

米国の社債市場の検証とわが国社債市場を

取り巻く環境変化について

井潟 正彦、瀧 俊雄、吉川 浩史

■ 要 約 ■

1. 米国社債市場の規模は 2009 年 3 月末に 6.7 兆ドルと、MBS (8.9 兆ドル) に次ぎ、6.6 兆ドルの財務省証券をも上回る。銀行の資金仲介機能が低下し、企業の資金調達手段として拡大した結果である。
2. 米国社債市場は、ハイ・イールド債も含め、安定した発行に支えられている。米国大企業は幅広い業種で、長期有利子負債の多くを社債で調達しており、銀行借入に依存するわが国企業とは大きく異なっている。
3. 投資家に目を向けると、米国では投資信託による社債投資残高が 20 年間で 19 倍に増加した。投資信託による間接保有を含むと、個人が米国社債のほぼ四分の一を保有していることになる。個人による社債直接投資の増加には、個人向け社債投資プラットフォームの貢献もあったとされている。
4. また、米国年金基金の中には、ハイ・イールド債への投資を積極的に行うところもある。
5. わが国社債市場の活用が進まないことについて様々な課題が指摘されているが、今般の金融危機を受け、金融機関に対する自己資本比率やレバレッジ比率の規制強化、確定給付年金の積立不足増加や退職給付会計の即時認識の導入を受けた確定拠出年金への移行、といった環境変化で過去の米国のように社債市場の拡大が促されざるを得ないのではないか。
6. 今後、企業の社債による資金調達の増加や、個人の投資信託を経由した社債投資の拡大、非居住者の利子非課税措置の導入による海外投資家の資金の流入を通じた、わが国社債市場の発展が期待される。

なお、本稿は、日本証券業協会「社債市場の活性化に関する懇談会」（2009 年 9 月 9 日）において筆者が発表した内容に主に基づく。

I はじめに

2008年9月より金融危機が深刻化し、米国大企業も資金調達が一時的に困難となったが、2009年に入ると社債発行の増加とともに、状況は少しずつ改善している。米国では銀行をはじめとする金融機関は不良債権問題を抱え、引き続き与信能力が低下しているが、米国大企業においては負債調達の大部分を銀行借入ではなく社債に依存しており、また社債の投資家も海外投資家、投資信託、家計と多様化しているため、資金調達への影響は限定的と考えられる。本稿では、米国資本市場において存在感の大きな社債市場を鳥瞰し、またわが国社債市場を取り巻く環境変化を概観することにより、わが国社債市場の拡大への兆しを見る。

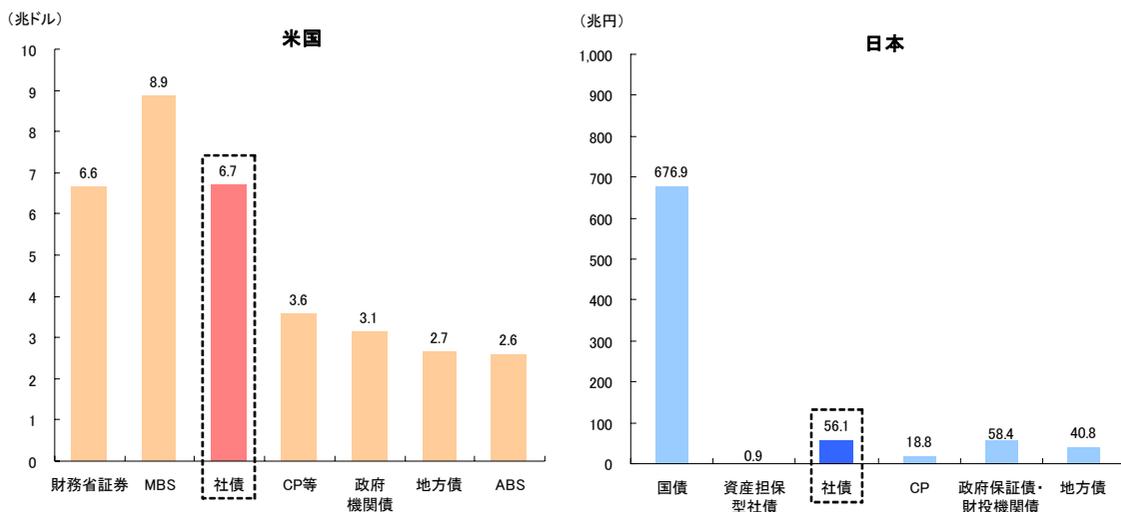
II 米国社債の発行・流通市場の概要

1. 規模の大きい米国社債市場とその背景

米国社債市場の規模は、2009年3月末時点で6.7兆ドルである（図表1）。債券の種類別発行残高を見ると、社債の発行残高は最大のMBS（8.9兆ドル）に次ぐ水準で、特に注目すべきは財務省証券（6.6兆ドル）を上回っていることである。わが国では社債の発行残高（56.1兆円）は国債（676.9兆円）の12分の1に留まっており、状況が大きく異なる。

米国資本市場において、社債市場がこうした大きな存在感を誇るようになったのは、1980年代後半以降の過去四半世紀のことである。1980年代前半では、社債と銀行による

図表1 日米債券市場の種類別発行残高（2009年3月末）



（出所）SIFMA、日本証券業協会、証券保管振替機構より、野村資本市場研究所作成

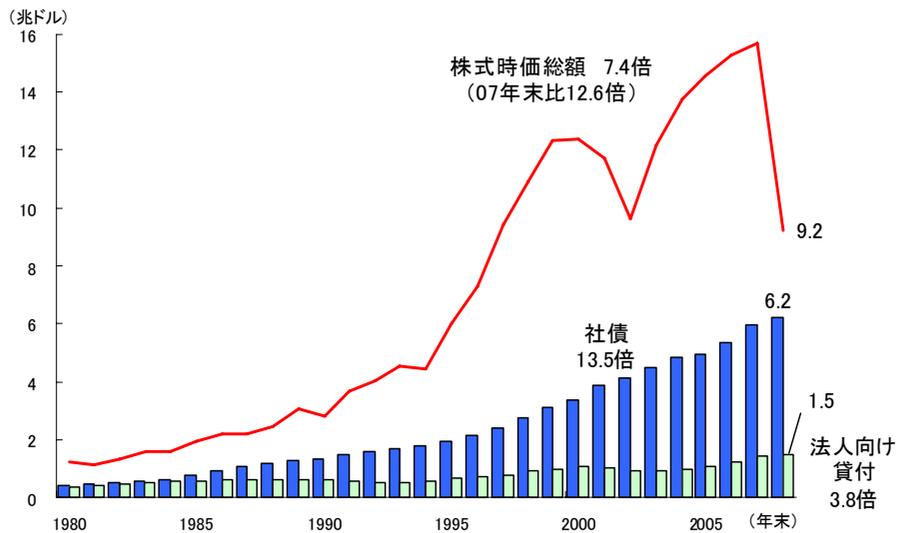
法人向け貸付はほぼ拮抗する規模であったが、その後は、社債が銀行による法人向け貸付を大きく上回るペースで拡大を遂げた（図表 2）。米国における社債市場の規模は、1980 年末時点と 2008 年末時点で比較した場合、その残高は 4,586 億ドルから 6.2 兆ドルへと 13.5 倍に拡大した。この間、銀行による法人向け貸付額は 3,910 億ドルから 1.5 兆ドルと 3.8 倍の拡大に留まった。

1980 年代以降は、米国企業が財務戦略上、レバレッジを高める方向に転換した時代であったが、それが法人向け貸付ではなく米国社債市場の拡大につながったのである。最大の理由の一つは、敢えて言えば 1970 年代後半～90 年代半ばに生じた「米国銀行の資金仲介機能の低下」であろう。

1970 年代後半～80 年代初頭、インフレーションにより金利が高騰した時期に、預金金利上限規制のために銀行は預金金利の引き上げを通じて追随できず、投資先として銀行預金の魅力が相対的に低下した。また、銀行の不良債権問題（農業関連・中南米関連）とその影響による格付け引き下げ¹、1981 年に導入された銀行に対する初期の自己資本比率規制によって銀行の与信能力は制約された。その一方、企業は社債による資金調達を拡大し、投資家の間では MMF の一層の普及で、債券ファンドの認知度が向上した。

1980 年代後半～90 年代半ばには、再び銀行の不良債権問題、さらなる自己資本比率規制強化、銀行の格付け引き下げにより、法人向け貸付の残高は伸びなかった。また、銀行は収益性向上を目的に預金獲得競争を止め（ALM 重視）、自ら投資信託の販売を開始した。銀行の販売する投資信託は、当初は MMF・債券ファンドが中心であった。

図表 2 米国の社債と他の資金調達手段との比較



(注) 社債に ABS は含まれない（以下、特に注記がない場合は同様）。
 (出所) NYSE、WFE、FDIC、FRB、“Flow of Funds Accounts”より、野村資本市場研究所作成

¹ 1985 年時点にムーディーズより、シティコープ（現シティグループ）は Baa 格、バンク・オブ・アメリカは A 格を付与されており、例えば、P&G や IBM の Aaa 格、GM の Aa 格よりも低い格付であった。

2. 米国社債市場の特徴

1) 安定的な発行額と年限

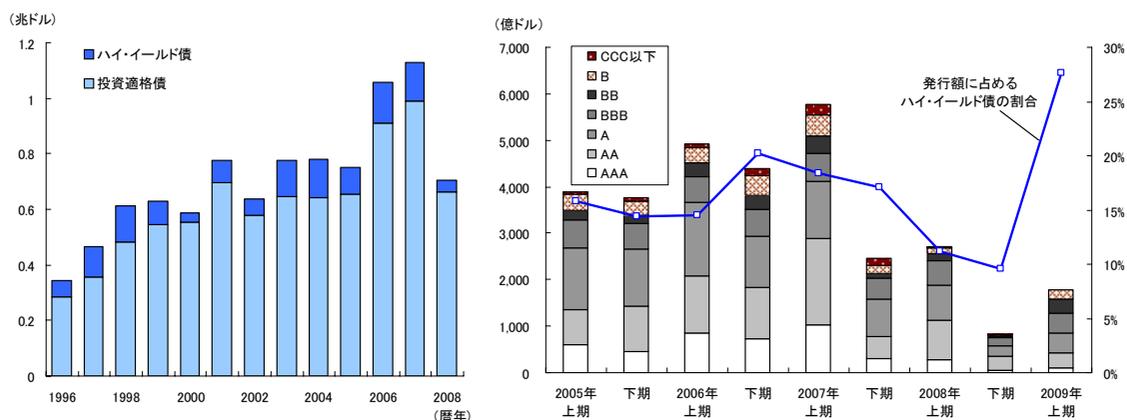
米国社債市場の規模の大きさは、安定的な発行額に支えられてきた。発行市場を見ると、2000年以降、金融危機に至るまでの間、発行市場の規模は年間約0.6~1.2兆ドル（60~120兆円）で推移した（図表3）。同期間のわが国における年間発行額である6~10兆円の規模に比して10倍以上の水準である。

米国で発行される社債の特徴としてはまず、BB格以下の、いわゆるハイ・イールド債の発行も継続的に行われていることが挙げられる。2005~2009年上期の各半期において、社債発行額に占めるハイ・イールド債の割合は平均で17%を占めた。サブプライム問題と金融危機を契機に発行額は一時縮小したが、2009年に入ってからハイ・イールド債の発行も含め回復しつつある。2009年上期はハイ・イールド債の割合が、28%と近年ではむしろ最高水準であった。

ハイ・イールド債は、以前はジャンク債とも呼ばれた。特に1970年代までは既発の投資適格債が格下げでジャンク債になるケース（フォーレン・エンジェル）が中心であった。これに対し、ドレクセル・バーナム・ランバート社の奇オマイケル・ミルケンが、分散されたジャンク債ポートフォリオのリスク・リターン特性に気づき、新発のジャンク債市場をほとんど一人で創設した。ジャンク債市場は、当時のLBO（レバレッジド・バイアウト）の資金調達などでまずは活用された。その後、インサイダー取引などで同氏が逮捕され、ドレクセル社も経営破綻したが、低格付けの企業でも公募社債が発行できるという実績は、ハイテクやバイオなど1990年代に見られる米国経済の回復を支えた成長企業群の資金調達手段として引き継がれ、現在に至る。

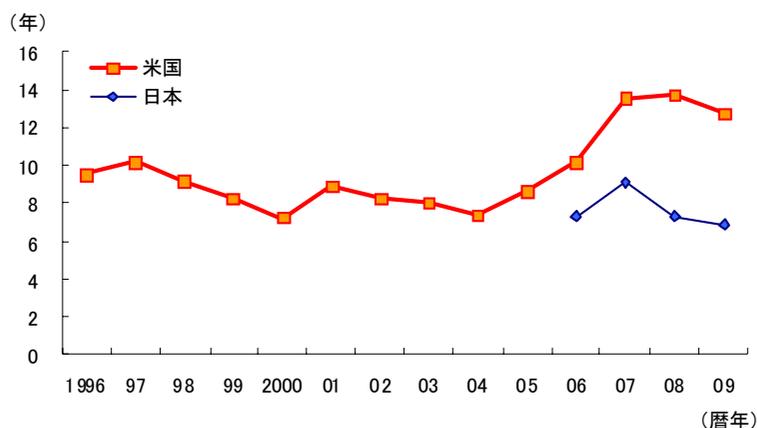
社債市場を見る上で、発行額に加えて年限も重要であるが、米国市場における社債の平均的な年限は2006年まで8年~10年超で推移した（図表4）。2007年以降は、

図表3 米国社債の発行額推移



(出所) SIFMA、Thomson ONE Banker より、野村資本市場研究所作成

図表 4 平均的な発行年限の推移



(注) 1.日本については、各年度中の発行額による加重平均値。
 2.2009年の米国については、SIFMA公表の月次データ(1~6月)の単純平均値。
 (出所) SIFMA、日本証券業協会より、野村資本市場研究所作成

平均的な年限が12年超とやや長めになっている。また、年限30~50年といった超長期の社債も、多くの企業により広く活用されている。一方、わが国では債券の年限は長くとも20年程度で、発行体も電力会社・鉄道会社に集中している。

2) バイ・アンド・ホールド型の投資家の多さが窺える流通市場

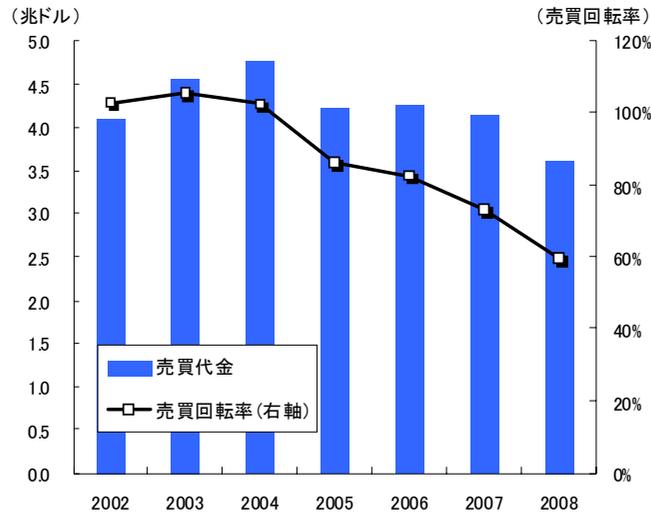
次に、米国社債の流通市場の現状を見ると、統計を取ることができる2002年以降、年間ベースで見た売買代金は3.5~5.0兆ドルの間で推移している(図表5)。売買代金は2004年をピークとして減少傾向にあるが、発行残高は増加しているため、売買回転率(売買代金/発行残高)は2004年の102%から2008年中は59%まで低下している。売買回転率が2,000~3,000%の財務省証券や、700~900%のエージェンシー債に比べると、社債についてはバイ・アンド・ホールド型の投資家の多さが窺える。売買回転率の逆数である平均保有年数で見ると、2008年は1.7年となり、平均的な社債の投資家は同一の債券を1年以上保有していることになる。

一日当たりの社債の平均売買代金を月次ベースで見ると、2008年9月前後で減少が見られたが、その後は回復傾向にある(図表6)。なお、売買代金に占めるハイ・イールド債の比率は発行残高における比率よりも大きいことから、ハイ・イールド債では相対的に頻繁に取引を行う投資家が多い模様である。

米国の社債流通市場においては、1980年代後半のハイ・イールド債をめぐる不正取引事件をきっかけに市場の透明性に注目が集まった²。そのため、1994年、ハイ・イールド債における取引の公平性確保を目的にFIPS(Fixed Income Pricing System)

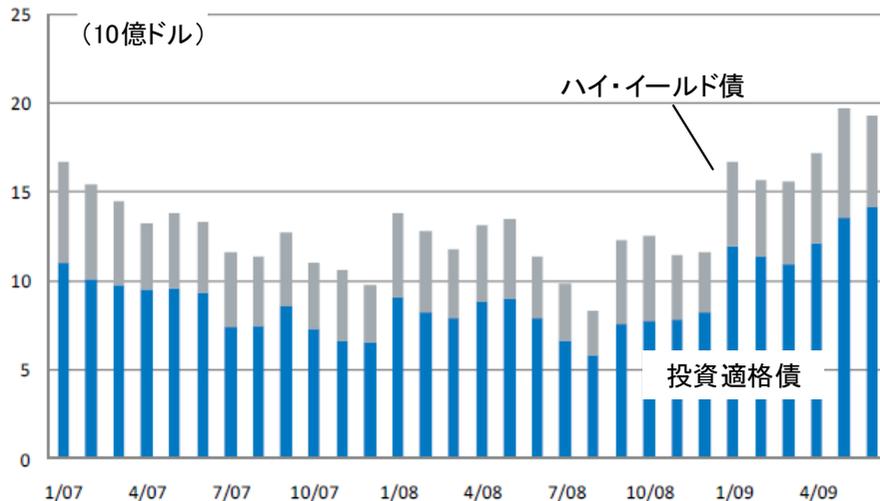
² 米国社債市場の価格透明性について、詳しくは、小立敬「社債市場の透明性をめぐる米国の議論—TRACEの導入とその後の評価—」『資本市場クォーターリー』2008年夏号参照。

図表 5 社債市場の売買代金及び売買回転率



(注) 年間取引日数を 252 日とし、一日当たり売買代金から年間売買代金を推計。
 (出所) SIFMA より、野村資本市場研究所作成

図表 6 社債売買代金の推移 (一日当たり平均)



(出所) SIFMA Quarterly Report, Aug 2009、原資料は FINRA

というシステムが導入された。FIPS では、ハイ・イールド債のうち NASD が指定する流動性の高い 50 銘柄の取引情報について、NASD の会員であるブローカー・ディーラーに報告することが義務づけられた。

さらにその後、社債市場においても国債・地方債市場のように価格情報を速やかに一般に提供する仕組みが必要として、2002 年より TRACE (Trade Reporting and Compliance Engine) の運用が始まった。OTC 市場で行われた社債のセカンダリー取引に関する取引情報の報告が義務づけられ、その情報はリアル・タイムで一般に提供される。

3. 幅広い企業に活用される米国社債市場

社債の発行体に目を向けると、1,000 億ドルを超える発行残高はいずれも金融機関である(図表 7)。事業法人の発行残高上位は、首位は 741 億ドルの AT&T、次いで 568 億ドルのベライゾンであり、設備投資需要の強い通信企業が上位に名を連ねている。3 位以降は、航空会社のサウスウエスト航空、自動車のフォード、小売最大手のウォルマートと続いており、必ずしも特定の業種に偏っているわけではない。また、社債発行残高の上位企業(金融 10 社、事業法人 10 社の計 20 社)の格付けの多くは必ずしも最上位格付とは限らず、むしろ A 格~BBB 格(うち 15 社)が大半である。

社債発行額の累計(2005 年 1 月~2009 年 7 月)で見ても、やはり発行規模が大きいのは金融機関で、バンク・オブ・アメリカの 553 億ドルを筆頭に、第 10 位のアメリカン・エクスプレスでも 386 億ドルに上る(図表 8)。事業法人では、日系自動車会社のトヨタ自動車と本田技研工業が上位 2 位を押さえている。両社とも MTN の形式で比較的短い償還期限の社債を継続的に発行しているため、累計額が大きくなっている。例えば、トヨタ自動車は償還期限の多くが 5 年以下となっており、毎回の発行規模も平均 1.5 億ドルと小規模である。上位 2 社は自動車であるが、それ以降は通信のベライゾン、スイス系医薬品のロシュ、エネルギーのエナジー・フューチャーなど、発行残高上位企業と同様に業種に偏りが無い。

格付別では、まず AAA 格企業では、金融機関は米国を中心に大手が名を連ねているが、事業法人は累計 10 億ドル以上を発行した企業が 4 社のみである。AA 格企業も同様であるが、事業法人にスイス系のロシュやドイツ系の BASF(化学)が入っており、外資系企業の米国人も米国社債を活用して資金調達を行っている様子が窺える。

A 格の事業法人には、IT ソフトウェアのオラクルやバイオ医薬品のアムジェンが上位にあり、有形の資産を持たず研究開発による無形資産の大きい業種でも社債を発行することができている。オラクルは 2006 年に 10 年債を、アムジェンは 2007 年に 30 年債を発行しており、運転資金に加えて研究開発投資のような長期資金の調達にも用いられていると推測される。わが国では発行の少ない BBB 格以下でも、米国では、例えばビール世界最大手のアンハイ

図表 7 米国社債の発行残高上位 10 社

(億ドル)				(億ドル)				
	企業	格付(S&P)	発行残高		企業	業種	格付(S&P)	発行残高
1	シティグループ	A	4,170	1	AT&T	通信	A	741
2	バンク・オブ・アメリカ	A	4,148	2	ベライゾン	通信	A	568
3	JPモルガン	A+	3,267	3	サウスウエスト航空	航空	BBB+	476
4	ゴールドマン・サックス	A	2,594	4	フォード	自動車	CCC+	470
5	モルガン・スタンレー	A	2,303	5	ウォルマート	小売	AA	334
6	ウェルズ・ファーゴ	AA-	1,660	6	ファイザー	医薬	AAA	309
7	AIG	A-	876	7	P&G	生活用品	AA-	283
8	アメリカン・エクスプレス	BBB+	488	8	コムキャスト	メディア	BBB+	268
9	SLM	BBB-	383	9	キャタピラー	機械	A	254
10	メットライフ	A-	362	10	コノフィリップス	エネルギー	A	253

(注) 1.GE キャピタル、政府系住宅金融機関(ファニーメイ、フレディーマック)を除いている。

2.2009 年 9 月 14 日時点における各社の発行残高で、償還まで 1 年未満の社債も含む。

(出所) ブルームバーグより、野村資本市場研究所作成

ガー・ブッシュ・インベブや英系石油メジャーの BP などグローバル企業の子会社による社債発行実績があり、フォーレン・エンジェルではない企業による利用が盛んといえる。

図表 8 米国社債の累計発行額上位企業（格付別）

金融		全体		事業法人		
(億ドル)		(億ドル)		(億ドル)		
企業	発行額合計	企業	発行額合計	企業	業種	発行額合計
1	バンク・オブ・アメリカ	553	1	トヨタ自動車	自動車	271
2	ワコビア	502	2	本田技研工業	自動車	231
3	クレディ・アグリコル	491	3	ベライゾン	通信	200
4	バンク・オブ・アメリカ	480	4	ロシュ	医薬	183
5	RBS	459	5	エナジー・フューチャー	エネルギー	155
6	クレディ・スイス	455	6	フォード	自動車	130
7	シグマ・ファイナンス	453	7	サザン・コープ	エネルギー	90
8	AIG	430	8	アンハイザー・ブッシュ・インベブ	食品	80
9	スペイン・カ・ハンデルスバンク	420	9	ダイムラー	自動車	77
10	アメリカン・エクスプレス	386	10	エジソン・インターナショナル	電力	76

AAA格		(億ドル)				
企業	発行額合計	企業	業種	発行額合計		
1	シグマ・ファイナンス	453	1	トヨタ自動車	自動車	228
2	ラボバンク	337	2	ファイザー	医薬	23
3	キュリナン・ファイナンス	218	3	サザン・コープ	エネルギー	20
4	ペーター・ファイナンス	210	4	ハーバード大学	教育	15
5	ケンタウリ	202				
6	アリアンツAG	175				
7	リンクスファイナンス	168				
8	クレディ・スイス	145				
9	スタンフィールド・ビクトリア・ファイナンス	113				
10	アリアンツSE	109				

AA格		(億ドル)				
企業	発行額合計	企業	業種	発行額合計		
1	クレディ・アグリコル	467	1	ロシュ	医薬	163
2	RBS	365	2	シーメンス	複合	50
3	バンク・オブ・アメリカ	338	3	P&G	家庭用品	40
4	バンク・オブ・アメリカ	335	4	イーライ・リリー	医薬	30
5	ワコビア	335	5	コンピュータ・サイエンシズ	ITソフトウェア	17
6	ロイヤル・バンク・オブ・カナダ	313	6	BP	資源	14
7	BNPパリバ	302	7	メトロニック	医療機器	14
8	ソシエテ・ジェネラル	293	8	BASF	化学	14
9	AIG	258				
10	サントラスト・バンク	211				

A格		(億ドル)				
企業	発行額合計	企業	業種	発行額合計		
1	リーマン・ブラザーズ	368	1	本田技研工業	自動車	210
2	アメリカン・エクスプレス	368	2	ベライゾン	通信	157
3	メリルリンチ	290	3	キャタピラー	建機	83
4	JPモルガン	238	4	サザン・コープ	エネルギー	60
5	HSBC	174	5	オラクル	ITソフトウェア	57
6	ゴールドマン・サックス	172	6	IBM	ITソフトウェア	50
7	スペイン・カ・ハンデルスバンク	168	7	カーギル	食品	43
8	ワコビア	167	8	アムジェン	医薬	40
9	バンク・オブ・ボラール	165	9	コノフィリップス	エネルギー	36
10	バンク・オブ・アメリカ	138	10	ユナイテッドヘルス	医療サービス	36

BBB格		(億ドル)				
企業	発行額合計	企業	業種	発行額合計		
1	キャピタルワン・フィナンシャル	58	1	アンハイザー・ブッシュ・インベブ	食品	80
2	住友三井フィナンシャルグループ	52	2	GM	自動車	65
3	ワシントン・ミューチュアル	45	3	ダイムラー	自動車	57
4	メットライフ	39	4	AEP	エネルギー	56
5	iStarフィナンシャル	36	5	パイアコム	メディア	55
6	新生銀行	34	6	XTOエナジー	資源	54
7	チューリッヒ・フィナンシャル・サービス	32	7	タイムワナー	メディア	50
8	スカンジナビア・エンスキルダ・バンク	31	8	キンダー・モルガン・エナジー	資源	49
9	PEMEXプロジェクト・ファンディング	30	9	ドミニオン・リソース	エネルギー	49
10	りそな	24	10	コムキャスト	メディア	47

BB格		(億ドル)				
企業	発行額合計	企業	業種	発行額合計		
1	IGIC1	28	1	フォード	自動車	65
2	リパティール・ミューチュアル	22	2	HCA	病院運営	57
3	AIG	21	3	BP	資源	45
4	FIM(GMAC)	20	4	NXPセミコンダクター	半導体	38
5	ハリク貯蓄銀行	20	5	テラシダ	医薬	38
6	BTA銀行	18	6	ウィンドストリーム	通信	30
7	カザコム・インターナショナル	11	7	チェサピーク・エナジー	資源	28
			8	ディッシュ・ネットワーク	通信	27
			9	エジソン・インターナショナル	エネルギー	27
			10	フレセニウス	医薬	27

(注) 1. 2005年1月～2009年7月の発行額合計。累計10億ドル以上を発行した企業のみ（非居住者を含む）。
2. ABSを含まない。GEを除いている。

(出所) Thomson ONE Banker より、野村資本市場研究所作成

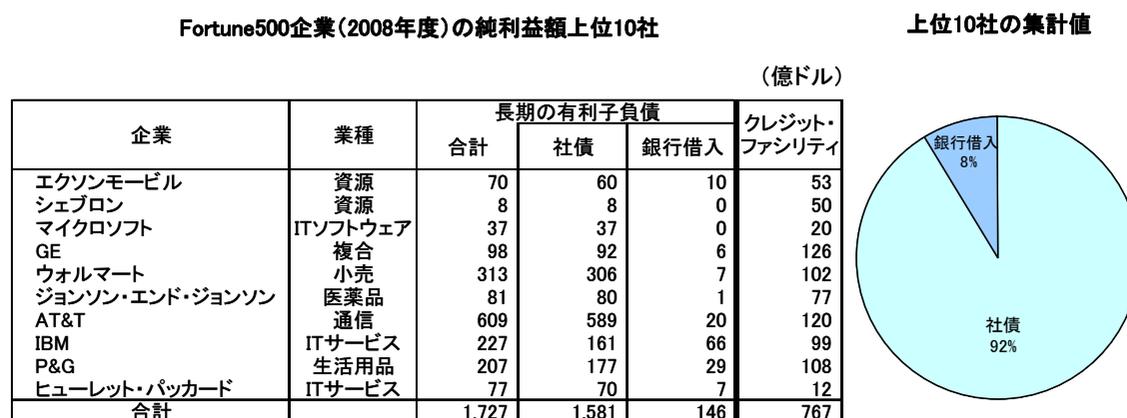
4. 負債の大半を社債で調達する米国大企業

Fortune500 米国企業のうち、純利益上位 10 社について、長期有利子負債の調達構造を見ると、平均で社債が 92%、銀行借入が 8%となっている（図表 9）。マイクロソフトやシェブロンのように、銀行借入を一切行っておらず、社債のみという企業もある。各社は社債発行とともにクレジット・ファシリティを設定しており、銀行借入は信用収縮時などの緊急避難先として位置づけられている。

具体的な個別企業の社債活用状況について、社債発行残高の多い通信大手 AT&T、ベライゾン及び小売最大手ウォルマートを例に取り上げる。米国の通信大手である AT&T とベライゾンは、両社とも長期有利子負債をほぼすべて社債により調達している（図表 10）。社債の償還期限の分布からは、両社とも 2019 年までの 10 年以内に返済する資金と 2029 年以降に返済する資金を中心に、調達していることが分かる。AT&T は、最長で 2097 年償還の社債を 5 億ドル発行している。一方、わが国通信大手では、社債の利用が進む NTT でも長期有利子負債に占める社債の比率が 62%である（図表 11）。継続的に発行されている電債は、最長 10 年債である。

小売最大手のウォルマートの長期有利子負債も、通信大手と同様に 98%が社債により賄われており、銀行借入はほとんど活用されていない（図表 12）。社債の償還期限の分布を見ると、2019 年までの 10 年以内の返済資金と 2034 年以降に返済する資金を中心に調達が行われている。償還期限の最長は 2039 年となっている。一方、わが國小売大手のイオンでは、長期有利子負債に占める社債の比率が 25%であり、銀行借入が大半を占める。ただし、長期資金調達として 2056 年償還の劣後特約付社債を発行している。

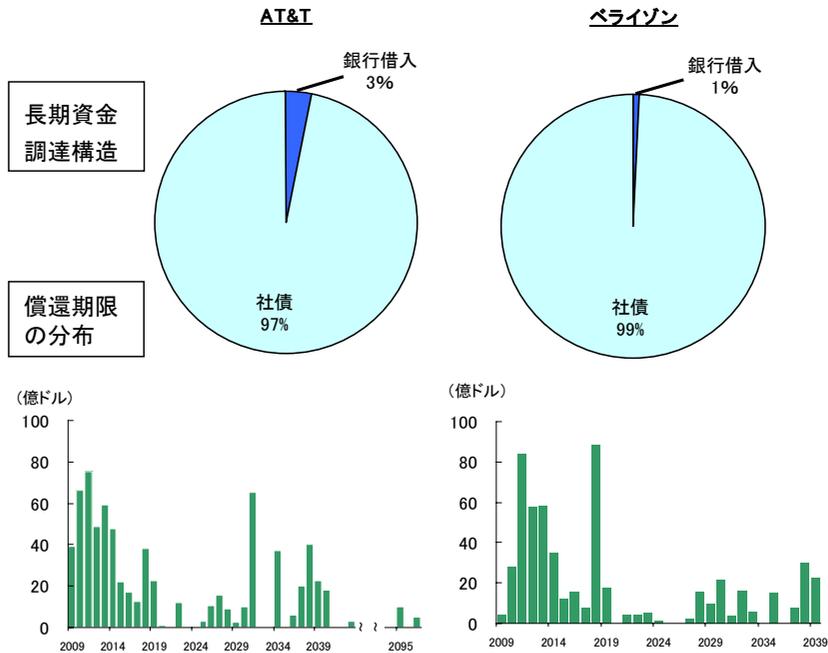
図表 9 米国大手企業の有利子負債構造



- (注) 1. 2008 年度末時点。
 2. 社債には、償還まで 1 年未満の債券、長期有利子負債に分類された CP を含まない。
 3. 銀行借入には、その他有利子負債を含む。
 4. GE は、金融子会社を除いた値。AT&T の銀行借入には借入のほか、リース債務等を含む。
 5. P&G は、財務諸表上で変動利付債を短期有利子負債に分類。

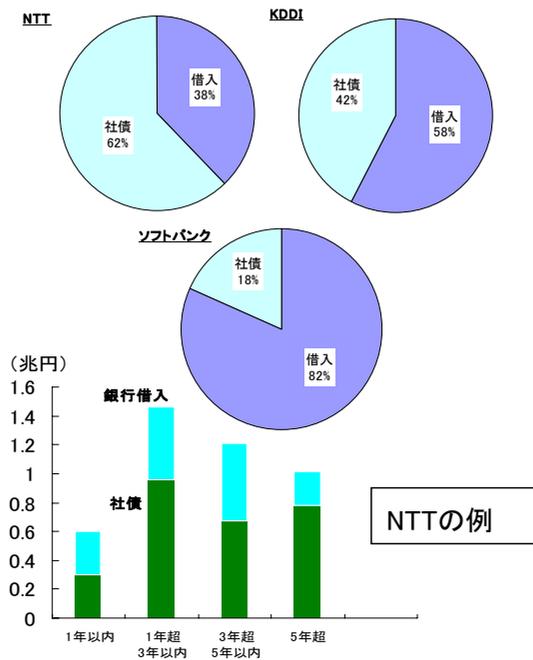
(出所) Thomson ONE Banker より、野村資本市場研究所作成

図表 10 米国通信大手の有利子負債構造（2008 年度末）



(注) 銀行借入には、その他有利子負債を含む。
 (出所) 各社の開示資料、ブルームバーグより、野村資本市場研究所作成

図表 11 わが国通信大手の有利子負債構造（2008 年度末）

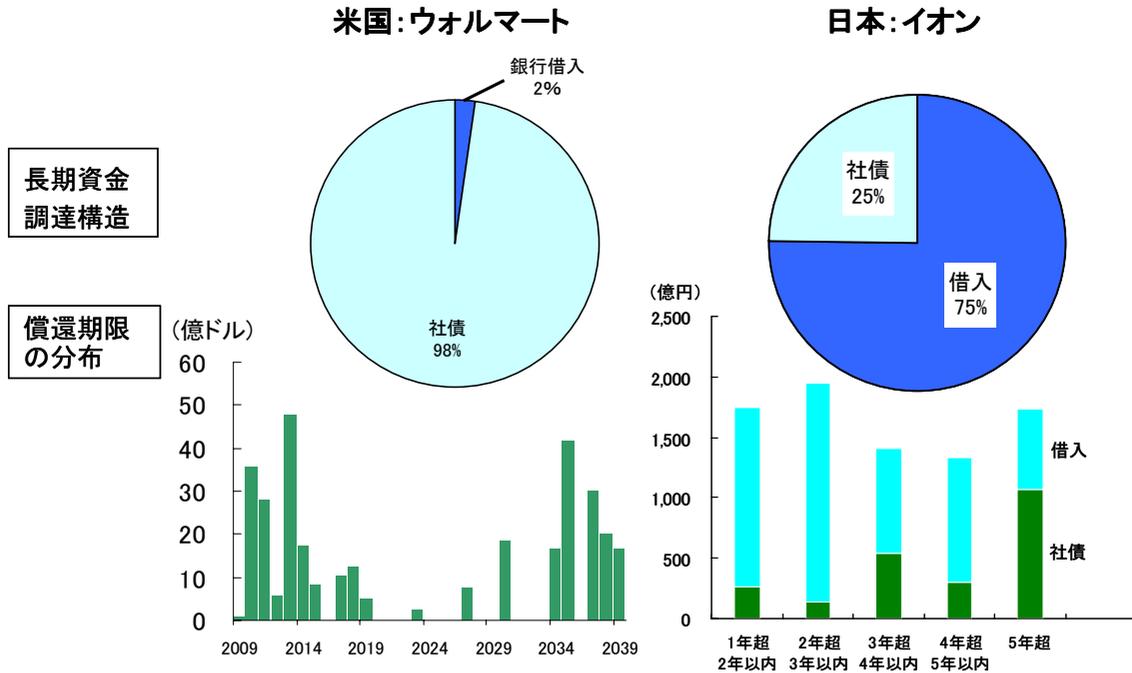


(出所) 各社の有価証券報告書より、野村資本市場研究所作成

企業に資金を融資する銀行の視点に立つと、米国では大企業による銀行借入への依存度が低いため、米国銀行の貸出先内訳は、わが国銀行とは大きく異なるものとなっている（図表

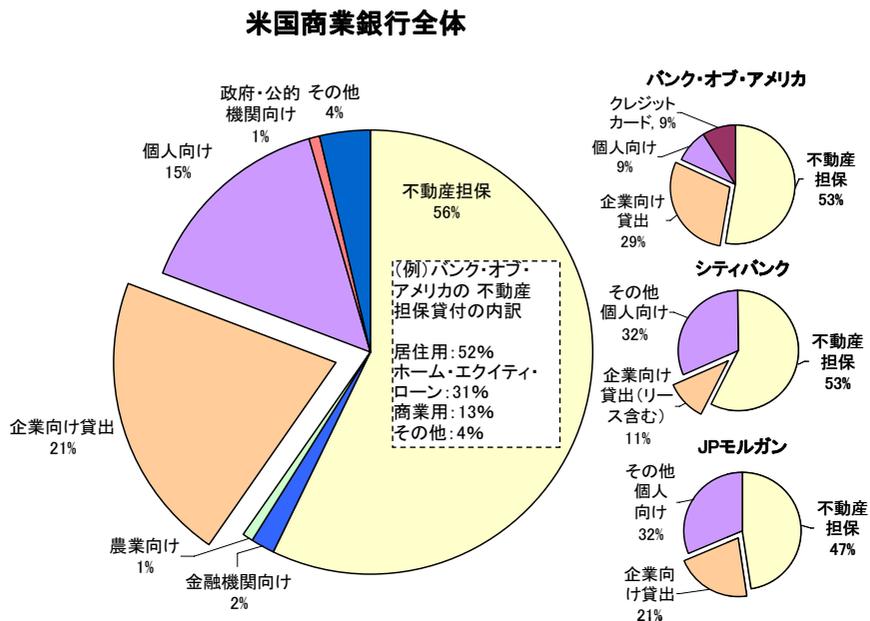
13)。貸出全体の半分超が不動産担保ローンであり、その内訳も、例えばバンク・オブ・アメリカでは不動産担保ローンの8割が家計／個人向けとなっている。企業向け貸出は全体の2割程度で、企業向け貸出に商業用不動産向け貸出などを加えても3～4割である。

図表 12 日米小売大手の有利子負債構造（2008 年度末）



(注) ウォルマートの銀行借入には、その他有利子負債を含む。
(出所) 各社の開示資料、ブルームバーグより、野村資本市場研究所作成

図表 13 米国商業銀行の貸出先内訳



(注) 個別行の貸出内訳は国内向け分。
(出所) FDIC、各行の年次報告書より、野村資本市場研究所作成

Ⅲ 米国社債市場の投資家の概要

1. 投資家構造の日米比較

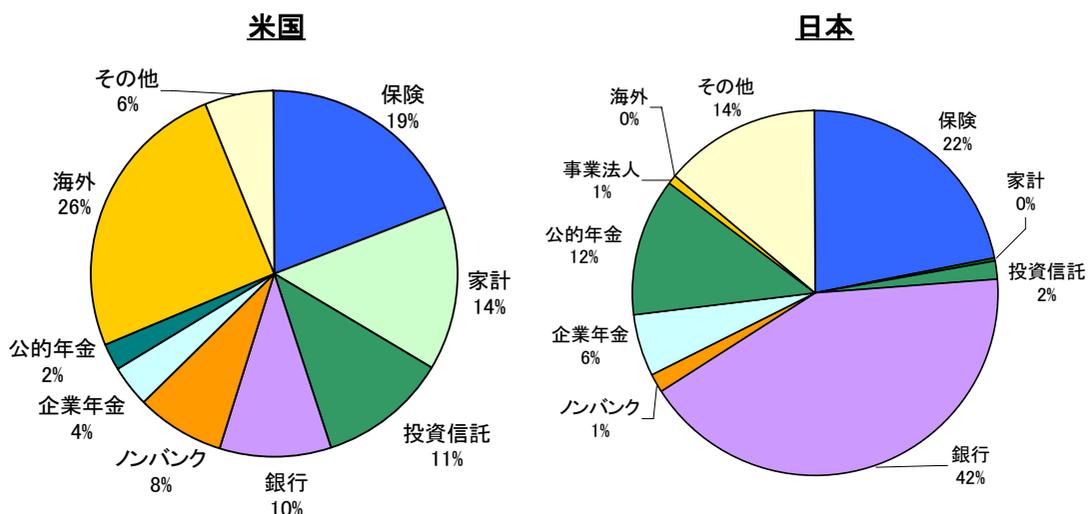
社債市場を投資家の立場から見ると、米国では海外、家計、投資信託による保有シェアがそれぞれ 26%、14%、11%と、わが国の 0%、0%、2%に比して大きい（図表 14）。米国で海外部門が最大の投資家になっている背景には、2002年から2007年にかけてABS市場が2.0兆ドルから4.5兆ドルにまで拡大した中で、新興国の外貨準備等の海外投資家はその保有額を増したことがあると考えられる。一方、わが国では銀行の社債保有シェアが42%と高い。

2. 最も社債投資残高を伸ばした投資信託

過去20年間において米国社債の国内投資家として、最も着実な地位向上が見られたのは投資信託であった（図表 15）。投資信託の米国社債投資家としての地位は、1980年代後半までは5%未満のシェアで最下位だったにも関わらず、1990年代以降上昇傾向を続け、現在は10%超のシェアと、保険、家計に次ぐ立場である。投資残高ベースでは、20年前の1988年に比べて19倍にも拡大した。

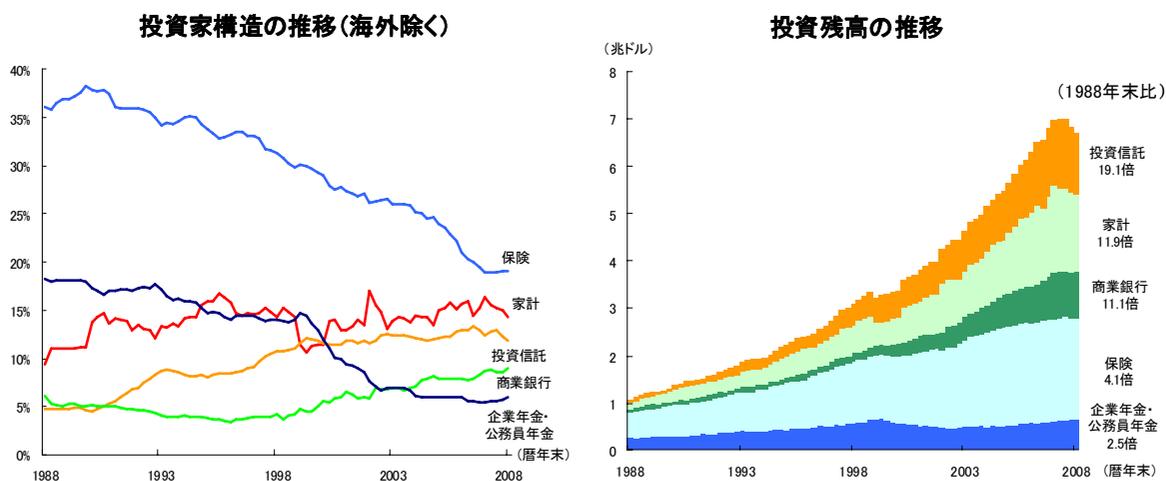
次いで地位が向上したのは家計である。1980年代後半は10%前後のシェアだったのが、1990年代半ば以降は15%前後で推移するようになった。投資残高ベースでは20年前に比べて12倍に拡大している。一方、銀行の保有シェアは1980～90年代は横ばい、ないし減少傾向だったが、2000年から拡大傾向にある。

図表 14 日米社債市場の投資家構造（2008年末）



(注) 米国の資金循環統計の区分においては、社債にはABS及び外債が含まれている。
 (出所) 日本銀行『資金循環統計』、FRB, “Flow of Funds Accounts”より、野村資本市場研究所作成

図表 15 米国社債市場の投資家



(注) 米国の資金循環統計の区分においては、社債にはABS及び外債が含まれている。
 (出所) FRB, “Flow of Funds Accounts”より、野村資本市場研究所作成

米国投資会社協会 (ICI) の調査に基づけば、米国における債券ファンドの 90%が個人により保有されている (図表 16)。したがって、2008 年末時点で、家計の保有シェア 14%と投資信託の保有シェア (11%) の 9 掛けである 10%とを足し合わせると 24%となり、米国社債のほぼ四分の一が実質的に家計／個人に保有されていることとなる。

なお、米国で家計／個人が投資信託を保有・購入する入口として「確定拠出型年金を介して」の占める割合が 4~5 割と大きく、米国における家計／個人への投資信託普及に確定拠出型年金が果たした役割は大きい。

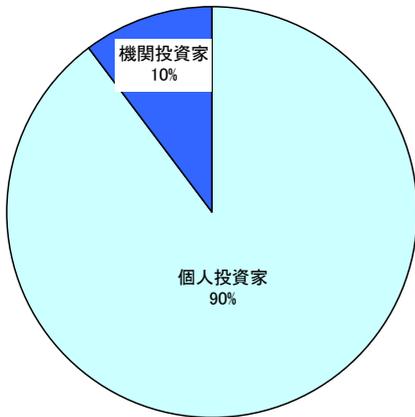
しかも、その役割は定量面だけではない。制度運営における受託者責任などの観点から、従業員向けにきちんとした投資選択肢、いわゆるリスク・リターン・スペクトラムが連続的に備えられた品揃えを提供しなくてはならないという点で、社債ファンドの認知度が向上したものと考えられる。

社債を中心に投資する投資信託の中で、純資産残高が最大なのはバンガード・ショート・ターム・インベストメント・グレード (249 億ドル)、2 位はルーミス・セイレス・ボンド・ファンド (163 億ドル) である。いずれも純資産残高の過半を投資適格の社債に投資する「投資適格型」である。ただし、他の 8 本を見ると、純資産残高の過半をハイ・イールド債に投資する「ハイ・イールド型」が 5 本あり、米国の債券ファンドの投資家が家計／個人中心とは言え、必ずしも投資適格債だけが運用対象になっている訳ではない (図表 17)。

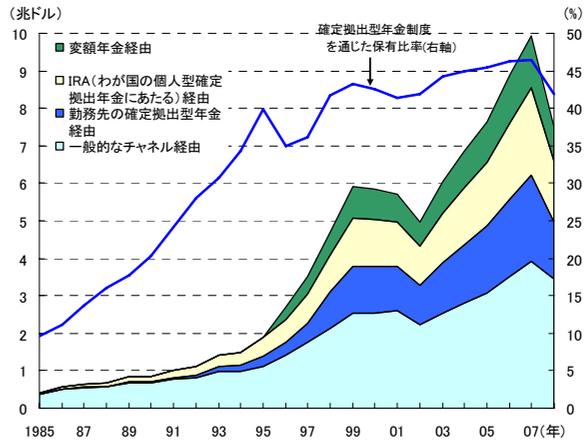
ハイ・イールド型の投資信託として純資産残高が最大のアメリカンファンズ・アメリカン・ハイ・インカム・トラストでは、高いインカムゲインとキャピタルゲインを得るため、BB 格以下の債券に投資を行っている。目論見書によると、魅力的な価格水準にある債券に投資し、長期的に高い運用成果を目指すため、投資先企業の役員や従業員、サプライ

図表 16 家計／個人による債券ファンド保有状況

債券ファンドの保有構造(2008年末)



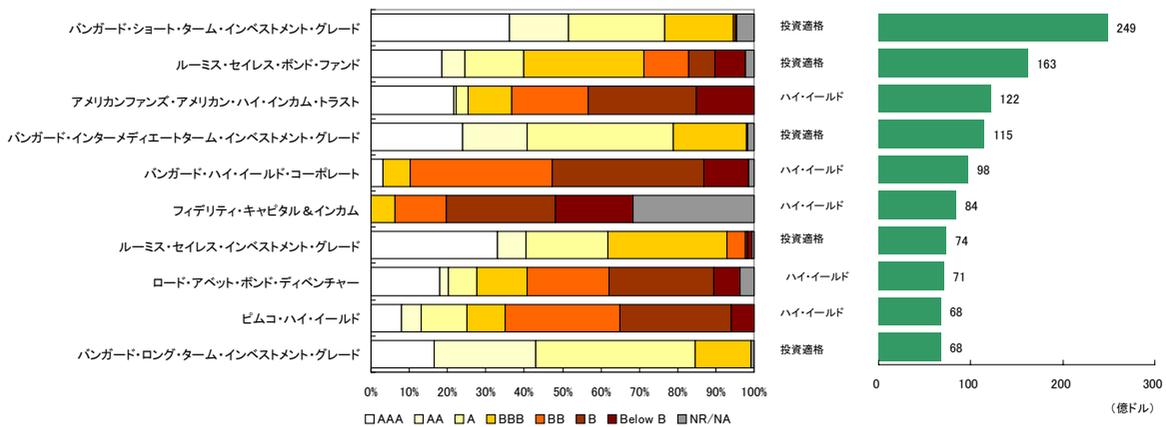
米国家計による入口別の投信保有残高



(注) 変額年金経由のデータは1996年以降。

(出所) ICI、FRB、“Flow of Funds Accounts”より、野村資本市場研究所作成

図表 17 大型社債ファンドの投資先格付別分布



(注) 1.2009年6月末の値。

2.モーニングスター分類により、Corporate Bond (General/High Quality/High Yield) に分類 (主に国内債・ヤンキー債に投資) されたもののうち、残高上位10本。MBSや政府債、エージェンシー債に30%以上投資するものは除外。

(出所) モーニングスター・プリンシピアより、野村資本市場研究所作成

ヤー、顧客等とのミーティングに基づくファンダメンタル分析を重視しているという。

債券は BBB 格以下のみを投資対象としているフィデリティ・キャピタル&インカムでも同様に、発行体企業の財務状況、産業内での対象企業のポジション、市場環境等に基づくファンダメンタル分析によって、投資先の選定を行っているという。

ハイ・イールド債は投資適格債に比してデフォルト率が高いが、米国では小口資金でも分散投資を図れるという投資信託の持つ「金融の本質的機能」が、社債投資においても活用されている。

3. 家計／個人向けには社債投資インフラも充実

前述のように、家計／個人による社債への直接投資も拡大したが、そこではウェブサイト上の個人向け社債投資プラットフォームによる貢献もあったとされている（図表 18）³。

例えば、2004 年当時、米国の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できた。1996 年から運営されている DANs、2001 年に開始された InterNotes、CoreNotes があった。

InterNotes と CoreNotes では、現在も社債に関する情報が掲載されている。例えば、2009 年 9 月 7 日の週、InterNotes のサイトでは 21 社の目論見書・発行条件が見られるようになっていた。発行体は、バンク・オブ・アメリカやゴールドマン・サックスなど金融機関や、GE キャピタルやキャタピラー・フィナンシャル・サービスのよう金融子会社を中心で、事業会社としてはダウ・ケミカルが掲載されていた。また、同週、CoreNotes のサイトでは 11 社の情報が掲載されており、ウェルズ・ファーゴなどと並んで、日系金融子会社のトヨタモータークレジットコーポレーションが掲載されていた。

4. ハイ・イールド債への投資も行う年金基金

現在では保有シェアが 10%未満まで低下しているが、投資信託や家計などに先駆けて、年金基金が果たした社債投資家としての役割は大きい。米国の年金基金による社債の投資事例を見ると、例えば米国の大型 20 基金のうち、運用内容の詳細を見ることができる 12 基金においては、ポートフォリオに占める社債の割合が 3.7～10.2%のレンジとなっており、単純平均は 7%であった（図表 19）。

米国大型年金のクレジット・ポートフォリオの格付別構成を見ると、AAA 格部分が多くを占めている点、その一方で AAA 格に限らず AA 格～BBB 格が比較的バランスよく組

図表 18 米国の個人向け社債投資プラットフォーム（2004 年当時）

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(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。

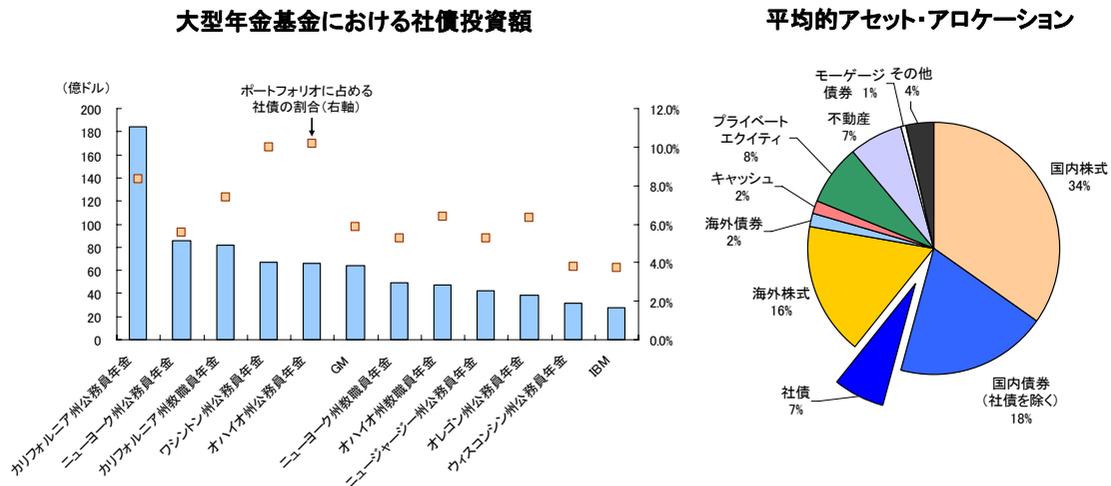
(出所) 各社ウェブサイトより、野村資本市場研究所作成

³ 個人向け社債投資プラットフォームについて、詳しくは、岩谷賢伸「欧米で広がる個人向け社債投資プラットフォーム」『資本市場クォーターリー』2004 年夏号参照。

み入れられている点が共通している（図表 20）。

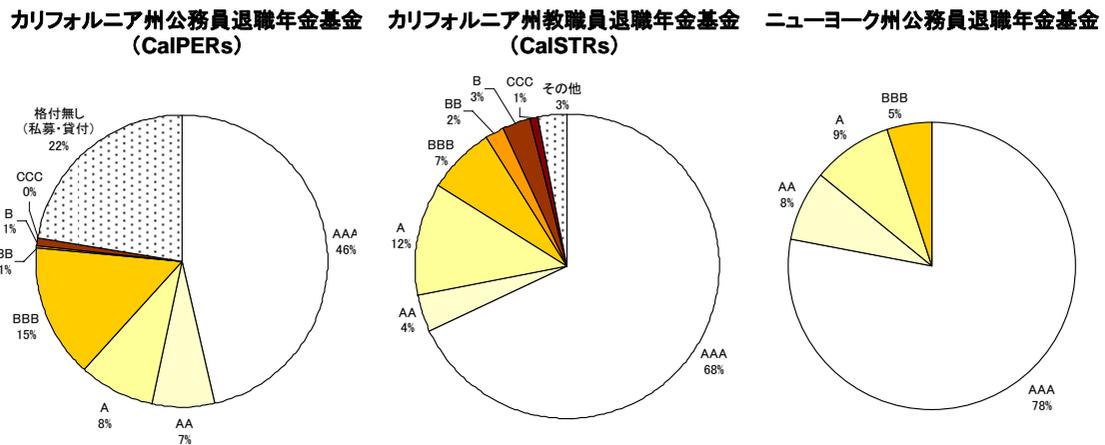
ただし、ハイ・イールド債については年金基金によって運用方針が異なる模様である。例えば、カリフォルニア州公務員退職年金基金（CalPERS）では、BB 格以下の社債の保有は国内社債ポートフォリオの 15%以下に留めると規定した上で、BB 格～CCC 格にクレジット・ポートフォリオの 2%を配分している。また、カリフォルニア州教職員退職年金基金（CalSTRs）は、ベンチマークにハイ・イールド債のインデックスも組み入れ、クレ

図表 19 大型年金基金のポートフォリオ



- (注) 1.各基金における社債の割合は、把握できた基金のみ算出。
 2.最新公表時点での値を集計。
 3.平均的アセット・アロケーションは、運用資産残高上位 200 基金の集計による値。
 4.平均的アセット・アロケーションの社債は、上位 20 基金のうち配分比率が分かる 12 基金の平均値。
 (出所) 各年金基金の年次報告書、Nelson's Directory of Plan Sponsors、Pensions & Investments 1/26/2009 より、野村資本市場研究所作成

図表 20 大型年金基金の格付別クレジット投資状況



- (注) CalPERS は 2008 年 6 月末、その他は 2008 年末時点。
 (出所) 各年金基金の運用報告書、年次報告書等より、野村資本市場研究所作成

ジット・ポートフォリオの 6%を BB 格以下の債券に投資している。その一方で、ニューヨーク州公務員年金のようにハイ・イールド債への投資を全く行っていないところもある。同基金の場合は、州法及び制度の運用政策に基づき、取得時点において投資適格ではない債券を保有することを禁じている。

IV わが国社債市場を取り巻く環境変化

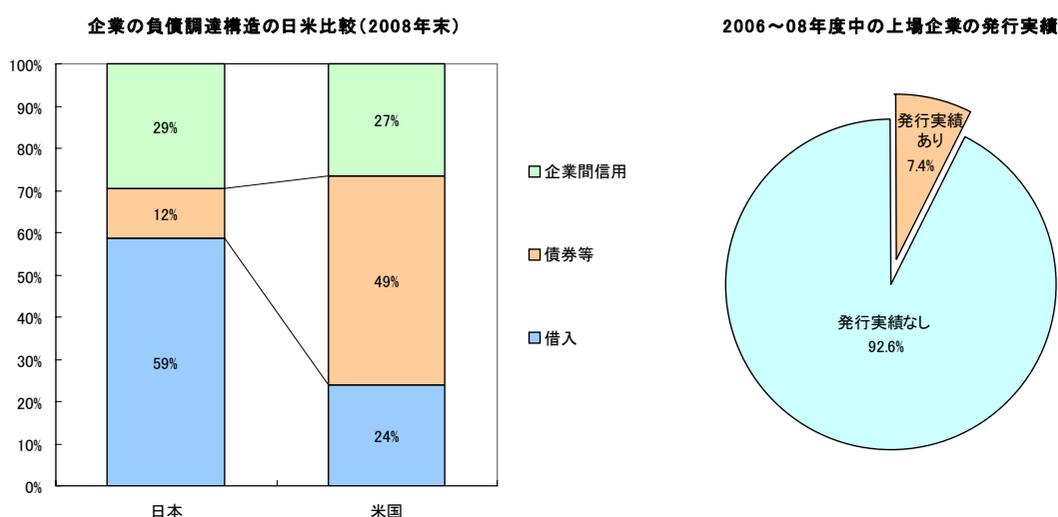
1. わが国社債市場の活用動向

わが国においても、インフラストラクチャー業界を中心に、長期有利子負債において社債の発行残高が銀行借入の残高を上回る企業は見られる。しかし、多くの企業については、米国大企業で一般に見られるような社債の利用状況からは程遠い。中小企業も含めた事業法人全体の資金調達構造を見ると、日米において借入と債券の位置づけは真逆の関係にある（図表 21）。

わが国において、2006～08 年度に普通社債を発行した企業数は 282 社であり、わが国上場企業数（3,820 社、2009 年 3 月末時点）の 7%に過ぎない。すなわち、上場するだけの情報開示体制がありながら、実際に社債を発行して資金調達を行っている企業の割合はごく一部に留まっている。

また、オーバーバンキングとも言われる環境での銀行貸出との兼ね合いが原因なのか、わが国社債市場は米国に比して低水準のスプレッドとなっている（図表 22）。日米の市場における格付別スプレッドを見ると、米国の同格付の企業と比較して、わが国企業には AA 格では 4 分の 1、A 格で 2 分の 1 の程度のスプレッドしか付されておらず、金融危機

図表 21 わが国企業による社債の利用状況



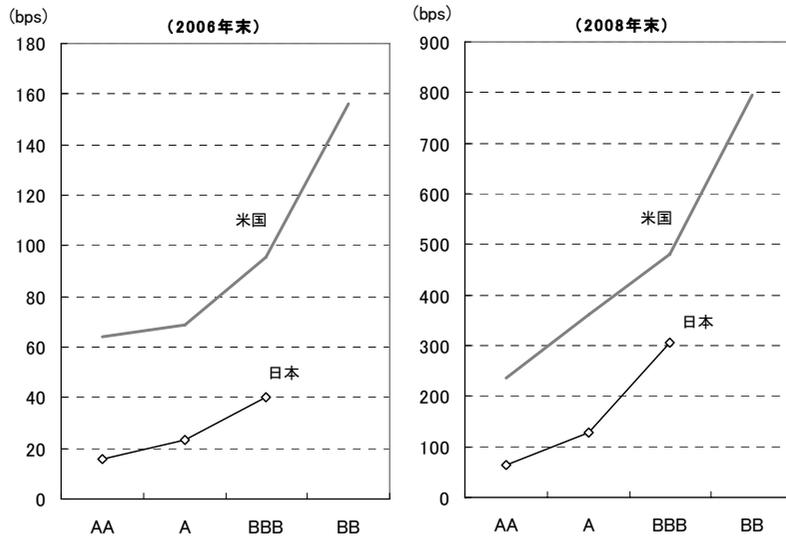
(注) 投資法人債の発行を含む値。

(出所) 日本銀行『資金循環統計』、FRB, “Flow of Funds Accounts”、日本証券業協会、東京証券取引所より、野村資本市場研究所作成

を通じてその絶対的な水準は上昇したものの、日米における格差は継続している。

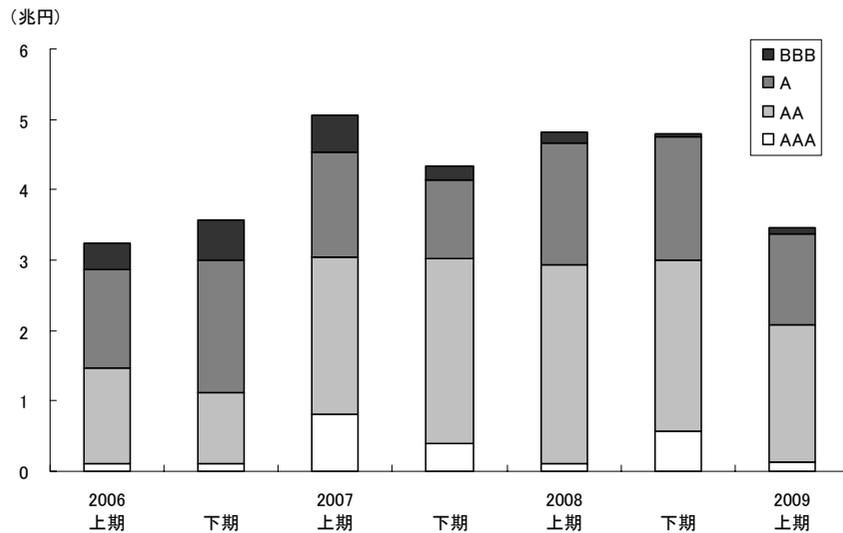
さらに、わが国では公募社債市場において、ハイ・イールド債の市場が存在しない（図表 23）。普通社債においては、2006～09 年度上期の間、BB 格の発行は行われていない。BBB 格の発行規模でさえ AA 格～A 格に比べるとかなり小さい。

図表 22 日米における格付別スプレッド



(出所) ブルームバーグより、野村資本市場研究所作成

図表 23 格付け別社債発行額



(出所) 日本証券業協会より、野村資本市場研究所作成

2. わが国社債市場が抱えるとされる課題

米国に比して、わが国社債市場の活用が進まないことについて、企業財務協議会（企業の資金調達の手元化に関する協議会）「社債市場拡大のための要望・提言」や金融庁金融研究研修センター「研究会報告書」などにより、市場の拡大を阻害する様々な要因が指摘されてきた。図表 24 は、わが国社債市場の課題とされた点を整理している。

3. わが国社債市場を取り巻く環境変化

金融危機を受けて、わが国社債市場の置かれた環境は大きく変化しようとしており、わが国社債市場の課題の早急な解消と市場規模の拡大が極めて急務になっている。以下では、大きな環境変化となり得る主な動きを挙げる。

1) 世界の金融規制改革の動き

G20 の下で速いスピードで国際的な金融規制改革の抜本的な議論が進んでいる⁴。自己資本比率規制の強化やレバレッジ比率規制の導入などが注目されており、今後の金融機関経営、ひいては銀行の資金仲介機能に大きな影響を及ぼし兼ねない（図表 25）。既に欧州においては、こうした局面を見越した動きが生じている。金融危機により多くの銀行が貸出余力を失った中、多くの企業が初めての起債を経験しつつあると言われている。

図表 24 わが国社債市場が抱えるとされる課題

<p>I. 社債の投資商品としての特徴</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 低い借入金利の影響により、社債のスプレッドが小さい ● 債券インデックスに占める社債の比率が低い ● 販売会社の引受手数料が低い <p>II. 社債市場の構造</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 私募債とハイ・イールド債の市場規模が小さい ● 発行体の業種が電力・ガス、運輸、通信、金融に偏っている ● 社債の約半分を銀行が保有し、投資家が多様化していない <p>III. 発行プロセス</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 借入等の債務と社債の間でパリパス（弁済の同順位性）が確保されないことが多い ● 継続開示審査における質問量が多く、審査期間も長い ● 「有価証券届出書」提出前の市場調査が認められず、投資家にも十分な情報が伝達されない 	<p>IV. 取引制度・規制</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 電子取引システムが普及していない ● 投資家への価格情報の提供が不十分で透明性が低い ● 清算機関が存在しないため、①決済リスクが高い、②レポ取引等ができない ● フェイルが認められない ● 社債管理会社が銀行や信託会社等に限定され、社債権者と貸付債権者としての利益が相反 ● 銀行融資に係るコベナントの開示義務がない <p>V. 税制</p> <ul style="list-style-type: none"> ● デフォルト損失の控除が認められない（米国では譲渡益課税、デフォルト損失控除を採用） ● 個人と法人の間、課税法人と非課税法人の間で課税に公平性を欠く ● 振替社債の非居住者による利子受取りに課税される（国債・地方債では非課税）
---	--

（出所）企業財務協議会資料、金融庁金融研究研修センター「研究会報告書」（2009年7月）掲載『クレジット市場における検討課題』（大和総研資本市場調査本部制度調査部長 吉井一洋氏執筆）より、野村資本市場研究所作成

⁴ 金融規制改革について、詳しくは、小立敬「プルーデンス政策の新たな課題を考える」『資本市場クォーターリー』2009年夏号参照。

2) 銀行の収益性への圧力の強まり

わが国銀行における利ざや（運用利回り－負債調達コスト）が、米国に比べて1%以上低い水準を継続している（図表 26）。ROA（総資産利益率）でも、2008年こそ同水準となったものの、過去10年間で平均的に1.2%程度の格差が存在している。わが国銀行の収益性改善は、今般の金融危機以前から指摘されていた課題であるが、規制強化の流れの中で内部留保の重要性が取り上げられていることから、株主及び規制当局からの圧力は一層強まっていくものと考えられる。

銀行における貸出金利の引き上げや、不採算融資からの撤退といった動きなどが強

図表 25 金融規制改革に向けた議論と企業金融の社債へのシフト

G20で行われている国際的な金融規制改革に向けての抜本的な議論

- 自己資本規制(バーゼルⅡ)の強化
 - ✓プロシクリシティ：①自己資本の質の強化、②最低水準の引き上げ、③資本バッファの導入
 - ✓トレーディング勘定：①ストレスVaRの導入、②追加的資本賦課(IRC)の導入、③証券化エクスポージャー見直し等
- レバレッジ規制の導入
 - ✓リスクベースではないシンプルなレバレッジを測る指標(レバレッジ比率)の導入
- 流動性バッファ規制の導入
 - ✓特にクロスボーダーの金融機関には、より強固な流動性バッファを促す国際的枠組み構築
- 金融ビジネスに対する新たな規制の導入
 - ✓①証券化の定置保有義務、②OTCデリバティブの標準化、③空売り規制、④ヘッジファンド規制等 など

欧州で進展する銀行貸出から社債へのシフト

(フィナンシャル・タイムズ2009年5月21日付記事より)

融資の時代の終わり End of the credit club

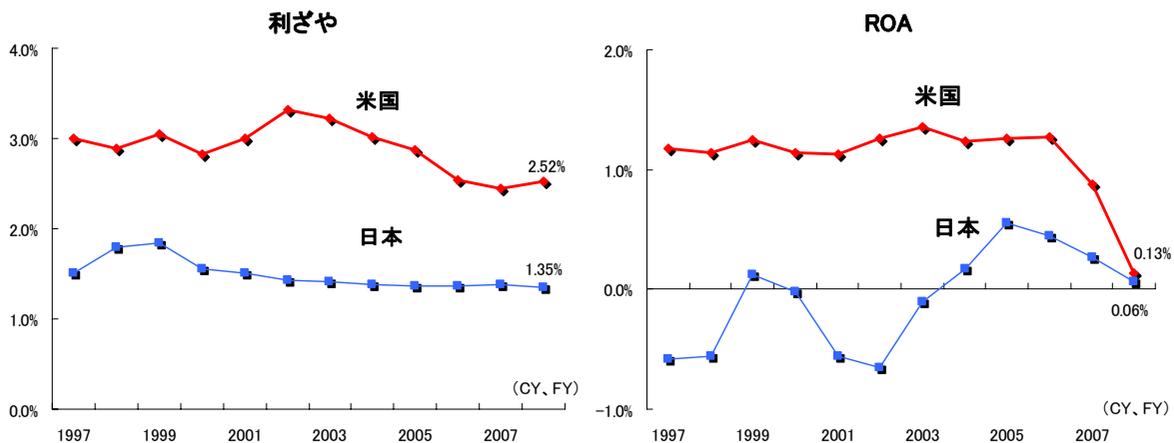
(概要)

- 従来、欧州の企業が資金調達をする場合には、銀行に声をかけるので十分であった。
- しかし、金融危機により多くの銀行が路傍へと追いやられた。残った銀行も、従来のような金利水準で、かつ大きな規模で貸出を行うことはできなくなった。
- その結果、企業は長期の資金調達手段を確保するために、債券市場へと向っている。「退屈な市場」とされてきた欧州社債市場には活気が生まれており、多くの企業が「初めての起債」を経験しつつある。

(和訳・傍線は野村資本市場研究所)

(出所) 米国財務省発表資料、報道等より、野村資本市場研究所作成

図表 26 日米における銀行の収益性格差



(注) 1.米国は商業銀行。(利ざや) = (金利収入/有利子資産 - 金利費用/有利子負債)。暦年。
 2.日本は全国銀行。(利ざや) = (資金運用利回り - 預金債券利回り)。年度(08年は中間決算)。
 (出所) FDIC、全国銀行協会『全国銀行財務諸表分析』より、野村資本市場研究所作成

まらざるを得ないとすれば、米国の社債市場拡大の経緯と同様に、わが国でも社債市場に資金を求める発行体が増加しよう。

3) 退職給付会計の即時認識へのシフト

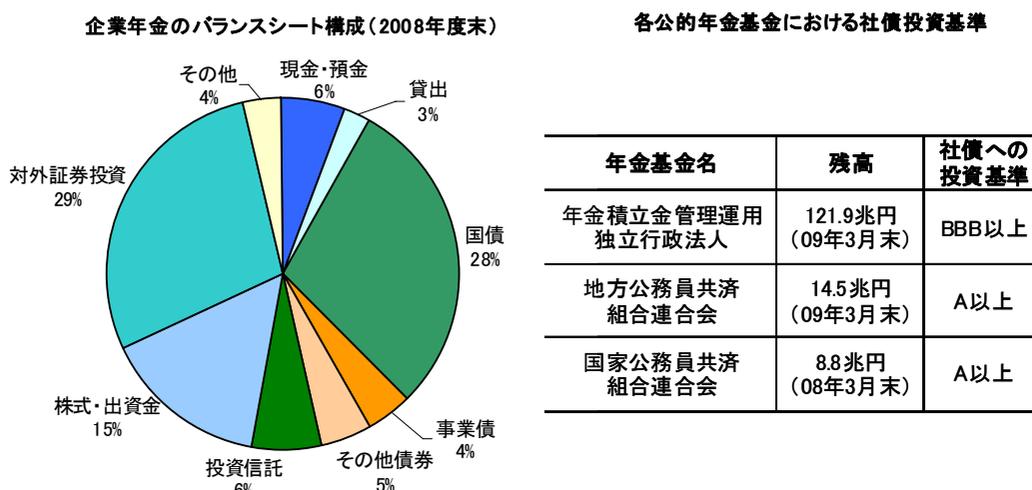
退職給付会計、いわゆる企業年金の積立不足について、その即時認識へのシフトが検討されている。この制度変更は、年金基金による社債投資を促す可能性が大きいと考えられる。もともと年金運営の世界でも ALM という考え方は発展してきてはいたが、同様の会計制度の厳格化を経験した欧州においては、長期の債券による運用をベースとする、負債を意識した運用 (Liability Driven Investment) が一層本格化しており、米国においても 2006 年の年金保護法によりその方向性が生じている。

なお、例えば、わが国の公的年金基金には、社債への投資基準において、BBB 格以下の債券を除外するという方針を掲げるところもある (図表 27)。もちろん、「鶏が先か卵が先か」という問題があるが、「クレジット投資、すなわち金利リスクと峻別された信用リスクへの投資」という考え方や、「個別銘柄毎での適格か不適格か」、「倒産するかしらないか」から分散投資による「ポートフォリオで管理するリスク・リターン」という考え方などの一層の普及が必要とされる。ハイ・イールド債についてはクレジット分析を行うクレジット・アナリストの拡充もまた必要とされよう。

4) 確定拠出年金の普及

確定給付年金に替わり確定拠出年金がさらに普及する可能性がある。背景には、退職給付会計の即時認識へのシフトや適格退職年金の廃止といった制度変更、積立不足の増加により、確定給付型企业年金の提供コストが再認識されていることがある (図表 28)。確定拠出年金では従業員自らが自己責任で資金運用を行う必要がある。

図表 27 わが国企業年金基金のポートフォリオと公的年金基金の社債投資基準



(出所) 日本銀行『資金循環統計』、各法人・連合会開示資料より、野村資本市場研究所作成

図表 28 企業年金制度改革と確定拠出年金へのシフト

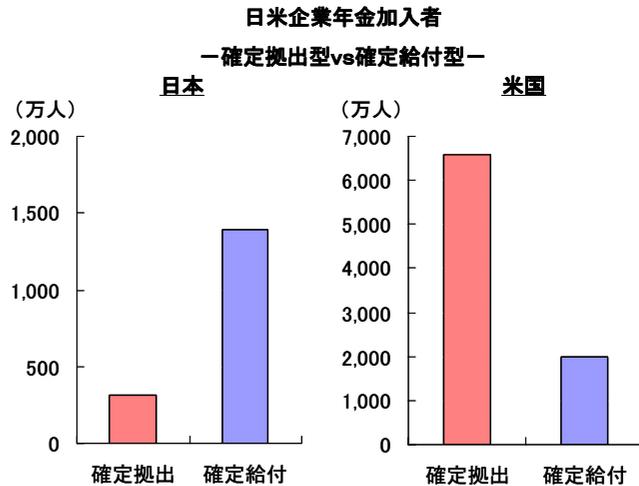
- 適格退職年金の廃止**
- 2001年の企業年金改革で決定
 - 移行期間を経て、2012年3月に廃止

退職給付会計の即時認識へのシフト

- 米国では2006年から貸借対照表上の即時認識を導入。
- 国際会計基準審議会では、遅延認識廃止の方向で議論中、2011年の基準改定を目指す。
- 日本も国際会計基準とのコンバージェンスの一環として、基準改訂の作業。同時に、国際会計基準の強制適用についても議論(2012年に判断)。

運用環境悪化に伴う積立不足増加

- 日本企業3315社の2008年度の積立不足は合計30.6兆円、積立比率は59.8%にとどまった



(注) 1. 日本は2009年3月、米国は2006年データ。現役加入者数。
 2. 日本の確定給付型は複数タイプへの加入者の重複計上あり。
 (出所) 厚生労働省、企業年金連合会、米労働省資料より野村資本市場研究所作成

また、広く一般の個人投資家にとっても、「預貯金・国債・MMF」と「外債・株式」の間を埋めるミドルリスク・ミドルリターンを提供する金融商品として、わが国企業が発行する社債に広く分散投資する投資信託、社債ファンドが重要な役割を果たせる可能性があり、確定拠出年金の普及による社債ファンドの認知度の向上が期待される。

5) 海外機関投資家の重要性の高まり

国内の機関投資家や個人に加え、海外機関投資家の投資資金の重要性が増している。前述したように、わが国社債市場における海外投資家の保有シェアは 2008 年末時点で皆無に等しい。しかし、年金基金や政府系ファンド (SWF) といった海外機関投資家は規模が大きく、例えば海外の年金基金で運用残高上位 10 基金の資産を合計すると 1.9 兆ドル、同様に政府系ファンドでは 2.7 兆ドルに上る (図表 29)。そのポートフォリオの構成を見ると、自国以外で発行された債券にも投資している。例えば、米国の公的及び企業の確定給付型年金の運用残高上位 200 基金をそれぞれ集計したポートフォリオでは、海外の債券にそれぞれ 2%、1%が配分されている (図表 30)。今後、わが国社債市場の活性化と拡大を図る上で、海外の大規模な機関投資家に目を向けないわけにはいかないであろう。

また、債券投資の内容において、投資適格債及びハイ・イールド債に幅広く投資していると見られ、クレジット投資能力の高さが窺える。例えば、運用資産 3,391 億ドル (2008 年末時点) のノルウェー政府年金基金は運用資産の 9% (2009 年 6 月末時点) を社債に配分しており、さらに投資する社債の 3%はハイ・イールド債となっている (図表 31)。デンマークの公的年金基金 ATP は、資産の種類別のリスク量で見

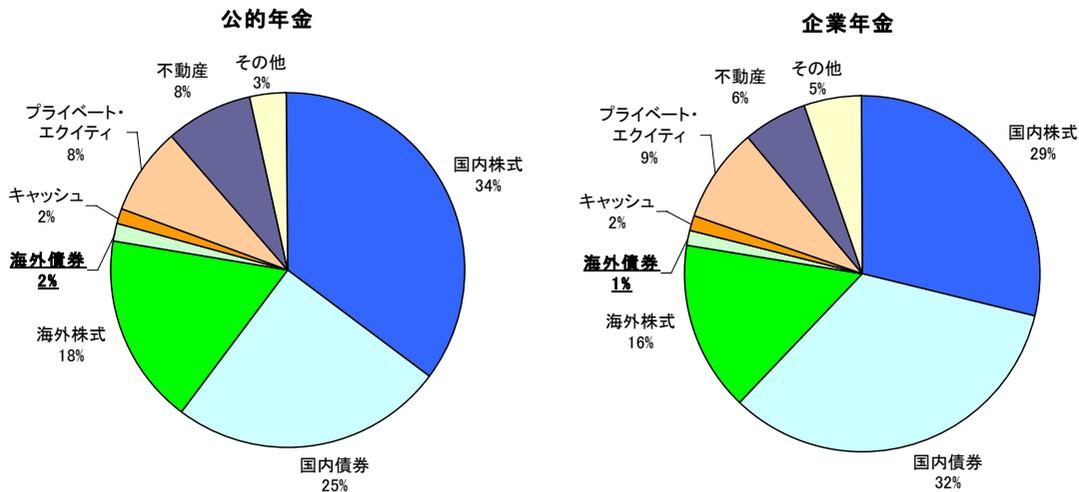
図表 29 海外の大型機関投資家

年金基金				政府系ファンド			
順位	年金基金名・企業名	国	運用残高 (億ドル)	順位	ファンド名	国	運用残高 (億ドル)
1	ノルウェー政府年金基金	ノルウェー	3,391	1	アブダビ投資庁 (ADIA)	UAE	6,270
2	ABP	オランダ	2,431	2	サウジアラビア通貨庁 (SAMA)	サウジアラビア	4,310
3	カリフォルニア州公務員退職年金基金	米国	2,146	3	中国華安投資有限公司	中国	3,471
4	連邦公務員年金基金	米国	2,106	4	中国投資有限責任公司 (CIC)	中国	2,888
5	国民年金	韓国	1,904	5	シンガポール政府投資公社 (GIC)	シンガポール	2,475
6	郵便貯金基金	台湾	1,542	6	クウェート投資庁 (KIA)	クウェート	2,028
7	カリフォルニア州教職員退職年金基金	米国	1,472	7	国家福祉基金	ロシア	1,785
8	ニューヨーク州職員退職年金基金	米国	1,384	8	香港金融管理局投資ポートフォリオ	香港	1,397
9	フロリダ州年金基金	米国	1,187	9	テマセック・ホールディングス	シンガポール	1,220
10	GM	米国	1,103	10	全国社会保障基金	中国	824

(注) 1.年金基金の運用残高は、2008 年末時点。
2.政府系ファンドの運用残高は、2009 年 8 月集計時点の直近の値。

(出所) Pension & Investments、The Sovereign Wealth Fund Institute より、野村資本市場研究所作成

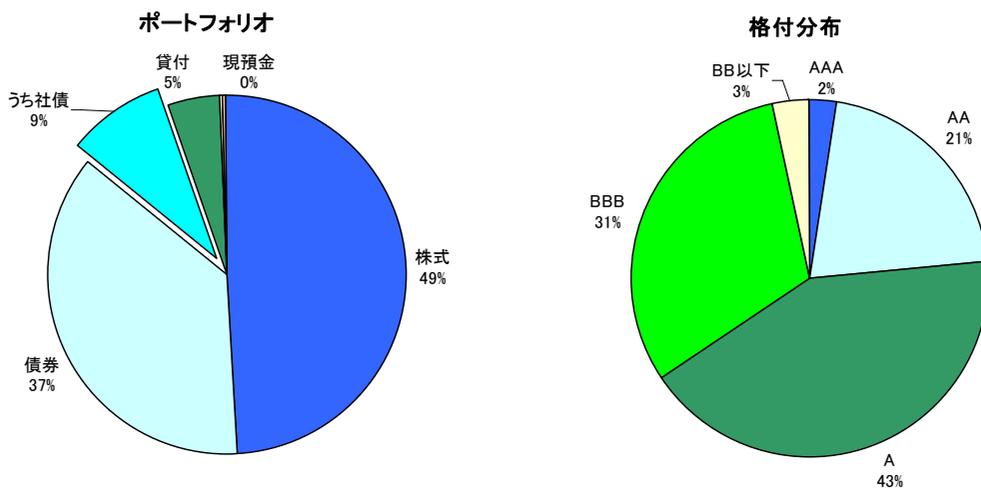
図表 30 米国年金基金のポートフォリオ



(注) それぞれ運用残高上位 200 基金の集計値。2008 年度。

(出所) Pension & Investments より、野村資本市場研究所作成

図表 31 ノルウェー政府年金基金のポートフォリオと社債の格付分布



(注) 2009 年 6 月末時点。

(出所) NBIM より、野村資本市場研究所作成

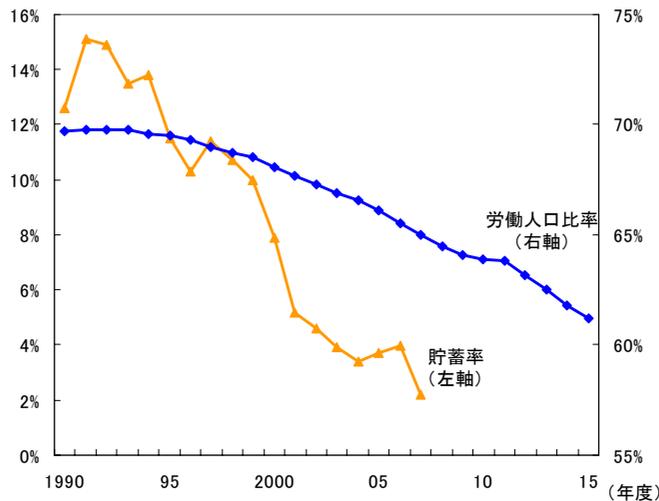
た配分（リスク・バジェットिंग）を行っており、内容を開示している。株式リスク（35%）や金利リスク（20%）に次いでクレジット・リスクにも10%が配分されている。

政府系ファンドについては、一般に戦略的な株式投資の印象が持たれているが、株式・債券・オルタナティブを組み合わせたポートフォリオ投資も行っている。ポートフォリオを開示しているシンガポール政府投資公社（GIC）は、資産別では24%を債券に配分している。地域別ではアジアに24%、その約半分の11%をわが国に配分している。今後、年金基金やSWFの資金がわが国社債市場に流入する余地は十分にあるといえる。

さらにここで、海外機関投資家の投資資金が重要になる背景として、わが国資本市場全体に関わることであるが、国内投資家からの資金供給が減少するリスクが挙げられる。前述したように、わが国社債市場は銀行と保険会社の保有シェアが高いが、その資金は個人から供給されており、最終的な資金供給主体は個人である。したがって、個人金融資産の減少は、国内投資家の投資資金の減少につながる。

わが国の労働人口比率（全人口に対する15歳以上65歳未満の人口の比率）は低下し続けており、2008年度には65%を下回り、今後一層の低下が見込まれている（図表32）。労働人口比率の低下は貯蓄率を引き下げると予想され、高齢化が進展する中で個人金融資産の残高は、中長期的には増加が見込まれないどころか減少に転じる可能性が高いと考えられる。国内での資金供給が減少する中で、社債市場の拡大、さらには経済の成長を持続させるために、海外からの資金流入を図ることが必要といえる。図表14で示されているように、米国社債市場は、国内の資金供給で賄い切れない部分を海外からの資金流入で補っている。

図表 32 わが国の貯蓄率及び労働人口比率の推移



(注) 2006年度以降の労働人口比率は、国立社会保障・人口問題研究所の予想。

(出所) 内閣府、国立社会保障・人口問題研究所より、野村資本市場研究所作成

このような理由から、海外機関投資家の投資資金の受け入れの重要性が増しており、そのためにわが国社債市場では環境整備を進める必要がある。発行市場の規模拡大や流通市場の整備など様々な課題が前述のように指摘されているが、海外投資家を呼び込むという観点からは税制が最大の課題の一つといえよう。現在、わが国では国債・地方債については非居住者の受け取る利子に対して非課税となっているが、社債については課税される。他の先進国を見ると、米国、英国、ドイツ、フランスといった主要先進国では非課税となっている。わが国においても、海外投資家の社債投資を促すため、まず社債市場の環境整備の第一歩として非居住者の受け取る利子に対する非課税措置の導入が求められよう⁵。

V 結びにかえて

米国社債市場が現在の規模に至ったのは、過去四半世紀において市場規模が拡大してきた結果であった。その背景には、銀行による与信が制約され、企業が社債発行を通じた資金調達にシフトしてきたことに加え、保険・年金基金、投資信託、家計／個人が社債投資を拡大してきたことがあった。そこでは、確定拠出型年金への移行、社債投資プラットフォームや価格透明性向上の貢献が指摘できることを見てきた。

一方、わが国企業は資金調達の大半を銀行借入に依存し、社債市場は米国に比して規模が小さい。しかし、今般の金融危機を受け、米国が経験してきたような、社債市場の拡大を促す環境変化がわが国にも起きつつあることが確認できる。今後、企業の社債による資金調達の増加や、家計／個人及び海外投資家による社債投資の拡大を通じた、わが国社債市場の発展が期待される。特に、家計／個人については、わが国において、過去に中期国債ファンドや MMF が導入され、その普及が国債や CP の発行市場の拡大を促した。社債についても投資信託による分散を活用した投資の普及が図れないだろうか。また、非居住者については、社債の利子非課税措置の導入も早急に求められよう。

本稿は、日本証券業協会「社債市場の活性化に関する懇談会」（2009年9月9日）において筆者が発表した内容に主に基づく。

⁵ 非居住者に対する社債の利子非課税措置の導入については、企業財務協議会「社債市場拡大のための要望・提言」、保志泰「社債市場活性化に向けた施策について」大和総研（2009年9月3日）などにおいても必要性が指摘されている。