

## 活性化の余地を残す社債発行市場

### －2017年の市場動向－

佐藤 淳

#### ■ 要 約 ■

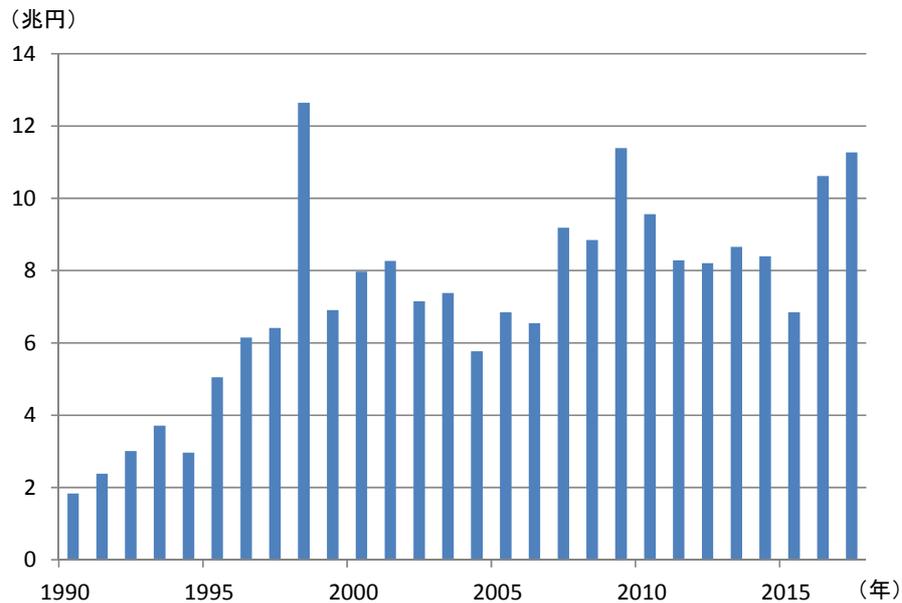
1. 2017年の社債発行市場は活況を呈し、マイナス金利政策が始まった前年同様に高い水準の発行実績を残した。金融政策の継続と金利水準の安定により、発行年限の長期化や高水準のハイブリッド債発行等、前年見られた傾向が継続した1年であった。
2. 新たな取り組みとして、民間企業が事業資金を用途として発行する初のグリーンボンドが登場した。こうした社会貢献を重視する潮流が、資金調達における資本市場活用のインセンティブを更に高めていくか、注目される。
3. 一方で、良好な環境が継続する中であっても、もう一段の社債市場規模の拡大までには至らなかった。発行企業の裾野拡大は限定的であり、ハイイールド債市場も進展が見られない。
4. 将来の金融政策転換等に伴う調達環境変化に備え、企業が資金調達手段の多様化を進めることの意義は大きい。こうした発行企業側の行動変化が期待される。
5. 運用側に着目すると、家計金融資産の預貯金偏重是正の受け皿となる社債投信は、個人投資家にとって有効な分散投資対象であり、特に高齢者には重要となるインカムゲインの源泉となる。さらなる「貯蓄から投資へ」の推進と社債発行市場の活性化が期待されよう。

## I. 2017年の社債発行市場の概要

### 1. 前年に引き続き高水準の発行規模

2017年の社債発行市場は、2016年2月に開始された日本銀行のマイナス金利政策によって新たな段階に入った金融緩和を背景に、良好な環境が継続した。企業の積極的な資金調達姿勢は持続し、2017年の社債発行額は11兆2,735億円で、高水準であった前年を若干上回る規模となった。この金額は、日本の社債市場において1998年と2009年に続く過去3番目の水準である(図表1)。また、2年続けて社債発行額が10兆円を超えたのは史上初めてのことである。

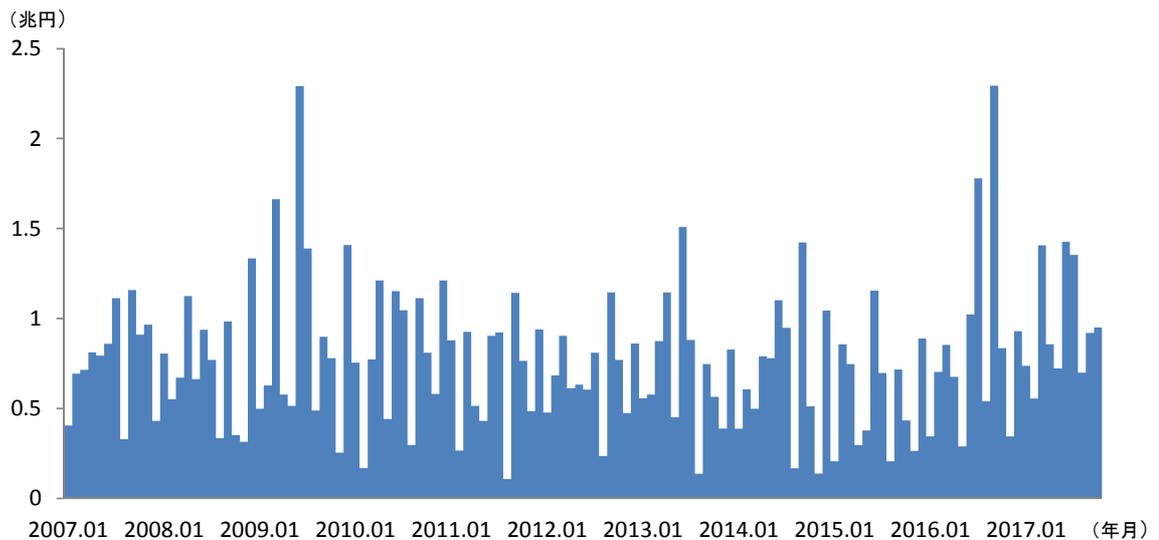
図表 1 社債 年別発行額推移



(出所) 日本証券業協会より野村資本市場研究所作成

月別の発行額を見ても、2016年と比較して安定的に推移した。2016年は、金利上昇観測が強くなったタイミングに起債が集中し、9月には社債月間発行額の記録を更新する（2兆2,945億円）等、繁閑の振れ幅が大きかった（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

2017年の高水準の社債発行は、前年に引き続き良好な市場環境に牽引されたものである。これまで、日本の社債発行が急拡大する時には、調達環境の悪化により緊急避難的に資本市場を活用する企業が増えるケースが多かったのとは対照的と言える。ちなみに、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。

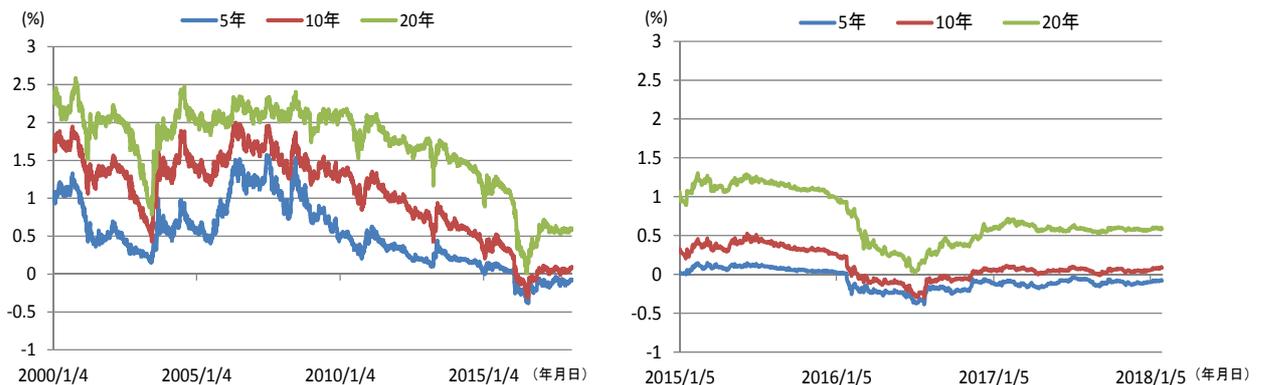
## 2. マイナス金利の継続と安定

2017年の社債発行市場を振り返る上で最重視すべき要素は、マイナス金利政策の継続と金利水準の安定であったと考えられる。社債の発行条件の基準となる国債利回りに関しては、短中期債のマイナス利回りは継続した一方、マイナス利回りとなる年限の範囲は一時期と比較すると狭くなっており、利回りのマイナス幅も2016年と比較して小さくなった。

発行企業から見れば、引き続き低い金利での調達が可能である一方、金利水準が安定していたため、急いで調達するインセンティブが強く働く状況ではなかった。投資家の立場からは、社債の利回りすらマイナスになりかねないという懸念は後退した一方、引き続き社債の利回り全般が低水準の中、年限、クレジットを軸に、リスク許容度とリターン見込みを比較しながらの投資行動となった。

いずれにしても、マイナス金利という異例の環境ではあったものの、金利水準自体は安定的に推移したことは、2017年の社債発行市場の活況を支えたと言えよう。

図表3 国債利回り推移

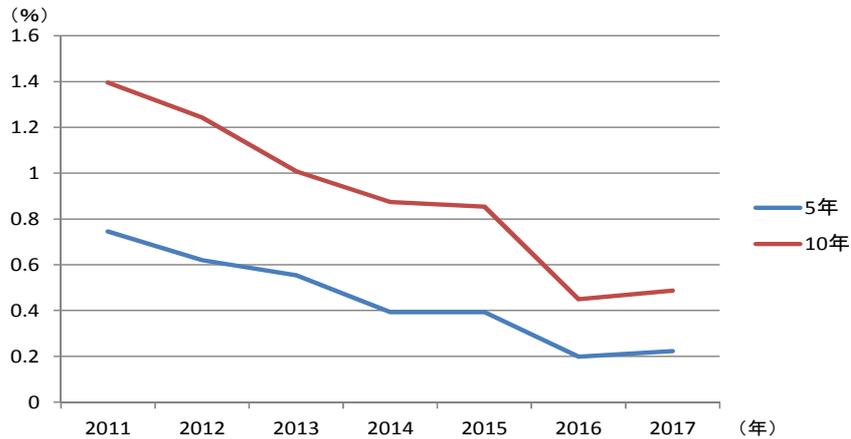


(出所) 財務省より野村資本市場研究所作成

### 3. 低金利コストの継続

2017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0.223%<sup>1</sup>で、前年の平均値0.199%と比較すると若干の上昇となったものの、引き続き非常に低い水準を維持している(図表4)。

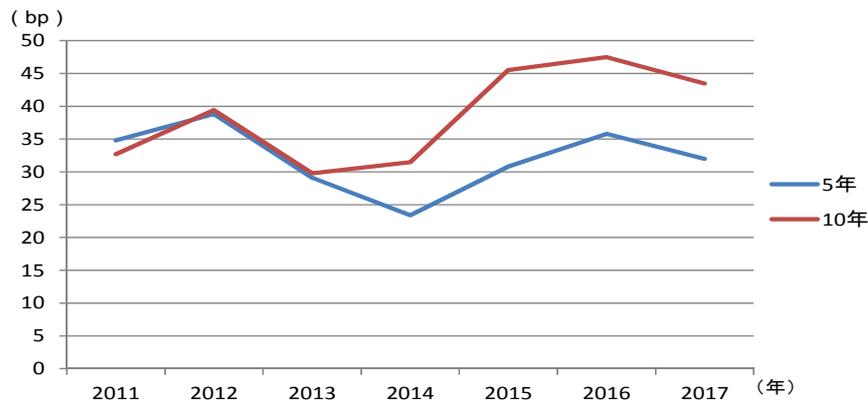
図表4 A格5年社債及び10年社債 応募者利回り平均値推移



(出所) 野村証券より野村資本市場研究所作成

同様に、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、2017年は32.0bp(1bp=0.01%)で、2016年の35.8bpよりも縮小した(図表5)。2017年の5年国債の利回りは引き続きマイナス圏で推移していたが、マイナスの幅は縮小したため、社債の利回りが更に低下する懸念は後退した。結果的に、社債の応募者利回りは若干上昇した一方、対国債スプレッドは前年比で縮小傾向となった。

図表5 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

<sup>1</sup> 2017年に発行されたA格5年社債76銘柄の応募者利回りの単純平均。対国債スプレッドも同様に単純平均。この76銘柄の金額合計は1兆1,068億円。同じく2016年の銘柄数は66銘柄、金額合計1兆1,195億円。なお、複数の格付を取得している銘柄については最上位の格付を採用している。

同様に A 格 10 年社債をみると、2017 年の応募者利回りの平均値は 0.487%<sup>2</sup>で、やはり 2016 年の 0.450% から若干上昇している。対国債スプレッドの平均値は、2017 年は 43.5bp で、2016 年の 47.5bp から、5 年債と同様に縮小している。

このように、2017 年の社債の金利コストは 2016 年と比較して若干上昇したものの、依然歴史的に見て低い水準であり、多くの企業の社債発行を促したと言えよう。

#### 4. 投資家動向

投資家の動向を部門別に見ると、2017 年に事業債の保有残高を大きく増やしたのは中小企業金融機関等、証券投資信託、農林水産金融機関である<sup>3</sup>。2016 年 12 月 1 日と 2017 年 9 月 1 日を比較すると、中小企業金融機関等の事業債保有残高は 8,710 億円増加し、増加率は 6%、同様に証券投資信託は 5,066 億円増加、増加率 22%、農林水産金融機関は 2,847 億円増加、増加率 9%となっている。なお、日銀のマイナス金利政策開始前の 2015 年 12 月 1 日と比較すると、上記 3 部門に加え、生命保険の事業債残高増も大きく、2015 年 12 月 1 日と 2017 年 9 月 1 日の比較で、事業債保有残高は 1 兆 3,889 億円増加し、増加率は 14%となっている。

この間、中小企業金融機関等は貸出残高を伸ばしたが、国債の保有残高を大きく減らし、代わりに事業債保有残高を増やしている。農林水産金融機関は、貸出残高、国債保有残高をともに減らし、事業債保有残高を伸ばした。証券投資信託は純資産総額の拡大を背景に事業債保有残高を増やしている。

## II. 超長期債活況の継続とハイブリッド債の一服

### 1. 超長期債活況の継続

2017 年の超長期債の発行は高水準となった。10 年超の年限の割合は社債発行額全体の 10.8% に達し、超長期債発行が飛躍的に拡大した 2016 年からは減少しているものの、2015 年までの傾向である 2~6% 程度の水準と比較すると大幅に増加しており、超長期債の活況が続いている (図表 6、7)<sup>4</sup>。更に、10 年債の発行割合も高く、超低金利が継続する中で、調達者と運用者双方のニーズが長い年限の社債発行を促したと言えよう。

また、従来 20 年債を発行する企業は格付の高い公益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み、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

<sup>2</sup> 2017 年に発行された A 格 10 年社債 71 銘柄の応募者利回りの単純平均。対国債スプレッドも同様に単純平均。この 71 銘柄の金額合計は 9,976 億円 (期限前償還条項付社債を除く)。同じく 2016 年の銘柄数は 62 銘柄、金額合計 1 兆 1,921 億円。

<sup>3</sup> 日本銀行資金循環統計のデータに基づく。事業債は、株式会社が国内で発行した債券で、新株予約権付社債を含む。中小企業金融機関等は、信金中央金庫、信用金庫、商工組合中央金庫、全国信用協同組合連合会、信用組合、労働金庫連合会、労働金庫、ゆうちょ銀行。農林水産金融機関は、農林中央金庫、信用農業協同組合連合会、農業協同組合、信用漁業協同組合連合会、漁業協同組合。

<sup>4</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。

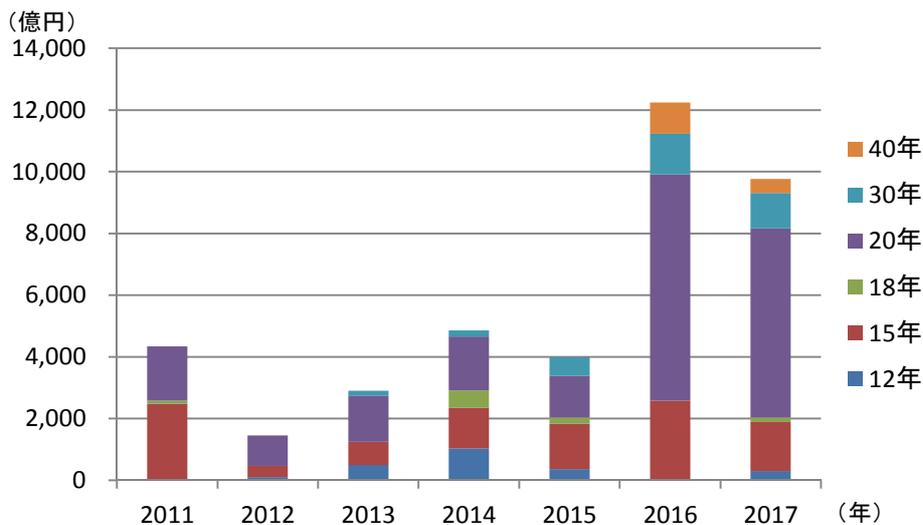
んだ。この中で2017年も引き続き超長期債を発行した企業が13社となった。一方、2017年も多数の企業が超長期債を発行したものの、初めて20年以上の年限の社債を発行した企業は6社にとどまった。また、格付別の超長期債発行実績においては前年に続いてA格の発行企業の割合の高さが目立っている(図表8)。2017年も引き続き超長期債の発行は高水準であったが、発行体の裾野拡大のペースは鈍化したとも言える。

図表6 社債 年限別発行割合推移



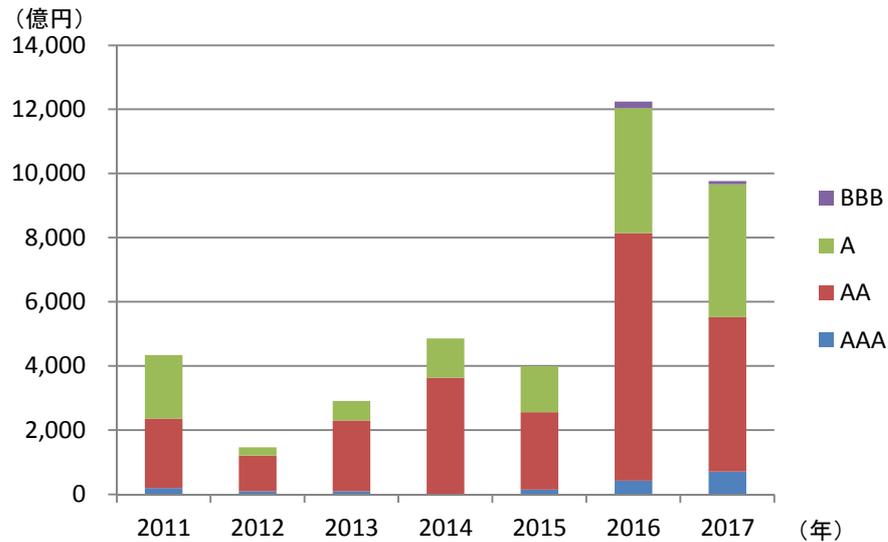
(出所) 日本証券業協会より野村資本市場研究所作成

図表7 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 8 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

## 2. A 格を中心に、AA 格が増加した格付分布

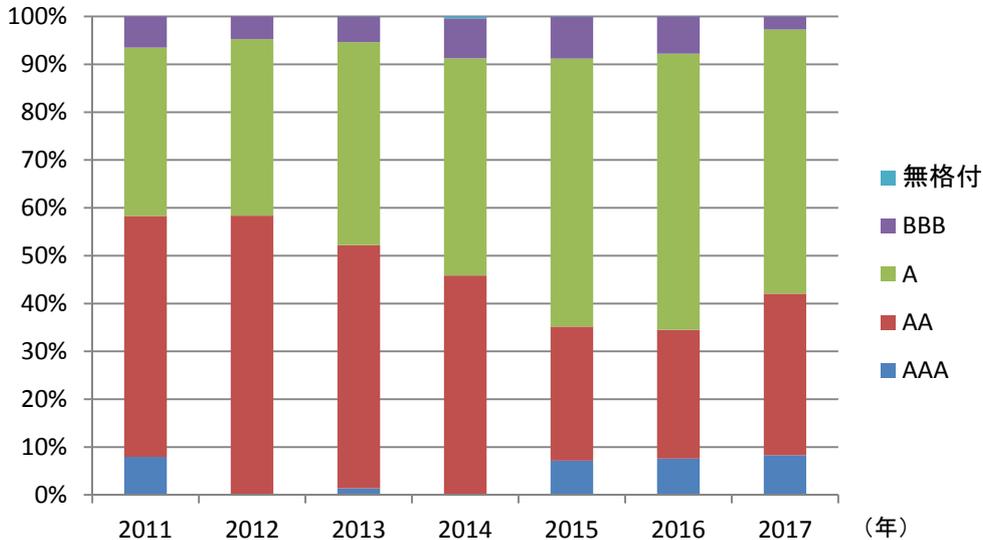
2017年に発行された社債の発行額ベースの格付分布をみると、A格が55%と、引き続き最も高い割合を占めている（図表9）。A格のシェアが過半となったのは2015年以降であるが、その背景として、良好な発行環境を受けた発行企業の裾野の拡大に加え、ハイブリッド債の活発な発行がある。2017年のA格発行企業上位10社の発行額合計は約3兆4,000億円で、その内の6社がハイブリッド債の発行企業であり、その発行額合計は約2兆2,000億円に及んでいる<sup>5</sup>。

2017年はAA格社債の発行額が前年比約1兆円増加して約3兆8,000億円となっている。フリクエントイシューアーに加え、M&A等を資金使途とする大型起債が重なったことが発行額増加の背景となっている。

BBB格については、発行本数は前年度並みであるものの、大型案件がなかったために発行額は前年比で大きく減少した。

<sup>5</sup> 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企業のシニア債の格付よりも低く、A格の銘柄が多くなっている。

図表9 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

### 3. 事業会社のハイブリッド債は一服

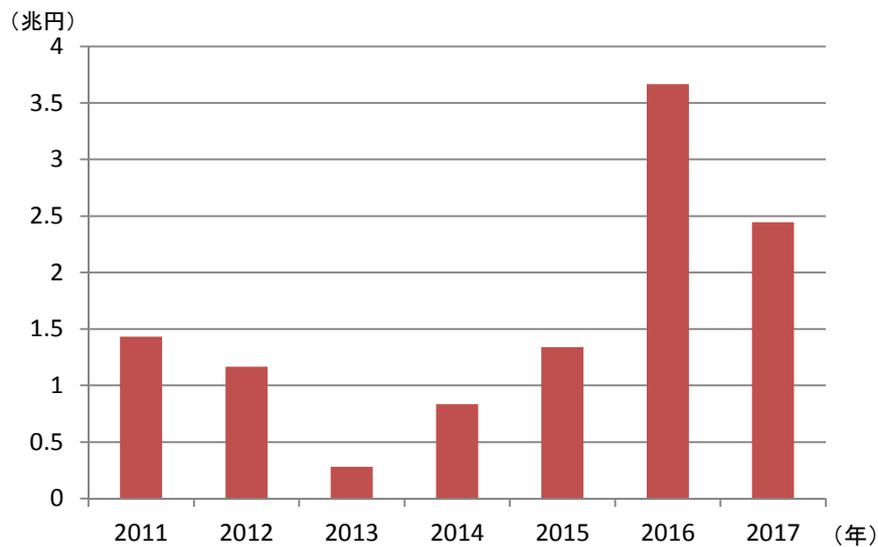
2017年のハイブリッド債の発行額は、2兆4,450億円と、引き続き高水準であったものの、前年の概ね3分の2の規模となった(図表10)。金融機関の発行額は前年並みであったが、事業会社の発行が大幅に減少した。

金融機関については、国際的に業務を展開している金融機関の健全性を維持するためのバーゼル3自己資本規制に適合した債券が発行されており、2015年から高水準の調達が続いて2017年も2兆円を超える発行額となった。

事業会社のハイブリッド債発行は2016年の5社、9,975億円から2017年は1社、1,200億円に減少した。事業会社がハイブリッド債を発行して資本を増強するのは、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である<sup>6</sup>。マイナス金利政策による調達環境の好転を受けて、2016年は事業会社のハイブリッド債発行が盛んに行われた。2017年はこうした調達が一巡した面があると見られるが、今後については、発行企業の更なる拡がりやリファイナンス・ニーズが生じる可能性がある。

<sup>6</sup> 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。ハイブリッド債の金利コストは、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。

図表 10 ハイブリッド債 発行額推移

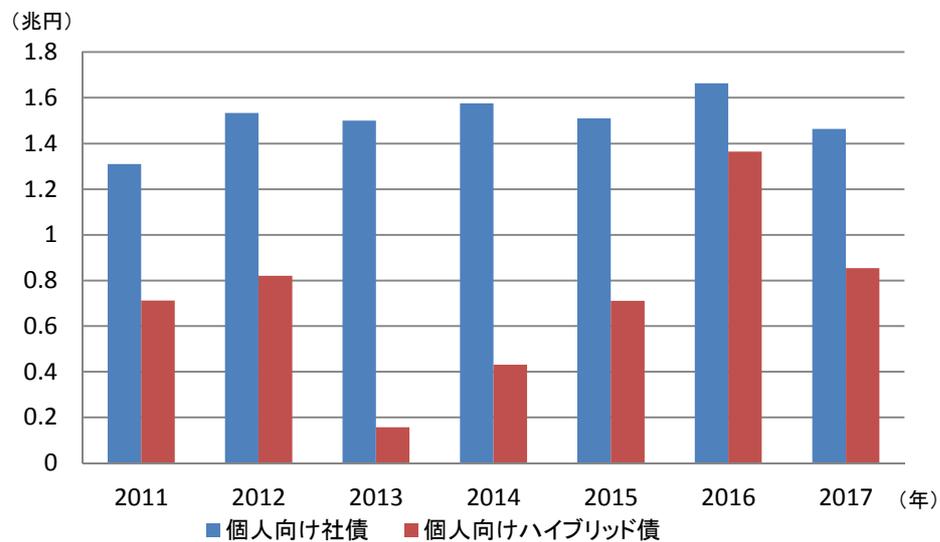


(出所) 日本証券業協会より野村資本市場研究所作成

#### 4. 個人向け社債は横ばい

2017年の個人向け社債の発行規模は、ここ数年とほぼ同水準となり、32銘柄、1兆4,640億円の発行となった(図表11)。個人向け社債のうち、2016年に急増したハイブリッド債は大幅に減少したが、シニア債の発行増がこれを補った。

図表 11 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

個別銘柄では東芝の既発債が注目された。東芝の個人向け債に担保が設定されたことにより、担保が設定されない他の東芝債と比較して価格が上昇した。個人向け社債において

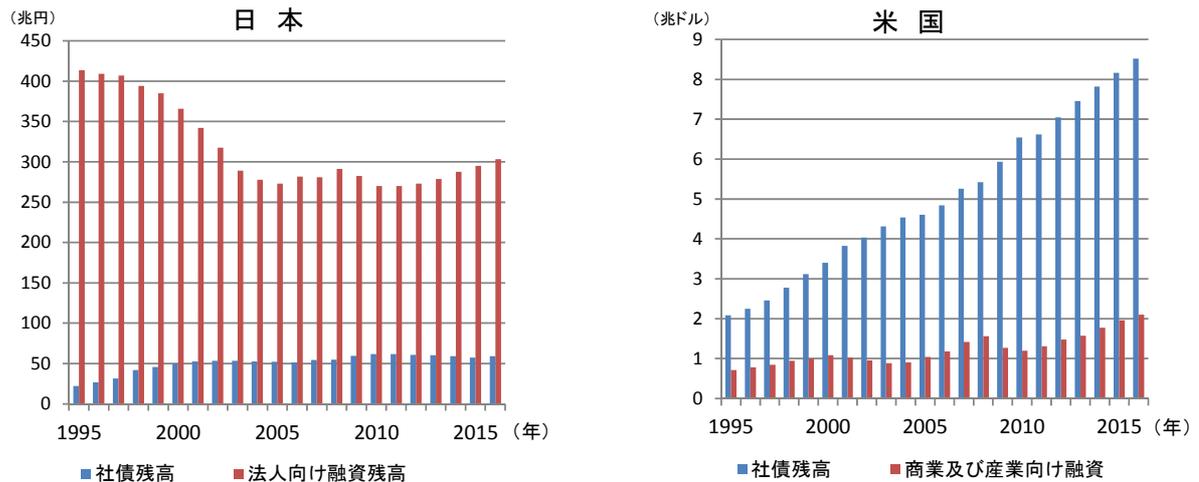
は、社債管理者が社債権者の利益を保全する役割を担っており、社債管理者の判断によって担保を設定する特約がある。この特約に基づいて担保が設定されたことにより<sup>7</sup>、当該銘柄は、東芝の他の銘柄に比較して信用力が高くなり、価格も相対的に上昇した。

### Ⅲ. 新たな取組みとしてのグリーンボンド、多様化全般は道半ば

#### 1. 社債とローンの市場規模のバランス

日本の社債市場に更なる拡大余地があることは、米国の状況と比べれば一目瞭然である。図表 12 は日米の社債発行残高と企業向け融資残高の規模の推移である。日本においては、2016 年末時点で、社債発行残高 59 兆円に対し、企業向け融資残高は 303 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融資残高を大きく上回っている。

図表 12 日米の社債発行残高と企業向け融資残高推移



(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

資本市場を活用しやすい立場にある上場企業においても、2017 年に社債発行を行った企業数は全体の 6%にも満たない。上場企業においても借入のコストが有利となるケースが多いことが、現状の社債とローンの市場規模格差につながっているとすると、金融機関の融資の収益率の妥当性が議論の対象となって然るべきである。全国銀行の預貸金利鞘は、2015 年 3 月期 0.32%、16 年 3 月期 0.29%、17 年 3 月期 0.23%と縮小を続けている<sup>8</sup>。直接の比較にはならないものの、図表 5 で示した A 格 5 年社債対国債スプレッド平均値推移が、2014 年 0.234%、15 年 0.308%、16 年 0.358%と拡大傾向であったことと比べると、対照的

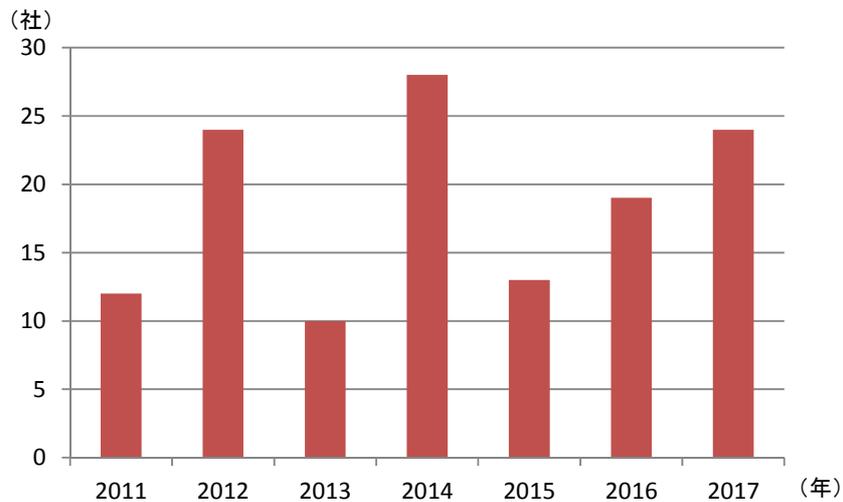
<sup>7</sup> 担保として社債の総額及び利子の金額に相当する定期預金が設定されている。

<sup>8</sup> 全国銀行協会「全国銀行の平成 28 年度決算の状況 (単体ベース)」2017 年 6 月 30 日

である。別の観点で言えば、金融機関は社債に投資していれば獲得できていた可能性のある運用機会を見逃し、その一方で利鞘を切り詰めながら収益性の低い融資を続けるという、非合理的とも言える運用行動をとっていた可能性がある。

新規発行企業の参入に関し、2017年に初めて公募社債を発行した企業は24社、その内、実質的な初回債発行企業は17社となった（図表13）<sup>9</sup>。更に、2017年に社債を発行した企業は214社であるが、これは2017年12月末の上場企業3,602社の5.9%に過ぎない。企業が株式を上場する目的のうち、資本市場を活用した資金調達は重要な項目と思われるが、2017年に公募社債市場を活用した上場企業の割合は低水準である。

図表13 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

勿論、歴史的な金融緩和政策が続く中、企業の資金調達環境が全般に良好であることは確かであるが、市場が良い時期程、調達手段の多様化は進めやすい。2016年及び2017年と社債発行規模は2年続けて高い水準であったが、社債発行企業の裾野拡大は限定的であった。

## 2. グリーンボンド

2017年12月に戸田建設がグリーンボンドを発行した。グリーンボンドは、国内では地方公共団体や政府関係機関の発行実績があり、国内社債としては2016年の野村総合研究所の例があるが、事業資金を用途とするものは戸田建設が初となる。

グリーンボンドとは、環境省が策定した「グリーンボンドガイドライン2017年版」によると、「企業や地方自治体等が、国内外のグリーンプロジェクトに要する資金を調達するた

<sup>9</sup> 実質的な初回債に該当しないものとして、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。

めに発行する債券であり、具体的には、①調達資金の用途がグリーンプロジェクトに限定され、②調達資金が確実に追跡管理され、③それらについて発行後のレポートニングを通じて透明性が確保された債券」とされている。

野村総合研究所のグリーンボンドの調達資金は、横浜野村ビルの一部を信託財産とする信託受益権の取得と、横浜野村ビルに係る設備投資に充当される。野村総合研究所は本件プロジェクトへの資金調達の充当状況、本件プロジェクトの環境に与える影響並びにその他の追加的な ESG 関連指標について報告を行うことを表明・実行しており、透明性のあるレポートニング体制が整備されていると評価された<sup>10</sup>。

戸田建設の社債調達資金は、再生可能エネルギーに関するグリーンボンドプロジェクトである浮体式洋上風力発電施設建設に充当される<sup>11</sup>。資金充当状況のレポートニングに関し、発行会社は以下を約束している。①本件事業に調達金額の全額が充当されるまでの間、機密性を考慮しつつ毎年レポートを行う、②プロジェクトへの毎年の充当額とプロジェクトの説明はウェブサイトで毎年公表され、また毎年発行の CSR レポートにも記載する、③財務担当役員は、毎年、グリーンボンドの調達資金が適格プロジェクトに充当される旨のレターを作成する、④充当状況の詳細に関する最初のレポートは、本社債発行から1年後に行う。

グリーンボンドは、国際連合が提唱した責任投資原則（PRI）における ESG 投資<sup>12</sup>の一環として、環境問題への取組みという観点から世界的に注目されているものであり、日本でも今後の市場拡大が期待されている。発行企業としては、資金調達の合理化と社会貢献の両立を狙うものである。投資家の立場からは、投資を通じた社会貢献という位置づけとなるため、ニーズの高まりが見込まれる。

こうした流れが、資金調達における資本市場の活用のインセンティブを更に高めていくか、注目される。

### 3. 低格付債市場は未発達

2017年の社債発行に占める BBB 格企業の発行割合は 2.7%にとどまり、2016年の 7.7%から大幅に低下した。ここ数年の実績が 4~9%程度で推移してきたことと比較しても低い水準となっている。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、米国においては、ハイイールド債市場が発達しており、社債発行市場における一定のシェアを継続的に占めている（図表 14）。

日本において、ハイイールド債市場の育成は長年の懸案とされてきた<sup>13</sup>。このような、相対的にリスクの大きい商品の市場を立ち上げるには、安定した経済環境が必要条件とな

<sup>10</sup> ヴィジオアイリス「野村総合研究所が発行するグリーンボンドのサステナビリティに関するセカンドオピニオン」2016年8月1日

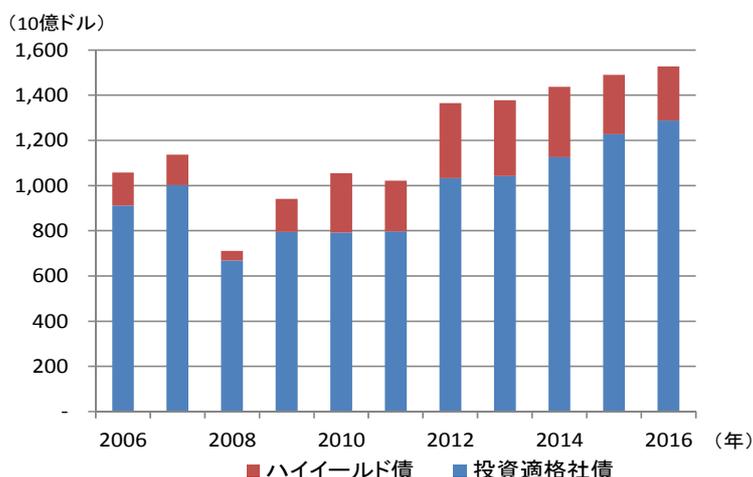
<sup>11</sup> 戸田建設「戸田建設グリーンボンド発行登録追補目論見書」2017年12月8日

<sup>12</sup> 環境（Environment）、社会（Social）、企業統治（Governance）に配慮している企業を重視・選別して行う投資。

<sup>13</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。

る。特に、多くの運用者が金利の極端な低下によってパフォーマンスの低下に苦しむ中、相対的に利回りが大きい金融商品に対するニーズが高まって然るべきである。

図表 14 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

ハイイールド債市場育成の問題は、発行者が先か、買い手が先かという「鶏と卵」の関係に例えられるが、供給があれば需要はついてくると考えるのが自然ではないか。例えば BB 格の企業は、日本に存在する企業全体の分布の中で、相対的に信用力の高い企業である。そうした企業に対する資金提供、投資を行うための市場メカニズムが働かないとは考えにくい。BB 格のセグメントで一定の規模の社債供給が継続的に行われれば、機関投資家等がそれを投資対象として運用計画に組み込む動きが起きることは不思議ではない。運用者は投資環境の変化に対応するのが常である。実際に、国債利回りがマイナス圏に突入すると、それまで投資対象を国債に限定していた多くの投資家が投資対象債券の範囲を拡大した。ハイリターン of 債券が市場に供給されれば、運用利回り向上を目指す多くの投資家の目には選択肢の拡大と映る。ハイイールド債の規模が相応に拡大すれば、関連するインデックスも設定され、これに対応する投資家もより拡大することが期待されよう。

#### IV. むすびにかえて

2017 年の社債発行市場は活況を呈し、マイナス金利政策が始まった前年同様に高い水準の発行実績を残した。金利水準に大きな変化がなかったこともあり、発行年限の長期化や高水準のハイブリッド債発行等、前年見られた傾向が継続した 1 年であった。

一方で、良好な環境が継続する中であっても、もう一段の市場規模の拡大までには至らなかった。発行企業の裾野拡大は限定的であり、ハイイールド債市場も進展が見られない。

将来、日銀が金融緩和の出口戦略を実行に移す際、資金調達市場に大きな混乱が起こる

可能性が高い。強い金利上昇圧力を受けると、資金の出し手が委縮、慎重化するの当然のことであるが、投資家の業態毎、或いは個別投資家毎にリスク許容度は異なるということは、過去の金融危機において経験したことである。そうであれば、企業にとって、資金の出し手の多様化、裾野拡大は調達安定化のために有効な方策である。

また、社債を発行することは、当該企業に対する金融機関の貸出余力を拡大する。信用リスク管理の観点から、金融機関は個別の企業毎に融資金額の上限を設けている。企業から見れば、社債発行を行えば借入の枠に余裕ができ、金融機関からの借入余力が生じる。この観点からも、社債発行は資金調達の安定化に資するものである。

資金調達時の直接的な費用のみならず、資金調達手段の多様化によってもたらされる効果を考慮した上で調達方法を選択することは、企業経営におけるリスク管理の観点から重要である。こうした企業の行動を進めること、促すことが、更なる社債市場規模の拡大、社債市場多様化の進展につながる。

加えて、日本における間接金融優位の背景には、個人金融資産の預貯金偏重がある。「貯蓄から投資」の流れを推し進めることは、社債とローンのコストのバランスに影響を与え、結果として社債市場の活性化を促すと考えられる。

そして、預貯金偏重是正の際の主な受け皿となり得るのは社債投信である。社債投信は個人投資家にとって有効な分散投資対象で、特に高齢者には重要となるインカムゲインの源泉となるものであり、「貯蓄から投資」の推進に寄与するものである。

社債発行市場の機能向上に向け、市場関係者の取り組みが期待される。