

「第4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11月15日（月）午後4時30分～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

社債の価格情報インフラの整備について

事務局から、社債の価格情報インフラの整備について、配付資料に基づき報告・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】

1. 売買参考統計値制度（現状）

- ・ 現行の売買参考統計値制度では、指定報告協会員から報告があった気配値の上下をカット、平均値等を算出しているが、果たして、すべての銘柄について機械的にカットする方法が良いのか。
- ・ 12頁以降の「5. 指定報告協会員別の気配値の推移（平成22年10月中）」を見ると、15頁のD社債（A格、指定報告協会員7社）では、各指定報告協会員が、気配値を下げるタイミングが異なっている。何らかのイベントがあり、その気配値が下がっているのであれば、基本的には同じタイミングで各社の気配値が動くのではないのか。
- ・ 17頁のF社債（BBB格、指定報告協会員7社）では、各指定報告協会員の気配値は、全体に大きな幅で、上下も大きな動きとなっており、売買参考統計値制度としては、単純に気配値の上下をカットして良いのか。異常な動きを見せる気配値のみをカットする方法もあるのではないのか。気配値の上下を機械的にカットする方法は、統計情報として、少し改善した方が良いのではないのか。
- ・ 前回の会合までの議論では、「売買参考統計値の利用価値がない。」、「売買参考統計値を改善することによって、利用価値を高める。」、「指定報告協会員名を公表する。」などといった意見があったが、これらの意見を踏まえて、本日の会合では、忌憚のない意見をいただきたい。
- ・ 投資家から見れば、売買参考統計値が市場実勢を的確に表しているのであれば、是非とも、売買参考統計値を活用したいと考えている。

- ・ 12 頁の A 社債（AAA 格、指定報告協会員 8 社）では、売買参考統計値は、AAA 格の社債であっても、⑧の指定報告協会員の気配値が他社の気配値と比較して大きく乖離しており、当該報告協会員は、市場実勢を把握できていないのではないかと。指定報告協会員においては、この事実を真摯に受け止めなければならない。
- ・ 前回の会合では、「BBB 格の社債以外の気配値ならば、市場実勢を反映している。」といった意見があったが、AAA 格の社債であっても、市場実勢を反映していない現状について、証券会社の意見を聞いてみたい。
- ・ 発行会社としては、社債発行時に、引受主幹事、幹事、シ団に指名、招聘した証券会社に対し、当該社債について流通市場において、しっかりとマーケット・メイクしてくれることを期待している。平均値から乖離した気配値を算出する指定報告協会員に対して、その乖離している理由を確認してみたい。
- ・ A 社債（AAA 格、指定報告協会員 8 社）では、⑧の指定報告協会員の気配値は、他社の気配値と比較すれば大きく乖離しており、また、①と③の指定報告協会員の気配値との間も、50bp 程度乖離している。各指定報告協会員では、若干、市場実勢を気配値に反映するタイミングが異なったため、気配値の変更にズレが生じているのではないかと。
- ・ D 社債（A 格、指定報告協会員 7 社）では、各指定報告協会員は、気配値を下げるタイミングが異なっているが、このタイミングの違いは、指定報告協会員において、実際にポジションを持っている銘柄であれば、その銘柄について注視しているものの、ポジションを持っていない銘柄であれば、その銘柄について注視が不足しているため、市場実勢への変化の対応が遅れるからではないかと。
- ・ 指定報告協会員では、月末であれば、顧客に対して、社債の時価情報を開示するため、自社が算出する気配値が市場実勢を反映しているのかどうか確認を行っており、日本証券業協会（以下「日証協」という。）に対して適切な気配値を報告していると考えます。
- ・ 例えば、指定報告協会員が算出している気配値が平均値から大きく乖離して、5 営業日連続で日証協に対して報告を続けている場合は、指定報告協会員が市場実勢を把握できていないのか、若しくは、指定報告協会員のシステム面に問題があるかもしれない。
- ・ 精度の低い気配値を算出している指定報告協会員では、実務経験の乏しい若手社員に対して、その算出を任せているのではないかと。投資家としては、売買参考統計値の精度の向上の

ために、指定報告協会員が、どのような体制で気配値の算出を行っているのか、実地調査を行えば良いと考える。

- ・ 売買参考統計値発表制度は、10頁の「2. 指定報告協会員制度 (2) 具体的な指定基準③ 組織体制・人員構成」にあるとおり、日証協は、自主規制規則「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」において、適切な気配値を報告できる能力が欠如している指定報告協会員について排除する仕組みを構築している。日証協では、市場実勢を反映していない気配値を報告する指定報告協会員について把握していたにもかかわらず、自主規制規則に基づき、どのような審査を行っていたのか。当時の議論に参加した指定報告協会員としては、適切な気配値を報告できる能力が欠如している指定報告協会員が排除されたと考えていた。
- ・ 日証協においては、不適切な気配値を報告する指定報告協会員に対して、どのような対応を行っているのか。
- ・ 日証協では、日々、売買参考統計値の監視業務を行っており、他の指定報告協会員と乖離した気配値が報告された場合、当該指定報告協会員に対して、電話により、当該気配値の確認を行っているが、ご指摘のとおり、確認不足があったのではないかと感じている。
- ・ また、日証協では、自主規制規則に基づき証券会社への監査を実施しているが、指定報告協会員の組織体制・人員構成についても監査対象としている。
- ・ 指定報告協会員では、自社が算出した気配値が、各社が算出した気配値の上限又は下限であったため、カットされた事実を認識しているのか。
- ・ そもそも、継続的に平均値から大きく乖離した気配値を算出している指定報告協会員においては、自社が算出する気配値が適切であると考えて乖離した気配値を算出しているのか。それとも、自社の組織体制が整備されていないため、継続的に平均値から大きく乖離した気配値を算出していることを認識できていないのか。
- ・ 日証協では、指定報告協会員から報告があった売買参考統計値の上下カット後の最高値と最低値を公表しており、指定報告協会員では、自社が算出した気配値がカットされた事実を認識できていると理解している。
- ・ 指定報告協会員においては、日々の売買参考統計値の最高値と最低値を確認することによって、自社が算出している気配値が平均値から大きく乖離して、日証協に報告を行い続けて

いることについて、確実に認識しているのか。

- ・ 日証協では、継続的に平均値から大きく乖離した気配値を報告している指定報告協会員に対して、電話により連絡を行い、その気配値が適切であるかどうかの確認を行っている。
- ・ 「日証協では、日常的に異常な気配値を監視しており、その気配値を報告している指定報告協会員に対して、確認作業を行っている。」とのことであるが、その異常値の多くのケースは、指定報告協会員による事務処理上の単純なミス等に起因するものと思われる。しかしながら、指定報告協会員としては、その多くのケースについて、日証協による確認作業等を受けて、正式な公表までに訂正を行っているのではないかと認識している。
- ・ A社債（AAA格、指定報告協会員8社）では、⑧の指定報告協会員の気配値は、継続的に平均値から大きく乖離している。このケースも事務処理上の単純なミスかもしれないが、いずれにせよこのようなケースは、日証協しか把握することができない。日証協では、このようなケースの場合、継続的に平均値から大きく乖離した気配値を報告する指定報告協会員に対して、もう少し強く指導を行っても良いのではないかと認識している。
- ・ A社債（AAA格、指定報告協会員8社）では、⑧の指定報告協会員の気配値は、継続的に平均値から大きく乖離していることから、日証協において、その指定報告協会員に対して、審査機能の強化が図られれば良いのではないかと認識している。
- ・ 指定報告協会員では、日証協に対して、恒常的に平均値から大きく乖離した気配値を報告していれば、その状況が習慣化して、その状況に気付くことが遅れると思われる。例えば、5営業日若しくは10営業日連続で、指定報告協会員が算出している気配値が平均値から大きく乖離した場合は、アラーム機能が発動する仕組みを構築できれば良いのではないかと認識している。
- ・ 売買参考統計値の平均値は、各指定報告協会員が近似の気配値を算出しているケースとその気配値が分散しているケースが存在する。売買参考統計値制度では、投資家は、気配値が分散している状況を把握できないため、仮に、その気配値が分散しているのであれば、日証協においては、その状況を公表しても良いのではないかと認識している。
- ・ 平均値から大きく乖離した気配値を算出している指定報告協会員において、特段の理由もなく、その気配値を算出している場合には、例えば、何らかのガイドラインを作成して、市場実勢を反映した気配値を報告する指定報告協会員ヘインセンティブを与える仕組みを構築

築すれば、平均値から大きく乖離した気配値を算出する指定報告協会員がなくなるのではないか。

- ・ 「5. 指定報告協会員別の気配値の推移（平成22年10月中）」は、格付別に無作為に抽出した6銘柄の月中の気配値の推移が示されているが、これをもって格付毎の気配値の傾向が示されているとは、簡単に判断できないのではないか。
- ・ 指定報告協会員から見て、特定の指定報告協会員の気配値が平均値から乖離していたため、「その気配値が異常である。」とは、必ずしも言い切れないのではないか。
- ・ A社債（AAA格、指定報告協会員8社）では、⑧の指定報告協会員の気配値が平均値から大きく乖離しているため、各委員においては、誤った気配値であると認識しているかもしれないが、果たして、約定値段は、どの程度か。指定報告協会員としては、実際の約定値段が把握できなければ、「指定報告協会員8社による気配値の推移を根拠として、⑧の指定報告協会員の気配値は誤りである。」といった認識について違和感を覚える。その他の気配値と比較して、⑧の指定報告協会員の気配値の方が実際の約定値段に近ければ、その気配値は、市場実勢を反映していると言えるのではないか。
- ・ 日証協としても、⑧の指定報告協会員の気配値が必ずしも誤りであるとは考えていない。約定値段を把握されている証券保管振替機構（以下「ほふり」という。）からご協力をいただき、次回以降の会合において、指定報告協会員別の気配値の推移に約定値段を追加した資料を提示させていただきたい。
- ・ 売買参考統計値は、各指定報告協会員が算出する気配値の平均値を採用することとされているが、例えば、高格付の銘柄や社債市場が安定しているときであれば、各社気配値が平均値付近に収斂するケースが多いと思われるので問題はないはず。一方、低格付の銘柄や社債市場が混乱しているときは、気配値にバラつきが生じることが想定されるので、平均値である売買参考統計値については、ある程度の注意を持って見る必要があろう。
- ・ 「5. の指定報告協会員別の気配値の推移（平成22年10月中）」で、気配値にバラつきが生じることが、各指定報告協会員のポジションが異なることから、当然、起こりうることであり、そのことは、投資家が認識しなければならない。

2. 売買参考統計値の信頼性の向上

(1) 指定報告協会員名の公表について

- ・ 売買参考統計値の精度を向上するためには、指定報告協会員に対して、適切な気配値を算出するインセンティブを与える方法が最も良いのではないか。各指定報告協会員において、不適切な気配値を算出しようとは考えていないはずであるが、適切な気配値を算出しなければ、何らかのデメリットが生じる状況を構築することが好ましいのではないか。
- ・ 指定報告協会員に対して与えるインセンティブとは、具体的に、どのようなことを想定しているのか。
- ・ 指定報告協会員に対して与えるインセンティブとして、指定報告協会員名の公表が考えられる。指定報告協会員名が公表されれば、投資家に対する牽制機能が働くことになる。また、気配値と指定報告協会員名が同時に把握できることは、市場参加者から各指定報告協会への評価に繋がることになる。したがって、気配値が指定報告協会員名と同時に把握できる売買参考統計値制度とすることが、指定報告協会員に与えるインセンティブとして、最も効率的ではないかと考える。
- ・ 過去、平成13年から14年にかけて日証協に設置された「公社債基準気配制度に関する検討部会」（以下「公社債基準気配検討部会」という。）において、売買参考統計値の性格・位置付けや、指定報告協会員名の公表、社債の公表銘柄数等について議論を行った。
- ・ 当時の名称であった「公社債基準気配」を「売買参考統計値」へ変更した。その変更理由は、売買参考統計値が売買の参考となることを目的としたものであり、売買参考統計値とは、「単なる統計値」であることを明確にするためである。
- ・ 指定報告協会員名は公表しない考え方であった。指定報告協会員名が公表されなくても、各指定報告協会員では、当然ながら、自社が算出した気配値に責任を持っており、仮に、不適切な気配値を報告する指定報告協会員があれば、日証協では、その指定報告協会員を審査のうえ、排除するという仕組みであった。
- ・ デイラーの立場としては、本来であれば、デイラー自身が把握していない銘柄について、物理的に気配値を算出することができない。売買参考統計値は、「単なる統計値」であるため、気配値を算出する指定報告協会員名を公表することは、実現不可能ではないか。
- ・ そもそも、指定報告協会員名の公表は、各指定報告協会員の手の内をすべて晒すことになり、各指定報告協会員において、本当に指定報告協会員名を公表することに同意するのかど

うか、疑問を持っている。

- ・ 公社債基準気配検討部会で議論が行われていた当時は、我が国社債市場の価格情報としては、日証協が公表していた公社債基準気配を除けば、野村証券が提供していた「ボンドMIS」や、各証券会社が顧客の求めに応じて店頭で表示していた価格が存在した程度であった。
- ・ 現在では、日証協の売買参考統計値のほか、債券標準価格（Japan Standard Bond Price／以下「JS Price」という。）やブルームバーグ公社債基準価格（BLOOMBERG YEN BOND FIXING PRICE／以下「BBYF」という。）など、複数の価格が存在していることから、売買参考統計値は、必ずしも、我が国で発行されるすべての社債をカバーする絶対的な存在である必要はないのではないか。
- ・ 機関投資家としては、指定報告協会員にインセンティブが働いていない現状において、各社が1千以上の銘柄について相当な労力をかけ気配値を算出されていることについて申し訳なく思っているが、指定報告協会員においては、気配値を算出している限り、その気配値の精度の向上に向けて取組んでいただきたい。
- ・ 指定報告協会員に対して与えるインセンティブを考えた場合、一般的には、適切な気配値を算出する指定報告協会員に対して、何らかの手数料を支払うことが適切なインセンティブと言えるのではないかと。例えば、指定報告協会員名を公表するといった、ネガティブなインセンティブ（いわゆるペナルティ）を指定報告協会員に与えることは、我が国社債市場を活性化するうえで重要であるかもしれないが、そもそも、インセンティブを与えられていない指定報告協会員に対して、ペナルティを与えることには疑問であり、問題とはならないか。
- ・ 指定報告協会員に対するインセンティブとして、何かないのかと言え、指定報告協会員名の公表が考えられるが、売買参考統計値の精度の向上のために、その他の良い方法があるのであれば、その方法でも良いのではないかと。
- ・ 指定報告協会員名が公表されて、市場参加者に選ばれるようになり、強いインセンティブが働けば、市場参加者に選ばれない指定報告協会員は、市場参加者からの評価を落とすこととなり、日証協に対して気配値の報告を怖くて行わなくなる状態になるのであれば、指定報告協会員名を公表する意味はない。
- ・ 現在、売買参考統計値は、実態上、決算期末における会計処理の評価の時価として利用されており、各指定報告協会員が社内で売買のため保有している算定時価とは明確に区分されている。今後、指定報告協会員名が公表されるのであれば、売買参考統計値として算出され

る気配値は、各指定報告協会の社内で売買のため保有している算定時価とは異なることを明確にするなど、売買参考統計値の公表に際して、その公表方法等に注意しなければならないのではないか。

(2) 指定報告協会数、社債の発表銘柄数及び社債の価格情報の公表について

- ・ 指定報告協会数を増やすことは、各社において適切な気配値が算出されることを前提とするのであれば、統計面では良いことであるが、不適切な気配値が算出されるのであれば、指定報告協会を増加させる意味はない。
- ・ 「経済学者であるケインズの美人投票」のように、指定報告協会においては、自社が考える気配値とは異なるものの、他の指定報告協会が算出している気配値に近づけて、気配値を算出することがあるかもしれない。仮に、他の指定報告協会が算出する気配値と乖離した気配値を算出するのであれば、その指定報告協会は、乖離している相応の理由が必要である。
- ・ 11頁の「4. 社債の発表銘柄数と報告社数別の内訳（平成22年10月29日現在）」では、社債の報告社数は6社が最も多い。その理由は、シティグループ証券と日興コーディアル証券の関係の変化に伴って、新たに日興コーディアル証券が指定報告協会となり、報告社数が5社から6社へ増加したためである。
- ・ 11頁の「3. 社債の指定報告協会・証券会社16社（平成22年10月29日現在）」の報告銘柄数を見ると、1,000銘柄以上の気配値を算出している指定報告協会が7社（うち、2,000銘柄以上が6社）もある。この7社のうち、本当に市場実勢を反映した気配値を算出している指定報告協会は、何社存在するのか疑問を持っており、例えば、主幹事証券を務めた銘柄のみ、日本証券業協会（以下「日証協」という。）に指定報告協会として気配値の報告を行った方が良いのではないか。
- ・ 社債の指定報告協会に、証券界の最大手である野村証券が参加していない。野村証券によれば、日証協への報告時限に間に合わないことなどの理由により、指定報告協会に就任していないと聞いている。各指定報告協会において、報告時限の問題が主な要因となって、適切な売買参考統計値を算出できていないのではないかと考える。
- ・ 発行会社としては、発行に関与した証券会社、特に主幹事証券会社に対して、その社債について、実際に売買ができる価格を提示して欲しいと考えている。

- ・ 本来であれば、指定報告協会が算出する気配値によって売買が成立しなければならない。指定報告協会が算出した気配値の中に、気配値の乖離が大幅なものがある。その値段で本当に売買できるものであれば、他の証券会社や投資家が、その証券会社から安く買って、市場で高く売る、或いは、市場から安く買って、その証券会社に高く売るという裁定取引が成立し、そのような売買によって気配値が収斂されるはずである。この気配値が売買実勢を反映しないものであるなら、社債市場の活性化を図ることはできない。
- ・ 社債の発表銘柄のうち、ほとんどの銘柄の気配値を算出している指定報告協会としては、日証協に対して、気配値を報告している限り、適切な気配値を報告しなければならないと考えているため、それ相応のコストをかけて組織体制を整備している。
- ・ 当社は、指定報告協会として多くの銘柄の気配値を算出・報告しているが、売買参考統計値を担当する人員が多くないことから、現状の組織体制について辛いと感じているのが本音である。
- ・ 今後、売買参考統計値の正確性を優先するために、指定報告協会において、市場実勢を把握することが困難な銘柄について、報告対象銘柄から除外する方向で議論を進めるのであれば、指定報告協会としては、その方向性で検討を行ってみたい。
- ・ 指定報告協会であると同時に、売買参考統計値を利用する証券会社としては、果たして、社債の発表銘柄数が減少して良いのかといった考え方も持っている。指定報告協会としては、報告対象銘柄数が減少すれば、事務的な負担の軽減が図れるものの、ある程度、社債の発表銘柄数が維持されなければ、売買参考統計値制度が成り立つのか危惧するところである。
- ・ 売買参考統計値発表制度は、7頁の集計・公表方法にあるとおり、指定報告協会が5社未満となれば、当該銘柄は、売買参考統計値の算出対象外となる。このようなケースで、指定報告協会では、発行会社から、指定報告協会に就任して欲しい旨の依頼を受けたことがある。
- ・ 現在、格付が極端に低下したことなどから、日証協への気配値の報告が不適切ではないかと考える銘柄が数銘柄あり、それらの銘柄について、報告対象銘柄から除外するといった対応を検討する必要があるかもしれない。
- ・ 指定報告協会数が少ないために、発行会社から指定報告協会への就任依頼があった場合、その就任後、指定報告協会では、銘柄の状況を分析したうえで気配値を算出している

のか。

- ・ 投資家からは、「売買参考統計値の発表銘柄である場合は、過言かもしれないが、『ある意味、その銘柄はステータスがある。』と、一方、売買参考統計値の発表銘柄でない場合は、その銘柄の売買を行いつらい。」と聞いたことがある。その銘柄の指定報告協会員に就任するのであれば、指定報告協会員としては、当然ながら、その銘柄の動向を注視するようにしている。
- ・ 公社債基準気配検討部会では、我が国社債市場の活性化を図っていくため、可能な限り多くの銘柄の気配値を発表することとした。社債の発表銘柄数は、維持する考え方であった。過去には、指定報告協会員が1社減少すれば、社債の発表銘柄数も複数銘柄減少していた。主幹事証券会社の銘柄のみ気配値を報告する売買参考統計値制度とするのであれば、社債の発表銘柄は相当数減少する。
- ・ 過去の約定実績がない銘柄について、投資家等から会計処理上何らかの参考となる値段が欲しいといったニーズがあったため、多くの指定報告協会員は、社債の発表銘柄数を維持してきた。
- ・ 社債の発表銘柄のうち、ほとんどの社債の気配値を算出している指定報告協会員は、我が国社債市場を守らなければならないという使命感の下、その発表銘柄数を維持すべく、大変な労力を重ねて気配値の算出を行っており、その努力によって、現在の売買参考統計値制度が構築されていると考えている。
- ・ 今後、本部会において、売買参考統計値の精度の向上のため、社債の発表銘柄数を維持する方針を変更するのであれば、社債市場の活性化に向けて、別途、現行の売買参考統計値とは名称も内容も異なるものを検討しなければならないのではないかと。
- ・ 指定報告協会員では、日証協に対して、多くの銘柄の気配値を報告するのであれば、それ相応の分析、作業量が必要となってくる。一方で、指定報告協会員が得意とする分野の銘柄に報告対象を絞るのであれば、精度の高い気配値を報告できるのではないかと。
- ・ 各指定報告協会員では、算出方法が若干異なるものの、基本的には、実際の売買動向を踏まえ、ベースとなる金利に銘柄に応じたスプレッドを勘案し、気配値を算出しているのではないかと。
- ・ 指定報告協会員では、日証協に対し報告する気配値の銘柄数を絞ったとしても、この様に、

機械的な処理によって気配値を算出しており、売買参考統計値の精度の面では、現状と比較しても同じレベルであると思う。仮に、日証協に対して報告する気配値の銘柄数を絞るのであれば、指定報告協会員としては、どこまで絞れば良いのか検討しなければならない。

- ・ 「3. の社債の指定報告協会員・証券会社 16 社（平成 22 年 10 月 29 日現在）」の報告銘柄数を見ると、ほぼすべての銘柄の気配値を算出している指定報告協会員と、自社で把握できる気配値のみ算出している指定報告協会員と二極化しており、中間的な位置付けの指定報告協会員が少ない状況である。
- ・ 仮に、不適切な気配値を算出した指定報告協会員に対してペナルティを課すとともに、社債の取引情報も公表するのであれば、今後、「社債の取引情報の公表のみで十分ではないか。」といった議論が起こるのではないか。我が国社債市場は、流動性が非常に低いため、社債の取引情報が公表されたとしても、取引価格等を把握できる銘柄が限定的であることから、流動性の低い銘柄は、その取引情報が減少することも想定しなければならない。
- ・ 我が国社債市場では、多くの銘柄情報を求めているのか。それとも、社債の取引情報又は適切な気配値を求めているのか。どちらを求めていくのか、若しくは両方を求めていくのかについて、適切に整理すべきではないか。
- ・ 我が国社債市場では、売買参考統計値については、指定報告協会員によって適切な気配値が算出されて、日証協によって、ある程度幅広い銘柄の気配値を公表することが最も望ましいのではないか。
- ・ 当社（証券会社）では、貸付債権担保住宅金融公庫債券（RMBS／Residential Mortgage-Backed Securities）のトレーダー業務において、ツーウェイ（Bid と Offer（Ask））で気配値を提示していたが、ある証券会社の気配値が市場実勢と乖離していたことから、実際に売買を行うために、ある証券会社に対して確認したところ、「この気配値はリサーチとして提示しているため、実際には売買できない。」とのことであった。
- ・ トレーダーの立場としては、数十銘柄の気配値を提示するだけでも非常に大変であり、そもそも、指定報告協会員が、日々、約 2,000 銘柄以上の社債について、市場実勢を反映した気配値を日証協に報告すること自体、非常に厳しいのではないか。
- ・ 今後、社債の取引情報の公表を行うのであれば、指定報告協会員としては、売買参考統計値の精度の向上の議論よりも、全銘柄の社債の取引情報の公表の是非について、優先的に議論を行うべきであると考えます。

- ・ 「社債市場の活性化に関する懇談会」では、その報告書「社債市場の活性化に向けて」において、「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。」と取りまとめられており、同懇談会では、今後、社債の取引情報を公表する制度を導入する場合、導入当初から全銘柄の社債の取引情報を公表する方向での議論は行われていない。
- ・ 投資家においては、全銘柄の社債の取引情報が公表されれば喜ぶしいが、そもそも、我が国社債市場の流動性が低いことから、流動性が高い銘柄であっても、1日に1回若しくは週に1回程度の約定が成立する程度の状況である。したがって、投資家としては、我が国社債市場の流動性の低い現状を踏まえれば、まずは、売買参考統計値の精度向上のための議論を行わなければならないと考える。
- ・ 社債の発表銘柄のうち、ほとんどの社債の気配値を算出している指定報告協会会員としては、ある程度割り切った考え方で、機械的に、スプレッドを踏まえ、気配値を算出している。したがって、このような指定報告協会会員にとっては、指定報告協会会員名の公表は、マイナスのインセンティブしか働かない。例えば、当社が、A社債（AAA格、指定報告協会会員8社）の⑧の指定報告協会会員であれば、指定報告協会会員として恥ずべき事態であるため、この事態は、マイナスのインセンティブとなる。
- ・ 指定報告協会会員では、2,000以上のすべての銘柄について、常に注視することが現実的には厳しい状況にある。指定報告協会会員として算出しやすい気配値は、流動性の高い銘柄であるが、一方で、市場参加者が求めている気配値は、流動性の低い銘柄である。ディーラーとしては、流動性の低い銘柄の気配値を算出することが難しく、各ディーラーの推測によって、気配値を算出しているのではないと思われる。
- ・ 売買参考統計値の精度を向上するためには、指定報告協会会員名を公表するのではなく、社債の取引情報の公表を通じて、指定報告協会会員が社債の取引情報を確認し、その都度、算出する気配値を変更する方法が良いのではないかと考える。実際にポジションを持っていない指定報告協会会員においても、社債の取引情報が公表されれば、市場実勢を反映した価格を認識できるようになる。
- ・ ほふりて把握できる社債の取引情報は少ないのかもしれないが、まずは、その取引情報の公表を通じて、売買参考統計値の精度を向上させることが有効な手段ではないかと考える。

- ・ D社債（A格、指定報告協会員7社）では、各指定報告協会員が、気配値を下げるタイミングが異なっているため、「何らかのイベントがあり、その気配値が下がっているのであれば、基本的には同じタイミングで気配値が動くのではないのか。」といった意見があったが、このタイミングの違いは、売買動向を把握する証券会社の情報力によって生じているのではないか。
- ・ 機関投資家としては、社債の取引情報の公表について、売買動向が同時に把握されることになるため、慎重な立場であるが、仮に、社債の取引情報が公表されれば、各指定報告協会員では、売買動向を把握するタイミングが速くなるため、気配値においても、速やかに市場実勢を反映できるのではないか。
- ・ 指定報告協会員としては、社債の取引情報が公表されれば、例えば、A社債（AAA格、指定報告協会員8社）の⑧の指定報告協会員のように、他の指定報告協会員と比較して、大きく乖離した気配値を算出する指定報告協会員が存在しなくなるのではないかと思う。
- ・ 社債の取引情報が公表されれば、例えば、異常な気配値を算出している指定報告協会員名を公表しなくても、その気配値は、自然と収束していくのではないか。
- ・ 投資家としては、指定報告協会員において、毎日、数千銘柄の気配値を算出する大変さを認識することができた。
- ・ 投資家としては、多くの指定報告協会員によって気配値が算出されて、かつ、その気配値が市場実勢を反映した適切なものであれば、社債投資に当たって、売買参考統計値を活用していきたい。
- ・ 指定報告協会員において、取引する意思のある価格で気配値が算出されているのであれば、売買参考統計値の精度が向上するのではないか。
- ・ 投資家から見て、社債の取引情報が公表された場合、指定報告協会員が算出する気配値と実際の約定値段が近づいていても、その気配値が適切であるとは言い切れないと思われる。逆の見方をすれば、各指定報告協会員によって、バラつきのある気配値が算出されていたとしても、そのバラつきに合理性があるのであれば、適切な気配値と言えるのではないか。
- ・ 社債の取引情報の公表は、売買参考統計値制度と相互に補完する方法で構築できれば、非常に有意義な価格情報となるのではないか。
- ・ ほふりでは、社債の取引情報について把握できる内容が非常に限られているものの、売買

参考統計値の精度向上のために良い影響を与えるのであれば、その取引情報の公表に向けて協力させていただきたい。

- ・ 欧米社債市場では、基本的に、電子的な価格情報システムが構築されていることから、今後、我が国社債市場においても、電子的な方法で、取引ベースの約定価格を把握できる仕組みを検討できれば良いのではないか。
- ・ 社債の取引情報が公表できるようになった場合は、同じ銘柄について、売買参考統計値制度と社債の取引情報の公表制度を同時に開始させるのか。若しくは、社債の取引情報が公表できる銘柄は、売買参考統計値が公表されなくなるのか。
- ・ ほふりで把握している社債の取引情報を公表する場合は、約定成立後、どのタイミングで取引情報を公表できるのか。
- ・ ほふりの決済照合システムでは、社債の約定成立後、約定日の当日中に売買当事者間で確認を行ったうえで、約定照合処理を完了させることになっている。決済照合システムは、電子的な価格情報システムではないため、社債の約定成立後、直ちに、その取引情報を把握できる仕組みではない。
- ・ ほふりでは、約定日の当日中に社債の取引情報を把握できるものの、その日のどのタイミングで約定照合処理が行われたかまでは把握できないため、実態としては、約定成立後、ほふりが、その取引情報を把握できるまでは多少のタイムラグがあると考ええる。

(3) 社債の会計処理上の評価

- ・ 例えば、決算期末の1か月～2か月前に、投売りされた取引でないことを前提に、社債の約定が成立し、その後決算期末までに約定がなかった場合は、決算期末における会計処理の評価として、社債の取引情報若しくは売買参考統計値のどちらかを利用するのか検討が必要ではないか。
- ・ 公認会計士の立場から見れば、市場参加者は、決算期末における会計処理の評価には、一義的には、取引価格を利用すると考えられる。
- ・ 例えば、決算期末の1か月～2か月前に、社債の約定がありその後約定がない場合、公認会計士としては、決算期末における会計処理の評価として、当該取引価格は利用できないと考える。その1か月～2か月の間の市場動向を踏まえて、取引価格を調整しなければ、決算

期末における会計処理の評価として不適切であると考える。

- ・ 仮に、決算期末の1か月～2か月前の取引価格と決算期末の売買参考統計値がある場合、公認会計士としては、売買参考統計値について、どの程度の精度が確保された気配値であったのかを確認しながら、どちらの価格情報を利用するのか検討すると思われる。
- ・ その他の評価としては、仮に、決算期末の2週間前の取引価格と決算期末の売買参考統計値が存在する場合、取引価格を利用するのではなく、その2週間の市場動向を踏まえて、売買参考統計値を調整する方法も考えられる。
- ・ 今後、社債の取引情報と売買参考統計値の価格情報が公表されたとしても、各々の価格情報にタイムラグが生じることから、結果として、各々の価格情報が必要になるのではないか。
- ・ 公認会計士としては、投売りされた社債取引による約定値段であれば、公正価値とみなされないと考える。決算期末における会計処理の評価として、社債の取引情報を利用するのか、若しくは売買参考統計値を利用するのかは、そのときの状況によって判断することになるのではないか。
- ・ 社債の取引情報が公表された場合は、売買参考統計値の精度が向上することも期待できる。公認会計士としては、期中における取引価格を踏まえて、売買参考統計値が算出されるのであれば、むしろ、社債の取引情報と比較して、売買参考統計値の方が公正価値に近いかもしれないと考える。
- ・ 公認会計士としては、社債の取引情報が公表され、その取引価格を踏まえて売買参考統計値が算出・公表されるのであれば、その気配値が最も有用であると考え。財務諸表作成者においては、期末日の取引価格を反映した公正価値を見積もることが求められるのではないか。

(4) 売買参考統計値以外の社債の価格情報について

- ・ 大手証券会社では、指定報告協会員として日証協へ気配値を報告するとともに、例えばBBYFとしてブルームバーグ社に対して価格（気配値）を提供している。民間のデータサービスとして提供される価格情報と日証協の自主規制規則に基づき報告される売買参考統計値との間では、どのような違いがあるのか。
- ・ 日証協では、午後4時半までに、指定報告協会員から気配値の報告を受けて、午後5時半に、その平均値等の公表を行っているが、この公表時間が遅れるようなことがあれば、日証

協は、多くの市場参加者からクレームを受けることになる。また、日証協ホームページにおいて、売買参考統計値に関する情報へのアクセス件数は1日平均 約1万件であり、この情報は、日証協ホームページでは、市場参加者に最も利用されている。市場参加者においては、実態として、どのように売買参考統計値を利用されているのか。

- ・ 野村証券では、社債については指定報告協会員に就任していないが、JS Price を通じて価格情報サービスを提供している。また、当社では、日証協に対して、個人向け社債等の店頭気配情報を報告しており、この情報は、基本的にJS Price と同じ気配値である。
- ・ JS Price では、午後6時半から午後7時にかけて社債の価格情報を提供している。JS Price の現場の担当者によれば、その日の社債の価格情報を提供することについて、その時間帯よりも早く価格情報を提供することは厳しいと聞いている。
- ・ 証券会社4社は、日証協に対して、指定報告協会員として気配値を報告するとともに、BBYF を通じて価格情報サービスを提供している。そのうち当社に関しては、同じ銘柄であれば、気配値とBBYF に対して提供する気配値は基本的に同一である。
- ・ 当社は、日証協が定めた報告時限に報告すべく、既に事務フローを構築済みであることから、現行の報告時限については、特段大きなストレスとはなっていない。
- ・ 本日の会合では、具体的な議論が行われたが、その議論された内容を整理したうえで、次回の会合においては、さらに踏み込んだ議論を行っていきたい。

(配付資料)

社債の価格情報インフラの整備について (2)

以 上