

欧米で広がる個人向け社債投資プラットフォーム

岩谷 賢伸

要 約

1. 近年、米国企業の間で個人投資家向け社債の発行が増加している背景の一つに、ウェブサイト上の個人向け社債投資プラットフォームの利用が広がってきていることが挙げられる。個人投資家は、毎週月曜日にプラットフォームのウェブサイト上で発表される、その週の起債銘柄の発行条件を見ながら、同じ週の金曜日まで、月曜日に提示されたのと同じ条件で好きな社債を購入することができる。
2. 米国で現在個人向けに社債投資サービスを提供しているプラットフォームは、DANs、InterNotes、CoreNotes の 3 つである。同サービスは昨年からは欧州にも広がり始めており、現在、European InterNotes、COINS、EuroDANs の 3 つのプラットフォームがある。
3. わが国で現在頻繁に個人向け社債を発行する企業は限られているが、社債投資プラットフォームのようなインフラが整えば、これまで個人向けの発行はあまり行っていないが、社債自体は頻繁に発行する企業なども、新たに個人向け社債の発行を活発化する可能性がある。

I. 欧米で見直される個人投資家向け社債

米国では過去 20 年間に社債市場の規模が 10 倍以上に拡大し、2003 年末には残高が約 6.5 兆ドルに達した。また、欧州では、1999 年の域内統合通貨ユーロの導入をきっかけに社債市場が拡大している。

拡大する社債市場を需要サイドからこれまで主に担ってきたのは、生保、年金、投資信託などの機関投資家であった。社債市場はブロの投資家向けの市場として、年々投資単位が大きくなり、商品内容も高度・複雑化してきた。だが、ここ数年、個人投資家向けの社債が発行体の間で見直されてきている。例えば、近年、フォードや GMAC、GE キャピタル、バンク・オブ・アメリカといった代表的

な社債の発行体が相次いで個人投資家向けの大規模な起債プログラムを発表している。

II. 広がる個人向け社債投資プラットフォーム

1. 社債投資プラットフォームとは

米国企業による個人向け社債の見直しに一役買っているのが、ウェブサイト上の個人投資家向け社債投資プラットフォームである。プラットフォームは毎週月曜日に、その週に起債される銘柄の利率や償還日、格付けなどの発行条件をウェブサイトに提示する（図表 1）。個人投資家は、同じ週の金曜日まで、月曜日に提示されたのと同じ条件で、指定されたブローカーもしくは銀行を通じて、登録されている銘柄の中から好きな社債を購入す

ることができる。最低投資単位は、1,000 ドル、1,000 ユーロ、1,000 ポンドのいずれかに設定され、購入金額に上限はない。

例えば、GE キャピタルは、現在、総額 200 億ドルのメディアム・ターム・ノート (MTN) プログラム¹をプラットフォーム上で実施しており、年限や利払いの頻度などが異なる MTN を毎週 2~7 本継続的に発行している (図表 2)。2003 年には、年間約 31 億ドルの調達を行った。

プラットフォームの運営者が流通市場での MTN の買取りも行うため、個人投資家は満期前に債券を売却することもできる。

2. 米国の社債投資プラットフォーム

米国で個人投資家向けに社債投資サービスを提供しているプラットフォームは現在 3 つある。サービスの内容はいずれのプラットフォームもほぼ同様である。

1) DANs

DANs (Direct Access Notes) プラットフォームは 1996 年に ABN アムロ傘下の投資顧問会社シカゴ・コープ (現ラサール・バンクのプロカー・ディーラー・サービス部門) が構築した米国初の社債投資プラットフォームである。同年に GMAC がこのプラットフォームを通じ、SmartNotes というブランド名

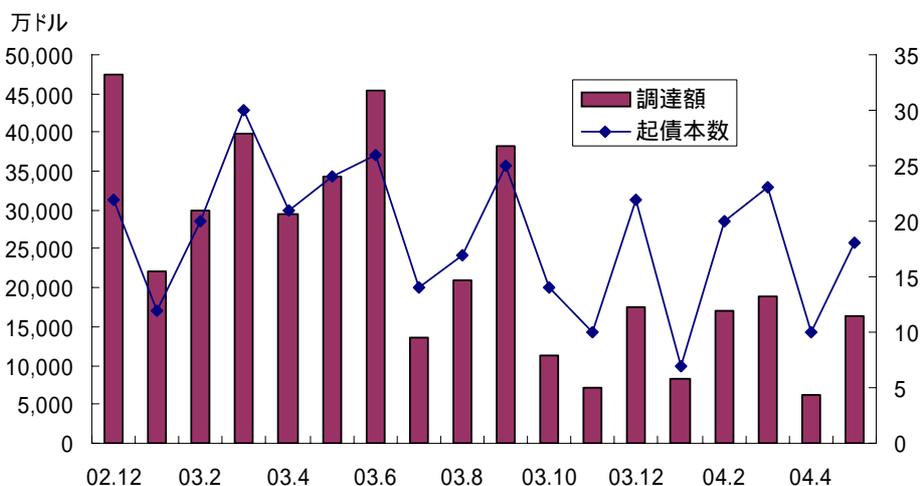
図表 1 プラットフォームで提供される個人向け社債の例 (GE キャピタル)

利率	利払い	償還日	年利回り	格付け	
				Moody's	S&P
4.25%	毎月	12/15/2009	4.33%	Aaa	AAA
5.25%	毎四半期	06/15/2015	5.35%	Aaa	AAA
6.00%	毎半期	12/15/2023	6.09%	Aaa	AAA

- 募集開始日：2004 年 5 月 24 日、取引日：2004 年 6 月 1 日、決済日：2004 年 6 月 4 日
- 最低投資金額：1,000 ドル、最低投資単位：1,000 ドル、購入価格：100%
- 発行上限：200 億ドル

(出所) InterNotes のウェブサイトより野村資本市場研究所作成

図表 2 GE キャピタルの MTN 起債本数と調達額 (プラットフォーム経由)



(出所) InterNotes のウェブサイトより野村資本市場研究所作成

で総額 5 億ドルの MTN プログラムを開始した。以後、UPS、フレディ・マック、IBM、ジョン・ハンコックを含む 11 の発行体がそれぞれの DANs を発行している。DANs の発行額はここ数年大きく増加しており、1999 年には 20 億ドルに過ぎなかったが、2002 年には 420 億ドルに達した²。

2) InterNotes

InterNotes プラットフォームは、2001 年 1 月にバンク・オブ・アメリカとシカゴの投資銀行インキャピタルが共同で開始したサービスである。インキャピタルの創始者は、元 ABN アムロのバンカーで DANs プラットフォームの構築に携わったトム・リケッツ氏である。個人投資家は InterNotes のブランド名の付いた様々な投資適格のユーロ MTN をプラットフォーム上で購入できる。2001 年 2 月にバンク・オブ・アメリカ自身が総額 30 億ドルの最初の InterNotes プログラムを開始して以来、GE キャピタル、ボーイング・キャピタル、ダイムラー・クライスラー、ダウ・ケミカルなど 9 つの発行体が同プラットフォームを通じて各社の InterNotes を発行している。インキャピタル社によれば、サービス開始からこれまでに、起債総額は 300 億ドルを超えるという。

3) CoreNotes

CoreNotes プラットフォームは、メリルリンチが 2001 年に構築したプラットフォームである。2001 年の発行体は 1 社のみであったが、2002 年に発行体を 6 社に増やし、現在はフォード・クレジット、ファニーメイ、バンク・オブ・ニューヨークなど 9 社がそれぞれ CoreNotes を発行している。

3 . 個人投資家にとってのメリット

プラットフォームを通じて個人投資家が社債投資をすることのメリットは、第一に、社債を発行市場で購入することができることに加えて、発行価額が全てパーに設定されるなど、商品の仕組みがわかりやすい点である。個人投資家が流通市場で社債を購入しようとすると、投資判断が難しい上に、コストも高くなる。

第二に、少額から投資可能な点である。最低投資額が 1,000 ドルと日本円で 10 万円程度から投資可能であり、個人投資家が購入しやすい。

第三に、フレキシブルな社債投資を可能にする点である。投資機会という点では、毎週複数の MTN が発行されるので、投資家は自らの都合に合わせて、投資のタイミングを選ぶことができる。また、月曜日から金曜日までいつでも同じ条件で購入できるので、個人投資家には投資判断を下すための時間的余裕

図表 3 米国の個人向け社債投資プラットフォーム

商品名	運営者	サービス開始年月	発行体
DANs	ラサール・バンク	1996.9	GMAC(BBB)、キャタピラー・フィナンシャル・サービスズ(A)、UPS(AAA)、フレディマック(AAA)、TVA(AAA)、ラサール・バンク(AA-)、IBM(A+)、ジョン・ハンコック(AA)、SLMコープ(A)、AGF(A+)、ILFC(AA-)の11社
InterNotes	バンク・オブ・アメリカ証券、インキャピタル	2001.1	バンク・オブ・アメリカ(A)、ボーイング・キャピタル(A)、CITグループ(A)、ダイムラー・クライスラー(BBB)、ダウ・ケミカル(A-)、GEキャピタル(AAA)、HFC(A)、プロテクティブ生命(AA)、プルデンシャル・フィナンシャル(A-)の9社
CoreNotes	メリルリンチ	2001	プリンシパル生命(AA)、フォード・クレジット(BBB-)、ファニーメイ(AAA)、バンク・オブ・ニューヨーク(A)、メリルリンチ(A+)、M&I(A)、ウェルズ・ファーゴ(AA-)、ジレット(AA-)、ゼネラル・ミルズ(BBB+)の9社

(注) 括弧内は S&P による格付け

(出所) 各社ウェブサイトより野村資本市場研究所作成

がある。投資対象に関して、発行体、格付け（ほとんどが投資適格）、年限（9ヶ月から30年まで）、通貨（ドル建て、ユーロ建て、ポンド建て）、利払いの頻度（毎月、毎四半期、毎半年、毎年）などが異なる社債の中から個人投資家がニーズに合ったものを選択することができる。

4. 個人向け社債を発行する意義

では、発行体が個人投資家向けに社債を発行する意義は何か。第一に、安定的な投資家層を確保できる点が挙げられる。個人投資家は、社債投資に関してバイ&ホールドの投資行動をとることが多く、一部の機関投資家のようにイベントに素早く反応して投機的な売買を行うことは稀である。

第二に、いざという時の流動性を確保するために、投資家層を多様化しておくことの重要性を指摘できる。例えば、格付けが引き下げられた結果、内規などにより機関投資家が同社の社債に投資できなくなるような場合でも、投資判断において外部からの制約を受けない個人投資家の中には、格付けが低くても投資する層が存在する。実際、2003年に、フォードは信用力の低下から機関投資家に対して社債を発行できなくなったため、新たに社債投資プラットフォームに個人向けユーロMTNのプログラムを設定した。

第三に、資金調達コストを下げられる可能性がある。まず、発行条件を決める際に、個人投資家の存在は、機関投資家への交渉力となりうる。すなわち、個人投資家が代替的な

社債の引き受け先となりうることを提示することにより、機関投資家からより有利な発行条件を引き出せる可能性がある。加えて、一般的に機関投資家は、委託者向けに確保すべき利回りの水準を勘案しつつ、国債の流通利回りや Liborなどをベンチマークに投資を行うのに対し、個人投資家は預金など他の確定利付金融商品との利回りの差を重視するなど、互いに投資尺度が異なるため、場合によっては、個人投資家に機関投資家よりも低い利回りで社債を発行できる。また、発行体の起債したい年限が、個人投資家の投資需要の高い年限と一致していれば、機関投資家向けより個人投資家向けに起債する方が有利であろう。

第四に、ブランドのマーケティングに活用できる。例えば、自動車会社系列のクレジットカード会社などは、個人向け社債の発行を通してカード事業の知名度を上げることが可能である。

5. 欧州への拡がり

以上に説明したような個人向け社債投資プラットフォームは、2003年から欧州にも拡がりつつある。

まず、2003年5月にバンク・オブ・アメリカとインキャピタルがロンドンに進出し、英国、イタリア、ドイツ、スイス、オーストリア、ベルギー、オランダ、ルクセンブルクの個人投資家を対象に European InterNotesの提供を開始した。次に、2003年11月には、ドイツ銀行が COINS (Continuously Offered Investor Notes) のブランド名で、また、2004

図表4 欧州の個人向け社債投資プラットフォーム

商品名	運営者	サービス開始年月	発行体
European InterNotes	バンク・オブ・アメリカ証券、インキャピタル	2003.5	バンク・オブ・アメリカ(A)、フォード・クレジット(BBB-)、ランデスバンク(AAA)
COINS	ドイツ銀行	2003.11	ドイツ銀行(AA-)、kfw(AAA)、ラボバンク(AAA)
EuroDANs	ABN アムロ	2004.1	GMAC(BBB)

(注) 括弧内は S&P による格付け
(出所) 各社ウェブサイトより野村資本市場研究所作成

年には ABN アムロが EuroDANs (Euro Direct Access Notes) のブランド名でそれぞれプラットフォームの運営を開始した。また、メリルリンチも欧州への進出を検討中である。

これらのサービスはまだ始まったばかりだが、欧州の個人投資家の関心は高い。各プラットフォームは今後銘柄の数を増やしてゆく計画である。

III. わが国の個人向け社債市場の行方

1. 個人向け社債市場の現状

翻って、わが国の個人向け社債市場はどうだろうか。わが国でいうところのいわゆる個人向け社債とは、額面が 10 万円もしくは 100 万円と、個人投資家でも投資しやすい単位に設定した社債である。1992 年に近畿日本鉄道が発行したのが、わが国で初めての個人向け社債であるといわれる。その後、社債市場の自由化とそれに伴う市場の拡大により、90 年代後半に個人向け社債は発行総額、銘柄数とも大幅に増加した (図表 5)。99 年には普通社債全体に占める個人の消化率が 15% を上回った。

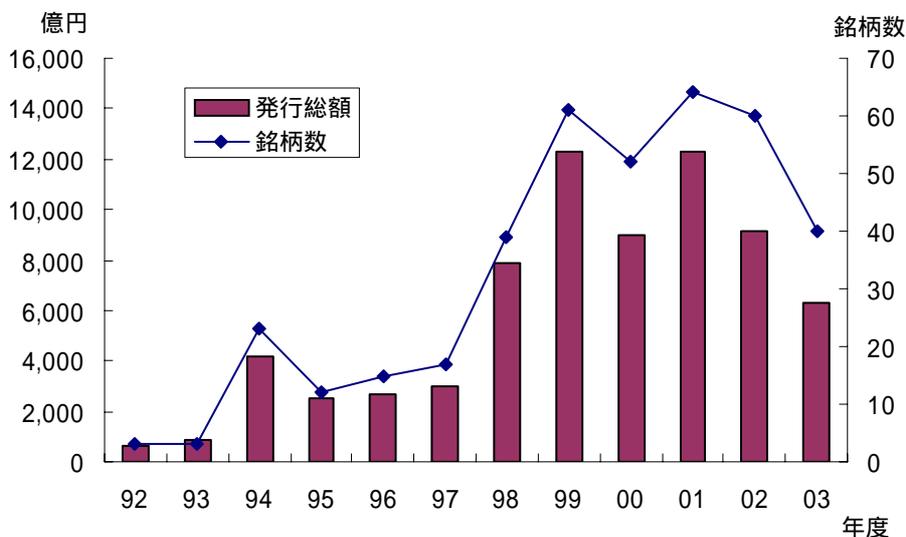
しかし、2001 年 9 月にマイカルが破綻し、同社が個人向けに発行していた社債がデフォルトすると一時的に企業が個人向け社債を発行しづらくなり、起債が減少した。加えて、ここ数年は、企業の資金需要が伸び悩み、社債市場自体が停滞していることもあって、個人向け社債の発行も活発には行われていない。

わが国で頻りに個人向け社債を発行している企業は、現時点では一部の企業に限られている。2001 年度から 2003 年度の 3 年間に発行された国内普通社債のうち、発行総額上位 10 社で半分以上を占めた。業種としては、金融、電力、運輸、自動車、商社といったところが目立つ。また、投資適格債の中でも相対的に格付けの低い銘柄が多い点は、わが国特有である (図表 6)。

2. 社債投資プラットフォームの可能性

2003 年末の投資家別の社債保有シェアを見ると、わが国では銀行等 (預金取扱金融機関とノンバンク) が約 4 割を占めている。個人が占める割合は、10 年前の 0.5% に比べると 3 倍になっているものの、依然として 1.5% に過ぎず、米国の 14.3% に比べるとか

図表 5 わが国個人向け社債の発行額と銘柄数



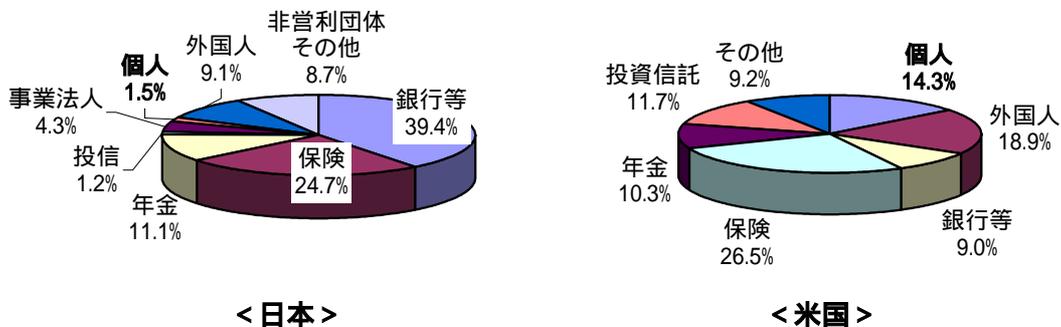
(出所) アイ・エヌ情報センター資料より野村資本市場研究所作成

図表 6 個人向け社債の発行額ランキング (2001 年度から 2003 年度集計)

	会社名	発行総額 (億円)	銘柄数	格付け
1	オリックス	3,150	11	A+(J, R)
2	住友不動産	2,375	23	BBB(J)
3	日産自動車	1,560	2	A-(R)
4	近畿日本鉄道	1,500	5	BBB+(R)
5	アイフル	1,215	7	A(J), A-(R)
6	丸紅	1,200	4	BBB+(J), BB+(R)
7	東京三菱銀行	919	5	AA(J), AA-(R)
8	東芝	900	3	A(R)
9	ソフトバンク	800	3	BBB(J)
10	東北電力	700	5	AA+(R)
11	小田急電鉄	640	6	AA-(J)
12	九州電力	600	4	AAA(J), AA+(R)
12	四国電力	600	6	AA+(R)
12	東京急行電鉄	600	4	A-(J), BBB+(R)
12	野村ホールディングス	600	1	AA(J), A+(R)
16	NTTドコモ	500	1	AAA(J), AA+(R)
16	マツダ	500	2	BBB-(R)
16	伊藤忠商事	500	2	A(J)
16	関西電力	500	3	AAA(J), AA+(R)
16	全日本空輸	500	2	A-(J), BBB+(R)
	個人向け社債合計	27,739	164	

(注) 格付けは 2004 年 6 月 3 日現在のもの。格付けの欄の J は日本格付研究所 (JCR)、R は格付投資情報センター (R&I) を指す。
(出所) アイ・エヌ情報センター資料より野村資本市場研究所作成

図表 7 日米の投資家別社債保有シェア (2003 年末)



(出所) 日本銀行「資金循環勘定」、FRB, “Flow of Funds Accounts”より野村資本市場研究所作成

なり小さい (図表 7)。

しかし、長引く低金利の中で、個人向け国債や銀行預金といった他の確定利付き商品に比べて利率の水準が高い個人向け社債は、個人投資家にとって魅力的な商品である。現状のように散発的な起債を待って投資するのではなく、いつでも発行市場で社債が買えるということになれば、個人の社債保有シェアは

現在よりも高まってゆくであろう。

一方、企業にとっても本稿で挙げたような理由から個人向け社債を発行することに関しては、一定の意義がある。欧米の社債投資プラットフォームのようなインフラがわが国でも整えば、既に頻りに個人向け社債を発行している企業の利便性が高まるだろう。また、個人向け社債の発行はあまり行っていないが、

社債自体は頻繁に発行しているような企業にとっても、資金調達手段の多様化を図る契機となる可能性がある。将来、社債市場が拡大してゆけば、上述してきたような社債投資プラットフォームがわが国でも求められるようになるであろう。

¹ MTN とは、スキームや使用通貨等について、多様な形態での発行を規定した1つのプログラムに基づいて発行される債券のことである。MTN プログラムとは、社債発行により資金調達を予定している発行体が、あらかじめディーラー数社と MTN 発行に関する基本契約を締結しておき、起債関係人との関係を包括的に定めておくことにより、発行限度枠で個別の債券を随時発行できるようにした契約のことである。契約書や目論見書を事前に作成しておき、追補書類以外は発行毎に作成する必要がなく、プログラム設定以降、個別の発行コストが最小限になり、機動的な発行が可能となる。

² Gregory Morris, "DANs, DANs, for Everyone; BofA and ABN Amro pioneered the retail business for these \$1,000, adviser-sold bonds. The market has grown to \$42 billion over the last four years, and it's only getting hotter." *Bank Investment Consultant*, 4/1/2003