日本の社債金融と債券格付けの役割

三　浦　后　美

要　旨

日本企業の外部金融は，世界的なディスインターミディエーション（銀行離れ）という流れに沿って一層，社債金融化の進展を強めた。わけても，バブル経済崩壊後の90年代に入ってエクイティ・ファイナンスに取って代わったのがデット・ファイナンスの普通社債市場である。この日本の普通社債市場が1996年の適債基準の撤廃を受け，いま大きく変わろうとしている。戦後一貫してきた電力債中心の市場から一般事業債の市場へと変化し，株式会社財務の中核を成す。さらには，近時，日本の普通社債市場の特異性という形で，1999年の規制緩和で誕生した銀行債，ノンバンク債が直近の発行市場の４割近くも占めてしまっている状態である。

いま一つ注目すべき点は，個人投資家向けの社債発行が増加していることである。社債権者のおかれた立場は一様ではない。普通社債発行市場の現状は，規制緩和とともに質・量とも大きく変貌を遂げてきているものの，社債権者保護の観点では信用リスクを個人投資家に集中して負わせ兼ねない不平等な自己責任原則が見え隠れしているように思えてならない。自由化後あらわれたFA債（社債管理会社不設置債）の台頭と「財務上の特約」条項の多様化は，発行会社により優位に展開している実態である。なかでも担保提供制限条項が極めて重要な意味を持ってきている。その動きは，社債権者の地位をより弱い立場に追いやり，本来の社債権者保護を指向した考え方からほど遠く，ますます発行会社の優位性を強化するための歩みである。

1996年１月の適債基準が完全撤廃させた以後の日本での社債市場がデフォルト・リスク（defaut risk）を顕在化させたことによって，第三者機関である格付機関が行ってきた債券格付けは，より一層重要性を増してきている。しかしながら，近時にみる資産担保型証券の出現は，債券格付けをさらに多様化させ，また第三者機関としての格付機関の立場を複雑化させている。これまでの債券格付け

のプロセスとはその性格を多いに異にするものである。日本企業の社債金融化は，資産担保型証券の出現によって，まったく新しい発展段階を迎えている。

目　次

Ⅰ．財務の社債金融化
　1．ディスインターミディエーション
　2．普通社債発行市場の特異性
Ⅱ．発行会社の優位性
　1．FA 債と「財務上の特約」
　2．ネガティブ・プレッジ条項
Ⅲ．債券格付けの役割
　1．債券格付けの展開
　2．資産担保型証券の出現

Ⅰ．財務の社債金融化

1. ディスインターミディエーション

ディスインターミディエーション（disintermediation）という用語は，銀行の金融仲介機能の低下現象を表した言葉で，いわゆる銀行離れを総称したものである。米国では1970年代にすでにコマーシャルペーパー（CP）のような自由金利商品市場の拡大等にその萌芽をみる。資金の流れは，銀行を経由する間接金融から，証券市場を通じた直接金融へと，大きくシフトした。さらに，金融の自由化・証券化の動きは，80年代のユーロ債市場，ユーロ CP 市場の発展へとつながって行った。日本でも90年代に入って，バブル経済の崩壊とともに，大企業を中心とする銀行離れ現象は一気に顕在化した。戦後一貫して，日本企業は銀行の間接金融体制に依存してきたが，いまでは社債市場，CP 市場で資金調達するほうがコストを大幅に節約できるという利点から，財務の直接金融化を進展させた（図１）。資金の借り手は，銀行の貸付に関わる銀行経営上の必要な経費を削除でき，また，特定の銀行に限定されることなく，内外の証券市場からより広範囲な調達先を求めることが出来る。さらに，運転資金としての CP 市場での調達は，短期金融市場における銀行の短期借入よりも実務的に柔軟性が高いといわれる。そこで注目されたのがエクイティ・ファイナンス（equity finance）である。

エクイティ・ファイナンスは，新株発行の伴う資金調達のことを総称した呼び方で，株式会

図１　株式会社の外部資金調達方法

表1　日本企業の社債発行による資金調達　（単位：億円，%）

種類＼年度	1986	1989	1990	1991	1995	1996	1997	1998	1999
普通社債	26,193	18,489	43,642	63,038	67,101	75,348	107,542	112,619	94,167
転換社債	39,533	93,784	14,248	18,894	14,555	32,962	7,202	6,423	8,211
新株引受権付社債	20,972	91,848	30,195	40,868	7,037	3,776	678	157	586
合　　計	86,698	204,121	88,085	122,800	88,693	112,086	115,422	119,199	105,297
エクイティー関連社債	60,505	185,632	44,443	59,762	21,592	36,738	7,880	6,580	11,130
エクイティー関連社債比率	69.8	90.9	50.5	48.7	24.3	32.8	6.8	5.5	10.6
普通社債比率	30.2	9.1	49.5	51.3	75.7	67.2	93.2	94.5	89.4

（注1）普通社債比率＝普通社債／社債発行総額
（注2）エクイティー関連社債比率＝エクイティー関連社債（転換社債＋新株引受権付社債）／社債発行総額
〔出所〕公社債引受協会『公社債月報』，但し，1995年度以降はアイ・エヌ情報センター調べによる。

社の資金調達手段における直接金融（株式・社債金融）の一形態である。具体的には，株式の発行とエクイティ関連社債（転換社債，新株引受権付社債）の発行で資金調達することを指す。但し，社債の発行でも普通社債の発行は，ここには含まれない。とりわけ，日本企業は，エクイティ関連社債の発行を，時価公募増資の迂回手段として1980年代に高株価を背景に積極的に利用した。転換社債は，社債権者の請求により一定の条件（転換条件）に従って，発行会社の株式に転換できる権利（転換権）が与えられた社債である。また，新株引受権付社債は，その発行後に，所定の価格（行使価格）で所定の期間内（行使期間）に，所定数の新株を買い取る権利（新株引受権）が与えられた社債である。社債それ自体が社債的側面と株式的側面との双方の性格をあわせもっている。それぞれ株式への転換価額，新株引受権の行使価格が事前に決められ，それらの価額に基づいて未転換の転換社債，未行使の新株引受権社債が転換，行使される際に新たに株式の発行を伴う。これらの点が迂回的・潜在的な株式の発行とされる理由である。80年代当時の財務環境は，銀行の間接金融（短期・長期借入金）や普通社債の発行に比べてエクイティ関連社債の発行が事業資金の低コスト性の調達につながり，財務収益性を高めることができた。さらに，株式を直接発行するよりもなだらかな配当負担で，迂回的かつ間接的な形で自己資本の充実を計ることができたのである。しかしながら，バブル経済崩壊後の90年代に入って，株式市場の低迷により，その役割は大きく後退した。エクイティ・ファイナンスに取って代わったのがデット・ファイナンスの普通社債である（表1）。

2. 普通社債発行市場の特異性

日本企業の社債発行による資金調達をみてみると，1989年度にはエクイティ関連社債（転換社債，新株引受権付社債）の発行は18兆5632億円（構成比90.9%）を占めたのに対して，普通社債の発行は1兆8489億円（構成比9.1%）に止まり，その内訳もほとんどが電力債であった。90年代に入って，普通社債の発行が最もピークになった1998年度には普通社債発行額は11兆2619億円（構成比94.5%）にのぼった。エクイティ関連社債は6580億円（構成比5.5%）にとどまった。さらに，国内公募普通社債発行額の内訳では，1994年度を境に一般事業債が電

表2　日本企業の国内公募普通社債起債額　（単位：億円，%）

発行別＼年度	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
電　力　債 (%)	17,250 (71.1)	20,450 (53.5)	14,400 (48.3)	13,550 (41.5)	16,050 (28.1)	13,600 (24.4)	19,450 (22.4)	22,700 (21.7)	16,830 (21.6)
NTT・JR債 (%)	1,500 (6.2)	3,200 (8.4)	1,100 (3.7)	3,500 (10.7)	2,000 (3.5)	1,850 (3.3)	3,600 (4.1)	3,450 (3.3)	3,100 (4.0)
一般事業債 (%)	5,517 (22.7)	14,550 (38.1)	14,290 (48.0)	15,600 (47.8)	39,137 (68.4)	40,310 (72.3)	63,845 (73.5)	78,384 (75.0)	57,945 (74.4)
合　　計 (%)	24,267 (100.0)	38,200 (100.0)	29,790 (100.0)	32,650 (100.0)	57,187 (100.0)	55,760 (100.0)	86,895 (100.0)	104,534 (100.0)	77,875 (100.0)

〔出所〕日本証券業協会『証券業報』等をもとに作成。

表3　国内公募普通社債における主な業種別発行額（2000年4月～12月）　（単位：億円，%）

月　別	4月	5月	6月	7月	8月	9月
銘柄数・発行額・同構成比	<31>6,720 (100.0)	<31>5,900 (100.0)	<42>7,620 (100.0)	<31>5,710 (100.0)	<37>7,404* (100.0)	<31>7,415 (100.0)
内，主な業種別の銘柄数・発行額・同構成比						
電　力　業	< 5>1,950 (29.0)	< 5>1,300 (22.0)	< 7>1,850 (24.3)	< 0> —— ——	< 6>1,650 (22.3)	< 2> 450 (6.1)
銀　　行	< 6>2,600 (38.7)	< 8>2,550 (43.2)	< 1> 500 (6.5)	< 7>3,300 (57.8)	< 3>1,664 (22.5)	< 7>1,900 (25.6)
ノンバンク	< 7> 850 (12.6)	< 4> 600 (10.2)	< 8>1,400 (18.4)	< 3> 200 (3.5)	< 2> 400 (5.4)	< 1> 100 (1.3)
3業種・合計	<18>5,400 (80.3)	<17>4,450 (75.4)	<16>3,750 (49.2)	<10>3,500 (61.3)	<11>3,714 (50.2)	<10>2,450 (33.0)

月　別	10月	11月	12月	4月～12月合計
銘柄数・発行額・同構成比	<27>6,910 (100.0)	<30>5,162 (100.0)	<39>6,850 (100.0)	<299>59,691 (100.0)
	内，主な業種別の銘柄数・発行額・同構成比			
電　力　業	< 3>1,250 (18.0)	< 7>2,100 (40.7)	<11>2,120 (30.9)	< 46>12,670 (21.2)
銀　　行	< 6>3,300 (47.8)	< 1> 100 (1.9)	< 5>1,500 (21.9)	< 44>17,414 (29.2)
ノンバンク	< 7> 780 (11.3)	< 4> 400 (7.7)	< 5> 950 (13.9)	< 41> 5,680 (9.5)
3業種・合計	<16>5,330 (77.1)	<12>2,600 (50.3)	<21>4,570 (66.7)	<131>35,764 (59.9)

（注1）*8月の発行額は，正式には7,403.6億円であるが，億単位に統一するため四捨五入する。
〔出所〕http://www.jsda.or.jp/html/toukei/finace/kei.html の数字をもとに作成。

表4　国内公募普通社債における個人向け発行額

（単位：億円，％）

年度＼発行額	全発行額	個人向け発行額(構成比)
1992	38,200	600（ 1.6）
1993	29,790	900（ 3.0）
1994	32,650	4,160（12.7）
1995	57,187	2,700（ 4.7）
1996	55,760	2,850（ 5.1）
1997	86,895	3,145（ 3.6）
1998	104,534	7,870（ 7.5）
1999	77,875	12,290（15.8）
2000（4月～12月）	59,691	5,814（ 9.7）

〔出所〕商事法務№1564（2000.6.30）並びに http://www.jsda.or.jp/html/toukei/finace/kei.html の数字をもとに作成。

表5　投資家別普通社債消化状況
（1996年1月～2000年8月）

（単位：％）

消化先＼年度	1996（1～3）	1997	1998	1999	2000（4～8）
都銀・長信銀	1.6	1.6	1.5	1.8	2.0
地銀	1.2	1.3	2.6	1.9	4.9
信託銀	3.6	5.1	6.0	9.7	11.7
保険	11.5	17.0	18.6	13.3	11.6
農中・農協組	15.6	14.3	13.8	12.6	6.4
商中・信金	8.3	11.0	11.2	8.4	12.5
第二地銀投信	0.9	0.7	0.9	1.1	1.8
個人	3.6	3.5	7.4	17.1	10.0
その他	53.7	45.5	38.0	34.2	39.1
計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

〔出所〕アイ・エヌ情報センター調べをもとに作成。

力債を凌駕し，その勢いの流れは止まらない。直近の1999年度では，一般事業債が74.4％も占め，その主役の座を電力債に取って代わってしまった（表2）。業種別発行では，銀行社債，ノンバンク社債の発行という新たな動きがみられる。1999年10月より，普通銀行による普通社債発行の解禁に伴い，住友銀行社債（同年10月1日，1000億円）を第1号として，合計1兆300億円（23銘柄）の発行が行われた。電力業の1兆6830億円に次ぐ発行額である。また，1999年4月14日に，ノンバンクに対して社債・CPの発行による貸付資金の調達を解禁する「金融業者の貸付業務のための社債発行等に関する法律（ノンバンク社債法）」が成立し，同年5月20日に施行されている。これを受けて，1999年度から新たに普通社債を発行したノンバンクの企業には，武富士（2回，発行総額600億円）を筆頭にシンキ，ニッシンなどが登場している。ノンバンク社債の1999年度の発行額は9180億円を占めた[1]。電力業，銀行業に次ぐ3番手の発行業種となった。直近の2000年4月～12月の動きをみてみると，銀行の普通社債発行額は，2000年5月には2550億円（構成比43.2％），同7月には3300億円（構成比57.8％），同10月には3300億円（構成比47.8％）と高水準を推移しており，結果的には普通社債市場全体に大きな影響を与えている。普通銀行による社債発行の解禁は，併せて金融債市場との同質化を一層進展させることとなった。一方，ノンバンクも同様に解禁されたのを受けて，普通社債での資金調達を積極的に行った。市場全体としては，銀行債が44銘柄の1兆7414億円（構成比29.2％），ノンバンク債が41銘柄の5680億円（構成比9.5％）と，両者で4割近くも占めたのである（表3）。

いま一つ注目するべき点は，個人投資家向けの社債発行が増加していることである。1994年度の4160億円（23銘柄）から増加しつづけ，遂に，1999年度には1兆2290億円（61銘柄）の大台にのった（表4）。急増した要因としては，①企業が個人投資家へのIR効果を目的とした発行を行ったこと，②流動化する個人マネーを

表6　国内公募普通社債における個人向け起債銘柄一覧（2000年4月～12月）（単位：億円，%）

回号＼銘柄名(特約)	発行額	利率	払込日	年限	財務上の特約	社債の金額	社債管理会社	取得格付
4/エスエス製薬（社債間限定同順位特約付）	100億円	1.6%	4/3	4年	担・切・利	100万円	三和	A－（JCR），BBB＋（R&I）
2/クレディア（〃）	50	2.75	4/14	3	担・切・純	10/100万	野村信	BBB（JCR）
8/シンキ（〃）	100	3.0	4/20	4	担・切・純	50/100万	オリックス信	BBB（JCR）
2/ニッシン（〃）	100	3.0	4/20	4	担・切・純	50/100万	オリックス信	BBB（JCR）
9/三洋電機クレジット（〃）	100	1.07	4/28	3	担・切	100万	住友	A－（R&I）
17/住友不動産（〃）	100	2.35	4/28	3.3	担・切	100万	住友	BBB（JCR）
18/住友不動産（〃）	200	2.45	5/19	4.3	担・切	100万	住友	BBB（JCR）
19/住友不動産（〃）	100	2.45	5/19	4.3	担・切	100万	住友	BBB（JCR）
395/東北電力（一般）	300	0.75	5/25	3	－	10/100万	興銀	AAA（R&I）
240/四国電力（一般）	100	0.75	5/25	3	－	10/50/100	興銀	AAA（R&I）
423/関西電力（一般）	200	0.875	6/23	4	－	10/50/100/1,000	興銀	AAA（R&I），Aa2（MDY），AAA（JCR）
325/中国電力（一般）	150	0.85	6/23	4	－	10/100万	興銀	AAA（R&I），AAA（JCR）
355/九州電力（一般）	150	0.65	6/23	3	－	10/100万	興銀	AAA（R&I），AAA（JCR）
48/東武鉄道（社債間限定同順位特約付）	100	1.1	6/28	3	担・切・物	100万	中央三井信	BBB＋（JCR）
33/近畿日本鉄道（〃）	300	1.1	7/21	4	担・切・物	100万	東京三菱	A（R&I）
26/小田急電鉄（〃）	100	0.9	7/31	3	担・切・物	100万	興銀	AA－（JCR）
21/東京三菱銀行 期限前償還条項付（社債間限定同順位特約付）	163.6	＊	8/9	3	担・切・物	1,000万	農林中金	AA＋（JCR），A2（MDY），A－（S&P） ＊利率は当初1年0.3%，以降1年間0.7%，それ以降1.0%
56/オリックス（〃）	300	1.1	8/11	4	担・切	100万	三和	AA－（JCR），AA－（R&I）
36/日産自動車（〃）	500	1.8	8/25	4	担・切	100万	興銀	BBB（R&I）
3/クレディア（〃）	80	2.8	10/5	4	担・切・純	10/100万	オリックス信	BBB（JCR）
27/マイカル（〃）	500	3.25	10/12	4	担・切・純	100万	第一勧銀	BBB（JCR）
1/資生堂（〃）	300	0.9	10/20	3	担・切	100万	第一勧銀	A1（MDY），A（S&P）
21/アコム（〃）	100	1.76	11/8	4	担・切・物	100万	三菱信	AA－（JCR），A（R&I）
242/四国電力（一般）	100	0.8	11/27	3	－	10/50/100	興銀	AAA（R&I）
15/アイフル（〃）	100	2.0	12/5	3	担・切	100万	安田信	A＋（JCR），A－（R&I）
16/アイフル（〃）	100	2.3	12/5	4	担・切	100万	住友信	A＋（JCR），A－（R&I）
17/アイフル（〃）	350	2.3	12/8	4	担・切	100万	日債銀	A＋（JCR），A－（R&I）
59/オリックス（〃）	100	1.0	12/8	3	担・切	100万	農林中金	AA－（JCR），AA－（R&I）
14ニチメン（〃）	200	2.1	12/14	4	担	100万	三和	A－（JCR）
357/九州電力（一般）	150	0.7	12/19	3	－	10/100万	興銀	AAA（R&I），AAA（JCR）
398/東北電力（一般）	200	0.7	12/21	3	－	10/100万	興銀	AAA（R&I）
424/関西電力（一般）	200	0.88	12/25	4	－	10/50/100/1000万	興銀	AAA（R&I），Aa2（MDY），AAA（JCR）
274/北海道電力（一般）	100	0.7	12/25	3	－	10/50/100万	興銀	AA＋（R&I）
4/沖縄電力（一般）	20	0.7	12/25	3	－	10/100万	興銀	AAA（JCR），AA＋（R&I）
合計（銘柄数34件）	5,814億円							

（注）財務上の特約：担＝担保提供制限条項，切＝担附切換条項，純＝純資産維持条項，利＝利益維持条項，物＝留保物件付切換条項。

〔出所〕http://www.jsda.or.jp/html/toukei/kei.html の起債銘柄一覧をもとに作成。

背景に一部の格付け・銘柄では機関投資家向けよりも量を確保できたこと，③有利なコストで発行できたことなどが挙げられている[2)]。この結果，投資家別普通社債消化状況も大きく様変わりをし，1999年度には個人の消化が17.1%と一気にトップに躍り出た（表5）。普通社債発行の債券格付け分布にも変化がみられた。トリプルB格の普通社債発行が増加し，内，個人投資家向けの社債発行が23.14%にものぼったことである。銀行・証券の経営破綻が起きた1997年11月以降，トリプルB格の普通社債発行は事実上，発行不能に陥っていたが，その後の企業の信用回復を受け，この急拡大につながる。当時，信用不安が心配された企業は，1999年度末現在ではシングルA格，トリプルB格の債券格付け取得に収まった。個人投資家向けの社債発行の実に68.66%がシングルA格，トリプルB格で占めている。これらは，依然，機関投資家が好んで投資をしない社債であることには変わりない。2000年に入ってもその流れは変わらず，電力債を除いて，不動産，ノンバンクを中心にトリプルB格の割合が多い（表6）。以上，これまで概観的に分析してきたように，普通社債発行市場の現状は，規制緩和とともに質・量とも大きく変貌を遂げてきているものの，社債権者保護の観点では信用リスクを個人投資家に集中して負わせ兼ねない不平等な自己責任原則が見え隠れしているように思えてならない。

Ⅱ．発行会社の優位性

1. FA債と「財務上の特約」

ここでは，社債の契約条項である，自由化後あらわれたFA債（社債管理会社不設置債<corporate bond with no trustree>）の台頭と「財務上の特約」条項の多様化について，発行会社により優位に展開している実態を明らかにする。

1993年改正商法で新設された商法297条で，国内の起債では社債管理会社の設置を原則として義務づけている。例外規定として，社債の券面が1億円以上の募集または50人以下を対象とした私募での募集の場合には，必ずしも社債管理会社の設置を必要としない。この例外規定を利用した起債がFA債（社債管理会社不設置債）と呼ばれているものである。FA債は，社債管理会社の代わりに，単に元利払いの事務手続き等を発行体に代行する財務代理人（fiscal agent）だけで発行される。国内公募債市場でのFA債の第1号は，1995年10月に発行したソフトバンク債である。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，1993年商法で新たに導入されたものである。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，社債管理会社制度（商法297条）が新設された。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。社債管理会社（銀行）による発行会社へのメインバンク化が進むものと考えられた。しかし，自由化後の実態は，FA債での発行が台頭し，形の上では社債管理会社を通じた企業への

メインバンク化の充分な進展をみていない。社債管理会社をめざした銀行は，当初考えていたよりも，社債管理会社の義務（商法297条の3）並びに社債管理会社の責任（商法311条の2）が実質的に重い立場にたたされることに気づき，そのリスクを避け財務代理人に徹したものと考えられる。発行会社にとっては，社債管理会社に支払う管理委託手数料に比べて財務代理人に支払う手数料が安いため，社債の発行コストの引下げにつながったのである。現状，普通社債の発行はFA債が主流となっている。社債管理会社を設置して発行された普通社債の多くは，個人向けの販売を狙ったものと考えられる。個人向け社債では，社債の額面金額を個人が購入し得る額まで小さくすることが求められ，やむを得ず社債管理会社を設置しているのが実状とされる。では，FA債が主流となった普通社債の発行市場では，「財務上の特約」条項の設定内容が重要となってくる。無担保社債の発行会社は，社債権者保護を目的に，担保に代わる財務上の手当てとして，社債募集委託契約証書の中で，元利払いの確実な履行を確保するため，一定の特約事項を尊守する旨を約束している。これが「財務上の特約」である。1996年1月から，それまで，社債発行の資格要件であった適債基準が完全撤廃されたことを受け，従来の財務制限条項を「財務上の特約」と名称を変えて自由に設定出来ることとした。

2. ネガティブ・プレッジ条項

担保提供制限条項（ネガティブ・プレッジ，negative pledge）は「財務上の特約」のなかでも，極めて重要な意味を持っており，当該社債が平等かつ比例的に担保されない限り，他の債権者に対する担保提供を制限するものである。ここでは，発行会社の債務のうちどの範囲までを同順位（「パリパス」）に扱うかが問題となる。適債基準の撤廃にあたって「企業内容等の開示に関する省令」が改正され，そのなかで，社債の銘柄名については，カッコ書きを付すものとされた。4つの種類が挙げられ，記載例も書かれている。「第何回物上担保付転換社債」「第何回無担保社債（担保提供禁止特約付）」「第何回無担保社債（担保提供限定特約付）」「第何回無担保社債（社債間限定同順位特約付）」がそれである（表7）。

1996年1月の自由化前では，普通社債については，一部の例外を認めつつ「他の国内債務」との同順位として，銀行借入金などにも原則として劣位に置かれない債務として「国内債務パ

表7　社債銘柄名のカッコ書きについて

社債のカッコ書き

適債基準の撤廃等にあたって「企業内容等の開示に関する省令」が改正された。そのなかで，社債の銘柄名については，カッコ書きを付すものとされた。次の4種類が挙げられている。

「第何回物上担保付転換社債」
「第何回無担保社債（担保提供禁止特約付）」
「第何回無担保社債（担保提供限定特約付）」
「第何回無担保社債（社債間限定同順位特約付）」

（企業内容等の開示に関する省令・第二号様式ほかの「記載上の注意」）

さらに関連通達のなかで，カッコ書きに対応して担保提供制限の記載例が書かれている。

「企業内容等の開示に関する取り扱い通達について」の一部改正について
：平成7年6月19日蔵証808号

〔出所〕日本公社債研究所『試作版JBR内外市場観測』1997年7月。

表8　パリパス条項の内容と当該社債に優先する債務

パリパス条項の対象債務	優先債務	参考：記載例
a．同種国内普通社債	同種国内普通社債以外	「特定社債間同順位特約付」
b．国内普通社債	外債・国内転換社債・一般債務	「社債間限定同順位特約付」
c．普通社債	エクイティー債・一般債務	「社債間限定同順位特約付」
d．国内債	外債・一般債務	「社債間限定同順位特約付」
e．社債	一般債務（除く社債）	「社債間限定同順位特約付」
f．国内債務	海外財務（含む外債）	撤廃前の普通社債の内容
g．債務（含む社債）	なし	特になし

〔出所〕岡東　務「債券格付けにおける財務上の特約について」『証券経済学会年報』第35号。2000年5月。

リパス」のパターンが一般的であった。現在の『担保提供限定特約付』で，記載例は「本社債の未償還残高が存する限り，本社債発行後，他の国内債務に担保を提供する場合には，本社債のためにも担保附社債信託法に基づき，同順位の担保権を設定する」とされている。この『担保提供限定特約付』は，他の国内債務すべてとの同順位の地位を確保しながらも，制度金融などを例外として認めた契約内容である。FA債の普及もあって，現在では数少ないが，自由化後に発行したヤマト運輸とイトーヨーカ堂のFA債には「国内債務パリパス」の担保提供制限が付けられている。この両社の社債発行では，仮に担保提供制限に抵触し，すぐに社債権者集会を招集したものの，定足数不足で集会が不成立の場合は，直ちに期限の利益喪失に求めるのではなく，会社が社債を期限前に償還できる規定になっている。期限前償還であれば，ある特定の債務について，企業が期限の利益を失ったならば，自動的にその債務も引き上げられるという「クロス・デフォルト」が発動されることもなく，さらに，他の債務にも影響を及ぼさない。会社が社債権者保護を主体的に実行する1つのやり方である。また，『担保提供禁止特約付』の発行例は，いまのところまったくみられない。国内債務のすべてについて担保提供を禁ずることは，企業の経営活動にとってあまりにも制約が大きくなってしまうためのものと考えられる。

自由化後は，『社債間限定同順位特約付』の契約で発行される普通社債が増えている。これは「社債間パリパス」のパターンで，「他の国内社債」との同順位とするものの，社債以外の債務との同順位性は確保されていない。契約は「本社債の未償還残高が存する限り，本社債発行後，国内の既に発行した，または国内で今後発行する他の社債に担保を提供する場合は，本社債のためにも担保附社債信託法に基づき，同順位の担保権を設定する」と規定されている。従来の『担保提供限定特約付』では，一部の例外があるものの，原則として，銀行借入金など他のすべての国内債務と同順位であり，仮に銀行借入金に後に担保を設定した場合には，社債にも担保が付され，担保付に切り換わることになる。これに対して，『社債間限定同順位特約付』では，明らかに銀行借入金など他のすべての国内債務に劣位に置かれる。デフォルトが発生する前に，すべての借入金が担保付に切り換わる事態が発生したとしても，担保物件の処分で銀行借入金は優先的に弁済され，社債権者はその後での資金回収になる。社債権者の地位は，銀行借入金等の国内債務に比べて低くなっている特約条項である（表8）。社債管理会社の設置した普通社債の発行例に多くみられ，一

表 9　担保提供制限等財務上の特約無しの発行例（2000年 4 月～12月）　（単位：億円，%）

回号＼銘柄名（特約）	発行額	利率	払込日	年限	財務上の特約	社債の金額	社債管理会社	取得格付
48/三菱地所（担保提供制限等財務上特約無）	100億円	2.5%	4/24	20年	－	1億円	東京三菱	AA－（R&I），A3（MDY），BBB＋（S&P）
32/三菱商事（担保提供制限等財務上特約無）	150	※	6/22	10	－	1億	東京三菱	A－（S&P），AA－（R&I） ＊利率：20年物円スワップ・レート－2年物円スワップ・レート＋0.74%
33/三菱商事（担保提供制限等財務上特約無）	100	※	6/22	10	－	1億	東京三菱	A－（S&P），AA－（R&I） ＊利率：20年物円スワップ・レート－2年物円スワップ・レート＋0.75%
34/三菱商事（担保提供制限等財務上特約無）	100	※	8/3	10	－	1億	東京三菱	A－（S&P），AA－（R&I） ＊利率：20年物円スワップ・レート－2年物円スワップ・レート＋0.75%
35/三菱商事（担保提供制限等財務上特約無）	100	※	8/18	10	－	1億	東京三菱	A－（S&P），AA－（R&I） ＊利率：20年物円スワップ・レート－2年物円スワップ・レート＋0.74%
36/三菱商事（担保提供制限等財務上特約無）	120	※	9/28	10	－	1億	東京三菱	A－（S&P），AA－（R&I） ＊利率：20年物円スワップ・レート－2年物円スワップ・レート＋0.86%
37/三菱商事（担保提供制限等財務上特約無）	100	※	12/22	10	－	1億	東京三菱	A－（S&P），AA－（R&I） ＊利率：当初5年間1.5%，以降は2.5%

〔出所〕http://www.jsda.or.jp/html/toukei/kei.html の起債銘柄一覧をもとに作成。

部，FA 債でも採用されている。

つづいて，FA 債の普及とともに誕生したのが「不設置債間パリパス」のパターンで，いわば FA 債間のみを同順位とするタイプである。社債権者の地位は，従来の『担保提供限定特約付』に比べてさらに低くなっている。但し，債券格付けは，すべてシングルA格以上の企業に限られている。FA 債では，社債権者を代理して債権の弁済・保全に必要な行為をする社債管理会社が設置されておらず，担保提供制限の範囲も狭いため，より信用力の高い財務内容を持った発行会社が利用する発行形態である。契約の条項は「本社債の未償還残高が存する限り，本社債発行後，国内の既に発行した，または国内で今後発行する他の無担保社債（ただし，担付切換条項が特約されている無担保社債を除く）に担保を提供する場合は，本社債のためにも担保附社債信託法に基づき，同順位の担保権を設定する」と規定され，FA 債では主流の特約条項で，自由化直前の1995年10月に，ソフトバンクが第 2 回無担保社債を初の FA 債として発行し，翌11月に新日本製鐵が第19回無担保社債を発行したことにより，その後市場に定着したとされる。最後に，「財務上の特約」のまったくない『担保提供制限等財務上特約無』というカッコ書きの社債の発行例が実現している。1989年 4 月以降に起債され，発行した企業は，三菱地所，阪急電鉄，三菱商事，N

ECの4社である。2000年4月～12月でも三菱地所と三菱商事が7銘柄を発行している（表9）。「財務上の特約」のまったくない社債とは，発行会社が負っている他の債務に対して，社債権者の地位はすべて劣位に置かれていることを意味する。本来，「財務上の特約」条項は，他の債務と同じ条件を確保し，又は他の債務への担保提供を抑制するために，発行会社に対してのペナルティー的な機能を持っている。ある特定の債務について，企業が期限の利益を失ったならば，自動的にその債務も引き上げられるという「クロス・デフォルト」が『担保提供制限等財務上特約無』の社債発行ではまったく機能しないことになり，「財務上の特約」の存続に致命的な影響をもたらしているものと考えられる。以上のような，自由化後にみる「財務上の特約」条項の多様化の動きは，社債権者の地位をより弱い立場に追いやり，本来の社債権者保護を指向した考え方からはほど遠く，ますます発行会社の優位性を強化するための歩みである。

Ⅲ．債券格付けの役割

1. 債券格付けの展開

債券格付け（rating）は，発行された個々の債券について，契約通りに元利金が支払われるかどうかの安全性，確実性の程度を格付機関が判断し，それを一定の記号（格付記号）によって投資家に投資情報として提供するものである。たとえば，発行した債券の元本と利息が償還日までに予定通り支払い能力が発行体にどのくらいあるか，またその債券の発行条件に含まれた契約上の義務にはどのようなものがあるのか，それらを相対的に評価した格付機関の意

表10　信用リスク比率と広義デフォルト率の比較表

	信用リスク比率	広義デフォルト率
対象企業	上場・店頭銘柄 ＊ 金融機関，総合商社，電力，ガス，大手私鉄を除く	R&Iの公表格付け先すべて
格付け	財務データによる推計格付けも含む	R&Iの公表格付け
最新調査開始時点	1989年4月1日が最新	1999年4月が最新
調査方法	経営困難になった企業の数え上げ (1)　倒産等 （法的倒産および救済合併による財務データ消滅） (2)　債務超過 (3)　3期連続経常損益赤字 (4)　3期連続経常収支赤字 ＊(3)，(4)は0.5件とカウント	実質的債務不履行と判断される事象の数え上げ (1)　社債のデフォルト (2)　法的破綻（金融機関の国有化，自主廃業を含む） (3)　債権放棄 (4)　救済合併あるいは主たる営業資産の譲渡（資産価値がない場合） (5)　第三者割当増資（債務超過回避を目的とする場合） (6)　債務超過（その後，倒産回避のために金融支援を受ける場合）

〔出所〕石渡　明「広義デフォルト率と格付けは高い相関関係」『R&Iレーティング情報』2000年8月。

表11　広義デフォルトに陥った事由

社名	広義デフォルト事由	デフォルト認定年度末
永大産業	デフォルト	197803
丸善石油	債務超過	198203
富士興産	債務超過	198403
京成電鉄	債務超過	198403
三光汽船	会社更生法	198603
ジャパンライン	債権放棄	198703
昭和海運	第三者割当/債権放棄	198703/199803
イトマン	救済合併	199303
コスモ証券	第三者割当	199403
三洋証券	第三者割当/会社更生法	199403/199803
日本住宅金融	債務超過/解散決議	199603
ミドリ十字	救済合併	199703
チノン	債務超過	199703
新日鐵化学	第三者割当	199703
セッツ	債権放棄	199803
ヤオハンジャパン	デフォルト	199803
北海道拓殖銀行	営業譲渡	199803
山一證券	自主廃業	199803
佐藤工業	債権放棄	199903
フジタ	債権放棄	199903
青木建設	債権放棄	199903
日本国土開発	デフォルト	199903
大倉商事	自己破産申請	199903
トーア・スチール	任意清算	199903
モリショー	自己破産申請	199903
日本長期信用銀行	国有化決定	199903
日本債券信用銀行	国有化決定	199903
住友石炭鉱業	第三者割当	200003
長谷工コーポレーション	債権放棄	200003
東急建設	第三者割当	200003
川崎電気	債務超過	200003
トーメン	債権放棄	200003
兼松	債権放棄	200003
長崎屋	会社更生法申請	200003

〔出所〕久保吉生「格付けと財務データの関連性－キャッシュフロー創出力評価が重要に」日本経営財務研究学会第24回全国大会（岩手県立大学／2000.10.15）での報告資料より抜粋。

見である。

1996年1月の適債基準が完全撤廃させた以後の日本での社債市場がデフォルト・リスク（defaut risk）を顕在化させたことによって，第三者機関である格付機関が行ってきた債券格付けは，より一層重要性を増してきている。いわゆる，デフォルト・リスクとは，貸出先あるいは投資先の経営悪化によって，貸出金または保有する債券などの利払いもしくは元本返済が不履行になり，契約通りに回収できなくなる危険度のことを表す。特に，世界的な格付機関であるムーディーズやS&Pは，このデフォルト・リスクを債券格付けの評価と平均累積デフォルト率との逆相関関係によって確認し，債券格付けが低い発行体ほどデフォルトの発生率が高くなることを証明してきた。日本では戦後，公募社債がデフォルトした事例が少なく，実質的なデフォルト率を測定することが不可能であった。そこで，日系格付機関の格付投資情報センター（R&I）は，何らかの債務が支払不能状態に陥っている場合を，実質的な「広義デフォルト率」という概念で独自に算定し，公表している。この格付投資情報センターの「広義デフォルト率」はムーディーズやS&Pの「平均累積デフォルト率」と比較させるための概念である（表10）。「広義デフォルト率」の公表は，債券格付けが本来持っていた投資家への投資情報機能を高めるものとして，評価できる。この方法には実際のデフォルトに比べてかなり過大な数値がでてくるという批判があるものの，「広義デフォルト率」という概念は実質的な支払不能状態を表す指標として，日本国内で説得力を増すものと考えられる（表11）。今後，この概念がアジア地域を中心に応用されることが期待される。

日米の格付機関間で発生するスプリット・レーティング（split rating）は，日本に債券格付けを導入されて以来の構造的問題である。スプリット・レーティングとは，同一の発行体に対して，複数の格付機関の出した格付が，大きく乖離している状態のことである。格差は「ノッチ」と呼ばれ，ノッチは同じ格のなかでも信用度の違いをプラスやマイナスに細分化したもので，たとえば，A－（シングルエーマイナス）とAA－（ダブルエーマイナス）とは3ノッチの差があると表される。格付機関間のスプリットが大きければ大きいほど，格付は投資家の投資判断を混乱させる要因となる[3]。米国では，ムーディーズとS&Pの二大格付機関のスプリットはきわめて少なく，平均して1ノッチ以下である。スプリットは，米系格付機関（ムーディーズ，S&P）と日系格付機関（R&I，JCR）との間で特に顕著にみられる。米系格付機関は3ノッチから最大8ノッチ差の低い評価を日本企業に与えている。債券格付けは，投資家の投資情報の1つのツールにすぎないものの，日本でも投資家の自己責任原則をサポートする重要な市場のインフラストラクチャーになりつつある。

2. 資産担保型証券の出現

近時にみる資産担保型証券（asset-backed securities，ABS）の出現は，債券格付けをさらに多様化させ，また第三者機関としての格付機関の立場を複雑化させている。資産担保型証券は，企業等が保有する資産を担保に，金融機関からではなく証券市場から証券の形で資金調達する新しい企業金融の形態である。資産を保有する原資産保有者（オリジネーター）は，たとえば，売掛債権，リース債権，クレジットカード債権，不動産など保有する資産の一部または全部を，ABS発行を目的としたSPC（special purpose company）という特別目的会社（ビークル）に譲渡し，SPCはそれを裏付けに証券を発行する（図2）。このシステムでは，担保資産は，所有する企業等の貸借対照表から分離させ，あるロットにまとめ，1つにプールさせてしまう。資産担保型証券は，その資産から生み出されるキャッシュフローを裏付けに，原資産保有者が単独で発行する債券の信用リスクよりも低いリスクの金融商品に仕組みを講じた上で，特定の格付けを取得し，その格付けの評価を利用して投資家に販売される。一般に資産流動化商品，証券化商品とも呼ばれる。証券取引法上の有価証券に指定されている

図2　資産担保型証券（ABS）の仕組み

〔出所〕日本公社債研究所「ABS・仕組み債格付けの案内」1996年10月。

図3　ABS格付けフローチャート

〔出所〕図2に同じ。

ものには，住宅ローン債権信託，銀行の貸付債権の信託受益権，特定債権法に基づくABSおよびABCP（asset-backedCP），SPC法利用によるABS，の発行がある。資産の流動化は企業の総資産を圧縮する効果を持つといわれる[4]。日本企業の社債金融化は，資産担保型証券の出現によって，まったく新しい発展段階を迎えている。格付機関は，資産担保型証券の商品設計の段階から，その仕組みに組み込まれる点で，これまでの債券格付けのプロセスとはその性格を多いに異にするものである（図3）。格付機関の直接的な関わりは，債券格付けに新たな役割を担わせたことになる。

注

1）大和証券エスビーキャピタル・マーケッツ編「キャピタル・マーケッツ・レビュー」2000年版，『旬刊商事法務』№1564，2000/6/30，㈳商事法務研究会。

2）同上。

3）島　義夫「日本の「ハイイールド市場」の現状と展望」2000年6月，証券経済学会第53回全国大会報告資料。

4）資産担保型証券については，以下の論文を参照。原田喜美枝〔2000〕，「8章　証券化商品市場」『詳説現代日本の証券市場』日本証券経済研究所。伊藤忠治〔2000〕，「わが国における資産証券化の動向と課題」『創価女子短期大学紀要』第27号。高橋成美，宮下知宏，石賀和義，下山直人〔2000〕，「特集1発展する不動産証券化市場」『レーティング情報』，2月，格付投資情報センター。

参考文献

乾　智里・下山直人〔1999〕，「特集2「財務上の特約」の現状」『レーティング情報』，9月，日本格付投資情報センター。

岡内幸策〔1999〕，『証券化入門』，日本経済新聞社。

岡東　務〔1998〕，『債券格付の研究』，中央経済社。

――――〔2001〕，「債券格付けの現状と課題」『BUSINESS INSIGHT WINTER 2000』現代経営学会編，神戸大学。

久保吉生〔2000〕，「格付けと財務データの関連性－キャッシュフロー創出力評価が重要に」日本経営財務研究学会第24回全国大会（岩手県立大学/2000.10.15）での報告資料。

黒沢義孝〔1999〕，『＜格付け＞の経済学』，PHP新書，PHP研究所。

『月刊格付けデータブック』2000年4月号ならびに2001年1月号，格付投資情報センター。

三浦后美〔1999〕「日本の社債金融と格付け」『証券経済学会年報』第34号。

――――〔2000a〕「国内ジャンクボンド市場の可能性」『証券経済学会年報』第35号。

――――〔2000b〕，「アメリカにおける格付」『現代債券格付論』森脇編，税務経理協会。

ムーディーズ・インベスターズ・サービス〔1994〕，（日本興業銀行国際金融部訳）『グローバル格付分析』金融財政事情研究会，原典：*Moody's Investers Service*，(1991)，GLOBAL CREDIT ANALYSIS，IFR.

（文京女子大学大学院経営学研究科・経営学部教授）