

「第11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5月17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. 社債市場の活性化に向けて（案）

事務局から、配付資料「社債市場の活性化に向けて（案）」（事務局作成タタキ台）が読み上げられ説明があった後、次のとおり意見交換が行われた。

【意見交換】

第1 我が国社債市場の現状及び活性化に向けた課題

1. はじめに

- ・ (3)の「社債の保有状況」には、投資信託のシェアも非常に低い旨を加えていただきたい。
- ・ (7)の「機関投資家等のプロ向けに使いやすい市場の実現」のメリットとしては、アジア域内の企業の社債発行・資金調達に限ったメリットではなく、基本的なメリットを記載した方が良い。

2. 我が国社債市場を特徴付ける諸要因と課題

- ・ (2)の我が国社債市場が小規模に留まっている諸要因の一つとして、インサイダーの問題の記載を検討していただきたい。銀行関係者は、債権者の立場でインサイダー情報を知ることになるが、社債の場合、パブリック・インベスターとして取引を行っている。したがって、社債市場を進化させるためには、インサイダーとパブリック・インベスターの関係についても記載できれば良いと思う。
- ・ (2)の④で「証券会社の引受審査と発行会社、監査法人・公認会計士の監査やレビュー等との役割・責任分担が明確にされていないことなどが要因となり社債の発行手続等が硬直的で機動性に欠けている。」とあるが、具体的には、コンフォートレターに関する問題であると考えられ、例えば、「コンフォートレターに関する公認会計士と引受会社の役割」といった記載の方が良いのではないか。

- ・ (2)の⑤で「我が国の機関投資家では、企業のクレジット・リスクの分析などを行うリサーチ態勢の強化やアナリストの育成が進んでいないことなどから、社債に投資する際、外部格付に依拠している場合が多く、格付が低い企業は社債発行が難しい状況に置かれていた。」とあるが、因果関係として捉えた場合、誤った認識ではないか。
- ・ 社債の発行が活発でないことから、その流通も活発ではないという「鶏と卵」の関係と同様に、社債市場の未発達がりサーチ態勢の強化やアナリストの育成を遅らせていると考えられる。したがって、「企業のクレジット・リスクの分析などを行うリサーチ態勢の強化やアナリストの育成が進んでいないこと」を問題点として例示するのであれば、「この問題点は中長期的な課題として重要である。」といった表現に見直すべきであると考えられる。
- ・ (2)の⑤で「平成22年6月から非居住者の社債投資にかかる非課税制度の導入が行われるまで、外国人投資家が我が国の社債に投資するインセンティブが乏しく、多様なリスクを許容する投資家が活発に参加しにくい市場となっていた。」とあるが、現在まで、非居住者の社債投資にかかる非課税制度の導入を行わなかったことが外国人投資家の投資インセンティブのなかった唯一の原因であると解釈できる可能性もあるため、その表現を見直すべきではないか。
- ・ 非居住者の社債投資にかかる非課税制度の導入が行われなかったことは、外国人投資家に投資インセンティブがなかった一つの要因ではあるが、その投資が活発化しなかった一番の要因はリスク・リターンの関係ではないか。
- ・ (2)の⑤に関連して、「アナリストの育成が進んでいないこと」が社債の発行を難しくしているといった考え方は違うのではないか。例えば、日本の投資家は、米国のハイ・イールド市場において、ファンドを通じて投資している。つまり、日本には、ハイ・イールド債に投資する投資家が存在しており、日本のハイ・イールド債市場が発達していないこととアナリストの存在の有無とは明確な因果関係はないのではないか。
- ・ さらに、(2)の⑤に「我が国の機関投資家企業のクレジット・リスクの分析などを行うリサーチ態勢の強化やアナリストの育成が進んでいないこと」とあるが、どのような機関投資家を意味しているのか。
- ・ 例えば、大手保険会社では、与信枠の設定において社債と融資を一括して管理しており、数10名から多いところでは100名程度の人員を配置しているところもあるだろう。また、社内格付に基づき、投資判断・自己査定を行っている会社もある。このような状況下、「クレジット・リスクの分析などを行うリサーチ態勢の強化やアナリストの育成が進んでいない

こと」と断定することは、不適切ではないか。

- ・ 我が国社債市場が小規模に留まっている多くの要因の一つとして、(2)の⑦では「社債では、社債間同順位の担保提供制限条項（ネガティブ・プレッジ）が付与されることが多く、デフォルトした際には、社債権者が他の債権者に劣後する懸念がある。」とあるが、財務上の特約に社債間同順位の担保提供制限条項（ネガティブ・プレッジ）の付与が多いことをもって、社債市場自体が伸びていないと結論付けることは、若干、飛躍した内容であると思う。
- ・ (3)の②では「銀行等の貸出しは、借り手企業の担保や短期の資金繰りも含めたきめ細かな情報に基づいて行われている一方、社債の発行・投資は、目論見書や有価証券報告書、証券取引所の適時開示などの開示情報を基礎として行われており、銀行等が入手できる情報の範囲や深度が広いこと。」とあるが、銀行が借り手企業の内容を十分把握しているため、スプレッドが低くなるケースと、一方で、借り手企業の内容を十分把握しているならば、逆にスプレッドが高くなるケースもあるのではないか。
- ・ 高格付社債では社債のスプレッドの方が低いケースもあるが、このような会社が社債を発行する際には、格付機関が適切な格付を行えるようにするため、一般に公表する情報に限らず、アニュアルレビューを作成して提供するなどの努力を行っている。したがって、銀行が借り手企業の内容を十分把握していることは、必ずしも、スプレッドが低くなる理由とはならないと思う。
- ・ (3)の③では「銀行等の金融機関は、貸出しにあたり、借り手企業の担保管理などを通じた保全措置を取っているほか、借り手企業が経営困難に陥った場合に、自らの債権の保全確保・回収のみならず、当該企業の破綻処理や再編、再生等について大きな役割をも期待されており、いわゆるメインバンクの場合、その期待される役割は特に大きい。我が国において、こうした銀行等の役割が、社債のデフォルトを回避する上で一定の役割を果たし、信用リスクの軽減に寄与していることは評価される。」とあるが、なぜ、これが銀行貸出しの方がスプレッドの低い理由となるのか。
- ・ (3)の①の「銀行等が借り手企業との間で、中長期的な取引の観点や、決済業務、外国為替業務等も含めた総合採算的な観点から取引を行っているケースもあり、借り手企業の本来の信用リスクに見合った貸出し金利を設定できていない状況もあり得る。」のとおり、銀行では、借り手企業から、必ずしも貸出し金利のみでフィーを得ているのではないと考えられる。

- ・ (3)の③では「借り手企業が経営困難に陥った場合に、自らの債権の保全確保・回収のみならず、当該企業の破綻処理や再編、再生等について大きな役割をも期待されており、いわゆるメインバンクの場合、その期待される役割は特に大きい。」とあるが、企業の経営困難に際して、メインバンクが何とかしてくれると期待することは、社債市場の活性化に向けた報告書の内容として適切ではないと感じている。
- ・ 市場のリスクを透明にすることが社債市場の発展にとって重要であり、メインバンクと企業の関係といった曖昧な部分に依存した考え方を取るべきではなく、安全な社債市場を考えるためには、どのようにすれば良いか議論を行うべきである。
- ・ したがって、「いわゆるメインバンクの場合、その期待される役割は特に大きい。」の記載は削除、又は、修正すべきである。銀行の立場としても、過剰な期待を担うことが非常に重荷であると感じているのではないか。
- ・ (3)の③は、銀行のラスト・リゾート機能としての意味が含まれているが、後退的な意味とならないように工夫する必要がある。
- ・ (4)の「企業の信用リスクについては、近年欧米市場において Credit Default Swap (CDS) の取引が活発化しており、我が国においても、いくつかの個別大企業の CDS 取引が活発化している。このような取引は、社債市場の流動性を補完するものであるが、同時に、それが本来の社債市場の健全な形成を阻害することのないよう、その健全な発展を見守っていく必要がある。」といった表現は、CDS 取引について後退的であると捉えられる可能性がある。まずは、社債と CDS の各々の取引が健全に発展する必要があることから、「その健全な発展を見守っていく必要がある」旨を記載した上で、「本来の社債市場の健全な形成を阻害することのないよう」といった留意点を記載する方が良いと思う。

3. 社債市場の活性化に向けた取組み

- ・ (1)で「社債市場の活性化のためには、何よりも、市場の効率性、透明性、流動性を高めるインフラの整備が必要。」とあるが、必ずしも、インフラに限った問題ではなく、市場慣行等の整備・見直しも必要ではないか。

第2 我が国社債市場の活性化に向けた具体的な取組み

I. 発行市場

1. 証券会社の引受審査の見直し

- ・ (1)の①で「上場会社等では、金融商品取引法（以下「金商法」という。）の下で、適時な財務・企業情報の開示を確保するため、四半期開示制度、内部統制報告制度、確認書制度が講じられ、公認会計士・監査法人による監査・レビューの対象となっている。このように全体的な品質管理の下で財務情報が作成されており、証券会社の引受審査の簡素化・弾力化が必要。」とあるが、開示されている財務諸表が適切に監査・レビューされているか否かが、議論の争点ではないと考えている。社債の発行段階において証券会社と監査法人との間で議論となることは、開示されている財務諸表ではなく、その後の変動について、適切に開示しているかどうかといった点であると考える。
- ・ (1)の②では「社債の起債可能期間の制約・起債の集中化が生じ、機動的な発行が難しい状況となっている。」とあるが、証券会社の立場で言えば、「機動的な発行が難しい状況となっている」とまでは感じていない。
- ・ 発行会社の立場から見れば、現状、起債の集中化に伴い、証券会社との間で連絡が取りづらといった問題が生じているのも事実である。
- ・ 表現の程度の問題であるため、証券会社の立場としては、「機動的な発行が難しいと感じていないこと」について、本ワーキング・グループ（以下「本 WG」という。）として共有できれば十分である。
- ・ (2)の「財務情報に誤りがあった場合の責任分担のあり方について、金商法上の考え方を明確にし、その徹底を図っていく措置が必要であるとの意見があった。」に関しては、レビュー・監査の対象となっている財務諸表に誤りがあった場合ではなく、その後の変動についてデューディリジェンスが行われているか、その責任分担について特に議論の余地があると思う。その後の変動の議論を、記載内容に加えることができれば良いと思う。

3-1 コベンタンの付与及び開示

- ・ (1)の①で「企業の財務状況等により社債のコベンタンの柔軟に付与されるようになった。今後とも、社債市場の活性化を図るため、こうした柔軟性のある枠組みは維持・強化されて

いく必要。」とある。しかしながら、次の②にあるとおり、現在、社債に付与されているコベナンツは、主に担保提供制限条項（ネガティブ・プレッジ）及びクロス・アクセラレーションであり、規制が自由化されたものの、運用が硬直的となっている実情である。したがって、コベナンツについて、「柔軟に付与されるようになった」と評価することは適当ではないと思われる。

3-2 社債管理者の役割等

- ・ (1)の②で「信用リスクが相対的に小さく社債市場でネームが確立している企業が、現在のように柔軟かつ低コストで社債を発行できる市場慣行は尊重していく必要。」とあるが、社債管理者を設置するかどうかは、発行会社によって自由に選択できることから、「市場慣行は尊重していく必要がある。」といった表現を修正した方が良いのではないかと。市場慣行とは、市場参加者があるべき姿としてコンセンサスを取ったことであり、社債管理者の不設置についてそのようなコンセンサスはないのではないかと。
- ・ 会社法上の社債管理者の役割を見直す議論を行う前に、特に機関投資家向け社債について、社債管理者の必要な役割とは何であるのかといった議論を行うべきではないかと。
- ・ 米国のトラスティ等を参考に、どのようなケースに社債管理者を設置するのか、フィーの問題などの議論が必要ではないかと。
- ・ 米国の社債市場は、様々な発行会社が参入しているため、トラスティに関する規制が設けられているが、一方で、欧州の社債市場（ユーロ市場）では、一般的に財務代理人（FA）が設置されており、現状の日本の社債市場に類似している。日本の社債市場は、社債管理者の設置が義務付けられていたが、規制緩和の流れの中で、券面を1億円とした機関投資家向け社債については財務代理人の設置が認められ、券面を1百万円としたような個人も購入可能な社債については、社債管理者の設置を義務付けるようにした経緯がある。そのような歴史的経緯を考えれば、社債管理者の設置が社債市場の活性化に繋がるといった議論では、規制緩和の流れに逆行することになる。社債管理者の設置の議論は、もう少し慎重にお願いしたい。
- ・ 各委員は、社債管理者の設置が非常に重たいイメージであり、また、フィーも高いイメージであると思われる。社債管理者の設置の有無の議論では、投資家及び発行会社にとって、どのような枠組みが必要であるのか柔軟に議論を行う必要があるのではないかと。

- ・ 社債管理者の役割は、全く違った枠組みで議論を行うべきであると思う。例えば、高格付社債では、社債管理者の設置の有無やフィーの問題など十分な議論を行いたい。
- ・ (1)の⑤では「(ロ) 格付機関の格付などに依拠し信用リスクが相対的に大きい企業が発行する社債に設置する」とあるが、「格付機関の格付などに依拠し」の部分は削除しても良いのではないか。社債管理者設置の可否を考えるに当たっては、限定しすぎない記述が望ましいと思う。

II. 流通市場

1. 社債の価格情報インフラの整備

- ・ 社債の価格情報インフラの整備について、過去の本 WG で、証券保管振替機構（以下「ほふり」という。）の機能を活用できないかといった意見があったと思う。報告書にはその旨を明記しておくべきではないか。(5)の①の取引情報の公表では、既存のシステムを活用することによってコスト負担を低減できるのかといった議論が、また、公社債店頭売買参考統計値（以下「売買参考統計値」という。）の信頼性の向上が図られた場合は、取引情報の公表が必要となるのかといった議論も行われていたと思う。これら二点の議論は、本 WG において結論が出ていなかったと思われる。
- ・ 取引情報の公表は、検討に時間を要するため、1年先の平成23年6月までを目途としていると思う。しかしながら、幅広いユーザーが利用している既存の売買参考統計値については、本 WG において信頼性が十分ではなく、向上すべきであるといった問題点が指摘されており、取引情報の公表よりも早い対応が必要と思われる。「今後の具体的な対応」としては、取引情報の公表と売買参考統計値の信頼性の向上に関する検討を分けて記載してはどうか。
- ・ (5)の②のロの「報告時限の繰下げ等」は、売買参考統計値の信頼性を向上させるために時間を確保するといった理由を記載しなければ、社債の価格情報インフラ整備に対して後退的な姿勢を示していると受け止められかねない。

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

- ・ 今後の具体的な対応として「今後の清算機関の機能強化等の取組みの中で」とあるが、「現在の社債の流通市場の規模で、本当に清算機関が必要であるのか。」といった議論が行われ

たため、「等」と記載されているものの、果たして、「清算機関」と記載しても良いのか。

- ・ (2)の②の「資金決済機能、証券貸借等の機能の提供」の記載は、「証券決済サービス機能の充実策」といった表現が良いかもしれない。

Ⅲ. 市場インフラ及び市場慣行

1. 税制

(1) 非居住者の社債利子の非課税措置の定着化に向けた取組み

- ・ 非居住者の社債市場への参加を促すためには、この非課税措置の定着化・恒久化が必要であり、市場参加者は、その定着化や恒久化に向けた積極的なPRを行う必要がある。
- ・ 非居住者の社債利子の非課税措置は、3年間の時限措置ではなく恒久化される必要性を示すためにも、この報告書に記載する意義はある。

(2) 金融所得課税の一体化に向けた社債利子等の取扱い

- ・ 過去の本WGの議論において、いわゆる「課税玉・非課税玉の問題」が、「市場において円滑な取引を阻害している」といった意見もあった。そのような阻害要因を除くための検討を進めるためにも、この報告書に記載する意味はあると思われる。
- ・ 「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。」とあるが、果たして、個人投資家に対して直接的に社債投資の促進・保有を増加させて良いのか。例えば、海外のケースでは、個人投資家が低格付社債を含めて投資信託を通じて社債を購入しており、少し工夫が必要ではないか。
- ・ (2)の「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。」は、個人投資家が社債市場に参入した結果、仮にデフォルトが発生して、個人投資家が損をすることがあれば、「本WGでどのような議論を行っていたのか。」と指摘される可能性がある。したがって、「個人投資家は投資信託を通じて社債を購入する。」といった趣旨が含まれる表現に工夫をしたらどうか。
- ・ 指摘があった(2)の内容は、現状の表現で特段の問題はないと思う。欧州の個人投資家は、

ファンドを通じた社債投資が多いとは聞いているが、我が国では、最近、機関投資家が社債投資を行わないため、個人投資家が社債発行の受け皿となっているケースがあり、個人投資家も重要な位置付けを占めている。したがって、個人投資家を含めた多様な投資家が投資できる環境の整備が必要である。また、仮に社債がデフォルトした際に、個人投資家の救済といった観点から、税制上、社債のデフォルト損と他の金融所得との通算は必要な措置と考える。

- ・ 「課税玉・非課税玉の問題」の検討・解消は、問題点として提言することは有意義である。
- ・ また、(2)の「日本証券業協会及び市場関係者は、引き続き、関係機関と連携を図り、金融所得課税の一体化の促進に向けた働きかけを行う必要がある。」は、証券会社の中には、多少の抵抗感がある会社もあるかもしれないため、例えば、「検討を促す」といった緩和した表現でも良いのではないか。

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・整備等

- ・ (1)の「個人投資家向けには、社債の投資教育の機会が少ないことや、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十分に提供されていないとの指摘がある。」は、個人投資家に対して社債の投資教育をできれば良いが、「個人投資家に対して直接的に社債投資の促進・保有を増加させて良いのか。」といった議論もあるため、積極的に記載すべき内容ではないと感じている。
- ・ (2)の「外部格付に依存した画一的な運用方針等の下で社債への投資が制限され、他の機関投資家と同様の投資行動を取る傾向があるとの指摘がある。」との表現の中での「画一的な運用方針等」や、次の(3)の「機関投資家の社債投資への理解を深めるための意見交換などの取組みを進める」は、社債投資の分析を相応に行っている機関投資家も存在するため、適切な表現に改める、何らかの工夫が必要ではないか。
- ・ (3)の「発行会社の積極的な社債 IR」は、非常に重要であるが、発行会社としては、社債市場を活性化するために、機関投資家との間で双方向のコミュニケーションを図ることが重要であると考えている。社債 IR について、「社債の投資教育」や「機関投資家の社債投資への理解を深めるための意見交換」と並列に記載した場合には、ミスリードに繋がる虞があるため、記載方法を工夫していただきたい。

3. アジアとの連携強化

- ・ 今後、具体的に何かを行うのであれば、もう少し議論を深めていく必要があるのではないかと。
- ・ 当社（米国系の運用会社）がアジアのリサーチを行っていたときに強く感じることは、世界のインベストメント・コミュニティにおいて、アジアといった切り口で言えば、日本のインベストメント・コミュニティが孤立している状況である。この状況を見れば、日本の市場は、アジアの中で十分に利用される活性化した市場になるまでには、相当な時間を要すると感じている。今後の課題としては、「人材交流」が積極的に図られれば良いと考えている。
- ・ 本WGのメンバーの中からアジアで活躍できる者を輩出できることが一番の希望である。
- ・ ほふりでは、ABMIの活動に参加している。ABMIでは、インフラを整備するためのタスクフォース4（座長は韓国）の下に、実務担当者から構成される専門家会合が設置され、地域決済機関創設のためのフィージビリティ・スタディと域内のクロスボーダー取引における障害の洗出しについて議論が行われた。
- ・ 地域決済機関創設のためのフィージビリティ・スタディ（リーダーは韓国）では、趣旨や実務面における具体的な検証が行われ、域内のクロスボーダー取引における障害の洗出しの議論（リーダーは日本）では、税制の問題、為替の規制、あるいはメッセージフォーマットといった11の障害を抽出して、その障害の除去に向けた提言を行った。この提言の報告書は、平成22年4月に公表されており、5月にウズベキスタンで開催されたASEAN+3の財務大臣会合で報告・了承された状況である。
- ・ さらに、決済に限らず、証券取引全般に関する各国規制の緩和、調和に関する検討を行うタスクフォース3（座長は日本とマレーシア）の下に「ボンドフォーラム」を設置し、今後幅広く検討を進めていくことがASEAN+3の財務大臣会合で決定された。このように、アジアのボンド市場の育成に向けて、日本がリーダーシップを取れる環境になったことから、今後とも、これらの議論について日本の市場関係者のご協力をお願いしたい。
- ・ 「第2 我が国社債市場の活性化に向けた具体的な取組み」は、社債市場が大きくなれば、テクニカルな部分が非常に重要になってくるため、社債市場の阻害要因を排除するためにも非常に重要な内容であると認識している。
- ・ 社債市場の活性化を図るためには、社債市場のボリュームが増えることが必要であるのか、それとも、社債の発行市場と流通市場の整備が必要であるのか検討が必要であり、本報告書

案を「社債市場の活性化に関する懇談会」（以下「本懇談会」という。）で十分な議論が行える内容にしていきたい。したがって、本 WG では、日本経済にとって、言い換えれば、すべての発行会社、投資家、市場関係者にとって、社債市場を大きくするためには、どのようなことを整備しなければならないのか、何が障害となっているのか議論を進めていきたい。また、現在の規制・政策は、正しい方向性であるのか。社債市場を大きくするために新たな政策をお願いするのであれば、相当の作業が必要となり、様々な問題点もあると思われるが、このような議論を本懇談会に提案していきたい。

- ・ 社債市場の活性化のためには何が必要かといったことは、今後も議論を行って参りたいが、社債市場を大きくするための障害を取り除くことによって、最終的に、一番望ましい姿は市場が決めていくことであると思う。つまり、発行会社は、銀行借入も社債の発行も自由に選択できることが大切であり、一番望ましい姿は、最終的にバランスのある方向に向かっていくと思われる。
- ・ 本日、ご指摘のあった意見は修正の上、本懇談会に報告する前にご確認をいただきたい。

2. 今後のスケジュール

- ・ 本懇談会は、5月25日（火）に第5回会合が、6月22日（火）に第6回会合が開催されることとなっている。
- ・ 第5回会合では、本 WG でのこれまでの検討状況について、本日ご議論いただいた「社債市場の活性化に向けて（案）」により報告することとしている。
- ・ 本懇談会では、6月22日の第6回会合で報告書が取りまとめられ、公表される予定となっている。
- ・ 第5回の本懇談会開催後、本懇談会の議論の状況や新しい課題がある場合には、改めて、本 WG を開催する。

（配付資料）

- ・ 社債市場の活性化に向けて（案）（事務局作成タタキ台）

以 上