

「第6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22年1月25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

(外部有識者)

根本泉氏 三菱商事 トレジャラーオフィス資金為替市場室 次長

犬飼重仁氏 早稲田大学法学学術院 教授

議事概要

1. 企業の資金調達について

外部有識者から、企業の資金調達について、次のとおり、配付資料等に基づき報告・説明があった後、意見交換が行われた。

(Debt Finance のポイント)

- ・ Debt Finance の考え方のベースとなる基本的なポイントは、Quantity (資金調達量の確保)、Quality (コスト面での有利調達、年限選択とALM管理)、Liquidity (手許流動性・代替流動性の維持)、Diversification (調達手段の分散・多様化) が重要であると考えている。
- ・ 平時においては、資金調達量とコスト面での有利調達のみ焦点が当たりやすい面がある。しかし、特にリーマン・ショック後の金融危機では、資金調達量と調達コスト以上に、流動性の確保と調達手段の分散・多様化の問題が浮き彫りになった。サブプライム問題は、端的に言えば投資銀行を中心とするレバレッジ経営が行き詰まったことであるが、金融システム不安の発生によってCP市場が凍結し、流動性の問題が顕在化した。また、金融危機の深刻化に伴い、資金の出し手である金融機関が自己資本を毀損したことを受けて、社債市場は一時的に機能不全となり、借入も同様に困難な状況に陥った。総じて、企業の資金調達が目詰まりを起こしたことにより、調達手段の分散の重要性が再認識された。
- ・ 資金調達においては、資金調達量と調達コストの関係のみならず、流動性の確保と調達手段の多様化が重要であり、これらは相互に関係している。金融危機の経験を踏まえれば、企業は平時より一定の手許流動性を維持し、代替流動性の確保のために一定のコストをかけておく必要があり、また、中長期的な観点から調達手段の分散を通じてDebt Capacityを拡げていく必要がある。

(国内調達市場と Debt Portfolio)

- ・ 日本国内の調達市場は、銀行融資等の間接金融に大きく偏重している。また、日本国内の社債市場の投資家層は、多くが間接金融の出し手である金融機関となっている。このような市場構造の中で、企業は資金調達量と調達コストの追及のみならず、調達手段の分散についても、平時より心掛けておく必要がある。当社では、バランスのとれた Debt Portfolio の構築を目指しており、短期資金を CP 中心とする一方で、中長期資金を借入による間接金融、社債による直接金融、市場型間接金融としてのシンジケートローンといった形で調達手段をミックスして有利調達を図っている。
- ・ 調達手段の選択においては、有利調達の観点から状況に応じて、その都度、調達コストをベースに判断する面もあるが、各市場の動向等を踏まえ、中長期的な観点から Debt Portfolio を構築する必要がある。
- ・ 安定的に資金調達量と調達コストの両面を追求するためには、信頼性が重要である。Fair Disclosure と適正な Pricing に加えて、借入では継続的な Relation、市場調達では公正な Marketing や Frequent Issuer としてのプレゼンスなどもポイントになると考えている。
- ・ 市場調達を進める上では、代替流動性の確保が必要となる。当社では、CP 調達の有事のバックアップラインとして、1993 年に日本の事業会社として、初めてコミットメントラインを設定した。流動性を維持するためには、一定のコスト負担は避けられない。
- ・ 当社では、コミットメントラインに金融機関取引の象徴として旧来型の借入残高序列に替わる役割を持たせており、現在は円貨と外貨(ドル・ユーロ)などのファシリティを保持している。銀行との取引は、個別の相対借入やシンジケートローンの他にコミットメントライン、あるいは為替・金利等といった各種取引も含めて、総合的に管理する必要がある。企業は、バランスシートが大きいからと言って銀行に対して過度に依存すべきではなく、銀行の持つラストリゾートの機能も含めて、銀行との取引を考えなければならない。

(当社の社債発行)

- ・ リーマン・ショック後の金融危機では、資金調達の流動性と分散・多様化の重要性が再認識された。当社では、金融危機の前から社債調達や借入等を通じて、円貨・外貨の手元流動性を増やすなどの対応をとっていたが、リーマン・ショックが発生した後、機関投資家向け社債市場が機能停止に陥った。当社では、調達手段の分散・多様化の観点を踏まえ、2008 年 12 月に本邦事業会社として過去最大規模の個人向け社債 1,000 億円を発行し、リテール市場の開拓を進めた。また、機関投資家向け社債市場の機能回復が容易には進まず、2008 年末にかけては起債中止や減額起債が相次ぐ中で、2009 年 1 月に当時の市場環境では異例の 3 本値でマーケティングに臨み、適正スプレッドに対する投資家の信頼を得て、大幅な増額起債を実現した。従来の継続的な起債運営も含めて、投資需要の呼び込みに繋がった面もあると思う。その後、市場機能は回復に向かい、1,000 億円単位の大型起債も可能となった。

- ・ 当社では、調達手段の多様化の観点から、1970 年代よりユーロ市場での社債調達の実績があり、現在は海外金融子会社で MTN (Medium Term Note) プログラムを保有している。

(当社の高流動性シンジケートローン)

- ・ 当社では、間接金融においても、調達手段の多様化に向けた取り組みを進めており、間接金融中心となっている日本の国内市場の特性を踏まえ、2004 年に本邦で初めて売買を前提とした「高流動性シンジケートローン」を導入した。この導入は、借入先として、地方銀行（以下「地銀」という。）等の既存投資家に加えて幅広い投資家層からの資金調達を可能とする仕組みが必要であるといった問題意識とともに、Buy & Hold が前提となっている融資においても、透明性を高めて市場化を進め、セカンダリー市場を育成する必要があるといった考え方に基づいている。
- ・ 当社は、シンジケートローンによって、過去に 3,000 億円規模の調達を行っているが、一方ではセカンダリー市場の取引実績も大きく積み上がり、組成金額の半分以上がセカンダリー市場で回転している。また、当社以外にも高流動性シンジケートローン市場に参入する借入先が増えており、現在は、24 社のシンジケートローンのプライスが Bloomberg などの媒体で公表されている。
- ・ 企業の資金調達において、借入や CP・社債・シンジケートローンといった調達手段は、代替的・選択的な関係にある。金融危機の経験を踏まえれば、市場調達での競争力は、借入の交渉力にも相互に関係しており、その意味からも、企業は調達手段の分散・多様化を平時より心掛けておく必要があると考えている。

(国内調達市場の課題)

- ・ 国内の調達市場は、1,500 兆円にも上る個人金融資産を背景として、安価で良質な資金調達が可能な市場となっているが、資金調達の安定性・柔軟性の観点から、国内市場が間接金融に偏重していることや、その結果として間接金融と社債調達のリスクプレミアムに乖離があることは問題があると言える。社債市場の規模が小さく、流動性が低いことは、リスクプレミアムの乖離を助長している可能性がある。調達手段を分散し、適正な Debt Portfolio を構築するためには、ある程度社債市場にシフトする必要があると考えられる。
- ・ 本来的には、借入と社債を問わず公正な開示が行われ、適正スプレッドが許容される必要がある。信用リスクは、CP・社債・シンジケートローンを含めて、市場のプライシング・メカニズムでイールドが形成されることが望ましい姿である。なお、借入に対する社債の劣後性は、担保の取扱いや社債管理会社の設置なども含めて、対応を検討していく必要がある。
- ・ 流動性リスクに関しては、本来、Buy & Hold を前提とする融資の方が、流動性プレミアムが意識されるはずであるが、実際のスプレッドは格付が低いほど融資の方が低く、逆転している実態である。一方で、果たして国内の社債市場に流動性があるのかといった点について

て議論もあると思われるが、金融危機後の市場の状況も踏まえ、流動性の重要性を再確認する必要があると思う。シンジケートローン市場では、地銀投資家にC P M (クレジット・ポートフォリオ・マネジメント)の考え方が浸透し始めており、高流動性シンジケートローンの商品性(流動性の高さ)に注目する投資家も増えている。

- ・ 調達コスト全体について言えば、国債の増発や財政悪化の懸念から、市場金利が将来的に上昇する可能性があるが、スプレッドは、信用リスクや流動性リスク、あるいは内外価格差等も含めて、適正な水準を模索する必要がある。
- ・ 社債市場の価格の透明性の向上は、価格情報インフラの整備やマーケット・メイク機能の充実に加えて、流通市場の流動性を増すための決済・清算機能の整備や、レポ市場の整備を通じて、投資家層の裾野を広げていくことも重要であると考えられる。社債市場の活性化は、プライマリー市場のみならず、セカンダリー市場も含めて、両面から取り組む必要がある。
- ・ 社債市場の活性化を図る上では、制度設計の手直しによって、発行体の利便性を向上させることも必要であるが、投資家にとっての利便性を向上させることも大変重要であると考えている。

<以下は、上記全体説明の補足である。>

(日本の金融資本市場の構造的課題)

- ・ 日本の金融資本市場は、投資家層の偏りが大きい。C Pは、疑似間接金融であり、C Pの5割から6割は、銀行が保有している。社債においても、資本市場の調達でありながら、結果として、規制業種である銀行や生命保険(以下「生保」という。)の保有割合が多い。
- ・ 現在の資本市場の構造では、規制業種である銀行や生保の自己資本が棄損した場合、資金の出し手の余力が失われることになる。生保はソルベンシー・マージン比率、銀行はB I S規制(自己資本比率)によって規制を受けている。銀行や生保は、投資の供給又は投資の主体であり、リーマン・ショック後に資本市場が凍結し企業が社債を発行できなかったことから、日本の金融資本市場全体の構造、特に資金の出し手の構造の問題が大きいと思う。
- ・ 海外では、アセットマネジメントの投資家が圧倒的に多く、発行された社債の6~7割はアセットマネジメントが買っている。アセットマネジメントは、B I S規制(自己資本比率)やソルベンシー・マージン比率の規制の対象外であり、スプレッドが上がれば社債への投資妙味が増すことから、社債の買い手として受け皿となる。現状の日本の資本市場では、アセットマネジメントの社債保有割合が非常に低い。
- ・ 日本の資本市場は、社債市場が約60兆円に対して、間接金融は、銀行貸出が400兆円超と大きい。日本の市場構造を変えていくためには、社債市場を活性化して大きくしていく必要がある。また、間接金融についても市場の流動性を高めて、ファンドやアセットマネジメントが参加者となる市場型間接金融市場が拡大すれば、結果として、資本市場も拡大し好循環が生まれるのではないかと期待している。

(セカンダリー市場のインフラの整備の必要性)

- ・ 証券保管振替機構では、現在、振替業務以外の業務を殆ど行っていない。ユーロ市場や米国市場では、流通市場において、振替機関による様々なサービスが提供されている。
- ・ 例えば、ユーロ市場では、ファンド・マネージャーが保有している債券を担保として、資金ニーズが発生したときにレポ取引により資金を調達するといったサービスの仲介をユーロクリアが行っている。
- ・ ユーロ市場では、資金の移動を伴わないボンド・レンディングのシステムもある。ユーロクリアでは、オートマチック・レンディングの仕組みを備えており、証券会社が債券を売買してショートをした際にCCP(セントラル・カウンター・パーティー)の役割を担うユーロクリアから債券を借りることができるため、相対で債券を探す手間は必要ない。一方、債券を貸し出した投資家は、貸出先のリスクを負うことなくレンディング・フィーを得ることができ、運用利回りを高めることが可能となっている。
- ・ ユーロクリアには、与信を提供する機能もある。債券の売買において、債券の購入者から資金の振込みがなかった場合、債券の購入者がユーロクリア内に保有している債券の金額の範囲内で、ユーロクリアが購入者に対して一時的に与信を提供する仕組み(オーバー・ドラフト)がある。このため、決済はフェイルセーフに記帳が行われることとなる(なお、債券の購入者は、追加で立て替え金利をユーロクリアに支払う)。このように、ユーロ市場では、証券決済機構がCCPの役割を果たすことで、流通市場の安定性にも寄与している。
- ・ ユーロ市場では、流通市場で常に債券の値付けができるようになったことにより、結果的にプライマリー市場が拡大したことは立証されている。ユーロクリアによって流通市場で様々なサービスが提供されたことにより、プライマリー市場も拡大した。
- ・ 現状の日本市場では、証券会社がマーケット・メイクを行おうとしても、簡単には債券を借りられない状況にあるが、インフラを充実させることによって流通市場を活性化する必要がある。今後は、ユーロ市場や米国市場と同様のサービスを提供できるか否かが、一つの鍵になると考えている。

(セカンダリー市場の活性化の考え方)

- ・ 米国のローン市場では、S & L(貯蓄金融機関の一業態)の破綻を受けて、1990年代前半より銀行貸出における集中リスクを回避するため、協調融資(シンジケートローン)が導入された。また、1990年代後半からはシンジケートローンの流通市場も拡大し始めたが、当初の投資家層の中心はバンクセクターに限られていたことから、流通市場の拡大とともにノンバンクセクターの年金やファンド関係が参入してきた。また、流通市場では値付けも開始され、更に、ローン自体に格付が行われたことにより、シンジケートローン市場が拡大した。
- ・ 1990年代における日本の金融機関の問題点は、融資自体がBuy & Holdとして固定化され

たことにあり、メインバンク制の下で融資が擬似エクイティ化した結果、最終的にこれが不良債権化し、巨額な損失の計上を余儀なくされた。銀行のバランスシートが更に自由に入れ替えることができれば、クレジットリスクをコントロールすることができる。

- ・ 一般的に、多くの投資家のポートフォリオ管理は、例えば、1社当たりの与信枠を市場全体の残高の2%まで、1セクター当たりの与信枠を5%までといった形で運営されていると考えられる。仮に、与信枠まで残高が積み上がった場合でも、米国のシンジケートローン市場の事例のとおり、市場に流動性があれば債権を市場で売却することによって、与信の創出が可能となり、債権を新たな投資家が引き受けることにも繋がる。日本国内の社債市場についても、どのように流動性を持たせるか、インフラを構築するかといった点は非常に重要であると思う。
- ・ 貸付金に流動性があれば、CPMの考え方に基づいて、銀行は貸付金を売り、別の企業に対して貸し付けることもできるため、銀行の対応も変化すると思われる。社債においても、流通市場のインフラが整備されれば、Buy & Holdではなく、資金化のニーズに応じて社債をレポ貸しして資金を取るなどができるようになる。
- ・ 社債市場とローン市場は対立的な関係ではなく、特に日本においては相互に発展させることが必要である。企業では、銀行のバランスシートに過度に依存することなく、資本市場とローン市場の両方を適切に活用し、柔軟に資金調達を行うことが重要であると思う。

【意見交換】

- ・ 日本のシンジケートローンのセカンダリー市場が拡大している理由は何か。社債のセカンダリー市場が活性化するための鍵は何か。
- ・ 高流動性シンジケートローンのセカンダリー市場の購入者は、地銀などの間接金融が多いのか。
- ・ 社債の流通市場とローンの流通市場の大きな違いは、金利であると思う。高流動性シンジケートローンは変動金利であるが、一方、社債は固定金利が圧倒的に多い。固定金利の場合は、信用リスクに加えて金利の変動リスクなどの様々なリスク要因を抱え込みやすい面がある。また、一般的に社債の方がボラティリティは高いようである。
- ・ 米国のシンジケートローン市場では、流通市場の整備を進めた結果、投資家層が拡大した。当社のシンジケートローンにおいても、最近では、バンクセクターの中でも損害保険会社など、参加者のバラエティが少しずつ増えてきた。
- ・ 大手銀行では、1990年代の融資の集中と不良債権化した反省に基づいて、CPMの考え方を取り入れており、地銀にも浸透し始めている。ポートフォリオの中でローンを売買できるといった認識が、銀行に徐々に浸透してきたことにより、シンジケートローンの流通市場は活性化している。

- ・ 個人向け社債は、法人向け社債と比較してコストがかかり、個人投資家に対するフォローアップも非常に大変であると思う。2008年11月条件決定の個人向け社債は、リーマン・ショック直後であったにもかかわらず、どのような背景を踏まえて発行の決断に至ったのか。
- ・ 個人向け社債を発行した背景は、リーマン・ショックの後、機関投資家向けの社債市場が、事実上凍結してしまっただけで、買い手が不在の状態であった。このような状況を受けて、当社では、既存の調達手段に加えて新たな調達手段を取り入れ、Debt Portfolio を分散していくとの考え方から、個人向け社債の発行を機動的に決定した。
- ・ 過去の統計を分析すると、個人金融資産 1,500 兆円のうち、個人向け国債は 2000 年の 9 兆円から 2008 年頃には 36 兆円まで増加したが、金融債や事業債は 15 兆円から 1 兆円まで減少している。また、個人金融資産の大宗を占める定期預金の利率は低水準（多くの銀行で 0.5%以下）で推移しているが、個人向け社債の利率は当時の金融環境であれば 3 年程度で通常 1%以上となることも踏まえ、当社では個人投資家には十分な余力があると判断した。その結果、個人向け社債の発行によって 1,000 億円を調達することができた。
- ・ 2000 年前後までは、機関投資家に対して社債を発行できない多くの会社が個人向け社債の発行体であった。その後、金融商品取引法が施行され、個人向けと機関投資家向けの利回りに格差が生じなくなったため、個人向け社債市場は健全化している。
- ・ セカンダリー市場におけるシンジケートローンの購入者は、都市銀行、地銀、リース会社、ファイナンス会社などである。銀行では、シンジケートローンの引受をするとき、引受時点である程度のセカンダリー購入希望者を確保している。
- ・ 銀行融資は、大口先の場合、1 社毎の融資限度額が設定されているため、銀行としては、旺盛な資金調達を必要とする会社に対して、間接市場以外の直接調達の方法について、提案することもある。また、銀行では、格付のみを判断基準に融資額等を決定しておらず、ポートフォリオ分散の観点から、メーカー、サービス業やその他のセクターとバランスをとった融資ができるよう努力していることが一般的である。
- ・ 過去において、銀行では、割引債や中長期の利付金融債を発行し資金調達を行っていたが、現状において、基本的に普通預金、当座預金や定期預金で資金調達を行っており、金融債で調達していた場合と比べて一般的にデュレーションが相当短くなっている。また、顧客から、中長期的な設備投資を行いたい申出があった場合、銀行としては、通常の融資のみではなく、社債発行の提案等を行う場合もある。
- ・ 事業会社の資金調達における金利の考え方を教えて欲しい。
- ・ 銀行や生保から借入を行う際には、直接対面で交渉しながら、金利を決定している。一方で、市場を通じて資金調達する場合は、不特定多数の投資家を相手とするため、投資家の需

要や市場環境などを確認して、金利水準を設定することが重要となる。

- ・ 社債市場におけるスプレッド・プライシング方式は、リスクフリーのベンチマークとなる国債利回りに対してスプレッドを上乗せする形で金利水準を決定することであり、特にプライマリーの価格の透明性が非常に重要である。当社では、社債発行の際、市場との対話を重視しており、国債に対して、当社の信用リスクがどの程度上乗せされれば適正であるか、証券会社を通じて市場実勢を確認しており、丁寧な起債運営を継続的に行っている。このような起債運営は、セカンダリーでの値崩れなどを防ぎ、投資家からの信頼を獲得することに繋がると考えている。
- ・ 流動性の高いシンジケートローンのマーケットの発達は、社債市場の発展を補完する要素となるのか。それとも、社債を代替する市場として育っていく可能性があるのか。
- ・ シンジケートローン市場と社債市場は、補完関係にあると思う。現状の社債市場はBuy & Hold が主体であり、流動性が高いとは言えないが、市場の流動性を高めることによって投資家のポートフォリオの分散が促進される。社債とローンでは、変動金利・固定金利など、多様な商品を作っていくことによって、棲み分けや補完関係ができると考えている。
- ・ 本ワーキング・グループでは、コベナンツの開示の必要性について、議論の対象となっている。シンジケートローンの流動化との関係で、コベナンツの開示の必要性について、どのような考え方を持っているのか教えて欲しい。
- ・ 当社では、社債・シンジケートローンの両方とも、コベナンツに担保提供制限条項などの財務上の特約を加えておらず、すべての債務についてパリパスの関係を維持している。特に、設備投資などの大きな固定資産を持たない業態においては、担保の有無よりも、財務健全性や格付の維持、あるいはキャッシュフローの創出力などの方が、投資家にとって重要であると考えられる。
- ・ 現在、グローバルなレベルで、銀行に対するレバレッジ比率の規制など、各種規制が加わるといった観測が強まっている。そのような状況下、社債を発行する会社としては、社債の使い方、あるいは融資に対する考え方について、どのような議論を行っているか。
- ・ 銀行等の金融機関に対する各種規制が強化されれば、当社の資金調達に対する影響もあると考えている。総合商社は、多額の有利子負債を抱えているが、規制の強化によってまずは銀行からの借入が難しくなる可能性がある。このような事態に備え、平時より Debt Capacity の拡大を進めておくことは重要である。個人投資家からの調達や海外市場の活用なども含めて、様々な資金調達ソースを開拓する必要がある。

- ・ 高流動性シンジケートローンは、マーケット・メイカーが常にビット・オファーを提示しているため、流動性が高いと考えられる。現状では、マーケット・メイカーのビット・オファーの спреッドは、どの程度で推移しているのか。
- ・ 金融危機前までは、ローン自体の спреッドがタイトであったため、ビット・オファーの差も小さかったが、金融危機後は、シンジケートローンの спреッドも大幅にワイドニングし、ビット・オファーの差も5～10bp程度に拡大した。その後、 спреッドは相当タイト化しており、金融危機前の水準に戻ってきていると認識している。
- ・ オファー・ビットの спреッドの差は、アレンジャーがマーケット・メイクするために必要なリスクなども反映する必要がある、市場環境や投資家のニーズによって、柔軟に決定されるべきであると考えられる。

2. 債券・MTNの東証上場に関する提言等について

外部有識者から、債券・MTNの東証上場に関する提言等について、次のとおり、配付資料等に基づき報告・説明があった後、意見交換が行われた。

(日本のプロ向け債券市場の現状と問題点)

- ・ 現状の日本のプロ向け債券市場は、従前から行われている少人数私募、適格機関投資家向けの国内プロ私募、そして新しくできた特定投資家向けの私募の形態であるが、取引を行う際に、内閣総理大臣への届出がなされていないことや転売制限等について、相手方に告知しなければならず、その告知したことの書面交付が義務付けられている。
- ・ 提言にある「市場公募ホールセール債券市場」とは、一般投資者を含む不特定多数の投資家に新規発行時の取得の勧誘並びに流通市場での売りつけが可能な現行の発行登録の制度（一般投資家への公募を前提とした厳しい開示基準である。）を利用し、プロ向けとして券面を1億円とし社債管理会社不設置の社債を新規発行時並びに流通市場売買時に機関投資家に販売する市場である。日本のプロ向け債券は、私募市場が活用されず、発行登録制度を利用した市場公募ホールセール債券市場で発行されている現状である。
- ・ プロ向けのユーロ市場におけるユーロ債・EMTNでは、市場慣行と取引所の開示基準に基づいた開示が行われているが、プロ向けの日本市場では、私募であれば開示の基準がない状況である。日本の多くの機関投資家は、現状の私募であれば開示の基準がなく、転売制限があり流動性がないことから、私募債を購入しないのかもしれない。日本のプロ向け債券市場は、プロ向けの限定的な募集であるため、限定的な公募に耐えうる開示水準のガイダンスを行うことができれば良いと思う。
- ・ 日本の機関投資家は、自国のプロ向けの債券を買わないにもかかわらず、ロンドン証券取引所に上場（リスト）している Medium Term Note を買っている。この理由は、日本のプロ

向け債券市場において、私募の開示ルールがなく、ガイダンスが行われないことが問題ではないかと考えている。

(TOKYO AIM取引所機能の活用)

- ・ TOKYO AIM取引所(以下「TOKYO AIM」という。)は株式のマーケットであるが、プロ向け債券の取引を行う際に必要な相手方への告知や書面交付の手続は、TOKYO AIMの枠組みを利用すれば、省略できるのではないかと考えている。なお、この考え方は、TOKYO AIMで実現している機能を利用することが目的であり、必ずしも、TOKYO AIM自体の利用を前提としていない。
- ・ TOKYO AIMは、特定投資家向けの市場であるものの、一定の開示のガイダンスが行われるため、全く開示が行われないことはない。大まかに言えば、例えば、ロンドン証券取引所におけるプロ向け市場のP S M (Professional Securities Market) に類似する市場を日本で構築できれば良いと考えている。
- ・ 日本の国内取引では、プログラム・アマウント方式(発行登録書に発行残高の上限を記載し、償還等により発行残高が減少した場合に発行可能額が増額する方式)による特定投資家向け発行登録制度(国内特定投資家向けMTN制度)を創出し、TOKYO AIMと同じ機能を有する我が国の取引所にMTNプログラムをリストないしファイルし、その基準で開示を行えば良いと思う。
- ・ 具体的には、特定投資家向け社債発行登録書をTOKYO AIMと同じ機能を有する我が国の取引所にファイルし、表紙に「新規発行段階における内閣総理大臣への届出がされないこと」及び「転売制限が附されること」等を明記することで、プロの投資家はいつでも公開されている情報を入手できる状態になるため、発行段階での告知・確認を省略することができる。
- ・ 個々の債券の売買は、OTC取引を前提とし、特定取引情報をTOKYO AIMと同じ機能を有する我が国の取引所に集約すれば良いと思う。
- ・ TOKYO AIM設立の背景は、平成20年6月に成立した金融商品取引法の一部改正が起点である。この改正は、金融庁として、プロ向け市場の枠組みの整備に向けた取り組みの成果であり、それは株式の世界に限って適用可能ではないと思われる。プロ向け債券市場の枠組みの整備は、日本とアジアのプロ向け市場を活性化するために行われてきたと考えている。
- ・ 金融庁では、平成20年に売出しに係る規制緩和や発行登録制度におけるプログラム・アマウント方式の採用など、市場の整備を進めてきた。プロ向け債券市場を活性化するために、TOKYO AIMの持つ機能を活用することは、金融庁の掲げる市場整備の流れと合致しているのではないかと考えている。

(今後のホールセールマーケット)

- ・ 日本では、リテールマーケットとホールセールマーケットを区分する方向での議論はないが、欧州では、各々のマーケットが区分されている。日本では、米国の証券取引法制等の影響が強いため、公募でなければ私募、私募でなければ公募といった考え方が根付いているが、今後は、リテールとホールセールを区分する考え方も有効ではないかと考えている。
- ・ 金融庁では、日本国内のホールセール市場の活性化のために、数年来、様々な取り組みを行っていることから、日本のいずれかの取引所において、MTNプログラム及び個別債券のリストないしファイルを行うことができれば、様々なメリットがあり、日本国内のホールセールマーケットのインフラを整備する一つの重要なマイルストーンになると思う。
- ・ 新たなホールセール市場の枠組みは、日本市場を前提に考える必要性が徐々になくなっていると思う。今回の税制改正により非居住者の利子所得に対する源泉徴収が撤廃されることになったため、国内と海外市場を区分する必要性が非常に低くなったと思う。この税制の改正に伴い、日本のホールセール市場に欧米やアジアの投資家の参入が促され、アジアの債券市場、アジアの金融・資本市場、プロの金融・資本市場が大きくなる可能性が高いと思う。

(四半期開示制度の導入と我が国取引所T O K Y O A I MリスティングMTN)

- ・ 四半期開示制度の導入に伴い、公募の発行登録制度では、四半期報告書が発行登録に係る参照書類となっているが、その関係で、ロック・アウト・ピリオドといった社債を発行できない期間が増えた。具体的には、100日を割り込む状況であり、我が国の社債市場の使い勝手が更に悪くなってきた。
- ・ 新たなプロ向けの債券・MTN市場が創設されて、我が国の取引所において必要な情報が開示される場ができれば、四半期開示制度を枠外にすることにより、発行会社にとっても福音となる可能性があるのではないかと考えている。

【意見交換】

- ・ 取引所に債券が上場された場合、どのようなメリットがあるのか。1990年代後半、政府保証債の一部の銘柄が上場されていたが、取引所で取引が行われることにより価格が公表され、市場参加者に嫌われて価格が割安になったことがあった。
- ・ 「上場」とは、取引所における株式のことを意味するため、その表現が適切ではなく、取引所から値段が公表される意味で、「上場」といった言葉を使っている。欧米では、リスティングといった言葉を用いているが、債券やMTNプログラムでは、「上場」ではなく、「登録」と呼んだ方が適切かもしれない。今回提言したプロ向けの債券・MTNのリスティング市場は、取引所で取引が行われるわけではなく、また、取引所で約定が成立して価格が公表されるわけではない。

- ・ 債券の取引所とは、MTNプログラムの債券及び調達プログラムに関する情報を一括して登録する場所である。例えば、ユーロ債市場では、ロンドン証券取引所やルクセンブルク証券取引所などの取引所にリストされた情報に基づいて、世界中の機関投資家が債券・MTNをOTCで購入・売買しており、極めて一般的に取引が行われている状況である。そこには、小口のターゲットイシュー的な商品もあれば、大量に発行されるシンジケーション・ベースの商品もある。
- ・ 別の見方をすれば、公募債を発行している企業が、四半期開示を免れるために新たなプロ向けの債券・MTN市場を活用することが考えられ、ディスクロージャー逃れといった指摘を受けるリスクがあるのではないか。
- ・ そもそも、プロを対象とする市場であることと、どのような発行体をリスティング対象とするか、ルールを明確にすることによって、ディスクロージャー逃れといった懸念は払拭されると思う。
- ・ 基本的な考え方としては、個人を含む一般投資家に販売される市場におけるディスクロージャーは厳格にする必要があるが、プロの投資家向けの市場では、プロの投資家とプロの発行体の要請に応えるための機動性・効率性が必要であると考えている。
- ・ 日本における私募には、あらゆる概念が含まれており、銀行の考える私募債市場と証券会社の考える私募債市場は異なると思う。今般、規制緩和になったプロ向け市場(特定投資家向け)の私募の枠組みでは、あらゆる概念が含まれる「私募」といった言葉を使いたくない。
- ・ 早稲田大学では、プロ向け市場の私募の枠組みについて、本年2月から4月にかけて、市場関係者の協力を得て、研究会を設置の上、指摘の点も含めて検討する予定である。
- ・ TOKYO AIMに登録されれば、当然ながら、発行体は、TOKYO AIMに対して手数料を支払う必要があると思う。現状の私募市場の流通では、コストがかかっていない状況であるが、今後、TOKYO AIMに対して手数料を支払った上で、登録したいニーズが本当にあるのか心配される。
- ・ TOKYO AIMでは、証券会社等が流動性プロバイダー(上場株券等の市場における円滑な流通の確保に努める取引参加者)にならなければならないが、実際に、流動性プロバイダーになって、流動性を供与できるのか疑問に思っている。
- ・ プロ向け市場の私募は、TOKYO AIMで可能とされる機能を適切に利用できれば良いと考えているが、TOKYO AIMのみの利用を対象とはしていないため、適切な回答はできない。なお、手数料は、合理的で極力低い方が良いと思うが、今後、手数料に関する議論も行われることを期待している。

- ・ プロ向け市場の私募は、現状のTOKYO AIMの株式上場向けの仕組み自体を利用することではなく、TOKYO AIMが特定取引所金融商品市場の認可を得ている点をうまく活用して債券の上場ができないか、その可能性を検討している状況にある。

3. その他

- ・ 第7回ワーキング・グループを2月1日(月)に開催する。

(配付資料)

- ・ 資金調達手段の選択と社債市場の課題
- ・ アジア版MTN (Medium Term Note) プログラムの実行可能性に関する調査報告と提言
(抜粋)

以 上