

「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（２）

平成 23 年 7 月 6 日

社債市場の活性化に関する懇談会 部会 事務局

社債市場の活性化に関する懇談会 各部会では、平成 22 年 12 月 24 日、各取組みの実現に向けた課題の整理・検討状況について中間報告を取りまとめたところではありますが、その後の検討状況につきまして、以下のとおりご報告いたします。

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

平成 22 年 6 月 22 日社債市場の活性化に関する懇談会 報告書「社債市場の活性化に向けて」では、次の事項が検討課題・取組とされている。

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. 証券会社の引受審査の枠組み

次のとおり、証券会社の引受審査の枠組みについて検討を行い、「証券会社による発行登録制度の下での社債の引受審査に関するガイドライン」を取りまとめた。

- (1) 証券会社による発行登録制度の下での社債の引受審査について、投資家保護の観点から引受審査の内容の充実を図りつつ、より機動的な社債発行が確保されるよう、次のとおり、これまでの実務慣行の見直しの検討が行われた。

① 基本的な社債の引受審査の枠組みの整備

より機動的な社債発行を確保するため、社債の継続開示審査について、証券会

社は、原則として、有価証券報告書提出時には「共通質問事項」などにより発行登録会社、監査人に確認を行い、四半期報告書提出時には、社内において、四半期報告書、発行登録会社のプレスリリース、格付情報その他公開情報を中心に審査等を行い、引受スタンスを更新する位置付けに変更する。

② 基本的な社債の引受審査の内容の見直し

イ．社債の引受審査に当たっては、発行登録会社、監査人による財務諸表等の品質確保が十分になされていることを前提として、投資家の社債の投資判断に影響が大きいと考えられる元利金支払能力及びリスクファクターの開示（将来キャッシュ・フロー創出力に影響のある事項の分析及び開示）に係る審査に重点をおいた確認を行う。

ロ．財務諸表等に係る審査は、外部から財務諸表等を分析する立場に立って、疑わしい事象がないかどうかという点に留意し、疑わしい事象が認識された場合には、当該事象について、追加的に発行登録会社、監査人に合理的な説明を求める。

ハ．社債の継続開示審査で利用している「共通質問事項」について、各発行登録会社の実態に合わせたものに変更するため「共通質問事項」（参考モデル）を取りまとめ、今後必要に応じ見直す。

(2) 日本証券業協会（以下「日証協」という。）において、平成 23 年 5 月 25 日、上記検討に基づき、「証券会社による発行登録制度の下での社債の引受審査に関するガイドライン」が取りまとめられ、証券会社に周知された。このガイドラインの内容は、引き続き、第 1 部会において検討を行う。

（参考資料）証券会社による発行登録制度の下での基本的な社債の引受審査の枠組み

2. 金融商品取引法による責任分担の明確化・徹底

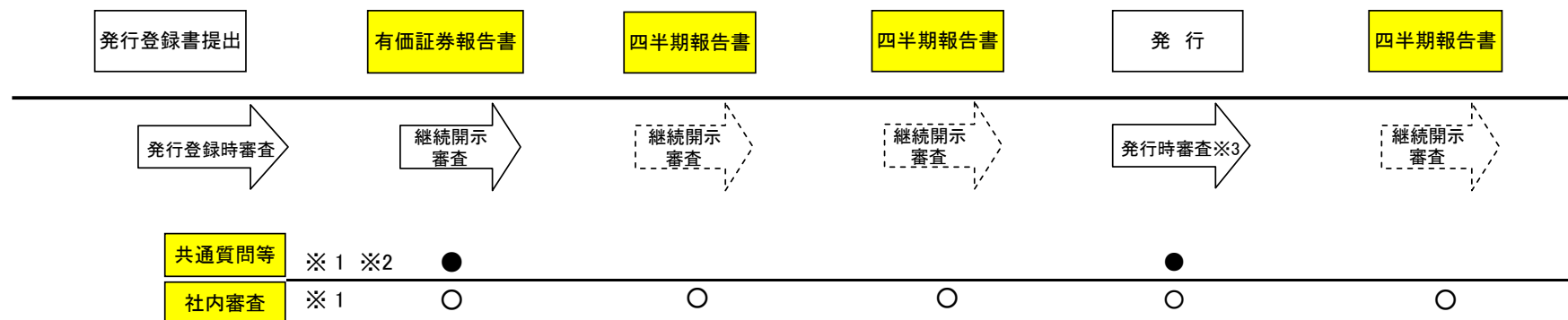
金融商品取引法上の開示書類に関する元引受証券会社の同法上の責任について、元引受証券会社と監査法人との役割分担のあり方等を踏まえ、その明確化を図るため、米国市場の証券規制・判例等を参考に、金融商品取引法第 17 条と第 21 条の下での実務のあり方について考え方の整理を行っており、証券会社の引受審査の実務等に即したガイドラインの策定の可能性の検討を行うこととしている。

3. コンフォートレターの位置付け・取扱い

日証協、日本公認会計士協会において、引き続き、実態把握、課題の洗出し・整理等を行うための意見交換を進めている。

証券会社による発行登録制度の下での基本的な社債の引受審査の枠組み

< 見直し後 >

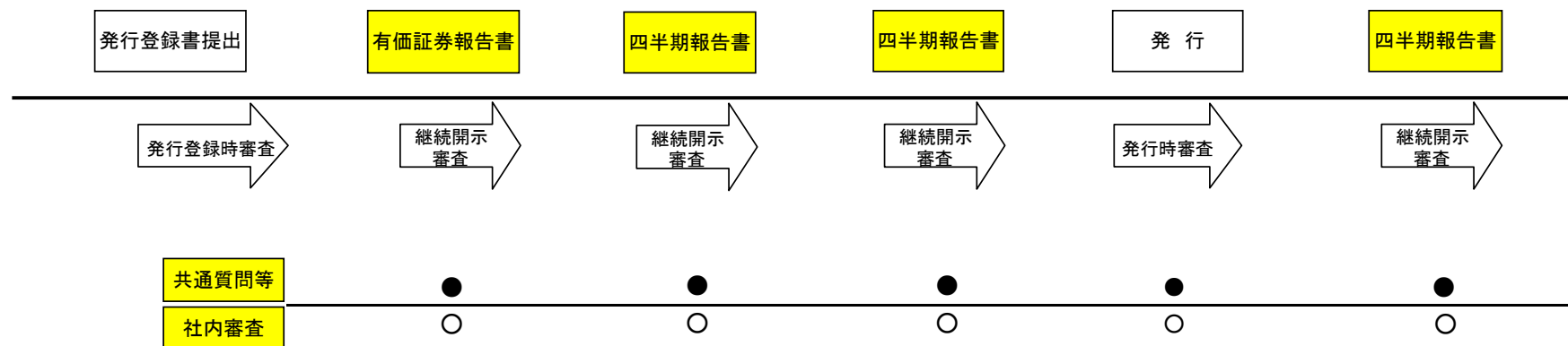


※ 1 社債の投資判断に影響が大きいと考えられる元利金支払能力及びリスクファクターの開示に係る審査に重点を置いた確認を行う。

※ 2 「共通質問事項」(参考モデル)に基づき発行登録会社ごとに策定した「共通質問事項」、「追加質問事項」により発行登録会社、監査人に確認を行う。

※ 3 発行時審査に当たっては、継続開示審査で認識した重要な課題の解決状況、「有価証券の引受け等に関する規則」第18条等に定める適格性、調達資金の使途及び企業内容等の適切な開示等の事項に重点を置き発行登録会社、監査人に確認を行う。

< 現 行 >



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

平成22年6月22日社債市場の活性化に関する懇談会 報告書「社債市場の活性化に向けて」では、次の事項が検討課題・取組とされている。

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（多様化）

標準的なコベナントモデル（事例集）の策定に当たって、次のとおり、米国での運用の例・基本的な考え方、具体的なコベナントの内容及びコベナント抵触時の対応等について議論が行われており、引き続き、検討を進めることとしている。検討の過程では、次のような意見が出された。

(1) 米国での運用の例・基本的な考え方

- ① 米国の資本市場のコベナントは、レバレッジドローンでは、メンテナンステストが、ハイ・イールド社債では、インカランステストがあり、米国での運用の例

を参考に、コベナントをインカランステストとメンテナンステストのコベナントに分類、検討してはどうか。

- ② 発行会社にとって、定期的に財務指標をチェックするというメンテナンスコベナントは、その遵守が必ずしも容易ではないが、一定の行動を起こすことを規制するインカランステストは、当該行動を起こさないことによって遵守が可能となり、特に信用リスクが相対的に大きい企業の社債のコベナントとして、より適切ではないか。

(2) 具体的なコベナントの内容

米国の事例も参考に、考えうる具体的なコベナントの内容について、次のような事例が示されており、検討が進められている。

① 財務維持コベナント (Financial Maintenance Covenants)

- ・ 純資産額維持
- ・ 自己資本比率維持
- ・ 利益維持
- ・ 負債額維持、負債比率維持
- ・ インタレスト・カバレッジ・レシオの維持
- ・ 有利子負債 / EBITDA 倍率の維持
- ・ 有担保負債比率維持

② 追加負担制限コベナント (Incurrence Covenants)

- ・ 負債の制限
- ・ 担保提供制限
- ・ 配当等制限、支払制限
- ・ 新規投資制限
- ・ 資産の処分に関する制限
- ・ セール・アンド・リースバック制限
- ・ 子会社に関する制限
- ・ 関連当事者取引
- ・ 合併の制限
- ・ Change of Control 条項

(3) コベナント抵触時の対応

次のような議論が行われている。

- ① 米国の社債市場では、コベナントへ抵触した場合、直ちには期限の利益の喪失とはならず、トラスティー (Trustee) 等から発行会社に通知が行われ、一定期間経過後に治癒しない場合にイベント・オブ・デフォルト (Event of Default) となる。さらに、イベント・オブ・デフォルト発生後、トラスティー等から発行会社に通知が行われ、社債の期限の利益が喪失する。一方我が国では、多くの社債が、コベナントに抵触すれば、直ちに期限の利益の喪失となり、機動性・柔軟性を欠いたものとなっている。
- ② 米国の社債市場を参考に、コベナント抵触後、直ちに期限の利益の喪失とはせずに、コベナントの抵触状況の治癒やコベナントの内容の変更などによる対応が可能となるよう期間を設けることとしてはどうか。
- ③ コベナントの遵守状況のモニタリング等については、第3部会と連携を取りながら検討を進める必要がある。

2. コベナント等の情報開示

投資家保護の観点から、必要なコベナント等の情報がどのように開示されるべきかについて、次のとおり、考え方、開示方法・内容案 (タタキ台) について報告・説明があった。

(1) 考え方、開示方法・内容案 (タタキ台)

① 考え方

イ. 投資家が、社債と他の債務との関係を具体的に判断できる情報を継続的に開示することが適当ではないか。

ロ. すべての債務についてコベナント等の内容を詳細に開示するのではなく、「重要な情報」について簡潔に記述することとしてはどうか。

ハ. 「重要であるものを開示する」という原則主義的な考え方を基本とし、企業による判断の恣意性やバラツキを抑制する観点から、開示の必要性、開示方法・内容等に関するガイドラインを提示することとしてはどうか。

② 開示方法・内容案

イ. 有価証券報告書による継続開示

- a 「重要性がある」と判断されるコベナントについては、有価証券報告書の (連結) 貸借対照表の注記事項として、「具体的な内容」及び当該コベナントが付されている債務の種類、残高、最終弁済期限を開示することとしてはどうか。

b 開示の対象とするコベナントは、維持すべき一定の財務比率等の条件に抵触した場合、若しくは債権者が要求した場合に当該債務の弁済時期を繰り上げなければならないもの、又は担保提供等を強制されるものとしてはどうか。基本的には当該企業の個別の状況を踏まえて実質的な観点から行われるが、当該コベナントによって弁済時期の繰り上げや担保提供を強制される可能性のある債務の総額が（連結）資産総額の10%以上である場合は、原則として「重要性がある」とみなすこととしてはどうか。

c 「具体的な内容」には、維持すべき財務比率等の数値や、抵触した場合に求められる対応（他の債務にも影響が及ぶ場合にはその範囲や内容）を含むこととしてはどうか。

ロ. 臨時報告書による開示

次の事象が発生し、それが「重要性がある」と判断される場合には、速やかに、臨時報告書によりその内容を開示することとしてはどうか。

a 新たな債務の受け入れ（ただし、有価証券届出書等の開示書類を提出して発行される社債を除く）

b 既存の債務に対する新たな担保提供等

c 既存の債務に対する新たなコベナントの付与、又は既存のコベナントの内容変更

ハ. 社債発行時のコベナントの開示の充実

a 現状

(a) 現在、投資家は、EDINETで発行登録書及び発行登録追補書類を閲覧、社債の発行条件（コベナントを含む。）の確認ができるが、発行登録が失効すると確認・閲覧できなくなる。

(b) 新規発行社債に付されるコベナントは、発行登録追補書類等において「財務上の特約」欄に開示され、その他の主要な要項の内容（期限の利益喪失に関する特約、代理人の設置状況、公告及び社債権者集会開催の方法等）については、欄外に注記されている。

b 対応案

(a) 発行登録方式による起債の場合、

- 発行登録書の「発行登録書の有効期限」の経過後（又は発行登録書の取下げ後）も、引き続き社債が償還されるまでの間、EDINET上で発行登録書及び発行登録追補書類を閲覧できるよう措置の検討が必要ではないか。

- ・ 「コベナンツ」の内容を投資家へ事前に周知させる必要があるときは、（発行登録追補書類ではなく）予め発行登録書上に開示しておくこととしてはどうか。
- (b) 既存の債務に付されている「コベナンツ」の内容については、有価証券届出書の「第二部【企業情報】」において、有価証券報告書による継続開示に準じて開示することとしてはどうか。（継続開示会社の場合は、開示済みの有価証券報告書及び臨時報告書等の存在が参照書類として記載される。）

(2) 留意点・検討事項

上記(1)の考え方、開示方法・内容（タタキ台）について、次のような留意点・検討事項の指摘があった。

① 開示対象企業の範囲

イ．借入金等にコベナンツが付与されてのるは相対的に信用力の低い中堅・中堅企業で、有価証券報告書提出会社ではない企業と考えられ、開示の充実を求められる企業の多くが社債の発行企業でないとするれば、「投資家保護の観点から必要な情報開示を行い社債投資を拡大を図る」という本懇談会での検討目的から逸脱するのではないか。

ロ．企業がコベナンツの開示を回避しようとする意向が強い場合、社債発行に対する消極対応のみならず、有価証券報告書の提出自体を負担と感じ、未上場企業の上場敬遠指向、既上場企業の非公開化への傾斜さえ招きかねないのではないか。

ハ．有価証券報告書において、上記の内容（タタキ台）をすべて開示することとなれば、有価証券報告書提出会社の内部管理コストが高くなるのではないか。

ニ．すべての有価証券報告書提出会社に対してコベナンツ等に関する情報開示を求める必要性はなく、例えば、社債発行時に社債要項の中で開示を行うべき事象を定めるなど、投資家の反応を確認しながら全体の枠組みを整理し議論を行っていくべきではないか。

② レピュテーション・リスク（風評被害の可能性）

財務制限条項のトリガー水準を開示することにより、抵触の可能性が高まった際に多くの社債権者・債権者がいち早く保全に走るリスクが生じ、当該発行企業の信用力を悪化させるなどのレピュテーション・リスクや、社債市場の変動・混乱を増幅させる事態が懸念される。

③ その他の情報開示方法

発行会社や証券保管振替機構のホームページその他の情報開示方法について検討してはどうか。

- (3) 上記(1)、(2)を踏まえて、引き続き、コベナント等の情報開示のあり方について検討を進める。

第3部会（社債管理のあり方等）

I. 検討課題・取組

平成22年6月22日社債市場の活性化に関する懇談会 報告書「社債市場の活性化に向けて」では、次の事項が検討課題・取組とされている。

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 米国のトラスティー等を参考に、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・主な意見

- ① 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%)、F A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 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及び利益相反行為に関する損害賠償責任を負っていることから、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、

多くは発行会社のメインバンクが就任し、社債のデフォルト前後に利益相反が生じる可能性が懸念される。

③ こうしたことから、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、社債管理者への就任が困難なケースもある。

④ 平成5年の商法改正により、社債発行限度枠の撤廃や社債募集の受託会社の廃止と合せて、「社債管理会社制度」（現在の「社債管理者」）が導入されたが、同制度の基本的な考え方は、銀行・メインバンクの知見を活用し、信用リスクが相対的に大きな企業の社債発行を回避させ投資家保護を図ろうというもので、これまで、見直し等は行われていない。一方、本部会では、低格付企業の社債発行及び社債投資の拡大を図るため、社債管理のあり方の検討を行っており、平成5年の改正商法の基本的な考え方を見直す余地が生じている。

(2) 今後の検討の方向性

今後の社債管理者の業務のあり方について、次のとおり社債管理者の裁量権の拡大及び社債管理者の裁量権の具体化という2つの検討の方向性の議論が行われており、引き続き、検討を進めることとしている。検討の過程では、次のような意見が出された。

① 社債管理者の裁量権の拡大

- ・ 平成5年の改正商法の基本的な考え方を強化し、社債管理者に、その善管注意義務を果たしうるだけの広範な裁量権を付与することを認めてはどうか。
- ・ 具体的には、禁止行為を限定列挙し、その他の部分は社債管理者に広範な裁量権を認め、自己が有する貸付債権と同等の社債権の保全を目的とした業務運営とするもので、社債管理者の権限の大幅な拡大の検討が必要となる。
- ・ 社債管理者である銀行から見れば、現在公募社債を発行している企業と比較して若干格付が劣る企業であっても、この考え方であれば社債管理者に就任できる企業があるのではないかと考えられる。
- ・ 問題点としては、発行会社の信用力ではなく、社債管理者である銀行の力量により社債の価値が変動しうることや、発行会社の信用リスクに比例して社債管理手数料が高騰し、発行会社の負担増となる可能性があることなどが挙げられ、社債市場の商品の多様化に繋がらないのではないかと懸念がある。

② 社債管理者の裁量権の具体化

- ・ 米国の社債のトラスティー (Trustee) を参考に、社債管理者の裁量権を具体化・縮小することとしてはどうか。
- ・ 具体的には、契約書等により社債管理者が単独の判断で実施できる権能を限定し、それ以外のことは、その都度、社債管理者が社債権者の意思を確認することを義務付ける運営とするもので、社債管理者の義務の明確化及び社債権者の意思結集手段の多様化の検討が必要となる。
- ・ 銀行による社債管理者への就任が容易になることで、社債市場に幅広く企業を呼び込むことができるのではないかと考えられる。
- ・ 問題点としては、現在の社債管理制度から大きく転換することから、法令等の整備に加え、市場関係者のコンセンサスや投資家への説明を慎重に行う必要がある点があげられる。

2. 「社債管理人（仮称）」制度（案）

- (1) 社債のデフォルト後の債権の保全・回収機能に特化した「社債管理人（仮称）」の考え方について、次のような検討、整理を行っている。引き続き、「社債管理人（仮称）」制度の考え方について取りまとめることとしている。

① 基本的な役割・業務

「社債管理人（仮称）」は、基本的に、社債管理者が設置されていない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）の代理人として、債権の保全・回収のために、次の業務を行う。

イ. 社債のデフォルトの確認

社債のデフォルトにつき、発行会社の開示情報に基づき、社債要項に定める事由（期限の利益の喪失事由）の有無につき確認を行う。

ロ. 債権の届出

総社債権者のために債権の総額につき届出を行う。

ハ. 社債権者への債権の届出等の連絡・通知

- ・ 上記ロの債権届出につき、証券保管振替機構及び証券会社等（口座管理機関）を通じて社債権者に連絡・通知する。
- ・ 債権届出額を確定する。

ニ. 社債権者集会の招集の可否

ホ．配当の受領・支払

② 選任、選任時期及び地位等について

③ 利益相反の問題

④ 資格(担い手)

イ．資格要件

ロ．資格喪失時の対応・後任の選任

⑤ 報酬及び諸費用

(2) 「社債管理人」の設置

① 「社債管理者設置債」では、社債管理者が上記の「社債管理人」の業務を行うことから、「社債管理人」は設置しない。

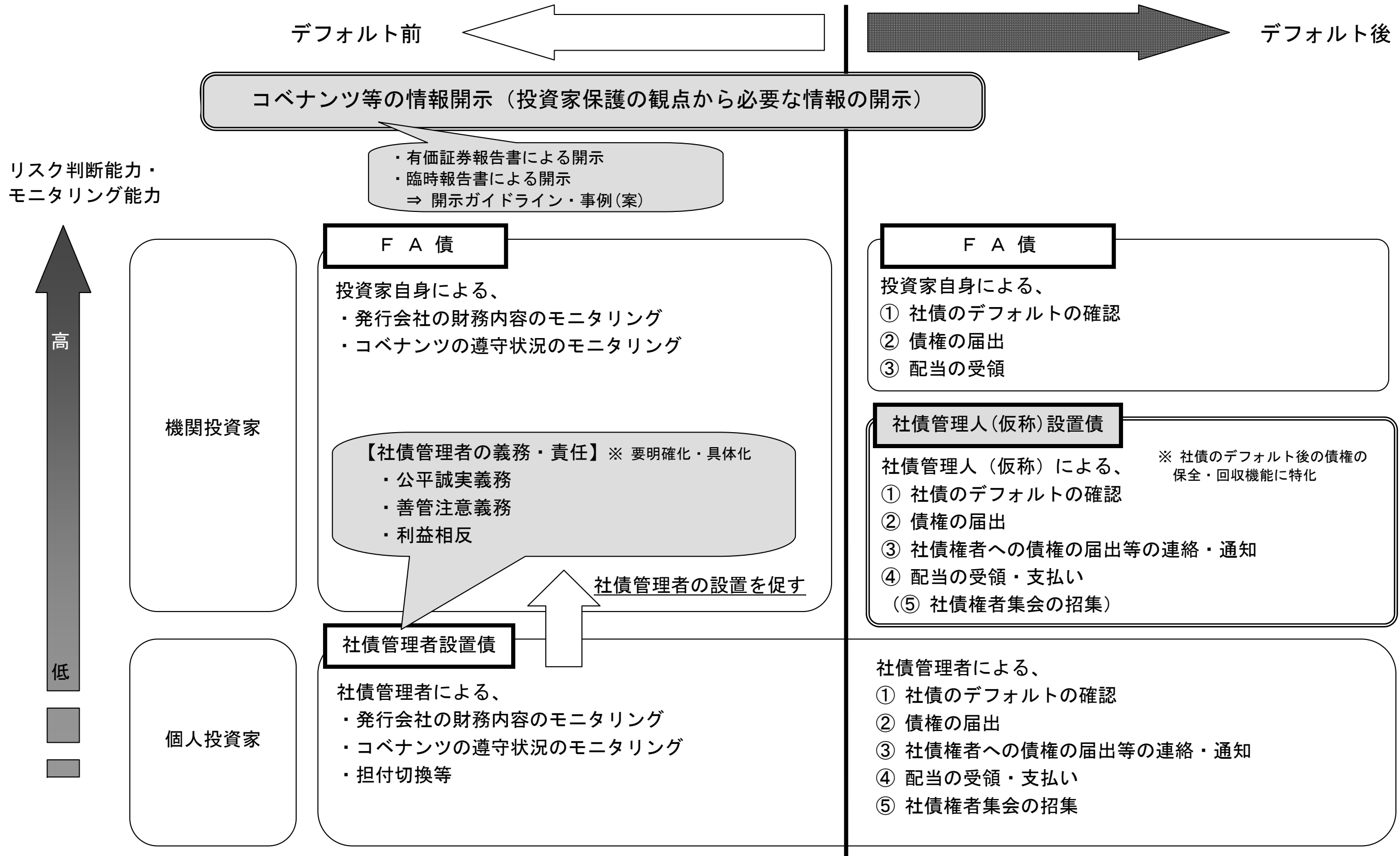
② 「社債管理人」は、社債管理者設置債以外の社債（F A債）について、発行会社、社債権者のニーズに合わせて、選択・設置する（任意設置）。

3. 第2部会との連携

上記の社債管理者の業務等、「社債管理人（仮称）」制度については、第2部会でのコベナントの検討と合せて、検討を進めることとしている。

（参考資料）社債管理者の設置状況及び社債管理の多様化について

社債管理者の設置状況及び社債管理の多様化について



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

平成22年6月22日社債市場の活性化に関する懇談会 報告書「社債市場の活性化に向けて」では、次の事項が検討課題・取組とされている。

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、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（ほふり）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 指定報告協会員制度の見直し

- イ. 指定報告協会員名を公表する。
- ロ. 指定報告協会員は売買執行能力を有する協会員とする。
- 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本証券業協会（以下「日証協」という。）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

1－1 米国、EU、韓国における社債の価格情報インフラ

米国、EU、韓国における社債の価格情報インフラについて、自主規制機関及び市場関係者と意見交換を行った。

1－1－1 米国

(1) TRACE の概要・拡張

- ① 米国社債市場では、2002 年 7 月、米国金融取引業規制機構（Financial Industry Regulatory Authority／以下「FINRA」という。）によりTRACE（The Trade Reporting and Compliance Engine）の運用が開始され、現在、約30,000 銘柄の社債の取引情報（取引量、取引価格、売買の別、取引執行時間、利回り）がリアルタイムで市場参加者（有料）及び個人投資家（無料）に提供・公表されている。
- ② 取引情報の公表が社債の流動性に与える影響を考慮し、投資適格債では500万ドル超の取引は「5MM+」と、ハイ・イールド債では100万ドル超の取引は「1MM+」と表示、公表されている。
- ③ 会員証券会社は、FINRA の規則に基づき、社債の取引情報をFINRA に15 分以内に報告することとなっており、FINRA は、同報告を受け上記①の公表を行っている。
- ④ TRACEでは、2011年 5 月から、証券化商品の取引が報告対象となっており、取引情報の公表は、今後、同取引のデータを分析、流動性への影響などを勘案し、段階的な実施が検討されている。

(2) TRACE の評価・主な意見

① FINRA(自主規制機関)

- ・ 社債市場の透明性の向上による流動性の悪化を懸念する意見もあったが、TRACE 導入後、米国社債市場は、各種データを踏まえると非常に流動性が向上し、流動性が毀損されることはなかったと考えている。
- ・ FINRA は、透明性の高い市場が効率性の高い市場であると信じている。

② 市場関係者

- ・ TRACE は、SEC の個人投資家等の保護と公正性の確保のためには社債市場の透明性の向上が必要であるとの考えの下、SEC の主導により検討、導入された。
- ・ 証券会社は、2002 年の TRACE の導入に当たって、社債市場の流動性の低下

など強い懸念を持ち、反対した。

- ・ デイラーは、TRACE の導入前のマークアップレベルを実現できなくなったが、長期的な視点に立てば、TRACE の導入に伴い、米国社債市場のボリュームは減少することなく、むしろ増加した。
- ・ 現在では、TRACE に批判的なデイラーもいるが、米国の市場関係者は、TRACE に適応しているのではないか。
- ・ TRACE は、社債市場が安定している場合には、流動性に対して良い影響を与えるのではないか。一方不安定な場合には、デイラーは、リスクキャピタルへの投資を控え、その結果、全くビッドが提示されないという事態もあり、流動性の改善には必ずしも繋がらない面もあるのではないか。
- ・ 日本の社債市場について十分には承知していないが、透明性の向上は、個人投資家、機関投資家にとって良い影響を与え、非常に重要なことであり、日本の社債市場は、透明性の向上によって起債が活発化し、流動性が向上、社債の発行規模も大きくなるのではないか。
- ・ TRACE は、当初、高格付けで流動性の高い社債の取引情報から公表され、順次公表対象銘柄が拡大されたが、段階的な実施は非常に重要であった。

1-1-2 EU

(1) ボンドマーケットプライス・ドット・コム (BondMarketPrices.com)

社債の価格情報インフラとして、Xtrakter 社が、2007 年末から運用を開始した「ボンドマーケットプライス・ドット・コム (BondMarketPrices.com)」がある。現在、個人投資家向けに流動性・格付が高い社債（残存年限 1 年以上、格付 A-以上、発行額 10 億ユーロ以上）で、一定の取引（取引額 15,000～1,000,000 ユーロ）の価格情報について、午後 5 時 30 分に高値、安値、仲値、午後 9 時に取引終了時におけるビッド・オファーが公表されている。

(2) 債券市場・社債市場の透明性の向上に向けた検討

- ① 2008 年の国際的な金融危機を契機として、欧州委員会では、市場の透明性をより重視する観点から金融商品市場指令 (MiFID) の見直しの検討が行われており、2011 年 10 月にも改正 MiFID が採択される予定とされている。

- ② 2010年7月29日、欧州証券規制当局委員会（CESR（現ESMA））から、社債の取引後の透明性の向上を図るため、債券の取引情報の公表についての提案が公表され、社債については、次の提案内容となっている。

CESRの社債の取引情報の公表に係る提案

取引量	情報	公表時期
50万～100万ユーロの間の上限まで	価格、取引量	できるだけリアルタイムで（執行後15分以内）
50万～100万ユーロから500万ユーロまで	価格、取引量	取引日の終わり
500万ユーロ超	価格（500万ユーロ超である旨のみ表示）	取引日の終わり

- ③ 欧州の業界団体である欧州金融市場協会（AFME）は、MiFIDの見直しの中で、基本的に債券市場における取引後価格透明性の向上・義務化を支持するとともに、市場流動性と透明性のバランスに留意し、市場参加者の広範な専門性の下、本議論を進める必要があるとの認識から、現在、次の提案を行い、業界としての提案の取りまとめ作業が進められている。

AFMEの債券の価格情報の公表に係る提案（取引後の価格透明性体系）

流動性レベル 取引量	低	中	高
0～X百万	終了時間	リアルタイム	リアルタイム
X～Y百万	取引日＋a （一定以上の取引量は数値をマスク）	終了時間 （一定以上の取引量は数値をマスク）	リアルタイム
Y百万超	取引日＋b （一定以上の取引量は数値をマスク）	取引日＋a （一定以上の取引量は数値をマスク）	終了時間 （一定以上の取引量は数値をマスク）

【AFMEの提案】

イ．債券の流動性レベル、取引量に応じて、価格情報の公表時間（タイミング）をリアルタイム、取引終了時間、取引日＋a、bとする。

ロ．流動性が低い債券では、価格情報の公表のタイミング次第では、流動性が損なわれる可能性も否定できないことから、価格透明性の向上と流動性の確保に配慮し、公表時間は、時間を置き、終了時間、取引日+a、b とするとともに、一定以上の取引量については数値にマスクをする。

ハ．現在、この枠組について、市場データに基づく分析、規制当局、証券会社、投資家等との意見交換が行われ、2011 年第3 四半期に考え方を公表、2012 年上半期の実施を目標に検討、準備が進められている。

(3) 主な意見（国際資本市場協会（ICMA／自主規制機関）、AFME、Xtrakter 社）

- ・ 債券の価格の透明性は、投資家の信頼性の向上の観点から非常に大きな役割があり、投資家は、取引後の価格情報を得ることができれば、迅速に取引執行を行うことができるなど非常にメリットがある。
- ・ 一方、透明性の向上による流動性への悪影響も懸念され、上記提案のとおり債券の流動性レベル、取引量に応じた適切なレベルでの透明性の提供を行いたと考えており、市場データに基づく分析、検討、意見交換を進めている。
- ・ これは、債券の流動性が低いためである。例えば、アンワインド（既存の取引ないしは既存のポジションを解消し、取引実施前の状態に戻すこと。）の段階で、流動性の低い債券の取引情報がリアルタイムで公表された場合、ディーラーは、ヘッジングを行う時間を失うため、その結果、損失を負うことがある。そのため、そのような債券の取引を控え、却って流動性が低下する懸念がある。
- ・ 市場関係者と規制当局との間で、債券市場の透明性の問題について議論を行ってきたが、必ずしも、透明性を極めて高くすることが良いというわけではなく、流動性や取引額に応じて透明性を少し低くすることも良いのではないかと考えている。つまり、リアルタイムの透明性を実現した場合は、商品の流動性や取引額によっては悪影響を与えることがあり、その結果、流動性の低い市場を生み出すことになるのではないかと。ただし、流動性の低い銘柄であっても、取引日の終わりに取引価格とマスクされた額を公表するのであれば、ほぼ問題ないと考えているが、これは現在テスト中である。なお、取引日から遅延して（取引日+a、b に）取引情報を公表することは、全く問題ないと考えている。
- ・ FINRA や米国規制当局によれば、「TRACE は大成功であった。取引の執行コストも小さくなった。流動性は全く影響を受けなかった。」とのことである。一方、米国の市場関係者には、「ディーラー、市場参加者、個人投資家や機関投資家は、リアルタ

イムで取引情報を公表する TRACE を上手く利用できなかった。」との意見もあり、例えば、米国の一部の大口の機関投資家によれば、「取引ロットの大きい社債は、流動性に対して影響が出た。すぐに、大口取引を執行することができなかった。流動性の低い社債の大口注文は、以前は取引が成立したにもかかわらず、売買ができなくなった。」とのことであった。その理由は、ディーラーが、リアルタイムで取引情報を公表する TRACE の下で、その社債の流動性を提供することについて、二の足を踏んだためであり、また、大口注文は、小口注文にしなければ、市場に与える影響を払拭できないとのことであった。現在の米国社債市場では、証券会社は、社債を購入したい顧客が見つかったときに限ってリスクを取り、基本的には、リスクを取らない傾向に変化しているとも言われている。

- ・ 欧州債券市場について、欧州及び米国の良い点を活用しながら、流動性が毀損しないように最良執行を実現していきたい。

1－1－3 韓国

(1) 債券取引報告情報サービス (B-TRiS) の概要

- ① 韓国債券市場では、2000 年 7 月、アジア通貨危機後の債券市場の活性化策の一つとして、韓国金融投資協会 (KOFIA／自主規制機関) により債券取引報告情報サービス (Bond-Trade Report & Information Service : B-TRiS) の運用が開始され、国債及び社債等について、約定後の取引情報(取引価格、取引数量等)の報告を受け、リアルタイムで公表されている。
- ② 債券ディーラー(証券会社、その他の債券ブローカー等)は、KOFIAの規則に基づき、国債及び社債の取引情報をKOFIAに15 分以内に報告することとなっており、KOFIAは、同報告を受け上記①の公表を行っている。

(2) 債券店頭気配値情報公表システム (BQS) の概要

KOFIA では、B-TRiS に加え、債券取引の一層の透明性・流動性の向上を図るため、2007 年 12 月から、取引前 (Ante Trade) の開示制度として債券店頭気配値情報公表システム (OTC Bond Quotation System : BQS) の運用を開始し、気配値(呼び値)について、債券ブローカー60 社から、リアルタイムかつ電子システムでの報告を受け、公表を行っている。

(3) KOFIA の評価

- ・ B-TRiS の導入に当たっては、当初、市場参加者は、利幅の縮小、取引先の減少の懸念などから反対であった。韓国金融監督院、KOFIA は、アジア通貨危機後の債券市場の活性化策の一つとして、債券取引の透明性・流動性の向上を図るため、B-TRiS の導入の検討を行い、「債券市場の取引量が増え、売買の活性化が必要である。その活性化によって債券市場は拡大・発展する。」と主張した。その後、市場関係者は、流通市場の拡大とともに、協力的になった。
- ・ 取引約定後の取引情報（取引量、取引価格等）の公表により市場の透明性・流動性が向上し、債券市場の活性化に寄与した。
- ・ 価格調査の負担の軽減と公正な市場価格によって、資産の効率的配分などが可能となり、流通市場の透明性が拡大し、市場の効率性が向上した。
- ・ 流通市場での取引状況の把握が容易になり、発行市場の効率性が向上した。
- ・ 市場参加者が拡大し、特に外国人投資家から見れば信頼性の向上に寄与し、取引が活発化している。

1－2 今後の進め方

諸外国の例も参考にしつつ、社債の取引情報の公表のあり方について、さらに検討を行うこととしている。

2. 公社債店頭売買参考統計値の信頼性の向上

公社債店頭売買参考統計値の信頼性の向上のための具体的な措置等について、検討が行われ、日証協において、次の措置が講じられることとなった。引き続き、同制度の信頼性の向上策について検討を行うこととしている。

(1) 日証協における指導・管理態勢の充実・強化

日証協では、平成23年4月から、指定報告協会員から報告があった気配値について、継続的に平均値から大幅な乖離等があり市場実勢に合った見直しが行われていないなどと認められる場合、「管理レポート」を作成し、当該指定報告協会員に対してフィードバックを行う等の措置を講じた。

(2) 公表時間の繰下げの検討

公表時間の繰下げ等は、指定報告協会員において、気配値の算出時間が確保される一方で、市場関係者及び利用者の影響が心配される。こうしたことから、日証協

において、指定報告協会の社内体制の整備の状況と合せて、市場関係者及び利用者の売買参考統計値の利用状況の把握、検討の方向性・検討内容等の理解を得るため、社債の売買参考統計値の公表時間の繰下げ等に関するアンケート調査を実施することとされた。

以 上

「社債市場の活性化に関する懇談会 第 1 部会」における検討状況

平成23年 7 月 6 日現在

開催日		議 題・プレゼンター
第 1 回	平成22年 9 月 1 日	1. 「『社債市場の活性化に関する懇談会』部会」の設置及び運営について 2. 報告書「社債市場の活性化に向けて」の概要等について 3. 証券会社の引受審査の見直し等について（意見交換）
第 2 回	10月 6 日	○ 社債発行における引受審査について ・ 朝比奈聡太氏（大和証券キャピタル・マーケット 引受審査部長：部会委員）
第 3 回	11月 4 日	○ 社債の機動的な発行について(1) ・ 事務局説明 意見交換
第 4 回	11月25日	○ 社債の機動的な発行について(2) ・ 事務局説明 意見交換
第 5 回	平成23年 2 月 7 日	○ 証券会社の引受審査の枠組みについて ・ 村上そびゆ氏（野村証券 引受審査部次長：部会委員）
第 6 回	3 月 9 日	○ 証券会社の社債の引受審査の枠組みについて (1) 証券会社の社債の引受審査に期待される役割 (2) 社債の引受審査の簡素化・弾力化に向けた検討課題 (3) 証券会社の引受責任・役割分担 ・ 村上そびゆ氏（野村証券 引受審査部次長：部会委員） ・ 事務局説明 意見交換
第 7 回	4 月28日	○ 社債の引受審査の簡素化・弾力化について ・ 村上そびゆ氏（野村証券 引受審査部次長：部会委員）

「社債市場の活性化に関する懇談会 第2部会」における検討状況

平成23年7月6日現在

開催日		議 題・プレゼンター
第1回	平成22年 8月27日	1. 「『社債市場の活性化に関する懇談会』部会」の設置及び運営について 2. 報告書「社債市場の活性化に向けて」の概要等について 3. コベンанツの付与及び情報開示について（意見交換）
第2回	10月15日	○ 米国のハイ・イールド債市場の現状等について ・ 小泉泰郎氏（ゴールドマン・サックス証券 資本市場本部マネージング・ディレクター：部会委員）
第3回	11月5日	1. 社債投資とコベンанツ等について ・ 越澤一氏（野村アセットマネジメント クレジット調査部長：部会委員） 2. 社債のコベンанツ等の情報開示について ・ 徳島勝幸氏（ニッセイ基礎研究所 金融研究部門上席主任研究員：部会委員）
第4回	11月26日	○ 米国の社債に付与されるコベンанツの内容と開示の状況について ・ 井潟正彦氏（野村資本市場研究所 執行役研究部長：部会委員）
第5回 第2部会・第3部会 合同	平成23年 1月27日	○ 今後の検討の方向性について ・ 事務局説明 意見交換
第6回	3月8日	○ 「標準的なコベンанツモデルの検討」について(1) ・ 東 正憲氏（野村証券 キャピタル・マーケット部マネージング・ディレクター：部会委員）
第7回	4月12日	○ コベンанツ等の情報開示について ・ 大音厚智氏（みずほ証券 資本市場グループ 副グループ長：部会委員）
第8回	6月7日	1. 本邦メザニン・ファイナンスとコベンанツ ・ 笹山 幸嗣 氏（株式会社メザニン 代表取締役） 2. 「標準的なコベンанツモデルの検討」について(2) ・ 東 正憲氏（野村証券 キャピタル・マーケット部マネージング・ディレクター：部会委員）

「社債市場の活性化に関する懇談会 第3部会」における検討状況

平成23年7月6日現在

開催日		議 題・プレゼンター
第1回	平成22年 8月5日	1. 「『社債市場の活性化に関する懇談会』部会」の設置及び運営について 2. 報告書「社債市場の活性化に向けて」の概要等について 3. 社債管理のあり方等について（意見交換）
第2回	9月10日	○ 社債管理者について ・ 北原昭宏氏（三井住友銀行 証券ファイナンス営業部副部長）
第3回	10月29日	○ 社債管理者に期待する役割及び業務について(1) ・ 月野朝美氏（野村証券 キャピタルマーケット部次長：部会委員）
第4回	12月1日	○ 社債管理者に期待する役割及び業務について(2) ・ 事務局説明 意見交換
第5回 第2部会・第3部会 合同	平成23年 1月27日	○ 今後の検討の方向性について ・ 事務局説明 意見交換
第6回	2月25日	○ 「社債管理人(仮称)」に期待する具体的な役割・機能について ・ 月野朝美氏（野村証券 キャピタルマーケット部次長：部会委員）
第7回	4月15日	○ 「社債管理人制度（仮称）」について ・ 難波修一氏（桃尾・松尾・難波法律事務所 弁護士：部会委員）
第8回	6月10日	○ 社債管理者の業務及び責務について ・ 北原昭宏氏（三井住友銀行 証券ファイナンス営業部副部長） ・ 野間要司氏（三井住友銀行 証券ファイナンス営業部営業推進第三グループグループ長）

「社債市場の活性化に関する懇談会 第4部会」における検討状況

平成23年7月6日現在

開催日		議 題・プレゼンター
第1回	平成22年 7月30日	1. 「『社債市場の活性化に関する懇談会』部会」の設置及び運営について 2. 報告書「社債市場の活性化に向けて」の概要等について 3. 社債の価格情報インフラの整備について(1)(意見交換)
第2回	9月8日	1. 社債の取引情報の公表について 2. 公社債店頭売買参考統計値の信頼性の向上について ・ 事務局説明 意見交換
第3回	10月13日	○ 社債の取引情報について ・ 池上裕司氏(証券保管振替機構 社債投信業務部長:部会委員)
第4回	11月15日	○ 社債の価格情報インフラの整備について(2) ・ 事務局説明 意見交換
第5回	平成23年 2月16日	○ 社債の価格情報インフラの整備について(3) (1) 社債の取引情報の公表 (2) 公社債店頭売買参考統計値の信頼性向上のための具体的な措置 ・ 事務局説明 意見交換
第6回	4月14日	○ 米国における社債の価格情報インフラについて Mizuho Securities USA, Inc. ・ Mr. Vincent P. Murray (Managing Director, Head of Fixed Income Syndicate) Financial Industry Regulatory Authority (FINRA) ・ Mr. Steven A. Joachim (Executive Vice President, Transparency

		Services) ・ Mr. N. Ola Persson(Director, TRACE, Transparency Services) ・ Mr. Alie Diagne (Associate Director, Fixed Income, Fixed Income Transparency Services)
第7回	6月2日	○ EUにおける社債の価格情報インフラについて International Capital Market Association (ICMA) ・ Mr. John Serocold(Senior Director, Market Practice and Regulatory Policy) Association for Financial Markets in Europe (AFME) ・ Mr. Mark Austen(Chief Operating Officer) ・ Mr. Rick Watson(Managing Director, Capital Markets) ・ Ms. Giulia Ferraris(Associate, Capital Markets) Xtrakter ・ Mr. Adrian Gill(Compliance Manager)
第8回	6月9日	○ 韓国における社債の価格情報インフラについて ・ チャ・サン・キ 氏(韓国金融投資協会 債券市場部長) ・ ジョン・ヒョンス氏(韓国金融監督院東京事務所 課長)