

社債市場の活性化に向けた取組みは 牛歩のごとし



ニッセイ基礎研究所 金融研究部上席研究員

徳島 勝幸

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7年近くが経過しているにもかかわらず、必ずしも華々しい市場の変化は確認されていない。社債市場に興味を持たない市場関係者からは、議論の内容はおろか、その存在までもが無視されている状況であるし、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、昔と同じような議論を延々と繰返しているだけで、新しい成果が何も得られていないと見えているようである。

こういった認識は決して正しいものと思わないが、インパクトを有するような市場の変化が生じていないことも事実である。これまでのところ、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来ただけでなく、事務局である日本証券業協会の政策本部企画部や、一部の制度に関しては、自主規制本部公社債・金融商品部をも巻き込みつつ、新たな社債市場の制度構築と活性化に向けた取組みが進められ続けているのである。

本誌2012年11月号では社債市場特集と題して、同懇談会の検討状況に関する座談会や部会の報告内容に関するレポートを取上げて頂いている。本稿では、その後の検討の進捗状況についてご紹介するとともに、問題が那邊

〈目 次〉

1. はじめに
2. 問題の所在は何处か
3. 社債流通市場の改革と将来
4. リスクマネーの所在確認
5. 制度面の色々な対応
6. マイナス金利と社債市場
7. おわりに

に存在しており、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. 問題の所在は何処か

日本の社債市場をより機能的なものにしたという思いは、古くは昭和の時代にすら見られる。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』^(注1)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。金融機関による融資が、常に社債と並存していたためである。2006年には、一時的に証券化商品によるものが、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とは異なる点が少なくなく、それを無視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、リスクに対する取組み姿勢の違いを無視して、ハイ・イールド債市場の不存在を嘆いても仕方はないだろう。

リーマン・ショックとそれに伴う世界的な金融危機において、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が、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、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、現在のような潤沢な融資対応が出来なくなる可能性もある。金利水準が上昇しないまでも、クラウドファンディング・アウトに類似した形で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。一方で、金融機関に対し自国ソブリン債の保有にリスクウェイトを課すような資本規制が導入されるのであれば、企業融資の機能が損なわれるようなことはなく、むしろ貸出姿勢が更に緩いものとなる可能性もある。金融機関を取り巻く環境の変化に必ずしも左右されな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て、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。

過去においての社債市場に関する議論と、今回の一連の社債市場活性化に向けた議論の相違としては、金融機関の代表としての銀行や投資家として運用会社や保険会社も議論の一角に参加していることを挙げて良いだろう。社債の引受やディーリングによって利益を得られる証券会社のみによる議論ではなく、様々な利害関係者が集まって議論が行われており、結果として利害が複雑に錯綜することがあるものの、偏った議論になることは回避されている。実際には、社債の引受、特に、トップレフトと呼ばれる主幹事証券の中

で主たる役割を務める証券会社は、現状では、実質的に大手五社にほぼ限られているものの、それら以外の準大手証券や外資系証券も含めた場で議論が行われる中で、幅広い観点からの検討が継続されている。更には、必要に応じて、海外事例の検証や、シンクタンク・格付会社・決済機関も議論に参加しており、現状では緊急性が乏しい課題についても、将来に向けての検討が継続されているのである。

■ 3. 社債流通市場の改革と将来

2012年7月の報告書『社債市場の活性化に向けた取組み』において、第一から第四までの部会における検討結果が取りまとめられており、その後の3年余りが経過する中で、顕著な進展を見ることができるのが、社債流通市場の改革であろう。社債流通市場においては、必ずしも取引が頻繁には見られなく、また、そのために適正な実勢価格を得ることが出来なくなり、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、“鶏か卵か”のどこから手を付けるかが、第四部会での議論の大きなテーマの一つであり、そのために検討されたのが、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・発表であった。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月より実施されたところである。

まず、前者については、社債に関する店頭売買参考統計値の算出に際して、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^(注2)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に、上下の極値を排して中間の報告値を平均する仕組みになっていたが、日本証券業協会事務局の確認によって報告値の適正性が担保されることに加えて、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て、社債の店頭売買参考統計値の算出に際しては、極値を外すことが行われなくなっている。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という検討も行われたが、事務局が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。

しかし、社債の流通市場における取引が少ない状況では、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ることから、2013年より社債の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。その後、2015年11月よりデイリーの報告が日本証券業協会に集められる体制が構築されている。決済機関である“ほふり”（証券保管振替機構）に集ま

るデータは同機構から日本証券業協会へ連携されるとともに、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整備されたのである。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る方向にある。

社債の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っているはずである。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。ようやく社債の流動性向上に対応したインフラの整備が少し進んだのである。

もう一つの取組みである社債の取引情報の公表^(注3)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。既に第4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、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方向への取組みが、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、前述のワーキング・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を推測されることに対する懸念を有しており、結果的には、取引額面を5億円未満のものと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、または、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。議論の過程では、一社からの格付けで十分とすることに対する弊害が懸念された一方、発表する銘柄を過度に絞るべきではないという観点から、債券格付けのみとせず、発

行体格付けも含むこととされている。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ており、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既に成立している。予定では、“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、遅くとも今年度中には、次に向けた検討が行われることだろう。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、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。

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。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も容易になる。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、具体的な検討をはじめのタイミングが来ているのではないだろうか。

■ 4. リスクマネーの所在確認

この数年間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は、資産査定等に際して大きな負荷を求められることから敬遠する傾向にあり、一方、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も確認されていたのである。しかし、日本証券業協会が直接・間接の様々な形で訴

求したことに加えて、国債利回りがネガティブになるような金融環境で、まず、公的年金から投資に際してのベンチマークはNOMURA-BPI総合とするものの、投資対象のユニバースをBBB格まで広げるといった取組みが一般化するようになっている。投資のベンチマークと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、超過収益の源泉を一つ失うことに繋がるのである。

日本の個人投資家や一部の年金・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。日本の場合、金利水準が極めて低いことに加えて、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、リスクを抑制した投資とすることができるのである。もっとも、未だに証券化商品への投資を、“羹に懲りて膾を吹く”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、まだまだ先のこともかもしれない。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

補として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と考えられる。

■ 5. 制度面の色々な対応

前記報告書の公表後、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継続されている。これまでに検討され、多少なりとも進展の見られるものとしては、ほふ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の作成や、社債管理者の一部機能のみを担う社債管理人（仮称）制度の創設に向けた検討が継続されている。引続き、証券会社と投資家だけでなく、社債管理人への就任が想定されるとともに融資提供者である金融機関も議論に参加していることで、様々な観点からの議論が行われている。利害関係者は各々が様々なベクトルに向いており、海外の事例等を参照にしつつも、日本の金融慣行にそぐわない点も少なからず存在するため、検討はゆっくりとしか進んでいない。

ただし、これらの制度面での課題については、緊急性が必ずしも高くないことから、地道にしっかりと検討を行って、多くの市場関係者から受け入れられる制度を準備することが望ましい。会社法や開示規則等の変化を見

据えつつ、拙速にならない形で検討を進めて行くしかないだろう。それ故に、社債市場の活性化は牛歩のような緩いペースでしか進んでいないと、外から言われても。

■ 6. マイナス金利と社債市場

一方、社債市場の活性化とまったく相反するかのような政策が、採用されてもいる。日本銀行が1月29日に採用した「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」である。既に、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、拙稿^(注4)において触れているが、今回の政策は、更に、社債市場を機能不全に向かわせる度合いが高くなっている可能性が高い。これまでも、量的緩和政策において、日本銀行が一定の条件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して来たものである（これまでの議論には、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いる）。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政策によって、社債市場は機能が低下して来ているだけでなく、今回の

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、緩慢な死を迎えるような状況となっているように思われる。

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・ホールドの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ために、利回りがネガティブとなっている社債を購入することもできるが、最終投資家がネガティブな利回りとなっている社債を購入することは、ほぼできない。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、利回りがネガティブ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だろうし、特に、償還時点で債券の価値が100に戻ることを考えると、ネガティブ・イールドからゼロ%へと負のローリング効果が示現してしまうのである。利回りがネガティブな社債を最終投資家が保有することは、受託者責任の観点からも、考え難い。

国債利回りが、当面、ネガティブな水準で継続するとしても、社債等の利回りがネガティブで安定することは想定されない。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オペ見合いの銘柄以外は、継続的にネガティブ利回りとはならないだろう。それでも、国債利回りがネガティブ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れているか否かにかかわらず、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。そのことが、発行体に対し社債での調達を消極的にする可能性が高いだけでなく、金融機関もマイナス金利の付される日銀当座預金ではなく、低利でも貸付に資金を振り向けた方が良いと判断する可能性が高く、社債から融資へと日本銀行の想定しなかった形でのポートフォリオ・シフト効果の発現する可能性がある。いずれにせよ、極めて利回りが低く、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。

■ 7. おわりに

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、牛歩のような緩い歩み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採用によって、社債市場全体は機能低下に陥る可能性が相当程度に高い。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を迎えるための努力であり、私たち現在の人間が、後世の市場参加者のために残すことのできる遺産なのである。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きたい。

（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） 初版2000年、新版2004年、第三版2008年 いずれも財経詳報社刊

（注2） 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日を参照されたい。

（注3） 具体的な制度内容については、日本証券業協会『社債の取引情報の報告・発表制度について』平成26年6月17日を参照されたい。

（注4） 『金融緩和による債券市場の機能低下に対する危惧』本誌2015年4月号