

12. 中堅企業の資金調達手段としての社債の活用

(調査の目的)

今後、中堅企業ないしベンチャー企業にとって、社債による資金調達は重要な課題となる。最近の金融市場改革の進行に伴い発生した金融機関の信用収縮（いわゆる貸渋り）の中で、中堅企業、とりわけ、今後伸長が期待されるが今は信用力が低いベンチャー企業の資金調達問題は深刻である。これ迄は銀行の間接金融（貸付け）に専ら頼ってきたが、今後は社債発行による直接金融へシフトして行くことが必要となる。平成8年以降の社債市場改革の結果、適債基準や財務制限条項設置義務の撤廃により社債発行の自由化は進んでいるが、これは信用力の高い投資適格債に限られており、低格付債については未だその市場が整備されていない。金融市場改革進行の中で一層の経営効率化を求められている金融機関の現状からみて、貸渋りは一時的なものではない。我国における低格付債市場の整備は、これから重要な課題となる。

この問題を考えるに当たっては、規制のない自由な社債市場が発達し、多様なニーズに対応し多様な社債を発行している米国の経験が参考となる。本調査は、かかる観点から、米国の社債市場進展の経緯をたどり、我国の社債市場との比較を行ないつつ、我国における低格付債市場活性化のための課題を検討するものであるが、平成10年度にあっては、以下の諸項目をとりまとめた。

1. 米国社債市場の特色

米国の社債市場の特色は、次のとおり要約できる。これは、今後我国が社債市場改革を推進して行く場合の多くの示唆を含んでいると思われる。

- (1) 社債市場は規則のない自由な市場であり、そこでは企業の情報開示を前提とした投資家の自己責任の原則が確立していること。
- (2) 社債市場はリスクとリターンを軸にした自由な市場として発展を遂げており、米国の企業にとっては資金調達手段として最も大きなウェイトを占めていること。
- (3) 米国では、早くから信用ある格付機関による格付けが定着していること。
- (4) 生保、年金、特に最近は確定拠出型年金等の成長が社債の最適の投資家として市場を支えていること。
- (5) 絶え間ない競争は、多様な商品の開発、発行コスト及び取引コストの低減、新しい金融技術（例えば、多様な投資信託、ABSなどの証券化商品）の開発を促進していること。
- (6) 発行市場とともにマーケット・メイクのためのインフラ整備により流通市場も発達し、両者は車の両輪として社債市場を更に拡大させていること。
- (7) 私募債市場が近年の転売規制の撤廃（SEC規則144条A）により拡大していること。

(8) 多様化した機関投資家のポートフォリオ、拡大する多様な投資信託及び証券化商品(ABSなど)への低格付債の組み入れにより、低格付債市場の活性化がみられるなど社債の市場の厚みが増していること。

2 我国社債市場の現状と課題

我国社債市場の現状と課題は、次のとおり要約できる。

- (1) 企業の資金調達の場合としては未だ間接金融(銀行借入)への依存高が高く、直接金融(社債の発行など)は主要な地位を占めていない。
- (2) しかし高度成長の終了やバブルの崩壊等により間接金融を支えてきた経済環境は変わりつつあり、今後企業は社債発行による資金調達の比重を高めていくものと思われる。
- (3) 適債基準等の社債発行に係る規則的枠組みの撤廃により社債の自由な発行市場が実現したが、今後は企業の情報開示を前提とした投資家の自己責任原則が基本的ルールとなる。
- (4) 平成8年以降の社債発行市場自由化の効果は徐々に出て来ており、又、今後は生保、年金基金(特に、確定拠出型年金)、多様化する投資信託など市場を支える機関投資家の成長が進めば、市場の一層の拡大が期待される。
- (5) 発行市場の自由化はほぼ完了したが、流通市場については更なる環境整備を進め、市場の流動性を高めて行く必要がある。
- (6) 今後の社債市場は、リスクとリターンを軸として多様な資金ニーズに対応して多様な社債を発行して行く事が必要であり、これ迄投資適格とされなかったベンチャー企業等を含む中堅・中小企業の資金調達の場合としての重要性も高まるものと考えられる。そのためには、次のことが課題となる。
 - ① 更なる規制緩和による私募債市場の活用
 - ② 低格付債市場の活性化