

「第10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23年11月30日（水）午後4時～6時

場 所 日本証券業協会 第1会議室

出席者 吉野部会長ほか各委員

議事概要

I. 社債の取引情報の報告及び公表について

事務局から、社債の取引情報の報告及び公表について、配付資料に基づき、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】

- ・ 本部会では、これまで、社債の取引情報の公表のメリット・デメリット、検討課題が挙げられ、さらに、米国、EU、韓国における取組みについて直接ヒアリングを行った。社債の取引情報の公表に向けた検討課題・デメリットの解消のための具体的な検討を行うため、事務局において、社債の取引情報の報告及び公表について（案）【事務局タタキ台】（以下「タタキ台」という。）を作成した。タタキ台は、日本証券業協会（以下「日証協」という。）への社債の取引情報の報告及び日証協による社債の取引情報の公表という二つの段階に分けて整理している。

1. 社債の取引情報の報告

- ・ 社債の取引情報の報告は、日証協が日証協のルールに基づき証券会社に対し社債の取引情報の報告を求めるという建付けとしており、社債の取引情報の公表事務、社債の取引状況の分析、売買参考統計値の信頼性の向上等に活用したいと考えている。

(1) 報告対象銘柄

証券保管振替機構（以下「ほふり」という。）の決済照合システムにより約定照合が行われた銘柄で、照合内容をそのまま報告していただく。

(2) 報告内容

基本的には、ほふりへの約定照合内容で、銘柄名、約定年月日、決済年月日、約定単価、取引数量（額面金額ベース）、対顧客取引・業者間取引の別、課税玉・非課税玉の別としている。

(3) 報告日・報告方法

例示であるが、現在、公社債店頭売買参考統計値（以下「売買参考統計値」という。）が、午後3時における気配を報告する仕組みとなっており、これに合わせ証券会社は、当日の午後3時までに決済照合システムにより約定照合を行った社債の取引について、同日午後4時まで日証協に報告を行うとしている。実際の報告方法は、各証券会社から日証協に報告を行うのではなく、ほふりから一括してシステムにより日証協に報告いただく方法としている。これにより、証券会社におけるシステム対応等のコストや報告の手間がなくなり、負担を軽減できる。

(4) 実施の時期

ほふりから日証協への報告システムが整備が完了次第、実施する。

2. 社債の取引情報の公表

- ・ 日証協による社債の取引情報の公表については、タタキ台として、A案、B案の二案の検討をお願いしたい。

(1) 公表対象銘柄

A案では、報告のあった全銘柄を公表する。一方B案では、当面、流動性が高いと考えられる銘柄から公表することとし、具体的な基準として、発行総額500億円以上の銘柄としている。さらに、信用力が相対的に低い、いわゆる低格付けの銘柄については、公表によりミスリーディングを招く可能性があるとの指摘があるため除外することとし、具体的には、A以上の格付を取得している銘柄を公表対象としている。

【資料1 社債の約定状況（2010年11月1日～11月30日）】

- ・ 資料1は、発行額別に、2010年11月の1カ月間(20営業日)の社債の取引状況を取りまとめたもので、ほふりの決済照合システムにより約定照合があった銘柄、約定件数である。ただし、11月中に払込みがあった新規発行銘柄は除いており、いわゆるセカンダリー・マーケットでの社債取引を対象としている。
- ・ 2010年11月1日現在で公募社債は2611銘柄あり、そのうち約定があった銘柄は841銘柄、全体の約32%となっている。総約定件数は2357で、これを約定銘柄数で除した1銘柄当たりの月平均約定件数は約2.8件となっている。発行額が500億円以上の銘柄で見ると、約定銘柄比率は50%を超え、1銘柄当たりの月平均約定件数は平均を上回っている。
- ・ 1日当たり約定が最も多かった銘柄の約定件数を見ると、発行額が大きくなるほど、約定件数も増えている。約定件数を見ると、いずれの発行額区分においても、1億円以上5億円

未満の額面での取引が多くなっている。1銘柄当たりの平均約定日数は、対象期間のうち何日約定があったかを見たものであるが、全体の平均では約2.2日となっており、これについても、発行額が大きいほど多くなっている。銘柄別約定日数分布で見ると、いずれの発行額区分においても、1日から5日での約定が最も多くなっている。次の資料「社債の約定額面別分布」で、1日当たりで最も約定が多かった銘柄について、約定件数を見ると、1億円以上5億円未満での約定が最も多くなっている。

【資料2 社債の発行額別格付け分布（2010年11月1日現在）】

- ・ 社債の発行額別の格付けの状況を見ると、実際に発行されている中で最も低い格付はBBBで、222銘柄ある。B案の対象である発行額500億円以上、かつ、A以上は293銘柄あり、全体の約11%となっている。

(2) 公表内容

A案、B案ともに、約定年月に、基本的な銘柄情報である銘柄コード、銘柄名、償還期日、表面利率に加えて、取引数量及び約定単価を公表する。

(3) 公表方法及び公表日

これまでの部会では、だれが、どんな銘柄を、いくらで売買したといった手口が露呈しないよう、取引の秘匿性を確保する必要がある点、また、公表された取引価格を市場が織り込むには一定の時間が必要であるといった点が議論のポイントになっていた。そこでA案では、取引数量（額面ベース）の区分を、10億円以上、5億円以上10億円未満、1億円以上5億円未満、1億円未満の4つに区分し、区分ごとに公表、公表日時は、取引日当日の夕方から夜に日証協ホームページに掲載・公表としている。一方B案では、売買参考統計値が額面5億円程度の売買の参考となる気配であることから、これを参考に、取引数量を5億円以上、5億円未満の2つに区分して、区分ごとに公表するというもので、公表のタイミングは、取引日の翌日に、売買参考統計値と併せて日証協のホームページに掲載・公表するという案である。

【資料3 社債の取引情報公表イメージ】

- ・ 資料3は、A案、B案の公表イメージである。社債A銘柄の取引について、A案の場合、2010年11月X日に、10億円以上、5億円以上10億円未満の区分での取引は1件もなかったが、1億円以上5億円未満の区分で約定価格118円94銭の取引が1件、1億円未満の区分で約定価格118円54銭の取引が1件あったことになる。一方、B案では、5億円以上の

区分での取引はなかったが、5億円未満の区分で2件約定があり、それぞれの約定価格が示されるイメージとなる。

(4) 実施の時期

社債の取引情報の公表の実施時期は、上記1の報告システムと合わせて公表システムの整備を行い実施する。なお、報告された社債の取引情報の分析の結果、必要に応じて公表方法を調整する。

【意見交換】

1. 社債の取引情報の報告及び公表について（案）【事務局タタキ台】について

(1) 社債の取引情報の報告

- ・ タタキ台では、証券会社に対して社債の取引情報の報告を求めるとあるが、社債の取引は、証券会社間だけではなく、証券会社と顧客で取引が行われる場合もある。その情報を日証協に報告するに当たっては、取引当事者である顧客に対して、どのように承認手続きを取れば良いのか。取引の都度、顧客に確認するというのは非常に煩雑である。
- ・ 日証協では、現在も日証協のルールに基づき証券会社から証券会社と顧客・投資家との様々な取引等の報告を受け公表しており、社債の取引情報の報告・公表に当たっては、顧客や取引の内容が特定されない範囲であれば、基本的には問題はなく顧客の同意は必要ないものと考えている。
- ・ ほふりの決済照合システムは、決済のための照合事務を安全かつ確実にを行うためのツールであり、仮に顧客が、証券会社を通じて日証協に取引情報が報告されることをどうしても許容できないため、決済照合システムの利用を拒むということになると、決済の安全性を欠くということになってしまう。ほふりが顧客に同意を得る手続きを担うのは難しいと考えられるので、日証協のルール等で義務付ける方が現実的ではないか。
- ・ タタキ台1の(3)報告日・報告方法では、証券会社は、当日午後3時までに決済照合システムにより決済照合を行った社債の取引について、同日4時までに日証協に報告することとなっているが、決済照合システムは午後10時まで運用している。そのため、午後3時の時点では、当事者間で当日の取引に係る約定結果の照合が間に合わない可能性があり、情報を取り漏れてしまうおそれがある。

(2) 社債の取引情報の公表

① 公表対象銘柄

- ・ B案では、流動性が高い銘柄を公表の対象とするとあるが、流動性が高い銘柄に絞っている理由はなにか、再度確認しておきたい。仮に流動性が高い銘柄に公表を絞る方向性でコンセンサスが形成されたとしても、発行額 500 億円以上で、格付が A 以上という条件付けが、流動性が高い銘柄と言えるのか。流動性は、発行額と格付だけで決まるわけではなく、マーケットの状況等にも左右される。現在の市場では、発行額 500 億円以上と格付 A 以上で、流動性があると言えるかもしれないが、それが今後も続くとは限らない。そういった場合の対応についても、確認する必要があるのではないかな。
- ・ また、流動性が高いことの条件として、なぜこの条件を選んだのかを共通の認識とするため、説明願いたい。A 以上の格付という点についても、そもそも格付けをルールの中で使う、使わないという点を含めて、様々な議論が行われている。そういった流れがある中で、格付基準をあえて取り入れていく必要があるのか、議論すべきではないかな。
- ・ 流動性が高い銘柄を公表の対象とするのは、これまで、低格付社債など流動性が低い銘柄については、その取引の背景を説明することなく取引情報のみを公表してしまえば、投資家へのミスリーディングにつながるおそれがあり、やはり、取引ごとの比較が行いやすい流動性が高い銘柄から公表した方が、混乱を招くおそれがないのではないかなという議論であった。
- ・ 流動性が高い基準として、発行額 500 億円以上と仮置きしているのは、事務局において、様々な市場関係者にヒアリングを行ったところ、発行額は流動性を見る上で一定の客観性のある基準として考えられ、発行額 500 億円以上、800 億円以上、1000 億円以上といった数字が示された。データを確認したところ、500 億円以上では全体の平均を上回る取引が行われていたことから、500 億円以上としたうえで、確認に用いたデータを資料として添付した。
- ・ 格付は、利用しないで済むのであれば利用しない方が望ましいが、他に手段がなく、やむを得ない場合であれば、当面利用することも問題とまでは言えないのではないかな。
- ・ まずは流動性が高い銘柄から公表を始めるが、将来的には全ての銘柄の取引を公表するという方向性であれば、必ずしも格付を使い続けるというにはならない。導入当初の一時的なものと考えればよいのではないかな。
- ・ 発行額による金額基準や、格付基準で公表範囲を決めているが、マーケットが変化すれば、発行額 500 億円以上で A A の銘柄であっても、流動性が枯渇するような場面や、アスク、ビッ

トが非常に広がる場面が当然ありうるだろう。そういった場合に、取引情報を公表することで、さらに流動性が低下する懸念があるのではないか。少なくとも証券会社は、取引情報が開示されることによってリスクが取りにくくなり、顧客の売りに対して応じにくくなるだろう。

- ・ マーケットの状況が大きく変わった場合でも耐え得るシステムを考えるのが、真の意味での社債市場の活性化ではないか。そういった観点から考えると、発行額基準や格付基準では、マーケットの状況の大きな変化には耐えられないのではないか。
- ・ 海外では、格付がA以上で、5億ドル（できれば10億ドル）以上の発行額の債券をベンチマーク債としている。この条件を満たす債券は、流動性があり十分に機関投資家に買っていただけということだろう。
- ・ B案では、格付がA以上で、500億円以上の発行額となっており、違和感ない。しかしながら日本の場合、1銘柄で500億円以上発行をしている会社は、それほどないだろう。実務的にも、300億円程度の発行予定からスタートして、需要が見込めるようであれば500億円まで増額するというスタイルで起債している。日本市場では、500億円では若干ハードルが高いので、300億円以上の発行額とするのが適当ではないか。仮に500億円以上とした場合、現状、ごく一部の銘柄や銀行債ぐらいしか公表対象とならないのではないか。資料1、2の各種データを見ても、300億円から500億円の区分と、500億円以上の区分には、それほど差はない印象があるので、300億円以上の発行額の銘柄を対象としてはどうか。
- ・ 公表対象銘柄の発行額基準について、資料1、2を見る限りでは、500億円以上の区分と300億円以上～500億円未満の区分には、それほど差がない印象であるので、仮に発行額を基準として採用するならば、300億円以上としても良いのではないか。また、格付についてはA以上となっているが、実勢価格のニーズがあるのは、実勢価格と売買参考統計値の乖離が大きい部分だと考えられるので、BBBぐらいまで含めても良いのではないか。
- ・ 東京市場に香港やシンガポール市場の銘柄の一部まで取り込んでしまうぐらいの気概で、社債市場の活性化を図っていきたいと考えている。300億円以上の基準でも、各種データの数字にそれほど差がないのであれば、300億円まで下げたほうが良いのかもしれないが、流動性との関係に注意する必要があるだろう。
- ・ 確かに、海外のユーロ円債やユーロドル債のベンチマーク債は5億ドル以上となっているが、ベンチマーク性を有すると認定されるには、それだけではなく、定期的に発行されることで、

流動性が供給されるといった点も非常に重要になる。

- ・ 数年に一度 300 億円の社債を発行したところで、日本のバイ・アンド・ホールド中心のマーケット構造において、本当に流動性が高い社債と言えるのか、非常に疑問である。流動性が高いことの定義次第であるが、タタキ台のような発行額や格付による基準の他にも、月平均の売買回転数等による定義の方法もあるのではないかと。取引価格に対して大きな認識の差がないような銘柄については、取引情報を公表する方向で前向きに検討していかなければならないだろう。しかしながら、月に 1、2 回しか取引が成立しないような銘柄については、証券会社がマーケットメイクしようと努力しても、正確な実勢をつかめない場面は実際にある。そういった場合には、証券会社がある程度リスクを引き受けながら、取引交渉を行っているところであるが、そのような状況の銘柄について、流動性が高いと言えるのか。
- ・ それでも、何らかの形で線を引かなければならないことは理解できるが、500 億円、格付が A 以上という数字の根拠となっているデータは、1 年前の 1 カ月間のものでしかない。果たしてこれで、社債市場のことを語り尽くせていると言えるのか。煩雑であることは理解しているが、もう少し長期間のデータをお示しいただき、それでも、発行額 300 億円又は 500 億円以上、格付が A 以上という基準で、流動性があると断言できるのであれば、証券会社としても、協力していきたいと考えるが、資料 1、2 の数字だけでは根拠が弱いのではないかと。
- ・ その際には、1 か月間に何回約定があったのかといった分布についてもお示しいただくと、議論がしやすいのではないかと。例えば、実際には 1 か月で 1 回しか取引が行われていない銘柄がほとんどで、1 か月に数十回も取引が行われているごく少数の銘柄が平均を押し上げた結果、1 か月に 3～5 回になっているのか、それとも、全体的に 3～5 回程度約定があるのかといった点が確認できれば、線の引き方も変わってくるのではないかと。
- ・ 確かに、分布状況によって平均の見方は変わってくるだろう。しかしながら、現状の日本市場はバイ・アンド・ホールドが中心となっているので、それを流動性を高める方向に誘導していく方向を見据えて考えていくべきではないかと。
- ・ 投資家にも様々なタイプがあり、バイ・アンド・ホールドが中心の保険会社のような投資家もいれば、ある程度売買を活発に行う投資家も存在している。考えなければならないのは、投資家が流動性を求めてきた際に、市場に流動性があるのかどうかであり、売買の必要がない投資家に対して売買を迫ることではないのではないかと。
- ・ 流動性を求めている投資家にとっては、どの程度の価格で取引が行われているか、分かって

いた方が良いのではないか。

- ・ 資料 1、2 のデータを見ると、例えば 1 銘柄当たり平均約定日数は 2 日から 3 日、すなわち、20 日間のうち 3 日間しか取引されていない状況にある。件数を見ても、1 銘柄当たり月平均約定件数は 3 回から 4 回程度となっている。証券会社が顧客から社債を買いとり、それを別の顧客に販売するというケースを、2 回の取引とカウントしているのではないか。例えば、1 か月の取引回数が 4 回だとすると、証券会社が顧客から買い取り、それを別の顧客に販売するという流れが月に 2 回あったと理解しているが、そのような認識でよいのか。月に 2 回転の売買があったことで流動性が高いと言えるのか、若干疑問である。
- ・ 約定件数は、ほふりの決済照合システムでの約定照合件数であり、例えば A 証券会社と B 証券会社で売買が行われた場合には 1 件として数えている。一方、証券会社が顧客から社債を買いとり、それを別の顧客に販売するというケースの場合には、証券会社において売りと買いのそれぞれに約定照合が行われるので 2 件となる。また、新規発行銘柄については、払込日・発行日直後には約定が増え、あまり参考にならないのではないかという意見を踏まえ、対象期間（2010 年 11 月中）に払込日があった銘柄はすべて除いている。そのため、実際にセカンダリー・マーケットで取引されている件数に近いのではないかと考えている。
- ・ 流動性があるという定義に最も即している条件として、どんなものが考えられるのかお示しいただきたい。
- ・ 顧客と証券会社の間取引について、別の顧客に転売したことまで確認できるのか。
- ・ 少なくとも、ほふりでは、売買の別を把握されている。しかしながら、例えば 1 億円の社債を買い、そのまま 1 億円売る取引であれば分かりやすいが、5 億円の社債を買って、1 億円ずつ売るケース等も考えられる。こういったデータを整理するのは、非常に難しいのではないか。
- ・ ほふりでは、対顧客取引と業者間取引の別はシステムにおいて識別しており、対顧客か業者間かの違いが判別できる形のデータは用意できるだろう。

② 公表方法及び公表日

- ・ 1 銘柄当たりの月平均約定件数や平均約定日数といったデータを見ても推測できるが、例えば顧客が社債を売りたいというニーズがある場合、証券会社が買い取り、それを、次の顧客に転売し終わるまでの期間は、銘柄やマーケット環境によって異なる。その日のうちに販売できる

銘柄もあれば、1週間以上の時間が必要となる銘柄もあり、翌日に転売を終えるのは格付がAやAAの銘柄であっても容易ではない。仮に証券会社の買取価格が先に公表されてしまうと、やはり転売しづらくなるだろう。その銘柄の流動性が、委員の皆様がイメージされている水準よりもはるかに高い水準であれば、それほど支障はないが、証券会社がある程度のポジションリスクを抱えながらマーケットメイクをしているような銘柄の場合、転売にもある程度時間を要する。こうした銘柄は、B案で示された発行額500億円以上の区分にも一定数存在しているので、翌日の公表は難しいだろう。翌日に設定された理由は何か。

- ・ 公表のタイミングについては、米国やEU、韓国からヒアリングを行った際にも、ご指摘のような懸念、市場が公表された取引価格を織り込むには一定の時間が必要ではないかとの議論があり、米国や韓国では、制度導入当初は公表のタイミングは遅かったが、順次早めていったとのことであった。一方、一部の投資家からは、次の投資を考えるためにも早く公表してほしいというニーズがある。
- ・ 資料3のA案では、B社第〇回債は、1億円以上5億円未満の区分で、約定価格が106円53銭と106円28銭とあるが、これは、取引が2回あったという意味か。そうであるならば、どちらがより直近の価格なのかがわかるように開示すべきではないか。それから、単価のみの開示であり、取引金額そのものは公表しないのか。
- ・ B社第〇回債の取引が2回あったということで、取引金額そのものは公表せず、どの区分に属するかで判断していただくことになる。

③ 実施の時期

- ・ 取引情報の公表制度の実施の時期は、ほふりから日証協への報告システムの整備が完了次第となっているが、ほふりでは、現在、2014年1月に大きなシステムリプレースを予定している。そのリプレース以降でなければ、日証協への報告システムの対応ができない。その点については、御認識いただきたい。
- ・ タタキ台については、是非、各社社内で御検討のうえ、意見をお寄せいただきたい。
- ・ 資料1は、1年前の11月の1カ月間のデータに基づいて作成されているが、昨年であれば電力債の発行や取引が現在よりもずっと活発だった。現在の電力債の状況を考えると、現在はこの水準での約定件数はないと考えられる。できれば、もう少し直近のデータや、長い期間の

データ、取引分布に関するデータを、次回会合の開催前に御提示いただきたい。

2. 社債の取引情報の公表について

- ・ 本部会が目指しているのは社債市場の活性化であるが、議論の発端は、2008 年のリーマン・ショック以降の半年間社債市場の機能が停止してしまったので、二度とそういったことが起こらないよう必要なことを考えていくということであったと認識している。そのために必要なのは、取引情報の公表なのか、それとも、売買参考統計値の精緻化といった別の方法なのかという議論は行うべきだろう。また、売買参考統計値の精緻化についても、きちんと議論すべきではないか。
- ・ 社債の取引情報の公表については、そもそも公表するかどうかを含めて議論する必要があるのではないかと。デメリットを解消するための様々な方法を検討し、それでもデメリットを解消できない場合にどうするかを含めて議論すべきではないか。
- ・ 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」においても、売買参考統計値の精緻化について早急に取り組むよう取り上げられているが、取引情報の公表は、売買参考統計値がマーケットの実勢から乖離していることから浮上した論点ではないか。それを踏まえると、どの程度の価格で取引が行われているかを把握するだけならば、売買参考統計値の精緻化を図ればよいのではないかと。それとは別の観点で、取引情報の公表も必要ということであれば、議論していく必要があるだろう。
- ・ 米国や韓国において、既に社債の取引情報の公表が行われていることを考えると、やはり日本でも制度を整備しなければ、社債市場の活性化が図れないばかりか、海外企業に東京での社債発行を検討してもらえなくなってしまうのではないかと。
- ・ 資料 1、2 のデータを基に、売買参考統計値について補足したい。今回のデータの対象期間では、社債の現存銘柄が約 2600 あるが、1 カ月間に取引が行われた銘柄は約 3 割程度の 841 銘柄という状況である。これは、7 割近くの銘柄は、1 カ月間を通して 1 度も取引が行われていないことになる。このような状況で、本当に精緻な気配を報告するのは、事実上不可能であるということは御理解いただきたい。売買「参考」統計値という名称になっているのも同様の理由からであると思われるが、これら 2000 銘柄以上について、制度に携わっている複数の証券会社は日々工夫しながら、売買の参考となる気配を提示し続けているもの。その結果を統計値という形で公表することには、十分な意味があるのではないかと考える。

- ・ 1カ月間まったく取引がないような極めて流動性に乏しい状況においては、たまたま取引が成立した約定値段と、証券会社の計算した気配に多少のずれがあってもいたし方ないのではない。これを理由に、売買参考統計値は信用できないという議論に発展するというのであれば、非常に残念である。売買参考統計値は、このような背景の下で算出したデータであることについて御理解いただいた上で、これを巧く活用していただければと思う。
- ・ 本部会の課題はいかに社債市場を活性化するかであり、その観点で議論を行っている。現状のデータを見ると、取引実績が非常に少ないため社債の取引情報を公表する意味があるのかという議論になってしまう。しかし、流通市場が活性化しなければ、発行体としては、投資家が自社の社債をどう見ているのか、どこに適正なプライスが存在するのか、分からなくなってしまう。やはり、流通市場を活性化し、流通市場のスプレッドがベースとなってプライシングが行われる欧米市場のような起債手法が定着し、発行市場、社債市場全体が活性化するという将来像を見据えた議論をすべきではないか。
- ・ 同意見である。本部会の目的は、社債の流通市場を活性化し、もってプライマリー・マーケットもメリットを受けるようにすることである。
- ・ 資料1を見ると、日本の社債市場の売買の薄さを改めて痛感する。証券会社において、有価証券の時価評価を適切に行うためのシステムの運営・構築を担当しているが、仮に顧客から、資料3で発表される社債の取引情報がほしいという要望があったとすると、できなくはないが、お勧めしないと回答することになるだろう。理由としては、ほとんどの公募社債を売買参考統計値がカバーしている中、極めて低い頻度でしか公表されない時価によって、唐突に評価損益が変化するというのは、時価評価を管理する立場からすると、非常に説明しづらい。
- ・ 取引情報について、日証協が毎日ホームページで公表したとしても、投資家は、数百銘柄のポートフォリオを持っている中で、保有銘柄の取引情報が公表されているのかどうか、日々1銘柄ずつ確認するのはほぼ不可能だろう。実際に利用する際には、システムで情報を取り込むことになると考えられるが、通常は売買参考統計値がカバーしている銘柄について、唐突に取引情報が公表、送り込まれ、それによって評価損益が乱高下するのが容易に想像できる。例えば、格付がAAAで800億円以上の発行額の銘柄であれば、売買参考統計値と非常に近い取引価格が付いていると想像できるが、それ以外の銘柄ではこのような事態が発生し、非常に使いづらい結果となるのではないか。
- ・ 取引の匿名性を確保し、売買参考統計値の信頼性を向上させるために社債の取引情報の公表

が決まった場合、どのような基準に基づいてその内容を評価するつもりか。例えば、現在は1銘柄当たり月平均約定件数が2.8件となっているが、これが20件とか40件になれば成功とするのか。実施の検討をしてはみたものの、弊害が大きいうえに、目標の達成が見込めなかったため、制度導入を中止する、あるいは、他の方法を考えるといった選択肢を取ることはありうるのか。

- ・ 社債の取引情報の公表制度導入の中止という選択にならないよう、十分に議論を重ね、マーケットにインパクトを与えないようにスタートしたい。
- ・ マーケットにインパクトがなかったとしても、成功したかどうかの評価基準をどうするかが全く見えてこない。取引情報の公表をスタートしても、時価評価が乱高下することしか想像できない。投資家にとって全銘柄について毎日数字が安定して送り込まれるのが、時価評価の観点からは最も使い勝手が良いが、取引情報の公表が成功したのかどのように判断するのか、全くイメージできない。売買参考統計値に対する不満が減ったことをもって、成功したと考えるのであれば、今からでも、売買参考統計値の精緻化に特化した議論を行った方が、使い勝手が良いデータの整備につながると考えるが、如何か。
- ・ 売買参考統計値の制度が良くないという問題点から議論から始まったが、本部会では、社債の価格情報の透明性を高め信頼性を確保するため、海外の制度を参考に、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に向けた検討を進めることである。
- ・ 日々、時価評価のためのデータを送り込む実務の立場から見れば、売買参考統計値の代わりに取引情報のデータを送り込めば、時々情報が届くだけで、たとえそのデータが精緻であっても使いやすいとは考えられない。例えば金融機関では、監督当局から、日々時価評価を行うよう指導されているが、その際の時価として、新たに、実勢に近いと考えられる取引情報を使えということになれば、売買参考統計値よりも優先順位が上がることになってしまう。さらに、このような性質の違うデータによってボラティリティを計算することになれば、証券会社の負担はますます上がっていくだろう。
- ・ 現在の制度を前提にすれば、そういった考え方になるが、仮に売買参考統計値が廃止されれば、売買参考統計値がない前提で制度を作ることになる。現在の制度を前提に、議論をするよりも、今後のための議論を行うべきではないか。もちろん、直ちに売買参考統計値を廃止すべきであると主張するつもりはないが、現在の前提での利便ばかりを見て議論しては、議論

が前に進まないのではないか。

- ・ 確かに、取引情報の公表にどのぐらいの効果があるかは分からない。また、何回以上取引が行われるようになれば成功したといえるような明確な基準は決められない。それでもやはり、導入した方が流動性の向上に資するのではないかという前提で、本部会の議論は始まったと認識している。流動性が高まらないという明らかな証明ができれば議論の方向性も変わってくるかもしれないが、これまでの議論を伺う限り、社債の取引情報の公表は行う価値があるのではないか。
- ・ 取引情報の公表により透明性は高まるが、流動性はむしろ低下するというのが、これまでの議論の主流で、透明性と流動性のバランスをどのように考えるかではないか。
- ・ 取引情報をどのように会計や税制の面で利用していくかという点については、きちんと考えなければならぬのではないか。仮に、取引情報を最優先で採用し、売買参考統計値はその次の順位であると決まったり、さらに、売買参考統計値が廃止されれば、おそらく投資家は、複数の証券会社に対して、自社のポートフォリオの全銘柄について時価評価を要求するだろう。そして、投資家は、証券会社数社から寄せられた数字の平均を計算し、その平均値を時価評価に用いることが可能か、監査人に相談するだろう。これは、売買参考統計値の計算過程を、各投資家や各証券会社が協力しながら進めていることに他ならない。売買参考統計値制度には、問題点も当然あるが、会計や税制で、価格インフラとして定着している。このような状況下で、本当に売買参考統計値の廃止を含めて議論するということであれば、議論の進め方も変わってくるのではないか。
- ・ 売買参考統計値の廃止を前提としているわけではなく、売買参考統計値の信頼性が低く、その改善が見込めなければ廃止するしかないということである。仮に売買参考統計値を廃止すれば、それに代わる仕組みができるだろう。日証協としては、精度等に自信が持てない売買参考統計値の公表は避けたい。
- ・ 売買参考統計値をより良いものにする議論は歓迎すべきことであり、本部会のテーマの一つでもあるが、その一方で、取引情報の公表についても検討を行っている。実際に約定がある取引情報を公表することが、なぜ悪いことなのか、わかりかねる。確かに、一時的に流動性が下がるかもしれないが、海外の事例でもあるように、透明性が向上すれば、流動性も追いついてくると考えるのが自然なのではないか。
- ・ 取引情報の公表により、約定価格が公表されるようになれば、売買参考統計値についても、

約定価格をベースに計算することが可能となるため、精度は向上するのではないか。

- ・ 流動性が下がる懸念については、米国や韓国の例を見ると、必ずしもそうではないだろう。利ざやが薄くなった分、取引量で収益をあげなければならないというプレッシャーが証券会社にかかり、その結果取引が拡大したということも考えられる。海外の事例を見る限り、必ずしも流動性が下がるとは言えないのではないか。
- ・ 社債の取引情報を公表することで流動性が低下するのかどうかについては、日本の場合、まだ実例がない以上、はっきりとは分らない。しかしながら、取引価格を公表した海外の例を見ると、米国や、欧州、韓国も、明らかに流動性が低下したとはなっていない。証券会社から流動性が低下するのではないかという懸念が示されたことについては、各国で共通していたが、実際に流動性が低下したというわけではないと認識している。
- ・ 取引情報の公表を始めた結果、証券会社の利ざやが薄くなったため、証券会社に歓迎されたわけではなかったが、その結果、公正な市場となり、信頼度が増したため、やむを得ないものとして受け入れられているというのが、海外での経験ではなかったか。少なくとも、取引情報の公表により、流動性が低下するという結論ではなかった。
- ・ 米国では、取引情報の公表が導入されても流動性はそれほど下がらなかった。欧州では、今後導入が予定され結果が出ていないが、流動性が低下するという懸念が強いため、現在検討を行っているところではないか。韓国は国債中心の市場であり、流動性が低下しなかった先例は、米国だけであると認識している。
- ・ 資料 1、2 のデータを見ると、例えば、500 億円以上 800 億円未満の区分では、1 銘柄当たり平均約定日数が約 2.1 日となっているが、これは約定があった銘柄だけを分母にした計算結果であるので、本区分の対象銘柄全てを分母にして計算すると約 1 日となる。つまり、500 億円以上の区分であっても、平均すると 1 カ月に 1 回しか値段が付かないことになる。このような状況で、本当に取引情報を公表するのか、冷静に考える必要があるのではないか。例えば株でも、1 カ月に 1 回しか値段が付かない上場銘柄は如何なものかということになるだろう。米国のTRACEでも、1 カ月に 1 回しか値段が付かない銘柄は、おそらく存在しないのではないか。本当にこのような状況で導入を検討するのか。
- ・ 仮に取引情報の公表を開始すれば、社債の取引をすれば取引価格が開示されることになるので、証券会社、投資家ともに、普通は社債以外の債券への投資に向かうのではないか。実際にどうなるかは分からないが、現状の日本では、流動性が低下する可能性のほうが高いと予想で

きる。現状、これだけしかない流動性が、さらに低下するかもしれないということを冷静に考える必要があるのではないか。

- ・ 流動性については、かつて東京証券取引所に日本国債が上場されていた際、上場国債は低価格の対象になってしまうため、投資家はそれを嫌い流動性が逆に低下し、非上場債にニーズが集まったという実例がある。
- ・ 取引情報の公表で、流動性の向上を見込むことには違和感がある。流動性が落ちることをデメリットとして認識しつつ、それでも実施するかという議論になるのではないか。
- ・ 上場国債の流動性が下がったという指摘だが、当時の低価格法は、上場有価証券だけに適用するというルールであったため、制度の不公平さがそのような事態を招いたにすぎないのではないか。また、今後の公正価値に関する会計基準の変更を考えると、売買参考統計値が今のまま期末評価の公正価値として認められるとは、必ずしも言い切れないのではないか。
- ・ 将来を見据えて考える必要があるという点については、全く同感である。確かに、透明性が高い市場のほうが、取引に参加しやすいため、長期的には流動性が向上すると考えられるだろう。しかし、日本では、機関投資家向け社債の最低取引単位が額面 1 億円以上となっており、取引価格が公表されるようになり参入してみようとする投資家が、機関投資家以外で考えられるのか。最低 1 億円の取引に参加する個人投資家は、ほぼゼロだろう。価格の透明性の向上によって市場参加者を増やす方法以外にも、他にも様々な見直しが必要ではないか。
- ・ 米国と日本では、規模やマーケット参加者の特性等、あらゆる条件が全く異なる。同じ方向を目指すということであれば、少なくとも、市場インフラを同じレベルまで引き上げることは必須だろう。具体的には、社債の最低取引単位の問題のほかにも、レポ市場の整備や、課税玉・非課税玉の分断といった税制面の問題、追加発行の問題があるのではないか。
- ・ 例えば投資信託等の集団投資スキームを使って個人投資家に販売することで、市場参加者を増やす方法が考えられるのではないか。
- ・ 投資信託を運用しているのはプロ投資家であり、取引価格を公表しなくても市場実勢を把握しているはずである。取引価格の公表によって、追加的に増える市場参加者とは考えにくい。
- ・ 機関投資家の立場から見ると、取引情報の公表による透明性の向上は、流動性の向上にも低下にもつながらないだろう。投資戦略に従って運用しているが、今のところ、透明性というフ

アクターは含まれてなく、あまり流動性が上がったたり下がったりすることはないと考える。

- ・ 市場の仕組みとして、投資家はオファー・ビットというコストを負担しなければならないので、基本的に、売買すればするほど負担が増す立場にある。これまでの議論では、証券会社からは、比較的、取引情報の公表に対してネガティブな意見が出ている。仮に証券会社が在庫リスクを抱えることを嫌った結果、オファー・ビットを広げるということになれば、投資家は、ますます売買のコストがかさんでいくことになる。そのため、流動性が上がる可能性は、ますます減っていくのではないか。現状では、証券会社がある程度の在庫リスクを引受けてくれることで、オファー・ビットが一定の範囲で収まっているため、ある程度頻繁に売買してもそれほどコストがかからないが、仮にオファー・ビットのスプレッドが広がることになれば、売買はしづらくなるだろう。
- ・ 取引情報は、投資家にとっても、ポジションをマネージする証券会社にとっても、有意義な情報であることは間違いない。しかしながら、売買参考統計値制度や今の社債の取引状況は、これまで時間をかけてバランスを取ってきた結果として存在していることを考えると、新たな枠組みである取引情報の公表だけを強く進めるのは、如何なものか。
- ・ 例えば証券会社サイドからすると、取引が行われその約定価格が公表されれば、それを参考に、評価額の見直しを行わなければならないかもしれない。これにより、ポジションの価格変動リスクが高まるため、資本に対して一定のリスクしか持たないことを考えると、在庫を持てる余地が小さくなるため、ポジションを縮小しなければならない。これは一時的なことかもしれないが、米国や欧州では、ポジションをヘッジするための仕組みとして、例えば、社債市場でもレポマーケットやCDSが存在し、うまく使うことで対応できる総合的な枠組みがある。一方日本では、そういったインフラが整備されているとはいえないため、先行して取引情報の公表だけをスタートしても、効果は見込めないのではないか。投資家サイドからも不安があるようである。取引情報に対する投資家からの問い合わせへの対応等を含めて幅広く議論が進んでいるならば良いが、取引情報の公表だけを推し進めてしまうと、プライマリーからセカンダリーまでの現在の市場の仕組みのバランスが歪んでしまうのではないか。
- ・ CDSのトレードも行っているが、CDSで付いた値段は、業界の専門誌や情報ベンダに公表されている。値段が公表されることによって、その価格で売りたい、買いたいというニーズが発生し、流動性が付いている。例えば、約定価格が発表され、その価格が非常に安ければ買いを入れてみたいと考える投資家が出て、一方非常に高い価格であれば売りたいと考える投資

家が出てくるのではない。CDS市場を見る限り、社債市場でも約定価格が公表されることにより市場参加者が増えてくることが考えられるのではない。

- ・ 取引情報の公表には、確かにデメリットもあるが、海外の動向を考えると公表を始めるいい機会と考えるべきではないか。CDSのマーケットには、機関投資家等のプロしか参加していないので非常に公正であるが、社債のマーケットには、個人からプロまで存在している。取引価格の公表によって、公正なマーケットになるのであれば、歓迎すべきことではないか。タタキ台のB案では、発行額500億円以上、格付がA以上となっているが、これでは全体の約11%しかない。もっと広げて良いのではないか。
- ・ ASEAN他3国で構成される債券関係の国際会議の参加国の中で、取引情報を公表していないのは日本だけである。各国とも、市場の透明性を高めるために努力しており、その結果として取引情報の公表が行われるようになったと聞いている。アジア諸国で取引されるメインの金融商品はソブリンであり、社債の取引はそれと比較すると極めて少ないが、それでも、各国とも前向きに取り組んでいる。
- ・ 日本の社債市場の参加者は、基本的にプロの投資家であり、取引情報が公表されずとも、プロの投資家はおおよそ市場実勢を把握している。取引情報の公表や、それによる価格の透明性の向上は、誰のために進めているのか、イメージしづらい。海外でも、基本的には個人投資家の保護がベースとなって、スタートした議論であると認識している。個人投資家は情報面で不利な立場にあり、個人投資家の保護が目的であれば、取引情報の公表が必要であることはよく理解できる。しかし、基本的にプロの投資家しか存在しない日本のマーケットで、誰をターゲットにして透明性を確保していこうとしているのか、イメージしづらい。
- ・ 個人向け社債を想定した意見であるが、本部会では、約60兆円の機関投資家向け社債のマーケットをいかに活性化するという議論を行っている。一方、個人向け社債のマーケットは2兆円程度に過ぎないので、別の議論として扱うべきではないか。
- ・ 個人投資家向けだけに特化した議論をしようとしているわけではない。投資家保護という観点で考えるならば、プロ投資家よりも相対的に弱い個人投資家を守ることが重要なのではないかということである。
- ・ 海外で取引情報の開示が進んでいるのに日本だけ追随しないというのは、先進国の市場として、如何なものかという考え方であるが、開示するという前提の方向性で検討するのであれば、

対象が社債である必要はないのではないかと。社債市場のような流動性の低いマーケットではなく、まずは国債市場で試してみてもどうか。本部会の目的である社債市場の活性化とはかけ離れた意見であるが、アジア諸国ではポストトレードの取引情報の公表が進んでいるのに対して、日本はどうかという議論であれば、社債は、それにふさわしい対象ではないのではないかと。

- ・ 取引情報の公表を社債からスタートするのであれば、東京電力債も対象となるのか。その他の電力会社は、既発債の取引は戻りつつあるが、新規発行はできていないという異常な状況にある。例えば、毎月発行されている金融債等別の債券から取引情報の公表を始めるのは難しいのか。日本銀行が社債の買入れを行っているが、これは社債市場が非常事態だからだろう。公表制度は、社債市場から始めるのではなく、国債やそれに近い債券の市場から始めてはどうか。
- ・ 透明性を優先して市場インフラを整備すると、流動性がどのように変化するかは未知数である。米国のトレーダーは、社債の取引価格が公表されるようになったことで、大口のポジション管理が難しくなったということである。少なくとも大口の取引に関しては影響があるということであれば、難しい側面を残していると言えるのではないかと。
- ・ 発行体にとって、市場の透明性が向上したことをもって、社債発行を増やすということは考えられるのか。それとも、他にも条件が必要になるのか。
- ・ プライシングの方法は、日本市場とユーロ市場で全く異なる。ユーロ市場の場合、しっかりしたセカンダリー・マーケットがあり、セカンダリー・マーケットのレベルに合わせたニュー・イシュー・プレミアムが上乗せされてプライマリー・マーケットのプライシングが行われている。一方日本の場合、発行体の信用力等を踏まえて、国債に対してどの程度のスプレッドを上乗せすれば適正であるかを考えながら、おおよそのレンジを設定して、その条件で需要を確認、スプレッドを調整している。その後、投資家に購入していただけるかを確認したうえで、翌朝の国債の利回りにスプレッドを乗せてプライシングを行っている。こうした発行方法の違いは、セカンダリー・マーケットの信頼性や厚みの差から生じていると考えられる。
- ・ ユーロ市場では、セカンダリー・マーケットできちんとしたプライスができているため、その前提で、ニュー・イシュー・プレミアムが上乗せされ、新発債の発行条件が決定される。ある時点で、ある銘柄について、投資家が、流通市場で売買されている既発債の利回りにどれぐらいのスプレッドが上乗せされれば買うか、投資家の需要動向を見て、プライシングしているのがユーロ市場の実態である。一方、日本の場合、セカンダリー・マーケットのプライス自体が公表されていないため、売買参考統計値で代替されている。日本でも、セカンダリー・マー

ケットの厚みが増せば、セカンダリー・マーケットの約定価格を基に、その時点での市場環境を反映したニュー・イシュー・プレミアムを上乗せし、プライシングするという方法でプライシングが行われるようになると思われるが、現在はセカンダリー・マーケットのプライスが公表されていないので、需要予測という形でプライシングされているのが、日本市場の実態である。このようなプライシングの方法の違いは、条件決定までの時間の差に表れる。投資家の需要予測を丁寧に行う本邦市場では、ソフトヒアリングに1日、主幹事マーケティングに3日程度かけ、需要動向を踏まえて条件決定を行うことから、起債を決定してから条件決定まで4日程度かけることが多い。一方で、欧米市場では、起債アナウンスの当日に条件決定を行う(One day Execution)が一般的で、金融環境の変動リスクをミニマイズすることが可能となっている。本邦市場では、需要予測の期間中に金利が大幅に低下した場合に、需要が積みあがらず、起債予定額を減額する事態も生じることがあるが、欧米市場では、そのようなリスクは生じないことから、発行体・証券会社の双方にとって、望ましいプライシングの手法と考えられる。

- ・ 発行体から見ると、透明性が向上しても、ほとんどの銘柄が1カ月に1回程度しか値段が付かない程度の流動性では、マーケットとして魅力に欠けるということだろうか。
- ・ 仮に明らかにおかしい水準の取引価格が公表されたとしても、プロの投資家であれば、ポジション整理等の何らかの事情で付いた価格であると容易に判別できる。さらに、それが数億円程度の売買であれば、売買参考統計値に対して影響を与えるとは考えにくいのではないか。
- ・ 確かに、明らかにおかしい水準の取引価格が公表されても、プロの投資家であれば、何か事情がある取引であると容易に判別できるだろう。しかし、それが広く一般に公表されれば、ほとんど情報を持っていない投資家も、それを見ることになる。そういった投資家には、事情がある取引とは判別できず、評価の大幅な見直しやそれによる投げ売りにより、マーケットが混乱するのではないかと懸念している。
- ・ セカンダリー・マーケットで毎日何回も売買が行われて価格が付き、発行体が発行する際には、セカンダリー・マーケットの価格を使って算定したプレミアムを上乗せし、プライシングが行われるようなマーケットであれば、そういった考え方もできる。しかし、資料1、2のデータを見る限り、取引情報の公表が、流動性の向上に有効で、必要であるのかどうか疑問である。取引情報の公表を始めた結果、アスク・ビッドはタイトになったが、売買量が増えたから成功したとなれば良いが、アスク・ビッドがタイトになっただけで、売買量はまったく増えず、むしろ公表された価格を見てクレームが増えたという可能性も考えられる。結論を決

めて議論するのではなく、場面に応じて、マーケットにとって最も有効な方法を、絶えず立ち止まって考えるべきではないか。

- ・ 明らかにおかしな水準の値段が付いても、プロの投資家が見れば何か事情がある取引と判別できるのであれば、逆に、なぜそんな値段が付いたのか、理由が気になるところである。それはやはりマーケットが透明ではないからではないか。同様に、売買参考統計値と実勢値と乖離している理由についても、乖離しているとわかるのであれば、なぜ乖離したままであるのか、気になるところである。
- ・ 本日は、事務局から社債の取引情報の公表に向けた具体的なタタキ台が示され、議論が具体的にになってきた印象である。取引情報の公表を前提に、次はこういった課題への対応が必要ではないかと議論を進めるのは、非常にポジティブな印象である。現状で問題ないとは考えられないため、次のフェーズに進む必要がある。
- ・ レポ市場の整備については、既に日証協で勉強会（社債の決済・清算システムの機能拡充及びレポ市場の整備に関する勉強会）が立ち上がっており、前向きに検討が行われている。こういった制度を推し進める際には、片方の制度ができないから、もう一方もできないと結論づけるのではなく、それぞれについて社債市場の活性化には制度整備を推し進める必要がある。関係者ができるように進めていこうという方向で議論を進めていただきたい。そうすれば、まずまず議論は前に進んでいくのではないか。

Ⅱ. 社債市場の活性化に向けたその他の課題

- ・ 日本の社債市場が非常に大きくなり、アジアの他の市場ではなかなか取引できないような銘柄が、東京で取引されるようになれば、活性化したと言えるだろう。そのためには、どういう条件が必要かを挙げていただきたい。現状の日本では、あまり流動性がなく、取引情報の公表だけでは市場の流動性が大幅に高まることはないというのであれば、米国等を参考に、他にどのような条件が必要か検討を行ない、同時並行的に進めていく必要があるのではないか。

1. 社債のレポ市場の整備

- ・ CDSの場合、ロングもショートも取ることができる。一方日本の社債マーケットには、レポのマーケットがない。そのため、例えば社債の取引価格が1つ唐突に出てきたとすると、おそらく証券会社が顧客から買った価格であると容易に想像でき、それを他の顧客に転売しようとする、いくらで買ったのかが簡単に分かってしまう。これでは、その銘柄に相応のアスク・

ビットをしっかりと見積もっても、それよりもさらにアスク・ビットが減らされてしまうだろう。これにより流動性が向上するという考え方も当然ある一方で、買い手が最初からわかっていれば、もともとアスク・ビットを上げる必要はない。アスク・ビットがある程度必要になるのは、買い手がわからないから、いくらで買うかが分らないためである。仮にレポのマーケットがあれば、例えば売りだとしても、自己のポジションを解消するための売りなのか、ニュートラルのところからショートポジションを作った売りなのかが判別できなくなるので、証券会社も耐えやすい。

- ・ レポのマーケットがなければ、取引情報の公表には耐えられないとまで申し上げるつもりはないが、こういったインフラがないマーケットで、取引価格の公表だけを米国や欧州と同じレベルで考えてもうまくいかないだろう。透明な市場を作るためには、それ以外のファクターで、こういったことが必要かという議論を行うべきではないか。それ以外のファクターを見ることなく、データがあるから公表しようという考え方は、やや乱暴な印象である。
- ・ 社債のレポについて、証券会社サイドにニーズがあるようであるが、投資家の目線から申し上げたい。まず、社債のレポ市場が存在しないことが原因で、セカンダリーマーケットが活性化していないという意見については、少々疑問を感じる。仮に、社債レポのニーズが潜在的に十分にあるのなら、レポ市場の参加者にとっても収益機会が広がっていくということになるので、歓迎すべきことなのだろうし、現時点でもそれなりに引き合いがあるものと思う。しかしながら、過去から現在に至るまで、社債に関するレポのニーズが投資家に対して活発に寄せられているという認識はない。そもそも、現在論点になっているレポは、具体的にはどんなニーズのレポなのか、イメージしづらい。言葉が一人歩きしている印象である。
- ・ 例えばS C取引（貸借銘柄を特定した取引）のように、定期的に特定の銘柄について引合があり、恒常的にロールオーバーしながら供給していけば良いのか。それとも、ショートカバーを確実にできるようにするためのインフラ機関による残高不足時の一時貸付機能等が必要になるのか。議論を伺っていると、レポといっても、後者のインフラ機関が提供する機能にニーズがあるように思われる。議論の対象の明確化が必要なのではないか。
- ・ 社債市場にショートから入りたいと思う場面は、それなりの頻度である。社債市場では、投資家も証券会社も、基本的にロングからしか入れないのは、流動性を落とす大きな要因になっていると認識している。ショートから入れる仕組みの整備のためにも、レポ市場は必要であると考え。

- ・ レポ市場がなぜできないかについてであるが、一銘柄の発行額が小さいうえに、リオープンによる流動性の供給もなく、費用対効果の観点からも少額で短期間の取引にならざるを得ないからではないか。流動性を高めるために最も有効な方法は、ショートから入れるようにすることではないか。
- ・ 現在よりもさらに社債マーケットに流動性がなかったころ、ショートを振った経験があるが、買い戻せなくなるリスクが非常に怖く、そのため、長期間は振っていられなかった。また、期末では借りられないのであれば、それまでに取引を手仕舞いしなければならない。買い戻せない場合の措置や、フェイルに対する制度的な手当が必要なのではないか。
- ・ レポにニーズがあるのは、ショートを振りたいということに加えて、在庫がなくとも 2way のマーケットを作れることだろう。電力債等マーケットを作らなければならない銘柄について、在庫がなくオファーできない状況であれば、適切なマーケット・メイクは難しい。現状では、在庫がある銘柄であれば、非常にタイトな水準でビットを作ることができるが、仮にレポのマーケットがあれば、例えば数億円レベルであれば、ショートを振ってもカバーすることができ、よりタイトなマーケットを作ることができるだろう。これによって、流動性の向上という副次的な効果が見込めるのではないか。

2. 税制

- ・ 現状、社債は、ほとんどの銘柄が機関投資家向けであり 1 億円券面となっている。1 億円券面を買える個人投資家はまずいないので、投資家は、ある程度運用資金を持った法人に限られる。一方で、課税法人と非課税法人、課税玉と非課税玉の分断の問題がある。課税玉に対して、どれぐらいの差で値段を付けるのかは、売買をする会社のファンディングコスト等によっても変わってくるうえに、どのように開示していくのかという問題もあるので、解決は難しいかもしれないが、税制がマーケットを大きく分断しているのは、大きな問題であり、議論の必要があるのではないか。
- ・ 課税玉・非課税玉の分断の問題は、当局でも取り組まれており、少しずつ進展が見られる。振替債に関して言えば、2010 年の税制改正により、2013 年 3 月末までの時限立法ではあるが、国内の振替債を購入した海外投資家は、一定の手続きを取れば源泉徴収が免除されることとなった。御指摘のように、課税玉は流通市場の阻害要因になること、更には海外の投資家を本邦社債市場に呼び込むという観点からも恒久化措置を、業界として要望すべきと考える。また、

かつて非課税法人といえば、指定金融機関だけで、有価証券をほとんど保有していなくとも、金融機関であるという理由で非課税法人になっていた。しかし、その後、租税特別措置法が改正され、資本金１億円以上の内国法人が、証券会社に申請するなど一定の手続きを取り認められれば、非課税法人扱いとなれるようになっており、徐々にではあるが、課税玉・非課税玉の分断問題は改善していると認識している。投資家の裾野を広げるという観点からは、引続き、非課税法人の対象会社を増やす努力が必要と考える。

3. 社債のインデックス

- ・ 国債やＣＤＳには既に存在しているが、インデックスが必要ではないか。例えばＣＤＳでは、50銘柄の平均のインデックスがある。イールドカーブを作るうえで重要であり、社債のインデックスは、売買参考統計値の精緻化等が進み、値段の動き等がきちんと把握できるようにならないと難しいと思うが、社債市場の活性化のために必要な取組ではないか。

4. 社債の追加発行

- ・ 追加発行は、流動性の供給・向上のつながると期待できるが、法律上の問題はないということ、ほふりでの対応次第ではないか。

5. 社債の取引単位の引下げ

- ・ 現状、多くが機関投資家向け社債で１億円以上でしか売買ができない。多くの多様な投資家を取り込むには、取引単位の引下げが必要ではないか。

(配付資料)

社債の取引情報の報告及び公表について（案）【事務局タタキ台】

資料１ 社債の約定状況（2010年11月1日～11月30日）

資料２ 社債の発行額別格付け分布（2010年11月1日現在）

資料３ 社債の取引情報公表イメージ

以 上