

「第5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23年2月16日（水）午後4時～6時5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

○ 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、次のとおり配付資料に基づき報告・説明があった後、意見交換が行われた。

【報告・説明】

I. 社債の取引情報の公表

1. 社債の取引情報の公表の意義・問題点

- (1) 社債の価格情報は、発行会社や投資家が発行条件の決定、投資判断及び時価評価等の参考として利用する社債市場の根幹をなす基本的なものである。
- (2) 社債市場の活性化のためには、「鶏と卵」の関係にあるが、社債の発行会社・発行量の拡大とともに、社債の流通市場の拡大・活性化が必要であり、年金、投資信託、個人投資家、外国人投資家など全の社債投資家層の裾野をより一層拡大していくためには、社債の価格情報の整備充実が不可欠である。
- (3) 米国や欧州の社債市場では、数年来の議論を経て、自主規制機関において、社債の取引情報を遅滞なく報告することを規則化し、広く投資家に対して、その情報を速やかに公表する取組みが行われ、社債市場の透明性向上と活性化の方策として定着しており、2008年の金融危機後は、さらに透明性の向上に向けた取組みが進められている。このような取組みは、韓国などアジア諸国でも進められており、我が国社債市場がアジアの中で先進的な地位を維持・確立する上でも、社債の取引情報を集計し公表する仕組みの構築は、喫緊の最も重要な課題となっている。
- (4) 日本証券業協会（以下「日証協」という。）が集計・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。）は、多くの市場参加者・投資家から実勢価格との乖離が指摘されるなど、十分に機能している状況にはなく、社債の価格情報の透明性向上に向けた抜本的な見直しが必要である。
- (5) 社債の取引情報の公表は、これまでの検討では、社債取引が活発ではない状況の

下で、その有用性について疑問を呈する意見や流動性をむしろ低下させてしまうのではないかとの指摘もあった。しかし、社債の価格情報の整備の遅れが社債市場の活性化を阻んでいる面もあることは否めず、こうした懸念を払拭する方法について市場関係者で十分な検討を行うことにより、克服が可能ではないかと考えられる。また、社債市場の透明性を確実に向上させることは、我が国の金融システムを強化する上でも不可欠であると考えられる。社債市場の透明性向上は、今後、流通市場での投資家層の拡大・流動性向上とともに、発行市場の拡大に繋がるものと考えられることから、後掲2のとおり、社債の取引情報の公表に向けた具体的な検討を進めることとしたい（平成22年12月24日「社債市場の活性化に関する懇談会 部会」検討状況について）。

- (6) 一方、売買参考統計値は、現状の社債の取引状況等を踏まえ、公表を継続するが、後掲Ⅱのとおり、売買参考統計値の信頼性向上のための措置を検討実施する。

2. 社債の取引情報の公表に向けた具体的な検討

- (1) 社債市場の活性化に関する懇談会（以下「本懇談会」という。）の報告書で提言されているように日証協は、証券保管振替機構（以下「ほふり」という。）のシステムを活用し、例えば、流動性が高い銘柄について、1日1回、取引終了後に社債の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、迅速性及び公表対象銘柄等の拡充を図る。
- (2) 上記基本的な考え方の下に、社債の取引状況、これまでの議論・指摘等を踏まえ、公表対象となる銘柄・取引形態、公表内容、公表方法、投資家（取引者）の匿名性の確保及び証券会社・利用者のコスト負担等について具体的な検討を進める。
- (3) 社債の取引情報の公表は、ほふりのシステム対応等を考慮し、準備を進め実施する。

Ⅱ. 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措置

1. 日証協における指導・管理態勢の充実・強化

- (1) これは、全体を見て把握ができ是正できるのは日証協であり、日証協の指導・管理態勢の充実・強化が必要ではないかと指摘があり、検討を行ったものである。日証協では、指定報告協会員から報告があった気配値について、平均値から大幅な乖離等が認められる場合、その都度、当該指定報告協会員に対して確認を行っている

が、新たに、毎週、その前週に報告があった気配値について、例えば、継続的に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と認められる場合、「管理レポート」を作成し、指定報告協会員に対してフィードバックを行う（平成23年3月上旬実施予定）。

- (2) 上記措置等によっても改善が認められない場合は、指定報告協会員の社内報告態勢について調査を行い、その報告内容の合理性や報告態勢の検証を行う。その検証結果を踏まえ、改善すべき事項が認められる場合は、当該指定報告協会員に対して勧告を行う。
- (3) 上記（1）、（2）にもかかわらず改善が図られない場合は、指定報告協会員の指定の取消し、その他必要な措置を講ずる。

2. 報告時限及び公表時間の繰下げ

指定報告協会員において、より実勢価格に近く信頼性が高い気配値を算出する時間を確保するとの観点から、次の措置について検討を行う。

(1) 公表時間の繰下げ等に関するアンケート調査の実施

公表時間の繰上げ等は、指定報告協会員において気配値の算出に時間的な余裕ができる一方で、市場関係者及び利用者の影響が心配される。こうしたことから、市場関係者及び利用者の売買参考統計値の利用状況の把握、検討の方向性・検討内容等の理解を得るため、社債の売買参考統計値の公表時間の繰下げ等に関して、アンケート調査を早急に実施する。

(2) 報告時限の繰下げ

- ① 日証協への報告時限について、例えば、午後4時30分から午後5時に繰下げる。
- ② 上記報告時限の繰下げは、指定報告協会員からの報告状況、協会員の社内対応及び公表時間の繰下げの検討状況等を見ながら実施する。

3. 指定報告協会員名の公表

- (1) 指定報告協会員は、現在、自主規制規則に基づき日証協への気配値の報告を行っているが、これは社債市場での社債取引の気配値を広く一般に公表する公共目的のためであり、この報告・公表により、当該指定報告協会員が直接の利益を得られるわけではない。指定報告協会員名が公表されれば、投資家は、気配値と指定報告協会員名を同時に把握することができ、指定報告協会員の評価に繋がることから、各

指定報告協会員にとって、実勢価格に近い気配値を算出する最も効率的なインセンティブになるのではないかと指摘がある。

- (2) 協会員名を含めて一覧性のある形で、協会員自らが算出する気配値を公表することは、社債市場の活性化に繋がるとも考えられるが、一方、指定報告協会員名の公表について、ペナルティーを伴う自主規制規則に基づいて行うことは、報告を辞退する協会員が生じるなど報告のインセンティブを歪める結果になる可能性があり、慎重な検討が必要であるとの指摘もある。したがって、このような考え方をとる場合には、協会員の投資家に対するサービスの一環として位置づけ、自主規制規則に基づかないものとして、協会員に協会員名の公表を慫慂し各協会員の自主的な取り組みとして対応を図っていくことが考えられるが、どうか。

4. 指定報告協会員の指定基準の見直し等

- (1) 指定報告協会員が主幹事を務めた銘柄は、その気配値を必ず報告することとしてはどうか。
- (2) 指定報告協会員は、売買執行能力を有する協会員とすることも考えられる。
- (3) 仮に、指定報告協会員名の公表や主幹事銘柄のみの気配値の報告となれば、指定報告協会員を辞退する証券会社が増え、社債の発表銘柄数が減少することも考えられる。社債の発表銘柄数の減少は、売買参考統計値の利用者にとってデメリットと考えられ、ある程度の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どうか危惧されるとの意見もあり、慎重に検討を行う必要があると思われるが、どうか。

【 意見交換 】

1 社債の取引情報の公表について

(1) 今後の検討の方向性

- ・ 今後、本部会では、社債の取引情報の公表の可否について議論を行うのではなく、その公表を前提として議論を行うのか。
- ・ 事務局としては、社債の取引情報の公表については、これまで、本懇談会、社債市場の活性化に関する懇談会ワーキング・グループ(以下「本懇談会 WG」という。)及び本部会で検討を行ってきており、社債の取引情報の公表を前提として、議論を進めていただきたいと考

えている。今後、本部会では、その公表に際して、公表対象となる銘柄、公表内容、公表方法、投資家（取引者）の匿名性の確保及び証券会社・利用者のコスト負担等について、具体的な検討をお願いしたい。

- ・ 本部会では、社債の取引情報の公表の可否について、コンセンサスが得られているかどうか、若干の議論の余地があるのではないかと。
- ・ 配付資料 1 「I. 社債の取引情報の公表 1. 社債の取引情報の公表の意義・問題点 (3)」において、「我が国社債市場がアジアの中で先進的な地位を維持・確立するうえでも、社債の取引情報を集計し公表する仕組みの構築は、喫緊の最も重要な課題となっている。」とあるが、本部会での議論の総意と言えるのか。
- ・ 本部会では、社債の取引情報の公表に向けた具体的な検討を行ったうえで、実現可能な方法があれば、その公表を行い、一方で、その公表が困難であれば、やむを得ないとすれば良いのではないかと。
- ・ 当社（証券会社）としては、社債の取引情報の公表について、具体的な検討を進めることは良いと考えるが、必ずしも、その公表を実現すべく議論を進めるのではなく、良いスキームがあれば、その公表を実施する方向で議論を進めた方が良いと考える。
- ・ 本懇談会及び本懇談会 WG では、社債の取引情報を公表する方向で検討が行われており、そのことは中間報告においても明記されている。したがって、下位の検討機関にあたる本部会では、社債の取引情報の公表の可否について、改めて、コンセンサスを得る必要はないのではないかと考えるが、事務局の認識はどうか。
- ・ 事務局としては、本懇談会及び本懇談会 WG の議論において、少なくとも、社債の取引情報を公表する方向性について、コンセンサスが得られていると考えている。しかしながら、社債の取引情報の公表に当たっては、公表できる内容と公表できない内容があるため、本部会では、公表内容・方法等について具体的な検討をお願いしたい。
- ・ 「社債の取引情報を集計し公表する仕組みの構築は、喫緊の最も重要な課題となっている。」という報告の指摘こそが、本懇談会及び本懇談会 WG が承認している内容であり、本部会では、社債の取引情報の公表の可否ではなく、社債の取引情報を公表するという前提の下で、公表できる内容と公表できない内容などについて、具体的な検討を進めていきたい。
- ・ 韓国の社債市場では、既に米国 TRACE と同様の制度が導入されているようであり、アジア

の社債市場の中で、我が国社債市場の地位向上を図るためには、社債の価格情報インフラについて、適切に整備を進めるべきである。

○ 韓国の社債市場の現状及び債券の価格情報インフラ

- ・ 韓国の社債市場の現状及び債券の価格情報インフラについて、事務局から、次のとおり報告があった。

I. 韓国の社債市場の現状

- (1) 韓国の債券市場は、2009年の発行総額は約42.8兆円（相当）で、日本の発行総額188.8兆円の約4分の1（23%）となっている。このうち、事業債（社債）の発行額は約6.2兆円で、我が国（10.5兆円）の約6割（59%）の規模となっている。
- (2) また、2009年の債券の残存総額は約52.3兆円で、日本の残存総額911.4兆円の10分の1以下（5.7%）となっている。このうち事業債（社債）の残存額は約14兆円で、我が国（60.8兆円）の約4分の1（23%）となっている。

II. 韓国の債券の価格情報インフラ

1. リアルタイム取引情報の報告・公表制度

(1) 取引後（Post Trade）開示：債券取引報告情報サービス（B-TRiS）

- ① 韓国の自主規制機関である韓国金融投資協会（以下「KOFIA」という。）では、2000年7月から、国債及び社債について、債券ディーラー（国内証券会社、その他の債券ブローカー等）より、取引約定後の内容を電子システムを通じて報告を受ける債券取引報告情報サービス（Bond-Trade Report & Information Service：B-TRiS）を運営している。
- ② 証券会社は、国債及び社債の取引約定後、原則15分以内にKOFIAに約定内容を報告することとなっており、KOFIAでは、この取引情報を集計、売買の別、取引の相手方及び取引単価を公表している。
- ③ これらの取引情報は、KOFIAのウェブ・サイトや、Bloombergなどのベンダーを通じて公表されている。
- ④ 現在、B-TRiSを通じて公表される日々の取引は、平均3,000銘柄、売買代金10～20兆ウォンとなっている。

(2) 取引前 (Ante Trade) 開示 : 気配値 (呼び値) 集中開示制度 (BQS)

KOFIA では、上記 (1) の債券取引報告情報サービスに加え、債券取引の一層の透明性向上を図るため、2007 年 12 月からは、気配値 (呼び値) についても、取引前 (Ante Trade) の開示制度 (OTC Bond Quotation System : BQS) として、債券ブローカー60 社から、リアルタイムかつ電子システムでの報告を義務付け、公表を行っている。

2. 債券の利回り情報の報告・公表制度

現在、KOFIA では、次の2種類の利回り情報の公表を行っている (1993 年開始)。

(1) 債券の最終気配利回り (Final Quotation Bond Yield : FQBY)

① KOFIA では、代表的な債券指標銘柄となっている (国債及び社債) について、主要な証券会社 10 社から当該債券の最終取引利回り又は (取引が成立しなかった場合の) 最終取引気配利回りのいずれかの報告を受け、平均利回りを算出し、KOFIA の債券情報センターにより公表するとともに、Bloomberg 及び REUTERS その他の情報メディアを通じて国内外に配信している。

② KOFIA は、証券会社 10 社から報告があった取引終了後の最終取引利回りのうち、上下 2 本ずつをカットした残り 6 社の利回りから平均利回りを算出し、1 日に 2 回 (午前 11 時 30 分、午後 3 時 30 分) 公表している。

(2) 債券の代表利回り (Representative Bond Yield : RBY)

OTC 債券市場の全体のインデックスとして、「代表債券利回り」を集計、公表している。

3. このほかに、「時価評価制度」や「債券評価会社の評価価格のモニタリング制度」が運営されている。

【意見交換 (続き)】

- ・ 本部会では、これまでの本懇談会、本懇談会 WG 及び本部会での議論を踏まえたうえで、社債の取引情報を公表する方向性で、市場参加者が期待するものが何であるのかを絞り込みながら、具体的な議論を行っていきたい。
- ・ 証券会社のディーラー部門の意見では、社債の取引情報の公表に当たって、社債の売買金額を公表しなければ意味がないとのことであったため、今後、この点について検討を進める必要があるのではないか。
- ・ 社債の取引情報を公表する場合、流動性の高い銘柄から公表する方向で議論が進められて

いるが、流動性の高い銘柄であれば、売買参考統計値の精度も高いことから、社債の取引情報の公表と売買参考統計値の関係についても整理しなければならないのではないかと。

- ・ 我が国社債市場の活性化を図るためには、投資家に対して、速やかに社債の取引情報を伝達する仕組みが構築される必要があり、この仕組みの構築を目指すことは、本懇談会が導いた結論である。
- ・ 事務局としては、今後、本部会において、ほぶりの決済照合システムを利用することを前提に、社債の取引情報の公表について、具体的に公表方法、公表内容等の検討を進める必要があると考えている。
- ・ 社債の取引情報が公表されるケースと公表されないケースでは、発行会社、投資家及び証券会社の行動も変化するのではないかと。本部会では、グローバルな観点から、社債の取引情報が公表されることを前提として、具体的に、公表対象となる銘柄・取引形態、公表内容、公表方法、投資家（取引者）の匿名性の確保、証券会社・利用者のコスト負担等について、十分な検討をお願いしたい。例えば、投資家の匿名性の確保の問題や、決済照合システムの利用について知恵を拝借したい。
- ・ 事務局としては、本来であれば、決済照合システムを利用して社債の取引情報の公表を行うのではなく、欧米や韓国社債市場と類似する方法で、その公表を行うべきであると考えている。具体的には、日証協が、自主規制規則に基づき、速やかに社債の取引情報の報告を受けて、その情報を速やかに公表するシステムを構築することである。しかしながら、そのシステム構築に当たっては、膨大なコスト等が発生するため、現在、本部会では、ほぶりが保有する情報を活用して、社債の取引情報の公表に向けた検討をお願いしているところである。
- ・ 社債の取引情報の公表に当たっては、様々な問題点が存在するものの、その問題点が存在することをもって、その公表を諦めるのではなく、どのようにすれば、具体的に公表することができるのか、世界の社債市場の動向を踏まえつつ、検討を行っていただきたい。
- ・ 当社（証券会社）は、社債の取引情報の公表の可否について、必ずしも、本部会のコンセンサスは得られていなかったと感じているが、今後、具体的な検討を進めて、社債の取引情報の公表に関する問題点の解決を図るのであれば良いのではないかと。
- ・ 今後、社債の取引価格の公表内容及び公表方法等について、例えば、「この投資家層を我が国社債市場に呼び込むためには、この社債の取引情報を公表すべきであり、このような公表方法が良いのではないかと。」といった議論を具体的にを行った方が良いのではないかと。

- ・ 当社(指定報告協会員)は、社債の取引情報の公表の可否について、必ずしも、本部会ではコンセンサスが得られていなかったと感じているが、例えば、不動産の取引情報が開示されるようになってきた状況であるため、社債の取引情報が公表されても、やむを得ない状況ではないかと考えている。
- ・ 売買参考統計値制度は、様々な問題点が指摘されているものの、我が国社債市場にとって、非常に重要な仕組みである。当社(指定報告協会員)は、今後、社債の取引情報が公表されたとしても、その公表によって、売買参考統計値制度を代替するインフラとなることはできないと考えている。
- ・ ほふりによれば、殆どの銘柄が、月に1~2回程度の取引・約定照合であるため、取引価格を把握できない銘柄が多く存在しているとのことである。一方で、売買参考統計値制度では、2,229銘柄(平成22年10月29日現在)の気配値が公表されていることから、本部会では、社債の取引情報と売買参考統計値の各々の特徴を生かす方向で、議論を行っていけば良いのではないかと考えている。
- ・ 事務局から、「社債の取引情報を公表することを前提として、議論を進めていただきたい。」といった説明があったが、当社(指定報告協会員)としては、この説明について、若干、踏み込み過ぎであると考えている。なぜなら、今後、社債の取引情報の公表について、様々な検討を行ったものの、その公表を行うことが困難であるといった結論も有り得るのではないかと考えているからである。しかしながら、社債の取引情報の公表は、本懇談会から本部会に対して検討を行うよう指示されたテーマであるため、本部会では、そのテーマに沿って具体的な検討を行っていく必要がある。その上で、関係者が納得出来るような結論が導き出せるのであれば、それに越したことはない、という整理ではないか。
- ・ 当社(指定報告協会員)は、売買参考統計値制度について、様々な問題点を抱えているものの、非常に良い制度であると考えている。売買参考統計値は、少なくとも、午後3時現在の決められたサイズ(額面5億円程度の売買の参考となる気配)で、指定報告協会員から日証協に気配値を報告することになっているため、非常に比較しやすく、また、わかりやすく、継続性が保たれている点で、市場参加者にとって使い勝手が良いのではないかと考えている。一方で、社債の取引情報は、仮に、今後、リアルタイムで公表された場合には、その価格の妥当性の判断が困難ではないか。
- ・ 社債の取引情報の公表は、本懇談会から本部会に対して検討を行うよう指示されたテーマ

であり、その公表に関する具体的な検討を行うことについて、否定するつもりはない。しかしながら、当社（指定報告協会員）としては、本懇談会の意向は理解しているものの、社債の取引情報の公表を前提として議論を進めるのであれば、今後、その具体的な検討を行うことが困難な論点も存在するため、その点について配慮をお願いしたい。

- ・ 売買参考統計値制度の大きな問題点は、流動性の低い銘柄であり、本部会の第4回会合で、事務局から「売買参考統計値は、格付の高い銘柄であれば、平均値からの大きな乖離が見受けられない。」との報告があった。したがって、今後、格付の高い銘柄について、1日1回、取引終了後に社債の取引情報が公表されたとしても、現行の売買参考統計値と大きな相違はないのではないか。
- ・ 売買参考統計値制度と社債の取引情報の公表は、各々、独立した制度として存在することになるが、両者の関係性は否定できないため、この点も踏まえて、本部会では、議論を行っていただきたい。
- ・ 当社（指定報告協会員）は、我が国社債市場の透明性を確実に向上させるために、社債の取引情報の公表は、現実的な対応であると考える。
- ・ 本部会では、どの程度のレベルの価格情報インフラを構築するのかについてコンセンサスが得られていないため、まずは、目指すべきコンセンサスを共有すべきではないか。
- ・ 我が国社債市場としては、欧米や諸外国並みの社債の価格情報インフラの構築を目指していくのか。売買参考統計値の信頼性向上や、ほぶりの決済照合システムを利用した取引情報の公表といった対応策では、社債の価格情報インフラとして限界があるのではないか。
- ・ 我が国社債市場において、米国 TRACE と同様に、各証券会社が、日証協に対して社債の取引情報を報告し、その情報を日証協が集計し公表するシステムを構築するのであれば、各証券会社及び日証協では、どの程度、システム投資を行わなければならないのか。そもそも、そのシステム投資に対する検証は行われているのか。
- ・ 欧米や諸外国の社債市場では、価格情報インフラが整備されているにもかかわらず、一方で、なぜ、我が国社債市場では、そのインフラ整備に負担を掛けることができないのか。この点についても、本部会においては、議論を行っていただきたい。

(2) 社債の取引情報と売買参考統計値

- ・ 売買参考統計値は、多くの市場参加者・投資家から、実勢価格との乖離が問題とされてお

り、我が国社債の発行市場では、実質的なプライシングが行われていない。我が国社債市場においては、この問題が解決しない限り、今後、社債の発行市場が拡大したときに対応できなくなるのではないかと懸念されている。

- ・ 売買参考統計値の精度向上のために、社債の取引情報の公表を行う方向で議論が行われていると考えていたため、社債の取引情報の公表と売買参考統計値の精度向上の論点は、密接な関係であると考えていた。本日の会合では、別々に議論が行われているが、このような議論の進め方は、果たして良いのか。
- ・ 「我が国社債市場がアジアの中で先進的な地位を維持・確立する上でも、社債の取引情報を集計し公表する仕組みの構築は、喫緊の最も重要な課題となっている。」とあるが、まず、本部会では、社債の取引情報の公表を行う方向性について、売買参考統計値の精度向上のための議論とは別の議論であることを明確にしていきたい。
- ・ 売買参考統計値の精度が向上しない理由は、各指定報告協会員の気配値の算出方法に問題があるのではないかと懸念されている。指定報告協会員が、直接的又は間接的に社債の取引情報を把握することによって、自社が提示する気配値を修正すれば、最終的に、売買参考統計値は修正されていくのではないかと懸念されている。
- ・ 売買参考統計値の問題点は、実勢価格との乖離である。例えば、日証協において、ほふりが把握する社債の取引情報を独占的に入手し、売買参考統計値に修正・上書きすることは可能か。具体的には、日証協が売買参考統計値を集計する際、その取引情報を反映することができれば、社債の取引情報を開示する必要がなくなり、また、日証協限りで社債の取引情報を取り扱うことで、社債の取引情報の公表と比較して社債取引を行った投資家の匿名性についても、ある程度、確保できるのではないかと懸念されている。
- ・ この仕組みの場合は、例えば、ある発行会社の3回債の取引が行われて価格が修正されたものの、4回債や5回債の価格が全く修正されない可能性の問題があるため、その問題は克服しなければならない。
- ・ 現在の我が国社債市場では、時価評価のベースとして、売買参考統計値が広く利用されている。仮に、社債の取引情報が公表されて、市場の実勢価格が明らかになったとしても、多くの機関投資家では、機関投資家自らが保有しているポジションの時価評価として売買参考統計値が利用されるのではないかと懸念されている。
- ・ 本日の議論では、社債の取引情報の公表が困難であると感じた。したがって、何らかの方

法で、社債の取引情報を売買参考統計値に反映させる仕組みが構築できれば良いのではないか。

- ・ 「日証協が、ほふりの社債の取引情報を独占的に入手し、売買参考統計値を修正・上書きする」という意見は、一つの考え方として良いと思うが、日証協が売買参考統計値を決めてしまうことには問題があるとの意見もあるのではないか。そこで、日証協がほふりの社債の取引情報を独占的に入手した上で、それに基づいた気配値を報告協会の1社として提出し、売買参考統計値は従来通りのルールで決定するということが検討できないか。そうすれば、1社でも気配値を報告しなくなると売買参考統計値として公表できなくなる銘柄が続出するという問題もクリアできるのではないか。
- ・ 「日証協が、ほふりの社債の取引情報を独占的に入手し、売買参考統計値を修正・上書きする」という意見があったが、事務局としては、今後実施予定の売買参考統計値の利用実態等アンケート結果等を踏まえて、検討を行っていきたい。
- ・ 例えば、流動性の低い銘柄では、保有するポジションを売却しなければならないとき、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ることもある。低い価格で取引が行われるのであれば、一方で、その銘柄に投資しても良いといった判断が生まれることもあり、この判断が生まれることは、社債市場のあるべき姿と言えるのではないか。したがって、異常な価格で取引が行われることは、有り得ることとして、その事態を許容できなければ、我が国社債市場の活性化は図れないのではないか。
- ・ 事務局では、社債の取引情報の公表と売買参考統計値の信頼性向上の論点について、若干、目的が異なるのではないかと考えている。本部会では、流動性の高低によって社債の取引価格へ大きな影響を受けることについて、どのように考えれば良いのか、今後、議論を行っていただきたい。
- ・ そもそも、指定報告協会では、実際に取引が行われていないにもかかわらず、強引に気配値を算出することが相当な負担となっているのではないか。強引に気配値を算出することと比較すれば、指定報告協会において、取引された銘柄について日証協に気配値を報告した方が、遥かに売買参考統計値の信頼性が高くなるのではないか。本部会では、この点について、何らかの検討が必要ではないか。
- ・ 売買参考統計値の信頼性向上や社債の取引情報の公表に関する議論について、ある程度見通しが立った段階で、日証協において、個人投資家を対象として、「個人向け社債等の店頭

気配情報」に関するアンケートを行ったら良いのではないか。

- ・ Iの2. 社債の取引情報の公表に向けた具体的な検討(1)において、「日証協は、ほふりのシステムを活用し、例えば、流動性が高い銘柄について、1日1回、取引終了後に社債の取引価格等を公表する。」とあるが、流動性の高低の判断を行う基準を設けることは困難であると思われることから、可能であれば、単純に、売買参考統計値制度と社債の取引情報の公表制度が並存し、市場参加者が、各々の価格情報を比較できるようになれば良いのではないかと考える。
- ・ 仮に、流動性の低い銘柄に限って、社債の取引情報を公表する場合、日証協においては、単純に統計処理を行うのではなく、社債の評価を行うことができる専門スタッフによって、何らかの判断を下す必要があるのではないか。

(3) ほふりの決済照合システムを利用した社債の取引情報の提供

- ・ ほふりでは、決済照合システムを利用した社債の取引情報の提供について検討を進めており、現時点において、システム上、その提供ができることを確認している。
- ・ 決済照合システムを利用した社債の取引情報の提供には、同システムを利用している参加者(687社/平成22年7月末現在)から同意を得る必要があり、この同意は、非常に重要なポイントである。今後、この同意が得られるのであれば、ほふりとしては、本部会の議論を踏まえた上で、具体的な社債の取引情報の提供方法について、検討を行っていきたい。
- ・ 決済照合システムの利用に係る参加者の同意について、機関投資家では、例えば、ある取引において大量の社債を売った場合、その取引情報が公表されれば、その社債の次の取引に影響が出ると考えるため、取引情報の公表に同意したくない。つまり、大口取引を行う機関投資家が取引情報の公表に同意しなければ、我が国社債市場における取引のうち、大口取引・重要な取引の情報が含まれない可能性があるのではないか。社債の取引情報の公表について非同意を許さないようにしなければ、社債の取引情報の公表制度は、実効性を確保できないのではないか。
- ・ 社債の取引情報の公表について、投資家の同意が前提条件であれば、機関投資家としては、その情報を公表したくない。機関投資家には、時々、大きなポジションを動かさなければならぬ場面があり、そのような場面を想定すれば、可能な限り、取引情報は公表したくない。
- ・ 仮に、社債の取引情報の公表制度が開始されたとしても、投資家は、どの程度の取引情報が公表されて、社債市場に対してどの程度インパクトを与えるのかについて確認した後に、

取引情報の公表に同意するかどうか判断するのではないか。顧客から資産運用を任されている機関投資家としては、社債の取引情報の公表制度について、慎重に対応せざるを得ず、その制度導入当初において参加しないかもしれない。

- ・ そもそも、機関投資家の多くは、決済照合システムを利用していないため、自己の取引内容を公表される場合は限定されるのではないか。したがって、社債の取引情報の公表に当たって、公表されない多くの機関投資家による取引について機関投資家の同意を得る必要はないのではないか。この同意に関する具体的な実務のイメージを教えてください。
- ・ 決済照合システムを利用している参加者は、殆どの証券会社、信託銀行、投資顧問会社、投資信託委託会社及びカストディであり、ほふりとしては、これらの参加者の同意がなければ、社債の取引情報の公表は困難であると考えている。
- ・ ほふりでは、決済照合システムについて、決済リスクを削減すべく、STP化の推進を目指して構築している。社債の取引情報の公表に当たって、決済照合システムの利用により証券会社・市場参加者のコスト負担の軽減に資することは十分承知しているものの、社債の取引情報の公表制度を開始した結果、決済照合システムの利用率が低下することになれば、本末転倒である。したがって、本部会では、決済照合システムの本来の役割を踏まえたくて、議論を行っていただきたい。
- ・ 決済照合システムは、社債の取引情報公表することを目的として構築されたものではないため、その公表のために約定・決済が遅れることは、我が国社債市場の健全性の確保の観点から、望ましい姿ではない。
- ・ そもそも、決済照合システムとは、どのような仕組みか。そのシステムを利用することによって、参加者は、どのようなメリットを感じているのか。
- ・ 社債の取引情報の公表に当たっては、決済照合システムを利用する参加者から同意を得る必要があるのか。
- ・ 決済照合システムは、ほふりの参加者である運用会社、証券会社、信託銀行、カストディ銀行及び生命・損害保険会社等の中の一般債（社債）の取引の約定・決済について電子的に照合を行うことにより、注文から決済に至るすべてのプロセスを人手を介さずにシームレスに処理される仕組み（STP化）を実現するために構築したものである。
- ・ 決済照合システムにより、STP化が進み、極力、省力化を図って、機械的に精度の高い決

済を行うことができる。

- ・ ほふりでは、決済照合システムを利用する参加者との間で、第三者に対して社債取引で成立した約定データを提供する契約を締結していないことから、そのデータを提供する場合には、参加者からの同意が必要であると考えている。
- ・ 決済照合システムを利用する参加者との同意手続において、取引毎に、その手続が必要とされるのであれば、社債の取引情報の公表は意味がない。
- ・ 証券会社としては、例えば、顧客から、社債取引の都度、その情報の公表に同意できるか確認を取らなければならないのであれば、その対応は非常に困難である。
- ・ 投資家は、社債の取引情報の公表について、同意するインセンティブがないため、自主的に社債の取引情報を開示しようとは考えないのではないかと。投資家自身以外の取引情報は欲しいものの、投資家自身の取引情報は公表したくないのではないかと。
- ・ いずれの機関投資家においても、社債の取引情報について、フリーライドできるのであれば、フリーライドしたいのではないかと。
- ・ 例えば、何らかの理由で、一刻も早くポジションを整理しなければならない状況が生じた投資家は、本来の実勢価格よりも低い価格でも取引を成立させようとする（いわゆるファイアーセール、投げ売りをする）可能性がある。仮に、そのような取引があり、その取引価格が公表されたとしても、市場参加者は、誰かがポジション整理で損切ったと判断するのではないかと。プロの投資家であれば、市場実勢と乖離した取引が成立する背景を理解するはずであり、発行体としても、そのような市場実勢から大きく乖離した取引があったとしても、一過性であり、新発債の発行条件に影響が出るとは考えていない。投資家の匿名性が維持されるということが大前提であるが、投売りは、いかなる市場にもあり、匿名の投資家による取引の売買価格の公表に消極的になる理由がわからない。そもそも、社債の取引情報の公表内容には、売買を行った証券会社や生命保険会社などの名称が含まれず、社債の銘柄名と取引価格等の情報に限定されれば、決済照合システムを利用する参加者から同意を得る必要はないのではないかと。
- ・ ほふりから決済照合システムを利用する参加者へ相談した結果、社債の取引情報の公表について簡単に同意を得ることができるかもしれないが、ほふりとしては、まず、社債の取引

情報の公表に当たって、少なくとも、その参加者との間で、議論の場を設ける必要があると考えている。

- ・ ほふりと決済照合システムを利用する参加者との間の同意の手續や考え方は、次の2つの考え方に整理できるのではないか。
 - ① ほふりと参加者との間で、手續上、守秘義務契約を見直さなければならないのではないか。
 - ② 投資家の匿名性をどのように確保するのが問題となるのではないか。取引頻度が高い、又は発行ボリュームの大きい銘柄は、匿名性を確保できるものの、一方で、発行ボリュームの小さい銘柄は、どこまで投資家の匿名性を確保できるかが問題となるのではないか。発行ボリュームの小さい銘柄は、ある取引が行われることによって、別の取引を誘発することも有り得るため、運用方法が難しくなり、投資家は、取引情報の公表を控えたいと考えるのではないか。
- ・ 決済照合システムの利用に係る参加者の同意については、当事者間の守秘義務契約を見直さなければならないのか、どのように投資家の匿名性を確保するのか、議論が必要であると考えている。
- ・ 決済照合システムを利用して社債の取引情報を公表する場合は、全銘柄をカバーすることはできないものの、現状の我が国社債市場では、何ら社債の取引情報が公表されていないことから、現状と比較すれば、決済照合システムを利用して、社債の取引情報が公表された方が良いのではないか。
- ・ ほふりの決済照合システムは、売買参考統計値制度と比較した場合、銘柄数においては劣るものの、売買高・約定された金額において、ある程度カバー（公社債種類別店頭売買高：4.9兆円／決済照合システムの約定金額累計：3.9兆円／対象期間：2009年7月）していることから、社債の取引情報の公表に際して、ほふりの決済照合システムを利用すべきではないかと考える。
- ・ 社債の取引情報の公表を開始するのであれば、その導入当初は、流動性の低い銘柄の公表については諦めざるを得ないのではないか。本部会では、本懇談会の報告書にあるとおり、その制度導入後、公表対象銘柄等の拡充について、検討を進めなければならないのではないか。

- ・ 社債の取引情報の公表に当たって、投資家は、その情報に売買金額を含めるか否か、最も関心の高いテーマではないか。例えば、1億円と100億円の取引では、全く意味が異なるため、投資家は、売買金額の情報を公表しない方が良いと考えているのではないか。
- ・ 社債の取引情報の公表が開始された場合は、決済照合システムを通じた社債の取引情報の公表について同意した投資家と同意しない投資家が存在し、同意しない投資家が一方的に社債の取引情報を把握できるのであれば、社債の取引情報の公表について同意することは困難ではないか。機関投資家としては、投資家自身の資産を運用しているのであれば、その公表について同意するかもしれないが、顧客の資産を運用しているのであれば、同意はむずかしい。
- ・ 社債の売買を行った証券会社や機関投資家名が公表されない場合には、社債取引を行った者の匿名性が確保されるものの、例えば、発行ボリュームの小さい銘柄では、誰が取引を行ったのか把握できるケースも存在するため、本部会では、この論点について、あらかじめ議論を行うべきではないか。
- ・ 「決済照合システムを利用する参加者は、公共の精神を持って、社債の取引情報の公表に向けて協力して欲しい。」旨の要請を受けた場合、どの機関投資家も厳しい環境の中で運用競争を行っていることから、社債の取引情報の公表について、若干、厳しい議論となるのではないかと認識している。
- ・ 機関投資家から見れば、信託銀行を通じて決済管理を行っているため、ほぶりのシステム上、信託銀行の名義で取り扱われていることから、ある程度、最終投資家の匿名性が確保されているのではないかと考える。
- ・ カストディとしての信託銀行では、顧客の取引情報の開示に同意できるかどうか、確認が必要。決済照合システムを利用する参加者から同意を得る手続は、よく検討しなければならない問題ではないかと考える。
- ・ 社債の取引情報の公表に当たって、投資家若しくは決済照合システムを利用する参加者の同意を得る方法に依らない、別の方法を考えることが出来るのではないか。具体的には、決済照合システムは、売りと買いの各々が照合される仕組みであるが、決済照合を行う前の証券会社サイドの情報に限定して利用すれば、米国 TRACE と同じ仕組みで、社債の取引情報を入手・公表できるのではないか。

- ・ 社債の取引情報の公表に係る決済照合システムの参加者からの同意については、例えば、日証協において、証券会社から日証協に対して社債の取引情報を報告するルールを策定すれば良いのではないかと。ただし、証券会社から、直接、日証協に対して社債の取引情報を報告することとなれば、事務負担が掛かるため、証券会社からほふりに対して業務委託を行い、ほふりから日証協に対して、社債の価格情報を提供する仕組みとすれば良いのではないかと。
- ・ ほふりで把握できる社債の取引情報を利用することができない場合は、米国 TRACE と同様に、各証券会社が、日証協に対して社債の取引執行後 15 分以内に、その取引情報を報告し、日証協がその情報を集計・公表するシステムの構築が考えられるが、各証券会社及び日証協が負担するシステム投資額を考慮すれば、ほふりの決済照合システムを利用した、社債の取引情報の公表について、最優先で検討を行うべきではないかと。

(4) 社債の会計処理上の評価

- ・ 監査人としては、財務諸表作成に利用する観点から、可能な限り、多くの銘柄の売買参考統計値が公表されれば良いと考えている。
- ・ 格付けが低く、公正価値の算定が困難な社債については、企業会計基準委員会 (Accounting Standards Board of Japan / 以下「ASBJ」という。) から示された「公正価値測定及びその開示に関する会計基準 (案)」 (以下「公正価値測定会計基準 (案)」という。) の公正価値のレベル別開示で、レベル 3 (その算定において観察不能な入力数値、例えば、保有者独自のデータに基づく信用スプレッドが重要となるもの) に分類されてもやむを得ないかもしれない。一方、公正価値の算定が困難ではない銘柄について、社債の取引情報が公表されないことをもって、レベル 3 と認定されれば、むしろ、誤った売買参考統計値を発信することになるのではないかと。
- ・ ASBJ では、公正価値測定会計基準 (案) に関する検討が行われているが、今後、新しい三段階の公正価値で測定されるのであれば、「金融商品会計に関する実務指針 (会計制度委員会報告第 14 号)」 (以下「金融商品会計実務指針」という。) の見直しが行われる可能性はあるのか。
- ・ 現在、日本公認会計士協会 (The Japanese Institute of Certified Public Accountants / JICPA) では、ASBJ から委託を受けて、金融商品会計実務指針の見直し作業を行っている。今後、公正価値測定会計基準 (案) が適用されるのであれば、JICPA としては、金融商品会

計実務指針の見直しも行わなければならないと考える。

- ・ 公正価値測定会計基準（案）では、国際財務報告基準（International Financial Reporting Standards／IFRS）と同様に、活発な取引が行われていなくても、公表された価格があればレベル2に該当するため、形式上、我が国社債市場は、売買参考統計値が公表されていれば、レベル2に該当するように思われる。
- ・ 監査人としては、売買参考統計値制度が継続されるのであれば、公正価値測定会計基準の策定に伴い、実務上の影響がないと考えられるが、今後、売買参考統計値の実態について、取引実勢と異なる価格で公表されていることが問題となれば、本当に、売買参考統計値をレベル2に該当すると判断して良いのか議論を行う必要があるかもしれない。
- ・ 今後、売買参考統計値制度について、可能な限り、取引実勢を反映する仕組みを構築できるように議論を行う必要があるのではないか。
- ・ 米国 TRACE では、時々、実勢価格と乖離した取引情報が報告されることから、どのように、その取引情報を取り除けば良いのかといった議論が行われている。この議論は、金融商品会計実務指針の見直し作業の中に含まれているのか。
- ・ 財務諸表作成者は、社債取引の実勢価格が公正価値と言えるのか否か、慎重に検討を行わなければならない。社債の取引情報が公表された場合は、果たして、その取引情報が公正価値であるのか否か、ケース・バイ・ケースで判断することになるのではないか。
- ・ 財務諸表作成者は、社債の取引情報と売買参考統計値の各々が公表された場合、慎重な検討が必要となるため苦勞することになるものの、会計基準の趣旨を鑑みれば、各々の情報に基づいて、財務諸表作成者の責任の下、公正価値を判断することになるのではないか。
- ・ 監査人としては、財務報告の観点から、一般的に、多くの社債の価格情報が存在する方が良い。今後、売買参考統計値制度と社債の取引情報の公表制度が並存する場合は、会計基準上、各々の価格情報を確認しながら、個別具体的に対応することが求められ、発行会社の財務担当者にとっては、非常に悩ましく感じるのではないか。
- ・ 監査人としては、財務報告の観点から、格付が低く、流動性の低い、平均値から大幅に乖離している気配値について、そのまま利用して良いのか若干懸念を抱いている。格付が高く、流動性の高い銘柄の取引価格が公表されることは、非常に意味のあることであると考えが、本部会では、その取引価格以外の価格情報について、売買参考統計値の精度を向上すべく、議論を行っていただきたい。

2. 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措置について

(1) 日証協における指導・管理態勢の充実・強化

- ・ 当社(指定報告協会員)としては、売買参考統計値の信頼性向上のために、日証協において、指定報告協会員に対する指導・管理態勢の充実・強化が図られるのであれば、それは歓迎すべきことであり、まずはこれを実施していただきたい。
- ・ 当社(指定報告協会員)は、日証協において、指定報告協会員に対する指導・管理態勢の充実・強化が図られるのであれば、その指導に応えるべく態勢を適切に構築していきたい。
- ・ 当社(指定報告協会員)では、銘柄毎の担当ディーラーに気配値の算出を任せている。各担当ディーラーに対して求められていることは説明責任であり、各担当ディーラーは、毎日、店頭の顧客との間の売買情報などの入手できる情報に基づき、総合的に判断して気配値を算出している。
- ・ 当社(指定報告協会員)としては、日証協において、指定報告協会員に対する指導・管理態勢の充実・強化が図られるのであれば、是非とも、実施していただきたい。仮に、指定報告協会員が日証協に対して異常な気配値を報告していれば、是非とも、その気配値に関する確認をお願いしたい。単純な気配値の入力ミスなどであれば、直ちに訂正するといった回答になるかもしれないが、各指定報告協会員が説明責任を果たしていくことで、最終的に、売買参考統計値の信頼性が向上するのではないかと。
- ・ 機関投資家としては、売買参考統計値の信頼性向上のために、今後、日証協において、指定報告協会員に対する指導・管理態勢の充実・強化が図られるのであれば、非常に歓迎すべきことであり、指定報告協会員名の公表を行う必要もないかもしれない。
- ・ 「1. 日証協における指導・管理態勢の充実・強化 (1)」において、「新たに、毎週、その前週に報告があった気配値について、例えば、継続的に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と認められる場合、『管理レポート』を作成し、指定報告協会員に対してフィードバックを行う。」とあるが、「大幅な乖離」とは、どの程度とすれば良いのか。今後、日証協においては、「大幅な乖離」の運用について、非常に対応が困難ではないか。
- ・ 日証協では、まず、指定報告協会員が、どのような制約を受けて、どのような方法で気配値を算出しているのか把握する必要があるのではないかと。一方で、指定報告協会員において

は、実務上、非常に苦勞して気配値を算出していることから、日証協から継続的に平均値から大幅な乖離した気配値を報告する指定報告協会員に対して、厳しい検査を行えば、指定報告協会員のモチベーションの低下につながるおそれがあるのではないかと。

- ・ 「継続的に平均値からの大幅な乖離」があった場合とあるが、当社（指定報告協会員）は、果たして、すべての乖離しているケースが問題となるのか、非常に疑問に感じている。
- ・ 本部会の第4回会合で、事務局から提出された資料によれば、売買参考統計値の算出のために報告される気配値は、格付が低い銘柄で平均値からの乖離が大きくなる傾向があるが、実際の社債取引の約定価格と比較すれば、本当に大きく乖離していると言えるのか。例えば、平均値から大幅に乖離しているため、日証協より指導を受けた場合、指定報告協会員としては、「統計的には、異常値かもしれないが、実際の社債取引の約定価格を踏まえて、気配値を算出した。」と回答せざるを得ないことも有り得るのではないかと。
- ・ 指定報告協会員としては、単純に、平均値から大幅に乖離している気配値を報告したことをもって、指定報告協会員の指定取消しの措置が講じられれば、辛い立場に置かれるため、本部会では、指定報告協会員に対する勧告や指定取消しの措置の運用などについて、十分な検討を行っていただきたい。

(2) 報告時限及び公表時間の繰下げ

- ・ 日証協への気配値の報告時限を繰下げれば、本当に売買参考統計値の精度は向上するのか。機関投資家では、とりわけ、バック部門の者であれば、明確に売買参考統計値の精度が向上するというのであれば、基本的に、売買参考統計値の公表時間の繰下げは許容できないと思われる。
- ・ 当社（指定報告協会員）では、現在、国債の引値が発表されていない段階で、社債の単価等を算出しているため、社債の売買参考統計値について精度が高くない状況にある。
- ・ 日証協に対する売買参考統計値の報告時限を繰下げるのであれば、国債価格の発表時間を踏まえた上で、議論を行う必要があるのではないかと。
- ・ 「日証協への報告時限について、例えば、午後4時30分から午後5時に繰下げる。」とあるが、一般的に、指定報告協会員では、日証協への報告時限を30分繰下げたとしても、気配値の精緻化に関する作業を行うことができず、劇的な変化は望めないと考える。

- ・ 売買参考統計値の報告時限及び公表時間の繰下げの議論は、今後実施されるアンケートの結果を踏まえた上で、検討を行えば良いのではないかと。

(3) 指定報告協会員名の公表

- ・ 第7回の本懇談会では、配付資料2の20頁に、売買参考統計値の信頼性の向上に関する意見として、「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ー）を指定報告協会員に与えることは、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が与えられていない指定報告協会員に対して、ペナルティーを与えることには疑問であり、マイナスのインセンティブしか働かない。」との報告が行われており、また、「今後の検討の方向性」においても、この意見に関する考え方は示されていない。
- ・ 一方、配付資料1の3頁では、「3. 指定報告協会員名の公表 (1)」において、「指定報告協会員名が公表されれば、投資家は、気配値と指定報告協会員名を同時に把握することができ、指定報告協会員の評価につながることから、各指定報告協会員にとって、実勢価格に近い気配値を算出する最も効率的なインセンティブになるのではないかと指摘がある。」とある。
- ・ 当社(指定報告協会員)は、「指定報告協会員名の公表」について、今後、議論が行われないと考えていたが、本部会では、改めて議論を行うのか。
- ・ 事務局としては、「指定報告協会員名の公表」について、これまで議論が十分ではなかったと認識しており、改めて、配付資料1に示させていただいた「協会の投資家に対するサービスの一環として位置づけ、自主規制規則に基づかないものとして、協会員に協会員名の公表を依頼し各協会員の自主的な取組みとして対応を図っていくこと」について検討をお願いしたい。
- ・ 当社(指定報告協会員)は、指定報告協会員名が公表されれば、各社のデータが比較されることになるため、指定報告協会員に対してネガティブなインセンティブを与えることになるかと考える。
- ・ そもそも、売買参考統計値制度は、現在、社債2,000銘柄以上の気配値を報告する指定報告協会員が6社あるが、その6社が、指定報告協会員名の公表に伴い、各社のデータが比較されることについて懸念を示せば、売買参考統計値制度は崩壊するのではないかと。
- ・ 今後、この指定報告協会員6社が、指定報告協会員名の公表について、どのような考え方

を持っているのか、十分に確認していただきたい。

- ・ 指定報告協会員名が公表されれば、その会員に対してネガティブなインセンティブを与えることになるため、当社(指定報告協会員)では、本部会において、様々な観点から議論を行ったうえで、その公表の可否について検討を行った方が良いと考える。
- ・ 当社(指定報告協会員)は、今後、指定報告協会員名が公表されるのであれば、気配値の報告を辞退したい。
- ・ 当社(指定報告協会員)は、顧客、投資家及び発行会社にとって、売買参考統計値が必要であるといった状況が変わらない限り、仮に、指定報告協会員名が公表されたとしても、気配値の報告を辞退することはなく、日証協に対して、約2,000銘柄の気配値の報告を行っていききたい。
- ・ 当社(指定報告協会員)では、毎日、個別銘柄毎にスプレッドを入力しているわけではないが、前日の国債のスプレッドやスワップ・スプレッドを踏まえて、気配値を算出している。
- ・ 指定報告協会員名の公表が行われた場合には、いずれの指定報告協会員が報告した気配値も、平均値に近づいていくのではないかと考える。
- ・ 投資家としては、指定報告協会員名の公表に伴い、売買参考統計値制度が崩壊するのであれば、実務上、非常に困ることになる。
- ・ 当社(指定報告協会員)は、日証協による指定報告協会員に対する指導・管理態勢の充実・強化が図られれば、指定報告協会員名の公表を行う必要はないのではないかと考える。
- ・ 売買参考統計値制度では、社債約2,000銘柄の気配値が公表されているが、売買参考統計値の信頼性向上のために、指定報告協会員名が公表されることとなれば、指定報告協会員の減少を招きかねず、ひいては発表銘柄数の減少につながることも予想されることから、売買参考統計値制度の長所を壊しかねないのではないかと考える。
- ・ 今後、指定報告協会員名を公表するとしても、まず、日証協において、指定報告協会員に対する指導・管理態勢の充実・強化を図ったうえで、どの程度の効果があったのか、検証を行っていただきたい。その検証を踏まえたうえで、売買参考統計値の精度向上が図られない場合は、改めて、指定報告協会員名の公表に関する議論を行えばよいのではないかと考える。

- ・ 基本的に、市場実勢を反映していない売買参考統計値を公表するのであれば、売買参考統計値制度そのものを廃止した方が良いと考えているが、今後、日証協において、指定報告協会員に対する指導・管理態勢の充実・強化が図られるのであれば、指定報告協会員名の公表を行わなくても良いと考える。
- ・ 指定報告協会員では、指定報告協会員名が公表されれば、気配値の報告を取りやめるスタンスであるとのことであるが、それでは指定報告協会員に対して、信頼性・精度の高い気配値の報告に向けてどのような態勢整備を図るのか具体策を確認したい。
- ・ 証券会社においても、営業部門等違う立場からは、投資家の利便性に資するため売買参考統計値の精度を向上させるべきと考える向きもあるのではないかと（＝全社で知恵を出した結果なのか）。一方で、本部会に参加している委員においては、売買参考統計値の精度を向上するために、どのような限界があるのかについて、具体的な内容、例えば、この時間には、この処理を行う必要があるなど、具体的な課題を教えてください。
- ・ 機関投資家としては、指定報告協会員に対して、何らかのアドバイスができるかもしれない。本部会では、指定報告協会員における売買参考統計値制度の実務上の問題点を共有した上で、議論を行っていききたい。
- ・ 指定報告協会員名を公表することにより、指定報告協会員に対してペナルティーを与えて、売買参考統計値の精度を向上させるのではなく、指定報告協会員においては、可能な限り、会計基準上の公正価値の概念に近い売買参考統計値の報告をすべく、努力していただきたい。
- ・ 機関投資家から見れば、売買参考統計値の信頼性の向上のために、指定報告協会員名を公表することによって、指定報告協会員に対して、ネガティブなインセンティブを与えるべきではないと考える。
- ・ 売買参考統計値の信頼性向上のための指定報告協会員名の公表は、すべての情報を公表するのではなく、部分的な情報を公表する方法も考えられるのではないかと。
- ・ 日証協による指定報告協会員に対する指導・管理態勢の充実・強化策として、「日証協は、指定報告協会員に対して勧告などを行ったにもかかわらず改善が図られない場合は、日証協は、指定報告協会員の指定取消し、その他必要な措置を講ずる。」とあるが、指定報告協会員の指定取消しのケースであれば、指定報告協会員名を公表しても良いのではないかと。

(4) 指定報告協会の指定基準の見直し等

- ・ 発行会社としては、指定報告協会自身が主幹事を務めた銘柄については、日証協に対して、必ず気配値を報告すべきではないかと考える。発行会社は、社債発行に当たっては、流通市場での値付け業務にも期待して主幹事をお願いしている。
- ・ 主幹事でなかったとしても、引受シ団メンバーの証券会社は、当該企業の社債の売買に関与しており、マーケットメイクの必要性があることから、その社債の売買価格につき、それなりの市場感覚があると考えられる。そのような証券会社に限って指定報告協会とした方が良いのではないかと。主幹事や引受シ団メンバーの証券会社が必ず指定報告協会となれば、売買参考統計値の精度は向上するのではないかと。一方で、引受に関与していない、あるいは流通市場において、当該発行体の社債の売買を執行した実績が少ない証券会社に、指定報告協会として気配値の報告を義務付けても、市場実勢を反映した価格情報が提供されるとは思えず、当該社債の気配値の適正化に資するとは考えにくい。
- ・ 指定報告協会が主幹事を務めた銘柄については、必ず、気配値が報告されるように期待したい。また、主幹事証券となるための要件として、流通市場における気配値の報告義務を課すことが適切ではないかと。
- ・ 本日の会合では、各委員から次の意見があった。
 - ① ほぶりの決済照合システムを利用して社債の取引情報を公表するためには、課題の1つとして、同システムを利用している参加者からの同意の問題があり、今後、どのように、社債の取引情報の公表制度と売買参考統計値制度を並存させるのか。
 - ② 売買参考統計値の信頼性の向上は、非常に重要である。特に、その信頼性向上のためには、流動性の低い銘柄の売買参考統計値の算出・公表が課題である。
 - ③ 売買参考統計値の信頼性向上のために、指定報告協会名を公表することは多くの委員から賛成しない旨の意見が、また、日証協において指定報告協会に対する指導・管理態勢の充実・強化が図られることは、多くの委員から賛成する旨の意見が表明された。ただし、平均値から大幅に乖離している気配値の報告があった場合には、直ちに、問題であるとは言えないため、日証協の指導・管理態勢等についても、検討を行わなければならないのではないかと。
- ・ 韓国の社債市場では、社債の取引情報が公表されているため、外国人投資家が、社債市場の透明性の観点から、我が国社債市場ではなく、韓国の社債市場を選択する事態となつては

ならない。我が国社債市場としては、どのようにすれば、社債の取引情報を公表することができるのか議論を行っていききたい。

- ・ そもそも、売買参考統計値とは、どのような目的のために存在するのか。事務局としては、売買参考統計値を利用している市場参加者の様々な目的、利用方法について、ヒアリングを行う必要があると考えている。また、どのように、売買参考統計値の信頼性の問題を感じているのかについても、併せてヒアリングを行ってみたい。
- ・ 売買参考統計値の信頼性について疑問を抱いている市場関係者は、非常に多い。発行会社からは、適正な価格での社債発行ができるのかとの懸念が示されている。一方、投資家からは、本当に、公表されている気配値付近で取引が行われているのかとの懸念が示されている。
- ・ 社債の取引情報は、その取引を行った当事者がリスクを取ったものであるため、売買参考統計値とは別次元のものである。我が国社債市場の信頼性を向上させ、活性化を図るためには、様々なリスクが取られた実際の社債の取引情報の公表をもって対応せざるを得ないのではないかと考えている。
- ・ 社債の取引情報には、流動性やポジションなどの問題が存在するため、適正な価格を発見することが困難ではあるが、我が国社債の流通市場が活性化することによって、社債の取引情報の公表制度が機能するようになるのではないかと考えている。
- ・ 日証協としては、可能な限り、速やかに我が国社債市場における客観的な数値である社債の取引情報を公表することが使命であると考えている。本部会では、技術的な問題を根拠として、社債の取引情報の公表の可否について検討を行うのではなく、どのような公表内容・方法であれば、コスト面や実務上の問題を含めて、市場関係者が満足し、信頼性を有する社債の取引情報が公表できるのか、検討をお願いしたい。
- ・ 投資家や発行会社では、売買参考統計値制度について、非常に重要なインフラであると考えられていることから、本部会では、併せて、どのようにすれば売買参考統計値制度が改善することができるのか、検討をお願いしたい。

2. 次回会合

第6回会合を4月14日(木)に開催する。

(配付資料)

資料1 社債の価格情報インフラの整備について(3)

資料2 「社債市場の活性化に関する懇談会 部会」検討状況について(平成22年12月
24日)

以 上