

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5回）

議事要旨

○日時

令和8年3月30日（月）15時00分～17時00分

○場所

経済産業省別館2階 238 共用会議室（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・ガイドブック案等による発行体へのアプローチ>

- 業界として中間報告書の周知を実施していきたいが、その際には経産省の協力を頂きたい。
- 研究会の成果をどう周知していくかが重要。今回の報告書の説明会等の周知策を実施するべきだと思っている。広く世間に発表するようなイベントを実施していただきたい。
- 経済産業省が社債市場活性化へ向けた検討を進めていることは、企業経営者も注視している。企業トップへ意義や施策を周知いただきたい。そこから CFO や実務者に情報が伝われば、更に社債市場の裾野が広がる。
- ガイドブックと好事例集を一緒に見てもらうことで、発行体に対して社債発行の意義やノウハウが分かりやすく伝わるだろう。
- 社債投資家と関係を作るために社債を発行するというニーズもある。直ちに社債を発行するニーズが無い場合であっても今後のために投資家との関係を作っておく必要があるという点を強調いただきたい。
- GX 分野やその他の先進的な産業分野を含め、様々な投資案件が生じている。資金ニーズの受け皿として社債市場活性化へ向けた政策を検討いただくことはありがたい。特に、低格付け社債を含めて政策のカバー範囲を配慮いただくと、政策のインパクトがより効果的に表れるのではないかと考えている。
- マーケットの動きを考慮してプライシングを行う発行体と、募残が出てもかまわないというスタンスでプライシングを行う発行体があり、投資家側は発行体の性質を覚えているものなので、注意が必要。大きな金額の起債を成立させるためにはマーケットの信頼が重要。単発の発行なら低スプレッドのみを追求する起債でも上手くいくかもしれないが、継続発行するのであれば態度を変えなければいけない。
- 幅広い発行体へアプローチしていくことが重要。銀行の役割への期待も示されている。銀行は関連法令を遵守することが大前提であるが、本研究会が目指すような社債市場の活性化や広い意味での金融仲介機能の発揮のために、将来どのような制度が最適かという議論がある。現行の制度が将来にわたって最適かどうかという点は継続的に検討いただきたい。

<投資家の裾野拡大・投資環境の整備>

- 機関投資家が債券運用に長けた人材への支援に取り組めていないという点は改善が必要。他方で、機関投資家としてはリスクリターンに見合ったアセットクラスに人材を充実させることも事実。社債市場が活性化すれば、自然と人材を投入・教育していくことになる。
- 機関投資家は資本市場へ資金を供給する役割を担っているため、BBB 格以下も含めた投資について、今後も積極的に取り組んでいきたい。
- 機関投資家への期待は大きい。円建て社債であれば海外投資家にとって為替リスクがあり、本来であれば国内投資家の役割が期待される。実態はリターンが見合わないために国内投資家も参入しないという「鶏と卵」の問題が生じている。スプレッドが適切に設定され、機関投資家が適切に社債を購入できるような環境整備を進めていくことが重要。
- 個人向け社債は個人投資家にとって分かりやすい投資商品となっている。デジタル債も普及途上であり、直近でもセキュリティトークン社債が発行されている。また、完全なセキュリティトークン債ではないものの、デジタルをベースに特典を付ける発行事例もある。こうした事例への言及があれば、社債活用の多様性を表現できるのではないかと。
- 本研究会ではリテール債について詳細に議論する時間が無かったが、最近ではリテール債が多数発行されており、クーポンの一部がポイントで支払われる等の工夫もみられる。
- 投資単位を引き下げていくことが重要。株式と比較して投資単位が大きすぎる。最近の個人向け社債はニーズが大きいため、投資単位の小口化を通じた使いやすさの追求には価値があると考えている。

<社債管理者・コベナンツ等の投資家保護の仕組み>

- 社債と銀行融資ではコベナンツの柔軟性に大きな差異がある。銀行融資では幅広くコベナンツを設定し、抵触が懸念される場合には銀行と相談して柔軟に運用することが想定されている一方、社債は銀行融資ほど柔軟な運用は想定されておらず、契約条件を事後的に再交渉することは難しい。そのため、将来の事業転換の可能性を過度に制約しないよう適切にコベナンツを設計する必要がある。とはいえ、社債は償還期限まで長期間となることから起債後の状況変化でコベナンツが過度な重荷になるケースがあり、そういった場合にはウェイブ・アmendが必要になるという論理構造である。社債権者の意思結集環境の整備の論点が、ウェイブ・アmendありきの議論とならないよう留意いただきたい。
- コベナンツの変更が前提になるような議論には違和感があるため、企業への伝わり方に留意いただきたい。
- 社債権者集会を発行のネックとして捉えている企業関係者も一定数存在する。この課題にアプローチする法制度の整備が進んでいる点をぜひ周知いただきたい。
- 会社法が想定しているのは個人を含めた公募債の世界であるが、実際の社債市場には適格機関投資家の世界、譲渡制限付きの少人数私募の世界があり、それぞれ特性が大きく異なるため、会社法は不十分である。今回、産業競争力強化法の改正案に会社法と金融商品取引法の世界を繋ぐ措置が盛り込まれているが、2つの法律を整理して考えることは将来的な課題である。

<発行手続きの効率化・価格情報インフラの整備>

- 発行手続きの効率化や価格情報の発表範囲の拡大は日本証券業協会の検討事項として期待されていると認識しており、しっかり対応してまいりたい。

- 直近で発行されたセキュリティートークン債は大阪デジタルエクスチェンジで取引されており、基準価格がリアルタイムに変動している。これこそが価格の透明性だろうと感じており、社債の価格透明性を向上するためには、このような取引手法も1つの手段である。

<その他>

- 社債市場の活性化や低格付け社債市場の組成については、長きにわたりその重要性が主張されてきたが、諦めるムードも存在していた。今回、経済産業省を事務局として研究会を開催したことで、発行体へのアプローチを含めて取組が前進したと感じている。金融市場という意味では他の所管官庁もあるだろうし、日本証券業協会もこれまで取り組んできたことがある。引き続き様々な主体が声を上げて取り組んでいくことが重要。
- 経済産業省が今後も旗を振り続けるべきなのかという点は疑問である。金融市場という観点では金融庁、会社法という観点では法務省が所管のはずである。各業界団体も含めて社債市場活性化へ向けた取組を進めていくことが重要。

以上