

「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)

平成 21 年 10 月 16 日
懇談会事務局作成

目 次

- ・我が国社債市場の現状・問題点及び今後の検討の方向性
 - (1) 現状・問題点
 - (2) 今後の検討の方向性
- ・我が国社債市場の活性化に向けた具体的な検討課題及び取組
- 1．発行市場
 - (1) 社債の多様化
 - (2) 社債発行の機動性等の確保
 - 四半期開示による起債の集中化の解消
 - 発行条件の決定プロセス
 - (3) 発行体による情報開示の充実
 - 英文開示資料の充実
 - 発行体による社債 I R 等の積極化
 - (4) 格付の活用方法
 - (5) デフォルトリスクへの対応
 - 担保の取扱い及び情報開示の充実
 - 社債管理会社の役割及び設置
 - (6) 個人向け社債
 - (7) 社債ファンド
 - (8) 私募債市場の拡大
 - (9) ハイ・イールド債市場の整備
- 2．流通市場
 - (1) 価格情報インフラの整備
 - (2) 決済・清算システムの機能拡充及び社債レポ市場の整備
 - (3) マーケット・メイク機能の充実
 - (4) 社債(債券)の電子取引システム
- 3．市場インフラ及び市場慣行
 - (1) 税制
 - 非居住者向け国内社債利子・民間国外債利子の非課税措置
 - 金融所得課税の一体化に向けた社債利子等の取扱い
 - (2) 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
 - (3) 投資家サイドのリサーチ体制の充実・強化
 - (4) 投資家の投資スタンス
 - 多様な社債インデックス等の開発・活用
 - 機関投資家の運用方針の見直し
 - (5) その他検討事項

これまでの懇談会における有識者のプレゼンテーション及び意見交換等を踏まえ、社債市場の活性化に向けた検討に当たっての方向性・考え方を明らかにするとともに、今後、本懇談会及び本懇談会の下に設置したワーキング・グループにおいて議論すべき具体的な検討課題・取組を整理した。

．我が国社債市場の現状・問題点及び今後の検討の方向性

(1) 現状・問題点

これまで、社債発行限度額、受託会社制度の撤廃や、証券受渡決済制度の改革等により制度面の整備が進み、機動的かつ低コストでの社債発行が可能となったが、現在の社債市場は、国債や米国の社債市場と比較すると発行額、売買高とも規模が小さく見劣りする。

社債の発行企業は一部の上場会社に限られ、投資家は銀行の保有割合が最も高く、海外、家計、投資信託の保有割合は低い。

社債発行は、ハイ・イールド債市場の未発達などにより低格付社債の発行が極端に少なく、高格付社債と二極分化している。

欧米市場と比較して、リスクプレミアムが低く投資魅力に欠けている。

(2) 今後の検討の方向性

上記リスクプレミアムの問題は、銀行貸出しの優位性、これまで社債のデフォルトが少ないなどの要因が重なった日本の市場構造・金融構造のあり方に関する根本的な課題であるとの指摘がある。まず、このリスクプレミアムの問題を明らかにしすべての市場関係者が問題認識の共有化を図り、我が国社債市場の活性化に向けた具体的な検討課題・取組の整理を進めてはどうか。その場合、今後の取組の進め方やスケジュール感についても、極力明らかにしていくこととしてはどうか。

リスクプレミアムの問題は、社債発行と銀行融資との関係、銀行貸出しとクレジットリスクの関係、企業と銀行との関係、銀行等のポートフォリオ等の側面から考える必要があるが、この場合、銀行にとって貸出しを行う場合と社債が発行される場合の違いや、銀行部門が社債の大半を保有している現状・意味、企業にとって銀行借入と比較し社債発行の魅力について、どう考えるか。このほかに何か検討しておくべきことはないか。

・我が国社債市場の活性化に向けた具体的な検討課題及び取組

「発行市場」、「流通市場」、「市場インフラ及び市場慣行」に区分し、検討すべき課題・取組として指摘された事項は概ね次のとおりではないか。

1．発行市場

(1) 社債の多様化

発行体から長期の資金調達の実現性、運用機関から社債発行会社・発行ロットの拡大や継続発行が指摘されている。この点に関連し、どのような具体的取組が必要か。また、超長期債、ファンジブル債（銘柄統合債。流通している既発債をベースに、同一のクーポン、償還期限で金額を増額する債券）の発行の可能性等、社債商品の多様化について検討が必要ではないか。

(2) 社債発行の機動性等の確保

四半期開示による起債の集中化の解消

四半期開示制度の導入により起債可能期間の短縮・起債の集中化が生じ機動性に欠けることとなったとの指摘がある。発行期間の弾力性の確保、発行条件の決定期間の短縮化等について、具体的な問題点や改善策の検討が必要ではないか。

発行条件の決定プロセス

機動的で低コストでの社債発行や、発行条件の決定の一層の透明性の確保には発行条件の決定プロセスの改善が必要であるとの指摘がある。例えば、イ．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、ロ．「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、ハ．均一価格リリース宣言によるディスカウント販売の解消等について、具体的な問題点や方策の検討が必要ではないか。

(3) 発行体による情報開示の充実

英文開示資料の充実

外国人投資家の社債投資の促進・保有の増加には発行体による情報開示の充実が必要であるとの指摘がある。英文開示資料の充実のための具体的方策について検討が必要ではないか。

発行体による社債 I R 等の積極化

日本では、発行体の社債 I R の重要性に対する認識が低いとの指摘がある。発行体による社債 I R 等の積極化に向けた取組み策の検討が必要ではないか。

(4) 格付の活用方法

格付機関 1 社のみからの格付を取得した社債の発行の問題点が指摘される一方、機関投資家における格付への過度の依存が指摘されており、複数格付の取得の必要性や、格付の利用方法・対応について検討が必要ではないか。

(5) デフォルトリスクへの対応

担保の取扱い及び情報開示の充実

社債が銀行融資に劣後する要因として担保の取扱いが指摘されており、また、社債と他の債務・借入との弁済の順位や、借入金の担保・コベナント情報の開示について検討が必要ではないか。

社債管理会社の役割及び設置

最近の社債のデフォルトによる機関投資家向け社債への社債管理会社の設置の必要性や、メインバンクが社債管理会社となった場合の利益相反の問題も指摘されており、社債管理会社の役割及び設置のあり方について検討が必要ではないか。

(6) 個人向け社債

今後とも個人向け社債・市場は拡大が見込まれ、個人投資家向けの商品の開発、情報提供・説明等の充実に向けた方策について検討が必要ではないか。

(7) 社債ファンド

日本では投資信託において社債の保有割合が低いとの指摘がある。投資信託への社債の組入れ比率の増加や、低格付債、ハイ・イールド債を組み入れた社債ファンドの開発のための方策について検討が必要ではないか。

(8) 私募債市場の拡大

私募債の多くは、銀行が引受け、銀行保証が付いたもので銀行融資の代替手段との指摘がある。私募債と公募債との関係を整理する必要はないか。また、例えば、TOKYO AIM を活用しプロ向けの私募債の発行等の方策について検討が考えられる。

(9) ハイ・イールド債市場の整備

格付が低いほど貸付金利が社債金利よりも低くなる傾向があり、これがハイ・イールド債市場の未発達の要因のひとつであるとの指摘がある。このような傾向はどのような要因により生じているのか。また、適正なスプレッド・貸付金利の設定や定着化のほか、年金や保険会社が投資しやすい仕組みについて検討が必要ではないか。

2. 流通市場

(1) 価格情報インフラの整備

社債の価格情報としては、日本証券業協会（日証協）が公表する「売買参考統計値」及び「個人向け社債等の店頭気配情報」があるが、従来から、実勢価格とのカイ離やタイムラグ、投資家への周知性の低さ等が指摘されている。

同売買参考統計値発表制度の見直しをどのような形で行うべきか。併せて、証券保管振替機構（ほふり）の取引情報（約定銘柄、約定価格等）の活用等について検討が必要ではないか。

(2) 決済・清算システムの機能拡充及び社債レポ市場の整備

社債の決済については、日本では証券保管振替機構（ほふり）において社債の振替業務が行われ清算・資金決済機能は分離されているが、一方、欧米の証券決済機関ではレポ取引やボンドレンディング、保護預かりの範囲内での与信の提供等の業務が行われており、投資家の利便性が高く、社債のレポ取引、マーケット・メイクを可能とし流動性を向上させているとの指摘がある。

ほふりによるこれら清算・資金業務などの提供について検討が必要ではないか。併せて、フェイル慣行の確立に向けた検討が必要ではないか。

(3) マーケット・メイク機能の充実

社債の流通市場の問題として、マーケット・メイカーが不在となりノービットの状態が生じ社債の売却ができないという指摘がある。例えば、引受主幹事証券会社が特定の銘柄のマーケット・メイクの義務を負うといった方策について検討が必要ではないか。

(4) 社債(債券)の電子取引システム

欧米では社債(債券)の電子取引システムが急速に発展、普及しているが、日本ではあまり普及していないとの指摘がある。その要因の分析や普及を促すための方策について検討が必要ではないか。

3. 市場インフラ及び市場慣行

(1) 税制

社債市場の活性化には、税制上の措置として、次の措置が必要であり、関係機関と連携を図り税制改正に向けた働きかけを行うこととしてはどうか。

非居住者向け国内社債利子・民間国外債利子の非課税措置

多様な見方を持つ投資家が市場に参加することが市場活性化の鍵になるが、特に外国人投資家は多様な行動を取りリスク許容度が高く、外国人投資家による社債投資の促進・保有の増加は社債市場活性化の契機となるとの指摘がある。そのためには、税制上の措置として、

イ．非居住者等が受け取る社債の利子、償還差益等の非課税措置

ロ．非居住者等が受け取る民間国外債の利子、発行差金の非課税措置の恒久化又は延長措置
が必要である。

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、株式等の譲渡損益の通算対象に個人の公社債の譲渡損・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。

(2) 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

個人投資家向けの社債の投資教育や、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簡単には入手できず十分に周知されていないとの指摘がある。

ほふり、日証協等の社債の基礎データの充実及び提供・周知方法について検討

が必要ではないか。

併せて、証券会社等における積極的な社債情報の提供のための方策等について検討が必要ではないか。

(3) 投資家サイドのリーサーチ体制の充実・強化

運用機関、金融機関、証券会社等において、クレジット分析にたけた人材の不足や、ファンドマネージャーの社債運用に対する評価が低いとの指摘がある。クレジットアナリストの育成・確保やファンドマネージャーの評価の改善のための方策について検討が必要ではないか。

(4) 投資家の投資スタンス

多様な社債インデックス等の開発・活用

社債の流通市場での運用に当たって機関投資家が利用するベンチマークが総合指数であるため、社債への投資が制限され、同様の投資行動となる傾向があるとの指摘がある。多様な社債インデックス等の開発・活用について検討が必要ではないか。

機関投資家の運用方針の見直し

年金基金等の機関投資家が、その運用方針で一定の格付による投資対象の制限を設けた場合には、他の投資家も横並びとなりやすいとの指摘がある。投資家のリスク許容度を上げB B B格以下の社債への投資を促すため、機関投資家の運用方針の見直し・理解を得るための方策について検討が必要ではないか。

(5) その他検討事項

その他に検討しておくべき事項はないか。

以 上

我が国社債市場を巡る環境（案）

平成21年10月16日

