

「第7回 社債市場の活性化に関する懇談会」議事要旨

日 時 平成22年12月24日（金）午後3時30分～5時10分

場 所 日本証券業協会 第1会議室

出席者 福井座長、吉野副座長ほか各委員

第1部会 野村部会長、第2部会 神田部会長、第3部会 神作部会長、（第4部会 吉野副座長）、日本証券業協会 古賀証券戦略会議議長

議事概要

○「社債市場の活性化に関する懇談会 部会」の検討状況について

平成22年7月1日、「社債市場の活性化に関する懇談会」（以下「本懇談会」という。）の下に設置された4つの部会の検討課題・取組み、これまでの検討状況の概要及び今後の検討の方向性について、各部会長から、次のとおり、配付資料「『社債市場の活性化に関する懇談会 部会』検討状況について」等に基づき報告・説明があった後、意見交換が行われた。

【部会の検討状況等の報告・説明】

1. 第1部会（証券会社の引受審査の見直し等）

I. 検討課題・取組み

社債の機動的な発行の確保及びコンプライアンスコストの軽減を図るため、次の事項の検討を行うとともに、社債の機動的な発行を制約する市場慣行の解消に向けた取組みを進める必要がある。

1. 証券会社の引受審査の枠組み
2. コンフォートレターの位置付け・取扱い
3. 金融商品取引法による責任分担の明確化・徹底

II. 検討状況の概要

1. 社債の機動的な発行を制約する市場慣行の解消に向けた取組み

(1) 現状

- ・ 社債の発行登録追補書類等の提出から払込期日までに決算短信、有価証券報告書、四半期決算短信又は四半期報告書の提出があった場合（いわゆる「マタギ」による社債発行）で、当該有価証券報告書等において、発行会社の財務情報等に重大な変更があったときには、投資家の投資判断に影響を及ぼすこととなる。このため、証券会社では、「マタギ」による社

債発行の引受けには慎重となり、ニーズが限定的なこともあり、社債発行を避ける市場慣行がある。

(2) 主な意見

① 例えば、有価証券報告書や四半期報告書を跨ぐ社債発行では、

イ. 社債の募集に当たって使用される目論見書に記載された決算短信等の情報が、その後社債の払込期日までに提出される有価証券報告書等により更新されることとなる。

ロ. 仮に当該決算短信等と更新される有価証券報告書等の内容に投資家の投資判断に影響を及ぼす重大な変更・相違があった場合には、引受証券会社では、金融商品取引法（以下「金商法」という。）第 17 条（虚偽記載のある目論見書等を使用した者の賠償責任）に基づく目論見書の使用者責任を負うこととなり、引受に当たっては、慎重な引受審査・確認が求められる。

② 証券会社の引受リスクとしては、次の 3 つのリスクが考えられる

イ. 社債発行後、金商法第 17 条に基づく目論見書の使用者責任義務に係るリスク

ロ. 法的な賠償責任ではないが、社債の発行条件決定後の募残のリスク、レピュテーションリスク

ハ. 上記イ. に関する行政処分等のリスク

このハ. のリスクに関しては、セーフハーバーの策定の可能性を検討することはできないか。また、その策定に向けた合理的で健全な実務慣行の構築・定着化が必要ではないか。

③ 発行会社では、発行会社自身の情報開示が不十分な状況において、引受証券会社に引受・販売リスクを負わせる形での社債発行は考えてなく、証券会社の引受審査には誠実に回答を行っている。

④ 「マタギ」による社債発行で、有価証券報告書や四半期報告書を跨ぐ場合には、決算短信・四半期決算短信が発表され、当該有価証券報告書において財務情報等の変更の可能性は限定的である。一方、決算短信や四半期決算短信を跨ぐ場合には、財務情報等の変更の可能性が少なくはないことから、それぞれ異なる対応が考えられるのではないか。

⑤ 社債の発行登録制度の下で、社債を頻繁に発行し財務信用度が高い発行会社は、投資判断に影響を及ぼすような重大な財務情報等の変更の可能性は少なく、そうでない発行会社と区分して考える必要があるのではないか。

⑥ 「マタギ」による社債発行で、例えば、社債の募集確定前に有価証券報告書等において重大な開示が行われた場合には、社債発行の中止や再募集の手続などの対応措置が必要となっ

てくることから、個人向け社債では、多くの投資家に多大な影響を及ぼす。

- ⑦ 証券会社において開示情報の正確性を高めるための確認手続の整備を進め、発行会社との責任分担の範囲の明確化が図られれば、「マタギ」による社債発行の問題は、解消されるのではないか。

(3) 今後の検討の方向性

- ① 現在、いわゆる「マタギ」による社債発行を避ける市場慣行があるが、いずれの「マタギ」についても、それぞれに応じた対応をとることにより、社債発行は可能ではないか。
- ② 例えば、社債の発行登録制度の下で、社債を頻繁に発行し財務信用度が高い発行会社では、有価証券報告書又は四半期報告書を跨ぐ機関投資家向け社債発行は行いやすいのではないか。
- ③ 一方、決算短信又は四半期決算短信を跨ぐ社債発行の場合は、当該決算短信等において財務情報等の変更の可能性が少なくはないことから、より慎重な対応が必要ではないか。
- ④ なお、「マタギ」による社債発行について対応すべき措置として、例えば、財務信用度が相対的に低い発行会社による社債発行及び個人向け社債の発行は、投資者保護、証券会社の引受リスクの回避等の観点から、米国の実務等を参考に、いわゆる「業績悪化不在証明書」による確認その他必要な措置が考えられる。
- ⑤ 「業績悪化不在証明書」による確認事項としては、
- イ. 未監査の開示情報の正確性
 - ロ. 監査又はレビューにおける監査人との重要な見解の相違等の有無
 - ハ. 重要な内部情報（訴訟の被提起等）の有無
- 等が考えられるのではないか。
- ⑥ 上記について、円滑に定着化させるため、証券会社、発行会社及び投資家の参考となるよう、実務指針の策定・例示が必要ではないか。

2. 証券会社の引受審査の枠組み

(1) 主な意見

- ① 発行会社では、社債の発行登録制度の下、引受証券会社から、有価証券報告書・四半期決算報告書提出後の「継続開示審査（共通質問・個別質問）」と併せて社債発行時には「起債時確認」を受けており、それぞれ少なからぬ時間と労力を要している。
- ② 発行会社の財務信用度や社債の発行実績等に応じて、継続開示審査の内容を軽減する方向で見直すことで、審査に要する時間（日数）の短縮の余地があるのではないか。また、それ

により起債ウィンドウが拡大するメリットもある。

(2) 今後の検討の方向性

- ・ 海外の実務を参考に、証券会社の引受審査の柔軟化・簡素化に向けた検討が必要ではないか。

3. コンフォートレターの位置付け・取扱い

(1) 主な意見

- ① 監査人から引受事務幹事会社への書簡、いわゆる「コンフォートレター」は、平成 18 年 9 月に監査人の責任の厳格化・明確化、同 20 年 8 月に四半期開示制度への対応等のため、大きな改正が行われた。
- ② 上記改正後 4 年余を経過するが、この改正は、必ずしも現場実務に定着しておらず、コンフォートレターについて、引受証券会社と監査人との間で多くの意見の相違が見られ、引受証券会社には、コンフォートレターの作成がともすれば硬直的・画一的な取扱いとなってしまう、その調査範囲や調査結果が十分ではないことがあるとの意見がある。

(2) 今後の検討の方向性

- ・ 日本証券業協会（以下「日証協」という。）において、実態把握、課題の洗い出し・整理等を行い、日本公認会計士協会等に意見を求める必要があるのではないかと。

2. 第 2 部会（コベナントの付与及び情報開示等）

I. 検討課題・取組み

信用リスクが相対的に小さい企業に加えて、信用リスクが比較的大きい企業も含めた多様な企業による社債発行及び投資の拡大を図って行くため、コベナントの付与及びコベナント等の情報開示について検討を行い、取組みを進める必要がある。

1. コベナントの付与

米国の事例等を参考に、信用リスクが相対的に大きい企業の社債発行に当たって、企業、投資家及び証券会社の参考となるよう標準的なコベナントモデルの作成、例示などの取組みを進め、市場慣行として、柔軟なコベナントの付与及び適切な発行条件の決定等を定着化させる。

2. コベナント等の情報開示

米国の開示制度等を参考に、次の事項の検討を行い、コベナント情報について、投資家保護の観点から、必要な情報の開示が適切に行われるよう取組みを進める。

- ① 有価証券報告書における開示（デフォルトに関するコベナントの開示の促進）

② 米国の臨時報告書フォーム 8-K に相当する法的開示

③ 取引所による適時開示

Ⅱ. 検討状況の概要

1. コベナントの付与

(1) 現状

- ① 社債(無担保社債)に付与されるコベナントは、社債管理者設置債では、主に担保提供制限条項(ネガティブ・プレッジ条項)、担附切換条項が付与されているが、それ以外の社債(FA債)では、多くが担保提供制限条項のみが付与され、その他のコベナントが付与されることは少ない。
- ② 担保提供制限条項が付与される社債は、ほぼすべてが他の同種の社債に対象を限定する社債間限定同順位特約となっている。
- ③ シンジケートローンに付与される担保提供制限条項は、多くが社債とローンの両方を含むすべての債務を対象としている。
- ④ 発行会社(債務者)の業況によって追加の担保設定などの保全策を講ずる場合、ローンでは、債権者と債務者との相対交渉により可能であるが、一方、社債では、社債権者集会の開催や担保付社債信託法に基づく担保の受託会社の選任など複雑な対応が必要となる。
- ⑤ 米国では、一般的には、社債に付与される担保提供制限条項はローンも対象としているが、多くの除外規定もある。

(2) 主な意見

(2-1 社債とローンとの関係)

- ① 上記のとおり、担保提供制限の範囲において社債はローンに劣後することが多く、また、こうした状況が十分に開示されていない。投資家保護の観点から、社債の担保提供制限条項は、ローンを含む債務全体を対象(全債務間同順位)とすべきではないか。社債がローンに劣後していれば、社債投資家の拡大は難しいのではないか。
- ② 社債とローンの同順位(パリパス)の確保は望ましいが、特に信用リスクが相対的に大きい会社では、ローンを主たる資金調達手段として利用している場合が多く、パリパスの確保を求めれば、会社の財務活動に制限を加えるほか、かえって、社債発行に消極的になるのではないか。
- ③ ローンの場合、借り手企業は、財務コベナントを遵守することが困難になれば、銀行と協議することにより、コベナントに関する規定の見直し、銀行の権利放棄等個別に救済を受け

られる可能性がある。一方、社債の場合は、社債権者集会の開催等発行会社の救済手続が厳重で融通が利かないため、発行会社は、社債に関して厳格な財務コベナントを受け入れることについて抵抗がある場合が多いのではないかと考えられる。

- ④ 今後、発行会社において、社債の担保提供制限条項を全債務間同順位とする見直しが図られれば良いが、現状、多くの企業がローンに依存し、企業と銀行との関係からは、その見直しは短期間では相当難しいのではないかと考えられる。
- ⑤ 銀行には発行会社への資金繰り等の支援機能があり、社債（投資家）にはそのような機能がないことから、社債とローンが必ずしも同一の条件である必要はなく、その差がプライシングに反映され、それが十分に開示されていけば良いのではないかと考えられる。

(2-2 社債のコベナントの多様化)

- ① 最近では、我が国でも Change of Control を付与した社債発行の例が出てきている。これが本格的なコベナントの多様化の先駆けとは言えないかもしれないが、こうした動きを注目し市場で定着させていくことができるのではないかと考えられる。
- ② 発行会社では、一般的には、社債に厳しいコベナントを付与すれば、低いクーポンでの資金調達が可能となるが、将来の財務活動に一定の制約を受けることになり、一方、緩いコベナントを付与すれば、高いクーポンを払うこととなるが、将来の財務活動において自由度が増すと考えられる。我が国社債市場では、標準的なコベナントとして、社債間限定同順位特約の担保提供制限条項とクロス・デフォルト条項が社債に付与されており、コベナントの内容が社債の発行条件等に反映されにくい状況にある。発行会社が、財務戦略等を踏まえ、自由に選択できるような多様なコベナントがない状況である。

(2-3 社債管理者との関係)

- ・ コベナントの内容によっては、その実行性を確保するため、社債管理者がコベナントの管理や担保の管理・保全を行う必要があるが、会社法で定める公平誠実義務・善管注意義務の具体的な責務が明確ではないことから、社債管理者を設置することが困難な場合も考えられ、コベナントの実効性が確保されなくなることが懸念される。

(3) 今後の検討の方向性

(標準的なコベナントモデルの策定・例示)

- ① 米国では、社債に付与される担保提供制限条項は、多くが債務間同順位であるものの、発行会社と投資家との交渉により、発行会社の業態等に応じて、債務間同順位に多様な例外条項を付与することが一般的である。我が国においても、中間的なコベナントの検討などを含め、柔軟な市場慣行が必要ではないかと考えられる。

- ② 格付や発行条件、セカンダリー市場の価格に差がつき、発行会社が受け入れやすいコベナ
ンツの内容の検討が必要ではないか。
- ③ コベナントの内容に加え、コベナント抵触時の効果や対応等について検討が必要ではない
か。
- ④ 我が国社債市場は、発行会社及び投資家に多様性がない状況であるが、社債といった商品
がコベナントを付与すること等により多様化すれば、市場参加者も多様になり、社債市場の
活性化に繋がるのではないか。
- ⑤ 我が国における標準的なコベナントモデルの策定・例示に当たっては、発行会社が自由に
選択できるよう、複数のモデルの策定・例示が必要ではないか。

2. コベナント等情報の開示

(1) 主な意見

- ① 投資家は、ローンに付与されるコベナントや担保の設定状況、期限の利益喪失事由（以下
「ローンのコベナント等の情報」という。）の把握ができないことが、信用リスクが相対的
に大きい会社が発行する社債への投資に消極的にならざるを得ない要因の一つになってい
る。
- ② 米国では、コベナントの開示について、「投資家が安心して投資するために必要な透明性
(transparency) 及び明快さ (clarity) を高めるための環境整備として不可欠であり、特
に、優先・劣後の関係が複雑な中身となるほど、開示の重要性は高くなる。」と考えられて
おり、我が国社債市場においても、コベナントの開示の充実・徹底に向けた環境整備が不可
欠である。
- ③ 社債の担保提供制限条項の見直しができないのであれば、まずは、ローンのコベナント等
の情報の開示を充実・徹底させる必要がある。
- ④ 社債に付与される特約が、債務間同順位の場合は、ローンのコベナントによって社債権者
が不利に扱われる可能性は殆どないため、ローンに付与されるコベナントの開示を求める必
要はない。一方、社債間限定同順位特約によって社債権者が「蚊帳の外」に置かれる場合
には、ローンに付与されるコベナントについて、社債募集時及び有価証券報告書（社債発行後
のローンを含む。）での開示を義務付けるべきではないか。
- ⑤ ある有力な発行会社では、有価証券報告書においてローンのコベナント等の情報開示の検
討を行ったことがあるが、我が国では事例や標準的なモデルがないことから、その内容・方
法の整理ができず、開示を見送った。

- ⑥ 社債の募集に当たって、社債のコベナントは発行登録追補書類で開示されるが、その開示は募集開始日当日である。投資家は、社債のコベナントが担保提供制限条項、クロス・デフォルト条項といった定型的なものであることを前提として、その内容を十分に検討しない状態で投資判断を行っているのではないか。

(2) 今後の検討の方向性

- ① 米国の開示制度・実務を参考に、ローンのコベナント等の情報について、例えば、有価証券報告書・臨時報告書等による開示の検討が必要ではないか。
- ② 発行会社としては、投資家のニーズを踏まえ、ローンのコベナント等の情報開示について、標準的なモデル等が策定・例示されれば、市場関係者の理解が得られ、その開示が進むものとする。
- ③ ローンのコベナント等の情報は、発行会社にすべての開示を求めるのではなく、投資家保護の観点から、例えば、一定規模以上のローンなど、投資家が必要と考え、発行会社が受け入れ可能な最大限の範囲で開示を行ってはどうか。
- ④ 併せて、社債のコベナント情報の開示の充実の検討が必要ではないか。

3. 第3部会（社債管理のあり方等）

I. 検討課題・取組み

信用リスクが相対的に小さく社債市場で知名度が高い企業が、現在のように柔軟かつ低コストで社債を発行できる仕組み、また、信用リスクが相対的に大きい企業の社債発行及び投資の拡大を図って行くため、社債管理のあり方等について検討を行い、取組みを進める必要がある。

1. 企業の信用リスクと社債管理のあり方

社債管理者の業務のあり方を検討しつつ、信用リスクが相対的に大きい企業の社債発行に当たって、企業、投資家及び証券会社の参考となるよう標準的な社債管理者の設置モデルを作成、例示するなどの取組みを進め、市場慣行として、まず、このような社債への社債管理者の設置を定着化させる。

2. 今後の社債管理のあり方

- ① 米国のトラスティ等を参考に、例えば、社債デフォルト時以降の債権保全・回収機能に特化した社債管理者や発行会社の信用リスク・投資家の区分等に応じた社債管理者の業務内容や設置のあり方の検討などの取組みを進める。
- ② 今後、社債の発行会社のイベントリスクへの対応についても、社債管理等の問題として検討を行う。

Ⅱ. 検討状況の概要

1. 社債管理者の業務等

(1) 現状

- ・ 2009 年発行の社債 374 銘柄について見ると、社債管理者設置債 76 銘柄（20%）、FA 債 250 銘柄（67%）、不設置債 48 銘柄（13%）が発行され、社債管理者設置債は、主に個人向け社債、一般担保付社債となっている。

(2) 主な意見・提案

- ① 社債管理者は、会社法上、社債権者（投資家）の法定代理人として、公平誠実義務・善管注意義務の下、次の 2 つの大きな機能を持ち、重い責務を担っている。

イ. 発行会社の財務内容のモニタリング・債権保全機能

ロ. デフォルト社債の債権の保全・回収機能

- ② 社債管理者は、会社法で定める公平誠実義務・善管注意義務の具体的な責務が明確ではないことから、その責任範囲を極めて広く考えて業務を行わざるを得ない。また、社債管理者は、制度上、常時、発行会社の財務内容等のモニタリングを行いうる発行会社のメインバンクが就任することが想定されており、社債のデフォルト前後に利益相反が生じることを前提とした仕組みとなっている。

- ③ こうしたことから、発行会社のメインバンクにおいては、社債管理者の責務と債権者としての債権の保全・回収活動のバランスを踏まえ、信用リスクが相対的に大きい会社が発行する社債では、社債管理者への就任が困難なケースもある。また、メインバンクではない場合についても、発行会社の財務内容等のモニタリングに関する善管注意義務を十分に果たせるかとの懸念から、やはり社債管理者への就任が困難なケースがある。

- ④ 社債管理者の設置を促し、その機能の十全な発揮を期待するならば、社債管理者の責任範囲の明確化、欠格事由の要否の検討、損害賠償責任に係る一般規定の検証が必要ではないか。

- ⑤ 社債（公募社債）のデフォルトは、2008 年の国際的な金融危機以降 9 社で発生し、いずれも機関投資家向け FA 債であった。これら社債のデフォルトでは、FA が発行会社の代理人であり、社債権者（投資家）の代理人としての役割・機能を有していないことなどから、一部の機関投資家において、債権届出その他必要な手続に混乱や回収・保全等への不安が広がった。

- ⑥ 現状の問題点を解決し、社債がデフォルトした場合に備えて、社債のデフォルト後の投資家の混乱や不安等を解消するため、次のとおり「社債管理人制度（仮称）」（案）が提案された。

2. 「社債管理人制度（仮称）」（案）

「社債管理人」は、米国トラスティー等を参考に、社債のデフォルト後の債権の保全・回収機能に特化し、社債のデフォルト時点以降、社債権者（投資家）の法定代理人として、善管注意義務の下、債権の保全・回収のために適切に判断・行動する。「社債管理人」には、法人のみならず、弁護士等個人も就任することが可能と想定できる。

（考えられる具体的な役割・機能）

- ① 債権の届出を行う。
- ② 同順位の債権に対して劣後しないよう「管理」する。
- ③ 社債権者間の利害調整機能を担う。
- ④ 社債権者集会の招集を行う（招集権を持つ）。

(1) 主な意見

(1-1 機能・位置付け)

- ① 投資家から見て、基本的に、FA 債が新しい「社債管理人」設置債に移行し、社債管理者設置債が現状維持といった想定であれば、非常に受け入れやすいのではないかと。
- ② 社債管理者（銀行）の経験を踏まえると、「社債管理人」制度が、現在社債管理者が抱えている社債の期中管理やデフォルト前の公平誠実義務・善管注意義務に関する重い責務を切り離すことができるスキームであれば、良い提案ではないかと。
- ③ 発行会社から見て、我が国社債市場の活性化に向けて、「社債管理人」制度は非常に良いスキームであるが、発行会社が負担するコストについて明確に整理され理解されなければ、「社債管理人」制度が受け入れられない可能性がある。
- ④ 「社債管理人」は、基本的には、社債のデフォルト後の債権の保全・回収機能に特化するが、投資家には、社債のデフォルト前も、何らかの発行会社の財務内容のモニタリング機能を求めるニーズ等があるのでないかと。

(1-2 設置)

- ① 新たに「社債管理人」を設置することにより、社債管理は次の3つの形態となる。
 - イ. 社債管理者設置債
 - ロ. FA 債
 - ハ. FA 債（「社債管理人」設置債）
- ② 「社債管理人」は、投資家のニーズと発行会社がその必要性を認めたときに、「社債管理人」が設置されることとし、「社債管理人」の設置基準を設け、強制設置とする必要はないのではないかと。会社法で設置が定められている社債管理者設置債以外の社債（FA 債）は、

市場参加者のニーズに併せて、FA 又は「社債管理人」が選択・設置されることが望ましいのではないかと。

- ③ 社債管理の3つの形態は、相当複雑であるとの印象を受ける。信用リスクが相対的に大きい社債についても「社債管理人」制度を活用することとして、社債管理者制度は廃止しても良いのではないかと。投資家において、信用リスクが相対的に大きい社債についても、社債管理者制度は本当に必要かどうか検討が必要ではないかと。

(2) 今後の検討の方向性

- ① 「社債管理人」の設置は、発行会社、投資家のニーズ等を十分に把握・確認し、次の事項について検討が必要ではないかと。

- イ. 社債のデフォルト後の役割、機能、必要な権限
- ロ. 社債のデフォルト前（期中）に期待される役割
- ハ. 社債管理者、FA との分担、「社債管理人」の活用
- ニ. コスト負担

- ② 社債管理者の責務・業務、社債管理者に期待される社債のデフォルト前（期中）の発行会社の財務内容等のモニタリング機能等は、第2部会でのコベナントの検討と併せて、検討が必要ではないかと。

4. 第4部会（社債の価格情報インフラの整備等）

I. 検討課題・取組み

社債の価格情報の透明性を高め信頼性を確保するため、米国・英国の制度を参考に、次の取組みを進める必要がある。

1. 社債の取引情報の公表

次の事項に十分留意し、当面、流動性が高い銘柄について、1日1回、取引終了後に、取引価格等を公表する。その後、取引状況等を踏まえ、公表頻度、迅速性及び公表対象銘柄等の拡充を図る。

- ① 投資家（取引者）の匿名性の確保
- ② 証券会社及び利用者のコスト負担の軽減

例えば、証券保管振替機構（以下「ほふり」という。）のシステムなど既存のシステムの活用

2. 公社債店頭売買参考統計値の信頼性の向上

次のような取組み案について、早急に検討を行い、実施に移す。

① 指定報告協会会員制度の見直し

イ. 指定報告協会会員名を公表する。

ロ. 指定報告協会会員は売買執行能力を有する協会会員とする。

ハ. その他

② 報告時限の繰下げ等

指定報告協会員における公社債店頭売買参考統計値（以下「売買参考統計値」という。）の算出の信頼性を確保するため、市場関係者・利用者の協力を得て、日証協への報告時限及び公表時間の繰下げについて検討を行う。

③ その他

Ⅱ. 検討状況の概要

1. 社債の取引情報の公表

(1) 現状

① ほふりが約定照合システムにより把握する社債の約定価格と売買参考統計値について、サンプルを抽出して比較すると、高格付の銘柄では、約定価格と売買参考統計値との乖離が小さいが、低格付の銘柄では、両者の乖離が大きい。

② ほふりが把握する社債の約定データは、ほふりの直接参加者である機関投資家と証券会社、証券会社間の社債の売買で、サンプルを抽出して確認すると、社債の全銘柄の3分の2の銘柄が月1～2回程度の売買であった。

(2) 主な意見

(2-1 社債の取引情報の公表の意義)

① 社債取引の透明性の向上及び流動性の向上には、社債の取引情報の公表及び売買参考統計値の信頼性の向上の検討が必要である。社債の取引情報の公表は、確実に社債取引の透明性の向上に寄与するが、一方、流動性の向上には、どの程度寄与するかは不明である。

② 例えば、地方の金融機関では、日々社債の評価を行う必要があることから、市場参加者の社債の評価の指針となる価格情報の公表は必要ではないかと考えており、これがないと社債の魅力も減殺されてしまう。問題点を解決して、可能な限り信頼性の高い時価情報が公表できれば良い。

③ 社債の発行に当たって、セカンダリー市場の取引価格等が把握できるようになれば、発行会社及び投資家の双方にとって、一層透明性が高いフェアなプライスでの起債が可能となるのではないかと。この観点からは、現状の売買参考統計値は、発行会社にとって、有効な指標

とならない問題点がある。

- ④ 今後、年金・投資信託など社債投資家層の裾野のより一層の拡大を図るためにも、社債の取引情報の透明化は非常に重要である。
- ⑤ 複数の社債の価格情報が公表されることにより、様々な投資判断・評価等ができるようになるため、社債の取引情報の公表が実現できれば良い。
- ⑥ 投資家は、社債の取引情報が公表されることによりビッド、アスクが収斂し、最良の価格で社債を売買できる可能性が高くなるメリットがある。
- ⑦ 最近、社債のデフォルトの事例が見受けられるようになり、投資家は、期中での社債の売却ニーズを持っていると思われるが、現在のように売買参考統計値と実際の売却価格が乖離していれば、社債の売却が容易ではない。今後、社債の価格情報が開示されるようになれば、取引価格の透明性も増すことから社債市場の活性化に繋がる可能性があるのではないかと。
- ⑧ 社債の取引情報は、次のようなメリットが考えられるため、公表が必要である。
 - イ. 取引情報が売買参考統計値へフィードバックされる。
 - ロ. 投資家において、取引情報と売買参考統計値の各々の情報が把握できる。
 - ハ. 証券会社において、取引情報と自社の気配値との乖離の修正のタイムラグが短くなる。
- ⑨ ほふりが把握する社債の価格情報は、現状社債の流通市場が活発ではないことから、「3分の2の銘柄が月1～2回程度の売買」ではあるが、ほふりの取引情報の公表は、売買参考統計値の精度向上など一定の効果が見込まれ、マイナスの要素にはならない。
- ⑩ 現在、企業会計基準委員会から「公正価値測定及びその開示に関する会計基準（案）」が公表され、米国会計基準、国際会計基準(IFRS)と平仄を合わせた国際的に同一の基準で公正価値を定める内容となっている。同案では、財務諸表の注記において、公正価値のレベル別の開示が求められている。公正価値は、レベル1～3に区分され、活発な市場における公表価格はレベル1、活発でない市場における公表価格はレベル2、観察可能な市場データが入手できず、重要な仮定を置いて算出した価格はレベル3とされているが、今後、社債の取引情報（取引価格、取引量及び取引件数）が公表されれば、相当有用な情報になる。仮に、殆ど取引が行われていない社債について、社債の取引情報が公表されない場合には、レベル3に分類されるおそれがある。我が国社債市場がレベル3に分類されれば、その社債を保有する我が国投資家は、実態よりもリスクの高い有価証券を保有していると見られる可能性があり、社債の取引情報が公表される市場である方が望ましい。社債の取引情報の公表に当たっては、その基礎となる価格情報として、各指定報告協会が公正価値といった観点から気配値を報告、売買参考統計値として公表されることが最も望ましいのではないかと。

(2-2 社債の取引情報の公表の問題点)

- ① 米国では、TRACE 導入後、社債の取引価格が公表され大口のポジション管理が難しくなつたと聞いており、今後、我が国において、TRACE を参考にした制度を導入すれば、同じような問題が生じてくるだろう。
 - ② ディーラーから見て、例えば、あるポジションを多く抱えた場合、取引価格を第三者に知られてしまえば、そのポジションを解消しづらくなる。その結果、多くのリスクプレミアムを要求せざるを得ない機会も増えてくるのではないかと考えており、社債の取引情報は、ハイ・イールド債を含めて一律に公表されれば、トレーディングに影響が出る可能性は否定できない。
 - ③ 機関投資家は、社債の売買に当たって、複数の証券会社との間で価格交渉を行っているが、社債の取引情報の公表方法次第で、市場参加者は、手口（顧客の特定を含む売買動向）が把握できることになり、売買しづらくなる。
 - ④ 社債の取引情報の公表は、取引の中には取引自体の秘匿性を担保されるべき場合もあるのではないかと。また、多くの市場参加者は、どのような取引が行われているのかといった情報について、労力を掛け入手する努力をしており、誰もがすべての社債の取引情報を入手できるようになれば、本当に平等と言えるのか、多少の疑問がある。
 - ⑤ 今後、社債の取引情報を公表するのであれば、「取引情報が公表された瞬間は良いかもしれないが、月に1回、若しくは数ヶ月に1回の取引頻度の社債の取引情報は、本当に有用な情報と言えるのか。」について、慎重に検討する必要がある。
 - ⑥ 社債の取引情報の公表に当たっては、流動性の低い社債や格付の低い社債への対応、公表方法等の問題について検討が必要ではないか。
 - ⑦ 米国 TRACE では、価格とともに取引量が公表されており、例えば、「大きい取引量であるため、この価格で取引されていても違和感はない。」、「小さい取引量であるため、この価格は参考にしない。」との判断ができることから、社債の取引情報の公表に当たっては、取引量も公表する必要があるのではないかと。
 - ⑧ 社債の取引情報が公表され取引価格が把握できるようになれば、売買参考統計値制度は、いずれ廃止しても良いのではないかと。
- (3) 今後の検討の方向性
- ・ ほふりが持っている社債の取引情報のうち、当面、流動性が高い銘柄は、1日1回、取引終了後に取引価格等を公表することについて、引き続き、検討を行うとともに、今後流通の活発化に応じその仕組みを検討していったらどうか。

2. 公社債店頭売買参考統計値の信頼性の向上

(1) 現状

- ① 各指定報告協会員の気配値について、サンプルを抽出して確認すると、一部の指定報告協会員の気配値が他社の気配値から大きく乖離し、又は継続的に乖離することがあるほか、各指定報告協会員が気配値を変更するタイミングに差が見られる。
- ② 日証協の「公社債の店頭売買の参考値等の発表及び売買値段に関する規則」では、指定報告協会員の指定基準において、気配報告業務の適格な遂行に必要な組織体制、人員体制の確保を求めている。

(2) 主な意見

(2-1 売買参考統計値の必要性)

- ① 売買参考統計値は、我が国社債市場において、市場参加者が安心して取引を行うための必要不可欠なインフラであるが、インフラの改善が遅れている認識を持って、その検討を進めなければならない。
- ② 投資家は、売買参考統計値があることにより活発に社債市場へ参加することができれば良いと考えているのではないか。
- ③ 証券会社は、活発化された市場でマーケットメイクを行いながら、収益を上げることができれば、投資家と証券会社は、Win-Win の関係になるのではないか。

(2-2 売買参考統計値が市場実勢から乖離する背景等)

- ① 指定報告協会員では、日々、社債 2,000 銘柄以上のすべての銘柄を注視することは厳しい状況にあり、機械的に、スプレッド等を踏まえ、気配値を算出、報告を行っている例が多い。
- ② 指定報告協会員では、流動性が高い銘柄の気配値は算出しやすいが、一方、市場参加者が求めている気配値は、流動性の低い銘柄であり、短時間で市場実勢に近い気配値を算出することは難しい。
- ③ 各指定報告協会員における気配値やその変更のタイミングの違いが生じる理由は、ポジションの有無であり、ポジションがない銘柄では注視不足となり市場実勢への変化の対応が遅れるといった事情もあるからではないか。
- ④ 高格付銘柄や社債市場が安定しているときは、各指定報告協会員の報告値が、平均値付近で収斂するケースが多く、平均値が市場実勢に近いと考えられる。一方、低格付銘柄や社債市場が混乱しているときは、気配値にバラツキが生じることから、平均値が、必ずしも市場実勢に近いとは言えないことから、注意して見る必要があるのではないか。
- ⑤ 日証協からの報告資料では、特定の指定報告協会員の気配値が、平均値から大きく、又は

継続して乖離している。こうした乖離は、日証協以外には把握することができないことから、当該指定報告協会員に対して、もっと指導を行っても良いのではないか。

(2-3 売買参考統計値の信頼性の向上)

- ① 指定報告協会員名が公表されれば、投資家は、気配値と指定報告協会員名が同時に把握することができ、指定報告協会員の評価に繋がることから、各指定報告協会員にとって、実勢価格に近い気配値を算出する最も効率的なインセンティブになるのではないか。
- ② 指定報告協会員は、日証協に気配値の報告を行ったとしても、その報告により直接利益が得られるわけではない。したがって、例えば、指定報告協会員名を公表するといった、ネガティブなインセンティブ（いわゆるペナルティ）を指定報告協会員に与えることは、社債市場を活性化する上で重要であるかもしれないが、そもそもインセンティブが与えられていない指定報告協会員に対して、ペナルティを与えることには疑問であり、マイナスのインセンティブしか働かない。
- ③ 指定報告協会員は、自社が主幹事を務めた銘柄について、その気配値を報告することとしてはどうか。
- ④ 指定報告協会員では、我が国社債市場の活性化を図っていくため、投資家等から会計上の参考となる評価価格のニーズ等を踏まえ、大変な労力を掛け、可能な限り多くの銘柄の気配値を発表している。仮に、主幹事銘柄のみの気配値の報告とすれば、社債の発表銘柄数は相当減少する。
- ⑤ 仮に指定報告協会員名の公表や主幹事銘柄のみの気配値の報告により社債の発表銘柄数が減少した場合、売買参考統計値の利用者にとっては、デメリットであり、ある程度の社債の発表銘柄数が維持されなければ、売買参考統計値制度が成り立つのか危惧する。

(3) 今後の検討の方向性

- ① 日証協において、例えば、指定報告協会員から報告があった気配値が5営業日若しくは10営業日連続して平均値から大きく乖離した場合には、アラーム機能が発動する仕組みを構築するなど、日証協の指導・管理態勢の充実・強化が必要ではないか。
- ② また、日証協において、各指定報告協会員の報告態勢を調査の上、指定基準の要件の見直しを行ってはどうか。
- ③ 売買参考統計値の信頼性（精度）の向上には、社債の取引情報の公表を通じて、指定報告協会員が社債の取引情報を確認し、その都度、算出する気配値を確認・変更する方法等が良いのではないか。
- ④ ほふりが把握する社債の取引情報は少ないかもしれないが、まずは、その取引情報の公表

を通じて、売買参考統計値の精度を向上させることが最も有効な手段ではないか。

- ⑤ 売買参考統計値制度は、社債の取引情報の公表と相互に補完する方法で構築できれば、非常に有意義な情報となるのではないか。

【意見交換】

- ・ 社債市場の活性化を図るためには、各部会の取組みを総合的かつ強力に推進する必要がある。「総合的」とは、各部会の取組み、今後の検討の方向性について、整合性を取りながら議論を進めることであり、「強力」とは、低いレベルの議論に整合性を取るのではなく、一番高いレベルの議論に合わせて、ダイナミックに整合性を取りながら社債市場の活性化に向けた取組みを進めることである。
- ・ 本日の会合では、本懇談会として全体の取組みや、各部会の検討状況、取組みについて、今申し上げた視点で、忌憚のない意見をいただきたい。

1. 第1部会（証券会社の引受審査の見直し等）

- ・ 第1部会の検討課題、いわゆる「マタギ」による社債発行の問題は、社債市場の活性化を図るうえで、ボトルネックとならないように検討を行う必要がある。
- ・ 第1部会では、資料4頁に、2の証券会社の引受審査の枠組みの(2)今後の検討の方向性として、「海外の実務を参考に、証券会社の引受審査の柔軟化・簡素化に向けた検討が必要ではないか。」とあるが、引受証券会社としては、証券会社の引受審査の柔軟化・簡素化に向けた検討に当っては、引受審査の質が低下しないよう議論が必要であると考え。具体的には、例えば、発行会社の財務信用度、格付などに応じて、引受審査の対応を区分すべきであり、第1部会においては、投資者保護の観点から、今後とも、引受審査の質が低下しないように議論を行っていただきたい。
- ・ 第1部会としては、今後の検討に当っては、証券会社の引受審査の柔軟化・簡素化を図ることにより、引受審査の質が低下することがないよう、バランスを取りながら議論を進めていきたい。
- ・ 各部会においては、各々の問題点の解決に向けた深掘した議論が行われており、発行会社としては、お礼を申し上げたい。発行会社としては、とりわけ、いわゆる「マタギ」による社債発行の問題と「社債管理人」制度について、非常に大きな期待を寄せている。

- ・ 第1部会では、資料4頁に、1の社債の機動的な発行を制約する市場慣行の解消に向けた取組みの(3)今後の検討の方向性として、「②例えば、社債の発行登録制度の下で、社債を頻繁に発行し財務信用度が高い発行会社では、有価証券報告書又は四半期報告書を跨ぐ機関投資家向け社債発行は行いやすいのではないか。」とあり、高格付社債については、いわゆる「マタギ」による社債発行を回避する必要があるといった解決の方向性が示され、発行会社としては、その方向性について非常に有り難いと感じている。
- ・ 高格付の発行会社としては、いわゆる「マタギ」による社債発行が可能となれば、機動的な起債が実現できることになり、一方、投資家においても、起債時期の分散化に伴い、投資判断に際して十分な時間が確保できることから、市場参加者全体にとって、大きなメリットとなるのではないか。
- ・ 第1部会では、「コンフォートレターの位置付け・取扱い」に関する議論が行われており、数年前より、日本公認会計士協会と日証協の間では、この検討課題について、複数回にわたって意見交換を行っている状況である。
- ・ 監査人としては、「コンフォートレターの位置付け・取扱い」に関する問題を解決するために、例えば、発行会社の関与といったことも検討できれば良いのではないかと考える。
- ・ 第1部会では、発行会社、証券会社及び監査人が参加、議論が行われており、今後、「コンフォートレターの位置付け・取扱い」の実態把握や課題の洗出し・整理等を行い、議論を進めていきたい。

2. 第2部会（コベナントの付与及び情報開示等）及び第3部会（社債管理のあり方等）

- ・ 第3部会では、特に低格付社債市場の活性化を図るために、新たな枠組みとして「社債管理人」制度の議論が行われており、今後、会社法改正の問題などについて、更なる議論が行われると予想されることから、発行会社としては、非常に関心を持って、第3部会の議論に参加させていただきたい。
- ・ 現在の我が国社債市場は、平成5年の商法改正を契機として、①社債発行限度枠の撤廃、②社債募集の受託会社の廃止、③社債管理会社制度の導入、④社債適債基準の撤廃、⑤財務制限条項の撤廃が行われてきたため、非常に機動的で柔軟な市場が構築されてきたと言える。しかしながら、現在の我が国社債市場を更に発展させるためには、アジアの投資家にとっても、使い勝手の良い市場とならなければならず、グローバルな視点での見直しが不可欠

である。今後、各部会においては、グローバルな観点から、使い勝手の良い市場とすべく、我が国社債市場の改革のための議論を進めていただきたい。

- ・ 過去には、社債市場に何らかの問題があれば、一律的にすべての発行会社に対して、新たな規制を課せられるといった事例があった。最近では、平成 23 年 1 月 1 日付で、「企業内容等の開示に関する内閣府令」が改正される予定であり、例えば、起債に当たって、発行会社が信用格付業者から格付を取得する場合、有価証券届出書等の欄外に、新規に発行する社債について、信用格付の内容、前提及び限界の説明が義務付けられた。この義務付けに伴い、過剰とも思われる開示項目が 2～3 頁も追加されたことで、有価証券届出書等を読む投資家にとって、重要な項目が曖昧になり、かえって分かりにくいものとなったと考えている。
- ・ 今後、我が国社債市場の問題点を議論する場合は、発行会社に対して、何らかの規制を設ける必要が生じるかもしれないが、発行会社としては、すべての発行会社に一律に規制を設ける手法を講じないでいただきたい。
- ・ 本懇談会は、リーマン・ブラザーズ証券破綻を発端とした金融危機、我が国社債市場が急速に縮小した時期に議論が開始されたことから、当社（証券会社）としては、第 2 部会の検討テーマ・取組みである「コベナントの付与及び情報開示等」の問題が提起されたと認識している。世界的に見れば、我が国社債市場の回復が早かったこともあり、各部会の検討状況も、平時を想定した内容となっているのではないかと考える。
- ・ 我が国では、平時には金融機関を中心とした国内の投資家において、社債及び国債が十分に消化されているが、今後、社債市場が何らかのストレスにさらされたときにも、従来とは違う層の投資家を呼び込めるだけの強固な市場を構築していく必要があると考える。
- ・ とりわけ、第 2 部会及び第 3 部会においては、我が国社債市場全体が有事（ストレスに陥った）のとき、あるいは、発行会社の信用力が悪化したとき、どのように我が国社債市場が対応できるのかといった観点からも、検討を行っていただきたい。
- ・ 各部会においては、平時に限らず、有事（市場がストレスに陥った）の際にも対応できるダイナミックな提案をお願いしたい。

3. 第4部会（社債の価格情報インフラの整備等）

- ・ 第4部会では、資料21頁に、2の公社債店頭売買参考統計値の信頼性の向上の(3)今後の検討の方向性として、「⑤ 売買参考統計値制度は、社債の取引情報の公表と相互に補完する方法で構築できれば、非常に有意義な情報となるのではないか。」とあるが、「社債の取引情報の公表」と「公社債店頭売買参考統計値の信頼性の向上」の取組みについて、どのように検討を進めようとしているのか。
- ・ 売買参考統計値の信頼性を向上させるための取組みは、非常に重要である。しかしながら、社債の取引情報の公表を通じて、売買参考統計値の信頼性の向上を図ること（証券会社が、他の証券会社の社債の取引情報を参考に、自社が算出する売買参考統計値の気配値を確認・変更し、日証協に報告すること）は、本当に意味があるのか。
- ・ 社債の取引情報の公表に関する議論は、売買参考統計値の信頼性の不足が問題となって、その検討が開始されているため、当社（証券会社）では、社債の取引情報を参考に売買参考統計値の精度を向上させるという考え方が信頼性の高い社債の価格情報インフラの構築に繋がらないのではないかと感じている。
- ・ 社債の価格情報インフラは、株式市場や取引所市場とは考え方が異なるため、第4部会においては、その点を踏まえたうえで、今後とも議論を深めていただきたい。
- ・ 第4部会では、社債の価格情報インフラの整備を図るべく、市場参加者に対して、正確な価格情報を公表するための議論を行っている。
- ・ 現状の売買参考統計値は、多くの市場関係者から実勢価格との乖離やタイムラグを指摘されており不正確な情報であるため、第4部会では、社債市場の活性化を図るために、証券保管振替機構（以下「ほふり」という。）が保有している社債の取引情報の活用を検討している。
- ・ 第4部会では、「『経済学者であるケインズの美人投票』のように、指定報告協会員においては、自社が考える気配値とは異なるものの、他の指定報告協会員が算出している気配値に近づけて、気配値を算出することがあるかもしれない。」といった議論があった。この論点についても、今後とも検討を進めていきたい。
- ・ 第4部会では、ほふりの取引情報について、どの程度の指標性を有するのか検討を行う必要があるのではないか。
- ・ 資料15頁に、1の社債の取引情報の公表の(1)現状において、「① ほふりが約定照合システムにより把握する社債の約定価格と売買参考統計値について、サンプルを抽出して比

較すると、高格付の銘柄では、約定価格と売買参考統計値との乖離が小さいが、低格付の銘柄では、両者の乖離が大きい。」とあるが、両者の乖離が大きいことは、相応の理由があるためではないか。

- ・ 各指定報告協会員では、低格付社債について妥当と考えられる水準で気配値を算出しているが、その気配値と実際の約定価格が異なる要因はいくつか考えられる。実際の低格付社債の取引価格は、証券会社が個社のリスク管理上の制約条件、例えば、ポジション保有枠や流動性に対するリザーブ・コスト等を考慮した価格になっている可能性がある。そのような個社事情を反映して公表される社債の取引情報は、市場に対してどの程度の指標性を有するのか。社債取引はその取引ごと個別事情が存在するため、取引価格の指標性に関する解釈には、十分な注意を要する。
- ・ 投資家は、社債の日々の価格情報として広く売買参考統計値を活用していることから、売買参考統計値は、必要かつ重要なインフラであり、信頼性の向上を強く望んでいる。
- ・ 第4部会では、売買参考統計値の信頼性の向上のために、様々な議論が行われていることから、今後とも、様々なアプローチで、良いアイデアが浮かぶことを強く望みたい。
- ・ リーマン・ブラザーズ証券破綻以降、低格付社債は、取引量が極めて少なかったことから、投資家としては、流通市場において、約定価格と売買参考統計値の間で、大きな乖離が生じたと考えている。この乖離の問題を解決するためには、第2部会の検討テーマである「コベナントの付与及び情報開示等」とも関係する構造的な問題が存在するかもしれない。
- ・ 流通市場で売買を行う投資家としては、信頼できる価格のゾーンが着実に広がっていくアプローチが現実的な対応ではないかと考えている。第4部会では、売買参考統計値の信頼性を向上するための議論とともに、革新的で本質的な問題の解決に向けて、検討を行っていただきたい。
- ・ ほふりでは、約定照合システムを通じて、ユーザー間で決済内容を確認する際の項目の一つである社債の取引価格を把握することができる。ほふりとしては、ユーザー間の取引価格を公表することについて、ユーザーの声を確認しながら、第4部会の検討状況等を踏まえ、社債の取引情報の公表の是非などについて、更に検討を行っていききたい。
- ・ 売買参考統計値制度は、日証協の自主規制規則に基づいて、日証協が指定報告協会員から気配値の報告を受け公表している。各指定報告協会員では、気配値の算出・報告に大変な労力をかけているものの、多くの市場参加者から実勢価格との乖離やタイムラグなど、信頼性

に問題があるとの指摘を受けている状況である。売買参考統計値の信頼性に問題がある理由の1つには、信用リスクが相対的に高い低格付社債について、約定価格と売買参考統計値との間で乖離が大きいことがあげられる。

- ・ 欧米の社債市場では、自主規制機関において、売買参考統計値に類する気配値の公表は行われておらず、基本的に、自主規制規則に基づき、証券会社から取引価格の報告を受けて、その価格の開示が行われている。
- ・ 日証協としては、売買参考統計値制度について、どのように投資家の信頼に応えていくのか、大変重い課題であると認識しており、今後、第4部会及び本懇談会の意見を踏まえながら、対応策を検討していきたい。

4. 税制

- ・ 本懇談会の報告書「社債市場の活性化に向けて」では、「非居住者の社債利子の非課税措置の定着化に向けた取組み」や「金融所得課税の一体化に向けた社債利子等の取扱い（いわゆる『課税玉・非課税玉の問題』の検討・解消）」が検討すべて課題・取組みとして挙げられている。今後、本懇談会としては、社債市場の活性化を図るために、税制についても議論を行い、市場関係者に対して、非居住者の社債利子の非課税措置の恒久化及び金融所得課税の一体化の促進に向けた働き掛けを行う必要がある。
- ・ 税制の議論は、特段、各部会において検討は行っていないが、日証協としては、税制改正要望の取組みの中で、我が国社債市場の活性化を図ることを念頭に置いて、金融庁をはじめ関係当局との間で相談しながら、議論・取組みを進めていきたい。

5. 今後の検討の方向性

- ・ 現状、我が国社債市場は平時の状態にあり、社債市場の活性化の必要性はあまり感じられないかもしれないが、各部会においては、平時に更なる成長ができる社債市場の構築に向けた取組み・検討をお願いするとともに、有事に機能できる市場のために不可欠な要素が何であるのか検討を行っていただきたい。
- ・ 各部会においては、検討テーマについて、高度なレベルによる早期の実現に向けて、更に深掘した議論を進めていただきたい。

- ・ 本日、各委員からいただいた意見は、事務局において整理のうえ、各部会にフィードバックさせていただく。

(配付資料)

- ・ 「社債市場の活性化に関する懇談会 部会」検討状況について
- ・ (参考１) 社債市場の活性化に向けた検討課題・取組み
- ・ (参考２) 社債の機動的な発行を制約する市場慣行
- ・ (参考３) 社債の担保及びコベナントについて (2009 年発行社債)
- ・ (参考４) 公社債店頭売買参考統計値発表制度について
- ・ (参考５) 金融資本市場及び金融産業の活性化等のためのアクションプラン ～ 新成長戦略の実現に向けて ～ (平成 22 年 12 月 24 日公表)

以 上