

# 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（第2回）

## 議事要旨

### ○日時

令和7年12月3日（水）15時00分～17時00分

### ○場所

経済産業省本館17階 第1特別会議室、オンライン併用

### ○出席委員、ゲスト参加者、オブザーバー

資料2\_委員等名簿 参照

### ○事務局

経済産業省 経済産業政策局 産業資金課

### ○議事要旨

#### <好事例集やガイドブックに盛り込む事項、より効率的に活用するための方策（論点1）及び関連事項>

- 研究会から外れて市場を見てみると、必ずしも社債を活用する流れが太宗ではないのが現状であるため、好事例集やガイドブックによる周知を有効な解決手段の一つとしていただきたい。
- ガイドブックは定期的な発行や更新をお願いしたい。
- 初回債に対してコベナントを求める投資家が多い一方、コベナントを忌避する発行体も一定数存在する。初回債はコベナントを付与し、発行に慣れてきたらコベナントの内容を軽減していくという流れがよい。コベナント付与の意義をガイドブックに盛り込むことで、発行体・投資家双方の懸念を払拭することが重要。
- ガイドブックに、例えば初回債から10回債までのモデルケースを掲載すれば、発行体にもコベナント付与の意義が理解いただけるのではないかと。
- コベナントや社債管理補助者をつけることによって投資家から好意的な評価を受けているという報告もガイドブックに掲載いただきたい。
- コベナント付き社債が増加し、付与されているコベナントの内容が容易に把握できると、投資家も管理しやすい。例えばEDINETや日本証券業協会のホームページ等にて、どのような社債にどのようなコベナントが付いているのか、価格の透明性に加えて一覧性を持って把握できるとよい。
- 海外ではハイイールド債と投資適格債でコベナント設計が異なる。CoC条項は両方に付与されるが、具体的な内容は調整が必要。調達したい資金額との関係でコベナントをどこまで緩められるかという検討になる。投資家と個別に議論する時間は無く、証券会社との議論で決める場合もある。
- 株式の場合にはIR部がIRを実施し、社債の場合には財務部がIRを実施しており、対応部署が異なることから発行体がデットIRに慣れていない、という事情がある。

- 証券会社においても、アナリストのリソース配分について、高格付け企業に比べて低格付け企業へ厚めに配置する等、株式とは異なる側面がある。株式 IR とデット IR の相違点はガイドライン作成においても精査する必要がある。
- 全ての投資家が企業の IR を一度で理解することは難しい。毎年ノンディール IR をする必要は無いが、発行を検討した時点で一度実施し、発行直前にもう一度実施するのがよいだろう。
- 発行体にとってはプライシングがどう進むのかという点に関心があるため、ガイドブックに盛り込んでいただきたい。
- 発行体が市場における自社の立ち位置をつかむためには、日本証券業協会のホームページに掲載されている気配値及びトレード情報が有用だが、数字情報のみだと専門家は自分で分析できるが、発行体には難しい。発行体名を入力すれば取引価格がグラフィカルに出力される仕組みを作るのはどうだろうか。企業の担当者が上層部に説明できる材料があることで、社債発行のハードルが下がる。
- 社債に慣れている人しか一覧性のあるデータにアクセスできないというのは、市場全体で整備が不十分ということになる。
- 大手機関投資家や地方投資家等、それぞれの投資家がどのような志向・ニーズを持っているかを整理し、ガイドブックに掲載することも考えられる。
- ガイドブックを HP に掲載するだけでは活用されないため、企業にどう届けるかということが重要。金融の担い手である市場関係者がそれぞれできることを考えていくべき。
- ガイドブックを使用してセミナーや勉強会を開催し、起債を検討する企業にアプローチできると良い。

#### ＜発行手続きの短縮化・効率化に向けた課題点の整理（論点 2）及び関連事項＞

- 発行体としても金利を見ながら迅速に発行したいという意向はあるだろうから、起債運営の課題はしっかり対応すべき。
- 金商法で求められる開示書類は、証券会社や発行体と議論した社債要項の内容を転記することになる。精緻にチェックをする手間がかかるため、こうしたドキュメントの重複の排除など、手続き面の負担軽減があると良いのではないかな。
- 社債の発行要項が簡略化されている一方で、法定開示書類の作成は複雑化されているため、初回発行を行う企業にとっては作成方法が分かりづらく、慣れていない投資家にとっても開示書類のどの部分にどういった記載があるかが分かりづらい状況にある。
- POT 方式を忌避する投資家の意識改革も必要なのではないか。投資家側もできる限り情報開示を抑えたいという傾向がある。
- 社債の保有・売買の情報開示は抑えたいという投資家も多いだろうが、流れが変われば適応していくだろう。
- 大型案件では、地方の投資家が POT のオーダーを受け入れる流れも出てきている。
- リテンション方式の方が証券会社のセールスクレジットになるため証券会社から勧められることもあったが、最近は風潮が変化しているのだろう。
- POT 方式は投資家のニーズが高く証券会社も効率的に動ける一方で、マーケットの隅から隅まで調査できるリテンション方式の方が望ましい場合もある。この点は、調達ニーズが出たときのみ発行する発行体と、年に数回、恒常的に起債する発行体とで事情が異なるのではないかな。
- 初回債や低格付け企業のマーケティング期間が短いと、機関投資家は分析時間が足りずに投資を断念することもあるため、発行類型に応じて必要十分な期間を設定することが望ましい。

- 頻繁に社債を発行する企業とそれ以外の企業では、マーケティング期間に差が出る。発行体の発行経験等によって期間を変化させることが有用ではないか。
- 事務局説明資料 p15 に掲載された課題はいずれも積極的に取り組んでいくべき。地方の機関投資家が短期間の起債に対応できないという課題は、実務運用で克服できないのか検証を要する。
- 社債の IR 等を担う支援組織を作ることも一案ではないか。時限的に官庁や公的機関が設置し、人材育成や情報発信を行うことも考えられる。
- 市場における情報生産機能を強化する方法として、アナリストの機能を強くすることが考えられる。例えば、証券会社のセールスサイドのアナリストを増強することは考えられないか。発行体のデット IR の情報を咀嚼して投資家へ伝達する、情報消化機能を強化していく方策。
- 需給や価格の変動というマーケットの特性を一定程度許容・認識したうえでマーケットを利用すべき。一方で、セカンダリープライスの透明性は海外マーケットに比べて足りておらず、日本のマーケットの流動性の低さ、プライスの信用性の低さが問題。取引所取引にするのは難しいが、透明性の高いプライスを示すために何が必要なのか、検討が必要。
- 日証協による「社債の取引情報の報告・発表制度」では、前日の取引について、AA 格以上又は A 格かつ発行額 300 億以上の銘柄に限って発表対象としている。徐々に発表対象を拡大しているが、対象外の銘柄は取引量が少ないため、発表することにより当事者が推察されることを投資家が忌避し、かえって市場がシュリンクするとの懸念の声がある。一方で、最近は投資家が自らの情報を知られることを忌避する傾向が薄れているという議論もあるため、時世に合ったものを検討したい。
- 社債市場が大きくなれば、債券専門の担当者を育成していく等、投資家サイドの行動変容がもたらされて解決されることもあるだろう。当面は発行体サイドの取組を推進していくべき。
- 初回債の発行企業が IR から 1 か月後に起債する場合も多く、投資家のアナリストチームが忙しい場合に判断が間に合わないケースもある。ノンディール IR を日常的に行い、投資家は常にその銘柄をウォッチし、起債自体はコンパクトに実施するという形が理想ではないだろうか。
- 国内の大手アセットマネージャーは体制が拡充・整備され、短期間かつ自前で投資判断ができるようになっている。他方で地方投資家は難しい。人材不足に加え、稟議等の形式面も課題。こうした面をどうサポートしていくのかも考えるべきではないか。
- 社債募集が特定の時期や曜日に集中している。発行体にとっても負担であり、投資家側も案件を処理しきれない。金曜に集中して募集が出ている現状が、マーケットの制約になっていないかは検討が必要。
- 社債発行手続きの効率化や短縮化の点は、本日の前向きな議論を受けて、日本証券業協会でも積極的に検討いただきたい。

### ＜機関投資家の行動変容に向けた方向性（論点 3）及び関連事項＞

- 事務局資料上では、アセットオーナーに厳しいコメントが見られたが、アセットマネージャーも、アセットオーナーを説得できていないという点で反省が必要ではないだろうか。
- アセットオーナーを説得するためにはデータが必要。投資家として短期利益を狙うなら、データの透明性は現状維持でよいが、長期利益を狙うなら透明性の高いデータを整備してアセットオーナーを説得する必要がある。価格システムや POT 方式、リテンション方式の優劣を整理するにあたっては、こうした市場が利益を狙う時間軸を意識するべき。

- 投資家の名前を伏せる起債（セーフティネット・いわゆるアカウント X）の仕組みも存在するが、国内では事例はあるが海外ほどはあまり使われていない。一方で、このような仕組みを作ることによって投資家に安心感を与えるという点では効果的かもしれない。
- 機関投資家は、BB 格以下を投資対象外にするというカテゴリーカルな扱いではなく、BB 格も投資対象に成り得るという認識変容が重要。十分なポートフォリオを組めば合理的に投資判断ができるが、現状低格付け債が少なく十分な分散投資ができないのであれば、やむを得ない。海外の低格付け債や日本企業が発行する外債などに範囲を広げることで分散投資を実現するという方法で徐々に範囲を広げていく事ができるのではないだろうか。
- アセットオーナーは BB 格以下の社債に投資しないという点について、国内企業の海外格付けを見ると BB 格以下が付与されている企業もあり、その意味では実質的に BB 格に投資しているという見方もできる。そう考えると、形式的なガイドラインには意味がない可能性があるため、既に低格付けに投資を行っていることを明確化するために、改めてデータを示して後押しすることが重要ではないだろうか。
- アセットオーナーが変わらない背景として、ステークホルダーの存在が大きい。国内大手アセットオーナーはリスク運用を実施しようとした際、周囲から意義を問われた。アセットオーナーにリスクを取れと言うだけではなく、なぜリスクを取る必要があるのかを理解してもらう必要がある。企業年金の場合は組合からの声も想定されるため、日本全体の金融リテラシーを上げなければアセットオーナーの変革は難しい面もあるだろう。
- 機関投資家が動かないのは、収益が獲得しづらいという判断ではないか。海外投資家の方がリスクマネーの量が多く、運用スタイルも洗練されているため、海外投資家を円社債に呼び込むことが効果的だろう。
- 個人投資家に関しては、昨今の金利上昇とも相乗し、NISA や DC を使いながら販促していく明るい未来が描けていると思っている。一方で、アセットオーナーはなかなか変わろうとしないため、彼らのマインドセットを変えるための何かしらの手を打たなければならない。
- 個人投資家は複数銘柄に分散投資することが望ましいので、投資信託が有用。組成するためには十分な債券がなければ難しいため、国内債と外債を両方組み入れた内外債ファンドのようなものからスタートし、徐々に国内債を増やすことも考えられる。社債管理者不設置基準の券面額の課題がクリアされれば、投資信託の組成が進むだろう。
- 社債の投資信託の余地は出てきている。加えて、投資単位の小口化を考えるべき。証券会社は手間が増えるが、株式では 1 万円単位で購入できることもある。個人向け社債は一般的に 100 万円単位であり、金融機関が発行する劣後債だと 250 万円。この規模では、個人には分散投資の観点でおすすめできない。債券も電子化された以上、小口化の検討の余地はあるのではないかな。
- 債券型の投資信託も NISA の対象になることが重要であると考える。
- ハイイールド債は個人投資家が直接投資するという形ではなく、ファンド経由での投資で個人投資家の裾野を拡大していく形が適切だと考える。
- 日米で社債の保有主体を比較すると、アメリカは年金や保険、投資信託の保有割合が多いが、負債の構成やアペタイトの違いがあるため、ブレイクダウンしたうえで、どのような主体が今後の投資家層になるのかを考えるべき。
- 円債市場への海外投資家の参入はドルやユーロ圏に比べるとまだまだ進んでいない。決済等の制度は徐々に改善されているため、素地は出来上がっている印象。スワップをかける前提で、為替や円債スプレッドの変動具合によっては、海外投資家が参入する見込みは十分にある。

以上