

なぜ日本にハイイールド債市場は 生まれえないのか

徳 島 勝 幸 CMA

(証券アナリストジャーナル編集委員会委員)

1. はじめに

日本にハイイールド債（ジャンク債）市場が、なぜ生まれ育たないのかというテーマについては、古くから議論が行われている。米国においては、ハイイールド債を含む社債市場の規模が、GDP対比で日本よりはるかに大きく、かつては日本の社債市場はそれと同様になってしかるべきといった議論も見られた。しかし、日本証券業協会の主催する『社債市場の活性化に関する懇談会』において筆者が主張（2013年2月15日会合）したように、これは課題認識の誤りである可能性が高い。そもそも、市場とは、参加者の需要と供給とがマッチングしてこそ成立する。ところが、米国と日本では、金融機関の融資行動のみならず、企業の資金借入れに対する姿勢が全く異なる。それらの相違を無視して、経済規模の観点のみから日本の社債市場は相対的に規模が小さく、これから拡大の余地があるとするのは早計であろう。

日本と米国で異なるのは、社債と融資とがほぼ完全な競合関係にあるかどうかである。米国の場合には、上場企業が資金調達を行う際、資本市場にアクセスせず、直接、金融機関から借入れを起すのは、担保等がやや特殊な場合など一般的でないことが多い。上場企業たるものは、正々堂々と資本市場で資金調達すべしといったカルチャー

が厳然と存在する。一方の日本では、それこそ箸の上げ下げから取引銀行が面倒を見てくれるため、中小企業はおろか東証一部に上場する大企業ですら、融資と社債発行とを比較して資金調達手段を決定する。このような状況下において、米国並みの規模の社債市場など成立するはずもない。

2. そもそも日本にはハイイールド債の存在する 余地が乏しい

筆者は、格付会社による信用度の評価である格付けを鵜呑みにすることは適切でないと考えますが、信用分析のエキスパートである格付会社による評価は、実態面でも、また、規制等の局面においても、重要な役割を果たすことを認める。一般的に使われるよう、以下では、便宜上、格付けがBBB一格相当以上のものを投資適格とし、それに満たないものを投機的格付けとする。投機的格付けの評価を得た社債をハイイールド債と呼ぶことにしよう。本稿においては煩雑になるので、投資適格や投機的格付けの前に付すべき“いわゆる”の接頭辞を省略する。

日本においては、米国と異なり、発行時点で投機的格付けしか得ていない社債は、ほぼ発行されたことがないし、ハイイールド債としては、投資適格の格付けを得て発行されたものが、後に信用