

Title	東京都の債権市場構想について
Author(s)	柴田, 武男
Citation	聖学院大学論叢, 15(1): 55-74
URL	http://serve.seigakuin-univ.ac.jp/repos/modules/xoonips/detail.php?item_id=195
Rights	

聖学院学術情報発信システム : SERVE

SEigakuin Repository for academic archiVE

東京都の債券市場構想について

柴 田 武 男

On the Development of the Tokyo Bond Market

Takeo SHIBATA

The city of Tokyo has established a new bond market for small-and medium-sized enterprises, having issued three bonds since March 2000, providing approximately 190 billion yen to such enterprises.

This notwithstanding, however, though the new bond market created by the city of Tokyo is epoch-making, it is in effect little better than the credit supplementation system initiated by the Credit Guarantee Corporation of Tokyo. In fact, the third bond issuance in March 2002 without credit insurance provided only 5 billion yen to the organizations it was meant to assist. Consequently, it may be concluded that bond markets based on a risk-return ratio cannot function well in the field of small-and medium-sized enterprises. Thus, the difficult problems facing the city of Tokyo may not be solved by the three bond issues.

要 旨

東京都は中小企業向けの債券市場を設立し、2000年3月から三回債券を発行して総額1900億円を中小企業に資金供給した。この債券市場はCLOというセキュライゼーションのスキームを用いて公共自治体が主導した画期的なものであるが、信用保証協会を軸とした制度融資と比較してそれを超える長所はそれほどない。2002年3月に行われた第三回の起債では、信用保証協会の保証無しで行われた方式もあったが、それでは約50億円という低額でしか資金供給できなかった。すなわち、信用力の劣る中小企業の分野にリスクとリターンの関係で成立する債券市場の論理を持ちこむことは困難であり、東京都による三回の起債でもこの問題を解消できなかった。

Key words; Bond Market, CLO, Small and Medium Enterprise, Credit Insurance, The City of Tokyo

1. は じ め に

ことの発端は石原慎太郎都知事の選挙公約であった。1999年4月11日に行われた都知事選で当選したことで、石原慎太郎氏の選挙公約であった債券市場構想が現実化するに至ったが、当初の選挙公約での構想とはかなり変貌したものとなった。当初の構想は、「東京が蘇るために——NOと言える東京」のスローガンの元に「財政再建と併せて雇用の促進のためにも東京が主催する新しい債券市場を都庁の中に設けます」という趣旨から詳細に債券市場構想が次のように述べられている。

「日本の金融機関は従来の大蔵省の指導の元にハイリスクの債券には手をださぬ習慣で来たために、そうした金融活動に参加する能力に欠けています。一方、アメリカでは、名前は良くないが、通称ジャンクボンドといわれる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ります。その扱い総高は5000億ドル、円にして6兆です。

この東京には日本の代表的な大企業も持ち合わせていないような先端技術を保有したり開発したりしている中小企業がひしめいてあります。先にイギリスのフィナンシャル・タイムズが評価したように、日本の技術水準の指数を世界一たらしめている所以であります。しかしそうした優秀な中小企業は日本の旧来の融資姿勢が弊害となって、今日日本の金融機関からの貸し渋りで企業として足踏みを余儀なくされているのです。

そうした企業に社債を発行させ、それを東京都が主導する新しい証券市場で扱うことで外国、特にアメリカの金、実はそれは日本から吸い上げられて流出した資金ですが、そうしたリスクイダが高利回りの債券への投資を扱い慣れ、技術のポテンシャルティへの評価にも精通したアメリカの金融機関にとって格好の市場となるに違いありません。

低迷している優秀な中小企業はそれによって自らの社債を発行しそれを売り出すことで、従来のように間接ではなしに、市場から直接資金を調達できるようになります。

そうした新しい金融機関を東京都が創設することで、多額の口銭を獲得することだけでなしに、雇用を促進し日本全体の景気の回復に大きく寄与できるはずです。」

日本の優秀な中小企業に対する円滑な資金供給が十分ではないという問題意識は石原慎太郎都知事だけでなく、広く共有されている問題意識である。例えば、「貸し渋り解消のために中小企業金融債発行を」(『金融ジャーナル』1999年3月号)として、「各金融機関の中小企業向け貸出残高の一定割合を発行限度」として、「自己資本比率8パーセント以上の健全銀行に特別金融債発行を認め」て都市銀行、地方銀行、第二地方銀行の三業態合計で43兆円程度の中小企業への融資資金を確保するという提言である。

しかし、「政府保証の中小企業金融債」で融資資金を確保するというのは問題の解決につながらない。というのは、中小企業に資金が円滑に供給できないと言うのは金融機関に資金が不足しているというわけではなく、97年の山一証券、98年の日本長期信用銀行、日本債券信用銀行などの大型金融機関の経営破綻とそれに対応した金融早期健全化法などの法的対応で、中小企業に対する融資姿勢が大きく変化したからである。つまり、金融庁（当時は金融監督庁）がみずから説明するように「昨年10月、金融再生法、金融早期健全化法が施行された。金融再生法の下で、2行の特別公的管理開始が決定されるとともに、早期是正措置の適用を受けた5行のうち4行が破綻し、金融整理管財人による管理の下に置かれた。また、生命保険会社1社も破綻した。一方、早期健全化法によって、不良債権を早期に処理すべく、資本増強に関する緊急措置が講じられるようになった。」⁽¹⁾ということが大きな理由なのである。

問題の所在を把握しても、提言が正しいとは限らない。石原慎太郎都知事の提言についても同様である。中小企業への貸し渋り対策が緊急の課題であるとしても、その方策がいわゆるジャンク・ボンドということになるのかについては疑義がある。この点については、以下のような指摘をすでにしたことがある。

「日本でジャンク・ボンド市場が定着する可能性はあるのだろうか。それも、都庁のなかに設置できるものであろうか。

まず、日本におけるジャンク・ボンドの可能性からいえば、かなりあるというのが私の見解である。アメリカでジャンク・ボンドが成立したのは年金基金の運用の問題があったからであり、当時巨額な積立金不足に悩まされた年金基金は、1974年に成立したエリサ法を契機に高利回りの債券投資にのめり込んでいた。エリサ法が年金基金に対して、一定の利回りを確保するよう求めたからである。日本でも、各企業の厚生年金基金は積立金の充足状況の公開が迫られていて、そのためにも利回りの高い債券で積立金を確保するというニーズが大きく発生する。ここまでは、ほぼ25年前のアメリカと同様な状況にある。また、日本では近年まで一定以上の純資産規模がないと社債発行できないという適債基準というものがあつたりしたが、それも撤廃され、法的には可能であり、現にいくつかBB格での発行も行われている。

それでは、石原都知事の構想は可能性大なのであろうか。それには、資本市場の機能を再確認すればよい。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。

そんなに資金調達規模の差があり過ぎるのでは、ジャンク・ボンド市場は成立しないのではなかいか。

このような新たなファイナンス手法が成立するかしないかは、結局は資金調達コストに帰着する。つまり、預金が信用金庫などの中小企業専門金融機関に蓄積し、信用金庫が信用調査をして、その結果資金が中小企業に流れるという間接金融の仕組みと、中小企業が自らの信用を下にして債券を発行し、それを格付け機関がランク付けし、投資家が購入するという直接金融の仕組みのどちらが効率的かということになる。

債券の場合、発行金額が大きければ大きいほど、金額当たりのコストが低減するということは簡単に理解できよう。逆に言えば、発行金額の少ない債券発行は効率的ではないということである。このような資金調達は、信用金庫、信用組合の融資機能に委ねたほうが効率的なのである。

大田区など中小企業の集中している地域を歩くと、本当に景気が冷え込んでいると感じるが、好事の公約はそういった地域の経営者にとって実現の可能性はあるのか。

大田区などに集中している中小企業の規模を考えれば、信用金庫、信用組合の融資対象として相応しいのである。債券の保証機関を設けて発行を確保するというのであれば、信用保証協会の融資保証と何ら変わりはない。債券の場合は、一般の投資家も購入に参加できるというが、流通市場が整備されていない現状では一般投資家の参入は困難である。

ここでは、難しさを強調するだけでなく「新しい債券市場」の可能性を検討してみよう。「新しい債券市場」といっても市場であるかぎり、債券の供給主体である優良な発行企業とそれらに投資する投資家、その両者をつなぐ金融機関の三者が最低限不可欠である。「新しい債券市場」に投資する投資家が存在するとすれば、まず考えられるのはアメリカと同様にそれは年金資産を長期的に運用する投資ファンドであろう。投資ファンドであれば、高い利回りが見込まれればいくらかでも資金が投入されよう。問題は、その期待収益率に見合う優良な企業をどれだけ発掘できるかである。前述した債券発行のコストを考えると中堅規模の企業がここでは想定されよう。もちろん都が企業の信用調査を独自に行うことは無理であるから、証券会社の仕事になる。実際、ディー・ブレイン証券や泉証券を中心に店頭取扱有価証券の売買が行われているのであるが、これは証券会社における未公開株式投資勧誘の解禁を受けて、店頭公開にも届かない企業の資金調達を会員制投資家組織による株式の販売という仕組みで行っているのである。これはVIMEX呼ばれている。この他にも、政策的に自治体が出資して第三セクター方式でのベンチャー・キャピタルによる中小企業支援も行われているが、十分な成果を挙げえていない。そのくらい、中小企業への投資は難しいのである。都が債券市場を整備すれば、中小企業が早速社債を発行し、それに投資家が飛びつくなどというものではありえない。

東京都の債券市場構想について

それでは、「新しい債券市場」は、絵に書いた餅なのであろうか。そうではない。中小企業への資金供給は、いわば国家的テーマであり、SONYやホンダや京セラがそうであったように、ベンチャー企業の成功が経済の活性化に大きく寄与するという認識は誰でも持っている。東京証券取引所も大幅に上場基準を緩和しているし、日本証券業界の管轄下にある店頭市場でもベンチャー・ビジネスの資金調達の場合として特則市場を整備している。資本市場の関係機関総力を挙げての試みが行われているのであり、東京都がこのような試みに協力していくという方向性は理解できるとしても、一自治体が行えるものではない。また、証券取引法「第81条〔設立者の資格、設立の免許〕証券会社は、証券取引所を設立しようとするときは、大蔵大臣及び内閣総理大臣の免許を受けなければならない。」とあり、同法第87条の2で「〔市場類似施設の禁止〕何人も、有価証券市場に類似する施設を開設してはならない。」とあるように、国の認可が無ければ設置できず、その意味でも東京都が単独で行うというのではなく、先に指摘したすでに民間でおこなわれているVIMEXなどの試みを強力に支援していくことが、政策意図を効果的に実現する近道ではなかろうか。結局、資本市場で中小企業の支援策を検討することは有意義であるが、それを都庁内に設置することは的外れだというものである。」⁽²⁾

2. 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。詳細は東京都のホームページ⁽³⁾に掲載されているので、簡単に概要を紹介しておく。

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

3. 調査方法

郵送調査及びテレマーケティング（株帝国データバンクに委託）

4. 調査結果の概要

(1) 現在の資金調達方法と今後予定している資金調達方法

東京都の債券市場構想について

現在の調達、今後の予定ともに、銀行等金融機関からの借入れが中心となっている。社債発行の実績及び予定の割合は企業規模に比例している。

(2) 直接金融へのニーズ

43.3%の企業から「ニーズあり」の回答を得た。「それほど利用されない」(＝ニーズなし)の回答が27.1%であることからすると、直接金融へのニーズは高いと考えられる。

(3) 債券市場（CLO）への参加希望と調達希望条件（金額、期間、金利）

○ 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。

○ 調達希望条件

- 「ぜひ参加したい」という企業については、調達希望金額では5～6千万円、返済希望期間では5年間、希望金利では3～4%がそれぞれ最も多かった。
- 「条件次第で参加したい」という企業についても、調達希望金額では5～6千万円、返済希望期間では5年間が最も多かったが、希望金利では3～4%と2～3%がほぼ同数で最も多かった。

(4) 情報開示（ディスクロージャー）について

情報開示に関して45.7%が「情報開示をしても構わない」としており、「一部の情報開示なら構わない」まで含めると半数以上を占めていることから、情報開示への積極的な姿勢が分かった。

以上が概要であるが、これは当事者としてかなり身びいきなまとめである。肝心の「直接金融へのニーズ」であるが、「43.3%の企業から「ニーズあり」の回答を得た」として、「直接金融へのニーズは高いと考えられる」としているが、そもそも設問が「中小企業の資金調達は一般に銀行借入れなどの間接金融が中心であると言われていますが、もし株式や債券などの直接金融による資金調達ができれば、利用のニーズはどれ位あると思いますか」という他の企業動向を尋ねる質問になっていて、直接質問企業の資金ニーズを聞いているわけではない。また、資金繰りに苦労している中小企業の経営者からすれば、「もし株式や債券などの直接金融による資金調達ができれば」と尋ねられれば、利用したいと考える者がほとんどではないのか。それでも、「大半の企業が利用すると回答した企業は6.3%にとどまった」ということは、中小企業にとって直接金融の壁の高さはいうまでもなく、それ以前に間接金融である銀行借入れすら厳しい現実直面しているからではないのか。

興味深いのは債券市場（CLO）への参加希望であるが、「直ちに参加する意向がなし」と回答し

た主な理由」が以下の点であることだ。

- 調達コストが高くなる。
- 資金調達の予定がない。
- 金融機関からの借入で充分である。
- 無借金経営を目指している。
- 情報公開をしたくない。
- 融資規模が少ない。
- CLOの具体的な内容がわからない。
- CLOが軌道にのるのかわからない。（今後の動向を見て）
- 株式公開を予定している。

「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。

3. 債券市場構想の実現

1999年時点の債券市場構想は、米国のジャンク・ボンド市場という言葉から連想される市場をイメージされていたようであり、その限りでは前述の批判、「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」は未だに当てはまると考えているが、東京都の債券市場は当初の構想と大きくかけ離れた形式で実現した。

2000年3月にローン担保証券（CLO=Collateralized Loan Obligation）として、計二回の発行で、発行総額694億2500万円、参加中小企業1715社という規模で行われた。第一回の発行は、東京信用保証協会によるCLO融資への信用保証というジャンク・ボンドとはほど遠い形式で行われたが、それでも中小企業への融資債権を担保にして証券を発行して資金調達をするという直接金融の仕組みは部分的には取り入れられている。

発行までの手順は以下の通りである。

平成11年

8月10日

金融機関に対して基本的な考え方に関する説明会を開き、具体的な仕組みづくりに向けての提案

東京都の債券市場構想について

を依頼。

8月26日から債券市場「1万社アンケート」を実施。

9月3日までに内外の主要な金融機関35社から25の提案が提出。

10月8日平成11年度第1回債券発行の採用予定スキームのタイプ等を公表。

19日 「1万社アンケート」の調査結果を公表。

12月10日 第1回債券発行の参加受付開始について公表。

22日 信用金庫における第1回債券発行の参加受付開始等について公表。

平成12年

2月23日 第1回債券発行への申込み状況等について公表。

当選から4ヶ月で実現の一步を踏み出しているのであるから、かなり迅速に進行していると評価できる。このスキームには3つの日本で初めての試みが行われているという。

「I 本スキームの概要（3つの「日本初」）」

1. 我が国の中小企業向けの債券市場は未発達であるため、日本で初めて、行政主導により債券を発行。 → 優れた発想力や高い技術力を持つ中小企業の資金調達多様化を図り、東京の産業を活性化させるための債券市場創設に向けた第一歩。
2. 日本で初めて、中小企業への新規融資債権を証券化して、ローン担保証券（CLO）を発行。
→ 中小企業に対して、投資家からの資金をニューマネーとして供給。
3. 中小企業によるディスクロージャー等が現状では不十分であり、リスクが十分予測できないため、日本で初めて、CLOの発行に際して、東京信用保証協会による信用保証を活用。
→ 投資家は安心して債券を購入可能。」

この三点について簡単にコメントしておく。中小企業向け債券市場を行政主導で「初めて」というのは事実であるが、これは大変皮肉な表現ともなっている。日本の債券市場、特に公社債市場は常に「行政主導」で発展、あるいは抑制されてきたという歴史があるからである。戦後しばらくしても、「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たにすぎない特殊異常な状態」⁽⁴⁾であり、「社債市場の完全自由化」は、「長きにわたって社債による資金調達を入り口で制限してきた社債の適債基準及び無担保社債の財務制限条項に関するルールを撤廃する方針が打ち出され、市場運営をマーケット・メカニズムに委ねる」⁽⁵⁾方向が大蔵省によって決定されたのが1995年3月31日に至ってのことである。つまり、行政主導というのは債券市場関係者にとって必ずしもプラスのイメージではなく、中小企業の債券市場という大義名分があるとしても苦い歴史の延長線上に位置づけられる側

面も存在していた。

「日本で初めて、中小企業への新規融資債権を証券化して、ローン担保証券（CLO）を発行」というのは、やや過大評価である。日本の金融機関は1997年7月の東京三菱銀行の国内債券を対象としたCLO発行を初めとしてすでにいくつか実績がある⁽⁶⁾。確かに、「中小企業への新規融資債権」というのは初めとしても、すでに幾つか実績のある国内債券のCLOの変形として位置づけられる。むしろ、日本の銀行の「CLOの発行はかなり難航している」のに対して円滑に消化されていることこそ革新的なことである。ただしこの点は第三点の「東京信用保証協会による信用保証」に関わってくる。

初回の債券発行が成功したのは、東京信用保証協会といういわば公的な信用保証が付いたことで「投資家は安心して債券を購入可能」ということになったのであり、それは本来の政策目標である中小企業のための起債市場という条件にはほど遠くなる。CLOなどの資産担保証券にとって信用補完の有無は決定的なものであり、これには「原債権のキャッシュ・フローを信用補完する方法（間接方式）とABSのキャッシュ・フローを信用補完する方法（直接方式）に分けることができる。間接方式では、オリジネーターに関するリスクと原債務者に関するリスクはカバーできるが、原債権に対して信用補完が付されるものであるため、原債権からのキャッシュ・フローがSPCないしサービサーにプールされた後、投資家に対して実際に支払いが行われるまでの過程で問題が生じた場合、投資家は当該リスクを負担することとなる。」そして、「日本における証券化では、間接方式が圧倒的に多く、直接方式は現在のところあまり利用されていない。例えば、信用保証協会は、「中小企業の事業活動の活性化等のための中小企業関係法律の一部を改正する法律」により、社債にかかわる債務の保証契約を締結することが法律上できるようになったが、ABSの元利金支払債務に対する外部信用補完としては、直接方式は現在のところ利用されておらず、東京都がイニシアティブをとったローン担保証券（CLO）の発行スキームにおいても、債務者たる中小企業の原債務に対して信用補完する間接方式となっている⁽⁷⁾」ということになる。

このことを東京都の実際のスキームで検証すると、原債務者である中小企業のローン支払いは信用保証協会によって保証されているため、中核金融機関の富士銀行グループの行う金銭債権信託に関しての信用不安は生じないが、それが東京都の場合、タックス・ヘイブンであるケイマン島設立されたSPCに信託受益権が譲渡され、そのSPCがCLOを投資家に販売して資金回収するというスキームであるので、投資家はSPCと取引関係にある。そして、間接方式であれば、投資家とSPCとの取引関係に信用保証が行われているわけではないので、極端な場合、このSPCの管理組織が資金流用などの不法行為をして損失が生じても投資家への信用保証協会の保証はない。投資家への保証というのであれば、直接方式がより望ましいが日本で実行する上での法律上の問題が指摘されている⁽⁸⁾。

このような信用補完の法律上の問題がどの程度機関投資家に認識されていたかは分からないが、

東京都の債券市場構想について

第1回の債券発行は下記の表のように実現した。ポイントは、中小企業のための起債市場と謳いながら申込み窓口を銀行および信用金庫としたこと、また原債権に信用保証協会の信用保証がつけられたことから理解できるように、中小企業にとっては従来の銀行借り入れと異なるものではなく、販売方法の一部に直接金融の仕組みが導入されただけであった。このことはアンケート調査の結果からも理解できる。「CLOを知った方法」として87.7%の企業（社数として1,088社）が「金融機関」からと回答していて、銀行の営業活動を通してCLOに参加した構造がみてとれる。

	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

この政策は「貸し渋り」対策としても行われたのであるが、金利が高い（社数651社、比率53.4%）という不満と利用目的として「金融機関の勧め」が60.9%（756社）と最も高く、「とにかく資金が必要」という切迫した資金ニーズは5.7%（71社）に留まっている点からしても、借り入れに余裕のある企業が借入枠に余裕がより出来たと解釈すべきではないだろうか。

4. 第2回債の発行

第一回は間接方式とはいえ、原債権すべてに信用保証協会の保証が付く形式で発行されていて、それでは中小企業の自らの信用で資金調達するという東京都の起債市場の構想の実現とはいえないものであったが、第二回はこの点をイノベーションするものであった。スケジュールは以下のように進行した。

2000年

6月2日：第1回の債券発行参加企業に対しての「CLO企業アンケート」結果を公表

6月2日：内外の金融機関等を交えた第2回債券発行に関する意見交換会を開催

7月13日：第2回債券発行に関する説明会（金融機関向け）を開催

10月27日：第2回の債券発行の概要について発表

11月17日：第2回債券発行の参加企業募集等について発表

東京都の債券市場構想について

また、東京都は「第1回債券発行に参加した企業をはじめキラリと光る中小企業を国内外に紹介するための「東京都中小企業ネットクラブ」が7月21日から第一次稼働としてインターネット上で一般公開されました。これは各企業の優れたノウハウや特許などの技術情報を中心に、投資を活性化させ、債券市場構想につながる財務情報も含めたものとなっております」という意欲的な中小企業ネットワークを設立した。

第1回からの前進ポイントとして、東京都は次の四点を指摘している。

- (1) 二通りの債券，すなわち，投資家から見て，

中小企業の信用力を裏付けとする債券[※]【債券α】と

信用保証協会による保証を裏付けとする債券【債券β】

を発行。

※CLO融資全件に対する信用保証協会の保証を活用する。

- (2) 債券は，公募で発行する予定。 →

- (3) 財務内容が良好な中小企業について，負担金利を優遇する。 →

- (4) 情報開示のツールとして，★「TOKYOキラリ☆企業 ネット」との連携を強化する。 →

- (5) 元利金の返済手段として，手形を併用する。 →

直接金融の姿に
より近づけた
債券発行

融資金融機関の
範囲を拡大

このことを具体的に実現するために，以下のA号債からD号債まで四種類の債券を発行した。

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）。

第2回債のポイントは，四種類の債券でそれぞれ利回りが異なることである。本債券の発行届出目論見書によると，「各償還期日における各号社債の元金の支払い」は，「A号社債およびB号社債

に関しては、2004年5月10日に、その直前の口座残高決定日の元本留保金勘定にあたる資金を原資として、支払われる。従って、保証協会により代位弁済された信用保証付貸付債権の元本相当額は、A号社債およびB号社債の償還の原資とはならない。A号社債およびB号社債の元金の支払いは、A号社債およびB号社債の順に支払いを受ける順位が付されている」という支払い順位によって格付けが決定し、利回りが決まっている。C号債とD号債の格付けが同じなのに利回りが違うのは、C号債は個人投資家への販売を考慮して券面を100万円としてあり、他の大口の機関投資家への販売を目的とした他の券面1億円とは異なる小口の販売であるからである。

より課題となるのは資金調達する企業側への対応である。東京都の構想では「1. 今後の発展が見込まれ、近い将来（原則として今後5年以内）において、株式公開や社債発行等の直接金融による資金調達の具体的な計画を有すること 2. 東京都中小企業ネットクラブに入会し、財務データを含む一定のデータを公開すること」等の条件を求めているが、この点を具体的な書式と申込状況で検証すると、CLO参加申込書(あさひ銀行窓口のもの)では、「基本条件該当申告」という項目で、「将来的に、株式公開や社債発行等、直接金融による資金調達をする意向があります」という箇所のチェックボックスに○をつけるだけのことである。

借り入れる費用の企業負担分は、2000万円を借り入れる場合、証券化に要する費用として15万円、東京信用保証協会への保証料427200円（借入金2000万円×優遇保証料率0.712%×3年）⁽⁹⁾が必要となる。この費用を含めて、企業への融資金利は2.67%（保証料、手数料、諸費用等を全て含む）となる。経営状態の良い企業は優遇金利となり融資金利は2.47%（同）となる。借り入れ企業とすると、費用負担を含めた実質融資金利が問題となるわけで、当時都市銀行における新規の貸出約定平均金利が2.047%⁽¹⁰⁾であれば、2.47%～2.67%という融資金利は利用するに十分なものであるが、銀行が窓口であり、中小企業経営者とすれば顔なじみの銀行営業マンが営業に来るわけで、通常の銀行借り入れと意味合いはほとんど異ならなかった点は第1回債と大同小異であった。

販売状況は好調⁽¹¹⁾であったが、第1回債が発行総額約694億万円、参加中小企業1715社社という規模であったのに対して、第2回債は融資総額324億8,500万円、参加中小企業数952社に留まった。規模が半減したのは、申込み社数2,503社申込み金額合計約1,095億円とあったのであるから、一言で言えば、東京都の提示する条件に合致する企業が案外少なかったことに加え、条件を満たす企業は第1回債ですでに相当数融資を受けていたからである。とはいえ、第1回債が1,838社の申込みで1,715社が融資を受けられたのだから93.3%の高率であるが、第2回債は2,503社で952社というのであるから38%という低率になる。「債券市場1万社アンケートの調査結果」によれば、「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%）」あったわけであるから、第1回債の申込み受付時点で相当数絞られていたと考えるのが妥当であり、東京都の提示する条件では、申込み企業の3割から4割程度しか融資を実際に受けられないと考えるべきであろう。

このように考察すると、東京都の融資条件は中小企業にとって厳しいように思われる。このことを示唆する数字として参加企業のデフォルト状況がある。「デフォルト率は1回目分（発行から1年4カ月経過時点）で社数ベース、金額ベースとも1.2%、2回目（同4カ月経過時点）はそれぞれ0.1%、0.2%と、東京信用保証協会の中小企業向け融資債務保証の破たん率5.5%程度より低いことが明らかになった。」⁽¹²⁾ということで、「中小企業向けリース料債権のデフォルト率が年率で2%台（クレディ・スイス・ファースト・ボストン証券の江川由紀雄バイスプレジデント）であるのに比べて低い。CLOの参加企業は資本金額などで厳しく絞られるためだ。」⁽¹³⁾という指摘が説得力を持つ。石原都知事の選挙公約にあった「優秀な中小企業は日本の旧来の融資姿勢が弊害となって、今日日本の金融機関からの貸し渋りで企業として足踏みを余儀なくされている」という問題意識を実現するにはほど遠い内容で、財務状況の良い、すなわち既存の金融機関から十分借り入れ能力のある企業が参加しているといえよう。

こうして見てくると問題となるのが、制度融資⁽¹⁴⁾との関わりである。東京都は多様な信用保証協会の保証付融資制度で、中小企業を金融支援しているが、その利率は1.5%から2.5%の範囲であり、保証料率も年率0.50%～1.00%程度である。中小企業向け債券市場での資金調達とは、旧来の制度融資に比較して決して有利とはいえない。多様な資金調達手段の獲得という大義名分はあるが、信用保証協会の保証が得られるという条件が付与されては融資審査も大同小異にならざるを得ない。となると、問われてくるのがCLOそのもののスキームとなる。

5. 東京都によるCLOスキームの検討

図-1にみられるように東京都のCLOスキームは、他のCLOスキームと同様の正統的なものであり、ポイントはケイマン島にトウキョウ・キラリ・コーポレーションというSPCを設立している点である。東京都の仕組み債でなぜケイマン島なのか、という疑問は当然生ずるので簡単に説明しておきたい。まず、債券を発行するので法人格を持つ必要があるが、関係の金融機関が国内にSPCを設立すると、連結の対象となったり株主権行使の問題が生じてしまう。一言で言えば、債券発行の目的に純化したSPCを設立するに適した税制、法制度を持つのがケイマン島ということである。ケイマン島の設立されたSPCは、チャリタブル・トラスト（慈善信託）に形式的に所有されるが、その主な理由はバンクラプシー・リモート性（倒産隔離＝関係金融機関が倒産しても信託財産が影響を受けない措置）を確保するためである。⁽¹⁵⁾

このスキームを用いると海外の発行体が、日本国内で円建債券を発行するというだけでいわゆる「サムライ債」ということになる。近年激減したとはいえ、サムライ債の発行は広く行われていたことで、民間の営利企業が商行為の一つとして行うには批判が生じないかもしれないが、このスキームで用いられるケイマン島はいわゆるタックス・ヘイブン（税の避難港）として不透明な金融

東京都の債券市場構想について

- 東京都は、制度融資の円滑な実施のために当協会に対して資金を貸付し、当協会はこの資金を、一部を除き全額、無利息で制度融資の実施に協力する金融機関に『預託金』として預入れます。
- 『預託金』は、中小企業向け融資のための『呼び水』としての働きもあり、金融機関は、この預託された資金に自己の資金を合わせて、東京都の定める条件（東京都中小企業制度融資要項）の範囲内で、設備資金や運転資金を融資します。
- また、制度融資が代位弁済となり、回収努力をしたにもかかわらず最終的に回収できなかった場合には、総合事業団の保険金でカバーされなかった部分（20～30%）について、その全部または一部を、東京都は、協会との間の“損失補助契約”に基づき、補助金として交付します。（当協会は、回収金の中から損失補助金受領割合に応じて、東京都に『回収納付金』として納付しています。）（<http://www.cgc-tokyo.or.jp/guarantee/index.html>）

ということであるから、金融機関が行った融資の焦げ付きのうち、最大30%が都の負担となる。これは、保証協会の保証一般に行われることであるから、制度融資とCLOとで異なることはない。保証協会の保証を付けないと金融機関の融資が円滑に行われない一方で、保証を付ければ都の財政負担が生ずるという関係があるので、そこで採られた政策が「CLOの参加企業は資本金額などで厳しく絞られる」ということになり、申込み企業の三分の一程度しか実際に融資を受けられないことになる。次に課題となるのが保証協会の保証無しで融資を行うことであり、これにチャレンジしたのが第3回債ということになる。

6. 第3回債の概要

第3回（平成13年度）債券発行に向けて以下のスケジュールで進化した。

2001年

- 5月：第2回債券発行参加企業に対しての政策効果測定「CLO企業アンケート」実施
- 6月：特定社債保証制度CBO（社債担保証券）等 直接金融ニーズ調査実施
- 8月：第3回債券発行に関する説明会（金融機関向け）開催
- 11月：第3回債券発行の概要について発表
- 12月：第3回債券発行の見通し等について発表

2002年

- 3月：第3回債券発行の申込状況と見通しについて発表
- 3月：第3回債券発行の結果について（最終確報）発表

第3回債券発行の特長は2つの方式を併用したことである。一つは、保証協会を活用した従来型

スキーム〔A方式〕でありながら、発行債券を期間6ヶ月の短期のABCP（Asset backed CP=資産担保CP）にしたことで、分割弁済可能・コストの低減・金利抑制・6ヶ月毎の変動金利、さらに融資対象期間を従来の3年から5年にして、2年据置・3年目から分割返済という条件で参加企業の利便性が向上したことから、過去最大の約4,334件申込金額約1,916億円に達し、実際の参加企業も2,313社、発行金額830億82,00万円となった。

もう一つは、保証協会が関係しない債券市場構想初の純民間ベーススキーム〔B方式〕であり、東京都からすれば財政負担のないスキームであり、それは金融機関がリスクを引受ける方式であり、融資条件の多様化（期間・返済方法を選択可能に）を実現するものである。相談件数は、約1,250件におよんだが、実際の参加企業は176社融資総額50億1,600万円、そのうち41億円をABS発行で資金回収した。⁽¹⁶⁾

第3回債券発行参加企業に対しての政策効果測定は未だ実施されていないので、データをもとにした議論は出来ないが、過去最大の規模となった理由で想定されるのは、「2年据置・3年目から分割返済」という弾力的な条件が人気を呼んだのではないかということである。というのは、第1回債と第2回債ともに資金ニーズで最も多かったのは「手元余裕資金」ということであり、今後の改善要望でも多く指摘されているのが「金利が高い」というのと「期限一括の返済」である。「貸し渋り」が喧伝される中、経営の安定度が高くない中小企業経営者はできるだけ余裕資金を確保したいと願うのは当然のことでありながら、例えば、第2回債で上限の5000万円を借り入れれば、優遇金利の2.47%でも3年間繰り上げ返済が認められないので、3年間で370万5000円の金利負担となる。また、一括返済なので回収が不確実な投資に回せる資金でもない。となると、短期に回収できる運転資金に回し、返済が確実に出来るよう手元に置くしかない性格のものになりやすく、いわば「安心料」ということになる。しっかりした資金計画がないと、370万円の「安心料」ということで、それはそれなりに意味があるとしてもかなりコストとして割高である。融資対象期間5年で3年目から分割返済可能と言うことであれば、企業はキャッシュフローを元にしてより有効に資金計画を立てられる。

逆にB方式が繰上返済不可としても、融資期間（1年・2年・3年の3種類から選択）・返済方法（元本据置（期限一括）型・約定返済（分割返済）型から選択）という工夫で1250社にもおよぶ相談件数を集めながら、結局176社50億1600万円の融資に留まったのは、信用保証協会の保証無し・原則無担保の融資を既存金融機関が実行するのがいかに困難かを示唆している。〔B方式〕の融資対象企業は、「窓口金融機関の審査基準に合致し、かつ東京都第3回CLO〔B方式〕対応資金融資要綱の条件を充足する都内中小企業」ということになのであるが、「窓口金融機関（東京スター銀行）の審査基準に合致」という点で大きく絞られたと理解できるのではないか。

7. むすびにかえて

東京都の債券市場構想は、石原都知事の選挙公約とは大きく変貌した形式で実現し、さらに第2回債、第3回債と進化を続けている。第1回債では銀行の貸付債権をCLOの形式で販売し、資金回収するという仕組みを実現した。選挙公約であった東京都主導による債券市場を実現したわけである。さらに、第2回債では信用度に応じた四つの利回りの異なる仕組み債に区分して、最低100万円の券面で大衆投資家への販売にも成功している。第3回債では6ヶ月毎の変動金利で2年据置・3年目から分割返済という工夫で約830億円もの融資を実行し、かつ窓口金融機関による原則無担保・無保証の融資も実現した。というように、2000年3月23日には第1回債券を発行してから、第3回債が発行された2002年3月26日までの二年間で大きく進展した。このことは高く評価されて良い。

しかし、これを選挙公約である「低迷している優秀な中小企業はそれによって自らの社債を発行しそれを売り出すことで、従来のように間接ではなしに、市場から直接資金を調達できるようになります」という構想の実現とは評価できない。中小企業が「自らの社債を発行し、売り出す」ということはなく、中小企業に対しては既存金融機関が融資するという形式であり、それもほとんどに信用保証協会の保証が付いている形式である。無担保・無保証の銀行融資が実現されたのは、三回の融資総額1,900億700万円のうちわずか50億1600万円に過ぎず、これは全体の2.6%にしか過ぎない。日本で最初の中小企業向けの債券市場という割には、中小企業にとって多様な資金調達手段を提供するというほどのことはない。同種の制度として国による中小企業特定社債保証制度⁽¹⁷⁾があるが、これも中小企業の信用で資金調達と言うよりは、信用保証協会と融資金融機関の信用保証によって成立しているものであるが、「私募債に係る保証割合は90%」ということで、10%は中小企業の信用力に依存するという意味では、まだこちらの方が直接金融に近いものがある。

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2,112億2,400万円で基本財産の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。⁽¹⁸⁾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。

融資のコスト・パフォーマンスはどうであろうか。出来るだけ安い利率で融資ができ、高い利回りで証券販売ができれば、すなわち事務コストが低ければ低いほど効率の良い金融仲介と言える。この点は、融資と利回りのスプレッドで推測できる。第1回債は利回り1.13%（ローン担保証券）で融資利率3.14%であるから、1.13%で資金調達し3.14%で融資したことになりスプレッドは2.01%ということになる。この数字が低いほど効率の良い金融仲介と考えられる。第2回債は利回り0.52～0.74%，融資利率2.47%～2.67%であるからスプレッドは最小最大で1.73～2.618%になる。第3回債はABCPの利回りは公表されていないので、B方式を対象にすると利回り0.61～1.76%で融資利率は平均2.92%ということでスプレッドは1.16～2.31%ということになる。これを預金金融機関のスプレッドと比較してみよう。預入金額が1千万円以上の定期預金の1週間の預入期間別平均年利率は期間3年で0.070%で、2000年から2002年にかけての都市銀行のプライムは1.55～2.40%であるから、⁽¹⁹⁾スプレッドは1.48～2.33%ということになる。このような比較を試みると東京都の債券市場構想の特長が見えてくる。比較する融資利率は都市銀行のプライムであるから、それより東京都主導の起債市場のスキームで行われる融資利率が相対的に高くなるのはやむを得ないが、それでも融資利率は相対的に高い程度で収まるし、スプレッドも都市銀行の方が若干低い程度である。際だつのは資金調達コストの差である。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問題とは、債券投資の世界はリスクとリターンの関

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。

注

- (1) 金融監督庁の浜中秀一郎次長による経団連の第562回常任理事会（1999年10月5日）での講演。詳細は以下のホームページを参照のこと。
<http://www.keidanren.or.jp/japanese/journal/CLIP/clip0111/cli005.html>
- (2) 拙稿「新しい債券市場問題」（『自治労東京』1999年6月5日号）を参照のこと。
- (3) <http://www.metro.tokyo.jp/INET/CHOUSA/1999/10/609AK400.HTM>
- (4) 『社団法人 公社債引受協会史』（公社債引受協会史編集室、2001年2月）10頁。
- (5) 上掲、215頁。
- (6) 福光寛、「新たな段階に入った日本の資産証券化」（成城大学「経済研究」第145号、1999年7月）114～119頁。
- (7) 寺山大右、「資産担保証券の信用補完に関する法律問題」（『金融研究』日本銀行金融研究所、2001.4）175～176頁。
- (8) 上掲、178頁を参照のこと。この点に対しては、東京都の事務局担当者（東京都産業労働局商工部金融課）から次のような詳細なリプライを頂戴した。
 1. 発行会社（SPC）の事務については業務委託契約に基づき、業務管理会社が代行します。第2回発行債券にかかる業務管理会社は東洋信託銀行です。かかる業務は業務管理会社に委託されるので、業務に関する監査は東洋信託銀行にかかることになります。よって東洋信託銀行に対する通常の業務監査に当該監査も包含されているとしています。
 2. SPCにかかる会計監査は年1回監査法人によって行われます。（日本の監査法人とのことです）これについてはケイマンSPC本店と東京支店の双方を監査します。
 3. 日本における当該SPCの情報開示として、
 - ① 各業年度終了後6ヶ月以内に管理資産の状況を記した有価証券報告書を、
 - ② また各半期終了後3ヶ月以内に半期報告書をそれぞれ関東財務局長あて提出が義務付けられています。
 4. 日本の社債権者に対する情報開示として、
 - ① 有価証券報告書・有価証券届出書・半期報告書および臨時報告書は証券取引法の規定に従い縦覧に供せられます。
 - ② 管理委託契約の謄本は、各社債管理会社（東海銀行・三和銀行）の東京営業部に据え置き、その営業時間中社債権者の閲覧に供するものとする。閲覧の費用は、これを請求するものの負担とする
 - ③ 各社債管理会社の東京営業部は、信託財産状況報告書を据え置き、その営業時間中社債権者の閲覧に供するものとする。

※その他関係当事者の情報開示規定については目論見書をご覧ください。

- 5. 会計・業務共通の監査結果については格付機関が適正にウォッチしていると判断しています。よって、監査内容に疑義ある場合は即座に格付の見直しに移るとのことです。

東京都の債券市場構想について

また、SPCの管理組織は形式上、慈善信託であるQSPVリミテッドであるが、「チャリタブルトラストはSPCに対して「何もしない」ことが信託内容となっております」という指摘もあり、実務的には業務管理会社にこの問題が生ずることになるだろう。

以上のように、緻密な監督体制で不正防止が図られている事が理解できる。不正行為等のオペレーション・リスクはかなり低いと想定できるが、どんなに緻密な監督体制を築いてもゼロではない。その意味で、直接方式の検討は課題として残っている。このやり取りで印象的なのは、東京都の債券市場構想は証券会社に振り回されているのではないかという先入観が、証券市場にも造詣の深い東京都の優秀な職員にも支えられていると大分改められたことである。

- (9) 所定の保証料率は0.75%であるが、その0.95にあたる0.721%の保証料率が適用されている。
- (10) 日本銀行の統計データによる。以下のサイトを参照のこと。<http://www.boj.or.jp/siryo/stat/prime.htm>
- (11) 「いずれも募集額の1.5～2倍の需要が集まり、(募集初日の)14日の午前中に完売した。ただ、スプレッドを0.01%下げるといずれも完売困難だった(三和の債券営業部)」「都のCLO, 順調に消化」『日経公社債情報』2001/03/19。
- (12) 「都が第3回CLO発行説明会」『日経公社債情報』2001/08/27。
- (13) 上掲同誌。
- (14) 都の制度融資とは、「中小企業の皆さんが、金融機関から融資を受けやすくし、やがては自分の実力と信用で金融機関から資金を円滑に調達できるようになっていただくための制度です。都は制度を定め、信用保証協会は信用保証を行い、金融機関は都の定める条件で貸し出しを行う、三者協調の融資制度です。」(<http://www.sangyo-rodo.metro.tokyo.jp/money/seido.htm>)と説明されている。
- (15) 北康利、『ABS投資入門』シグマベイスキャピタル、1999。55～56頁。
- (16) <http://www.metro.tokyo.jp/INET/OSHIRASE/2002/03/20C3B400.HTM>を参照のこと。
- (17) <http://www.pref.osaka.jp/kinyu/sibosai/sibosai3.htm>を参照のこと。
- (18) <http://www.cgc-tokyo.or.jp/about/jigyo.html>を参照のこと。
- (19) http://www.boj.or.jp/siryo/stat/te020522_f.htmを参照のこと。