

社債の取引情報の公表について（検討整理メモ）

平成 23 年 9 月 20 日

日本証券業協会

I. 社債の取引情報の公表について

1. 「社債市場の活性化に関する懇談会」報告書（抜粋）

II の 1 「社債の価格情報インフラの整備」

(5) 社債の価格情報の透明性を高め信頼性を確保するため、米国・英国の制度を参考に次の取組みを進める必要がある。

① 取引情報の公表

イ. 当面、流動性が高い銘柄について、1日1回、取引終了後に、取引価格等を公表する。その後、取引状況等を踏まえ、公表頻度、迅速性、公表対象銘柄等の拡充を図る。

ロ. 投資家（取引者）の匿名性を確保する。

ハ. 例えば、証券保管振替機構（ほふり）のシステムなど既存のシステムの活用などにより証券会社及び利用者のコスト負担の軽減を図る。

2. 「第8回 社債市場の活性化に関する懇談会」意見（平成23年7月6日開催）

- ・ 社債に限らず全てのOTC取引（相対取引）について、世界的には取引価格等の取引情報の開示の流れにあると認識しており、当然、デメリットもあるが、仮に信頼性に問題のある情報が含まれていたとしても、社債市場の信頼性の向上及び流動性の評価という点から、やはり取引情報は開示される方向が望ましいのではないかと。例えば、株式市場におけるブロックトレード（証券会社を通じて大口の注文を行う取引）には報告義務があり、当該報告事務の負担が取引の円滑な遂行に影響を与えている感は否めないが、それでもブロックトレード自体は行われており、また、取引所での取引はブロックトレードにより阻害されてなく、その他の一般投資家は、むしろ情報開示の恩恵を受けているという実情がある。
- ・ 社債市場の活性化の観点からは、価格の透明性の確保も非常に重要であるが、当然、取引価格の公表にはメリット、デメリット、それ以外の留意点もあり、十分に議論を尽くしたうえで意見を集約する必要がある。

- ・ EUは、社債の取引情報の公表について、かえって流動性に悪影響を与える場合があるといった理由で、米国や韓国と比べて慎重な姿勢であるものの、価格情報の公表は前提となっており、そのうえで、どのような方法でデメリットを消していけば良いのかという方向性で議論が進んでいると理解している。世界的な潮流に乗り遅れないように、検討を進めて行く必要があるのではないか。

II. これまでの主な意見、検討課題

別紙1のとおり。

III. 米国、EU、韓国における社債の価格情報インフラ

別紙2のとおり。

以 上

Ⅱ. これまでの主な意見、検討課題について

メリット	デメリット	検討課題
<p>① 社債の取引情報の公表により、社債市場・価格情報の透明性が高まり、信頼性が向上する。</p> <p>② 社債市場の透明性・信頼性が高まる結果、社債の取引が活発化、社債投資家の拡大が期待される。</p> <p>③ 一層透明性が高い公正な価格（発行条件）での起債、取引が可能となり、発行会社の多様化、社債の発行市場の拡大が期待される。</p> <p>④ 投資家において、</p> <p>イ. 社債の取引に当たっての参考情報の増加・多様化により、様々な投資判断・評価が可能となる。</p> <p>ロ. スプレッドの縮小（市場の効率化）による売買コストの削減となる。</p> <p>⑤ 財務諸表の注記・公正価値の開示において、社債の取引情報の公表は相当有用な情報となる。</p> <p>⑥ 取引情報の利用（フィードバック）による公社債店頭売買参考統計値の信頼性の向上につながる。</p>	<p>① 流動性の低下が懸念される。</p> <p>イ. 社債の取引情報の公表が、ハイ・イールド債を含めて一律に公表されれば、トレーディングに影響がでる可能性がある。</p> <p>ロ. 社債の取引情報の公表方法次第では、市場参加者は、手口（顧客の特定、売買動向）が把握できることになり、売買しづらくなる。</p> <p>② 取引の秘匿性が阻害される。</p> <p>③ 流動性が極めて低い低格付社債の取引などオファーとビッドが相当乖離した取引や、いわゆる投売り等がミスリーディングにつながる可能性がある。</p> <p>④ 情報のフリーライドにより適正な価格を把握する努力をする者が減少する。</p> <p>⑤ 報告事務の負担が増える（システム投資等の対応）。</p>	<p>① 社債市場への影響の緩和（段階的な導入）</p> <p>イ. 当面、流動性が高い銘柄について、1日1回、取引終了後に、取引価格を公表する。</p> <p>ロ. 公表時間は、取引日の翌日以降とする。</p> <p>ハ. 取引金額はマスクする。</p> <p>② ほふり等の既存のシステムの活用などにより、証券会社及び利用者のコスト負担の軽減を図る。</p>

Ⅱ. 検討状況の概要

1. 社債の取引情報の公表

1-1 米国、EU、韓国における社債の価格情報インフラ

米国、EU、韓国における社債の価格情報インフラについて、自主規制機関及び市場関係者と意見交換を行った。

1-1-1 米国

(1) TRACE の概要・拡張

- ① 米国社債市場では、2002年7月、米国金融取引業規制機構（Financial Industry Regulatory Authority／以下「FINRA」という。）によりTRACE（The Trade Reporting and Compliance Engine）の運用が開始され、現在、約30,000銘柄の社債の取引情報（取引量、取引価格、売買の別、取引執行時間、利回り）がリアルタイムで市場参加者（有料）及び個人投資家（無料）に提供・公表されている。
- ② 取引情報の公表が社債の流動性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。
- ③ 会員証券会社は、FINRAの規則に基づき、社債の取引情報をFINRAに15分以内に報告することとなっており、FINRAは、同報告を受け上記①の公表を行っている。
- ④ TRACEでは、2011年5月から、証券化商品の取引が報告対象となっており、取引情報の公表は、今後、同取引のデータを分析、流動性への影響などを勘案し、段階的な実施が検討されている。

(2) TRACE の評価・主な意見

① FINRA(自主規制機関)

- ・ 社債市場の透明性の向上による流動性の悪化を懸念する意見もあったが、TRACE導入後、米国社債市場は、各種データを踏まえると非常に流動性が向上し、流動性が毀損されることはなかったと考えている。
- ・ FINRAは、透明性の高い市場が効率性の高い市場であると信じている。

② 市場関係者

- ・ TRACEは、SECの個人投資家等の保護と公正性の確保のためには社債市場の透明性の向上が必要であるとの考えの下、SECの主導により検討、導入された。
- ・ 証券会社は、2002年のTRACEの導入に当たって、社債市場の流動性の低下

など強い懸念を持ち、反対した。

- ・ デイラーは、TRACE の導入前のマークアップレベルを実現できなくなったが、長期的な視点に立てば、TRACE の導入に伴い、米国社債市場のボリュームは減少することなく、むしろ増加した。
- ・ 現在では、TRACE に批判的なデイラーもいるが、米国の市場関係者は、TRACE に適応しているのではないか。
- ・ TRACE は、社債市場が安定している場合には、流動性に対して良い影響を与えるのではないか。一方不安定な場合には、デイラーは、リスクキャピタルへの投資を控え、その結果、全くビッドが提示されないという事態もあり、流動性の改善には必ずしも繋がらない面もあるのではないか。
- ・ 日本の社債市場について十分には承知していないが、透明性の向上は、個人投資家、機関投資家にとって良い影響を与え、非常に重要なことであり、日本の社債市場は、透明性の向上によって起債が活発化し、流動性が向上、社債の発行規模も大きくなるのではないか。
- ・ TRACE は、当初、高格付けで流動性の高い社債の取引情報から公表され、順次公表対象銘柄が拡大されたが、段階的な実施は非常に重要であった。

1-1-2 EU

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

社債の価格情報インフラとして、Xtrakter 社が、2007 年末から運用を開始した「ボンドマーケットプライス・ドット・コム (BondMarketPrices.com)」がある。現在、個人投資家向けに流動性・格付が高い社債（残存年限 1 年以上、格付 A-以上、発行額 10 億ユーロ以上）で、一定の取引（取引額 15,000～1,000,000 ユーロ）の価格情報について、午後 5 時 30 分に高値、安値、仲値、午後 9 時に取引終了時におけるビッド・オファーが公表されている。

(2) 債券市場・社債市場の透明性の向上に向けた検討

- ① 2008 年の国際的な金融危機を契機として、欧州委員会では、市場の透明性をより重視する観点から金融商品市場指令 (MiFID) の見直しの検討が行われており、2011 年 10 月にも改正 MiFID が採択される予定とされている。

- ② 2010年7月29日、欧州証券規制当局委員会（CESR（現ESMA））から、社債の取引後の透明性の向上を図るため、債券の取引情報の公表についての提案が公表され、社債については、次の提案内容となっている。

CESRの社債の取引情報の公表に係る提案

取引量	情報	公表時期
50万～100万ユーロの間の上限まで	価格、取引量	できるだけリアルタイムで（執行後15分以内）
50万～100万ユーロから500万ユーロまで	価格、取引量	取引日の終わり
500万ユーロ超	価格（500万ユーロ超である旨のみ表示）	取引日の終わり

- ③ 欧州の業界団体である欧州金融市場協会（AFME）は、MiFIDの見直しの中で、基本的に債券市場における取引後価格透明性の向上・義務化を支持するとともに、市場流動性と透明性のバランスに留意し、市場参加者の広範な専門性の下、本議論を進める必要があるとの認識から、現在、次の提案を行い、業界としての提案の取りまとめ作業が進められている。

AFMEの債券の価格情報の公表に係る提案（取引後の価格透明性体系）

流動性レベル 取引量	低	中	高
0～X百万	終了時間	リアルタイム	リアルタイム
X～Y百万	取引日+a （一定以上の取引量は数値をマスク）	終了時間 （一定以上の取引量は数値をマスク）	リアルタイム
Y百万超	取引日+b （一定以上の取引量は数値をマスク）	取引日+a （一定以上の取引量は数値をマスク）	終了時間 （一定以上の取引量は数値をマスク）

【AFMEの提案】

- イ. 債券の流動性レベル、取引量に応じて、価格情報の公表時間（タイミング）をリアルタイム、取引終了時間、取引日+a、bとする。

ロ. 流動性が低い債券では、価格情報の公表のタイミング次第では、流動性が損なわれる可能性も否定できないことから、価格透明性の向上と流動性の確保に配慮し、公表時間は、時間を置き、終了時間、取引日+a、b とするとともに、一定以上の取引量については数値にマスクをする。

ハ. 現在、この枠組について、市場データに基づく分析、規制当局、証券会社、投資家等との意見交換が行われ、2011年第3四半期に考え方を公表、2012年上半期の実施を目標に検討、準備が進められている。

(3) 主な意見（国際資本市場協会（ICMA／自主規制機関）、AFME、Xtrakter 社）

- ・ 債券の価格の透明性は、投資家の信頼性の向上の観点から非常に大きな役割があり、投資家は、取引後の価格情報を得ることができれば、迅速に取引執行を行うことができるなど非常にメリットがある。
- ・ 一方、透明性の向上による流動性への悪影響も懸念され、上記提案のとおり債券の流動性レベル、取引量に応じた適切なレベルでの透明性の提供を行いたと考えており、市場データに基づく分析、検討、意見交換を進めている。
- ・ これは、債券の流動性が低いためである。例えば、アンワインド（既存の取引ないしは既存のポジションを解消し、取引実施前の状態に戻すこと。）の段階で、流動性の低い債券の取引情報がリアルタイムで公表された場合、ディーラーは、ヘッジングを行う時間を失うため、その結果、損失を負うことがある。そのため、そのような債券の取引を控え、却って流動性が低下する懸念がある。
- ・ 市場関係者と規制当局との間で、債券市場の透明性の問題について議論を行ってきたが、必ずしも、透明性を極めて高くすることが良いというわけではなく、流動性や取引額に応じて透明性を少し低くすることも良いのではないかと考えている。つまり、リアルタイムの透明性を実現した場合は、商品の流動性や取引額によっては悪影響を与えることがあり、その結果、流動性の低い市場を生み出すことになるのではないかと。ただし、流動性の低い銘柄であっても、取引日の終わりに取引価格とマスクされた額を公表するのであれば、ほぼ問題ないと考えているが、これは現在テスト中である。なお、取引日から遅延して（取引日+a、b に）取引情報を公表することは、全く問題ないと考えている。
- ・ FINRA や米国規制当局によれば、「TRACE は大成功であった。取引の執行コストも小さくなった。流動性は全く影響を受けなかった。」とのことである。一方、米国の市場関係者には、「ディーラー、市場参加者、個人投資家や機関投資家は、リアルタ

イムで取引情報を公表する TRACE を上手く利用できなかった。」との意見もあり、例えば、米国の一部の大口の機関投資家によれば、「取引ロットの大きい社債は、流動性に対して影響が出た。すぐに、大口取引を執行することができなかった。流動性の低い社債の大口注文は、以前は取引が成立したにもかかわらず、売買ができなくなった。」とのことであった。その理由は、ディーラーが、リアルタイムで取引情報を公表する TRACE の下で、その社債の流動性を提供することについて、二の足を踏んだためであり、また、大口注文は、小口注文にしなければ、市場に与える影響を払拭できないとのことであった。現在の米国社債市場では、証券会社は、社債を購入したい顧客が見つかったときに限ってリスクを取り、基本的には、リスクを取らない傾向に変化しているとも言われている。

- ・ 欧州債券市場について、欧州及び米国の良い点を活用しながら、流動性が毀損しないように最良執行を実現していきたい。

1-1-3 韓国

(1) 債券取引報告情報サービス (B-TRiS) の概要

- ① 韓国債券市場では、2000年7月、アジア通貨危機後の債券市場の活性化策の一つとして、韓国金融投資協会 (KOFIA/自主規制機関) により債券取引報告情報サービス (Bond-Trade Report & Information Service : B-TRiS) の運用が開始され、国債及び社債等について、約定後の取引情報(取引価格、取引数量等)の報告を受け、リアルタイムで公表されている。
- ② 債券ディーラー(証券会社、その他の債券ブローカー等)は、KOFIAの規則に基づき、国債及び社債の取引情報をKOFIAに15分以内に報告することとなっており、KOFIAは、同報告を受け上記①の公表を行っている。

(2) 債券店頭気配値情報公表システム (BQS) の概要

KOFIA では、B-TRiS に加え、債券取引の一層の透明性・流動性の向上を図るため、2007年12月から、取引前 (Ante Trade) の開示制度として債券店頭気配値情報公表システム (OTC Bond Quotation System : BQS) の運用を開始し、気配値 (呼び値) について、債券ブローカー60社から、リアルタイムかつ電子システムでの報告を受け、公表を行っている。

(3) KOFIA の評価

- ・ B-TRiS の導入に当たっては、当初、市場参加者は、利幅の縮小、取引先の減少の懸念などから反対であった。韓国金融監督院、KOFIA は、アジア通貨危機後の債券市場の活性化策の一つとして、債券取引の透明性・流動性の向上を図るため、B-TRiS の導入の検討を行い、「債券市場の取引量が増え、売買の活性化が必要である。その活性化によって債券市場は拡大・発展する。」と主張した。その後、市場関係者は、流通市場の拡大とともに、協力的になった。
- ・ 取引約定後の取引情報（取引量、取引価格等）の公表により市場の透明性・流動性が向上し、債券市場の活性化に寄与した。
- ・ 価格調査の負担の軽減と公正な市場価格によって、資産の効率的配分などが可能となり、流通市場の透明性が拡大し、市場の効率性が向上した。
- ・ 流通市場での取引状況の把握が容易になり、発行市場の効率性が向上した。
- ・ 市場参加者が拡大し、特に外国人投資家から見れば信頼性の向上に寄与し、取引が活発化している。

1-2 今後の進め方

諸外国の例も参考にしつつ、社債の取引情報の公表のあり方について、さらに検討を行うこととしている。

2. 公社債店頭売買参考統計値の信頼性の向上

公社債店頭売買参考統計値の信頼性の向上のための具体的な措置等について、検討が行われ、日証協において、次の措置が講じられることとなった。引き続き、同制度の信頼性の向上策について検討を行うこととしている。

(1) 日証協における指導・管理態勢の充実・強化

日証協では、平成23年4月から、指定報告協会員から報告があった気配値について、継続的に平均値から大幅な乖離等があり市場実勢に合った見直しが行われていないなどと認められる場合、「管理レポート」を作成し、当該指定報告協会員に対してフィードバックを行う等の措置を講じた。

(2) 公表時間の繰下げの検討

公表時間の繰下げ等は、指定報告協会員において、気配値の算出時間が確保される一方で、市場関係者及び利用者の影響が心配される。こうしたことから、日証協