

1. 会合名	社債の価格情報インフラの整備等に関するワーキング・グループ（第3回）
2. 日時	平成25年1月29日（火）午後4時15分～午後6時00分
3. 議案	1. 取引情報の分析方法について 2. その他
4. 主な内容	<p>○ 取引情報の分析方法について</p> <p>事務局より、取引情報の分析方法案について、資料1-1及び資料1-3に基づき説明が行われた。</p> <p>続いて、事務局より、各委員からの意見について、資料2の「I. 「約定件数」及び「取引数量」以外の指標に基づく分析に係るご提案について」及び「II. 債券の類型化に係るご提案について」に基づき説明があった。</p> <p>（主な意見等）</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>資料2のII. 1.（1）発行総額の③「銘柄単位」の意図するところは、発行体単位で分析するという考えに近い。例えば、ある発行体がシニア債と劣後債の両方を発行している場合、あるいは券面が1億円以上と1億円未満の両方を発行している場合には、回号単位のほか、同一の発行体についてシニア債／劣後債の別で分析をする、あるいはホールセール債／リテール債の別で分析をすることも考えられる。（委員等）</li> <li>業者としてはできる限り協力をしたいと考えているが、報告項目を増やすことは、証券会社や証券保管振替機構に新たなシステム開発の負担が生じることとなってしまふ。暫定対応の分析段階において、新たなシステム負担がかかるような提案に応えるのは厳しい。（委員等）</li> </ul> <p>⇒ 1点目の御意見について、現時点でシステム対応するのが難しい場合でも、理想的な答えが出れば将来的にはシステム対応するというスタンスなのか、それとも将来的にもシステム負担がかかるものには対応できないというスタンスなのかについて確認させていただきたい。（主査）</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>現段階の議論が何を目標としているのかによる。「公表基準を定めるための分析」を目標とした議論であるならば、システム対応は半年ほどかかるため、要望に応えるのは難しい。ただ、公表に向けて、証券保管振替機構や業者あるいは投資家に負担がかかるが、マーケット全体にとって有益となるものであれば、全く考慮の余地がないという訳ではない。どこまで先を見据えた議論なのか次第で対応は変わってくる。（委員等）</li> <li>当面は、公表基準を決めるためにどういった分析を行うかについての議論がメインになると思うが、今後、公表段階の議論になってくると、当然システム対応の可否等についても、話が出てくるかと思う。よって現段階においても、将来的にどうするのかについて念頭に置きながら議論していただきたい。（ほふり）</li> <li>流動性の高いものから取引価格を公表するという社債懇の議論の結果があることにご留意いただきたい。したがって、公表基準を決めるための分析としては、流動性の多寡を測るための方法を考えるべきではないか。</li> </ul>

当社としては、約定件数と取引数量の2つの指標を見ていくことで、流動性の多寡を測るための分析としては問題ないと考えており、そこに何を補完していくかという形で議論していきたいと考えている。(委員等)

- 分析の段階で、ある程度広く指標を見るべきであるという意見について反対はしない。様々な指標を見ていくことで、公表基準を定めるうえで有益な指標はどれなのかが判明するかもしれない。ただ、証券会社にとって債券の値段が見やすいのは、売買回転率といった比率が大きいものではなく、絶対値としての約定件数や取引数量が大きいものである。(委員等)

⇒ 最終的に望ましい公表基準を作るためには、様々な分析を行ってみることが理想的ではある。売買回転率を用いた分析を行ったとしても、業者の負担は発生せず、日証協の事務局で対応できるということなので、売買回転率を用いた分析を行うことについて委員の皆様の異論がなければ、売買回転率の分析を試みることにしたい。(主査)

- 発行総額が大きく、安定的に取引されていた銘柄が、クレジットイベントの発生によって急激に流動性が高まることも想定されうる。このような事態を想定し、何かしらのセーフティネットを張ることも必要ではないか。(委員等)

⇒ クレジットイベントがあった銘柄を公表対象から除外するか否かについては別途議論が必要と思われる。一方、「公表基準を検討するための分析」においては、例えば全体の債券の取引を取引額ごとに分別し、その中でどのような債券の類型が、流動性が高いのかを分析すること等を想定しているため、個別の発行体の事情によって分析結果が大きく変わることはないのではないか。(事務局)

⇒ 分析の段階から、クレジットイベントのあった銘柄を区別するのが理想的ではあるが、当面の分析としては区分しない方向で進めさせていただくことにしたい。当然、クレジットイベントがあった銘柄が含まれることによって、バイアスがかかることが明らかになった場合は別途議論を行う必要はある。(主査)

- 資料2の「I. 約定件数及び取引数量以外の指標」として提案されているもののうち、「3. 取引間隔指標」は、売買回転率の逆数を取ればよい指標であるから、売買回転率の議論によって既に結論は出たことになると思われる。「4. 約定に関与した証券会社数」は、証券保管振替機構から提供されるデータでは把握できないため、議論から除外することとしたい。(主査)

- 事務局案では、発行総額を100億円未満、100億円以上300億円未満、500億円以上800億円未満、800億円以上1,000億円未満、1,000億円以上で区分しているが、800億円以上の銘柄は少ないため、500億円以上800億円未満で区切るより、500億円以上700億円未満で区切った方がよいのではないか。(委員等)

⇒ 分析のための区切り方を模索することは有意義であるし、偏りがあれば調整が必要である。この件については、事務局において母集団の分布状況を確認したうえで、発行総額の区分を決めることにしたい。(主査)

- 資料2のII. 1. (1). ③のように、発行体単位の発行総額で債券を類型化すること

については、アプローチとして不適切とまでは思わないが、場合によっては問題が生じる可能性もあると思う。

例えば、1年債と10年債しか発行していない発行体と、1年債から10年債まで毎年発行している発行体とでは、状況が異なってくる。ある債券の値段を決める際に、当該銘柄がある程度取引されている場合には、それに近い年限の銘柄も値段が付きやすいのは事実である。しかし、日本では一部の発行体を除き、頻繁に社債を発行している発行体は多くないため、どちらかといえば回号単位で分析の方が適切ではないか。(委員等)

- 数年に1回しか社債を発行しない発行体の場合、回号単位で流動性の多寡を判断するのは違和感があったため、発行体単位での分析を提案したものである。該当する発行体は少ないと思うが、少額発行でも、コンスタントに社債を発行している発行体については、発行体単位で分析をしてもよいのではないかと考えていた。(委員等)

- 例えば、発行総額100億円の社債を年10回起債する発行体と発行総額1,000億円の社債を年1回起債する発行体では、後者の債券の方が値段はつきやすい。前者は後者と比べて値段が付きづらくなってしまいが、うまくそこをすくいあげて公表につなげたい気持ちがある。そういった観点からすれば、発行体単位で分析を行うという意見は合理的であると思う。(委員等)

- 発行体単位で分析する場合、発行総額1,000億円の社債(1銘柄)が月10回売買された場合と、発行総額100億円の社債(10銘柄)がそれぞれ月に1回ずつ合計10回売買された場合とを比べると、前者のほうが流動性は高いといえる。

発行体単位で分析した場合、後者のように1銘柄につき月1回しか売買されていなかったとしても、「流動性が高い」として、当該銘柄が公表対象となることには違和感がある。例えば、年限が10日しか異ならない等、実質的には同一の銘柄とみなせるようなものであれば、それらを1つの銘柄として分析することは納得できるが、そのようなケースはほとんどないと思われるので、基本的には回号単位で分析をしていくのがよいと思う。(委員等)

- 個人的には、発行総額100億円の社債(10銘柄)がそれぞれ月に1回ずつ合計10回売買された場合は、回号単位では月に1回しか取引がなかったとしても、流動性はあるのではないかと考えている。

トレーダーとしては、クレジットカーブを引けるか否かが重要なところであり、発行総額で分析をするという感覚は持っていてよいと思われる。(委員等)

- クレジットカーブを用いるのは有効である点は理解できる。

ただ、例えば5年債と3年債があり、5年債と3年債が1回ずつ売買されたデータと3年債が2回売買されたデータがある場合、3年債の価格を調べるには後者のデータの方が有益である。

よって発行体単位と回号単位のどちらで分析したほうが良いかと問われれば、回号単位の方が良いが、データが十分でない場合に、クレジットカーブをひけるほうがよいと

いう意見には賛成である。

- 基本は回号単位で分析を行い、付加的に発行体単位での分析をするということではないか。(委員等)
- 流動性が高い銘柄の定義については、まだ議論がされておらず、今後の課題であると認識している。

流動性が高い銘柄の定義によっては、回号単位での発行総額が一定基準を下回っていても、発行本数が多く、発行体単位での発行総額が比較的多い場合には、流動性が高いと判断し公表するのだとすれば、発行体単位での分析に意義はある。一方で、回号単位のみに着目し、公表対象を決めるのであれば、発行体単位での分析を加えることは無益である。

発行体単位での流動性の多寡を測る基準を設けるかどうかを決めるため、試しに分析することに異論はないが、個人的にはあくまで回号単位がベースであると考えている。(委員等)

⇒ 本来は、流動性が高い銘柄をどのように把握して、どういった銘柄を公表していくかを先に決めなければ、何を分析するべきかは決まらない。ただ、事務局のイメージとしては、手元にある指標でまず分析を行い、分析の結果から、「これは流動性の多寡について判断ができる指標なのではないか」ということを提示し、公表基準に活かしていくというものである(演繹的に考えていくのか、帰納的に考えていくのかの違いである。)

分析していく中で、「流動性の多寡はこの方法でしか計測できない」という結論が出れば、議論は収束するはずであるので、追加的な分析についてチャレンジしてみることに特に反対意見がなければ、実施することとしたい。(主査)

- 「券面額」を「債券を類型化するための基準」とすることについて、当社は機関投資家であるため、券面額を考慮して取引をしたことがないこともあり、その必要性は高くないとの意見を提出したが、個人投資家への配慮から入れられた項目であると認識しているので、積極的に反対というよりは、入れることに大きな意義を感じないというレベルの意見である。(委員等)
- 券面額が小さくなれば、個人投資家も含めて投資家数が増えるため、券面額で分析してみることも一定の合理性はあるのではないか。

⇒ 券面額での分析は、券面額そのものに着目しているというよりは、ホールセール債とリテール債の別、F A債か否かをグルーピングするための手段である。そのため、券面に着目して議論することに違和感があるとする指摘は、そのとおりであると思う。しかし、券面額でグルーピングすることによって、性質の異なる債券の類型を上げることができるという面もある。(主査)
- 券面額で分析する上で注意すべき点は、例えば、ファンドマネージャーや信託銀行との取引の場合、実態としては1件の取引であっても、個々の顧客口座毎に約定を付けるため、見かけ上の約定件数が増えることが考えられる。その事実について、統計上のデ

ータからは把握できないため、名目上の取引件数に惑わされ、分析に支障が出るのではないか。このため、完璧な方法ではないが、例えば、事務局で、報告データのうち、約定日、受渡日、銘柄、約定単価が同一の取引については取引件数を1件として、名寄せのようなもの（トレード寄せ）を行うことも考えられる。（委員等）

- ・ 約定日、受渡日、銘柄、約定単価に基づいてトレード寄せをした場合、トレード寄せしてはいけないものをトレード寄せしてしまうケースも存在すると思う。その典型的な例が新発債の取引かと思われるが、公表基準を検討するための分析では、新発債を除くということであったと認識している。新発債以外であれば、約定価格が1厘単位まで誤差がない取引は通常考えられないため、問題ないと思う。（委員等）

⇒ 重要なのは、技術的にトレード寄せができるかできないかの議論ではなく、トレード寄せの必要性とトレード寄せを実行した場合に考えられる危険性（寄せてはいけないものを寄せてしまう可能性）を共有し、議論することである。

トレード寄せの必要性及び危険性について議論がされれば、より理想的な分析につながることになる。（主査）

- ・ 欧米市場である程度の流動性が期待できるとされるベンチマークサイズ（5億ドル以上）の発行件数が少ないという本邦市場の構造を前提とすると、分析の観点を広げ、「発行年限」、「発行頻度」も加えて、社債の流動性の実態を把握し、投資家が選好する流動性のある社債とはどのような社債であるのか、次なるアクションに繋がるような分析を行って頂きたい。（委員等）

- ・ 回数単位で残存年限を見ていくことには異論はない。有益なデータが出てくるかは分からないが、一度見てみるのもよいのではないか。（委員等）

- ・ 残存年限が長いものの方が流動性は減少するという認識でいるが、例えば残存年限が長いものは、短いものよりも「取引件数が少なくても公表する」といったように、残存年限ごとに公表基準を変えることも考えられるのではないか。必ずしも公表基準を画一的に決める必要性はないと考える。

公表する銘柄は、より幅広にすべきだと考えている。（委員等）

- ・ 通常、債券の流動性の分析等は業種も考慮して行われているため、業種ごとの分析をした方がよいのではないか。

業種ごとの分析結果を公表するかという問題は別にあるとは思いますが、分析を行うこと自体に意義があるのではないか。（委員等）

⇒ 今回の分析は、公表基準を定めるために行う分析であるが、業種ごとの分析を当該目的につなげるのは難しいと考えている。（事務局）

- ・ 分析の目的は、あくまでも、最終的にはどのような銘柄を報告・公表対象とすべきかを定めることであるから、この目的に沿った分析をすべきと考える。

社債市場の全体像を把握するための分析は有用な分析かもしれないが、本ワーキングとは別のところで議論すべきものではないか。業種ごとの分析は、今回の分析の目的に沿わないものと考えられるから、分析の必要はないと考える。（委員等）

	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 発行年限及びフリークエント・イシューアについて分析する必要はないと考える。 発行から5年経った10年債と、発行されたばかりの10年債とを比較分析しても意味がない。 また、以下の①及び②のような発行体を同列のフリークエント・イシューアとして比較分析しても意味がない。</li> <li>① 毎月、発行総額がほぼ同じ5年債をコンスタントに発行している発行体</li> <li>② 毎月、5年債をコンスタントに発行しているが、年に1回程度、シンジケート団を組んで行うような大型発行を行う発行体</li> </ul> <p>回号単位という分析の軸があるわけであるから、事務局の事務負担等も勘案すると、発行年限及びフリークエント・イシューアの分析は必要ないと考える。(委員等)</p> <p>⇒ 債券を類型化する際の基準として、「残存年限」については分析をするべきであり、「発行年限」については特に分析する必要は無いのではないかという意見だと思う。</p> <p>フリークエント・イシューアについては、先ほど発行体別にみるべきであるという意見が出され、実際に分析をすることとなったと思う。その中に内包されるという認識である。(事務局)</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・ フリークエント・イシューアの分析の提案は、流通市場において売買される流動性のある社債とはどのような社債なのかを知ることは、発行体、投資家の双方にとって意義があると考えたことから提言したものだが、発行体別に分析がなされれば、結果的に発行体の発行手法含め、分析されることになることから、事務局の考え方に異論はない。(委員等)</li> </ul> <p>※価格の乖離の分析については、次回ワーキングで引き続き議論することとなった。</p> <p style="text-align: right;">以 上</p>
5. その他	※本議事要旨は暫定版であり、今後、内容が一部変更される可能性があります。
6. 本件に関する問い合わせ先	公社債・金融商品部 (03-3667-8456)