

「第2回 社債市場の活性化に関する懇談会」議事要旨

日 時 平成21年9月9日(水)午後3時～5時

場 所 日本証券業協会 第1会議室

出席者 福井座長、吉野副座長ほか各委員

(外部有識者)

井瀧正彦氏 野村資本市場研究所 執行役研究部長

下山陽一氏 三菱商事トレジャラーオフィス資金為替市場室長

鹿毛雄二氏 前 企業年金連合会 常務理事

議事概要

1. 我が国社債市場の現状及び活性化に向けた課題

外部有識者から、それぞれの立場から見た我が国社債市場の現状及び活性化に向けた課題について、次のとおり、配布資料等に基づき報告・説明があった。

(1) 米国の社債市場の検証と我が国社債市場を取り巻く環境変化について

米国社債の発行・流通市場の概要

- ・ 米国における社債発行残高は6.7兆ドルと、MBSの8.9兆ドルに次ぐ水準で、米国財務省証券の6.6兆ドルを上回る規模である。一方、我が国における社債発行残高は56.1兆円と国債の1/12にとどまっており、米国の状況と大きく異なる。また、米国と我が国の社債発行市場の規模には10倍以上の開きがある。
- ・ 1980年代前半では、社債と銀行による法人向け貸付はほぼ拮抗する規模であったが、その後は社債が法人向け貸付を大きく上回るペースで拡大した。これは、1970年代後半～90年代半ばに生じた2度にわたる「米国銀行の資金仲介機能の低下」が一因といえる。
- ・ 安定的な発行額に支えられてきた米国の社債発行市場では、BB格以下のハイ・イールド債も継続的に発行され、社債発行額全体の2割弱を占める。サブプライムローン問題と金融危機により発行額は一時縮小したが、2009年に入ると回復しつつある。2009年上期は、ハイ・イールド債の社債発行額に占める割合が28%と近年では最高の水準に達した。
- ・ 米国では社債の平均的な年限が2006年まで8～10年超で推移し、2007年以降は12年超となっている。米国では年限が30年から50年といった超長期の社債も広く活用されて

いるが、我が国では長くても20年程度で、発行体も電力会社や鉄道会社に集中している。

- ・ 米国社債の流通市場については、売買回転率が財務省証券等よりも低いことから、相対的にバイ・アンド・ホールド型の投資家が多いと考えられる。また、平均的な米国社債への投資家は1年以上保有しているといえる。
- ・ 米国の社債流通市場では価格透明性の向上のため、価格情報を速やかに一般に提供するTRACEという仕組みが2002年より導入されている。
- ・ 米国社債の発行体に目を向けると、発行残高の多い企業は特定の業種に偏らず、格付もA格からBBB格の会社が発行残高上位20社中15社を占める。
- ・ 米国企業の代表として、Fortune500企業の純利益額上位10社の資金調達状況を見ると、長期有利子負債において社債による調達は平均で92%と大きく、銀行借入は8%に過ぎない。各社は、社債発行とともに銀行とクレジット・ファシリティ契約を締結しており、銀行借入は信用収縮時などの緊急避難先となっている。
- ・ そのため、米国商業銀行の貸出先内訳を見ると、家計向けの割合が半分近くと高く、企業向け貸出は2割程度と、我が国の銀行とは大きく異なっている。

米国社債市場の投資家の概要

- ・ 日米社債市場の投資家構造を見ると、保険が約2割を占めている点は共通であるが、米国では海外(26%)、家計(14%)、投資信託(11%)による保有が大きいのに対して、我が国では銀行の保有シェア(42%)の高い点が異なる。
- ・ 米国では債券ファンドの90%が家計により保有されているため、家計の直接保有と合わせると、社債のほぼ1/4は実質的に家計に保有されている。なお、米国の家計が投資信託を保有・購入する入口として確定拠出型年金が果たした役割は大きかった。
- ・ 投資家の中心は家計であるが、米国の債券ファンドは投資適格債のみを運用対象としておらず、ポートフォリオの過半をハイ・イールド債に投資するファンドもある。小口資金でも分散投資が図れるという投資信託の持つ「金融の本質的機能」が活用されている。
- ・ このハイ・イールド債投資を行う社債ファンドは、分散投資により個別のリスクを吸収しつつ、キャピタルゲインと高いインカムゲインでパフォーマンスを高めており、中・長期的に純資産残高を増やしてきた。
- ・ 米国では、家計の社債投資拡大に、ウェブサイト上の個人投資家向け社債投資プラットフォームの果たした役割は大きかったとされている。投資家はウェブサイト上で起債銘柄

の発行条件を参照し、それと同じ条件で社債を購入できる。

- ・ 投資信託や家計に先駆けて、米国年金基金の果たした社債投資家としての役割は大きい。大型年金基金のポートフォリオに占める社債の割合は7%程度と推定され、各基金の運用方針にもよるが、ハイ・イールド債に投資する年金基金もある。

我が国社債市場を取り巻く環境変化

- ・ 企業の資金調達構造を日米で比較すると、我が国では借入による調達が、米国では債券による調達が中心となっており、借入と債券の位置づけが真逆の関係にある。また、我が国上場企業において、2006年～08年度中に社債の発行実績があるのは282社と、情報開示のインフラを備えているはずの上場企業(五つの取引所ベース)の1割程度に留まっている。
- ・ 我が国社債市場には、低水準のスプレッドやB B B格以下の市場がないといった課題がある。しかし、金融危機により、我が国社債市場を取り巻く環境は大きく変化しており、そうした課題の解消と市場拡大が急務になっているのではないかと。
- ・ 環境変化としてはまず、金融機関に対する自己資本比率規制やレバレッジ比率規制の強化、収益性向上への圧力の強化といった、銀行融資の厳格化と社債活用の拡大につながり得る流れがある。
- ・ また、退職給付会計の即時認識へのシフトによる年金負債を意識した運用の高まりや、確定拠出年金の普及による従業員の自己責任での運用という、社債投資を促す動きもある。
- ・ そこでは、預貯金・国債と外債・株式の間を埋めるミドルリスク・ミドルリターンの商品として、我が国企業が発行する社債に広く分散投資する投資信託、社債ファンドが重要な役割を果たせる可能性がある。
- ・ 現在我が国社債市場では、特にB B B格の社債においてスプレッドの上昇が続いている。我が国では過去に中期国債ファンドやMMFの導入・普及が国債やCPの発行市場拡大を促したという経緯があるが、社債市場のスプレッド拡大についても、投資信託による分散投資の普及を通じた社債市場拡大を図る契機にできないだろうか。

(2) 事業会社から見た金融危機と社債市場の課題

金融危機後の企業金融(資金調達スタンスの変化)

- ・ 昨年秋以降の金融危機は、企業に意識改革を促している。流動性管理については、この

環境の変化に対応していく必要があり、間接金融一本から直接金融も加えた二本足に調達戦略を変えていこうとする企業が増えてきた。日本では、90年代後半の金融危機以降、銀行再編が進み、資金の出し手としての銀行の数が減ってしまったが、これを社債等の直接金融市場の拡大によって補う形になっていない。今回の金融危機で再び銀行にストレスがかかりリスクが集中した結果、企業金融も大きな影響を受けた。

- また、金融規制の強化や国際会計基準の厳格適用により、銀行の経営が大きな影響を受け、企業の銀行からの資金調達に影響が生じる可能性もある。7月に欧米出張した際、既に現地ではレギュレーションについての議論が盛んに行なわれていた。日本企業でも、これを機に社債調達等を併用し、銀行借入も含めた安定的な資金調達を目指す方向への意識変化が起き始めており、資金調達の多様化に資するものと考えられる。
- 直接金融の活用や調達の多様化を考える際に、企業によってはコストの高い低い課題となる場合がある。「社債調達は銀行借入より高い」ということがよく挙げられるが、平時の一時点で比較するのが正しいかどうか、コストとは何か、といった点について、企業サイドとして中長期的な調達の安定性や流動性の観点から考える必要がある。

運用ポートフォリオの分散

- 本邦市場ではB B B格の社債が少なく、社債発行は高格付に偏重しているという「二極化」の課題がある。社債投資が活発化するためには、コスト面の問題もあるが、工夫も必要である。伝統的な証券化商品の活用によってリスク分散を図ることも手がかかりとなろう。今回の危機の発端となった証券化商品の問題は、オリジネーションが分からなくなるほど細切れになったことや、短期的な収益獲得を先行させたことなどがあり、これを踏まえた証券化商品の再考というアプローチも必要である。
- 一方、日本の社債市場の活性化を図るためには、個人のお金を活用していくことが重要であり、そのためには幅広い品揃えが求められる。「貯蓄から投資へ」と言われている意味は、キャピタルゲイン狙いの投資へのシフトというだけではなく、ミドルリスク・ミドルリターンの商品も含めた「貯蓄から投資まで」という意味で考えるべきである。
- 日本の個人金融資産は1,400兆円を上回っており、少子・高齢化社会が進む中で、この効率的な運用を図り、個々の人生のポートフォリオを作っていくためには、社債のようなミドルリスク・ミドルリターンの商品の品揃えを豊富にする必要がある。単年度の利益を追求するのではなく、ライフスタイルに応じて50年~80年ぐらいの長いスパンで考える、

という形で個人投資家と向き合っていくことが重要である。

社債の振替・決済制度の機能強化

- ・ 社債の発行を増やすには、流通市場を整備し大きくする必要がある。現在我が国の社債市場（財投機関債、サムライ債、私募債等を含む。）は、約 230 兆円の市場規模があるにもかかわらず流動性がない。
- ・ 流通市場の整備を図り、流動性を向上させていくためには、決済制度の充実や法体系も含めたインフラの整備が重要である。現在、社債の決済については、証券保管振替機構（ほふり）で社債の振替業務は行われているが、清算（ネットィング）機能や資金決済機能は分離されている。一方、ユーロクリアや米国 D T C では、レポ取引やボンドレンディング、保護預かりの範囲内での与信提供によるフェイルの回避など、投資家にとって利便性が高く、流通市場の流動性向上に資するサービスが提供されている。証券決済機関がセントラルカウンターパーティとなり、流通市場で多様なサービスが提供されることを通じて、発行市場の拡大につながっていったという歴史的な経緯もあり、本邦市場でも国際水準並みのインフラを整備していく必要がある。
- ・ 日本が国際レベルのインフラ整備を進めていくことにより、アジア金融資本市場の中心的役割の強化にも繋がると考えられる。日本の個人金融資産をアジアの成長に活用し、その成長を日本が取り込んでいくことなども意識した取り組みが求められる。
- ・ インフラ整備には時間とエネルギーを要するが、機は熟してきている。企業や投資家、金融仲介者や振替機関などの市場関係者が協力して、この取り組みをどのように持続させていくかが重要なポイントである。

(3) 機関投資家の運用から見た社債市場の課題

機関投資家の社債投資の特徴

- ・ 機関投資家はリターンで競争しており、その基準は時価評価と対ベンチマーク運用である。機関投資家は、内外の株式、債券等に分散投資をしており、社債投資はあくまで選択肢の一つであり、リスク・リターンを相対的に比較・選択し投資を行う。
- ・ 日本の機関投資家の資産配分は、株式が多いところで 4 ~ 5 割、少なければ 2 ~ 3 割であり、国内外債で最大 7 ~ 8 割である。その中で、債券、例えば国内債であれば、社債の比率は約 10% である。機関投資家は、対ベンチマークのリターンを考えるためにリスク

をとる行動原則を持っているが、社債に関する限り、基本的にクレジットリスクだけを対象としている。

債券ファンドマネージャーの着目点

- ・ 債券のファンド・マネージャーの着目点は、結局のところ、プライシングと流動性である。流動性がないことは、日本の社債市場にとって非常に大きな課題である。ファンド・マネージャーは、一般的に言えば、1回当たりの売買単位が1億円単位であり、発行総額の1%ぐらいを買いたいので、1銘柄につき3～5億円投資するのであれば、起債単位として、数100億円単位でできれば500億円以上が望ましい。社債の大型・継続発行がない限り、流動性・信頼性は生まれない。

リスクプレミアム・流動性の問題及び今後の方向性

- ・ 2009年は社債発行が増えているが、新発債のスプレッドはリーマン・ショック前の水準(10bp～15bp)に戻っており、ファンド・マネージャーが買いたい水準ではない。ただし、このスプレッドが異常かといえば、日本の社債は、ほとんどデフォルトしていないことから(昨今の不動産会社の破綻は例外的な事象)、経験的・実質的には、デフォルトリスクは「原則として無く」、そうであればあまりリスクプレミアムを必要とせず、成立している価格は合理的ではないかという「仮説」も成り立つ。ただし、この水準のリスクプレミアムは投資家から見れば魅力に乏しい。
- ・ 預金金融機関に膨大な余剰資金が滞留しており、この余剰資金の社債市場への流入がある限り、需給(プライシング)はそこで決定されるため、機関投資家は競争できないという要素があると考えられる。
- ・ 欧米では、バランスシートや収益の悪化がレーティングに反映され、それを踏まえ、ファンド・マネージャーが評価し、プライスにどんどん反映されていく。一方、日本では、間接金融優位であるため、銀行による救済融資やデット・エクイティ・スワップが行われることから、ファンド・マネージャーは、倒産するメカニズムの予測が困難であり、価格評価が非常に難しくなる。
- ・ 大手企業以外ではローンに財務制限条項(コベナンツ)などが付いており、結果的には、銀行の方が社債権者よりも、債権保全上、有利になってしまう。こうした状況を変えなければ、発行体や証券会社が市場規模を広げようとしても、年金基金や海外からの資金は入

ってこないと思う。

- ・ 日本では、投資家の属性・性格が非常に偏っており、同じような投資家しか存在しなければ、マーケット・メイクは機能しない。海外投資家などリスク・リターン評価の異なる投資家の参入促進が重要な課題である。
- ・ 事業会社にとっては、いざというときに銀行に頼らず資金調達ができる「短期のCPマーケット」が活性化すれば、社債市場の活性化につながるのではないか。

2. 意見交換

上記報告・説明を受けた後に、次のとおり意見交換が行われた。

- ・ 決済制度の整備について、一般債振替制度の稼働後3年以上経過する中、社債登録制度の時代と比べ流通は増えてはいないが、せっかく作り上げたインフラをより良く使っていただき、社債市場の活性化に役立てるよう、多様な実務者・市場関係者からご意見をいただき議論をして行きたい。
- ・ B B B 格の社債のスプレッドが縮小しない要因として、社債のコベナンツにおける担保提供制限の範囲が銀行貸出よりも狭いことを指摘する意見も聞かれる。先ほど、日本の社債市場では、デフォルトが少なく、リスクプレミアムも小さいとの説明があったが、コベナンツの面で銀行貸出に劣後している点は、社債のプライシングに反映されていないのか。
- ・ 銀行貸出のコベナンツは、企業と個別に交渉して設定できるため、結果として社債よりも有利になっている点が問題である。しかし、B B B 格の社債の発行が少ないのは、コベナンツの問題よりも、A 格以上を嗜好する投資家が多いことが理由ではないか。
- ・ ファンド・マネージャーはクレジットリスクを検討し、それに見合うリターンを求めるが、実際にはカネ余りの銀行が社債を購入してしまうため、一般投資家のリスク/リターンの分析がプライシングに反映されていない。せっかくクレジットリスクを分析してプレミアムを要求しても、需給だけで価格が決定されてしまうのは、社債の発行額が少ないことも原因にあるのではないか。
- ・ カネ余りで買わねばならない金融機関はスプレッドで判断するという考え方にはならず、極端に言えばコストがカバーできれば良いとなってしまう。ファンド・マネージャーとしては、買えない水準で価格が決まっているので買いにくいということではないか。
- ・ 特定のB B B 格の発行体では、理想的には銀行借入と社債調達は1 : 1が望ましいが、実

際には社債はスプレッドが高く、銀行借入の金利はダンピングレートになっているため、もう少し社債発行条件が良くなるのを待っているとのことであった。一方、一般的には機関投資家は、資金を株式から債券にシフトしつつあるが、ミドルリスク・ミドルリターンへの投資が望ましいと考えている。もう一息で需給がマッチすると思うが、どうすれば需給がマッチするかと考えるか。

- ・ 発行条件・スプレッドについては、銀行等には信用調査・審査のベテランがいる一方、運用機関にはマーケットを見る専門家はいるが、企業調査の専門家は少なく、確信を持って投資判断ができる体制ではないのも事実である。
- ・ 需給のマッチングについては、米国とは市場の規模が全く違う。米国では、それぞれ国債、事業債、モーゲージの規模が大きく分散投資できるが、日本では、社債市場は全体から見たら僅かの額である。
- ・ 今はB B B格の社債であって、将来A格社債になっていく可能性があるがまだ価格に反映されていないものに投資することは、社債投資の醍醐味である。これは、一種の価格と実態のアービトラージ(裁定取引)であり、このような市場の調整機能が充実することが望ましい。
- ・ リスクプレミアムの問題・議論は、今後社債市場の活性化を考える場合の一番根本的な命題である。つまり「リスクプレミアムはどこに消えたか。」ということであるが、過剰資金だからリスクプレミアムが消えるというのは理屈の上から考え難い。預金者はリスクを恐れるから安全な預金を選ぶが、銀行は手元の貸出余剰の預金を運用しなければならない。しかし、銀行も等しくリスクを感じていれば、リスクプレミアムを計算せず低いスプレッドで買うということは、リスクを自分のポートフォリオで吸収してしまうということになる。リスクプレミアムは本当にそうした形で消えているのだろうか。これは、ワーキング・グループにおける議論の出発点の構造的な問題としてメスを入れていただければ、今後の議論が整理しやすい。「日本は間接金融の伝統が長く続いているためである。」という議論では、本質的にどこにメスを入れて良いのか分からなくなる。
- ・ 流通市場における社債のスプレッドは不特定多数の市場参加者のプライスに対する考え方の集合体が反映されて決定されるが、銀行のローンはシングルプレーヤーのリスク感覚を反映したプライスで、両者は本質的に異なる。銀行の貸出金利が正しいのか、社債市場におけるリスクプレミアムを織り込んだスプレッドが正しいのかは難しい判断があると思う。どち

らが正しいということではなく、価格決定プロセスが異なるということだろう。これらをどのように整理するかがポイントではないか。

- ・ 銀行貸出がリスクプレミアムを正常に反映しているかという問題もある。ある外国人の銀行アナリストなどは、銀行の貸出金利そのものが信用リスクプレミアム・償却リスクまで含めて必要な金利を下回っていると説明していた。したがって、社債についてリスクプレミアムが消えてしまっているのと同様に、貸出にもリスクプレミアムが消えているかもしれない。そこで両者の裁定が働いているのではないかという仮説も考えられる。
- ・ 本懇談会では、社債市場の問題を中心に扱っていくが、日本の市場構造・金融構造そのものを考えていくことになる。正常なイールドカーブ、そこに乗っていくリスクプレミアム、それぞれ違った市場があるにせよ、必ず裁定が働いて、いずれも合理的に説明がつくものにならなければ、本当の市場・歪みのない市場にならない。どこに支障があって日本の市場は偏りができているのかを本質的に探る必要がある。

3. その他

第3回懇談会を9月28日(月)に開催する。

(配布資料)

- ・ 米国の社債市場の検証と我が国社債市場を取り巻く環境変化について
- ・ 事業会社から見た金融危機と社債市場の課題
- ・ 機関投資家の運用から見た社債市場の課題

以 上