

社債市場の活性化に向けて（案）

平成 22 年 6 月 22 日

日 本 証 券 業 協 会

社債市場の活性化に関する懇談会

社債市場の活性化に関する懇談会（以下「懇談会」という。）は、平成21年7月1日に設置され、我が国社債市場の現状及び活性化に向けた様々な課題について議論する場として、幅広い市場参加者及び有識者にご参加を得て、議論を進めてきた。

懇談会では、懇談会の下に設置した「社債市場の活性化に関する懇談会ワーキング・グループ」を含め、合計で17回にわたる会議を重ね、本報告書「社債市場の活性化に向けて」を取りまとめた。

本報告書では、我が国社債市場が抱える課題を整理するとともに、一層効率的で、透明性と流動性の高い社債市場の実現のための具体的な取組みを提示している。

我が国社債市場の活性化は、今後、我が国経済の新たな成長戦略の重要な要素の一つとして、官民あげた積極的な取組みが期待される。

懇談会では、引き続き、社債市場の活性化に向けて、さらに発行会社、投資家及び市場関係者のニーズの把握に努め、必要に応じ提言を取りまとめ、また、諸施策の実現に向けて積極的に対応して参りたい。

目 次

第 1 我が国社債市場の現状及び活性化に向けた課題	
1. はじめに	1
2. 我が国社債市場を特徴付ける諸要因と課題	2
3. 社債市場の活性化に向けた取組み	6
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	7
2. 社債の発行条件の決定手続の整備	8
3. デフォルトリスク等への対応	
3-1 コベンナツの付与及び情報開示	
(1) コベンナツの付与	9
(2) コベンナツ等の情報開示	10
3-2 社債管理のあり方	
(1) 企業の信用リスクと社債管理のあり方	11
(2) 今後の社債管理のあり方	12
II. 流通市場	
1. 社債の価格情報インフラの整備	14
2. 社債レポ市場の整備及び決済・清算システムの機能拡充	
(1) 社債レポ市場の整備	16
(2) 決済・清算システムの機能拡充	16
III. 市場インフラ及び市場慣行	
1. 税制	17
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	18
3. 社債市場の国際化の推進とアジア等との連携強化	18
第 3 今後の取組み方針	19

(添付資料)

1. 「社債市場の活性化に関する懇談会」の設置について
2. 「社債市場の活性化に関する懇談会」委員名簿
3. 「社債市場の活性化に関する懇談会」における検討状況
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」の設置について
5. 「社債市場の活性化に関する懇談会ワーキング・グループ」委員名簿
6. 「社債市場の活性化に関する懇談会ワーキング・グループ」における検討状況
7. 社債市場の活性化に関する海外調査報告（要約）
8. 日本、米国の社債市場の比較

第1 我が国社債市場の現状及び活性化に向けた課題

1. はじめに

- (1) 我が国の社債市場は、様々な制度的改革を経て、自由で効率的な市場として発展を遂げてきており、企業金融の重要な一翼を担っている。2008年の国際的な金融危機の後、市場は順調な回復を見せており、2009年には、高格付企業を中心に社債の発行額は11兆3,900億円と前年比増加（2兆5,500億円、29%増）に転じている。
- (2) しかしながら、米国や欧州（ユーロ市場）と比較すると、社債の発行は必ずしも活発とは言えず、その発行残高は2009年12月末59兆4,500億円と米国の10分の1程度に留まっている。その対GDP比率で見ても、我が国は13%と米国の48%を大きく下回っており、欧州（ユーロ市場）と比較しても同様の傾向となっている。また、資金運用手段としての社債の比重も、欧米と比べて相当低い水準に留まっており、我が国社債市場は、欧米と比較して、依然として小規模な市場に留まっている。
- (3) また、米国や欧州（ユーロ市場）では、多様な企業が活発に社債を発行しているが、我が国の場合、社債の発行は、依然として、信用格付が相対的に高い、一部の業種の企業に留まっている。また、社債の保有を見ても銀行等（預金取扱金融機関）の保有シェアが高く、個人投資家や投資信託、外国人投資家のシェアは低い状態に留まっている。
- (4) さらに、我が国では、社債の償還まで持ち切る投資家が多いこともあって、社債市場の流動性は低く、流通市場の規模も小さい状況にある。
- (5) 我が国社債市場が小規模に留まっている背景としては、後述のように様々な複合的要因が考えられる。これらの要因の中には容易に克服することができないものもあるが、市場関係者や政府当局の地道な努力により克服していくことが可能な要因も数多く含まれている。市場関係者等が、それらの要因を正確に認識し、その解決に努めていく必要がある。
- (6) 社債市場の活性化は、企業の資金調達手段の分散化・多様化を図り、投資家の投資運用機会の拡充により、金融・資本市場の機能を強化し、我が国経済の活性化、安定的な発展に重要な役割を果たすものであり、平時からそのために必要な取組みを進め、厚みのある流動性の高い市場を構築していく必要がある。
- (7) 2008年の国際的な金融危機以降、社債市場の活性化は特に喫緊の課題となっている。金融危機の際には、短期金融市場が逼迫、銀行借入へのシフトや一部には銀行

借入れが困難な状況も生じ、社債市場では、社債の新規発行若しくは借換えの発行が厳しい状態が続いた。こうした中で、企業では、資金調達手段の分散化・多様化の必要性がより強く認識されるようになり、大量の資金を長期にわたって安定的に調達できる透明で流動性の高い社債市場の整備の必要性は一層高まっている。

また、金融危機以降、国際的な金融規制強化の見直しの中で、銀行などの金融機関の自己資本の充実等が課題となっており、銀行等の貸出し行動も変化していくことが考えられるが、今後、新しい規制環境の中で、社債市場の機能を向上させることは、銀行等の貸出しを含む金融調達機能が全体として適切に発揮されることが期待され、我が国の金融・資本市場の充実・強化、安定化に資するものである。

(8) さらに、我が国社債市場のインフラを整備し、一層効率的で透明性と流動性の高い市場を実現していくことは、アジア域内を含む外国の企業や投資家が活発に参入することを可能にし、我が国の金融・資本市場がその経済規模に相応しい国際的な役割を発揮していくことにも寄与すると考えられる。また、機関投資家等のプロ向けに使いやすい市場を実現することは、社債の発行者の多様化、利便性の向上、運用手段の多様化等に資するとともに、アジア域内を含む外国の企業の社債発行・資金調達に我が国の金融機関や市場関係者が持つ人材や情報分析力を活かしていくことを可能にすると考えられ、我が国の資本市場がアジア域内を含む国際的なメイン・マーケットとして重要な役割を果たすことにも資するものである。

(9) 本報告は、このような視点に立ち、我が国社債市場が抱える課題について、その問題の所在を整理するとともに、一層効率的で、透明性と流動性の高い社債市場の実現のための取組みを具体的に提示するものである。我が国社債市場の活性化は、今後、我が国経済の新たな成長戦略の重要な要素の一つとして、官民あげた積極的な取組みが期待される。

2. 我が国社債市場を特徴付ける諸要因と課題

(1) 我が国社債市場は、社債発行限度規制の撤廃・受託会社制度の見直し（1993年）、社債適債基準の撤廃・財務制限条項の自由化（1996年）、社債券の電子化（2006年）などの制度改革により、その自由度と効率性を高めてきた。また、会計基準の整備、監査制度の充実などにより企業の財務状況の開示についても信頼性が高まり、社債は投資家にとっても金融商品としての魅力を増している。近年、個人向け社債の発行も増え、社債は個人にとっても魅力ある投資対象になってきている。

(2) 一方、そのような制度改革の中でも、我が国社債市場が小規模に留まっている背景としては、多くの要因が複合的に働いていることが指摘されており、例えば、次のようなものが挙げられている。

- ① 我が国の資金循環を見ると、公的部門は大幅な資金不足の状況にある一方、民間非金融法人企業は資金余剰の基調にあり、特に景気の低迷で設備投資が抑制されている状況では長期資金の需要が低く、社債の発行は新規長期資金の調達よりも既存の長期資金の借換えを中心としたものに留まっていたこと。
- ② 企業の資金需要が少ない中、企業への公的支援措置・金融対策や銀行間の活発な貸出し競争等（後掲(3)参照）を背景に、企業は、社債と比べて、銀行等からの借入れにより低コストでの資金調達が可能な状況が続いていたこと。
- ③ 社債の発行が活発でないことから、その流通も活発ではないという「鶏と卵」の関係が打開されず、社債市場の流動性が極めて低い状況にあり、その結果、流通市場の状況が発行市場の状況に適時的確に反映されにくい状況になっていたこと。また、社債の流通市場での価格の透明性を高めていく必要があるが、日本証券業協会が公表している公社債店頭売買参考統計値も流通市場の状況を的確に反映する仕組みとしては信頼性が十分ではなかったこと。さらに、我が国では、社債の活発な流通に資するための決済・清算システムや社債レポ市場などが整備されていないこと。
- ④ 社債の引受け慣行などの影響で、社債の起債可能期間の制約・起債の集中化が生じ機動的な発行が難しくなっていること。証券会社（第一種金融商品取引業者）の引受審査と発行会社、監査法人・公認会計士の役割・責任分担、あるいはコンフォートレターの取扱いが明確にされていないことなどが要因となり社債の発行手続等が硬直的で機動性に欠けていること。あるいは、欧米では一般的な発行条件の決定方法であるいわゆる POT 方式が確立していないことなどの理由により、迅速な発行条件の決定などできないこと。
- ⑤ 我が国社債市場が小規模なこともあり、我が国の機関投資家の一部では、企業のクレジット・リスクの分析などを行うリサーチ態勢の整備やアナリストの育成が中長期的な課題となっており、あるいは、社債投資に際して、外部格付に相当程度を依拠している場合があり、他の機関投資家と横並びの投資行動となる傾向があること。また、個人投資家にとっては、社債に関する情報の取得が難しいとの指摘があること。

- ⑥ 外国人投資家の社債への投資・保有を促すための制度整備の一つとして、本年6月から非居住者の社債投資にかかる非課税制度の導入が行われるまで税制上の措置が十分ではなかったことなどのため、多様なリスクを許容する投資家が活発に参加しにくい市場となっていたこと。
- ⑦ 我が国の社債がデフォルトに陥ったケースは極めて限られており、企業の信用リスクと社債の発行条件との関係についてデータの蓄積が乏しいこと。
- ⑧ 社債では、社債間同順位の担保提供制限条項（ネガティブ・プレッジ）が付与されることが多く、デフォルトした際には、社債権者が他の債権者に劣後する懸念があること。また、社債以外の債務に付与されるコベナント等が十分に開示されていないことから、必ずしも社債と他の債務との優先劣後の関係が明らかにされておらず、投資家保護の観点から改善が必要であること。
- ⑨ 社債のデフォルト事例が少ない中、個人向け社債を除き社債管理者が設置されないことが多いため、社債がデフォルトした際の社債管理者の役割・社債権者の債権保全についての共通の理解の形成や、コスト負担のあり方などの検討も進んでいなかったこと。
- ⑩ 我が国では、倒産に関する法制や考え方、企業再生などにおける金融機関の役割などについての認識が、欧米と異なっており、一般に社債が発行できる企業は、信用力が高い一部の企業と考えられていること。
- ⑪ 社債の譲渡者により税制の扱いが異なるなどの税制上の複雑性が残っており、流通性向上の阻害要因になっていること。
- (3) 我が国の企業の資金調達構造が、社債の発行よりも銀行等からの借入れに大きく依存している要因の一つとして、次の①から③の理由により、銀行等の貸出しのリスクプレミアムが社債と比べて小さいため、企業にとって借入の調達コストの方が小さいことが指摘されている。そもそも、銀行貸出し、社債を問わず、信用リスク、市場流動性、担保の取扱い等を反映した適切なスプレッドが設定されれば、社債の発行企業や投資家にとって、社債の魅力は一層高められ、企業の資金調達手段、投資家の投資対象の多様化に資すると考えられる。銀行等が貸出しに適切なリスクプレミアムを設定することは、我が国の金融システムにとって重要な課題であるとの指摘がある一方、社債市場では、効率性や透明性、流動性の向上を図り、銀行貸出しと社債とのリスクプレミアムの乖離を縮小させる必要がある。この問題は、今後、市場参加者や銀行等が、それぞれの立場で一つ一つの案件を処理していくことを通

じて、また、協働して一層透明で健全な市場慣行を確立していく中で解決していくべきである。

① 経済環境を背景に企業の資金需要が少ない中で、企業への公的支援措置・金融対策や銀行間の貸出し競争が厳しい状況にあることに加え、銀行等が借り手企業との間で、中長期的な取引の観点や、決済業務、外国為替業務等も含めた総合採算的な観点から取引を行っているケースもあり、借り手企業の本来の信用リスクに見合った貸出し金利を設定できていない状況もあり得る。総合的な金融サービスを提供する銀行等に対する対価と長期の信用リスクの評価、流動性に基づく社債発行のコストをどのように比較できるかについては、慎重な分析と判断が必要である。

② 銀行等の貸出しは、借り手企業の担保や短期の資金繰りも含めたきめ細かな情報に基づいて行われている一方、社債の発行・投資は、目論見書や有価証券報告書、証券取引所の適時開示などの開示情報を基礎として行われており、銀行等が入手できる情報の範囲や深度が広いことが、銀行等の貸出し条件等に影響していると考えられる。それを市場がどのように評価し、判断するかが検討される必要がある。

③ 銀行等の金融機関は、貸出しに当たり、借り手企業の担保管理などを通じた保全措置を取っているほか、借り手企業が経営困難に陥った場合に、自らの債権の保全確保・回収のみならず、当該企業の破綻処理や再編、再生等について一定の役割を果たす場合があるが、その対応の不確実性が社債のリスクプレミアムを高めている可能性がある。

(4) 社債は、株式と比較すれば個別性が強く、社債の発行ごとに条件が異なる。また、銀行等のシンジケートローンは、機動的な資金調達手段として流動性を有する点で社債との関連性がある。我が国社債市場を活性化するためには、こうしたシンジケートローンとの関連性も考慮したインフラの整備を図っていく必要がある。

(5) 企業の信用リスクについては、近年欧米市場において Credit Default Swap (CDS) の取引が活発化しており、我が国においても、いくつかの個別大企業の CDS 取引が活発化している。我が国の CDS 取引・市場については、社債市場の流動性を補完するものとして、その健全な発展を促すとともに、今後、社債市場との関連性を注意深く見守っていくことが必要である。

- (6) なお、金融危機の帰結として、最近一部先進国の財政赤字が巨大化しており、各国の資本市場では、国債の消化状況や流通市場での価格に注目が集まっている。国債市場の動向が社債市場にどのように影響するかについても、注意深く見守っていく必要がある。

3. 社債市場の活性化に向けた取組み

- (1) 我が国の社債市場の活性化は、今後の経済環境の変化や企業の資金需要・金利動向などによるところも大きい。企業金融や資金運用を巡る環境が急速に変化する中で、社債市場がその変化を柔軟に、かつ十分な厚みをもって対応できるよう、市場関係者が、活発な意見交換を行い、適切な問題認識の共有化と解決策の模索を図っていくべきである。
- (2) そのためには、市場の効率性、透明性、流動性を高めるインフラの整備や市場慣行の見直し等が必要であり、市場関係者が、次の第2及び第3に掲げるところにしたがって、必要と考えられる具体的な取組みについて、明示的な実現工程の認識を共有しつつ、積極的に取り組むことが重要である。

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

(1) 発行会社から、証券会社の引受審査のあり方及び社債発行の機動性の確保について、次の指摘があった。

① 上場会社等では、金融商品取引法（以下「金商法」という。）の下で、適時な財務・企業情報の開示を確保するため、四半期開示制度、内部統制報告制度、確認書制度が講じられ、公認会計士・監査法人による監査・レビューの対象となっている。このように全体的な品質管理の下で財務情報が作成されており、証券会社の引受審査の簡素化・弾力化が必要である。

② 現在、社債の発行条件の決定から払込みまでの間に四半期報告書の提出がある場合には社債の発行を避ける傾向にあることに加え、四半期報告書提出後も証券会社では引受審査に当たって一般的に慎重な対応となっていることから、社債の起債可能期間の制約・起債の集中化が生じ、機動的な発行が制約されている状況となっている。

(2) 証券会社では、投資家保護の観点から引受審査での一定の確認が必要である一方、同審査の簡素化・弾力化に当たっては、目論見書の使用者義務を確実に実施する必要がある、財務情報に誤りがあった場合の責任分担のあり方について、金商法上の考え方を明確にし、その徹底を図っていく措置が必要であるとの意見があった。

(3) 社債の機動的な発行の確保及びコンプライアンスコストの軽減を図るため、次の事項について検討を行い、証券会社の引受審査の見直しとともに、上記市場慣行の解消に向けた取組みを進める必要がある。

- ① 証券会社の引受審査の枠組み
- ② コンフォートレターの位置付け・取扱い
- ③ 金商法による責任分担の明確化・徹底

○ 今後の具体的な対応

日本証券業協会（以下「日証協」という。）は、金融庁、日本公認会計士協会、発行会社及び証券会社の協力を得て検討を進め、本年12月までを目途に取りまとめを行う。

2. 社債の発行条件の決定手続の整備

- (1) 社債の発行条件の決定手続として、証券会社では、投資家の需要予測調査を実施しているが、重複・カラ需要の申告により市場実勢を適切に反映した発行条件とはならない場合があり、流通市場での「ディスカウント販売」（発行条件を下回る条件での販売）の誘引の一つとなっているとの指摘がある。
- (2) 米国では一般的に、社債の発行条件の決定手続として、いわゆる「POT 方式」が導入されている。POT 方式では、投資家からの重複・カラ需要が排除され条件決定の透明性が高まるとともに、社債の発行手続が標準化、起債期間の短縮化が図られ、起債が円滑に進むようになったとされている。
- (3) 我が国でも POT 方式による起債例があるが、社債の発行条件の決定手続の一つとして、POT 方式の本格的な導入が図られるよう、証券会社の顧客情報の管理の徹底などの実務上の課題等について、市場関係者が共有し、速やかに解消されるよう、必要に応じてガイドラインを作成するなどの取組みを進めていく必要がある。

○ 今後の具体的な対応

日証協は、発行会社、機関投資家、証券会社の協力を得て課題の洗い出し・検討を進め、本年 12 月までを目途に必要な措置を講じる。

【参 考】

○ POT 方式

主幹事証券会社が投資家の正確な需要に基づいて社債の発行条件を決定するため、幹事証券会社が連帯して販売責任を負う部分（POT）を設け、大口投資家を中心とした需要は POT に集めて大口投資家の需要に関する情報を共有する方式で、重複・カラ需要が排除される。

3. デフォルトリスク等への対応

社債の発行市場の活性化のためには、高格付の発行会社のみならず、信用リスクが相対的に大きい企業がこれを柔軟に利用できるよう低格付社債市場の整備が必要である。信用リスクが相対的に大きい企業が発行する社債への投資の拡大を図るため、次のとおり、発行会社の経営の悪化や社債がデフォルトした際の社債権者保護の仕組みの整備を進める。

3-1 コベンанツの付与及び情報開示

(1) コベンанツの付与

- ① 1996年の適債基準の撤廃、財務上の特約の自由化により、その後発行される社債では、企業の財務状況等により社債のコベンанツが柔軟に付与できるようになった。今後とも、社債市場の活性化を図るため、こうした柔軟性のある枠組みは維持・強化されていく必要がある。
- ② 一方、現状では、社債に付与されているコベンанツは、主に担保提供制限条項（ネガティブ・プレッジ）及びクロス・アクセラレーションである。
- ③ 担保提供制限条項は、他の無担保債務への担保提供を制限する投資家保護のための特約であるが、多くが社債間限定となっており、他の債務・ローンを対象としたものは、2009年は、2社の個人向け社債のみであった。一方、一般にローンでは、ローン実行時の債務者の業況に応じて保全策が講じられることも多く、この点で、それ以前に発行される社債は他の債務・ローンに保全面で劣後することとなり、特に信用リスクが相対的に大きい企業が発行する社債では、デフォルトした際に、コベンанツの付与の状況によって資金回収に影響が及ぶ可能性が指摘されている。
- ④ 今後、特に信用リスクが相対的に大きい企業の社債発行及び投資の拡大を図っていくためには、企業の資本・財務政策及び投資家のニーズに基づき多様なコベンанツが必要に応じて柔軟に付与され、社債の発行条件等に適切に反映される環境整備が必要である。
- ⑤ そのため、米国の事例等を参考に、信用リスクが相対的に大きい企業の社債発行に当たって、企業、投資家及び証券会社の参考となるよう標準的なコベンанツのモデルを作成、例示するなどの取組みを進め、市場慣行として、柔軟なコベンанツの付与及び適切な発行条件の決定等を定着化させていく必要がある。

- ⑥ なお、特に信用リスクが相対的に大きい企業の社債発行に当たっての担保付社債の活用のあり方については、ローンの担保権の順位との関連などの実務を含め将来的な課題として、今後検討が必要である。

○ 今後の具体的な対応

日証協は、発行会社、証券会社、日本公認会計士協会及び社債管理者（銀行・信託銀行等）の協力を得て検討を進め、来年３月までを目途に取りまとめを行う。

(2) コベナンツ等の情報開示

- ① 社債権者は、コベナンツの付与の状況によっては、社債がデフォルトした際の資金回収に影響を受けることとなり、他の社債やローンのコベナンツの情報の把握は重要で、適切な開示が行われなければ、安心して社債に投資することができない。
- ② 我が国では、社債に付与されるコベナンツは発行開示として目論見書等により開示され、有価証券報告書では、ローンなどを含む債務のコベナンツが開示される仕組みがある。
- ③ 2009年３月期では、219社が有価証券報告書によりローン等のコベナンツを開示しているが、純資産維持・利益維持等の財務指標に関するコベナンツが多く、クロス・アクセラレーション等のデフォルトに関するコベナンツを開示している企業は少なかった。
- ④ 米国では、社債やローンのコベナンツ情報について、
- イ．年次報告書フォーム 10-K でコベナンツの種類・有無・遵守状況等の基本的な情報が開示されている（コベナンツがどの債務に付与されているかは明示されてなく、その詳細な内容は把握できない）。
- ロ．社債やローンが臨時報告書フォーム 8-K の提出が求められる重要事象に該当する場合には詳細な情報が開示される。
- ⑤ 投資家が安心して社債投資ができる環境を整備するため、米国の開示制度等を参考に、次の事項について検討を行い、コベナンツ情報について、投資家保護の観点から、必要な情報の開示が適切に行われるよう取組みを進める必要がある。

- イ．有価証券報告書における開示（デフォルトに関するコベナントの開示の促進）
- ロ．米国の臨時報告書フォーム 8-K に相当する法定開示
- ハ．取引所による適時開示

○ 今後の具体的な対応

日証協は、発行会社、証券会社、日本公認会計士協会、社債管理者、金融庁及び証券取引所の協力を得て検討を進め、本年 12 月までを目途に取りまとめを行う。

3-2 社債管理のあり方

(1) 企業の信用リスクと社債管理のあり方

- ① 社債管理者は、会社法の規定に基づき、原則として社債発行時に設置され、社債権者の法定代理人として、発行会社の財務内容のモニタリング機能及び社債デフォルト時以降の債権保全・回収機能を有する。
- ② 現在、社債管理者については、個人向け社債では設置される一方で、機関投資家向け社債の殆どは社債管理者不設置債となっている。
- ③ 信用リスクが相対的に小さく社債市場で知名度が高い企業が、現在のように柔軟かつ低コストで社債を発行できる仕組みは必要である。一方で、今後、特に信用リスクが相対的に大きい企業の社債発行及び投資の拡大を図っていくためには、同社債への上記 3-1 の多様なコベナントの柔軟な付与とともに、社債管理者による財務内容のモニタリング機能及び債権保全・回収機能が十全に発揮され、それが社債の発行条件等に適切に反映される環境整備が必要である。
- ④ また、発行会社の経営環境の悪化などにより信用リスクが増大した場合に、社債管理者が設置されていないことにより当該発行会社の社債や社債市場全体の信認に動揺が生じることのないような仕組みも検討しておく必要がある。
- ⑤ 社債管理者の設置は、(イ) すべての社債に設置する、(ロ) 信用リスクが相対的に大きい企業が発行する社債に設置するという二つのアプローチが考えられるが、当面は、社債管理者の業務のあり方を検討しつつ、まず、(ロ) による設置を市場慣行として確立することが有益である。
- ⑥ 信用リスクが相対的に大きい企業の社債発行に当たって、企業、投資家及び証券会社の参考となるよう標準的な社債管理者の設置モデルを作成、例示するなど

の取組みを進め、市場慣行として、まず、このような社債への社債管理者の設置を定着化させていく必要がある。

- ⑦ また、現在、メインバンクが多く、社債の社債管理者の業務を担っている状況にあるが、今後、社債の発行者が多様化して、信用リスクが相対的に大きい企業の社債発行が進んでいけば、市場関係者の中には、社債のデフォルト前後に利益相反が生じる可能性があることを懸念する意見もあり、次の社債管理者の業務のあり方の検討とともに、その責務の信頼性・透明性を高めていくための取組みも進める必要がある。

(2) 今後の社債管理のあり方

- ① 多くの発行会社が社債管理者不設置債とする理由の一つとして、社債管理者に期待する業務内容とコスト負担の問題が指摘されている。一方、社債管理者からは、その業務が、会社法上、重い責務が課されているとの指摘がある。
- ② 社債管理者の責務とコストとの関係については、発行会社の信用リスクが社債管理者の責務と密接に関連していることを踏まえ、その業務のあり方の検討とともに、これらの要因が市場メカニズムを通じて適切にコストに反映されていく仕組みの構築が必要である。
- ③ 社債管理者の業務について、米国では、トラスティー (Trustee。「社債管理者」に相当。) の業務は、社債のデフォルト前とデフォルト後では大きく異なり、特に社債のデフォルト前は、基本的には、年次報告書等の定期的な開示書類の受領などの事務的な業務を行い、財務情報の請求やモニタリング、レビューを行うことはない。
- ④ 米国のトラスティー等を参考に、社債管理者の役割・業務について、例えば、社債デフォルト時以降の債権保全・回収機能に特化した社債管理者や発行会社の信用リスク・投資家の区分等に応じた社債管理者の業務内容や設置のあり方の検討などの取組みを進める必要がある。
- ⑤ また、デフォルトリスクへの対応に加え、社債の発行会社にイベントリスクが生じるような場合、例えば、M&A (Mergers and Acquisitions: 企業の合併・買収) などが行われる場合、社債権者の地位・権利に重大な影響が及ぶことも考えられることから、イベントリスクへの対応についても、今後、社債管理等の問題として検討する必要がある。

○ 今後の具体的な対応

日証協は、上記(1)及び(2)について、社債管理者、発行会社、証券会社、法務省及び金融庁の協力を得て検討を進め、来年6月までを目途に取りまとめを行う。

【 参 考 】

○ 米国のトラスティー (Trustee)

(1) 設置

- ① 米国における社債のトラスティーは、我が国の会社法第702条に基づく「社債管理者」に相当し、社債権者の利益を代表して社債の管理を行う受託者である。信託証券法 (Trust Indenture Act of 1939) に基づき、元本が1,000万ドル超の公募社債の発行時に設置が義務付けられ、社債のデフォルト時には社債権の保全のために適切に行動しなければならない。
- ② 米国法で設立された純資産15万ドル以上の事業法人であればトラスティーに就くことができる。

(2) 利益相反防止のための信託証券法の措置

- ① トラスティーについて、社債のデフォルト後における社債権者との間の利益相反が信託証券法により厳しく制限されている。例えば、役職員の兼任、直接・間接の支配関係や、証券の10%以上の保有、債権者となっている場合には、トラスティーは、90日以内に辞任、又は利益相反の状況を解消しなければならない。
- ② トラスティーが発行会社の債権者となっている場合には、社債のデフォルト時にトラスティーを辞任したとしても、最大6か月遡り、トラスティーが回収した債権を取戻し、特別勘定で管理される。

(3) 業務

① 社債のデフォルト前

基本的には、信託証券に定められた年次報告書や四半期報告書等の定期的な開示書類の受領などの事務的な業務を行う。

② 社債のデフォルト後

イ. 信託証券法に基づき、プルーデントマン・ルールに従って社債権者の利益を最大化するための行動が義務付けられ、発行会社に財務情報等を請求するとともに、

直に社債権者に元利金の支払の遅延等を通知する。

ロ．破産の申立てや、破産裁判所の債権者委員会への参加、事業再編計画案の作成などを行うこともある。

ハ．社債のデフォルト後のトラスティーの報酬は、通常破綻処理に最低限必要なコストとして、破綻会社に対する優先債権と認められ、一般的に信託証書にこの旨が記載されている。

Ⅱ．流通市場

1．社債の価格情報インフラの整備

- (1) 社債の流通市場の拡大・流動性の確保には、基本的には社債の発行量の拡大が必要であるが、そのためには、流通市場の透明性を高め、取引価格や気配値が適切に開示されなければならない。
- (2) 我が国では、社債の価格情報インフラの一つとして日証協が運営する「公社債店頭売買参考統計値制度」がある。同制度では、日証協が証券会社から気配値の報告を受け、銘柄毎に平均値、中央値、最高値、最低値等を公表している。
- (3) 公社債店頭売買参考統計値（以下「売買参考統計値」という。）は、広く投資家、市場参加者に利用され、金融・証券市場に必要不可欠なインフラであり、社債の売買の参考価格、担保等の時価評価や、投資信託の基準価格の算定、社債の発行条件決定の参考価格・指標等として広く利用されている。
- (4) しかしながら、売買参考統計値については、実勢価格（約定価格、ビッド・オファー等）と乖離し、タイムラグがあるなど、その見直しや改善が必要であるとの指摘がある。
- (5) 社債の価格情報の透明性を高め信頼性を確保するため、米国・英国の制度を参考に次の取組みを進める必要がある。

① 取引情報の公表

イ．当面、流動性が高い銘柄について、1日1回、取引終了後に、取引価格等を公表する。その後、取引状況等を踏まえ、公表頻度、迅速性、公表対象銘柄等の拡充を図る。

ロ．投資家（取引者）の匿名性を確保する。

ハ．例えば、証券保管振替機構（ほふり）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。

② 売買参考統計値の信頼性の向上

売買参考統計値の信頼性の向上を図るため、次のような取組み案について、早急に検討を行い、実施に移す。

イ. 指定報告協会員制度の見直し

- ・ 指定報告協会員名を公表する。
- ・ 指定報告協会員は売買執行能力を有する協会員とする。
- ・ その他

ロ. 報告時限の繰下げ等

- ・ 指定報告協会員における売買参考統計値の算出の信頼性を確保するため、市場関係者・利用者の協力を得て日証協への報告時限及び公表時間の繰下げについて検討を行う。

ハ. その他

○ 今後の具体的な対応

日証協は、証券会社、機関投資家、発行会社及び証券保管振替機構（ほふり）の協力を得て検討を進め、(5)の①については来年6月までを目途に取りまとめを行い、(5)の②については早急に成案を得て実施に移す。

【 参 考 】

1. 米国 TRACE

- (1) TRACE (The Trade Reporting and Compliance Engine) は、FINRA (米国金融取引業規制機構) が 2002 年 7 月から運用を開始し、現在、約 30,000 銘柄の社債の取引情報 (取引量、取引価格、売買の別、取引執行時間、利回り) がリアル・タイムで市場参加者 (有料) 及び個人投資家 (無料) に提供・公表されている。
- (2) 会員は、FINRA の規則に基づき、社債の流通市場の取引情報を FINRA に 15 分以内に報告することとなっており、FINRA は、同報告を受け上記 (1) の公表を行っている。
- (3) TRACE は、2002 年導入当初は議論もあったが、現在は米国の社債市場の基幹インフラとして市場関係者に定着しており、本年春には、その報告対象を証券化商品等にも拡大している。

2. 英国債券マーケットプライス・ドット・コム

- (1) ボンドマーケットプライス・ドット・コム (BondMarketPrices.com) は、Xtrakter が 2007 年末から運用を開始し、現在、個人投資家向けに流動性・格付が高い社債（残存年限 1 年以上、格付 A-以上、発行額 10 億ユーロ以上）で、一定の取引（取引額 15,000 ～1,000,000 ユーロ）の価格情報について、午後 5 時 30 分に高値、安値、仲値、午後 9 時に取引終了時におけるビッド・オファーが公表されている。
- (2) 欧州では、2008 年の国際的な金融危機を受け、2010 年後半にも債券売買の透明性確保（強化）に向けた新たな法規制の導入が予定され、ボンドマーケットプライス・ドット・コムの見直しが検討されている。

2. 社債レポ市場の整備及び決済・清算システムの機能拡充

社債の流通市場の活性化には、社債レポ市場や決済・清算システムといったインフラの整備・拡充が必要であり、発行市場の拡大に寄与する。

(1) 社債レポ市場の整備

- ① 社債レポ市場は、市場参加者の資金調達・運用手段やフェイルの回避手段としての機能が期待されるが、現在の発行規模では社債のレポ取引のニーズは大きくない。
- ② 今後社債の発行規模・社債レポ取引のニーズの拡大に対応ができるよう、欧米の社債レポ市場、レンディング機能を参考に、証券決済関連サービス機能の充実策について、必要な検討を進めておくべきである。

(2) 決済・清算システムの機能拡充

- ① 清算機関は、決済リスクの軽減を図り、投資家・市場参加者の利便性の高め流動性を確保していくためには必要であるが、現状では、社債の発行規模が小さく売買が限定的で社債のネットィング効果が大きくないことから、社債には、国債のような清算機関が設置されていない。
- ② 今後社債の発行規模・清算機関設置のニーズの拡大に対応ができるよう、社債の清算機関の設置その他社債の決済・清算システムの機能拡充について、必要な検討を進めておくべきである。

○ 今後の具体的な対応

日証協は、今後の証券決済・清算態勢の強化等の取組みの中で、(1)及び(2)について、証券会社、機関投資家、関係のインフラ機関、金融庁及び法務省の協力を得て課題の洗い出し・検討を進め、来年6月までを目途に今後の対応・取組みの取りまとめを行う。

Ⅲ. 市場インフラ及び市場慣行

1. 税制

(1) 非居住者の社債利子の非課税措置の定着化に向けた取組み

平成22年6月から「非居住者の社債利子の非課税措置（3年間の時限措置）」が実施されたが、当該措置は、外国人投資家の社債投資・保有を促すものであり、引き続き、日証協及び市場関係者は、定着化に向けた周知、実務の徹底に取り組むとともに、関係機関と連携を図り、恒久化に向けた働きかけを行う必要がある。

(2) 金融所得課税の一体化に向けた社債利子等の取扱い

個人投資家による社債や公社債投資信託への投資の促進・保有の増加には、個人投資家がリスクを取りやすくする必要があり、そのための税制上の措置として、金融所得課税の一体化を促進し、他の金融所得との通算対象に個人の公社債や公社債投資信託の譲渡損・デフォルト損を加えることは極めて有意義である。その際には、いわゆる「課税玉・非課税玉の問題」について検討・解消しておくことも必要である。日証協及び市場関係者は、引き続き、関係機関と連携を図り、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。

○ 今後の具体的な対応

日証協は、市場関係者の協力を得て、引き続き、社債利子の非課税措置の定着化に向けた周知及び実務の徹底に取り組むとともに、関係機関と連携を図り、同非課税措置の恒久化及び金融所得課税の一体化の促進に向けた働きかけを行う。

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

- (1) 個人投資家向けには、社債の投資教育の機会が少ないことや、社債投資・分析に必要な社債の発行・流通銘柄、金利、価格等の基礎データが十分に提供されていないとの指摘がある。
- (2) 機関投資家の一部では、個別銘柄のクレジット分析を行うリサーチ態勢の整備やアナリストの育成が中長期的な課題となっていることや、あるいは、外部格付に依存した運用方針等の下で社債への投資が他の機関投資家と横並びの投資行動となる傾向があるとの指摘もある。
- (3) 社債 IR は、発行会社と投資家との双方向のコミュニケーション手段として重要であり、発行会社において、積極的・継続的に推進していく必要があるとの意見もある。
- (4) 社債の投資教育及び社債市場に関する基礎データの充実・整備とともに、社債投資への理解を深めるための機関投資家との意見交換や、発行会社の積極的な社債 IR の推進に向けた取組みを充実していく必要がある。

○ 今後の具体的な対応

日証協は、関係機関の協力を得て、米国や欧州の取組みも参考に、投資家、市場関係者、発行会社のニーズを踏まえ検討を進め、来年6月までを目途に必要な措置を講じる。

3. 社債市場の国際化の推進とアジア等との連携強化

- (1) 上記の具体的な取組みを進めるに当たっては、国際的視点を念頭に置き、今後の新興国の社債市場育成の模範となりうるような市場形成に努める必要がある。また、我が国社債市場が国際的に十分開かれたものとなり、国内のみならず外国の発行体や投資家にも活用しやすい市場とするよう努めていく必要がある。
- (2) アジア債券市場育成イニシアティブ（ABMI：Asian Bond Markets Initiative、ASEAN+3（日本、中国、韓国）財務大臣会議において合意されたイニシアティブ）では、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、規制の枠組み・関連インフラの改善に向け総合的な検討と取組みが行われている。
- (3) 日証協及び市場関係者は、ABMI に対する協力・支援を継続するとともに、我が国社債市場がアジア域内を含む外国の発行体や投資家から十分に利用されるよう、積極的な PR 活動や市場参加者の交流などの我が国社債市場の国際化に向けた取組み

を加速させる必要がある。

○ 今後の具体的な対応

日証協及び市場関係者は、ABMI に対する協力・支援を継続するとともに、積極的な PR 活動等の取組みを進め、我が国社債市場の一層の国際化に努める。

第3 今後の取組み方針

1. 日証協では、第2の各課題について、今後の具体的な対応の下に、行政当局、関係機関及び市場関係者の協力を得て検討を行い、早期の実現を目指す。
2. 日証協は、上述した検討と取組みの状況について、懇談会に報告を行うとともに、必要なフォローアップを行う。
3. 懇談会は、引き続き、社債市場の活性化に向けて、さらに発行会社、投資家及び市場関係者のニーズの把握に努め、必要に応じ提言を取りまとめ、また、諸施策の実現に向けて積極的に対応する。

以 上

(添付資料)

1. 「社債市場の活性化に関する懇談会」の設置について
2. 「社債市場の活性化に関する懇談会」委員名簿
3. 「社債市場の活性化に関する懇談会」における検討状況
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」
の設置について
5. 「社債市場の活性化に関する懇談会ワーキング・グループ」
委員名簿
6. 「社債市場の活性化に関する懇談会ワーキング・グループ」
における検討状況
7. 社債市場の活性化に関する海外調査報告（要約）
8. 日本、米国の社債市場の比較

「社債市場の活性化に関する懇談会」の設置について

平成 21 年 7 月 1 日

日本証券業協会

1. 設 置

我が国の金融・資本市場の機能強化及び安定化のためには、社債市場の活性化を図り、企業の中長期の資金調達手段、投資家の運用手段の多様化を図ることが必要である。

このため、幅広く市場関係者及び有識者にご参加いただき、我が国社債市場の現状及び活性化に向けた様々な課題についてご議論いただくため、本協会会長の諮問機関として「社債市場の活性化に関する懇談会」（以下「懇談会」という。）を設置する。

2. 構成・運営

- (1) 懇談会は、市場関係者及び有識者をもって構成する。
- (2) 懇談会の座長及び副座長は、委員のうちから会長が委嘱する。
- (3) 座長は、必要に応じ、関係者に出席を求めることができる。

3. ワーキング・グループ

- (1) 座長は、必要に応じ、ワーキング・グループを設置することができる。
- (2) ワーキング・グループの委員は、座長が選任する。

4. 事務局

懇談会の事務局は、関係機関の協力を得て、日本証券業協会が行う。

以 上

「社債市場の活性化に関する懇談会」委員名簿

座 長	福 井 俊 彦	(前 日 本 銀 行 総 裁)
副 座 長	吉 野 直 行	(慶 応 義 塾 大 学 経 済 学 部 教 授)
委 員	宇 都 宮 年 夫	(格 付 投 資 情 報 セ ン タ ー 専 務 執 行 役 員)
	太 田 克 彦	(新 日 本 製 鐵 執 行 役 員)
	加 藤 洋 一	(三 菱 U F J モ ル ガ ン ・ ス タ ン レ ー 証 券 執 行 役 員)
	兼 坂 光 則	(み ず ほ 証 券 常 任 顧 問)
	北 野 幸 広	(住 友 信 託 銀 行 常 務 執 行 役 員)
	久 保 哲 也	(三 井 住 友 銀 行 取 締 役 専 務 執 行 役)
	佐 護 勝 紀	(ゴ ー ル ド マ ン ・ サ ッ ク ス 証 券 取 締 役)
	武 井 優	(東 京 電 力 常 務 取 締 役)
	谷 本 道 久	(住 友 生 命 保 険 常 務 取 締 役)
	深 沢 歩	(ク レ デ ィ ・ ス イ ス 証 券 マ ネ ー ジ ン グ デ ィ レ ク タ ー)
	松 島 俊 直	(大 和 証 券 キ ャ ピ タ ル ・ マ ー ケ ッ ツ 常 務 取 締 役)
	松 村 直 季	(新 日 本 有 限 責 任 監 査 法 人 常 務 理 事)
	丸 山 明	(野 村 証 券 代 表 執 行 役 副 社 長)
	水 野 正 明	(日 興 コ ー デ ィ ア ル 証 券 専 務 取 締 役)
	深 山 浩 永	(東 京 証 券 取 引 所 常 務 執 行 役 員)
	村 田 祥 二	(証 券 保 管 振 替 機 構 代 表 取 締 役 専 務 取 締 役)

オブザーバー 金 融 庁 総務企画局

財 務 省 信用機構課

日本銀行 金融市場局

経済産業省 経済産業政策局

以 上 委員 18 名
(敬称略・五十音順)

※ 委員の交代

平成 22 年 4 月 7 日 辞任 山 岸 正 明 (三菱 UFJ 信託銀行 執行役員)

平成 22 年 4 月 19 日 辞任 森 崎 孝 (三菱東京 UFJ 銀行 常務執行役員)

平成 22 年 4 月 30 日 辞任 中 村 昌 義 (三菱 UFJ 証券 常務取締役)

「社債市場の活性化に関する懇談会」における検討状況

開催日		議 題・ヒアリング
第 1 回	平成21年 7月16日	1. 懇談会の運営について 2. 社債市場の活性化に向けた課題について（自由討議） 3. 今後の懇談会の進め方について ・「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
第 2 回	9月9日	○ 社債市場の現状及び活性化に向けた課題について ・ 井渦正彦氏（野村資本市場研究所 執行役研究部長） ・ 下山陽一氏（三菱商事トレンジャーオフィス 資金為替市場室長） ・ 鹿毛雄二氏（前 企業年金連合会 常務理事）
第 3 回	9月28日	○ 社債市場の現状及び活性化に向けた課題について ・ 大村信明氏（大和住銀投信投資顧問 社長） ・ 小関広洋氏（ヒムコジャパンリミテッド クレジットリサーチ部長） ・ 吉井一洋氏（大和総研 制度調査部長）
第 4 回	10月16日	1. 社債市場の現状及び活性化に向けた課題について ・ 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） 2. 「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）
第 5 回	平成22年 5月25日	1. 社債市場の活性化に向けて（案） 2. 自由討議
第 6 回	6月22日	1. 社債市場の活性化に向けて（案） 2. 「社債市場の活性化に関する懇談会」部会の設置について（案）

「社債市場の活性化に関する懇談会ワーキング・グループ」の設置について

平成 21 年 7 月 16 日

社債市場の活性化に関する懇談会

1. 設 置

「社債市場の活性化に関する懇談会」（以下「懇談会」という。）における議論を踏まえ、懇談会に、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」（以下「WG」という。）を設置する。

2. 構 成

WGは、懇談会の委員、市場関係者及び有識者をもって構成する。

3. 運 営

- (1) WGに主査を置き、懇談会の副座長が務める。
- (2) 委員がWGを欠席する場合又は検討すべき特定の分野・課題に応じて、代理人を出席させ、又は書面により意見を提出することができる。
- (3) 懇談会の委員は、WGに出席することができる。
- (4) 主査は、必要に応じ、関係者に出席を求めることができる。
- (5) 議事の公開その他WGの運営については、「『社債市場の活性化に関する懇談会』の運営について」に準じて行う。

4. 報 告

WGにおける検討状況等は、適宜、懇談会に報告する。

5. 事務局

WGの事務局は、関係機関の協力を得て、日本証券業協会が行う。

以 上

「社債市場の活性化に関する懇談会ワーキング・グループ」委員名簿

主 査	吉 野 直 行	(慶 応 義 塾 大 学 経 済 学 部 教 授)
委 員	青 木 優 知	(三 井 住 友 銀 行 投 資 銀 行 統 括 部)
	井 潟 正 彦	(野 村 資 本 市 場 研 究 所 上 席 推 進 役 執 行 役 研 究 部 長)
	池 上 裕 司	(証 券 保 管 振 替 機 構 社 債 投 信 業 務 部 長)
	岩 佐 知 之	(クレディ・スイス証券 債 券 本 部)
	江 寄 茂 太	(新 日 本 製 鐵 ヴァイスプレジデント 財 務 部)
	小 関 広 洋	(ピムコジャパンリミテッド 資 金 第 一 グ ル ー プ リ ー ダ ー クレジットリサーチ部長)
	北 野 秀 雄	(野 村 證 券 金 融 商 品 部 次 長)
	北 原 一 功	(格 付 投 資 情 報 セ ン タ ー ストラチャードファイナンス本部)
	倉 本 勤 也	(大和証券キャピタル・マーケット 副 本 部 長 グローバル・インベストメント)
	小 泉 泰 郎	(ゴールドマン・サックス証券 ・ハノンキング 企 画 部 長 資 本 市 場 本 部)
	白 神 啓 一 郎	(住 友 信 託 銀 行 マネージング・ディレクター 受 託 資 産 企 画 部)
	白 幡 一 範	(日 興 コ ー デ ィ ア ル 証 券 主 任 調 査 役 金 融 市 場 部 商 品 課 長)
	多 賀 谷 彰	(東 京 証 券 取 引 所 派 生 商 品 部)
	土 田 剛 志	(三 菱 U F J モ ル ガ ン ・ ス タ ン レ ー 証 券 総 務 企 画 グ ル ー プ リ ー ダ ー)
	徳 島 勝 幸	(ニ ッ セ イ 基 礎 研 究 所 デット・キャピタル・マーケット部)
	根 本 泉	(三 菱 商 事 エグゼクティブ・ディレクター 金 融 研 究 部 門 主 任 研 究 員)
	松 村 直 季	(新 日 本 有 限 責 任 監 査 法 人 トレジャラーオフィス)
	宮 原 広 文	(住 友 生 命 保 険 資 金 為 替 市 場 室 次 長 常 務 理 事)
		(住 友 生 命 保 険 資 金 債 券 運 用 部 長)

委員 矢 島 達 史 (東 京 電 力 経理部財務グループ・マネージャー)
吉 井 一 洋 (大 和 総 研 制 度 調 査 部 長)
吉 村 匡 則 (三 菱 東 京 U F J 銀 行 C I B 推 進 部 次 長)
若 林 豊 (み ず ほ 証 券 経 営 調 査 部 シニア・マネージャー)

オブザーバー 金 融 庁 総務企画局
財 務 省 信用機構課
日 本 銀 行 金 融 市 場 局
経 済 産 業 省 経 済 産 業 政 策 局

以 上 委 員 23 名
(敬 称 略 ・ 五 十 音 順)

※ 委員の交代

平成 22 年 4 月 7 日 辞任 川 俣 高 俊 (三 菱 U F J 信 託 銀 行 受 託 財 産 企 画 部 主 任 調 査 役)
平成 22 年 5 月 1 日 辞任 加 藤 洋 一 (三 菱 U F J モルガン・スタンレー証券 執行役員)

「社債市場の活性化に関する懇談会ワーキング・グループ」における検討状況

開催日		議 題・ヒアリング
第 1 回	平成21年 10月 5 日	○ 社債市場の現状及び活性化に向けた課題について（自由討議）
第 2 回	10月30日	1. 日本の社債市場の構造問題（自由討議） 2. 四半期開示による起債の集中化の解消について
第 3 回	11月16日	1. デフォルトリスクへの対応について ・徳島勝幸氏（ニッセイ基礎研究所 主任研究員） ・セオドア・パラダイス氏（デービス・ポーク・アンド・ウォードウェル外国 法事務弁護士事務所 パートナー） 2. 決済・清算システムの機能拡充について
第 4 回	12月14日	1. 社債市場の現状及び活性化に向けた課題について ・山口俊也氏（日産自動車 財務部資金グループ主管） ・西村俊英氏（太平洋セメント 経理部長） 2. 社債の価格情報インフラの整備について
第 5 回	12月24日	1. 平成22 年度税制改正大綱（新しい非居住者債券所得非課税制度） について 2. 社債の価格情報インフラの整備について 3. 発行市場関係の検討課題
第 6 回	平成22年 1 月25日	1. 企業の資金調達について ・根本泉氏（三菱商事 トレジャーオフィス資金為替市場室 次長） 2. 債券・MTNの東証上場に関する提言等について ・犬飼重仁氏（早稲田大学法学学術院 教授）
第 7 回	2 月 1 日	1. 銀行融資における信用リスクプライシングについて ・大久保豊氏（日本リスク・データ・バンク 代表取締役社長） 2. 発行市場関係の検討課題
第 8 回	4 月 6 日	○ 社債市場の活性化に関する海外調査報告
第 9 回	4 月16日	○ 社債市場の活性化に向けた具体的な取組
第10回	4 月27日	○ 社債市場の活性化に向けて（案）
第11回	5 月17日	○ 社債市場の活性化に向けて（案）

社債市場の活性化に関する海外調査報告（要約）

平成 22 年 6 月 22 日

本資料は、「社債市場の活性化に関する懇談会ワーキング・グループ」事務局が平成 22 年（2010 年）2 月に実施した米国・欧州の社債市場の海外調査報告について、テーマ別に要約したものである。

1. 社債発行

(1) 米国

- ① 米国の社債市場（corporate bond market）は、2008 年の金融危機直後は発行額が縮小したが、その後回復し、2009 年は 9,036 億ドルと金融危機前の水準に近づいた。特に、ハイ・イールド債は 1,478 億ドルで約 16.4%を占め、近年では最高水準となった。
- ② 米国では、厚みと流動性のある債券市場がデット市場の中心に位置しているとの認識が基礎にある。
- ③ 発行会社（特に知名度の高い大企業）は、調達コスト、発行の柔軟性などから、公募社債による資金調達を選択する意識が強い。
- ④ 私募債は公募を行うことが難しい企業、銀行ローンは社債市場へのアクセスが難しい企業が行うといった意識である。
- ⑤ 米国においてハイ・イールド債投資は、運用体制や運用スタンスなど、投資適格債投資と異なる面もあるものの、活発に行われている。

(2) 欧州（ユーロ市場）

- ① 欧州の社債市場は、2008 年の金融危機後、一時的に社債発行が難しい局面があったが、その後社債市場は回復し、2009 年は社債発行が記録的な規模となった。
- ② 欧州では、金融危機後は、社債発行に伴うコストを重視した考え方のみではなく、資金調達手段の多様化を図りたいという企業の増加もあり、社債発行が急増した。
- ③ 2009 年には銀行による貸出が減少した際にハイ・イールド債の発行が増加したが、欧州のハイ・イールド債市場は、BB 格、B 格が中心で、セクターも安定した業界に限られている。米国のように CCC 格や CC 格、そして多様なセクターからの発行にはいたっていない。

- ④ 主な社債投資家は、「real money investor」の資産運用会社、年金基金、保険会社である。社債に投資している銀行もあるが、その規模は社債市場全体から見ると重要ではない。

2. 四半期開示と社債発行（米国）

- (1) 上場企業が、決算期後に社債を発行する場合には、基本的には、四半期報告書フォーム 10-Q 又は年次報告書フォーム 10-K の提出・登録後に、アンダーライター（引受証券会社）によるデューディリジェンスが行われ発行される。
- (2) 一方、決算期直後から四半期報告書フォーム 10-Q 又は年次報告書フォーム 10-K の提出・登録までの期間（「グレイ・エリア」と呼ばれている。）であっても、投資適格債の発行では、アンダーライターによる「エクストラ・デューディリジェンス」の実施や発行会社に対する求償契約など様々な実務上の工夫が行われ発行されている。
- (3) 米国では、上記のとおり、社債の利便性が非常に高く、四半期開示制度が導入されているが、我が国のような起債可能期間の短縮・起債の集中化が生じ社債の機動的な発行が難しくなったという問題は、実務上、生じていない。

3. 発行条件の決定プロセス（米国）

- (1) 米国では、社債の発行条件の決定プロセスとして、いはゆる「POT 方式」（注）がほぼ定着している。これによって社債の条件決定の透明性が高まり、社債発行手続の標準化、起債期間の短縮化が図られたと評価されている。
- (2) 投資適格債は、通常 1～2 日で発行される（1 日で発行されることも珍しくない）。一方、ハイ・イールド債の発行は、投資家によるクレジット判断に時間が必要となり、ロードショーを含め全体では 1 ヶ月程度となる。
- (3) 発行価格は、流通市場での既発債の価格や比較銘柄の価格を参考に決定する。リード・マネージャーは、少なくとも発行額の 2～3 倍の需要を集めることにより、発行価格の低下を防いでいる。

（注）POT 方式では、主幹事証券会社が投資家の正確な需要に基づいて社債の発行条件を決定するため、幹事証券会社が連帯して販売責任を負う部分（POT）を設け、大口投資家を中心とした需要は POT に集めて大口投資家の需要に関する情報を共有する方式で、オーダーの重複やカラ需要が排除できるとされている。

【参考】欧州の状況

欧州での社債の募集は、ほぼ POT 方式である。社債を頻繁に発行する発行会社の場合には、流通市場でのイールドカーブから発行条件を把握することができ、概ね即日でローンチされる。

4. デフォルトリスクへの対応

4-1 コベナントの付与及び開示（米国）

(1) 米国では、デフォルトリスクが大きいハイ・イールド債を中心に、社債が銀行ローンなどの他の債務に劣後することがないように、社債には多様なコベナントが付与されている。

(2) 米国で社債に付与されている主なコベナントの種類と内容は、次のとおり。

① 合併・買収・譲渡制限

発行会社・子会社が合併や買収などで他の企業に吸収されることや、実質的にすべての資産を他社に譲渡することを禁止

② 担保提供制限（ネガティブ・プレッジ）

発行会社・子会社が他の社債やローンなどの負債に対して担保を設定することを禁止

③ クロス・デフォルト

他の債務がデフォルトとなった場合に当該債務をデフォルトとする。

④ クロス・アクセラレーション

他の債務がデフォルトとなり資金が予定よりも早く回収される場合に当該債務をデフォルトとする。

⑤ チェンジ・オブ・コントロール

あらかじめ規定された企業の支配権に関するイベント（大半の資産の売却、一定以上の議決権保有者の変更、過半数の取締役の変更等）が発生し、かつ格付けが引き下げられた場合に、社債権者が社債をあらかじめ定められた価格で買戻すことを発行会社に請求できる権利

(3) ハイ・イールド債発行企業などでは、社債発行と銀行ローンが併用されているケースもあるが、この場合、債権関係の完全なパリパスよりも、コベナント等の情報開示を通じた透明性の確保が図られている。

(4) 社債のコベナント情報は、目論見書、年次報告書フォーム 10-K、臨時報告書フォーム 8-K において開示され、投資家は、その内容を把握することができる。

- (5) 社債やローンのコベナント情報は、年次報告書フォーム 10-K でコベナントの種類・有無・遵守状況等の基本的な情報が開示されている（コベナントがどの債務に付与されているかは明示されてなく、その詳細な内容は把握できない）。
- (6) コベナントの詳細な内容については、社債は目論見書により開示され、社債やローンが臨時報告書フォーム 8-K の提出が求められる重要事象に該当する場合には、フォーム 8-K において詳細な内容が開示され、社債投資家・社債権者はその内容を把握することができる。

4-2 トラストイー（米国）

(1) 設置

- ① 米国における社債のトラスティ（Trustee）は、我が国の会社法第 702 条に基づく「社債管理者」に相当し、社債権者の利益を代表して社債の管理を行う受託者である。信託証券法（Trust Indenture Act of 1939）に基づき、元本が 1,000 万ドル超の公募社債の発行時に設置が義務付けられ、社債のデフォルト時には社債権の保全のために適切に行動しなければならない。
- ② 米国法で設立された純資産 15 万ドル以上の事業法人であればトラスティに就くことができる。

(2) 利益相反防止のための信託証券法の措置

- ① トラスティについて、社債のデフォルト後における社債権者との間の利益相反が信託証券法により厳しく制限されている。例えば、役職員の兼任、直接・間接の支配関係や、証券の 10%以上の保有、債権者となっている場合には、トラスティは、90 日以内に辞任、又は利益相反の状況を解消しなければならない。
- ② トラスティが発行会社の債権者となっている場合には、社債のデフォルト時にトラスティを辞任したとしても、最大 6 か月遡り、トラスティが回収した債権を取戻し、特別勘定で管理される。

(3) 業務

- ① 社債のデフォルト前
基本的には、信託証券に定められた年次報告書や四半期報告書等の定期的な開示書類の受領などの事務的な業務を行う。
- ② 社債のデフォルト後
イ．信託証券法に基づき、プルーデントマン・ルールに従って社債権者の利益を最大

化するための行動が義務付けられ、発行会社に財務情報等を請求するとともに、直に社債権者に元利金の支払の遅延等を通知する。

ロ．破産の申立てや、破産裁判所の債権者委員会への参加、事業再編計画案の作成などを行うこともある。

ハ．社債のデフォルト後のトラスティーの報酬は、通常破綻処理に最低限必要なコストとして、破綻会社に対する優先債権と認められ、一般的に信託証書にこの旨が記載されている。

5. 社債の価格情報インフラ

5-1 米国 TRACE

(1) 米国 TRACE (The Trade Reporting and Compliance Engine) は、FINRA (米国金融取引業規制機構) が 2002 年 7 月から運用を開始した。現在、原則としてルール 144A 債券を除き、約 30,000 銘柄の社債の取引情報 (取引量、取引価格、売買の別、取引執行時間、利回り) が、取引 1 件ごとに、リアル・タイムで市場参加者 (有料) 及び個人投資家 (無料) に提供・公表されている。

(2) 会員は、FINRA の規則に基づき、社債の流通市場の取引情報を FINRA に 15 分以内に報告することとなっており、FINRA は、同報告を受け上記 (1) の公表を行っている。

(3) TRACE は、2002 年導入当初は議論もあったが、現在は、米国の社債市場の基幹インフラとして市場関係者に受け入れられ定着している。

(4) 本年春には、新たに、GSE (政府系機関) が発行する債券や発行市場の情報、証券化商品が報告対象とされた。

5-2 英国ボンドマーケットプライス・ドット・コム

(1) 英国ボンドマーケットプライス・ドット・コム (BondMarketPrices.com) は、Xtrakter が 2007 年末から運用を開始した。現在、個人投資家向けに流動性・格付が高い社債 (残存年限 1 年以上、格付 A- 以上、発行額 10 億ユーロ以上) で、一定の取引 (取引額 15,000 ～ 1,000,000 ユーロ) の価格情報について、午後 5 時 30 分に高値、安値、仲値、午後 9 時に取引終了時におけるビッド・オファーが公表されている。

(2) 欧州では、2008 年の国際的な金融危機を受け、2010 年後半にも債券売買の透明性確保 (強化) に向けた新たな法規制の導入が予定され、ボンドマーケットプライス・ドット・コムの見直しが検討されている。

6. 社債レポ市場

- (1) 米国のレポ・債券貸借市場の規模は、2009 年 12 月末現在、残高は 2 兆 5,000 億ドル、うち社債の残高が約 1,000 億ドル(6%)となっている。主な社債のレンディングサービスとして、クリアリング・バンクによるトライパーティ・レポ、NSCC によるフェイルカバーがあり、広く普及、利用されている。
- (2) 欧州では、ユーロクリアが提供する社債のレンディングサービスが広く利用されている。

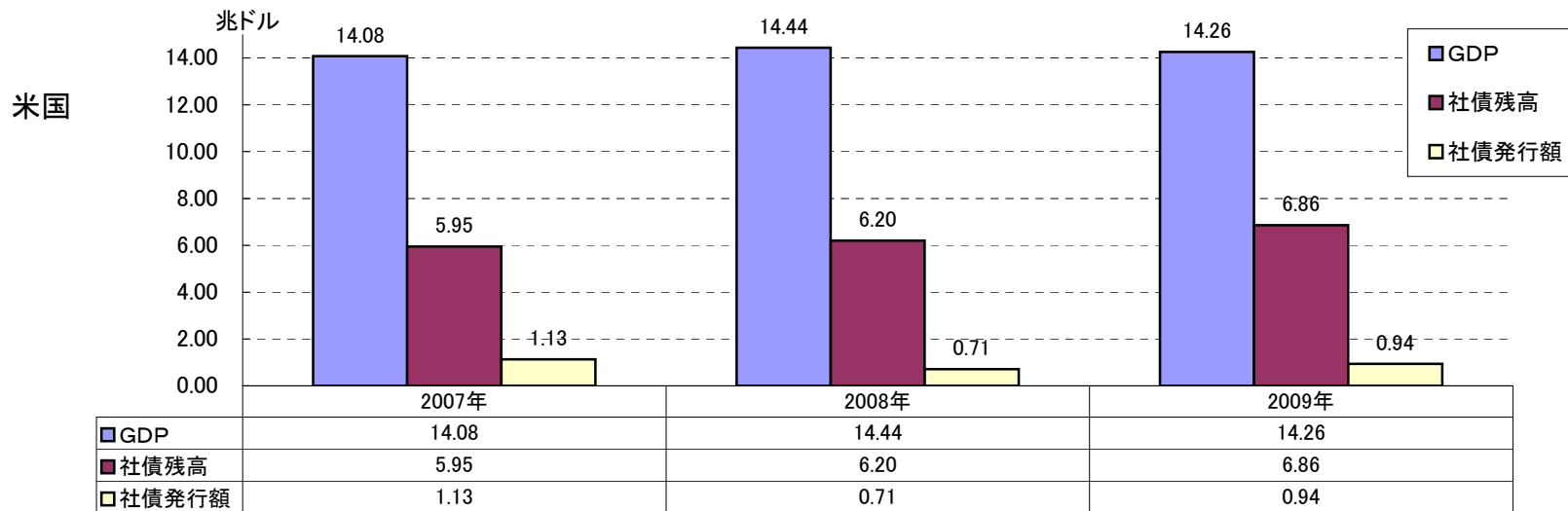
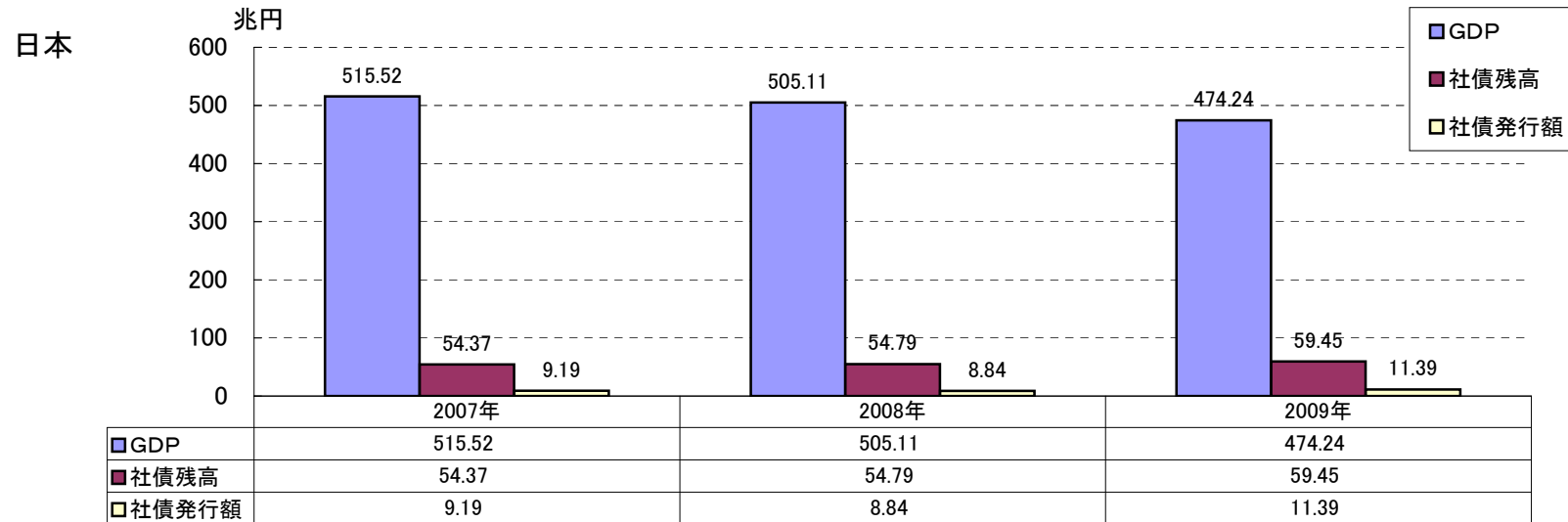
7. 個人投資家の社債投資、投資家教育（米国）

- (1) 米国では、個人は主に投資信託を通じて社債投資を行っており、近年は増えてはきているが、社債への直接投資はまだ少ない。
- (2) FINRA や SIFMA(米国証券業金融市場協会)は、投資家教育は重要課題として取り組んでおり、SIFMA では、個人投資家を対象とした「インベスティング・イン・ボンド・ドット・コム」(InvestinginBonds.com) というウェブサイトを開設している。

以 上

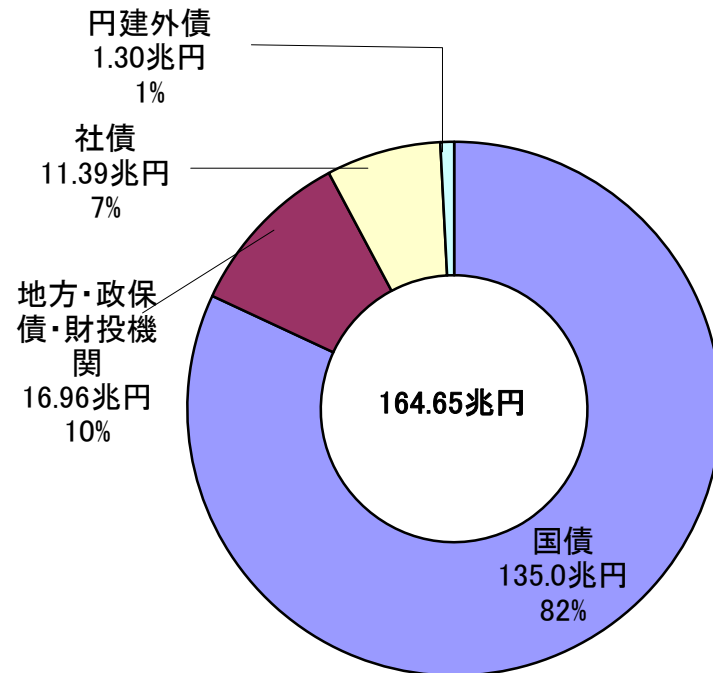
日本、米国の社債市場の比較

1. GDPと社債残高及び発行額



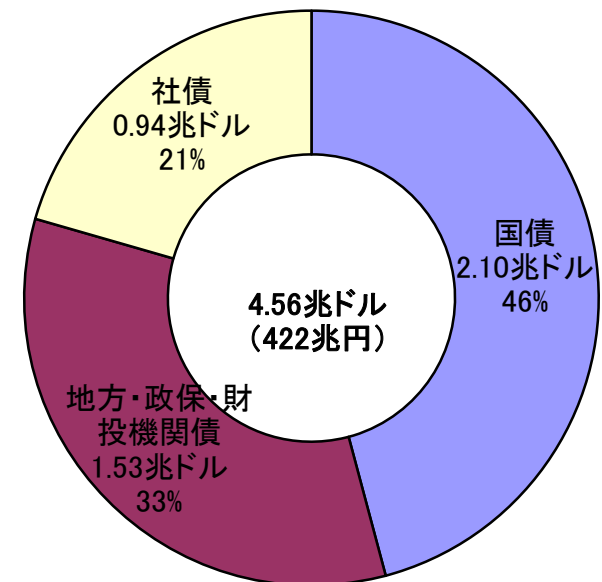
2. 公社債の発行額・割合

日本(2009年)



出所) 日本証券業協会

米国(2009年)

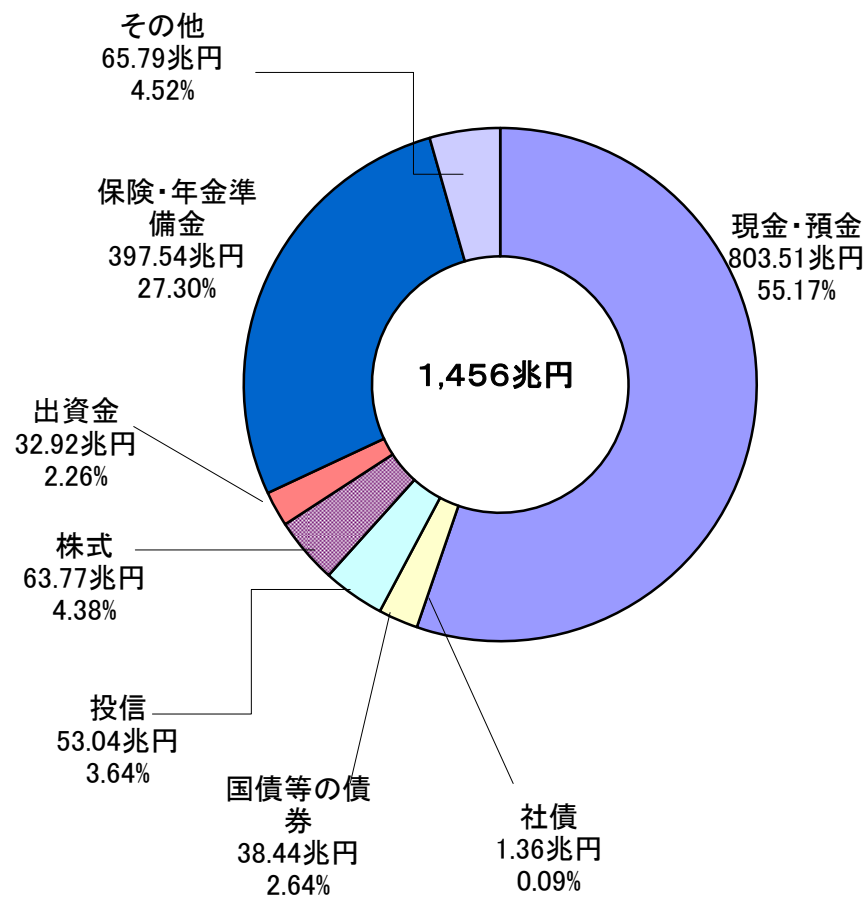


※ 1ドル=92.5円で換算

【出所: Securities Industry and Financial Markets Association】

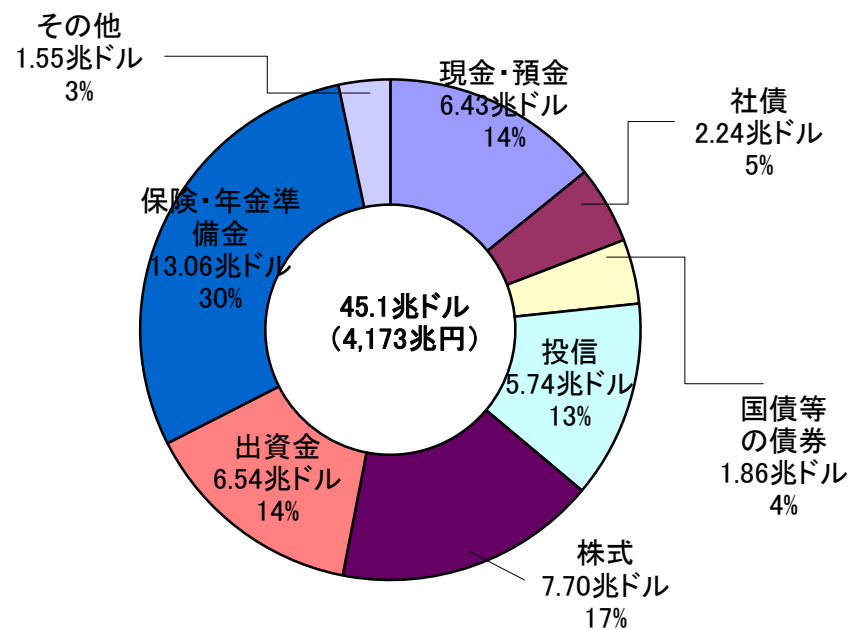
3. 個人金融資産の状況

日本(2009年12月末)



出所) 日本銀行・資金循環統計

米国(2009年12月末)

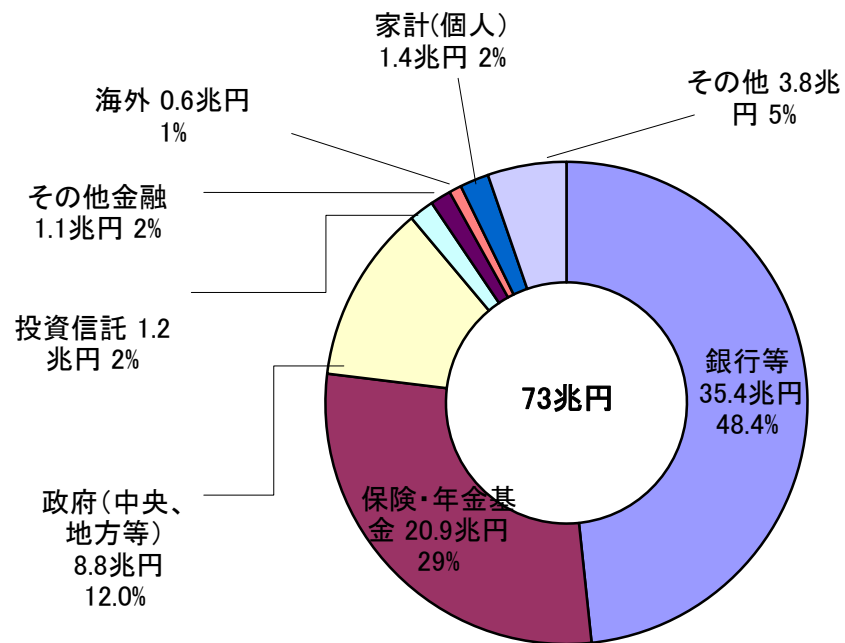


※ 1ドル=92.5円で換算

【出所: Flow of Funds Accounts of United States(Federal Reserve statistical release)】

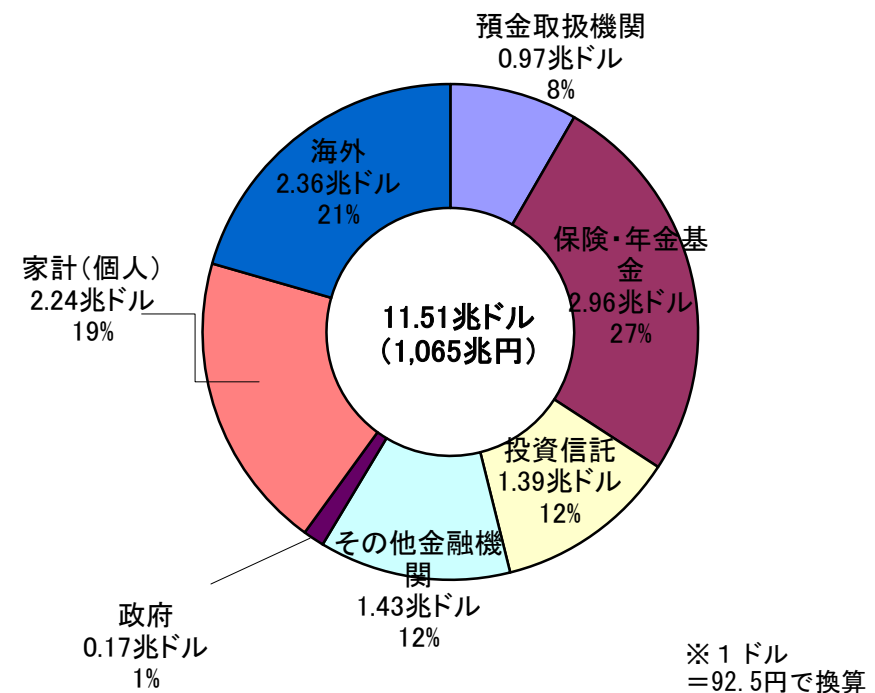
4. 社債、債券の投資家別保有状況

日本(2009年12月末:社債)



出所)日本銀行・資金循環統計

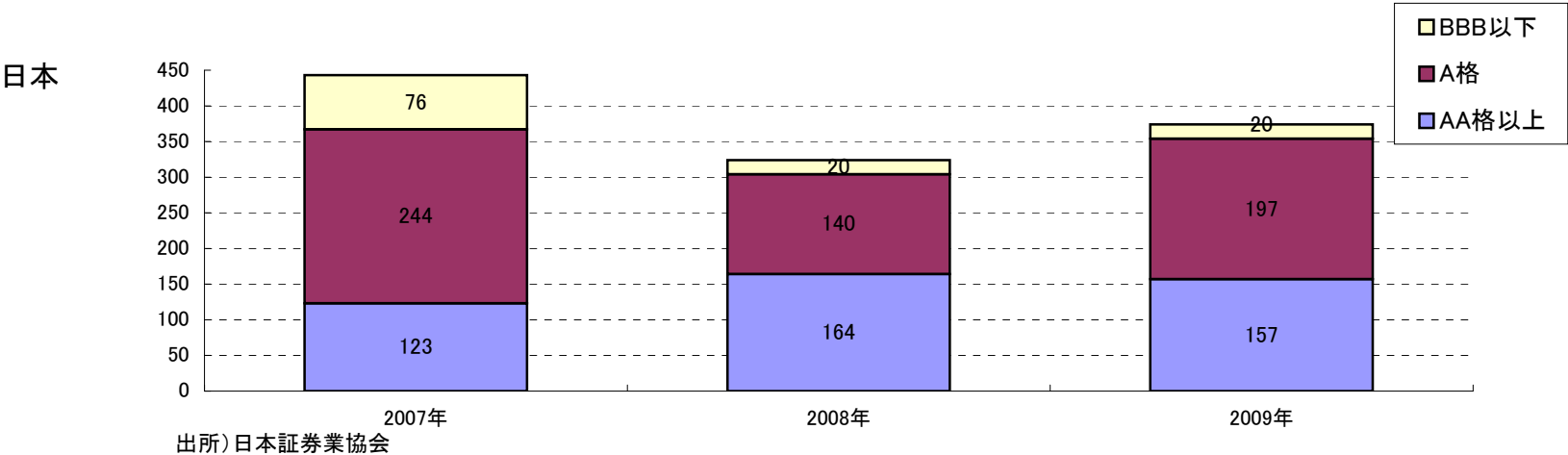
米国(2009年12月末:債券)



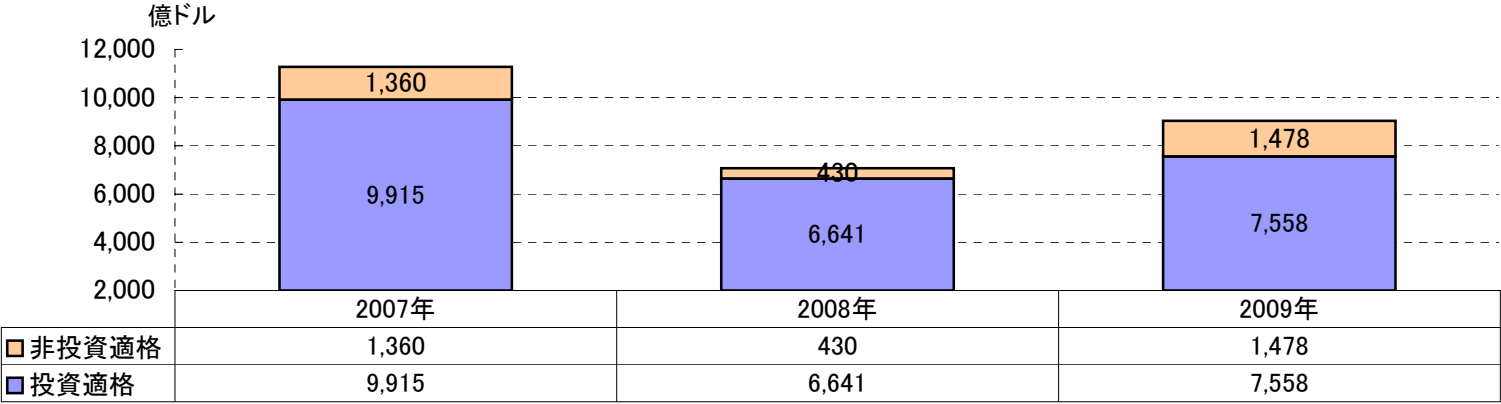
(注) 米国企業の海外発行分等を含む

【出所: Federal Reserve Flow of Funds Accounts of the United States】

5. 社債の格付別発行銘柄数



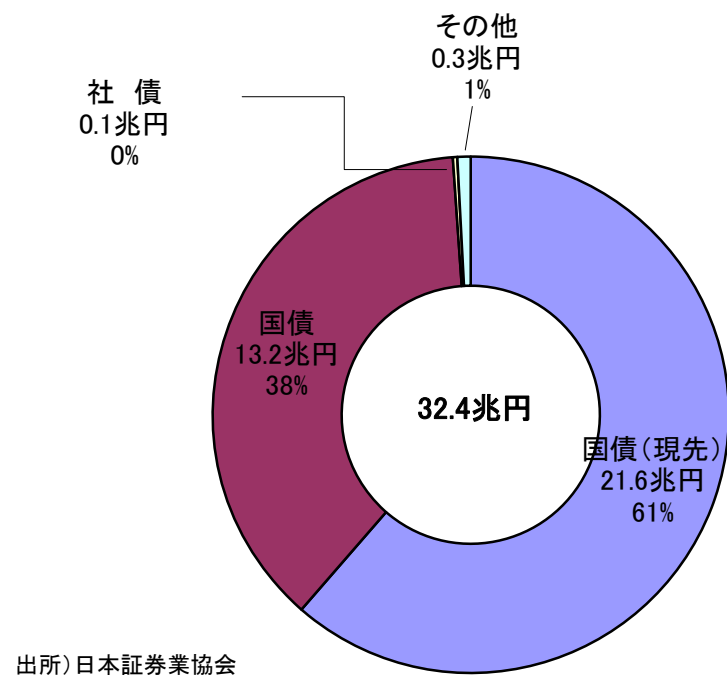
米国



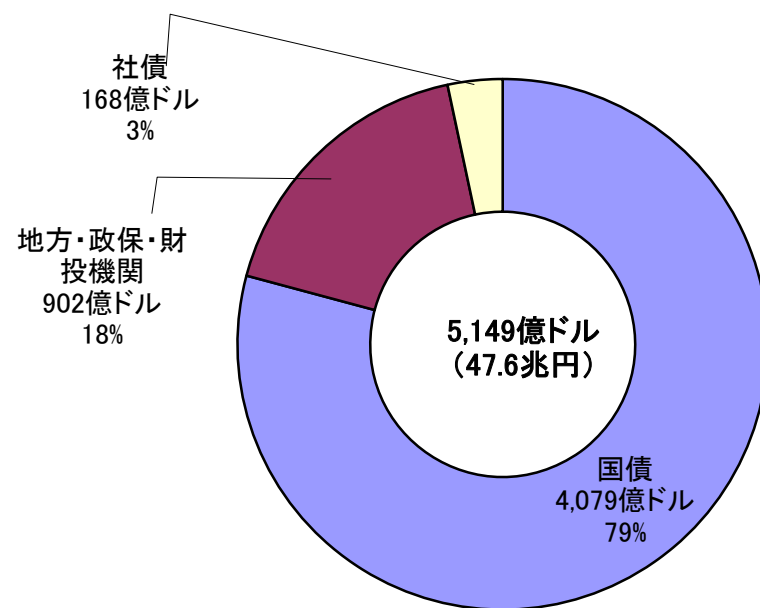
【出所: Securities Industry and Financial Markets Association】

6. 公社債の売買高(1日あたり)

日本(2009年)



米国(2009年)



【出所: Securities Industry and Financial Markets Association】

※ 1 ドル
= 92.5 円で換算