

資本市場に関する理論と実際 - 債券とは(4)

債券のリスク

債券のキャッシュフローは、発行する時点で決まっています。したがって、債券投資は株式投資と比較して、リスクが低いとされています。しかし、債券投資にもリスクはありません。

たとえば、発行企業が倒産するという信用リスク（デフォルト・リスク）や、金利変動に伴い、債券価格が変動するリスクです。また、元利金が外貨で支払われるような外貨建債券の場合は、為替変動により、円の受取額が変動するというリスクがあります。さらに、流動性に乏しい場合は、売却したいときに売却先が見つからないという流動性リスクもあります。

ここでは、これらのリスクの中でも重要な信用リスクと価格変動リスクについて掘り下げてみたいと思います。

債券の信用リスクとは

格付けの取得

債券の発行利率は企業の格付けによって変わります。格付けとは、格付機関が、社債などの元本・利息の償還能力について評価し、それを符号で表したものです。格付けの取得は法的に義務づけられているわけではありませんが、社債を発行する場合は、取得が不可欠となっています。

格付機関で有名なものは、やはり、米系のスタンダード＆プアーズ（Standard & Poor's: S&P: なぜかエスピーと呼ぶことが多い）とムーディーズ・インベスターズ・サービス（Moody's Investors Service）でしょう。また、日系では、日本格付研究所（JCR）や格付投資情報センター（R&I）が有名です。

格付けのランクは、格付機関によっても若干違いますが、最も信用力の高いAAAからDまであります。ちなみに、S&Pで言えば、BBB（トリプルB）以上が投資適格、BB（ダブルB）以下は投資不適格銘柄となっています。投資適格とは格付機関から、債務償還能力が高いと評価されているということです。

スタンダード・アンド・プアーズ 格付定義	
AAA	債務を履行する能力が極めて高い。最上級の格付け。
AA	債務を履行する能力は非常に高い。
A	上位二つの格付けに比べ、経済環境の悪化に、より影響を受けやすい。
BBB	債務履行能力は十分だが、上位格付けに比べ経済環境悪化の影響を受けやすい。
BB	経済状況悪化の場合には債務履行能力が不十分となるリスクにさらされている。
B	「BB」の格付けよりも経済状況悪化で債務履行能力が不十分となる可能性が高い。
CCC	債務不履行となる可能性を持ち、債務履行能力は財務経済状況に依存している。
CC	債務不履行となる可能性が非常に高い。
C	現在、破産法に基づく申請中だが債務に基づく支払いは引き続き行われている。
D	債務不履行に陥っている。

S&P社の定義を参考に著者が作成したもの

実は、社債の格付は、米系と日系の格付機関とでは、異なることが多いんです。同じ会社でも、米系の評価のほうが二～三段階（ノッチといたりします）低いことが通例でした。

これは、日本では、金融機関が、経営不振企業に対して、法的整理よりも債権放棄や債務の株式化などで支援することが多く、社債が債務不履行（デフォルト）になる可能性が欧米に比べて圧倒的に少ないという事情によります。事実、日本企業の社債でスタンダード & プアーズが投資不適格と格付けしているものがデフォルトになったケースはありません（S&P 2004 年 12 月発行日本におけるデフォルト・格付け推移調査）

つまり、日系の格付機関は、こうした日本独特の事情を格付けに反映していると思われる。しかし、ここに来て、米系の格付機関が、日本の債権放棄型の金融支援を格付けに反映し始めるという動きも出てきています。

実際に、みずほ証券の調査（2004 年 1 月現在）によると、同じ企業の格付比較では、R&I とムーディーズの格付格差が 5 年前には、平均 2.75 ノッチだったのが 1.88 ノッチまでに縮小しています。

社債の格付は、投資家の投資判断材料になるだけでなく、社債発行時の発行条件の決定にも大きな影響を与えます。社債の利率（クーポンレート）は、LIBOR などの基準金利にスプレッド¹を上乗せする形で提示されます。それぞれの社債につけられたスプレッドは、社債の格付けが低くなればなるほど、高くなります。

社債の格付けが低い、つまり信用リスクが高ければ高いほど、投資家が高いリターンを要

¹ LIBOR (London Interbank Offered Rate) ライボーといひます。ロンドンの銀行間市場の貸出金利で、代表的な変動金利として使われています。通常、この LIBOR を基準金利として、いくらか金利を上乗せしたものを変動金利とします。この上乗せ分をスプレッドといひます。

求するのは、あたりまえのことです。先に述べた BB 以下の投資不適格銘柄は、ハイ・イールド（高利回り）債、あるいはジャンク・ボンド（Junk Bonds）と呼ばれています。

このように格付は企業が発行する債券の償還能力を評価したものです。決して、企業価値や成長性を評価するものではありません。ですから、たとえ、成長性が低くても、キャッシュフローが安定しているほうが格付の観点から言えば、好ましいのです。

ところが、最近では企業の将来性、成長性も含めた総合評価と同様に考えられることが多く、格付機関による格付の引き上げや引き下げが株価にも影響を及ぼすようになってきました。

最後に、スタンダード&プアーズが行った「日本におけるデフォルト・格付け推移調査」を紹介したいと思います。下図は、金融機関や保険会社を除いた事業会社の平均累積デフォルト率です。累積デフォルト率とは、これから何年かの間にデフォルトが発生する確率のことです。

日本企業の平均累積デフォルト率（除く金融機関）

格付け	1年間	2年間	3年間	4年間	5年間	6年間	7年間
AAA	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
AA	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
A	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
BBB	0.00	0.00	0.15	0.77	1.79	3.54	11.63
BB	0.17	2.01	4.28	5.97	9.04	13.37	13.97
B	3.73	7.79	10.59	14.19	18.14	23.20	23.20
CCC/C	44.21	68.57	83.19	83.19	-	-	-
投資適格	0.00	0.00	0.04	0.18	0.34	0.54	1.08
投機的	3.05	6.51	9.52	11.73	14.93	19.28	19.76
格付け全体	0.82	1.72	2.46	3.00	3.62	4.21	4.74

日本におけるデフォルト・格付け推移調査/Standard & Poor's (2004年12月1日)

たとえば、BBB の格付けの会社が 5 年の間に倒産する確率は 1.79% となります。この表から、格付けが高いほど、デフォルトする確率が低く、反対に格付けが低いほど、デフォルトする確率が高いことがわかります。

また、投資不適格である BB（ダブル B）以下になるといっきにデフォルト率が高くことも見てとれます。

社債の格付が、社債発行時の発行条件に影響を与えるカラクリを考えてみましょう。先ほど述べたように、社債の格付けが低くなればなるほど、社債の利率（クーポンレート）は、高くなります。これは、デフォルト率に関係があるのです。

例えば、あなたがある企業の社債への投資を検討しているとします。償還期限は 1 年、あなたは、格付けから 1 年間のデフォルト率を 5% と推定しました。この社債の利率はいくらが妥当でしょうか？ ちなみに、このときのリスクフリーレート（国債金利）は、2% とします。

ここで重要なことは、社債への投資と国債への投資の期待収益率が同じになるように市場裁定が働くということです。つまり、社債投資の期待収益率が国債投資の期待収益率よりも低ければ、誰も社債に見向きもしませんから、企業は利率を上げざるを得ません。

反対に、社債投資の期待収益率が高い場合は、リスクフリーレートで借入をして、社債に投資することで労せずして儲けることができます。したがって、最終的にバランスがとれたところで、落ち着くわけです。

先ほどの例で、具体的にみていきましょう。1 円を国債に投資した場合に、1 年後のあなたの受取額は、 $1 \text{ 円} \times (1 + 2\%) = 1.02 \text{ 円}$ となります。社債に投資した場合は、社債の利率を $r\%$ とすれば、 $1 \text{ 円} \times (1 - 5\%) \times (1 + r\%)$ があなたの受け取れる額です。

「社債への投資と国債への投資の期待収益率が同じ」とは、 $1 \text{ 円} \times (1 - 5\%) \times (1 + r\%)$ が、1.02 円に等しいということです。

$1 \times (1 - 5\%) \times (1 + r\%) = 1.02$ を r について計算すると $r = 7.368\%$ と計算できるわけです。リスクフリーレートの差、つまり 5.368% が投資家の要求するリスクプレミアムだということです。