「第10回 社債市場の活性化に関する懇談会」議事要旨

日 時 平成24年4月4日（水）午後2時～3時40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 前 会長、古賀 証券戦略会議議長

議事概要

1. 「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(3)

「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つの部会の検討状況について、各部会長から、配付資料に基づき報告・説明が行われた後、次のとおり意見交換が行われた。

【意見交換】

(1) 第1部会(証券会社の引受審査の見直し等)

- ・ 証券会社の引受審査の枠組みの見直しは、既に昨年5月から実務に移行していると報告があったが、非常に多くの発行会社から、証券会社の引受審査のプロセスの簡素化による発行会社の事務作業が軽減されたと評価する意見をいただいている。本懇談会及び部会における具体的な成果として、御報告したい。
- ・ 証券会社の引受責任の問題やコンフォートレター制度については、制度変更が行われる度に証券会社と公認会計士・監査法人の間で、見直しの議論が行われてきたが、社債市場の活性化という共通の目標に向かって、非常に前向きな議論を行うことができ、非常に感謝している。特に「財務諸表等に対する引受審査ガイドライン（案）」において、「相当な注意」に着目した整理が行われたことは、大きな前進であるとする。今後の議論を進めるうえで重要な部分で、さらに検討を進め、実務の現場への浸透を図るとともに、コンフォートレター制度・取扱いが社債市場の活性化のボトルネックとならないよう検討を進めて行く必要がある。引き続き取り組んでいく必要がある課題であると認識している。

(2) 第2部会(コベンツ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2部会、第3部会の検討課題として、社債権者への情報伝達インフラの整備が挙げられて

いるが、日本の場合、誰が社債権者であるかを把握できることが前提となっていると考えられる。一方、ユーロ建てのベアラーボンド（無記名債）のマーケットでは、情報伝達の方法として、例えばフィナンシャル・タイムズ等の民間のマスメディアに1週間続けて公告を行えば全社債権者に対して通知を行ったとみなすといった選択肢も手当てされている。この方法は、日本においても採用を検討できるのではないかと考えるが、部会では検討が行われたのか。

- ・ そういった新聞による公告の方法の導入については、第3部会では特に想定されていなかったが、日本の会社法に準拠して発行された社債の中にも、社債権者を特定できないため、公告等によって対処しようとした実例があったのだろうか。
- ・ 過去にあったかどうかは承知していないが、社債権者への情報伝達の方法の選択肢として考えられるのではないか。
- ・ 第3部会においては、社債権者自身の判断・指示に基づく社債管理を可能ないし容易にするための手当てという観点から、社債権者に対する情報提供等に係るインフラと、社債権者集会の開催に限らない意思結集の方法の整備について検討を重ねてきた。社債権者が実質的に関与できる仕組み作りが重要と考えそちらを検討してきており、御提案のような公告の方法について、検討は行われていないが、必要に応じて検討課題としたい。
- ・ 第2部会においても、導入に向けた具体的な議論は行われていないが、欧米における実務として、紹介されたことはあると記憶している。
- ・ 御提案の方法については、制度の問題として考えるのか、実務の問題として考えるのかによって、検討の進め方が変わってくるものと考えられる。例えば、新聞に1週間連続して掲載することで効果が生じる、新聞公告を実際には見ていない社債権者が存在していたとしても、全社債権者に対して通知を行ったとみなすのであれば、現行の日本法の下で存在する制度で言えば、通知よりも公告に近いと言える。これを、制度論として議論するのであれば、会社法改正の必要が生じるだろう。一方、実務の対応として、できる限り多くの者に知らせるための補足的な方法として、現行法の範囲内で進めていくことも考えられるが、御提案の御趣旨は、前者の制度論を考えられているものと認識している。
- ・ 本懇談会や各部会における議論は、証券保管振替機構（以下「ほふり」という。）の一般債振替制度の対象である社債を想定して進められており、まずは、同制度の枠組みを活用することを考えている。しかしながら、一般債振替制度を利用しない社債の発行も可能であることか

ら、それ以外の方法についても考える必要はあるだろう。

- ・ ベアラーボンドにおける民間のマスメディアを活用した社債権者への公告・通知は、法的根拠等の制度的裏付けの下で行われているのか。
- ・ 詳細は存じ上げないが、ユーロ市場のベアラーボンドの場合、社債権者を特定できないため、公告以外の方法が取れないことから根付いた実務ではないかと考える。
- ・ 第2部会、第3部会の連携、今後の取組みについて、改めて御説明願いたい。
- ・ コベンツ・モデル(参考モデル)は、策定すれば自動的にうまく実務に反映されるという性質のものではない。コベンツの遵守状況を確認し、違反(抵触)が生じていないかを確認するコベンツの管理の問題や、抵触が生じた場合の対応といった点についても検討する必要がある。
- ・ コベンツに抵触した場合、直ちに期限利益の喪失となってしまうのが現行の日本の実務であるが、コベンツへの抵触から期限の利益の喪失まで一定の猶予期間を置くといった対応も考えられる。また、コベンツの管理を誰がやるのかという、広い意味での社債の管理と関連してくる問題がある。この場合、どこまでを社債管理者が担当するのか、また、担当しない部分については、社債権者自身による管理・意思決定が求められるが、それを行うための制度等の整備をどうするのかという課題がある。コベンツの管理は、第3部会の課題である社債管理のあり方の一場面として、総合的に検討を進めていきたいと考えている。
- ・ 第3部会と第2部会との関係という観点からは、コベンツのあり方が社債管理のあり方に直接結びつく他、社債権者・社債管理者がコベンツの管理等に必要な社債発行会社の情報について、あらかじめ社債発行要項・社債管理委託契約においてその内容、報告・伝達方法等を定めておくという論点がある。第2部会との調整を十分に図り、整合性の取れた提言を行いたいと考えている。
- ・ 第3部会では、基本的に米国のトラスティ制度を参考に、社債管理者制度の見直しに関する検討を進めているが、会社法の改正に向けた具体的な要望として整理していくためには、さらに論点を詰めていく必要があると考えている。また、社債のデフォルト後に特化した社債管理のあり方として、社債管理人(仮称)制度の整備についても検討を進めているが、この論点は、社債管理者制度と社債管理人制度の関係、すなわち、社債管理者に最低限どのような機能を求めるべきであるかという論点と密接に関連してくるため、この点についてもさらに検討を進め

る必要がある。

(3) 第4部会（社債の価格情報インフラの整備）

- ・ 社債の価格は、相対価格に近いものであり、市場価格とは異質な印象である。一般的な財の場合、原材料費に必要経費・利潤を上乗せすることで、価格が形成される。一方、社債の価格形成に影響する要素は、社債を購入するコストの他に、社債が売れ残るリスクやクレジットの変動の可能性である。こうした相対に近い価格を、市場価格に近づけるためには、社債の取引情報の透明性を高めるとともに、様々な施策を同時並行的に進める必要があると考える。
- ・ 具体的には、社債の価格情報の整備と併せて、社債レポ市場と決済・清算システムを整備する必要がある。さらに、社債の追加発行や取引単位の引下げについても手当てする必要がある。こうした施策により市場参加者の数が増えていけば、相対取引から市場取引へ自然と動いていく。これらの施策も、社債市場の透明性・流動性を高めると考える。併せて、社債の取引情報の公表を開始すれば、社債の流動性に深刻な影響を与えかねないと指摘されていることから、今回の中間報告にあるような様々な施策を同時並行的に進めることで、社債の流通市場の活性化を図りつつ、社債の価格情報の透明性を高め信頼性を確保することが必要であると考え。
- ・ 併せて、公社債店頭売買参考統計値の信頼性の向上に向けた取組みも必要である。
- ・ 第4部会の検討テーマは「社債の価格情報インフラの整備等」であるが、社債の価格情報インフラの整備に加えて、社債レポ市場の整備など、流動性、特に大きなサイズの取引の流動性を改善するための様々な施策についても検討が行われている。これら全てが実現に向かえば、セカンダリー・マーケットのインフラの質は、非常に向上し、社債のセカンダリー・マーケットの流動性の目覚ましい改善につながるのではないかと大いに期待している。各部会において検討された施策が着実に実行されることによって、総合的な社債市場のインフラ整備が進むことを期待しているが、社債のセカンダリー・マーケットに近い位置で実務を行っている立場としては、特に第4部会において検討された施策の実現に期待したい。
- ・ 社債レポ市場の整備に対して、非常に大きく期待している。現行の実務において社債は、保有している際の使い勝手が非常に限定的であり、保有し続ける、あるいは値動きに注意して売却するといった程度の選択肢しか用意されていない。社債レポ市場が整備されれば、使い勝手が向上し、取引参加者の増加が見込めるだろう。これにより、価格の安定性・透明性の向上が期待できる。
- ・ 過去、金融市場に大きなショックを与えるイベントは一定の頻度で発生しているが、資金調

達や在庫処理を迫られた投資家や証券会社による、いわゆる投売りのケースは、その都度数多く見られる。また、必要以上に安く・多く売られることでさらに値段が下がり、売る必要のない投資家や在庫を抱えている証券会社の財務内容にまでダメージを与えてしまうケースも見られることから、強い流通市場を作っていく必要があると考える。社債レポ市場の整備は、こういった観点からも非常に重要であると考えられるため、第一歩として挙げられている証券貸借仲介サービスの整備を皮切りに、スピード感を持って取り組んでいただきたい。また、個別の銘柄の流動性を高める観点で、社債の追加発行(銘柄統合)についても早急な対応を行うべきであるとする。

- ・ 社債の取引情報の公表の実現に向けて、2の(4)において、具体的な時間軸・内容等が示されているが、引き続き、これに沿った検討をお願いしたい。
- ・ ほぶりの決済照合システムで把握している社債の取引情報を日本証券業協会に提供することで社債の取引情報の公表、公社債店頭売買参考統計値の信頼性の向上に役立てること、社債レポ市場の整備を進めること、社債の銘柄統合の実現に必要な手当てを行うこと等については、重要な課題であると認識している。その実現に向けて、日本証券業協会を含め市場関係者の御協力を得ながら、検討を進め、対応していく所存である。
- ・ 第4部会で検討、示された施策を支持する意見が続いているが、感想や実現に向けた懸念事項等があれば伺いたい。
- ・ これら全ての施策を同時並行的に実現できるように対応を進めることが、心からの希望である。引き続き、御協力をお願いしたい。

2. 今後の進め方について

(日本証券業協会 前 会長)

- ・ 本懇談会や各部会における社債市場の活性化に関する議論が、大変な時間をかけて熱心に行われていることに感謝を申し上げたい。これにより、日本の社債市場の活性化を図ることができれば、本当にありがたいことであり、さらにアジアの社債市場の発展にも結びついていけば素晴らしい。
- ・ そのために日本証券業協会に課せられた役割は、非常に多岐にわたっており、検討すべき課題が非常に多い。それらの課題について、限られた時間で解決を図っていかなければならない

ことから、一層気を引き締めて検討を進める。市場関係者の皆様の御支援の下、引き続き日本の社債市場の発展に寄与していきたい。

(日本証券業協会 証券戦略会議 古賀議長)

- ・ 本懇談会において議論されているようなテーマは、これまでは、制度論や立法論に委ねるような展開になりがちであった印象であるが、それを乗り越え、一歩でも前に進めようという思いで熱心に議論が進められており、本日の報告内容は、その集大成のような印象を受けた。心より感謝を申し上げ、引き続き御検討・御協力を賜りたい。

(福井座長)

- ・ 本懇談会における検討は、日本の社債市場を国際的な市場として飛躍・活性化させることを目指して始まった。本懇談会では検討を重ね総論的な結論を出してみたが、それだけでは目標の実現に不足していることから、4つの専門部会を設け、ブレイクダウンした課題について、より具体的な解決の方向性を見つけるための検討を進めてきた。最終的な結論を取りまとめるためには、まだ若干の時間が必要なようであるが、整理がついた施策だけに取り組んでいては、飛躍・活性化にはつながらないと考える。多少の無理をしてでも高いレベルで全体を整理し、社債市場の活性化に向けて、総合的な施策の実施に移して参りたい。このためには、粘り強く検討を続ける必要があることから、引き続き、御協力を賜りたい。
- ・ 有識者や実務家の意見を合わせ、必要な施策について具体的なデッサンの全体像ができ上がった次の段階として、誰がその実現に向けて最初に動くかという点が重要になる。どれだけ整合性がとれた施策の全体像が出来あがっても、実際にその実現に向けて動かなければ意味をなさない。証券会社及び発行会社が最初の一步を踏み出すことで口火を切り、市場全体の取組みとして導いていく必要があるのではないかと考えている。そういった方向性に焦点を当て、今後のプロセスを進めていきたい。引き続き、御協力を賜りたい。

(配付資料)

- ・ 社債市場の活性化に向けた取組み 中間報告 (3)

以 上