
証券取引審議会の「社債発行市場の在り方について」の報告書について

証取審・昭61.12.12

証券取引審議会は、61年12月12日、総会を開催し、「社債発行市場の在り方について」の報告書を取りまとめ、宮沢大蔵大臣に提出した。

同審議会では、58年12月20日の総会で、「公社債特別部会」の設置を決定し、同特別部会において、「今後の公社債市場の在り方」について検討を行ってきた。

同特別部会では、59年12月11日に「債券先物市場の創設について」の報告を行ったが、その後、公社債発行市場の問題について検討を行うことを決め、60年5月17日以降18回にわたって審議を行い、61年11月28日の部会で、その審議の結果を「社債発行市場の在り方について」として取りまとめ、総会において報告、了承され、同審議会の意見として提出されたものである。

同報告書は、「第1部 社債発行市場改革の必要性」、「第2部 社債発行市場改革のための方策」、「第3部 ディスクロージャー制度の改善」の3部からなり、第1部において、①資本市場をめぐる内外環境の変化、②社債発行市場の現状と問題点、③社債発行市場改革の視点について述べている。次に、第2部において、①有担保原則、②起債の仕組み、③受託制度、④引受業務、⑤社債の多様化、⑥コマーシャル・ペーパー、⑦私募債、⑧社債発行限度等について、現状と問題点、今後の対応策等を述べたあと、発行市場の裾野の拡大、流通市場の整備について述べている。最後に、第3部において、社債発行市場の改革の一環として、特に手続面で社債発行と密接に関連するディスクロージャー制度について、①制度見直しの必要性、②手続面における簡素化、③開示内容面における充実・改善について具体策を提言している。

同報告書の全文は、次のとおりである。

昭和61年12月12日

大蔵大臣 宮 澤 喜 一 殿

証券取引審議会

会 長 谷 村 裕

当審議会は、我が国社債発行市場の在り方について、別紙のとおり報告書を取りまとめたのでここに提出いたします。

(別紙)

社債発行市場の在り方について

昭和61年12月12日
証券取引審議会

当証券取引審議会は、昭和58年12月20日の審議で公社債特別部会の設置を決定し、同特別部会において今後の公社債市場の在り方について検討を行ってきた。

同特別部会は、昭和59年12月11日に「債券先物市場の創設について」の報告を行ったが、その後公社債発行市場の問題をとりあげることとし、昭和60年5月17日以降18回にわたって審議を行ってきた。今般、その審議の結果が「社債発行市場の在り方について」としてとりまとめられ、総会において報告、了承されたので当審議会の報告書としてここに提出する。

本報告書は、我が国社債発行市場が目指すべき望ましい市場への展望とそこに至るための具体的な方策を提言しており、当審議会としては、この報告書にあるとおり、これらの方策が速やかに実施され、自由で開かれた社債発行市場が実現されることを望むものである。

はじめに

1. 近年、我が国公社債市場は、国債を中心にその規模が飛躍的に拡大するとともに、発行条件の弾力化、市場参加者の多様な動きが急速に進展している。また、我が国市場と海外市場との一体化が進む一

方、我が国の国際的地位の高まりを背景に、我が国資本市場の役割に対する海外の期待も大きくなってきている。

このような状況にあつて、我が国企業による国内市場での社債発行、特に普通社債の発行の低迷が続いており、反面、海外市場での起債が盛んとなっている。これには、内外金利差など種々の要因が指摘されるが、我が国社債市場における制度・慣行がこのような国内での社債発行の制約となっている面も大きい。

2. 当審議会は、昭和59年12月に、公社債流通市場の問題として、債券先物市場の創設に関する報告書を取りまとめたが、その後、昨年5月以降、公社債発行市場の問題について審議を行ってきた。

公社債市場に係る諸問題については、これまで当審議会においてしばしば取り上げられ、その整備・改善のための方策が提言、実施されてきた。そして、今回の審議の過程では、かつて多くの問題を抱えていた国債市場については、近年、種々の整備・改善が進められた結果、その発行・流通市場ともに着実な発展を遂げているが、他方、社債市場についてはなお改革すべき問題点が多いとの認識が持たれるに至った。

こうした観点から、本報告書は、最近における資本市場をめぐる環境の変化を踏まえ、我が国公社債市場の中でなお多くの問題を有している社債発行市場について、今後の在り方を検討したものである。また、社債発行市場の改革の一環として、特に手続面で社債発行と密接に関連するディスク

ロージャー制度についても見直しを行った。

3. 市場原理を基本とし、国内のみならず国際的にみても自由で開かれた社債市場の構築は、国民経済的にも、また、我が国資本市場の国際的な役割の観点からも急がねばならない。

本報告書では、我が国社債発行市場が目指すべき望ましい市場への展望とそこに至るための具体的方策について提言した。我々は、起債関係者の積極的な取組みにより、これらの方策が速やかに実施され、一日も早く自由で開かれた社債発行市場が実現されることを強く望むものである。

第1部 社債発行市場改革の必要性

第1章 資本市場をめぐる内外環境の変化

近年、我が国資本市場をとりまく内外の環境の変化には極めて大きいものがある。

我が国資本市場は、その長い歴史の中において、これまでも幾多の経済情勢の変動を経験し、種々の対応を図ってきた。しかし、今日みられる内外環境の変化は、その国際的な拡がり、影響の大きさ及び速さの点において、従来とは明らかに異なるものである。

1. 内外市場の一体化

- (1) その第一が、内外市場の一体化である。

従来、各国の資本市場はそれぞれに独立し、併存する形で発展してきた。しかし、今日その状況は大きく変化し、世界の金融・資本市場は急速に同質化し、一体化してきている。各国の市場は、情報・通信シス

テムの発達、新たな取引手法の進展等に伴い、独立性を残しながらも相互に有機的な結びつきを強めつつある。その中で、我が国を含む世界の発行者は、自国にとどまらず、世界の市場の中から最も有利な市場を選択して資金を調達するようになってきている。

- (2) この点で、近年、世界の金融・資本市場の中で重要な地位を占めているのがユーロ市場である。ユーロ市場は原則として各国の規制が及ばない自由な市場としてその規模を急速に拡大しており、資金の調達者や運用者のニーズに応え様々な取引手法が開発され、その動向は各国国内市場に大きな影響を及ぼしている。

特に、ユーロ市場における最近の「セキユリタイゼーション（証券化）」の動きは、英国、西ドイツ、フランス等各国国内市場の改革を引き起す要因となり、これらの国においては国内市場の自由化が急速に進められている状況にある。また、米国においては、ユーロ市場の進展を踏まえ、一括登録制度の導入等の制度改革がなされたことは記憶に新しいところである。

- (3) 以上述べたような状況は、我が国資本市場についても基本的に当てはまる。我が国においては、昭和55年12月の外国為替及び外国貿易管理法の改正により資本取引が原則禁止から原則自由へと転換されたのをはじめとして、これまでに金融・資本市場の自由化、円の国際化のために種々の施策が講じられ、内外の資金交流の活発化とともに、国内市場と海外市場との結びつきが急

速に強まっている。

特に、昭和59年5月末の「日米円・ドル委員会」報告書が発表されて以降の動きは急である。例えば、円建外債の発行基準の緩和や外貨建外債の発行のほか、ユーロ円債発行の弾力化等ユーロ円取引の自由化措置などが相次いで実施されているが、中でも非居住者及び居住者によるユーロ円債の発行の急増は、それが、国内市場と直接に競争するだけに我が国市場の在り方に大きな影響を及ぼしている。

また、こうした動きにあわせ、通貨スワップ等の金融取引技術の活用等により、我が国企業は円資金を海外市場でも容易に調達することが可能となってきている。更に、内外の証券会社や金融機関の相互進出が多様な形で進展しており、これが内外市場の一体化を一段と加速させている。

- (4) 加えて、近年、我が国経済の国際的地位の高まりを背景に、各国から我が国金融・資本市場の自由化、円の国際化に対する要請が急速に高まってきており、内外市場の一体化は今後更に進展するものと考えられる。

2. 金融の自由化

- (1) 第二は、金融の自由化の進展である。

我が国経済は、安定成長時代への移行に伴い、資金不足が企業部門では縮小し公共部門では拡大するという構造変化を体験したが、こうした状況の下で、国債の大量発行が継続され、発行残高も急増した。そして、国債の大量発行を円滑ならしめるため、その発行・流通両面において自由化・

弾力化が積極的に進められ、その結果流通市場は飛躍的な拡大を示している。

- (2) こうした公社債市場とりわけ公社債流通市場の拡大は、それ自体自由金利市場の拡大を意味するが、同時にそれは金融・資本市場全体に大きな影響を及ぼし、自由金利の新商品開発競争とあいまって金利の自由化を促進する要因となっている。また、国債消化の促進等の観点から金融機関による公共債の窓口販売やディーリングがそれぞれ昭和58年4月、59年6月に開始され、更に、60年10月には債券先物市場が創設されて急速な拡大を示している。このように、国債の大量発行が一つの要因となって、我が国資本市場の拡大と自由化・弾力化が図られるとともに、金融の自由化が急速に進展している。

3. 企業金融における変化

- (1) 第三は、企業金融における変化である。

かつて、我が国企業は資金調達の大半を金融機関からの借入に依存してきた。しかし、安定成長経済の下での企業の資金需要の低下と金融の緩和基調の持続は、企業の資金調達・運用の在り方に大きな影響を与え、資金調達の効率化と多様化を急速に進展させている。

このような状況において、企業は証券発行による資金調達の割合を高めつつある。特に大企業はここ数年金融機関からの借入シェアを減少させており、中でも新規の長期資金についてはその大半を社債、株式といった形態により資本市場を通じて調達するところとなっている。

なお、こうした企業の資金調達証券化の中で、我が国企業の海外での証券発行がその資金調達手段として定着するに至っており、最近では海外市場からの調達が国内市場からのそれを上回るという状況もみられる。

- (2) また、一方では、産業構造のソフト化・サービス化が進展している。高度成長期において我が国経済を牽引した重化学工業のウェイトが低下する一方で、サービス業等第三次産業や技術集約型産業が大きく成長してきている。このため、資金需要の面でもこうした新たな業種が急速にその割合を高めてきている。

4. 投資者における変化

第四は、投資者における変化である。

金融資産の蓄積等に伴い、個人や企業はその資金運用において金利選好、収益性志向を強めており、保有資産に占める有価証券の割合を高めている。また、機関投資家としての側面が大きい、信託銀行、保険会社、農林関係金融機関等も、その増大する資金の運用対象として有価証券の比率を増大させている。このように、公社債は投資者の資金運用の柱になりつつあり、それに伴い投資者側からの運用対象の多様化等のニーズも高まってきている。

以上のような、我が国資本市場をとりまく内外環境の変化は、我が国の制度・慣行に大きな影響を及ぼすものであり、公社債発行市場についてもこうした環境の変化に対応し、中長期的かつ国民経済的観点からその在り方を見直すことが求められている。

第2章 社債発行市場の現状と問題点

1. 公社債発行市場の現状

- (1) 我が国公社債発行市場の規模（期間1年超・公募ベース）は、この10年間（昭和50年度～60年度）で2.6倍に拡大し、60年度には約27兆円に達している。また、公社債の種類別では国債と金融債の割合が高く、発行総額に占める割合は、昭和60年度ではそれぞれ45.9%、26.7%、次いで、政府保証債・地方債13.0%、転換社債・新株引受権付社債（ワラント債）（以下本章では「転換社債等」という）6.0%、円建外債・外貨建外債5.0%、普通社債3.4%の順となっており、国債をはじめとする公共債と金融債中心の市場になっている。

- (2) これまで多くの問題を抱えていた国債市場については、国債大量発行の継続の下で、その円滑な消化を図る観点から、発行条件の弾力的改訂、発行形態の多様化、公募入札制の導入等発行面の措置のほか、金融機関による引受保有国債の売却制限の緩和や窓口販売、ディーリングの開始等が積極的に図られてきた。これにより自由金利の公開市場である流通市場が施備され、なお引き続き改善の努力は要するものの、昭和52年の当審議会基本問題委員会報告書で指摘された事項の多くについて改善が図られており、順調な発展を遂げている。また、その他の公共債、円建外債、転換社債等の発行も比較的順調である。

- (3) これに対し、国内市場における普通社債の発行は低調で、昭和50年度に1.5兆円で

あった発行量は60年度には0.9兆円にまで減少しており、特に、電力債や日本電信電話株式会社債等を除いた一般企業による発行の減少が減少が著しい状況にある。

一方、この間の企業の資金調達にはむしろ堅調な伸びを示しており、社債形態での資金調達も際立って高い伸びを示している。即ち、この間社債形態での資金調達においては転換社債等の割合が急速に高まっていることのほか、普通社債等について海外市場で発行される割合が急速に高まっている姿がうかがわれる。

2. 普通社債発行市場低迷の要因と活性化の必要性

- (1) このように我が国企業による国内市場での普通社債の発行が低迷し、海外へシフトしている要因としては種々のものが挙げられる。

当審議会においては、この点に関し、内外金利差、通貨の危険分散、為替相場の動向といった市場要因に係るものや企業活動の国際化に伴うものもあるが、そのほかに我が国においては海外に比べ制度・慣行面での制約が多いことを指摘する意見が多く出された。

- (2) 昭和52年の基本問題委員会報告書においても、社債発行における諸問題が指摘され、その改革のための種々の幅広い提言が行われた。しかし、その後、社債発行市場の弾力化は漸次進められてきているものの、有担保原則やいわゆる月末一括起債、幹事持回りといった起債の仕組みなどが存続しており、また、発行条件の弾力化がな

お不十分であるなどの基本的な問題も依然として残されている。

こうした問題が、近年の内外の急速な環境変化の中にあって、国内普通社債市場の低迷をもたらす要因の一つとなっていることは否定し難いところである。

- (3) 国内普通社債市場が低迷している現状に対しては、国内の発行者も投資者も国際的に資金調達・運用を行えるのであるから何ら不自由はない、との考えもありえよう。しかし、国内市場の制約が要因となって起債が海外へシフトしているとすれば、そのような状況は国民経済的にみて不自然な姿であると言わざるを得ない。海外市場の利用には為替リスクの問題が伴う場合があることなどを考えると、国内市場は、発行者や投資者が幅広くまた容易に参加できる安定的な市場として、その果たすべき役割には大きいものがあると言えよう。

更に、近時、我が国企業の資金調達においては、転換社債等の発行が活発であるが、今後、自己資本を充実した企業等が普通社債へ回帰してくることも予想される。このような動きに備えるためにも、普通社債発行市場の整備を早急に行うことが必要である。

- (4) 今日、我が国経済においては、経常収支の大幅な黒字が生じ、国際的に大きな問題となっている。このような我が国経済の状況を踏まえても、我が国が世界有数の資本輸出国であると同時にそのような国の企業が資金調達の大半を海外市場に依存しているという姿は、合理性を欠くものと言わざ

るを得ない。

我が国経済の構造改革の要請には、金融・資本市場の改革も含まれており、本年5月政府によって策定された経済構造調整推進要綱においても、「金融・資本市場の自由化・国際化を一段とおし進めていく必要がある。」と指摘されている。

我が国資本市場を、内外の発行者、投資者にとって、十分魅力ある市場として機能させるようにすることが時代の要請であり、税制面での国際化を含め、制度及び取引面の国際的な調和を図っていくことが必要である。

第3章 社債発行市場改革の視点

我が国社債発行市場の改革を進めるに当たり基本とすべき視点としては、主として、次の三点が挙げられる。

(1) 第一は、国際化の視点である。

近年我が国資本市場をとりまく環境が大きく変化し、我が国経済の国際的地位が大きく向上している中で、GNP世界第2位の経済国として、また世界三大市場の一つとして我が国市場をいかに国際化されたものにするかが重要な課題となる。

このためには、我が国社債発行市場を国際的に競争力を備えた市場とするとともに、市場に対する内外の信頼性を確保することが重要であり、その観点から我が国社債発行市場の制度・慣行を見直し、国際的に通用する取引ルール・取引慣行を確立する必要がある。

(2) 第二は、自由化の視点である。

かつて、基本問題委員会報告書では、公社債市場の望ましい在り方に関して、「不必要な制約を取除き、自由で開かれた市場を形成し、そこでの有効な競争を通じて公社債市場の拡大と深化を図る」べきことが提唱され、公社債市場がその本来の望ましい機能を有効に果たすための条件として、次の点が挙げられた。

- ① 発行者に関する必要な情報等が開示され、これを基に公社債の流通価格や発行条件が相互に競争的に決定されること。
- ② 仲介者の有効かつ公正な競争により、より低廉な取引サービスの価格が決定されること。
- ③ 発行者や投資者の双方のニーズに応じて常に新しい工夫が加えられ多様な債券が発行されること。

こうした考え方は、現時点でも何らの変更を必要としない。社債発行市場が本来の機能を果たすためには、市場原理を尊重し、発行者と投資者のニーズに合った自由で開かれた市場であることが必要である。また、両者のニーズをバランスのとれた形で実現させていくことが重要である。

(3) 第三は、投資者保護の視点である。

国際化、自由化の視点に立って、社債発行市場の改革を進める場合、自己責任原則の考え方を踏まえた上で、投資者保護について十分配慮していく必要があることは言うまでもない。社債市場が公開市場である以上、個人を含む幅広い投資者の参加が予定されるところであり、引き続き、投資者自身の自覚の向上に加え、投資環境の整備

を図る必要がある。

しかし、債券は本来的にデフォルト・リスク（元利払不能などの債務不履行の危険）や価格変動リスクを伴うものであり、投資者保護は債券の価値自体を保証することを意味するものではない。この点で重要なことは、投資者が投資判断を行う上で必要な情報が、正確に、適時に、かつ分り易く提供され、情報不足や不公正な取引により不当な損失を被ることのないようにすることである。投資者保護を優先するあまり、起債に関し過度に厳しい規制等が行われ、その結果、発行者や投資者のニーズに応えられない市場となってはならない。

以上の視点に立ち、我が国社債発行市場を活力ある市場とし、発行者、投資者そして市場仲介者の幅広い参加により、多様な形態の取引が市場原理に基づいた競争的なシステムを通じて行われるよう、金融・資本市場全体の整合性にも配慮しながら、従来の制度・慣行の改革を進めていくことが必要である。

第2部 社債発行市場改革のための方策

第1章 有担保原則の見直し

1. 有担保原則の推移と現状

(1) 第一次世界大戦を契機に我が国経済は急成長を示し、社債の発行が活発に行われたが、その後昭和初期の恐慌時においては、多数の社債が利払不能や償還不能に陥るところとなった。こうした事態を受けて、昭和8年には、関係者間で社債の担保付発行を原則とする考え方、即ち有担保原則の

申し合わせがなされ、更に、昭和12年以降、臨時資金調整法に基づき政府、日本銀行による起債調整が行われる過程で、無担保債は急速に減少した。

こうした有担保原則の考え方は第二次大戦後においても継承され、今日に至るまで、社債発行及び貸付の両面にわたり、我が国の企業金融における基本的な仕組みとして機能してきている。

(2) このように、我が国では長年にわたり有担保原則を基本として社債発行が行われてきたが、昭和40年代後半以降は、転換社債の分野が先行する形をとりつつ、社債全般において、この原則は漸次緩和されてきている。

まず、昭和48年に、転換社債において、留保物件付とはいえ戦後初めて無担保債の発行が行われた。更に、昭和54年には、普通社債及び転換社債について完全無担保債に係る適債基準が策定され、これを受けて、米国企業による無担保普通社債及び国内企業による完全無担保転換社債が発行された。その後無担保債の適債基準は漸次緩和され、特に無担保転換社債は、適格企業の増加や発行条件の弾力化等に伴い、発行件数も増加している。

しかし、転換社債に係る無担保適格企業数は今なお全上場会社の1割程度にとどまっており、また、普通社債の無担保適格企業数も極めて限られたものであり、その発行件数もわずかに過ぎない。

2. 有担保原則をめぐる問題点

(1) 有担保原則はこれまで社債発行において

大きな役割を果たしてきているが、とりわけ高度成長期においては、企業の財務体質の脆弱性を克服する道を開き、円滑な資金供給と債権の保全とを両立させるとともに、経済成長の担い手であった重化学工業に必要な資金供給を行うという時代の要請にも合致していた。更に、適債基準等により社債を発行しうる企業が限定されてきたため、社債のデフォルトが防止され、投資者の社債に対する信頼が維持されたことも事実である。

(2) しかし、社債発行における有担保原則については、従来から、社債の安全性は継続企業としての企業の収益性、成長性等に依存するものであり、担保の有無のみをもって社債発行の適否を判断することは適当でないとの指摘がなされているほか、近年我が国資本市場をめぐる環境の変化に伴い、以下のような観点からもその基本的な在り方が問われるところとなっている。

① 無担保債は、担保付社債に比べ、手続面、費用面のほか機動性の面でも利便性が高く、発行会社は無担保が原則となっている海外市場へシフトする傾向を強めており、それが国内市場の低迷を招く要因の一つとなっているとの意見が多い。

また、このようにして海外市場で発行された無担保債が国内に還流し、我が国の投資者によって取得されているという状況もみられる。

② 円建外債等については、その発行者が本国市場等では無担保による社債発行を旨としていることもあり、一定以上の格付を得

れば担保の有無にかかわらず発行が認められることとなっている。このため、同じように我が国の市場において発行されるものでありながら、円建外債等と国内社債との間で担保についての取扱いが異なるところとなっている。

③ 近年、我が国の産業構造は大きく変化し、サービス業や技術集約型産業等の比重が高まっているが、これらの産業では物的担保が相対的に少ない場合が多い。有担保原則の下では、こうした産業において資本市場を通じた資金調達に制約されることとなる。また、産業構造の変化や技術革新に伴い担保物件の経済価値が急速に下落する事例が見受けられるなど、物的担保の債権保全の面における機能が変化しているとの指摘もある。

④ 更に、近年、企業の財務体質が強化されるに伴い企業の資金調達の多様化が進展しているが、こうした中で、金融機関による貸出においても無担保化が進んでおり、無担保・無保証のいわゆる信用貸出の比率が高まっている。

3. 有担保原則の在り方と今後の対応

(1) 見直しの方向

① 社債発行における投資者保護は、基本的には、投資者に対しその投資判断に必要な情報を適時、適切に開示、提供することをもって図られるべきである。

この観点からは、現在の社債発行の仕組みにおける規制や制約を見直し、社債発行の適否及び発行条件は、発行会社と投資者の判断を基本とする市場原理に委ねること

が適当であると考えられる。

- ② 以上の考え方に基づけば、有担保原則について、その在り方を今後基本的に見直すべきであると考ええる。

具体的には、

- (i) 無担保社債の発行を担保付社債に比べ厳しく制約する従来の考え方を改め、発行会社が両者を自由に選択、発行できることとし、
- (ii) 担保の有無は市場原理の下で発行条件に反映されるにとどまる仕組みの確立を目指すことが望まれる。
- ③ ただし、こうした改革を進めるに当たっては、他方で、投資者の自己責任の徹底とそれに即した投資者保護の充実が必要であり、ディスクロージャー制度、格付制度等において一層の整備が必要とされることも否定できない。

したがって、現状において直ちにこのような仕組みへの移行を図ることには難しい面もあることから、今後とも種々の環境整備を行いつつ、それまでの間の過渡的措置として、無担保債の発行を選択できる企業の範囲を更に一層拡大していくことが適当と考えられる。

なお、言うまでもないが、こうした措置はあくまでも暫定的な性格のものとして考えるべきであり、環境が整備された時点においては、可能な限り早期に無担保適債基準を廃止する等により、新しい仕組みへの移行を図るべきである。

- (2) 今後の対応策

上記の基本的方向の下で、今後の方策を提

言すれば、次のとおりである。

- ① 適債基準の見直し

- (i) 普通社債については、無担保適債基準を更に一層緩和すべきである。また、この場合、格付機関による一定以上の格付を得た企業については、適債基準にかかわらず、無担保債が発行できるようにすることが適当である。

更に、その後、現行の企業規模と財務比率を中心とした画一的な適債基準をできるだけ速やかに格付機関による格付方式へと移行させていくことが望ましい。

- (ii) 転換社債については、株式としての性格も有することを考慮し、無担保適債基準の大幅な緩和と格付の活用を図るとともに、更に、その後できるだけ速やかに無担保適債基準を廃止することが望ましい。

なお、適債基準の内容については、企業の規模に比べ企業の収益性、成長性等に対する評価が低いのではないかとの意見や自己資本比率の制約が厳しいとの指摘があったところであり、その見直しに際しては、こうした点も考慮に入れた対応が望まれる。また、広範な会社において無担保債が発行された場合、有担保を基本としている金融機関貸出との関係をどう調和させるかという問題があるとの指摘があった。

適債基準としては、このような無担保社債に関するもののほか、担保付社債についても設けられているが、この問題については第9章において取り扱う。

- ② 財務制限条項の見直し

- (i) 財務制限条項とは、無担保債の元利払い

の確実性を確保するため、発行会社の財務面に一定の制約を加えるものである。具体的には、担保提供制限、追加的債務負担制限、配当制限等が規定されているが、発行会社が社債発行後にこれらの財務制限条項に違反した場合、当該社債に適当な担保が提供される等の措置がとられないときには、発行会社は債務の期限の利益を喪失することとなる。

- (ii) この財務制限条項については、有担保原則の影響もあり、その内容が厳し過ぎ、更に一律適用になっているとの意見が強い。

財務制限条項は無担保債における投資者保護の手段として重要であり、それが企業活動のある程度制約するのは当然であるが、それによって企業の活動が必要以上に抑制されるようなことがあってはならない。

したがって、今後は、透明性、国際性に十分配慮し、また、発行会社の信用度等に応じたものとする必要がある。

③ 格付制度の充実

- (i) 格付制度は、発行会社の財務内容、収益性、担保の有無、財務制限条項の内容等を総合的に判定し、その結果を簡単な記号で示し、投資者に債券の信用度を分り易く伝達するものである。格付情報は通常、中立性、独立性が確保され、発行会社と利害関係のない格付機関により発表される。

格付制度は米国で発達し、普及しているが、我が国においても、昭和52年の基本問題委員会の報告書の提言を背景として、昭和54年に我が国初の格付機関が設立された

のに続いて、昭和60年4月には新たに2社が設立され、更に海外の格付機関2社が進出するなど格付情報の体制整備が進んでいる。

こうした状況において、転換社債及びワラント債については、その条件決定に当たり、格付機関による格付が考慮されており、また、円建外債や非居住者ユーロ円債についても、発行基準として格付情報が利用されている。

- (ii) 格付は、発行条件の決定や投資者の投資判断の材料として、ディスクロージャー制度とともに大きな役割を果たすものと考えられ、有担保原則の見直しを進めるに当たっては、ディスクロージャー制度の見直しとともに、格付機関による格付の充実とその格付情報の利用の定着を図る必要がある。

具体的には、前述のように、適債基準とあわせて格付機関による格付の利用を図るとともに、普通社債の発行条件の決定に際しても格付を利用していくことや円建外債及び非居住者ユーロ円債と同様に、我が国企業による外債の発行基準として格付の利用を拡大していくことが考えられる。また、機関投資家等による投資判断の材料として格付情報の利用の促進が期待されるほか、開示書類に格付を記載するなどの措置の検討も必要であろう。更に、今後、後述するように一括登録制度を導入した場合に、その利用適格要件として格付を活用していくことも考えられるところである。

なお、格付を速やかに定着させるために

は、こうした措置にあわせ、格付機関が、中立性・独立性を堅持しつつ自らの機能の充実に努め、積極的に実績を積み重ねると同時に、作業面、費用面で発行会社の理解と協力を得るなど格付が十分な役割を果たせるよう配慮していくことが望まれる。

第2章 起債の仕組みの改善

1. 起債の仕組みの現状

(1) 起債会

① 第二次大戦中、我が国社債市場は臨時資金調整法に基づき完全な統制下に置かれていたが、戦後は、昭和24年の「日銀適格担保社債事前審査制度」の発足に伴い「起債懇談会」と「起債打合会」が設けられ、これらの機関により、発行条件、起債銘柄、発行量等の協議が行われた。その後、日本銀行による上記制度が廃止されるとともに、起債懇談会も廃止されたが、起債調整の役割は起債打合会に引き継がれ、昭和50年代の初めまで、量及び質の双方について調整が行われてきた。

② 起債打合会は、昭和42年頃から「起債会」と呼ばれるようになったが、近年その役割は次第に形式化してきている。例えば、現在は、募集を開始する前に発行銘柄や発行額等の事前的確認があるのみであり、量的調整は行われていない。また、転換社債や円建外債等は起債会を通じることなく発行されてきている。

③ しかし、この受託銀行と引受証券会社で構成される起債会が、現在もなお、社債発行の基本的枠組みの策定や具体的な発行銘柄

柄の持寄り・確認の場としての役割を有しており、これが後述のような社債の月末一括起債方式や発行条件の画一的な決定方法等につながり、現在の起債の仕組みの基となっている。

(2) 起債時期と発行条件

① まず、起債時期の面ではいわゆる「一括起債方式」がとられている。これは、起債会において各月の起債銘柄を月一回持ち寄り、全銘柄の募集から払込みまでを原則同時に行う方法である。我が国においては、従来、国債等の発行条件を参考として社債の発行条件が決められてきたことなどの背景もあり、通常、こうした方法がとられてきた。

② また、普通社債の発行条件は、主として電力債の流通実勢に基づき、国債等の発行条件をも勘案して、画一的に決定されている。そして、銘柄間の格差は、発行会社の純資産の額や純資産倍率等の状況と社債年限によって一律に決められている。

これにより、国債、政府保証債・地方債、社債の順で金利が高くなる金利体系が維持され、個々の銘柄等の特性は十分に反映されない結果となっている。

③ なお、転換社債や円建外債等については、株式に準ずるものあるいは発行者が非居住者であるということなどから弾力化が進んでおり、発行時期については各月毎の一括起債方式ではなく、発行者が起債時期を任意に決定している。また、発行条件については、転換社債やワラント債は流通市場実勢を勘案しつつ個々の銘柄の特性を反

映した方式により決定されており、更に、円建外債や外貨建外債においては、市場実勢及び発行者の信用度等を勘案し、発行者と幹事証券会社が協議して決定されている。

2. 起債の仕組みをめぐる問題点

(1) 起債会を中心とする起債の仕組みが、戦後の我が国経済の復興・発展の過程で、社債発行の量的調整や適債基準の策定等を通じて、我が国社債市場の運営において果たしてきた役割を否定するものではない。更に、現行の発行時期や発行条件の決定に係る仕組みについても、発行会社にとっては、月末支払いの慣行に合わせて毎月の起債計画を立てることができ、他方、機関投資家にとっても、事業債への投資を毎月末に合わせて計画することができるといった便利さもあったことは事実であろう。

(2) しかしながら、こうした起債の仕組みについては、第1章及び第9章で取り扱う適債基準に関する問題のほか、次のような問題点が指摘されており、その見直しが求められている。

- ① 現行の一括起債制度が機動的な発行を困難にしており、発行会社が資金の必要な時期に、市場動向等を見極めて随時に起債を行うことを妨げている。
- ② 画一的な条件決定により、金利決定は硬直的となっており、発行会社間での信用力や市場実勢の差が条件設定に十分に反映されていない。
- ③ 我が国の起債の仕組みは全般的に外からみてわかりにくい。

3. 起債の仕組みの在り方と今後の対応策

(1) 見直しの方向

① 社債発行市場を企業の効率的な資金調達のための自由で開かれた市場とするため、基本的には、発行会社が資金の必要な時期に合わせて起債し、あるいは発行条件の最も有利と思われる時期に市場実勢に即して機動的に起債できるようにすべきである。

② このため、従来からのいわゆる月末一括起債方式や画一的な発行条件の決定方法を改める必要がある。

更に、従来から継承されてきた起債会についても、廃止する方向で検討すべきである。

(2) 今後の対応策

① 発行条件の競争的決定

(i) 前述のように、現行の起債の仕組みの下では、発行希望を有する発行会社に対して、引受証券会社から発行条件が画一的に提示される仕組みとなっている。

このような方式の下では、発行条件の設定の点において、我が国社債市場は、発行会社にとって魅力の乏しいものになりかねない。新たに発行される社債の発行条件が、流通市場における需給実勢を反映して個別的・競争的に決まるためには、次に述べる「随時発行方式」の採用とあわせて、引受証券会社の自由な競争の下で発行会社との間での個別交渉を通じ発行時期、発行条件を決定するという、いわゆる「プロポーザル方式」を導入する必要がある。

(ii) この方式は、現在、外債発行等において行われているところであり、これにより発

行会社は、引受証券会社の提示した発行条件等の案に基づき引受証券会社を選択できるようにする。

ただし、同方式の導入については、混乱が生じることがないよう、その定着状況を勘案しつつ段階的に行っていくことが適当と考えられる。

② 発行時期の弾力化

(i) プロポーザル方式の導入にあわせ、現在の月末一括起債方式についてもこれを見直し、発行会社が発行日程を自由に選択できる、いわゆる「随時発行方式」(スポット発行)への移行を図る必要がある。各国市場の起債方式や転換社債、円建外債等の起債方式との関連を考えれば、金利変動が頻繁な今日、社債についてもこうした弾力的かつ機動的な起債方式へと移行すべきである。

(ii) なお、随時発行方式へ移行する場合には、上記の引受方式導入と歩調を合わせて段階的に実施することが適当であると考えられる。

4. その他の問題点

(1) 社債の発行に当たっては、従来から引受証券会社が発行会社の意向等をも勘案しながら、予め金融機関に対し発行額の一定部分を割り当てていわゆる「計画消化」が行われている。これについては、発行条件が低位に抑えられ発行市場が量的に限られていた時期の名残という面もあるが、引受証券会社の引受責任を曖昧にし、また端債の形で割り当てられる場合には流通性の点で問題が生ずるなどの指摘がある。今後、起

債の仕組みの改善が進んで行けばこうした消化の方法は自ずから消滅していく面もあるが、いずれにしてもこうした慣行は解消することが望ましい。

(2) また、このほか、社債発行に係る手数料について、海外市場での状況や国内の他の債券と比べ割高となっているなどの指摘や、受託銀行の設置数等に関する慣行を見直すべきであるとの意見があった。

これらの問題は、本来、基本的には契約当事者間で自主的に決められるべき性格のものであり、各仲介者の役割や内外の他の証券の状況等を踏まえ、有効かつ公正な競争を通じて決定されることが期待される。

第3章 受託制度の在り方

1. 受託制度の現状

(1) 社債発行における引受け及び受託に関する現行制度は、証券取引法、商法及び担保付社債信託法に規定されている。

① 証券取引法は、証券会社と金融機関の機能を明確に分離する建前から、社債発行に関し、社債の引受け及び募集の取扱業務を証券会社の専業とするとともに、証券会社が社債募集の受託会社となることを禁止している。

② 次に、商法及び担保付社債信託法は受託会社について規定している。商法上の受託会社は「募集の受託会社」と呼ばれており、(i)社債の募集に関する業務として、発行会社に代わって社債申込証の作成、社債払込金の徴収等を行うほか、(ii)社債権者のために社債償還を受けるのに必要な裁判上

又は裁判外の行為を行う、(iii)社債の償還を受けた場合にその旨を公告し、社債権者に通知する、(iv)社債権者集会を招集し、集会に出席し、意見の陳述を行う、(v)社債権者集会の決議を執行する、等の行為を行うことになっている。無担保債における受託会社はこの募集の受託会社に当たる。

これに対し、担保付社債信託法上の受託会社は、「担保の受託会社」と呼ばれている。これは総社債権者のために物上担保権を取得し、これを保存し、実行する業務を行うものであり、担保付社債については、その設置が義務づけられている。なお、担保付社債の場合、受託会社は募集の受託会社を兼ねているのが通常である。

このように、法律上の受託会社の業務は、募集の受託に係る募集の際の事務的業務及び社債権者のための社債権の管理業務並びに担保の受託に係る担保権の取得、保存及び実行に関する業務からなっている。

- (2) 受託会社の現行法上の機能は上記のとおりであるが、我が国の社債市場においては、かつて銀行が中心的役割を果たしたこともあり、受託会社（受託銀行）は従前から社債市場全般にわたって幅広く関与している。

即ち、受託会社は、担保付社債及び無担保債に係る適債基準等の策定のほか、起債に際しては償還期間等の決定や財務制限条項の設定等に関与し、また、社債発行を希望する企業には起債に関するアドバイスを行うことがあるなど、起債の仕組みや実際の起債に深く関わっている。

こうした事情の下、今日の我が国社債発行市場においては、担保の有無を問わず全ての社債について受託会社が設置されている。

- (3) このほか、我が国独特の慣行として、社債のデフォルトが生じた場合には、受託会社による社債の買取りが行われてきた。戦後主な社債のデフォルト例は11件を数えるが、そのうちほぼすべてについて受託会社が買取りを行っている。これらはすべて担保付社債であり、受託会社は買い取った後自らが社債権者として権利行使を行っている。受託会社には法制上買い取る義務はないが、社債権者集会の招集等が実務上困難な面もあり、このような取扱いが行われてきたものである。

2. 受託制度の基本的在り方

(1) 受託会社の機能

① 我が国社債市場において、受託会社はこれまで大きな役割を果たしてきており、今日に至るまで引受証券会社と並んで、いわば車の両輪として、我が国社債市場の運営に当たってきた。特に、受託会社は社債権者保護の点で重要な機能を担ってきており、その活動を通じて社債市場に対する投資者の信頼の向上に貢献してきたことは事実である。

② しかし、他方では、受託会社が起債の仕組みに幅広く関与している状況に対し、(i) 受託会社と引受証券会社間の役割と責任の分担を曖昧なものとし、我が国の仕組みを外から見てもわかりにくいものとしている、そして(ii)このような受託会社の幅広い機能

に基づき、これらの業務に係る手数料が欧米に比べ高く、国内での社債発行コストを高める要因の一つとなっている、との指摘も高まっている。

我が国の現在の仕組みには歴史的な沿革もあり、諸外国の状況と単純に比較することはできないが、内外市場の一体化が進み我が国市場の国際化が求められている今日、こうした意見を踏まえ、受託会社と引受証券会社のそれぞれの機能の在り方を明確にしていくことが重要になってきていると考えられる。

- ③ もちろん、その場合においても、社債権者保護の考え方を踏まえた対応が求められることは言うまでもない。社債は広範な投資者の手に渡るものであり、また、その償還までの期間が通常長期にわたりその間発行会社の状況も種々変化することがあり得る。したがって、社債権、担保権をいかに適切に管理するかは、社債権者保護の重要な課題であり、こうした点で、受託会社が果たすべき機能は大きい。

一方、これに対し、社債発行時における発行額、発行条件の決定等社債権の管理とは基本的に次元を異にするものについては、近年格付機関の設立等種々の環境整備が進む中で、市場原理に基づき、発行会社と引受証券会社間において決定していくことが望ましい方向であろう。

こうした考え方の下で、受託会社と引受証券会社の機能の明確化を図り、起債関係者がそれぞれ分担された役割に沿って社債発行を効率的かつ機動的に行っていくこと

が、我が国社債発行市場を自由で開かれたものへと改めていく上で重要な課題であると考えられる。

(2) 無担保債における受託の在り方

- ① 担保付社債については、担保権管理の要請から担保付社債信託法に基づき受託会社の設置が義務づけられている。

これに対し、無担保債については法律上その設置は義務づけられていない。

このことに関連して、公募の無担保債における社債権の管理の徹底を期す観点から、担保の有無にかかわらず受託会社の設置を法律で義務づけるべきであるとの意見がある。

- ② しかし、これに対しては、以下のような問題点が指摘されている。

(i) 我が国独特の受託制度の下で受託会社が起債の仕組みに幅広く関与している現状においては、受託会社の設置の義務づけは、効率的かつ機動的な社債市場の確立を図っていく上で問題があり、我が国市場の国際化の動きにそぐわない面がある。

(ii) 受託会社の有無が市場原理の下で発行条件に反映され、投資者がこれを踏まえて投資判断を行うシステムも自由化の一つの方向として考えられるところであり、その点で受託会社の設置を義務づけることには問題がある。

- ③ 言うまでもなく、社債権者保護を図ることは重要である。しかし、そのために社債発行が過度に制約され、また、コストが必要以上に高まることがあってはならない。

要は最も効率的に社債権者保護を図りう

るシステムを構築することが肝要である。

その点で、無担保債についても社債権の管理、特に償還不能時等における社債権者保護の重要性は否定できないが、仮にそのために何らかの機関の設置を法律上義務づけるとするならば、その役割に見合う限定された機能を有する機関であることが前提として求められるものと考えられる。

- ④ 以上の観点から、この問題については、前述したような受託会社の機能の在り方をめぐる問題も十分に踏まえた上で慎重な対応が望まれるところであり、現状において、受託会社の設置を法律上義務づけることは適当とは言い難い。

受託制度に関する問題は、社債権者集会制度の在り方等も含め、今後、更に広範な観点からの検討が必要であるが、その場合には、上記の考え方も十分踏まえた対応が望まれる。

第4章 引受業務の在り方

1. 引受けの現状と問題点

(1) 引受業務における競争

- ① 引受証券会社は、発行会社のニーズや市場の状況等を考慮して、発行会社との間で発行条件等を決定するとともに、社債の募集の取扱いや残額が生じた場合の引受けを行い、これにより社債の成立を確保する役割と責任を負うものである。

我が国企業が国内で普通社債を発行する場合には、通常10数社から20社程度の引受免許を受けた証券会社で引受シンジケート団（引受シ団）を組織し、共同して引受を

行っている。このうち、幹事となる証券会社は、引受シ団の代表として、発行会社との間で引受並びに募集取扱契約を締結し、受託会社とも連絡をとりながら社債発行に当たっている。

- ② こうした引受業務については、従来から以下のような問題点が指摘されている。

(i) 引受業務が實際上大手証券会社に集中している。ほとんどの普通社債について、大手証券会社のいずれかが幹事証券会社となっており、引受総額に占める大手証券会社の比率は、近年低下をみているものの、昭和60年で約7割と依然として高い水準にある。

(ii) 幹事証券会社の決定は発行会社によって行われるが、その場合、普通社債については、通常大手証券会社間において幹事の持回りが行われている。

- ③ こうした引受業務の集中化傾向については、既に昭和52年の基本問題委員会報告書においても問題点の指摘が行われたところである。その後、外国証券会社を含めいわゆる総合証券会社が大幅に増加（昭和50年12社、現在46社）する一方、転換社債等の発行に際し大手以外の証券会社が主幹事となる事例も増加しているものの、普通社債については今なお基本的な状況において変化はみられない。

実際上引受証券会社間の競争には激しいものがあり、こうした状況は、競争の結果として表れている面もあることは否定し難いところである。しかし、今後社債市場が一層拡大し自由化が進展していく中で、有効

かつ公正な競争を確保していくことが重要であり、この観点から引受けにおける競争の在り方について見直しを行っていく必要がある。

- ④ このような点からみても、幹事の持回りには問題が多い。転換社債については幹事の持回りは行われておらず、円建外債についても世界銀行、アジア開発銀行等の国際機関債を除き同様である。これに対し、普通社債については今なおこうした幹事の持回りがみられる。

普通社債における幹事証券会社の決定はあくまでも発行会社が行っており、大手証券会社の間では幹事の持回る頻度等をめぐり激しい競争が行われているが、現在のような幹事持回りが、大手以外の証券会社の幹事への参加を実際上難しくしている面があることは事実である。また、幹事持回りは引受証券会社の引受責任を不明確にしがちな面も有しているとの指摘もある。本来社債の発行に当たっては、各銘柄ごと、発行の都度、発行条件の設定等をめぐる競争が行われるべきであり、そうした競争を通じて、大手以外の証券会社の幹事への参加を容易にするとともに、引受責任の明確化を図っていくようにすべきである。

(2) 引受能力及び引受機能の状況

- ① 証券会社の引受能力、引受機能の向上には、第一に、引受審査面の充実を図ることにより、発行会社の信用度、市場実勢及び企業格差等を的確に把握し、発行条件に反映させること、第二に、確実に引受けをするための資金力、販売力を拡充すること、

第三に、発行会社や投資者に対する正確かつ適切な情報の提供、アフター・マーケットへの配慮などを十分に行えるようにすること等が含まれよう。

実際、近年、引受証券会社においては引受部門の人員の増大、引受審査部門の社内機構における独立などが着実に行われ、また自らの資金調達力の拡充も図られていることは事実である。

また、当審議会の審議の過程で、昭和61年9月から、一部の事業債について、幹事証券会社等によるマーケット・メイクが開始されたが、これは引受機能の充実、引受責任の遂行という観点から望ましいことである。

- ② しかし、こうしたことは、主として大手証券会社について言えることであって、その他の証券会社については、その引受能力は着実に向上しているが、未だ必ずしも十分とは言い難いのが実情である。したがって、大手以外の証券会社が幹事として引受業務に参加するためにも、その引受能力、引受機能の強化について特に一層の努力を傾注する必要がある。

2. 引受業務の在り方と今後の対応

(1) 幹事持回りの解消

- ① 普通社債における幹事の持回りは引受競争の在り方及び引受証券会社の引受責任の両面からみて問題があり、今後これを見直していくことが望まれる。

ただし、このように幹事が持回りとなっている背景には、幹事会社がどの証券会社であっても提示条件が画一的であり、発行

会社にとって幹事証券会社を選択するメリットが乏しいという事情がある。

したがって、幹事持回りの見直しのためには現在の起債の仕組みを改めていくことが最も重要であり、今後、普通社債の発行において随時発行方式への転換を図ることや、発行条件の決定において現在の画一的な方式から発行会社と証券会社が個別的・競争的に交渉を行うプロポーザル方式等への移行を促進することによって、幹事持回りの解消を図り、競争条件の整備を進めていく必要がある。

- ② これにより、引受競争が更に促進され、発行会社は提示される発行条件等を比較して幹事証券会社を選択することができるようになり、その結果、外国証券会社を含め、大手以外の証券会社が幹事として参入することもより可能となろう。また、このような競争原理の導入によって発行形態等の多様化も促進されることになろう。

(2) 引受能力、引受機能の充実等

- ① 無担保債の増加、発行会社の範囲の拡大等に伴い引受証券会社の責任は一層重要になる。厳正な引受銘柄の選別、適正な発行条件の設定等のため、引受証券会社における引受機能の一層の充実、引受責任の一層の明確化が図られなければならない。

特に、起債の仕組みにおける自由化の進展やディスクロージャー制度における一括登録制度の導入によって、引受業務の在り方は大きく変化することが予想されるところであり、引受証券会社としては従来にも増して、引受審査の充実、投資者のニーズ

に適合した商品開発、市場実勢や企業格差の的確な把握と発行条件への反映等に努めることが求められる。

- ② また、引受幹事証券会社等によるマーケット・メイク制度を更に充実することなどにより引受責任の一層の明確化を図る必要がある。

なお、こうした引受機能の在り方に関連し、引受証券会社は、引受機能の充実を図りつつも、一方では、引受審査に際しての発行会社の事務負担の軽減についても十分配慮していくことが望まれる。

第5章 社債の多様化の推進

1. 海外市場の動向

- (1) 近年、ユーロ市場や米国市場等においては、相次いで新しい形態の証券が登場している。

特に、ユーロ市場では、貸出形態の与信が急激に減少し、それと裏腹に社債発行が急増しているが、その先導役を果たしているのが新商品の開発である。債券の償還期間の面では短期商品から30年、40年といった超長期のものまで発行されており、通貨別の種類も多様化するとともに、元本償還と利払いを異種通貨で行うデュアル・カレンダー債や金利や通貨のスワップにより実質的に低いコストで資金調達を行うスワップ債が大きな比重を占めるようになっていく。

また、金利変動リスク回避の観点等から変動利付債が活発に発行されているほか、ディープ・ディスカウント債、ゼロ・ク

ポン債等多様な種類の債券が発行されている。更に、CP(コマーシャル・ペーパー)は米国において発展し、欧州では普及してはなかったが、最近ではユーロCPの発行が急増している。

- (2) 米国市場においては、CPやMTN(ミディアム・ターム・ノート)のような中短期商品から、超長期の社債まで多様な発行が行われており、また、ディープ・ディスカウント債、ゼロ・クーポン債、変動利付債、米国企業による外貨建債も発行されている。

更に、米国以外の各国市場においても、ユーロ市場における金融革新の影響を強く受けるようになってきており、ユーロ市場の状況に対応して、近年、商品の多様化が進められている。例えば、西ドイツ市場においては、昨年5月の資本市場自由化措置により、変動利付債、ゼロ・クーポン債、デュアル・カレンシー債、スワップ債の発行が解禁された。また、オランダ市場においても、本年1月の資本市場自由化措置により、変動利付債、CP等の新商品の発行が解禁された。

2. 我が国における社債多様化の現状と今後の対応策

(1) 償還期間の多様化

我が国においては、普通社債の償還期間は従来7年、10年の2種類に限定されていたが、昭和52年に12年債が導入されて以来その多様化が進み、今日では6、7、10、12、15年の5種類の発行が可能となった。しかし、このうち12、15年債については、発行会社が

限定されており、また、これら以外の償還期間については発行が行われていない。現在、世界の主要資本市場の中で社債の償還期間がこのように限定されているのは、我が国市場のみである。

発行会社にとって、その資金需要形態は、設備投資計画や運転資金状況等により異なり、また、社債発行時の金利状況等金融環境も常に変動しているため、現在のような限定的な償還期間では資金調達ニーズを必ずしも十分に満たし得ない。一方、投資者においても、金融環境が急速に変動する中、投資対象として短期から超長期までの社債が存在していることが望ましい。したがって、今後は、基本的には、発行会社が自己の資金需要、金融環境、投資者のニーズ等を踏まえ、社債の償還期間を自由に選択できるようにすべきである。

こうした観点から、これまで発行されていない15年超の社債の発行を含め、10年超の長期債についてはその発行を自由にすべきである。また、中短期債については、金融市場に与える影響にも配慮し、当面4年以上のものについてその導入を検討していくことが適当である。

なお、こうした償還期間の多様化を進めるに際しては、これにあわせ金利変動リスクの回避等の観点から、変動利付債についても、金融市場に与える影響にも配慮しつつ、その導入を検討していくべきである。

(2) 償還方法の多様化

償還方法については、昭和60年10月より普通社債の10年債及び12年債、また、本年5月

に15年債について、従来の定時償還制度に加え満期一括償還の選択が可能となった。しかし、償還期間が10年以上の社債については満期一括償還を選択できる企業が限られていること、定時償還の償還率が画一的であることなどの問題が残っている。

定時償還は、元本償還の確実性を確保するなどの観点から長らく定着してきたものであるが、本来社債の償還方法は発行会社が投資者のニーズを踏まえつつ選択すべきものであり、また、満期一括償還については、投資採算確定の観点から発行会社のみならず投資者側のニーズも大きい。

そこで今後は、償還期間にかかわらず、定時償還と満期一括償還を自由に選択しうるものとし、また定時償還の方法も弾力化すべきである。

(3) その他社債の種類多様化

我が国においては、昭和56年に新株引受権付社債が創設され、更に昭和60年12月に国内で分離型の新株引受権付社債の発行が始められたことにより、普通社債、転換社債、新株引受権付社債の三本体制が整った。また、昭和60年8月、国内市場において、外貨建外債の発行が開始され、当初ドル建債のみであったが、その後発行通貨も多様化している。

しかし、前述したようにユーロ市場等においては多様な形態の社債が開発され、利用されているところであり、我が国においても他の市場の自由化の進展状況等を踏まえ、発行会社及び投資者のニーズに沿った社債の多様化を今後より一層進めていくことが望まれる。

第6章 コマーシャル・ペーパーについて

1. CPの現状

(1) CP（コマーシャル・ペーパー）は、事業法人やファイナンス・カンパニー等が短期の資金調達のために発行するものであり、米国においては古くから利用され、1970年代以降大企業の短期資金調達手段として重要な地位を占めるに至っている。米国以外では、カナダのほか、近年の国際的な金融の自由化、証券化の中で、ユーロ市場、フランス、英国、オランダ、韓国等において発行されている。

我が国においては、現在、本邦企業の海外現地法人以外の海外企業が発行したCPの国内持ち込みは認められているものの、国内での発行は行われていない。

(2) こうした現状において、当審議会における審議では、CPについて、短期の資金調達・運用手段としての有用性等を積極的に評価し、その国内導入を図るべきとする意見が出される一方、我が国金融制度に及ぼす影響の大きさからみてなお慎重な検討が必要との考え方もあった。

2. CPに関する今後の対応

金融・資本市場の自由化、国際化の進展に伴い発行会社を中心に早期にCPの導入を図るべきとする意見が高まってきており、また国際的にも主要な市場においてCPが導入されている状況の下で、企業の資金調達手段の多様化、短期資金市場の整備、投資者の運用手段の多様化を図る等の観点から、この問題は今後検討すべき課題であると考えられる。

当審議会においてはこの問題について十分

な検討を行う時間がなかったが、上記の諸点を考慮し、CPの基本的性格、取扱業務、ディスクロージャー等を含め、CPをめぐる諸問題について、今後検討が進められていくことが望ましいと考える。

第7章 私募債の位置付け

1. 私募債市場の現状

- (1) 私募債は、証券取引法第2条第3項に規定されている「募集」行為に該当しない形で発行される債券であるため、証券取引法第4条（募集又は売上の届出）等に基づくディスクロージャーの義務は課されていない。したがって、私募債をディスクロージャー義務のある公募債から明確に区分し証券取引法の趣旨を確保する観点から、私募債には、その発行に際し、(i)勧誘対象者が少数であること、(ii)勧誘対象は機関投資家であること、(iii)転売に関して一定の制限が課せられること、などの条件が付されている。
- (2) 私募債については、このような公募債との区分に基づく制約のほか、公募債市場の育成を優先する観点から、従来より、制限的な取扱いがなされてきている。例えば、私募債に関する発行ロットを規制するとともに、一度公募債を発行した発行会社は私募債を発行しないといった運用が行われている。
- (3) このため、私募債市場は、専ら公募債の発行基準に達しない場合における企業の資金調達の場合として用いられてきたに過ぎず、その発行ロットも、大きくて10億円程

度、平均的には2～3億円と小さく、市場規模も極めて限られたものであった。

しかし、近年企業の資金調達の多様化が進む中で、企業の私募債発行のニーズも高まってきており、私募債発行は金額、件数とも増加している。

2. 私募債市場の在り方と今後の対応

(1) 私募債をめぐる論議

こうした私募債市場の現状に対しては、私募債発行の自由化を推進し、発行者や投資者が社債の発行又は購入を、公募によるか私募によるかを問わず、より自由に選択できるようにすべきであるとの意見がある。これは、私募による発行の方が手続面で簡便であり、条件決定も柔軟で機動性・効率性に富むということから、公募債と並ぶ企業の資金調達手段として一層活用されてもよいのではないかというものである。

しかし、こうした考え方に対し、我が国社債市場の当面の課題としては公募債市場の育成が先決であり、公募債市場に未だ改善すべき点が数多く残されている現状では私募債市場の自由化は時期尚早である、との指摘もある。

(2) 今後の対応

このように私募債市場については、その取扱いをめぐる種々の意見があるが、今後の対応に当たっては、以下の点をも踏まえた上で、我が国社債市場の一層の活性化に資する観点から、前向きにその自由化を検討することが望まれる。

- ① 私募債と公募債の区分に基づく規制は、証券取引法上のディスクロージャー制度を

堅持し投資者保護を徹底する趣旨に基づくものであり、これをゆるがせにすることはできない。したがって、私募債の勧誘や転売に関する前述の制限は最小限不可欠の要請として、今後とも維持されるべきものである。

- ② 公募債市場育成との関係については、公募債市場と私募債市場が調和のとれた形で発展していくことが基本的に重要であると考えられる。公募債市場には改善されるべき点が多く残されており、今後とも種々の取り組みが必要である。したがって、本報告書の提言に基づく公募債市場の自由化の進展状況を踏まえつつ、それとの調和の中で、私募債市場の自由化が進められ、公募債・私募債がそれぞれの特色に応じ発展を遂げていくことが望ましい。

第8章 社債発行限度の見直し

1. 社債発行限度規制の現状と問題点

- (1) 商法第297条は、株式会社の発行する社債の総額に上限を設けており、資本及び準備金の総額又は純資産額のいずれか少ない方を超えて社債を発行することを禁止している。この規定に関しては、昭和52年に特例措置として社債発行限度暫定措置法が制定され、これにより、担保付社債、転換社債、外国において募集する社債の3種類については、当分の間、商法限度額の2倍まで発行することが認められ、今日に至っている。
- (2) こうした社債発行限度規制については、従来から、(i)社債以外の借入れや債務の保

証は法律上社債発行限度規制と全く無関係に自由に行いうることや社債の償還能力を当該発行会社の財産的価値のみを基礎として判定する考え方となっていることなど、投資者保護の点で実効性に欠ける面があるほか、(ii)企業の円滑な資金調達の上で制約となっており、世界的に資本市場の一体化が進みつつある今日、我が国企業のみがこのような制約を課されることは国際競争力の確保という見地からも適当ではない、などの問題点が指摘されており、このような規制はできる限り早期に撤廃されるべきであるとの意見がある。

- (3) また、暫定措置法においては、それぞれの社債の特性に着目して、その対象となる社債の種類が限定されているが、こうした取扱いについても、以下のような指摘がある。

- ① 暫定措置法制定当時とは異なり、今日無担保債発行のニーズが高まっており、かつ、無担保債に関する投資者保護についても、格付機関や財務制限条項の整備等種々の条件整備が進んでいる。このため、無担保債を対象に加えるべきである。
- ② ワラント債については、商法の規定が整備されたのが昭和56年であり、暫定措置法制定当時は存在しなかったものであるが、現在その市場は急速に拡大しており、これも対象に加えるべきである。
- ③ 無担保債の適債基準の緩和、分離型ワラント債の解禁等の措置が講じられても、現行商法の社債発行限度の規制の下では無担保債やワラント債の国内での発行が困難な

ため、暫定措置法の対象となっている外債として海外市場で発行される例がみられる。そして、このような形で外国で発行された債券の多くが国内に還流し、国内投資者によって取得される状態が生じている。

- (4) なお、これに対し、社債発行限度規制の大幅な緩和や撤廃は、社債法全体の見直しの中で検討すべきとの指摘もあった。

2. 社債発行限度の今後の在り方

(1) 現行の社債発行限度規制については、従来から、投資者保護のための実効性、企業の資金調達への円滑化等の観点から種々の問題点が指摘されているところであり、また、この規制が目的とする社債権者保護は、本来的には一律的な規制ではなく、ディスクロージャー制度、格付制度、財務制限条項等の整備によってこれを図ることが適当であることから、社債発行限度規制はできる限り早期に撤廃することが望まれる。

(2) なお、直ちに撤廃することが困難な場合においても、既に多くの企業において社債発行枠が逼迫している現状に鑑み、このような状況を解消させるための措置を講ずることが強く求められるところである。

その点で、本年5月に公表された「商法・有限会社法改正試案」において、商法による発行限度を現行の規定である「当該企業の資本と準備金との総額または純資産額のいずれか低い額」から、一律に「純資産額」に改め、暫定措置法によりその2倍まで限度枠を拡大する考え方が示されたことは、極めて意義のあることであり、その速

やかな実現が期待される。

ただし、この場合においても、無担保債をとりまく環境が変化し、社債の多様化が進展している状況からみて、暫定措置法の対象とされている社債の種類を現在のように担保付社債、転換社債、外債に限定することなく、すべての社債について暫定措置法が適用されるような措置をあわせ講じていくことが適当と考えられる。

第9章 発行市場の裾野の拡大

1. 中堅企業の社債発行の現状と問題点

(1) 現在、我が国企業による国内での公募債の発行は、普通社債、転換社債ともに、上場企業のうち純資産額等に関する適債基準を満たしている企業に限定されている。このため、上場企業でも適債基準を満たさない企業や未上場企業については、公募債による資金調達の途は閉ざされている。

しかし、これらの中堅企業の中には、成長性のある優良企業が数多く含まれている。今日のように資金調達の多様化が進み、企業が多様な調達手段を活用する時代においては、これら中堅企業にとって有力な調達手段の一つである公募債発行の途が閉ざされていることは適当とは言いがたい。また、こうした企業の中には、国内で社債が発行できないため、海外で発行を行っている例もみられるが、こうした状況は国内市場活性化の見地からみても問題のあるところである。

(2) 公募社債が本来個人を含む幅広い投資者によって取得される性格のものである以

上、投資者保護について十分配慮する必要があることは言うまでもないが、少なくとも担保付社債については、これら中堅企業による発行を全てにわたって排除すべき理由は乏しい。また、未上場であっても有価証券報告書を提出している企業や店頭登録企業については、企業内容は上場企業と同様広く一般に開示されているわけであり、上場していないということのみをもって公募債発行の途を閉ざすことは適当ではない。

2. 社債発行の裾野拡大の方向と今後の対応策

- (1) 社債市場の基本的な在り方からいえば、できるだけ多くの企業が市場に参加しうるようにしていくことが重要である。その点では、すべての企業について社債発行の機会が与えられた上で、市場原理に基づき適債性があると判断されるならば、公募債の発行が行われるような仕組みを目指していくことが望ましい。

ただし、そのためには、格付制度等投資者保護のための環境整備を進めるとともに、投資者の自己責任原則の徹底が図られる必要があり、我が国の現状では直ちにこのような仕組みへの全面的移行を図り難いことも確かである。

したがって、当面は、投資者保護に留意しつつ、できる限り中堅企業に対しても広く公募債の発行を可能ならしめる観点から、適債基準の見直しを進め、その後できるだけ速やかに廃止する必要がある。

- (2) 具体的には、まず、上場企業について

は、少なくとも担保付普通社債及び担保付転換社債の発行が原則として可能となるようにすべきである。

また、未上場であっても企業内容を一般に開示している優良企業については、上場会社に準じて適債性を判断し、普通社債発行の途を開くべきである。

更に、店頭登録会社については、昭和58年6月の当審議会報告を受けて公募増資の途が開かれたところであるが、転換社債の発行の途を開くことも検討すべきである。

- (3) 以上のほか、成長過程にある中堅企業にとっては、必要とする資金の額に比べ自己資本や純資産額が十分でない場合が多いため、1回の社債発行で商法上の社債発行限度を超える場合がある。このように社債発行限度の問題は、中堅企業にとって社債発行上の大きな障害となっており、社債発行市場の裾野を拡大する観点からも早期の撤廃が望まれる。

なお、仮に社債発行限度の問題が解決されたとしても、中堅企業にとって所要資金に見合うだけの担保の設定が可能か否かの問題もある。収益性、成長性はありながら担保物件に乏しい優良な中堅企業に対し、無担保普通社債の発行の途を拡大していくことが適当であることは先に述べたとおりである。

第10章 流通市場の整備

1. 流通市場の現状と問題点

- (1) 国内市場において普通社債の発行が不振である原因の1つとして、流通市場との関

連が挙げられる。

我が国の公社債流通市場の規模は、世界でもニューヨーク市場に次ぐ規模になっているが、その内容をみると、売買高の90%以上が国債の取引であり、その他の債券、特に普通社債の売買高は極めて少なく、昭和60年の売買高は全公社債売買高の0.3%にすぎない。そして、その売買の絶対額は減少傾向にある。

(2) 近年、投資者において積極的な運用を志向する傾向が強まっているが、このように国債に取引が集中しているのは、国債が流動性の面で優れていることも大きな要因と考えられ、他方、その他の債券、特に普通社債が不振である背景としては、元来発行残高も約10兆円と少ない上に、発行ロット、抽選償還制度、社債登録制度等との関連で流動性に欠け、また、市場実勢を的確に反映する価格情報の開示等の点で問題があるなど流通面での整備が不十分であることが指摘されている。

(3) 流通市場が未発達であれば、社債発行時に条件決定の参考として信頼すべき市場実勢がなく、機動的な発行に支障をきたすという状況が生じる。また、流通市場が未発達であれば、新発債の保有者は、自由かつ機動的に社債を売却する点でも制約を受けることになり、ひいては新発債への投資を手控えることになる。

このように、流通市場と発行市場は車の両輪としての関係にあり、発行市場が円滑に機能するためには、受け皿として厚みと広がりを持った流通市場を整備することが

重要な課題である。特に、今後、個別的・競争的に社債の発行条件を決定していくためには、何よりも流通市場での実勢価格を信頼できるものにする必要がある。

2. 流通市場の在り方と今後の対応策

上記のとおり、普通社債発行市場の活性化のためには、その流通市場の整備が不可欠であるが、そのため、今後次のような措置を講じることが適当である。

- ① 基本的には、発行残高がある程度以上の水準にならなければ流通市場の機能も限られたものとならざるを得ない。したがって、何よりもまず、企業が社債を発行しやすい基盤の整備が必要である。
- ② 第二に、一回当りの発行額（ロット）を増額する必要がある。例えば、大手機関投資家では10億円程度が取引単位と言われており、この点で1回当り発行額の大型化や同一条件の債券の統合等の工夫が図られる必要がある。
- ③ 第三に、いわゆる計画消化における端債の存在が挙げられる。社債の流通性を確保する観点からも、前述のように、このような消化方法は解消されることが望ましい。
- ④ 第四に、流通市場における価格情報の開示について一層の充実を図る必要がある。現在の店頭気配発表制度について、市場実勢をよりの確に反映した気配内容となるよう、発表のタイミング、発表銘柄の選定等についてなお検討を行う必要があるほか、証券会社が実需に基づいた気配を発表し、気配に対する信頼を確保していく必要がある。

この観点から、本年6月に、円建外債について、買取責任を伴う気配値を継続的に発表するとともに取引に応ずるマーケット・メイクが開始され、また、一部の国内普通社債についても、去る9月から円建外債と同様の制度が導入された。更に、本年10月からは、気配の発表については、より迅速な価格情報の開示が行われるようになっている。こうした措置は極めて時宜を得たものであり、引き続き対象銘柄及び参加証券会社の拡大等を進めていくことが望まれる。

- ⑤ 第五に、受渡・決済制度、特に、社債登録制度の改善である。

そもそも社債登録制度は、債券の静的安全性を確保することを狙いとして制定された制度であり、流動性の付与に重きを置いたものではないが、現行制度の下で名義移転に要する期間が長期にわたる例がみられ、また、本券と登録債の互換性が十分でないなどの問題があり、頻繁な売買に対応できないケースもみられる。

したがって、社債登録制度についても、流通性の向上の見地からこのような問題を順次改善するとともに、更に将来的には振替決済制度を活用することも検討していくべきである。

第3部 ディスクロージャー制度の改善

第1章 制度見直しの必要性

1. 考え方

ディスクロージャー制度（企業内容開示制

度）とは、有価証券の発行者が、投資判断に有益な材料として、その企業情報を正確かつ適時に投資者に提供する制度であり、直接的には投資者保護を目的としたものであるが、同制度を通じて発行・流通両市場での取引の公正化が図られることにより、企業の円滑な資金調達にも資するものである。

同制度は有価証券全般にかかわるものであるが、特にその届出手続面での日程的な要素等から社債発行市場とも密接な関連を有しており、今回、社債発行市場の在り方を検討するに当たり、その健全な発展のための基盤整備という観点から、発行市場における開示手続及び開示内容を中心に制度全般にわたり見直しを行った。

2. 現行制度

我が国証券取引法に定めるディスクロージャー制度は、昭和年23に米国の1933年証券法及び1934年証券取引所法をモデルとして導入されたものである。同制度は、企業情報の開示を通じて広く投資者保護を図るとの観点から、具体的には、

- ① 有価証券の募集又は売出しの際に、その都度有価証券届出書の提出及び目論見書の交付により行う発行開示（発行市場における開示制度）
- ② 定期的報告としての有価証券報告書等の提出により行う継続開示（流通市場における開示制度）

の2種類の開示により構成されている。

我が国ディスクロージャー制度のこれまでの経緯を見ると、昭和46年に継続開示の充実（半期報告書及び臨時報告書の導入）及び公

開買付け届出制度の創設等の大幅な改正が行われたが、それ以降は、昭和52年に連結財務諸表の導入があったほかはさしたる改正は行われていない。

3. 改善の方向

(1) 近年、我が国ディスクロージャー制度をとりまく環境は、社債発行市場を中心に大きく変化しており、それに伴い制度の見直しが必要となってきた。

① まず、企業の証券形態による資金調達の活発化・多様化が進展し、更に海外からの資金需要も高まってきている状況の中で、内外の発行者から、機動的・弾力的な資金調達が可能となるよう、ディスクロージャー制度に関する手続、特に発行開示手続についてその簡素化を要望する声が強まってきている。また、国内市場の活性化を図る観点からも見直しの必要性が高まっている。

② 他方、企業経営においても多角化・国際化が進むなど種々の変化が生じていることから、そうした企業実態を適切に反映した有益な投資情報の提供を確保するために開示内容の充実についても検討する必要がある。

(2) 以上の状況変化とそれに伴うディスクロージャー制度見直しの要請から導かれる方向は、発行開示手続面においてその簡素化を進めていく一方、企業情報については基本的に継続開示に重点を移していくというものである。

第2章 手続面における簡素化

1. 有価証券届出書の簡素化

(1) 現行の発行開示と継続開示におけるそれぞれの開示事項は、前者に固有な情報である発行条件等募集・売出しに係る事項を除けばほぼ同一であり、重ねて同様の書類を作成することが機動的な資金調達に対する足かせとなっているため、両者の重複部分について調整を図る必要性が生じてきている。

(2) この開示事項の重複という問題については、我が国と同様の開示制度を有する米国においても既に1960年代から簡素化の対象として論議されてきた。この過程で、発行時の登録届出書に継続開示書類の利用を認める「統合開示制度」が順次整備され、最終的には1982年に現行の制度が完成し、この問題に一応の終止符が打たれた。

米国の制度は、継続開示の状況及び浮動株式等の取引状況に応じて発行時の登録届出書の簡素化の程度を異にする三層の届出書様式よりなっている。その最も簡素化された様式である「参照方式」では、募集・売出要項以外は原則的に直近継続開示書類を参照すべき旨の記載を求めているだけであり、それに次ぐ簡便な様式として、共通の記載事項については、直近の有価証券報告書等を届出書に物理的に添付することで記載に代えとする「組込方式」が認められている。

(3) 我が国においても、米国の制度の在り方を参考としつつ、かつ、投資者保護という

ディスクロージャー制度本来の目的を損なわないために継続開示の充実による投資情報の提供を十分に確保した上で、継続開示書類の活用による届出書の簡素化を実施することが適当である。具体的には、次のような方法が考えられる。

- ① 上記「参照方式」は、ディスクロージャーの質を維持しつつ発行者の負担を大幅に軽減するものであり「統合開示制度」における最も進んだ形態と言うべきものであるが、届出書の中で必要な事項の記載を具体的に求めている現行証券取引法の枠組みでは対応できず、更にその結果として、投資判断情報の提供という発行開示制度の趣旨にもとるおそれもある。したがって、「参照方式」導入に当たっては、企業情報の広範な流布という観点から、その利用適格要件にも配慮しつつ、法律改正により対処する必要がある。
- ② これに対し、「組込方式」を採用する場合には、証券取引法上の問題は解消され、発行時点における開示内容の水準を維持する観点から投資判断上重要な事象について追補情報の記載があれば、法律の許容する範囲内の措置と考えられる。
- (4) したがって、「参照方式」については後述の一括登録制度導入のための法律改正の機会にあわせ措置することとし、取りあえず省令等の改正により、一定期間継続開示をしている会社については「組込方式」の利用を認めることとするのが現在の要求に迅速に応える方法と考えられる。

なお、上述のように、「参照方式」の利

用は一定の適格要件に該当する発行者に限定されることとなるため、法律改正により同方式を導入した後も引き続き大部分は「組込方式」による届出が行われることが予想される。このように両方式は、発行者の状況に応じ簡素化の程度を異にする届出方式として、それぞれの機能を発揮していくものと考えられる。

2. 効力発生期間の短縮

- (1) 証券取引法は、届出書の効力発生日を「受理した日から30日を経過した日」と規定しつつ、「届出書類の内容が公衆に容易に理解される」と認められる場合には、大蔵大臣はその期間を短縮できる旨定めている。この条文からも効力発生期間は主として投資者の熟慮期間と解されるが、このような観点から「分かり易い目論見書」を使用した場合については、1週間の短縮を認め23日とすることとされている。
- (2) しかし、最近における資本市場をとりまく環境の変化に伴い、機動的・弾力的な資金調達に対する企業の要請が一段と強まってきており、また、ディスクロージャー制度の定着や情報社会の急速な進展を考慮すれば、ある程度の期間短縮を認めても熟慮期間としての役割が損なわれるおそれはないと考えられる。

以上のような投資者・発行者双方における状況変化から判断すると、一層の期間短縮を認める環境が整ってきたものと考えられる。

- (3) こうした状況に対する根本的な解決としては証券取引法改正による短縮が考えられ

るが、届出書の簡素化とあわせ迅速に対応するため、取りあえず、現行法のまま大蔵大臣の裁量の枠内で対処することが適当である。具体的には、事業内容及び主要な経営指標の推移を的確かつ簡明に説明した資料を届出書に添付した場合に現行の30日（「分かり易い目論見書」を使用した場合は23日）から15日まで短縮することが考えられる。

なお、この問題は基本的には法律改正により対応すべき問題であるので、一括登録制度及び「参照方式」導入の際にあわせ措置することが望ましい。

3. 一括登録制度の導入の是非等

(1) 発行者にとってより機動的・弾力的な資金調達を可能ならしめる手段として、上記の開示統合化を更に押し進めたものが「一括登録制度」である。この制度は、発行者が予め発行予定額を登録しておけば、一定期間内は改めて発行届出を行うことなく、有利な時期を選び適宜に何回かに分けて発行できるという制度であり、米国では、最も簡素化された届出様式利用適格者を対象に、1983年末より採用されている。同制度により発行者は機動的に資金が調達できるようになるとともに、発行手続期間中の市況悪化による発行コストの上昇等の市場リスクの回避も可能となる。

(2) 米国では、一括登録制度導入当時、引受業界からは随時発行に対応する際の引受リスクの増大とそれに伴う大手業者への集中化、業者間の競争激化、引受審査手続の不足等が問題点として指摘され、また、投資

者からは発行時点における開示情報量の低下の問題が指摘されていたが、その後の状況を見ると一部で懸念された弊害も少なく、現在では完全に制度として確立したものとなっている。

この点に関し、我が国でも一括登録制度を導入した場合、発行手続期間の大幅短縮により引受証券会社の方でも迅速な意思決定が求められ、その結果引受競争が激化し、更には大手証券会社への集中化が進むのではないかという懸念や、発行時点では発行条件等最小限の事項が開示されるだけであり、開示内容が低下しないかとの問題が予想されるが、これらについては次のように考えられる。

① 本制度の導入自体は引受方法等の取引実態面を直接的に変化させるものではなく、また仮に競争激化の補助的な要因になるとしても、公正な競争状態は発行者と投資者双方に利益をもたらす、健全な市場の発展に大きく資することに着目すれば、むしろそれをメリットと考えることもできる。

② 本制度を利用できる企業の情報については、継続開示や市場に流布している情報等の間接開示で概ね充足されているように、適切な利用適格要件を規定しておくことで対応することができる。また、直近の継続開示後の変化についても、発行時点において本制度の趣旨を逸脱しない範囲での追補情報を求めること等タイムリー・ディスクロージャー（適時開示）確保のための適切な措置を講じることにより対処できると考えられる。

(3) また、この一括登録制度の最大のメリットである機動性に関して、現在の我が国発行市場には届出手続面以外にも引受審査があり、更に、その他制度・慣行面で諸制約が存在しているため、本制度を導入してもその機能が十分に発揮されないのではないかと、という指摘も考えられる。

確かに、機動的な資金調達のためには届出手続面以外の整備が重要であるが、その点については本報告書に基づき改革が進められるところであり、あわせて届出手続面での過度な制約を解消し、この面での負担軽減を図っておくことは、それ自体発行の機動性を高めるとともに、我が国資本市場における実態面での変革や自由化を促進するものとして大きな意義を有するものである。

(4) 以上のように、一括登録制度は、発行者による機動的・弾力的な資金調達という要請に手続面から応えるものであり、我が国資本市場の活性化・国際化に大きく資するものと期待される。したがって、証券会社において迅速な引受に応じた審査体制や手法を整備する一方、利用適格要件、開示内容の在り方、更には後述の附則4項問題等について必要な検討を行うために、今後若干の準備期間を経た後早期に証券取引法改正により措置することが適当である。

なお、新制度の導入に際しては、投資者保護の要請に十分応えつつ、健全かつ円滑な市場運営が阻害されることのないよう市場関係者で配慮する必要がある。

(5) 次に、現在証券取引法附則4項におい

て、担保付普通社債及び法令により優先弁済を受ける権利を保証されている社債については「当分の間」ディスクロージャー義務を免除する旨規定しているが、一括登録制度導入等発行開示手続の簡素化との関連でどう考えるべきか検討を加えておく必要がある。

- ① 同附則は昭和28年の改正で設けられたものであり、当時その理由としては、(i)こうした社債は主として金融機関により保有されており、流通市場も整備されていない、(ii)確定利付きかつ物的担保の裏付けにより株式に比べて投資判断上企業内容開示の必要性が少ない、といった点が挙げられていた。
- ② しかし、(i)の事情はもはや存在せず、また(ii)については、昭和52年の社債発行限度暫定措置法により、同じ会社が発行する担保付社債であっても商法による発行限度を超える部分には届出を必要としたことにより、既に理論的整合性を失っている。
- ③ したがって、同項は基本的には一括登録制度の導入等発行開示手続の大幅簡素化の機会に廃止に踏み切ることが望ましいが、30数年制度として定着してきた事実やその他の事情も考慮すれば、全てを対象として廃止するのか、また廃止の時期をどうするのかという点について、なお検討を続ける必要がある。

第3章 開示内容面における充実・改善

1. 現行制度

現行ディスクロージャー制度は、開示内容

として投資判断上有用な企業情報を求めており、具体的には会社や事業の概況のような基本的な事項、営業活動の実態を示す各種経営指標、更には資産・負債及び損益の状況等を示す各種財務情報より成っている。

こうした開示内容についても、投資者に対して企業実態を反映した的確な情報を提供する観点から、より適切なものとなるよう見直しを行う必要がある。

2. 会計制度に関連する開示内容

財務諸表及びその他経理に関する情報は、会社の財務内容、今後の収益力の予測等について最も重要な投資判断材料として開示事項の中核となるものである。

これらは会計制度に関連する開示内容であり企業会計審議会の所掌事項となっているが、その充実・改善措置について先般同審議会第一部会小委員会が取りまとめた中間報告では以下のような方向が示されている。

(1) 連結財務諸表の取扱いについては、現在、当分の間の特例として、概ね1カ月程度の提出期限の延期が認められているが、これを廃止し、有価証券報告書及び有価証券届出書と同時提出する方向で必要な措置をとるべきである。なお、この場合、企業側の受入体制を考慮し、準備期間等について十分に考慮する必要がある。

また、開示内容については、財務情報としての重要性に鑑み、連結財務諸表の記載とあわせて、企業集団の状況及び業績の概要等の付随情報についても開示を行うことが適当である。

(2) 現行の資金繰り表については、より有用

性のある情報とするために、資金の範囲を現預金及び市場性のある一時所有の有価証券に拡大するとともに、資金収支を「事業活動に伴う収支」と「資金調達活動に伴う収支」に明確に区分した、「資金収支表」に改善することが適当である。

(3) セグメント情報の充実、特にセグメント別損益の開示については、投資情報としての有用性が極めて高いとする積極論と企業の競争力や海外取引への影響等を考慮すべきであるとする消極論がある。しかしながら、我が国企業活動の変化、国際的動向等を考慮すれば基本的には今後何らかの形で前向きに対応が必要であり、その方策としては、連結財務諸表を対象としてセグメントの単位等についても我が国の実情を十分考慮しつつ、今後具体的な検討を進めることが適当である。

(4) 四半期報告の開示については、企業収益等の動向を早期に把握するための手段として有用であるとする積極論と、四半期配当制度がなく四半期ごとの事業計画等の慣行もない我が国においては有用性が乏しいとする消極論があることなどから、現時点でこの問題について結論を出すのは時機尚早である。したがって、今後、ディスクロージャー制度をめぐる環境の変化を踏まえつつ必要な対応を図っていくことが適当である。

3. その他の開示内容

(1) その他の開示内容についても、最近の企業活動の新たな展開に適切に対応した投資判断材料とするため、充実と簡素化の両面

から見直しを図る必要がある。

(2) こうした観点から、企業活動のよりの確かな分析に資するものとするため、例えば研究開発投資の総額を把握できるような開示などを新たに求めることが適当であり、他方、開示の意義の乏しくなった項目を廃止するとともに、財務諸表については、その一覽性及び明瞭性を高める見地から、記載科目の整理・集約を図ることが望ましい。

証券取引審議会名簿

会 長
資本市場振興財団理事長 谷 村 裕

委 員
東レ社長 伊藤昌壽
関西電力顧問 加治木俊道
全国銀行協会連合会理事(三井銀行社長)
神谷健一
神戸大学名誉教授 河本一郎
昭和電工会長 鈴木治雄
東京証券取引所理事長 竹内道雄
東京大学名誉教授 館 龍一郎
日本証券業協会会長(大和証券会長)
千野宜時
日本銀行理事 佃 亮二
生命保険協会会長(明治生命社長)
土田晃透
日本経済新聞社専務取締役
鶴田卓彦
日本興業銀行頭取 中村金夫
(昭和61年12月12日現在)

証券取引審議会公社債特別部会名簿

座 長
東京大学名誉教授 館 龍一郎

委 員
神戸大学名誉教授 河本一郎
東京大学教授 小宮隆太郎
東京大学教授 竹内昭夫
東京証券取引所理事長 竹内道雄
資本市場振興財団理事長 谷村 裕
日本銀行理事 玉置 孝
日本経済新聞社専務取締役
鶴田卓彦
日本女子大学助教授 時子山ひろみ
一橋大学教授 藤野正三郎
大阪大学教授 蠟山昌一

専門委員
富士銀行常務取締役 稲垣精一
東京電力副社長 岩佐瑞夫
日本興業銀行常務取締役 岡部 進
経済団体連合会常務理事 小山敬次郎
住友信託銀行専務取締役 西山廣一
日本生命副社長 弘世徳太郎
大和証券副社長 細井幸夫
野村証券副社長 水口弘一
日立製作所副社長 宮内康夫
(昭和61年11月28日現在)