

## 2016年社債発行市場の回顧

佐藤 淳

### ■ 要 約 ■

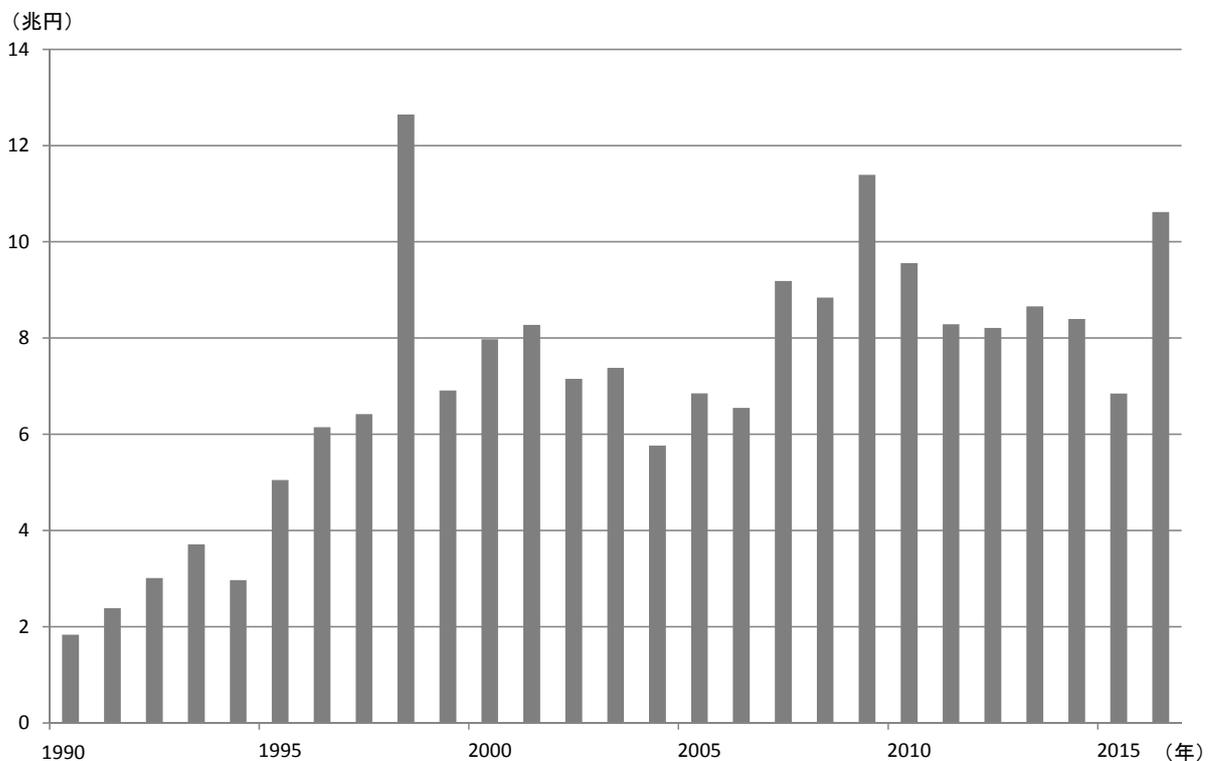
1. 2016年の社債発行市場は、マイナス金利政策の下、良好な調達環境における発行規模の大幅な拡大を実現した。過去における社債発行市場の活況は、ローン市場の機能低下に起因していたが、2016年は資金調達環境に問題がない中で発行額が急増した。発行年限の長期化や活発なハイブリッド債発行による商品性の多様化も進んだ。
2. 発行規模拡大の主な要因は、金利水準の一段の低下、投資家需要の高まり、ハイブリッド債の増加である。マイナス金利政策導入により、2016年の社債利率の絶対値は大幅に低下した。また、国債の利回りが10年を超える年限までマイナスになる中、プラスの利回りを確保できる社債に対する投資家のニーズが高まった。更に、金融機関の自己資本規制対応、事業会社の資本増強ニーズと利回り確保を求める投資家需要がマッチしてハイブリッド債の発行が増加した。
3. 一方、社債市場の拡大・多様化は道半ばである。社債に対する投資家の需要が高まったことで、改めて社債市場拡大の必要性が意識されている。2016年に初回債を発行した企業は19社で、社債発行体の裾野拡大は限定的である。長年の懸案事項であるハイールド債市場育成についても進展の兆しは見られない。
4. 日本の社債市場拡大の鍵はローン市場とのバランスの改善にあり、改善が進まない最大の要因はコスト差である。貸出残高と社債発行残高の推移をみると、大企業においても引き続きローンのコストが優位となるケースが多いことが推察される。ローンのコストの背景には過当競争があり、その過当競争はオーバーバンキングに起因するとの指摘がある。更に、個人の金融資産選択における預貯金偏重が、オーバーバンキングにつながっているという見方ができる。
5. 社債市場活性化の意義として、調達市場の安定化、金融仲介機能の向上等が挙げられる。調達市場の安定化に関し、社債とローン、つまり直接金融と間接金融の両方が均衡のとれた発展をすることは、企業の資金調達環境の安定化につながる。また、金融仲介機能の向上による銀行の融資行動の変化は、社債発行市場の拡大と裏腹の関係にある。2016年の社債発行市場は活況であったが、改めて社債市場活性化の意義を確認すれば、更なる市場規模の拡大、市場多様化の進展に向けた関係者の取り組みが期待される。

## I. 2016年の社債発行市場の特徴

### 1. 良好な環境下で初の大幅拡大

2016年2月に実施された日本銀行のマイナス金利政策によって、異次元の金融緩和は新段階に入った。更なる金利低下が進んだ結果、企業の資金調達姿勢は積極化し、2016年の社債発行額は10兆6,159億円で、2015年の6兆8,482億円から5割を超える大幅な増加となった。日本の社債市場において暦年での社債発行額が10兆円を超えたのは、これまでは1998年と2009年のみであり、2016年の発行規模は歴史的に見ても高い水準である(図表1)。

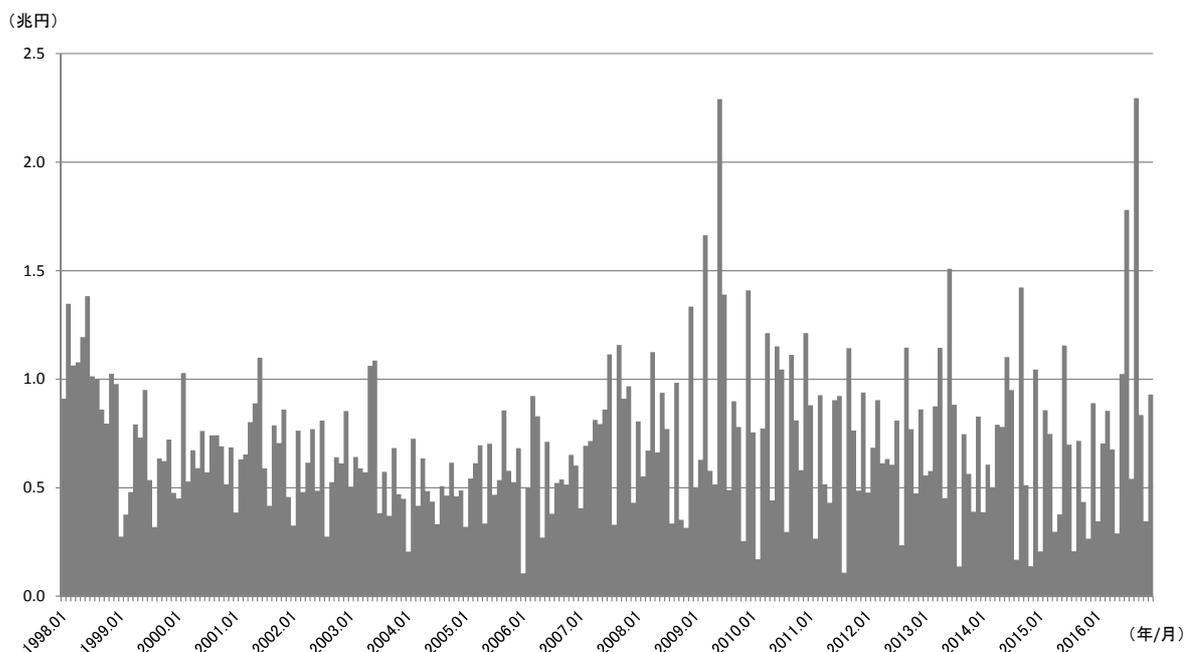
図表1 社債年別発行額推移



(出所) 日本証券業協会より野村資本市場研究所作成

月別の発行額を見ると、9月に2兆2,945億円に達しており、これは2009年6月の2兆2,905億円を上回って月間発行額の最高記録を更新した（図表2）。

図表2 社債月別発行額推移



（出所）日本証券業協会より野村資本市場研究所作成

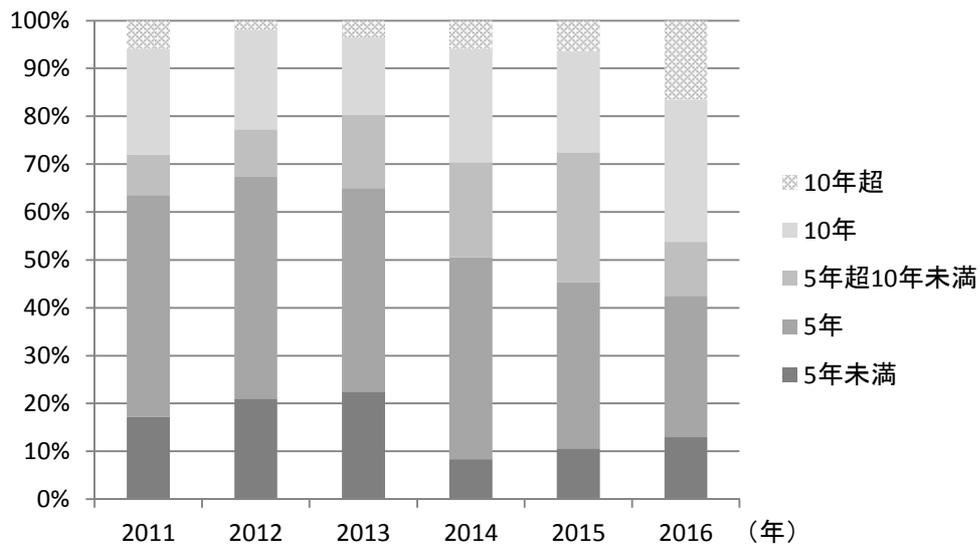
2016年の発行ラッシュの特徴は、良好な資金調達環境下における市場規模の拡大となったことである。1998年と2009年は、いずれも金融危機によって資金調達環境全般が悪化したことを受け、社債発行が可能な企業が危機対応として資本市場を活用した資金調達を進めた色彩が強かった。1998年はバブル崩壊後の不良債権問題に起因する金融危機下において銀行の貸し渋りが進み、資本市場を活用できる多くの企業が社債発行に踏み切った。2009年はグローバル金融危機の深刻化を受け、手元流動性を厚くするための社債発行が活発化した。

日本企業全般の負債調達において、規模の観点から社債市場はローン市場の補完的な位置付けであり、過去においてはローン市場に変調をきたした際に社債発行市場が活況となったが、2016年は資金調達環境に問題がない中で発行額が急増した。

## 2. 年限の長期化

2016年に発行された社債の特徴として、年限の長期化が挙げられる。年限が10年を超える超長期債の割合が全体の16.5%となり、ここ数年の2~6%程度の水準から大きく増加している（図表3）<sup>1</sup>。2月には西日本旅客鉄道が社債として初の40年債を発行し、その後いくつかの発行体がこれに続いた。

図表3 社債年限別発行割合推移

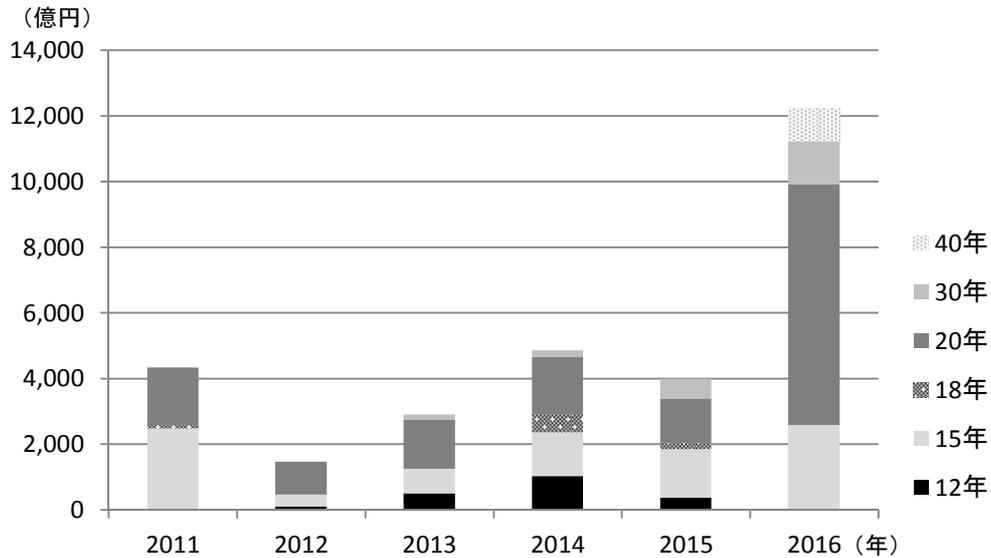


（出所）日本証券業協会より野村資本市場研究所作成

特に、20年債の割合が9.9%となり、ここ数年の1~2%程度の水準から顕著に拡大している。金額で見ると、2016年に発行された20年債は7,330億円で、2015年までの5年間がいずれも1,000億円台であったことと比べて大幅に増加している（図表4）。これまで20年債を発行する企業は格付の高いユーティリティ系の企業に限定されていたが、2016年は発行企業の多様化が進んでおり、初めて20年以上の年限の社債を発行した企業は25社に及んでいる。更に、超長期債発行体の多様化を反映して格付の分布にも変化が見られ、A格の発行体の増加が目立っている（図表5）。

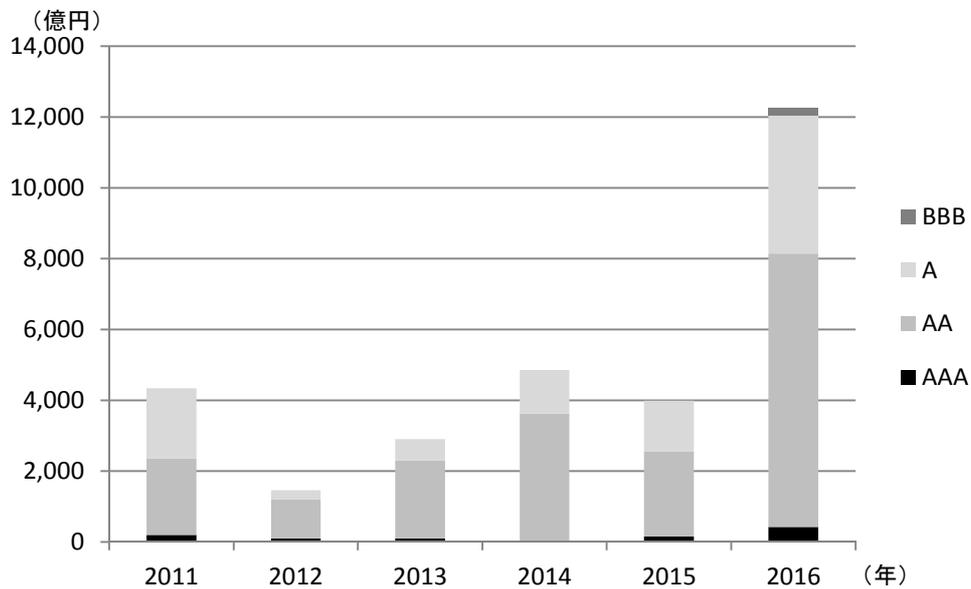
<sup>1</sup> 年限別の割合は期限前償還条項付社債を除いて計算している。

図表4 超長期社債年限別発行額推移



(出所) 日本証券業協会より野村資本市場研究所作成

図表5 超長期社債格付別発行額推移



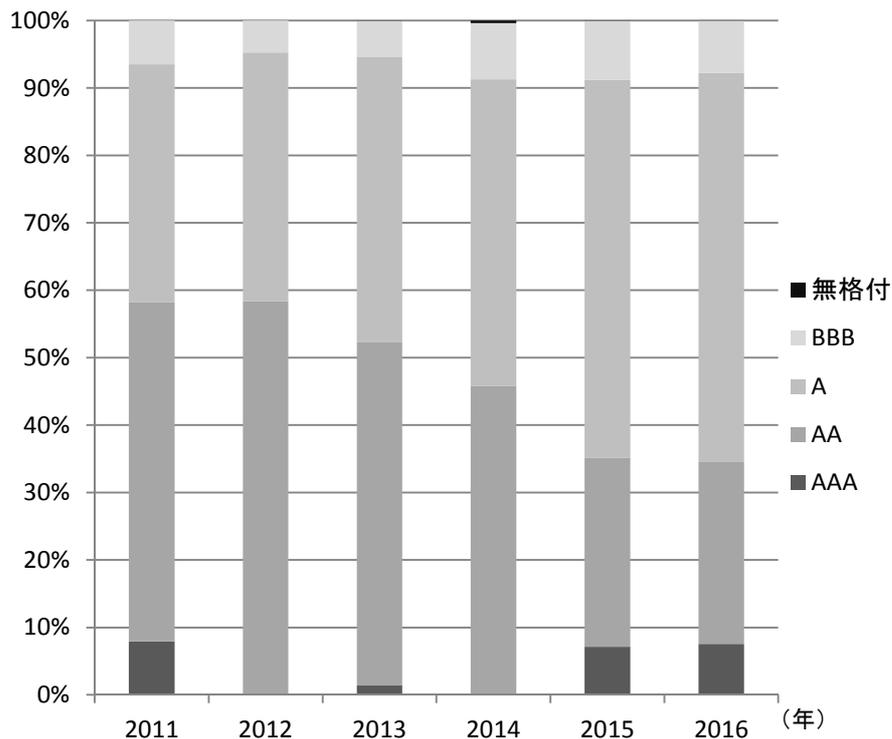
(出所) 日本証券業協会より野村資本市場研究所作成

こうした社債発行年限の長期化は、発行者及び投資家双方のニーズに基づいている。資金調達者は調達コストの長期固定化を望み、資金運用者は高い運用利回りを確保することを求め、結果として双方のニーズが合致した。

### 3. 格付分布の推移

2016年に発行された社債の格付分布は、2015年と概ね同様の割合となっている。ここ数年間の傾向を見ると、A格の割合が増加しており、AA格以上の割合が減少している（図表6）が、その背景としてハイブリッド債の増加が挙げられる。

図表6 社債格付別発行割合推移



（出所）日本証券業協会より野村資本市場研究所作成

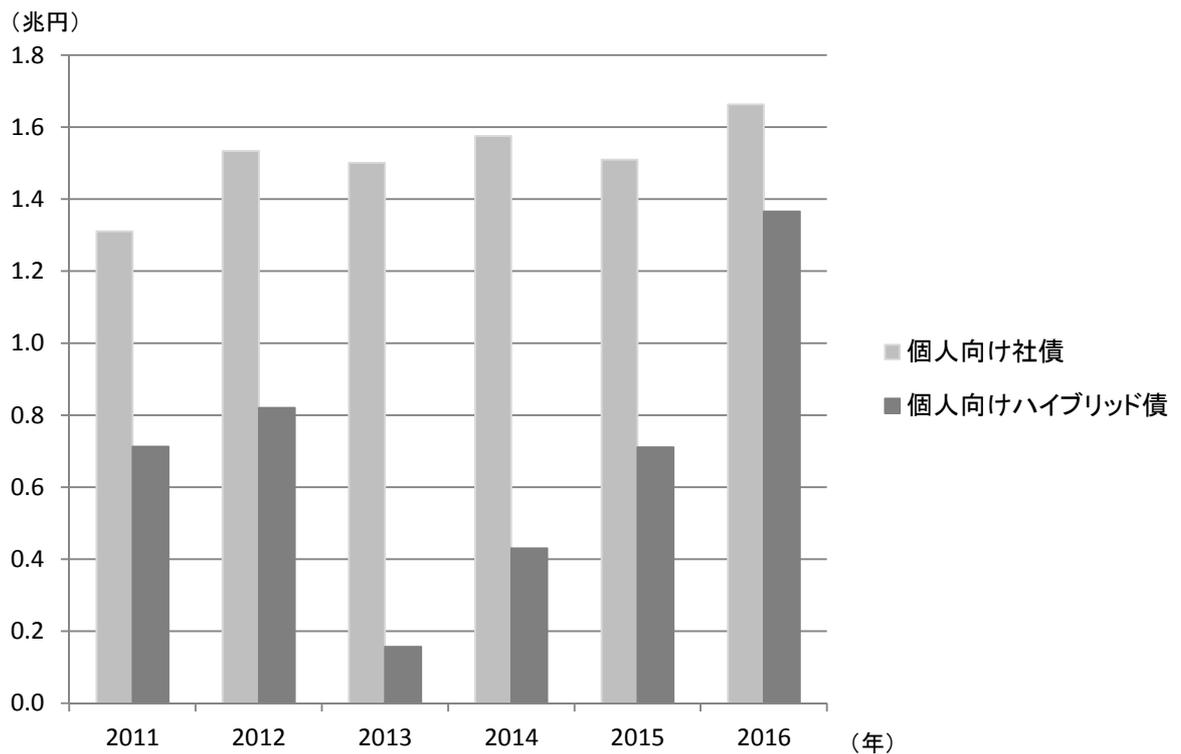
資本と負債の要素を複合化した証券であるハイブリッド証券のうち、債券に分類されるものがハイブリッド債である。ハイブリッド債は、通常無担保で発行される社債（シニア債）と比べて、元本および利息の支払い順位が低く、公募社債市場では、期限付劣後債、永久劣後債が発行されている。ハイブリッド債の格付は、その商品性を反映して同じ発行体のシニア債の格付よりも低くなる。

### 4. 個人向け社債の動向

2016年に発行された個人向け社債は36銘柄、1兆6,630億円となった。2011年以降、個人向け社債の発行規模は1兆3,000億円から1兆6,000億円の間を推移しており、2016年の規模も概ねこの傾向の延長上にある（図表7）。

個人向け社債のうち、2016年はハイブリッド債の発行が顕著に増加し、発行額は1兆3,650億円となった（図表7）。通常の個人向けシニア債は、金利水準の低下に伴う個人投資家の需要の減退等により発行規模が縮小した一方、相対的に高い利回りの確保できるハイブリッド債に対する個人投資家の購入ニーズは高まった。

図表7 個人向け社債発行額推移



(出所) 日本証券業協会より野村資本市場研究所作成

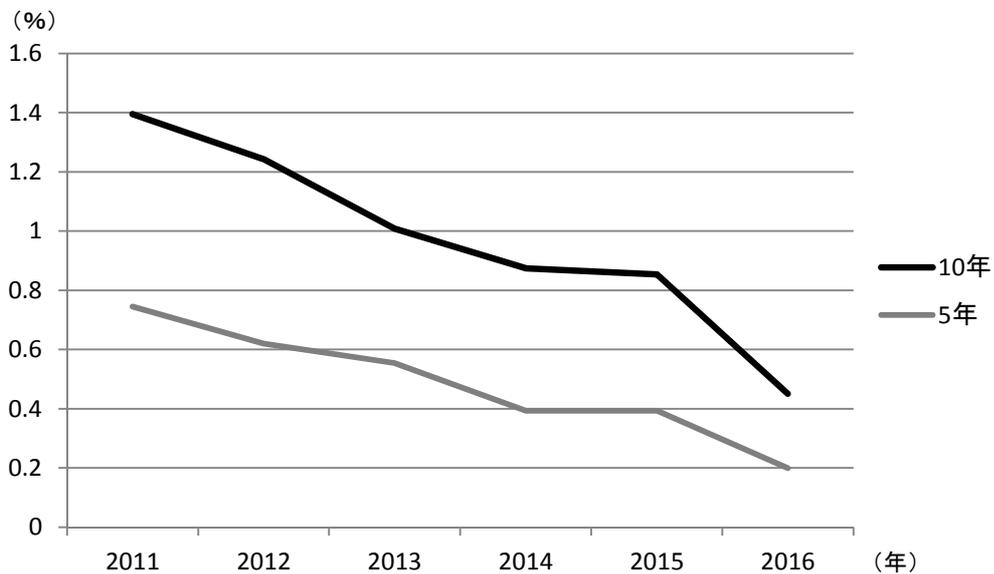
## Ⅱ. 社債発行規模拡大の要因

### 1. 金利低下の進展

社債発行企業の立場からみた発行規模拡大の主な要因は、金利水準の一段の低下である。10月にはトヨタファイナンス3年債の応募者利回りが過去最低の0.0003%となった。

2016年に発行されたA格5年社債の応募者利回りの平均値は0.1987%で、既に金利水準の低下が進んでいた2015年の平均値0.393%と比較しても更に大きく低下している<sup>2</sup> (図表8)。

図表8 A格5年社債及び10年社債応募者利回り平均値推移



(出所) 野村証券より野村資本市場研究所作成

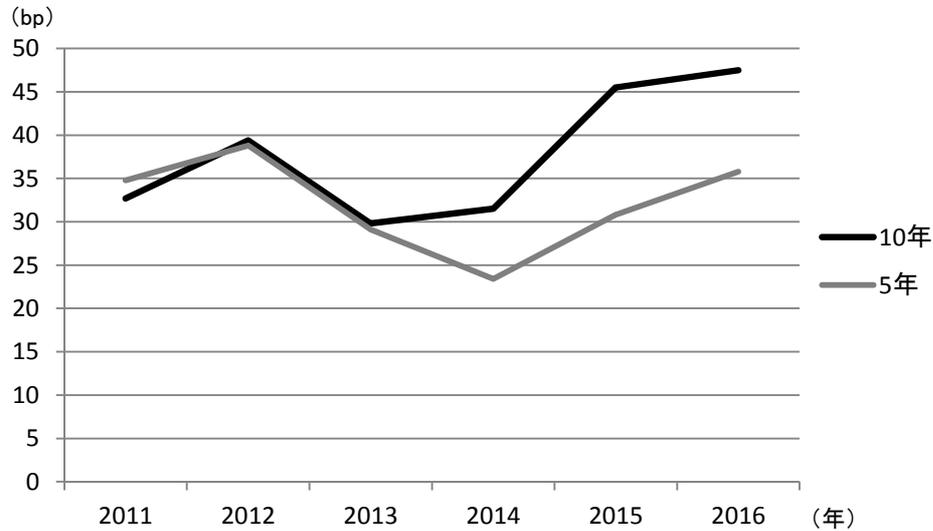
A格5年社債の対国債スプレッド(国債利回りに対する上乗せ幅)の平均値は、2016年は35.8bp(1bp=0.01%)で、2015年の30.8bpよりも拡大している(図表9)。2016年は5年国債の金利が概ねマイナス圏で推移していたため、対国債スプレッドは前年比で拡大傾向であったものの、社債利率(クーポン)の絶対値は大幅に低下していた。

同様にA格10年社債をみると、2016年の応募者利回りの平均値は0.4501%で、やはり2015年の0.854%から大きく低下している。対国債スプレッドの平均値は、2016年は47.5bpで、2015年の45.5bpと比較してわずかながら拡大している<sup>3</sup>。

<sup>2</sup> 2016年に発行されたA格5年債は66銘柄、1兆1,195億円。同じく2015年は62銘柄、1兆997億円。

<sup>3</sup> 2016年に発行されたA格10年債は62銘柄、1兆1,921億円。同じく2015年は36銘柄、6,930億円。

図表9 A格5年社債及び10年社債対国債スプレッド平均値推移



(出所) 野村証券より野村資本市場研究所作成

このように、2016年の社債の金利は2015年と比較して大きく低下している。ベンチマークとなる国債とのスプレッドは縮小していないものの、応募者利回りの低下、つまり金利コストの縮小を受けて、多くの企業が調達を進めた。

なお、社債の応募者利回りの極端な低下を受けて、発行価格がオーバーパー（額面100円を上回る金額）になる銘柄が徐々に登場した。通常、社債の発行価格はパー（額面100円）又はアンダーパー（額面100円を下回る金額）となっている。100円を上回る発行価格で社債を購入すると、償還時に社債償還差損が生じるため、パーまたはアンダーパーの社債を選好する投資家が多いことが、そうした傾向の背景となっている。

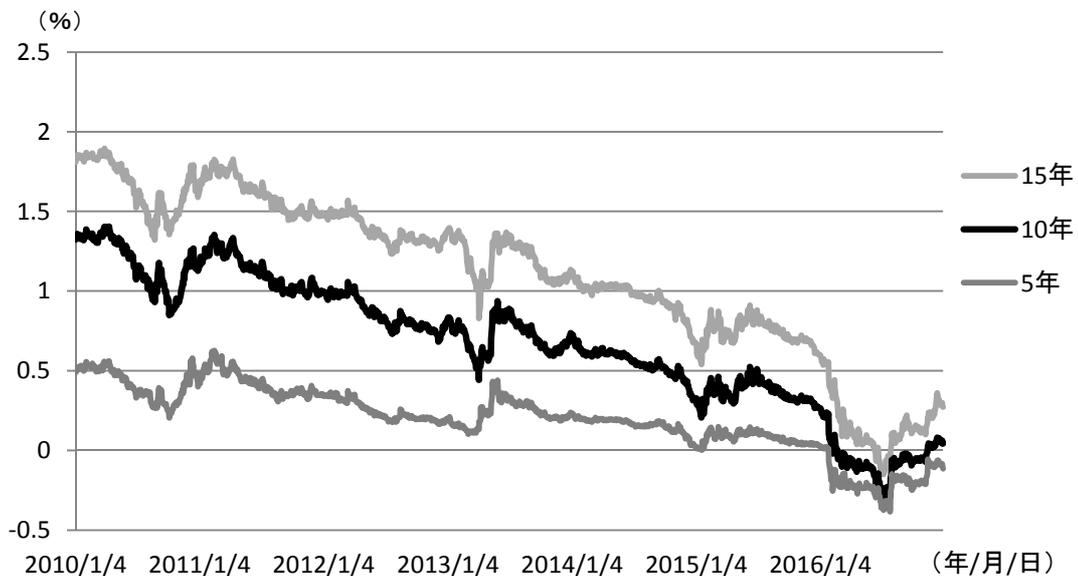
一方、マイナス金利政策導入以降、社債の利回りを構成する利率は0.001%まで低下していたが、利率のパーセント表示で小数点第3位を更に下回することは、社債保有者のシステム対応を含めた管理上の問題が想定される。そこで、10月14日に条件決定されたトヨタファイナンスの3年債は、利率0.001%、発行価格100円2厘、応募者利回り0.0003%と設定され、オーバーパーでの発行となった<sup>4</sup>。

<sup>4</sup> 発行価格がオーバーパーとなるのは、1998年11月16日条件決定の三菱商事の変動利付債以来。

## 2. 投資家の需要の高まり

金利水準の低下を受けて企業が社債発行の検討を進める一方、投資家の社債に対する需要も高まった。国債の利回りが10年を超える年限までマイナスになる中（図表10）、プラスの利回りを確保できる社債に対する投資家のニーズが高まり、発行額を大幅に超える投資家需要が数多くの案件で確認されている。相対的に高い利回りを確保できる年限の長い社債に対する投資家の需要を受け、調達年限の長期化を進める企業が多数見られた。

図表10 国債利回り推移



(出所) 財務省より野村資本市場研究所作成

なお、流通市場における社債の売買高は低水準で推移し、月別で見ると8月及び11月は1兆円を下回る水準となっている（図表11）。月間の売買高が1兆円を下回るのは1998年12月以降で初めてのことであり、流通の気配を示す売買参考統計値<sup>5</sup>で多くの銘柄がマイナス利回りとなり、7月13日には社債の4分の1を超える銘柄の利回りがマイナスとなった。日銀の社債等買入オペ<sup>6</sup>の対象となる銘柄に対する需要は特に強く、利回りの低下に拍車をかけている。

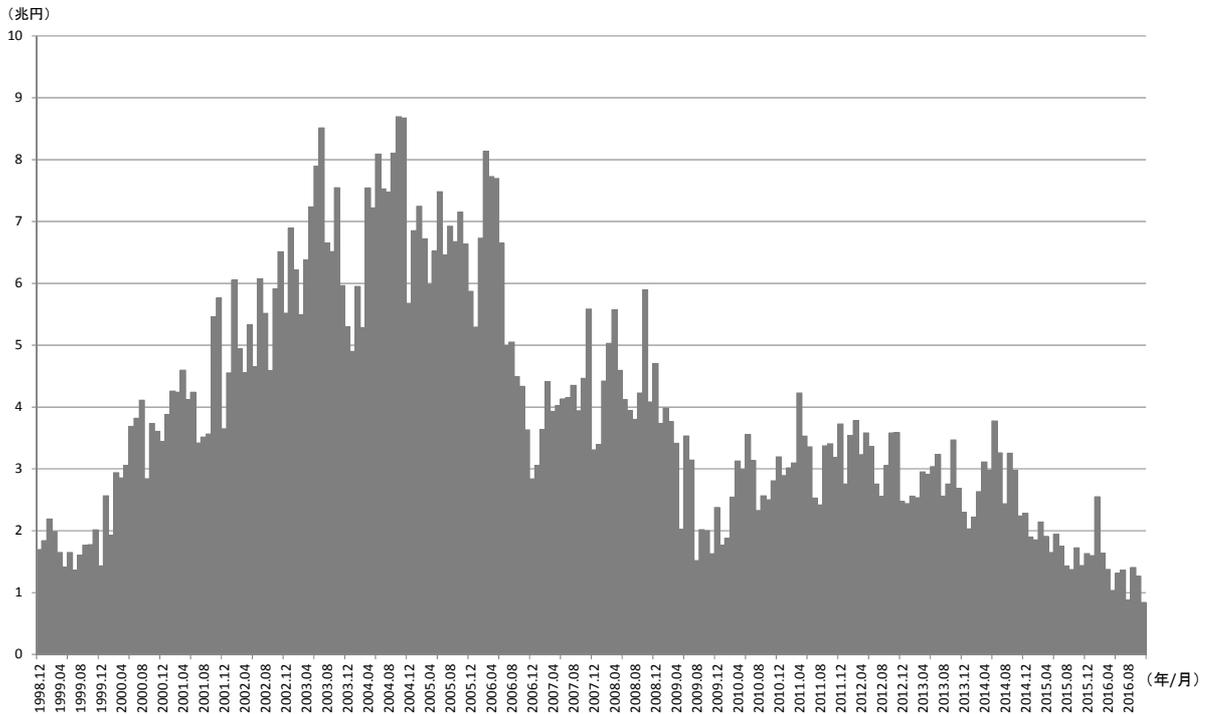
こうした流通市場の状況も、プラスの利回りを確保できる新規発行社債<sup>7</sup>に対する投資家需要の高まりにつながったと見られる。

<sup>5</sup> 売買参考統計値は、日本証券業協会が公表する債券の店頭取引における市場実勢で、指定報告協会員から報告を受けた気配（売り気配と買い気配の仲値）から算出した「平均値」等の値。

<sup>6</sup> 日銀の社債等買入オペは、金融調節の一層の円滑化を図る趣旨から日銀が行う公開市場操作の一つ。買入対象となる社債の主な要件は、適格格付機関からBBB格相当以上の格付を取得、かつ、残存期間が1年以上3年以下であること。

<sup>7</sup> 2016年末現在、応募者利回りが0%以下の社債は発行されていない。

図表 11 社債月別売買高



(出所) 日本証券業協会より野村資本市場研究所作成

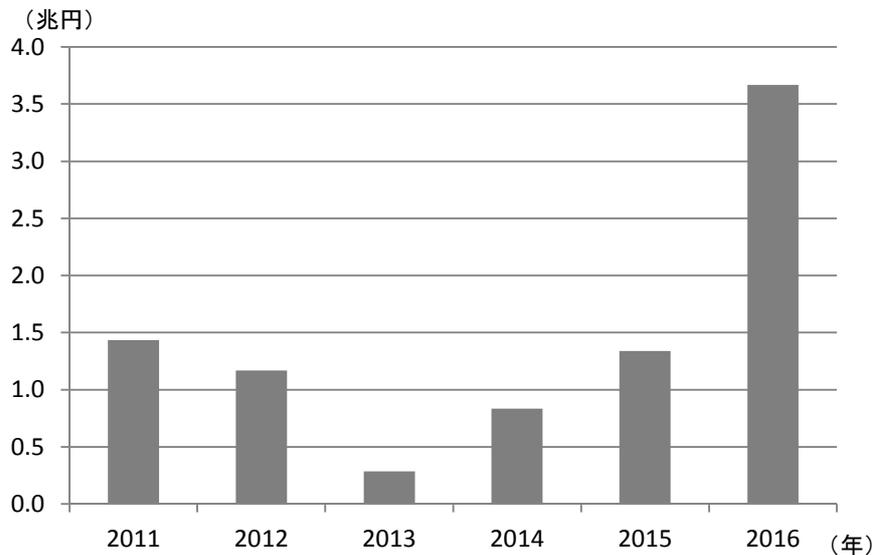
### 3. ハイブリッド債の増加

2016年の発行ラッシュの大きな要因として、ハイブリッド債の増加がある(図表12)。ハイブリッド債は、金融機関の規制対応、事業会社の格付対策等のために発行される。

金融機関については、国際的に業務を展開している銀行の健全性を維持するための自己資本規制であるバーゼル3に適合した債券の発行が行われており、2015年から高水準の調達が続いている。

事業会社においてもハイブリッド債の発行が盛んになっている。企業は、負債による資金調達の柔軟性を確保し、かつ調達コストを低減するためには、資本を増強し、格付を維持・向上する必要がある。資本増強の手段として外部調達があり、株式、ハイブリッド債等の発行がこれに該当する。株式の発行は株式数の増加によって1株当たりの価値の低下、つまり希薄化が生じるのに対し、ハイブリッド債の発行は株式の希薄化を生じない。格付会社が一定の割合を資本と見做すハイブリッド債を発行して、シニア債の格付にプラスの影響を与えることは、企業の中長期的な調達戦略において有効な施策である。もちろん、ハイブリッド債の金利コストは、理論的には通常の負債と比較して高くなるため、費用対効果に基づく判断が必要となるが、異次元の金融緩和、更にマイナス金利政策が進む中、良好な需給環境を背景に発行が増加している。

図表 12 ハイブリッド債の発行額推移



(出所) 日本証券業協会より野村資本市場研究所作成

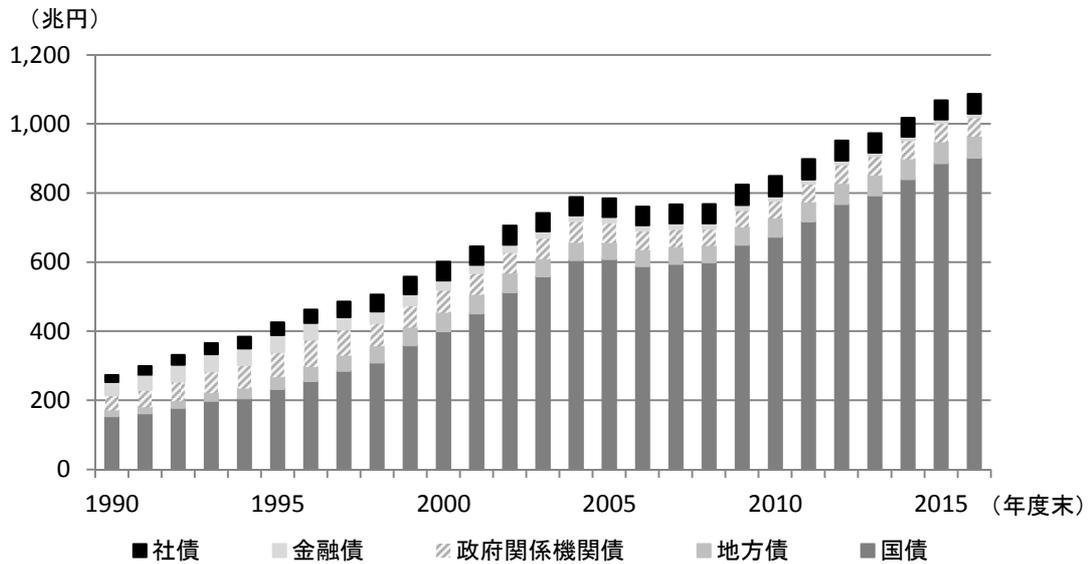
### Ⅲ. 社債市場の拡大・多様化は道半ば

#### 1. 社債市場規模拡大の余地は大きい

国債の利回りがマイナスの領域に入ったことで、国内債券市場の構造問題が顕在化している。プラスの利回りを確保できる社債に対する投資家の需要は高まったものの、国債と社債とでは発行規模の差が大きく、投資家の社債購入ニーズが十分に満たされているとは言い難い。

国内金融機関の債券種類毎の保有状況を見ると、国債の割合が圧倒的に高い(図表 13)。2016 年には国債利回りが 10 年超の年限を含めてマイナス圏に入ったこともあり、個別の金融機関毎に国債保有に対する方針の変化はあるものの、全体としては保有債券に占める国債の割合は依然として高水準である。

図表 13 国内金融機関の債券保有状況

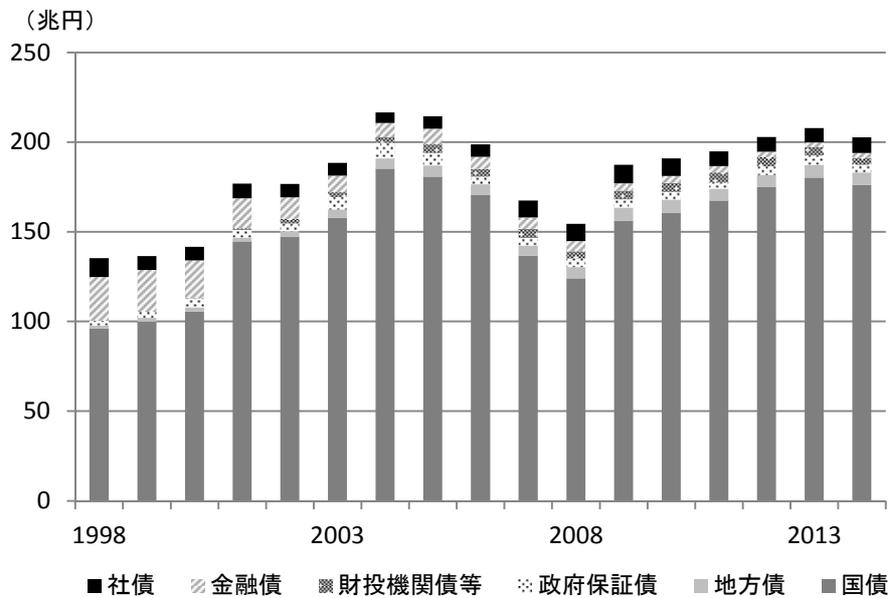


(注) 2016年度は9月末のデータ

(出所) 日本銀行より野村資本市場研究所作成

図表 14 は日本における債券の種類別発行額の推移を示している。こちらも同様に国債の割合が圧倒的である。

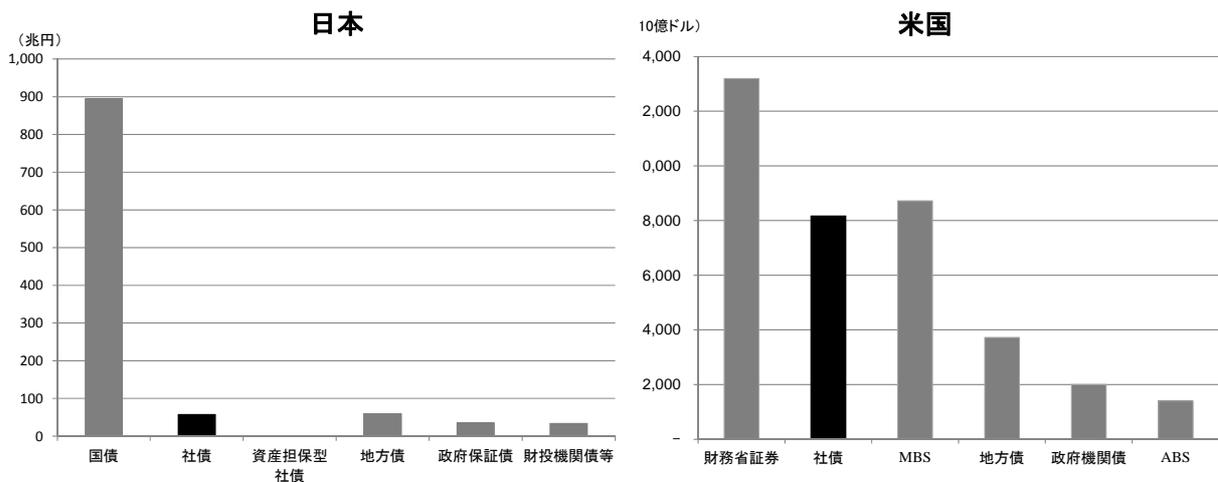
図表 14 債券種類別発行額推移



(出所) 日本証券業協会より野村資本市場研究所作成

日本の社債市場の規模を見る上で米国との比較が参考となる。図表 15 は 2015 年末時点の債券種類別の市場規模を示している。米国においては社債残高が 8.2 兆ドルで、米国債残高の 62%となっている。一方、日本の社債残高は 57 兆円で、日本国債残高の 6%に過ぎない。両国の社債発行残高と GDP との比較を見ても、米国が 45%であるのに対し、日本は 11%にとどまっている。

図表 15 日米の債券種類別発行残高（2015 年末）



(出所) 米国証券業金融市場協会 (SIFMA)、日本証券業協会より野村資本市場研究所作成

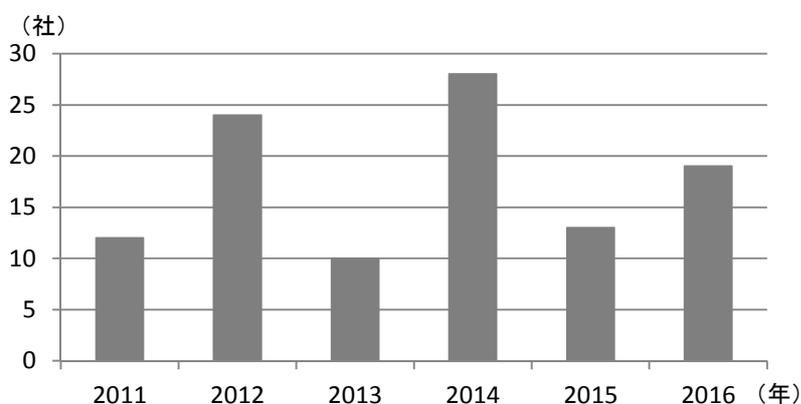
## 2. 新規発行体の参入は限定的

2016 年に初回債を発行した企業は 19 社であり、その内実質的な初回債発行企業は 10 社、その 10 社の内投資法人が 4 社を占める (図表 16)<sup>8</sup>。更に、2016 年に社債を発行した企業数は 192 社であり、2016 年 12 月末現在の上場会社 3,539 社と比較するといかにも少ない。

2016 年においても社債発行体の裾野拡大は限定的であり、社債市場の多様化は道半ばといえる。

<sup>8</sup> 実質的な初回債に該当しないものは、シニア債の起債実績のある企業が初回劣後債を発行したケース、持株会社傘下企業の起債実績のある企業グループの持株会社が初回債を発行したケース、合併前に起債実績のある企業が合併後に初回債を発行したケース等がある。

図表 16 初回債発行企業数推移

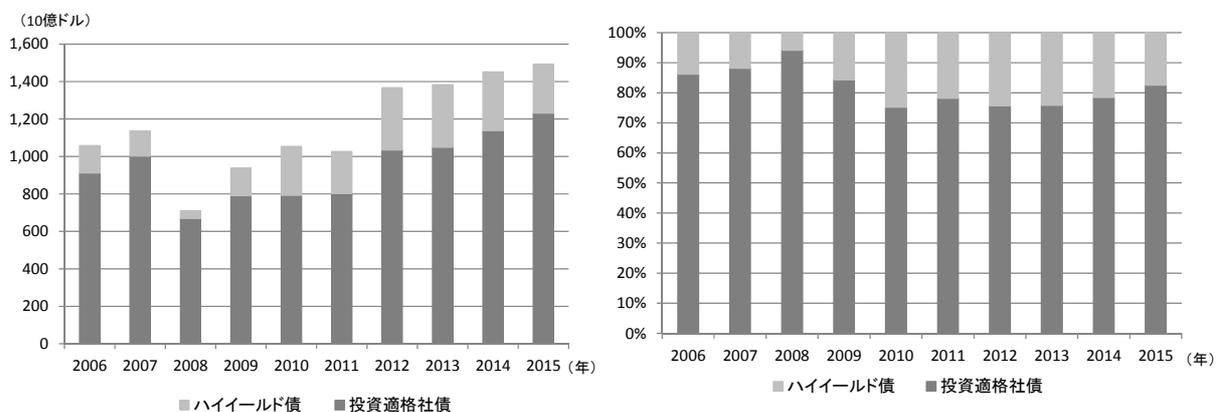


(出所) 日本証券業協会より野村資本市場研究所作成

### 3. 低格付債市場は未発達

2016年の社債発行に占めるBBB格企業の発行割合は7.7%にとどまり、ここ数年で見ても4~9%程度で推移している。更に、ハイイールド債と言われるBB格以下の企業の発行実績は皆無である。これに対し、米国市場においては、ハイイールド債が市場発行規模の一定割合を占めている(図表17)。

図表 17 米国のハイイールド債及び投資適格債の発行額推移



(出所) SIFMA より野村資本市場研究所作成

日本におけるハイイールド債市場の育成は長年の懸案事項であるが、進展の兆しは見られていない<sup>9</sup>。

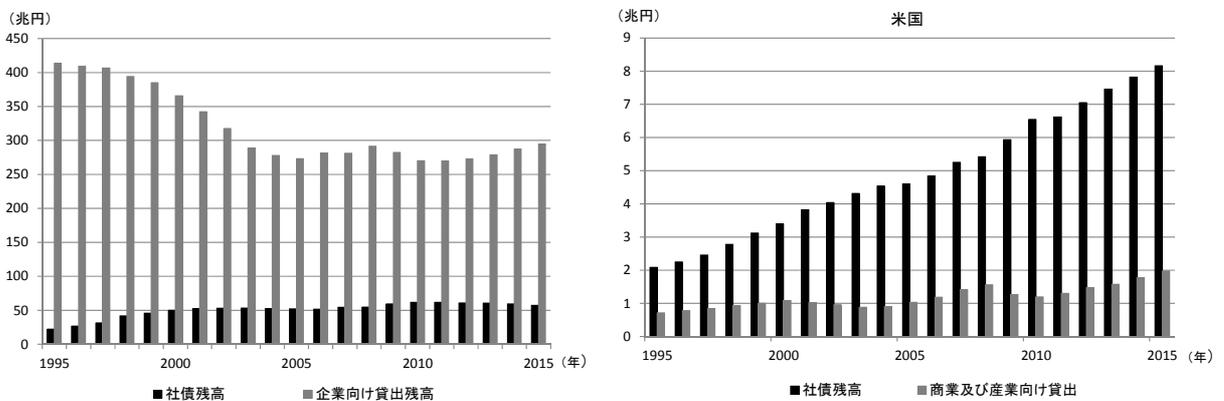
<sup>9</sup> 日本において低格付社債が発行されない背景については、佐藤淳「社債権者補佐人制度の概要と意義」『野村資本市場クォーターリー』2016年秋号を参照。

## IV. 残された課題とその背景

### 1. 社債とローンの市場規模のバランス

日本の社債市場拡大の鍵はローン市場とのバランスの改善にあり、そのことは米国の状況と比べれば一目瞭然である（図表18）。日本においては、1995年末の時点で、社債発行残高22兆円に対し、企業向け貸出残高は414兆円で社債の約19倍、2015年末時点においても、社債発行残高57兆円に対し、企業向け貸出残高は295兆円で社債の約5倍となっている。一方、米国では一貫して社債残高が企業向け貸出残高を大きく上回っている。

図表 18 日米の社債発行残高と企業向け貸出残高推移



(出所) 日本銀行、日本証券業協会、SIFMA、FRB より野村資本市場研究所作成

### 2. 社債とローンのコスト差

社債とローンの市場規模のバランスが改善しない最大の要因はコスト差である。

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」の報告書において、「そもそも、銀行貸出し、社債を問わず、信用リスク、市場流動性、担保の取扱い等を反映した適切なスプレッドが設定されれば、社債の発行企業や投資家にとって、社債の魅力は一層高められ、企業の資金調達手段、投資家の投資対象の多様化に資すると考えられる。銀行等が貸出しに適切なリスクプレミアムを設定することは、我が国の金融システムにとって重要な課題であるとの指摘がある一方、社債市場では、効率性や透明性、流動性の向上を図り、銀行貸出しと社債とのリスクプレミアムの乖離を縮小させる必要がある<sup>10</sup>」と指摘されている。

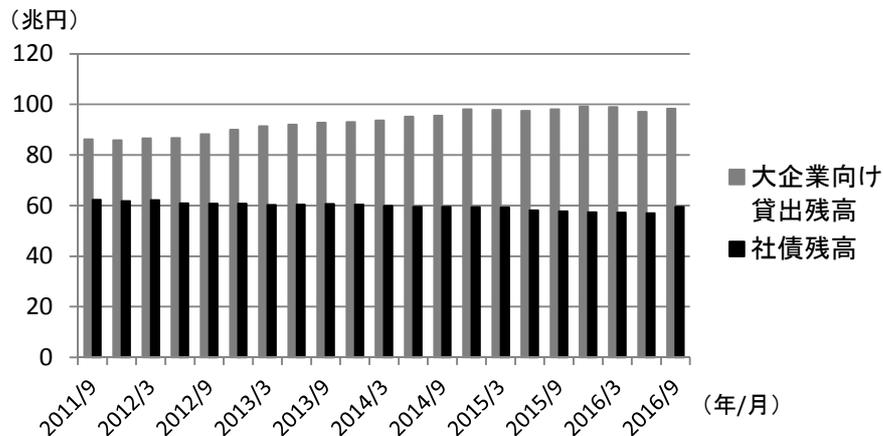
社債の発行条件は市場の需給によって決まる。社債は、機関投資家を始めとする不特定多数の法人及び個人が募集の対象であり、その数多くの対象の中から購入希望の強い投資

<sup>10</sup> 社債市場の活性化に関する懇談会「社債市場の活性化に向けて」2010年、4頁。

家が許容する水準に基づいて発行条件が設定される。それに対して、ローンの条件は個別の金融機関と借り手との相対の交渉に基づく。

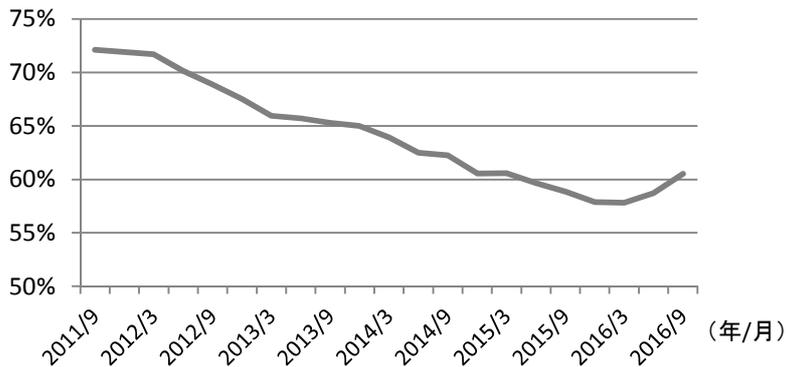
社債発行のコスト優位性を享受しやすいのは、調達規模が大きく知名度の高い大企業である。大企業<sup>11</sup>向け貸出残高と社債発行残高の直近5年間の推移を比較すると、前者は増加傾向、後者はほぼ横ばいであり（図表19）、社債残高の大企業向け貸出残高に対する割合は10%強低下している（図表20）。こうした動向を見ると、大企業においても引き続きローンのコストが優位となるケースが多いことが推察される。

図表19 大企業向け貸出残高と社債発行残高



(出所) 日本銀行、日本証券業協会より野村資本市場研究所作成

図表20 大企業向け貸出残高に対する社債発行残高の割合



(出所) 日本銀行、日本証券業協会より野村資本市場研究所作成

<sup>11</sup> 資本金10億円以上かつ常用従業員300人超の企業（卸売業、物品賃貸業等は常用従業員100人超、小売業、飲食業は常用従業員50人超）。

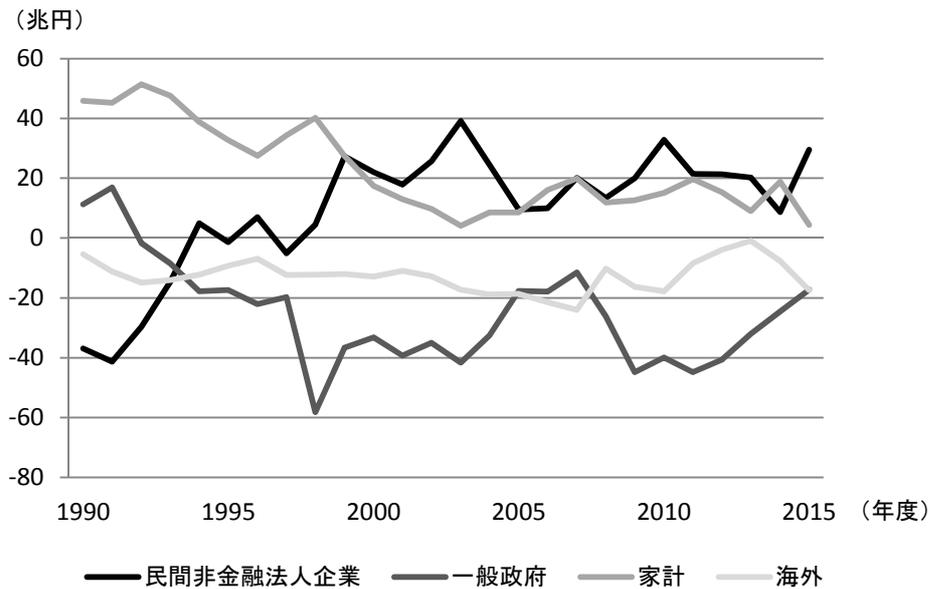
### 3. ローン収益性とオーバーバンキング

社債とローンのコスト差、つまりローンの収益性に関連してしばしば議論されるのがオーバーバンキングの問題であり、ローンの収益性の低さがオーバーバンキングに起因するとの指摘がみられる<sup>12</sup>。

1990年代以降、大手銀行を始めとして金融機関の統合は進んでおり、金融機関数の観点からオーバーバンキングの問題は改善傾向という見方もあり得る。しかし、オーバーバンキングとは、金融機関の数ではなく、金融機関が保有するマネーフローの大きさ及び影響力の強さによると考えることが妥当である<sup>13</sup>。

日本の部門別の資金過不足を見ると、一般的な資金余剰部門である家計に加え、1990年代以降は法人セクターも資金余剰が継続している（図表 21）。更に、個人金融資産における預金の比率が高水準（図表 22）である結果、金融機関が融資に充てることのできる資金が潤沢であり、それどころか融資にまわし切れない資金が高水準のため、国内銀行の預貸率<sup>14</sup>は低水準で推移している（図表 23）。個人の金融資産選択における預貯金偏重が、オーバーバンキング、融資の過当競争につながっているという見方ができる。

図表 21 日本の主要部門の資金過不足



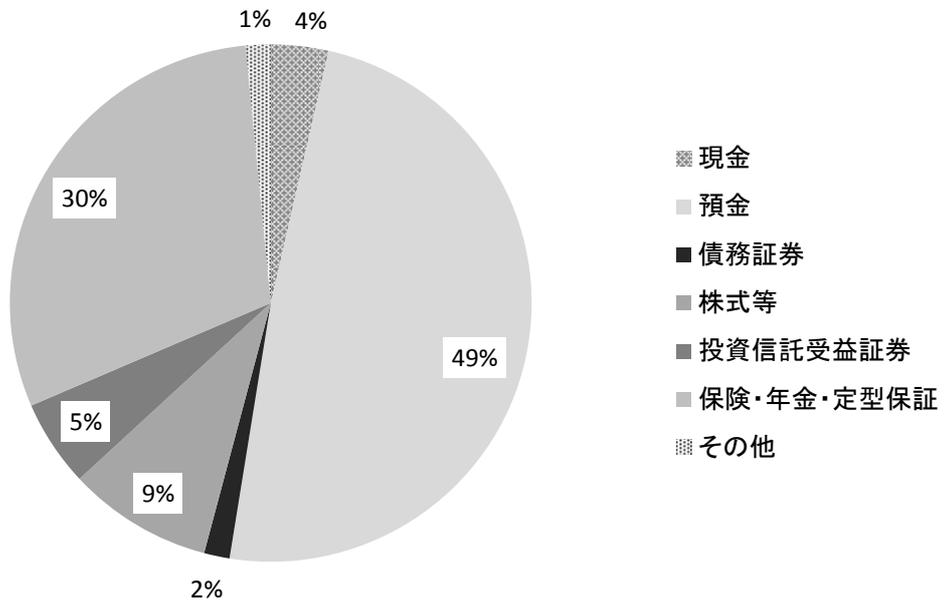
(出所) 日本銀行より野村資本市場研究所作成

<sup>12</sup> 内閣府「平成 18 年度 年次経済財政報告」。

<sup>13</sup> 徳島勝幸「日本の金融に漂う閉塞感と将来への展望」『月刊資本市場』、2012 年 5 月。

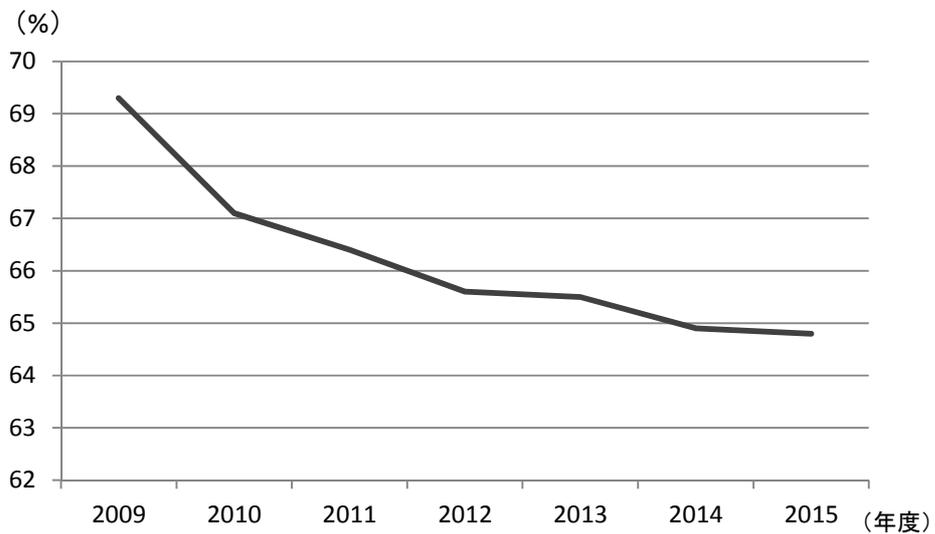
<sup>14</sup> 預貸率 = 貸出金 / (預金 + 譲渡性預金 + 債券)。

図表 22 日本の個人金融資産構成 (2016年3月末)



(出所) 日本銀行より野村資本市場研究所作成

図表 23 国内銀行の預貸率推移



(出所) 日本銀行より野村資本市場研究所作成

## V. むすびにかえて

2016年の社債発行市場は、マイナス金利政策の下、良好な調達環境における発行規模の大幅な拡大を実現した。発行年限の長期化や活発なハイブリッド債発行による商品性の多様化も進んだ。

一方で、新規発行体の参入が限定的であり、低格付債の発行も低調である等、社債市場の多様化は道半ばである。更に、債券市場全体に占める社債の割合、社債とローンの規模のバランス等、社債市場活性化の余地は依然として大きい。

社債市場が活性化することの意義として、調達市場の安定化、金融仲介機能の向上等が挙げられる。

調達市場の安定化に関し、社債とローン、つまり直接金融と間接金融の両方が均衡のとれた発展をすることは、企業の資金調達環境の安定化につながる。直接金融と間接金融の両方が相互に補完関係を保ち、片方の機能が何らかの理由によって低下した際、もう片方がそれを補うことが理想的であり、両方の規模に極端な偏りがある場合は十分な補完関係が成り立たない。1990年代の金融危機時には、金融機関の貸し渋りが広範に見られる中、社債発行市場が顕著に拡大し、間接金融の機能低下を直接金融が補う構図となったが、当時においても社債市場の規模と企業向け融資の規模には大きな格差があり、限定的な補完関係であったことは否めない。

金融仲介機能の向上は、日本の成長戦略の一項目に挙げられている。担保や保証に頼らず、企業の事業内容に着眼した融資を進めることが、当該企業の成長を促し、地域経済の活性化、日本の生産性向上につながるとの考え方である。こうした事業性融資を拡大する上で、重要な視点は社債とローンの棲み分けである。社債発行残高よりも大企業向け貸出残高が増加していることを確認した。銀行は、資本市場調達を行うことのできる企業に対して利鞘の薄い融資を行うことよりも、目利き力を活かして、融資を必要とする企業に対して適切なリスクプレミアムを設定した貸出しを行うことが求められている。金融仲介機能の向上による銀行の融資行動の変化は、社債発行市場の拡大と裏腹の関係にある。

2016年の社債発行市場は活況であったが、改めて社債市場活性化の意義を確認すれば、更なる市場規模の拡大、市場多様化の進展に向けた関係者の取り組みが期待される。