

社債管理会社不設置債に対する投資リスク

京都大学大学院 松井建二

昨今の我が国においては普通社債市場の制度改革に伴い、特に大企業を中心として銀行借り入れの代替として公募社債の発行を行い資金調達するケースが増大している。

不特定多数の投資家が債権者となる公募社債では、銀行融資と異なり特定の投資家に債権が集中しないため、企業が債務不履行に陥ったときに、その再建と債権の回収は困難となる。こうした公募社債の中でも、財務状況の監視を代表的に行う者がいないために、特にそうした傾向が強い社債管理会社不設置債(Fiscal Agent 債 ; FA 債)は発行市場においてどのように評価がされるかを探ることが本稿の目的である。

結論として、FA 債は他の社債に比べ応募者利回りが高く設定されていることが計量分析により明らかとなる。この事実は 3 つの側面から解釈がなされる。第 1 に、FA 債はデフォルトに陥ったとき、迅速に債権保全措置が講じられないだけでなく、一部の債権者が全体の利益に合致しない行動をとるリスクがあるが、こういった回収に関するリスクプレミアムを応募者利回りが反映して高くなっていると推測される。第 2 に、事業債の中でも FA 債は、社債管理会社が存在しないため、個々の投資家が個別に発行企業に対する監視活動を行わねばならないが、そのコスト分だけ割り引いて新発債が売られると解釈することも可能である。第 3 に米国における研究で、証券会社は市場の評判を重視するがために、できるだけリスクの低い証券を引き受けるインセンティブを持つことが明らかとなっているが、本稿の結論によるとデフォルト時の回収リスクが相対的に高い FA 債は、引受競争が幾分緩和される結果として、発行企業寄りの利回り設定がある程度弱められ、応募者利回りが高水準に落ち着くのではないかと推測がなされる。