

角川総一の 金融 逆さメガネ

前の主旨は以下のとおりだった。

- ① 額面100万円程度の個人向け社債が数多く発行されるに至った。
- ② それらの銘柄は原則としてすべて証券取引所に上場されていない(非上場)。
- ③ ところが、個人向けであろうとなかろうと、社債なるものは、満期償還以前においても投資家の希望に応じて換金できるという流動性を持つことが必要。
- ④ しかるに、現実問題として、いくら価格でなら換金できるかのメドが示されていない。

第7回

「個人向け社債は満期前に市場価格で換金できる」は正しいか？

(後編)

個人向け社債の店頭気配値が公表されているが、銘柄によっては証券会社による開きが大きく、適正時価を見極めにくい。さて、そこから得られる教訓は…。

これは額面5億円程度の機関投資家による大量売買を想定したうえでの価格であり、この価格は個人投資家の換金価格としては使えない。

⑥ こうした状態では、個人投資家の信認を獲得することは難しい(との危惧を証券界は持つに至った)。

で、ここからが今回の本論。そこで、これに対処するために日本証券業協会は、2003年4月30日から「個人向け社債等の店頭気配」の公表に踏み切ることになった。

ここでは、個人向けに販売された主要な銘柄について、各証券会社から主幹事会社を中心に報告を求め、各証券会社が持ってきた値段、利回りを、そのまま機械的に並べるとい形式が採用されている。

個人の購入が多い、社債と円貨建て外債についての気配値公表があった。原則として毎営業日に、図表に挙げたようなスタイルで、WEBサイトを通じてディスクローズされている。

銘柄格が劣るほど各社報告値には開きが…

では、これは多少なりとも、個人が引き受けた社債等を満期前に換金する際のメドになり得たか。結論から言うと、これでは十分役に立つとは言えないのだ。

ご覧いただくと分かるはずだが、銘柄格が悪ければ悪いほど(格付けが低かったりして)、価格を報告している証券会社によって値段に大きな開きがある。その極端な例が「円貨建て外債」だ。

例えばブラジル国債10回債は、償還期日が2006年3月22日で4.75%のクーポン。どれがこの証券会社かは分らない。1番高いところは99円74銭(4.907%)、1番安いところは95円66銭(4.490%)。これでは実勢がどこにあるのか分からない。つまり「適正な時価」を見定めることが極めて困難、いや事実上不可能なのだ。株式や投資信託でこんなことが行われていればどうだろうか？

つまり、個人が購入する社債に

報告値以下でしか実際には換金できない

では問題点はどこにありや？

まず1つは、各銘柄ごとに各証券会社からの報告値(価格、利回り)が個別に記されるが、それぞれが具体的にどの証券会社であるかが特定できないこと。

一般には購入した先の証券会社に売却することになるだろうが、2社以上からの報告が寄せられている銘柄については、自らが購入した先の証券会社の価格を特定できない。

電力会社の社債(電力債)など比較的格付けの高い銘柄については各社の報告値の差は小さいが、低格付け銘柄は相当価格の開きがある(ブラジル債に至っては「んでもない!」と評すべきほどの価格差だ)。

2つめは、ここで記された価格はあくまで「売り」「買い」の仲値であるということ。つまり、常識的に言うと、顧客が証券会社に売却する価格はここで示された価格より1円数十銭以上は低いはず

なのだが、そのスプレッドが個別銘柄ごとどの程度であるかを計る術がない。しかもその感覚については、各証券会社ごとに相当異なる。

期間途中で100万円程度の社債を換金のために売りに行けば、当の証券会社は多分こう言うだろう。「私どもが提示している仲値よりも低い価格でしか買い取れないのは当然です」「ただか100万円程度の債券を買っても、流動性がないためコストがかかる。これは相当下の価格でなければ買い取れませんよ」と。

こう考えると「途中ででもその時々時価で換金できる」と言っているのだから、

とりあえず、今回のテーマから得られる教訓は次のとおりだ。

- ① 個人が社債を購入するに際しては、まず満期まで保有することを前提とすべし。
- ② 途中で売却する可能性があるなら格付けの高い銘柄に限ること。
- ③ やはり株式や投資信託とは異なる債券は一物一価ではなかったのだ。

図表 個人向け社債等の店頭気配情報(一部抜粋) 2004年6月7日発表 日本証券業協会

銘柄名	償還期日	利率(%)	単 価 (円)				報告社数
			単	利	利	回	
大成建設20	2006/11/15	1.5	102.28	102.2	-	-	2
鹿島建設23	2005/8/3	0.86	100.69	100.68	100.57	-	3
パナホーム1	2006/2/27	1	101.2	100.91	100.91	100.73	4
アサヒビール24	2007/3/27	0.45	100.17	100.08	100.08	99.99	4
アサヒビール25	2008/5/12	0.61	99.93	99.92	99.88	99.88	5
大王製紙7	2006/5/19	1.7	100.96	-	-	-	1
三井化学30	2006/12/8	0.5	100.26	99.81	-	-	2
ジャックス2	2007/10/31	1.38	101.36	101.24	101.02	101.02	5
オリックス65	2005/8/2	0.58	100.38	100.38	100.38	100.37	6
東北電力409	2005/6/24	0.2	100.13	100.12	100.12	100.12	6
東北電力413	2005/12/22	0.2	100.09	100.08	100.07	100.07	5
ブラジル国債10	2006/3/22	4.75	99.74	98.69	98.64	98.49	6
ブラジル国債11	2007/4/10	4.75	99.09	97.99	97	96.31	4

ついでには、いったん発行された後は、時価があつてなきがごとしなのだ。このような有り様で、「いつでも時価で売却することにより現金化できる」と言っているのだろうか。我々はこのような場合、「定性的に判断するのではなく、定量的に判断できる材料があつて初めて分かったと言える」ことを知る。

要するに「いつでも時価で売却することができるといふことは教科書的には正しいのだが、現実的には非常にこの言葉は無効だと言わざるを得ない。」