

中小企業金融と債券市場

—— 東京都の債券市場構想を中心に ——

柴田 武男

若林常務理事 大変お待たせいたしました。ただいまから本日の講演会を始めさせていただきますと思います。

本日のミニ「資本市場を考える会」は、聖学院大学政治経済学部の柴田武男教授をお招きし、「中小企業金融と債券市場——東京都の債券市場構想を中心に」と題してお話をお伺いすることにしております。

このミニ「資本市場を考える会」は、当研究所の研究者や客員研究員が、日ごろの研究テーマの中から皆様の御関心の強い話題を選んで、その研究成果を発表するという趣旨で開催しているものであります。

柴田教授は、当研究所とも御縁が深く、東京大学大学院経済学研究科博士課程を修了された後、昭和六一年に日本証券経済研究所に入所され、研究活動を続けられた後、平成三年四月に聖学院大学にお移りになりました。この間、当研究所の客員研究員をお引き受けただいておりまして、本日は、最近話題になっております東京都の債券市場構想を中心として、証券市場との関係も踏まえたお話をお伺いしたいと考えております。

それでは、よろしくお願いいたします。

ただいま御紹介にあずかりました聖学院大学の柴田と申します。

資料の方は、私のレジュメ（末尾参照）を用意し、また、今日の報告につきまして、私も二つ論文を書いております。一つは、私の所屬する『聖学院大学論叢』に「東京都の債券市場構想」について書いたもので、これは第一回から第三回債までをフォローしたものです。その後、こうした動きが広がっておりますので、『証券経済研究』の方に「中小企業金融と債券市場」ということで寄稿させていただきました。その二つのペーパーをもとに今日の報告をしたいと思っております。

まず、レジュメの方を見ていただきたいのですが、なぜ私が東京都の債券市場構想に興味を持ったのかといいますと、石原都知事の最初の選挙のとき、ジャンク・ボンド市場をつくるのだという

のが石原さんの最初の大きな公約だったわけですね。これに反応しましたのが自治労であり、東京都で働く人たちがジャンク・ボンドというのはい体どういうものなのか、ジャンク・ボンド市場というのは、日本で本当に石原構想のように成功するのかというようなことを提起されたわけですね。

石原さんは、とにかくアメリカでは、ジャンク・ボンドという、有望だがまだ信憑性のおぼつかない企業の社債を扱う市場がある、それが機能しているという話から、日本でもジャンク・ボンド市場をつくるのだというのが九九年のときの知事選挙の公約だったわけですね。ジャンク・ボンドというのはい体どんなものか、世の中でそれほど一般にはまだ知られていない状況でした。私はジャンク・ボンドについて研究所にいらるときにいろいろ論文を書きまして、非常に関心を持っておりま

したので、この石原構想にある、ジャンク・ボンド市場というのはどんなものか説明してほしいというお話がまずあったわけです。

私のコメントというのは、レジユメの①にまとめてあります。確かに、アメリカにおいて、ジャンク・ボンド市場は中堅規模の企業を底辺として出ているのですけれども、中小企業ファイナンスには役立つていない。といいますのは、一九七〇年代に、ジャンク・ボンドの新規発行のものをS&P『ボンドガイド』で計算してみると、大体その当方で平均三〇〇〇万ドル、四〇億円ぐらいのものなわけです。ところが、中小企業に対する制度融資というのは、例えば、一番大きいものでも、信用保証協会の中小企業金融安定化特別保証制度ということで、かなり大きな金額が政策的に実行されたわけですけれども、それでも五〇〇〇万円程度です。このような中小企業ファイナン

スに比べて社債発行市場というのは二桁違うわけです。ですから、石原さんのいう、直接、大田区の中小企業がジャンク・ボンドを発行して資金調達をして、それで経営を活性化するという構想とはちよつと違うのではないかということ指摘したわけです。

このジャンク・ボンドという話はいつの間にか消えましたが、中で検討していったらやはり無理だということ、どうもアメリカ的なジャンク・ボンドではちよつと違うという話に恐らくなつたと思つのです。では、どのような市場をつくれれば中小企業の融資政策として成功するのかということ*で、東京都は九九年八月に「一万社アンケート」を実施したわけです。

* 東京都のホームページ

<http://www.metro.tokyo.jp/INET/CHOUSAI/1999/10/609AK400.HTM>

一、第一回債の構想

このアンケートをもとに、ローン担保証券、CLOとして資金調達をするという構想が、第一回、二〇〇〇年三月に実現したわけです。

東京都が自らが誇る本スキームの概要として、三つの「日本初」だということで、三点をこの債券市場構想の目玉としております。

一つは、日本で初めて行政主導による債券を発行するという点です。次に、中小企業への新規融資権を証券化してCLOを発行する、これのポイントは、ただ単に資金を融資するのではなくて、その融資した資金をまたローン担保証券として発行して回収する、つまりニューマネーとして融資しているということが一つの目玉になっているわけです。それから三番目、これはまた評価

が分かれるところですが、ディスクロージャー等が不十分であるということを踏まえ、信用保証協会による信用保証を活用して投資家は安心して債券を購入できるようにするということになるわけです。

まず「行政主導により債券を発行」という点をどう評価するのか。私も証券業界において、証券の、特に債券市場の勉強、社債市場の勉強をしていきますと、この「行政主導」という言葉は、証券界にとってちょっと複雑な思いで受けとめられるのではないかと思います。

というのは、私のペーパーに引用しましたように、「社債の起債市場は、日銀信用に基づく金融機関消化を主体とした貸出の変形であり、銀行貸付による間接金融を補完する手段を果たしているにすぎない特殊異常な状態」というのが公社債引受協会の協会史にある文言です。ですから、行政

主導というのはある意味では素直に受けとめられない。つまり、民間努力が足りない、あるいは、公的な金融規制の中でセカンドのマーケットとして押さえられていたという特殊異常な状態というふうに総括せざるを得ないところがあつたわけです。やっとそれを自由化して、要するに民間主体で当然市場本位で運営するという方向になつたところにもう一度「行政主導」という言葉が入つてくると、これは、やはり民間努力が足りないのか、あるいは、日本の社債市場がそれほどまだ未成熟なのかという反語になつてしまいます。あまり行政主導といわれると、私も含めて皆さんも、民間努力はもつとしているよというお話になるのではないかというように思います。

問題は三番目であり、東京信用保証協会による信用保証、つまり、信用保証協会の信用保証があるから債券を買うのだというような形になります

と、最初の中小企業の信用力を生かして資金調達するという側面が非常に薄れてしまつたわけです。

ですからこの点が一つ大きな問題になる。東京信用保証協会の信用保証がつけば、これは銀行が直接にローンできるわけです。信用保証協会の保証をつけて融資して、それをCLOとして投資家に販売するというと、金融機関の資金調達としての意味は出てくるけれども、金融機関と中小企業との関係においては、ただ単に、旧態依然とした信用保証協会を使った制度融資ではないのかという話になつてしまつたわけです。そういう意味で、この信用保証協会の活用というのは、初めてとしても、政策目的からして高く評価することはちょっと難しいのではないか、そのような感想を持ちます。

レジュメの方に戻りますが、第一回債は、銀行窓口型、信用金庫窓口型という形で、ローン担保

証券と、信託受益権という形でそれぞれも一度投資家に販売して中小企業に融資した資金を金融機関が回収する、つまり、投資家のニューマネーとして企業に融資するという形で第一回債が発行されたわけです。

この第一回債については一つの試みとして評価できる。ただ、マーケットとしてはこういう新しいマーケットの構造をつくったというところで評価できるので、では、中小企業側は本当にこの融資の枠組みで何か新しい資金調達としての意味を持ったのかという点になりますと、やや否定的な印象を受けてしまいます。

というのは、このレジюмеに書いてありますように、アンケートがあって、「ぜひ参加したい」ということなのですが、実際にこの融資のスキームに参加した企業はかなり資産状態のいい企業です。中小企業でも、簡単にいってしまえば、独力

で、このスキームに参加しなくても銀行からローンを受けられる、そういう企業なのです。ですから、本当に中小企業で資金が切迫しているというようなところに必ずしも資金が供給されているのではないという話にどうもなっているのではないのかという気がします。

企業に勤めていて実際にこの案件を取り扱ったという方からも、個人的にいろいろな資料をいただいて、実際にどういうようにこの仕組みが中小企業側に理解されたのかという点についてお話を伺つと、今までの銀行の融資係が来て、新しい東京都のスキームが出て、これを使えば新たな資金調達ということで箔が付きますから、ぜひとも融資の枠組みに乗ってくださいというような営業が行われたようです。ですから、中小企業にとって、銀行からお金を借りたその債権がCLOになつて外に出ていくというのはかなり先の話で

あつて、直接には銀行から信用保証協会の信用保証がついて融資を受けるといふ全く新規性のない仕組みになっている。または、そういうように中小企業者には受けとめられているというのが実態です。

その点は東京都の方も意識して、いろいろ工夫をしております。その話を先にしますと、四回までのスキームが東京都のまとめたもので出ております。(図表1) これを見ますと、第一回CLOについて、まず利用条件として、先ほどもいまして、かなり厳しい。つまり、自己資本比率が一〇%以上、または、直前二期連続経常利益計上とか、なおかつ信用保証協会の保証が得られるものというように、かなり優良中小企業に絞って融資している。第二回もそういう側面があるわけです。

ただ、このスキーム、いろいろ問題がないわけ

ではないのですが、感心する点もあります。図表2を参照してほしいのですが、この読み方として私が一番評価するのは「中核金融機関」のところ。第一回、第二回、第三回といふふうには三回まで出ているのですが、中核金融機関は、第一回は富士銀行としinkin信託銀行及びメリルリンチ証券という組み合わせであり、第二回の中核金融機関は三和銀行と東海銀行、第三回が三井住友と東京スター銀行、BNPパリバ証券ということになっていきます。

これは、毎回、政策意図を東京都の方で発表して、それに応じたスキームを提案してくださいという公募形式をとっているからです。公募形式で、東京都の政策意図に一番合致したスキームを提起した金融機関のものを採用してイノベーションを図っていく。これは、皆さん実務の方々に私がいふのは僭越なのですが、中核金融機関をパー

中小企業金融と債券市場

図表 1 債券のスキーム（第 1 回～第 4 回）

第 1 回 CLO(平成12年)	第 2 回 CLO(平成13年)	第 3 回 CLO(平成14年)[A方式] 第 4 回 CLO(平成15年)[B方式]
<p>【制度概要】</p> <ul style="list-style-type: none"> 保証金額上限 : 5,000万円 保証期間 : 3年 金利 : 固定金利 返済方法 : 期限一括 <p>・繰上返済不可</p> <p>・信用保証料 : 0.75%(年) 私募形式(機関投資家向)</p>	<p>【制度概要】</p> <ul style="list-style-type: none"> 保証金額上限 : 5,000万円 保証期間 : 3年 金利 : 固定金利 返済方法 : 期限一括 <p>・繰上返済不可</p> <p>・信用保証料 : 0.75%(年) 公募形式(一般投資家向)</p>	<p>【制度概要】</p> <ul style="list-style-type: none"> 保証金額上限 : 8,000万円 保証期間 : 5年(2年据置) 金利 : 変動金利 返済方法 : 据置後 元金均等 <p>・繰上返済不可</p> <p>・信用保証料 : 0.75%(年) 私募形式(機関投資家向)</p>
<p>【利用条件】</p> <ul style="list-style-type: none"> 基本条件: 既存無担保保証含め5,000万円以内 <p>※直近決算において経常利益を計上し、自己資本比率が2%以上である。</p> <ul style="list-style-type: none"> 特別条件: 既存無担保保証含め5,000万円超 <p>※基本条件を満たす他、下記ストック条件・フロー条件を満たすこと。</p> <p>《ストック条件》 自己資本比率が10%以上 又は直前2期連続経常利益計上</p> <p>《フロー条件》 平均月商5,000万円以上又は直前2期連続売上増</p>	<p>【利用条件】</p> <ul style="list-style-type: none"> 基本条件: 既存無担保保証含め5,000万円以内 <p>※直近決算において経常利益を計上し、自己資本比率が2%以上である。</p> <ul style="list-style-type: none"> 特別条件: 既存無担保保証含め5,000万円超 <p>※基本条件を満たす他、平均月商が3,000万円以上で、下記ア又はイ条件を満たすこと。</p> <p>ア) 下記のストック条件・フロー条件もしくは満たすこと。</p> <p>《ストック条件》 自己資本比率が10%以上 又は純資産倍率1.2倍以上</p> <p>《フロー条件》 営業利益\geq支払利息・割引料であること又は売上高経常利益率が1%以上</p> <p>イ) 直前2期連続増収増益かつ売上高経常利益率2%以上</p>	<p>【利用条件】</p> <ul style="list-style-type: none"> 基本条件: 同左 特別条件1: 同左 特別条件2: 既存CLO含めCLO合計5,000万円超 <p>※基本条件を満たす他、下記ア)～エ)を満たすこと。</p> <p>ア) 平均月商5,000万円以上</p> <p>イ) 純資産額2億円以上</p> <p>ウ) 自己資本比率が10%以上又は純資産倍率1.5倍以上</p> <p>エ) 営業利益\geq支払利息・割引料であること又は売上高経常利益率が2%以上</p>
<p>【保証承諾】</p> <ul style="list-style-type: none"> 承諾企業数1,713企業 承諾金額 703億円 	<p>【保証承諾】</p> <ul style="list-style-type: none"> 承諾企業数998企業 承諾金額 346億円 	<p>【保証承諾】</p> <ul style="list-style-type: none"> 承諾企業数2,363企業 承諾金額 855億円

(出所) 東京都産業労働局ホームページ (www.sangyo-rodo.metro.tokyo.jp/clo)

図表2 東京都による債券市場での発行実績

	第1回(12年3月)	第2回(13年3月)	第3回(14年3月)	
			[A方式]	[B方式]
発行金額	694億2,500万円	324億8,400万円	830億8,200万円	50億1,600万円
			合計880億9,800万円	
参加企業数	1,715社	952社	2,313社	176社
			合計2,489社	
中核金融機関	富士銀行 しんきん信託銀行 +メリルリンチ証券	三和銀行+東海銀行	三井住友銀行	東京スター銀行 +BNPパリバ証券
窓口金融機関	富士銀行 第一勧業銀行 さくら銀行 あさひ銀行 三和銀行 東京三菱銀行 都内全信用金庫 東海銀行 東京都民銀行 住友銀行 大和銀行 日本興業銀行 横浜銀行	三和銀行 あさひ銀行 東海銀行 富士銀行 さくら銀行 第一勧業銀行 東日本銀行 都内全信用金庫 住友銀行 東京都民銀行 横浜銀行 大和銀行	三井住友銀行 UFJ銀行 富士銀行 あさひ銀行 東京都民銀行 商工中金 第一勧業銀行 大和銀行 都内全信用金庫	東京スター銀行
融資金利	3.14%(オールイン)	2.67%(オールイン)	2.47%(オールイン)	平均2.92%
発行方式	私募ABS方式	公募ABS方式	私募ABCP方式	私募ABS方式
期間・返済条件	3年・期限一括返済		5年 (2年据置後分割返済)	1. 2. 3年から選択 ・分割 / 一括返済選択
融資金額	最大5,000万円 / 1社		最大8,000万円 / 1社	最大5,000万円 / 1社
デフォルト状況	(2年3ヶ月経過ベース)	(1年3ヶ月経過ベース)	-	-
	48件 / 2.55%	6件 / 0.58%	-	-
	17億7,168万円 / 2.52%	1億6,501万円 / 0.48%	-	-
トピックス	日本初の行政主導の債券発行・証券化事業	公募販売方式導入 / より直接金融に	過去最大の資金供給実現	日本初の財政負担なしスキームの実現

(出所) 図表1に同じ

トナーとして毎回毎回変えていくというのは事務方にとつてはかなりしんどいわけです。金融の専門的な取引ですから、ある程度前回は踏まえて、普通は継続的なパートナーでイノベーションをしていくというパターンをとる方が事務的にはかなり円滑にいくのではないかと気がします。しかし東京都の場合は、毎回毎回パートナーを結果的に変えて、一番政策意図に基づくスキームを提案した金融機関とどんどん組んでいくということころは大変すばらしい、非常に評価できる点ではないかと思えます。

私は東京都に何度かこの問題に関してインタビューに行つて、強い印象を受けたのは、担当する若手の、三〇代の東京都の職員なのですが、非常によく勉強しております。かなり専門的な知識を持っていて、提案されたスキームを理解して、金融機関の人達とわたり合える能力をかなり身に

つけているのではないか、そういう印象を受けました。こうした東京都の事務方の優秀さがあってこそ、毎回毎回スキームをイノベートしていく、パートナーを変えていくことができたという印象を受けました。その点は、だれの功績かわかりませんが、東京都の債券市場の側面として、私としては一番評価できるというように感じております。

一、第二回、三回債のイノベーション

第二回債のイノベーションは投資家に対する販売です。CLOのセキュリティーションの方の変革をしております。特徴的には、ローン担保の原債権をもとにしてA、B、C、Dの四種類の違った債券をつくっております。これらを機関投

資家向けあるいは個人投資家向けに販売をしている。融資した後のCLOのつくり方に対してイノベーションを行ったということです。ただ、金融機関と中小企業との関係においては、それほどイノベーションはない。従来の信用保証協会の保証をつけて融資をするという形は変わらない、そのイノベーションがまだないということです。

この問題は東京都にもかなり意識されて、このままではやはり問題であるということで、第三回債でかなり大きなイノベーションが行われております。第三回債のスキームの一番大きな点は、信用保証協会の保証をしないで融資をするということです。今までは信用保証協会の保証が入って、それで金融機関は安心して融資ができ、そのような信用保証協会のついたローン担保債券をCLOにするという制度保証が入っていたのですが、第三回債のB方式は、保証協会が関係しない債券市

場構想となった、つまり、純民間ベースでスキームができました。

この方式は金融機関がリスクをとり、同時に、融資条件の多様化もできるわけです。これに対して、相談件数は約一二五〇件、かなりあつたわけです。信用保証協会の保証を受けられなくても、東京スター銀行がオーケーすれば融資をするという方針がとられました。実際の参加企業は一七六社、融資総額五〇億一六〇〇万円に留まりました。やはり制度融資がないと、この程度の金額で終わってしまうわけです。A方式の三井住友銀行の方の、従来のように保証協会の保証があるものは八三〇億円ですから、信用保証協会の保証がないと銀行側としても融資をするのがかなり難しいということを示しています。ただ、この第三回債のもう一つの工夫は、二年据え置き、三年目から分割返済可能というように、返済条件をかなり弾

力的にした。それで中小企業に非常に人気が出たということです。

このように東京都の細かいイノベーションはあり、一回、二回、三回と、資金を借りる側のニーズに合わせて少しずつカスタムメイドして使いやすいシステムしております。毎年パートナーである中核金融機関を変えながら、よりよいスキームを目指してやっていくというのは、これはなかなか地方自治体としては実力のある仕事だなというふうに私は評価しております。

とはいえ、資金の使途の方、資金を使う側からいって、本当にこれで、ニューマネーが入って来て、設備投資なり営業の改善、研究開発費などで、中小企業の本当の意味の活性化、そういうものが達成できたかという点、資金用途を見ると必ずしもそうではない。資金ニーズで最も多かったのが手元余裕資金、つまり運転資金としてとりあえず

持ちたいということです。このときはとにかく貸し渋りということで、いつ銀行がお金の返済を迫るかわからないようなところで、手元資金の余裕を確保したい、はっきりいって、ある種の安心料、資金計画の中の安心料として意味を持つていたのではないのか。本当は中小企業の経営改善に結びつくような資金使途にお金が動かなければ意味がないのではないのかと思います。確かに、資金調達の多様化ということはかなり実現できたと思うのですが、資金使途からいって、東京都の政策は意図したように成功したとは必ずしもいえない側面が指摘でき、その点でまだ課題があると私は判断しております。

では、どこにこれらの債券の意味があるのか。むしろ投資家側に有力な投資手段、つまり、CLO、ローン担保証券という形で投資手段が増えたということであり、私としては、中小企業側のプ

ラスよりも、むしろ投資家側の運用ニーズの方に意味があったのではないかという印象を受けました。

三、第四回債のイノベーション

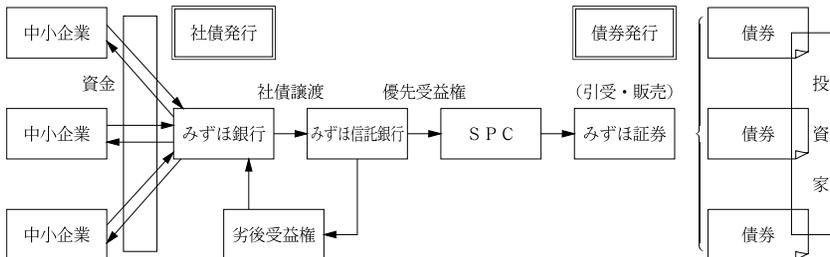
次に、『証券経済研究』の論文を踏まえて、四回債について見てみます。

本年三月の第四回債にも、幾つかの方式、A、B、Cというのがあるのですけれども、AとBは今までのシステムとほとんど変わりません。ただ、発行される債券がABC、コマーシャルペーパーになっているということで、投資家に対してセキュリティゼーションして売る面ではかなりまた変化していますけれども、基本的に、中小企業と窓口金融機関との関係は融資という形です。

ところが、そのC方式では(図表3)大きくイノベーションをしてきます。それはどうということかというところ、CLOから初めてここでCBO、社債担保証券という形になり、ローンではなくて、中小企業の発行する社債を原債権として仕組み債券をつくっていくという形になっております。原債権が貸付債権から社債ということになる、中小企業としては私募債を発行して資金調達をする、社債市場の活用の方法としてCBOという形が具現化しており、かなり大きなイノベーションになったということです。

しかし、CBOという仕組み方式は民間の金融機関側でもかなり活用しているものであり、民間の努力が足らなくて東京都が行政主導でやらなければできないというものではない。とはいえ、CBO市場というのはやはりまだそれほど成熟していないという、例えばベターライフの民事再生法の

図表3 第4回債券発行 [C方式] のしくみ



- 参加企業の皆様が社債を発行して資金調達するしくみです。
- 企業としてのステータス向上／直接金融の第一歩となります。

- ・参加企業は社債（私募債）を発行し、みずほ銀行が引き受ける。同行は、社債をみずほ信託銀行に信託譲渡し、信託受益権を取得する。
- ・みずほ銀行は取得した優先受益権を SPC（特別目的会社）に譲渡する。
- ・SPC は取得した優先受益権を裏付けとする債券（CBO：社債担保証券）を発行。
- ・CBO はみずほ証券が引き受け、投資家に販売する。

（出所）図表1 に同じ

申請というような事例が生じると、CBO市場そのものに影響が出てしまうというような状況であり、私募債を束ねた大型のCBOは懸念材料があると発行がかなり難しくなってしまうというようなことがあるわけです。また、第三回債では、東京スター銀行はCBOではなくてCLOを使ったわけですが、銀行なので債券よりもローンの方が扱いやすいという大変実務的な理由であったようです。

私募債といっても、これは銀行と中小企業の間取引である、そうすると、融資と私募債というのはどこが違うのかという問題があるわけです。中小企業金融の現場において、私募債と融資は何れも相対取引でもってその中小企業の信用特性を見てお金を貸す、あるいは社債を買い取るという点では結果的に同じような形になるわけです。どこが違うのかというのが私自身も考えなくて

はならない問題です。そこでヒントになるのは、中小企業庁による特定社債保証制度というものです。中小企業庁は、中小企業の資金調達の多様化、特に直接金融と間接金融との垣根を下げ間接金融だけに依存するのではなくて直接金融の道を開くという政策意図で、特定社債保証制度を導入したわけです。この制度は、中小企業が発行する私募債を引き受ける金融機関に対し信用保証協会が保証を付すものであるがその私募債の基準が定められています。

これは、最初は、一番大きい要件は純資産額で、五億円以上という基準でやっていたのですが、いわゆる貸し渋り対策とか、中小企業にも直接金融の道を開くのに、五億円以上の純資産額では厳しい。ということ、昨年四月から三億円以上に適債要件を変えました。中小企業八〇万社の決算データのCRD、中小企業庁が主導する信用

保証協会等が加入している中小企業信用リスク情報データベースによると株主資本が五億円以上だと全体の四％、それが、三億円まで下げると二二％まで拡大するということになり、より幅広い中小企業がこの制度の対象になります。

問題は、どんどん広げれば当然デフォルト率の問題があります。それを防ぐためにストックとフローの基準をむしろ逆に強化する、自己資本比率が一五％以上だったのを、例えば二〇％以上にするなど厳しい数字にして、それで想定デフォルト率を調整するというふうな試みをしてあります。

この適債要件の妥当性というのは大変難しい議論なのですが、最終的にはやはり政策的な問題でデフォルト率をどうするのか。信用保証協会の保証をもとにしてやっており、現行の保証料率は〇・六％……通常は〇・七五％ぐらいが信用保証協会の保証料を前提として本制度の設計上の推定デ

フォルト率二・一％を超えないような適債要件が追加されたということです。

ただ、実際こういうふうな緩和して特定社債保証制度がどの程度機能しているかという結論は、実際のデフォルト率がまだ私の手元にありませんので評価できないのですが、政策的な限度が二・一％ということです。

私もCRDを大変高く評価しておりますが、中小企業に融資する際にその特性を統計的にきちんとして押さえて、そのデータに基づいて融資を考える。これもまた評価が難しいのですが、中小企業金融の現場で信金の理事長などと話すと、我々は涉外で、実際に中小企業を回ってデータにとらわれない融資活動をやって生き抜くんだ、こういういい方をされるわけです。ですから、中小企業の特性をマクロデータで押さえて、それでもって融資を点数にして自動的に融資をしていくというや

り方は、中小企業金融の現場、信金、信組レベルでは余り浸透した考え方になっていないわけです。涉外で歩いていって、社長の顔色を見て、今日は元気だから大丈夫だとか、極端に言えば、そういう側面で評価するところもあるというわけです。

では、CRDがどの程度有効なのかというのはかなり難しく、中間報告書を読んでいくと、中小企業の、一つの例をいうと、「若干の赤字先の方が、若干の黒字先よりもデフォルト率が低い」という統計データが出てしまう。赤字の会社の方が、黒字の会社よりもデフォルト率が高いということは、必ずしも普通の経営の常識からは出てこないわけです。

何故そんなことが起きるのかというと、その背後には利益操作、なるべく税金を払いたくないという節税意識があつて、取引先との関係が良好な

ところは若干の赤字先でも平気である、相手がまだつき合ってくれるということ、税金を納めたくないから赤字操作してしまう。しかし、取引先が不安に思っているところが赤字を出すと途端に取引停止になってしまうから、無理して頑張って黒字を出さなくてはいけない。これは背景の推定で、どうしてそうなるのかというのはいろいろ難しいと思うのですけれども、そういうこともあるのではないか。そういう利益操作の影響も推定され、「若干の赤字先の方が、若干の黒字先よりもデフォルト率が低い」という結果も生じてしまう。

ただ、統計的にデータが出たといっても、例えば先ほどの東京都の基準でも二年連続黒字計上ですから、融資側の指標としては経営常識として使えないわけです。

このようにCRDはこれからどういつぶつに洗

練されて、本当にきちんと使えるものにしていくのか、そういう試みが進んで、かなりいい数字が出ているという報告を受けたことがありますけれども、まだ現場で使うにはやや難しいのではないかと思います。しかし、この可能性なり、その方向性は高く評価したいと思えます。

四、特定社債保証制度の意義

この制度のもととなるのは信用保証協会の信用保証事業ですが、この信用保証状況はかなり悪い。特に政策的に中小企業の貸し渋り支援という形でいろいろやっておりますので、代位弁済率もかなり高い側面があるわけです。その側面を踏まえて、中小企業金融に占める私募社債の意義というのはい体何なのかという結論部分をお話ししま

す。

その仕組み、特定社債保証制度の金融機関側のメリットは取引先の強化、抱え込みということであり、特に地銀レベルではこれをかなり熱心に使っております。

では、企業側にとってはどうなのか。まず、こういう特定社債保証制度や東京都の債券市場いわゆる行政指導のこういふ制度で資金調達ができる、一番大きいことは企業としてのステータスの向上です。つまりお墨つきを与えられたということ、優良企業、成長企業としての評価が期待できるし、もちろん資金調達の多様化という側面も当然指摘できるわけです。

最近、大変話題になっておりますが、例えば、今日の『朝日新聞』で読んできたのですけれども、「個人保証 倒産時、返済責任軽く」という記事が一面に大きく出ております。

これは、私も、中小企業同友会とか、中小企業経営者の人たちと勉強会でお話を聞くと、まずいわれるのが日本の保証制度の個人保証の厳しさ、特に連帯保証をとって、それも本人だけではなくて、例えば、家族でやっていて、おじいちゃんも引退した、だけれども、その保証も外さないというような形で、かなり金融機関は過剰に連帯保証をとっているのではないか。何かあったときに、自分だけではなくて、一族郎党に迷惑をかけるしまつ、そういう心配の声を中小企業の経営者からよく聞きます。中小企業同友会では中小企業家の要望・提言として、保証料の問題と連帯保証人の要らない制度融資の拡充を主張をしております。

この点について、国民生活金融公庫総合研究所では「二度目の開業」という大変興味深い調査レポートを発表しております。これは過去に事業に

失敗して廃業した、倒産させた経験を持つ事業者が、新たにまた事業を始めたときにどう思う思いがあったかということアンケート調査したものです。

この中で、問題意識としては、今起業率よりも廃業率の方が上回っている、たしか数年前にそれが交差したと思うのですけれども、つまり純粹に事業をやる人が減っている。一度廃業すると次の事業をやるのが日本は非常に難しいということ、ニュービジネスがなかなか立ち上がらない。あるいは立ち上げるときに連帯保証なり個人保証の問題でもってリスクが余りにも大きい。一度失敗すると一族郎党が本当に迷惑を蒙る、生活が困難になってしまつような状況に追い込まれる場合もあるというような指摘があります。

これは日本の経済の活性化にとつてかなりマイナスではないのか。二度目の開業あるいは失敗を

ばねとしてビジネスを新たにまた展開する、そういうことをもつとやり易くしなければならぬ。

しかし、これは私にいわせるとかなりバイアスのかかった調査です。どうバイアスがかかっているかという点、二度目の開業で国民生活金融公庫から融資を受けたという形ですので、借金は一度全部返し終わつて、それでまた立ち上がった人たちのみを対象にしているわけです。借金を残したまま、また新たに借金を起こして事業をするという方はそもそもこのアンケート調査に余り含まれていないのです。きちんと借金を返すことによつて、また立ち上がったという結論に当然なつてしまつわけですが、それをまた援用して「金融面において再起を妨げる制度的な要因は見あたらぬい」という結論をこの研究所は出しているのです。これを反論するデータも難しいんですけども、そういう中小企業家の方々と話していると金

融面において一度破綻した、失敗したというときに、金融機関が再起を妨げる制度的な要因は見当たらないという整理は実際にはかなり違和感があるという印象を受けます。

さて日本の会社制度には、保険業務だけの相互会社を除いて、合名、合資、有限、株式会社とあるわけです。我々は経営学とか経済学の教科書で、株式会社は有限責任、有限会社も有限責任である、出資分の責任しか負わない、合名、合資会社は無責任社員がいて無限に連帯して会社負債に対し責任を負うという勉強をして、有限会社、株式会社のメリットというのは有限責任にあるんだということを通してたたき込まれるわけです。

ところが、日本の中小企業を見ると、この常識が余り通らないわけです。今日の『朝日新聞』の記事に「借り入れのある中小企業の八一%が個人保証契約を結んでいる」とあるように、中小企業

経営者はほとんど個人保証を金融機関に連帯保証などの形でとられているわけです。となると、有限会社だろうと、株式会社だろうと、形式上有限責任になっていますけれども、実態としては合名会社、合資会社と変わらないわけです。経営が失敗したらその債務を無限に負わなくてはいけない、中小企業の事業者はそういう状況にあるわけです。

これにはかなり微妙な問題が一つあって、例えば金融検査マニュアルの別冊を読むと、中小企業者というのは、まさに代表者として事業と一体性があるのだと、つまり代表者の個人資産を見てその経営の資産状況を考えなさいとあるわけです。もともとマニュアルが貸し渋りの張本人みたいにいわれて、それで何とか中小企業に融資しやすくなるような側面を別冊マニュアルとしてまとめたものと私は理解しております。

図表4 改正された現行の適債要件

項目	基準	充足要件
①純資産額	5億円以上	必須条件
ストック ②自己資本比率	15%以上	②または③ のいずれ か1つ以 上充足
③純資産倍率	1.5倍以上	
フロー ④使用総資本 事業利益率	5%以上	④または⑤ のいずれ か1つ以 上充足
⑤インタレス ト・カバレ ッジ・レー シオ	1.0倍以上	

または、
<追加された適債要件>

項目	基準	充足要件
①純資産額	3億円以上 5億円未満	必須条件
ストック ②自己資本比率	20%以上	②または③ のいずれ か1つ以 上充足
③純資産倍率	1.5倍以上	
フロー ④使用総資本 事業利益率	10%以上	④または⑤ のいずれ か1つ以 上充足
⑤インタレス ト・カバレ ッジ・レー シオ	1.5倍以上	

のいずれかに該当する中小企業者を対象する。

(出所) 経済産業省中小企業庁ホームページ

(www.chuso.metigo.jp/kinyu/tokutie-tekisai_yoken.htm)

しかしこうい書き方をされますと、まさに個人保証を制度的、政策的に推進する、つまり、その中小企業の財務状態が悪くても、経営者が過去に資産を築いたのだつたら、その資産を目当てにお金を貸しなさいという話になるわけです。まさに個人保証をとって金を貸せというような話にも受けとめられてしまいますので、個人保証が厳しいというような側面を強化することになり、必ずしも中小企業者のためになる政策ともいえない、確かに個人保証をとってお金を貸しますから、当面はいいのですけれども、何か失敗したときのリスクが非常に大きくなる、経営の負担感が余りにも強まってしまふということです。

ところが、特定社債保証制度などでは連帯保証、個人保証をとらないのです。私からいうと、中小企業にとって債券市場の大きな意味は、個人保証の呪縛から放たれることにある。初めて特定

社債保証制度を使うことによって、私募債を発行することによって、株式会社が本来持つ有限責任制度が実施できるというところにかなり大きな意味があるのではないかというのが私のいいたいことです。

全体を通していいたいことは、レジユメの「中小企業における債券市場の意義と役割」というところでまとめてあります。私の結論は、確かに中小企業の私募債というのは融資の変形であるという面はかなりあるのですが、単なる融資の変形かというところでもない。特定社債保証制度というものは個人保証をとらないという形で、八割近い中小事業者がこういう個人保証で縛られているという現実からすればかなり画期的であり、株式会社の有限責任という意味では当たり前なのですが、そういう中小企業の会社のキャッシュフローを担保とした融資、資金調達というところで高く

評価できるのではないかというふうに思っております。

最近、第一回のCLOのデフォルト率が最終的に確定しました。本当に世の中の変化が激しくて、ちょっと前に書いたことがかなりの外れになってしまいます。

というのは、当初途中経過で発表されたときには、デフォルト率は非常に低かったのです。聖学院大学の論文ではクレディ・スイス・ファースト・ボストンの江川さんのコメントを引用して「中小企業向けリース料債権のデフォルト率は、普通、年率二%台だが（この当時は）東京都の債券市場の方は一・二%であることはかなり絞り過ぎている」という意識で当時は書いたわけです。

ところが終わってみると、六・三二%ということとで、かなり高くなりました。デフォルト率は六・三二%で保証料率は〇・七五%ですから、

当然東京都にかなりの損失が生じるということ
です。

これは高ければいいのか、低ければいいのかと
いうのは非常に難しい問題で、低ければ、先ほど
私が論文のコメントに書いたように、厳し過ぎ
る、中小企業に対してリスクをとらな過ぎるとい
ういい方になってしまいます。では、結果的に六
・三二%という高いデフォルトになれば、リスク
をとった、よくやったというようにいえるのか。

これによって、恐らく四三億円が東京都の財政負
担として生じるだろう、そういうふうに日経金融
新聞でコメントしております。政策的なものが高
ければいいともいえないし、低ければいいともい
えないということ、評価は非常に難しいという
気がいたします。

第二回、第三回債は回を重ねるごとにデフォル
ト発生率は低減とされていますけれども、これ

も終わってみないとわからない。つまり当然
一年目、二年目よりも、後ろに行けば行くほど
問題も大きくなっていくわけですから、最初か
らばたばた倒産するということは当然ないわけ
で、累積デフォルト率として最終的に見なくて
はいけないわけです。第二回、第三回もどつい
う形で終わるのかというのは、まだまだこれか
ら注目していかなければならない点だと思っ
ています。

その評価は、何度もいいますがけれども、デフォ
ルト率が高ければだめ、低ければいいのだとは、
政策的にマーケットをつくった場合には簡単には
いえない。本当にこの制度を通して中小企業がど
の程度活性化するかという話をしなくてはならな
いわけで、その評価を十分できる材料は持ち合わ
せていません。マーケットとしてもまだ発展途上
だと評価すべきだと思います。

五、都の新銀行構想

最後に、最近の話題である石原慎太郎氏の二期目の目玉、都の新銀行創設について簡単にコメントしたいと思います。東京都の債券市場構想が成功した、これは東京都の誇る仕組みなのだということ的前提にしてさらに新銀行を創設するというのが石原さんの構想です。そういう意味で、債券市場構想の延長線上に都の新銀行創設があるわけです。

先月、『都政新報』という都に勤めている地方公務員の方々がほとんど読んでいる定評のある新聞から依頼があり、次のようなことをコメントしました。

ポイントは、例の外形標準課税で名をはせた大塚出納長が、新銀行がポートフォリオ方式を採用

する、初めから一定のデフォルトを想定する、ポートフォリオ全体の中で貸し倒れ損失を吸収し、設定したリスクの範囲におさめるということを何度も何度も強調している。これがイノベーションである、新しい中小企業に対する融資をやっていくのだといわれているわけです。

では、こういうポートフォリオ方式の融資というのはこれまでにないのかというと、私が思うには、富士土を初めとする消費者金融がまさしく一定のデフォルト率を想定して、それでポートフォリオで結果的にもつかれば良いというビジネスモデルをとっているのではないか。簡単な審査によって無担保・無保証で五〇万円まで融資するというビジネスモデルです。

これが成り立つのは四％台の焦げつき、今は六・何％になって富士土もかなり利益が減少していきますけれども、大体もう十数年、四％台ですと

推移をしてきたのですから、とにかく融資規模さえ上げればもうかる、ポケットティッシュを配っても、とにかく金を借りに来てくれというのがポトフォリオ方式であるわけです。これで二〇〇二年度には三三〇〇億円を超える経常利益をあげています。

ただ、この方式が通用するのは、出資法の上限利息が二九・二％に対して、ぎりぎりの二八％で貸しているからです。二八％で貸して、焦げつきが四％ですから、資金調達コストを入れても三三〇〇億円という膨大な利益が上がってしまうわけです。

では、東京都も同じように二八％で貸したらとなりますが、中小企業には二％とか三％で貸さなくてはならないわけです。二％とか三％で貸すときに、四％台の焦げつき率があったら、当然逆ざやになってしまいますから、先ほどのかなり厳しい

いCLOの仕組みを第一回債で作っても六・三二％なわけです。焦げつき率が六・三二％でこれは採算ベースに乗せるといつているのですから、三％ぐらい乗せなかつたら当然ペイしないわけであり、そうすると九％ぐらいで貸さなければ新銀行は利回りで純ざやにならないわけです。ですから、石原構想でもつけるというのはかなり難しいのではないかというのが直観的な判断になります。

恐らく、先ほど説明しましたCRDを使って、店舗も極力少なくして、アメリカの銀行でよくやっている本部方式でとにかく中小企業をポイント化して自動的に融資金額なり融資の利率を決めてやっていくというような方を想定しているのではないかというように思います。ただ、CRDは既存の信用保証協会のデータを使っています。石原さんは全く新たな、既存の金融機関とぶ

つからない新たな貸し出しマーケットをつくることによって、C R Dを使えば、当然従来のマーケットとぶつかることになり、C R Dを活用することでは政策的矛盾が生ずるのではないかと、そういう気がします。

それから、規模なのですが、東京都が一〇〇〇億円、民間から五〇〇億円、一五〇〇億円をつくるといって、自己資本比率が一〇%の健全銀行だとすれば、リスク一〇%の中小企業貸出債権は最大で一兆五〇〇〇億、どこかで信用保証とか入れればもっと膨らんでしまいます。それだけの規模のものが新規の中小企業融資で出るのは、東京都で一兆とか二兆とかの金額の新規貸出枠が本当に出てくるのかどうなのか。一五〇〇億円という規模は、かなり過剰じゃないのかという気がしません。

また、東京都民銀行の存在、この評価も難しい

のですけれども、今はもう東京都と資本関係はありませんが、都内の中小企業の金融難を緩和するために、都の主導で一九五一年に、今から五二年前に設立された経緯があるわけです。すでに器はあるといえはるわけで、その上に株式会社ベアスの新銀行をつくる必要があるかどうか。東京都民銀行も確かに中小企業融資でもって頑張るといっていますけれども、これは株式会社でもって当然自己資本比率を守って利益を上げなくてはなりませんので、ある意味では、中小企業にとつてそれほどフレンドリーではないという側面もあるわけです。株式会社で利益を上げる、そういう枠組みでつくれば、はつきりいって東京都民銀行の二の舞ではないかという気がします。

ほかに、都内の二八の信用金庫、二三の信用組合が中小企業融資をしているわけですから、それらとバッティングしないということはかなり難

しいような気がします。一番私が問題視するのは、信用保証協会のようにある程度中小企業の金融を支えるために損をしてもいい、そういうような財政負担がある程度織り込んで、政策的にやるのだしたら東京都がやる意味はあると思うのです。ところが、東京都がお金を出して銀行をつくって、中小企業のリスク特性に応じた具体的かつ有効な審査マニュアルができて、一兆円以上貸し出して、なおかつ利益が上がるなどといわれても、やはりちょっと安易な構想ではないのかという否定的な印象を私自身は受けてしまうということです。

これで私の用意した話題は一応終わらせていただきます。

若林常務理事 どうもありがとうございました。

それでは、お時間をいただきありがとうございますので、

御質問を受けたいと思います。どなたかいらしゃいませんでしょうか。

関理事長 先生、今日はありがとうございました。

私から質問させていただきますが、最後の方で先生がいわれました第一回債のデフォルト率が六・三%とか六・九%とか、こういう数字については、都の方はどういう評価をしているのかということについては何か情報がおありでしょうか。

また、一回債以降、いろいろ金融機関に工夫をさせて提案制度で構想を直していくということですが、提案の前提として、あるいは提案を比較して都の方がここだというように決めるに当たって、デフォルト率はこの程度にしたい、こういうガイドラインみたいなのがあって、それに合わせて、もともとの原債権や私募債を各金融機関が選ぶ、そういうプロセスがあったのかどうかという

ことです。

それから、三つ目は、これは当然CPでも、CLOでもあるいはCBOでも、一種の流動性を持っているということですが、その流動市場というのですか、そちらの状況というのはどのような感じなのか、論文の中でちょっと触れていらっしやるところもありますけれども。

柴田　まず、三番目のところが一番お答えしやしいと思つのですけれども、私を知る限りあるいはインタビュアーして聞いた限りでは、CLOとかCBOの流通市場というのは流動性はほとんどない。まだ、期間も短いですから、ほとんど機関投資家はバイ・アンド・ホールドですし、個人投資家はもちろんバイ・アンド・ホールドだということと、流動性に関してはほとんど期待してないということとです。ですから、流動性はほとんどないと私は理解しております。

それから、デフォルト率の都の評価なので、六・三二%というのは相当意外というか、これだけの財政負担が生じるとは到底思っていなかったと思います。インタビュアーに行ったときもそういうような方をされて、基本的には保証料率の中におさまって都の財政負担はほとんど生じない仕組みという形で構想したと思います。ですから、六・三二%というのは不本意な、非常に高い数字であり、損してまでつくるのではなくて、都が力をかけて市場整備すればそれが動いて、そういう意味の財政負担をせずに中小企業が資金調達できる、そういう新たな資金の流れをつくれるというように考えていたと思います。

二番目のプロセスについては、私も実は何回かお願いしてそういう場に出させていたのだかと思っていたのが、金融関係者だけということと、直接そういう現場や勉強会でお話したとい

うことはないのです。

ただ、何度か都に行って都の担当者からお話を聞くと、そこまでは考えていない、つまり当初やはり信用保証協会の保証が入って、その枠の中でやっていますから、原債権等の選別は金融機関と信用保証協会が企業と接触していて、スキーム自体の検討はむしろ後の方のどういう形で投資家に仕組み債券として売るかということが主ではないか。東京スター銀行がなぜやったのかというと、あそこで恩を売っておくと、次の仕事があるんじゃないかという、東京スター銀行の戦略的なことではないのかというようにちよっと伺ったことがあります。このあたりはエビデンスを示せといわれても難しいので、ただ、そういうところがあると思います。

注目すべきは第五回債でもって無担保・無保証がかなり伸びていることです。これは金額だけ出

て、中身がどういう仕組みで出たのかまだ資料が出ておりませんので、今後そこは注目して、第五回債のイノベーションが一体どういうもので、なぜあれだけ無保証で融資ができたのか、その辺はまたちよっと勉強させていただきたいと思えます。

質問者 先ほどの、三番の質問と関連するかもしれませんけれども、公募形式とそれから私募形式の発行があるわけですけれども、私募については先生がいわれるように流動性という面ではなかなかまだ日本もパツとしないと思いますが、公募形式でこれからCLOとかCBOが発行した場合に、今現時点は確かにバイ・アンド・ホールドなのですけれども、それを流動性を高めるためにこういうことをやったらいいのではないかというようにうなことがあれば教えていただきたいと思えます。

柴田 やはりどこかで社債市場というのは流動性で担保される、御指摘のように特に公募発行の場合は、どこかで発行市場だけではなくて流通市場があった方が当然いいわけです。どうしたらいいのかというと非常に難しいのですけれども、私は今郵貯関係の全通の方で郵貯マネーをどうするかという話を研究会に入ってやっていますのです。アメリカでもCBO市場が発達したというときに、モーゲージでもそうです、ある程度そういう政策的なものが必要だと思つのです。どこでそういうことをやるかという、一つは流動性を保つような形で郵貯マネーを活用できたらいいのではないかと、という提案を今報告書で書いていますのです。今の思いつきでいえば、市場を流動化するときにはファニー・メー(連邦抵当金庫)とかの、モーゲージなどの仕組み債券の場合は特に重要だと思つのですけれども、公的な保証機関が入ってマ

ケットが整備されたわけですから、そういうところを日本では郵貯が入って市場の整備を果たせるのではないか。そういう形で郵貯マネーを活用すれば、郵貯にお金が集まり過ぎだという竹中大臣の批判も少しは緩和されるのではないかと考えております。これも難しい話なので、余り十分なお答えができません。

若林常務理事 よろしゅうございますか。

それでは、時間も参りましたので、これで本日のミニ「資本市場を考える会」を終わらせていただきます。ありがとうございます。(拍手)
柴田 どうもありがとうございます。(拍手)

(しばた たけお・聖学院大学教授
当研究所客員研究員)

※配布資料はホームページでご覧いただけます。

<http://www.jsri.or.jp/>

〔レジュメ（抜粋）〕

1. 東京都の債券市場構想の発端

①石原公約とジャンク・ボンド発行市場

〔柴田コメント〕

ジャンク・ボンド市場は、アメリカにおいても中堅規模の企業を底辺として、現状でも中小業のファイナンスには役立っていない。そもそも、社債の発行はある程度の発行額が前提となるのであり、平均発行額はジャンク・ボンド市場が立ち上がった1970年代ですら平均3,000万ドル程度であり、5,000万円を上限とする信用保証協会の中小企業金融安定化特別保証制度で対応できた中小企業の資金調達額とは大きくかけ離れている。

②ジャンク・ボンド市場から債券市場構想へ

〔東京都の説明〕

中小企業の大多数は、資金調達を銀行借入などの物的担保が必要とされることがある間接金融に依存しており、優れた発想力や高い技術力を持った企業でも十分な資金調達ができない例があります。いわゆる優秀で元気のある中小企業に直接金融の道を拓く、「東京都債券市場」の仕組みを構築し、円滑な資金調達を可能にすることで中小企業の振興につなげ、ひいては東京の産業の活性化に寄与しようというのがこの構想の出発点となりました。

債券市場では具体的な仕組みとして証券化の手法を活用したCLO（ローン担保証券）・CBO（社債担保証券）による債券発行を実施し、市場からの資金調達を可能にしています。

2. 債券市場構想の実現

①債券市場「1万社アンケート」の概要

東京都は債券市場構想を実現する前に、1999年8月26日から債券市場「1万社アンケート」を実施して、その調査結果を10月19日に発表している。

1. 調査対象

都内中小企業の中から収益性条件や成長性条件等により選出した10,436社に対してアンケート票を送付。うち7,441社から回答を得た。（回収率71.3%）

2. 調査期間 平成11年8月26日から平成11年10月1日まで

○ 参加希望「ぜひ参加したい」という強い希望がある企業は400社（5.4%）。

また、「条件次第で参加」という企業は2,307社（31.2%）あり、約4割の企業に参加希望があることが分かった。

〔柴田コメント〕

「ぜひ参加したい」とするのは、社数で400社、比率で5.4%しかない。このアンケートの実施時期は「貸し渋り」で中小企業の資金繰りが逼迫していると報道されていた時期にも関わらず、極めて冷静な反応が返ってきたといえ

る。東京都が意気込む割には、中小企業の多くは様子を見ているということではないか。

②第1回債から第4回債までの推移・・・別表参照

第1回債

	企業数	発行額	利回り	格付け	融資金利	融資期間	返済方法
銀行窓口型 (ローン担保証券)	1671	679.9億	1.13%	AA+	* 3.14%	3年	満期一括償還
信用金庫窓口型 (信託受益権)	44	14.35億	1.02%	A+ **	3.14%	3年	満期一括償還

* 日本格付投資情報センター (R&I)

**スタンダード & プアーズ

第2回債

債券の種類	格付け	金額(億円)	金利(年率)
A号債(中小企業の信用力が裏付け)	AAA	172	0.52%
B号債(中小企業の信用力が裏付け)	A	48	0.74%
C号債(信用保証協会の保証が裏付け)	AA+	50.84	0.55%
D号債(信用保証協会の保証が裏付け)	AA+	54	0.66%

* 格付けは、日本格付投資情報センター (R&I)。

[柴田コメント]

東京都の債券市場が評価されるべきは、中小企業向け貸付債権を証券化して投資家に販売し、金融機関が資金を回収するスキームを構築したという点にある。つまり、資金回収に目新しさがあるが、それでも融資のあり方を一変させるほどのものではなかったというのが正しい評価である。

政策のパフォーマンスもここで評価してみよう。まず、金額の点である。三回の融資総額は1,900億700万円に達するので、新たにこれだけの巨額な金額が中小企業に新規融資されたという点は評価されて良い。しかし、東京都の債券市場構想がなければ実現しなかったのであろうか。中小企業金融安定化特別保証制度を対比に検討してみよう。この制度の是非はともかく、金額だけ比較すると2001年3月31日に取扱終了するまでに東京信用保証協会だけで保証承諾実績19万6千企業、6兆5,112億円に達している。単年度で比較すると、2000年度の保証承諾金額は3兆4853億58百万円である。2000年度末の基本財産は2,112億2,400万円の基本財産の60倍まで信用保証が可能であるから、保証債務の限度額は12兆6,734億円となる。(19)ということであるので、資金供給という点だけで評価すれば、中小企業金融安定化特別保証制度を延長した方がはるかに効果があり、保証債務額にも十分な余裕がある。

預金金融機関では0.1%以下の利回り手段しか投資家に提供できないが、東京都の債券市場では最低でも0.52%、最高では1.13%の利回りを持つ金融

商品を提供できた。こう考えていくと、東京都の債券市場の最大の功績は、魅力的な投資対象を機関投資家に提供したということになる。

もちろん、投資の世界で利回りの絶対値を比較しても意味はなく、リスクとリターンとの関係で評価されるべき事は当然であるが、そうであればこそ東京都の債券市場が中小企業の債務不履行リスクをどの程度正確に評価しているか、つまり、リスクに応じた適正なリターンを投資家に提供できるスキームを構築できたかどうか最終的に問われることになるのであるが、ここに根本的な問題が生ずる。東京都の行う制度融資は中小企業が自らの信用を基に、それでは円滑な資金供給が得られないので、保証協会が信用補強して「金融機関から資金を円滑に調達できる」システムであり、ここには中小企業みずからの信用力では資金調達が困難だという認識がある。これに対して債券市場構想では、当初保証協会の保証を活用して債券発行スキームを作成していたが、これでは制度融資と近似した内容になり東京都に財政負担が生ずる。保証なしでは信用状態の高い中小企業を選別して行うことになり、このような中小企業は自力で銀行から資金調達できるので、東京都がわざわざ債券市場をサポートする政策的意味合いが薄まる。

ということなので、ここで指摘される根本的な問題は、債券投資の世界はリスクとリターンとの関係で決まるが、それでは立ちゆかない中小企業の信用力の問題をどうするのかということである。その一つの解決策が信用保証協会による信用補強という制度融資になるが、現状では代位弁済率5.54%（平成12年度、平均でも2.33%）を保証料率年率0.50%～1.00%で行っているわけであり、それをはずして円滑な中小企業の資金調達が実施できるのかという問題である。リスクとリターンとの関係を中小企業の信用力の世界に持ち込めば、それに対応できる中小企業は一握りである。この根本的な問題が東京都の意欲的な三回の債券発行で解決されたのかということと疑問を呈さざるを得ない。

東京都の債券市場構想のポイントはニューマネーである。銀行が相対で中小企業に融資するだけでは、銀行の貸し付け資金枠で制約が生ずるが、貸付債権を転売して銀行が資金を回収すれば、その資金を再び融資に活用できるとの考え方である。そして、金融仲介機関として銀行を活用するというのが、債券市場構想のポイントであれば、「ローン債権を流動化するには債権譲渡という行為があり、それには第三者への対抗要件など法律で定められた規定をクリアする必要があり、この点は無記名で譲渡を前提とした債券（私募債）を使ったCBOの方が手続き上は簡単とみられる」（9）という事情はある。この意味でニューマネーの供給をコンセプトとする東京都の債券市場構想でCLOからCBOへとスキームが進展したことは評価できるとしても、既存の金融機関の債券より融資が手慣れているという実務上の慣行を第4回債のC方式がどの程度打破できたのか注目すべき点である。

また中小企業側からすると、私募社債の発行は企業金融としてどのような意味を持つかが考察されねばならないが、これは次節で取り扱う中小企業庁の特定社債保証制度の検討と合わせて行いたい。

中小企業における債券市場の意義と役割

東京都は中小企業のための債券市場を行政主導で開設し、2000年3月の第1回債から2002年3月の第3回債までで総計約5200企業・発行総額1900億円超の実績をあげている。2002年11月から募集が開始された第4回債ではC方式としてはじめて中小企業の発行する私募社債を中核金融機関が引き受けてCBO（社債担保証券）を発行するスキームを取り入れてイノベーションが進展している。こうした私募社債を用いた中小企業への資金供給手段として、中小企業庁の主導する特定社債保証制度があり、純資産額が3億円以上と緩和されたため、利用する中小企業が急増している。

東京都の債券市場を含めて制度融資を利用するほとんどの場合、中小企業は経営者の個人保証を連帯保証人の形式で求められてきた。本来、合名会社・合資会社と異なり株式会社は有限責任による経営のメリットを享受できるはずであるが、現実には個人保証を通じて中小事業者による株式会社は無限責任を負わされてきた。金融庁の「金融検査マニュアル別冊〔中小企業融資編〕」にも零細・中小事業と「代表者等との一体性」が行政の指針として掲げられている。

日本では、厳しい債務保証によって失敗した経営者の再起が難しいと指摘されてきた。中小企業経営者4万名で構成されている中小企業家同友会全国協議会でも連帯保証人の要らない制度融資の拡充や個人保証の有限責任化を提言している。東京都の債券市場や中小企業庁の特定社債保証制度が多くの中小企業者の関心を集めているのは、間接金融から直接金融にシフトした資金調達手段の多様化としての側面も指摘できるが、同時に、中小企業者の経営する株式会社が個人保証で縛られて合名・合資会社化しているなかで、日本の中小企業者が株式会社制度に託した有限責任という責任制度が私募社債の発行という形式で初めて実現可能という側面も指摘できる。