

# 日本の社債金融の歴史とグローバル格付分析

三浦 后美

## 要 旨

1996年1月、日本の社債発行市場にとって、これまでその起債を大きく規制してきた適債基準が全面撤廃された。形の上では、日本の社債発行市場は完全に自由化されたことになった。戦前・戦中期に始まった「起債計画」から戦後の「起債調整」へとつづく、1940年「起債計画協議会」をルーツとする社債発行市場の入口の段階で起債を統制（起債規制）するというやり方は、歴史的にその役割を終えたことになる。

今後は、第三者機関である格付機関の「社債格付け」が社債発行・流通市場で重要な役割を果たす。「社債格付け」は、個別の社債の信用リスク情報を投資家に安く提供することによって、法律が意図する包括的な社債権者保護を補完するものである。そのため、格付機関の性格は、市場関係者から独立・中立的な第三者機関であることが強く要求される。ここでは、90年代における日本の社債発行市場を概観しながら、そこに見られる日本企業の直接金融化の動きに、株式会社財務の構造的な変化を探る。そこで、改めて注目されてきている日本でのグローバル格付分析の現状、とりわけ、日系格付機関の「国際性」並びに「独立性・中立性」問題にスポットをあてながら、その実態を批判的に検証してみた。

## 目 次

- |                              |                          |
|------------------------------|--------------------------|
| I. 1940年体制（日本的財務システム）の終焉     | 2. 社債発行限度枠の撤廃と社債管理会社の導入  |
| 1. 起債統制のルーツ——「起債計画協議会」——     | III. グローバル格付分析と日系格付機関の現状 |
| 2. 適債基準の撤廃——「社債格付け」への期待——    | 1. 債券格付制度のグローバル化         |
| II. 1990年代の社債発行市場——社債制度の変革—— | 2. 日系格付機関の「独立性・中立性」問題    |
| 1. 普通社債発行の拡大と発行登録制度の利用       | IV. 今後の課題——規制と格付け——      |

## I. 1940年体制（日本的財務システム）の終焉

### 1. 起債統制のルーツ

—「起債計画協議会」—

1996年1月、日本の社債発行市場にとって、これまでその起債を大きく規制してきた適債基準が全面撤廃された。画期的な改革である。形の上では、日本の社債発行市場は完全に自由化されたことになったからである。戦前・戦中期に始まった「起債計画」から戦後の「起債調整」へとつづく、国家によるマーケットの入口の段階で起債を統制（起債規制）するというやり方は、歴史的にその役割を終えたことになる。

戦後日本の社債発行市場の起債統制のルーツは1937年に施行された「臨時資金調整法」のもとで、その目的に沿って、その後の1940年12月に設置された「起債計画協議会」に遡る。この段階で、一元的に起債を計画化するという1940年体制（日本的財務システム）が出来上がったものと考えられる。「起債計画協議会」は、終戦と同時（1945年8月）に解散された。戦時下における“緊急産業への資金供給と公債消化資金の供給のため、不要不急産業への資金流入を規制する”という戦争遂行のための起債統制は、戦争の終結とともに、その姿を変えた。ここでの起債統制は、その後の日本の社債発行市場が銀行借入を中心とした「間接金融体制」の補完市場、すなわち銀行借入の変形ともとれる性格を持った市場と位置づけられる端緒となった。さらに、1942年5月に施行された「社債等登録法」は、それを掩護するかのようになり、社債それ自体の流通性を喪失させてしまった。まさ

に、「起債計画協議会」からスタートした“起債統制という考え方”は、今日の日本の社債市場が“流通市場のない発行市場”という歪なマーケットでありつづける発端となったものである。

政府による起債を統制するというやり方は戦後も続く。戦後復興のための資金供給という新たな役割を担って、起債統制は、低コストの資金での重点配分や人為的に起債市場を育成する必要から行われた。1947年6月には日本銀行の中に「起債調整協議会」という、新たな起債調整機関が発足された。その発足の目的は、国債の発行条件が未決定のもとで、地方債、利付金融債をはじめ、無担保事業債、担保付事業債など各種債券の発行条件を統一的・総合的に決定するためのもので、そこでの起債額と起債の順序を調整するためのものである。その後、1948年4月の「臨時資金調整法」の廃止とともに、本来の起債統制のための法的根拠はなくなったが、1949年6月、日本銀行は「適格担保社債事前審査制度」（正式名称「割引興業債券及び優良社債を担保とする貸付の優遇措置に関する件」）を発足させた。それに伴い、先の「起債調整協議会」は機能分化し、「起債懇談会」と「起債打合会」とが設けられた。特に、「起債打合会」では起債銘柄、発行額などの協議が行われるようになった。日本経済は、戦後の混乱から立ち上がり、現実資本の再生産過程を軌道にのせるための準備が多少なりとも出来上がってきた時で、企業の資金需要は旺盛になっていた。まさに、日本銀行の「適格担保社債事前審査制度」によって、金融機関は流動性のない社債を仮に購入しても、その社債が「優良社債」と審査・認定されたならば、国債に準じた担保条件で日本銀行から企業への貸出資金を調達で

調整するという点で、1988年ごろまで深い影響力を長く保ってきたのである。

ところで、1966年4月11日、証券取引審議会は「当面の資本市場の在り方について」の中で、債券発行の量的調整を弾力化をすることを提言した。当時、普通社債の7～8割は金融機関が消化していたものの、1970年代に入ってから、電力債を中心に社債発行市場の拡大とともに個人による消化も増加していった。いま1つ注目されることは、転換社債の発行が活発化したことである。転換社債は「起債会」の調整を通さずに発行できる社債である。1966年の日本通運による「時価」転換社債の発行が注目された。つづいて、三菱商事が1973年に無担保（留保物件付き）転換社債の発行を実現した。さらには、松下電器産業が1979年に完全無担保転換社債を発行したことを契機に、その後の国内における転換社債発行は一層活発化し、併せて、国内での社債の無担保化が一気に進展した時期でもある。

1980年以降、内外発行市場の一体化の動きが見られ、自由化・国際化という流れは加速化していった。同80年、外国為替管理法の改正を受け、資本取引は原則禁止から原則自由へと転換された。1984年5月、日米円・ドル委員会は「金融の自由化及び円の国際化についての現状と展望」という報告書を出す。金融・証券市場の自由化・国際化の流れは、企業金融においても“財務の直接金融化”を急速に進展させるもので、国内の社債発行市場も大きな変化をもたらしていた。つまり、従来の「起債調整」という形での実質的な起債を統制するという日本的なやり方は、すでにこの時代に一定の限界を露呈していたのである。これまでの受託銀行主導による「有担原則」に縛られた社債の発行は、

きる、独特の金融システムを構築したのである。この制度は、戦後の“経済復興”期を経て第一次高度成長期をむかえた1955年までつづいた。その後、日本銀行による「適格担保社債事前審査制度」は、その年の12月23日に廃止された。その要因は、この時期の大幅な金融緩和を背景に、金融機関の債券消化力が増大したこと、さらには、順調な預金の伸びに支えられ、これまでの金融機関のオーバーローンが是正され、いわゆる日銀信用に対する依存度を低下させたことによるものである。

この事態を受け、国家による政策指導の機関であった「起債懇談会」は、1956年7月11日に廃止された。これまでの国家主導の起債統制は一時的に中止され、そこでの起債調整の役割は、日本興業銀行を中心とした「起債打合会」に引き継がれていった。しかし、金融緩和の時期は長くは続かなかった。1957年半ばごろの金融引き締めとともに、金融機関の債券消化能力の限界が表面化し、再び市場関係者による社債発行市場の起債統制が叫ばれた。同年6月には「起債打合会」による自主調整という形で実質的な起債統制がスタートした。さらに、1959年からは一般事業債に起債（会）格付けを導入する。潜在的には、アメリカの格付機関の債券格付制度を意識したものである。起債（会）格付けは、A格・B格・C格の3段階に分け、超一流債とその他の銘柄を区分し、そこでの起債調整機能を強化した。「起債打合会」は1968年5月には「起債会」と改称し、第二次高度成長期以降、金融引締め期には起債統制を強め、金融緩和期には緩めるというものであった。その後、「起債会」は日本興業銀行を中心とする受託銀行による社債発行市場の運営に、すなわち普通社債発行の量的かつ質的な起債を実質的に

転換社債の大幅な利用によって、構造的な転換期を迎えていたのである。

先の1979年の転換社債での完全無担保債の実現を受け、1985年にはTDKによる普通社債の完全無担保公募債が発行された。また、1981年10月には改正商法で新株引受権付社債制度が新たに創設され、同年12月にはダイエー・明治乳業・サンデンが同時に国内発行を行った。導入当初は新株引受権を社債から分離して売買できる分離型の発行が認められていなかったが、1980年に解禁になった。NTTの普通社債の発行にプロポーザル(入札)方式が1987年に導入されるとともに、同方式が一般事業債に普及するにつれ、これまで普通社債の起債において、具体的な発行銘柄・発行条件の確認の機関として重要な役割を担ってきた「起債会」は1988年に事実上消滅し、その歴史的役割を終えた。

## 2. 適債基準の撤廃

——「社債格付け」への期待——

1990年の証券取引審議会基本問題第二次部会「国際的な資本市場の構築をめざして」を受け、金融制度改革の動きは一気に加速された。同年11月、従来行われてきた適債基準の数値基準を廃止し、格付機関による格付けを利用した格付基準に一本化した。つづいて、1993年の改正商法で、社債の発行限度枠を全面的に撤廃した。同年には金融制度改革法案が可決された。同時並行して、社債の発行方法なども、一層の多様化が進む。1991年に統一価格販売方式の導入(NTT)、同94年に国内普通社債として初のブック・ビルディング方式による発行条件の決定(東芝)など、市場実勢を反映させるやり方が採られた。前後しながら、制度改革の動きはスピードを増す。1993年6月親会社保証付普通

社債が発行され、翌94年には、国内の普通社債発行にデュアル・カレンシー債(高島屋)、変動利付債(三井造船)が実現した。

併せて1993年の商法改正により、社債発行限度枠規制が全面的に撤廃された。従来の立法趣旨にあった社債権者保護という考え方は、新たに新設された社債管理会社による、いわば間接的な社債権者保護という手段に委ねられることとなった。しかし、本来、この手段は、社債投資家の投資対象選択に寄与することを目的として設置されたものではない。そこで、第三者機関である格付機関の「社債格付け」が市場で重要な役割を果たす。「社債格付け」は、個別の社債の信用リスク情報を投資家に安く提供することによって、法律が意図する包括的な社債権者保護を補完するものである。実際におこなう格付機関の発展は、企業の直接金融化と密接に結びついている。社債市場の拡大とともに、流通する証券の信用リスクに対する公平な意見を、投資家は強く欲してくるからである。そのため、格付機関の性格は、市場関係者から独立・中立的な第三者機関であることが強く要求される。日本でも流通市場を強く意識した社債市場で「社債格付け」を必要とする時代が訪れている。歴史的には大きな政策転換であり、これを「1940年体制(日本の財務システム)の終焉」と名付けられるものである。

## II. 1990年代の社債発行市場

——社債制度の変革——

### 1. 普通社債発行の拡大と発行登録制度の利用

1990年代に入って、日本企業は、普通社債に

表1 日本企業の証券発行による資金調達

		(単位 億円)										
年 度		1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
1. 普通社債		26,193	17,390	15,916	18,489	43,642	63,038	79,310	53,781	38,922	61,923	70,890
	国 内	9,800	9,150	7,490	7,290	20,660	24,267	38,200	29,790	32,650	57,192	56,360
	海 外	16,393	8,240	8,426	11,199	22,982	38,771	41,110	23,991	6,272	4,731	14,530
2. エクイティー・ファイナンス(①+②)		66,826	116,935	176,234	264,596	51,086	63,189	26,251	50,192	37,287	27,283	53,778
	①有償増資・DR	6,321	21,229	45,803	78,964	6,643	3,427	1,604	3,005	5,800	5,758	17,238
	国 内	6,315	20,839	45,638	75,600	6,643	3,427	1,604	2,505	5,800	5,501	11,847
	海 外	6	390	165	3,364	0	0	0	500	0	257	5,391
	②エクイティー関連社債(a)+(b)	60,505	95,706	130,431	185,632	44,443	59,762	24,647	47,187	31,487	21,525	36,540
	(a) 転換社債	39,533	61,316	80,610	93,784	14,248	18,894	8,145	26,070	28,987	14,602	32,955
	国 内	34,680	50,550	69,945	76,395	9,110	12,790	5,750	20,280	25,525	10,100	27,320
	海 外	4,853	10,766	10,665	17,389	5,138	6,104	2,395	5,790	3,462	4,502	5,635
	(b) 新株引受権付社債	20,972	34,390	49,821	91,848	30,195	40,868	16,502	21,117	2,500	6,923	3,585
	国 内	1,040	0	0	9,150	3,950	3,815	0	0	0	0	0
	海 外	19,932	34,390	49,821	82,698	26,245	37,053	16,502	21,117	2,500	6,923	3,585
3. 資金調達総額(1+2) (デット比率)		93,019 28.2%	134,325 12.9%	192,150 8.3%	283,085 6.5%	94,728 46.1%	126,227 49.9%	105,561 75.1%	103,973 51.7%	76,209 51.1%	89,206 69.1%	124,668 56.9%

注1. 発行額は払込日ベース、但し、海外発行の邦貨換算は払込日の実勢レートにより算出。  
2. 海外債には全額出資の金融子会社を通じて発行したものを含む。  
3. 有償増資には銀行の発行分を含む。  
4. デット比率=普通社債+資金調達総額。  
(出所) 公社債引受協会「公社債月報」をもとに作成。

による資金調達を強めた。いわゆるバブル経済崩壊後、「社債」発行企業は、1980年代の「高株価経営」を背景に、これまで活発に利用したエクイティー関連社債(転換社債、新株引受権付社債)の発行を大幅に後退させ、普通社債発行市場を見直しはじめた。これらの「調達環境」の急激な変化は、一時的な現象というよりも株式会社財務の構造的な変化をともなった移行過程にある、と考えられる。日本企業の資金調達は、経済の高度成長期には、これまで「間接金融」への過度の依存という日本的な特質をもつものであった。しかし、70年代後半以降から徐々に進展してきた社債市場の多様化・国際化とともに、日本企業の資金調達は、「直接金融」への比重を高める、80年代にみたバブル経済を梃にその動きを一気に促進させた。現在

も、その流れは続く。このような日本企業の直接金融化は、日本の場合、単なる「銀行ばなれ」として捉えがたい複雑な動きをともなっているものの、世界的なバンキング・ディスインターメディエーション(banking disintermediation)への変革の流れに沿ったものである。

日本企業の証券発行による資金調達は、90年度以降、エクイティー・ファイナンス(新株発行のともなう資金調達、転換社債・新株引受権付社債・有償増資の合計額)中心の市場から普通社債市場を見直し、デット・ファイナンスへと大きな変化を見せている(表1)。1989年度の普通社債の発行額が1兆8,489億円(資金調達総額の内、普通社債の構成比6.5%)であったものが、90年度4兆3,642億円(同46.1%)、

91年度6兆3,038億円(同49.9%),92年度7兆9,310億円(同75.1%),93年度5兆3,781億円(同51.7%)と急増し,94年度は,3兆8,922億円(同51.1%)発行額が一時低下したものの,翌95年度6兆1,923億円(同69.1%),96年度7兆890億円(同56.9%)とふたたび急増している。このような,90年代に入ってから普通社債発行の急増は,BIS自己資本比率規制による銀行の貸出姿勢の慎重化,株価低迷によりエクイティ・ファイナンスが困難であったこと,及び海外発行の新株引受権付社債などの大量の償還資金の確保を直接の要因とされている<sup>3)</sup>。さらに,普通社債の国内発行における発行体別の推移をみると,電力会社が発行する「電力債」中心の市場から,一般の事業会社による「一般債」が,件数・金額ともに増加している。89年度並びに90年度の「一般債」の発行はゼロであったものが,91年度銘柄数15件・発行額5,147億円(構成比21.2%),92年度同58件・発行額1兆5,390億円(同40.3%),93年度同58件・発行額1兆4,690億円(同49.3%),94年度同67件・発行額1兆9,100億円(同58.5%),95年度同164件・発行額4兆1,142億円(同71.9%),96年度同232件・発行額4兆2,760億円(同75.8%)と急増している<sup>3)</sup>。

1994年に入って,国内社債市場に新型の普通社債発行が導入された。デュアル・カレンシー債(dual currency bond)と変動利付債(floating rate note)の2種類で,いずれも,93年12月の証券規制緩和によって,国内市場に実現した<sup>3)</sup>。デュアル・カレンシー債は,日本では「二重通貨建債券」とも呼ばれ,払込み・利払いと元本償還との通貨が異なる社債であり,85年から,日本はユーロ円市場で発行を認めているものである。高島屋が94年3月30日

に,はじめて,国内で発行した。発行額200億円,期間は7年,利率は5.1%で,さらに,払込み・利払いの通貨は「円建て」で行われ,元本償還の通貨は「ドル建て」という内容である。一方,変動利付債は,市場金利の変動に応じてその利率が期間中に変えられる社債で,通常,ユーロ円市場で発行される市場金利は,ロンドン銀行間預金金利(LIBOR,LIBID)を基準に,それに一定のスプレッド(spread,利鞘)を上下させた金利で設定されている。三井造船が94年4月15日に,はじめて国内で発行した変動利付債は,発行額400億円を5年とし,表面金利を6カ月円LIBORを0.3%上回るというものである。

以上のような,新たな動きは,社債発行市場の一層の拡大につながるるとともに,株式会社財務の直接金融化を促進させるものである。この間,社債発行市場の規制の見直しなど市場活性化を受け,活発な動きが見られる。

1988年10月に導入された発行登録制度が一般事業会社にも普及してきていることである。発行登録制度は,国内でも海外市場並に社債発行手続きを簡素化するために導入された制度である。具体的には,通常の手続きが3~4週間必要としていたものを,この制度を利用することにより1週間程度に短縮させることができるというものである。

従来は,電力会社,NTTだけにとどまっていたが,91年度に入り一般事業会社の最初の登録である近畿日本鉄道を筆頭に27社が登録し,うち10社(近畿日本鉄道,三菱重工業,名古屋鉄道,東京ガス,東京急行電鉄,積水ハウス,大阪ガス,新日本製鉄,小田急電鉄,豊田自動織機)が実際にこの制度を利用して公募の普通社債を発行している。

しかしながら,それまでの利用は,なお,活発なものではなかった。当初の利用適格基準が株式市場に大きく影響される条件であったため,このメリットが十分に生かされていなかったようである。すなわち,「発行済株券について,最近1年間の売買金額および上場時価総額がともに1000億円以上」という基準がその普及を制限し,利用可能企業数は,89年12月末の562社から,その後の株式市況の悪化を受け,91年12月末には,278社へと大幅に減少してしまったのである<sup>4)</sup>。その後,92年7月に発行登録制度の利用適格基準として,「格付基準」(シングルA)が新たに導入された。その結果,91年度27社に止まっていた発行登録会社は,94年9月19日現在では,97社(発行登録総額8兆2650億円)と,50社も増加している。

## 2. 社債発行限度枠の撤廃と社債管理会社の導入

1993年の改正商法では,社債発行限度枠規制が全面的に撤廃になった。併せて,発行会社に社債管理会社(受託会社)の設置が強制化された。画期的な改正である<sup>5)</sup>。

日本では,社債発行限度枠規制は,1890年以来,これまで何度か部分的な手直しが行われながらも,なぜか解除されることなく今日に至った。また,社債管理会社(受託会社)の設置は,結果的に無担保債の場合にも義務づけられた。しかも,社債管理会社(受託会社)の資格は,実態的には銀行に限定されている。

改正前の商法297条1項は,「社債ハ最終ノ貸借対照表ニ依リ会社ニ現存スル純資産額ヲ超エテ之ヲ募集スルコトヲ得ズ」と規定し,社債の発行限度枠として,社債発行会社の純資産額による制限を設けていた。この297条の立法趣旨

には,前提とするところの社債権者の保護・負担原則の堅持という2つの基本的な考え方が潜んでいる。「社債の公衆性に鑑み,社債の応募者である一般投資家を保護するために設けられたものとされている。すなわち,企業が銀行から借入れを行う場合と異なり,社債の応募者には専門知識の有しない一般大衆が含まれることが通常であるから,仮に一般大衆が投資判断を誤り社債がデフォルトを起こした場合に元本償還が確実になされるように,社債発行額を負債見合いでない純資産部分,すなわち自己資本に限ろうとしたものである」。

今回,この297条の入口規制が全面的に廃止になったということは,歴史的な変化である。日本における社債発行限度額設定の歴史は1890年の「商法第206条ニ依リ発行スヘキ債券ニ関スル件」(法60)の2条「債券ノ発行額ハ株金ノ払込金額ヲ超過スルコトヲ得ス」に遡る。この条文はその後,1899年商法で,はじめて,その制限が「払込ミタル株金額」(200条1項)までと明文化された。戦後は,その「拡大・緩和」の動きを一層加速化させた。1948年商法が「全額払込主義」を採用した結果,社債発行限度額は「資本ノ総額」(297条1項)と改められた。1950年商法では,それに準備金を加え「資本及準備金」までと拡大された。さらに,商法基準の特例法として時限立法で導入された「一般電気事業会社及び一般ガス事業会社の社債発行限度に関する特例法」(1976年6月)・「社債発行限度暫定措置法」(1977年5月)によって,商法297条の入口規制は,大幅に緩和され,今日に至った。

本来の297条の立法趣旨の1つである「社債権者の保護」という考え方は,これらの商法基準の特例法ができた時点から,死文化してし

表2 社債発行余裕枠 (改正前・商法規定)

(1993.1.6現在)

余 裕 枠	1992.8		1992.3		1991.3		1989.12		1987.9	
	社数	累積比率 (%)	社数	累積比率 (%)	社数	累積比率 (%)	社数	累積比率 (%)	社数	累積比率 (%)
なし	78	6.1	78	6.1	46	3.8	211	20.0	153	19.0
0 ~ 100億円まで	396	36.9	390	36.5	360	33.4	501	67.4	403	69.2
100億円超~ 200億円まで	273	58.1	273	57.8	265	55.1	147	81.3	119	84.0
200億円超~ 500億円まで	291	80.7	291	80.6	302	80.0	147	94.7	92	95.4
500億円超~1,000億円まで	139	91.5	139	91.4	135	91.0	38	98.3	29	99.0
1,000億円超	110	100.0	110	100.0	109	100.0	18	100.0	8	100.0
合 計	1,287	100.0	1,281	100.0	1,217	100.0	1,056	100.0	804	100.0
(算出方法)	(余裕枠=純資産額-社債残高)					(余裕枠=資本金+法定準備金-社債残高)				
枠使用比率 (%)	45.5%		45.3%		41.5%		69.0%		65.6%	
(算出方法)	[社債残高÷純資産額]					[社債残高÷(資本金+法定準備金)]				

注1. 調査対象は、各調査時点における全国証券取引所で、社債残高のある会社（電力会社、NTT、KDD、銀行・証券・保険を除く）。

2. 社債発行余裕枠の算出データは、各調査時点における調査対象会社の直近事業年度。（出所）NEEDS等により作成。

まっていたのである。にもかかわらず、なお今日まで存続したのは、純資産額基準が発行体を規模別に市場参加させるための別の役割を担っていたからである。まさに、社債発行限度枠の設定は、専門知識の有しない一般大衆投資家を守るという錦の旗のもとに、297条の今1つの立法趣旨である受託銀行の「有担原則を堅持する」という考え方のために、常に最終的な担保物件を確保する狙いがあったものと考えられる。

一般に株式会社の資金調達の方法を合理化し、日本企業の社債発行による円滑な資金調達を確保するために、社債発行限度枠規制が撤廃されたという。日本の中堅・中小企業は、銀行の借入れを中心とした「間接金融」だけを唯一の調達手段としてきた。ここにきて、私募債市場という「直接金融」が中堅・中小企業の調達手段として注目されているものの、そこでの小型・私募債は、「担保付・長期固定金利・借入

財務の変形」にすぎない。ポスト・バブルの資金調達は中堅・中小企業にとって、何の変化も見られない。

むしろ、社債発行限度枠の撤廃は、日本の大企業にとって緊急の課題であった。商法改正前の1992年8月現在で、社債発行残高を有する上場企業（1287社）の約8割が、社債発行限度枠規制の下で、公募普通社債の発行を行うだけの余裕枠が充分でない状況に置かれていた（表2）。

併せて、今回の改正では、社債権者の保護の代替措置という名の下に、発行会社に対し社債管理会社（受託会社）の設置が原則的に義務づけられた（改正商法297条本文）。

社債管理会社制度は、従来の受託会社制度に大幅な改正を加え、「新設」されたものである。具体的には、改正前商法が受託会社の前提としていた「社債募集ノ委託ヲ受ケタル会社」（募集の受託会社）を条文から削除し、社債管

表3 代表管理（受託）銀行別実績

(単位 億円)

	普通社債		転換社債	
	92年度	93年度	92年度	93年度
第一勧業	3,410	1,700	440	3,500
さくら	11,590	9,250	1,150	1,220
富士	0	800	700	3,200
三菱	3,600	1,850	140	2,825
三和	350	860	520	2,290
住友	3,150	4,060	1,240	2,740
興銀	14,150	9,750	930	1,130
その他	1,950	1,520	630	3,375
合 計	38,200	29,790	5,750	20,280

注1. 発行日ベース

2. 普通社債にはNTT債を含む。

(出所)『金融財政事情』1994.4.18.

理会社制度が新設された。改正商法297条の2は、社債管理会社の資格として、改正前商法の社債募集の受託会社の資格のあった銀行・信託会社を認めたほか、新たに担保附社債信託法5条の免許を受けた会社（担保の受託会社）にも認めた。担保の受託会社を認めた趣旨は、社債管理会社の資格を拡大して、社債管理業務に競争原理を導入することを狙いとするものである。しかしながら、現実には、担保の受託会社として担保附社債信託法5条の免許を受けているのは銀行等の金融機関であり、今回の改正によって、直ちに社債管理会社となりうる者の範囲が事実上拡大するものではない。併せて、法制審議会社債法小委員会は、社債管理会社の有資格者に関連して、発行会社のメインバンクが社債管理会社となることの是非を検討したと聞く。改正商法に示されたその結論は、メインバンクを社債管理会社から排除する必要がないというものである。その結果、92~93年度の代表管理（受託）銀行別実績をみると、日本興業銀行並びに上位都市銀行に集中している（表3）。

さらに、社債権者の保護のために重要な役割を果たす立場から、社債管理会社（受託会社）の権限は、その範囲を一層明確にされ、かつ強化された。

社債管理会社は、社債権者のために弁済を受け、また、債権の実現を保全するに必要な一切の裁判上または裁判外の行為を有すると規定した（改正商法309条1項）。社債管理会社が社債権者集会の決議を経ることなく行使できる。この権限は、社債管理会社が個々の社債権者を排他的に行使するものではないが、その法的立場は絶対的存在である。たとえば、社債管理会社が総社債権者のために社債の支払請求の訴えを提起しているときには、個々の社債権者による同様の訴えは制限される。また、発行会社が行った特定の社債権者に対する弁済が著しく不公正なときは、社債管理会社はその取消しの訴えを提起できる（改正商法340条）。

社債管理会社に発行会社への調査権が新設された（改正商法309条の3）。社債管理会社は発行会社に裁判上または裁判外の行為を必要と認めた場合、裁判所の許可を得て、事前に発行会社の業務および財産の状態を調査できるというものである。このような調査権は個々の社債権者本人には認められていない。受託会社が、従来、その立場を利用して企業の内部情報を得ることができ、また、してきた行為を法的に社債管理会社に認知させたことになる。

適債基準の完全撤廃によって、必然的に、日本での社債のデフォルトリスクが高まっている。それに伴い、ディスクロージャー制度の充実とともに、社債権者保護を補完する投資情報としての「社債格付け」が、なお一層、社債市場で定着することが望まれる。

日本の慣行であった「有担原則」は、バブル

表4 主要格付機関の概要

格付機関名	Moody's	S&P	Duff & Phelps	Fitch	JBRI	JCR	NIS	CBRS	DBRS	IBCA	Thomson Bank Watch	S&P ADEF	三國事務所
本拠地所在地	米国	米国	米国	米国	日本	日本	日本	カナダ	カナダ	英国	米国	フランス	日本
設立/格付け開始	1900年	1860年	1932年	1913年	1979年	1985年	1985年	1972年	1976年	1978年	1974年	1986年	1983年
格付け数	4,860	4,129	830	427	775	501	587	395	378	531	859	153	1,300
人数( )はアナリスト数	(425)	(550)	(180)	285(200)	80(40)	70(40)	70(30)	26	26(17)	150(100)	(40)	NA	20
拠点数(出資・提携含む)	11	16	5	6	1	1	1	1	1	14	15	1	1
所有(株主)	Dun & Bradstreet	McGraw-Hill	Duff & Phelps corp.	個人株主	日本経済新聞社	金融機関等	金融機関等	個人株主	個人株主	個人株主	Tomson corp.	S&P	個人株主
格付け対象の主要業種	全業種		全業種(公益に注力)		全業種				金融機関		全業種		
格付け対象の主要地域	グローバル				国内主体				グローバル		国内	国内	
利用者(投資家・金融機関)	グローバル				国内主体				グローバル		国内	グローバル	
主要な指定・公認(米国 SEC)	○	○	○	○						○	○		
(日本 大蔵省)	○	○	○	○	○	○	○			○	○		
(イギリス SFA)	○	○	○	○									
(フランス 大蔵省)	○	○								○		○	

(注) 格付け数は、Financial Times (1995) 等による。人員数は各種資料の推定による概数。  
日本の指定3機関は、英国において、日本企業の発行する債券について公認を受けている。  
(出所) 渡辺茂他「格付産業の分析」『財界観測』1996.6.1.

経済の崩壊によって、その構造的問題を提起した。「有担原則」を支えてきた土地・株式の担保の評価額が低下したため、担保力は本来の信用保証の機能を失ったかに見える。改めて日本に導入された「債券格付制度」の役割が問われている。なかでも、日本の格付機関の「独立性・中立性」が問われるとともに、そこでの格付けの評価がグローバル格付分析に耐える「国際性」があるか否か、問われているところである。

### Ⅲ. グローバル格付分析と日系格付機関の現状

#### 1. 債券格付制度のグローバル化

米国で発展してきた格付制度が世界的な広がりを見せている。各国で設立された格付機関と欧米の大手格付機関の拠点を加えると、世界のおよそ30カ国に格付機関が存在しているといわ

れている。日本及び欧米先進諸国では、債券市場の発展とともに、1970年代後半から80年代半ばにかけて相次いで格付機関が設立されている(表4)。もっとも歴史のある Moody's Investors Service (米国) と Standard & Poors (米国) の2つの格付機関は国際的な格付業務に従事しており、世界の格付機関の収入の約8割のシェアを持っている。大半の格付機関は、国内市場や銀行といった特定の業種に焦点をおいている。その信用分析のやり方はそれぞれに異なっている。今後、これらの格付機関はそれぞれの国の債券市場で投資家の投資情報として価値ある存在となっていくものと考えられる。しかし、国際的に信頼できる格付けのシステムを確立していくためには、なお時間が必要である。「原則として、格付システムは単独で十分な機能を発揮するわけではない。デフォルト・リスクに関する信頼できる情報源としての重要な役割を果たすためには、公募債市場を自由化し、信用力に関する一般的な理解

を高めることを目的として包括的な計画の一部として、格付システムが導入されなくてはならない<sup>9)</sup>。

債券格付けは、もともと投資家が投資する判断材料の1つとして格付機関から提供された投資情報である。米国の債券流通市場では、投資情報としての債券格付けの利用が完全に定着しており、格付けに応じて流通利回りが決定されている。過去数年間(1990~95年)の平均では、利回り格差は「AAA」と「AA」で0.3%程度、「AA」と「A」で0.45%程度、「A」と「BBB」で0.5%程度、「BBB」と「BB」では1%前後であり、さらに、長期国債と「AAA」の事業債とのそれは0.5%程度である、という<sup>9)</sup>。新たに社債を発行する時は、その「社債格付け」に応じて流通市場で決まっている利回りをもとに、社債の発行条件が決定される。したがって、米国では、「社債格付け」を取得していなければ、社債の発行はできない。これは、法律や制度で決められているものではない。発行しようとしても、「社債格付け」がなければ投資家の買い手がつかないからである。リスクに敏感な米国の投資家は、投資情報としての「社債格付け」がなければ、その社債を投資対象とは考えない<sup>9)</sup>。

日本に債券格付制度が導入されて、今年で10年になる。その定着は、社債発行市場を中心とする利用(「適債基準・財務制限条項」への適用)にとどまり、流通市場にはほとんど機能しない、変動的な展開である。投資情報としての「社債格付け」という、本来の米国で定着してきた姿にはほど遠い。大蔵省主導のもとに人為的・政策的な形で、債券格付制度を導入した当然の結果である。大蔵省が1995年3月に発表した「適債基準等の基本的な見直し」によれば、

大蔵省は債券格付制度の新たな定着を試みている。今後は、社債市場全体への恣意的な定着を債券格付制度に負わせようとする、特異な利用を考えている。形式上は、投資家間で自主的に利用することを尊重(「自己責任の原則」の確立)しながら、実質的には、「社債格付け」の利用・取得を大蔵省が発行体に義務づけた(「記載方法のマニュアル化」とも受け取れる。1つの「規制緩和」が新たな「規制」を生む。大蔵省は、この「規制緩和」をして“これは、日本の社債市場の1つの大きな転換点といえますか、大きな改革の1つではないか<sup>10)</sup>”と位置づける。歴史的には、日本の社債発行市場は、従来の社債権者保護の名の下に「有担原則」で行われてきた「起債調整方式」を終焉させ、“投資家の自己責任原則を基礎として、マーケットメカニズムが十分に機能する、自由で開かれた効率的な市場<sup>10)</sup>”を構築するという、大きな転換期を向かえていると規定する。

ここで、これまでの日本の債券格付制度導入の経緯を概観しておこう。

適債基準が設定された1979年当初は、起債を希望する会社の純資産額、自己資本比率などの数値基準によって規制されていた。1985年に日本の格付機関が設立されたのを受け、1987年7月からは、はじめて格付機関の「格付基準」が従来の数値基準と併用された。つまり、一定水準以上の「社債格付け」を取得した企業は、仮に数値基準をクリアできなくても起債可能とするものである。さらに、1990年11月には、従来の数値基準を廃止し、適債基準で「格付基準」への完全一本化が図られ、今日に至っている。その後も、債券格付制度の利用は、順次拡大された。1987年11月に創設された国内CP(コマーシャル・ペーパー)の発行適格基準並

びにバックアップラインすなわち、CP発行企業が万一に備え、CP償還時の資金に充当できるように、予め銀行に設定しておく借入枠の設定基準に「CP格付け」が導入された(1988年12月)。証券会社の自己資本規制および厚生年金基金の運用への「社債格付け」の利用、さらに、国内発行の転換社債に「複数格付」が義務づけられた(1990年4月)。つづいて、発行登録制度の利用適格要件に大蔵省が指定した「指定格付機関」の「社債格付け」が利用された。

適債基準の完全撤廃によって、社債流通市場での投資情報としての「社債格付け」が日本の国内市場にも直ちに投資家の間に定着する、という認識には懐疑的にならざるを得ない。依然、大蔵省主導のもとに人為的・政策的な形で、これからも債券格付制度の運用に関与しようと試みているからである。当面、大蔵省の狙いは、投資家保護の立場から、「(1)取得格付」を間接的に発行体に勧め、その結果として、投資家間に「投資情報としての「社債格付け」を国内の社債流通市場に定着させようとしているように思われる。この記載の義務づけは、事実上、大蔵省の認定する「指定格付機関」による「社債格付け」の取得を発行体に強制化させることを意味する。さらに、その格付情報を『有価証券報告書等の発行開示書類』に開示(公表の義務)させるということは、「格付取得」が、必然的に、新たに社債発行の必須条件となるようにも考えられる。つぎのディスクロージャー制度の充実策は、「(2)リスク情報等」の開示である。“現在は店頭登録会社等の非上場会社において、発行体の経営成績の異常な変動であるとか、特定の取引先に非常に依存度が高いといったことはかなり経営のリスクに影響を与えるファクターになるということで、

日本証券業協会のガイドラインも参考にして、記載して頂いている<sup>19)</sup>” “今後はこれを上場会社においても記載していただくことで、関係者の合意も得られたので、この開示の充実を図りたいと考えています<sup>20)</sup>”。社債発行の企業に関して、過去の財務内容を正確に開示させることにとどまらず、さらに、その発行体が将来に予想される経営上の課題に、現在どのように対応しようとしているのか、そこでの動きは投資のリスク情報の1つとして重要である。「リスク情報等」の開示が投資家の「自己責任の原則」の確立し、情報不足によって被る損失から投資家を間接的に保護するための必要不可欠な条件ではあるが、だからといって、規制当局が政策的に制度化する主旨のものではない。本来、投資家のシグナル情報として、第一義的には、「社債格付け」が担う機能であろう。

最後に、財務制限条項撤廃による「(3)財務上の特約」問題である。“財務制限条項とは、無担保社債について社債権者の保護を図るため、社債契約において一定の財務内容を借り手たる発行体に課し、元利払いの安全性を高めるためのものである<sup>21)</sup>”。“財務制限条項についても、義務づけをするという規制は撤廃し、それをどのような形で取り決めるかは、当事者の判断に委ねる<sup>22)</sup>”。“当事者間で「財務上の特約」を取り決め、その内容を有価証券届出書及び目論見書に記載してもらうということで、投資家保護を図っていききたい<sup>23)</sup>” “財務上の特約は、発行条件の1つということ<sup>24)</sup>”になる。社債権者は、本来、発行会社の株主ではないので、その会社の日々の経営活動には関与できない。しかし、発行される社債の契約条項(Covenants)によって、社債権者は、発行会社の財務面での選択肢を制限し、社債権者の利益を間接的に守る

ことができる。その財務制限条項の設定は、社債権者などの債権を契約によって保全(make whole)することにある。これまで日本では、発行会社の信用力の差異等にかかわらず、画一的な内容の財務制限条項を発行会社に設定させるというやり方をとってきた。今後は「財務上の特約」として当事者間で自由に設定させるという。その内容については、「企業内容等の開示に関する省令」等の改正で記載上の指針を示す。というのは、“有価証券届出書等に財務上の特約を記載するに当たっての何らかの記載上の指針が示されることが、開示者への利便、投資家保護の観点から、有益と考えられるからである<sup>25)</sup>”。

規制当局が規制する財務制限条項は、今回すべて撤廃されるものの、その契約条項に投資家が強い関心を一層いだいたならば、むしろ重要性は増す。大蔵省が記載上の指針(記載内容の指導)を示しながら、当事者(発行体、引受証券会社、社債管理会社等)は、その記載上の指針をモデルに設定するというものである。ディスクロージャー制度の充実策(新たな社債市場の運用ルール)は、単に投資情報として「社債格付け」を利用・定着させようとしたものではない。むしろ、規制当局である大蔵省は、起債者に有価証券届出書・目論見書の中に「社債格付け」「リスク情報等」「財務上の特約」の記載を強制的に義務づけ、今後とも直接的・積極的な行政指導を行っていく、ものと考えられる<sup>26)</sup>。

## 2. 日系格付機関の「独立性・中立性」問題

1990年代に入って、いわゆるバブル経済が崩壊し、日本経済は大きくその構造を変容させつ

つある。日本でもかつて80年代に欧州大陸で起きた金融自由化が進み、“手厚く保護されてきた日本の金融制度でも、信用リスクが完全といえないまでも、強く意識されるようになってきた<sup>27)</sup>”のである。戦後一貫して、日本企業は長期・短期の事業資金の調達を、ほぼすべて銀行に頼るという「間接金融方式」であったが、いまでは、社債市場やCP(コマーシャル・ペーパー)市場を利用して、機関投資家から資金を調達する傾向を強めている。これらの市場は公開性を特徴としているため、機関投資家はほぼ確実に、国際的な市場で購入する債券市場で、信用損失のリスク管理に直面し、専門的な信用分析のサービスを提供する格付機関の「国際性」とその重要性を認識するようになってきている。“資金の借り手の信用度、すなわち満期に債務を返済できる能力についての分析は、これまで投資・融資業務と不可分であったことはいうまでもない。しかし、ごく最近まで、ほとんどの国において信用リスクを分析していたのは、ほぼ銀行の審査部のみであった<sup>28)</sup>。審査部は、その場合、比較的特定少数の借り手を対象とすればよく、相手側のビジネスを時には担当者以上に熟知し、その実情について詳細にわたって調査する時間と経営資源を併せ持っていたのである。

ところが、いまやその状況は一変した。1990年代のクレジット・アナリストはかつてないほど複雑で多岐にわたる課題に直面しているからである。“概括すれば、銀行によるリレーションシップに基づいた融資から、債務証券による案件ごとに独立した資金調達にファイナンスの主役が移行するにつれ、信用リスクを分析する機会は増加し<sup>29)</sup>、債券市場の発展により、信用リスク情報・分析の機能を提供する最も効率

的な主体として、独立した格付機関の「国際性」がこの点からも認知されるに至ったのである。いまや、発行体は、その時のニーズに合った資金をグローバル・マーケットからもっとも有利な条件で自由に選択できる。90年代に入って、債券市場の発展とそのグローバル化によって、日本企業は調達手段の選択肢を広げ、もっとも金利の低い市場で調達する能力を高めた。発行体と投資家にとって、債券市場の幅が広がったことの最大の利点は投資リスクの分散化にある。しかし、その分散化の利点を活かすためには、信用リスクの管理が不可欠である。“投資対象が海外に広がったため、投資家は、文化が大きく異なり、政治・規制が異なる環境で事業を展開し、異なる会計制度・原則を用いて会計報告を行い、情報開示の様式や程度が異なり、異なる言語を用い、異なる時間帯で地球の裏側で事業を行っている発行体を分析する必要に迫られる<sup>29)</sup>”。

日本では、1989年1月、市場関係者と行政当局からなる「格付についての懇談会」が発足した。構成メンバーは、発行会社、機関投資家、銀行、証券、格付機関、学者などから成っており、ゲストとして大蔵省、オブザーバーとして日銀が参加している。「格付についての懇談会」は1989年6月の報告書「我が国資本市場における格付の定着に向けて」を一般に公表し、翌90年から報告書の具体化に向けての作業を開始した。同懇談会は“我が国資本市場を、投資家の自己責任原則を基礎として、マーケットメカニズムが十分に機能する、自由で開かれた効率的な市場としていくことが、国民経済的にも、また、我が国資本市場の国際的な役割の観点からも、現在強く求められている。このような市場を構築していくための1つの前提が格付

であり、信頼度の高い格付制度の定着が、我が国資本市場が真の意味で国際的な資本市場となる上での、1つのキーポイントと考えられた<sup>29)</sup>”。

ところで、債券の信用リスクに対する評価が、格付機関の投資情報の1つにすぎない以上、その評価が結果的に間違っていたとしても格付機関にはなんら責任問題は生じない。しかしながら、格付制度が債券市場に大きく浸透し、より一層の影響を持つようになると、格付機関の「独立性・中立性」の確保が重要なテーマとなってくるのである。デフォルト・リスクについて、投資家が信頼し、債券価格の判断に用いるような予測情報を提供することが格付システムの主な目的であり、格付システムの各種の機能はここからすべて生じる。このため、格付機関は、債券市場の信頼と信認を保つために、①“格付機関にとって、発行体、証券引受会社、政府といった利害関係者のすべてからの独立性を維持することが、信頼性を保つうえでの根幹となる<sup>30)</sup>”。②“発行体の内部情報に関する秘密を厳守し、発行体の信認を得て信用の質にかかわる重要な内部情報を入手できるようにしなければならない<sup>31)</sup>”。③“格付機関の信用分析の実績と評価、さらには格付機関の見解が市場に広まることも同様に重要といえよう<sup>32)</sup>”。とりわけ、格付機関の「独立性・中立性」が重要である。米国証券取引委員会(SEC)の格付機関に対する基本的な考え方は、「格付機関の位置づけは投資家が決めるもので、政府の干渉が入るべきものではなく、何によっても規制されるべきではない」という立場である。さらに、格付機関の「独立性・中立性」は、人的・資金的関係からの独立だけでなく、格付評価に対する発行体からの圧力に対しても中立で

なければならない。

現在、日本公社債研究所以外にみる日本の格付機関(日本インベスターズサービス、日本格付研究所)は、その出資者が金融機関や機関投資家によって構成され、また、経営・管理者に大蔵省のほか金融機関出身の方が依然なっている。この点が、格付機関の「独立性」を構造的に損なっていると考えられる。その社員の多くが出資会社の「出向社員」によって構成されている現状にあって、内部組織で「独立性・中立性」の確立及び機密保持・情報管理の徹底をはかっても、その組織は「出資者間のインサイダー」そのものの構造である。格付機関は、株主構成では対等な出資比率を保ち、格付委員会の委員は完全に経営・管理者から独立して行っており、また、格付委員の任命は外部の有識者による「人事諮問委員会」の承認によるものである、と多くの批判に対して反論する<sup>33)</sup>。この主張は、先にも述べたように、「利害関係者のすべてからの独立性を維持することが、信頼性を保つうえでの根幹となる」ことを忘れた議論にすぎない。まさに、格付機関が、あらゆるものから“NEUTRAL”でありつづけることは不可能ではあるが、しかし、その存在は何ものに対しても“INDEPENDENT”でなければならない。米国の格付機関には、そのアナリストが仮に他の団体で講演等した場合は、その謝礼を相手方に寄付をするか、もしくは格付機関の収入として登録させる。さらに、アナリスト自身があらゆるものに対して“INDEPENDENT”であることを要求し、外部との謝金の受取についても詳細に制限されている。日系格付機関に対して、改善が求められるところである。

いま1つ、格付機関の「独立性」を考えると

き、米国証券取引委員会(SEC)の“国民的に認知された格付機関”、すなわち、NRSRO(Nationally Recognized Statistical Rating Organization)の「公認格付機関制度」を真似た、日本の「指定格付機関制度」問題である。1992年7月、大蔵省は、「指定格付機関制度」を導入した。従来は、適債基準などに利用する格付機関を通達等によって決めていたが、そのような位置づけでは不透明・不明確であるという指摘を受け、この制度が導入されたという。「指定格付機関制度」は、「企業内容の開示に関する省令(昭和48年大蔵省令第5号)」の第9条の3第3項ホによって実施した。同7月20日、日本公社債研究所、日本インベスターズサービス、日本格付研究所、Moody's Investors Service(米国)、Standard & Poors(米国)、Fitch Investors Service(米国)の6社が、同10月1日、Duff & Phelps Credit Rating(米国)、Thomson Bankwatch(米国)、IBCA(英国)の3社がそれぞれ指定された。これを受けて、行政当局による格付け制度の利用が本格化していった。

証券取引法は、同法上の有価証券を発行する場合、発行の都度、企業内容を規定することを発行者に義務づけ、また、その開示の内容についても詳細に規定している。大蔵省は、そこで開示の簡略化の1つの方法である「発行一括登録制度」(あらかじめ事前に発行を登録し、そこに企業内容を開示しておけば、その都度の開示をしなくてもよいという制度)の利用適格条件の1つとして格付け制度の利用を導入したのである。ほぼ同時の同7月17日には、改正証券取引法に、それまで通達に基づいて行われていた証券会社の自己資本規制が規定された。「証券会社の自己資本規制に関する省令」が施



行されたのに伴い、ここでも利用する格付機関の指定が行われた。また、1993年3月3日には、CP（コマーシャル・ペーパー）発行においても格付制度の利用が応用された。

大蔵省が「指定」する格付機関の指定基準は、明らかにされていない。しかし、「企業内容の開示に関する省令（昭和48年大蔵省令第5号）」の第9条の3第3項ホ、ならびに「証券会社の自己資本規制に関する省令」の1条9号においては、いずれも「格付機関は、大蔵大臣がその格付実績、人的構成、組織、格付の方法及び資本構成その他発行者からの中立性に関する事項等を勘案して有効期間を定めて指定したものをいう」と規定されている。この格付機関の指定は、大蔵大臣が、いわば、格付制度の利用者として、そこで用いる格付けおよび格付けをする格付機関を具体的に明らかにするものであって、指定の対象となる格付機関に対して、特定の地位を付与するというものではないし、大蔵大臣が指定の対象となった格付機関に対して監督すべき立場に立つものでもない、という<sup>20)</sup>。さらにまた、格付機関の行う個々の格付けの信用性・信頼性については、本来、市場が判断すべきものであって、行政が一定の価値観に基づいて、格付機関の評価を下す立場にはないという<sup>21)</sup>。また、大蔵省は、格付機関から提供を受けた資料等に基づいて、①格付実績等からみて、当該格付機関の格付情報が信頼性あるものとして広く市場関係者に利用され、また認知されているか、②資本構成、人的構成等に照らして、格付機関としての中立性が確保されていると認められるか、③人的構成、組織等に照らして、格付機関として適正に格付業務を遂行しうると認められるか、④当該格付機関の格付けが発行体からの十分な情報提供を得たうえで

なされているか、といった、市場の評価や体制面を中心に判断して「指定」したと述べている<sup>22)</sup>。

#### IV. 今後の課題

##### —規制と格付け—

日本の国内社債市場において、BB（ダブルB）格以下のデフォルト・リスクの高い社債（ジャンク・ボンド）が発行（ふじ、中川無線）された。財務上の特約（旧財務制限条項）の多様化が進み、なかでも財務上の特約がまったく設定されていない銘柄もみられるようになった。社債管理会社不設置による発行（FA設置、財務代理人を置いて発行するケース）が増加している。このように多様な発行体・契約内容等の持つ社債の発行は、投資家の投資リスクの判断を下す上で、これまで以上に投資情報としての格付けの役割を高めている。今後、日本でも格付けの公的利用が一層活発になることが予想される。あわせて、格付機関に対する公的関与が強まるものと考えられる。行政当局が格付機関の業務を監視する必要性を強めれば強めるほど、格付機関の「国際性」「独立性・中立性」は曖昧なものとなってくる。格付機関間の格付けは常に競争原理が働いており、その信頼性は投資家の判断によって決定される、ということ忘れてはならない。行政当局による「公認」とか「指定」という考え方は、格付機関の格付けがグローバルな債券市場で重大な役割を果たせば果たすほど、債券格付制度の有様を“行政の透明性に名を借りて”歪曲化させることであろう。

注

- 1) 松村洋平「社債市場と証券税制」『公社債月報』1994.6.
- 2) 『公社債月報』をもとに集計。
- 3) 『金融財政事情』1994.4.4.
- 4) 公社債引受協会「公募普通社債市場の一層の整備・改善に向けて」1992.5.
- 5) 1993年の改正商法について、詳しくは、以下の論文を参照してほしい。  
落合誠一「平成五年商法改正」『法学教室』No. 156, 1993.9.  
水口 宏「社債管理会社制度の新設に伴う留意点」『企業会計』'93, Vol. 45, No. 10.  
永井和之「社債に関する商法等の改正法案について」『企業会計』'93, Vol. 45, No. 6.  
吉戒修一「平成五年改正商法の概要」『ジュリスト』1993.7.15, No. 1027.  
吉戒修一「平成五年商法改正の解説(9)」『商事法務』'93.9.25, No. 1333.  
水田 徹「社債法改正に伴う実務上の対応」『商事法務』'93.9.15, No. 1332.  
山本 茂「社債法改正と受託業務」『商事法務』'93.9.15, No. 1332.
- 6) 大蔵省「新聞発表 社債の適債基準の撤廃等について」『公社債月報』No. 464, 1995.4.
- 7) 戸田周作「シリーズ 格付けの話」CREDIT WEEK JAPAN, STANDARD & POOR'S pp. 59, 1995年7・8月号。
- 8) 同上。
- 9) 内藤純一「適債基準等の基本的見直しについて」『公社債月報』No. 464, 1995.4.
- 10) 大蔵省、同上。
- 11) 内藤、同上。
- 12) 同上。
- 13) 小野 尚「適債基準および財務制限条項の基本的見直し」『商事法務』No. 1388, 1995.5.5.
- 14) 内藤、同上。
- 15) 内藤、同上。
- 16) 内藤、同上。
- 17) 内藤、同上。
- 18) 「適債基準等の撤廃」問題について、詳しくは、以下の論文等を参照してほしい。  
本田圭介「社債発行と財務制限条項」『公社債月報』No. 455, 1994.7.  
渡原 進「格付けの信頼向上のために」『公社債月報』No. 460, 1994.12.  
舟橋信夫「米国ハイ・イールド債市場の現状と展望」『公社債月報』No. 466, 1995.6.  
龍澤芳男「適債基準及び財務制限条項の撤廃と格付けに及ぼす影響について」『公社債月報』No. 467, 1995.7.  
三國陽夫「適債基準撤廃後の社債市場について」『公社債月報』No. 469, 1995.9.
- 19) ムーディーズ・インベスターズ・サービス著（日本興業銀行国際金融部訳）『グローバル格付分析』3頁、（社）金融財政事情研究会、1994.5.12.

- 20) 同上、4頁。
- 21) 同上、5頁。
- 22) 同上、23頁。
- 23) 格付についての懇談会・報告書「我が国資本市場における格付の定着に向けて」1989（平成元）年6月。
- 24) ムーディーズ・インベスターズ・サービス、同上書、80頁。
- 25) 同上。
- 26) 同上。
- 27) 渡原 進「格付けの信頼性向上のために」『公社債月報』No. 466, 1995.6.
- 28) 團藤丈士「格付をめぐる最近の動向」『旬刊 商事法務』No. 1310, 1993.1.25.
- 29) 同上。
- 30) 同上。

#### 参考文献

- (1) ムーディーズ・インベスターズ・サービス著（日本興業銀行国際金融部訳）『グローバル格付分析』、（社）金融財政事情研究会、1994年5月12日。
- (2) 格付についての懇談会・報告書「我が国資本市場における格付の定着に向けて」1989年6月。
- (3) 日本公社債研究所『わが国の債券格付けの歩み—日本公社債研究所の20年—』、1995年11月1日。
- (4) 黒沢義孝『債券格付けの実際』東洋経済新報社、1985年3月22日。
- (5) 黒沢義孝「格付制度の現状と課題」金融ジャーナル、1995年3月。
- (6) 三浦后美『現代社債財務論』税務経理協会、1993年。
- (7) 三浦后美「債券格付け制度の国際比較」『財務環境の変化と経営財務』経営財務研究双書<16>、日本経営財務研究会編、81-96頁、中央経済社、1995年10月20日。
- (8) 吉村光威「定着する社債格付け」JICPAジャーナル、No. 475, 1995年。
- (9) 吉村光威「債券格付けのオーセンティシティ」企業会計、'95, Vol. 47, No. 5.
- (10) 清水葉子「債券格付けと信用情報の生産」証券経済研究、第1号、1996年5月。

- (11) 渡辺 茂・棚橋祥紀・染宮秀樹「日本企業の格付け」『財界観測』, 1993年1月11日。
- (12) 渡辺 茂・平井直樹・宮田 宏「格付産業の分析」『財界観測』, 1996年6月1日。
- (13) STANDARD & POOR'S『格付けとデフォルトの関係』1996年5月。
- (14) STANDARD & POOR'S, *SAMURAI Ratings Focus*, volume 1, No. 3, 1996年6月。
- (15) STANDARD & POOR'S, *Bank System Report*, 1996年4月。
- (16) FINACIAL TIMES Newsletters, *CREDIT RATINGS in Emerging Markets*, (January), Financial Times Publishing.
- (17) 証券団体協議会『格付について』1991年8月6日。
- (18) 朝井 実「生保会社の低格付け社債投資」『生命保険経営』, 第64巻第1号, 1996年1月。  
(文京女子大学教授)