



RIETI Discussion Paper Series 10-J-056

非上場企業における私募債と銀行借入の選択

佐藤 豊彦

財団法人東京都中小企業振興公社

胥 鵬

法政大学



Research Institute of Economy, Trade & Industry, IAA

独立行政法人経済産業研究所

<http://www.rieti.go.jp/jp/>

非上場企業における私募債と銀行借入の選択*

佐藤豊彦（財団法人東京都中小企業振興公社）

胥 鵬（法政大学）

要 旨

この論文でわれわれは中堅・中小企業の決算データを用いて、私募債と銀行借入の選択の決定要因を分析した。私募債は主に満期期間が中長期であり、銀行保証付が多い。私募債を発行する企業には、収益性が高く、負債比率が低い優良中規模企業が多い。また、私募債発行企業と比べて、長期借入で資金を賄う企業は固定資産比率が高い。他方、小規模企業と情報非対称性問題が深刻な中規模企業は銀行借入を選択する。したがって、優良中規模企業は銀行からの頻繁な介入を回避するために私募債の発行によって中長期的資金を調達することと同時に信用度を向上させるという仮説を支持するものである。われわれの研究は中堅・中小企業における資金調達の選択に対し重要な示唆と政策含意を与えるといえよう。他方、私募債の発行に対して、メインバンクの不良債権比率が高い企業ほど私募債の利用が少ない傾向にある。このことから、私募債発行は銀行貸し渋りに代替ではないことを示唆する。

RIETI ディスカッション・ペーパーは、専門論文の形式でまとめられた研究成果を公開し、活発な議論を喚起することを目的としています。論文に述べられている見解は執筆者個人の責任で発表するものであり、（独）経済産業研究所としての見解を示すものではありません。

* 本稿は、筆者らが参加したRIETIの平成18年度研究プロジェクト「金融・産業構造の変化に関する研究」の成果の一部である。本稿作成に当たっては、一橋大学渡辺努教授（RIETI FF、同研究プロジェクト・リーダー）、植杉威一郎RIETI上席研究員、富田秀昭RIETI研究コーディネーター、RIETI関係スタッフおよびRIETI金融ネットワーク研究会・RIETIのDP検討会・ファイナンス学会の参加者の皆様から貴重なコメントと研究支援をいただいた。記して感謝したい。なお、文責はすべて筆者に帰する。

1 はじめに

近年、日本における私募普通社債（以下「私募債」と略す）発行額が大幅に増加している。図 1 に示したように、日本証券業協会の「公社債発行額・償還額」によれば、一般債と電力債および NTT・JR・JT 債を加えた公募普通社債（以下「公募債」と略す）は、1998 年度の 104,534 億円から減少がつづき 2005 年度の実発行額は 1998 年度の 0.66 倍である 69,040 億円となっている。また、銘柄数も 2005 年度は 1998 年度の 0.53 倍の 335 銘柄まで減少している。それに対し、図 2 で私募債の実発行額は 2000 年度に 10,000 億円、2002 年度に 20,000 億円、2003 年度に 30,000 億円を超え 2005 年度は 1998 年度の 4.67 倍の 39,924 億円まで増加し、銘柄数も 1998 年度の 14 倍を超える 22,878 銘柄となっている。

私募債による資金調達増加は、中堅・中小企業と大企業では事情が異なる。大企業では青木建設、大成火災、マイカル など破綻企業の債券がデフォルトしたことなどが影響し、2001 年末頃から BBB 格の社債の対国債スプレッドが拡大し、BBB 格企業は公募債での資金調達が難しくなり、その結果協調融資や私募債の活用が急増したことと、高格付企業が公募債より有利な発行条件で私募債を発行するケースが増えた（格付投資情報センター 2003）ことなどが要因としてあげられる。一方、中堅・中小企業での私募債発行額の増加は、2000 年 4 月特定社債保証制度が創設され、さらに 2002 年 4 月に適債条件が緩和されたことや地方自治体主導で社債を担保とした CBO が組成されたことなどが要因として考えられる。

では、私募債は、銀行借入と比べて、どういった点で異なるのか。同じように、私募債と公募債は同じものなのか異なるものなのか。通常、社債は public debt、銀行借入は private debt、とそれぞれ位置づけられている。厳密には、public debt は公募普通社債のニュアンスが入っている。実証分析では、私募債については、銀行借入とあわせて private debt に分類されたり、公募社債と同様に public debt として扱われたりすることがあれば、分析対象から除外されることもしばしばみられる。確かに、債権者数が少ないため私募債は銀行借入と同様に経営破たん処理における交渉の柔軟性を持つ大口債権だと考えられる。日本では、中小の中堅・中小企業の私募債は、公募債に比べ小規模の資金調達手段として、主に銀行が引き受け、期限まで持ちきるケースが大部分を占めている（格付投資情報センター 2003）。これに加えて、銀行保証付私募債が多い点から、私募債は銀行借入とまったく同じだと片づけようとする議論が少なくない。一方、償還期間の長さにおいては、明

らかに私募債と銀行借入の間に相違がみられる。このように、Carey, Prowse, Rea and Udell (1993) では、私募債が公募債と銀行借入のハイブリットだと指摘されている。

この論文の目的は、公募債、私募債と銀行借入に関する先行研究を参考にしながら、日本の中小中堅・中小企業における私募債と銀行借入の選択の決定要因を解明することである。そのうえ、アジア社債市場育成にとって、日本の私募債市場の発展はどのような政策的含意を持つかを探る。中小企業の2001年3月期から2004年3月期の財務データを用いて、2000年度から2003年度にかけて、社債残高を有する企業の割合が増加している。規模が大きく、収益性が高く、信用リスクが低く、担保資産が乏しく、成長性が高い中小企業は、銀行借入よりも私募債を発行する。こういった特徴は、上場企業の社債と銀行借入の選択にもみられる。したがって、優良中小企業は、銀行保証付私募債を発行することによって、銀行の審査を受けて評判を構築しながら、銀行からの介入を回避すると考えられる。

償還期間が長い私募債を発行することによって、企業は銀行から頻繁な介入を避けることができる、という公募社債の側面が重要である。つまり、中小企業の私募債と銀行借入の選択に当たって、償還期間5年中心の私募債が短期銀行借入と比べて中長期資金だという点に着目すべきである。さらに、私募債を発行することによって、中小企業が将来上場後の公募債発行に備えて明示的にトラック・レコード (track record) を早期構築することがあげられる。一方、銀行などの金融機関は事前審査で情報を生産し、私募債に対する保証料を徴収することによって生産費用を回収する。このように、銀行保証付私募債の発行記録は借手企業のトラック・レコードになると考えられる。そもそも、公募債との相違点は、公募債を発行することが乏しい中小企業にとってはそれほど重要ではないといえよう。むしろ、銀行借入と対比される公募社債との共通点に着目する視点こそ、中小企業の私募債と銀行借入の選択を分析する際に重要な糸口を与えることになる。

これと対照的に、M&A や企業再生などの緊急資金を手当てする米国 144A 私募債、すなわち、ジャンクボンドは、債権者数が少ないため私募債は銀行借入と同様に経営破たん処理における交渉の柔軟性を持つ大口債権だという一面が強い。信用リスクが高いジャンクボンドの協調リスクプレミアムが比較的少数のプロ投資家が参加する 144A 私募債の場合には抑えられることになる。最近、米国の上場企業における公募債、144A 私募債と銀行借入の選択に関する Denis and Mihov (2003) の実証分析において、公募債、144A 私募

債と銀行借入の棲み分けが明らかにされるようになった。大規模・高収益・高格付・担保資産豊富な企業は私募債や銀行借入よりも公募債を発行する。一方、格付が最下位のハイリスク企業は迅速に資金を調達するために、有価証券届出などの情報開示が要求されない 144A 私募債を発行する。銀行融資で資金を調達する企業は、公募債発行企業と私募債発行企業の間位置するミドルリスクの企業である。

上場企業の銀行借入と社債の選択に関する研究が数多くおこなわれていることと対照的に、中小企業の資金調達方法の選択については、銀行借入と企業間信用の選択に関するものがあげられるが、銀行借入と私募債の選択に関する分析がほとんど皆無に近い。われわれの研究はこの分野に対する重要な貢献になるといえよう。中小企業が発行する私募債を市場型間接金融として捉えたとすれば、市場型間接金融と相対型間接金融とどのように異なるか。いいかえれば、どのような中小企業が私募債を利用するか。この論文の目的はこういった質問にひとつの実証的答えを与えることである。

本稿の構成は以下のとおりである。第 2 節で、われわれは私募債にかかわる制度や規制の変遷を概観する。つづいて、第 3 節は先行研究をレビューしつつ、中小企業における資金調達の選択に関する仮説を述べる。第 4 節はデータと実証分析である。第 5 節で結論を述べる。

2 私募債発行の制度

公募債と異なり、私募債発行の場合は有価証券届出書や有価証券報告書などの情報開示が免除される。情報開示免除のかわりに、公募債の一般投資家向け勧誘と比べて、私募債の勧誘が適格機関投資家（以下、「プロ」とする）や少数投資家¹に限定される。また、転売制限や記名式などの転売制限の厳格化が求められている。たとえば、プロから一般投資家へ転売される場合は、届出が必要となる。米国では、通常型私募と 144A 私募があげられる。通常型私募債発行の場合は格付取得と情報開示が免除される。144A は 1990 年に導入されたプロ向けの制度であり、転売はプロに限定される。144A 私募債発行の場合は、格付最低 1 つ、できれば 2 つ取得、最適な格付 AAA-B、購入者に対し最新の財務諸表・業務内容などの開示が必要である。Fenn (2000) によると、有価証券届出書が免除され

1 通常、プロ私募と少数私募（一般投資家 50 人未満、プロは 250 人以下）と呼ばれる。

そのため 144A 私募債の発行は企業再生などの高リスク緊急資金を手当てするのに適する。発行後、短期間に売買に登録されることが多く、事実上公募債と異なる。

公募債と同様に、私募債にかかわる規制も徐々に緩和されてきた。昭和 62 年に私募債が、銀行の証券業務に当たらないようにしながら発行ロットの拡大にも応え、しかも公募市場とのバランスを取っていくため、発行ロットの引上げ、ノーリターンルールの撤廃がおこなわれ、発行ロット 20 億円以上の大型私募債が導入された。平成 8 年 4 月に 1 回当たり発行上限額、年間発行上限額、および起債回数などの発行制限が撤廃された。さらに、平成 10 年 6 月には、大蔵省証券局長通達「新有価証券に係る証券業務及び私募の取扱業務の遂行について」が廃止され、大型私募債に付されていた転売制限、買受制限も撤廃された。また、平成 4 年の金融制度改革を受け、プロ私募と少人数私募が導入された。その後、適格機関投資家の範囲の拡大がおこなわれ、平成 11 年 3 月に国内の一般事業会社²が対象に追加され、さらに平成 15 年には一般事業会社の要件³の緩和と少人数私募における 50 名カウントからの「適格機関投資家」の除外がおこなわれた。

当初、私募債は都銀保証付が中心だったが、経済産業省は平成 12 年 4 月に特定社債保証制度を創設した。特定社債保証制度とは、「純資産額が一定以上あり、ストック指標とフロー指標の一定要件を満たす中小企業者が発行する社債（私募債）について信用保証協会が金融機関とともに保証をおこない、政令で定める一定範囲の金融機関等の投資家が引き受けることにより中小企業が事業資金を調達する」（江口 2005）制度である。本制度は「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」

（平成十一年法律第二百二十二号）で中小企業信用保険法に特定社債保険⁴に関する項目

2 有価証券報告書を提出している者で、毎年 7 月 1 日におけるその者の最近事業年度及び当該事業年度の直前事業年度に係る有価証券報告書に記載された貸借対照表における有価証券の金額及び投資有価証券の金額の合計額が 500 億円以上である者のうち金融庁長官に届出をおこなった者。

3 貸借対照表の「有価証券」および「投資有価証券」の合計金額が 500 億円から 100 億円に緩和された。

4 中小企業信用保険法（昭和二十五年法律第二百六十四号）に第三条の八が以下のように加えられた。「事業団は、事業年度の半期ごとに、信用保証協会を相手方として、当該信用保証協会が中小企業者（純資産の額が一定の額以上であることその他の通商産業省令で定める要件を備えているものに限る。以下この条において同じ。）が発行する社債（当該社債の発行が証券取引法（昭和二十三年法律第二十五号）第二条第三項に規定する有価証券の私募によるものに

と信用保証協会法（昭和二十八年法律第百九十六号）第二十条第一項第四号⁵を定めることとで成立した。

当制度創設後、純資産額の適債基準の緩和は平成 14 年 4 月と平成 18 年 1 月の二度おこなわれ、利用可能な中小企業者の範囲の拡大がおこなわれた⁶。平成 12 年 4 月の創設当初は純資産額基準が 5 億円以上の企業に限られていたが、平成 14 年 4 月改正で平成 12 年 4 月適債要件に純資産額 3 億円以上 5 億円未満が追加され、さらに平成 18 年 1 月改正で平成 14 年 4 月適債基準に純資産額 1 億円以上 3 億円未満が追加された。適債基準緩和の背景はつぎのとおりである。まず、平成 14 年 4 月の改正は、平成 13 年 6 月 26 日に閣議決定された「今後の経済財政運営及び経済社会の構造改革に関する基本方針」が各省庁でどのように実施されるかを示した「改革工程表」（平成 13 年 9 月）のなかで「中小企業の発行する社債に対して信用保証協会が保証を行う特定社債保証制度につき、利用者ニーズに応じた要件の見直し等の措置を講じる」とされたことを踏まえたものである。つづいて、平成 18 年 1 月の改正は、平成 17 年 6 月に中小企業政策審議会基本政策部会でとりまとめられた「信用補完制度のあり方に関するとりまとめ」のなかで「金融機関の単独保証で行う社債については、その商品性が充実してきていることから、保証協会での特定社債保証制度についても見直しを検討すべきである」と提言されたことを踏まえたものである。

特定社債保証制度の創設に続き、大阪府小額私募債保証制度が平成 12 年 11 月に創設された。この制度は「府内の中小企業の資金調達手段の多様化を図り、経済環境の変化に影響されることなく事業活動に必要な資金が調達できるように、大阪府中小企業信用保証協会の保証制度を活用し、一定の要件を満たす中小企業が、社債の発行により、長期かつ

限る。以下同じ。）のうち政令で定める金融機関が引き受けるものに係る債務の保証をすることにより、中小企業者一人についての保険価額の合計額が四億五千万円を超えることができない保険（以下「特定社債保険」という。）について、社債に係る債務（利息に係るものを除く。以下この条において同じ。）の額のうち保証をした額の総額が一定の金額に達するまで、その保証につき、事業団と当該信用保証協会との間に保険関係が成立する旨を定める契約を締結することができる」。

5 追加された第二十条第一項第四号はつぎのとおりである。「中小企業者等が発行する社債（当該社債の発行が証券取引法（昭和二十三年法律第二十五号）第二条第三項に規定する有価証券の私募によるものに限る。）のうち銀行その他の金融機関が引き受けるものに係る債務の保証」。

安定した資金を調達できるようにした制度」⁷である。当時、すでに私募債に対する保証制度として特定社債保証制度が創設されていたが、大阪府小額私募債保証制度は保証対象が、特定社債保証制度では対象としていない純資産額 3 億円以上 5 億円未満の企業を対象とした。また、信用保証協会の保証割合は特定社債保証制度が 90%であるのに対して、当制度では最大 97.5%の 1 億 9,500 万円となっており、期間は 2 年以上 5 年以内と特定社債保証制度の 2 年以上 7 年以内に比べ短い。担保は当制度でも特定社債保証制度でも一定の発行額を超えると必要となる。保証人は、当制度では代表取締役および有担保の場合には担保提供者を含むことになっているが、特定社債保証制度では、共同保証人以外は不要となっている。また、当制度では、経営情報を社債発行後 3 カ月以内に、インターネット上に自社のホームページを開設し、開示することを求めている。

私募債発行増加のもうひとつの要因として、中堅・中小企業の発行する社債を裏づけ資産とする CBO の組成への取組みがあげられる。まず、東京都は、平成 12 年 3 月から東京都債券市場構想で中小企業への資金供給をおこなってきた。この構想のなかで、平成 15 年の第 4 回ではじめて CBO が組成され平成 18 年の第 7 回まで毎年 CBO の組成がおこなわれている。この CBO で私募普通社債を発行した企業は 1,941 社、発行額は 1,328 億 2,000 万円となっている。第 4 回から第 7 回までの CBO の概要はつぎのとおりである。平成 15 年 3 月（第 4 回）は、日本ではじめての地方自治体主導による CBO の組成であった。中核金融機関はみずほ銀行であり、189 社が参加し、150 億 6,000 万円を供給している。平成 16 年 3 月（第 5 回）は、都内に営業基盤を置く地方銀行の東京都民銀行、東日本銀行、八千代銀行が中心となり CBO の組成がおこなわれ 111 社が参加し、44 億円の私募債の発行となっている。平成 17 年 3 月（第 6 回）は、みずほ銀行が中核金融機関となり、372 社が参加し、発行総額は 218 億 1,000 万円となった。平成 18 年 3 月（第 7 回）の CBO は、みずほ銀行を中心に三井住友銀行、池田銀行、りそな銀行、静岡銀行、スルガ銀行、清水銀行によりおこなわれた。東京都・大阪府・横浜市・川崎市・静岡市・大阪市・神戸市の七つの自治体が連携して主導した広域 CBO で 1,269 社が参加し、915 億 5,000 万円の私募債が発行された。また、平成 17 年 3 月（第 6 回）では、東京都債券

6 中小企業信用保険法施行規則第八条の改正。

7 大阪府商工労働部金融課「大阪府小額私募債保証制度のご案内」
<http://www.pref.osaka.jp/kinyu/SIBOSAI/sibosai5.pdf>

市場構想ではじめて UFJ 銀行が募集した融資と私募債から CDO を組成し、233 億 4,000 万円の資金供給をおこなった。

つづいて、大阪府も平成 15 年に大阪府中小企業等債券市場構想で中小企業向け私募債発行支援制度である大阪府 SBE⁸私募債を創設した。大阪府 SBE 私募債の構想は「一定の条件を満たす大阪府下の中小企業が私募債を発行し、その私募債を引受金融機関であるりそな銀行あるいは近畿大阪銀行が引き受け、投資家に対して個別社債を譲渡するか、あるいは債権プールを作り、そのプール債権を投資家に譲渡するという方法」（数阪 2005）であった。私募債の発行は平成 15 年に 2 度おこなわれ、りそなホールディングス傘下のりそな銀行と近畿大阪銀行が私募債を引受けている。承諾件数および引受総額は、第 1 回の平成 15 年 6・7 月期 274 件約 180 億円、第 2 回の平成 15 年 12 月期 158 件約 103 億円となっている。

民間の金融機関では、みずほ銀行が平成 16 年 12 月に地方銀行と共同で広域型地方銀行 CBO⁹を組成した。このスキームは、参加銀行の募集した企業に対し、無担保、無保証の私募債で資金供給をおこなうものである。具体的には、参加銀行である地方銀行に私募債発行企業を募集させ、発行を希望する企業の私募債をみずほ銀行が引き受ける仕組みである。このスキームに参加した地方銀行は、大垣共立銀行（岐阜県）、荘内銀行（山形県）、スルガ銀行（静岡県）、西日本シティ銀行（福岡県）の 4 行であり、アレンジャー・オリジネーターはみずほ銀行が、そしてみずほ信託銀行が信託受託者となる。みずほ銀行は、全私募債をみずほ信託銀行に信託譲渡し、トランシングされた信託受益権をその対価として取得し、投資家および参加銀行に譲渡する。信託受益権は、発行総額が 15 億円、年限 3 年、満期一括償還となっている。また、参加銀行が募集した企業が発行する無担保、無保証の私募債は、発行額が 50 百万円から 100 百万円、年限 3 年、満期一括償還となっている。その他、中小企業金融公庫は募集型のシンセティック CBO を平成 16 年 9 月と平成 17 年 6 月に組成している。平成 16 年 9 月の私募債プールは 372 社、244.65 億円、平成 17 年 6 月の私募債プールは 332 社、199.05 億円であった。

8 S B E（Support for Brilliant small and medium-sized Enterprise）とは「キラリと光る中小企業を後押しする」という意味。

9 株式会社みずほ銀行ニュースリリース「広域型地方銀行 CBO の組成について」2004 年 12 月

政府系金融機関である中小企業金融公庫も平成 16 年 4 月の中小企業金融公庫法の改正で証券化を利用した新たな資金供給をおこなうことが認められ、平成 16 年 9 月と平成 17 年 6 月に中小企業の私募債を裏づけ資産とし、劣後部分の信用リスクを負担する募集型のシンセティック CBO を組成している。平成 16 年 9 月の私募債プールは 372 社、244 億 6,500 万円、平成 17 年 6 月の私募債プールは 332 社、199 億 500 万円であった。

3 文献レビューと仮説

第 3 節で、企業金融文献をレビューしながら、われわれは中小企業の資金調達における私募債の位置づけと仮説を検討する。銀行借入に対して、公募債は債権の優先弁済の順序 (priority) , 償還期間と債権者構成という 3 つの面が異なる。銀行融資は、担保付大口短期債権である。これに対して、公募債は無担保長期小口債権である。短期借入の場合は、事後モニタリングの結果次第で銀行が融資先企業の清算や継続を決定する。短期借入に対して、公募債は長期資金である。銀行借入と公募社債の選択について、銀行借入と社債の選択に関する実証分析は結果がまちまちである。一つの共通点は、多かれ少なかれ信用リスクと銀行借入比率との間に正の相関が報告されている。

銀行借入と公募債だけでなく、私募債やノンバンク借入を明示的に分析した実証分析もおこなわれている。たとえば、James (1987) では私募債と銀行借入の新聞メディア報道に対する株価の反応の相違が分析され、Johnson (1997) では債務に占める私募債の比率、Carey *et al.* (1998) ではノンバンク借入比率の決定要因が分析されている。結論は、公募債以外に私募債とノンバンク借入を選択する企業のリスクが比較的高い。最近、Hadlock and James (2002) で新株発行、銀行借入と公募債の選択が分析された。結論は、株価堅調な比較的小規模の若い企業は新規株式を発行、株価が低迷かつ変動が激しい比較的小規模の企業は銀行から融資を受け、株価安定な大企業は公募債を発行する。このように、株式市場、公募社債市場と銀行借入が企業属性によって使い分けられる。明示的に私募債の選択の決定要因を分析した実証論文として、Krishnaswami, Spindt and Subramaniam (1999) と Denis and Mihov (2003) があげられる。Krishnaswami *et al.* (1999) では、公募債と私募債のいずれもアクセスできる上場企業を対象に、私募債の長期債務に占める割

17 日。 http://www.mizuhobank.co.jp/company/release/2004_/pdf/news041217.pdf

合の決定要因が明らかにされた。規模が比較的小さく、発行額が少ないことなどにより公募債の発行費用が高い場合に私募債割合が高い。他方、成長性が高く、株価変動が激しい企業も私募債を選ぶ傾向が強い。

すでに触れたように、新規銀行借入、144A 私募債新規発行と公募債新規発行のデータを用いて、高格付企業は公募債を発行し、低格付企業は 144A 私募債を発行し、高格付と低格付の中間に位置するミドルリスクの企業は銀行借入を選択する、と Denis and Mihov (2003) は分析した。Fenn (2000) によると、144A 私募債は主に機関投資家などのプロ向けであり、有価証券届出書が免除されるため 144A 私募債の発行は企業再生などのハイリスク緊急資金を手当てするのに適する。ただし、144A 私募債の発行に最低 1 つの格付取得が要求される。発行後、短期間以内に売買に登録されることが多く、事実上公募債と異なる。このように、Denis and Mihov (2003) と Fenn (2000) は、債権者が比較的少数プロ投資家で構成される 144A 私募債は銀行借入と同様に経営破たん処理における交渉の柔軟性を持つ側面を的確に捉えている。

144A 私募債以外の私募債は、Carey *et al.* (1993) で公募債と銀行借入のハイブリッドとして位置づけられる (表 1)。以下、Carey *et al.* (1993) にもとづいて、米国私募債市場について簡単に説明する。まず、米国の上場企業と中小企業の私募債発行額は、社債発行額全体の 2 割から 6 割を占める。Kwan and Carleton (1993) によると、私募債のうち無担保私募債は 3 分の 2 である。同じように、1989 年に私募債発行額のうち、担保債や ABS の割合は 30% 弱である。償還期間をみると、銀行借入は 89% 近く償還期間が 1 年以内だということに対して、私募債は償還期間 3~7 年債の割合が 14%、7 年長の割合が 81%、3 年未満の割合はわずか 5% である。公募債の内訳は、3~7 年債 8%、7 年超 83%、3 年未満 10% となっている。このように、償還期間と償還の優先弁済の順序から考えれば、私募債は公募債と大きく異ならないといえよう。中小企業が公募社債にアクセスすることがまれであるため、中小企業の資金調達を選択ゾーンは網掛けの部分に限られる。いかえれば、中小企業の私募債と銀行借入の選択は、実質上 public debt と private debt の選択と大きく異ならないのである。具体的に、規模が比較的大きく、信用リスクが相対的に低く、情報の非対称性問題がそれほど深刻ではない中小企業は、銀行借入よりも私募債を選択する。

日本の私募債や特定社債保証制度については、アンケート調査や統計データにもとづく

研究が主であった。まず、平成2年度から平成3年度にかけて小型私募債の発行額が約3倍増の8,808億円、件数で約2.5倍増の2,426件に達したことを受けて中小企業庁が平成4年3月に取りまとめた「中小企業等の私募債発行に関する調査」と題する調査にもとづいて、中小企業金融における私募債の位置づけに関する分析が篠原（1992）でなされた。アンケート調査は、平成元年1月から平成3年9月までに私募債を発行した企業および民間データベースより無作為抽出した未発行企業に対し実施され、発行企業2,002社うち回答数1,023社、未発行企業2,731社うち回答数594社であった。

結論として、適債基準を達成することは中小企業にとってハードルが高いため、私募普通社債は容易な資金調達手段ではなく、未発行企業の約3分の2は私募債の発行を「必要がない」としている。私募債のメリットに関しては、長期固定金利資金の確保、資金調達の多様化の回答が主であった。そして、今後の資金調達を借入のみでおこなうとしている企業が約8割を占めていることから、中小企業も現状では私募債の利用について特段の必要性を認めているとは言えないとしている。したがって、間接金融による資金調達が安定的におこなわれることが依然として重要であり、民間金融機関および政府系中小企業金融機関等による中小企業への安定的な資金供給の確保について配慮することがひきつづき重要な課題であるとしている。既発行企業は「取扱手数料の引下げ」、「担保要件の緩和」、未発行企業は、「発行基準の緩和」、「担保要件の緩和」、「手続きの簡素化」を要望していた。規制緩和に対する要望が多い点は興味深い。

同様に、1999年9月に富士総研が公表した「日本企業の社債発行に関する意識調査」¹⁰の分析結果にもとづいて、野田（2000）は有担保原則、コスト負担の重さと機関投資家の消極的な投資姿勢などの私募債発行の問題点を指摘した。まず、第一の問題点である有担保原則については、銀行が独自に「適債基準」を設けているが、さらにそのうえで原則として第一順位での担保設定を発行企業に求めている。これは、私募社債を引き受ける銀行が、そもそも転売を想定しておらず、担保を徹求して債権保全を図っているためと考えられる。つぎに、コスト負担の重さについては、発行体は融資とほぼ同水準の金利に加えて、発行時、期中、償還時に手数料がかかるため融資に比べてコストが高くなる。最後の

10 富士総研が1999年8月に会員企業に対して社債発行に関するアンケート調査を郵送で実施した。サンプル数は1,200社（会員モニター企業より無作為抽出）で有効回答数は895社（有効回答率74.6%）である。

問題点である機関投資家が私募社債への投資に消極的である理由として、銀行が満期まで持ち切るため市場で取引される私募社債が少ないこと、格付のない私募社債では信用リスクの正当な評価が難しいこと、また私募社債の転売を発行後 2 年間認めないとする「転売制限」が存在したことなどがあげられ、その結果として私募社債の流動性がきわめて低いと指摘した。他方、転売制限の撤廃によって機関投資家の投資態度が積極化しつつ、CBO などの活用次第で中堅・中小企業の小口無担保私募債発行の増加につながる可能性も併記され、米国の 144A 私募債の情報開示を例に、私募債市場を活性化するためには「企業の信用リスクに関する情報不足」を解消することが必要であり、私募社債の発行企業に対して“格付の取得を含む一定のディスクロージャー”を明確に義務づける必要があると提案された。

特定社債保証制度による私募、銀行保証付私募と担保附私募について金利、発行額、償還期間などの発行条件の特徴を比較した論文として、林（2004）があげられる。日本証券業協会の『私募社債便覧平成 15 年 3 月』に掲載された発行会社数 10,035 社の 18,141 銘柄から、特定社債保証制度による私募債を発行した中小企業 800 社 1,064 銘柄、さらにそれらの企業が別途発行した銀行保証付私募債 136 社 189 銘柄、担保附私募債 50 社 73 銘柄の分析をおこなった。中小企業にとって、特定社債保証制度による私募債は発行件数が多く、金利が融資よりも比較的低い。もっとも金利が低いのは銀行保証付私募債であり、担保附私募債は金利が高く発行金額も大きい。ただし、担保附私募債は年々発行数が減少している。また、信用保証協会保証付私募債の発行金額の分布は、5000 万円と 1 億円が多いことなどが明らかにされた。

しかし、私募債増加の要因と考えられる特定社債保証制度のスキームを詳細に検証した結果、銀行融資と社債という手法が違うだけで、金融機関からの資金調達と変わらないと結論づけられている。とりわけ、一部の上位中小企業にとっては私募債の利用可能性および資金の流動性が増加したが、金額も件数もまだ少なく、実質的に金融機関が引き受ける。こういった金融機関が私募債を引受け所有し、さまざまな役割を担当し関与することから、中小企業は依然として間接金融依存、つまり金融機関依存の資金調達体制から脱却できていない、と著者は金融機関保証中心の私募債の役割を否定している。この論文では、中小零細企業も大企業と平等に金融機関の関与を受けずに公募債を発行すべきだ、と強く主張されている。

これから、上述した私募債発行にかかわる法制度、私募債に関する理論実証研究文献を踏まえて、最近の私募債の発行状況を概観する。私募社債便覧平成 18 年 3 月版に収録された 56,820 銘柄の内訳は、無担保無保証 2,747 銘柄（4.8%）、保証付 53,359（93.9%）、担保付私募債 713 銘柄（1.3%）となっている。保証付私募債のうち、8,243 銘柄は保証協会と金融機関との共同保証になっている。また、CBO 組入銘柄 624 が含まれている。保証付私募債の発行額は 5,000 万円から 3 億円がもっとも多い。発行額合計 9 兆 6414 億円のうち、無担保無保証 5,927 億円（6.1%）、保証付 8 兆 8452 億円（91.7%）、担保私募債 2,034 億円（2.1%）となっている。

平成 15 年 3 月期～平成 18 年 3 月期の私募社債便覧¹¹から、共同保証私募債と銀行保証私募債の推移を都銀、地銀と第二地銀の別に図 3、4 にプロットした。平成 15 年 3 月の都銀・信託・政府系金融機関等は銀行保証が中心で、地銀と第二地銀は保証協会共同保証が主だった。翌年度、保証協会共同保証私募債が減少し、銀行保証私募債が急増した。平成 18 年 3 月期の保証付私募債発行は、都銀・信託・政府系金融機関等保証付債約 17,000 銘柄、保証協会都信銀共同保証付債約 650 銘柄、地銀保証付債約 1,900 銘柄、保証協会地銀共同保証付債約 700 銘柄、第二地銀保証付債約 450 銘柄、保証協会第二地銀共同保証付債約 200 銘柄となっている。地銀・第二地銀関係の保証付私募債発行において、保証協会共同保証の割合が依然として高いが、特定社債銘柄の割合は平成 15 年 3 月期 40%超から平成 18 年 3 月期に 7%程度に急落した。このように、初期段階では保証協会共同保証はビジネスモデルを提供する役割を果たしたといえよう。一方、銀行保証私募債発行銘柄数は、平成 15 年 3 月から平成 18 年 3 月にかけて 4 倍以上に増加した。

上述したように、日本の中小企業による私募債発行は民間金融機関保証付の無担保私募債中心である。以下、保証付私募債に焦点を当て、満期期間と保証金融機関を概観する。図 5 に示したように、償還期間は 5 年債がもっとも多く発行金額も銘柄も全体の半分以上を占める。つぎは、3 年債の発行金額と銘柄数がそれぞれ 20.1%、27.8%を占め、7 年債は発行金額と銘柄数がそれぞれ 14.1%、10.5%を占める。つづいて、10 年債の発行金額と銘柄数が全体に占める割合はそれぞれ 6.6%、3.2%である。つまり、償還期間は 5 年、3 年、7 年と 10 年の順に多く、合わせると全体の 9 割以上を占める。ただし、償還方法

11 ABS および投資法人の私募債は除外した。

をみると、銘柄合計 30,454、発行額合計 5 兆 3304 億円は定時償還となっている。定時償還が多いとしても、統計からわかるように、中小企業の私募債発行の目的は、比較的中長期資金を調達することである。この点は、短期銀行融資と大きく異なる。

簡単にまとめると、公募債と異なり、私募債は発行に際して有価証券届出書などの作成は不要、発行は少数特定者の間でなされるため手続きは簡単である。他方、債権の優先弁済の順序をみると、銀行借入と異なり、中小企業の私募債は無担保が主である。償還期間を比較すると、1~3 年が主流となる金融機関の設備資金とくらべて、私募債は 5 年満期が中心で、比較的中長期的である。中小企業庁が平成 4 年 3 月に取りまとめた「中小企業等の私募債発行に関する調査」（篠原 1992）と 1999 年 9 月に富士総研が公表した「日本企業の社債発行に関する意識調査」（野田 2000）はいずれも長期資金の確保を私募債のメリットとしてあげている。

たしかに、発行が少人数の間になされ、顔ぶれがある程度わかることに加えて、銀行は事前審査で情報を生産し、保証を提供することによって報酬を得るといった銀行借入に近い一面がある。しかし、日本で中小企業はむしろ無担保長期資金だという公募社債の側面を重視している。とりわけ、企業は中長期的資金を調達することによって、銀行からの頻繁な介入を回避することと同時に、トラック・レコードを築き、公募債発行への足がかりにする。公募債にアクセスすることが限定される中小企業が私募債を発行する理由として、私募債が銀行借入に似るよりも、銀行借入に異なって長期資金の確保と会社の知名度信用度の向上の側面が重要だといえよう。したがって、公募債の側面が重要である。次節では、償還期間が長いことと無担保といった私募債の銀行借入と異なる点に着目し、われわれはどのような中小企業が銀行からの頻繁な介入を回避するために私募債の発行によって中長期的資金を調達することと同時に信用度を向上させるかを検証する。

4 実証分析

この節では、われわれは中堅・中小企業の財務データを用いて仮説を検証する。データは中小企業庁が平成 13 年から平成 17 年に実施した金融環境実態調査対象企業の決算書（東京商工リサーチ）である。サンプルは、日本標準産業分類で農林漁業、金融・保険業を除く中小中堅・中小企業の株式会社である。分析期間は 2001 年 3 月期決算から 2004 年 3 月期決算までである。中堅・中小企業を以下の手順で特定した。まず、東京商工リ

サーチにこの間収録された利用可能なデータは 41,812 社・年であった。さらに説明変数・非説明変数を計算するための財務データが欠損したものを除いて、35,290 社・年を抽出した。上場企業と大会社を除いた中堅中小企業は 31,374 社・年である。大会社（会社法第二条第六号による）とは前年度の貸借対照表において資本金が 5 億円以上であるか、または負債の部の合計額が 200 億円以上の企業である。そのうち、中小企業は、30,873 社・年である。長期借入と社債のいずれかの長期債務の残高が 0 となるサンプルを除くと、全体、中堅中小企業、中小企業のサンプル数は、それぞれ 32,508、28,984 と 28,562 となっている。

われわれは企業規模、担保価値、収益性、安全性と成長性などの企業属性から、私募債利用企業と私募債未利用企業との相違を明らかにする。企業規模は企業の評判や経営者の能力に密接に関連する。一般的に企業規模が大きければ評判が確立されているためリスクの高いプロジェクトに賭けて自分の評判を台無しにする可能性が低い。有価証券報告書などの情報開示コストも大きい企業ほど比較的安く、手数料などの私募債発行費用の規模の経済性もまた大きいと考えられる。既存研究は大企業ほど公募債を選択する傾向が強いと示唆する。企業規模の影響は中小企業における銀行融資額と私募債発行額に依存する。中小企業が公募債に近い側面を重視して私募債を発行するものであれば、企業規模がプラスに働くと考えられる¹²。すでに説明したように、Carey *et al.* (1993) は比較的大きい中堅・中小企業が私募債を発行することを示唆する。したがって、規模が比較的大きい企業は私募債を発行する可能性が高い。

資本構成や債務構成に影響を及ぼすもうひとつの要素は、固定資産比率である。固定資産の保有比率が低い企業は経営の透明性が低いため資産代替の可能性が高いとも考えられる。したがって、固定資産が多い企業は資産代替のモラルハザード問題はそれほど深刻ではない。Denis and Mihov (2003) で、固定資産比率が高い、すなわち、モラルハザードの懸念が少ない企業は公募債を発行すると報告されている。一方、すでに説明したように、銀行借入は担保付短期融資と特徴づけられている。一般的に企業が担保として債権者に提供する資産は不動産等の固定資産である場合が多い。制度上、根抵当やクレジットライン

12 ただし、144A 私募債発行企業は、公募債発行企業と比べると規模が小さいが、銀行借入依存企業と変わらない、と Denis and Mihov (2003) で報告されている。これは、経営不振中小企業が緊急資金を手当てする目的で 144A 私募債を発行する特殊要因によるものだと考えられる。

などの銀行借入の場合の担保登記費用が比較的安いいため、担保資産豊富な企業にとって担保付銀行融資のコストが低いと考えられる。ただし、債権者は金銭債務が履行されない恐れが多い場合に、債務の弁済に充当するため提供を受けた担保資産を換価するために担保を要求する。したがって、銀行は倒産リスクの高い融資先に担保を要求する（Rajan and Zingales 1995; Johnson 1997; Ono and Uesugi 2009）。固定資産割合が高いからといって、銀行に担保を提供して融資を受けるという因果関係は成立しない。結果として、固定資産割合の効果は実証結果に委ねるべきである。

収益性の低い企業は財務上の困難に陥る可能性が高いため、公募債よりも一般的に再交渉が容易な銀行借入を選好すると考えられる。これは Denis and Mihov (2003) によって裏づけられている。ここで使用する代理変数は EBITDA を総資産で割った値の 3 年平均値である。ただし、公募債と比較して収益性の低い企業は銀行借入を選好するといえるが、収益性の高い企業が私募普通社債を発行するとは断定できない。少なくとも、Denis and Mihov (2003) は銀行借入依存企業と私募債発行企業の間に有意な収益性の効果が確認されなかった。中長期資金の確保、企業知名度・信用度の向上と公募債発行へのステップなどといった私募債発行の動機から、収益性の低い企業は私募債を発行することは考えにくい。

企業の安全性指標として、インタレスト・カバレッジ・レシオを用いる。インタレスト・カバレッジ・レシオは営業利益に受取利息・配当金を加えたものを支払利息・割引料で割った値である。上場企業の場合には、投資適格格付などの格付情報を用いることが多い。中小企業について、格付や Altman's Z がいないため、インタレスト・カバレッジ・レシオを用いる。中長期資金の確保、企業知名度・信用度の向上と公募債発行へのステップなどといった私募債発行の動機から、信用リスクの低い企業が私募債を発行することはより説得力があるといえよう。

最後に、中小企業は、上場企業と異なって時価簿価比率などの成長性の代理変数がないため、売上高に対する研究開発費の比率を用いる。安全性と収益性以外に、成長性が銀行借入と社債の選択にいかなる効果を与えるかは、最も重要な論点になる。既存取引銀行は、融資取引で蓄積した情報を独占し、短期融資を引き上げると脅して融資先の利益を収奪（hold up）することが考えられる。一方、新規銀行は、既存取引銀行の融資引き上げが経営悪化によるものかどうかを判断する情報を持っていないため、借り換えに応じない。

結果として、金利引き上げや役員派遣や担保追加などの形で、融資先は銀行に収奪されてしまう。これを分析したのは、Rajan(1992)の理論モデルである。日本でも、メインバンク云々と裏腹に、銀行は“天気のとくに傘をくれるが雨のとくに取り上げる”と言われていいる。これは、まさに銀行の収奪である。とりわけ、成長企業にとって短期融資を引き上げるコストは高い。成長企業は、流動性不足に陥りやすく、銀行収奪の格好の対象になる。事前に銀行の収奪を避けるために、短期銀行融資よりも長期資金を選ぶ傾向が強いと考えられる。

社債/(長・短期借入+社債)を説明変数とする全体サンプルの説明変数の基本統計量は表 2 に示している。35,290 社・年のうち、社債利用企業は 3,717 社・年で、全体の約一割に相当する。表 3 が示すように、社債未利用企業と社債利用企業は規模、収益性、安全性と研究開発費が異なる。とりわけ、社債利用企業の規模の平均値は社債未利用企業の平均値の 3 倍、中央値は社債未利用企業の中央値の 6 倍になる。固定資産比率は、社債利用企業の平均値と中央値はほぼ 44%前後で、社債未利用企業の 41%と 40%を若干上回る。収益性を見ると、社債利用企業の平均値と中央値はそれぞれ 6.33%と 5.53%である。これに対して、社債未利用企業の平均値と中央値はそれぞれ 1%強低く 4.78%と 4.20%である。インタレスト・カバレッジ・レシオは、社債利用企業の平均値 8.79 倍が社債未利用企業の平均値 10.43 倍より低いが、社債利用企業の中央値は 3.57 倍は社債未利用企業の 1.59 倍の 2 倍強である。さらに、社債利用企業の平均売上高研究開発費比率は社債未利用企業の平均の 6 倍以上である。社債利用企業と社債未利用企業の基本等計量から、社債未利用企業は、規模、収益性、安全性および研究開発費で見た成長性がいずれも社債利用企業に劣ることがわかる。長期借入残高と社債残高がいずれも 0 の社・年を除いた社債未利用企業 28,791 社・年と社債利用企業をあわせたサンプルの基本等計量は表 4 と表 5 に示している。結果は表 2 と表 3 と概ね同じである。紙幅の制約で、中堅中小企業と中小企業に関する基本統計量や社債利用企業と社債未利用企業の基本統計量の比較は省略する。

被説明変数は、社債残高/(長期銀行借入金残高+社債残高)と社債残高/(長期・短期銀行借入金残高+社債残高)のいずれかである。非説明変数の上限・下限は 0 か 1 かをとるため、Tobit 回帰で分析する。表 6 に示したように、サンプル全体を分析対象に、企業規模、収益性、安定性と成長性はいずれも私募債の利用を高める。また、担保資産を豊富に持つ企業は、私募債よりも銀行借入、とりわけ、満期 1 年以上の長期借入を選択する。最

後に、積極的に研究開発に取り組んでいる中小企業は、銀行借入よりも私募債を選択する傾向が強い。つまり、成長企業ほど銀行からの頻繁な介入を回避するために私募債の発行によって中長期的資金を調達する。この結果は、Rajan(1992)のホールドアップ仮説と整合的である。表 7、8 に示したように、われわれの結果は、非常に頑健的である。サンプルを中堅中小企業、中小企業サンプルに限定しても、結果は概ね同じである。したがって、収益性が高く、リスクが低く、担保資産が乏しく、成長性が高い優良成長企業は、私募債の発行によって中長期的資金を調達する傾向が強い。その目的は、銀行からの頻繁な介入を回避することと考えられる。

最後に、われわれは、メインバンクが特定できる¹³2000年4月期から2003年3月期の中小企業について、企業銀行関係及びメインバンクの属性が私募債の利用に対する効果を考慮しながら、Tobit 回帰分析を行なった。メインバンク属性のデータソースは FQ である。サンプルは、メインバンクが特定できる、TSR の財務データかつ FQ のメインバンク属性データが入手可能な中小企業である。

企業銀行関係について、遡って特定できるメインバンクとの取引年数を用いる。メインバンクとの取引年数が長ければ長いほど、私的情報の蓄積によって銀行借入のコストが低くなる。他方、私募債の銀行保証や引受などの総合取引から、メインバンクは幅広い手数料を得ると指摘されている。メインバンクとの取引年数が長い企業ほど私募債のコストが逡減することも考えられる。たとえば、取引銀行の証券子会社がアンダーライターを引き受ける場合の公募社債の利回りが低いという Puri(1996)の実証結果が挙げられる。公募社債と私募社債は異なるが、メインバンクとの密接な関係は、私募債のコストを低めるとも考えられる。企業年齢の長い老舗企業がメインバンクとの取引期間が長いと考えられるため、企業年齢もコントロールする。既に説明したように、若い企業より、創業年数の長い企業は、信用や評判が既に確立されていると考えられる。企業規模と同様に、企業年齢は信用と評判の変数にもなりうる。

¹³ 上述した企業金融環境調査の中で、2002年10月31日（調査時点）の金融環境実態調査（中小企業庁）におけるメインバンクは特定できる。メインバンクとの取引年数が長い場合、遡ってメインバンクを特定することができる。このように、メインバンクとの取引年数に応じて、2002年10月31日の金融環境実態調査のサンプル企業のメインバンク及びメインバンクとの取引年数を特定した。なお、2002年10月31日時点でメインバンクとの取引期間が短い企業や銀行合併などの事由によって、メインバンクを特定することができない企業は除かれている。ただし、メインバンクとメインバンクとの取引年数以外の関係については、遡って特定できない。

2003年まで、日本の銀行が不良債権の処理に追われていた。よって、われわれは主に不良債権の影響に着目する。多くの不良債権を抱えるメインバンクは、優良中小企業に資金を提供する余力が乏しいといえよう。また、不良債権比率の高いメインバンクは、自分の評判を重視するよりも、目先の利益で優良中小企業をホールドアップする可能性が強いと考えられる。したがって、優良中小企業はメインバンクの収奪や貸し渋りを避けるために私募債での資金調達を好む。他方、公募社債と異なって、中小企業に関する公的情報が乏しい。換言すれば、メインバンクの不良債権比率が高い企業にとって、私募債を発行するコストが高くなってしまう。この問題に答えるには、実証分析の結果に俟つかない。

表9、表10の結果からわかるように、メインバンク取引年数の対数の係数は正であるが、10%レベルで有意ではない。企業年齢の係数は、一部の推定式において10%レベルで有意にプラスだが、頑健ではない。頑健な効果が見られるのは、メインバンクの不良債権比率である。すべての推定式において、メインバンク不良債権比率の係数は、1%レベルで有意にマイナスである。この結果は、メインバンクの不良債権比率が借手企業の私募債を発行するコストを高めるといえよう。ただし、因果関係を確認するためには、さらなる実証分析が必要だと思われる。

5 結び

この論文でわれわれは中堅・中小企業の決算データを用いて、私募債と銀行借入の選択の決定要因を分析した。結果は、優良中小企業は銀行からの頻繁な介入を回避するために私募債の発行によって中長期的資金を調達することと同時に信用度を向上させるという仮説を支持するものである。公募債にアクセスすることが難しい日本の中堅・中小企業にとって、銀行借入に等しいあるいは近い資金調達手段というよりも、私募債は中長期資金を確保し信用度を向上させる資金調達方法である。また、不良債権比率が高いメインバンクの融資先企業は私募債の利用が少ない傾向にあることから、銀行の貸し渋り対策として私募債を発行する仮説は支持されないと思われる。われわれの研究は中堅・中小企業における資金調達の選択に対し重要な示唆と政策含意を与えるといえよう。

中堅・中小企業の私募債発行に銀行や金融機関が深く関与しているからといって、私募債は銀行借入とまったく同じだと片づけようとする議論に対し、われわれは私募債発行企業と私募債未利用企業の属性が明らかに異なることを明らかにした。資金調達の多様化や

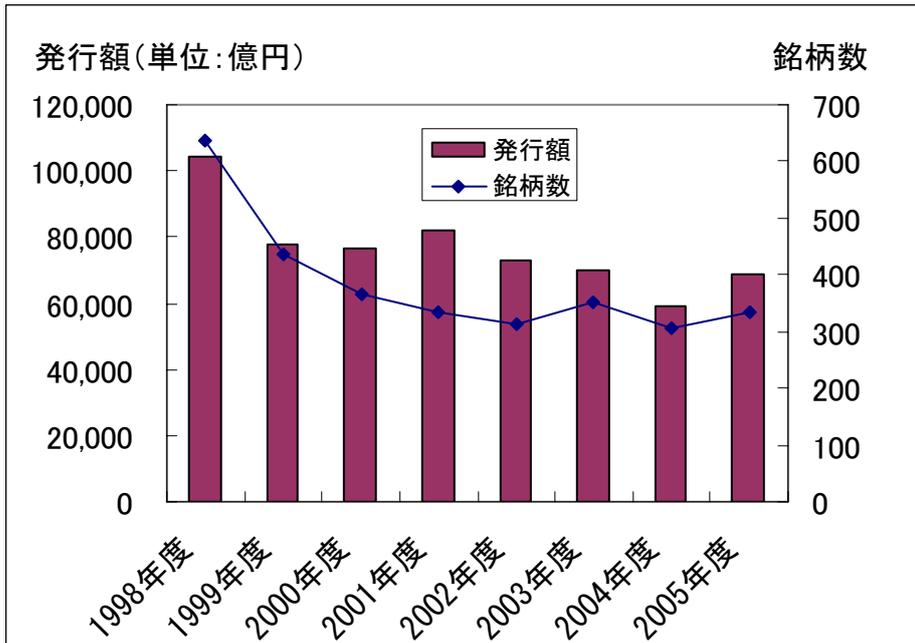
間接金融からの脱出とあって、企業規模、収益性と安全性を問わずにすべての中堅・中小企業が銀行の関与が少ない公募債を発行できることに拘泥することは、市場型間接金融を正しく認識する妨げになる。もちろん、われわれの実証分析結果は単にゼロ金利政策下の一過性の現象か今後も拡大していくかについては、将来のデータを待たなければならない。さらに、私募債発行の実績が上場後に公募債発行にプラスに働くかどうかに関する分析も重要課題として早急に取り込まなければならない。

参考文献

- Carey, M., M. Post and S. Sharpe (1998) "Does Corporate Lending by Banks and Finance Companies Differ?" *Journal of Finance* 53, 845–878.
- Carey, Mark, Stephen Prowse, John Rea and Gregory Udell (1993) "The Economics of the Private Placement Market," Board of Governors of the Federal Reserve System Staff Studies series.
- Denis, D.J. and V.T. Mihov (2003) "The Choice among Bank Debt, Non-Bank Private Debt, and Public Debt: Evidence from New Corporate Borrowings," *Journal of Financial Economics* 70, 3–28.
- Fenn, G. (2000) "Speed of Issuance and the Adequacy of Disclosure in the 144A High-Yield Debt Market", *Journal of Financial Economics* 56, 383–406.
- Hadlock, C. and C. James (2002) "Do Banks Provide Financial Slack?" *Journal of Finance* 57, 1383–1419.
- James, C. (1987) "Some Evidence on the Uniqueness of Bank Loans," *Journal of Financial Economics* 19, 217–235.
- Johnson, S. (1997) "An Empirical Analysis of the Determinants of the Corporate Debt Ownership Structure," *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 32, 47–69.
- Krishnaswami, S., P. Spindt and V. Subramaniam (1999) "Information Asymmetry, Monitoring and the Placement Structure of Corporate Debt," *Journal of Financial Economics* 51, 407–434.
- Kwan, Simon and Willard T. Carleton (1993) "The Structure and Pricing of Private Placement Corporate Loans," Working Paper. Tucson, Ariz.: University of Arizona, College of Business and Public Administration.
- Ono, Arito and Ichiro Uesugi (2009) "The Role of Collateral and Personal Guarantees in Relationship Lending: Evidence from Japan's SME Loan Market," *Journal of Money, Credit,*

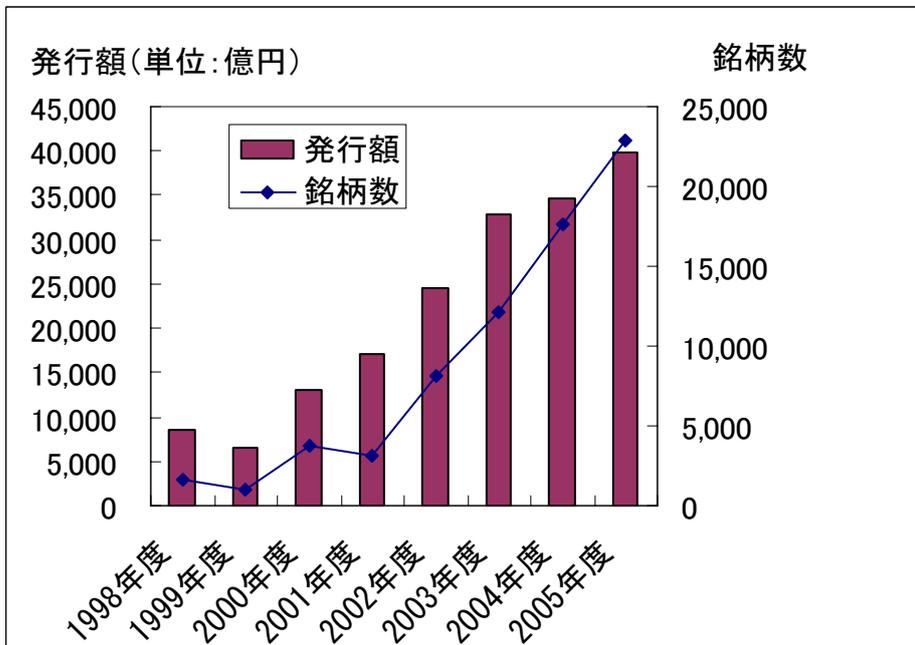
- and Banking, Vol. 41, pp. 935-960
- Puri, Manju. (1996). "Commercial Banks in Investment Banking: Conflict of Interest or Certification Effect." *Journal of Financial Economics* 40, 373-401.
- Rajan, R. (1992) "Insiders and outsiders: the choice between informed and arm's-length debt," *Journal of Finance* 47, 1367-1400.
- Rajan, R. G., and L. Zingales(1995) "What Do We Know About Capital Structure?: Some Evidence from International Data," *Journal of Finance* 50, pp.1421-1460.
- 江口浩一郎『信用保証 [第3版]』きんざい, 2005年。
- 格付投資情報センター (2003) 「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」に批判も」『日経公社債情報』No. 1383, 8-9.
- 数阪孝志「自治体主導 CLO の特徴と地域金融」『信金中金月報』信金中央金庫, 第4巻4号, 2005年4月。
- 篠原 徹 (1992) 「私募債市場の拡大と中小企業」『商工金融』9月号, 23~42.
- 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かぎを握るのは何か—」『富士総研論集』2000年1号, 1-25.
- 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—」, 明治大学経営学研究所『経営論集』52巻第1・2号, 97-114.

図1 普通社債の発行額および銘柄数の推移



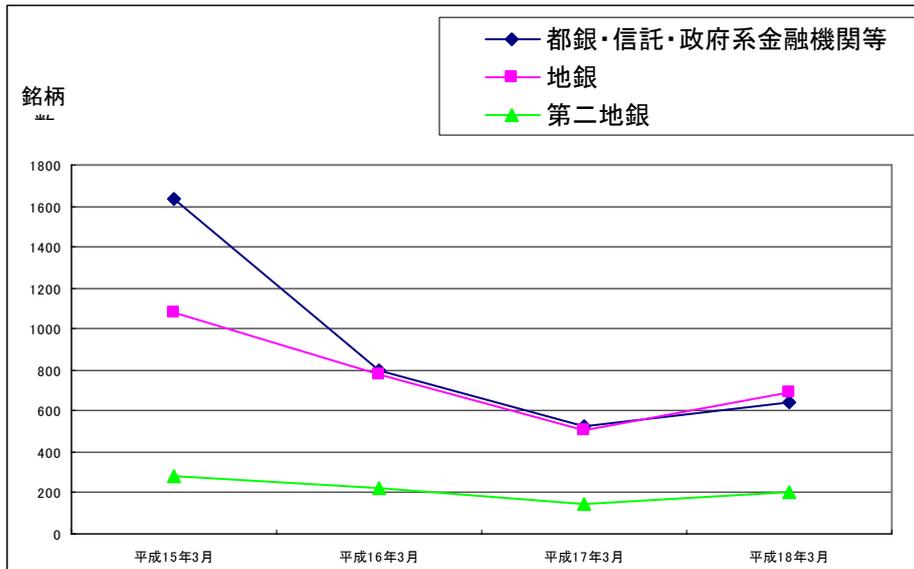
日本証券業協会の「公社債発行額・償還額」より作成、普通社債には、デュアル・カレンシー債、リバース・デュアル・カレンシー債、外貨建て債（払込日の実勢レートで円換算）を含む。普通社債は「電力債」、「一般債」、「NTT・JR・JT債」の合計である。（資料）日本証券業協会「公社債発行額・償還額」 (<http://www.jsda.or.jp/html/toukei/saiken/hako.xls>)

図2 私募社債の発行額および銘柄数の推移



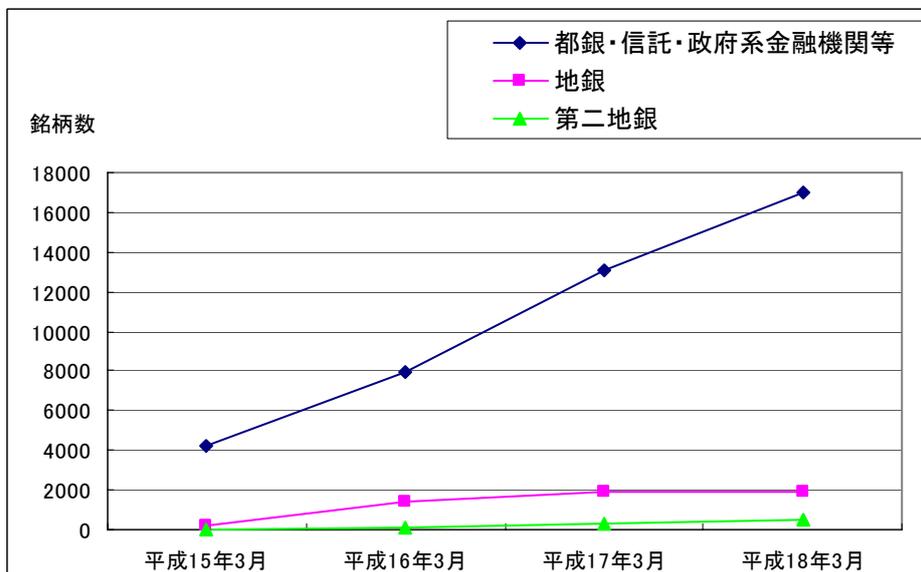
日本証券業協会の「公社債発行額・償還額」より作成、私募社債には、東京交通債券、外貨建て債（払込日の実勢レートで円換算）を含む。私募社債は、受託会社等から報告のあった銘柄のみを対象としたもので、現存する全ての私募社債を集計したものではない。また、私募社債には、転換社債型新株予約権付社債は含まない。（資料）日本証券業協会「公社債発行額・償還額」 (<http://www.jsda.or.jp/html/toukei/saiken/hako.xls>)

図3 特定社債保証制度（保証協会金融機関共同保証）銘柄数の推移



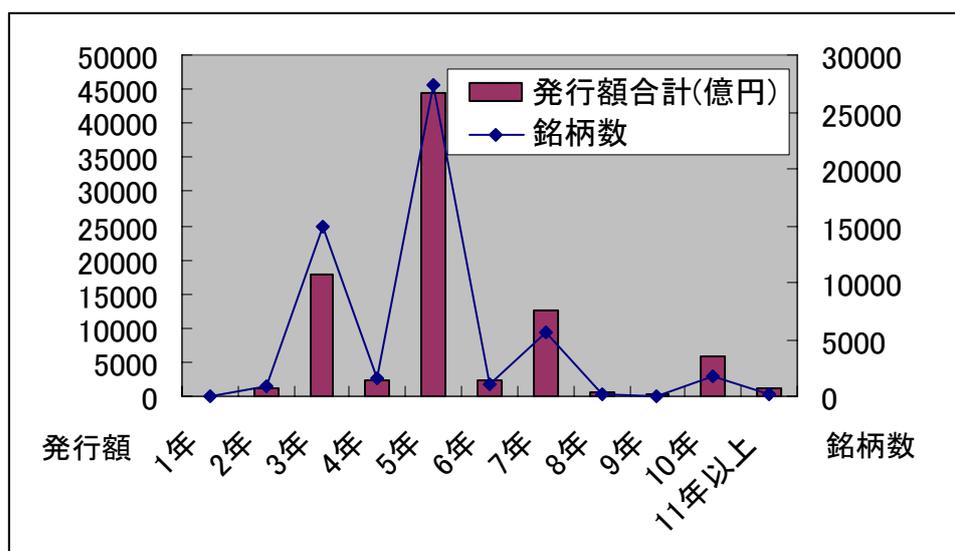
日本証券業協会『私募社債便覧』より作成。各私募社債便覧（平成15年3月、平成16年3月、平成17年3月、平成18年3月）から直前の1年間に発行された銘柄を各年度ごとに集計した。銘柄名から金融機関および特定社債保証制度（保証協会金融機関共同保証）の利用の有無を推測した。なお集計に当たりABSおよび投資法人の発行した私募債を除いた。

図4 銀行保証銘柄数の推移



日本証券業協会『私募社債便覧』より作成。各私募社債便覧（平成15年3月、平成16年3月、平成17年3月、平成18年3月）から直前の1年間に発行された銘柄を各年度ごとに集計した。銘柄名から金融機関および特定社債保証制度（保証協会金融機関共同保証）の利用の有無を推測した。なお集計に当たりABSおよび投資法人の発行した私募債を除いた。

図5 保証付私募債満期期間別銘柄数・発行額



日本証券業協会『私募社債便覧』平成18年3月版より作成。

表1 銀行借入、私募債と公募社債の特徴

	銀行借入	私募債	公募社債
償還期間	短い	長い	長い
情報問題	深刻	中間	軽
借り手企業規模	小	中から大	大
信用リスク	大	中から大	小
担保	有担保	時々担保付き	無担保
コベナンツ	多く、タイトー	少なく、ルーズ	少ない
再交渉	頻繁	時々	皆無
貸し手モニタリング	集約的	重要	最小限
主要貸し手	銀行	生命保険会社	いろいろ

Carey et al (1993:33)の8. Credit market characteristics より抜粋

表2 基本統計量 (全サンプル : 2000年4月-2004年3月)

期間	(総資産の単位は千円)			
	平均値	中央値	標準偏差	標本数
総資産(対数)	14.03095	13.97511	1.473801	35290
総資産	3397712	1173044	5611583	35290
固定資産比率	0.41308	0.402499	0.213257	35290
収益性	0.049402	0.043417	0.05357	35290
インフレスト・カバレッジ・レシオ	10.26036	1.761262	303.7971	35290
売上高試験研究開発比率	0.000414	0	0.003929	35290
ICR_Dummy2	0.530264	1	0.49909	35290

表3 基本統計量 (全サンプル : 2000年4月-2004年3月)

期間	社債未利用企業・年:31573			社債利用企業・年:3717		
	平均値	中央値	標準偏差	平均値	中央値	標準偏差
総資産(対数)	13.84997	13.80054	1.407129	15.56823	15.59844	1.078165
総資産	2676063	985141	4364488	9527551	5947281	9756591
固定資産比率	0.408958	0.396996	0.214958	0.448093	0.442684	0.194762
収益性	0.047762	0.041962	0.054242	0.06333	0.055348	0.045147
インフレスト・カバレッジ・レシオ	10.43308	1.591389	321.0852	8.793243	3.566878	23.02147
売上高試験研究開発比率	0.000271	0	0.002816	0.001632	0	0.00881

表4 基本統計量（長期借入金と私募債の残高合計が正の企業、2000年4月-2004年3月）

変数	(総資産の単位は千円)			
	平均値	中央値	標準偏差	標本数
総資産(対数)	14.0315	13.97077	1.469125	32508
総資産	3401567	1167961	5660775	32508
固定資産比率	0.424243	0.413846	0.210951	32508
収益性	0.050251	0.044203	0.05308	32508
インタレスト・カバレッジ・レシオ	7.289415	1.703756	151.5476	32508
売上高試験研究開発比率	0.000411	0	0.003965	32508
ICR_Dummy2	0.540544	1	0.498361	32508

表5 私募債利用企業対私募債未利用企業の基本統計量
（長期借入金と私募債の残高合計が正の企業、2000年4月-2004年3月）

変数	(総資産の単位は千円)					
	社債未利用企業年:28791			社債利用企業年:3717		
	平均値	中央値	標準偏差	平均値	中央値	標準偏差
総資産(対数)	13.8331	13.78033	1.393804	15.56823	15.59844	1.078165
総資産	2610685	965432	4292361	9527551	5947281	9756591
固定資産比率	0.421163	0.409804	0.21276	0.448093	0.442684	0.194762
収益性	0.048562	0.042653	0.053788	0.06333	0.055348	0.045147
インタレスト・カバレッジ・レシオ	7.095267	1.521536	160.8201	8.793243	3.566878	23.02147
売上高試験研究開発比率	0.000253	0	0.002742	0.001632	0	0.00881

表 6 Tobit 回帰分析結果 (全サンプル)

被説明変数	私募債/(長期借入金+私募債)	私募債/(長・短借入金+私募債)
総資産(対数)	0.2843706 *** (0.00)	0.175844 *** (0.00)
固定資産比率	-0.2961428 *** (0.00)	-0.06823 *** (0.00)
収益性	0.6021123 *** (0.00)	0.593693 *** (0.00)
ICR_Dummy2	-0.1463409 *** (0.00)	-0.08436 *** (0.00)
売上高試験研究開発費比率	5.089955 *** (0.00)	3.624169 *** (0.003)
切片	-4.727734 *** (0.00)	-3.045 *** (0.00)
Obs	32,508	35,290
Log Likelihood	-8793.03	-7466.43
PseudoR2	0.225	0.243

総資産、固定資産比率、収益性、インタレスト・カバレッジ・レシオ、売上高試験研究開発費比率の平均より 3σ 以上離れた値および異常値を除外した標本である。固定資産比率は、固定資産を総資産で割った値、収益性は、EBITDA(利息、税金支払い前の利益に減価償却費を加えたもの)を総資産で割った値の 3 年平均である。また、ICR_Dummy2 はインタレスト・カバレッジ・レシオが 2 未満の場合に 1, 2 以上の場合に 0 となるダミー変数である。売上高試験研究開発費比率は、試験研究開発費を売上高で割った値である。総資産の単位は千円。なお、括弧内は P 値である。***=1%有意水準、**=5%有意水準、*10%=有意水準

表 7 Tobit 回帰分析結果 (中堅・中小企業)

被説明変数	私募債/(長期借入金+私募債)	私募債/(長・短借入金+私募債)
総資産(対数)	0.3401198 ^{***} (0.00)	0.2096114 ^{***} (0.00)
固定資産比率	-0.2001698 ^{***} (0.00)	-0.0154535 (0.487)
収益性	0.496649 ^{***} (0.003)	0.5212558 ^{***} (0.00)
ICR_Dummy2	-0.1620249 ^{***} (0.00)	-0.092125 ^{***} (0.00)
売上高試験研究開発費比率	17.94405 ^{***} (0.00)	12.26939 ^{***} (0.00)
切片	-5.545353 ^{***} (0.00)	-3.526051 ^{***} (0.00)
Obs	28,984	31,374
Log Likelihood	-6,580.75	-5,564.23
PseudoR2	0.230	0.252

総資産、固定資産比率、収益性、インタレスト・カバレッジ・レシオ、売上高試験研究開発費比率の平均より3σ以上離れた値および異常値を除外した標本である。固定資産比率は、固定資産を総資産で割った値、収益性は、EBITDA(利息、税金支払い前の利益に減価償却費を加えたもの)を総資産で割った値の3年平均である。また、ICR_Dummy2はインタレスト・カバレッジ・レシオが2未満の場合に1、2以上の場合に0となるダミー変数である。売上高試験研究開発費比率は、試験研究開発費を売上高で割った値である。総資産の単位は千円。なお、括弧内はP値である。***=1%有意水準、**=5%有意水準、*10%=有意水準

表 8 Tobit 回帰分析結果 (中小企業)

	私募債/(長期借入金+私募債)	私募債/(長・短借入金+私募債)
総資産(対数)	0.326181 *** (0.00)	0.202747 *** (0.00)
固定資産比率	-0.2399 *** (0.00)	-0.05072 ** (0.026)
収益性	0.555471 *** (0.001)	0.546245 *** (0.00)
ICR_Dummy2	-0.15535 *** (0.00)	-0.089 *** (0.00)
売上高試験研究開発費比率	11.43838 *** (0.00)	7.85467 *** (0.00)
切片	-5.37305 *** (0.00)	-3.44301 *** (0.00)
Obs	28562	30873
Log Likelihood	-6273.86	-5358.64
PseudoR2	0.2123	0.2311

総資産、固定資産比率、収益性、インタレスト・カバレッジ・レシオ、売上高試験研究開発費比率の平均より 3σ 以上離れた値および異常値を除外した標本である。固定資産比率は、固定資産を総資産で割った値、収益性は、EBITDA(利息、税金支払い前の利益に減価償却費を加えたもの)を総資産で割った値の 3 年平均である。また、ICR_Dummy2 はインタレスト・カバレッジ・レシオが 2 未満の場合に 1, 2 以上の場合に 0 となるダミー変数である。売上高試験研究開発費比率は、試験研究開発費を売上高で割った値である。総資産の単位は千円。なお、括弧内は P 値である。***=1%有意水準、**=5%有意水準、*10%=有意水準

表9 Tobit 回帰分析結果 (中小企業メインバンクの影響)

	被説明変数：社債/(長期借入金+社債)		
総資産(対数)	0.300*** (0.000)	0.297*** (0.000)	0.296*** (0.000)
固定資産比率	-0.290*** (0.000)	-0.293*** (0.000)	-0.294*** (0.000)
収益性	1.082*** (0.004)	1.076*** (0.004)	1.098*** (0.003)
ICR_Dummy2	0.128*** (0.000)	0.126*** (0.000)	0.115*** (0.000)
売上高試験研究開発費比率	9.042* (0.056)	9.094* (0.055)	9.150* (0.052)
ln(メインバンク取引年数)	0.028 (0.215)	0.013 (0.612)	
ln(企業年齢)		0.036 (0.293)	0.033 (0.241)
不良債権比率	-18.533*** (0.000)	-18.131*** (0.000)	-17.682*** (0.000)
切片	-5.161*** (0.000)	-5.202*** (0.000)	-5.128*** (0.000)
Observations	8186	8105	8379
pseudo-R2	0.194	0.192	0.19
log likelihood	-1958.726	-1944.575	-1994.707

総資産、固定資産比率、収益性、インタレスト・カバレッジ・レシオ、売上高試験研究開発費比率の平均より3σ以上離れた値および異常値を除外した標本である。固定資産比率は、固定資産を総資産で割った値、収益性は、EBITDA(利息、税金支払い前の利益に減価償却費を加えたもの)を総資産で割った値の3年平均である。また、ICR_Dummy2はインタレスト・カバレッジ・レシオが2未満の場合に1、2以上の場合に0となるダミー変数である。売上高試験研究開発費比率は、試験研究開発費を売上高で割った値である。総資産の単位は千円。不良債権比率は、メインバンク貸出に占める破綻債権の比率。なお、括弧内はP値である。***=1%有意水準、**=5%有意水準、*10%=有意水準

表 10 Tobit 回帰分析結果 (中小企業とメインバンクの影響)

	被説明変数：社債/(長短借入金+社債)		
総資産(対数)	0.176*** (0.000)	0.173*** (0.000)	0.173*** (0.000)
固定資産比率	-0.053 (0.221)	-0.059 (0.171)	-0.055 (0.207)
収益性	0.867*** (0.000)	0.894*** (0.000)	0.878*** (0.000)
ICR_Dummy2	0.068*** (0.000)	0.061*** (0.000)	0.068*** (0.000)
売上高試験研究開発費比率	5.897** (0.042)	6.000** (0.039)	5.936** (0.042)
ln(メインバンク取引年数)	0.018 (0.181)		0.003 (0.832)
ln(企業年齢)		0.032* (0.061)	0.037* (0.069)
不良債権比率	-11.545*** (0.000)	-11.040*** (0.000)	-11.261*** (0.000)
切片	-3.119*** (0.000)	-3.146*** (0.000)	-3.180*** (0.000)
Observations	8832	9038	8737
pseudo-R2	0.223	0.218	0.221
log likelihood	-1626.495	-1661.463	-1616.77

総資産、固定資産比率、収益性、インタレスト・カバレッジ・レシオ、売上高試験研究開発費比率の平均より 3σ 以上離れた値および異常値を除外した標本である。固定資産比率は、固定資産を総資産で割った値、収益性は、EBITDA(利息、税金支払い前の利益に減価償却費を加えたもの)を総資産で割った値の3年平均である。また、ICR_Dummy2 はインタレスト・カバレッジ・レシオが 2 未満の場合に 1, 2 以上の場合に 0 となるダミー変数である。売上高試験研究開発費比率は、試験研究開発費を売上高で割った値である。総資産の単位は千円。不良債権比率は、メインバンク貸出に占める破綻債権の比率。なお、括弧内は P 値である。***=1%有意水準、**=5%有意水準、*10%=有意水準