

「第13回 社債市場の活性化に関する懇談会 第4部会」議事要旨

日 時 平成24年3月26日（月）午後4時～5時10分

場 所 証券保管振替機構 会議室

出席者 吉野部会長ほか各委員

議事概要

○ 第4部会の検討状況について（4月4日開催「社債市場の活性化に関する懇談会」報告（案）

【タタキ台】

事務局から、第4部会の検討状況について、資料に基づき、次のとおり報告・説明が行われた後、意見交換が行われた。

【報告・説明】

I. 社債の価格情報インフラの整備

- ・ 社債の取引情報の報告・公表及び公社債店頭売買参考統計値（以下「売買参考統計値」という。）の信頼性の向上について整理している。下線部分を修正・追記している。

I-1 社債の取引情報の報告及び公表

- ・ 社債の流通市場の活性化と社債の取引情報の公表による透明性の向上・信頼性の確保、デメリット・流通性等への影響について明記・修正するとともに、前文において、社債レポ市場の整備といった活性化に向けた措置の同時並行的な検討、必要な整備について追記した。

1. 社債の取引情報の報告

- ・ 日本証券業協会（以下「日証協」という。）の自主規制規則に基づき社債の取引情報の報告を求めることとする。

2. 社債の取引情報の公表

- ・ 日証協の自主規制規則に基づき社債の取引情報を公表することとする。

(1) 公表対象銘柄

- ・ 「当分の間の措置」の③に、取引件数を追加した。

(4) 実施時期等

- ・ 平成26年1月に証券保管振替機構（以下「ほふり」という。）の次期システムのリプレー

スが予定されていることから、それに合わせて整備を進め、次期システム稼働後に社債の取引情報の公表を開始する予定としている。社債の流動性に与える影響等の検証については、③の公表実施後に加え、公表実施前についても、「② 日証協は、社債の取引情報の公表の実施に向けて、市場関係者との間で、引き続き社債の取引情報の公表が社債の流動性に与える影響等についての検証を行い、具体的な公表対象銘柄、公表方法、公表日その他必要な事項について定める。」と明確化した。

I-2 公社債店頭売買参考統計値の信頼性の向上について

1. 日証協における指導・管理態勢の充実・強化（措置対応）

- ・ 平成 23 年 4 月から実施しており、例えば、市場実勢に合った報告数値の見直しが行われていないと考えられる場合には、「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といった措置を行っている。今後、社債の取引情報を活用し、さらなる指導・管理態勢の充実・強化を図る。

2. 検討状況及び今後の対応

(1) 指定報告協会員名の公表

- ・ 意見が分かれている。投資家が、気配値と（それを報告した）協会員名を同時に把握することができるようになることで、当該協会員のインセンティブにつながるのではないかという公表に肯定的な意見と、売買参考統計値の報告・公表は、公共的な目的で行われており、直接の利益を得られているわけではないことから、協会員名の公表による報告辞退等が想定され、報告のインセンティブをゆがめる結果になる懸念があるという公表に慎重な意見がある現状では、慎重な意見が多いことから、当面は行わないこととした。

(2) 指定報告協会員の指定基準の見直し

- ・ 売買執行能力を有する協会員とすること、主幹事となった銘柄について報告を義務化することの2点について検討を行った。売買執行能力については、現在の指定基準においても、公社債の売買高等の基準があり、これを強化した場合、売買参考統計値の公表銘柄数の減少が懸念されるという意見がある。主幹事となった銘柄の報告義務付けについては、現在、指定報告協会員は自社が主幹事を務めた銘柄に係る報告を行っていることが確認された。売買参考統計値の公表銘柄数の減少等の影響に注意しつつ、引き続き、指定基準の見直しの検討を行う。

(3) 日証協への報告時限及び公表時間の繰下げ

- ・ 現在4時30分となっている日証協への報告時限と、5時30分頃となっている公表時間の繰り下げに関する検討である。報告時限を繰り下げれば、指定報告協会員における報告数値算出時間が確保されるが、その分公表時間も繰り下がることになるため、利用者、市場関係者等への影響が懸念される。指定報告協会員の社内体制の整備と合わせ、市場関係者等の利用状況を把握し、検討内容について理解を得る必要があると考えられる。これについて、広く市場関係者等を対象にアンケート調査を実施してはどうかという意見があったことを受け、事務局において、昨年の4月から5月と11月から12月の2回に、機関投資家21社にヒアリングを行った。その結果、現行の公表時間（5時30分頃）でなければ社内処理に支障が生じるという回答も一部の投資家からあったが、多くの投資家は、当日中の公表であれば大きな影響はないという回答であった。具体的な検討に当たっては、具体的なタイムスケジュールを示し意見を伺う必要があると考えられることから、まずは指定報告協会員各社で検討を進めたい。

II. 社債のレポ市場の整備その他社債の流通市場の活性化を図るための措置

- ・ 社債の価格情報インフラの整備の取組みと同時並行的に検討を行い、必要な整備を進める点を明確化した。1-1の(3)で、フェイル慣行の見直しについて追記した。現状でも、一般債におけるフェイル慣行のルールは整備されているが、さらに整備を進める必要があると考える。

【意見交換】

1. 社債による資金調達等

- ・ 今後、BIS規制の厳格化が進めば、銀行からの資金の提供の減少が考えられる。これにより、比較的信用力の低い企業の資金調達が難しくなることが想定されることから、米国でいうハイ・イールドの社債市場を整備し、資金調達の方法を手当てする必要があると考えられる。社債市場の活性化は、日本の企業の競争力を強める意味でも必要ではないか。
- ・ 欧州ではこれまで、銀行がある程度リスクを取って、ベンチャー企業等に資金を提供してきた。こういった、ベンチャーキャピタルのような役割に、社債を活用することはやはり難しいのか。もしこれが実現されれば、BIS規制の厳格化が進んでも、ベンチャー企業等に資金を提供するチャネルを確保することができるのではないか。
- ・ 欧州大陸型（日独型）の金融とアングロ・サクソン型（米英型）の金融は、大きく異なる。アングロ・サクソン型（米英型）は、キャピタル・マーケットが非常に大きく発達しているこ

とから、B I S規制の厳格化が進んでも、社債や株式市場を通じて資金が流れる仕組みができています。一方、欧州大陸型（日独型）は銀行による間接金融中心であるため、B I S規制の厳格化の影響を強く受け、比較的信用力の低い企業やベンチャー企業には、十分な資金が行き渡らなくなってしまう可能性がある。B I S規制の厳格化は、米国・英国を中心に一層進んでいることから、間接金融中心の市場のあり方を変える必要に迫られていると考える。

- ・ ハイ・イールド・マーケットの整備は、本懇談会の目標の一つであると認識している。また、リーマン・ショック後、2008年の終わりから2009年にかけて発生した社債市場の一時的な混乱の再発を防ぐことも目標の一つであると認識しているが、現状では、再度、何かショックが発生すれば混乱しかねないマーケット構造となっている。第1部会から第4部会において検討されている内容は、これらの達成に必要な条件であると考えますが、ハイ・イールド・マーケットの整備には、まだ十分ではない印象である。銀行は、社債よりも低い金利で資金供給を行っているが、これには経済的な理由だけではなく、別の付随ビジネスも考慮されているのではないかと考える。ハイ・イールド・マーケットを整備するためには、こういった構造そのものを変えていくことを考える必要があるのではないかと考える。
- ・ ミクロ経済学における一般的な財の価格は、原材料費や仕入価格に、人件費・物件費等の必要経費を加え、そこに利潤を付け加えることで形成される。一方、社債の場合は、当該債券の買入に係る仕入価格に、在庫を抱えるリスクや信用力の変動の可能性を加味することで価格が形成されるとのことであった。現在の日本の社債市場は、相対取引の市場に近いと言えるだろう。取引参加者が増えれば、市場取引に近づいていくが、この場合、相対の取引当事者のみで共有していた様々な情報が、広く知れ渡ってしまい、現在のマーケット・メイカーが苦勞して築き上げてきた優位性が損なわれてしまうと懸念されている。しかし、広く情報が知れ渡るようになれば、個人投資家等の参加も容易になり、比較的信用力の低い企業であっても、社債を発行する余地が生まれ、市場規模の拡大が見込める。これによりむしろ、各証券会社の利潤の拡大を見込めるのではないかと考える。これまで相対で行われてきた社債取引を、どのように市場取引としていくのか、あるいは、一部については相対での取引を続けるという考え方もあり、この場合、取引情報の公表の方法にも影響してくるだろう。
- ・ 社債は、上場商品ではなく相対で取引が行われているが、これには様々な理由がある。最も一般的な理由としては、社債の場合、一つの発行体において多数の銘柄が発行されるため、それらをすべて上場し取引しようとしても、1銘柄あたりの取引量はごく限られたものになって

しまうことがあげられる。海外市場では債券も上場している場合があるが、市場集中義務を課さないことが一般的である。しかしながら現状の日本の社債市場は、店頭取引市場として、十分に市場を形成していると考えている。社債市場は、株式市場のように市場集中義務が課され、様々な市場参加者の指す値段により価格が形成されているわけではなく、一銘柄あたりの取引量も、株式と比べれば少なくならざるを得ないが、証券会社のようなマーケット・メイカーにより売買需要が発生した際に流動性が提供されている。こういった取引が行われるのかを念頭におき、様々な仕組みを考えていかなければならないと考えるが、その裏側にある、誰が、いくらで、どの程度のサイズを買うのか、買わないのかという情報は、現在のマーケット・メイカーにおいて必要な流動性を供給する仕組みにおいては非常に重要である。

- ・ 債券は、取引所に上場している株式とは異なり、一物一価が成立しないと考えている。証券会社が値付けをする店頭取引においては、売買対象の債券の発行額を反映した流動性、取引サイズ、年限、クーポンレベルと市場金利の乖離の程度で、アンダーパーとなるか、オーバーパーとなるか等とともに、当該企業が属するセクターの業績の状況並びに見通し、その中で当該企業の信用力等、様々な要素を勘案したうえで、その都度価格が形成される。ヘッジファンド等の投機筋を含め、取引参加者の母集団が大きい上場株や為替取引と異なり、美人投票の要素は少なく、個々の投資家のポートフォリオ構築にあたってのアセット・アロケーションの考え方も様々であり、結果的に、マーケット・メイカーである証券会社がある程度の融通を利かせ、一時的にポジションとして保有するなどの工夫がなければ、取引そのものが成立しない状況もあり得ると考えられる。そのような観点から、マーケットメイクをする上でのインフラが充実していない現状では、どこまで透明性を追求できるのか、難しい面があると思われる。
- ・ 社債の価格形成は、不動産の売買に近いイメージを持っている。例えば同じマンションであっても、状態、広さ、階層等によって、全て価格が異なる。しかしながら、不動産の場合についても、最近では相場や価格が提示されるようになっており、それを参考に個別の取引価格が形成されている。社債市場においても、同様の仕組みを整備することは可能ではないか。
- ・ 御指摘の役割は、売買参考統計値が果たしていると考えている。しかしながら、売買参考統計値はあくまでも参考情報であり、実際の相対取引でこういった価格が付くかは未知数である。
- ・ 経済学にはヘドニックプライス（仮想的市場評価）という考え方があり、例えば、個別に異なる不動産の価格についても、全ての情報があれば、それぞれの価格が形成された理由を説明

できると考えられている。相対取引により形成された価格についても、背後の情報を踏まえれば、きちんとした説明を付けることができると考える。

- ・ 不動産の価格は、その物件を何としても買いたいと考える者がいれば値上がりし、逆にそういった者がいなければ、そもそも値段が付かない。不動産や有価証券のような相対取引の価格は、理論だけで決まるものではないと考える。

2. 社債の取引情報の公表の実施時期等

- ・ 2の(4)の①の社債の取引情報の公表の実施時期について、もう少し明確にする必要があるのではないか。①では、「ほふりの次期システムのリプレースが予定されていることから、同リプレースの状況を踏まえ必要なシステム整備を進め」とあるが、これは、「次期リプレース後の状況を踏まえ、ほふり及び日証協は必要なシステム整備を進め」という趣旨であり、平成26年1月に公表を開始するための準備を進めるというわけではないと認識している。具体的な実施時期について、どのように考えれば良いか。
- ・ 公表を始めるためには、日証協は、ほふりとの間で取引情報について報告を受けるシステムを整備し、さらに、日証協において、売買参考統計値と併せて公表を行うためのシステム整備が必要となる。しかし、平成26年1月の次期システムのリプレースは、多くの市場関係者に影響があるリプレースで、ほふりでは、当該リプレース後でなければこれらの対応を進めることはできないとのことである。公表開始に向けた準備、調整については、出来る限り早く始めたいが、以上のような事情により、実際に公表が始まるのは、早くても平成26年1月を過ぎたからであり、具体的な公表開始日等について定めなければならない。
- ・ I-1において、「同時並行的に検討を行い」とあるが、これは、IIの「社債のレポ市場の整備その他社債の流通市場の活性化を図るための措置」にある各措置の実施・整備状況を踏まえながら検討を進めるという趣旨であると明確に伝える必要があると考える。2の(4)の②にも、同様の内容を加えてはどうか。
- ・ 他の措置を全て実現しなければ、社債の価格情報の公表を開始できないのではなく、同時並行的に検討を行い、必要な制度整備を進めていくというスタンスだと考えている。
- ・ 2の(4)の②の書き振りでは、社債の取引情報の公表だけを独立して進める必要があると誤解を招く可能性があり、「同時並行」という考え方がうまく伝わらないのではないかと懸念

する。

- ・ 同時並行的に検討、整備を進めるという考え方が共有できているのであれば、良いのではないかな。
- ・ 文字通り同時並行的に進めるのか、ある程度の順番や優先順位を設けて進めるのかについては、考える余地があるのではないかな。例えば社債レポ市場が整備されていない現状の日本のマーケットでは、証券会社は、ロングポジションから入らざるを得ない。このような状況で取引情報の公表が開始されれば、最初に付いた値段を見ることで、証券会社のコスト（取得価格）が簡単に分かってしまう。完全に同時並行的に全てを進めていくのではなく、例えば取引情報を公表する銘柄数を拡大していくには、レポ市場等その他の整備が必要である等、ある程度の順番や優先順位の必要性について、検討しておく必要があるのではないかな。
- ・ 取引情報の公表の実施時期に係る内容は、前文の I - 1 に、例えば「段階的に公表を進めるとともに、随時、社債市場に対する影響について注視し、制度を見直していく」といった形で入れ込んではどうかな。
- ・ 2の(4)の②に「具体的な公表対象銘柄、公表方法、公表日その他必要な事項について定める」とある一方で、その前の2の(1)及び(3)の「当分の間の措置」には具体的な数字が入っている。将来的に具体的な基準について議論を進めていく際に、2の(1)及び(3)の数字がありきと考えられないよう、「例えば一定以上」とする等、今後の議論で決定していくということを明確に示した方が、自然な流れになるのではないかな。
- ・ 2の(1)及び(3)の「当分の間の措置」を曖昧にしてしまうと、具体的なイメージが伝わらないのではないかな。何らかの具体的な数字を入れておいた方が良いと考える。
- ・ 公表対象銘柄、公表内容、公表方法及び公表日は、具体的な数字を含めてこれまで検討した内容であることから、このような記載としている。今後、過去の取引データ等について再確認を行い、流動性等について深刻な影響がないかを確認しながら、具体的な基準を定め実施していけばよいのではないかな。
- ・ 「当分の間の措置」に具体的な数字を残すのであれば、(1)の公表対象銘柄の「次の銘柄とする。」の前に「例えば」と加えてはどうかな。いずれにしろ、今後の議論に制約を残さないよう配慮する必要があると考える。

- ・ 発行総額や格付により明確な基準を定めるということが伝わるのであれば、後は表現の仕方
の問題ではないか。
- ・ 2の(4)の①について、ほふりの次期システムのリプレースの完了をもって、そのまま取
引情報の公表の開始につながると誤解されるおそれがあるのではないかと懸念している。社債
の流通市場の活性化には他の施策と同時並行的に、また、取り組む順番を考えて整備を進める
ことが重要であると考え。しかしながら、社債レポ市場の整備、社債の追加発行、社債の取
引単位の引下げといった各施策は、いずれも、非常にチャレンジングな内容であり、2年足ら
ずの間に整備が完了するほど楽観的ではないと考える。こういった施策の整備が十分に進んで
いないにも関わらず、平成26年1月、ほふりの次期システムのリプレースが完了した段階で、
取引情報の公表に踏み切ってしまう可能性があるのではないかと危惧している。(4)の①に
おいて、「社債の取引情報を公表、実施する。」と断定するのではなく、例えば、「社債の取
引情報の公表について再度検討する」等、もう少し含みを持たせた書き振りを検討してはどうか。
- ・ 取引情報の公表は、価格情報の透明性を高め信頼性を確保するための重要な施策であり、遅
らせる、中止するというニュアンスを前面に打ち出すべきではないと考える。社債レポ市場の
整備等と同時並行的に進めていくことを強調する書き振りで良いか。
- ・ 同時並行的に進める他の施策は、かなりチャレンジングな内容であるので、その達成状況を見
極めて進めるべきであるという趣旨である。そういった観点で、現状の書き振りは少々踏み
込み過ぎている部分があると考え。
- ・ 社債市場の活性化には、様々な施策を同時並行的に進めなければ、日本市場だけが出遅れて
しまい、例えば韓国やシンガポールで日本の社債が取引されるようになる等、日本市場の空洞
化を招くのではないかと危惧している。
- ・ 他の施策の整備状況が十分でないまま、取引情報の公表だけを先行して始めれば、これまで
何度も指摘されてきたとおり、かえって市場に悪影響を与えてしまう可能性がある。これによ
り、かえって空洞化を進めてしまうことは当部会の本意ではないものと考え。
- ・ I-1において、「同時並行的に検討を行い」と明記されているが、2の(4)にも反映され
るように修文したい。全ての施策が同時並行的に進まなければ、思うような成果は上がらな

いと考えている。むしろ、他の施策の整備を早めることで、取引情報の公表を予定通り進めるような意気込みで考えていきたい。

- ・ 報告書を読む立場から見ると、実施時期について細かい条件が付されていれば、かえって基本方針が不明確になってしまうのではないか。やはり、基本的なコアの方針を明確に打ち出し、何か条件を付すのであれば、注記等に落として書くべきではないか。全体のバランスを考慮した記載としたほうが、読み手の理解を得られる。
- ・ 2の(4)の②では、公表を開始した結果、市場にマイナスのインパクトがなければ公表銘柄数を増やすというようにも読み取れる。公表を開始した結果として、社債市場の活性化が確認できないのであれば、公表対象を広げていく意義に乏しいという考え方もある以上、プラス・マイナスの両面を見ていくことが重要ではないか。
- ・ 社債の取引情報の公表による流動性等への影響については、プラス・マイナスの両面に加えて、短期・中長期を考慮して検証していく必要があると考える。
- ・ 事務局としては、2の(4)の③のとおり、公表実施後、プラス・マイナスの両面を含めた様々な観点で、定期的に市場関係者と検証を行うことを想定している。
- ・ 取引情報の公表が、市場の流動性に与える影響等については、プラス・マイナスの両面について検証すべきであるとする。マイナス面の影響が多く指摘されている以上、将来的に流動性の向上が見込めないのであれば、取引情報の公表の中止・廃止も念頭に置いて、検証を行う必要があるのではないか。
- ・ 趣旨は理解できるが、社債市場を活性化させようという意気込みは、委員全員で共有させていただきたい。
- ・ 2の(1)の当分の間の措置②「A以上の格付け」には、Aマイナスを含むのか。
- ・ そういった点を含めて、今後具体的に検討していく必要がある。ここでは、格付という要素を加味することを示している。
- ・ 「例えば」と補えば、今後具体的な基準等の議論を行う余地が残るのではないか。
- ・ 「例えば」を入れ込む位置についてであるが、2の(4)の「実施時期等」に「具体的な公表

対象銘柄、公表方法、公表日、その他必要な事項について定める」という記載があることから、2の(1)の「公表対象銘柄」の上に、「例えば以下のようなものが考えられる。」としてはどうか。

3. 公社債店頭売買参考統計値の信頼性の向上について

- ・ 例えば、指定報告協会員名の公表については、最初から公表するのではなく、何か問題が発生した場合にのみ公表するといった方法が考えられる。そもそも、公表銘柄数の減少等の影響を踏まえながら検討をすべきなのかという点についても、議論の必要があるのではないか。この理由であるが、本部会では、売買参考統計値の精緻性に問題があることを背景として、取引情報の公表に係る議論が進められているが、平成26年1月以降取引情報の公表が開始されるまでの間に、売買参考統計値の精緻化が進めば、そもそも取引情報の公表を始める必要はないのではないか。
- ・ 精緻化を進めるためには、報告を行う協会員の数を増やすよりも、マーケットの実勢に近い気配値を報告できる証券会社を重視すること、そこから大きく離れた気配値を排除することが重要であると考え。以上のような観点から、例えば現行の最低5社以上に報告を求めるルールについては見直しが考えられるのではないか。いずれにしろ、売買参考統計値の信頼性の向上については、さらなる議論が必要であると考え。
- ・ 売買参考統計値の信頼性が高まることは有益であると考え。
- ・ 取引情報の公表は、売買参考統計値の信頼性の低さを背景として浮上した論点であるので、売買参考統計値の信頼性の向上についても、引き続き検討を行う必要があり、また、他の施策等により、売買参考統計値の精緻性が向上しているのかについても、随時検証が必要であると考え。例えば、I-2に、「引き続き、信頼性向上に向けて検証を続けていく」旨を加えてはどうか。
- ・ 売買参考統計値の信頼性の向上については、御指摘のとおり継続的に検討や検証を続けていく必要があると考えており、修正したい。
- ・ 売買参考統計値の信頼性の向上について、今後も検討・検証を続けていくのであれば、その旨の記載と、既に行った措置の結果として売買参考統計値がどのように変わってきているのかについても、現状報告として記載してはどうか。

4. 社債の追加発行（銘柄統合）

- ・ 現状、社債発行要項において追加発行（銘柄統合）の手当てを行っている発行会社は21社ある。これだけの数の発行体が準備を進め、海外では当たり前に行えることが、日本国内では行えないことは大きな問題であると考え。もう少し強く必要性を訴えてはどうか。
- ・ 銘柄統合については、3年程前に、ほふりの一般債小委員会において検討を行ったことがある。ほふりにおいて、実現に向けた案を策定し、発行会社や証券会社等と様々な検討を行ったが、その時点では、システム対応のコストに見合うニーズが見込めなかったことから、断念した経緯がある。従って、ほふりでは、現状システム対応ができていない。
- ・ 銘柄統合は、今後の検討課題の一つと認識しているが、本部会では、まだ議論が尽くされていないと認識している。この時点で強い表現を用いるのは、やや早計ではないか。今後の検討課題として明記されたことを受け、具体的な議論を行っていきたいと考えている。
- ・ 銘柄統合は、海外では当然のものとして行えることから、ほふりでも簡単に対応できると考えており、大掛かりなシステム対応が必要であるとは想定していなかった。海外では当然に行える銘柄統合ができないということは、本邦市場の後進性の象徴になりかねず明らかな遅れであり、ニーズが見込めるかどうかといった問題ではなく、体制として整備が必要ではないか。1銘柄当たりの発行量が多くなれば、流動性の向上も期待できる。また、同じ金額であっても、数年に一度に多額の発行を行った銘柄よりも、毎年コンスタントに市場にアクセスする発行体の社債の方が、流動性、価格の透明性の観点から、海外市場では投資家に好まれる傾向がある。また、追加発行により中規模の社債を機動的に発行し、既存の社債と銘柄統合することでベンチマークサイズの銘柄が流通するようになれば、機動性という観点で、発行体にとってメリットがあり、投資家にとっても発行額が増えることにより流動性が増すことから、発行体、投資家の双方にとって、メリットがあると考えている。銘柄統合については、前向きに検討していただきたい。
- ・ 日本の場合、システム改修に非常にコストや時間がかかる印象であり、もっと柔軟に変更されるシステムが必要ではないかと思う。銘柄統合については、社債市場の活性化の観点から、是非前向きに検討していただきたい。
- ・ 御意見は承った。しかしながら、ほふりのシステムだけではなく、ほふりの制度に参加している口座管理機関（証券会社、銀行、信託銀行等）全てのシステムが対応することで、初めて

制度として成り立つことを御理解いただきたい。こういった理由から、制度参加者と協議、調整を図り、検討を進めていきたいと考えている。

(配付資料)

- ・ 4月4日開催「社債市場の活性化に関する懇談会」報告(案)【タタキ台】

以 上