

## 「第9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16日（金）午後4時～5時55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

### 議事概要

#### 1. 社債市場の活性化に向けた具体的な取組

事務局から、社債市場の活性化に向けた具体的な取組・各課題について、次のとおり、配付資料「社債市場の活性化に向けた具体的な取組（事務局整理検討メモ）」等に基づき報告・説明があった後、意見交換が行われた。

#### I. 発行市場

##### 1. 社債発行の機動性の確保

###### 【事務局説明】

###### （現状・課題）

- 発行市場では、社債の発行額、発行会社の拡大がテーマであるが、課題の一つとしては、社債発行の機動性の確保の問題がある。
- 現在、四半期報告書の提出までの間は、社債発行を避ける市場慣行があり、社債の起債可能期間の短縮・起債の集中化が生じ機動的な発行が難しくなったとの指摘がある。

###### (1) 発行会社からの意見

- ① 四半期決算短信では事実上重要な財務情報が開示されており、四半期決算短信の発表から四半期報告書の提出までの間（約2～3週間）に社債発行が可能となるよう市場慣行の見直しが必要である。
- ② その理由の一つとして、上場会社では、財務情報の適正性を確保するため内部統制報告制度、監査法人の確認があり、全体的な品質管理の下で財務情報・データが作成されている。上記市場慣行の見直しと併せて、四半期開示制度の下での証券会社の引受審査のあり方、簡素化・弾力的取扱いについて検討願いたい。
- ③ 財務情報に修正等が生じた場合には、基本的には発行会社の責任である。

(2) 証券会社からの意見

- ① 引受審査では一定のチェックが必要である。
- ② 目論見書の使用者責任として、虚偽記載があった場合には損害賠償請求の懸念がある。
- ③ 監査法人に対して、四半期報告書の提出前、決算数値等に大きな変更がない段階等でのコンフォートレターの提出の検討をお願いしたい(監査法人によっては提出される場合もある)。

(3) 監査法人からの意見

- ・ 四半期報告書が提出されるまでの間は、決算数値等に間違いがないといった観点からのコンフォートレターの提出は難しい。

(具体的な取組)

- 社債の機動的な発行を確保するため、次の事項について検討を行い、現在の市場慣行等の見直しが必要であると考えerがどうか。
  - ① 証券会社の引受審査、コンフォートレターの弾力的な取扱い、具体的には、日本証券業協会(以下「日証協」という。)の「有価証券の引受け等に関する規則」や、コンフォートレターの書簡の見直しが考えられる。
  - ② 財務情報に誤りがあった場合の責任分担の明確化、具体的には、引受契約の見直しや金融商品取引法(以下「金商法」という。)の目論見書の使用者責任規定の見直しの検討が考えられる。
  - ③ 四半期開示制度の下での証券会社の引受審査のあり方

【意見交換】

- ・ 社債発行に当たって、現在、四半期報告書の提出までの間は、社債発行を避ける市場慣行があり、問題点として、二つのことが挙げられる。
- ・ 一つ目は、引受証券会社は、発行会社の財務情報を十分確認できるかといった点である。コンフォートレターの提出を受けられない場合、引受証券会社としては、リスクがあり慎重になる。決算情報の確認であるため、監査法人からコンフォートレターの提出があれば、解決できる。
- ・ 二つ目は、四半期決算短信の発表から四半期報告書が提出されるまでの間にローンチがあった場合には、四半期報告書の提出を跨いで払込みが行われることになる。この場合、金商法上、訂正発行登録書を提出する義務が課せられるのかどうか、法令上の解釈の問題がある。

- ・ この問題は、金融庁から、社債の募集期間終了後は、訂正発行登録書を提出する義務がない旨の法令解釈が示されれば解決できる。
- ・ 引受証券会社は、金商法上、目論見書に虚偽記載があった場合には、発行会社と同様に全面的に責任を負うことになっている。米国では、法令上、公認会計士との間で責任が分担できているため、日本において、責任分担の関係を発行会社、引受証券会社及び監査法人と分け合えることはできないか。
- ・ 四半期報告書の提出における問題点は、四半期開示制度が導入される前の有価証券報告書・半期報告書制度のときと比較した場合、四半期開示に対する証券会社による引受審査の期間が長くなり、その結果、社債の発行ウィンドウが閉じられたことがある、四半期開示制度の導入により、社債の発行ウィンドウの閉じられた期間が2倍になったと認識している。
- ・ 当社では、四半期決算短信の開示内容に大きな変動がないと社内での確認が取れれば、四半期報告書の提出前の払込みを前提として、社債を発行できると考えている。
- ・ 当社では、決算短信と有価証券報告書においてリスク情報を開示しているが、その情報の平仄を合わせるべく、決算短信を発表してから有価証券報告書を提出するまでの間、非常に神経を使っている。決算短信に記載されているリスク情報を確認して、社債の購入を決断した投資者に対して、有価証券報告書で異なった内容のリスク情報が開示されるような状況が生じれば投資家の信認を失うことになるためである。なお、四半期決算短信と四半期報告書においては、リスク情報の開示義務がない。
- ・ 決算短信を発表してから有価証券報告書を提出するまでの間と四半期決算報告書の提出後の証券会社の引受審査により、社債の発行ウィンドウが閉じられている問題点について、議論していただきたい。
- ・ 引受証券会社としては、年2回の有価証券報告書・半期報告書の提出制度から、年4回の有価証券報告書・四半期報告書の提出制度への移行に伴い、新たに提出される2回の四半期報告書を全く確認しないわけにはいかない。引受審査の何かを変更することは難しいかもしれないが、日々の努力の範囲で、引受審査の弾力化（日程短縮）を図らざるを得ないと考えている。
- ・ 証券会社による引受審査は、非常に技術的な質問が多く、発行会社としては、相当の負荷を強いられるため、多くの発行会社はフラストレーションを溜めているのではないか。

- ・ 発行会社から引受証券会社に対して「四半期報告書の提出を跨いで社債の払込みが行われることは、有価証券報告書・半期報告書の提出制度の下では可能であったにもかかわらず、なぜ、四半期報告書の提出制度の下では不可能であるのか。」、「四半期決算短信と四半期報告書の内容が大きく違っていなければ、社債を発行するか否かは、発行会社の自主判断で良いのではないか。」と質問したところ、「市場慣行のためできない。」との回答であった。当社としては、今回の議論において、法律上特段の問題はなく、市場慣行でもないのであれば、今後は、発行会社自らの判断で、社債を発行できるのではないかと認識している。
- ・ 証券会社による引受審査は、今後、努力によって期間を短くすることではあるが、発行会社としては、四半期開示制度の下で発行ウィンドウが狭くなり、相当の制約を受けている。
- ・ 現行の制度において、発行会社は、財務情報の適正性を確保するための内部統制報告書や有価証券報告書の記載内容の適正性に関する確認書（以下「確認書」という。）を提出している。社債の発行に際しては、監査法人によるレビューを受け、そのレビューが適正であるか、公認会計士協会による品質管理体制が働いている状況である。最近数年で制度整備が図られ、財務情報に関する品質管理に重点が置かれている中、金商法上の「相当な注意」とは、引受証券会社の責任として、どのように考えれば良いのか。品質管理に対する考え方が時間の経過とともに変化していることから、どのように引受審査を行うべきであるか、検討していただきたい。
- ・ 現在、証券会社による引受審査は、どの程度の時間を要するのか。
- ・ 引受審査の時間は、発行会社によって異なると思うが、一般的には、約2週間である。継続的に社債を発行している会社の場合は、引受審査の時間を減らせる。
- ・ 発行会社では、財務情報の適正性を確保するための内部統制報告書及び確認書を提出し、更に、社債発行に際して監査法人によるレビューなどを受けていることから、引受審査に際しては、ある程度の項目をクリアすれば社債を発行できるパターンが作れば良いのではないか。

- ・ 現状の制度において、有価証券報告書の財務諸表は、監査法人の監査を受けており、また、発行会社は財務情報の適正性を確保するための内部統制報告書及び確認書を提出している。こうしたものに依拠することにより、引受審査の軽減化が図れるのではないか。
- ・ 米国では、法令上、公認会計士に対して会計的な部分を依拠して良いことになっているが、日本の金商法では、依拠して良いことになっていない。したがって、金融庁においては、公認会計士に対して、会計的な部分を依拠して良いといった金商法の改正、若しくは解釈指針などを示していただければ良い。
- ・ A格以上の発行会社の立場で言えば、「適切に財務情報の開示をしている。引受審査を簡素化して欲しい。」といった意見は理解ができ、一方、引受証券会社の立場では、BBB格やハイ・イールド債の発行会社の場合は引受審査の大変さが異なる。日本の社債市場を活性化するために、機動的に社債を発行できることは重要であるが、投資者保護の観点から、急速に引受審査のルールを緩めて簡素化する弊害や、法的責任を誰が負うのかといったことも含めて、総合的に議論を進めなければならない。
- ・ 過去20年の社債市場における機関投資家向けの社債では、引受証券会社が訴訟の提起を受けた事例がないと思われる。引受証券会社では、起こるか起こらないかわからないリスクに怯えて、発行会社を困らせている側面があるのではないか。したがって、今後の議論としては、引受審査の簡素化を検討する一方で、難しい社債が発行されるときに引受審査の枠組み作りも検討する必要がある。
- ・ 四半期報告書の提出を跨いだ社債の払込みの問題や、目論見書の使用者責任の範囲など金商法上の解釈は、今後、金融庁に対して、改めて確認することとしたい。
- ・ 市場慣行による社債発行の機動性の問題や、近年開示制度が充実し四半期開示制度の下での証券会社の引受審査のあり方などは、取り組んでいく必要があると考える。

## 2. 社債の発行条件の決定手続の整備

### 【事務局説明】

#### (現状・課題)

- 証券会社では、社債の発行条件の決定手続として、投資者の需要予測調査を実施するが、重複・カラ需要の申告により市場実勢を適切に反映した発行条件とはならない場合があり、

流通市場での「ディスカウント販売」（発行条件を下回る条件での販売）の誘引の一つとなっているとの指摘がある。

（具体的な取組）

- 社債の適切な発行条件の決定を確保するため、社債の条件決定手続の一つとして、欧米で行われている、いわゆる「POT 方式」の検討・導入が考えられるがどうか。これは、すべての社債の発行を POT 方式とするのではなく、POT 方式を選択する場合における障害について検討願いたい。

#### 【意見交換】

- ・ 米国では、10 数年前から、機関投資家の数が減少する中で、POT 方式が定着してきた。日本においても、機関投資家の数が減少していることから、POT 方式を導入する環境が整いつつあると感じている。
- ・ POT 方式では、証券会社が投資者との間で守秘義務契約を締結するにもかかわらず、引受証券会社間で、顧客情報を共有することについて反対の声が挙がっている。例えば、IPO に伴う財務省が保有する株式の売出しなどでは、POT 方式が採用されている。政府が株式を売り出す案件では、POT 方式が採用されていることから、国内債券の案件では、POT 方式が不採用とされる根拠にはならない。POT 方式が採用されない理由は、市場慣行若しくは証券会社の営業サイドの反対など、テクニカルなことがあるのではないかと認識している。
- ・ 米国では、POT 方式の導入当初において反対意見が挙がったが、現在では、重複・カラ需要を排除できることから、市場実勢を適切に反映した発行条件となるため、POT 方式導入当初の感情的な反対意見は殆どなくなった。
- ・ POT 方式では、特に投資適格債の起債では、2～3 日間又は 1 週間以上を要する起債を 1 日で発行できるケース（朝にアナウンスをして、午後にプライシング）がある。四半期開示制度の導入に伴う起債が集中化する事態は、POT 方式の導入により改善されると思われる。毎日、様々な発行会社が社債を発行しやすい環境を整えば、起債の集中化の事態を回避できるため、証券会社としても、真剣に検討する必要があるのではないかと感じる。
- ・ POT 方式の導入のための環境整備は必要である。ただし、株式で POT 方式ができることを根拠として、債券で POT 方式ができるかと言えば、若干違うのではないかと感じている。株式の場合は、株主として発行会社との間が比較的近い距離感であるが、債券の場合は、無記

名式で保有する点で、同じ考え方で議論できないと思う。ただし、POT方式の導入に伴って、起債期間の短縮化が図れる可能性はあると思われる。

- ・ POT方式の導入に際して懸念されることは、投資者の需要申告が他の証券会社に対して開示されることから、この開示に投資者が賛同するか否かである。
- ・ 過去の事例で言えば、欧米の引受案件で日本の投資者が一部参加したケースでは、証券会社から投資者に対して「POT方式であるため、顧客の名前を開示して良いか。」と確認したところ、「開示は止めて欲しい。」といったこともあった。POT方式が導入された場合、発行会社や投資者は、投資者の需要申告が他の証券会社に対して開示されることについて、どのように考えるのか確認しておく必要があるのではないか。
- ・ POT方式は、発行会社において投資者の名前を把握できる点で、非常に透明性が高く、合理的なプライシングが行われると感じている。現状のプライシングでは、価格のレンジ帯で、投資者のカテゴリー別に需要を把握しており、当社では、現状でも透明性の高いプライシングを行っていると考えているが、POT方式が導入されれば、投資者の名前が把握できる点で、更に透明性の高いプライシングができるのではないか。
- ・ 投資家の立場で言えば、自分の名前が発行会社に把握される点で抵抗感を抱く可能性がある。投資家自身のオーダーを取引のある証券会社以外に知られたくないために、POT方式に抵抗感のある投資家が、POT方式による社債については発注しないという事態が生じれば、発行会社としては本末転倒であり、今後、実際にPOT方式を導入しながら、実務面の検証を行っていかねばならないのではないか。
- ・ 発行会社としては、どの程度のオーダーの重複やカラ需要があるのかわからない。POT方式の導入により、プライシングの透明性が向上し、かつ、ローンチまでのスピードが速くなり機動的な社債発行に資するのであれば、是非ともPOT方式の導入を検討していただきたい。
- ・ POT方式の導入後、米国の大手証券会社では、投資者との間の守秘義務を履行する観点から、新規口座開設時において、顧客より、「他の証券会社に対して、必要に応じて顧客の名前を開示する場合がある。」旨のディスクレーマー（免責事項）の提出を受けている。
- ・ グローバルな投資者は、顧客の名前を開示するディスクレーマーについて許容しており、特段の抵抗感を持っていない。今後、日本の証券会社と投資者との間で、守秘義務に関する契約の方法を整備する必要があると思う。

- ・ 現状の制度においても、POT 方式は実施できるのか。
- ・ 証券会社では、投資者との間で、顧客の名前を開示しても良いか否か、事前に確認する必要があるため、証券会社によっては、これから確認しなければならない会社もあると思う。したがって、POT 方式による実施の可否は、ケース・バイ・ケースではないか。
- ・ 日本の社債市場においても、既に POT 方式による第 1 号案件は起債が行われている。投資者の名前が開示される点は、投資者に対して、POT 方式のメリットを十分に説明すれば、投資者の理解を得られると思う。マーケット参加者全般としては、POT 方式の導入に伴い、十分なメリットがあると感じている。
- ・ 投資者の立場で言えば、POT 方式導入による留意点は二つ挙げられる。一つ目は、証券会社内部における情報の遮断を徹底していただきたい。二つ目は、証券会社から発行会社に対して「ある投資者が社債をどの程度購入した。」といった話が伝わることは好ましくないと考える投資者もあろう。引受証券会社と発行会社間の情報の取扱いについて検討していただきたい。
- ・ 日本において、当社が POT 方式により実施した際は、ある証券会社から「他の営業のビジネスに影響が出るかもしれないため、POT 方式によるプライシングを止めて欲しい。」といった意見があった。
- ・ POT 方式では、起債の透明性の確保のみのために顧客情報を開示しているため、当社では、発行会社の責任者と引受証券会社の責任者に限り顧客情報を開示し、その他の者に対して、一切顧客情報は漏らしていない。
- ・ その他に、POT 方式の導入に際して検討事項としては、税務上の取扱いなどがあるのではないか。

### 3. コベンツの付与及び開示

#### 【事務局説明】

(現状・課題)

- 社債のコベンツの付与及びローンのコベンツ情報の開示は、社債の発行会社の拡大、



特に低格付社債の発行の拡大を図るために検討すべき事項、取り組むべき課題と考える。

○ 社債が他の債務・ローンに劣後する要因としては、担保の取扱い・社債のコベナンツ（特約）の付与及びローンのコベナンツの開示のあり方が指摘されている。

(1) コベナンツの付与に関する指摘等

① 社債に主に付与されているコベナンツは、担保提供制限（ネガティブ・プレッジ）、クロス・アクセラレーションで、米国で付与されている「合併・買収・譲渡制限」、「クロス・デフォルト」、「チェンジ・オブ・コントロール」その他のコベナンツは社債に付与されることは少ない。

② 担保提供制限は、多くが社債間限定となっており、他の債務・ローンを対象としたコベナンツは、2009年において2社の個人向け社債のみであった。

(2) コベナンツの開示に関する指摘等

① 社債に付与されるコベナンツは、発行開示として目論見書に開示される。

② 流通市場での開示として、社債やローンなどの債務のコベナンツは、有価証券報告書に記載され開示される（2009年3月期219社が開示）。

③ 有価証券報告書において開示されるローン等のコベナンツは、純資産維持・利益維持等の財務指標に関するコベナンツが多く、クロス・アクセラレーション等のデフォルトに関するコベナンツを開示している企業は少ない。

④ 米国では、ローンのコベナンツ情報について、

イ. 年次報告書 10-K（以下「10-K」という。）でコベナンツの種類・有無・遵守状況等の基本的な情報が開示されている（コベナン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。）。

ロ. ローンが臨時報告書フォーム 8-K（以下「8-K」という。）の提出が求められる重要事象に該当する場合には詳細な情報が開示されるが、日本では、8-Kに相当する法的な開示制度はなく、取引所の適時開示制度でも、殆ど何も開示されていない。

(具体的な取組)

○ 社債の発行会社の拡大、特に低格付社債の発行の拡大を図るため、次の事項について検討を行い、社債権者が劣後した状況の解消のためのコベナンツの付与及び他の債務・ローンに付与されているコベナンツの的確な開示が必要であると考えがどうか。

① 例えば、必要なコベナンツや開示方法を例示するなど、コベナンツの付与及び開示を市場慣行として確立する

② 他の債務・ローンのコベンツについて、

イ. 有価証券報告書における開示

ロ. 米国の 8-K に相当する法的開示

ハ. 取引所による適時開示

などの検討が考えられる。

- コベンツは同順位（パリパス）にするかどうかは、企業の資本・財務政策に委ねられるが、社債権者が劣後した状況であれば、適切な開示が行われるべきであると考えられる。

【意見交換】

- ・ 社債やローン等のコベンツが開示されることは、発行会社や銀行の立場で言えば異論があると思われるが、社債の投資者の立場で言えば、非常に重要なことである。社債市場を活性化する立場としては、是非とも、コベンツの付与及び開示を確立して参りたい。
- ・ 日本の社債において、例えば、チェンジ・オブ・コントロールといったコベンツを付与するか検討する際は、弁護士と意見交換を重ねて、非常に時間を要したことがある。現状では、社債の標準的な契約書（以下「ドキュメンテーション」という。）といったものが開示されていないことから、日証協において、海外のコベンツの事例や、日本ローン債権市場協会（以下「JSLA」という。）が策定したシンジケートローンのドキュメンテーション等を参考に、証券会社や発行会社、投資者が参照できるような標準的な社債のドキュメンテーションが策定できれば良いと思う。コベンツの付与は、最終的に発行会社と投資者の意向により決定されるが、少なくとも、コベンツの候補と考えられる種類を列挙して整理できれば、非常に有意義なドキュメンテーションが作成できると思う。
- ・ コベンツの開示は、日米において最大の差があると感じており、ある程度、発行会社に対して、法的にコベンツの開示を求めなければ、発行会社は、その開示を拒否するため、発行会社では、コベンツの開示を検討していただきたい。
- ・ 米国の投資者は、非常にプライシング・センシティブティがあるため、社債にコベンツが付与されていなければ、更に高いクーポンを要求してくる。米国のマーケットには、様々な経験を持った多数の投資者が存在するが、日本のマーケットでは、チェンジ・オブ・コントロールのコベンツも理解されていないのが現状である。
- ・ 社債と銀行ローンは、担保付債権であるか、無担保債権であるかで、格付が大きく異なり、プライシングも異なる。仮に同じコベンツが付与されていても、倒産したときの回収率が

異なることになり、更生担保権であるか、一般更生債権であるかの違いで、プライシングが大きく影響される。

- ・ 低格付社債の発行を拡大するためには、特に銀行ローンのコベナンツを開示する必要があるとの議論があった。具体的な取組として、「社債権者が劣後した状況の解消及び他の債務・ローンに付与されているコベナンツの的確な開示が必要である。」とされているが、銀行ローンのコベナンツが開示されたとしても、社債が銀行ローンに劣後した状況が解消されるわけではない。社債が銀行ローンに劣後した状況が明らかにされるだけである。銀行ローンのコベナンツは、証券会社が引受審査の段階で社債権者が劣後している状況を把握できるため、開示の問題ではなく、社債に必要なコベナンツを付与することで対応すべきであると思う。
- ・ コベナンツの開示の議論を行う前に、議論の内容が、財務制限条項のコベナンツであるのか、それとも、担保提供制限条項のコベナンツであるのか、明確にした上で議論する必要がある。この両者を混同した議論では議論の正確性を欠く。
- ・ 銀行ローンのコベナンツは、いわゆるデフォルト（期限の利益喪失）を考える前に、交渉開始のトリガーとして働かせていることが多い。社債のコベナンツでは、投資者が多数存在し、コベナンツのウェーブ等についての投資者との交渉が難しい。過去の事例として、銀行ローンはリスケジュールしたが、社債は繰上償還したといったことがあった。銀行としては、このような事例が生じれば、一方的に銀行ローンのコベナンツのみをウェーブすることになって困ることになる。
- ・ 銀行では、基本的に、銀行取引約定書といった基本契約書に基づき融資を行っている。この契約書では、コベナンツが付与されておらず、多くの大企業は、この契約書に基づき融資を受けている。また、JSLA の契約書雛形においても、コベナンツが付与されていないが、現状の実務としては、業績の劇的な悪化がない限りは、まず抵触しないと考えられる数値で財務制限条項のコベナンツが付与されており、銀行団による交渉開始のトリガーとして財務コベナンツが利用されている状況である。
- ・ 現在、社債を発行している会社において、本当に確認すべきコベナンツがあるのか考えておく必要があるのではないか。コベナンツの開示で重要なことは、倒産した際に、騙されたといった印象を受けないために開示しておくべき内容であると理解している。
- ・ 例えば、ある発行会社の主要なコベナンツがブリーチした状態で決算期を迎えた場合は、公認会計士による発行会社に対する精査が行われ、有価証券報告書等において、一般的には、その発行会社の事業の継続性についてコメントが付されると思う。様々なコベナンツのうち、

特に発行会社に対して何らかの問題を与える、若しくは将来的な継続性の点で問題を与えるといったコベナンツは、既に開示されていると考えているが、今後、具体的に、どのようなコベナンツが開示されれば良いのか公認会計士等の見解も聞きながら検討する必要があるのではないか。

- ・ 銀行では、格付が悪い会社に対して融資を行うとき、その会社に対するリスクを勘案するため、相応のコベナンツを付与している。ローンのコベナンツが開示されようがされまいが、社債権者が銀行ローンに劣後した地位であることが変わらないのであれば、社債権者を保護するために、コベナンツの開示を行うといった議論は、社債権者の優劣の明確化の話であり、開示の問題とは少し話が異なるのではないかと考える。
- ・ 現状の日本における社債の実務では、A格以上の社債が中心に発行されているため、銀行取引約定書やJSLAのドキュメンテーションでコベナンツが付与されていない銀行ローンや、コベナンツが付与されていない社債の発行が行われているケースが多い。したがって、高格付社債の議論においては、特段整理する必要がないと考える。
- ・ 例えば、米国で言えばBB格又はB格程度の非上場会社が銀行ローンを受けている状況下、銀行ローンのコベナンツが十分に開示されていないことから、銀行ローンに関するコベナンツのリスク条項が修正されたことで、その非上場会社の社債の値段が10ポイント動いたといった場合は、投資者のスペキュレーションを呼びやすくなる。このようなスペキュレーションを呼べば、投資者は、その社債を購入しづらく、また、証券会社においても、マーケットメイクを行いにくい。非上場会社が社債を発行するような状況は、日本において事例が少ないため、現状の社債市場とは相当異なる議論であるかもしれない。
- ・ 今回の資料に、具体的な取組として、「他の債務・ローンのコベナンツについて、取引所による適時開示」と記載されている。米国では、8-Kにおいて、コベナンツの開示が行われているとのことであるが、取引所においても適時開示が行われているのか。
- ・ 現状、東京証券取引所の適時開示は、株式の上場会社に対して、株価の価格形成に影響のある事象についての開示を求めるものとなっており、（非上場の社債に関わる）コベナンツの開示を行うのであれば、10-K又は8-K相当のもので行われるべきではないかと思われる。もし米国の取引所でコベナンツの開示を求めているのであれば、どのような理由で行っているのか、わかれば教えて欲しい。

- ・ 米国における取引所の適時開示状況は、確認できていない。
- ・ コベンナツの開示は、社債権者が劣後している状況を解消するために行うのではなく、低格付社債の発行を拡大するためには、他の債務・ローンに付与されているコベンナツの開示の検討が必要ではないかと考えている。したがって、すべての社債の発行に際して、他の債務・ローンに付与されているすべてのコベンナツを開示すべきとは考えていない。

#### 4. 社債管理者の役割及び設置

##### 【事務局説明】

(現状・課題)

- 社債管理者の役割及び設置は、社債の発行会社の拡大、特に低格付社債の発行の拡大を図るために検討すべき事項、取り組むべき課題と考える。
- 社債のデフォルトによる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。

##### (1) 社債管理者の設置及び役割に関する指摘等

- ① 会社法の例外規定（最低券面額 1 億円以上）を利用して、機関投資家向け社債では、財務代理人（以下「FA」という。）が設置されることが多い。
- ② FA は、社債管理者と異なり、社債のデフォルト時に社債権者の利益のために行動することが義務付けられていないとされている。
- ③ メインバンクが社債管理者となる場合には、利益相反の問題が生じることが懸念される。

##### (2) 社債管理者の設置及び役割に関する意見

- ① 証券会社では、多くの発行会社に対して社債管理者の設置を要請している。
- ② 過去の破綻事例から見てもメインバンクが社債管理者となる場合には利益相反に当たる可能性が高く、社債管理者はメインバンク以外の者が引き受けることが適当ではないか。一方で、実態としてメインバンク以外に社債管理者に就任する者がいるのかどうかといった問題もある。
- ③ 社債管理者は、受託者責任の観点から、投資行動について厳格に制限されるため、社債権者が優先し、社債権者を 100%保護しなければならない。利益相反の問題は、社債とプロパー債権の双方に対する同順位（パリパス）での担保設定や、プロラタ（比例配分）による債権の回収等により対応できるのではないか。
- ④ 機関投資家向け社債に社債管理者を設置しているが投資者の評価は高い。
- ⑤ 社債管理者の設置コストは、以前と比べて低下し過大なコストとはなっていないのでは

ないか。

(具体的な取組)

- 社債の発行会社の拡大、特に低格付社債の発行の拡大を図るため、次の事項について検討を行い、社債管理者の設置により社債のデフォルト時の社債権者の負担の軽減が必要であると考えるがどうか。
  - ① 特に低格付社債への社債管理者の設置、市場慣行として確立
  - ② 業務が過重となっている社債管理者の業務
  - ③ 社債デフォルト時の利益相反防止措置（米国では、社債デフォルト前後の業務内容が大きく異なる。）
  - ④ 社債デフォルト後の社債管理者の報酬の確保（米国では、社債デフォルト後の社債管理者の報酬が優先債権として認められている。）

【 意見交換 】

- ・ FA が設置されている債券では、社債権者集会を開催しなければならない事象が起こったときに、FA は、基本的に発行会社の代理人であるため、社債権者を保護するためのアクションを起こせないのではないか。社債権者保護のために、社債管理者が設置されている債券が発行されれば良いが、発行会社の立場で言えば、社債管理者を設置すれば、相当のコストが生じるため設置を避け、銀行の立場で言えば、社債管理者としての責務が比較的重いといった背景から、現状の社債市場では、社債管理者が設置されている社債が発行されていないのではないか。
- ・ 一つの提案であるが、投資者の意向を適切に認識した上で、現状の制度と比較して責務を軽くした社債管理者を設置できる仕組みがあれば良いのではないか。この仕組みは、会社法の改正を必要とするかもしれないが、新たに、社債権者の視点に立ったエージェントを設置できれば良い。
- ・ 社債管理者の責務の見直しは、何らかの形で検討していただきたい。社債管理者である実務家の立場で言えば、発行会社からの手数料と社債管理者の事務量・責任を比べた場合、社債管理者の責務の重さに応じた手数料とはなっていない。
- ・ 現状・課題で「社債管理者の設置及び役割」として、「FA は、社債管理者と異なり、社債のデフォルト時に社債権者の利益のために行動することが義務付けられていないとされ

ている。」とあるが、日本の社債管理者の実態は、受託者責任として、社債権者のために行動しており、現状の実務では、この現状・課題で良いのか、確認していただきたい。

- ・ 現状・課題の意見では、「過去の破綻事例から見てもメインバンクが社債管理者となる場合には利益相反に当たる可能性が高く、社債管理者はメインバンク以外の者が引き受けることが適当ではないか。」とあるが、この意見をワーキング・グループ（以下「WG」という。）として提案するのであれば、非常に抵抗感がある。
- ・ 過去のWGの議論において、過去の破綻事例が紹介された際、日本の事例は1件も触れられてなく、スイスの案件や外債の案件で日本のマーケットに関する破綻事例は紹介されなかった。日本の過去の破綻事例において、メインバンクが何らかの利益相反を行った事例があるのであれば、会社名を含めて具体例を提示していただきたい。昔の事例では、社債を銀行が買い取って、デフォルトにせず、社債権者を保護したことがあったということが公的機関の研究所の報告書でも明らかにされている。日本のマーケットでは、最近数年間でデフォルトの事例があったものの、マイカルの社債がデフォルトして以来、大きく社債権者の利益を喪失させた事例はないのではないかと感じる。
- ・ 発行会社が倒産すれば、裁判所から選任された管財人は、中立的な立場で、裁判所の認可を受けて再生・更生計画を実行することになるが、そのような状況下において、メインバンクである社債管理者は、利益相反的な行動を取ることができないと思われる。
- ・ メインバンクは、債権者として社債管理者と相反する立場にあるが、発行会社が倒産すれば、メインバンクが最大の債権者であるケースが多い。最近の事例では、メインバンクが中心となって痛みを分かち合うため、更生・再生計画がまとまりやすいのではないかと感じている。
- ・ 米国におけるトラスティーの利益相反防止のための措置には、メインバンクが倒産前に債権回収を行い、インサイダー情報を得て、何らかの行動を起こす可能性があることについて問題意識がある。この問題意識の下で、米国では、信託証書法において、トラスティーが発行会社の債権者となっている場合には、社債のデフォルト時に最大6か月遡り、トラスティーは他の債権者が回収した債権を取戻し、特別勘定で管理されることが規定されている。
- ・ 発行会社が倒産した後は、裁判所の管理の下、透明性が図られるため利益相反が起こらないといった議論ではなく、発行会社が倒産する前に、メインバンクに対して、何らかのインセンティブが働く可能性を遮断しておくことが最大のポイントであると考えられる。

- ・ 発行会社が倒産した後は、メインバンクが社債管理者であるか否かで、債権の回収に特段の差はないと思われる。米国の信託証券法では、倒産直前のメインバンクの行動について、社債権者の視点から利益相反防止のための措置が規定されている。日本においても、米国の信託証券法を参考として、利益相反防止のための措置を講ずることは投資家の不安を軽減するには良いと思われる。ただし、格付の高い社債の場合、現状でも社債管理者の設置は稀であるし、必ずしも、このような措置は必要ないと思われる。
- ・ 「社債管理者の業務は多忙である。」との意見があったが、例えば、財務制限条項のコベナントにおいて、モニタリング条項が付されていない場合、健全な企業の社債管理者では、社債管理者としての業務が殆どないと思われる。このような状況であれば、発行会社としては、社債管理者に対して、支払う社債管理手数料を極力抑えたいとするのは当然であろう。
- ・ 一方で、デフォルトが発生した場合、相応の社債管理手数料が確保される仕組みを構築しなければ、誰も社債管理者に就任しないのではないかと。現状の実務では、社債の額面の一定の比率もしくは定額といった形で社債管理手数料が決まっているが、もう少しその実務・負荷を考慮して柔軟にすることを検討すれば良いのではないかと。
- ・ 現状の社債管理者では、実務面において責務が重いことから、悲鳴を上げている状況である。社債管理者に対して、どこまで責任を負わせるのか、社債管理者はメインバンクが良いのかといった議論をお願いしたい。また、過去2～3年間において、メインバンクに利益相反の行動など、何か問題となった事例があれば、確認しておきたい。
- ・ 社債管理者であるメインバンクでは、利益相反が少なくとも発生していると認識している。メインバンクで利益相反をコントロールできたとしても、それに対して、投資者及び発行会社は、どのように判断するのか。何かが起こったときに備えて、利益相反を防止するための措置は、予め整理しておいた方が良い。
- ・ トラスティーの利益相反を防止するための措置の導入は、日本の社債市場において非常に重要なことである。メインバンクが社債管理者に就任することは、利益相反やその可能性が生じて当然であると思う。社債管理者の利益相反を防止するための措置を設けるためには、今後、監督官庁とともに、十分な相談と議論を行うべきであり、過去の疑わしい事例の有無があったかどうかにかかわらず、誰が考えても公明正大で、投資者、発行会社及び引受証券会社が安心して参加できる市場の構築が急務である。



- ・ 低格付社債の発行会社が適切に社債管理者を設置すれば、投資者の安心感が得られるのではないかと感じている。社債管理者の業務は、相応の手数料が確保されれば、十分に採算が取れるのではないかと感じている。
- ・ 社債管理者は、会社法において設置が規定されているが、FA は、会社法において何ら規定がない。したがって、市場参加者の立場で言えば、FA であるメインバンクは、どのような業務で多忙であるのか、全くわからない。「FA は、社債管理者と異なり、社債のデフォルト時に社債権者の利益のために行動することが義務付けられていないとされている。」といった現状・課題は、まさに FA の業務が理解されていないことに起因しているのではないかと。
- ・ 日本の社債市場において、以前は社債管理者の設置が義務付けられていたが、現状では、社債すべてに設置することが義務付けられておらず、圧倒的に FA が設置されているケースが多い。投資者保護を前提として BBB 格以下の社債の発行を活性化するためには、法律上、低格付社債には社債管理者の設置を義務付ける検討を行う必要があるのではないかと。
- ・ 高格付社債の発行会社については、社債管理者を設置したとしても、社債管理者としての仕事は殆どなく、投資家サイドにもニーズがないと考えられる。発行会社としても社債管理手数料を極力抑えたいことから、社債管理会社の設置については、低格付社債に限定して考えた方がよい。低格付社債について、社債管理者が設置されることにより、その発行会社の財務状況が社債管理会社にモニターされることで、安心して投資者が社債を購入できる環境が整備されれば良いのではないかと。
- ・ 社債管理手数料や FA の手数料は、格付に応じた体系として、例えば、AAA 格や AA 格の発行会社は、それらの業務内容から見て、手数料の負担は少なくすべきではないかと。
- ・ AA 格や A 格の発行会社は、将来的に財政状態が悪化することも有り得るため、可能な限り、投資者保護の観点から、社債管理者を設置するといった検討ができれば良いのではないかと。また、社債の発行時点において、ある程度、格付が低い発行会社は、社債管理者を設置の上、相応の社債管理手数料が確保される仕組みが構築できれば良いと思う。

- ・ 格付が下がった後、その発行会社に社債管理者が設置できないかといった意見は、現実的な問題として難しく、多くの者が、そのような発行会社の社債管理者への就任は辞退するのではないかと。
- ・ 証券会社では、社債を引き受けた後、その社債を売り切れれば業務が終わるが、社債管理者は、社債の償還まで業務が終わらない。メインバンクは、取引先の発行会社を最後まで支える役割がある。社債管理会社の利益相反の防止のための措置を導入するのであれば、どのようなことをもって利益相反となるのか明確にしておく必要があるのではないかと。漠然と「メインバンクであるから、何か利益相反的なことを行うのではないかと」と言われても、具体例を挙げた上で提示がなければ、この措置の導入は受け入れがたい。なお、銀行では、利益相反の有無について、相応のレベル感を持って確認を行っている。
- ・ 格付が低い発行会社や、格付が一定水準以下に下がった発行会社にのみ社債管理者を設置すれば良いといった意見は、現実的な問題として難しいと思う。第一に金融機関側にとって、そういった先の社債管理会社になることはハードルが高い。第二に格付会社が付ける格付は、様々な制度や運用基準において、トリガーとして組み込まれており、一般的に投資家は低格付企業の社債に対しては慎重であるため、こうした発行会社が格付を取得して社債を発行するインセンティブが小さい。低格付社債のみに社債管理会社設置を義務付けることは、発行のインセンティブをさらに後退させるのではないかと。社債管理者の設置を求めるのであれば、一社あたりのフィーを下げたうえで、すべての社債一律に、その設置を求めた方が良いのではないかと。
- ・ ストラクチャード・ファイナンスの場合は、社債管理者が設置されるケースが多い。その理由は、証券化商品の裏付資産などに何かがあったとき、問題処理が大変になることが想定されるため、社債管理者が設置されていると思われる。
- ・ 利益相反の定義は、是非、議論を深めていきたい。米国では、信託証書法において、例えば、役職員の兼任や、直接・間接の支配関係、証券の10%以上の保有、債権者となっている場合には、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。日米において利益相反の定義が同じであるならば、日本のメインバンクは、債権者であると同時に社債管理者であるため、米国のトラスティーよりも厳しい義務を負っているのかもしれない。また、その義務に対して社債管理手数料が十分に確保されないかもしれない。

い。この件は、是非とも、弁護士や市場関係者の意見も聞いてみたい。

- ・ 日本の資本市場では、利益相反に対する考え方について曖昧な印象を受ける。米国と比較すれば、日本の銀行の数や証券会社の数は少ないため、限られたプレーヤーの中で、どのように利益相反防止のための措置を図るのか、重要なポイントであると思われる。
  
- ・ 米国のトラスティーは、高格付社債であれば発行量が多いため、手数料率が小さくても、ある程度の収益が確保できているのではないか。

## Ⅱ. 流通市場

### 1. 社債の価格情報インフラの整備

#### 【事務局説明】

(現状・課題)

- 発行市場の拡大には、流通市場の機能の拡充・強化が必要である。
  - 日証協が公表する「公社債店頭売買参考統計値（以下「売買参考統計値」という。）」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。
- (1) 公社債店頭売買参考統計値制度に関する指摘等
- ① 実勢価格（約定価格、ビッド・オファー等）と乖離し、タイムラグがある。
  - ② 投資信託の基準価格や担保等の評価に利用できない。
  - ③ 社債の発行条件の決定に当たって、参考価格・指標として利用できない。
  - ④ 取引情報（約定データ）の公表など「公社債店頭売買参考統計値制度」の抜本的見直しが必要である。
  - ⑤ 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ある。
- (2) 取引情報の報告・公表に関する指摘等
- ① 流動性の低い銘柄・低格付社債の取引情報の公表は、市場参加者にミスリーディングになるのではないか。
  - ② 社債の発行額が大きく格付も高い流動性が高い銘柄から取引情報を公表していくのが効果的ではないか。
  - ③ 証券会社のコスト負担の軽減を図るため、証券保管振替機構（以下「ほふり」という。）のシステムの活用などの検討が必要ではないか。

(具体的な取組)

- 社債の価格情報が実勢を適格に反映した価格となるよう、次の事項について検討を行い、社債の価格情報インフラの整備を図る必要があると考えるがどうか。
  - ① 売買参考統計値の信頼性の向上（指定報告協会の見直し（売買執行能力がある協会員とする等）、報告時限の繰下げ等）
  - ② 取引情報の段階的な公表、売買参考統計値との併用（米国では、ほぼリアルタイム、英国では毎日1回の取引情報の公表が行われている。）

#### 【意見交換】

- ・ 社債市場の価格の透明性を高めていくことを目標にするならば、可能な限り、金銭的にも時間的にもコスト負担のない形が良い。米国では、TRACE が導入されて、ある程度、円滑に取引情報の報告・公表が行われているが、コスト負担は、それ相応に必要となるのではないか。
- ・ 売買参考統計値の精度をもう少し高めようにも、現行制度では指定報告協会員において時間が間に合わないため、速やかに報告したくても報告できない状況である。売買参考統計値は、信頼性の向上のために、もう少し実勢価格に近づくようにするためには、どうすれば良いのか考える必要がある。
- ・ 別途、WG を設置の上、議論すべきテーマかもしれないが、例えば、各指定報告協会員が報告している気配値を1銘柄毎に公表すれば、指定報告協会員は、更に責任感を持たなければならない。ある指定報告協会員がマーケットから大きく乖離した気配値を報告していることが判明すれば、発行会社や投資者から、その指定報告協会員に対して問い合わせが寄せられることになる。この仕組みによって、気配値がマーケットの実勢に近づいていくのではないか。
- ・ 一方、1銘柄毎に各指定報告協会員の価格を公表することは、弊害も予想される。つまり、気配値を報告する指定報告協会員数が減少するのではないかといった懸念である。現在、売買参考統計値は、何千銘柄と発表されていると思うが、数百銘柄に減少すれば、ユーザーの立場として果たしてどうなのかといった懸念がある。正確とは言えない売買参考統計値が多数あった方が良いのか、それとも、銘柄数は少なくなるが、非常にマーケット実勢に近い気配値が報告されれば良いのか、どちらを選択するのかといった議論があり、その点を検討しなければならないのではないか。

- ・ 売買参考統計値の議論は、証券会社が必要なコストを負担しても、マーケットを良くしたいか否かに深く関係している。特に、流動性の低い銘柄の値段は公表するべきではないといった意見もあるが、売買参考統計値を公表することによって、ビッド・オファーのスプレッドを取っていた証券会社の収益が減るといった側面もある。価格の透明性が高まって、海外の発行会社も社債を発行する機会が増えて、全体的なボリュームが増えれば、結果としては、証券会社の手数料収入が増えることになる。このような大きな発想で価格の透明を高めていくのか、それとも、各証券会社において数億円の費用負担が生じるため積極的に行動しないか、検討しなければならない。
- ・ 取引情報の報告システムについて、証券会社が負担するコストの問題があるが、TRACE では、米国金融取引業規制機構 (FINRA) において、NSCC (National Securities Clearing Corporation) がデータを提供して、業者の負担を少なくする方法で運営していると聞いている。気配値の情報は、例えば、英国で行われているようにバリデーション・ルールを作り、少ない報告社数であっても、そのルールに照らして報告値が適切かどうかを判断する方法もあり、欧米の事例を参考として検討できないだろうか。
- ・ 売買参考統計値では、指定報告協会員が無理に気配値を報告している例もあるやに聞いている。英国では、証券会社が無理に値段を報告しなくても、当日の約定が成立しなければ値段を報告する必要がなく、過去に報告した値段がバリデーション・ルールに照らして適切かどうか判断し公表されている。気配値の発表と実際の約定価格の公表を合わせて利用するような方法で、可能な限りコストを少なくして、価格の透明性を高めていく方法があるのではないか。
- ・ TRACE における価格情報報告の一つのツールとして、NSCC の照合システムが活用されているとのことであるが、NSCC がカバーしているのは全体の概ね 1 割にも満たないとの情報もある。その他 9 割は、直接、証券会社から報告などを受けて、全体の情報をカバーしていることとなる。NSCC は、あくまでも業者間取引の情報が主であり、ほぶりの照合システムは、カスタマーサイドのデータが多いという違いがあるが、そもそも、ほぶりが外部に公表する前提で価格情報を取得している訳ではない。
- ・ そもそも、決済照合システムの目的は、約定から決済に至るまでの STP 化を図ることであるが、価格情報が公表されることを忌避して、照合システムが使われなくなるといったことになれば、当初の目的とは全く違った方向に動くことになる。この議論をする上では、そも

そもどのような情報を公表すべきか、そのために情報の出し手として誰の合意が必要であるのかといったことを、まずは議論する必要があるのではないかと考えている。

- ・ 売買参考統計値制度と取引情報の報告・公表制度では、情報の質・種類が異なる。売買参考統計値は、気配値をどのように集めるのか、また、提供する気配値の精度をどのように向上させるかが論点である。取引情報の報告・公表は、そもそも報告・公表するのか否かといった問題である。今後の方向性としては、ミクロの視点で考えるのか、それとも、マクロの視点で考えるのか整理すべきである。
- ・ 売買参考統計値制度は、その制度の見直しを行えば、実勢価格との乖離やタイムラグ等の問題が改善する可能性があるのではないかと考えている。その改善策の一つとしては、指定報告協会がどの銘柄にいくらの気配値を報告しているかという開示である。現行制度では、ある指定報告協会がどの銘柄について気配値を報告していることは開示されているが、指定報告協会がどの銘柄にいくらの気配値で報告しているかは開示されていない。この開示を行うことによって、売買参考統計値の精度が高まっていくのではないかと考えている。
- ・ 取引情報の公表は、現時点において公表しているインフラが存在しないため、今後、どのように取引情報を集計するのか。もしも、既存のインフラの中で運用できるのであれば、コスト負担は多くかからないのかもしれない。それとも、新たな別のインフラを使うのであれば、集計する証券会社側も、あるいは受け取る側もコストがかかってくるかもしれない。この点は、議論を行う必要がある。

## 2. 決済・清算システムの機能拡充及び社債レポ市場の整備

### 【事務局説明】

#### (現状・課題)

##### (1) 決済・清算システムの機能拡充に関する指摘等

- ① 社債には清算機関がない。社債の清算集中・清算機関の整備により、決済リスクが軽減、投資者・市場参加者にとって利便性が向上し、流動性が高まる。
- ② 現状では、社債の発行規模が小さく業者間売買は限定的で、社債のネットィング効果は大きくない。
- ③ 証券の決済・清算インフラは、株式、先物・オプション取引、国債など商品・取引毎に複数の清算機関が分立しており、今後清算機関の効率的な活用・機能強化の取組の中で、社債の清算機関のあり方について検討が必要ではないかと考えている。

## (2) 社債レポ市場の整備に関する指摘等

- ① 日本では、社債のレポ市場、レンディング機能が存在しない。
- ② 欧米では、社債レポ市場、レンディング機能が整備され、市場参加者の資金調達・運用手段として定着しており、流通市場での流動性の確保、発行市場の拡大に寄与した。
- ③ そのための必要な措置として、ほふりにおいて、欧米の決済機関と同様の資金決済機能、証券貸借等の機能が提供され、社債のレポ市場が整備されれば、流通市場の活性化、社債の発行市場の拡大に寄与する。
- ④ 社債レポ市場のインフラ整備は必要ではあるが、現在の社債の発行規模では社債のレポ取引は進まない。社債の発行規模の拡大と併せて整備を図っていく必要があるのではないかと。

### (具体的な取組)

- 決済・清算システムの機能拡充及び社債レポ市場の整備を図るため、市場関係者のニーズを踏まえながら、次の事項について検討を進めておく必要があると考えるがどうか。
  - ① 社債の清算・決済集中の必要性の有無（決済機関、決済期間の短縮化等）
  - ② 資金決済機能、証券貸借等の機能の提供（ほふりや民間によるサービスの提供）

### 【意見交換】

- ・ 国債のディーリングにおいて一番重要なことは、取引のロットと流動性である。その意味で、社債市場を国債に次ぐ市場にするのであれば、市場の規模が小さいことと1起債当たりのロットが小さいことが問題である。また、ロットが小さいために、いわゆる取引コストが高い状況である。
- ・ 日本の社債市場が抱える問題点を一つずつ解消すれば、国債市場に匹敵するかわからないが、欧米クラスか、もう少しプラスアルファの市場に成長するのではないかと。現状の日本の社債市場では、東アジアの金融マーケットに位置する上で遠い状況にある。
- ・ 国債は銘柄の格差がないため、個別性のある社債の流通市場とは大きく性格が異なる。国債市場は、以前は流通市場が未成熟であったが、国債が大量に発行されて、自然に流通市場ができあがってきた。今後、社債市場においても、発行量が増えれば、同じように流通市場の活性化につながるのではないかと。

- ・ 社債のレポ市場を機能させるためには、流動性の厚みが非常に大きなポイントであると思う。受託者として委託先資産の保全の観点から相応の取引の厚みと流動性が確保できなければ、受託者責任もありレポが資産取引のニーズとして発展しないのではないかとと思われる。流動性を確保するためには、価格情報の信頼性を高めることを着実に進めることが重要である。
- ・ 価格情報の公表対象は、カバーされる銘柄数の拡大と実勢価格の信頼性の裏付けとなる流動性をどのように確保するかといった検討を並行して進めることが、レポ市場の利用拡大に繋がるのではないかと考えている。
- ・ 海外の投資家を呼び込む観点で、本年6月以降、普通社債の利子等の源泉徴収が免除されることは非常に有効である。
- ・ ほふりとユーロクリアとの間でアクセシビリティの問題があり、ユーロクリアでの社債の決済はできない。今後、海外の投資家は、税金を徴収されずに社債を買えるようになるが、決済の問題で実際には社債を買えないといった声を意外に多く聞いている。海外の投資家を呼び込む観点では、このような問題が中長期的に解決されれば良い。
- ・ ほふりでは、社債等の非居住者非課税制度の開始に伴い、現在、海外の金融機関・決済機関の制度参加の手続を進めているところである。予想以上に多くの外国間口座管理機関の申込みをいただいております、海外の投資家からの反響は非常に大きいと感じている。海外の投資家を日本に呼び込む良い機会ではないか。
- ・ 日本では、社債市場の規模が非常に小さいため、レポ市場の整備が進んでいない。定例的に、ワンショットで300億円から500億円規模の社債を発行する会社が増えてくれば、レポ市場が整備できるのではないかといった意見もあったが、電力会社などの公共銘柄以外で、定例的に発行する事業会社を探すことは難しい。
- ・ 例えば、1,000億円規模の社債を発行すれば、その後数年間、社債を発行しない会社もあるため、社債を定例的に発行できるマーケットの構築が、レポ市場の整備に繋がるのではないかとと思われる。
- ・ ほふりでは、決済について、市場関係者から寄せられたニーズに沿って対応していくことを基本スタンスとしている。欧米との比較において未整備の部分があるという点は、ほふり



としても問題意識を持っている。現在の日本市場において、社債にどの程度の流動性があるのかといった問題もあるが、ほふりでは、インフラ機関として、社債市場の活性化のために前向きに対応していきたい。インフラを整備したものの、市場参加者が利用しなければ意味がないため、市場参加者のニーズに沿って対応していきたい。

- ・ まずは、レポ取引ができるインフラを整備し、投資者が実際のレポ取引を行って成功体験を積み重ねれば、今後、レポ市場が大きくなっていくのではないかと。
- ・ 社債のレポ市場が整備されれば、積極的に活用したい。投資家にとっては、収益チャンスに繋がり、資金の調達手段にもなる。国債のレポ市場も積極的に活用しているため、是非とも、社債のレポ市場の整備を進めていただきたい。
- ・ 本WGで挙げた議論の中には、本WGのメンバーに限らず、広く投資者や発行会社に対して意見を求め、確認した方が良い論点があったと思う。例えば、現時点では社債を発行していないが、今後社債の発行を検討する可能性がある会社に対しても意見を求めるなど、広く市場参加者に対してアンケート形式で意見を求め、金融市場全体として、どのような声が多かったのか把握できれば良いと思う。金融市場全体として声が多かった点は、優先順位を付けて解消していくといった提言を行えば良いと思う。

## 2. その他

- ・ 第10回WGを4月27日（火）に開催する。

(配付資料)

- ・ 社債市場の活性化に向けた具体的な取組（事務局整理検討メモ）

以 上