

## 「第1回 社債市場の活性化に関する懇談会」議事要旨

日 時 平成21年7月16日(木)午後1時～同2時40分

場 所 日本証券業協会 第1会議室

### 議事概要

#### 1. 安東会長挨拶

- ・ 社債市場は、企業の資金調達手段としても、投資家の運用手段として重要なインフラでありながら、我が国の社債市場は厚みが十分ではなく、社債市場の活性化は、我が国の経済の再生・活性化に極めて重要な課題である。
- ・ 昨年秋以降の金融危機においても、社債市場の重要性が改めて明らかになった。
- ・ 懇談会では、21世紀にふさわしい社債市場のあり方、活性化に向けた取組について、幅広い視点で、ご議論、ご提言をお願いしたい。
- ・ 懇談会での議論や提言は、本協会や証券界の施策、各方面への働きかけなどの基礎となるばかりではなく、広く企業や投資家が社債市場に関心を持ち、社債市場の機能強化や活性化に向けた議論の呼び水となることを期待している。

#### 2. 福井座長挨拶

- ・ 今回の金融経済危機の中で海外市場、日本市場ともに、機能停止と言えるような苦しい状況に陥ったわけであるが、今徐々に回復している過程であると認識している。
- ・ 資本市場については、単に元に回復すれば良いということではなく、今後長い目で見て、基本的な機能を更に向上させていくことが非常に大事である。とりわけ、社債市場の活性化に向けて、どこにどのような問題があり、今後どの点に力を入れて取り組んでいけば、我が国の金融・資本市場の柱となるような一層素晴らしい社債市場ができるのか、戦略的なアプローチを行うべき段階である。
- ・ より広く世界的な視野から言えば、今回の金融経済危機の経験からみても、世界全体の経済の軸は、ゆっくり西から東へ、日本を含むアジアへ移ってきており、今後もその傾向は続くだろう。アジアの経済は、地球上の経済全体に占めるウエート、そして牽引力の面でも、その比重がだんだん大きくなっていくものと考えられる。

- ・ アジア諸国の経済は、引き続き実体経済の面で相互依存関係をより強め、ネットワークの効用の強い経済にしていくことになると思う。これと裏腹の関係で、金融・資本市場が十分に機能を発揮し、実体経済と金融・資本市場が、サイド・バイ・サイドで相互に良い効果を及ぼし合うよう、しっかりとした体制を構築していくことが非常に重要である。
- ・ つまり、安全資産からリスク・マネー、その間にリスク度に応じたスペクトラムが精緻に築かれ、かつ、長期・短期と期間的なストラクチャーも万全で、必要なリスクプロファイルを備えた資金が市場の中でいつでもアベイラブルである体制を適切に構築していく必要がある。
- ・ 貯蓄率が総じて高いアジアの中で、これまでも、日本は、アジア諸国に対して、社債市場あるいは株式市場全般にわたり、機能向上のための努力の中核として活動してきており、今後その努力を一層強めていかなければならない。
- ・ 今回、社債市場の活性化に向けた努力を強化する動きが市場関係者の中から出てきたことは、日本にとって、非常に意味のあることであり、是非、この気持ちを現実の成果として結びつけていかなければならない。座長として、全力を尽くし取り組んでまいりたいので、是非とも、皆様方のご協力をお願いしたい。
- ・ 懇談会では、市場関係者の皆様方、それから行政当局、日本銀行の方々にもご出席いただいているが、既存の枠や考え方にとらわれず、官民挙げて一体となり政府の検討の場ではできないような踏み込んだ議論を行い、最終的な成果に結びつけたい。

### 3. 社債市場の現状及び活性化に向けた課題について（意見交換）

第1回会合ということで、社債市場の現状及び活性化に向けた課題について、次のとおり、各委員・オブザーバーから、全般的に自由な意見交換が行われた。

#### (1) 全般

- ・ 平成5年の商法改正による社債発行限度額、受託会社制度の撤廃や、証券受渡決済制度の改革により、制度面では欧米と遜色がないものとなり、以前と比べて機動的かつ低コストでの社債発行が可能となったが、現在の日本の社債市場は、米国との比較でも発行額、売買高とも規模が小さく見劣りする。
- ・ 今後、社債市場へ参入する投資家の厚みを増して、昨年金融危機のような状況下でも、発行会社が起債できるような環境の整備が必要である。
- ・ 社債の適債基準等が撤廃され、現在社債市場において残されたインフラの問題は、税制、決済システム、引受審査等があるが、こうした制度の見直しだけでは社債市場の活性化の問

題は解決できない。

- ・ 日本の社債市場は、現在、発行体、投資家とも、非常に参加者が限定されている。一方、個人や年金などの巨額な資金を有するが社債の保有が少ない投資家が存在する。
- ・ 日本の社債市場の活性化に向けては、制度面、市場関係者において、グローバルなプラットフォーム化を進めて行く必要があり、特にアジア市場との関係まで踏み込んだ議論が必要である。

## (2) 発行市場

### 機関投資家、海外投資家の投資スタンス

- ・ 日本の社債は、発行ロットが100～200億円程度と規模が小さく、海外投資家が50～100億円ロットで買おうと思っても買えない。
- ・ 日本の社債市場では、機関投資家が思ったほど社債を買うことができない。発行市場では募集後すぐに売れてしまい、セカンダリーでも買えない。
- ・ 機関投資家は、一般に、優良企業の社債への投資や、満期保有を前提とした投資行動ではあるが、社債投資に対する潜在的な需要はある。

### 発行体によるIR活動

- ・ 特に日米で経済環境が急速に悪化していく状況下で、発行会社のIR活動により業績見通しや資金繰りの状況などを聞いてみたいという投資家が増えている。
- ・ ユーロ債を発行し債券の海外IRに積極的な日本企業も出てきている。
- ・ 株式ではIR活動が一般的であるが、社債のIR活動は日本国内ではほとんど行われてこなかった。今回、機関投資家からの社債IRへの要望が多いことがわかった。社債のIR活動などにより、投資家に経営方針を理解してもらうなど、発行会社の工夫により投資家との間で双方向のコミュニケーションを図ることが必要ではないか。

### 社債発行

- ・ 発行者（借入側）から見れば、利率設定を許容せず、適切なスプレッド体系が形成されていない現状に対して、どう変えていくかという議論が必要である。
- ・ 日本の市場は海外と比べて特殊性や違いがある。例えば、社債とローンの効率性については、日本は社債の効率性が低いことが目立ち、改善していく必要がある。
- ・ 金融機関の貸付は、意外に機動性が高く、コスト面において融通が利くことから、企業

は、社債より借入れを選好する面がある。社債市場の活性化は、社債と貸付との魅力の競争という面もある。

- ・ クレジット・リターンの観点から見れば、直接・間接金融の区分でなくクレジット市場全体の問題である。

#### 低格付社債（ＢＢＢ格等）

- ・ ＢＢＢ債は、期待収益に見合うため注目をしているが、そのようなスプレッドがある銘柄は非常に限られている。
- ・ 社債は信用動向に左右されるため、リターンを狙うには十分な分散投資が必要となり、そのためには発行銘柄を増やしていくことが必要である。
- ・ 米欧では低格付の社債でも値段が付き発行されるが、日本では低格付債は値段が出せないという日本固有の問題がある。
- ・ 社債市場でＢＢＢ債が発行されないのは、クレジットに見合うスプレッド体系が形成されていないという日本特有の体質がある。こうした問題に踏み込んだ議論が必要である。
- ・ 柔軟なプライシングができれば、低格付社債についても投資家は必ず存在するのではないか。

#### ファンジブル債

- ・ ユーロ市場では、一般的にファンジブル債（銘柄統合債。セカンダリーで流通している既発債をベースに、同一のクーポン、償還期限で金額を増額する債券）が発行されているが、日本では投資家が新発債を100円（額面）で買いたいという意向が強く、未だ発行されていない。また、ファンジブル債は、既発債をベースにするため、値段が分かりやすく流動性が高い。

#### 開示制度、証券会社の引受審査

- ・ 昨年度から、有価証券報告書、半期報告書に加え、四半期報告書の開示が義務化されたことにより、起債可能な時期が狭まり特定の時期に起債が集中化する傾向にある。四半期報告書の開示後も、有価証券報告書、半期報告書と同様に継続開示審査が必要であり、今後、継続開示審査のあり方について検討が必要である。
- ・ 発行会社の事務負担を軽減しつつ、投資家の利便性を向上させ、機動的な発行が可能となるよう、新たな開示制度の下での証券会社の引受審査等のあり方について議論が必要である。

## 個人投資家

- ・ 社債市場におけるリテール(個人投資家)の存在感が増し、新しい投資セグメントへのシフトが起き、今までと違った投資行動が起これつつある。今後は国内外のスプレッドの動き方もこうした投資家層の動きを反映することになるため、新たな投資家層を踏まえた議論を行う必要がある。

## 格付

- ・ 今回の世界的な金融危機の局面において、海外の金融機関債やソブリン債において、必ずしも先見性のある格付ができなかった。
- ・ 金融危機の後では起こりがちなことではあるが、現在、国内の社債発行市場では、シングルA債までは発行可能な状態であるが、B B B債では鉄道などの一部の業種を除き発行が難しい状況にある。さらにB B債以下では平常時でも発行ができないという構造的な問題がある。低格付社債の発行活発化には格付の信頼性向上も重要で、それには格付会社の努力が欠かせない。
- ・ 格付は資本市場のインフラとして定着したが、戦後最大の経済金融危機の中、発行会社の間で、経費節減のため格付依頼先を絞り込むといった動きも出ており、発行会社によっては、投資家が複数の格付けを比較し参照することができないという弊害が生じている。格付の適切な利用について、市場関係者による議論が必要である。

## 証券会社の仲介機能

- ・ インターメディアリー(仲介者)として、今後一層多くの企業に詳細な情報開示を促し、「よく分からないから社債投資ができない。」といった投資家層を少なくしていく必要がある。
- ・ 仲介者は、発行会社の状況について、できる限りタイムリーかつ公平に伝えていく必要がある。社債市場の制度や市場慣行の見直しとともに、様々なタイプの投資家に起債を促していく必要がある。
- ・ 金融危機以降、社債市場では、発行市場と流通市場との間で「市場の分断化」が起きた。発行市場は一時、停止・麻痺状態になったが、その一方で、流通市場では常に売りたい人と買いたい人が存在した。分断化された社債市場における需要と供給をハーモナイズさせるためには、仲介機能の活性化が重要である。

- ・ 情報収集能力が弱い個人、セグメントに対して、適切な情報、的確な価格情報を提供することが重要である。

### (3) 流通市場

#### 投資スタイル、新たな投資家

- ・ 日本の社債市場が米国に比べて流動性が低いのは、米国ではトレーディングが主流であるのに対して、投資家の満期保有という投資スタイルに一因がある。
- ・ 今回の金融危機の中では、社債を売却する投資家がいる一方で、従来では考えられないほどの上乗せ金利がセカンダリーマーケットで実現したが、これには、機関投資家以外の従来は参加することがなかった新しい投資家からの注文があった。また、個人向け社債も格段に増えていることから、日本の社債市場のプライシングモデルは米国型になる可能性がある。

#### 店頭市場と取引所市場

- ・ 現在、取引所には国債の上場市場があり、かつては社債も上場されていたが、債券の流通市場の中心は店頭市場で、取引所は換金の場である。債券の店頭市場では、ロットや証券会社によって債券の価格が異なるのが普通で、どんなに大口のロットでも一単位あたりの価格が同じ取引所の株式市場とは異なり、その是非等についての議論も必要である。

#### 社債レポ市場

- ・ 米国では社債市場の厚みがあり、レポマーケットは400兆円と、日本に比べてはるかに大きく、レポの担保も2割がMBS、1割が一般債と、国債が大半の日本とはかなり異なっている。
- ・ レポ市場が未整備のままでは、値付業者はショートポジションが構築できず、結果として、顧客の取引コストが増大し、投資家にとって使い勝手の悪い市場になる。
- ・ レポ市場の整備、業者間のポジション調整などにより仲介者が需給をつなぐことができれば、仲介者にとってもインセンティブが働く。

#### フェイルの問題

- ・ フェイルを全く許容しないマーケットでは流動性は望めない。

#### 社債市場の基礎データ及び市場関係者・投資者向け情報

- ・ 現状では、海外投資家は、日本企業のクレジット分析をするための情報や、ツールを十分持たず、日本企業の担当者も少ない。

#### (4) デリバティブ市場

- ・ 現物市場とデリバティブ市場(CDS)の関係では、デリバティブ市場の大きな動きに現物市場が付いていけないという問題が提示されるが、本来の市場機能を発揮させるためには、現物市場とデリバティブ市場との橋渡しが課題である。国債市場でも90年代は先物市場と現物市場との乖離があったが、市場の成熟によって連動するようになっている。

#### (5) 決済システム

- ・ 一般債の振替制度の開始から3年が経過し、現在、国内における公募・私募の一般債(サムライ債を含む)は約70,000銘柄、残高は240兆円にのぼっている。ただ、海外との比較において、振替機関が提供する付随サービスの面で及ばない点もあり、引き続き関係者の利便性向上に努め、充実したインフラにしていきたい。
- ・ 日本国内で発行された社債はユーロクリアのアゲンスト・ペイメント銘柄(取扱可能銘柄)にもなっていない。また、日本の決済制度は米国の決済制度と異なり海外の投資家から見れば使い勝手が悪い。
- ・ 決済機能などの整備が図られて仲介者が需給をつなぐことができれば、仲介者にとってもインセンティブが働く。

#### (6) 税制

- ・ 海外投資家の積極参加が社債市場活性化の大きな鍵の一つであり、非居住者の税の取扱い(非居住者向け国内社債利子・民間国外債利子の非課税措置、金融所得課税の一本化に向けた社債利子等の取扱い)を早急に改善していく必要がある。

#### 4. 「社債市場の活性化に関する懇談会ワーキング・グループ」の設置

懇談会の下に、社債市場の活性化に向けた課題の整理及び取組について検討を行う「社債市場の活性化に関する懇談会ワーキング・グループ」(主査:吉野副座長)を設置した。

## 5. その他

第2回懇談会を9月9日(水)、第3回懇談会を9月28日(月)に開催する。

(公表資料)

- ・「社債市場の活性化に関する懇談会」の設置要綱
- ・「社債市場の活性化に関する懇談会」名簿
- ・社債市場の活性化に向けた考えられる主な検討課題
- ・日本の社債市場の現況
- ・(参考)日本、米国の社債市場の比較

以 上