

# 低格付け社債市場の 活性化に向けて

～企業金融のあり方に対する一考察～



金融研究部門 徳島 勝幸

k-toku@nli-research.co.jp

## 1——低格付け社債市場の現状

### 1 | リーマン・ショックの影響が色濃く残る

社債市場は、2009年度に入って、ようやく2008年秋に発生したリーマン・ショックの影響から回復したと言われる。日本銀行も2009年10月の金融政策決定会合において、2009年末をもってコマーシャル・ペーパー及び社債を対象とする買入れオペレーションの終了を決定した。

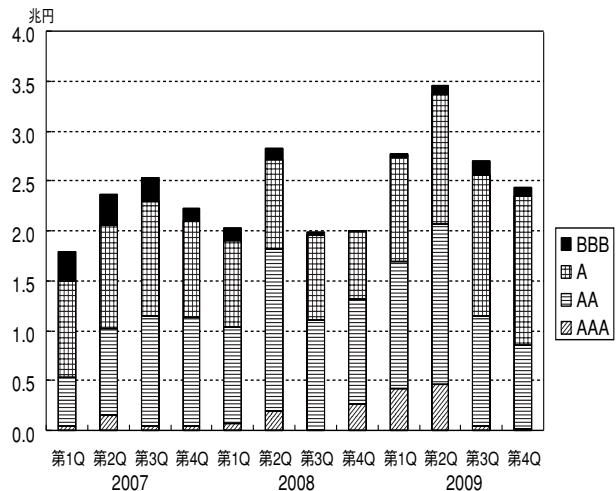
リーマン・ショックの影響は、2008年度後半において、単に社債発行市場の機能不全（図表-1）のみならず、地方債や政府保証債ですら起債が見送られた他、トヨタ自動車のような高格付けの社債であっても、流通市場で価格が付かないといった状況に陥っていた。同時に、クレジット・デリバティブ市場も、主要な市場参加者であったリーマンブラザーズの破綻や米国AIGへの公的資金の注入によって、まさに「麻痺」していたのであった。

確かに、2009年4月以降、株価の上昇とあいまって、社債市場の状況は全般的に回復していると見えるかもしれない。新規の起債は継続的にあるし、流通市場での取引も通常に行われるようになっている。中でも、地方債や高格付け

の財投機関債・電力債等のスプレッド（上乗せ金利）は、リーマン・ショック以前よりもタイトな水準となっている。

そもそも高格付け社債のスプレッドが、国債対比+0.1%よりタイトな水準にまで割り込んでしまった状況では、売買を行う際に必要なビッド/アスクのスプレッドを考えると、もはや単純に国債を購入した方が期間収益は大きい。しかし、バイ・アンド・ホールドが前提の投資家にとっては、例えわずかでも、国債を上回るスプレッドが乗ってさえいれば、投資妙味があると考えようである。

[図表-1] 格付け別の社債募集状況



(注) 格付けは国内系2社のうち低いもの。条件決定日ベース。  
(資料) ニッセイ基礎研究所

そもそも高格付け社債の好調さは、一部の大手機関投資家が、従来国債購入に回していた資金を、4月以降積極的に地方債や財投機関債及び高格付け社債への投資に振り向けたために生じたものと考えられる。必ずしもクレジット投資のノウハウを十分に持っていないことから、高格付け社債までに限定して投資したことで発生した市場の歪みである。

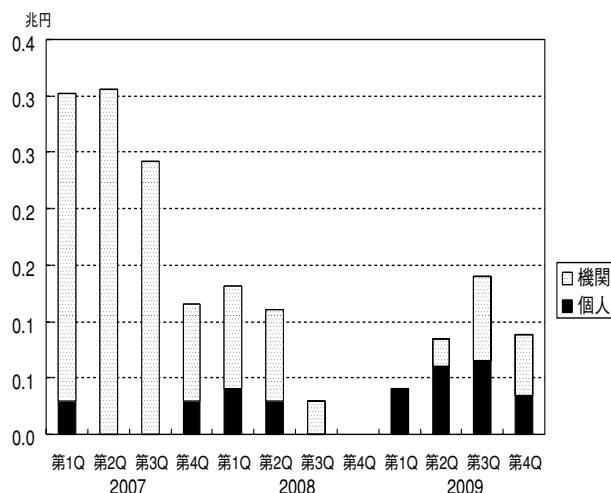
その他の機関投資家の中でも、地域金融機関や年金基金等は、やや遅れて社債等を買ったものの、スプレッドが2009年4月以降急速にタイトな水準となったために、投資判断の

目線が合わず、容易には購入できなかったのである。

## 2 | 個人投資家向け社債に頼る BBB 格債

このような高格付け社債の好調さは、あくまでも局所的な現象であって、必ずしも社債市場全般のものではない。BBBといった低格付けの社債に関しては、2009年度に入っても、鉄道・通信といったインフラ関連ビジネスに従事する企業しか起債できていないのが実状であり、そのうちの多くが、個人投資家向けの起債なのである。過去に遡ると、2007年当時はBBB格の社債の多くが機関投資家向けに募集されていた。ところが、2009年は、その多くが個人投資家向けに募集されているのである（図表-2）。

〔図表-2〕 BBB格社債の内訳



（注）格付けは国内系2社のうち低いもの。条件決定日ベース。  
（資料）ニッセイ基礎研究所

低格付け社債の市場が本格的に回復していないのであるならば、日本銀行は、前述したコマーシャル・ペーパーや社債を対象とする買入れオペレーションを停止すべきではなかったとも考えられる。しかしながら、そもそも日本銀行による買入れの対象は、社債ではA格相当以上となっており、低格付けの銘柄を対象としていなかったのである。

2009年末までに複数回実施された社債に対す

る買入れオペレーションでは、結局、一度も募集された全額を満たす落札が行われることはなかったし、そもそも導入されたのが2月（第1回のオペ実施は2009年3月）であるから、対応アクションが遅かったという指摘もあながち的外れではない。もっとも、日本銀行が金融市場の安定化に向けた取組みを行っているというアナウンスメント効果こそが重要であり、日本銀行のバランスシートを、不必要に毀損するつもりがなかったものとも考えられる。

したがって、低格付け社債市場に対しては、リーマン・ショックの後も、日本銀行による直接のサポートはなかったし、図表-3に示した複数の公募普通社債のデフォルト（破綻）もあって、市場の回復には程遠い状況となっている。しかも、低格付け社債市場には以前から根本的な課題が複数存在していたし、足元では幾つかの課題が顕在化したように思われる。

〔図表-3〕 近年の公募普通社債デフォルト事例

2001年 9月 マイカル  
2008年 6月 スルガコーポレーション  
7月 ゼファー  
8月 アーバンコーポレイション  
2009年 2月 日本綜合地所  
3月 パシフィックホールディングス  
6月 日本エスコン

## 2——低格付け社債市場活性化に向けた課題

### 1 | 情報開示に関する課題

日本においては、米国のような低格付け社債市場は存在していない。従来、その理由としては、リスクを積極的に取って高いリターンを狙う投資家が不足しているためであると説明されてきた。基本的には間違っていないが、それ以外の与件として、銀行による企業向け融資の存在を無視することはできない。

一方で、主要な機関投資家の姿勢については、サラリーマン投資家と揶揄されるファンドマネジャーの担当が大半であって、積極的なリスク・テイカーとなり難いことが背景にあることも事実である。ジョブ・ローテーションによって担当職務が定期的に変更される日本の一般的な会社組織では、問題発覚時に退社していれば逃げ切れるといった外資系的な狩猟優先の発想にはならない。投資行動の成果は、直接的にはないかもしれないが、同一の企業に所属する限り付いて回る可能性が高いのである。

日本の社債市場を活性化させ、低格付け社債投資のような、ハイ・リスクであるとともにハイ・リターンを狙う投資スタイルを可能にするためには、まず、社債の発行体による十分な情報開示が、必須である。金融庁による処分によって、問題の所在が明らかにされたアーバン・コーポレーションとBNPパリバ証券との間での複雑なスワップ取引のように、普通社債のパフォーマンスに影響のある重要情報が、株主・社債権者に遅滞なく開示される仕組みを構築すべきである。

投資家の判断に影響を及ぼすような重要な情報が開示されないまま、投資した後に影響が生じた場合には、投資家からの損害賠償請求に加えて、発行体及び関与した証券会社（金融商品取引業者）に対する制裁を、監督官庁及び自主規制機関である日本証券業協会が加えることを、明示しておくべきだろう。

更に、証券会社による投資家への情報開示・提供の充実も検討されるべきだろう。現状では、社債の発行前には、主幹事候補となっている証券会社から、クレジット・アナリストによる分析レポートが提供されることは珍しくない。これに対して、社債募集後の発行体に関する状況変化についてのレポートは、必ずしも充実していない。主幹事証券会社に、当該社債のマーケ

ット・メイクを義務付けることも必要であるが、同時に、アナリストによる定期的な分析レポートの提供を行わせることも、投資家の保有をより容易にすることに資するのではなからうか。

しかし、何と云っても、社債投資家が、抱えているリスクに対して十分な理解を有していなければ、投資対象等に関する情報が十分に提供されていても、意味はないのであるが。

## 2 | 社債管理者・財務上の特約に関する課題

起債後に発行体の財務内容が悪化したり、社債のデフォルトが生じたり、といった事態となっても、投資家による何らかの適切な対応が可能となる仕組みの構築も必要であろう。単に、手をこまねいているだけや、流通市場で社債を売却するしかないのであれば、それでなくとも厚みの乏しい市場の前で、投資家は途方に暮れてしまう。そのための一つの手段が、財務上の特約及び社債管理者の設置である。

1996年に財務上の特約等社債発行に関する諸ルールが自由化されて以降、徐々に様々な制度・枠組みが発行体及び手数料収入を優先する証券会社によって、なし崩し的に緩和されてきている。その結果として、投資家保護や市場規律の維持といった精神が、必ずしも十分に尊重されているとは思えない状態になっている。

まず、低格付け社債の場合は、原則として社債管理者を設置するよう引受証券会社が発行体を誘導してはどうだろうか。会社法の規定上は社債管理者の設置義務があり、社債の金額が1億円以上の場合等にその義務が免除されているに過ぎない。法的な義務はなくとも、市場の慣行として、社債管理者の設置をルール化することは可能だろう。

確かに社債管理者として、メインバンク以外の者が就任するのは、発行体の財務内容をモニタリングする上で、機能として不十分かもしれ

ない。一方、社債の発行体が破綻に瀕した場合には、メインバンクが社債管理者の任に当たることで、利益相反となる可能性が高い。従来でも、メインバンクが破綻直前に融資を引揚げたといった事例は枚挙に暇がない。したがって、社債発行企業が破綻するような場合には、融資残高を有するメインバンクは、社債管理者を辞任する、もしくは、代表社債権者を指名して破綻処理に当たらせるといった対応方法が考えられよう。

社債管理者を設置することによって、デフォルト処理における社債権者の負担を減少することができれば、低格付け社債への投資に対するハードルを、少しでも引き下げられるのではなかろうか。結果として、投資家の信頼を獲得しスプレッドを圧縮できるのであれば、社債管理者の設置コストを吸収できる可能性は高い。

また、社債管理者の設置を前提にすると、センサー機能を有する財務上の特約の効果発揮を期待することができる（図表－4）。財務上の特約は、自由化当初、BBB格の社債については旧来型のセンサー機能を持つ純資産維持条項・利益維持条項等の特約が付されていた。ところが、その後、BBB格の社債についても、発行体からの要請が強く、センサー条項が付加されなくなってしまったのである。

[図表－4] 主な財務上の特約（典型例）

<p>センサー条項：          純資産維持条項          利益維持条項          配当制限条項          劣後性回避条項：          担保提供制限条項（同順位特約等）          担附切替条項</p>
---

センサー条項を社債管理者の設置とセットで付加することによって投資家の安心を獲得できれば、低格付け社債に対する需要が期待できるかもしれない。更には、株主構成の変化に対応するChange of Control条項（サッポロホールディングス債の例）や格付維持条項（シンジケートローンに付されている例）のような、財務上の特約に関するバリエーションも意味があるのではなかろうか。近年では、シンジケートローンを中心に、融資に対するコベナンツ（特約）の議論が盛んになったが、再度、その成果を社債の特約に持ち込む価値があると思われる。

### 3 | 同順位（パリパス）の範囲に関する問題

同順位（パリパス）の範囲に関する問題とは、社債と融資等他の債権者との間における、債権確保の優劣に関する問題である。ラテン語に語源を有するパリパスといった概念が必要になるのは、担保提供制限条項（ネガティブプレッジ条項）において、融資債権者に対し社債権者がやや劣位な立場に置かれている結果となっているためである。この現象は、財務上の特約が1996年に自由化された直後から問題の可能性が指摘されていたものの、近年になってようやく具体的な事象の発生を見たことで、投資家や市場関係者の間で認識が一般化しつつある。

近年に募集された無担保普通社債のほとんどは、国内社債間限定同順位もしくは特定社債間限定同順位といった形になっている。即ち、純資産維持条項等旧来型の特約の付された社債を除いて、無担保普通社債の間でのみ同順位とするものである。

問題の所在を明らかにするためには、比較の対象として、融資との関係を考えると良い。何らかの理由によって、金融機関からの無担保融資に債務者が担保を提供するような事態が生じても、無担保社債はそのまま存置されるという

特約である。その結果、融資債権者は、担保の存在によって債権を保全することが可能となるのに対し、社債権者は無担保のまま存置され、債務者の財務内容が悪化した場合には、有担保債権と無担保の社債とで、債権の回収率に歴然とした差が生じる可能性が高いのである。

この現象が顕著に意識されたのは、まず、アーバン・コーポレイションの破綻に際してであった。同社は2008年8月に民事再生手続の適用を申請したが、直前の6月時点で、一部のシンジケートローンに付されていた格付維持条項（R&IもしくはJCRの格付けでBBB一格以上とする）に抵触したため、該当する融資については繰上弁済を行ったのである。ところが、無担保普通社債に付されていた担保提供制限条項は、国内社債間限定同順位とされていたために、既存の普通社債には何らの措置も取られなかったのである。

また、破綻事例ではないが、J-REITの投資法人の一つであるDA投資法人においても、一部の無担保借入に対して、融資債権者の要請で担保を提供することになったが、同順位であるすべての借入についてパリパスとするため、借入金のすべてについて担保が提供されている。一方、同法人が資本市場で募集した投資法人債については、融資と同順位になっていなかったことから、無担保のまま放置されたのである。

結局、低格付け社債の場合に、社債権者が融資債権者に対して劣位とならないようにするためには、パリパスの範囲を広くする必要がある。社債間限定同順位ではなく、(国内)債務間限定同順位とするべきなのである。

かつて無借金経営時代のイトーヨーカ堂は、高格付けでありながら、無担保普通社債の特約を国内債務間限定同順位としたことがある。AA格といった高格付け社債においては、実質的に国内債務間限定同順位とする必要性は乏しい

が、低格付け社債が融資に対して劣後しないようにするためには、近年、一般化している社債間限定同順位ではなく、債務間限定同順位として、融資とのパリパスを課保することに意味があろう。

もし国内債務間限定同順位となっているのであれば、アーバン・コーポレイションのような事例が発生しても、既存借入に付されているコベナンツに対する、社債権者からの開示要請は強くないだろう。しかし、現状のように、社債間限定同順位なのであれば、融資に付されている特約が社債権者に対して的確に開示されない限り、投資家が低格付け社債投資に対して、慎重なスタンスを取ることはやむを得ないのではなかろうか。

#### 4 | 格付けに関する課題

最後に、低格付け社債の市場性向上に資すると思われる取組みとして、格付けに関する取扱いの見直しを提言しておきたい。具体的に言えば、格付けが低水準であるものについては、原則として複数格付けの取得を市場の慣行として義務付けるべきではなかろうか。かつてのような行政指導に基づく適債基準ではなく、証券会社の引受審査において自主基準とすることが考えられよう。

2008年に入ってから、公募普通社債の発行残高のある企業で複数のデフォルトが発生している。そのほとんどにおいて、格付けを1社の格付会社からしか取得せずに、社債を募集している。近年で初めて公募普通社債を募集した企業の格付け取得状況を見ると、図表-5のようになっている。複数の格付会社から格付けを取得している社債は3分の1にも満たず、どちらかの国内系格付会社からのみ格付けを取得しているという例が多い。また、BBB水準の格付けとなっている場合では、ほとんどが1社からし

か格付けを取得していないのである。

〔図表-5〕 初回債の格付け取得状況

	全銘柄	うちBBB
複数格付け	15	2
R & Iのみ	18	3
J C Rのみ	18	11
合計	51	16

(注) 2006年～2009年の第1回債の状況  
(資料) ニッセイ基礎研究所

高格付けの社債においては、必ずしも複数格付けの意義は乏しいかもしれない。そこは発行体の自主的な判断に任せれば良い。しかし、A格やBBB格といった水準の発行体に関しては、複数の視点からの格付けがあることが望ましいのではなかろうか。

これまでのデフォルト事例及びサブプライム・ショックでの一連の展開を見てもわかるように、格付会社が評価を間違えることもある。そのため、1社からしか格付けを取得しない低格付けの起債は、避けるべきではないか。

ただし、複数格付けの取得促進が、投資家の投資判断に際しての自己責任を軽減するものではないことに、留意しなければならない。あくまでも格付けは投資家以外の第三者による指針であり、格付符号のみを盲信して投資判断を行うことは極めて危険である。

### 3—終わりに

投資の基本はあくまでも自己責任であり、そのために必要なのは、発行体等による情報開示の充実や、投資家保護に資する制度・枠組みの確立だけでなく、投資家の学習に基づいた投資判断・ノウハウの蓄積である。一連のサブプライム・ショックに端を発した金融危機において、改めて自己責任を実感した投資家は多かったと思われる。

クレジット投資に際しては、人的な意味でも

物的な意味でも、相当程度の資源投入と経験の蓄積が必要である。広い視野を有し鋭い情報感性を持つプロフェッショナルな投資担当者を、時間をかけて育成することが成功の鍵である。ただ、単に、国債を超過する利回りが得られるからといった安易な気持ちで臨む限り、クレジット・イベントに際して損失を被る投資家は、今後も後を絶たないだろう。

投資家が低格付け社債への投資によって損失を被ることがあってはならないといった、前時代的な主張を行うつもりはない。十分な分析に基づいて投資判断を行ったとしても、損失を被る可能性がゼロにならないからこそ、国債対比での超過収益を得ることができるのである。