

社債市場の活性化に向けた取組み

徳 島 勝 幸

要 旨

社債市場の活性化は、必ずしも当初の課題認識や問題設定が的確ではなかったものの、来るべき金融環境やマネーフローの変化を考えると、将来に向けて備えておくべきものである。発行市場と流通市場とのどちらにも、様々な局面で多くの課題が存置されており、関係者の利害や金融政策も絡まっているために、必ずしも容易に解きほぐすことが可能な状況にはない。

それでも、これまでの取組みによって、社債流通市場においては、公社債店頭売買参考統計値の精緻化や取引情報の公表といった進展が見られており、取引の透明性向上が図られている。また、社債管理の新たな取組みとしては、会社法改正によって社債管理補助者制度が新設されており、制度施行によって活用されるかどうかを確認したい。これらの社債関連の諸制度の見直しとともに、引受証券会社や発行体だけでなく、社債を購入する投資家そのものの姿勢変化を促すことも有用であろう。それは、長期的な視点に基づいた国民全般のリスクに対する理解や金融リテラシーの向上によってしか実現できないものかもしれない。

社債市場の活性化は、向かうべき将来の方向を見失わず、時間を掛けながら、ゆっくり着実に進めて行くことが望ましいだろう。

目 次

- | | |
|---------------------------|----------------------|
| I. 問題の所在 | 1. 社債流通市場の改革 |
| 1. はじめに | 2. 市場気配値の取組み |
| 2. 歴史と環境の認識 | 3. 社債取引情報の公表 |
| 3. 米国市場との差異 | 4. 公表対象の拡大 |
| 4. 市場活性化の焦点 | 5. 社債取引の透明性向上という視点 |
| II. 社債市場活性化の一歩としてのハイイールド債 | IV. 社債管理の新たな取組み |
| 1. 格付けと社債市場の活性化 | 1. 社債権者のためである社債管理 |
| 2. ハイイールド債と格付け | 2. 社債管理制度の抱える課題 |
| III. 社債流通市場での緩やかな変化 | V. 社債市場の活性化を阻害する金融緩和 |

社債市場の活性化に向けた取組み

1. 金融緩和政策の副作用
 2. 社債利回りのマイナス化
- VI. リスクマネーの所在と期待される変化
1. リスクマネーの所在
 2. リスクはリターンの源泉
 3. 期待される投資家側の姿勢変化
 4. 個人マネーの参入期待
- VII. 公募社債の募集時の課題
1. 発行市場の現状
 2. 社債募集の実状と課題
 3. 不適切な募集状況の公表が
 4. 適正化に向けた見直し
- VIII. 結語
1. 緩慢な市場活性化への動き
 2. 将来への取組み

I. 問題の所在

1. はじめに

社債市場の活性化に関する懇談会が、日本証券業協会において設けられたのは、平成21年7月のことである。既に10年以上が経過しているにも関わらず、市場において目立って大きな変化は、ほとんど確認されていない。社債市場に興味を持っていない市場関係者からは、議論や提言の内容はおろか、検討主体の存在までもが無視されているような状況であるし、一方、ある程度の知識や経験を有している市場関係者から見れば、古く昭和時代にもあったのと同じような議論を延々と繰返していただけて、新しい成果がほぼ何も得られていないように見えている。懇談会の下部に設置された複数のワーキング・グループや部会において継続して検討が進められているが、近年では、下部会議体の開催も多くなり、新たな活動があまり見えなくなりつつある。

本稿では、社債市場の活性化に関する懇談会において、社債市場の活性化が検討されて以降の状況について紹介するとともに、問題が那邊に存在するかと、その解決に向けた取組みの方

向性について、解きほぐして行きたい。

2. 歴史と環境の認識

日本の社債市場をより機能するようになりたいという議論は、高度経済成長期の昭和の時代にすら見られている。戦前の社債活用期から高度経済成長期における融資優先の時代を経て、1996年以降、社債市場が新しい時代に入ったという歴史認識については、拙著『現代社債投資の実務』を参照いただきたい。それでも、発行体である企業にとって、社債が唯一の負債性調達手段に位置付けられることはなかった。取引金融機関との間の融資取引が、常に社債と並存しているためである。2006年には、一時的に証券化商品による調達が、公募普通社債による資金調達額を上回ったこともある。日本の金融慣行は米国のもものと異なる点が少なくなく、その点を見逃して社債の市場規模が小さいという議論を行っても、建設的なものにはならないし、参加者のリスクに対する取組み姿勢の違いを見逃して、“ジャンク債”とも呼ばれるハイイールド債市場の不存在を嘆いても仕方ない。

3. 米国市場との差異

アメリカにおいては、ハイイールド債を含む社債市場の規模が、GDP 対比で日本より大き

く、かつては日本の社債市場もそれと同様になってしかるべきといった議論が見られた。しかし、これは課題認識の誤りである可能性が高い。そもそも、市場とは、参加者の需要と供給とがマッチしてこそ成立する。ところが、米国と日本では、金融機関の融資行動のみならず、企業の資金借入れに対する取組み姿勢がまったく異なる。それらの相違を無視して、規模の観点のみから日本の社債市場に拡大の余地があるとするのは早計であろう。

日本と米国で異なるのは、まず、社債と融資とがほぼ完全な競合関係にあるかどうかである。米国の場合には、上場企業が資金調達を行う際に、資本市場へアクセスせずに金融機関から借入れを起こすのは、担保や特約が特殊な場合など一般的でないことが多い。上場企業たるものは、直接金融を優先し資本市場で資金調達すべしといったカルチャーが厳然と存在する。一方の日本では、それこそ箸の上げ下げから取引銀行が面倒を見てくれるため、中小企業はおろか東京証券取引所第一部に上場している大企業ですら、融資と社債とを比較して資金調達の手段を決定する。バブル経済崩壊期に金融機関が融資を絞り企業の倒産が多発したことで、「貸し渋り」「貸し剥がし」に対するメディアの批判は強く、金融機関は正当な理由のない限り与信を断ることが難しくなっている。しかも、金融機関は金余りの状態にあり、マイナス利回りの日本国債に投資するよりも、企業融資に注力した方が収益性は高い。

また、債務内容の変更に関する自由度が乏しい社債に対し、金融機関による柔軟な対応が期待できる融資取引を好む傾向もある。振り返って考えると、戦後の日本の高度経済成長期において、金融機関は単なる金貸しではなかった。

特にメインバンクは、企業の成長を支える運命共同体として、運転資金の供給に加え、M&A等の巨額な資金ニーズに答えるとともに、新規事業に対するベンチャーキャピタル的な役割も担ってきた。更に、取引先企業の株式も保有し、まさに企業の「揺りかごから墓場まで」を一体となってサポートし、中長期的な総合取引関係から収益を得てきたのである。

銀行が単なる金貸しではなく投資銀行業務も担い、また、場合によっては、財務コンサルも行って来たため、銀行と良好な関係を保持している限り、資本市場へのアクセスは必要でなかった可能性が高い。株式を公開する場合においても、主幹事証券の役割は銀行系もしくは銀行と親密な証券会社が担当するため、取引銀行の掌の上から抜け出る必要がなく、また、実質的に不可能であった。こういった状況下において、米国並みの規模の社債市場など成立するはずもない。

4. 市場活性化の焦点

リーマンショックとそれに伴う世界的な金融危機を経て、日本の企業と金融機関との関係が改めて見直され、手元流動性を多めに維持する企業が増加している。それでも、金融機関に頼らない負債性調達手段を用意しておくことは、将来のマネーフローの変化を見据えると、重要な取組みになる可能性が高い。例えば、将来において、更に国債の発行額が増加し、金融機関の余剰資金が政府によって吸い上げられ、潤沢な融資が実施出来なくなる可能性の存在は否定できない。金利水準が上昇しないまでも、クラウドファンディング・アウトに類似した民間セクターでの資金逼迫が起こる可能性を想定しておかなければならないかもしれない。金融機関を取り巻

く規制や環境の変化に左右され難い資金調達手段を確保しておくことは、企業経営として重要な対応であろう。株式を公開している企業だけでなく、継続的な有価証券報告書提出企業であれば、発行登録制度を活用し、比較的容易に公募社債市場にアクセスすることが可能なのである。

Ⅱ. 社債市場活性化の一步としてのハイイールド債

1. 格付けと社債市場の活性化

社債に関しても、証券化商品に関しても、格付会社による信用度の評価である格付けを鵜呑みにすることは適切でないと考えられるが、信用分析のエキスパートである格付会社による評価は、実態面でも、また、規制等の局面においても、市場で重要な役割を果たしている。ただし、格付会社による評価のタイムホライズンが数年程度に留まるのに対し、証券の満期・償還までがより長い期間であることには留意すべきである。企業の中期計画や業界の長期的な見通しを前提としても、格付けの有効期間は3～5年程度の中期である。それを超えると、定期的もしくは随時の見直しが行われない限り、格付けは陳腐化してしまう。

ところが、超長期の社債等を保有する投資家にとっては、購入後に格付評価が変化しても、実際には、保有の継続か売却かといった二択しか道が残されていない。クレジットデリバティブによる部分的なヘッジは、短期間では可能かもしれないが、超長期の償還まで継続するにはコストが大き過ぎるだろう。残存期間の長い債券や証券化商品を有する投資家は、格付会社より遠い先まで見通せる目を持つ必要があるし、

保有期間中の信用力や制度変更に対しては、鋭敏に反応しなければならないのである。

2. ハイイールド債と格付け

日本においては、米国と異なり、発行時点で投機的格付けしか取得していない社債は、公募普通社債では2019年以降に複数回発行されたアイフル債しか例がない。他に、ハイイールド債として存在するものは、いわゆる投資適格の格付けを得て発行されたものが、後に信用度の低下によって格付けが引下げられ、ハイイールド債になったもののみである。そこで難しい論点となるのは、国内系の格付会社による評価と、海外系の格付会社による評価の差である。かつては、国内系格付会社からいわゆる投資適格の格付けを取得しているものの、海外系格付会社の評価がいわゆる投資適格に満たない銘柄は、ある程度散見された。しかし、国内系・海外系を問わず、日本の資本市場の実態を考えると、発行体には投資適格に満たない格付けを維持するインセンティブが乏しく、格付けを取下げることが容易に実行される。

しかも、海外系の格付会社は収益性の高くない日本の一般企業に対する格付けからは、手を引きつつある。国内系の格付会社は、政府関係機関や学校法人、医療法人などを除いた社債発行の可能な企業に対する発行体格付けを、概ね600社以上付与している。一方、海外系の格付会社による格付け付与数は、近年では、200社に満たないレベルである。しかも、付与先は、金融関係や海外展開の必要な総合商社等が中心で、国内市場が中心の事業会社に対する格付けは、大きく数を減らしている。

こうした状況の結果、主要な格付会社4社からいわゆる投資適格に満たない格付けを得てい

図表 投機的格付けを取得している発行体の例

	R&I	JCR	S&P	ムーディーズ
アイフル	BB	BB+	-	-
シャープ	BB+	BB+	BB-	-
商船三井	BBB	A-	-	Ba3
ソフトバンク G	-	A-	BB+	Ba3*
東京電力 HD	BBB+	A	BB+	Ba1
東芝	BBB-	BBB+	BB	-
日本郵船	BBB+	A-	-	Ba2
日本板硝子	BB	BB+	-	-
三菱自動車工業	BBB+	-	BB	-
ユニゾ HD	-	BB+	-	-

(2020年12月末時点)

(注) ムーディーズがソフトバンク G に付与する格付けは、発行体の依頼に基づくものではない。

[出所] 格付会社の公表データを基に筆者作成

る企業の例を一覧にすると、図表のようになる。かつて良く見られた海外系格付会社の評価は投機的水準であるが、国内系の格付会社からはいわゆる投資適格にあるといった銘柄は、数社に限られる。そもそも、国内系の格付会社が投機的水準の格付けを付与している例は、社債発行に直結しない格付け（例、保険金支払能力格付け）を除くと、わずかしかない。金融機関から融資を受ける際には、金融機関が借り手を個別に評価するため、必ずしも外部格付けは必要ないのである。現状の日本において、投機的格付けを取得する必要性は、ほとんどないと言って良いだろう。

Ⅲ. 社債流通市場での緩やかな変化

1. 社債流通市場の改革

社債市場の活性化に関する懇談会は、2012年7月に『社債市場の活性化に向けた取組み』と題する報告書において、第一から第四までの部

会における検討結果を取りまとめている。取りまとめ以後に、提言を基にしたもっとも顕著な成果を見ることのできる一つが、社債流通市場の改革である。社債流通市場においては、必ずしも取引が頻繁に見られず、また、そのために適正な実勢価格を得ることが出来ない。そのことが、また、取引の円滑な実施を妨げるという悪循環に陥っていた。社債の流動性を向上させるために、“鶏と卵”のどこから手を付けるかが、部会において行われた議論の大きなテーマの一つであり、具体的に検討されたのが、公社債店頭売買参考統計値の精度向上と、社債の取引情報の報告・公表であった。いずれの取組みも、各方面の市場関係者等による複数回の議論を経て制度設計が行われ、関係団体のシステム整備等を経て、ようやく2015年11月より実施に至った。

2. 市場気配値の取組み

まず、公社債店頭売買参考統計値の精度向上については、社債に関する店頭売買参考統計値

社債市場の活性化に向けた取組み

の算出に際して、十分な社債の売買執行能力を有し、適切な値付けの可能な複数証券会社からの報告を集計する観点から、報告の締切時刻を遅らせたことに加えて、実勢と大きく乖離した報告に関しては、日本証券業協会が確認を行うことで、適正な報告値を担保するシステム¹⁾が導入されている。従来では、適正な平均値を算出するためとして、上下の極値を排し、残りの報告値を平均する仕組みが採用されていた。しかし、日本証券業協会事務局の確認によって会員から報告された値の適正性が担保されることに加え、社債に関する気配値の報告を行う証券会社の将来的な減少を意識し、店頭売買参考統計値の算出に際して、社債に関しては極値を外すことが行われなくなった。あまりにも実勢と乖離した報告を行う証券会社名を公表する検討も行われたが、事務局が報告された値の確認を行うことで適切な気配の報告を担保することとされたのである。

従前では、日本証券業協会が適正な実勢値を把握できていない懸念もあったことから、体制の整備が急がれ、2013年より社債取引情報の収集がはじめられた。当初は、月次ベースでの報告を暫定的に収集するものであったが、その後、2015年11月より日々の取引情報を日本証券業協会に集める体制となっている。仕組みとしては、決済機関である“ほふり”（証券保管振替機構）に集まるデータを同機構から日本証券業協会へ連携するとともに、ほふりを経由しない取引に関しては、直接、証券会社が日本証券業協会へ報告するように改められた。こうした取引データの蓄積を受けて、公社債店頭売買参考統計値の精度向上が確保されている。

社債流通市場の実勢を把握する証券会社から適切な報告が行われていれば、取引所取引の存

在しない公募普通社債の気配値についても、相当程度、精度を向上させることができるし、期末に際しての時価評価等の用途に資するものとなるはずである。これらの公社債店頭売買参考統計値の精度向上や取引情報の報告に関しては、自主規制本部公社債・金融商品部が事務局を務める“社債の価格情報インフラの整備等に関するワーキング・グループ”で議論が行われたが、主に報告等の負担を強いられる証券会社とその他の市場関係者の利害調整だけでなく、ほふりや日本証券業協会そのもののシステム対応に時間を要したことは否定できない。

3. 社債取引情報の公表

もう一つの取組みである社債の取引情報の公表²⁾は、既存の制度見直しとして検討された公社債店頭売買参考統計値の精度向上とは異なり、まったく新しい制度として構築されたものである。既に部会における検討の段階から、複数の諸外国における類似制度に関する調査を行った上で、前記報告書等で導入の方向性が示されていたものの、実務的な課題が山積していた。公社債店頭売買参考統計値はあくまでも気配であり、一方で、もし頻繁な社債の取引が行われるならば、複数の出来値が存在する可能性も考えられる。

これらを詳らかにする取組みが、社債の取引情報の公表である。どこまで具体的に開示すべきなのか、どういった取引を公表対象にすべきか、といった諸点に関しては、ワーキング・グループにおいて実務的な観点からの検討が行われ、前記報告書で示されていた原案通りの制度とはならなかった点も多い。検討の当初においては、最初からすべての取引情報を公表しても良いといった先進的な意見も見られたが、投資

家側ですら取引手口の推測に対する懸念を有しており、結果的には、取引額面を5億円未満のもの5億円以上とに分けるものの、具体的な取引金額は明示されないこととなった。

公表対象となる社債取引も、前記報告書では①発行総額500億円以上の銘柄、②格付けがA格以上、③過去の取引金額、取引件数等が一定以上の銘柄と提案されていたものが、取引数量が額面1億円以上の取引で、①当該社債の格付けがAA格相当以上、かつ、②当該社債が格付けを2以上取得、又は、発行体が発行体格付けを2以上取得しているものとされた。

これらは、社債の取引情報を公表することで不慣れた市場関係者が混乱を起こすことを懸念した第一段階とされた。公表された取引情報の蓄積と分析を経て、徐々に公表する内容や対象の充実を図って行くことが、流通市場の更なる充実に向けて望ましいというコンセンサスが共有化されたのである。なお、社債の取引情報を公表することが適切でない状況等の場合には、発表を停止する措置が発動されることも予定されており、予め過度な市場の混乱を避けるよう配慮された制度設計になっている。

4. 公表対象の拡大

社債取引情報の公表対象については、“定期的に（少なくとも1年に一度）検証を行い、必要に応じて発表対象銘柄、発表方法及び発表日等について見直しの検討を行うこととする”とされており、毎年開催されるワーキング・グループ会合において、継続的に見直しが実行されている。具体的には、2社からの格付け取得から1社からの格付け取得で対象にすることへ拡大されたことに続いて、公表対象をAA格相当以上からA格相当以上へ拡大する方針が

決定された。具体的な対象については、流動性の低下等取引への影響が懸念されることから、銘柄の範囲について様々な議論が行われた結果、パブリックコメントを経て、2021年4月1日から信用格付業者から取得している債券格付けもしくは発行体格付けがA格相当（ただし、A-格相当を除く）の社債についても取引情報を公表することになった。ただし、拡大されるものは、発行額が500億円以上の社債とされ、劣後債及び残存20年以上の社債を除くこととされた。主に投資家の限られる金融機関や事業会社の発行する劣後債が除かれることになり、公表対象の拡大は限定的なものからはじめられ、更なる拡大は制度の定着と将来の検討に委ねられた。

取引情報の公表対象が一気に拡大しない背景には、価格の透明性向上を本能的に嫌う大手証券会社のスタンスがある。特に、目に見えている公社債店頭売買参考統計値と実勢の乖離が、時に取引での収益機会になっていたことから、収益源を失う可能性を危惧しているものである。一方、大手機関投資家の中にも、取引手口が明確になるのではという懸念が根強く存在する。これらについては、段階的な制度拡充によって関係者が慣れて行くしかないだろう。大手証券会社にしても、大手機関投資家にしても既存の収益機会を失うという、漠とした危惧に拘泥してはならない。

5. 社債取引の透明性向上という視点

社債取引の透明性向上は、2017年に証券監督者国際機構が市中協議文書「社債の流通市場に関する規制当局への報告と公的な透明性向上に関する提言」³⁾において指摘しているように、国際的な要請ともなっている。市場の価格発見

社債市場の活性化に向けた取組み

機能が向上することは、市場取引のハードルを低下させ、流動性の拡大に資するものと考えるのがグローバルスタンダードとして良い。日本における社債流通市場の透明性拡大も、社債市場活性化の観点からは、緩やかながらでも進めて行くべきだろう。

取引情報の公表対象が拡大され、公社債店頭売買参考統計値の精度向上が確認されるならば、社債流通市場における取引を更に増加させるための重要な手段と目される社債レポ市場の整備が実現に向かう可能性がある。これまで、日本の社債市場は取引が少なく、適正な時価が付されていないために、社債を借りて来て空売りすることが出来ないとされて来た。取引情報が公表され、公社債店頭売買参考統計値の精度が向上されることで、社債の日々の値洗いが容易になる。レポ市場の整備が、更に社債の流動性を向上させる好循環の加速剤になるものと期待される。

基本的に日本の社債は、最終投資家によるバイ・アンド・ホールドの投資方針によって眠ったままになっていることがほとんどであるが、現在の利回りの低下からは、貸債取引による収益拡大を望む投資家が出てきてもおかしくない。改めて、社債のレポ取引が容易に可能となるよう、証券会社等の短期的なディーラーと社債の保有者である投資家とを繋いで、具体的な検討を進めるタイミングが来ているのではなかろうか。

IV. 社債管理の新たな取組み

1. 社債権者のためである社債管理

前記報告書の公表後、制度面での対応に関し

ては、日本証券業協会政策本部企画部が事務局となって、“社債市場の活性化に向けたインフラ整備に関するワーキング・グループ”が設置され、引続き、社債市場の活性化に向けた制度面での検討が行われた。これまでの成果として挙げられるものとして、ほぶりのシステムを利用した“社債権者への「情報伝達インフラ」の整備”があり、融資等に付されたコベナントの開示モデルや、社債管理者の一部機能のみを担う社債権者補佐人制度⁴⁾の創設に向けた提言が作成・公表されている。

しかし、社債権者補佐人は「第三者のためにする契約」として法的に構成せざるを得ず、実際の社債発行市場において活用されることはなかった。社債権者補佐人に関する議論の過程においても、市場関係者から立法措置を求める意見が少なからず見られ、法制審議会での議論を経て、ようやく2019年12月に改正会社法の一部の社債管理補助者として法制化されている。その後、政令等下位の法令が整備され、2021年3月に施行されることになった。法律の裏付けを持った社債管理補助者制度が実現する運びとなる。

2. 社債管理制度の抱える課題

従来の社債管理人は法定されている業務が包括的に広範囲であり、必要時には報酬が不十分である一方、平時にはほとんど業務がないのに手数料を貪っていると批判されて来た。これらの課題を回避する観点から、社債管理者不設置債が一般化しているが、その結果、投資家の一部には社債を投資対象としにくくなってしまったものと考えられる。社債管理補助者制度は、これらの社債管理人制度が抱える構造的課題をクリアしつつ、投資家を信用力の高くない社債

投資へと誘引するものになることを期待されている。しかし、社債管理補助者の設置が強制でないため、市場参加者が実際に用いなければ、画期的と思われる制度が宝の持ち腐れとなってしまう可能性もある。制度整備の進捗とともに、今後の市場での受入れ・採用の状況を注視したい。

V. 社債市場の活性化を阻害する金融緩和

1. 金融緩和政策の副作用

一方で、社債市場の活性化とまったく相反するかのような政策も採用されている。日本銀行が2016年1月に採用した「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」である。過度の金融緩和が、社債市場を含む債券市場の機能低下をもたらす可能性があることは、副作用として共通の認識である。それまでも、量的緩和政策において、日本銀行は一定の条件⁵⁾に適合する社債を市場から買い入れていたが、そのために、条件に見合う年限・格付けの新発社債が、市場実勢から大きく乖離した条件で発行される事例が散見されてきた。

社債市場の活性化という課題意識は、日本証券業協会のみならず、金融庁や日本銀行とも共有されて来た（過去の議論には、金融庁や日本銀行の他、テーマによっては、経済産業省や法務省からもオブザーバー参加が行われており、幅広い課題の共有化を行って来た）。ところが、デフレ脱却という、より大きな目的を実現するために導入された金融緩和によって、社債市場は機能が低下しているだけでなく、マイナス金利政策の導入によって、極端な言い方をす

れば、緩慢な死を迎えざるを得ない状況となっているようにすらあると思われる。

2. 社債利回りのマイナス化

市場において発行された社債は、取引の過程で瞬間的にディーリング・タッチの証券会社がポジションに持つ可能性はあるものの、最終的には、バイ・アンド・ホールドを行う投資家のところに行き着く。ディーリング・タッチの保有者は、更なる金利低下による売却益を獲得することが出来るから、利回りがマイナスになっている社債を購入することもできるが、最終投資家がマイナス利回りとなっている社債を購入することは、ほぼ不可能である。

通常の右肩上がりのイールドカーブを前提にするならば、クーポン収入に加えて、年限の経過によって利回りが低下することで得られるローリング効果が、債券の所有利回りに貢献する。しかし、利回りがマイナスとなっている世界においては、必ずしもイールドカーブは右肩上がりではないし、特に、償還時点で債券の価値が100に戻ることを考えると、マイナス利回りからゼロ%へと負のローリング効果が示現してしまう。利回りがマイナスの社債を最終投資家が償還まで保有することは、受託者責任の観点から考え難い。

国債利回りが、当面、マイナス水準で継続するとしても、社債等の利回りがマイナスで安定的に継続することは想定し難い。最終投資家の大勢がバイ・アンド・ホールドを採用している状況が変わらない限り、一部のディーリング取引や日銀買入れオペ見合いの銘柄以外は、継続的にマイナス利回りとはならないだろう。それでも、国債利回りがマイナスになっていることから、国債の流通利回り対比でプライシングさ

社債市場の活性化に向けた取組み

れているか否かに関わらず、計測されるスプレッドは従来より拡大した形になっている可能性が高い。スプレッドの拡大が、発行体に対し社債による調達姿勢を消極的に変えてしまう可能性がある。いずれにせよ、極めて利回りもスプレッド水準も低く、従来から投資妙味が高いと言えなかった日本の社債市場が、更なる圧迫を受ける展開となっていることは、容易に想像できるのである。

大きな政策目的の前では、社債市場の活性化といった小さな目標は、それだけでなくとも検討に時間を要し、かつ、緊急性も高くないことから、後順位に置かれざるを得ない。しかし、デフレ経済から脱却し、物価の上昇から金利が高水準に復帰して、企業が設備投資の目的等から積極的に資金調達を行う意欲の高まった局面においては、現状のように、政府が大量の国債発行で金融機関の資金を吸収している限り、クラウディング・アウトの発生や社債市場の機能不全が生じる可能性は高い。今のうちに、少しずつでも社債市場の活性化に向けた取組みを進めておくに越したことはないだろう。

Ⅵ. リスクマネーの所在と期待される変化

1. リスクマネーの所在

近年の社債市場の活性化に関する進展という意味では、必ずしも眼に見えないものの、徐々に進んでいるのがリスクマネーの所在確認と投資家の行動変化である。これまでの日本においては、ハイイールド債市場が存在しないどころか、BBB 格の社債ですら必ずしも容易に起債することが出来ない状態にあった。これは、最

終投資家の多くが、投資基準等で購入対象銘柄の制限を設けていたことによる。中でも、金融庁の監督を受ける投資家では、BBB 格未満の社債を保有していることが、資産査定等に際して説明を要する等大きな負荷を求められるようになっていたことから敬遠する傾向にあった。また、年金基金等では投資のベンチマークとして採用している NOMURA-BPI 総合が A 格以上の銘柄を組入対象としていることで、BBB 格の銘柄を投資対象から外すといった行動すら確認されていたのである。

しかし、国債利回りがネガティブになるような金融環境で、まず、一部の公的年金から投資に際してのベンチマークは NOMURA-BPI 総合のままとするものの、投資対象のユニバースを BBB 格にまで広げるといった取組みが一般化ようになってきている。投資のベンチマークと対象ユニバースを一致させていると、投資行動やパフォーマンスの説明は容易であるが、超過収益の源泉を失うことに繋がるためである。

2. リスクはリターンの源泉

日本の一部の年金・保険会社が米国のハイイールド債ファンドやバンクローン・ファンドに投資しているのは、リスクを取ろうとしている投資家が存在することを指し示している。日本では、金利水準が極めて低いことに加え、スプレッドも乏しいために、社債の投資妙味が小さくなっているものの、投資による利回り向上に対するニーズは根強く存在している。株価や為替等の有する大きな価格変動リスクに比べると、信用リスクのエクスポージャーは適切な分析を行い、分散投資を徹底することで、相当程度、リスクを抑制した利回り投資になると設定することができる。もっとも、未だに証券化商

品への投資を、“糞に懲りて膾を吹く”ように敬遠している投資家が多く、リスクに対する姿勢の顕著な変化が見られるのは、まだ先のこともかもしれない。

3. 期待される投資家側の姿勢変化

日本の社債市場における問題点の一部は、発行体側になく実は投資家側にある、とするのは必ずしも言い過ぎではないだろう。2018年度に入って GPIF（年金積立金管理運用独立行政法人）が、投機的格付けの社債を投資対象に加える方針を採用し、2019年に発行されたアイフルの公募普通社債を購入したと見られている。本来的には、十分なリターンが期待できるなら、投資家は格付けのみを基準として、低格付けの銘柄を機械的に投資対象から外すといったことは行わないはずである。

かねてから社債市場の活性化に関する懇談会の議論を受け、日本証券業協会は大小さまざまな機関投資家に向けて、単純な格付けのみによる投資基準の是正を訴えて来た。GPIFの姿勢変更はその方向性に従ったものであり、投資家の自己判断に基づいた投資を促すことに繋がると期待したい。必ずしも十分なスプレッドのない環境において、保有に余分な手間を有するハイイールド債を投資家が購入する可能性は低いものの、単なる格付けの基準のみに依拠しない運営が、官民ともに望まれるところである。金融庁は既に検査マニュアルを廃止しており、いつまでも亡霊に憑りつかれたままで良いはずがない。

4. 個人マネーの参入期待

加えて、日本の社債市場の活性化には、個人マネーの活用が望ましい。個人投資家を対象と

して募集される社債は、年間で数十銘柄にも上るが、最低投資単位が10万～300万円程度と必ずしも小口の投資には馴染まない水準である。株式市場が最低投資単位を小さくして個人投資家の拡大に成功したことを考えると、膨大な個人金融資産を社債投資へ誘導するためには、小口化も一つの有効な手段である。一般的な機関投資家向け社債の最低投資単位である1億円に比べると既に十分小さな金額から投資可能ではあるが、分散投資を行うために数十銘柄を集めることを考えると、現状の債券あたりの金額は大きい。

個人マネーの活用に向けてもう一つ考えられる方向性としては、投資信託スキームを利用した集団投資である。個人投資家がすぐに高いリスクを取った投資に向かうのは難しいとしても、確定拠出年金における利回り向上策の一環として、低格付け債ファンド等を組入れ候補にラインアップしておくことは、将来的にも有望な取組みとなるかもしれない。

社債市場の活性化に関する懇談会でも、同様の指摘は見られたが、そもそも金融緩和の影響で利回りが低く、信用スプレッドも薄いため、社債を主な投資対象とする投資信託は収益性が低くなってしまふ。販売手数料や信託報酬が十分に得られない価格設定とならざるを得ない現下の金融構造では、投資信託の販売を主導する金融機関等の販売会社が商品設定を望まないだろう。もし将来に日銀の金融緩和が奏効し金利水準が上がって資金ニーズが高まり信用スプレッドが拡大するようなことが起きれば、また、日本にハイイールド債市場が生まれ、十分に大きなスプレッドを獲得できるようになった状況では、投資信託による分散投資が有用な手段になると考えられる。それは遠い将来のこと

としか思えないかもしれないが、事前の準備は必要であろう。

Ⅶ. 公募社債の募集時の課題

1. 発行市場の現状

日本証券業協会の社債市場の活性化に関する懇談会の提言から離れて、一つ問題提起をしておきたい。それは、社債等の募集において不適切な市場運営になっていないかという指摘である。前提として、日本の公募普通社債の発行市場において事務主幹事を担当しているのは、実質的にはほぼ大手五社（野村証券・大和証券・SMBC日興証券・みずほ証券・三菱UFJモルガンスタンレー証券）に限定されている。そのため、グローバルで物議となり、犯罪としても認定されたLIBOR問題のような寡占構造に陥り易く、ノブレスオブリージュ以上に慎重な取組み姿勢を見せてもらわないと、市場参加者から主要証券会社の行動が懸念され、場合によっては、自主規制機関や監督官庁による調査が求められることになるだろう。

2. 社債募集の実状と課題

機関投資家向けの公募普通社債の募集に際して、通例では、まず、追補目論見書に記載される申込日以前に、事前のプレ・マーケティングが行われており、正式な取引契約以前ではあるが購入の予約に関して合意を形成されていることが多い。最終的な条件決定に際しては、スプレッドプライシング等様々な方法があり、希望する利回りに満たない場合等投資家側が申込を撤回することもあるし、ニーズが殺到したために投資家の希望していた額を販売できない可能

性もある。これらを最終的に調整して、正式の売買契約とするのが、債券等の条件決定から申込・募集に至るプロセスである。

債券等の条件決定と申込は、機関投資家向けに販売される公募普通社債においては一日以内で行われることが多く、投資家からの注文が多く集まって「完売」した場合には、条件決定後、速やかに主幹事証券が均一価格リリースを宣言し、それ以降は流通市場での取引に移行する。つまり、プライマリー市場は条件決定＝募集日の最初しか存在しないのである。発行体と主幹事証券は「完売」できるように、事前段階から発行年限や条件を慎重に調査して決めており、投資家の希望と合致するならば「完売」となる可能性が高い。「完売」は債券等の種類・内容等によっては、文字通りにすべてを売り切るのではなく、以降の流通市場における円滑な取引を可能にする在庫確保のため、ある程度を証券会社の手元に残すことも含まれる。

引受証券が発行総額を引受けるため、発行体は募残の発生によって資金調達を失敗するリスクを負わないが、市場におけるレピュテーションの観点から、多くの発行体は「完売」を望ましいと考えている。かつては、自社の発行する債券の売れ行きを一切気にしないという発行体もあったようだが、結局は市場でのレピュテーションの積み重ねであり、財務部担当者の評価にも繋がるものであるから、順調に売れるのに越したことはない。主幹事証券が均一価格リリースを宣言するのには、投資家向けというだけでなく、発行体向けのアピール要素が小さくない。

募集当日の販売状況については、事務主幹事を担当する証券会社が情報ベンダー⁶⁾に対してメール等の手段で通知・連絡したことで判明

し、ニュースとして市場に流れることで周知のものとなる。情報ベンダーは、必要性和状況に応じて詳細な状況を取材するが、近年、公募社債の募集に関しては、週後半（特に金曜日）に募集案件が集中する傾向にあり、主幹事証券会社から流された情報を、実態としては、そのまま報道するしかない状況にある。結果として、新発債の売行き等に関する情報は、主幹事証券の流した通りのものでしかなく、情報ベンダー各社のニュースも独自に取材を行わない限り、報道内容が横並びのものとなっている可能性が高い。

3. 不適切な募集状況の公表か

かねてから主幹事証券から発行体への「完売」報告が、必ずしも事実を反映したものではないのではないかという懸念は、市場で根強い噂となって存在している。引受証券は次回以降の引受シンジケート団入りを含め、長期的な発行体との関係を維持するため、完売したと報告したいインセンティブが存在する。しかし、実際には、在庫が残っていた場合に、引受手数料を吐き出してディスカウント販売⁷⁾を実施している可能性がある。その場合の販売の相手方は、中央の大手機関投資家となる可能性が高く、大手証券と大手機関投資家の間に利害関係が一致している可能性も指摘できる。

しかし、広く市場参加者一般から見たら、この状況はどう見えるだろうか。実際には、募残が存在しているのに、販売者が完売と告げて、それを情報ベンダーがニュースとして拡散しているのである。極論すれば、金融商品取引法第157条（不正行為の禁止）、第158条（風説の流布、偽計、暴行又は脅迫の禁止）、第159条（相場操縦行為等の禁止）にすら該当しかねない行

為ではないかと懸念されるところである。金融商品取引法違反とはならないまでも、LIBOR問題の展開等を考えると、少数の証券会社が市場に関する情報を操作しているように見られることは、適切でないだろう。実際のところ、募残が存在していたかどうかについては、外部の市場参加者が知り得ないことである。しかし、現在は、日本証券業協会が社債取引情報を集積している。新発債については、市場をかく乱する恐れがあることから、すぐには取引情報の公表対象としていないが、実現した取引の情報は協会に集められている。検証することは不可能でないし、市場関係者から公表対象に含めるべきという指摘は少なからず見られている。

4. 適正化に向けた見直し

複数の市場参加者（投資家、証券会社、情報ベンダー）からの指摘を受けて、金融庁や日本証券業協会が実態の把握に動き、2019年10月に日本証券業協会自主規制本部の下に「社債等の発行手続に関するワーキング・グループ」が設置され、発行市場の一層の透明化と、そのことを通じた社債市場の活性化に向けた検討が行われた。市場関係者による検討・意見徴求を経て、2020年11月に『社債等の募集に係る需要情報及び販売先情報の提供に関する規則』が制定されている。

その中では、主幹事方式で発行される地方債や財投機関債、投資法人債、外国債券等を含む幅広い「対象社債券等」について、プレ・マーケティングで収集した需要情報を代表主幹事が取得して発行者等に提供し、同様に、販売先情報についても遅滞なく発行者等に提供することが義務化されている。顧客が預金取扱金融機関や金融商品取引業者、保険会社等の機関投資家

社債市場の活性化に向けた取組み

である場合⁸⁾に関しては、名称及び需要額または販売額を含めて情報提供することが求められている。投資家の名寄せを行うことによって、需要情報が過大であると意図的に誤って公表されること防止することが期待され、必要の認められる場合には、日本証券業協会が報告を徴求することとされている。ノブレスオブリージュを規則化せざるを得なかった残念な事例であり、監督当局を含めて対応が後手に回ってしまったことは否定できない。本規則は2021年1月より（地方債に対してのみ同年3月より）適用されており、今後の起債において適切に運営されているかを確認することが求められる。

社債市場の活性化という、遠い大きな目標の実現に向けては、かつて日本において金融ビッグバンがはじめられた際に言われた、“Free, Fair, Global”という基本コンセプトに基づいて、改めて過去からの慣行や現在の取引を洗い直すべきであろう。

VIII. 結語

1. 緩慢な市場活性化への動き

社債市場の活性化に向けた取組みの進捗は、外部から見れば、紆余曲折した長い道をゆっくり進む牛歩のようなものにしか見えないだろう。しかも、日本銀行によるマイナス金利政策の導入によって、社債市場全体は機能低下に陥っている。それでも、少しずつでも前に向かって社債市場の活性化に向けた検討を進めておくことは、将来の金融環境の変化に備えるための努力であり、私たち現在を生きる人間が、後世の市場参加者のために残すことのできる遺産である。牛歩のような歩みでも、蟻の一穴が

ダムをも崩すことを信じて、継続的に、かつ、着実に、社債市場の活性化に向けた取組みを進めて行くべきである。

更に、日本において大きな変化が実現するには、金融機関による融資行動の変化に加えて、投資家やメディアのリスクに対する姿勢が変わることも必要である。結局のところ、投資に対して胡散臭いものという見方が根底にあるような金融リテラシーでは、クレジット投資が成功しないだけでなく、広く一般に利用が認められるようになったiDeCoの運用ですら上手く行かない可能性が高い。

2. 将来への取組み

将来において、このような環境や認識が変化することはあるだろうか。一つには、いつまでも現在のような金融環境が続くとは考えられない。残高1,900兆円を越える個人金融資産は、利息の付かない預金を容認しても、口座維持手数料を課されて実質的にマイナス利回りとなる預金に留まり続けるとは考え難い。「大きく儲けなくて良いから、損だけは出さないでほしい」というステークホルダーからの要望は、年金運用の世界で良く耳にする。しかし、リスクを取らないとリターンは取れないし、オプション的な取引でペイオフ曲線のフロアを設定しない限り、下方リスクだけを押さえることは難しい。その一方で、デリバティブの利用に対して、アレルギーのように反対するのであるから、運用者の業務は理解され難く、決して楽なものではない。

滞留している個人金融資産のフローに変化が生じた時、日本の資金循環構造は大きく変化する可能性がある。典型的には、預金から海外直接投資へのシフトである。言語やITのハード

ルが低い若い世代は、プラスの利回りを求めて海外へ投資先を求める可能性が高い。日本国内の機関投資家は、これから海外の同業他社との競争をより強く意識せざるを得ないことになるだろう。

日本の金融緩和政策は、イールドカーブコントロールの柱の一つとして掲げられたオーバーシュート型コミットメントにおいて、物価上昇の目標が安定的に実現できるまで、継続することが明言されている。政権交代や日銀執行部の変化がない限り、しばらく現在の政策が維持される。また、残念ながら、日本国民の持つカルチャーやリテラシーが短期間で変わるとは思えないだけでなく、すぐに金融環境の変化があるとは思えない。今のうちに、リスクの取り方や投資の考え方などについて金融リテラシー向上に取り組んでおくべきなのではなからうか。社債市場の活性化を目指す道は、まだまだ遠い。

なお、本稿の内容は筆者の個人的な見解に基づくものであり、日本証券業協会の事務局とは、認識する内容および意見の異なる可能性があります。

注

- 1) 具体的な制度内容については、日本証券業協会『社債市場活性化のための公社債店頭売買参考統計値制度の見直しについて』平成26年6月17日及び同会のHPに掲載されている『公社債店頭売買参考統計値発表制度について』を参照されたい。
- 2) 現在の具体的な制度内容については、日本証券業協会のHPに掲載されている『「社債の取引情報の報告・発表制度について」』を参照されたい。
- 3) 金融庁による仮訳は、<https://www.fsa.go.jp/inter/ios/20170821-2.pdf>を参照されたい。
- 4) 筆者は、既に『現代社債投資の実務』[2000] p97において、「デフォルト時点での債権回収に特化するような形での社債管理会社を、新しく規定することは出来ないか

と考える。」と指摘している。実現までに20年以上を要したことになる。

- 5) 年限は「1年以上3年以下」で開始され、新型コロナウイルス感染症ショックを受けて2020年4月27日より2021年9月30日まで「1年以上5年以下」に拡大されている。格付けは、「適格格付機関からBBB格相当以上の格付を取得していること」とされている。
- 6) 日本の債券市場において、起債関係のニュースを配信する情報ベンダーには、ディールウォッチ、キャピタルアイ、ブルームバーグ、クイック等の各サービスがある。個々の詳細については、各プロバイダーに照会されたい。
- 7) 本稿で詳細を述べる紙幅はないが、興味のある方は、『現代社債投資の実務 第三版』207～208頁を参照されたい。古い記述ではあるが、実態が大きく変わっているものでないと思像される。
- 8) その他に、第5条第1項第5号から第26号で年金や独立行政法人等様々なアセットオーナーが列挙されている他、同第27号では、需要額又は販売額が10億円以上の者と包括的に規定されている。

参 考 文 献

- 座談会 [2012] 「社債市場の活性化に向けた取組み」
月刊資本市場2012年11月号
- 徳島勝幸 [2004] 『現代社債投資の実務』, 財経詳報社
———[2008] 『新版 現代社債投資の実務』, 財経詳報社
———[2016] 「社債市場の活性化に向けた取組みは牛歩のごとし」『月刊資本市場』No.368, 資本市場研究会, 4月
———[2012] 「第4部会での検討について」『月刊資本市場』No.327, 資本市場研究会, 11月
———[2010] 「低格付け社債市場の活性化に向けて」『ニッセイ基礎研レポート』2010年2月号, 2月
- マネタリーアフェアーズ現代社債投資研究会 [2012] 『現代社債投資の実務 第3版』, 財経詳報社
(ニッセイ基礎研究所 金融研究部
研究理事 年金研究部長)