

2. 基調講演



金融庁総務企画局
審議官 長谷川 靖 氏

(1) はじめに

今回のフォーラムは、社債市場活性化に向けたこれまでの議論や取組みの成果を踏まえつつ、足下のマイナス金利政策の導入等、社債市場を取り巻く環境の変化も勘案しながら、我が国の社債市場の更なる活性化に向け、市場関係者や有識者の方々が一同に会し、意見交換や情報交換、さらには課題共有を行う場と考えている。是非、この機会を利用して、関係者間で有意義な意見交換や情報交換、さらには今後の取組みの方向性も含めた課題の共有が行われることを期待したい。

(2) 我が国の社債市場の現状と課題

我が国の社債市場は、様々な制度改革 - 例えば、平成5年の発行限度規制の撤廃、平成8年の適債基準の撤廃、平成18年の社債券の電子化等 - の効果もあり、現状、企業の資金調達のための自由で効率的な市場として相応の発展を遂げていると言える。

しかしながら、主要先進国の社債市場と比較すると課題は多い。主な課題を3点挙げると、第1に、我が国の社債の発行市場は、経済規模に比べて小さく、ボリュームにおいて厚みに欠けるという点である。例えば、平成27年末でみると、米国の場合、社債の発行残高は983兆円、GDP比では45%に上るのに対し、日本の場合、発行残高は米国の10分の1以下の57兆円、GDP比でも米国の約4分の1の11%に留まっている。

第2に、我が国の社債市場は、多様性という点でも厚みに欠けるという点である。欧米では、低格付の企業も含め、多様な企業が活発に社債を発行しているのに対し、日本の場合、発行企業は格付が相対的に高い企業が中心であるとともに、一部の業種に留まっ

社債市場の活性化に向けたフォーラム 講演録

ている等、多様性という点で厚みに欠ける市場となっている。例えば、格付がBB以下の企業の社債は、米国は銘柄総数の2割に上るのに対し、日本では発行事例がない。

第3に、社債の流通市場における流動性の低さという点でも、厚みに欠ける点である。例えば、米国における社債の年間売買高が約800兆円であるのに対し日本はその50分の1以下の12兆円に留まっており、この点は、国債の流通市場と比べると特に際立っている。また、社債の流通インフラとして欧米では一般的な社債のレポ市場が日本では整備されていない点も課題として挙げられる。

以上より、我が国の社債市場は、発行市場・流通市場ともに規模が小さく、発行企業も一部の優良企業に限定されている等、厚みと多様性に欠ける点が最大の課題であると言える。したがって、我が国の企業の資金調達手段の多様化や投資家の投資運用機会の拡充・多様化を図っていく観点から、今後、我が国の社債市場がより一層、厚みのある、そして多様性に富んだ市場として活性化していくことが望まれる。

企業は、創業段階から成長・成熟期を経て事業再生や第二創業等、様々なライフステージにおけるその時々ニーズに応じた最適な資金調達方法を必要とする。例えば、リスクの高い創業段階では、一般的にデットよりもエクイティによる資金調達の方が適しており、また、短期の運転資金は一般に銀行借入れが適しているが、設備投資向けの長期固定金利の調達は、銀行借入れより社債の方が適している場合も多い。

しかし、現状、我が国の大半の企業は、銀行借入れに依存した間接金融中心の資金調達構造となっている。これは、家計の金融資産の大半が現預金となっていることと裏腹の関係である。銀行に預金が集まり過ぎたことが、銀行の低金利による貸出の拡大に拍車を駆け、その結果、企業の資金調達は銀行借入で十分間に合い、社債発行のニーズを弱めているという側面もある。

この点、金融庁としては、家計の安定的な資産形成を目指すとともに、企業へのリスクマネーの供給を強化する観点から、現在の現預金に偏った家計の資産ポートフォリオについて、リスク性資産に振り向けることにより、より良い資金の流れを作り出すことを目指して、様々な取組みを行っている。例えば、家計におけるNISAの普及・拡大や企業におけるコーポレートガバナンスの強化、金融仲介業者におけるフィデューシャリーデューティの徹底等である。

なお、ここでのリスクマネーとは、基本的に、エクイティを念頭においているが、デットについても、今後、社債等の市場を通じた直接金融のルートを太くしていくことは、

様々な観点からメリットがあると考えられる。

例えば、資金調達を行う企業サイドからすれば、設備投資等のための長期固定の借入れは、負債サイドのデュレーションの短い商業銀行は、金利リスクを取るにしても限界があるため、社債での調達が適している場合が多い。また、信用リスクの高い企業が借入れをする場合、元本保証の預金を原資とする銀行からの貸出が難しくても、多様なリスクアピタイトを有する投資家が存在する社債市場においては、リスクとリターンを勘案した上でリスクを取ってもよいという投資家が存在するかもしれない。さらに、社債等の市場を通じた資金調達は、市場を通じた企業のガバナンス強化にも資することになる。

また、現状、我が国の債券市場は専ら国債が中心となっているが、資産運用を行う投資家サイドからすれば、現下の超低金利の状況の中で様々なリスクプロファイルを持った厚みのある社債市場が整備されることは、投資運用機会の拡充・多様化にも資することになる。

さらに、金融システム全体からみても、企業金融の大半を銀行借入に依存している現状は、あまりにも銀行部門にリスクが集中することになり、90年代の我が国の不良債権問題や金融危機の反省を踏まえると、金融システムの安定性の観点から問題がある。

このように、我が国の社債市場をより厚みのある、多様性に富んだ市場として活性化していくことは、企業の資金調達手段の多様化や投資家の投資運用の拡充・多様化に資することになる。さらに、銀行等の間接金融中心の資金の流れから市場型金融も含めたバランスの取れた資金の流れに変えていくことにより、我が国の金融システムの安定性確保と市場の規律を通じた企業のガバナンスの強化、さらには我が国資本市場の機能強化と経済の活性化にも資するという意味で大変意義のあることであると考えられる。

(3) 課題への対応

我が国の社債市場の活性化は重要な課題であり、これまでも日本証券業協会を中心に、市場関係者や有識者の方々の間で精力的な取組みが行われてきた。

1点目は「社債管理人」制度の創設である。信用リスクが相対的に高い企業も含め、多様な企業による社債発行を可能にし、投資家のすそ野を拡大していくためには、社債権者の保護の仕組みが重要であるが、現状、会社法上、社債管理者の設置が義務付けられていない機関投資家向けの社債について、デフォルトした際の社債権者の債権保全の仕組みが整備されていないという課題がある。これまで関係者間で協議された結果、社債

管理者の設置が義務付けられていない社債について、契約により任意で「社債管理人」を設置することとし、発行企業にデフォルト等が生じた場合の債権保全を中心に、その具体的な業務内容等について取りまとめられた。

また、併せて、発行企業のデフォルトや債務再編等の重要情報が適時適切に社債権者に伝達されるよう、証券保管振替機構のシステムを活用した社債情報伝達サービスが整備され、本年4月から稼動を始めた。こうした取組みは、現行法制度の下で、関係者間の協議により、契約ベースで柔軟な対応が図られたものとして一定の評価ができるものと考えており、今後、実務において定着することを期待する。

2点目は「コベナンツモデル」の策定である。企業の状況や投資家のニーズに応じて柔軟かつ適切にコベナンツを設定することも重要であり、米国の事例等を参考に、コベナンツのモデルや参考事例集が策定・公表された。今後、実務の中でコベナンツの活用が図られていくことを期待している。

3点目は社債の価格情報インフラの整備等、社債の流通市場の整備である。我が国の社債の流通市場の活性化を図るためには、社債の取引情報を公表することにより、社債の価格情報の透明性を高め、信頼性を確保することが重要である。こうした観点から、欧米等の事例も参考に、昨年11月より、日本証券業協会が自主規制規則に基づき、会員証券会社に対し社債の取引情報の報告を求め、取りまとめた結果を翌営業日の朝9時までに公表することとされた。また、気配値である公社債店頭売買参考統計値についても、社債市場の透明性・信頼性向上の観点から検討が行われ、所要の措置が講じられた。こうした取組みにより、我が国の社債の流通市場の透明性・信頼性や利便性が高まり、流通市場の活性化が図られることを期待している。

これら一連の取組みについては、既に実施されているものもあれば、なお継続して検討していくべきものもある。

今後とも関係者による地道で着実な取組みが重要になると思われる。

(4) 東京プロボンドマーケット

東京プロボンド市場は、我が国の国際金融センターとしての魅力を高め、海外の発行体による資金調達と海外投資家による投資を呼び込む取組みの1つとして、プロ向け市場創設に係る平成20年の金商法改正を受け、平成23年に創設された。

東京プロボンド市場では、開示基準が大幅に緩和されるとともに、英文開示も認められており、創設後の上場件数についてみると、平成23年の創設から平成26年度までの4

年間では 11 件に留まっているが、平成 27 年度は 1 年間で 12 件が上場する等、近年、上場する債券の数は着実に増加している。

東京プロボンド市場における上場及び発行実績が拡大することにより、東京市場の存在感を高めるとともに、海外発行体の調達が多様化及びプロ投資家の投資先の多様化に資することを期待する。

(5) おわりに

冒頭申し上げたとおり、本フォーラムが、我が国の社債市場の活性化に向けて、関係者間で今後の取組みの方向性も含めた課題共有を行う、実りある会議になることを期待する。