

書 評

大橋俊安著『社債市場の未来 企業金融と資産運用の多様化に向けて』（東洋経済新報社、2024年）

森 まどか

本書は、社債市場に20年以上携わってきた元クレジットアナリストによる、制度と実務の両面からの提言書である。著者の問題意識は明快である。すなわち、日本の社債市場は、2000年比で発行残高が約2倍に増加したが、依然として「小池のようにちっぽけな市場」（本書10頁）にとどまっており、日証協の「社債市場の活性化に関する懇談会」発足（2009年7月）による様々な取り組みが始まってから十数年を経ても、なお「湖」と呼べる規模にも達していないという。著者は、この「小池」をせめて「湖」へと育てることを本書の執筆動機とし、社債市場の未来像を描く。

著者が描く未来像は、単なる規模の拡大にとどまらず、「様々なリスク・リターンを提供」し、「売買が活発な厚みのある市場」としての質的転換を含む。著者はそのための改革の方向性として、①ESG化（サステナブルファイナンスの推進）、②メザニン化（劣後債、ハイブリッド証券の発行）、③信用拡大化（低格付け社債の発行やHY債市場の創設）、④デジタル化（セキュリティトークン（ST）社債の発行）、⑤リテール化（社債投資家の多様化）の五つを提示し、それぞれの実現方策を論じる。

日本の社債市場が「小池」とどまる要因として、著者は、（1）大企業の負債調達の間接金融中心であること、（2）発行体の高格付け化、（3）銀行ローンに劣後する社債の商品性を挙げる。特に（1）については、銀行の情報生産機能は情報開示の進んだ上場企業には不要であるとし、より多くの上場企業による社債発行を促し、③信用拡大化を目指す。投資家に対しても、銀行預金と同等の信用リスクでより高いリターンが得られる社債投資への転換を呼びかけ、「貯蓄から投資へ」の流れを後押しする（⑤リテール化の推進）。もっとも、企業の信用不安時における銀行の役割にも言及があり（本書54頁）、間接金融の全面否定には至らない点に著者のバランス感覚がうかがえる。

本書の最大の特徴は、社債市場の改革が他の事象との“トレード・オフ”ではなく、むしろ、“Win-Win”の関係であると位置づける点にある。USEN-NEXT HOLDINGSの起債事例はその象徴であり、社債による資金調達が、成長投資と銀行ローン条件の改善をもたらし、格上げにもつながった好循環が描かれている（本書190～191頁）。④ST社債の活用可能性についても、発行体と投資家の直接的な関係構築、柔軟な商品設計、小口化、ポイントによる

利払いなど、資金調達を超えたビジネスツールとしての展望が示される（本書207頁）。証券会社による引受を経ずに自己募集がなされれば、手数料節減分が利率に反映され、ここでも“Win-Win”の関係が成立する可能性が高いだろう。また、②メザニン化は、社債のデフォルト率（PD 値）を高めることなく、デフォルト時損失率（LGD）を高めることで利回りアップを実現できるとし、社債と株式、発行体と投資家のいずれにとっても“Win-Win”となる可能性が論じられている（本書152頁、155頁）。① ESG 化に関しては、日本のサステナブルファイナンスがGHG 多排出産業の「トランジション（移行）」戦略を重視する点に着目し、これらの企業によるトランジションボンドの発行が政策目標達成にも資するとする（本書110頁）。企業の脱炭素への取り組みをより多くのステークホルダーにアピールするには、多数の投資家を対象とする直接金融が、間接金融よりも適しているとも指摘するが（本書113頁）、そのような利点には納得感があり、社債市場の発展が国家的課題と接続するという視野の広がり、読者に深い示唆を与える。

本書が提示する①～⑤の改革の方向性は、いずれも相互に排他的ではなく、むしろ複合的に作用し合うものである。例えば、①と③の相互作用の結果として、ESG 債は低格付け社債の裾野を広げるものとなる。これらの組み合わせによって、社債の活用可能性は飛躍的に広がる。しかし、著者は、こうした明るい展望を示しつつも、受動的な姿勢を戒め、市場関係者の能動的な関与を強く促す。例えば、「Speak-Out」（声を上げること）の重要性を、自らのロビー活動の成果——ハイブリッド証券のリスクウェイトに関する経過措置の実現——に触れながら説得的に主張する。ESG 債についても、発行後のフォローアップとして、発行体と投資家のエンゲージメント（対話）の促進が不可欠であると述べる（本書114頁）。また、著者が「格付けの呪縛から国内社債投資家を解き放つこと」をライフワークの一つと位置づけている点（本書186頁）も印象的である。金利のある時代においては、信用リスクよりも金利リスクを意識すべきことを踏まえれば、格付けの「賞味期限」が3～5年程度であるという指摘は、投資家による格付けの受動的な利用に対する再考を促すものである。

もっとも、2024年度金融法学会シンポジウム「サステナビリティと金融法」における上田真嗣報告「SDGs 債の近時の動向と実務」では、グリーンボンドにおけるグリーンアムの不在が実務上の感覚として共有されており（金融法研究第41号58頁、93～94頁（2025年））、本書における観測結果（本書117～118頁）との乖離は、今後の金利環境の変化を踏まえた精査が求められよう。

本書は、金融市場の制度設計に関心を持つ法学研究者にとっても、社債というツールの可能性を再考する契機となる。企業法の観点からは、ST 社債の自己募集に関する投資家保護のあり方など、検討すべき論点が多いが、その一方、ST 社債については、発行体と社債権者との低コストでの直接的な接続が可能となることで、有事における社債権者集会の開催が現実的な選択肢となる点には期待したい。また、同じくシニア無担保債務であるはずの銀行

ローンに対して社債が実質的に劣後するという商品性の改善には、銀行ローンのコベナンツ開示が不可欠であるところ、令和五年内閣府令第81号による内閣府令の改正により、一定の条件下での開示の義務化が実現した（本書69頁）。加えて、社債への適切なコベナンツ（特に、社債発行企業の非公開化に対応するコベナンツ）の付与と、その管理に一定の役割を果たす社債管理補助者制度の活用も重要である。実務においては、株式会社ジャパンインベストメントアドバイザー（JIA）による第1回無担保社債（社債間限定同順位特約付）が、無格付けで、純資産額維持条項及び利益維持条項を付した初の社債管理補助者設置債として発行された（本書81頁）。これは、様々なリスク・リターンを提供する、厚みのある社債市場の醸成へつながる。その後も、日本エスコン、いちご、フージャースホールディングス、ムゲンエステート、GENDA などによる社債管理補助者設置債の発行が続いており、実務として定着し社債市場の厚みを支える柱となることが期待される。現行法上、社債管理者不設置債については、FA 債とするか、社債管理補助者設置債とするかの選択肢があるが、債権保全措置が欠如した「丸裸のFA 債」（本書79～81頁）に警鐘を鳴らす本書の問題意識に照らせば、後者の義務化（ソフトローによる義務化も含む）も検討に値する。

日本の社債市場が「湖」あるいは「大海」へと成長するためには、制度設計の根本的な転換が求められ、それは今後の企業金融のあり方を左右するものとなる。本書は議論の方向性を明快に示し、社債市場に関わるすべての関係者に、制度改革に向けた思考と行動を促す提言書である。

（中京大学法学部教授）