

日本及び米国の社債市場の比較について

——債券格付けの視点からの一考察——

岡 東 務

要 旨

本稿は格付けの視点から債券市場と同市場における格付けの役割についての日米の比較を試みたものである。日本に米国の債券格付制度を手本にした格付けの仕組みの導入が望ましい、とする審議会の答申が出されてから二十数年が経過した。導入後の推移や現状をみると、格付けは日本市場におおむね定着したと判断することができる。しかし、日米両国の実情を比較すると、彼我の差はなお大きいことがわかる。言い換えると、日本の社債市場と格付けにはまだ米国及び欧州から学ぶ点がいくつか残されているように思われる。

日米の社債市場の比較を通じて明らかになった第1の点は、社債の発行高及び発行残高に4倍から6倍の規模の差があること、第2の点は、米国の社債市場は投資適格格付けから投機等級格付けに至るまでの幅広い格付分布を持っていることである。日本の社債市場の格付分布が事実上投資適格で占められているのに比較すると、大きな違いとして指摘できる。すなわち、日本の社債市場には現在、発行時からハイイールド債に分類される格付けを持つ、厳密な意味でのハイイールド債市場が事実上存在していない。その事実を踏まえて、先行研究を概観しながら、日本にハイイールド債市場が成立する可能性を探った。

分析の方法として、まず資本市場を取り巻く外部環境要因（外部要因）と、資本市場の参加者が内部で解決するあるいは対応可能な要因（内部要因）に分けることにする。外部要因とは、経済活動が活発かどうか、あるいは金利水準の動向など金融情勢はどうかなど主としてマクロ経済の状態や、証券行政や税制の変更など資本市場に対する政策全般の状況などを意味する。一方、内部要因とは、市場参加者、すなわち資金を調達する企業、資金の供給者である投資家及び銀行と、両者の中間に位置する証券会社や格付機関などの証券売買あるいは証券情報の仲介業者のそれぞれの活動を指すことにする。

まず、ハイイールド債を発行できると考えられる企業を、ここでは私募債の適

債基準を満たす企業とすることが現実的であると考えた。そして一部の銀行が始めた無担保融資の経験が積み重ねられることによって、リスクに見合った貸出利率が設定できるようになれば、ハイールド債との競合ないし共存が可能になると思われる。

また、投資家も自らリスクを評価できるようなクレジットアナリストの養成が急務である。さらにつけ加えれば、米国では、個人のみならず企業についても各種の信用情報が完備しているといわれる。今後、信用情報の整備はハイールド債市場を含めた新しい資本市場の創設には欠かせないインフラの1つである。最後に同じインフラになるという意味で、デフォルト社債を売買するディストレス市場の整備が必要である点を指摘しておきたい。

目 次

- | | |
|------------------------|--------------------|
| I. はじめに | 2. 松尾順介氏の論文 |
| II. 日米の社債市場 | 3. 島義夫氏の論文 |
| 1. 日本の社債市場 | 4. 高田創氏の論文 |
| 2. 米国の社債市場 | 5. 欧州の現状 |
| 3. 日米社債市場の比較 | V. 日本のハイールド債市場の可能性 |
| III. 格付分布からみた特色 | 1. 分析の方法 |
| 1. 日本市場の格付分布 | 2. 資金の需要者 |
| 2. 米国市場の格付分布 | 3. 資金の供給者 |
| IV. ハイールド債についての先行研究の紹介 | VI. 結び |
| 1. 柴田武男氏の論文 | |

I. はじめに

複数の第三者機関による債券格付けが日本の社債市場に取り入れられることが望ましい、との指摘が1977年の証券取引審議会・基本問題委員会でおおやけにされてから¹⁾、二十数年が経過した。この間、社債を発行する企業、社債を購入する投資家、及び両者の中間にあって債券取引の仲介を行う証券会社、格付情報を提供する格付機関、さらには行政当局を含めた市場関係者の努力によって、日本に米国の債券格付制度を手本にした格付けの仕組みが導入された。

導入後の推移や現状をみると、格付けは日本市場におおむね定着したと判断することができる。しかし、日米両国の実情を比較すると、彼我の差はなお大きいことがわかる。言い換えると、日本の格付けにはまだ米国及び欧州から学ぶ点がいくつか残されているように思われる。本稿は格付けの視点から債券市場と同市場における格付けの役割についての日米の比較を試みたものである。まず、日米の債券市場を債券の発行額及び発行残高などの比較を通じて概要を明らかにする。次に日米両国の格付機関による格付別分布を比べながら、両者の間にどのような違いがあるかを指摘することとしたい。投資

適格から投機的等級格付けに及ぶ幅広い格付分布を持つ米国型の社債市場を念頭に置きながら、現在でも日本市場で未成立とされるハイールド債市場²⁾が、日本市場に定着するための条件について、先行研究をあわせて紹介しながら探っていくことにしたい。

Ⅱ. 日米の社債市場

1. 日本の社債市場

日本の社債市場は1990年代に大きく発展した。表1は日本企業の社債による資金調達状況の推移を示したものである。それによると、社債の発行高は1980年代後半に転換社債や新株引

受権付社債を中心に急増した後、1990年代にはいると、それまでの転換社債や新株引受権付社債に代わって普通社債の発行が増加した。

その背景には、バブル崩壊に伴う景気の後退から企業の収益力が低下した、潜在株式数の増加に対する懸念が高まったこと、長期金利の低下など起債環境が好転したことなどのほかに、90年代に実施された一連の社債制度改革、すなわち1993年の商法改正に結実した社債受託制度の改革³⁾、社債発行限度枠の撤廃、その後の適債基準及び財務制限条項の廃止などがあげられる。

普通社債の発行額は1998年度をピークにその後は少し減少傾向を示している。この理由として考えられるのは、98年度は金融機関の貸出抑

表1 日本企業の社債による資金調達状況

年度／ 種類	普通社債		転換社債		ワラント債		合計		普通社債 (現存額)
	件数	発行額	件数	発行額	件数	発行額	件数	発行額	
1985	63	9,435	142	15,855	5	550	210	25,840	91,668
86	61	9,800	204	34,680	11	1,040	276	44,720	90,610
87	27	9,150	302	50,550	—	—	329	59,700	90,399
88	28	7,490	333	69,945	—	—	361	77,435	90,825
89	21	7,290	295	76,395	24	9,150	340	92,835	88,886
90	52	20,660	47	9,110	11	3,950	110	33,720	99,001
91	63	24,267	86	12,790	10	3,815	159	40,872	112,465
92	106	38,200	39	5,750	—	—	145	43,950	142,968
93	88	29,790	134	20,280	—	—	222	50,070	162,927
94	115	32,650	155	25,525	—	—	270	58,175	187,102
95	268	57,192	45	10,100	—	—	313	67,292	231,456
96	370	56,360	157	27,320	—	—	527	83,680	271,737
97	529	86,895	21	2,280	—	—	550	89,175	340,655
98	635	104,534	15	2,140	—	—	650	106,674	423,480
99	437	77,875	23	4,340	—	—	460	82,215	467,499
00	203	40,769	8	1,680	—	—	211	42,449	489,563

(注1) 単位：億円、%

(注2) 2000年度は4月から9月までの半年間の数字

〔出所〕1997年度までは日本証券業協会「公社債年鑑」1998年版、97年度以降同「証券業報」。

制策の影響などから企業が万一に備えて資金調達を積極的に行ったため、と考えられており、98年度がむしろ多すぎたと解釈できないこともない。とすると、その後の減少は常態に戻る動きと考えられる。今後の社債の発行額についても、日本企業の資金需給は表2に見るように着実に改善しており、社債や借入金などの外部調達が今後急増するとは考えられないものの、90年代から引き継いだ経済環境を前提にすると、借り換え債の発行を中心に、M&A（企業買収）資金やIT（情報技術）関連業種の一部に設

備投資の増加が見込めること、1999年5月のノンバンク社債法の施行や同年10月の銀行の普通社債発行解禁などにより、金融部門の継続的な資金調達が予想されることなど年間8兆円から10兆円程度の発行額で推移すると考えられる。

社債発行残高は2000年9月末現在で、48兆9,563億円に積み上がった。今後も着実に増加していくとみられる。

2. 米国の社債市場

米国の社債市場は表3に示したとおりであ

表2 資金調達状況

区分／年度	1965	1970	1975	1980	1985	1990	1995	1998	1999
外部調達	68.9	70.5	67.6	49.3	47.5	49.8	6.4	8.7	-21.6
内部調達	31.1	29.5	32.4	50.7	52.5	50.2	93.6	91.3	121.6
調達合計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

（注1）単位：％

（注2）外部調達は増資、社債、長期・短期借入金の合計、内部調達は内部留保、減価償却の合計。1965年と70年の数値は自己金融（利益剰余金、減価償却引当金の合計）比率を買掛金の比率を差し引いて割り戻した概算。75年、80年および85年は準備金・剰余金、減価償却および引当金の合計の調達合計に占める比率である。

〔出所〕大蔵省「財政金融統計月報」法人企業統計年報特集該当年度号

表3 米国の社債発行高及び発行残高の推移

年／種類	企業(非金融)	外債	ABS	金融会社	商業銀行	その他	合計
(発行高)							
1996	1,163	670	1,054	325	78	280	3,570
1997	1,505	614	1,129	203	237	536	4,224
1998	2,187	348	1,958	109	276	626	5,504
1999	2,299	142	950	572	204	492	4,659
2000	1,844	360	400	805	328	240	3,977
(発行残高)							
1996	14,604	3,663	7,166	3,325	1,689	1,604	32,051
1997	16,109	4,277	8,205	3,288	1,926	2,140	35,945
1998	18,296	4,625	10,162	3,397	2,202	2,767	41,449
1999	20,595	4,767	11,112	3,970	2,406	3,258	46,108
2000	21,906	4,897	11,532	4,655	2,666	3,493	49,149

（注1）単位：億ドル、2000年は第3四半期の数字で季節調整済み年率。

〔出所〕Federal Reserve Bulletin, December 2000.

る。このうち非金融企業による発行額は90年代末には年間2,000億ドルを超える水準に達した。この背景には、1991年3月から始まり、現在までなお続いている息の長い景気拡大がある。2001年の成長率は主要50機関予測の平均で2.6%⁴⁾と前年の推定5.1%に比べると半減するなど景気後退の懸念が残るものの、なお景気の拡大が続く見通しにある。このため、社債の発行高は全体としてやや弱含みながら今後も比較的高い水準を維持すると考えられる。ただし、2000年前半実績では信用力の高い投資適格等級の社債発行は前年同期比6.8%増と引き続き堅調となった半面、ハイイールド債は同54.9%減となったように、格付けによって発行額が大きく明暗を分けた⁵⁾ことは記憶に留めておかなければならないだろう。

一方、2000年9月末現在の社債発行残高は4兆9,149億ドルである。このうち、日本と比較可能な社債残高は企業（非金融）に金融会社と商業銀行を加えた額の2兆9,227億ドルである。

3. 日米社債市場の比較

ここで日米の社債の発行高及び発行残高を比較してみよう。為替レートを1ドル＝115円として、米国の社債の発行高3,075億ドル（1999年）を邦貨換算すると、35兆3,625億円になる。日本のそれが約8兆円だから、4倍強となる。一方、発行残高を邦貨換算すると、336兆円となる。日本のそれが約49兆円であるから、6倍強の規模になる。日米の経済規模の比較などから判断すると、社債の発行高及び発行残高は明らかに格差が大きいが、これは米国の社債市場が早くから発達していた（日本証券経済研究所

[1998], 58頁。) ことと無縁でない。米国はすでに1980年代半ばには現在の日本の社債市場規模に達していたから、社債市場の規模について彼我に大きな格差があるのはある意味では当然である。

Ⅲ. 格付分布からみた特色

1. 日本市場の格付分布

日本の社債市場の格付分布と最近数年間の推移は表4のとおりである。表4は格付投資情報センター（R&I）の発表資料及び出版物に基づいて作成した。日本の社債市場では、日系2社と米系2社の合計4社の格付機関にいずれも300社以上の格付実績があるが、この中でR&Iを選んだ理由は同社が2000年9月末現在で日本の格付取得企業982社の約77%をカバーしており、事実上日本の社債市場の実情をほぼ正確に反映していると考えたからである。

表4のうち、1998*はR&Iが合併した直後

表4 日本の格付機関による社債格付けの分布

	1998*	1998	1999	2000
A A A	28(3.6)	25(3.1)	19(2.5)	19(2.6)
A A	105(13.4)	97(12.1)	92(12.1)	93(12.6)
A	295(37.6)	296(36.8)	267(35.1)	269(36.4)
B B B	317(40.3)	320(39.8)	288(37.8)	270(36.6)
B B	34(4.3)	49(6.1)	74(9.7)	69(9.3)
B	4(0.5)	14(1.7)	19(2.5)	14(1.9)
C C C	2(0.3)	3(0.4)	2(0.3)	4(0.5)
小計	785(100)	804(100)	761(100)	738(100)
投資適格	745(94.9)	738(91.8)	666(87.5)	651(88.2)
投機的	40(5.1)	66(8.2)	95(12.5)	87(11.8)
小計	785(100)	804(100)	761(100)	738(100)

(注1) *は1998年4月1日現在、その他は各年末現在。

〔出所〕格付投資情報センター『月刊格付データブック』から作成。

の同年4月1日現在の格付分布である⁶⁾。その時点の格付分布の特徴は、①全体の約95%がBBB格(プラス、中間及びマイナスを含む)以上の投資適格格付けである、②BBBが全体の約40%と、中心的な格付けを占めており、次いでA格が約38%になっている、などである。その後の不況の深刻化に伴い、格下げとなった企業が増えたために、2000年末現在では、全体の約88%が投資適格、残りの12%が投機的等級格付けになっている⁷⁾。

2. 米国の社債市場の格付分布

米国の代表的な格付機関であるSTANDARD & POOR'S (S&P)の資料によると、主として米国市場で起債した企業を対象とする格付

分布は表5のようになる。ただし対象企業には米国以外の企業を約20%含んでおり、厳密な意味での米国市場だけの格付分布ではなく、いわゆるグローバル市場の格付分布になることをお断りしておきたい。同社は毎年、格付けとデフォルトの関係を調査、公表しており、その計算過程で格付けのあるすべての企業を1月1日現在の格付けに基づいてグループに分けている⁸⁾。例えば、1981年のグループには、1981年1月1日時点で格付けのあったすべての企業が含まれている。1982年のグループは1981年のグループで残っているものと、1981年に新たに格付けされた企業から構成されている。

対象となった企業は、1981年1月1日現在及びその日以降、1999年12月31日までに初めて格

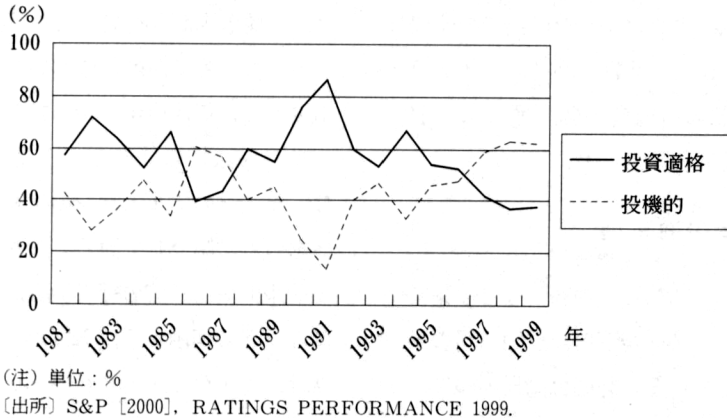
表5 米国の格付機関による社債格付けの分布

格付/年	1981	1986	1991	1996	1997	1998	1999
(格付累計)							
A A A	88(6.6)	126(6.6)	182(8.2)	193(5.5)	188(5.0)	189(4.4)	177(3.7)
A A	202(15.1)	370(19.4)	418(18.9)	556(15.8)	589(15.5)	611(14.1)	628(13.1)
A	470(35.2)	576(30.2)	627(28.3)	1163(33.0)	1172(30.9)	1184(27.4)	1207(25.2)
B B B	265(19.8)	310(16.2)	389(17.6)	700(19.8)	811(21.4)	970(22.4)	1049(21.9)
B B	211(15.8)	222(11.6)	240(10.8)	464(13.2)	541(14.3)	654(15.1)	773(16.2)
B	85(6.4)	287(15.0)	295(13.3)	424(12.0)	463(12.2)	683(15.8)	873(18.2)
C C C	15(1.1)	17(0.9)	61(2.8)	28(0.8)	27(0.7)	31(0.7)	79(1.7)
小計	1336(100)	1908(100)	2212(100)	3528(100)	3791(100)	4322(100)	4786(100)
投資適格	1025(76.7)	1382(72.4)	1616(73.1)	2612(74.0)	2760(72.8)	2954(68.3)	3061(64.0)
投機的	311(23.3)	526(27.6)	596(26.9)	916(26.0)	1031(27.2)	1368(31.7)	1725(36.0)
小計	1336(100)	1908(100)	2212(100)	3528(100)	3791(100)	4322(100)	4786(100)
(新規格付)							
投資適格	44(57.1)	131(39.5)	227(86.6)	291(52.5)	344(41.5)	306(37.0)	234(37.8)
投機的	33(42.9)	201(60.5)	35(13.4)	263(47.5)	484(58.5)	522(63.0)	385(62.2)
小計	77(100)	332(100)	262(100)	554(100)	828(100)	828(100)	619(100)

(注1) 単位: 件数, %

(出所) S&P [2000], RATINGS PERFORMANCE 1999.

図1 米国格付機関による新規格付けの分布の推移



付けされた約8700社である。この中には、全世界の事業会社、公益企業、金融機関及び保険会社が含まれるが、ストラクチャード債、公的機関及び公開情報に基づく格付け（略称「pi 格付け」）、さらにソブリン格付けは除外されている。

表5によると、米系格付機関の格付分布の特徴は①全体の66％が投資適格であるのに対して、投機的等級は36％を占めている（1999年現在）、②A格が各年を通じて中心的な格付けとなっている、などである。A格の社数は着実に増加しているにもかかわらず、その比率は1981年の約35％から、1999年の約25％に低下しているのは、最近数年間にわたって投機等級格付けが急増していることと無縁ではないと思われる。

表5の下段及び図1はS&Pによる年間の新規格付けを投資適格格付けと投機等級格付けに分けて示したものである。それによると、1997年に年間の新規格付件数のうち、投機的等級格付件数が投資適格格付件数を上回って以来、1999年まで3年間連続して上回った。もっともこうした例は今回が初めてではなく、1986年及び1987年に一度あったことがグラフから読み取

れる。2000年の前半は、前述したようにハイイールド債の発行が不振だったため、年間どのようなになったか現時点では不明であるが、いずれにしても米国の市場では、ハイイールド債市場が、企業に資金調達を提供していることは日本の実情と比べてみると大きな違いがあることがわかる。

IV. ハイイールド債についての 先行研究の紹介

日本における米国のハイイールド債についての紹介あるいは研究が始まったのは、ごく最近のことであると考えられる。ちなみに日本証券経済研究所が1975年に発行した「アメリカの公社債市場」に、格付けについての簡単な説明はあるが（同書第三章 発行市場ほか）、記述は格付符号の紹介にとどまっており、ハイイールド債という用語は同書に見当たらない。事実、後述する柴田武男氏や松尾順介氏の研究によると、その当時の米国には、まだハイイールド債の概念はなかったと思われる。

1980年代後半になって、同分野に関する柴田武男氏の論文が相次いで登場する。また、同時

期に米国の女性ジャーナリストが書いた本が1989年に翻訳、出版されたが、その当時の時代のニーズという点からいえば、ハイイールド債の研究はごく一部の研究者の関心領域にとどまっていたといえる。

1. 柴田武男氏の論文

柴田は [1987], [1988], [1989] などの論文・書評で米国のハイイールド債及び同市場の動きについて研究している。詳細は同氏の論文に譲るとして、ここでは主として [1988] によりながら柴田の所説の一部を紹介してみよう。

まず、ハイイールド債市場の成立時期について次のように述べている。ハイイールド債が単に有力格付機関の格付けがBBあるいはBa以下であるという意味で低格付債と呼ばれるなら、1960年代にすでに転換社債やワラント債を中心にハイイールド債の市場が存在していた。しかし、通説ではこの時期の低格付債はハイイールド債とは呼ばれない。

それが1977年を境にハイイールド債と呼ばれるようになったのは、1つはハイイールド債とは新規発行の普通社債をさす用語であるという認識が定着したからであり、もう1つの理由はハイイールド債市場を再興したとされるドレクセル・バーナム・ランベール社のマイケル・ミルケンという人物の存在を抜きにして語れないとしている。

2. 松尾順介氏の論文

松尾は、[1999 a], [2000] 及び日本証券経済研究所 [1998] 所収などの論文のなかで、ハイイールド市場についてたびたび言及している。まず、1999年の「米国のハイ・イールド債市場の現状」では、日本においてハイイールド

債市場がまだ形成されていないという現状は、市場の広がりや欠くという点で看過できないとしたうえで、米国においてハイイールド債市場は1970年代後半、特に1977年のリーマン・ブラザーズ社の3件の引き受け案件が端緒になった、とのアルトマンの見解及び議会の報告書をもとに紹介している。しかし、同社はハイイールド債は一流の証券会社を取り扱うものではないとの理由から同分野から撤退した。その後は、マイケル・ミルケン率いるドレクセル社の成長とともにハイイールド市場が拡大し、同社の没落とともにもたまたま市場が縮小した。1980年代のハイイールド債市場が敵対的な企業買収資金の調達場になったことは事実としても、低格付けの企業に公募普通社債による資金調達手段を提供したことは見過ごすべきではないと、松尾は述べている。

事実、ハイイールド債の発行額は1990年に大きく落ち込んだものの、1991年から急速に立ち直ったことは、米国経済の回復という追い風があったとはいえ、ハイイールド債は成長企業の資金調達手段として米国の資本市場にしっかりと根を張ったのである。

松尾はまた、[2000] の中で、米国のハイイールド市場が拡大していく過程の中で、同市場を支える市場としてのディストレス証券市場、すなわち破綻した企業の社債などを売買する市場がハイイールド債市場と同じ時期に成立したことを指摘している。ディストレス市場の存在が破綻債券に流動性を与えることになるからである。

3. 島義夫氏の論文

島は、[2000] のなかで、米系格付機関の格付けをもとに日本の社債市場にも銀行、電力を

除く社債発行残高規模の40兆円のうち、約10兆円の実質的なハイイールド市場が存在していると指摘している。ハイイールド債の多くは、①かって格付けが高かったのが90年代の不況で格付けが大きく下がった Fallen Angels（堕ちた天使）②クレジット水準が大きく低下したというよりも日系格付けで見ると高格付けだが国際的な基準で見ると低格付けという「格付けの混乱」に基づいた、実質的なハイイールド債である、のいずれかであるという。また、ヨーロッパの通信会社のように成長資金獲得のため、当初からハイイールド債と認識され高利回りで発行される社債はまれである。

今後、日本のハイイールド債市場を展望するには次のような点に変化しなければならないとされている。まず、「格付けの混乱」をどのように解きほぐすのか、という課題に対して1つの答は「適格・不適格」の世界から「リスク・リターン」の世界へ変わらなければならないという。次に低格付けにはもっと買い手が必要という課題に対して、クレジットの分析能力のあるクレジットアナリストが必要になる。さらに銀行融資と社債市場の競合という課題に対して、銀行が貸出先のクレジットリスクを正當に評価せず、親密貸出先に低利融資を続けるのであれば、貸出先である企業は投資家が納得するような利回りで発行するインセンティブは低いままである。

4. 高田創氏の論文

高田は、[2000]のなかで、「長らく期待されているハイイールド市場の発達はまだ実現できないことをとらえ、日本の制度的な不備ではないかとの議論も多い」としたうえで、それ以外にも「日本企業の資金調達に対する資本コス

ト、資本の効率性に対する意識、また一方で金融機関サイドの構造面にも原因がある」と主張している。

すなわち、日本の企業の構成は中堅中小企業が多いが、それは大企業を中心とした子会社関係、系列構造からなり、さらに旧財閥系の企業グループもある。こうした関係は業種を問わず存在している。この結果、日本企業の相互依存関係の強さを前提にした場合、リスク資金の供給はグループを中心とした企業間関係が担っていたと考えることができる。しかし、日本の潜在成長率の低下、資産価格の神話の崩壊により、もはや従来の発想が通用しなくなってきた。高田の表現を借りると、グループサポートの低下がハイイールド市場の成立を展望できる状態になる条件という。具体的には企業はいかに資金を効率的に運用するか、という問題意識の下で、子会社独自の資金調達やノンリコースローンの実行などにその兆しが見え始めているという。

5. 欧州の現状

S&P [1999]によると、1996年ごろに欧州においてもハイイールド債市場が出現した。それ以前は欧州の社債市場は日本と同様に投資適格企業による発行で占められていた。しかし、それ以来、欧州の100社以上の企業がハイイールド債を発行した。S&Pによって格付けされた欧州の企業の約40%はBB格あるいはそれ以下の格付けになっている。欧州の中規模企業の多くは銀行からの資金調達にもっぱら依存しており、投資家の十分な需要が前提になるとはいうものの、今後もハイイールド債市場の成長余力は大きいとみられている。

欧州のハイイールド債の発行企業は少なくとも

も次の5つの種類のどれか、もしくはいくつかに当てはまる。5つとは①創業後間もない会社、②市場での地位が脆弱な会社、③ハイリスク産業の会社、④高借金会社、⑤新興市場の会社、である。

創業後間もない会社とは、通信、メディア及びハイテク産業などの規制緩和あるいは技術発展の著しい分野で活動している。これらの会社は巨大な資金ニーズがあるが、資本の基盤が弱い。代表的な企業としてコルト・テレコム・グループ（格付けはB）がある。

市場での地位が脆弱な会社とは、競争の激しい、高度にセグメントされた市場かもしくは少数の大企業が存在している産業で、小さな市場占有率しかもっていない企業である。いずれもビジネスリスクが大きいから高い格付けは取得できない。

ハイリスク産業の会社は、海運業のように需要が高度に不安定かもしくは循環的な産業で経営が行われている。

高借金会社とは、LBOあるいはリストラによって強力な市場の地位を得たが、負債過多の資本構成のために利子支払いが収益を圧迫している企業である。

新興市場の会社とは、例えばロシアやトルコのような新興市場の企業は市場での地位が高くても、あるいは財務上の特色にかかわらず、市場自体が脆さを常に抱えていることが理由である。

以上のように、欧州では急速なハイイールド債市場の出現をみたが、その背景には非常に長期間に亘って経済の拡大が続いたことと、金利の低下があったからである。

この論文が書かれた1999年秋までの時点では、欧州のハイイールド企業の倒産例は通信会

社1社と海運会社4社にとどまっている。しかし、経済状態が悪化すればハイイールド企業に厳しい圧力がかかってくるのは避けられないことはいうまでもないだろう。

V. 日本のハイイールド債市場の可能性

1. 分析の方法

日本の資本市場においてハイイールド債市場の成立に必要なと思われる条件を検討していくことにしよう。今後の議論の混乱を避けるために、分析の方法として、まず資本市場を取り巻く外部環境要因（外部要因）と、資本市場の参加者が内部で解決するあるいは対応可能な要因（内部要因）に分けることにする。

外部要因とは、経済活動が活発かどうか、あるいは金利水準の動向など金融情勢はどうかなど主としてマクロ経済の状態や、証券行政や税制の変更など資本市場に対する政策全般の状況などを意味する。特に経済活動の水準が高いと、一般的に設備投資資金などの需要が高まり、その資金調達のために資本市場は活況を呈することは明らかである。説明するまでもなく、日本の社債市場が急速に拡大した1980年代後半は高い経済成長率を達成したことは周知の事実である。また証券行政に代表される政策全般は少なくとも規制緩和の流れにあることも改めて説明することはないと思われる。

一方、内部要因とは、市場参加者、すなわち資金を調達する企業、資金の供給者である投資家及び銀行と、両者の中間に位置する証券会社や格付機関などの証券売買あるいは証券情報の仲介業者のそれぞれの活動を指すことにする。

このうち、仲介業者が資本市場において果たす役割は、実情はともかくとして、本来は中立的であるべきであると考えられるので本稿では詳しく触れない。ここで中立的とは、証券会社あるいは格付機関は企業寄りでもなく、さりとて投資家寄りでもないという意味に使っている。

2. 資金の需要者

資金の需要者の代表は企業である。企業の資金調達を外部調達と内部調達に分けて、その推移をみた表2の企業の資金調達状況によると、1999年度に初めて外部調達が減少した。使っていない内部資金の余剰を外部に返済したことを意味する。当面、景気の急速な回復が見込めないとすれば、一般論としては資金需要の急速な増加はないと考えられる。

しかし、店頭市場や、マザーズ、ナスダック・ジャパン及び大証新市場に株式を公開している企業や公開準備中の成長企業やベンチャー企業などの資金需要は旺盛である、と思われる。

加えて、私募債の発行実績のある企業もしくは今後私募債の発行を視野に入れている企業は将来のハイイールド債の発行予備軍としての資格があると想定することができる。すでに日本では、1999年度に銘柄数で1,000本、金額で6,317億円の私募債が発行されており、さらに同年度末現在で3兆1,382億円の発行残高がある⁹⁾。

富士総合研究所が1999年9月に公表した「日本企業の社債発行に関する意識調査」によると、私募債を今後「発行したい」という企業は有効回答数895のうち、わずかに2.6%にすぎなかったが、「条件が整えば発行したい」とする企業の割合は30.4%にのぼった。ここで条件とは、発行時の費用が安くなる、担保要件が緩く

なる、臨機応変に短期間で発行できるようになる、などがあげられている。

また中堅企業が私募債を発行するとすると、銀行が独自に決めた「適債基準」を超える必要がある。適債基準は、必須条件として①純資産額15億円以上、②1株当たり配当率が直近3期連続10%以上、質的条件として①自己資本比率20%以上、②純資産倍率2.0倍以上、③使用総資本事業利益率7%以上、④インタレスト・カバレッジ・レシオ1.5倍以上、の4条件のうち3条件を満たす、などの必要がある、とするものである¹⁰⁾。1996年に公募債の適債基準が撤廃されたことに伴い、私募債の適債基準も廃止され、銀行が独自に適債基準を設定している。それによると、必須条件の純資産額が10億円以上に引き下げられているなど若干基準が緩和されているようである。企業が将来ハイイールド債とはいえ、公募債を発行するとすると、その前段階として適債基準を満たすことは避けては通れない現実的なステップである。

日本銀行が2000年12月に発表した「企業短期経済観測調査」によると、資金繰り判断を尋ねたDI（「楽である」－「苦しい」・%ポイント）は、大企業はプラス13に対して、中堅企業はマイナス4、中小企業は同11となるなど、依然として中堅・中小企業の資金繰りには余裕がないのが現状である。

3. 資金の供給者

（1）銀行

資金の供給者という意味では、銀行の役割は依然として大きい。しかし、1997年から1998年にかけて金融市場がいわゆる貸し渋りに象徴されるような機能不全に陥ったことは記憶に新しい。その後、金融情勢が落ち着きを取り戻す過

程で、銀行は従来の与信管理を抜本的に見直し、取引先を信用力に応じて格付けする仕組み、すなわち「行内格付け」を取り入れた。行内格付けが高ければ、貸出利率が安く、逆に格付けが低ければ貸出利率が高くなるようになった。例えば、みずほフィナンシャルグループは、統合後の13万社の融資先を最大20段階に分類した行内格付けを2001年秋までに完成させる方針と伝えられる¹¹⁾。また、別の大手銀行では、同様に融資先を12段階に分けた行内格付けを導入しているが、12段階のうち、格付機関の格付けでいえば、BB 格とB 格、つまりハイイールド債の発行に相当する信用力を持つ企業を最重点の融資開拓先に位置付けている。

しかし、行内格付けによって融資先の貸出し利率を算出しても、現状では銀行間の競争が激しいため、十分なスプレッドが取れないままの低利融資にならざるを得ないといわれる。結果として企業にとって低利の借入れは魅力であることはいうまでもないから、社債の発行意欲が一段と殺がれてしまうことになる。ただし、金融再編成後の新しい秩序が形成されてくる中で、貸出しリスクに見合った利率を設定して、新規開拓を行うという動きも出てきた。

例えば、東京都民銀行は1998年秋から、「スモールビジネスローン」を中小企業向けに試験的に販売し始めた。これは①融資の可否を申し込みの翌日に返事する②最高500万円を最長6ヶ月間、無担保で融資する③利率は年9%でほかに事務手数料が必要、という内容の商品である。さらに同行は2000年秋に「スモールビジネスローンⅡ」を追加した。融資額を300万円に抑え、融資期間を1年に延長する代わりに、消費者金融会社の保証をつけることで利率を年7%にした商品である。

三和銀行は同様に融資額の限度を1,000万円、融資期間1年、無担保で第三者保証は不要、利率を7~10%とする「ベストアシスト」を始めている。他の大手都市銀行も追随している。

いずれも現状では資金使途が運転資金に限定されているものの、銀行が無担保融資のノウハウを積み重ね、融資期間の延長や資金使途の拡大へつながっていけば、無担保融資と競合あるいは共存するハイイールド債が登場してくる可能性がある。

(2) 機関投資家

機関投資家のうち、普通社債の最大の購入者は保険会社、次いで農林中央金庫・農業協同組合、信託銀行が上位3業態である(1999年度)。生命保険の社債投資は長らく資金バッファーとしての位置付けが続いていたが、最近十数年間に本格的なポートフォリオを形成するようになってきたとされる¹²⁾。しかし、生命保険が社債投資に積極的とはみられていない。その背景には監督官庁からの指導による運用規制もしくは投資家の内規¹³⁾があり、格付けの低い債券への投資は極力抑制する傾向がある。米国では、格付けの上位4番目のBBB(トリプルB)ゾーンまでは投資適格とされるが、日本では上位から3番目のA(シングルA)ゾーンが事実上の投資適格ラインと考えられているようである。しかし、中央三井信託銀行は年金運用利回りの向上を目指して、トリプルB格などの中低位格付債への投資に乗り出した、という¹⁴⁾。

加えて、機関投資家のなかで債券のリスクを判断する格付アナリスト(クレジットアナリストとも呼ばれる)がほとんどいない、あるいは

極めて少ないのが現状である。格付アナリストは格付けの実質的なユーザーである。格付けの知識を活用して、リスクの所在とその大きさを調べる能力が高いと債券投資の運用効率を向上させることが可能になる¹⁵⁾。

VI. 結 び

日米の社債市場の比較を通じて明らかになったことは、社債の発行高及び発行残高に4倍から6倍の規模の差があることに加えて、米国の社債市場は投資適格格付けから投機等級格付けに至るまでの幅広い格付分布を持っていることである。日本の社債市場の格付分布が事実上投資適格で占められているのに比較すると、大きな違いとして指摘できる。すなわち、日本の社債市場には現在、発行時からハイイールド債に分類される格付けを持つ、厳密な意味でのハイイールド債市場が事実上存在していない。その事実を踏まえて、本稿の後半において、先行研究を踏まえながら、日本にハイイールド債市場が成立する可能性を探った。

まず、ハイイールド債を発行できると考えられる企業の最低ラインはいわゆる中堅企業である。中堅企業とは、ここでは私募債の適債基準を満たす企業とすることが現実的である。それより規模が小さい中小企業は政策金融の対象となると思われるからである。しかし、現状の私募債の発行スキームでは、たとえ適債基準を満たしたとしても、制約が多い。富士総合研究所の調査結果を再度紹介すると、発行時の費用が安くなる、担保要件が緩くなる、臨機応変に短期間で発行できるようになる、などの問題点が指摘されている。

このうち、担保要件の緩和ないし撤廃につい

ては、一部の地銀あるいは都銀が無担保融資に乗り出している。銀行が無担保融資の経験をつみ重ねることによって、融資先の倒産リスクをある程度合理的に推計できるようになれば、担保要件の撤廃は実現していく可能性が高いと思われる。

一方、投資家の立場からの問題点としては、資金運用の内規がある以上、運用者としては内規を遵守しなければならない。結果として、リスクが相対的に高い半面、リターンが同じく相対的に高い運用先への積極的な投資はできない。ただし、これも徐々に変わりつつある。現在、投資家が内部に投資対象のリスク分析を行うクレジットアナリストを養成しつつあるためだ。欧州では、金融機関を中心にクレジットアナリストの養成が1996年ごろから本格的に始まったことがハイイールド債市場の出現につながったという指摘もある¹⁶⁾。

日本では資本市場を活用できる企業は限られていた。これは企業の多くは必要な資金を金融機関からの借りに依存してきたからである。金融機関は事実上融資先についての信用状態を独占してきた。しかも、入手した取引先の情報は守秘義務があるために他の金融機関に提供できなかった。しかし、これもまた変わりつつある。1つの金融機関が所有する情報量には限界がある。それが一定の条件の下で、金融機関が相互に連携して信用情報を持ち寄り、企業の信用情報についてのデータベースの構築が始まっているのである。

米国では、個人のみならず企業についても各種の信用情報が完備しているといわれる。今後、信用情報の整備はハイイールド債市場を含めた新しい資本市場の創設には欠かせないインフラの1つである。最後に同じインフラになる

という意味で、松尾が指摘しているディストレス市場の整備も必要である点を指摘して本稿を閉じることにしたい。

注

- 1) 証券政策研究会編 [1978], 「証券取引審議会基本問題委員会報告・資料 I - 望ましい公社債市場の在り方 -」, 22頁。金融財政事情研究会。
- 2) ハイイールド債とは格付機関による格付けが投機的等級と分類される BB 格あるいは Ba 格以下の格付けを持つ債券の意味で使われる。ハイイールド債には、発行時は投資適格格付けを持っていたが、その後に BB あるいは Ba 以下に格下げになったものと、発行時に非投資格付け (non-investment grade) であったもの、すなわち original-issue high-yield bonds の 2 種類がある。Fabozzi, F.J. [2000], pp. 153-154. 参照。Fabozzi によると、前者をさらに 2 つに分けて、1 つは LBO あるいは資本の再構成 (recapitalization) によって格下げになったものと、もう 1 つは他の理由で格下げになったものがある。このうち 2 番目の債券がいわゆる Fallen Angels (墮ちた天使) と呼ばれる。本稿でハイイールド債という場合に主として念頭に置いているのは、最初から投機的等級あるいは非投資格付けで発行された債券、いわゆる original-issue high-yield bonds である。
- 3) 松尾 [1999b], 4 頁。
- 4) 『日本経済新聞』2001年1月16日付け。
- 5) The Bond Market Association, *Research Quarterly* August 2000, p. 5.
- 6) R&I 設立以前の格付分布については、岡東 [1997] 参照。
- 7) 外資系格付機関による日本企業の格付分布によると、ハイイールド債の比重は高くなる。例えば、MOODY'S のよると、社債残高200億円以上の126社の社債残高24兆円のうち、Ba 以下の比率は24%になる。詳しくは島 [2000]。
- 8) S&P [2000], pp. 8-9. 邦訳4-5頁。
- 9) 日本証券業協会『証券業報』598号, 106頁。
- 10) 三和総合研究所 [1995], 29頁ほか。
- 11) 『日本経済新聞』2000年12月7日付け
- 12) 徳島 [2000], 54頁。
- 13) 森脇 [2000], 第5章 (平井直樹) 120頁以下参照。
- 14) 『日経金融新聞』2000年9月12日付け。
- 15) 島 [1997], 21頁。また、格付けとスプレッドの関係を論じた鈴木 [1995] 論文も示唆に富む。
- 16) 島 [2000]。

参考文献

岡東 務 [1997], 「格付分布の比較と格付の役割の変化について」『公社債月報』公社債引受協

会, 12月。

—— [1998a], 「業績不振企業に見る格付機関の対応」『年報経営分析研究』日本経営分析学会。

—— [1998b], 『債券格付の研究』中央経済社。

—— [1999], 「債券格付の意味と役割」『証券経済研究』日本証券経済研究所第18号。

—— [2000], 「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』証券経済学会第35号。

格付投資情報センター [1998], 『格付けの手引き』, 4月。

—— [1998], 『月刊格付けデータブック』10月号以降の各号。

—— [1998], 『レーティング情報』11月創刊号以降の各号。

—— [1998], 『格付けの知識』日本経済新聞社。

加藤隼人 [2000], 「社債市場と格付」, 森脇 [2000] 所収。

興銀証券投資戦略部 [2000], 『金利が解かれれば経済が見える』近代セールス社。

黒澤義孝 [1985], 『債券格付けの実際』東洋経済新報社。

—— [1999], 『<格付け>の経済学』PHP 研究所。

国際金融情報センター [1998], 『主要格付会社の特徴と評価 (1999年版)』。

鈴木茂央 [1995], 「社債市場拡大に向けて、格付とスプレッドからみた日本社債市場における現状と問題点」『公社債月報』4月号。

スタンダード&プアーズ [2000], 『スタンダード&プアーズの格付』。

—— [2000], 『CreditFocus Japan』1月号以降各号。

柴田武男 [1987], 「アメリカ資本市場におけるジャンク・ボンド発行の意味」『証券研究』2月号。

- [1988], 「アメリカにおける起債市場の変貌—低格付債を中心にして—」『証券研究』10月号。
- [1989], 「書評」(コニー・ブルック著, 三原淳雄/土屋安衛訳, 『ウォール街の乗っ取り屋』)『証券研究』9月号。
- 島 義夫 [1997], 『信用リスク, 格付け, 債券投資入門』シグマベイスキャピタル。
- [1998], 『クレジットリスクと債券投資』シグマベイスキャピタル。
- [2000], 「日本のハイイールド市場の現状と展望」証券経済学会 第53回全国大会報告資料証券団体協議会議 [1998], 『格付けの現状と今後の課題』。
- 三和総合研究所 [1995], 「新版銀行員のための私債」ビジネス教育出版社, 1995年。
- 高田創・香月康伸 [1998], 「内外格付から事業リスクをどう読みとるか」『金融財政事情』9月7日。
- 高田 創 [2000], 「クレジット分析のパラダイム変革」『Mizuho Securities Credit Commentary』11月。
- 徳島勝幸 [2000], 『現代社債投資の実務』財経詳報社
- 新美一正 [1992], 「社債発行市場の現状と諸問題」『Japan Research Review』日本総合研究所2-3。
- [1992], 「債券格付けの研究—歴史, 現状, 課題」『Japan Research Review』日本総合研究所2-8。
- 日本格付研究所 [1992], 『ゼミナール格付け 信用審査と実際』東洋経済新報社, 1992年。
- 日本証券経済研究所 [1998], 『図説アメリカの証券市場』1998年版。
- 野村総合研究所 [1995], 「格付機関を比較する」『NRI Corporate Finance Research Report』Vol. 7。
- 平井直樹・富田宏 [1996], 「わが国の格付けの現状と課題」『公社債市場の新展開』公社債引受協会編, 東洋経済新報社, pp. 392-412。
- 富士総合研究所 [2000], 「中堅・中小企業による社債発行の現状と課題」1月。
- 船橋信夫 [1995], 「米国ハイ・イールド債市場の現状と展望」公社債引受協会『公社債月報』6月。
- 前田 庸 [1999], 『会社法入門〔第6版〕』有斐閣。
- 松尾順介 [1999 a], 「米国のハイ・イールド債市場の現状」『証券アナリストジャーナル』日本証券アナリスト協会3月。
- [1999 b], 『日本社債市場』東洋経済新報社。
- [2000], 「米国のハイ・イールド債市場とディストレス市場」『証研レポート』12月号。日本証券経済研究所大阪研究所。
- 三浦后美 [1998], 「社債金融の史的展開」『会社財務制度の史的展開』水越潔編 財務制度研究会著, 税務経理協会。
- 森脇彬編 [2000], 『現代債券格付論』, 税務経理協会。
- 若山 昇 [1999], 「格付けの本質と利用上の課題」『変革が期待される企業経営と株式評価』日本証券アナリスト協会編。
- 渡辺 茂・平井直樹・富田宏 [1996], 「格付産業の分析」『財界観測』野村総合研究所, 6月。
- Alexander, G.J., Sharpe, W.F., and Bailey, J.V. [1991], *Fundamentals of Investments*, Prentice-Hall. (日興リサーチセンター訳, 『現代証券投資講座』, 日本経済新聞社。)
- Bruck, C., [1988], "The Predator's Ball", Simon & Schuster Inc., (邦訳 三原淳雄・土屋安衛『ウォール街の乗っ取り屋』, 東洋経済新報社1989年。
- Cantor, R. and Packer, F. [1994], "The Credit Rating Industry", *QUARTERLY REVIEW*, Summer-Fall, FRBNY.
- Ederington, L.H. [1986], "Why Split Ratings Occur", *Financial Management*, Spring.

Fabozzi, F.J. [2000] "Bond Markets, Analysis and Strategies", Fourth ed., Prentice Hall.

House, R. [1995], "Rating the raters", *INSTITUTIONAL INVESTOR*, Oct.

Moody's Investors Service [1991], "Global Credit Analysis". (日本興業銀行訳 [1994], 『グローバル格付分析』, 社団法人金融財政事情研究会。)

—— [2000], *Historical Default Rates of Corporate Bonds Issuers, 1920-1999*.

Standard & Poor's Ratings Services [1999], "Analyzing European High-Yield Corporates", *CreditWeek*, October 27.

—— [2000], *RATINGS PERFORMANCE* 1999. (邦訳「格付けとデフォルトの関係」2000年)

(阪南大学経営情報学部教授)