

1. 会合名	社債の価格情報インフラの整備等に関するワーキング・グループ（第16回）
2. 日時	平成25年11月12日（火）午後4時30分～午後6時30分
3. 議案	1. 社債の取引情報の公表基準等について 2. 社債の取引情報の報告について 3. その他
4. 主な内容	<p>1. 社債の取引情報の公表基準等について</p> <p>事務局より、社債の取引情報の公表基準等について資料1、2に基づき説明が行われた。</p> <p>（主な意見）</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 「格付基準AA格以上」という基準はシンプルであるし、「発行総額基準」で可能性として考えられる、「公表基準から外すために、発行体が発行総額を小さくして起債する」ということもないだろうから適当ではないか。（委員等） ・ 流動性の分析の結果、残念ながら日本の社債市場は流動性があるとはいえないことが見てとれる。「流動性がある銘柄」を「取引件数が多い銘柄」と捉えるのであれば、ほとんどの社債が「流動性はない」となってしまう。したがって、公表基準を検討するにあたっては、「今、流動性がある銘柄」ではなく、「流動性に与えるインパクトが少ない銘柄」あるいは「証券会社として流動性を付与できる銘柄」とはどのような銘柄かを考えた方がよいのではないか。そのように考えたときに、たとえばAA格以上の銘柄であれば、発行総額の大小に関わらず比較的狭いレンジで価格がついており、流動性に与えるインパクトは大きくないと考えられる。当該基準でもカバー率は35%程度あるので、第一段階の基準として再検討する価値は十分ではないか。 <p>取引情報の公表が流動性に与えるインパクトを考えたときに、高格付銘柄であれば発行総額が小さくてもインパクトは大きくないと思われるので、発行総額基準を2軸目の基準とする必要はなく、シンプルな基準にできる。（委員等）</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 発行総額基準については、日本の社債市場は300億円が中心であり、500億円以上の銘柄は電力や金融機関などの規制業種に限定されてしまう。500億円以上では71%、300億以上500億未満の発行額では57%が、金融機関、電力、NTT、JR等の規制業種が発行した債券となっている。1回の起債で、500億円以上集められる事業会社は、数年に一度大型の社債を発行する優良発行体等に限定される。欧米市場では、毎年ベンチマークサイズ（5億ドル以上）で資本市場調達を行っているフリークエントイシューアの社債が評価されていることを踏まえると、本邦市場においても、毎年300億円以上を定例的に発行している発行体（フリークエントイシューア）が発行する銘柄は取引情報が公表されるようにすべきであり、銘柄毎の発行総額が500億円以上を基準とするのは適当でない。したがって、「発行総額300億円以上かつ格付A格以上」とすべきである。（委員等） ・ 流動性の分析結果によれば、発行総額が多いほど取引件数が多い傾向が見て取れるの

で、発行総額基準を排除する必要はない。ただし、証券会社が「格付基準AA格以上」であれば流動性に与える影響は少ないと考えるのであれば、その基準も加えて、「格付基準AA格以上又は発行総額〇円以上」にすればよい。(委員等)

- そもそも社債懇の議論は、投資対象が高格付銘柄に偏っているという問題意識から始まっているため、低格付銘柄を公表対象から除外するというのは社債懇の議論と相反することになる。流動性にマイナスの影響を与えることは避けるべきであるが、流動性の分析結果からは、必ずしも格付が高いほど取引件数が多くなる傾向は見られず、BBB格などの低格付銘柄でも取引件数が多い銘柄もあった。したがって、格付基準を公表基準とするのは不適當である。仮に格付基準を付けるのであれば、BBB格以上でもよいと思う。(委員等)
- 流動性の分析で分かることは、ごく一部の銘柄のみ取引されているということである。そのごく一部の銘柄にA格やBBB格の銘柄も含まれているからといって、これらの銘柄をAA格と同じに考えて公表しても問題ないというのは飛躍しすぎである。(委員等)
- 現在のように、スプレッドがタイトなマーケット環境であれば、AA格でもA格でもそれほど大きな差はないが、マーケットが崩れる局面では、格付が低い銘柄の方がスプレッドのボラティリティは大きいので、AA格とA格とでは流動性に大きな差が生じる可能性がある。ボラティリティが大きいマーケットだと、低格付銘柄のような値段の振れる銘柄の価格を公表すると流動性にマイナスの影響を与えかねない。

取引情報を公表することによって、流動性にマイナスの影響を与えないようにすることが第4部会での議論であったと思うので、第一段階としては、その心配の比較的少ないAA格以上とすることでよいのではないか。AA格以上であれば流動性に与えるインパクトが大きくない、というのは、定性的なものであるが、マーケットに参加している者の共通の感覚であると思う。(委員等)
- 第4部会報告書に記載されたA格よりも高い基準で線を引くのであれば合理的な説明が必要ではないか。(委員等)
- そもそも流動性がない中で、AA格以上を公表基準とする考え方はあると思う。BBB格は普通に考えると流動性はない。A格以上は、格付会社によってズレがあり、格付会社によってはBBB格を付与しているものもある。AA格以上であれば格付会社によってほとんどズレはないし、「発行総額500億円以上かつ格付A格以上」という基準よりカバー率も上がる。(委員等)
- 公表基準を「発行総額のみ」あるいは「格付基準AA格以上又は発行総額〇円以上」とした場合、A格以下のボラティルな銘柄が含まれるので、発行総額基準のみをクリアすれば公表されるという基準は適當ではない。(委員等)
- 「流動性が高い」ということは非常に抽象的な概念であるので、「流動性が高いものとは何か」を議論してもまとまらない。カバー率から逆算して公表基準を決定してはどうか。例えば、カバー率が20%程度あれば社会的にもインパクトあるカバー率で公表を開始できると思うので、カバー率20%を達成できる「発行総額500億円以上かつA格以上」

でよいと思う。(委員等)

- ・ 感覚的にはAA格以上であれば流動性に与えるインパクトは少ないと思うが、第4部会報告書で示されたA格ではなく、「AA格以上」を公表基準とする論理的な根拠はない。また、公表基準を「格付基準A格以上」とすると、A格であっても発行総額が30億円や50億円程度の銘柄は、流動性に与えるインパクトが大きいので、市場にとってマイナスであると思う。したがって、格付基準のみを公表基準とすることは適当とは言えない。(委員等)
- ・ 第一段階としてはAA格以上とし、その後、価格の公表が流動性にどのようなインパクトを与えるかを検証したうえで、次のステップとしてA格に広げることを検討してもよいのではないか。その場合、A格以上であっても発行総額が30億円や50億円のような銘柄は流動性に与えるインパクトが大きいと思うので、どれくらいの発行総額の銘柄を公表対象から除外するのかは別途議論が必要である。(委員等)
- ・ 仮に、第一段階では「AA格以上」とし、次のステップで「A格以上」に広げるとした場合、A格で発行総額が小さい銘柄を公表することは問題があるので、「A格以上かつ発行総額〇円以上」という基準になると思う。そうすると、今回も発行総額基準を公表基準に入れた方がいいのではないか。第一段階の基準から、例えば、「AA格以上かつ発行総額100億円以上」としてはどうか。(委員等)
- ・ テクニカルな意味で発行総額基準を残すという意見が多いのであれば、AA格以上で発行総額100億円未満の銘柄は実際にはほとんどないと思うので、その基準でも対象は大きく変わらないと思う。(委員等)
- ・ 発行体の立場としては、どのように社債を発行すれば流通市場が活性化するかを検証しながら発行している。300億円や500億円の規模で発行すれば価格が公表されて流通市場が活性化するというインプリケーションを与えるような公表基準としたい。その意味で、発行総額基準を設けず格付基準のみを公表基準とすることや、「AA格以上かつ発行総額100億円」のように発行総額基準を小さい額にすることには反対である。(委員等)
- ・ 本日の意見を大まかに整理すると、格付基準は適当でないという意見も一部にあるものの、格付基準を設けるとするならば、AA格以上とする(発行総額基準との掛け合わせは必要ない)という意見と、A格まで下げて発行総額基準との掛け合わせにするという意見に分かれているように思う。ただし、AA格以上とする場合であっても、次のステップのことを考えれば、当初から格付基準と発行総額基準の掛け合わせとした方がよいという意見があり、その場合は発行総額をわざわざ高く設定する必要はないため、発行総額基準を100億としてはどうかという意見もあった。

格付基準AA格以上とする意見は、流動性が高い銘柄(取引量が多い銘柄)を公表しようとする、公表できる銘柄が非常に限られてしまうため、公表することによって流動性を大きく損なわない銘柄、あるいは、証券会社が流動性を付与できる銘柄を公表すべきであり、当該銘柄としてAA格以上が考えられるという意見であると思う。それに

	<p>対して、格付基準A格以上に発行総額基準を掛け合わせるという意見は、第4部会報告書で示された基準をベースにして、どのような掛け合わせにするかを検討するという意見であると思う。</p> <p>次回会合までに、事務局で格付基準と発行総額基準の掛け合わせのパターン別にカバー率を作成するので、そのデータを基に次回会合で御議論いただいて、最終的な結論を出すこととしたい。(主査)</p> <p>2. 社債の取引情報の報告について</p> <p>事務局より、社債の取引情報の報告について、資料3に基づき説明が行われた。</p> <p>3. その他</p> <p>事務局より、今後のスケジュールについて説明が行われた。</p> <p>事務局説明の後、次回会合について、主査から概ね以下のとおり発言があった。</p> <ul style="list-style-type: none"> 流動性の観点からの公表基準として、①発行総額基準のみ、②格付基準のみ、③発行総額基準と格付基準の掛け合わせのどれが適当かを各自お持ち帰りいただき、それぞれの御意見をもう一度整理していただきたい。 <p>証券会社の委員の意見としては、「格付基準AA格以上」とする意見が大勢を占めているので、当該基準が適当と考える委員には、次のステップとして公表対象銘柄を拡大するときに、どのような基準がよいかを考えたいといううえで、次のステップとして考え得る基準がスタート時点の基準ではいけないのかということをお考えいただきたい。</p> <p>他方、発行総額基準のみ、又は、発行総額基準と格付基準の掛け合わせが適当と考える委員には、「格付基準AA格以上」からスタートすることに、どのような問題があるかをお考えいただきたい。「格付基準AA格以上」は非常にシンプルな基準であるし、一定程度のカバー率も確保される。第4部会報告書で示された「発行総額500億円以上」と「格付A格以上」を「かつ」で結べば20%程度のカバー率しかないものが「格付基準AA格以上」であれば35%程度までカバー率が上がる。スタート時の基準で固定してしまっていて、そこから先に進まないというわけではないので、スタートラインとして「格付基準AA格以上」では合意できないのかをお考えいただきたい。</p> <p>それぞれ御意見はあると思うので、お持ち帰りいただいて、自分とは反対の意見も御検討いただいたうえで、次回会合までに各自で意見を整理して、次回会合で御議論いただきたい。(主査)</p> <p style="text-align: right;">以上</p>
5. その他	<p>※本議事要旨は暫定版であり、今後、内容が一部変更される可能性があります。</p>

6. 本件に関する問い合わせ先	公社債・金融商品部（03-3667-8456）
-----------------	-------------------------