

「第11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2月29日（水）午後4時～5時10分

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. 社債レポ市場の整備及び決済・清算システムの機能拡充について

大和証券キャピタル・マーケッツ 吉田 グローバル・マーケッツ業務部担当部長から、社債レポ市場の整備及び社債の決済・清算システムの機能拡充について、配付資料2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】

- ・ 「社債市場の活性化に関する懇談会」の提言にある「社債レポ市場の整備及び社債の決済・清算システムの機能拡充」について検討を行うため、日本証券業協会に「社債の決済・清算システムの機能拡充及び社債レポ市場の整備に関する勉強会」（以下「勉強会」という。）が設置された。勉強会には、幅広く市場参加者にご参加いただき、今般、配布資料2のとおり報告書を取りまとめた。同報告書では、社債レポ市場の整備に向け、欧州や米国の制度・実務を参考に、4つのレポ・レンディングサービスについて具体的な内容や課題を整理した。また、社債の決済・清算システムの機能拡充に向け、社債のDVP決済方式についても論点を整理し、これらのサービスや機能の実現に向けた優先順位についても検討を行った。
- ・ 勉強会の検討テーマ、(1) 社債レポ市場の整備については、ショートが振りづらいマーケットでは、流通市場としての活性化が難しいという点は、本部会でも指摘されており、ポジションのファンディングという観点でも、レポ市場の果たす役割は、非常に重要であると認識している。次に、(2) 決済・清算システムの機能拡充については、証券保管振替機構（以下「ほふり」という。）の一般債振替制度においても、DVP決済は実現されており、照合システムとの連動も図れている。しかしながら、欧米の決済機関と比較すると、効率性等の面でレベルアップの余地があるのではないかという問題認識がある。

II-1 欧州における社債レポ市場について

- ・ 社債のレポ市場等の整備に当たって、具体的にどういった機能が必要かという観点から、欧米の先進的な清算・決済システムが参考になると考え、はじめに、ユーロクリア・バンクの仕

組みについて確認した。ユーロクリアの場合、決済システムにインテグレート（統合）された形で、例えば証券貸借プログラムという機能が提供されている。これは、例えばショートを振ったものの、決済時に債券が不足しているといった場合に、自動的に債券の貸出しを行ってくれる機能である。

- ・ ユーロクリアは、もう一つの大きな機能として、トライパーティの担保管理サービスを提供している。これは、振替決済を含めた一連の担保管理をユーロクリアが行うサービスであり、取引そのものは当事者間で行うスキームとなっている。決済システムと一体になった、かなり高度な機能であり、担保の条件さえ設定すれば、条件に合った担保の移動管理、値洗い、担保の差替え、返還等をユーロクリアが自動的に行う。その他には、利金・償還金の支払いサービス等も提供されている。

Ⅱ-2 米国における社債レポ市場について

- ・ 米国の証券決済システムは、これまで日本の証券決済システムのレベルアップやペーパーレス化を進めていく際の参考・目標となっている。D T C C (The Depository Trust & Clearing Corporation) は、清算・決済を行う企業グループであり、決済機関である D T C (The Depository Trust Company) と、清算機関である N S C C (National Securities Clearing Corporation)、F I C C (Fixed Income Clearing Corporation) が主体となっている。
- ・ D T C は、いわゆる「グロス＝ネット型の決済」システムを提供しており、D V P 決済に必要なリスク管理を行いつつ、グロスで証券の振替を行い、Fedwire（連邦準備銀行の決済システム）を通じ資金決済を行う形で D V P 決済を実現している。
- ・ D T C は、ユーロクリアのような証券貸借サービスは提供していない。また、トライパーティ管理サービスに類似するサービスについても、提供していない。
- ・ N S C C によるフェイルカバーについては、株式は、Automated Stock Borrow Proceduresにより手当てされているものの、社債等については対象外となっている。米国の場合、クリアリング・バンクが非常に古くから発達しており、クリアリング・バンクがこれらの機能を提供しているため、それらを利用しているのが実態であると理解している。

Ⅲ. 「社債レポ市場の整備」について

1. 全体的な意見

社債の流通市場の活性化のためには、日本の社債市場において、レポ取引の活性化に資するサービスが提供されることが望ましいという意見が勉強会の大勢を占めた。

2. 具体的な論点等

- ・ 市場関係者からのニーズを踏まえ、4つのレポ・レンディングサービスの導入について提言している。まず、(1) 証券貸借サービスは、受渡しに必要な社債が不足する場合に、サービスの提供主体が社債の貸借を行うことで、フェイルを回避する機能である。これは、ユーロクリアが提供している同様のサービスを想定している。続いて、(2) 清算機関による借入れは、同じような機能であるが、清算機関が間に入る点異なる。
- ・ (3) 担保管理サービスは、決済機関による提供を理想としており、この場合、米国のように、クリアリング・バンクが提供することも当然考えられる。(4) 証券貸借仲介サービスは、証券の借り手・貸し手双方のニーズを仲介するサービスであり、決済機関等が把握している残高情報を基に、貸し先、オファー先をシステム等で照会できるような機能をイメージしている。

(1) 証券貸借サービス

- ・ 証券貸借サービス等の導入の検討に当たって、前提として、証券貸借サービスをはじめとする各サービスを、どこが主体となって提供するのかという論点とも関わってくるが、民間から提供されている部分もあるものの、それによりカバーしきれなかった場合、最終的な手段（もう一つの借り先や貸し先）が用意されるのか、それとも、提供主体単独で用意するのかという論点がある。また、ユーロクリアの場合、貸借の履行保証を行っているが、そこまでのサービスを提供する必要があるのかという論点がある。勉強会では、証券貸借サービスについては、民間と決済機関、両方からのサービス提供が望ましいという意見であった。なお、米国においては、証券貸借サービスはクリアリング・バンクのみによって提供されており、清算機関では提供していない。こういった実態は、各国の発展経緯に起因している。しかし、日本において同様の発展の道筋を辿るには、かなりの困難が伴うことが予想される。
- ・ このような現状を変えるためには、決済機関が証券貸借サービスを提供する必要があるという指摘がある一方で、決済機関としても、経営の安定性確保の観点から、利用が見込めないサービスは、実施に踏み込みがたいという意見もある。また、本邦金融・資本市場は、依然として間接金融の比重が高く、社債市場の拡大の余地が見込めることから、ユーロクリア型のサービスを提供できる証券決済機構を、いち早く構築する意義は高いという意見もある。このように一定のニーズはあるものの、必要性和その程度については意見が分かれている。
- ・ 現行の「社債、株式等の振替に関する法律」（以下「振替法」という。）では、決済機関が外性的リスクにさらされ、振替業の安定的な履行が行えないといった事態にならないよう兼業等は基本的に制限されているが、ほふりがこれらのサービスを提供する場合、何らかの手当て

が必要となるとの指摘もされている。

- ・ また、振替法は非常に厳格な法律構成になっているため、例えば口座ごと担保に取るといった手法については、法的に整理できていない。また、買い手の口座に記帳されることにより、初めて権利が移転したとみなされるため、決済途上証券の担保化がしづらいといった課題がある。実現を目指すのであれば、制度面の手当ても必要になるだろう。決済機関のリスクの問題については、子会社を利用するといった方法により、振替業との切り分けができるのではないかという意見があった。このように、証券貸借サービスについては、意見が分かれているものの、ニーズの高さについては、コンセンサスが得られている。

(2) 清算機関による借入れ

- ・ 清算機関による借入れは、証券貸借サービスと機能面の差異がないため、清算機関の要否について整理された後に検討すべき課題であるという整理である。

(3) 担保管理サービス

- ・ 担保管理サービスでは、そもそも、ユーロクリアのような決済機能と一体となったトライパーティの担保管理サービスを用意できるのかという点が大きな課題である。ただし、国債取引における決済期間の短縮化の検討において、担保管理サービスが必要ではないかという議論が行われていることから、今後の議論の動向を踏まえて検討していくことが合理的ではないかという意見があった。現状では、ファンディングに対するニーズはそれほど強くないものの、決済の効率性、利便性の向上に期待する意見もある。
- ・ 決済機関がサービスを提供する場合の課題について整理した。これらの課題についても、振替機関の業務範囲の観点から、法的な整理が必要となる可能性がある。

(4) 証券貸借仲介サービス

- ・ 証券貸借仲介サービスは、基本的には、証券貸借サービスに非常に近いものであり、補完的な位置付けに当たるものと整理している。また、社債の保有状況をリアルタイムに近い形で把握できる主体・仕組みが望ましいと考えられる。証券貸借仲介サービスは、決済機関が、外性的なリスクにさらされる可能性は比較的低いため、法的なハードルはそれ程高くないのではないかと考えている。

IV. 「決済・清算システムの機能拡充」について

1. 全体的な意見

- ・ レポ機能ではなく、決済機関としての機能拡充について整理している。ほふりでは現在、グロス＝グロス型のDVP決済を提供しているが、効率性の観点で課題があり、勉強会では清算機関の導入や、流動性供給等の機能向上が必要になってくるのではないかという意見が大勢を占めた。なお、清算機関を導入する場合、可能な限り低コストとするために、既存インフラである日本証券クリアリング機構(JSCC)や日本国債清算機関(JGBCC)を利用する方向で検討すべきという点について、コンセンサスが得られた。これらの清算機関が、社債に関するサービスを提供する場合、債券と資金両方のネッティングが必要かという点については意見が分かれているが、現状のグロス＝グロス型の決済方式の改善の必要性については意見が一致している。

2. 具体的な論点等

(1) 清算スキームの導入

- ・ 一定以上の流動性があることを前提とするのか、清算機関を利用する場合、商品・制度ごとの参加者の範囲や決済金額の違いに伴うリスク管理上の考慮が必要になるのではないか、といった指摘があった。その他には、主軸にする意義によっては、清算機関の導入は必須ではなく、より適当で導入しやすい措置も考えられるのではないか、といった意見や、流通市場のボリュームを踏まえて、清算機関の導入の意義や求める機能を議論する必要があり、清算機能の導入と決済スキームを切り離して議論することはできないのではないか、といった意見があった。

(2) グロス＝グロス型DVP決済の発展形

- ・ 新しい清算スキームの導入ではなく、あくまで現行のグロス＝グロス型DVP決済の発展形というスタイルでの整備を目指す場合の論点について整理している。グロス＝グロス型DVP決済は、元々は短期社債(CP)のシステムにあり、それを発展させて、社債にも利用できるようにしたという歴史的経緯がある。これにより、発行体にとって、リアルタイムな資金調達が可能となったものの、当時、将来的に取引高が増加した場合には、清算機関を組み合わせることも検討すべきであるとの議論があった。
- ・ グロス＝グロス型DVP決済は、社債の商品性(取引ロットが大きく決済件数が少ない)に即した決済方法であるため、清算機関導入によらず、決済機関のレベルで、資金の流動性供給や、流動性の節約機能といったものを付加し、レベルアップを図るといった検討が必要ではないか

という意見があった。ここで言う資金の流動性供給とは、国債の決済における同時担保受払い機能のようなものをイメージしている。

- ・ また、日銀ネットにおいて、RTGS決済の同時相殺機能が実現しているが、将来的（新日銀ネット実現時）には当該機能が社債にも採用される可能性がある。仮に、実現すれば、例えば入替商い等で、同じ相手方との複数の資金の出入りが発生するようなケースにおいて、ネットリング決済ができるかもしれないといった期待感がある。こうした流動性の節約機能についても、検討をしてはどうかと提言している。

V. 今後の検討の進め方等について

- ・ 国際的にも遜色のない機能を、可能な限り早く整備し、日本の社債市場がアジアにおける中心的な役割を果たせるように検討していく必要があるという認識については、市場関係者において一致している。勉強会においても、レポ取引の活性化に資するサービスが提供されることが望ましいという意見が大勢を占めている。前述した4つのサービスの提供者や実現に向けたスキームについて、コンセンサスが得られる段階には至っていないが、比較的着手しやすいところから、段階的に実施していくことが現実的な対応であるという点については、意見が一致している。こうした観点から、まずは証券貸借仲介サービスから、実現に向けた検討を具体的に行っていくことが望ましいと考える。
- ・ しかしながら、ユーロクリアが提供しているような、証券貸借サービスや担保管理サービスについても、将来的には提供されることが理想的である。これらサービスについても、同時並行的に、決済機関等において検討を継続し、段階的な実現を目指すべきであるという点についても、コンセンサスが得られている。特に担保管理サービスについては、国債取引の決済期間の短縮化に関する議論において、今後、検討が予定されているため、検討内容等の共有化が図られることが望ましいのではないかという指摘もある。
- ・ 社債については、流通市場を意識した仕組みの整備が、他の有価証券に比べて遅れている印象である。グローバルの競争の観点で、レベルアップを進めていくべきである。

【意見交換】

- ・ 説明があった社債レポ市場の整備に必要な4つのレポ・レンディングサービスについては、実現しやすいものから、実現に向けて早急に着手していただきたい。ほふりは現在でも、どの銘柄がどの参加者(口座管理機関)の口座にあるかという情報を保有している。そのため、最も導入しやすいのは、証券貸借サービス(ボンド・レンディング)ではないか。具体的にボンド・

レンディングサービスでは、ユーロクリアのスキームを参考に、証券会社がショートを振った際に、ほふりが仲介に入り、不足している債券を探し出し、貸し出すという方式が考えられる。

- ・ ボンドレンディングに引続き、証券貸借（証券を担保にした資金調達、資金を担保にした証券の借入）サービスを含めたレポ市場が整備されれば、事業会社としては、代替流動性という感覚で債券を保有し、資金ニーズが発生したときに当該債券の貸出しにより資金を調達する、あるいは余剰資金をレポ市場で運用するといった幅広い運用・調達手段を実現することができる。まずは、実現しやすいものから実現し、徐々に高度化していくのが現実的ではないか。
- ・ 欧米の決済インフラと比較すると、ほふりが提供するインフラは見劣りしていると指摘されているが、社債市場の活性化のために必要な機能という観点で検証すると、現行のほふりが提供するインフラでは、ショートが振りにくいという点が、社債の流通市場の活発化を目指すうえで、障害になっているとの意見が前回の会合でも出されたと認識している。
- ・ 勉強会において、現状の社債市場の規模を踏まえ、最も市場関係者の抵抗感が少ないのは、どのサービスなのか、また、最もニーズがあるのはどのサービスなのか、といった観点で検討が行われた。その結果、証券貸借仲介サービスの提供が、足がかりとして理想的なようである。まずは、ほふりとしては、証券貸借仲介サービスの提供に向けた実務的な検討を進め、さらなる機能の拡充とサービスの拡大を図っていきたいと考えている。
- ・ 社債レポ市場の整備という大きなテーマについて、勉強会の報告書では、様々な機能とその実現に向けた複数の論点が整理されている。これらのうち、本当に必要なものは何であるのか優先順位を付け、中長期的に検討を続けていく必要がある。
- ・ レポ取引における債券の貸し手という目線に立つと、やはり貸した債券が確実に返ってくるのかという点や、制度の構築や利用に伴うコストは、こういった形で負担するのかといった点が気になる点である。現状の社債の発行量・流通量を踏まえ、現実的な制度整備を図る必要がある、その様な観点からは、まずは、決済機関による証券貸借仲介サービスの実現を目指すという方向性は、妥当と考えられる。
- ・ 日本の場合、レポ市場に必要なサービスの担い手として期待されているのは、ほふりやＪＳＣＣであると考えられるが、海外の場合、そうした役割を果たしているのはユーロバンクのような民間の銀行である。民間によるビジネスとして、こうしたサービスが運営される場合、さらなるサービスの向上が期待できるものの、公的な機関の運営では、サービスレベルの向上が

相対的に期待しづらい。こうしたサービスは、民間によるビジネスとして採算が取れる見込みがあるのだろうか。

- ・ また、市場関係者のレポ市場への参加を促すためには、インフラの整備だけではなく、会計や自社のシステム仕様といった課題についてもクリアしなければならない。勉強会では、こういった点についても議論は行われたのか。
- ・ 資料2でも「前提となる課題」で懸念事項としているが、レポ市場に必要なサービスの提供が、民間のビジネスとして成立するのであれば、日本においても既にこうしたサービスが提供されていると考えられるが、残念ながら、国債においても、社債においても、民間ベースでは提供されていない。そのため、ほふり等の公的な機関に検討・導入を依頼することになるが、それでも採算性の問題により、具体化には進めず、ニワトリと卵の関係になってしまっているのが現状であると認識している。
- ・ しかしながら、これでは永遠に進捗しないため、まずは、証券貸借仲介サービスの提供を目指すよう提言している。今後、国債において、担保管理サービス等の機能が整備されれば、それに付随・追従する形で、社債についてもいろいろなレポ・レンディングサービスの検討・整備が進むのではないかと期待している。早急な成果は見込めないと考えられるが、いずれはレポ市場の整備が行われるような道筋を作っていくことが重要であると考えており、そのような観点で論点を整理している。
- ・ 中央のプラットフォームに当たるほふりのインフラの整備だけではなく、市場参加者側のシステムの整備も必要であると認識している。今後、2014年には、ほふりの照合システムが更新される予定であり、2015年には日銀ネットが更改される予定であり、2017年以降には国債取引の決済期間のさらなる短縮が予定されていること等から、市場関係者は、自己のシステムを大きく見直さざるを得ない時期にある。このような流れの中で、市場関係者全体のシステム整備が図られていくよう、道筋を立てて行く必要があると考えている。
- ・ 市場関係者のシステムへの影響についてであるが、勉強会で検討され、資料2で示されているのは基本的な方向性であり、システムへの影響を含めた具体的な実務については、市場関係者との議論を重ねながら検討していくものであり、ほふりだけが先行して進めていくことはない。
- ・ 市場関係者のシステム対応を理由として、レポ市場の整備を否定するつもりは全くない。むしろ、マーケットインフラの進歩に乗り遅れないよう、システム改修を進めていくことになる

だろう。

- ・ レポ市場の整備に関する議論は、債券の買戻しに伴うリスクがあるため、証券会社がショートを振りづらいという事情が、流通市場の活性化の妨げになっているという問題意識から始まったと認識している。こうした観点から、先ずは、不足した債券を手当てする仕組みを市場のインフラとして整備することが最も重要ではないかと考えており、それが実現すれば、取引のバリエーションが増えるのではないかと期待もしているが、これについて、証券会社としてはどのような考えか。
- ・ 証券会社としては、手続面、会計面等で利便性の高い仕組みであれば、利用を検討する。現状の日本の社債市場では、期限までに適正な価格で必要な発行量を買戻せないリスクがあるため、意図的にショート・ポジションを作ることは、まず考えられない。これは、発行額の小さい銘柄において、特に顕著だろう。インフラが整備されても、絶対的な発行量の不足が解消されないのであれば、必ず利用するとは言いつらいところである。
- ・ 実際に債券の貸借を行っていると、決算期末前に債券の返却を求められるケースが非常に多いが、この理由は、会計ルールの問題ではないかと考えている。こうした点についても手当てが必要ではないかと考えるが、勉強会では、こういった点については検討が行われたのか。
- ・ 会計面については、勉強会では全く議論が行われていない。
- ・ 決算期末前に債券の返却を求める理由としては、会計制度の問題の他に、金融機関における自己資本比率規制の問題があると考えられる。社債の貸借取引は、ほとんど行われておらず、日本国債が取引のほとんどを占めている。日本国債を保有していれば、与信相当額に対するリスク・ウエイトは0%と小さいが、証券会社に貸し出すと、自己資本比率の計算において不利となるため、自己資本比率に余裕のない金融機関ほど、決算期末前に債券の返却を求める傾向にある。
- ・ 会計等の問題点については、日本証券業協会では、勉強会の報告書にある貸出銘柄の返済に係るルール等の整備という観点で認識しており、今後、ほふりを中心に、市場関係者と、社債レポ市場の整備に向けた課題の整理、検討を進める。

Ⅱ. 社債の流通市場の活性化に向けた主な検討課題

事務局から、社債の流通市場の活性化のために必要な検討課題について、配付資料 1 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 】

1. 社債レポ市場の整備及び決済・清算システムの機能拡大

上記Ⅰのとおり。

2. 社債の追加発行（銘柄統合）

- ・ 既発行の社債と同一の種類の社債を新たに発行すること（追加発行）、又は、既発行の社債とは種類の異なる社債を同一の種類とすること（銘柄統合）は、社債の流動性を高めるために有効であると考えられている。国債については、追加発行、銘柄統合の実例があるものの社債については、会社法上の手当ては行われているものの、事例はない。社債の追加発行や銘柄統合を実現するためには、ほふり、証券会社その他の関係者において、システム対応の必要があるのではないか。

3. 社債の取引単位の引下げ

- ・ 各社債の金額（券面）が 1 億円以上の場合には社債管理者を設置する必要がないことから、機関投資家をターゲットとした社債の券面は 1 億円以上となっている。仮に、社債の取引単位の引下げが実現できれば、流通市場における売買ロットの選択肢が広がり、より多くの投資家の参加が見込めるのではないかと。本件については、第 3 部会において検討が行われている社債管理のあり方に関する議論とも密接に関連してくると認識している。

【 意見交換 】

1. 社債の追加発行（銘柄統合）

- ・ 社債の追加発行や銘柄統合の必要性について、過去に、ほふりにおいて、一般債振替制度の利用者にアンケートを行ったところ、特定の発行体から要望があった。具体的に、こういったスキームであれば、社債の追加発行や銘柄統合を実現できるのか参考とするために、リ・オープン型の国債のスキームを想定して主要な証券会社や金融機関にヒアリングを行ってみたところ、関係者のシステム対応が必要なようである。また、現状の社債の発行規模や頻度では、追加発行や銘柄統合へのニーズは想定しにくいと、システム対応に必要なコストを鑑みると、消極的な意見が大勢を占めている印象であり、ほふりでは、特に対応を進めていない。しかし

ながら、一定のニーズが確認できれば、実現に向けた検討を再開したいと考えている。

- ・ 海外市場において、既発債の流通市場のスプレッドが発行時のスプレッドよりタイトニングしたことから、より好条件で社債が発行できること、追加発行という形式をとることで、銘柄統合後の発行額が増額され、より流動性が増すことから、投資家にとってもメリットが大きいと判断し、海外市場において追加発行を行ったことがある。海外市場であり、新発債の販売制限が存在する地域があることから、40日間は、仮の銘柄コードで取引が行われるが、40日後には、流通している既発債と同じ銘柄コードに銘柄統合され、市場で売買されている。当社の場合、商法上は認められていなかった追加発行の条項を将来の日本の制度や実務慣行の変化を見越して、2000年3月の起債の発行要項から規定しているが、当社のみならず海外で起債を頻繁に行っていた発行体においては、日本で発行する社債の発行要項にも追加発行の手当てが行われていたと記憶している。その後、会社法のもと追加発行が可能となってから、国内債で当社以外に21社、サムライ債でも6社が、追加発行ができるよう発行要項において手当てしている
- ・ 社債の発行量が少ないことが、日本で社債の流通市場の活性化、レポ市場を整備するうえでの大きなネックとなっているのであれば、追加発行による銘柄統合が法的にも問題がなくなっていることもあり、一銘柄の流通量を多くすることが可能となる追加発行・銘柄統合の手当てを進めてはどうか。
- ・ ほふりでは、社債の追加発行や銘柄統合について、システム対応に必要なコストを鑑みたくうえで、市場関係者の対応が可能であり、一定のニーズがあるのであれば、整備を進めていきたい所存である。
- ・ 社債の追加発行や銘柄統合を可能とするためには、ほふりのシステムのみならず、市場関係者のシステムについても見直しが必要とのことであるが、こういった対応は、ある程度煩雑なものとならざるを得ないのか。それとも、例えば、ほふりにおいて簡便なシステムとなるよう工夫するといった余地はあるのか。
- ・ 社債の追加発行や銘柄統合について、過去に、本格的な対応方式と、比較的簡便な対応方式の2パターンで市場関係者の感触を伺ったところ、比較的簡便な方式であっても、各社のシステムの基幹的な部分が影響を受けるとのことであった。
- ・ 追加発行や銘柄統合は、国債では実現されている。仮に市場関係者から一定のニーズがある

のであれば、システム対応がネックで実現できないというのは、もったいない印象である。

- ・ 以前は、追加発行や銘柄統合にタブー意識のようなものがあった印象である。しかし、国債において追加発行や銘柄統合が一般化したため、こうしたタブー意識はほとんど解消されているのではないかと。また、投資家サイドのシステム上の問題は比較的軽度ではないか。
- ・ しかしながら、懸念事項として、インデックスの問題がある。例えば、多額の国債が流動性供給入札により月末に追加発行された場合、それらが月末に一気にインデックスに組み入れられ、数値変動といった影響を受けることになる。こうした問題について、対応することを前提とするのであれば、投資家としては、追加発行や銘柄統合への抵抗感はそれほどないだろう。

2. 社債の取引単位の引下げ

- ・ 社債の取引単位の引き下げについては、1億円という最低単位(券面)の大きさは、小規模なファンド運用等においてネックとなっているのは事実であり、一定のニーズはあると考える。しかしながら、1億円よりも小さい取引単位とする場合、会社法 702 条の社債管理者の設置に関する規定と必ず向かい合うことになり悩ましいところである。
- ・ 外貨建てで社債を発行する場合、ユーロ市場においては、機関投資家向けであれば一券面 5 万ユーロ以上 1000 ユーロ単位、10 万ドル以上 1000 ドル単位という規定が一般的な市場慣行と理解している。しかし日本の場合、1 億円未満の券面では、社債管理者の設置が必須となる。券面を小さくすれば、流動性が高まり、投資家のすそ野の広がりが見込めるものの、発行体サイドでは、社債管理者を設置してまで券面を小さくしたい程のニーズはないのではないかと。振替債制度のもとでは、社債券が発行されるのは極めて例外的な状況に限られていることから、券面の引き下げ自体については大きな問題はないこと、トラスティーの設置が義務づけられている米国市場と異なり、ユーロ市場では券面の多寡に関わらず、無担保普通社債においては、財務代理人の設置が一般的となっていることを考えれば、やはり社債管理者制度との整合性の問題だろう。
- ・ 社債管理者を設置してまで券面を小さくする程のニーズはないとのことであるが、それは、コスト面の理由なのか、それとも、社債管理者の設置を避けたいためか。
- ・ 現状では、信用力の高い会社においては、手数料に見合う役割を社債管理者は何ら果たしていないとの印象であり、なぜ社債管理者に手数料を支払わなくてはならないのか、疑問に感じている。適時適切な開示が行われている信用力の高い発行体であれば、社債管理者によるモニ

タリングは必要ないのではないか。投資家がそういった発行体の社債への投資を検討する際に、社債管理者が設置されていることが安心感につながり、投資を促しているとは考えられない。仮に社債管理者を設置する必要がないのであれば、券面の引き下げに抵抗感を持つ発行体はいないと考えられる。

- ・ 米国の社債市場の売買ロットについて調べてみたところ、1,000 ドル単位から売買が行われており、非常に少額の投資家も売買に参加している。これにより、いわゆるプロの投資家ばかりではないものの市場参加者の数が非常に多く、市場の厚みに繋がっている。
- ・ 一方、日本の場合、1 億円券面の社債が中心であるため、大多数の個人投資家は参加できない、少数のプロの投資家だけのマーケットになっている。そのため、ほとんどの銘柄について、1 カ月に数回の売買しか行われず、1 日で何 10 回もの売買が行われる銘柄が多数ある米国のマーケットとは、全く様相を異にしている。
- ・ 1 億円以上という基準は、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導入されたものである。1 億円以上の投資ができる投資家に、社債管理者による手厚い保護は必要ないというロジックであるが、社債の取引単位の引き下げを図るには、このロジックをもう一度見直すところまで踏み込んだ議論を行わなくてはならない。
- ・ 最低取引単位が小さいほうが、流通は増えるだろう。しかし、いわゆるアマの投資家をきちんと保護しなければならない。そのバランスをどのように取るかという問題ではないか。

3. 「課税玉」と「非課税玉」の問題

- ・ 資料 1 で示された課題の他に、社債の価格情報の透明性の向上による市場参加者の増加を目指しているのであれば、「課税玉」と「非課税玉」の分断の問題も、プロとアマの市場を分断している大きな論点だろう。
- ・ 現在の日本の社債市場は、事実上 1 億円以上の券面を自由に売買できる非課税法人しか参加できないインフラとなっている。インフラの整備により、アマの投資家でも参加できるようなマーケットになったとき、社債の取引情報を開示する意義、必然性が初めて生じてくるのではないか。
- ・ 「課税玉」と「非課税玉」の問題については、証券界としても解決に向けて取り組んでおり、徐々に改善が進んでいる。例えば、日本証券業協会等では、毎年税制改正要望に掲げており、平成 24 年の税制改正要望では、東日本大震災の復興に関連したテーマに要望内容を絞り込ん

だため要望していないものの、平成 23 年には要望で行っている。金融所得課税の一体化の実現と併せて、今後も解決に向けて取り組んでいきたい。

(配付資料)

資料 1 社債の流通市場の活性化に向けた主な検討課題

資料 2 社債の決済・清算システムの機能拡充及び社債レポ市場の整備に関する勉強会
における意見交換について

以 上