

個人投資家にとっての社債

～開示、格付け、劣後、私募など

平成29年5月2日

株式会社資本市場研究所きずな



個人の債券投資について

個人投資家にとって元本が発行者によって保証されていて、定額の利金が支払われる債券は比較的安全性の高い投資商品として見做されている。しかし、2016年末の個人金融資産1,800兆円のうち債券投資(日銀資金循環統計では債務投資)は僅か25兆円(1.4%)に過ぎない。更に社債(事業債)の残高は、6.9兆円に留まる。今後、NISAや個人型DCの拡大によって、個人投資家の裾野が広がる中、投資商品としての期待される社債ではあるが、一方マイナス金利や国の財政政策による国債発行減少の影響も大きいと見られる。今月は、この個人の社債投資について取り上げたい。

先ず個人の債券投資全体について見ていきたいが、その半数以上を国債が占めており、社債は3割弱となっている。国債については、個人向け国債(販売先を個人に限定)と新型窓販があるが、中途換金が可能な個人向け国債が9割以上を占めている。この個人向け国債の発行及び償還状況は、個人の債券投資全体に大きな影響を

及ぼしており、昨年までの過去3年間は大幅な償還超過となっていた(下図参照)。この個人向け国債の償還超過については、2014年に証券・金融業界では話題となり、他の確定利回りの金融商品が受け皿となることが期待され、個人向け社債もその一つだった。なお、2010年3月末の日銀資金循環統計による個人の債務投資は39兆円(全体の2.7%)だったが、個人向け国債投資の減少が個人の債券投資全体に及ぼす影響は大きく、個人金融資産における比率も金額も大きく減少する主な要因となっている。

個人の債券投資に関する見方については、日本証券業協会による以下の調査が行われている。

【平成27年度 証券投資に関する全国調査(個人調査)】
債券投資理由として、比較的安全---66%、預貯金に比べて利回りが有利---64%、手頃な金額でできる---25%、利息が途中で変わらない---16%、比較的換金しやすい---10%(複数回答)が上げられている。

一方、債券保有者の不満な点としては、期待したほど利回りが低い---42%、気配や価格がよくわからない---13.5%、証券会社等からの情報提供が不足---11%などが

あるが、不満に思ったことはない---30%もある。また、債券の購入方法としては、金融機関の店頭---49%、証券会社の店頭---43%、インターネット利用---5%となっている。

【平成28年個人投資家の証券投資に関する意識調査について】

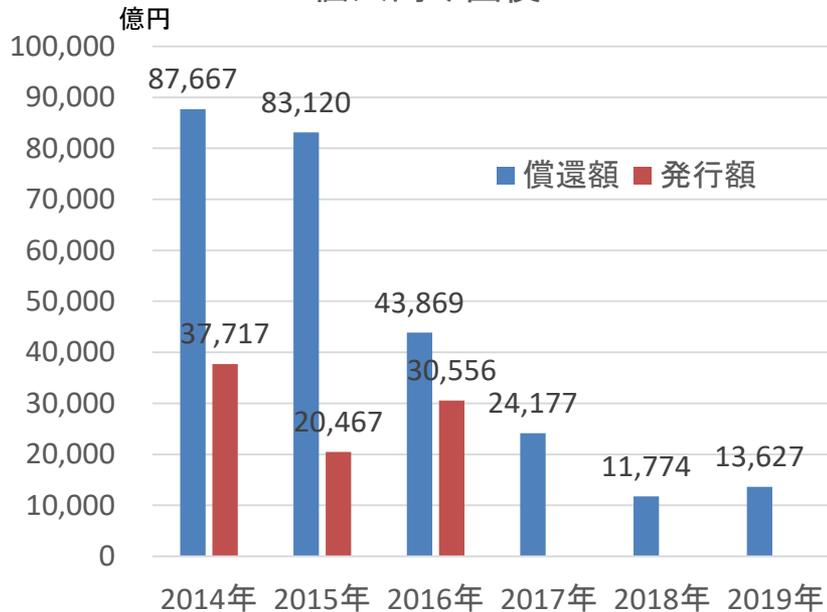
個人投資家による公社債の保有状況については、公社債保有者比率が2011年の32%から毎年漸減して2016年には22%になっている。

上記の調査の通り、個人投資家は安全性や投資利回りを求めているのだが、個人の債券投資が全体としては減少ぎみなのは、主に発行者側の事情によるところが大きい。例えば、国債においては日銀の金融緩和強化策によって、一時中短期債などが発行中止となったり、公募の社債においては超低金利時代においてコスト高となる個人向け社債は発行し難かったりしたためだ。その為、個人の債券保有産高が5年間で2/3未満になってしまったが、個人の債券投資のニーズが減少したわけではない。

むしろ個人の金融資産全体からみれば、個人の債券保有比率で米国の5.1%、欧州の3.8%（いずれも日銀の“資金循環の日米欧比較”）から考えると、潜在的な個人の債券投資ニーズは現在の倍となってもおかしくない。国債に関しては、その発行目的が個人にも分かり易いものが今後新たに発行されるかもしれないし、社債に関しても現在の社債市場改革が進めば、個人のニーズに合った社債発行が増加する可能性もある。

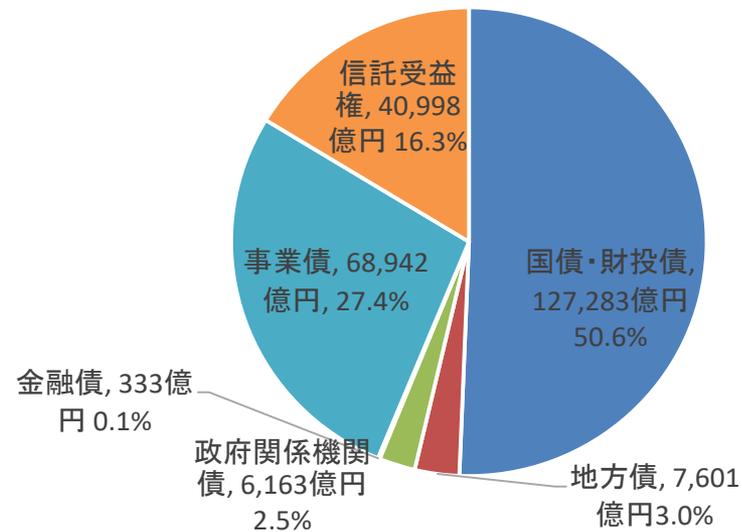
個人の債券投資

個人向け国債



※財務省資料より作成、新型窓販分も含む

個人の債券投資残高(2016年12月末)



※日銀資金循環統計速報より

最近の個人向け社債の動向について

個人の債券投資全体の縮小に比べて、個人向け社債（公募債）の発行は増加傾向にある。直前期2016年度での発行総額は2兆5,580億円となり8年ぶりに過去最高を更新しており、公募社債全体の発行額11兆4,129億円の約2割となっている。

個人向け社債は、機関投資家相手の通常の社債に比べ、不特定多数の個人に販売することを想定しているので、社債券面も小口化（通常の社債券面が1億円なのに対して、100万円・10万円）され、販売コストも多くかかる。それでも敢えて個人向け社債を発行するのは、顧客の囲い込み戦略として自社社債への投資に個人を参加させる目的が多いようだ。

2016年度の発行者内訳は下図の通りだが、メガバンク親会社の発行は9,550億円となり全体の44%に達し、その前年度発行が5,000億円なので倍増している。ちなみに前々年度のメガバンク親会社の個人向け発行はゼロだが、機関投資家向け劣後債が4,000億円発行（含む子会社銀行債）されているので、金融機関の劣後資金調達先が個人

にシフトしていることが分かる。また、ソフトバンクの個人向け社債も1企業としては発行額が最大で、2016年度8,000億円、2015年度4,700億円、そして2014年度は15,000億円とその年の個人向け社債発行総額の76%を占めている。

個人向け社債の内容についてみると、かつては3年～7年債が多かったが、最近は年限・利率・償還条件や特約条項などが多様化している。2016年度に発行された38本の個人向け社債では、年限が1年（あかつき本社）から30年（損害保険ジャパン日本興亜）まで、利率は0.08%（小田急電鉄）～2.03%（ソフトバンク7年債）までで、10年以上の社債では変動利付債と期限前償還条項などの特約条項が付くものが多くなってきている。

社債の特約条項はその内容によっては、格付けや利率などに影響するが、一般的な社債に比べると投資リスクが増す。ここでは、2016年度に発行された以下の2例を取り上げる。

【実質破綻時免除特約及び劣後特約】

メガバンク親会社発行の劣後債につけられた特約だが、国際的な銀行自己資本比率規制(バーゼルⅢ)においてTier2資本として計上することができる劣後債で、通常の劣後債よりも金融機関が破たんした時の弁済順位が低い分、資本性は強まるので金融機関の自己資本カウント上は優位になる。その為、利率は通常の社債や劣後債より高めに設定される。なお実質破綻とは、金融庁の認定により預金保険法によって債務超過、支払停止またはそのおそれがある場合が考えられている。

【利払繰延条項・期限前償還条項付】

ソフトバンクが昨年9月に発行した個人向け社債25年債で付された特約で、利率は当初5年間3%、次の15年間は6か月円Libor+3.16%、以降は6か月円Libor+3.36%となっているが、発行会社の事前通知によって利払いが任意に停止される場合がある。5年経過後は、期限前に償還することも出来る。また、劣後特約によって一般の債務(2014年及び2015年に発行した劣後債を含む)に劣後し、現在順位が優先株式と実質的に同順位として扱われる。その為、格付機関からは発行額の50%が資本として見做される

ので、借入の多いソフトバンクにとっては格付けの維持に役立つ効果もある。

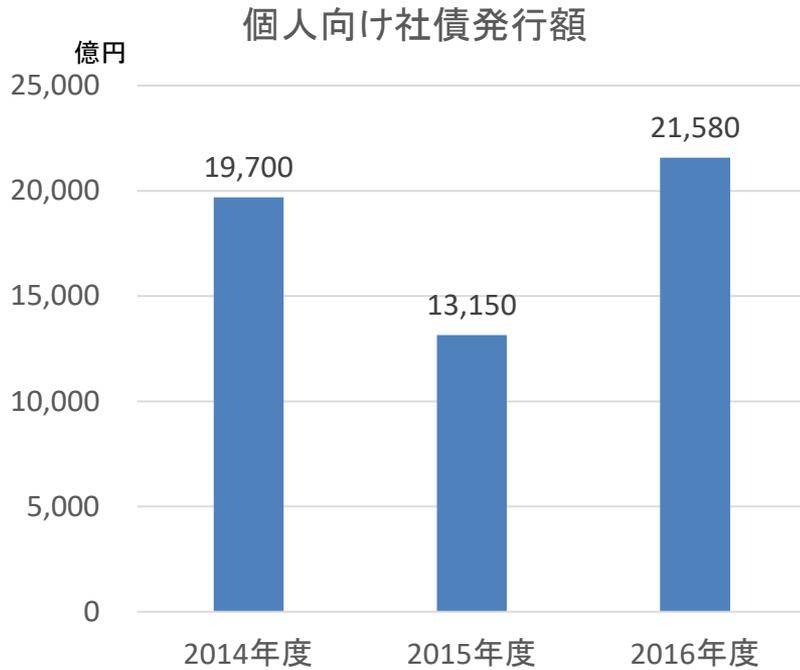
上記の2例は、個人投資家にとって比較的高い利率を確保できるが、その分、通常とは異なるリスクを負う事にもなる。発行会社による積極的な個人投資家向け情報提供とともに、販売者である証券会社の期中の個人投資家サポートも必要となってくる可能性もある。

なお、日本証券業協会では2015年11月に“個人向け社債の特徴やリスク、価格情報の入手方法”を公表しているが、リスクとしては①元利金の支払いに関する注意点【信用リスク】＝発行会社の財務情報を目論見書や有報・適時開示情報で確認すること。格付けや株価の動向も参考とすること。②金利変動が債券価格に与える影響【価格変動リスク】があること。③流動性リスクがあり社債が売れないリスクもあることなどを示している。

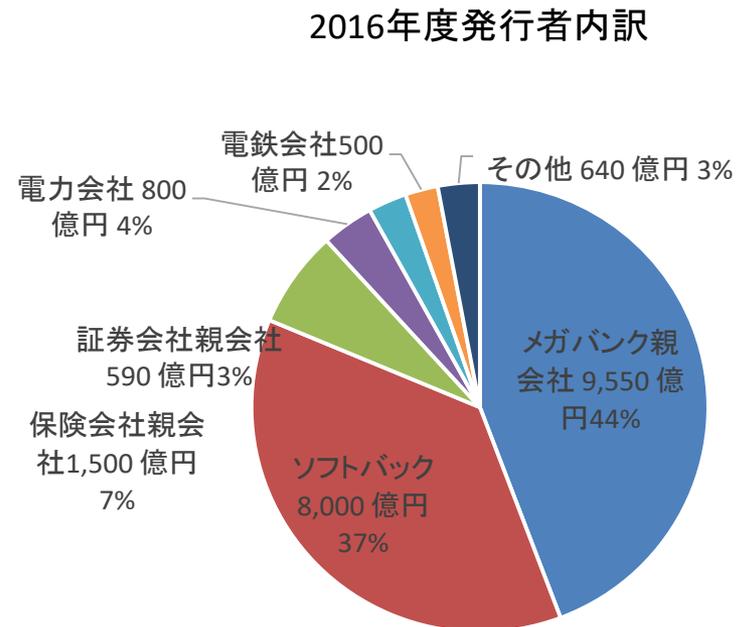
個人向け社債に関しては、個人の債券投資拡大で期待される分野ではあるが、公募債については証券会社による引受形態で販売が行われている為、各銘柄を取扱う証券

会社が限られている。基本的には、公社債の引受審査機能のある大手・準大手証券までだが、金融機関では証券会社の仲介業者として販売も可能である。

個人向け社債の概況



※日本証券業協会 統計資料より作成



個人投資家にとっての私募社債

前章の個人向け社債は、公募債なので発行者や有価証券に関する情報は金商法上の開示制度で整備されているし、個人投資家に販売する為の証券会社の引受審査ルールは業界の自主規制で既に定められている。また、今までは個人への販売では安全性を重視する傾向も強く、格付けではA格以上の取扱いが証券会社の基本的スタンスだった。その為、比較的小規模の社債発行や投資の期待収益率が高い商品性のものは私募社債として取扱い（個人投資家への勧誘行為を伴うものもあり）がされていた。

下図のグラフは、証券会社及び登録金融機関での私募社債の引受（自社分を含む）と取扱いの最近5年間の推移だが、アベノミクスでの低金利の影響もあって再び2007年以来それぞれ1兆円を超える金額となっている。なお、証券会社が個人投資家向けに取り扱う私募社債は、大きく分けて顧客の投資ニーズに合わせて金融商品を複合したものか、債権や不動産などを流動資産化する目的で発行されるものだが、この内、診療債権（所謂レセプト）の流動化を目的とした私募社債において、発行会社が破綻

したり、中心のなって取り扱っていた証券会社の犯則行為があったとされている（公募の個人向け社債においても、発行会社の破綻は2001年のマイカルの事例があり、この時の個人向け社債への弁済率は3割）。その為、証券会社における私募社債の取扱いに関して新たに自主規制ルールが制定されて、本年4月より施行される。

この自主規制ルールでは、証券会社は私募社債の商品審査とモニタリングを行うとともに、投資家への情報提供義務が課せられている。私募社債は、会社法上の会社形態であれば発行でき、その内容にも制約はないので、合同会社や株式会社を私募社債発行の為の特別目的会社（SPC）として利用しているが、販売者である証券会社側の自主規制により金融行政上の個人投資家保護の為に制約を設けるものだ。

商品審査とモニタリングで確認しなければいけない項目としては、単純な私募社債においては公募社債の引受審査に準じた項目を確認する必要があるが、資産の流動化目的の私募社債においては、社債を組成するアレンジャーの実在性及び業務遂行能力を見る必要がある。

例えば、アレンジャーの事業内容や財務内容・流動化資産に対する取扱い実績などだ。また、資産の流動化スキームの合理性や適切性も確認が求められている。これは、資産内容や市場特性、資産のリスク管理手法、資産価値やスキームの妥当性、資金使途（投資家に説明している趣旨に沿っているか）などの確認が必要だ。

個人投資家への情報提供としては、アレンジャー等の概要、資産の流動化のスキーム、資金使途及び事業計画について情報提供を行うことが、私募社債の販売及び保護預かりしている証券会社に求められている。

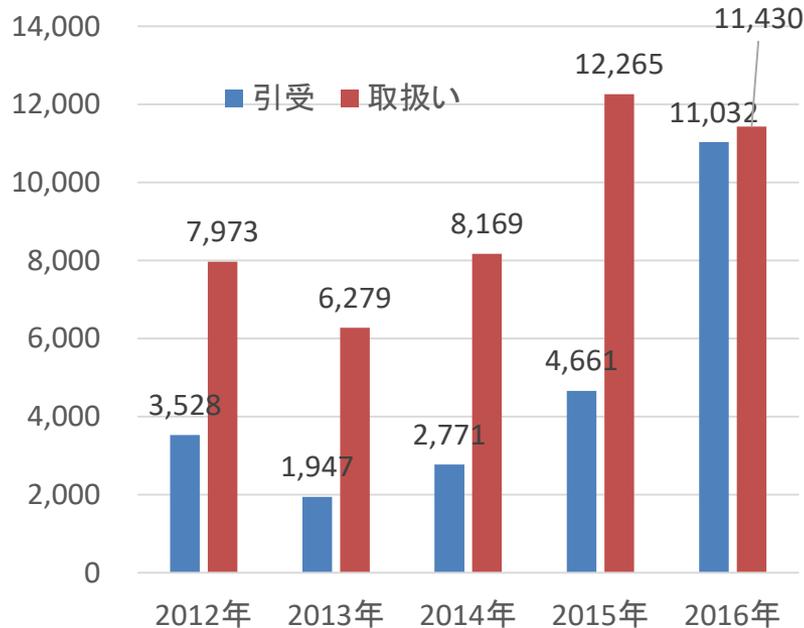
私募社債は数億円～十数億円の資産流動化や事業の資金調達で利用されることが多いが、比較的収益性の高い確定利回り金融商品として地方証券会社などの販売ニーズに適合していた。しかし、今まではアレンジャーや卸元となる専門証券会社などにデューデリジェンス機能を頼ることが多かった。

今回の私募社債に関する新ルール（自主規制）において、私募社債の審査・モニタリング項目が明確化されたことで、地方証券会社における商品審査体制が整備されて

いくこととなるが、顧客の収益性の高い確定利回り商品ニーズに応えながら、発行者や流動化資産のリスク管理を行っていく態勢整備が求められている。今後、地元金融機関などや専門家・同業との提携を進めながら、審査・モニタリング機能を高めていくことが期待されている。

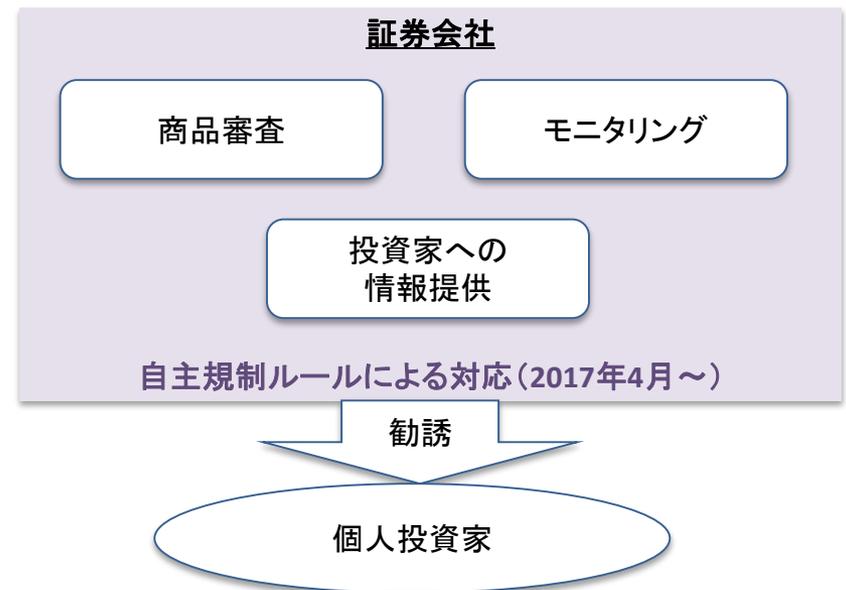
証券会社等における私募社債取扱いについて

私募社債の引受・取扱い



※日本証券業協会 統計資料より作成

個人投資家への私募社債勧誘体制



安全性、投資収益、プラスα

それぞれの投資ニーズに応える為に

個人の社債投資に関する基本スタンスでは、第1章で取り上げた個人調査の通り安全性と有利が利回りが中核となっている。但し、一般的な個人投資家が財務分析等に長けているわけではなので、安全性についての確認は格付けに頼る部分が多いのは実情だろう。例えば、投資適格債はトリプルB格以上といわれているが、リテール証券会社ではA格以上を基本とし、それ以下の社債については顧客層を選択する対応が多い。

しかし、バイアンドホールド(社債投資の場合、償還まで保有)の個人投資家にとって、格付けがもし低下場合は、機関投資家に比べて取り得る投資行動は限られている。例えば、2014年7月に発行された東芝の個人向け社債(60回債)は、発行時格付けがA-(R&I)利率が0.4%だったが、直近の気配値(個人向け社債等の店頭気配情報4月3日公表分-日本証券業協会)では、額面100に対して気配値(4社分)は91.0~86.1、利回りベースで8.0~12.7%と公表されている。また、格付けはBで格下げ方向のレーティング・

モニター継続(R&I)となっている。

個人が社債投資を行う場合は殆ど新規発行の募集に応じるものだが、これは引受証券会社若しくは彼等から委託された証券会社・金融機関での販売に限られている。また、既発社債の個人への販売も限定的だ。例えば上記の東芝債を一般の個人投資家が新たに購入しようとする場合はかなり難しい。証券会社における既発社債の個人投資家への販売は、自社(商品部門等)に手持ちがあるが、提携先の証券会社からの商品供給を受けることが前提となる。なお、保有している社債の売却については、証券会社で買い取ってもらうのが原則となる。

また、最近ではマイナス金利政策を受けて高格付けの社債は個人投資家が求めるような利回りにならないが、第2章で示した様に金融機関の親会社やソフトバンクによる劣後やその他の特約を行うことで、リスク負担を重く、利率を一時的に引き上げた社債が個人向けに発行されているが、この商品性は優先株に近く、個人が格付けだけに頼るのは問題がありそうだ。

以上のような現状を考えた時、今後の個人向け社債拡大に向けた取組みとして次の様なことが重要ではないかと考える。

◇個人向け社債に関する情報共有＝共有すべき情報は主に2つあって、一つ目は社債のリスクに関する情報で、これは格付けや財務制限条項・特約などに関する情報。もう一つは、社債価格に関する情報で、現在協会において証券会社が自主的に参考気配値を提供しているものは、銘柄が限定されているので、全ての個人向け社債の価格情報が公表されるシステムの構築が望ましい。(例えば、昨年9月に発行されたソフトバンクの個人向け社債の価格が示されることなど。)

◇売買をサポートするシステム＝債券取引は、相対取引が前提だが、流通量の多い国債などでは電子取引システムでの対応が進んでいる。個人向け社債は、売買が進んだとしても流通量が多いわけではないが、少額多頻度の取引を想定した電子取引システムが望まれる。東証などが検討を始めたブロックチェーンによる取引システムであれば、決済はペーパーレスで既に証券保管振替機構で

行われるので、専用の取引システム構築が可能である。これが整備されれば、将来の販売チャネル拡大に繋がる可能性もある。

いずれにしても、マイナス金利下も個人の預貯金やタンス預金さえ増えている現状にあって、確定利回り商品としての社債投資拡大が期待されている一方、社債は本来企業や事業の資金調達の多様化の中で規制緩和・制度整備されている。この需給マッチングは資本市場の命題として重要課題だと考える。

個人の社債投資拡大の為に

