

## 「第12回 社債市場の活性化に関する懇談会」議事要旨

日 時 平成25年2月15日（金）午後2時～3時40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 前 会長、古賀 証券戦略会議議長

（外部有識者）

徳島勝幸 氏（ニッセイ基礎研究所 金融研究部門 上席主任研究員）

大橋英敏 氏（ジャパン・クレジット・アドバイザー 代表取締役社長）

### 議事概要

#### 1. 社債市場の現状及び課題について

##### (1) 最近の事例を踏まえた社債市場の現状と課題 ～インフラ面での課題を中心に～

ニッセイ基礎研究所 徳島氏から、「最近の事例を踏まえた社債市場の現状と課題 ～インフラ面での課題を中心に～」について、次のとおり、資料に基づき報告・説明が行われた後、意見交換が行われた。

#### 【 報告・説明 】

##### 1. 課題認識（2ページ）

###### ○ 日本の社債市場は活性化が必要

- ・ 我が国の社債マーケットの規模は、相対的に見て決して大きくない。ただし、米国との比較という観点からの議論は建設的でないとする。我が国の場合、厳然として金融機関による融資の存在感が大きいという事実がある。一方米国の場合、社債発行企業が資金調達を選択肢として、金融機関からの融資を考えることは決して多くない。我が国の社債市場のあり方を考える際には、やはり融資の存在を意識する必要がある。
- ・ 次に、市場整備面での遅れを痛感している。10年程前は、アジア諸国の債券市場の整備状況は我が国よりも遅れており、日本での取組みをアジアに伝えることに一定の意味があったと考えられていた。しかし現在では、韓国・中国やそれ以外の東南アジア諸国の一部の社債マーケットは、我が国よりもはるかに活性化し機能している。我が国は、債券の発行量は多いが、9割近くが国債である。一方、アジア諸国では、大体6：4～7：3ぐらいの比率で社債の方が多く国債がほとんどである。

- ・ 我が国の社債マーケットには、会計や制度的な不備に起因する問題も依然として残っているが、この20年でかなり改善した印象である。それでもなお、何か障害になっているものがあるのではないかという観点で、改めて我が国の社債マーケットを見直してみたい。
- ・ 社債市場の活性化のために目標とすべきことは、社債の発行体の拡大であり、必ずしも社債の発行額の拡大である必要はないと考える。具体的には、現状では社債マーケットにアクセスできていない比較的信用力の低い企業が、社債市場で資金調達できるようにすることを目標とし、そのための直接的・間接的な措置を講じていくべきではないかと考える。
- ・ 本懇談会が設置されてから4年近くの時間が経過しており、その間、様々な関係者による議論が行われてきた。これにより、様々な問題が存在していることが判明してきたが、それらがあまりにも複雑に絡み合っているため、現状を打破するような一歩が見えてこない状況にある。我が国の社債マーケットの課題は、原因と結果が循環している（「鶏と卵」の関係にある）ため、一足飛びの劇的な変化・活性化は期待できないと考えている。しかしながら、少しずつでも改革を進め、活性化に取り組んでいくことが、本懇談会や市場関係者に求められているのではないかと考える。

## 2. 社債に関するインフラ面の課題（4ページ）

### ○ 流通市場の課題

- ・ 社債は、基本的に取引所取引ではなく、相対により取引が行われ、証券会社が売買の仲介を行うことになる。これにより、必ずしも一物一価とはならないため、価格の透明性が欠けており、その結果として、流動性が担保できないと指摘されることがある。価格の透明性を確保するための方策としては、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（以下「売買参考統計値」という。）の精度を上げることがまず考えられる。しかし、そもそも社債マーケットでの売買成立件数そのものが少ないため、精度の向上には限界があると考えられる。また、各証券会社から報告された数値を、日証協において加工するというスキームを考えると、時間的な制約もあるだろう。同じようなスキームで計算されるLIBORの数値が恣意的にコントロールされる事件が起こったが、売買参考統計値の場合、恣意的にコントロールを行ってもLIBORほどの意味はないため、そういった危険性はそれほど含んでいないが、証券会社5社からの報告があれば、売買統計参考値が公表されるという現状の仕組みを考えると、精度アップのための見直しは必要である。
- ・ そのための一つの方策として、本年1月から日証協において、社債の実際の取引情報を証券保管振替機構（以下「ほふり」という。）経由で報告を求める制度が始まった。これにより日

証協は、これまで把握できなかった実際の取引情報を把握できるようになったため、売買参考統計値の精度向上に役立てることができると考えられる。また、取引情報そのものを公表するかどうかという論点があるが、これについては、議論の最中である。取引情報の公表は、米国・韓国といった諸外国では既に始まっている。取引成立後5分以内に報告する義務があり、しかも直ちに公表されるといった制度にまで整備されている国も決して珍しくない。我が国における整備状況は、かなり遅れていると言わざるをえない。

- ・ 社債の取引が増えない一つの理由として、社債にはレポ市場がないため、空売りができないというマーケットの欠陥が挙げられる。これは、価格の透明性が欠け正確な担保評価ができないことも理由の一つであり、そもそも債券の出し手が見えないという構造的な問題も理由の一つだろう。いずれにしろ、まだまだ議論の必要があるテーマであり、価格の透明性の問題とレポ市場の問題は、「鶏と卵」の関係にあると考えている。
- ・ 社債の取引単位の見直しも課題の一つである。現在の我が国の社債の取引単位は、基本的に1億円単位となっている。仮に株式でインデックス連動型のファンドを設定する場合、30億円程度の資金があれば、インデックスからの乖離を相当抑えたファンドを組成することができる。一方、国内債券のインデックス・ファンドを設定する場合、国債、地方債、財投機関債といった、いわゆるソブリン債がファンドの9割を占めることになる。ところが、社債の取引単位が1億円と非常に大きいため、残りの1割について精度を確保しようとした場合、総額で500億円程度といった巨額の資金が必要になる。社債の取引単位が1億円となっていることが、小規模な年金や投資信託会社での購入の制約になっているのは事実だろう。そういった意味で、取引単位の見直しを考える必要があると考えられるが、これは、会社法702条ただし書にある社債管理者の設置義務の例外規定に起因している問題であるため、社債管理のあり方と関連した議論が必要になってくると考えられる。

#### ○ 発行市場の課題（5ページ）

- ・ 主に海外の投資家から、我が国の無担保普通社債は、実質的に劣後債であるという批判がある。我が国の社債には、一般的に社債間限定同順位というコベナンツがついている。これにより、銀行融資と社債について、同じ無担保の債務であるという前提であっても、債務の弁済順位の関係で、一般的に融資のほうが担保を徴求することによって回収可能性の高いケースが多くなっている。後ほど、具体的な事例を紹介したい。基本的に相対取引であり債権者が少数に限られる場合が多い融資と、不特定多数の者が債権を持っている可能性の高い社債を、必ずしも同列に論じられないのは事実であるが、歴史的に見ると、特に90年代初頭のバブル崩壊後、

融資については、債権放棄がかなり頻繁に行われてきた。一方、社債については、債権放棄は決して容易ではない。今年度に入ってようやく、社債権者集会による減免手続きが実行された事例が出てきたが、融資と社債の回収順位に生じる差異について、どこまで市場参加者が認識しているのか疑問が残るところである。例えば、特定の銀行が発行する劣後債に、融資シニア債と比較して数 10 ベーシスポイントの劣後プレミアムを乗せることにより、こうした回収順位の差を反映するという方法があるが、我が国の無担保普通社債のプライシングの際に、融資との回収順位の差に基づくプレミアムの上乗せは、全く意識されていないのが現状であると考ええる。

- ・ 融資と社債の優劣順位に関する問題については、いわゆる「後出しジャンケン」の問題であると言われることがある（6 ページ）。例えば、当初は社債と銀行融資が同順位であったにもかかわらず、後で銀行融資のみに担保が設定され、社債はそのまま無担保であるため、回収に際して社債が劣後してしまうという事例が相当見られる。こういった事態の発生の可能性については、銀行融資に設定されたコベンツの内容が、あらかじめ分かっていたら、社債投資家としても対応できるかもしれないが、実際は、銀行融資に担保が提供された数カ月後の有価証券報告書等で担保提供の事実が公表されるのみであり、コベンツの内容を含め適時に知らされていない可能性がある。こうしたコベンツの開示の問題や、社債権者に対する情報伝達の問題はインフラ面での大きな課題と言える。
- ・ 不動産関連会社 A 社の事例である（7 ページ）。同社は、社債とシンジケート・ローンの債務を有し、社債には社債間限定同順位特約が、シンジケート・ローンには格付けトリガー条項という、格付けが下がった場合には期限の利益を失うという内容の条項がそれぞれ付されていた。その後、格付けが低下したため、格付けトリガー条項に抵触し、シンジケート・ローンは期限前償還されたが、無担保の社債はそのまま残っていた。その後同社が倒産したため、社債はデフォルトし、社債権者の回収率はわずか 10 数パーセントだったという事例である。
- ・ セラミックメーカー B 社の事例である（8 ページ）。同社のシンジケート・ローンには、いわゆる純資産維持とレバレッジ制限のコベンツが付されていたが、同様のコベンツは、社債には付されていなかった。その後、コベンツに抵触する恐れが生じたため、同社はシンジケート・ローンの債権者である金融機関と協議し、抵触させない旨の合意を形成し、同時に、契約内容が変更され、シンジケート・ローンには担保を提供することになった。一方、社債に関しては、無担保のまま放置されていた。この事例の場合、結果として同社の破たんは回避できたものの、無担保のまま放置された社債投資家のことを考えるべきではないかという問題を提起している。

- ・ 社債の場合、契約内容を変更するためには社債権者集会を開催する必要もあり、これまで実務的に実現してこなかった。しかし、この事例の社債では、2012 年度に社債権者集会の決議により社債契約の変更が行われた（9 ページ）。クーポンを引き上げると同時に、当初平成 25 年に満期一括償還であったところを、平成 29 年までに分割償還することとなった。さらに、いくつかのコベナントも追加されている。社債権者集会の開催による社債契約の内容の変更やそれに対する裁判所の認可については、これまで実例がなかったため、可能性は未知数であると考えられていたが、この事案では、実際に社債権者集会の開催による社債契約の変更が行われ、更に東京地裁が、当該決議を認可し、契約内容の変更は有効となった。こうした実例は、一つの進歩と言えるだろう。
- ・ 電機メーカー C 社の事例である（10 ページ）。同社は、元々は金融機関からの融資はなく、公募の普通社債の発行により資金調達を行っていた。しかし、その後の財務状況の悪化により、金融機関から融資を受けることとなり、その際の融資には、株式や不動産による担保が設定された。ところが、当該事実は社債権者には何ら通知されなかった。結局のところ、社債権者が融資の実施当初に当該事実を確認するためには、株式に関しては大量保有報告書を自ら確認する必要があり、不動産に関しては登記を確認しなければ当該事実を把握することができなかった。この事例は、融資の優位性と同時に、イベントが発生した場合の社債権者への通知制度の不備を示しているのではないかと考える。

### 3. 社債に関するインフラ面の整備（11 ページ）

#### ○ 投資家による過度な期待の排除は必要

- ・ まず、投資家による過度な期待の排除の必要性について、改めて申し上げたい。現在でも我が国の投資家の一部において、例えば社債の発行企業が経営危機に陥った際には、受託銀行による社債の買い入れが行われるのではないかという期待が、いまだに残っている印象である。しかしこれは、90 年代初頭の日本国土開発や村本建設のデフォルトの際に、既に否定されており、今後もあり得ないと考えべきだろう。また、かつては適債基準という社債を発行する企業の品質保持のための基準があったことから、公募社債はデフォルトしないものであると考えられていた。しかし現在においては、公募社債はデフォルトする可能性のあるものだと改めて認識する必要がある。こうした投資家の過度な期待の排除・見直しにより、適切かつ健全な市場慣行を作っていくことが、本懇談会の役割の一つであると考ええる。
- ・ このためには、パリパス（債務間同順位）の確保もしくはコベナントの適切なディスクロージャーの確保かのどちらかが必須であることを論点として挙げておきたい。社債に対する融資の優

位性の問題については、債務間同順位という形を確保できれば回避できるだろう。債務間同順位は、かつては我が国においても一般的であったが、現在では、その実現は容易ではなく、社債間限定同順位を前提に考えるのであれば、少なくとも担保の設定等社債の回収可能性に影響するような融資のコベンツに関しては、適切なディスクロズが必要ではないかと考える。

#### ○ 融資のコベンツ開示はある程度必要（12 ページ）

- ・ 日本公認会計士協会の実務指針においても、継続企業の前提に疑義がある場合や、事業等のリスクと財政状態への懸念が併存している場合には、融資に設定されたコベンツを開示すべきとされており、実際に開示されている例もある。しかし、リスクや財政状態への懸念の有無とその重要性に関する判断は発行体に委ねられているため、基本的に、社債権者は、融資のコベンツを把握できないものであると考えられ、これでは安心して社債に投資できない。やはり、重要な融資のコベンツが開示されるようにすることが重要であると考えられるが、実際に金融機関に意見を伺うと、単純にコベンツのみを開示すれば、その意図を誤解されるおそれがあり、定量化しきれないデメリットが存在しているとのことである。無差別にコベンツの開示を進めることは、必ずしもメリットがあるだけではないと考えられるため、投資家に影響がありそうなコベンツをチェックできるようにすることが重要だと考えられる。
- ・ そこで、格付会社が格付けを決定する際には、コベンツを確認しているはずであるので、格付会社が格付けの評価根拠を示す際に、コベンツに関する記載を加えるといった方法により、投資家に情報を提供する方法を私案として挙げている。

#### ○ 社債管理者制度の見直し（13 ページ）

- ・ 我が国の会社法では、社債管理者の設置義務が本則であるにもかかわらず、現実にはほとんどの機関投資家向け社債は社債管理者が設置されておらず、個人向けの1億円未満の券面の社債や一般担保付きの電力債に設置されている程度である。確かに社債管理者は、財務内容に何ら問題のない発行体からすれば、単なる手数料の無駄であると考えられるだろう。一方、財務内容に問題がある発行体の場合には、社債管理の担い手である金融機関からすれば、手数料が安すぎて割に合わない指摘されている。これは、現行の会社法における社債管理者の権限・義務が、相当広範囲に及び明確ではないためである。
- ・ 社債管理者には、社債権者の代理人という側面もあるが、我が国の場合、基本的に発行体のメインバンクや取引のある銀行が社債管理者に就任する実務慣行となっている。これにより、歴史的にも、会社法の改正の過程でも、利益相反の懸念が指摘されており、その防止のため、

損害賠償責任といった様々な手当てが行われているが、それでも社債投資家からすれば、有事の際の対応への一抹の不安を抱き続けることになるだろう。過去のいくつかの社債発行企業の破たんの事例においても、利益相反の疑義が生じたことがあることから、社債管理者制度については、何らかの見直しが必要なのではないかと考える。例えば、会社法における厳然とした規定の存在を前提としつつ、社債の契約において、社債管理者の権限・義務・役割をある程度明確化できるよう手当てし、そのうえで比較的信用力の低い発行体の社債に関しては、会社法の本則に則り、社債管理者を設置させるのも一つの方向性だろう。それ以外にも、本懇談会第3部会において議論されてきた「社債管理人（仮称）制度」の整備も考えられる。

#### ○ 社債権者に対する情報提供の充実（14 ページ）

これまで、社債への投資は、定期的な利息の受取りと満期時点での元本償還があらかじめ決まっているため、特に社債権者に対する情報提供等は必要ないと考えられていた。しかしながら、例えば社債がデフォルトするようなことになれば、社債権者も社債権者集会や会社の更生・再生手続きといった場面で関与してくるため、ステークホルダーの一員であることは紛れもない事実である。ところが発行体は、基本的に社債権者の属性を把握しておらず、知る必要もないものと考えられている。社債権者に何らかの情報を伝える方法について、検討する必要がある。ただし、これは社債権者に楽をさせるためではなく、社債権者に何らかの責任を分担させることが裏にある。要は、社債投資家がもう少し真剣に社債市場に向かい合うことを考えていってはどうかということである。

#### 【 意見交換 】

- ・ 格付会社は、発行体に関する様々な情報を収集し分析して格付けを行っており、コベナンツについても、非常に重要な情報と認識し、可能な限り把握に努めている。しかしながら、提案があった「格付会社が格付けの付与時にコベナンツの内容を確認し、リスクの存在を明示する仕組み」については、十分な検討が必要だろう。コベナンツの内容は、基本的に発行体から教えてもらえない限り把握できない情報であり、例えば特定のコベナンツを設定する際には、必ず格付会社に知らせる義務があるといった制度的な手当てがない限り、完全に把握することはできない。それにもかかわらず、コベナンツの把握やその開示の不備について、格付会社の責任が追及されるようでは、格付会社の業務に問題が生じるだろう。こういった点について、明確にしておく必要があるのではないか。
- ・ 格付会社は、コベナンツを含めた総合評価により格付情報を提供しており、単なるコベナン

ツの設定の事実だけを開示した場合、かえって投資家に過剰なインパクトを与えるのではないかと懸念する。情報の出し方についても、十分な検討が必要ではないか。

- ・ 発行体と投資家の間をつなぐ存在は、証券会社の他には格付会社ではないかという発想からの提案であるが、確かに御指摘の点等、まだまだ検討すべき点は多いだろう。現状では、一つの考え方程度のもので御理解いただきたい。
- ・ 社債管理者に対する手数料の問題は、例えば、手数料をプールできるような仕組みがあれば、解決するのではないかと考えるが、アイデアとしてどうか。
- ・ そもそも社債管理の担い手に関する議論について、コンセンサスが形成されていないと認識している。現行の会社法では、銀行以外にも様々な金融機関による社債管理者の就任が認められているが、そもそもプールの対象すら見えていないのが現状と言えるだろう。例えば、金融機関が、共同で社債管理を行うことを可能とするような制度ができれば、手数料をプールする仕組みを機能させることも検討できるのではないかと考える。
- ・ 我が国においてコベナントの開示の不透明性に関する問題は確かに存在しており、その改善は歓迎すべきことであるが、同様の問題は、欧米においても、程度の差こそあれ存在していると認識している。しかし、欧米の場合には、その不透明さがリスク・プレミアムという形でプライシングに反映されている市場構造になっている点が我が国と異なると言えるだろう。我が国では間接金融が非常に強いため、市場で情報が非対称になっており、情報が十分に把握できない投資家からすれば、フェアなプライシングがなされていないと感じ、投資に積極的になれないのだろう。ひいては、それが社債の流通市場における取引の委縮にもつながっている可能性があるのではないかと考える。

## (2) 社債市場の現状と課題 ～ハイ・イールド投資家の視点から～

ジャパン・クレジット・アドバイザー 大橋氏から、「社債市場の現状と課題 ～ハイ・イールド投資家の視点から～」について、次のとおり、資料に基づき報告・説明が行われた後、意見交換が行われた。

### 【 報告・説明 】

#### ○ 社債市場における問題点の整理（3ページ）

- ・ 我が国社債市場の問題点を3点指摘したい。1点目は構造的側面である。これは、事象とし



では、社債スプレッドが非常にタイトであることに現れており、オーバーバンキング、すなわち間接金融の肥大化の結果としての過当競争による貸出金利の継続的な低下環境に起因している。こうした構造は、社債市場に大きなインパクトを与えているのではないかと考える。2点目は社債市場の問題点であるが、これまでの本懇談会における議論により着実に進歩している部分だろう。本懇談会における議論を進めることは、社債市場の活性化に寄与するものであると考えられる。3点目は投資家である。欧米や近年の一部のアジアの社債市場との大きな違いの一つとして、我が国社債市場の投資家層のいびつさを挙げることができる。これは、格付けが低くなればなるほど、投資家が減少していくことであり、格付けがBBBより下の格付けではほとんど投資家が存在しない。その結果として、BB程度の信用力での社債発行は実現していない状況となっている。以前から、このあたりの信用力の会社の企業金融の活性化による日本全体に与えるインパクトについて注目し、何らかの資金供給チャネルを作ることが非常に重要な課題であることは、以前から指摘されているが、そのための議論はあまり行われてきていない。

#### ○ 最近の本邦クレジット市場（4ページ）

- ・ グラフは、左側は社債のスプレッド、右側はCDSのプレミアムの推移である。社債であるが、最近の我が国の社債マーケットでは、A格からBBB格への当落線上あたりにおいて、大きく価格が落ちる傾向が見えることである。5ページの左側のグラフは、価格が大幅に変動した一部の社債の対JGBスプレッドの推移であるが、同様の傾向が見える。また、この中にもない銘柄、例えば日本板硝子の社債において、A格からBBB格の上位に格下げとなったことで、一気に20~30円も単価が落ちる事例が発生している。5ページの右側のグラフは、パナソニックとシャープの社債の価格変動の推移を示しているが、昨年9月末に、パナソニックから2年連続で7,000億円強の最終損失が出る見込みである旨が発表された直後に、一気に単価が8円程度落ちている。確かに損失の規模が大きいこと、その結果として格下げも事実であるが、依然としてA格を維持していることから、銀行からの融資が滞るような心配はなく、さらに営業黒字を確保し、構造改革のために損失を出そうとしているのが当時のパナソニックの状況である。ところが、実際のマーケットでは、売りが膨らむが買い手がほとんどいないという大きな需給ギャップが生じ、一気に価格が落ち込んでしまった。この傾向は、比較的安定基調となっている日本経済の現状においても、依然として残っている印象であり、むしろBB~BBBに対する投資家の市場心理がますます冷え込んできている印象さえあり、非常に危惧している。
- ・ このように、格下げといったイベントを通じて、価格が大きく変動してしまう原因について、6、7ページに簡単に示している。A格程度までの高格付けの社債については、買い手となり

得る投資家の資金が多すぎるため、供給が足りていない状況が続いていると考えてよいだろう。その結果、クレジット・スプレッドが過剰にタイトになり、根源的なリスクに見合ったリターンが取れていない状態になっていると言える。一方 BBB 格への当落線上にある信用力の企業の場合、銘柄によっては突然、価格のボラティリティが出てくる。このあたりから極端に投資家層が薄くなると言えるだろう。

#### ○ 各センターの投資家層の傾向（7 ページ）

- ・ 7 ページの各セクターの投資家層の傾向については、各投資家層を構成する者全ての傾向を正確に反映しているわけではなく、一般的に多くの投資家が当てはまると考えられる範囲としてとらえていただきたい。また、保有残高等は統計資料を出所としているが、投資対象領域や備考は、私見である。
- ・ BBB 格程度までを投資対象とできる投資家は、銀行等や保険・年金基金の一部など、相当数存在しているように見えるが、実際の保有については、相当いびつな状態となっている。また、投資家は、数年前の日本航空や昨年 3 月のエルピーダメモリの経営破たんによる社債のデフォルトにより、格付けの低下に非常に神経質になっており、BBB 格クラスに対する投資ニーズは、かなり低下しているといえる。
- ・ 現在、BBB 格に対して比較的積極的に投資可能な層としては、例えばアクティブ年金が考えられる。これは、投資信託や信託銀行の年金信託等を経由して投資するケースがほとんどを占めており、基準となる債券インデックスに基づき、投資戦略を立てている。そのため、債券インデックス自体に定められている格付制限に、大きな影響を受けながら投資していると考えられるものの、例えば NOMURA-BPI Extended といったそれほど格付制限の厳しくないインデックスに基づき投資を行うアクティブ型の年金であれば、BBB 格の割安な銘柄を購入していると考えられる。しかし、保有残高は、非常に小さいだろう。それ以外には海外、一部の個人、その他が BBB 格へ投資している可能性があるが、総合計しても残高ベースで 5%程度だろう。やはり、BBB 格への投資家層は圧倒的に不足していると言わざるを得ない。

#### ○ 社債投資への需要（8 ページ）

- ・ 比較的高利回りを求めると考えられる潜在的なニーズについて説明しており、3～5%程度のリターンを求める資金は多いと考えられる。しかし、そういう資金が、なかなか社債投資には向かわない。その理由について考えることは非常に重要だろう。
- ・ BBB 格以下の領域にも投資できる投資家の育成という観点から、三つのアプローチを提案し

たい。

#### ① 伝統的・大規模投資家 (11 ページ)

- ・ 伝統的・大規模投資家、具体的には銀行、保険、年金等であるが、これらの層は、おそらく BBB 格にも潜在的には投資可能であると考えられるが、投資制約としては、まず、主要な債券インデックス自体に定められた制約要件が挙げられるが、その背景には適債基準の影響が根強く残っている可能性があるのではないかと考える。年金については、企業年金を含め、公的年金の運用方針が圧倒的なインパクトを与えていると言わざるをえないだろう。こうした層の投資方針については、例えば採用するインデックスの見直しやインデックスの銘柄の入れ替え等、見直しの余地は十分にあるのではないかと考える。
- ・ 言うまでもなく、適債基準は既に撤廃されているため、BB 格の企業であっても社債発行に対する制度的な制約はないが、実際にはそもそも投資可能な層がほとんど存在しないか、スプレッドが見合わないため、起債が実現しないというのが現実だろう。投資家の意識改革により大きな流れを作っていくことができれば、解消していく可能性のある問題であり、議論の進展に期待したい。
- ・ 伝統的・大規模投資家層については、インデックス・トラッキングという考え方の見直しと、安定資金という観点からの年金資産の引き込みについて、まず検討すべきではないかと考える。

#### ② アクティブ投資家 (12 ページ)

- ・ アクティブ投資家からは、我が国では、BBB 格でもスプレッドがタイトすぎるという声が少ない。その結果として、CDS 市場において海外投資家が圧倒的な存在感を発揮している。スプレッドがタイトになっていることは、かなりの銘柄に対して、一定の需要があることの裏付けであり、それ自体を大きく否定するつもりはないが、アクティブ投資家層の求めているリターン水準には満たないのだろう。しかし最近では、海外のヘッジファンドにおいても、要求するリターン水準は下がってきている傾向にあり、それほど高い利回りを求めない債券アクティブ系のヘッジファンドが実際に存在するのも事実である。そういった層に対して、我が国社債市場をアピールしていくことは重要ではないかと考える。

#### ③ 個人投資家 (13 ページ)

- ・ 社債は、基本的に券面が 1 億円であるため、一定程度の分散効果が期待できるようなポートフォリオを構築するためには、巨額の資金が必要になる。このため、個人投資家でも投資できる金額で、分散も相応に効きそれなりのリターンが確保できるような商品は見当たらない。そ

のため、非常に危うい投資を行っている印象である。いわゆる社債ファンドであっても、実際はポートフォリオの半分は国債というファンドが大半を占めており、社債についても、BBB 格程度までしか組み入れないようである。さらに、これを個人投資家に販売するためには、十分な説明責任を果たす必要があるため、証券会社としても販売に躊躇している印象である。どこまで説明するかといった内容について、ガイドラインを作る必要もあるのかもしれないが、そういう商品そのものがほとんど存在しないことが、最も大きな問題と考える。このため、ファンド・マネージャーやクレジットアナリストを養成していくことも重要ではないかと考える。

#### 【意見交換】

- ・ 個人投資家、機関投資家それぞれに合った社債関連の金融商品がないという意味では共通しているものの、提供すべき金融商品の内容についてはそれぞれ異なるのだろう。
- ・ 国債市場を見る限り、個人投資家による国債投資は、ある程度保有が増えたところで横ばいになったことから、個人投資家による大幅な社債投資の増加を見込めるかどうかについては、やや疑問が残る。
- ・ BBB 格以下の社債は、期待収益とリスクを勘案したうえで、魅力的な投資対象といえるのか。
- ・ 以前ではあるが、米国では年金に加入する際、初めに各個人が年金資産の運用におけるリスク資産と安全資産の割合を指定していた。その総合計として、年金基金のポートフォリオが形成されるものと考えている。我が国においても、個人の自己責任でリスク資産の割合と安全資産の割合を変えていけるようになれば、年金基金としても運用しやすいのではないか。
- ・ BBB 格の社債は、リスクリターン対比では最も効率的であると考えている。BBB 格の社債は、需給が大きくゆがむような場面では、過度に価格が下落する傾向にある。例に挙げたパナソニック社債では、100 円前後だった価格が、一気に 92 円前後まで落ち、3 週間後ぐらいには 98 円程度に戻すといった大幅な値動きが実際に起こっている。底値での購入は難しくとも、92～95 円程度の割安な価格で購入できた期間が一定程度あったため、こうした割安な価格で購入することにより、本源的なリスク以上に取れるリターンが、実際に存在していると言えるだろう。このような方針で運用していけば、期間にもよるが 5%程度のリターン水準はそれほど難しくないのではないかと考える。留意事項としては、価格のボラティリティの大きさが挙げられる。BBB 格の社債は、伝統的・大規模投資家のイメージからすれば、ボラティリティが大きすぎるため、そういった資金を呼び込むためには、もう少し安定的である必要がある。このため、まずは個人投資家やアクティブ年金を呼び込むことで市場を活性化し、ボラティリティ

が低下することによって、伝統的・大規模投資家についても本格的に参入できるようになるのではないか。

- ・ 直接資産運用を行っている年金基金や運用を受託されている信託銀行等の運用体制がせい弱であるため、保守的なガイドラインにしばられており、BBB 格程度の社債への投資ができないという認識も一部ではあるようだが、これは全くの誤解である。年金基金が過度に保守的あるため市場が拡大しないという批判は、社債に限らず、例えば不動産等においても目にするところであるが、例えば、企業年金は、ポートフォリオの3～5割を株式で保有しており、大変なリスクを取っていると言えるだろう。我が国の年金基金は、それ以外にも、ヘッジファンドに平均して10%程度は投資しているのではないかと認識している。A I J事件があったため、現在はもう少し抑えめになっていると思われるが、大幅に解約を進めているという話は聞いたことがない。こうしたリスクテイクが、過去10年、20年、報われていないというのが我が国の年金基金の現状である。
- ・ 社債投資に限っても、我が国の年金基金は、いわゆるハイ・イールド社債への投資も含めた柔軟な運用ガイドラインを定めており、格付けが下がれば直ちに投げ売りをするといった対応は、現在はほとんど取られていないと理解している。さらに、格下げ時における投げ売りは欧米でも決して珍しくなく、我が国独特の事情というわけではないだろう。このように、それなりに柔軟に、十分にリスクを取る基本姿勢があるにもかかわらず、社債への投資が進まないのは、社債市場の規模や構造問題により、リスクに見合ったリターンが得られないためではないか。
- ・ 厚生年金、公務員共済といった公的年金については、運用方針の見直しが必要かもしれないが、全体で150兆円を超え、企業年金の比ではない規模を有していることを考えると、その見直しには、まずはガバナンスの問題について十分な議論が必要になると考えられる。社債投資に関する論点は、その中のごく一部としてであれば、取り上げられる可能性はあるだろう。
- ・ 資料の11ページにおいて、伝統的・大規模投資家の社債投資に関する投資制約の背景として、公的年金の運用方針とあるが、これは、原因ではなくて結果ではないかと考える。年金資産の運用を受託する立場においては、受託者責任や受益者の利益を十分に考慮しなくてはならない。そういった観点からすれば、現状の我が国の社債マーケットの規模や発行体の広がりでは、分散投資のポートフォリオを作りづらいという現実的な問題に直面する。これに格付別の過去のデフォルト実績を勘案し、現状の投資適格基準を取り払った上で、分散ポートフォリオ

を構築するのは、困難を極める。このため、社債の一銘柄当たりのウェイトを引き下げたために、多額の国債を組み入れざるを得ないのだろう。伝統的・大規模投資家の現状の運用方針は、規模、流動性、銘柄の広がり等が十分でない我が国の社債マーケットの現状を踏まえて設定されたものであると理解している。

- ・ こういった背景から、個人投資家に対しては、欧米の社債ファンドにより分散ポートフォリオを構築した投資信託を勧めているようである。また、年金基金に対しては、銀行ローンを原資産として分散ポートフォリオを構築したファンドが提案されているようである。やはり社債市場の活性化は急務ではないかと考えるが、投資ガイドラインの見直しを求めるよりも、規模、流動性、銘柄の広がり等を改善するための環境整備を優先すべきではないか。
- ・ 格下げ時における投げ売りは、確かに欧米においても一般的であるが、その買い手となる投資家層が存在しているかという相違点がある。価格の安定化に寄与するような投資家層を育成していくことが、確実に我が国社債市場の活性化と拡大に寄与すると考える。そのためには、新しい投資家層を探してくるという考え方もあれば、既存の投資家層の投資方針を変えていくという考え方もあるのではないか。確かに市場環境の整備も必要であるが、「鶏と卵」の関係の問題であることから、一方の議論だけを進めるのではなく、両方を同時に進めていく必要があるのではないか。
- ・ 個人投資家の投資を促すにあたり、社債が1億円単位の券面・取引単位で、分散投資がネックになっているという論点があったが、これについてはどうか。
- ・ 投資に当たっては、ある程度投資対象を分散していくことは、非常に重要である。社債を含めたクレジット資産全般は、企業価値を原資産にしたプットの売りと同じ構造を持っているため、ダウンサイド（価格の下落）に弱い。社債の場合、満期にも額面でしか償還されず、クーポンの金額も決まっているため、リターンは一定であるが、デフォルトが発生すれば元本がき損し、償還金額が減少してしまう。このため、ダウンサイドのリスクを最小限に抑えるという観点から、分散投資が重要であるが、過度な分散投資を行えば、各銘柄の状態のチェックがずさんになってしまうため、適度な分散投資を行うことが重要になるだろう。
- ・ 社債の最低投資単位が1億円となると、複数の銘柄を集めるには巨額の資金が必要となり、当然ながら、それを実現できる投資家は、本当に少なくなってしまう。また、そういった大規模な資金を有している者は、もはや日本の中にアセットを残していない可能性が高いだろう。少なくとも、1億円券面がネックとなって社債投資に参入しづらい者が一定数存在しているこ

とは事実であり、見直しの必要な点であると考える。

## 2. 社債の取引情報の報告及び公表について（中間報告）

- ・ 本懇談会第4部会の提言を受け、社債の取引情報の報告及び公表に向けた具体的な検討を行うため、平成24年8月23日、日証協に、「社債の価格情報インフラの整備等に関するワーキング・グループ」が設置された。同WG主査の野村委員（中央大学法科大学院教授）から、次のとおり、資料「『社債の価格情報インフラの整備等に関するワーキング・グループ』における検討状況」に基づき報告・説明が行われた後、意見交換が行われた。

### 【 報告・説明 】

- ・ 米国や韓国では、取引後直ちに社債の取引情報を報告・公表する制度が整備されており、これを視野に入れ、実現を目指していくための検討を行う必要があると認識している。第1段階として、取引情報の報告・公表に向けて、どのような情報をどのような方法で報告を求めるのか決めるため、ひとまず手許にある情報を分析するという作業を始めることとした。
- ・ 日証協では、社債の取引情報に関する報告を一切受けていなかったため、まずは、証券会社各社が日証協に取引情報を報告する制度の構築の検討を進めた。報告方法の検討に当たり、社債の取引について、ほふりの決済照合システムを経由する取引とそれ以外の取引とに区分し、実現が比較的容易であると考えられるほふり経由の取引情報の報告制度の整備に関する検討を進めた。
- ・ ほふり経由の取引情報の報告・受領に当たって、日証協の自主規制規則等の改正が必要で、さらに、その他制度的な仕組みを整備しなければ、情報の流出や、情報の目的外使用といった問題が発生しかねない。そこで、報告の目的や制度的な仕組みの整備に関する検討を行い、考え方を整理したうえで、自主規制規則の改正を行った。ほふり経由の取引情報の報告については、証券会社各社が、ほふりの決済照合システムにデータを送信したことをもって、社債の取引情報の報告を行ったものとみなす仕組みとなっている。受領した情報の日証協における取扱いは、細則において定めるとともに、新たに、「社債の取引に関する報告要領」を策定した。これらの整備により、本年1月より、ほふり経由の社債の取引情報の報告・受領がスタートした。本年4月以降には、それ以外の取引情報についても、証券会社各社からの報告により受領する制度をスタートする予定であり、現在はそのための準備を進めている。
- ・ 社債の取引情報の公表に向けて、ほふり経由での情報及び証券会社からの直接報告による情報について分析を行い、公表対象銘柄、公表内容、公表方法及び公表日を決めることとしてい

る。

- ・ 併せて、売買参考統計値の信頼性の向上や社債レポ市場の整備といった課題についても検討を進めることとしている。

#### 【意見交換】

- ・ 社債の取引情報の報告に関しては、ほふりの決済照合システムを利用した取引については、日証協に報告をしたものとみなすという制度になっており、ほふりとしては、引き続き、できる限り協力していきたいと考えている。現在ほふりは、来年1月の次期システムリプレイスに向けた準備を進めており、システムの安定稼働後に、ほふりから日証協への報告システムの開発に入ることを予定している。同システムの開発・稼働には、できる限り早めに要件（報告対象データ、報告時限等）を確定していく必要があることから、できれば本年の夏頃を目途に、社債の取引情報の報告・公表制度の詳細について議論を取りまとめたい。

### 3. 「社債市場の活性化に向けたインフラ整備に関するワーキング・グループ」の設置

- ・ 本懇談会の下に、報告書「社債市場の活性化に向けた取組み」に掲げられた次の課題及びその他社債市場の活性化に向けた課題の検討を進めるため、「社債市場の活性化に向けたインフラ整備に関するワーキング・グループ」（主査：神作委員（東京大学大学院教授））が設置された。

#### (1) コベナンツ・債務の状況等に関する情報開示

投資家が社債投資を行ううえで必要な情報・重要な事項と考えられる発行体のローンのコベナンツ・債務の状況について、事例集の作成等を通じ開示の充実を図る。

#### (2) 社債権者保護の充実のあり方

現在4分の3の社債が社債管理者不設置で、デフォルト時や企業を巡る外部環境の変化に柔軟に対応できる取組みを進め、社債権者保護の充実を図る。具体的には、

##### ① 社債権者への情報伝達及び意思結集のインフラ整備

社債権者が判断し能動的に行動できるよう、ほふりや証券会社を通じて発行会社等からの情報を伝え、社債権者の意思結集を容易にするため、インフラの整備を図る。

##### ② 社債管理人（仮称）の検討

社債管理人（仮称）は、特に社債のデフォルト後に、社債権者の代理人として債権の保全・回収の業務を行うもので、現行の会社法の下、契約ベースで機能、仕組みを検討する。



### ③ 社債権者保護のあり方についての検討

上記①及び②の検討・取組みを進め、さらに、社債権者保護に向けて、社債管理や企業債務の再編といった課題やあり方について整理、検討を行う。

## 4. 社債課税の見直し

- ・ 事務局から、平成 25 年度税制改正大綱（平成 25 年 1 月 24 日公表）で措置された社債課税の見直しについて、次のとおり報告・説明があった。

### (1) 非居住者の社債利子の非課税措置の恒久化

現在 3 年間の時限措置とされているが、恒久化されることとなった。

### (2) 課税玉・非課税玉の問題の解消

金融所得課税の一体化に沿った公社債課税の見直しにより、課税玉・非課税玉の区別が不要となる。この改正は、平成 28 年 1 月 1 日から施行され、課税玉・非課税玉の問題は解消されることとなる。

※ 上記措置は、いずれも本懇談会からの提言を受け、日証協等において税制改正要望を行っていたもの。

### (配付資料)

- ・ 最近の事例を踏まえた社債市場の現状と課題 ～インフラ面での課題を中心に～
- ・ 社債市場の現状と課題 ～ハイ・イールド投資家の視点から～
- ・ 「社債の価格情報インフラの整備等に関するワーキング・グループ」における検討状況
- ・ 社債市場の活性化に向けた今後の取組み
- ・ 「社債市場の活性化に向けたインフラ整備に関するワーキング・グループ」の設置について(案)
- ・ 社債市場の活性化に向けた今後の取組み(案)

以 上