

—レポート—

第4部会での検討について

ニッセイ基礎研究所 上席主任研究員 **徳島 勝幸**

1. はじめに

社債市場の活性化に関する懇談会の傘下で、主に流通市場に関する課題の検討を担当するために設けられたのが第4部会であった。社債流通市場の現状を見ると、まず、取引量が格段に少ない。流通市場での売買が稀にしか見られない理由としては、株式と異なり一つの発行体で複数の年限・回数の社債を発行していることの他、機関投資家の多くが投資した社債を継続して保有するバイ・アン

ド・ホールド戦略を採っているために、必要のない限り売却を行わないこと、取引所市場がなく店頭において相対取引が行われること等を指摘することができよう。

取引が少ないために、既発行の社債の実勢価格を把握することは困難であり、その結果として、社債の流通市場での取引が活発化しないという悪循環に陥っているのが現状である。原因と結果とが絡み合って「鶏が先か、卵が先か」という状態にあるため、一つずつ丁寧に課題を解きほぐしていく必要に迫られたのが、第4部会での検討対象であった。依然として、すべての課題に万全な解決策を見出すには至っていないが、7月に懇談会へ提出された部会報告では、解決の糸口を幾つか提示している。

—目次—

1. はじめに
2. 社債の価格情報インフラの整備
3. 社債レポ市場の整備と決済・清算システムの機能拡充等
4. 社債流通市場の改革に向けた検討の視点

■ 2. 社債の価格情報インフラの整備

まず、既存の枠組みである公社債店頭売買参考統計値（以下、店頭売買参考統計値）の信頼性向上に関する検討について見ることにしよう。かつての公社債店頭基準気配から公社債店頭売買参考統計値に移行するに当たって、気配値を報告する会社は5社以上とされ、各銘柄の報告社数によって上下の極値を外して算出することで信頼性を高めるとされた。ところが、流通市場での売買取引が頻繁でないことから、前日との価格変化幅を他の銘柄の出来値やクレジットデフォルトスワップ（以下、CDS）の気配から推測するしかないため、多くの市場参加者からは店頭売買参考統計値の信頼性が低いとされてきた。しかも、値幅制限がない中で店頭売買参考統計値と実勢価格の差異が、売買取引を仲介する証券会社の収益源となっていたのである。社債の流通市場での取引に際しては、為替取引などと異なり、投資家は仲介者である証券会社から売値か買値か一方の気配しか提示されない。売値と買値の双方が同時に示される2ウェイの気配は提示されないのである。

店頭売買参考統計値の公表される社債の銘柄は、5社以上の証券会社から気配値の報告を受けたものであるが、国内最大の証券会社であり取引関与が多いために市場での信頼が最も高いと考えられている野村証券からは、

社債に関する気配値の報告が行われていない。上下の極値を除く店頭売買参考統計値では、最少で3社の報告値に基づく価格が実勢として公表される可能性がある。その3社は必ずしも十分な売買執行能力を有する大手の証券会社とは限らない。取引に関与していない証券会社からの報告値をいくら多く用いたとしても、必ずしも市場実勢を反映していると考えられないことが、これまでの店頭売買参考統計値の欠陥なのである。市場参加者の間では、店頭売買参考統計値よりも情報ベンダーの公表するブルームバーグ公社債基準価格の方が市場実勢に近く、更には、野村証券の価格情報を織り込んでQUICK等の作成する債券標準価格（JSPrice）の方が、より市場実勢に近いというのが一般的な見解とされてきた。もっとも、リーマンショックの直後は、これらの価格ですら市場実勢の変化に対応できていなかったと批判されている。

店頭売買参考統計値では、時に市場実勢と大きく乖離した数値が公表されることもあり、投資家からは店頭売買参考統計値の公表が逆に害になっているとする意見すらあった。しかし、会計基準上の時価評価に関する取扱い等の観点からも店頭売買参考統計値は必要な存在であり、信頼性の向上を強く図ることが求められている。具体的には、市場実勢から乖離した報告については日本証券業協会が改善を求める指導を行うことによって、市場実勢に近い店頭売買参考統計値となるよう改善措置が講じられる。かつて検討されていた証

券会社ごとの報告値の公表は、日本証券業協会による指導を導入することで不必要であるとされているが、報告社数の増加に向けて気配値の報告時限及び店頭売買参考統計値の公表時刻の繰下げ等が、検討される予定である。

また、日本証券業協会が市場実勢を的確に把握する目的からも、社債の取引情報を証券会社から集めることが必要である。諸外国の例を見ると、社債の流通市場での取引が成立した場合には、速やかに監督官庁ないしは中立な機関へ情報を集約することが一般的であり、概ね15分以内に報告しなければならないとする国もある。ところが、日本においては、社債の流通市場が完全な相対取引であることから、取引量の集計こそ行われてきたものの、価格を含む取引条件については、一切の情報が取りまとめられてこなかったのである。社債の流通市場活性化のためには、社債の流通市場での価格透明性を拡大することが必須であり、社債の取引情報の報告は不可欠な取組みである。

しかしながら、自主規制機関に過ぎない日本証券業協会が、証券会社に対して強制的に報告を求めるだけでなく、大きなコスト負担を強いるのは現実的でない。諸外国における同様のシステム導入事例を調査した際にも、監督官庁による強制がないと自主的な制度導入は難しいだろうというコメントがあった。そのため、証券保管振替機構（以下、ほふり）の約定照合システムを利用して、自動的に日本証券業協会へ報告が届くようにする取組み

が適切である。必ずしもすべての取引で約定照合システムを利用されているわけではないが、ほふりから報告可能なものについては全件を集めることとし、それ以外のものについては、別途、取引量や費用対効果等を考慮して日本証券業協会に直接報告する枠組みを設けるしかないだろう。日本証券業協会が極力広範囲の取引情報を集めることは、売買参考統計値の精度向上の観点からも、市場実勢の十分な把握の観点からも必須である。

日本証券業協会が集めた社債の取引情報の報告を、どのように公表するかは、今後、多くの議論を要することになりそうだ。現状では、証券会社も投資家も取引手口の公開には極めて消極的である。懇談会への報告書に記載されているように、まず、流動性の高い銘柄に絞り、具体的な取引金額を伏せる形での公表から開始するのが適切である。諸外国でも、当初は限定した取引情報の公表から開始し、徐々に市場参加者が慣れてきた段階で公表対象を全体に拡大した例がある。報告書中で【当分の間の措置】と明示されているものは、端緒として限定的に開始する対象となったものであり、公表当初の混乱を経た後には、拙速ではないが早急な対象の拡大が必須だろう。いつの間にか、取引情報の公表等日本の社債市場のあり方は、欧米の先進国に遅れるどころか、一部のアジア諸国にすら遅れてしまっている状況であり、市場参加者は強い危機感を共有すべきではないか。

■ 3. 社債レポ市場の整備と 決済・清算システムの 機能拡充等

次に、社債レポ市場の整備に関しては、報告書にも記載されているように、別途、「社債レポ市場整備等報告書」がまとめられており、引き続き、整備に向けた取組みが予定されている。国債と異なり社債のレポ取引がほとんど行われないうのは、取引慣行が定着していないこともあるが、冒頭で述べたような「鶏が先か、卵が先か」という状況に陥っているためである。“社債を借りてきて空売りすることが容易にできないため、社債の流動性が低くなっている”というのも正しいし、その逆で、“社債の流動性が低く、ほとんど取引が見られないために適正な市場実勢価格が得られず、評価ができないためにレポ取引が成り立たない”という見方も正しい。よって、社債レポ市場を整備し空売り等のハードルを引き下げるには、社債の価格情報インフラの整備も不可分な取組みとなっているのである。

そもそも、日本の機関投資家の多くがバイ・アンド・ホールド戦略を採らざるを得なくなっている中で、潜在的には、レポ取引によって収益拡大を図りたいというニーズは存在する。一方で、社債のレポ市場が存在しなかったことから、システムや事務面での対応が行われていない。まずは貸し手の事務等の面での対応が必要であり、その後、実際に流

通市場が機能するよう、レポ取引の実績を積み上げることが求められる。まず、証券貸借仲介サービスから具体的な検討を行うこととされているが、早急な取組みが必要である。なお、社債の決済・清算システムの機能拡充に関しては、新しい清算スキームの導入も含めた検討が提示されているものの、ネットィングのような仕組みは、流通市場での取引が活発化してから必要になるものであり、まずは、流通市場での取引拡大に向けた諸施策への取組みが優先されるべきである。

社債の追加発行（銘柄統合）と社債の取引単位の引下げは、その他社債の流通市場の活性化を図るための措置という形で、報告書にはやや小さく盛り込まれているが、それぞれ大きな課題を提示している。社債の追加発行は、実際に追加発行条項の付された社債がこれまでも発行されているものの、ほふりの事務システムが対応していないことから、実現できていない。かつては、予め定められた社債の発行総額が重要な枠組みとなっていたものの、近年の募集現場では、100億円以上といった緩い形でのマーケティングが定着している。また、国債に関して流動性供給入札の仕組みにより当初募集後数年を経過してから追加発行されることが平常化していることに鑑みると、市場参加者の違和感は大きく低下していると言えよう。債券の追加発行は、この10年程度の期間で市場の認知を得たと言える状況にあり、システム等が社債の追加発行のボトルネックになっている現状は、早急に

改められる必要があろう。

社債の取引単位の引下げについては、現状の大多数の銘柄における最低取引単位が1億円となっていることが、会社法第702条但書に由来しており、社債管理者の設置強制とリンクしているために慎重な議論が必要である。しかしながら、最低単位が1億円となっていることで、銘柄分散に必要な投資を実行する場合には巨額な資金が必要となっており、受託資産残高の小さい年金等の一任勘定や投資信託にとって大きな投資の障壁になっている。多少のトラッキングエラー水準を許容するとした場合に、東証第一部に上場する全銘柄を対象とした株式のインデックスファンドを組成するのに要する投資金額が約10億円であるのに対し、債券市場の代表的な市場インデックスであるNOMURA-BPI総合に追随するインデックスファンドを組成するには、数百億円単位の資金が必要になる。これは、社債の組入比率がインデックスの10%程度であるにもかかわらず、多くの社債の投資最小単位が1億円となっていることから生じるものである。投資家の裾野を拡大するという観点からは、社債の取引単位の引下げは必要な対応であらう。

■ 4. 社債流通市場の 改革に向けた検討の視点

社債の流通市場の活性化に際しては、取引量の増大に加えて、価格及び取引の透明性向

上が大きな鍵となるだろう。その場合には、証券会社の債券部門の収益構造が大きく変化する可能性もあり、仮に取引1件当たりの収益性が低下しても、多量の取引を仲介することで証券会社の収益実額を確保できるような仕組みの構築が必要である。

社債を購入する投資家も決してフリーライダーであってはならない。社債レポ取引の導入等市場活性化に向けた見直しの中に収益拡大のチャンスがある。これまでのバイ・アンド・ホールド戦略に安住することなく、積極的な市場参加が望まれる。必ずしも頻繁な売買を行うべきということではないが、発行体の信用力や先行きの見直し変化に対応して、エクスポージャーの量を調節するといった、当たり前の投資スタンスを採用するべきなのではないか。その際にはCDSの活用も考える必要があるし、持ち切りを前提としない投資も考えるべきだろう。また、投資家は、社債発行企業はデフォルトする可能性がゼロではないという、1996年以降の常識に基づいて判断・行動すべきであり、適債基準のような前近代的な発想を脱却する必要がある。

社債市場の活性化は、特定の市場参加者のみで達成できる単純な課題ではない。市場参加者すべてが、各々の立場から少しずつでも改善に向けた取組みを行うことで、ようやく達成できるものではなかろうか。監督当局を含むすべての市場参加者による一層の努力を期待したい。

