

わが国社債市場の位置づけと 活性化策 [1]

～日本社債市場の構造的な問題～

太田 珠美

要 約

世界では社債市場の規模が拡大しつつあるが、日本社債市場は2000年代以降、伸び悩んでいる。日本社債市場の構造的な問題として、銀行部門が社債全体の4割超を保有しており投資家層が偏っていること、流通市場の厚みがなく流動性が欠けること、事実上、財務安定性の高い企業しか社債が発行できない（ハイ・イールド債市場がない）ことなどが挙げられる。

日本社債市場の活性化は、企業の資金調達が多様化や投資家の運用多様化につながる、非常に重要な課題である。日本証券業協会では社債市場を活性化するため、2009年に「社債市場の活性化に関する懇談会」を立ち上げ、社債市場の構造的な問題の改善に向け、様々な取り組みを行っている。それらの取り組みは始まったばかりであるが、今後も定期的に見直しや改善を行うことが求められる。

アジア諸国でも資金需要の高まりから社債市場は拡大しており、日本がアジアの中で資金調達の場として（投資家から見た資産運用の場として）いかに存在感を高めていくかも、今後の課題である。

目 次

- 1章 動き始めた社債市場活性化策
- 2章 世界の社債市場の動向
- 3章 日本の社債市場の動向
- 4章 おわりに

1章 動き始めた社債市場活性化策

日本の社債市場活性化に向けた動きが加速しつつある。1990年代には社債発行限度額、受託会社制度の撤廃、証券受渡決済制度の改革、適債基準の撤廃などが行われ、社債発行額の増加や発行体の広がりなどが見られたものの、2000年代に入ってから発行額・現存額ともに大きな増加は見られない。そこで、日本証券業協会は2009年に「社債市場の活性化に関する懇談会」（以下、社債懇）を立ち上げ論点を整理し、翌2010年から「証券会社の引受審査の見直し」「コベナンツの付与及び情報開示」「社債管理のあり方」「社債の価格情報インフラの整備」の4つの専門部会を立ち上げ、さらに深く問題点を議論し、その対策について検討を行った。その内容は2012年に「社債市場の活性化に向けた取り組み」にまとめられ、現在それを基に様々な取り組みが実施されている。

米国に比べ、日本の社債市場は売買の厚みや投資家の多様性という点において、いまだ見劣りしている。欧州や成長著しいアジア諸国では社債の利用が増加傾向にあるが、日本にはそのような機運がうかがえない。社債市場の活性化は、企業の資金調達という観点においても、投資家の資産運用の観点においても、非常に重要なテーマである。本稿では世界の社債市場の動向やこれまでの発展の経緯を踏まえた上で、なぜ

日本において社債市場の活性化に向けた取り組みが必要なのか、今取り組もうとしている様々な政策がどのような意味を持つのかを整理していきたい。

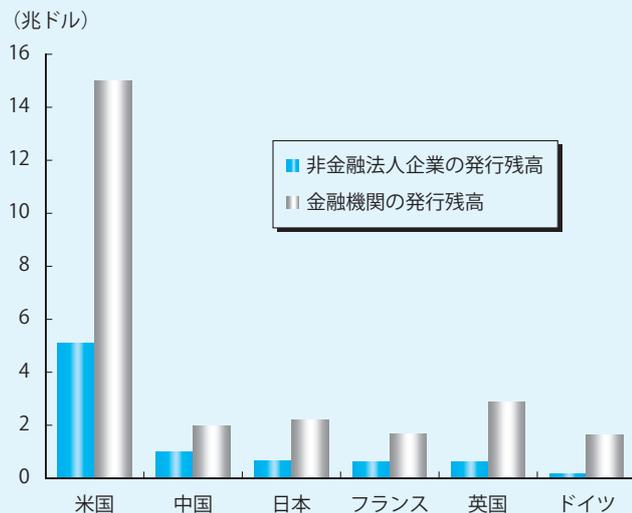
2章 世界の社債市場の動向

1. 社債発行の動向

1) 社債発行残高（ストック）

事業会社や金融機関の資金調達手段として最も社債が利用されているのは米国である。B I S（Bank for International Settlements：国際決済銀行）の統計で社債¹の発行残高を見ると、米国の非金融法人企業は5.1兆ドル、金融機関は15.0兆ドルとなっている。2番目に発行が多いのは、非金融法人企業は中国で1.0兆ドル、金融機関は英国で2.9兆ドルとなっており、米国の発行残高が圧倒的に多い（図表1）。

図表1 債券発行残高



(注1) 2014年末時点
(注2) 集計対象にはCPなど短期債券を含む
(出所) B I Sから大和総研作成

1) B I Sの統計は負債性証券の値であり、CPなど短期債券を含む。

図表2 金融資本市場の規模

(対名目GDP比、%)

	株式市場 時価総額	債券発行残高 (公的機関)	債券発行残高 (民間機関)	銀行資産
世界全体	67.4	63.8	76.9	157.9
米国	103.7	85.4	138.1	97.1
ドイツ	32.8	57.2	90.2	141.5
フランス	50.8	65.0	129.5	321.9
英国	134.3	66.4	132.7	450.4
日本	60.4	218.0	44.0	217.4
アジア	43.4	22.9	20.8	156.1

(注) 2011年時点

(出所) IMF “Global Financial Stability Report” (2012年10月) から大和総研作成

図表1より少し古いデータにはなるが、各国の金融資本市場の状況を経済規模(名目GDP)との対比で見た場合、米国は社債市場の規模が大きく、銀行資産の規模が小さいのに対して、それ以外の国では銀行資産の規模が最も大きい(図表2)。米国が突出して社債の利用が多いことが見て取れる。

2) 社債発行額(フロー)

社債発行額をフローで見ると、近年では非金融法人企業、新興国での発行が増えている様子がうかがえる(図表3)。

非金融法人企業による社債発行は1990年代以降、増減を繰り返しながらも、基調としては増加傾向である。2000年代後半に社債発行額が増えている背景として、金融危機以降、米国・欧州・日本において中央銀行が相次いで金融緩和策を実施し、世界的に金利が低下したことが挙げられる。

金融緩和策により市中金利が低下し、社債の発行金利も連動して、以前より低く設定することが可能になった(発行体にとって低コストでの資金調達が可能になった)。また、市中に流通する資金が増加し、投資家がリスクを取りやすい環境となり、信用力が低い発行体でも社債発行がしやす

くなった。

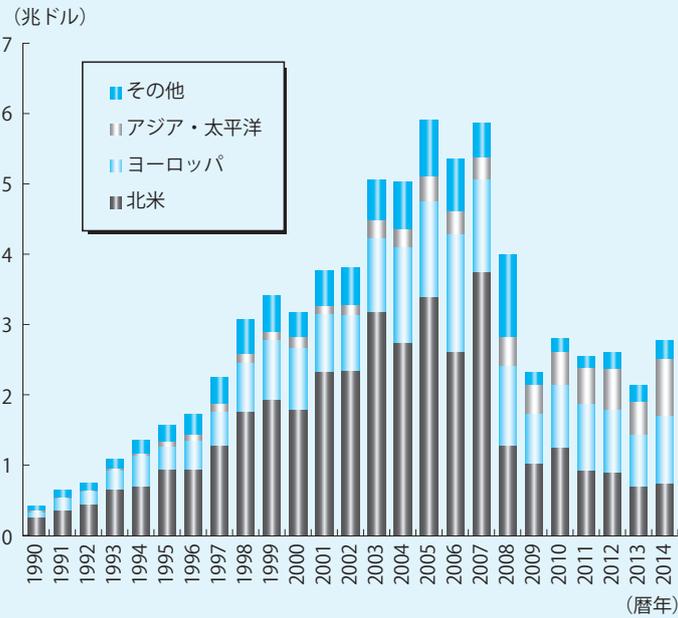
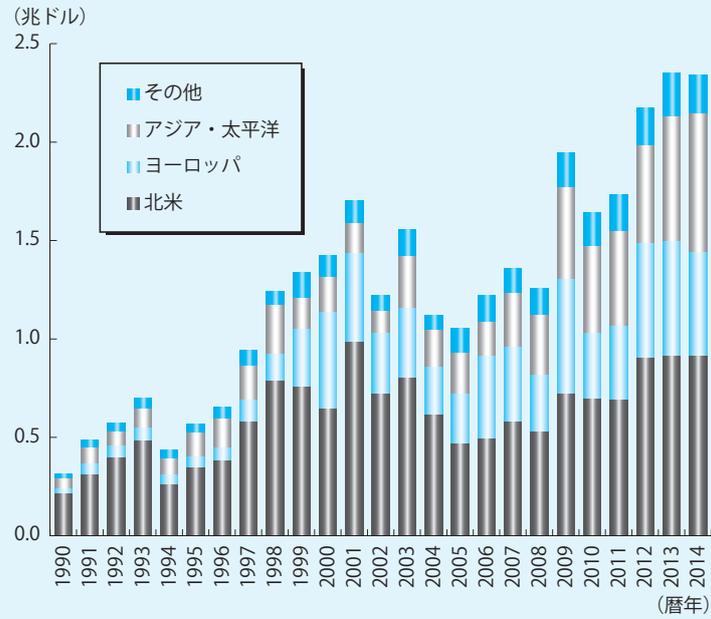
一方、2000年代半ばまで拡大を続けてきた金融機関の社債発行は、金融危機以降急減し、その後横ばいが続いている。金融危機を経て、世界的に金融機関に対する規制が強化される流れになったことから、過度なリスクテイクが困難となり、業務を縮小する金融機関が相次いだ。資金需要の低下から、資金調達も以前ほど活発には行われなくなっているものとみられる。

地域別に見ると、アジア・太平洋地域では事業会社・金融機関のいずれも社債発行額が増加傾向にある。これは、域内の経済成長率が高く資金需要があること、またリスクを取りやすくなった投資家の資金が高利回りを求めてアジア社債市場に流入したことが背景とみられる。同地域の中でも特に中国の社債市場の成長が著しい。

2. 社債投資家の国際比較

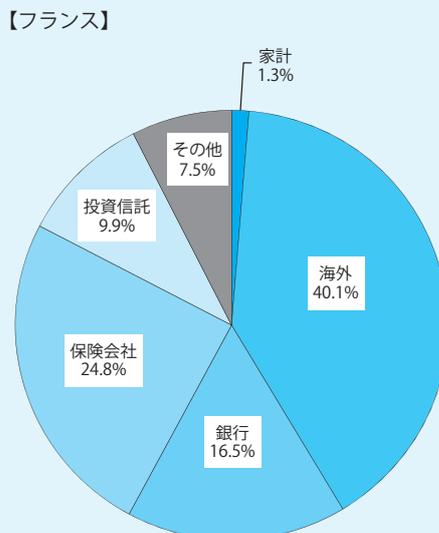
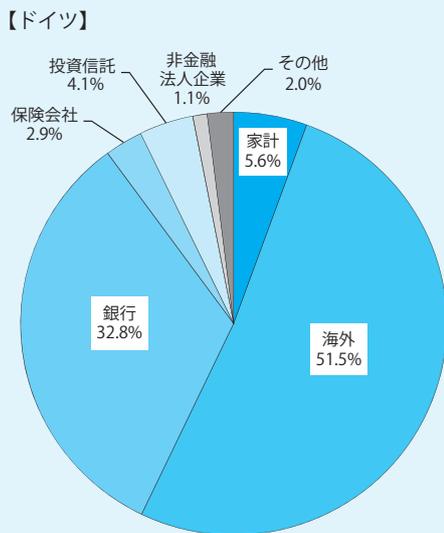
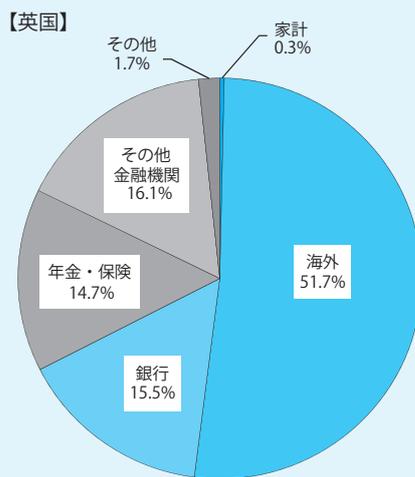
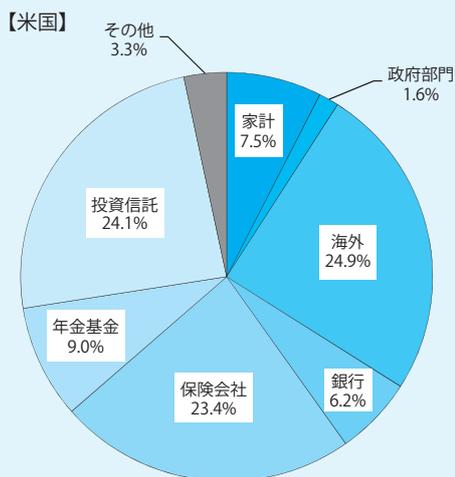
次に、国ごとの社債投資家の違いについてみていきたい(日本に関しては第3章を参照)。まず米国では保険会社、年金基金、投資信託といった機関投資家が社債全体の5割強を保有している(図表4)。海外投資家も一定の存在感を示しているが、国内投資家による保有が多い。

図表3 事業会社（上図）金融機関（下図）による債券発行額
（発行体の地域別）



(注) 地域は発行体の所在地、中央アジアはアジア・太平洋ではなく、その他に含む
(出所) Thomson Reutersから大和総研作成

図表4 社債の保有主体



(注1) 2015年3月末時点
 (注2) フランスの集計対象は非金融法人企業および金融機関だけでなく、政府部門などが発行した債券を含む
 (注3) 保有主体の分類は筆者による（各国の統計を基に作成しており、必ずしも定義は同一でない）
 (注4) 集計対象にはCPなど短期債券を含み、また国外で発行した債券を含む
 (出所) F R B、Deutsche Bundesbank、Haver Analytics、Office for National Statisticsから大和総研作成

一方、英国やフランス、ドイツといった欧州各国は海外投資家の比率が高く、4～5割を占めている。英国・フランス・ドイツの発行体はユーロ市場を利用するなど、海外の投資家が投資しやすい形態で起債することが多い。また、これらの発行体が発行する社債はユーロ建てが中心であり、ユーロ圏内の投資家からすると為替のリスクを負わずに投資できる。そういったことから、海外投資家の比率が高いものとみられる。

なお、米国・英国・フランス・ドイツ、いずれも個人投資家による社債への直接投資は限られており、多くは投資信託や年金等を経由した投資である。

3. 米国・英国の社債市場発展の経緯

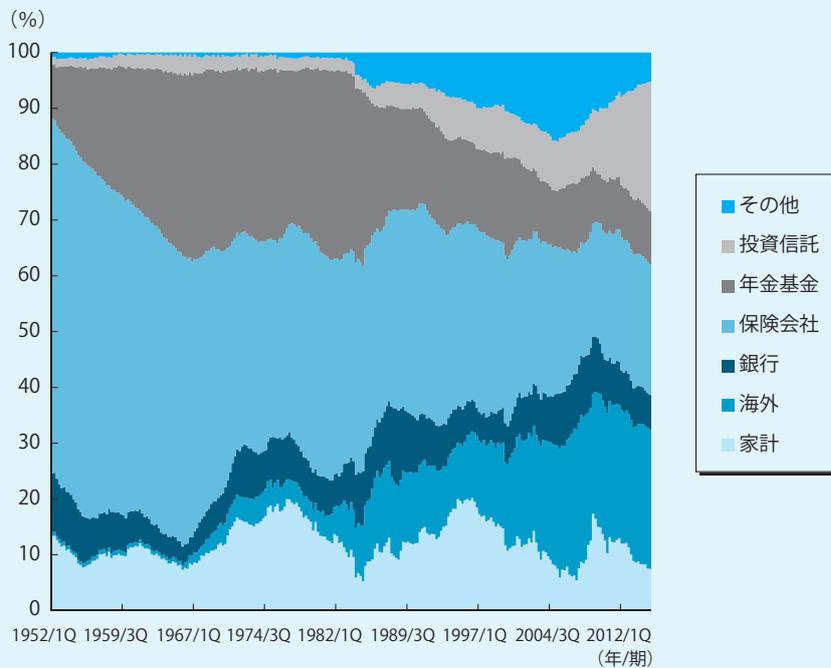
1) 米国

米国では戦後、商業銀行に対して金利や地理的

な規制を設けていたこともあり、商業銀行は消費者ローンや住宅ローンを中心に扱う傾向がある。大企業の資金調達に関しては投資銀行が大きな影響力を持っており、長期資金の調達に関しては直接金融を利用することが一般的である（ただし、市場アクセスを持たない中小企業に関しては、過去においても現在においても、商業銀行からの借入れが資金調達において重要な役割を持っている）。そのため、米国全体の企業（金融機関を除く）のバランスシート（負債側）を見ると、銀行からの借入れが8,330億ドルであるのに対して、社債発行額は4.7兆ドルと圧倒的に多い²。

米国の場合、過去は社債の買い手は保険会社（主に生命保険）と年金基金が中心であり、現在はこれらに加え、投資信託や海外投資家が買い手となっている（図表5）。銀行融資と、社債購入の

図表5 社債保有主体の推移



(出所) F R Bから大和総研作成

2) F R B “Flow of Funds” より、2015 年第 2 四半期末時点の数値。

相手が異なることから、発行体は複数の選択肢の中から資金調達コストの低い手段を選ぶことが可能となっているのである。

社債利回りと銀行借入金利の推移を比較すると、2000年代後半の金融危機時を除き、社債発行による資金調達コストの方が低いことが分かる(図表6)。

また、米国の特徴として、ハイ・イールド債市場が発達していることが挙げられる。企業が発行する債券のうち、信用格付けが相対的に高いBBB格以上³の債券を投資適格銘柄、BB格以下の債券をハイ・イールド債券(もしくはジャンク債券)

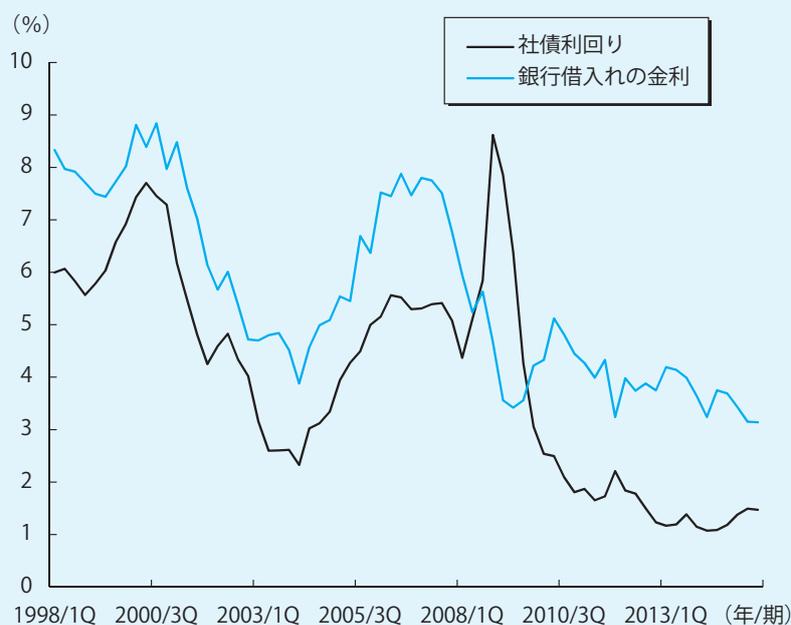
という。米国で発行される社債のうち、約3割がハイ・イールド債である。市場規模が大きいため、ハイ・イールド債券に投資する投資信託が組成され、またハイ・イールド債の動きに連動する指数も算出されている。

2) 英国

米国の社債市場は、発行市場は米国の発行体为中心であり、流通市場も米国内の投資者が中心となっており、海外投資家の存在感が増してきたのは比較的最近のことである。

一方、英国はロンドンに内外一体型のオフショ

図表6 米企業(金融機関含む)の資金調達コスト



(注1) 社債は期間1~3年の数値
 (注2) 銀行借入金利は期間365日超の数値
 (出所) Bank of America Merrill Lynch、F R Bから大和総研作成

3) 格付け機関によって表記が異なり、Moody's^{*1}ではBaa3以上、Standard & Poor's^{*2}などその他格付け機関ではBBB-以上である。

※1 ムーディーズ・インベスターズ・サービス・インクは金融商品取引法第66条の27の登録を受けておりません。巻末の「無登録格付に関する説明書」を参照ください。

※2 スタンダード&プアーズ・レーティングズ・サービスズは金融商品取引法第66条の27の登録を受けておりません。巻末の「無登録格付に関する説明書」を参照ください。

ア市場を持つことから、社債市場も非居住者による発行が活発に行われ、また投資家も海外投資家が中心となっている。外資系企業の進出も多く、英国に所在する企業・金融機関の発行する債券のうち、純粋な（本社も英国にある）英国企業・金融機関の割合は全体の7割程度であり、残りの3割は外資系企業となっている⁴。主に他の欧州各国に本社がある金融機関の子会社が多い。米国やフランス、ドイツでは外資系企業が発行する社債の割合は全体の1割前後であり（日本では1%前後にとどまる）、英国が突出して多い。一般的に、現地法人の事業資金は親会社からの貸付けや金融機関からの融資に頼ることが多いが、英国では社債発行による資金調達も活発に行われているようだ。

外資系企業がロンドンに拠点を設け、そこで社債により資金調達をする構図は、発行通貨からも

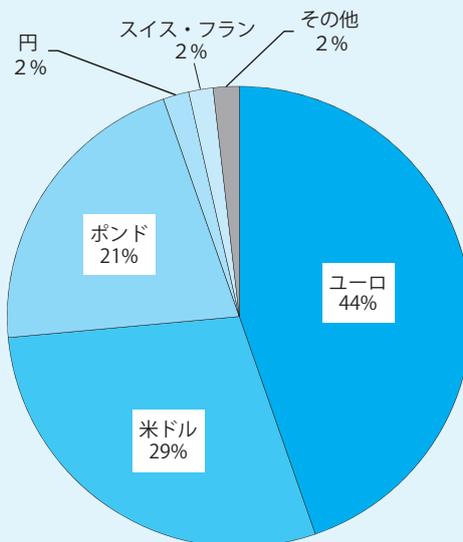
確認できる。2014年中に英国で発行された社債のうち、4割超はユーロ建て、3割弱が米ドル建てであり、ポンド建ては2割超にとどまった（図表7）。

なお、フランスやドイツに関しては、発行体は国内、投資家は海外中心となっている。英国もそうだが、これらの国の“海外投資家”は大半が欧州の投資家であり、EUという地域経済圏もしくはユーロという共通通貨を持つ。米国や日本という“海外投資家”とはやや性質が異なる可能性があることには留意が必要であろう。

4. 個人向け投資家の投資促進策

前述のとおり、社債市場が発展している欧米でも、個人投資家に関しては直接社債に投資するより、投資信託等を通じて投資することが多い。特に英国やフランス・ドイツ企業が発行する社債は、

図表7 英国企業が発行した社債（発行通貨別）



(注) 2014年中に発行された社債
(出所) Thomson Reutersから大和総研作成

4) Thomson Reuters より筆者が算出。

国内市場ではなく、ユーロ市場など国際債券市場で発行されることが多い。これらは通常、ルクセンブルク証券取引所やロンドン証券取引所、シンガポール取引所に上場（リスティング）⁵して、各取引所の要請に従って情報開示を行うが、この情報開示はプロの投資家である機関投資家を想定したものであり、個人投資家が投資する社債に関しては、投資家保護の観点からより詳細な情報開示が必要とされている。そもそも、国際債券市場で発行される社債は額面金額が高額であり、一般の個人投資家が取引するのは困難である。

とはいえ、発行体にとって資金調達の多様化（投資家の多様化）の促進は重要であり、個人投資家を増やすための環境整備を行っている国もある。米国では F I N R A（米国金融取引業規制機構）が 2002 年から T R A C E（The Trade Reporting and Compliance Engine）という社債の取引情報（取引量、取引価格、売買の別、取引執行時間、利回り）を提供するシステムを運営し、個人投資家には無料で提供・公表しているという。これは F I N R A の会員が社債の流通市場の取引情報を F I N R A に 15 分以内に報告し、それを F I N R A が T R A C E で公表する仕組みである。

また、英国ではロンドン証券取引所が個人投資家向けの社債取引市場を 2010 年に開設しており（O R B：Order Book for Retail Bonds）⁶、106 銘柄が取引されている（2015 年 8 月末時点）。英国では機関投資家向け債券は額面金額が

50,000 ポンド以上とされており、個人投資家向け債券はこの額面以下ということになるが、O R B で取引される社債の額面は 1,000 ポンドが最も多い（100 ポンドや 10,000 ポンドといった社債も取引されている）。

米国・英国ともに、家計部門が直接保有する社債は、家計金融資産の 1 % 前後であり、決して多いとは言えない。しかし、発行体の資金調達が多様化の一環として様々な取り組みが行われており、日本においても個人投資家が価格を知る方法、簡単に取引ができる方法は、参考になる取り組みである。

3章 日本の社債市場の動向

1. 過去の規制緩和と社債市場の発展

1) 1990 年代の社債改革

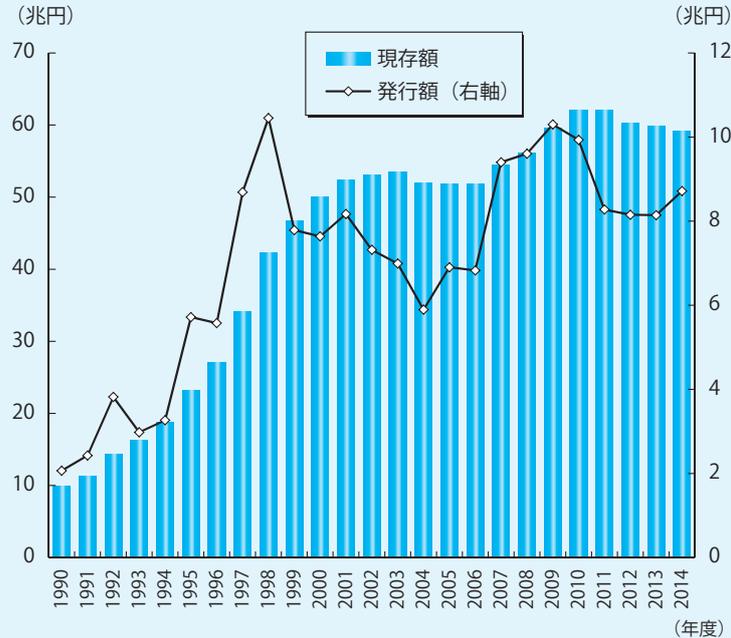
日本では 1990 年頃まで、公募で社債を発行するのは主に電力会社であり、その他の事業会社は国内私募もしくは海外で社債を発行することが一般的であった。1990 年代を通じて様々な市場改革⁷が行われたことで、幅広い業種の企業が国内公募で社債発行をするようになり、年間発行額は 1990 年度の 2.1 兆円から 2000 年度の 7.6 兆円に、社債現存額は 1990 年度末時点の 9.9 兆円から 2000 年度末の 50.1 兆円にと、大きく拡大した（図表 8）。1990 年度には電力会社による公募社債発行額が全体の約 9 割を占めていたが、

5) 株式と異なり、社債の売買が取引所で行われているわけではない（店頭取引が一般的である）。

6) 社債市場（corporate debt market）としているが、実際にはギルト債（英国債）も取り扱っている。ロンドン証券取引所が当該市場を開設したのは 2010 年であるが、1994 年にはイタリアのミラノ証券取引所がソブリン債と社債を個人投資家が取引できる市場（M O T）を開設している（ミラノ証券取引所は 2007 年にロンドン証券取引所の傘下に入った）。

7) 主要なものとしては、1990 年の適債基準の数値基準撤廃（格付基準に一本化）、1993 年の商法改正（社債募集の受託会社制度の廃止、社債管理会社制度の導入、社債発行限度額枠規制の撤廃、社債償還年限の自由化など）、1996 年の適債基準・財務制限条項設置義務の撤廃などが挙げられる。

図表8 国内公募社債発行額と現存額の推移



(出所) 日本証券業協会「公社債発行額・償還額等」から大和総研作成

2000年度にはその割合は約2割に低下した⁸⁾。

また、1999年に普通銀行による普通社債発行が解禁され⁹⁾、「金融業者の貸付業務のための社債の発行等に関する法律（ノンバンク社債法）」の成立によりノンバンクの社債発行も可能となったことから¹⁰⁾、金融機関による社債発行が大きく拡大した。

2) 2000年代以降、国内発行は伸び悩み

1990年代に急速な拡大を見せた社債市場だが、2000年代以降は横ばいで推移している。2000

年代前半に現存額・発行額が減少した背景としては、銀行の法人向け貸出が減少していることから分かる¹¹⁾、企業の外部資金調達意欲が全体的に低下したためである。2000年代後半に回復したのは、銀行が国際的な自己資本規制（BIS規制）で求められる自己資本を維持するため、自己資本に算入可能な劣後債を相次いで発行したためであるが、2011年度以降は、福島第一原子力発電所事故をきっかけに電力会社による社債発行が減少し、過去に発行された社債は償還が相次いだことから、現存額も微減となった。

8) アイ・エヌ情報センターより筆者集計。

9) 長期信用銀行（長信銀）は民間企業の設備投資資金といった長期の資金供給をすることを目的としていたため、「金融債」を発行することが認められていた。そして、この長信銀の権限を守るため、普通銀行には行政指導により実質的に普通社債の発行が認められていなかった。

10) ノンバンクは預金など“不特定多数の者からの金銭の受入”が認められていない。ノンバンク社債法成立以前は、出資法で社債が“不特定多数の者からの金銭の受入”に該当するものとされていた。

11) 日本銀行の統計によれば、2000年1月末時点で356兆円あった法人向け貸出残高（銀行勘定）は、2006年2月末時点で266兆円に減少した。

3) 海外発行は増加

2010年代に入り、金融機関を中心に企業が海外市場で社債を発行するケースが増えている。これは、経済のグローバル化に伴い、日本企業の海外展開が増加する中で、企業が資金調達手段の多様化を図っていることが背景にある。金融機関に関しては自身が海外進出を増やしていることに加え、取引先企業の海外進出が増え、現地での事業活動資金のニーズに対応する必要が高まっているものとみられる。

発行通貨は米ドルが多い。連邦準備制度理事会（FRB）が2008年から実施したゼロ金利政策と一連の量的緩和政策（QE：Quantitative Easing）により、米ドルの調達コストが低下するとともに、市中に大量の資金が放出されたことで海外投資家の運用姿勢が積極化していたことから、海外市場で社債発行を積極化させたものとみられる。

2. 日本社債市場の課題

1) 日本証券業協会の取り組み

日本の社債市場の伸び悩みには、日本企業が全体的に資金余剰の状態にあり、かつ金融機関の預貸率が低下する中、社債を発行せずとも有利な条件で銀行借入れが可能であるという特殊要因もあるが、社債市場の構造的な問題もいくつか存在する。例えば、日本には社債投資家が限られること、発行体が財務状態の良好な大手企業に限られること、流通市場が未成熟であることなどである。

こうした社債市場の構造的な問題を洗い出し、

改善することで日本社債市場を活性化するため、日本証券業協会は2009年に社債懇を設置した。社債懇の議論を経て、2010年に「社債市場の活性化に向けて」という報告書が取りまとめられ、「証券会社の引受審査の見直し」「コベナンツの付与及び情報開示」「社債管理のあり方」「社債の価格情報インフラの整備」の4つの論点に関して部会を設け、重点的に取り組むことになった。これらの議論の詳細については日本証券業協会ウェブサイトに掲載されている各種資料や、吉井（2012）、横山（2015）を参照いただくとして、ここからはそもそもなぜそういった議論になったのか、その背景にある社債市場の構造的な問題点について詳しくみていきたい。

2) 投資家層の偏り

(1) 最大の社債投資家は銀行、次いで生命保険

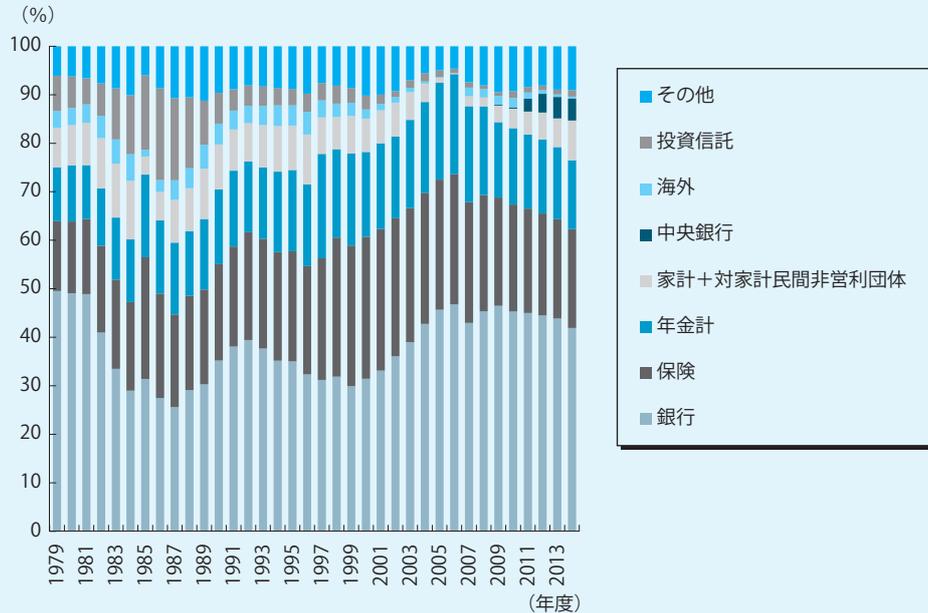
日本社債市場の特徴として、銀行の保有比率が高いことが挙げられる。銀行が保有する社債は現存額全体の4割程度を占める（図表9）。これには、過去の制度的な背景と、現在の銀行融資の伸び悩み・運用先の確保という2つの側面がある。

まず制度的な背景として、1993年の商法改正までは受託会社¹²が中心となって社債の発行条件を決定し¹³、引受にも加わっていた。発行体が破綻した場合は受託会社が社債を買取っていた。受託会社はメインバンクが担当することが大半で、結局、社債発行は融資が形を変えたものといっても過言ではなかった。

12) 受託会社は、発行体の代わりに募集に関する事務を行う。また社債に担保を付す際は、発行体と受託会社間で信託契約を締結し、受託会社は社債権者のために担保権の保存・実行を行う。銀行、信託銀行または担保付社債信託法による免許を受けた会社。

13) 1987年にプロポーザル方式（証券会社が発行体に条件を提示し、発行体がその中から有利な条件を選び、主幹事を選定する方法）が導入され、受託会社の発行条件への関与はなくなっていった。

図表9 社債の主体別保有比率の推移



(注1) 集計対象は事業債のみ（居住者発行外債は含まない）
 (注2) 年金計は公的年金+年金基金の数値
 (出所) 日本銀行「資金循環統計」から大和総研作成

1993年の商法改正で社債管理会社制度が導入され、社債権者保護に関連する業務は社債管理会社が担うこととなった¹⁴。受託会社の役割は発行事務と担保管理となり、破綻時の社債の買取りは行われなくなるなど、銀行が社債発行に当たって関与する部分は1990年代に段階的に縮小されていった。この時期は銀行の社債保有割合も1割近く低下した。

しかし、2000年代に入ると再び銀行の保有比率は上昇し、全体の4割を維持している。背景の1つには、銀行融資の伸び悩みと有価証券運用の増加が挙げられる。2000年代前半は企業向け融資の減少が続き、一方で預金量は増加が続いたため、預貸率は低下した。その分、有価証券の運用

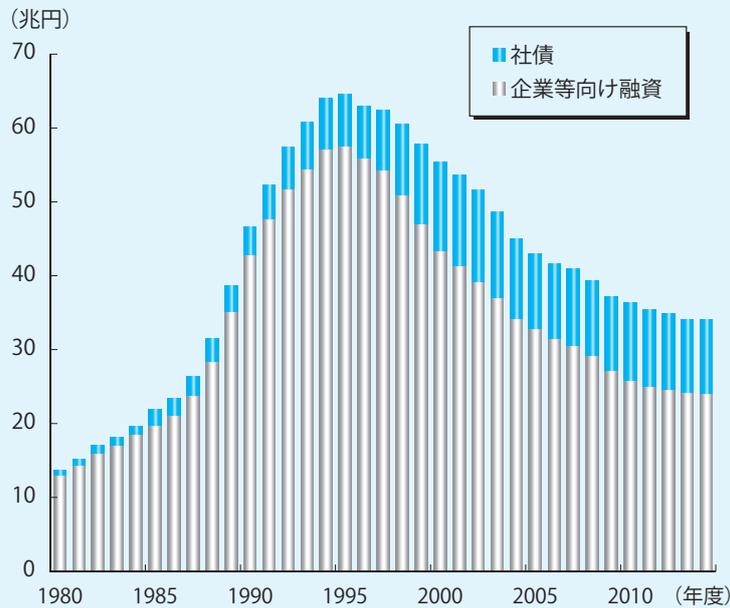
を増やさざるを得ず、社債投資に銀行の資金が振り向けられた。そのため、銀行の社債保有比率は高い水準を維持したままとなっている。

米国では社債投資家として生命保険の存在が非常に大きく、日本においても生命保険は銀行に次いで2番目に大きな社債投資家である。しかし、米国と異なるのは、日本の生命保険は社債投資より企業向け融資を積極的に行ってきたということである。1990年代半ば以降、企業向け融資が減少する中で社債への投資が少しずつ増えてはいるものの、2014年度末時点で社債投資の2倍以上の額が企業等向け融資に振り向けられている（米国の生命保険は社債保有が圧倒的に多く、融資は社債保有額の10分の1以下である¹⁵）（図表10）。

14) 当時は「社債管理会社」という名称であったが、現在（会社法施行以降）でいうところの、「社債管理者」である。

15) F R B “Flow of Funds” より。社債は「Corporate and Foreign Bonds」、融資は「Other Loans and Advances」の値を参照した。

図表10 生命保険の企業等向け融資と社債投資



(注1) 社債は事業債の値
 (注2) 企業等向け融資は法人企業向けのほか、個人向けの事業性資金、政府（中央政府や地方公共団体）向け貸出、対家計民間非営利団体向け貸出、対外貸出等が含まれている
 (出所) 日本銀行「資金循環統計」から大和総研作成

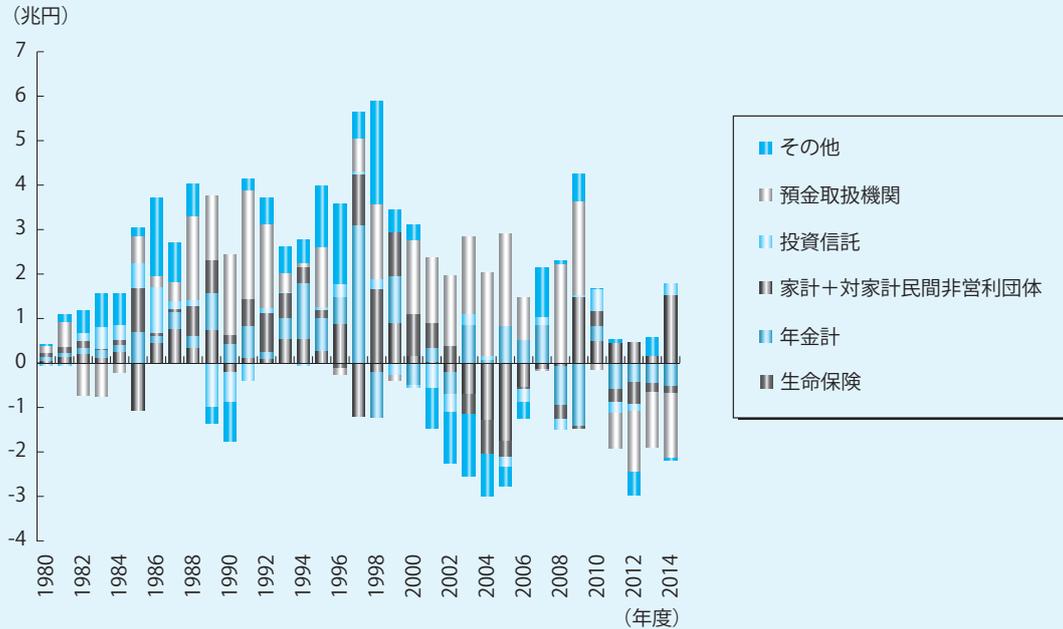
つまり、銀行・生命保険という社債の2大投資家は企業向け融資にも力を入れている投資家であり、社債権者と融資する者としての、2つの立場を併せ持っているということである。米国のように社債と融資が競合関係にあるような環境とは根本的に異なるということである。

2011年度以降、銀行・生命保険の社債投資が純減している（図表11）。銀行に関してはバーゼルⅢの導入に向け、社債保有を減らしている可能性がある。また、銀行・生命保険に共通する事項として、電力債（特に東京電力が発行していた社債）が償還を迎える一方、新たな電力債の発行額

が減少し、資金の受け皿となる社債が見つけれないことが主な要因と推測される。電力債は一般担保¹⁶が付されており、相対的に安全性が高い社債であった。現在、社債は大半が無担保で発行されるが、特別法に基づいて発行される社債には一般担保が付されることがあり、例えば日本電信電話（NTT）や日本たばこ産業（JT）、高速道路各社が発行する社債がこれに該当する。電力債の発行が減少し、同程度の信用力のある社債の確保が困難となっていることが、銀行・生命保険の社債投資の減少につながっているものとみられる。

16) 電気事業法第37条は、電力債の社債権者は他の債権者に先だって弁済を受ける権利を有する、と定めている（民法上の一般の先取特権に次ぐ順位とされる）。

図表11 社債投資の主体別資金フロー



なお、現在は生命保険にはソルベンシー・マージン比率¹⁷が200%を下回った場合は内閣総理大臣から早期是正措置命令が発動されることになっているが、国際的な資本規制は設けられていない。保険監督者国際機構（IAIS）は、グローバルに活動する保険会社の経営の健全性を確保するため、2019年に国際的な資本規制を導入することを表明しており、規制内容によっては将来的に保険会社も銀行同様、社債保有に対する姿勢を厳格化する可能性もある。

（２）その他投資家の資金が流入しない背景

①国内機関投資家

次に、他の投資家の保有比率はなぜ増えないの

か、ということを考えていきたい。海外では社債の保有主体は銀行や保険会社以外に、投資信託や海外投資家が占める割合が高い。日本ではなぜこれらの投資家の資金が社債市場に入っていないのだろうか。

背景としては、市場の流動性が限られること、リスク分析などを行う体制にコストがかかること、信用リスクに見合った社債のスプレッド（国債等、基準となる金利との差）になっているかが不透明であること等が挙げられる。

投資信託や信託銀行、保険会社といった機関投資家（アセットマネージャー）はアセットオーナーから資金を集めて運用を行っており、アセットオーナーから解約の申し出があった場合は、運用

17) ソルベンシー・マージン比率は、大規模災害による保険金支払いの急増や、運用環境の急速な悪化など、通常の予測を超えるリスクに対して、どの程度支払余力を有するかを示す指標。

商品を売却して解約資金を確保する必要がある。そのため、ある程度の流動性が確保されているものでなければ、投資対象とすることは難しい。日本の社債市場は流動性が低く、2014年中は月平均2.8兆円の取引しかない¹⁸（上場株式は53.6兆円¹⁹、国債は839.6兆円の取引がある²⁰）。社債現存額は増えているにもかかわらず、流通量は低下が続いている（図表12）。

社債を長期保有する投資家が多いため流通市場が育たないのか、流通市場が整備されていないから社債を長期保有する投資家が多いのかは定かではないが、いずれにしろ現時点では、社債は長期保有を前提としないと投資しにくい商品になって

しまっている。

②海外投資家

また、海外投資家からすれば、日本社債に投資するかは、自国や他の先進国の社債と比較して判断することになる。日本社債のスプレッドは海外と比較して小さいことが指摘されている²¹。日本では純粋な社債投資家（融資する者としての立場を持つ銀行や生命保険を除いた社債投資家）が、他の債権者に劣後する可能性がある（詳細は後述）。そういった中でスプレッドも低ければ、海外投資家の投資対象にはなりにくいだろう。

図表12 社債の売買高と売買回転率



(注) 売買回転率=年間の売買高÷現存額×100（現存額は前年度末と当年度末の平均）
 (出所) 日本証券業協会から大和総研作成

18) 日本証券業協会より。現先取引を含む。
 19) 東京証券取引所より。集計対象は全上場企業。
 20) 日本証券業協会より。現先取引を含む。
 21) 吉井（2009）より。

③個人投資家

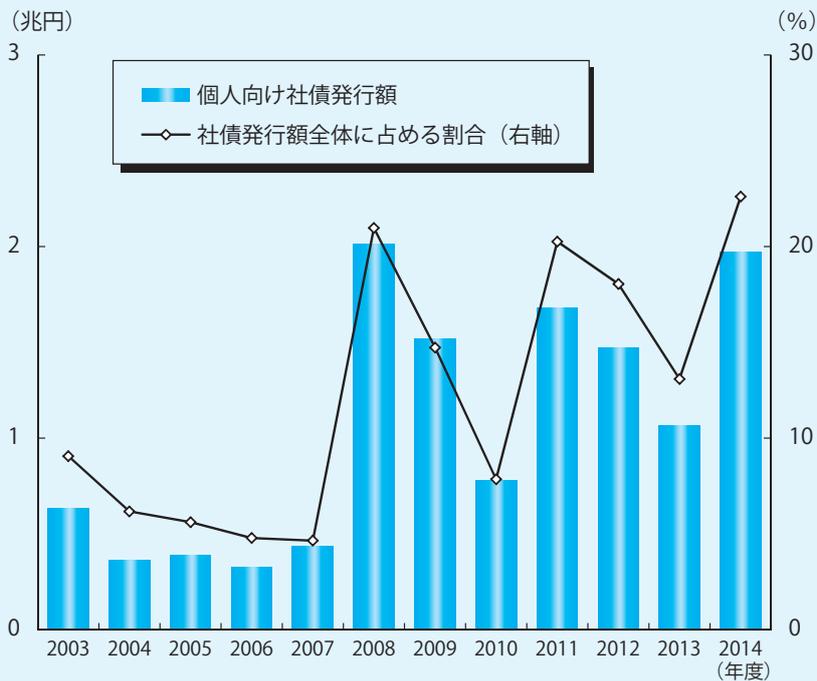
純粋な社債投資家の資金流入が全体的に増えない中、投資部門別に見ると近年唯一、資金流入が確認できるのは、個人投資家である（前掲図表 11）。2008 年度以降、金融危機の影響で銀行や機関投資家がリスクを取りづらくなり、個人向けに社債²²を発行するケースが増加した（図表 13）。

2014 年度は 2 兆円弱の個人向け社債が発行され、社債発行額全体の 2 割程度を占めた。発行額の過半はソフトバンクグループによる発行で（2014 年度発行額は約 1.6 兆円、2013 年度も全

体で 1 兆円強の発行のうち、ソフトバンクグループが 4,000 億円発行している）、全体として個人向け社債の発行する企業が増えているとは言い難いが、少なくとも個人投資家の社債投資は増加傾向にあるようだ。日本銀行が公表している資金循環統計においても、2008 年以降、家計部門の社債投資は継続的に増えている様子が見える。

日本では家計金融資産の 5 割以上が現金・預金であるが、銀行預金の金利は大口定期 5 年でも 0.055% と低水準である²³。社債の利回りが相対的に高いこともあり、発行額が増えてもそれを吸収するだけの投資需要があったようだ。

図表13 個人向け社債発行額および全体に占める比率



(出所) 日本証券業協会、アイ・エヌ情報センターから大和総研作成

22) 個人向け社債でも法人（金融機関を含む）が購入している可能性もある。個人向け社債とは、通常 1 億円程度で設定される額面金額（購入単位）を、個人でも購入しやすいように数十万円もしくは数百万円程度に設定したものであり、その商品性から「個人向け」と称されている。販売先（保有者）を個人投資家に限定するものではない。

23) 2015 年 9 月 14 日（店頭表示日）の値。日本銀行より。

日本では社債に特化した投資信託（上場投資信託：ETFを含む）の設定が限られており²⁴、個人投資家の社債投資は、直接購入が大半である。先に述べたとおり、社債は流動性が十分でなく、また利回りが適切であるのか判断することが困難である。個人投資家の裾野を広げるのであれば、投資信託やETFを通じた投資の選択肢を増やし、投資初心者でも買いやすくなることが望ましい。

また現状、社債や公社債投資信託はNISA（少額投資非課税制度）の対象になっていない。NISAは英国のISAを参考にして導入された制度だが、英国では社債や公社債投信もISAの対象としている。今後、社債や公社債投信がNISAの対象になれば、個人の直接・間接的な社債投資が促進されるのではないだろうか。

3) 社債価格は適正か

そもそも、流動性がない流通市場で適切な価格形成が成されているのかという疑問もある。社債は株式と異なり、取引所ではなく店頭で取引されることが一般的である。そのため、取引所のようにリアルタイムでの取引価格は公開されていない。現状、投資家は日本証券業協会が運営する「公社債店頭売買参考統計値発表制度」に基づき公表されている価格（同協会が指定報告協会員から気配値の報告を受け、銘柄ごとに平均値・中央値・最高値・最低値を算出）を参考に行っている。しかし、この売買参考統計値は1日に1回公表されるのみで（当該営業日における15時時点の気配値が17時30分を目途に公表）、特に金利水準の変

動が大きい時など参考にしづらい。また、流動性が低い銘柄や、信用リスクを急激に変化させる事象が発生した銘柄などにおいて、売買参考統計値と実際の取引価格やビッド・オファー等との乖離を指摘する声もある。

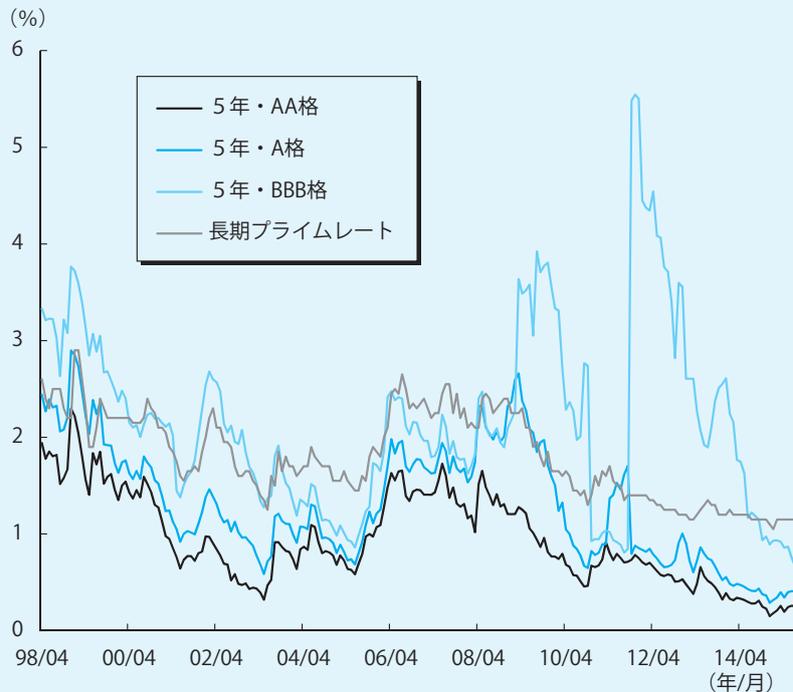
流動性の問題に加え、社債価格が多様な市場参加者の需給を反映したものとなっているのか、日本の金融構造の観点からいくつか問題点を指摘したい。米国同様、日本でも貸出金利に比べ、社債金利の方が低く、少なくとも高格付けの発行体であれば社債で資金調達の方が銀行から融資を受けるより有利である（図表14）。

しかし、米国のように資金の出し手が分散されていない（競争が働かない）中で、銀行の貸出金利より社債の金利が低いことが果たして“正常”なのだろうかという疑問も生じる。よく、銀行融資は債権譲渡を前提としたものではないため（返済まで流動性がない）、流動性を考慮すれば社債のリスクプレミアムが小さい、と言われることがあるが、現状、日本の社債市場は流動性が低く、購入したまま持ち切るケースが多い。流動性プレミアムが社債の利回り縮小に寄与していると言いはない。

少なくとも、純粋な社債投資家は、銀行や生命保険のように他の債権者の立場を兼ねる投資家に比べ、個別企業の貸出条件について知るすべを持たない（情報の非対称性が大きい）という観点で劣後した立場にある。また、社債には担保提供設定制限特約（社債間限定同順位特約）が付されていることが多い。これは国内で既に発行した、または今後発行する他の社債には担保を設定しない

24) 数は極めて少ないが、日本企業が海外で発行した社債を投資対象とした投資信託や、社債を中心に、国債と地方債を組み合わせて設定された投資信託もある。

図表14 社債利回りと長期プライムレート



(注) 社債利回りは格付投資情報センターのものを使用
 (出所) 日本証券業協会・日本銀行から大和総研作成

(担保を設定する場合は特約が付された社債に対しても同等の担保を設定する必要がある) ことを社債権者と約するものであるが、これはあくまで社債間のみを対象としたものである。銀行や生命保険からの融資に担保が設定されている場合、純粋な社債投資家は相対的に劣後した立場に置かれることになるが、純粋な社債投資家がそれを知るすべもない²⁵⁾。社債利回りが適切なりスクプレミアムを反映したものか、純粋な社債投資家が判断することは非常に困難である。

日本では1990年頃まで社債市場は銀行が発行条件の決定に関与し、破綻した発行体の社債を買い取るなどしており、融資を代替するものと見な

されていた。現在はここまでの関与はなくなったものの、融資が中心の、企業の資金調達構造は変わっていない。日本では長期にわたって低金利が継続しているが、これに加え、企業が資金余剰状態にあり、かつ銀行の預貸率が低下していることから、企業向けの融資が過当競争の状態にあり、金利が低く抑えられている可能性がしばしば指摘される。社債投資家が様々な制約を受けている(他の債権者より劣後した立場にある)にもかかわらず、社債の利回りが低いことが常態化しているのは、社債の買い手が低利融資を行っている銀行や生命保険に偏っていることが背景にあるように思われる。

25) 社債は無担保で発行されるものが大半であり、近年は銀行の法人向け融資も無担保で行われることが増えているが、銀行融資は信用リスクが高い場合は特に、物的担保を設定した上で融資することが多い。

社債価格の適正化には投資家が多様化すること、流動性が確保されること、正確な社債価格情報が投資家へ提供されることが求められる。

4) 未発達なハイ・イールド債市場

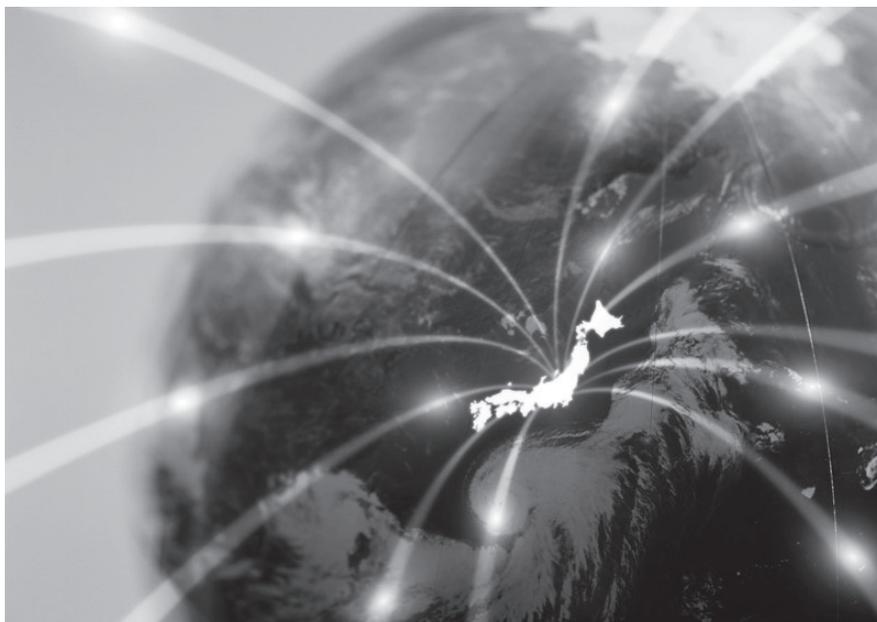
今後の日本社債市場の課題として、発行体の多様化が挙げられる。現状、国内で発行される社債の大半が財務安定性の高い大企業により発行される投資適格債であり、投機的水準（BB 格以下）の企業が発行するハイ・イールド債はほとんど発行されていない（ただし、発行後に格付けが下がり、ハイ・イールド債になった銘柄は存在する）。

特殊な事例だが、ソフトバンクグループは格付け会社によって投資適格か投機的水準か判断が分かれており²⁶、海外市場で発行した米ドル社債はハイ・イールド債として取り扱われている。

現状、日本企業が全体的に資金余剰の状態にあ

ることに加え、資金調達しやすい環境にあり、特にハイ・イールドに該当するような格付けの企業は社債発行より銀行融資の方が有利な条件で資金調達できることが多い。仮に発行体に有利な条件で社債を発行したとしても（融資並みに社債発行コストを下げるとしても）、信用リスクと運用利回りのバランスが取れず、投資家からの投資対象にならないだろう。しかし、2000 年代後半に起きた金融危機のような事態がまたいつ起きるかもしれない。企業にとって資金調達手段の多様化は重要な経営課題として認識されるべきである。特にそういった事態で厳しい状況に置かれるのは投資適格に区分される財務体質の優良な大企業ではなく、投機的水準に区分される企業である。平時から BB 格以下の企業でも社債による資金調達が可能な市場が機能していることが望ましい。

国内のハイ・イールド債市場の育成という観点



26) 本稿執筆時点でソフトバンクグループの長期債格付けは、日本格付研究所が A- で投資適格水準、スタンダード & プアーズ・レーティング・ジャパンは BB+、ムーディーズ・ジャパンは Ba1 と投機的水準の格付けを付与している。

からは離れるが、ソフトバンクグループの米ドル建て社債は、NYSE arca で取引されている米ドル建てハイ・イールド社債 E T F に組み入れられている。本来、日本のハイ・イールド債市場の厚みが増え、日本企業が発行したハイ・イールド債のみで投資信託が設定される、もしくは指数の算出が行われるようになることが望ましいが、ハイ・イールド債市場がそれだけの規模に達するには長い時間を要することが予想される。近年はアジア域内でハイ・イールド債の発行が増加しており、アジア域内のハイ・イールド債投資信託の設定も増えている（現状“日本を除くアジア”と限定している投資信託が大半である）。こういった投資信託に組み込まれる社債は、大半が米ドル建てで、国際債券市場で発行されている。グローバルに活動している企業であれば、海外市場で発行することも選択肢の1つであり、米ドル建てで発行すれば投資信託等に組み入れられる可能性はあるだろう。

5) 海外市場との競争

前述のとおり、2010年代に入ってから日本企業が海外市場で社債を発行するケースが増えている。背景の1つに米国の量的緩和政策とゼロ金利政策があるため、今後もこの流れが継続するかは不透明である²⁷。しかし、日本企業が海外市場で社債を発行する理由は、調達コストや投資家の多様化に加え、海外市場で社債が発行しやすいこともある。海外市場での債券発行は機動的な社債発

行が可能となる M T N (Medium Term Note) プログラム²⁸を利用するケースが多い。日本企業の海外展開の進展とともに、機関投資家向け社債は国内ではなく、海外で発行するケースが増えても不思議ではない。

日本国内にも発行登録制度が存在するが、M T N プログラムに比べ、例えば情報開示負担が大きいことや発行額が柔軟に設定できないことなどを指摘する声もある。2011年、東京証券取引所は TOKYO PRO-BOND Market を設立し、海外の機関投資家向け債券市場のように、機動的かつ柔軟な起債が可能となる、利便性の高いプロ投資家向けの債券市場を創設した。本稿執筆時点で上場銘柄数は15にとどまるが、今後、海外市場で M T N プログラムを利用している国内企業を呼び込めるか、またアジア企業の起債を呼び込めるかどうか、市場拡大のカギになるだろう。

4章 おわりに

本稿では日米欧の社債市場の構造を比較しながら、日本社債市場が抱える課題を概観した。日本社債市場は欧米に比べて規模が小さいといわれるが、欧米それぞれで成り立ちは異なる。米国は米国内の投資家・発行体が市場成長のけん引役であったが、欧州は英国の場合、内外一体型のオフショア市場を持つロンドンがあったこと、また E U という地域経済圏の一員となることで、海外の発行体・海外の投資家を呼び込むことが市場発展

27) 量的緩和政策は2014年1月から規模が縮小され同年10月に終了、2015年後半には利上げが開始される見通しである。

28) 社債発行を予定している発行体が、あらかじめ複数の引受証券会社と M T N 発行に関する包括的な契約を締結しておくことで、随時発行限度枠内で債券発行ができる枠組み。債券の発行の都度、必要となる開示書類の作成等の業務負担も軽減でき、迅速かつ低コストで発行できる。通常、M T N プログラムはロンドン・ルクセンブルク・シンガポール等の取引所に上場 (Listing) し、各取引所の規則に従って情報開示が行われることになる。

のカギとなった。フランス、ドイツは、EUの一員であることに加え、ユーロという共通通貨を導入したことが社債市場拡大の背景にありそうだ。

内外一体型のオフショア市場を持たず、共通通貨圏も持たない日本で社債市場を拡大するには、米国のように国内の発行体が多様化し、投資家も多様化することが必要だろう。またそのためには社債価格の適正化、流通市場の整備、海外市場と同じレベルの利便性を実現することが求められる。また、アジア域内は経済成長が著しく、資金需要があるとともに、富裕層の増加に伴い運用の需要も増えてくることが見込まれる。アジア企業の資金調達の場合、アジア投資家の資産運用の場合として選ばれる市場を目指すことも忘れてはならない。

日本証券業協会の社債懇の議論を経て、「証券会社による発行登録制度の下での社債の引受審査に関するガイドライン」「財務諸表等に対する引受審査ガイドライン」「コベナンツモデル（参考モデル）」の策定が行われ、運用が始まっている。2015年11月からは、売買参考統計値制度の見直しと社債の取引情報の発表制度の運用が開始される予定である（規則改正は実施済み）。これらが実際にどの程度社債市場の活性化に寄与するかはまだ分からないが、定期的に見直し・改善を行うことで、国内社債市場をより使いやすいものにしていくことが求められる。

【参考文献】

- ・飯島高雄「金融ビッグバンとアジア債券市場」2006年、慶應義塾大学 21世紀COEプログラムディスカッションペーパー、DP2005-039
- ・犬飼重仁「アジア版MTN (Medium Term Note) プログラムの実行可能性に関する調査報告と提言 一般公表用改定新版」2009年
- ・大森拓磨・平野裕三・柴田徳太郎「国際金融・資本市場の三極構造 (日本・イギリス・アメリカ) - 1990年代の変容-」2003年、東京大学、CIRJEディスカッションペーパー CJ-96
- ・木下正俊「わが国の有担保原則の評価と今後のあり方 - 社債発行を中心に-」1984年、日本銀行、金融研究 3巻3号、pp.33-62
- ・樋口修「米国における金融・資本市場改革の展開」2003年、国立国会図書館、レファレンス No.635、pp.47-62
- ・岸野文雄「アメリカの社債市場の構造と発展 - 1960年～1974年を中心にして-」1979年、創価大学、創価大学経済学会、9巻2号、pp.95-112
- ・総務省郵政研究所「社債市場の動向と社債投資に関する調査研究報告書」2003年
- ・中村通義「戦後アメリカにおける企業資本の需給」1964年、北海道大学 経済学研究、pp.319-358
- ・横山淳「わが国社債市場の位置づけと活性化策 [2] ～社債市場活性化策-議論から実行へ～」『大和総研調査季報』Vol.20、2015年
- ・吉井一洋「クレジット市場における検討課題 (わが国社債市場の問題点、及びCDSの集中清算機関の設立と規制の動向)」『研究報告書 金融危機後の金融・資本市場をめぐる課題』2009年、金融庁金融研究研修センター
- ・吉井一洋「『社債市場活性化懇談会 部会』報告公表 - 期待されるレポート・コベナンツの活用-」2012年、大和総研

[著者]

太田 珠美 (おおた たまみ)



金融調査部
主任研究員
担当は、金融・資本市場、
コーポレートファイナンス