

「第2回 社債市場の活性化に関する懇談会 第4部会」議事要旨

日 時 平成22年9月8日（水）午後4時～5時25分
場 所 日本証券業協会 第1会議室
出席者 吉野部会長ほか各委員

議事概要

1. 社債の取引情報の公表及び公社債店頭売買参考統計値の信頼性の向上について

事務局から、社債の取引情報の公表及び公社債店頭売買参考統計値の信頼性の向上について、配付資料「社債の価格情報インフラの整備について」（以下「配付資料」という。）に基づき説明があった後、次のとおり、意見交換が行われた。

【意見交換】

- ・ 我が国では、銀行が社債の約半分を保有しており、社債は融資の代替といった位置付けから完全に抜け出せていないと感じている。銀行以外の投資家層の拡大、特に個人投資家及び投資信託の保有割合が非常に少ないことから、今後、これらの投資家の保有割合を増やしていく必要がある。
- ・ 配付資料の「Ⅱ. 1. (1) ⑩（5頁）に関連して、「社債の取引情報の公表」の議論では、「どのような投資家をターゲットとするのか。」が非常に重要である。勿論、社債の取引情報の受領者は、すべての投資家を対象とすることが望ましいが、例えば、欧米では、情報の入手能力が機関投資家等と比較して脆弱である個人投資家や小口投資家をターゲットとして、社債の取引情報を公表している。
- ・ 配付資料のⅡ. 1. (1) ⑪（5頁）では、「誰もが労力をかけずに社債の取引情報を入手できるようになれば、本当に平等と言えるのか。」とあるが、社債の取引情報は、当然ながら、入手するためのコスト負担があるものの、その情報の重要性を考えた場合、社債を取引するうえで最低限必要なものであると言える。したがって、社債の取引情報が十分に提供されていない状態は、特に立場の弱い個人投資家や小口投資家にとって、情報の非対称性が解消されない点で、非常に問題があるのではないかと。
- ・ 米国では、FINRA（米国金融取引業規制機構）が運営するTRACE（The Trade Reporting and Compliance Engine）により社債の取引情報がリアル・タイムで提供・公表されている。
- ・ 英国のボンドマーケットプライス・ドット・コムでは、リアル・タイムではないものの、

1日1回一定の取引の価格情報が提供・公表されている。さらに、欧州連合(EU)では、債券売買の透明性確保(強化)に向けた新たな法規制の導入が予定されている。

- ・ これまでEUでは、2008年4月、欧州委員会(European commission)が、EUの金融商品市場指令(MiFID)65条に基づく報告書(株式以外の金融商品の市場の透明性に関する報告書)を公表、その中で社債市場の透明性について、「市場の失敗(market failure)がない限り、新たな法規制を導入する必要はない。ただし、個人投資家の価格情報へのアクセスに関しては改善の余地がある。」との結論を出した。
- ・ その後、欧州証券規制当局委員会(CESR)では、2008年以降の国際的な金融危機を踏まえて、価格の透明性のあり方を見直した結果、2009年7月、European commissionに対して、債券売買の透明性確保(債券の事後情報や事務の取引情報の拡充に伴う債券の評価の正確性の向上及び情報の不均衡の是正)を義務付けるべきとの勧告を行った。さらに、2010年春、CESRでは、コンサルテーション・ペーパーを作成し、その中で事後情報の拡充と事前情報の提供について、市場関係者に対してヒアリングを行うための質問を行った。
- ・ 2010年7月29日、CESRでは、European commissionに対して、公募及びMTF(Multilateral Trading Facility/我が国の私設取引システム(PTS)に相当)で取引されている社債の取引価格、取引量等の公表について、次のとおり提案を行った。
 - ① 取引金額が100万ユーロ未満の社債
価格と取引量について、可能な限りリアル・タイムで公表
 - ② 取引金額が100万ユーロ以上500万ユーロ以下の社債
価格と取引量について、1日の取引終了後に公表
 - ③ 取引金額が500万ユーロ超の社債
価格について、1日の取引終了後に公表、取引金額が500万ユーロ超であることを表示
また、CESRでは、社債に限らず、公共債、資産担保証券(ABS/Asset Backed Security)、債務担保証券(CDO/Collateralized Debt Obligation)及びクレジット・デフォルト・スワップ(CDS/Credit Default Swap)についても、社債と同様の提案を行っており、公募やMTFの取引では、事前情報の開示を義務付けるスキームの導入も提案している。
- ・ 欧州では、このように社債の取引量によって公表する情報を区分し、取引量が少ない取引の場合は、可能な限り、価格と取引量をリアル・タイムで公表する予定である。この仕組みは、個人投資家を念頭に置いていると考えられる。
- ・ 「我が国社債市場は、欧米の社債市場に比べて立ち遅れている。」と指摘されないためには、欧米の動きを考慮したうえで、社債市場の透明性に向けた検討を行う必要がある。

- ・ 社債や地方債では、個人向けの消化を義務付けている発行体があるため、この義務付けが市場分断を起こしていると言える。
- ・ リテール向けとホールセール向けの社債では、価格情報自体の問題よりも税制、特に、20%の源泉徴収の課税玉の取扱いにより市場分断が起きている。
- ・ 個人投資家は、機関投資家と比べて、社債の取引情報において劣後していると思われる。しかしながら、当社(証券会社)では、機関投資家に対しては、ビットを提供しない課税玉や値段を相当差し引いている課税玉についても、個人投資家であれば、投資家保護の観点から、当社で販売した社債を買い取る措置を行っており、個人投資家と機関投資家の間では、いわゆる逆不平等が生じているのが実態であると思う。
- ・ リテール向けの価格情報は、ある意味、安定していると思うが、ホールセール向けの価格情報は、日中の値段変動も大きく、証券会社としては、価格情報の報告について、手間とコストが掛かることから、非常に対応が難しいと思う。
- ・ 平成23年度の財務省の税制改正要望では、課税玉と非課税玉の分断を解消するための見直し案が盛り込まれており、今後、その解消に向けた働きかけが行われるのではないかと。
- ・ 証券会社では、基本的に社債の取引は機関投資家との取引が大宗であり、個人投資家との取引は少ないが、個人投資家の換金(売り注文)に備えて、ある程度のビットプライスを用意しており、個人投資家からの売り注文があれば、社債を買い取るスタンスである。現状では、個人投資家のニーズを大きく損なわれない環境が用意されており、その上で、個人投資家に対して、さらに何を提供できるのか検討する必要があるのではないかと。
- ・ 個人投資家への対応については、現状においても、投資者保護の観点から、大きな問題があるとは考えていない。当社では、個人投資家である顧客からの社債の売却希望があれば、買い取る対応を行っている。現状の我が国の規制では、個人投資家や小口投資家に対して、不当な値段で社債取引を行うことができない仕組みになっているため、個人投資家への対応で問題が生じているとは考えていない。
- ・ 各証券会社では小口投資家(個人の顧客)より社債の価格情報の提供を求められた場合、適切に対応されているとのことだが、FP等の市場関係者からは、「新発債は適切な情報提供が行われるものの、既発債は情報提供が乏しい。」といった意見もある。

- ・ 今後、既発債の情報提供を拡充するうえでは、個人向けの社債に関する情報を拡充するための議論は意義があるのではないか。
- ・ 社債の価格や利回り情報の公表は、頻繁に取引が行われている銘柄であれば良いと思うが、取引量が極めて少ない社債について、その公表を行っても、果たして個人投資家はその情報を正しく理解できるのかどうか疑問である。
- ・ 公社債店頭売買参考統計値（以下「売買参考統計値」という。）は、果たして実勢価格を表しているのか、それとも、約定が成立しないかもしれないが、社債にとってのフェアバリュー（公正価値）であるのか。
- ・ そもそも、社債の価格は、取引量に応じて大きくぶれることから、投資信託委託会社では、投資信託の基準価格の算出には理論価格ではなくフェアバリューを採用している。投資信託委託会社では、実勢価格に基づいて社債取引を行っているが、基準価格は「一般的な取引金額であれば、このような利回りで取引されるだろう。」との考え方に基づいて算出しており、各々の銘柄で、ある程度の整合性を取ることが非常に重要であると思う。
- ・ 今後、社債の取引情報を公表した場合、指定報告協会員は、社債の価格について、フェアバリューから乖離している場合、報告値を実勢価格に合わせるのか、それとも実勢価格に合わせずフェアバリューに合わせるのか。実勢価格に合わせるルールを決めておかなければ、社債の取引情報と売買参考統計値の両方を公表した場合は、市場参加者に対して、非常に混乱を招くのではないか。当然ながら、市場参加者からは、「なぜ、社債の取引情報と売買参考統計値が違うのか。」といった意見がでてくるのではないか。
- ・ 指定報告協会員は、様々なトレードの経験が豊富であるため、売買参考統計値の気配値をフェアバリューに合わせているのであれば、今後は報告する気配値を変更すべきであると思う。現段階において、気配値を実勢価格に合わせるルールを策定しないのであれば、社債の取引情報の公表は時期尚早ではないか。
- ・ 社債の取引情報の公表を検討する前に、「売買参考統計値とは一体どんな価格情報であるべきなのか。」について、十分な検討が必要であると思う。例えば、取引価格を強く反映したものであるべきなのか、ディーラーの考えるフェアバリューであるべきなのか。
- ・ 国債の「引け値」は、多くの市場参加者が翌日に取引するための基準値として活用していると思われるが、その国債の「引け値」も15時近辺の取引が全て反映されたものではない。各ディーラーが持っているイールドカーブ観をベースに、取引された価格を考慮して決めら

れていると認識している。銘柄による需給関係で、取引価格がイールドカーブのイメージからずれる場合もあると思われるが、それが全て反映されるわけではない。

- ・ 「売買参考統計値」も国債の「引け値」のように、翌日取引をする場合の基準値たるべきものだと思う。
- ・ 従って、「売買参考統計値」も、取引された価格をそのまま反映すべきものではなく、各ディーラーのクレジットカーブ観をベースに算出されるべきものなのではないか。取引価格は、そのディーラーのクレジットカーブ観に影響を与える重要な要素である。
- ・ 証券会社では、コストとリスクを抱えながら、店頭取引を行っていると思われるが、すべての社債の取引情報が公表された場合、証券会社に対してどのような影響があるのか、証券会社の意見を聞いてみたい。
- ・ 米国 TRACE のデータを利用した実証研究論文「Price Dispersion in OTC Markets」(2008 Rainer Jankowitsch et al.)によれば、オファー・ビットの中にある取引価格は、全体の50%程度であるとのことである。取引価格は、銘柄の流動性によって、相当ずれているのが実態ではないかと思う。
- ・ 投資家から見れば、社債の取引情報として公表される価格は、実際に取引可能である価格であることが重要であると思う。したがって、ある程度の取引量があつて、適切な価格で取引されている銘柄であれば、社債の取引情報として公表される価値がある。一方で、社債の取引情報として価格が公表されても、その価格で買えない又は売れない銘柄は、公表される価値がないのではないか。
- ・ 売買参考統計値は、法人税法の基本通達（第5款 有価証券の時価評価損益 2-3-32 (1) 公表する価格の意義）や金融商品会計に関する実務指針（日本公認会計士協会 会計制度委員会報告第14号）などで利用される機会が多いため、公表銘柄数や公表方法について、もう少し利用者サイドの視点で検討できれば良いのではないか。
- ・ 証券会社では、社債の取引情報の報告を求められれば、その報告を行うことが可能である。社債の取引価格とは、ある意味、過去情報であり、現在を反映していない情報であると考えられることもできる。証券会社としては、すべての社債の価格情報を曝け出すことについて、歓迎すべき話ではないものの、その情報を過去のものと考えれば、その報告ができるのではないか。
- ・ 社債の取引情報が公表されることによって、投資家の投資判断材料が増えることは望まし

いことと思うが、意味のない価格の公表はコスト負担の問題があり、「社債の取引情報の公表とは、何のために行うのか。」明確にするため、もう少し深掘りする必要があるのではないか。そのために、社債の取引情報の実態を探ることは、今後の議論の検討材料になる。

- ・ 配付資料Ⅱ. 1. (1) ⑨(5頁)に関連して、2008年、日本証券業協会(以下「日証協」という。)では、売買参考統計値の見直しの議論が行われ、その議論の一環で欧米視察が行われた。その欧米視察の報告内容(以下「2008年欧米視察報告」という。)と今回(2010年)の「社債市場の活性化に関する海外調査報告」(以下「2010年海外調査報告」という。)では、印象が異なると感じている。
- ・ 2008年欧米視察報告によれば、「社債の取引情報の公表は、肯定的な評価と否定的な評価が両極端に分かれている。その公表後において、取引コストの低下やスプレッドの縮小は確実に認識できたが、流動性の向上や取引量の増加といったことは、規制当局においても立証できていない。」とのことであった。また、「市場参加者の意見として、流動性が低く信用リスクの高いハイ・イールド債は、流動性が低下した。大口取引は最良執行が困難となった。」との問題点が挙げられており、当時の議論としては、「我が国社債市場では、米国の社債の取引情報の公表制度を参考として導入することが難しい。」との結論であった。
- ・ 2010年海外調査報告では、「(FINRAの意見)TRACE導入後の8年間を見れば、社債の取引は減ってなく、それどころか社債市場は拡大している。実証するのは難しいが、価格透明性の向上・確保が市場流動性に良い影響を与え、むしろ市場流動性を支えている可能性があるのではないか。(ディーラーの意見)現在では、TRACEの導入により確かに流動性は若干低下したが、その影響は限定的なので、全体としてTRACEはうまく機能しており、市場関係者もTRACEを受け入れている。」といった報告内容となっており、当社としては、2008年欧米視察報告の内容と比べて、大きく米国の状況が変わったと感じた。(2010年海外調査報告「5. 社債の価格情報インフラ」(14頁)参照)
- ・ 米国の証券業界は、リーマン・ブラザーズ証券破綻を経たためか、人材の流動化も激しく、TRACEに対する様々な解釈をする市場関係者が存在すると思う。2010年海外調査報告では、TRACE導入前後を知る市場関係者ではなくTRACE導入前を知らない市場関係者からヒアリングを行ったためか、「TRACEに対して、特段の違和感がない。」といった回答を得たのではないか。TRACE導入前を知らないのであれば、その回答は、ある意味当然であると思う。
- ・ 「TRACE導入後、社債の価格情報の透明性の向上に伴い流動性が高まった。」との評価は、誰も実証できていないため、「社債の取引情報を公表することは何のためであるのか。」と

いった観点で、もう少し TRACE に関する調査が必要ではないか。一方で、英国のボンドマーケットプライス・ドット・コムでは、個人投資家の価格情報へのアクセスについて改善の余地があるなどの評価である。(2010年海外調査報告「2. 社債の価格情報インフラ」(26頁)参照)

- ・ 第4部会(以下「本部会」という。)では、「誰に向けて何を行えば、どのような結果が見えてくるのか。」について、ある程度、明確にした上で議論を行った方が良いと思う。
- ・ 我が国社債市場の規模は、平成21年度の流通市場における取引量(電力債を除く。)は約16~17兆円(実績)であり、そのうち新規発行の社債の取引量が10兆円とすれば、流通市場における実質的な取引量は約7兆円程度であると思う。社債残高は50兆円程度であり、流通市場における実質的な取引量が7兆円であれば、売買回転率は0.1~0.2回転である。我が国における1銘柄当たりの社債の平均発行額は200億円程度であり、1回当たりの取引額を5億円とし0.1~0.2回転の売買回転率で試算すれば、年間で1銘柄当たり取引される回数は6回程度である。この6回とは、様々な前提の上で算出した数値であるため、保証はできないが、2カ月に僅か1回の割合で取引が行われる社債の価格を公表することは、果たして、どのような意味があるのか。つまり、実際に社債取引を行う際の直近の価格として見た場合、1~2カ月前の価格であったりすることもあり、リアル・タイムと程遠く、実勢価格でもない。したがって、現状の我が国流通市場の取引量では、社債の取引情報を公表しても、その価格が実勢価格であるとは言えないことから、今後、十分な議論が必要ではないか。
- ・ 投資信託会社としては、社債の取引価格が公表されたとしても、特段、困ることはない。フェアバリューに関しては、当社では、社債を取引するとき、少なくとも証券会社3社と価格交渉を行っており、その3社から提示を受けた価格と当社で考えた価格が乖離していれば、さらに多くの証券会社との間で価格交渉を行い、ベストプライスを導いている。したがって、当社が取引した価格がフェアバリューでなければ、「フェアバリューとは一体何であるのか。」といった疑問が出てくる。
- ・ 一方、例えば、実勢価格と乖離した価格でクロス取引が行われた場合、その後、その価格で価格形成が行われても、その価格は、フェアバリューと乖離していると思う。このようなケースでは、社債の取引情報を公表する際、投資家の名前が公表される可能性はないと思うが、誰がどのような取引を行ったのかによって、フェアバリューと異なった取引価格が発生する可能性があるため、社債の取引情報を公表することは、ある意味、市場参加者に対して

ミスリーディングとなるおそれがある場合があるのではないかと。

- ・ 「社債の取引情報の公表」では、一物一価の世界を目指したい考え方であると思うが、社債取引とは取引所取引ではなく相対取引であるため、果たして、社債の価格形成とは、一物一価に収斂できるのでしょうか。当社としては、この議論について、前向きに検討したいと思っているが、相当難しい問題であると考えている。
- ・ 我が国社債市場の参加者としては、その市場の微妙な不透明さがセルサイド及びバイサイドの両者にとって収益源であったため、例えて言えば、「水（社債市場）が清くなりすぎて、実は魚（市場参加者）が住めなくなった。」といったことが、我が国社債市場で起こるのではないかと少し懸念している。
- ・ 配付資料 II. 1. (1) ⑤（4頁）に関連して、流動性が高く、非常に頻繁に取引されている社債は、フェアバリューに近い価格で取引が行われていると考えて良いのか。その価格がフェアバリューに近いのであれば、その価格の取引情報から公表し、流動性の低い社債の価格は暫く公表しない方法もあるのではないかと。
- ・ 我が国社債の流通市場における AA 格や AAA 格の社債の価格は、ある程度収斂し、フェアバリューに近い水準であると思う。社債の取引情報を公表する場合は、流動性の低い社債や格付の低い社債への対応が問題となるのではないかと。
- ・ 公認会計士の立場で言えば、社債は、通常時価で評価することになっている。現在、企業会計基準委員会から「公正価値測定及びその開示に関する会計基準（案）」（以下「公開草案」という。）が公表されており、公開草案では、米国会計基準、国際会計基準(IFRS)と平仄を合わせた内容となっているため、会計基準上、国際的に同一の基準で公正価値を定める動きとなっている。
- ・ 公正価値は、レベル1～3の段階に区分されており、レベル1は、活発な市場における公表価格であり、レベル1に該当する社債は、流動性が高く、売買参考統計値として公表されている気配値であると思う。活発ではない市場における公表価格は、レベル2に該当するが、「活発である又は活発ではない」といった基準は具体的に定められていないため、財務諸表を作成する企業においては、その活発度合いを判断することになる。公開草案では、財務諸表の注記において、公正価値のレベル別の開示が求められており、社債の取引情報の公表が行われる場合には、合わせて実際の取引量や取引件数が公表されれば、相当有用な情報になるのではないかと。仮に、ほとんど取引が行われていない社債について、社債の取引情報が公

表されない場合には、各企業において、特に信用リスクに関する情報を見積もらなければならないため、このような社債は、一番レベルの低い公正価値としてレベル3に分類されるかもしれない。レベル3に該当する社債を多く保有していることは、リスクの高い商品を多く保有していると見られる可能性がある。

- ・ 公開草案では、国際会計基準も米国会計基準も同一の基準の開示が求められるため、我が国社債市場が活発ではない市場としてレベル3に分類されれば、その社債を多く保有する我が国の投資家は、実態よりも悪く見られる可能性がある。したがって、我が国社債市場は、実態として活発な市場ではなかったとしても、社債の取引情報として、価格、取引量や取引件数が公表される市場である方が望ましいのではないのか。社債の取引情報が公表されるためには、その基礎となる価格情報として、各指定報告協会が公正価値といった観点から気配値を報告、売買参考統計値として公表されることが最も望ましいのではないのか。
- ・ 年金や公的性格の資金を運用する信託銀行等の運用ビークルでは、一般的に、第一のスタンダードな価格として売買参考統計値を採用しており、売買参考統計値は、非常に重要なインフラであると認識している。
- ・ 公開草案に関連して、国内の公募社債がレベル3に該当する可能性について指摘があったが、仮にもその様なこととなれば、我が国社債市場参加者全員にとって恥ずべき事態との認識を共有しておくべきではないか。本部会では、こうした事態を回避するためにも議論を行わなければならない。
- ・ フェアバリューとは、何を意味するのか。マーケットに100の投資家が参加すれば、各投資家の信ずる100のフェアバリューが存在し、故にマーケットで売買が成立するとも言えるのではないのか。自分が信じるフェアバリューに対して、マーケットで取引されている価格が安ければ社債を買うことになり、その価格が高ければ社債を買わない(売る)ことを通じて、活発なマーケットが成立するという側面がある。故に、フェアバリューと乖離している社債の取引情報は公表しないという考え方や売買参考統計値の正確性を求めない考え方には説得力を見出しづらい。
- ・ 各々の市場参加者が考えるフェアバリューの違いは、社債市場の透明性が向上しても、市場のダイナミズムを生むと思う。
- ・ 社債の取引情報の公表等は、現状からの変化という観点から見ればメリットとデメリットがある。現実問題として、先ほどあった「微かな不透明さ」が急に無くなることはデメリットとして理解出来る。故に、社債の取引情報を公表するためには段階を踏まなければならない

いと思うが、最終的に社債市場の透明性が高まれば、様々なメリットがあるのではないかと考えている。

- ・ 社債の取引情報と売買参考統計値の各々を公表すれば、証券会社(値付業者)等にとっても、適切な値付を行っているのかどうかの自己チェックになるのではないか。売買参考統計値の信頼性の向上のためにも、実際の社債の取引価格と気配値の二つの価格体系が相互にフィードバックしあう効果があると考えれば良いのではないか。
- ・ 投資家から見て、現状の売買参考統計値の信頼性に疑問を持っており、また、売買参考統計値の精度が向上すれば、我が国社債市場が活性化されるのかといったことについても、疑問を持っている。
- ・ 投資家としては、様々な数値が公表されることによって、様々な投資判断・評価等ができるようになるため、社債の取引情報の公表は、今後、実現できれば良いと考えている。
- ・ 社債の取引情報の公表は、証券会社の立場として、特に賛成でも反対でもなく、極めて中立である。
- ・ 米国のトレーダーからは、TRACE 導入後、社債の取引価格が公表され、大口のポジション管理が難しくなったと聞いている。具体的に言えば、例えば、99 円 50 銭で取引された社債は、顧客に対して、99 円何銭でオファーすれば買ってくれるのかといった問題であり、トレーダーとしては、小口の取引であればリスクが取れるものの、大口の取引になれば、どの程度のバッファを取れば良いのかといった問題である。今後、我が国において、TRACE を参考とした制度を導入すれば、同じような問題が生じてくるだろう。
- ・ 米国 TRACE では、価格とともに取引量が公表されているため、例えば、「大きい取引量であるため、この価格で取引されていても違和感はない。」や「小さい取引量であるため、この価格は参考にしない。」との判断ができることから、我が国においても社債の取引情報の公表に当たっては、取引量も公表する必要がある。
- ・ 社債の取引情報の公表と売買参考統計値は、果たして、本当に両方の制度が必要であるのか。社債の取引価格が把握できるのであれば、売買参考統計値制度は、特に必要がないのではないか。両方の制度を継続するのであれば、指定報告協会員としては、相当大きな負担となるのではないか。
- ・ 証券会社としては、株式の場合、手数料収入があるが、一方社債の場合、手数料収入がないため、オファー・ビットのスプレッドで利益をあげるか、若しくは、長期間にわたりポジ

ションを保有することによって利益をあげることになるため、本部会では、社債の取引情報の透明性が高まることによって、どこまで流動性の向上に寄与するのか、各委員とともにバランスを考えていきたい。

- ・ 証券会社のトレーダー業務に従事する立場では、一般的に、流動性の高い社債の場合、国債のスプレッドと比較して売買参考統計値を算出しているため、各指定報告協会員が報告する売買参考統計値において大きな差異はないと思う。また、ある程度の発行規模の社債であれば、売買参考統計値として算出する価格で取引を執行したとしても、大きな問題とならないと思う。ただし、少し稀な業種の社債であれば、他の指定報告協会員が報告する売買参考統計値と差異が生じるかもしれない。
- ・ 最近2～3年の我が国社債市場では、BBB 格の社債において、1日で5～10ポイントも変動することがあったため、このような状況下では、社債の実勢価格を常に追いつけている市場参加者でなければ、社債取引を行えないだろう。例えば、あるポジションを多く抱えた場合は、取引価格を第三者に知られてしまえば、そのポジションを解消しづらくなるため、その結果、多くのリスクプレミアムを要求せざるを得ない機会も増えると思う。「社債の取引情報の公表」は、その取引情報として、ハイ・イールド債を含めて一律的に公表されれば、ディーラーの本音としては、若干、トレーディングしづらくなると思う。
- ・ 「社債の取引情報の公表」に関する議論では、「そもそも、何のためにやらなければならないのか。」について明確にしておかなければ、難しい問題であると思う。
- ・ 「売買参考統計値の信頼性の向上」について、配付資料 II. 2. (3) ⑧ (9頁) に、「最も正確な値段を把握しようとするのであれば、指定報告協会員はビットとオファーを提示し、その気配値で実際の執行が可能といった状態まで改善するしか方法がないのではないか。」とある。会計基準の観点からは、日証協において、指定報告協会員からミッドレートの報告を受ける意味があると思うが、社債の取引情報が公表された場合において、例えば、午前中に取引された価格が引け値として採用された場合は、昨今の国債の価格が上下している状況下、果たして有意義な価格と言えるのだろうか。
- ・ 本来あるべきオファー・ビットとトレーダーの考えるオファー・ビットは、若干異なると思う。例えば、トレーダーが、あるポジションを多く持っていて、どうしても、そのポジションをイクジット(手仕舞い)したい場合は、オファーがミッドレートに近づくことになる。
- ・ 今後、投資家に興味を持って欲しい社債は、低流動性の社債であり、低流動性の社債の流

動性が向上すれば、その社債を購入する投資家も増えてくるであろう。低流動性の社債は、各トレーダーがフェアバリューと考えるオファー・ビッドを提示するため、各トレーダーによって、バラツキがあることはやむを得ないと思う。

- ・ バラツキのあるフェアバリューを無理に会計基準として採用することは、果たして良いのだろうか。各社債を一律的に取り扱うのではなく、各社債の流動性を踏まえたうえで検討しなければ、社債の取引情報の公表は、うまく機能しないと思われる。
- ・ 証券会社では、ポートフォリオの評価を行う際、第一優先順位として、売買参考統計値を利用している。流動性の低い社債や低格付の社債の価格情報は、市場関係者において、様々な問題があることを理解したうえで利用されているのではないか。
- ・ 地方の金融機関では、日々、社債の評価を行う必要があることから、当社としては、市場参加者の指針となる社債の取引情報について、誰かが公表しなければならないと感じている。「社債の取引情報の公表」の議論では、様々な問題点が挙げられているが、その問題点を解決して、可能な限り、信頼性の高い時価情報を公表できれば良いと考える。
- ・ 証券会社では、自社が算出している社債の時価の公正性と妥当性の確認業務を行っており、社債の取引情報の利用の研究には賛成であり、是非とも、その取引情報を見てみたい。
- ・ 現在の実務では、社債の格付やクレジットアナリストの意見を参考に、スプレッドの妥当性を検討している。売買参考統計値や当社で提供している時価の妥当性を判断するうえでも、可能であれば、ほふりを通じた社債の取引情報を研究するために、研究者に対して公表してもらいたい。
- ・ 一般的に社債の取引情報は、新発債が中心であるため、例えば、社債の格付が低下したためその社債を売りたいときや、社債の発行会社が倒産する可能性が高いためその社債を売りたいときに、投資家は、そのような取引情報を知りたいのではないか。一方で、そのような取引情報が公表された場合、実際に社債を売った投資家やオファー・ビッドを提供した証券会社のトレーダーとしては困らないのであろうか。
- ・ 社債の取引情報は、取引の規模や相手方によって価格が変動するものである。前回会合において、証券保管振替機構（以下「ほふり」という。）から実際の取引のイメージに関する説明があったが、今後、本部会では、そのイメージを共有しながら、議論を深堀できれば良いと考える。

- ・ ほふりが把握している社債の取引情報は、極めて取引量が少ないため、取引情報も限られているが、ほふりとしては、次回以降の本部会において、資料を用意した上で説明させていただきたい。
- ・ 本部会では、ほふりが把握している社債の取引情報の実態を共有し、議論を進めることは有用であるとする。
- ・ 日証協は、証券監督者国際機構（以下「IOSCO」という。／International Organization of Securities Commissions）に参加しており、各国の自主規制機関、特に、社債の価格に関するシステム運用をしている機関との間で連携を取っているため、その観点から発言させていただきたい。
- ・ 2008年、日証協では、売買参考統計値の見直しの議論を行っており、その議論の一環で、海外の自主規制機関の対応状況を確認すべく欧米視察を行い、その視察結果に基づいて議論を行った。2008年欧米視察報告と2010年海外調査報告では、出張したメンバーや訪問先も異なるため、相当の意見の差もないとはいえないと思われるが、単純に人や訪問先の違いといった問題ではなく、制度が既に定着しているほか、リーマン・ブラザーズ証券破綻後の大きな流れの違いもあるのではないかと思う。
- ・ 米国では、TRACEの仕組みが既に確立している。その導入当初は流動性に対する懸念があったと聞いている。一方欧州においても、当初流動性に対する強い懸念があったと聞いているが、現在ではそのような懸念はなく制度が定着しており、いずれにしても、社債の取引情報の公表に関するシステムの導入当初と現在の議論では、相当異なっている印象を受けている。なお、FINRAによれば、「TRACE導入に伴い、『流動性が低下するのではないか。』といった意見があったものの、確実に流動性が低下したことを実証するデータは得られていない。」とのことであった。
- ・ 市場の流動性と透明性の間に一定の背反があることは事実であると言える。現在の証券規制における世界全体の流れは、流動性よりも透明性を重視する傾向に動いていると感じている。
- ・ FINRAでは、TRACEへの報告範囲を証券化商品の取引価格まで拡大するルールが決定されている。取引価格・公正価値については、例えば、ロットのサイズや投資家のタイプなど様々な条件によって、違うことは当然である。「この価格はおかしいのではないか。」といったことは起こるかもしれないが、そのようなことが起こったとしても、欧米では、それは市場取引である以上妥当ではないとはいえず、市場全体の取組として取引価格を公表している。

- ・ IOSCO では、社債市場の透明性に関する議論が行われており、各国の規制当局は、世界全体の流れとして、社債市場の透明性に向けた検討・取組を行っている。

2. 次回会合

第3回会合を10月13日（水）に開催する。

（配付資料）

- ・ 社債の価格情報インフラの整備について

以 上