

「第1回 社債市場の活性化に関する懇談会ワーキング・グループ」議事要旨

日 時 平成21年10月5日(月)午後4時～5時30分

場 所 日本証券業協会 第1会議室

出席者 吉野主査ほか各委員

議事概要

1. 吉野主査挨拶

- ・ 本ワーキング・グループでは、「社債市場の活性化に関する懇談会」の議論を踏まえ、我が国社債市場の構造的課題、具体的な課題・取組について、どのようなステップで、何を行えば、日本の社債市場が活性化されるのか、一緒に議論をさせていただきたい。
- ・ アジア各国の債券市場においても、日本と同様、銀行中心の金融・経済構造であるため、それほど活発ではなく、今回の社債市場の活性化に向けた議論については、懇談会から、アジアへ発信できることを望んでいる。

2. 社債市場の現状及び活性化に向けた課題について(意見交換)

第1回会合ということで、社債市場の現状及び活性化に向けた課題について、事務局から配付資料の説明後、次のとおり、自由な意見交換が行われた。

(1) 我が国社債市場の構造的課題

- ・ 今や間接金融対直接金融の時代ではなく、証券会社、事業会社のみならず、銀行も、社債発行者、社債管理者、社債投資者等として社債市場を活性化したい立場にあると考えてよい。
- ・ 日本の社債市場は、構造的に、欧州、具体的に言えばドイツや英国に近く、世界的に見てそれほど劣っているわけではないと思う。米国では、銀行融資に比べて債券の発行市場が強いが、ロンドン等の欧州では、大型買収等で多額の資金を集める場合に銀行融資を中心としたシンジケートローンを利用することが多い。日本のマーケットを一足飛びに米国に近づけることは無理があるのではないか。
- ・ 統計から見ると銀行が社債の4割以上を投資しているが、社債市場が国債市場に比べて非常に小さなマーケットであるため、このような割合になっているのであり、銀行にもま

だ、社債投資の余地がある状況だろう。

- ・ 日本では、公的な金融制度が充実しており、公庫や都道府県の信用保証制度等を利用すると、中小企業でも相当な低金利で資金を調達できる実態がある。また、現実的な問題として、1990年代半ばから大手銀行の預貸率は預金超過になってきており、資金の借手実需がない状況である。銀行も、実需がないところにお金を貸すことは無理であり、需給の関係から、銀行の融資金利は、社債市場で調達する際の金利と比べて相当下がっているものと思われる。
- ・ 現在金利が安定している中で、B B B格前後の会社は、中小企業の制度融資も使えなく、マーケットでは社債が発行できないことから、銀行からの調達が最も使い勝手が良いものとなっているのではないか。
- ・ 社債の保有状況は、日米で大きく投資家層が異なり、日本では銀行の保有が多く、海外投資家や個人のシェアが圧倒的に少ない。ハイ・イールド債やB B B格債等については、リスクを反映した条件設定がなされていないことが大きな問題であると思う。海外投資家は、日本のプライシングに少し疑問を持っており、また、個人投資家等は、リスク・リターンとの関係がよく分からないことが、投資に二の足を踏ませている要因ではないか。
- ・ 社債投資では銀行が大半を占めており、銀行は、融資を通じて社債の発行会社の内容の把握度が高く、低いレートで引き受けられる部分があると思われる。社債のスプレッドが銀行融資に影響されて縮まった状態になっていることが一つの問題である。
- ・ サプライサイドの構造問題による如何ともしがたい部分はあるが、何らかの提言を行うことによって変えることができる部分と、できない部分をどのように仕分けたら良いのか。例えば、社債と銀行ローンとの関係における時価評価の有無の議論などは、一つの重要な切り口である。
- ・ 銀行ローンとの比較では、社債は時価評価しなければならず、ローンは時価評価しない点だが、実はスプレッドの差を生み出す要因ではないかと感じている。社債発行と融資との関係は、非常に難しい問題である。この中で、時価評価の関係で融資の方が有利であることは理由の一つではあるかも知れないが、現状、融資を時価評価しなくて良いことが、意思決定において大きな要因とはなっていない。社内のリスク管理は、すべて時価ベースで把握しており、保険会社も、社内のリスク管理上、保険負債すら時価で計算して正味のリスク管理に使っており、市場関係者が思われているほど気にしている訳ではない。
- ・ かつて海外で円建ローンが多く発行されていたが、現在は殆どない。これはサムライ債やMTNプログラムに基づく社債に変わったからであり、融資の契約書作成や契約内容の確認等に係る労力を考えれば、例え融資が時価評価しなくても良い資産であったとしても、共通の目論見書のある社債投資の方にメリットを感じる。

- ・ 社債と比較して銀行借入が使いやすいとの指摘であるが、銀行は、低格付会社あるいは中小企業に融資を行う場合には、リスク・リターンを踏まえて、一般的に、無担保融資で高格付け会社に比して金利スプレッドを上げるのではなく、有担保取引で融資してリスクを下げ、出来る限り金利を抑えた融資を行うことも検討しているのが一般である。
- ・ 海外企業のBBB格と日本企業のBBB格は本当に同じ格付なのかと考えると、日本と海外で同じ日本の事業会社が社債を発行する場合のリスクプレミアムは異なり、そのスプレッドの差はホームグラウンドのバイアスなのか、マーケット自体のリスク・リターンの構造の違いなのかを見なければならない。

(2) 発行市場

(社債発行の魅力)

- ・ 発行体から見て、銀行借入れと比較した社債の魅力は、低金利、基本10年と期間が長い、資金調達規模が大きい、継続発行体であれば機動性に優れているため使い勝手が良いといったことであり、社債での資金調達は多いが、多額の資金調達のすべてが社債ではない。
- ・ 発行体にとって社債の位置付けは、資金調達のメインではなく二本柱の一つであり、当社では、間接金融6に対して、社債4の割合である。社債での資金調達の最大のニーズは、調達規模が大きいことと、銀行借入の1本柱とならない、つまり調達構造の安定化に資することにメリットがある。
- ・ 金利については、当社の場合、社債と銀行借入がほぼ同じであるため、社債による市場金利、同業他社・他業種がどのようなスプレッド状況になっているかを把握し、銀行借入と比較しながら調達コストを考えられることが金利面のメリットである。
- ・ 期間については、3～5年程度は銀行部門からの調達であり、10年超は社債又は生命保険会社からの調達がメインとなることから、長期間物の調達にメリットがある。
- ・ したがって、銀行借入もある中で社債での資金調達を考えているため、一方の柱である社債市場をより厚くしていくニーズは大きい。
- ・ 現状、発行したい時に社債発行ができるかといった調達の信頼性は、銀行借入の方が相当程度上回っている。社債発行を銀行借入に匹敵するためには、ビジネスの構造上も難しいと思うが、発行したい時に社債発行ができる信頼感、即ち発行市場に厚みを増すことが、企業側からは非常に望まれる。

(社債運用の魅力)

- ・ 社債投資の基本スタンスは、国債プラスアルファのリターンを上げることである。国債

投資をベースとして、クレジットリスク、流動性リスク、そのリスクを取るリスク、この3つが国債に対するプレミアムとして乗ることを前提として積極的に社債投資を行っている。

- ・ いわゆるシングルA格以上の優良投資先については、この考え方でマーケットに入ることができ、電力債などは国債に準ずる流動性もある。保険会社として融資も行っているが、社債の方を増やしたい。優良ゾーンについては発行量が増えれば投資のニーズがあり、発行量を増やす仕組みに、一つの解決策の糸口があるのではないかと。
- ・ 具体的に言えば、優良銘柄が発行されても発行量が少ないため、例えば、20億円を申し込んでも、実際の配分が4億円といったケースは多い。潜在的に需要のある投資家は、もう少し存在するのではないかと思う。
- ・ BBB格についても、この投資の考え方でアプローチできる市場であると考えているが、現在の日本市場においてBBB格は、分散投資が利かない問題がある。BBB格への投資は、より分散が利くことにより、初めてクレジットリスクを取ることにに対する期待リターンが現れる。最低限必要な分散投資が利くよう銘柄を増やす仕組みを考えることが必要である。
- ・ 投資家の多様性といっても、役割を果たせていない現状がある。信託銀行としては、直接個人投資家の資金を呼び込んでいる部分が少ないため、年金などの公的金融が中心になるが、投資家として結果を出すには投資しづらい水準でマーケットメイクがなされている。
- ・ 機関投資家の立場で言えば、融資の代替とした銀行プロパー勘定での投資と、パッシブ運用でのベンチマーク・ビッド運用や、アクティブ運用でもアセット・アロケーションの制約がある中で、現行水準で社債投資へ積極的に向かうかと言えば、同じ土俵では戦えない感じがする。

(発行市場の規模の拡大)

- ・ 継続的に発行している各業態のトップカンパニー等の発行体は、スプレッドが安定して世間一般に浸透している。一方、数年に1回とか発行額が少額の発行体では、その時点でスプレッドやリスクがどれくらいと言っても消化しきれないところがあるため、継続的な発行及び発行額の増量(流通マーケットの厚み)が大きなポイントになるのではないかと。
- ・ 社債市場の拡大ペースが遅いことについては、マクロの資金需要が影響していることは如何ともしがたい部分であり、その打開に仲介業者として工夫が必要であると考えている。資金需要のある発行体をどれだけ日本の社債市場に持ってこられるのかがポイントであり、具体的には、サムライ債は金利が高く人気があったことから、潜在的に資金ニーズの高い非居住者の発行体を日本市場に持ってくる努力を続けていきたい。

- ・ リスクの取り手が存在しないことについては、株の世界では個人でもリスクをとっている人が存在し、海外のハイ・イールド商品や為替リスクを取るアグレッシブな投資家も多く存在する。リテールの投資家にはリスクテカーがいることから、国内の一般的な社債と海外のハイリスク商品との間をつなぐ商品設計は十分可能ではないか。

(私募債市場)

- ・ 私募債は銀行融資の代替である位置付けでしかないため、私募債を流通させるための方策も必要である。

(ハイ・イールド債市場)

- ・ ハイ・イールド債については、例えば、日本の特定の銘柄がハイ・イールド債になった場合、この銘柄の気配の照会は外国人投資家が多い一方、日本人はひたすら売りたいといった投資行動である。日本には投資家の多様性が少なく、ハイ・イールド債に関心を持つ投資家が少ない。カルチャーの違いと一言でかたづけず、なぜ、海外にハイ・イールド債に関心を持つ投資家が存在し、日本に存在しないのか分析する必要があるのではないか。
- ・ ハイ・イールド債に関して米国で調べた経験では、日本と違うのはリスクマネーの差である。日本の方が規制された資金が多く、リスクをとりにくいいため、ハイ・イールド社債を保有しにくい風土があるのではないか。また、米国ではM&AやLBOが行われながらハイ・イールド債市場が育ってきたこともある。
- ・ 当社では、日本において、シンジケートローンのLBO格付を行っており、その格付でBB格ないしBBB格の下限を付けていたため、今後、リファイナンスされてハイ・イールド債が発行されるかと考えていたが、昨年秋の金融危機で発行が止まってしまった。
- ・ レバレッジの効いた発行体が大量に資金を必要として発行しなければ、ハイ・イールド債市場は育ちにくい。米国では買収を繰り返す過程でこうした市場が成長してきたが、イールド格差や企業側の攻めの姿勢が日本の風土とは異なっていると感じる。ただし、これが日本に定着する方が良いかどうかは分からない。
- ・ スプレッドが高い銘柄については、外国人投資家が多く参入してきている。日本の機関投資家がハイ・イールド債を買わない理由は、外国人投資家の場合、ハイ・イールド債の投資による結果が会社での評価に直結するが、日本ではその結果が評価に反映されにくいいため、日本の機関投資家がハイ・イールド債に投資するインセンティブが働きづらいと感じる。
- ・ ハイ・イールド債については、エクイティ投資に近いと考えた方が良い。BB格の債券は、すぐ価格が半分になることもあり、優良企業が発行する社債と同じベースで社債投資

を考えることは無理がある。BB格以下については、エクイティに近い投資であることを前提として、どのような投資家を呼び込むのか、現在の年金や保険会社が投資しやすい仕組みをどのように作るのかといった課題がある。

- ・ 海外のハイ・イールド債に投資する際、ヘッジファンドを経由して投資する方法や、ハイ・イールド債に強い投資信託に運用を委託する方法で行っている。
- ・ 日本の社債市場は歴史的にも守られてきており、デフォルト自体が稀であると理解している。金融機関も、マーケットでデフォルトを起こすかもしれない低格付先の企業を社債市場に誘導して発行させることについて、必ずしも積極的ではない。米国はデフォルトに慣れているとは言わないが、デフォルトが1件起きたからと言って社債や国債のマーケットが止まることはない。
- ・ ハイブリッドの形で劣後やエクイティに近い商品が金融機関や一部事業会社のニーズで私募債の形で発行されているが、企業としての信用力の低い発行体によるハイ・イールド債というもののほかに、信用力の高い発行体が発行する劣後クラスの起債ということも考えられるのではないか。そうした社債であれば、クーポンが高く、かつネームとしての信頼感もあり投資家に受け入れられる可能性もあるのではないか。実際に、メガバンクが個人向けに劣後債を出しているが、クーポンが高く、かつ劣後といえども銀行の信用力が投資家にとってわかりやすいことから、相当の人気を呼んでいるという事例がある。

(個人向け社債)

- ・ 日本において、ここ1年で個人投資家は大きく広がり、円建外債が相当売れた。その理由は、絶対金利が日本はずっと低い状態の中で、円建外債の絶対金利が高かったからであると思う。BBB格やBB格のマーケットは日本にはないが、こうした格付の企業が発行すればイールドは高くなる。イールドの高い債券が発展する余地はあると思う。
- ・ 銀行が発行する劣後債は、個人投資家に相当の人気がある。これは相対的に金利が高いことと、劣後とはいえ銀行が発行していることから信用力があるためであると思う。

(社債ファンド)

- ・ 日本で社債を個人投資家に買ってもらう場合、ストレートに社債を買ってもらうより、投資信託に社債を組み込んで買ってもらう方が良い。
- ・ 絶対金額として概算1兆円ほどの社債を持つファンドもあるため、個々にはある程度のニーズを満たした投資家はいるが、当行では運用提案をする中で積極的に社債投資を盛り込んだ提案はできていない。

(社債の発行条件の決定プロセス)

- ・ 発行条件の決定プロセスについて、POT方式(引受幹事団が連帯して販売責任を負う部分(POT))を設け、大口投資家の需要をPOTに集め引受幹事団で当該情報を共有、オーダーの重複やカラ需要を排除する)の導入、「有価証券届出書」提出前のロードショーによる市場調査の実施、均一価格リリース宣言がディスカウント販売の誘引となっているとの批判への対応が、検討事項としてあげられる。
- ・ 発行条件の決定プロセスが欧米と日本では大きく異なるため、欧米のPOT方式についても検討する余地はあると思う。欧米ではBBB格、BB格ないしB格の銘柄が驚くべき需要を集める実態があるため、このあたりの研究はポイントになると思う。
- ・ 日本と欧米の発行条件の決め方を比較すると、日本では、引受証券会社間の競争の激しさなどもあり、発行体寄りのカルチャーがあるため、どうしても、発行体の意向に沿った値付けが行われているのではないかと先入観を持ってしまう。発行体と引受証券会社との関係などのカルチャーの見直しも必要ではないか。

(発行体による情報開示の充実)

- ・ 大きなスプレッドでなければ社債を発行できない中小企業に対して、融資ができる日本の金融機関は多い。これは融資をする場合と社債を購入する場合の情報量の格差が圧倒的に大きく、融資では企業側が金融機関に情報を提供しやすいが、社債の場合は基本的に開示情報で投資することとなるため、日本の金融機関からすれば、社債購入より融資の方が実行しやすいためである。その意味では、企業サイドの情報開示をもう少し考えていく必要がある。

(発行体による社債IR)

- ・ 当社では、今年3月～4月に、投資家に対してヒアリングを行い、投資家のニーズに合わせて期間が2～20年の様々な社債を発行した。このように、可能な限り、投資家のニーズと当社の財務戦略に合致した条件で発行するように努めている。
- ・ 運用機関の立場で言えば、社債の発行規模が小さい会社や社債発行が少ない会社は、IRの姿勢において不足している面がある。

(四半期開示による起債の集中化の解消)

- ・ 社債市場の活性化には、様々な問題を解決し社債市場の厚みを増す必要があるが、その際に重要なことは、短期的に解決すべき問題なのか、長中期的に解決すべき問題なのかである。当社としては、短期的に解決すべき問題として、昨年導入された四半期開示制度に

より起債可能な期間が狭まったため、機動的な発行ができなくなってしまった点である。是非解決してもらいたい。

(投資家サイドのリサーチ体制の充実・強化)

- ・ 積極的に運用できない理由の一つとしては、投資家サイドのリサーチ体制の問題がある。株式については、国内外の証券会社からのセルサイドとしての情報に加え、バイサイドでもアナリストが1社当たり数10人の人員であるのに対し、債券については、数人で分析しているのが現状であり、取得できる情報に限界がある。

(3) 流通市場

- ・ 東証では、国債・地方債のみならず、かつて、電力債や金融債等も上場されていたが、売買及びニーズの低迷により、現在は国債のみが上場されている。

(4) 決済・清算システム

- ・ 振替制度に移行して4年弱になるが、社債登録制度から振替制度に移った目的は、社債の流通を活発にすることであったと認識している。いざ制度がスタートしてみると、かつての登録制度の時代の流通と比べて流通が減っていることがある。
- ・ 当社(証券保管振替機構)では、そもそも制度が悪かったのではないかと考えて市場関係者に対してヒアリングを行ったが、振替制度の問題ではなくマーケットの問題であり、そもそも振替制度について困っている人はいないとのことであった。

(5) 税制

- ・ 仮に、ハイ・イールド債をプライマリーで発行する者がいて、外国人投資家が購入した場合、クーポン2%の商品をイールド15%で買うことと、クーポン15%の商品を100円で買うことでは、現状において非居住者に対する税制が違う。後者は、15%のクーポンに対して15%ないし20%の税金を支払わなければならない。プライマリーも含めてハイ・イールド債のマーケットを広げていくためには、非居住者の税制の整理が必要である。
- ・ 非居住者向け振替地方債については、昨年1月から源泉徴収税が撤廃され、海外の投資家も実際に国内の振替地方債に投資している。その後、金融危機で実際の購入を止めている投資家も多いが、検討項目にある「多様な投資行動を持つ外国投資家の参入促進」の観点から、国内投資家と違った投資スタンスを持つ海外投資家を国内社債市場に呼び込むことは重要な論点である。
- ・ 発行者も投資家も、基本的に国内市場で資金が回っていることでは不便がないのかもしれない。

れないが、海外投資家を呼び込むためには非居住者非課税措置の導入等も必要ではないか。

- ・ アジア債券市場イニシアティブ(ABMI)において、決済システムをアジア域内で作る議論があるが、インフラを作る上で12ある障害の1つで、唯一、日本だけの障害として税制の問題が指摘されている。非居住者の非課税措置は必要ではないか。
- ・ セカンダリーでの売買のニーズが少なく、基本的にパイ・アンド・ホールドの投資家が多い、投資家層が限られている、外国人の投資が少ないといった問題もあるが、課税玉と非課税玉が混在する問題も大きい。

(6) その他

(社債の投資教育)

- ・ 証券会社が顧客に対して地道に社債の啓蒙活動を行い、投資家層を広げていくことは大命題である。
- ・ 日本にリスクを取ることができる投資家が存在しない理由は、個人投資家を含めた投資家に資産運用の意識が希薄なのではないか。年金の運用を行っているある投資顧問会社では、決められたベンチマークよりもパフォーマンスが上回った場合、運用額を減らされてしまったという事例があった。つまり、決められたベンチマークや運用パフォーマンスを守る機関投資家の問題ではなく、本当の資金の出し手である投資家に高いパフォーマンスを求めるニーズがないのではないか。機関投資家としても、パフォーマンスを求める投資家がいなければ、無理をして運用するインセンティブは乏しい。このような投資家の状況を踏まえれば、投資家への啓蒙を行っていく必要がある。

3. その他

第2回ワーキング・グループを10月30日(金)に開催する。

(配付資料)

- ・ 「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
- ・ 「社債市場の活性化に関する懇談会ワーキング・グループ」名簿
- ・ 社債市場の活性化に向けた主な検討課題 論点メモ(案)
- ・ 我が国社債市場を巡る環境(案)
 - (参考)社債市場の活性化に向けた考えられる主な検討課題
 - (参考)日本、米国の社債市場の比較
- ・ 「社債市場活性化懇談会・WG開催」スケジュール(案)

以 上