

公社債流通市場の更なる機能向上について（論点整理メモ）

平成14年12月20日

公社債店頭取引等に関するワーキング

公社債流通市場の更なる機能向上について（論点整理メモ）

1．経緯

金融庁の「証券市場改革促進プログラム」(平成14年8月6日)の「公社債流通市場の流動性向上等」の検討要請を受けて、本協会の公社債・新業務委員会の下部機関である「公社債店頭取引等に関するワーキング」では、公社債流通市場の更なる機能向上についての論点整理を行った。本稿は、12月までの検討状況を取り纏めたものである。

2．公社債流通市場における証券会社の役割

公社債の店頭取引における証券会社の役割は、自らが相手方となって顧客の取引ニーズに的確に応える（マーケット・メイク）ことにある。投資家が公社債の売却を希望したとき、非常に多くの銘柄のある公社債の中で、同一の公社債の購入を希望する投資家を瞬時に見つけ、需給を一致させることは難しく、一旦、証券会社で買い取り在庫として抱えることが通常である。反対に、投資家が特定の社債の購入を希望したときには、在庫や空売りなどにより顧客ニーズに極力応じている。当該証券会社は、事後にその公社債の買い手ないし売り手を探すことになるが、その場合には、転売から購入までのタイム・ラグが生じることから、その間、相場変動に伴う価格変動リスクに晒されることになる。特に社債の場合は、国債に比しタイム・ラグが大きく、リスクも大きくなりがちであるが、証券会社はこのような公社債取引に伴うリスクを負担しつつも顧客ニーズに応じることにより、公社債流通市場における取引の円滑化及び流動性向上に努めてきているところである。

3．検討の基本的スタンス

わが国経済の活力回復のために直接金融の活用が期待されていることなどから、今後とも公社債を介した資金調達については更なる拡大が見込まれる。発行市場においては、近年、企業等の多様な資金調達ニーズに対応し、商品の多様化等の進展をみているものの、公社債市場がその機能を十全に発揮するためには、流通市場においてもその機能の更なる向上が望まれるところである。

公社債流通市場における機能向上の重要な要素としては、市場の流動性、取引価格の透明性、公正性があげられる。

流動性の高い市場とは、売りたい時、買いたい時に、数量の多寡に関わらず大きな価格変動を生じることなく、短期間で執行可能であることと考えられる。

また、取引価格の透明性とは、取引に際して有用な価格情報が容易に入手できる状況を指し、取引価格の公正性とは、合理的で適正な価格で取引が執行されることにあると理解できる。

このような視点から、社債を対象に流動性等向上のための考えられる方策につき、以下のとおり論点整理を行った。

○ 社債の流動性等向上に係る論点

1. 流通関係	
< 現行制度の枠組みの下での論点 >	
分断市場の統一による取引の活発化	< 公社債利子に係る源泉徴収制度の存在による市場分断 > - 個人・課税法人が受け取る公社債の利子に対しては源泉徴収が行われる一方で、一定の金融機関や非課税法人については、源泉徴収が不適用とされている。公社債の売買過程において個人や課税法人が加わると、当該公社債はいわゆる課税玉となり、源泉徴収が不適用とされている金融機関等においては経過利息の計算が煩雑となる。結果、金融機関等からは、その当該利子計算期間中での取得が敬遠され、事実上、金融機関等と個人や課税法人との間でマーケットが分断されることとなる。 - このため、公社債については同一銘柄でありながら、保有者の属性、売買の履歴により、市場価格が異なる。このことが、社債等の流動性向上の阻害要因のひとつとなっていると考えられる。 (改善の方向性) 公社債利子への源泉徴収が廃止されれば、課税法人の公社債市場への参入が促進され、その資金の効率的な運用に資するとともに、公社債流通市場の拡大・活性化が大きく期待できる。 15 年度税制改正大綱において、『公社債市場における円滑な流通に資する一定の法人（資本金額が1億円以上のもの）が支払を受ける公社債の利子のうち、社債等の振替に関する法律に規定する振替口座簿に記載又は記録がされた公社債の利子でその記載又は記録されていた期間内に生じたもの』が源泉徴収不適用とされたことは歓迎される。
マーケット・メイク充実のための環境整備	< マーケット・メイク機能の更なる発揮のための環境整備 > - 公社債の流通市場において、証券会社は顧客の相手方となって取引を成立させること（マーケット・メイク）により流動性向上に努めている。社債について、このようなマーケット・メイク機能を充実させるには、空売りとそれに伴う買戻しが容易に行える環境の整備や、レポ市場の活性化が必要である。 - 現在、満期保有目的で購入する投資家が少なくないので、社債発行後に市中に出回る量が必ずしも多くないこと、社債（登録債）の取引においては、登録手続きや券面種類の管理が煩瑣であること、等が証券会社におけるマーケット・メイク機能発揮の制約になっていると考えられる。

	(改善の方向性) 安全で効率的な資金・証券の受渡し決済システムの構築 平成15年1月6日より社振法が施行され、近い将来に社債の新しい受渡し決済システムの稼働が予定されている。これにより、レポ取引等が行い易くなる環境に向けての市場整備大きく前進することが期待できる。また、現在、振込国債についてのみ手当てがされているフェイル・ルールについての本格的な検討も近い将来必要とされよう。これらの手当ては、流動性向上に資するものと考えられる。
< 新たな制度等の創設を必要とする論点 >	
各証券会社の店頭気配を一覧的に見られる仕組みや特定銘柄の売買ニーズを集中する方策の有効性について	< 店頭気配情報へのアクセスについて > - 社債の価格情報については、各証券会社対顧客向けに提示する価格情報、本協会の売買参考統計値のほか、情報ベンダー等を通じて様々なユーザーニーズに応えたものが存在しており、機関投資家においてはこれを把握することが可能な状況にある一方で、個人投資家等についてはこれらの情報にアクセスすることが必ずしも十分な環境にあるとはいえない。 (改善の方向性) 本協会は「個人向け社債等の店頭気配情報発表制度(仮称)」を制定し、個人投資家の価格情報へのアクセスが容易になるよう環境整備を行うこととしている。 現在、既に一部の私設取引システム(P T S)運營業務認可証券会社においては社債を取り扱っており、これらP T Sに参加している一部証券会社の気配は集約されているものの、全ての証券会社の店頭気配を集約し、一覧できるようなインフラは存在しない。これを実現するには相当のシステム対応等の費用負担が発生することになるので、実現に当たってはその費用負担のあり方について慎重な検討が必要である。 < 特定銘柄等の売買ニーズの集約について > - 当局より、発行額が大きく、売買がある程度見込まれる銘柄について、取引所や私設取引システム(P T S)運營業務認可証券会社等に当該銘柄の売買ニーズを集中し、取引の成立割合を高めるとともに、その出来値等を公表することにより流動性向上に資するのではないかと指摘があった。 - これに対し、これまでも公社債取引が店頭による相対取引で行われてきたことや、社債の投資家の現状(社債投資家の多くは長

	期投資対象商品として保有する向きが多く、ポートフォリオのデュレーションの調整などによる入れ替え売買ニーズがほとんどである）に鑑みると、取引ニーズを集中することによる効果が期待できないのではないかと意見が少なくない。 ・ また、取引ニーズを集約するとなると、証券会社のマーケット・メイク意欲がそがれる恐れがあり、かえって流動性が低下することになるのではないかと指摘があった。 （改善の方向性） 取引の集中化等については、投資家ニーズ等の確認を行い、有効性が確認できれば改めて検討を行うこととする。
出来値の報告・公表制度の導入	< 出来値の報告について > ・ 当局より、証券会社に売買の成立の都度、当該取引の価格等を報告する義務を課し、その結果を公表することにより、取引公正性の確保及び価格の透明性向上が図れるのではないかと指摘があった。 ・ これに対し、出来値の報告は、監視により不適正な価格による取引を早期に特定できる点で取引公正性確保の観点から、その意義を認めることができる、また、現状においても当局の検査等においては取引状況を知らせているので、その頻度が毎日になることには問題はないとの意見が多数を占めた。 ・ 但し、報告・公表制度を導入するには、報告コストをできるだけ抑制した報告システムの構築が必要であり、実現に際しては、現在、受渡決済制度改革において取引照合機能の整備についても検討されていることから、これら議論の進展を見守りつつ、有効活用を検討していく必要がある。 < 出来値の発表について > 出来値の報告についてはその有効性が認められるものの、その内容を発表することについては以下の問題点が指摘された。 ・ 公社債は株式と異なり、店頭での相対取引であり、その際の要件（取引主体の課税関係、取引規模等）は取引毎に異なることから、出来値を公表することにより、公表内容がその後の取引の際の価格形成に影響を及ぼす可能性があり、必ずしも流動性向上につながるとはいえない面がある。 ・ これらの有効性については、米国の事例（TRACE）及びその効果についての評価などを参考にして、検証する必要があるではないか。

	（今後の方向性） 引き続き、決済インフラの整備状況を見守りつつ、出来値報告に関するインフラ整備のあり方、発表に関する問題点及びあるべき方向性についての検討を進めることとする。
2．発行面	
○ 発行額のロット化による取引の促進	< 一回あたりの発行額のロット化 > ・ 社債では、発行日が同一であっても、複数銘柄で発行されているものがある。発行のロット化により、流動性向上が図れるのではないかと指摘があった。 ・ これに対して、発行体は、長期の資金計画の観点から一定時期に集中して償還を行うことを好まない。したがって、同一発行日であっても、異なる数種類の年限で発行するケースが少なくない。また、近年の発行市場の環境下においては、発行額が大きくなるほど円滑な消化への配慮から発行コストが割高になる傾向があるとの指摘があった。 ・ この他、社債の募集期間終了後、払込期日が到来するまでの間に超過需要が確認できた場合において、再度、発行日（払込日）及び発行条件を同一とする社債募集を行い、これらの社債を同一銘柄として取扱うことにより、発行額をロット化することが考えられるとの指摘があった。この点については、商法（社債原簿の取扱い、社債権者集会の規定の取扱い）や証取法上（同一社債の複数回の募集）の問題がないことを確認できれば、実行可能ではないかと指摘があった。 < 銘柄統合による発行額のロット化 > ・ 数回の発行分を 1 銘柄に統合することにより、発行額のロット化を図ることで流動性の向上が図れるのではないかと指摘があった。 ・ 銘柄の統合は、流動性向上の観点から有効と考えられるものの、法制上の制約があるとされており、社債ではこれまで銘柄統合の実例がない。 - 法制上の制約— ・ 商法 301 条は、1 つの社債を成立させるためには社債の総額の申込みがあること、もしくは応募額をもって社債の総額とする旨を社債申込み証に記載することが必要であるとしており、社債成立時までにその総額（またはその上限額）が明らかになっている必要がある。また、商法 317 条で社債原簿は各社債ごとに作成される必要がある。このように現商法は社債の総額を特

	定しない発行は予定していないと解されている。 ・ 社債等登録法においては、各社債毎に登録簿を作成することが定められており、銘柄統合の制約になるとされている。 (今後の方向性) 社債の銘柄統合に係る法制上の制約等について、必要があれば法改正等の要望を行うこととする。
--	---

【終わりに】

わが国社債市場の更なる機能向上に資する観点から、流通市場の活性化については、これまでも市場関係者が積極的に取り組んできた課題である。また、市場関係者によるこれまでの継続的な取組みにより、確実に前進が見られてきているところである。

しかしながら、近年、適債基準の撤廃や企業における直接金融へのシフトが強まる中、企業の社債による資金調達が一層の拡大傾向を辿っていること、また、様々な投資ニーズにあわせて多様な商品が登場してきていることなどから、流通市場の更なる機能発揮が期待されることはいうまでもない。

今後、本協会では、本論点整理に基づき、更なる検討を進めていく所存であり、有効かつ対応可能なものについてはできるだけ早期に実現できるよう努めて参りたい。その際には発行体、投資家の意見も参考にしていきたい。

以上