

「第4回 社債市場の活性化に関する懇談会ワーキング・グループ」議事要旨

日 時 平成21年12月14日(月)午後4時～5時35分

場 所 日本証券業協会 第1会議室

出席者 吉野主査ほか各委員

(外部有識者)

山口俊也氏 日産自動車 財務部資金グループ主管

西村俊英氏 太平洋セメント 経理部長

議事概要

1. 社債市場の現状及び活性化に向けた課題について

外部有識者から、社債市場の現状及び活性化に向けた課題について、次のとおり、配付資料等に基づき報告・説明があった後、意見交換が行われた。

(1) 社債市場の現状と課題(発行体側からの視点から)

(社債マーケットの市場規模)

- ・ 日本では、1990年代後半から、銀行の貸し渋り等の影響を受け、普通社債の市場が拡大した。当社では、当社本体及び販売金融子会社の2社で社債を発行しており、両社合算で、こここのところ、7,000億円から1兆円弱の資金調達を行っている。当社は、社債市場は、資金調達手段として相当重要なマーケットと考えている。

(セカンダリー水準の適正化に向けて)

- ・ 本年9月当社は、社債をローンチしたが、こういったプライスレベルで発行できるのかわからなかった。セカンダリーの水準の適正化に向けた一つの問題点としては、プライマリーのプライスとセカンダリーのプライスの格差、つまり、セカンダリーマーケットのプライスに動きがないことである。
- ・ 当社が社債を発行したときに、セカンダリーマーケットが大きく動き、20～30bp以上もスプレッドが落ちた。実際に社債を発行する段階で、セカンダリーマーケットとどの程度違うのか、把握しづらい状況である。
- ・ 具体的に言えば、本年9月、当社が発行した3年債と5年債のローンチ日におけるセカンダリーマーケットのスプレッドとプライマリーマーケットのスプレッドの差を見れば、プライマリーマーケットのスプレッドが、3年債はJGB + 115bp、5年債はJGB + 135bpで

ある一方、セカンダリーマーケットのスプレッドが、3年債で160bpと50bp近く差があり、5年債（実際には残存なし）においても推測すれば180bp以上となり、50bp近い差があると思われる。したがって、当社では、どの程度の水準で社債を発行できるのか目安を付けづらい状況であり、セカンダリーマーケットは、発行会社にとって分かりやすい市場であって欲しい。

- ・ 更に言えば、当社の金融子会社では、マンドートアナウンスをした後、セカンダリーマーケットにおいて、スプレッドが落ちてきた。社債市場は、株式市場と異なり流通量が少なく、プライスもクリアではないことを承知しているが、発行会社としては、手探りで発行している状況である。
- ・ セカンダリー水準の適正化に向けては、次のとおり、日本証券業協会（以下「日証協」という。）が発表される「公社債店頭売買参考統計値」（以下「売買参考統計値」という。）等に関する今後の課題を挙げたい。

例えば、実際の約定データの公表等を行うなど、公社債店頭売買参考統計値発表制度の抜本的見直し。

セカンダリー取引の活性化を施し、実勢価格との乖離やタイムラグを是正。

証券会社として、確実なマーケットメイクの実施と実勢に見合った評価値の提供。

多様な社債インデックスの開発や活用の検討。

仲介業者（証券会社）としての機能の充実化。

（起債の機動性の向上と市場活性化に向けて）

- ・ 今年度から、四半期開示制度が本格化したことに伴い、発行会社としては、起債ウィンドウが限定されてきた。3月決算会社の場合、「完全な起債可能時期」は、4月中旬、7月中旬、8月末～9月中旬、10月中旬、11月末～12月中旬、1月中旬～1月末、2月末～3月中旬であり、年間としては7つの期間である。・・・は、四半期毎の会計期間終了後から決算短信発表までの2～3週間であり、・・・は、四半期決算短信を発表、すべての四半期報告書等がファイリングでき、継続開示情報を開示した後から次の四半期が終了するまでの3週間である。
- ・ 「起債可能だが引受審査上で機動性を欠く時期」は、決算短信を発表してから有価証券報告書あるいは四半期報告書を提出するまでの間である。発行会社としては、公認会計士との間でコンフォートレター等において、様々な追加の手続、作業が必要となり、実質的には、社債を発行できるウィンドウとして多少制限がある。
- ・ このような状況下、発行会社としては、発行期間の弾力性の確保、コンフォートレターにおける公認会計士の取扱いの見直しについて必要ではないかと思う。とりわけ、本年8月末から9月や、11月末から12月第3週までは、起債ラッシュといった感じであった。起債ラッシュとなれば、投資家、証券会社や発行会社においても実務が大変であるため、今後、こ

のラッシュを何とかできないか見直して欲しい。

(高格付債以外の市場規模の拡充)

- ・ 日本の社債市場では、昨年のリーマンショック以降、市場規模が縮小しており、格付の悪い会社の社債発行は、相当厳しい状況にある。昨年10月以降の社債の発行状況は、AAA格とAA格の会社において、ある程度発行されているが、A格とBBB格の会社では、今年度に入っても限定的である。
- ・ 一方、米国の社債市場では、2008年において、A格・BBB格クラスで全体の48%で、市場規模の半分近くを占めている。2009年においては、米国の発行会社の格付が全体的に低下した影響もあるが、A格・BBB格・BB格クラスで全体の3分の2以上あり、米国と日本では、相当状況が異なっている。
- ・ 米国では、格付が低下しても適格である限り、スプレッドを払えば、社債を発行することができる。一方、日本では、例えばA格・BBB格と格付が低下すれば、スプレッドを多く払っても、全く社債を発行できなくなる。
- ・ 当社は、A格あるいはA格マイナスであるため、本年春頃まで、全く社債を発行できない状況であった。当社の販売金融子会社では、過去において半年に1回程度社債を発行していたが、昨年9月に社債を発行してから本年12月まで、社債を発行できなかった。
- ・ 高格付債以外の市場規模の拡充のためには、例えば、投信への社債組入れ比率の増加、適正なスプレッド水準設定等の仕組み作り、非居住者向けの税制上の改正措置(社債利子や償還差益等の非課税化)、流通セカンダリー市場取引の活発化に向けた各種インフラ整備(流動性、利便性、信頼性のある決済システムや会計制度等の拡充)、各種ヘッジ手段としてのCDS市場の育成(銘柄、流動性の拡大が必要)などを実施すれば、高格付債以外の会社においても、スプレッドさえ支払えば、ある一定レベルの社債は発行できるのではないかと考える。

(短期社債についての課題)

- ・ 発行会社は、短期社債(コマーシャルペーパー)により資金調達を行う場合、3ヵ月未満のもので調達しており、3ヵ月以上の短期社債による調達は相当難しい状況である。
- ・ 2009年上期平均の短期社債の発行期間別シェアは、3ヵ月未満の短期社債のシェアが4分の3近くあり、6ヵ月以上の短期社債が殆どない状況であった。また、2009年3月末の短期社債の保有シェアは、日本銀行、国内銀行のシェアが高く、プロの投資家や投資を目的とした会社のシェアが意外と少ないと感じている。
- ・ 現状の日本市場では、3ヵ月間超、あるいは、6ヵ月~2・3年までの短・中期ゾーンの資金調達手段がない状況である。一方、欧州市場では、MTNプログラムによって、1ヵ月から何年でも、シームレスな調達が可能である。現状の日本市場では、短期社債市場と社債

市場が分かれていることが影響しているのか、そもそも、投資家が不在であるのか、1年前後の短期社債での資金調達が難しい状況である。

【 意見交換 】

(セカンダリー水準の適正化に向けて)

- ・ セカンダリーマーケットでは、新たに社債が発行される場合、価格が下がるのか。言い換えれば、需給が一定している中で、供給が増えると、価格は下がるといった構造であるのか。
- ・ 社債の発行が集中する問題を解決するためには、何を行う必要があるのか。
- ・ スプレッドは、広がっていく局面、縮まっていく局面の両方があると思う。最近1年間の状況としては、本来、マーケットが回復しているにもかかわらず、セカンダリーの水準が広がって、発行体においてスプレッドを適切に反映できていなかったのではないか。

(起債の機動性の向上と市場活性化に向けて)

- ・ 発行期間が限定されている原因には、四半期開示以外に、期末にかけて投資家の社債購入意欲が減退するという問題もある。

(高格付社債以外の市場規模の拡充)

- ・ 米国では、多様な投資家が存在するため、様々な種類の格付の社債が買われているのか。日本では、様々な種類の格付の社債が買われないのは、何らかの制度上の制約があるためなのか、それとも、日本の投資家に問題があるためか。
- ・ 日本の投資家が様々な種類の格付の社債を買わない理由は、発行体が求めるスプレッドと投資に見合うバランスであると思う。
- ・ 海外では、BB格債等が売れているとのことであるが、日本において低格付債を販売する場合は、証券会社がリスクを取れる額の問題に関係すると思われる。証券会社でリスクを取って低格付債を販売する場合、マーケットメイクの責務が生じるため、当社では、個社の事情ではあるものの、リスクが取れないと感じている。
- ・ BBB格未満の銘柄は、「投資不適格」と呼ばれている。投資家の立場で言えば、「投資不適格」といった呼び方であれば、投資をしてはいけないと思うのではないか。この名前の付け方などについて工夫することは必要ではないか。

(短期社債についての課題)

- ・ 3ヵ月以上の短期社債が多く発行されない理由は、国債など代替手段としての商品が存在

するためか。その他に何か理由があるのか。

- ・ 短期社債は、日本銀行や国内銀行、証券投資信託一般事業法人が多く保有しているが、投資家の数は極めて限定されており、1～2人の投資家を買わなくなれば、その瞬間にディストリビューションが見えなくなる実情にある。
- ・ 投資家の立場で言えば、3ヵ月超の短期社債が多く発行されない理由は、発行期間がタイトな短期社債をレポで運用するよりも、国債を買ってレポで運用した方が良く、利回りにおいても、短期社債ではリターンに見合わないのではないかと思う。

(2) 当社社債発行における現状と課題

(当社社債の発行状況)

- ・ 当社では、直近、本年9月私募債を発行したが、一方で、3年間、公募債を発行していない。公募債を発行しなかった理由は、資金需要がなかったことや、業績が好調であったためである。
- ・ 当社としては、現在発行している社債の償還に備えて、新たに社債を発行したいところであるが、現在の社債市場では、BBB格では、鉄道などの一部の公共事業の業種を除き社債の発行が難しい状況である。なお、当社の社債のセカンダリースプレッドは220～280bpで、CDS(5年物)のスプレッドは550bpであるため、社債を発行できる環境ではないと判断している。
- ・ 本年9月末の当社単体有利子負債残高は3,680億円であり、直間比率では、直接3割、間接7割程度である。当社では、本年9月に発行した私募債以外は、間接金融によって調達した状況である。なお、短期社債の残高は100億円程度である。

(社債発行の阻害要因と対応)

- ・ 当社の格付は、BBB格フラットであるため、社債発行の一番の阻害要因としては、低格付によってスプレッドが極大化していることであると考えている。A格でスプレッドが2桁台、BBB格の鉄道会社等が2桁台程度で発行されているが、仮に、当社が社債を発行した場合は、200～300bpのスプレッドが付くのではないかと思う。
- ・ 当社では、デットIRを行った実績がないが、デットIR等を通じて、今後、投資家、金融機関に対して、積極的に対話の機会を設けていきたい。

(社債の発行条件・制度・環境に対する要望)

- ・ 継続開示審査では、発行会社の負担を少し軽減していただきたい。証券会社との間では、1回の継続開示審査につき、3～4回の質問のやり取りを行っているが、現状の継続開示審査では、そのやり取りの間に、次の決算開示が到来するといった状況である。

- ・ コンフォートレターでは、公認会計士の判断を伺わなければならないため、現状の実務では、手間と時間を費やす状況にある。
- ・ 日本の社債市場では、格付格差が大きいことから、低格付社債の購入促進をお願いしたい。
- ・ 発行体としては、自社の自助努力も必要であるが、投資家層の裾野の拡大について、ご協力をお願いしたい。

【意見交換】

(社債発行)

- ・ 発行会社では、資金調達手段として、間接金融と社債をどのように使い分けているのか。基本的には間接金融で、マーケットの状態が良ければ、社債を発行するのか。
- ・ 当社では、銀行の貸出金利と比べて、社債の金利が有利であれば、社債を発行したい。
- ・ 発行会社では、直接金融と間接金融を選ぶ際、金利以外の面において、どのような点を重視して選択するのか。
- ・ 当社では、現在発行している社債が償還期限を迎える際には、改めて、社債を発行したいと考えている。
- ・ 当社は、最近3年間社債を発行していない。その理由は、3年間のうち2年間は金利の動向を見据えてであり、最後の1年間はリーマンショックの影響を受けたことである。
- ・ 当社では、ある程度、直接金融を増やして、メインバンクの与信枠を広げておきたい・余裕を持っておきたいと考えているが、実態としては、間接金融の与信枠を利用している状況である。
- ・ 当社では、社債を発行できる状況であれば、社債発行をメインに考えており、間接金融は、与信枠として、可能な限り利用しないでおきたい。
- ・ 当社は、グローバルに展開しているため、地域によっては、社債を発行できる市場と発行できない市場がある。社債を発行できない地域では、間接金融に頼らざるを得ないため、日本で間接金融に頼りすぎれば、グローバルな与信枠が減少することになる。したがって、社債の発行できる地域では、可能な限り、社債発行をメインに考えている。
- ・ 日本の社債市場は、海外の市場と比べて、相当スプレッドが低く、当社としても、スプレッドが低い日本市場を上手く活用している。例えば、欧米市場で社債を発行すれば、相当スプレッドが高くなるが、日本市場で社債を発行すれば、欧米と比べスプレッドが低く抑えることができる。海外市場との均一化が図れれば、当社としては、スプレッドが上がるリスクがあると感じている。
- ・ 当社では、過去にBBB格で社債を発行したが、スプレッドはとても低く、実態としては

A格に近かった。一方、海外を見れば、間接金融においても、私募債においても、スプレッドは高い。日本において、社債のスプレッドが低い理由は、間接金融のスプレッドの低さに起因していると思われ、その低さがあるため、社債のスプレッドを高くできないと思われる。海外並のスプレッドの高さを求めるとすれば、当然ながら、間接金融のスプレッドを高くしなければならないだろう。

(社債発行の発行条件・制度・環境に対する要望)

- ・ 引受証券会社では、発行会社との間で、緊密に連絡を取り合い、四半期決算短信の開示が行われた後、可能な限り、前倒しでその他の決算情報を受領し、四半期報告書が提出された段階で、直ちに、発行会社が起債できるよう努力している。
- ・ 金融商品取引法では、社債発行の際、四半期報告書が重要な位置付けであり、証券会社としては、引受責任を果たす上で、四半期報告書の存在を無視することはできない。実態としては、四半期決算短信ベースで、起債を進めることについて少し制約がある状況である。
- ・ 引受証券会社としては、ルールの明確化などがなされれば、四半期決算短信ベースで起債する等の柔軟性のある対応がやりやすくなると思われる。ただ、四半期報告書制度は、投資者保護の観点から積極的に導入された背景があるため、よく議論していく必要はあろう。その間、今後とも、実務面に対応できる点は極力対応していく等、努力は継続していきたい。
- ・ 米国の投資家は、既に、四半期開示制度に慣れているため、1年のうち、どの発行会社がどの程度発行するか想像ができています。今後、日本においても、社債に対する投資家教育が必要であると思う。
- ・ 四半期開示制度は米国においても導入されているが、米国では社債の発行が多い。四半期開示制度と起債の問題は、日米で一体何が違うのか、調べてみる必要があるのではないかと。
- ・ 日本の社債市場では、プライシングの時間が長く、早くても3日間、場合によっては1週間以上である。
- ・ 一方、米国の社債市場では、発行額の規模が1,000億ドルから3,000億ドルであっても、朝にローンチをして、午後にプライシングを行っている。具体的には、A格・AA格・BBB格の会社であれば、10bp程度を設定(マーケットの状態が悪ければ20bp)して、その設定の中で、ダイヤモンドブックを行い、午後にはプライシングを行っている。
- ・ 日米の社債市場では、プライシングの日程面で大きな差異があり、日本において、米国並みに毎日起債できれば、社債のボリュームが増えるのではないかと。
- ・ 日米の社債市場では、発行ウィンドウにおいて大きな違いはないと思うが、米国の社債市場では、日本と比べて、発行会社の意思決定からローンチまでの間やマーケティング期間に

において、圧倒的にスピード感がある。

- ・ 社債の発行間隔は、機関投資家にとって、平準的に投資できれば良いと考えているが、実態としては、社債の発行がない場合には国債を買って、新たに社債が発行されれば、入替えを行っている状況である。
- ・ クレジットアナリストが不足している問題は、当社では、数年前、クレジットアナリスト充実に向けた組織体制を構築したが、日本の社債市場が拡大しないことから、その組織は縮小した。今後は、社債自体の投資魅力を高める必要があるのではないか。

(低格付社債)

- ・ B B B 格の市場が未発達である問題は、様々なテクニカルな理由があると思われるが、期待リターンが高くなれば、国内の投資家が不在であったとしても、海外から投資マネーが入ってくると思う。期待リターンを上げること、つまり、スプレッドの問題が大きい要因であると思われる。
- ・ 資本市場において、B B B 格の会社はクレジット的に低格付とされており、その会社にとって、資本市場の敷居は高いと感じられるかもしれないが、間接金融の世界で言うと、B B B 格の会社は、一般的にクレジットの優良な、銀行がお付き合いをしたい会社である。
- ・ 機関投資家には、「発行会社に何らかの問題が起こったとき、銀行借入に対して社債は、実質的に劣後する可能性があるのではないか。」との意見を持っているところもあると聞いたことがある。米国では、コベンツの開示制度が充実しているようであるが、これらの点について、発行会社としては、どのような考えか。
- ・ 銀行借入れのコベンツの開示は、個別金融機関との条件交渉であるため、発行会社としては、正直なところ、その交渉内容を広く開示したくない。日本の金融機関から借り入れる際の実態としては、銀行取引約定書に基づいて行われているため、基本的にコベンツが殆ど入っていない状況である。
- ・ 当社では、シンジケートローンの場合、利益維持・純資産維持基準などのコベンツが付されている。銀行によっては、コベンツの内容が随分異なるため、発行会社としては、コベンツの開示について難しいと感じている。
- ・ 日本の社債市場におけるスプレッドの低さは、投資家の立場で言えば、投資対象として社債に魅力がなく、一方で発行会社の立場で言えば、スプレッドが低く資金調達を行いやすい。また、銀行の立場からは、預金の金利の低さとB B B 格の会社から得られる利潤を比べれば、その会社が大切な顧客であるといった意見は理解できる。このように、社債市場では、全く

目線の異なるプレイヤーが存在しているため、コベンナツの開示などは、その対応が難しいのではないかと思う。

- ・ 多くの日本の投資家は、銀行融資のコベンナツにヒットすれば、銀行融資が即刻デフォルトになると勘違いしていると思う。コベンナツにヒットしても、銀行と発行会社との間で交渉が始まることであって、社債の投資家においても、発行会社との間で交渉すれば良いと思う。このような前例を作ることも極めて重要であると思う。

(短期社債)

- ・ 短期社債は、制度上、発行会社による情報開示が行われない。3ヶ月未満の発行期間が一般で、中長期的な一般社債の投資家と比べて、短期社債に投資している投資家は限定的で、一般社債に投資している投資家と投資家の層が異なるのではないか。
- ・ 銀行は、企業の機動的に発行したいというニーズに応じて短期社債を引き受けている。銀行では、一括で引き受けた後、日証協の規則に基づき作成している顧客カード等で投資家の適合性等を判断し、投資家へ短期社債をセカンダリー販売している。短期社債の場合は、メガバンクが中心に取り扱っており、1社につき相応の数の潜在的投資家を常に抱えて、セカンダリー販売を行っているのが一般である。
- ・ 銀行では、ある程度、セカンダリー投資家への品揃えとして短期社債の在庫を抱えているものの、基本的には、社債と転売を前提とした短期社債では、マーケットの構造が異なることを理解していただきたい。
- ・ 現在、振替機関を利用している短期社債の発行会社数は、約500社であり、今後、低格付である会社の利用が増えれば良いと考えている。
- ・ 短期社債は、社債と異なり短期の資金調達であるため、マーケットが混乱したときには発行できない。マーケットが混乱したときのバックアップがあれば、低格付の会社であっても、マーケットに参加しやすいのではないか。
- ・ 短期社債には、社債同様、格付が付されているが、金融機関によっては、その格付を金融機関内部の格付に照らした上で、短期社債のレートを提示する銀行もあれば、レートを提示しない銀行もある。
- ・ 発行会社から見れば、投資家の存在を前提に短期社債が発行できるため、簡単に発行量を増やすことは難しい。短期社債は、レートの面において、社債と異なり、非常に魅力のある商品であると感じている。

2. 社債の価格情報インフラの整備について

日証協から、社債の価格情報インフラの整備について、次のとおり、配付資料等に基づき報告・説明があった後、意見交換が行われた。

・ 公社債店頭売買参考統計値発表制度等の概要

(公社債店頭売買参考統計値)

- ・ 日証協が発表している社債の価格情報である売買参考統計値は、昭和 40 年 3 月に店頭気配として発表を開始し、平成 14 年 8 月に売買参考統計値に名称を変更、現在も公表している。
- ・ 日証協では、現在証券会社 20 社から、午後 4 時 30 分までに、当日午後 3 時現在の公社債の実勢価格を反映した気配値 (額面 5 億円程度) の報告を受け、6,313 銘柄 (そのうち社債は、2,163 銘柄) を集計・公表している。
- ・ 日証協では、5 社以上の証券会社から届出・報告があった銘柄について、集計・公表を行っており、具体的には、報告を受けた気配値の上下をカットして、銘柄毎に、平均値、中央値、最高値、最低値を算出し、報告社数とともに、翌日の公社債の店頭売買の参考となるよう、当日午後 5 時 30 分 (予定) に日証協のホームページに掲載している。
- ・ 売買参考統計値の利用状況として、例えば、日証協ホームページへのアクセス件数を見ると、1 日平均約 1 万件と多く、日証協全体の 23% を占めている。

(個人向け社債等の店頭気配情報)

- ・ 個人向け社債等の店頭気配情報は、個人向け社債の発行が増えたことや、更なる投資家の積極的な参加を促すことを目的として、平成 15 年 4 月に公表が開始された。
- ・ 日証協では、現在証券会社 10 社から、午後 7 時までに、当日午後 3 時時点の個人向け社債及び円貨外債の気配値 (額面 100 万円程度) の報告を受け、55 銘柄 (そのうち個人向け社債は、49 銘柄) を公表している。
- ・ 日証協では、引受幹事証券会社から届出・報告があった発行額が 100 億円以上の個人向け社債の気配値を公表しており、具体的には、報告を受けた気配値を単価が高い順に報告社数とともに、個人投資家の取引の参考となるよう、翌日午前 10 時 (予定) に日証協のホームページに掲載している。
- ・ 個人向け社債等の店頭気配情報は、証券会社 1 社から届出・報告があれば、気配値を公表しているが、一方、売買参考統計値は、証券会社 5 社以上から届出・報告を受け公表しており、異なる取扱いとなっている。

・現状及び検討課題

1. 「公社債店頭売買参考統計値発表制度」の問題点・指摘事項

- ・ 売買参考統計値は、売買の参考価格や評価に利用されているものの、いずれも実勢価格（約定価格、ビット・オファー等）から乖離しタイムラグが大きいとの指摘がある。
- ・ 運用会社によれば、実勢の売買価格との乖離が大きいことから、運用上支障をきたし、受託者責任の問題にもなりかねないため、可能な限り実勢価格に近い価格としてもらいたいとの意見があった。
- ・ また、実勢価格との乖離やタイムラグの発生によって、そもそも投資家は、参考指標として売買参考統計値を重視していないのではないかといった意見もあった。
- ・ 一方で、流動性の低い社債は、ある程度、売り気配と買い気配が乖離することはやむを得ないといった意見もあった。

2. 今後の見直しの方向性

(1) 取引情報（約定銘柄、約定価格等）の活用

- ・ 米国の自主規制機関F I N R Aでは、主にリテール投資家向けに、T R A C E制度（F I N R Aの会員は、社債の店頭取引執行後 15 分以内にF I N R Aへ報告）により、リアルタイムで取引情報（取引執行時間、約定価格、利回り、取引量（大口取引を除く。）等）を提供・公表している。なお、大口取引は、流動性に与える影響を考慮し、例えば、投資適格債の50万ドル超の取引は「5MM+」といった表示がされ、取引金額が分からない仕組みになっている。
- ・ 一方、欧州においても、個人投資家の価格情報へのアクセスの問題について、自主規制機関に対応が求められており、I C M Aでは、1万5,000ユーロ以上100万ユーロ以下のリテール取引について、5時30分に気配値、9時30分に平均的なビット・オファーを公表している。
- ・ T R A C EやI C M Aでは、個人投資家からの社債情報へのアクセスを円滑に行うための制度整備が図られており、一方、日本では、これらの制度がないことから、今後、価格情報を一般に提供する体制整備が必要ではないかといった意見があった。
- ・ 具体的には、実際に約定した銘柄、取引価格等を把握している証券保管振替機構（ほふり）の取引情報を活用・公表するといった意見があったが、一方で、価格の透明性と流動性のトレードオフの問題について本格的に検討する必要があるとの意見もあった。
- ・ 米国のS E CやF I N R Aは、T R A C Eにより価格の透明性が向上したことに伴い、取引コストが低下しリテール投資家の参加を促す効果があったと肯定的に評価する一方で、ディーラーや機関投資家は、特にハイ・イールド債の流動性が低下したとの消極的な評価である。
- ・ 本ワーキング・グループにおいても、取引情報の公表について積極的に検討した方が良い

といった意見と、バイ・アンド・ホールドの投資家にとって有益であるかもしれないが、売買を繰り返す投資家にとっては売買が行いにくくなり流動性が低下するといった慎重な意見もあった。

- ・ また、現在の社債の売買状況等からみれば、すべての銘柄の価格情報の公表は困難であるといった意見もあった。

(2) 「公社債店頭売買参考統計値発表制度」の見直し

- ・ 売買参考統計値は、特定の証券会社の気配値が実勢価格と大きく乖離しているのではないかと指摘もあり、今後は、各社が算出する売買参考統計値の信頼性の向上が必要ではないかと考えている。
- ・ 日証協への届出・報告期限が午後4時30分となっていることから、証券会社（指定報告協会員）では、約6,000銘柄以上の気配値の算出が非常に煩雑な事務となっているとの意見があった。今後は、指定報告協会員からの報告時限の繰下げや算出方法の見直しの検討も必要ではないかと考えている。
- ・ 気配値を精緻化するために、指定報告協会員の拡大（社数、範囲等）をすれば良いといった意見や、発表銘柄数の拡大、とりわけ、低格付債等の情報について、充実すれば良いとの意見もあった。
- ・ 現行の日証協の規則では、証券会社5社以上の報告がなければ気配値を公表できないが、例えば、5社未満であっても報告協会員の数が少ないことを公表し気配値の公表を行えば、発表銘柄数の拡大に繋がるのではないかとといった意見もあった。
- ・ 今後の見直しの方向性としては、取引情報の活用の試験的・段階的に導入や、取引情報と売買参考統計値の併用などが考えられる。

【意見交換】

- ・ 懇談会においても、売買参考統計値や個人向け社債の気配情報が市場実勢から乖離しているとの指摘があった。「社債の価格情報インフラの整備」は、市場の透明性に関する重要な問題であるため、他の価格情報サービスと比較しながら、検討を継続していくことが必要。
- ・ 市場で利用されている公社債の価格情報のサービスについて、日証協の売買参考統計値が最もメジャーであると考えている。
- ・ セカンダリーのディーラーなどは、一般的に、売買参考統計値を参考として社債の売買を行ってはいないが、発行会社にとっては、発行条件・価格を決定する際の基準として、売買参考統計値が非常に重要であると考えられる。
- ・ 現在、証券会社では、6,000以上の銘柄の気配値を日証協に報告しているが、各々の銘柄の売買状況について十分検討し報告するには非常に大変な作業となり、日証協への報告時限

(午後4時30分)までに報告することは難しい状況にある。これが売買参考統計値が市場実勢から乖離している理由のひとつではないか。

- ・ 証券会社各社では、格付によってスプレッドをどの程度計上するといった基準を設けており、国債の取引終了後に、日証協に報告しているのではないかと。ただし、個別銘柄として大きな事象があればスプレッドを修正の上、報告しているのではないかと。
- ・ 売買参考統計値の制度は、平成14年8月に開始され既に7年が経過しており、また、当時と比べて証券会社数が減少していることや、プライマリーマーケットで利用されていることなどを踏まえれば、売買参考統計値のあり方について検討すべき時期ではないかと。
- ・ 「マンドートアナウンスをしたら、急にスプレッドが縮まった。」との話が合ったが、市場関係者では、マンドートアナウンスによって、「この会社は、今後、プライマリーマーケットでイシューをする予定である。」と認識し、各証券会社では、当該会社を詳細に分析して、気配値を日証協に報告しているものと考えられる。
- ・ 売買参考統計値は、午後3時の取引時間終了後午後4時30分までの間に、日証協へ届出・報告する銘柄数と証券会社の対応者の手数の問題があるため、証券会社においては個別の銘柄を細かく見る時間がない状況にあるのではないかと。プライマリーでの新しいスプレッドがマーケットに反映されない以上、証券会社では、午後3時から午後4時30分までの間に何千といった銘柄数を細かくチェックして、日証協に報告できる態勢にはなっていないのではないかと認識している。特にマーケットのボラティリティが高いときは、実勢価格と乖離が生じることになるのではないかと。逆に、マーケットが非常に良かった後、少しスプレッドが広がっていく過程で、なかなかスプレッドが広がっていかないこともあり、売買参考統計値と実勢価格にタイムラグが生じることもある。
- ・ 売買参考統計値は、証券会社において努力できる点もあり、一部証券会社が参加していない問題もあることから、様々な議論ができれば良い。
- ・ 売買参考統計値は、証券会社の作業面において時間的な問題がある。当社では、午後3時から午後4時30分までに、適切なプライスで何千銘柄を算出、日証協に報告することは、相当大変なことであり、責任を持ったプライスを報告することが若干難しい。日証協としては、早めに売買参考統計値を公表したいが、一方で、当社としては、相当努力をしても、適切なプライスを反映することができないため、もう少し報告時間を遅らせて欲しい。
- ・ 価格のタイムラグについては、ワイドニングの局面において、マーケットの動きとともに広がっていかず、タイトニングの局面において、マーケットの動きとともにタイトニングしない部分がある。
- ・ 社債マーケットにおいて流動性のある銘柄は、一体どの程度あるのか。流動性のある銘柄が少ない実態を踏まえれば、証券会社各社において、どの程度適切な価格(気配)をつける

ことができるのか難しい面があると思う。

- ・ 当社では、マーケットの値段を把握すべく、可能な限りマーケットのシェアを取りながら、適切な値段を把握するよう努力している。売買参考統計値のあり方を見直さなければ、本当に適切な値段（気配）をすべての銘柄に付けることは、若干無理があるのではないかと感じている。
- ・ 売買参考統計値は、報告時間の問題も重要であるが、報告時間以外の問題としては、現状、証券会社 20 社による報告体制もあるのではないかと。証券会社 20 社では、各銘柄の売買について、銘柄によっては、全く注視していないものや、引受が多かった証券会社に売買が偏ることもあるのではないかと。このような状況下、各証券会社においては、各銘柄のメンテナンスが日々できていないように思われる。
- ・ 機関投資家では、期末に売買参考統計値を利用して社債を評価しているが、その評価額が適切でないということになれば、リスク管理部門がチェックを行い手間が掛かることになるため、是非とも、セカンダリー市場のプライスが適切な価格となるよう工夫していただきたい。
- ・ 銀行等では、マーク・ツー・マーケット（持っている資産を、実際の市場価値で評価しなおすこと）をするときに、売買参考統計値を利用している。
- ・ 売買参考統計値の数値が実勢価格と乖離していれば、銀行のトレーディング勘定に含まれている資産は実勢以上の含み損を抱えることになって、必要以上に資本を毀損することになり、その結果、銀行は、実勢以上の含み損相当分、貸出余力が低下することになる。
- ・ 監査法人では、売買参考統計値を参考として、銀行及び投資家の資産のクオリティを見ている。売買参考統計値の実勢価格との乖離や遅効性の問題は、是非、見直しをお願いしたい。
- ・ 売買参考統計値は、投資行動の参考になるのではなく、むしろ投資行動を阻害していることはあるのか。
- ・ 売買参考統計値のスプレッドの信憑性が低いことを理由に投資行動を変えることはない。実際には、市場動向を知る証券会社からのヒアリングや、最近の類似銘柄のプライマリー・セカンダリーの条件を確認の上、投資判断を行っている。
- ・ 売買参考統計値は、基本的に時価評価のため利用している。日々の時価、含み損益及び決算時の時価などを評価する際、どの投資家においても、最初に優先する指標が、売買参考統計値であると思う。監査法人では、売買参考統計値を客観的なプライスと認定できるため、売買参考統計値を利用していると思われる。
- ・ 時価評価において、売買参考統計値を利用できない場合は、理論値を利用することになる。当社ではフロント部門が、証券会社からのヒアリング時価などを考慮しながら理論値を算出

し、当社内のリスク管理部門が検証の上、これを利用することもあるが、結局のところ、売買参考統計値が一番重要であると思われる。

- ・ 実務的には、売買参考統計値を利用して、システムの保有するすべての銘柄の時価評価を行っており、決算時においては、不適切な時価評価が行われている銘柄がないかを確認している。決算時以外では、売買参考統計値が最も客観的な数値として、様々な書類を作成しているのが現状である。
- ・ 日本では、価格（気配）の情報提供の銘柄数が多数であるため、証券会社では、日証協に対して適切に報告できないとの意見があったが、米国では、2006年の段階で34,000超の銘柄がTRACE制度の対象となっており、取引の約定価格が取引執行後15分以内に提供されている。日米でこのような違いが生じる理由は一体何なのか。欧州では、自主規制機関が価格情報を提供しており、日本では何を改善すれば良いのか調べてみる必要があるのではないか。

3. その他

第5回ワーキング・グループを12月24日（木）に開催する。

（配付資料）

- ・ 社債市場の現状と課題（発行体側からの視点から）
- ・ 当社（太平洋セメント）社債発行における現状と課題
- ・ 社債の価格情報インフラの整備について

以 上