

「第5回 社債市場の活性化に関する懇談会」議事要旨

日 時 平成22年5月25日（火）午後1時～2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
日本証券業協会 安東会長、神田自主規制会議議長

議事概要

1. 社債市場の活性化に向けて（案）

(1) 「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「本WG」という。）におけるこれまでの検討状況について、本WGの主査である吉野副座長から、次のとおり報告があった。

- ・ 本WGは、平成21年10月以降11回開催し、配付資料「社債市場の活性化に向けて（案）」（以下「本WG報告書案」という。）を取りまとめた。
- ・ 本WGでは、発行会社及び外部の有識者からのプレゼンテーションや、平成22年2月には、事務局において米国・欧州の海外調査を実施し、活発な意見交換・議論が行われた。
- ・ 我が国社債市場は、現在その規模は小さいが、発行会社のスタンスの変化や投資魅力も増してきており、拡大の余地は充分にある。
- ・ 本WGの各委員には、我が国社債市場の活性化及び国際化の推進のために、今回の提言がラストチャンスであるといった強い意気込みで、報告・提言を取りまとめていただいた。
- ・ 本WG報告書案では、「第1部 我が国社債市場の現状及び活性化に向けた課題」で我が国社債市場の現状と小規模に留まっている要因等を整理し、「第2部 我が国社債市場の活性化に向けた具体的な取組み」では、必要と考えられる具体的な取組みや今後の対応・工程表を提言しており、「第3部 今後の取組み」では、「社債市場の活性化に関する懇談会」（以下「本懇談会」という。）の下での諸施策の実現に向けた対応、必要なフォローアップなどを取りまとめた。
- ・ 具体的な内容は、事務局から説明するが、社債市場の活性化には、市場の効率性、透明性、流動性を高めるためのインフラ整備や市場慣行の見直し等が必要であり、本日は、各委員から、ご意見をいただきご議論をお願いしたい。

(2) 続いて、事務局から、本WG報告書案が読み上げられ説明があった後、次のとおり意見交換

が行われた。

【意見交換】

第1 我が国社債市場の現状及び活性化に向けた課題（全体）

- ・ 本 WG 報告書案では、我が国社債市場の活性化に向けた重要な課題が整理され、具体的な取組みが取りまとめられており、こうした取組みがすべて実行されれば、社債市場は十分に活性化し発展するのではないかと。
- ・ 本 WG 報告書案は、機関投資家の立場として感じていた我が国社債市場の発展のための様々な問題点が網羅されている。
- ・ 本 WG 報告書案は、2008 年のリーマンショック後に明らかになった社債市場の課題が幅広く取り込まれており、非常に良くまとまっている。
- ・ 本 WG 報告書案は、一つ一つの提言が非常に有意義である一方で、非常に挑戦的な内容でもある。
- ・ 我が国社債市場の活性化に向けて、是非とも一つ一つ取組みを進めていく必要がある。
- ・ 本 WG 報告書案の様々な取組みの中で、現時点において、その取組みの実現に際してハードルが高い項目、若しくは、ハードルが高い見通し（予測）の項目があれば、教えていただきたい。
- ・ 各々の項目は、今後の取組み・フォローアップが重要であり、とりわけ、今後、幅広く市場関係者から意見を求めることが重要であると感じている。
- ・ 公認会計士制度は、証券市場の存在が前提となっているため、公認会計士の立場で言えば、本報告書案の提言が実行されて、証券市場が発展することを切に願っている。昨今、国際会計基準等の導入の議論が行われている中で、マーケットがグローバル化されれば、必ずしも、我が国社債市場が選択肢とならない状況も発生する可能性があるため、日本の社債市場の発展は、日本の公認会計士制度の位置付けにとっても、非常に重要な影響を及ぼすと考えている。
- ・ 我が国社債市場を活性化するためには、社債の価格情報インフラの整備を行えば良いのか、

それとも、コベナントの付与及び情報開示が定着化すれば良いのか。各々の取組みが進んでいけば、社債市場の厚みが増していくと思われる。

- ・ 我が国社債市場は、平成5年の商法大改正を機に透明性が一気に進んだと感じている。具体的に言えば、社債発行限度枠の撤廃、社債募集の受託会社の廃止及び社債管理会社制度の導入、さらに社債適債基準の撤廃、財務制限条項の自由化などが、社債市場の自由化の改革として実施されており、今後我が国社債市場を活性化するためには、平成5年から今日に至るまでの社債市場の自由度の進展度合いを念頭に置いた上で、議論を行っていただきたい。
- ・ 本WG報告書案では、「実務慣行の形成」といった趣旨の言葉が複数個所に使われているが、平成5年以前の「社債市場の暗黒の時代」を知る者としては、実務慣行と言え、一部の市場関係者の既得権益の保護といった意味合いのケースが非常に多い。外国人投資家からすれば、「実務慣行の形成」は理解しづらいと思われるため、我が国社債市場の透明性、公平性、あるいは効率性といった観点から、公明正大な制度となるように改善措置を図っていただきたい。
- ・ かつて、起債調整を行っていた時代（昭和48年）では、月間1,000億円といったボリューム・コントロールが行われていたが、現在の起債規模は、年間10兆円を超えており、ボリュームの点で、我が国社債市場が相当大きくなったと感じている。
- ・ 我が国社債市場をさらに活性化するためには、米国と比較した場合、非常に難しい議論であると思われるが、今後、どの程度の規模の市場を想定するのか、そのために何を行わなければならないのか。これらを念頭に置くことは、議論を進める上で重要であると思う。
- ・ なぜ今「我が国社債市場を活性化しなければならない。」といった点をより明確に述べた方がよい。特に金融危機以降において、銀行貸出しが困難な状態、つまり、有事において社債市場が出勤するということを期待するのか。それとも、平時において、企業は銀行からの借入れとともに、もっと社債市場からも資金調達をも可能とするのか。高格付、低格付社債市場の活性化の議論にも関連するが、今後、本懇談会としては、どのような社債市場にするのか、どのようなビジョンを持つのかを明確に述べた方がよいと思われる。
- ・ 貸付けには、伝統的に担保が付されており、一般的に、メインバンク等は、融資先の企業が有する土地・建物等に対して、第一順位の抵当権を付けている。例えば、その企業が初めて社債を発行するときに、メインバンク等に第一順位の抵当権を付けた状態で、社債を無担保で発行するのか。あるいは、担保付社債を発行するとしても、第二順位で発行するのか。

この点は、昔は我が国独特の実務が存在したが、今後は、この問題を整理しなければ、我が国において担保付社債は普及しないと思われる。

第2 我が国社債市場の活性化に向けた具体的な取組み

I. 発行市場

1. 証券会社の引受審査の見直し

- ・ 証券会社の引受審査の見直しでは、① 社債の発行条件の決定から払込期日までの間に、四半期報告書の提出が予定される場合には、社債の発行を取りやめる慣行、言い換えれば、取りやめることを余儀なくされている問題、② 四半期報告書の提出の都度、有価証券報告書と同じレベル感の継続開示審査が行われている問題など、様々な論点が存在している。これらの論点は、平成22年12月までを目途に取りまとめが行われることとされており、問題の解決に向けて、積極的な議論をお願いしたい。
- ・ 監査法人にとっては、引受審査の際のコンフォートレターの内容に関する議論が非常に大きな論点であり、別の見方をすれば、監査法人が円滑な社債発行の障壁と見られているのではないかと危惧している。そもそも、コンフォートレターは、我が国の監査制度においてその性質が明確に定義されていない。これは我が国に限ったことではなく、世界中において、コンフォートレターの位置付けはある意味中途半端な状態である。
- ・ コンフォートレターの提出に際して、最も論点となることは、財務情報が公表された後における数値等のその後の変動の把握である。コンフォートレターについて、どの程度期待をしているのか。今後、証券会社との間で、更にコミュニケーションを図ることが重要であると感じている。
- ・ 証券会社には引受審査の責任があるが、全体的な品質管理の下で財務情報が作成され、証券会社の引受審査の簡素化・弾力化がされた場合、監査法人と証券会社の議論が減少することが期待され、今後は、円滑な社債の発行ができるのではないかと感じている。
- ・ 「証券会社の引受審査の見直し」の問題について、可能な限り、金融庁、発行会社及び証券会社との間で、コミュニケーションを強化し、円滑にコンフォートレターが提出できるようになれば良いと思う。また、海外では、必ずしも、引受審査においてコンフォートレターの提出が必要条件となっていないようであるため、公認会計士の立場としては、米国の実務等を参考として、市場関係者との間で、相互の理解を深めていきたい。

2. 社債の発行条件の決定手続の整備

- ・ 社債の条件決定の透明性を高めるため、いわゆる「POT 方式」の導入が提言されている。この制度が導入されれば、プライシングの正確性が向上し、ローンチまでの期間が短縮される可能性があることから、是非とも、積極的に議論を進めていただきたい。

3-1 コベナントの付与及び情報開示

- ・ 特に信用リスクが相対的に大きい企業の社債の発行を促すことは、我が国社債市場を活性化する上で、非常に大きな課題であると思う。標準的なコベナントのモデルを作成、例示するなどの取組みに際しては、是非とも議論に参加させていただきたい。過去、コベナントの付与の状況に関連して、格付会社等から、社債とローンの間の格差について指摘を受けたことがあった。今後の議論では、発行会社として善処できる問題は前向きに対応したいと考えている。
- ・ コベナント等の情報開示が行われれば、我が国社債市場の透明性が高まり、信用リスクの判断の材料が増えることから、社債市場の厚みを増す観点では好ましいと考える。
- ・ 今後、投資家がコベナント情報を確認の上、安心して投資できる環境が整備されれば良いと思う。
- ・ 企業、投資家及び証券会社の参考となる標準的なコベナントのモデル及び次の社債管理者の設置モデルを作成、例示することは、投資家にとって非常に有益である。各社各様にコベナント等の情報開示が行われた場合には、有益な情報が開示されているにもかかわらず、投資家にとって使い勝手が良くないといった弊害が生じる可能性があるため、可能な限り、パターン化されたモデルが作成されれば良いと思う。
- ・ 発行会社の立場として、コベナントの情報開示の負担が増えることから、本当に賛同を得られるのかといった問題は残るものと考えている。
- ・ コベナントの付与・情報開示及び次の社債管理者のあり方は、低格付社債市場の整備の問題であり、問題提起として適切な内容であると思う。この議論を行う際に留意すべき点は、重要なことは低格付社債市場の見直しであり、高格付社債市場を含めた一律の議論として検討しないでいただきたい。

- ・ 高格付社債と低格付社債を発行する各々の企業に対して、区分することなく同じ内容で情報開示を行うことは本当に妥当であるのか。社債の発行の際には、高格付社債と低格付社債を発行する企業との間で、その手続は統一化すべきであるが、情報開示には、その内容に差異（軽重）を設けても良いのではないか。
- ・ 高格付社債の発行会社の情報開示を軽くする一方で、低格付社債の発行会社の情報開示の負担を重くすることによって、低格付社債の発行の減少が危惧されるが、その場合は、仲介業者である証券会社が何らかの形でフォローできれば良いと思う。また、低格付社債市場の活性化のために、プロに限定した市場を創設することも一つの考え方であると思う。
- ・ リーマンショック後における社債の流通市場は、特に BBB 格ゾーンの取引が非常に薄くなった。今後、低格付社債市場の発行量が増えれば、我が国社債市場全体の厚みが増すと考えられるため、投資家の立場としても、社債投資が行いやすくなると思う。
- ・ 本 WG 報告書案では、最終的に、ハイ・イールド債市場について記載されていない。投資家の立場で言えば、ハイ・イールド債市場は、債券価格が 3 分の 1 や半分になることもあるため、低格付社債市場の見直しの議論の延長線上で検討することは難しいと思う。海外調査報告によれば、ディストレスト市場の存在を前提として、ハイ・イールド債市場は、円滑に運営されているとのことから、今後は、ディストレスト市場の議論を行った上で、ハイ・イールド債市場の整備に向けた議論を行う必要があると思う。

3-2 社債管理者のあり方

- ・ 歴史的には、社債管理者を巡る自由化の流れがあるものの、今後、我が国社債市場の活性化のためには、社債管理者の業務と責任を明確にした上で、米国のトラスティ型の社債管理者を参考として検討しなければならないと感じている。この議論においても、是非とも参加させていただきたい。
- ・ 信用リスクが相対的に大きい低格付社債市場を拡大するためには、米国のトラスティ等を参考として、社債管理者のあり方を検討することが好ましい。
- ・ 仮に、社債がデフォルトした場合において、社債管理者が社債権者の利益を最大化するために行動したとき、社債権者が安心してその行動を見守る仕組みが必要ではないか。会社法上、社債管理者に対して重い責務が課せられているとの指摘があることから、法務省等との

間で相談の上、その責務の重さを軽減した上で、信用リスクが相対的に大きい企業が発行する社債には、社債管理者が設置しやすくなるようにできれば良いのではないかと。

- ・ 現在、メインバンクが多くの社債の社債管理者の業務を担っている状況であるにもかかわらず、今後、本当にメインバンクは、社債管理者の立場をすべて捨てることができるのか。
- ・ 現在のマーケットを変えることは、歴史的な背景を踏まえれば、非常に困難が予想される一方、効率的かつ透明性の高い社債市場に変えていくことを求められるのであれば、何らかの取組みを行わなければならない。一つの考え方としては、現行のマーケットを変えるのではなく、新たなマーケットを創設するといった視座で検討すれば良いのではないかと。
- ・ 高格付社債の発行会社の立場で言えば、「低格付社債市場の見直しの議論において、高格付社債市場を含めた一律の議論として検討しないでいただきたい。」といった意見は、当然の主張であると思う。この主張の観点からも、低格付社債市場を見直すためには、例えば、新たなプロ向け市場を創設することが良いのではないかとと思う。本懇談会で報告書が取りまとめられた後、具体的な議論が行われる際には、プロ向け市場の創設について提言させていただきたい。
- ・ デフォルトリスクの議論に関連して、ローンの場合は、銀行が融資を行った後の債権管理という、いわゆるアフターケアが非常に重要である。社債の場合についても、アフターケアについて、社債管理者に限った問題ではなく、さらに広く社債管理の問題として、アフターケアのインフラを整備する必要があると思う。
- ・ デフォルトリスクの問題に限らず、イベントリスクが社債の発行会社に起こった場合は、どうなるのか。例えば、上場会社がMBOを行った場合に、株主が不慮の損害を蒙ったとして、裁判になるケースがある。ローンで言えば、銀行の融資実行後の債権管理の問題であろうが、社債の場合について、こうした問題についても、社債管理等の問題として、エクイティとも比較しながら、議論を深めていただきたい。

Ⅱ. 流通市場

1. 社債の価格情報インフラの整備

- ・ 今回の公社債店頭売買参考統計値（以下「売買参考統計値」という。）制度の見直しに当たっては、是非、発行会社を含めた発行市場の関係者を交えて議論を行っていただきたい。以前の平成14年の見直しでは、流通市場の関係者で議論を行ったが、当時と比べて、流通市場も成熟しており、発行条件が売買参考統計値を参考に決定されるケースも多いことから、

今後の見直しの議論に際しては、発行市場、流通市場の幅広い市場関係者の意見を集約していただきたい。

- ・ 社債の価格情報インフラの整備は、投資を促進する上で有効であり、非常に有り難い。売買参考統計値は財務諸表を作成する際に利用しているため、その信頼性が向上することは非常に好ましい。
- ・ 株式と比較すれば、社債は個別性が強い。株式（普通株）の場合は、企業が追加発行すれば、一つのプールとなるが、社債の場合は、発行毎に条件が異なるため、一つ一つ個別に異なる。この点への留意が必要である。また、ローンとの比較で言えば、ローンでは、流通市場との関係ではシンジケートローンが普及しつつあり、発行市場においてはコミットメントラインといったアレンジが行われている。したがって、我が国社債市場を活性化するためには、シンジケートローンやコミットメントラインとの関係で、連続性のあるインフラの整備を図らなければならない。
- ・ ①のハで「例えば、証券保管振替機構（以下「ほふり」という。）のシステムなど既存のシステムの活用などにより証券会社及び利用者のコスト負担の軽減を図る。」との記載は、約定から決済に至るまでのプロセスをSTP化し、決済業務の合理化を実現するために構築した決済照合システムを、価格情報インフラとしても活用できないかとの提言と理解している。一方で、社債の流通量が少ない中で、取引情報を公表することにどの程度の効果があるのかといった議論もある。どのようにインフラを整備すべきか、現行の取引量を勘案すると悩ましいが、今後も関係者による議論が継続されるとのことであり、引き続き協力させていただきたい。
- ・ 社債の流通市場が整備されれば、機関投資家としては、社債市場の発展に繋がる様々な取り組みができると思われるため、その際は、是非とも協力させていただきたい。

2. 社債のレポ市場の整備及び決済・清算システムの機能拡充

- ・ 社債レポ市場の整備では、当然にフェイルの問題等の議論も行われることとなり、非常に重要なテーマである。
- ・ 現在、社債を発行する会社が概ね300社前後に留まっている状況にある中で、将来のインフラの整備に向けて、決済・清算システムの機能拡充について議論する場合に、市場の規模

を念頭に置いておく必要がある。誰が担い手となって、誰がコストを負担するのか、難しい問題があり、ある取組みを実行する段階で、市場関係者がコスト負担を拒否するといった事態を招かないためにも、ある程度、結論を念頭に置いて議論を進めていただきたい。

- ・ 今後の社債の市場規模や市場の流動性の拡大等について、ある程度前提条件を設定しておかなければ、市場参加者としてはイニシャルコストの計算が難しい。
- ・ ほふりは、これまでの証券決済制度改革の過程において、欧米の決済制度との比較検討を行ってきており、その機能拡充の必要性について認識を持っている。一方で、指摘があったとおり、インフラの整備においては、市場の規模を念頭に置いた議論も必要である。例えば、清算機関について、一般債振替制度の導入に向けた検討においてその可否を議論したが、我が国社債市場の規模ではネットィング効果等は限られるため、必要なしと整理された経緯がある。このように、市場規模を考えると実現が難しい部分もあるが、現状で良いということではなく、今後もこの議論は継続的に行われることから、引き続き協力させていただきたい。

Ⅲ. 市場インフラ及び市場慣行

1. 税制

- ・ 「非居住者の社債利子の非課税措置」及び「金融所得課税の一体化に向けた社債利子等の取扱い」は、いずれも非常に重要な税制上の措置であり、引き続き、関係者と連携を図り、社債利子の非課税措置の定着化・恒久化、金融所得課税の一体化の促進に向けた働きかけを行う必要がある。

2. 社債の投資教育、社債市場に関する基礎データの整備及び社債 IR の推進等

- ・ 社債 IR については、発行会社と投資家との間で、双方向の意見交換の機会が非常に増えた。金融危機後、割と早期に社債市場が機能を始めたのも、過去のこうした地道な取組みが活きたとも言える。今後取り組むべき社債 IR の課題は多くあると思われるが、発行会社の積極的な社債 IR の取組みは、随分進歩してきたと感じている。

3. 社債市場の国際化の推進とアジア等との連携強化

- ・ 今後の我が国社債市場にとって重要なテーマであると思う。アジアの企業が我が国社債市場を利用できるようになることは、非常に良いことであり、使い勝手の良い社債市場となるように議論を進めていただきたい。

- ・ この議論は、アジア域内の債券市場の育成のため、現地通貨建て債券発行の促進・需要の拡大等の検討に限らず、円貨建てで債券発行の拡大ができるように、海外の発行会社に対してPRすることが重要であると思う。この議論は、是非とも進めていただきたい。
- ・ 指摘のあった点は、非常に重要であり、社債市場の国際化の推進とアジア等との連携強化は、大きな問題提起と思われる。
- ・ 将来的にアジアの最適通貨圏の形成を考えた場合、アジア全体として債券市場を含む資本市場全体の機能は、日本市場の機能が手本となって充実されれば良いと思う。当初は、国又は地域によって、用いられる通貨は異なるかもしれないが、アジアの中で、どこの通貨が一番安定しているのか、一番利便性の高い通貨はどれか、といった観点からふるいにかけられるようになると思われる。
- ・ まずは、日本国内の社債市場を適切に整備しなければならないが、今後のアジア等との連携強化の将来展開はさらに挑戦的な課題だ。
- ・ 我が国社債市場が発達しなければ、そもそも、国際化の推進や今後のアジア等との連携強化は難しい。また、この議論は、我が国の国内貯蓄をアジアに流す観点であるのか、それとも、我が国の企業が発行する社債について、アジアの投資家に購入を促す観点であるのか、不明確であるため、どちらの方向性に軸足を持っていくのか、社債市場の発展のために、今後検討をお願いしたい。
- ・ また、この議論を行う場合には、必ず言語の問題が生じてくる。証券会社としては、可能な限り、この議論について協力したいと考えているため、日本証券業協会（以下「日証協」という。）においても、外国語でPRできるような基礎資料の作成などをお願いできると有り難い。

第3 今後の取組み

- ・ 今後は、本懇談会で取りまとめられた報告書について、その内容を公表し、幅広く投資家、発行会社及び市場関係者に対して意見を求めた上で、様々な取組みを進めていくのか。それとも、本懇談会の下で、日証協主導において粛々と様々な取組みを進めていくのか。
- ・ 本懇談会で報告書を取りまとめた後の議論の進め方は、各委員から意見をいただきたいと考えていた。

- ・ 懇談会での報告書の取りまとめ後は、報告書にある工程表に沿って、具体的な作業を進めて参りたい。その作業の過程において、幅広く市場参加者の意見を取り込みながら、議論を進めていくことになるだろう。
- ・ 今後の具体的な対応を検討・フォローアップするため、本懇談会において議論を継続することは、社債市場の整備を進める観点では、非常に有意義である。
- ・ リーマンショック後、相応の時間が経過しているため、本 WG 報告書案で取りまとめられた意欲的な取組みを可能な限り早急に進めていく必要がある。また、議論の過程を広く公開することによって、市場関係者の理解を得ながら、検討を進めていただきたい。
- ・ 各々の取組みの中には「今後の具体的な対応」において目標対応時期が明記されている項目もあり、今後の検討に際しては、将来あるべき姿を念頭に置いて議論を取りまとめていただきたい。

【日証協 安東会長挨拶】

- ・ 本 WG 報告書案では、様々な課題を個別に抽出し、今後、その課題を解決していく方向性が導き出されており、非常に有意義な取りまとめ、報告となっている。福井座長、吉野副座長をはじめ、本懇談会・本 WG の各委員に対して厚くお礼を申し上げたい。
- ・ アジアにおいて、社債市場は未成熟、あるいは市場がないに等しく、例えば、中国には証券会社が 120 社程度あるが、社債市場を担える証券会社が存在しないとの意見も聞く。本懇談会では、様々な角度でアジアについて言及されているが、その観点からも、本懇談会の議論は有意義であると感じている。
- ・ 本懇談会において報告書を取りまとめた段階で議論が終わるわけではない。今後とも、各委員及び市場関係者との間で相談を重ねながら、良い結論に導いていただきたい。

2. 今後のスケジュール

- ・ 事務局においては、本日各委員からの意見を整理の上、本懇談会の報告書素案を作成し、各委員に確認をお願いすることとしている。次回 6 月 22 日開催の本懇談会において、十分な審議を尽くした上で、報告書の取りまとめを行いたい。

3. その他

- ・ 第 6 回本懇談会を 6 月 22 日（火）に開催する。

(配付資料)

- ・ 社債市場の活性化に向けて（案）

以 上