

債券価格情報インフラ整備の動向

2015年5月11日

日本証券経済研究所 証券セミナー
横山史生

日米における債券価格情報インフラの概要

市場	運営主体	制度名	対象債券	対象取引	報告の内容及び頻度		公表の内容及び頻度・方法・対象		
					事前情報	事後情報	内容	頻度	方法・対象
日本	日本証券業協会 <自主規制機関>	公社債売買参考統計値発表制度	国内公募公社債全般	指定審査会員による店頭売買取引	無配値(午後3時におよぶ範囲5億円程度の売買の参考となる無配)	-	報告無配(上下一定割合分除外)の平均値・中央値・最高値・最低値、報告会社等	1日1回(午後5時30分)	日報誌ホームページ(公開)、情報ページ(利用契約書あり)
		社債取引情報報告発表制度 ※2015年秋開始予定	国内公募社債(AA格以上)	すべての会員による店頭売買取引	-	出来値、出来高、時価等	出来高1億円以上の取引にのみ出来値、出来高(5億円以上かつ出来高の2割の等)	1日1回(午後9時)	日報誌ホームページ(公開)
日本	日本相互証券	BB Super Trade (業者間取引FIS)	国債、一般債	業者間取引	無配値	出来値・出来高、時価等	東京無配、出来値・出来高、約定時間等	リアルタイム	取引参加者・利用契約者(専用画面)
		BB 国債価格付随	国債(全銘柄)	無配値	出来値・出来高、時価等	ディーラーによる無配値・出来高をもとに算出	1日1回(午後4時)	日本相互証券ホームページ	
米国	KCAP	GovPX	財務省証券	業者間取引	無配値	出来値・出来高、時価等	東京無配、出来値・出来高等 End-of Day Pricing	1日1回	利用契約者(情報ページ経由)
米国	MSRB ^① <自主規制機関>	RTRS ^②	地方債	店頭売買取引	-	出来値・出来高、時価等(約定後15分以内)	出来値・出来高、時価等	リアルタイム	MSRBホームページ(公開) 情報ページ経由(利用契約書)
	FINRA ^③ <自主規制機関>	TRACE ^④	社債(CSE債) >MS、ABS	店頭売買取引	-	出来値・出来高、時価等(約定後15分以内)	出来値・出来高、時価等	リアルタイム	FINRAホームページ(公開) 情報ページ経由(利用契約書)

①Municipal Securities Regulation Board ②Real-time Trade Reporting System
③Financial Industry Regulation Authority ④Trade Reporting and Compliance Engine

公社債店頭売買参考統計値発表制度の概要

公表対象銘柄	以下の①～⑤の全ての要件を満たす銘柄。 (2013.2.1時点で7,602銘柄：国債809銘柄、地方債2,299銘柄、政保債590銘柄、財投機関債1,130銘柄、金融債257銘柄、社債2,443銘柄、円貨外債50銘柄等) ① 本邦内において発行されたもの（新株予約権付社債を除く。）であること。 ② 私法完済、利金及び償還完済の全てが円貨であること。 ③ 次のⅰ～ⅲのいずれかに該当するものであること。 ⅰ) 公募公社債 ⅱ) 特定取引所金融商品市場に上場している公社債 ⅲ) 特定取引所金融商品市場にプログラム上場している公社債 ④ 指定報告協会から所定期日までに日証協に対して報告対象銘柄として届出があった銘柄であること。 ⑤ 指定報告協会員5社以上が報告対象銘柄として選択した銘柄であること。
公表値	指定報告協会員（5社以上）から報告された気配値（当日15時現在の額面5億円程度の売買の参考となる気配（売り気配と買い気配の仲値））から上下一定割合を除外して算出した平均値、中央値、最高値、最低値。
公表方法	・17時30分に日証協ホームページに掲載 ・情報ベンダー（12社）に配信
報告者	・日証協から指定を受けた「指定報告協会員」。 ・「指定報告協会員」の指定を受けるには、日証協が定める指定基準を満たす必要がある。 ・指定報告協会員は、報告対象銘柄（指定報告協会員が日証協に届出を行った銘柄）について、16時30分までに気配値を日証協に報告。

(出所)日本証券業協会HP掲載「社債の価格情報インフラ整備等に関するワーキンググループ」3
第5回(2013年3月8日)資料

公社債店頭売買参考統計値発表制度の 対象銘柄数(2014年3月末現在)

	公社債店頭売買参考統計値 発表制度の選定銘柄数	発行現存額のある全銘柄数
国債	821	470
地方債	2,490	2,805
政府保証債	605	610
財投機関債等	1,289	1,306
金融債	251	900
社債	2,489	2,823
特定社債	5 (資産担保型社債)	21
円貨建外債	47	335
合計	7,997	9,270

(出所)日本証券業協会『平成25年度事業報告書』153頁、
同HP掲載統計「公社債発行額・償還額・現存額」

4

公社債店頭売買参考統計値発表制度の 指定報告協会員※(2015年5月1日現在)

※公社債の売買業務等に精通し*、かつ、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た協会員

(* 公社債種類別売買高における総売買高ランキングにより判断)

指定報告協会員名	社債の気配報告
岩井コスモ証券	
SMBC日興証券	○
SMBCフレンド証券	○
岡二証券	○
クレディ・スイス証券	
ゴールドマン・サックス証券	○
JPMorgan証券	
シティグループ証券	
レインボウ証券	○
新生証券	○
大和証券	○
東海東京証券	○
野村證券	
BNPパリバ証券	
丸三証券	
みずほ証券	○
三菱UFJモルガン・スタンレー証券	○
モルガン・スタンレーMUFG証券	○

(出所)日本証券業協会HP

5

公社債店頭売買参考統計値発表制度の 特徴

- 自主規制規則に基づき会員証券会社等から報告をうけた一時点での気配を集計・加工した上で、売買の参考に資することを目的として公表(規制型の性格)
- ただし全会員に対する報告義務ではなく、一部会員による任意報告を前提とする(業者型の性格を併せ持つ)
- 事前情報型であるが、一時点のみの気配を1日1回公表するという形態のため、即時性は低く、事実上、事後情報的な性格。
- 時価評価の参照情報としての利用実態。

6

公社債店頭売買参考統計値発表制度の変遷(1)

年月	制度変更・検討の概要
1965年8月	公社債引受協会、「事業債店頭気配」発表開始
1966年3月	東京証券業協会(1973年より日本証券業協会)、「公社債店頭気配」(仲値)発表(週次)開始。対象は国債、地方債、政府保証債、利付金融債、事業債、電信電話債券など
1977年1月	発表方式を、機関投資家向け「指標気配」(仲値)の日次発表と一般投資家向け「標準気配」(仲値)の週次発表に変更。指標気配は「売買量が多く市場動向を的確に反映する銘柄」から選定、「標準気配」は上記以外のうち種類(国債、地方債、金融債、社債など)ごとに償還年限・利率別に各1銘柄を選定
1978年8月	「指標気配」発表値を、売り気配と買い気配の2本立てに変更。
1992年1月	制度名称を「公社債店頭基準気配」に変更、発表方式を「基準気配」(仲値)の日次発表に一本化。非上場公社債のうち、国債、地方債、金融債、社債など種類ごとに、償還年限・利率別に各1銘柄を選定
1997年4月	対象銘柄を拡大。非上場公募公社債(変動利付債を除くことを明定)から選定

7

公社債店頭売買参考統計値発表制度の変遷(2)

年月	制度変更・検討の概要	関連事項
1998年12月	取引所集中義務の撤廃に伴い、対象銘柄を拡大。公募公社債から選定	1998年12月、証取法改正により取引所上場銘柄にかかる取引所集中義務撤廃 1998年12月、日本相互証券、「BB国債価格(引値)」発表開始
2000年	対象銘柄を拡大(変動利付債券を選定対象に追加、算出方法を変更(報告を受けた気配値の平均値算出の際、上下一定割合の値を除外))	
2002年8月	制度名称を「公社債店頭売買参考統計値」に変更、発表値として従来の平均値に加え最高値・中央値・最低値を追加、銘柄ごとの最低報告社数を10社に引上げ、証券会社から協会への報告時限を午後4時30分に30分繰り下げ、等	2001年3月、金融商品時価会計導入 2002年2月、日本経済新聞社・金融工学研究所・野村證券・野村総合研究所、「債券標準価格(JS Price)」提供開始 2002年7月、米国TRACE制度による社債出来値情報等の報告・公表開始
2002年12月	日証協「公社債店頭取引等に関するワーキング」、「公社債流通市場の更なる機能向上について(論点整理メモ)」を公表	2002年8月、金融庁「証券市場の改革促進プログラム」発表、公社債流通市場(特に個人向け社債)の流動性及び価格の公正性・透明性を一層向上させる観点からの検討方を日証協に要請
2003年5月	「個人向け社債等の店頭気配情報」発表制度導入	

8

公社債店頭売買参考統計値発表制度の変遷(3)

年月	制度変更・検討の概要
2009年7月	「社債市場の活性化に関する懇談会」(座長:福井俊彦 キヤノングローバル戦略研究所理事長)設置、同第4部会において社債の価格情報インフラの整備等につき検討開始
2012年7月	上記懇談会報告書「社債市場の活性化に向けた報告書」公表、証券会社に対し社債の取引情報の報告を求め日証協が取引情報の発表を行う制度を導入すること等を提言
2012年9月	上記懇談会、「社債の価格情報インフラ整備等に関するワーキンググループ」(以下WGと表記)設置
2012年7月	日証協、公社債店頭売買参考統計値の信頼性向上に関するアンケート調査を実施(WGでの検討資料として活用)
2012年12月	日証協「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」を改正(「社債の取引に関する報告要領」を制定)し、証券会社による社債取引の個々の情報に係る報告を受ける制度を新設
2013年1-2月	日証協、社債の取引の報告に基づき社債の取引状況の分析を実施(WGでの検討資料として活用)
2013年9月	WG報告書「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」公表
2013年12月	日証協、「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(社債等(特定社債、円建外債を含む)について算出方法・公表時間・管理態勢等を変更)を発表(2015年11月施行予定)
2014年3月	日証協、「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(「社債の取引に関する報告要領」を一部改正、「社債の取引情報の発表に関する取り扱いについて」を制定)を発表(2015年11月施行予定)
2015年11月	「公社債店頭売買参考統計値」のうち社債等について算出方法・公表時間・管理態勢等を変更(予定) 「社債の取引情報の報告・発表制度」導入(予定)

9

時価評価基準としての債券価格情報(1)

日本公認会計士協会「金融商品会計に関する実務指針」における金融資産・負債の時価の定義

1. 市場価格に基づく価額

- (1) 上場証券等→取引所における取引価格
- (2) 店頭取引証券等→店頭取引価格
 - ① 業界団体が公表する価格
 - ② ブローカーの店頭において成立する価格
- (3) (1)(2)以外の取引システムで成立する取引価格

2. 合理的に算定された価額

10

時価評価基準としての債券価格情報(2)

店頭において取引されている金融資産の市場価格＝

- 1(2)①公正な価格を提供するため複数の店頭市場の情報を集計し、提供することを目的として組織化された業界団体(たとえば、日本証券業協会)が公表する価格
- 1(2)②上記価格の入手が困難か又はそれがない場合には、ブローカーの店頭において成立する価格(気配値を含む)とすることもできる
- 1(3)店頭において取引が行われていなくても、随時、売買・換金等を行うことができる取引システム(例えば金融機関・証券会社間の市場、ディーラー間の市場、電子媒体取引市場)が流通性を確保する上で十分に整備されている場合には、そこで成立する取引価格

11

時価評価基準としての債券価格情報(3)

「実務指針」の基準に該当する価格情報の実例

- 1(2)①→日証協「公社債店頭売買参考統計値」
- 1(2)②→B2C市場における出来値、気配値
- 1(3) →B2B市場における出来値
- 2 →合理的に算定※された価額※※

※ 売買参考統計値の利回りを用いて算定する比準価格方式によるもの

※※ 自社において合理的な算定が困難な場合には、ブローカーまたは情報ベンダーから入手して利用することができる

12

時価評価基準としての債券価格情報(4)

時価評価基準としての債券価格情報の提供を 主目的とするビジネスモデルの事例

■JSプライス(債券標準価格)

- ・日本経済新聞社、金融工学研究所、野村證券、野村総合研究所の共同開発・運営
- ・日々算出・提供(有料)、四半期ごとに一部を公表
- ・2015年3月末時点で公社債1万2000銘柄

13

個人投資家を念頭に置いた改善

2002年8月 金融庁「証券市場の改革促進プログラム」
公社債流通市場(特に個人向け社債)の流動性及び価格の
公正性・透明性を一層向上させる観点からの検討方を
日証協に要請

2002年12月 日証協「公社債流通市場の更なる機能向上につ
いて(論点整理メモ)」

「社債の価格情報については、各証券会社が対顧客向けに提示する
価格情報、本協会の売買参考統計値のほか、情報ベンダー等を通
じて様々なユーザーニーズに応えたものが存在しており、機関投資
家においてはこれを把握することが可能な状況にある一方で、個人
投資家等についてはこれらの情報にアクセスすることが必ずしも十
分な環境にあるとはいえない。」

2003年5月 個人向け社債等の店頭気配情報発表表制度開始

14

社債市場の活性化に関する懇談会

2009年7月

日本証券業協会、「社債市場の活性化に関する懇談会」(座長：福井俊彦 キヤノングローバル戦略研究所理事長)を設置、我が国社債市場が抱える課題を整理するとともに、一層効率的で、透明性と流動性の高い社債市場の実現のための取組みについて検討。社債の価格情報インフラの整備等については第4部会で検討。

2012年7月

同懇談会報告書「社債市場の活性化に向けた取組み」公表。

社債の流通市場の活性化を図るためには、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、証券会社に対し社債の取引情報の報告を求め、日証協が取引情報の発表を行う制度を導入することを提言。合わせて、現行制度の改善を行うことも提言。¹⁵

社債市場の活性化に関する懇談会報告書 「社債市場の活性化に向けた取組み」

「社債の流通市場の拡大・流動性の確保には、基本的には社債の発行量の拡大が必要であるが、そのためには、流通市場の透明性を高め、取引価格や気配値が適切に開示されなければならない。」

「公社債店頭売買参考統計値は、金融・証券市場に必要な不可欠なインフラであり、広く投資家、市場参加者に利用されているが、実勢価格(約定価格、ビッド・オファー等)と乖離し、タイムラグがあるなど、その見直しや改善が必要であるとの指摘がある。」

社債市場の活性化に関する懇談会報告書 「社債市場の活性化に向けた取組み」

社債の価格情報の透明性を高め信頼性を確保するため、以下の取組みを行うことを提言

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 売買参考統計値の信頼性の向上

イ. 指定報告協会員制度の見直し

ロ. 報告時限の繰下げ等

ハ. その他

17

「社債市場の活性化に関する懇談会」の 部会・WG体制

2009年7月～2012年7月	2012年7月以降
第1部会(証券会社の引受審査の見直し等)	
第2部会(コベナントの付与及び情報開示等)	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(2013年2月～)
第3部会(社債管理のあり方等)	
第4部会(社債の価格情報インフラの整備等)	社債の価格情報インフラ整備等に関するワーキンググループ(2012年9月～)

18

社債価格情報インフラ整備等WGにおける検討

■社債の売買参考統計値について、「実勢価格(取引価格、ビッド・オファー等)との乖離が大きい」との指摘を踏まえ、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・検証を実施

■そのために、2012年12月、日証協が証券会社による社債取引の個々の情報に係る報告をほふり経由で受ける制度を新設(「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、2013年1月施行)

■この報告による情報の利用目的

- ①社債の取引状況の分析(社債の取引情報の公表の実施に向けて、取引情報の公表が社債の流動性等に与える影響についての検証、公表対象銘柄および公表方法を定めるための分析)
- ②売参値の信頼性向上への活用。

■2013年1月中および2月中の取引を対象とするデータ分析結果を、WG議事録資料として日証協HP上で公表

19

社債の売買状況(売買のある銘柄数等)の測定

I. 約定件数に基づく分析
I-1 約定件数の分布状況

(1)全取引

約定件数	0件※1	1件~5件	6件~10件	11件~20件	21件~50件	51件~100件	101件以上	合計	合計(限)(0件)
銘柄数	1,969	736	411	133	1	0	0	2,751	791
銘柄数	77.2%	26.6%	1.5%	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%	100.0%	28.8%
約定件数累計	-	3,529	302	202	87	0	0	4,838	7,852
約定件数累計	-	71.6%	18.1%	10.7%	1.6%	0.0%	0.0%	100.0%	100.0%
平均約定件数 ※2	-	1.8	7.4	15.1	31.0	-	-	0.7	2.4

※1 報告対象銘柄のうち取引がなかったもの。 ※2 平均約定件数=約定件数累計/銘柄数。以下同じ。

II. 取引数量に基づく分析
II-1 取引数量の分布状況

(1)全取引

取引数量	0円	1円以上 1億円未満	1億円以上 10億円未満	10億円以上 30億円未満	30億円以上 50億円未満	50億円以上 100億円未満	100億円以上 200億円未満	200億円以上 300億円未満	300億円以上	合計	合計(限)(0円)
取引数量	1,969	107	591	142	29	13	4	0	0	2,751	791
取引数量	71.2%	0.4%	21.5%	5.2%	1.1%	0.5%	0.1%	0.0%	0.0%	100.0%	28.8%
取引数量累計(億円)	-	1	1,754	2,252	1,084	889	801	328	0	6,832	6,832
取引数量累計	-	0.0%	25.4%	32.7%	15.4%	12.9%	8.7%	4.6%	0.0%	100.0%	100.0%
平均取引取引単価(億円) ※2	-	0.11	2.97	15.0	38.7	68.4	150.0	328.0	-	2.5	8.7

※1 取引数量は対象銘柄中の銘柄ごとの合計。 ※2 平均取引取引単価=取引数量累計/銘柄数。以下同じ。

(出所)「社債の価格情報インフラ整備等に関するワーキンググループ」第4回(2013年2月28日)資料
(参考)2013年1月末現在の社債現存銘柄数は2720銘柄、現存額は60兆3499億円

2013年1月中の社債の店頭売高(現先売買を除く)は1兆2051億円

20

債券価格情報インフラ整備の動向

売買参考統計値と出来値の差異(乖離)の測定

2013年1月中の社債売買のうち約定金額5億円の取引168件(99銘柄)に限定し、報告された出来値と、当該銘柄の同日の売買参考統計値の乖離を算出：(売買参考統計値－出来値)÷出来値

<例>売参値100円10銭 出来値100円15銭の場合 (100.1-100.15)÷100.15=△0.05÷100.15=△0.049%

売参値100円10銭 出来値99円50銭の場合 (100.1-99.5)÷99.5=0.6÷99.5=0.063%

個別銘柄の分析状況

1. 平均値との乖離率の分布状況(5割増)

出来値>売買参考統計値 | 出来値<売買参考統計値

乖離率	出来値>売買参考統計値										出来値<売買参考統計値		合計	
	-10%以下	-10%超 -7%以下	-7%超 -5%以下	-5%超 -3%以下	-3%超 -1%以下	-1%超 -0.5%以下	-0.5%超 0%未満	0%以上 0.5%未満	0.5%以上 1%未満	1%以上 2%未満	2%以上 5%未満	5%以上 10%未満		10%以上
約定件数累計	0	0	4	0	0	20	31	34	7	0	0	0	0	166
割合	0.0%	0.0%	2.4%	0.0%	0.0%	12.0%	18.7%	20.5%	2.9%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	100.0%

*乖離率(平均値)取引価格/取引価格、以下同。

168件中133件(79.1%)が乖離幅1%未満

乖離率	出来値>売買参考統計値										出来値<売買参考統計値		合計	
	-10%以下	-10%超 -7%以下	-7%超 -5%以下	-5%超 -3%以下	-3%超 -1%以下	-1%超 -0.5%以下	-0.5%超 0%未満	0%以上 0.5%未満	0.5%以上 1%未満	1%以上 2%未満	2%以上 5%未満	5%以上 10%未満		10%以上
約定件数累計	0	0	4	0	21	24	29	11	2	3	0	0	1	166
割合	0.0%	0.0%	2.4%	0.0%	12.6%	14.5%	17.5%	6.6%	1.2%	1.8%	0.0%	0.0%	0.6%	100.0%

(3) 約定件数上下カド別 個別銘柄 売買参考統計値

乖離率	出来値>売買参考統計値							出来値<売買参考統計値		合計
	0%以上 0.5%未満	0.5%以上 1%未満	1%以上 2%未満	2%以上 5%未満	5%以上 7%未満	7%以上 10%未満	10%以上	0%未満	0%以上 10%未満	
約定件数累計	61	30	30	0	4	1	0	0	166	
割合	36.5%	18.1%	17.9%	0.0%	2.4%	0.6%	0.0%	0.0%	100.0%	

(4) 約定件数上下カド別 総計値

乖離率	出来値>売買参考統計値							出来値<売買参考統計値		合計
	0%以上 0.5%未満	0.5%以上 1%未満	1%以上 2%未満	2%以上 5%未満	5%以上 7%未満	7%以上 10%未満	10%以上	0%未満	0%以上 10%未満	
約定件数累計	67	30	30	0	4	1	0	0	166	
割合	37.7%	18.1%	17.9%	0.0%	2.4%	0.6%	0.0%	0.0%	100.0%	

21

社債価格情報インフラ整備等WG1における検討結果

- 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、一部の銘柄(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。

同一銘柄にかかる個別取引報告価格と売買参考統計値の乖離(利回りベース)：7割程度は乖離幅0.5%未満、8割程度は同1%未満。乖離幅が1%より大きい報告は全体の2割程度。格付け別では、BBB格において、乖離が大きいものの割合が若干高め。

- 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。
- また、乖離の問題は一部の銘柄に限られた問題であるものの、これらの銘柄は、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、「乖離が大きい」との指摘に繋がっているものと考えられる。

22

公社債店頭売買参考統計値の信頼性向上のための具体的な検討事項

1. 社債の指定報告協会の指定基準
 - (1) 指定報告協会の指定基準の厳格化
 - (2) 主幹事証券会社による気配値の報告の促進
2. 日証協における社債の売買参考統計値に係る指導・管理態勢の充実・強化
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の見直し
 - (2) 最低報告社数の見直し
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
5. 売買参考統計値に対する理解の促進

23

公社債店頭売買参考統計値の信頼性向上のための具体的な見直し策



(出所) 日本証券業協会HP

14

国内普通社債引受実績

4/1/14 - 3/31/15 主幹事	2014 - 2015					2013 - 2014	
	ランク	シェア	金額 JPY (10億)	公表手数料 (%)*	案件数	ランク	シェア
みずほフィナンシャルグループ	1	24.2	2,098	0.64	220	1	22.4
野村ホールディングス	2	20.8	1,807	0.63	207	2	21.3
三菱UFJフィナンシャル・証券	3	17.5	1,514	0.50	211	3	19.5
大和証券グループ本社	4	16.9	1,468	0.65	179	4	16.5
三井住友フィナンシャルグループ	5	16.4	1,421	0.51	215	5	15.8
ゴールドマン・サックス	6	1.1	99	0.27	15	6	1.3
バンクオブアメリカ・メリルリンチ	7	1.1	95	0.22	15	10	0.5
シテイグループ	8	0.8	68	0.28	8	7	1.1
信金中央金庫	9	0.4	33	0.35	15	9	0.5
東海東京フィナンシャル・グループ	10	0.4	32	0.29	10	8	0.8
三井証券グループ	11	0.1	12	0.40	5	14	0.1
クレディ・スイス・グループ	12	0.1	10	0.40	2	-	-
新生銀行	13	0.1	7	0.36	3	16	0.1
よこおカフィナンシャルグループ	14	0.1	5	0.45	1	15	0.1
TOTAL		100%	8,667	0.58	431	8,114	100%

(出所)ブルームバーグ『日本資本市場リーゲテーブル2014年度』

25

社債の取引情報の報告・発表制度の導入 へ向けた検討

■2012年7月 懇談会報告書

- ・公表対象銘柄: 発行総額500億円以上、
一以上の格付け機関からA以上の格付けを取得
過去の取引金額・取引件数などが一定以上
- ・取引数量の公表: 当面の措置として、5億円以上、5億円未満の
二つに区分

■2014年3月 日証協「社債の取引情報の報告・発表制度について」

- ・発表対象の社債: 当該社債の銘柄格付けがAA格相当以上
- ・発表対象の取引: 取引数量が額面1億円以上の取引
※額面1億円以上の取引のうち約5割が発表対象となる
- ・取引数量の発表方法: 5億円以上、5億円未満の別を発表

26

債券流通市場の日米比較

(2) 日本の国債(市中消化分)

	発行額 (年間、兆円)	現存額 (年末、兆円)	店頭売買高 (現先売買を除く) (年間、兆円)	回転率
2001年	107	299	2,051	6.9
2002年	117	345	2,220	6.4
2003年	129	388	2,498	6.4
2004年	140	440	2,827	6.4
2005年	142	479	2,702	5.6
2006年	144	511	2,982	5.8
2007年	117	537	3,246	6.0
2008年	115	569	3,346	5.9
2009年	135	613	3,200	5.2
2010年	156	669	3,393	5.1
2011年	154	707	3,454	4.9
2012年	158	745	3,599	4.8
2013年	166	791	3,120	3.9
2014年	166	831	3,357	4.0

(出所) 日本証券業協会ホームページ掲載「公社債発行額・現存額等」「公社債種類別店頭売買高」により筆者作成

29

債券流通市場の日米比較

(3) 米国の社債

	現存額 (年末、10億ドル)	1日平均売買高 (10億ドル)	年間売買高 (10億ドル)	回転率
2001年	3,817			
2002年	4,028	17.8	4,125	1.11
2003年	4,302	18.0	3,925	1.05
2004年	4,530	17.3	3,700	0.95
2005年	4,596	16.6	3,500	0.90
2006年	4,835	16.9	3,400	0.87
2007年	5,246	16.4	3,200	0.78
2008年	5,409	14.3	3,581	0.66
2009年	5,926	19.9	4,986	0.84
2010年	6,544	20.5	5,113	0.78
2011年	6,618	20.6	5,162	0.78
2012年	7,051	22.6	5,654	0.80
2013年	7,458	24.7	6,174	0.83
2014年	7,840	26.7	6,675	0.85

(出所) SIFMAウェブサイト掲載資料により筆者作成

(注) 1日平均売買高は、TRACE報告ベース(証券業者の業者間売買および対顧客売買)に基づく(ただし、転換社債および売買時点で残存期間1年未満の普通社債を除く)。回転率は、年間営業日数を250日として年間売買高÷年末残高で算出。

債券流通市場の日米比較

(4) 日本の普通社債

	発行額 (年間、兆円)	現存額 (年末、兆円)	店頭売買高 (現先売買を除く) (年間、兆円)	回転率
2001年	8.3	52.4	20.9	0.40
2002年	7.2	53.1	21.4	0.40
2003年	7.4	53.2	22.1	0.42
2004年	5.8	52.6	20.9	0.40
2005年	6.9	52.0	19.3	0.37
2006年	6.5	51.6	19.9	0.39
2007年	9.2	54.4	19.8	0.36
2008年	8.8	54.8	19.4	0.35
2009年	11.4	59.4	19.0	0.32
2010年	9.6	61.8	19.8	0.32
2011年	8.3	61.7	20.0	0.32
2012年	8.2	60.7	19.2	0.32
2013年	8.7	60.4	15.7	0.26
2014年	8.4	59.3	15.1	0.25

(出所) 日本証券業協会ホームページ掲載「公社債発行額・現存額等」「公社債種類別店頭売買高」により筆者作成 31

GovPX

- 米国政府証券を対象とする業者間取引価格情報公表のためのインフラ
- 1990年 GovPX創設・インターディーラー・ブローカー(IDB)4社及び当時のプライマリー・ディーラー全社の共同出資により設立(背景は、1987年GAO報告(財務省証券取引情報へのアクセスを拡大する必要性を指摘)、1990年ソロモン・スキャンダル)
- 1991年7月に、インターディーラー・ブローカー5社による財務省証券に係る業者間気配等の公表を開始。
- 2005年 GovPXの主要IDBであるガーバン社の親会社たるICAPの傘下入り

32

GovPXによる価格情報提供

- プライマリー・ディーラーが財務省証券、連邦政府機関発行債券等にかかる業者間市場取引について、個別の銘柄毎に最良気配、直近取引価格、売買高をリアルタイムで表示、ブルームバーグ、ロイター等の民間情報ベンダーを通じて配信。年限ごとの指標銘柄にかかる引値の公表も行う。
- 財務省証券等の業者間市場に限定されるとはいえ、事前情報及び事後情報の統合的な報告及び公表を、それが法令上の義務付けによるものでなく、業者の自主性により実施し、デファクトスタンダードを確立。

33

TRACE制度

- 原則としてすべての社債(格付けや公募・私募の別を問わない)の売買取引の結果を、証券会社がFINRAに報告し、それをもとにFINRAが銘柄名・出来値・出来高等の情報を逐次に公表する仕組み。
- 根拠規定は、FINRA規則6200シリーズ「取引結果報告及びコンプライアンス(Trade Reporting and Compliance Engine: TRACE)」
- 2002年7月に運用開始、2006年1月に公募社債につきすべての銘柄にかかるすべての取引の出来値、出来高等を約定後15分以内に報告し、報告後即時に公表するスキームを開始

34

TRACE制度報告対象銘柄数 (2014年末現在)

	公募・私募別内訳		格付け別内訳	
普通社債 31,002	公募債	25,671	投資適格	19,007
			AAA	485
			AA	1,751
	私募債	5,331	A	9,419
			BBB	7,352
		ハイールド	11,995	
転換社債 1,231	公募債	744	投資適格	196
			AAA	1
			AA	13
	私募債	487	A	45
			BBB	137
		ハイールド	1,035	
政府関係機関債 15,651				
ABS 22,614	公募債	5,852		
	私募債	16,762		
MBS 1,060,229				
CMO 239,265				

(出所)FINRA, TRACE Fact Book 2014により筆者作成。

35

TRACE制度 取引結果の公表

- 取引結果情報が報告され次第、即時に、CUSIP番号、売買成立日時、売買価格、利回り、売買数量が公表される。このうち売買数量については、一定規模以上の売買の場合は実額は公表されない。すなわち、投資適格社債については、売買金額500万ドル以上の場合は「5MM+」と表示され、ハイールド債については、売買金額100万ドル以上の場合は「1MM+」と表示される。

36

TRACEの市場実態への影響

- ① 価格透明性向上と流動性確保のトレードオフ
懸念：流動性が総じて低い状況下で透明性要件を課すことによりマーケットインパクトへの懸念が生じ、そのために流動性が低下するとの危惧
- ② 価格公表開始によって、売買スプレッドは縮小するかどうか、それによって証券業者のビジネスモデルに変化が生じるか

37

TRACEデータに基づく 社債取引コストに関する実証研究

- TRACEデータを用い、2003年中に取引のあった社債について銘柄ごとに取引コスト(売買スプレッド)と売買約定額の規模(額面価額)の関係を計測
- 出来値(事後情報)が公表されている銘柄の方が取引コストが小さく、出来値公表が開始されることにより取引コストが縮小することを確認

Edwards, Amy K., Lawrence E. Harris and Michael S Pivowar (2004), "Corporate Bond Market Transparency and Transaction Costs", *Social Science Research Network Working Paper Series*, September 21, 2004.

38

TRACE制度の意義

- 価格透明性の向上のために取引結果情報の報告および公表のための制度整備には、「公表」によって市場参加者にとっての価格発見機会が拡大するという側面と、「報告」によって規制当局および自主規制機関が事後的に取引状況をチェックするための基盤が与えられるという側面がある
- 全般的な取引結果情報が広く公表されるようになることは、それが日々の実際の売買取引にかかる参考情報として利用されるようになるだけでなく、当該情報を継続的に取得し蓄積して遡及データ化することにより、価格形成の状況を事後的に検証するために利用することを可能にするものでもある。

39

価格情報の透明性

- 証券監督者国際機構(IOSCO)「証券規制の目的と原則」第27項
- 「透明性」を「取引に関する事前情報または事後情報が、どの程度リアルタイムに近くまたどの程度オープンに利用可能であるかの程度」と定義。
- その意義を、「流通市場に関する情報にタイムリーにアクセスできることができれば、投資家は自らの利害得失をより適確に判断することができ、また相場操縦その他の不公正な取引行為による不利益を被るリスクを低めることができる」という点等に求める。

40

気配値と出来値 事前情報と事後情報

- 事前情報 (pre-trade information) ... 投資家が自らが望む売買取引をどのような価格で行うことができるのかを確実に知るための根拠となる情報、すなわち売り及び買いに係る確定気配値 (firm bids and offers)
- 事後情報 (post-trade information) ... 個別の売買取引のすべてに関する約定価格及び約定金額等の情報。

IOSCO, *Transparency of Corporate Bond Markets, Report of the Technical Committee of IOSCO, May 2004.*

(拙稿「社債市場の透明性—IOSCO報告書をめぐって—」『証研レポート』2004年12月号を参照)

41

価格透明性と流動性のトレードオフ問題

- デイラーが行う取引のクオリティ(価格の公正性等)を規制当局及び投資家がモニターできるようになるため、投資家保護の向上に資する
- 証券の最適価格を達成するための価格発見プロセスを支援することにより、市場の効率性が高まる
- 市場参加者による市場への信認が高まるとともに価格発見プロセスが効率化される結果、市場の流動性が向上する



透明性と流動性のトレードオフ問題

- 大口取引のリアルタイム公表義務により生じる市場流動性の低下(マーケットインパクト)、規制コスト(インフラ構築費用等)などが上記の意義(規制目的)とトレードオフになる

42

債券価格情報インフラの形態の 運営主体・目的・内容による類型化

- 運営主体
 - 規制(ルール・ベース)型
 - 業者(マーケット・ベース)型
- 目的
 - 売買取引の促進
 - 売買取引の公正性確保
- 取扱い価格情報の内容
 - 事前情報
 - 事後情報

43

債券価格情報インフラの形態 ①規制(ルール・ベース)型

- 運営主体:店頭取引について規制権限をもつ当局ないし自主規制機関
- 方法:証券業者に対して事前情報又は事後情報について何らかの報告義務を課すことにより価格情報を収集し、公表
- 目的:取引の公正性を高める規制目的

44

債券価格情報インフラの形態

②業者型

- 運営主体: 証券業者またはそのコンソーシアム
- 方法: ・証券業者の顧客(B2BまたはB2C)に対する
事前情報の提供＝気配提示(マーケットメイク)
and/or
・証券業者から顧客and/or一般に向けた事後情報の提供・公表
- 目的: ・一義的には市場運營業務そのもの(流動性の供給、売買取引の促進)
・情報ベンダーの利用等により情報伝達チャンネルが拡張性を有する場合、個別の<顧客-業者>関係を越え、ある程度の公示性を持ち得る。

45

債券価格情報インフラの形態と機能

	規制型 (ルール・ベース)	業者型 (マーケット・ベース)
事前情報	店頭売買参考統計値 (公社債全般)	債券PTS
事前情報 事後情報	証券取引所(上場債) ICMA(ユーロ債)	GovPX(米国政府証券) 日本相互証券(国債)
事後情報	社債取引情報報告・ 発表制度(社債) TRACE(米国社債) MSRB(米国地方債)	

46

債券価格情報インフラの形態と機能

- 債券価格情報インフラの形態は、債券種類ごとの流動性の違い、規制根拠の違い等によって、事前情報か事後情報か、規制型か業者型かのいずれかの組み合わせが具体化されると考えられる。
- 流動性の比較的高い債券種類に特化した形態を取る場合、事前情報中心で、業者型によって機能しうる。
- 流動性の比較的低い債券種類を対象とする場合、事後情報中心で、規制型でなければ実現化しにくい。

47

債券価格情報インフラ制度化 にかかるとの方向性

- 売買規模・流動性の大きなセクターから順次、業者型・事前情報型の制度化が進み、売買規模・流動性の小さいセクターについては、規制型・事後情報型の制度化が進められる傾向。
- とくに後者の場合、流通市場における取引不祥事への対応ないし予防的制度整備や流通市場活性化等の規制目的が契機となる場合が多い。
- 規制型の場合にも、透明性と流動性の関係に配慮した制度構築が進められることが多い。

48

金融指標としての債券価格情報

- 金融指標(Financial Benchmarks)は、一般に、貸出における基準金利や、デリバティブ取引における金銭の支払額の算定、有価証券の価値の算定等に用いられるなど、金融取引の基礎となることにより、我が国金融・資本市場において重要な役割を果たしている。
- LIBOR不正操作事案を受けて、金融指標の正確性・信頼性に対する疑念が生じたことを契機として、国際的に公的規制の導入について検討が行われている。
- 金融指標のうち、金融機関等の呈示に基づき算出されるような呈示ベースの指標については、呈示データが恣意的に操作され得るなど不正操作の余地があることを踏まえると、その算出者・呈示者のガバナンスの向上等を図る必要性がより高いと考えられる。

49

金融指標としての債券価格情報

- IOSCO「金融指標に関する原則の最終報告書」(2013年7月)では、「単一の金融商品は、本原則上、指標とはみなされない」と規定されていることから、単一の債券の統計値である公社債店頭売買参考統計値は、原則における指標には該当しないと考えられる。
- 日証協による「IOSCO「金融指標に関する原則の最終報告書」に対する公社債店頭売買参考統計値の対応状況について」(2014年7月)に示されている通り、原則の趣旨をほぼ満たしていると考えられる。
- ただし、報告(提示)者(Submitters)たる協会員および管理(運営)者(Administrators)たる日証協のそれぞれにかかる責任については、IOSCO原則は参考とすべき点が多い。

50