

マイナス金利下における初回債発行の意義

佐藤 淳

■ 要 約 ■

1. 2015年の社債発行市場は超長期債の活発な発行や新たな取り組みの進展も見られたが、発行額合計 6兆 8,482億円はここ数年の傾向と比較して低く、国内社債発行残高も 57兆円にとどまっている。社債投資家の購入ニーズは強いものの、新たに社債発行を開始する企業の動きは限定的で、2015年に初めて社債を発行した企業は 12社となった。
2. 現在の市場環境は初めて社債を発行するための好機を提供している。ローンと社債のコスト比較に関し、ローン金利や社債利率がゼロという下限に近づくことによって両者のコスト差は縮小し得る。企業にとってローンによる調達環境が良好であることに変わりはないが、社債発行のコスト競争力が向上する可能性が生じている。
3. 過去の経験を振り返ると、多くの企業が社債発行を開始する契機となったのは 1990年代後半の金融危機及び 2008年のグローバル金融危機である。金融環境の激変に対応するため、多くの企業が調達手段多様化を迫られ、初回債を発行するに至った。この事実は資金調達の危機管理対応としての社債発行の有効性を示している。
4. 初回債を円滑に発行し、その後の安定的資金調達を継続するためには、社債投資家との関係構築が重要となる。初回債の発行は 2回目以降と比較して投資家側の負荷が大きいため、市場環境が良好で投資家が購入を検討しやすい時期に初回債を発行することの意義は大きい。
5. 社債発行に関する手続きについては、上場企業にとって利便性の高いものになっているものの、初回債の場合の事務の負荷は相対的には大きい。主要な手続きとして、格付取得、情報開示、引受審査に係るものが挙げられる。社債発行手続きに慣れるためには、日程的な余裕をもって初回債を進めることが望ましい。マイナス金利の導入は、企業が資本市場との対話を進める機会をもたらしたといえる。

I 国内社債発行市場の動向

1. 2015年の傾向

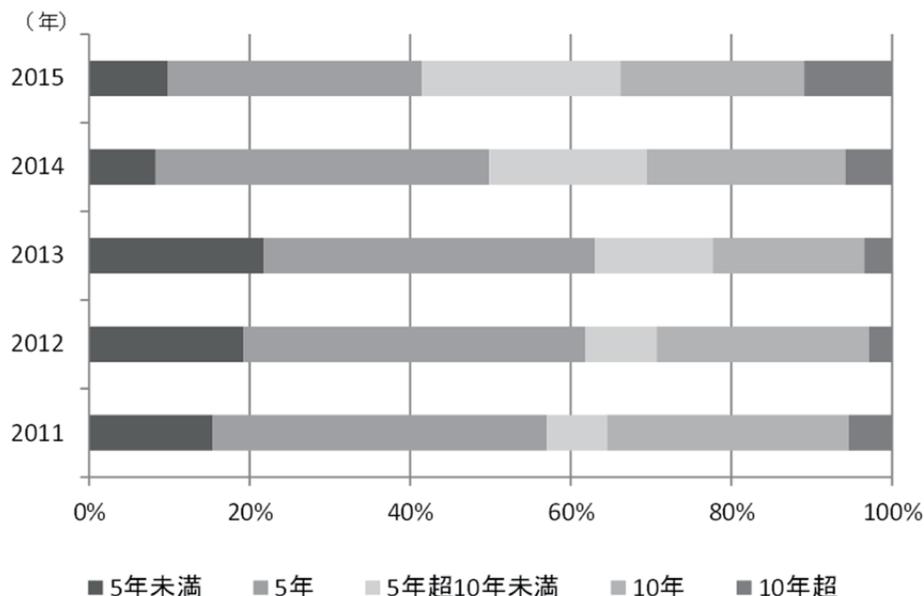
2015年の国内社債発行額は6兆8,482億円となった。2015年の特徴として、金利水準の継続的な低下を背景に、超長期債に対する投資家需要に対応した案件が目立った(図表1)。また、金融機関による資本規制対応の永久劣後債、事業会社による資本効率と財務健全性を両立するためのハイブリッド60年債等、新たな取り組みが進展した年となった。

格付別の発行額で2015年はシングルA格の割合が56%に達しており、これは過去の傾向と比較して高い水準である(図表2)。年限別の発行額を見ると7年債の割合が増えているが、この年限においてシングルA格の企業が積極的な起債を行っている。調達年限を長期化したい企業のニーズと高いクーポンを確保したい投資家のニーズが合致したのがシングルA格の7年債と言える。

一方、発行額の規模はここ数年の傾向と比較して低い水準である。グローバル金融危機への対応から2009年の社債発行額は急増し、その後は概ね年間8兆円程度の発行規模が続いていたが、2015年の実績はこの傾向を大きく下回った(図表3)。背景として、強力な金融緩和政策が継続する中、企業にとって銀行借入の条件が良好であったことが考えられる。

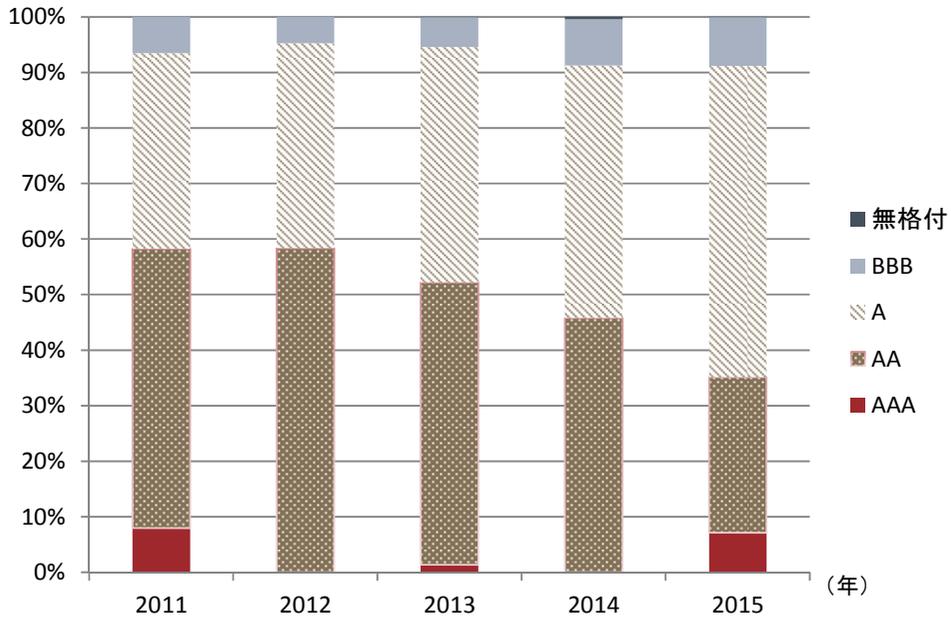
更に、2015年末の国内社債残高は57兆円で、国内銀行融資残高467兆円の12%にとどまっている(図表4)。社債残高8.2兆ドルの米国と比較すると、日本の社債市場には更なる拡大の余地がある(図表5)。

図表1 社債 年限別発行額割合



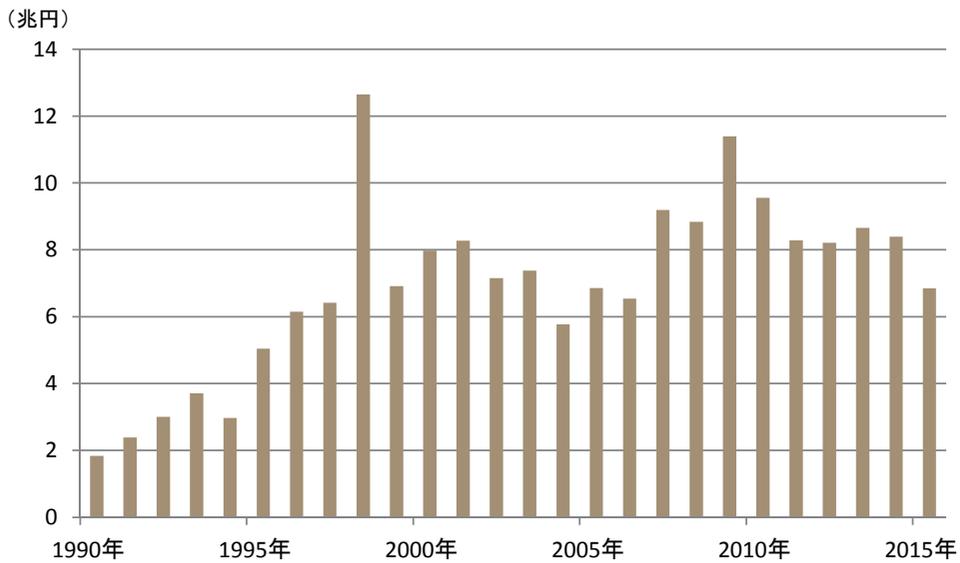
(出所) 日本証券業協会より野村資本市場研究所作成

図表 2 社債 格付別発行額割合



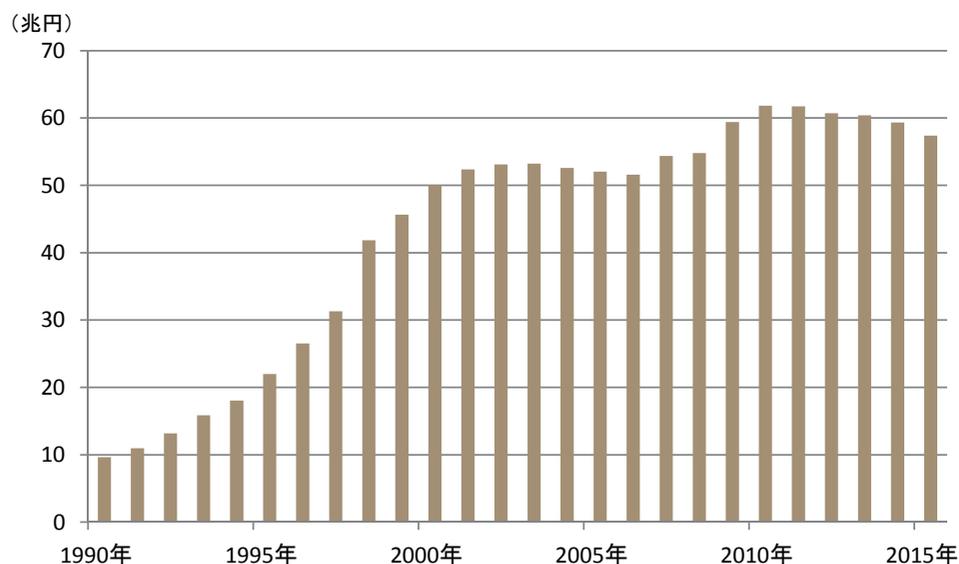
(出所) 日本証券業協会より野村資本市場研究所作成

図表 3 1990年から2015年までの社債発行額推移



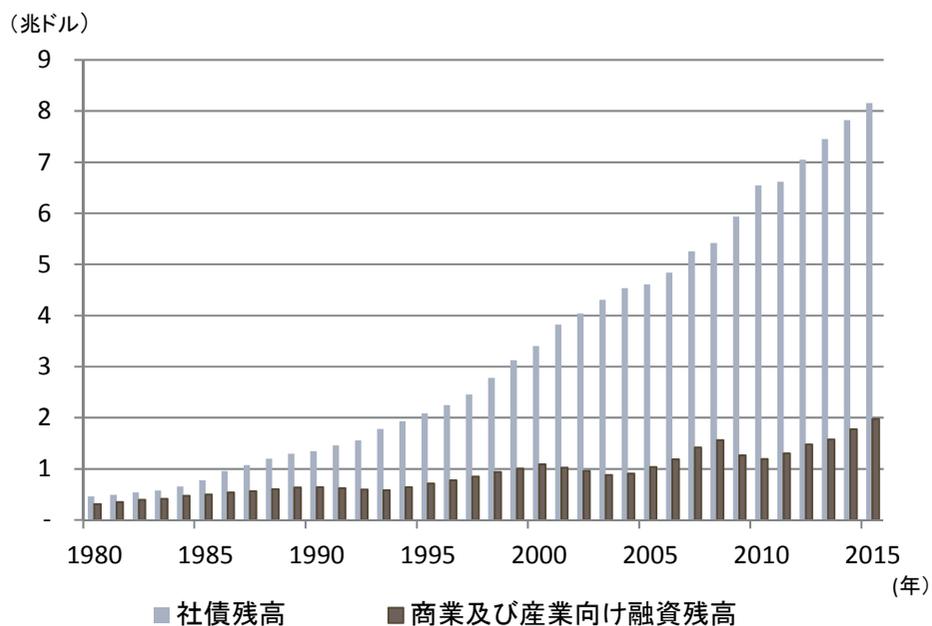
(出所) 日本証券業協会より野村資本市場研究所作成

図表4 1990年から2015年までの社債残高推移



(出所) 日本証券業協会より野村資本市場研究所作成

図表5 米国社債残高と銀行融資残高推移



(出所) 野村証券より野村資本市場研究所作成

2. マイナス金利政策に突入した 2016 年

2016 年に入り、日銀によるマイナス金利政策が開始されると、投資家の運用難は一層顕著となり、利回りを確保できる社債へのニーズは高まった。味の素は 2 月 25 日に初の 20 年債を条件決定したが、一般事業会社全体で見ても 20 年債の発行は 2 年半振りとなる。また、3 月 8 日に条件決定したヤマトホールディングス 3 年債の利率は年 0.05% と一般事業会社で過去最低を記録した。これらの特徴的な起債案件の登場は、投資家のニーズを反映したものとなっている。

3. 新たに社債を発行する動きは限定的

このように投資家の社債購入ニーズは強いものの、新たに社債発行を開始する企業の動きは限定的で、2015 年に初めて社債を発行した企業は 12 社、調達額は 3,410 億円にとどまった。2015 年に社債を発行した企業数 159 社に対し、国内証券市場に株式を上場している企業数は 2015 年末現在 3,511 社であり、社債市場を活用している上場企業の割合は低い。

4. 初回債の好機

ここで注目すべきは、現在の市場環境は初めて社債を発行するための好機を提供しているという点である。好機の要因は、①社債に対する投資家需要、②ローンと社債のコスト差、③社債発行手続きである。

特に、ローンと社債のコスト差を理由に、これまで多くの企業が社債発行を見送っていた。グローバル金融危機後の 2009 年 7 月に日本証券業協会会長の諮問機関として設置された「社債市場の活性化に関する懇談会」においても、「社債とローンのコスト比較での指摘がなされるとおり、特に BBB 格以下は、社債を発行する経済合理性がない状況。」

「現状の日本のマーケットにおいて、相対的に格付けの低い企業にとって社債の発行は銀行のローンと比べてコストが高くなるケースが多く、そうした場合には社債の発行が進まないのではないか。」等の指摘がなされてきた¹。

ところが、マイナス金利導入後、ローン金利や社債利率の絶対水準が小さくなることによって、両者のコストのバランスが変化している。ローン金利や社債利率がゼロという下限に近づくことによって、両者のコスト差は縮小し得る。既にコスト差の縮小が見られている企業もあり、今後の更なる縮小の可能性を有している企業もある。企業にとってローンによる調達の環境が良好であることに変わりはないが、社債発行のコスト競争力が向上する可能性が生じている。

¹ 第 4 回懇談会、第 1 回第 1 部会の議事要旨より。

Ⅱ 社債発行市場拡大の契機となった2度の金融危機

過去の経験を振り返ると、多くの企業が社債発行を開始する契機となったのは1990年代後半の金融危機及び2008年のグローバル金融危機である。金融環境の悪化に対応し、多くの企業が調達手段を多様化した結果が社債発行市場の顕著な伸びにつながった(図表3)。

この金融危機の時期に初めて社債を発行した企業数及びその発行金額は、1998年は65社、1兆4,315億円、2009年は12社、4,100億円となった。金融環境の激変に対応するため、企業は調達手段多様化を迫られ、初回債の発行を決断するに至った。特に1998年はその数が多かった。

1. 1990年代後半の金融危機

1990年代後半の金融危機当時、銀行の融資姿勢は著しく消極化し、大手企業でも銀行借入中心の資金調達に不安を感じるケースが多く見られた。こうした状況において、多くの企業が社債発行を検討した。もちろん、1997年に起きた三洋証券、北海道拓殖銀行、山一証券の破綻を受けて、銀行の融資姿勢のみならず、社債市場の雰囲気も同様に悪化しており、社債投資家も全般に慎重な運用姿勢をとっていた。但し、投資家の業態毎、個別投資家毎に環境悪化の影響度合いや社債購入に対する姿勢は一様ではなく、条件設定を適切に行えば投資家の需要を確保し得るケースは多数あった。結果として1998年の社債発行額は12兆円を超え、前年までの約2倍の規模に拡大した。

発行条件については大きな調整があった。例えば電力各社の20年債の対国債スプレッドは、1997年前半には10bp台前半程度であったものが、1998年9月から10月には80bp前後まで大幅に拡大している²。大手銀行、証券会社の破綻という経済環境にあって、社債のクレジット・スプレッドは大きく拡大していたものの、社債投資家の需要を幅広く調査し、その調査結果に基づいて、年限、発行額、利率等の発行条件を設定することによって、多くの起債案件が成立した。

1998年の業種別の起債状況を見ると、前年と比較して発行金額及び発行金額の全体に占めるシェアともに顕著に増加したのは、輸送用機器(発行金額7,485億円増、シェア3.6%増)、情報・通信業(同5,175億円増、同3.2%増)、機械(同4,335億円増、同2.5%増)である(図表6)。これら業種の企業は相対的に格付が高い主体が多く、調達環境の変化に対応して初めて社債を発行した企業が見られた。

2. グローバル金融危機

1998年に拡大した社債発行規模は、その翌年には従来のペースに戻り、以後年間概ね6~8兆円の水準で推移していたが、再び拡大する契機となったのは米国のサブプライム・

² 国債利回りの低下に伴い、応募者利回りは低下していた。

ローン問題に端を発したグローバル金融危機である。特に、2008年9月のリーマン・ブラザーズの破綻は、民間企業のみならず政府系機関、地方公共団体の債券発行にも大きな影響を与え、発行条件の大幅な調整や起債日程の先送りを余儀なくされるケースが多数あった。

こうした状況下、企業は安定的な資金調達を継続すべく、前回の金融危機の際と同様に社債市場を活用した。リーマン・ブラザーズ破綻のマーケットに対する影響は甚大であり、2008年9月以降同年末まで非常に厳しい起債環境が続いたが、2009年に入り、大型起債案件の成功等により起債環境は改善していった。

2009年の社債発行企業を業種別に見ると、前年と比較して発行金額及び発行金額の全体に占めるシェアともに顕著に増加しているのは銀行業（金額1兆7,986億円増、シェア11.3%増）、電気機器（同9,315億円増、同7.7%増）、輸送用機器（同7,640億円増、同6.5%増）となっている。1990年代後半のケースと比較すると、特定の業種の変化率、変化幅の大きさが目立っている（図表7）。

このように、1990年代後半の金融危機及び2008年のグローバル金融危機のいずれにおいても、市場の混乱による間接金融の機能低下を、直接金融の拡大が補う構図となった。この事実は資金調達の危機管理対応としての社債発行の有効性を示している。

図表6 1997、1998年の社債の業種別発行額及びシェア

	1997年		1998年		1997年と1998年の差	
	金額	シェア	金額	シェア	金額	シェア
水産・農林業	150	0.2%	0	0.0%	-150	-0.2%
建設業	1,400	2.2%	1,500	1.2%	100	-1.0%
食料品	1,480	2.3%	2,800	2.2%	1,320	-0.1%
繊維製品	350	0.5%	1,850	1.5%	1,500	0.9%
パルプ・紙	1,300	2.0%	1,300	1.0%	0	-1.0%
化学	3,850	6.0%	4,970	3.9%	1,120	-2.1%
医薬品	0	0.0%	400	0.3%	400	0.3%
石油・石炭製品	500	0.8%	340	0.3%	-160	-0.5%
ゴム製品	0	0.0%	650	0.5%	650	0.5%
ガラス・土石製品	400	0.6%	2,150	1.7%	1,750	1.1%
鉄鋼	4,900	7.6%	8,009	6.3%	3,109	-1.3%
非鉄金属	1,580	2.5%	2,300	1.8%	720	-0.6%
金属製品	600	0.9%	400	0.3%	-200	-0.6%
機械	1,150	1.8%	5,485	4.3%	4,335	2.5%
電気機器	8,070	12.6%	16,020	12.7%	7,950	0.1%
輸送用機器	3,045	4.7%	10,530	8.3%	7,485	3.6%
精密機器	500	0.8%	400	0.3%	-100	-0.5%
その他製品	580	0.9%	730	0.6%	150	-0.3%
電気・ガス業	16,380	25.5%	26,480	20.9%	10,100	-4.6%
陸運業	5,980	9.3%	9,500	7.5%	3,520	-1.8%
海運業	470	0.7%	800	0.6%	330	-0.1%
空運業	1,750	2.7%	1,520	1.2%	-230	-1.5%
倉庫・運輸関連業	100	0.2%	270	0.2%	170	0.1%
情報・通信業	1,200	1.9%	6,375	5.0%	5,175	3.2%
卸売業	2,920	4.6%	6,125	4.8%	3,205	0.3%
小売業	1,550	2.4%	3,150	2.5%	1,600	0.1%
銀行業	130	0.2%	0	0.0%	-130	-0.2%
証券・商品先物取引業	0	0.0%	2,800	2.2%	2,800	2.2%
その他金融業	1,280	2.0%	4,870	3.9%	3,590	1.9%
不動産業	1,830	2.9%	2,595	2.1%	765	-0.8%
サービス業	270	0.4%	1,710	1.4%	1,440	0.9%
その他	450	0.7%	400	0.3%	-50	-0.4%
総計	64,165	100.0%	126,429	100.0%	62,264	0.0%

(注) 金額は億円。業種は証券コード協議会の中分類。

(出所) 野村證券より野村資本市場研究所作成

図表 7 2008、2009 年の社債の業種別発行額及びシェア

	2008年		2009年		2008年と2009年の差	
	金額	シェア	金額	シェア	金額	シェア
建設業	100	0.1%	150	0.1%	50	0.0%
食料品	2,600	2.9%	3,850	3.4%	1,250	0.4%
繊維製品	450	0.5%	0	0.0%	-450	-0.5%
パルプ・紙	0	0.0%	100	0.1%	100	0.1%
化学	1,020	1.2%	2,750	2.4%	1,730	1.3%
医薬品	1,200	1.4%	1,300	1.1%	100	-0.2%
石油・石炭製品	850	1.0%	0	0.0%	-850	-1.0%
ゴム製品	500	0.6%	800	0.7%	300	0.1%
ガラス・土石製品	850	1.0%	1,400	1.2%	550	0.3%
鉄鋼	4,490	5.1%	1,880	1.7%	-2,610	-3.4%
非鉄金属	500	0.6%	200	0.2%	-300	-0.4%
金属製品	0	0.0%	300	0.3%	300	0.3%
機械	1,050	1.2%	3,150	2.8%	2,100	1.6%
電気機器	1,775	2.0%	11,090	9.7%	9,315	7.7%
輸送用機器	660	0.7%	8,300	7.3%	7,640	6.5%
精密機器	300	0.3%	200	0.2%	-100	-0.2%
その他製品	0	0.0%	550	0.5%	550	0.5%
電気・ガス業	21,850	24.7%	10,610	9.3%	-11,240	-15.4%
陸運業	6,145	6.9%	8,950	7.9%	2,805	0.9%
海運業	150	0.2%	1,600	1.4%	1,450	1.2%
空運業	500	0.6%	0	0.0%	-500	-0.6%
倉庫・運輸関連業	310	0.4%	60	0.1%	-250	-0.3%
情報・通信業	6,000	6.8%	6,550	5.7%	550	-1.0%
卸売業	3,100	3.5%	2,850	2.5%	-250	-1.0%
小売業	1,300	1.5%	450	0.4%	-850	-1.1%
銀行業	17,773	20.1%	35,759	31.4%	17,986	11.3%
証券・商品先物取引業	7,425	8.4%	3,262	2.9%	-4,163	-5.5%
保険業	0	0.0%	650	0.6%	650	0.6%
その他金融業	5,680	6.4%	4,800	4.2%	-880	-2.2%
不動産業	1,120	1.3%	1,770	1.6%	650	0.3%
サービス業	300	0.3%	0	0.0%	-300	-0.3%
投資法人	30	0.0%	0	0.0%	-30	0.0%
その他	400	0.5%	600	0.5%	200	0.1%
総計	88,428	100.0%	113,931	100.0%	25,503	0.0%

(注) 金額は億円。業種は証券コード協議会の中分類。

(出所) 野村証券より野村資本市場研究所作成

III 社債投資家との関係構築と初回債

危機管理も視野に入れた資金調達手段多様化に向けて初回債を円滑に発行し、その後の安定的資金調達を継続するためには、社債投資家との関係構築が重要となる。

1. 社債投資家から見た初回債

企業が初めて社債を発行する場合、投資家にとっても当該企業の社債の購入を検討する初めての機会となる。投資家が購入実績のない企業の社債の募集に応じる場合、当該投資家の社内稟議の手続きや、発行企業についてのクレジット審査の手続き等が必要となるケースがある。また、社債発行を予定している企業の既発債がある場合は、流通市場における対国債スプレッド等を参考にした投資判断ができるが、初回債の場合はスプレッドについて直接参考とすべき既発債がなく、同業種や同格付の他企業の既発債の水準等を参考に分析・検討を行うものの、それら参考とする他企業と当該発行企業との比較をどう考えるか等、投資判断に労力を要する。

このように初回債の発行は2回目以降と比較して投資家側の負荷が大きいことを考えると、初回債は市場環境が良好で投資家が購入を検討しやすい時期に発行することが望ましいといえる。

図表 8 米国社債の発行額上位 10 社

(億ドル)		(億ドル)	
	発行額	企業	発行額
1	594	1	ベメックス
2	506	2	ダイムラー
3	318	3	アルティス
4	315	4	チャーター・コミュニケーションズ
5	309	5	バリアント・ファーマシューティカルズ・インターナショナル
6	291	6	ヒューレット・パッカード
7	288	7	メトロニック
8	285	8	ビンベルコム
9	278	9	ディッシュ・ネットワーク
10	277	10	BCパートナーズ

(注) 1. 2011 年から 2015 年の発行額の合計。
2. 左表は金融を含む、右表は金融を除く。

(出所) Thomson ONE Banker より野村資本市場研究所作成

2. 社債投資家との関係構築に向けた初回債発行

社債投資家との関係構築のためには、投資家に購入の経験を有してもらい、定期的な発行やデット IR を行ってコミュニケーションを継続する、等の方策によって投資家を味方につけることが有効である。

日本においても投資家との継続的な関係を重視する企業は多いが、社債での資金調達が主流の米国においては、こうした考え方がより強く定着している。いざというときのために多くの企業は平時から投資家とコミュニケーションし、投資家の購入ニーズに対応すべく継続発行を意識している企業もある（図表 8）。

投資家との関係構築の重要性に鑑みると、市場環境が良好で投資家が購入を検討しやすい時期に初回債を発行することの意義は大きい。

IV 社債発行手続きに慣れるための初回債

社債発行に関する手続きについては、上場企業にとって利便性の高いものになっているものの、初回債の場合の事務の負荷は相対的には大きい。主要な手続きとして、格付取得、情報開示、引受審査に係るものが挙げられる。

社債発行手続きに慣れるためには、日程的な余裕をもって初回債を進めることが理想的である。必要性に迫られて余裕なく取り掛かるよりも、安定した市場環境下で計画的に進めることが望ましい。

1. 格付取得

社債を発行する上で、格付の取得は実質的に不可欠である。投資判断における格付への依存度は投資家毎に異なるが、幅広い投資家にアプローチするために格付取得は必要とな

る。格付会社の(株)格付投資情報センターによると、格付取得までの期間は資料提出からおよそ2ヶ月である。資料の作成、ヒアリングへの準備等、様々な負荷がかかるため、格付取得は計画的に進めることが肝要である。

2. 情報開示

情報開示に関し、社債を含む有価証券の募集にあたっては、発行企業は目論見書の作成義務があり、募集の勧誘にあたっては、目論見書の使用・交付が義務づけられている³。上場企業は有価証券報告書等により継続的に情報開示を行っているため、社債発行に際して必要な情報開示は比較的簡易なものとなっている。

3. 引受審査

社債発行に係る届出書・目論見書に虚偽記載等がある場合、引受・募集を行う金融商品取引業者には目論見書の使用者責任、不実の届出の場合の連带的賠償責任がある。したがって、金融商品取引業者は相当の注意をもって引受審査を行う必要があるため、発行企業に対応を要請する⁴。具体的な審査の内容は、調達資金の用途の妥当性、財政状態の健全性、元利金支払能力、情報開示の適切性等である。

また、発行登録制度⁵に基づく機動的な起債を行う場合、募集活動に入る前に引受審査を完了しておく必要がある。こうした社債発行に伴う引受審査のあり方について、日本証券業協会の「社債市場の活性化に関する懇談会」の第1部会（証券会社の引受審査の見直し等）において具体的な検討が行われ、「証券会社による発行登録制度の下での社債の引受審査に関するガイドライン」が策定された。このガイドラインは、それまでの実務慣行の見直しを行い、社債の引受審査の基本的な枠組み、審査内容等を示すことによって、引受審査実務の更なる効率化を進めた。

IV 結び

マイナス金利下の市場は初回債発行にとって絶好の機会となり得る。社債投資家は現在の金利環境下において運用対象を求めている。ローンと社債とのコスト比較は、現在の金利水準において重要度が低下する可能性がある。従来社債発行を躊躇させていた要因が取り除かれる、またはその影響度が小さくなることによって、資金調達手段の多様化を進め

³ 金融商品取引法（金商法）13条（目論見書の作成及び虚偽記載のある目論見書等の使用禁止）、15条（届出の効力発生前の有価証券の取引禁止及び目論見書の交付）。

⁴ 金商法17条（虚偽記載のある目論見書等を使用した者の賠償責任）、21条（虚偽記載のある届出書の提出会社の役員等の賠償責任）。

⁵ 有価証券の募集または売出しを予定している発行企業が、1年または2年の発行予定期間における有価証券の発行予定額等を記載した発行登録申請を行うことにより、発行時の手続きは証券情報等を記載した発行登録追補書類を提出するのみになるという金融商品取引法上の制度。

るための環境が整い得る。

このような認識の下、本稿では、過去の金融危機を契機に日本の社債市場が拡大した事実を振り返った。その時期に数多くの企業が社債を初めて発行して間接金融の機能低下に対応したことは、資金調達の危機管理上、社債発行が有効な手段であることを示している。一方で、市場環境全般が悪化している中で初めての社債を発行することは苦勞も多い。

その点、現在の状況は、将来的な市場の変調に備えて、良好な環境下で社債発行実績をつくる好機である。これは、投資家との関係構築、発行企業の手続きへの慣れという両方の観点から望ましい。マイナス金利の導入は、企業が資本市場との対話を進める機会をもたらしたといえる。

更に、個別企業の行動の集積によって社債市場が厚みを増すことは、調達利便性の向上として個別企業に還元される。我が国の社債市場は更なる発展の可能性を有している。