

信用リスクを織り込む社債・金融債市場

金融研究部 室町幸雄

1. はじめに

1997年度の企業倒産件数(17,439件)は、1995年度の15,006件を上回り、バブル崩壊以降の最高水準を記録したが、1998年度も昨年度を上回る水準で倒産が発生している。金融機関や証券会社、事業会社の大型倒産のニュースにも耳慣れた感のある我々だが、そのような中、昨年末の日本国土開発の会社更生法申請は、また一つ新たな意味を持つ。国内の公募普通社債で初めて実損の伴うデフォルト(債務不履行)となるからである。

今回デフォルトに陥ったのは、日本国土開発が発行した公募普通社債4本(計500億円)と、転換社債1本(71億円)で、総額571億円という金額は、一昨年のヤオハンジャパン(転換社債344億円)を大きく上回る。同じく一昨年に自主廃業した山一証券の転換社債の総額は、今回をさらに上回るが、これは日銀特融を使って額面で全額償還された。このため、今回の日本国土開発債のデフォルトと、その後の処理は、注目に値すると思われる。

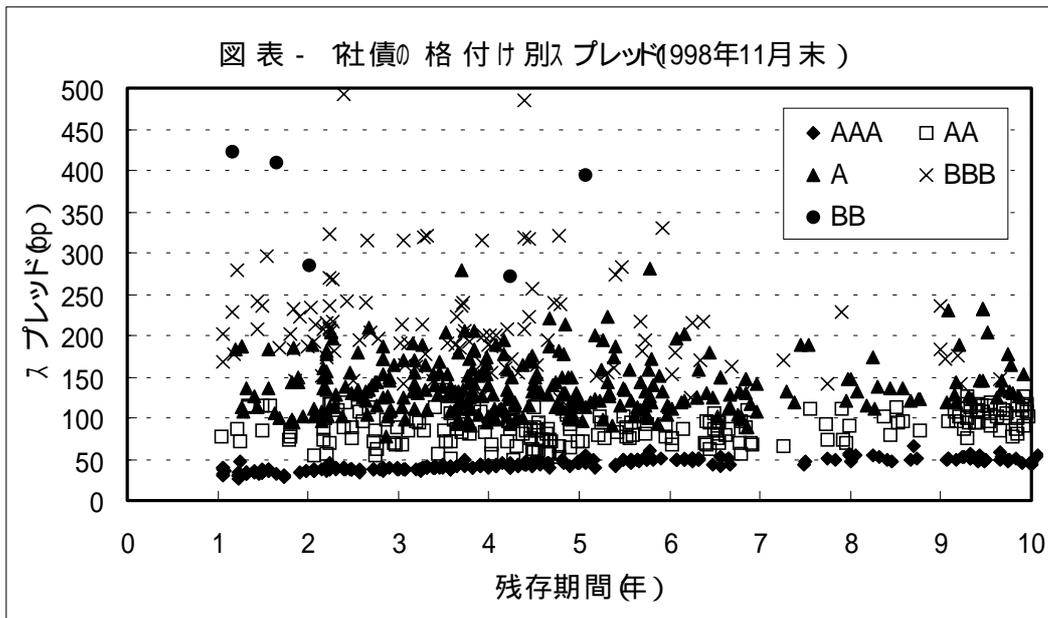
そこで、本稿では、最近の国内普通社債や金融債の流通市場における価格の動向を観察し、

格付けや株価との関連にも触れながら、市場の現状を簡単にまとめる。

2. 格付けとスプレッド

本稿では、社債価格そのものではなく、社債利回りの国債利回りに対する格差(以下、スプレッドと略)を分析する。通常、債券は、将来の市場金利の変動による価格変動リスク(市場リスク)、発行体のデフォルトを原因とする信用リスク、流動性が十分確保されていないことによる流動性リスクなど、様々なリスクを抱えており、それらの総合評価として価格(利回り)が決まる。ここで用いるスプレッドは、国債と社債の抱えるリスクの差に対する市場参加者の評価を反映しているため、両者の決定的な違いである、信用リスクの分析に適している。

図表-1は、1998年11月末における格付け別スプレッドの期間構造である。銘柄によるばらつきはあるが、格付けが低いほどスプレッドが高い、という関係が見られる。これは、格付けが低い社債は、将来デフォルトに陥る可能性が高く、信用リスクが大きい分、投資家の要求リターンも高くなるからである。また、期間構造はフラットかやや右上がり気味であり、理論

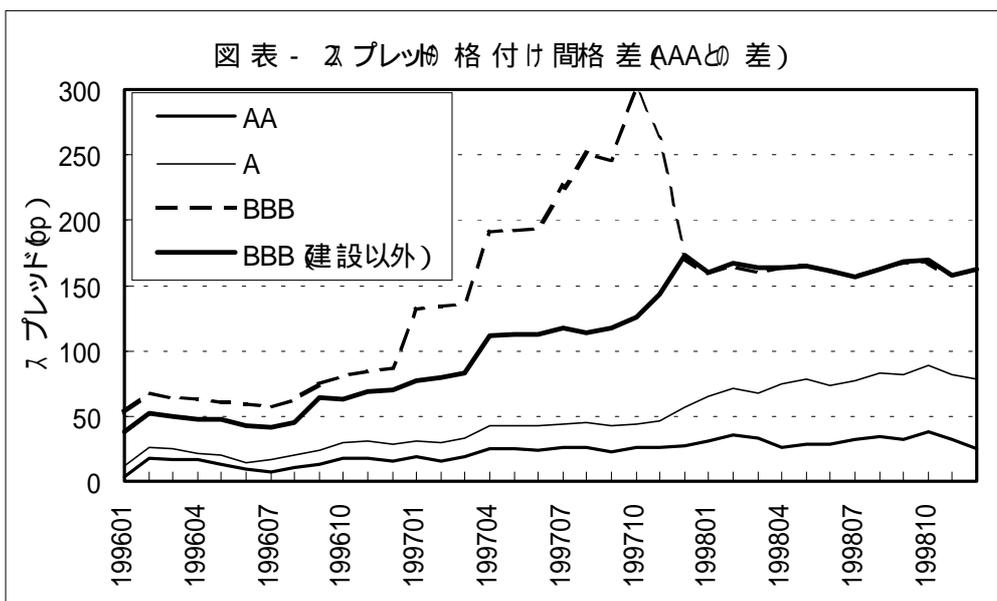


と整合的である。最近ようやく、信用リスクに対する投資家の評価が、あるべき姿に近付いてきた、と言えよう。

図表 - 2は、AAA格と、それより低い格付けとの平均的なスプレッド格差の推移で、最近の信用不安増大の影響を見たものである。(BBB格については、建設会社を除外した場合も示した。)3年ほど前から、格付けに応じたスプレッド格差が形成されており、その格差が近年拡大傾向にあることがわかる。さらに、1997年

秋頃からA格やBBB格でスプレッドが拡大しているのは、大手金融機関(三洋証券、北海道拓殖銀行、山一証券)が破綻した時期と一致する。これらの事件が、投資家の信用リスクに対する警戒感を一段と高めたようである。

まとめると、国内普通社債市場は、ここ数年間で、以前より格段に信用リスクに敏感になってきた、と言えよう。



3. 倒産会社のスプレッド、株価、格付け

次に、昨年倒産したトーア・スチールと日本国土開発の社債のスプレッドと株価の推移を、図表 - 3 に示す。株価動向が信用リスクを敏感に反映することはよく指摘されているが、その傾向はこの図にも現れている。

日本国土開発のスプレッドは、他の建設会社と同様、1997 年に入ると上昇し始め、さらに同年秋以降に急拡大し、会社更生法を申請する直前には 30% (3000 ベーシス) 以上にまで達した。一方、株価はずっと低下局面にあり、1997 年に入ると 300 円を割り、同年秋には 100 円も割っていた。

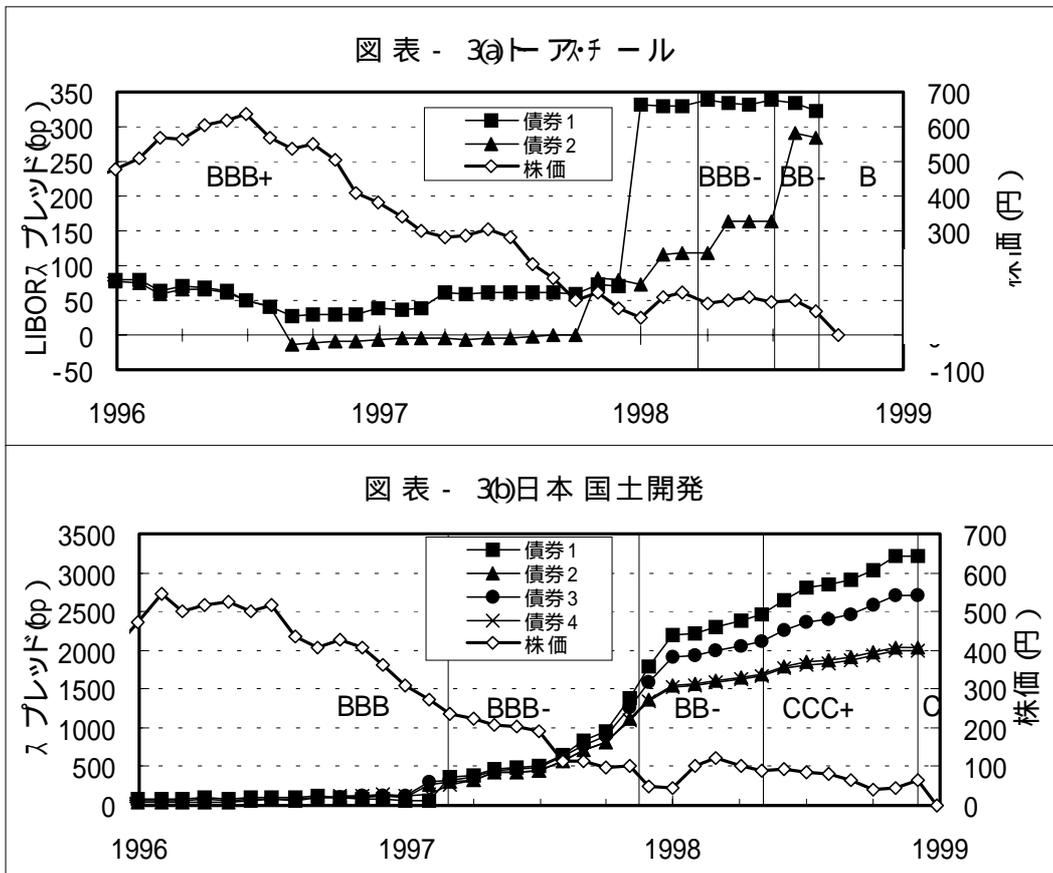
トーア・スチールも、株価はずっと低下してきたが、スプレッドが急上昇したのは 1997 年末、株価が 100 円割れする頃からである。

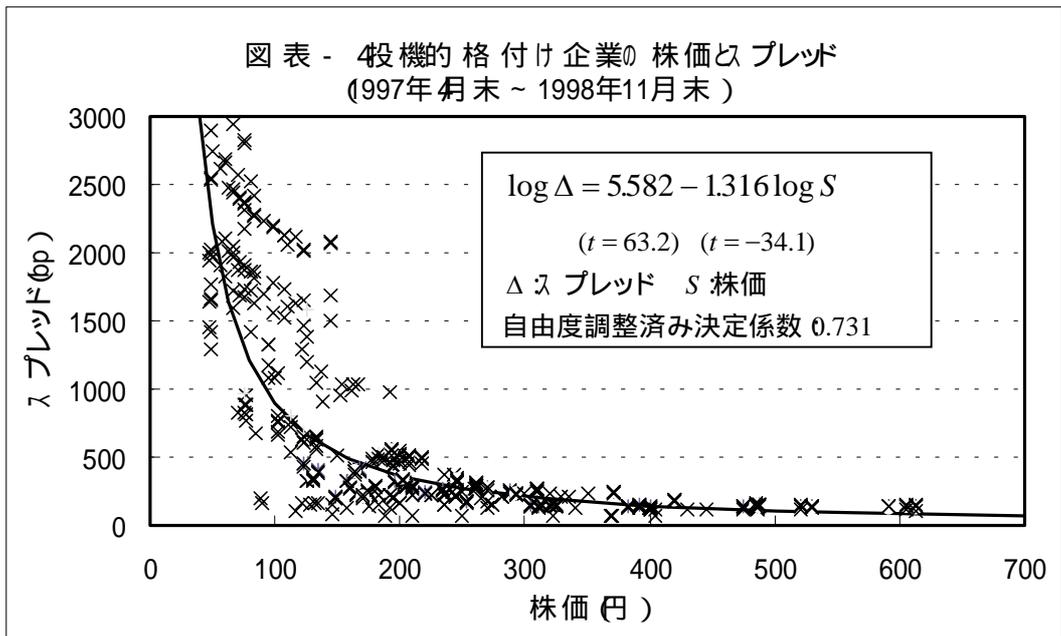
株価がある水準より高いときは、株価が下落

してもスプレッドは変化しないが、ある程度水準まで下落すると、スプレッドは急拡大する。そのトリガーとなる株価水準は、トーア・スチールでは約 100 円、日本国土開発では約 300 円付近であった。

同様の分析を、1998 年 11 月末時点で投機的格付け (BB+ 格以下) の企業の社債を対象に行った結果を、図表 - 4 に示す。株価 300 円付近でスプレッド拡大が顕著になり、その後 200 円、100 円を割るにつれ、10% (1000 ベーシス) 以上へと急拡大していくことがわかる。なお、図表 - 4 中の実線は、株価とスプレッドの平均的な関係を示している。

また、図表 - 3 に示したように、格付けは、スプレッドの動向に合わせて、トーア・スチールでは BBB+ から B へ、日本国土開発では BBB から C へと低下した。ただし、格付け変化のタイミングは、スプレッド拡大に比べて、やや遅



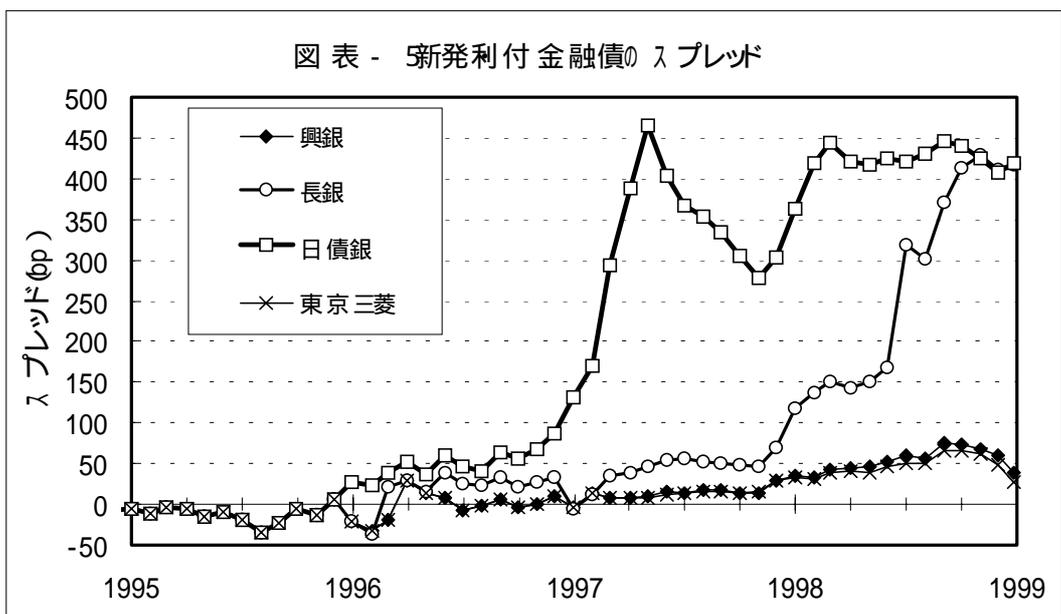


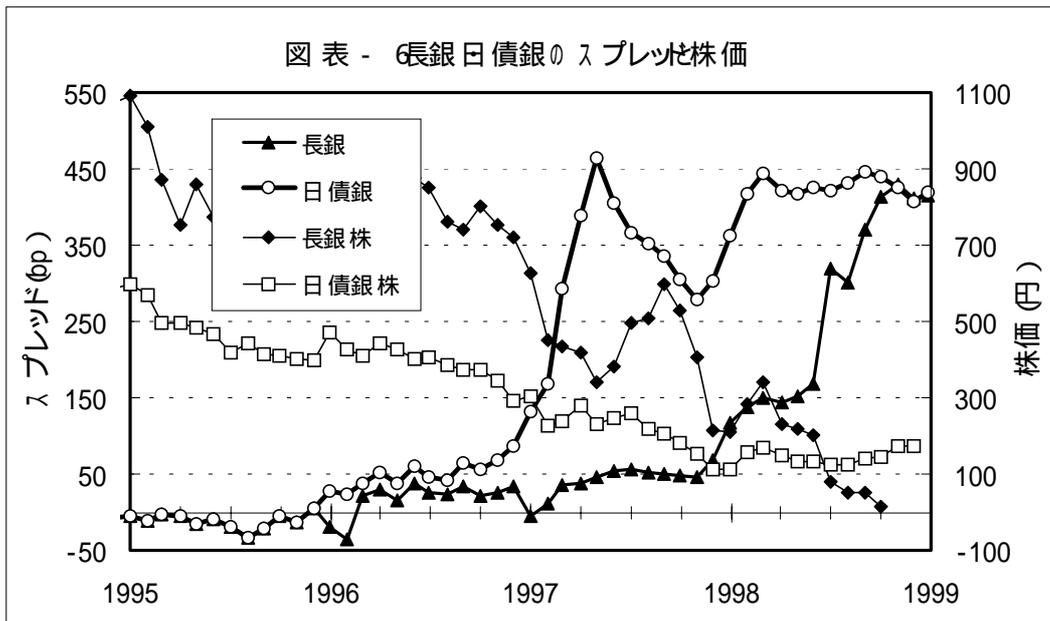
れ気味であった。

4. 金融債市場の近況

図表 - 5 に、満期 5 年の新発・利付金融債の流通市場におけるスプレッドの推移を示す。昨年一時国有化された日本長期信用銀行（長銀）と日本債券信用銀行（日債銀）の金融債には、他に比べて著しく高いスプレッドがついてい

る。日債銀は、1995 年末に金融債としては初めてスプレッド格差がつき始めた後、1997 年に入ると、前述の建設会社と同様に、スプレッドが拡大した。その後しばらく縮小したが、同年末に再度拡大したまま高水準を保った。一方、長銀は、日債銀にやや遅れて 1996 年にスプレッド格差がつき始め、その後安定していたが、1997 年末に急拡大し、住友信託銀行との合併発表があった 1998 年央には再度拡大して、日





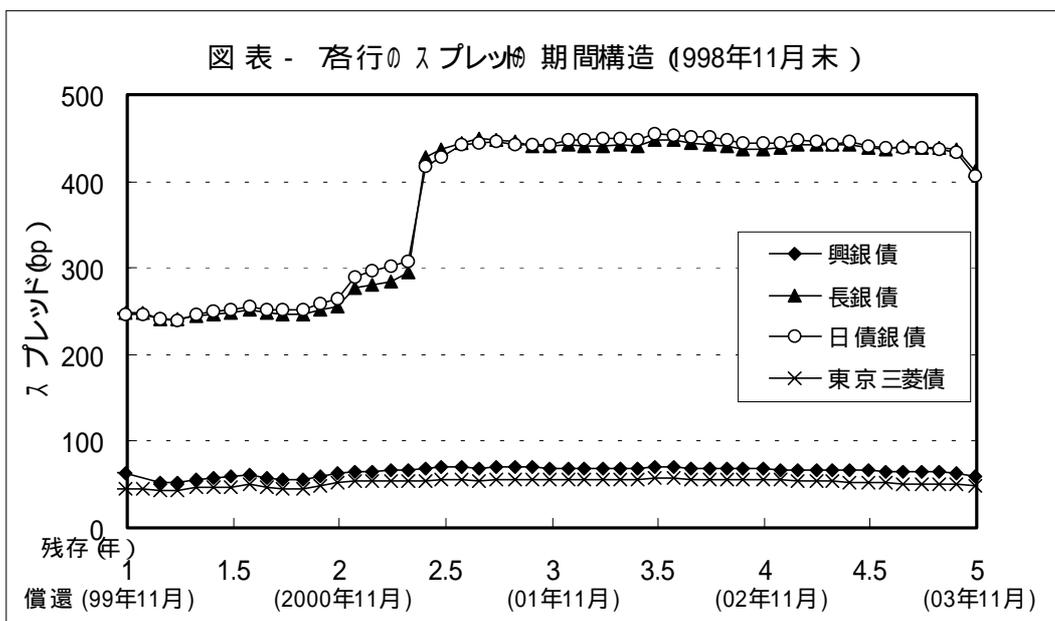
債銀と同水準となった。

この2社の新発債のスプレッドと株価の推移を見る(図表-6)と、やはり両者の動きには関係があるようである。特に、日債銀のスプレッドが急拡大を見せた1997年初に、また、長銀では1997年末には、ともに株価が300円を割り込んでいる。

次に、1998年11月末における各行のスプレッドの期間構造を図表-7に示す。日債銀と長銀のスプレッドは、新発債だけでなく、全期間

を通じて、他の銀行よりかなり高い。以前はほぼ同じだった、その他の銀行のスプレッドも、ここ1~2年は、20ベース程度の差がつくようになってきた。ここでも、投資家による銘柄選別が進行しているようである。

また、長銀と日債銀の2行には、残存2.3年付近(2001年3月償還の銘柄と4月償還の銘柄の間)にスプレッドの大きなジャンプが見られる。これは1998年4月に初めて現れ、その後徐々に拡大し、現在では1%(100ベース)



を越えている。このジャンプは、当局の金融債保護に関する姿勢が、2001年3月を境に変わることを反映していると考えられる。

また、数年前までは、新発・金融債のスプレッドは既発債より数十ベース低かったが、最近は数ベース程度にまで縮小した。

5. おわりに

以上のように、普通社債市場や金融債市場は、折からの金融システム不安を反映して、信用リスクに対し、かなり敏感になりつつある。

このような状況下で発生した日本国土開発債のデフォルトにより、投資家は、今まであまり重視していなかった債務の優先・劣後性や担保に関する制約など、回収に関する条項にも十分注意を払って、シビアに信用リスク評価を行うようになると思われる。一方、過去の推定デフォルト確率は、10年間でBBB格で7%、BB格以下でも23%に過ぎないことを考えると、ジャンク債を中心に、ハイ・イールド債市場形成の動きが出てきても不思議ではない。

どのような経過を辿るにしろ、今後の社債市場や金融債市場では、より合理的な価格形成が進展すると見られるが、それは両市場の発展にとって望ましいことであろう。

帝国データバンクの企業倒産情報に基づく。1998年度は、上半期だけで1万件を越えている。1998暦年は19,171件で、暦年別では戦後2番目の水準。

価格データは店頭基準気配、格付けはR&I（日本格付投資情報センター、旧日本公社債研究所）のものを使用した。

スプレッドが非常に高いB格は、図表-1で割愛したが、その期間構造は右下がり気味である。これもまた、理論（低格付では期間構造は右下がりになる）と整合的である。

このような変化は、1997年4月の店頭基準気配の制度改革（対象銘柄数や気配報告会員数が大幅増加）を境に発生した。さらに、同一銘柄の利回り推移を調べると、制度改革を境にジャンプしているものが多く、価格データの質的变化が示唆される。

スプレッドには、格付け、残存期間、クーポンレート、担保の有無が影響すると考えて、これらの要因で、スプレッドを説

明するモデル式を作成し、格付けの違いによるスプレッド格差を、各月ごとに算出した。

1997年秋にBBB格のスプレッドが急低下したのは、スプレッドの高い建設業の社債がBB格に格下げされて、なくなったからである。

データの一貫性を考慮して、日本国土開発債の価格には店頭基準気配を、トーア・スチール債の価格には、某大手証券会社のオファー価格を用いた。格付けは、R&Iのものを用いた。なお、図表-3(a)に限り、LIBORに対するスプレッド（LIBORスプレッド）を用いた。

1998年11月末時点でBB+以下（R&I）の企業を選び、1997年4月以降の株価と社債（24銘柄）のスプレッドを、月次でプロットした。

実線は、スプレッドと株価の対数をとって、回帰分析して得られた結果である。

農林中央金庫債と全国信用金庫連合会債のスプレッドは東京三菱債と同程度で、商工組合中央金庫債はそれらよりやや低い。

預金保険法では、預金者一人当たり一金融機関につき元本1000万円まで、預金保険機構が保証することになっているが、金融債はこの保証の対象外である。しかし、昨今の金融システム不安の高まりに対し、金融債も2001年3月まで全額保護すると、蔵相が明言した。それに関わらず、保護されるはずの銘柄の一部でスプレッドが高いのは、市場がその談話を全面的には信用していないこと、もし信用できるとしても、具体的な保護の手続きが明確でないこと、万一のとき、売却しようとしても売れないリスク（流動性リスク）があること、を反映していると思われる。

新発債は、既発債に比べて取引量が多いため、割高（低利回り）になると考えられる。

R&Iレポート（1998年5月）の信用リスク比率を使用。実績倒産確率よりかなり高い。

・ 本レポート記載のデータは各種の情報源から入手、加工したのですがその正確性と完全性を保障するものではありません。

・ 本レポート内容について、将来見解を変更することもありません。

・ 本レポートは情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、契約の締結や解約を勧誘するものではありません。なお、ニッセイ基礎研究所に対する書面による同意なしに本レポートを複製、引用、配布することを禁じます。

Copyright © ニッセイ基礎研究所 1996 All Rights Reserved