

第 1 回

企業金融の高度化に向けた 社債市場の在り方に関する研究会

事務局説明資料

2025年10月31日

経済産業政策局 産業資金課

1. 本研究会の趣旨・目的及び検討対象	・ ・ ・ 2頁
2. 社債市場の現状・課題等	
(1) 社債市場の現状	・ ・ ・ 10頁
(2) 社債市場の課題整理	・ ・ ・ 23頁
3. 議論いただきたい事項	・ ・ ・ 30頁

企業の成長戦略の実現に向けた経済産業政策の方向性

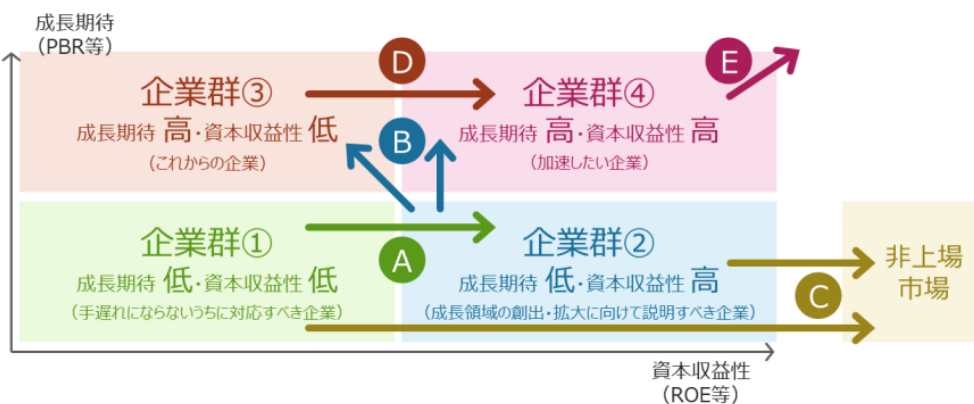
- 経済産業政策の新機軸部会では、企業が市場からの成長期待や資本収益性を向上させる場合に有効となる打ち手の例示を示し、その打ち手を実行する際に支障となる社会システムの課題を整理。その中で、リスクマネーの調達に関する課題が指摘されている。

経済産業政策新機軸部会 価値創造経営小委員会で示された社会システムの課題

＊ 「価値創造経営小委員会」とは、中長期を見据えた成長投資等、企業の価値創造経営の実行を後押しする企業経営・資本市場改革に向けた具体的な政策対応の検討などを集中的に進めるべく、経済産業政策の新機軸部会の下に設置された審議会の一つ。

● 下図・右図は、成長期待と資本収益性の2軸で企業のポジションを分類し、各ポジションの企業が成長期待や資本収益性のより高いポジションへ移行しようとする場合に優先順位が高いと思われる有効な打ち手と、その打ち手を実行する際に支障となる社会システム・政策体系の課題を整理した概念図。

※ 本打ち手はあくまで例示であるため、ある企業群にとって優先順位が高い打ち手が、他の企業群にとっても有効である場合もある。



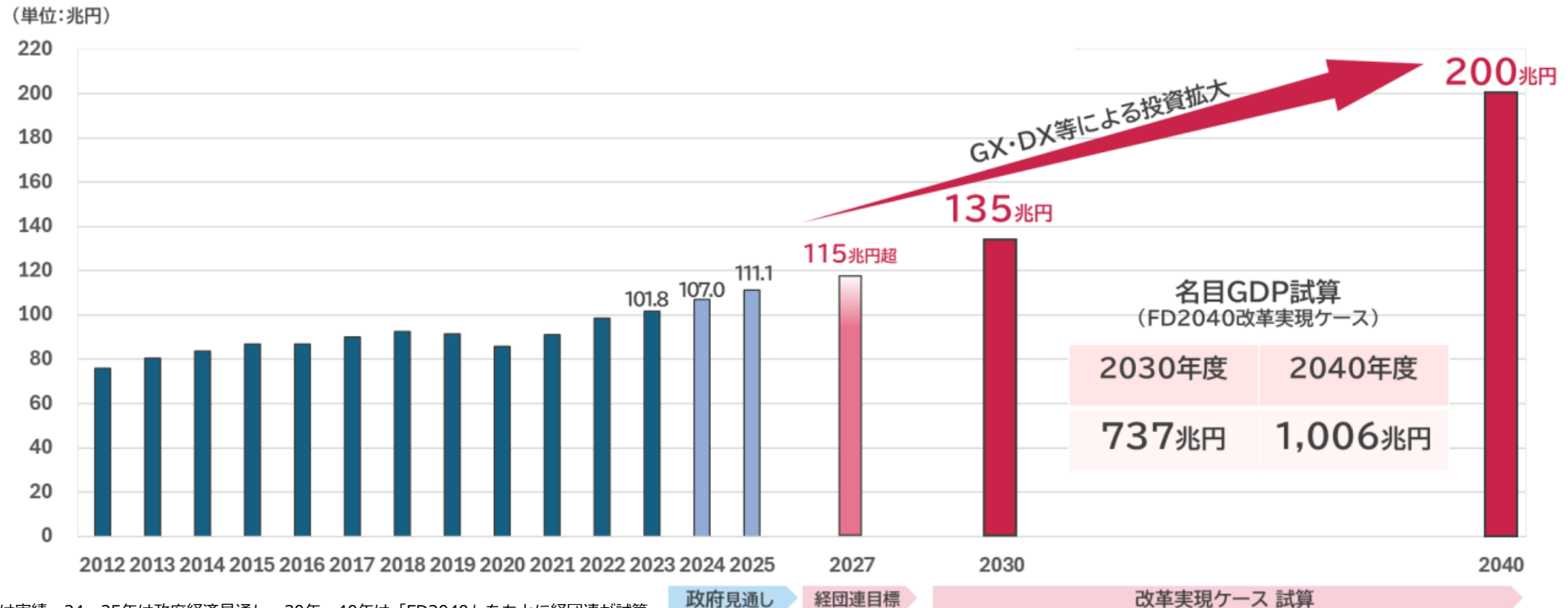
優先順位の高い企業の打ち手		社会システムの課題
A	● コア・コンピタンスを起点とした既存事業の収益力強化や事業・資産の組み替え等の構造改革	● 構造改革を支えるリスクマネーの調達
	● 海外展開	● 事業再編手法の多様化
B	● 成長事業の創出（M&A、海外展開含む）と幅広いステークホルダーに対するエンゲージメントの強化	● 企業間連携の迅速化
		● コーポレートガバナンスの実質化（実効的な監督機能・執行機能）
C	● 戦略的な非上場化	● 高度・多様な人材の確保と活躍
		● 企業と投資家の価値協創（成長投資と株主還元の適切な優先順位、株主総会、議決権行使、開示等）
D	● 投資家の期待を財務的な成果に結びつける成長投資の継続（設備、研究開発、人材、M&A等）※収益基盤づくりの成長投資を株主還元優先	● 非上場化にかかる資金調達
		● 大規模かつリスクの高い投資等の資金調達
E	● 持続的な成長に向けた成長投資の加速（設備、研究開発、人材、M&A等）※過度な株主還元は成長のために効果的ではない可能性	● 長期性のリスクマネーを供給するアセットオーナーの多様化
		● 労働者が安心して働き続けられる環境整備
		● 大学・スタートアップと連携した研究開発

【赤枠は資金調達に関連する社会システムの課題】

(参考) 我が国で今後見込まれる投資の規模

- 近年はGX・DXの潮流やM&Aの活性化等により投資規模が増大しており、企業の成長投資を支えるために、リスクマネーの供給主体や供給量の拡大の必要性が増している。

経団連は2040年度までに民間の名目設備投資の規模が200兆円まで拡大すると試算



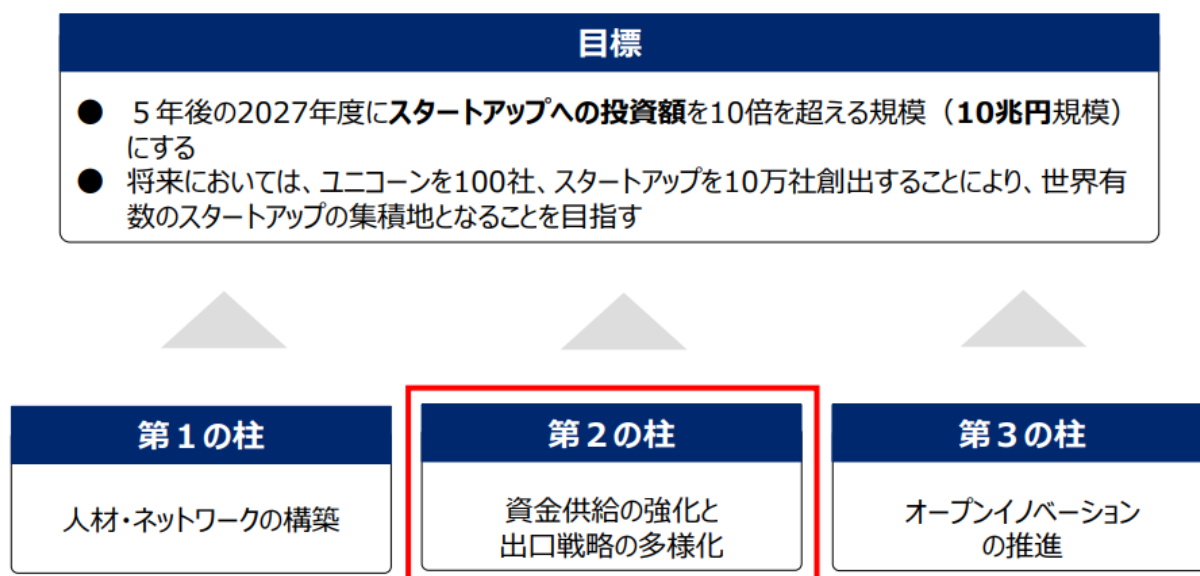
(注) 2012年～23年は実績、24・25年は政府経済見通し。30年・40年は「FD2040」をもとに経団連が試算。

(出所) 令和7年1月27日「国内投資拡大のための官民連携フォーラム」経団連提出資料から抜粋

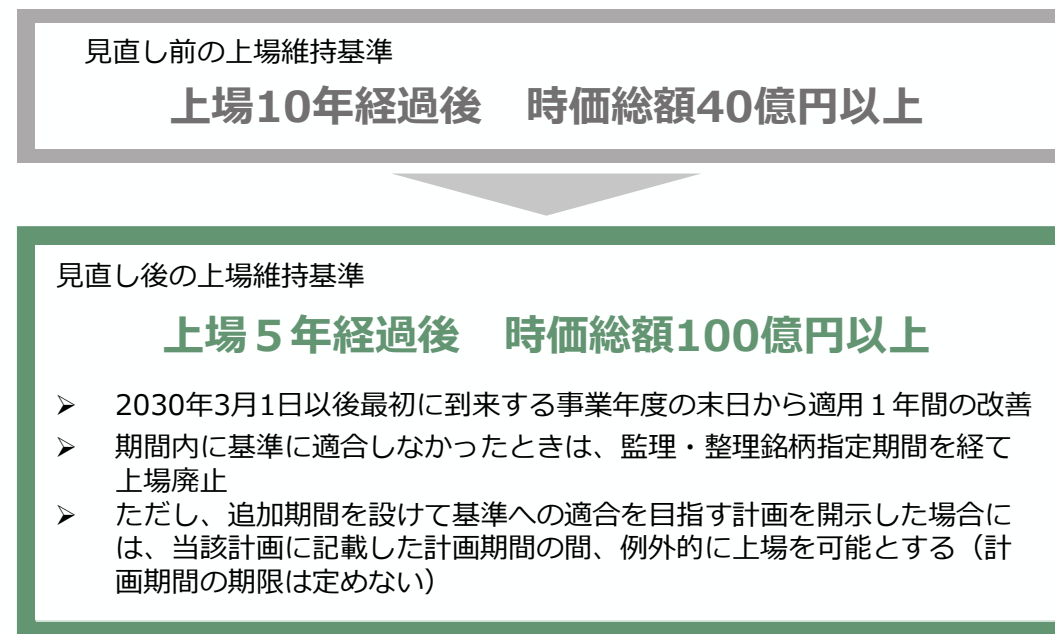
(参考) グロース企業の資金調達環境整備の必要性

- 2022年策定の「スタートアップ育成5か年計画」において、2027年度にスタートアップへの投資額を10兆円とする目標が掲げられ、スタートアップに対するリスクマネーの供給主体及び供給量の拡大が求められている。
- 東証のグロース市場においても、上場維持基準（時価総額基準）が引き上げられる予定であり、今後はグロース市場への上場前後の企業に対して、さらなる成長に向けた資金調達環境を整備していく重要性も高まっている。

スタートアップ育成5か年計画の概要



東証におけるグロース市場改革の概要

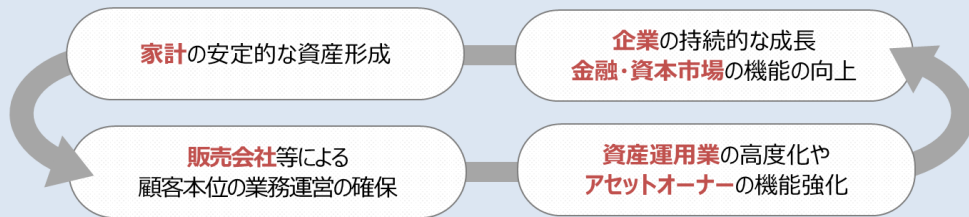


資産運用立国の推進に向けた政府の取組み

- 政府は、我が国の家計金融資産の半分以上を占める現預金が投資に向かい、企業価値向上の恩恵が家計に還元されることで、更なる投資や消費に繋がる「成長と分配の好循環」の実現に向けて「資産運用立国実現プラン」を策定。
- 実現プランの柱の一つとして「成長資金の供給と運用対象の多様化」に向けた取組みも求められている。

資産運用立国実現プランの概要

資産運用立国実現プラン（2023年12月13日）



1. 資産運用業の改革

- 大手金融グループにおいて、**資産運用ビジネスの経営戦略上の位置づけ**のほか、**運用力向上やガバナンス改善・体制強化のためのプラン**を策定・公表
- 資産運用会社が金融商品の品質管理を行う**プロダクトガバナンスに関する原則**の策定
- **日本独自のビジネス慣行や参入障壁**の是正（投資信託の基準価額に関する一者計算の促進など）
- **金融・資産運用特区**の創設
- **新興運用業者促進プログラム（日本版EMP）**の策定・実施 ※ EMP : Emerging Managers Program

2. アセットオーナーシップの改革

- アセットオーナーの運用・ガバナンス・リスク管理に係る共通の原則（**アセットオーナー・プリンシプル**）の策定
- **企業年金の改革**（資産運用力の向上、共同運用の選択肢の拡大、加入者のための運用の見える化の充実など）

3. 成長資金の供給と運用対象の多様化

- **スタートアップ企業等への成長資金の供給の促進**
- **オルタナティブ投資やサステナブル投資などを含めた運用対象の多様化**

4. スチュワードシップ活動の実質化

- PBR等を意識した**企業による計画策定・開示・実行の取組**について、**東証と連携しフォローアップ**
- 機関投資家と企業との対話の促進等のための**大量保有報告制度等の見直しを含む実質的なエンゲージメント**の取組の促進

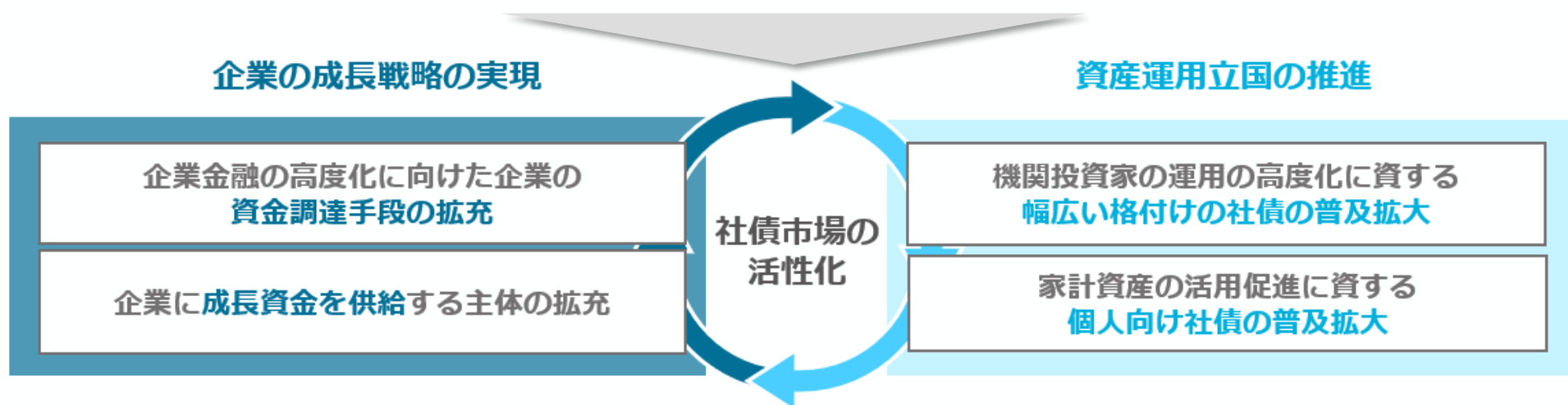
5. 対外情報発信・コミュニケーションの強化

- 世界の投資家のニーズに沿った形で資産運用業の改革を進めていくための**資産運用フォーラムの立ち上げ**

本研究会の設置趣旨

- 今後は、企業の成長戦略の実現に向けて、経営陣がリスクを伴った積極的な成長投資を実践する経営に踏み出せるよう、リスクマネーの供給主体を拡充し、企業の資金調達手段を整備していくことが重要。企業収益が賃上げや投資に対するリターンとして家計に還元され、それが企業の成長投資に向かう好循環の実現・発展も期待される。
- 成長資金の調達手段であり、かつ、資産運用における投資対象でもある「社債」の活性化を通じて上記の好循環を加速すべく、社債の活用領域やその拡大に向けた政策の方向性を検討するために、本研究会を設置する。

企業における社債活用の意義・活用領域・課題などを検討。幅広い企業の資金調達手段の一つに「社債の活用」が加わることで
成長と分配の好循環に資する金融・資本市場の発展を目指す



(参考) 日本証券業協会における社債市場活性化に向けた取組み

年	報告書等	主な成果物			
		引受審査関係	コベナント関係	社債管理関係	価格情報（流通市場）関係
2009年	「社債市場の活性化に関する懇談会」設置				
2010年	「社債市場の活性化に向けて」公表				
2011年		「証券会社による発行登録制度の下での社債の引受審査に関するガイドライン」策定			
2012年	「社債市場の活性化に向けた取組み」公表	「財務諸表等に対する引受審査ガイドライン」策定	「コベナントモデル」策定		
2013年					「売買参考統計値に関する取扱いについて」策定
2015年				「社債権者保護のあり方について」公表	「社債の取引情報の報告・発表制度」開始
2016年			「コベナント開示事例集」策定	「社債権者補佐人制度に係る社債要項及び業務委託契約について」公表	
2021年				「社債管理補助者制度に係る実務上の対応について」公表	取引情報の発表対象銘柄をAA格からA格の一部に拡大
2022年	「社債レポ市場の整備に向けた課題対応工程（マイルストーン）」公表				「一般債の振替決済に関するガイドライン」及び「債券貸借取引に関する基本契約書」等の改訂
2024年	「『社債市場の活性化に向けたインフラ整備に関するワーキング・グループ』報告書」公表				
2025年		「社債券の適切な引受判断に係るガイドライン」策定	「コベナントモデル」改訂 「コベナント抵触時の対応の実務フロー」策定	「社債管理補助者に係る社債要項及び社債管理補助委託契約書の規定例について」策定	取引情報の発表対象銘柄をA－格に拡大し、対象銘柄の発行額を300億円以上に引下げ

本研究会の検討対象

- 本研究会では、証券業界を中心としたこれまでの検討を深化・補完するという観点から、①事業会社側からみた社債市場の課題や、②官民が連携して検討すべき法規制の在り方などを中心にご議論いただきたい。

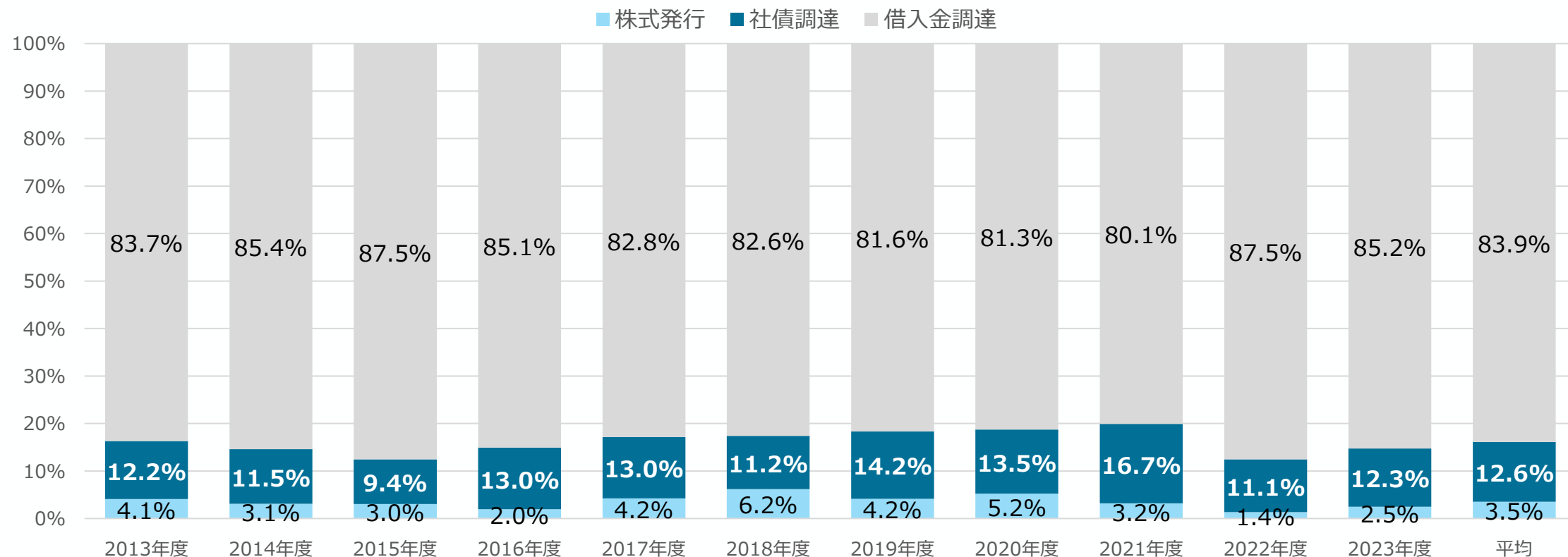
事業会社	1. 社債活用の意義に対する企業への周知不足 2. 社債発行コストの大きさ 3. 手続負担の相対的な重さ	▶ 銀行借入中心の企業金融において社債を活用する意義がどのような点にあるか。 ▶ 発行コストは過度に大きいものとなっていないか ▶ 手続は企業の過度な負担となっていないか、透明化や効率化を図る余地はないか。
投資家	4. 機関投資家の投資基準・運用方針 5. 投資家層の拡充・投資信託の組成の促進 6. 社債権者保護の在り方（コベナンツ・開示など）	▶ 機関投資家の投資基準・方針は受託者責任の観点等から適切な内容となっているか。 ▶ リスクテイクできる投資家層の拡充に向けてどのような施策が考えられるか。 ◎ 日証協ワーキンググループにおいて検討
市場インフラ	7. 流通市場の整備（価格情報のインフラ整備など） 8. 社債権者の機動的な意思結集のためのインフラ整備	◎ 日証協ワーキンググループにおいて検討 ◎ 日証協ワーキンググループにおいて検討
法規制	9. 社債管理者制度の在り方	◎ 日証協ワーキンググループにおいて検討 ▶ 会社法及び会社法施行規則の規定も含め、どのような法規制であるべきか。

1. 本研究会の趣旨・目的及び検討対象	・ ・ ・	2 頁
2. 社債市場の現状・課題等		
(1) 社債市場の現状	・ ・ ・	10 頁
(2) 社債市場の課題整理	・ ・ ・	23 頁
3. 議論いただきたい事項	・ ・ ・	30 頁

企業の資金調達構造

- 上場企業の資金調達手段の8割以上は借入が占めており、社債による調達は1割程度にとどまる。
- 上場企業の中で公募社債を発行している企業は500社程度にとどまり、発行体層が限られていると指摘されている。

日本の上場企業の資金調達構造

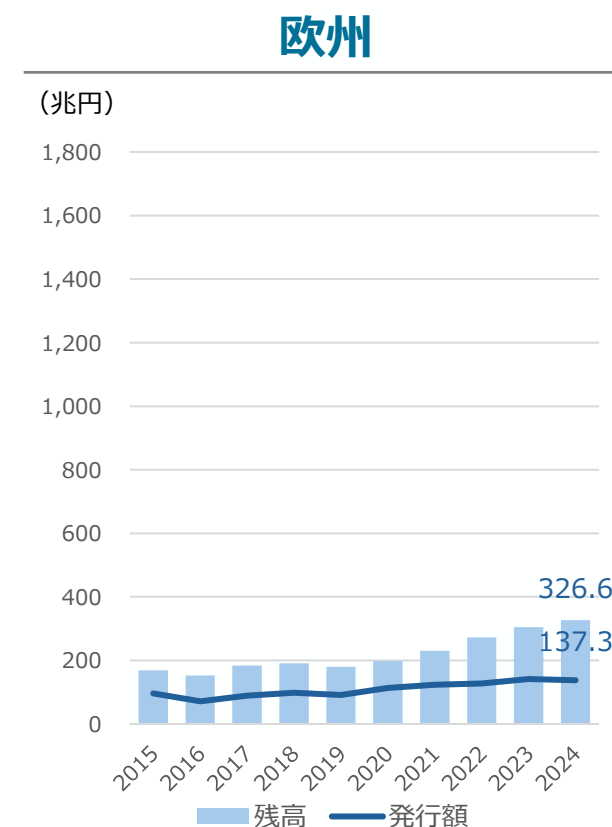
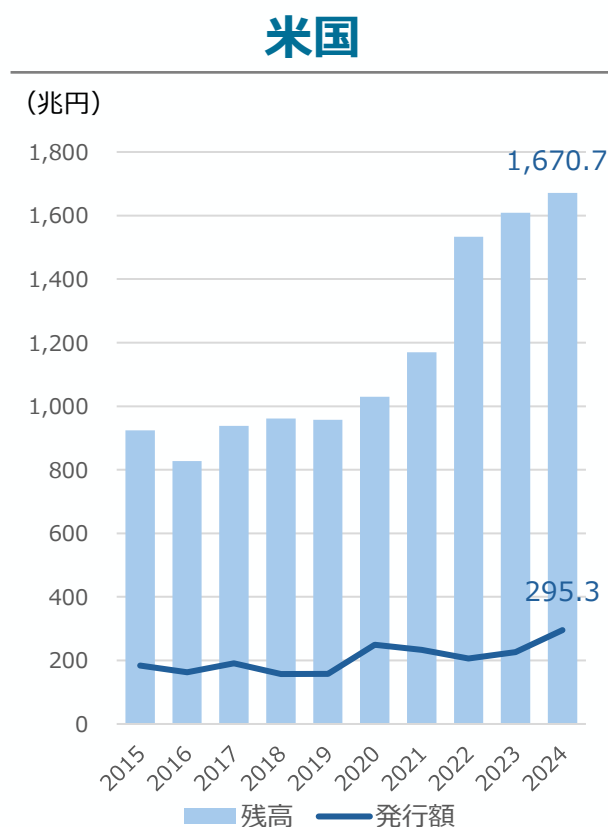
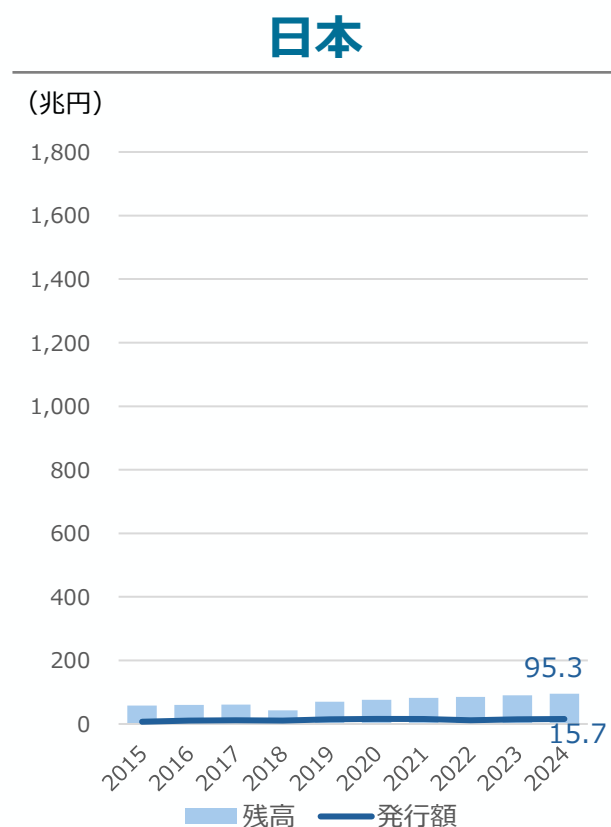


※ 集計対象：所在国が日本であり東証プライム・スタンダード・グロースに上場する企業のうち、各年度において上場済みであり、各年度の決算期情報が取得できる企業。

(出所) スピーダのデータを基に経済産業省作成。

社債発行額・残高の推移（日米欧の比較）

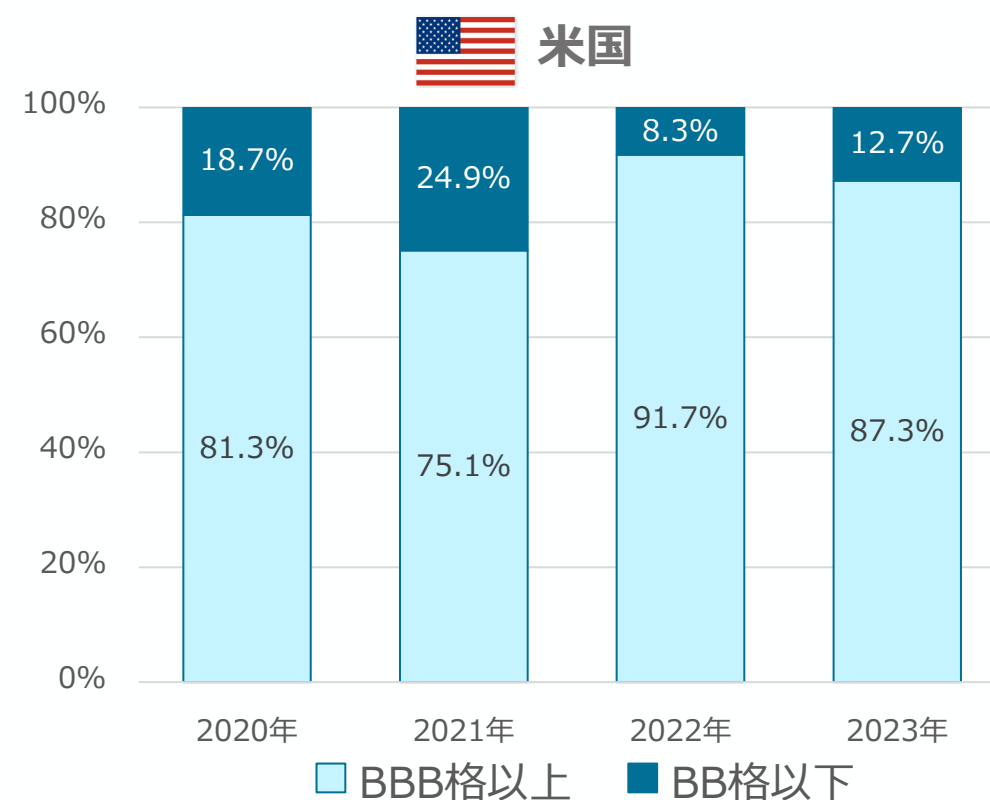
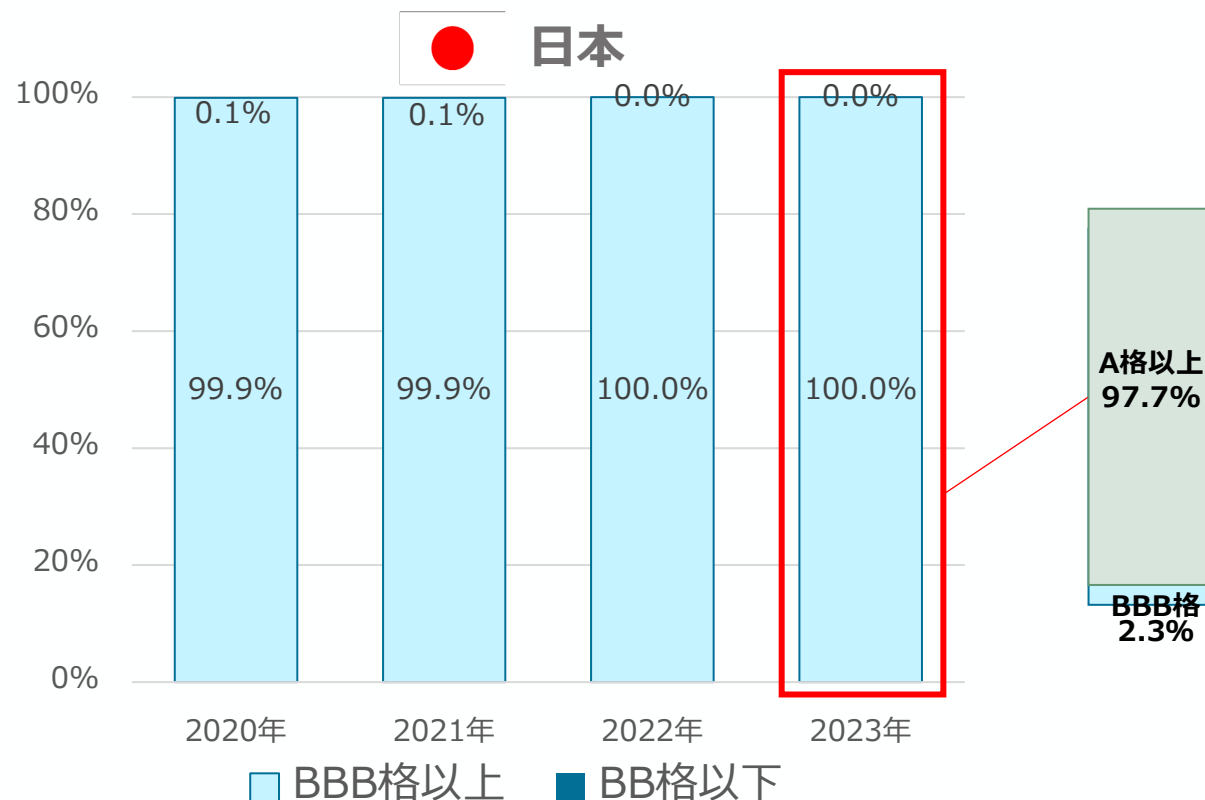
- 日本の社債の発行額・残高は、米国市場の10分の1未満であり、欧州市場と比較しても3分の1未満にとどまる。
- 日本は、社債市場に供給される資金の量が不十分であり、市場規模の拡大が必要と指摘されている。



※ 日本：普通社債、資産担保型社債、転換社債型新株予約権付社債の合計。米国：Nonconvertible、Convertibleの合計。欧州：2021年まではSEC、2022年以降はCSECより。EU27 (fixed composition)の非金融企業が発行したdebt securitiesの合計。円換算時に使用したレートは、日本銀行の基準外国為替相場及び裁定外国為替相場（各年12月）。

社債の格付別発行額（日米比較）

- 日本で発行された社債のうち9割以上がA格以上であり、BBB格は僅かで、BB格以下はほとんど存在しない。
- 機関投資家の投資基準が高格付けに限定されていることが主たる要因の一つで、リスクのある領域に投資できる投資家層の拡大が必要と指摘されている。



* 一般に、BBB格以上の債券は「投資適格債」と呼ばれる。一方、BB格以下の社債は「ハイイールド債」「非投資適格」等と呼ばれる（以下「ハイイールド債」と統一して表記する）

格付別の累積デフォルト率の推移

- 2000年度以降の25 年間における格付別の累積デフォルト率のうち、BBB格以上は発行から5年後においても1%以下のデフォルト率にとどまっている。
- BBB格の社債について、実態と離れた過度なリスク評価がされているとの指摘もある。

平均累積デフォルト率（2000年～2024年）（単位：%）

	1年後	2年後	3年後	4年後	5年後	6年後	7年後	8年後	9年後	10年後
AAA	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
AA	0.00	0.00	0.00	0.00	0.04	0.08	0.12	0.17	0.22	0.28
A	0.03	0.08	0.12	0.17	0.20	0.21	0.23	0.25	0.27	0.30
BBB	0.15	0.31	0.42	0.59	0.79	1.00	1.19	1.39	1.53	1.63
BB	2.27	4.58	7.46	9.60	10.68	11.52	12.08	12.37	12.67	12.67
B以下	13.16	21.17	23.89	25.28	26.66	28.04	28.04	28.04	28.04	28.04

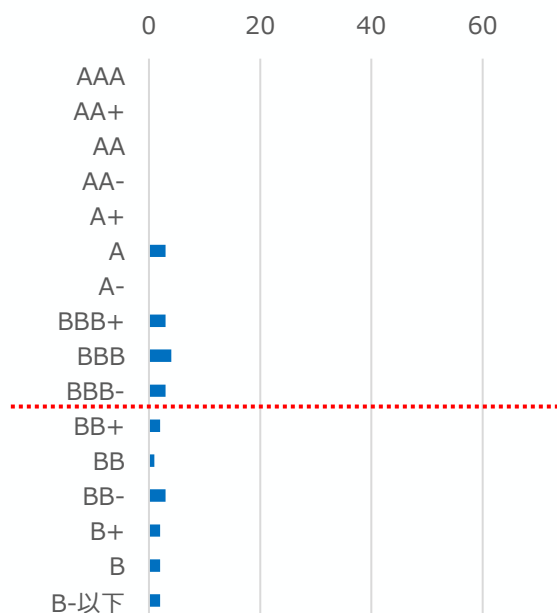
	1年後	2年後	3年後	4年後	5年後	6年後	7年後	8年後	9年後	10年後
BBB以上	0.05	0.12	0.17	0.24	0.32	0.40	0.47	0.54	0.61	0.66
BB以下	4.03	7.25	10.11	12.12	13.26	14.18	14.65	14.90	15.14	15.14
全体	0.17	0.33	0.47	0.61	0.72	0.83	0.92	1.00	1.07	1.12

米国の上場企業における格付けの特徴

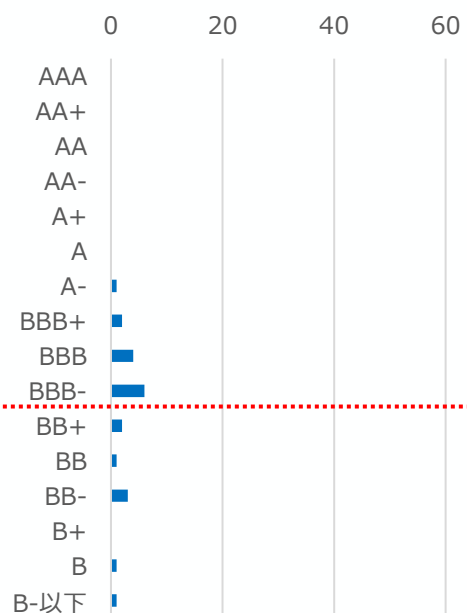
- 米国におけるBBB格未満の格付け取得企業は、企業群③の67%にのぼり、これは企業群④の1.5倍程度の割合。
- 企業群③は財務体質の弱い新興企業が成長期待の高さゆえに債券市場からも資金供給を受けるケースや、既に成熟した企業がデット性の資金でレバレッジを強くかけながら更なる成長を目指すケースが多く含まれるため、自ずとBBB格未満の比率が高くなっているとの指摘もある。

米国の上場企業の格付け取得状況

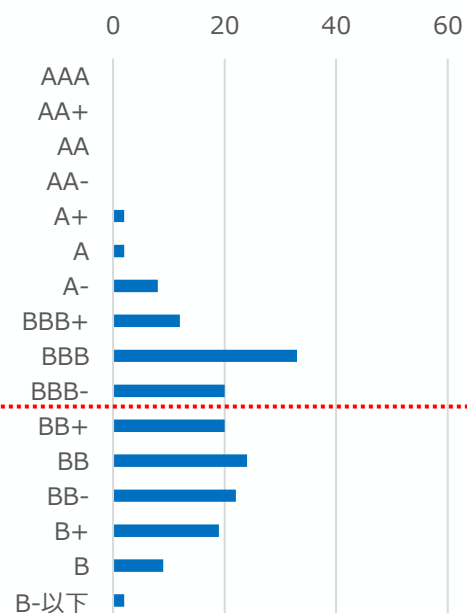
企業群①（ROE8%未満かつPBR1倍未満）



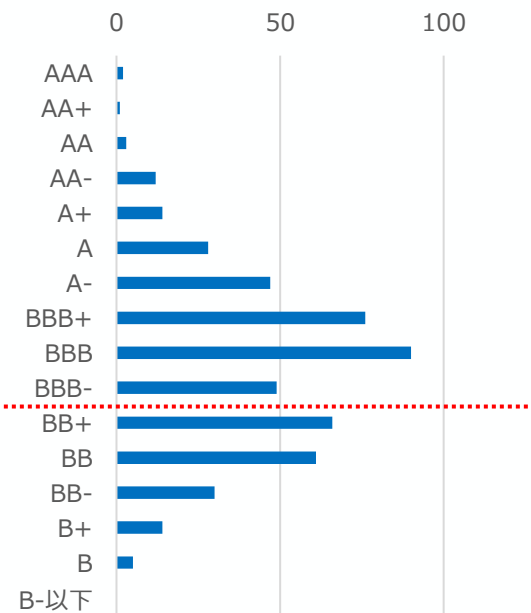
企業群②（ROE8%以上かつPBR1倍未満）



企業群③（ROE8%未満かつPBR1倍以上）



企業群④（ROE8%以上かつPBR1倍以上）



※ ROE及びPBRの数値は、2021年度～2023年度の平均値を採用。

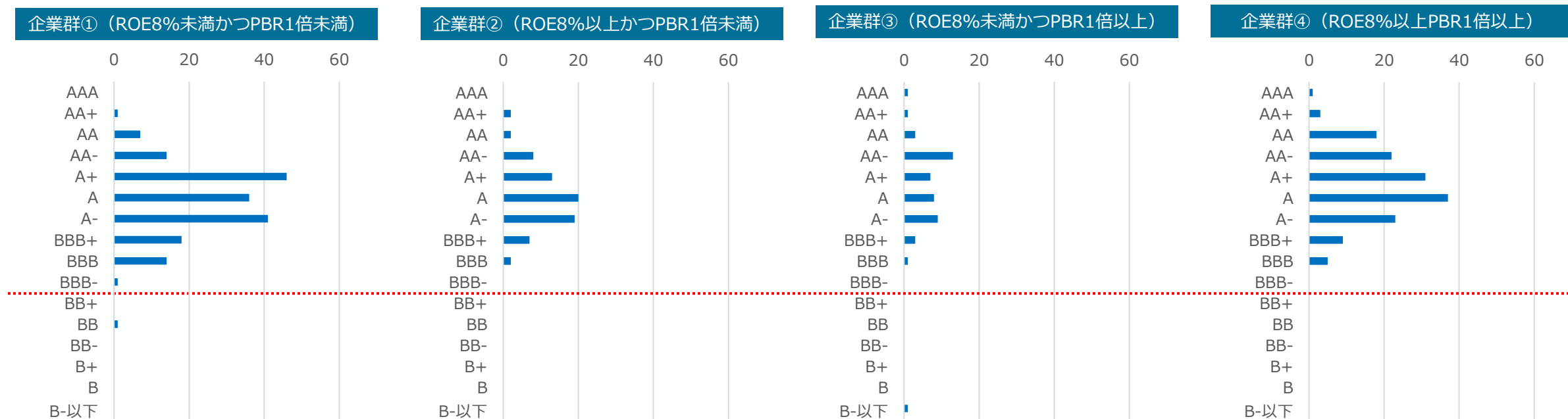
※ S&P Global Ratings による格付けを採用。

(出所) スピーダ及びBloombergのデータを基に経済産業省作成。

日本の上場企業における格付けの特徴

- 日本の上場企業において、BBB格未満の格付けを取得している企業は僅か。
- 日本では、低格付け社債によって市場から資金を調達することは困難であること等から、上場企業は高格付けに固執する傾向がある。また、銀行融資のみでは成長投資の原資を十分に賄うことが難しい、との指摘もある。
- こうした傾向や市場の環境が、踏み込んだ成長投資を行う企業群③の企業数を少数にとどめる一因となっているのではないかと指摘もある。

日本の上場企業の格付け取得状況



※ ROE及びPBRの数値は、2021年度～2023年度の平均値を採用。

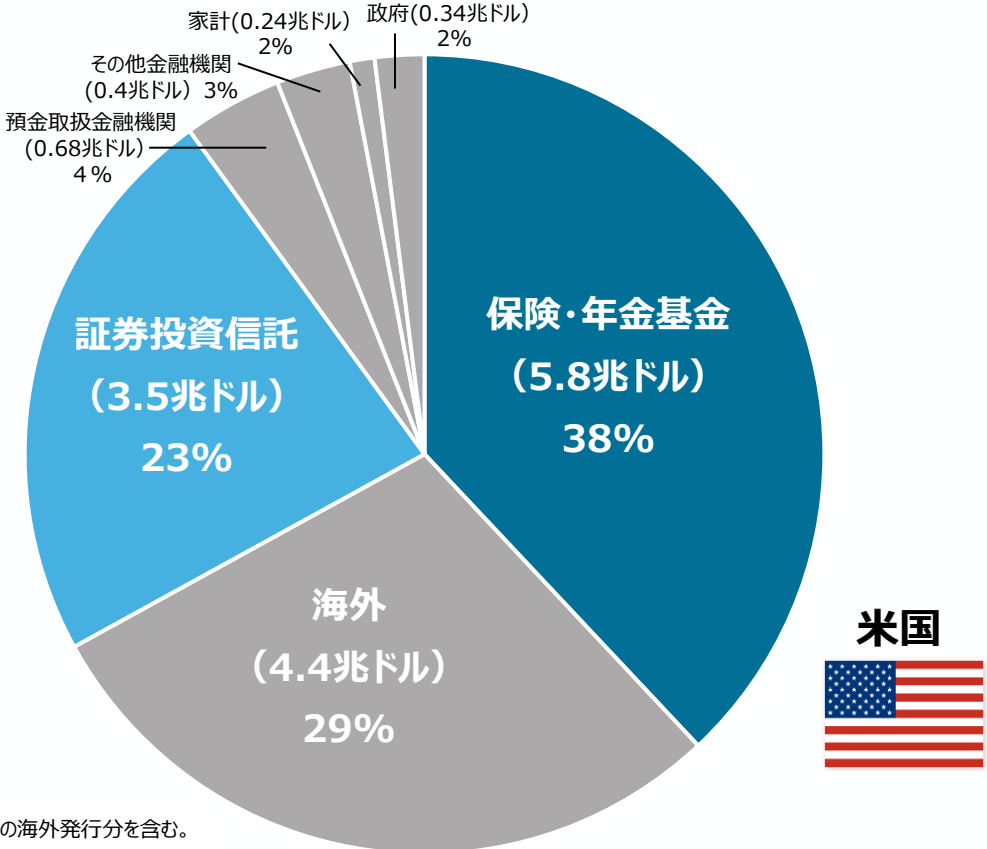
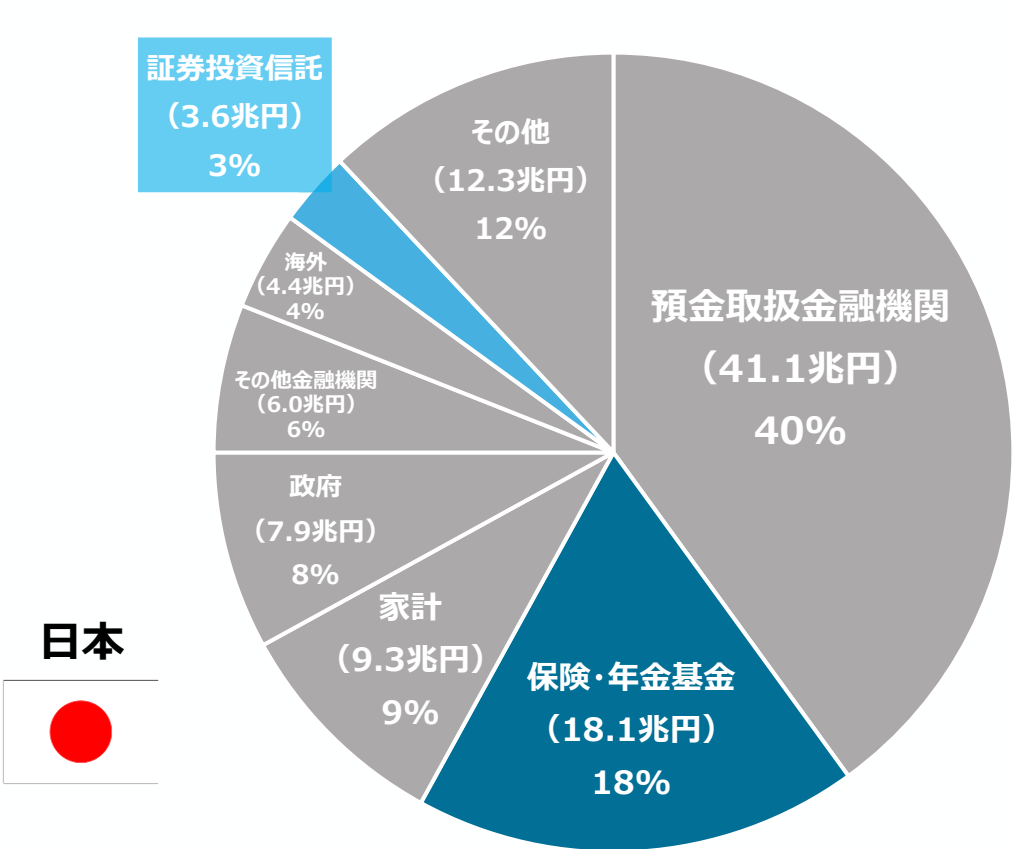
※ 格付投資情報センターによる格付けを採用。

(出所) スピーダ及びBloombergのデータを基に経済産業省作成。

社債の保有主体（日米比較）

- 米国は、相対的にリスクの高い社債も投資対象とする傾向にある「保険・年金基金」や、ポートフォリオによるリスク分散が可能な「証券投資信託」経由での保有割合が合計で6割を超えるが、日本はこれらの割合が2割にとどまる。

社債の保有状況（2024年末時点）

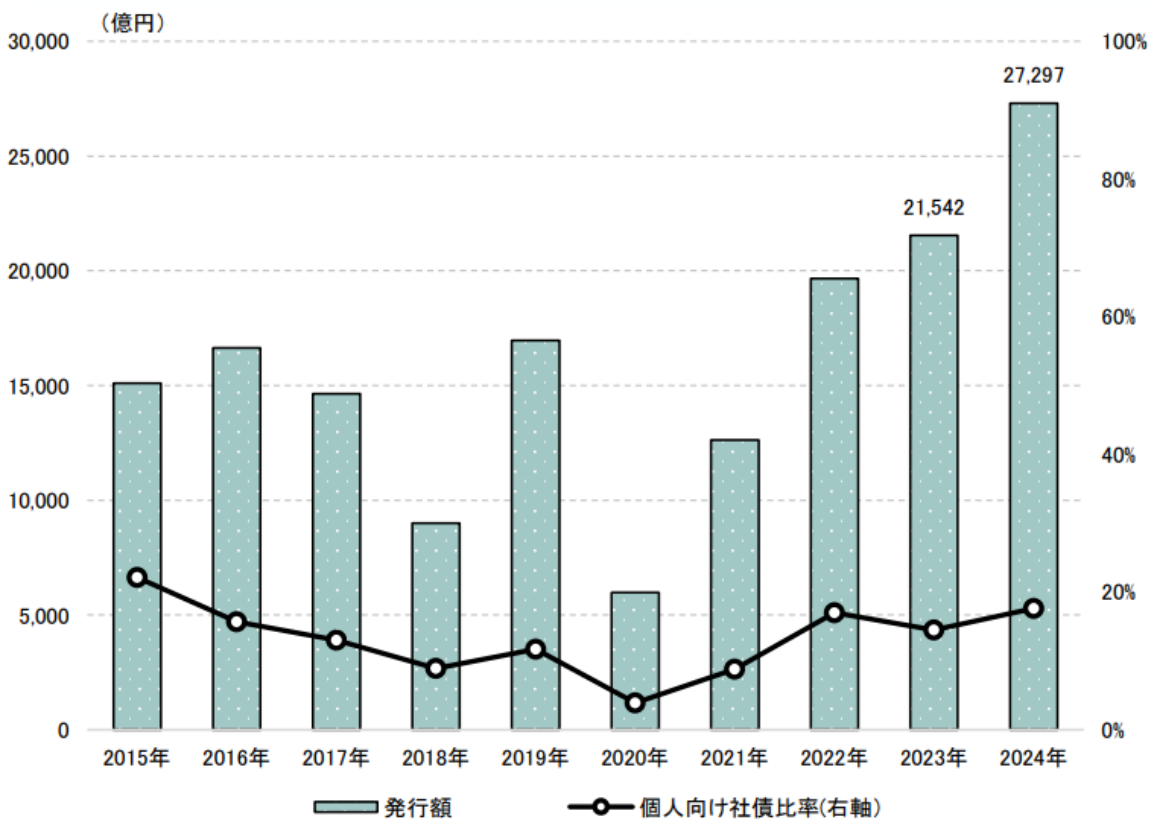


(注) 米国については、米国企業の海外発行分を含む。

個人向け社債発行額の推移

- 個人向け社債市場の規模は拡大傾向。一方、特定の企業による発行が市場シェアの大部分を占めている状況。
- 個人向け社債市場においても、発行体層の裾野の拡大やそのための市場環境の整備が必要と指摘されている。

2015年～2024年 個人向け普通社債（発行額・案件数）



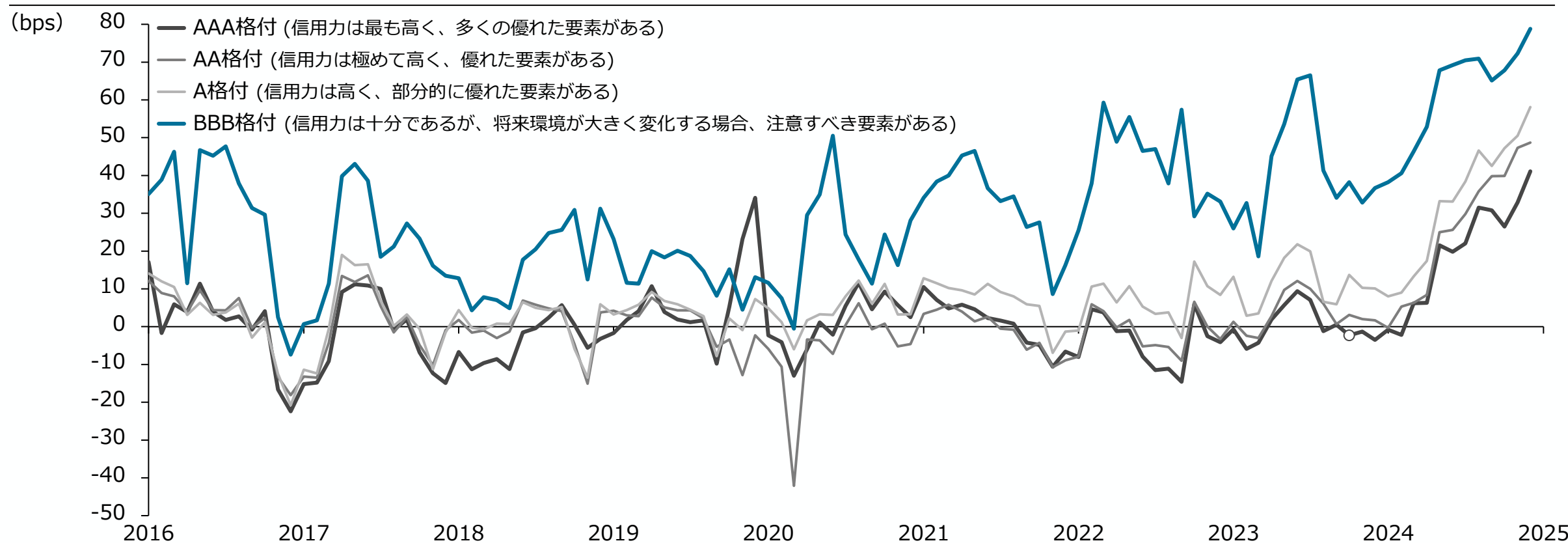
2024年 発行体別の発行額のランキング

順位 (前年同期)	コード	発行体	案件数	発行総額 (億円)	シェア (%)
1 (5)	9984	ソフトバンクグループ	3	14,500	53.1
2 (3)	8411	みずほフィナンシャルグループ	2	2,000	7.3
3 (1)	8306	三菱UFJフィナンシャル・グループ	2	1,770	6.5
4 (8)	8473	SBIホールディングス	1	1,600	5.9
5 (7)	9434	ソフトバンク	1	1,400	5.1
6 (4)	8316	三井住友フィナンシャルグループ	2	1,000	3.7
7 (10)	9435	光通信	1	750	2.7
8 (12)	8309	三井住友トラストグループ	2	600	2.2
9 (10)	8905	イオンモール	1	500	1.8
10 (16)	8253	クレディセゾン	2	350	1.3

信用スプレッドの推移

- 低い格付の社債のスプレッドほど、信用リスクに加えて流動性リスクも大きくなり、スプレッドの値も大きくなるため、BBB格以下の社債についても流通市場の整備の必要性が大きいと指摘されている。

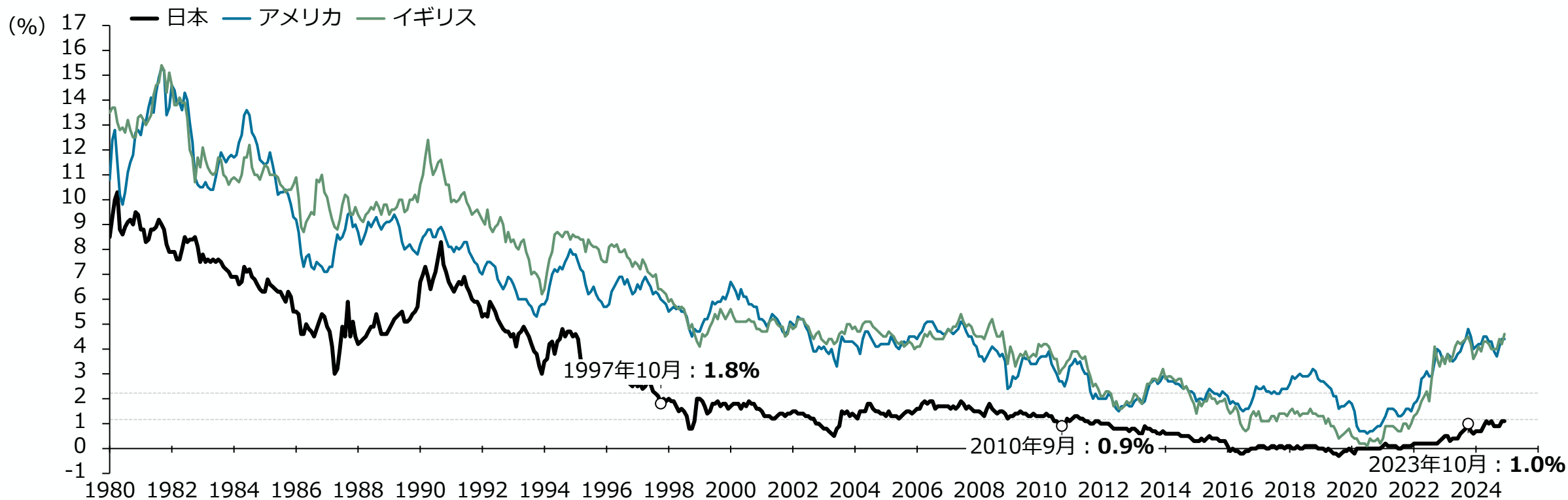
格付別社債信用スプレッドの推移



10年国債利回りの推移

- 日本の10年国債利回りは1997年より2%を下回り、2010年以降は1%以下が10年以上継続するなど、主要諸外国に比しても低い水準が続いており、国債利回りの推移と連動する社債のスプレッドも低い水準が続いている。

国別10年国債利回りの推移



(出所) 日本 : LSEG Workspace
米国 : Federal Reserve Bank of St. Louis
英国 : 英国中央銀行 (UK nominal spot curve、月末データ)

社債市場の課題に関する市場関係者の声 1/2

発行体層が限られている要因

事業会社	■ 国内で発行体の数が限られている原因の一つには、 <u>格付ばかりを重視する投資家の傾向が影響</u> している。洗練されたプロの投資家であれば格付けに引っ張られることなく多角的な検討をしてくれるが、多くの機関投資家は高格付に依存する傾向を強く感じる。
事業会社	■ これまでに社債の発行を検討したことはあったが、格付けがBBB格しか取得できず、社債の発行は断念せざるを得なかった。投資家面談まで行ったが、希望している調達額に届かないだろうということと、スプレッドも相当な金額を乗せなければならないということで、諦めざるを得なかった。 <u>社債を活用できない理由としては、BBB格以下の格付けでは機関投資家の引き受け手が見つからないという要因が特に大きい。</u>
事業会社	■ 社債発行の手続については、基本的には証券会社に聞けばすべて教えてくれるため、手続の進め方で困った際は証券会社に相談している。ただ、これまで社債を発行したことがない企業についてはそもそも何から始めればよいか、誰に相談すればよいかも分からないため、手続の流れや必要な準備事項がまとめられた <u>ガイドブックや説明書のようなものがあると、資金調達手段の多様化を検討する企業にとっては大きな助けになるのではないか</u> 。当社も4、5年に一度のペースで社債を発行しているに過ぎないため、そういった必要な手続や書類を一覧できるものがあるとありがたい。
事業会社	■ <u>国内では社債発行のアナウンスから条件決定までに1か月もかかる</u> 。その間に金利の変動も起こるため、海外であれば数日で発行できることを考えると、 <u>あり得ない長さ</u> だと感じている。
金融機関	■ <u>日本の起債運営は海外と比べて非効率</u> であり、海外では数日間で終わるマーケティングについて、日本では平均して1か月以上前にアナウンスをして、1週間のマーケティングを行ってプライシングしている。金利が大きく動きやすい局面にあることを考えると、 <u>起債運営の効率化について真剣に考えなければいけない時期にきている</u> のではないかと。
事業会社	■ 社債発行については、金利だけでなく、証券会社や格付会社に支払う手数料、財務代理人に支払う手数料など、 <u>銀行借入と比較した場合に負担するコストの大きさに驚いた</u> 。数百億円単位の資金を調達するにあたっての手数料であるため、仕方ないという思いはあるが、発行がしづらい要因になっているのではないかと。
研究者	■ 企業は格付けが一度上がると、今後は <u>格付けが下がることを過度に恐れてしまう傾向</u> がある。 <u>企業の成長を考えると、本来をリスクを取って格付けが一時的に下がっても成長投資をしなければいけない場面もあるはず</u> で、その先に企業の大きな成長が待っているのだが、そういった長期的な視点で財務戦略を構築できる企業が日本には少ない。

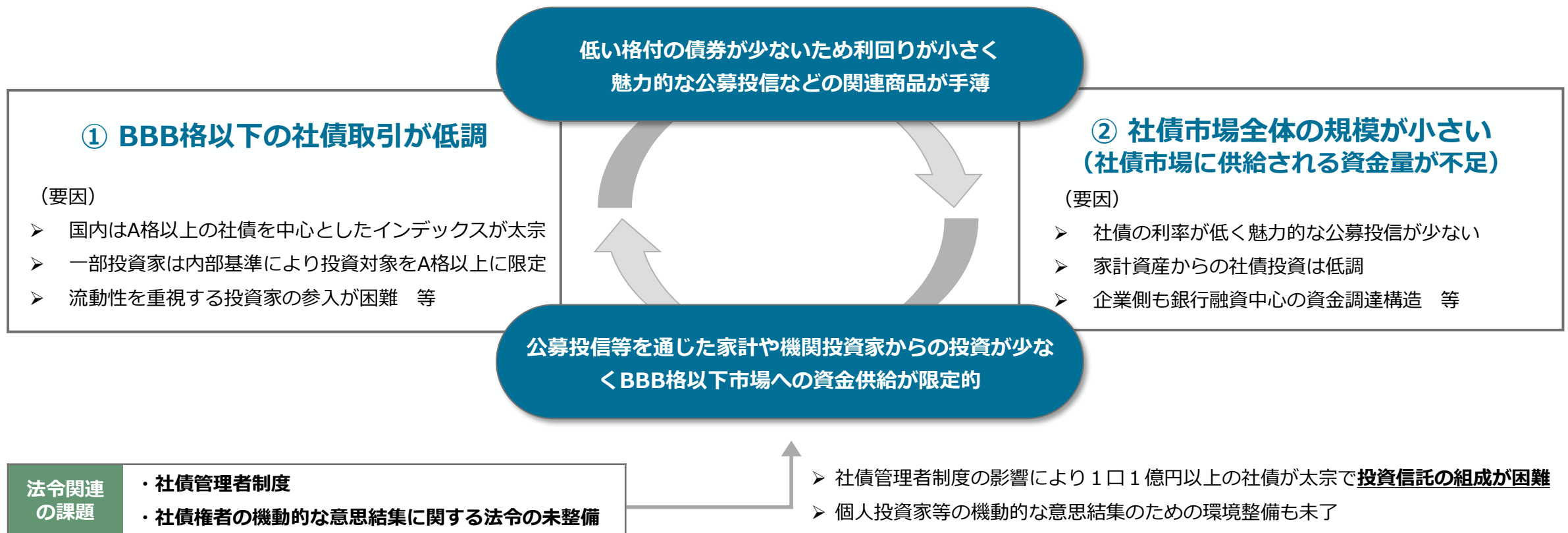
社債市場の課題に関する市場関係者の声 2/2

投資家層が限られている要因	投資家	■ 日本で低格付債市場が育たない理由は、投資家が銀行に偏っていることが大きく影響している。預金を原資に運用する銀行は、リスク管理の観点から低格付債には投資しにくい。 <u>欧米ではファンドや投資信託を通じてハイイールド債が購入されているが、日本ではそういった傾向もみられない。</u>
	研究者	■ <u>日本の社債保有残高は預金取扱機関が一番多い</u> が、その多くは地銀や信金である。特に多くの信金は、地域の企業にしかローンを貸せない一方で社債であれば地域を限定せずに引き受けられるため、金余りの状況の中で社債に投資する機関が増えている。ただし、債券投資家として洗練されている金融機関は少なく、 <u>格付を重視して投資判断しているにすぎないため、BBB格以下の社債への投資額は大きくない。</u>
	研究者	■ A格未満の社債を投資対象にしていない機関投資家は国内に一定数いる。 <u>BBB格以下の魅力的な社債が市場に充実していけば、アセットマネージャーサイドからアセットオーナーに対して、BBB格以下の領域に対する投資の必要性を訴えることもできる。</u> そのため、鶏と卵の問題であるが、投資家の行動変容のためには <u>発行体の裾野を広げて市場に魅力のある商品を充実させていくことも必要である。</u> その前提として、少なくともBBB格の企業は問題のない企業であるというカルチャーを、企業サイドと投資家サイドの双方に浸透させていくことも重要ではないか。
	金融機関	■ アセットマネージャーは最も高度な運用を行っている機関投資家の一つであり、深いリスクを取ることができる。ところが、国内では債券運用については自前で行う法人も多く、国債や高格付債等の低リスクの商品にばかり投資されてしまう。 <u>アセットマネージャーにもっと資金が集まるようになれば、リスクを踏まえてソーシングされて、より利益の高い商品が投資対象にされていくものと考えられる。</u>
	金融機関	■ 日本で低格付債市場が生まれない背景の一つには、 <u>BB格以下の社債を「非投資適格」と呼んでいることも影響</u> しているかもしれない。投資に適していないという印象を与えているため、低格付債市場を創出するのであれば、 <u>呼び名も変更した方がよい</u> と思う。
法令関連の課題	金融機関	■ <u>社債管理者の設置義務を免れるために、日本の公募社債の7割近くは一口あたりの最低購入金額を1億円以上に設定</u> している。これにより、購入できる投資家層が限られるほか、 <u>額面の大きさから投資家の分散投資や投資信託の組成を大きく阻害</u> している。
	金融機関	■ 社債権者集会の決議が必要になる事態というのは有事に近い状況のため、集会の開催に時間をかけていられないが、 <u>会場確保等の負担が相当に重く</u> 、現行法の下では、機動的な社債権者の意思結集が困難である。 <u>社債権者集会をオンラインで開催できるように法整備する必要性は大きい。</u>

1． 本研究会の趣旨・目的及び検討対象	・ ・ ・	2 頁
2． 社債市場の現状・課題等		
(1) 社債市場の現状	・ ・ ・	10 頁
(2) 社債市場の課題整理	・ ・ ・	23 頁
3． 議論いただきたい事項	・ ・ ・	30 頁

国内社債市場の課題（マクロ視点）

- 国内社債市場は、①BBB格以下の社債取引が低調であり、それゆえに、スプレッドが高い社債が市場に乏しく、魅力的な投資商品・公募投信の組成も困難であること、その結果、②社債市場に供給される資金の量も少なく、企業の資金需要を満たす程の市場規模にまで拡大していないこと等の課題が存在。
- これらの課題は相互に関連しており、①の課題を解消することが②の課題解消にも繋がるとの指摘もある。



国内社債市場の課題（ミクロ視点）

- 発行体層が限られている要因

相対的に信用リスクの高い企業（低い格付の企業）は、対応する投資家層が乏しいことが発行を断念する主な理由になっている。また、企業において、成長投資意欲が低い場合、社債活用の意義に関する知見不足や手続負担の重さなどから、コストの低い銀行借入のみで資金需要を賄っている中であえて社債を選択するメリットを認識できていないことも、発行体層が限られている要因として指摘されている。

- 投資家層が限られている要因

相対的に信用リスクの高い社債に投資する投資家層が乏しい理由は、各投資家の属性ごとに異なっており、国内社債のスプレッドが十分でないこと、流動性が低いこと、社債権者保護が不十分であること、保守的な運用方針により投資対象を限定していることなどが指摘されている。

発行体層が 限られている要因

（課題）

1. 社債活用の意義に対する企業の認識不足
2. 社債発行の手続などに対する企業の知見不足
3. 手続負担の相対的な重さ・コスト負担の重さ

※ 発行体層が限られていることについて、企業にとってコストの低い銀行借入が選択されやすい環境であったことも要因として挙げられる。

社債権者保護が不十分である要因

- 4-1. 社債権者に重要な影響を及ぼす情報の適時適切な開示が不十分
（適切なコベナント付与がなく、適時適切な開示制度もないため）
- 4-2. 社債は他の債務に実質的に劣後し、デフォルト時の回収率が低いこと
（適切なコベナント付与がなく、また、信用力低下時の担保設定が困難なため）
- 4-3. 発行体の信用力低下時の債権保全の役割を担う管理者が不在
（社債管理者及び社債管理補助者設置の負担が大きいため）

投資家層が 限られている要因

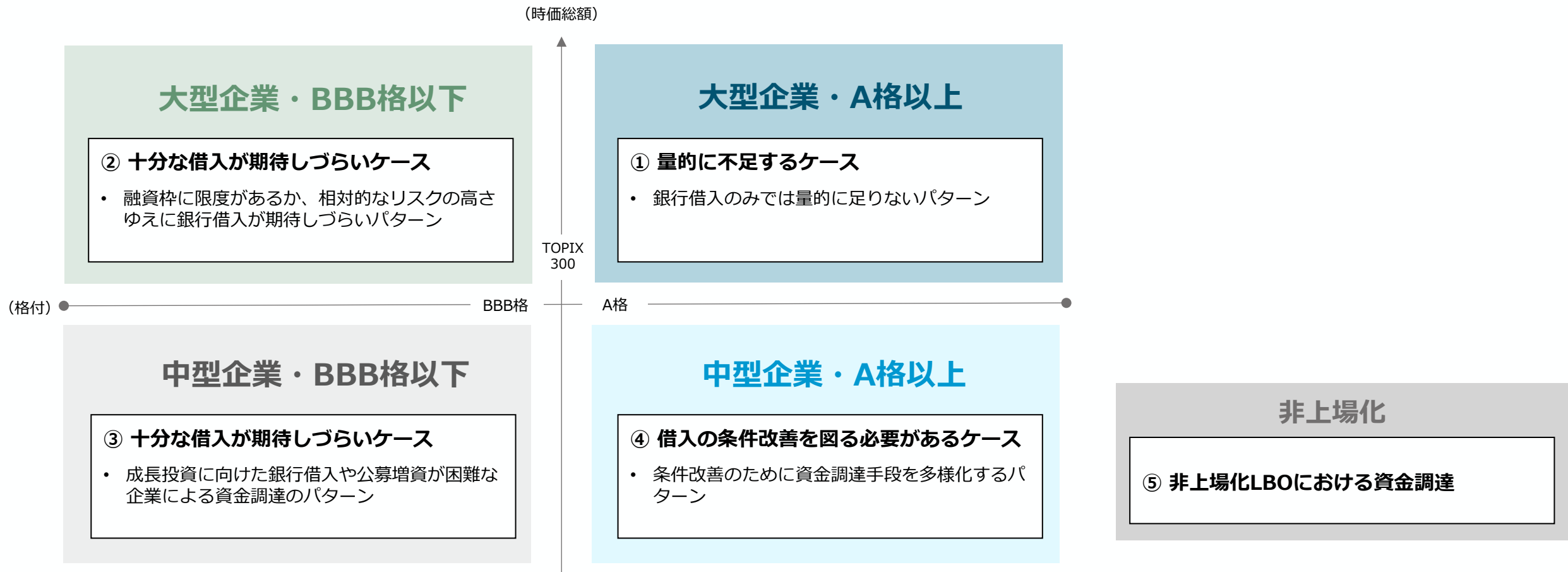
4. 投資対象を高格付に限定する一部投資家の内部基準の存在
5. リスクに見合ったリターンの設定が不十分
6. 社債権者保護が不十分
7. 流通市場が未整備
8. 個人向け社債市場が未発達

法令関連 の課題

- ・ 社債管理者制度
- ・ 社債権者の機動的な意思結集に関する法令の未整備

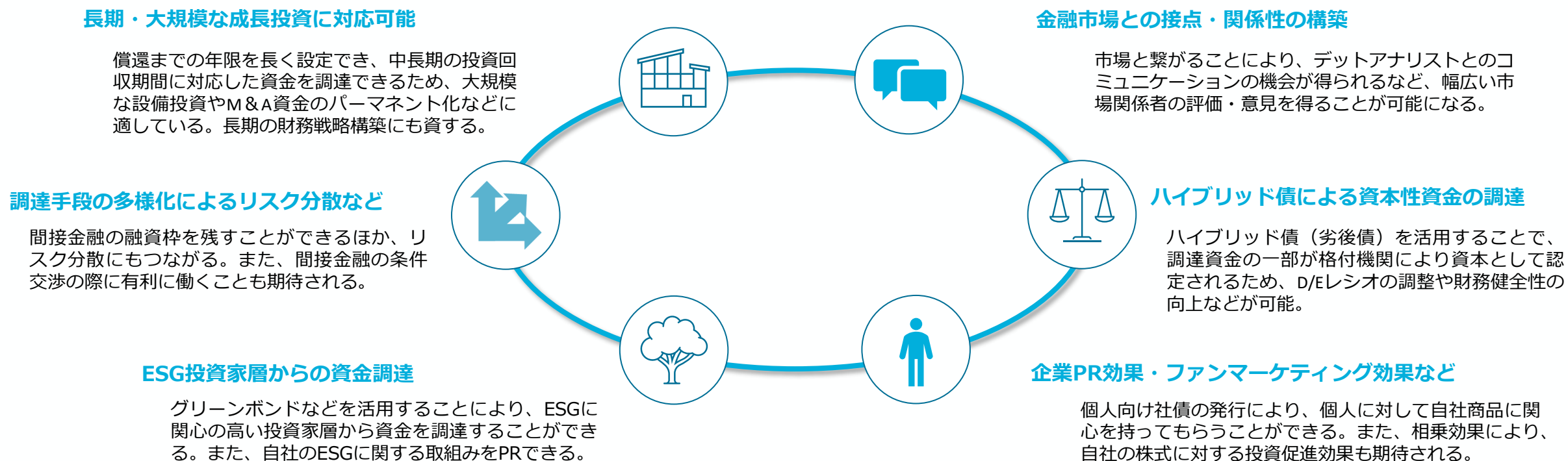
(参考) 社債活用の必要性が大きい企業金融の領域

- 銀行借入のみでは資金需要のすべてを賄えない領域や、銀行借入が期待できない領域などでは、今後、社債発行などの別の資金調達手段を整備していく必要性が大きいと指摘されている。



(参考) 社債による資金調達の意義

- 社債の活用は、①資金調達手段の多様化・高度化やリスク分散ができる点、②成長投資に必要な長期・大規模な資金調達を実現できる点、③市場との対話を通じて条件が定まるなど市況により調達コストを抑えられる場合がある点、④間接金融の条件交渉の材料になり得る点等、さまざまな利点が指摘されている。



(参考) 社債活用の意義に関する企業の声 1/2

(社債を活用するに至った背景・社債発行の意義など)

- ① 弊社としては、**直接金融でも資金を調達できることを市場に示したい**という思いもあって、資金調達の多様化に取り組むようになった。また、**取引銀行における融資の枠にも限度があるため、限度額を目一杯使わないためにも、資金調達の手段は分散**して、何かあったときに必要な資金を取れるようにしている。直接金融により良い条件で資金調達できるということは、**間接金融の交渉の際にも良い意味で牽制になってくる**ので、交渉材料のためにも資金調達の選択肢は増やしていきたいと考えている。
- ② 社債よりも銀行融資の方が手続的な負担が少ないのは確かであるが、個人の考えとして、将来的には日本の銀行はさらに減少していくと考えている。また、銀行が融資できる枠には上限があるため、長い目で見ると、**弊社の事業が今後大きくなっていく中で銀行融資のみで資金調達のすべてを賄うことには限界がある**と感じている。そういった観点から、社債を発行することにした。
- ③ 当社は同族経営であるため、エクイティによる調達は難しい側面があり、デットに依存せざるを得ない。銀行借入だけでも資金需要は満たされていたが、銀行のみに依存することはリスクがあるため、**将来に備えて社債市場とのアクセスを作るために社債を発行**することにした。
- ④ 資金調達手段については、**長期適合比率やALMの観点も踏まえ、長期と短期を組み合わせながら資金調達の安定性を基本に据えて使い分けている。直接金融と間接金融も、コストミニマムになるよう最適なバランスを勘案しながら調整**している。
- ⑤ 市場の状況を見ながら銀行借入と社債は両方活用している。特に社債は、**市場が当社の信用力をどのように評価しているのかを、金利を指標として確認することが**できる。当社の社債がどの程度の価格で取引されているかを知るために、**少なくとも1年に1回のペースで定期的に発行したい**と考えている。
- ⑥ 比率としては、**直接金融と間接金融が半々になるように意識**しており、**銀行融資の枠を残しておくためにも、条件が変わらなければ直接金融を積極的に選択**することもある。また、**今後は金利が上昇していくことが予想されるため、近時は社債による調達額を増やしている**。

(参考) 社債活用の意義に関する企業の声 2/2

- ⑦ 間接金融のみで資金需要が満たされている中で社債を発行する理由について、1点目は、銀行から融資が受けられなくなった場合に備える必要があるということ。2点目は、**社債投資家との関係を作り、信頼を少しずつ積み上げていく必要があること**。まずは少額からはじめて投資家の信頼を固めていき、信頼が積み上がっていく中で発行額を上げていくことを考えている。そのために、現在は銀行融資で賄ってはいるものの、社債も発行することにした。
- ⑧ 今後も社債の発行は定期的に行っていく予定である。その理由は、社債市場の投資家に認知し続けてもらうため。投資家の信頼をさらに積み上げていきたいという思いは我々にもあり、**今後、大きな資金需要があった場合に備えて、多額の社債を発行できる素地を作っていきたい**。
- ⑨ 長期の成長投資資金を調達する際の手段について、設備投資になると、銀行借入であれば、例えば1年でいくらずつ返済していくという手法を選択することができ、減価償却と併せたタイミングで返済できるという面があるため、銀行融資にも利点はある。一方、**長期の投資の根っこになる部分だけ社債により調達するという選択肢を組み合わせた方が自社に有利になる場合もある**ため、ケースごとに組み合わせて活用していきたいと考えている。
- ⑩ 当社としては、社債と銀行融資の両睨みでやっていきたいため、資金調達の多様化の観点からも社債は定期的に行っていく予定。表面的なスプレッドだけでみれば、当然ながら銀行融資の方がリーズナブルに調達できるのは事実。ただ、**長期的な資金を調達できるというところにも社債のメリットを感じている**ため、資金使途がバランスシートの左側の資産サイドのこういった項目で使われていく資金なのかも踏まえながら、その時々での調達環境を踏まえて使い分けていきたい。
- ⑪ 銀行融資は短期運転資金として日常的に必要なものに、**社債は比較的調達コストが低く長期で調達できるので、設備投資資金に充てている**。成長投資はリターンがすぐ見込めるものとそうでないものがあるので、投資計画の内容も踏まえてその時々で資金調達手法を使い分けている。
- ⑫ 社債は銀行融資と比べれば調達コストは割高であるが、資金調達という側面だけでなく、**投資家に自社の事業内容をPRできるという効果もある**。今回の社債発行は、強みを持っている主力事業の存在を投資家に知ってもらう良い機会にもなった。
- ⑬ 社債を発行しなくとも資金需要は満たされていたが、海外展開にも力を入れ始めている中で、今後の資金需要の増大に備えて調達手段の多様化を図るために社債発行に踏み切った。社債よりも銀行融資の方が利率は低いため、**社内でもなぜ社債を発行する必要があるのかという指摘や反対意見はあったが、そこは将来を見据えて調達手段の多様化を図る必要性を具体的に説得して理解をいただいた**。

1． 本研究会の趣旨・目的及び検討対象	・ ・ ・	2 頁
2． 社債市場の現状・課題等		
(1) 社債市場の現状	・ ・ ・	10 頁
(2) 社債市場の課題整理	・ ・ ・	23 頁
3． 議論いただきたい事項	・ ・ ・	30 頁

議論いただきたい事項

- 社債市場の活性化に向けた下記の方角性について、ご意見をうかがいたい（スライド24頁参照）。

（方角性の案）国内社債市場には、①BBB格以下の社債取引が低調であり、②社債市場に供給される資金の量自体も不十分であるとの課題が存在する。かかる問題の解消に向けて、まずはBBB格以下の社債発行を増やすことにより、利回りの高い社債を市場に普及させ、利回りの高い社債が公募投信等に組み込まれることによって、魅力的な投資商品・公募投信の拡充を目指す。そして、かかる公募投信等を含めた社債への機関投資家及び個人投資家からの投資の拡大を通じて、社債市場に供給される資金量の増大を目指す。

- 上記①②をはじめとする国内社債市場の課題につき、事業会社、投資家、証券会社等の金融機関、関連制度のそれぞれについて、具体的にどのような課題が存在し、いかなる行動変容が求められるか。特に、幅広い企業が社債市場に参入するために必要な施策としては、どのようなものが考えられるか。
- このほか、関連制度として、社債市場の課題解消に向けて、投資家層の拡大に向けた支援制度や、社債管理者設置コストの低減に向けた特例制度を設けることを検討すべきでないか。その場合には、具体的にどのような制度を設けることが適切か。