

1. 会合名	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 34 回）
2. 日時	2024 年 4 月 24 日（水）午前 10 時 00 分～午前 11 時 30 分
3. 議案	○ 「社債の取引情報の報告・発表制度」に関する定期検証について
4. 主な内容	○ 「社債の取引情報の報告・発表制度」に関する定期検証について 2024 年 2 月に本 WG 委員宛に実施した「社債の取引情報の報告・発表制度の定期検証に関するアンケート」の結果を受け、主査より以下の議論の方針が示された後、資料に基づき大要以下のとおり意見交換が行われた。 （主な意見等） ・ 資料 16 ページに記載の通り、「発表対象基準拡大について」と「その他の検討事項について」の 2 点が今回ご議論いただきたい事項となっている。また、「発表対象基準拡大について」は大きく①と②になっており、①が発表対象基準拡大に係る対応方針についてである。発表対象基準拡大に関しては、定期検証において社債市場の流動性への悪影響がないか検証を行い、悪影響が確認できない場合は発表対象基準の拡大に向け検討を進めていくものである。今回の定期検証において、アンケート結果のとおり市場への悪影響は確認できていないため、本来であれば、本日の会合で発表対象基準の拡大に係る具体的な対応方針を決定することになる。しかし、日本銀行（以下「日銀」という。）の金融政策の転換による社債市場への影響について見通しが立たないとの意見が多数寄せられたことを踏まえ、今回は発表対象基準の拡大は見送ってはどうかということが、資料で示されている対応方針案である。なお、今回の対応方針案は、発表対象基準の拡大に係る検討においては社債市場の流動性への影響という観点から判断するという、これまでの前提とは異なっている。そのため、時期をずらして改めて定期検証を実施し、その際に発表対象基準の拡大の方針を最終決定することでよいか、本日の会合でご議論いただきたい。（主査） （1）発表対象基準拡大に係る対応方針について ・ 社債の流動性に影響を与えていない場合は発表対象基準の拡大を進めるという前提について主査より話があったが、今回の定期検証では、その基本方針に従い発表対象基準を拡大していくべきと考える。そのため、問 1 については「直ちに拡大すべき」と回答した。一方、「引き続き影響を考慮すべき」という意見は、日銀の金融政策の転換による社債市場への影響を考慮したものと認識している。正常な状態から異常事態へと変化があった際は慎重に判断を行う必要がある一方で、今回の日銀による金融政策は異常な状態を正常な状態へと戻したものである。本来であれば慎重な対応は必要ではないものの、マイナス金利政策が長らく続いていたことを考慮し、慎重に見極める必要があるという観点から多数の委員より意見が寄せられたものと認識している。個人的には、直ちに発表対象基準を拡大すべきと考えるが、年内を目途に改めて定期検証を実施して発表対象

基準の拡大に向けた検討を進めるという一定の留保が付されていることから、資料に記載された対応方針に異論はない。(委員等)

- ・金融政策が転換した直後であると同時に新年度を迎えたばかりであり、マーケット全体の動きがスローになっているため、今後のマーケットの動きを踏まえて発表拡大に係る検討を進めていくのがよいと考える。なお、1年後を目途に社債の買入れオペが無くなることを踏まえると、年内を目途に発表対象基準の拡大に向けた検討を進めるということでは、今後の市場動向が見極めにくいだろう。また、日銀による利上げに関する動向なども注視すべきであり、米国の大統領選も控えていることから、今年の年末はマーケットがかなり動くことが予想されている。来年の4月に定期検証を実施の上で発表対象基準の拡大に向けた検討を進めることでもよいのではないかと。(委員等)
- ・日銀による金融政策の転換を理由に発表対象基準の拡大に係る議論を先延ばしにする点について違和感がある。また、社債の買入れオペが無くなることを理由とする場合、議論を1年先延ばしすることになる。仮に発表対象の拡大を行うことを決定した場合も、システム対応により発表対象の拡大には更に1年・2年を要することとなる。別の委員からも話が合った通り、金融政策の転換はあくまで市場の正常化に向けて行われたものであるため、今回の会合で発表対象基準の拡大に係る基本方針を固めた上で2025年4月から新制度を実施するくらいのスピード感が必要ではないか。これまで議論に参加してきた立場からすると、議論のスピードが遅すぎると感じている。今回の会合で発表対象基準の拡大に係る準備を行い、仮に流動性に影響があることを確認できた場合には2025年4月の発表対象の拡大はストップするというスピード感で対応を行わないのであれば、この先10年・20年と同じ議論が続くことになるだろう。そのため、今回の会合において発表対象基準の拡大に係る基本方針を早急に固めることでよいと考える。(委員等)
- ・事務局の対応方針に概ね異論はない。但し、発表対象基準の拡大に係る議論を先延ばしする理由として、日銀の金融政策の転換やそれに伴う市場の不透明感を第一に掲げてしまうと、当面の間、不透明感が続くと見込まれる中では、議論が滞る可能性がある点を懸念している。今後、社債・国債買入オペの減額ペースや利上げに係る市場でのコンセンサスが一層固まり、市場のボラティリティ上昇に係る蓋然性が低下した場合には、多少市場の不透明感が残っていたとしても、発表対象基準の拡大に向けて検討を進めていくべきと考える。(委員等)
- ・年内目途に発表対象基準の拡大に係る議論を行うという留保があることを理由に事務局案に賛成と発言したが、年内に改めて議論を行うことへの反対意見があったことを踏まえると、先程の委員の今回の会合にて発表対象基準の拡大に係る基本方針を固めるとい

う意見に賛成である旨申し上げたい。昨年の会合でもお伝えした通り、ロードマップを作成の上、基本的には発表対象基準の拡大を行うという方針の下、流動性への悪影響が確認された場合にのみ対応を行わないための議論を行い、流動性への悪影響が確認できない場合は、粛々と発表対象銘柄を拡大していくというような方針で、本会合において発表対象基準の拡大に係る何かしらの意思表示をすべきではないか。(委員等)

- ・発表対象基準の拡大に向けて検討を進めていくという方向性はよいと考える。しかし、久しぶりにマーケットが活発に動くような節目であり、特に年末頃はマーケットの動きが一番活発になると思われたため、先程のような発言をしたところである。(委員等)
- ・定期検証におけるポイントは流動性への影響の有無であり、その考え方に変化があった訳ではないことを改めて確認させていただきたい。また、今回の定期検証においては社債の流動性に問題ないことが確認できたため、金融政策の転換が無ければ本来発表対象基準の拡大に係る議論が行われていたということになる。しかし今回は市場の見通しが不透明であるという特殊事情を理由に、発表対象基準の拡大に係る議論の実施をずらしただけであり、年内目途に再度会合を開催するという理解である。(主査)
- ・年内目途に改めて定期検証を実施の上、議論をするというスピード感では、発表対象の拡大を決定したとしても、新制度が施行されるのは1・2年後の話になってしまう。例えば市場の流動性への影響が確認された場合には拡大を取りやめる等の停止条件を付けた上で、本日の会合で発表対象銘柄の拡大に係る方針を決めるくらいのスピード感が無ければ、何も議論が進まないのではないか。(委員等)
- ・意見交換の結果を踏まえ、次回の定期検証は年内を目途に実施することとしたい。(主査)

(2) 発表対象基準拡大の優先度について

①格付基準について

- ・信用力や流動性を踏まえて発表対象銘柄を段階的に拡大していくという方向性自体は、「社債市場の活性化に関する懇談会」において示された考え方であるため、その基本方針に基づき検討を進めていくべきと考える。また、別の会合ではあるが、「社債市場の活性化に向けたインフラ整備に関するワーキング・グループ」においては、流動性や信用力に係る観点からBBB格を一つの区切りとしてコベナントの付与の在り方について、現在検討を進めているところである。セカンダリー市場における取引情報の発表制度と発行時のコベナントの付与に係る論点は別であるため、同じように信用力・流動性に関する検討であったとしても異なる基準を用いるべきという理屈もあると思うが、単にA格の銘柄はAAA格やAA格と比較して信用度のばらつきが大きいという理由だけで発表対象基準の拡大を見送ることは、説明がつかないだろう。Aマイナス格を発表対象

から除くのであれば、除く理由を明確に説明する必要があるが、資料に記載された取引量等のデータを見る限りではAマイナス格を発表対象から除く理由は見当たらない。マーケットの状況等を鑑み、発表対象に含める具体的なタイミングについてはデリケートな部分もあると思うが、Aマイナス格も発表対象銘柄に含めることで肅々と対応していくことでよいと考える。(委員等)

- ・ Aマイナス格を発表対象銘柄に含めることでよいと考えているが、資料 17 ページの取引量の表を見る限りではB B B格が発表対象に含まれていないことを説明するのが難しいだろう。ただし、B B B格を含めて一気に発表対象基準を拡大するのは市場への影響が大きいと思われるため、Aマイナス格を発表対象に含めることから徐々に進めていくことでよいと思うが、B B B格を発表対象に含めない理由は説明できるようにする必要がある。事務局の見解もお伺いしたい。(委員等)

⇒統計上はB B B格の平均取引量が多くなっているが、そもそもB B Bの銘柄数自体が少ない。B B B格について、発表対象銘柄に含めることの発行市場への影響も未知であり、発行量が縮小してしまう懸念も拭えないため、事務局としてはB B B格を含めて一気に発表対象銘柄を拡大することは時期尚早と考えている。(事務局)

- ・ 金融政策の影響等により価格のボラティリティが大きくなりやすい傾向があり、格付が低くなるほどその傾向が見受けられる。そのため、Aマイナス格やB B B格においては特に価格のボラティリティが大きいと感じている。その他、市場参加者が価格決定を行う上で混乱をもたらす引き金にもなり得るため、相対的に流動性が低いと考えられる格付も発表対象に含めるかどうかは直近のマーケット状況等も考慮の上、慎重に検討すべきではないか。そのため、発表対象はAフラット格までで留めておくべきと考える。(委員等)

⇒相対的に流動性が低いという理由は、今後社債全体の取引量に変化があったとしても相対的に流動性が低いという事実は変わらないと考えられるため、発表対象から除外する理由にならない。あくまで絶対的な基準で流動性が損なわれるのか判断すべきではないか。そのため、絶対的な観点から明確な悪影響があるかどうかという点でご指摘いただきたい。(主査)

⇒社債の買入れオペが1年後を目途に無くなることを踏まえ、格付別の売買量を定量的に観測していきたい。発行残高が大きい他の銘柄の格付変動による影響を受け、Aマイナス格銘柄の取引件数にも変化があると思われる。(委員等)

⇒金融政策の影響等により価格のボラティリティが大きくなりやすいとの意見があったが、いつ頃までマーケットの状況を注視すればよいのか。(主査)

⇒いつ頃までということ予測するのは難しいだろう。(委員等)

⇒それでは発表対象基準拡大の議論を先送りし続けることになる。今回は、B B B格も発表対象に含めてもよいのではないかという意見もある中で、Aマイナス格は発表対象に

	含めてもよいのではないかという方向で議論が進んでいる。一方で、マーケットの状況が見通せないことを理由にAマイナス格を発表対象に含めることへの抑制的な意見もあるものと理解している。そのため、Aマイナス格まで発表対象基準を拡大することについて年内に開催する会合で最終的に判断・決定することによりか。(主査) ⇒承知した。年内に開催される会合にて議論を行えばと思う。(委員等) ⇒流動性への問題がないことを次回会合にて確認し、発表対象の拡大へと進めていくことで異論はない。(委員等) ⇒イールドカーブ・コントロールをやめることにより、これまでいびつだったイールドカーブが是正されれば、社債市場は健全な方向へと進む可能性が高い。次回会合では、マーケット状況を踏まえてAマイナス格を発表対象に含めることで流動性に影響があるか検証を行い、Aマイナス格まで発表対象基準を拡大することについて最終的な判断をすることとしたい。(主査) ②発行額基準について - 発行額 300 億円以上の銘柄へと発表対象銘柄を拡大することについて賛成である。一方で、資料 8 ページをみると、発行額 200～299 億円の取引量が 100～199 億円の取引量に比して少ない点が気になる。資料記載の 300 億円以上の流動性が一定程度あるという事務局の整理に違和感はないが、発行額 200～299 億円の取引量が少ない点については別途精査する必要があるのではないか。(委員等) ⇒発行額が 100 億円で発行される銘柄が多いが、その中には他の銘柄に比して取引量が多い銘柄が含まれており、100～199 億円の平均取引量が増えている。(事務局) - 発行額基準に係る拡大について反対の意見はないことから、発行額 300 億円以上の銘柄へと発表対象基準を拡大することを最終決定とする。(主査) ③劣後特約・残存年数について - これまでも、劣後特約付きの社債、残存年数 20 年以上の社債が発表対象から除かれている理由について疑問を抱いていた。流動性に問題があるとは思えないと同時に、投資家層の厚みと言われてもピンとこないため、発表対象から除外し続けるのであれば、過去の整理の根拠を深掘りする必要があるのではないか。(委員等) ⇒価格変動が大きいという点について、劣後債は価格の変動が大きく銘柄数が少ないため、取引情報が公表される場合に市場実勢と異なる価格が公表されてしまう懸念がある。その結果、目立っている価格に引っ張られることで市場に悪影響を及ぼすのではないかと意見がある。また、投資家層の厚みについては、超長期債や劣後債はプロ投資家による取引がメインであり、取引情報を公表することによる投資家層拡大の効果がほとんどないとの意見が過去にあった。(事務局) ⇒資料を見る限り、取引件数自体は決して少なくないため、他の発表対象銘柄と比較して
--	--

	価格が目立つというロジックは成り立たないとする。(委員等) ⇒これまで証券会社からは投資家が限定されているため、取引情報の公表により取引の相手方が特定されるという懸念の声もあったと理解している。(事務局) ⇒取引情報を公表することで取引の相手方が明らかに特定されるという状況が実際に認められるのでない限り、投資家層の厚みを理由とすることもロジックとして弱いのではないか。(委員等) ⇒資料からも流動性の観点から問題ないことは確認できており、また投資家の偏りにより取引が特定されることへの強い懸念もないことから、劣後債や超長期債も発表対象に含めることでよい。(主査) ⇒取引件数が多いという点のご指摘の通りである。しかし、シニア債と比べると、投資家の業態等に偏りが見られる。また、価格変動の大きい債券であることから、取引価格の公表により、マーケットへ混乱を与える材料にもなり得ると考える。(委員等) ⇒その理由は日銀の金融政策の変更とは関係しているのか。(主査) ⇒無関係ではないと考える。劣後債を購入する層にも変化が生じていると考えており、日銀の政策変更による動向も考慮する必要があると捉えている。(委員等) ⇒また、因果関係が強いということであれば考慮する必要はあるだろうが、いただいた理由は一般論であるという理解でよい。あくまで流動性に影響を与えるかどうかという観点から説明いただきたい。これまでの検証から取引件数が多いという点と取引の特定がされないことは確認できており、価格のボラティリティが大きいというのはあくまで銘柄としての特徴のため、発表制度自体に影響を与えるものではないと言える。(主査) ⇒過去にAフラット格まで発表対象基準を拡大した際の議論でも、漠とした懸念から劣後債や超長期債を除外したと認識している。資料上でも流動性の面では問題ないことが確認できているため発表対象に含めることとしてはどうか。(委員等) ・ 資料上では取引件数をもって流動性について判断しているが、流動性への影響を検討する上では、各銘柄のオファービッドの広さやスプレッドのボラティリティに係る検証が必要ではないか。昨年の11月には長期債の社債スプレッドがかなりワイドニングした銘柄もあったと記憶している。発行体の格付は高く信用力に問題ない銘柄においても、取引価格が公表されている限りはマーケットメイカーとしてはビッドを下げざるを得なかった。発表対象銘柄を拡大することで議論を進めることに異論はない一方、日本の社債セカンダリー市場は厚みがないことから、取引件数だけをもって流動性に問題ないとするということについては懸念がある。(委員等) ⇒現行の発表制度においても、当該社債の参照国債と比較して一定以上の値動きがある場合は発表を停止する措置があるため、銘柄固有の事情が生じた際には発表対象から除外される仕組みとなっている。(事務局) ・ Aフラット格まで発表対象基準を拡大する際に、これまで発言のあった理由を考慮して
--	---

念のため発表対象から除外したという経緯であり、Aフラット格が公表されて一定期間経っているため、現在はAフラット格の発表対象から除外する必要はないと思われる。しかし、次回会合にてAマイナス格の発表拡大を検討する際に同様の問題提起がなされる可能性もあるため、Aマイナス格の劣後債と超長期債については、次の議論と連動させながら検討を進めていきたい。(主査)

⇒取りまとめ内容には賛成であるが、Aマイナス格まで発表対象を拡大する際にも劣後特約・残存年数の条件を付すというのであれば、スプレッドの違いやボラティリティの違い、投資家の人数等のデータに基づき検証する必要があるのではないか。説明責任の観点からも、データに基づいて劣後特約・残存年数の条件を付す必要があるか等について建設的な議論を行う必要があるのではないか。(委員等)

・超長期債や劣後債は取引件数が一定程度存在するため、取引情報を公表しても投資家の特定に至らないという議論であったと認識しているが、投資家層に偏りが見られる中では、発行に関わった主幹事証券会社や関係者は取引情報から投資家の特定ができるのではないか。社債よりも大幅に流動性のあるJGBの市場においてですら、ある銘柄の値動き等から特定の投資家を類推できる場合があることに鑑みると、社債はJGBよりも取引件数が少なくも、容易に特定できるだろう。例えば、どの投資家が売却したか類推されると、マーケットメイカーの方が仰っていたようなビッドの引き下げや相場変動を誘発してしまうといった懸念があると考えているため、そうした観点も踏まえ検討してはどうか。当該懸念について証券会社からもご意見を頂戴したい。(委員等)

⇒新発債の発行業務に関わっていれば投資家の保有銘柄もある程度把握できるため、投資家の取引内容やその手口は類推できる場合もあるという理解である。(委員等)

⇒投資家の類推については、JGBの超長期債においてもみられることから、発表対象基準拡大に際して気にする必要はあまりないのではないかと。また、本件については定量的なデータを示すことは難しく、あくまで類推の範囲内の話となるため、ある程度の割り切りが必要になるのではないかと。また、オファービッドについては証券会社の内部でしか分からないことであり、データを用いて立証することは不可能だろう。そもそもボラティリティが大きい故に取引情報を公表することに意味があるのではないかと。劣後債や超長期債についても発表対象として進めていくことでよいと考える。(委員等)

⇒マーケットをクラッシュさせるといったレベルでの悪影響を及ぼすものでなければ、そこまで気にする必要はないと考える。次回会合で拡大に向けて検討を行う方向性に違和感はない。(委員等)

⇒Aフラット格に発表対象基準を拡大した際に挙げられた懸念点を考慮の上で、残存年数・劣後特約の除外要件を設けていたが、今後も除外し続けなければならない理由は確認できていないため、Aフラット格の劣後債・残存年数20年以上の社債については発表対象に含める方向で取りまとめることとする。ただ、次回会合にてAマイナス格も発表対象に含めることで方針が固まった場合には、Aマイナス格についてのみ残存年数・劣

後特約の除外要件を設ける必要があるか検討することとしたい。(主査)

- ・本日の会合にて発表対象拡大に係る全体の基本方針を決めてもよいのではという意見があったが、この点について何か強いご意向はあるか。(主査)

⇒発表対象を拡大するにあたってはシステム改修が必要となり、制度施行まで時間がかかることから、発行額 300 億円の銘柄まで発表対象に含める、B B B 格の発表はもう少し先のタイミングで検討を行う等、発表対象の拡大に係る大まかな方向性について認識共有を行うことがよいだろう。全体の方向性やスケジュール感を意識しながら検討を進めていく必要があるのではないか。発表対象拡大による価格の透明性向上に向けた議論は、過去議論を行った社債レポ市場の創設にも係る社債市場の活性化に向けた議論であることを今一度再確認したい。(委員等)

⇒今回の金融政策の転換は社債市場においては活性化に向けた好機であると言える。社債市場の活性化に向けて、有効活用できるようなインフラを整備していくことが重要であることは会合参加者の共通認識であるだろう。次回会合にて、発表対象の拡大に向けた全体的な議論も進めていければと思う。(主査)

(3) 発表事項及びその他の制度改善案について

- ・取引時刻の公表についての事務局案自体に異論はないが、取引情報の透明性を図る上では、銘柄・価格・数量・時間の 4 点が揃ったところで初めて透明性が担保されていると言えることは忘れるべきではない。現状の社債市場の規模感等を踏まえると株式市場並みの透明性を求めることはできず、時期尚早の議論であるとは認識している。ただ、考え方として確認だけはさせていただきたい。なお、リアルタイム発表がなされるのであれば取引時刻の公表は不要となるため、取引時刻の公表とリアルタイムでの発表の議論は関連性があるという点は言及させていただきたい。(委員等)

- ・その他に検討を望む意見は寄せられていないことから、発表事項及びその他の制度改善案の取扱いについては、事務局案のとおり進めることとする。(主査)

- ・社債の取引関係の制度は証券保管振替機構（以下「保振」という。）のシステムに紐づいているものが多く、保振のシステムが制約となる場合も多いので保振のシステム改修を要することも踏まえ事務局は保振と連携していく必要があるだろう。(委員等)

⇒保振のシステム改修を理由に議論が前に進まないといったことがないよう、今後の議論ではシステム改修スケジュールを踏まえた上で議論の方向性を定めていければと思う。(主査)

- ・「社債市場の活性化に向けた取組み」（「社債市場の活性化に関する懇談会 部会」報告）において示された通り、社債の取引情報の発表制度が社債市場の流動性等に与える影響

	を考慮の上、全銘柄の公表に向けて段階的に発表対象基準を拡大していくことが基本方針である点を改めて申し上げたい。今回の検証では流動性への悪影響は確認できなかったため、本来であれば発表対象基準の拡大に向けた議論を進めるはずであったが、日銀による金融政策の転換に伴い、定期検証の時期をずらした上で改めて拡大による流動性への影響について検討を行うこととした。改めてアンケートを実施の上、年内を目途に会合を開催することとしたい。また、Aマイナス格への発表対象基準の拡大はペンディングとなっているため、金融政策の転換による市場への影響を考慮しながら、次回会合にて発表対象基準拡大の方針を決定したい。発行額基準を 300 億円へと引き下げることやAフラット格について劣後特約や残存年数 20 年以上の制約を外すことについては、本日の会合にて最終決定したものと認識している。なお、Aマイナス格へ発表対象基準を拡大する場合に、Aマイナス格についてのみ劣後特約等の制限を付すことについては、次回会合にて検討を行いたい。(主査) 以 上
5. その他	※本議事要旨は暫定版であり、今後、内容が一部変更される可能性があります。
6. 本件に関する問い合わせ先	公社債・金融商品部（03－6665－6771）