

「第12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12日（月）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. 社債の価格情報インフラの整備等について

事務局から、社債の価格情報インフラの整備等に係る検討課題について、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】

I. 社債の取引情報の報告及び公表

- ・ 資料は、去る11月30日開催の本部会（第10回会合）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】」（以下「11月30日事務局タタキ台」という。）をベースに、これまでの本部会での意見等を踏まえ修正したもので、下線は主な修正部分である。

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。）は、日証協のルールに基づき、社債の取引情報の公表事務、社債の取引状況の分析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。）の信頼性向上等に活用するため、証券会社に対して、社債取引情報の報告を求める。

(1) 報告対象取引・報告方法

- ・ 11月30日事務局タタキ台では、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を対象としていたが、ほふりから、決済照合システムは、決済の円滑かつ確実な実行のために手当てされた仕組みであり、社債の取引情報の公表を回避するために同システムを利用しなくなるということがあっては、本末転倒であるとの指摘もあり、当日に約定があった全ての社債の取引について報告を求めることとし、決済照合システムにより約定照合が行われなかった社債の取引についても、証券会社から報告を行うよう修正している。基本的には、ほふりからの報告が中心となるため、本報告事務に係る新たなシステムの構築を証券会社にお願いすることはないのではないかと考えている。

2. 社債の取引情報の公表

- ・ 基本的に、11月30日事務局タタキ台のA案をベースに、社債の取引情報の公表が社債の流動性に与える影響等を考慮し、ただし書、当面の間の措置はB案の内容となっている。

(1) 公表対象銘柄

- ・ 当面の措置として、① 発行額500億円以上、② 一定以上の格付機関からA以上の格付を取得している、③ 過去の取引金額等が一定以上ある銘柄を要件としている。

(2) 公表内容

- ・ 約定年月日、取引数量（額面金額ベース）及び約定単価等としている。

(3) 公表方法及び公表日

- ・ 基本的には、10億円以上等の4つの区分で、取引日の当日に、日証協ホームページにて掲載することとしている。当面の措置として、区分を5億円以上、5億円未満の2つとし、当該区分ごとに取引日の翌日に売買参考統計値と併せて、日証協ホームページに掲載することとしている。実際の公表は、約定金額そのものを公表するのではなく、この2つの区分けの中で、約定単価を公表するイメージである。

(4) 実施の時期等

- ・ ほふりでは、平成26年1月に次期システムのリプレースが予定され、その後でなければ対応が難しいとのことであり、ほふりの次期システムの稼働後に社債の取引情報の公表を開始することとしている。また、公表の実施後についても、市場関係者との間で定期的に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検証し、必要に応じて公表対象銘柄、公表方法及び公表日等について見直すこととしている。

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

- ・ 社債の取引情報の報告及び公表と併せて、社債の流通市場の活性化を図るための社債レポ市場の整備その他の措置について整理しており、実現に向けた課題について同時並行的に検討を行い、実施できるものから実施していきたい。

1-1 社債レポ市場の整備

- ・ 日証協の勉強会において、具体的な検討課題と方向性が整理され、報告書が取りまとめられている。具体的には、① 証券貸借仲介サービス、② 証券貸借サービス、③ 担保管理サービス

ス、④ 清算機関による借入れ、の4つのレポ・レンディングサービスについて検討が行われ、これらの段階的な実施が提案されている。優先順位としては、① 証券貸借仲介サービスは、法制面等のハードルがそれほど高くないため、比較的着手しやすいと考えられる。その後に、② 証券貸借サービスと③ 担保管理サービスについて、同時並行的に検討を進めることを想定している。④ 清算機関による借入れは、清算機関の機能拡充と併せて検討を行うことを想定している。

1-2 決済・清算システムの機能拡充

- ・ 現在社債には、決済・清算の集中機関が存在していないため、その整備に向け、① 新しい清算スキーム、② 現行のグロス＝グロス型DVP決済の発展形について、勉強会において方向性が示されている。これについても、段階的・発展的に検討、整備を進める必要があると認識している。

2. 社債の追加発行（銘柄統合）

- ・ 社債の発行規模の拡大、流動性の向上に寄与するという意見があり、発行会社及び投資家のニーズ等を踏まえ、その実現に向けて検討、システム変更その他必要なインフラ整備を進めていきたい。この検討に当たっては、税制や会計制度の問題も関係してくるため、これらを踏まえた検討を進めていく必要があると認識している。

3. 社債の取引単位の引下げ

- ・ 現状では、多くの社債が社債管理者の設置要件との関係から、1億円以上の券面で機関投資家向け社債（社債管理者非設置値）となっている。これにより、社債市場が機関投資家向けと個人投資家向けに分断されているという指摘がある。取引単位の引き下げが行なわれれば、流通市場における選択肢が広がり、多様な投資家の参加が見込まれ、活性化に資するのではないかと考えている。一方で、第3部会で行われている社債管理者に関する議論と密接に関わってくるテーマであるため、同部会における検討状況を踏まえながら、取引単位の引き下げに向けた具体的な検討を行う必要があると考える。

【意見交換】

I. 社債の取引情報の報告及び公表、公社債売買参考統計値の信頼性の向上

1. 社債の価格形成

- ・ 一般的な財の場合、調達コストに経費率・リスク等を加味することで価格が形成される。社債の場合も同様の考え方で価格が形成されるのか。もちろん、需給の関係は所与の条件としていただきたい。
- ・ 例えば製造業では、実際のモノに係る原材料費に、人件費等の必要経費や利潤を加味して、いわゆるプライマリーの価格が決定される。こうして製造元で付けられたプライマリーの価格に、流通の過程において、小売り等での在庫に係るコストや利潤が加味され、消費者が実際に購入する際の価格が形成される。
- ・ 一方、社債市場の場合、人件費等が価格形成に反映されることは考えにくい。重要であるのは、社債を購入すると、売却等の現金化までの間に、どの程度の期間が必要となるのか、流動性である。流動性が比較的高く、かつ、クレジット（信用）が安定している銘柄については、アスク・ビット、証券会社の仕入れ値と売値の差を狭く（小さく）できる。しかし、流動性が低い銘柄や、クレジットが変りやすい銘柄については、リスクの程度に応じたリターンを考慮すると、一定のアスク・ビットが要求される。例えばある銘柄について、買いたいと考える投資家が常に存在しており、当該投資家に対して売り値を提示すれば、瞬時に売買が成立する。このような状況であれば、アスク・ビットはほとんど必要ないだろう。逆に、買いたいと考える投資家がほとんど存在していない銘柄については、流動性に係るリスクを考慮し、一定のバッファが必要になるため、一定のアスク・ビットが要求される。
- ・ このように、社債の価格の絶対値、おおよそ決定するのはクレジットであり、実際の売買価格となるアスク・ビットを決定するのは流動性等のリスクの変動度合いだと考えている。
- ・ アスク・ビットに、経費率等の要素が全て反映されていると考えることもできるだろう。
- ・ 確かに、売買で得られたリターンは、証券会社の人件費等のコスト、証券会社の債権者への借入金の返済、証券会社の株主への配当といった行為の源泉の一部となっているため、そのように考えることはできるだろう。
- ・ 一般的な財の場合、小売店等によって価格が異なるが、消費者はそのことを比較的容易に把握することができ、それを踏まえた経済活動が行われている。現在検討している社債の取引価

格の情報の公表は、同様の状況を整備するための手当てではないか。

- ・ 証券会社にとって、ある銘柄を、誰が、いくらで、どの位を買えるのか、買おうとしているのか、といった情報は、社債のマーケット・メイクを行ううえで非常に重要である。個人的には、金融は情報サービス産業であると考えており、その情報を獲得するために証券会社等の金融機関は、セールスのネットワークを張り、リサーチにコストをかけている。そうして得た情報により、様々なサービスを顧客である投資家や発行体に対して提供している。ディーラーが提示するアスク・ビットは、言わばそういった情報を集約したものであり、例えば、全てのマーケットの情報が瞬時に入ってくるのであれば、アスク・ビットの提示には考慮の余地がほとんどない。こうした情報は非常に価値があるものだと考えている。そういった価値のある情報を公表することは、様々なコストをかけて情報を集めている立場から見れば、平等といえるのか疑問である。
- ・ こうした情報の収集にコストをかけているのは、投資家も同様である。こうした価値のある、大事な情報を公表していくことが、本当にマーケット全体にとって有益であるのかという根本的な疑問が払拭できない。
- ・ 売り手・買い手について、よく（数多く、詳しく）知っている者は、そうではない者よりも、売買相手を見つけやすいと言える、たとえ取引情報が公表されても、そういった優位性は残るのではないのか。それとも、取引情報の公表は、証券会社や機関投資家が苦心して入手した優位性のほとんどを奪ってしまうことになるのか。
- ・ 社債の取引情報の公表が始まれば、証券会社は相当の優位性を失うと考えている。例えば、投資家Aが、B銘柄を50億円買いたいと考えており、その情報をC証券会社のみが把握していたとする。その場合、C証券会社は、投資家Aに対して、B銘柄を調達しながら、数億円程度ずつ、継続し売り続けることになるが、その情報は日々公表されていくことになる。これが続くと、「B銘柄について、ある程度のボリュームを、ある程度長期間にわたって買い続ける投資家」の存在が露呈し、やがて特定されてしまう。これでは仮に、投資家Aが、C証券会社が築いてきた信頼関係により、C証券会社のみ注文を出していたのだとしても、周囲にそれが露呈してしまうのであれば、C証券会社の優位性はやがて失われてしまうだろう。
- ・ 今の例のような懸念は、様々なサイズ・傾向の投資家が市場に参加し、非常に大きな市場に育てば、それほど考慮する必要はないのではないのか。

- ・ 米国の市場は、それに非常に近い状況だろう。米国 TRACE の取引実績を調べてみたところ、1日に数10件から数100件の売買が行われる銘柄が数多く存在していることに驚かされた。多種多様な投資家が市場に参加すれば、誰もが売買を行っている状況になるため、誰が売買を行っているのかという情報には、価値がないだろう。
- ・ また、一方で時間をかけなければ販売しきれないポジションについて、取引価格の情報が開示されることで、在庫として保有するリスクを取れないようになることが考えられ、結果として流通市場の流動性に影響が出ることが考えられるのには注意が必要である。
- ・ 本部会が目指しているのは、そういったマーケットの姿であり、そういったマーケットには、取引情報の公表が必須であると考え。現状でも、社債を買いたいと考える投資家は一定程度存在していると考えられるため、そういった者が入って来やすい形に市場を整備し、社債を発行したい企業がもっと社債を発行できるようになれば、理想的だろう。マーケットの発達のためには、価格情報等のインフラの整備は必要だと考える。

2. 社債の取引情報の報告

- ・ ほふりの決済照合システムは、100パーセント利用されているわけではない。ほふりとして、機関投資家や証券会社に、決済照合システムの利用を義務付けるといった方法により、同システムの利用シェアが100%となれば、ほふりとしてはありがたいところであるが、そういった対応は現実的には難しいだろう。他方、社債の取引情報の公表を回避するために、同システムを利用しないという事態を防止する必要があると認識しており、そのためにも何か別の対応を検討する必要があると考える。
- ・ 資料で示されている案では、ほふりの決済照合システムを利用した取引については、ほふりから日証協へ報告を行うが、それ以外の取引については、証券会社が、直接日証協に報告することになる。個人投資家の売買は含まれるのか等、細かい条件は設定されていないが、実務的に行うためには、システム対応が必要になるだろう。そういった点は、考慮されているのか。
- ・ 社債の取引情報の公表を回避するために、決済照合システムを利用しないという事態を防止する必要性から、このような案となっているが、今後、具体的な検討を行い、修正もありうると考えている。
- ・ コストがかからないことにこしたことはなく、是非、そのような方向で検討していただきたい。

3. 社債の取引情報の公表

(1) メリット・デメリット

- ・ 価格の透明性向上を通じて、社債市場の流動性を高めることは有益なことと考えており、市場参加者の合意により、取組みが進むことを期待している。
- ・ 取引情報の公表による透明性の向上は、投資家にとって非常に重要な意味を持つと考えている。公表のルールについては、法令において定める方法と、日証協の自主規制規則において定める方法の2通りが考えられるが、流動性が低下する懸念等が指摘されていることを踏まえると、問題が生じたときに柔軟に対応するため、自主規制規則による公表を支持したい。
- ・ プライマリーの段階で多額の社債を購入し、セカンダリー市場で売買はほとんど行わないバイアンドホールドの社債投資を行っているが、こういった立場からすれば、社債の取引情報の公表には大きなメリットがある。基本的に、売却を行う必要性が生じるのは、保有している銘柄の信用格付が大きく低下した場合や、信用力に重大な疑義が生じたケースであり、その際に懸念されるのは、いわゆる投売りに近い売却価格が公表されることで、気配値を大きく下げってしまうことである。資料の「当面の間の措置」では、その点についても手当てされており、本案を支持したい。
- ・ 取引情報の公表については、メリット・デメリットの両面があると考えている。個人の社債投資の受け皿として、投資信託に大きな期待が寄せられているが、ファンドを設定する際に最も難しいのは、ファンド設定時に買入れを行うことである。現状では、ファンドを設定するタイミングとその上限額が公表されているため、誰がどのタイミングで、ファンドを設定するための買入れを行おうとしているのか、まさに買入れを行っている最中には、マーケットに露呈してしまっていると考えられる。しかし、100～200 億円規模のファンドを設定するための買入れを1日で終えるのは難しいため、取引情報の公表が始まれば、ますますファンドの設定のための買入れが難しくなるのではないかと危惧している。ファンドを組成する際には、どの銘柄をどの程度組み入れるのか、ある程度の予定を立てたうえで、それに基づき信託報酬率等を設定している。仮に買入れがうまくいかなければ、その分の損失を被るのは、結局はファンドに資金を投じた投資家である。
- ・ しかしながら、昨年の東京電力債の例を見る限り、価格情報がクリアになっていれば、売却損失をもっと抑えられた投資家も多いのではないかと考える。やはり取引情報の公表には、メリット・デメリットの両面があるだろう。

- ・ 社債の取引情報の公表自体は不可避であり、公表の条件についてのみ検討の余地がないのであれば、資料で示された激変緩和措置（当面の間の措置）は、妥当な内容に設定されていると考える。
- ・ 運用会社に、社債やサムライ債でポートフォリオを組んでほしいという依頼が寄せられた場合、金額次第ではニーズに沿えないことがある。このような状況で、取引情報が公表されてしまうと、ファンドに組み入れる資産をどこから買い付けるのか、どのような銘柄をどの程度組み入れているのかといった内容がいずれ露呈してしまい、それにより余計に発生するコストを、投資信託を購入した投資家が負担することになるのではないかと懸念している。
- ・ 取引情報の公表自体が目的化しないよう留意していただきたい。現在の日本の社債マーケットは、特定の証券会社と特定の投資家により形成されており、まずは裾野を広げなければ、積極的な制度導入は難しいという点は、本部会での大きな発見と言えるだろう。
- ・ 社債の取引情報の公表について、資料では、「社債の価格情報の透明性を高め信頼性を確保することにより、社債市場を活性化する」とあるが、取引情報の公表は、公表を避けるために取引を控えるといったことにつながり、活性化にネガティブなインパクトを与えるという意見がこれまでの当部会において繰り返しあげられている。取引情報の公表について、こうした悪影響があることを認識しながら進める場合とそうでない場合とでは、何か方向性に行き詰った際等、対応を見直す上での考え方に違いが出てくるだろう。書き振りを見直していただきたい。
- ・ 資料では、取引情報の公表をはじめとする各施策には、メリットしかないような書き振りになっているが、メリット・デメリットの両面について記載していただきたい。
- ・ 日本の公募社債のマーケットは、事実上機関投資家や機関投資家に準ずる者によるマーケットとなっており、米国では、TRACE の対象とはなっていない 144A 債券のマーケットに近いといえる。TRACE のデータを見ると、米国では、1 日数 10 件、数 100 件の売買が行われている銘柄がいくつもあるが、一方日本では、1 か月で数件という水準である。日本の社債市場のマーケット・メイカーは、現状では高い使命感と義務感によりマーケット・メイクに取り組んでいるが、取引情報の公表によるネガティブなインパクトの直撃を受けても、マーケット・メイクを継続できるのかどうかというのは、深刻な問題ではないか。こういったデメリットや留意点についても、十分に記述していただきたい。
- ・ 日本の F A 債に類似する米国のいわゆる 144A 債券は、トレースの対象になっていないため、

取引情報が公表されていない。米国の制度を踏まえて取引情報の公表を検討するのであれば、F A債の取引情報の取扱いについて、議論が必要ではないか。

- ・ 本部会の目的は、社債の価格情報の透明性を高め信頼性を確保することであり、そのための施策を社債の取引情報の報告・公表としている。報告書の取りまとめにおいては、社債市場の参加者がプロである機関投資家中心の現状において、どちらかと言うと個人投資家の保護に資する施策である「取引情報の報告・公表」が必要となる理由や背景について、目的と施策との関係がストレートに伝わるよう書き方を工夫する必要があるのではないか。

(2) 社債の流通市場の活性化策

- ・ 社債市場を活性化するための施策が複数あげられているが、これらをいくつも積み重ねていくことで活性化を実現できるものと考えており、さらにその実施の順番も重要だろう。レポ市場の整備や、追加発行、取引単位の引下げといった制度上の手当てについてはさておき、取引情報の公表には、ネガティブなインパクトがあると指摘されているため、その優先順位は劣後するものとする。ほふりのシステムリプレイスに加え、他の施策の進捗度合いも考慮した上で、改めてその実施について判断してはどうか。
- ・ 社債の取引情報の公表以外に必要な施策について、具体的に列挙していただきたい。
- ・ 資料にある社債の追加発行(銘柄統合)、取引単位の引下げ等はどれも有効な施策であると考えるが、最も強調したいのは、これらの施策を実施する順番の観点であり、実施しやすいものから実施するという進め方ではなく、当該施策のメリット・デメリットに注意して実施の順番を決定すべきであり、そういった観点から、取引情報の公表は、できる限り最後に実施すべきであるとする。
- ・ 追加発行(銘柄統合)、取引単位の引下げ等を進めつつ、取引情報の公表により透明性の向上を目指していくという結論を導くことも考えられるだろう。いずれにしろ、活性化のために必要な施策については、具体的に、漏れなく列挙していただきたい。
- ・ 各施策を実施する順番について、社債の取引情報の公表は、できる限り最後にすべきではないかという意見であるが、取引情報の公表は、本部会における最も重要な検討課題であり、これを軽視すれば、本部会の存在意義を問われかねない。まず取引情報の公表について言及しつつ、それ以外の施策の存在を示すべきではないか。

- ・ 各大会が示す取組みの実施に向けた全体のコーディネートは、「社債市場の活性化に関する懇談会」（親懇談会）が担う役割であるが、社債の取引情報の公表のような副作用を伴う施策については、最後の段階で、慎重に検討を重ねたうえで実施を判断していただきたい。
- ・ 各施策を進める順番について提案があったが、どれが先でどれが後ということではなく、全体が前に進む良い循環で施策が実施されるよう当局としても期待している。
- ・ 現在の日本の社債のマーケットは、プライマリーからセカンダリーに至るまで、長年の歴史の結果として、絶妙なバランスの上に成り立っている。価格情報の透明性を高めるという方向性自体に反対するつもりはないが、そのための様々な施策とその実施の順番については、マーケットにネガティブなインパクトを与えないよう、慎重に決定すべきであると考えている。
- ・ レポ市場に限らず、社債に議論を限定する必要はないのではないかと。特に取引情報の公表については、社債から始めるのではなく、もっと流動性のある債券から始めるべきではないかと。
- ・ 取引情報の公表をはじめとする各施策は、欧米の制度が参考となっているが、それを導入する日本の社債マーケットには、明らかに欧米ほどの力強さがなく、ギリギリのバランスで成り立っている印象である。マーケットを壊してしまわないよう十分に留意して、細かい条件を詰める議論を続けていく必要があると考える。
- ・ 資料において提示されている施策を実施する順番は、やはり重要であると考えている。取引情報の公表を実施する前に、マーケットに悪影響が出ないか再度検証することが提案されているが、各施策についても同様に、適切なタイミングであるのか、それとも、他の制度の整備を待つべきであるのか、実施の前に検証する必要があると考える。

(3) 投資信託、個人投資家による社債投資

- ・ 個人投資家は、投資信託経由で社債に投資するのが望ましいのではないかと意見があったが、国内の社債に投資しているファンドはほとんどなく、債券に投資する場合でも、外債のファンドが中心となっている。したがって、個人投資家がファンド経由ではなく、直接個別銘柄に投資するということも想定した上で、マーケットを拡大していくための施策を検討すべきではないかと。
- ・ 個人投資家は、新規発行の銘柄については証券会社のラインナップから把握できるものの、既発の銘柄にどのようなものがあるかについては、ほとんど把握できていないようである。証

券会社においては、例えば、日証協の社債情報が掲載されているウェブサイトリンクを貼るなどして、周知を図っていただきたい。

- ・ 日本のアセット・マネジメントが、あまり国内社債を購入できないのは、こういった理由からなのか。
- ・ 日本のアセット・マネジメントは、販売会社である証券会社が売りたいと考えるファンドを組成する傾向にある。具体的には毎月分配型や、販売手数料・信託報酬の高いファンドが要求されるようである。仮に日本の国内社債だけのファンドを組成しても、低金利・低スプレッドであり、大した信託報酬や販売手数料を手にすることもできず、販売会社としても、アセット・マネジメントとしても収益性が低い。こういった理由により、マーケットに商品が出てこないと考えている。
- ・ 過去に、国内社債を主な組み入れ資産とするファンドが組成されたことがあるが、スプレッドがタイトなマーケット環境において、スプレッドがある銘柄ばかり買い集めた結果、（結果的に）デフォルトした銘柄ばかりが組み入れられていたため、どんどん基準価額が下がっていった。現状の日本では、国内社債によりファンドを組成するのは極めて難しいだろう。最近でも、円建て債券が中心のファンドが、保有していた東京電力債を売却したところ、売買参考統計値と実勢価格の乖離により、売買執行した数日間で大きく基準価格を下げしまい、それ以来、全く投資家への訴求が弱ってしまった事例がある。このケースは、価格の透明性の重要性も示唆しているだろう。
- ・ 販売会社は、証券会社の他にも、銀行や郵便局等多岐にわたっており、それほど利回りが高くなくとも、ある程度の安定性があるファンドにも一定のニーズがあると認識している。しかしながら、社債マーケットそのものが決して大きくないため、利回り等の見通しが立ったとしても、分散投資等の観点から、大きなファンドを組成することが難しいという実態がある。また、そういったファンドを組成するためには、比較的多額の買い付けを行う必要があるが、日本の社債市場では、売買頻度があまり高くないため、取引情報が公表されるようになれば、どんな銘柄を組み入れようとしているか等、手口が簡単に露呈してしまうため運用コストが増す。増えたコストは、結局はファンドの買い手が負担することになってしまう。
- ・ 現在の社債マーケットの状況では、大きなファンドを作るのは非常に難しい。個人投資家の社債投資の促進は、重要な取り組みであると認識しているが、税制等の問題と一体的に取り組んでいかなければ、仮に取引情報の公表をスタートしても、期待した成果が得られるのか疑問

である。

- ・ 経済学には、金利平価説という理論がある。例えば、ある国の債券の利回りが突出して高くとも、その国に資本が流入することにより為替レートが変動し、為替を含めた場合のリターンは等しく調節されるという理論である。外債の表面金利が高くとも、いずれこうした調節機能が働くことを考えれば、外債ばかりに投資するわけにはいかないだろう。
- ・ 個人投資家のセカンダリーにおける社債の売買についてであるが、現在の金利水準では難しいだろう。もう少し金利の上昇やスプレッドの拡大が進まない限り、対応のしようがないと考える。しかしながら、現在のセカンダリーの社債市場で、最も売買を行っているのは年金基金であるため、個人の資金が社債市場に流れ込んでいると考えても差し支えないだろう。

(4) 公表対象銘柄

- ・ 公表対象銘柄の基準として、500 億円以上の発行額とされているが、300 億円以上まで引き下げても問題ないのではないか。同様に、格付がA以上という基準についても、売買参考統計値との乖離が大きい低格付銘柄にこそニーズがあるのではないかと考える。しかしながら、スタート時の基準としては及第点といえよう。
- ・ 2の(1)の公表対象銘柄の「当面の措置」において、「過去取引金額等が一定以上ある銘柄」とあるが、事務局案か。
- ・ 11月30日開催の本部会において提案された内容であり、基準の1つとしている。
- ・ 「過去取引金額等が一定以上ある銘柄」の「等」は、約定件数を想定しているのだと認識している。
- ・ 取引情報を公表する基準として、発行額が800 億円以上で、格付がAAA以上としてはどうかと以前に提案したことがあるが、約定件数については1か月に5回以上と設定してはどうか。さらに、取引情報について、売買参考統計値と同時公表を想定しているのであれば、投資家の混乱を避ける観点で、発行額1000 億円以上で、AAA以上で、1か月に10回以上の約定件数がある銘柄であれば、売買参考統計値の気配値と乖離することはあまりないのではないかと。いずれにしろ、「流動性が高い」という判断基準が明確になっていないため、平成26年の開始を控えた時点で、改めて議論が必要ではないか。

(5) 実施時期等

- ・ 社債の取引情報の公表の実施時期について、平成 26 年 1 月以降という案が示されているが、金融商品の公正価値測定に係る会計基準は、現在公開草案の形で示されており、現時点ではやや不確定であるが、同時期の施行が見込まれており、ちょうどタイミングが合うのではないかと考える。
- ・ 2 の (4) において、「日証協は公表実施後、市場関係者との間で、定期的に社債の取引情報の公表が社債の流通性に与える影響等について検証し、必要に応じて公表対象銘柄、公表方法及び公表日等について見直しを行う」とあるが、公表基準の適切性は、まだまだ不安定である。マーケットの状況に合った基準であるのか、定期的に見直しを行う必要があるのではないかと考える。少なくとも、実際に公表を始める前に、必ず取引情報のデータと公表基準を照らし合わせて再確認する必要があると考える。
- ・ 公表対象銘柄の基準として、格付が A 以上という要件があるが、格付機関によって様々な考え方があり、一口に A といっても、同程度の信用力を想定してプライシングできない場合もある。公表の導入に当たっては、市場関係者を徐々に慣らししていく必要があり、仮に流動性が毀損してしまえば、その回復は容易ではない。実際に公表を始める前に、必ず公表基準を市場関係者において再確認する必要があると考える。
- ・ 公表を開始する前の段階における再確認や、定期的な基準の見直しは、当然必要だろう。
- ・ 社債の取引情報の公表を平成 26 年 1 月から開始し、その後の影響を見て基準の見直しを行うとあるが、公表開始まではどう対応するのか。短期金融市場等を見る限り、マーケットの流動性は一旦枯渇すると、元に戻すのが難しいと理解している。公表前にも、本当にこの基準で問題ないのか、詰めた議論を続ける必要があるのではないかと考える。
- ・ 取引情報の公表については、本日お示した基本的な方向性・内容について、実際に公表を開始するまで、市場環境の変化等を見ながら、引き続き検討する。
- ・ 取引情報の公表の「当面の間の措置」として、3 つの要件が提案されているが、他にも考慮すべき点があるのではないかと考える。例えば、何か突発的なイベントの発生等により、急激に価格が下がり、ディストレス（破綻）・ネームがついたとする。しかし、日本ではディストレス・ネームのマーケットはそれほど大きくないため、これにより売却等の何らかのアクションを迫られる投資家も多いだろう。これにより、加速度的にマーケットが崩壊していく可能性も考えら

れる。さらに、「500 億円以上」、「シングルA以上」という基準についても、本部会において示された取引実績を見る限りでは、「流動性がある」水準に設定されているとは言えないだろう。流動性について考えるのであれば、やはり過去の取引金額や約定件数に着目するべきであり、取引金額が比較的少額の銘柄については開示を遅らせる等、何らかの工夫が必要ではないか。具体的な基準の設定について、引き続き議論すべきであるとする。

4. 公社債店頭売買参考統計値の信頼性の向上

- ・ 取引情報が公表される銘柄は限定的であるため、広く価格情報を提供する観点で、売買参考統計値の信頼性の向上は、重要な論点だろう。売買参考統計値の信頼性向上についても、具体的にどういったプロセスで、どういったタイムスケジュールで実施していくのか、議論する必要があるのではないかと考える。売買参考統計値は広く利用されている制度であり、仮に売買参考統計値が廃止されれば大きな不利益を被る市場関係者も多い。売買参考統計値の信頼性の向上についても、引き続き議論する必要があると考える。
- ・ 本部会のテーマの一つである売買参考統計値の信頼性の向上については、どのように考えているのか。売買参考統計値は多くの市場参加者が利用しているが、本部会において、様々な問題点が指摘されている。売買参考統計値の信頼性の向上について、日証協で考えている具体策があれば教えていただきたい。
- ・ 売買参考統計値については、日証協による指導・管理態勢を以前よりも充実・強化する等、既に措置を講じているものもあるが、より改善が図れるよう、引き続き検討する。
- ・ 売買参考統計値の信頼性の向上については、当局としても出来る限りサポートしたい。
- ・ 売買参考統計値の信頼性の向上については、本部会においても相当議論が行われた。指摘された問題点やその対応については、報告書に盛り込む必要があるのではないかと考える。
- ・ 証券会社から社債の取引情報が日証協に報告されるようになれば、日証協は社債の取引情報を全て把握できる。資料では、社債の取引情報を売買参考統計値の信頼性向上等に活用するとあるが、売買参考統計値と実際の取引価格が乖離していないかのチェックについては、出来る限り早く始めていただきたい。

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

1. 社債レポ市場の整備

- ・ レポ市場の整備については、当局としても非常に重要であると感じており、積極的に支援していくつもりである。フローだけでなく、最終的な供給者への働きかけも行っていきたい。また、レポ市場の整備に当たっては、社債に限らず、地方債や財投機関債についても一体的に取組みを進めていく必要があるのではないかな。
- ・ レポ市場の整備、取引単位の引下げ等は、確実に流動性の向上に資すると考えられるため、是非検討を進めていきたい。レポ市場の整備においては、借り入れた債券を返却する際のルール整備が必要である。また、フェイル等が発生すれば、マーケットに影響が出てしまうため、合わせてフェイルに関するルール整備が必要である。
- ・ レポ市場の整備については、公募の投資信託は、基本的にいつでも解約できることとされているため、アセット・マネジメントが債券の供給の役割を担うのは難しいだろう。しかしながら、債券を貸し出すことによって得られるインセンティブが相当大きいということであれば、それを踏まえたファンドを設計することも可能かもしれない。

2. 社債の追加発行(銘柄統合)

- ・ アセット・マネジメントにとって、社債の追加発行は非常に魅力的である。例えば、ファンドの組成にタイミングを合わせての発行等が可能になれば、ファンドの組成の柔軟性や可能性が広がり、非常に面白いのではないかな。
- ・ 追加発行について、会社法上の問題はないはずである。本邦企業では、会社法の施行を受けて22社、サムライ債でも6社が既発債の社債要項で規定しており、流動性の向上を図るために有効な施策であることから、明らかにニーズは存在していると考えられる。実現に向けて、システム変更その他必要な整備を、早急に取り進めていただきたい。

3. 社債の取引単位の引下げ

- ・ 社債の取引単位の引き下げは難しい論点である。現在日本で発行されている社債は、ほとんどが1億円券面のF A債であり、例えば100銘柄に分散投資しようとするれば、100億円必要になってしまう。このような状況で、個人投資家に社債への投資を促すには、投資信託といった形になるだろう。
- ・ 一方、個人投資家に対して、社債への直接投資を促すのであれば、現在の個人向け社債のよ

うに、100 万円、10 万円の券面まで引き下げる必要がある。米国では、1000 ドル券面が一般的であるため、個人や小口の投資家であっても売買に参加できる。

ユーロ社債市場において、いわゆる F A 債の券面は、5 万ユーロから 1 0 万ユーロ相当以上、ドル建債では、1 0 万ドル+1000 ドルの整数倍、ポンド建では、1 0 万ポンド+1000 ポンドの整数倍という形式が一般的であり、1 億円よりもはるかに小さい。1000 ユーロ単位の債券は、リテール向けであり、プロ向けではないと考えられている。

- ・ 一方、米国の場合、基本的にトラスティの設置が必須となっている。日本の市場は F A 債が中心となっていることや、発行体によっては社債管理者の設置の必要性に疑問がある点等を考慮すると、米国よりも欧州型に近いと言えるだろう。券面単位を 10 万ユーロに相当する 1000 万円程度まで引き下げることを検討してはどうか。
- ・ 社債の取引単位・券面の引き下げは、F A 債（社債管理者不設置債）が認められた際の議論に立ち返るテーマだろう。仮に、最低券面を 1000 万円に引き下げれば、投資対象としての敷居が下がり、個人投資家でも投資を検討できるだろう。一方、現在の社債管理者の担い手であるメガバンクとしては、個人投資家が社債権者に加わるようになれば、ますます社債管理者への就任に二の足を踏むようになるだろう。券面の引き下げは、社債管理者の設置を義務付けるかどうかによって、かなりその後の展開が変わってくると考えられるため、第 3 部会における議論の動向を踏まえて考える必要があるテーマであると考ええる。
- ・ 現状の F A 債の 1 億円券面では、公社債投資信託を組成する際にも、小さなファンドでは十分な分散投資を図ることができない。また、分散投資を図ったとしても、それに連動して、国債等の他の資産を組み入れる必要から、ファンドが大型化してしまうため、投資信託の形式であっても、個人は社債に投資しづらいと言える。取引単位の引き下げは、何らかの手当てを検討する必要がある大きな問題であると認識している。
- ・ 第 3 部会では、1 億円以上の券面の社債には社債管理者の設置を義務付けないこととした当時の判断を含め社債管理のあり方を見直す議論が行われている。これまでの議論では、1 億円の券面に投資できる機関投資家であっても、比較的信用力の低い銘柄への投資には慎重な印象であり、社債管理者の設置を義務付けない最低券面を例えば 1000 万円に引き下げる方向性になるとは考えにくい。取引単位の引き下げについては、第 3 部会と良く連携を取って議論を進める必要がある。

- ・ 投資信託への組み入れを想定する場合、どの程度の券面の引き下げが必要か。
- ・ 例えば 10 分の 1 の 1000 万円の券面であれば、30～50 億円程度の規模のファンドであっても十分に分散投資を図ることができる。
- ・ 取引単位の引き下げについては、社債管理者の設置義務とも関係する問題ではあるが、アセット・マネジメントとしては是非推進していただきたいテーマである。
- ・ 取引単位の引下げについては、投資家の裾野を広げる観点から、是非進めていただきたい。また、個人投資家の場合、デフォルトが発生した際の対応がわからない者が多いと考えられるため、例えば、第3部会において検討されている「社債管理人(仮称)」を設置する等、何らかの手当てを合わせて検討していただきたい。
- ・ 海外の投資家から、社債の券面が大きすぎるという苦情がよく寄せられる。さらに、現在は記録的な円高となっているため、海外の投資家は、かなりの負担を強いられているようである。どの程度の水準まで引き下げるかについては、もう少し検討する必要があるが、券面の引き下げを積極的に進める必要があるのではないか。
- ・ アセット・マネジメントとして、取引単位・券面の引き下げを全面的に支持したい。過去に、これがネックとなって大きく成長しなかったと考えられるファンドは、数多く存在している。これが実現すれば、比較的小さなファンドであっても、十分な分散投資を図ることができる。
- ・ 取引単位の引き下げには、流動性の向上に資する、個人投資家に裾野を広げるといったメリットがあることには異論はないが、社債管理者の設置要件にも波及するため、慎重に議論を進める必要があるだろう。ただし、券面の引き下げを機関投資家に限定するという方向性は、取ってはならない。これでは、個人投資家と機関投資家のマーケットの分断がますます進み、流動性が大きくなれないと考える。
- ・ 欧米においても、アセット・マネジメント等の機関投資家が中心的な社債の買い手となっており、個人投資家は、直接購入するのではなく、投資信託経由で社債に投資する方が一般的ではないか。日本において、券面の引き下げにより、個人投資家が社債を直接買うようになれば、課税玉・非課税玉の分断の問題に直面することになり、逆に流通市場の活性化を阻害してしまうのではないかと懸念している。券面の引き下げには、このようなネガティブな影響も想定できるため、慎重な議論が必要ではないか。

- ・ 社債管理者については、信用力が非常に高い銘柄については、その必要性に疑問も残るが、そういった場合には、せめて社債管理者に支払う手数料を引き下げるといった対応も考えられるのではないか。

- ・ 社債管理者に支払う手数料は、格付による手数料体系が、金融機関の間で、暗黙に取り決められており、無担保事業債では、社債の残存期間中、格付が AAA で社債の発行額の 0.4~0.5bp、AA で 1bp、A で 2bp、BBB で 4.5bp を、その時点での社債残高に対し毎年支払うというのが市場慣行となっている。しかも、受託銀行時代からの慣行で、費用は月割りとなっており合理性がないにも関わらず、社債年限+1ヶ月分が社債管理手数料として請求されている。

発行体と取り決めた料率は、開示府令によって、追補書類に開示することが義務付けられていることから、金融機関と発行体との間で、事実上交渉の余地がない。また、デフォルト等により、債権回収を行う段階においても、社債管理者への手数料の支払いは、民法上の共益費として先取特権の対象となり、弁済は、第一優先順位になっていると聞いている。社債管理者が社債権者に対し善管注意義務、公平誠実義務を負い、社債管理者の多くが企業のメインバンクが就任する事例が多く、善管注意義務違反の有無の判断基準が不明確な中、債権者の立場との利益相反が問題視され、損害賠償責任を負うリスクが高いとの指摘等があることは認識しているが、信用力が非常に高い発行体の社債管理者は、ほとんど仕事がないにもかかわらず、手数料につき価格交渉の余地がないことから、安定した収入源となっている。金融機関にとって既得権益化したような、高格付け銘柄の無担保事業債の社債管理者の設置に関しては、その必要性そのものが疑問である。

4. 税制等

- ・ 社債管理者の問題は重要な点であるが、個人投資家にどこまでリスクを取らせるのかという点についても検討する必要があるだろう。一般的には、個人投資家に過度なリスクを取らせないということであるが、機関投資家が投資できないようなハイリスクの社債に、個人若しくはそれに類する者が投資している事実もある。また、1990年代後半やリーマン・ショック後に、投げ売りされた債券に投資していた個人投資家も少なくない。
- ・ 一口に個人投資家といっても、株式等のよりリスクの高い資産に投資している者も数多く存在しており、一律に大きなコストをかけて保護する必要があるのか疑問が残る。
- ・ 余計なコストをかけず、各金融商品の仕組みやリスク性について、きちんと説明・教育する

必要はあるだろう。

- ・ 個人投資家のマーケットと機関投資家のマーケットの共用化を進めていくためには、個人投資家と機関投資家の税制上のギャップを解消することが最も重要ではないか。それにより個人投資家が本格的にマーケットに参画し、マーケットの多様化が進めば、対応も変わってくる。
- ・ 日本に限らず、欧米においても、個人投資家の社債投資は、新規発行の銘柄を購入し売却しないで満期まで持ち切るというスタンスが一般的ではないか。そのような前提で、セカンダリーの売買について考えると、通常、購入価格よりも高い価格の売値が付くことが多く、さらに、現行の日本の税制では、公社債のキャピタルゲインは非課税であるため、税制上のメリットを受けることができ、売り手にとっては有利な仕組みとなっている。一方、買い手については、新規発行時よりも高い価格で購入することになる場合が多く、さらに公社債の利子所得には、源泉分離で 10 パーセントの課税が行われる。現行の日本の諸制度は、このように、新規発行の銘柄を購入するほうが有利な内容となっているため、個人投資家によるセカンダリーでの売買が活発にならないのだと考えている。

(配付資料)

- ・ 社債の価格情報インフラの整備等について (案)

(参考)

- ・ 社債の約定状況 (2010 年 11 月 1 日～11 月 30 日)
- ・ 社債の約定状況 (約定件数－約定年月日) (3)

以 上