

# 私募債市場の日本的意義

西 田 顕 生

- I. はじめに
- II. バブル期の私募債市場
- III. バブル経済崩壊後の私募債市場
- IV. 急拡大期の私募債市場の実態
- V. おわりに

## I. はじめに

2000年以降の日本の企業金融市場では、銀行借入や公募債が伸び悩みを見せる一方で、私募債による資金調達が増激に増加した。私募債は公募債よりも発行手続きやディスクローズが簡便で、小口の調達にも対応できる、銀行借入と代替的な資金調達手段である。日本では不良債権問題が深刻化した1990年代半ば以降、銀行借入に過度に依存しない「複線型」の資金調達ルートの整備が急務となったが、私募債市場の拡大とこれに呼応した銀行貸出の減少は、上記課題への一定の回答を示したものと理解できる。しかし、そうした現象は日本の企業金融市場、とりわけ中小企業金融市場に本質的な変化をもたらしたと言えるのであろうか。

本稿では、日本の私募債市場の発展過程を追いながら、近年の私募債市場拡大の意義を明らかにする。これにより、金融ビッグバン以降実施されてきた企業金融に係るシステム改革について、到達点や課題を浮き彫りすることも出来るだろう。以下II. では、日本で最初に私募債が注目されたバブル期の私募債市場について検討を行う。III. では、バブル期の私募債市場で生じた諸問題と



このような私募債市場の急拡大の背景には、大きく分けて三つの要因があった。第一の要因は、企業における発行ニーズの高まりである。発行手続きやディスクロージャーが簡便であるといったメリットに加え、バブル期の設備投資の急増が巨額の資金需要を生み出したこと、また厳しい適債基準を満たした企業のみが発行できる私募債を利用することで、知名度の向上を図ることができたこと、さらに長らく低下傾向にあった長期金利が1987年半ば以降上昇に転じ、長期・固定金利商品である私募債の有利性が高まったことがその背景にある。とりわけ90年度から91年度には、株価の下落でエクイティ・ファイナンスを見送った大企業が私募債を利用する動きが強まり、後述する大型私募債を中心に発行額が急速に膨らむことになった。

第二の要因は、規制緩和の進展である。社債市場全体の活性化と多様化する資金調達ニーズへの対応を目的に、1987年には先に見たノーリターン・ルールが撤廃され、また1回の発行ロットを20億円以上とする大型私募債が新たに導入された<sup>(4)</sup>。これにより、公募債の発行経験がある企業も私募債を利用することが可能になり、企業にとっては資金調達の選択肢が広がった。さらに91年施行の改正商法で社債発行限度額が純資産額基準に一本化され、過小資本のために従来、私募債を発行できなかった企業もこれを利用することができるようになった。その結果、91年度には中堅企業にも私募債を発行する動きが広まり、普通（小型）私募債の発行が急増することになった<sup>(5)</sup>。

第三の要因は、私募債の受託を巡る競争の激化である。のちに無担保化が進んだ大型私募債とは異なり、発行額20億円未満の普通私募債は当時、物上担保付で発行されることが一般的であった。私募債でも「3行ルール」に基づいて募集の受託会社が3社まで設置され<sup>(6)</sup>、そのうち1社が担保の受託会社を兼ねる代表（主）受託会社となった。受託された私募債は受託会社が買い受け、通常は満期まで保有された。企業が複数の銀行と取引している場合、融資では銀行間のシェアはほぼ固定されており、遅れて取引を開始した銀行が取引順位の改善を図ることは容易ではない。しかし、私募債では代表受託と副受託では発行企業への影響力は大きく異なり、融資では下位の銀行でも代表受託を獲得できれば、私募債の発行・利払い・償還のそれぞれの段階で多くの手数料を獲得

できることに加えて、発行企業との関係強化を優位に進めることができた。そのため、伝統的な顧客であった大企業が資本市場からの調達シフトし、新規顧客の開拓に迫られていた都市銀行（以下都銀）等が、私募債の受託を「中堅優良企業との関係強化を図る『柱』」<sup>(7)</sup>と位置づけ、代表受託の獲得競争を積極的に展開することになったのである<sup>(8)</sup>。

都銀等が私募債の受託業務を積極的に推進したのは、私募債の受託を「証券業務拡充の『足がかり』」<sup>(9)</sup>と考えていたためでもある。当時、都銀等は法人業務の再構築を図るために証券業務の拡充を迫られていたが、証券取引法第65条により銀行の証券業務は厳しく制限されていた。一方で、1992年の改正までは証券取引法に私募に関する明確な規定はなく、銀行が私募債を取り扱うことへの法的な問題は存在しなかった。また私募債は、「起債関係者に証券会社は一切含まれておらず、適債基準策定者は全受託銀行会であり、また、発行のおぜん立てをするのは受託銀行であり、また、取得も受託銀行をはじめとする取引銀行」<sup>(10)</sup>であり、証券の発行市場関連では唯一、銀行内で完結する商品であったことから、他の証券業務よりも銀行側の業務の習熟が進んでいた。さらに幹旋人の買受制限がある大型私募債を幹旋する場合、自らの買受上限以上の部分を買受できる投資家を確保する必要があり、私募債の幹旋は証券業務に必要な引受ノウハウの蓄積に直結した。そこで、証券業への参入を目指す上位都銀を中心に、私募債の受託に積極的に取り組むようになったのである。

都銀等が私募債の受託を積極化すると、地方の中堅企業等を顧客基盤とする地方銀行（以下地銀）等も自らの顧客基盤を守るために、これに取り組むことが必要となった。しかし、1987年までは担保の受託業務を行うに必要な営業免許が地銀には16行しか付与されておらず<sup>(11)</sup>、多くはメイン先企業が私募債を発行する場合でも副受託に甘んじなければならなかった。当時、大蔵省は社債権者保護のために担保の受託会社を制限する方針をとっていたが、都銀等にメイン先を奪われることに危機感を感じた業界からの強い要望もあり、87年以降は地銀等にも積極的に営業免許を付与する方針に転じた。その結果、92年には地銀64行全行が、94年には第二地方銀行協会加盟銀行（以下第二地銀）でも49行が営業免許を取得するに至り（図表2）、地銀・第二地銀でも私募債の受託が

徐々に進むことになった。また、バブル経済崩壊後の後93年には、私募債の受託は信用金庫（以下信金）にも認められるようになり、私募債の受託は業態を超えて行われることになった<sup>(12)</sup>。

図表2 地銀等の担保付社債信託法営業免許取得状況（1950年 - 1994年）

年	銀行名		銀行数（累積）	
	地銀	第二地銀	地銀	第二地銀
1950	山口		1	0
70	横浜、静岡		3	0
73	北陸		4	0
75	常陽		5	0
76	百十四		6	0
77	広島		7	0
79	千葉、十六、中国		10	0
80	七十七、福岡		12	0
82	八十二		13	0
85	北海道、足利、京都		16	0
87	群馬、東京都民、第四、駿河、大垣共立、百五、滋賀、大阪、紀陽、伊豫		26	0
88	岩手、武蔵野、千葉興業、山梨中央、北國、福井、泉州、池田、南都、阿波、四国、肥後、鹿児島、西日本	ときわ、東京、中央、名古屋、中京、近畿、幸福、福徳、兵庫、広島、福岡	40	11
89	みちのく、秋田、山形、東邦、北越、清水、三重、山陰合同、佐賀、十八、大分	北洋、東和、京葉、新潟中央、富山第一、第三、阪神、九州	51	19
90	青森、羽後、東北、鳥取、筑邦、親和、琉球、沖縄	札幌、山形しあわせ、殖産、北日本、びわこ、関西、せとうち、香川、愛媛、熊本、肥後ファミリー、南日本	59	31
91	荘内、富山、宮崎	仙台、福島、大東、栃木、大光、中部、岐阜、トマト、高知	62	40
92	関東、但馬	長野、福邦、西京、徳島、宮崎太陽、八千代	64	46
93			64	46
94		島根、豊和、沖縄海邦	64	49

注) 銀行名は当時。89年までの第二地銀は相互銀行。  
資料) 各行有価証券報告書、『ニッキン資料年報』(各年版)より作成。

## 2. バブル期の私募債市場の問題点

以上のように、日本の私募債市場はバブル期に急速に拡大したが、当時の私募債市場は急激な量的な拡大の陰で多くの問題を抱えていた。

第一の問題は、画一的で硬直的な起債運営である。公募債市場ではプロポーザル方式（1987年）や発行登録制度（88年）、均一価格販売方式（91年）の導入などを通じて、機動的な資金調達の実現と発行条件を市場実勢に近づける試みが続けられていたが、私募債市場では、従前どおり全受託銀行会による画一的条件決定と月末一括起債という起債運営が続いていた。私募債の発行条件は

公募事業債の最低格付B格の利率に0.1%上乘せする形で設定され（普通私募債の場合）、発行条件の差は年限や担保、償還方法の違いで付与されるに過ぎなかった。同じ形式要件を備えた銘柄には全て同一の発行条件が付与され、企業の信用度の違いで発行条件が変わることもなかったため、適債基準に満たない企業が私募債を発行することはできなかった。加えて、私募債の発行は月末に一括して行われたため（大型私募債は月2回）、企業が自社の資金ニーズや金利動向を勘案の上、機動的に資金調達を行うこともできなかった。

第二の問題は、高い起債コストである。発行企業は、総額引受手数料や募集受託手数料、当初登録手数料など発行時の手数料に加えて、利金支払手数料や信託報酬、元金支払手数料など期中・償還時にも手数料を支払う必要があった。たとえば、クーポンレート7.3%、発行価額99.60円で7年物の私募債を満期一括償還形式で発行すると、発行者のコスト（発行者利回り）は8.110%にも達し<sup>(13)</sup>、ユーザーから起債コストの低減を求める声が高まった<sup>(14)</sup>。また、機関投資家への斡旋が行われる大型私募債の場合、総額引受手数料の代わりに、斡旋人が受け取る斡旋手数料や買受人が受け取る買受手数料が必要となった。公募債の引受手数料が割高な時代には、斡旋手数料や買受手数料などの発行コストは公募債よりも安価であり、大手企業が私募債を積極的に活用する理由ともなったが、公募債市場での引受手数料の引き下げが進むと、受託手数料と同率の斡旋手数料や徴収根拠が曖昧かつ高率の買受手数料に批判が集まった<sup>(15)</sup>。

第三の問題は、規制緩和の進展後もユーザー・ニーズと乖離した規制が多く存在したことである。公募債市場では適債基準の見直し・緩和によって社債発行の無担保化が進展しつつあったが、私募債市場では、公募無担保債の適債基準が準用された大型私募債を除くと、適債基準は基本的には1970年代半ばから変化なく、企業は物上担保付社債しか発行することはできなかった。転売規制が厳しく、流通市場が事実上存在しない私募債の場合、投資家（受託銀行）は公募債以上に社債権の保全に注意を払う必要があるため、有担保原則が維持されることにはやむを得ない側面もあったが、有担保原則の存在が物的担保を保有している企業に私募債の発行を限定し、それ以外の企業（たとえば物的資産は持たないが、収益力が高い企業）の利用を制限することになった。また私募

債市場では、商法による社債発行限度額に加えて、年度内の発行回数や年度内の発行限度額も規制された。加えて、発行可能な年限も6年、7年、10年の3種類（普通私募債の場合、大型私募債ではこれらに12年、15年を加えた5種類）に制限されるなど発行企業側の自由度は低く、企業が自社の資金ニーズに即した条件で私募債を発行できる環境は十分に整っていなかった。

また、バブル期に地銀や第二地銀が私募債の受託業務に取り組むようになったといっても、私募債の利用が地方部の企業に浸透したわけではなかった。例えば、1銘柄あたりのロットが小さく、地銀や第二地銀の受託シェアが相対的に高いと考えられる普通私募債の状況を見ても、代表受託件数の上位は大都市圏に地盤を置く都銀等がほぼ独占していた（図表3）。確かにバブル末期には都銀等の私募債受託が減少する一方で、地銀・第二地銀による受託が全国的に増加し、発行企業の地域的な広がりも一定程度進んだ（図表4）。しかし、多くの地銀・第二地銀では代表受託の取り扱いが年間数件にとどまっております<sup>(16)</sup>、なお試行段階の域を出るものではなかった。したがって、この時期の地銀・第二地銀による私募債受託業務への進出は、地方部の企業の資金調達に大きな影響を与えることはなかった。

図表3 普通私募債の代表受託ランキング（1989年度 - 1991年度）

	89年度(23行)			90年度(22行)			91年度(21行)		
1位	三	和	130	三	和	176	東	海	335
2位	住	友	102	太	陽	128	三	和	300
3位	三	井	81	第	一	128	三	菱	283
4位	東	海	79	富	士	105	第	一	266
5位	富	士	78	三	菱	103	太	陽	228
6位	第	一	74	東	海	94	住	友	202
7位	三	菱	61	住	友	88	富	士	158
8位	協	和	35	大	和	38	協	和	115
9位	日	本	25	協	和	31	大	和	81
10位	大	和	22	日	本	29	日	本	45
11位	埼	玉	21	日	本	21	十	六	34
12位	太	陽	17	埼	玉	18	日	本	26
13位	日	本	12	北	海	14	北	海	22
14位	北	海	11	住	友	6	住	友	13
15位	東	洋	3	安	田	5	東	洋	9
16位以下	154			114			316		
全銘柄数	905			1,098			2,433		
都銀等比率:%	83.0			89.6			85.6		

注) 銀行名は当時。都銀等は都市銀行、長期信用銀行、信託銀行。  
 第16位以下にも都銀等は含まれるので、実際の都銀等比率は表中の数値よりも高くなる。  
 年度よこのカッコ内の数字は、当時の都銀等の銀行数。  
 資料) 藤原[1992]の第2表を修正のうえ、作成。

図表4 地域別地銀・第二地銀による私募債の代表受託状況(1987年度・1992年度)

	銀行数		銘柄数		金額(億円)		銘柄数(%)		金額(%)	
	87年度	92年度	87年度	92年度	87年度	92年度	87年度	92年度	87年度	92年度
北海道	1	1	1	4	1	8	0.8	1.3	0.4	0.6
東北	0	11(3)	0	24	0	50	0.0	7.5	0.0	3.5
関東	5	11(4)	25	60	57	250	20.2	18.8	21.8	17.7
首都圏	2	6(3)	14	45	25	205	11.3	14.1	9.6	14.5
北陸	2	8(2)	13	40	20	205	10.5	12.5	7.7	14.5
中部	6	12(4)	44	94	104	367	35.5	29.5	39.8	26.0
中京圏	3	6(3)	23	56	55	225	18.5	17.6	21.1	15.9
近畿	4	12(6)	15	48	28	196	12.1	15.0	10.7	13.9
中国	2	6(2)	13	20	29	155	10.5	6.3	11.1	11.0
四国	1	5(1)	2	16	2	93	1.6	5.0	0.8	6.6
九州・沖縄	1	8	11	13	20	89	8.9	4.1	7.7	6.3
合計	22	74	124	319	261	1,411	100.0	100.0	100.0	100.0

注)銀行数のカッコ内は第二地銀で内数。87年度には第二地銀(当時は相互銀行)の代表受託はなし。

東北:青森県、岩手県、宮城県、秋田県、山形県、福島県。

関東:茨城県、栃木県、群馬県、埼玉県、千葉県、東京都、神奈川県。

首都圏:埼玉県、千葉県、東京都、神奈川県。

北陸:新潟県、富山県、石川県、福井県。

中部:山梨県、長野県、岐阜県、静岡県、愛知県、三重県。

中京圏:岐阜県、愛知県、三重県。

近畿:滋賀県、京都府、大阪府、兵庫県、奈良県、和歌山県。

中国:鳥取県、島根県、岡山県、広島県、山口県。

四国:徳島県、香川県、愛媛県、高知県。

九州・沖縄:福岡県、佐賀県、長崎県、熊本県、大分県、宮崎県、鹿児島県、沖縄県。

資料)近藤(1988)の第2表および『私募社債便覧』(平成5年3月末現在)より作成。

以上で見たように、バブル期の私募債市場の急拡大は、資金需要の増加という需要サイドの要因を除けば、好景気に伴う適債基準突破企業の増加や大都市圏での地価高騰による担保価値の上昇、受託銀行間の競争や公募債市場の整備・規制緩和の遅れに依存するところが大きく、銀行融資とは異なる私募債の特性が十分に認められたためではなかった。それゆえ、これらの要因がなくなると市場拡大を続けることは困難になり、私募債の発行額は1991年度をピークに減少することになった。まず企業側の状況を見ると、バブル経済の崩壊に伴い前向きの資金需要は減少し、業績の悪化により適債基準の突破も難しくなった。加えて、地価下落で債券発行のために担保を新規設定することも困難になり、企業側の私募債の発行意欲は大きく低下した。次に、受託者である銀行側の状況を見ると、バブル経済崩壊後に不良債権問題が表面化し、自己資本比率規制を達成するために、リスク・ウェイトが100%である私募債の受託・買受を控えざるを得なくなった<sup>(17)</sup>。また後述する大型私募債発行ルールの見直し(93年)で取扱業者の買取額に係る規制が強化され、機関投資家への外販努力が一層必要になったことや、業態別子会社の設立による銀・証の相互参入の実



現（94年）で、証券業参入のための「実績作り」を行う必要がなくなったことも、銀行が私募債の受託・買受に消極的になる一因となった<sup>(18)</sup>。さらに公募債市場の状況を見ると、適債基準・財務制限条項の見直しや各種規制緩和、発行手続の簡素化など市場整備が急速に進み、私募債を発行していた大手企業が公募債に切り替える動きが進んだ。その結果、私募債の発行額は92年度から2年連続で半減し、ボトムとなった95年度には、公募普通社債市場が活況を呈する一方で、バブル期以前の水準にまで減少したのである（前掲図表1）。

### Ⅲ. バブル経済崩壊後の私募債市場

#### 1. 起債運営の見直しと規制緩和

バブル経済の崩壊後には、私募債市場でも起債運営の見直しと規制緩和が進展した。まず、起債運営の見直しについて見ると、前述した1991年の社債発行限度額規制の緩和に対応すべく、普通私募債の発行回数上限がこれまでの年間2回から年間3回に拡大された。また、発行銘柄数の急増に対応して、91年度末からは普通私募債でも月2回の発行が行われるようになり（大型私募債は当初より月2回発行）、4年物、8年物の私募債も新たに発行できるようになった。これらの措置により、発行企業側の起債の自由度は従来よりも格段に高まった。加えて、91年12月に公正取引委員会が社債受託手数料制度の改善を主要銀行に求めたことを受けて<sup>(19)</sup>、私募債市場でも起債連絡会での発行条件の持ち寄りが行われなくなった。その結果、各受託銀行は発行条件を独自に設定するようになり、91年12月発行分からは発行価格の横並びが崩れ、発行条件の弾力化も徐々に進展することになった。

次に規制緩和の状況を見ると、私募に係る法規制の整備と規制緩和が同時に進んだ。1992年には金融制度改革の一環で証券取引法が改正され、公募など募集概念の見直しと私募の取り扱いの法定が行われた。同改正は、「新たに発行される有価証券の取得の申込みの勧誘であって有価証券の募集に該当しないもの」を私募として初めて証券取引法上に定義づけるとともに、私募の形態を勧誘相手方の属性と人数に応じて、適格機関投資家を対象とする「プロ私募」と

「少人数私募」に区分した。また、私募の取り扱いが証券業務に規定される一方で、銀行が行える証券業務にもこれが追加され、私募債は引き続き銀行本体でも取り扱えることになった。この証券取引法の改正を受けて、93年には前述した大型私募債の発行ルールが見直され、1回あたりの発行ロットと年間発行限度額の拡大、ならびに転売制限の緩和が行われた<sup>(20)</sup>。

1993年には商法が改正され、懸案であった社債発行限度額規制の撤廃と受託制度改革が実現した。この改革により、従来募集の受託会社が一体的に担っていた業務は発行事務と社債管理事務に区分された。そして前者の業務を他業態に開放する一方で、後者の業務のみを担う社債管理会社の設置を新たに義務付け、社債発行限度額規制に代わる社債権者保護の仕組みとした。この改革の結果、受託手数料の料率は大幅に低下し、公募債では発行コストの低減が飛躍的に進んだ。また、93年の改正商法では社債管理会社の設置は強制とされたが、一部例外規定が設けられたために、のちに社債管理会社を設置しない財務代理人方式による社債発行が増加することになった<sup>(21)</sup>。こうした動きも社債発行コストの低減に拍車をかけた<sup>(22)</sup>。

そして1996年には、社債市場改革の総仕上げとして、行政指導としての適債基準と財務制限条項の撤廃が実施された。それ以降、各金融機関は独自に適債基準や財務上の特約を設定するようになり、公募債市場では社債発行の無担保化が定着するとともに、私募債市場でも適債基準の実質的な引き下げが進んだ<sup>(23)</sup>。また、同じ96年には大型私募債の発行ルールが見直され、1回あたりの発行上限や年間の発行限度額、および年間発行回数の上限規制が撤廃された。さらに98年には、大型私募債の発行ルールを規定した93年の大蔵省通達が廃止され、大型私募債と普通私募債の区分や発行後2年間の転売制限が撤廃された。そして99年には私募債の流動性向上を図るべく、適格機関投資家の範囲が一部事業法人にまで拡大され、従来、私募債の発行・流通を阻害してきた規制は90年代末までに概ね撤廃された。

以上のような規制緩和の結果、1990年代半ば以降、日本の私募債市場は大きく変化した。上場企業の公募債市場へのシフトにより、私募債市場は非上場企業の資金調達市場の色彩を強めつつあったが、適債基準の撤廃以降は発行金額

の小口化が本格的に進展し、従来よりも小規模な企業が資金調達を行うことが可能になった。さらに93年の受託制度改革の結果、私募債市場でも「3行ルール」の見直しが進み、複数行受託が急速に減少するとともに単独受託が大幅に増加した。一方で、発行体のニーズが強い無担保化については<sup>(24)</sup>、大型私募債では進展が見られたものの、普通私募債では担保付が支配的という状況に変わりにはなかった。また受託銀行の業態を見ると、バブル末期に取り扱いを伸ばした地銀・第二地銀のシェアが低下する一方で、都銀等のシェアが再び上昇しており（図表5）、これら業態の市場プレゼンスが強い大都市圏（首都圏・近畿圏・中部圏）の企業に私募債の発行が再び偏ることになった。したがって、この時期の規制緩和は大都市圏で私募債発行企業の裾野を広げることに貢献したものの、地方部を含めた日本全体の中堅・中小企業の資金調達手法の多様化を推し進めるまでには至らなかった。

図表5 私募債発行市場の動向（1992年度・1997年度）

	1992年度				1997年度				
	銘柄数 (件)	(%)	金額 (億円)	(%)	銘柄数 (件)	(%)	金額 (億円)	(%)	
銘柄数・発行額(公表値)	1,952	100.0	8,422	100.0	1,463	100.0	5,553	100.0	
銘柄数・発行額(集計値)	1,951	99.9	8,415	99.9	1,460	99.8	5,541	99.8	
1 件 発 行 額	2億円未満	724	37.1	776	9.2	760	52.1	811	14.6
	2～5億円未満	734	37.6	1,930	22.9	443	30.3	1,135	20.5
	5～10億円未満	251	12.9	1,439	17.1	125	8.6	686	12.4
	10～20億円未満	124	6.4	1,408	16.7	85	5.8	1,013	18.3
	20億円以上	118	6.0	2,863	34.0	47	3.2	1,897	34.2
平均	3.02(24.26)				2.57(40.36)				
上場企業	244	12.5	2,555	30.4	162	11.1	1,427	25.8	
非上場企業	1,707	87.5	5,860	69.6	1,298	88.9	4,114	74.2	
受託 行数	単独	846	43.4	2,323	27.6	1,040	71.2	3,509	63.3
2行	371	19.0	1,559	18.5	189	12.9	697	12.6	
3行	734	37.6	4,533	53.9	214	14.7	1,125	20.3	
4行以上	-	-	-	-	17	1.2	210	3.8	
代 表 受 託 業 態	都銀・長信銀・信託銀	1,621	83.1	6,947	82.6	1,273	87.2	4,945	89.2
うち受託銀行が全て上記業態	1,321	67.7	5,348	63.5	1,149	78.7	4,488	81.0	
地銀・第二地銀	319	16.4	1,411	16.8	144	9.9	422	7.6	
うち受託銀行が全て上記業態	170	8.7	599	7.1	112	7.7	289	5.2	
信金	-	-	-	-	14	1.0	21	0.4	
その他	11	0.6	57	0.7	29	2.0	153	2.8	
保 全 分 類	親会社保証付	-	-	-	4	0.3	100	1.8	
無担保・無保証	14	1.1	430	7.4	76	5.2	1,971	35.6	
うち大型私募債	14	1.1	430	7.4	35	(74.5)	1,567	(82.6)	
うち普通私募債	-	-	-	-	41	(2.9)	404	(11.1)	
担保付	1,233	98.9	5,388	92.6	1,380	94.5	3,470	62.6	

注) 公表値、集計値とも東京交通債券を除くベース。

発行額平均のカッコ内は大型私募債、カッコ外は小型私募債で単位は億円。

上場企業は証券コード保有企業で、店頭公開(当時)企業を含む。

保全分類のカッコ内は、大型私募債、普通私募債全体を100とした時の比率。

1992年度の保全分類の構成比は平成10年3月末に残存している1,247銘柄を100として算出。

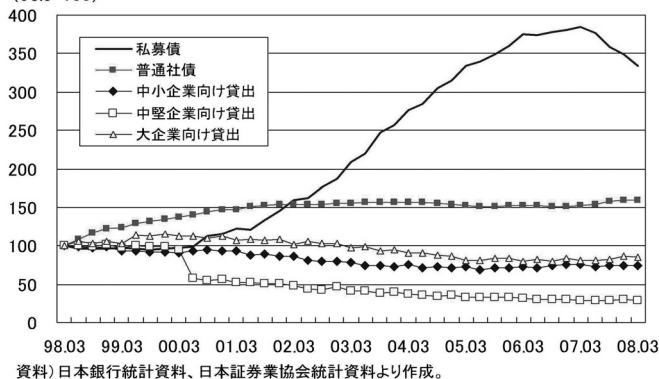
資料)『私募社債便覧』(平成5年3月末現在、平成10年3月末現在)より作成。

## 2. 無担保化の進展と市場構造の変化

2000年以降になると、日本の企業金融市場では私募債が再び注目されるようになった。発行額ベースで見ると、既に2001年度にはバブル期のピーク（91年度）を超え、2005年度には4兆円近くに達した（前掲図表1）。残高ベースで見ても、国内銀行の事業性貸出が大企業向けを含めて急速に落ち込む中、普通社債と比較しても著しい伸びを示した（図表6）。

図表6 私募債発行残高の推移（1998年3月末 - 2008年3月末）

(98.3=100)



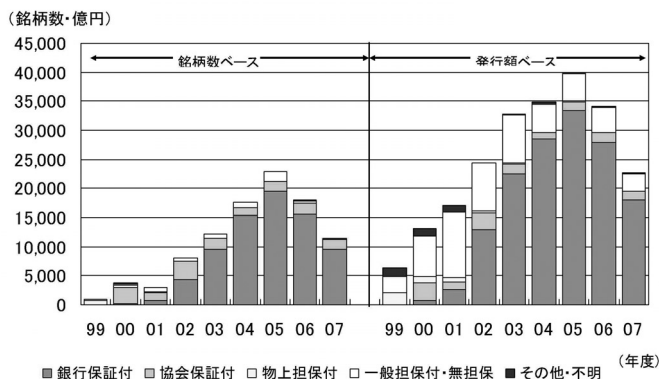
こうした2000年以降の私募債市場の急拡大の背景として、先の拡大期であるバブル期と同様、三つの要因があげられる。第一の要因は、企業側の発行ニーズの高まりである。長期不況が続く一方で、世界的な過剰流動性を背景とした不動産ブームが国内にも到来し、事業性資金では唯一、不動産関連の資金需要が高まったこと、また外需主導型の景気回復が徐々に進む中で金利低下局面が終わる見通しが強まり、長期固定の資金調達手段で低利資金を早めに確保する動きが進んだことなどがその理由としてあげられる。とりわけ2005年度には量的緩和政策解除前の駆け込み需要が発生し、不動産業と製造業を中心に発行額が急増することになった。

第二の要因は、保証付私募債の導入による無担保化の進展である。第二次大戦後初の金融不安が発生した1990年代末になると、銀行業界では不良債権問題への抜本的な対応が求められるようになり、98年には自己資本比率に応じて業

務を規制する早期是正措置が導入された。銀行は貸出資産を急速に圧縮することでこれに対応し、その過程でいわゆる「貸し渋り・貸し剥がし問題」が発生した。この問題の影響は銀行融資に代わる資金調達手段を持たない中小企業でとりわけ大きく、中小企業への資金供給の円滑化と資金調達方法の多様化を進めることが急務となった。満期一括償還が原則である私募債は、中小企業の資金調達方法の多様化を図る上で望ましい調達手段であったが、バブル経済の崩壊以降、地価の長期下落が続く中で担保付であること、また無担保発行では厳しい財務上の特約を遵守する必要があることなどが障害となり、中小企業では一部の優良企業が利用するにとどまっていた。そこで2000年に新たに導入されたのが特定社債保証制度であり、金融機関が発行額の100%を保証し、そのうち信用保証協会が90%を共同保証することで、物的担保を十分に持たない中小企業や無担保債の適債基準を満たさない中小企業でも、私募債を発行できるようにしたのである。本制度の導入後、数次にわたり適債基準の緩和と対象企業先の拡大が図られ<sup>(25)</sup>、後述のように、とりわけ地方部において私募債発行企業の増加が大きく進むことになった。

この時期の無担保化の進展には、銀行保証付私募債も大きな役割を果たした。先に述べたとおり、無担保・無保証債では社債権の保全のために財務上の特約が付与されることが多いが、銀行保証付私募債では協会保証付私募債と同様に財務上の特約は通常付与されず、ユーザーにとっては利便性の高い資金調達手段となった。また協会保証付私募債では、銀行が実質的に保証するのは信用保証協会が保証しない10%の部分に限定されるが、銀行保証付私募債では発行額の100%を保証することになり、保証銀行（＝受託銀行）にとってはより多くの保証料収入を確保することができた。加えて、保証銀行が保証債務を履行した場合に発行会社が負う求償債務には銀行取引約定書が適用され、発行会社が保証銀行に対して別途根保証・根担保を提供している場合は、銀行保証付私募債に係る求償債務も担保された<sup>(26)</sup>。つまり、銀行にとっても銀行保証付私募債は非常にメリットの大きな商品であり、不良債権の新規発生抑制と既存不良債権の処理コストを賄う収益の確保が急務であった都銀等を中心にその取り扱いが急増することになった（図表7）。

図表7 保全分類別私募債発行の推移（1999年度 - 2007年度）



資料)『私募社債便覧』(平成15年3月末現在～平成20年3月末現在)より作成。

第三の要因は、銀行側の私募債受託への積極的な対応である。1997年秋には大手銀行・証券会社の一角で経営破綻が発生し、金融システム不安が表面化した。政府は98年2月の金融安定化2法を皮切りに一連の金融システム安定化法案を成立させ、事態の收拾に努めた。都銀等は公的資金の注入により資本の増強を図る一方、経営健全化計画を通じて国から経営内容を厳しくチェックされることになった。しかし、その後も不良債権問題は好転せず、2003年度からは2年間で主要行の不良債権比率を半減させる金融再生プログラムが断行された。これにより、都銀等は従来以上に収益力の向上と資産内容の健全化に努める必要に迫られた。

私募債は、この相反する二つの目標を達成するツールの一つとして活用された。まず収益力の向上に関していえば、各種手数料収入を発行時に一括して計上することができ、経営健全化計画にて半期ごとの収益目標の達成を義務付けられた銀行にとって、私募債は大きなメリットがあった<sup>(27)</sup>。また不良債権比率の急速な低下を図るためには、既存不良債権のオフバランス化に加えて既存債権の不良化の抑制と新規優良債権の確保が必要となるが、景気低迷が続く中で優良先を確保することは非常に困難であり、他行との金利競争に対抗できる商品を投入する必要があった。貸出金の場合、非分類（I分類）債権であっても、予想損失率に基づいて貸倒引当金を積む必要がある。しかし、協会保証付私募

債や銀行保証付私募債の場合、優良保証にて債権の保全が行われるために債権分類が非分類（I分類）になるばかりでなく、投資勘定での保有となるため貸倒引当金を積む必要もなかった<sup>(28)</sup>。したがって、少なくとも引当コストに関しては私募債のほうが低コストであり、優良先を確保するうえで重要となる低金利については、貸出金よりも幅広く対応できた。加えて、協会保証付私募債や銀行保証付私募債のリスク・ウェイトはプロパーの事業性貸出よりも低く<sup>(29)</sup>、これら私募債を通じた与信は自己資本比率の算定上も有利であった。

こうした私募債を活用するメリットは、都銀等だけでなく地銀や第二地銀にも共通していたが、地銀や第二地銀は別の側面からも私募債の活用を進めることになった。ひとつは都銀等の営業攻勢への対応であり、もうひとつは規制への対応である。政府が地域金融機関の不良債権処理施策として推進した「リレーションシップバンキングの機能強化に関するアクションプログラム」（2003年度から2004年度）では、担保に過度に依存しない金融手法の活用が重視され、その一例として私募債の利用が推奨された。地域金融機関は機能強化計画の策定と、その半期ごとの報告を義務付けられていたことから、地銀や第二地銀はこれに対応するためにも私募債を積極的に活用することになったのである。

以上のように、都銀だけでなく、顧客基盤を地方に置く地銀や第二地銀も私募債の受託を積極的に進めた結果、2000年以降の日本の私募債市場はさらに大きく変化した。公募債市場に遅れをとったものの、とりわけ中堅・中小企業の資金調達で大きな障害となっていた有担原則は私募債市場でも事実上撤廃された。確かに2001年度から2003年度にかけては、格付けの低下などで公募債市場での資金調達が困難になった大手企業や、公募債市場よりも有利な条件を求めた高格付け企業が大口の私募債を発行するケースも目立ったが<sup>(30)</sup>、無担保化の進展と銀行間の私募債受託の積極化は私募債発行のハードルを大きく引き下げ、私募債発行の担い手を非上場の中堅・中小企業に大きくシフトさせることになった。また、特定社債制度における適債基準の相次ぐ引き下げは発行ロットの小口化をよりいっそう進め（図表8）、大都市圏と比較して規模が小さな地方部の中堅・中小企業においても、私募債を活用した資金調達が可能になった。したがって、この時期に日本の私募債市場は従来の「中堅企業の資金調達

も可能な市場」から、「主に中堅・中小企業が資金調達を行う市場」へと大きく変化することになったのである。

図表 8 企業別・発行規模別私募債発行の推移 (2002年度 - 2007年度)

	2002		2003		2004		2005		2006		2007年度		
	銘柄数	金額	銘柄数	金額	銘柄数	金額	銘柄数	金額	銘柄数	金額	銘柄数	金額	
銘柄数・発行額(公表値)	8,117	24,426	12,115	32,861	17,644	34,799	22,880	39,974	17,938	34,107	11,363	22,664	
銘柄数・発行額(集計値)	8,117	24,350	12,105	32,802	17,620	34,558	22,837	39,755	17,890	33,971	11,324	22,499	
カバレッジ(%)	100.0	99.6	99.9	99.8	99.8	99.3	99.8	99.4	99.7	99.6	99.6	99.2	
合計	8,117	24,350	12,105	32,802	17,620	34,558	22,837	39,755	17,890	33,971	11,324	22,499	
上場企業	591	6,220	745	7,935	639	5,094	579	5,795	518	4,470	373	3,815	
ABS	78	3,856	60	2,360	26	1,440	20	758	43	1,562	35	1,069	
非上場企業	7,448	14,274	11,300	22,508	16,955	28,024	22,238	33,202	17,329	27,940	10,916	17,614	
(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	
上場企業	7.3	25.5	6.2	24.2	3.6	14.7	2.5	14.6	2.9	13.2	3.3	17.0	
ABS	1.0	15.8	0.5	7.2	0.1	4.2	0.1	1.9	0.2	4.6	0.3	4.8	
非上場企業	91.8	58.6	93.3	68.6	96.2	81.1	97.4	83.5	96.9	82.2	96.4	78.3	
1件あたり発行額	3.00		2.71		1.96		1.74		1.90		1.99		
(規模別)	2億円未満	5,156	4,315	7,637	6,600	12,667	10,582	17,367	13,975	13,244	10,919	8,207	6,982
	2~5億円未満	2,000	4,936	3,225	8,116	3,639	9,027	4,067	10,273	3,413	8,464	2,331	5,891
	5~10億円未満	545	3,060	756	4,261	828	4,600	945	5,377	825	4,747	506	2,874
	10~20億円未満	231	2,596	287	3,325	336	3,788	312	3,591	267	3,161	191	2,270
	20億円以上	185	9,444	200	10,500	150	6,562	146	6,539	141	6,681	89	4,482
(%)	2億円未満	63.5	17.7	63.1	20.1	71.9	30.6	76.0	35.2	74.0	32.1	72.5	31.0
	2~5億円未満	24.6	20.3	26.6	24.7	20.7	26.1	17.8	25.8	19.1	24.9	20.6	26.2
	5~10億円未満	6.7	12.6	6.2	13.0	4.7	13.3	4.1	13.5	4.6	14.0	4.5	12.8
	10~20億円未満	2.8	10.7	2.4	10.1	1.9	11.0	1.4	9.0	1.5	9.3	1.7	10.1
	20億円以上	2.3	38.8	1.7	32.0	0.9	19.0	0.6	16.4	0.8	19.7	0.8	19.9

注)発行額、1件あたり発行額の単位は億円。構成比(%)は集計値に占める比率。  
資料)『私募社債便覧』(平成15年3月末現在～平成20年3月末現在)より作成。

#### IV. 急拡大期の私募債市場の実態

以下では日本証券業協会の『私募社債便覧』掲載データを用いて、2000年以降の急拡大期における私募債市場の実態を検討しよう<sup>(31)</sup>。

まず、発行企業の属性について見てみよう。図表 9 は発行企業の業種を産業別に分けて示したものである<sup>(32)</sup>。銘柄数ベースで見ると、製造業のみで全体の30%を超えており、卸売・小売業、各種サービス業を加えた3業種で、全体の80%近くを占める。ただ時系列で見ると、上記3業種でシェアの上昇が見られるのは各種サービス業のみで、卸売・小売業はほぼ横ばい、製造業は低下となっている。公共事業の縮減で業況が厳しい建設業もシェアを下けているが、大都市圏の地価高騰の恩恵を受けた不動産業のシェアは上昇しており、2005年度からは金額ベースのシェアが10%を超えている。ABSを含めた金融・保険業



では銘柄数ベースのシェアは低い、大口の発行が多く金額シェアは高くなっている。また、**図表9**には各業種による発行私募債のうち、銀行保証付で発行されたものの比率も示しているが、時系列では全業種で上昇傾向にあるものの、業種ごとのばらつきが大きいことが分かる。卸売・小売業、各種サービス業では銀行保証付の比率は高くなっているが、無担保債と一般担保付が多い金融・保険業、不動産業や、協会保証付が多い建設業では銀行保証付の比率は相対的に低くなっている。

図表9 業種別私募債発行の推移 (2002年度 - 2007年度)

	2002		2003		2004		2005		2006		2007年度		
	銘柄数	金額	銘柄数	金額	銘柄数	金額	銘柄数	金額	銘柄数	金額	銘柄数	金額	
実数	農林漁業	27	100	51	100	65	71	80	109	68	76	41	53
	鉱業	51	353	73	173	64	244	96	225	75	140	51	133
	建設業	808	1,394	1,022	1,711	1,399	2,063	1,801	2,320	1,510	2,026	1,019	1,398
	製造業	3,022	6,818	4,266	9,612	6,104	9,692	7,410	11,466	5,684	9,008	3,765	6,367
	電気・ガス	22	47	22	38	31	129	34	39	23	28	15	28
	情報通信業	20	257	83	606	102	288	135	348	92	326	57	294
	運輸業	263	957	502	2,100	644	1,782	826	1,439	658	1,344	451	721
	卸売・小売業	2,326	5,176	3,509	6,641	5,218	8,343	6,902	10,006	5,238	8,038	3,079	5,147
	金融・保険業	115	5,047	145	4,250	121	2,846	90	1,822	112	2,280	68	1,947
	不動産業	322	1,494	591	2,882	865	2,988	1,483	4,928	1,324	3,913	873	2,519
各種サービス業	1,141	2,708	1,841	4,690	3,007	6,112	3,980	7,053	3,106	6,791	1,905	3,892	
構成比	建設業	10.0	5.7	8.4	5.2	7.9	6.0	7.9	5.8	8.4	6.0	9.0	6.2
	製造業	37.2	28.0	35.2	29.3	34.6	28.0	32.4	28.8	31.8	26.5	33.2	28.3
	卸売・小売業	28.7	21.3	29.0	20.2	29.6	24.1	30.2	25.2	29.3	23.7	27.2	22.9
	金融・保険業	1.4	20.7	1.2	13.0	0.7	8.2	0.4	4.6	0.6	6.7	0.6	8.7
	不動産業	4.0	6.1	4.9	8.8	4.9	8.6	6.5	12.4	7.4	11.5	7.7	11.2
	各種サービス業	14.1	11.1	15.2	14.3	17.1	17.7	17.4	17.7	17.4	20.0	16.8	17.3
銀行保証比率	建設業	36.3	57.0	64.2	78.5	81.6	85.5	77.8	82.5	78.2	82.2	73.8	81.4
	製造業	54.1	64.0	79.1	75.8	87.5	87.0	87.0	85.6	88.1	86.7	86.6	85.3
	卸売・小売業	58.1	71.8	81.6	86.8	89.3	93.5	88.1	90.8	90.0	91.7	88.0	88.0
	金融・保険業	10.4	1.6	36.6	7.8	66.9	20.7	64.4	20.4	60.7	15.7	51.5	14.9
	不動産業	54.3	63.8	78.5	69.6	79.1	80.6	70.7	81.4	77.7	90.3	71.8	86.2
	各種サービス業	59.3	68.4	82.1	83.4	90.6	89.0	87.4	91.6	87.7	82.2	87.6	89.5
	全業種平均	53.9	53.1	78.4	68.4	87.5	82.4	85.5	84.1	86.9	82.1	84.8	80.2

注)発行額の単位は億円。構成比は非上場企業全体に占める比率(%)。金融・保険業にはABSを含む。

銀行保証比率は当該業種により発行された私募債のうち銀行保証付が占める比率(%)。

資料)『私募社債便覧』(平成15年3月末現在～平成20年3月末現在)より作成。

次に、発行企業の立地について見てみよう。**図表10**は発行企業の所在地を地域別に分けて示したものである<sup>(33)</sup>。本表によると、2005年度にかけて私募債発行企業の首都圏への一極集中がおきており、2005年度には銘柄数ベースで50%を大きく上回っていることが分かる。これに対してシェアを大きく下げているのが近畿圏であり、銘柄数ベースのシェアは2002年度の25%強から2007年度の20%へと大きく低下している。ちなみに1997年度と比較すると、首都圏は10ポイント以上の上昇、近畿圏は逆に10ポイント以上の低下となっている。首都

圏、近畿圏に中京圏を加えた大都市圏で見ても、2002年度から2005年度までは銘柄数ベースのシェアが一貫して上昇しており、私募債市場の急拡大が大都市圏での案件増加によってもたらされたことが分かる。一方、地方圏のシェアはこの間低下を続けてきたが、2006年度以降は首都圏で起債案件が大きく減少したために、2007年度のシェアは銘柄数ベースで20%近くに達している。

図表10 所在地域別私募債発行の推移 (1997年度・2002年度 - 2007年度)

(単位:億円)	銘柄数ベース							金額ベース						
	97年度	02年度	03年度	04年度	05年度	06年度	07年度	97年度	02年度	03年度	04年度	05年度	06年度	07年度
北海道	11	125	183	376	382	332	309	78	188	391	567	495	540	432
東北	12	177	273	332	424	369	279	28	251	719	522	723	528	391
関東	591	3,746	5,637	9,576	12,394	9,707	5,942	2,770	15,527	18,629	20,151	22,699	20,780	13,468
首都圏	576	3,549	5,450	9,345	12,157	9,451	5,779	2,726	15,135	18,289	19,809	22,359	20,437	13,258
北陸	22	215	310	376	484	546	416	53	399	658	625	821	662	580
中部	218	1,347	1,600	2,054	2,857	2,322	1,438	608	2,444	3,273	3,811	4,619	3,551	2,233
中京圏	194	1,050	1,287	1,603	2,272	1,873	1,112	452	1,902	2,694	2,912	3,392	2,761	1,693
近畿	523	2,095	3,319	3,836	5,103	3,710	2,282	1,813	4,647	7,309	7,120	8,359	6,266	4,234
中国	35	175	289	352	433	324	230	61	435	738	609	687	606	386
四国	9	58	97	161	168	142	115	12	88	243	249	255	246	147
九州・沖縄	12	179	397	557	592	438	313	24	372	843	904	1,097	793	627
不明	27	-	-	-	-	-	-	95	-	-	-	-	-	-
全国	1,460	8,117	12,105	17,620	22,837	17,890	11,324	5,541	24,350	32,802	34,558	39,755	33,971	22,499
地方圏	140	1,423	2,049	2,836	3,305	2,856	2,151	455	2,667	4,511	4,716	5,645	4,508	3,314
大都市圏	1,293	6,694	10,056	14,784	19,532	15,034	9,173	4,991	21,683	28,292	29,842	34,110	29,464	19,185
(単位:%)	97年度	02年度	03年度	04年度	05年度	06年度	07年度	97年度	02年度	03年度	04年度	05年度	06年度	07年度
北海道	0.8	1.5	1.5	2.1	1.7	1.9	2.7	1.4	0.8	1.2	1.6	1.2	1.6	1.9
東北	0.8	2.2	2.3	1.9	1.9	2.1	2.5	0.5	1.0	2.2	1.5	1.8	1.6	1.7
関東	40.5	46.2	46.6	54.3	54.3	54.3	52.5	50.0	63.8	56.8	58.3	57.1	61.2	59.9
首都圏	39.5	43.7	45.0	53.0	53.2	52.8	51.0	49.2	62.2	55.8	57.3	56.2	60.2	58.9
北陸	1.5	2.6	2.6	2.1	2.1	3.1	3.7	0.9	1.6	2.0	1.8	2.1	1.9	2.6
中部	14.9	16.6	13.2	11.7	12.5	13.0	12.7	11.0	10.0	10.0	11.0	11.6	10.5	9.9
中京圏	13.3	12.9	10.6	9.1	9.9	10.5	9.8	8.2	7.8	8.2	8.4	8.5	8.1	7.5
近畿	35.8	25.8	27.4	21.8	22.3	20.7	20.2	32.7	19.1	22.3	20.6	21.0	18.4	18.8
中国	2.4	2.2	2.4	2.0	1.9	1.8	2.0	1.1	1.8	2.3	1.8	1.7	1.8	1.7
四国	0.6	0.7	0.8	0.9	0.7	0.8	1.0	0.2	0.4	0.7	0.7	0.6	0.7	0.7
九州・沖縄	0.8	2.2	3.3	3.2	2.6	2.4	2.8	0.4	1.5	2.6	2.6	2.8	2.3	2.8
不明	1.8	-	-	-	-	-	-	1.7	-	-	-	-	-	-
全国	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
地方圏	9.6	17.5	16.9	16.1	14.5	16.0	19.0	8.2	11.0	13.8	13.6	14.2	13.3	14.7
大都市圏	88.6	82.5	83.1	83.9	85.5	84.0	81.0	90.1	89.0	86.2	86.4	85.8	86.7	85.3

注) 東北、関東、北陸、中部、近畿、中国、四国、九州・沖縄、首都圏、中京圏は図表4)に同じ。

地方圏は全国47都道府県-大都市圏。大都市圏は首都圏+中京圏+近畿圏。

資料)『私募社債便覧』(平成15年3月末現在～平成20年3月末現在)より作成。

図表11は受託会社の業態を都銀等、地域銀行<sup>(34)</sup>(以下地域銀)、信金、その他の4業態に分けて示したものである。ここで言う受託会社とは、担保の受託会社に加えて社債管理者、財務代理人等を含むものであり、協会保証付私募債や銀行保証付私募債の場合、通常は引受人(総額引受人)を兼ねることになる。本表によると、銘柄数ベース、金額ベースとも都銀等のシェアが2005年度にかけて急速に高まっており、この間の市場の急拡大が都銀等の受託拡大によって

もたらされたことが分かる。一方で地域銀については、受託は順調に増加しているものの、都銀等の増加がより大きく、銘柄ベースのシェアは2002年度の20%超から2005年度には15%を切る水準に低下している。ただ、2006年度以降は都銀等の受託が大きく減少する一方で、地域銀では安定的な受託が続いており、2007年度のシェアは25%を超えるまでに上昇している。

図表11 受託会社別・保全分類別私募債発行の推移（2002年度-2007年度）

		2002		2003		2004		2005		2006		2007年度		
		銘柄数	金額	銘柄数	金額	銘柄数	金額	銘柄数	金額	銘柄数	金額	銘柄数	金額	
受託会社分類 (%)	都銀等	6,092	21,775	8,785	27,871	13,826	29,126	18,716	34,032	13,536	28,336	7,462	17,615	
	地域銀	1,644	2,109	2,748	4,054	3,035	4,469	3,393	4,840	3,577	4,653	3,026	3,965	
	信金	80	74	76	66	104	106	124	127	159	142	142	131	
	その他	300	392	494	810	655	858	604	756	618	841	694	788	
	都銀等	75.1	89.4	72.6	85.0	78.5	84.3	82.0	85.6	75.7	83.4	65.9	78.3	
	地域銀	20.3	8.7	22.7	12.4	17.2	12.9	14.9	12.2	20.0	13.7	26.7	17.6	
	信金	1.0	0.3	0.6	0.2	0.6	0.3	0.5	0.3	0.9	0.4	1.3	0.6	
	その他	3.7	1.6	4.1	2.5	3.7	2.5	2.6	1.9	3.5	2.5	6.1	3.5	
	受託会社別保全分類 (%)	都銀等	67.9	56.9	86.4	69.0	91.0	83.4	88.8	85.6	94.3	84.6	94.3	83.2
		協会保証付	22.5	5.3	6.2	1.7	2.4	1.2	2.3	1.3	3.1	1.5	4.6	2.0
物上担保付		1.4	1.2	0.2	0.3	0.1	0.1	0.0	0.1	0.0	0.0	-	-	
一般担保付・無担保		8.2	36.4	7.1	28.4	6.5	15.2	8.9	13.0	2.6	13.9	1.1	14.9	
地域銀		11.1	22.4	59.7	69.1	75.9	79.3	71.4	75.2	63.4	68.1	63.0	66.2	
協会保証付		84.9	64.0	37.7	25.2	22.4	15.2	27.5	17.7	35.7	23.2	35.7	25.0	
物上担保付		2.5	4.6	0.7	1.1	0.2	0.4	0.1	0.2	0.0	0.4	-	-	
一般担保付・無担保		1.5	8.9	1.9	4.6	1.5	5.2	1.1	6.8	0.9	8.3	1.3	8.7	
信金		1.3	1.4	3.9	3.0	50.0	53.2	55.6	59.2	30.2	34.6	42.3	52.0	
協会保証付		92.5	83.7	81.6	78.9	43.3	36.1	38.7	31.8	67.3	62.6	57.7	48.0	
物上担保付	3.8	12.2	7.9	9.0	1.9	2.8	2.4	2.7	0.6	1.1	-	-		
一般担保付・無担保	2.5	2.7	6.6	9.0	4.8	7.9	3.2	6.3	1.9	1.8	-	-		
その他	17.0	19.7	52.4	48.2	72.8	65.8	68.2	77.8	75.2	83.5	86.0	90.0		
銀行保証付	77.7	50.3	43.5	21.5	25.3	15.5	30.8	20.0	24.4	14.1	13.8	9.6		
物上担保付	3.3	7.0	2.6	5.6	0.6	1.5	0.8	1.5	-	-	-	-		
一般担保付・無担保	2.0	23.0	1.4	24.7	1.2	17.2	0.2	0.7	0.3	2.4	0.1	0.4		

注) 受託会社分類のその他は商工中金、農林中金、信金中金。発行額の単位は億円。

受託会社分類では不明を保全分類では親会社保証と不明を除くため、構成比合計が100%にならない場合がある。  
資料)『私募債便覧』(平成15年3月末現在～平成20年3月末現在)より作成。

図表11には、私募債の保全方法を4つに分類し、受託会社の業態別にその構成比を見たものをあわせて示している。これによると、都銀等では銀行保証付私募債の構成比が銘柄数ベースではほぼ一貫して上昇しており、都銀等が銀行保証を活用して急速に私募債の受託拡大を進めたことが見て取れる。地域銀でも、銀行保証付私募債の取り扱いを本格的に始めた2003年度から2004年度にかけて、同私募債の構成比が急激に上昇している<sup>(35)</sup>。しかし、2005年度以降、協会保証付私募債の構成比が銘柄数ベース、金額ベースとも再び上昇しており、協会保証の活用が地域銀の私募債受託の下支えとなっていることが理解できる。

信金についても地域銀とほぼ同じ傾向にあるが、小口の顧客を多く抱える信金では協会保証付私募債への依存度が地域銀よりもさらに高く、2007年度には銘柄数ベースで60%近くが協会保証付となっている。

それでは、2005年度にかけて受託を急激に拡大した都銀等は、どのような企業を対象にしたのであろうか。図表12は非上場企業による私募債（除くABS）発行の推移を受託会社の業態別に見たものであり、利率・1銘柄あたりの発行額・回号といった発行条件もあわせて示している。社債権の保全に保証を付けるのは発行体の信用力を補完するためであり、都銀等による銀行保証付私募債の積極的活用は、信用力が相対的に乏しい非上場企業に向けたものと考えられる。実際、都銀等による非上場企業発行私募債の受託は、2005年度に銘柄数ベースで90%、金額ベースでも80%を超えている。ただ、仔細を見ると、2005年度までは1銘柄あたりの発行額が他業態では横ばいしないしは若干の増加となっている反面、都銀等では大きく減少している。したがって、この間、都銀等では非上場企業の中でもより小規模な中堅・中小企業をターゲットとする傾向が強かったと思われる。

図表12 受託会社別非上場企業私募債発行の推移（2002年度 - 2007年度）

		2002		2003		2004		2005		2006		2007年度	
		銘柄数	金額	銘柄数	金額	銘柄数	金額	銘柄数	金額	銘柄数	金額	銘柄数	金額
受託会社分類	実数												
	都銀等	5,478	12,085	8,104	18,195	13,301	23,442	18,223	28,106	13,095	23,090	7,168	13,349
	地域銀	1,598	1,804	2,649	3,590	2,913	3,738	3,307	4,308	3,471	3,938	2,920	3,368
	信金	80	74	76	66	104	106	122	125	158	141	142	131
	その他	292	312	471	658	637	738	586	663	605	771	686	766
	(%)												
発行条件	利率												
	都銀等	0.613		0.642		0.853		0.957		1.430		1.341	
	地域銀	0.822(+0.209)		0.981(+0.339)		1.067(+0.214)		1.139(+0.182)		1.628(+0.198)		1.558(+0.217)	
	信金	0.759(+0.146)		0.960(+0.318)		1.064(+0.211)		1.094(+0.137)		1.624(+0.194)		1.622(+0.281)	
	その他	0.805(+0.192)		0.912(+0.270)		1.080(+0.227)		1.230(+0.273)		1.528(+0.098)		1.414(+0.073)	
	1件発行額												
都銀等	2.21		2.25		1.76		1.54		1.76		1.86		
地域銀	1.13		1.36		1.28		1.30		1.13		1.15		
信金	0.92		0.87		1.01		1.03		0.89		0.92		
その他	1.07		1.40		1.16		1.13		1.28		1.12		
回号平均													
都銀等	2.85		3.30		3.07		3.49		4.40		5.83		
地域銀	1.71		2.28		2.81		3.45		3.45		4.12		
信金	1.86		2.71		3.10		3.25		2.50		3.32		
その他	2.38		3.27		3.86		4.72		5.50		5.56		

注) ABSを除く。発行額、1件発行額の単位は億円。

利率は固定金利5年物の単純平均で、カッコ内は都銀等平均との差。

資料)『私募社債便覧』(平成15年3月末現在～平成20年3月末現在)より作成。

以上の点は、都銀等が受託した非上場企業発行私募債において、定時償還方式の比率が高まっていることと整合的である。図表13は、非上場企業による定時償還方式での私募債発行の推移を示しているが、とりわけ都銀等において定時償還方式での発行が大きく増加していることが分かる。満期一括償還が原則の私募債では、期中の資金負担が軽減されるメリットがある反面、銀行借入で元金均等分割返済に慣れた中堅・中小企業にとっては、元金の支払いが集中する満期時の資金負担が逆にデメリットにもなりうる。それゆえに、小規模な発行体ほど満期一括償還ではなく定時償還の利用を志向すると思われ、定時償還方式の増加は発行企業の小型化を示すものと考えられる。

図表13 定時償還方式での非上場企業私募債発行の推移 (2002年度 - 2007年度)

	2002		2003		2004		2005		2006		2007年度	
	銘柄数	金額	銘柄数	金額	銘柄数	金額	銘柄数	金額	銘柄数	金額	銘柄数	金額
銘柄数・発行額	2,261	5,997	5,344	11,448	10,531	17,906	14,074	22,074	12,219	20,085	7,102	12,321
都銀等	2,257	5,983	4,802	10,650	9,435	16,486	12,886	20,407	10,631	18,146	5,653	10,610
地域銀	3	4	531	784	1,028	1,277	1,099	1,518	1,390	1,643	1,288	1,521
信金	-	-	-	-	-	-	5	7	7	9	3	1
その他	1	10	11	14	68	143	84	143	191	287	158	189
構成比(%)	30.4	42.0	47.3	50.9	62.1	63.9	63.3	66.5	70.5	71.9	65.1	69.9
都銀等	41.2	49.5	59.3	58.5	70.9	70.3	70.7	72.6	81.2	78.6	78.9	79.5
地域銀	0.2	0.2	20.0	21.8	35.3	34.2	33.2	35.2	40.0	41.7	44.1	45.1
信金	-	-	-	-	-	-	4.1	5.3	4.4	6.3	2.1	0.8
その他	0.3	3.2	2.3	2.1	10.7	19.4	14.3	21.5	31.6	37.2	23.0	24.7

注)発行額の単位は億円。構成比は各受託業態の非上場企業全体に占める定時償還の比率(%)。

資料)『私募社債便覧』(平成15年3月末現在～平成20年3月末現在)より作成。

また、前掲図表12にて私募債に付与される回号の平均値を見ると、当初は都銀等が受託する私募債の回号が他業態のそれを上回っていたが、その後は他業態で回号が大きく増加し、2005年度には都銀等とほぼ同じ水準になっている。このことは、回号が大きく増加した地域銀等では、既に私募債の発行実績を持つ企業を優先する傾向が強く、回号の増加が緩やかであった都銀等では、既往先に加えて、私募債の発行経験がない新規先の開拓を積極的に進めたことを示唆している。この点は私募債の利率とも整合的で、都銀等が受託した私募債の利率はこの間他業態が受託した私募債よりもほぼ一貫して低くなっており<sup>(36)</sup>、都銀等が低価格(低利率)を武器に私募債の発行を積極的に働きかけた様子が見え<sup>(37)</sup>。ただ、都銀等と他業態との利率格差は2005年度までは縮小する傾向にあった。銀行保証付私募債の利率は総額引受を行う銀行所定のレート(行内仕切レート)に発行体の信用力に見合ったスプレッドを加えて決定され

るが<sup>(38)</sup>、高いコスト競争力を持つ都銀等において、仕切りレートの上昇幅が下位業態の地域銀等を上回るとは一般的に考えにくい。したがって、都銀等と地域銀等との利率差の縮小（都銀等利率の相対的上昇）は、都銀等引受私募債のスプレッド拡大、すなわち、都銀等が、従来よりも相対的に低い信用力の顧客層にまで私募債の受託を拡大したことのあらわれと考えられる<sup>(39)</sup>。それゆえに、中堅・中小企業向けの貸出運営が慎重になった2006年度、2007年度になると<sup>(40)</sup>、私募債の受託も急速に減少することになったのである。

もっとも、都銀等が大都市圏で非上場企業発行の私募債を積極的に受託したことで市場が急激に拡大し、2006年度以降、都銀等の受託行動が沈静化したことで市場の拡大が止まったといっても、他業態、とりわけ地域銀の影響を過小評価すべきではない。図表14は2007年度の非上場企業発行私募債の受託シェア（都銀等と地域銀のみ）を都道府県別に見たものであるが、都銀等のシェアが高い地域は東京都、大阪府、兵庫県など大都市圏に限定されており、多くの都道府県、特に地方部においては、地域銀が私募債の受託マーケットで大きな存在感を示していることが分かる。

図表14 都道府県別非上場企業発行私募債受託シェア（2007年度）

都道府県	銘柄数ベース		金額ベース		都道府県	銘柄数ベース		金額ベース	
	都銀等	地域銀	都銀等	地域銀		都銀等	地域銀	都銀等	地域銀
北海道	25.6	68.4	43.1	52.8	滋賀県	37.9	51.5	46.3	42.9
青森県	18.8	56.3	20.9	49.5	京都府	52.5	42.0	70.0	27.8
岩手県	23.5	70.6	40.6	48.8	大阪府	80.8	13.9	87.4	8.6
宮城県	55.1	26.5	67.9	19.2	兵庫県	76.6	12.9	83.3	10.6
秋田県	50.0	37.5	61.5	30.8	奈良県	47.7	27.3	60.0	23.9
山形県	14.3	84.6	20.3	78.5	和歌山県	28.6	40.5	35.3	40.5
福島県	49.0	49.0	66.7	31.2	鳥取県	11.1	66.7	12.0	76.0
茨城県	47.1	35.3	56.1	31.9	島根県	13.3	20.0	46.1	19.7
栃木県	52.8	30.6	58.8	30.9	岡山県	34.6	51.9	74.0	22.3
群馬県	15.1	79.5	20.4	71.5	広島県	27.5	41.3	45.8	34.2
埼玉県	57.1	29.7	61.0	31.9	山口県	60.7	32.1	59.1	25.6
千葉県	26.5	71.4	32.7	66.0	徳島県	25.0	75.0	29.8	70.2
東京都	86.4	8.6	90.3	6.3	香川県	13.8	69.0	15.5	70.1
神奈川県	60.3	35.3	61.7	35.1	愛媛県	3.8	83.0	2.2	84.0
新潟県	22.2	61.1	36.6	49.7	高知県	44.4	33.3	39.4	39.4
富山県	33.3	59.8	54.3	40.6	福岡県	32.7	56.0	62.5	33.3
石川県	30.1	61.3	42.5	48.2	佐賀県	57.1	42.9	76.2	23.8
福井県	23.8	63.8	29.0	58.9	長崎県	45.8	25.0	49.7	20.1
山梨県	63.0	18.5	69.6	8.9	熊本県	76.0	18.0	75.0	21.1
長野県	22.0	56.7	37.5	47.3	大分県	10.5	84.2	8.4	89.5
岐阜県	34.7	49.6	46.1	41.8	宮崎県	42.9	57.1	65.2	34.8
静岡県	69.8	18.3	76.5	13.3	鹿児島県	29.4	41.2	43.5	31.1
愛知県	62.9	26.8	75.9	17.5	沖縄県	100.0	0.0	100.0	0.0
三重県	18.1	69.5	23.1	64.6	全国	65.7	26.7	75.8	19.1

資料)『私募社債便覧』(平成20年3月末現在)より作成。

地域銀が私募債受託に積極的に取り組むようになったのは、先述のようにレーションシップバンキングの機能強化という金融行政上の要請に応えるためという側面もあるが、地域銀が置かれている環境の変化によるところが大きい。都市部を除けば地域銀の営業地盤では地域経済の疲弊が続いており、そうした状況で不良債権処理と収益力強化をあわせて実施するためには、どうしても保守的な貸出運営を選択せざるを得ない。一方で、地域経済の広域化が急速に進んでおり、地域シェアが高い地域銀といえども、優良顧客を地元地域外で他行に奪われる可能性は従来にもまして高まっている。それゆえに、地域銀においては自行の優良顧客をグリップし続けるためのツールとして、私募債の受託を強化しているのである<sup>(41)</sup>。図表15は地銀64行の私募債に係る債務保証残高と私募債の保有残高を見たものであるが、多くの地銀では債務保証残高と保有残高がほぼ等しくなっていることが分かる。私募債を原資産とした証券化商品の組成など流動化に向けた動きは始まっているものの、現状では受託会社が満期まで持ち切る構図は変わっておらず、従来からいわれてきた「融資の変形」の域を出ていない。銀行間の受託競争の激化と保証付私募債の導入は中堅・中小企業にまで私募債発行企業の裾野を広げ、私募債市場の拡大に大きく貢献したが、その拡大は金融ビッグバン以降の諸改革が目指した「市場金融の拡大」ではなく、むしろ依存度の引き下げを目指した「銀行システム」の守備範囲を拡大するように作用したのである。

図表15 地銀64行における私募債保有の状況（2008年3月末）

銀行名	保証債務 残高	私募債 残高	備考		銀行名	保証債務 残高	私募債 残高	備考	
			保有目的	項目				保有目的	項目
北海道	36,227	36,627	満	非公募集事業債	十六	51,670	53,484	満	非公募集事業債
青森	5,860	5,960	満+他	社債	三重	27,188	27,188	他	社債
みちのく	3,770	3,770	満	非上場社債	百五	16,682	17,107	他	私募事業債
秋田	2,920	3,125	他	私募社債	滋賀	10,341	10,654	他	内国非上場債券
北都	2,070	-	-	-	京都	32,511	32,865	他	非上場内国債券
荘内	2,130	7,912	他	事業債	近畿大阪	30,590	30,590	満	社債
山形	8,981	8,981	満	事業債	泉州	44,058	44,076	他	内国非上場債券
岩手	5,739	5,739	満	非上場事業債	池田	2,380	2,476	他	非上場社債
東北	940	940	満	社債	南都	4,303	4,803	満	非上場内国債券
七十七	14,388	14,388	他	内国非上場債券	紀陽	13,713	13,743	他	非公募集事業債
東邦	9,071	9,071	他	事業債	但馬	50	50	満	非上場内国証券
群馬	38,771	39,271	満+他	非上場事業債	鳥取	13,276	13,276	満+他	非上場事業債
足利	9,760	9,985	他	私募事業債	山陰合同	8,730	8,730	満	事業債
常陽	22,460	-	-	-	中国	18,820	19,044	他	事業債
関東つくば	1,950	1,950	他	事業債私募債	広島	44,321	1,250	他	事業債
武蔵野	10,250	10,315	満	事業債(私募債)	山口	8,194	8,294	満	非上場の国内債券
千葉	81,926	99,026	他	私募社債	阿波	2,942	3,642	他	非上場国内債券
千葉興業	18,425	18,425	満+他	事業債(私募債)	百十四	22,898	27,269	他	事業債(私募債等)
東京都民	23,469	24,727	他	社債	伊予	10,198	10,198	他	事業債(私募債)
横浜	235,971	255,841	満+他	事業債	四国	1,632	4,710	他	私募事業債
第四	41,687	44,187	満+他	非上場社債	福岡	41,419	46,886	他	事業債
北越	25,435	25,635	他	非公募集事業債	筑邦	350	1,350	満	私募事業債
山梨中央	5,390	5,490	満+他	非上場事業債券	佐賀	2,750	3,550	満	非上場事業債
八十二	28,385	29,940	満+他	非上場事業債	十八	4,090	4,560	満	私募事業債
北陸	81,667	-	-	-	親和	6,523	6,999	他	私募事業債
富山	900	1,000	満	私募事業債	肥後	1,200	1,200	満	繰故事業債
北國	17,682	500	他	社債	大分	9,293	9,452	他	社債
福井	12,484	12,629	満	私募債	宮崎	4,009	4,134	他	非上場社債
静岡	27,297	26,982	他	事業債	鹿児島	9,360	9,581	満	社債
スルガ	805	840	他	非公募集事業債等	琉球	1,500	1,500	他	事業債
清水	5,000	5,000	他	社債	沖縄	1,650	1,650	満	私募事業債
大垣共立	17,011	19,087	満+他	社債	西日本シティ	19,190	20,446	他	非公募集事業債

注) 私募債残高は時価評価されていない有価証券の内訳から推定。保証債務残高、私募債残高とも連結ベース。

金額の単位は百万円。満は満期保有目的の債券、他はその他有価証券。-は該当項目の記載なし。

資料) 各行有価証券報告書より作成。

## V. おわりに

本稿では、日本の私募債市場の発展過程を追いながら、近年の私募債市場の拡大の意義を明らかにしてきた。先の拡大期であるバブル期には、法人業務の再構築に迫られた都銀等を中心に代表受託案件の獲得競争が発生し、発行銘柄数、発行金額とも急激に増加した。しかし、発行体側の機動的な資金調達を可能にする市場条件の整備は進んでおらず、また本格的な私募債受託への進出が都銀等のみにとどまっていたことから、都市部の比較的大規模な企業しかこれを利用することが出来なかった。



バブル経済の崩壊後には私募債市場でも大幅な規制緩和が行われた。その結果、市場条件の整備と低コスト化がある程度進み、中堅企業の資金調達市場の色彩が強まった。しかし、ユーザーが最も望む有担保原則の緩和は公募債市場ほどには進まず、また私募債の受託が都銀等に集中したことから、地方部の中堅企業にその恩恵が及ぶまでには至らなかった。

その後、1990年代末に貸し渋り・貸し剥がし問題が発生し、この問題に対応すべく信用保証協会の保証付私募債が導入され、しばらくして銀行保証付の私募債も活用されることになった。これら保証付私募債は手数料収入の増加と新規顧客の開拓を目指す都銀等によって積極的に利用され、2000年以降の市場の急拡大が実現した。銀行間の受託競争の激化と協会保証付私募債の相次ぐ適債基準の引き下げで私募債発行企業の裾野は全国的に広がり、都銀等と比較して小規模な顧客が多い地方部の地域銀でも私募債の受託を行う動きが広がった。その結果、地方部の中堅・中小企業が発行する私募債においても無担保化が定着することになった。地方部を含めた全国の中堅・中小企業において長期の無担保資金を活用できる可能性が高まったこと、これが今回の私募債市場急拡大の最大の意義であった。しかし、私募債の発行に銀行がより深く関与することになった結果、「融資の変形」としての性格がより一層強まることになった。

注)

- 1) 純資産額と配当率に加えて、自己資本比率、純資産倍率、使用総資本事業利益率、インタレスト・カバレッジの4つの指標のうち、3つ以上を充足する必要があった(新顔銘柄基準)。
- 2) 1986年に1回あたりの発行ロットが10億円未満から20億円未満に引き上げられた。
- 3) 発行額が10億円を超える場合、私募債の転売には①購入後2年以上経過していること、②転売先は一人かつ機関投資家であること、③当初購入額の全額一括転売であること、という3つの条件を満たしている場合を除き、事前に証券局長の了解を得ることが必要であった。また転売した場合には、転売内容を証券局長に1週間以内に通知するとともに、転売先より投資目的確認書を徴求・提出することが必要とされた。
- 4) なお、大型私募債の発行にあたっては斡旋人の設置が義務付けられ、しかも斡旋人には銀行、証券会社に加えて生命保険会社の参入も認められ(生命保険会社の参入は88年)、各業態は主斡旋人の座をめぐって激しく競争を繰り広げることになった。

- 5) 1987年に導入された大型私募債と区別するために、発行額20億円未満の私募債は普通(小型)私募債とよばれるようになった。
- 6) 当時、受託会社が3社あれば、デフォルト・リスクに対して社債権者の権利を十分に保護できると考えられていた。
- 7) 犬島 [1987] 26頁。
- 8) 私募債受託は日銀の貸出指導の対象外であったため、バブル期の資金需要の急増に対応しやすいという側面もあった。
- 9) 犬島 [1987] 26頁。
- 10) 川村・出村 [1986] 39頁。
- 11) 1981年に相互銀行法が改正され、相互銀行にも担保付社債信託法上の業務の取り扱いが認められていたが、免許取得には至っていなかった。相互銀行に同法の営業免許が初めて付与されたのは1988年であった(第二地方銀行協会 [2002] 593頁)。
- 12) 1993年4月の改正信用金庫法の施行により、信用金庫でも社債の募集・管理の受託ができるようになった。また、担保の受託についても、94年の全国信用金庫連合会を皮切りに95年には11金庫で業務を開始し、信金業界のみで私募債の受託業務を完結することができるようになった。
- 13) 数値例は、銀行研修社編 [1991] 36頁の事例による。
- 14) 中小企業庁が1992年3月に公表した「中小企業等の私募債発行に関する調査」(概要については篠原 [1992] を参照)によると、私募債の発行経験を持つ企業があげた私募債発行のデメリットで最も多かった回答が「手数料まで含めると借入よりコストが高い」であり、私募債制度に対する要望でも「取扱手数料の引下げ」を望む企業が最も多かった。
- 15) 当時の大型私募債の発行コストについては、藤近 [1991] を参照。後述の大型私募債の発行ルールの見直し(93年4月)で買受手数料は廃止され、発行コストに係る問題は是正されることになったが、投資家にとっては私募債への投資妙味も低下することになった。
- 16) 1992年度に代表受託案件を獲得した地銀・第二地銀74行のうち、10件以上の案件を実行したのは地銀9行に過ぎず、30行は1件のみ実行したに過ぎなかった。
- 17) 「都銀、私募受託を選別—富士・住友は限度枠設定」『日本経済新聞』(1991年6月4日)。「都銀、私募債売却へ動く、BIS規制が足かせ—買受額減らす姿勢も」『日経金融新聞』(1992年6月26日)。
- 18) 「私募債、発行額25%減少—94年、都銀の営業攻勢弱まる」『日本経済新聞』(1995年1月16日)。
- 19) 「公取委、横並びの社債受託手数料、7銀行に嚴重注意」『日本経済新聞』(1991年12月17日)。
- 20) 大蔵省の通達「新有価証券に係る証券業務および私募の取扱い業務の遂行について」では、大型私募債の発行ロットは従来の100億円以内から200億円以内に、年間発行限度額も600億円から1200億円へと拡大された。また、転売制限についても規制が緩和され、投資目的確認書の提出に代えて「発行後2年間は転売しない」旨の確認書を徴求することになった。
- 21) 有担保の場合、担保の受託会社の設置義務は変わらなかった。
- 22) 松尾 [1999] によると、1993年の受託制度改革の結果、国内公募社債の発行コスト(発

- 行額100億円、期限7年、利率7%の場合の当初費用と期中費用の合計)は80年代前半の5億3,370万円(担保付)から9,200万円(社債管理会社設置の無担保債の場合、社債管理会社不設置の場合は8,600万円)に大幅に低下した(81頁の第2-2表)。
- 23) 1996年1月の適債基準の撤廃により、私募債の適債基準は、純資産条件が従来の15億円以上から10億円以上に、配当条件が直近3期連続10%以上から原則として直近期有配に緩和された(「北越銀、私募債を、緩和ルールで受託、八海醸造など2社分一銀で全国初めて」『日本経済新聞(地方経済面[新潟])』(1996年10月1日))。
- 24) 前述の「中小企業等の私募債発行に関する調査」(注14)では、私募債制度に対する要望で、「担保要件の緩和」が「取扱手数料の引き下げ」に次いで多かった。また、1999年に富士総合研究所が実施した「日本企業の社債発行に関する意識調査」(概要については野田[2000]を参照)でも、私募債発行に当たって整うべき条件として、「担保要件の緩和」をあげる企業が中堅・中小企業に係らず多かった。
- 25) 特定社債保証制度は当初(2000年)純資産額5億円以上の企業を対象にしていたが、2002年には純資産額要件が3億円以上に、2006年には1億円以上に緩和された。また、2006年からは発行最低額も5000万円以上から3000万円以上に、償還方法も満期一括償還だけでなく定時(分割)償還も選択できるようになった。さらに2009年には、経済危機対策の一環として純資産要件が再び緩和され、純資産額5000万円以上1億円未満の企業も特定社債保証制度を活用できるようになった。
- 26) みずほ銀行証券・信託業務部[2007]26頁。
- 27) 「私募債、3兆円市場に成長 直接金融の流れ先取り」『日経公社債情報』(2004年5月17日)。
- 28) 投資勘定で保有される時価が把握されていない社債については、Ⅲ分類のうち予想損失額に相当する額と、Ⅳ分類とされた部分に関してのみ投資損失引当金を積み必要があった。
- 29) プロパーの一般事業性貸出のリスク・ウェイトは100%であるに対して、協会保証付は10%、銀行保証付は20%であった。
- 30) 「2002年度の私募債発行額 過去最高の2兆円台に「銀行持ちきりに」に批判も」『日経公社債情報』(2003年4月14日)。
- 31) 本稿では、平成15年3月末時点、平成16年3月末時点、平成17年3月末時点、平成18年3月末時点、平成19年3月末時点、平成20年3月末時点の『私募社債便覧』を用いて、各時点が属する年度内に発行された私募債の集計を行った。たとえば、平成15年3月末時点の『私募債便覧』からは2002年度に発行された私募債の集計を行った。したがって、当該年度内に発行されながら、買入消却などの理由で年度末時点に残高のない私募債については、集計値に含まれていない。そのため、日本証券業協会が公表している私募社債の発行銘柄数、発行金額と本稿で用いるデータは一致しない。また、『私募債便覧』には業種・発行体所在地以外に発行体の属性は記されておらず、本稿では発行体企業の財務体質に関する分析は行っていない。
- 32) 『私募社債便覧』の水産農林は農林漁業、鉱業と石油石炭は鉱業、建設は建設業、他製品・化学・医薬品・ガラス・ゴム・パルプ紙・機械・金属製品・食料品・精密・繊維・鉄鋼・輸送・非鉄金属・電機は製造業、電気ガスは電気・ガス・熱供給・水道業、通信は情報通信業、陸運・海運・空運・倉庫運輸は運輸業、卸売・小売は卸売・小売業、銀

- 行・保険・証券、商品先物・投資法人・他金融・ABSは金融・保険業、不動産は不動産業、サービスは各種サービス業と分類している。
- 33) 『私募債便覧』での発行体所在地を都道府県別に分類したものを再集計している。なお同便覧での発行体所在地には登記上の本社が記載されているケースもある。また、ABSについては所在地が不明な場合は全て東京都と分類している。
  - 34) 金融庁の分類に倣い、以下では地銀、第二地銀に、りそなグループ傘下の埼玉りそな銀行を加えた業態を地域銀行とよぶ。
  - 35) 日本金融通信社の調べによると、地域銀での銀行保証付私募債の取扱開始時期は、群馬銀が2003年2月、足利銀が2002年7月、常陽銀が2003年11月、関東つくば銀が2003年2月、武蔵野銀が2003年9月、千葉銀が2004年2月、千葉興業銀が2003年7月、東京都市民銀が2002年12月、横浜銀が2002年8月、山梨中央銀が2003年5月、八十二銀が2003年2月となっている（「受託急増1838件、2942億円—関東地区地銀11行銀行保証付き私募債」『ニッキン』（2005年4月15日））。そのほか、山陰合同銀と百十四銀が2003年1月、岩手銀、南都銀、福岡銀、親利銀が2003年3月、山口銀が2003年6月、滋賀銀、宮崎銀が2003年8月に取扱開始または初受託となっており（「銀行保証付き私募債拡大—地銀、第二地銀中堅・中小企業向け」『ニッキン』（2003年9月12日））、概ね2002年度半ばから2003年度にかけて取り扱いが本格化したことが分かる。
  - 36) 林〔2006〕では、都市銀行が受託した私募債の利率は低くなるとは限らず、むしろ高くなる傾向があると指摘されているが、これはサンプルを協会保証付私募債に限定したためだと考えられる。
  - 37) 中小企業金融公庫（現日本政策金融公庫）が2004年11月に実施したアンケート調査によると（概要は正木・福井〔2005〕を参照）、都銀が私募債の利用を提案した企業のうち、3大都市圏では46.9%、地方圏で52.7%が当該銀行を非メイン先と回答しており（メイン先との回答は、3大都市圏47.4%、地方圏35.4%）、都銀が他行メイン先に積極的に私募債の利用を提案していることが分かる。
  - 38) みずほ銀行証券・信託業務部〔2007〕75頁。
  - 39) 佐藤・胥〔2007〕では中堅・中小企業の決算データを用いて、私募債発行企業の財務上の特性を分析している。そして、私募債発行企業の属性が私募債未発行企業の属性とは異なることから、私募債と銀行借入を同列に扱う林〔2004〕の議論を批判している。
  - 40) 日本銀行の主要銀行貸出動向アンケート調査によると、中堅企業向けの貸出運営スタンスDIは、ピーク時である2005年3月の30から緩やかに低下していたが、2006年3月以降は急速に低下し、2008年9月には-1となっている。中小企業向け貸出についても同様に推移しており、ピーク時の41（2005年3月）から5（2008年9月）まで大きく低下している。
  - 41) 注37のアンケート調査で地銀が私募債の利用を提案した企業を見ると、地方圏では67.8%が当該銀行をメイン先と回答しており、非メイン先の29.0%を大きく上回っている（3大都市圏ではメイン先42.1%、非メイン先52.6%）。

参考文献

- 犬島伸一郎〔1987〕「地銀における受託獲得の意義と推進ポイント」『週刊金融財政事情』第38巻第30号（1987年8月17日号）
- 川村雄介・出村康孝〔1986〕「私募債取扱いをめぐる基本問題（下）」『月刊資本市場』第5号（1986年1月号）
- 銀行研修社編〔1991〕『図解・イラストによる私募債取扱早わかり』、銀行研修社
- 近藤昭道〔1988〕「地銀にとって生残りをかけた重要な戦略へー「待ち」から「攻め」への転換を」『週刊金融財政事情』第39巻第18号（1988年5月16日号）
- 佐藤豊彦・胥鵬〔2007〕「非上場企業における私募債と銀行借入の選択」法政大学比較経済研究所・胥鵬（編）『社債市場の育成と発展—日本の経験とアジアの現状』、法政大学出版社
- 篠原徹〔1992〕「私募債市場の拡大と中小企業」『商工金融』第42巻第9号（1992年9月号）
- 第二地方銀行協会編〔2002〕『第二地方銀行協会50年史』
- 野田彰彦〔2000〕「中堅・中小企業による社債発行の現状と課題—私募社債市場の活性化の鍵を握るのは何か」『富士総研論集』2000年Ⅱ号
- 林幸治〔2004〕「特定社債保証制度から見た中小企業の私募債の現状と課題—金融機関への利益集中構造」『経営論集』第52巻第1・2号
- 林幸治〔2006〕「中小企業の私募債の実態と金利への影響要因の分析—特定社債制度に基づいて発行された私募債をサンプルとして」『経営学研究論集』第25号
- 藤近浩樹〔1991〕「本邦企業による普通社債発行の現況と国内公募普通社債市場の活性化」『公社債月報』第424号（1991年12月号）
- 藤原英郎〔1992〕「法整備を受けた私募債市場の“成長の条件”—プロ私募では思い切った自由化措置を」『週刊金融財政事情』第43巻第29号（1992年7月27日号）
- 正木隆行・福井茂樹〔2005〕「多様化する中小企業金融—ビジネスローン・私募債を軸に」『中小公庫マンスリー』第52巻第2号（2005年2月号）
- 松尾順介〔1999〕『日本の社債市場』、東洋経済新報社
- みずほ銀行証券・信託業務部〔2007〕『私募債の実務（改定版）』、金融財政事情研究会