

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5回）
2. 日時	平成25年3月8日（金）午後4時00分～午後6時00分
3. 議案	1. 売買参考統計値の信頼性の向上について 2. その他
4. 主な内容	<p>1. 公社債店頭売買参考統計値の信頼性向上について</p> <p>事務局より、公社債店頭売買参考統計値の信頼性の向上について、資料及び参考1に基づき説明が行われた。</p> <p>（主な意見等）</p> <p>（1）IOSCOの金融指標に関する市中協議報告書について</p> <ul style="list-style-type: none"> IOSCOの市中協議報告書で対象となっている金融指標に、売買参考統計値が該当するか。（委員等） ⇒ 該当する可能性は高いと考えている。（事務局） <p>（2）本ワーキングで検討する事項について</p> <ul style="list-style-type: none"> 資料には、「売買参考統計値の信頼性向上に関する検討事項については、平成25年7月頃までに一通りの検討を終え、結論を得なかったものは12月頃から改めて検討する」とあるが、7月までに結論を得なかったものについて12月まで議論しないとすると議論が分断されることになる。このため、8月以降は信頼性向上の検討を全く行わないということではなく、7月末の時点で、まとまった論点と残された論点をそれぞれ整理したうえで、8月以降も公表基準の検討と並行して検討できるものについては、継続して検討するなどの柔軟な対応をすべきである。（委員等） 売買参考統計値の信頼性向上のための措置を実施した後には、当該措置の評価を行わなくてはならないと考える。フォローアップについては、本ワーキングでの検討の対象となっているという理解でよいか。（委員等） ⇒ 本ワーキングで検討する事項「IX. 分析」において、まずは乖離の現状を把握することを考えているが、信頼性向上のための措置の実施後に、再び乖離の分析を行って、当該措置の評価を行うことも考えられる。（事務局） 本ワーキングで検討する事項は多岐にわたっているが、事務局として、どの検討事項から議論をしていくことをイメージしているのか。（委員等） ⇒ 分析→報告→算出→公表の順で議論するのが自然であると考えている。（事務局） 売買参考統計値と取引価格との間に乖離が生じる原因（売買参考統計値が公表されるまでのプロセスのどこに問題があるのか）について、認識の共有がされていないように思う。この点について整理したうえで、検討事項の優先順位をつけた方がよいのではないか。（委員等） 乖離が生じている場合のアクションも重要だと考えている。売買参考統計値の信頼性向上のため、報告値をチェックしていく枠組みもあわせて議論していけばよいと思う。（委員等） 信頼性向上のための具体策として、「報告時限及び公表時間の繰下げ」が挙げられているが、利便性の観点から、可能な限り早い公表時間であってほしいという要望が売買参

考統計値の利用者からあがることも考えられる。あまりにも信頼性の向上を重視してしまうと、制度の利便性という観点からはマイナスになることも考えられるので、信頼性の向上のための手段と制度の利便性との折り合いをどのようにつけていくのかについても、議論すべきである。(委員等)

- 実際の取引価格と売買参考統計値の完全一致を目指しているわけではない。利便性も考慮し合理的な着地点を見出したい。(主査)

- 資料の「指定報告協会の一覧」を見ると、主幹事証券会社であっても社債の気配報告をしていない証券会社が見受けられるが、発行体としては、流通市場のマーケットメイクをしてもらえる前提で主幹事証券会社を指名し、手数料を支払っており、主幹事証券会社には社債の気配報告をしてもらいたいという強い要望を持っている。資料 12 ページに、「主幹事証券会社による売買参考統計値の報告を義務付けることを検討する場合には、適正な気配値を報告するための体制整備が求められることから、報告を義務付けることとした場合の問題点や実現可能性を踏まえて検討する」とあるが、報告体制の整備が必要であることを理由に、売買参考統計値を報告しないことを許容して欲しくはない。(委員等)

⇒ 従来は義務ではなかったことを新たに義務付けるといった議論をする場合、どのような問題があるかを確認したうえで、議論する必要があると考えている。資料に記載した内容は、頭から義務付けを否定する趣旨ではない。(事務局)

- 現行制度では、指定報告協会による日証協への報告時限が午後 4 時半になっているが、午後 3 時から 1 時間半で 2,000 銘柄以上の社債の銘柄について適切な気配値を算出して報告するのは非常に難しい。

当社では、報告時限が非常にタイトであることがネックとなって社債の売買参考統計値を報告できていないため、報告時限さえ繰り下げられれば、社債の売買参考統計値を報告することは可能であると考えている。(委員等)

- 信頼性向上のための具体策として挙げられた項目に関する整理（本ワーキングにおいて検討する事項と検討しない事項の整理）としては、資料 10 ページのとおりとさせていただく。ただし、「本ワーキングで検討しない事項」として整理された事項についても、意見を出すこと自体を妨げるものではないので、今後、検討を進める中で意見があれば、出していただきたい。(主査)

(3) 公社債店頭売買参考統計値と取引価格の乖離の分析について

- どのような形で乖離の分析結果をワーキングに示すことを考えているのか。個別取引が分からないよう十分注意する必要がある。(委員等)

⇒ 約定金額 5 億円の取引毎に、当該取引の価格と売買参考統計値との乖離率を算出し、分析資料には、「乖離率●%～●%の取引が●件あった」といったものを示すことを考えている。また、格付け別の乖離の分布状況もお示しすることを考えているが、いずれにしても、個別取引が分からないような形にする。(事務局)

- 乖離の分析をしたとしても、売買参考統計値の信頼性向上のために具体的に何をすればよいのかといったところは見えてこないと思う。(委員等)

	<ul style="list-style-type: none"> • 乖離がどの程度発生しているのかといった議論の大前提となる情報は必要ではないか。(委員等) • 乖離の分析結果を示す際には、約定金額5億円の取引は1か月間で何件あるのか、当該取引が取引全体に占める割合(カバレッジ)はどれくらいあるかという点が分かるようにお示しいただきたい。(委員等) <ul style="list-style-type: none"> ⇒ ほふりから報告された社債の取引(平成25年1月約定分)のうち、約定金額5億円の取引は168件である。乖離の分析結果をお示しする際は、カバレッジがわかるような形にする。(事務局) • 約定金額5億円の取引が168件しかなく、取引件数が特定の銘柄に集中していることも勘案すると、乖離の分析に耐えうる銘柄はさらに絞られてしまう。2,000銘柄以上の社債の売買参考統計値が公表されている中で、一部銘柄の乖離の分析結果をもって全体について議論し、何かしらのインプリケーションを与えるのは難しいのではないかと分析を見ていく際には、相当の注意が必要である。(委員等) • 売買参考統計値は午後3時現在の気配であるが、他方、取引価格は取引時間が午後3時現在とは限らない(取引時間がわからない)。1日で数ベース(単価でいえば1円)変動する銘柄もある状況では、「この取引価格は、何時時点の価格で、どのような相場で出てきた価格なのか」を見たとえで乖離の分析をしなければ、乖離が生じている原因についてミスリーディングしてしまう可能性があると考え。(委員等) • 取引当日のマーケットの状況(日中値幅等)を勘案したうえで分析すべきである。また、乖離幅は「何銭」よりは「ベース」で示していただいた方がわかりやすい。(委員等) • 市場関係者及び売買参考統計値の利用者等に対して行ったアンケートによると、売買参考統計値を信頼できない理由として「実際に取引される価格が売買参考統計値に反映されるまでにタイムラグがある」ことが挙げられているが、当該意見は、売買取引が複数行われる中で乖離幅が収束していくというプロセスがあることを前提にしていると思われる。実際に、そのようなプロセスがあることを確認するためにも、乖離幅を時系列順に追っていければよいと考え。(委員等) <ul style="list-style-type: none"> ⇒ 乖離幅を時系列に追っていく分析をするためには、同一銘柄で約定金額5億円の取引が数日間継続して生じている必要がある。約定金額5億円の取引自体が少ない中で、時系列順に追っていけるほどの十分な取引データが揃うかは疑問である。(事務局) • 乖離の分析で「実際に取引される価格が売買参考統計値に反映されるまでにタイムラグがある」ことが明らかになれば、どこにタイムラグが生じているのかも把握できるのではないかと考えている。タイムラグが生じる原因が分かれば、そこをどのように是正していくべきなのかを議論すれば、売買参考統計値の信頼性の向上ができるのではないかと。(委員等) • 私見ではあるが、タイムラグが生じる原因は、マーケットがワイドニング(あるいはタイトニング)している局面において、全ての指定報告協会員が同程度に報告値をワイドニングしていけば、売買参考統計値もマーケットと連動していくと思うが、実際には報告している協会員全員が報告値をワイドニングしていないことにあると考えている。
--	---

	<p>(委員等)</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 売買参考統計値の指定報告協会員の数を増やすという意見があるが、現在の売買参考統計値の算出方法では、マーケットが大きく動いたときに、一部の指定報告協会員はマーケットの動きを反映した気配値を報告しているにもかかわらず、他の指定報告協会員がマーケットの動きを反映しないまま気配値を報告した場合、マーケットの動きを反映した気配値が上下カットされてしまう可能性があり、必ずしもマーケットでの実勢価格を反映した正しい気配値が公表値として反映される仕組みになっていない。このため、単純に報告者数を増やしても売買参考統計値の信頼性は向上しないと考える。重要なのは、「適正な気配値」を報告する指定報告協会員を増やし、当該指定報告協会員からの「適正な気配値」を、どのように公表値に反映させていくかである。(委員等) ・ 売買参考統計値の特性（報告社数に応じて上下カットが行われること・理論値であるから実際の取引価格とは必ずしも一致せず、ある程度のレンジがあること）を理解して利用してもらえるよう制度の説明を工夫することも必要である。(委員等) ・ 上下カットしなかった場合の売買参考統計値と取引価格との乖離を分析してはどうか。(委員等) ・ 実際に取引を行った指定報告協会員からの報告値が上下カットされているか否かを確認できないか。(委員等) <ul style="list-style-type: none"> ⇒ 事務局がほふりから入手する報告データに、取引を行った協会員名はないため確認できない。(事務局) ・ 公社債店頭売買参考統計値と取引価格の乖離の分析については、事務局において、乖離の状況が確認できるような分析資料を作成し、本ワーキングで報告するという事なので、今、いただいた御意見も踏まえつつ、対応可能な範囲で進めさせていただきたい。(主査) <p>2. その他</p> <p>次回以降、売買参考統計値の信頼性向上のための具体策（資料 11 ページから 13 ページの「本ワーキングで検討する事項」）について議論を進めていくこととなるが、当該議論は、指定報告協会員に大きく影響する事項であるため、本ワーキングの検討状況に関する情報提供、傍聴の受入れ及び意見照会の実施等、本ワーキングのメンバー以外の指定報告協会員とも連携して検討を進めることとなった。</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）