



魅力ある個人向け社債市場に向けて

高齢世帯の貯蓄を投資に向かわせるための一つの取組み



金融研究部門 上席主任研究員 徳島 勝幸

k-toku@nli-research.co.jp

1—はじめに

日本の個人金融資産は1,452兆円あまり存在する（2010年3月末日本銀行『資金循環統計』）が、そのうち株式等の有価証券で保有されているのは200兆円にも満たず、13.7%相当でしかない。中でも債券形態での保有は、国債・地方債・社債等を合わせても、39兆円にしかならないのである。「貯蓄から投資へ」と言われ続けてきているものの、実際のところ、証券投資へのシフトは緩やかにしか進んでいない。有価証券に様々な形態・特質を有するものが存在している中で、個人金融資産の多くが高齢層に偏在している事実を考えると、株式のような価格変動幅の大きい有価証券よりも、元本の償還が確定しているだけでなく、定期的な利払いの見込める債券への投資が、個人金融資産を振り向ける対象として適切であると考えられる。

個人向けの債券としては、財務省が定期的に募集している個人向け国債もあるが、利回りが低いために必ずしも好調な売行きとなっていない。地方債においても、2002年以降“ミニ公募地方債”といった形で地域住民向けの債券募集が拡大されており、ある程度の残高となっている。しかし、個人向け国債と同様に利回りが低いため、必ずしも売行きが好調とは限らず、場合によっては、取扱金融機関の店頭で募残となっていることもあるようだ。これらと比較すると、信用リスクを負っているために利回りの高くなっている個人向け社債は、投資先として有効な選択肢となりうるのではなかろうか。

2—個人向け社債市場の現状

1 | 個人向け社債とは

メディア等によって報道されているものの、個人向け社債には必ずしも厳密な定義が存在しない。社債とは言うまでもなく会社法に基づいて会社の発行する債券であり、金融商品取引法において募集形態に公募と私募との区分はあるものの、どちらも個人投資家向けに販売することが可能である。ただし、少人数私募と呼ばれる場合には統計的に捕捉することが容易でなく、本稿で個人向け社債と表

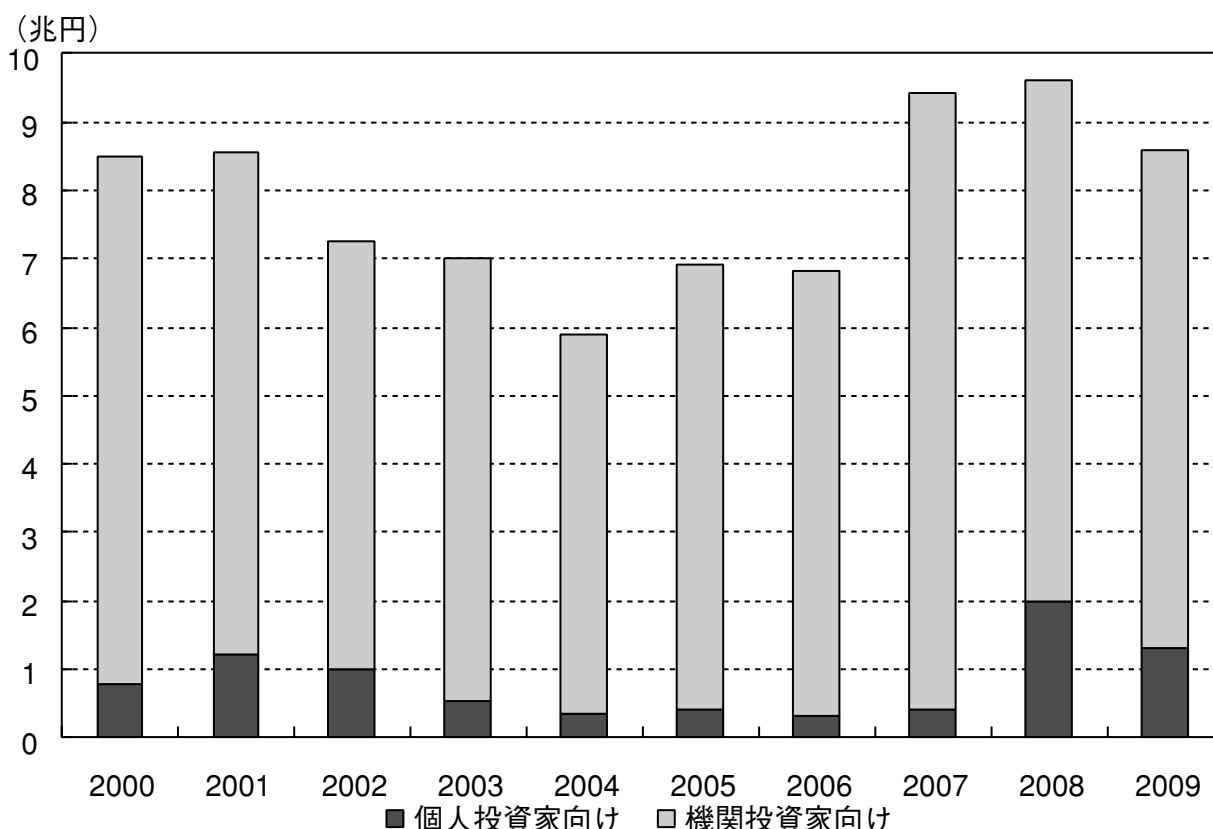
現する場合には、公募で発行されたものに限るものとして議論をしてみたい。

本稿における個人向け社債について、改めて定義を行えば、“債券の販売者である証券会社が、発行体の承認の下で、個人投資家向けを意図して募集する公募普通社債”ということになる。機関投資家向けに募集される社債が、一般的に、会社法第702条但書の規定に基づいて社債管理者を不設置とするため、「社債の金額」（最低投資単位）を1億円としているのに対し、個人向けの社債は、「社債の金額」を1億円未満に設定しているものであると考えるのが、ほぼ妥当な見方となるだろう^(注1)。

実際の発行例を見ると、個人向け社債の金額は、電力債で10万円から見られる他、100万円から250万円といった金額が設定されている。振替社債となった現在では「券面」は存在しないが、「社債の金額」を細分化した場合には、社債権者の管理が煩雑になることから、国債等の公共債で見られる1万円単位での投資を可能にするものは見られない。

過去10年の公募普通社債の発行額を、機関投資家向けと個人投資家向けとに分けたのが、図表-1 個人向け社債の発行額推移である。公募普通社債自体の発行額が、金融環境や既発債の借換ニーズの有無等によって大きく変動しているが、個人向けに募集されている金額も、それに劣らず大きく変動している。これは、個人向けに社債を募集する企業の特性に加えて、個人の金融商品に対する投資姿勢の変化にも影響されていると考えるべきであろう。

[図表-1] 個人向け社債の発行額推移



(資料) ニッセイ基礎研究所

2 | 個人向け社債を発行する意味合い

個人向け社債について、発行体の特徴を見てみよう。まず、歴史的に個人向け社債の募集例が顕著に多い業種は、電力と鉄道である。電力の中では、近年、東京電力と中部電力の2社を除く、すべての電力が個人向けの社債を募集している。また、鉄道では、複数の会社が、定期的に個人向けの社債を募集している。これらは、社債購入者に抽選で系列施設のクーポンが当たるといった景品を付けて募集していることが多い。電力・鉄道については、地域・沿線の住民から資金調達を行うことで、同時に、ユーザーとの関係強化を目論んでいるように見える。ガス会社による発行も同様であろう。

次に、メーカーやその他の事業会社でも、個人向けの社債を募集している。その中では、製品等の利用者を意識した発行体が複数存在する。近年での主な例を見ると、メーカーではコナミ・大王製紙・資生堂・キューピー、通信でNTTドコモ・NTT・ソフトバンク等を挙げることができる。一方、旭硝子や三菱樹脂といった素材産業の場合は、必ずしもエンドユーザーが個人投資家と重ならない。

その他に、格付けの低下や既発社債の残存量が多いために、機関投資家向けの起債が順調に進まないことから、個人向けの社債によって資金調達を行う発行体が存在する。中には、その後、業績の回復等によって個人向けの起債が見られなくなった発行体もあるが、後に破綻したマイカルの個人向け社債は、明らかにこの範疇に属するものと考えられる^(注2)。

この10年では、住友不動産やソフトバンク、オリックスといった発行体が、機関投資家向けから個人向け社債にシフトしたところのある代表的な例である。2008年及び2009年の個人向け社債の募集金額を膨らませた、劣後債を中心とする銀行や証券による個人向け社債も、機関投資家の資金を普通株の増資や優先出資証券といった形態でTier Iに受入れ、Tier II資金の出し手としての個人に着目したものであり、類似の調達行動に属すると見ることが可能である。

[図表-2] 個人向け社債の業種別発行額

(億円)

	2006	2007	2008	2009
電力・ガス	720	920	900	600
鉄道	700	700	900	450
銀行	500	300	9,700	8,480
(うち劣後債)	500	0	9,500	8,480
証券	0	0	4,864	692
(うち劣後債)	0	0	3,000	0
ノンバンク	750	1,950	980	0
通信	200	0	1,300	1,850
商社	0	0	1,000	0
航空	0	300	0	0
製造業	500	0	400	1,050
合計	3,370	4,170	20,044	13,122

(資料) ニッセイ基礎研究所

個人向け社債で資金調達もしくは自己資本充実を図る発行体の目的は、必ずしも一つではない。ユーザーとの関係強化という側面と、機関投資家向けでは調達できないための代替手段という二つが、最大の理由と考えられる。そもそも個人向け社債の場合には、投資家の管理が煩雑となるために、同じ年限の社債であっても、募集手数料として販売証券会社に支払う手数料の水準は、機関投資家向けよりも割高となっている。また、機関投資家向けに募集する社債よりも調達期間は短くなりがちであり、必要年限によっては再調達が必要となる。

一方、個人投資家にとっては、銀行預金の金利や元本保証のある個人向け国債の利回りが極めて低い中で、信用リスク分のプレミアムの乗った個人向け社債が、魅力的な投資対象と映る可能性は高いのではなかろうか。また、社債を発行する企業の製品やサービスを利用しているのであれば、一種の利害関係者としての共有意識が存在し、投資に際してのハードルは低下する可能性が高い。

3 | 個人向け社債の販売

個人向けの社債を販売するのは証券会社である。ところが、証券会社の店頭で個人向け社債は決して売れ筋の商品でない。個人向けの社債は募集金額が増加しているものの、募集期間が各々2～3週間程度しかない。したがって、証券会社の店頭では、ほぼ募集のあった時にのみ、個人向け社債を取扱うことになる。ところが、証券会社の店頭で販売される金融商品は、継続的に取扱っているものだけでも、株式・投資信託・変額年金等多様であり、同様に期間限定で取扱うものでも、株式のパブリック・オフリング、投資信託の新規設定、外債の募集等種類が多い。こういった多くの商品の中で、個人向け社債は、決して販売会社にとって魅力的な売り物でないのである。

個人向け社債の募集に際して、証券会社が発行体から得る手数料は、額面100円あたり30銭から1円程度の金額である。ところが、投資信託の販売では商品設定にもよるが、販売手数料が1.5%程度入ってくる他、信託報酬の約半分弱が每期得られる。即ち、証券会社にとって、債券の販売は極めて収益性に乏しいものなのである。

3—個人向け社債のリスク

1 | 発行体の信用力と年限

個人向け社債の場合には、発行体による調達の目的を強く意識するべきである。特に、格付けの低下や既発社債が多いために個人向けの社債で資金調達を行う場合には、格付けを中心に慎重な投資判断を行う必要がある。

発行体の信用状況を知るには、発行体の格付けをチェックすることは、最低限必要だろう。知名度の高い企業だからと言っても、その会社の業績が良いとは限らない。破綻したマイカルの場合でも、スーパーやスポーツクラブといった身近な存在の運営企業グループということで、個人投資家の資金を集め易かったものと思われる。ところが、財務内容は決して良くなく、破綻の結果、個人投資家は大きな損失を蒙ったのである。

格付投資情報センター（R&I）や日本格付研究所（JCR）といった国内系の格付会社は、格付けを付与している企業数も多く、社債の発行体と同業他社等を比較するのに便利である。海外系格付

会社の評価も、取得している場合には参考になる。国内系の格付会社の格付けより、多少格付けが低い程度なら大きな違和感はない。ところが、格付けの水準に大きな格差がある場合や、海外系の格付けが極端にBBB一格を下回っているようであれば、リスクを強く認識しているということであり、より慎重な投資スタンスが望ましいだろう。

年限の面でも、個人向け社債の場合は、購入し易い年限として3年債から5年債程度^(注3)で設定されることが多い。一方で、機関投資家向けの場合は、業種によって異なるものの、7年や10年、更に長期の起債が可能である。

2 | 価格変動と流動性・劣後債

個人向け社債も、一般的な債券と同様、元本が100%回収できることが確実なのは償還時点のみであり、期中での売却に際しては、金利水準やクレジット状況によって元本を満額回収できない可能性がある。国債の場合には信用リスクを負わないことから、金利変動の影響しか受けないが、社債の場合には発行体の信用状況が悪化した際に時価が影響を受ける。信用リスクに対する懸念が高まり国債対比のスプレッドが拡大する局面では、社債の時価が下落している可能性が高い。

次に、個人向け社債の場合には、取引に際して価格変動以外のリスクが存在する。売却に際しては、移管手続を行わない限り、社債を購入して管理を委託している証券会社にしか売却できない。結果として、売却を思い立った時にすぐ現金化できない可能性があることも、認識しておくべきだろう。発行体の信用度が悪化した場合には、売りが相次いで、容易に売却できなくなっている可能性もある。近年の個人向け社債の募集金額を増加させた要因の一つに、銀行および証券による劣後債の大量発行がある。劣後債が内包しているリスクについては、個人投資家に対して十分な説明が必要である。劣後特約が付されていることによって、格付けが低下しており、また、スプレッドが厚く付されていることもあって、社債購入判断に際しての重要な要素である。

劣後特約により民事再生・会社更生・破産手続等劣後事由の発生した場合には、優先債務の弁済終了後でなければ、劣後債務の元本及び利息は弁済されない。即ち、投資元本を回収できなくなる可能性があることを認識しておくべきだろう。これまでのところ、日本の公募劣後債で劣後事由に抵触した例はない。また、劣後事由が発生しそうな局面でも、金融システム維持等の観点から公的資金の注入が行われることによって、劣後債の元利払いが実行される可能性も高い。しかし、今後とも絶対に劣後事由に該当する事態が生じないとは限らないし、公的資金の注入を前提とするのは、危険なのではなかろうか。銀行預金と同程度のリスクであるといった説明は、明らかな誤りである。

3 | 個人向け社債のリスク管理

社債を保有している場合には、満期まで持てば元本が返って来ることから、バイ&ホールドと呼ばれるように、保有期間中は何も行わないという考え方がある。しかし、仮にデフォルトが近づいているような場合には、早めに売却した方が損失を抑制できることもある。そのためには、株式を保有しているのと同じく、日常的な変化にも注意すべきである。

もっとも株式のように、時価の上下動に一喜一憂する必要はない。淡々と異常事象の発生がないかどうかを確認する程度で良いと考えられる。発行体の業績に関するニュースや、格付けの変化、また、

格付会社の発表したコメントを見ておくことは有意義なモニタリングである。その他に、社債発行体に異変等が生じている場合には、株価がすぐ反応する可能性が高いことから、常日頃株価をチェックしておくことも参考になるだろう。

4—個人向け社債への批判と今後の課題

1 | 個人向け社債に対する主な批判

近年、急速に発行額が増加した個人向け社債に対しては、様々なネガティブな見方が見られる。一部には、市場関係者が真摯に対応すべきと思われる指摘もあるが、旧来の知見に基づいた的外れに感じられる批判も珍しくない。以下では、幾つかの典型的な指摘について見ておきたい。

第一に“信用リスクの判断が個人には難しいから不適切である”とする指摘がある。しかし、これはまったく指摘になっておらず、個人投資家を銀行預金や国債・地方債のみに投資させることと同義であって、“貯蓄から投資へ”を逆行させる一昔前の議論である。リスクがあるからこそ、高いリターンが得られるのである。そもそも、社債投資よりリスクが高いと考えられる株式やFXへの投資はどのようなのだろうか。

次に、信用リスクの判断材料としての格付けについて、“発行体から格付手数料を受取る現在の格付会社のビジネスモデルは信用できないし、格付けが頻繁に変動するために扱いが難しい”とする指摘がある。これも、必ずしも的確ではない。発行体から手数料を受取らないというビジネスモデルを採用する格付会社は、日本において存在しなくなっている。格付けの変動が大き過ぎるという批判は実感として理解できるが、格付けの変更が信用リスクを変動させたのではなく、信用力の変化が極めて大きかったのが、近年の状況であろう。格付会社が評価を誤ることもあり得るが、多くのアナリストによる分析を踏まえた判断は、尊重に値するものと考えべきである。

更に、“個人向けの社債は、機関投資家向け社債の発行条件より大幅に悪い条件である”という指摘も見られる。かつて不利益な条件の起債があったことも事実であるが、近年では、そういった事例は見られなくなっており、逆に、機関投資家向けとまったく同じ条件で募集したものすら見られるようになってきている。例えば、2009年6月9日に野村ホールディングスは、3年物の個人向け債の他に、同年限の機関投資家向け固定利付債及び変動利付債を条件決定した。固定利付債は、個人向けと機関投資家向けと同一のクーポン及び単価であり、スワップ対比のスプレッドで見ると、同時に募集された変動利付債とも等価値とされていた。つまり、この起債に関しては、個人向けと機関投資家向けとでまったく差はないのである。

個人向け社債に対しては、“個人の運用する資金では十分な分散投資ができない”という批判もある。この点については、一応肯定するしかない。発行実績を見ると、個人向け社債を募集するセクターには偏りがある。しかし、個人向け社債で、分散投資に大きな意味があるかどうかは疑問である。株式の場合には、個々銘柄がバラバラな株価の動きを見せるため、分散投資の意味がある。一方、社債の場合には、金利の変化による価格変動が大きく、これは銘柄分散を行っても影響はほぼ残存する。信用リスク変化による価格変動は分散によって影響を抑えることも可能であるが、2008年後半のように、クレジット市場全般が麻痺してしまうと、信用リスク資産全般の価値が下落し、分散効果は発揮

できない。結局、この批判も、株式の論理をそのまま持って来ているだけで、個人向け社債に対する批判としての確なものとはなり得ていないのである。

更に、メガバンクの個人向け劣後債については、“最低投資金額が大きいため、一般的な預金者に対して富裕層を優遇している”という批判が見られる。そもそも1,000万円までの元本保証が付されている銀行預金と同列に議論すること自体が的外れであるし、投資経験の少ない一般預金者に対し劣後債のように特殊な個人向け社債の購入を勧めることこそ、投資家保護の観点から問題ではなかろうか。

2 | 個人向け社債の市場拡大に向けた取組み

個人向け社債といえども、機関投資家向けに募集されるものと同様に、格付けや年限等の発行条件に応じた適切なプライシングが行われるべきである。個人投資家向けであることを理由に、国債利回りやスワップレート対比のスプレッドを公表しない例も多いが、発行体による他の資金調達手段との比較という観点や、他の運用手段との比較といった観点からだけではなく、機関投資家向けの社債に比してバランスの取れた発行条件を付していることを示す意味でも、スプレッドを開示すべきであろう。

社債契約の内容については、機関投資家向けの社債と同様なものでも、的確に開示しなければならない。劣後特約や期限前償還条項といった、必ずしも他の金融商品に見られないものについては、良く説明し理解を得ることが必要だろう。また、必ずしも個人投資家は、格付けの意味合いを理解しているとは限らないので、十分な理解を求めるべきであるし、そのことが、将来に向けてクレジット市場全般や証券化商品といったものへの理解にも繋がって行くのではなかろうか。

加えて、機関投資家向けには見られない特約を設けた場合には、積極的に内容を説明するべきである。例えば、純資産額維持条項や利益維持条項等のセンサー機能を有する財務上の特約が付されている場合には、社債管理者の機能も含めて理解してもらわなければならない。現在の販売方法では、発行体が破綻した場合に、社債権者がどのように行動すべきか、個人投資家レベルで的確に理解している例は皆無ではなかろうか。ただし、そのことで、個人向け社債に対する財務上の特約や社債管理者等の設置を敬遠すべきではない。個人投資家は、機関投資家よりも情報入手や対応の面で劣位なポジションにある。投資家保護のための様々な施策を活用することによって、個人向け社債の魅力を向上させることができるのではなかろうか。

5—終わりに

現状では、個人向け社債は発行体が資金や自己資本の調達を意識しつつ、IRの側面も持った金融商品となっている。歴史的に見ると条件の設定や募集に際して問題の見られたこともあったが、近年は機関投資家向けの起債市場を補完するものとして存在意義が大きくなっている。社債発行市場全体の中でも一定の比率を占めるようになっており、そのことを意識した制度設計が求められる。

個人投資家は、一般的に機関投資家よりも金融商品に対する知識が乏しく、投資の経験も少ないと考えて良い。しかも、個人金融資産を保有している世帯の多くは、世帯主が50歳代以上の高齢層であ

り、60歳代や70歳代が個人投資家となっている例は多いと考えられる。したがって、投資に対する経験が十分ではないという前提で考えるべきであり、仮に、株式や投資信託に対する投資の経験があったとしても、社債へ投資に際しては、経験が十分にはないと見るべきなのではなかろうか。つまり、形式的に社債契約の内容を投資家保護に資するよう設定するだけでなく、販売局面においても、個人投資家の利益を意識した説明・対応が必要である。あくまでも個人投資家は弱い存在であるという前提で、制度を構築すべきであろう。

具体例を一つ挙げると、個人向け社債の流通市場での気配は、日本証券業協会が店頭基準気配として公表しているが、実質的には、購入した証券会社でしか売却できないという状態にあり、果たして店頭基準気配が的確に機能しているのか疑わしい。今後とも、個人向け社債市場の拡大を図るならば、機関投資家向け市場のインフラとは異なる対応が必要なものについて、業界全体としてインフラを整備しておくべきであろう。

-
- (注1) 実際の発行例では、一般的な個人投資家といわゆる機関投資家との中間に位置する、富裕層個人や中小企業をターゲットとした起債も見られる。
- (注2) マイカルは、破綻の数年前に機関投資家向けから個人向け社債にシフトしており、最終的には個人投資家も損失を蒙ったのである。
- (注3) 銀行等の劣後債の場合には、社債契約上は8年債となっても、期限前償還によって実質的には3年債になるものと考えられる。