

# 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4回）

## 議事要旨

### ○日時

令和8年3月11日（水）13時00分～15時00分

### ○場所

経済産業省本館 17階 第2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

#### <中間報告書案・ガイドブック案等>

- 2回目以降の起債を検討する企業は、社債発行によって自由に使える長期性の資金を手に入れられるというメリットを強く感じているケースが多い。好事例集によって社債発行のメリットが他の企業にも認識されれば、発行の後押しになるのではないか。
- これまでは企業において社債を発行するほどの資金需要が無く、銀行借りで賄えているというのが根底にあったが、それを受け入れたうえで今後は変わらなければならないということが議論の発射台になっている点は新しく、報告書全体が建設的なトーンになっている。
- 企業に資金ニーズが出てきた際に社債も有力な調達手段となるのであれば、銀行にとっても信用リスクが分散でき、結果として融資余力が創出されると見込まれる。また、資本市場全体が厚みを増すことにも繋がっていくと思われる。
- 世の中で社債に関する議論が高まっていることを認識している経営者は増えている一方、活用の検討まではまだ行われていないため、今回の中間報告書等が担う役割は大きい。
- 事務局資料のうち社債を活用しない理由の部分に、日本の社債市場を広げていくうえで企業側にとってネックになっているポイントが凝縮されている。1件でも良い調達事例が出てそれが横展開されていくと、流れは変わるだろう。
- 企業のCF0や財務責任者・実務担当者に、成長戦略の選択肢の1つとして社債がどれだけ重要かを説明することが重要。CF0や財務戦略を担う方に理解いただけないと、経営者にも社債の意義が理解されない。
- 企業にとっては、必要な時に必要な資金が手元にあることが重要な要素。発行手続きの効率化を検討していること自体をしっかりと周知することが効果的ではないか。
- この取組をどう大きくしていくかが重要。日本証券業協会が長きにわたり議論してきた問題について、経済産業省が取り上げることでカバーする領域が広がったと認識している。この取組をどう他の会議体へバトンタッチしていくのか、もしくはどうフォローアップしていくのかを、中間報告書に組み込んでいただきたい。

- 一般的に、銀行融資であれば約定返済、社債は満期一括償還であるため、表面利率だけでコストを比較できない。こういった点をガイドブックに盛り込んで発行体に認知いただくことが望ましい。
- 発行にコストがかかるため、初回の発行については金利や費用の補助を講じて後押しすることが、マーケット活性化のためには重要ではないか。

### <発行手続きの効率化>

- 起債の短縮化・効率化については日本証券業協会も問題意識を持っており、研究会の取りまとめも踏まえて必要な検討を行っていきたいが、発行の手続きは発行体や案件ごとに適切な期間が異なるため、一律なルールにはなじまない。発行体の起債戦略にもかかわることであり、証券会社だけでは決定できない部分もある。投資家や発行体の意識変容・行動変容も併せてお願いしたい。
- EDINET（金融商品取引法に基づく有価証券報告書等の開示書類に関する電子開示システム）において過去の情報が数年で消えてしまう仕様を改善して利便性を高める、重複している開示書類を整理統合する等、マーケティング期間以外にも打つべき施策はある。細かな論点まで報告書に盛り込む必要はないが、施策自体は検討を深めていただきたい。

### <価格情報インフラの整備>

- マーケットの価格が必ずしも適正であるわけではないが、価格が透明化されることで結果的に発行時のプライシングに寄与することになる。日本証券業協会の社債市場の活性化に関する懇談会の提言は、基本的には全件公開という原則のもと、当初は限られた範囲で公開し、その後段階的に拡大するという趣旨である。
- 日本は価格の公開範囲もタイムラグも諸外国と比べて遅れているため、原則に立ち返って全件翌朝に公表するべきである。そのうえで、マーケットに悪影響を与えるような情報は申請に基づいて例外的に非公開とすることで弊害を抑制することが考えられる。
- 投資家側が価格情報の公表に反対することもあるようだが、公表される金額は「●億円以上」と加工されているため、投資家に大きな影響はないと考えている。
- 理想としては価格情報が全件公表されることが望ましい。日本証券業協会による社債の取引情報の報告発表制度はありがたい。
- 低格付け社債については実勢と離れた価格で投資家が購入している事例もあり、それが公になればマーケットに悪影響を及ぼす可能性がある。流動性が低い中では慎重に進めるべきではないか。
- まずは発表対象を証券会社の購入（投資家の売却）へ拡大していくことが適切ではないか。投資家が売却する際には各証券会社へ広く照会するため、実勢に近い価格で売却できているはずである。
- 投資家にとって流通市場の活性化は、保有している銘柄がいつでも適正価格で売却できるという状態を意味し、それが積極的な購入にもつながるため、段階的な価格情報の公表が進むことを期待。
- 価格情報の開示はトレンドであり、証券会社も異論はない。ただ、開示の範囲を広げていく過程で、投資家サイドから開示を控えてほしいという声が増えていることは事実。現在の日本のマーケットでは、開示範囲が広がるほど、困る投資家も増えることとなり、情報が増えれば流動性が高まるという単純な構造ではない点に留意が必要。日本では社債を扱う投資家も証券会

社も数が少ないため、情報開示と流動性の増加を適切なバランスで進めていかなければならない。

- 社債の取引情報が翌朝9時に開示される今の仕組みを変えるのは、システム面の課題もあるので難しいと思うが、公開範囲は改善の余地がある。
- 日本は満期保有の投資家が多く売却のニーズが少ない。特に低格付けになれば流通量も少なく投資家層も薄いので、個別性が高く、価格情報を開示した際にどの投資家の動きかが分かってしまう。
- セカンダリー市場が活性化して投資家の層が厚くなることが重要。現在は情報が少なく、ミスリードな価格情報を含みがちであるまま全てを公開することは意義が薄いと思っており、マーケットの拡大と並行して検討していくべき。
- 日本証券業協会は全ての社債を公表対象にすることを最終目標として、毎年、取組の定期的な検証を行っている。取引情報公開の一義的な目的は価格の透明性確保によるセカンダリー市場の発展であり、社債の流動性に与える影響を鑑みながら段階的に公表対象を拡大している。
- 流動性の低い証券の情報を公開することで、個別取引が推知されることを恐れて取引を控えたり、不正確な数値により売りが売りを呼ぶといったデメリットも想定される。アセマネだと口座ごとにとり引しているので推知されやすく、価格交渉力に影響を与えてしまうことになりかねない。それが原因で実際に取引を控えるという話も聞いている。
- 海外は数千億円から数兆円規模の社債発行が多く、投資家が多岐にわたるが、日本では50億円から100億円で発行して数者の投資家が購入することもあり、かつ満期保有が多いため、売却すればすぐに売り手が推知されてしまう。また、現在のように株高の環境であれば債券を低価格でも売却し、損をしても株取引で相殺すればよいと考える投資家もいるなか、そうした売買の価格が公表されると、それが市場レートのように見えてしまう。  
海外の社債市場では、投資家に比較銘柄の価格を案内することもある。海外では1日で起債が終わるため投資家も全ての銘柄を比較することができず、証券会社が同様の社債のセカンダリー市場における価格情報をいくつか提示する。これに対し、日本では比較銘柄が無く、統計値は正確性に難があるケースも存在する。日本において短期間で起債をするには価格情報が明らかになっていなければならない、そのために価格情報の拡充は必要。発行体・投資家双方の増加に効いてくるはずである。
- 社債権者の意思結集を迅速化するには、社債の保有者を明らかにしなければならない。投資家が自身が社債権者であることを明らかにしたくないというのはこうした議論と逆行する可能性がある。
- 社債の取引情報の公表対象の拡大は、日本証券業協会がワーキンググループを開いて徐々に取り組みを拡大していただいていると認識している。今後議論される際には、様々な立場の方の御意見を十分に聞きながら検討を進めていただければ。

#### <その他流通市場の活性化に向けた検討>

- 国内債はレポ取引ができないが、レポ取引は証券会社に手持ちの社債がなくとも顧客を満足させられ、証券会社も手数料を稼ぐことができ、流動性にも寄与するもの。一朝一夕ではできないかもしれないが、次の課題として大きな議論にしていきたい。
- レポ取引が可能になれば直ちに活用できるわけではない。1銘柄当たりの発行額が小さい社債を満期保有する投資家が多いことから、買い戻す機会がない。そこが解消されれば、社債の使い勝手が高まるだろう。

- 日本の社債は追加発行（リオープン／タップ）ができない。日本国債のレポ取引が上手くいっているのは、流動性供給入札で過去銘柄の追加発行ができるようになったからではないか。
- レポ取引についても、日本証券業協会でマイルストーンを設定している。特に、エンド（満期）決済の際に社債を調達するのが困難である問題を解決するため、ロール（期限延長）時にエンドと再スタートのネッティング（相殺）ができないか検討したが、証券保管振替機構、証券会社、信託銀行それぞれに相応のコスト負担が生じるため、現在の社債の取引量等に鑑み、各プレイヤーにおいてそこまでのコストをかけてレポ取引を実施するという経営判断には至らなかった経緯がある。
- レポ取引は、貸し手の存在・買戻しの機会といった条件を満たすことでワークするため、その観点から最低でもおよそ 1000 億円以上の社債を対象に行うことが一般的だが、日本では 100 億円規模の社債が多い。
- タップネッティング（ロール時にエンド決済で社債を返却する代わりに、次のレポへそのまま充当）はぜひ進めたいと思っているが、システム変更による関係者のコスト負担が大きい。社債のマーケットが大きくなり収益が伸びると開発へ投資することも考えられる。他方で、マーケットが大きくなるまで対応しないというわけにもいかないため、どこかターゲットを決めて手を打つことが重要だろう。
- 海外と比較して、日本は債券 ETF がほとんど存在しない。発行額が大きくなく流動性が乏しい中でETFの組成は難しいかもしれないが、券面額を切り下げることで投資信託に組み入れられ、上場されて値が付けば遡って各社債にも値が付いていくという経路もあり得るのではないか。
- 金利ある世界になる中、証券各社では社債のファンドやETFが議論されているだろう。ここでは信託コストと販売コストが問題になる。株や不動産は数%のコストを取っても商品として成り立つが、社債は利回りから信託報酬を差し引けば国債よりも低くなるケースもあり、スプレッドが消えてしまう。信託報酬等のコストが低い社債のETFが増えればありがたい。
- ETFはいつでも売却できることが前提であるため、社債の券面が小さくなければ組成が難しい。公募、1000万円程度の券面、社債管理者無しという条件が揃って発行できるのであれば、ETFの組成が進むだろう。将来的には米国の144A債のようにプロ向け私募債市場が発達すれば望ましいが、日本ではまず公募債マーケットにおいて券面額を引き下げ、ETF組成を活性化させることが重要だろう。

#### <社債管理者・コベナンツ等の投資家保護の仕組み>

- ハイイールド債において投資家保護を充実させるためのコベナンツとしては、財務維持コベナンツではなく追加負担制限コベナンツが想定されている。この点は報告書案に賛成であるが、発行体からはなお心配の声が上がるかもしれない。海外債で設けられているような厳密な追加負担制限コベナンツの場合、将来の事業拡張やリスクのある投資が妨げられる可能性がある。そこで意義を持ちうるのが社債権者の意思結集の迅速化である。コベナンツに抵触した場合のみならず、抵触前にアmendメントを得ておく等、前向きな企業行動を行うための意思結集もあり得るという点を報告書へ盛り込むべきではないか。
- 社債権者の意思結集の迅速化は、ウェイブやアmendといったコベナンツを緩める場合のみならず、コベナンツに基づく権利のエンフォースメントを行う場面でも意味を持ちうる。
- コベナンツの柔軟化がコベナンツ付与の促進に繋がるのというのは重要な観点。
- 社債管理補助者を設置する社債においては、基本的に社債権者自身が社債の管理を行うことが制度の大前提であり、社債管理補助者の裁量が限定されることで設置コストを抑えるという政

策判断と認識している。他方で、社債権者自身が自ら債権回収をすることは現実的ではなく、裁量的な判断は社債権者の意思結集により行い、非裁量的な実行は社債管理補助者が代理人のような形で行うという役割分担が、合理的な実務運用だと考えている。会社法 714 条の 4 第 2 項第 4 号では、期限の利益喪失については社債権者集会の決議が必要だと規定しており、これは投資判断に属する意思決定を社債権者集会で実施したうえで、社債管理補助者に実行させるという思想の表れではないか。

- 社債管理者は自ら裁量的な判断をすることが求められるため責任が重く、それを解消するために社債管理補助者の制度が設けられたと理解している。社債権者の意思決定のもとで裁量のない行為をするのが社債管理補助者の役割だというのが実務的な理解である。ただ、この制度がワークするには、原稿の社債権者集会では迅速な意思結集が困難である点が課題であり、その点、意思結集のハードルを下げるための多数決型書面決議が法制審議会で議論されているとの理解。ただ、現行の振替債では、意思結集を図る際に投資家が誰なのかが発行体にとって直ちに分からないという点も課題であり、今後は法制度面のみならず、インフラ面での検討など、より多面的な議論が必要だろう。

以上