

普通社債市場の課題と展望(2)

松尾 順介

前回のレポートでは、社債市場拡大の制度的要因を確認した後、今後の市場を考える上で、市場参加者のあり方や行動が鍵となることを示唆し、市場参加者として薄幸会社を取り上げた。引き続き本稿では、引受証券会社、機関投資家および格付機関を取り上げて考察する。

1 引受証券会社の変化と課題

前述のように、九三年商法改正は受託手数料の引き下げにつながり、社債市場を飛躍的に拡大させたが、同時に決着を見た金融制度改革の結果、九三年七月以降、銀行系証券子会社が参入し、引受証券会社間の競争も激化した。

その結果、従来固定的とされた主幹事関係において流動化がみられるようになるとともに、既存の準大手・中堅証券の引受シェアのみならず、大手証券のシェアも低下している。因みに、主幹事ランキングでみると、上位は大手証券で変わらないものの(ただし、大手証券に不祥事のあった九七年度を除く)、そのシェア(金額ベース)は、九五年度七五%から九八年度上半期五三%と低下している。この間山一証券の破綻があり、大手四社が三社になるといふ変化があったとはいえ、山一証券の有していたシェアを他の三社は引き継げず、むしろそれぞれのシェアさえも低下させている。逆に、銀行系証券子会社は九五年度以降上位一〇社のうち大手証券四社(現

表1 普通社債引受主幹事ランキング

(単位: 億円、%)

95年度上期			96年度		
	金額	シェア		金額	シェア
①野村	14,855	26.0	①野村	10,810	19.2
②日興	10,015	17.5	②大和	9,890	17.5
③山一	9,382	16.4	③日興	7,890	14.0
④大和	8,620	15.1	④山一	6,180	11.0
⑤興銀	3,270	5.7	⑤興銀	4,480	7.9
⑥第一勧業	2,170	3.8	⑥第一勧業	3,820	6.8
⑦富士	1,800	3.1	⑦さくら	2,970	5.3
⑧さくら	1,540	2.7	⑧富士	2,390	4.2
⑨三菱ダイヤモンド	1,200	2.1	⑨住友キャピタル	1,675	3.0
⑩住友キャピタル	950	1.7	⑩三和	1,650	2.9

97年度			98年度		
	金額	シェア		金額	シェア
①興銀	13,195	15.2	①野村	16,439	25.6
②野村	10,140	11.7	②大和	9,120	14.2
③大和	8,180	9.4	③日興	8,412	13.1
④日興	8,044	9.2	④興銀	6,097	9.5
⑤さくら	7,490	8.6	⑤第一勧業	3,780	5.9
⑥山一	7,080	8.1	⑥東京三菱	3,542	5.5
⑦第一勧業	4,737	5.4	⑦さくら	2,830	4.4
⑧東京三菱	4,475	5.1	⑧富士	2,815	4.4
⑨富士	4,15	4.8	⑨住友キャピタル	2,597	4.1
⑩住友キャピタル	3,705	4.3	⑩三和	1,750	2.7

(注) 共同主幹事の場合は等分。

(出所) 『日経公社債情報』、1998年10月5日、2ページ。

在三社)以下の上位を独占しており、従来の準大手を凌駕しただけでなく、九七年度には大手証券で不祥事があったとはいえ興銀証券が第一位となっている。この間、上位一〇社中に占める銀行系証券子会社のシェアは、九五年度一九・一%から九八年度上半期三六・五%へとほぼ倍増しており、大手証券のシェア低下(マイナス二二%)がそのまま銀行系子会社のシェア上昇(プラス一七・四%)につながっている(表1参照)。

ただし、このような銀行系証券子会社の躍進といわれる事態について、次の二点が指摘されている。第一に、銀行系証券子会社の主幹事獲得は親銀行のメインバンク関係を背景に行われており、社債発行にもメインバンク関係が影響力を及ぼしているという点である。これについては、別稿⁽¹⁾で検討したので、それに委ねることにするが、銀行系証券子会社を主幹事とする社債発行でも、発行会社はその調達資金の一部をその銀行系証券子会

社の親銀行に返済しており、メインバンクとの融資関係が低下している。もちろん、メインバンク関係は、融資、株式持合い、役員派遣などから構成される複合的な関係であるが、その基本となる融資関係の低下は、メインバンク関係そのものを弛緩させると思われる。

第二に、発行体寄りの条件設定を行って主幹事を獲得している場合が多いため、売残り（いわゆる募残）が生じ、それが在庫処理コスト（引受手数料の吐き出し）を大きくしているという点である。実際、銀行系証券子会社の収益状況は良いとはいえず、例えば九八年三月決算でも、一七社中九社が経常赤字であり、また主幹事シェア上位一〇社中の六社はシェアを大きく伸ばし、かつ引受・売出手数料収入も増加しているにも関わらず、そのうち三社が赤字である。これらの収支と募残処理がどのように関連しているのかを、公表されているデータで分析することはできないが、債券トレーディング損益が一七社中八社において赤字（上位六社中三社において赤字）であることは、部分的に募残処理コストが反映されているものと思われる（ただし、債券トレーディング損が募残処理だけを表すものではない）。

いずれにせよ、引受競争の激化は、一方では発行体寄りの条件設定の温床となり、発行市場と流通市場の乖離を生むとともに、他方では募残処理コストのために、引受業務の収益性を低下させていると推測される。このように引受証券会社が引受手数料を吐き出してまで主幹事関係の維持・獲得に注力してきたのは、主幹事を獲得することによって事業会社との取引関係が長期固定化し、総合取引のメリットが享受できたからである⁽²⁾。しかし、現在では主幹事獲得が必ずしも長期固定的な関係につながらず、総合取引のメリットも相対的に低下していると考えられる。なぜならば、株価低迷ないし景気低迷のなかで増資はもろろんのこと、余資運用のオーダーも減少していると考えられる（銀行系証券子会社は株式ブローカー業務を許可されておらず、当初からこの面でのメリ

ットは享受できない）からである。他方、発行会社が長期固定的な主幹事関係を維持したのは、増資環境整備などの点で主幹事証券の相場関与度が期待できたためであると考えられるが、バブル崩壊後の株価低迷の中でエクイティ・ファイナンスは極めて低調であり、またそれが可能である場合も、主幹事の相場関与度を期待しにくくなっているため、発行会社も固定的な主幹事関係を重視しなくなっている。したがって、現在証券会社は、手数料を吐き出してまで主幹事関係を維持・獲得するメリットは相対的に低下していると考えられる。実際、最近では証券業界の業績低迷の中、大手証券および銀行系証券子会社では、管理会計が導入され、引受部門、トレーディング部門など部門毎の収益管理がより厳しく行われるようになってきている。そして、引受部門では引受案件毎あるいは顧客毎の収益管理が行われるようになってきている。もともと、このような社内体制整備が発行体寄りの条件設定に歯止めをかけているかどうかは必ずしも明らかでなく、またこのような体制整備が発行体寄りの条件設定という見方もあるが、総合取引のメリットが低下したことによって、社債引受業務に対しても費用便益計算が厳しく行われるようになってきていることは明らかである。このような傾向は今後とも強くなるのが予想され、発行体寄りの条件設定も排除されていくと考えられる。

2 機関投資家の変化と課題

現在社債投資の中心は機関投資家であるが、その変化として機関投資家の投資姿勢がきわめて慎重になっていくことが指摘できる。その背景として、最近の企業倒産増加によってデフォルト・リスクが高まると同時に、デフォルト社債に対しても一括買取処理がなされなくなることが挙げられるが、機関投資家の中には内規などによってBBB格投資を行わないとしている場合も多く、BBB格の社債発行がほとんど中断している一因にもな

つていとされる。確かに、現在BBB格とされる企業の中には不良債権問題を抱えるゼネコン銘柄などがあり、機関投資家の警戒感が強まるのも当然であるが、それらを除くと、BBB格が発行されない要因として、前述のように、銀行のBBB格企業に対する貸出レイトが低すぎるために、BBB格企業が社債発行よりも借入を偏好していることが指摘できる。因みに、BBB企業でも長期プライム・レイトの二・五％程度で融資を受けられる場合が多いのに対し、起債の場合の表面利率は三％以上といわれており、このため資金調達で融資にシフトしている。しかし、BBB格とA格を比較すると利回り格差は一％以上に拡大しており、この高い利回りが機関投資家の注目を集めはじめている。実際、銘柄を選別した上で購入を開始する動きも表れている。低金利による運用難のために、機関投資家もBBB格債を排除できなくなっている。したがって、機関投資家にとって、信用リスク管理体制を整えた上で、リスク・リターンを分析する体制が構築できるかどうか課題といえる。

3 格付機関の変化と課題

八五年以降国内系の公認格付け機関は、日本公社債研究所、日本インベスターズサービス、日本格付研究所の三社体制をとってきたが、九八年四月日本公社債研究所と日本インベスターズサービスが合併し、日本格付投資情報センター(R&I)と改称され、二社体制となった。この合併には、調査能力や事業基盤を拡充する狙いがあり、海外格付機関との競争が本格化する中で、国際競争力を求められるようになったことを意味するものとされているが、このことは近年外資系格付機関が急速に格付対象銘柄数を拡大し、日本での地位を高めていることへの対応であるとともに、いまだに国内系格付機関が市場参加者の信頼を十分に確立しておらず、定着したとはいえない状況にあることを示すものと考えられる。したがって、格付機関の課題については、格付についての懇談会による報告書「我が国資本市場における格付の定着に向けて」(八九年)に代表されるように、さまざまな提言や論議がなされてきたが、格付機関が市場参加者の信頼を確立し、定着できるかどうかという点に尽きるものと思われる。

例えば、直近のR&Iとムーディーズ社の格付マトリックス表をみると(表2)、ここには年限および格付毎の銘柄数、複利利回り(算術平均)、その標準偏差が公表されているが、これによって格付毎の標準偏差から、AAA格全銘柄の標準偏差の平均値(算術平均)をとってみると、それぞれ〇・二〇四と〇・二四五であり、R&Iの方がわずかに小さく、銘柄間での利回り格差が小さいことを表しているが、A A格では〇・二九三と〇・二一六で、ムーディーズの方がわずかに小さくなり、A格では〇・五六二と〇・三三三で、その差はさらに大きくなる。さらに、BBB格では、一・〇四七と〇・五五三となり、ほぼ倍となり、B格では、一七・七二三と二・三〇八と圧倒的な差が生じている。すなわち、R&Iの格付では、格付が低くなるほど同一格付でも銘柄間での利回り格差が相対的に大きくなっており、銘柄によるばらつきが大きくなっていることがわかる。例えば、同じAに格付けられている残存期間のほぼ等しい銘柄でも、一％以上の格差が生じている場合がある。つまり、投資家は低格付になるほど同一格付でも銘柄によって選別的な投資行動を行う傾向があると同時に、その傾向は国内系格付機関の格付に対してより鮮明に表れている。このことは、とくに低位の格付について、外資系格付機関の格付が国内系格付機関の格付よりも信用されていることを示唆するものと思われる。

周知のように、日本の社債市場では、米国で発展・定着してきたような格付ないし格付機関は存在せず、戦後における格付は起債会格付であり、そこでは社債を資本金・純資産額・社債残高を基準とした格付がなされ、起債調整が行われた。すなわち、格付は社債市場への参入制限として位置づけられ、政策的資金配分的手段として

表2(A) R&Iの格付マトリックス(99年1月8日現在)

残存期間	AAA			AA			A			BBB			BB			B		
	銘柄数	獲得回リ	標準偏差	銘柄数	獲得回リ	標準偏差	銘柄数	獲得回リ	標準偏差	銘柄数	獲得回リ	標準偏差	銘柄数	獲得回リ	標準偏差	銘柄数	獲得回リ	標準偏差
1年	43	0.821	0.221	21	1.353	0.287	42	1.993	0.539	28	2.957	1.233	8	7.772	4.055	2	51.499	26.533
2年	38	1.054	0.252	40	1.523	0.312	86	2.174	0.548	49	3.391	1.905	3	8.576	2.538	1	41.665	14.567
3年	47	1.274	0.209	36	1.746	0.324	113	2.42	0.6	37	3.549	1.414	5	7.54	2.556	1	38.772	12.039
4年	45	1.48	0.216	49	1.905	0.272	100	2.521	0.541	27	3.651	1.455	6	7.484	2.736	0	0	0
5年	25	1.675	0.215	25	2.126	0.243	74	2.765	0.603	15	3.633	1.161	1	9.201	2.366	0	0	0
6年	20	1.811	0.205	38	2.305	0.244	44	2.769	0.438	9	3.478	0.84	1	8.119	2.566	0	0	0
7年	8	1.978	0.194	13	2.439	0.256	17	3.153	0.543	5	3.576	0.697	0	0	0	0	0	0
8年	10	2.045	0.2	13	2.611	0.271	23	3.157	0.594	6	4.076	0.927	0	0	0	0	0	0
9年	28	2.084	0.173	47	2.691	0.256	23	3.159	0.492	3	3.257	0.483	0	0	0	0	0	0
10年	4	2.303	0.212	11	2.906	0.284	6	3.802	1.034	2	4.004	0.922	0	0	0	0	0	0
11年	4	2.399	0.185	7	2.938	0.308	3	3.422	0.464	1	3.532	0.483	0	0	0	0	0	0
12年	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
13年	0	0	0	2	3.244	0.259	1	3.606	0.323	0	0	0	0	0	0	0	0	0
14年	1	2.793	0.201	0	0	0	1	3.78	0.558	0	0	0	0	0	0	0	0	0
15年	9	2.841	0.215	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
16年	15	2.88	0.187	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
17年	14	2.913	0.174	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
18年	24	2.904	0.154	3	3.564	0.398	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
19年	28	2.898	0.157	3	3.422	0.386	1	4.455	0.701	0	0	0	0	0	0	0	0	0
20年	1	3.574	0.31	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
合計	364	39.527	3.68	308	34.773	4.1	534	43.176	7.868	182	39.104	11.52	24	48.692	16.817	4	131.936	53.139
平均	20.2	2.196	0.204	22.0	2.484	0.293	38.1	3.084	0.562	16.5	3.555	1.047	4.0	8.115	2.803	1.3	43.979	17.713

表2(B) ムーネース社の格付マトリックス(99年1月8日現在)

残存期間	AAA			AA			A			Baa			BB			B		
	銘柄数	獲得回リ	標準偏差	銘柄数	獲得回リ	標準偏差	銘柄数	獲得回リ	標準偏差	銘柄数	獲得回リ	標準偏差	銘柄数	獲得回リ	標準偏差	銘柄数	獲得回リ	標準偏差
1年	23	0.976	0.47	24	0.889	0.214	7	1.236	0.224	39	1.816	0.492	16	2.833	0.841	11	5.899	2.797
2年	22	1.271	0.53	32	1.137	0.217	19	1.627	0.257	87	2.092	0.594	41	2.921	1.084	9	5.81	3.147
3年	22	1.354	0.222	26	1.37	0.226	22	1.831	0.392	81	2.321	0.562	40	2.921	1.177	7	6.902	2.821
4年	15	1.572	0.223	30	1.586	0.223	37	1.986	0.253	75	2.464	0.474	39	3.308	1.107	8	7.103	2.832
5年	10	1.781	0.222	14	1.819	0.236	17	2.265	0.263	47	2.692	0.49	22	3.316	0.871	4	5.334	2.73
6年	7	1.901	0.208	13	1.945	0.215	35	2.423	0.256	41	2.822	0.461	7	3.467	0.569	1	8.21	2.611
7年	3	2.084	0.2	7	2.173	0.22	9	2.691	0.319	15	3.188	0.539	6	3.822	0.737	2	5.594	0.739
8年	5	2.158	0.208	6	2.234	0.225	10	2.72	0.258	23	3.246	0.593	9	4.115	0.878	1	5.687	0.767
9年	16	2.188	0.177	13	2.248	0.194	30	2.796	0.261	43	3.218	0.496	9	4.047	1.066	0	0	0
10年	1	2.414	0.219	3	2.45	0.214	7	3.036	0.295	13	3.655	0.709	5	4.437	1.225	0	0	0
11年	0	0	0	5	2.556	0.21	4	3.184	0.331	4	3.692	0.511	0	0	0	0	0	0
12年	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	4.817	0.998	0	0	0
13年	0	0	0	0	0	0	3	3.421	0.363	0	0	0	2	4.833	1.13	0	0	0
14年	1	2.895	0.216	0	0	0	1	3.538	0.521	1	3.92	0.488	0	0	0	0	0	0
15年	4	2.932	0.227	4	2.949	0.23	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
16年	5	2.969	0.183	10	2.983	0.206	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
17年	2	2.997	0.174	10	3.008	0.186	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
18年	11	2.991	0.162	12	3.011	0.181	1	3.774	0.419	3	4.035	0.615	0	0	0	0	0	0
19年	10	2.975	0.162	15	3.065	0.26	1	3.793	0.408	1	4.576	0.723	0	0	0	0	0	0
20年	1	3.485	0.36	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
合計	158	38.953	4.163	224	35.423	3.457	203	40.221	4.85	473	43.717	7.747	197	44.976	11.683	43	50.529	18.444
平均	9.3	2.291	0.245	14.0	2.214	0.216	13.5	2.681	0.323	33.8	3.123	0.553	24.6	5.622	1.460	5.4	6.316	2.306

利用されてきた。また、日米円ドル委員会以降、複数の民間格付機関が設立された後も、適債基準として利用され、同様に市場への参入制限という位置づけに変化はなかった。したがって、米国の格付がデフォルト・リスクの表示であり、格付機関が三〇年代の大恐慌を契機に、情報生産産業として自生的に発展してきたのと大きく異なっている。日本では、この時期有担保原則が導入され、デフォルト後の回収（とくに銀行主導型の回収）を重視するシステムが構築されるだけでなく、その後は起債制限という形で、デフォルトの可能性がある銘柄そのものを市場から排除していく。すなわち、三〇年代の恐慌を分水嶺として、日米の社債市場は対照的な展開をたどったのである。そして、九〇年代以降、日本の社債市場ではさまざまな規制緩和がなされ、適債基準撤廃によって参入制限も解除されたが、このような歴史的経過をたどったことは、格付機関に対して現在もなお大きな影響を及ぼしていると考えられる。つまり、国内系格付機関は近年に至るまで、ほぼデフォルト・リスクのない銘柄を対象として格付を行ってきたからである。したがって、これらの格付機関にノウハウが蓄積されず、そのため信頼を獲得することが遅れていたとしても、その責任を格付機関に帰することはできない。そのような環境が格付機関に与えられなかったからである。

したがって、今後格付機関が市場参加者の信頼を獲得し、定着していくための条件を客観的条件と主体的条件に分けるとすると、客観的条件は格付対象となる社債発行の拡大であり、主体的条件は格付機関そのもののノウハウの蓄積である。前者は市場の裾野の拡大という点で前述のような課題があるものの今後も拡大が見込まれる。後者については、恒常的にデフォルトが生じる環境が与えられることが必要条件となるものと考えられるが、最近のデフォルトの多発によって、そのための環境は整えられつつあるといえる。

4 展望

最近の市場参加者の変化を考察し、それぞれの課題を挙げると以上のようになる。

整理すると、第一に発行会社については、負債構造を社債にシフトする動きが見てとれるが、低格付会社の社債市場への参加が進展していないという課題がある。その要因としては、機関投資家が社内規則でA格以上を投資対象としている場合が多いことなどが指摘されているが、BBB格企業については、銀行の貸出金利が社債利回りを下回っているために、より金利の低い銀行融資を選択していることが指摘されている。つまり、低格付企業に社債発行が拡大していくかどうかは、今後の機関投資家と銀行の動向に左右される側面が強い。しかし、機関投資家は低金利による運用難のなかで低格付企業の高利回りに関心を高めており、投資姿勢を変えつつある。したがって、銀行の動向が注目される。とくに、銀行のBBB格企業に対する融資レートはデフォルト率を反映せず、割安な金利設定が行われているとされている。しかし、このような状況が今後解消されていくかどうかを予想することは困難だが、企業倒産が増加する中で、銀行もデフォルト・リスクに即した金利設定を行わざるを得ない環境が強まっていることは確かであり、そうなれば割安な金利設定も解消に向かうだろう。実際、一部の銀行ではデフォルト率に基づく独自の信用格付を行っており、これが金利設定にも影響していく可能性は高いと思われる。

第二に引受証券会社については、銀行系証券子会社参入以降厳しい引受競争にさらされており、ここでは発行会社寄りの条件設定が頻発する状況があった。そのため、引受手数料の吐き出しがおこなわれるとともに、発行市場と流通市場との乖離も生じていたが、このような状況も解消される方向にあるものと考えられる。なぜならば、総合取引のメリットが低下したために、手数料を吐き出してまでも主幹事関係を維持・獲得するメリットは

相対的に縮小しているからである。したがって、引受証券会社の収益管理の徹底は、発行会社寄りといわれる条件設定を排除する要因となる。

第三に、機関投資家については、デフォルトの増加によって、投資姿勢が慎重になっており、これが低格付社債発行の阻害要因になっていることも指摘されているが、最近その投資姿勢に変化の兆候が見られる。すなわち、機関投資家がBBB格付社債投資に前向きになっており、実際大手生損保などには、購入する動きもあることが伝えられている。その際、銘柄選別や一件あたりの購入限度設定などが行われているようだが、このことは社内リスク管理体制とともに、リスク・リターンを分析した上で投資する体制が整いつつあることも表している。ただし、問題となるのは、実際に保有銘柄にデフォルトが発生した場合であろう。日本では証券市場の中でデフォルトに対応する手段をもたず、デリストレスト証券市場が発達している米国と比較すると、未成熟である。したがって、上場・公開企業に対しては破綻後も継続開示を義務づけるなど、デフォルトに対して証券市場で対応する制度的枠組みを整備することが重要な課題である。それなくしては、今後デフォルトが多発した場合、再び機関投資家の低格付銘柄に対する投資姿勢が硬化化する懸念が残る。

最後に、格付機関については、前述のように、信頼の確立のためには何よりもノウハウの蓄積であるが、最近のデフォルトの増加は、まさにそのための環境を提供するものであるといえる。

したがって、銀行を含めて市場参加者にはそれぞれ課題があり、その動向によって市場の拡大も大きな影響を受けているが、各市場参加者はそれぞれがさらされている環境変化のために、全体として市場原理に即した行動を余儀なくされる傾向にあるといえる。そして、このような傾向は今後も強まっていくものと思われる。その意味では、市場の拡大は市場参加者に委ねられているといえる。

ただし、今後も増加が予想されるデフォルトに対しては制度的な対応が必要だろう。これについては、別稿³⁾で論じたここでは繰り返さないが、受託銀行一括買取処理方式が終焉した現在、デフォルト処理に対しても市場原理が導入されることになる以上、情報開示を制度的に整備する必要があることを付け加えておきたい。

注

(1) 拙稿「普通社債発行とメインバンク」、『証券経済研究』、第二一号、一九九八年一月、参照。

(2) 総合取引のメリットとしては、引受証券会社にとっては、高い収益性が期待できる株式やエクイティ関連債の発行の主要事獲得につながることで、当該事業会社の余資運用の際にブローカー業務で手数料収入を得られること、さらに各種の情報が入手できることなどのメリットが挙げられる。また、主幹事関係が長期固定化することによって事業会社が得られるメリットとしては、増資環境整備が期待されること以外に、各種の情報あるいはアドバイスが得られ、それが主にファイナンスに関連する経営判断の材料になることが挙げられる。

(3) 拙稿「社債デフォルトとデリストレスト証券市場」、『証券経済研究』、第二三号、一九九八年五月、参照。