

## 「第5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24日(木)午後4時～5時20分  
場 所 日本証券業協会 第1会議室  
出席者 各委員、外部有識者

### 議事概要

#### 1. 平成22年度税制改正大綱(新しい非居住者債券所得非課税制度)について

金融庁から、平成22年度税制改正大綱(新しい非居住者債券所得非課税制度(J-BIEM/New Japanese Bond Income Tax Exemption Scheme))について、次のとおり、配付資料等に基づき説明があった後、意見交換が行われた。

#### (新しい非居住者債券所得非課税制度)

- ・ 平成22年度税制改正大綱では、政府全体として、新たに2つの租税特別措置が認められたが、いずれも証券税制で、非居住者債券所得非課税制度と少額投資非課税制度である。
- ・ 非居住者債券所得非課税制度は、今回時限措置として導入されたが、金融庁としては、マーケットの今後の予測可能性や、外国人投資家に与える将来的なパーセプションの観点から、恒久的な措置として、この非課税制度の導入を要望していた。
- ・ 非居住者債券所得非課税制度は、3年間の時限的措置で導入されるが、今後、1年～2年を経て、外国人投資家による日本国内の社債への投資が増加した、あるいは、この制度が外国人投資家に活用されていることを示すことができれば、金融庁としては、その実績に基づいて、この制度を恒久的な措置として要望して参りたい。
- ・ 金融庁としては、この非課税制度について、海外投資家に対して広く周知し、幅広く活用されることが最大のミッションであると考えており、是非とも、その周知のための協力をお願いしたい。

#### (振替社債等の利子及び償還差益の非課税化)

- ・ 現状、振替国債・振替地方債は、原則として非居住者向けが非課税であったが、それらに加えて、平成25年3月31日までに発行された振替社債等の利子及び償還差益も非課税とすることとした。
- ・ 「平成25年3月31日まで」とは、発行日ベースで同日までに発行された振替社債等であれば、発行期間を問わずその期間中は非課税である。したがって、今後は、既発行の社債に

についても非課税である。

- ・ 具体的には、平成 22 年 6 月 1 日以後に計算期間が開始する振替社債等の利子について適用されることになるが、例外としては、次のケースがある。

#### 利益連動債

振替社債等のうち利益連動債（その利子の額が振替社債等の発行者等の利益の額等に連動するもの）の利子等は、非課税制度の対象外となる。

#### 特殊関係者

振替社債等の発行者の特殊関係者（発行者との間に発行済株式等の 50% 超の保有関係がある者等）が支払を受ける利子等は、非課税制度の対象外となる。

#### （非課税とされる償還差益）

- ・ 非課税とされる償還差益は、償還価額と取得価額の差額とし、額面価額ではなく、取得価額とすることにより、セカンダリーマーケットにおける取得者に対して、適切に便益が及ぶ制度としている。

#### （非課税手続の簡素化）

- ・ 適格外国仲介業者（QFI）の承認は、現在まで、債券を発行する発行体毎に、その承認を得るべく、所轄税務署に承認申請を行う手続が必要であり事務が煩雑であったが、今後、振替機関毎に、その承認を得る手続へ変更となり、簡素化を図った。現在、振替機関は、日本銀行と証券保管振替機構のみであり、各々の所轄税務署は日本橋税務署であるため、海外投資家（非居住者等）は、当該税務署に対して、振替機関として申請を行えば良いことになった。
- ・ 各人別帳簿の作成・報告の手続は、日本に限って課せられていたルールであったため、廃止することとした。

#### （非課税対象者の範囲拡大）

- ・ 今後、設定に係る受益権の国外における募集が公募により行われている外国投資信託（証券投資信託又は公社債等運用投資信託に該当するものに限る。）は、次のケースに該当する場合、非課税対象者とする事とした。この措置は、一旦、非課税としても、国内における支払の取扱者を通じてのみ交付されるスキームであれば、税金を取り損なうことがないためであり、その結果、非課税対象者の範囲が拡大することとなった。

当該受益権の国内における募集が公募のみにより行われること。

の受益権に係る収益の分配が国内における支払の取扱者を通じてのみ交付されること。

- ・ また、設定に係る受益権が、他の適格外国証券投資信託の信託財産としてのみ取得される外国投資信託は、利子を非課税とする事とした。この措置は、フィーダーファンドがすべ

て適格外国証券投資信託であれば、そのマスターファンドについて従来の適格外国証券投資信託と同様の取扱いを行っても良いのではないかといった議論が行われた結果、非課税対象者の範囲が拡大することとなった。

#### 【意見交換】

- ・ 米国において、海外所得に係る課税強化の法案が議論されている中、日本における非居住者債券所得非課税制度の導入は、海外の投資家にとって、極めて歓迎すべきニュースであるとの評価である。
- ・ 新しい非居住者債券所得非課税制度は、海外投資家の社債投資を促し、社債市場の活性化が期待され、広く海外投資家に周知する必要がある。
- ・ 平成 22 年度税制改正大綱では、「金融証券税制については、金融商品間の損益通算の範囲の拡充に向け、平成 23 年度改正において、公社債の利子及び譲渡所得に対する課税方式を申告分離課税とする方向で見直すことを検討する。」旨の記載があった。今後、どのような方向で議論が進むのか。
- ・ 損益通算の一体化の導入自体は、再来年度以降であると理解している。金融庁としては、損益通算の一体化に向けた作業の方向性について、今後の税制調査会の議論で明らかにして欲しいと要望した。その要望を受けて、平成 22 年度税制改正大綱では、損益通算の範囲を拡大し金融所得の一体課税を進める旨が記載されたと理解をしている。
- ・ 論点としては、損益通算される商品の範囲について、債券・先物・利子・株式の配当や譲渡益など、どのように通算していくのか。また、軽減税率 10%が適用されている株式等と 20%の税率の金融商品との間で、どのように通算していくのか。株式等の 10%の軽減税率は、今後、どのようになるのか。今後、これらの論点について議論が行われる予定であり、金融庁としては、再来年度に損益通算の一体化が実現できるよう議論が進むことを期待している。

#### 2. 社債の価格情報インフラの整備について

日本証券業協会（以下「日証協」という。）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。

##### (1) 公社債店頭売買参考統計値発表制度の問題点・指摘事項及び今後の見直しの方向性

- ・ 公社債店頭売買参考統計値（以下「売買参考統計値」という。）は、売買の参考価格、評価、さらには、社債の発行条件決定の参考指標の一つとして広く利用されているが、いずれも実勢価格から乖離しており、タイムラグがあるとの指摘があった。

- ・ 今後の見直しの方向性としては、米国F I N R AのT R A C E制度や欧州I C M Aのホームページによる公表制度を参考として、取引情報である約定銘柄・約定価格等の活用の検討や、売買参考統計値制度の見直し、さらには、取引情報の公表の試験的・段階的導入や売買参考統計値制度との併用などが考えられる。
- ・ 社債市場における価格情報の公表のあり方としては、実際の取引情報を事後的にどのように公表すべきか、また、そもそも公表すべきではないといった意見があった。市場においては、価格情報が最も重要であり、米国や欧州を参考に、何らかの形で、取引情報を公表する仕組みを考えていく必要があるのではないかと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（検討メモ）（案）

各社が算出する公社債店頭売買参考統計値の信頼性の向上

過去に社債の引受主幹事となり、一定額以上の引受実績・売買実績がある証券会社を指定報告協会員とすることが考えられる。

この場合、過去の検討では、最低報告協会員数5社を下回る銘柄が生じることや、5社を下回った銘柄について、売買参考統計値の精緻性の担保や恣意性が排除できるのかといった論点があった。

指定報告協会員の報告時限の繰下げ

証券会社において、銘柄数が多く短時間で報告数値を算出、報告することが難しい状況であるため、指定報告協会員から日証協への報告時限（午後4時30分）を繰り下げることや、その報告内容を簡素化することが考えられる。

過去の検討では、日証協が、報告時間の繰下げと合わせて公表時刻（午後5時30分）を繰り下げれば、利用者（機関投資家、投信委託会社、証券会社やベンダー）から反対が多く、また、報告内容の簡素化は、クレジットスプレッドカーブの算出であれば短時間で報告できるといった意見があった。

指定報告協会員の拡大（社数、範囲等）

発表銘柄数の拡大（低格付債等）

指定報告協会員が5社未満であっても、その旨をアナウンスした上で、売買参考統計値を公表することが考えられる。

過去の検討では、売買参考統計値の精緻性の担保や恣意性が排除できるのかといった論点や、個人向け社債等の店頭気配情報と同様に、指定報告協会員各社の気配値の公表について、どのように考えるのかといった論点があった。

## 【意見交換】

- ・ 米国T R A C E制度では、約3万銘柄を約1,800社の業者が、約定後15分で報告している。米国で実施できる制度について、なぜ、日本で実施できないのか調べる必要があるので

はないか。

- ・ 売買参考統計値の日証協の公表時刻について、繰り下げるといった意見があったが、全銘柄を変更する必要はないのではないか。例えば、ボリュームの多い銘柄と少ない銘柄に分け、少ない銘柄は繰り下げて公表するなど、段階的に公表しても良いのではないか。
- ・ 日本の社債市場は、米国と比較して社債の流動性が低い。流動性の低さに伴い、オファーとビットは相当乖離するため、これらの情報に基づいた約定価格を公表することは、ディーラーの立場で言えば、市場参加者に対してミスリーディングになるのではないか。
- ・ 売買参考統計値は、実際に取引された約定価格ではなく、証券会社が市場実勢を見ながら算出している。実際の取引では、投資家や証券会社がどうしてもポジションから外したいといった場合もあり、そのようなときには、どのような価格でも良いから外したいといったこともある。
- ・ 流動性の極めて低い低格付社債の取引では、成立した取引が必ずしも実勢であるとは言いえないケースが多いと思われるため、すべての銘柄について、取引情報を報告・公表対象とするのかどうか、十分検討した方が良いのではないか。
- ・ 社債の発行額が大きく、格付も高く、相対的に流動性が高い銘柄では、取引情報の活用について効果があると思われるが、必ずしも、全銘柄の取引情報を活用する必要はないのではないか。
- ・ 取引情報は、ある程度、公表される銘柄対象を絞り込み、まずは、流動性の比較的高い銘柄から行っていくのが効果として高いのではないか。
- ・ 売買参考統計値の指定報告協会による報告時限を繰り下げたとしても、その効果は限界的ではないか。
- ・ 売買参考統計値の指定報告協会を拡大する場合は、インフラの整備が必要になるのではないか。
- ・ 売買参考統計値は、発行体と投資家の双方から見直しの必要性が指摘されていたほか、証券会社の委員からも、報告している気配に問題があることを認める発言があった。本ワーキング・グループにおいて、売買参考統計値の見直し案がいくつか提示されているが、問題が生じている理由が何かによって取るべき見直し案も異なる。今後は、問題の所在を明らかにし、検討を継続する場を設けるべきではないか。
- ・ 各社が算出する売買参考統計値の信頼性の向上のために、「過去に社債の引受主幹事となり、一定額以上の引受実績・売買実績がある証券会社を指定報告協会とする。」といった見直し案が紹介されたが、現状の売買参考統計値の報告データにおいて、引受実績・売買実績がある証券会社は、市場実勢に近い報告を行っているのかどうか、その報告内容を確認しない状態で見直しが行われ、売買参考統計値の精度が上がらなかった場合、結果として、指

定報告協会員が減少する弊害が出てくるのではないか。

- ・ 市場において、価格の情報は重要であり、取引情報を公表することは、非常にコストや手間がかかるが、その公表が円滑に行われることによって、非常に大きな便益も生じるのではないか。取引情報は、実態が分からなければ意味がなく、今後、どのような考え方に基づいて、どのように整備をすれば良いか整理していく必要がある。
- ・ 取引の実勢価格や気配値、乖離の問題、取引情報の流動性への影響等について検討が必要ではないか。流動性の高い銘柄からアプローチをすれば良いといった意見や、価格情報が的確に算出されることによって流動性が増してくるといった意見もあった。
- ・ 指定報告協会員から日証協への報告時限を繰り下げれば、売買参考統計値は実勢価格に近づくのか、それとも、別の方策を行えば良いのか、一体何が理由で売買参考統計値が実勢価格と乖離しているのか、更に検討する必要があると思う。
- ・ 指定報告協会員としては、マーケットの実勢価格に近い報告を行うことによるメリット・デメリット、その報告を行わないことによるメリット・デメリットが見えにくい状況である。本当にマーケットが大きく動いたときに、その動きに沿って、タイムリーに値段を変更するインセンティブを付けなければ、日証協への報告時限を繰り下げたとしても、指定報告協会員は、適切な値段で報告しないのではないか。
- ・ 社債は銘柄毎に個別性が強いいため、日証協が算出している売買参考統計値の信頼性が高まることは望ましい。

### 3. 発行市場関係の検討課題

発行市場関係の各課題について、次のとおり、意見交換が行われた。

#### 【 意見交換 】

##### (1) 社債の多様化

- ・ 超長期債は、欧米においても、超長期債の流動性が問題になっており、世界を見回しても殆ど実例がない。

##### (2) 発行条件の決定プロセス

- ・ 米国では、届出の効力が発生する前の待機期間中において、仮目論見書を利用しなくても口頭による売付けの申込みができ、ロードショーが実施しやすいと聞いている。日本では、正式な手続ではない状況でヒアリングを行っており、正式にヒアリングができない点が、弊害となっていると聞いている。
- ・ P O T方式では、1箇所におオーダーを集中させることになるため、投資家は主幹

事証券会社にまとめて販売手数料を払い、それを主幹事証券会社が各引受証券会社に配分する。しかし、我が国の税制では、販売証券会社の収益とすることが認められていない。

- ・ POT方式における税務上の問題は、法令の解釈上で、可能であれば、明確な解釈が出るように働きかけを行い、必要であれば、税制改正要望等の検討を行ってみたいかどうか。

### (3) 格付の活用方法

- ・ 格付と価格の対応の分析は複雑な作業であるが、そもそも格付のみで評価して投資する考え方は適当であるのか。複数の格付が利用できれば情報は増えるが、それで安心できると言えるのかどうか、十分考える必要がある。

### (4) 個人向け社債

- ・ 個人向け国債は、途中換金ルールなど、個人向けのルールが明確に策定されているものの、現在、販売面において苦戦している。従来の個人向け社債は、基本的にクーポンが魅力となって投資勧誘が行われたように見受けられるが、銀行預金や国債といった競合する投資手段が存在するため、仮に個人向け社債の市場規模の拡大を目指すのであれば、相当な検討・取り組みが必要ではないか。

### (配付資料)

- ・ 新しい非居住者債券所得非課税制度
- ・ 社債の価格情報インフラの整備について（第4回ワーキング・グループ配付資料）
- ・ 「公社債店頭売買参考統計値発表制度」の見直し（検討メモ）（案）

以 上