

「第4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10月16日(月)午前10時~同11時30分

場 所 日本証券業協会 第1会議室

出席者 福井座長、吉野副座長ほか各委員

(有識者)

中島直孝氏 東武鉄道常務取締役

太田克彦氏 新日本製鐵執行役員(懇談会委員)

議事概要

1. 社債市場の現状及び活性化に向けた課題について

有識者から、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、配付資料等に基づき報告・説明があった後、意見交換が行われた。

(1) 社債市場の現状及び活性化に向けた課題

(社債の発行・内容及び目的)

- ・ 鉄道会社では設備投資が多いため、鉄道各社は毎年相当規模の社債を発行しており、また、鉄道会社の設備投資は比較的長期間にわたるため、可能な限り長期社債を発行したい。
- ・ 当社の場合は、現状の格付けから、中期社債の発行が中心であり、また、個人投資家を相手としたリテール3年債も継続的に発行している。
- ・ 平成11年から同20年までの借入金と社債の比率(直間比率)を見ると、当社では、借入金が7割強に対して、社債が3割弱の割合である。
- ・ 調達平均レートを見ると、借入金が社債を若干上回っているが、これは直接レートの比較であり、社債の場合は発行費として0.1%(機関投資家向け)~0.4%(個人投資家向け)が加算されることから、実質的には社債の方が若干高コストになっている。

(起債機会の減少)

- ・ 四半期開示の導入に伴う継続開示審査の長期化により、以前に比べ起債の機会が減少し、特に、多くの発行会社が3月決算であるため、特定の時期に発行が集中している。本決算(有価証券報告書提出後)については、従来どおりの継続開示審査で良いが、四半期決算(四半期報告書提出後)については、継続開示審査を簡略化し発行可能な時期を広げる必要がある。

- ・ 引受審査に当たっての公認会計士によるコンフォートレター、経営者確認書の提出等もあり起債時の審査に要する時間が相当長くなっている（約3週間）ため、もう少し監査・審査手続を簡略化してもらいたい。特に、継続的に社債を発行している企業であっても、引受証券会社から引受審査に当たって、毎回同じようなことを聞かれる。

（条件決定要素の不安定性）

- ・ 条件決定の際は、公社債店頭売買参考統計値を参考として水準が決まるとの説明を受けているが、社債のセカンダリーの取引量が非常に少ないため、その条件の水準で決められて良いのか疑問である。
- ・ 格付の透明性・納得性に疑問がある。特に鉄道業の場合、格付と投資家の目線がやや異なるとの説明を受けていることから、仮に異なるのであれば、格付の評価方法について議論していただきたい。

【意見交換】

- ・ 個人投資家向け普通社債の発行は安定的であるが、機関投資家向けの発行は引受先として銀行が中心なのか、若しくは、生命保険会社や年金なのか。
- ・ 証券会社からは、銀行や生命保険会社、年金といった属性の報告は受けてなく、また、ほとんど気にしていない。
- ・ 格付については、鉄道会社の場合、投資家が1格上に見ていると言われる。それは、鉄道会社の設備投資が目に見えるため、投資家にとって資金使途が非常に分かりやすいためではないかと予想している。
- ・ 投資家は、企業の投資行動、つまり将来の時間軸のタイムスパンで企業を評価しているが、格付会社は、数字的なデータを見てショートランで格付を行うのか。
- ・ 投資家は、鉄道会社について、公共性が高く相当の資産を持っていることや、事業そのものが安定していること、鉄道事業を理解しやすいことから安心感があると思われる。

格付会社は、鉄道会社については、人口の減少といった中長期のリスクや、鉄道会社が相当の有利子負債を抱えている状況などを勘案した上で、格付しており、説得力は高いと考えている。ただ、発行体の中長期の信用力を評価する格付会社と、個々の社債に投資する投資家の目線が異なっていることは実態としてあるかもしれない。

- ・ マーク・トゥ・マーケット（持っている資産を実際の市場レートで計算して現在価値に引き直すこと。）では、ショートランなジャッジメントが重くなってくる流れの中で、格付会

社は、その影響を全く受けていないのか。また、一般論として、ロングランな投資家とショートランな投資家に基づく格付が平行に動かなければ、格付と投資家との間でギャップを生むリスクはないのか。

- ・ 変動が激しい業態については、変化を早く織り込む格付アクションが必要になる場合もあるが、鉄道会社の場合は、安定性の高い業態であり、そのようなスタンスで格付を行っていない。鉄道会社は、一時期、相当過大な投資をして経営が相当苦しくなった時期があった。最近では財務リストラにより有利子負債を減らしてきているが、ある程度減ると、再び拡大路線に走るといったリスクを格付に織り込むことはある。
- ・ 四半期開示に伴う継続開示審査は、四半期報告書提出後となっているが、四半期決算短信と四半期報告書の数字は、ほとんど変わらないことから、各期の決算短信発表後、つまり「事実上不可能」とされている時期から継続開示審査を開始すれば、起債不能期間を短縮できるのではないのか。
- ・ 四半期決算短信と四半期報告書の提出資料は内容が異なっており、継続開示審査で必要とするのは四半期報告書であるため、起債不能期間を短縮することができないのではないかと考えている。
- ・ 現状の起債機会について四半期開示や証券会社の引受審査等に関する実務をさらに調べるとともに、継続開示審査の問題は、発行会社、証券会社、監査法人それぞれの対応が必要になると思われることから、社債市場の活性化に関する懇談会ワーキング・グループ(以下「WG」という。)において、検討を行って参りたい。

(2) 社債市場の現状と課題

- ・ 社債の発行残高は、規制緩和の歴史とともに増加しているが、今後とも、発行手続の柔軟化(起債可能期間の拡大、手続・慣行の是正等)、情報開示の充実(財務制限条項等の開示、社債IRの改善等)、流通市場、税制の整備(決済・清算機関の整備、非居住者向けの利子の非課税措置等)については、必要な市場整備の課題として残っていると考えている。
- ・ 企業の社債発行額の合計52兆円(事業会社資金調達額の14%)の購入の大宗は、銀行セクター(34兆円)及び生損保・年金等(29兆円)の間接金融から入っており、間接金融の担い手が直接金融に資金を流している面がある。
- ・ 社債とローンのコスト比較での指摘がなされるとおり、特にBBB格以下は、社債を発行する経済合理性がない状況。社債市場の薄さを物語るものであると思う。

- ・ 手続論については、四半期開示制度導入に伴い、確かに発行ウィンドウの開く期間は短くなっている。発行体としては、四半期報告書の開示審査対応や公認会計士との調整事項について善処し、少しでも起債機会が増加するよう前進していきたい。一方、四半期開示審査の簡略化・効率化及び発行手続の効率化については、市場関係者に努力して欲しい。
- ・ 日米の社債市場を比較すると、日本の金融機関と企業の関係が良好であることや金融機関が産業資金を供給してきたことなど、日本の良い面を生かしながら、社債市場がもう一段活性化・厚みを増すこと、そのための努力を続けていきたい。
- ・ 発行体ができることとしては、社債をある程度継続して発行することが大切であり、開示の問題も重要である。銀行との財務制限条項を社債投資家が見られるように適切に開示していくことも、発行体にとって課題である。さらに、社債IRにも取り組んでいく必要があると思う。

【 意見交換 】

- ・ 投資家については、銀行を中心として、生命保険、年金、外国人、個人といった区分ができるが、様々な投資家を育成するため、それぞれのニーズに応える多様な社債を発行することは可能か。つまり「投資家を考えながら社債の種類を考える。」ことは可能なのか。
- ・ 「投資家を考えながら社債の種類を考える。」ことは可能であると思っている。当社では、超長期運用ニーズとのマッチング等を意識し 20 年債を発行している。一方、個人向け社債は発行していないが、これは、当社が B to B ビジネスであること、個人投資家とは株式を通じて接点を持っていること、発行手続きやコストの観点も含めて引受先として機関投資家を優先しているからである。いずれにせよ、今後、社債の多様化は図っていきたい。

ただし、当社のように 1 兆数千億円の有利子負債がある企業であっても、社債のワンショットの発行額は 500 億円には届いておらず、200~300 億円程度である。また、数回に分けて発行することは、流通市場にとってマイナスになることもあるため、社債の多様化と流通市場の活性化の狭間で、社債発行額を決断しているが、これらを含めて企業毎に対応できる多様化の程度については自ずと制約があることについて理解してもらいたい。

- ・ 公募市場では、様々なルールや慣行が確立されているが、例えば、プロ向け市場において、開示負担の軽減や手続の簡素化といった対応方法もあるのではないかと。つまり、既存の市場のルールを変えることと、プロ向けの私募市場を想定して別途のルールを考える方法があるのではないかと。
- ・ プロ向け市場の活用も検討課題であると思う。株式市場でも同様の議論があるが、社債市

場にもそうした議論があって良い。投資家のニーズを確認しつつ、発行体も折り合える仕組みを整備する必要がある。

- ・ 発行体から見た社債の魅力は、必要な時に必要な額を適正なコストで調達できることが大原則である。現時点における当社の調達スタンスは、普通社債を中心として、補完的に銀行借入を併用しており、つまり直接金融を中心として、間接金融をバランス良く併用している。これは、ある程度の資金規模を必要とする企業に共通しているのではないかと。
- ・ 問題は、足元の問題と中長期的に考えるべき問題に分けられるが、発行体サイド全体の資金需要や投資家サイドのリスクプレミアムを間接金融にどれくらい織り込むかといった問題は、発行体サイドとしては中長期的な視点で考えるべき問題であると考えている。
- ・ 今後、バーゼル合意の深掘りの問題等により、金融機関に対する規制のあり方が変わってくるのが予想されるが、発行体サイドにとって、間接金融の選択肢が厳しい方向に変わってきた場合、すぐに直接金融へ移行することは、相手（投資家）があることから難しい。したがって、発行体としては、中長期的な視点から直接金融の問題への認識を深めていく必要があるのではないかと。
- ・ 格付の問題は、発行体サイドとして良い格付を取得できる機関を一つ選択するのではなく、平素から複数格付を取得することへの問題意識を持つべきである。
- ・ 発行体としては、社債IRへ積極的に取り組むことや、可能であれば、平時から直接金融を利用して真摯な姿勢でマーケットとの接点を求めることが必要であると思う。
- ・ ディスクロージャーは積極的に行うが、四半期開示による起債ウィンドウの問題は、今回の議論で整理し、かつて行われていた「月末一括起債方式（起債調整の役割である起債会において、各月の起債銘柄を月1回持ち寄り、全銘柄の募集から払込までを原則同時に行うこと）」のような硬直的な起債の仕組みに後戻りしないように、少しでも機動的な資金調達に資する制度への見直しを行ってほしい。

2. 今後の検討の方向性（検討課題の整理）

事務局から、これまでの懇談会での議論等を踏まえて作成した「『社債市場の活性化に関する懇談会』における今後の検討の方向性について（案）」説明が行われた後、次のとおり、意見交換が行われた。

- ・ 発行体については、「既に社債を発行している企業」と「現在は発行していないが将来的にマーケットに参入したい企業」が存在するが、今後、将来的にマーケットに参入したい企業から見た課題等について、深掘した検討・議論も必要ではないかと。

- ・ WGでの検討の際には、将来的にマーケットに参入したい企業にどのようなニーズや問題点があるか等について、検討・議論を行って参りたい。
- ・ 生命保険会社の立場で言えば、社債は、国債プラスアルファのスプレッドが取れる円金利資産の一つとして、非常に重要な投資対象であり、社債市場の整備は非常に重要である。
- ・ 社債とローンのコストの比較では、間接金融においては、個別信用情報の充実、担保設定の柔軟な条件設定、ローンは時価評価がない、公的制度融資の充実、低コスト資金の余剰との説明があったように、調達側である発行体と資金の出し手側である銀行との間で、完全に利便性が合致しているため、直接金融サイドのリスクプレミアムが上乘せられないと考えられる。
- ・ 欧米市場における調達事例のように、日本の社債市場は、市場環境に合わせてスプレッドが伸縮する仕組みになっていないため、社債の投資魅力が沸いてこない部分もあると考えられる。
- ・ 低成長、低金利、デフレーションの中で企業成長が伸びにくく、株式が低迷しやすいタイミングにおいては、国債については金利が下がるため価格が上昇、リスク分散を行いやすいことになるが、社債の場合は株と同じように価格が下がってしまうため、リスク分散を行うにくいことがある。投資家の動きが鈍いのは、長期間に亘るデフレーション環境下であることも一つの要因あると思う。
- ・ リサーチ体制については、ある程度の規模で運用を行っている機関投資家なら相応の体制を整えている。当社の場合は融資・社債を含めクレジット評価を専門に行う部署を設置しているし、一般企業の社債以外でも例えば、RMB S（住宅ローンを担保として発行される証券）のプライシングモデルを独自に開発した上で投資を行っている。
- ・ 事務局から、今後の検討の方向性について、「今後の取組の進め方やスケジュール感についても、極力明らかにしていく。」との説明があったが、本懇談会参加者それぞれの様々な事情の違いがある中では、技術論に走っていくことになりかねないため、スタート台となる根本の構造的な問題の議論を踏まえた上で個々の議論を進めるべきだ。
- ・ 外国証券会社の立場で言えば、海外で行われていることを日本の市場にそのまま持ってきて、必ずしもうまくワークしないものがある。法律や税制といった制度面や、カルチャー、国民性、習慣も異なるため、どれが採用できて、採用できないかについて、WGで個別に調査すれば良いのではないか。例えば、発行条件の決定プロセスとしてPOT方式が紹介されているが、欧米におけるグローバル債の条件決定は、殆どPOTシステムである。POTにも様々な方式があり、発行体が投資家名とオーダー金額を見られるガラス張りの方式もある。

こうした方式を本当に日本市場へ持ち込んで実施できるのか。制度面に加え、日本の投資家の考え方として、「自分の名前を出さないでくれ。」といったことが多いのであれば、POT方式を採用する意味がない。また、流通市場のマーケット・メイク機能の充実として、引受主幹事証券会社が特定の銘柄のマーケット・メイクの義務を負うといった方策が提案されている。以前、IPMA (International Primary Market Association) は、主幹事に対して6か月、共同主幹事に対して3か月のマーケット・メイクの義務を課すルールを設けていたが、現在は行われていない。そもそも、このルールが導入された理由や、なぜ、このルールが行われなくなったのかなどの経緯について、調べてみてはどうか。

- ・ 非居住者向け国内社債利子・民間国外債利子の非課税制度に関して、スイスのアセットマネジメント会社によれば、国際的な日米欧の社債インデックスである「リーマン・ブラザーズ・ボンド・インデックス (現 バークレイ・ボンド・インデックス)」は、日本の社債のパフォーマンスに合わせると買うものがなく、その理由は税制のためと聞いている。ユーロ円債は買えるものの、ユーロ円債を発行する発行体は限られているため、インデックスに付いていくことができないようである。「もし、税制が改正されるのであれば、すぐにでも、日本の社債を組み込みたい。」と聞いており、こうした投資家がどのくらい存在するのか調査した上で、税務当局と折衝してはどうか。
- ・ 四半期開示制度導入による起債の集中化の解消や条件決定プロセスの簡略化などは、発行体からの要請が強いことが分かったため、是非、WGで具体的な検討をお願いしたい。公募市場におけるルールや慣行の見直しが難しいのであれば、TOKYO AIMの活用などによるプロ向け私募債市場も手段としてあり得ると思う。
- ・ 機関投資家の運用方針の見直しについては、低格付社債の買い手を増やすことが重要であり、それに伴い、スプレッドが下がることもあるかもしれない。現在、年金積立金管理運用独立行政法人 (GPIF) が5年に一度の運用方針の見直しを進めているほか、ゆうちょ銀行も社債投資を増やしており、日証協においても大手の投資家に対するアプローチを行ってほしい。
- ・ 社債市場の活性化、拡大を考える上では、日本の資金循環構造が直ちに変化するわけではない中で金融機関がストレスを受けると社債市場の機能が低下するという、この度の経験を踏まえて、有事に必要な備えを整備すると考えることが現実的ではないか。
- ・ 昨年来の市場混乱時にも流通利回りが非常に高くなった際に、通常時には主要な投資家として現れることのない投資家が社債を購入した事例が見られたし、また、個人向け社債の発行も進んだものの、まだまだ不十分であったということであり、通常は金融機関を中心

に、ほぼ均一な投資家で構成されている日本の社債市場ではあるが、金融機関に強いストレスが与えられた時には、代替的な投資家がすぐに十分に現われ得るという市場を作っておくべきである。

- ・ その観点からは、社債においてはデフォルト時のリスクが重要で、発行体の信用力が低下する局面でデフォルト時の分配率が、社債がローンに劣後する方向で変化していく可能性が高いという現行の慣行は、代替する投資家層の拡大を求めていく上で大きな障害となっている。
- ・ デフォルトリスクへの対応としては、ローンのコベナンツ等の開示にとどめず、ローンと社債の債務としての同一性・均一性の確保が社債市場の活性化、厚みのあるマーケットを作っていく上で重要な課題であると考えます。
- ・ 社債管理会社は、通常は不要であり、コストがかかるため敬遠されているが、個人向け社債では、社債管理会社を設置している。万が一、市場がストレスにさらされたり、発行体の信用格付が下がった際、従来の投資家から違う層の投資家へスムーズな転売がなされていくための措置として、最終的なデフォルト時における管理を行う日本独特の社債管理会社の役割は大きいので、もう一度見直すことを大きなテーマに加えていただきたい。
- ・ 現状の制度では、F A債（社債管理会社不設置債）で発行された社債に対して、社債管理会社を設置することは非常にハードルが高い。
- ・ これらの慣行を変えていくことは非常に難しいと思われるが、どのようにすれば変えられるのかといった観点から、是非、WGで検討していただきたい。
- ・ 複数格付の取得の必要性について言えば、格付が社債投資の参考情報である以上、投資家が、より多くの格付を参照できる方が望ましい。かつて、転換社債発行などの場合には、複数格付が義務付けられていた。その後、自由化が進んだ流れを踏まえれば、複数格付を義務付けることが必ずしも適切とは思わない。しかし、低格付（B B B格以下）のゾーンでは、投資家が複数格付を参照できるようにすることを考える必要があるのではないか。

【 今後の検討の方向性について 】

本懇談会の目的は、日本の社債市場の活性化を図り、国際競争力を十分に備えたダイナミックなマーケットを作ることである。今後の議論は、次の3点について確認、共通認識を持って、事務局が整理した内容に沿って進める。

社債市場について、単独で国際競争力を強くするというより、日本の金融市場全般の構造の中からダイナミックなマーケットを作りだしていくことであり、日本の金融市場全般

の構造問題に相当踏み込んだ議論を行い、考えていく必要がある。

日本の社債市場そのものの機能向上を図るため、各課題について十分検討を行い、制度整備・取組を進める。

グローバルに競争力のある市場を作っていくため、可能な限り、海外市場との共通基盤を取入れ、整備を図る。

(配付資料)

- ・ 社債市場の現状及び活性化に向けた課題
- ・ 社債市場の現状と課題
- ・ 「社債市場の活性化に関する懇談会」における今後の検討の方向性について(案)

以 上