

## 低格付け社債市場の活性化に向けた取組み

徳島 勝幸（ニッセイ基礎研究所）

2008年秋のリーマン・ショック以降、日本の公募普通社債市場では、高格付け社債を中心に起債の回復が見られているものの、低格付け社債については鉄道・通信といったインフラ関係業種を除くと、起債例が少ない。また、かねてから、いわゆるハイ・イールド債が新発債市場として存在していないことも指摘されてきている。これらの背景に、競合する金融商品である金融機関による融資の存在を指摘することは容易であろう。ところが、融資についても時価の開示が求められるようになり、金融商品としての性格が強くなればなるほど、社債との差異が縮小してきている。また、逆に、従来では市場性の存在によって融資と区別されてきた社債においても、債権者集会の決議による商品内容の変更が行われるなど、融資と社債との間の商品性の垣根は、徐々に低下しているように感じられる。

低格付け社債市場のあり方を考えるに際しては、まず、現在の公募普通社債市場について、個人投資家向けに募集される社債と、極めて信用度の高い高格付け債とを除いて考えるのが適切であると思われる。前者については、最大限の保護を提供すべきものであるし、後者については、過度な負担を発行体等に強いることが市場の発展を阻害しかねないからである。ただし、格付け会社の付す評価である格付けの鮮度を考えると、高格付け債がいつまでも高格付けであり続けるとは限らないことにも留意する必要があるだろう。

低格付け社債市場を活性化するためには、社債契約の内容を見直し、周辺制度を整備することなどによって、海外を含む幅広い投資家の資金を導入するとともに、現在、社債が融資に対して不利に取扱われている可能性のある点を見直すべきであろう。とは言っても、銀行融資が大きな役割を果たしている日本の金融市場において、低格付け社債市場の存在が米国のように大きな規模のものになることは考え難い。具体的な取組みとしては、投資家に対する情報開示の充実、規制における取扱いの見直し、財務上の特約の充実・見直し、制度そのもの見直しを含む社債管理者の活用、複数格付けの取得促進、といったことが考えられよう。

また、投資家のスタンスについても、オール・オア・ナッシングではない商品性の差異を価格で評価することや、格付けのみならず十分な証券分析に基づいた投資判断を行うことなど、投資判断を行う際において従来とは異なった取組みが求められることになるのではなかろうか。投資の基本はあくまでも自己責任であり、そのために投資家が必要なのは、相応の資源投入と経験の蓄積であると考えられる。

今回の報告においては、実例を挙げつつ低格付け社債市場の活性化に向けた取組みを紹介するとともに、日本証券業協会の設置した社債市場の活性化に関する懇談会での検討内容を紹介し、今後の低格付け社債市場の方向性について示唆したいと考えている。