

日本の社債市場分析

～市場活性化に向けた政策提言～

慶応義塾大学 吉野直行研究会 金融分科会

小池基生 藤田裕一 増井俊介

2010年12月

日本の社債市場分析

～市場活性化に向けた政策提言～

2010年12月

要約

近年、日本でも社債市場に関するニュースが頻繁に取り上げられるようになってきた。そもそも社債の起源は、明治時代までさかのぼる。第一次世界大戦以降順調に成長していた社債市場であったが、昭和恐慌以降の社債浄化運動や金融統制の結果、長い冬の時代を迎える。戦後になっても電力債等限られた社債しか発行されていなかったが、90年代になると、適債基準と財務制限条項の緩和、無担保債に関する財務制限条項の見直し、無担保公募普通社債の発行がBBB格以上の認可、と制度緩和が始まり1996年にはついに適債基準・財務制限条項設置義務が撤廃され、制度的には社債発行市場が整った。

では、日本の社債市場の現状はどうなっているのか。発行額は山一証券の破綻等金融ショックが起こった1998年がピークで、その後2004年に底を打ち、現在は98年の水準まで回復している。銘柄数に関しては、1996年から1998年に大きく伸びを見せた後は、急激に元の水準まで減少し、その後は300~400銘柄以内で推移している。発行残高に注目すると、上記の規制緩和ラッシュの時期である90年代前半に急激に伸びたあとは、一定の残高を維持している。発行されている銘柄の格付を見ると、投資適格、その中でもA以上がほとんどであり、BBBやBB以下のハイ・イールド債は発行しにくい状況下であり、厚みのある市場とは言えない。

次に、社債市場が発達している米国との比較をしたい。まず、社債発行額の対GDP比を比べると日本が1%程度、米国は10%と、日本の10倍にもなる。次に、公社債割合を比較すると、日は80%近くを国債、社債はわずか7%に過ぎないが、米国は、国債が30%程度、地方・政保・財投機関の債券が46%と多く、社債は22%となっている。さらに、投資家別社債保有比率を比較すると、米国は家計が18.2%、銀行が9.4%、海外が24.1%などとなり、多様な投資家によって社債が保有されているが、日本は家計が0.1%、銀行が48.9%、海外が0.6%と、半分近くを銀行に依存し、家計や海外投資家の保有割合が極端に少ない。つまり、日本の社債市場の投資家には偏りが見られると言える。

以上の分析から日本の社債市場の問題点として格付の偏り、保有者の偏り等があげられるが、その中でも本稿では社債保有者の偏りに焦点を当てる。すでに述べたように日本では家計が0.1%、海外が0.6%と非常に小さい。その中でも家計(=個人投資家)が、より投資しやすい制度を構築することで社債市場の活性化をはかりたいと考える。そのために、私たちが提言する政策は「社債投資プラットフォーム」である。

社債投資プラットフォームとは、端的に言うウェブサイトで個人投資家向けに運営されている投資プラットフォームのことである。欧米ではすでに10年以上前からこのプラットフォームが導入されており、個人投資家の市場参入に大きく寄与しているといえる。こうした制度的インフラが整っていない日本では、すでにみたように社債保有比率に占め

る個人投資家の割合は0.1%に過ぎないのに対し、米国では導入以降その割合は伸び続け現在では18.2%と非常に高い保有比率を維持している。日本にこの社債投資プラットフォームを導入すれば個人投資家の投資は増加し、社債のプライマリー・マーケットは拡大するだろう。さらに、市場の拡大は将来的にハイ・イールド債市場の拡大にもつながり、厚みのある社債市場が構築出来るといえる。ただし、この社債投資プラットフォームを導入するためには、よりいっそうの社債権者保護が必要であり、そのためには、十分な保護が出来ているとは言えない現行の社債管理者制度を廃止し、米国に倣いトラスティー制度を導入すべきである。社債投資プラットフォーム導入の具体案としては、政府主導で官民一体のプラットフォームを運営、まずは電力債、NTT債等すでに安定的に発行されており、さらにその発行額を増やせるといえる高格付け社債を中心に発行していくのが妥当であるといえる。高格付け社債が安定的に発行されるようになったあかつきには、ハイ・イールド債の発行も随時行い、日本の社債市場をさらに活性化していくことが出来るだろう。

目次

はじめに

第1章 社債市場の変遷

- 第1節 社債草創期の歴史的推移
- 第2節 近年の社債市場の考察

第2章 社債発行の仕組み

- 第1節 社債引受機関
- 第2節 社債管理会社
- 第3節 社債格付機関

第3章 社債市場の現状分析

- 第1節 発行額・発行残高の推移
- 第2節 格付別発行銘柄数
- 第3節 発行額の計量分析

第4章 米国社債市場との比較

- 第1節 発行額の対GDP
- 第2節 公社債割合
- 第3節 投資家別保有状況
- 第4節 同業種企業ごとの比較
- 第5節 スプレッド変遷

第5章 日本の社債市場の問題点

- 第1節 現状分析から見えてくる問題点
- 第2節 その他問題点
- 第3節 社債市場活性化の必要性と先行研究

第4節 政策提言に向けて

第6章 政策提言

第1節 社債投資プラットフォームとは

第2節 欧米における実例

第3節 なぜ日本に社債投資プラットフォームを導入すべきか

第4節 導入に必要なインフラ整備

第5節 具体案

先行論文・参考文献・データ出典

はじめに

リーマン・ショック後しばらくして、社債の発行に関するニュースをしばしば目にするようになってきた。そこで、社債とはそもそもどういうものなのか、なぜ発行が増えるようになってきたのかといった疑問が生じ、資金調達全般に対して興味を持つようになった。ここではまず日本の社債市場についての現状を分析し、その後アメリカの社債市場との比較を通して日本の社債市場の問題点や改善点を把握し、最終的に政策提言へとつなげていきたい。

そもそも社債とはなんだろうか。社債は債券の一種であるが、まず債券とは何かということを見ていきたい。債券とは、資金調達を行う発行者がお金を借りた証拠として元本の返済および利息の支払いを約束した証書のことである。株式と比較したときの特徴として、一般的に確定利子がつくこと、返済期限があること、経営に参加する権利を持たないことがあげられ、借入金に近い性格を有している。借入金と異なる点としては、流通性が付与された証書が発行されるという点である。債券は国、地方、公共団体、政府系機関、事業会社などから発行される。国、地方、公共団体が資金を調達する目的で発行する債券のことを公共債といい、株式会社のような企業が発行する債券のことを社債、または事業債という。事業債といってもいわゆる普通社債や、社債の保有者に対して一定の条件のもとに新株を引き受ける権利が与えられる新株予約権付社債、発行の際に定められた条件に従って社債保有者の請求によって株式に転換出来る転換社債型新株予約権付社債などがある。ここではいわゆる普通社債に焦点をあてて論じていく。

第1章 社債市場の変遷

第1節 社債草創期の歴史的推移

日本の社債発行の歴史は明治時代にまで遡る。明治期においては既に証券会社が存在し、仲買商として公債等流通の中心的役割を果たしており、社債の引受けと販売においても業務を展開していた。ただし、ここで留意して欲しいことは、債券発行は「株金の半額以上の払い込み後に限り、株金の払込金額範囲内に地方長官経由主務省の認可」が必要といった規制があり、社債市場は自由市場ではなかった。

第一次大戦以降、社債市場は急速に発展していったが、金融恐慌期と昭和恐慌期に多くの社債がデフォルトに陥る事態となった。このような中で、1933年に社債市場への信頼性を高めるために社債の有担保化を進めるという社債浄化運動が起こった。社債浄化運動の結果、起債市場は担保付社債と軍需関係などの無担保特殊会社企業が8割以上を占めるようになった。

戦後も金融統制の色彩が強く残り、有担保による発行という原則が1997年まで続いた。そのため、戦後の約50年間は、社債発行は電力会社などのごく一部に限られる一方、日本興業銀行や日本長期信用銀行や日本債券信用銀行が社債のかわりに長期資金の提供の役割を果たしていた。1979年に完全無担保転換社債、1985年には無担保普通社債が発行されたが、これらの社債発行はまだまだ少なかった。銀行による一元的な資金供給は、銀行そのものが経営悪化した場合に産業界も共倒れしてしまうリスクがあること、銀行によるリスク査定が市場からみた信用リスクと乖離する可能性があるというデメリットから、徐々に直接金融ルートによる資金調達の実効性が認識され始めた。1990年には適債基準と財務制限条項が緩和され、適債基準が格付基準へと一本化され、無担保債に関する財務制限条項の見直しが行われた。1993年には無担保公募普通社債の発行がBBB格以上に認められるようになり、1996年にはついに適債基準・財務制限条項設置義務が撤廃されることになった。こうしてひとまず全ての法人企業が社債を発行出来る環境が整えられた。

第2節 近年の社債市場の考察

次に、近年の社債市場の推移を見ていく。1997年9月に中堅食品スーパーのヤオハンジャパンが会社更生法を申請して倒産し、同社の発行していた国内公募転換社債など約370億円がデフォルトした。社債発行額と発行銘柄数が大きく増加したのは、1997年度である。国内公募の無担保転換社債発行体としては実質的に初のデフォルトとなった。また、三洋証券・北海道拓殖銀行・山一証券が相次いで破綻するなど、信用リスクが強く意識される1年であった。これらの破綻の背景にあったのが、銀行の「貸し渋り」であった。翌1998年度は、国会が銀行救済に、巨額の税金投入を決めた「金融国会」の年であった。同年に日本長期信用銀行と日本債券信用銀行が国有化され、社会の関心が銀行危機に最も集まった年である。金融機関の融資姿勢に大きな変化が見られない中、事業会社の過去に発行した転換社債や普通社債が大量の償還を迎え、リファイナンス目的から社債の発行量は大きく1997年度を上回った。続く1999年度には、公的資金注入により増額を求められた金融機関の融資姿勢の転換もあって、社債発行量が前年度を大きく下回ることとなった。1997年から99年までの期間、銀行危機と金融危機によって銀行の貸出し能力が失われ、企業は否応なしに銀行借入れから直接金融にデット・ファイナンスをシフトせざるを得なかった。また、銀行が不安定な状態に置かれて貸出機能が衰え、かつ金融市場の機能が麻痺する中で、不利な条件にもかかわらず多くの企業が流動性の確保に動き、社債を発行する企業も多かった。このように、社債発行額は、銀行の融資態度や外部環境に左右されることが多い。

2000年代に入ると、多額の税金が大手銀行に資本注入され、銀行問題は改善に向かい、社債発行額は減少した。また、金融再生プログラムにより、2003年以降銀行問題は解消に向かった。それにつれ、2003年以降は、発行する企業数は変わらないものの、社債発行額は小さくなり、社債発行額は6兆円前後で安定した。ある一定水準で社債発行額が安定したことから、企業の長期資金調達の一部は銀行借入から社債に置き換わり、社債市場の地位はある程度確立されたものとなったと考えられる。しかし、2007年以降、1997年と同じ状況が生み出されることとなった。アメリカで信用力の低い個人向け住宅融資（サブプライムローン）の焦げ付きが2007年から表面化し始めた。同ローンがパッケージ化された証券化商品を購入したヘッジファンドなどの投資家や、こうした投資家に融資する金融機関に多額の損失が発生することとなった。2007年8月、フランスの最大手銀行BNPパリバが、米国のサブプライムローン焦げ付きで生じた混乱を理由に傘下の3つのファンドを凍結した。これにより、サブプライムローンが住宅市場の問題のみにとどまらず、世界各国の金融機関において不良債権化への懸念が高まり、金融システム全体の問題へと発展した。翌2008年には、サブプライムローン問題が一層、深刻化した。3月、アメリカ大手投資銀行の一つ、ベアー・スターンズが、サブプライムローン問題に端を発する資金繰り難から、JPモルガン・チェース銀行に身売りした。9月には、住宅公社2社がアメリカ政府の管理下に置かれるとともに、アメリカ大手投資銀行のリーマン・ブラザーズ、アメリカ保険最大手アメリカン・インターナショナル・グループ(AIG)が破綻した。これにより、世界の金融市場は大混乱に陥った。世界的な株安、不良債権の増加により、日本の民間銀行は自己資本比率の低下に伴い融資姿勢を厳格化した。企業の信用リスクを示すクレジット・デフォルト・スワップ(CDS)指数は過去最高に迫る水準に上昇したことから、短期金融市場は機能不全となった。条件が厳しくなった銀行融資の代わりに、トヨタ自動車を始めとする大企業は市場で自力調達するため、社債発行による資金調達に切り替えた。万一に備え、資金を積み上げる企業行動の反映という側面もあった。

リーマン・ショック以降、社債発行額が大きく伸びたものの、1998年度と同水準であり、日本の社債市場は基本的に、金融システムに問題が発生し、銀行融資が厳しくなった場合の補助的な資金調達先としての位置づけであると考えられる。

第2章 社債発行の仕組み

ここでは、そもそも社債はどのように発行されているのかということについてみていく。社債の発行市場を語る際に欠かせない機関には、発行機関、投資家、アンダーライター、社債管理者、格付機関がある。発行機関はいうまでもなく資金を調達するために社債を発行する企業のことである。また、投資家は社債の買い手のことで、主な投資家は機関投資家・金融機関となっている。

第1節 社債引受機関

社債発行の引き受けにおいて重要な役割を果たしているのがアンダーライターである。アンダーライターとは、¹引受シンジケート団、又はその構成員を指し、有価証券の発行者もしくは所有者から当該有価証券の全部もしくは一部を売出しの目的をもって取得する者、又は有価証券の募集もしくは売出しに際して当該有価証券の全部もしくは一部につき他にこれを取得する者がいない場合にその残部を発行者もしくは所有者から取得する契約をする者を意味する。社債の発行額が巨額になった場合に、引き受けリスクを分散するため複数の証券会社・銀行などの機関投資家によって結成されるシンジケート団（引受証券団、シ団とも言う。）を組む。そのシンジケート団をまとめる役割として主幹事が決定される。その主幹事を中心としてプレマーケティングに基づいて投資家の需要をさぐる。条件決定日には、午前中までに行った需要予測に基づいて昼ごろに発行額、クーポンレート、発行価格などの発行条件を決定し、午後から募集を行う。その後、払込みが行われて社債発行は完了する。ちなみに、最近は需要予測を国債金利に対する上乗せ幅であるスプレッドで行われることが多くなっている。これはスプレッド・プライシングと呼ばれている。

¹ 野村証券用語集

第2節 社債管理会社

社債管理会社とは、債権者保護とその他の社債管理業務を担うための会社であり、多くの場合銀行がこの役目を担っている。社債発行の際に、社債管理会社は原則として設置する必要があるのだが、例外が認められている。例外として社債の発行金額が1億円以上、または社債数が50以下の場合、すなわち大口または少数の機関投資家に対して発行すると想定される場合には、社債管理会社ではなく財務代理人を設定することが出来る。財務代理人は元利金の授受といった社債管理業務のみを行うため、社債管理会社を設置するよりもコストを抑えることが出来る。なお、財務代理人（FA: Fiscal Agent）を置くことで済ませる社債のことをFA債と呼び、日本の社債市場においては主流となっている。しかし、投資家保護の観点からは社債管理会社を設置しないことは望ましくないという声があがっている。

第3節 社債格付機関

²格付機関とは、公共団体や企業が発行する債券の安全性に関してグレード付けを行う民間企業のことである。格付とは、債券の元本および利息の支払いが契約の通り履行されるのかどうか、その可能性についていくつかの段階に分けて記号で表現したものである。具体的には、AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC…というようにあらわされる。これに＋や1、2、3を加えてさらに詳しく評価していく。この格付がなぜ大切なのかと言うと、資金調達の際の金利に影響するためである。格付が高いほど信用力が高いということであるから、格付が高ければ高いほど低い金利での社債発行が可能となる。格付は、債券を評価する際の指標として用いられるために、債券による資金調達を行う企業にとっては出来る限り高い格付を取得することが重要となってくる。

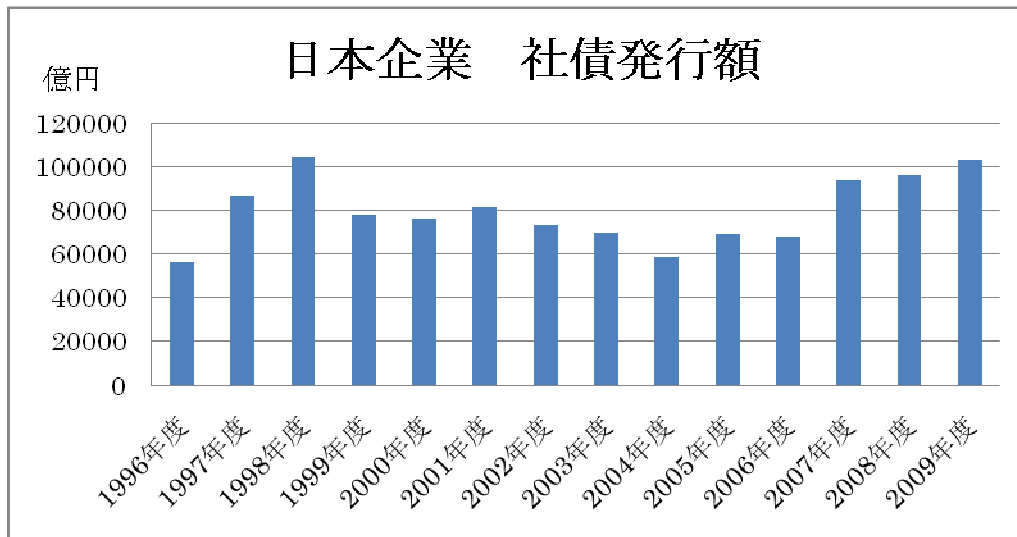
² 代表的な格付機関は、Standard & Poor's Financial Services LLC, Moody's Investors Service, Inc. Fitch, Inc. Rating and Investment Information, Inc. 日本格付研究所である。

第3章 社債市場の現状分析

第1節 発行額・発行残高の推移

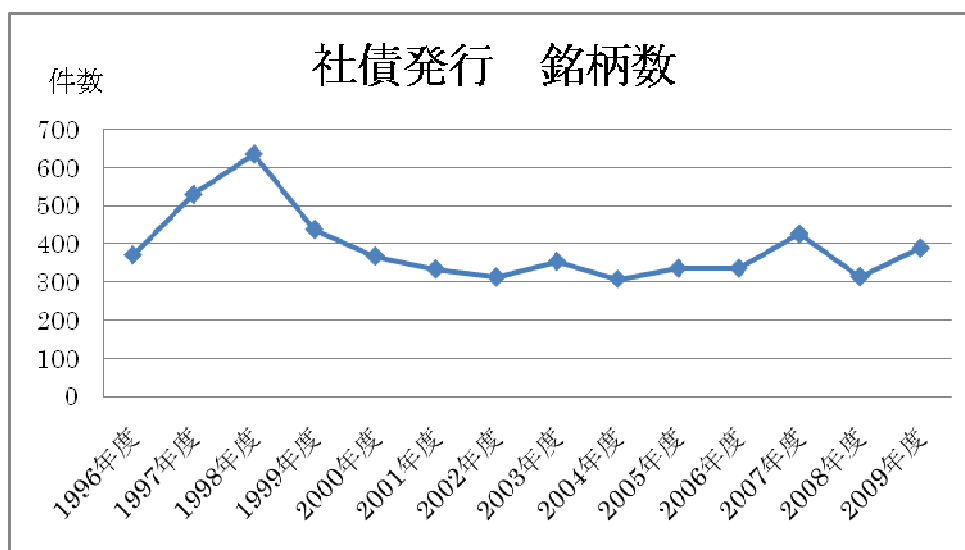
1項 発行額

図1：日本企業の社債発行額



(出所：日本証券業協会)

図 2：日本企業の社債発行企業数

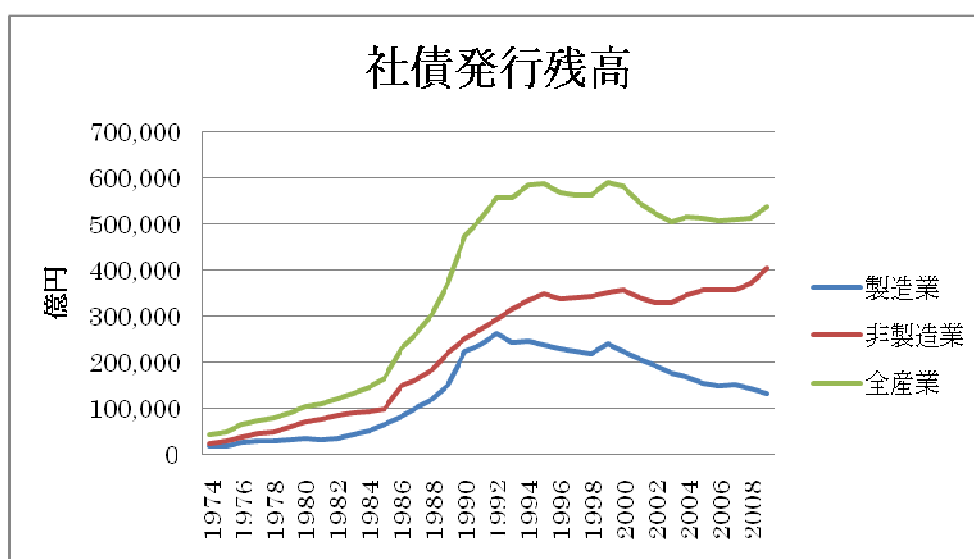


(出所：日本証券業協会)

図 1・図 2 は、1996 年からの社債発行額、及び、社債発行銘柄数を表したものである。まず、図 1 を見ると、1998 年頃に一度ピークを迎え、その後 2004 年に一度底を打ったが、現在では 1998 年の水準まで戻っている。図 2 を見ると、1996 年から 1998 年に大きく伸びを見せた後は、急激に元の水準まで減少し、その後は 300~400 銘柄以内で推移している。

2 項 発行残高の推移

図 3：産業別社債発行残高

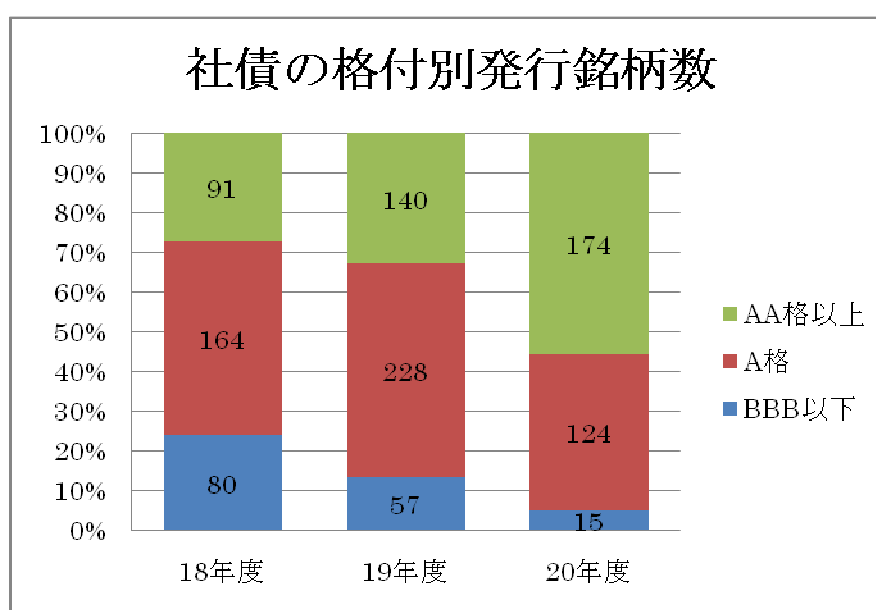


(出所：法人企業統計年報)

上図 3 は全産業、製造業、非製造業に分けてみた 1974 年以降の社債発行残高である。上記したように、歴史的に銀行一極依存から、新たな直接金融ルートが求められるようになったことを背景として、社債市場の規制緩和³が進み、1980 年代半ばから 90 年代前半にかけて急激に伸びている。これはもちろん、規制緩和だけでなく、プラザ合意による日本企業の海外進出に伴う事業拡大やバブル景気も要因として含まれていると思われる。

第2節 格付別発行銘柄数

図 4 格付別発行銘柄数



(出所：日本証券業協会)

上図 4 は社債の格付別発行銘柄数をグラフにしたものである。まず言えることは格付の高い社債が発行数の多くを占めているということだ。投資適格と呼ばれるのは BBB までなのだが、日本の発行銘柄数は AAA、AA、A がほとんどを占めている。つまり BB 以下の非投資適格債がほとんど発行されていないばかりか、投資適格債に含まれる BBB の格付の社債もあまり発行されていないのが日本の現状なのである。BB 以下の社債のことをハイ・イールド債と呼ぶ。これはいわゆるジャンク・ボンドのことである。⁴米国の社債発行額の 26.8%が投機的等級 (BB 以下) であり、BBB 格を加えると 50.0%と全体の半分を占めている。日本は発行銘柄数で米国は発行額なので安易に比較することはできないが、やはり日本の社債発行は高格付に偏重しているといえるだろう。

³ 証券取引審議会「社債発行市場のあり方について」発表、社債適債基準の見直し等

⁴ 三菱 UFJ モルガン・スタンレー証券

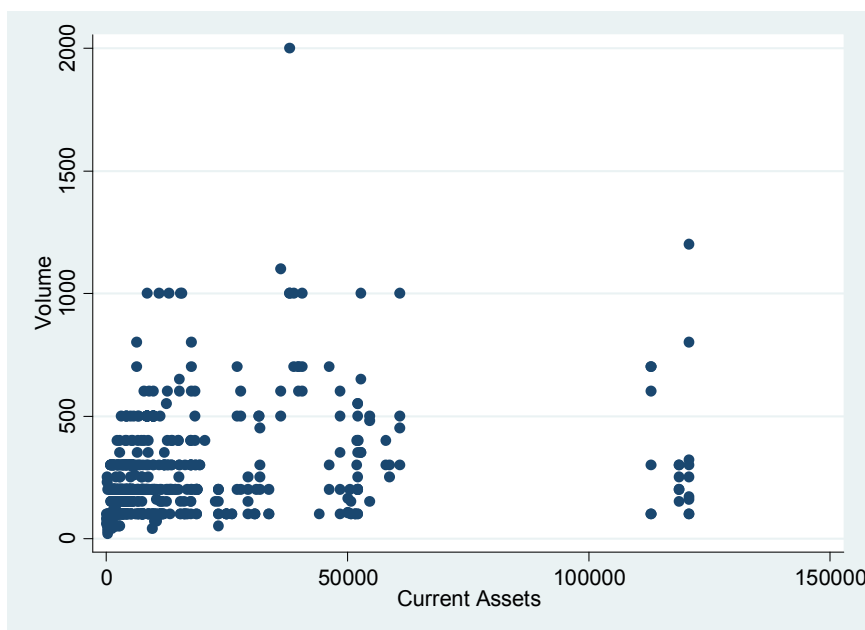
第3節 発行額の計量分析

以下からは、社債発行額がいったいどのような観点から決定されるかを、電力債の起債状況から分析していく。電力債にフォーカスした理由として、継続的に発行されていることが挙げられる。他の産業セクターでは、局所的に発行している企業が多いため、データが散在してしまい、様々な財務指標、経済指標との関係性が見えづらい。何に発行額が依存しているかが結論付けられないため、他の産業セクターは除外した。また、商社や証券会社などは設備投資以外の自己勘定取引が多い。設備投資が少ない、もしくはない中で社債発行額が大きいため、一様に扱うことができないことも、除外した理由の一つである。

分析に当たる前に、ここでの電力債とは、東京電力・中部電力・関西電力・九州電力・北海道電力・東北電力・北陸電力・中国電力・四国電力・沖縄電力の計 10 社の電力会社から発行される社債を指すものとする。全産業とは、電力債を含めた発行された社債を指すこととする。また、図表による分析、及び、計量分析での期間はすべて、2007 年から 2009 年の期間である。

まず、全産業と電力会社との違いを図表から見ていく。取り上げる財務指標・経済指標として、流動資産、長期借入金、設備投資の 3 つの財務指標を扱う。

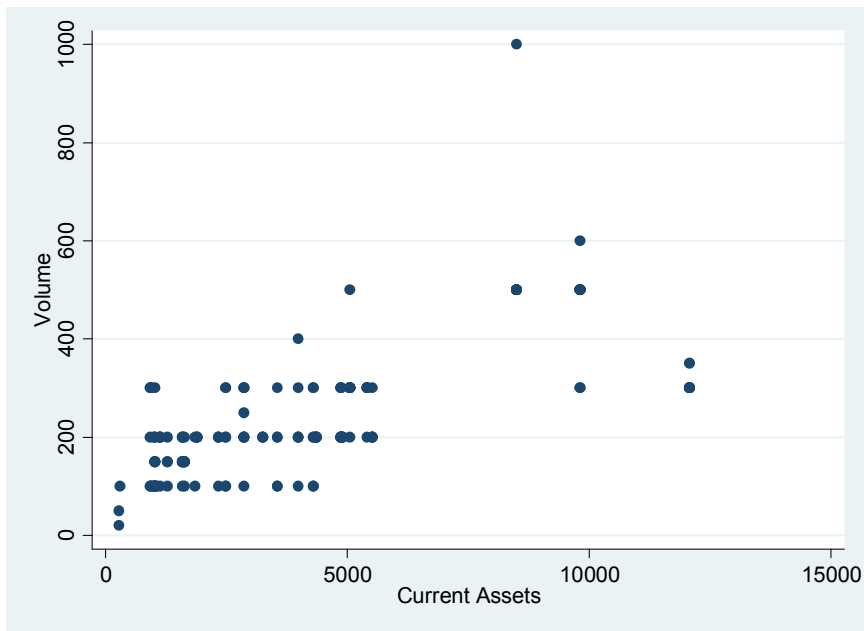
図 5：社債発行額と流動資産の関係(全産業)



(出所：日本証券業協会 日経 NEEDS)

図 5 は、縦軸に社債発行額、横軸に流動資産を取った全産業の 2007 年～2009 年の散布図である。全産業で見た場合、流動資産の多寡によって、社債発行額に影響が出ているような明瞭な関係は現れていない。

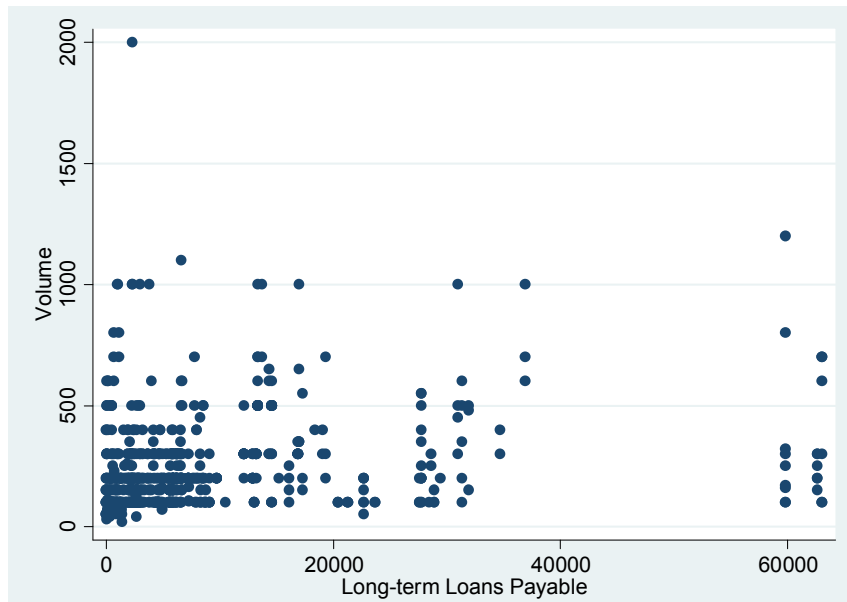
図 6： 社債発行額と流動資産の関係(電力債)



(出所：日本証券業協会、日経 NEEDS)

反対に、図 6 は、同じ財務指標を用いて電力会社の場合で見た図である。全産業とは違い、社債発行額と流動資産の間には線形関係が見られる。

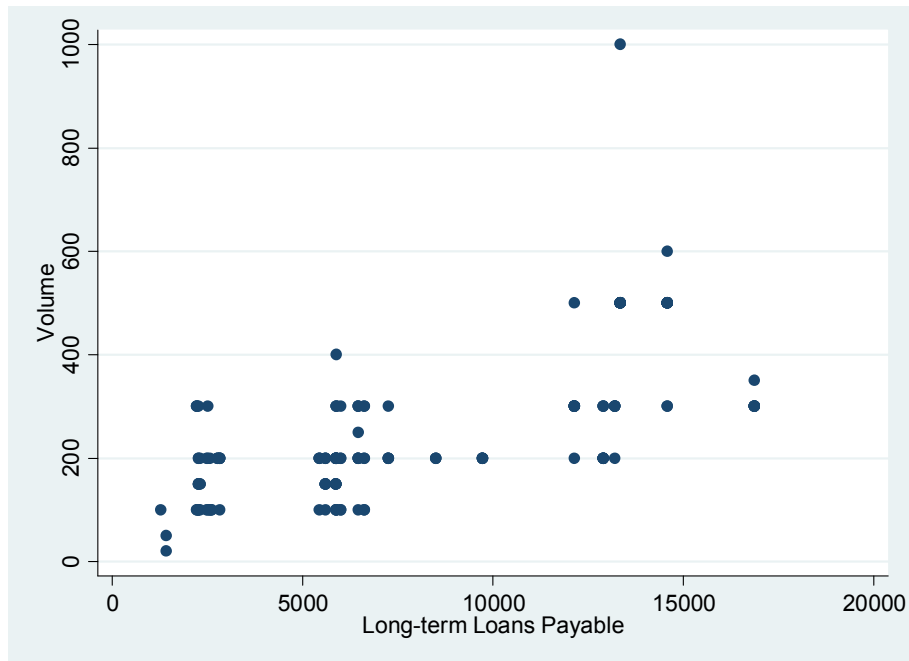
図 7： 社債発行額と長期借入金の関係(全産業)



(出所：日本証券業協会、日経 NEEDS)

図 7 は縦軸に社債発行額を、横軸に長期借入金を取った全産業の場合の散布図である。これも、流動資産の時と同様に、社債発行額と長期借入金の間には明瞭な関係性は見られない。

図 8 : 社債発行額と長期借入金の関係(電力債)



(出所：日本証券業協会、日経 NEEDS)

反対に、図 8 では電力会社で社債発行額と長期借入金との関係を見た図である。流動資産の時と同様に社債発行額と長期借入金との間には線形関係が見られる。

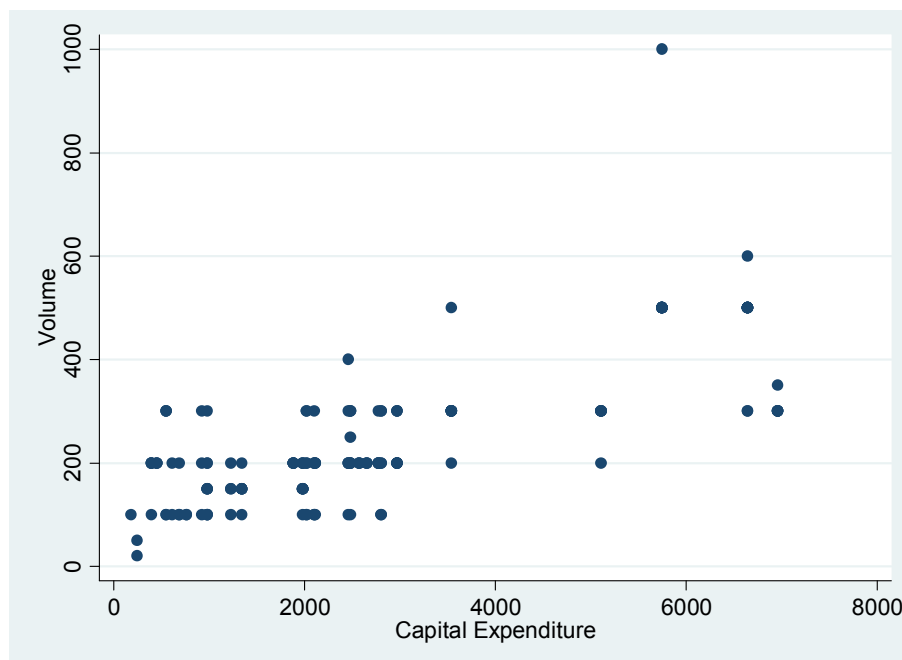
図 9 : 社債発行額と設備投資の関係(全産業)



(出所：日本証券業協会、日経 NEEDS)

最後に、図 9 は全産業での設備投資と社債発行額との関係を示したものである。全産業で見た場合、流動資産、長期借入金と同様、明瞭な関係性を見ることはできない。

図 10：社債発行額と設備投資の関係(電力債)



(出所：日本証券業協会、日経 NEEDS)

反対に、図 10 は電力債で社債発行額と設備投資との関係を見た図である。電力債の場合には、流動資産、長期借入金の時と同様、社債発行額と設備投資の間には、線形関係が見られる。

直感的理解から一歩進め、計量分析を行う。

| | | (Ⅰ) 被説明変数 発行額 (億円) | (Ⅱ) 被説明変数 発行額 (億円) | (Ⅲ) 被説明変数 発行額 (億円) | (Ⅳ) 被説明変数 発行額 (億円) |
|------|--------------------------------|-----------------------------|-----------------------------|-----------------------------|-----------------------------|
| | 説明変数 | volume | volume | volume | volume |
| year | 年限 (年) | 7.840809 (-5.29) a | 7.826253 (-5.28) a | 7.909366 (-5.31) a | 7.91798 (-5.31) a |
| sar | 流動比率 (%) | -2.38925 (-2.80) a | -1.72669 (-1.84) b | -1.84341 (-2.06) b | -1.87352 (-2.10) b |
| car | 現金比率 (%) | 1.477025 (-2.02) b | 1.188366 (-1.55) c | 1.249193 (-1.66) c | 1.26586 (-1.69) c |
| ltcr | 長期借入金 比率 (%) | -3.56283 (-4.88) a | -3.79865 (-4.74) a | -3.78321 (-4.81) a | -3.77769 (-4.81) a |
| jsj1 | 純資産 (億円) | 0.009898 (-11.71) a | 0.010062 (-11.35) a | 0.009939 (-11.39) a | 0.009917 (-11.40) a |
| ilr | 設備投資額 比率 (%) | 2.615786 (-1.49) | 4.211743 (-1.94) c | 3.427677 (-1.82) c | 3.278742 (-1.77) c |
| sty | 株価対前年 伸び率 (%) | 1.556427 (-2.76) a | 1.639559 (-2.93) a | 1.346577 (-2.23) b | 1.310656 (-2.14) b |
| rg | 10年物国債 利回り (%) | | 65.66894 (-1.20) | | |
| ggdp | 実質GDP伸 び率 (%) | | | 0.831903 (-1.34) | |
| tans | 日銀短観 大企業業況判断 先行き 伸び率 (%) | | | | 0.255331 (-1.33) |
| cons | 定数項 (億円) | 225.8999 (-4.03) a | 62.7559 (-0.44) | 200.187 (-3.36) a | 203.5466 (-3.44) a |
| | R2 | | | | |
| | adjusted R2 | 0.7362 | 0.7385 | 0.7386 | 0.7385 |
| | n | 168 | 168 | 168 | 168 |
| | 推定方法 | OLS(Robust SE) | OLS(Robust SE) | OLS(Robust SE) | OLS(Robust SE) |

カッコ内はt値、aで1%有意、bで5%有意、cで10%有意

ここで取り上げる企業は、東京電力、中部電力、関西電力、九州電力、四国電力、東北電力、中国電力、北陸電力、北海道電力、沖縄電力の電力会社、計 10 社。期間は 2007 年から 2009 年にかけて発行された社債を対象に計量分析を行った。社債発行額に関しては日本証券業協会から、各説明変数のデータに関しては日経 NEEDS から用いた。

被説明変数に各社債の発行額を取り、どのような財務指標、経済指標が社債発行額に影響を及ぼしているかを推計した。説明変数には、社債の年限、流動比率、流動資産に占める現金・預金比率、固定負債に占める長期借入金比率、純資産、売上高に占める設備等額比率、各企業の対前年株価伸び率、10 年物国債利回り、実質 GDP の対前年伸び率、日銀短観の大企業業況判断(先行き)伸び率を取った。流動比率、流動資産に占める現金・預金比率、純資産を取った理由として、現在の社債発行の一部に、市場流動性が低い時の当面の資金繰りを目的としたものであるからである。また、固定負債に占める長期借入金を取った理由として、資金調達先の多様化として社債が発行されているのかを検証するためである。売上高に占める設備投資額比率を取った理由として、設備投資額によって社債発行が行われるのかをみるためである。売上高で除した理由として、投資家は社債がデフォルトするかどうかを収益性から判断するのではないかと考えたためである。各企業の対前年株価伸び率、10 年物国債利回り、実質 GDP の対前年伸び率、日銀短観の大企業業況判断(先行き)伸び率を取った理由として、マクロ経済の動きが個別企業にどのような影響を与えているのか、を考慮するためである。

各説明変数の計算式

$$\begin{aligned} \text{sar}_t &= \frac{\text{流動資産}_t}{\text{流動負債}_t} \times 100 & \text{sty}_t &= \frac{\text{株価}_t - \text{株価}_{t-12}}{\text{株価}_{t-12}} \times 100 \\ \text{car}_t &= \frac{\text{現金・預金}_t}{\text{流動資産}_t} \times 100 & \text{ggdp}_t &= \frac{\text{実質 GDR}_t - \text{実質 GDP}_{t-12}}{\text{実質 GDP}_{t-12}} \times 100 \\ \text{lcr}_t &= \frac{\text{長期借入金}_t}{\text{固定負債}_t} \times 100 & \text{tans}_t &= \frac{\text{日銀短観}_t - \text{日銀短観}_{t-12}}{\text{日銀短観}_{t-12}} \times 100 \\ \text{i1r}_t &= \frac{\text{設備投資額}_t}{\text{売上高}_t} \times 100 \end{aligned}$$

まず、10年物国債利回り、実質 GDP の対前年伸び率、日銀短観の大企業業況判断(先行き)の対前年伸び率の各経済指標は、有意でないことから社債発行額に対して大きな影響を持っていないということが分かる。2007年から2009年にかけて日本経済は、いざなぎ景気を超える戦後最長の経済成長から、リーマン・ショック以降の経済停滞と大きなイベントがある。ただし、10年物国債利回りには各企業のリスク・プレミアムが反映されていないため、有意に反応していない可能性が高い。各銀行が独自に算出するリスク・プレミアム分を考慮することができたならば、有意に触れた可能性がある。いずれにせよ、影響を及ぼしていないことは、社債による資金調達需要はマクロ経済の直接の影響ではなく、銀行融資の姿勢という間接的な影響に依存しているという現状分析と一致している。そこで、これらの変数が入っていない(I)式を掘り下げていく。

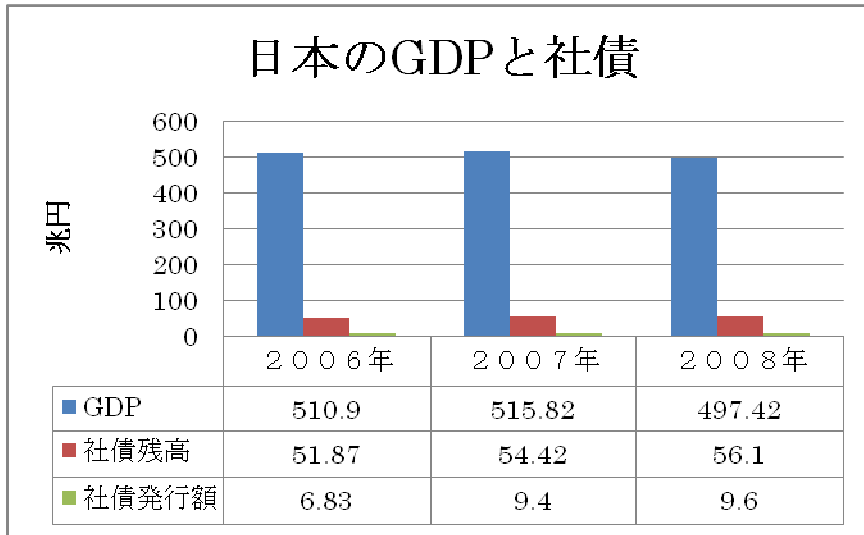
社債の償還年限が長くなるほど社債発行額が増えている。長期での事業計画になるほど、資金需要額が増えるためであるからだと考えられる。流動比率が高くなるほど、社債発行額は抑えられることが分かる。潤沢な現金・預金があるときは資金需要が弱いため、社債発行額が少額化するのだと考えられる。固定負債に占める長期借入金比率が高くなるほど、社債発行額が少なくなることは興味深いことである。なぜならば、長期借入金比率が増えるほど、メインバンクの影響が大きくなり、経営への自由度が減ると考えられるからである。また、銀行への過度な資金依存は、リーマン・ショック後の短期資本市場の枯渇などの状況に直面した場合などに、資金調達が困難になる恐れがあるからだ。だが、長期借入金比率を高められるということは、銀行が当該企業に対して長期的にポジティブな判断を下しているということに他ならない。また、銀行融資に大きく依存しながらも社債発行が可能な優良企業ならば、銀行の融資姿勢もさほど厳しくならないため、資金調達も困難にならず、社債発行に頼らない可能性もある。そのため、この説明変数がマイナスになっていると考えられる。ただし、電力債のみの回帰式であるため、一般的に当てはまるかは分からない。純資産が大きいほど社債発行額が増えている。純資産を当期まで蓄積することができた経営の安定性に対して、投資家が良い評価を下していることが社債投資への需要拡大を促し、社債発行額が高額化するのではかと考えられる。売上高に占める設備投資額比率が大きいほど社債発行額が増えるのは、企業の資金需要が発生しているため妥当な結論である。また、株価が対前年比で伸びるほど社債発行額の増加につながっている。純資産の時と同様、企業業績が良いときほど投資家は当該企業に対してポジティブな評価を下し、社債投資への魅力が増すことで、社債発行側にとって起債しやすい環境が整備され、発行額が大きくなるのではないかと考えられる。

回帰結果から分かることは、単に社債市場そのものが整備されるだけでは、社債発行は容易ではないということである。社債を発行する企業側の経営姿勢、及び、その結果そのものが社債発行をするにあたって、まず、求められるのである。その上で、起債しやすい環境が整備されることで、銀行融資に過度に依存した資金調達が多様化するのではないかと考えられる。

第4章 米国社債市場との比較

第1節 発行額の対GDP比

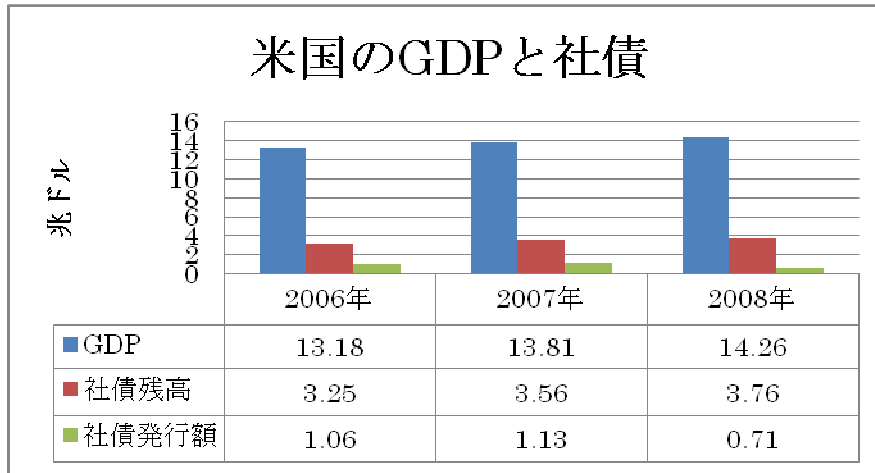
図 4.1 日本の GDP における社債の割合



(出所：日本証券業協会)

上図は直近3年の社債発行額、発行残高の対GDP比を示している。この図から、社債の発行額はGDP比1%程度にすぎず、十分な機能を果たしているとは言えないことが分かる。

図 4.2 米国の GDP と社債

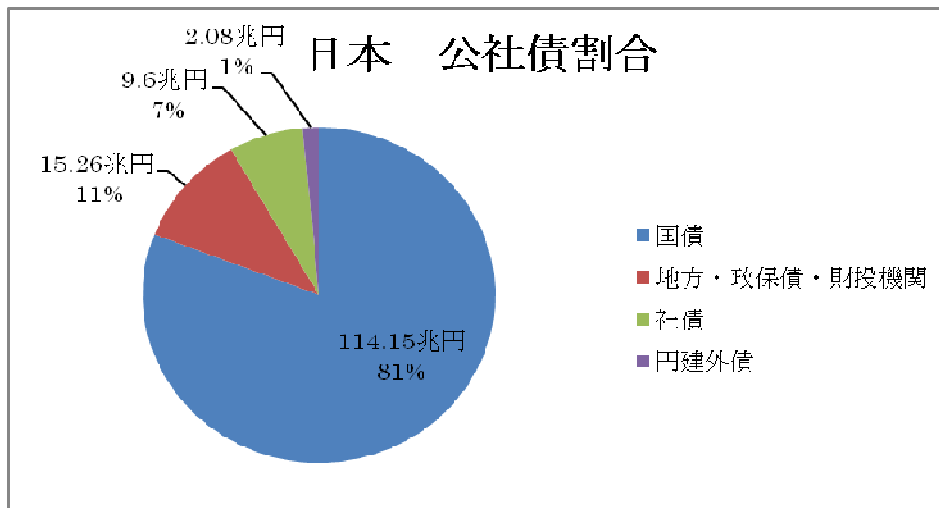


(出所：日本証券業協会)

一方米国の GDP と社債の比率を見てみるとその割合の大きさがわかる。

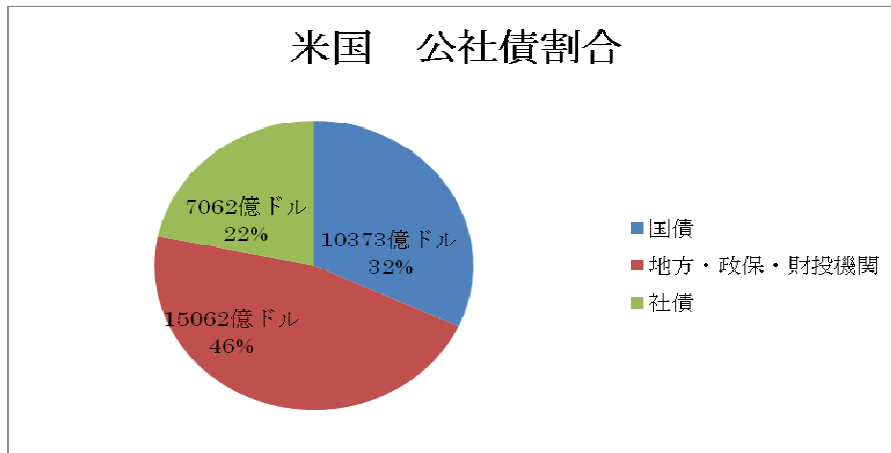
第2節 公社債割合

図 4.3 日本の公社債割合 (2008 年度)



(出所：日本証券業協会)

図 4.4 米国の公社債割合 (2008 年)

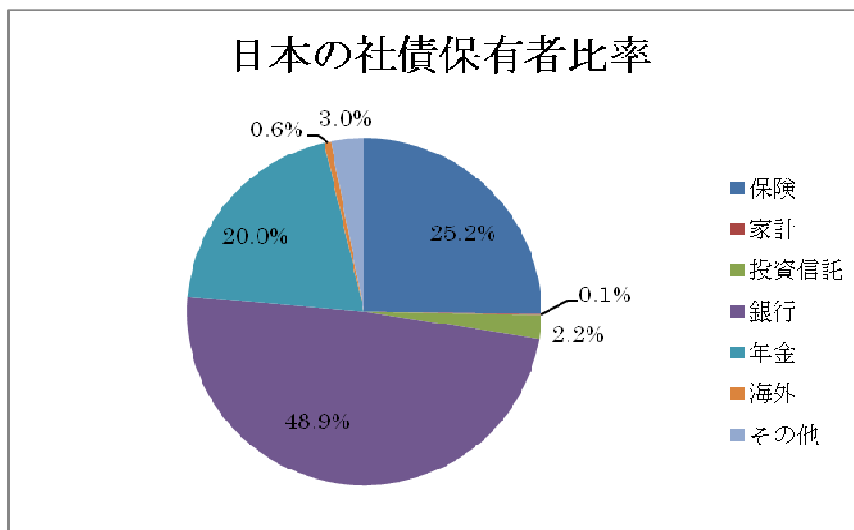


(出所 : Securities Industry and Financial Markets Association)

公社債の発行額に占める社債の割合を日米で比較してみた。グラフを見て分かる通り、日本の場合は 80% 近くを国債が占めており、社債はわずか 7% に過ぎない。一方で米国の場合は、国債が 30% 程度と低いかわりに、地方・政保・財投機関の債券が 46% と多く、社債は 22% となっている。

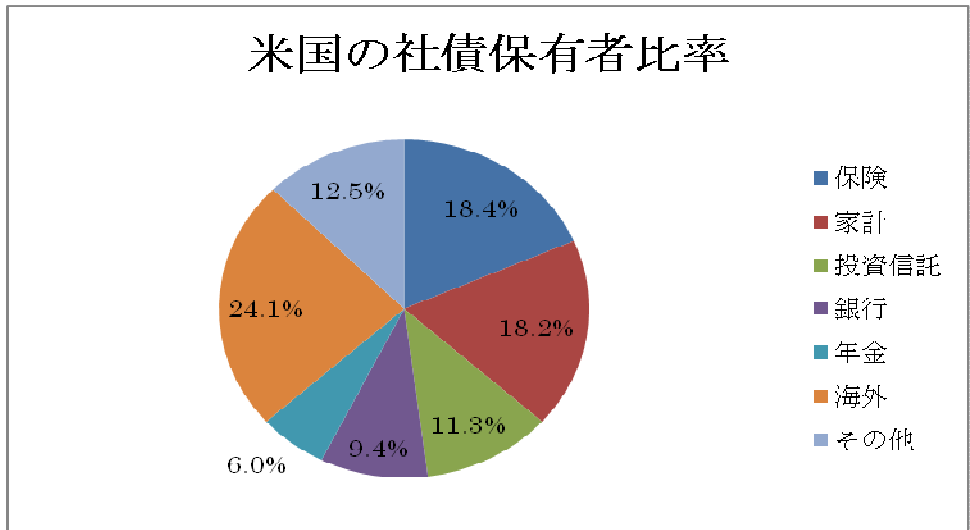
第3節 投資家別保有状況

図 4.5 社債の投資家構造 (日本) 2009 年



(出所 : 日本銀行 資金循環統計)

図 4.6 社債の投資家構造 (米国) 2009 年



(出所：FRB)

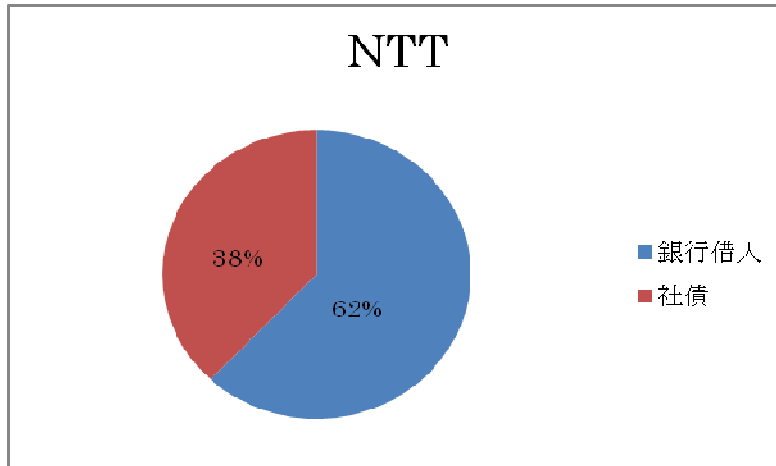
2009 年の投資家構造を日米で比較する。米国は家計が 18.2%、銀行が 9.4%、海外が 24.1% などとなっており、多様な投資家によって社債が保有されていることがグラフから分かる。一方で日本は、家計が 0.1%、銀行が 48.9%、海外が 0.6%となっているように、半分近くを銀行に依存しており、家計や海外投資家の保有割合が極端に少ない。つまり、日本の社債市場の投資家には偏りが見られると言える。

第4節 同業種企業ごとの比較

ここでは、同業種の個別企業の資金調達を日米で比較していきたい。日本でも比較的社債発行の多い通信業界をしてみる。以下では日本の通信会社上位 2 社である NTT および KDDI、米国の通信会社上位 2 社である AT&T¹ および Verizon² の長期資金調達の内訳を円グラフに表した。

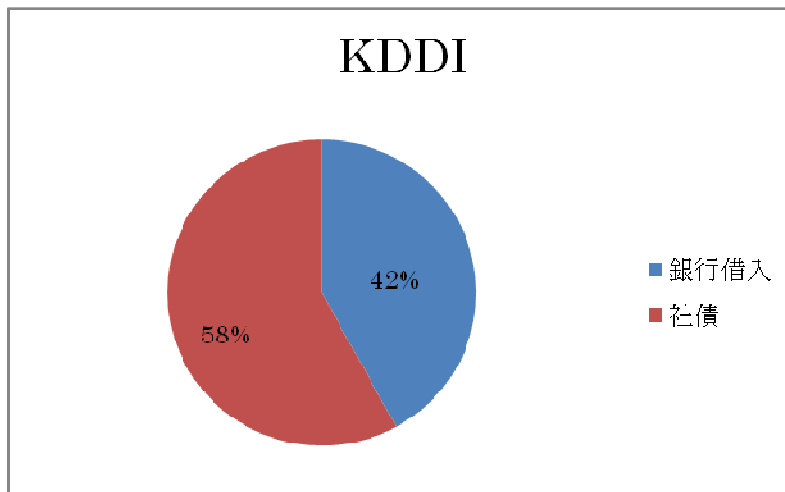
¹ The American Telephone & Telegraph Company の略。アメリカ合衆国の電話会社最大手
² アメリカ合衆国の大手電気通信事業者

図 4.7 : 2008 年 NTT 長期資金調達構造



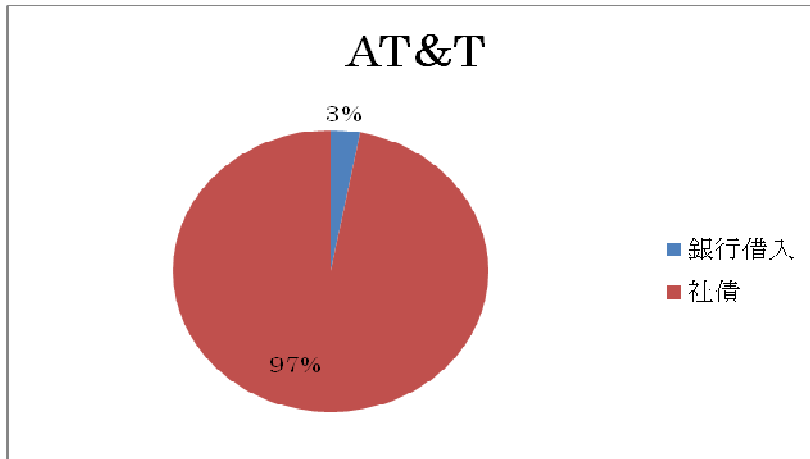
(出所：野村資本市場研究所)

図 4.8 : 2008 年 KDDI 長期資金調達構造



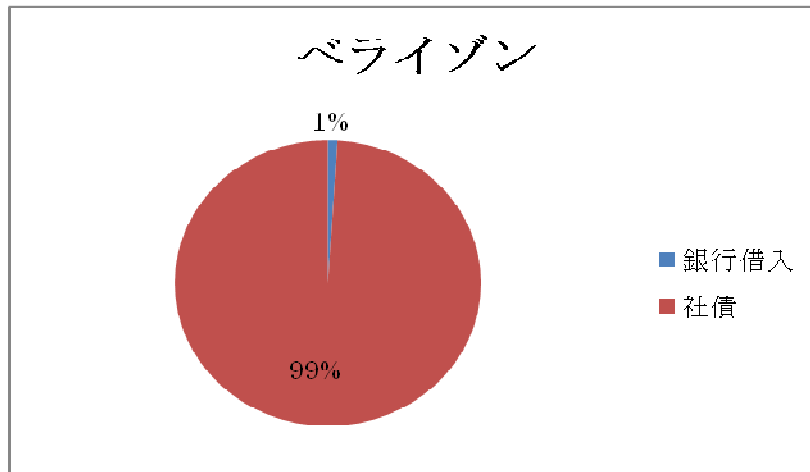
(出所：野村資本市場研究所)

図 4.9 : 2008 年 AT&T 長期資金調達構造



(出所：野村資本市場研究所)

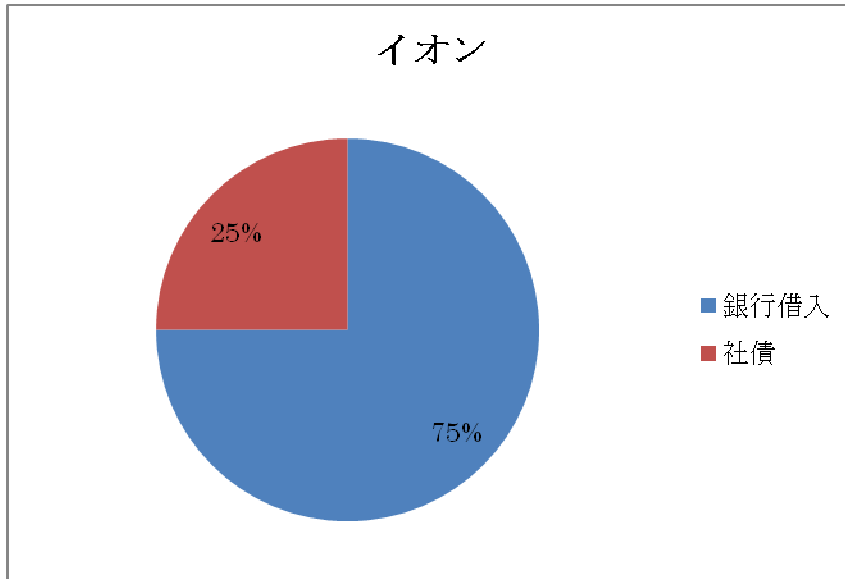
図 4.10 : 2008 年 Verizon の長期資金調達構造



(出所：野村資本市場研究所)

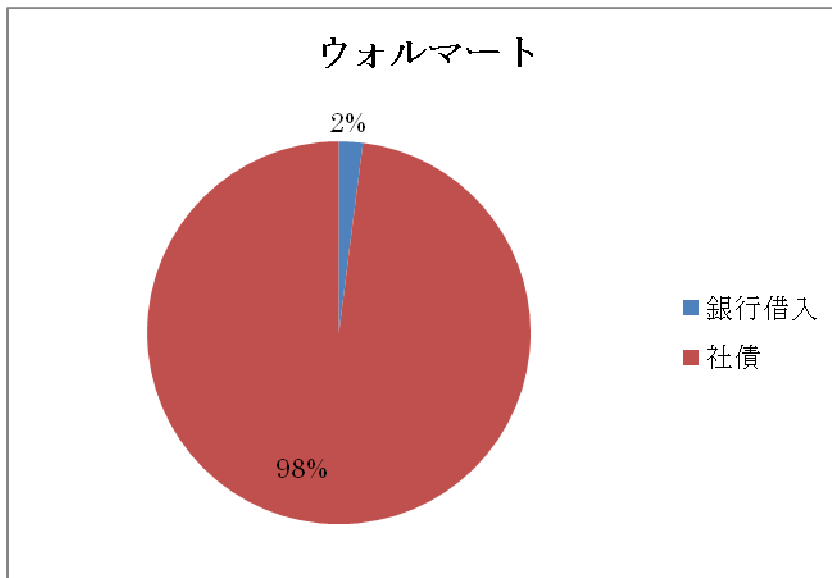
以上の円グラフを見ると分かるように、米国の通信会社は長期資金調達のほぼ 100%を社債によって調達しており、銀行借入をほとんど利用していないことが分かる。社債発行の割合が大きい通信業界においても米国とは著しい差があると言える。

図 4.11 : 2008 年 イオン長期資金調達構造



(出所:野村資本市場研究所)

図 4.12 : 2008 年 ウォルマート長期資金調達構造

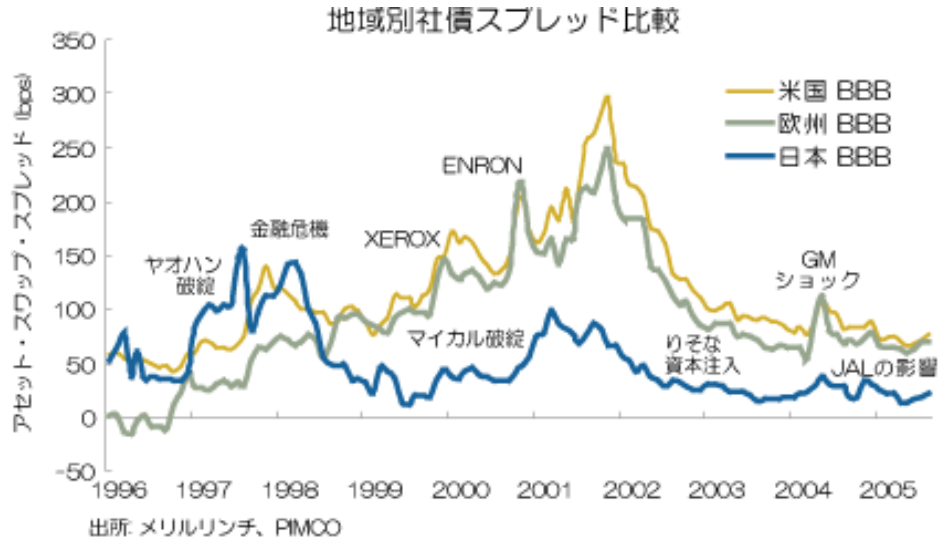


(出所:野村資本市場研究所)

続いて、小売業であるイオンとウォルマートの資金調達を比較してみる。イオンは社債発行額が 25%であるが、ウォルマートは資金調達のほぼ全てを社債に依存している。これを見るとやはり米国の方が社債市場を利用していることがわかる。

第5節 スプレッド変遷

図 4.11 地域別社債スプレッド比較



上図は、ピムコジャパンリミテッドの小関広洋氏の「グローバル市場と日本」から抜粋したものである。そもそもスプレッドとは、基準となる同年限の国債利回りもしくはスワップレートに上乗せされる利幅のことで、0.01%のことを1bp（ベースポイント）と呼ぶ。つまり、100bpで1%となる。

上図を見ると分かるように1999年からは日本のスプレッドが圧倒的に小さいことがわかる。同じ格付にもかかわらずスプレッドが小さくなっているということは、投資家にとって日本の企業が発行する社債にうまみがないということである。なぜなら、格付は社債の信用力や元利金の支払い能力の安全性などを総合的に分析してランクづけしたものであるから、投資家からすると同じ程度リスクをとるならばスプレッドがより大きいもの、つまり利率が高い社債に投資したいと考えるためである。

第5章 日本の社債市場の問題点

第1節 現状分析から見えてくる問題点

日本の社債市場の現状分析および日米社債市場の比較を通じて認識された日本の社債市場の問題点をここで再確認しておく。

1つ目に発行される社債の格付が高格付（A 格以上）に偏っていることである。言い換えると、格付の低い企業は社債を発行出来ておらず、資金調達を借入に依存しているのである。

2つ目の問題として、日米の GDP における社債の割合などを見てきたように、発行額がまだまだ小さいことがあげられる。同業種企業を比較から分かるように、まだまだ日本企業の社債利用は少ない。社債購入者に対して、社債発行の供給量が絶対的に少ないために、プライマリー・マーケットが小さいのである。社債発行額・残高の両方をアメリカのそれと比較した場合、どちらもアメリカの 10 分の 1 程度にすぎない。

3つ目の問題点は、社債保有者に偏りがみられる点である。日本は、海外投資家・個人投資家・投資信託にほとんど保有されておらず、銀行や生保が大部分を保有している状況にある。多様な投資家がないことが、セカンダリー・マーケットが低迷している要因にも繋がっているのではないだろうか。

4つ目の問題点としては、日本の社債は FA 債が主流であるという点である。FA 債は社債管理会社を置かないために、万が一社債がデフォルトしてしまった場合に投資家を保護出来ないのである。

5つ目の問題点としてはスプレッドが他地域に比べて小さいことである。同じリスクを取っているにもかかわらず、スプレッドが他と比べて小さいということは投資妙味がないということが言える。特に海外投資家はリスクとリターンについてかなりシビアなので、海外投資家が日本の社債をほとんど保有していない一因となっている可能性がある。

第2節 その他の問題点

ここでは社債市場の抱えるその他の問題点を市場機構、発行体、仲介会社に分けて述べていく。

まず市場機構、つまりは社債市場そのものの問題を見ていく。小さい市場であるが故か、決済・清算システムや社債レポ市場が未整備である。また、企業の信用リスクを取引するクレジット・デフォルト・スワップ(CDS)市場が特定の銘柄に偏っていること、取引量が小さいことから社債取引へのヘッジが事実上不可能となっていることも、取引量を小さくしている一因と考えられる。また、現在社債を発行出来るのは、信用格付で投資適格とされる BBB 以上の企業に限られるため、社債がデフォルトする頻度が低く、データが少ないため、信用リスクと社債起債時の条件との間の関係がよくわからないこと挙げられる。また、日本証券業協会が公表している「公社債店頭売買参考統計値」が市場の状況を的確に反映していないため、社債の時価が不明確という問題もある。ほかにも、株式・国債と異なり、リサーチレポートやアナリストの不足から、情報が偏り、社債投資を行っている機関投資家は似たような行動を取りやすくなっている。個人投資家から見た場合も、社債に関する情報が手に入りづらい状況になっている。

次に社債を発行する企業側の問題点を見ていく。一番の問題点は企業側に社債に関する IR(Investor Relations)に積極的でないことが、投資家が社債投資に積極的になれない原因として考えられる。また、万が一、企業が倒産した場合に社債債権者が他の債権者との優先劣後の関係が明らかにされていないことが往々にして多い。また、社債以外の債務に付与されるコベナンツ(約款、制約条項)が十分に開示されていない。投資家保護の観点も欠けていることも、投資家に対して社債投資に二の足を踏ませている。

続いて仲介会社の問題点を見ていく。証券会社や信託銀行などは、社債の発行体と投資家の間をつなぐ仲介会社(インターメディエーター)である。これらの仲介会社間での社債の引受慣行などの影響で、社債発行の時期が集中化している。また、アメリカなどで導入されている POT 方式が採用されていないことも、迅速かつ大口の社債発行ができないことの一因となっている。

第3節 社債市場活性化の必要性と先行研究

上述してきたように日本の社債市場はまだ米国と比較して小さく、活性化の余地があると思われる。そもそもなぜ日本の社債市場の活性化が必要なのだろうか。活性化の必要性についてみていきたい。

社債市場活性化によるメリットは大きく分けて2つ考えられる。1つ目は投資家に対するメリットがあげられる。個人投資家が社債を自由に買えるようになれば、家計の資産選択が増え、ポートフォリオの分散が進み、より安定した資産設計が可能になる。預貯金や保険を除いた個人資産としては、株式や投資信託や国債を多く保有している。投資信託は様々なタイプがあるので一概には言えないが、株式は値動きが激しくハイリスク・ハイリターンであり、国債は国家が潰れない限りは償還されるが利子率が低くローリスク・ローリターンとなっている。社債市場を活性化させることによって国債よりは利子率が高く、株式ほどリスクが低いミドルリスク・ミドルリターンである社債の投資家の需要は大きいと考えられる。2つ目は企業側にとってのメリットだ。社債発行にとって企業はリスクを分散することが可能になる。もしも銀行借入に資金調達の大半を依存していると、景気が悪化し銀行が貸し渋りをするようになったときに経営が苦しくなってしまう恐れがある。それだけでなく、銀行が破綻した場合には資金を調達することが出来なくなってしまう。つまり、銀行借入に依存すると銀行の経営が悪化した場合の影響を受けてしまうのである。また、社債発行を増加させることで借入金金利を低く設定出来る可能性もある。銀行が高い貸出金利を設定してきたときに、企業は社債発行によって資金の大部分を調達するとプレッシャーをかけられる。銀行としては貸出をしなければ儲からないので適正金利で貸し出してくれるはずである。

先行研究紹介

以下では社債市場の活性化に関する先行研究について言及したい。

1 「社債市場活性化にむけた施策について」 保志泰(2009)

保志泰(2009)では、リーマン・ショックに端を発した今回の金融危機の反省から、企業における直接金融の重要性を認識、そのために社債市場の活性化が必要であることを指摘している。特に、投資家の立場から必要な条件としては「①厚みのある流通市場が整備されていること、②市場規模が大きく多様な銘柄選択が行えること、③信用(デフォルト)リスクを受け入れるための適切なリターンの存在とディスクロージャー、④使いやすいベンチマークが存在すること(機関投資家)、そして個人投資家については⑤投資単位(額面)が小さいこと」をあげている。また、社債の主体別保有比率の歪んだ現状にも活性化のための糸口を見出している。09年3月末時点で、社債の保有比率の実に47.8%は銀行等が保有しているのに対し、個人の保有比率に着目してみると、わずか0.1%(国債は約5%)にすぎず、個人投資家の保有比率拡大が望まれるとしている。現状の問題点として、社債管理会社制度による機関投資家向けに偏った発行等をあげ、ディスクロージャーの充実、ハイ・イールド債の起債環境の確立の必要性をあげている。

2 「日本の社債市場の活性化に向けた課題～我が国金融・資本市場の国際化～」 根本直子(2007)

根本直子(2007)では、我が国金融資本市場全体のバランスのとれた発展という観点から、社債市場の活性化の重要性をあげている。日本社債市場の現状は、規模・流動性共に国際的観点から劣っていると言え、適正なリターンを確保しにくく、多様性も低い、としている。さらに、そうした現状を作っている現状としてあげられているのが、銀行の低金利融資、機関投資家の運用手法の遅れ、発行体の消極的な開示姿勢などである。そのうえで、活性化のメリットとしては、投資家にとっては、国債を中心とするポートフォリオを多様化させ収益率を高められる(機関投資家)、ミドルリスク、ミドルリターンの資産を有することでバランスのとれたポートフォリオを構築出来る(個人投資家)といった点、発行体にとっては資金調達の多様化、安定化につながる、ガバナンスの向上が可能になる、成長力の高いアジア等の企業が、日本の潤沢な資金を活用出来るといった点があげられている。

3 「欧米で広がる個人向け社債投資プラットフォーム」 岩谷賢伸(2004)

岩谷賢伸(2004)は、本稿で政策提言として取り上げる社債投資プラットフォームについて研究している数少ない先行研究である。欧米で広がる個人向け社債投資プラットフォームの制度や、実際社債投資サービスを提供しているプラットフォームを取り上げて、実例をあげながら紹介している。さらに、個人向け社債市場の意義等にも言及をしている。

4 「社債市場の活性化に向けて」 日本証券業協会(2010)

日本証券業協会(2010)では、社債市場における問題点を包括的に取り上げている。本稿で取り上げている問題のみならず、コベナンツや信用格付の問題、流通市場における問題点を深く掘り下げている。また、それぞれの問題に対する取引主体の課題も取り上げられている。加えて、社債市場の国際化に向けた取り組みの一端を見ることも出来る。

先行研究に対する本稿の位置づけ

本稿では、先行研究1、2で行われてきた日本の社債市場の現状分析を米国との比較や歴史的考察もふまえ、さらに計量分析も行うことでより厚みのある現状分析を行い、先行研究3であげられていた社債投資プラットフォームを参考に、日本の社債市場に実際に社債投資プラットフォームを導入するという政策提言、またそれに伴うインフラ整備、メリット・デメリット等を示していく。

第4節 政策提言へ向けて

上述してきたように、社債市場の様々な問題点や社債市場の活性化がなぜ必要なのかについて論じてきた。様々な問題点がある中で、私たちは個人投資家の社債保有額を増加させるために行うべき政策として「社債投資プラットフォーム」を提案する。「社債投資プラットフォーム」が何なのかということについては後述するが、ここではまず、多くの問題点を経済構造、投資家、発行市場の3つに分けて整理していく。

経済構造

経済構造に関する問題は主に次に挙げるものである。

民間法人企業、特に大企業を中心に余剰資金を抱えている企業が多い。

民間部門が資金余剰の状態である一方、公的部門は資本不足の状態が長らく続いている。

少子高齢化に伴う国内マーケットの縮小から、民間法人企業の国内での設備投資意欲が減退している。

長期にわたる金融緩和の影響で銀行融資の低金利化が進んでいる。

投資家

投資家の問題は次に挙げるようなものがある。

社債保有割合で見たときに、個人投資家、及び、外国人投資家が極端に少ない。

それに対応して、現在、社債保有割合が銀行に偏ったものとなっている。

基本的に投資家の多くは、一度購入したら満期償還まで持ち続ける、バイ・アンド・ホールド型の投資スタイルを主としている。

社債の多くを持っている銀行の社債運用手法が未発達である。

発行市場

発行市場における問題は、さらに3つのカテゴリー（市場機構、発行企業、金融機関）に分けて考察する。

市場機構

市場機構における問題は以下のとおりである。

社債投資に対して、社債供給量の絶対額が少ない。

決算・清算システム、レポ市場が未整備である。

リスクヘッジ手段の一つである CDS（クレジット・デフォルト・スワップ）市場が特定の銘柄に偏重し、市場が未成熟である。

発行される銘柄が BBB 以上の投資適格に限定されている。

社債投資に関する証券会社やシンクタンク等のリサーチや公表レポートが少ない。また、それらを研究するアナリストの養成が進んでいない。

日本証券業協会が公表している「公社債店頭売買参考統計値」が市場を的確に反映できていない。

格付ごとのスプレッドが適正に反映されていないため、スプレッドカーブがフラットニングしている。

発行企業

発行する企業自身の問題は以下のようなものが挙げられる。

社債に関する IR 活動が、特に個人投資家に対して活発でない。

企業が倒産した場合に社債債権者が他の債権者との優先劣後の関係が明らかにされていないことが往々にして多い。また、社債以外の債務に付与されるコベナント(約款、制約条項)が十分に開示されていない。

社債管理会社を介さない FA 債が、現在の市場では主流である。

金融機関

金融機関が抱える問題は次のとおりである。

社債引受に関する暗黙の慣行が金融機関間で存在する。

アメリカで主流である POT 方式が未整備であり、大口の債券発行が迅速にできない。

細かく見ていくと、種々様々な問題をさらに挙げる事が出来る。ただし、社債市場そのものが未熟な現状では、細かく問題を分析していくことよりも、面前の大きな問題に対処することが優先される。

問題の抽出

上記で挙げた問題に対して、一挙に対処することはできない。われわれの主眼とするのは、社債投資プラットフォーム導入による個人投資家の社債投資需要の拡大である。上記で上げた様々な問題に対しては、以下のような判断をした。

上記の問題の中で、まず、社債市場そのものが大きくなると改善を図っても効果が得られづらいものが数多く存在する。決算・清算システム、レポ市場の整備、トリプル B 未

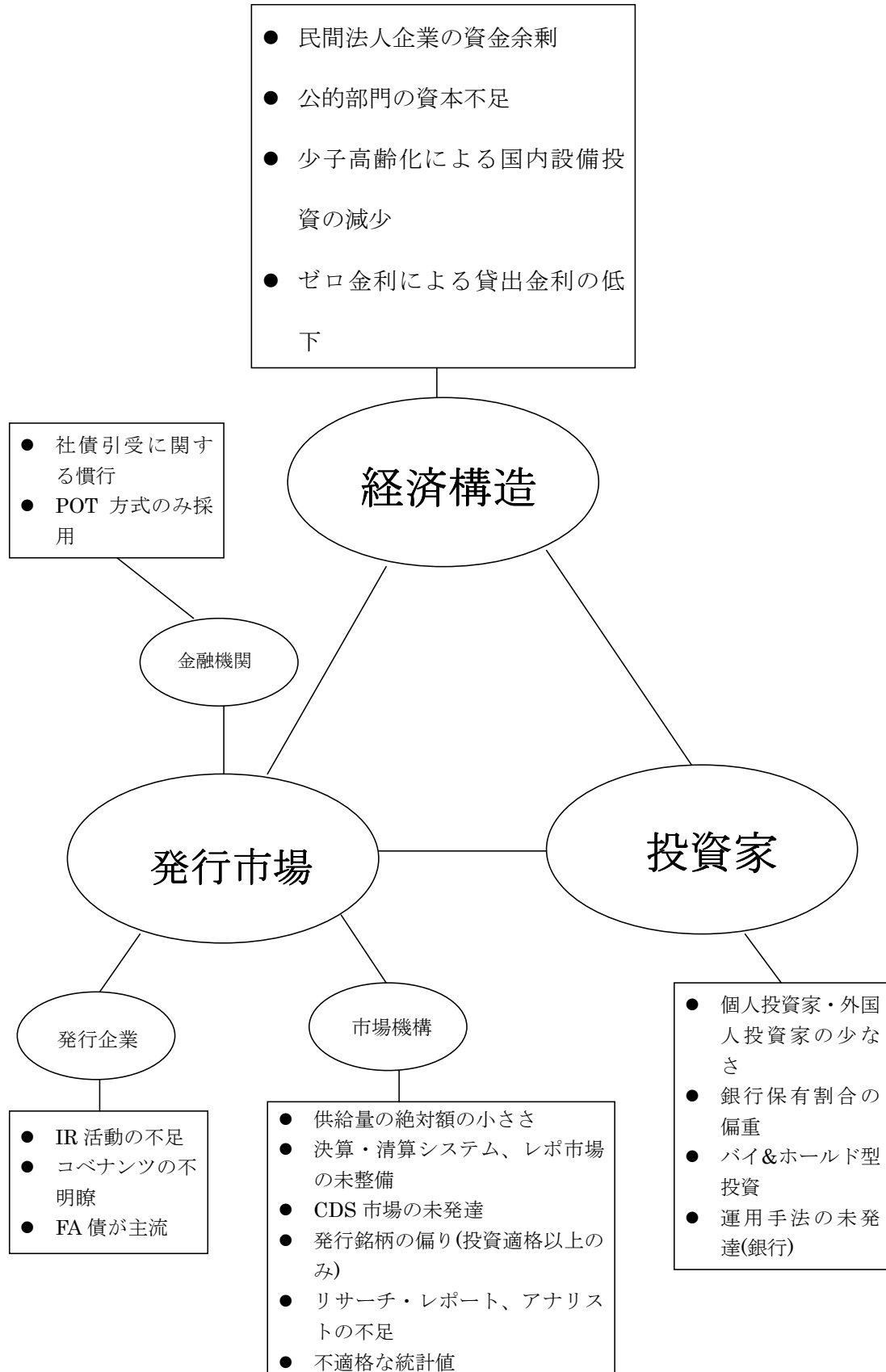
満の企業による社債発行、CDS 市場の深化、IR 活動の活性化といった問題は、現在のように市場が小さい中で先に改善を図ったとしても、効果が薄いと考えられる。なぜならば、それらの改善に要するコストに対して、投資家・発行企業・仲介会社の各主体が得られるリターンが極めて少ないからである。ある程度の規模に社債市場が成長していないと、規模の経済性が働かない。

また、我々の提言によってまず、改善出来ると見込んでいる点は、社債のプライマリー・マーケットが拡大することである。パイが大きくなることで、相対的に銀行の社債保有割合は小さくなることで、銀行偏重の現在の状況を改善することは出来る。だからと言って、直ちに、パイ・アンド・ホールド型の投資スタイル、運用手法の多様化につながるかは分からない。しかし、個人投資家が市場に参入することで、多様な投資判断を持つ投資家が生まれることで、今まで以上に、社債のセカンダリー・マーケットが活性化する可能性を秘めている。銀行は融資の利回りをベンチマークとするものだが、個人は銀行の預金金利をベンチマークしていると考えられるからだ。プライマリー・マーケットが先に拡大することで、セカンダリー・マーケットでの流通量がある程度確保出来ると考えられる。また、併せて様々な取引主体が生まれることで、企業に対するリスク・プレミアムに差が生まれ、適切なリスク評価が行われる可能性もある。そうなることで、スプレッドカーブがスティープ化するが期待出来る。キャピタルゲイン、インカムゲインを稼ぐ機会が増えることで、外国人投資家に対しても魅力的なマーケットであることが認知されるかもしれない。

最後に、経済構造に対しては、グローバル展開する日本企業が増えてきている。為替リスクや国際競争力強化の観点から、今後、海外における設備投資が加速すると考えられる。そうした時に、多くの資金を抱える家計から資金調達出来ることは、企業にとって魅力的であるはずである。また、長引く金融緩和で銀行融資の低金利化は進んでいるものの、銀行は独自でリスク評価を実施している。平均的には低い貸出金利も、個別企業で見れば金利の高い企業、リスクを多く抱える企業は存在するはずである。そうした企業がより低金利で借りるためには、銀行に対して、自らのリスク評価を改めてもらう必要がある。そうした際に、社債を発行することができたならば、市場における企業のリスク評価が行われ、銀行に対して金利低下圧力を働かせることが出来る。ただし、これも社債市場において社債購入者が多く存在しなければ難しい。そのためには、まず、プライマリー・マーケットが発達する必要がある。

以上のような観点から見た場合、まず何よりも、社債のプライマリー・マーケットを拡大することが急務である。また、その拡大する対象として、投資余力のある個人投資家に対して何らかの投資環境を整備することが必要不可欠である。そのための我々の方策が、社債投資プラットフォームの導入である。

社債市場における問題点の概念図



第6章 政策提言

私たちは、日本の社債市場を活性化するための手段として、社債投資プラットフォームを日本に導入するという政策を提言する。本章ではこの提言に関して、社債投資プラットフォームの機能や米国での例を踏まえつつ、日本で社債投資プラットフォームを導入することの意義、メリット、デメリットまた、その際に必要となる制度整備に関して言及していきたい。

第1節 社債投資プラットフォームとは

そもそも社債投資プラットフォームとはどんなものなのだろうか。日本ではあまりまだ知名度が高くないが、端的に言うと、ウェブサイト上で個人投資家向けに運営されている投資プラットフォームのことである。プラットフォーム上では、毎週月曜日に一週間のうちに起債される銘柄の利率や償還日、格付などの発行条件が提示される（下図 例:GE キャピタルの場合）。個人投資家たちは、金曜日まで同じ条件で銀行等を通して好きな銘柄の社債を直接購入出来る仕組みとなっている。

プラットフォームの例（GE キャピタル）

| 利率 | 利払い | 償還日 | 年利回り | Moody's格付け | S&P格付け |
|-------|------|------------|-------|------------|--------|
| 4.25% | 毎月 | 12/15/2009 | 4.33% | Aaa | AAA |
| 5.25% | 毎四半期 | 06/15/2015 | 5.35% | Aaa | AAA |
| 6.00% | 毎半期 | 12/15/2023 | 6.09% | Aaa | AAA |

（出所 Inter Notes ウェブサイト）

この社債投資プラットフォームの存在は、欧米の社債市場において個人投資家の市場に参入に大きく寄与しているといえる。こうした制度的インフラが整っていない日本では、すでにみたように、社債保有比率に占める個人投資家の割合は 2009 年現在 0.1%に過ぎないのに対し、米国では 18.2%と非常に高い保有比率を維持している。以下では、そうした米国における社債投資プラットフォームの実例を見ていきたい。

第2節 欧米における実例

すでに述べたように、日本に比べ社債保有比率にしめる個人投資家の割合が非常に大きい米国では、この社債投資プラットフォームが10年以上前に導入され、機能している。ここでは、米国で実際に運営されている社債投資プラットフォームをみていきたい。現在、米国では Inter Notes、DANs、Core Notes といった3つのプラットフォームが運営されている。

Inter Notes

Inter Notes プラットフォームは2001年、バンク・オブ・アメリカとインキャピタルが共同で開始したプラットフォームである。初年にバンク・オブ・アメリカ自身が総額30億ドルの Inter Notes プログラムを始めて以来、GE キャピタル、ボーイング・キャピタル、ダイムラー・クライスラー等の企業が同プラットフォームを通じて各社が社債を発行している。

DANs

DANs は3つのプラットフォームの中で最も歴史が長く、1996年から運営されている。当時、ABN アムロ傘下の投資顧問会社シカゴ・コープ(現ラサール・バンクのブローカー・ディーラー・サービス部門)によって開始された米国初の社債投資プラットフォームである。GMAC が初年にこの DANs を通じて総額5億ドルの MTN プログラムを開始して以来、UPS、フレディ・マック、IBM、ジョン・ハンコック等の企業が DANs を通じて社債を発行している。

Core Notes

Core Notes プラットフォームは、2001年にメリルリンチが開始したプラットフォームである。当初は発行企業1社しかなかったが、現在ではフォード・クレジット、ファニーメイ・バンク・オブ・ニューヨークなどが社債発行をおこなっている。

以上3つのプラットフォームの共通点としては、大手金融機関が運営している点、社債発行体は概ね格付の高い大手企業であるという点、一つのプラットフォームあたり、10~15程度の企業が社債を発行しているという点があげられる。

社債投資プラットフォームの実用性

本稿執筆にあたり、上記で紹介した米国社債投資プラットフォームの一つである Inter Notes に会員登録し、一個人投資家の立場に立ち、Inter Notes の利便性を測ってみた。会員登録は、非常に簡単なものであり、名前、アドレス、パスワード等を入力すれば登録が完了し、情報を得ることができた。Inter Notes のウェブ上では上図で示した利回り、格付等債券の最低限の情報以外にも、社債を発行する各企業の財務状況や設備環境に関する情報を提供し、個人投資家が投資しやすい環境を提供している。その他にも、債券取引に関する知識が十分でない人のために、プラットフォームでの取引のリスクや、利子の受け取り方、支払いの仕方といった取引の基本的情報まで、分かりやすく示しており、社債投資プラット

フォームが、米国の社債市場における個人投資家の比率を高くしている大きな要因であることを、身をもって感じる事ができた。

社債投資プラットフォームのメリット・デメリット

社債投資プラットフォームのメリットとして、第一にあげられるのが、個人投資家のための投資環境の整備が出来るということである。一方、デメリットとしては、社債の小口での発行を増やすということは、その分、発行コストも増加してしまうとおおいうことがあげられる。さらに、企業の IR に関する法整備が十分でない日本では、各企業が個人投資家に対応した情報提供がなされず、発行体のリスクが投資家に伝わりづらいといえる。

第3節 なぜ日本に導入すべきか

では、なぜこの社債投資プラットフォームを日本に導入すべきなのだろうか。

まず、最も大きい理由として、個人投資家が市場に参入することが出来るようになるということがあげられる。機関投資家以外は市場参入が難しい現状の社債市場の制度では、個人投資家が社債を買いたいと思っても買うことは難しい。しかし、この社債投資プラットフォームを導入することで個人投資家も社債購入が容易になり、社債の発行市場は広がりを見せるだろう。さらに、個人投資家の市場参入は、単に市場を拡大するだけではなく、将来的にハイ・イールド債市場の拡大ももたらすと見える。適債基準の緩和を受け、BBB や BB の社債の発行は、制度上は可能になった。しかし、信用スプレッドをふまえると、金融機関による融資条件との格差から経済合理性を欠くと言わざるをえない。残存債券のある複数の企業の倒産 (ex. ヤオハン マイカル等) による社債投資デフォルトにより、現状では格付の低い債券の発行は忌避されがちである。保険や銀行といった日本における社債の主要保有体がこうした投機的債券を嫌気するが、個人投資家はそうとは限らない。個人投資家のなかには、リスク許容のある投資家も多く、そうした投資家はリスク覚悟で投機的に利回りの高いハイ・イールド債の購入するインセンティブが発生する。この社債投資プラットフォームが十分に浸透し、そうした投資家が積極的に投資出来る環境を整えば、ハイ・イールド債市場も拡大し、昨今おきたような金融危機などが起きた際に、資金繰りが悪くなり、今までは銀行融資を受けようとしてもなかなか受けられずさらに資金繰りが悪くなるという負のスパイラルがあった中堅企業も直接金融の手段を手に入れることで、デフォルトリスクを下げることが出来るようになるだろう。また、国債利回りが低下し続けている今の日本では、社債発行をしやすい状況にあり、その拡大をする好機にあるといえ、社債投資プラットフォームの導入する良いタイミングだろう。

第4節 導入に必要なインフラ整備

社債投資プラットフォームの必要性を前項で述べたが、現状の日本の制度には大きな問題がある。米国の社債市場が今日のレベルまで成長した背景には、十分な社債権者保護の制度が整っていたからだといえる。その制度とは、債権者の利益を代表するトラスティー制度というものである。日本が社債投資プラットフォームを導入し、機能させるためには、同時にこのトラスティー制度も導入する必要がある。本章では、このトラスティー制度について、その歴史から、役割・仕組みについて見ていきたい。

1 項 トラスティー導入の歴史

米国社債市場におけるトラスティーとは、社債権者の利益を代表して社債の管理を行う受託者のことであり、その役割や義務は信託証書に基づく。その起源は1860年代までさかのぼる。当初は担保付社債が中心であったことから、主に信託会社がトラスティーを務め、その業務も担保管理が中心であった。その後、1920年代ころから無担保社債が増加し（1920~23年：26.9%⇒1928~31年：44.3%）トラスティーには社債デフォルト時には社債のデフォルト時に債権保全の働きが求められるようになった。しかし、世界恐慌が起こり、実際にデフォルトが発生すると、信託証書にあった広範な免責条項により、その役割を十分に果たせなかった。この原因となったのが、利益相反に対する規定の欠如である。発行会社に対して利害関係を有するトラスティーが自らの利益を優先し、社債権者に対して、社債のデフォルト通知を行わない、デフォルト後の発行会社への訴訟を怠るといった事態が発生した。このことを受け、1939年に社債のトラスティーに社債権者の利益を代表することを義務付けた社債信託証書法が成立した。それ以降、トラスティーは安定的に機能し続け、1990年にはハイ・イールド債にも対応するように信託証書法が改正された。

2 項 トラスティーの役割

トラスティーの役割は前述のように社債権者の利益を代表して社債管理を行うことであるが、その求められる役割はデフォルト前後で大きく異なる。

デフォルト前のトラスティー

デフォルト前のトラスティーの仕事は受動的なものになる。発行会社からの開示書類の受領等信託証書に定められた業務内容についてのみ責務を負い、その他も、名簿の管理、元利払いを行うなど裁量の無い、いわば事務的な業務を行うにすぎない。

デフォルト時及びその後のトラスティー

一方、社債のデフォルト時とその後の時点ではトラスティーは社債権者の利益のために裁量的に行動することが義務付けられる。その例としてあげられるのがテクニカルデフォルト（コベナンツに抵触したことによるデフォルト）時の対応である。この時、トラスティーが社債権者の利益になると判断すると、コベナンツに抵触しても機械的にデフォルトと見なさなくてもよいとされている。コベナンツに抵触した場合、トラスティーと発行会社との間

でコバナンツの条件変更等の交渉が行われ、未償還元本総額の過半数に達する社債権者の同意が得られれば、追補信託証書の発行を通じて条件発行が可能になる。また、デフォルト後のトラスティは信託証書により権利と権限が与えられ、社債権者の利益のために行動することが義務付けられており、トラスティには社債権者のために条件変更に加え、一部債権放棄などの交渉、債権回収に関する訴訟を行うことが認められている。

トラスティと社債権者間の利益相反を防ぐ仕組み

社債のデフォルト後、トラスティには社債権者利益のために裁量的に行動することが義務づけられている。そのため、トラスティ自身の利益と社債権者の利益が対立し得る利益相反の状況を回避することが極めて重要になる。信託証書法では、利益相反を防ぐ仕組みが具体的に規定されている。具体的には、信託証書法で以下の表の10項目が利益相反の状況として規定されている。

社債デフォルト後のトラスティの利益相反事由一覧

| | |
|--|--|
| トラスティと引受会社・発行会社の間に役職員の兼任がある | |
| ①トラスティやその取締役・執行役員が引受を行っている | |
| ②トラスティやその取締役・執行役員が、発行会社または引受会社の取締役や従業員、代理人等である | |
| トラスティと引受会社・発行会社の間に証券保有がある | |
| ③トラスティと引受会社との間に直接・間接の支配関係がある、あるいは共通の支配に服している | |
| ④発行会社やその取締役・執行役員等が、トラスティの議決権付証券を単独で議決権の10%以上、あるいは20%以上保有、あるいは引 | |
| 受会社やその取締役・執行役員等が同様に合計20%以上保有している | |
| ⑤トラスティが、発行会社の議決権付証券の5%以上または証券10%以上保有している、あるいは引受会社の証券を10%以上保有している | |
| ⑥トラスティが発行会社の議決権付き証券の10%以上を保有している、あるいは発行会社を直接・間接支配あうるか、発行会社と共通の支配に服す者の議決権付証券を5%以上保有している | |
| ⑦トラスティが、発行会社の議決権付証券の50%以上を保有している者の証券を10%以上保有している | |
| ⑧トラスティが⑤～⑦に該当する証券を、信託により合計で25%以上保有している。ただし、発行会社により元利払いが30日以上遅延した場合は⑥～⑧のより厳しい証券保有規制が適用される | |
| 複数の立場の債権者の利益を代表する | |
| ⑨同一発行会社の複数の信託証書と受託関係がある | |
| トラスティ自身が発行会社の債権者となっている | |
| ⑩トラスティが発行会社に対する債権を保有している | |

(出所 信託証書法より筆者作成)

このように、具体的かつ詳細に利益相反の状況を規定することで、防ぐ仕組みができていくのである。

3 項 日本の社債権者保護の現状

日本では会社法の規定により、公募社債発行時に社債権者のための社債を管理する社債管理者の設置が義務付けられるが、最低額面額が1億円以上の場合には例外規定により、設置義務がなく手数料の低いFA（財務代理人）がおかれる場合が多い。FAは、事務的な社債管理は行うものの、デフォルト時に、トラスティーのように社債権者の利益を求める必要はない。日本では本来例外であるはずのこのFA設置が、コストが抑えられるという理由から、全体の80%にも達する。社債管理者、FAともにメインバンクが受託するケースが多い。また、社債管理者についても「公平かつ誠実に」「善良な管理者の注意をもって」社債管理を行うことが義務づけられているのみで、社債管理委託契約に委ねられることになる。こういった現状では、トラスティーでは防いでいる利益相反を防ぐことは難しい。こうした状態では、社債投資プラットフォームを導入したとしても、十分な社債権者保護が出来ていない状態では、少しのほころびでも、市場全体が委縮しかねない。社債市場の拡大を頑強なものにするには、このトラスティー制度も同時に導入する必要があるといえる。このトラスティー制度が整って初めて社債市場を拡大でき、将来的にハイ・イールド債市場も広げる土壌が出来るのではないか。

第5節 具体案

では、日本にどのように社債投資プラットフォームを導入すればよいのだろうか。私たちは、政府主導による、一つのプラットフォームを作ることを提案する。すでに見たように、現在米国には、それぞれ大手金融機関が運営する3つのプラットフォームが存在している。3つのプラットフォームの間で、発行している社債は異なるため、個人投資家はすべてのプラットフォームに登録し、異なるウェブサイト間で投資対象を比較しなければならない。そこで、日本にこのプラットフォームを導入するに際しては、政府が舵取りをすることで、一つのプラットフォームに集約すれば、利便性を向上させることが出来るのではないか。具体的には、金融庁が主体となり、野村証券、大和証券等の金融機関と官民一体の形で社債投資プラットフォームを共同運営する、というものである。次に、発行体であるが、当初は高格付企業に絞って発行を行っていくべきであると考えている。日本の社債市場は、ハイ・イールド債市場が狭窄なままであり、この市場の拡大は、社債市場全体の厚みをもたらすためには必要不可欠である。しかし、現状分析で見たように投資適格水準にある社債でも、米国のそれと比べるとまだまだ発行市場は小さい。投資適格社債の市場が成熟しきる前に、投機水準の社債市場に手を広げ、一発行体のデフォルトなどにより信用リスクが一気に高まりプラットフォームの運営が早々に立ち行かなくなる危険がある。それよりはまず電力債、NTT債といった、すでに安定的に発行されており、さらにその発行額を増やせるといえる高格付社債を中心に発行していくのが妥当であるといえる。社債投資プラットフォームで高格付社債が安定的に発行されるようになったあかつきには、ハイ・イールド債の発行も随時行い、日本の社債市場をさらに活性化していけるだろう。

先行論文・参考文献・データ出典

《先行論文》

保志泰(2009)「社債市場活性化にむけた施策について」

根本直子(2007)「日本の社債市場の活性化に向けた課題～我が国金融・資本市場の国際化～」

岩谷賢伸(2004)「欧米で広がる個人向け社債投資プラットフォーム」

日本証券業協会(2010)「社債市場の活性化に向けて」

《参考文献》

財団法人 日本証券経済研究所 (2010年)『図説 日本の証券市場』 日本証券経済研究所

日本証券業協会 証券教育広報センター (2010年)『新証券市場 2010』中央経済社

法政大学比較経済研究所 (2007年)『社債市場の育成と発展』法政大学出版社

徳島勝幸 (2004年)『現代社債投資の実務』 財経詳報社

社団法人 公社債引受協会 (1986年)『現代日本の公社債市場』 公社債引受協会

財団法人 資本市場研究会 (2003年)『現代社債市場』 財経詳報社

川村雄介 (2006年)『最新証券市場：基礎から発展』 財経詳報社

山一証券経済研究所 (1990年)『証券市場の基礎知識』 東洋経済新報社

川北英隆 (2006年)『テキスト株式・債券投資』 中央経済社

志村嘉一 (1986年)『現代日本の公社債市場』 公社債引受協会

社団法人 公社債引受協会 (1980年)『日本公社債市場史』 公社債引受協会

岡東務、松尾順介 (2003年)『現代社債市場分析：新たなるアプローチ』シグマベイスキャピタル

吉井一洋 (2009年)『わが国社債市場の問題点』、証券アナリストジャーナル (日本証券アナリスト協会) 66 - 67 ページ

《データ出典》

日経 NEEDS HP

<http://www.nikkei.co.jp/needs/>

10月28日 16時34分～18時46分 閲覧

10月29日 11時32分、23時42分～23時43分 閲覧

10月30日 00時01分、1時37分 閲覧

10月31日 00時09分、20時07分～22時49分 閲覧

11月01日 12時10分、15時56分～16時38分 閲覧

11月02日 08時54分～11時23分、18時45分～23時20分 閲覧

11月04日 00時57分、12時10分、16時59分～17時00分 閲覧

11月07日 15時46分～16時12分 閲覧

日本証券業協会 HP

<http://www.jsda.or.jp/>

(2010年10月20日14時38分～14時52分に閲覧)

『グローバル社債市場と日本』 ピムコジャパンリミテッド 小関広洋

http://media.pimco-global.com/pdfs/pdf_jp/Japan%20Credit%20Pers%209%2006.pdf?WT.cg_n=PIMCO-JAPAN&WT.ti=Japan%20Credit%20Pers%209%2006.pdf

(2010年10月27日14時50分)

『財務省財務総合政策研究所「フィナンシャル・レビュー」March—2008』 企業の資金調達の変化 渡辺善次 吉野直行

https://www.mof.go.jp/f-review/r88/r88_019_038.pdf (2010年11月1日15時00分)

『米国社債市場における社債権者保護の仕組み』 吉川浩史、磯辺昌吾

<http://www.nicmr.com/nicmr/report/repo/2010/2010spr07web.pdf> (2010年11月5日

16時00分)