

関係各位

社債の起債・流通市場の環境整備に係る要望事項

企業の資金調達の円滑化に関する協議会（企業財務協議会）

1. 要望の背景

当協議会は、平成 20 年 10 月より日本資本市場協議会とともに、「社債市場活性化研究会」を設置し、日本の社債市場の拡大を図るべく活動している。研究会の設立趣意及びその背景は、以下のとおりである。

- (ア) 社債による資金調達は、そのときどきの金融情勢の状況に合わせ、間接金融（銀行・生保からの借入等）と相互代替的手段となるべき調達手段。効率的な債券市場の存在は企業の資金調達の円滑化に欠かせないインフラである。
- (イ) 社債は、同一法人が発行する株式よりは低リスクである。少なくとも満期保有であれば国債より高収益率であり、貸付金と異なり譲渡制限なく流動性の面で優れている点で、投資家の選好として魅力的な投資先のひとつと考えられ、投資家に投資の選択肢を増やすことを意味する。更に「貯蓄から投資へ」の流れを強化する上でも社債市場活性化は重要な施策である。
- (ウ) 他の金融商品、たとえば転換社債、デリバティブ等に比べ仕組みがシンプルであり、ポートフォリオに組入れた場合のリスク管理も容易な商品である。
- (エ) 社債は従来から存在し、手続きが定型化され利便性に優れ、現在不足している市場のインフラが整備されれば、一層の市場拡大が見込めると考える。
- (オ) 日本の事業債市場規模は、2007 年度のデータで GDP の 10%の 52 兆円程度に留まるが、銀行の貸出市場（住宅ローンやその他貸出を含む）は 412 兆円と GDP の 80%となっており、米国の金融機関貸出が GDP の 46%、事業債は 38%となっているのと比較し、歴史的経緯があるとはいえ、拡大の余地が十分あると考えられる。
- (カ) 社債市場の拡大により、資金調達における大企業の銀行依存は低下、中小企業への貸し渋り解消が期待される。

当研究会の中で、当協議会会員企業の起債担当者の方々から、直近特にサブプライム問題が顕著に発現したリーマン・ショック（H20.9.15）以降、起債市場において投資家不在により資金調達に支障をきたしている旨の指摘が数多くあった。また、あわせて社債市場におけるインフラ整備の遅れ、起債にあたってのルール・慣行等に対して、投資家保護、市場関係者の引受事務手間の効率性の観点から改善を要すると数多く指摘された。

(カ) のとおり社債の発行・流通市場における障害を取り除き、社債市場を活性化すること、特に事業会社が市場で、必要なときに必要な金額を支障なく調達できることは、社債市場で相対的に調達が容易な高格付けの会社の銀行借入を低減し、BIS 規制に拘束される都市銀行等の金融機関による中小企業等への融資を促進させることも可能となる。

以下、関係各位に対し、

- 社債の発行・流通市場のインフラ整備
- 起債可能期間拡大に向けたルール・慣行等の改善
- 投資家の投資（運用）手法

- 税制面での改正

に関連して提言する。

起債市場が投資家不在という、全く機能不全な状態となり、発行が停止するという過去に例を見ない事態が発生した時期において、本稿が取り上げたテーマは正に時宜を得て時機を逸してはならないものと考えられるため、まだ議論の余地が残された中間報告であることはご了承ください。

また、個別の提言としては言及しないものの、当協議会が提言してきた発行登録制度におけるプログラム・アマウント方式への移行は金融審議会において了承された。当協議会は同施策の早期実現を望むとともに市場育成に向け更なる取組みを行う。関係各位におかれては本格的な MTN 市場の育成に努力して欲しい。

2. 提言・要望等

(ア) 社債の発行・流通市場の整備

～株式市場と同等の市場インフラ整備を提言

<対 金融庁、日本証券業協会、証券保管振替機構他>

① 証券の受渡・決済制度の確立を急ぐ

金融ビッグバン以来謳われ続けているが、日本の証券決済制度改革は、その歩みがあまりに遅いことが課題と考える。2002年に日本証券業協会の下部組織である証券決済制度改革センターで、証券決済制度改革につき検討がなされた報告書がある。それを踏まえ、国債、株式で清算機関が設立されたが、社債、財投機関債、政府保証債、地方債等についてはその後清算機関設立に至っていない。これら決済のためのインフラ整備を急ぐ必要がある。なお今般の金融危機への対策としてクレジット・デフォルト・スワップ（CDS）など金融派生商品取引の決済リスクを軽減するために、清算機関設置を急ぐ動きが国際的に拡大しているが、わが国においては社債のような現物の清算システムが整備されない中、デリバティブのみ先行すればCDSの価格形成等における恣意性排除などに課題を残しかねないとも考える。

証券決済制度の確立が社債市場に与える効果は、流通市場のインフラ整備、高度化により、セカンダリー市場が活性化し、それが牽いては、プライマリー市場（発行市場）の拡大に繋がるという点である。登録債制度が振替債制度に変更なされたことにより、現在、証券保管振替機構には、事業債（54兆円）、公募地方債（39兆円）、政府保証債（36兆円）、財投機関債（21兆円）、利付金融債（18兆円）、サムライ債（9兆円）の公募債に、私募ベースで発行された地方債等を含めると、234兆円の一般債が記帳されている。

証券保管振替機構は、振替債の移行に際し、米国の証券決済機関であるDTCCをモデルとした階層構造（直接口座機関・間接口座機関の口座開設）を採用し、欧米市場に比肩する証券決済機関を指向する旨の宣言をしたが、現状は資金決済機能を持たぬがゆえに、一般債の振替業務に機能が留まっており、欧米の証券決済機関が提供している、保護預かりしている債券の範囲内での限定的な与信の提供による証券決済の失敗の防止、セントラルカウンターパーティーとしての証券貸借（Bond Lending、レポ等）など、欧米の証券決済機関が市場のインフラとして提供している標準的なサービスすら提供できないという現実がある。

投資家サイドの観点にたてば、証券保管振替機構傘下のほふりクリアリングが証券貸借・レポの

セントラルカウンターパーティーとなれば、保有債券の貸出によりフィーが受け取れ、ポートフォリオの収益性が改善すること、レポ取引による証券を担保とした借入により資金需要への対応ができること等、多様なサービスの利用が可能となる。（セントラルカウンターパーティーとしては、日本証券クリアリング機構、日本国債清算機関も候補と考える。）

証券会社にとっても、いかなる銘柄でも証券貸借がいつでも可能となり、債券を安心してショートすることも可能となることから、社債のマーケット・メイクが容易になるなど、流通市場の活性化が期待できる。

以上の効果が、セカンダリーマーケットの発展、起債可能期間の拡大、銀行等が保有しているローン債権の流動化、社債の価格形成などに繋がることが期待される。

因みに欧米の主要各国、アジアの一部の国においてはこのインフラ整備が済んでいて、決済期間の短縮化などで効果を上げている。

当研究会においても議論が繰り返されているが、社債の市場規模が小さいから清算機関の確立を後回しとするという論法もあるが、清算機関が確立していないために、市場規模が拡大しないということもある。清算機関の確立自体は、全くネガティブな要素がない政策であるため、「発行規模が小さいから、清算機関の確立の優先順位を下げる」のではなく、「清算機関が確立しないがゆえに社債市場が拡大しない」という論法に立ち、清算機関確立に向けた政策を推し進めていただきたい。

また、市場規模拡大の点から証券保管振替機構が銀行免許、信託免許を取得し、直接機構加入者に対して、証券を担保にした資金の融資及び資金を担保にした貸し債券・貸し株業務を行うことを可能とすれば、証券会社がショートセールする場合に証券保管振替機構を相手として債券を借りられることとなり、流通市場でのマーケット・メイクが推進されることが考えられる。証券保管振替機構にこの点積極的に対応いただきたい。

なお、冒頭の繰り返しになるが、平成20年10月17日の経済財政諮問会議において有識者議員よりCDS等の清算機関設立が提案され、すでに研究に着手している東京証券取引所、東京金融商品取引所等の動きを政府も後押しする流れとなっている。しかし債券の流通市場が整備されている欧米と異なり、わが国においては民間債の流通市場の整備は極めて遅れており、CDSの拡大のみが推進されれば現物との相対感に欠けたCDSの投機的取引のみが助長される懸念がある。現物とデリバティブのバランスの取れた安定した市場基盤を形成するうえでも、現物市場改革に等しく力を注ぐべきである。

<対 東京証券取引所、金融庁>

② 東京証券取引所によるプロ向け市場開設の検討にあたっては、社債も対象として頂きたい。

昨年6月の金融商品取引法の改正を踏まえ、成長企業向けのプロの投資家を対象とした市場開設への取組みが、東京証券取引所で進んでいる。現状は新興企業の株式による資金調達を念頭に、株式に関する議論が先行していると考えられるが、日本における円建て外債が一定の市場規模を持つことから明らかなように、社債についても投資家ニーズは十分にあると考えられる。特に域内のクロスボーダー社債市場が未整備であるアジア圏においては、債券の流動性を高め安定した価格形成機能を持たせる点から、東京市場が重要な役割を担うべきと考える。欧米においてはMTN等の私募債がプロ向けに大量に発行され、巨大な市場を形成している。アジアの直接金融市場の育成に

において、わが国が主導的な役割を果たすうえでも、プロ向け市場では、社債も重要な対象であることを踏まえて、制度の整備を検討いただきたい。

(イ) 起債可能期間の拡大に向けたルール・慣行等の改善

～現状、年間 110 営業日程度の起債可能期間を拡大するため、その障害となっていると思われる法規制、自主規制、業界慣行に対して改善を要望

以下、①～④のテーマは関係者（金融庁、日本証券業協会、日本公認会計士協会、当協議会）一同会して解決に向けたワーキング・グループ等の場を持ちたい。

<対 日本証券業協会、金融庁>

① 不実の届出書等の使用に対する免責事項である「相当な注意」の具体的指針の提示

「相当な注意」とは、金融商品取引法第 17 条、第 21 条の条文中に登場する用語である。一部引用すると、「…賠償の責めに任ずべき者が、記載が虚偽であり、若しくは欠けていること、または表示が虚偽であり、若しくは誤解を生ずるような表示であることを知らず、かつ、『相当な注意』を用いたにもかかわらず知ることができなかつたことを証明したときは、この限りではない。」（金融商品取引法第 17 条。「この限り」＝「賠償の責に任ず」）と規定されている。社債の引受審査において「相当な注意」を払ったことが立証されない場合に、賠償責任を負う可能性があるということだが、「相当な注意」について引受証券会社、発行者、監査法人の間で十分な議論が行われていないのが現状である。エンロン・ワールドコム問題以降の米国の SOX 法導入や引受審査に関する判例等を踏まえた透明性向上、コンプライアンス強化、利益相反回避の流れに対応することが国際的にも重要である。しかし、わが国においては「相当な注意」がどのレベルの注意なのかについて共通認識がないままに場当たりの対応を積み重ね、非効率かつ、国内と国外で対応を変えらるゝった整合性の取れない状態に陥っているのが実情である。以下、上記による「弊害」の一部を列記する。

● 引受審査の非効率化

→日本証券業協会を中心に証券業界においては引受審査の適正化についての取り組みがなされているが、個々の発行体からすれば不定期に少額の引受を行う証券会社からも総花的な質問が出され、結果として審査期間を長引かせ、かつ発行体側の事務負担を過大なものにする傾向が強まっている。

● 監査法人による経営者インタビューの形骸化

→本来、資金調達における真実性の表明・保証は経営者の責に帰するものであり、経営者は有価証券報告書等に添付する代表者による宣誓書に偽りが生じることを当然、意識する。また発行体となる事業会社をはじめとした多くの会社は、四半期ごとに監査法人により行われる監査・レビューの中で、多大な労力を割き、当該企業のゴーイング・コンサーンのもとより、収益性に係る内容につき精査し、また監査法人により精査されている。特に上場会社については証券取引所の適時開示制度の中で、売上で 10%以上、経常利益で 30%以上変動する事実があれば、即時に開示することとなっている。起債に際して行われるインタビューにおける重点は重大な事後変動や重要な後発事象の有無に限られるべきであり、この点を踏まえて監査法人も徒にインタビューを行うという姿

勢を改めるべきである。

以上のような「弊害」は「相当な注意」について明確な共通認識がないことから生じるものであり、実効的なものとするためには、具体的指針を与える必要がある。

例えば、

- 各社が有価証券報告書・四半期報告書において提示する将来のリスクが発生する余地が決算日以降あるか確認したか否か？の確認。但し、蓋然的に知りえない事実（企業内部において「極秘」「秘」「関係者限り」「要回収」として扱われる内部情報、マクロ経済情勢の急激な変化等）に基づかなければ知りえない事実等による確認が必要な場合は、善意の審査者が相当な注意を果たしていないこととしない。

など。

<対 日本証券業協会、日本公認会計士協会、金融庁>

② 監査人によるコンフォートレターの意義の再検討

監査人によるコンフォートレターの意義・牽いてはその必要有無を検討・整理いただきたい。

欧米においてはエンロン・ワールドコム事件以降、監査法人は利益相反回避等の理由から付随的な業務を縮小する傾向にあるものの、欧米における起債実務では、依然として消極的保証の付されたコンフォートレターの取得は重要な手続きである。国内は消極的保証がなく、海外では消極的保証ありという本邦のコンフォートレターの現状に対して、国際的な信頼性という面で問題があることは、当協議会が従前に提言してきた立場に変更はない。しかし消極的保証が付されないうえに、レター上言及される経営者インタビューの内容も形式的で、コンフォートレターそのものの意義を低下させている現状は看過できない。日本国内において、コンフォートレターに消極的保証が付される意義、コンフォートレターそのものの意義を整理・確立する必要があると考える。

その結果、欧米での実務慣行と異なる実務慣行とするのであれば、引受証券会社、発行体、監査法人、金融監督当局との間で引受実務に関する協議の場を設け、国内対応と併せて日本発で国際的な実務慣行の変更を求め、日本市場の実務慣行に対する疑義を払う必要があると考える。

<対 日本証券業協会、日本公認会計士協会、金融庁>

③ 継続開示審査の頻度緩和または、審査の簡略化を可能とすること

継続開示審査は、引受審査会社が、金融商品取引法・日本証券業協会の自主ルールに則り、発行登録をしている発行体に対し定期的に求めるもので、有価証券報告書、四半期報告書、臨時報告書等の開示書類を提出するに付随し、また起債がない場合も、一般的に少なくとも半期ごとに行う審査をいう。この審査は早いものでは参照書類の提出から数日、発行会社によっては1~2ヶ月を要しているものもある中、平均して2週間程度かかるようであるが、この期間中の起債が事務的に原則不可とされている。その結果、起債可能期間を狭めることとなっている。

(イ) -①でも言及しているが、企業は決算・監査・レビューを通じ、企業のゴーイング・コンサーンに関連し相当程度、精査し精査を受けているのであり、その目的のひとつとして「投資家保護」にも相当重きを置いている。あらためて監査法人等により、コンフォートレター提出のため重ねて行われるレビューを受ける必然性は低いと考える。法、ルール、慣行に従いなされる現在のレビューの必然性について、特に社債に関して検討いただきたい。

その結果、審査の省略や短縮に繋がることを期待したい。

<対 日本証券業協会>

- ④ 自主ルール（「有価証券の引受け等に関する規則」『「有価証券の引受け等に関する規則」に関する細則』）において、社債に係る規則及び細則を明確化、または別途社債を対象とした規則及び細則を作成する

株式と社債とは性質が大きく異なる。従い、審査等その扱いも異なっていないはずである。自主ルールは、その点に配慮しているようにも思えるが、引受審査を行う証券会社にも、引受審査を委託する発行体企業にも、どのようなルールに則り発行プロセスが進行しているのか共有することが難しい内容となっている。（ホームページ上もこの「自主ルール」は、「株式関係」の項目に掲載。「債券関係」には分類されていない。）

社債の引受け等に関する規則及びその細則について簡潔明瞭にしていきたい。

（ウ）投資家に対する要望

<対 個別投資家>

- ① ポートフォリオにおける社債の位置付け見直し

以下は年金積立金管理運用 独立行政法人、企業年金連合会のホームページ掲載内容、信託銀行や投資顧問業へのヒアリングを通じて立てた仮説である。

本邦の年金基金、その他有力機関投資家は、資金運用にあたっては、まず国内債券・国内株式・外国債券・外国株式のように資産クラスを大別して、それら構成比を定め、それぞれの資産クラスの運用パフォーマンス評価にはベンチマークを設定しているケースが多い。従って、リスクを抑えつつパフォーマンスの向上を目指した運用機関のポートフォリオは、ベンチマークを意識したものとなる。国内債券のベンチマークの社債組入比率の前提は、市場の時価総額比率に従う場合が多く、運用機関の設定するポートフォリオにおける社債組入比率も、自ずと市場の時価総額比率近傍となる。

具体的には市場連動型運用（パッシブ運用）の場合は、ベンチマークとほぼ近似のポートフォリオを、アクティブ運用の場合はベンチマークを一応の基準としたうえで、意図的に債券種別ウエイトや個別銘柄の組入ウエイトをティルトさせるタイプのアクティブ運用商品が採用されるケースが多く、これらはいずれもベンチマークの組入ウエイトに近似の水準での社債の組入れに止まる。

その他には、クレジットリスクを積極的に収益源泉とし、ベンチマーク対象外の債券をも対象とする運用プロダクトが存在するが、本邦では社債への投資比率を積極的に拡張していくような投資商品が採用されるケースは、社債市場の規模や流動性の問題もあり、必ずしも多くはない。

従って現状では、運用機関が発行体別の社債組入れを増やそうとした場合でも、社債比率はベンチマーク比率近傍に抑えられてしまうバイアスがかかり、この結果必ずしも事業債市場に投資資金が流れない状況にある。

ファンダマネジャーにとっても社債のウエイト係数をベンチマークから大きく乖離させることは、ベンチマークからの期待超過収益率がプラスにもマイナスにも大きく変動する可能性を残すことを意味し、安定した収益率を選好するのであれば、主体的にウエイト係数を極端にこのベンチマークから大きく乖離させることはしない。

これを発行体の側から見ると、運用機関が市場比率をベースに社債のウエイト係数を設定し、ポ

ートフォリオを構築するとすれば、社債の発行総額も自ずと各運用機関が設定する社債構成比率に従ったポートフォリオにおける社債購入総額のシグマ近傍に抑えられることとなり、社債が国債他の比率に対して大きく増加することはなくなってしまう。

また、国債の発行規模が大きくなるようなことがあれば、社債比率は相対的に低下し、この結果、相対的な社債組入れ比率は小さくなってしまいうという事になる。

従って、国内債券運用において社債投資を従前以上に積極的に行い、リスクに応じ信用リスクの対価であるクレジット・リスクプレミアムを取り、期待収益率を向上させていく手段のひとつとして活用していくような、運用商品の採用が拡大されることで、社債の発行・流通市場の活性化も期待できるのではないかと考える。

以上、ホームページ掲載事項やヒアリングを基に立てた仮説ではある。市場全体でどのくらいの規模の運用資金が上記仮説にあてはまるか定量的調査はできていないものの、当協議会に参加する多くの社債発行体は、今後発行量を拡大していく意向であることから、プランスポンサーは、社債組入れが抑制され易い従来のベンチマークに依拠した基準のみに則るのではなく、例えば、社債の資産クラスを国債と別にした上で、ポートフォリオの構築を図ってもらいたい。(背景の繰り返しになるが、社債は株式より低リスク、国債より収益率が高く、貸付金より流動性がある。)

【参考：ベンチマーク代表例 NOMURA-BPI について】 ～野村証券株式会社ホームページより抜粋

野村証券金融工学研究センターが公表する、日本の代表的な債券の市場インデックス。日本の公募債券流通市場全体の動向を的確に表すために開発された。

この指数は、国内外のパフォーマンス評価の基準に用いられ、公的機関の運用のベンチマークにも採用されている。一定の組み入れ基準に基づいて構成されたポートフォリオ（以下インデックス・ポートフォリオ）のパフォーマンスをもとに計算される。

銘柄組み入れ基準

各月の25日において以下の条件を満たしていなければならない

- ・ 国内発行の公募固定利付円貨建て債券（ただしCB、新株引受権付社債、一部の資産担保証券、社債担保証券、ローン担保証券、ステップ・アップ債を除く）
- ・ 残存額面10億円以上、残存期間1年以上
- ・ 事業債および円建外債の場合、A格相当以上の格付（S&P、ムーディーズ、格付投資情報センター、日本格付研究所のうちいずれかから取得）
- ・ 新発債の組み入れは、国債が発行月の翌月、金融債は発行月から3カ月後、その他一般債は発行月の翌々月から行う
- ・ 銘柄の入替は毎月末に行い、翌月1カ月間については組み入れ銘柄は固定される。

算出方法

インカム収入を考慮した経過利子込時価総額加重型インデックスとして以下の計算式から営業日ベースで算出。

$$\text{当日インデックス} = \text{前月末インデックス} \times \frac{\text{当日経過利子込} + \text{前月末から当日までのインカム収入}}{\text{前月末経過利子込時価総額}}$$

ここで、前月末から当日までの（前月末を含まない）期間に発生した利払金や途中償還による償還金は全てその当日に受け取ったものとして扱われる。したがって利払金、償還金の再投資は月末に行われる。インデックスは1983年12月末を100として計算している。

(エ)税制面での改正

以下は当協議会が従前要望してきたものであるが、この提言書においても提言・要望したい。

① 非居住者・外国法人の受け取る振替社債(*)等の利子の非課税措置

社債等振替法の枠組みで発行・流通する振替国債・振替社債等の利子については、資本金1億円以上の内国法人であれば、その受取利子の源泉徴収が免除される措置が平成15年度税制改正時に導入され、同時に非居住者・外国法人の受け取る振替国債の利子については非課税とする措置が導入された。また、平成19年度の税制改正において、非居住者・外国法人の受け取る振替地方債の利子についても非課税とする措置が創設された。

一方で、非居住者・外国法人の受け取る振替社債の利子については、現段階においても税制の取扱いが定められていない状況にある。

金融資本市場の多様化やグローバル化を踏まえ、多様な投資家が、我が国の市場において円滑かつ活発な取引を展開することを可能とし、将来的に我が国の資本市場の厚みを形成してゆく必要があることから、非居住者・外国法人の受け取る振替社債の利子についても、すでに手当てがなされた振替国債・振替地方債に対する措置と同様、非課税扱いとする措置を採るべきである。

*振替社債：本券により受渡や保管をおこなうことに代えて、帳簿への記載により受渡や残高管理をおこなう社債

② 非居住者・外国法人の受け取る民間国外債(*)の利子等に係る非課税措置の恒久化

財務戦略のグローバル化が深化するなかで、我が国企業は資金使途や金利情勢等を勘案しつつ、内外資本市場を主体的に選択し、最も効率的な資金調達を実現することが、競争戦略上重要である。

従って、平成20年度の税制改正において、平成22年3月31日までの時限措置として延長された、民間国外債の利子及び発行差金の源泉徴収の免除措置は、将来この措置が廃止される可能性がある限り、我が国企業の発行する国外債に対する更なる投資コスト負担の不確実性が残ることとなり、投資魅力が著しく低下し、企業の重要な資金調達手段である国外債がコスト面からみて資金調達手段足り得なくなるため、非居住者又は外国法人に支払われる民間国外債の利子等に係る源泉徴収を不適用とすべきである。

以上