

最近の公社債発行市場の概況(下)

松尾 順介

はじめに

最近個人投資家が公社債投資に参加する傾向が強まっており、これが債券市場の特徴となっている。本稿では、前号に引き続き、公社債発行市場の概況を説明するが、今回は個人投資家の需要が増加している低格付け債、転換社債、ワラント債および仕組み債を取り上げ、さらに社債管理会社や登録機関の役割についても触れておく。

1 低格付け債

周知のように、格付けとは、公社債の元利払いの確実性を測定し、簡単な記号で表示したものであり、通常専門の格付け機関が行なっているものである。もともとは米国の社債市場で発達してきたものであり、一九三〇年代の大恐慌期に定着したとされている。それが日本でも一九八〇年代に導入され、現在社債発行企業は格付けを取得することが一般化している。現在、日本では、スタンダード&プアーズ、ムーディーズ、といった米系格付け機関のほか、日系の日本格付け投資情報センターおよび日本格付け研究所などが指定格付け機関として存在し活動している。

格付け機関は、格付けに当たり、担保の有無、財務上の特約、優先劣後条件などを踏まえ、財務および営業状況を分析し、元利払い能力を測定する。そして、その結果をA、B、Cといった記号で表示する。通常、AAA格は最上位の信用力を有し、元利払いに関する不確実性はほとんどないことを示している。以下、AA、A、BBと信用力は低下するが、この上位四格付けを通常投資適格とよんでいる。これを下回るBB格以下、B、C、CC、Cなどの債券はジャンク債とよばれるが、これらの債券は信用度が低いために高い利回りを設定されており、高利回り債(High-Yield債)ともよばれ、米国では相当規模の発行市場が定着している。

このようなジャンク債の発行市場が日本に存在しなかったのは、従来は適債基準が存在し、政策的に排除されたためであるが、現在では適債基準は撤廃されており、ジャンク債の新規発行に対する規制は存在しない。それにもかかわらずジャンク債のみならずBBB格社債の発行が低調なのは、一方では機関投資家の購入意欲が低いためであり、他方ではこれらの企業に対する銀行融資金利が社債金利より低いからである。機関投資家には、デフォルト(元利金の償還不能)・リスクの顕在化を恐れ、A格以上にしか投資しないところも多く、また銀行は中小企業への融資を消極化させている反面、BBB格前後の企業には積極的に貸し出しており、このクラスの企業の融資金利が相対的に割安になっている。そのために、あえてこのクラスの企業は社債発行を選択せず、社債発行市場は高格付けに偏ったものとなっている。

しかし、最近は以下で指摘するような変化も現れ始めている。

まず、ジャンク債の新規発行は見られないものの、BBB格の低格付け債の新規発行が増加していることである。九八年度のBBB格の発行総額は三四五億円(〇・三%)に過ぎなかったが、九九年度は上半期だけで三二〇億円に達し、普通社債の九・六%を占めるにいたっている。このようなBBB格の増加は個人投資家の需要に支えられており、新規発行のBBB格の大半は券面を一〇〇万円程度に設定した個人向け社債である。これは、長引く低金利で個人資金が少しでも高い利回りを求めて、よりリスクの高い債券に向かう傾向があることを示し

ている。さらに、引受証券会社も高格付け債の引受手数料が低下していることから、より手数料の高い個人向けBB格社債の引受に注力する傾向が強まっていることも指摘されている。例えば、今年一月の関西電力社債では、従来〇・三五%だった引受手数料が〇・三二五%に引き下げられたが、その反面BB格社債では、機関投資家向けのものでも〇・〇五%程度引き上げられる傾向が強まっている。さらに、個人向けBB格社債の手数料は、〇・五五%から一・〇%に設定されており、証券会社にとって、新たな収益源となることが期待されている。しかし、個人向け社債については、発行条件設定において、機関投資家向け社債より割安に設定されているという指摘もあり、場合によっては二〇bpの格差があったといわれている。このような発行条件設定が広く行なわれているとすれば、個人投資家は負担したりリスクに対して、より低い利回りしか享受できていないことを意味している。

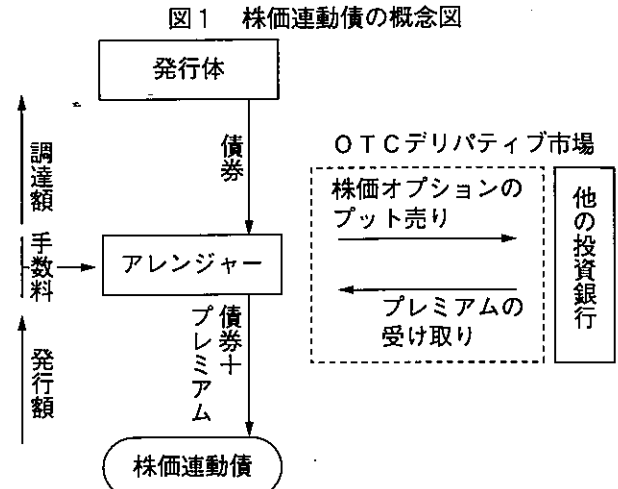
第二に、発行時点では投資適格債であったものが、その後格下げされて流通市場ジャンク債となるものが増加していることが挙げられる。このような債券は米国では「落ちた天使」と呼ばれているが、これが日本でも発行残高の一・三三%を占めるに至っており（九九年八月末、R&I調べ）、投資対象として注目されている。現在、これらの債券を対象とする私募投信も設定され、公募投信も企画されていることが報じられている。実際、すでに米国のジャンク債市場で運用する高利回り投信が人気を呼んでいることを考えると、かなりの需要が見込まれるものと思われる。ただし、これらのBB格以下の社債は、流動性が低く、機動的に社債を調達できるかどうか、さらに効率的なポートフォリオが組めるかどうかといった点が課題となるものと思われる。

2 転換社債・新株引受権付社債・仕組み債

まず、転換社債とは、株式への転換請求権が付与された普通社債であり、一定期間（転換請求期間）内に発行会社の株式に転換することができる。その際、転換によって発行される株価を転換価額といい、投資家は株式の時価がこれを上回ると転換請求権を行使することになる。この転換価額は予め決定され、原則として償還時まで変更されない。ただし、近年の株価低迷期には、転換価額の下方修正条項が付与された転換社債も発行された。さらに、最近は後述するように他社株式への転換が可能な他社株転換条項付き社債（EB）も発行され、個人投資家の需要を集めている。

次に、新株引受権付社債とは、新株引受権（ワラント）が付与された普通社債であり、新株引受権とは一定期間（行使期間）内に一定価格（行使価額）で一定株数（行使株数）の新株を買い取る権利であり、株式の時価が行使価額を上回ると権利行使が行われる。ただし、転換社債では社債が株式に転換されるため新規の払込金は不要であるが、新株引受権付社債は原則として払込金が必要になる。したがって、分離型ワラント債の場合は、ワラントだけを分離して売却することも可能である。

第三に、仕組み債とは、一般にデリバティブを組み込んだ債券の俗称であるが、近年様々な仕組み債が発行され、個人投資家にも販売されている。例えば、日経平均連動社債は、日経平均オプション取引を組み込んだ仕組み債であり、債券の金利にオプション料が上乘せされているため、高利回りとなっている（図1参照）。ただし、日経平均株価が上昇すれば、そのまま高利回りが享受できるが、下落するとオプションが行使されるため、損失が発生し、元本割れとなる。また、他社株転換条項付き社債（EB）は、予め対象企業を決定し、対象企業の個別株オプションを組み込んだ社債であり、債券の金利にオプション料が上乘せされているため高利回りが設定さ



(出所)「日経公社債情報」、1999年9月27日、2ページ。

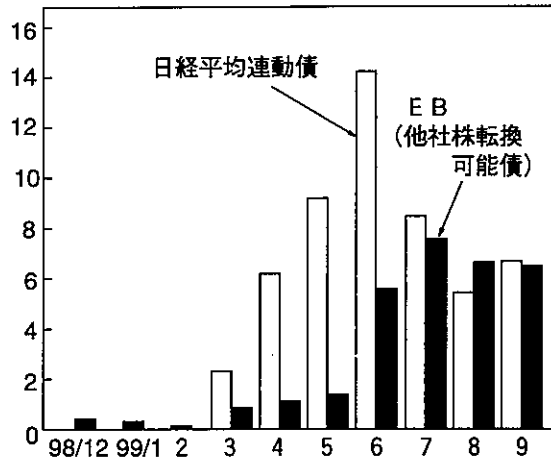
れている。この場合、対象企業の株価が上昇すればオプション料がそのまま取得できるため、投資家は高利回りを享受できるが、対象企業の株価が下がると、オプションが行使され、当該株式をその価格で引き取らなければならない。したがって、損失が発生することになるが、日経平均連動債とちがって、その場で損失を確定せず、株式を保有して株価の回復を待つことも可能である。その他、仕組み債として、通貨オプションを組み込んだもの、期限前償還条項をつけたもの（コーラブル）などもある。

これらの債券のうち、最近仕組み債に対する個人投資が拡大し、前述のような株価連動債は個人向け商品として定着しはじめている（表1参照）。しかし、次のような問題点も指摘されている。

第一に発行体の格付けは高格付けが多く、信用リスクは低いものの、流通市場がほとんどないために流動性リスクは高いという点

である。これらの株価連動債は期限の短いものがほとんどであるが、一部売却に応じる証券会社があるものの、投資家は持ちきりを余儀なくされる可能性が高い。第二に、現在の株価連動債は固定的なオプション料を受け取り、株価変動リスクを負担しているが、このリターンがリスクに見合っていないことも指摘されている。すなわち、潜在的な投資家のリスクを考えると、現在の利回りは低すぎるにもかかわらず、リスク判断能力のない個人に対して、これらの債券が販売されていることが指摘されている。実際、日経平均連動債が頻繁に組成されると、

表1 株価連動債の発行額推移（百億円）



(出所)「日経公社債情報」、1999年9月27日、2ページ。

プット・オプションの売りが急増し、プレミアムの低下を引き起こし、それ自体が利回りの低下要因となる。しかし、個人投資家はリスクではなく、預金金利などとの見合いで投資するため、割安な利回りでも投資するという指摘である。株価変動リスクは、現在のような株価上昇局面では顕在化していないが、株価が不安定化すれば顕在化する可能性が高く、販売証券会社は充分なリスクの説明とともに、リスク・リターンの観点から商品を選別する必要もあると思われる。

3 社債管理会社

社債投資家である社債権者保護の観点から社債を管理するのが社債管理会社である。九三年六月、商法等の一部を改正する法律（改正商法）が法律六二号として公布され、ここに従来の社債受託制度の抜本的な改革が実現した。この改革によって、従来の「社債募集の受託会社」は、「社債管理会社」と名称を改められ、その機能も明確化されることとなった。具体的には、①「社債募集ノ委託ヲ受ケタル会社」（募集の受託会社）を条文から削除すること、②社債管理会社を新設し、原則として強制設置とする、③社債管理会社の資格を銀行、信託、担保付社債信託法上の免許を受けた会社に限定する、④社債管理会社の業務を発行後の社債管理に限定する、⑤現在受託会社が行っている発行段階の業務に関する規定を条文から削除する、⑥社債管理会社の権限・義務・責任を明確化する、という

ものである。すなわち、社債管理会社はその役割を発行後の社債管理業務に限定され、発行時の事務代行業務は本来業務でなく、例えば証券会社が行うことも可能とされた。つまり、従来の社債受託会社は、発行時に発行内容に関与することによって、社債市場をミクロ的に規制し、フィナンシャル・アドバイザー的な役割を果たしてきたわけだが、その際募集の受託会社として発行事務を代行することが法律的な手がかりとなっていた。それが、社債管理会社では本来業務ではないこととされ、証券会社に開放されたことの意義は大きい。したがって、社債受託会社が個別の発行会社の社債発行に関与する余地は、法律上取り払われ、ここに従来の社債受託制度の個別発行体に対する規制的作用はその根柢を失い、終焉した。さらに、これによって受託銀行の徴収していた手数料も、社債管理手数料と改称されるとともに、大幅に引き下げられ、さらに社債管理会社設置の例外規定があったことから、不設置の社債発行も拡大し、その既得権益はほぼすべて放棄されたといえる。

この改正による影響として、①手数料が引き下げられ、従来の募集受託関連手数料は、改正後大幅に低下したこと、②社債管理会社の強制設置に例外規定が設けられたことによって、社債管理会社を設置せず、財務代理人だけを設置する、いわゆる「不設置債」が増加し、現在ではこれが一般化していること、③社債管理会社の業務が明確化されたことによって、従来行われていた受託銀行によるデフォルト債の一括買取りが行われず、実際その後の経過をみると不買取りが定着したといえること、などが挙げられる。

このうち投資家にとっては、従来の受託銀行一括買取り処理が行われなくなったことが重要である。というのは、従来の一括買取り処理は、額面価格ないしは経過利子を上乗せした理論価格で行なわれていたため、社債投資家は社債がデフォルトしてもほとんど損失を被ることがなく、デフォルト・リスクを負担していないに等しかった。しかし、この改正を契機に買取り処理の慣行は崩れ、最近発生したデフォルト事例ではいずれも投資家が損失を被っている。ただし、社債管理会社を設置されていたヤオハン債の事例では、デフォルトの直前に社債管理会社が預金を担保として担保付に切り替えたこともあって、結果的に弁済率が高まった。これをきっかけにして、最近では生保などの機関投資家からも社債管理会社の設置を求める意見も出されており、また社債管理会社設置債のほうが利回りは低く設定されているという指摘もある。

4 公社債の登録

公社債の登録制度とは、公社債の保有者が本券を保有する代わりに、予め指定された登録機関に登録することで、発行者および第三者に対抗できるようにする制度であり、ここに登録した債券は登録債とよばれ、本券の発行は不要となる。ただし、国債の登録制度とその他債券の登録制度は異なっている。

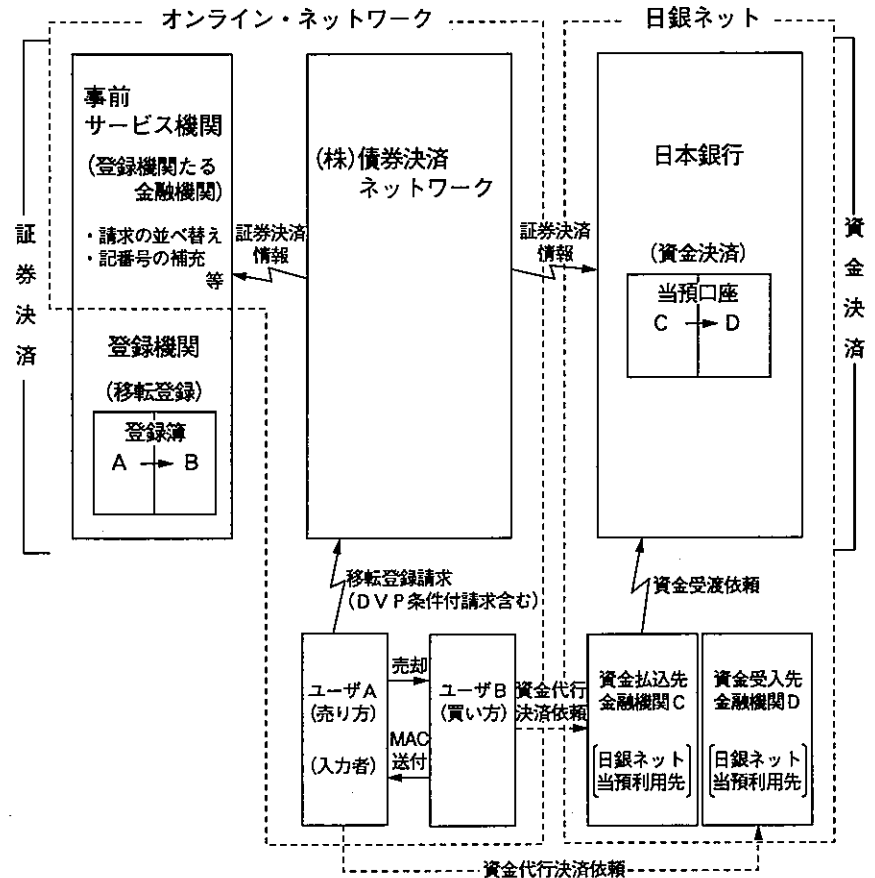
まず、国債の登録制度は、「国債に関する法律」(一九〇六年)および「国債規則」(一九二二年)に規定されており、登録機関は日本銀行本店およびその代理店である。登録請求は、国債登録請求書に国債の名称、記番号、金額、元利金支払い場所などを記載し、印鑑票と国債証券を添えて提出する。登録国債の保有者には、国債登録簿登録済通知書が交付される。登録国債が売買された際には、移転登録が行なわれる。

次に、国債以外の登録は、社債等登録法(一九四二年)によって行なわれ、社債のほか、地方債、特殊債、外国債にも準用されている。社債等の登録機関は、日銀ではなく、主務大臣が指定する金融機関であり、社債管理会者(または財務代理人)または担保の受託会社がこれに指定されることになっている。したがって、銘柄毎に登録機関は異なり、多数の金融機関に分散している。また、新発債の投資家が登録債を希望する場合は、応募者登録請求書を登録機関に提出し、登録機関はこれを登録簿に記載し、登録済通知書を交付する。社債等が売買さ

れた場合は、移転登録を行うことになるが、それには売買当事者双方連署の移転登録請求書を提出するか、または買い手が移転登録請求書に売り手の譲渡承諾書を添付して提出することになっていたので、煩瑣で時間がかかっていた。しかし、九六年（株）債券決済ネットワーク（JBNet）が設立（九七年稼働開始）され、各社債の登録機関がオンライン・ネットワークで結ばれたため、移転登録が迅速化されている（図2参照）。

なお、登録債の利点とし

図1 オンライン・ネットワーク構成（移転登録請求）



(資料) 債券決済ネットワーク

て、①租税特別措置法上の指定金融機関は利息に対する税金を源泉徴収されない（本券の場合は源泉徴収後、法人税の先払いとして還付されるが、一定の日時を要する）、②券面や利札管理が簡便であることなどの点があるが、その反面欠点としては①無記名であっても購入などの際記名捺印が必要、②指定金融機関と一般投資家との間で、税制上不公平があり、同一銘柄でも価格差を生じている場合があること、などの点が指摘されている。とくに後者の点は税制と登録制度が深く関係していることを示しており、流通市場活性化のためには、これらの制度改正を含めた制度改革が必要であると思われる。

(まつお じゅんすけ・兼任研究員)