

## 関心が高まる個人向け社債

超低金利状態が長期化する中で、個人が、あるレベルの安全性、安定性を維持しながらも、一方でより高い投資収益率の金融商品を求める動きが最近際だっている。本レポートでは、その中でも、98年度以来起債が活発化している個人向け社債にターゲットを絞り、最近の個人投資家の動きを見ていくこととしたい。

### 1. 個人向け社債の最近の動向

最近、引受証券会社が個人投資家向けに限定して販売する、いわゆる個人投資家向け社債<sup>1</sup>の活況が続いている。98年度の個人投資家向け社債発行額は7,870億円となり、前年度の3,145億円と比して2.5倍以上となっている。銘柄数で見ても、97年度の18銘柄から、98年度は39銘柄と前年度の2倍を超えており、発行額、銘柄数ともに増大していることが分かる。99年度に入ってもその勢いは衰えず、1月から6月の上半期の発行額は、7,650億円に達するなど、前年同期比2.6倍に急増している。

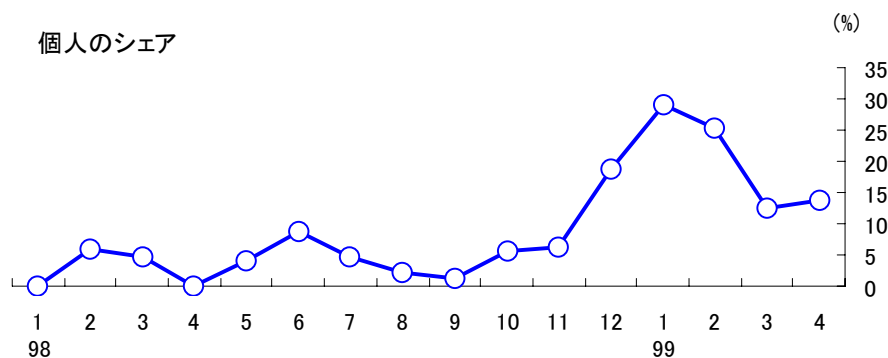
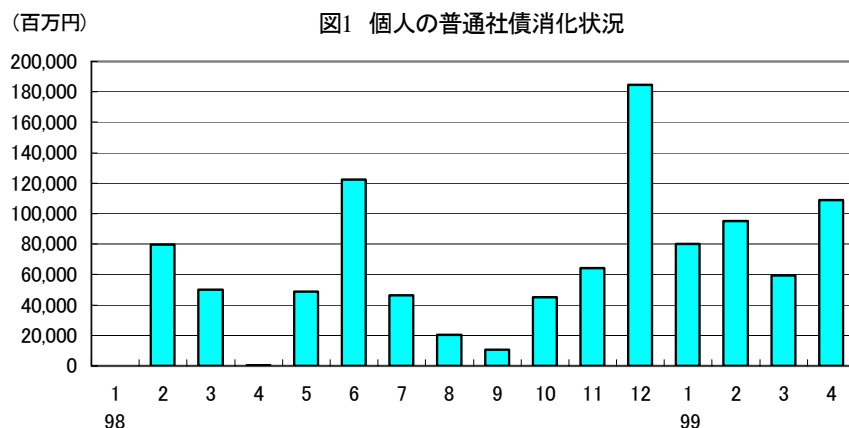
表1 投資家別社債消化状況

年度	発行額 (億円)	(単位:%)								
		個人	都銀・長 信銀	地銀	信託 銀	保険	農中、農 協組	商中・信金	第二地 銀、投信	その他
1990	20,660	1.3	2.8	1.3	1.7	3.9	3.9	4.0	0.1	81.0
91	24,267	3.8	0.8	0.9	1.2	2.7	4.5	5.6	0.3	80.2
92	38,200	9.7	0.9	1.0	2.1	6.4	6.0	13.6	0.1	60.2
93	29,790	7.3	0.7	1.0	4.6	8.3	6.3	13.8	0.6	57.4
94	32,650	13.6	2.0	1.1	3.6	8.3	12.2	10.3	1.1	47.8
95	57,192	5.7	1.8	1.9	3.2	13.1	14.6	12.1	1.7	45.9
96	56,360	5.2	1.3	1.5	3.9	11.5	12.6	11.4	1.1	51.5
97	87,995	3.5	1.6	1.3	5.1	17.0	14.3	11.0	0.7	45.6
98	104,534	7.4	1.5	2.6	5.9	18.6	13.8	11.2	0.9	38.0

(出所) 公社債引受協会『公社債月報』、日本証券業協会『証券業報』より野村総合研究所作成。

99年入り後の普通社債消化状況(月ベース)を見ても、普通社債の個人による消化が活発になっている。そのシェアは、1月の29.1%をピークにして、その後も高水準を維持し続けており、いずれの月も98年1月から11月までの水準を超えるレベルにある(図1)。

<sup>1</sup> 個人投資家向け社債は、92年6月に近畿日本鉄道が発行したのが第一号。



(出所)公社債引受協会『公社債月報』、日本証券業協会『証券業報』より野村総合研究所作成。

そもそも、個人向け社債は、最低購入単位が 100 万円のもの主流をなす<sup>2</sup>ことから、一口 1 億円以上で発行される機関投資家向け社債と比して、発行企業にとっての取引コストが嵩むことなどを理由に、事実上、電力会社など一部の事業会社の発行に限られてきた。しかも、その発行時期は、個人のボーナス資金をターゲットとする 6 月ないしは 7 月、12 月に集中するのが、これまでの傾向である。

これに対して、98 年度以降は、一度も個人向け社債の起債経験がない発行体が、続々と発行に動いており、98 年 5 月以降、毎月起債が継続している。しかも、その起債額は、50 億円から 450 億円規模となっており、機関投資家向けの規模に匹敵するレベルのものも少なくない。なかには、全日空やバンダイ、イエローハットなどのように、懸賞付き社債<sup>3</sup>を発行し、個人投資家の購入意欲喚起に努める企業も存在する(表 2)。

<sup>2</sup> 額面が 10 万円や 50 万円の個人向け社債も発行されている。

<sup>3</sup> 懸賞付き社債の第一号は、95 年に発行された東京ドーム債で、グループのホテル券の懸賞を付けた。

表2 個人向け社債の発行例(99年1月～)

	発行額	年限	利率	格付	備考
オリックス	400	4年	1.95	AA-(R,J)	
光通信	100	3年	2.35	A-(J)	
アイフル	300	3年	2.35	A-(R)	
バンダイ	50	3年	2.00	A-(R)	懸賞付き
イエローハット	100	3年	2.35	BBB+(J)	懸賞(抽選券)付き
アコム	100	4年	2.25	A+(R)	
アサヒビール	100	3年	1.60	A+(R)	
大阪ガス	100	3年	1.25	AAA(R)	
清水建設	200	3年	2.20	A(R)	
東芝	300	3年	1.30	AA(R)	
アコム	100	5年	2.65	A+(R)	
三洋信販	100	3年	1.85	A+(R)	
オリックス	300	3年	1.38	AA-(R,J)	
オリックス	200	4年	1.55	AA-(R,J)	
近畿日本鉄道	300	4年	1.25	A(R)	一口につき1枚の抽選券を付与
三洋電機クレジット	100	3年	1.75	A+(J)	
川崎製鉄	200	4年	1.45	A-(R)	
丸紅	300	3年	2.00	A+(J)	
大成建設	300	3年	2.30	A-(R)	
伊藤忠商事	200	4年	2.00	AA-(J)	
伊藤忠商事	300	4年	2.00	AA-(J)	
丸紅	450	4年	2.00	A+(J)	
四国電力	100	3年	0.60	AAA(R)	
住友不動産	350	4年	3.00	BBB-(R)	
マツダ	200	4年	2.00	BBB(R)	
住友不動産	300	3年	2.35	BBB-(R)	
住友不動産	100	4年	2.65	BBB-(R)	
住友不動産	400	5年	2.95	BBB-(R)	
ニチメン	150	4年	2.40	BBB(R)	

(出所)商事法務研究会『増資白書』などより野村総合研究所作成。

## 2. 個人向け社債市場活況の背景

### 1) 個人投資家サイドの要因

従来、機関投資家向けが大部分を占めていた社債が、個人投資家向けに大量に発行されている背景には、以下のような点が挙げられる。

第一に、超低金利時代が長期化し、出口が見えない中で、ゼロ金利に嫌気がさしている個人投資家の購入意欲が高まっていることがある。個人投資家向け社債は、例えばトリプル A の格付<sup>4</sup>を有する 3 年物の四国電力債でも、0.6% の利率となっており、都銀の 3 年物スーパ

<sup>4</sup> 社債の購入者は、発行体である企業の信用リスクを負うこととなる。その信用リスクに対して、格付機関が審査した結果、格付が付けられている。一般的には、格付が低い社債ほど利回りを高くして発行される。また、同じ格付でも、償還年限が長い社債ほど、利回りが高くなる。なお、無担保普通社債を発行する場合、以前はトリプル B 以上の格付を取得していることが条件（適債基準）であったが、96 年 1 月以降、適債基準は撤廃されており、格付による基準がなくなった。

一定期(300万円未満)の利率 0.15%~0.20%と比すると、相対的に高利回りとなっている点が注目されている。

第二に、社債は、満期まで保有すれば、当該発行企業が倒産しない限り、将来獲得出来る利息及び償還金を購入時に確定出来る点が挙げられる。勿論、発行企業の信用リスクには晒されるものの、投資信託などのように、過去のパフォーマンスに基づいて購入の判断を固めなければならない金融商品とは大きく異なっている。こうした点における社債の安定性、安全性が、個人の社債選択の礎にあることは、容易に想像出来る。

第三に、相対的に有利な利回りに加えて、個人投資家への IR 活動充実策の一環として、懸賞付き社債の発行に踏み切る企業が見られる点である。例えば、98年12月に初めて個人向け社債を発行した全日本空輸は、抽選により20人にハワイ旅行をプレゼントする懸賞を同社債に付与し、注目を集めた。この後、バンダイ、イエローハットなどが、同種の懸賞付き社債を発行している(表3)。94年秋に販売が開始された懸賞付き定期預金に、多くの資金が集まった経験などから、株主優待に準ずるような懸賞を付与し、幅広い投資家層の発掘を目指す企業の姿勢が奏功しているのである。

表3 最近の懸賞付き社債の例

発行企業	発行時期	内容
全日本空輸	98年12月	<ul style="list-style-type: none"> <li>・初めての個人向け社債。</li> <li>・抽選でハワイ旅行(20名)、国内線の往復無料優待券(50名)、半額優待券(1500名)が当たる。</li> <li>・社債額面100万円(一口)につき、1通の懸賞申込書が送付される。</li> </ul>
セガ・エンタープライゼス	98年12月	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ゲーム「ドリームキャスト」に因んで、愛称は「ドリームキャストボンド」。</li> <li>・抽選でドリームキャスト(本体セット)(100人)などが当たる。なお、購入者全員に500円分の特性QUOカードをプレゼント。</li> </ul>
バンダイ	99年2月	<ul style="list-style-type: none"> <li>・3月4日に発売を開始した携帯ゲーム機「ワンダースワン」に因んで、「ワンダースワン債」という相性の個人向け社債を発行。</li> <li>・抽選で100名にワンダースワン(本体)、ソフト1本が当たる。購入者全員に子供商品券(500円分)プレゼント。</li> </ul>
イエローハット	99年2月	<ul style="list-style-type: none"> <li>・希望者全員にオイルメンバーズカード発行(オイル交換料とオイルエレメント交換が無料)</li> <li>・抽選で商品券(5万円分、3万円分)が1400名に当たる。</li> </ul>
近畿日本鉄道	99年4月	<ul style="list-style-type: none"> <li>・近鉄グループが経営するテーマパーク「パルケエスパニーヤ」に因んで、「パルケエスパニーヤボンド」という名称の個人向け社債を発行。</li> <li>・抽選で1,500名にセット旅行券が当たる懸賞付き。近鉄乗り降り自由のフリー切符二名分、「パルケエスパニーヤ」パスポート二名分などがセットされている。</li> <li>・社債額面100万円(一口)につき、1枚の抽選券。</li> </ul>

(出所)日本証券新聞資料より野村総合研究所作成。

## 2) 発行体企業側の要因

企業が個人向け社債の発行を積極化しているのは、「機関投資家向けに社債を発行するより1%以上利回りは低かった<sup>5)</sup>」(イエローハットの藤岡取締役)との声があがるなど、機関投資家向けに発行するよりも、低コストでの資金調達が可能状況を反映したもの、と捉えられる。前述したように、個人投資家は、社債と同期間すなわち3~5年物の定期性預金の利回りとの差によって、相対的に有利な社債への投資を決定する傾向が強い。一方の機関投資家は、個人投資家とは違って、様々な運用手段を有しており、かつその運用手段に精通している。従って、発行企業によっては、個人投資家向けに起債するほうが、機関投資家向けに起債するよりも、低い利回りで発行出来る事情が働いている、との指摘が出来る。

このように、発行企業は、低コストな資金調達を追求する側面がある一方、資金調達の手段を多様化させたい、とする意図も働いている。個人向け社債を発行する企業の中には、個人向け社債と同時期に、機関投資家向けの社債を発行しているものもある。

過去に個人向け社債の発行経験がない様々な企業による起債が活発化するなかでも、オリックス、アイフル、アコムといったノンバンクの起債が目立つ。この相次ぐ起債の背景には、5月20日に施行された金融業者貸付業務社債発行法、いわゆるノンバンク社債法にによって、ノンバンクの社債発行が解禁されたため、ノンバンクが普通社債の発行を積極化している構図がある。

社債発行解禁の動きは、ノンバンクに留まらず、99年10月から都市銀行や地方銀行による普通社債の発行が解禁される予定である。解禁当初は、機関投資家向けの普通社債に限るものの、将来的には個人向け社債の発行も検討される見込みであり、社債市場の多様化は今後より一層進展することが見込まれる。

## 3) 取扱い証券会社側の要因

個人向け社債が活況を呈している背景には、証券会社の積極的な取扱いが奏功している側面も見逃してはならない。証券会社は、1,306兆円(99年3月末)の個人金融資産の取り込みに積極的であり、その中核となる商品の一つとして、個人向け社債を位置づけているところも少なくない。

前述のように、社債は利息及び満期時の償還金が、預入当初に確定出来る安定性があるため、銀行の定期性預金などからの資金シフトを図りやすい商品性となっている、と考えられよう。

<sup>5)</sup> 日本経済新聞朝刊 99年5月5日。

## むすびにかえて

以上見てきたように、個人向け社債市場が活況を呈しているのは、個人投資家の要因、発行体企業の要因、証券会社の要因の3つが上手く合致した結果である、との指摘が出来る。

個人投資家向け社債への関心が高まっている背景には、安全性を重視しながらも、投資による収益追求をも狙う個人投資家の姿が伺われる。97年後半以降、大手金融機関の経営破たんが相次ぎ、金融不安が払拭出来ない状況が続いたために、個人の金融資産選択行動は、相対的に安全性の高い金融機関から安全性の高い金融商品を購入する、といった方向に傾いていた。しかしながら、超低金利状態が長期化するなかで、個人は、個人向け社債、といったよりリスクの高い投資商品にも眼を向けるようになったのであろう。

このように、利益追求型の投資商品を選択する行動が、今後より本格化するかどうか、注目されている。折しも、2000年から2001年にかけては、郵貯の定額貯金が集中的に満期を迎えること、2001年4月にはペイオフの解禁などを控えており、個人金融資産が動き出す素地は十分に整っている、と言えよう。

(林 宏美)