

2010年12月10日公表

社債市場活性化への5つの提言

— 一個人に投資機会、市場規律ある銀行経営にも貢献 —

日本経済研究センター金融研究班¹

(要旨)

- 日本の企業金融は銀行融資に偏っており、社債市場の発達が遅れている
- 企業の資金調達手段の多様化は、企業自身や投資家だけでなく経済全体にメリットが大きい
- 活性化に向け、以下の5点を提言する
 - ✓ 銀行は信用リスクに見合った融資金利を設定すべきである
 - ✓ 個人が社債に投資しやすい環境を整える必要がある
 - ✓ 企業は個人向け社債の発行に積極的に取り組むべきである
 - ✓ 流通市場の活性化のために、取引価格の透明化が求められる
 - ✓ 外国人の投資家が参加しやすい条件を整える必要がある

1. (はじめに) 問題意識

日本企業は資金調達の大部分を銀行融資に依存している。社債の発行残高は融資残高の10分の1程度にとどまり、欧米と比べて極めて低い水準にある。これまでの日本の成長を支えてきた、銀行融資システム自体の役割は無論重要である。しかし、本来は社債が担うべき、長期の設備資金などの分野まで、銀行融資を通じた調達に委ねているのはバランスを欠いている。

企業の資金調達手段が直接・間接金融を問わず多様化すれば、例えば融資市場と社債市場の間で様々な競争や裁定が働き、金融市場の効率化・健全化が期待できる。これは企業・投資家の両者にとって望ましい変化であり、日本経済全体の活性化にもつながると期待できる。

本稿では日本の社債市場の発達が遅れた構造的要因を探ったうえで、今後の発展に必要な手立てを検討する。

2. 遅れた日本の社債市場の現状とその理由

(1) 見劣りする社債市場

日本で初めて社債が発行されたのは今から120年前の1890年である。ただ、戦前・戦後の長きにわたり、有担保原則や適債基準によって適格性・発行条件が厳しく制限され、一部の優良企業のみが起債できる状況が続いた。発行規制の緩和は金融自由化・国際化を背景に、1990年代から徐々に進んだが、本格的な自由化は96年の適債基準撤廃を待つことになった。同年には財務上の特約も自由化され、社債発行に関する契約内容を柔軟に設定することが可能になった。

図表2-1は社債の年間発行額の推移を示している。適債基準廃止前に約6兆円だった普通社債の発行額は2009年には約10兆円まで増加したが、米国には明らかに見劣りする。世界で最も社債市場が発展している米国では、09年の社債発行額が9,018億ドル、残高は約6兆8,490億ドル

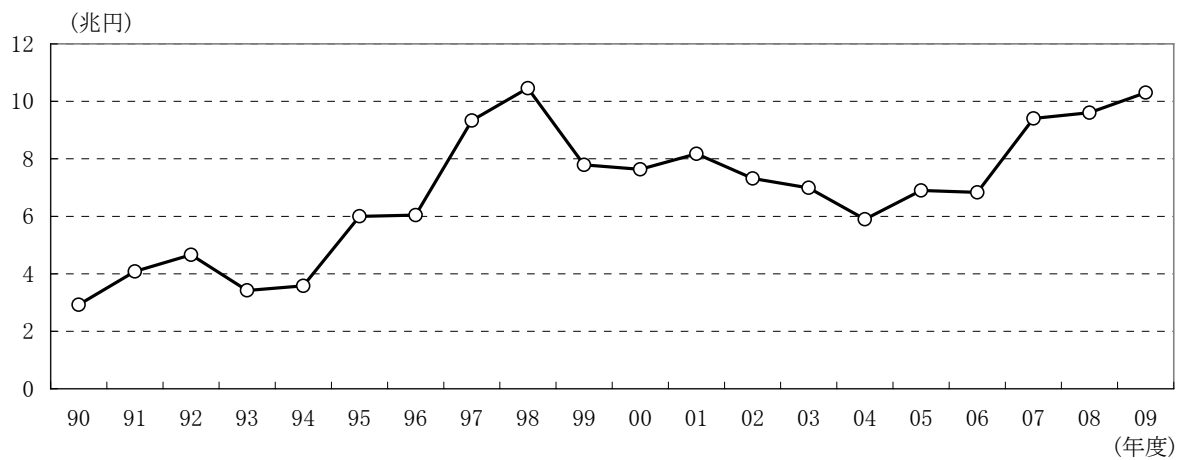
¹ 本稿は金融研究班：池内拓郎、後藤達也、嶋崎俊が執筆した(監修：前田昌孝主任研究員)。

だった。1ドル=80円で換算しても、日本の社債市場は米国の10分の1程度の規模に過ぎない。以下では、日本の社債市場の発展が遅れた要因を探るため、米国と比較しながら日本の現状と課題を整理していく。

(2) 社債市場が抱える課題

日本と米国の社債市場を比較分析すると、日本の社債市場が抱える構造的な課題が浮き彫りになる。リスク回避的な国民性といった定性的な問題以上に、それらの構造的な課題が社債市場の発展を阻害している要因と筆者らは考える。以下では、4つの要因を指摘したい。

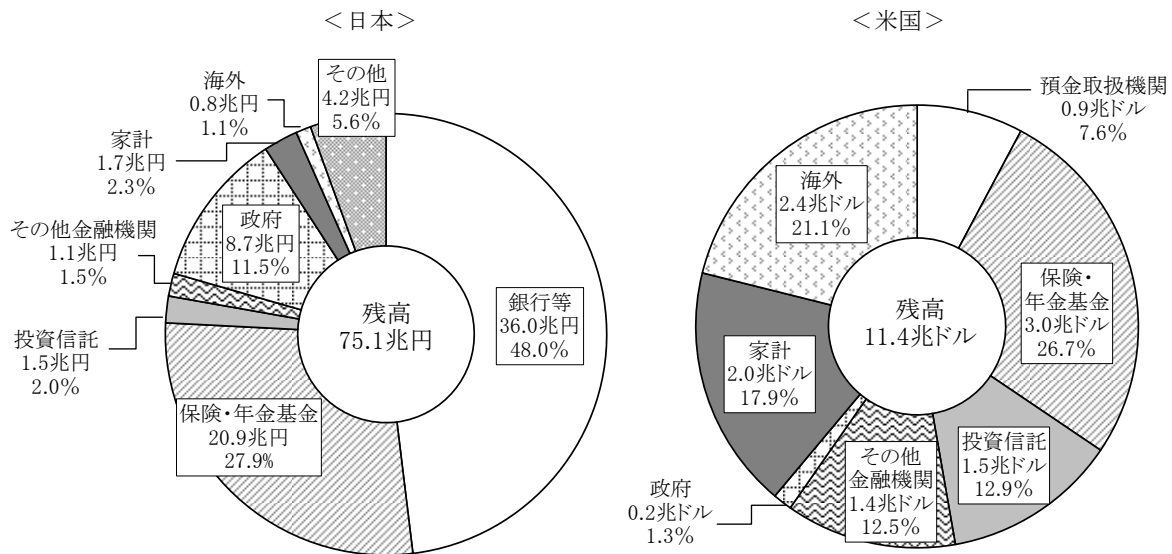
図表 2-1 日本の普通社債発行額推移



注) 1997年までは私募含む。

資料) 日本証券業協会等より日本経済研究センター作成。

図表 2-2 日米の社債保有者内訳(2010年6月末時点)



資料) 日本銀行『資金循環統計』, FRB *Flow of Funds Accounts of the United States*

要因 1 投資家の偏り

日米の社債保有者の構成割合は全く異なる(図表 2-2)。日本では銀行・保険会社が社債の約7割を保有するなど、特定の投資家に偏っている。米国では銀行・保険に匹敵するほど、個人の存在感が大きい。全体の18%を家計が直接保有しているほか、年金や投資信託を通じて家計の金融資産が社債市場に向かっている。海外投資家の比率も21%と高く、多様な投資主体によって市場が成り立っている。

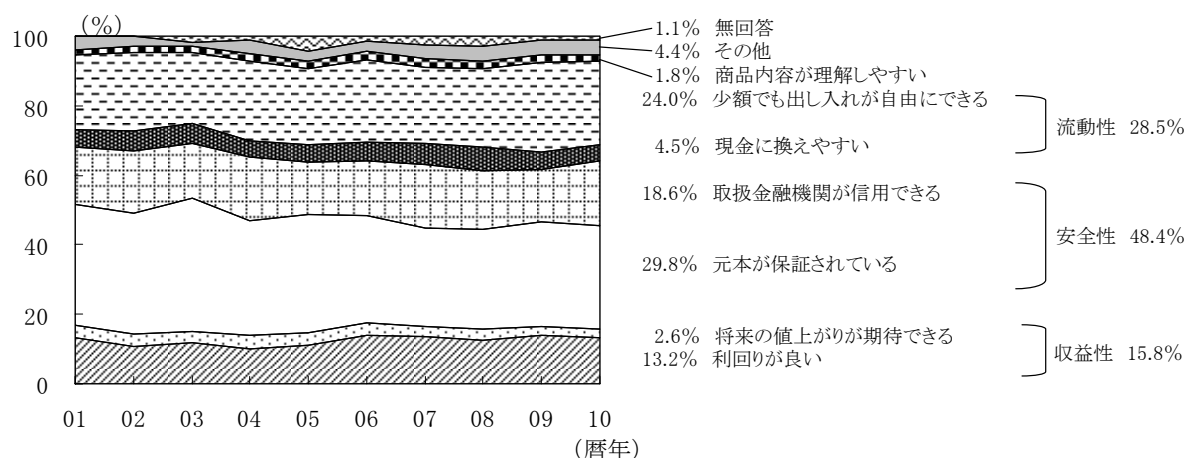
まず、日本で個人の金融資産が社債に向かわない理由としては、発行される社債の大半が社債管理者不設置債(FA債)であること、社債発行により得られる証券会社の手数料収入が少額であることの2点が挙げられる。

日本の会社法では、社債の発行時に原則として社債管理者の設置が義務付けられている。社債管理者とは、投資家のために①元利金の支払い代行、②発行会社に対する財務内容のモニタリング等の債権保全のための管理等、を行う。ただし、最低券面が1億円以上の社債を発行する場合等には社債管理者を定める必要がない。社債管理者の設置には多額の費用がかかるため、多くの社債は社債管理者不設置債(FA債)として発行されている。FA債は事実上、機関投資家向け社債の性格が強くなり、入手可能な情報で不利な個人投資家の購入は難しい。

また、社債の引受・販売に際し、証券会社が発行会社から受け取る手数料は株式や投資信託の場合よりも少ない。そのため、手数料収入は個人投資家に社債を販売するインセンティブになりにくく、個人顧客への営業、ひいては企業に対する個人向け社債の発行提案が控えられている可能性がある。手数料は目論見書で開示されており、社債の年限や発行会社の格付け等によって多少異なるが、概ね100円あたり20銭~35銭程度である。新発債の販売においては通常、投資家から手数料を得られず、証券会社にとっては発行会社からの手数料が主要な収益源となっているのが現状である。

日本の社債市場が発達しない一因として、日本の家計が投資についてリスク回避的な点が指摘される。金融広報中央委員会が実施したアンケート調査の結果では、収益性と比べて安全性を重視していることがわかる(図表 2-3)。もっとも、社債は債務不履行のリスクを内包しているも

図表 2-3 金融資産を選択する際に重視すること



資料) 金融広報中央委員会『家計の金融行動に関する世論調査(二人以上世帯調査)』

の、価格変動リスクは株式などと比べて低く、安全性は必ずしも低くない。また、外国債券の投資信託や外国為替証拠金取引が普及しつつあることを考慮すれば、リスクを取ってでも積極的に収益を追求しようとする個人投資家も一定割合で存在することが分かる。上述のように販売チャネルや制度の整備が進めば、日本社債への投資に関心を示す個人投資家も増えるだろう。

次に、海外投資家が日本の社債に投資しない理由についてだが、その主たる要因は金利水準の低さにあると考えられる。日本国債の利回りが長年低水準で推移してきたうえ、国債利回り（あるいはスワップ金利）と社債利回りの差である「社債スプレッド」も極めて低い水準にある（図2-4）。銀行等から巨額の余剰資金が社債市場に流れているため、発行会社の信用リスクに見合ったスプレッドが実現されておらず、海外投資家にとって投資妙味が低いと思われる。税制・情報開示などのインフラ面の整備が遅れている点も、海外投資家の参入を鈍らせている。日本国債の海外投資家比率は7%と低い、社債は1%にすら届かず、海外勢不在とも呼べる状況にある。

要因2 育たぬハイイールド市場

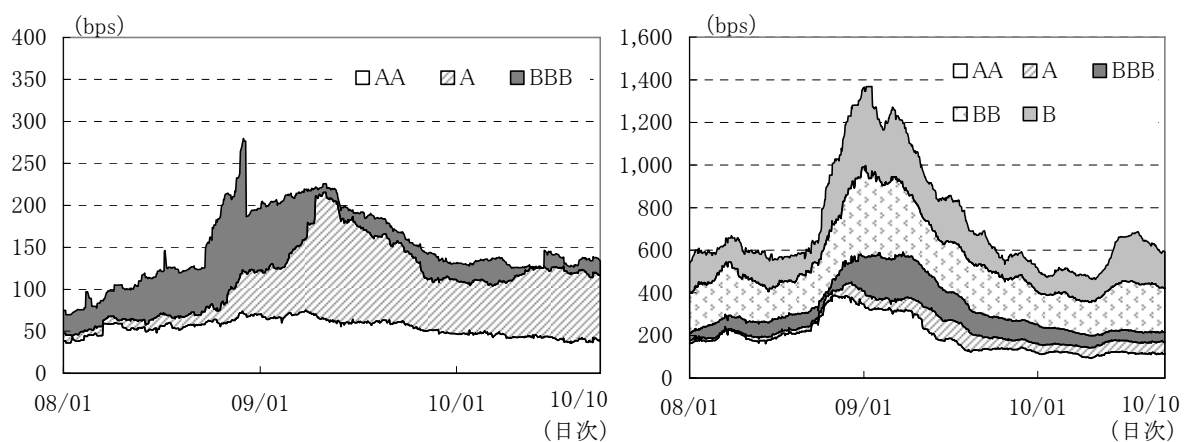
図表2-5は日本の格付別の社債発行額を示している。1996年の適債基準撤廃以降も、発行された社債の大半はシングルA格以上の企業が占める。トリプルB格は若干の発行がみられるものの、ハイイールド債あるいはジャンク債と呼ばれるダブルB格以下の発行は、皆無と呼べる状況にある。対照的に米国では比較的格付けの低い社債の発行が多く、例えば09年には発行額全体の約20%をハイイールド債が占め、その発行額でも同年における日本の社債発行額全体を上回った。

日本でハイイールド債市場が発達しない現状には、投資家が銀行・保険に偏っていることが大きく影響している。預金や保険準備金といった負債を原資に運用する銀行や生命保険会社は、リスク管理の観点からハイイールド債には投資しにくい。欧米ではハイイールド債の投資家はヘッジファンドや投資信託が多いと見られている。こうしたハイイールド債の受け皿となる投資家の存在は日本の社債市場において限定的であるがゆえに、市場が育っていない。

図表2-4 日米社債の格付け別社債スプレッド(10年債)

<日本>

<米国>



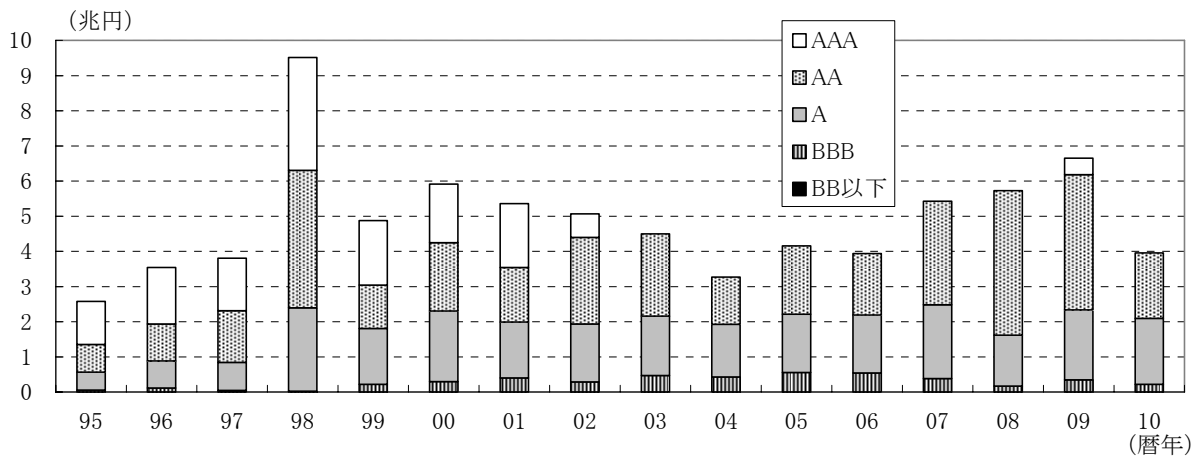
資料) QUICK ASTRA Manager、日本証券業協会等より日本経済研究センター作成。

間接金融の発達、ハイイールド市場の発展を妨げている面もある。図表 2-6 は企業規模別に社債による資金調達比率を示しているが、企業規模が小さいほど、銀行等からの借入金依存度が高くなる傾向がみられる。社債発行の大部分を占める高格付けの大企業は、金融機関から融資を受けられないとは考えにくい。コスト面での優位性から社債が選択されていると推察できる。逆に、小規模あるいは格付けが低い企業は、社債発行よりも低コストで金融機関から十分な借入れができていていることを示唆している。

要因 3 流動性の欠如

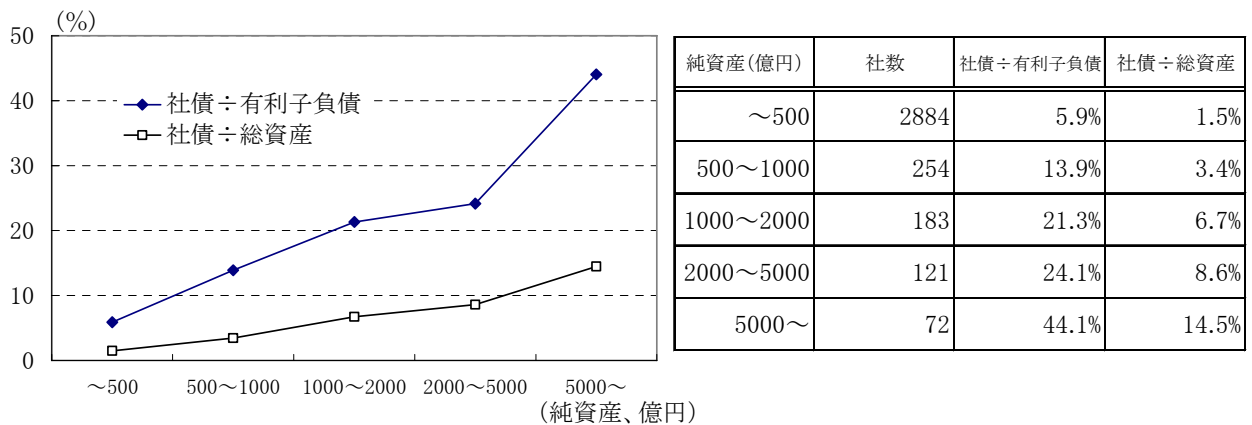
日本証券業協会（以下、日証協）の統計によれば、09年度の公募社債の売買代金は28兆円と、国債（7,813兆円）の1%にも届いておらず、流通市場が十分に発達していない。その理由の一端も、社債の投資家層が銀行や保険会社に偏っていることにあると思われる。

図表 2-5 格付け別の社債発行額



注) 対象は日本企業（非上場含む）が国内で発行した社債。格付けはR&I（格付投資情報センター）による発行時のもの。R&Iで格付を取得していない社債は集計の対象外とした。10年分は8月発行分までの額を示す。
資料) QUICK ASTRA Manager

図表 2-6 純資産規模別の社債調達比率



注) 集計対象は上場企業（除く金融）の直近発表の本決算（単独決算ベース）。
資料) QUICK ASTRA Manager

日本の主たる社債投資家である機関投資家（銀行・保険会社など）は、発行市場で購入した社債を原則として償還時点まで保有する。これは、社債に求めるリターンの源泉がキャピタルゲイン（値上がり益）ではなく、インカムゲイン（利息収入）に置かれているためである。原資である負債の特性に見合うよう、投資対象にする債券の期間・利率が選別されているため、社債が償還前に売却されるような動機は生まれにくい。このように、主要な投資家が売買を行わないことが、社債の流通市場が発達していない要因の一つといえる。

また、鶏と卵の関係だが、流通市場が未発達だから機関投資家は償還時点まで保有せざるをえないという側面もある。流通市場に出回る社債が少ないため、社債の買い手は「買うなら流通市場ではなく発行市場で」という図式が定型化している。売り手側も「流通市場で売りに出しても、安い価格（高い利回り）でなければ買い手は見つからない」と考え、安易な売却を手控えている。東京電力債といった主要銘柄を除き、売り手に特殊な事情がない限り、社債が流通市場で売買されることはないのが実情だ。

さらに、売買価格の不透明さが流通市場の発展を阻害しているとの指摘もある。社債は株式のように取引所で集中して取引されているのではなく、証券会社での店頭売買となっている。このため、流通市場の売買価格は外部の投資家には分からない。目安として日証協が集計している「公社債店頭売買参考統計値(以下 売買参考統計値)」は、実勢価格と乖離しているとみる投資家が多く、十分に機能しているとは言えない。

ヘッジファンドなど海外の投資家はキャピタルゲインを追求するケースが多い点を踏まえると、日本では流通市場の発達の遅れが社債投資家層の拡大を抑制し、さらには社債市場自体の発達を遅らせていると考えられる。

要因4 証券会社の寡占

社債発行の主幹事を務める証券会社の構成は国内大手証券による寡占状態となっている。10年度上半期のシェアは、みずほ、日興、三菱UFJ、野村、大和の大手5社で9割超を占めている（図表2-7）。国債の落札や株式増資の引き受けなどでは外資系証券が一定の存在感を示しているが、社債市場の引き受け先は一部の大手国内証券に偏重している。他方、米国の社債市場では、上位5社の市場占有率は、高格付け債、ハイイールド債ともに50%強、上位10社をとっても90%には達しておらず、欧州系の証券会社も上位にランキングされている。また、市場の集中度を表すハーフィンダール・ハーシュマン指数（HHI）²を見ても、日本の社債市場は1,722となり、米国の高格付け債市場の816のほぼ2倍の水準となっている。

外資系証券が日本の社債市場でシェアを大きく伸ばせないのは、低調な外国人投資家への社債販売がネックとなっている。日本株は金額ベースで約26%を外国人が保有しているほか、国債も株式に及ばずともヘッジファンドなどから一定の需要があるのに対して、日本の社債は前述の要因を背景として外国人からの需要が極めて乏しい。また、国内投資家への販路や発行会社への起債提案の営業などに伴う諸コストも、外資系証券会社には負担が大きいことも影響している。

² ハーフィンダール・ハーシュマン指数（HHI）は、市場の集中度を測る指標で、業界内の各社の市場シェア（%）の2乗を足し合わせて算出する。この数字が大きいほど、市場の寡占が進んでいることを意味する。公正取引委員会の「企業結合審査に関する独占禁止法の運用指針」では、特定の事業者が「競争を実質的に制限するとは通常考えられない水準（セーフハーバー）」の範囲を示す指標として同指数を採用している。その具体的な基準は、①HHI1,500以下、②HHI1,500超2,500以下かつ企業結合によるHHIの増分が250以下、③HHI2,500超かつ企業結合によるHHIの増分が150以下、のいずれを満たす場合となる。

図表 2-7 社債引き受け・国債落札ランキング

<日本：社債(2010年4月～9月)>

<日本：国債(2010年4月～9月)>

順位	主幹事証券会社	引受額 (億円)	市場 シェア
1	みずほ	10,483.3	19.9%
2	日興コーディアル	10,307.5	19.6%
3	三菱UFJモルガン・スタンレー	9,981.7	19.0%
4	野村	9,620.0	18.3%
5	大和証券キャピタル・マーケット	8,148.3	15.5%
6	メリルリンチ	1,013.3	1.9%
7	ゴールドマン・サックス	676.7	1.3%
8	BNPパリバ	503.3	1.0%
9	東海東京	379.2	0.7%
10	UBS	351.7	0.7%

上位5社の市場占有率 48,541 92.3%
 上位10社の市場占有率 51,465 97.9%
 市場合計 52,591 100.0%
 HHI 1,723

順位	証券会社・銀行名
1	野村
2	三菱UFJモルガン・スタンレー
3	ドイツ
4	みずほ
5	三菱東京UFJ銀行
6	大和
7	ゴールドマン・サックス
8	RBS
9	ハーケイズ・キャピタル
10	日興コーディアル

<米国：高格付け債(2010年1月～9月)>

<米国：ハイイールド債(2010年1月～9月)>

順位	引受会社 (ブックランナー)	金額 (百万ドル)	市場 シェア
1	JPモルガン	85,593	15.2%
2	バンクオブアメリカ・メリルリンチ	68,223	12.1%
3	シティ	53,075	9.4%
4	モルガン・スタンレー	48,930	8.7%
5	ハーケイズ・キャピタル	43,489	7.7%
6	ゴールドマン・サックス	41,150	7.3%
7	ドイツ	41,006	7.3%
8	クレディ・スイス	35,638	6.3%
9	RBS	25,947	4.6%
10	UBS	23,952	4.3%

上位5社の市場占有率 299,309 53.3%
 上位10社の市場占有率 467,002 83.1%
 市場計 561,712 100.0%
 HHI 816

順位	引受会社 (ブックランナー)	金額 (百万ドル)	市場 シェア
1	バンクオブアメリカ・メリルリンチ	25,262	14.7%
2	JPモルガン	23,223	13.5%
3	クレディ・スイス	18,641	10.8%
4	ハーケイズ・キャピタル	15,279	8.9%
5	シティ	13,869	8.1%
6	ゴールドマン・サックス	13,071	7.6%
7	ドイツ	12,248	7.1%
8	モルガン・スタンレー	10,608	6.2%
9	UBS	8,716	5.1%
10	ウェルズ・ファーゴ	7,957	4.6%

上位5社の市場占有率 96,273 55.9%
 上位10社の市場占有率 148,872 86.6%
 市場計 172,278 100.0%

注) ハーフィンダール・ハーシュマン指数 (HHI) は、市場シェア 1%以上で計算。日本の社債市場は第8位の BNP パリバまで、米国の高格付け債は第11位以下の HSBC (3.7%)、ウェルズ・ファーゴ (2.6%)、BNP パリバ (1.9%) まで含んで算出。

資料) QUICK, 財務省、Thomson Reuters より作成。

(参考) シンジケートローン

社債市場の活性化のためには融資と社債の棲み分けが必要になると考えられるが、近年増加している融資形態であるシンジケートローンが、社債市場の活性化に資する可能性を持つとして注目されている。シンジケートローンは複数の金融機関(シンジケート団)が、企業に対して協調融資をするスキームである。市場規模は近年拡大しており、09年度末の契約残高は約58兆円と、普通社債の発行残高と同程度まで成長している。

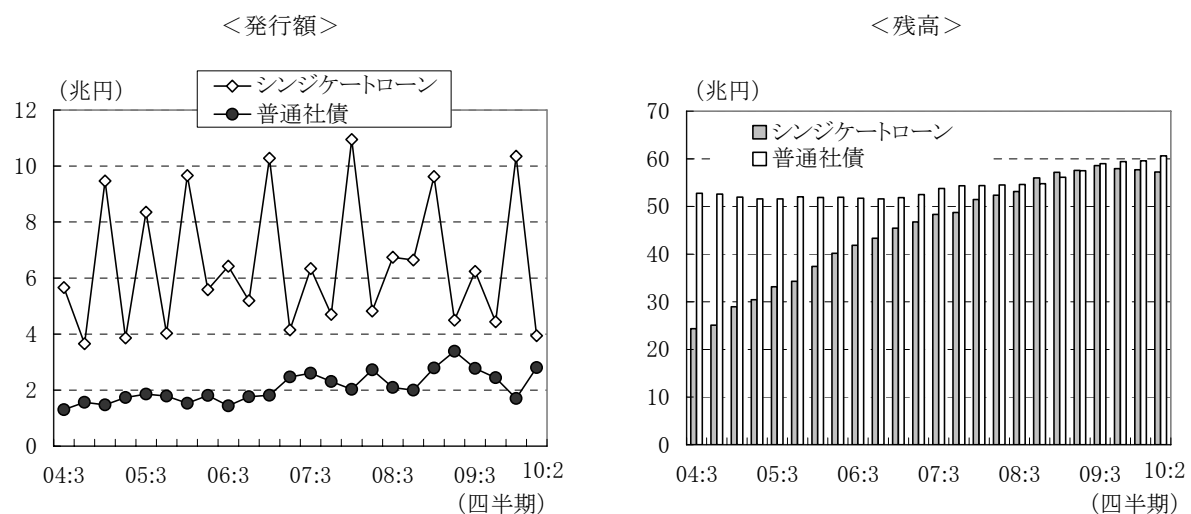
シンジケートローンには、あらかじめ第三者への譲渡を前提とした契約が多い特徴があり、社債と同様に市場性を持った融資債権であるといえる。シンジケートローン等のローン債権の流通市場が確立されれば、企業に対する市場価格が形成されることになる。シンジケートローンは社債に比べて多くの企業が利用可能な制度であり、中小企業向けの組成実績も多い。自社の市場価格を意識することは多数の企業にとって、社債等の他の直接金融へのアクセスを検討する契機になるだろう。各種の金融情報を発信する QUICK では、09年10月からローン債権取引を対象とする「QUICK ローン債権参考指数」を公表している。こうした取り組みもローン債権の市場価格の形成の一助となるだろう。

ただ、現状ではシンジケートローンをはじめとするローン債権の流通市場は、金融機関と企業との長年の商慣習などが影響し、まだ十分に機能していない。また、シンジケートローンには多様なコベナント(特約)が付与されるため、投資家は社債がローンに劣後すると懸念し易いとの問題も指摘されている。それらの問題解決には、金融業界の一体となった取り組みが必要とされよう。

3. 社債市場の活性化によるメリット

第2節で日本の社債市場の現状を述べたが、社債市場の活性化を議論することに対して、本当に「社債市場の活性化は必要なのか」という指摘もある。“オーババンキング”ともいわれる銀行システムの充実が、日本の経済成長を支えてきたことは否めない。しかし、今後の日本経済

図表 2-8 シンジケートローンと社債の比較



資料) 全国銀行協会、日本証券業協会

を展望したときに、間接金融主体のままで十分かという疑問は残る。この疑問に対して、まずは企業の資金調達における「直間比率」「預貸比率」の観点から検証してみたい。

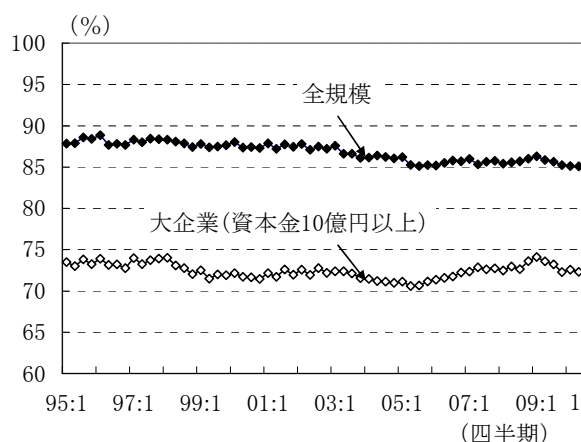
まず、企業の資金調達における間接金融の割合（図表3-1）は、ここ10年、全産業で9割弱、大企業に限っても7割超を占め、日本の企業金融は銀行融資が大部分を占めてきたことが明らかだ。主に銀行を通じて企業部門へ資金が流入することは、間接金融を念頭に資金調達の容易さを重視した企業行動に結びつきやすく、銀行の経営状況・貸出態度が企業の経営姿勢を左右しやすくなる。直接金融・社債市場が発達することで、銀行のみでは補完できない分野での資金ニーズの充足、さらなる資金需要の喚起など、多様な企業活動によって日本の金融資産がより効率的に活用される道が開かれる。

また、銀行の資産運用を効率化させることも期待できる。銀行は現在、潤沢な預金を抱えている一方で、企業の資金需要の低迷を背景に融資は減少傾向にあり、貸出金を預金で割った預貸比率は年々低下傾向にある（図表3-2）。こうした状況において、銀行は極端に緩和的な融資姿勢をとっており、貸出金利水準が極めて低いために本業の融資で十分な利ざやが得られず、収益力が低下している。このため、好景気時であってもROE（株主資本利益率）は欧米と比べて低く、株主から託された資本を十分に活用できていない。社債市場が発達し、個人の資金が直接社債市場に向かえば預金の減少につながり、銀行に対して無理な低金利で企業に融資させる圧力は弱まるだろう。貸出金利もリスクに見合った水準で設定されるようになり、融資市場に規律が働くようになる。融資で金利収入が高まればやがては預金金利も上昇し、「ゼロ金利」という預金者の利益機会の逸失を軽減することが期待できる。

つまり、社債市場の活性化は、企業の資金調達手段の多様化と、投資家の資金運用手段の多様化の両面から、より効率的で健全な金融市場の形成につながると思われる。資産配分の効率化は経済の活性化にもつながるので、日本経済全体にとっても必要な施策であると考えられる。

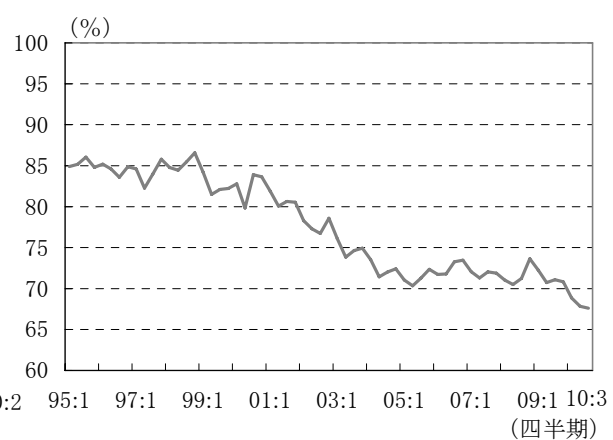
以下では、調達サイド（企業）と運用サイド（投資家）のそれぞれが、社債市場の活性化からどのようなメリットを享受できるかについて、具体的に検討したい。

図表3-1 間接金融の資金調達に占める割合



注) 1. 金融業・保険業を除く。
2. 金融機関借入金 / (金融機関借入金 + 社債)
資料) 財務省『法人企業統計季報』

図表3-2 預貸比率



注) 1. 国内銀行勘定のみ。
2. 預貸比率 = 貸出金 / 預金残高 (除く金融機関預金)
資料) 日本銀行『金融経済月報』

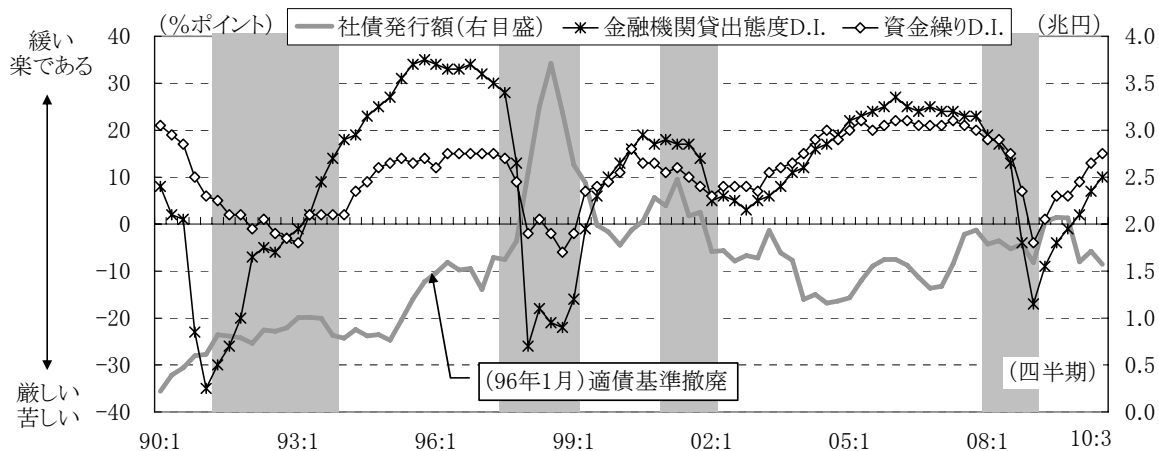
①調達サイド（企業）

調達サイド、すなわち企業側にとっての社債市場活性化のメリットは、第1に、資金調達の選択肢が増えることが挙げられる。特に、格付けが低く、間接金融頼みであった企業にとっては、社債発行が可能になれば、借り入れとの比較を通じて資金調達コストを引き下げる余地が生まれる。また、格付けの高い企業でも、今回のような金融危機時には銀行からの借り入れが円滑でなくなる可能性があり、資金調達の選択肢が増えることは好ましい。図表 3-3 は大企業の資金関係の日銀短観 D. I. と社債発行額を並べたものである。シャドー部分の不況期には、資金繰り D. I. が金融機関貸出態度 D. I. に比べて上位で推移していることが分かる。特に前回 1990 年代後半の金融システム不安時には、社債発行額が大幅増加したことから、大企業は直接金融を通じて資金繰りを安定化させ、信用収縮の悪影響を抑えたことが見てとれる。

図表 2-6 に示されたように、上場企業における B/S ベースの社債（外債、私募、転換社債等も含む）調達比率は、純資産規模 5,000 億円以上の大企業は 50% 近いが、それ以下の規模になると急速に低下しており、一部の企業以外は間接金融システムの影響に晒されやすい。また、社債を発行額別にみると、金融機関が主な引受先となる私募債の発行が多い、発行額 50 億円未満等の割合が大きい（図表 3-4）。社債市場が活性化し、従来は私募債で調達されていた資金が公募で調達できるようになれば、低格付け企業や中堅企業にとっては実質的な調達の選択肢が増え、資金調達を安定させやすくなると思われる。

第2に、既に社債を発行している企業にとっても、国内社債市場における調達枠の拡大が期待できる点である。残高上位 20 社（図表 3-5）が発行した社債の現存額は、社債市場全体の 5 割超を占めており、投資家の社債ポートフォリオも同様に偏っていると思われる。残高が 5 兆円を超える東京電力は別格として、それ以外の企業の社債残高は 2 兆円未満であり、プレーヤーの数が限られている現在の国内市場のみでは、残高の積み上げが資金調達可能な額の上限に達する恐れがある。投資家のすそ野が拡大して社債市場に流入する資金が増加すれば、より多くの資金調達が可能になるであろう。

図表 3-3 普通社債発行額と大企業の資金関連 D. I.

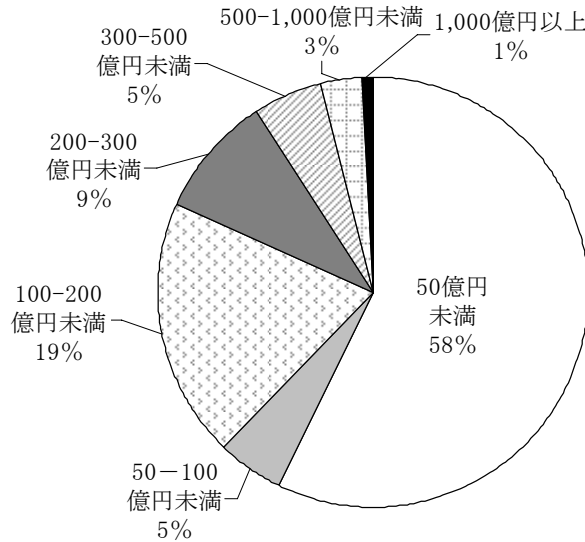


注) 社債発行額は、QUICK のデータベースにあるもののみで、後方 3 期移動平均。

資料) 日本銀行『全国短期経済観測調査』、QUICK ASTRA Manager

第3に、資金ニーズなどに応じて、より大規模な資金調達が一度に可能になる点が挙げられる。図表3-6は、最近の事業債の大型起債の発行であるが、09年3月にはパナソニックが計4,000億円と事業債としては過去最大規模の起債を行ったほか、ソフトバンク、日産自動車、オリックスなどが個人向け社債で一定規模の資金を調達した。社債市場の活性化は、大規模な設備投資やM&Aなどに必要な資金の調達に貢献し、積極的な企業活動にもつながると思われる。

図表3-4 社債の発行額別の発行件数（2000年1月～2009年9月末）



注) 集計対象は上場企業（除く金融）の直近発表の本決算（単独決算ベース）。
資料) QUICK ASTRA Manager

図表3-5 社債残高の上位企業

順位	企業名	残高 (億円)	順位	企業名	残高 (億円)
1	東京電力	51,691	11	トヨタ	5,800
2	関西電力	16,792	12	三菱地所	5,600
3	NTT	15,710	13	ソニー	5,424
4	JR東日本	14,896	14	三井物産	5,223
5	中部電力	13,722	15	東芝	5,150
6	東北電力	13,109	16	パナソニック	5,000
7	九州電力	12,826	17	日産自動車	4,680
8	JR東海	9,699	18	KDDI	4,580
9	中国電力	9,500	19	NTTドコモ	4,058
10	三菱商事	8,219	20	JR西日本	3,850

図表3-6 最近の事業債の主な大型起債

	発行日	年限	発行額	備考
パナソニック	09/03	3年	1,000億円	計4,000億円
		5年	2,000億円	
		10年	1,000億円	
ソニー	09/06	3年	600億円	計2,200億円
		5年	1,100億円	
		10年	500億円	
トヨタ	09/02	5年	1,200億円	計2,000億円
		10年	800億円	
		10年	1,000億円	
NTT	09/06	5年	700億円	計1,700億円
		10年	1,000億円	
ソフトバンク	10/09	3年	1,300億円	個人向け
デンソー	09/03	4年	1,000億円	
JT	09/06	5年	1,000億円	
シャープ	09/09	5年	1,000億円	
日産自動車	09/10	4年	1,000億円	個人向け
大和ハウス	10/01	5年	1,000億円	
オリックス	10/07	3年	900億円	個人向け

注) 集計対象は上場企業（除く金融）の直近発表の本決算（単独決算ベース）。
資料) Quick ASTRA Manager

ただし、現在は銀行などの余剰資金によって社債スプレッドが低い水準に抑えられているため、社債発行額の増加による需給の変動から、社債の利回りが上昇する可能性も考えられる。一方、発行額の増加につれて、外国人・個人などの新たな投資家層が受け皿になることが期待される。

米国の社債スプレッドをみると、外国人投資家は国内の機関投資家以上に、信用リスクに見合ったスプレッドを要求すると予想されるが、多少の資金調達コストの増加は許容せざるをえないのではないかと考えられる。広がり乏しい市場において、発行企業が低スプレッドを享受している現状の方が異例ともいえる。また、外国人投資家や個人投資家を対象に、社債のIR（投資家向け広報活動）をする必要があるが、多くの日本企業は株式IRのノウハウを蓄積しているため、IRは大きな負担増にならないと考えられる。

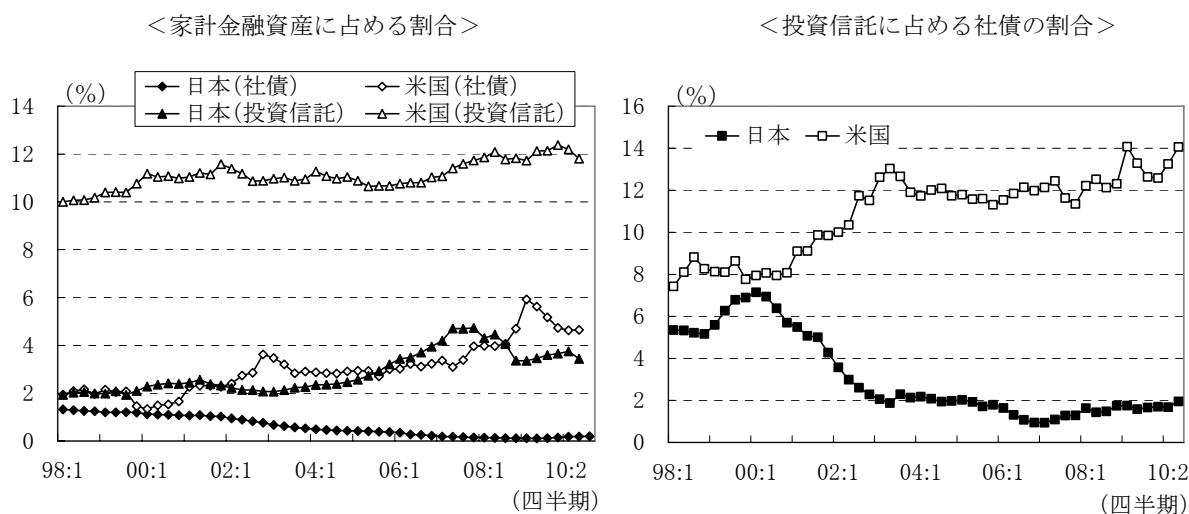
②運用サイド（投資家）

社債市場の活性化は、運用サイドである投資家にもメリットをもたらす。第1に、投資家の投資対象を広げる点がある。例えば、図表3-7に示されるように、現在の日本の家計金融資産に占める国内社債の割合は非常に小さく、投資信託を通じた国内社債への投資も極めて低水準で、両者を合わせても国内社債に向かう資金は家計の金融資産全体の中で1%にも届かない。

高格付け銘柄からハイイールド債まで、多様な社債への投資が可能になれば、個人はリスク許容度に応じてポートフォリオの多様化を図ることができる。投資信託や年金基金などの機関投資家にとっても、多様な国内債が発行されれば、より効率的な運用が可能になる。特に日本の若い世代にとっては、将来の年金不安などを踏まえた資産形成を行う必要があり、少しでも投資対象の幅が広がる方が望ましい。

第2に、発行会社の信用リスクに見合った金利水準を設定しやすくなることが挙げられる。図表2-3が示した通り、米国では、社債スプレッドは信用リスクによって大きな差がある。社債市場が活性化して投資家層が厚くなれば、日本の社債スプレッドも信用リスクを反映して広がった

図表3-7 家計金融資産に占める社債の割合



注) 米国の数値は家計と非営利団体を対象にしたものであり、社債には外国証券を含む。
資料) 日本銀行、FRB

り、縮まったりするだろう。投資家は社債への分散投資によって、リスクを抑えながら運用利回りの向上を図ることができる。金融機関も、貸出市場でより信用リスクに見合った金利を設定しやすくなるなどの波及効果を享受できよう。

投資家サイドで注意が必要な点は、（特に個人）投資家保護の問題である。現行、国内社債の担保提供制限条項は社債間限定同順位の場合が大半で、借入れとの優先劣後関係が不透明である。加えて、社債管理者を金融機関が担うことが多いため、デフォルト（債務不履行）時に個人投資家は不利な立場に置かれるおそれがある。

米国では、担保提供制限条項の対象に社債と借入が含まれているのが一般的であり、その他、格付けが下落した場合にクーポン（利息）がステップアップ（漸増）する条項、発行会社の実質的な支配者が変更された場合に期限前償還を請求できる権利を付与する条項などが規定されていることが多い。こうした条項により、多様な投資家が安心して社債を購入できると考えられ、特にハイイールド債への関心が高まる一因になっていると考えられる。日本においても多様な投資家の存在を視野に入れ、幅広い投資家保護への対応が必要であろう。

4. 活性化に向けた5つの提言

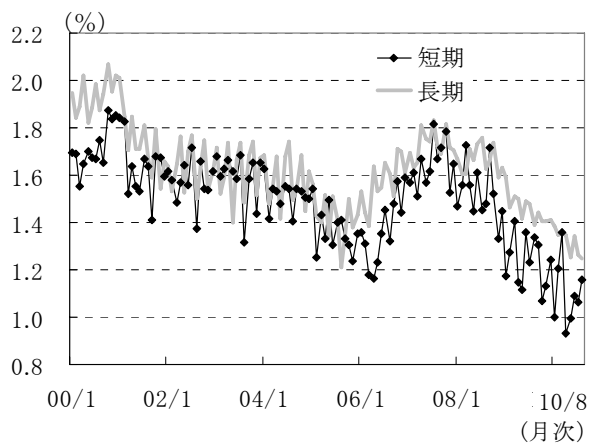
前節までの考察を踏まえ、日本の社債市場が活性化するために必要な施策を以下で提言する。

提言① 市場規律ある銀行経営へ

第2節で指摘したように、日本企業の資金調達には銀行融資に偏っている。社債市場の活性化を論じる上では銀行融資の動向を避けて通れない。

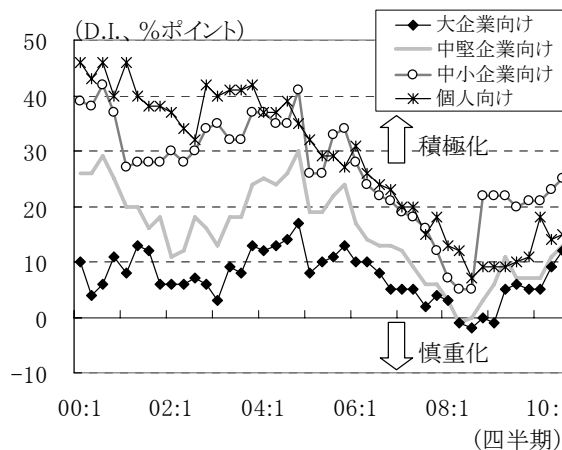
まず、日本の融資市場の現状を整理しておこう。図表4-1に示すように、貸出金利はきわめて低い水準で推移している。景気の低迷・デフレによる国債利回りの低下が影響している側面も大きい。企業の資金需要が小さいことも作用している。国内需要の低迷から企業は設備投資に消極的で、むしろ「選択と集中」といった言葉に象徴される、スリムな経営へと舵をきるケースが増えている。一方で、家計の預金に対する選好は依然として根強い。銀行には十分すぎるほど資金が集まっている。

図表4-1 国内銀行の貸出金利



資料)日本銀行

図表4-2 国内銀行の貸出態度



日本銀行の金融機関を対象にしたアンケート調査では、景気の先行きが不透明な状況においても金融機関は貸し出しに積極的な姿勢をみせており（図表4-2）、融資営業の現場では熾烈な競争が起きていると考えられる。融資市場での資金需給は緩和状態にあることから、貸出金利にはやむなく低下圧力が加わる。経営不振に陥った中小企業などを除き、有利な金利条件での融資を受けやすい「借り手市場」となっているのである。企業側からすると「銀行融資に不満はなく、無理に社債を発行してまで資金を調達する必要はない」といった判断に傾いても不自然ではない。

しかし、貸出金利が信用リスクを反映しない水準まで低下しているとすれば、その状態は健全とは言えない。預金と株主の出資から成る銀行の資金が、信用リスクに見合わない低金利で企業へと貸し出され、それでも消化されない余剰資金は金利が歴史的な低水準にある国債にまで向かっている。預金者にとって利率はゼロに等しく、株主は株価の下落で損失を受ける。リスク調整後で適切な利益が得られない投融資は、事業として持続可能性が疑われ、金融機関の本来の機能を果たしているとも言えない。

その意味で、リスクに見合った貸出金利の設定は、日本の金融市場の健全化の第一歩となろう。資金調達を融資のみに依存していた企業の一部も、調達コストを比較したうえで、社債による資金調達を検討すると思われる。その社債金利が国債など安全資産に比べて十分に高ければ、投資家層は外国人、投資信託、ヘッジファンド、個人などへと拡大するだろう。

銀行のバランスシートに着目すれば、融資が減る一方で、個人が社債を購入するため預金も減少し、経営はスリム化していくことになる。融資規模の縮小を銀行経営者が敬遠する可能性はあるが、国債の大量購入など資金運用が非効率な現状を考えれば、バランスシート圧縮という選択肢はマクロ経済に限らず、金融機関個別の経営にとっても、悪しきものではない。社債市場が活性化すれば、今度は貸出金利が社債の利回りを参考に、徐々に上昇していくと思われ、融資債権の質の良化にもつながるだろう。

オーババンキングのなかで、銀行の預金者と株主がしわ寄せを受ける経営から脱却することは、日本の中長期的な金融機能強化に結びつくと思われる。

提言② 個人に投資機会を

個人投資家を社債市場へ呼び込むには、証券会社の営業姿勢を変える必要がある。ネックとなるのは第2節（1）においても指摘した手数料収入の少なさである。例えば、投資信託を販売すると3%程度の販売手数料が得られ、系列の運用会社には年間1~2%程度の運用報酬が入る。それに対して、金利が1~2%にとどまる社債では十分な販売手数料が得られず、顧客の資金も満期まで動かなくなってしまうがらだ。

しかし、個人の潜在的な社債投資需要は小さくはないと考えられる。それは新興国通貨建ての債券や「グローバル・ソブリン・オープン」（国際投信投資顧問）などの外債ファンド、大手銀行の劣後債が人気を集めていることから明らかであろう。「利回りが十分に高いのなら低格付けの社債を購入してもよい」という投資家も少なくないはずである。5%以上といった高利回り社債であれば、販売手数料を徴収する余地は生まれやすく、短期債であれば償還ごとに新たに購入需要が生まれ、証券会社の収益にも貢献しやすい。

また、中高年齢層には、例えば利用頻度の高い鉄道会社の社債など、高格付けの長期債に対する需要も小さくはないはずだ。定期金利よりも高い利回りが確保されるうえに、優待券などのサービスも考えられる。デフォルト確率はゼロではないが、定期預金と比べて極端にリスクが大きく

もない。証券会社にとって、初期の販売手数料収入は限られるかもしれないが、ここで開拓する資金は現在定期預金に向かっているものであり、既に証券口座内にある金融資産との間で資金獲得競争が起きる可能性は低いだろう。現状では証券投資に向かいにくい資金を掘り起こせば、社債の券面あたりの手数料が低くとも一つのビジネスチャンスとなりうる。

これらの投資需要に裏付けられる限り、証券会社は低格付け企業も対象に含め、個人向け社債の発行提案に取り組むことで新たな市場を生みだせる。個人向け社債販売の素地が整備されれば、個人向け社債ファンドなどへと裾野が広がっていくことも期待できる。

提言③ 企業は積極的な社債発行を

提言②と裏表の関係となるが、企業側も個人向け社債の発行を積極的に検討すべきではないか。本稿作成にあたって、社債を定期的に発行している大企業を取材したところ、「現状の機関投資家向け社債でも金利水準は十分に満足しているし、発行ロットからみてもまだ購入してもらえそう」との回答があった。個人向け社債の発行を検討する緊急性はないとする見解には一理あるが、長期的な観点からは、投資家を多様化しておくことは好ましい。将来、資金需要が高まった場合にも、金利高騰の影響を受けにくくなる。個人向けの場合には社債管理者を設置する必要があるが、高格付け企業であれば、コスト低減を目的に社債管理者との条件交渉を行うことも可能はずだ。

低格付け企業にとって社債は有効である。確かに金利やコストの面で負担は小さくないかもしれないが、長期の資金を安定的に確保できるメリットは大きい。特に、08-09年のような金融危機時には融資の借り換えやコマーシャルペーパー（CP）の発行が滞る場面があったことを踏まえると、リスク管理の観点からも長期資金の確保が重要である。現状ではダブル B 以下の公募社債を発行しても投資家は見つかりにくいのが、小ロットでの個人向け社債、期間 1~2 年程度のファンド向け短期債など、新たな需要を模索する余地はあるだろう。

社債を発行する企業の増加など、国内社債市場が拡大する過程で留意すべき点として、投資家が安心して投資できる制度を整備する必要性が挙げられる。例えば、日本では現状、社債に付するコベナンツは、社債間に限定した担保提供制限条項が一般的である上に、ローンのコベナンツの開示が義務付けられておらず、ローンと社債の優先・劣後関係が明らかになっていない。これでは社債投資家の保護の観点から十分とは言えない。第 3 節で述べたとおり、米国では、一般的に、社債の担保提供制限条項の対象範囲にローンを含み、クーポン・ステップアップ条項や合併・買収・譲渡制限条項等のコベナンツも付されている。特に、低格付け債においては、多くのコベナンツを付与することにより、投資家保護を図っている。また、コベナンツの内容については、社債の目論見書で開示される他、重要事象に該当する場合は、社債・ローンとも共通の情報開示文書の提出が義務付けられている。

よって、日本においても、社債の担保提供条項の対象範囲にローンを含める、社債とローンのコベナンツのうち投資家の行動に影響を与えうるものについては同様の形式による開示を義務付けるなど、投資家保護に対する発行体の意識を高めていくことが必要であろう。

提言④ 流通市場の活性化

流通市場の活性化も課題の一つであろう。現状では償還まで持ち続ける投資家が多いが、流通市場が活性化すれば、流動性リスクが低減し、投資信託や国内外のヘッジファンドなどが参入し

やすくなるだろう。しかし、株式のように取引所で頻繁に売買できるようになるという見方は証券の特性・券面などから考えて現実的ではない。現状の店頭売買という形式を踏襲し、証券会社が積極的にビッドとオファーを出してマーケットメイクを行うなど、前向きな試みが求められる。マーケットメイクにはコストとリスクが伴うが、流通市場の活性化がもたらすプラス面を考慮すれば、取り組む価値はあるだろう。

制度面では価格情報の充実も必要だ。現状では社債の売買が成立しても当事者以外、取引価格を知ることができない。日証協が売買参考統計値を公表しているが、集計対象に社債市場では最大手の野村証券が含まれないなど、取引実勢を反映した価格情報ではないとの声が市場では大勢である。株式取引などで明らかなように、実際に取引された価格情報は投資家にとって重要な情報であるため、日証協は会員証券会社に実勢価格での報告を義務付けるべきであると考えている。

店頭で取引された銘柄、価格、売買高を対外的に公表することのデメリットは、投資家の事情で保有債券を緊急に売却した場合などに、極端な価格が付くことで市場に不測の混乱をきたす恐れがあることだ。今回の金融危機では、米国において証券化商品が投げ売りされ、その際に市場で形成された価格が基準になって、金融機関の財務内容に対する不安が広がった。ただ、投資家は必ずしも異常値に振り回される必要はない。むしろ、価格が開示されれば、投資家の売買が誘発されやすくなり、市場が活性化するベネフィットの方が大きいのではないかと思われる。個別証券会社の事情を優先して非開示にとどめるべきか、市場全体の発展のために開示を促すかは、市場設計上の論点であろう。現在、日証協では、「社債市場の活性化に関する懇談会」を設置し、社債市場の現状及び活性化に向けた様々な課題の検討を行っている。10年6月に公表された報告書では、価格情報インフラの整備についても、今後、具体的な対応を行なうこととしている³。市場関係者による実効性のあるインフラ整備の実現が期待される。

提言⑤ 外国人投資家の誘致へ

外国人投資家の呼び込みも重要である。外国人の参入が遅れている理由の一つは、事務コストが大きい点である。発行会社による情報開示は日本語に限定されているケースが多く、投資を見送る要因になりやすい。主幹事証券のシェアが国内証券へと極端に偏り、外国人投資家が日本の社債市場にアクセスしにくいという事情もある。

条件面では、第2節で指摘したように、現在の社債利回りにおいて外国人投資家は投資妙味を感じにくい。日本国債などのベース金利が低だけでなく、銀行・保険の買い需要によって高格付け社債のスプレッドがタイトになっているためである。流通市場の整備の遅れもファンドなどの参入を遅らせている。これらはいずれも提言①～④に関係する要素である。現状の社債市場は以上の提言の中で挙げた事象が相互に関連しあって、低迷が続いている。銀行、証券会社、発行会社などが協調して活性化に取り組むことで、外国人投資家も日本の社債市場に目を向け始めるだろう。

(本稿に関するお問い合わせ：03-6256-7757)

※ 本稿の無断転載を禁じます。詳細は総務・事業本部 広報・企画Gまでご照会ください。

公益社団法人 日本経済研究センター
〒100-8066 東京都千代田区大手町1-3-7 日経ビル11F
TEL:03-6256-7730 / FAX:03-6256-7926

³ 「社債市場の活性化に関する懇談会」の取組みについては、2010年11月15日発行の日本銀行『日銀レビュー・シリーズ わが国における社債市場の活性化に向けて』による紹介が詳しい。