

## 「第9回 社債市場の活性化に関する懇談会」議事要旨

日 時 平成23年9月22日(木) 午後2時30分～4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、日本証券業協会 前 会長、古賀 証券戦略会議議長  
(外部有識者)  
糸田真吾氏 (日本銀行 金融市場局金融市場分析担当シニア・リサーチャー)  
中空麻奈氏 (BNPパリバ証券会社 クレジット調査部長兼クレジットアナリスト)

### 議事概要

#### ○ 東日本大震災後の社債市場の現状及び課題について

外部有識者から、東日本大震災後の社債市場の現状及び課題について、それぞれ、次のとおり、配付資料に基づき報告・説明が行われた。

#### 1. 東日本大震災以降の社債市場の動き及び公社債店頭売買参考統計値の位置付け、価格の透明性の問題について

##### 社債流通市場スプレッド動向

- ・ 東日本大震災(以下「震災」という。)後の社債市場のスプレッドの動きと発行額の動きについてである。震災後、非常に大きな動きがあった感覚だが、実際に数字を見てみると、公社債店頭売買参考統計値(以下「売買参考統計値」という。)は比較的なだらかに動いている印象である。傾向としては、AA格のスプレッドが3月11日以降、急速に拡大し、4月上旬に東京電力の格付けがA格となったため、段差(急落)が発生している。そこからはA格のスプレッドが拡大し、5月中旬の枝野官房長官(当時)の発言「東京電力に融資する金融機関に債権放棄を求める内容」を受け、再びスプレッドが広がり現在に至っている。一方、BBB格については、一時期マーケットがやや荒れていた印象であるが、売買参考統計値を見る限りは震災というショックがあったと分からない、なだらかな流れとなっている。
- ・ 一方、野村BPIの数字であるが、BBB格以上、すなわちBBB格、A格、AA格、AAA格を全て含めた数字であるので、売買参考統計値とは単純に比較できないが、野村BPIのほうが、日々の上げ下げを比較的タイムリーに反映している印象である。

## ディーラーの店頭動き

- ・ ディーラー（証券会社）の店頭動きであるが、3月11日以降、あらゆる社債のスプレッドが急拡大する一方で、流動性は蒸発し、ほぼ取引できない、価格を確認しようにも、居所が分からないような状況になった。しかしながら、こうした状況が長く続いたわけではなく、高格付けの社債から順に、徐々に落ち着きを取り戻していった。例えば東京都債は、元々JGBスプレッドが4ベース程度であったが、震災直後には一時期15ベース程度まで広がったものの、3月末には9ベースに戻っている。AA格の社債の平均的な数字は、震災前には10ベース未満だったものが、震災直後には一時期30台半ばの水準まで広がったものの、3月末には20ベース台に収束しており、落ち着きも早かった印象である。
- ・ 4月以降も同様の傾向が続いており、スプレッドは、一部の銘柄を除き縮小傾向であった。これについて、最大の理由は需給の偏りではないかと考える。すなわち、発行体は社債を発行する理由に乏しい一方で、投資家は社債への投資ニーズが高かった。この需給のミスマッチが、スプレッドを動かす要因として大きかったのではないかと。具体的には、リーマンショック時と比べて、全般に企業は手元流動性が潤沢であり、銀行からも融資が受けられる状況にあった。一方、投資家は、預貸ギャップの拡大を背景に、引き続き有価証券投資のニーズが高いものの、JGBの利回りは低位で推移しており、サムライ債を買おうにも欧州の状況が極めて不安定で、証券化商品への投資にも二の足を踏んでしまうといった状況下で、社債投資へのニーズが高まっていったのではないかと。
- ・ 例外的にスプレッドが拡大していった銘柄もあり、その代表的なものは東京電力社債である。原子力発電所の事故の動向や、政治家の発言等を受け、スプレッドは乱高下している。5月以降のマーケットでは、東京電力の格付けと、賠償支援機構の枠組みの動向の2点に注目して、社債やCDSのスプレッドが動いていた。格付けに関しては、現在では日本の格付機関2社（格付投資情報センター、日本格付研究所）がA格としているが、仮に全ての格付機関がBBB以下と認定してしまうと、代表的なインデックスである野村BPIの対象銘柄から外れてしまう。そうになると、インデックスをベンチマークに運用している機関投資家は、半ば機械的に売り始めるため、それによりマーケットが大きく崩れてしまうのではないかとという危惧から、注意して取引が行われていたと記憶している。

## 社債発行市場スプレッド動向

- ・ 起債市場のスプレッドについてであるが、残念ながら日本では、定期的にベンチマーク債を出す発行体の数が少ないため、偏りがあるが、メガバンク3行とリース会社、不動産会社につ

いて、それぞれ震災前、震災直後、直近について比較した。例えばメガバンクでは、震災前の本年1月では10～14 ベーシス程度であったものが、震災により17～21 ベーシス程度まで広がったものの、直近では落ち着き、むしろ震災前よりもスプレッドは縮小している。

#### 震災後の社債発行額の推移

- ・ 社債の発行額の推移である。2009年、2010年、2011年の3年間の3月から8月の発行額の推移を見ると、本年4月に顕著に発行額が減少した。これは、4月は震災直後であり、まだマーケットが半ば凍結状態であったことに加えて、例年4月に大量に発行される電力債が、全く発行されなかったことに理由がある。5月以降、徐々に起債が回復しているものの、過去2年間と比べてやや伸び悩んでいるが、9月は例年並みの水準となっている。2009年、2010年に発行額が相当大きかったため、その2年間と比べてしまうと、今年は相当物足りないといった印象を受けるが、2007年、2008年の水準と比べると、それほど低調というわけではない。

#### 震災後の社債の起債市場の動向

- ・ 震災後の社債の起債市場の動向であるが、3月11日以降、この付近に発行が予定されていた銘柄の起債が軒並み中止又は延期となった。しかし、流通市場の回復に合わせて、4月から徐々に起債が始まり、メガバンクの定例発行社債や、比較的风险許容度が高いと言われている個人向けの社債の発行が散見された。事業債のマーケット約62兆円のうち、5兆円程度を占めるベンチマーク的な存在の東京電力社債が起債されなくなったことにより、市場関係者からは、他の銘柄のスプレッドの位置関係や居所が分からなくなってしまったといったコメントが、この時期によく聞かれた。4月中旬から5月にかけては、スプレッドの居所を探るような動きがあり、徐々に起債が積み重なるにつれて、5月の中旬前後から、業種や格付けごとのスプレッドの目線が徐々に定まり始め、市場が回復していった。現在は、東京電力社債が起債されなくなったことにより、他の銘柄のスプレッドの位置関係や居所が分からなくなってしまったと話は、ほぼ聞かなくなった。
- ・ この間、原子力発電所を持たない沖縄電力以外は、電力債の発行がなかった。東京電力以外の電力債の起債がいつ始まるのか、よく話題になっているが、国としてのエネルギー政策の行方がポイントになるだろう。発送電分離政策の行方、原子力発電所の再稼働の有無、電力会社の収益状況が分からない点、東京電力の賠償支援スキーム等、様々な点を見極めていくとなると、現時点で電力債を買うのは難しいという声も相当程度聞こえる。一方で、社債を発行できない電力会社が困っているかと言うと、今のところ、銀行から比較的にリーズナブルなコストで

融資を受けているので、焦って社債を発行する必要はないという側面もある。

- ・ 投資家としては、やはり電力債への投資には憂いが残るものの、他の銘柄のスプレッドが軒並み潰れてしまっており、代替りの投資先が見つからない状況にある。AA格で30~40ベースもスプレッドがのっているような金融商品が他にないなか、一定の需要は存在するはずである。よって、それほど遠くない将来に、電力債の起債が始まるのではないかという声も聞こえる。

#### 価格の透明性の問題

- ・ 東京電力の残存約5年の社債の売買参考統計値の対国債スプレッドを、今年の年初から直近まで見てみると、震災を機に大幅にスプレッドが拡大し、ピーク時で500ベース程度まで拡大、現在でも比較的高水準で推移しているが、実際はこんなものではなく、スプレッドが極端に大きい時期もあり、もっと動きが激しかったという声が多い。東京電力社債については、市場実勢と売買参考統計値とで、比較的大きな差が見られたようである。
- ・ この理由について、個人的な意見や仮説も含むが、私なりに考察したい。まず、そもそも市場実勢を把握することが非常に困難であるため、正解というものがなかったのではないか。マーケットの透明性は実質不在であり、取引もごく散発的に、買い取る余力がある大手の証券会社の店頭に偏っていたのではないかと考えられる。社債の売買参考統計値については、現在、15社の証券会社の気配に基づいて算出されている。しかし、実際にこの時期に、東京電力社債の取引を比較的活発に行っていた証券会社は、おそらく15社もなく、全く取引していないような証券会社の気配もあり、市場実勢と売買参考統計値との乖離が生じたのではないか。
- ・ このような特殊な状況の銘柄の場合、取引金額によって、単価が相当変わってしまう一面があったのではないか。現在第4部会で議論になっている米国のTRACEのような社債の取引価格の公表システムが導入されれば、どういった水準で取引が行われているかが把握できるようになり、透明性の問題には、かなり有効ではないか。また、売買の背景もあるのではないか。例えば、3月末までに、いくらでもいいから必ず売らなければならないといった、投げ売りの状況で成立した取引と、もう少し余裕を持った取引とでは、相当価格に差がつくことは当然考えられる。価格だけを公表すると、数字が一人歩きしてしまい、余計に混乱する可能性があるかもしれない。社債の取引情報の公表の導入に当たっては、十分な検討が必要ではないか。
- ・ 証券会社の立場では、東京電力社債を買い取らなければならない状況もあったかと思うが、いくらでも買える体力のある証券会社はほとんどなかったのではないか。買ったポジションが取れないので、直に売らなければならない証券会社が多かったのではないか。そういった場

合、買った価格が直に公表されてしまうと、それが障害になって売りづらくなる場合がある。リアルタイムで公表されてしまうのであれば、証券会社も元々の買値を下げるといった方法を取らざるを得なくなり、エンドユーザーの利便性という観点からは、ネガティブに働きかねない。こういった点も踏まえて、取引情報の公表について考えてみてはどうだろうか。

- ・ 売買参考統計値は、マーケットが乱高下している割には、それほど動いていない。この理由は、売買参考統計値により自己のポートフォリオの社債を評価している投資家・保有者が多いので、めまぐるしく売買参考統計値が動くと、投資家が困ってしまうという点について、証券会社が配慮し、報告数値をあまり動かさないようにしていた側面があるのではないかと想像する。また、社債だけでも2,000銘柄以上の気配値を日々更新するのは、平時でも比較的煩雑であるのに、震災後で、マーケットがひどく荒れ、安全確保のために勤務時間や人員態勢等が制限されていた時期に、タイムリーに気配値を更新するのが難しかった側面もあったのではないかと。

## 2. 一般担保付債券の問題点及び日本の社債市場の特性について

### 一般担保付債券の問題点

- ・ 一般担保付債券の問題点である。これまで東京電力社債を買ってきた投資家は、一般担保付債券を買っているという安心感を持って、買っていたわけではない。本来は、きちんと考えて意思決定すべきであるが、格付けが高く安心感がある、何かあってもおそらく国がバックアップしてくれるだろうといった理由で、かなり感覚的に投資をしていたということではないか。そのような投資が今まで継続できたのは、東京電力債が一般担保付債券だったからである。電力債は、民法上の特別先取特権、一般先取特権に続く、かなり高い優先順位の高い債券であり、東京電力の信用力が著しく低下しても、やはり保護されていると考えられる。
- ・ しかし、社債権者の地位の不明瞭さが、あちこちで取り沙汰されるようになった。本年5月14日、枝野官房長官（当時）の「東京電力に融資する金融機関に債権放棄を求める内容」の発言を受けて、マーケットは大きく反応した。なぜマーケットが反応したかであるが、投資家が、日本の政治リスクが非常に高く、金融市場のルールが簡単に変えられてしまうのではないかと不安感を持っているからではないかと思う。本来、金融市場の参加者は、きちんと金融市場のルールに則って投資をしているのだから、それほど不安に感じる必要はなかったのだが、大きく反応してしまった。
- ・ 9月17日には、枝野経済産業大臣から、再び銀行に債権放棄を求める発言があったことか

ら、再びスプレッドが広がっている。一般担保付債券という強固なルールがあるにもかかわらず、それを簡単に反故にするような意見を、かなり重要な立場の方が表明されるので、ルールがねじ曲げられてしまうのではないかと不安になってしまうということである。基本的には、一般担保付債券は、回収に関してはまず安心であるにもかかわらず、動揺し、その結果スプレッドがどんどん広がってしまう。ルールがねじ曲げられてしまうようなことがあってもいいのかと、市場関係者は皆思っているが、それを口に出して言うことは中々ない。銀行は、東京電力に、融資先としても、社債権者としても、株主としてもかかわっており、なかなか言いにくいという実情があったこともあるが、苦言を呈するのは専ら海外投資家であった。仮に日本が一般担保付債券のルールを守らないようであれば、日本へ投資はできないという意見があったが、当然のことだろう。やはり、一般担保付債券というルールについては、きちんと守る市場でなければならないと改めて感じたところである。一般担保付債券を発行しているのは電力会社だけではないので、マーケットにどのような影響を及ぼすのか、よく考える必要がある。

- ・ 一般担保付債券は、それほど多くなく 2009 年に発行された社債 374 銘柄のうち、わずか 48 銘柄、13%が一般担保付債券であり、残りは無担保となっている。当然であるが、発行体は、無担保のほうがコストが安く、負担も軽い。無担保社債の発行が増えるのは、自然な流れだろう。しかしそれでは投資家には不安が残るので、代わりにコベナンツが付されている債券が多い。コベナンツが付されるということは、その遵守状況をチェックする役割が必要になる。コベナンツが付されていても、誰も確認しないのであればコベナンツの意味が薄れてしまう。しかし、現状では、社債管理者設置債が全体の 20%程度しかなく、如何なものか。これでは安心感につながらないだろう。投資家にとって、投資をしやすい仕組みになっているのかどうか、もう一度見直す必要があるのではないか。
- ・ 一般担保付債券の問題について、債券保有者・投資家からの問題点と、債券発行者からの問題点に分けて考えてみたい。一般担保付債券は、比較的弁済が保護されているはずなのに、保護が主張されない、保護されていると自信が持てないという点は、投資家にとって大きなリスクだろう。一般担保付で保護されていると考えられるので、あれ程低いスプレッドでも投資してきたという面があるにもかかわらず、有事になったら保護しないという流れになれば、投資のスタイルを変えざるを得ないだろう。一般担保付債券の意義について、よく考える必要があるのではないか。また、こうした政治的リスクを排除できないことも問題ではないか。さらに、一般担保を保全できない可能性もありうる。例えば東京電力のケースでは、これから東京電力は、当然リストラを進めることになるだろう。一般担保は、あくまでも会社全体の資産に対する担保であるので、社債権者から見れば、リストラして資産を圧縮することは、どんどん担保

が減っていくことにほかならない。リストラと国のセーフティネットを、どのように見極めたらいいのか、本当に難しい話になっている。この辺りを整理しなければ、買い手がどんどん減ってしまうだろう。

- ・ 一方、電力債は、ほとんどが社債管理者設置債である。社債管理者設置債は、当然ながら、無担保のFA債よりも発行コストが高い。それにもかかわらず、なぜ電力会社は一般担保付債券を発行できたのかであるが、これは安いコストで多額の資金を調達できるマーケットを確保することにより、多額の設備投資ができるよう、国としてバックアップしてきたからである。その証左として、電気事業法等がある。国からのバックアップが暗示化されることによる高い信用力により、これまでの電力会社のビジネスモデルができていたのである。しかし今の状況では、高い信用力は期待できない状態になっている。電力債が発行されなければ、日本の社債市場約62兆円のうち、約15兆円が発行できないことになるが、果たしてこれでいいのだろうか。
- ・ 電力会社は、今後どういう形で資金調達を行うのか。仮に社債市場を活用するのであれば、例えば、法改正が必要になるが政府保証を付けて電力債を発行する等、何か新しい方法を考えていかなければ、良い方向には向かっていかないのではないかと思う。電力会社が再び、社債市場で起債していくためには、十分なバックアップと一般担保付債券の明確な整理が必要になってくると思われる。投資家に、過剰な心配をさせないスキームを期待したい。

#### 日本の社債市場の特性

- ・ 日本の社債市場の特性である。なぜ日本の社債市場が大きくなるのかであるが、次のとおり、いくつかの理由・原因が考えられる。

#### # 1. CDSはヘッジ手段として働くか？

- ・ 日本のマーケットでは、CDS（クレジット・デフォルト・スワップ）の спреッドはきちんと動くが、社債の спреッドはなかなか動かないため、社債で収益を上げにくい。収益を上げにくいマーケットでは、新規の投資家の呼び込みは難しい。その問題を解消するために、何が障害になっているか考えていきたい。
- ・ まず、CDSは社債のヘッジ手段として働いているのか。CDS市場は、満を持してできた市場で、トレードも増えてきた。しかしながら、CDS市場と社債市場のリンクは、うまくいっていないのではないかと思う。例えば東京電力のCDSの спреッドと社債の спреッドを比べてみると、形は似ているものの、 спреッドの水準が全く異なる。この спреッド水準で

は、東京電力債の既存の保有者が、リスクの高まりをCDSでヘッジしようとしても、既にコストが高くなってしまっており、現実的でなくなっている。勿論、これは既存の保有者が新たにヘッジをする場合である。東京電力債の既存の保有者は、一般担保付債券だから、満期保有まで保有していれば償還される、そうであれば、高いコストを払ってCDSでヘッジする必要はないと考え、東京電力債のスプレッドは動かなくなる。

## #2. 実質的にショートできるとすれば、レポ取引、レポマーケットでは成長できるか？

- ・ 実質的にショートできるようにする、レポ取引のマーケットがあればいいのではないかという考えであり、特に、トレーダーの意見として多い。証券会社のトレーダーは、場合によっては多額のエクスポージャーを持っており、それが過度になってくるとポジションを絞る必要が出てくる。特定の銘柄にリスクが偏って動いてしまうというのが現在の日本市場の特性であり、証券会社は、特定の銘柄を保有できる限界に、すぐに達してしまう。仮に超過した分をレポマーケットで取引できるのであれば、証券会社もある程度のリスクをとることができるようになる。偏った銘柄しか動かないという現在の日本市場を是正していくためには、レポ取引のマーケットの構築を考えるのも重要ではないか。

## #3. 社債市場を大きくしない悪循環の発生

(投資家)

- ・ それぞれの市場関係者の立場で、何が問題で社債市場が大きくならなかったのか、考えてみたい。まず、投資家であるが、投資家の損失に対するペナルティが大き過ぎる一方で、投資家の利得に対する報酬が少な過ぎるのではないか。私は、日本の社債市場が大きならない最大の理由はここにあると考えており、これにより、リスクテイクできない投資マネーになってしまっている。投資マネーは十分にあり、新年度にはそれなりに資金が入ってくる仕組みもできているにもかかわらず、リスクテイクできない。日本の投資家の場合、クレジット投資にはこれだけ、国債にはこれだけと決まった資金の枠で、目一杯投資している。クレジット投資の対象として社債を見ると、震災以降、電力債以外のスプレッドは、以前よりもタイトになっている。こういった状況で、リスクが取れないような市場に、資金を引き込まなければならないのが現状である。投資家の評価の問題で投資マネーがなかなか動かず、ハイ・イールドのマーケットも育たないという状況になっている。
- ・ この理由として、まず、投資家の厳しい社内審査や厳しい社内ガイドラインの存在が挙げられる。厳しいガイドラインがあると、デフォルトリスクがかなり軽減される点はメリットでは

あるが、代わりに、本来、有価証券投資によってリターンを得ようとしている部門であるにもかかわらず、積極的な投資をしなくなる。言うならば、サラリーマンの投資家ばかりになってしまう。「サラリーマンの投資家」という意味であるが、通常、投資担当者は、会社に雇われているサラリーマンで、大きな損が出れば辞めさせられるというリスクがあり、逆に利益を上げても、それほど評価されない。そのため、現在の資産額を維持することを考え、デフォルト等の問題が起こらないよう投資を進めていく。例えば、ガイドラインで「A格以上に投資すること」と決まっていれば、本来はAーまで投資できるはずであるのに、Aフラットまでしか投資しない。格付けに依拠した厳しすぎるガイドラインがあると、現在のように格付けがどんどん落ちてきている状況では、なかなか投資できないということになる。

- ・ 満期保有という投資スタイルも要因の一つだろう。当然ながら持ち切りになってしまうので、売買が進まない。満期保有ならば評価損も出ないので、投資担当のマネージャーからすれば気が楽だからだろう。結局、投資してリターンが出ても、あまり自分の評価のプラスにはならず、損が出たら評価が下がるので、満期保有できそうな高格付けの社債を購入し、満期まで保有しているだけの投資家が多い状態になる。これが、投資家という面で、社債市場が大きくなれないポイントになっている。

#### (市場)

- ・ これは、必ずしも投資家だけが悪いわけではない。投資家、市場、発行体といった各主体がそれぞれに影響し合っているが、なぜ投資家がこういった行動をとってきたのか、市場の面から考えてみたい。まず市場には、客観的な価格がない。客観的な価格がないので、一物二価、一物三価が起こりうる。先ほど取引量によって価格が異なる点について言及されたが、為替にも影響される。例えば、ユーロ建て債券ならばスプレッドが乗っている一方で、円建てでは少ないといったことがあり、これにより、外国人投資家は購入するが、日本人投資家は買えないといったことが起きている。また、客観的な価格がないので、購入するタイミングによって、利益が出る、出ないが左右されやすくなっている。
- ・ 次に、流動性が十分ではない。これは、サイズ（発行額）が小さいという問題点とセットで見ていただきたいが、トレーダーから見れば、1銘柄たり1,000億円程度の発行があると望ましいとのことであるが、多くの銘柄は100億円程度であり、大きくても500億円程度しか発行されない場合がほとんどである。これを5億円程度ずつ分けて投資するというのが、現在の日本の社債マーケットであるが、少々サイズが小さ過ぎるので、流動性を確保するのが難しくなっている。さらに、投資家は満期保有中心の投資スタイルであるので、ますます流動性がつい

てこない。特定の者に問題があるというわけではないが、こういった問題が絡み合い、現在の  
ようなマーケットとなっている。

(発行体)

- ・ 発行体では、そもそも資金ニーズが欠如しているという大きな問題がある。これは、経済・  
景況感の改善次第で、何ともしようがないところがあるが、経営者の意識の問題に起因する点  
も多いと考えている。具体的には「社債は、借金であるので好ましくない。株式は、経営に対  
する評価なので喜ばしい。」という意識であり、株式での資金調達の方が好ましいと考える日  
本の経営者は非常に多い印象である。このためか、株式アナリストの説明会や、株式アナリス  
ト向けのミーティングは非常に活況であるが、債券アナリスト向けの説明会や、債券アナリス  
ト向けのミーティングはあまり行われぬ。
- ・ こういったことが起きてくる理由であるが、やはり銀行の過剰融資があるからではないかと  
思う。社債市場でしっかりディスクローズしても、少ししか資金が集まらないならば、安いコ  
ストでまとまった金額を貸してくれる銀行に頼りたくなるのは当然だろう。ローン市場が過大  
であることは、やはり大きな影響を受けているのではないか。
- ・ ローン市場が過大であることの証左として、貸出金の残高と社債の残高とを比較すると、貸  
出金残高は社債残高の約7倍となっている。これだけ大きなマーケットがあり、しかも、社債  
よりもタイトなスプレッドで、事業会社の内情をよく知っている銀行が相手となると、どうし  
ても社債マーケットの不利が露呈してしまう。
- ・ こういった事情が相互に絡み合い、現在の日本の社債市場を作っているもので、簡単に修正さ  
れていくものではないだろう。ただし、1つ変われば、かなり変わっていくのではないかと思  
う。例えば、投資家に対してあまりペナルティがかからないようにする、運用成績が良かった  
時には多くの報酬が支払われるような仕組みを作るといったところから始めていければ良い  
のではないか。
- ・ 日本銀行の社債の買入れが、どこまで社債市場に好影響を及ぼすのかについても、考える必  
要があるだろう。これは、投資家には心強いアナウンスメント効果になっており、最後の買い  
手がいるという安心感につながっているため、日本の社債マーケットのスプレッドがタイトに  
なっている一因となっている。ただし、日本銀行も格付けに依拠して買入れ対象を選んでおり、  
必ずしもこれがずっと社債市場に好影響を及ぼすかどうかはわからないが、現状ではそのよう  
に受け止められている。
- ・ 最後に通貨についてであるが、日本の社債は円建てがほとんどである。このため欧米の投資

家は、日本のマーケットに入りづらい面もあるのではないかと思う。電力債等は、比較的ユーロ建て、スイスフラン建て、ドル建ての債券を発行していたが、こういった外貨建ての債券と円建ての債券とで、スプレッドの差が大きくなってしまった。こういった一物二価のマーケットはやはり好ましくないで、こういった点も市場の広がりを阻んでいるのではないかと思う。

#### 【意見交換】

上記報告・説明後、次のとおり意見交換が行われた。

#### 1. 東日本大震災以降の社債市場の動き及び公社債店頭売買参考統計値の位置付け、価格の透明性の問題について

- ・ 電力債について、東京電力債は別かもしれないが、他の電力債のスプレッドも大きく動いているのか、東京電力債と同じような動きをしているのか。
- ・ 東京電力債のスプレッドが急激に広がった際に、他の電力債も同様にスプレッドが広がったが、開き方にはずいぶん差があった印象である。急激に非常に大きく広がった東京電力債と、緩やかに少し広がった、その他の電力債というイメージである。
- ・ その他の電力債のスプレッドが100 ベーシスを超えたことは、おそらくないか、あっても瞬間的で、基本的には大きく広がっても2桁の範囲で留まっていたはずである。実勢と売買参考統計値の差という意味でも、30 ベーシス程度の差が瞬間的にはあったかもしれないが、いずれにしても東京電力債ほど大きく開いてはいないと言えるだろう。
- ・ その他の電力債は、少々高いというか、政治的リスクがスプレッドに加味されている傾向はあるものの、異常な状況になっているというわけではないと考えている。しかしながら、長らく電力債の新規発行がないので、どんどん流動性が失われていることは事実である。
- ・ 震災前後での社債市場は、電力債以外に関しては、現在は震災前と変わりがなく機能しており、電力債のみが取り残されてしまっている状況にある印象である。東京電力債は別として、それ以外の電力会社も起債できないのは、現在、大手の投資家のほとんどが、電力債には投資できない状況に陥っているからではないかと思う。
- ・ その理由として最も大きいのは、政治的リスクではないか。電力会社に関しては、政府の方々により、金融市場のルールを揺るがすような発言がやや頻繁に出て、投資準備を進めている投資家が、政治的リスクを改めて認識したことにより、投資を控えてしまうという事態を繰り返

している。本懇談会としても、金融市場のルールをきちんと守った形でマーケットを形成していくべきであるというメッセージを、政府等に対して発していくべきではないか。

- ・ 震災の前後で社債市場で最も変わったのは、電力債の扱いという理解でよいか。
- ・ 震災直後の4月は、銀行社債以外はほとんど発行がなかったが、現在では電力債を除けば、震災前と同程度か、それ以上の水準で社債市場が機能していると考えている。例えば、格付けがAの社債でも、JGB+10 ベーシス台のスプレッドで起債ができるような状況であるので、非常に活況であると言えるだろう。
- ・ 現在の社債市場は正常であるが、正常過ぎるとも言える。発行体にとっては非常に有利な市場になっているが、投資家から見れば魅力がなく、投資したいマーケットではないだろう。スプレッドが異常にタイトになっており、発行体にとってはありがたい状況であるが、これではマーケットは動かない。発行体は適正な価格で起債でき、投資家はそれを選んで買うというのが正常な状態であるはずであるが、投資家からすれば、スプレッドが全くのっていない状況となっている。これならば、日本国債を買ったほうが良いという発想になってしまうだろう。
- ・ この問題の根本は、偏りにある。投資家は、格付けが高い銘柄にしか投資できないうえに、他に選択肢がないので、異常にタイトなスプレッドでも我慢して買ってしまう。そうすると、現在のような状況では、例えば格付けが高く、レアな業界の発行体は、極めて有利な条件で発行できる状態になってしまう。それは、投資家にとっては好ましくないことを念のため付け加えておきたい。
- ・ 価格の透明性の問題で、本日の発表では例として東京電力債が挙げられている。売買参考統計値に様々な問題点があることはよく認識しているが、東京電力債は、現在の社債市場が混乱している状況の中でも、特に特異な存在ではないかと思う。震災後の異常な状況の東京電力債を引き合いに出して、売買参考統計値に問題があると指摘されるのは何故か。透明性とどのような関連があるのか。
- ・ 東京電力債は、震災前のAA以上で安定していた時期には、発行市場でもJGB+7~8 ベーシスといった極めてタイトなスプレッドで発行されていた。このころは、売買参考統計値における東京電力債の気配値は、実勢とかなり合っていたであろうし、市場関係者にも、東京電力債の実勢について、おおよそ共通の認識があったのではないかとと思われる。ところが、震災により、ハイ・イールド銘柄となり、さらに透明性まで失われてしまった。売買参考統計値は、

格付けが高い、発行額が多い等、比較的スプレッドが見やすい銘柄については、かなり参考になる数値であるが、そうでない低格付けの銘柄や、流動性が急に落ちてしまった銘柄については、実勢と乖離した数値になってしまっている。ある意味、当然の話かもしれないが、売買参考統計値のこういった特性が、東京電力債との関連で改めて感じたところである。

- ・ 売買参考統計値には、社債市場が異常な状態になったときの値段があまり反映されていないという問題があると考え。しかし東京電力債は、投資家にとっては極めて特異な銘柄になったのであり、売買参考統計値の一般的な銘柄と同様に考えて良いのだろうか。そういう観点から、先ほどの説明にもあったが、東京電力債は、政治的な動向に左右され、一般担保付の概念についても議論されるような異常な状況であり、市場実勢を把握するのが困難という証券会社の素朴な認識が、一番実情を表しているのではないかと思う。透明性について議論するうえで、社債の中である意味最も大変な状況になっている銘柄と、それ以外の一般的な銘柄の議論とを混在すると、齟齬が生じる可能性があるのではないか。東京電力債は、いわゆる一般的な低格付けのハイ・イールド債とは同列には議論できないものであり、単純に比較できないのではないかと考える。

#### 2-1 一般担保付債券の問題について

- ・ 一般的に電力債は一般担保付で、一般担保付である東京電力債は、どのような事態になると100%償還されない、デフォルトになるのか今一つよくわからない。仮に東京電力が債務不履行になった場合でも担保が付いていれば「安全」なのだろうか。
- ・ 東京電力債の安全性について、「一般担保付債券なので安全」とは、社債の投資家の方ともよく話をしている。「安全」とは、少なくとも銀行の融資等と比べて保護されているという意味であり、絶対に安全というわけではない。例えば、現在賠償金の支払が始まっているが、支払により資産が減り、その分一般担保保有者の資産が減っているといえる。しかし、仮に東京電力が債務超過で解散となれば、残った資産は弁済順位の高い債務から返済されるので、電力債（一般担保）は、賠償（一般債務）よりも返済は大きくなるルールである。「安全」というのは少々不適切であるが、弁済の優先順位として「より保護されている」と“金融市場のルール”としては言える。
- ・ 東京電力債については、東京電力という会社の債務者の優先順位を明確に共有していなければ、マーケットのルールが崩れてしまう懸念がある。具体的には、被災者の方のうちの損害賠

償請求権者と社債権者との位置付けの問題だろうか。これは、金融市場のルールとしては、一般債権者と社債権者、すなわち一般担保付という一定のポジションを有する者ということが明確にされなければならない。もともと明確であるはずだが、賠償債務は社会的に重要だから、あるいは、賠償対象者への配慮等で優先順位が変わってしまうのは、マーケットのルールには反しているということだろうし、不明確にしてしまうような政治的な扱いがあるということだろうか。

## 2-2 日本の社債市場の特性について

### CDSと社債

- ・ CDSと社債がうまくかみ合っていなかったという説明があったが、現場でCDSと社債のトレードを行っている感覚では、東京電力債については、CDSと社債はよくリンクしていたと感じている。社債の方が高い値段でトレードされていたのは、一般担保という価値があるからという認識だが、どうか。
- ・ 東京電力債を保有する既存の投資家は、事実として数多く存在しているが、こうした投資家は、震災後の動向により、東京電力債を売るべきかどうか考えていた。しかし、スプレッドが激しく動いてきているときに売るのはリスクがあることもよく理解しているので、他の対応が必要になる。一般担保付債券で、本来ならば大丈夫であるはずなのに、どんどん評価額が下がってくる。それならばヘッジをしようとCDSに目を向けると、スプレッドがそれ以上になっており、これではヘッジができなかった。既存の投資家にとって有効なヘッジ手段ではなかったという旨を説明したかった次第である。トレーダーの方から見れば、社債のほうがCDSよりも評価が高いのが当たり前というのは正しい認識であると思う。しかし、既存の投資家向けには必ずしもヘッジ手段にはなっていない場合があるということなのではないか。

### レポ取引、レポマーケット

- ・ トレーダーから見てもレポ取引のマーケットが広がってほしいと考えている。

### 社債市場を大きくしない悪循環の発生

#### (ハイ・イールド債市場、投資家の投資スタンス、厳しいガイドライン)

- ・ 社債市場は流動性が低いということであるが、国債市場も昔はバイ・アンド・ホールドであったが、発行が続くことにより流動性が出てきた印象である。この考えに立つならば、優良企業がどんどん社債を発行できる環境になれば、流動性はついてくるのだろうか。現在は金融緩

和の状況下にあるので、銀行も優良企業にどんどんローンを出していきたいと考えており、優良企業は社債の発行ではなく借入れによる資金調達が有利な状況ではないかと思う。こういった状況がしばらく続く中で、ハイ・イールド債が発行されれば、もう少し流動性が増すのだろうか。

- ・ 発行量が拡大し、ハイ・イールド債のマーケットができ、活発に売買してくれる投資家が出てくるといったことが、全て実現するのが望ましいだろう。1つだけの改善では、ローンマーケットに負けてしまう。
- ・ 例えばハイ・イールド債のマーケットは、現在は実質的に存在しないため、日本でハイ・イールドに当たる事業会社が、新規に社債発行による資金調達を行うのは難しいと考えている。東京電力債のように、高い格付けからハイ・イールドとなった場合は例外的にありうるが、新規の発行は難しいのではないかと。なぜなら、発行体になればコスト負担が大きく、いくら資金調達すればいいかも分からない。投資家としても利益が出るかどうかかわからず、そこまでリスクを取っていいか判断に困る。そもそも厳しいガイドラインがあり、投資そのものがないのかもしれない。証券会社としても、売れ残る可能性が高いので引き受けできないという判断になる可能性が高い。こうした理由により、ハイ・イールド債のマーケットは、現在の日本には基本的に存在しない。
- ・ ハイ・イールド債のマーケットができてくるためには、全ての要素が少しずつ変わっていかなければならない。例えば投資家ならば、うまく投資すれば（利益をあげれば）評価される、利益に対して5%のペイアウトがあるといったメリットがあれば、リスクを取る投資家も出てくるのではないかと。今のところ、厳しいガイドラインがあるため、リスクを取る投資家は存在しないし、このような状況であるので、ハイ・イールドの発行体による社債は、ほとんど存在せず、そういう発行体が続々と出てくるような状況は、残念ながら期待できない。よって、どこかが変わればというよりも、全体が少しずつ変わっていく必要があるのではないかと。
- ・ 社債の引受けを担当している現場の感覚から申し上げますと、現在の日本の社債市場においては、BBの普及は難しいと思われる。現在では、BBBでも投資できる投資家の数が非常に限定的であるので、少なくともBBB以上でなければ、起債は非常に難しいと思われる。スムーズに起債できる格付けは、やはりA以上だろう。Aで100~200億円の起債であれば、50~100件以上の応募があり、非常に幅広い投資家層がいると言えるが、これがBBBになると、例えば100億円の発行では応募の数・投資家は2件とかに急変してしまう印象である。

- ・ この理由について投資家の方に伺うと、やはりガイドラインだそうである。国内の社債市場の主な参加者は、預貸ギャップを背景としてか、地方の金融機関となっている。地方の金融機関のガイドラインでは、ほぼ100%、A以上が投資対象と決められている。BBBまで投資可能とするのは、年金等の他人勘定の信託や投資顧問だけであり、投資家の数が非常に少ない。そのために、BBB以上を買える投資家ですら、売りたい際に買い手が見つかるかどうか不安が残ることから、なかなか買いに動けない面がある。ハイ・イールド債のマーケットの構築に向けて、BBBのマーケットをまず広げようと政策的に取り組むのであれば、投資家のガイドラインを直接的に緩和してあげられるようなセーフティネットやインセンティブ等の手当てが必要になるのではないかと。まずはBBBの社債に多くの投資家が普通に参加するような状況にならなければ、BBの社債はとても発行できないのではないかと。
- ・ 実際にBBの銘柄数がどんどん減っている。特に日本の場合、上位の格付けから落ちてくる場合しかBBの社債は有りえない。BBで新規に起債する会社が出てくることを期待しているが、実際にどういう手段があるのだろうか。本懇談会でも、コベナンツを拡充する、社債管理のあり方を見直すといった方策が考えられているが、こういった方策で本当に、BBで起債する会社が出てくるのだろうか。
- ・ スプレッドが最重要であると考え。例えば、関西電力や北海道電力が起債しようとしても、できない状況にある。仮に関西電力や北海道電力の社債がT+30~40 ベーシスのスプレッドで売買されるようになるならば、信用力に見合ったスプレッドが付いていないため、個人的には好ましくないと考える。リスクに見合うスプレッドがのるようにマーケットは調整しなければならない。
- ・ BBBで発行したいならば、それに見合った価格・条件でなければ、まず発行できないだろう。しかし、BBの事業体にとって、当該コストは高すぎるし、高いコストを払っても、買い手となる投資家がいるかどうか未知数である。そもそも格付けを取得するのにもコストがかかり、例えば、どういった開示をすれば投資家の目線に入ってくるのかアドバイスするといった、サポート体制も必要になるのではないかと。
- ・ そういった形でマーケットを広げていくというのは一つの案だろう。様々な発行体が続々と出てこなければ、ハイ・イールド債のマーケットはとても広がらない。ハイ・イールドの格付けの会社でも、社債を発行して人気が出てきたことで、投資適格の格付けまで上がってくる。こうした好ましい例が、次から次へと出てこなければ、ハイ・イールドは、分断された世界の

ままになってしまうだろう。ハイ・イールドと投資適格が別れてしまうのではなく、くっ付いてくるようなスキームとする必要があり、そのためには、発行量を増やす必要がある。投資家が最も注目しているのはやはりコストであるので、資金調達のコストが適切であれば、発行量が増えてもそれなりに買い手が見つかるのではないかと思う。

- ・ 「厳しくないガイドライン」ができるかどうかにもかかっているということか。
- ・ 例えば銀行は、バーゼル規制等により厳しく自己資本の充実が求められている。抱えているリスクの総量を理解し、バッファを持つという発想は正しいと思うが、日本では若干やり過ぎの感がある。そのため、問題にならないよう予防的な措置から、投資家は、例えばBBBまでは投資適格であるにもかかわらず、Aまでしか投資しないこととし、さらにAマイナスでは後がないので、AフラットやAプラスまでを限定して投資対象とするという投資家が大勢を占めている。このように、単なる内部規程であるガイドラインのハードルが上がっていったのが現状ではないかと思う。しかし、これを下げようとしても、ペナルティや報酬の制度が固まっていないので、どのように評価されるかわからないうえに、結局、多額のロスが出れば、当局の検査等の際に資本が不足していると指摘されることになりかねない。どうすれば厳しいガイドラインが緩和され、もう少し自由に投資できるようになるのかわからないが、ひとまず、このように投資家自らハードルを上げているという現状があることは申し上げたい。
- ・ リスクマネーが市場に出てこないのは、ロスに対する投資家のペナルティが大き過ぎ、利得に対する報酬が少ないのが理由ではないかという趣旨であったが、そもそも日本の投資家は、それほどリターンを求めていないのかもしれない。リスクを取って、高いリターンを上げなくとも、安全に少ないリターンを上げられれば良いという投資家が多数であるならば、報酬を上げても、リスクを取って投資をする投資家は現れないかもしれない。
- ・ 社債市場の特性として、通貨によって一物二価があり得るといった説明があったが、例えば最近では、特定のメガバンクが国内債のほかにドル建て債を発行しているが、仮に円にスワップしたとすれば、国内債の調達コストよりも高い条件で発行されている。本当にスワップされているのかはもちろん分からないし、ドルのまま使用する目的があって発行している等、何か事情があるのかもしれない。
- ・ 本懇談会では、日本の社債市場の活性化のための議論を行っているが、世界の片田舎にドメスティックなマーケットがあり、そのマーケットを何とか活性化しようという議論をしたほうがいいのか、それとも、グローバルスタンダードを標榜して活性化のために何ができるかでは、

議論の内容も変わってくるだろうし、報酬を上げるだけが結論ではないのではないか。

- ・ 仮に日本の社債市場が世界の片田舎の市場でも良いとしても、やはりきちんと流通しているほうが市場として望ましい。発行体の立場としても、株式マーケットだけではなく社債マーケットもあり、どちらからでも資金調達できるほうが、資本市場として望ましい。
- ・ それほど利益を上げたくない投資家は、十分な見返り・報酬がないから利益をあげたくないだけではないかと考えている。十分な見返り・報酬があるシステムができていれば、リスクは取るのではないかと考えている。日本はリターンをあげる必要はないという投資家が多い。そこまで割り切るのであれば、そもそもリターンは求めないということになりかねないが、それはあまりに不自然ではないか。基本的には、リターンをあげられるならばあげたいと考えるのが投資家であると、私は信じている。そうでなければ、何のために有価証券投資をしているのかも分からなくなってしまふ。目標リターンがあり、それを目指すという考え方であるとしても、そもそも目標リターンが設定されているのは、過剰にリスクを取り過ぎて損をすると却って評価が低くなるからではないか。利益があがるものに投資したいと考えるのが投資家の習性ではないか。
- ・ 整然と規律を保ち、様々なリスクテイカーが市場に数多く参入し、流動性を高めていく、そういったマーケットになれば、ますます海外からの参入も容易になり、むしろモデル市場として海外にもプロモートしていける。本懇談会は、こういった目的で始まった。しかし、まず日本の社債市場を活性化していこうとしても、リスクテイカーの不在により、いきなりつまづいてしまっている。世界では一時期、グリード（強欲）は敵とされていたが、日本では敵とする相手すらない状況である。これでは困るので、本質的に日本の投資家がリスクテイカーでないかどうかという点から議論しなければならないが、非常に難しい。
- ・ 説明では、日本においてリスクテイカー不在には様々な理由があり、例えば、格付けにこだわり過ぎる厳しいガイドラインの存在や、そもそもマーケットのサイズが小さ過ぎる点等が挙げられていた。こうした様々な要素が絡み合っているので、小さなブレークスルーではなかなか好転しないということだろう。
- ・ 投資家は皆、リターンを取りたいと思うのではないか。また、高い報酬を得て報酬があがったほうがいいとも思っているはずである。しかしながら、現状では、それを阻むものが多くあり、投資家は十分なリターンを得られないので、妥協を重ねている面があるのではないか。十分なリターンを得ることを阻んできたものを外していくことが、改善につながる。

- ・ リスクを取る投資家がいるかどうかという点であるが、投資信託で、海外のいわゆるハイ・イールド債に投資するファンドがあるが、個人投資家がかなりの金額を購入している。投資信託を通じて、ハイ・イールド債に投資するリスクマネーは、日本にも存在しているということだろう。鶏と卵の議論かもしれないが、大前提として、リスクマネーは日本にも存在していると考える。
- ・ 株式ではあるが、現在株式の世界でリスクを取るのは、個人投資家と海外投資家だけであり、国内の機関投資家は非常にパッシブに運用しており、リターンは欲しいが、あまりリスクは取りたくないという傾向が見られる。個人投資家の方がむしろ、CFD等でも盛んに取引を行っており、リスクを取る素地はあるのではないか。
- ・ 個人投資家には、決して高くはないが、一定のリスクを許容する余地があるのではないか。確かに投資家のペナルティと報酬が見合っていない側面はあると思うが、機関投資家、投資信託、年金といった負託を受けた投資家が、損失や利得の金額にかかわらず、基準どおりに運用していれば問題ないという風潮は如何なものかと思う。非常に逆説的に申し上げれば、そもそもガイドラインが存在すること自体が、そういった風潮を助長しているのかもしれない。
- ・ 年金運用者と話す機会があるが、年金運用は基本的にインデックスに依拠したパッシブ運用になっており、インデックスとの比較で一定ゾーンの範囲で運用すれば、リターンがどんどん下がっているにもかかわらず許容されてしまうという。おそらく、運用者として何に留意したのかといった点を確認しない委託者がいるため、受託者はベンチマークとの比較や、他の運用者の動向に従う運用を行う傾向にあるのではないか。こうした規律のなさを助長しているのが、何割以内と決められた数値には合致しているので問題ないとしてしまうガイドラインなのではないか。これを何か変える方法はないのだろうか。
- ・ 確かに、ガイドラインをなくせれば好転するように思える。
- ・ 既にガイドラインがあり、それに則って運用を進めていると思われるが、具体的にガイドラインをどのように緩めればよいのだろうか。今の時勢で、基準を緩めることをどうすれば実現できるのか、現実的には非常に難しい問題である。
- ・ 厳しいガイドラインを緩めようとするのではなく、比較的緩やかなガイドラインの投資家が新たに市場に入ってこれるようにするという解決策も考えられるのではないか。運用している資金の性格上、ガイドラインを緩めるのは難しいという可能性は当然あると思われる。楽観論

であるが、それならばむしろ、ニューマネーを期待するという考え方もあるのかもしれない。

### (リスクとリターン)

- ・ 投資家にとって、投資損失に対するペナルティが過大で、利得に対する報酬が過少ということとは、単純に言えばリスクとリターンが見合っていないということだろう。これは、銀行も共通であり、単純にローンのプライシングを見れば、日本のマーケットほど企業の信用力に対するイールドが立っていない国はあまりないのではないか。ハイ・イールド債への投資対象として、海外のものがあるとのことだが、おそらくリスクに対するイールドがきちんと立っているのだろう。一方、日本では基本的にイールドが立っていない印象である。
- ・ 単純に言えば、例えばBBに投資した場合とAに投資した場合とで、イールドの差がリスクの差をきちんと補てんするだけのものになっていないのではないか。それではやはり根本的に資金の需給関係が崩れて、資金自体が余った状態になっており、クレジットだけではリターンが取れないのが今の日本のマーケットの状況ではないかと思うが、如何だろうか。
- ・ 同意見である。銀行の預金に資金が偏って集まっているものの、集まった多額の資金がハイ・イールドの分野には向かっておらず、代わりに、これ以上は資金需要に乏しいとみられる大手の優良企業ばかりに資金が回っている。しかも、その際のコストは非常に安くなっているので、ますます偏りが生じている。
- ・ その背景として、PD（デフォルト率）に見合わないイールドがあり、非常に大きな要因であると考え。これは銀行の責任ではないが、ローンのマーケットが大きすぎるというのは一つの要因だろう。ローンのマーケットに参入できず、ハイ・イールド債に投資するのは個人投資家だけというようなマーケットでは、やはり偏っている。もっと多様な投資家がハイ・イールドのところにも投資ができるようなスキームがなければならぬ。そのための具体的な方策はさておき、偏った日本のお金のあり方が背景にあるという大前提には強く同意したい。
- ・ 銀行のローン市場が過大との指摘があったが、銀行はマネーマーケットから資金を取ってきてローン市場を創出しているわけではなく、預金を原資としてローンを出している。ローンが過大と言われているが、現在は完全に預金超過であり、預貸率（預金のうち、貸出しに回っている割合）は7割程度しかなく、銀行は無理して貸出しを伸ばしているわけではない。そもそもなぜ銀行に預金が集まるのかであるが、やはり元本が保証されているからではないか。資金需給が崩れている状況を伴う最近のデフレ経済において、リスクを取りに行くよりも元本を確

定させニーズが高い状況にあることが問題の本質なのではないか。

- ・ 同意見である。日本に対する不安感があるからだろう。個人投資家も、どんどん儲けたいとは考えているが、リスクの高い投資ができる投資家は、本当に裕福な層が多いただろう。一方、多くの個人投資家は、太宗が預金や国債にしか投資しないのではないかと。基本的な日本の個人投資家について考えても、このような姿になっており、その結果として大きくなった銀行があり、その影響を受けて、あまり発達していない社債市場がある。クレジットに見合ったプライスだが、なかなか付かない状況になっていると理解している。
- ・ 日本が抱える問題の本質はなかなか難しいと思うが、かなり長い期間、イールドカーブがフラットになっていた。そのため、リスクとは何か、リスクテイクとは何かという概念が非常に見えにくくなっている。どこでもリスク・リターンの関係があまり変わらないという状況になっていた。昭和の高度経済成長期、今よりもずっと資金需要が強かった時代から、どちらかといえばリスクマネーよりも安全資産のほうに資金が集まる傾向にあり、その変換が一向に進まないマーケットであったことは確かである。この問題には、イールドカーブが立っている場合にもフラットな場合にも共通する難しい要因が影響しているのかもしれない。
- ・ 日本の社債市場は、中間層が薄いと言うか、投資適格で破たんすることがまずありえない銘柄と、誰も投資できないような銘柄に二極化してしまっている印象である。日本の場合、リスクプレミアムがあまり乗っていない、リスクとリターンが見合わないという説明があったが、例えば日本銀行は、リスクプレミアムを潰してしまう買入れを行っている。海外のハイ・イールドファンドが売れているのは、日本市場で薄い中間層に位置していて、デフォルトする可能性はそれなりにあるが、それなりのリターンが取れるからではないかと思う。6～7%程度の利回りが取れるのであれば、個人投資家といった買い手は存在する。日本の場合、利回りが極めて低いものか、極めて高いもののどちらかしかない点も問題なのではないか。
- ・ 会計の問題もあるのではないかと思う。個人投資家の場合、値下がりしてきた場合には、そのまま持ち続けるという方法があるが、機関投資家の場合はそれができないので、少しでも価格が動きそうな場合には、やはり投資に躊躇してしまう。東京電力債の売買参考統計値の数値も、実は機関投資家には好まれている。理由は、実勢を反映していないほうが、財務諸表にも反映しないで済むからである。正直なところ、会計の透明性が増せば増すほど、投資行動としては鈍っていくという問題がある。しかしながら、会計（資産評価）をしなくていいというわ

けではなく、海外の投資家はきちんと会計を行っている。少なくとも、個人投資家ならばそのまま保有し続けることができる一方で、機関投資家は四半期ごとに評価しなければならない点は、機関投資家にとって大きなネックになっているのではないかと。

- ・ 本日いただいた意見は各部会にフィードバックし、本懇談会でもよく検討して参りたい。どの角度から考えても、どうしても日本市場の本質的な問題に行き着いてしまうが、そこを何とかしなければ前に進まないし、何とか前に進める覚悟である。引き続き、御協力賜りたい。

(配付資料)

- ・ 東日本大震災後の社債市場の現状及び課題について

以 上