

## 「第3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10月13日（水）午後4時～6時

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. 証券保管振替機構における債券価格情報等について

証券保管振替機構（以下「ほふり」という。）池上委員から、証券保管振替機構における債券価格情報について、また、事務局から、米国・英国の社債の価格情報インフラについて、次のとおり、配付資料に基づき報告・説明、確認があった後、意見交換が行われた。

#### ○ 証券保管振替機構における債券価格情報について（配付資料1）

##### 【報告・説明】

#### 1. 一般債振替制度の構造

- ・ 一般債振替制度は、地方債、政府機関債、サムライ債、事業債など国債を除く日本国内で発行されるペーパーレスの債券について、権利の発生から移転、抹消までを振替口座簿に銘柄、数量の増減を電子的に記録することにより、実現する仕組みである。
- ・ 一般債振替制度では、証券会社や金融機関、信託銀行など一般債を広く取扱う仲介者を口座管理機関として、かつそれぞれのビジネス形態が多様であることや、海外投資家の利用を考慮し、直接又は間接に参加が可能となる多段の階層構造により構成されている。
- ・ 社債、株式等の振替に関する法律では、振替口座簿の記録が加入者と呼ばれる投資家の直近上位の口座管理機関に記録することにより、法的に権利の所在が定められ、それぞれの投資家分の数量を集約して上位の口座管理機関にて、オムニバス記録が行われる。その際、上位の口座管理機関の口座簿上においては、倒産による差押えリスクを遮断するため、口座管理機関の自身の保有分と顧客分を分別記録する仕組みとなっている。最終的には、ほふりの振替口座簿において、ほふりに直接口座を開設されている口座管理機関毎に、すべての残高の記録が行われている。したがって、ほふりのレベルで権利の移動があったと把握できる口座振替は、ほふりに直接口座を開設した口座管理機関を跨る取引である。
- ・ 配付資料の図で言えば、ほふりでは、AとBの傘下にある投資家との取引、若しくは、B自身とその顧客であるDとの取引について把握できる。一方で、ほふりでは、Bの顧客同士あるいは間接のC以下の取引について把握できない。

## 2. 一般債の売買から決済までの流れ（国内取引・DVP決済の場合）

- ・ 振替が生じる原因となる行為とは、売買の他、担保の設定、預け替えなどがある。ほふりでは、頻繁な売買取引を行う機関投資家等を対象として、売買取引から証券資金の決済に至るまでの照合に係る事務や連絡について、人手を介さずシームレスに処理するツールとして決済照合システムを運営している。
- ・ 実務的な内容を言えば、取引当日において取引当事者間では、値段や数量などの約定内容の確認を行い合致すれば、それに基づき取引日翌日までに決済当事者間で決済条件の確認を行う。これらの処理を経て、決済日当日、証券と日銀当預資金のDVPが実行される流れである。決済照合システムの約定照合過程では、取引数量と約定金額を含めた売買報告データが生成されている。
- ・ 一つの口座管理機関内で完結する取引、資金決済を当事者間で自由に行う取引や資金決済を伴わない取引は、DVPとはならず、決済照合システムを介さず、証券の振替のみが単独で行われるため、ほふりでは、一般債の値段情報を把握できる仕組みとはなっていない。

## 3. ほふりの一般債振替システム、決済照合システムの利用状況

### (1) 制度参加状況（2010年7月末）

- ・ 一般債振替制度は、階層構造であり、大手証券会社、大手金融機関及び資産管理専門信託などの直接口座管理機関（機構加入者）が88社、地場証券会社や一部の外国証券会社、地域金融機関などの間接口座管理機関（再間接を含む）が426社と多層構造となっている。
- ・ 価格情報の取扱いが可能である決済照合システム利用者と直接・間接口座管理機関を比較すれば、重複が多い状況である。

### (2) 振替等の状況（2010年7月1日平均）

- ・ 地方債や財投機関債など一般債全体で、一般債振替システムや決済照合システムで処理された振替等の状況を1日平均で見た数字は、振替件数が2,113件、振替金額が6,245億円である。一方で、約定照合が行われた件数は514件であり、振替件数の4分の1であることから、振替件数の総量としては少ない実態である。

## 4. 一般債振替制度における新規発行と振替の関係（2010年7月）

- ・ 新規記録件数（発行件数）と振替件数との関係では、両者の関係が数字として示しづらい。一方で、新規記録金額（発行金額）と振替金額との関係では、新規発行が行われた日に多くの振替が生じている状況が理解できる。

- ・ 新規発行が行われた日に多くの振替が生じている理由は、一旦、主幹事証券会社の口座へ新規に残高が記録された後、振替により、サブ引受証券会社や応募した投資家の口座へ移る事務処理が行われているためである。したがって、純粋なセカンダリー市場における取引は、少ないと推測できる。

## 5. ほふりの決済照合システムと価格情報

(1) 決済照合システム（出来値（売買単価）が含まれる。）に送信される「売買報告データ（社債に限定）」

### ① 銘柄数（2009年8月）

- ・ 比較的データが多い日に抽出した銘柄数では、対顧客取引において140銘柄、業者間取引において15銘柄である。一方で、日本証券業協会（以下「日証協」という。）が公表す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。）においては、3,809銘柄であり、売買参考統計値と比較すれば、ほふりで抽出できる銘柄数は僅かである。

### ② 売買高・約定照合された金額（累計）（2009年7月）

- ・ 公社債種類別店頭売買高は、4.9兆円であり、決済照合システムで抽出した売買高は、3.9兆円（対顧客取引 3.6兆円、業者間取引 0.3兆円）であるため、約定照合のあった取引数量は、公社債種類別店頭売買高の約8割である。約8割も占める理由は、決済照合システムの利用者が、証券会社や機関投資家であり、大口の取引を行っているためである。

(2) 決済照合システムにおける一般債取引の約定照合機能の主な利用者

- ・ 決済照合システムの利用状況は、基本的に業者間と一部機関投資家との取引であり、事業会社や個人投資家及び非居住者は、当該システムにおける一般債取引の約定照合機能を利用していない。

(3) 銘柄の払込日と振替の決済日との関係（対象期間：2009年7月の約20営業日／一般振替制度における取扱銘柄数：7万銘柄）

### ① 対顧客取引

#### イ. 1銘柄当たりの約定件数

- ・ 約定があった全銘柄数は、1,554銘柄であり、そのうち、新規発行の払込日以外の日が決済日で約定があった銘柄数は、1,471銘柄であった。即ち、約定があった銘柄数の95%は、セカンダリー市場において約定があったと推測される。
- ・ 約定件数ベースの比較においても、全約定が7,820件であり、そのうち、新規発行の

払込日以外の日が決済日で約定した件数は、4,406件であるため、セカンダリー市場における約定件数は、約6割を占めている。

ロ. 約定件数別の銘柄数（約定照合の利用状況）

- ・ 月に1～2回しか利用のない銘柄は、全体の3分の2を占めており、月に20回以上の利用が行われる銘柄は、僅か1%である。

ハ. 約定件数上位100位内の銘柄における傾向

- ・ 決済照合システムの利用が多いケースは、払込日が決済日である約定であり、即ち、新規発行の払込に関連した振替による利用が多いことから、セカンダリー市場における利用度合いは、高くないと言える。

② 業者間取引

- ・ 業者間取引では、対顧客取引と比較して、約定件数が少ない。
- ・ 約定件数別の銘柄数（約定照合の利用状況）においては、月に1～2回の利用が行われる銘柄が約8割である。

③ 対顧客取引＋業者間取引

6. ほふりの約定照合データと売買参考統計値との比較

- ・ ほふりの約定照合データと売買参考統計値を比較したデータは、約定件数の多い銘柄からサンプルを抽出したが、そもそも、約定照合が行われる殆どの銘柄は、月に1～2回程度の利用であるため、値段が付いていない銘柄が多く存在していることを念頭に置いていただきたい。

(1) AA格

- ・ AA格の某銘柄では、約定値段と売買参考統計値とのレンジ幅も少なく、実際の約定値段も売買参考統計値と重なっている。この銘柄では、対顧客取引及び業者間取引が混在しているが、各々の取引においても、実際の約定値段と売買参考統計値が重なっている。

(2) A格

- ・ A格の某銘柄では、売買参考統計値自体のレンジが広がるとともに、約定値段は、上下2円程度のレンジが生じている。

(3) BBB格以下

- ・ BBB格以下の某銘柄では、業者間取引のみの約定であるものの、売買参考統計値と全く異なる値段で取引が行われている。

## 7. TRACEフローチャート

- ・ 米国金融取引業規制機構（Financial Industry Regulatory Authority／以下「FINRA」という。）では、価格情報の提供において、米証券保管振替機関（DTCC／Depository Trust & Clearing Corporation）の傘下で業者間取引の清算業務を担う米国証券決済機構（National Securities Clearing／以下「NSCC」という。）の照合システムで取扱う情報が使われている。ただし、NSCCの情報は、TRACE（The Trade Reporting and Compliance Engine）全体の5%に過ぎず、残りの95%は、実態として、FINRA自身のシステムで会員証券会社から情報を集めている状況である。

## 8. 最後に

- ・ 我が国社債市場は、取引が非常に活発ではないこともあるため、ほふりで把握できる取引情報は、非常に少なく偏ったものとなる。一般債振替制度は、階層構造であるため、全体の取引を網羅できない構造上の制約も存在する。
- ・ ほふりで把握できる取引情報をどのように判断すべきであるのか。ほふりは、価格情報の提供に関して役に立つのか。仮に、役に立ったとしても、ほふりで把握できない不足している情報をどのように補完するのか。これらの論点について、今後の議論の検討材料としていただきたい。

### 【 報告・説明内容の確認 】

- ・ 一般債振替制度は、地方債、政府機関債、サムライ債、事業債（社債）など日本国内で発行されるペーパーレスの債券（国債を除く。）が対象であると思うが、ほふりからの説明や資料は、社債に限らず、地方債や政府機関債など、すべてを対象としているのか。
- ・ 配付資料1の8頁「保振の決済照合システムと価格情報③ 3. 銘柄の払込日と振替の決済日との関係（対象期間：2009年7月の約20営業日）」以降の説明・データは、社債に限定したデータであり、地方債や政府機関債などは除いている。例えば、配付資料1の11頁以降の「保振の約定照合データと売買参考統計値との比較」の個別銘柄は、すべて社債である。
- ・ 以前に、「直接口座管理機関を経由しない参加者間の取引であっても、売買データがほふりへ報告される。」と聞いたことがある。ほふりへ報告される売買データとは、決済照合システムを利用したものか。

- ・ 決済照合システムでは、すべての社債の取引情報は把握することができず、基本的に、直接管理機関となっている機関投資家と証券会社、あるいは証券会社同士であれば、その取引情報を把握できる。
- ・ 配付資料1の4頁の「保振の一般債振替システム、決済照合システムの利用状況(1) 制度参加状況(2010年7月末)」の中で、「間接口座管理機関の『うち決済照合システム利用』」とあるが、これは、間接口座管理機関と他社との間の取引か。
- ・ 「間接口座管理機関の『うち決済照合システム利用』」とは、間接口座管理機関と他社との間の取引である。
- ・ 実態として、多くの間接口座管理機関は、決済照合システムに参加している。一般債振替制度では、新規記録や新規発行される場合のDVPも実施しているため、特に、地方の金融機関では、決済照合システムを通じて新規記録情報を使っていることから、当該システムの利用者数の比率が非常に高い状況である。したがって、間接口座管理機関の利用目的が新規記録情報であるため、ほふりに対して、純粋なセカンダリー取引として売買データが報告される件数は少ないと思われる。
- ・ 配付資料1の10頁以降の「保振の約定照合データと売買参考統計値との比較」は、格付に応じた公社債店頭売買参考統計値(以下「売買参考統計値」という。)と約定値段の分布が示されており、格付が低くなるほど、売買参考統計値と約定値段が乖離しているが、このような状況は、FINRAのTRACEにおいても、同じ傾向があるのか。
- ・ ほふりでは、FINRAのTRACEの取引情報の実態について把握していない。
- ・ 「保振の約定照合データと売買参考統計値との比較」で見ると、売買参考統計値が上昇傾向の場合、実際の約定値段は、売買参考統計値に先行して、その値段が上がっており、一方で、売買参考統計値が下降傾向の場合、実際の約定値段は、売買参考統計値に先行して、その値段が下がっている。したがって、社債取引は、売買参考統計値を見越して取引が行われているのではないと思われる。
- ・ ほふりから、決済照合システムで把握できる社債の価格情報は、機関投資家と証券会社、若しくは証券会社間で約定があった社債の売買データであり、「約定があった銘柄数は1,603件」、「このうち約6割の銘柄は月に1~2件の取引であった。」と説明があった。
- ・ 日証協の売買参考統計値は、公募社債のほとんど約2,200銘柄を公表しており、このうち

1,603銘柄において約定があったと思われる。

## ○ 米国・英国の社債の価格情報インフラについて（配付資料2）

### 【報告・説明】

事務局から、米国 TRACE 及び英国債券マーケットプライス・ドット・コム（TRACE）の概要及び市場関係者の評価等について、配付資料2に基づき読みあげられ報告・説明があり、次のとおり、最近の欧州（EU）における債券売買の透明性の確保に関する動きについて報告があった。

1. 2010年7月、CESRは、欧州委員会に対して、社債の取引価格及び取引量の報告・公表について、次のとおり提案を行った。

(1) 取引金額が50万ユーロ以上100万ユーロ未満の間の金額を上限として、その上限金額未満の社債取引は、取引価格と取引量について、可能な限り、リアルタイムで報告・公表する。

(2) 取引金額が50万から100万ユーロ以上500万ユーロ以下の社債取引は、取引価格と取引量について、当日の取引時間終了後に報告・公表する。

(3) 取引金額が500万ユーロ超の社債取引は、取引価格だけを取引時間終了後に公表する。この際、取引金額が500万ユーロ超であることを併記する。

(4) (1)及び(2)について、取引金額を50万ユーロとするかどうか意見が求められている。

2. CESRは、普通社債に限らず、公共債、ABS、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、同様の提案を行っている。

### 【報告・説明内容の確認】

・ 配付資料2の16頁に「5-2 TRACE への評価 (1) FINRA ②」によれば、「例えば、社債市場では個人投資家による売買は非常に少ないと思われていたが、TRACE 導入初日のデータを見ると取引件数の70%が個人投資家・小口取引（10万ドル未満）によるものである。」と報告がある。

・ 投資信託委託会社では、社債の取引情報の開示について懐疑的であったが、海外調査報告によれば、個人投資家が行った取引情報の開示に伴い、他の取引参加者の参考となったため、相当の成果が現れていると言える。ただし、第4部会（以下「本部会」という。）において

は、個人投資家ではなく、機関投資家のトレードを議論の対象としているため、個人投資家が行った取引情報の開示と同様の成果が得られるのか、十分検討しなければならないと思われる。

- ・ 配付資料2の海外調査報告では、FINRAの主張を掲載しており、その主張に裏づけがあることを保証するものではない。
- ・ FINRAによれば、「TRACEを通じて機関投資家・個人投資家といった属性は把握しておらず、取引規模に応じて、機関投資家又は個人投資家と呼んでいる。具体的には、小口取引（10万ドル未満）は、取引規模が小さいことを根拠として、個人投資家であると判断している。」とのことであった。したがって、FINRAでは、機関投資家と個人投資家の売買状況を正確に把握している訳ではなく、大口・小口取引といった観点で、機関投資家か個人投資家かを割り切って判断している状況である。
- ・ 大手証券会社からのヒアリングなども含めて考えると、FINRAが個人投資家の取引規模として推計している数値には、実際には機関投資家による小口化された取引もかなり多く含まれている可能性がある。

## 【意見交換】

### 1. 社債の価格情報インフラの整備

#### (1) 社債の取引情報の公表について

- ・ 我が国社債市場では、セカンダリー市場において取引が活発に行われている状況ではなく、また、ほふりで把握できる価格情報は限定的であると説明があった。その限定的なデータであったとしても、実際の社債の約定値段が公表されるシステムが構築できれば、投資家及び発行会社においては、どのように、そのシステムを評価するのか。
- ・ 前回会合では、「社債の取引情報の公表により、取引情報と売買参考統計値との比較が可能となり、売買参考統計値の信頼性も向上するのではないか。」といった意見があった。投資家及び発行会社においては、社債の取引情報の公表に伴い、売買参考統計値の信頼性が向上すれば、使い勝手の良い社債の価格情報インフラと言えるのか。
- ・ 投資家から見れば、日証協が公表する売買参考統計値と実際の約定値段との間で、例えば、BBB格以下であれば、相当な乖離があると思われるため、相当な混乱が起こるのではないかと考える。

- ・ 現在、投資信託委託会社では、基本的に、売買参考統計値の利用価値が低いといった認識を持っている。現在の売買参考統計値は、市場実勢を表していない数値が公表されているため、実際の社債の約定値段が公表されたとしても、投資家が混乱することはなく、現状を追認するだけであると思われる。
- ・ 約定値段が公表されると売買参考統計値と実際の約定値段との乖離が表面化し混乱を招きかねない。約定値段の公表よりも売買参考統計値の精度を向上させる方が社債市場の活性化につながると思う。
- ・ 約定値段が公表される場合、月に1～2回しか取引が行われない銘柄が非常に多いのであれば、結果として、その公表は、実際の投資行動（売買動向）の公表となるのではないかと感じている。
- ・ 欧米の社債市場で、既存の社債がない企業が新たに社債を発行しようとする時、セカンダリー市場において社債が取引されていないことから、プライシングに際して、相当のプレミアム（いわゆるデビュー・イシュープレミアム）を求められることになる。一方で、既発債が流通している銘柄については、欧米の社債市場では、セカンダリー市場での利回りを踏まえ、相応のニュー・イシュープレミアムを乗せることで、透明度の高いプライシングがされると聞いている。
- ・ 我が国社債のセカンダリー市場では、ほとんど約定が成立していない状況ではあるが、セカンダリー市場において、約定値段が把握できれば、発行会社、投資家、両者にとって透明性が高いフェアなプライスで起債ができると思う。
- ・ その観点からは、現状の売買参考統計値は、発行会社にとって、全く参考とならない。
- ・ 社債については、銀行が5割弱保有しているという市場構造の問題点が指摘されているが、今後、拡大が期待されるアセットマネジメントの運用による年金・投資信託など社債投資家層の裾野の拡大に資するためにも社債の取引情報の透明化を図ることは、非常に重要であると思う。
- ・ 発行会社としては、社債の取引情報が公表されないよりも、公表された方が良いと考えている。ただし、社債の取引情報の公表に当たっては、その信頼性を確保することが重要である。

る。

- ・ 今後、社債の取引情報を公表する場合は、その公表開始当初から、取引情報の信頼性を確保することは難しいかもしれないが、社債市場を活性化するためには、何も行わなければ、何も活性化しないため、取引情報の公表は行った方が良いと思う。
- ・ 社債市場の本質とは、証券会社が、不明瞭な価格で利益を得るよりも、社債の価格情報が公表される中で、社債を発行する企業の内容を審査のうえ、気配値を提示して社債取引を行うことであると思うが、どうか。
- ・ 証券会社としては、A格以上の社債の場合、売買参考統計値と実際の約定値段との間に大きな乖離がないと認識しており、例えば、取引量が大きい場合には、多少のプレミアムを得ることはあると思う。一方で、BBB格以下又はレーティングがサブ・インベストメント・グレードになった社債の場合、実際に取引を執行する際の価格は、ケース・バイ・ケースで対応している。
- ・ 「BBB格以下の社債であれば、実際に取引を執行する際の価格は、ケース・バイ・ケースである。」といった意見に関連して、基本的に、BBB格以下の社債の売買を行う場合には、当事者間では業者間の約定値段を把握していると思われる。
- ・ 我が国社債市場において、社債の価格情報は多い方が良いと思う。ただし、社債の価格情報を増やすのであれば、信頼性が確保された情報でなければならない。
- ・ 本部会における論点は、第一に社債の取引情報の公表であるが、さらに言えば、売買参考統計値の精度の向上、取引の透明性の向上及び流動性の向上であると思う。今後、社債の取引情報が公表されれば、間違いなく、取引の透明性が向上すると思われる。
- ・ 現在の売買参考統計値は、実際の取引執行から数日経過した後、約定値段に近づいてくると思われる。今後、社債の取引情報が公表されれば、売買参考統計値の修正のタイミングが早くなるのではないかと感じている。ただし、証券会社としては、社債の取引情報の公表に伴い、どの程度、流動性の向上に寄与するのか、想像ができない。
- ・ 日米の社債市場では構造的な違いがあるため、社債の価格情報インフラの整備が、我が国社債市場の活性化に直接結びつくかは疑問である。特に、高格付銘柄に関しては価格情報インフラが整備されたとしても、我が国社債市場の活性化に直接繋がるのか、若干疑問である。

- ・ リーマン・ブラザーズ証券破綻前であれば、我が国では、デフォルトする銘柄が限られていたため、投資家としては、満期まで社債を保有していれば、期中に価格が下落したとしても、額面で償還されると考えていたと思う。したがって、リーマン・ブラザーズ証券破綻前であれば、そもそも、正確な社債の価格情報を必要としなかった市場参加者も多かったかもしれない。
- ・ 最近では、我が国でも社債のデフォルトの事例が見受けられるようになったため、投資家は、期中に社債を売却したいニーズを持っていると思われる。その際現在の売買参考統計値と実際の売却価格が乖離していると、投資家としては、期中に社債を売却しづらいかもしれない。したがって、今後、低格付社債の詳細な取引情報等の価格情報が開示されるようになれば、取引価格の透明性も増すことから社債市場の活性化に繋がる可能性があるのではないかと思う。
- ・ 社債の取引情報が公表されれば、① 取引情報が売買参考統計値にフィードバックされること、② 投資家が取引情報と売買参考統計値の各々の情報を把握できること、③ 証券会社において、取引情報と自社で算出している気配値との乖離を修正するうえで、タイムラグが短くなるインセンティブが働くことなどのメリットが考えられる。
- ・ ほふりから「ほふりで把握できる取引情報は、非常に少なく偏ったものである。」との説明があったが、ほふりの取引情報が公表されれば、売買参考統計値の精度向上のために一定の効果が見込まれるため、ほふりの取引情報が公表されることが、マイナスの要素にはならないと感じている。
- ・ 機関投資家の立場としては、社債の取引情報の公表について、ニュートラルな姿勢である。取引情報の公表に賛成ではなくニュートラルである理由は、手口情報が漏れる懸念があるためである。
- ・ 機関投資家としては、ある社債を売りたいとき、複数の証券会社との間で価格交渉を行っているため、1ヶ月に1件～2件の売買しか成立しない社債であれば、社債の取引情報の公表方法次第では、市場参加者において、どこの機関投資家が、ある社債を売っているのか把握できることになる。
- ・ 社債の取引情報が公表されていなければ、最終的に約定が成立した証券会社以外は、取引情報を把握することができないが、今後、社債の取引情報が公表されれば、価格交渉を行ったものの、約定が不成立となった証券会社では、どのような取引価格で、最終的に約定が成

立したことを把握できるようになる。このレベルの情報が社債市場の透明性に貢献するのであれば、投資家としては、社債の取引情報が公表されても、特段問題ないと思う。ただし、投資家としては、例えば「この社債は、この値段で、XとYとの間で約定が成立した。」といった取引情報まで公表されるのであれば問題であると考える。

- ・ 社債の取引情報が公表されることによる投資家のメリットは、最安の Offer の価格で、社債を買える可能性が高くなることである。現在、当社が、ある社債を買いたいとき、複数の証券会社と交渉するが、各証券会社によって、多少、Offer の価格に乖離がある状況である。今後、取引情報が公表されれば、最安の Offer の価格に収斂される可能性があり、それが実現できれば、投資家としてのメリットは大きい。
- ・ 社債の流動性に関する論点としては、今後、投資家サイドの投資行動が変わらなければ、速やかに流動性が向上することは難しいと考える。機関投資家としては、社債投資に際して、頻繁に売買を繰り返すことを想定していない。つまり、機関投資家は、キャピタルゲインを追求する投資行動ではなく、継続的に社債を保有してキャリーを獲得する投資行動である。
- ・ 本部会では、まずは、社債の取引価格の透明性を図ることが趣旨であり、今後、その趣旨に沿って、議論を進めて頂きたい。
- ・ 社債の取引情報の公表は、手口情報の公表ではない。マーケットの噂で、手口情報が把握できることがあるかもしれないが、具体的に、誰と誰が売買を行ったことを公表するものではないと認識している。
- ・ 今後、社債の取引情報を公表するのであれば、「取引情報が公表された瞬間は良いかもしれないが、月に1回、若しくは数ヶ月に1回の取引頻度の社債の取引情報とは、本当に有用な情報と言えるのか。」について、慎重に検討する必要がある。
- ・ ほふりの説明で認識できたことは、① 売買参考統計値は実勢価格とタイムラグがあり、乖離していること、② ほふりで把握できる取引情報は、非常に少なく偏ったものであることから、取引情報の公表に際して、ほふりのデータをメインストリームと位置付けることが難しいことである。
- ・ ブローカーサイドとしては、取引情報を公表するのであれば、何らかの協力を行う必要がある。また、取引情報の公表と同時に、売買参考統計値の精緻化を目指すのであれば、証券会社に対して、何らかのインセンティブが働くことを前提として、何らかの協力を行わなければならないと考える。

- ・ 今後、ブローカーサイドが中心となって、取引情報の公表と売買参考統計値の精度の向上を目指すのであれば、証券会社としては、コスト的にも人的にも負担が大きくなるのではないかと心配している。
- ・ 本部会では、少なくとも、「取引情報を公表すれば、売買参考統計値を廃止しても良い。」、若しくは「売買参考統計値の精緻化が図れるのであれば、取引情報を公表しない。」いずれか一方の議論ではなく、合せて検討を行っていく必要があるとの印象を受けた。
- ・ 社債の取引価格の透明性を図るために、その目的と効果を問いかけながら、議論を行わなければならないと思う。社債市場を活性化するためには、複数の手段を用いて、複合的に考えていく必要があると思われる。
- ・ 配付資料1の15頁の「保振の約定照合データと売買参考統計値との比較(3) BBB格以下」を見れば、売買参考統計値と大きく乖離した低い価格で取引が行われている。我が国の機関投資家は、BBB格から格下げになりそうであれば、見切り売りしなければならない投資基準があるため、このような低い価格で取引が行われていると思われる。
- ・ 今後、社債の取引情報が公表された場合、見切り売りされた価格も取引価格として公表されることから、取引情報の公表に際しては、欧米の取引情報の報告体制を踏まえた上で、検討を進める必要があると思う。見切り売りされた取引価格が着目されて、「BBB格とは、売買参考統計値から大きく乖離した低い価格で取引が行われている。」と認知されれば、市場参加者は混乱を起こすのではないかとと思われる。
- ・ 「保振の約定照合データと売買参考統計値との比較(3) BBB格以下」の事例は、非常に特別なケースであると思われる。この事例だけを持って、売買参考統計値の報告を行う指定報告協会員の努力を否定されるのであれば、非常に残念である。
- ・ 今後の議論の方向性として、社債の取引情報の公表を検討していくことには違和感はない。ただし、低格付社債の取引情報の公表は、非常にデリケートな問題であるため、今後、慎重に検討しなければならないと思う。
- ・ 取引情報の公表は、取引の当事者のみならず、発行会社のコンセンサスも得る必要があるように思われるため、どのようにコンセンサスを得ていくのか等、検討すべき事項はまだ非常に多いと思う。
- ・ 売買参考統計値の問題点は、高格付社債以外の社債が実際の約定価格と売買参考統計値と

の間で、大きく乖離していることである。売買参考統計値は、会計処理に際して広く利用されていることから、会計的な見地で言えば、現状の売買参考統計値の精度で、今後とも、会計処理の基準として利用し続けて良いのか、疑問である。

- ・ 取引情報の公表と売買参考統計値の精度の向上を目指すことは、証券会社にとって、大きな負担となるため、今後、社債市場の活性化を図る観点で、どのように検討を進めれば良いのか、難しい問題であると感じた。
- ・ 会計的な見地で言えば、売買参考統計値と取引価格のどちらを公正価値とするのかは、難しい問題であると思う。発行会社は、実際の取引価格を無視することが難しいものの、財務諸表の作成に際して、「この価格は、見切り売りされた価格で公正価値ではない。」といった判断を検討しなければならない。
- ・ 「売買参考統計値は、実勢価格を反映していないため、今後、売買参考統計値を公表すべきではない。」といった方向であれば、財務諸表作成者は、売買参考統計値が利用できない（公表された価格がない）ため、社債の公正価値を合理的に見積もらなければならない。企業会計基準委員会が公表している「公正価値測定及びその開示に関する会計基準（案）」によれば、公表された価格がなければ、レベル3の公正価値に該当することになる。
- ・ レベル3の公正価値とは、一番低いレベルであり、我が国社債市場が活発ではない市場と分類されることになる。したがって、レベル3の公正価値では、社債市場の活性化を妨げることになりかねないため、本部会では、社債の取引情報を公表する方向で、議論を進めた方が良いと考える。
- ・ 本部会では、高格付社債と低格付社債は区分し、また、個人投資家の約件数は多いと思われるが取引のロットは小さいことから、まずは、リテールを切り離してホールセールに絞って議論行った方が良いのではないかと考える。

## (2) 公社債店頭売買参考統計値の信頼性の向上について

- ・ 売買参考統計値制度は、我が国社債市場において、市場参加者が安心して取引をするための必要不可欠なインフラであるが、インフラの改善が遅れている認識を持って、その検討を進めなければならない。
- ・ 投資家としては、売買参考統計値に基づいて、活発に社債市場へ参加することができれば良いと考えており、一方で、証券会社としては、活発化された市場でマーケットメイクを行

いながら、収益を挙げることができれば、投資家と証券会社の関係は、Win-Win となるのではないかと考える。

- ・ 指定報告協会員においては、数千銘柄の気配値を算出することが非常に大変であると思われるが、現実的に、取引価格と売買参考統計値に大きな乖離が生じているのは、一部の特定の銘柄ではないかと思う。この特定銘柄とは、コーポレートリスクを抱える会社であると思われるため、その銘柄数は多くないと思われる。
- ・ 更に、数千銘柄のすべての情報を確認して気配値を算出していると言うと、かなりの作業になると聞かえるが、実際のマーケットメイクの現場では日々の引き合いに対して、ビッドがあり、またオファーの価格も日々更新されている。これは、トレーダーの頭の中に、日々更新された各銘柄の属性（年限、格付、等）によるマトリックス化されたイメージがあるから出来ることだと思う。こうした要素を踏まえてシステムティックに対応すれば、売買参考統計値の実勢との乖離が相当改善されるのではないかとと思われる。つまり、現在、各証券会社のトレーダーの頭の中にある暗黙値を形式値にすれば良いのではないか。
- ・ 「フェアプライスとは何か。正しい売買参考統計値とは何か。」といった議論があると思われるが、投資家としては、証券会社がマーケットメイクする意思のある価格を知りたいと考えている。その結果、指定報告協会員毎に提示する気配値にバラツキが大きくなれば、その状況を客観的に知ることが出来れば良い。売買参考統計値として、そのバラツキをどう処理するかは従来通りに透明なルールがあれば良いし、さらに投資家等はそのバラツキ状況を意味のある情報として利用することが出来る。
- ・ 証券会社は、指定報告協会員として、日証協に対して、気配値の報告を行ったとしても、その報告に伴って利益が得られるわけではない。指定報告協会員によって取組みに温度差があると思われる。例えば、日証協へ気配値の報告を行う担当者について、経験豊富な社員ではなく、若手の社員に任せているのではないか。
- ・ 売買参考統計値の精度を向上させるためには、指定報告協会員数を増加させても意味がなく、各指定報告協会員における日証協への報告体制の強化が重要である。したがって、各指定報告協会員における気配値の報告体制を調べたうえで、一定の基準を設け、それを指定報告協会員への就任要件とすることが、売買参考統計値の精度を上げるために実効性があると思われる。
- ・ 機関投資家から見て、売買参考統計値の指定報告協会員数は、多過ぎるのではないかと認

識している。

- ・ 現状、1銘柄当たりの指定報告協会会員数は、5～6社が多く、結果として、上下1社をカットした3社～4社の気配値が公表されていると思う。そのような状況下、更に、指定報告協会会員を絞っても、売買参考統計値の精度が劇的に向上するとは思えない。
- ・ 「指定報告協会会員の中で、気配値の算出・報告への取組みに違いがある。」との意見があったが、市場参加者としては、信頼できる気配値を算出する証券会社を選別できるようになれば、売買参考統計値の精度の向上に寄与するのではないか。
- ・ 懇談会報告書「社債市場の活性化に向けて（以下「懇談会報告書」という。）」では、指定報告協会会員制度の見直しの一つとして、「指定報告協会会員名を公表する。」といった取組案の検討が示されている。この取組みが実現すれば、投資家としては、「BBB 格の銘柄において、このような値段を気配値として報告している証券会社とは、取引ができない。」といった判断が可能となるため、証券会社を選別できるようになると思われるし、結果として、売買参考統計値の精度向上に繋がるのではないか。
- ・ 現在、指定報告協会会員（社債に限る。）は15社あるが、個別銘柄で見ると、実際に報告を行っている指定報告協会会員数は、制度上最低限必要となる5社を多少上回る程度の会員から報告を受けている銘柄がほとんどである。日証協では、報告を受けた気配値の上下をカットし、平均値、中央値、最高値及び最低値を算出して、売買参考統計値を公表している。したがって、実態としては、上下1社から報告を受けた気配値を外しているため、極端な場合、3社平均（指定報告協会会員数が5社の場合）が売買参考統計値となっていることすら考えられる。事務局においては、このような実態について、調査し、本部会で報告して頂きたい。
- ・ 現行制度における売買参考統計値の一番の問題点は、指定報告協会会員にとって、社債の実勢価格を反映した気配値を日証協へ報告するインセンティブが働かないことである。
- ・ 懇談会報告書で示された「指定報告協会会員名を公表する。」といった取組案は、実勢価格から大きく乖離した気配値の報告を防止する観点から、各証券会社にとって、相当、強いインセンティブが働くのではないかと思う。この取組みが実現すれば、売買参考統計値の精度が向上すると思われる。
- ・ 売買参考統計値は、税法や会計処理の評価に利用されていることから、実際の約定価格との間で、可能な限り、乖離しない方が良い。

- ・ 今後の売買参考統計値に関する議論においては、指定報告協会員を絞って、指定報告協会員名を公表するなどの取組みについて、検討を進めなければならないと思う。
- ・ 証券会社としては、非常に多い銘柄について、日々、プライシングすることが現実問題として難しい状況である。
- ・ デイラーは、格付やセグメントに区分して個別銘柄を注視しているが、個別銘柄毎に償還期限などが異なるため、プライシングに若干の差異が生じることから、日々、プライシングを精緻化するためには、証券会社において、相応のリソース（資源）を投入しなければならない。
- ・ 売買参考統計値の精緻化を推進することは賛成であるが、その推進に際して、証券会社では、リソース的に対応できるのか難しい状況にある。例えば、我が国を代表する銘柄から、売買参考統計値の精緻化を推進すれば、証券会社としては、リソース的に対応できるかもしれない。
- ・ BBB 格以下の社債の売買参考統計値は、特別なケースであると整理して、売買参考統計値の公表対象としないといった方法も考えられるのではないか。
- ・ 売買参考統計値は、社債の流通価格の指標として会計上の評価基準などに利用されており、他の情報ベンダー等が公表する価格情報よりも、重要性の高いものである。したがって、市場の実勢価格を反映していない売買参考統計値は、「百害あって一利なし」と言っても過言ではない状況をもたらしていることも珍しくない。本部会では、売買参考統計値の廃止も視野に入れて、検討しなければならないと思う。多くの市場参加者は、売買参考統計値が市場の実勢価格を反映していないと認識している事実を重く受け止めるべきである。
- ・ 一部の証券会社からは、「売買参考統計値を精緻化すれば、証券会社の収益源が失われるため、その精緻化は止めて欲しい。」といった意見もある。しかし、社債市場を活性化するという本部会及び懇談会の目的を考えると、その点は無視すべきであろう。一方、売買参考統計値の精度の向上のために、多くの指定報告協会員が手間を掛けて、約 3,000 銘柄の気配値を算出することは、ナンセンスであると思う。証券会社における費用対効果を踏まえれば、一部の会員が報告を取りやめたり、また、売買参考統計値そのものを廃止する議論が出てもおかしくないと思う。

## 2. 社債レポ市場の整備

- ・ 懇談会報告書では、社債の価格情報インフラを整備することによって、社債市場の活性化を図るといった内容であったが、「社債のセカンダリー市場を活性化するためには、どのようなインフラを整備すべきか。」といった視点で議論を行わなければ、我が国社債市場は、欧米並みの社債市場に追いつけないと思う。
- ・ 社債の取引情報の透明化を図る前提として、社債のセカンダリー市場の活発化が不可欠であり、セカンダリー市場が活発化すれば、プライマリー市場も拡大し、その結果、我が国社債市場が拡大していくと思われる。社債のセカンダリー市場においてほとんど約定が成立していない状況では、社債の価格情報インフラの整備に関する議論に固執しても、大きな意味がないのではないかと。
- ・ 我が国の証券決済機関であるほふりは、決済の照合とそれに基づく振替業務しか行っていない。欧米の証券決済機関では、セカンダリー市場において、レンディング機能など、様々なサービスを提供している。我が国社債市場の決定的な問題点は、セカンダリー市場における市場のインフラが存在しないことであり、インフラを整備しない限り、セカンダリー市場の活性化は有り得ない。セカンダリー市場が活性化しなければ、社債の取引情報の透明性を図ることもできないと思われる。
- ・ 平成 22 年 6 月から、ユーロクリア（香港支店）は、本邦市場において非居住者に対する振替債の利子所得に関する源泉徴収が撤廃されたことを受け、これまで取扱対象ではなかった我が国の振替債（地方債、社債）を取扱の対象に加え、トライ・パーティー・レポの適格債券とし活用が可能になるなどサービスの拡充を図っていると聞いている。このように、ユーロクリアは、積極的に海外市場の商品も取扱うようになってきているが、我が国の証券決済機関であるほふりは、そのような機能を全く持っていない。ユーロクリアのサービスが充実してくれば、振替債について、海外の投資家は、ユーロクリアでそのようなサービスを受けることが可能であるにもかかわらず、本邦の投資家は、母国市場で口座を開設しているほふりがありながら、そのようなサービスを受けられないという不可思議な現象が生じることになる。
- ・ ほふりにおいては、社債の価格情報インフラの問題に限らず、根本的な問題であるセカンダリー市場の活性化に向けて検討を進めていただきたい。本部会においては、社債市場を活性化するために必要な市場のインフラ、法的インフラとは何か、検討していただきたい。
- ・ 社債のセカンダリー市場を活性化させるためには、ディーラーにとって、レポ市場の有無

が極めて大きな意味合いを持つと思う。我が国に社債レポ市場が存在すれば、新発債の発行日当日にその社債を保有していなくても、ディーラーとしては、ツーウェイ（Bid と Offer（Ask））で気配値を公表できると思う。ディーラーが顧客に対して、常に気配値を提供できるか否かは、セカンダリー市場において大きな違いであると思う。

- ・ 国内証券会社では、外資系証券会社のように、多くの債券を保有できないことから、レポ市場が整備されれば、気配値の提供が行いやすくなり、ひいては、我が国社債のセカンダリー市場の活性化に繋がると考えられる。
- ・ 我が国において、社債のレポ市場が整備されなければ、ディーラーは、ツーウェイ（Bid と Offer（Ask））で気配値を提示することは厳しいと考える。なお、営業上の観点で言えば、ディーラーは、ツーウェイで気配値を提示することについて、否定的であると思う。
- ・ 証券会社としては、レポ市場が整備されれば、ツーウェイが可能となることに加え、ポジションを分解することなども可能となるため、社債のレポ市場の整備は、セカンダリー市場の活性化に寄与すると思われる。
- ・ 社債市場の活性化に資するためには、レポ市場の構築とフェイル慣行の確立が最も効果があると思われる。証券会社としては、レポで調整できないケースやレポを失敗したケースを含めて、フェイル慣行として整備できれば良いと思う。
- ・ 高格付社債は、レポ市場が整備されれば、流動性が向上すると思われる。国債は、発行量が多いものの、レポ市場の整備がなければ、現在の市場規模まで発達しなかったと思われる。

## 2. 次回会合

第4回会合を11月15日（月）に開催する。

（配付資料）

配付資料1 証券保管振替機構における債券価格情報について

配付資料2 社債市場の活性化に関する海外調査報告（抜粋）

以 上