

直接金融（社債及びオンラインレンディング） の未来

大橋 俊 安

御紹介いただきました千葉商科大学大学院及びファンズ株式会社に勤務している大橋と申します。よろしくお願いたします。暑期中、会場にお越しいただき、本当にありがとうございます。

今日は、「直接金融（社債及びオンラインレンディング）の未来」という題名でお話しさせていただきます。

私は大和証券でクレジットアナリストを長く務めておりましたから、社債市場の未来の話だけでもいいのですが、今年度に入って、ファンズ株式

会社というベンチャー企業に移りました。ファンズでは、社債そのものではなくて、疑似社債のような形で、上場企業と個人（リテール）投資家を直接金融で結ぶプラットフォームを運営しています。ですから、直接金融と言っても、その結び方は、（もちろん私募もありますが）公募社債だけではありません。あくまでも上場企業の直接金融という意味でいくと、それ以外の手段を使ってもできるし、これからもっともっと大きくなれると期待しています。

図表 1

本日のメッセージと内容

企業金融と資産運用の多様化のために、上場企業には直接金融をより活用して欲しい

1. 自己紹介
2. 社債市場の現状と課題
3. 日本の社債市場拡大に向けた5つの方向性
4. オンラインレンディングの紹介と未来

 funds | © 2025 Funds, Inc.

一、本日のメッセージと内容

本日の講演のメッセージは、企業金融と資産運用、両方の多様化のために、上場企業には、直接金融をより活発に活用してほしい、ということになります（図表1）。

日本証券経済研究所の講演会ですから、ここにいらっしゃるのは市場関係者の方々がほとんどだと思います。間接金融を主にやっている業態は銀行ですが、実は、私は間接金融が好きではありません。別に上場企業の間接金融が全くなければいいと思っっているわけではないのですが、私の立ち位置としては、証券会社にも長くいましたし、日本で直接金融をもっと大きくしていきたいという思いが強いです。

まず、自己紹介をしながら、社債市場の現状と

課題についてお話しします。幸いにも今日（七月七日）の日経新聞朝刊の一面に、今年度第一四半期の公募社債が過去最高の約五兆円発行されたと出ていました。こうした足元の状況が示すように、日本の社債市場の拡大はでき得ると思っておりますので、その方向性、原動力も幾つか御紹介します。そして最後に、上場企業と投資家を結ぶ直接金融は、公募社債だけではなく、違う形で既に実現していること、こうしたプラットフォームの拡大の余地もあるということで、私らが今ファンズというベンチャー企業で行っているオンラインレンディングの紹介もしたいと思います。

大和証券で公募社債市場のクレジットアナリストを二〇年強実施してきたというのが、ほぼ私のキャリアです。したがって、私のライフワークは社債市場の活性化であり、直接金融の活性化です。なおかつ、私は証券会社の中では債券畑でし

たから、マーケットを通しての直接金融が主体の株式のみならず、デットの世界も、上場企業の場合は直接金融が活躍できる場がまだまだあるという考えを持っています。

今日お話しする内容のほとんどは、昨年一〇月に東洋経済新報社から出版した拙著『社債市場の未来』に書いてあることです。残念ながら私がクレジットアナリストをやってきた二十数年の間、日本の社債市場は大きな変化をしてきませんでした。むしろ、ほんの一握りの特大上場企業の資金調達市場に成り下がってしまったという思いがあります。これではダメだ、社債市場には明るい未来があるはずだ、ということ、クレジットや社債の世界から身を引く私から市場関係者への遺言のつもりでこの本を書きました。

ところが、金融経済環境も大きく変わりましたし、また、実は上場企業の直接金融は社債だけで

図表2

銀行を通じた企業金融(デットファイナス)は上場企業にはもう必要ない

- ✓ 一定の情報開示を行っている上場企業のデットファイナスに銀行が情報生産機能・リスク転換機能を担う必要なし（よりリスクの高い株が直接市場で売買されているのがその証左）
 - 上場企業金融は直接市場で、未上場企業金融は間接金融で、が理想的なすみ分け
 - 金利上昇/預金流出となれば、銀行は利鞘獲得のために大企業貸出しを減らす可能性も
- ✓ 銀行による企業ガバナンス（≒デットガバナンス）の時代は終焉、「資本コストや株価」を意識した企業ガバナンス（≒エクイティガバナンス）へ舵が切られている
- ✓ 「資産運用立国」実現に向け「貯蓄から投資へ」が動き出したが、預金⇒株式投資は日本ではそう簡単には進まない（保守的な投資志向、株式市場は資金還元市場になっている）
 - 社債を貯蓄から投資への架け橋に

funds | © 2025 Funds, Inc.

なくてもやれることが分かりました。これは引退している場合ではないという思いもあり、今年度から、大学院で講座を持つ一方で、ベンチャー企業にもお世話になっています。

議論の出発点としては是非御紹介したいのですが、先ほど申し上げたように、私はマーケット（直接金融）の世界の人間なので、上場企業には銀行を通じたデットファイナス（いわゆる間接金融）は本来必要ないのではないかというのが私の見解です（図表2）。

上場企業は一定の規制に基づいた情報開示をしつかり行っています。デットよりもリスクの高いエクイティ（株式）は、個人の投資家がこうして開示された情報に基づいて自由に売買が行われています。ところが、デットの世界はそうはなっていません。銀行を通じた間接金融がまだほとんどで、個人（預金者）ではなく銀行が上場企業の

デットの情報生産機能やリスク転嫁機能を担っている。これが本当に必要なかというのが、私がクレジットアナリストをやりながら疑問に思っていたことです。

上場企業の企業金融（デットファイナンス）は、エクイティと同じように、個人が資金提供者となる直接金融でできます。情報開示が十分ではなく、リスクが分からない企業（未上場企業）へのデットファイナンスこそは、銀行が貸付先の信用リスクをしっかりと評価し、それに見合うレートを決めて、銀行が行う。なぜなら、それが銀行の一番重要な機能だからです。

日本もようやく金利が上昇し始めて、長く金利不感症だった個人も金利に対する考え方を変え始めています。将来のことを考えて、金利のあまり付かない銀行にばかりお金を預けていいのかわかると、預金の流出は一部始まっていると

思います。そこで銀行は、大昔にやっていた預金集めをまた始めています。私からすると、個人のリテラシーはそんなに低くないので、「市場金利よりも低い金利でお金を預けてくれませんか」と言われても、そう簡単に銀行に預金しようとはならないのではないのでしょうか。

もし銀行から預金が出流して、それでもまだ預金過多ではありますが、銀行が大切な調達資金から最大の利鞘を取ろうと思ったら、利鞘の取れない大企業貸し出しはもうやめるということにもなりかねない。これは、銀行ローン（間接金融）に頼り切っている企業側へのメッセージかもしれません。私が大和証券時代に、発行企業に「社債はどうですか」と言うと、「銀行から十分に資金調達ができるのに、何で社債を発行しなきゃいけないんですか」と言われた時代が長く続いてきたわけですが、これからはそうではなくなる可能性

も見えてきました。

デットガバナンスという言い方が正しいかどうか分かりませんが、銀行による企業ガバナンスの時代はもう終わったと思います。従来の銀行は、貸出先の顧客にデットだけでなく、エクイティも供給し企業統治を行っていたのですが、東証の要請により、資本コストや株価を意識した企業ガバナンスに大きく舵を切っています。これも上場企業の直接金融を増やす大きなドライビングフォースになると思います。

今、国を挙げて「資産運用立国」実現に向けて「貯蓄から投資へ」という従前からのスローガンがうたわれて、なおかつ、それが動き出しています。ところが、デット（負債）、つまり債券や社債の世界に長くれた私が常々不思議に思っていたのは、日本の場合、「貯蓄から投資へ」というスローガンが「預金から株式投資へ」という二元

論でずっと語られてきたことと、それがなかなか起きなかつたという現実です。ですから、日本は預金を一足飛びに株式投資に持っていくのが難しいお国柄ではないでしょうか。それだけ保守的な投資志向になっているのが日本の投資家の姿だと思います。もちろん、その責任が証券会社にあるに長いた我々にもあるのは十分承知しています。

であるならば、「貯蓄から投資へ」というときに、預金と株式の真ん中にあるミドルリスク・ミドルリターンの金融商品（つまり、社債など）を介して株式投資に移るのはすごく意味があることではないでしょうか。社債を「貯蓄から投資へ」の架け橋にすることも十分できると私は思っています。

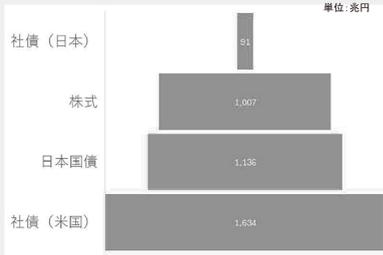
今までお話ししたことが今日の話のほぼエッセンスです。これを頭に入れて、以降の話をお聞きいただければと思います。

図表3

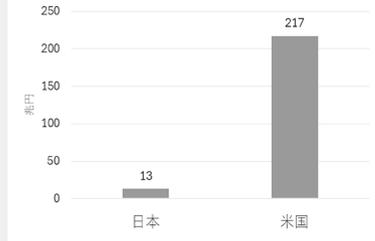
2. 社債市場の現況と課題

日本の社債市場は「ちっぽけ」 “less than 1/10th market”

各市場の残高比較（2024年3月末）



日米社債市場の発行額比較（2023年度）



(出所) 日本証券業協会、東京証券取引所、SIFMAより筆者作成

funds | © 2025 Funds, Inc.

二、社債市場の現況と課題

社債市場の現況と課題について、データを見ながら御紹介します（図表3）。

拙著の中にはこの表現を入れられなかったのですが、特に海外の方に日本の社債市場の特徴を聞かれたら、「less than 1/10th market」と答えています。この表現は非常に分かりやすく、つまり、社債市場は非常にちっぽけで、いろんな市場の一分の一未満です。

左のグラフを見ると、日本の社債市場は残高ベースで九〇兆円強です。それに対して上場企業の時価総額は一〇〇兆円を超えていますから、株式市場は社債市場の一〇倍以上です。

日本の上場企業全体の自己資本比率は今、相当上がってきており約四〇%です。つまりエクイ

テイが四〇、デットが六〇というのが日本企業のバランスシートです。その中で直接市場を切り出すと、エクイテイのマーケット規模がデットの一〇倍以上で、デットのマーケット規模はエクイテイの一〇分の一以下です。この比率を見て、これはあまりにも小さ過ぎると感じていただきたいのです。日本の上場企業のバランスシートの状況からすれば、この二つ（株式市場と社債市場）が同じぐらいの数字に迫ってもおかしくないのに、これだけです。

債券市場というくくりで比較してみましょう。すると、JGB（日本国債）マーケットが一〇〇〇兆円を超えています。つまり、たった一つの発行体が債券市場で一〇〇〇兆円もお金を調達している。一方、上場企業は四〇〇〇社弱あるはずなのに、直接市場でのデット調達は九〇兆円ちょっとしかない。この比率のおかしさが二番目です。

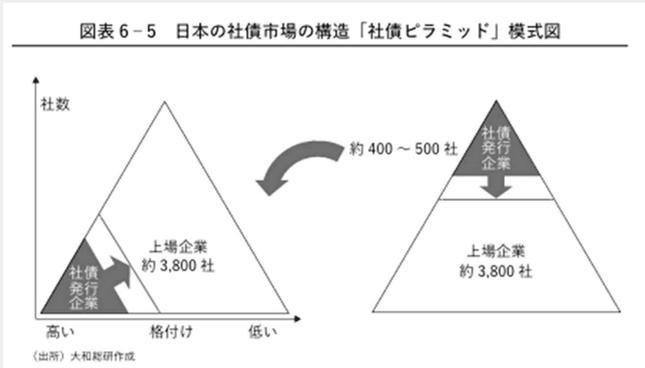
三番目は海外社債市場との比較です。よく比較されるのは、直接金融が発達したアメリカです。残高ベースでアメリカの社債市場の時価総額は一六〇〇兆円を超えているのに対して、経済規模の格差はそこまで広がっていないにもかかわらず、日本の社債市場は一〇分の一未満です。いかに日本の社債市場がちっぽけで未発達であるかが、こういう数字の比較から見えてきます。

発行ベースで見ても、今日の日経新聞によると、第1四半期で五兆円出ましたから、四倍すれば二〇兆円という数字になるのですが、それでもアメリカの社債発行市場の年間二一七兆円に比較すれば、less than 1/10th market は変わらない状況です。この社債市場の現状をまず認識していただきたい。

今度は、上場企業という発行体側のユニバースで見ると、右図のように、日本の上場企業四〇〇

図表 4

社債市場を活用しているのは上場企業の一部に過ぎない



funds | © 2025 Funds, Inc.

○社弱の中で、社債市場でお金を調達できているのはたかだか四〇〇～五〇〇社で、一〇分の一を少し超えた程度です（図表4）。

右側のピラミッドを二二〇度傾けて左図にして、横軸に格付け、縦軸に社数というグラフに変えると、頭の部分は左下の隅に固まるので、格付けが高い企業群だけが社債市場でお金を調達しているという絵姿になります。日本の社債市場が格付けの高い企業のマーケットでしかないというのは、ある意味、ここが原因ですから、社債市場でお金を調達できる人たちを広げていかなければいけません。

今日のような話を私が時々いろんなところですると、「大橋さんは日本の社債市場がちっぽけだと言うけど、残高ベースは結構増えているじゃないか」と言われます。それはそのとおりです。日本の場合、一〇年前には、ちっぽけどころか、ご

み粒み粒みたいな市場でしかなかったのが、長い金融緩和の恩恵を受けて、ようやく残高約六〇兆円から約九〇兆円まで増えました。しかし、だからよしとしましょうと言われても、こんな規模感では十分な社債市場とは呼べません。

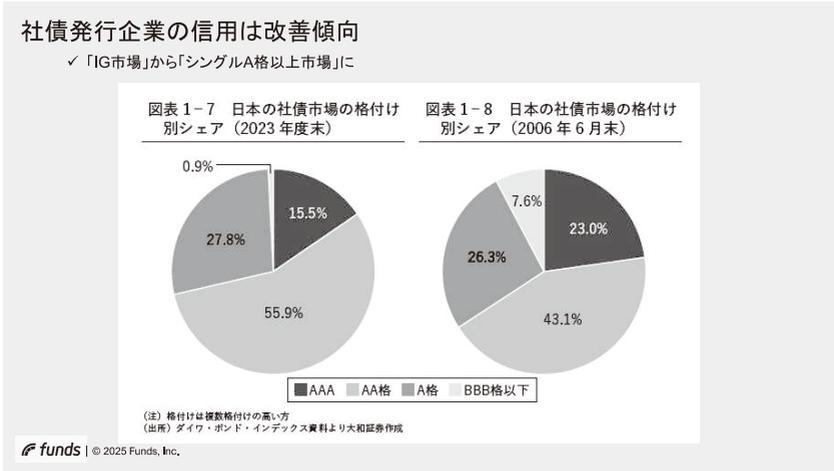
誰向けに社債が発行されているかという切り口で日本の社債市場を見ると、ニアリーイコール機関投資家向け市場でしかない。個人向け社債は、最近ソフトバンクグループや楽天グループなど、大型の起債を目にする機会も間々あるので、何となく大きくなっていくような感覚があるかもしれないませんが、シェアで見ると、せいぜい一割程度の市場でしかない。

日本の社債発行企業の信用が高くなり過ぎています。二〇二三年三月末から東証が、資本コストや株価を意識した経営ガバナンスにしようと言い出しました。デットマーケット（社債市場）にい

る私からすると、日本の企業は資本蓄積が進みどんどん倒産しなくなり、格付けが上がっています。株価はそう簡単には上がらないというのは、ある意味、自明の事実で、エクイティマーケットもようやくそれに気付いたかという感覚でした。コロナの時期であっても、JCRの格付けであれ、R&Iの格付けであれ、日本の企業の格付けは毎年上がっていています。

ここにバイチャートが二つ並んでいます（図表5）。私が若手のクレジットアナリストだった頃、つまりグローバル金融危機の前あたりまでは、日本の社債市場の格付け分布は今とはかなり異なっていました。二〇〇六年六月末にはBBB以下の社債が七・六%あったのが（右図）、どんなBBBがなくなり、Aになり、AAになり、二〇二三年度末にはインベストメントグレード（IG）であるBBBが付いている日本の社債は

図表5



一%もない状況にまでなっています（左図）。昔は日本の市場は「IG市場」だったが、いつの間にか「シングルA格以上市場」という呼び方になってしまいました。

では、日本の社債市場で企業の倒産や債務不履行（デフォルト）はどの程度あるでしょうか。先ほど、日本の会社はだんだん潰れなくなったと言いましたが、確かにそのとおりで、直近ではユニゾホールディングスがありました。最近では公募社債市場のデフォルト事例は全くありません。公募社債市場で債務不履行がポツポツ起きたのは、ある意味当たり前ですが、グローバル金融危機の後でした。二〇〇九年、一〇年ぐらいは公募社債のデフォルトが頻発しました。当時、我々クレジットアナリストは冷や冷やしながら企業分析をしていました。

余談ですが、クレジットアナリストの忙しさと

所属している証券会社の業績は逆相関になりま
す。その当時、私らは忙しくて大変だったのに、
実入り（給料やボーナス）はどんどん減っていく
という状況でした。その逆もあります。つい最近
までの社債市場は無風状態で、我々の緊張度や仕
事の忙しさは落ちますが、会社の業績はどんど
よくなるのでボーナスは増える。そういう時期が
長い方が私らにとってはよいのですが、それが二
〇年間クレジットアナリストをやってきたの感覚
です。

私の先輩方の時代には、公募社債を発行できる
企業は潰れないという神話がありました。しかし
その神話はもうなくなりました。ただし、日本の
公募社債のデフォルト事例は少ないものの、一た
びデフォルトすると、元本がほとんど回収できな
いのが日本の社債の欠陥で、この状況は今も変
わっていません。

日本の公募社債の場合、デフォルトしたときの
期待回収率は約一〇%です。CDS（クレジット
・デフォルト・スワップ）市場のモデルでは、
デフォルト時の期待回収率を三〇%に置いて計算
するのが普通ですが、日本の場合はそれが当ては
まらない。一たびデフォルトすると、社債の場合
は九〇%元本毀損が起きる世界です。これは誤解
を恐れずに言う「欠陥商品」です。

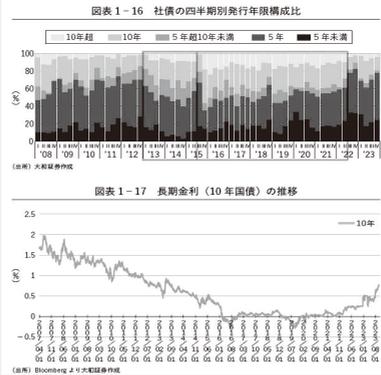
日本は金融緩和が長引きました。下は、長期金
利（一〇年国債）の推移のグラフです（図表6）。
二〇一六年からマイナス金利政策が導入されて、
長期金利でもほぼゼロという時代が続きました。
こういう金融環境であったがために、日本の社債
市場は発行年限のたがが外れて、二〇年社債が当
たり前に発行されるようになりました。

今、国債と社債の最長年限はどちらが長いか御
存じですか。国債は四〇年国債が出ていますが、

図表6

【金融緩和と社債市場】発行年限のタガが外れることに(50年社債の発行も)

✓ 日銀は超長期社債発行増を緩和の成果と称したが、そうは思わず



funds | © 2025 Funds, Inc.

金融緩和の当時、社債の最長年限は五〇年でした。無リスク資産の国債ならいざ知らず、信用リスクも付いている債券の年限が延びるとはどういうことかという理解が全く失われた時代でした。

この当時、日銀はほとんど金融緩和をして何とかデフレをインフレに変えようと努力していました。この最中に日銀は、二〇年社債が普通に発行されるようになった社債市場を指して、緩和の成果だと言っていたのです。日銀側からすればそうかもしれませんが、それを聞いたクレジットアナリストの私は、投資家に二〇年の期間のリスクのみならず、その期間の企業の信用リスクも負わせる債券が発行されたことを成果と呼ぶのはどうかと思っていました。

クレジットアナリストや格付けアナリストが企業の信用リスクを評価する、できるのは、通常せいぜい三年先、長くて五年先までです。そこから

先の企業の信用の行方は正直分らない。したがって、社債の基本的な年限は三〜五年が普通です。鉄道や電力など信用リスク安定化の時間軸が長い業種や企業では、その年限が七年、一〇年になっても決して取り過ぎの信用リスクではないというのが、かつての常識でした。

ところが、日銀の金融緩和が長引く時代に、完全にこのたがが外れてしまいました。今、私が気になるのは、この時期から仕事を始めたクレジット投資などをしておられる機関投資家、ポートフォリオマネジャーやクレジットアナリストの人たちが、信用リスクに対して非常に不感症になっていないかということです。金融緩和は、社債市場という観点からすると、日銀はちよつと困ったことをしてくれただと思っっています。

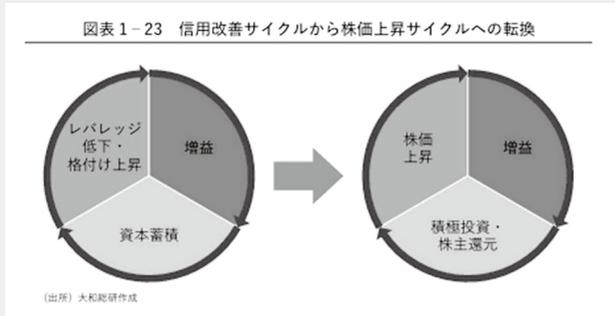
二〇二三年三月末、東証が「資本コストや株価を意識した経営へのシフト」を言い出したとき

に、ようやく気付いてくれたかと、私はすぐ当時のレポートでこういう図を描きました（図表7）。日本の企業は長い年限をかけて左図のサイクルをずっと回してきました（信用改善サイクル）。利益を出す。利益を出したら、ため込む。ため込むば、バランスシートがよくなって格付けが上がる。これをずっとやってきたので、自己資本比率は四〇％に到達し、いろいろな企業の格付けはA Aになり、潰れなくなる。クレジット分析が非常に楽になりますから、これは私（クレジットアナリスト）にとつてはいいことです。

でも、そんなことをしていたら、エクイティ（自己資本）がどんどん積み上がるので、ROEのような指標は上げたくても上がらない。これでは株のバリュエーションは上がらないと思います。そうではなくて、日本の企業はまがりなりにもPL（損益計算書）上の利益を上げられるよう

図表7

上場企業は、「資本コストや株価を意識した経営」へのシフトが求められている



funds | © 2025 Funds, Inc.

になったのだから、その次にどうするかを考えるべきです。より利益を獲得するために設備投資を積極的にやって、バランスシートを更に大きくしていくのが一段。その手段が見えていないのなら、エクイティは投資家にどんどん戻さないといけない（いわゆる、株主還元）。エクイティをため込んだところで、潰れなくなるだけで、株価の評価は上がりません。

そこで、右図（株価上昇サイクル）への転換を強いるわけです。

余談ですが、大和証券で仕事をしているときに、「東証のやり方はいかにも日本的と思いませんか」と言っていました。つまり、東証が号令をかけて上場企業を走らせた。東証の親分は証券会社出身の方、つまり、私の先輩がたくさんいらっしゃる中で言いづらいのですが、いかにも証券会社らしいやり方です。号令をかけて、「みんな走

れ！」とやらないと、日本の企業は株価上昇サイクルへの転換が進まないというところまで追い込まれたとも言えるでしょう。

今この動きが起きているのは、ものすごくいいことだと思います。私はクレジットアナリストで、エクイティアナリストではないのですが、日本企業にこの転換ができるのだったら、日本企業の株価は、外圧や米国の政策変更で振らされる部分があったとしても、意外に堅調に推移するのではないか。

私は少し自由な立場になったので、先月、企業財務協議会、つまり、ピカピカの発行体（ブルーチップ銘柄）の集まりで今日のようなお話をさせていただきました。私の前に座っていたのは、日系格付けAAA格水準企業の財務の方々でした。そこで私は「皆さんの会社はAAAなんて要りますか。AAAという格付けは高過ぎでしょう。もっと

下げませんか」という話をしました。それが正に右側のサイクル（株価上昇サイクル）への転換です。

私の古巣の大和総研が今年の五月に非常にいいグラフを作ったので、本日お借りしました（図表8）。左側が日本の東証プライム上場企業のROE・純利益・株主資本の推移、右側がニューヨーク証券取引所上場企業と同じグラフですが、圧倒的に違うのは棒グラフ（株主資本）です。コロナがあるので純利益の変動はすごく大きくなっていますが、傾向的に見ると、利益は日本の企業もアメリカの企業も上げられるようになってきている。

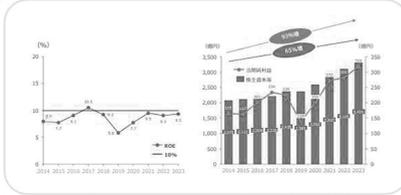
大きな違いは、株主資本を増やしているかどうかです。日本は、利益が上がると同時に株主資本も右肩上がりが増やすので、ROEがなかなか上がらない。ところが、アメリカの企業のROEの

図表8

格付け（＝信用力）は高ければ高い程良いわけではない

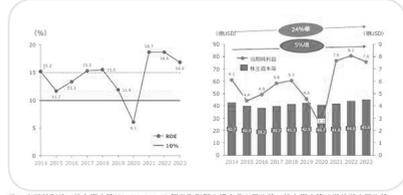
- ✓ 上場企業は潰れなくなったが、一方で、ROEは上からず株価は低迷
- ✓ バランスシートのレバレッジの活用を
- ✓ （おまけ）株主還元のみならず、労働分配率の向上も

（図表1）東証プライム上場企業のROEと純利益・株主資本等の推移



注：株主資本等は期首期末平均値。当期純利益・株主資本等は東証プライム上場企業の平均値。
出所：QUICK Astra Managerのデータに基づき、大和総研作成

（図表3）ニューヨーク証券取引所上場企業のROEと純利益・株主資本等の推移



注：当期純利益・株主資本等はニューヨーク証券取引所上場企業の平均値。株主資本等は期首期末平均値。
出所：SPEDMのデータに基づき、大和総研作成

（出所）「ROEの持続的向上のための資本規律の重要性」（大田 達之助、上原 彰佳 大和総研 2025年5月2日）

funds | © 2025 Funds, Inc.

水準は、コロナでガクンと下がっていると見ても、日本の企業よりも水準が数ポイント高い。

格付けは高ければ高いほどいいわけではありません。バランスシートのレバレッジを上手に活用して、加重平均資本コスト（WACC）をしつかりコントロールしながら経営していかないと、株価を上げていくことは難しい。それに日本の企業がようやく気付いて動き始めたことがものすごく大事です。

この文脈からいくと、バランスシートのレバレッジがかかってくるので今後はクレジットは悪化します。一方で、デットはより必要になってきますので、すなわち、社債市場は大きくなり得るということでもあります。

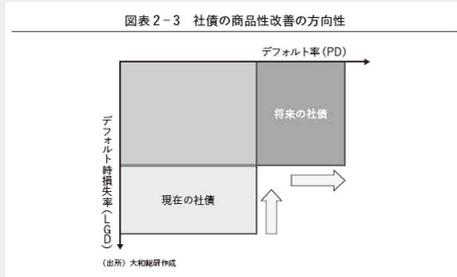
社債の商品欠陥の話に移ります。

銀行ローンも社債も、調達・発行されたとき

図表9

社債の商品性改善の方向は明確

- ✓ 商品性改善でデフォルト時損失率（LGD）を下げて、投資家が許容できるデフォルト率（PD）を上げること（≒銀行ローンとのパリパス化）



funds | © 2025 Funds, Inc.

は、シニア無担保のデット（負債）という意味では同順位（パリパス）のように見えます。ところが、発行企業の信用が悪化していくと、銀行ローンと社債はいつの間にか水と油のように分離していきます。そして、倒産間際になると、社債はいつの間にか劣後債になっているのが日本の社債の現実であり、欠陥です。日本の場合、この欠陥を直さないと、社債市場が思ったように拡大していかないというのが現実的な課題です。

では、日本の社債をどうすればいいのか、商品性をどうやって変えていけばいいのか。総論としてはこの図に示した方向です（図表9）。縦軸にデフォルト時損失率（Loss Given Default）、横軸にデフォルト率（Probability of Default）を取ると、四角の面積が expected loss になります。今の日本の社債は、デフォルトはしないのですが、残念ながら、一度デフォルトすると、デフォルト

時の元本の損失があまりにも大き過ぎるのです。

デフォルト時の損失率を低く、この図では上に上げていければ、同じ面積でも取れるデフォルト率が広がってきますから、BBB、BBという社債であっても許容できるようになります。ところが、一たびデフォルトになると元本が九割も飛んでしまうという今の商品性のままでは、リスクの高い企業の社債に投資し難くなっているのはある意味、当然と言えます。

この部分については、日本証券業協会（以下「日証協」）が長い間御苦勞されて、様々な手立てで社債市場の活性化に取り組んでいますが、なかなか実を結んでいないのが現実です。

ちよつと気になっているのが、「コベナンツの付与及び情報開示」と「社債管理の在り方」です。

最近、日証協が社債市場活性化への取り組みを

再開して、コベナンツの付与、社債管理の在り方について侃々諤々議論して、結論を出していません。誤解を恐れずに要約すれば、格付けBBB以下の社債については、倒産する前に社債権者の権利を守るようにコベナンツをしっかりと入れていきましょう、社債権者の権利を代弁する社債管理助助者を付けましょうという考え方です。

その考え方自体は決して悪くないのですが、企業側の立場でこの施策を見ると、例えばBBBの会社が社債市場に参入しようとする、「あなたたちはBBBだから、追加的にこういうことを商品性として加えないと社債市場に行けません」と、ますますレッテルを貼られているみたいに感じるかもしれません。今はそうなっていませんが、この改善策を入れて、「あなたはBBBだから、シングルA以上の人たちとは違った手当てをしないと社債市場には入れないですよ」という

言い方をすると、かえって社債市場への入り口を狭くする方向に行ってしまうのではないか、というのが私の懸念点です。

先ほど紹介したように、私はA Aのピカピカ企業の財務担当者の人たちに向かって、「あなたたちが率先してこれ（コベナンツの付与や社債管理の改善）をやってくれませんか」と言いに行っています。そうでないと、改善策がむしろ新規参入を妨げる障壁策になってしまいうリスクがあります。

最近の事象として、ベネッセHD、大建工業、J S R、プロテリアル（旧日立金属）、永谷園HD等々、社債発行した上場企業が、L B O、M B O、E B O等によって非公開化される事例が増えています。

そうになると、短期的にはバランスシートが悪化するので、格付けが下がる。それに対して物を申

したり、何にも手当て（保全措置）ができない社債権者にとつてはマイナスです。そういうことを防ぐために、日証協は、コベナンツとしてチェンジ・オブ・コントロール条項を付与することなどを推奨していこうというのです。

社債管理の改善も課題です。一億円券面にすれば社債管理者を置かなくていいという例外規定が公募社債市場でまん延してしまいました。社債管理がゆるゆるになってしまっているので、ユニゾHDの件などで社債投資家が割を食い、先ほど見ていただいたように、社債はいつの間にか水と油のような形で劣後化されることが起きている。会社法の改正までして社債管理補助者制度ができたのに、任意で付けることにしてしまっただけもあり、社債管理補助者が付いた公募社債がほとんど出てきていないのが現実です。

様々な異論や見解があるのは承知で言います

が、今までは日証協が音頭をとって社債市場の改革を引っ張ってくれました。ところが、日証協は証券会社の業界団体なので、社債市場関係者を広くあまねく集めるという意味ではどうしても偏りが生じます。もちろん委員として発行体や投資家が入り、その人たちの意見等々をうまくまとめながら結論を出そうとしても、なかなか完璧には行かないというのが私の感覚です。

私が言いたいのは、社債（若しくは直接金融）を切り口として、ステークホルダーがもっと広く継続的に集まれるような場を作らないと、ある意味、理想的な解決策に近づくような施策を取ることは難しいのではないかとということです。

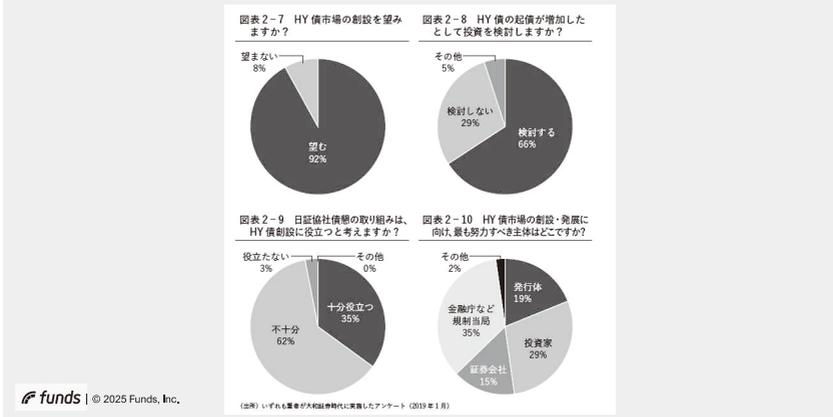
私は証券会社を離れ、比較的自由な身になったので、僭越ながら「社債市場懇談会」を私的に立ち上げ継続的に話し合いをしています。しかし、私が音頭を取って議論をやったところで何の効力

も持ちません。日証協にも役所の方にも加わっていただきたいですし（実際加わっていたいただいておられます）、その他、社債市場を取り巻くステークホルダーには、投資家も発行体も格付け会社もいろいろな方々がいらっしやるので、その人たちがもう少し自由に、かつ、パーマネントに話せるような場ができないと、いい解決策はなかなか見えてこないと思っています。

こんなことを言い出したのには理由があります。これは私の大和証券時代の古いアンケート結果です（図表10）。例えば、リスクの高い企業のハイ・イールド（HY）社債市場の創設を望むかどうかを聞くと、九割以上が「望む」と答えます。「投資を検討しますか」と聞くと、もちろん投資を「検討しない」人もいますが、それでも七割近くの人が、ハイ・イールドのマーケットがあれば投資を「検討する」と言うのです。

図表10

「四位一体」(投資家/発行会社/市場仲介者/金融庁など当局)の改革が望ましい



では、その当時も今も日証協が一生懸命取り組みをしています。それでハイ・イールド市場ができるかと聞くと、残念ながら「不十分」と言う人が六割を超えます。

どうしたらいいかと聞くと、発行体、投資家、証券会社、役所など、ステークホルダーがきちっと集まって改善策を作らないと、なかなか突破口を見出せないという結論でした。

金融庁の金融審議会「市場制度ワーキング・グループ」などで社債市場が取り上げられたときも、金融庁が音頭をとって何とかしようというのではなく、ステークホルダーの人たちでよく話し合いながら解決策を見つけないといけませんねという結論になっていて、私の昔のアンケート結果と一緒でした。

ここからは、社債市場のインフラで重要な格付けという機能の使い方に、日本の投資家はまだまだ

だ改善の余地があるということに触れたいと思います。

① 格付けは期間の概念が乏しい。

日本の投資家は格付け期間の概念をあまり意識していない。

② カバレッジ差が存在する。

どの会社の格付けを使えばいいのか、下手をするの間違える場合もある。

③ 符号が同じならどの格付け会社もリスクは同じ？

Aという符号が別の格付け会社から出ていると、それは同じリスクだと感じられるかもしれませんが、実はそうではない。

④ 格付けには動的特徴（格上げ／格下げ）がある。

格付けは、下がるときはとても速いが、信用を回復してもなかなか元に戻らない。上がるときと

下がるときに時間差がある。

①～④のような格付けの特徴をもっと理解すると、社債の投資に当たり違った見方ができるようになります。

先ほど金融緩和のところで御紹介したように、当時A格の二〇年社債がたくさん出ました。ところが、私からすると、A格の二〇年社債のデフォルト確率は、A格の五年社債のデフォルト確率とは全く別物です。ところが、金融緩和の当時は、投資家はA格までは投資できるが、BBBは投資できないという投資規定の下、A格であれば投資していいのだから、「A格の二〇年社債が出たら投資します」という投資行動を取ったのです。

私が見ていた業種の一つに空運があります。 「A格の甲社の二〇年社債に大橋は投資するか」と言われたら、相当逡巡します。アナリストは三年先までは見通すことができても、二〇年先の甲

社がどうなっているかなんて全く見通せないからです。しかし、A格の甲社二〇年社債は売り切れました。それが金融緩和の時代の格付けの使い方でした。これは気を付けなければいけない使い方です。

格付けというのは、一年債であれ、五〇年債であれ、そのときの発行体の格付けがAだったら、同じ格付けになってしまふのです。したがって、投資する側が年限をきちっと加味してリスクを考え、投資しないといけません。

私は外資系の格付け会社からずっと目をつけられていたのですが、日本の事業会社の投資判断に当たりS&P、ムーディーズの格付けを使う必要はないと言ってきました。R&I、JCRは、日本の事業会社を四五〇社程度、つまり、公募社債発行企業だったらほぼ格付けしているのですが、S&P、ムーディーズはたかだか五〇社程度くら

いしか格付けしていません。これだけ大きなカバレッジ差がある中で、S&P、ムーディーズの日本の事業会社格付けを投資判断に当たり利用する必要性はないというのが私の見解です（モニタリングのために、参考程度に利用するのが良いと思っています）。ただ、念のために言っておきますが、金融機関は別だと思えます。

最近、S&P、ムーディーズからBB格の格付けが付与される日本企業が散見されます。頭に浮かぶ銘柄の代表格はソフトバンクグループですが、S&PではBB格、JCRではA格と、ものすごい格付け格差です。

結論から言うと、S&P、ムーディーズがBB格を付与する日本企業のデフォルト確率はものすごく低いのです。格付け会社を規制する金融庁が示す「基準レベル」によれば、三年平均累積デフォルト率が七・五％程度の企業がBB格に相当

します。ところが、S & P、ムーディーズのBB格の平均累積デフォルト率は基準レベルに比し低く、BB格の日本企業は、ほとんど潰れません。こういうところまでチェックしていただくと、日本企業に付いているS & P、ムーディーズのBB格の符号がいかに厳し過ぎるかが見えてきます。格付け符号だけ見ていた場合と違った見え方ができるとい話です。

三、日本の社債市場拡大に向けた五つの方向性

今までお話ししてきたように、日本の社債市場には課題がたくさんあって、ともすると悲観的になります。ところが、日本の社債市場には、市場拡大に向けた五つの方向性（原動力）があるのもまた事実です。

まず初めに、今、トランプ大統領の政策変更でそのムーブメントはちょっと低下していますが、ESG社債を発行しようとするムーブメントがあります（ESG化の方向性）。

先ほど、資本コストや株価を意識した経営に日本企業を変えようという大号令がかかって、今さらに動き始めているという話をしました。エクイティの厚みを減らすと、レバレッジがかかり当然バランスシートは劣化します。でも、劣後債のようなメザニン社債（ハイブリッド社債）を活用すれば、信用の評価自体はレバレッジがかかるほど低下しないという財務施策があります。そういうことをする企業が増えてくると、メザニン社債が増える期待があります（メザニン化の方向性）。BBB格社債の発行増やハイ・イールド債市場の創設など信用拡大化につき詳細に触れられないのは残念ですが、まだまだブルーオーシャンです

債の訴求はまだまだできると思っています。

日本人の金利に対するリテラシーにまだ改善の余地があると思います。一〜二週間前の日経新聞の「ユースファイナンス」という囲み記事には、三年間程度保険料を支払って、一〇年後に一〇六％でお金が戻ってくるという保険商品が最近売られていると出ていました。私にはあまり魅力的には感じません。一〇年後に一〇〇円が一〇六円で返ってくる。損しなくていいと思うかもしれませんが、これを単利に直したら年利〇・六％です。あえて？年利で表現してないと疑いたくなくなってしまう。なぜなら、JGB（国債）でも今、五年で年利一％あるからです。

なおかつ面白いのは、その記事によると、投資家に一〇年後に一〇六％の返戻率で戻すために、その保険商品を国債で運用していると書いてあります。だったら、自分で一〇年国債を買えば約

一・五％ですから、一〇年後に返戻率一一五％で返ってくる。この逆の事例もあります。ドル預金で年利九％、一〇％とうたう場合があります。今度は年利で言うわけですが、よくよく見ると、運用期間は一月とかになっています。つまり高い金利で運用できるのは、実際は短い期間であり、得られる利子はそう多くはありません。

これらのように、日本では金利の表示がややもすると恣意的に使われているのです。金利に対するリテラシーが高まれば高まるほど、今後預金は流出するかもしれないし、債券系の金利商品に皆さんのお金が流れていく可能性が高まるのではないのでしょうか。その一つが社債ではないでしょうか。

四、オンラインレンディングの 紹介と未来

最後に、私が今やっていることの御紹介です。今までずっとお話しさせていただいたのは、上場企業と主に機関投資家を結ぶ直接金融プラットフォームとしてみなが私もあまり知らなかったのですが、無格付けの上場企業とリテール投資家を結ぶ直接金融のプラットフォームが存在していて、私は今、そのプラットフォームを運営するファンズ株式会社に参加して一緒に仕事をしています。

さて、ファンズのサービスを紹介します。年率二〜四%の利回りで期間一年程度の金融商品（特定組合出資）で、累計募集金額は一〇〇〇億円弱に上ります。元本損失率はサービス開始以来ゼ

ロ%です。資金を調達しているのは上場企業が主で、投資家は個人が中心です。ですから、情報開示がしっかりしている上場企業であれば、個人の投資家が資金提供者となる直接金融を、社債とは異なる形でも実現することができるという一つの事例と言えます。無格付けであるがゆえにはありませんが、ある程度の利回り（国債や公募社債以上の）が乗る。そういう運用ができる世界が日本にもあり得るということを是非御紹介させていただきます。

私自身は、最初に言ったように、社債市場と今私がやっているオンラインレンディング市場のお互いをともに拡大・活性化させ、上場企業の直接金融のシェアを高めていくようなことを日本でも実現したいと思っています。

これで私の講演を締めさせていただきます。長い間、御清聴ありがとうございました。（拍手）

○森本理事長　大橋様、社債市場の現状及び課題、将来像について熱弁を振るっていただき、ありがとうございます。

それでは、御意見、御質問をいただきたいと思
います。

○質問者 A　大変勉強になりました。格付けの高
いところでコベナンツを付けるのはとても有効な
手段で、それができると一番いいと思うのです
が、発行する側が全くやりたがらない。どうすれ
ばそれを説得できるかというのが一点。

ファंडズのサービスは面白くて有効な資金調達
の選択肢だと思いますが、何かあったとき（資金
調達主体の信用不安や債務不履行）、への備えが
大事になります。その辺はどのように気を付けて
おられますか。その二点を教えていただきたい。

○大橋　二問とも射た質問だと思います。一
点目は、私は企業財務協議会で A A 格の格付けを

持つ会社の財務の人たちにこう言いました。自分
たちだけのことを考えるなら、コベナンツの付与
は必要不是吗ねと。ただし、これは説得でし
かないと思っ
ているのですが、日本の社債市場全
体の事を考えると、ピラミッドの頂点に近いとこ
ろにいる皆さんがコベナンツを付けても何の問題
もないのだから（コベナンツにヒットするような
事態は想定されない）、率先して付けてくれない
ですかと。こうした見解を意に感じてコベナンツ
を付けてくれる A A 格の会社が出ることを期待し
たい。それしかないというのが一点目です。

二点目についてお答えします。日本の場合、ク
ラウドファンディングの世界では、六%、七%の
金利が出ますと銘打って資金を集める一方で、資
金調達主体がデフォルトしてしまうことがありま
す。我々ファンズでは、無格付けの会社のレン
ディングを個人投資家と結ぶということで、まず

は調達企業を主に上場企業にすることでそのリスクを減らし、審査を通して我々プラットフォームが調達企業のリスクをある程度の水準に抑えるよう担保します。勿論、明示的な担保ではないのですが、ちゃんと審査を通して企業をセレクトした上で個人の投資家と結ぶことで、デフォルトのリスクをできるだけ下げようになっています。

ただ、その役割を担う我々プラットフォームの手数料は、公募社債市場に比べると厚くなりますので、投資家に還元する利回りがその分削られるのを許容していただいています。

○質問者B 興味深いお話を大変ありがとうございます。社債の方はちょっと勉強不足なのですが、デジタル化したときの社債市場は、実務上、例えば発行体にとって非常にコストが高くなると思いますが、そのところは改善余地があるとお考えか。というのは、去年、一昨年ぐらい、不動

産、例えばホテル一棟をデジタル化したものは割と出ていて、むしろ玉（案件）が足りないという話をよく聞きます。不動産でできるのなら、社債もできるはずで、格付けにそれほどこだわらなくてもない気がするのですが、いかがでしょうか。

○大橋 それものを射た御質問です。今日お話しできなかったのですが、デジタル社債、ST（セキュリティトークン）社債は注目されていますが、発行コスト等、準備コストが高過ぎるのがネックになって、あまり増えていません。これは私の聞きかじりですが、不動産はまだ紙に判子の世界が残っている中でそれをST化するとコストや手間が省けるので、不動産セキュリティトークンは増えていきます。ところが、曲がりなりにも社債は、ほふり（証券保管振替機構）も含めてペーパーレス化の仕組みができていて、なおかつコストが結構低い。今はデジタル化すると、ほふりの

システムに乗れない等々、いろんな壁があるの
で、既存の振替社債との競合という意味では、黎
明期でまだまだコストが高く、残念ながら広がっ
ていないのが実情だと思います。新しいセキユリ
ティトークン社債が広がりコストがより下がれば
違う世界になる可能性もあるかと思っています。

○質問者C 一般的に金利に対する国民の知識レ
ベルは低いと思いますが、義務教育には期待でき
ません。何か有効な対策は考えられますか。

○大橋 是非私も有効な対策があれば、そのアイ
デアをいただきたいのですが、金利に対する理解
度が低いのは仕方がないと思います。先ほども申
し上げたように、私と同世代（定年退職世代）で
あれば、金利のある世界から金利のない世界を二
〇年、三〇年経験して、また今、金利のある世界
に戻ってきているのですが、現役世代の方々は金
利がほばない時代を下手すると三〇年近く過ごし

ています。よって現役世代は、現金の将来価値や
割引率の概念、年率の話とか、年率と返戻率の違
い、はたまた、マイナス金利の場合は一生かかっ
ても二倍にならないので、「七二の法則」という
ことすら多分聞いていない。だから、施策という
よりは、金利環境、経済環境の局面が変わること
をきっかけとして、こうした知識を与えれば、ど
んどん吸収してくれる余地はあると思うので、あ
まり悲観はしていません。

○森本理事長 本日の「資本市場を考える会」は
以上とさせていただきます。

大橋様、講演及び回答も大変分かりやすく、本
当にありがとうございます。（拍手）

（了）

（おおはし としやす・千葉商科大学大学院 客員教授）
ファイナンス株式会社 特別参与