

社債の価格発表（公表）制度、 2015年11月から開始



大和総研 金融調査部 制度調査担当部長

吉井 一洋

■ 1. 検討の経緯と目的

社債市場の育成は、わが国の金融資本市場における長きにわたる課題であった。2008年のリーマン・ショック後の金融危機において、間接金融への依存度が高いわが国の企業金融の脆弱性が明らかになり、資金調達手段の分散化・多様化の必要性が強く認識されるようになった。それに伴い、改めて社債市場の育成の必要性が指摘されるようになった。

そのような状況の下で、2009年7月に日本証券業協会（以下「日証協」）は、社債市場の活性化に関する懇談会を設け、この問題に

関する検討を始めた。座長には、福井元日銀総裁を迎え、発行会社、証券会社、投資家その他市場関係者、銀行の代表を委員、金融庁、財務省、経済産業省、日本銀行（その後、財務省も参加）をオブザーバーとした。具体的な論点については、当初は懇談会の下に設けられたワーキング・グループで検討が行われ、2010年6月に同ワーキング・グループの報告書「社債市場の活性化に向けて」（以下「2010年報告書」）がとりまとめられた。

その後、懇談会は4つの部会を設けて検討を続けてきた。4つの部会では、第1部会が証券会社の引受審査の見直し等、第2部会がコベナントの付与及び情報開示等、第3部会が社債管理のあり方等、第4部会が社債の価格情報インフラの整備等を検討した。2012年7月30日に「社債市場の活性化に向けた取組み」（以下「2012年報告書」）が公表された。

日証協が公表している公社債の店頭売買参考統計値については、以前から実勢価格との

〈目次〉

1. 検討の経緯と目的
2. 売買参考統計値の信頼性向上
3. 社債の取引情報の報告と発表
4. 制度の適用時期

乖離が指摘されていたところであり、2010年報告書では、米国・欧州（英国）の制度を参考に、社債の取引情報の公表、公社債店頭売買参考統計値の信頼性の向上に向けた取組みを進めるよう提案していた。

証券会社のトレーディング担当者からは、価格を公表することで、取引の-marginが縮小し、かえって流動性が低下するという懸念から、かなり強い反対意見もあった。

しかし、海外では米国のTRACEのみならず、韓国においても取引情報をリアルタイムで公表する仕組みが導入されており、欧州においても、社債をはじめ株式以外の金融商品の価格の公表に向けたMiFIDの見直しが進められていた。これらも踏まえ、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、それが多様な投資家の市場参加を促すとの考えに基づき、2012年報告書では、証券会社に対して、当日約定があった社債の取引について、日証協に約定内容の報告を行うよう求め、日証協がこれを公表することとした。

2012年報告書で求められた証券会社の報告内容は、銘柄名、約定年月日、決済年月日、約定単価及び取引数量（額面金額ベース）、対顧客取引・業者間取引の別、課税玉・非課税玉の別であった。取引情報の報告にあたっては、証券保管振替機構（ほふり）の決済照合システムにより約定照合が行われた社債の取引について、ほふりから日証協に報告を行うことで証券会社の負担を軽減することとし

た。ほふりによる約定照合が行われなかった社債の取引については、その報告の取扱いの検討を行うこととした。

公表対象銘柄は、証券会社から報告のあった全銘柄である。ただし、わが国ではそもそも社債の取引が少ないことから、社債の流動性等に与える影響を考慮し、当分の間は、例えば、次の銘柄を公表対象とすることとした。

- i. 発行総額500億円以上の銘柄
- ii. 1以上の格付機関からA以上の格付けを取得している銘柄
- iii. 過去の取引金額、取引件数等が一定以上ある銘柄

公表内容は、約定年月日、銘柄コード、銘柄名、償還期日、表面利率、取引数量（額面金額ベース、以下同じ）及び約定単価である。取引数量10億円以上、5億円以上10億円未満、1億円以上5億円未満、1億円未満の4つに区分し、当該区分ごとに、取引日の当日、日証協のホームページに掲載する。ただし、当分の間は、例えば、同5億円以上、5億円未満の区分ごとに、取引日の翌日に、公社債店頭売買参考統計値と併せて、日証協のホームページに掲載する。個々の取引の具体的な数量を開示すると、誰が取引したかがわかってしまうことがあるため、個別の取引数量の開示は行わず、上記の取引数量の区分に応じて約定単価を公表する方法が想定されている。

日証協は2012年報告書で掲げられた「社債の価格情報インフラの整備」を実施するために、2012年9月に、証券会社、発行会社、機

関投資家、監査法人、証券系・生保系シンクタンクの研究者からなる「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」という）」を公社債分科会の下部機関として設置した。座長には、中央大学法科大学院教授の野村修也先生を迎えた。野村先生は、懇談会の第1部会の座長を務められていた。第1部会は、テーマの難易度の違いもあるが、4部会のうち最も目に見える成果が得られた部会の一つであったように思われる。その他、オブザーバーとして、ほふり、日本銀行、金融庁が参加した。なお、筆者は2010年報告書をまとめたワーキンググループ、第4部会に引き続きWGにおいても委員を務めさせていただいた。

WGは、2012年9月の第1回以降、2014年5月まで22回開催された。WGでの検討に役立てるため社債の取引情報の報告に関する暫定的な規則が2013年1月から施行される予定を想定したうえで、まずは社債の取引情報の暫定的な報告方法から議論を行い、次に報告された取引情報の分析方法を検討した。これは、証券会社からは、価格の公表が社債の流動性に与える影響についての懸念が示されており、2012年報告書でも市場関係者との間で、価格の公表が流動性に与える影響等について、検証を行うこととしていたのを受けてのものである。社債の取引情報の公表は、事務局による取引情報分析の結果を得てから検討を行うこととし、先に売買参考統計値の信頼性向上を検討し、次に取引情報の分析結果を

踏まえ、社債の取引情報の本格的な日次の報告及び公表の議論を行った。なお、売買参考統計値については、その信頼性に疑義を持たれる大きな要因として、取引情報との乖離が挙げられているため、売買参考統計値の信頼性向上の議論においては、事務局から、取引価格と売買参考統計値の乖離の分析資料の提供を受けた上で分析を行った。

第4部会の議論の終盤では、価格の公表による流動性の低下やスプレッドの縮小による収益の悪化に対する懸念から、証券会社から強い反対意見が示され、議論が迷走しかけたが、今回のWGにおいては、比較的冷静かつ前向きな議論が行われたように思われる。

■ 2. 売買参考統計値の信頼性向上^(注1)

売買参考統計値の信頼性向上に向けては、既に、2011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、平均値からの大幅な乖離や市場実勢に合った見直しが行われていないなどの状況が継続的に認められる場合、「管理レポート」を作成し、当該指定報告協会員にフィードバックを行うこととしていた。

WGでは、「社債の売買参考統計値については、実勢価格（取引価格、ビッド・オファー等）との乖離が大きい」との指摘がされていることを踏まえ、上述のとおり、取引価格と社債の売買参考統計値との乖離の実態と要因の分析・検証を行った。WGの議論の結果、

次のような結論が示された。

■大きな乖離は恒常的・全般的に発生しているものではなく、イベントの発生により信用リスクが高まった銘柄や流動性が低い銘柄に限り発生している。

■これら一部の銘柄に乖離が生じる要因としては、マーケットの動き（スプレッドの変動やマーケットでの取引など）が適切に反映されていない気配値が報告されている可能性や、マーケットの動きを適切に把握している協会員（売買シェアが高い協会員等）が気配値の報告を行っていないことなどが考えられる。

■「乖離が大きい」と指摘される一部の銘柄は、売買参考統計値の利用ニーズが特に高く、また、取引価格にもばらつきが生じ易く売買参考統計値との乖離が大きくなる蓋然性も高いことから、そのような指摘に繋がっていると考えられる。

■売買参考統計値は、指定報告協会員から、当日の午後3時現在における額面5億円程度の売買の参考となる売り気配と買い気配の仲値（気配値）の報告を受け、当該気配値に基づき算出されたものであることから、その性質上、取引価格と一定の乖離が生じ得るものであるが、このような性質に対する理解が十分に得られていない。

以上のような分析を踏まえ、WGでは、社債の売買参考統計値の信頼性向上を図るためには、「マーケットの動きを反映した適切な

気配値を報告できる協会員を指定報告協会員とするための措置」、「適切でない気配値を排除するための措置」及び「適切な気配値を報告できる環境を整備するための措置」等が必要不可欠であると考え、下記の対応をとることを決定した（筆者の説明を含む）。

(1) 社債の指定報告協会員の指定基準の厳格化

◇現行の指定報告協会員の指定基準は下記のとおりである。

- ① 売買参考統計値発表制度の趣旨を理解し、指定報告協会員になる意思を有している
- ② 公社債店頭売買業務等に精通している
- ③ 気配報告業務の適確な遂行に必要な組織体制、人員構成が確保されている
- ④ その他日証協が定める事項

このうち②については、公社債種類別売買高における総売買高ランキング50位以内という要件が設けられている。

◇社債については、これに「社債等の売買高ランキング20位以内であること」を加える。ただし、20位以内でなくても主幹事銘柄については指定報告協会員になることができる。

◇なお、主幹事証券会社による気配値の報告

を義務付けることも検討された。しかし、主幹事証券会社の中には、幅広い銘柄について主幹事証券会社となっている協会員が存在する一方で、ごく限られた銘柄についてのみ主幹事証券会社となっている協会員も存在すること、後者の主幹事証券会社に、気配値報告を一律に義務付けることは、人員・システム・コンプライアンス面での対応など過大な負担を負わせることになることから、義務付けは見送られた。

◇社債等には特定社債、円建外債も含む。

(2) 日証協の売買参考統計値に係る指導・管理態勢の充実・強化

◇日証協は、広く市場関係者等から売買参考統計値に関する意見等を受け付ける専用窓口(専用のメールアドレス等)を設け、市場実勢に合った報告が行われていない可能性がある銘柄に関する情報、その他の報告気配値の精緻化に資する情報の収集を行う。

◇日証協は、下記のいずれかに該当する銘柄を抽出し、当該銘柄の気配を報告した全ての指定報告協会員に対し、該当事項を伝え自社の報告気配値が適切か確認を求める。

- ① 売買参考統計値の平均気配値から一定基準を超えて乖離している報告気配値のある銘柄
- ② 取引価格から一定基準を超えて乖

離している報告気配値のある銘柄

- ③ 専用窓口で市場実勢に合った報告が行われていない可能性がある旨の情報が寄せられた銘柄、その他の報告気配値の精緻化に資する情報が寄せられた銘柄のうち日証協が必要と認めたもの

◇指定報告協会員は、日証協から確認の連絡があった銘柄については、原則として当日中に自社の報告気配値について確認を行い、日証協に報告する。ただし、該当銘柄が多数である等のやむを得ない事由により、当日中に全ての報告気配値の確認を行うことが困難である場合には、可能な限り当日中の確認及び確認報告を行い、当日中に確認できなかったものは、翌営業日以降、日証協からの連絡内容を踏まえたうえで報告気配値を算出する。

◇指定報告協会員は、報告気配値の水準について、事前の情報交換や調整を行ってはならない。

◇日証協は、指定報告協会員の確認状況を検証し、確認態勢の不備が認められた場合には、当該指定報告協会員に対する指導を行うことができる。

◇日証協は、指定報告協会員において市場実勢に合った報告気配値の見直しが適正に行われていない状況が継続していないか等、指定報告協会員における報告態勢に問題が

生じていないかについてチェックする。その際には上述した「管理レポート」を作成し、当該指定報告協会員にフィードバックをする。報告態勢の不備が認められる場合、指定報告協会員に対して是正を求めることができる。

◇日証協が指導を行っても改善が認められない等、指定報告協会員として不相当である状況が認められる場合は、指定報告協会員の指定を取り消す等の措置を講じることができる。

◇上記の措置は、社債以外の債券についても、同じ取扱いとする。ただし、上記②の取引価格から一定基準を超えて乖離している報告気配値がある銘柄については、社債以外の債券は、取引情報の報告を受ける予定がないことから、社債のみを対象とする。

(3) 社債の売買参考統計値の算出方法

① 売買参考統計値の算出方法を見直す

◇現行制度では、上下一定数の報告気配値をカットしたうえで、平均値、中央値、最高値、最低値を算出することとしている。これを社債については、上下カットは行わないこととし、その上で、平均値、中央値、最高値、最低値を算出することとする。

◇マーケットが大きく動いたときなどに、一部の指定報告協会員のみがマーケットの動

きを反映した報告気配値を報告した場合に、当該指定報告協会員の報告気配値と指定報告協会員各社の気配値の平均（平均気配値）との間に乖離が生じるケースが想定される。そのようなケースにおいては、平均気配値から乖離した気配値の方がマーケットの動きを適切に反映したものである可能性が高いにもかかわらず、当該気配値がカットされてしまう可能性がある。

◇上下カットをやめることで、マーケットの動きを適切に反映した報告気配値がカットされるという問題点を解消できる。

◇加えて、(2)の措置により、異常値又は恣意的な報告気配値を排除するための仕組みが整備され则认为される。

◇特定社債、円建外債も同様とする。理由としては、発行や売買がそれほど頻繁に行われていないことなどから、報告気配値のバラつきが比較的大きいことや、社債と同様にイベントの発生が価格に与える影響が大きいことなどが挙げられている。

② 最低報告社数の見直しは見送り

◇売買参考統計値を公表するために最低必要な当該銘柄の気配値の報告社数について、現在は5社となっているが、これを例えば、社債の売買シェアの高い大手証券会社のうち3社以上に引き下げること、報告対象銘柄数を増やせるのではないかと提案があった。

◇しかし、最低報告社数の引下げについては、

売買参考統計値の金融指標としての信頼性の観点からの問題があるとして見直しは行わず、報告社数を確保するための措置を検討することで発表銘柄数の確保を図ることとした。

◇ただし、将来において、最低報告社数5社を維持すると社債の売買参考統計値の発表銘柄数が大幅に減少するような状況が見込まれる場合には、最低報告社数の見直しを改めて検討する必要があるとしている。

(4) 社債の売買参考統計値の報告時限及び公表時間の繰下げ

◇現在は、報告時限を16時30分、公表時間は17時30分を目途としている。

◇これを社債については、報告時限を17時45分頃、公表時間を18時30分を目途に繰り下げることとしている。

◇指定報告協会員は、15時から16時30分までの1時間30分間に最大で約2,500銘柄の社債の気配値を算出し報告する必要がある。現在、社債の気配値の報告を行っていない複数の協会員から、適切な気配値を報告するためには、報告時限の繰下げが必要であるとの声が寄せられていた。

◇上記の措置は「(1)社債の指定報告協会員の指定基準の厳格化」においては、主幹事証券会社となっている協会員の幅広い参加を促す措置として、さらには、「(3)社債の売

買参考統計値の算出方法」においては、報告社数を確保するための措置として期待されている。

◇他方で、売買参考統計値は広く利用されていることから、報告時限と公表時間の繰下げを行うことによる市場関係者と利用者への影響が懸念されたため、日証協は一部の機関投資家へのヒアリング、並びに、市場関係者、利用者及び情報ベンダー等へのアンケートにより、社債の報告時限及び公表時間の繰下げによる影響についての調査を行った。その結果、システム変更のコストや労働時間の問題を指摘する意見もあったが、他方で、投信委託会社のように、時間的制約のため投資信託の基準価額の算定には現在でも売買参考統計値を用いていないと回答する例もあった。

◇以上を踏まえ最終的には、売買参考統計値の信頼性向上を優先し、報告時限と公表時間を繰り下げることとした。

◇特定社債、円建外債も同様とする。これらの債券は、最低報告社数（5社）に近い銘柄が多いことから、指定報告協会員が辞退した場合、発表銘柄数が大幅に減少するおそれもある。残存銘柄数に比して売買参考統計値の発表銘柄数が少ない。報告時限の繰下げにより、新たな協会員の参加が可能となれば、発表銘柄数の増加が見込まれる。ヒアリングでも、公表時間の繰下げによる影響は社債と同程度であるとの回答がほとんどであったこともあり、社債と同様に報

告時限・公表時間を繰り下げることとした。

(5) 売買参考統計値に対する理解の促進

◇日証協のホームページ等において、売買参考統計値の性質等（当日の15時現在の気配値であること、額面5億円程度の売買の参考となる気配値であること、売り気配と買い気配の仲値であること等）について、より分かりやすい説明を充実させることとしている。

売買参考統計値の信頼性の向上について、一つ注目されるのは、指定報告協会の増加であろう。現在、社債に関しては、大手証券会社の中で指定報告協会に入っておらず、別途、有料で価格情報を提供している会社もある。当該会社が、社債について、イベントの発生やマーケットの動きをより適切に早期に反映した価格提供を行っているのであれば、そのような証券会社が指摘報告協会加わることによって、売買参考統計値の精度の向上が期待される。売買参考統計値の報告気配値の上下カットの廃止、報告時限及び公表時間の繰下げは、そのような業者が指定報告協会として参加しやすいよう、報告可能となるよう配慮して行われている面もある。にもかかわらず、そのような証券会社が、指定報告協会として報告に加わらないのであれば、制度の見直しの目的達成は、難しくなる側面があるであろう。

なお、個人向けの売買参考統計値について

は、今回の見直しの対象とはなっていない。

■ 3. 社債の取引情報の報告と発表^(注2)

社債の取引情報の報告と発表の制度の概要は、次のとおりである。

(1) 取引情報（価格等）の報告

◇会員証券会社は、社債の取引を行った場合、毎営業日、17時15分までに日証協に報告する。

◇ほふりの決済照合システムを利用して約定照合を行う取引（「保振経由の取引」という）については、決済照合システムに約定照合のための情報を送信することで報告を行ったものとみなされる。

◇証券会社が直接報告する、取引数量が1億円未満の取引は、日証協への届出により、日次ではなく月次の報告が可能である。取引数量が1,000万円未満の取引は、報告を省略できる。このような小口の取引については、発行時の価格以降、価格がつくことがほとんどないため、報告対象から除外されている。なお、リテール向けか否かは関係ない。

◇保振経由の取引は、1億円未満の取引でも毎営業日報告されるし、1,000万円未満の取引でも報告される。

◇会員証券会社が直接報告する取引に関しては、前営業日の15時から当日の15時までにシステムにおいて処理されたものを日証協

に当日の17時15分までに報告する。保振理由の取引に関しては、日証協は、前営業日の16時45分から当日の16時45分までに送信された売買報告データに基づく情報をほふりから当日の17時15分までに受領する。

◇報告の対象は社債（公募・売出しが行われた、国内発行の、払込元本・金利・償還金が円建の社債）の全銘柄。したがって、短期社債、新株予約権付社債、売買参考統計値において「財投機関債」に分類されているもの^(注3)、特定社債、投資法人債、サムライ債等、非公募債、海外発行社債、外貨建社債は対象から除外される。

◇報告事項は次のとおりである。

- | |
|---|
| ①ISINコード（国際証券コード）
②約定年月日 ③決済年月日 ④約定単価
⑤取引数量（額面ベース） ⑥報告を行った会員を特定するためのコード |
|---|

※2012年報告書に挙げられていた課税玉・非課税玉の別は、税制改正により2016年以降当該区分が無くなるため報告事項から除外されている。

◇会員証券会社間の取引について日証協は、売り方の会員の取引情報をほふりから受領する。

(2) 取引情報（価格等）の発表

◇日証協は、会員証券会社から報告を受けた社債の取引情報を、毎営業日午前9時を目途にホームページで発表する。発表するのは前営業日に報告を受けた取引情報である。

◇発表対象の銘柄は、最初は、下記の要件を満たしているものから開始する。

- ①取得している格付のうち最も高い格付がAA格相当以上であること、かつ、
- ②その社債の銘柄格付を2以上取得しているか、又は、当該社債の発行体が発行体格付を2以上取得していること。

これらの要件を満たさない社債については、報告はされるが公表はされない。

◇発表対象取引は、最初は、取引数量が額面1億円以上の取引。したがって、額面が1,000万円以上1億円未満の取引は報告はされるが、公表はされない。1億円未満の取引は通常端債扱いとなり、流動性が低くなるため、公表の対象からは除外されている。

◇額面1億円以上の取引のうち、約5割が発表対象となる見込みである。

◇発表対象銘柄は、月次で更新する。毎月15日時点の情報に基づいて銘柄を抽出し、20日に翌月の発表対象銘柄の一覧を日証協のホームページで発表する。

◇発表事項は次のとおりである。

- | |
|--|
| ①約定年月日 ②銘柄コード
③銘柄名 ④償還期日 ⑤利率
⑥取引数量（額面ベース） ⑦約定単価
⑧同じ約定年月日の売買参考統計値（平均値） |
|--|

取引数量は、5億円以上と5億円未満の別で公表し、具体的な取引数量そのものは開示しない。具体的な取引数量を記載しないのは、

これを開示してしまうと、取引の当事者（業者・投資家）が特定されやすくなり、取引上

不利になる可能性があるからである。

◇発表様式のイメージは次のとおりである。

社債の取引債額の発表形式（イメージ）

○20XX年10月3日発表分

約定年月日：20XX年10月1日

銘柄コード	銘柄名	償還期日	利率	取引数量 (額面金額ベース)	約定単価 (円)	【参考】売買参考統計値 (平均値) *
987654321	A社 第〇回債	20XX年 XX月 XX日	1.XXX%	5億円 以上	99.65	99.63
				5億円 未満	99.75	

※売買参考統計値（平均値）は、本協会が指定する協会員から、当日の午後3時現在における額面5億円程度の売買の参考となる気配として報告を受けた気配値（売り気配と買い気配の仲値）の平均値である。

約定年月日：20XX年10月2日

銘柄コード	銘柄名	償還期日	利率	取引数量 (額面金額ベース)	約定単価 (円)	【参考】売買参考統計値 (平均値) *
123456789	B社 第〇回債	20XX年 XX月 XX日	2.XXX%	5億円 以上	99.33	99.40
					99.28	
				5億円 未満	99.48	
					99.48	

※売買参考統計値（平均値）は、本協会が指定する協会員から、当日の午後3時現在における額面5億円程度の売買の参考となる気配として報告を受けた気配値（売り気配と買い気配の仲値）の平均値である。

(※1) 同一銘柄の取引については、約定単価の高いものから上に表示する。

(※2) 同一価格で複数の取引がある場合、行数を分けて表示する。

(※3) 例えば、約定日20XX年10月2日における売買参考統計値は20XX年10月2日の値（売買参考統計値の発表日付は20XX年10月3日）を表示する。

(出所) 社債の取引情報の報告・発表に係る「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」の一部改正等について（日本証券業協会 平成26年3月18日）の別紙1

◇公表により流動性に悪影響を与える状況が生じた場合に備えて、発表停止措置が設けられている。発表停止措置は、一定の基準に該当した際に自動的に停止される措置と、会員証券会社の申請に基づくものと2種類の措置がある。

①基準に基づくもの

- ・以下の基準に該当した社債は発表を停止

$$(A - B) - (a - b) \geq X$$

A：当該社債の当日の売買参考統計値

B：当該社債の前営業日の売買参考統計値

a：参照国債の当日の売買参考統計値

b：参照国債の前営業日の売買参考統計値

X：一定の数値

- ・発表を停止した社債について、発表停止日の属する月の翌々月の第一営業日から、発表を再開する。ただし、以下に該当する場合は、発表停止を継続する。

$$(C - B) - (c - b) \geq Y$$

B：当該社債の停止基準該当日の前営業日の売買参考統計値

C：当該社債の発表再開予定月の更新判定日の売買参考統計値

b：参照国債の停止基準該当日の前営業日の売買参考統計値

c：参照国債の発表再開予定月の更新判定日の売買参考統計値

Y：一定の数値

- ・売買参考統計値は「複利回り」の平均値

による

②証券会社の申請に基づくもの

- ・上記に加え、日証協は、発表停止基準に該当しないものの発表停止が真に必要であると認められる社債について、会員証券会社による発表停止の申請に基づく審査を経て、発表停止の決定を行うことができる。
- ・申請する会員証券会社は、発表停止が真に必要であると認められる理由と根拠となる資料を提出し、日証協は、会員から提出された資料等に基づき、停止措置が必要か否かを審査し、必要と認められれば発表停止を決定する。その際に、発表停止を決定した旨とその決定の理由等を日証協のホームページ及び協会WANにより発表する。
- ・審査に基づく決定とその理由は発表停止を行ったか否かに関係なく、公社債分科会に事後報告する。
- ・日証協は、申請に基づく発表停止の審査事項の例示等についてとりまとめた資料を作成し、日証協のホームページ及び協会WANにより発表する。

◇発表中止措置

- ・銘柄格付がAA格相当以上であることを満たさなくなった銘柄は発表中止

WGで最も時間を割いたのは、発表対象銘柄をどのような基準で決定するかということである。

2012年報告書では、発表対象銘柄の例とし

て①発行総額500億円以上の銘柄、②一以上の格付機関からA格以上の格付を取得している銘柄、③過去の取引金額、取引件数等が一定以上ある銘柄が示されていた。事務局の分析結果からは、発行額が大きくなるほど取引があった銘柄の割合が多く、銘柄数当たりの平均約定件数も、発行額500億円以上あたりから多くなるのに対し、格付が高い銘柄が取引金額や取引件数が多いといった傾向は見られなかったことなどから、当初は発行総額500億円以上等の銘柄を対象にするなどの方向で検討がされていた。しかし、調査結果からわかるのは、社債の流動性が全体的に低いということだけであり、今現在の流動性の有無ではなく、公表が「流動性に与えるインパクトが少ない銘柄」、「証券会社として流動性を付与できる銘柄」を対象にすべきということで、新たに「AA格以上」の銘柄を対象すべきとの案が示された。証券会社にとって感覚的に受け入れやすいことや、発行総額で対象を限定するよりもAA格以上とする方が、公表対象となる銘柄の比率が高くなること、最良の格付をAA格以上とすれば、主要な銘柄の8割程度はカバーされることなどから、この提案によることとされた。

この格付基準については、当初は「銘柄格付AA格以上を1つ以上取得していること」の基準を満たせば足りるとしていたが、格付機関から、当該基準だけでは、「複数格付の取得の阻害」という別の問題が生じるとの指摘があったため、現在の形に修正された。

発表停止措置に関して、①の基準に基づく措置は、当該銘柄の売買参考統計値（単価ではなく複利利回りの平均値）の前営業日からの変動幅（参照国債で示される市場変動部分を除く）が、一定水準を超えた場合に売買を停止するというものである。発表停止日の属する月の翌々月の第一営業日から発表を再開するが、その際に、状況が改善されていない場合は、公表停止措置を継続する。一定の数値X、Yの水準は、クレジットイベントが生じた銘柄のイベント発生当時の値動きと平時の値動きの比較などを踏まえて事務局が案を作成し、WGメンバーと相談の上、決定される。

②は、証券会社の申請に基づくものであるが、その趣旨は、「AA格以上という公表基準を形式的には満たしている銘柄であっても、マーケットでは明らかにAA格として取り扱われていないような銘柄については実質的に公表基準を満たしていないと考えられるので、そのような銘柄について公表停止の措置を講じる」ことにある。恣意的な運用を防止するため、日証協による審査や発表停止の理由の公表などの手続きを定めている。

日証協による審査事項の例は、「本協会における社債の取引情報の発表停止に係る審査について」のとおりである（文末に掲載）。

■ 4. 制度の適用時期

売買参考統計値の信頼性の向上、取引情報の本格的な報告制度（注4）及び発表制度は、

2015年11月2日から施行される。

取引情報の発表制度は米国や韓国のようなほぼリアルタイムでの発表ではなく、対象も限定されており、取引時間なども発表されないが、発表を行うことで大きな一歩を踏み出したと言える。これらの措置によって、社債市場の透明性が向上することで、社債市場の活性化が推進されることを期待したい。

なお、日証協は、制度の実施後、社債の流動性に与える影響等について、定期的に（少なくとも1年に1度は）検証を行い、必要に応じて発表対象銘柄、発表事項、発表方法、発表時間等について見直しの検討を行うこととしている。今後の制度の拡充が期待される。

(注1) 社債市場活性化のための公社債店頭売買参考統計値制度の見直しについて（日本証券業協会平成25年9月2日）など参照。

(注2) 以下、関連規則に合わせ「公表」ではなく「発表」と記述する。

(注3) 売買参考統計値や証券コードでは社債に分類されているがマーケットでは財投機関債として取扱われているもの（平成22年度以降に発行された高速道路債等）は、社債の取引情報の報告・公表対象とされている。

(注4) 取引情報の報告制度は、売買参考統計値の信頼性の向上や社債の取引情報の公表に向けた分析のため、暫定的に2013年1月1日から実施されている。



本協会における社債の取引情報の発表停止に係る審査について

平成26年3月18日
日本証券業協会

「社債の取引情報の発表に関する取扱いについて」の「8. 発表停止の取扱い（3）申請に基づく発表停止」における本協会の発表停止の審査に当たっては、例えば、次のような事項を審査することが考えられる。

審査事項	審査内容
① 同一発行体の社債の状況	例えば、同一発行体の社債が発表停止基準に該当しているか否か。
② 参照国債以外の国債の売買参考統計値での計算	例えば、参照国債以外の国債（当該社債と償還日が近いもの）の売買参考統計値で計算すると発表停止基準に該当するか否か。
③ 売買参考統計値以外の評価価格等の状況（特に売買参考統計値が発表されていない社債）	例えば、売買参考統計値以外で、情報ベンダー又はその他の機関が公表している評価価格等がある場合には、当該評価価格等で計算すると発表停止基準に該当するか否か。
④ 取引価格の状況	例えば、当該社債の売買参考統計値に代えて取引価格で計算すると発表停止基準に該当するか否か。
⑤ 複数日の売買参考統計値の状況	例えば、連続する複数日の初日と最終日の当該社債の売買参考統計値と参照国債の売買参考統計値で計算すると、発表停止基準に該当するか否か。
⑥ 当該社債の売買参考統計値と格付マトリクスの利回りの乖離状況	例えば、当該社債の売買参考統計値が格付マトリクスのAA格の利回りを大きく超えているか否か。
⑦ 複数の審査事項の状況	例えば、上記①から⑥の複数の審査事項において、審査内容に示す状況に該当しているか否か。

（注1）上表の審査事項はあくまでも例示であり、他の事項について審査のうえ、発表停止を決定することもあり得る。

（注2）上表の審査事項によると発表停止基準に該当することは、本協会の審査において重要な判断要素になると考えられるが、上表の審査事項によると発表停止基準に該当することをもって、直ちに発表停止の決定を行うものではない。したがって、上表の審査事項によると発表停止基準に該当する場合であっても、当該社債の状況等を総合的に考慮し、発表停止の決定を行わない場合もあり得る。