

わが国社債市場の問題点

2009年9月28日

大和総研 制度調査部長 吉井一洋



1.社債市場の現状

(1) わが国の社債市場の現状

社債市場の規模が欧米と比べ小さい。

スプレッドが薄い。

発行企業の業種が偏っている(特に個人向け)。

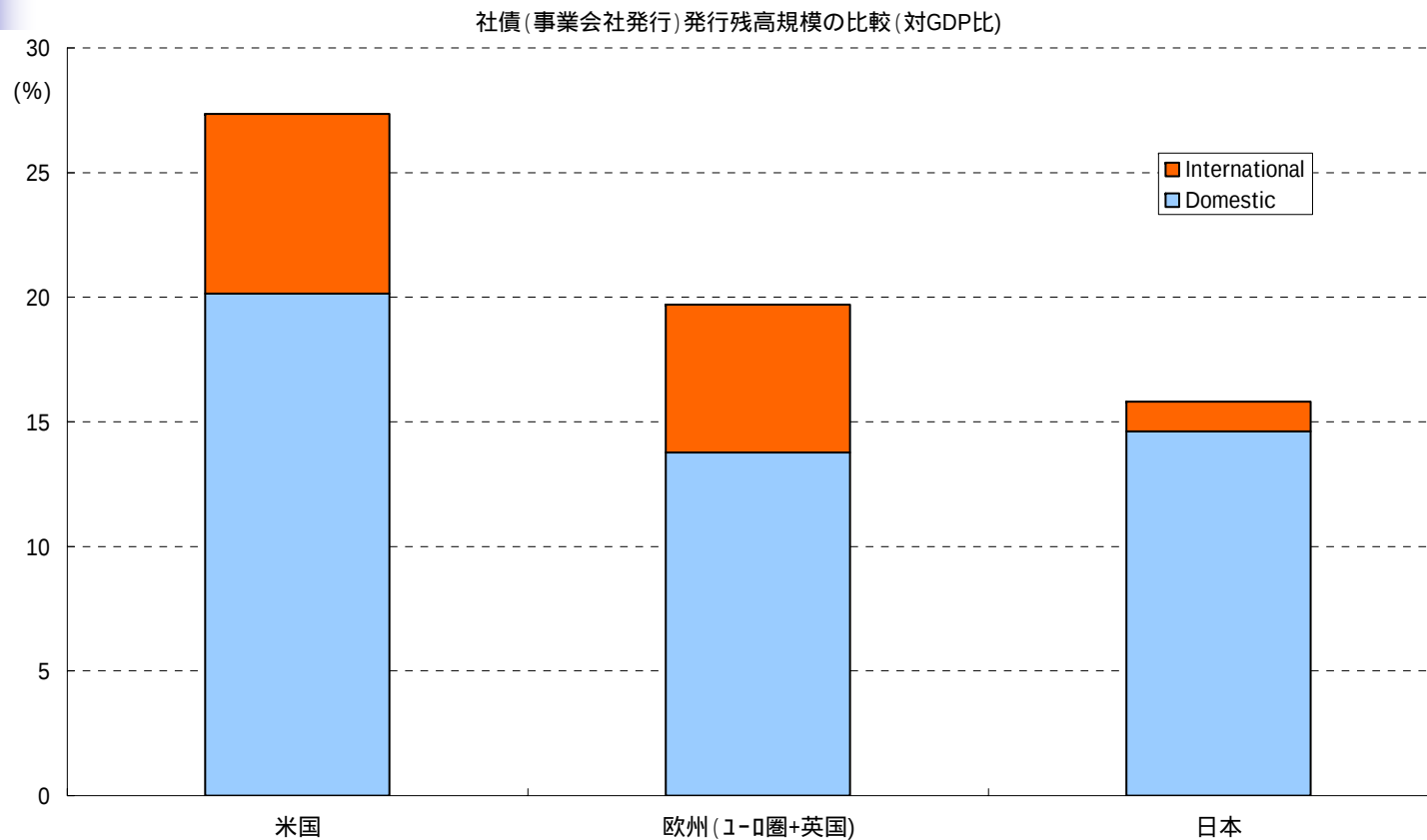
投資家が銀行に偏っている。

ハイイールド債(低格付け債)市場がほとんど無い。

私募市場が未発達。

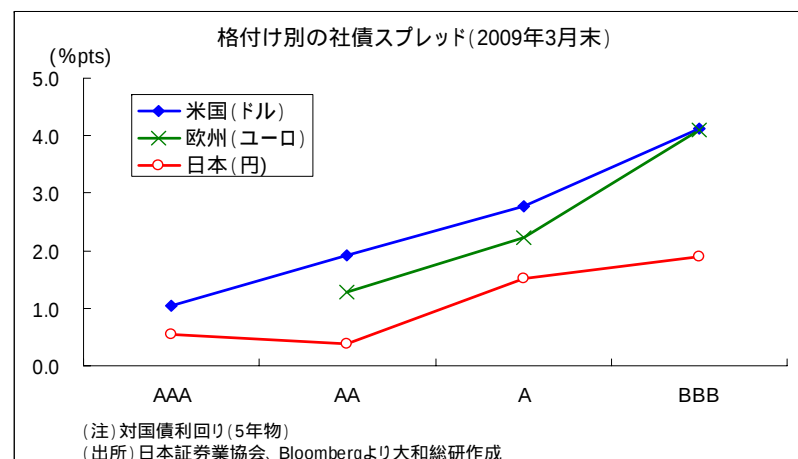
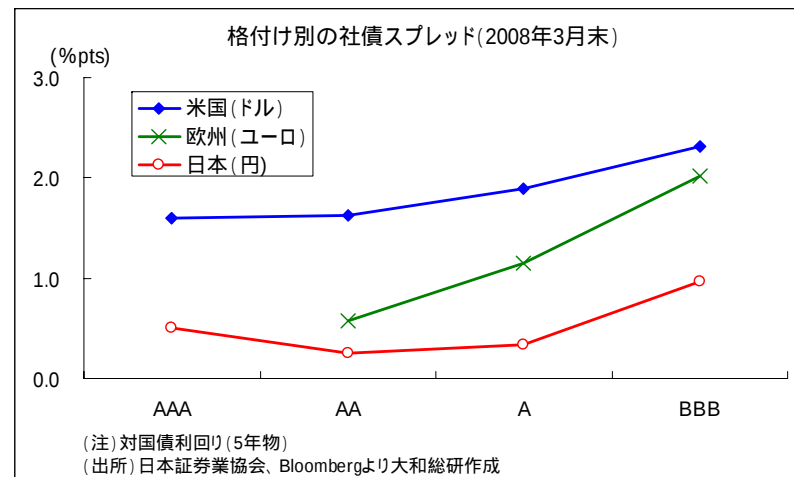
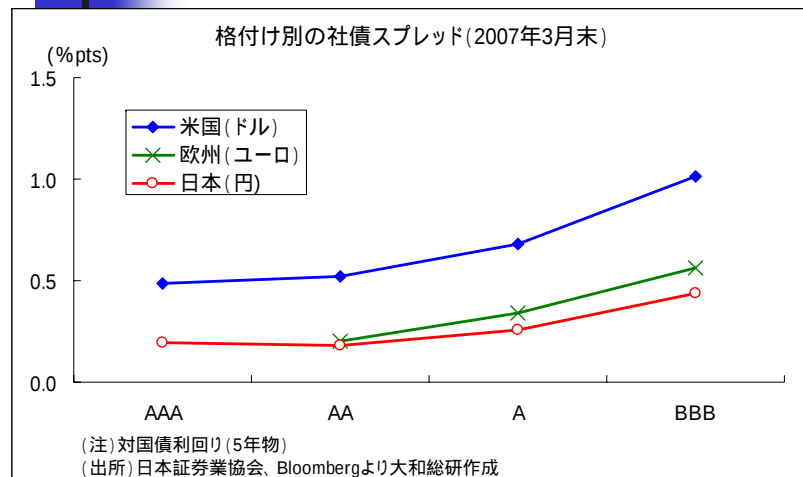
歴史的経緯

社債市場の規模が欧米と比べ小さい。



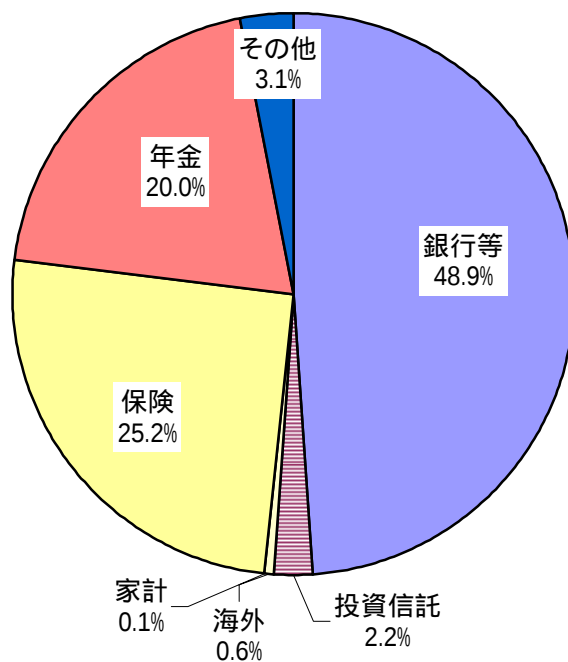
(注) 2009年3月末現在。"Domestic"は各国内の意味で、欧州域内の意味ではない
(出所) BISより大和総研作成

スプレッドが薄い



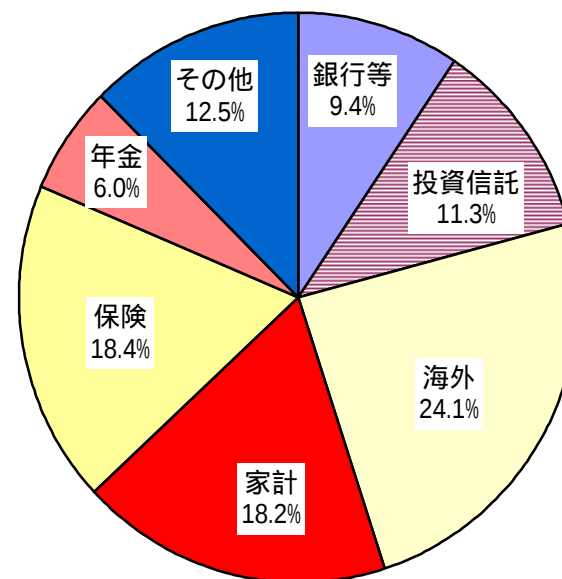
投資家が銀行に偏っている。

日本の事業債の主体別保有比率



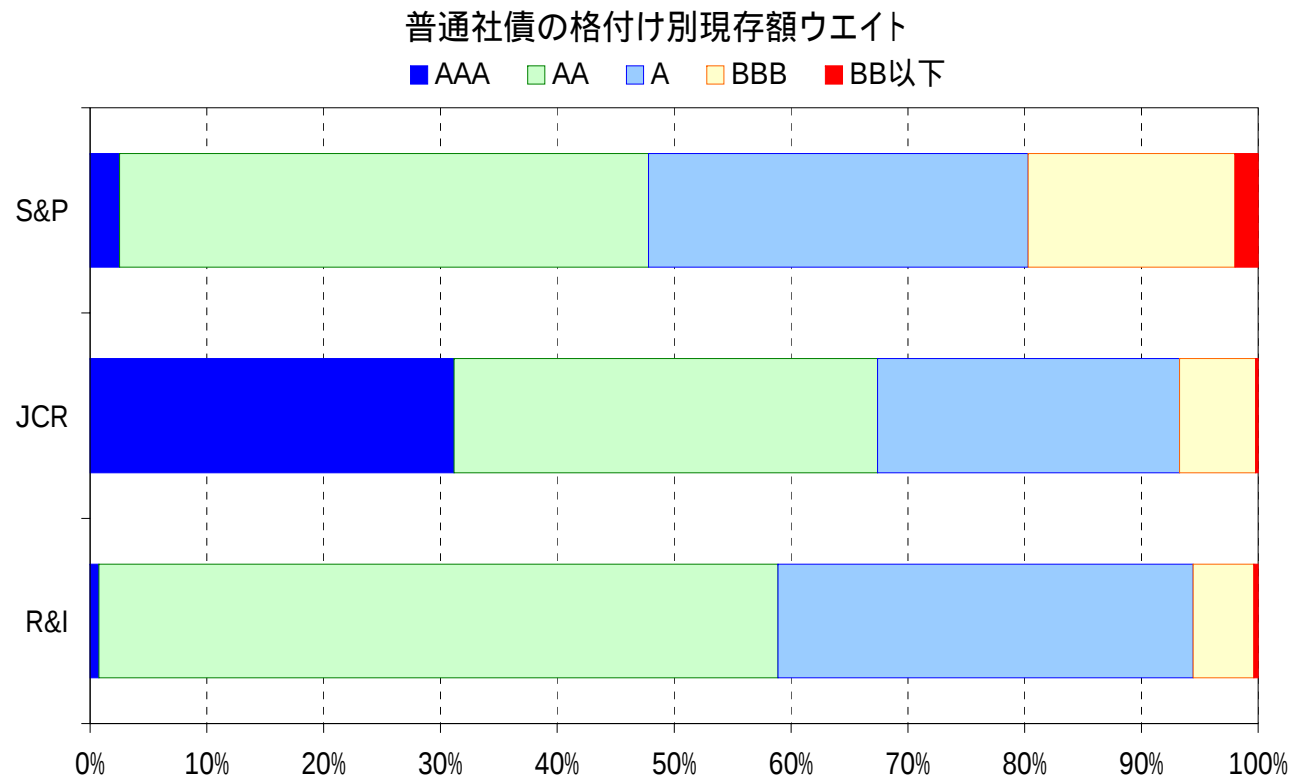
(注)09年3月末 (出所)日銀「資金循環勘定」

米国における社債・外債の主体別保有比率



(注)09年3月末 (出所)FRB "Flow of Funds Account"

ハイイールド債市場がほとんど無い。

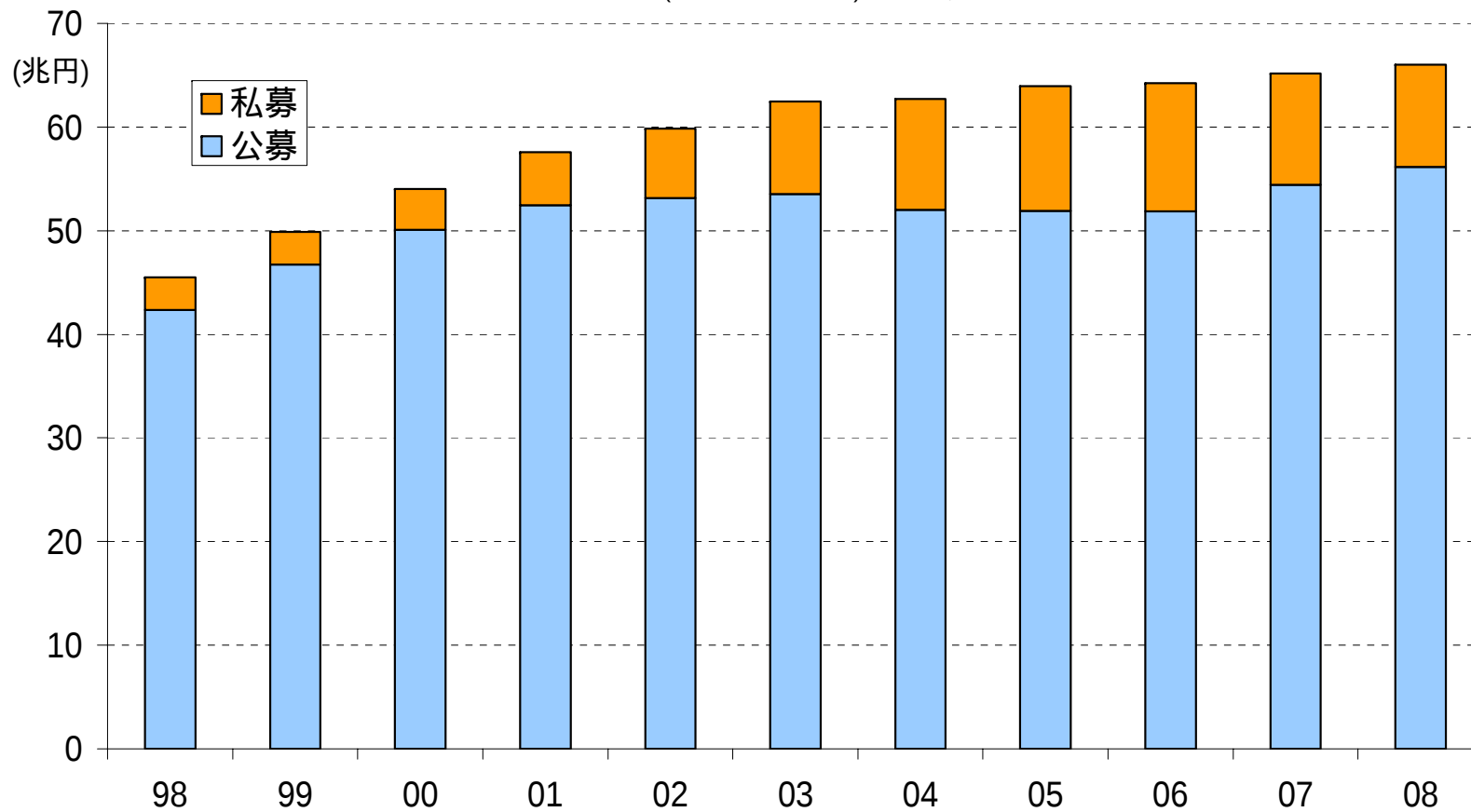


(注) 2009年1月末現在

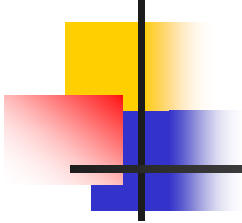
(出所) アイ・エヌ情報センターより大和総研作成

私募市場が未発達

国内の普通社債(公募・私募)発行残高推移



(注) 各年度末 (出所)証券業協会、証券保管振替機構

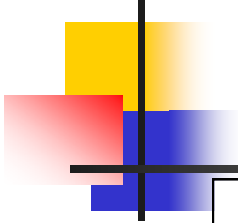


歴史的経緯

わが国社債市場は1993年の商法改正前は
銀行の管理下

証券会社が発行条件を決定するようになったのはここ10数年のことにすぎない。

社債市場は融資の補完的役割を果たす存在に過ぎなかった。



歴史的経緯

社債市場規制の変遷

「受託銀行を中心とする協調融資」から自由な社債市場へ

受託銀行が発行条件等に関与

受託会社制度: 担保付社債権者の担保権を受託会社に信託する制度

…日清戦争後の外資導入に備えたもの

→ 昭和恐慌時の社債のデフォルトから、「社債浄化運動」、**有担保原則**

…受託会社設置増加、権限強化

社債: 市場で発行条件が決定されるのではなく、「受託銀行を中心とする協調融資」

← 有担保原則に対して産業界が緩和要求

厳しい適債基準の条件付で、完全無担保公募事業債認める(1979年)

…数値基準、格付基準、財務制限条項など

→ 手数料が高い、機動的資金調達ができないなどにより、国内市場が空洞化

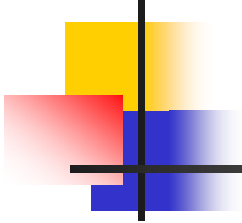
受託銀行の関与に対する制度的対応

・ 受託会社制度を廃止し、社債管理会社制度に(1993年商法改正)

…受託会社: 「発行時」の事務代行業務を手がかりに発行条件に関与

→ 社債管理会社の業務を「発行後」の事務処理とし、発行要項は引受証券会社と発行会社が協議して決定

・ 適債基準の撤廃(1996年)



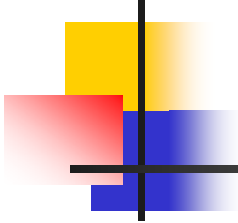
歴史的経緯

社債市場規制の変遷

社債制度改革関連事項		
年	月	事項
1985	4	社債格付会社の活動開始
87	4	NTT社債発行条件決定にプロポーザル方式導入
88	4	全ての社債発行にプロポーザル方式が認められる。これにより、起債会(1)は、歴史を閉じた。
90	11	適債基準(2)を修正、数値基準を廃止し格付基準へ一本化
93	4	金融制度改革関連法施行。これにより、7月以降興銀・長銀・農中が証券子会社を設立し社債引受業務に進出。以後、信託、都銀、地銀がこれに続く。
	10	改正商法施行。これにより、社債発行限度規制撤廃、社債募集の受託会社は廃止され社債管理会社制度導入
	11	初の5年社債発行
95	9	社債管理会社規定の但し書きを利用し、初の管理会社不設置社債発行
96	1	社債適債基準撤廃、無担保発行の適債基準および財務制限条項の設定義務付けも撤廃
99	5	ノンバンク社債法施行
	10	普通銀行の普通社債発行を解禁
2002	4	短期社債(CP)等の振替に関する法律施行
03	1	証券決済システム改革法施行

(1) 受託銀行と引受幹事証券会社で構成される社債発行統制機関。この統制下では発行会社と引受証券が発行条件を個別交渉する余地なし

(2) 財務内容が一定の基準を満たす企業のみは無担保社債の発行を認める、起債関係者(銀行・証券会社)間の自主ルール(1979年導入)



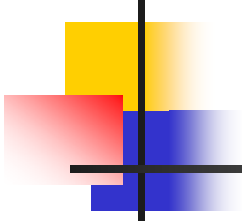
(2) 欧州における社債市場の発展

99年の統一通貨ユーロの導入、
EU域内の資本市場(債券を含む)の統合
市場規模の拡大、金融技術の革新、取引コストの削減
母国以外への投資や新商品への投資が容易
2000年通信規制の緩和
通信事業会社の社債発行
国際的な大企業・金融機関の社債発行増加
引受け金融機関へのマーケット・メイクの要請
市場慣行や取引・決済システムの整備
M&A増加に伴う資金調達
2005年の国際会計基準強制適用
社債のデータの質の向上、インデックスの整備
機関投資家のよりきめ細かな運用



2.発行市場における論点

- (1) 発行市場の規制・・・機動的発行が可能
発行登録制度、私募規制の整備
売出し規制の見直し(均一の条件の廃止)
- (2) 発行条件の決定プロセス・・・透明性が高く納得できるものか？
発行条件の決定方法に欧米と大きな違いなし
ただし、
 - ・欧米はロードショーによる市場調査 わが国は「事前の交渉」
 - ・欧米ではPOT方式可能...わが国は守秘義務等や税務上の問題から不可
 - ・わが国の場合、引受シ団の参加者が多い...調整に手間
 - ・均一価格リリース宣言 ディスカウント販売
 - 引受手数料等の低さ...業者にインセンティブが働かない。



(3) ローンとの関係

借入中心の資金調達

低格付けのものほど、借入が有利な傾向

・融資のクレジットスプレッドの薄さ・・・以下の指摘

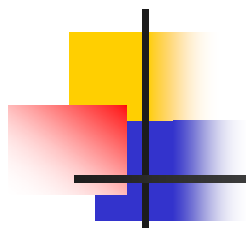
・預金金利の低さ

・リレーションシップバンキングの名の下で融資先の
信用リスクが適切に反映されていない。

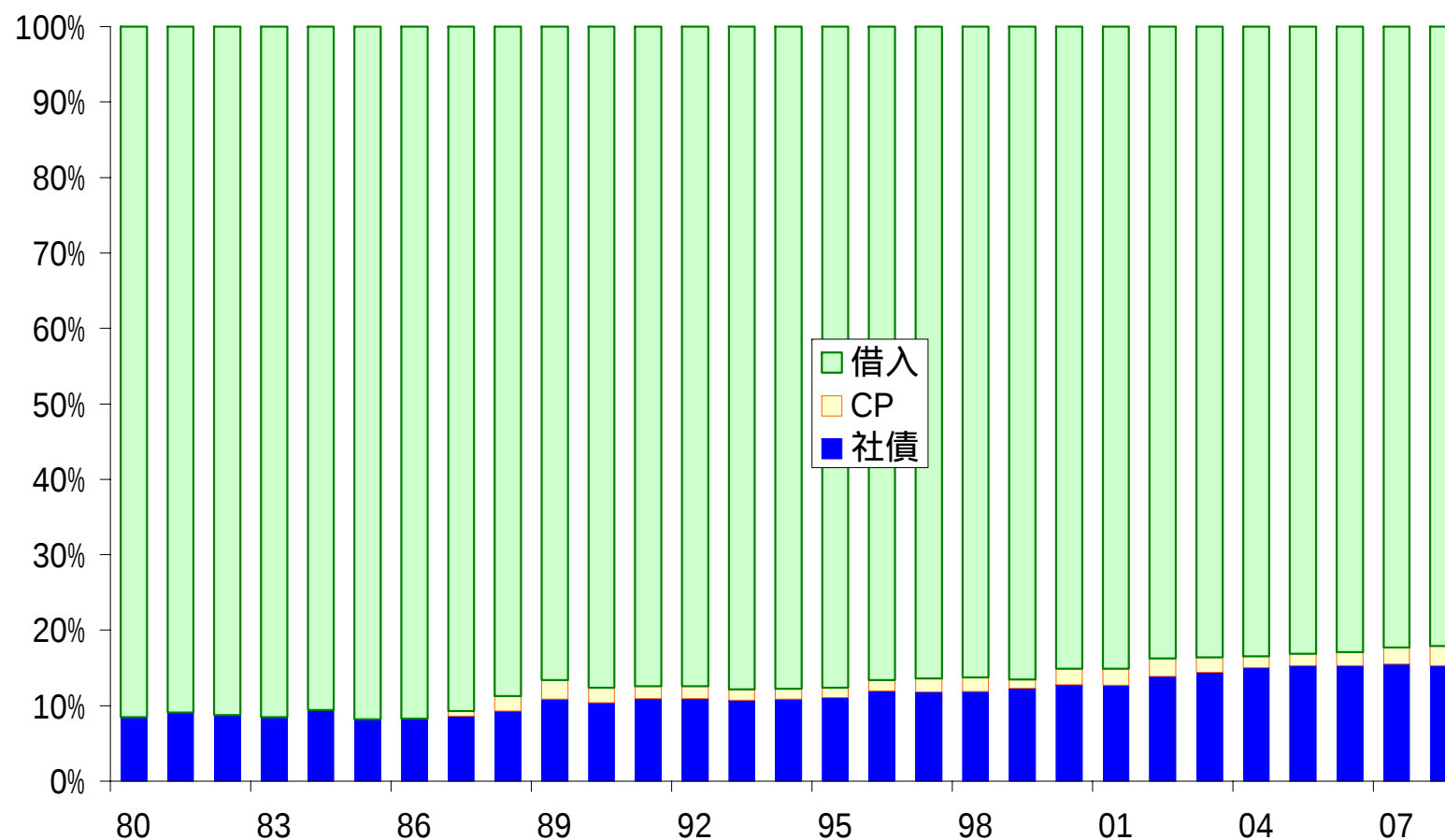
・融資の金利の見直しの頻度が少ない。

・中小企業等への手厚い信用保証制度

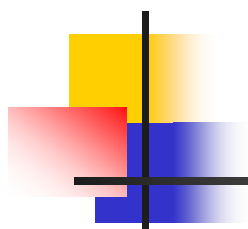
与信リスクの金利への反映を妨げているのでは



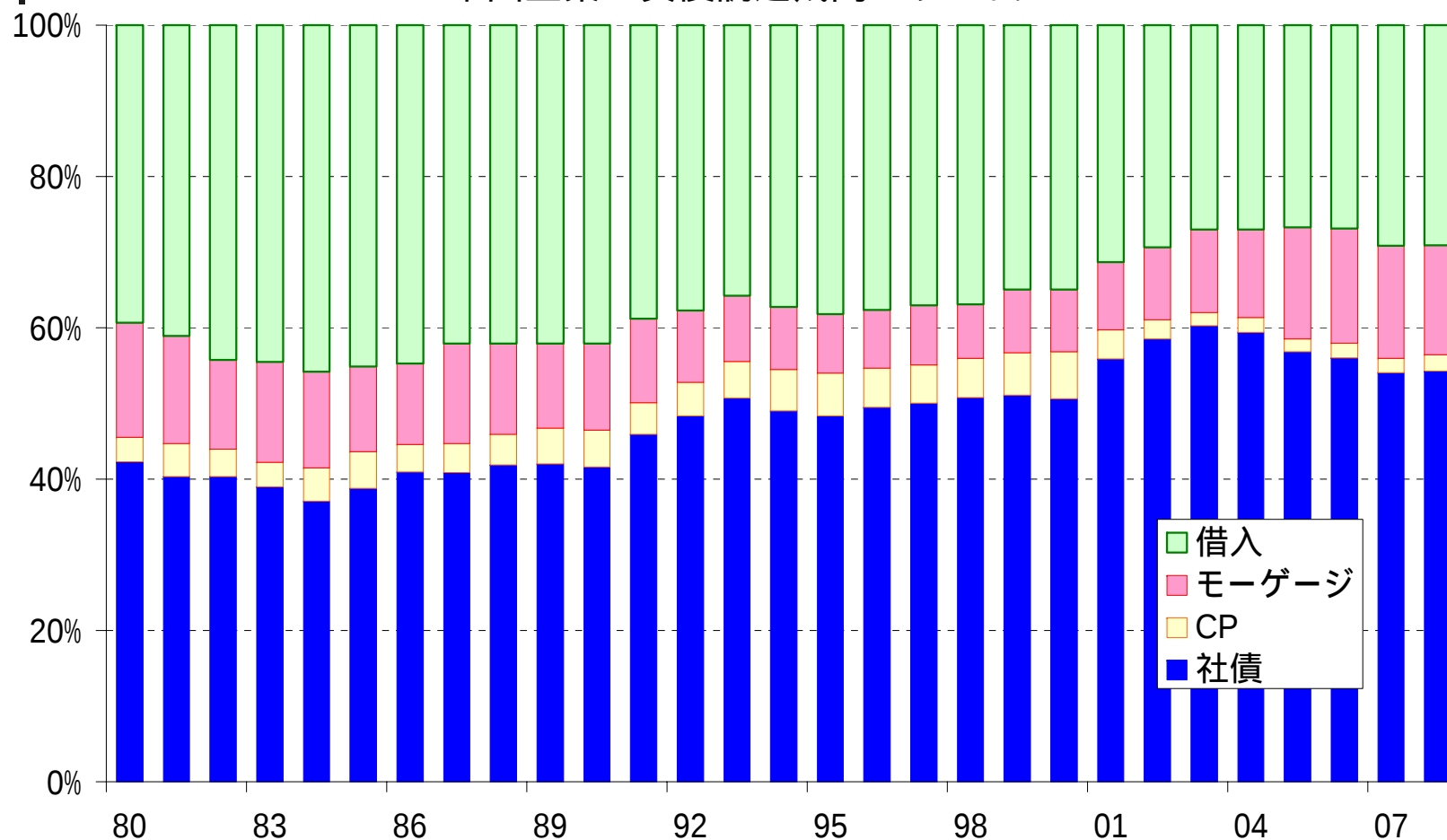
日本企業の負債調達残高のウェイト



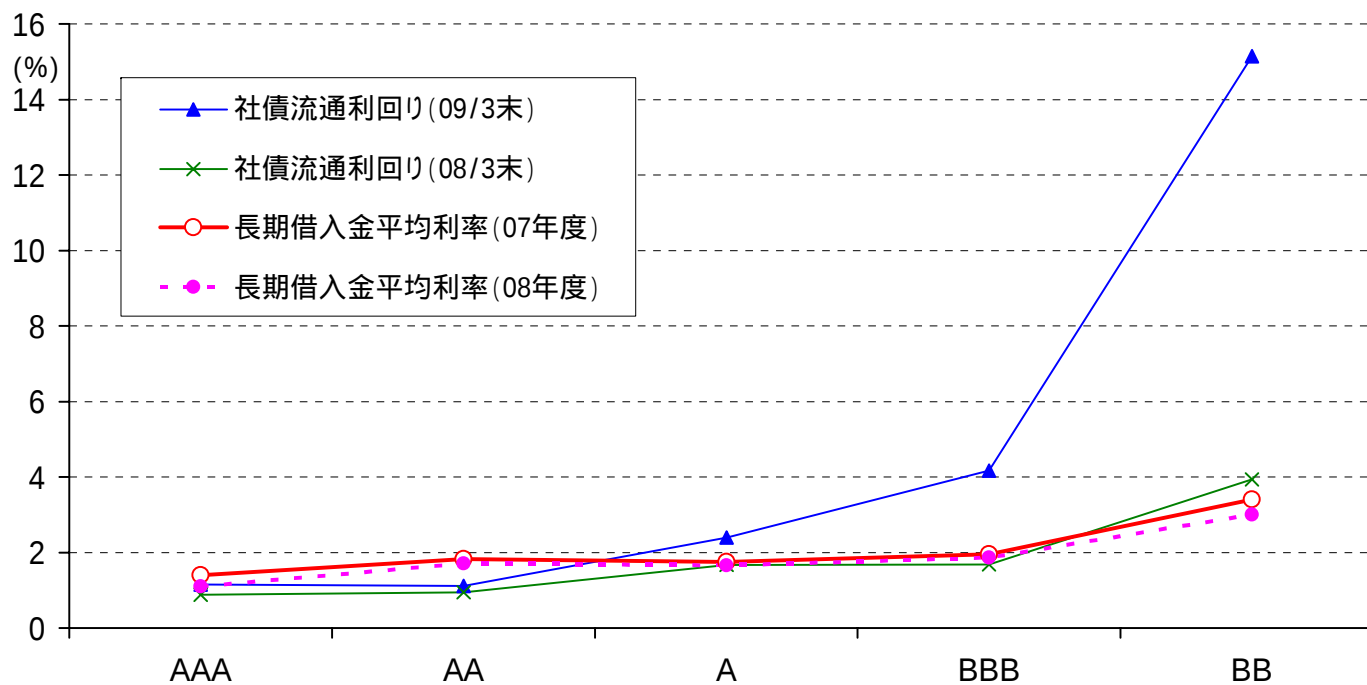
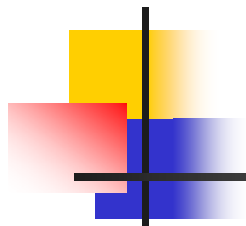
(注) 年度末、08年度は12月末 (出所) 日銀「資金循環勘定」より大和総研作成



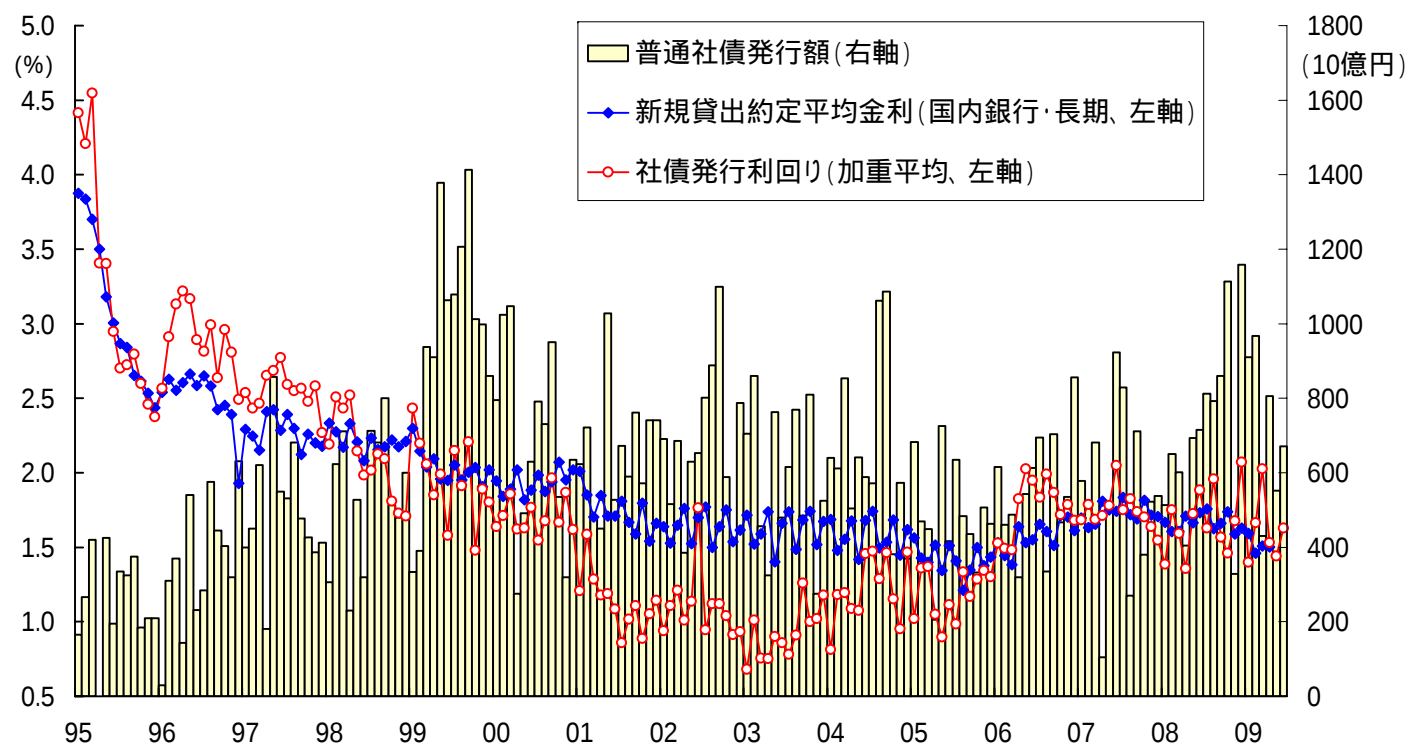
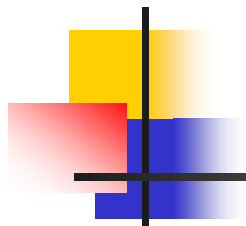
米国企業の負債調達残高のウェイト



(注) 暦年末、08年は9月末 (出所) FRB "Flow of Funds Account"



(注) 格付けはR&Iによる。社債利回りは残存2～5年の平均。
借入金利率の算出対象はR&I格付を有する社債の発行残がある企業のうち、明らかに外貨調達が多いと目される企業を除いた。(集計対象社数はAAA:1社、AA:44社、A:86社、BBB:34社、BB:2社)
(出所) 日本証券業協会、各社有価証券報告書等より大和総研作成



(注) 社債利回りの計算においては、年限、格付け等の区別はしていない

(出所) 日銀、アイ・エヌ情報センター、公社債引受協会より大和総研資本市場調査部作成



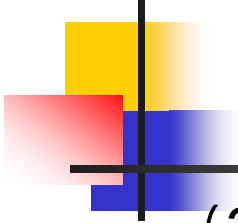
(3) ローンとの関係

米国金融機関・・・リスク・プライシングが浸透、貸出スプレッドの高さ

欧州金融機関

・各国金融機関の競争激化や金融統合の加速

株主価値最大化の観点から、リスクに見合ったリターンの追求、
経済合理性を重視したポートフォリオマネジメントが急速に進展
信用リスクに見合った貸出金利の設定、シンジケートローン、
社債の引受け、証券化商品の組成、クレジット・デリバティブの
売買への積極的な取り組み
クレジット市場の拡大



(3) ローンとの関係

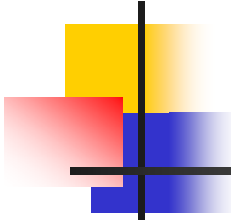
わが国でもバーゼル 導入に伴い

- ・内部の信用格付けに基づく与信管理
- ・リスク調整後のリターンに基づく統合的リスク管理の進展

わが国でもシンジケートローンの普及

- ・99年に特定融資枠契約に関する法律の施行
 - ・・・シンジケート・ローン方式のコミットメントライン契約の普及
- ・08年度の実行額は28兆円
- ・しかし、売買は少なく流通市場の育成が課題
 - 適切なクレジット・プライシング 社債市場に好影響期待

2010年3月期から貸付金の時価情報開示



2.発行市場における論点

(3) デフォルトリスクへの対応

社債管理会社

日本の場合、FA債(額面1億円以上)が主流

個人向けは社債管理会社設置必要

昨今のデフォルトの増加 → 社債管理会社設置の要求増加

欧州...プロ向けはFA債、投資家が多い場合はトラスティー

米国は公募社債について、トラスティー義務付け

(ただし、モニタリング機能なし)

わが国は、一般的にメインバンクが社債管理会社

...利益相反問題への対応

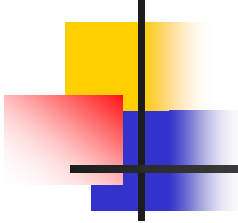
米国は、利益相反関係を90日以内に除去又はトラスティー辞任

デフォルト時の債権回収を専門の回収機関に委ねる。

ネガティブプレッジ条項、クロスデフォルト条項

...前者の場合、通常は社債間同順位、借入との間は？

アーバン・コーポレーション...借入のみ格付維持条項



2.発行市場における論点

(3) デフォルトリスクへの対応

コベナンツ等の情報開示

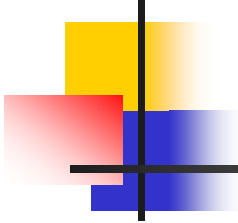
欧米の目論見書(実務)

- ・当該社債の要項を全文記載
- ・当該社債の地位に影響するような契約内容があれば注記
- ・特殊な「コベナンツ」の場合は「財務上のリスクファクター」としてわかりやすい説明文を記載

日本 ・財務上の特約は記載

- ・財務制限条項の記載は08/3期は184社、09/3期は258社
ただし、義務付けず。

情報開示拡充の必要性



2.発行市場における論点

(3) デフォルトリスクへの対応

格付けの信頼性

日本の格付機関の1社の格付け
格付けへの依存度大

(4) 発行期間の集中化

- ・四半期開示による発行可能期間の縮小
ただし、米国も四半期開示

3.流通市場における論点

(1) 税制

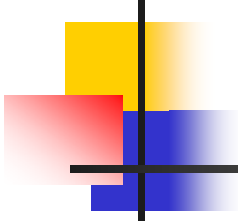
経過利子、法人税額控除の取扱い・・・課税玉・非課税玉の分断

ケース 現行制度（課税法人と指定金融機関等との取引）

《前提》 6ヶ月間（利子計算期間）で30円の利払い。
Aが2ヶ月後にBに売却、Bが2ヶ月保有後にCに売却、Cが利金を受け取る。
* (A ← B) はBからAに支払う経過利子。

前回利払日		(2円)
一般事業法人A	(2円)	8円
	(2円)	8円 (= 16円 - 8円)
指定金融機関B	(2円)	8円 (= 16円 - 8円)
	(2円)	8円 (= 16円 - 8円)
指定金融機関C	(2円)	12円 (= 28円 - 16円)
	(2円)	12円 (= 28円 - 16円)
(経過) 利子の受払い		8円 16円* 28円
		(A ← B) (B ← C、本来は18円)

* 本来は、CからBに18円(事業法人Aの所有期間分8円と指定金融機関Bの所有期間分10円)が支払われるべきである。しかし、BからCへの譲渡の際にA・Bの所有期間を個別に把握することは困難なため、実務上は経過利子20円から指定金融機関Bが売却するまでの期間の源泉税相当額4円を控除した16円が支払われる。



3.流通市場における論点

(1) 税制

経過利子、法人税額控除の取扱い(続き)

- ・経過利子を8掛けでなく100%授受する。
- ・そのためには、法人の源泉税を所有期間分のみならず全額を法人税等から控除
- ・個人投資家の税逃れ防止・・・金融所得課税一体化で対応

譲渡損・デフォルト損

現行制度: 公社債譲渡益非課税、損益通算不可
一体化実施の際には、譲渡益課税、損益通算可へ

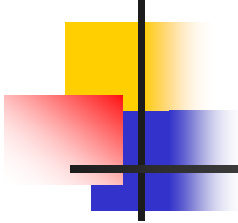
非居住者源泉徴収

非居住者等が受け取る振替国債等の利子は非課税

しかし、非居住者等が受け取る振替社債の利子は源泉税

非居住者等の民間国外債非課税も時限措置(2010.3.31)

源泉税免除により、バイ・アンド・ホールド以外の多様な投資行動を行なう投資家のわが国への参入促進



3. 流通市場における論点

(2) 決済システム

国債・地方債と社債が分離

清算機関が無い...証券保管振替機構は振替業務のみ

- ・社債のレポ取引等が育たない

- 空売り等、機動的資金運用困難

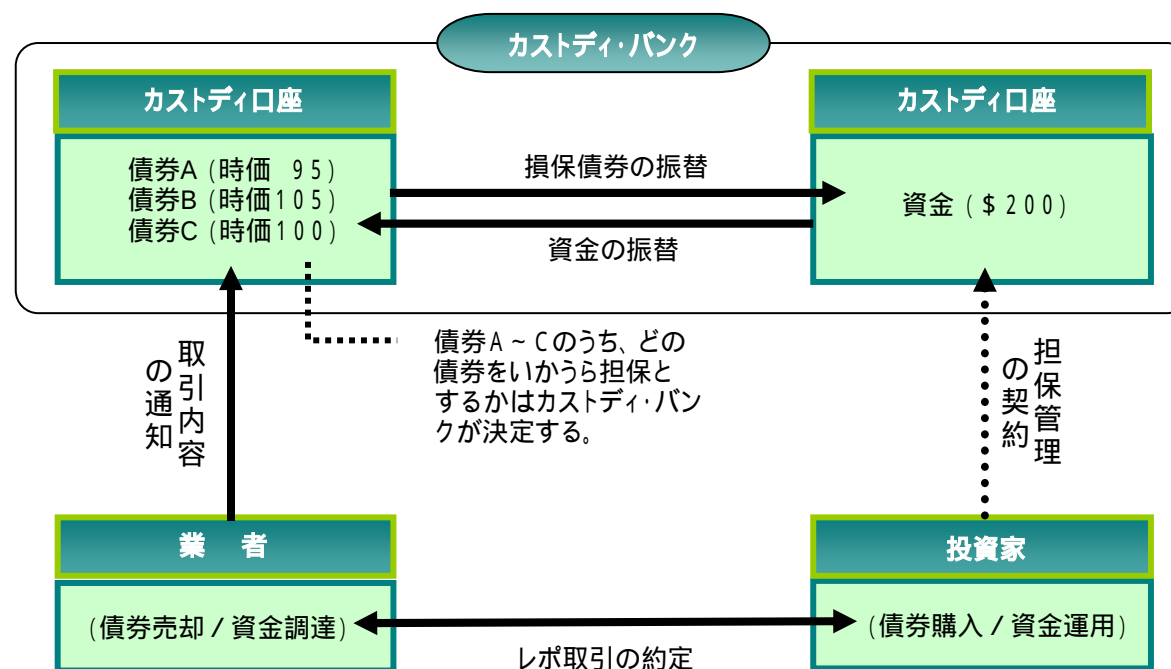
- ・EUでは、ユーロクリアがトライパーティーレポを提供

フェイルへの対応

- ・日本は容認しない取引先もあり
- ・欧米容認(慣行)

- ・米国は、財務省証券にペナルティ(09年3月)

トライ・パーティー・レポ



出所: 最新レポ取引のすべて (日本実業出版社)

担保評価、マージンコールなどの手続きもカストディアンが行い取引の利便性を向上



3.流通市場における論点

(3) 価格情報インフラの問題点

価格の透明性と流動性のトレードオフ…わが国でも検討が必要

欧米の状況

米国のTRACE制度(02年7月導入)

…取引執行後15分以内に報告、遅滞なく公表

・リテール向け提供を念頭

・コスト低下との評価(SEC等) 取引量減少との評価(業者)

EU(08.3 欧州委員会)

・MiFIDの透明性要件の債券(株式以外)への適用不要

・ただし、リテールについては改善の必要

…まず自主規制機関の対応(ICMA等)



3.流通市場における論点

(3) 価格情報インフラの問題点

わが国価格・気配の提供方法と信頼性

- ・日本証券業協会

売買参考統計値 個人向け社債等の店頭気配情報

- …信頼性に疑義、リアルタイムでない

リテール投資家に周知されていない

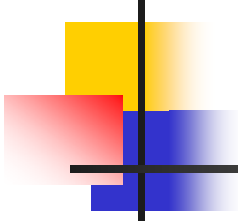
例えば、証券保管振替機構が把握している取引情報を開示しては？

- …課題 ・開示の方法と取引業者の承諾

- ・主務大臣の承認等(振替業務の関連業務、清算まで行なう場合は、金融商品債務引受業務の関連業務等として)

証券業者のHP等の社債の情報(特に既発債)が不十分

情報提供の充実



3.流通市場における論点

(4) 電子取引システム

メリット・・・情報収集が容易、複数価格の比較可能

取引の透明性が向上し、売り手と買い手の情報格差縮小 等

欧米で発達

- ・SIFMAの「債券市場における電子取引」(06.12)

 - 62のプラットフォーム

 - システムのタイプ・・・インターディーラー、マルチディーラーが多い

 - 取引手法・・・オーダードリブン、クオートドリブンが多い

- ・リテール向けも有

わが国では、社債の電子取引はあまり普及していない。

理由 バイアンドホールド中心で売買が少ない？

スプレッドが薄く、電子取引によるコスト削減があまり期待できない？

業者が手の内をさらすことを回避している？



3. 流通市場における論点

(5) 投資家の姿勢

機関投資家の投資行動

- ・バイアンドホールドが中心

そもそもFixed Income 満期保有目的は時価評価免除の影響も

- ・運用方針(投資対象の制限、例えばA格以上など)
- ・ファンドマネージャーに対する評価の問題

銀行

- ・社債は時価評価 → 時価評価されない貸付を志向
- ・クレジット分析に長けた人材を融資部門に集中(特に地域金融機関)

投資信託・・・保有比率が低い理由

- ・MMF、MRFの元本割れ(エンロンの際)、インデックスの問題
- ・流動性が低く換金が困難
 - 対応例 T+1決済の早期実現 で資金繰り改善
- ・リターンが低い(そもそも国債が低い)、ダウンサイドリスクがfat-tail
- ・ヘッジ手段に乏しい



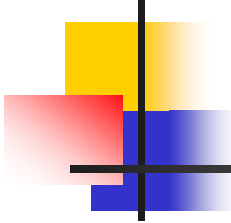
3.流通市場における論点

(5) 投資家の姿勢

従って、流通市場の売買は、入替え(利回りアップ・ALM対応)を除くと、年金の運用が中心

- ・インデックス運用、アクティブ運用のベンチマークとなるインデックス
NOMURA-BPI(社債の比率が10%程度、A格 or B B B格以上)等、
国債等も含めた総合指数が用いられることが多い。
例えば米国は、ハイイールド債のインデックスが存在する。

- 個人
- ・クーポン重視、途中売却は通常考えない傾向がある。
 - ・法人と異なり期末評価がなく、期中の価格変動にそれほど過敏になる必要がない。
 - ・08年後半、機関投資家が購入を手控える局面で購入増
…従来の投資家とは異なる投資行動



4. 私募市場

日本

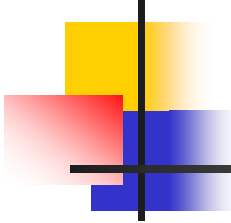
- ・コスト(融資と同等の金利、発行等の手数料)
- ・銀行の収益計上が前倒しで可能
- ・銀行は通常満期まで保有 → 流通市場不在
- ・融資の代替的性格

証券会社は与信管理ノウハウが無く算入は困難

米国

- ・歴史的には、保険会社を中心となって形成
- ・ルール144Aの導入(1990)
- ・適格機関投資家向けの私募証券の転売制限免除
- ・発行者の要求があれば一定の基本的情報を開示
- ・NASD開設のPORTAL(電子ボードと自動売買執行システム)
- ・2007年にウェブベースの新システム

わが国も、適格機関投資家向け私募は導入されているが、売買システムは無い。
TOKYO AIMを活用しては？(例えば、銀行がJ-Nomad)



5.ハイイールド債市場

米国

1977年 リーマンブラザーズ3件の引受けが端緒

80年代企業の本格的リストラ、LBO増加

→ ジャンク・ボンド急増

89年ミルケン起訴、90年ドレクセル倒産・・・一時的に縮小

92年ごろには回復(大手証券会社の積極的引受け)

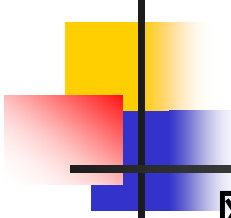
- ・発行者・・・銀行債務より制約が弱い

- ・証券会社・・・高い引受け手数料

- ・投資家・・・委託者からのプレッシャー

ディストレス市場の発達

- ・要因の1つ・・・チャプター11により、経営陣を残したままで再建が可能
わが国も民事再生法や改正会社更生法で可能



5.ハイイールド債市場

欧州

特徴

- ・米国は高格付けとハイイールドを厳格に区分(特に保険会社)
- ・欧州は厳格でない。→ ファンドマネージャー両方に投資可
- ・ファンドによるハイイールド債への投資活発化

第一フェーズ(1997年始めに登場)

- ・GeberitのDoughty Hanson(プライベート・エクイティ企業)によるLBO
- ・類似のディールが続く

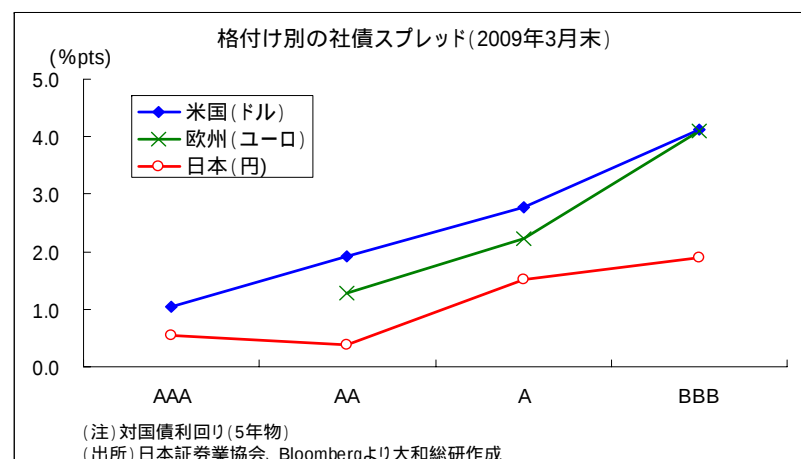
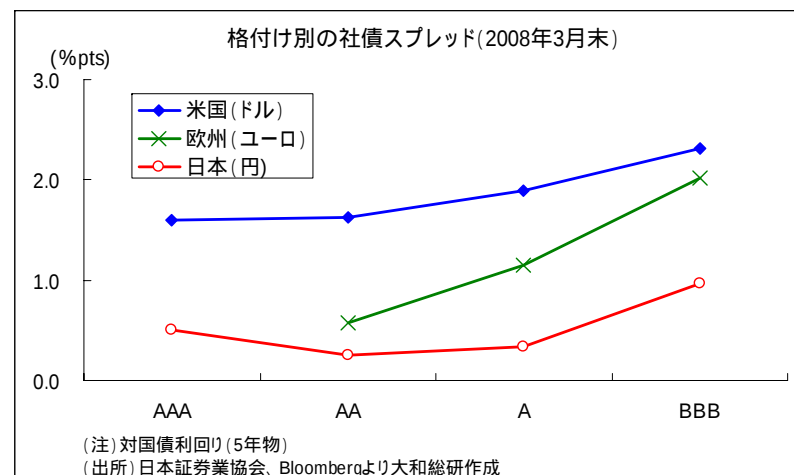
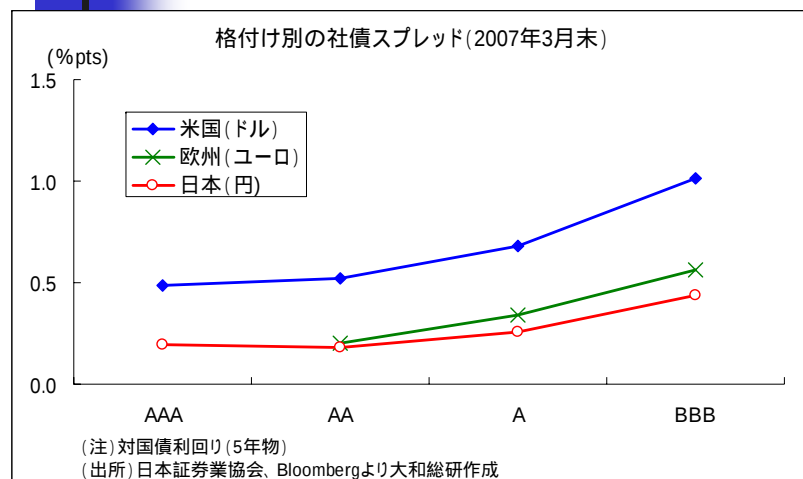
第二フェーズ(1999年始め以後)

- ・テレコミュニケーション会社及び競合会社の社債発行
- ・しかし、格下げ、デフォルト続出 → 市場縮小

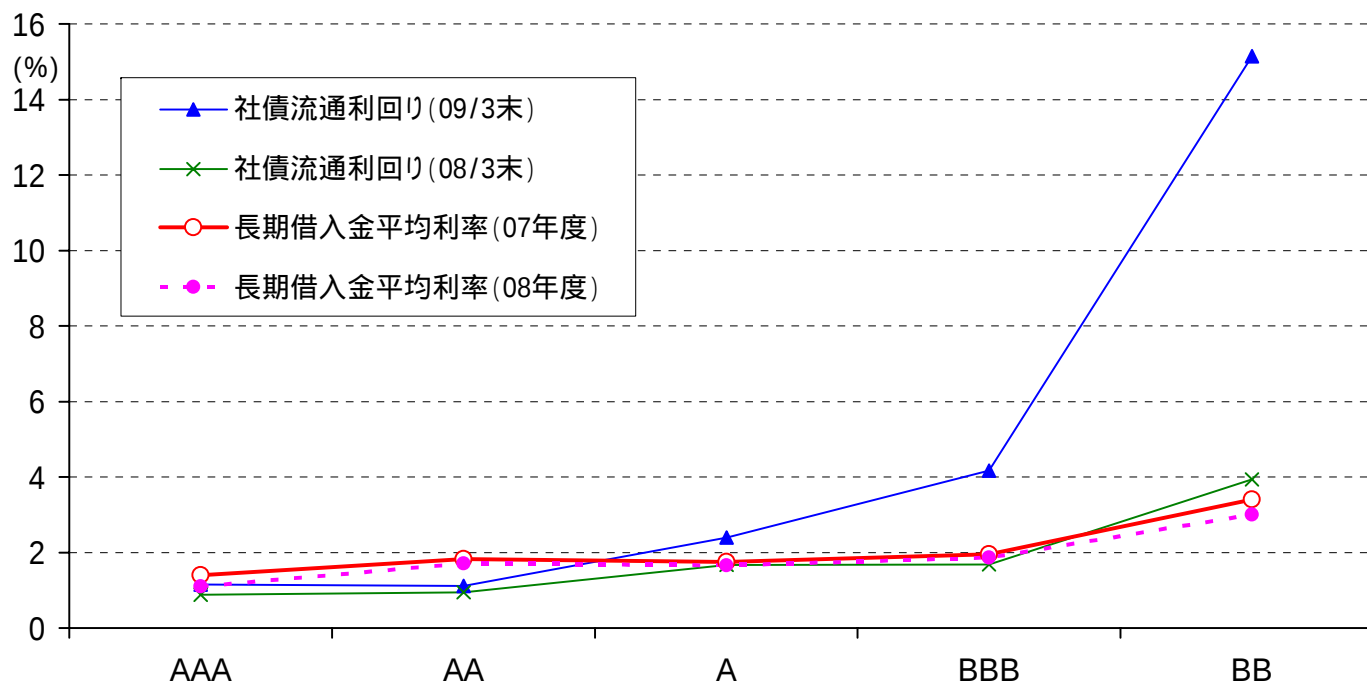
第三フェーズ・・・米国の市場モデルへの追随

- ・社債保有者・・・発行者に一定の手元流動性維持、投資非適格債券が会社の資本構成内でより高いランクを達成することを要求
- ・メザニン債やローンをプールしたCDOの増加

(再掲) わが国は、低格付けでもスプレッドが薄い



(再掲) 低格付けのものほど、借入が有利な傾向



(注) 格付けはR&Iによる。社債利回りは残存2～5年の平均。
借入金利率の算出対象はR&I格付けを有する社債の発行残がある企業のうち、明らかに外貨調達が多いと目される企業を除いた。(集計対象社数はAAA:1社、AA:44社、A:86社、BBB:34社、BB:2社)
(出所) 日本証券業協会、各社有価証券報告書等より大和総研作成