

社債市場の新展開

後 藤 猛

要 旨

我が国企業の国内社債発行は1990年代に入り急速に増大し、最近では月間1兆円のペースで発行が進められている。80年代には空洞化の危機感さえあった社債市場が、設備投資減退という情勢下にも拘わらずこのように活況となってきたのは、いわゆる貸し渋りという銀行ローンの減退に直面した企業が市場からの直接調達へシフトしているという現象面のみならず、社債を含めた我が国長期金融システムの構造的変革の進展が背景にある。

すなわち、一方においては、金融債を原資として長期信用銀行が長期融資を行うことを企業長期金融の中心方式とし社債を限界的調達手段と位置付けてきた我が国長期金融システムがもはや大きく後退し、これに対応して、戦後起債市場再開以来の社債発行市場システムが大改革され、社債発行拡大への体制が整ったのである。

1988年のプロポーザル方式導入により、39年間社債発行を統制してきた起債会は消滅し、つづく一連の制度改革により、受託銀行は証券子会社を作つて社債発行引受の推進勢力となり、商法の社債発行限度は廃止され、受託銀行制度も廃止されて社債管理会社に取つて代わられ、さらに社債発行の適債基準撤廃、無担保発行基準も撤廃となり、社債市場はようやくグローバル・スタンダードの自由な新展開への軌道に乗ることができたのである。

最近の社債発行形態は、券種を1億円券のみにすることで社債管理会社をも不設置とし、無担保で、ターゲット・ディールもあり、銀行の証券子会社が引受主幹事として推進しているものが約半分を占める、というのが大勢である。

目 次

はじめに

- I. 社債発行月間1兆円ペースへ
- II. グローバル化に向かう長期金融システム

III. 進展した制度改革

- 1. プロポーザル方式導入と起債会の機能停止
- 2. 銀行の証券子会社による引受業務参入

- 3. 社債発行限度撤廃
- 4. 社債受託銀行制度の廃止と社債管理会社制度導入
- 5. 適債基準の撤廃

- 6. 無担保発行の適債基準も撤廃
- 7. 社債格付けの重要視
- IV. 社債発行形態の新傾向
- V. 社債流通市場の新方向

はじめに

1980年代には空洞化の危機に瀕していた我が国の大債市場は90年代に入りようやく息を吹き返し、80年代には年度間でも1兆円に満たなかった大債発行額が、最近では月間で1兆円というペースにまで増大している。

バブル崩壊後長らく不況から抜け切れず設備投資も停滞している日本経済の現状下にも拘わらず、このように大債発行が増勢を示していることをどのように考えたらよいのか。それは、我国の大債市場がようやく新しい発展段階に移行してきたものと見ていいであろう。

企業金融が間接金融から直接金融へと本格的にシフトし始めたのであり、80年代後半から90年代にかけ推し進められてきた大債市場の制度改革が、このシフトをバックアップし、大債市場の構造的新展開を推進しているのである。

本稿では、この新しい大債市場の展開とその背景について分析をしてみたい。

なお、広義の大債には転換大債と株式引受権付大債や外債も含まれるが、本稿では、それらを除外し国内普通大債のみについて論じる。

I. 大債発行月間1兆円ペースへ

最近の大債発行額の推移は表1のとおり、83～89年度には6,000～9,000億円にまで落ち込んでいたものが、90年度から急増し98年度は月間

表1 大債発行額等の推移

(単位 億円)

年度	大債発行額	大債現存額	利付金融債現存額
1982	10,475	97,006	217,283
83	6,830	94,754	241,123
84	7,200	92,837	262,337
85	9,435	91,668	283,859
86	9,800	90,610	309,363
87	9,150	90,399	335,869
88	7,490	90,825	361,750
89	7,290	88,886	406,857
90	20,660	99,001	492,041
91	24,267	112,465	534,604
92	38,200	142,967	547,877
93	29,790	162,927	553,492
94	32,650	187,102	551,164
95	57,192	231,456	496,265
96	56,360	271,737	500,445
97	87,995	342,079	473,082
98上	65,674	399,207	443,136

〔出所〕『公社債月報』より筆者作成

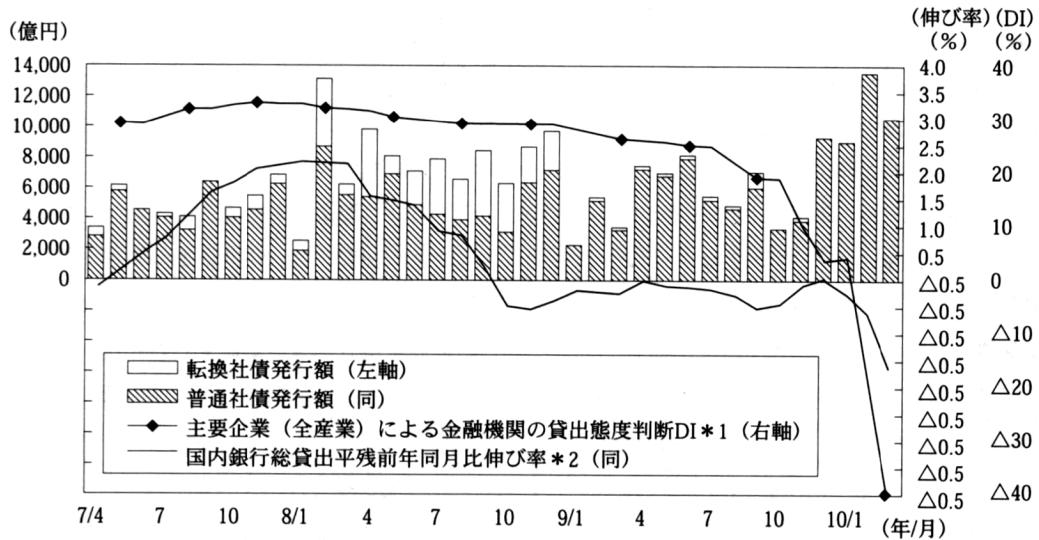
1兆円の発行が常態という状況であり、大債発行会社の起債意欲は容易に衰えを見せない。

その結果、長らく8～9兆円に止まっていた大債発行残高は、91年度末には11兆円を超え、95年度末には23兆円をこえるという急ピッチの増勢で、98年12月末の統計では遂に42兆円強に達していた。

打ち続く景気低迷・設備投資低迷という現況下におけるこの大債急増は、まず、金融機関のいわゆる“貸し渋り”という銀行ローンの減退に直面して、企業が間接金融から大債による直接金融にシフトしていることを図1は示している。

従って図2に示すように、その資金の使途は

図1 社債発行と銀行貸出

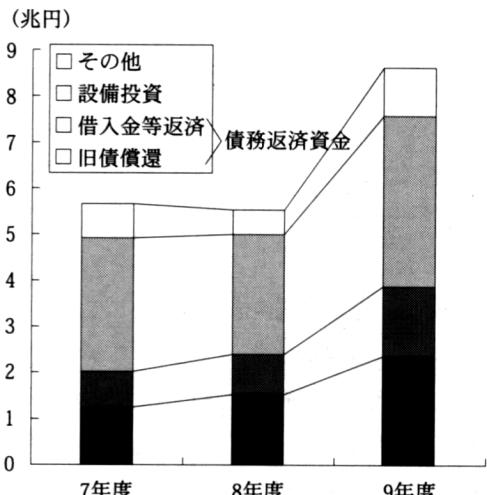


* 1) 日本銀行「主要企業短期経済観測」による。「ゆるい」-「きびしい」(回答社数構成比)。

* 2) 日本銀行「貸出・資金吸収(速報)」(『経済統計月報』掲載)により算出。

[出所]『公社債月報』98年7月号。

図2 普通社債発行額の資金使途別内訳*

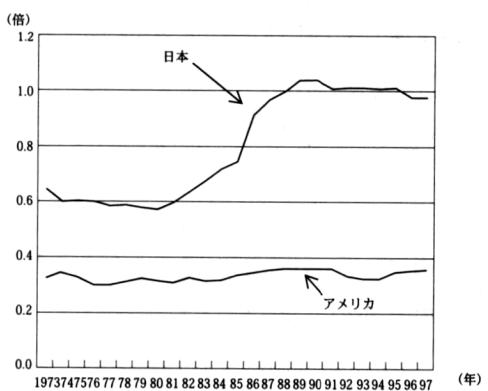


[出所]『公社債月報』98年7月号。

新規設備投資のウェイトは相対的に低く、旧債償還や借入金の返済がかなりある。

旧債の中には株価低迷のため転換されずに残り償還期を迎える転換社債が97年度約1.9兆

図3 銀行貸出残高の対GDP比の推移



(備考) 1. 日本銀行『経済統計月報』、データストリームにより作成。

2. 日本の銀行貸出残高は、国内銀行勘定の貸出金残高(各年12月末残)を利用。

アメリカの貸出金残高は、Loans and leases in bank credit(各年12月末残)を利用。

3. GDPは暦年の名目値を利用。

[出所]『経済白書』平成10年、362頁。

円、98年度約4兆円(『公社債月報』98年4月号で公社債引受協会推定)もあり、これらを現在の株式市場をバックとして転換社債発行によって借り換えることは困難ということから、

普通社債発行に向かったものもあったと推測される。

また、平成10年経済白書から引用した図3を見ると、我が国の銀行貸出残高はGDPの0.6倍くらいの水準で推移していたものが、バブル期の80年代後半から急増して89年にはGDPの1倍を超え、最近ようやく調整されつつあるが、まだまだその水準は極めて高い。直接金融の発達した米国では0.3倍前後で推移しているのと対比すると、まさに超異常である。

今後GDPが急増すればこの比率は低下するわけであるが、それが大きくなれば期待できない状況下では、どうしてもこの銀行貸出残高が下方修正されなければならない。

貸し渋りは、その調整過程で必然的に避け得ないもので、一時的なものではない。企業金融としては銀行借り入れ依存を減退させ直接金融の方途を模索することが、今後必然的に採らねばならない方向である。

その意味で、CP市場の発展とも並び、社債発行市場を整備発展させ、多くの企業にとって使い勝手のよい市場にしてゆくことが時代の要請なのであり、市場はようやくその期待に応える展開を開始したというべきであろう。

II. グローバル化に向かう長期金融システム

社債市場の新展開の背景として、我が国独自の長期信用銀行制度の最近の衰退を見逃すことはできない。

戦後日本の急速な経済復興とそれに続く高度成長経済の金融面を見た場合、企業の設備投資急拡張のファイナンスにおいて絶大な貢献をしたのは、社債市場ではなく、金融債発行で調達

した資金を原資として長期金融を拡張した長期信用銀行の活躍であった。

金融債を原資として長期金融を行う金融機関として、戦前政府金融機関であった日本興業銀行が、米国型システムから見ると違和感を持ったGHQの異議をも抑えることができて戦後も存続し、1952年には長期信用銀行法が制定されて、新たに長信銀2行も設立され、我が国独自の長期金融システムが確立された。

それは、長期信用銀行は期限5年の利付金融債を主とし1年の割引金融債を補完的に発行する特権を与えられ、それを原資に長期金融を行い、その他の市中銀行は最長1年の預金を原資として短期金融に特化し、これら市中銀行の取引先企業への長期融資は長期信用銀行の発行する利付金融債を購入することによって間接的に可能となるという、長短金融分離・協調のシステムであった。

これにより、一般市中銀行は利付金融債購入により資金の流動性を保ちつつ、長期金融拡張に参画でき、また購入した利付金融債は日銀借り入れの適格担保として活用もできるというものであった。

そこで、政府の経済成長政策としては、いかにこの利付金融債の発行を助長するかが重要とされ、例えば、金融債と同じ期限の5年債は国債も社債も発行させず、社債の発行条件は金融債消化に悪影響を与えないように統制した。利付金融債の利回りの0.9%上に長期プライムレートを設定するという政策をとったため、成長促進のため長期金利を低めに抑えるためには利付金融債の発行条件（利回り）を低めに抑える必要があり、これと競合する社債発行条件も低めに抑えるというシステムだったのである。

そしてこの場合、その社債発行は1949年以

降、起債打合会によって統制され、発行銘柄、発行額、発行条件のすべてがこの会合の合意・承認によって決められるというシステムであった。

すなわち、社債の引受業務は1948年11月の証券取引法65条の施行によって証券会社の専業となったのであるが、当時の困難な金融・債券市場の下において重要産業の低利・良質の長期資金として社債の発行を促進することは急務であるとされ、そのため政府・日銀・金融・証券の協議体として起債懇談会を作り、その下部機構としての起債打合会が作られ、この官民各界のバックアップによって社債発行を推進するという体制が作られたのである。それは1949年6月で、この月が戦後起債市場再開の月とされる。

しかし、この体制では、起債懇談会は大筋を決め、起債打合会は、社債の引受幹事を務める証券会社と社債の募集受託を行う受託銀行によって構成され、社債発行の銘柄選別、発行額、発行条件などは毎月のこの打合会で合意・承認された後、一斉に募集開始されるというものであった。

すなわちこの体制では、証券会社は受託銀行の賛同がない限り何も出来ない。そして、その受託銀行とは、日本興業銀行をリーダーとして三井・三菱などの大都市銀行であり、これらはまさに長期金融を金融債による銀行貸出を中心として拡張しようという狙い手なのであり、社債市場を限界的資金配分市場として位置付けたのも当然であった。

その後起債懇談会は、1956年には活動停止となつたが、起債打合会体制（68年に起債会と改称）は実に1988年まで存続したのである。

このようにして、我が国長期金融の原資としての金融債（とくに利付金融債）は社債発行よ

り圧倒的に多く発行されてきた。

利付金融債の残高統計では長信銀3行の外、旧東京銀行債（現東京三菱銀行債）・農林中央金庫債・商工組合中央金庫債・全国信用金庫連合会債が含まれていが、このうち長信銀3行債の比率は昭和30～40年代には84～88%を占め、その後減退して最近は60%を切ってきている。それを前提として表1を見る必要があるが、この利付金融債の発行残高は93年まで急増し、図3の示す銀行貸出残高急増にも寄与したが、94年からは社債の増加とは逆に減少に転じていることを表1は示している。98年12月の残高は43兆75億円となっており、今や増大しつつある社債発行残高とクロスする歴史的転換点に近づいている。

我が国の金融経済システムは1980年代から変質し、さらに96年には金融ビックバンが提唱されるに及び、我が国独特の長期金融システムの必然性は消滅した。戦後にGHQが違和感を感じたように、金融債を原資とする我が国独特的長期金融システムはやはり衰退し、社債発行に多くの依存するというグローバル・システムにやっと向いだしたのである。

社債市場は、このようなわが国長期金融システムの歴史的転換とあいまって、一段と本格的発展を押し進める段階にある。

III. 進展した制度改革

社債発行急増の背景として、ここ数年来次々と進められて来た制度改革を指摘することができる。

表1の示すように、83～89年の社債発行は極めて低調であったが、企業の資金需要は落ちたわけでもなく、調達市場は転換社債やワラント

表2 社債制度改革関連事項小史

年	月	事 項
1985	4	社債格付会社の活動開始
87	4	NTT 社債発行条件決定にプロポーザル方式導入
88	4	すべての社債発行にプロポーザル方式が認められた これにより、起債会（1949年発足した起債打合会が68年に改称されたもので、受託銀行グループと引受幹事証券グループで構成する社債発行統制機関、この統制下では発行会社と引受証券が発行条件を個別交渉する余地はなかった）は、ようやくその長い歴史を閉じた
90	11	適債基準を修正、数値基準を廃止し格付基準へ一本化
92	6	金融制度改革関連法成立、
93	4	同法施行
93	7	これにより、興銀・長銀・農中が証券子会社を設立し社債引受業務に進出、以後、信託、都銀、地銀がこれに続く
93	6	商法改正法成立、
〃	10	同法施行、これにより、社債発行限度規制撤廃、社債募集の受託会社は廃止され社債管理会社制度導入
93	11	初の5年社債発行
95	9	社債管理会社規定の但し書きを利用し、初の管理会社不設置社債発行
96	1	社債適債基準撤廃、無担保発行の適債基準及び財務制限条項の設定義務付けも撤廃

〔出所〕諸資料より筆者作成。

債や海外市場をも利用するウェイトが高まり、国内社債市場空洞化の危機を痛感させるものであった。

公社債引受協会では、83年、84年、86年と3回にわたり、社債発行会社に対しなぜ国内社債市場を利用しないかをアンケートした。その回答は、要するに、コストが高い、手続きが面倒だ、発行条件の決め方が硬直的だ、担保付を強要される、発行の適債基準が合わない、月末一括起債方式はなじまない、などであった。

これらは、すでにかなり経験した海外発行をふまえ、我が国社債市場のグローバル化の遅れを指摘するものにはかならなかった。

そこで、公社債引受協会や発行市場関係者はこれらを改めるべく注力し、社債の引受手数料、受託手数料、元利金支払手数料などのコスト引下げを進めるとともに、証券取引審議会など各界をも説得動員して社債発行システムの改革・グローバル化を推進した。

表2には推進された重要な改革を年代順に列

記したが、これを順次説明しよう。

1. プロポーザル方式導入と起債会の機能停止

まず、大きな画期的な改革は1988年のプロポーザル方式の導入である。

これは、1986年の証券取引審議会で提言され、87年5月にまずNTT債にのみ採用が認められたが、88年4月には一般の社債発行もすべてこの方式を採用することが可能となった。

この方式は、社債発行に当たり発行者が複数の引受幹事候補社から発行条件を提案（プロポーズ）させ、自社に有利なものを採用するというもので、円建て外債ではすでに用いられていた。

1949年以来の起債会による起債方式では、社債発行会社はすべて後述5.の適債基準によって選別された後、資本金や純資産などの規模によってA格・B格・C格などに分類され（これは“起債会による格付け”といわれる）、それ

それに起債会で決定された起債条件を適用するといふもので、発行会社と引受幹事証券との個別交渉の余地は全く存在しなかった。

プロポーザル方式によって初めて社債発行会社と引受証券会社が相対で発行条件を決めるシステムが導入され、社債発行日も従来のように各社一斉に月の24～5日ということではなくなった。

こうして、1988年4月以降は社債発行会社がすべてプロポーザル方式を採用することが可能になったことにより、49年から続いてきた起債会はもはや開催されることがなく、39年もの長い歴史に終止符が打たれたのである。

プロポーザル方式は、その後は引受幹事獲得のためダンピング的発行条件をプロポーザルする過当競争を引き起こし、値引き販売が常態となるなどの弊害がでてきたので、均一価格販売方式などに修正されてゆくが、発行会社と引受幹事との個別協議で発行条件きめるという基本は変わらず、もはや起債会統制方式に逆行することはない。

2. 銀行の証券子会社による引受業務参入

次いで画期的な改革は、長らく続けられて来た論議が決着して1992年に金融制度改革関連法が成立し、93年4月に施行され、これにより、これまで受託銀行として社債発行に関与してきた銀行が証券子会社を設立して社債引受業務に参入することができたことである。

受託銀行として起債会ではむしろ社債発行にブレーキをかけてきた日本興業銀行はじめ主要銀行が、93年7月以降つづきと子会社による社債引受業務に参入し、後述IV.にも述べるように社債の抑止勢力は一転して発行推進側に

回ったのである。

3. 社債発行限度撤廃

93年6月には商法改正が成立し、社債発行限度撤廃と社債募集の受託会社の規定を廃止してその機能を社債権者保護に絞った社債管理制度を導入することが、やっと通った。

社債の発行に限度額を設ける規定は、明治23年の旧商法のとき「社債ノ発行額ハ株金ノ払込金額ヲ超過スルコトヲ得ズ」として導入され、その後若干の修正が加えられてきた。その趣旨は、会社が社債を無制限に発行し資力以上の負債を負うことを防ぐことにある、とされているが、借入債務は制限されておらず、すでに大正13年に竹田省博士の「社債法十講」の中でも「外国にも極めて例の少ない立法あり」その意義は明白でない、としているものであった。

社債発行市場を拡大するためにはこれが足かせとなってきたことから、廃止すべきだとの声が高まっていたが、間接金融の担い手でもある受託銀行は時期尚早として反対していたものである。

4. 社債受託銀行制度の廃止と社債管理制度導入

もともと社債の委託募集の制度は、知名度の低い会社の社債募集に際して受託会社の信用を添加することにより募集を容易にするとの趣旨で明治44年に採り入れられたが、昭和13年(1938年)の商法改正ではこの「社債募集の委託を受けた会社(受託会社)」が残額引受の機能をもつ持つという条項が明示され、さらに社債権管理の機能、社債権者集会において果たす役割の規定なども追加整備された。

そして、商法中改正法律施行法により、この

受託会社は銀行・信託銀行に限ると規定され、同時に有価証券引受業法が制定されて、それによる認可を受けた大手証券会社も受託会社になると規定されたのである。

これにより、戦前の社債市場では受託銀行が引受業務をも行う体制となっていた。

しかし、1948年（昭和23年）の証券取引法では銀行等の金融機関の社債引受業務を禁止した。このため、社債の発行に際しては、発行会社は銀行に対して社債募集を委託して「募集委託契約」を締結するが、その社債の引受募集は証券会社に行わせることとし、証券会社と「引受並びに募集取扱契約」を締結するという体制となった。

この場合、募集の受託会社としての銀行は、前述したように間接金融体制の担い手として、社債発行会社に借入金を提供するメインバンクとしても活躍し、同時に1949年6月の社債発行市場再開における起債打合会の重要な担い手として社債発行市場運営にも関与し、かつ社債消化の困難な場合には有力な応募者ともなってきたのである。

しかし、募集の受託会社の残額引受けを明示した商法規定は証券取引法の下ではすでに死文化しており、受託銀行として果たすべき法律的役割は結局は社債権者の保護である、ということとなっており、社債発行市場運営における役割も、起債会の機能停止とともに消滅していた。

しかも、受託銀行が証券子会社を設立して社債引受業務を行うことがすでに可能となったのであり、もはや銀行の行う募集受託業務は、社債市場に関与するという実態面の意義は薄れ、法律面からは社債権者保護をもっと明確に規定すべきだ、ということになって社債管理会社制

度に移行したものと解される。

このような問題を含め社債関連の法律を全面改正することについては、すでに1961年に法務省は関係の経済団体等に対し意見照会を行って検討を始めていた。これに対し、公社債引受協会では、筆者も参加して「社債関係諸法の改正に関する意見」を作成し1963年に提出したが、その中で募集の受託会社は“社債管理の受託会社”としてその機能を明確に規定すべきだとしたのであるが、その実現には30年を要したわけであった。

こうして、企業金融における直接金融の比重増大の抑止力となってきた社債発行限度と社債募集受託の問題は消滅し、社債発行市場拡大への道がようやく開けたのである。

5. 適債基準の撤廃

次に画期的な改革は、1996年1月から実施された適債基準の撤廃である。

適債基準には、社債を発行できる会社を制限する基準と、無担保社債発行を制限する基準とがある。

社債発行会社を一定基準で選別する問題は、1949年6月の社債市場再開時に溯る。

当時の金融債券市場混乱時に、低利良質の資金として社債を企業に発行させこれを販売することは容易ではなく、このため、日本銀行では重要産業の社債を日銀貸出しの担保として国債並みに優遇することで金融機関に社債応募のインセンティーブを与える政策を探った。そこで社債を発行しようという会社を日銀が事前に審査し、その社債が日銀担保として適格か否かを発表したのである。不適格の社債の販売は当然困難である。そこで、起債打合会は日銀担保適格ということを選別基準として社債発行を認め

ることとしたのである。

しかし、この日銀の事前適格審査制度は1955年12月で廃止された。

ところが、社債の発行条件は、前述もしたように利付金融債とのからみで相対的に低利回りを続けていたので、引き続き社債発行の希望は多く、依然として発行希望を制限しつつ市場運営をしなければならなかった。そこで、起債打合会において、社債発行会社を選別する基準を作ったのである。

その基準にはいろいろ変遷があるが、まず当初は“社債発行残高があること”も基準となつたのは、日銀の事前適格審査時代に適格社債と認定されて発行した実績銘柄を重視したものといえる。いわゆる新顔債は制限的に発行されたのである。その他、資本金、純資産、純資産倍率、自己資本比率、使用総資本営業利益率、配当率、インタレストカバレッジ・レシオといったような会社の経営数値を問題とする“数値基準”を作り、時代によりそれを修正しつつ会社を選別してきた。

その後、後述もするように1985年から我が国にも社債のデフォルト・リスクを測定する米国流の格付会社が設立され、海外の格付会社も上陸してくると、88年にはこの数値基準に格付基準をも加味したが、1990年には数値基準を廃止して格付基準のみとし、要約すれば発行を可とする社債をトリプルB格以上にしたのである。この適債基準は1988年の起債会消滅後は、大蔵省の行政指導となっていた。

このような適債基準がついに96年1月から廃止されたのである。

いまや、社債は格付けがダブルB格でもシングルB格でも、引受会社との交渉により、そのリスクに見合った発行条件を設定して発行が可

能という市場になった。社債発行会社の裾野は広げられ、直接金融がますます拡大する道は開かれたのである。

もちろん、我が国の市場では、投資家の受入れ態勢や、発行会社がどこまでの発行条件を許容するかなどにおいて、低格付社債の発行にはまだまだ抵抗が多い。トリプルB格でもまだあまり起債されない。しかし、発行会社は複数の格付会社から格付けを受けるものが多いので、ムーディーズの格付けでダブルB格となっている銘柄をみると、96年度20銘柄、97年度22銘柄あった。

米国市場では、たとえば、『公社債月報』1992年5月号にマイケル・エイセイ氏の書いた「米国社債市場の拡大と発展」によると、ムーディーズの統計による社債の格付別構成では、トリプルB格以下の社債が、事業債では1990年27.7%，91年41.7%，電力・電電債では1990年は37.3%，91年は38%を占めているという。

もちろん市況により、低格付ものを受け入れ易い環境とそうでない場合があるが、今後は低格付社債でもリスクに見合って発行条件を設定し、多くの発行会社が利用できる裾野の広い社債市場の形成が期待される。

6. 無担保発行の適債基準も撤廃

次に無担保社債発行の適債基準というものは、1949年6月の社債発行市場再開の時には存在しなかった。社債発行はすべて担保付が当然とされていたのである。

これは、1933年のいわゆる社債浄化運動の流れを受けたもので、1949年の起債懇談会・起債打合会体制による市場再開に際しても、募集の受託銀行が担保付社債信託法による受託会社となって、物上担保付で発行することが絶対要件

であった。どのような企業でも、受託会社が担保物件の査定をして十分な担保ありと判定されなければ、社債発行は不可能であった。

業種によっては担保付社債信託法の規定する担保物件を所有していないケースもあるが、そのような会社はいかに有望な会社でも社債発行は許されなかつたのである。

ところが、1970年12月のアジア開発銀行債を皮切りに日本市場で円貨建外債を発行する道が開かれ、当時の急激な円高を抑制する政策的意図もあって世界のいろいろの債券発行者が招致された。その発行者は当初の公的機関から、1979年には米国の民間会社シアーズ・ローバックも登場したが、同社は米国の慣習にしたがって無担保で発行するのが当然だと主張したのである。

これについては、市場国際化の観点から容認すべしとする引受証券会社とこれに反対する受託銀行との間に激しい論議が展開されたが、結局はこれを容認した。

そこでこれとのバランス上、国内社債にも無担保発行の道を開くこととなつたが、それには、起債会において極めて厳しい禁止的な基準が設けられたわけである。最初の無担保適格基準では、それをクリアできる会社は松下電産とトヨタのみであった。

しかし、時代の流れとともに、この禁止的な基準も漸次何回か緩和され、無担保発行の可能な会社は増加してきていた。

そして、1996年には基準そのものが撤廃となつたのである。

無担保発行か否かは発行会社と引受証券会社との協議により、発行条件の設定とからめて自由に決定されるのである。

また、96年以前の無担保発行の場合には一定

の財務制限条項を付けることが、ルール化されていたが、これも発行会社と引受証券会社の協議に任されることとなった。

こうして、1999年現在、社債発行市場では無担保発行が圧倒的に多く、担保付社債はむしろ例外となっている。

7. 社價格付の重要視

このような無担保社債の一般化とともに、社債の安全度（裏からいうとリスク度）を測定する米国流の“社價格付け”がますます重要視されつつあることも新しい傾向である。

社債は担保が付いているから安全ということはないが、1949年以降の我が国社債市場においては、社債がリスク・キャピタルであるとの認識は極めて乏しかった。経営が破綻し会社更生法の適用を受けた会社も若干あったが、その場合は担保の受託銀行が、社債保有者からこの社債を額面価格かそれに近い価格で買い取って、自らが会社更生手続きに参加するという形で社債保有者を救済することが、一般化してきたのである。

これは受託会社の法律上の責務でもないのに、慣行化していたのは、受託銀行がメインバンクとして多額の有担貸出金も抱えているので、社債も一緒にして更生手続きに参加しようとしたこと、これまで一般に破綻のケースは少なく、また社債の発行額も貸出額に比べては極めて少額で処理可能だったこと、自行が受託した社債で投資家に迷惑をかけることで評判を落とし体面を悪くすることを回避しようとしたこと、などから他の受託銀行の前例に倣い社債保有者救済を買って出た、と考えられる。

担保付の場合は社債を全額買い取って更生担保権者として更生手続きに参加することが可能

である。

しかし、社債発行額も増大し、商法改正で受託会社は社債管理会社となり地位・立場も変化し、また無担保が一般化したことなどから、もはや受託銀行ないし社債管理会社による救済買い取りは全く考えられない情勢となった。

転換社債としては1997年9月のヤオハンジャパン、普通社債としては98年12月の日本国土開発が受託銀行の買い取らない初のケースとして現実の問題となった。

これにより、社債のリスク・キャピタル性が認識され投資家の格付け重視の傾向が強まっているといえよう。

これよりさき、1985年に我が国では初めて債券のリスク度を測定する米国流の格付会社が3社設立され、同時に米国からも長い歴史をもつ格付会社の大手3社が上陸して日本社債の格付けを開始した。しかし、前述のようなリスク認識の乏しかった市場ではこれを重視するものは余りなかった。

格付けは本来社債市場で応募したり売買したりする投資家サイドが利用すべきものである

が、格付けの普及を重視した大蔵省は、社債・転換社債の発行には格付けを取得するよう義務づけ、適債基準にも格付けを導入するなど発行市場のサイドから格付け重視を誘導してきたのである。

米国の格付会社は20世紀初頭に活動を開始したが、1929年の大恐慌時に初めてその真価が發揮され重要視されたことから、当時筆者はいつの日か日本でも大不況となって社債発行会社の倒産が出て来たら、格付けの意義が認識されるだろう、などと冗談めかして言っていたのであるが、幸か不幸かその時期が早くも来て、格付け認識の面でもグローバル化が進展したのである。

IV. 社債発行形態の新傾向

このような制度改革の結果、社債市場には数年前とは様変わりの新傾向が現れている。

まず、商法による社債管理会社設置制度は強制規定であるにも拘わらず、管理会社を設置せず、元利金支払いのため財務代理人のみを設置

表3 社債管理会社不設置社債と証券子会社主幹事状況等の推移

年 度	管理会社不設置銘柄		証券子会社主幹事の銘柄数	証券子会社が1社幹事の銘柄
	銘柄数	発行額		
1994	0 0%	0 0%	18 16%	0 0%
95	31 12%	8,800 15%	95 35%	1 0%
96	230 62%	31,060 55%	171 46%	23 6%
97	428 77%	59,430 68%	344 62%	99 18%
98上	344 84%	50,329 77%	200 49%	56 17%

下段の%は全銘柄、全発行額に対する比率、金額は億円単位

[出所]『公社債月報』より筆者作成。

して発行するものが、表3のように急増している。

商法297条の社債管理会社の規定には、但書きとして社債の各社債の金額が1億円以上の場合、例外として管理会社を設置せずともよい、としている。これを利用して、1億円券のみを発行して管理会社を置かない社債が（表3）のように年々増え、98年度上期は銘柄数にして84%にも達しているのである。

昭和30～40年代には社債の個人消化を広く推進するのが証券界の使命として、発行会社に1万円、10万円などの小券をも作ってもらって個人消化力に注力したが、これはもはや昔語りとなった。現在では、電力債や鉄道債など月に数銘柄が個人消化銘柄として発行され、100万円券を主とし、50万円券、10万円券を作る銘柄もある、といったところである。

かつては、社債の引受メンバーには、30～40社とかそれ社以上の証券会社が参加し、消化層の拡大を図ったが、いまは、メンバーは5～20社くらいの小編制が多く、中には1社とか2～3社というのもある。

社債は億円単位で販売されるので、当然機関投資家相手の販売となる。

中には、引受証券会社が予め若干の一定の大口の投資家を確保し、そのニーズに合わせて発行条件と購入額を交渉して設定し、それを資金需要のある発行会社に持ち込んで決めてしまうという“ターゲット・デール”といわれる方式の発行も増えており、これには多くの引受メンバーは不要である。

また、社債の引受証券会社といっても、Ⅲ. の2. で述べたように、受託銀行が設立した証券子会社が活躍しているもので、ファイラー・ウォールはあるにせよ、起債会の有力な扱い手

であった親銀行の有形無形の影響力は否定できない。

表3に示すように、証券子会社が主幹事となった社債の銘柄数は年々増え、97年度は、全体の62%を占めた。この年は、伝統的な證券4社にいろいろと問題が生じて社債引受活動も鈍ったということを勘案する必要があるが、翌98年度上期でも証券子会社主幹事は49%を占めたのである。

従来から社債引受メンバーに参加していた中でも中小規模の証券会社は、このような趨勢下では、社債発行の急増にも拘らず、社債引受業務からは撤退する傾向が強まっている。

こうして、最近大量に発行されている社債の発行形態を要約すると、社債発行は、「まず格付けをとり、無担保で、社債管理会社を設置せず、1億円券のみを発行し、機関投資家に向け、時にはターゲット・ディール方式で、極めて短期間に販売してしまう。しかもその半数は、かつての受託銀行の子会社が引受主幹事となって推進している」ということができる。

V. 社債流通市場の新方向

社債の流通市場は現在なお不振であるが、このように社債残高増加の趨勢が続けば、必ずややがて、いろいろの要因から売り買いの需要が出て、売買も活発となると思われる。

社債流通上のネックとして、登録債売買手続きの面倒さと時間がかかるという問題があるが、これを解決するための機関として、97年12月から債券決済ネットワーク（JBネット）が稼働した。

すなわち、機関投資家が社債を保有する場合、1942年制定の社債等登録法を利用して登録

債として保有した方が便利であり、殊に金融機関の場合は登録債の利金は源泉税を徴収されない恩典が残っているので、登録債の方が有利ということで、すべて登録債として保有しているのが実情である。しかし、その登録機関は社債ごとに異なっており、売買して所有権を移転する手続きが面倒で時間がかかり迅速な売買は不可能である。

投資家・証券会社および登録機関がこのJBネットに加入することにより、ここに売買手続きを集中代行させて、この問題を解決しようというのがJBネットである。

源泉税不徴収の制度は、徴収される法人と不徴収の法人・個人との間の市場分断を発生させているという問題も残されており、本来的には社債等登録法を廃止し、欧米のような振替決済機関の設立を目指すべきであろうが、これは今後の課題である。

また、証券業協会では、協員会社の債券売買について、協会が毎日発表している債券の基準気配の上下一定の幅の価格の範囲内でないと売買をしてはならない、という値幅制限を課していたが、これは98年12月に廃止された。

このような値幅制限は、もとは1,000万円未満の小口売買の投資家保護のためにあったが、92年に債券の売買価格を恣意的に操作して損失

補填を行った証券不祥事の発生のため、全面的に導入された。

しかし、債券相場は本来いろいろの情勢に応じて自由に値付けされなければ、売り買いの出会いは成立し難い。恣意的な価格は当事者の良識や税務当局の監視とか、時価会計の次元の問題とすべきであろう。

例えば、格下げによりダブルB格とかシングルB格とかになった社債は、そのリスク度に応じた価格が付けられることによって、買い手もついてくるという市場を成立させることが必要ではなかろうか。それによって、ハイリスク・ハイリターンの市場ができる、それをベースとしてダブルB格やシングルB格の社債も発行できるような市場の裾野が広げられてゆくであろう。

従来の我が国の社債市場は、適債基準などによってハイリスクのものを人為的に排除しようとしていた。しかし、発行時にA格でも何年か後にB格になることもある。

新しい社債市場の展開においては、社債のリスク度を格付けなどの助けも借りて直視し評価し、そのリスクに見合ったリターンを追及して発行条件や売買価格を設定し、多くの投資家を誘引する市場としてゆくことが肝要であろう。

(経済評論家)