

『『公社債の店頭売買の参考値等の発表及び売買値段に関する規則』に関する細則』等の一部改正（案）
に関するパブリックコメントの結果について

2020年9月16日
日本証券業協会

本協会では、「社債の取引情報の報告・発表制度」（以下「本制度」といいます。）における発表対象銘柄の範囲拡大に係る『『公社債の店頭売買の参考値等の発表及び売買値段に関する規則』に関する細則』等の一部改正（案）について、2020年6月17日（水）から2020年8月14日（金）までの間、パブリックコメントの募集を行いました。

この間に寄せられた意見・質問（3件、3社）及びそれらに対する考え方は、以下のとおりです。

項番	該当箇所	意見の概要	考え方
1	『『公社債の店頭売買の参考値等の発表及び売買値段に関する規則』に関する細則』の改正案第7条第1項第1号ロ	<p>格付基準はシンプルにA格相当以上、発行額基準は100億円以上、除外条件はなしとして発表銘柄を拡大することが、社債価格の透明性を高め社債市場の活性化につながると考えます。</p> <p>（理由）</p> <p>改正案は「社債市場の活性化に向けた懇談会」において掲げられた、取引情報の発表対象を最終的に全社債銘柄に拡大するという目標に向かって大きく前進するもので、弊社はその方向性に賛同します。</p> <p>しかしながら新たに発表対象となるA格の社債からAマイナスを除く条件については、格付利用の実態に必ずしもそぐわないものと考えます。</p>	<ul style="list-style-type: none"> ・本協会では、本制度の要項である「社債の取引情報の発表に関する取扱いについて」の「12. 流動性に与える影響等の検証」に基づき、毎年、「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」（以下「WG」といいます。）において本制度が社債の流動性に与える影響等について検証を行うとともに、発表対象銘柄や発表事項等について見直しの検討を行っております。 ・今回の見直しの際におけるWGでの検証においても、本制度が社債の流動性に与えている影響について確認したうえで、発表対象銘柄の拡大の是非について議論することといたしました。

項番	該当箇所	意見の概要	考え方
		<p>一般にB B B格以上が投資適格とされ、A格以上はB B B格よりも信用度が安定していると認識されています。代表的な債券インデックスではA格以上を組み入れ基準としており、発表対象をA格とすることは流動性の観点からも問題ないものと思われま。</p> <p>改正案とともに公表された参考資料「発表対象銘柄の条件付き拡大案の考え方について」によれば「検討に際し、A格相当の格付を取得している銘柄すべて（A+、A、A-）を対象とすべきとの意見もあったが、A格の銘柄は、A A A格やA A格の銘柄と比較して信用度のばらつきが大きいことから、一律にA格すべてを対象とすることには慎重であるべきとの指摘を踏まえ、A格相当の格付を取得している銘柄のうち、A-が最良格付の銘柄を除くこととした」とありますが、格付水準によらず信用度のばらつきはあり得ることで、複数の格付を取得している場合に格付の水準に違いが出ることは珍しいことではありません。信用度のばらつきがあることを理由にいわゆるAフラットとAマイナスとの間に基準をおくことは妥当性に欠けると思われます。格付基準はシンプルにA格以上として発表銘柄を拡大すべきと考えます</p>	<p>その結果、発表対象となる銘柄について一定の流動性が確保されるよう、発行額や残存年数等の条件を付したうえで、A格相当（A+、A）の格付を取得している銘柄の一部まで範囲を拡大することについて合意を得られたため、今般の規則改正等を行うこととしたものです。</p> <ul style="list-style-type: none"> 新たに発表対象となる銘柄について、Aマイナスの銘柄や劣後債を除外することにより、拡大の効果が限定的となることのご指摘は理解するところですが、発表対象銘柄の拡大に関しては、流動性に悪影響を与えることがないよう、段階的かつ慎重な検討が必要と認識しており、今回の拡大案は、流動性への影響に配慮しつつ、社債価格の透明性向上という本制度の市場インフラとしての機能を果たすため、最大限バランスをとったものと考えております。 改正内容は原案どおりとさせていただきますが、いただいたご指摘は貴重なご意見として承り、今後のWGにおける議論の参考とさせていただきます。

項番	該当箇所	意見の概要	考え方
		<p>A格の銘柄については発行額が500億円以上に限られ、劣後債と残存20年以上の社債が除かれるとされていますが、A格の銘柄のうちこの条件に合うものは極めて少なく、改正案による拡大効果は限定的です。これでは投資家がA格の価格水準を知ることはできません。市場が発展段階にある超長期の劣後債、いわゆるハイブリッド証券も含め、格付水準が同じでも信用度のばらつきがあるのであれば、発表対象銘柄を広げて価格の透明性を高めていく必要があります。</p>	
2	<p>『「公社債の店頭売買の参考値等の発表及び売買値段に関する規則」の改正案第7条第1項第1号ロ</p>	<p>発表対象となる社債の範囲の拡大に反対します。 (理由)</p> <ul style="list-style-type: none"> ・当該データは証券会社に報告が義務付けられており、実務的には保振システムからほぼ強制的に抽出されてしまうため、売買情報の流出を懸念して開示を拒否したい場合でも投資家サイドに拒否する手段がないこと。 ・日本の社債市場は規模が小さく頻繁に売買する投資家が限定されているため、取引情報が開示されることで売買した投資家名まで推測される状況であること。 ・マーケットの悪化時に、誰かが必要に迫られて少額を非常に悪いプライスで売却した場合でも、そのプライス情報が周知され翌日以降のプ 	<ul style="list-style-type: none"> ・本制度は、「社債市場の活性化に関する懇談会」の報告書(2012年7月30日)において、「社債市場の活性化を図るためには、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、米国・EU・韓国等の取組みを参考に、…社債の取引情報の報告を求め、公表に向けた取組みを進める。」とされたことを受け、市場関係者及び学識者から構成されるWGでの検討を経て創設されたものです。 ・本制度においては、社債の取引を行った証券会社からの報告に基づき、当該社債の銘柄や単価を発表しておりますが、そもそも投資家名は証券会社の報告事項に含まれておらず、また、取

項番	該当箇所	意見の概要	考え方
		<p>ライスの悪化を加速させてしまい、結果として開示されない場合に比べ市場の流動性が低下してしまう可能性があること。</p> <ul style="list-style-type: none"> ・開示を開始するにあたっての目的が「流通市場の活性化」でしたが、AA格以上の取引情報の開示によって流通市場の活性化が進んだのかという検証がなされていないこと。取引情報開示が流通市場の活性化に本当に資するのか、本来全く違う理由（ほぼ機関投資家による市場かつ投資家層の固定化による構造的な問題等）で活性化しない可能性もあるなかで、開示対象を拡大する前に開示の効果に関する検証が必要と考えること。 	<p>引時刻や正確な取引数量等、取引を行った投資家の特定に繋がる情報は発表事項に含めないこととしております。</p> <ul style="list-style-type: none"> ・また、マーケットの悪化時への制度上の対応として、①売買参考統計値の大幅な変動に基づく発表停止措置と、②証券会社からの申請に基づく発表停止措置を備えているところです。 ・一般に、日本の社債市場は海外市場と比較して規模が小さく、流動性も低いとの指摘があるところ、本協会としても、そのような状況下における発表対象銘柄の拡大に関しては段階的かつ慎重な検討が必要との認識のもと、本制度の要項である「社債の取引情報の発表に関する取扱いについて」の「12. 流動性に与える影響等の検証」に基づき、毎年、WGにおいて本制度が社債の流動性に与える影響等について検証を行ったうえで、発表対象銘柄や発表事項等について見直しの検討を行っているところです。 <p>一方、社債市場の活性化は、取引情報の開示のみで実現されるものではないと考えておりますので、本協会では、市場インフラとしての本制度の整備のほか、社債権者保護の在り方の検討・提案やコベナントに係る開示事例集の公表など、市場の透明性・信頼性を向上させ、社債</p>
3	『「公社債の店頭売買の参考値等の発表及び売買値段に関する規則」に関する細則』の改正案第7条第1項第1号ロ	<p>市場の透明化に向けた取り組みには賛成ですが、日本の社債市場はいまだ規模が小さいうえ、流動性が低く、未成熟です。</p> <p>とりわけ流通市場では、限られた大手機関投資家による取引が大きな割合を占めており、格付けが低い銘柄ほど、その傾向が高いと推察されます。市場が未成熟な段階で性急に開示を進めると、かえって市場の発展を妨げる可能性もあり、AA格以上の取引を開示した結果の検証を含め、慎重かつ段階的に進めるべきと考えます。</p> <p>また、公社債市場という観点に立つと、社債より</p>	<p>引時刻や正確な取引数量等、取引を行った投資家の特定に繋がる情報は発表事項に含めないこととしております。</p> <ul style="list-style-type: none"> ・また、マーケットの悪化時への制度上の対応として、①売買参考統計値の大幅な変動に基づく発表停止措置と、②証券会社からの申請に基づく発表停止措置を備えているところです。 ・一般に、日本の社債市場は海外市場と比較して規模が小さく、流動性も低いとの指摘があるところ、本協会としても、そのような状況下における発表対象銘柄の拡大に関しては段階的かつ慎重な検討が必要との認識のもと、本制度の要項である「社債の取引情報の発表に関する取扱いについて」の「12. 流動性に与える影響等の検証」に基づき、毎年、WGにおいて本制度が社債の流動性に与える影響等について検証を行ったうえで、発表対象銘柄や発表事項等について見直しの検討を行っているところです。 <p>一方、社債市場の活性化は、取引情報の開示のみで実現されるものではないと考えておりますので、本協会では、市場インフラとしての本制度の整備のほか、社債権者保護の在り方の検討・提案やコベナントに係る開示事例集の公表など、市場の透明性・信頼性を向上させ、社債</p>

項番	該当箇所	意見の概要	考え方
		<p>も圧倒的に規模が大きく、市場参加者も多い地方債や政府保証債などの公共債では、取引情報の開示が全く行われておらず、ダブルスタンダードになっています。</p> <p>国民経済への重要性等に照らすと、公共債の開示強化を働きかけるのが先決と思われま</p>	<p>市場の活性化に繋がる施策に取り組んでいるところです。</p> <ul style="list-style-type: none"> ・こうした前提のもと、今回の見直しの際におけるWGでの検証においても、本制度が社債の流動性に与えている影響について確認したうえで、発表対象銘柄の拡大の是非について議論することといたしました。その結果、発表対象となる銘柄について一定の流動性が確保されるよう、発行額や残存年数等の条件を付したうえで、A格相当（A+、A）の格付を取得している銘柄の一部まで範囲を拡大することについて合意を得られたため、今般の規則改正等を行うこととしたものです。 ・改正内容は原案どおりとさせていただきますが、いただいたご指摘は貴重なご意見として承り、今後のWGにおける議論の参考とさせていただきます。 ・なお、公共債に係るご意見については、今回の規則改正と直接関係するものではありませんが、貴重なご意見として参考とさせていただきます。

以上