

社債スプレッドの拡大と株価の下落

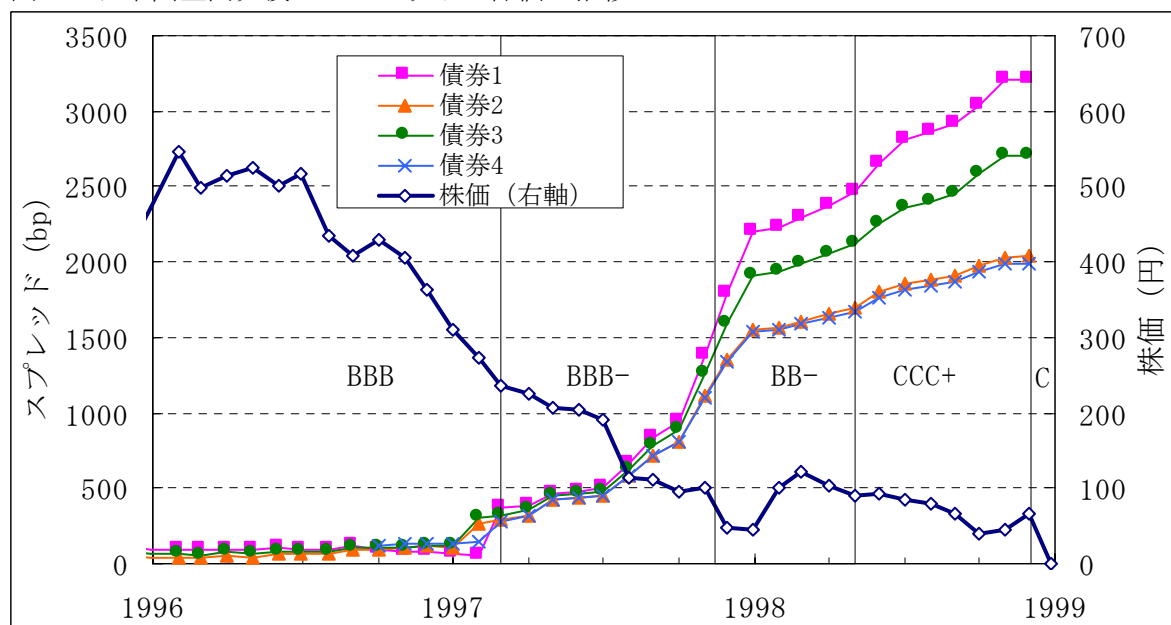
98年に過去最大の新規発行となった普通社債市場では、社債のスプレッドが信用リスクを反映した値になっている。特に、企業の信用力低下につれ、スプレッドが拡大する一方、株価は下落するが、両者には緩やかな関係が観察された。

最近の国内普通社債市場では、信用力の高い（高格付け）企業の社債は価格が高く（利回りが低く）、信用力の低い（低格付け）企業の社債は価格が安い（利回りが高い）という傾向が顕著である。数年前に比べて、社債価格が信用リスクをより反映するようになってきたのである。

ところで、株価も信用リスクを敏感に反映して変動するはずなので、同じ企業の株価と社債価格の変動を同時に観察してみた。ここでの分析には、社債価格の代わりに、社債の利回りと、残存期間の等しい国債の利回りの差（スプレッド）をデータとして使用する。スプレッドには、国債と社債の信用リスク格差が大きく反映しているものと考えられる。

まず、昨年12月に会社更生法を申請した日本国土開発の例を見てみよう。図1は、日本国土開発が発行していた普通社債4本のスプレッドと株価の推移である。

図1 日本国土開発債のスプレッドと株価の推移



(注) 社債価格は店頭基準気配、国債価格と株価は東証終値、格付けは日本格付投資情報センターのものを用いて、月末値を分析した。以下の分析も同様である。

日本国土開発の株価は 1996 年央からずっと下落傾向にあるが、社債のスプレッド拡大は、97 年に入り、株価が 300 円を割れてからのことである。その後、スプレッドは徐々に拡大し、97 年の年末には 1000 ベーシス（10%）を突破した。株価の方は、100 円ラインに接近し、まさに割り込もうとしていた時期である。98 年に入り、株価は一旦持ち直すが、スプレッドの拡大が止まらぬうちに、再度株価は 100 円を割れる。そして、12 月の会社更生法申請により、社債はデフォルトを迎えた。

なお、図 1 には（日系格付け機関による）格付け推移も示してある。スプレッドの変化の後を追いかけるようなタイミングで、BBB から C へと徐々に引き下げられている。

次に、株価と社債のスプレッドの関係を、より多くのデータを用いて観察してみよう。図 2 は、98 年 11 月末時点で投機的格付け（BB+以下）企業を選び、両者の関係を月次（97 年 4 月から 98 年 11 月まで）でプロットしたものである。

図 2 投機的格付け企業の株価と社債スプレッド

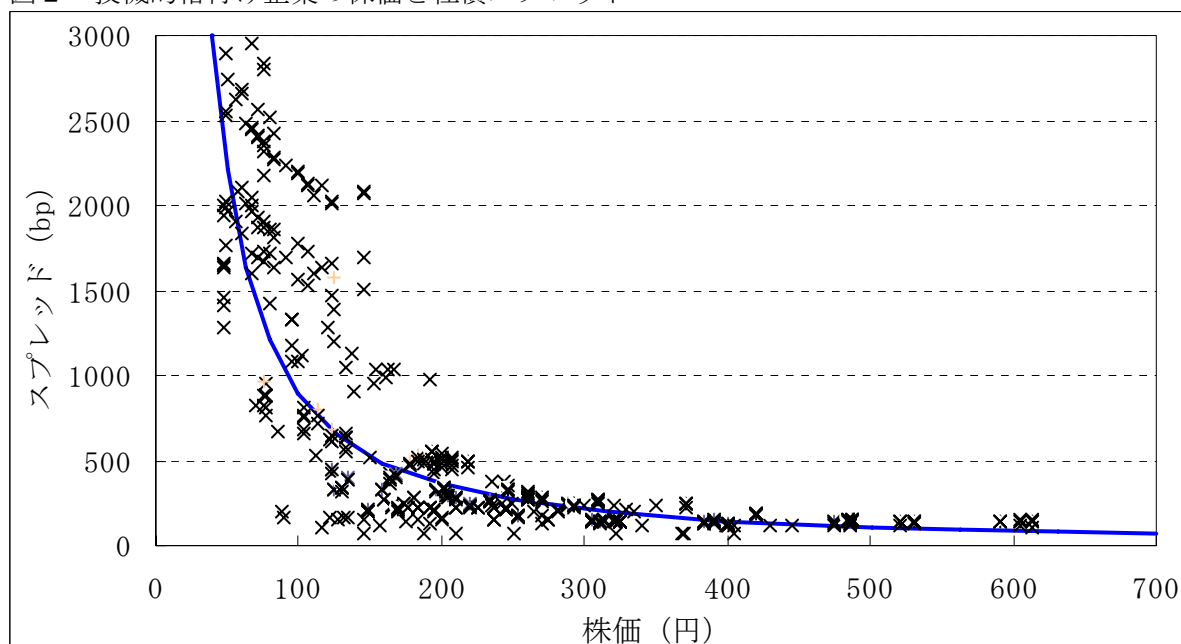


図 2 からは、「株価の低下につれて、スプレッドが拡大していく」傾向が読み取れる。大雑把に言えば、株価が 300 円を割れるあたりからスプレッドが顕著に拡大し始め、200 円割れでは 1000 ベーシス（10%）を越える社債も現れる。そして、株価 100 円割れでは、かなりの社債が 1000 ベーシスを大きく越え、3000 ベーシスに達するものまである。

図 2 の実線は、株価とスプレッドの平均的関係を、回帰分析により推定したものである。銘柄によるばらつきはあるが、企業の信用力が低下していく場合、株価とスプレッドは、大まかに実線に沿って右下から左下、そして急激に左上へと動いて行くのである。（ただし、ここで示した両者の関係は、投機的格付け企業において観察されたものであり、他の健全な企業にも当てはまるとは限らない。）