

### 米国社債市場で高まるボンド IR への期待

世界中に衝撃を与えたエンロンやワールドコムの大破綻を契機に、社債投資家がクレジット・リスクに敏感になっており、これまでよりもクレジット・リサーチに注力し、主体的に発行体企業にコミュニケーションを求める投資家が増えてきた。一方、発行体企業の中にも投資家の要請に対応するように、ボンド IR（インベスター・リレーションズ）活動に積極的に取り組むところが出てきている。本稿では、ボンド IR とは何か、またその現状や効果などについて、米国でのヒアリング調査を元に紹介する。

#### 1. ボンド IR とは

本稿では、ボンド IR を「発行体による、既存のもしくは潜在的な社債投資家（バイサイドのクレジット・アナリストやポートフォリオマネージャー）やセルサイドのクレジット・アナリストとのコミュニケーション」と定義する<sup>1</sup>。ボンド IR という言葉自体は米国で定着している言葉ではなく、フィクスト・インカム IR やボンドホルダー・リレーションズなどと表現されることもある。

わが国に比べて社債市場の成熟度の高い米国においても、ボンド IR という概念が発行体さらには投資家の間でこれまで意識されることが少なかったのは、一つには社債投資が株式投資に比べて相対的に安全な投資であると位置付けられていたからである。投資家が社債の信用度にそれほど敏感ではなかったのと同時に、発行体の経営陣も企業の成長や株価の上昇といった前向きな株式の話に比べ、負債比率の上昇やデフォルト（債務不履行）の可能性といった後ろ向きな負債の話を経営陣には語りたがらず、起債時のみロードショーなどを通して投資家に説明をすることが多かった。もう一つには、社債の投資判断に必要なリサーチ機能を格付け会社がほぼ全面的に果たしているため、投資家は自前のクレジット・リサーチに大きなコストをかける必要がなかったからである。多くの場合、投資家は内規や投資ガイドラインの格付けに関する投資制限に従って社債を組み入れており、格付けが同じであればどの銘柄を組み入れるかはそれほど重要ではなかった。だが、ここ数年、社債投資のリスクの高まりと格付けへの信認の低下を背景に、主に投資家側から、発行体とのコミュニケーションの需要が高まり始めている。

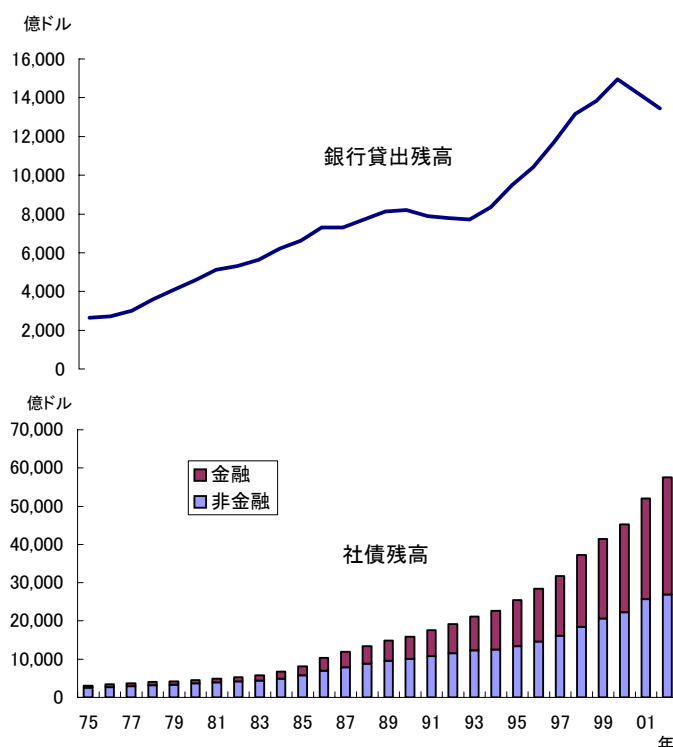
<sup>1</sup> 最近わが国では「デット IR」という言葉をしばしば耳にする。これは、社債投資家のみならず、シンジケート・ローンの参加行や、コマーシャル・ペーパー（CP）の投資家、資産担保証券（ABS）の投資家など、企業のデットサイドのあらゆる投資家に対する IR 活動を総称する概念である。

## 2. ボンド IR の需要が高まる背景

### 1) 高まる社債投資のリスク

米国の社債市場は拡大の一途を辿っている。2002 年末現在、発行残高<sup>2</sup>は約 5.8 兆ドル (約 700 兆円<sup>3</sup>) に達している (図表 1)。

図表 1 銀行貸出残高と社債残高



(出所) FRB, “Flow of Funds Accounts of the United States”より野村総合研究所作成

ここ数年、利幅の薄い大企業向け貸出の削減等により銀行の貸出残高が減少に転じている一方で、金利の低下など起債環境がよいことなどを背景に社債の残高は増加を続けている。特に、金融セクターの社債発行残高は 99 年に非金融セクターの社債発行残高を上回り、過去 20 年間で 27 倍にもなっている。

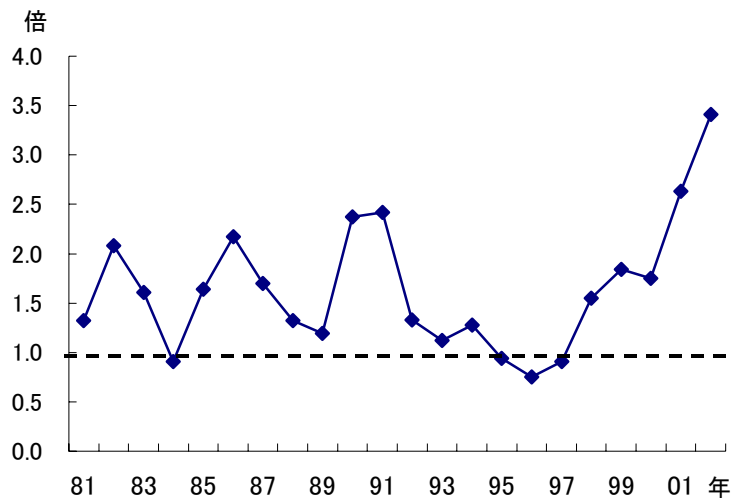
社債市場の規模が拡大する一方で、社債の投資リスクも高まっている。90 年代半ばからの活発な M&A と自社株買いにより、多くの企業で財務レバレッジが上昇していることや、IT バブル崩壊後の景気後退、企業の収益悪化により、近年格下げされる企業が増

<sup>2</sup> ここでの社債は、bonds, notes, debentures, mandatory convertible securities, long-term debt, unsecured debt を全て含む。

<sup>3</sup> 1 ドル=120 円で計算。ちなみに、わが国の社債残高は 2002 年度末現在約 60 兆円。

加している。いわゆる投資適格債（トリプルB格以上）でも相対的に格付けの低い社債の割合が高くなっているとともに、格付けの動向全体で見ても格上げの件数より、格下げの件数の方が大分多くなっている（図表2）。

図表2 格下げ・格上げ比率（グローバル）

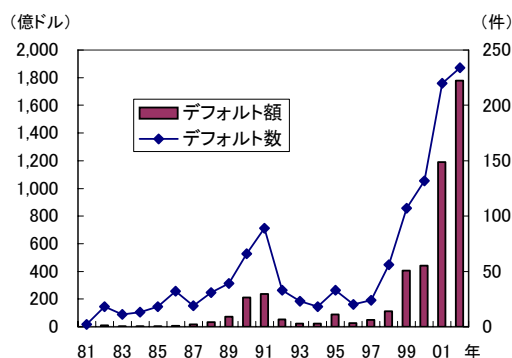


(注) 格下げ・格上げ比率＝格下げ件数／格上げ件数  
 (出所) S&P, “Rating Performance 2002”より野村総合研究所作成

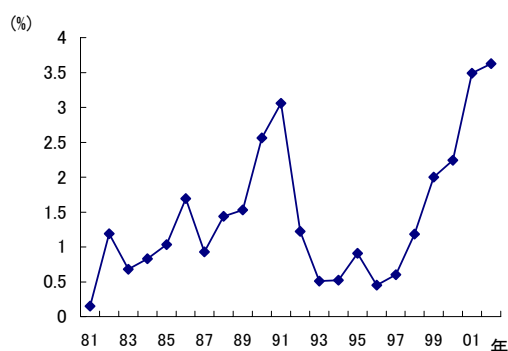
また、世界的に社債のデフォルトも増加している。2001、2002年のデフォルト総額やデフォルト総数は、これまでにない高い水準であった（図表3）。米国では、エンロン、ワールドコム、クエスト・コミュニケーションズをはじめとする大規模なデフォルトが多発し（図表4）、投資家は甚大な被害を被った<sup>4</sup>。過去にも、主にレバレッジド・バイアウト（LBO）のために用いられたジャンク債が90年代初頭に大量にデフォルトし、デフォルト率が高まった時期はあったが（図表5）、デフォルトの規模が与える投資家へのインパクトという点では、これまでにないレベルに達している。その結果、投資家は社債のクレジット・リスクに非常に敏感になっている。

<sup>4</sup> 2002年の米国におけるデフォルト総数は128件（グローバルで234件）であった。ただし、金額ベースでは米国企業のデフォルトが大半を占める。

図表 3 デフォルト総額と件数（グローバル）



図表 5 デフォルト率（グローバル）



(出所) S&P, “Ratings Performance 2002”より野村総合研究所作成

図表 4 米国における大規模な社債のデフォルト（2001、2002 年）

会社名	業種	社債残高 (億ドル)	デフォルトした日
WorldCom	通信	307.8	7/15/2002
Qwest Communications International	通信	155.0	12/20/2002
Enron	エネルギー等	119.1	12/2/2001
Adelphia Communications	ケーブルテレビ	95.0	5/15/2002
Pacific Gas & Electric	電力サービス	81.1	1/17/2001
NTL Communications	ケーブルテレビ	80.6	3/28/2002
UnitedGlobalcom	通信	62.7	1/25/2002
Southern California Edison	電力サービス	57.0	1/15/2001
XO Communications	通信	51.8	12/1/2001
McLeodUSA	通信	46.4	1/1/2002
Federal-Mogul	自動車部品	42.3	10/1/2001
FINOVA Capital	金融	40.8	2/27/2001
Williams Communications Group	通信	40.8	4/1/2002
Kmart	小売	38.8	1/22/2002
Exodus Communications	通信	29.8	9/26/2001
PSINet	コンピューター関連サービス	27.3	5/1/2001
Conseco	生保	26.6	8/9/2002
Olympus Cable Holdings	通信	25.0	6/25/2002
Comdisco	コンピューターレンタル/リース	23.6	7/16/2001
NII Holdings	通信	23.3	2/1/2002
Winster Communications	通信	21.0	4/15/2001
Genuity	コンピューター関連サービス	20.0	11/27/2002

(出所) S&P, “Rating Performance 2001, 2002”より野村総合研究所作成

## 2) 揺らぐ格付けへの信認<sup>5</sup>

2001 年 12 月にエンロンが米国連邦倒産法第 11 章 (reorganization) の手続きを申請する数日前まで、主要な格付け会社が同社の社債を投資適格としていた事実を発端に、格付けに対する投資家の信認が揺らいでいる。この事件をきっかけに、①格付けが企業の破綻を

<sup>5</sup> 格付け会社を巡る問題に関して詳しくは、淵田康之・大崎貞和編『検証アメリカの資本市場改革』第 9 章「問われる「投資適格」の責任—格付け会社問題」日本経済新聞社、2002 年を参照。

予測できていない、②デフォルトの可能性が高まってから格付けを引き下げるまでのスピードが遅い、③格付け会社は発行体からの手数料収入に大きく依存しているため、公正な格付けが出来ていない、④格付け業務が一部の格付け会社の独占状態になっており競争が働いていない<sup>6</sup>ため、十分な情報収集と分析のないままに格付けが行われているといった批判が提起された。格付け会社に対する批判的な意見は以前からもあったが、議会でも、エンロン事件における格付け会社の対応は適切だったのか、また、格付け会社の役割や規制はどうあるべきかといった議題が取り上げられ、格付け会社を巡る問題に対する世間の注目が高まった。

格付け会社問題の解決を証券市場の信認回復の一環と捉える SEC は、企業改革法に盛り込まれた条項<sup>7</sup>に基づいて格付け会社の調査を行い、2003 年 1 月にレポートを提出した<sup>8</sup>。このレポートは、①証券市場における格付け会社の役割や機能、②格付け会社が正確な格付けを実施するに当たっての障害、③格付け会社による情報伝達の改善方法、④格付け業務への参入障壁、⑤格付けの過程で生じる利益相反などについて実態調査をしたものである。更に SEC はこの調査を踏まえた上で、2003 年 6 月に「SEC は公認格付け会社 (Nationally Recognized Statistical Rating Organizations) 制度を廃止するべきか」といった格付け会社に係る 56 の検討課題を提示したコンセプト・リリースを提出し、パブリック・コメントに付した<sup>9</sup>。

### 3) 格付け依存体質の見直しとインハウス・リサーチの強化

1975 年に SEC がいくつかの格付け会社を公認格付け会社として認めて以来、公認格付け会社による格付けは、連邦法や州法、規制当局の規則、貸借契約等の私的な契約など様々な場面でベンチマークとして用いられており、その影響力は非常に大きい。内規や投資ガイドラインの中に格付けによる投資制限があるため、社債投資家は格付けに従って、あるいは依存しながら投資を行っているのが概ねの実態である。だが、社債市場の拡大とともにデフォルトが多発し、また、格付けに関しても様々な問題点が指摘される中で、運用機関が格付けに従って投資したということが、委託者への免罪符にならなくなっている。そこで、ここ数年、保有債券のデフォルトの回避を最大の目的として、大手の運用機関を中心にインハウスのクレジット・リサーチを強化する動きがみられる。

クレジット・アナリストを 10 名以上擁するような大規模運用機関のクレジット・リサーチにおいては、以下のような特徴がみられる。

<sup>6</sup> 2003 年 2 月、カナダのトロントを拠点とするドミニオン・ボンド・レーティング・サービスが 4 つ目の公認格付け会社として SEC に認められた。

<sup>7</sup> Section 702(b) of the Sarbanes-Oxley Act of 2002

<sup>8</sup> SEC, “Report on the Role and Function of Credit Rating Agencies in the Operation of Securities Markets,” <<http://www.sec.gov/news/studies/credratingreport0103.pdf>>

<sup>9</sup> SEC, “Rating Agencies and the Use of Credit Ratings under the Federal Securities Laws,” <<http://www.sec.gov/rules/concept/33-8236.htm>>

### (1) 内部格付け

通常、一人のクレジット・アナリストが複数のセクターを担当しており、彼らが中心になって内部格付けを行っている。ある運用機関では、格付けのみならず、業界動向や業界での競争力といった発行体のファンダメンタルズに係る項目についてもストロング、ミクス、ウィークなどの評価をし、データベース化している。

大規模なクレジット・リサーチ・チームを持つ運用機関において、格付け会社による格付けは、投資判断の材料の一つに過ぎない。しかし、投資適格から投資不適格への格付けの変更は、発行体の資金調達能力を下げ、デフォルトへの引き金になりかねないため、格付けの見通しや変更の動向については依然として注視しているという。

### (2) クレジット・アナリストとエクイティ・アナリストの協働

クレジット・リサーチ・チームとエクイティ・リサーチ・チームの協働関係が構築されている。例えば、ミーティングなどで互いの情報を共有したり、意見を交換したりする場が頻繁に設けられている。また、発行体によるエクイティ・アナリスト向けのミーティングに、クレジット・アナリストと一緒に参加することもある。エクイティ・アナリストとクレジット・アナリストの分析の視点や興味の対象には共通点がある一方で、異なる面も多い。運用機関のリサーチ全体として、両者の分析がパズルのように組み合わせられていくことで質の向上が目指されるのである。

### (3) 定性的な分析の重視

クレジット・リサーチのプロセスでは、元利金の償還能力、資金調達能力、株式市場における評価といった定量的な分析も重要であるが、業界動向、競争上のポジション、経営陣の質といった定性的な分析にも非常に重きが置かれている。特に、経営陣の質を把握することは大変重要であるが、経営陣との直接のコミュニケーションなしにはその判断は難しい。そこで、ここ数年は、クレジット・アナリストが最高財務責任者（CFO）などに会う機会も増えているという。

以上のように、運用機関がインハウスのクレジット・リサーチ体制を強化する過程で、発行体からの更なる情報開示や経営陣とのコミュニケーションの需要、すなわちボンド IR の需要が高まっている。

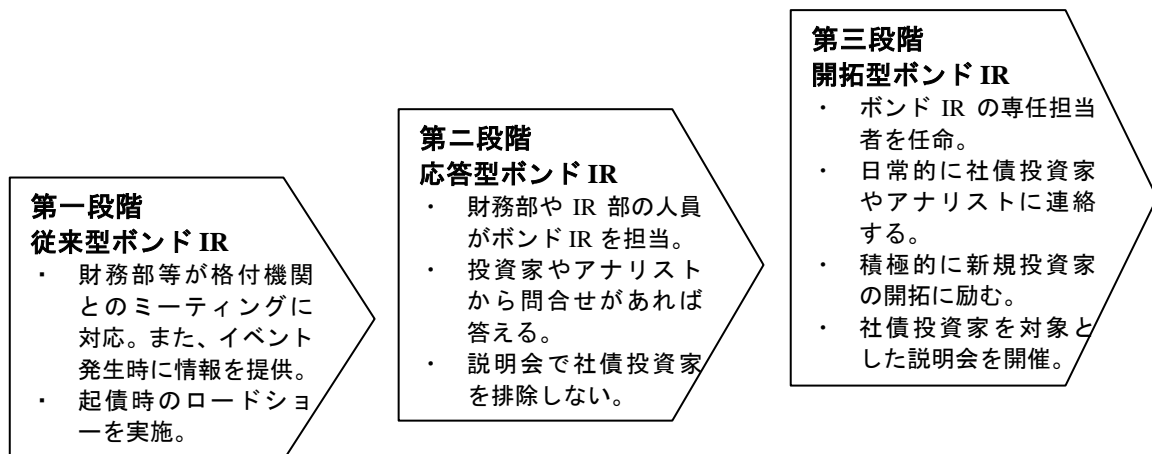
### 3. 米国のボンド IR の現状

#### 1) ボンド IR の発展段階と取り組みへの温度差

米国では、エンロン、ワールドコムといった一連の問題が明るみに出る前から、一部の企業は独自にボンド IR に取り組んできた。しかし、ここ数年の投資家によるクレジット・リサーチ強化の流れを受けて、それまではボンド IR への関心が低かった発行体もボンド IR の重要性を感じるようになってきている。但し、現状においても、あらゆる発行体がボンド IR に積極的なわけではなく、発行体によってかなり温度差がある。

ボンド IR と一口に言っても、その範囲は広い。冒頭でボンド IR を定義した際に、格付け会社に向けた情報提供を含めなかったが、現状において多くの発行体が通常最も力を入れているのは格付けの維持と向上であり、格付け会社との関係は非常に重視されている。したがって、広い意味ではこれもボンド IR に含まれる。また、起債時には大抵の発行体がロードショーを通して、投資家に説明を行う。仮に、以上のような発行体の取り組みをボンド IR の第一段階とした場合、ボンド IR は大きく三段階に分類することができる（図表 6）。本稿で特に強調したいのは社債投資家への継続的な IR の試みであり、以下に紹介する第二、第三段階のボンド IR である。

図表 6 ボンド IR の発展段階



（出所）野村総合研究所

ボンド IR の第二段階は、応答型ボンド IR（reactive bond IR）である。①社債投資家やセルサイドのクレジット・アナリストから質問を受けた場合には、財務部などのボンド IR の責任者が対応する、②株式投資家向けの説明会にクレジット・アナリストや社債投資家も

招待する<sup>10</sup>、といった取り組みがそれに該当する。社債投資家からの要望があれば情報を提供する、というのが基本的な姿勢で、米国では、この第二段階に位置付けられる発行体が増えてきている。

そして、第三段階のより積極的なボンド IR として、開拓型ボンド IR (proactive bond IR) がある。具体的には、①株式投資家向け説明会とは別に社債投資家を対象とした説明会を開催し、②社債投資家からの問合せを待つという受身の姿勢に甘んじるのではなく、日常的に投資家とコミュニケーションを図り、③発行体側から積極的に投資家を訪問して新規投資家を開拓する、といった活動が挙げられる。ボンド IR の専任担当者を配置し、投資家のリストを作成することが多い。

もっとも、このような開拓型ボンド IR を展開している発行体は米国でも一部に限られる。ボンド IR を強化するかどうかの判断は、社債投資家のボンド IR に対する需要の大きさに左右されるからである。社債市場への依存度が高い発行体や信用力に不安がある発行体は、社債投資家から情報提供するよう強く要請されるため、ボンド IR に力を入れる傾向がある。

発行体がボンド IR を強化するきっかけとしては、①社債の発行額が多く、また発行頻度が高いため、投資家との関係を向上させる必要性を感じたから、②合併などの経営戦略の転換によって資金調達需要が高まり、社債市場での資金調達を重視するようになったから、③信用度の低下により格付けが引き下げられたから(それによって CP の発行が困難となり、代わりに社債による資金調達が増えた) といったケースが代表的である。

業種別の特徴としては、自動車、金融、テレコム、ケーブルメディア・セクターにボンド IR に積極的な会社が多い。また、格付けが投資不適格の会社にとっては社債投資家とのコミュニケーションが非常に大切であり、ボンド IR に多くの資源を投入する傾向がある。逆に、格付けが高く、社債発行額もそれほど多くなく、知名度の高い会社では、ボンド IR の必要性をあまり感じないことが多い<sup>11</sup>。

## 2) ボンド IR とエクイティ IR の相違点

株式投資家に対する IR 活動と社債投資家に対する IR 活動は、その目的、投資家の視点、投資家のタイプが異なるため、IR 活動の手法や内容にも若干の相違がある(図表7)。

まず手法の面では、ボンド IR に関しては、大規模な社債の発行体やクレジットに特に不

<sup>10</sup> 2000年に米国でレギュレーション・フェア・ディスクロージャー(公平な情報開示規則)が施行された影響で、株式アナリスト向け説明会が一般に公開されるようになったため、社債投資家もその内容を聞くことができるようになったという点も指摘できる。レギュレーション FD の詳細については、大崎貞和・平松那須加「求められる公平な情報開示」『資本市場クォーターリー臨時増刊』No.5、2001年5月を参照。

<sup>11</sup> 例えば、エクソンモービルは普通社債の格付けがトリプル A で、最近社債を発行していないために積極的なボンド IR 活動は行っていない。同社ではトレジャーが格付け会社対応を任されており、投資家から問合せがあれば答えている。また、P&Gも、格付けが高いこと、SECへのファイリングやウェブサイトで十分に情報を公表していること、P&Gという銘柄に対する投資家の信頼が厚いことから、社債投資家を対象とした継続的なボンド IR 活動を行う必要はないと考えている。財務部が格付け会社の対応や起債時のロードショーを担当している。(いずれもヒアリング調査より)



安のある発行体でない限り、発行体側から積極的に投資家とコミュニケーションを図ることは少ない。それに対して、エクイティ IR では日常的に投資家と密にコミュニケーションを図ろうとするのが一般的である。エクイティ IR は投資家からの問合せの頻度も高い。

このような違いは、株式市場が企業の収益に影響を与えるような個別のニュースに敏感に反応するのに対して、社債市場では一般的にバイ・アンド・ホールドの投資行動がとられる場合が多く、償還期日に元利金が支払われるかどうかを最も重要であるため、短期の収益動向に対する注目度は株式市場ほど高くない、という市場の特徴によるものである。

図表 7 ボンド IR とエクイティ IR の比較

	ボンド IR	エクイティ IR
IR 活動の目的	<ul style="list-style-type: none"> <li>資金調達コストの低減</li> <li>投資家層の拡大と安定化</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>株価の適正化</li> <li>投資家層の拡大と安定化</li> </ul>
投資家が重視する点	<ul style="list-style-type: none"> <li>安定性</li> <li>元利金の返済能力</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>収益性</li> <li>会社の成長ストーリー</li> </ul>
投資家が特に注目する事項	<ul style="list-style-type: none"> <li>社債の発行・償還計画</li> <li>格付け引き下げの危険性</li> <li>コベナンツの内容</li> <li>キャッシュフローと用途</li> <li>経営戦略と経営者の質</li> <li>個別事業のリスク</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>将来の業績見通し</li> <li>PER や ROE などの収益性指標</li> <li>経営戦略と経営者の質</li> </ul>
投資家の特徴	<ul style="list-style-type: none"> <li>バイ&amp;ホールドが多い</li> <li>ニュースヘッドラインには株式投資家ほど反応しない</li> <li>限られた投資家層</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>売買が多い</li> <li>ニュースヘッドラインに素早く反応する</li> <li>広い投資家層</li> </ul>
IR の手法	<ul style="list-style-type: none"> <li>格付け会社への情報提供、ロードショーが基本</li> <li>継続的な IR 活動は受動的なことが多い</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>セルサイド、バイサイドに日常的に接触</li> <li>セルサイド主催のカンファレンスにも積極的に参加</li> </ul>

(出所) 野村総合研究所

次に内容の面では、社債投資家と株式投資家の興味や分析の視点が異なることから、IR において注目される点に若干相違がある。例えば、企業の成長性を見極めたい株式投資家は、損益計算書をより重視し、株主資本利益率 (ROE) や株価収益率 (PER) といった収益性指標に関心が高いのに対し、安定性を見極めたい社債投資家は、貸借対照表をより重視し、自己資本や有利子負債の絶対額、デット・エクイティ・レシオといった安全性に係る情報に関心が高い。また、社債の償還スケジュール、格付けの見通し、コベナンツの内容等については、一般的に株式投資家は社債投資家ほど関心が高くない。但し、両者が投資判断に用いる情報は共通する部分も多い。例えば、業界全体の動向、会社の収益、キャッシュフロー、経営戦略、セグメント情報、経営者の質などは、株式投資家だけでなく社債投資家や格付け会社も注目している。

以上のような投資家の関心の違いを反映して、企業が株式投資家と社債投資家に提供する資料の内容には差がある。例えば、社債投資家向け説明会を年に 2 回開催しているシテ

ィグループが 2003 年第 2 四半期の結果を踏まえて開催したエクイティ IR 説明会とボンド IR 説明会（シティグループは Fixed Income Investor Review と呼んでいる）でそれぞれ使用した資料を比較したものが図表 8 である。

図表 8 シティグループのエクイティ IR とボンド IR の資料

	内容	エクイティ IR	ボンド IR
共通	2003.2Q ハイライト（収入・EPS・ROE 等）	○	○
	収入内訳（2Q/半期）・部門別の前期比およびハイライト	○	○
	クレジットクオリティ	○	○
相違	配当	○	×
	成長性（地域別収入・収益・支出）	○	×
	組織形態	×	○
	格付け・格付け会社との関係構築の取り組みについて	×	○
	流動性の維持について	×	○
	社債/CP の発行残高・平均償還期限	×	○
	2003.2Q 時点での社債の詳細（償還期限別・通貨別）	○	○
2003 年度の社債発行計画	×	○	

（出所）Citigroup, “Second Quarter 2003 Earnings Review” (July 14, 2003), “Fixed Income Investor Review” (July 17, 2003)より野村総合研究所作成<sup>12</sup>

エクイティ IR とボンド IR の資料で共通している内容は、EPS や ROE といった四半期のハイライト、部門別の収入に関する説明、クレジットクオリティ、自己資本比率の部分（全 11 頁）であり、同じプレゼンテーション・シートが用いられている。

一方、内容が異なる部分としては、エクイティ IR の資料には配当政策や企業の成長性の説明が盛り込まれているのに対して、ボンド IR の資料ではグループの組織形態、格付けや格付け会社との関係の構築、流動性の説明がなされている。また、社債による資金調達に関しては、エクイティ IR の資料では 2003 年第 2 四半期時点での社債発行額、平均償還期限、発行通貨の内訳を表したグラフと、米国長期金利が 100 ベーシス・ポイント上昇した場合にシティグループの収益が受ける影響を表すグラフが 1 枚に収められている。それに対してボンド IR の資料では、3 枚にわたって社債発行の実績や今後の発行計画が詳細に記されている。

### 3) ボンド IR の実態

それでは、米国企業のボンド IR は、具体的にどのような体制で、どのような内容で行われているのだろうか。以下では、現地でのヒアリング調査に基づいて、米国におけるボンド IR の実態を紹介する。図表 9 に含まれている会社は、いずれも応答型もしくは開拓型ボンド IR を行っている会社であり、わが国企業がボンド IR 活動を強化する際の参考となる

<sup>12</sup> シティグループのウェブサイトから入手可能。<<http://www.citigroup.com/citigroup/fin/index.htm>>

う。なお、今回のヒアリング対象はいずれも格付けの高い会社であるが、低格付けの会社にとっても活動内容など参考になる点が多い。

図表9 ボンド IR の活動内容の例

会社名	ボンド IR 体制	特徴
GMAC (GM の金融子会社)	ボンド IR の専任部署あり (3 名)	<ul style="list-style-type: none"> <li>CP 投資家向け IR は 30 年くらい前に開始</li> <li>ボンド IR は 13 年前に開始</li> <li>積極的に投資家にアプローチ</li> <li>個別訪問を重視</li> <li>AFSA のカンファレンスに参加</li> <li>国内 IR では投資銀行はあまり使わない (コンタクトパーソンが分からない場合のみ)</li> <li>海外ロードショーのアレンジは投資銀行に任せる</li> <li>投資家データベースを作成</li> </ul>
シティグループ (金融)	ボンド IR の専任部署あり (1 名)	<ul style="list-style-type: none"> <li>CB の発行額が増えて経営陣もボンド IR に注目</li> <li>2002 年から社債投資家向け説明会を年 2 回実施 (会長、CFO、トレジャラーが参加)</li> <li>大口投資家はトレジャラーが個別訪問</li> </ul>
バンクオブアメリカ (銀行)	財務部にボンド IR 専任担当者 1 名	<ul style="list-style-type: none"> <li>5~6 年前にボンド IR を開始</li> <li>社債投資家向け説明会はなし</li> <li>電話での質問や個別訪問対応が主要な取り組み</li> <li>主要投資家およびアナリストのリストを作成</li> </ul>
シアーズローバック (小売・クレジットカード)	財務部にボンド IR 責任者 1 名	<ul style="list-style-type: none"> <li>年 1 回の説明会にクレジット・アナリストも招待</li> <li>証券化商品の IR 担当者が別にいる</li> <li>証券化商品の投資家向けには年 2 回説明会を開催</li> <li>格付け会社、クレジット・アナリスト、投資家からの問合せに対応</li> <li>AFSA のカンファレンスに参加</li> </ul>
ジョンハンコック (保険)	財務部にボンド IR 責任者 1 名	<ul style="list-style-type: none"> <li>1998 年にボンド IR を開始</li> <li>セルサイドアナリストとのミーティングを積極的に実施</li> <li>ロードショーやミーティングのアレンジは投資銀行に任せる</li> </ul>
アナダーコペトロリアム (石油)	財務部にボンド IR 責任者 1 名	<ul style="list-style-type: none"> <li>私募の場合は投資家との個別ミーティング多い</li> <li>公募の場合は格付け会社と投資銀行にロードショーやミーティングのアレンジを任せる</li> <li>投資家から問合せがあれば情報を提供</li> <li>投資家のリストは作成せず</li> </ul>
ヒューレットパッカ ード (コンピュータシステム)	IR 部でエクイティ IR とボンド IR 担当	<ul style="list-style-type: none"> <li>継続的なボンド IR 活動、ノン・ディール・ロードショーは行わない</li> <li>格付け会社対応は財務部が担当</li> <li>社債投資家のリストは作成せず</li> </ul>

(出所) ヒアリング調査より野村総合研究所作成

### (1) ボンド IR の体制

ボンド IR に積極的に取り組んでいる一部の会社では、ボンド IR の専任部署を設置する、あるいは財務部にボンド IR の専任担当者を置くこともあるが、多くの場合、財務部や IR 部にボンド IR 責任者を置くにとどまっている。応答型もしくは開拓型ボンド IR を行う会社では、ボンド IR 担当者を対外的に明示することによって、投資家やセルサイド・アナリストが誰に連絡を取れば良いのか知らしめ、安心させることが重要だと考えられている。また、ボンド IR 担当者を任命することは、社債投資家を株式投資家と同等に扱っているという会社側の姿勢を示すのにも有効だと考えられている。

ボンド IR 担当者の数は 1 名の場合が多いが、GMAC の様にボンド IR に特に力を入れている会社では 3 名配置している<sup>13</sup>。IR 部がボンド IR も担当する場合には、財務の専門知識を補うために財務部との協力が必要となる。

財務部員がボンド IR を兼任している場合、仕事量全体の 15%~25% くらいがボンド IR にあてられているというのが実情である。社債発行額がそれ程多くない会社であれば、起債時にはクレジット・アナリストから質問を受けるが、その他の時は特にイベントがない限り質問を受けることは少ないという状況もあり得る。CP や ABS の IR については、ボンド IR とは別にチームを設けている会社もある。

### (2) 投資銀行との関係

発行体企業は、社債市場で名前が浸透するまでは、ロードショーやミーティングのアレンジを投資銀行に依頼することが多いようである。また、社債を頻繁に発行している会社でも、適切なコンタクトパーソンが分からない場合などに投資銀行を活用することがある。特に、海外で起債する場合には投資銀行の情報源が役立つという。

投資銀行を利用したボンド IR について、発行体企業は、幅広い投資家とコンタクトをとることが可能になるという利点がある一方で、投資銀行がミーティングに同席すると投資家の率直な意見が聞けない等の不自由を感じることもあるようである。

### (3) 投資家への情報発信

応答型もしくは開拓型ボンド IR では、社債投資家に日頃から継続的に情報を提供することで自社に対する理解を促し、投資判断のサポートをしようとしている。

具体的な活動としては、第一に、起債案件のないときに社債投資家向けに説明会を開催したり投資家を個別に訪問したりする、いわゆる「ノン・ディール・ロードショー」がある。起債がない時に投資家を集めるのが困難な場合は、同業種の複数の会社が合同でノン・ディール・ロードショーを開催することもある。格付け会社による業界全体の動向や見通しの説明と、各社のプレゼンテーションを併せるといった形式で行われる。

また、AFSA (American Financial Services Association : 米国金融サービス協会) のように、業界団体が社債投資家向けにカンファレンスを開催し、発行体が社債投資家に向けて情報を発信する機会を設けている例もある。

第二に、開拓型ボンド IR を行う会社では、従来の株式投資家向け説明会とは別に、社債投資家を主な対象とした説明会を開催することがある。例えば、シティグループは社債投資家向け説明会を年に 2 回行い、会長、CFO、トレジャラーがプレゼンテーションを行っている。

第三に、投資家やクレジット・アナリストのリストを独自に作成し、日常的に連絡をとる会社がある。ボンド IR に特に力を入れている GMAC やシティグループでは、ボンド IR 担当者が主要投資家を中心に投資家訪問を行っている。GMAC では、会社から一方的に情報を提供する説明会よりも、投資家と双方向にコミュニケーションを図り、投資家の特に関心の高い話題について重点的に話すことができる個別ミーティングを重視しているという。

#### 4) ボンド IR の効果

では、発行体はボンド IR を積極的に行うことで、いかなる効果を期待できるのか。

第一に、エクイティ IR の効果と共通する点でもあるが、ボンド IR が投資家層の拡大と安定化に寄与する点を指摘できる。2003 年 6 月にゼネラルモーターズ社が金融子会社の GMAC と併せて 176 億ドル (約 2.1 兆円) という米国史上最大の起債を発表したが<sup>14</sup>、このように大規模な起債をする場合、多くの社債投資家が必要となる。社債を引き受ける投資銀行との関係も当然重要であるが、日頃からボンド IR を継続的に行い、潜在的な社債投資家を掘り起こしておくメリットは小さくない。また、ボンド IR により、既存の投資家の安心感や満足度を向上させることで、保有する社債を原則的に償還まで持ち切り、また、起債時には決まって一定程度消化してくれるような安定的な投資家層を形成できるであろう。

第二に、危機管理手段の一つとして有効である。予期せぬイベントなどにより、格付けが投資不適格に引き下げられるなど、発行体がクレジットの危機に瀕した場合、日頃から投資家とのコミュニケーションをとっておけば、迅速に投資家とコンタクトをとることにより、流通市場で社債を一斉に売却されたり、新たな資金調達に応じてもらえなかったりすることを避けられる。

第三に、資本コストの低減につながる。この点では、格付けを維持することが何より重要であるが、流通市場では同じ残存期間、同じ格付けの社債であってもスプレッドが何十ベース・ポイントも異なる場合があり、これは発行体の不確実性に対するリスクプレミアムであるといえる。ボンド IR によって不確実性を低減することで、流通市場でのスプレ

<sup>14</sup> ゼネラルモーターズ社の今回の起債に関して詳しくは、胡田聡司「ゼネラルモーターズ社の社債発行と年金問題」『資本市場クォーターリー』2003 年秋号参照。

ッドが縮小する可能性がある。また、日頃から情報開示をきめ細かく行い、市場でのサブプライズを減らすことにより、スプレッドのボラティリティを最小限に抑えることも可能であろう。加えて、流通市場における売買の流動性向上も期待できる。以上が実現すれば、起債条件が改善されよう。

#### 4. 投資家はボンド IR に何を求めるか

以上、米国のボンド IR の現状をみてきたが、社債投資家はボンド IR に何を求めるのか。ヒアリングの結果から、以下の3点が指摘できる。

第一に、経営陣とのアクセスの確保である。投資家は、先述したように社債の投資判断において経営陣の質を重視する。また、既に担当セクターや発行体についてかなりの知識を持っているクレジット・アナリストは、表面的な説明を必要とせず、実際に会社を動かしている人物に会って話をするのを望んでいる。従来、発行体は株式投資家を厚遇し、社債投資家をそれほど顧みなかったが、社債投資家は株式投資家と対等に扱われることを期待している。数年前までは、社債投資家が最高経営責任者（CEO）や CFO に会うのは難しかったが、最近ではそのような機会も増えているようだ。投資家の中には、多額の社債を保有する発行体に対して緊密なコミュニケーションを求め、経営に対して意見を述べるなど、影響力を行使するところもある。

第二に、積極的なコミュニケーションである。投資家は起債時のロードショーだけでなく、定期的なミーティングの設定や電話対応など、投資先の発行体、中でも投資額の大きい先との頻繁なコミュニケーションを求めている。ある投資家は、「コミュニケーションを緊密にとることで我々を安心させて欲しい」と述べていた。また、開示情報の内容の充実など、発行体側が積極的な情報提供の姿勢をとることも期待されている。

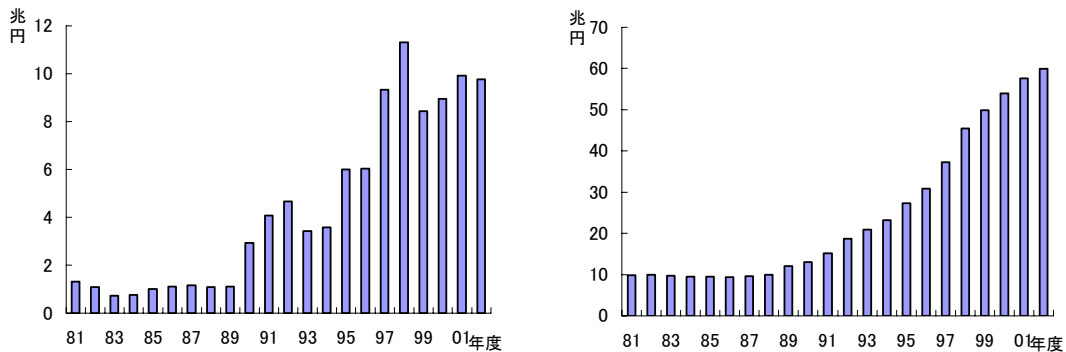
第三に、誠実かつ一貫性のある対応である。例えば、発行体は、自社のクレジットに係る事項に関して、自らにとって都合の悪い情報は出したがらないものだが、そのような情報もオープンにする方が投資家の信頼を得られる。格付けの引き下げがあった場合も、それに対して異を唱えるよりは、格下げされた原因を分析し、今後の対応を明確にする方が効果的である。また、株式投資家と社債投資家の両方に対して一貫した説明を行うことも重要である。

#### 5. わが国への示唆

わが国でも 90 年代に進んだ社債市場の自由化により、社債市場が拡大している（図表 10）。投資家側は、ここ数年の企業倒産の激増を背景に、社債のクレジット・リスクに以前より

も敏感になっており、また、2001年9月にデフォルトしたマイカル債が、その1年前には一部の格付け会社によって投資適格の格付けを付与されていたことなどから、投資判断を格付けに頼りすぎる事への危機意識が広がってきている。

図表 10 わが国の社債発行額（左グラフ）と現存額（右グラフ）



(注) 私募債を含む。

(出所) 日本証券業協会『証券業報』より野村総合研究所作成

一方、資本市場からの資金調達のパイプを安定的に確保しておくために、社債投資家とのコミュニケーションを密にしていこうと考える発行体が増えてきており、過去1、2年、ボンド IR を積極的に展開する企業が現われ始めている。例えば、NTT、NTT ドコモ、JR 東日本、日産自動車、アイフル、アコムなどといった企業は、株式のアナリスト向け説明会とは別に、社債投資家向けの説明会を開催している。また、これまで株式投資家のみを意識して行われていた決算説明会などの資料に、格付けや社債の償還スケジュールといった社債投資家を意識したような内容を盛り込む企業もある。そこで最後に、今後わが国の発行体がボンド IR に取組むに当たって留意すべき点をいくつか指摘したい。

第一に、社債投資家を把握することである。エクイティ IR と同様に、ウェブサイトなどを通じて広く情報発信するのもボンド IR の一つではあるが、株式と異なり、社債の場合は投資家が限られているので、まずは情報提供や直接コンタクトをとるべき投資家が誰であるのかを把握し、それらの投資家に焦点を当てる方が効果的であろう。また、いずれは、発行体にとって望ましい社債投資家をターゲティングしていくことも重要である。

第二に、継続して長期間行うことである。格付けの引き下げなど信用危機が発生した時にだけボンド IR に力を入れるのではなく、日頃から情報発信に励むことが肝要である。

第三に、経営陣によるイニシアチブである。ボンド IR をどの部署が担当するか、また、専属の部署を置くかといったことに関しては、発行体の置かれた状況によって最適な選択が異なってくる可能性があるが、いずれにせよ CEO や CFO といった経営のトップが関心を持ち、情報発信の主体になってゆくことが肝要であろう。そのためには、ボンド IR のイニシアチブをとる経営陣が社債に関する豊富な知識を持つ必要がある。

米国の現状の項でも述べたとおり、社債を発行する全ての発行体がボンド IR に積極的であるわけではなく、またその必要もない。ボンド IR の開始を検討するに当たっては、コストとベネフィットの比較衡量を十分に行う必要がある。また、一度ボンド IR を積極的に始めると、止めるのは企業のイメージ・ダウンにつながりかねないため、原則的には継続的に行うことになる。したがって、発行体は、IR 戦略全体の中でボンド IR をどのように位置付けるのかも十分に考慮すべきである。わが国でも、社債市場が徐々に拡大する中で、今後然るべき企業が積極的にボンド IR を推進してゆくことが期待される。

(岩谷 賢伸、平松 那須加)