

「社債の価格情報インフラの整備等に関するワーキング・グループ」(第 26 回)

平成 30 年 11 月 6 日 (火)
16 時 00 分～
日本証券業協会 第 1 会議室

次 第

1. 社債の取引情報の発表制度の定期検証に関するアンケート結果を受け御議論いただきたい事項について
2. その他

以 上

アンケート結果を受け御議論いただきたい事項

2018年11月6日

日本証券業協会

1. 発表対象基準関係

(1) 「当該社債の銘柄格付がAA格相当以上であること」の見直しについて【アンケート問2-1】

必要：8社、不要：10社

○主な意見の概要

見直し必要：

- ① 発表対象の拡大により社債の価格情報の透明性を高め、信頼性を確保することが重要であり、公平なマーケットを目指すことが市場参加者の増加に繋がる。
- ② 価格公表により証券会社による提示価格の差が縮小することで、A格の企業が社債を発行しやすくなり、市場の拡大につながる可能性がある。

見直し不要：

- ① 社債市場はプロのマーケットであり、価格透明性の向上により新規参入が増えるか疑問である。
- ② 価格透明性の向上→流動性向上→社債市場活性化というサイクルが立証されていない。
- ③ 機関投資家へのヒアリングにおいて過半数が現状の本制度に懸念、否定的な見解を示している中での見直しは拙速である。

(2) 一定の条件を付けて発表対象基準をA格に拡大することについて【アンケート問2-2】

賛成：4社（うち1社は拡大には反対だが、仮にA格にするなら条件を付けるべきという意見）、反対：14社（条件付けは不要：5社、条件付きでも拡大に反対：9社）

○主な意見の概要

賛成：

発表対象の拡大に懸念を示す機関投資家が多いことに配慮し、流動性にネガティブな影響が出ないように徐々に範囲を広げる事は妥当である。

反対（一定の条件の付与は不要）：

より多くの社債の取引情報を公表することにより社債の価格情報の透明性を高め信頼性を確保することが重要であり、一定の条件を付ける必要は無い。

反対（条件付きでも拡大に反対）：

- ① A格以下の取引情報が発表されていないことが社債投資の新規参入障壁になってい

るとは思えない。

② 価格公表によりA格以下の社債のスプレッドが低下した場合、マーケットメイクを行う証券会社がリスク・リターンの観点から自己ポジションを減少させざるを得なくなり、かえって流動性に悪影響を及ぼす可能性がある。

③ 社債市場の流動性が低いという現状と、投資家の多様性や発行市場の活性化といった複数の課題が存在することを考慮すると、流通市場の透明性向上のみを先行させて押し進めることは、必ずしも市場の発展に寄与しない。

【参考】

A格まで (問2-1)	拡大すべき (8社)								拡大すべきでない (10社)									
	E社	A社	M社	C社	Q社	B社	F社	J社	K社	I社	O社	N社	D社	L社	H社	G社	P社	R社
条件付きでのA格拡大 (問2-2)	反対 (条件付け不要) (5社)					賛成 (4社)				条件付きでも反対 (9社)								

(3) 条件設定の具体案【アンケート問2-3】

○主な意見の概要

① 発行額の大きな(1,000億円や500億円以上)銘柄に絞る。

② A+格まで拡大し、払込後1ヶ月経過以降の銘柄について公表する。

③ 2社以上からA+格以上を付与されている銘柄とする。

2. 発表事項関係

(1) 「利回り」の表示について

【意見の概要】

・幅広い市場参加者が容易に利回り水準を知ることが出来るため。

・社債取引慣行上、利回りで取引されていることから、公表するのであれば、単価と共に利回りも公表すべき。

➤ 事務局コメント

約定利回りは直接報告分、保振経由分(決済照合システム)ともに入力事項となっております

ません。また、協会が約定価格などから逆算した推計の利回りは、証券会社が顧客に提示した利回りと誤差が生じる可能性があり、正確性の観点から適当ではないと考えます。

(2) 約定時刻（取引時間）の発表について

【意見の概要】

・取引時間など、取引価格の推移が1日の中で時系列に追えることが望まれる。

➤ 事務局コメント

本邦の社債市場の規模では、約定時刻が発表されることにより取引が特定される懸念があり、慎重な検討が必要と考えます。なお、約定時刻の報告は証券会社のシステム開発負担や入力に係るオペレーション負荷が大きいという点も考慮する必要があると考えます。

(3) 取引数量5億円未満の実額表示について

【意見の概要】

賛成意見：

取引数量5億円未満の細分化について。ニーズが無ければやる必要も無いのだろうが、実額でも違和感は全く無い（報告改正に関して新規にシステム的な費用負担の発生のは是非は加味していない）。

反対意見：

- ・5億円未満の細分開示の付加価値向上は限定的とみる。
 - ・5億円未満の細分化については、実際のニーズが観測されないため、不要であると考え
- る。

➤ 事務局コメント

細分化による付加価値向上が限定的であり、市場参加者のニーズも強くないことから、コスト・ベネフィットのバランスが取れないため、見送ることとしたいと考えます。

3. その他の意見

①	社債レポ市場の整備について
②	項目： 流動性に応じた発表項目の調整 回答： 価格の透明性が増す一方、流動性が低い銘柄の場合、更に流動性が悪化するという対立意見が多いため、EUの事例のように流動性に応じて公表内容を調整する事を検討しても良い。BBB格でも、発行/流通市場ともに厚みが出る事を期待している。

③	<p>項目： 売買参考統計値の精緻化</p> <p>回答： 本制度に伴い、協会は非発表対象銘柄の売買データを取得している。それを使用し売買参考統計値の報告値に対しても積極的に意見を出すべきなのではないだろうか。現状の協会の参考統計値に対する監督体制はあまりにも消極的。本制度が売買参考統計値に活かされている様が無いように思われる。売買参考統計値は広く会計にも利用されている現状を考えると、何か本制度を変更するより、変えなければいけない優先事項は売参値だと思料する。</p>
④	<p>項目： 公表開始時期</p> <p>回答： 実勢と異なるスプレッド水準での起債を牽制するため、新発債を早々に対象に加えていただきたい。</p>

以 上

参考 1

社債の取引情報の発表制度の定期検証に関するアンケート結果

2018年10月26日
日本証券業協会
公社債・金融商品部

本ワーキング・グループメンバーに対して「社債の取引情報の発表制度の定期検証に関するアンケート」を行った結果、18社より回答が寄せられました。その内容は、以下のとおりです。

1. 社債の流動性への影響について

【問1：必須回答】本制度が社債の流動性に影響を与えているか否かについて、その理由も合わせて御回答ください（可能であれば、定量的情報を合わせて御回答ください。）。また、影響を与えているとお考えの場合には、どのような影響を与えているかについて、具体的にご提示ください（可能であれば、定量的情報を合わせて御回答ください。）。

社債の流動性に影響を与えているか	(選択肢1) 4社、 (選択肢2) 3社、 (選択肢3) 11社
1. 影響を与えている。 2. 影響を与えていない。 3. どちらとも言えない。 (いずれかに○を付してください)	(回答の概要) 社債の流動性は、金融政策やマーケット環境の変化、経済環境等の変化等に影響されており、本制度が社債の流動性に影響を与えているか否かを定量的に説明する事は難しい等、「どちらとも言えない」と回答した意見が過半数を占めた。 また、「影響を与えている」という回答について、流通市場における社債取引の価格決定に有益であり、発表された取引価格を参考にして価格交渉する市場参加者も少なくないとの意見がある一方、「影響を与えていない」という回答では、少なくともデータ上は本制度が流動性に与える影響はかなり小さいとする意見があり、影響の度合いについて様々な見解が示される結果となった。

1. 影響を与えている。(4社)

【回答一覧】

<p>・流動性に影響を与えている理由 価格の透明性向上は、売買・流動性の向上につながると思料。</p> <p>・どのような影響を与えているか マーケット実勢の把握や市場動向分析等で発表情報を参考にしている。</p>	A社
<p>社債の流動性への寄与度という点では、金融政策の見通しやマーケット環境、その他、社債等買入れオペレーションなどの様々な要因が絡んでいることから、具体的な件数・量比較は難しいと思われませんが、「社債の取引情報発表制度」は発表の参考情報の一つとして、少なくとも流動性を向上させる方へ影響を与えていると考えられます。</p>	H社
<p>売買参考統計値以外のセカンダリー情報が提供されることによって、流通市場における社債取引の価格決定に有益である。発表された取引価格を参考にして価格交渉する市場参加者も少なくない。</p>	J社
<p>価格の透明性により投資家の証券会社に対する価格の信頼性が高まっており、流動性の向上に寄与している。</p>	Q社

2. 影響を与えていない。(3社)

【回答一覧】

<p>「社債の取引情報データ等について」を見る限り、国債の売買高・売買回転率が低下する中で、社債の売買高・売買回転率は横ばい圏での推移が続いており、少なくともデータ上は本制度が流動性に与えている影響はかなり小さいと判断される。</p>	B社
<p>別添1を見る限りでは、社債の流動性に影響を与えていないように見受けられる。他に、本制度の社債の流動性への影響に関する情報は持ち合わせていない。</p>	C社

<p>少なくとも他の公社債と比較してネガティブな影響は見られない。売買高や売買回転率は国債に次ぐ水準にある。売買回転率でいえば、2015年11月の制度開始以降、社債の売買回転率は、トレンドとしては増加傾向にあるといえるのではないかと。公表対象取引についても、ネガティブな影響はさして見られない。5億円以上の取引の比率も2割程度で安定している。</p> <p>ネガティブな影響として、スプレッドの縮小や価格の収斂スピードが上がったとの指摘があるが、そのような現象こそが、市場が正常に機能している証左とも言え、取引参加者が増えればこそ発生する事象であり、むしろ取引の増加や流動性の向上につながっているといえるのではないかと。</p>	M社
<p>3. どちらとも言えない。(11社)</p>	
<p>【回答一覧】</p>	
<p>価格変化に敏感な一部の投資家に売買を一時的に促進する一方で、全体の売買高は増加傾向にはなく、価格の透明性が社債市場全体の流動性を向上させるという確証は得られていないと考えるため。</p>	D社
<p>弊社は本制度の対象となる社債の取り扱いが限定的であるため、積極的な回答は控えたい。</p>	E社
<p>添付資料を見ると、社債の取引量は金融政策やマーケット環境の変化に大きく影響されており、本制度が流動性に影響を与えているか否かを定量的に説明する事は難しい。社債市場の流動性を高めるには価格の透明性だけではなく、レポ市場整備等も並行して進める事が必要と考える。</p>	F社
<p>日銀社債買い入れオペ翌日の公表データから、おおよそ日銀がどの銘柄をどの程度の利回りで証券会社等を通じて購入したことが分かる状況にあります。直接的なデータは市場の取引データとなりますが、見る人が見れば、日銀の信用判断が分かる状況にあり、それについては賛否があるかと思えます。</p>	G社
<p>本制度が社債の流動性に影響を与えているか否かについては、「どちらとも言えない」と考えております。本制度だけではなく、金利水準、デット・ファイナンスの市場構造、経済環境等にも変化が生じますと、社債市場の流動性にも影響が表れる可能性がございます。</p>	I社

現在、社債の売買が長期に低調であることに疑いは無いが、ポジティブにもネガティブにも日本銀行の金融政策の影響が強すぎ、本制度の社債の流動性への影響は判らない。	K社	
協会からの添付資料の発表対象銘柄と非発表対象銘柄の推移を比較しても、本制度が社債の流動性に影響を与えているとは考えられない。	L社	
流動性に与える影響要因としてはマーケット要因などもあり、必ずしも本制度が社債の流動性向上に資するものになっているとは言い切れない。仮に何らかの定量的なデータが得られ、正の相関が観察できるような件があったとしても、その2データ間に因果関係があると説明出来るものは少ないのではないかと思料される。	N社	
YCCの導入により、金利水準・ボラティリティーが低下しており、引き続き、社債市場の流動性向上と本制度導入の検証は困難であったことは否めないと考えます。	O社	
マーケット全体として売買回転率が低い状態であり、本制度が社債の流動性に影響を与えているかについてはデータからは読み取れませんでした。	P社	
本制度による公表情報を売買や意思決定実施時に参考に行っている投資家はいると思われるが、それを以って売買が増えたり、積極化するとは思えず、影響は限定的ではないかと考える。 むしろ、中長期的には収益機会の減少が売買高やリスク許容度の縮小につながり、流動性を減少させる可能性もあるのではないかと。	R社	

2. 発表対象基準について

ガイドラインの「2. 発表対象の社債及び取引」では、発表対象の社債及び取引（以下「発表対象基準」といいます。）について、以下のとおり規定しております。

(1) 発表対象の社債

発表対象の社債は、当該社債の銘柄格付がAA格相当以上であるものとする。ただし、「8. 発表停止の取扱い」に基づき発表停止の措置を講じた社債を除く。

(注1)「AA格相当以上」とは、信用格付業者(金融商品取引法第2条第36項に定義する信用格付業者をいう。以下同じ。)の一以上からAA格相当以上の格付(非依頼格付(格付関係者の依頼によらず信用格付の付与を行うものをいう。以下同じ。)を除く。)を取得していることをいう。

(注2)「銘柄格付」とは、信用格付業者から取得した格付(非依頼格付を除く。)をいう。

(2) 発表対象の取引

発表対象の取引は、取引数量が額面1億円以上の取引とする。

【問2-1：必須回答】

発表対象基準の見直しの要否について、その理由も合わせて御回答ください。また、見直しが必要と考える項目については、見直し案も合わせて御提示ください。なお、先般、事務局において、大手の機関投資家(投資信託委託会社及び投資顧問会社12先のファンド・マネージャーやトレーダー)に対して本制度に関するヒアリングを実施いたしましたので、ヒアリング結果のサマリー(別添2)をお送りいたします。

(本設問に関しては、別添2の問1及び問5を御参照ください。)

発表対象基準の見直しが	(選択肢1) 8社、 (選択肢2) 10社
1. 必要である。 2. 不要である。 (いずれかに○を付してください)	(回答の概要) 昨年度同様「必要」、「不要」ともにほぼ同数の回答となった。 「必要」と回答した社からは、①発表対象の拡大により社債の価格情報の透明性を高め、信頼性を確保することが重要であり、公平なマーケットを目指すことが市場参加者の増加に繋がる、②価格公表により証券会社による提示価格の差が縮小することで、A格の企業が社債を発行しやすくなり、市場の拡大につながる可能性がある等の意見があった一方、「不要」と回答した社からは、①社債市場はプロのマーケットであり、価格透明性の向上により新規参入が増えるか疑問である、②価格透明性の向上→流動性向上→社債市場活性化というサイクルが立証されていない、③機関投資家へのヒアリングにおいて過半数が現状の本制度に懸念、否定的な見解を示している中での見直しは拙速である、といった意見が寄せられた。

1. 必要である。(8社)

【回答一覧】

<p>・発表対象基準のA格以下への拡大 A格以下の社債では、AA格以上の社債に比して相対的に取引価格のばらつきが大きいと思われるが、発表対象拡大により取引価格の透明性が増し、流動性の向上が見込まれるため。</p>	A社
<p>大手機関投資家に対するヒアリングでは、発表対象基準の見直し、特にA格への発表対象の拡大に根強い反対意見があることは十分に承知しているが、本制度についてはあくまでも情報インフラの整備という観点で粛々と発表対象を拡大し、将来的には全ての社債取引をカバーすることを目指すべきであると以前より考えている。 データでは取引件数ベース・取引数量ベースともに「非発表対象取引」が「発表対象取引」を大きく上回る状況が続いており、このギャップを埋める意味でも引き続き発表基準の緩和（格付けAA格→A格）を議論すべきであると考えている。</p>	B社
<p>発表対象基準をA格に拡大することについては賛成であるが、積極的な発表基準の見直し（A格への拡大）が必要というほどの根拠は持ち合わせていない。</p>	C社
<p>流通市場の活性化を図るためには、より多くの社債の取引情報を公表することにより社債の価格情報の透明性を高め、信頼性を確保することが重要と考える。当該社債をAA格相当以上からA格など発表対象をさらに広げるべきだと考える。</p>	E社
<p>本邦社債市場の大半をカバーする為、対象をA格まで広げるべき。 一部投資家からネガティブな意見も出されているが、その大半は情報の非対称性が弱まることにより、個社の収益機会を損なうことへの懸念である。むしろ情報の透明性を高め、公平なマーケットを目指すことが市場参加者の増加に繋がると考える。 但し、上述の通り、社債市場の拡大には取引情報の発表だけではなく、レポ市場の整備等も不可欠と考える。その過程に於いては様々な懸念も生じ得るが、斯かる懸念が完全に払しょくされてから対象範囲を拡大することは非現実的と考える（米国の事例でも実施前は同様の懸念があった）。</p>	F社

取引所取引が主体となっている株式の取引においても、実際には、割高割安が生じており、流通市場における価格発見機能には意味がある。機関投資家の反対理由の幾つか（例：「価格の幅が縮まる結果、更に収益機会が減ることを懸念する」）については、必ずしも的を射たものではなく、現状の収益機会の存続を望むものでしかないと考えられる。	J社
制度開始から3年がたつが、価格公表銘柄の流動性に悪影響が見られない。価格公表により、証券会社による提示価格の差が縮小することで、A格の企業が社債を発行しやすくなり、市場の拡大につながる可能性が高くなるのではないかと。プロ同士がしのぎを削る市場というのもあってもいいとは思いますが、社債市場がそのような市場であり続けることが望ましいのか。社債市場をローンに代替する資金調達市場として育成し取引参加者を拡大していくことが、社債市場活性化の目的ではなかったのか。日銀オペについて、現状が異常な状況なのであり、正常な社債市場を育成するという観点からすれば、それを価格公表の対象拡大の反対理由にするのはいかがなものかと思う。	M社
価格の透明性を確保する上でAA格未満への拡大は必要であると考えられる。	Q社
2. 不要である。(10社)	
【回答一覧】	
価格透明性の向上→流動性向上→社債市場活性化というサイクルが成り立つことが立証されていないことに加え、投資家から挙げられているデメリットの側面を鑑みるに、早急に発表対象基準を見直す必要がある項目はないと思料する。	D社
日本の社債市場はプロのマーケットであり、発表対象基準の拡大によって、透明性の向上により新規参入が増えるか疑問であると考えています。	G社
発表事項に「売上の別」が新たに加わり、漸次発表制度の見直しが進められています。目先は発表対象基準の早急な見直しは不要と思われるものの、長期的観点からは米国のTRACE等も勘案しつつ、国内の社債市場の実情を反映しながら摺合せを行い、開示対象を拡大していくことは必要と考えます。	H社

本制度の悪弊が、別添2の大手機関投資家のアンケートで多く指摘されている。弊社として本制度そのものを否定するものではなく、おそらく十分な流動性のある市場ではここまで悪弊が指摘されることもないと推察する。現在の超低流動の市場では、本制度はマイナス面が大きく出る為、暫く制度拡大の歩を止めた方が良いのではないかと。	K社
他人勘定中心のヒアリングとは言え、約過半数のヒアリング先が現状の公表ルールにおいてさえ懸念を示している状況下で更なる見直しを図るという点で、やや拙速な印象を持つ。他人勘定に比べて売買頻度が低い自己勘定の大口顧客こそ売買の秘匿性の議論に関してはセンシティブだと思われる。	N社
本制度の正確な検証が困難な環境は、昨年から改善しておらず、今後の課題として検討を継続することが妥当だと考えます。	O社
社債市場の活性化のための他の施策（例えば、社債レポ市場の整備）を並行して進める必要がある状況で、かつ市場参加者の多くが否定的な見解を持っているのであれば、現時点で発表対象基準を見直さず、その他の施策の効果を見ながら今後見直しを進める方がいいと考えます。	P社
市場全体の取引状況の趨勢を概観するには現状の範囲の公表で十分であり、シングルA格以下の社債は個別性も強く、価格差異が収益機会の一部になっていることから、公表範囲の拡大は透明性の向上以上に取引の減少によるデメリットが大きくなる可能性が高いと考えている。	R社
(コメントなし)	I社、L社

【問2-2：必須回答】

透明性の向上を通じて社債市場を活性化させるという本制度創設の趣旨の下、昨年の定期検証においても、発表対象基準をA格に拡大すべきとの意見があったところですが、一方で、社債の流動性に及ぼす影響に配慮する必要があることから、徐々に発表対象基準を拡大していく方法も考えられます。

そこで、一定の条件を付けて発表対象基準をA格に拡大することについてどのように考えますか。

<p>一定の条件を付けて発表対象基準をA格に拡大することに</p> <p>1. 賛成である。</p> <p>2. 反対である。</p> <p>(いずれかに○を付してください)</p>	<p>(選択肢1) 4社、 (選択肢2) 14社 (条件付けは不要: 5社、条件付きでも拡大に反対: 9社)</p> <p>(回答の概要)</p> <p>一定の条件を付けて発表対象基準をA格に拡大することに賛成と回答した社が4社(拡大そのものは反対だが、仮にA格へ拡大するならば条件を付けるべきとした1社を含む。)、また、反対と回答した14社の回答を細分化した結果、A格への拡大に「一定の条件の付与は不要」とした社が5社、「条件付きであっても拡大に反対」とした社が9社であった。</p> <p>「一定の条件を付ける」ことについては、発表対象の拡大に懸念を示す機関投資家が多いことに配慮し、流動性にネガティブな影響が出ないように徐々に範囲を広げる事は妥当であるとの意見がある一方、「一定の条件の付与は不要」とした社からは、より多くの社債の取引情報を公表することにより社債の価格情報の透明性を高め信頼性を確保することが重要であり、A格に拡大するに当たって一定の条件を付ける必要は無いとの回答が寄せられ、意見が分かれた。</p> <p>また、「条件付きでも拡大に反対」とした社からは、①A格以下の取引情報が発表されていないことが社債投資の新規参入障壁になっているとは思えない。②価格公表によりA格以下の社債のスプレッドが低下した場合、マーケットメイクを行う証券会社がリスク・リターンの観点から自己ポジションを減少させざるを得なくなり、かえって流動性に悪影響を及ぼす可能性がある。③社債市場の流動性が低いという現状と、投資家の多様性や発行市場の活性化といった複数の課題が存在することを考慮すると、流通市場の透明性向上のみを先行させて推し進めることは、必ずしも市場の発展に寄与しない。等の意見が寄せられた。</p>
---	--

参考

A格まで (問2-1)	拡大すべき(8社)								拡大すべきでない(10社)										
	E社	A社	M社	C社	Q社	B社	F社	J社	K社	I社	O社	N社	D社	L社	H社	G社	P社	R社	
条件付きでの A格拡大 (問2-2)	反対(条件付け不要)(5社)					賛成(4社)				条件付きでも反対(9社)									

1. 賛成である。(4社)

【回答一覧】

発表対象基準の拡大に対して懸念を示す機関投資家が多いことに配慮する意味でも、漸進的な発表対象の拡大は好ましいものとする。	B社
投資家側の懸念が大きく、却って流動性に悪影響が生じるという事であれば、一定の条件を付して徐々に対象を拡大していく方法はある。本制度の導入当初、発表対象をAA格に限定したのと同様、ネガティブな影響が出ないように徐々に範囲を広げる事は妥当。	F社

<p>金融庁が平成30年度事務方針において「多様なプレイヤーが参加する厚みのあるクレジット市場の形成・発展に向けた課題と対応策について整理・検討」する旨を明記しており、段階的な拡大に向けた取組みを行うべきである。</p> <p>また、GPIFがハイイールド銘柄まで投資対象を拡大することを表明しており、流通市場における取組みの前進を行う好機である。</p>	J社
<p>拡大そのものに対しては、現在の市場環境の下では反対。しかし、「仮に」A格へ拡大するのであれば、一定の条件を付けるべきと考える。A格の社債への拡大は実質社債市場のほぼ全体への制度適用を意味する一方、同じA格でも実際はクレジットの質に幅が有る為、流動性に対する影響がはっきりしない中では、「A格」に加えて条件を付けて、段階的且つ慎重に拡大していくことが必要。</p>	K社

2. 反対である。(条件付けは不要) (5社)

【回答一覧】

<p>一定の条件の付与は不要。</p>	A社、C社、Q社
<p>流通市場の活性化を図るためには、より多くの社債の取引情報を公表することにより社債の価格情報の透明性を高め信頼性を確保することが重要と考える。従ってA格に拡大するに当たって一定の条件を付ける必要は無いと考える。</p>	E社
<p>現行制度において、AA格の取引にネガティブな影響が得られないことからすれば、現行以上の条件は設けずにA格に拡大しても問題はないと思われる。</p>	M社

2. 反対である。(条件付きであっても拡大に反対) (9社)

【回答一覧】

<p>価格発見メカニズムの向上が図られることで、新たなセルサイドの参入を期待する意見があったが、社債市場は OTC マーケットであり国内では業者間取引もかなり少ないため、新規参入者が実際にリスクテイク出来る体制になれば付値に近い価格を提示することは出来てもリスクテイクはあまり行われず、新規参入のメリットは限定的になると思われる。一方で A 格社債の Offer/Bid 幅減少は資金を使いリスクテイクをして社債市場に流動性を供給している既存の証券会社の収益性を低下させるため、彼らはマーケットメイクのためのポジション量を落とす可能性が高く、デメリットは相応にあると思料する。</p>	D社
<p>シングル A 格となると、現在流通している社債市場の 9 割以上となります。(B B B 格のみの銘柄が非常に少ないため) 多くの証券会社での報告義務に伴うコストに見合ったベネフィットを市場全体が享受できるのか疑問と考えています。A 格以下の取引情報が発表されていないことが社債投資の新規参入障壁になっているとは思えません。</p>	G社
<p>懸念意見が多数を占める状況では早急な開示拡大は現実的ではないと思われませんが、開示拡大を進めていく方向性は誤りではないと考えます。</p>	H社
<p>日本の金融・資本市場の発展のため、厚みのある透明性の高い社債市場の確立は不可欠であり、透明性向上の重要性は認識しております。</p> <p>しかし、社債市場の流動性が低いという現状と、投資家の多様性や発行市場の活性化といった複数の課題が存在することを考慮しますと、流通市場の透明性向上のみを先行させて推し進めることは、必ずしも市場の発展に寄与せず、またヒアリング結果にあるように社債市場の利用者から反対する意見も出てまいります。</p>	I社
<p>金融政策手段の一つとして日本銀行 (BOJ) による社債買入れオペが月次で実施されている。同オペレーションは、買入れ年限を区切った限定的なものであるが、信用リスクの緩和手段としてはある意味サポートティブな状況を市場要因以外で強制的に生み出しているとも言える。この様なイレギュラーな政策が実施されている環境下において、一気呵成に制度拡大を目指すことに関しては一定の懸念がある。</p>	N社

「一定の条件」が明示されないと、判断ができない。 尚、昨年度、具申したように、 ・国内一般債市場において価格の透明性が流動性の向上に資することが証明されていない。 ・「取引情報の透明化」の前に、レポ市場整備（4部会II）を行うべき。進捗を教えて欲しい。 また、「金融レポート」（2018年9月）でも指摘があるように、「貸出債権と社債債権のイコールフットイング」の問題等、活性化により有効な課題に対して取り組むべきと考えます。	○社
積極的に反対というわけではないものの、社債市場を活性化させるための他の施策の効果を見ながら、発表対象基準を拡大した方がよいと考えます。	P社
上述の通り、シングルA格への拡大はメリ・デメともに存在し、市場活性化に必ずしも繋がらないと考えている。	R社
（コメントなし）	L社

【問2-3：前問で「賛成である」と回答した場合は必須回答】

一定の条件を付けて発表対象基準をA格に拡大することに関し、条件設定の具体案について、理由も合わせて御回答ください。（本設間に関しては、別添2の問6を御参照ください。）

（回答の概要） 「発行額の大きな（1,000億円や500億円以上）銘柄に絞る」「A+格まで拡大し、払込後1ヶ月経過以降の銘柄について公表する」「2社以上からA+格以上を付与されている銘柄とする」といった具体案が提示された。	
【回答一覧】	
（具体案） 発行額が1,000億円あるいは500億円など、ある程度発行額の大きな銘柄に絞って発表を行う。 （理由） 発行額の大きな銘柄は取引量あるいは取引頻度が相対的に高いと考えられ、取引手口の秘匿性を担保しやすいと判断されるため。	B社

<p>(具体案) 段階的な対象拡大 A+のみ→Aまで→A-まで発行額が大きく流動性が比較的高い銘柄から。 ネガティブな影響が大きかった場合を考慮し、当初は再検討を短期間で定期的実施する仕組みを持たせる (理由) 既に投資家の意見でも出ているように、デメリットがメリットを上回る可能性もあるので段階的に影響度合いを確認する必要がある。一番の目的は社債市場の活性化であり、価格の透明性向上ではない。</p>	D社
<p>(具体案) 発行残高、発行頻度に基準を設ける。 (理由) A格全体で見ればボリュームが多いが、銘柄によっては発行残高が小さく認知度が低い銘柄もある。そのような銘柄では、価格が透明になった所で取引が活発になる余地が小さく、売買取引を行った投資家が特定される等のデメリットの方が大きいと考えられるため。</p>	F社
<p>(具体案) ・ A+格まで1ノッチ分対象を拡大 ・ (募残処分等で取引量の多い可能性が高い) 払込後1ヶ月経過以降について公表 (理由) A格全体にまで対象を拡大するのは、取引量および件数の面で、参加者の負荷が大きく、また、投資家を含む情報を受領した利用者の側にも習熟が必要と考えられる。</p>	J社

<p>(具体案) A+格以上を2社以上が付与されている銘柄から対象とすることを検討。但し、拡大の是非及び段階拡大の是非の検討があって、何れも是となってからのこと。現在の市場環境での拡大には反対。</p> <p>(理由) まずはA A格に近いものから様子を見ながら段階的に拡大を検討すべき。尚、2社以上とする理由は、格付のバラつき、特にある格付機関はA格だが別の格付機関からはB B B格が付与されている銘柄が混じるなど、幅が広すぎること。</p>	K社	
<p>(具体案) 「発行総額1,000億円以上」や「シングルA格上位」といった条件で範囲を拡大する。</p> <p>(理由) 発行総額が多く取引が頻繁に観測され、個別性が高い銘柄について、市場の全体感をより把握する目的で公表する。</p>	R社	

3. 発表事項について

ガイドラインの「3. 発表事項」では、社債の取引の発表事項について、以下のとおり規定しております。

- | |
|---|
| <p>①約定年月日</p> <p>②銘柄コード：証券コード協議会が付番する8桁の銘柄コードの冒頭に「0」を加えた9桁のコードとする。</p> <p>③銘柄名</p> <p>④償還期日</p> <p>⑤利率</p> <p>⑥取引数量（額面金額ベース）：「5億円以上」又は「5億円未満」の別とする。</p> |
|---|

⑦約定単価：額面 100 円あたりの約定価格とする。

⑧売買の別（2018 年 10 月 1 日約定分より）

⑨売買参考統計値（平均値）：当該社債について規則第 3 条第 1 項に規定する売買参考統計値が発表されている場合、社債の取引の約定年月日と同日（約定年月日が休業日の場合はその翌営業日）の売買参考統計値（売買参考統計値の発表日付は約定日の翌営業日の日付）の平均値を参考情報として発表する。

【問 3：必須回答】

発表事項の見直しの要否について、その理由も合わせて御回答ください。また、見直しが必要と考える項目については、見直し案も合わせて御提示ください。（取引数量 5 億円未満について細分化して発表することに関しては、別添 2 の問 7 を御参照ください。）

発表事項の見直しが 1. 必要である。 2. 不要である。 (いずれかに○を付してください)	(選択肢 1) 4 社、 (選択肢 2) 1 4 社 (回答の概要) 「不要である」とした社が大半を占めた。 「必要である」とした社からは、見直し案として「利回りの発表」、「取引時間の発表」、「5 億円未満の実額表示」といった意見が寄せられた。なお、「5 億円未満の実額表示」に関しては、「不要である」とした社から「5 億円未満の細分化はニーズ・効果ともに限定的」「市場参加者が付加価値を見出せないのであれば、コスト・ベネフィットの観点から発表事項を見直す必要はない」等の意見が寄せられた。
1. 必要である。(4 社)	【回答一覧】

<ul style="list-style-type: none"> ・利回り 理由は幅広い市場参加者が容易に利回り水準を知ることが出来るため <ul style="list-style-type: none"> ・（AA格で発行額が多いものに限る）取引数量をそのまま発表 開始当初は手口が公表されてしまうことへの悪影響が懸念されていたが、流動性が高いAA格の社債であれば取引数量がそのまま公表されてもデメリットは限定的であると思料。	D社
システム上難しいと昨年ご回答頂きましたが、社債取引慣行上、利回りで取引されていることから、公表するのであれば、単価と共に利回りも公表すべきと考えます。	G社
取引時間など、取引価格の推移が1日の中で時系列に追えることが望まれる。	M社
取引数量5億円未満の細分化について。ニーズが無ければやる必要も無いのだろうが、実額でも違和感は全く無い。（報告改正に関して新規にシステムの費用負担の発生のは是非は加味していない）	N社
2. 不要である。（14社）	
【回答一覧】	
ただし、発表事項の見直しの可否を判断するために必要な情報を持ち合わせていない。	C社
上記の規定は市場の透明性及び利便性の点から適度と考える。5億円未満の細分開示の付加価値向上は限定的とみる。	E社
米国の事例等も参照しながら投資家懸念にも配慮した上で選んだ項目なので、現状では項目の見直しは必要ない。	F社
社債の取引の発表事項は、上記の①～⑨で特段の問題はありません。	H社
多くの市場参加者に見直しのニーズがある発表事項があれば検討の必要性を感じますが、ヒアリング結果やこれまでの議論を踏まえますと、現状ではニーズがあるという印象を受けません。	I社
市場参加者の中での制度定着を優先したい。5億円未満の細分化については、実際のニーズが観測されないため、不要であると考えます。	J社

5億円未満を細分化することは多少透明性が高まるが、社債の流動性に影響を与えるとは考えられない。むしろ5億以上を細分化したほうが透明性は向上するのではないだろうか。	L社
本制度の正確な検証が困難な環境は、昨年から改善しておらず、今後の課題として検討を継続することが妥当だと考えます。	O社
市場参加者が詳細な情報に付加価値を見出さないのであれば、コスト・ベネフィットの観点で発表事項を見直す必要はないと考えます。	P社
現状の項目で十分だと思われる。	Q社
(コメントなし)	A社、B社、 K社、R社

4. その他の事項（以降の設問は任意回答です。）

【問4：任意回答】

その他、本制度について見直しが必要と考える項目がございましたら、項目別に理由及び見直し案を合わせて御回答ください。

【回答一覧】	
<p>項目： 流動性に応じた発表項目の調整</p> <p>回答： 価格の透明性が増す一方、流動性が低い銘柄の場合、更に流動性が悪化するという対立意見が多いため、EUの事例のように流動性に応じて公表内容を調整する事を検討しても良い。BBB格でも、発行/流通市場ともに厚みが出る事を期待している。</p>	F社

<p>項目： 売買参考統計値の精緻化</p> <p>回答： 本制度に伴い、協会は非発表対象銘柄の売買データを取得している。それを使用し売買参考統計値の報告値に対しても積極的に意見を出すべきなのではないだろうか。現状の協会の参考統計値に対する監督体制はあまりにも消極的。本制度が売買参考統計値に活かされている様が無いように思われる。売買参考統計値は広く会計にも利用されている現状を考えると、何か本制度を変更するより、変えなければいけない優先事項は売参値だと思料する。</p>	L社
<p>項目： 公表開示時期</p> <p>回答： 実勢と異なるスプレッド水準での起債を牽制するため、新発債を早々に対象に加えていただきたい。</p>	R社

【問5：任意回答】

本制度が社債市場の活性化（例えば、投資家の社債投資意欲の向上や発行体の起債意欲への貢献等）に寄与しているという事例などがございましたら、御教示いただきたく存じます。また、本制度に関わらず、社債市場の流動性等に関して御提供いただける情報（定性的・定量的を問いません）がございましたら、御教示ください。

【回答一覧】

<p>ある程度の取引量がある場合、取引価格に基づかない価額よりも、取引価格に基づく価額の方がより客観性が高いため、財務報告に用いる時価として利用できるようにすることが望まれる。なお、現在、企業会計基準委員会において、日本の会計基準を国際的に整合性のあるものとする取組みの一環として、国際財務報告基準（IFRS）第13号「公正価値測定」を踏まえた金融商品の公正価値測定に関する会計基準の公開草案の公表に向けた検討が行われている。ただし、目標時期は特に定められていない。</p>	C社
---	----

<p>本制度に基づき公表された取引情報を参照し、発行価格の適切性を議論している記事を見かける。売買の別を追加した事で、より実勢が把握し易くなった。発行体、投資家とも何が適正価格か分からない状況は改善に向かっている。</p>	F社
<p>市場の流通状況が発行体へ正確に情報提供されていれば、市場実勢を無視した無理な起債が減少するのではないかと期待しています。</p>	G社
<p>社債の価格情報インフラ WG における検討と取組みにより、流通市場の制度整備の進展を感じております。社債市場のさらなる発展を図るにあたり、金融庁の行政方針でも指摘されておりますように、銀行貸出との関係性や投資家の多様性など各種課題と対応策を整理・検討する必要があります。そのため、本制度に限定せず、幅広い市場関係者から情報を収集することが重要な状況になっていると思案しております。</p>	I社
<p>価格公表については、bid-offer が縮小し、業者にとって収益面で影響のある本制度を採用したということで、他の部分に手をつけるべきなのではないだろうか。例えば社債の追加発行制度や低格付け債の発行の推進など、発行面の緩和により市場規模を拡大させる方が、社債市場の活性化に繋がるのではないだろうか。</p>	L社

以 上

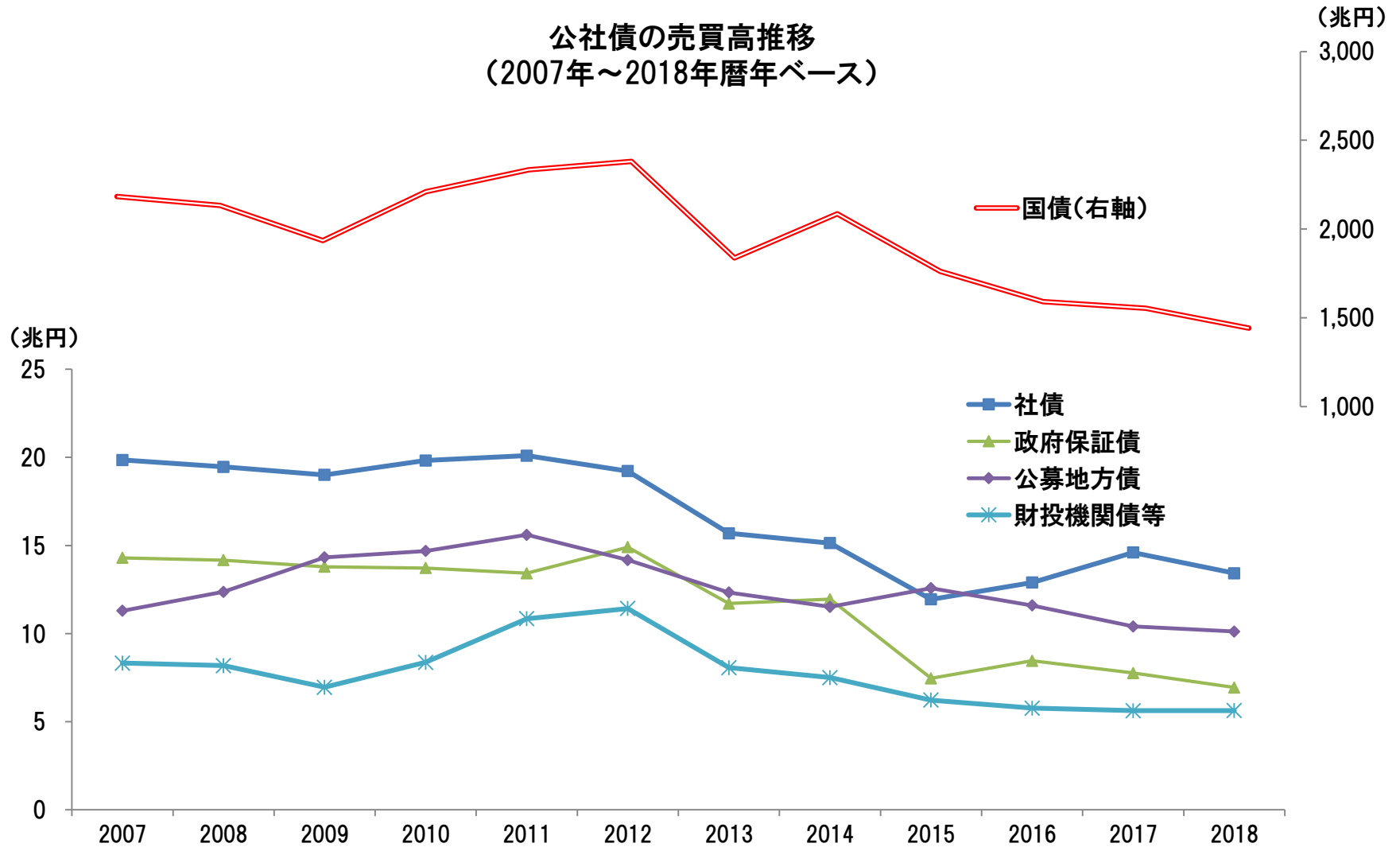


社債の取引情報データ等について

1. 公社債市場の動向

1-① 公社債の売買高推移

公社債の売買高推移
(2007年～2018年暦年ベース)



(注) 現先・T-Billを除く。

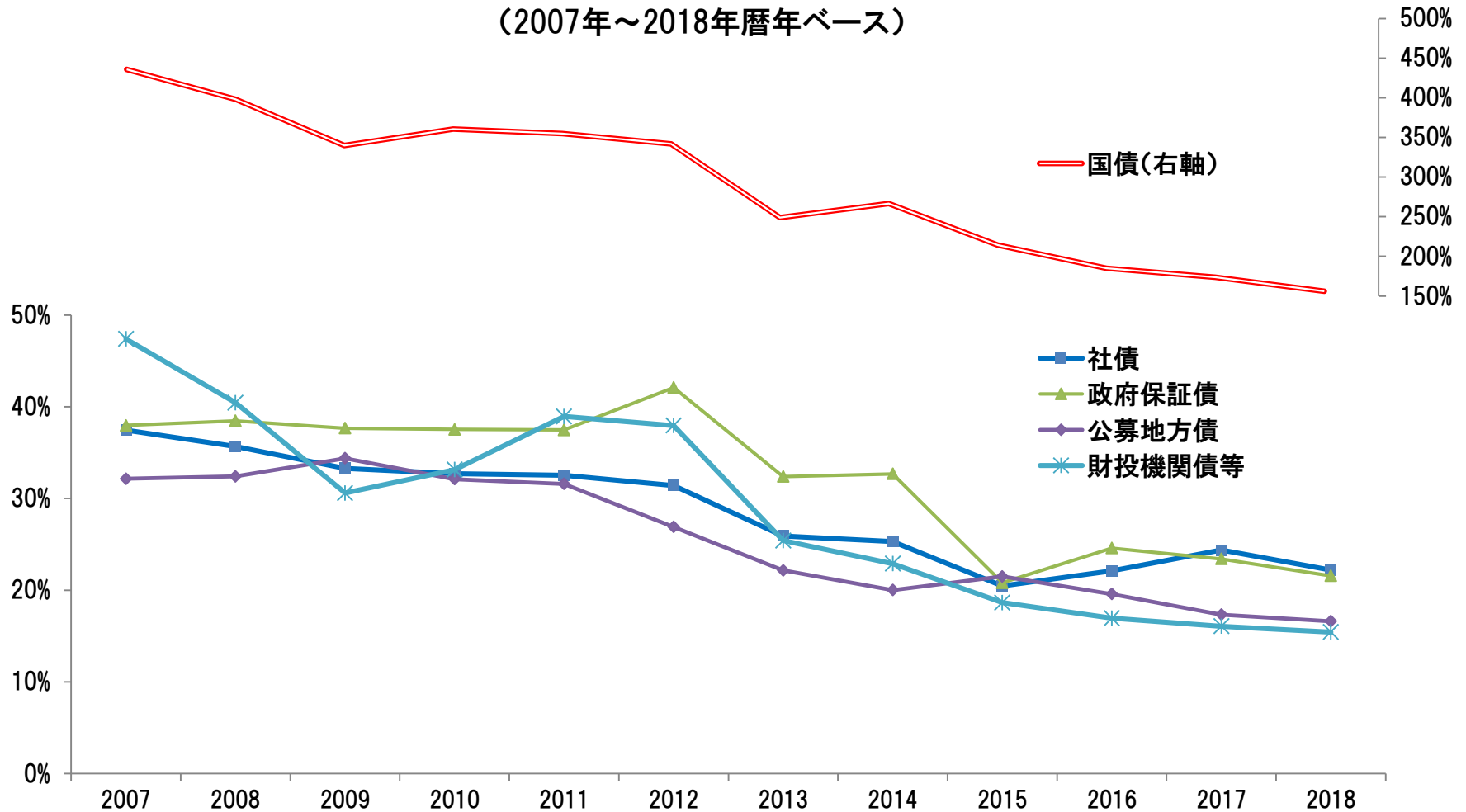
2018年の値は1月～8月までのデータを1年分に引き直した試算値

出所: 日本証券業協会「公社債店頭売買高」(2018年4月取引分までは「公社債種類別店頭売買高」)

1. 公社債市場の動向

1-② 公社債の売買回転率推移

公社債の売買回転率推移
(2007年～2018年暦年ベース)



(注) 現先・T-Billを除く

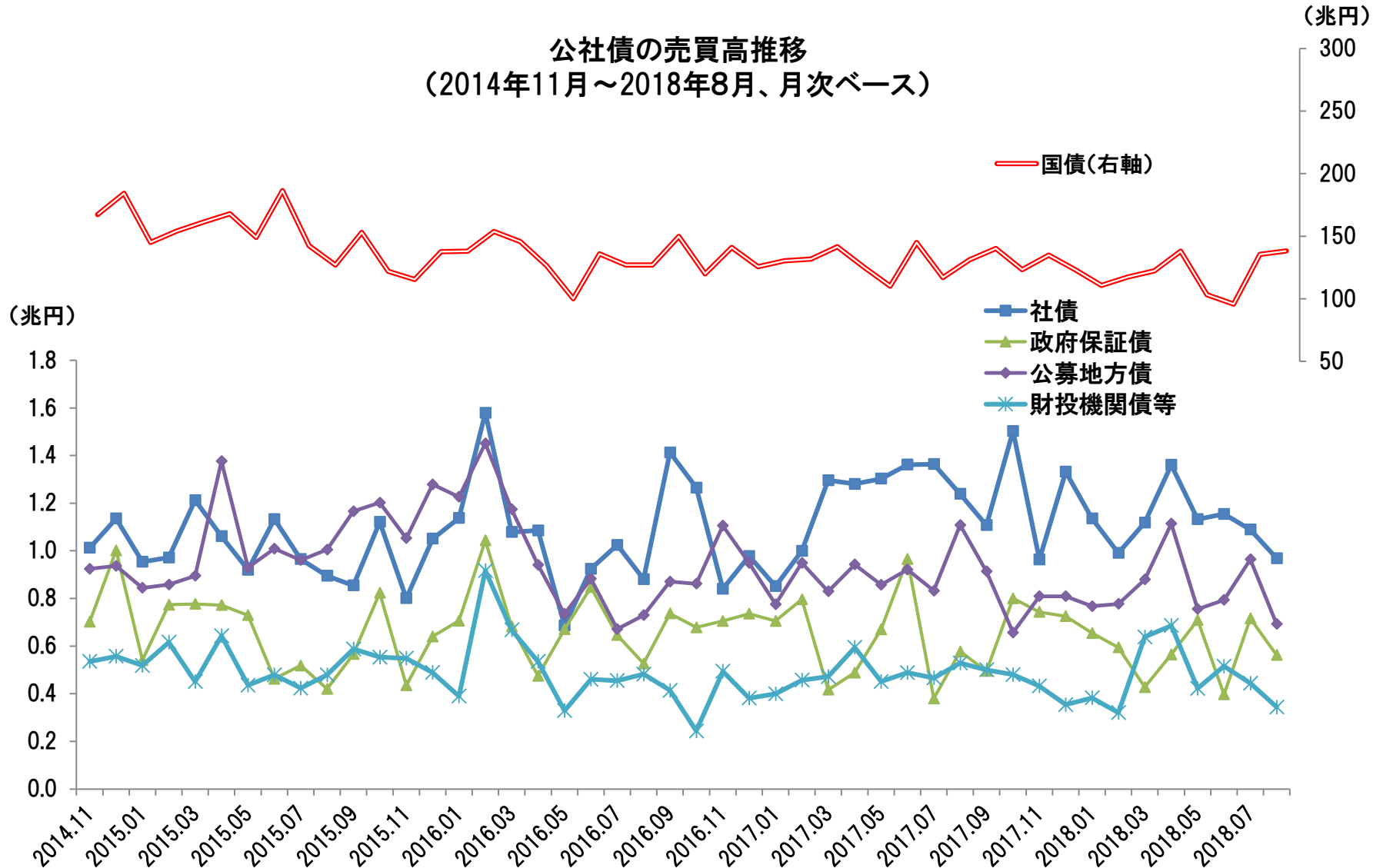
2018年の値は1月～8月までのデータを1年分に引き直した試算値

出所: 日本証券業協会「公社債店頭売買高」(2018年4月取引分までは「公社債種類別店頭売買高」)、「公社債発行額・償還額」

1. 公社債市場の動向

1-③ 公社債の売買高推移

公社債の売買高推移
(2014年11月～2018年8月、月次ベース)

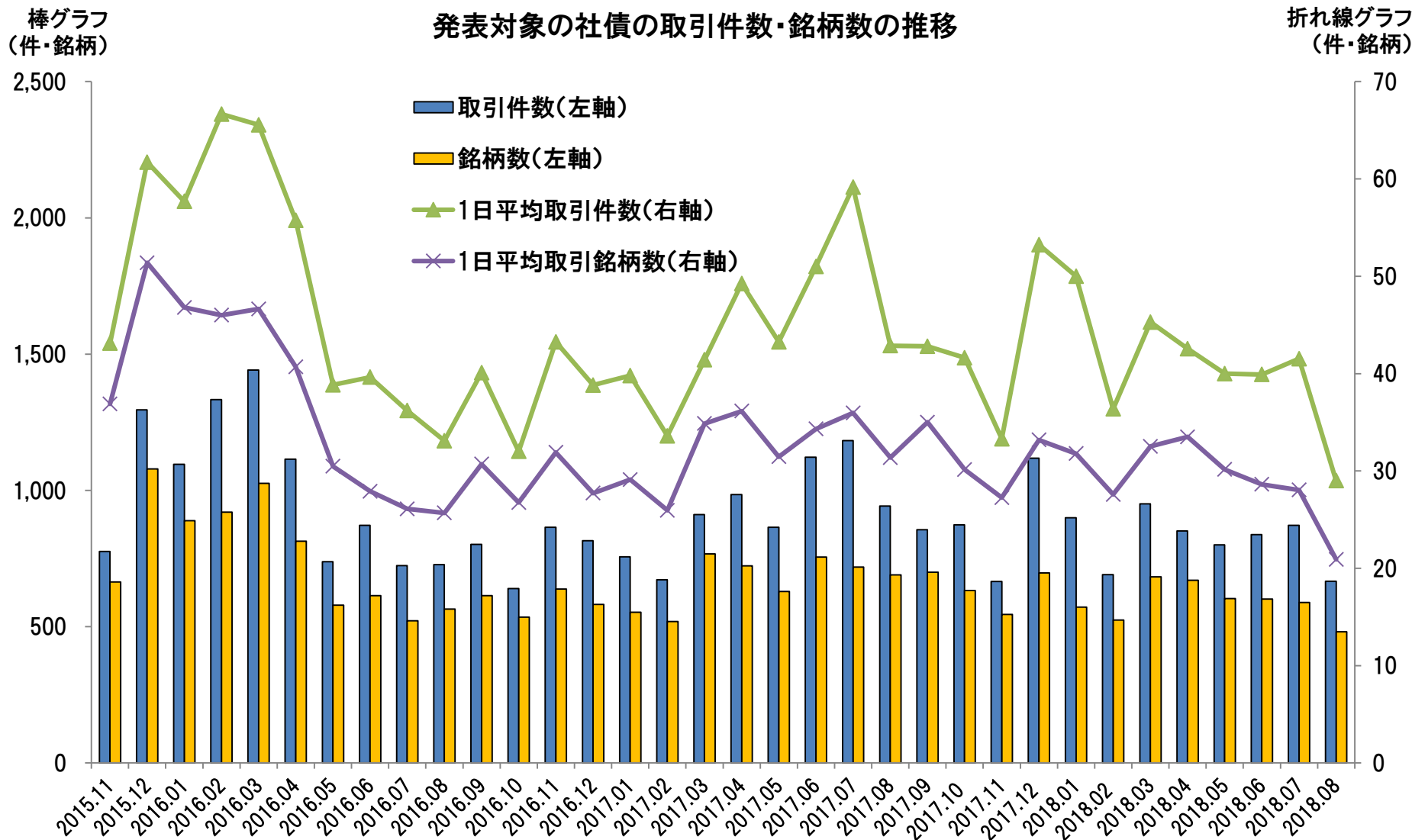


(注) 現先・T-Billを除く。

出所: 日本証券業協会「公社債店頭売買高」(2018年4月取引分までは「公社債種類別店頭売買高」)

2. 社債取引情報の発表状況

2-①発表対象の取引件数、取引銘柄数推移

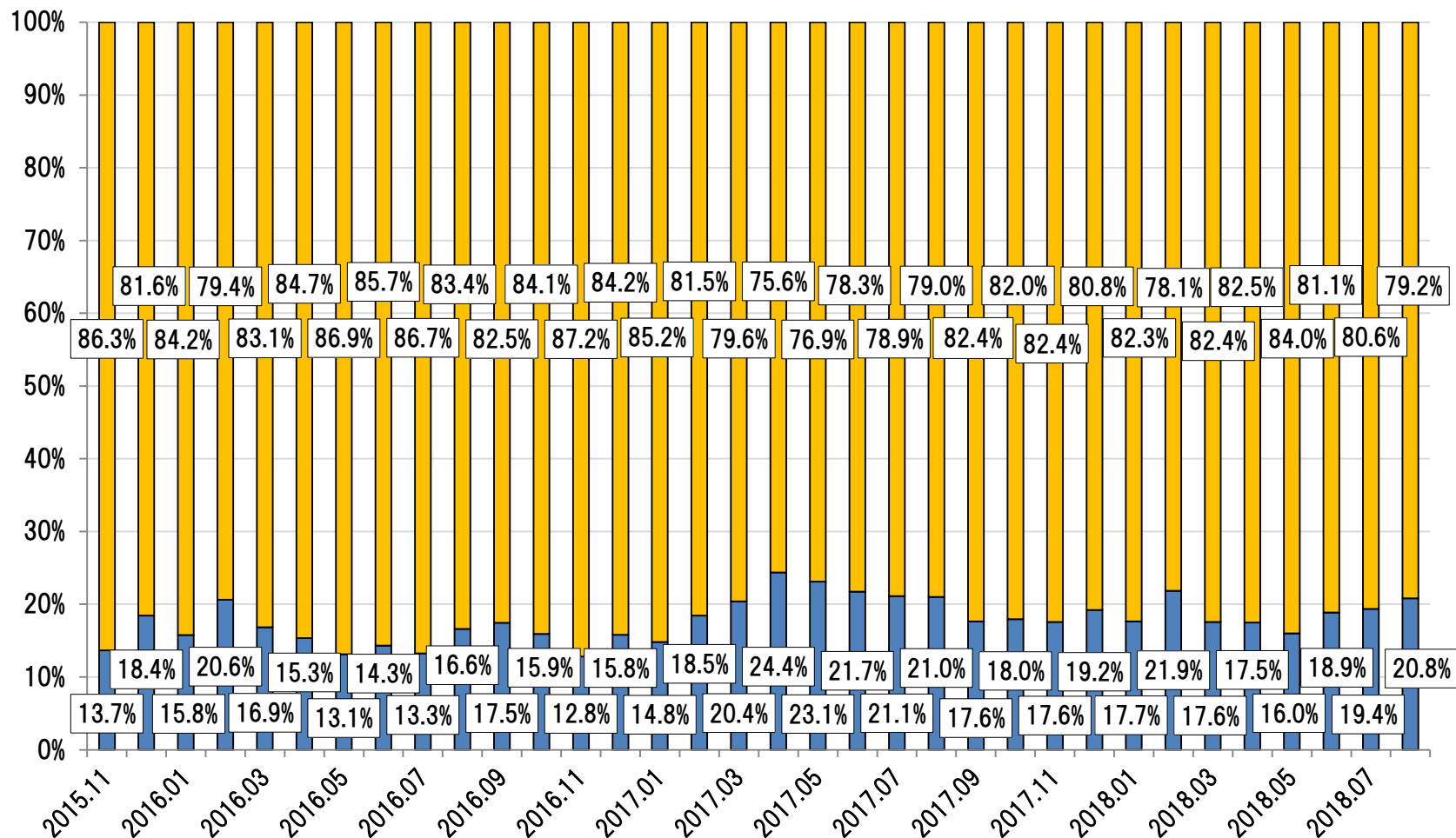


出所：日本証券業協会「社債の取引情報」

2. 社債取引情報の発表状況

2-②取引数量の状況(5億円以上・未満の内訳)

発表対象の社債の取引数量別内訳(割合)



出所: 日本証券業協会「社債の取引情報」

■ 5億円未満の取引 ■ 5億円以上の取引

2. 社債取引情報の発表状況

2-③発表対象取引の取引数量ベスト20ランキング

	銘柄名称	払込日	発行総額 (億円)	利率	償還日	取引数量(億円)												合計
						201709	201710	201711	201712	201801	201802	201803	201804	201805	201806	201807	201808	
1	関西電力 510	2017/07/21	500	0.49	2027/07/23	14	85	64	22	35	55	196	190	14	21	28	94	818
2	損保日本興亜劣 3	2017/04/26	1,000	※	2077/04/26	71	109	19	61	55	9	14	1	17	21	42	7	426
3	みずほ銀行 35	2014/02/27	1,200	0.28	2019/01/25	1	0	0	5	9	81	143	0	102	2	2	2	347
4	関西電力 509	2017/05/31	400	0.47	2027/05/25	13	3	20	42	60	47	28	0	9	68	17	20	327
5	小松製作所 11	2017/07/21	500	0.05	2020/07/21	4	10	0	204	7	10	8	0	2	75	0	0	320
6	トヨタ自動車 19	2017/06/02	300	0.00	2020/06/02	0	0	41	157	52	0	0	0	50	12	0	0	312
7	損保日本興亜劣 1	2016/08/08	1,000	※	2046/08/08	29	4	14	44	11	9	13	7	80	19	50	12	292
8	関西電力 511	2017/09/13	300	0.41	2027/09/17	-	53	8	26	53	10	52	24	5	0	2	55	288
9	ファーストリテイリング7	2018/06/06	1,000	0.40	2028/06/06	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	144	138	282
10	みずほFG 1	2016/07/22	750	0.10	2021/07/22	0	0	0	0	0	100	100	0	0	80	0	0	280
11	デンソー 15	2017/06/08	400	0.24	2027/06/18	26	25	40	23	13	19	93	1	9	22	1	6	278
12	東北電力 496	2017/09/07	200	0.36	2027/09/24	-	3	0	41	32	75	76	4	18	16	5	1	271
13	ファーストリテイリング2	2015/12/18	1,000	0.29	2020/12/18	1	1	0	92	69	7	4	18	13	9	7	16	237
14	中国電力 400	2017/09/15	300	0.34	2027/09/24	-	41	22	5	137	20	3	0	0	0	0	0	228
15	関西電力 512	2017/10/26	300	0.32	2024/10/25	-	-	-	36	28	2	15	12	6	1	85	30	215
16	損保日本興亜劣 2	2016/08/08	1,000	※	2076/08/08	17	2	23	122	0	1	2	16	0	0	17	8	208
17	みずほ銀行 36	2014/04/28	900	0.30	2019/04/26	0	3	6	4	0	0	63	2	122	1	0	5	206
18	日立キャピタル 69	2017/12/06	300	0.08	2020/12/18	-	-	-	-	0	5	161	0	4	34	0	0	204
19	デンソー 18	2018/04/26	400	0.31	2028/03/17	-	-	-	-	-	-	-	-	-	124	48	31	203
20	大和ハウス工業 10	2017/02/28	500	0.00	2020/02/28	16	41	1	73	17	14	0	35	0	0	0	0	197

(注)変動利率は「※」で表示。発表対象期間外は「-」で表示。

出所:日本証券業協会、証券保管振替機構のデータに基づき作成。

2. 社債取引情報の発表状況

2-④取引価格と売参値の乖離幅

プラス(取引価格>売参値)

年月	2017.09	2017.10	2017.11	2017.12	2018.01	2018.02	2018.03	2018.04	2018.05	2018.06	2018.07	2018.08
平均	0.201円	0.254円	0.258円	0.196円	0.270円	0.280円	0.277円	0.310円	0.311円	0.287円	0.276円	0.322円
中央値	0.101円	0.146円	0.130円	0.130円	0.202円	0.218円	0.207円	0.188円	0.235円	0.219円	0.190円	0.275円
最大	2.409円	5.300円	4.869円	3.578円	3.665円	2.072円	5.165円	3.960円	1.940円	1.460円	3.210円	3.679円
最小	0.001円	0.001円	0.001円	0.002円	0.001円	0.002円	0.001円	0.001円	0.001円	0.003円	0.001円	0.001円

マイナス(売参値>取引価格)

年月	2017.09	2017.10	2017.11	2017.12	2018.01	2018.02	2018.03	2018.04	2018.05	2018.06	2018.07	2018.08
平均	0.156円	0.227円	0.100円	0.218円	0.168円	0.347円	0.191円	0.192円	0.220円	0.242円	0.278円	0.331円
中央値	0.061円	0.077円	0.061円	0.057円	0.044円	0.058円	0.081円	0.048円	0.102円	0.080円	0.120円	0.062円
最大	3.100円	2.447円	1.318円	4.720円	1.555円	3.888円	1.451円	2.865円	1.847円	1.554円	2.440円	1.811円
最小	0.001円	0.001円	0.001円	0.001円	0.001円	0.001円	0.002円	0.001円	0.001円	0.001円	0.001円	0.002円

絶対値

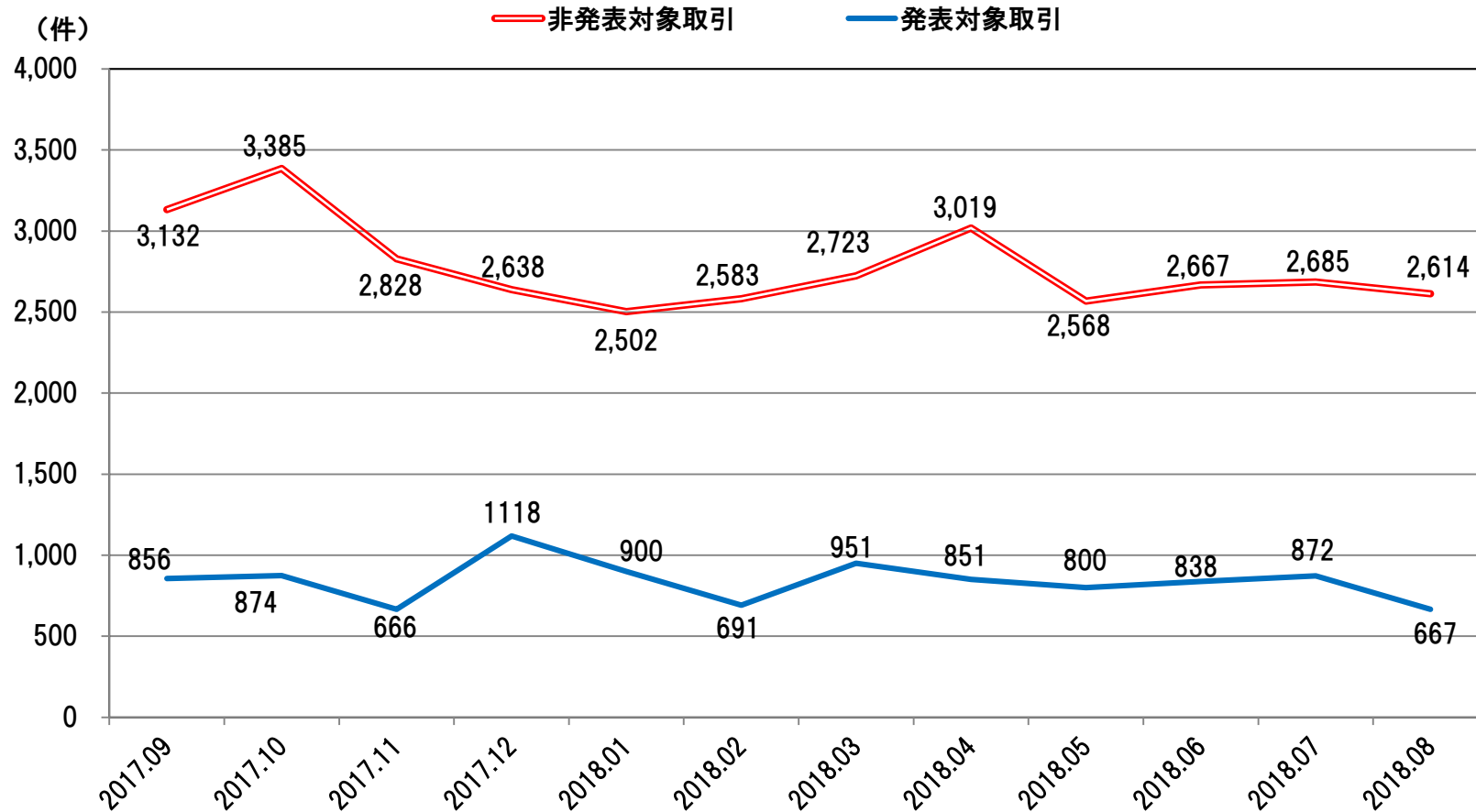
年月	2017.09	2017.10	2017.11	2017.12	2018.01	2018.02	2018.03	2018.04	2018.05	2018.06	2018.07	2018.08
平均	0.187円	0.251円	0.197円	0.200円	0.259円	0.285円	0.268円	0.298円	0.301円	0.281円	0.275円	0.322円
中央値	0.087円	0.136円	0.088円	0.109円	0.186円	0.209円	0.190円	0.170円	0.218円	0.205円	0.180円	0.261円
最大	3.100円	5.300円	4.869円	4.720円	3.665円	3.888円	5.165円	3.960円	1.940円	1.554円	3.210円	3.679円
最小	0.000円	0.000円	0.000円	0.000円	0.001円	0.001円	0.000円	0.001円	0.001円	0.000円	0.000円	0.000円

出所: 日本証券業協会「社債の取引情報」に基づき算出

3. 社債取引情報の発表状況

3-①公募社債の取引状況(発表対象取引、非発表対象取引別)

取引件数ベース



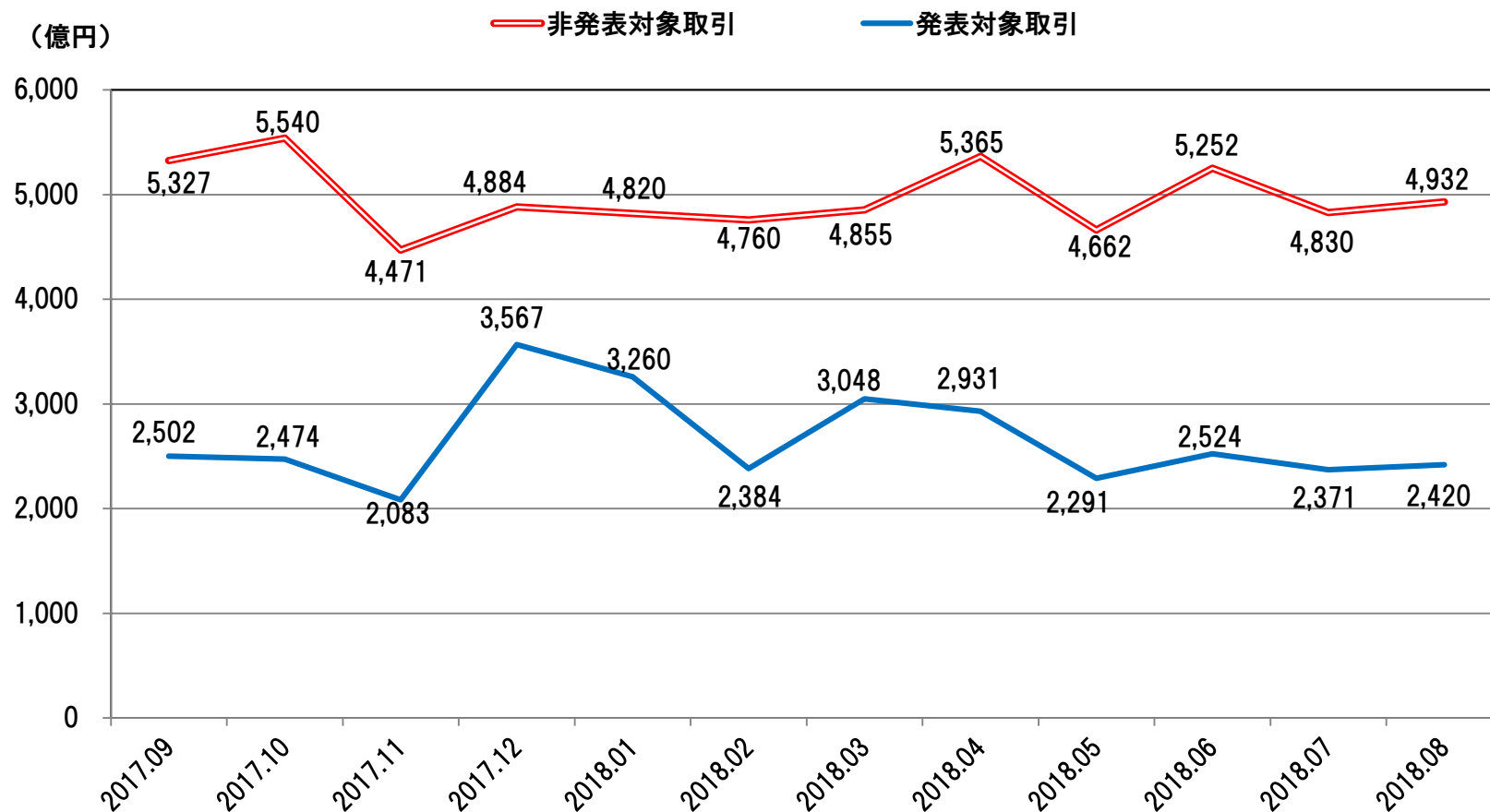
(注) 額面1,000万円未満の取引を除く。

出所: 日本証券業協会、証券保管振替機構のデータに基づき作成。

3. 社債取引情報の発表状況

3-①公募社債の取引状況(発表対象取引、非発表対象取引別)

取引数量ベース



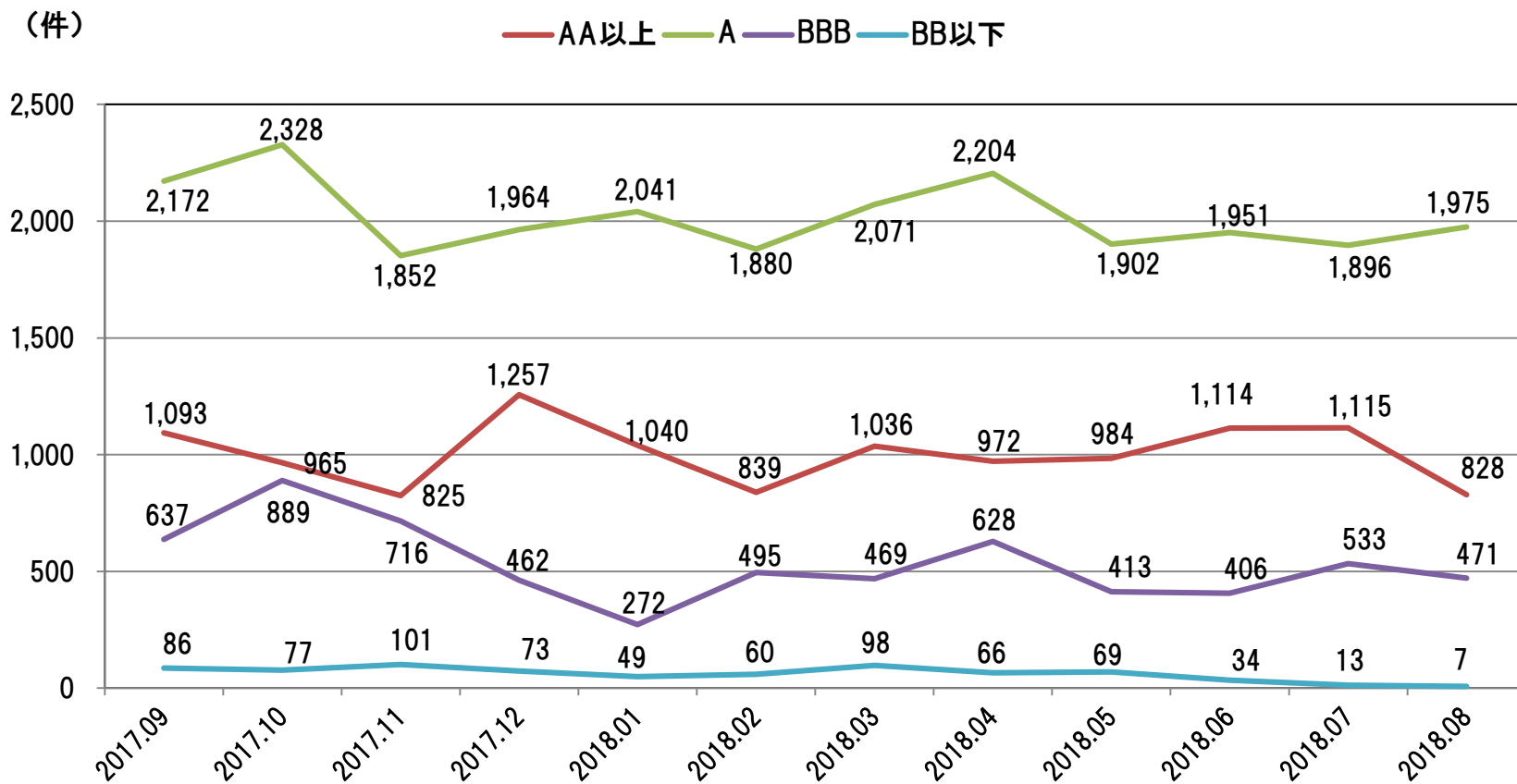
(注) 額面1,000万円未満の取引を除く。

出所: 日本証券業協会、証券保管振替機構のデータに基づき作成。

3. 社債取引情報の発表状況

3-②公募社債の取引状況(格付別)

取引件数ベース



(注1) 額面1,000万円未満の取引を除く。

(注2) 複数格付けがある場合は良い方を採用して集計。

出所: 日本証券業協会、証券保管振替機構のデータに基づき作成。

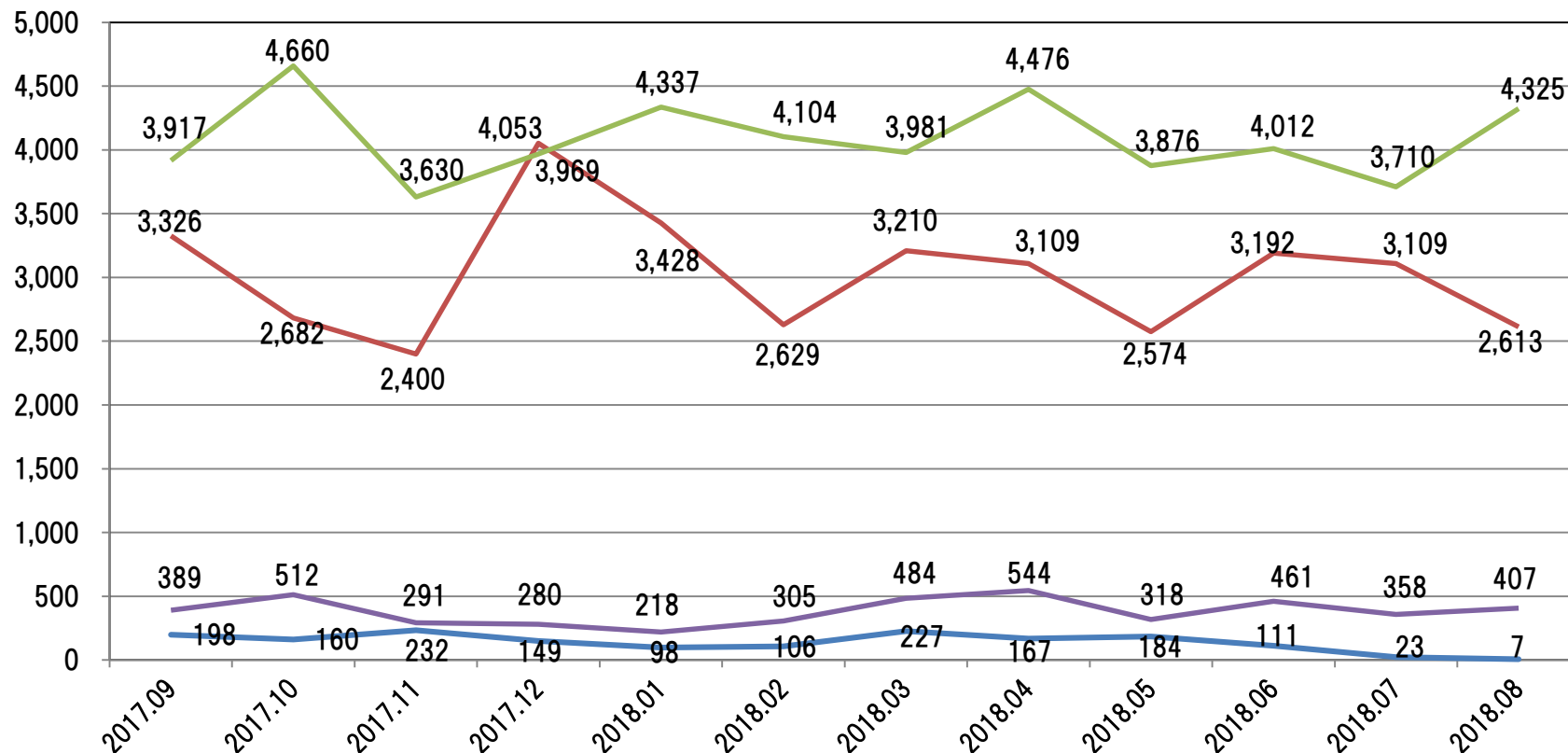
3. 社債取引情報の発表状況

3-②公募社債の取引状況(格付別)

取引数量ベース

(億円)

— AA以上 — A — BBB — BB以下



(注1) 額面1,000万円未満の取引を除く。

(注2) 複数格付けがある場合は良い方を採用して集計。

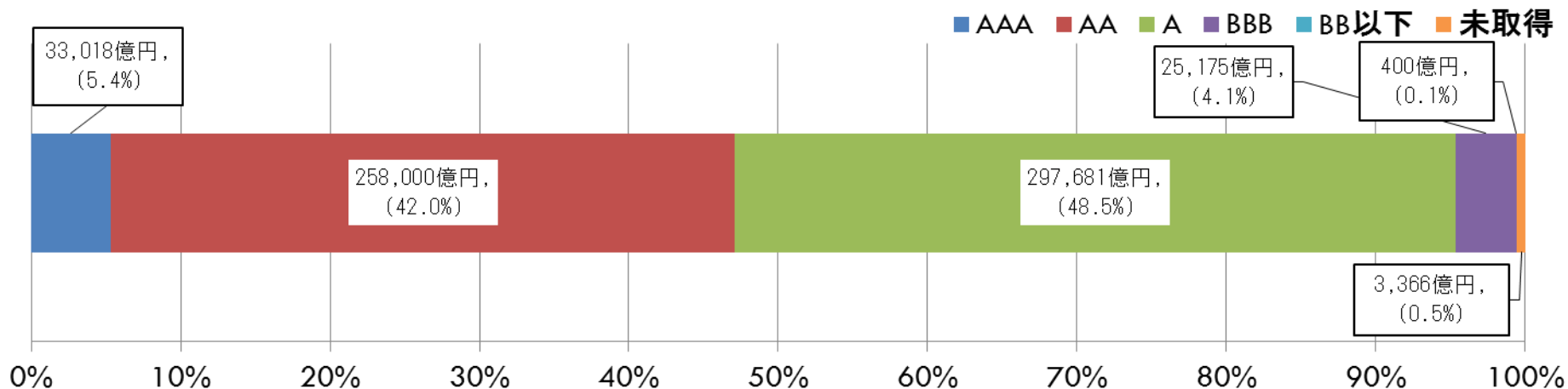
出所: 日本証券業協会、証券保管振替機構のデータに基づき作成。

【参考】社債の取引情報発表対象銘柄のカバー率

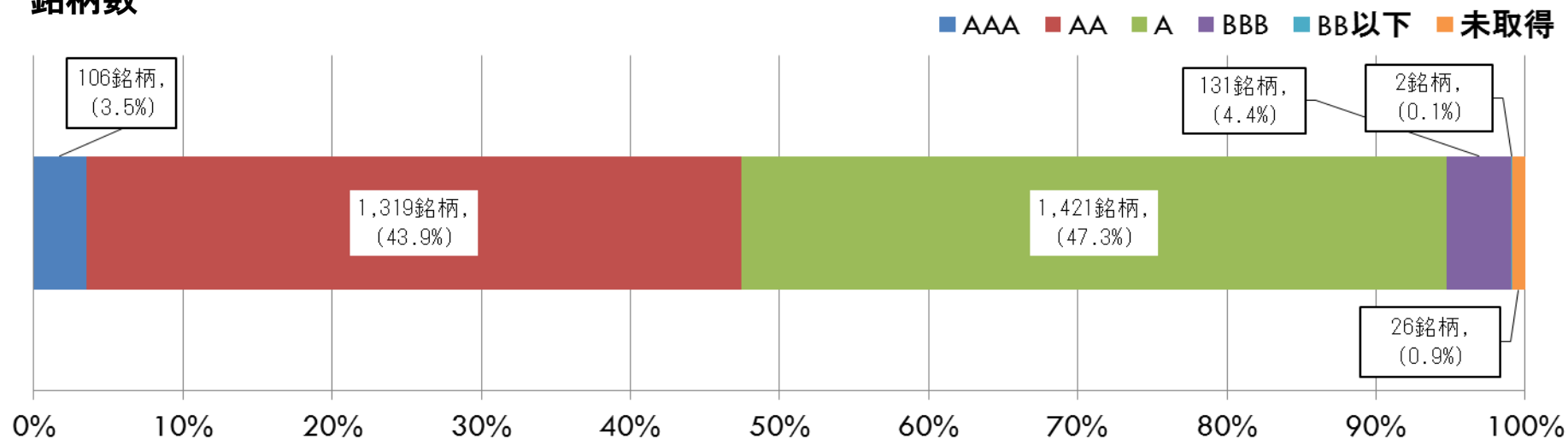
	2018年7月		2017年7月	
	銘柄数	カバー率	銘柄数	カバー率
○ 銘柄数のカバー率				
全公募社債	3,136銘柄	-	3,036銘柄	-
発表対象銘柄	1,348銘柄	43%	1,363銘柄	45%
○ 取引件数のカバー率	取引件数	カバー率	取引件数	カバー率
全公募社債の取引 (※額面1000万円未満の取引を除く。)	3,557件	-	3,328件	-
うち1億円以上の取引	2,486件	70%	2,633件	79%
発表対象となる取引	872件	全取引ベース： 25% 1億円以上の取引 ベース：35%	1,183件	全取引ベース： 36% 1億円以上の取引 ベース：45%
○ 取引数量のカバー率	取引数量	カバー率	取引数量	カバー率
全公募社債の取引 (※額面1000万円未満の取引を除く。)	7,201億円	-	8,518億円	-
うち1億円以上の取引	7,021億円	98%	8,402億円	99%
発表対象となる取引	2,371億円	全取引ベース： 33% 1億円以上の取引 ベース：34%	4,297億円	全取引ベース： 50% 1億円以上の取引 ベース：51%

【参考】格付け別の社債現存額・銘柄数

現存額



銘柄数

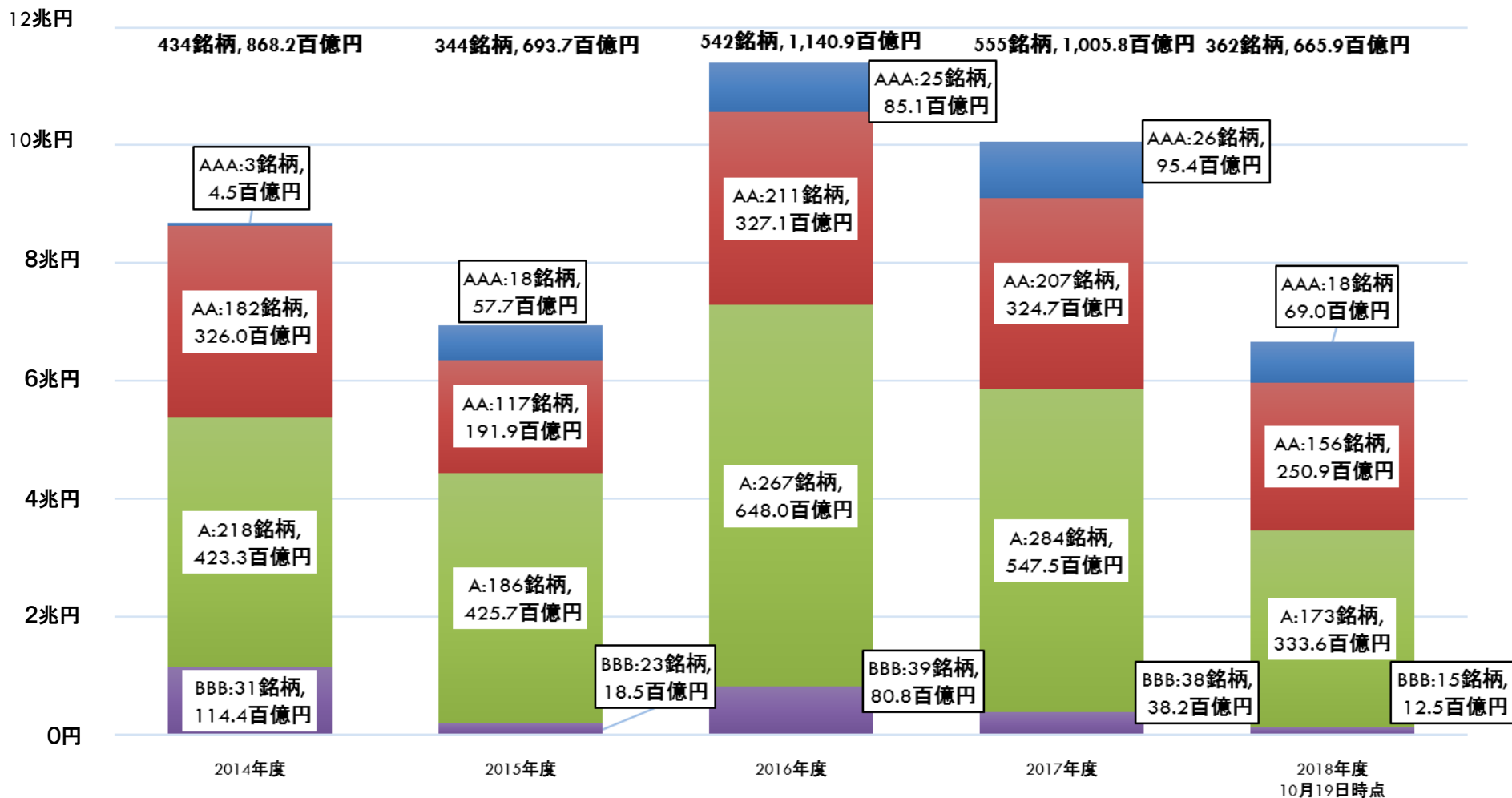


(注) 複数格付けがある場合は良い方を採用して集計。

出所: 日本証券業協会による推計(2018年10月1日現在)

【参考】格付け別の社債発行状況(銘柄数、発行額)

格付別社債発行銘柄数・発行額(年度)



(注)複数格付けがある場合は良い方を採用して集計。

出所: 日本証券業協会「公社債発行銘柄一覧」に基づき作成(2018年10月19日現在)

■ BBB ■ A ■ AA ■ AAA 合計