

## わが国における社債市場の活性化に向けて

金融市場局 橋本茂、古賀仁

Bank of Japan Review

2010年11月

社債市場は、企業金融における重要な資金調達チャネルの一つであるが、リーマン・ブラザーズ証券破綻後の金融危機を経て、安定的に調達できる透明で流動性の高い市場の必要性が改めて認識された。日本証券業協会の「社債市場の活性化に関する懇談会」では、社債市場の諸課題を整理したうえで、テーマ毎に設けた部会において、具体的な取組みの実現に向けた検討を行っている。今後、市場関係者における活発な議論が行われることにより、社債市場のインフラ整備が着実に進展することが期待される。

## 1. はじめに

社債市場は、企業金融における重要な資金調達チャネルの一つであり、社債市場が円滑に機能することにより、企業による資金調達の安定化や効率化に寄与することが期待されている。わが国では、長年に亘り、市場部門による金融仲介機能を強化し、複線的な金融システムを構築する観点から、様々な規制緩和や制度改革が進められてきた<sup>1</sup>。

日本銀行としても、日頃より、社債市場を含むクレジット市場の動向の調査・分析を行っているほか、金融市場に資金を供給する際の担保として、社債を含む民間企業債務を受入れる形で、社債市場に関与してきたところである。あわせて、2006年には、証券保管振替機構が運営する社債の振替システム（一般債振替システム）と日銀ネットを接続し、DVP決済（証券資金同時受渡）の実現を図る等、社債の決済の安全性・効率性の向上を支援する措置を講じてきている。

加えて、日本銀行は、社債市場に関し、危機時の対応として、金融市場の安定確保と企業金融の円滑化に資する観点に立ち、所要の措置を講じた。具体的には、リーマン・ブラザーズ証券が破綻した後の局面において、低格付社債を

中心に、社債の発行環境が急速に悪化する事態が生じたことから、社債を含む民間企業債務の適格担保要件の緩和や、中央銀行の政策手段としては異例の措置となる社債・CPの買入れを時限的に行ったところである<sup>2</sup>。

その一方で、金融危機後、安定的に資金を調達できる透明で流動性の高い社債市場の必要性が、改めて市場関係者の間に広く認識され、2009年7月、日本証券業協会（以下、日証協）において「社債市場の活性化に関する懇談会」（以下、懇談会）が設置された。懇談会では、銀行、証券会社、発行会社、機関投資家等のほか、オブザーバーとして、財務省、経済産業省、金融庁、日本銀行が参加し、市場横断的なメンバーによる検討が行われた。本年6月には、社債市場の諸課題について報告書が公表され、現在、テーマ毎に設けられた部会において具体的な取組みについて検討が行われている。

このように市場関係者が一堂に会し、社債市場の活性化に向けて、継続的に話し合う場が設けられたことの意義は大きい。日本銀行では、今後とも懇談会にオブザーバーとして参加することを通じて、市場関係者による自主的な取組みに積極的に協力していきたいと考えている。本稿では、懇談会で検討されている取組みを紹介することで、より幅広い市場関係者によ

る活発な議論が喚起され、今後の議論が着実に進展することを期待したい。

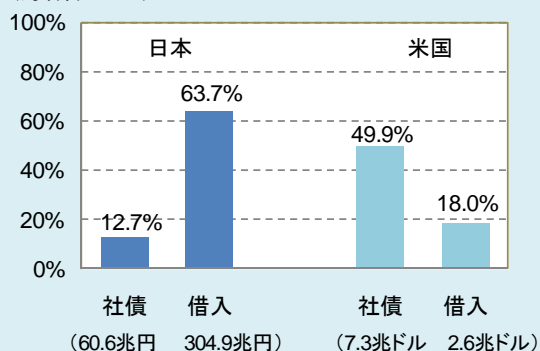
## 2. 社債市場の現状

わが国の企業の資金調達構造（図表1）をみると、依然として社債よりも銀行等からの借入に大きく依存しており、社債市場の規模は米国等と比べてはるかに小さい。

【図表1】企業の資金調達構造

(2010年6月末)

(対名目GDP比)

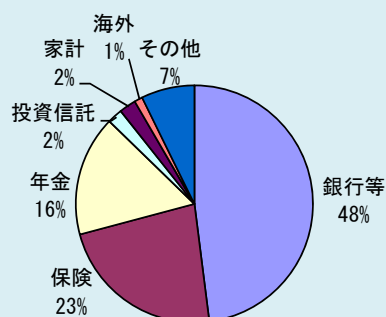


(出所) 日証協、日本銀行、SIFMA、FRB等<sup>3</sup>

こうした背景には、わが国の社債市場において、発行会社や投資家の多様性が乏しいことがある。すなわち、社債の発行会社の内訳をみると、高い信用力を有する高格付けの大企業や金融機関が殆どを占めており、低格付け（BBB格以下）の企業は少ない。また、投資家別保有状況（図表2）についても、銀行等、保険、年金で全体の9割程度に達しており、家計や海外投資家の保有比率は非常に低い状況にある。

【図表2】投資家別の社債保有状況

(2010年6月末時点)



(出所) 日本銀行「資金循環統計」

さらに、懇談会では、多くの企業が銀行等からの借入に依存している背景として、借入による調達コストが社債の発行による調達コストよりも低いことが指摘され、以下の3点はその

要因として挙げられた。

- ① 企業の資金需要が弱い中で、銀行間の貸出競争は厳しい状況にある。このため、銀行は、企業との中長期的な取引関係や他の取引を含む総合採算を勘案しながら、貸出条件を決定しており、企業の信用リスクに見合った貸出金利を設定できていない可能性がある。
- ② 社債の投資家は、開示情報のみを基に投資を行う一方、銀行は、企業の担保や資金繰り等の状況を含む詳細な情報を基に貸出を行っている。このため、銀行はリスクをきめ細かく評価し、貸出金利を低く設定している可能性がある。
- ③ 企業が経営困難に陥った場合に銀行がどのような対応を取るのか、不確実性があるため、社債の投資家が要求するリスク・プレミアムが高くなっている可能性がある。

銀行等が貸出の際に適切なリスク・プレミアムを織り込んだ貸出金利を設定することは、効率的な資源配分の観点から、わが国の金融システムにとって重要な課題である。他方で、社債市場においても、①発行の機動性向上、②投資家保護の強化、③流通市場の拡大などを図るための方策が必要との指摘もある。

## 3. 具体的な取組み

懇談会では、上記のような認識の下、市場の効率性や透明性、流動性の向上に向けたインフラの整備や市場慣行の見直しについて課題の洗い出しが行われ、数多くの課題（図表3）が挙げられた。このうち、社債の発行拡大等の観点から、特に参加者からのニーズが強い4つのテーマ（①証券会社の引受審査の見直し等、②コベナントの付与および情報開示等、③社債管理のあり方等、④社債の価格情報インフラの整備等）について、それぞれ部会（第1部会～第4部会）が設置され、現在、具体的な取組みについて、詳細な検討が行われている。

### 引受審査の見直し等

証券会社による社債の引受審査は、有価証券報告書等の法定開示書類に基づいて行う。このため、法定開示書類の提出日前には、社債発行

【図表 3】懇談会において指摘された社債市場の主な課題

| 発行市場   | 流通市場   |
|--|--|
| 証券会社の引受審査の見直し<br>社債の発行条件の決定手続の整備<br>デフォルトリスク等への対応<br>— コバナンツの付与および情報開示<br>— 社債管理のあり方 | 社債の価格情報インフラの整備<br>社債レポ市場の整備<br>決済・清算システムの機能拡充                                    |
|  | その他  |
|  | 税制（非居住者の社債利子の非課税措置の恒久化等）<br>投資教育、基礎データの整備および社債 IR の推進等<br>社債市場の国際化の推進とアジア等との連携強化 |

を避ける傾向があるほか、提出日以降も審査が終了するまで発行することができない。現在、法定開示書類の提出は四半期毎となっていることから、年間で発行が制限される期間が長くなり、社債の発行が一定の期間に集中する一因となっている。

引受審査の見直し等については、発行の機動性向上の観点から検討を進め、本年 12 月を目途に懇談会において取りまとめを行うことが予定されている。見直しを行うに当たっては、投資家保護のために必要な審査は確保しつつ、効率化により審査期間の短縮を図ることが求められる。

#### コバナンツの付与および情報開示等

現在、わが国で発行されている社債の多くは、社債間同順位の担保提供制限条項<sup>5</sup>のみが付与されており、その他のコバナンツが付与されることは少ない（次頁BOX参照）。一方、米国では、市場環境を踏まえ、ハイ・イールド債を中心に、様々なコバナンツが設定されている。社債に多様なコバナンツが付与され、市場がこれを評価するようになれば、社債の発行拡大につながることも期待される。懇談会では、低格付社債を念頭に、発行会社、投資家等にとって参考となるよう、コバナンツの標準的なモデルを作成・例示することについて検討を進め、2011年3月を目途に取りまとめを行うこととなっている。

また、社債のコバナンツは、目論見書等で開示されているが、社債以外の債務（銀行借入等）に関するコバナンツについては十分に開示されていない状況にある。社債以外の債務に付されたコバナンツの内容は、発行会社のデフォル

ト時における社債の回収率に影響を及ぼす可能性があり、社債の投資家にとって重要な情報であると指摘されている。このため、懇談会では、投資家保護の観点から社債以外の債務に関するコバナンツの開示についても、本年 12 月を目途に検討の取りまとめを行うことが予定されている。

#### 社債管理のあり方等

社債管理者は、社債の発行から償還まで、発行体の財務状況等をモニタリングするほか、社債がデフォルトした場合には、社債の投資家（社債権者）のために債権保全を行う。会社法により、発行会社は、原則として社債管理者を設置しなければならないが、社債の額面単位が 1 億円以上の場合には、その設置を省略することができる。このため、社債管理者に支払う手数料を節約する観点から、額面単位が 1 億円未満の社債（個人向け社債）を除き、社債管理者を設置しない扱いが一般的となっている。この点については、社債がデフォルトしたときに、社債の債権保全を中心となって担う主体がないという問題があることから、低格付社債の発行拡大の観点からも、社債管理者の設置の定着を図る必要があるとの意見が聞かれている。

また、社債管理者が設置されている場合には、発行会社のメインバンクが社債管理者となっていることが多い<sup>6</sup>。メインバンクは、発行会社に対する最大の貸し手であり、発行会社の財務状態が悪化した場合には、自行の貸出債権を抱えながら、社債権者の債権保全を行うことになる。こうした中で、社債管理者は、社債権者の権利を害する行為があれば、損害賠償の責任を負うことになる。

## 【BOX】社債のコベナンツ

コベナンツとは、債務の返済の確実性を高めるため、契約上、債務者の財務状態等について一定の制約を設ける条項のことである。債務者がコベナンツに違反した場合には、債権者は、期限の利益を喪失させる等の対応を取ることができる。

過去の社債市場においては、適債基準等により、原則として、格付け等に応じて、担保提供制限条項のほか、純資産額維持、配当制限、利益維持等に関する条項が設定されていた。1996年には、こうした規制が撤廃され、自由にコベナンツを設定できることになったが、その後の実務をみると、担保提供制限条項のみが広く付されており、その他の条項が付与されることは少ないのが実情である。

一方、米国では、ハイ・イールド債を中心に、合併・買収・譲渡制限条項、チェンジ・オブ・コントロール条項などのコベナンツが設定され、その内容が発行条件等に反映されている。

### ▽ 社債のコベナンツの例

|                  |  |
|------------------|--|
| 担保提供制限条項         | 社債の発行後、発行会社は、当該社債以外の債務に対し、新たに担保を提供しないようにする（ただし、当該社債に同程度の担保を提供する場合を除く）。 |
| 純資産額維持条項         | 発行会社の純資産額を一定の水準（社債発行直前期の一定比率以上等）に維持する。                                 |
| 配当制限条項           | 発行会社の配当金累計額が一定の水準を超えないようにする。   |
| 利益維持条項           | 発行会社の経常損益が一定期間連続して損失とならないようにする。  |
| 合併・買収・譲渡制限条項     | 発行会社が合併・買収により他の企業に吸収されることや、実質的にすべての資産を他社に譲渡することを制限する。                  |
| チェンジ・オブ・コントロール条項 | 発行会社の支配権（株主、取締役等）の変更により、格付けが低下しないようにする。                                |

わが国においては、メインバンクが社債投資家からデフォルトした社債を買取る事例がみられた。このような行為の背景には、単に社債権者による損害賠償のリスクを回避するというだけではなく、デフォルトした発行会社に対する債権をメインバンク等に集約することにより、債権回収の期間短縮と回収率の向上を図る目的があると言われている。しかしながら、結果として、社債投資家を救済する事例が積み重なったことから、社債のデフォルト時には、社債管理者を務めるメインバンクが救済措置を講じるかのような期待が生じているほか、銀行では、こうした過剰な期待を忌避し、社債管理者への就任に消極的となっているとの意見も聞かれている。また、社債の投資家からみても、企業破綻の際に、自らの社債権の保全に関して、メインバンクがどのような対応を取るのか、判然としないとの指摘がある。このため、社債管理者の責任の範囲を明確化することにより、社債のデフォルト時に対する予見可能性

を高める必要があると指摘されている。

懇談会では、①低格付社債を中心に社債管理者の設置の定着化を促すことに加えて、②社債管理者の業務のあり方や責務の明確化について検討し、2011年6月末を目途に取りまとめを行うことが予定されている。

### 社債の価格情報インフラの整備等

価格情報は、市場の透明性の根幹を支えるものであるが、社債の取引は、取引所ではなく、証券会社間または証券会社と投資家との間の相対で行われるため、一般に取引当事者以外が価格等を知ることは困難である。このため、日証協では、店頭取引における市場実勢を広く投資家に知らせることは、公社債の公平で公正な価格形成を図るうえでも、投資家保護の見地からも重要であるとの考えの下、複数の証券会社から気配値の報告を受けて、その平均値等を公社債店頭売買参考統計値（以下、売買参考統計値）として公表している（図表4）。売買参考統

【図表 4】 公社債店頭売買参考統計値発表制度

|         |   |
|---------|---|
| 概要      | 公社債の店頭売買の参考に資するため、指定報告協会員（証券会社等）より報告された気配値の平均値・中央値・最高値・最低値を日証協が公表する制度。              |
| 指定報告協会員 | 日証協は、協会の申し出を受けて、気配報告業務の適確な遂行に必要な組織体制、人員構成が確保されていること等の基準に基づき、審査を行ったうえで、指定報告協会員を決定する。 |
| 報告対象銘柄  | 指定報告協会員は、気配値を報告する公社債の銘柄を日証協に予め届け出る。   |
| 気配値の報告  | 指定報告協会員は、午後 3 時時点における額面 5 億円程度の売買の参考となる気配値（売り気配と買い気配の仲値）を午後 4 時 30 分までに日証協に報告する。    |
| 統計値の算出  | 日証協は、5 社以上の指定報告協会員から報告を受けた気配値について、上下一定割合を除外したうえで、平均値等を算出する。                         |
| 統計値の公表  | 日証協は、午後 5 時 30 分を目途にホームページで公表する。なお、気配値を報告した指定報告協会員が 5 社に満たない銘柄については、公表しない。          |

計値は、社債の売買や発行時の条件決定の参考に用いられているほか、保有資産や担保の時価評価、投信の基準価額の算定等に幅広く利用されている。

しかしながら、売買参考統計値については、①証券会社が、報告時限までに日々の市場動向を踏まえて、多数の銘柄（社債：約 2,200 銘柄）の気配値を見直すことの事務負担が大きいことや、②取引が少ない銘柄については、そもそも適正な気配値を把握し難いことなどから、流動性の低い銘柄を中心に、市場実勢から乖離しているとの指摘がある。

これらの問題に対し、懇談会では、①証券会社の報告時限を繰り下げることや、②気配値毎に報告した証券会社名を公表することが提案されている。①の報告時限の繰り下げについては、証券会社が気配値を見直す時間的余裕ができる一方で、公表時刻の繰り下げも伴うため、売買参考統計値を用いて時価評価等を行っている利用者への影響も考慮する必要がある。また、②の証券会社名の公表については、報告者の責任の所在を明確化するとともに、市場実勢に近い気配値を報告した証券会社は、投資家等により評価されるという点で、報告される気配値の精度向上が期待できる。懇談会では、これらの点について、早急に改善策をまとめ、実施に移すことが予定されている。

さらに、海外において、実際の取引価格を含む取引情報を公表することにより、市場の透明

性の向上を図る制度がある<sup>7</sup>ことから、わが国においても同様の制度が検討されている。懇談会では、流動性が高い銘柄について日次ベースで取引価格を公表することから始め、順次、公表頻度や対象銘柄の拡大を図る方向性も示されている。また、証券保管振替機構の決済照合システムにおける決済データを利用すること等も検討項目として挙がっており、これらの点について、2011年6月末を目途に検討の取りまとめを行うことが予定されている。

価格情報は、企業や投資家が新規に社債市場に参入する際に、発行条件や投資判断の参考とする基本的な情報でもあることから、市場の透明性向上に向けた関係者の積極的な取組みに期待したい。

#### 4. おわりに

わが国における企業の資金調達には、銀行からの借入が中心となっているが、金融市場の安定性を確保する観点からは、複線的な金融仲介機能の維持が重要である。日本銀行としても、社債市場の透明性や機能の向上に向けた取組みが進展することを期待しており、市場関係者における検討への参画等を通じて支援してきている。今後とも、懇談会等において、幅広い市場関係者が活発に議論を行うことにより、市場関係者におけるコンセンサスを形成することで、社債市場のインフラ整備が着実に進展することを期待したい。

<sup>1</sup> 例えば、社債発行限度枠が撤廃された（1993年）ほか、適債基準等が廃止されるとともに、財務制限条項が自由化された（1996年）。また、「公社債店頭売買参考統計値制度」（図表4参照）の整備（2002年）や、社債券の電子化（2006年）などが実施された。

<sup>2</sup> 現在、日本銀行では、金融緩和を一段と強力に推進する観点から、長めの市場金利の低下と各種リスク・プレミアムの縮小を促すための臨時措置として、社債を含む多様な金融資産（国債、社債、CP、ETF、J-REIT）の買入れ等を行う基金をバランスシート上に創設している。

<sup>3</sup> 日本の社債は、日証協「公社債発行額・償還額等」（普通社債の現存額）、借入は、日本銀行「資金循環統計」（民間非金融法人企業の負債における民間金融機関貸出、公的金融機関貸出金および非金融部門貸出金の合計）。米国の社債は、SIFMA「US Bond Market Outstanding」（Corporate Debt）、借入は、FRB「Flow of Funds」（Nonfarm Nonfinancial Corporate Businessの負債におけるBank loans、Other loans and advancesおよびMortgagesの合計）。なお、名目GDPは、内閣府（日本）およびBureau of Economic Analysis（米国）の2010年4～6月期の季節調整値（年率換算）。

<sup>4</sup> 懇談会の報告書では、「期限の利益喪失に関する特約」（クロス・デフォルト条項等）もコベナンツの一種として扱っているが、本稿では、一般的な用語法に従い、「財務上の特約」のみをコベナンツと呼んでいる。

<sup>5</sup> わが国における担保提供制限条項は、「社債間同順位」が一般的である。「社債間同順位」とは、発行会社が発行する他の社債に対する担保の提供を制限することにより、発行会社のデフォルト時において、社債間で返済の優先劣後関係がないようにするものである。なお、社債以外の債務（借入等）に、担保を提供することは制限されていないため、社債の返済はこれらに劣後する可能性がある。

<sup>6</sup> 米国の社債管理者に相当する「トラスティ」では、発行会社がデフォルトした際に、トラスティが債権者となっている場合等には、90日以内にその状況を解消するか、トラスティを辞任しなければならないこととされている。米国では、1930年代に、トラスティが社債権者の利益を保護する機能を十分に果たしていなかったとの反省から、このような利益相反に対する厳しい規制が設けられている。

<sup>7</sup> 米国では、自主規制団体であるFINRA（米国金融取引業規制機構）が2002年7月以降、取引情報を公表するシステムとして、TRACE（The Trade Reporting and Compliance Engine）を運用している。TRACEでは、社債の取引情報（取引量、取引価格、売買の別、取引執行時間、利回り）を取引1件毎に、ほぼリアル・タイムで市場参加者（有料）および個人投資家

（無料）向けに提供している。

日銀レビュー・シリーズは、最近の金融経済の話題を、金融経済に関心を有する幅広い読者層を対象として、平易かつ簡潔に解説するために、日本銀行が編集・発行しているものです。ただし、レポートで示された意見は執筆者に属し、必ずしも日本銀行の見解を示すものではありません。

内容に関するご質問等に関しましては、日本銀行金融市場局市場企画課市場整備グループ 橋本茂（代表03-3279-1111 内線2767）までお知らせ下さい。なお、日銀レビュー・シリーズおよび日本銀行ワーキングペーパーシリーズは、<http://www.boj.or.jp>で入手できます。