

「第8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22年4月6日（火）午後4時30分～6時

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

(報告者)

井瀧正彦委員 野村資本市場研究所 執行役研究部長

吉井一洋委員 大和総研 制度調査部長

横山淳氏 大和総研 制度調査部統括次長

吉川浩史氏 野村資本市場研究所 研究部研究員

議事概要

○ 社債市場の活性化に関する海外調査報告

社債市場の活性化に関する海外調査について、同海外調査の参加者の井瀧委員、吉井委員、横山氏及び吉川氏から、次のとおり、配付資料等に基づき総括、調査先・調査項目の順に報告・説明があった後、意見交換が行われた。

【 総 括 】

1. 社債市場の拡大

- ・ 米国では、金融危機後の一定期間、社債市場が混乱した時期があったが、金融危機後は、むしろ社債市場が拡大している状況である。
- ・ 欧州では、社債市場の規模の面で米国に劣るものの、金融危機後は、社債発行に伴うコストを重視した考え方ではなく、資金調達手段の多様化を図りたい企業の増加に伴い、社債発行が急増した。欧州の社債市場は、バイ・アンド・ホールド型の投資家が非常に多いことから、社債発行直後は流動性が高いものの、その後流動性が低下するといった課題があげられている。

2. 社債発行の機動性の確保（四半期開示と社債発行）

- ・ 米国では、社債の利便性が非常に高く、四半期開示制度が導入されているが、社債の起債可能期間の短縮化や起債の集中化といった問題は実質的に生じていないことを確認した。具体的に言えば、決算期直後から四半期報告書フォーム 10-Q（以下「10-Q」という。）又は

年次報告書フォーム 10-K（以下「10-K」という。）の提出・登録までの期間の社債発行は、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といった実務上の工夫が行われ、発行が可能となっている。

- ・ 社債発行の手続きは、非常に円滑かつ迅速に行われており、頻繁に社債を発行する大企業では、ローンチからプライシングまで、1日以内で行われている状況である。

3. コベンナツの開示

- ・ 米国では、社債において、シニアデット（返済が他の債務に優先して行われる債務）とパリパスとするために多様なコベンナツが付与されているケースが多く、ローンのコベンナツは、臨時報告書フォーム 8-K（以下「8-K」という。）等により開示が行われている。

4. 社債管理者（トラスティー）

- ・ 米国では、トラスティー（日本の「社債管理者」に相当する。）について、利益相反に関して非常に厳しい制限が設けられている。社債のデフォルトが起きた場合は、利益相反関係にあるトラスティーであれば、そのトラスティーは辞任、又は利益相反関係を解消することが制度化されている。
- ・ 例えば、トラスティー最大手のバンク・オブ・ニューヨーク・メロンでは、トラスティービジネスをメインビジネスと位置付けており、利益相反を避けるべく融資業務の縮小・撤退を行いながら、他の銀行のトラスティー業務を買収し、同業務の拡大を図っている。

5. 社債の価格情報インフラ

- ・ 米国では、TRACE（The Trade Reporting and Compliance Engine）が導入されており、証券会社は、取引執行後 15 分以内に報告するというルールとなっている。実際には、TRACE への報告対象証券の 95%の取引が取引執行後 5 分以内に報告されている。
- ・ TRACE 導入当初、多くのディーラーが、流動性の低下、システム構築の難しさ、費用負担の重さなどの懸念から、導入に反対であった。このような制度を日本で導入する場合、米国の TRACE 導入当初の状況は、非常に注目すべき現象である。
- ・ 現在、FINRA（米国金融取引業規制機構）では、例えば、証券化商品などを対象として、TRACE への報告対象範囲を拡大すべく対応している。
- ・ 英国では、Xtrakter が、個人投資家に対して、ボンドマーケットプライス・ドット・コムを通じて、無料で、高格付で発行額が大きな社債の価格情報を提供している。

- ・ 欧州では、金融危機後、規制当局が社債の価格の透明性の強化を非常に強く考えており、仮に社債の流動性の低下が懸念されても、透明性の向上が重要であるとの考え方であった。

6. ハイ・イールド債市場

- ・ 米国では、ヘッジファンド又は投資信託等の機関投資家を中心として、非常に多様な参加者によって、ハイ・イールド債の売買が活発に行われている。個人投資家は、直接的にハイ・イールド債を売買しているのではなく、投資信託を通じて社債投資を行っている。証券会社においても、個人投資家向けにハイ・イールド債を販売するケースは殆どない。
- ・ 米国で非常に興味深かったことは、非常にリスクの高いハイ・イールド債の中にはデフォルトに至る債券もあり、その社債がデフォルトしたとしても、デフォルトと同時に取引できなくなるわけではなく、ディストレスト市場で売買できる。ディストレスト市場の存在を前提として、ハイ・イールド市場は、円滑に運営されていることから、米国の債券市場は、市場の厚みが深いと感じた。日本の機関投資家がハイ・イールド債を購入対象とする是非の議論を行う前に、日本においても、別の課題があると感じた。
- ・ 欧州では、ハイ・イールド債の発行が増加しているものの、ディストレスト市場が存在しないことから、BB 格からB格までが投資対象となっており、CCC 格以下は投資対象となっていない。ハイ・イールド債が発行されるセクターは、安定したインフラセクター等に偏っているため、現在の欧州は、ハイ・イールド市場の発展過程にあると感じた。ただし、日本と比べれば、欧州の市場は、非常に発展してきている印象である。

I. 米国

1. 米国企業の社債発行（資金調達）

① 要 旨

- ・ 米国では、厚みと流動性のある債券市場がデット市場の中心に位置しているとの認識が基礎にある。
- ・ 発行体（特に知名度の高い大企業）は、調達コスト、発行の柔軟性などから、公募社債による資金調達を選択する意識が強い。
- ・ 私募債は公募を行うことが難しい企業、銀行ローンは社債市場へのアクセスが難しい企業が行うといった意識である。
- ・ ハイ・イールド債の発行企業などでは、社債発行と銀行ローンが併用されているケースがある。この場合、債権関係の完全なパリパスよりも、情報開示を通じた透明性の確保が重視

されている。

- ・ ただし、米国では、銀行ローンにおいても比較的高い流動性があり、日米においてデット市場を論じる上で大きな前提の違いが存在する。

② 主なコメント（市場参加者）

- ・ 知名度の高い大企業は、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を選択する。中小規模の企業で公募債の発行が難しいと私募が選択される。
- ・ 社債発行の方が多数の投資家を相手としており、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調達ができた。米国では、1対1の交渉の場合、銀行が有利な立場をとって相当高い金利をチャージしてくるためである。
- ・ 債権関係をすべてパリパスにすることは、資本政策の柔軟性を大幅に低下させることを考慮しなければならない。
- ・ 透明性（transparency）と明快さ（clarity）は投資のための環境整備として不可欠である。コバナンツの開示は、その法的根拠がどうであっても、投資家が安心して投資するためには不可欠である。特に、優先・劣後の関係が複雑な中身になれば開示の重要性は高くなる。
- ・ 社債が劣後していても、リスクに応じてイールドが高ければ、投資家が存在する。

2. 四半期開示と社債発行（社債発行の機動性の確保）

① 要 旨

- ・ 日本と同様に米国でも、基本的には、監査又はレビューを受けた財務情報に基づいて引受審査を行うべきとの考え方が支配的である。しかし、実務上は、起債ウィンドウが完全に閉じることはないと認識されている。
- ・ いわゆる「グレイ・エリア」で社債の発行は、原則から外れる以上、リスクがあるとも認識されており、エクストラ・デューデリジェンスや発行体に対する求償契約など、様々な実務上の工夫がなされている。

② 主なコメント（アンダーライター及び発行会社）

（基本的な考え方）

- ・ 厳密には、引受審査の基礎とすべき財務情報は直近の法定開示書類に記載されているべきものである。
- ・ 厳密には、米国でもこの期間（アーニング・リリースから10-Qまで）に起債を行うことは

グレイとされており、アンダーライターは基本的にデューディリジェンスを行わないこととされている。

- ・ 本来、直近に開示した財務情報の有効期限が切れた後、次の開示が行われるまでの期間は、発行すべきではない。
- ・ 通常、投資家はグレイ・エリアでの起債を望まない。

(発行実務)

- ・ 実際、起債を 10-Q で新しい財務データが公表されるまで待つことも少なくないが、実務上、起債できない訳ではない。
- ・ 原理原則に照らせば、10-K、10-Q といった法定開示書類の提出を待って起債する方がブルーデントであるが、投資適格債・継続して社債を発行している企業では、決算発表時点前後の数週間に自らの意向で起債を行っている。
- ・ 昨年は全体の 20%程度がグレイ・エリアにおいて発行された。なお、そのうち、監査法人のコンフォートレターが提出されないケースは、例年全体の 35~40%くらいである。ただし、2009 年は 60%と高かった。
- ・ 発行会社では、アーニング・リリースから 10-Q までの期間は、理論上はともかく、実務上は問題なく起債できると考えている。

(実務上の工夫)

- ・ アーニングス・リリースと 10-Q に掲載される予定の情報に差異がないことをエクストラ・デューディリジェンスで示さなくてはならない。エクストラ・デューディリジェンスによって、ある程度の確信が得られれば、グレイ・エリアでの起債を行うことも可能である。
- ・ エクストラ・デューディリジェンスの手続きは、マーケット・プラクティスが確立しており、実務上、起債のウィンドウが閉じることはない。
- ・ エクストラ・デューディリジェンスは、主にアーニングス・リリースの数値が適正か、また、グレイ・エリアにおける発行時点においても修正がないかどうか審査される。この点は、まず、監査法人に対してコンフォートレターを提出するように求める。しかし、監査法人が応じてくれるかどうかは定かではない。リーガル・カウンスル（法律顧問）に対しても問題がない旨の意見を求める。発行体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。もちろん、発行体ともミーティングを行い、追加的な情報や補助的な説明も受ける。更に、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旨の証明書がアンダーライターに提出される。

(引受業者の責任と求償契約)

- ・ エクストラ・デューディリジェンスを行ったとしても、グレイ・エリアにおける起債は、アンダーライターにとってリスクを伴うことは否定できず、慎重な対応が必要となる。
- ・ アンダーライターの責任の有無は、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。監査法人のコンフォートレターがあれば免責されることではない。
- ・ 実務上、アンダーライターは発行会社との間で、提供された財務情報が不正確であれば、アンダーライターは発行会社に求償できる旨の契約を締結しており、実際にはアンダーライターの責任は限定的とすることができる。
- ・ 発行会社から提供される財務データに誤りがあれば、基本的には発行体の責任である。発行体に対する求償契約も、標準的（スタンダード）であると理解している。

3. 発行条件の決定プロセス

① 要 旨

- ・ 米国では、社債の発行条件の決定プロセスとして、いわゆる「POT 方式」がほぼ定着しており、社債発行手続の標準化、円滑化などに寄与したと評価されている。
- ・ 市場関係者は、知名度の高い企業が米国内で発行する投資適格債であれば、ローンチからプライシングまで1日で発行可能であるとの認識を共有している（実際に資金が払い込まれるのは、更にプラス3～5営業日）。
- ・ ただし、ハイ・イールド債の場合は、ロードショーを含めた事前の準備等が必要となるため、発行に全体で1ヶ月程度を要する。

② 主なコメント（市場関係者）

- ・ POT 方式導入当初は反対があったが、導入後 12 年を経た現在では、ほぼすべての発行が POT 方式である。振り返れば、斬新で成功した変革であった。
- ・ POT 方式を利用することにより発行手続が標準化した。投資家の需要の収集が杜撰に行われることがなくなり、発行手続が円滑に進むようになった。
- ・ 社債の約 90%が1日で発行されるようになった。例えば、8時半に発行が発表されれば、14～17 時の間にプライシング、発行される。
- ・ 米国では、社債が1日で発行されることは珍しくない。大型の社債を頻繁に発行する発行会社の場合、大手投資家は、その企業の財務内容をある程度把握しており、条件や投資額の判断に時間はかからない。
- ・ 投資適格債では、1～2日で発行できる。一方、ハイ・イールド債では、全体で約1ヶ月

の期間を要する。仮に、会社がSECにファイリングしていない場合、更に長く6週間の期間を要する場合がある。

4-1 コベンナツの付与及び開示

① 要旨

- ・ 米国では、発行市場の特徴として、発行体が円滑に、速やかに社債を発行できると同時に、投資家が積極的に社債に投資できる。その背景として、米国では、社債権者の利益を保護する仕組みが整備されている。
- ・ コベンナツ（特約）は、社債がデフォルトした際、資金の回収率に極めて大きな影響を与える。社債又はローンに、どのようなコベンナツが付与されているか、その他の債務にどのようなコベンナツが付与されているかという点が、デフォルトしたとき又はデフォルトリスクが高まっているとき、極めて重要になってくる。
- ・ 米国では、デフォルトリスクの大きいハイ・イールド債を中心として、多様なコベンナツ（① 合併・買収・譲渡制限、② 担保提供制限（ネガティブ・プレッジ）、③ セール・リースバック制限など）が付与されている。各社の目論見書によれば、①及び②のコベンナツは、ほぼすべての社債に付与されており、このようなコベンナツに抵触する企業行動は、社債のデフォルトリスクを高めて価格を低下させることから、それを防ぐため、コベンナツが付与されている。
- ・ 米国の特徴として、社債投資家がローンに付与されたコベンナツを把握できる点がある。例えば、ある企業が、シンジケートローンなどを利用して資金調達を行った場合は、8-Kを提出する必要があるため、そのローンに付与されたコベンナツが開示されることになる。
- ・ ローンのコベンナツは、社債と比較して種類が多い。具体的には、① 経営・支配権・持分、② 担保、③ 財務活動、④ 現金支出、⑤ 財務指標、⑥ 報告と開示、⑦ 資産売却、⑧ 投資支出、⑨ 営業活動、⑩ 企業内グループ取引、⑪ コンプライアンス・デフォルト関連などその他、に分類できる。

② 主なコメント（市場関係者）

- ・ 資産売却や担保に関するコベンナツは、既にパッケージとして社債に付与されている。原則として、投資適格債では、シニアデットとパリパスが確保されている。
- ・ ハイ・イールド債を発行している企業は、他の債務に比して劣後させて発行されるケースもある。その場合は、予め、劣後している旨の開示が行われている。

- ・ 米国の大企業は、ローンの利用が少なく、社債の利用が非常に多い。したがって、ローンと社債の間に優先劣後が生じる問題は、ハイ・イールド債を発行している企業において、度々生じやすい状況になっている。ハイ・イールド債を発行している企業では、社債に様々なコベナントが付与されており、ローンに付与されたコベナントについては、社債の投資家が把握できる状況である。

4-2 トラスティー

① 要 旨

- ・ 米国では、社債がデフォルトしたとき又はデフォルトした後、社債権者の利益を守る存在としてトラスティーが設置されている。米国のトラスティーの最大の特徴は、社債のデフォルト前後において、トラスティーに求められる役割・義務が大きく異なっていることである。
- ・ トラスティーの役割としては、社債のデフォルト前は、社債を発行した会社から提出される書類の管理といった事務的な業務に限定されており、発行会社の財務状態のモニタリングなどは行っていない。一方、社債がデフォルトした場合は、社債権者の利益を守るために、裁量的に、積極的に行動することが信託証書法で明確に義務付けられている。
- ・ トラスティーが社債権者の利益のために行動ができるよう、信託証書法では社債権者との間に利益相反が生じないように定められており、利益相反に該当する場合、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。
- ・ また、米国では、社債がデフォルトした際、社債権者に優先して、トラスティー自身による債権回収を防ぐため、信託証書法にトラスティーに弁済された資金・資産は特別勘定において分別管理するという規定が記載されている。
- ・ 日本において、社債市場の拡大を図るためには、社債のデフォルト後において、どのようにして社債権者の利益を保護する仕組みを構築すべきかの検討が必要であると考えられる。

② 主なコメント（トラスティー）

- ・ 最近では、2009年6月の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、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。
- ・ 社債のトラスティーとして米国最大手のバンク・オブ・ニューヨーク・メロンでは、融資

事業を縮小する一方で、他の金融機関のトラスティー事業を買収しており、融資事業の縮小とトラスティー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しているが、融資を行っていないくとも、社債のトラスティーを獲得する上で大きな問題にはならないとのことであった。

5. 社債の価格情報インフラ

① 要旨

- ・ TRACE は、米国の社債市場における基幹的なインフラとして受け入れられている。FINRA 及び機関投資家は、TRACE を高く評価している。発行体も好意的に評価している。業者の間でも TRACE を評価する声意外に多い。
- ・ 殆どの業者は、FINRA への報告についてやむを得ないと受け止めている。一方、FINRA による公表は、業者側としてポジションリスク等が市場に晒されてしまうため、例えば、即時公表であるか、それとも若干公表を遅らせるといった議論が残っている。しかしながら、公表制度を正面から否定する声は殆ど聞かれなかった。
- ・ 実務上システム的に送信することで、FINRA に対する報告は、ほぼ5分以内に行われている（規定上は15分以内）。システム開発は、インハウスとベンダー利用が半々である。

② 主なコメント

(FINRA)

- ・ データを調査したが、TRACE 導入による流動性の低下を示す証拠は見つからなかった。価格透明性の確保は、むしろ市場流動性を支えている可能性がある。実際、TRACE 導入後において取引自体は減ってはいない。
- ・ TRACE 導入後にディーラー数の減少は見られないが、最大手グループのディーラーのシェアが低下し、2番手グループのシェアが拡大する現象は見られる。

(SIFMA(米国証券業金融市場協会)及び市場関係者)

- ・ ディーラー全体としては、TRACE の導入・拡大を仕方のないことととらえ、100%満足してはいないが対応していく必要があるとの認識が広がっている。
- ・ TRACE について、当初、ウォールストリートの約80%は反対していた。今では、5～6年前にどのような議論をしたのか覚えている者は殆どいない。確かに流動性は若干低下したが、その影響は限定的であり、現在の TRACE は、全体として上手く機能している。
- ・ TRACE の評価は立場によって異なる。透明性の向上を重視する者もいれば、大口取引情報

が市場に晒されて身動きが取りにくくなった者もいる。

- ・ TRACE 導入当初は反対する意見があったが、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。
- ・ TRACE 導入により社債の取引におけるスプレッドが縮小したことで、海外発行体としては、有利に調達（例えば、ヤンキー債などの拡大）できるようになったのではないかと。
- ・ TRACE の導入により、市場で取引されている価格を把握しやすくなったことで、発行体としては、起債のタイミングなどを判断しやすくなったのではないかと。
- ・ 運用機関にとって、TRACE は極めて有用（helpful）である。債券がどのレベルの価格水準にあるかについての可視性（visibility）が高まり、流動性が向上した。ディーラーの執行コストのモニタリングにも役立っている。そして、何よりもビッド・アスク・スプレッドが低下した。
- ・ TRACE では、95%の取引が5分以内に報告されている。多くの報告が義務付けられた業者は、ベンダーを利用して迅速な報告を可能にする環境を構築している。
- ・ 通常、トレーダーの注文は自動的にバックオフィスに送られ、それが自動的にFINRAに報告される。
- ・ TRACE 導入当初は、システム負担に直面したが、規制であるため耐えなければならない。今では、既に一般化し、どのディーラーでも導入している。
- ・ TRACE の導入に伴うシステム負担は、少額ではなかったと聞いている。しかし、規制であるため、TRACE は導入せざるを得ず、必要なコスト負担であると捉えていたのではないかと。
- ・ TRACE への報告システムについて、インハウスでの開発と情報ベンダーの利用の比率は、半々くらいと思われる。
- ・ TRACE は、価格規制などをクリアするためのコンプライアンスなどにも活用したい。

6. 社債のレポ市場

① 現 状

- ・ 米国のレポ・債券貸借市場の規模は、2009年12月末現在、残高は2兆5,000億ドルとなっている。米国では、フェイルカバーだけでなく、幅広く活発にレンディングサービスが利用されている。

② 主なコメント（証券会社）

- ・ 主にトライパーティ・レポを利用する。手元にない銘柄でも、顧客から購入の要望があれ

ば売却することができる。オーバーアロケーションも行いやすくなる。

- ・ ハイ・イールド債は発行額が相対的に小さく銘柄数が少ないため、有効に裁定取引（アービトラージ）が行えない。投資適格債の取引の方がレンディングの効果が大きく、利用している。

7. 個人投資家の社債投資・投資家教育

① 要 旨

- ・ 米国では、個人投資家は主に投資信託を通じて社債投資を行っており、社債への直接投資は、最近増えてはいるが、まだ少ない。FINRA や SIFMA は、投資家教育が重要であると認識している。

② 主なコメント（FINRA、SIFMA 等）

- ・ 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 導入後の初日のデータを見ると取引（件数）の約 70%が個人投資家（10 万ドル未満の小口取引）であった。
- ・ もともと個人投資家は投資信託を通じた社債投資が中心である。社債に直接投資する者は一部の超富裕層に限られる。
- ・ 株式市場と債券市場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る。FINRA が 6 年前に個人投資家に対して行ったアンケート調査では、60%の回答者が債券価格と金利の相関について理解していなかった。
- ・ 特に、社債市場の状況、社債権者の権利保護などについての情報の十分な提供が不可欠であった。SIFMA は、個人投資家を対象として、インベスティッドインボンズ・ドット・コムといったサイトを通じて投資家教育に取り組んでいる。
- ・ 投資信託を通じた社債投資は投資家教育の側面があり、投資信託を通じて社債投資に馴染んだ個人投資家が次のステップとして、AAA 格や AA 格といった高格付の個別の社債に投資する。やがてハイ・イールド債投資へと進む。このような個人投資家の成長は、何世代にもわたって実現することがある。

8. ハイ・イールド債投資

① 要 旨

- ・ 米国においてハイ・イールド債投資は、運用体制や運用スタンスなど、投資適格債投資と

異なる面があるものの、活発に行われている。

② 主なコメント（市場関係者）

- ・ ハイ・イールド債は、破綻リスクが大きく詳細な分析が必要なため、当社では、クレジット・アナリストの数が投資適格債の2倍の体制である。
- ・ 投資適格債の場合、トータル・リターンで、LIBOR や財務省証券金利を上回る絶対リターンを求められる場合もあるが、ハイ・イールド債の場合には、ほぼすべてのケースでインデックスをベンチマークにアウトパフォームすることが要求される。
- ・ ハイ・イールド債の投資家の場合は、そもそも市場が効率的であれば価格に織り込み済みであるとの考えが強く、格付だけに頼らないでも投資できる自信を持っている投資家が多い。
- ・ 米国では、デフォルトが重要なイベントと認識されているが、「あってはならないこと」とは必ずしも考えられていない。
- ・ デフォルトした社債を取引するディストレスト市場や、それに特化したディストレスト・ファンドが存在している。
- ・ 当社では、デフォルト時にはディストレスト・チームやリ・オーガナイゼーションチームが対応する。ディストレスト・チームの場合、5つ分野の専門家によって構成されており、そのうち1名は弁護士である。最近ではCIT Group やゼネラル・モーターズの破綻時に対応した。
- ・ 運用会社との話し合いを踏まえて、例えば、デフォルトしてもフレキシブルに対応できるように2%程度までであれば売却せずに組み入れ続けても良いといった運用を行っている投資家もある。
- ・ ハイ・イールド債の投資家の場合は、多少のデフォルト発生は日常茶飯事（normal）であり、むしろトータル・リターンがどれだけかが問題となる。
- ・ デフォルトについてのアンダーライターの問題は、あくまでもデューディリジェンスの問題である。例えば、発行後3ヶ月でデフォルトすれば、審査が適正であったか問われることはあるかもしれない。しかし、発行後2年くらい経過していれば、その間に企業や経済の状況が変化しているため、引受業者が責任を問われることはない。

9. その他

社債市場の活性化に向けた取組について、次のとおりコメントがあった。

- ・ 例えば、ABS 市場を成熟させることも、社債市場成長の足掛かりとなり得るのではないか。

ABS 市場は、一般的な事業体が発行する債券よりも、仕組みが分かりやすく簡素とすることができる。規制のプロセスも同様に簡素とすることが可能である。まず、ABS 市場を整備して債券発行、債券投資の経験を積み、それを社債市場へと発展させていくことも考えられるのではないか。

- ・ 一般論としては、政府による市場への介入を快く思わないが、様々な阻害要因が関連して前に進めない状況をこじ開けるために何かが必要とされる状況の下では、政府のアクションが必要となることは確かである。
- ・ 日本証券業協会は投資家教育を行う必要がある。銀行の低いローン金利といったシステム的な問題にも直面しているようであるが、政府は、社債市場を拡大するため、発行するインセンティブを与える必要がある。
- ・ 日本では投資家の層が薄く、特にハイ・イールド債の投資家が存在しない。例えば、JAL の社債は、日本の投資家が一方的に売っているが、米国には買い手に立つ投資家が存在する。何らかの教育プログラムが必要ではないか。
- ・ 米国のクレジット・アナリストは、入社後 1～2 年間のトレーニング・プログラムで育成される。現在は B 格であるが、将来 A 格になるような企業を見出すクレジット・アナリストが必要である。
- ・ 社債市場の拡大には発行体と投資家の両方の条件が整う必要がある。
- ・ 日本の機関投資家は、プロフェッショナルであり、5 年程前に会った時は随分勉強していた印象がある。したがって、日本の投資家が知識や技術の面でレベルが低いとは全く思わない。あとは経験を積むことであるが、これも海外で投資して経験を積むことができる。実際にそれを実行している会社もある。その意味では、日米間でのトレーニー交流やシニアレベルでの意見交換なども有効である。こうした動きを、もう少しシステムティックなアプローチで広い投資家に拡大しようとするのであれば、規制機関や市場参加者が積極的に関与することも良い。

II. 欧州 (EU)

1. 欧州社債市場

- ・ 欧州社債市場では、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であったが、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。

(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

- ・ 欧州の社債市場では、金融危機後、調達コストを重視して社債発行を選択するのではなく、流動性の確保及び資金調達ルート確保のために社債の発行を拡大させた側面が強い。
- ・ 国際資本市場協会（ICMA）では、米国市場において、3分の2が社債、3分の1がローンであり、一方欧州市場において、3分の2がローン、3分の1が社債であるが、欧州の社債市場は、現在、発展途上の段階で、今後、企業の社債発行は増加するとの認識であった。
- ・ 欧州の投資適格債は、パリパスが確保されているため、投資家のコベナンツに対する関心が薄いが、ハイ・イールド債では、パリパスに対する投資家の関心が高い。
- ・ 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、BB格、B格が中心で、セクターは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至っていない。
- ・ 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が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、市場拡大に繋がるとも考えられる。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。
- ・ 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には、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。

(2) 欧州社債市場の投資家

- ・ 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、保険会社であり、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。
- ・ 英国等では個人投資家が少ない。イタリアなどでは個人投資家が多い。取材した大手証券会社によれば、個人向け社債の販売の例はあるが、ドキュメンテーションや執行が機関投資家向けと全く異なるとのことであった。

(3) 企業の資金調達手段の拡大を図るための取組

- ・ 英国では、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いる。

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

- ・ 2008年、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要件の適用の拡大について、EUの金融商品市場指令（以下「MiFID」という。）65条に基づく報告書が公表された。
- ・ 同報告書では、「社債は、ホールセール市場における市場の失敗（market failure）は認められないが、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（情報の非対称性が存在する）。」といった結論であった。
- ・ 個人投資家のための価格の透明性向上を図る上で重要な点は、①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。②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。③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であった。
- ・ ICMAでは、2007年末から、Xtrakterに委託をして、新たに、TRAXへの報告データを基にしたサービス、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」の運用を開始した。

(2) 金融危機後

- ・ 2008年に国際的な金融危機が発生し、欧州証券規制当局委員会（ESR）は、透明性のあり方を見直し、2009年7月、欧州委員会に対して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。この勧告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MiFIDの見直しが行われる際に導入されると見られている。ESR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。
- ・ ICMAでは、2009年1月、「債券市場の透明性に関するICMAスタンダードの改善提案」を公表し、意見を求めている。その課題としては、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ことである。具体的には、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。
- ・ 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検討中である。

- ・ 現状では、ボンドマーケットプライス・ドット・コムが個人投資家に殆ど活用されていない状況であるが、今後の方向性としては、価格情報の透明性を一層高めるべく検討が行われている。

2-2 Xtrakter の概要

(1) 機関投資家向け債券の価格情報提供サービス

- ・ 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、Xtrakter は、個別の契約に基づき 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。債券の価格情報サービスには、機関投資家向けの有料のサービスと個人投資家向けのボンドマーケットプライス・ドット・コムがある。
- ・ 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。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。
- ・ 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。
- ・ 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 (日本では、複数の気配値がなければ公表されない)。
- ・ 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。英国金融サービス機構 (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。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。
- ・ 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。

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

- ・ 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、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。利用するためには登録が必要となる。

3. 社債の電子取引システム等

(1) 社債の電子取引システム

- ・ 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、社債の電子取引システムでは、特に売りの場合にショートポジションのカバーが難しいことなどから、欧州社債市場では、主に電話によるインターディーラーでの取引である。
- ・ 取材した大手証券会社では、社債取引の20%程度が電子取引システムで、80%がインターディーラー市場での電話による取引であるが、電子取引システムは、透明性向上の観点からは重要であり、また、投資家の需要の把握や小口の取引では効率的であるとのことであった。なお、社債取引の電子取引システムは、マルチディーラータイプのものを用いていた。

(2) 証券取引所による債券市場

- ・ 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」のインフラを使っている。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。更に、パリで機関投資家向け市場創設の構想がある。

【 意見交換 】

(1) 社債発行の機動性の確保

- ・ 米国では、いわゆる「グレイ・エリア」においてエクストラ・デューデリジェンスの手続が行われているとのことであるが、日本においても、同様の工夫があれば、社債の起債可能期間の短縮・起債の集中化といった問題は、実務上、解消されるのか。

- ・ 四半期開示と社債発行との問題については、日米ともに、基本的には監査又はレビューを受けた財務情報に基づいて引受審査を行うべきとの考え方では共通した認識であった。問題は、基本的な考え方から外れた場合、即ち、グレイ・エリアで社債を発行する際には、証券会社の引受部門では、どこまで精査すべきであるかといった点にある。したがって、市場慣行が確立されて、原則から外れるリスクを取った上で社債を発行するのであれば、理論上は、グレイ・エリアにおける社債の発行が可能であると考えられる。
- ・ 具体的には、米国では、グレイ・エリアで発行する際、監査法人に対してコンフォートレターの提出を求め、弁護士に対してオピニオンレターの提出を求めるなどしている。日本においても、米国と同様に外部機関の協力が得られれば、理論上、社債の発行が可能であると考えられる。
- ・ 米国では、グレイ・エリア期間中であっても、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、提出される実務慣行が定着している。また、米国では、発行体に対する求償契約などの実務慣行も定着している。日本において、それらの実務慣行が受け入れられるかどうかではないか。

(2) コベンタツの付与及び開示

- ・ コベンタツの付与の実務では、発行体若しくは投資家の条件が折り合うところで、付与するコベンタツが決定されているが、今後は、投資家層を増やすために、ある程度、最低限のコベンタツを付与すべきか否かなど、何らかのルールを策定するための議論が必要ではないか。
- ・ コベンタツの開示は、海外において、ある程度義務付けられているが、日本において、開示義務が強く課せられていない。今後は、日本においても、社債市場を活性化させるために、コベンタツの開示を義務付けるか否か、議論が必要ではないか。

(3) 社債管理者（トラスティー）の設置

- ・ 日本では、社債の最低券面額が1億円以上の場合、会社法の例外規定により社債管理者の設置義務がないため、FA（財務代理人）が設置されている。今後、投資者保護の観点から、海外で設置されているようなトラスティーの設置を義務付けるといった議論が必要ではないか。

- ・ 米国では、社債のデフォルト前とデフォルト後では、トラスティーの役割が大きく変化する。とりわけ、社債のデフォルト時には利益相反は非常に重要視され、厳しい規制が課されている。
- ・ 米国では、例えば、社債の発行会社が、チャプターイレブン（米国連邦破産法第 11 章）を申請したとき、トラスティーが破産裁判所の債権者委員会に参加し、事業再編計画案の作成に関与しているケースがある。このようにデフォルトが起こったときの米国におけるトラスティーの役割は重く、利益相反の問題が強く認識されている。

(4) 社債の価格情報インフラ

- ・ 今回の海外調査報告では、社債市場を発展させるためには、社債の流動性を高めるよりも、むしろ、社債市場の透明性を高めることが重要であると感じた。この透明性を高める動きは、TRACE の導入や ICMA の取組を受けてから始まったのか、それとも、金融危機を踏まえて始まったのか。
- ・ 米国では、社債市場が大きく発達している前提の下、社債市場の透明性が非常に重視されていると感じた。ただし、TRACE の導入当初は、様々な議論があったと聞いており、透明性を過度に強調することは、流動性にとってマイナスの影響が生じるのではないかとの議論が行われた。
- ・ FINRA は、数値によって検証されていない仮説ではあるものの、社債市場の透明性が高まったことによって、むしろ流動性も高まったのではないかとの意見であった。
- ・ ある米国の引受証券会社によれば、TRACE への評価について、流動性にとってはマイナスであったが、当初想定されていた影響よりも限定的であり、社債市場の透明性が高まったことを支持している者が多いと思うとのことであった。
- ・ 社債市場の透明性を高める動きは、少なくとも、TRACE の導入を巡る議論において、既に存在し、論じられていたと考えられる。確かに、この議論は、金融危機を契機として、更に拍車がかかったのかもしれないが、金融危機後に、突然、議論が始まったとの印象は受けていない。
- ・ 欧州では、金融危機後において、社債市場の透明性を高める動きが強くなったと感じている。また、Xtrakter によれば、同社の ROE は 10%程度確保しているとの話であり、このこ

とから見ても、価格情報に対するニーズは、欧州において非常に高いと思われる。

- ・ 欧州では、Xtrakter において、バリテーション・ルール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、当日午後に提供されている。このルールは、欧州において非常に特長的であり、1社のみが提供した価格であっても、価格として問題がなければ、その価格は提供できる仕組みである。日本においても、欧州の仕組みを参考にすれば、証券会社（報告会社）の負担をある程度軽減しながら、価格情報の提供ができるのではないか。
 - ・ 欧米における社債の価格情報インフラは、証券会社からの報告後、速やかな公表が行われている。この仕組みについて、基本的に正面から否定する意見は殆ど聞かれなかったとのことであるが、逆に正面に出ない形で、何か全面的に否定する意見や若干不満と言った意見などはあったのか。
 - ・ 米国のSIFMAの会員の中には、価格情報の公表のタイミングを即時ではなく2時間後にしたいといった意見はあるようだ。しかし、その公表そのものを反対する意見や、TRACEを廃止しなければ、社債の流動性が維持できないといった意見は聞かれなかった。
 - ・ 米国の大手投資銀行の一つから、「大口取引情報が晒されて身動きが取りにくくなったという者がいる。」との指摘はあったが、別の大手投資銀行では、「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。」との意見もあり、全面的に否定する意見などは聞かれなかった。
 - ・ 米国において、社債市場の透明性の向上や価格情報インフラの整備が進められたのは、2000年前後である。当時は、既に米国の社債市場が相当大きくなっており、その大きくなったときに、社債市場の透明性を向上させるための議論が行われていた。
 - ・ 米国においても、TRACEの導入当初は反対意見が多かった。米国は社債市場の規模が大きく、欧州は大きくなる過程にある一方、日本の社債市場は発行額も小さく流動性も不足している現状にあり、このような中で、今後、社債市場を活性化させていくためには、どのように社債市場の透明性を向上させるための議論を行っていくのか、難しい問題である。
- (5) ハイ・イールド債投資
- ・ 米国において、ハイ・イールド債に投資している者は、投資信託を通じてハイ・イールド債を購入しているのか。

- ・ 米国では、主に、投資適格債の購入者は年金基金や保険会社で、デフォルトリスクの高いハイ・イールド債の購入者はヘッジファンドが中心とのことであった。
- ・ ただし、年金基金や保険会社は投資適格債でなければ一切保有しないという訳ではないようだ。また、保有している債券がデフォルトしたからといって、必ずしもすべて売却するわけではなく、各々の運用方針などによっては、継続して保有する方針を決定しているケースもあるとの指摘があった。

2. その他

- ・ 第9回ワーキング・グループを4月16日（金）に開催する。

（配付資料）

- ・ 社債市場の活性化に関する海外調査報告

以 上