

社債市場の動向と社債投資に関する
調査研究報告書

平成 15 年 3 月

総務省 郵政研究所

はじめに

現在、長期的に超低金利状態が続く中で、従来国債を主たる投資対象としてきた投資家も、少しでも高いリターンを得ようと、投資対象を拡大させる傾向にある。そうした投資家にとって、選択肢の一つに上がるのが社債である。

本質的には、社債投資には信用リスクがつきものであるが、我が国において、かつては、社債のデフォルトが発生しそうな場合でも、社債の受託会社が社債を買い取る慣行があったため、投資家は実損を被っていなかった。

社債の信用リスクが投資家に初めて認識されるようになったのは、ヤオハン債（転換社債）のデフォルトが発生した平成9年である。それ以降、社債のデフォルトが少なからず発生するようになり、平成13年9月には流通大手のマイカルの倒産に伴い、個人を含む多数の投資家が社債のデフォルトに直面することとなった。

このように、我が国においては、社債の信用リスクが現実の社債のデフォルトという形で投資家に強く認知されるようになってからまだ日が浅いため、社債投資における信用リスク管理の研究は緒についたばかりである。

今回の調査研究では、近年デフォルトの発生で注目を集めている社債市場の動向を明らかにすると共に、信用リスクの実態、信用リスクの変化に関する分析及び今後の社債投資の在り方など、信用リスクの管理を中心とした社債投資の在り方について分析している。

本報告書が、我が国の社債市場制度に関する理解を深め、さらには、社債投資に関する有益な情報を提供できれば、望外の幸せである。

なお、調査研究の実施に当たっては、株式会社野村総合研究所の協力を得た。また、内容については、執筆者個人の見解をまとめたものであり、総務省あるいは郵政研究所の公式見解を示すものではない。

平成15年3月

総務省郵政研究所 第三経営経済研究部
主任研究官 山浦 家久
研 究 官 内藤 秀司

社債市場の動向と社債投資に関する調査研究

[要約]

- 1 適債基準撤廃後、社債の発行市場は活性化の途上にあるが、流通市場については整備が遅れ、社債の売買を頻繁に行うのに十分な流動性が社債市場に欠けているため、多くの投資家は社債の購入後、償還まで持ち切るという運用スタイルを用いている。
- 2 我が国において、保有している社債がデフォルトした場合、回収率は一般に極めて低く、回収にかなりの時間を要している。社債の信用リスクを判断する材料として欠かせない情報は格付機関による格付だが、そのほか自社による独自の格付を付与して社債の信用リスクの管理を行っている機関投資家の例もある。
- 3 企業の信用リスクは固定的なものではなく、マクロ経済環境や企業業績などによって変化するものである。また、株価・格付・債券価格・財務諸表のうち、企業の倒産を予測する上で、株価は先行性のある指標であり、財務指標については、業種や個別企業によって有効な指標が異なる。
- 4 民間機関投資家においては、クレジットアナリストなどの信用リスク管理者が運用責任者であるファンドマネージャーとは別におかれる体制が増えており、様々なデータをもとに企業の倒産・格付変更などを予測し得る信用リスク管理体制の構築が目指されている。社債ポートフォリオは業種別・格付別・償還期間別などで管理されている例もある。
- 5 運用を専門としていない投資家にあっても信用リスク管理の重要性は増している。自家運用を行う場合は信用リスク管理体制の構築やロスカットルールなどを含む運用ルールの制定が不可欠と言える。信用リスク管理体制の構築がコスト面や人材面で困難な場合や説明責任の問題がある場合は、運用の外部委託も有力な選択肢となる。

Research on trends in corporate bond market and investment in corporate bonds

[Summary]

1. Following the scrapping of the qualification standards for bond (corporate bond) issuing, the primary bond market has been in a process of revitalization. Development of the secondary bond market, however, has lagged, and as the bond market lacks sufficient liquidity for frequent buying and selling of bonds, many investors manage their investments by keeping their bonds, once purchased, until maturity.
2. In Japan, the recovery ratio for defaults on bonds is generally exceedingly low, and recovery requires considerable time. Essential to judging the credit risk of bonds is information in the form of the ratings assigned by rating agencies. However, there are also some institutional investors that manage the credit risk of bonds by assigning them their own ratings.
3. Corporations' credit risk is not fixed, but changes depending on the macroeconomic environment and corporate performance. Of stock prices, ratings, bond prices and financial statements, stock prices are a leading indicator for projecting the bankruptcy of a company, while which financial indicators are most effective depends on the industry and the individual company.
4. An increasing number of private institutional investors are adopting structures that separate credit risk managers (e.g. credit analysts) from the fund managers who are responsible for funds, their aim being to institute systems of credit risk management that allow corporate bankruptcies and changes such as rating changes to be forecast from various data. There are also cases of bond portfolios being managed according to industry, rating and maturity term.
5. Even investors that do not specialize in fund management are placing increased emphasis on credit risk management. Where funds are managed in-house, it is practically essential to establish a credit risk management system and establish fund management (including loss-cut) rules. If the institution of credit risk management systems is difficult for reasons of cost or shortage of appropriate human resources, or there exist problems of accountability, the outsourcing of management is a key option.

目 次

序章 調査研究の目的と概要	1
1 目的	1
2 概要	2
第1章 社債市場の現状	3
1.1 本調査研究における社債の範囲	3
1.2 公社債市場全体における社債の位置付け	4
1.3 近年の社債の発行額・現存額・売買額の推移	6
1.4 投資家別の社債投資の動向	11
1.5 社債市場の発展経緯	17
1.6 流通市場の課題	30
1.7 まとめ	41
第2章 信用リスクと社債格付	43
2.1 企業倒産と社債のデフォルトの関係	43
2.2 デフォルト社債の回収手順と実績	47
2.3 社債格付の課題	56
2.4 まとめ	69
第3章 信用リスクの変化に関する計量分析	71
3.1 企業倒産に至る過程	72
3.2 マクロ経済環境と信用リスクに関する分析	74
3.3 経済事象と格付間スプレッド	79
3.4 企業のデフォルトと債券価格・株価に関する分析－ケーススタディー－	81
3.5 格付とデフォルトに関する分析	100
3.6 まとめ	114
第4章 信用リスク管理の実際	115
4.1 信用リスクに関する研究	115
4.2 信用リスク管理に用いられるデータ	116
4.3 信用リスクの管理体制・方法	119
4.4 信用リスク管理の実態	128
4.5 まとめ	131

第5章 社債投資の在り方について	133
5.1 社債投資の意味と信用リスク	133
5.2 社債投資に付随する諸リスク	134
5.3 運用スタイル及び債券ポートフォリオの分類	135
5.4 ALMと社債投資の関係	138
5.5 社債投資の在り方	140
5.6 まとめ	147
第6章 総括	149
(参考文献)	151

序章 調査研究の目的と概要

序章 調査研究の目的と概要

1 目的

本調査研究では、近年の社債市場の実態と社債投資の在り方を示すことを目的としており、中でも近年特に重要性が増している信用リスク管理の在り方について、多くを割いている。

我が国においては、社債投資における信用リスク管理の研究は緒についたばかりであり、社債の信用リスクが現実の社債のデフォルトという形で投資家に強く認知されるようになってからまだ日が浅い。

具体的には、社債の投資家が、我が国で初めて公募債のデフォルトによる損失を被ったのは、平成9年に発生したヤオハン債（転換社債）のデフォルトである。それまでは、社債がデフォルトしそうになると、社債の受託会社である銀行が社債を買い取るという慣行があったため、投資家は社債デフォルトによる損失を被らなかった。

それ以降、社債のデフォルトが何件か発生するようになって、平成13年のマイカルの倒産に伴い、多数の個人を含む投資家が転換社債及び普通社債のデフォルトに直面することとなった。

このように、我が国において、実質的な意味で社債のデフォルトが発生するようになってから多くの年限が経過しておらないため、既存の書籍はもとより研究家の論文も日本国内の社債市場におけるデータを用いた分析はかなり少ない。現在では多くの投資家が社債投資における信用リスク管理のあり方を学ぶ必要性を感じているはずであるが、その割には既存の研究実績で網羅的かつ必要十分なものは少ない。

国債を中心とした金利リスクの管理手法についての研究ないしは銀行等の貸出における信用リスク管理手法についての研究は文献などが出揃いつつあるのに対して、日本国内での社債投資の信用リスク管理についての文献は多くはない。

近年盛んになっている信用リスク計量化の手法研究は、社債投資よりも、銀行等における貸出残高の管理を目的としている例が多い。従って、社債投資にそのまま適用するにはオーバースペック（機能過剰）となってしまうのが否めない。

本稿では、近年の社債市場の動向と、既存の研究実績だけでは明らかにはなりにくい社債投資における信用リスク管理の在り方を中心に説明を行うこととする。

2 概要

第1章では、まず本調査研究における社債の範囲を明らかにした後、社債に関する統計を基に、公社債市場全体の発行額、現存額、売買額における社債の位置付け、近年の社債市場の動向、投資家別の社債投資の動向、さらに、社債市場の発展経緯、そして、流通市場の課題を説明する。

第2章では、最初に企業倒産と社債のデフォルトの関係を説明した後、我が国において発生したデフォルト社債の回収手順と代表的な社債の回収事例について示し、最後に、格付の意義、格付機関の比較など、社債の格付について説明している。

第3章では、信用リスクの変化について、まず、経済環境の変化と倒産件数の関係について計量分析を行うと共に、具体的な経済事象と格付間のスプレッドについて分析する。さらに、企業のデフォルトと債券価格・株価との関係について、流通業及び建設業を対象とした分析を行い、最後に、社債の格付別の累積デフォルト率、単年のデフォルト率、格付遷移行列など、格付とデフォルトに関する分析を行う。

第4章では、信用リスク管理に関する既存の研究についてまず述べ、民間機関投資家が実際の社債投資に際して信用リスク管理に用いているデータや管理体制・管理方法などについて記述している。

第5章では、前章までの調査をもとに、運用を専門としていない投資家の社債投資の在り方について、運用スタイル、信用リスクを中心としたリスク管理体制・管理方法の観点から検討の上記述している。

以上、本稿の内容については、社債に関する各種文献・統計データの調査を行うと共に、社債に詳しい専門家の意見も参考として作成した。