託手数料：25銭 17500万円 小計 28870万円	管理手数料：2銭(年間) 1400万円 期中事務代行手数料：定額 420万円 利金支払手数料：20銭 980万円 元金償還手数料：10銭 1000万円 小計 3800万円
合計	53370万円	9200万円

(注) 前提条件として、発行額100億円、期限7年、利率7%とした。
 (資料) 「公社債年鑑」各号および野村証券資料による。

比率(企業種、億円、%)

国内市場				国内全社	
A1/B	A2/B	A1/C	A2/C	普通社債発行額	普通社債現存額
26%	22%	14%	12%	6,083	29,108
41%	29%	21%	15%	9,935	87,938
127%	22%	55%	10%	20,660	99,000
130%	22%	58%	10%	24,267	112,465
121%	24%	55%	11%	38,200	142,968
119%	26%	58%	13%	29,790	162,927
120%	32%	59%	16%	32,650	187,102
120%	38%	60%	19%	57,192	231,456
122%	44%	60%	22%	56,360	271,737
123%	53%	61%	26%	87,995	342,079

残高(推計値)(A2)は、各年度の国内公募社債占有率外債の残高合計)を社債残高に乗じて算出した。

、各年度版。
 年鑑」、各年度版。

手数料比較

国内市場		ユーロ市場	
93年商法改正後 社債管理会社不設置債・無担保			
引受手数料：40銭 4000万円 財務代理人費用：定額 100万円 発行事務代行手数料：定額 500万円 当初登録手数料：9銭 900万円 小計 5500万円		引受手数料：30銭 3000万円 引受人諸経費私戻金：定額 300万円 財務代理人当初費用：定額 300万円 その他(弁護士費用等)：定額 1400万円 小計 5000万円	
期中事務代行手数料：定額 420万円 利金支払手数料：20銭 980万円 元金償還手数料：10銭 1000万円 財務代理人費用：定額 700万円 小計 3100万円		利金支払い手数料および元金償還手数料は財務代理人当初費用に含まれる 小計 0	
8600万円		5000万円	

表3 新規銘柄数

	1991年度		1992年度		1993年度	
	新規銘柄数	うち銀行系証券子会社 主幹事銘柄数	新規銘柄数	うち銀行系証券子会社 主幹事銘柄数	新規銘柄数	うち銀行系証券子会社 主幹事銘柄数
1回債	0	0	5	0	16	0
2回債	2	0	6	0	7	0
3回債	0	0	4	0	2	0
計	2	0	15	0	25	0
総銘柄数	63	0	106	0	88	0

(資料)「公社債月報」各号より作成。

とによって、企業は銀行融資を圧縮し、「財務リストラ」を推し進めたといえる。因みに、社債受託制度改革によって、これに関連した手数料は、八〇年代前半の担保付社債と九三年商法改正以降の社債管理会社不設置の無担保債とを比較すると、約六分の一に引き下げられている(表2参照)。

第二に、その結果新規に資金調達手段として普通社債を選択する企業が増加していることが挙げられ、それは新規銘柄の増加となって表われている。各社の普通社債には発行順に回数が付けられており、一回債が新規銘柄であるが、これを年度毎に集計すると、九一年度〇銘柄、九二年度五銘柄、九三年度一六銘柄と、三年間で二一銘柄に過ぎなかったのに対し、九四年二〇銘柄、九五年四九銘柄、九六年五六銘柄と増加し、九七年は四六銘柄に減少したものの、九八年は上半期だけで三六銘柄と増加に転じている。すなわち、九四年度以降の四年半の期間で、年平均四六社、合計二〇七社が新たに普通社債市場に参入したことになる。これは社債のアービトラリティが高まっていることを示すと同時に、市場の裾野が拡大していることを意味するものである。また、九七年の新規銘柄四六のうち、銀行系証券子会社を主幹事とする銘柄は三〇に達し、銀行系証券子会社がこの面で積極的に貢献していることも明らかである(表3参照)。

しかし、第三に、このような社債市場の裾野の拡大は、高格付け企業に限定されていることを付け加える必要がある。すなわち、適債基準が撤廃されたにもかかわらず

1995年度		1996年度		1997年度		1998年度(上)	
新規銘柄数	うち銀行系証券子会社 主幹事銘柄数	新規銘柄数	うち銀行系証券子会社 主幹事銘柄数	新規銘柄数	うち銀行系証券子会社 主幹事銘柄数	新規銘柄数	うち銀行系証券子会社 主幹事銘柄数
49	17	56	30	46	30	36	12
37	18	39	25	50	30	29	11
22	9	25	11	37	23	24	14
108	44	120	66	133	83	89	37
268	87	370	183	557	335	408	196

2 発行会社の変化と課題

発行会社の変化としては、第一に負債構造が銀行借入から社債へと変化していることが挙げられる。そこで、三菱総合研究所『企業経営の分析』にもとづいて、国内主要企業の社債残高と長短借入金残高を年度毎に比較すると(表1参照)、一九七〇年では、普通社債残高の長期借入金残高比(A2/B)は約二二%、また長短借入金残高比(A2/C)も約一二%であり、主要企業の負債構造が圧倒的に銀行借入中心であったことを示している。そして、この比率は八〇年でもそれぞれ二九%、一五%と顕著な増加はみられず、普通社債が境界的な資金調達手段に位置づけられていたことがわかる。九〇年代になると、バブル期のエクイティ関連債の急増から、これらを含む社債残高の長期借入金残高比(A1/B)は一〇〇%を上回り、また長短借入金残高比(A1/C)も五〇%を上回り、直接金融の比重は飛躍的に拡大したが、ただし普通社債残高の比率は、九三年までそれぞれ二〇%台、一〇%台を推移し、依然として拡大していない。普通社債の残高比が上昇し始めるのは、九四年以降であり、九七年にはそれぞれ五〇%、二六%に達している。また、九四年をピークに長期借入金残高は減少に転じている(長短合計でも九三年をピークに減少している)。これは九三年商法改正が市場拡大の契機となっていることを示すとともに、企業金融が融資から普通社債へとシフトしていることを表している。すなわち、社債受託制度改革によって調達コストの低下した社債発行を拡大するこ

らず、BBB格を下回るジャンク債の起債が行われぬのみならず、この間BBB格銘柄さえほとんど発行停止状態にあり、BBB格企業ですら普通社債を資金調達手段としていない。この要因として、次の二点が指摘できる。一方では、最近の社債デフォルト増加のために、機関投資家の投資行動が慎重になり、BBB格投資を忌避する傾向があるという点である。そのためBBB格社債は多少利回りを上乘せしても購入されないとわわっている。生損保をはじめ、日本の機関投資家には社内規定などでBBB格以下を投資対象から除外している場合が多いからである。しかし、他方ではBBB格企業自体が社債発行でなく融資を嗜好する傾向があるという側面も見逃せない。すなわち、社債市場におけるBBB格企業は格付けの低さのために、起債しようとしても高利回りを要求されるが、その反面銀行にとっては貸付を拡大させたい優良貸付先である場合が多く、むしろ貸付競争が生じているといわれている。例えば、AAA格ないしAA格の超優良企業への貸付の場合、銀行の格付けが低下しているために貸出は逆ザヤになる可能性があり、またCCC格以下の不良債権に位置づけられる企業は、早期是正措置や自己査定導入によって、「貸し渋り」の対象となるため、銀行はBBB格企業貸付を拡大することで総資産利益率の改善を図っているわけである。このような銀行の貸出行動の要因として、現在の貸出レートが低すぎるといえる点が指摘できる。最近、銀行はデフォルト率に基づく独自の信用格付けを行っており、リスクに応じた融資レートを算出しているが、それに比べて現実の融資レートは低いといわれている。もともと、普通社債の利回りが信用不安を背景に急激に上昇しうのに対して、融資レートは相対交渉によって設定されるために契約更改時にしか引き上げられず、さらに前述のような貸出競争も加わって、引き上げはより一層難しいという側面があるのは確かであるが、銀行がデフォルト率に基づく金利を設定していないことがBBB格企業の資

金調達を銀行借入にシフトさせ、社債市場の裾野の拡大を阻害していることも確かである。したがって、BBB格企業の起債が低調な現状は、一方では機関投資家の投資行動に起因するものであると同時に、銀行の貸出行動に起因するものであり、発行会社の裾野の拡大は、機関投資家と銀行に委ねられているといえる。

(注)

- (1) 拙稿「普通社債発行とメインバンク」、「証券経済研究」、第一号、一九九八年一月、参照。
- (2) 拙稿「社債受託制度の歴史的变化と役割の変化」、「証券経済研究」、第一七号、一九九九年一月、および同「金融制度改革と社債制度改革」、「証券経済研究」、第一八号、一九九九年三月(予定)、参照。
- (3) 前出、「金融制度改革と社債制度改革」、II章、参照。
- (4) ただし、同資料では、エクイティ関連債、私募債および海外発行もすべて社債として一括されているため、ここから国内普通社債だけの残高を推計する必要がある。その際、各年度の国内公募社債占有率(II国内公募普通社債残高/国内公募普通社債・エクイティ関連債・私募債・外債の残高合計)をここでの社債残高に乗じて、主要企業の国内公募普通社債残高を算出した。また、九七年度の普通社債発行会社のうち六割程度がここでの主要企業に含まれている。