

個人向け社債について

橘高 研二

はじめに

本誌2004年11月号と2005年1月号で、個人向け国債と個人向け地方債をそれぞれ取り上げた。今年4月にペイオフ全面解禁を迎えて個人金融資産のシフトが注目されている。個人向け国債は2003年3月に第1回債が発行されて以来大きな人気を集め、2004年度は4回の発行額合計が6兆8,210億円に上った。2005年度の年度初回の4月に既に2兆3,374億円が発行され、年度間でも大幅に計画を上回る見込みである^(注1)。一方、「ミニ公募債」と呼ばれる個人向け地方債も国債ほどの規模ではないが、2002年3月に群馬県が第1号を発行して以来毎年着実に発行額を伸ばしており、2004年度の総発行額は2,727億円であった^(注2)。

個人向け社債は、これらの個人向け国債・地方債よりも歴史が古い。1992年に近畿日本鉄道が発行したのが始まりであり、2004年度の総発行額は3,640億円とそれなりの規模がある。しかし、後で見るようにピーク時の1999年度から2002年度にかけては9,000億円から1兆2000億円の年度間発行額を記録しており、ピーク時に比べるとこのところ発行額が縮小の傾向にある。

発行体企業にとっては資金調達先の裾野拡大と安定化の魅力があり、個人投資家にとっても株式よりも安全で預金や国債よりもリターンが高いクラスの投資対象としての魅力を持つものであるが、投資家保護や発行体である企業と個人投資家間の「情報の非対称性」の観点から問題点を指摘する

向きもあり、それらの問題点が最近の低迷につながっている可能性もある。本稿では、わが国の社債の歴史を簡単に振り返り、個人投資家向け社債の概要と発行額の変遷を示したうえで、指摘されている問題点を紹介する。

わが国社債の歴史

まず、わが国の社債の歴史を簡単に振り返ってみたい。

わが国では明治時代の半ばから社債の発行が行われている。徳島勝幸氏は著書「新版・現代社債投資の実務～社債市場の現在を考える」の中で、規制の観点からこの歴史を「社債原始時代」、「社債旧時代」、「社債新時代」に区分して俯瞰している。

徳島氏によると、昭和初期までの「社債原始時代」における社債市場は基本的に放任主義の下にあったが、その反動として戦中・戦後には統制色が強い「社債旧時代」を迎えた。制度を少しずつ変えながらも、大蔵省や日本銀行が主導する協議会等によって厳しい起債条件が課され、実質的には一部の大手優良企業しか起債できない「社債旧時代」が長く続いた。

しかし、1970年代以降は無担保社債の発行解禁や格付機関の利用等、徐々に規制緩和・自由化と投資情報の整備が進められ、1996年の適債基準^(注3)の撤廃と財務制限条項^(注4)の自由化によって市場の自由度が飛躍的に高まり、「社債新時代」が到来した。「社債旧時代」においては、電力会社や鉄

道会社をはじめとする特定の大手優良企業しか社債を発行できない状況であったが、自由化によりどのような企業でも社債を発行できるようになった。このことは同時に、「社債旧時代」には見られることがなかったデフォルトが発生する可能性が出ることを意味し、発行体・投資家・証券会社の自己責任が問われることとなった。

個人向け社債は社債市場が「旧時代」から「新時代」へ移行する時期に登場し、飛躍的に自由度が高まった「新時代」の幕開け直後にブームを迎えたことになる。

(注1) 財務省 HP より。

(注2) 地方債協会『地方債月報』(2005年5月)より。

(注3) 公募で社債を発行する場合に、一定以上の信用度を確保するために発行体が満たしていなければならない基準。

(注4) 社債の元利金支払いを確実にするための財務上の取決め。

個人向け社債の概要

表1は近年発行された個人向け社債の発行条件の例である。機関投資家向けの社債との相違点として大きいのは、満期までの期間と購入可能な最低金額である。

期間については、機関投資家向けの場合、10年超（電力会社等では20年）の長期債もあるが、個人向けの場合は投資ホライズンに合わせて3年から5年程度が一般的で

ある。購入先の証券会社に売却することにより途中で換金することが可能であるが、個人向け国債のように元本保証はない。

最低購入可能額は、機関投資家向けでは1億円が一般的であるが、個人向けの場合は10万円から100万円の小口の券面が用意されている(注5)。比較的富裕な個人投資家が主たるターゲットであり、表1中の東京三菱銀行債は最低購入可能額が500万円と明確に富裕層向けであるが、大方は100万円以下で購入することができる。

信用リスクがある分、当然同年限の定期預貯金や国債に比べて利回りは高くなっている。表1にある東京三菱銀行の期限前償還条項付ステップアップ債のような仕組債もまれに発行されるが、多くは満期一括償還の固定利付債である。また、同表中の東武鉄道債のように、販売促進策として懸賞や景品を設ける例もよく見られる。

(注5) 商法第297条但書により、券種額面が1億円

以上の場合は社債管理会社（投資家のために元利金の受領、発行体のモニタリング、債権保全、デフォルト時の債権回収等を行う会社で、銀行・信託銀行等が担う）の設置は不要とされている。裏を返せば、個人向け社債の場合は社債管理会社設置による投資家保護が必要とされていることになる。

個人向け社債の発行額推移

前述のとおり、1992年に近畿日本鉄道が

表1: 個人向け社債の発行条件例

発行体	発行日 (払込日)	償還日 (満期日)	発行金額 (億円)	期間 (年)	クーポン (%)	最低額面 券種	備考
東北電力	2005.6.24	2009.6.24	200	4	0.39	10万円	
オリックス	2005.5.30	2009.5.29	300	4	0.56	100万円	
東武鉄道	2005.2.4	2008.2.4	100	3	0.54	100万円	購入者の中から抽選で発行体の系列レジャー施設等の利用券を贈呈
東京三菱銀行	2000.3.7	2003.3.7	100	3	1年目:0.40 2年目:0.70 3年目:1.00	500万円	期限前償還(各利払日)条項付き (H13.3.7 期限前償還済み)

出所:各発行体のHPから作成。

発行したものがわが国の個人向け社債発行の第1号であった。これに続いて、他の鉄道会社・電力会社・大手電機メーカー等が個人向け社債の発行に踏み切ったが、前述した1996年の社債発行の大幅な自由化や1999年の「金融業者の貸付業務のための社債の発行等に関する法律」（ノンバンク社債法）施行を契機に小売業やノンバンク等に発行体の業種が広がった。

図1のとおり、1992年度および1993年度はそれぞれ1,000億円未満の発行規模であったが、1994年には一気に4,000億円に迫る金額が発行され、1999年には1兆2,000億円超の発行となりブーム的な局面を迎えた。その後4年間は8,000億円台～1兆2,000億円台と高水準の発行が続いたが、直近の2年間の動きを見ると、発行額はピークアウトしてしまったようである。図2に示すように、この間普通社債全体の発行

額そのものも減少しているが、その中に占める個人向け社債の比率も低下の一途をたどっており、ブームが訪れた1999年度からの4年間は11～16%で推移していたのが、2004年度には6%台まで低下している。

このように発行額の推移を見る限り、個人向け社債は、一時期には発行体にとっての資金調達手段として一定の位置づけを得、また、社債投資家としての個人の存在も定着するかに見えたが、その流れは後退しているようである。

個人向け社債の意義

個人投資家にとって、社債は預貯金の代替物として高利回りを得ることができるという意義がある。特に、ブームを迎えた1999年頃がペイオフ解禁^(注6)の近づいていた時期であったことを見ても、このような魅力を個人投資家が感じていたのは明らかである。その当時には、ペイオフ対策の一環として個人向け社債を営業の中核に位置づけていた証券会社も少なくなかった。加えて、地方電力会社や民間鉄道等が営業上の顧客でもあるその事業エリアに住む個人投資家をターゲットとして発行する社債の場合には、親しみやすさや安定したイメージから、投資しやすい商品としての魅力もあったものと思われる。

企業にとって個人向け社債を発行することのメリットは、一つには資金調達コストを低下させる可能性があることである。つまり、個人投資家は機関投資家と異なり、預貯金金利を基準として投資を行うため、機関投資家向けよりも低い利回り設定が容認される可能性がある。

発行体企業にとってのメリットの第二は、

図1：個人向け社債発行額推移

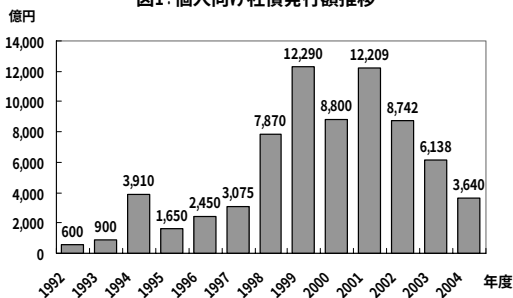
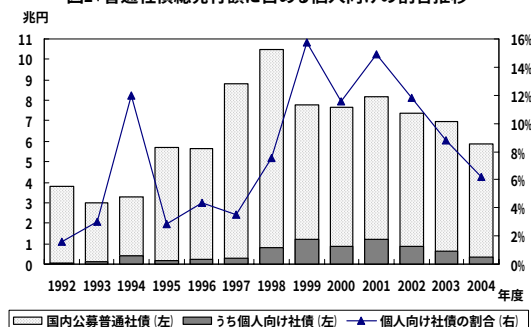


図2：普通社債総発行額に占める個人向けの割合推移



出所：日本証券業協会（図1・図2とも）

個人投資家は満期まで持ち切ることが多いため、安定した投資家層として位置づけられることである。また、発行企業の信用格付が低下した場合、機関投資家は投資の内規を遵守するために、新規の投資は行わない、あるいは売却するといった行動を取るが、個人投資家にはそのようなルールがないため、ある程度格付が低くても、また格付が低下しても、新規に購入したり継続的に保有したりということがある。

発行体にとっての第三のメリットは、社債発行により自社の事業・製品の知名度向上を図ることができることである。個人向け社債投資に付される様々な懸賞や景品も、投資家サービスという面に加えて、個人向け社債発行が持つ顧客・消費者向け広告手段としての性格を物語っている。

(注 6) **ペイオフの一部(定期性預金等)解禁は、当初 2001 年 4 月に予定されていた(実際は 2002 年 4 月に実施)。**

個人向け社債の問題点

1996 年の社債発行の大幅自由化直後には、わが国に金融危機が訪れ、景気も長期かつ深刻な低迷を経験していた。このような背景から企業が資金調達の確保を図る姿勢を強め、社債発行企業の裾野が広がった。一方で、超低金利環境の持続とペイオフを控えた個人による預貯金に代替する運用対象を模索する動きも始まったことから、個人投資家向け社債市場が拡大した。

しかし、このような流れの中で見られた現象は、個人投資家向け社債市場の問題点を示唆するものであった。一つには、個人向け社債市場が広がるにつれて、格付が相対的に低い銘柄が増加したことである。日本企業が全体的に格付を低下させているという事情もあるだろうが、適債基準が存在した時代には社債発行が不可能であった格付である。表 2 は 2004 年度に個人向け社債を発行した企業の一覧である。確かに業種で言えば電力・ガス業と陸運業の社債発

表 2: 2004 年度の個人向け社債発行実績

発行額 順位	発行体	業種*	格付**	発行額 (億円)	発行回数 (銘柄数)
1	オリックス	その他金融業	A+, A+, Baa3, BBB+	1,150	4
2	資生堂	化学	—, —, A1, A	500	1
3	野村ホールディングス	証券・商品先物取引業	A+, AA-, —, BBB+	500	1
4	近畿日本鉄道	陸運業	BBB+, BBB+, Baa2, BB+	300	1
5	小田急電鉄	陸運業	A+, AA-, —, BBB+	270	2
6	東北電力	電気・ガス業	AA+, AAAP, A1, AA-	200	2
7	四国電力	電気・ガス業	AA+, AAAP, A1, AA-	200	2
8	アサヒビール	食料品	A+, AA-, Baa1, BBB+	100	1
9	東武鉄道	陸運業	BBB-, BBB-, —, BB	100	1
10	九州電力	電気・ガス業	AA+, AAA, A1, AA-	100	1
11	北海道電力	電気・ガス業	AA+, AAAP, A1, AA-	100	1
12	豊田通商	卸売業	A, AA-, —, A-	50	1
13	西部瓦斯	電気・ガス業	A+, AA-, —, —	50	1
14	沖縄電力	電気・ガス業	AA+, AA+, —, —	20	1
合計	14 社	7 業種(全 33 業種中)	—	3,640	20

出所: 発行実績はアイ・エヌ情報センターHP より。格付は「日経会社情報(2005 II 春号)」より(2005 年 2 月末現在)。

注*: 業種は東京証券取引所による 33 分類。

注**: 格付は左から R&I, JCR, ムーディーズ, S&P によるもの。「p」はいわゆる勝手格付。

行の歴史がある企業が多いが、発行額のトップは金融業（ノンバンク）のオリックスである。各発行体に対する複数の格付機関による格付のうち最も高いもので見ると、2004年に個人向け社債を発行した14社のうちシングルA格以下のものが4社あり、最も低い格付で見た場合には14社中13社がシングルA以下である^(注7)。

二つめには、個人向け社債は概して機関投資家向け社債に比べて低い利回りとなっている。格付の問題と併せて考えると、このような現象は、「信用力が低く、銀行借入れや機関投資家向け社債では資金調達が困難な企業が個人投資家にリスクを負わせる形で調達を図っている」、あるいは「機関投資家向けのみでは高くなるコストを個人投資家向け社債を利用して節約している」^(注8)といった発行体側の意図があるのではないかと指摘する向きもある。適切な価格設定という面において、発行体と個人投資家との間に明らかに存在する保有情報の格差、いわゆる「情報の非対称性」を利用した発行体側の行動の可能性を指摘する向きは、1999年からの数年間に個人投資家向け社債の人気の高まった頃からしばしばあった。

発行体と個人投資家の間の「情報の非対称性」ということでは必ずしもないが、「個人投資家への情報提供」という点で大きな問題となったのが、2001年に起こった大手小売業のマイカルが発行した個人向け社債のデフォルトであった。マイカルが2000年10月に発行した個人向け社債の募集について、証券取引等監視委員会が金融庁に対して行った建議^(注9)では、同社の既発債の流通利回りが大幅な上昇傾向にあったにもかかわらず、個人向け新発債の販売を取

り扱う証券会社がこの事実を顧客に説明することなく、実態を反映しない不利なクーポンが付された社債を募集していた事例が指摘されている。具体的には、3.25%のクーポンで個人向け新発債の発行条件が決まったのであるが、既発債流通利回りは条件決定2週間前の2.5%から急上昇しており、募集期間中も上昇を続け、発行日（払込日）には4%を超える水準に達していたのである。結局その後も信用状況は改善されず、マイカルは2001年9月に民事再生法の適用を申請(後に会社更生法に変更)し、社債はデフォルトに陥った。本件に関しては、複数の個人投資家が販売証券会社を提訴するという事態に及んだ。

社債がデフォルトしたという事実はもちろんのこと、このような不透明な発行・販売が行われたこと自体が、その後の個人向け社債発行の低落傾向につながったと見てもよいであろう。こうした問題点の指摘を受けて、2003年4月には日本証券業協会が「個人向け社債等の店頭気配情報発表制度」^(注10)を開始し、価格の公正性・透明性の向上を図っている。株式市場と同じく、個人投資家を社債市場に呼び込むことは、資本市場の活性化と企業にとっての安定的な資金調達という意味ではマクロ経済にとっても好ましいものではあろう。ただし、投資家保護という観点から言えば、不透明な市場は長続きしないであろう^(注11)。

^(注7) 国内の格付機関によるわが国企業に対する格付は、海外の格付機関によるものよりもかなりの幅で高くなる傾向があり、この点も個人向け社債を含む信用リスク商品への投資を考えるにあたって大きな問題となる。

^(注8) 前述した社債管理会社設置のコストも吸収して

いるものと考えられる。

(注 9) 証券取引等監視委員会「証券会社の検査結果に基づく建議について」(2003 年 4 月 22 日)。この文書ではマイカルの名称を出していないが、同社が 2001 年 10 月に発行した個人向けの「第 27 回無担保社債」が対象であることは明白である。

(注 10) 個人向けに発行された国内公募公社債等の店頭気配価格について、複数の引受証券会社から報告を受けた日本証券業協会が日次で公表するもの。同協会のウェブサイト上で見ることができる(<http://www.jsda.or.jp/html/saiken/index.html>)。

(注 11) 投資家保護の強化を目的とする「投資サービス法」(仮称) 制定に向けた議論が金融審議会において本格化している。来年度の施行を目指した動向が注目される。

おわりに

最近では、新たな信用リスク商品として CDO や ABS といった証券化商品が発行され(注 12)、投資信託等を通じて個人が信用リスクをとることも可能になってきている。商品の複雑性や手数料の問題、流動性の問題等はあるかもしれないが、単独ないしは数銘柄程度の社債に投資するよりは、商品によってはリスク分散という点で優位にあるだろう。

一方で、個人向け社債について指摘された問題点やこれまでの市場の趨勢は、これから新しい信用リスク商品の今後を展望するうえで示唆に富むと思われる。個人向け社債を含むこれらの信用リスク商品が個人投資家の間に根づくためには、発行体・販売証券会社側の透明性・公正性確保の努力が不可欠であると同時に、投資家においてもこれらを単に「高利回りの貯蓄商品」として見るのではなく、「信用リスクの見返りと

しての高利回り商品」であることをより強く意識した投資行動を取るべきであろう。

より基本的なレベルでは、そもそも「個人投資家が信用リスクを取る」ということの意義・意味について今後さらなる考察を要するものと考ええる。信用リスク商品への投資は、金利リスクや(信用リスクも混在していると考えられるものの)株価変動リスク、あるいは最近人気を集めている外債等の為替リスクを内在するいわゆる市場性リスク商品とは、これまで機関投資家の間でも一線画されてきたものと思われる。分析・マネジメントの複雑さ・煩雑さや流動性の欠如がその理由の一つであったと考えられるが、個人投資家にとっては機関投資家以上にこのようなハードルは高いはずである。

(注 12) 例としては、地場の中堅・中小企業の資金調達を円滑化する目的で東京都が手がける債券市場構想で組成・発行される CLO・CBO がある。これらにおいては、シニアクラスが公募で個人向けに販売されているものもある。

参考文献

- ・徳島勝幸,「新版・現代社債投資の実務～社債市場の現在を考える」, 財経詳報社, 2004 年 4 月
- ・林宏美,「関心が高まる個人向け社債」,『資本市場クォーターリー』, 野村総合研究所, 1999 年夏
- ・岩谷賢伸,「欧米で広がる個人向け社債プラットフォーム」,『資本市場クォーターリー』, 野村資本市場研究所, 2004 年夏
- ・資本市場研究会編,「現代社債市場～その現状と展望」, 財経詳報社, 2003 年 5 月