

基礎研 レター

劣後債の適合性は厳しめに

金融研究部 上席研究員 徳島 勝幸
(03)3512-1845 k-toku@nli-research.co.jp

日本銀行による量的・質的金融緩和の影響により、円金利の水準はかつてないまでに低下している。特に、5年程度までの年限では金利水準がほぼゼロに近くなっており、銀行預金や中期年限の国債等を購入しても、得られる利息は極めて少ないものとなっている。欧州の一部主要国のように、10年国債の利回りがマイナスになるといった状況ではないが、利回りがゼロに近い水準では、複利効果による投資元本の増殖もわずかなものにならざるを得ない。金利水準がかつてないほどに低下し容易に上昇する見通しが持てない中では、利回り確保に向けた工夫が必要であり、具体的には、幾つかの対応方法が考えられる。まず、投資対象とする債券の年限をより長期のものとし、20年物や30年物の超長期国債にまで拡大するという取組みは、機関投資家なら可能であろう。ただし、個人投資家では容易に選択できるものでない。短期的な売買を重ねて利益を積み重ねることは、債券投資の基本であるバイ&ホールドに反する取組みであり、プロのディーラーでも限定的にしか取組まれていない。このように、債券領域において個人投資家にとって対応可能な取組みとしては、投資に関する情報の非対称性が存在することを考慮すると、極めて限定的なものとならざるを得ず、物価連動国債への投資といった金利上昇に備えることも視野に入れておくべきだろう。ところが、物価連動国債では、金融緩和が続いている現在の局面で、魅力的な利回りを得ることが出来ない。

日本の個人金融資産が、高齢富裕層に偏在していることは頓に知られている。しかも、その半分以上は預貯金や保険・年金の準備金といった形で、金融機関等を経由して資本市場に流入している。直接的に有価証券投資といった形で資本市場へ入って来るのは稀である。こうした構造を崩そうと、古くから「貯蓄から投資へ」といったキャンペーンによって投資への勧誘が行われ、また、教育資金等やジュニアNISAといった形で、世代間での資産シフトが促されている。確定拠出年金の対象者を拡大するという動きも、投資に対する習熟度の向上という意義も含んだものと解することが可能である。ところが、高齢富裕層は、古くから有価証券投資に関して多くの経験を積んでいることが少なくない。株式や売出債に加えて、投資信託や変額年金保険といった金融商品の主な購入者も高齢富裕層である。

こうした高齢富裕層への投資商品の販売に際しては、金融商品を取扱う業者における適合性原則の遵守が問題視されることが少なくない。適合性原則の法的な根拠となるのは、金融商品取引法第 40 条がある。

金融商品取引業者等は、業務の運営の状況が次の各号のいずれかに該当することのないように、その業務を行わなければならない。

一 金融商品取引行為について、顧客の知識、経験、財産の状況及び金融商品取引契約を締結する目的に照らして不相当と認められる勧誘を行つて投資者の保護に欠けることとなつており、又は欠けることとなるおそれがあること。(第二号略)

また、金融商品の販売等に関する法律第 3 条は、金融商品販売業者等の説明義務を規定しており、定められた重要事項について、予め顧客に説明していなければならないとしている。

金融商品販売業者等は、金融商品の販売等を業として行おうとするときは、当該金融商品の販売等に係る金融商品の販売が行われるまでの間に、顧客に対し、次に掲げる事項(括弧内略)について説明をしなければならない。

一 当該金融商品の販売について金利、通貨の価格、金融商品市場(括弧内略)における相場その他の指標に係る変動を直接の原因として元本欠損が生ずるおそれがあるときは、次に掲げる事項

イ 元本欠損が生ずるおそれがある旨

ロ 当該指標

ハ ロの指標に係る変動を直接の原因として元本欠損が生ずるおそれを生じさせる当該金融商品の販売に係る取引の仕組みのうちの重要な部分(第二号以下略)

更に、同条第 2 項は、

前項の説明は、顧客の知識、経験、財産の状況及び当該金融商品の販売に係る契約を締結する目的に照らして、当該顧客に理解されるために必要な方法及び程度によるものでなければならない。

としており、適合性原則と同様の趣旨を規定するものとなっている。これらの規定するところを平たく言ってしまうと、金融商品の取引に際して、特に投資元本に欠損の生じる恐れのある場合は、顧客の知識、経験、財産の状況等に照らして、当該顧客に理解されるために必要な方法及びそれに相応しい程度の説明を行い、間違っても投資家保護に欠けるものとなつてはならないのである。

一般的な金融商品取引の対象となる有価証券においては、通常の債券はともかく、株式ですら、価格の上下変動を考えると、適合性原則に則った募集行為が行われる必要があることは言うまでもないだろう。歴史的には、ワラントの募集で問題の生じたことが知られている他、近年では、仕組み債の募集でも同様の問題が少なからず生じていたことが知られている。仕組み債とは、利息や元本の償還に際して、通常の債券とは異なる仕組みを有したものであり、代表的なものとしては、株価指数や為替に連動するものがある他、オプションを内蔵することによって、不連続な投資価値の変化を発生させることも可能となっている。これまでも、仕組み債によって損失を被ったり、トリガーに触れたことで利息収入が得られなくなったりした投資家は、個人投資家に限られず、学校法人等でも複数の

例が報じられているし、密かに抱えたままで償還を待っている財団法人もあると考えられる。こうした諸法人と呼ばれる投資家は、低金利で苦しみつつ、より高い利回りを目指す中で、個人富裕層と同様に、仕組み債を購入しているものもあるようだ。リーマンショックによる市場の変動を受けて、一旦、落ち着いたかのように見えた仕組み債への投資も、日本銀行による量的・質的金融緩和の強化を受けて、金利水準が低下したことから、再び、強い需要を集めるようになってきているようである。

こうした仕組み債と必ずしも同列に論じることはできないが、典型的な債券とも株式とも異なった特性を有する証券が、個人投資家等にも販売されていることに留意する必要があると考えられる。機関投資家向けには以前から販売されているものであるが、最近では、債券と株式の中間の特性からハイブリッド証券などと格好良く呼ばれたりもするもので、海外の証券市場においては、普通に存在し投資対象とされて来た優先証券や劣後債といったものである。株式のように、大きな価格変動リスクを有していることが自明のものと理解とされていれば良いが、例えば、劣後債の場合には、シニア債と呼ばれる通常の社債よりも高い利息収入を得られることが出来るものの、その分、シニア債にはないリスクを負っているのである。債券の募集要項を十分に読み込むと、シニア債には付されていない劣後特約の付されていることがわかる。つまり、民事再生や会社更生等の劣後事由に該当した場合には、元本の償還が他の優先債務（一般の先取特権を有する債務の他、金融機関等からの借入金、事業取引に伴う売掛金、シニア債等の一般的な債務）の後順位となるのである。

日本の場合、民事再生法や会社更生法等の法的処理が行われた場合の債権回収率は経験的に概ね10%程度とされている。法的処理の対象となった場合に、株券が紙屑になることは良く知られている（現在では電子取引化されているために、電子屑である）が、劣後債の場合にも、まさにハイブリッド証券と分類されるのに相応しく、株式と同様に弁済されない可能性が高いのである。つまり、優先債務ですら約10%しか弁済されない中では、劣後債務の弁済率はゼロになることが多いと考えざるを得ないのである。なお、理論的には、優先債務に続いて劣後債務への弁済が行われ、その後で残余財産から株式への弁済が行われることになるので、株式よりは弁済される可能性が高いのであるが。

これまで日本の資本市場における公募形式での劣後債の募集は、金融機関によるものがほとんどを占めてきた。その後、近年になって事業会社による私募の劣後債や優先株も利用されるようになってきている。金融機関の募集する劣後債については、破綻処理の過程で公的資金の注入を受けることが期待されているために劣後債の弁済される可能性が高く、実際、これまでに銀行の劣後債が毀損した例はない。一部の金融機関では、個人投資家向けに劣後債を募集した例もあるが、公的資金注入によって元本毀損となる可能性が極めて低いことから、個人に向けた募集も十分に適合性原則の範囲内であったと考えることができたのである。

ところが、昨年になって、事業会社の劣後債を公募形式で個人投資家や様々な投資家に募集する例が見られる。投資家は、シニア債に対して劣後プレミアムが乗っていることもあって、高い利回りを得ることが出来る。同時に、募集の窓口となる証券会社も、高い水準の募集手数料を得ることが出来

る。加えて、発行体にとっては大量の資金調達が可能になることもあり、三方一両得であるかのように見える。しかし、高い利息を支払うことは収益を悪化させる要因であり、調達した資金でより高い利益を得ることが出来なければ、株主からの委任に反する行為となってしまうかねないのである。

事業会社の発行する劣後債を、広く個人投資家や諸法人に販売する場合には、そのリスクの所在や元本の毀損される可能性を、予め十分に説明しなければならないのではないか。利回り水準の高さのみを話材にして勧誘することは、厳に慎まれるべきである。投資家が機関投資家の場合でも、劣後リスクの意味することについて、的確に理解していることの確認は必要であろう。シニア債と異なるリターン／リスクプロファイルを有していることを理解されていないならば、不適合と批判されても仕方がないのではなかろうか。