社債市場拡大のための要望・提言　（金融庁殿・経済産業省殿　ご説明資料）

日時：3月18日（水）　18：00～20：00
場所：（財）企業活力研究所　大会議室
出席：金融庁、経済産業省/企業行動課、経済産業省/産業資金課
　　企業の資金調達の円滑化に関する協議会メンバー　他

本資料は、当協議会が作成した「社債の起債・流通市場の環境整備に係る要望事項」(H21.3)を金融庁様への説明用に整理したものです。

要望・提言の背景

～ H20.9.15のﾘｰﾏﾝ・ｼｮｯｸ以降、社債市場は機能不全に陥り、企業の資金調達は困難を極めてきた。
金融庁殿、経済産業省殿にも諸々の対策を講じた頂いたことにより、社債市場も機能回復しつつあるが、起債は上位格付銘柄に限られている。**依然ｼﾝｸﾞﾙA格以下の銘柄は起債が困難な状況**である。
社債については、1.～6.のような特質があり、今後市場を拡大することが、発行会社・投資家・その他関係者にとって重要であると考える。

1．社債による資金調達は間接金融との相互代替的手段
そのときどきの金融情勢により企業は調達手段を選択

2．社債は手続きが定型化されていて利便性を備える
発行体、引受け会社、機関投資家を通して手続きが定型化されている

} 発行体の利便性

3．社債は株式より低リスク、国債より高収益率、貸付金と異なり譲渡制限なし
社債は同一会社が発行する株式に比べ法的に清算時の権利保全などの面で優先、また、国債に比べてはリスクは残るが満期保有時には利率は高く、貸付金と異なり譲渡制限がない、など投資ﾘｽｸの分散に寄与

4．社債は仕組みがシンプル
転換社債、デリバティブ等に比べ仕組みがシンプル

} 投資家の利便性

5．社債市場規模拡大の潜在的余地大
社債市場規模が米国に比べ小（日本の社債市場規模は対GDP比約10%、米国は約40%）

6．社債市場の拡大は貸出余力の拡大にも貢献
大企業は資金調達の銀行依存が低下、銀行の中小企業への貸出余力は拡大

} ﾏｸﾛ経済における位置付け・影響

要望・提言事項

～社債市場拡大のためには、下記1．～5．の取組みが必要と考える

1．決済の円滑化　～フェイル（売り手の証券決済不能など）に対する不安を取除くことが重要
①既存の清算機関による社債の清算（ｸﾘｱﾘﾝｸﾞ）機能提供
②決済リスクの低減を促進
③証券決済機関による付加価値サービスの提供

} 投資家・発行体双方の利便性向上による流通市場拡大(※)

(※)流通市場の発展は、現在、銀行が抱えている貸付金を証券化し銀行の資産圧縮を促進させる副次効果も見込める。銀行の資産圧縮はBIS規制要件の緩和を生み、貸出余力が拡大することにもつながる。

↓
発行市場も拡大

2．日本証券業協会の「自主ルール」の見直し
自主ﾙｰﾙ:「有価証券の引受け等に関する規則」並びに、「『有価証券の引受け等に関する規則』に関する細則」
①継続開示審査の緩和・短期化
②国内での起債におけるコンフォートレターの存在意義検討
（検討次第ではコンフォートレターの廃止もなしとしない）

3．日本公認会計士協会による「コンフォートレターに関する指針」の変更等
①「総括的手続き結果」を付すための条件を現実的なものへ変更
（月次連結決算財務諸表による調査手続きの見直しなど）
②海外における起債時に提出されるコンフォートレターは、起債する各国（投資家）の事情に従い作成されるよう明示
（現在の指針は、日本国内において起債されるものにのみ適用される）

} 発行体の利便性と投資家保護のあり方

4．税制面での改正
①非居住者・外国法人の受取る振替社債等の利子の非課税措置の明確化
②非居住者・外国法人の受取る民間国外債の利子等に係る非課税措置の恒久化

} 海外投資家の資金流入

5．その他
①年金基金等の資金運用における社債組入れ率の向上
（ﾍﾞﾝﾁﾏｰｸに基づく資産ｶﾃｺﾞﾘｰ「国内債券」中の資産配分方法の見直し）
②社債の特定投資家（プロ）向け市場のｲﾝﾌﾗ整備（東証等に検討を依頼する。）
「ﾌﾟﾛ」向けには「投資家保護」のために必要な手当ても少ない。
ﾌﾟﾛ向け市場においては継続開示審査等も効率化が図れると考える。

など

上記　2．及び3．にあたっては、関係各主体が「金融商品取引法」第17条、第21条の条文中にある「相当な注意」に対する理解を深めることが有用と考える。　⇒　**「相当な注意」に関するガイドラインの作成等必要**

要望・提言事項の内容説明

1.決済の円滑化
①既存の清算機関による清算（ｸﾘｱﾘﾝｸﾞ）機能提供
～取引から受渡しまでの流れの中で、社債については清算（機能）が欠落　⇒　活発な取引の障害となっていると考える

	i）社債のケース	ii）国債のケース	iii）株式のケース
取引	〔店頭市場、相対〕	〔店頭市場、相対、取引所〕	〔東証等の証券取引所等〕
↓ 照合	〔保振機構-決済照合システム〕	〔保振機構-決済照合システム〕	〔保振機構-決済照合システム〕
↓ 清算<CCP*1>（ｸﾘｱﾘﾝｸﾞ）	存在せず	〔日本国債清算機関(JGBCC)<*2>他〕	〔日本証券ｸﾘｱﾘﾝｸﾞ機構(JSCC)〕
↓ 受渡し（ｾﾄﾙﾒﾝﾄ）	〔保振機〕	〔日本銀〕	〔保振機構〕

<*1>Central Counterparty。「売り手にとっては買い手、買い手にとっては売り手となり、決済を保証」
<*2>参加者の多くは証券会社であり、機関投資家は少ない。JGBCC経由は取引全体の4割程度。

〈参考〉
CDS清算機関について
値付に際しては、いわゆる「ﾏｰｹｯﾄﾌﾟﾗｲｽ」が適用されると考えるが、ﾍﾞｰｽとなる社債のﾌﾟﾗｲｽがなければ、**CDSの価格形成に歪みが生じる**懸念あり
CDS:Credit Default Swap

②決済リスクの低減
清算機関の設立以外にも**STP<*3>化の促進**等により決済に係る「諸々のリスク」(cf.1)低減を図る必要がある。そのためには、以下の視点が重要
<*3>Straight through Processing。約定締結後振替決済完了まで取引ﾃﾞｰﾀを自動処理すること。
●**債務引受け<*4>及びネッティング<*5>**
<*4>**ﾘｰﾏﾝ・ｼｮｯｸ以降の信用危機の緩和に貢献したという評価あり。**
（cf.「ﾘｰﾏﾝ・ﾌﾞﾗｻﾞｰｽﾞ証券の破綻がわが国決済ｼｽﾃﾑにもたらした教訓」2009年3月 日本銀行決済機構局）
<*5>清算システム参加者間での資金・証券の授受を差引き計算、差額のみ決済
●**決済期間の短縮**(cf.2参考)
●**DVP<*6>決済**
<*6>Delivery versus Payment（証券資金同時決済）

〈cf.1　決済リスク〉
元本ﾘｽｸ、再構築ｺｽﾄﾘｽｸ、信用ﾘｽｸ、オペレーショナル・リスク、流動性ﾘｽｸ、ｼｽﾃﾐｯｸ・ﾘｽｸ、法的ﾘｽｸ、ｻｰﾄﾞﾊﾟｰﾃｨ・ﾘｽｸ、ｸﾛｽﾎﾞｰﾀﾞｰ証券決済ﾘｽｸ

〈cf.2 決済期間〉

	日本	米国(NY)	英国(LDN)
社債	T+3	T+3	T+3
電子CP	T+0～2	T+0	T+0
国債	T+3	T+1	T+1
株式	T+3	T+3	T+3

③証券決済機関による付加価値サービスの提供
提供されるべきと考えるサービス
（海外の決済機関ではこれらを提供しているケースが多い）
元利金・配当金の支払い
証券貸借
担保管理
税務対応
等
⇒ 取扱い額の拡大を期待

本要望・提言の整理にあたっては、中島真志+宿輪純一「証券決済システムのすべて」東洋経済新報社、2008年5月　を参考とした。

2.日本証券業協会の「自主ルール」の変更
①継続開示審査の緩和・短期化
●継続開示審査が起債発行可能期間（通称ｳｲﾝﾄﾞｳ）を100営業日強/年程度に狭めている
⇒発行機会（物理的日数）を増やす必要あり。
●引受証券会社からの質問には、下記のような課題があり、質問内容の見直しにより審査の短期化・ｳｲﾝﾄﾞｳ拡大も可能と考える。
・質問内容は「投資家保護」に繋がらず、徒にその質問量も多い。
また質問の中にはM&Aなどｲﾝｻｲﾀﾞｰ情報となる回答を要求するものあり
・四半期報告書で十分に「投資家保護」に値すると考える。
また、東証の適時開示制度では、予想に対し売上10%以上、経常利益30%の変動する事実があれば即開示。継続開示審査より実質的意味合いは大きいと考える
事実、取引所で流通する株式の購入者は、報告書ﾚﾍﾟﾙでしか当該企業のｺﾞｰｲﾝｸﾞ・ｺﾝｻｰﾝについて確認できない。投資家保護の視点では、**流通株と発行社債にどのような差異があるか**疑念が残る

2-②、3-①&②は併せて解決すべき課題

②国内での起債におけるコンフォートレターの存在意義検討
●現状の「消極的保証のない」ｺﾝﾌｫｰﾄﾚﾀｰの内容は投資家保護の意味合い希薄。「消極的保証がなく」ても現状国内では起債可能。
消極的保証:「特定の調査手続きを実施したところ、△△と信じさせるような事実は認められなかった、あるいは、□□という事実が存在することは認識できなかった」など「総括的手続き結果」は「消極的保証」に相当

3.日本公認会計士協会による「ｺﾝﾌｫｰﾄﾚﾀｰに関する指針」の変更等
①「総括的手続き結果」を付すための条件を現実的なものへ変更
●「総括的手続き結果」を付すための要件として、「年度決算ﾚﾍﾞﾙの処理を踏んだ『月次連結決算財務諸表』による調査手続き」要。
⇒現状、多くの企業が月次でそのような決算処理は行っていない。現実的・実践的指針となるよう建設的に見直しを行うことを要望。
②海外における起債時に提出されるｺﾝﾌｫｰﾄﾚﾀｰは、起債する各国（投資家）の事情に従い作成されるよう明示
●日本公認会計士協会より示されているｺﾝﾌｫｰﾄﾚﾀｰ作成の指針は国内における起債のみカバー。海外においては様々な意見がある中、各国事情、投資家の事情に従いｺﾝﾌｫｰﾄﾚﾀｰを作成する旨ご明示頂きたい。

【「相当な注意」の影響】
・**日証協による「自主ルール」では、「相当な注意」を払った証左のために、引受審査に係る手続きが過剰になっている嫌いあり**
（金商法によれば、**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、賠償責任を負う**可能性あり。）
・引受審査の一貫としてある、監査法人によるコンフォートレター提出のための手続き、及びその内容（ないしはその文言）も、この影響を受け保守的

4.税制面での改正
①非居住者・外国法人の受取る振替社債等の利子の非課税措置の明確化
現段階で当該利子については、課税・非課税の取扱いが定められていない。まずは明確化する必要あり、しかも既に非課税の定めのある「**国債」等との平等性を保つ**ためには非課税とすべき。
②非居住者・外国法人の受取る民間国外債の利子等に係る非課税措置の恒久化
現状、当措置はH22.3.31までの時限的扱い。投資家への販促のためには、**恒久的扱い**とした方が望ましい

①、②の措置は**海外投資家による日本企業発行の社債購入への一助**となり、海外からの資金調達に貢献すると考えられる。

金融庁殿への要望

●**決済システム基盤整備に必要な法令等の改正**のため、ご協力頂きたい。
（清算機関設立等の決済システム基盤整備にあたっては法整備が必要と聞く。日銀、保振機構、金融機関、ｼｽﾃﾑ会社、法律に詳しい者、当協議会ﾒﾝﾊﾞｰなど様々な関係者に協力を仰ぎ進めることになると思うが法令改正が必要の段に至ってはご指導・ご協力お願いしたい。）

●**「相当な注意」に対するガイドラインの作成等について、今後、ご相談に応じて頂きたい。**

●従来より当協議会が提言を提出している**税制改正要望**についてご支援頂きたい。

●その他、当協議会の社債市場拡大のための活動に対しご理解賜り、またご指導頂きたい。