

社債市場の活性化に関する海外調査報告

平成 22 年 4 月 6 日

「社債市場の活性化に関する懇談会
ワーキング・グループ」事務局

「社債市場の活性化に関する懇談会ワーキング・グループ」事務局では、同懇談会の取りまとめに反映させるため、我が国社債市場の活性化に向けた検討課題について、米国・欧州における諸施策の取組み及び実情等につき、次のとおり海外調査を実施した。

1. 調査日程 2010年（平成22年）2月17日から同年2月27日

2. 調査参加者

（米国・英国）

井 瀧 正 彦 委員（野村資本市場研究所 執行役研究部長）

吉 川 浩 史（野村資本市場研究所 研究部研究員）

小 柳 雅 彦（日本証券業協会 常務執行役）

木 下 正 己（日本証券業協会 調査部課長）

（英国）

吉 井 一 洋 委員（大和総研 制度調査部長）

（米国）

横 山 淳（大和総研 制度調査部統括次長） （敬称略）

3. 調査先

(1) 米国

- ・ 金融取引業規制機構（FINRA）
- ・ 証券業金融市場協会（SIFMA）
- ・ ミズホ・セキュリティーズUSA（ブローカー・ディーラー、引受業者）
- ・ ノムラ・セキュリティーズ・インターナショナル（ブローカー・ディーラー、引受業者）
- ・ J.P.モルガン（ブローカー・ディーラー、引受業者）
- ・ ゴールドマン・サックス（ブローカー・ディーラー、引受業者、発行体）
- ・ モルガン・スタンレー（ブローカー・ディーラー、引受業者、発行体）
- ・ ブラックロック（運用会社）
- ・ バンク・オブ・ニューヨーク・メロン（トラスティー）

(2) 英国

- ・ 国際資本市場協会（ICMA）
- ・ Xtrakter（社債の価格情報インフラ）
- ・ BNPパリバ（ブローカー・ディーラー、引受業者）

4. 主な調査項目

- (1) 社債発行（資金調達手段）
- (2) 四半期開示と社債発行
- (3) デフォルトリスクへの対応（コベナント、トラスティー）
- (4) 社債の価格情報インフラ
- (5) 社債の電子取引システム
- (6) 社債レポ市場
- (7) 個人投資家の社債投資、投資家教育

目 次

I. 米国	
1. 米国社債市場	1
(1) 背景・要因	
(2) 米国企業の社債発行（資金調達）	
2. 四半期開示と社債発行	2
(1) 四半期報告書フォーム 10-Q 提出前の社債の発行	
(2) エクストラ・デューディリジェンス	
3. 発行条件の決定プロセス	5
(1) POT 方式	
(2) ロードショー	
4. デフォルトリスクへの対応	
4-1 コベンナツの付与及び開示	8
(1) 社債へのコベンナツの付与	
(2) コベンナツ情報の開示	
(3) コベンナツの付与及び開示の状況等	
4-2 トラストイー	11
(1) トラストイーの設置	
(2) トラストイーと社債権者間の利益相反防止のための措置	
(3) トラストイーの役割及び業務内容	
5. 社債の価格情報インフラ	
5-1 TRACE	14
(1) TRACE の概要	
(2) TRACE への報告対象範囲の拡大	
5-2 TRACE への評価	16
(1) FINRA（米国金融取引業規制機構）	
(2) 市場関係者	

6. 社債レポ市場	21
(1) 市場規模等	
(2) 社債のレンディングサービス	
7. 個人投資家の社債投資・投資教育	22
(1) 個人投資家の社債投資	
(2) 投資教育	
8. 店頭デリバティブの規制強化・透明性向上に関する議論	23
II. 欧州 (EU)	
1. 欧州社債市場	25
(1) 欧州企業による社債の利用拡大・資金調達手段の多様化	
(2) 欧州社債市場の投資家	
(3) 企業の資金調達手段の拡大を図るための取組	
2. 社債の価格情報インフラ	
2-1 債券売買の透明性を確保するための取組	26
(1) 金融危機前	
(2) 金融危機後	
2-2 Xtrakter の概要	29
(1) 機関投資家向け債券の価格情報提供サービス	
(2) ボンドマーケットプライス・ドット・コム	
3. 社債の電子取引システム等	31
(1) 社債の電子取引システム	
(2) 証券取引所による債券市場	

I. 米国

1. 米国社債市場

米国の社債市場 (corporate bond market) は、2008 年の金融危機直後は発行額が縮小したが、その後回復し、2009 年は 9,036 億ドルと金融危機前の水準に近づいた。特に、ハイ・イールド債は 1,478 億ドルで約 16.4%を占め、近年では最高水準となった。

こうした背景・要因及び米国企業の社債発行 (資金調達) について、市場関係者から次のようなコメントがあった。

(1) 背景・要因

① 主に次の 2 点があげられる。

イ. 政府の流動性供給プログラムが市場の回復に寄与したこと。

ロ. 高齢化の進展と株式の投資リターンの低下によって債券市場に資金が流入したこと。投資家は株式から債券へとアロケーションを変更した。

また、債券市場への資金流入によりイールドが低下したため、ヘッジファンド以外にも多くの機関投資家がハイ・イールド債投資を拡大している。

② 銀行の不良債権処理への対応や、銀行に対する自己資本規制の強化の動き等も、社債市場が急回復している背景にある。これは、グローバルに進む動きであり、欧州でも銀行中心から市場中心に移行しつつある。日本でも同様の動きが起き、社債市場の発展を加速させる対応が必要となるのではないか。

(2) 米国企業の社債発行 (資金調達)

① 米国での企業の社債発行は、知名度が高い大企業(上場会社)は、調達コストや発行の柔軟性、投資家の多様性の面から公募債を選択し、中小規模の企業で公募債の発行が難しい場合に私募債が選択される。

② 米国では投資家層に厚みがある債券市場がデット市場の中心に位置している。創業間もない新興企業のように、社債市場にアクセスできない企業が銀行からローンの提供を受けるため、銀行ローンの方がコストが高い。

③ 社債は投資家が分散しており、銀行と 1 対 1 の条件交渉を行うローンよりも有利な条件で資金を調達できる。初めて社債を発行する際には初期コストの負担がある

ことから、一度限りであればローンを選択することもあり得る。しかし、上場企業であれば、SECにアニュアルレポート等を提出しているため、追加的なコスト負担は少ない。

④ 社債と銀行ローンとを比較すると、次のように資金調達の容易さ、調達コストの面で社債の方が利用しやすい。

イ. 企業が資金調達する際には、まず調達の容易さが重視される。米国では、SECに財務情報を提出している上場企業であれば、クレジット・プロフィールが市場参加者に知られているため、社債による資金調達は容易である。一括登録という事前に発行登録を行う制度を利用すれば、1日で調達が可能である。

ロ. 社債は、多様な投資家から長期の資金が調達できるというメリットがある。

ハ. 調達コストについては、特に金融危機後にローン金利が上昇したため、社債による調達の方がコストが低い。

ニ. コバナンツについて、銀行ローンは社債よりも多くのコバナンツが付されるため、企業の財務上の自由度が制限されることがある。

ホ. したがって、上場企業のようにディスクロージャーを行っている企業であれば、相対取引で調達する銀行ローンよりも、多様な投資家から調達する社債の方が有利といえる。

2. 四半期開示と社債発行

我が国では、四半期開示制度の導入により起債可能期間の短縮・起債の集中化が生じ、社債の機動的な発行が難しくなったとの指摘がある。2では、米国における「四半期開示と社債発行」、次の3では「発行条件の決定プロセス」について、それぞれの制度概要及び現状を取りまとめた。

(1) 四半期報告書フォーム 10-Q 提出前の社債の発行

① 米国では、上場企業は、SEC規則に基づき、SECに対し、決算期後に我が国の有価証券報告書に相当する年次報告書フォーム 10-K、四半期報告書フォーム 10-Qを提出・登録することが義務付けられている。また、上場企業は、決算期直後に「アーニングス・リリース（決算発表）」（注）を作成、発表することがある。

（注）我が国の決算短信・四半期決算短信と類似しているが、法令や取引所規則等に

よる様式等の定めはなく、各社が任意に様式・項目を定め発表する（ただし、各種団体によるモデルなどは存在する）。発表を行った場合、その内容は、原則としてSECに提出される。

- ② 上場企業が、例えば、四半期決算後に社債を発行する場合には、基本的には、四半期報告書フォーム10-Q登録後にアンダーライター（引受証券会社）によるデューデリジェンスを経て発行される。
- ③ 一方、決算期直後からアーニングス・リリース発表までの期間は「ブラックアウト・ピリオド」、アーニングス・リリース発表から四半期報告書フォーム10-Q登録までの期間は「グレイ・エリア」と呼ばれ（合わせて「グレイ・エリア」、「ブラックアウト・ピリオド」と呼ばれることもある。）、四半期報告書フォーム10-Q登録前のこれらの期間中でも、アンダーライターによる「エクストラ・デューデリジェンス」が行われ社債が発行されることがある。
- ④ エクストラ・デューデリジェンスの手続きは、市場慣行として確立しており、米国では、四半期開示制度の導入による社債発行の起債可能期間の短縮・起債の集中化という問題は、実務上、生じていない。大手のアンダーライターでは、昨年(2009年)、いわゆるグレイ・エリア期間に発行額全体の約20%が発行され、このうち監査法人のコンフォートレターがなかったものが約60%（例年は約35~40%）と高かったとのことであった。

(2) エクストラ・デューデリジェンス

エクストラ・デューデリジェンスの内容、責任等について、アンダーライター及び発行会社から、次のとおりヒアリングを行った。

① 発行企業

イ. いわゆるグレイ・エリアでの社債の発行は、投資適格債・継続して社債を発行している企業に多い。ハイ・イールド債では、さらに慎重な審査が必要となり、グレイ・エリアにおける発行は難しい。

ロ. いわゆるグレイ・エリアにおける社債の発行は、発行体にとっては、エクストラ・デューデリジェンスが必要なため余分な発行コストの負担があるが、例えば、スプレッドが低いなど市場環境が良く、余分なリーガル・コストを考慮しても低コストで資金調達ができる場合には社債が発行され、事実、市場環境によっ

ては、調達コストに数百万ドルレベルの違いがあることもある。

② 審査項目・内容

イ. 例えば、グレイ・エリアでの社債の発行であれば、アンダーライターは、アーニングス・リリースに記載された収益や財務状態の情報（数値）と、社債発行時、四半期報告書フォーム 10-Q に掲載される予定の情報に差異・修正がないかどうか審査を行う。内容に重要な変化が生じていれば追加のディスクロージャーが必要となる。

ロ. 発行会社との間では、ミーティングにおいて追加的な情報の提出や補助的な説明を受け、発行会社の監査委員会及び取締役会議長に対してもヒアリングを行う。また、最高財務責任者（CFO）からは、CFO 自身が署名した財務情報に問題がないとの証明書がアンダーライターに提出される。

ハ. 監査法人からの「コンフォートレター」を得るようにする。

ニ. 弁護士からもデューディリジェンスに関する「コンフォートレター」（10b-5 オピニオン）を書いてもらう。

③ Q&A セッション

イ. Q&A セッションは、社債発行のだいたい 2 日前にテレフォン・カンファレンスで行われることが多い。

ロ. アンダーライターからは財務情報の修正やビジネスの状況の変化等について質問を行い、CFO や監査人が質問に答え、通常、1 回 2～3 時間で 1～2 回行う。3 回行う場合もあるが、1 回目の内容に変更がないかを確認することが多い。一方、社債を頻繁に発行している会社の場合には、Q&A セッションを省略することもある。

④ コンフォートレター

イ. 監査法人に対してコンフォートレターの提出を求める。

ロ. 監査法人において、AICPA(米国公認会計士協会)が策定する SAS (Statement of Auditing Standards : 監査基準書) に基づきコンフォートレターが作成、提出されるが、提出されない場合であっても、アンダーライターにおいて、さらに慎重な審査を行い、社債が発行される場合もある。

⑤ 引受責任

イ. 目論見書等に虚偽記載があった場合の投資家への損害賠償責任については、アンダーライターと発行体とでは責任を負う範囲が異なる。

ロ. アンダーライターは、デューディリジェンスに関して責任を負い、十分なデューディリジェンスを行ったか否かで判断される。例えば、訴訟になった場合、アンダーライターは通常のデューディリジェンスを行い、コンフォートレターの提出を受けたというのみでは免責されることはなく、加えて、適宜追加の質問や、情報の収集・確認を行ったなど、make sense するだけのフォローアップを行ったことが立証できなければ免責は認められないであろう。

ハ. 発行会社は、アンダーライターに提出する財務情報・財務データ、情報開示に対して絶対的な責任を負い、免責されることはない。発行会社とアンダーライターとの間で、あらかじめ「財務情報・財務データに誤りや不正確なものがあった場合には、アンダーライターは発行会社に求償できる。」旨の契約を取り交わすことが多い。

ニ. 社債発行後3ヶ月程度でデフォルトとなればアンダーライターの審査が適正であったか問われるが、例えば発行後2年も経過していれば、その間に企業や経済の状況が変化しておりアンダーライターが責任を問われることはまずない。

3. 発行条件の決定プロセス

米国では一般的に、社債の発行条件の決定にいわゆる「POT方式」が導入されている。POT方式とは、主幹事証券会社が、投資家の正確な需要に基づいて社債の発行条件を決定するため、幹事証券会社が連帯して販売責任を負う部分（POT）を設け、大口投資家を中心とした需要はPOTに集めて大口投資家の需要に関する情報を共有する方式で、オーダーの重複やカラ需要が排除できるとされている。このPOT方式の利用状況、評価及びロードショーについて、市場関係者から、次のとおりヒアリングを行った。

(1) POT方式

① 米国では、1998年のロシア危機後にPOT方式が導入されたが、当時、マーケットのボラティリティの影響で、従来のシステムではディールを執行することが困難

となり、特に、一部の業者がディール直後から低価格での販売を行い、リード・マネージャーがディール全体をコントロールできない状況にあった。導入当初は反対もあったが、現在では、ほぼすべての社債の発行が POT 方式である。振り返れば、斬新で成功した変革であった。

- ② POT 方式では、リード・マネージャー（主幹事証券会社）が社債発行のすべてを管理し、15～20 社のコ・リード・マネージャー（幹事証券会社）は投資家からの需要を集めて手数料を受け取るのみである。投資家の需要を一元的に管理し、正確な需要の大きさに基づいて発行額を決定するため、発行価格の水準を維持できるという利点がある。また、市場で金利等の変動が大きい時でも、ディール・マネージャーがディールをコントロールできるという特徴がある。
- ③ POT 方式の導入により、社債の発行手続が標準化、円滑に進むようになり、投資適格債は通常 1～2 日で発行される（1 日で発行されることも珍しくない）。一方、ハイ・イールド債の発行は投資家によるクレジット判断に時間が必要となり、ロードショーを含め全体では 1 ヶ月程度となる。
- ④ 具体的に 1 日で発行されるケースでは、例えば、8 時半に社債の発行が発表されると、14～17 時の間にプライシングが行われて発行が決定、発行会社には 3～5 日後に資金が振り込まれる。発行体が知名度の高い企業の場合、投資家は社債の発行前に当該企業の財務内容をある程度分析しており、投資金額を迅速に決定することができる。また、信用リスクに関する情報も把握しているため、プライシングに要する時間は 1 時間程度となる。一方、知名度が高くない企業の場合は、事前にロードショーを行い、投資家の間に情報を浸透させている。投資家は年金基金や保険会社、投資信託などの機関投資家であり、個人投資家は投資信託を経由した社債投資が中心のため、投資信託が発行会社や社債のリサーチを行っている。
- ⑤ 発行価格は、社債を既に発行している企業の場合には流通市場の当該企業の既発債の価格を、流通市場に既発の社債がない企業の場合には流通している比較銘柄の価格を参考に決定する。リード・マネージャーは、発行価格の範囲を 1～3 時間で決定、年金基金や保険会社、投資信託等に伝え（“whisper”）、そのフィードバックに基づいて需要を測る。少なくとも発行額の 2～3 倍の需要を集めることにより、発行価格の低下を防いでいる。発行価格決定後に形式的ではあるが、オフィシャル

に価格のガイダンスを行う。

- ⑥ POT方式の発行において、投資適格債とハイ・イールド債の手続は、ほとんど同じである。相違点は、投資適格債では3~4社のリード・マネージャーがオーダーフローなどの情報を共有し、発行のために協働するのに対し、ハイ・イールド債ではリード・マネージャーのうちの1社が単独でコントロールしている。ハイ・イールド債の発行はほぼ全てPOT方式で行われている。
- ⑦ なお、海外での発行、日本でサムライ債を発行する場合、トラスティーとの準備などで日数を要するので、実際に発行するまでに市場環境が変化してしまうリスク（執行リスク）がある。オーストラリアで豪ドル建ての起債を行う際も投資家の注文を集めることなどで日数を要するので、同様のリスクが生じる。

(2) ロードショー

- ① ロードショーは、幹事証券会社がマネージャーとして発行体と投資家とのミーティングを設ける。テレフォン・カンファレンスの形式で行われることや、大手機関投資家とは1対1のミーティングということもある。
- ② ロードショーでは発行体が説明を行い、投資家のリサーチ担当者からの質問を受け付ける。ロードショーには、投資適格債の発行体の場合2~5日かける。ハイ・イールド債の発行体の場合には少し期間が長くなり、新たに発行するときには、5~6日かけて計7~10回(約1時間)のミーティングを様々な投資家と行う。
- ③ ロードショーでは発行価格といった詳細な情報を発表する必要はないが、5~10年の中期債といった情報を伝えることもある。発行価格に言及しないのは、市場でスプレッドが変動すれば発行価格も変化するので、前もって伝えても意味がないからである。なお、レギュレーションFDは選択的情報開示を禁止しているが、守秘義務契約の下での開示は適用除外となっており、発行価格について言及することが直接禁じられている訳ではないと解釈する余地もあろう。

4. デフォルトリスクへの対応

我が国では、社債が他の債務・銀行融資に劣後する要因として、担保の取扱い・コベナント（特約）の付与及び開示のあり方が指摘されている。米国における社債のコベナントの付与の状況及び開示制度の概要、開示状況等について取りまとめた。

4-1 コベンナツの付与及び開示

(1) 社債へのコベンナツの付与

米国では、デフォルトリスクが大きいハイ・イールド債を中心に、社債が銀行ローンなどの他の債務に劣後することがないように、社債には多様なコベンナツが付与されている。

○ 米国社債の主なコベンナツの種類と内容

イ. 合併・買収・譲渡制限

発行会社・子会社が合併や買収などで他の企業に吸収されることや、実質的にすべての資産を他社に譲渡することを禁止

ロ. 担保提供制限（ネガティブ・プレッジ）

発行会社・子会社が他の社債やローンなどの負債に対して担保を設定することを禁止

ハ. クロス・デフォルト

他の債務がデフォルトとなった場合に当該債務をデフォルトとする。

ニ. クロス・アクセラレーション

他の債務がデフォルトとなり資金が予定よりも早く回収される場合に当該債務をデフォルトとする。

ホ. チェンジ・オブ・コントロール

あらかじめ規定された企業の支配権に関するイベント（大半の資産の売却、一定以上の議決権保有者の変更、過半数の取締役の変更等）が発生し、かつ格付けが引き下げられた場合に、社債権者が社債をあらかじめ定められた価格で買戻すことを発行会社に請求できる権利

(2) コベンナツ情報の開示

① 上場企業の社債のコベンナツの情報は、目論見書、年次報告書フォーム 10-K、臨時報告書フォーム 8-K において開示され、投資家・社債権者は、その内容を把握することができる。

② 上場会社の社債やローンのコベンナツの情報は、年次報告書フォーム 10-K でコベンナツの種類・有無・遵守状況等の基本的な情報が開示される（コベンナツがどの債務に付与されているかは明示されてなく、その詳細な内容は把握できない）。

- ③ コベンナツの詳細な内容については、社債は目論見書により開示され、社債やローンが臨時報告書フォーム 8-K の提出が求められる重要事象に該当する場合には、フォーム 8-K において詳細な情報が開示され、投資家・社債権者は、その内容を把握することができる。

(3) コベンナツの付与及び開示の状況等

社債に付与されるコベンナツ及び開示の状況等について、次のとおり、市場関係者からヒアリングを行った。

- ① 一般に、米国企業はローンを利用することが少なく社債が銀行ローンに劣後するという問題は起こりにくい。しかし、ハイ・イールド債発行企業に限れば、銀行ローンを利用している場合も多く、よく見られる問題である。
- ② ハイ・イールド債発行企業では、銀行から担保付ローンの提供を受けることが多く、特に、M&A を活発に行ったり、プライベート・エクイティファンドに保有されるハイ・イールド債の発行企業ではローンの金額も大きくなる。この場合には、社債が劣後することとなるが、パリパス（同順位）とするのか、劣後した位置づけにするのか、といった問題が生じる。
- ③ パリパスは、ネガティブ・プレッジ（担保提供制限）などのコベンナツにより確保される。ネガティブ・プレッジ以外のコベンナツとしては、クロス・デフォルト、クロス・アクセラレーションなどがある。この他に、例えば、担保付ローンを総資産の 60%以下に限定するような条項が付されることもあり、この条項はハイ・イールド債では、ほぼ 100%付される。
- ④ コベンナツ等の開示は、例えば、社債発行時には、目論見書において十分な情報開示が求められているが、これは SEC 規則 10b-5 オブリゲーション（詐欺的行為の禁止）及びデューディリジェンス義務により法的に担保されている。また、訴訟リスクに備えた市場慣行としても標準的な情報の開示が求められることとなる。
- このように、コベンナツ等は、債権のパリパスを維持するためのストラクチャーも含め完全な開示（absolute disclosure）が求められている。
- ⑤ コベンナツの開示は、その法的な根拠はどうか、投資家が安心して投資するために必要な透明性（transparency）、明快さ（clarity）を高めるための環境整備として不可欠であり、特に、優先・劣後の関係が複雑な中身となるほど、開示の重

要性は高くなると言える。

- ⑥ 市場慣行としてコベナンツにはパッケージがあり、それを付すことが求められているが、アンダーライターは、引受けの合意の際に、発行体がこうした要件を満たしているかどうか確認を行う。その際には、ローン契約も全て精査することになり、アンダーライターとしては、確認の結果、十分な開示が行われていないものについては引受ができない。
- ⑦ 銀行ローンより劣後したハイ・イールド債を発行する際には、詳細なディスクロージャーが必要になる。劣後社債は、回収順位が低位となる一方リスクに応じてイールドが高くなり、そうした社債に対する投資ニーズを持つ投資家が存在する。また、極端な例だが、デフォルトした債券に特化して投資を行う投資家すら存在するほど多様な投資家が存在している。
- ⑧ また、社債発行後に、例えば、ハイ・イールド債発行後に銀行から担保付ローンが発行体に提供されるときには、臨時報告書フォーム 8-K において、必ず担保に関する情報やコベナンツが開示される。そのようなローンの提供に備え、ネガティブ・プレッジが社債に付されることが一般的である。
- ⑨ ファンド・マネージャーは、コベナンツの情報開示が十分でなければ、確信をもって社債投資ができない。

【参考】欧州の状況

欧州市場で発行される社債のコベナンツの状況等について、英国の市場関係者から次のコメントがあった。

- ① 投資適格債は銀行ローン・シニアデットとパリパスとなっており劣後していない。
- ② 社債のコベナンツは銀行ローンほど多くはないが、社債のコベナンツとして、ネガティブ・プレッジ、チェンジ・オブ・コントロールがよく付され、これらは標準的な書類形式 (Standard document) において開示されている。
- ③ 社債の主な投資家である資産運用会社、年金基金、保険会社にはリサーチチームがあり、クレジット・アナリストがコベナンツについて確認を行い、アンダーライターも引受審査の過程でディスクロージャーを求める。

4-2 トラスティー

我が国では、最近の社債のデフォルトによる機関投資家向け社債への社債管理者の設置の必要性や、メインバンクが社債管理者となった場合の利益相反の問題が指摘されている。米国におけるトラスティー (Trustee) の設置及び役割・業務内容等について取りまとめた。

(1) トラスティーの設置

① 米国の社債のトラスティーは、我が国の会社法第 702 条に基づく「社債管理者」に相当し、社債権者の利益を代表して社債の管理を行う受託者であり、信託証券法 (Trust Indenture Act of 1939) に基づき、社債のデフォルト時に社債権の保全のために裁量的に行動することが義務付けられている。

このトラスティーの役割、義務、権利は、信託証券法に基づき、発行会社とトラスティーとの間で締結される信託証券 (Trust indenture) に定められている。

② トラスティーは、信託証券法によって、元本が 1,000 万ドル超の公募社債の発行時にその設置が義務付けられており、米国法に基づき設立された純資産 15 万ドル以上の事業法人であればトラスティーに就くことができる。

(2) トラスティーと社債権者間の利益相反防止のための措置

① トラスティーが社債権者の利益のために裁量的に行動できるようにするため、信託証券法では、社債のデフォルト後のトラスティーと社債権者間の利益相反について、次のような利益相反に該当する場合には、トラスティーは、90 日以内に辞任、又は利益相反の状況を解消しなければならないこととなっている。

イ. トラスティーと発行会社・引受会社間で役職員の兼任がある。

ロ. トラスティーと引受会社との間に直接・間接の支配関係がある。

ハ. トラスティーが発行会社又は引受会社の証券を 10%以上保有している。

ニ. トラスティー自身が発行会社の債権者となっている。

② 最近では、2009 年 6 月のゼネラル・モーターズ (GM) の破綻に際して、GM に対して債権を保有していたシティバンクが上記利益相反の規定に該当し、社債のトラスティーを辞任した。後任のトラスティーとして、大企業向け融資を一切行っていないウィルミントン・トラストが就任した。同社は大企業向け融資事業を行わないことにより、上記の利益相反関係となることを避け、社債のトラスティー事業を拡大

してきた。社債のトラスティとして米国最大手のバンク・オブ・ニューヨーク・メロンも、融資事業を縮小する一方で、他の金融機関のトラスティ事業を買収しており、融資事業の縮小とトラスティ事業の拡大を進めている。同行によると、利益相反を避けるために融資事業を縮小、融資を行っていないくとも、社債のトラスティを獲得する上で大きな問題にはならないということであった。

- ③ また、トラスティが発行会社の債権者となっている場合には、社債のデフォルト前に自身の債権の回収を図るということが考えられることから、信託証書法では、社債のデフォルト時に最大6か月遡り、トラスティが回収した債権を取り戻し、特別勘定で管理されることが規定されている。

(3) トラスティの役割及び業務内容

トラスティの役割及び業務内容は、次のとおり、社債のデフォルト前とデフォルト後では大きく異なっている。

① 社債のデフォルト前

イ. 社債のデフォルト前のトラスティは、基本的には、信託証書に定められた発行会社からの年次報告書や四半期報告書等の定期的な開示書類（EDGAR（SECの電子情報開示システム）により投資家が入手できる開示書類とほぼ同じ。）の受領などの事務的な業務を行い、財務情報の請求やモニタリング、レビューを行うことはない。

ロ. 仮に会社の内容が悪化した場合でも notice されない限り、社債権者に通知する義務はない。

② 社債のデフォルト後

社債がデフォルトした場合には、トラスティは、信託証書法に基づき、プルーデントマン・ルールに従って社債権者の利益を最大化するために行動することが義務付けられているが、同法では、具体的な行動内容の定めはない。

大手トラスティでは、信託証書、社内の行動指針、弁護士やフィナンシャル・アドバイザー等社内外のメンバーで構成される委員会の検討等に基づき、次により行動を採るとのことであった。

イ. 社債のデフォルト時には、発行会社に財務情報等を請求するとともに、元利金の支払の遅延や担保の喪失などによりデフォルトになった場合（ファンダメンタ

- ル・デフォルト)には、直に社債権者に通知する。
- ロ. また、コベナンツに抵触しそうな場合(テクニカル・デフォルト)には、発行会社に支払を求め、直に社債権者にコベナンツに抵触しそうな状況であることを社債権者に通知する。
- ハ. コベナンツに抵触した場合であっても、デフォルトとなるのではなくトラスティと発行会社との間でコベナンツの条件変更の交渉が行われることがある。この場合には、社債権者の過半数若しくは3分の2以上の同意を得ることを条件としている場合が多い。
- ニ. 発行会社の破産の申立てや、社債権者の利益を代弁するため破産裁判所の債権者委員会に参加し事業再編計画案を作成、同裁判所の承認を受けることもある(トラスティには破産の申立ての権利があるというもので、例えば、担保が喪失された場合に、トラスティが自動的に破産申立てを行うものではない)。また、元本の25%以上に相当する社債権者は、トラスティに対して、発行会社の破産の申立てや、支払を加速させたりするように求めることができることとなっている。
- ホ. 上記社債のデフォルト後の対応に当たっては、トラスティとしての立場が守られるよう、事前に社債権者の指示を求め、追加的な費用が発生した際には社債権者から保証を受けられるよう準備を行っている。
- ヘ. 社債権者の多くが個人投資家で、判断や費用の支払の保証を求めるといった時間がない場合には、トラスティ自身の判断で行動することもある。これは、何も行動を取らないことにより社債権者の利益を失わせ訴訟が提起される可能性があるからである。
- ト. 社債のデフォルト後のトラスティの報酬は、デフォルト前のアニュアル・フィーに加え、トランザクション・フィー、プロフェッショナル・フィー(時給形式)を必要経費として請求する。このトラスティの報酬は、通常破綻処理に最低限必要なコストとして、破綻会社に対する優先権のある債権と認められ、一般的に信託証書にこの旨が記載されている。

5. 社債の価格情報インフラ

我が国では、日本証券業協会が公表する「公社債店頭売買参考統計値」について、実勢価格との乖離やタイムラグ等が指摘されている。米国における社債の価格情報インフラの概要及び市場関係者の評価等について取りまとめた。

5-1 TRACE

(1) TRACE の概要

① 米国の社債の価格情報システムとして、FINRA（米国金融取引業規制機構）が運用する TRACE（The Trade Reporting and Compliance Engine）がある。TRACE は、2002 年 7 月から運用が開始され、FINRA の規則に基づき、FINRA の会員は、社債のセカンダリー市場で行われた取引情報を FINRA に報告、報告された情報は有料のサービスとしてディーラーや機関投資家等の市場参加者に、無料のサービスとしてリテール投資家に、それぞれリアル・タイムで提供されている。

② 2002 年 7 月の TRACE 導入当初の報告対象証券（以下「TRACE 適格証券」という。）は、投資適格債等の一部の社債であったが、その後順次拡大され、2005 年 11 月以降、原則、すべての TRACE 適格証券が取引執行後 15 分以内に報告、公表されることとなった。

③ TRACE への取引情報の報告

イ. TRACE 適格証券は、SEC 登録を受けた債券又はルール 144A（適格機関投資家向け私募）に基づく債券であり、普通社債、ミディアム・ターム・ノート（MTN）、転換社債等が対象となっている。

ロ. TRACE に報告される情報は、CUSIP（証券識別番号）、取引量、取引価格、売買の別、取引執行時間、コミッション、利回りなどである。

ハ. TRACE 適格証券は、2009 年 12 月末現在、30,378 銘柄（うち投資適格債 17,928 銘柄、ハイ・イールド債 12,450 銘柄）となっており、95%の取引が取引執行後 5 分以内に報告されている。社債の流動性は株式ほど高くはないが、約 3 万銘柄のうち、50%は毎月 1 回以上、15~20%は毎日取引されており、投資適格債の方が少し多いが投資適格債、ハイ・イールド債、どちらにも毎日取引される銘柄がある。

④ 取引情報の提供、公表

- イ. FINRA の会員から報告された TRACE 適格証券の取引情報は、原則として、ルール 144A に基づく債券を除き、すべて、取引 1 件ごとに、取引執行時間、取引価格、利回り、取引量などが提供、公表されている。
- ロ. 取引情報の公表が社債の流動性などに与える影響を考慮し、投資適格債では 500 万ドル超の取引は「5MM+」と、ハイ・イールド債では 100 万ドル超の取引は「1MM+」と表示、公表されている。

(2) TRACE への報告対象範囲の拡大

- ① 現在、TRACE では、次のとおり、TRACE への報告範囲を拡大するという新たな局面にある。

- イ. 2010 年 3 月 1 日から、ファニーメイやフレディマックといった GSE（政府系機関）が発行する債券（証券化商品を除く。）の取引及び発行市場の情報（取引）について報告義務が生じる。

- ロ. さらに、FINRA では、SEC に対して、新たに、ABS（資産担保証券）や MBS（モーゲージ担保証券）を含む証券化商品の取引について報告義務を課するというルール申請を行っており、近く、SEC の認可が得られる見込みとのことであった（2 月 23 日承認）。

- ② FINRA から、上記の証券化商品の取引の報告に関して、次のコメントがあった。

- イ. 証券化商品の取引については、2 つの重要な関心事があり、1 つは流動性の問題で、証券化商品と証券化による資金調達とが調和していないことで、もう 1 つはファンジビリティ（代替可能性）の問題で、証券化商品間の価格の関係性・連動性が弱いことである。

- ロ. このため、市場に証券化商品の価格情報を提供する前に、まずはデータを収集・分析し、何の問題が起きているか把握する必要があるとあり、報告を求めることとした。

- ハ. 初めは流動性が比較的高い銘柄から価格情報の報告を求め、公表は行わない方向でスタートするのではないかと考えている。TRACE も当初は投資適格債についてのみ公表し、導入 2 年後から全銘柄へと段階的に拡大された。報告と公表は一体として考える必要はなく、規制当局にとって特に重要なのは報告である。

- ニ. 金融危機前から ABS 市場に注目しており、TRACE の範囲を拡大する方向で進め

ていたが、金融危機後に財務省やFRB、SEC、議会などから透明性向上の必要性が指摘され、社債市場の透明性の向上の取組が加速した。

ホ．ABS の原資産情報の提供については、証券業界による取組として、2008 年 7 月に米国証券化フォーラム (ASF) による「プロジェクト・リスタート」というプロジェクトが立ち上げられており、発行体、機関投資家、オリジネーター、サービサー、ディーラー、格付機関等の間で、透明性の向上のため、ABS の組成・流通段階において、追加的なディスクロージャーやベストプラクティスについて議論が行われている。

へ．FINRA では、上記の業界での取組みを見守っており、こうした取組みで十分であればよいが、もしも足りないようならルール化を含めた対応を検討する。

5-2 TRACE への評価

TRACE の導入当初及び現状の評価について、次のとおり、自主規制機関 (FINRA) 及び市場関係者からヒアリングを行った。

(1) FINRA (米国金融取引業規制機構)

(市場の流動性への影響等)

① TRACE について、導入のインパクトは大きかった。ディーラーからは市場流動性にネガティブな影響があったと指摘されたが、データを調査しても流動性の低下を示す証拠はなかった。むしろ、学術研究においては、次の TRACE 導入のポジティブな 2 つの効果が示されている。

イ．スプレッドが 50% 縮小したこと。これは投資家には良いことであるが、ディーラーには良くないことかもしれない。

ロ．時価評価 (mark to market) の観点で、投資信託の資産評価のばらつきが小さくなり、一貫するようになったこと。

② TRACE のデータを分析すると、証券業界で考えられていたことと異なる結果が得られている。例えば、社債市場では個人投資家による売買は非常に少ないと思われていたが、TRACE 導入初日のデータを見ると取引件数の 70% が個人投資家・小口取引 (10 万ドル未満) によるものであり、金融危機後に比率はさらに上昇し、取引件数は、リーマン・ブラザーズ破綻前の 1 日平均 30,000 件から、破綻後は、主に

個人投資家の増加を主因に1日平均44,000件と大きく増加した。

- ③ TRACEの導入により、顧客は流動性の低い銘柄について、ディーラーは取引が困難になったと主張するが、これは機関投資家がTRACEの価格を見て交渉を行うため、ディーラーにとって取引が厳しくなったということだと見ている。
- ④ このようにディーラーが取引情報の報告に消極的であったのは顧客によって価格を変えていて、公表によってディーラーは取引の収益性が低下することを恐れたためと考えられる。
- ⑤ これまでディーラーからは、TRACEが市場に対して悪影響を与えた、金融危機において流動性の悪化を促進したという指摘があるが、いずれも実例を伴った指摘はない。
- ⑥ 金融危機における公募債と私募債の流動性の変化を見ると、TRACEでデータを集めていなかった私募債の方が減少幅が大きかった。これは、ディーラーの指摘とは逆の結果である。また、機関投資家に対する調査においても、従来同様、取引を行っているとの回答を得ている。取引に要する時間は長くなっている可能性があるが、より有利な価格を提示されているという。
- ⑦ 社債市場の取引の透明性向上が図られることにより、スプレッドが低下、ディーラーの社債取引から得る収益性は低下する。一方、投資家にとっては、透明性向上・確保は、公正(fair)で平等(equal)な取扱いを受けているという安心感をもたらすものであり、より多くの投資家が取引に参加することにより、市場流動性は長期的に増加するものと期待している。
- ⑧ TRACE導入後の8年間を見ても、社債の取引は減ってなく、それどころか社債市場は拡大している。実証することは難しいが、価格透明性の向上・確保が市場流動性に良い影響を与え、むしろ市場流動性を支えている可能性があるのではないかと。
- ⑨ 当初、ディーラーたちは株式と債券は違うと主張していたが、実際には「透明性は重要だ」という点で、両者はそれほど違わなかった。
- ⑩ 透明性はTRACEの価格情報によってのみ向上されるのではない。OTC取引は情報が分散している場合もあるので、それを中央に集中化・一元化することにより、投資家の情報アクセスが改善されるだけでなく、規制当局も、効率的に規制を課すことができる。

- ⑪ 株式については、オーダーハンドリングルールやレギュレーション NMS など顧客の指値注文保護や取引の事前情報(気配情報など)の透明性に関する詳細な規制が導入されている。FINRA 内では、社債の分野でのこうした事前情報の透明性に関する議論は行ってはいるが、実現に向けた具体的な取組みはない。ただし、フローベースで個人投資家の比率が多くなれば、議論が加速する可能性はあるだろう。一方で、株式取引と社債取引は共通する部分もあるが、本質的に異なっている部分もあり、こうした前提を調整したうえでなければ、株式と同様の規制を課すことは難しいのではないか。

(TRACE 導入時の費用負担)

報告業者からは、システム導入当初は費用負担が重い、システム構築が難しいといった指摘があった。しかし、報告業者にはベンダーの利用を勧め、また、接続システムの標準化を図り導入時のコストや難度といった障壁を低くした結果、全報告業者がシステムを導入した。さらに当初は取引後 75 分以内の報告を義務付け、そこから次第に短縮して、導入から 2 年後に現在の 15 分以内の報告となっている。

(2) 市場関係者

(2-1) SIFMA (米国証券業金融市場協会)

(市場の流動性への影響等)

- ① TRACE 導入当初、TRACE による社債市場における価格透明性の向上のメリット・デメリットについて投資家とディーラーの間で活発に議論された。データからはビッド・アスク・スプレッドの低下が見られるが、ディーラーからはリスクに応じたプレミアムを載せた価格が明らかとなるため、マーケットメイク・リスクが高まり、業務が難しくなるとの指摘を受けた。
- ② ディーラーは社債市場に流動性を提供する重要な存在であり、ディーラーがポジションを解消し市場が情報を消化できる時間を確保するため、価格情報の公表のタイミングを 2 時間後や翌日へと遅らせた方が良いという意見もあった。投資家とディーラーの利益が対立する中で社債市場を拡大するためにどのようにバランスを取るのかが重要であった。
- ③ SIFMA は元々ディーラーの組織であるが、現在では投資家を含め様々な市場参加

者で組織されており、SIFMA 内において、TRACE について必ずしも評価が一致しているわけではない。SIFMA の会員は、報告については FINRA の規則に基づくもので、義務として行うべきこととしてとらえ、公表については議論されているが、大手機関投資家はポジションを把握されないために小口に分割して注文を出すといった対応を採っている。

④ 現在、TRACE への報告対象を ABS、MBS に拡大しようという議論が行われており、ディーラーの一部には必要はないという意見もあるが、全体としては、TRACE への導入・拡大に対応していく必要があるという認識が広がっている。

⑤ TRACE・取引後の透明性については、次のような課題・問題があるが、まだ解決策は見つかっていない。

イ．流動性の高い社債の透明性は TRACE で確保できるが、流動性の低い社債については取引が行われないと価格情報が出てこない。

ロ．流動性の低い銘柄では取引が行われても取引価格が市場全体の動きを反映していないことがよくある。

ハ．規制当局が問題視している機関投資家に対して提示される価格と、同じ銘柄で個人投資家に提示される価格が異なること（何が適切な価格なのか）。

(2-2) ディーラー、機関投資家

(市場の流動性への影響等)

① TRACE の導入は、個人投資家への価格情報の提供・利益保護の目的であったが、当時は、次の理由から、ウォールストリートの約 80% が反対していた。

イ．流動性の低下に対する懸念であり、これは、正当な理由であった。

ロ．取引情報が 15 分後に公表されることにより、トレーダーがいくらで仕入れ、いくらで販売したかが分かってしまい、マークアップによって利益をあげることができなくなるというもので、これは、利己的(self-serving)な理由であった。

現在では、TRACE の導入により確かに流動性は若干低下したが、その影響は限定的で、全体として TRACE はうまく機能しており、市場関係者も TRACE を受け入れている。ただし、小口取引と大口取引とでは今でも明らかに価格差が残っており、個人投資家の利益保護という当初の目的が達成されたかどうかについては疑問が残る。

- ② TRACE の導入当初は反対する意見もあったが、現在では、透明性の面から必要不可欠な制度であると感じている。市場での社債の価格が把握しやすくなったため、発行市場は拡大していると考えられる。
- ③ 2009 年は非居住者、特に欧州やカナダ企業が発行するヤンキー債の発行が増加したが、TRACE により社債の取引におけるスプレッドが縮小し、発行体としても有利に資金調達できるようになったことが背景にあるのではないかと。ヤンキー債に加え、米国企業が発行する社債の発行額が増加しているが、これも TRACE により市場で取引されている価格が把握でき、起債のタイミングを判断しやすくなったことも影響しているのではないかと。
- ④ TRACE の導入により取引価格を多くの市場参加者が見られるようになった。しかし、取引があまり行われないう社債については価格情報が出てこない。
- ⑤ 日本の社債取引の規模が小さいのであれば、TRACE（事後の取引情報の提供）による透明性の向上が市場の活性化に有効かもしれないが、一方、社債の取引規模が大きいのであれば、投資家は、他のソースから情報の入手ができると考えられるので、余り効果は期待できないかもしれない。
- ⑥ 米国の機関投資家にとっては、次のような点で TRACE の価格情報は極めて有用といえる。これらは、投資適格債にもハイ・イールド債にも共通するメリットである。
 - イ．社債の直近の取引水準に関する可視性（visibility）が高まり、流動性も向上した。
 - ロ．ブローカー・ディーラーの執行コストのモニタリングが容易になった。
 - ハ．ビッド／アスクのスプレッドが TRACE 導入前に比べ大幅にタイト化した。

（TRACE 導入時の費用負担）

- ① TRACE への報告システムは規制なので導入せざるを得ず、TRACE 導入時のシステム投資は少額ではなかったが、必要なコスト負担であるにとらえていた。
- ② TRACE 導入時にディーラーは重いシステム開発負担に直面したが、規制への対応なので耐えなければならない。なお、システム導入後は、トレーダーの注文は自動的にバックオフィスに送られ、TRACE を通じて FINRA に報告される。FINRA では検査を行い、報告義務違反には反則金等を課されることがある。
- ③ TRACE への報告システムを自社で構築している会社と外部ベンダーを利用してい

る会社の比率はそれぞれ約 50%ではないか。

6. 社債レポ市場

我が国では、社債の流通市場の活性化に必要なインフラとして、社債のレポ市場、レンディングの仕組の未整備が指摘されている。米国における社債レポ市場の拡大の背景・要因及び社債のレンディングサービスについて取りまとめた。

(1) 市場規模等

① 米国のレポ・債券貸借市場は、2009年12月末現在、残高は2兆5,000億ドルとなっており、担保債券別にみると、国債が約1兆5,000億ドル(59%)、政府系機関債が約2,000億ドル(10%)、MBSが約6,000億ドル(25%)、社債が約1,000億ドル(6%)となっている。

② レポ・債券貸借市場の規模の拡大には、次のような背景・要因がある。

イ. 債券の発行残高が大きく活発な売買を背景にして、ディーラーでは、ファンディングやショートポジションのカバーのための資金・債券の調達ニーズが高く、一方、機関投資家は、保有債券の利回りの向上や安定的な資金運用等のために積極的に活用していること。

ロ. 市場インフラ面では、クリアリング・バンクの普及、清算機関の設立、トライパーティ・レポの普及など、整備が進んでいること。

(2) 社債のレンディングサービス

① 米国市場において、社債のレポ取引及びレンディングは広く普及している。主な社債のレンディングサービスとして、クリアリング・バンクによるトライパーティ・レポ、NSCCによるフェイルカバーがある。

イ. トライパーティ・レポ

ディーラーから顧客に引渡す担保債券の選定・引渡し、担保価額の管理、顧客からディーラーへの資金の引渡し等を、個別の指示を受けることなくクリアリング・バンクが行う仕組み。

ロ. NSCCによるフェイルカバー（注）

フェイルが発生した場合に、渡方が引渡し債務を履行するため、NSCCが他の参加者等から債券を借り受け、受方に引渡す仕組み。

(注) NSCC (National Securities Clearing Corporation)

DTCC (Depository Trust and Clearing Corporation : 米国証券保管振替機関)の子会社で、証券会社間の取引における証券の取引の照合、決済の保証及びネットティングを行う。

- ② 社債のレンディングサービスについて、証券会社では、
- イ. 主にトライパーティ・レポを利用しており、手元のない銘柄でも、顧客から購入の要望があれば売却することができ、オーバーアロケーションも行いやすくなる。
 - ロ. フェイルの回避にも有用である。
 - ハ. ハイ・イールド債は銘柄数も少なく相対的に発行額が小さいことから有効にアービトラージが行えない。主に流動性が高くレンディング効果が大きい投資適格債の取引で利用している。
- とのことであった。

【参考】欧州の状況

ユーロクリアが提供する社債のレンディングサービスについて、英国の市場関係者からは、「社債の貸借やレポのサービスは何年も前からあるが、第1にフェイルを回避するために利用している。利用コストが高いことから、小額な取引などインターディーラーで相手を探すよりも効率的な場合に利用している。」とのコメントがあった。

7. 個人投資家の社債投資・投資教育

個人投資家による社債投資、社債市場に関する理解及び投資教育の現状に関して、市場関係者及び自主規制機関・業界団体等から、次のコメントがあった。

(1) 個人投資家の社債投資

- ① 社債投資は、年金基金、保険会社、投資信託、ヘッジファンドといった機関投資家を中心で、投資適格債は年金基金や保険会社が、デフォルトリスクの高いハイ・イールド債はヘッジファンドが多い。
- ② 個人投資家の多くは投資信託を通じて社債投資を行っており、近年は増えてきているが、個人投資家による社債への直接投資はまだ少ない。

(2) 投資教育

- ① FINRA では、株式市場と社債市場との違いすら理解していない個人投資家がいることは重大な懸念材料であり、2004年に実施した個人投資家に対するアンケートで、60%の回答者が債券価格と金利の関係（逆相関）について理解していないという調査結果もあり、個人投資家がニーズに基づいて投資できるように投資家教育を行っている。
- ② SIFMA では、社債市場の流動性向上のためには、年金基金や保険会社といった機関投資家に加え、個人投資家の社債市場への取り込みが必要であるとして、個人投資家を対象に、特に社債市場の状況、社債権者の権利保護などの情報を十分に提供するため「インベスティング・イン・ボンド・ドット・コム」(InvestinginBonds.com) というウェブサイトを開設するなど、投資家教育に取り組んでいる。

8. 店頭デリバティブの規制強化・透明性向上に関する議論

店頭(OTC)デリバティブの規制強化・透明性向上に関して、市場関係者から、次のコメントがあった。

- ① 米国では金融危機の結果、金融市場、特に OTC デリバティブの規制強化・透明性向上について、非常に多くの議論が行われており、上・下院でもまだ議論が継続中である。
- ② リーマン・ブラザーズ破綻後は社債市場と CDS 市場の両市場の関係が崩れたが、それまでは、主に銀行が融資債権のリスクヘッジ手段として CDS 市場を利用していた。特に、担保を付すことができない債権や資産売却が難しい企業に対する債権の場合に CDS が利用されていた。
- ③ しかし、リーマン・ブラザーズ破綻直前には、CDS 市場の規模がデット市場を上回る状況になっていた。CDS 市場が適切に機能するためには、CDS 市場がデット市場を上回るような状況は健全とはいえ、CDS 市場の規模の適正化が必要である。
- ④ CDS 市場の規模をデット市場の規模以下にコントロールするためには、規制が必要であり、まずはクリアリング・ハウスを設け清算集中を行い、市場規模を把握できるようにすることが重要と考える。

- ⑤ CDS の決済の集中化は透明性の向上のために重要であるが、CDS は標準化になじまないため、CDS を利用した新しいリスク管理手法等の開発を妨げる可能性がある。
- ⑥ CDS については、決済の集中化に加えて、透明性向上のため TRACE を通じた CDS の日中の価格情報の提供についても議論が行われているが、まずは取引情報の報告義務を課すのかどうか、規制当局に報告するのかどうかについて議論する必要がある。詳細はまだ議論している段階であるが、実施される場合には、清算機関や取引所からデータを得ることになるのではないか。

II. 欧州 (EU)

1. 欧州社債市場

欧州社債市場においても 2008 年 9 月のリーマン・ブラザーズ破綻後、一時的に社債発行が難しい局面があったが、その後社債市場は回復し、2009 年の欧州では社債発行が記録的な規模となった。

こうした背景・要因について、市場関係者から次のようなコメントがあった。

(1) 欧州企業による社債の利用拡大・資金調達手段の多様化

- ① 欧州企業による社債の利用は拡大しており、銀行への依存が低下している。企業において、銀行から資金の流動性を確保できるという自信がなくなっており、調達手段の分散が進んでいるためである。したがって、調達コストを第 1 の理由にして社債の利用が拡大しているというわけではない。
- ② 過去 18 ヶ月の間に見られる大手企業を中心とする社債へのシフトは、欧州社債市場の大きな前進といえる。かつては銀行のローンが社債よりも優勢であったが、企業の資金調達手段の多様化が進んでいる。企業の負債に占めるローンの水準は今でもまだ高いが、銀行から調達しているローンについては 10 年来の低水準になっている。
- ③ 現在、全体としては、投資適格債による資金調達コストはローンの水準に近く、こうした状態では社債が選択されることが多い。
- ④ 欧州での社債の募集は、ほぼ POT 方式である。社債を頻繁に発行する発行会社の場合には、流通市場でのイールドカーブから発行条件を把握することができ、概ね即日でローンチされる。新規に社債を発行する会社の場合、クレジットの調査を厳密に行うとともに、投資家に対するカンファレンスコール（電話会議）やロードショーを行い、投資家の需要を把握する。
- ⑤ 2009 年には銀行による貸出が減少した際にハイ・イールド債の発行が増加したが、欧州のハイ・イールド債市場は、BB 格、B 格が中心で、セクターもケーブルテレビなど安定した業界に限られている。米国のように CCC 格や CC 格、そして多様なセクターからの発行にはいたっていない。
- ⑥ 今後も、発行体は 2008 年の教訓から資金調達手段の多様化を進めると思われ、調達コストよりも手元流動性の確保、市場へのアクセス、柔軟性を重視する最高財務責任者 (CFO) が増加している。

- ⑦ 今後の欧州社債市場は、株式市場のように流動性を高めることは難しいかもしれないが、金融危機を受けて銀行は貸出を抑制せざるを得ない状況にあり、特に景気回復局面、経済成長局面において企業の社債発行は増加すると見込まれる。規制当局による市場の透明性向上についても、楽観的に見れば、社債市場の信頼性が増し、市場拡大につながるとも考えられる。
- ⑧ 懸念される点は、銀行が回復し低い利率で流動性を提供することであるが、可能性は低いと見ている。

(2) 欧州社債市場の投資家

- ① 社債投資家はバイ・アンド・ホールド型の投資家が多く、社債の取引は発行後数週間が最も活発で、その後は取引が少なくなる。
- ② 2007～2008年はヘッジファンドや金融機関のトレーディングデスクによる取引が多かったが、現在は少ない。そのため、現在の主な社債投資家は「real money investor」の資産運用会社、年金基金、保険会社である。
- ③ 社債投資家として銀行の存在感は大きくなく、社債に投資している銀行もあるが、社債市場全体から見ると重要ではない。
- ④ 2009年は発行額の増加とともに流動性も向上し、米国市場に近づいた。

(3) 企業の資金調達手段の拡大を図るための取組

現在、英国財務省と中央銀行（BOE）との間で、企業の銀行以外からの資金調達手段の多様化を図るため、ノンバンクからの借入、社債発行の促進等の議論が行われており、2010年1月、アンケート調査・意見聴取が実施された。

2. 社債の価格情報インフラ

2-1 債券売買の透明性を確保するための取組

(1) 金融危機前

- ① 欧州連合（EU）の行政執行機関である欧州委員会（European Commission）では、株式以外の金融商品に取引前及び取引後の透明性に関する要件の適用を拡大すべきか検討が行われた。その結果2008年、EUの金融商品市場指令（MiFID）65条に基づく報告が公表され、「市場の失敗（market failure）がない限り、新たな法規制を導入する必要はない。」という結論であった。

- ② 欧州委員会の報告書では、「欧州証券規制当局委員会（CESR）及び業界全体で次のような幅広いコンセンサスが得られた。すなわち、ホールセール市場における市場の失敗（market failure）は認められない。しかし、個人投資家の価格情報へのアクセスに関しては改善の余地がある。」とされた。
- ③ ここでいう市場の失敗（market failure）の定義は、リーマン・ブラザーズの破綻という事象ではなく、より広義に、市場に改善の余地がある状況を意味する。透明性に関する市場の失敗として、セルサイドとバイサイドである個人投資家の間に情報の非対称性が存在していた。
- ④ 国際資本市場協会（ICMA）では、2007年に、こうした報告書が出されることを予想して、事前に350に上る会員に対してアンケート調査を行った。その回答を受け、市場主導型で個人投資家のためにグッド・プラクティス（個人投資家向け債券市場の価格の透明性に関するスタンダード）を定め、社債市場の透明性向上を図った。
- ⑤ したがって、ICMAが個人投資家のためにイニシアティブを取って進めた社債市場の透明性向上への取り組みと、欧州委員会がリテール及びホールセール取引に対して報告書を出したことは関係している。
- ⑥ 個人投資家のための価格の透明性向上を図るうえで重要な点は、次の3点として
イ．特に高格付で発行額の大きい社債の価格情報に容易にアクセスできるようになること。
ロ．価格情報を公平（fair）、明確（clear）、誤認させない（no misleading）情報にすること。
ハ．新たな報告義務を法的に課すのではなく、業界の自主的な基準とすること。
- ⑦ これを受けて、ICMAでは、2007年末から、Xtrakterに委託をして、新たに、TRAX（取引の照合及び当局への報告を行うためのシステム）への報告データを基にしたサービスを開始した。その一つが、個人投資家向けに無料で価格情報を提供する専用ウェブサイト「ボンドマーケットプライス・ドット・コム」である。

【 ボンドマーケットプライス・ドット・コム 】(BondMarketPrices.com)

- ① ICMAが「ボンドマーケットプライス・ドット・コム」(BondMarketPrices.com)の運用を開始した背景には、ICMAが15年前からXtrakterに委託していた有料の価格情報サービスのためのより大きな価格情報データベースの存在があった。このデ

ータベースは、ICMA の会員により取引されたすべての銘柄を対象としている。

- ② ボンドマーケットプライス・ドット・コムによる価格情報の提供は、主に個人投資家による取引拡大を目的とするものであり、個人投資家が取引する頻度の高い銘柄に限定して情報が提供されている。
- ③ 欧州証券規制当局委員会（CESR）の会員に対するヒアリングでは、ボンドマーケットプライス・ドット・コムを定期的にチェックしている個人投資家は少ないという結果とのことであった。
- ④ ボンドマーケットプライス・ドット・コムの概要は、後掲 2-2 (2) 参照。

(2) 金融危機後

- ① 2008 年に国際的な金融危機が発生し、その中で欧州証券規制当局委員会（CESR）が透明性のあり方を見直した結果、2009 年 7 月、欧州委員会に対し債券売買の透明性確保を義務付けるべきとの勧告を行った。
- ② これを受け欧州委員会による新たな法規制導入が検討されることとなり、2010 年後半に金融商品市場指令（MiFID）の見直しが行われる際に導入されると見られている。
- ③ CESR の議長は OTC 市場の透明性向上を掲げており、欧州委員会の規制に対する雰囲気は厳しく、法規制が強化される方向にある。
- ④ 市場関係者からは、上記の新たな法規制導入の検討に当たっての課題及び方向性等について、次のとおりコメントがあった。

イ．ICMA は、2009 年 1 月、「債券市場の透明性に関する ICMA スタンドアードの改善提案」を公表、意見を求めている。

ロ．課題としては、当局も含めて当初から把握されていたことだが、ボンドマーケットプライス・ドット・コムの価格情報が ICMA の英国内の会員のみから収集されており、EU で取引されている社債を広範にカバーするシステムではないということである。具体的に英国以外の国でも社債の価格情報の報告が義務化され、公表されるのかどうかである。

ハ．ボンドマーケットプライス・ドット・コムでは、1 日の取引終了後に、高値、安値、仲値及びビッド・オファーの平均値を公表しているが、取引後の透明性を確保するための措置として米国 TRACE のようなリアルタイムの体制に移行するかは検討中である。

- ニ. 米国と違い、EUは複数の国家から構成されるため、米国 TRACE のような仕組みで汎欧州のシステムを構築することは容易ではない。また、ICMA は民間企業であり莫大な投資を行ってまで、27 カ国すべてにボンドマーケットプライス・ドット・コム¹の仕組みを普及させることは難しい。
- ホ. 金融機関の一部には価格透明性の向上に反対する意見もある。
- へ. ABS については、今般の金融危機において市場の混乱を招いたため、価格情報をまったく公表しないというわけにはいかないと思われる。

2-2 Xtrakter の概要

Xtrakter は、以前は ICMA の商業ベース部門として債券の価格情報提供サービスを行っていたが、2009 年 4 月、ユーロクリアに売却され独立した。

Xtrakter が提供する債券の価格情報提供サービスの概要は、次のとおりである。

(1) 機関投資家向け債券の価格情報提供サービス

- ① 債券の価格情報は、以前は ICMA の規則に基づき報告されていたが、現在は、Xtrakter との契約に基づき 英国内の 137 の銀行・ブローカー及びそれ以外の 25 の企業等から提供を受けている。
- ② 一方、Xtrakter は、ICMA の会員以外の銀行や企業にも情報を提供、新規顧客は毎月 2~3 社のペースで増加しており、顧客の増加は、同時に価格情報等の提供者の増加につながることもあった。
- ③ 機関投資家向け債券の価格情報サービスには、主に資産運用業者向けとセルサイドの投資銀行向けの 2 種類があり、投資適格債のほか、ハイ・イールド債、私募債、証券化商品等の情報が提供されている。
- ④ ここで提供されるデータは、単なる価格情報のみではなく、市場データ、価格情報、統計値参考データ (Static reference data) からなっている。具体的データ項目としては、取引価格のほか、経過金利、日付、クーポン、次のクーポン支払日、コントリビューター数、気配値の高値・安値・中央値がある。また、レファレンスデータには、証券コード、証券タイプ、発行体名、満期、通貨、発行規模が含まれおり、顧客には単なる価格情報ではなく、取引の背景・条件の情報が提供されている。
- ⑤ 提供されている価格には拘束事項が設けられており、カウンターパーティーが特

定されたり、裁定取引の戦略が特定されるような形では提供されていない。

- ⑥ 価格には気配値と約定価格の2種類があるが、約定情報は、コントリビューターから1秒ごとにリアルタイムに送られ格納される。一方、気配値は、取引終了後にコントリビューターから価格情報のファイルが提供され、Xtrakterでは、バリデーション・ルール（価格情報に採用する際の妥当性に関する検証基準）に合致しているかの判断・チェックを行い、その日の価格情報は、当日の午後8時30分には提供される。
- ⑦ バリデーション・ルール
- イ. バリデーション・ルールによる情報の質のチェックは自動的に行われる。流動性が低いために長期間動いていない価格や、異常に大きなスプレッドなどは除外される一方、バリデーション・ルールに合致していれば、仮にコントリビューターが1社であっても、公表価格として採用する仕組みになっている。なお、気配値については、実績値と報告のために算出された値とが両方混ざっていると思われるとのことであった。
- ロ. バリデーション・ルールは、Xtrakter自身で定めており、公表されていない。FSAには報告義務はないが、どのようなルールを適用しているのか報告を行っているとのことであった。
- ハ. バリデーション・ルールは、日々レビューを行い、最近では金融危機の際に見直しを行ったとのことであった。
- ⑧ Xtrakterの価格のファイルには5,000社に上る価格情報が入っているが、社債は、流動性の高い銘柄が少なく約260社で、社債によってはコントリビューターが1~2社ということもある。
- ⑨ Xtrakterでは、私募債やABSなどの流動性の低い社債の価格情報に対する需要は大きいと見ており、流動性の高い社債の価格情報は他社でも見ることができることから、Xtrakterのビジネスとしては、これら流動性の低い社債の価格情報の提供であり、最も価値のある価格は、コントリビューターが1社しかない社債の価格であるとのことであった。
- ⑩ Xtrakterはコントリビューターに対し手数料は支払っていないが、Xtrakterのサービスの利用度合等に応じて利用料を減額している。

(2) ボンドマーケットプライス・ドット・コム

- ① ボンドマーケットプライス・ドット・コムで公表されている社債の価格情報は、流動性・格付けが高い銘柄（残存年限1年以上、格付A-以上、発行額10億ユーロ以上）の一定の取引（取引額15,000～1,000,000ユーロ）に限定されており、ハイ・イールド債、私募債、証券化商品等の情報は公表されていない。
- ② 価格情報は、午後5時30分に報告された取引価格（マークアップは含まれていない。）の高値、安値、仲値、さらに午後9時に取引終了時におけるビッド・オファ어의平均値が公表されている（米国TRACEは、同一の社債であっても各取引ごとの価格情報が公表されている）。
- ③ 個人投資家向けに無料で情報が提供されているが、利用するには登録が必要であり、登録の段階でユーザーをバイサイドの個人投資家に限定されている。
- ④ 運営コストは、ICMAのコスト負担はなく、全てXtrakterが負担している。市場の透明性の重要性から行っていることであり、価格情報サービスの宣伝の意味合いもあるとのことであった。

3. 社債の電子取引システム等

欧州社債市場における社債の電子取引システムの利用状況、評価等及び証券取引所による債券市場について、次のとおり、市場関係者からヒアリングを行った。

(1) 社債の電子取引システム

- ① 電子取引プラットフォームのうち、国債を取引するマルチ・ディーラー・プラットフォームはある程度成功しているが、社債については比較的アクティブなマーケットアクセス（MarketAxess）やトレードウェブ（Tradeweb）であっても取引が少ない。
- ② マーケットアクセス等は、複数のマーケット・メーカーから社債の取引を取り込むことで比較的成功を収めている。社債の取引、流動性の低い社債では双方向の取引が難しく、特に顧客が規模の大きい取引を行う場合には、ディーラーが相手方となる必要がある。電子取引システムではディーラーは買いに立つことはできるが、売りに立つことはショートポジションのカバーが難しいことからできないことが多い。したがって、欧州社債市場では電話を通じたインターディーラーでの取引が主である。

③ 大手証券会社からは、社債の電子取引システムの利用等について、次のとおりコメントがあった。

イ．例えば、大手通信会社の社債の取引を行う場合、大手の情報ベンダーから 20 のディーラーの価格情報を取得することができ当該情報に基づき取引を行っているが、これは、マーケットアクセスのような電子取引システムを使用するのと同じである。

ロ．電子取引システムを利用するのは社債取引の 20%程度で、80%はインターディーラー市場で電話により行っている。

ハ．電子取引プラットフォームにより投資家の需要を把握しやすくなり、例えば、人気のある社債については強気の価格を売却時に提示することができるようになった。

ニ．電子取引プラットフォームは透明性向上の観点からは重要であり、また、小口の取引ではインターディーラー市場で相手を探すよりも作業効率が高い。

(2) 証券取引所による債券市場

① 新しい動きとして、ロンドン証券取引所では、2010年2月1日から新しい個人向け債券取引市場がスタートした。これはNYSE ユーロネクストが買収したイタリア証券取引所 (Borsa Italiana) の個人向け債券市場「MOT market」のインフラを使ったものである。現在、ギルト債 (国債) 38 銘柄及び社債 11 銘柄の合計 49 銘柄が取引されているが、取引は少ない。さらに、パリで機関投資家向け市場創設の構想もある。

② こうした社債が多くは取引されないにもかかわらず、プラットフォームを創設する動きが起きている背景には、1つには、取引所が、OTC 市場への規制強化により取引所取引を促す流れを先取りするという考えと、もう1つは、買収したプラットフォームを有効に使おうという事情があると思われる。

③ 取引プラットフォームの必要性は社債のみならず CDS でも高まっているが、業界では、取引プラットフォームにおける取引が義務付けられることにより社債や CDS の売買が減少すると懸念している。一方、当局は、市場流動性と同じくらい透明性も重要と考えているため、流動性が低下しても透明性が高まるのならば意味があると考えているようである。

以 上