

「第8回 社債市場の活性化に関する懇談会」議事要旨

日 時 平成23年7月6日（水）午後2時30分～4時5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

第1部会 野村部会長、第2部会 神田部会長、第3部会 神作部会長、（第4部会 吉野副座長）、日本証券業協会 前 会長、古賀 証券戦略会議議長

議事概要

1. 「社債市場の活性化に関する懇談会 部会」検討状況について

社債市場の活性化に関する懇談会（以下「本懇談会」という。）の下に設置された4つの部会の検討状況について、各部会長から、配付資料に基づき報告・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】

(1) 第1部会（証券会社の引受審査の見直し等）

- ・ 第1部会では、格付けの低い発行会社による社債発行も許容されるような市場環境を構築することにより、社債市場の活性化を図るといった共通の問題意識を持って議論を進めている。
- ・ 具体的には、証券会社による発行登録制度の下での社債の引受審査の枠組みの簡素化について検討を行っている。検討においては、例えば、四半期報告書提出時の審査においても、有価証券報告書の審査と同じレベルの審査を何回も行う必要があるのかといった、過剰になっている部分を省略するという問題意識に加えて、発行会社の実態に応じた柔軟な審査ができる態勢を整えていくという二つの軸を念頭に置いている。
- ・ 一方、継続的に社債を発行しているような発行会社に対する審査においても、企業の状況等が変われば、質問事項・内容を詳しくしていくといった対応が必要になる。継続開示審査における共通質問事項の見直しにおいては、発行会社ごとの特性に応じた非常に個性的な質問事項を構築し、さらに信用状況等に応じて追加的な質問を重ねていくといった柔軟な実務が可能となるよう配慮し、それにより、信用リスクの高いこと等を理由に、これまで発行体としてマーケットに受け入れられなかった企業でも、マーケットに参加できる可能性が開けるようにしていきたいと考えている。

(2) 第2部会(コベンツの付与及び情報開示等)及び第3部会(社債管理のあり方等)

- ・ 平成5年の商法改正により、社債の募集の受託会社制度が廃止され、社債管理会社制度が導入された。当時、証券界からは、社債の募集及び担保の受託銀行が、社債の発行に関与するのは、如何なものかという意見が多くあり、それを受け、社債の引受幹事については、現在のよ様な証券会社を中心となった制度に整理される一方、銀行については、社債の管理を行う者としての位置づけを明確にされたものと記憶している。
- ・ 現状、社債は、最終期限まで途中償還がない(満期一括償還)、無担保債が中心となっており、その管理のあり方についても、以前とはずいぶん異なっている印象である。平成5年当時の議論では社債管理を担う者については、当初は米国のトラスティーのようなもののイメージがあったが、従前の受託銀行的性格を残す意図から、少々強い権限を持たせる結果になったのではないかと推測している。
- ・ 原則として、社債管理会社を設置することを念頭に制度改革が行われたが、一方で、大口投資家向けの社債には、社債管理会社を設置する必要はないのではないかと議論が起こり、そうした考え方も採用されたため、現在では、社債管理者を設置しない社債(F A債・不設置債)がかなり増加している。今の時点で考えると、結果的に社債管理会社制度について、整理が十分ではなかったのではないかと印象である。法改正も絡んでくるので、他の検討の場が適当なのかもしれないがしっかりと議論する必要があるテーマではないか。その際には、米国のトラスティー制度が参考になるうが、その機能・役割についても、再確認する必要がある。法律に定められてはいるものの、実際にどのようにトラスト・インデントチュア(Trust indenture、信託証書法に基づき発行会社とトラスティーとの間で締結される信託証書で、トラスティーの役割、義務、権利について定められている)を作成するのか等、難しいテーマであると思う。
- ・ 発行会社や引受証券会社が弁護士等を利用して内容を詰めた社債契約について、実際に実務上ワーカブルかどうかをチェックした上で、その業務を引き受けるのがトラスティーの立場であると理解している。今後、コベンツの内容について、誰が作成・提案し、誰がその内容について承認するのかなど、トラスティーの議論と併せて議論していく必要があるのではないか。
- ・ 社債管理会社制度が導入された平成5年の商法改正当時の社債管理会社のイメージと、実際に社債管理会社・社債管理者が果たしてきた機能が必ずしも一致していない印象である。少なくとも、社債管理者制度の将来的な大きな方向性について議論する必要があると考える。
- ・ 第3部会では、社債管理者の権限を拡大する方向の意見と、米国のトラスティーのように社

債管理者の裁量権を具体化する意見の両方が出ている。現状を当然の前提にするのではなく、社債管理者制度のあるべき姿を視野に入れて議論する必要があるという問題意識は、部会において共通の認識となっていると考えている。

- ・ 以前は、社債には常に第一順位の担保が設定されており、他の債権に対して必ず優位であったが、現状では無担保債の発行が中心となっており、社債と他の債権の優先劣後の関係が曖昧になってきている。社債が必ず優位である必要はないが、社債市場の活性化という観点から、投資家層を広げていくとするならば、投資対象の社債と、他の債権の優先劣後の関係が良くわからないというのは如何なものか。しかしながら、これらの開示については、実務的に相当難しい問題を抱えているという印象を持っている。
- ・ 社債とその他の債権の（弁済順位の）優劣については、第2部会の直接の議論の対象というわけではないが、コベナンツの付与及びコベナンツ等の情報開示の検討に関連する問題であるといえる。コベナンツにも様々なものがあるが、現在我が国で使用されているコベナンツの多くは「社債間限定同順位」であり、社債の間では、他の債権、例えば銀行貸付と同順位とは定められていない。
- ・ 戦後、我が国で発行された事業債は、すべて担保付とする慣行であり、銀行貸付にも社債にも担保が付いていた。そのような中で受託銀行は、担保権の順位の譲渡により、当該銀行が有する貸付債権よりも、当該銀行が受託会社を務めている社債の担保権を上位にするという実務慣行があった。
- ・ しかしながら、無担保債では、こういった実務を行うことはできない。そのため、コベナンツで対応するとか、信用状態が悪くなった場合に担保付に切り換えるといった消極的な方法により、債権者間の優劣の問題に対応しているということが出来る。そういった意味では、社債とその他の債権の優劣の問題については、必要に応じてコベナンツとの関係で議論していくのがよいのではないか。
- ・ 信用リスクが比較的大きい企業が社債のマーケットに出てくるためには、第2部会と第3部会の議論は、いろいろと繋がっている部分があるのではないか。
- ・ 各部会で議論されている内容は、発行会社や引受証券会社の体制に関するものが中心であるようだが、こういった内容が実際に採用された場合、社債市場の活性化につながるのか、投資家の立場からはどのような印象なのだろうか。
- ・ また、TOKYO AIM 取引所で創設された東京プロボンドマーケットでは、開示を非常に限定す

るなどにより、機動的に債券を発行できるような枠組みになっている。そういったテーマについても、部会で議論は行われているのか。

- ・ 第2部会では、TOKYO AIM 取引所の東京プロボンドマーケットに関する直接的な議論は、今のところ行われていない。
- ・ 我が国の証券市場や金融市場は、保守的な状況にあり、仮に社債市場を活性化する、あるいは、コベナンツを多様化するために、様々な制度が構築されたとしても、投資家は、直ちにそういった社債に投資しないのではないか。
- ・ 一方、発行体については、これまで社債を発行してきた発行会社の意見は伺っているものの、まだ社債を発行できないような、例えば信用リスクが相対的に高い会社の意見は伺っていないため、発行会社サイドのニーズは未知数の部分があるともいえるが、おそらくニーズはあまり高くはないのではないか。これは、我が国の機関投資家は保守的であり、信用リスクが高いものを保有し、信用状況の悪化により当該リスクが顕在化するということ避ける傾向にあることが要因の一つではないか。また、発行会社としても、現状では、低金利の状態が続いており、銀行から借り入れれば事足りると考えるのが自然ではないか。
- ・ しかしながら、資金調達手段を多様化していかなければ、金融・資本市場の質・レベルは高まらないので、そういった観点からも社債市場を活性化していかなければならない。そのためには、証券会社のみが頑張るのではなく、投資家や発行体といった利用者のニーズを汲み上げる必要がある。しかしながら、利用者に具体的な提言を求めるのも、中々難しい問題であるので、例えばコベナンツの多様化により、社債という金融商品の多様化を図り、それにより新たな利用者が出てくることを目指して議論を進めているところである。
- ・ 例えば、いわゆる低格付けの信用リスクが高い企業が社債を発行しようとする場合、複雑なコベナンツを、詳細に、多く設定することになると考えられるが、コベナンツを過度に複雑にしてしまうと、その管理や執行が難しくなってしまう。一方、銀行ローンに付与されているコベナンツは、複雑であるものの柔軟な運用が可能であり、特にメインバンクであれば、絶えず貸付先企業の情報を入手しているので、管理や執行が行いやすい。このように、銀行貸付と社債とでは、そもそも仕組みが異なるので、社債のコベナンツは、銀行のローンに付与されているコベナンツと競争するようなものではなく、あくまで社債に則したコベナンツを考えるという方向性で、第2部会ではコンセンサスが形成されており、議論を深めている。
- ・ そういった前提の下に、発行会社やその置かれている状況等により、必要とするコベナンツは異なると思われるので、いくつかのパターンの標準的なコベナンツモデルを示そうと考えて

いる。

- ・ 第3部会でも、TOKYO AIM 取引所の東京プロボンドマーケットに関する直接的な議論は、今のところ行われていない。
- ・ 社債管理者を設置していない社債の場合、デフォルトの際には、社債権者（投資家）が、自ら債権届出や配当の受領手続き等を行う必要がある。投資家サイドからは、社債のデフォルトの確認及び債権届出等を代わりに行ってくれる「社債管理人（仮称）」の制度は有用であるという意見が比較的強い印象である。
- ・ しかしながら、「社債管理人」にどこまでの機能・役割を期待するかという点については、意見が分かれており、コンセンサスが得られていない。社債の管理のあり方についても、コベナンツのようにバリエーションがあっても良いのではないかと考えている。
- ・ 社債市場の活性化のためには、最終的には、国内外の投資家を幅広く呼び込む必要があり、それが実現しなければ活性化は成功しないだろう。今後は、国内外の投資家をしっかり呼び込めるのかという点を視野に入れて、議論を進めていただきたい。
- ・ 本懇談会が始まったのは、いわゆる 2008 年のリーマン・ショックの直後の時期であり、当時、マーケットの急変により、我が国社債市場の担い手である金融機関や保険会社が、非常に短い期間ではあったが、担い手になり切れなかった。そういった際に、我が国社債市場は、代替的な投資家（担い手）を呼び込むための十分なインフラを有していないのではないかと議論があったと記憶している。
- ・ その後、リーマン・ショックから各国市場は立ち直ったものの、最近の状況を見ると、ヨーロッパでも、国ごとによりダイナミックに信用状況が変化するという事例が起きているようである。
- ・ 特に、我が国における通常の資金循環においては、ローンの担い手が債券の買い手でもあるため、そういった者が十分に機能を果たせない非常時に、優先劣後構造が生じてしまう（社債がローンに劣後してしまう）という非常に大きな問題がある。社債が優先劣後的な状況に置かれている中で、劣後性が高まってしまいう理由から、証券会社としては、我が国の個人投資家や海外の投資家に対して、積極的に勧誘しにくい現状がある。
- ・ こうした現状の打開のため、コベナンツと社債管理者の制度についての議論が持ち上がったと記憶している。非常に難しい問題だと思うが、状況がダイナミックに動いていく可能性があるということ踏まえ、もう一段踏み込んだ議論をしていただきたいと思う。また、そうした

検討により新しい制度ができたとしても、個々の発行会社や引受証券会社が自発的に新しい制度を活用していくのは難しいと思われるので、本懇談会のような横断的な場を活用し、ガイドラインとして設定すれば、社債市場のインフラの整備に繋がるのではないかと期待している。

- ・ 第2部会においては、コベンツの多様化について、大きく2通りのアプローチがあるのではないかと考えている。一つは、ガイドラインという形式かどうかは別にして、コベンツの標準的なモデル・タタキ台を示し、後は各発行会社の事情や格付け等に応じて、取捨選択して利用いただくというアプローチである。
- ・ もう一つは、発行会社や投資家層に応じて、例えば、5つぐらいのコベンツの組み合わせのパターンを示し、そのパターンの中から取捨選択して利用いただくというアプローチもあるのではないかと考えている。ガイドラインと呼ぶのが適切かどうかはわからないが、こういったものをお示しすることを目指して議論を進めている。

(3) 第4部会（社債の価格情報インフラの整備等）

- ・ 各部会において、海外における社債市場の実情を踏まえ、非常に丁寧な調査のもと、質の高い議論がなされていることに感謝している。
- ・ 社債に限らず全てのOTC取引（相対取引）について、世界的には取引価格等の取引情報の開示の流れにあると認識している。これには当然、デメリットもあるが、仮に信頼性に問題のある情報が含まれていたとしても、社債市場の信頼性の向上及び流動性の評価という点から、やはり取引情報は開示される方向が望ましいと考える。例えば、株式市場におけるブロックトレード（証券会社を通じて大口の注文を行う取引）には報告義務があり、当該報告事務の負担が取引の円滑な遂行に影響を与えている感は否めないが、それでもブロックトレード自体は行われており、また、取引所での取引はブロックトレードにより阻害されておらず、その他の一般投資家は、むしろ情報開示の恩恵を受けているという実情がある。
- ・ バーゼルⅢ（2010年9月、バーゼル銀行監督委員会が公表した国際的に業務を展開している銀行の健全性を維持するための新たな自己資本規制）が適用されるようになると、ますます金融機関は貸出リスクを取ることが難しくなってくると思われる。そのため、社債市場でも、ハイ・イールドよりはミドル・イールドというか、ある程度のリスクのある商品に資金を流すチャネルを確保する必要があるのではないかと。
- ・ 欧米には、貸付以外にも大きなキャピタル・マーケットがあるので、仮にバーゼルⅢの適用で、膨大な自己資本を積む必要が生じ、貸付以外に資金を向ける必要が生じて、他にチャネ

ルが存在している。我が国においても、バーゼルⅢが導入されるこの機会に、社債市場を含めたさまざまなチャネルを通じて企業に資金が流れるようにする必要があると思われる。しかしながら、我が国の場合、貯蓄は金融機関を巡って、結局国債に投資されている。そのような資金が社債や企業に流れるようにすることが、社債市場の活性化にもつながる喫緊の課題であると考えます。

- ・ 社債の取引情報の公表は非常に重要であり、各国とも熱心に取り組んでいるテーマであると認識している。我が国の場合は、まずは、日本証券業協会（以下「日証協」という。）が公表している公社債店頭売買参考統計値を精緻化し、順次、実際の取引価格の公表を進めていきたいと考えている。米国では、まずは流動性の高い銘柄から順次取引情報の公表が始められ、EUでは、流動性や取引量を考慮して、実際の取引時間から、どの程度のタイムラグをもって公表するのかといった様々な点に留意して検討が進められている。第4部会における議論では、取引価格を公表するという方向性については、特に反対意見は出ていないようであるが、社債の取引情報の公表による何らかの悪影響が発生しないように注意して議論を進めていく必要があると考えている。
- ・ 社債市場を活性化するという観点からは、価格の透明性の確保も非常に重要であると思う。しかし、当然のことながら、取引価格の公表にはメリット、デメリットの双方があり、それ以外の留意点もあると思われるので、十分に議論を尽くしたうえで意見を集約していただきたい。
- ・ また、公社債店頭売買参考統計値の精度がよくないという問題もある。この問題の改善については、既に粛々と取り組んでいただいているようであるが、これについても取引価格の公表と同時並行で検討していき、メリット、デメリットを含めた十分な議論のうえで、意見を集約していただきたい。
- ・ 金融庁では、平成22年12月24日に「金融資本市場及び金融産業の活性化等のためのアクションプラン」を公表したが、その中で本懇談会における社債市場の活性化のための検討・取組みを積極的に支援していくことを明記している。
- ・ 社債の取引情報の公表については、本日も、「公表すべきである、公表する情報によってはメリット・デメリットがある点に留意する必要がある」といったいくつかの意見があった。EUは、取引情報の公表について、かえって流動性に悪影響を与える場合があるといった理由で、米国や韓国に比し慎重な姿勢であるものの、価格情報を公表することは前提となっており、そのうえで、どのような方法でデメリットを消していけば良いのかという方向性で議論が進んで

いると理解している。世界的な潮流に乗り遅れないように、検討を進めて行く必要があるのではないかと。

(5) 税制

- ・ 社債市場に投資家を呼び込むためには、第1部会から第4部会の直接の議題ではないが、社債の税制も重要な問題であると認識している。先日、日証協を中心に取まとめられた「平成24年度 税制改正に関する要望」の「I. の(注4)」において、「公社債の課税玉と非課税玉の分断問題（金融機関等が保有する債券（非課税玉）については、源泉徴収が免除されるが、個人から購入した債券（課税玉）については、金融機関等が保有していても源泉徴収が課されてしまうため、金融機関等と個人との流通が分断されてしまう問題）」が要望されており、非常に重要である。公社債の取引慣行を欧米に合わせるという意味でも、流通市場の整備という観点からも、大きな意義があると思われるので、引き続き、当局を含めた関係者に働きかけていくことが望ましいと考える。
- ・ 本懇談会では、現在の専門部会の4つのカテゴリのテーマだけではなく、各委員から追加で御指摘のあった問題については、意識を共有しながら幅広く議論を進めていきたいと考えている。

2. 今後の進め方

- ・ 各取り組みについて、引き続き、各部会で検討いただき、平成23年12月・年内を目途に、本懇談会において最終的な検討結果の取りまとめをお願いしたい。
- ・ 今後、各部会により検討のスピードに差が生じることも考えられるが、そういった場合には、取りまとめが終わった部会から順次、本懇談会へ報告していただくこととしたい。
- ・ 各部会の検討テーマ以外で、追加で検討すべきテーマや、部会での議論を踏まえたうえで、本懇談会でご議論いただく必要があるテーマについては、適宜、本懇談会を開催し、議論をお願いしたい。
- ・ 本懇談会及び各部会の委員各位には、今後の我が国社債市場の活性化に向けて、引き続き深く掘り下げた議論を進めていただきたい。現在、テーマごとに4つの部会で検討を進めているが、東日本大震災後、社債市場には電力債を中心にかなり大きなショックが走っている。現に取り組んでいる問題に限らず、そうしたショックが垣間見える市場の新たな問題点にも関心を向けていかなければならない。また、問題点に個々に対処するだけでなく、多くの問題の根

底に横たわる本質は何か、我々市場関係者自身がそれを探り当てる努力をしていく必要がある。
時には、本懇談会を臨時に開催して議論したいと考えており、今申し上げたような事項についてお気付きのことがあれば、是非お教えいただきたい。

(配付資料)

- ・ 「社債市場の活性化に関する懇談会 部会」検討状況について（２）

以 上