

「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6回)

平成 25 年 4 月 24 日 (水)  
16 時 00 分～  
証券保管振替機構会議ホール

次 第

1. 公社債店頭売買参考統計値の信頼性向上について
  - (1) 売買参考統計値と取引価格との乖離について
  - (2) 指定報告協会の指定基準の見直し等について
2. その他

以 上

「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」委員名簿

平成 25 年 4 月  
日本証券業協会

主 査	野村 修也	(中央大学法科大学院 教 授)
委 員	阿部 新哉	(U B S 証 券 コンプライアンス本部 エクゼクティブ・ディレクター)
”	石野 広治	(明治安田生命保険 証券運用部債券運用グループ・ グループマネージャー)
”	上野 哲	(みずほ証券 金融市場グループ) 金融市場業務部 副部長)
”	園生 裕之	(有限責任監査法人トーマツ 公 認 会 計 士)
”	高尾 憲久	(大和証券投資信託委託 債 券 運 用 部 ) シニア・フアント・マネージャー)
”	冨田 良平	(三菱UFJモルガン・スタンレー証券 市場商品統括部 副部長)
”	城 和孝	(S M B C 日興証券 商 品 業 務 部 次 長)
”	塚原 徹	(大 和 証 券 債 券 部 副 部 長 ) 兼 企 画 課 長)
”	筒井 真一	(三井住友銀行 投 資 銀 行 統 括 部 ) 担 当 次 長)
”	手島 大介	(野 村 証 券 グローバル・マーケット企画部) ヴァイス・プレジデント)
”	徳島 勝幸	(ニッセイ基礎研究所 金 融 研 究 部 門 ) 上 席 主 任 研 究 員)
”	根本 泉	(三 菱 商 事 財 務 部 資 金 チ ー ム ) 資 本 市 場 担 当 次 長)
”	堀野 雅則	(日 本 相 互 証 券 経 営 企 画 部 次 長)
”	Mark T. Drabkin	(ゴールドマン・サックス証券 証 券 部 門 債 券 為 替 コ モ デ イ ト グ ル ー プ ) クレジット・トレーディング 部長 ) マネージング・ディレクター)
”	湯原 尚	(新日本有限責任監査法人 公 認 会 計 士)
”	吉井 一洋	(大 和 総 研 金 融 調 査 部 ) 制 度 調 査 担 当 部 長)
”	吉越 勇人	(三菱 UFJ 信託銀行 受 託 財 産 企 画 部 受 託 企 画 ) 主 任 調 査 役 G)
”	和田 康	(東海東京証券 債 券 部 国 内 債 券 ) ク ル ー プ マ ネ ー ジ ン グ )
オブザーバー	池上 裕司	(証券保管振替機構 社 債 投 信 業 務 部 長)
”	原田 実	(金 融 庁 監 督 局 証 券 課 ) 証 券 監 督 調 整 官)
”	森田 哲次	(金 融 庁 総 務 企 画 局 市 場 課 ) 課 長 補 佐)
”	吉見 直	(日 本 銀 行 金 融 市 場 局 市 場 企 画 課 ) 市 場 整 備 グ ル ー プ 企 画 役)
		以上23名 (敬称略・五十音順)

# 資料 1

## 売買参考統計値と取引価格との乖離について ～意見照会の結果を踏まえた整理～

平成 25 年 4 月 24 日

意見照会の結果をまとめると、乖離の実態及び要因は以下の 1 及び 2 のとおりとなり、売買参考統計値の信頼性向上のためには、以下の 3 の対応が必要となると考える。

### 1. 乖離の実態及び乖離があるとの意見が出る要因について

#### (1) 乖離の実態 (注1)

- ① 乖離は恒常的・全般的なものではなく、大部分の取引に大きな乖離はないと言える。
- ② 乖離が大きいのは、信用リスクが高い銘柄（低信用力の銘柄やイベント関連銘柄等）又は取引がほとんどない銘柄（流動性が低い銘柄）などの一部銘柄に限られる。
- ③ 残存期間が短い銘柄については、乖離率が 1%未満であっても乖離が小さいとは言えないとの意見もあるが、残存期間 1 年未満の銘柄の取引は僅かであり、当該取引を除いても大部分の取引に大きな乖離はないと言える。

#### (2) 乖離があるとの意見が出る要因

- ① 上記(1)のとおり、乖離の問題は一部銘柄に限った問題であるが、上記(1)②のような銘柄は、特に売買参考統計値の水準を確認するニーズが高く、取引価格にばらつきが生じて売買参考統計値との乖離が生じる可能性も高くなることから、「乖離がある」との印象に繋がっていくことが考えられる。
- ② マーケットのごく一部で行われた取引事例がすべからず売買の参考になるわけではなく、実勢価格とは言えない取引価格も存在するが、売買参考統計値においては、統計処理の過程で異常値を排除する（あるいは影響を小さくする）ことができるため、実勢とは言えないような取引事例にまで振り回されることのない安定性を有しているとも考えられる。このような売買参考統計値の特徴が利用者に理解されていないことも一因と考えられる。

### 2. 乖離の要因について

大部分に乖離の問題はないものの、上記 1. (1)②のような乖離が生じる要因としては、スプレッドの変動やマーケットでの取引を捉えきれていない気配値が報告され、（当該気配値が上下カットされない限り）当該気配値を含めて売買参考統計値が算出されることが考えられる。

特にマーケットでの取引を観測できる協会員は限られるため、各指定報告協会員が報告する気配値にバラつきが生じ、マーケットでの取引が売買参考統計値に反映されづらいつける（ただし、マーケットのごく一部で行われた取引事例が必ずしも実勢価格とは言えないことに注意が必要）。

これらは、取引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生じる要因でもあると考える。

### 3. 対応

(1) スプレッドの変動やマーケットでの取引を捉えた適正な気配値を報告できる協会員を指定報告協会員になるよう促すとともに、適正な気配値を報告できない協会員を排除する。

⇒ ワーキングでの検討事項<sup>(注2)</sup>のうち、「Ⅲ. 指定報告協会員の見直し」及び「X. その他 2. 指定報告協会員として気配値を報告するインセンティブを与える」で検討する。社債の売買高の状況を勘案すると、スプレッドの変動やマーケットでの取引を捉えられる協会員としては大手証券会社が考えられることから、大手証券会社の参加を促すような検討が必要と考える。

(2) 指定報告協会員がスプレッドの変動やマーケットでの取引を捉えた適正な気配値を報告できる環境を整備するとともに、適正でない気配値を排除する仕組みを整備する。

⇒ ワーキングでの検討事項のうち、「Ⅳ. 報告時限及び公表時間の繰下げ」、「Ⅴ. 売買参考統計値の算出方法の見直し」、「Ⅵ. 売買参考統計値の発表方法の見直し」及び「X. その他 1. 指定報告協会員が相互に監視できる仕組みを構築する」で検討する。

また、「Ⅰ. 日証協における指導・管理態勢の充実・強化」でも対応する。

(3) 売買参考統計値制度の理解を促進する。

⇒ ワーキングでの検討事項「Ⅵ. 売買参考統計値の発表方法の見直し」の一環として、ホームページ等における制度説明等の充実を検討する。

以上

---

(注1) 平成25年1月及び2月の分析結果。乖離の分析は、平成25年3月以降も継続して実施する。

(注2) 本ワーキング第5回会合の資料「公社債店頭売買参考統計値の信頼性の向上について」10ページ～13ページに掲げる10項目の検討事項。

## 売買参考統計値の信頼性向上のための検討事項

平成 25 年 4 月 24 日

### 《検討テーマ 1》

#### Ⅲ. 指定報告協会の指定基準の見直し

##### 1. 売買執行能力を有する協会員を指定報告協会員とする。

#### 【意見照会の結果】

- ・ (公表銘柄数に影響が出ないのであれば) 社債だけの売買高ランキングで判定することによい。
- ・ 社債だけの売買高ランキングで判定する場合「上位 50 位以内」では意味がない。社債の気配値報告を行う指定報告協会の売買高シェアが 3 分の 2 (できれば 4 分の 3) を確保することが必要。
- ・ 社債の価格は国債の価格をベースに算出していると思われるので、社債だけではなく、国債も含めた公社債全体の売買高ランキングでも上位に入っている必要があると思われる。したがって、「社債だけの売買高ランキング」で上位に入っており、かつ、「公社債全体の売買高ランキング」で上位に入っていることを要件とすべき。
- ・ 売買高ランキング上位であることに加えて、報告銘柄についてセカンダリーでの取引経験があることも要件としてはどうか。
- ・ 報告銘柄について残高を保有しているか否かの報告を求めているかどうか。
- ・ 報告責任者だけでなく、報告担当者も 3 年の業務経験を要件としてはどうか。
- ・ 現行の指定基準と同等の効果しかもたらさないため、現行の指定基準を強いて変更する必要はない。

#### 【御議論いただきたい事項】

- ・ 一定の売買高シェアが必要との御意見と公表銘柄数への影響を懸念する御意見を踏まえて、売買高シェアと公表銘柄数の維持とのバランスを考慮し、以下のとおり事務局案を作成しました。以下の事務局案について、どのように考えますか。

(事務局案)

指定基準は、現行どおり「公社債全体の売買高ランキング 50 位以内であること」とし、社債については、現行の基準に加えて、社債だけの売買高ランキング 20 位以内であることも要件とする。

- ・ 以上の事務局案により対応した場合、「社債売買高ランキング 20 位以内」の基準を満たさない証券会社は、自社が主幹事を務める銘柄について気配値報告を行えないこととなります。主幹事証券会社には発行体から気配値報告を行うよう求められるケースやグループ会社が発行する社債の主幹事証券会社となって気配値報告を行うケースがあることも想定されます。このようなケースを勘案のうえ、「社債売買高ランキング 20 位以内」の基準を満たしていない場合であっても、「主幹事銘柄に限って気配値報告を行うことができる」といった基準を追加することも考えられますが、この点について、どのように考えますか。

(注 1) 平成 24 年度の公社債種類別店頭売買高の社債の売買高によれば、シェアは以下のとおりである。

- ・ 社債の売買高シェア 5 %以上の協会員は 5 社（うち社債の気配値報告会社は 4 社）、1 %以上 5 %未満が 2 社（同 1 社）、0.5%以上 1 %未満が 6 社（同 3 社）、0.1%以上 0.5%未満が 10 社（同 2 社）、0.1%未満が 29 社（同 1 社）となっている。
- ・ 社債の売買高上位 10 社で 95.29%、上位 20 社で 99.24%、上位 30 社で 99.96%、上位 40 位でほぼ 100%のシェアを占めている。

(注 2) 指定基準を社債売買高ランキング 10 位又は 20 位にした場合の公表銘柄への影響は以下のとおりである。（銘柄数は平成 25 年 4 月 1 日時点で算出。社債売買高ランキングは平成 24 年度の公社債種類別店頭売買高の社債の売買高で算出。）

- ・ ランキング上位 10 社にした場合、売買参考統計値が発表されなくなる銘柄は 778 銘柄、報告会員数が下限の 5 社となる銘柄は 1,593 銘柄である。また、現行の社債の気配値報告を行っている指定報告協会のうち指定基準を満たさない協会員は 4 社である。
- ・ ランキング上位 20 位にした場合、売買参考統計値が発表されなくなる銘柄はないが、報告会員数が下限の 5 社となる銘柄は 831 銘柄である。また、現行の社債の気配値報告を行っている指定報告協会のうち指定基準を満たさない協会員は 2 社である。

《検討テーマ2》

Ⅲ. 指定報告協会の指定基準の見直し

2. 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。

【意見照会の結果】

- ・主幹事銘柄について気配値報告を行う場合の問題点は主に以下のとおり。
  - ① 全ての主幹事銘柄について日々報告を行うことは、システム構築や人員確保等が必要になり、負担が大きい、それに見合うだけのメリットがない。
  - ② LIBOR問題を踏まえると、トレーダーが恣意的に報告気配値を操作するリスクを排除することが困難であり、そのような報告気配値を社外に提示することはコンプライアンス上のリスクがある。
  - ③ 報告時限が早いため、多数の銘柄について当日のスプレッドを踏まえた適正な気配値を算出し、算出した気配値を社内でチェックする時間が足りない。
  - ④ 主幹事銘柄であっても、自社で取引があるのは発行後一定期間に限られ、その後は取引がないこともある。

【御議論いただきたい事項】

- ・上記問題点を踏まえて、以下のとおり事務局案を作成しました。以下の事務局案について、どのように考えますか。

(事務局案)

主幹事証券会社の中には、幅広い銘柄の主幹事を務める会員もあれば、限られた銘柄のみ主幹事を務めている会員もある。限られた銘柄のみ主幹事を務める会員の中には、そもそも指定報告協会になっていない会員や指定報告協会であっても社債の気配報告は行っていない会員がある。このような会員が指定報告協会として新たに社債の気配値報告を行う場合、限られた銘柄についての気配値報告を行うため、人員面やシステム面の対応とともに適正な報告を行うためのコンプライアンス面での対応も必要となり、過重な負担が生じることとなると考える。このような状況を勘案すると、一律に気配報告を義務付けた場合、適切な態勢整備がされていない状況で気配値の報告を行うような状況も生じることが考えられ、かえって、売買参考統計値の信頼性が低下することにもなりかねない。

したがって、一律に主幹事証券会社に気配値報告を義務付けることはせず、幅広い銘柄について主幹事を務めている会員で、かつ、適正な気配値を報告できる会員に、社債の気配値報告を行ってもらえるよう各検討項目について検討していくこととしたい。なお、各検討項目の検討にあたっては、最近、外資系証券会社による社債の報告辞退<sup>(注)</sup>が続いており、報告社数が下限の5社を下回る恐れがある銘柄が増加している現状を踏まえて検討することとしたい。

- 一律に主幹事証券会社に気配値報告を義務付けるという場合には、上記問題点を解消又は軽減する措置を講じる必要があると考えますが、どのような措置が考えられますか。

(注1)平成24年4月以降に社債の気配値報告を辞退した協会員(合併に伴うものを除く)のうち、UBS証券及びメリルリンチ日本証券は指定報告協会員を辞退し、モルガン・スタンレーMUF G証券及びシティグループ証券は指定報告協会員は続けるものの社債の気配値報告を辞退(シティグループ証券は一部銘柄のみ)している。

(注2)平成25年4月1日現在の指定報告協会員は18社(うち社債の気配報告を行っているのは11社)。

指定報告協会員名	社債の 気配報告	指定報告協会員名	社債の 気配報告
岩井コスモ証券	—	大和証券	○
SMBC フレンド証券	—	ドイツ証券	○※
SMBC 日興証券	○	東海東京証券	○
岡三証券	○	野村証券	—
クレディ・スイス証券	○※	BNP パリバ証券	—
ゴールドマン・サックス証券	○※	丸三証券	—
シティグループ証券	○	みずほ証券	○
新生証券	○※	三菱UFJモルガン・スタンレー証券	○
JPモルガン証券	—	モルガン・スタンレーMUF G証券	—

※報告銘柄は数銘柄～10数銘柄。

(注3)社債の報告会社数別の銘柄数(平成25年4月1日発表分)

報告会社数	5社	6社	7社	8社
銘柄数	830銘柄	1,114銘柄	437銘柄	5銘柄

※平成25年4月中に社債の気配値報告を辞退する指定報告協会員を除いている。

(注4)平成24年度発行の選定銘柄(払込期日が平成25年3月中のものを除く。)365銘柄のうち、(イ)主幹事証券会社が指定報告協会員であるが当該銘柄の気配値報告を行っていない銘柄が163銘柄(指定報告協会員7社)、(ロ)主幹事証券会社が指定報告協会員になっていない銘柄が19銘柄(協会員4社)ある。

(イ) 主幹事証券会社が指定報告協会会員であるが当該銘柄の気配値報告を行っていない銘柄（163銘柄）のうち、他の主幹事証券会社が気配値報告を行っている銘柄は125銘柄。

(ロ) 主幹事証券会社が指定報告協会会員になっていない銘柄（19銘柄）のうち、他の主幹事証券会社が気配値報告を行っている銘柄は18銘柄。

〈検討テーマ3〉

X. その他

1. 指定報告協会会員として気配値を報告するインセンティブを与える。

【意見照会の結果】

(1) どのようなインセンティブが考えられるか。

- ① インセンティブを付与する必要はない。
- ② 効果的なインセンティブはない。
- ③ 指定報告協会会員限定の情報提供や会議等への参加を認める。
- ④ 精度の高い気配報告を行った指定報告協会会員（基本は実勢価格との乖離が少ないことをベースに判断）を表彰する。
- ⑤ 発行体にとっては、流通市場において自社債の売買にどれだけコミットしているかが引受証券会社を選定するうえで重要な要素であるため、発行体が自社債の気配値を報告している証券会社分かる仕組みを構築する。  
⇒どの証券会社がどの銘柄の気配値報告を行っているかについては本協会ホームページで公表しており、これが、下記(2)③のように、指定報告協会会員の間接的なメリットにつながっていると考えられる。(事務局)
- ⑥ 金銭的な保障（金銭の支払い、会費の割引きなど）をする。  
⇒下記(2)④のとおり既に対応しているものもある。(事務局)
- ⑦ 売買参考統計値の精度を上げるためには、インセンティブではなく、中途半端な報告者にはペナルティを課すことも検討すべき。

(2) 指定報告協会会員として気配値を報告するメリット

- ① 直接的なメリットはない。
- ② 指定報告協会会員であることはマーケットメイカーとしてのステータスである。
- ③ 指定報告協会会員として気配報告をしている事実が公表されることで、発行体及び投資家に対して価格形成能力を有することを間接的に伝えられる。

- ④ 通常、ベンダー等が売買参考統計値に係る情報を利用する場合に協会に支払うことになっている情報利用料について、指定報告協会員及びそのグループ会社が情報を利用する場合は、気配報告にかかる報告コストと等価交換する観点から無料であること。
- ⑤ 指定報告協会員として気配値を報告し、売買参考統計値の算出に資することをもって、売買参考統計値を顧客提供時価としており、多数の顧客への個別対応の煩雑さから免れることができる。

**【御議論いただきたい事項】**

上記（１）③については、事務局において、対応可能なものは対応する方向で検討したいと考えております。例えば、各指定報告協会員の自社報告気配値のヒストリカルデータについては、次期システム更改時に当該機能を提供することを検討しております。

その他、対応を検討すべきものはあるでしょうか。

以 上

売買参考統計値の信頼性向上のための具体策に関する意見照会の結果（各社回答）

平成25年4月24日

《照会事項①》

平成25年1月分について、売買参考統計値と取引価格との乖離の分析を行ったところ、約8割が乖離率1%未満となっており、乖離がある銘柄は限られたものとなっている状況が認められました。その一方で、「売買参考統計値は実勢値と乖離している」との意見がありますが、そのような意見が出る要因はどのような点にあると考えますか。

項番	会社名	回答
1	A社	乖離率1%以上となった残り2割の銘柄こそ（評価）価格が注目されているなど、銘柄によって1%は無視できない乖離だと考えられるケースがあるため、「実勢値と乖離している」という意見が出てくると考えられる。 ※1か月では期間が少ない印象であるから、分析の継続をお願いする。
2	B社	売買参考統計値と取引価格の乖離が問題視されるのは、大きな市場変動が発生した時の、一部銘柄（低信用力もしくはイベント関連）であり、平成25年1月の状況を分析しても、大きな乖離が確認されないのは当然である。問題の所在は、タイミングと一部の銘柄にあり、恒常的かつ全般的な問題ではないことを認識すべきである。
3	C社	（イベント発生時など）社債取引の把握が困難な一部の銘柄に対して売参値の指標性が高まるが、取引価格と報告気配値の乖離が発生しやすいため、利用者には乖離が大きいとの印象に繋がっていると考える。
4	D社	乖離率に対する目線の差ではないか。例えば、乖離率▲0.5%を価格に換算すると、概ね▲50銭前後の乖離幅ということになる。さらに、この▲50銭の乖離幅を利回りに換算すると、10年債では+5bp程度、1年債では+50bp程度の乖離幅となるので、とりわけ残存年限が短い社債においては、売買参考統計値と実勢価格の間に大きな利回りの乖離が生じているような印象となる。現状の社債の対国債スプレッドは、AA格程度で10bp程度、A格程度20～30bp程度で推移しているので、たとえ乖離率が0.5%程度であっても、相対的に短い年限では売買参考統計値に実勢の数倍の対国債スプレッドが生じているように見える。市場参加者は社債取引に際して、利回りとともにスプレッドを非常に重視しているので、そのような乖離は受け入れ難く感じるものと考えられる。
5	E社	そもそも論で「乖離」と言う場合、どの程度の幅を以って「乖離」と定義するかにもよる。一般論として乖離が1%未満のものが8割になったという実態に鑑みれば、統計値と実勢価格が「常に大幅乖離している」とは言えないと考えるべきではないか 社債取引は相対取引であって、また一定のレンジでの取引を制限されているものではないので乖離が生じると言えなくもないが、信用スプレッドもある程度安定して、格付けにも問題がない、流動性が保たれているという社債であれば価格は収

項番	会社名	回答
		<p>斂していくであろうし実勢価格と統計値に大きな乖離を見出すということはないのではないかと。</p> <p>一方で、例えば信用スプレッドがワイドニングしている局面や、社債の流動性が枯渇しているなどの状況があれば、統計値と指定報告協会員以外の協会員が行う実取引価格にバラつきがでることは考えられる。</p> <p>実務上あるべき姿ではないが、指定報告協会員において報告対象とされている銘柄について一定期間取引がなく価格のマーキングを適切に行わずにステール価格を協会に報告している場合、他社で値付けした同社債の実取引価格(実勢価格)と乖離するという現象も起こるかもしれない。</p>
6	F社	<p>社債の流動性が低いゆえに価格にバラツキが生じることに対する不満等が、売買参考統計値の精度に関する問題として混同・誤解されていることが一因と考えられる。</p> <p>流動性が低い、すなわち流動性リスクが高いということは、要約すれば、期待した価格で取引出来ない(割安に売られる又は割高に買われる等)、或いは取引自体が成立しない(売りたいが買い手が見つからない又は買いたい売り手が見つからない等)リスクが高いということだが、これは我が国における社債全般に共通して当てはまる特徴であって、売買参考統計値制度に原因があるものではないため、本来は分けて議論すべき課題であるところ、社債の流動性が非常に低いという実態が十分認識されていないために、売買参考統計値制度が批判的とされているものと考えている。</p> <p>また、売買参考統計値の特徴として、複数の報告協会員からの報告値に基づき統計処理している点が挙げられるが、この特徴に起因して、例えば、マーケットのごく一部で行われた取引事例があったとして、当該取引を観測出来る報告協会員はごく一部に限られるため、複数協会員からの報告値に基づく統計値には影響を及ぼしにくい、ということが考えられる。この点、売買参考統計値には遅効性がある、等と巷間で評されているものと認識している。</p> <p>但し、マーケットのごく一部で行われた取引事例がすべからず他の市場参加者における取引の参考になるかという点については、本来は個別事例ごとに判断すべきものと思われるため注意が必要である。しかしながら、売買参考統計値においては、統計処理の過程で異常値が排除される、或いは影響を小さくすることが出来るため、マーケットにおける限界的な取引事例(このような限界的な事例を取り上げて“実勢”であると過大に解釈しているケースが少なくないようであるが)にまで振り回されることのない安定性も有しているものと理解している。要すれば、このような売買参考統計値の特徴が利用者に正しく理解頂けていないことも批判の一因と思われる。</p>
7	G社	<p>売買取引の当事者ではないため、想像ではあるが、信用リスクが高まっている(高まりつつある)銘柄がより注目されるためではないかと。</p>
8	H社	<p>流動性が低くマーケット水準が観測し難い銘柄ほど売買参考統計値の水準を確認するニーズが高いものと思料される。尤も、そのような銘柄は取引価格がバラつき、結果として売買参考統計値との差も大きくなる可能性が高い。</p> <p>即ち、取引価格と売買参考統計値との差が大きくなる可能性が高い銘柄ほど関心が高く、乖離が目立つという印象に繋が</p>

項番	会社名	回答
		っている状況にあるのではないかと推測される。
9	I社	電力債の乖離
10	J社	ワーキングの開始当初と分析を行った平成25年1月とではクレジット市場の環境が大きく異なるため、売買参考統計値と取引価格の乖離が認めづらかった点が考えられるが、実勢値との乖離が認められるとアンケートで実際に答えた方から、いつ頃の銘柄においてそのような印象を持たれたのかを具体的に報告いただかないことには回答のしようがないとも思料する。
11	K社	推測の域を出ないが、「売買参考統計値と実勢値が乖離している」との意見を出せるのは、当該売買値を知っている、当該銘柄の売買をした投資家、売買を仲介した証券会社と考えるのが自然であり、実際に売買した値段と、当日、事後的に公表された同銘柄の売買参考統計値との乖離に気づき、売買参考統計値は、実勢値と乖離しているとの意見表明につながっているのではないかと。また、2000銘柄以上の社債について、売買に参与したことがない銘柄も含め、午後4時半までに気配値の報告を求めるという現行のルールにおいては、証券会社は、人的、時間的制約がある中、当該社債について、気配値を求められることになり、実勢値との検証もないまま気配値の報告を行っているのではないかと懸念も払拭できない。その観点から、実際に検証したわけではないが、4時半に締め切られている売買参考統計値と比較し、締め切り時間が遅く、同様にカバレッジが広い日経ニーズが提供しているJSPriceとの乖離を見て、「売買参考統計値と実勢値が乖離している」との意見を出された投資家の方もいたとも考えられる。締め切り時間の問題なのか。体制の問題なのか。改めて議論すべきと考える。
12	L社	資料1の分析結果である「多くの銘柄に見られる乖離率の水準(1%未満)は僅少である」という点には賛同する。一方で、約2割については依然として乖離が生じており、その銘柄は相対的に格付の低いものに集中している傾向がある。このような銘柄はそもそも性質として、乖離が生じる可能性が相対的に高いということがあるものの、売買参考統計値と実勢値との乖離に言及されている方は、特にこの低格付銘柄に着目されているのではないかと推察される。
13	M社	売買参考統計値の約8割が乖離率1%未満となっているという事実を知らされていないからでは無いだろうか。乖離の分析結果については協会ホームページなどで、公表すべきだと考える。また、乖離しているという意見に対しては、投資家や業者が具体的な銘柄や価格を協会に対して意見できる窓口等を設ける必要があるのではないだろうか。
14	N社	ベース単位で取引を行う社債の取引において、そもそも1%の乖離が小さいと言えるのか疑問がある。 例えば、格付に応じた対国債の適切なスプレッド水準と比較考量してみて、乖離幅が小さいと言えるのか。 また、示されたデータを見ると、AA格でも少ないとはいえ、-1%~-3%の乖離幅のものもある。A格の銘柄は、-1%

項番	会社名	回答
		<p>～3%のかい離幅のもの数が相当数ある。BBB 格は、-0.5%以内に収まっているのは1/5 程度であり、-1%～-3%のかい離幅のものが、1/3 程度を占めている。</p> <p>さらに、平均かい離幅を見ると、一時的にかい離が急拡大し、その後縮小しているケースが3 度ほど見られる。このような点も、投資家側から問題視されているのではないかと。</p> <p>第4 部会の過去の議事録を見ると、投資家からの指摘は下記に整理できるのではないと思われる。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>■ 格付けが低い銘柄・流動性の低い銘柄において、売買参考統計値と実勢価格のかい離が大きい。第3 回の第4 部会（平成22 年10 月13 日）の証券保管振替機構の報告では、A 格、BBB 格の銘柄で、相当程度のかい離がある例が示されている。</li> <li>■ 各指定報告協会が報告する気配にばらつきが大きいとの指摘もあった。第4 回の第4 部会（平成22 年11 月15 日）では、日証協から、AAA 格でも報告する気配に多少のばらつきがあり、特に大きくかい離する気配を報告する協会が1 社あった旨が示された。</li> <li>■ 何らかの事象が生じた際に、それが気配に反映されるのにタイムラグがある。第4 回の第4 部会の日証協の報告では、A 格の社債について、早期に気配を下げる指定報告協会と、なかなか引き下げない協会があり、各社で気配値を下げるタイミングが異なっている実例が示されている。</li> <li>■ そもそも指定報告協会が報告する気配は、実際にその協会が取引可能を報告すべきとの考えもある。</li> </ul> <p>売買参考統計値は、指定報告協会が自らのイールドカーブ感に基づきフェアであると考えた気配値を協会に報告しているのに対し、売買の価格は投資家のニーズを踏まえた価格になるため差が生じるとの指摘もあった。もしこれが事実であれば、両者のかい離はなかなか縮小しないのではないかとと思われる。ただし、取引価格の他に、協会がフェアと考える数値を示すことは、例えば、ストレス環境で取引が枯渇し、取引があったとしても投げ売り価格でしか取引がない状況などでは、有用性が高いと思われる（その価格で取引が行われた事実を示す実際の取引価格と、フェアと考えられる理論値の両者の開示が必要）。</p> <p>作成者からは、国債の引け値が公表されてから報告までの期間が短く、精度の高い気配値が算定できていない旨の指摘もあった。</p>
15	○社	<p>分析結果とアンケート意見（売参値のかい離）に関しては、以下の認識である。</p> <p>高格付け、大型の発行額（500 億円以上等）の銘柄については、一定の流動性があり、売参値と取引価格のかい離は大きくないと考えられる。</p> <p>一方、格付け低下となる場合、小型低格付銘柄等では、取引を行おうとした場合、オファー、ビットの差が大きくなりがちであり、また流動性の低下等から、取引価格と売参値のかい離が大きくなるケースがある。</p>

項番	会社名	回答
		この場合は、取引当事者として、かみ離の大きさが目立ち、事例として20%程度であったとしても、当事者の意識には強く残ることから、アンケート意見が出てきたと考えられる。
16	P社	Municipal, Quasi-sovereign は排除して考えるべきか思料する。 また、価格ボラティリティの高い銘柄か否かで変わってくる可能性もあるかと思料する。

### 《照会事項②》

《検討テーマ1》（第5回WG資料3ページ）

「Ⅲ. 指定報告協会の指定基準の見直し」

1. 売買執行能力を有する協会員を指定報告協会員とする。

指定基準の見直し案として、以下の案が考えられますが、当該事務局案についてどのように考えますか。その他、考えられる見直し案があれば御教示下さい。

指定基準を強化することによって指定報告協会員数が減少し、それに伴い公表銘柄数も減少する可能性もあります。その点についても考慮いただいたうえで御回答ください。なお、以下の事務局案の基準に当てはめた場合、(平成23年度の実績ベースでは)現在の指定報告協会員で指定基準を満たさない会社はないため、指定報告協会員数の減少による公表銘柄数への影響は少ないと思われます。

#### 【事務局案】

現行の指定基準は「公社債全体の売買高ランキング」により判定することとなっているが、社債の売買執行能力を確認するために、「社債だけの売買高ランキング」で判定する。

項番	会社名	回答
1	A社	「社債だけの売買高ランキング」で判定することで良いと考える。
2	B社	国債を含む公社債全体の売買高ランキングを見ても、何の意味もない。特に中長期の国債はコモディティ化しており、市場実勢がBB等を経由して随時確認できるために、売買高の意味は小さい。 社債だけの売買高ランキングを見る場合に、例えば、上位50社以内に入っていることは何の基準にもなっていない。社債の気配報告を行う指定報告協会委員による社債だけの売買高シェアが、最低でも3分の2、できれば4分の3を確保す

項番	会社名	回答
		<p>ることが必要である。</p> <p>事務局から、具体的な指定報告協会員 18 社の売買ランキング及びシェアを開示されたい。</p>
3	C社	社債を継続的にマーケットメイクできる報告会員は限定されるため、事務局案に変更しても大きな影響はないと考える。
4	D社	「事務局案」については、結果的に現行の指定基準と同等の効果しかもたらさないように感じられるため、指定基準を強いて変える必要性はないと考えている。
5	E社	社債に係る売買参考統計値の信頼性向上が目的であれば、社債の売買高ランキングを基準とすることで十分である。
6	F社	事務局案を否定するものではないが、現行の指定基準を見直す必要性は特に感じていない。
7	G社	「社債だけの売買高ランキング」が社債のマーケットメイカーとしての影響度の順位を表すものであれば、事務局案に同意する。
8	H社	事務局案を採用した場合、指定報告協会員の減少による公表銘柄数への影響は少ないということであれば、問題ないと思料する。
9	I社	公表銘柄数への影響がないのであれば、事務局案に異論はない。
10	J社	指定報告協会員の減少による公表銘柄の減少への影響が少ないのであれば、問題はないと思料する。
11	K社	社債活性化の観点からの価格情報インフラの整備という観点からは、国債、財投機関債、地方債を含めた「公社債全体の売買高ランキング」より、社債の売買執行能力、実績という観点から「社債だけの売買高ランキング」で判定した方が望ましいと考えており、事務局案に賛成する。
12	L社	資料 1 の分析結果では、そもそも乖離が限定的である、又、上下カットの有無による差異の有意性は認められなかったとの結果が出ており、この結果に基づくと、指定報告協会員の指定基準を見直すことによる信頼性向上の効果は限定的ではないかと考える。ただし、取引価格と報告気配値との乖離と「社債だけの売買高ランキング」との間に有意な相関関係（例えば、ランキング上位の指定報告協会員は取引価格と報告気配値との間の乖離が小さい）があるのであれば、信頼性向上の効果があるのかもしれない。
13	N社	社債の価格は、国債の価格をベースに算定しているのではないかとと思われるので、社債だけでなく、国債も含めた公社債全体の売買高ランキングでも上位に入っている必要があると思われる。

項番	会社名	回答
		したがって、「社債だけの売買高ランキング」で上位に入っており、かつ、「公社債全体の売買高ランキング」で上位であることを要件とすべきではないか。 さらに、対象銘柄について、セカンダリーでの取引経験があることも要件としてはどうか。 また、現在、対象社債について残高を保有しているか否かの報告も求めているかどうか。 報告責任者だけでなく、報告担当者も3年間の業務経験を要件としてはどうか。
14	〇社	指定基準の見直しについては、証券会社の取引実情等、日証協会の運営に係る内容であり、投資家の立場から特段の意見はない。但し、運営見直しにより、報告証券会社の社数が減少することは、結果として社債の取扱証券会社の減少を招きかねないと考えられる。投資家としては、より多くの証券会社から取引価格提示を受け、選択の幅が広いことが公正な売買執行、価格形成に重要と考えているため、報告者数の減少となる運営については慎重に検討頂きたいと考える。
15	P社	見直し案に賛成する。

### 《照会事項③》

《検討テーマ2》（第5回WG資料4ページ）

「Ⅲ. 指定報告協会の指定基準の見直し」

2. 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。

\* 指定報告協会のうち、自社が主幹事を務めている銘柄について気配値報告を行っていない協会のみ回答。

自社が主幹事を務めている銘柄について気配値報告を行っていない理由や当該銘柄の気配値報告を行うにあたり、ネックとなっている点（問題点）があれば御教示下さい。

また、ネックとなっている点（問題点）として報告時限の問題があるということであれば、「なぜ時間がかかるのか（このように気配値を算出しているから、これだけの時間がかかるといった具体的な理由）」、「報告時限がいつなら報告できるか」といった点についても、併せて御教示下さい。

※ 以下の回答には、「本ワーキングのメンバー会社でない指定報告協会からの回答」及び「本ワーキングのメンバー会社でなく、指定報告協会員でもない協会員で主幹事実績の多い協会員へのヒアリング内容」を含んでいる。

項番	会社名	回答
1	A社	ネックは報告時限が早いことである。
2	P社	マンパワーの問題が一番大きいと考えている。
3	Q社	流動性が低く、JGBのようなブローカー間の気配も十分でないため、担当トレーダーの感覚によるプライシングに頼らざるを得ず、Libor 問題のように担当トレーダーが恣意的に価格を操作するリスクを社内の他の人間の監視によって排除することが困難である。これが社外に一般債の値段を提示できない最も大きな理由である。
4	R社	気配値報告は発行体・購入投資家のニーズもヒアリングし、個別対応としているため、一部報告を行っていない銘柄もある。
5	S社	銘柄数が膨大ゆえ、事務作業の負担が大きい。全ての主幹事銘柄につき日次報告を行うコストや負担を考えるとメリットが乏しいと考えられるため、自社債のみ日次報告を行っている。
6	T社	LIBOR 問題で、社内の benchmark submission に対してより厳しくなっており、Benchmark submission 体制を全て見直しているところである。
7	U社	<p>①コンプライアンス面での問題</p> <p>LIBOR 問題の発覚を受けて、現在、全ての価格等の対外公表をストップしている。恣意性が入り込む余地のある価格について、どのように公正性を担保できるかが課題であり、トレーダーが算出した価格をチェックできる態勢整備が必要である。恣意的に算出された価格が対外公表されるというコンプライアンス上のリスクを考えると、かなり保守的な対応（対外公表を止めるなど）を取らざるを得ない。</p> <p>②人的・技術的な面での問題</p> <p>コンプライアンス面でのネックのほか、人的・技術的なネックもある。売買参考統計値のように日々価格を算出するには、人員を増やすかシステムを構築するかしない限りは対応が不可能である。また、多数の銘柄について適正な価格を算出するには、それなりの時間も必要である。</p> <p>③主幹事証券会社に気配報告を義務付けることについて</p> <p>上記の問題があるため、義務付けられても対応は難しい。</p> <p>主幹事銘柄については、発行後一定期間は取引があり、その間はビッド・オファーを出しているが、取引があるのは、せいぜい1か月程度、短いと1週間であり、その後はほとんど取引がない。</p> <p>主幹事銘柄について気配値を報告する場合、発行体に遠慮して、実勢価格とは異なる恣意的な価格を算出するリスクもある。</p>

項番	会社名	回答
		るのではないかと。LIBOR 問題も恣意的なレートを出すインセンティブが働いたことが一要因であったので、それと同じことが起こり得るのではないかと。
8	V社	取引自体が少ない事や配信のメリットがない事などが気配値報告を行っていない理由になっている。
9	W社	<p>当社が主幹事銘柄の気配値報告を行っていない理由は、例えば●●社の全銘柄の主幹事を務めているのであれば算出する意味があるが、当該主幹事銘柄だけとなると必要性を感じない。</p> <p>現行、気配値の算出は社債等の担当者が1人で行っており、システム設備も限られている中で、気配値の報告時間帯は業務引け後の収益集計等の多忙な時間帯と重なるため、現行の人員等では気配値算出には時間がかかり、非常に難しい。現行の人数で気配値報告を行うのであれば、相応のシステム設備投資が必要と考える。</p> <p>また、気配値の算出にあたっては、きちんと数値の整合性も確認しなければならないことから、早くても17時から18時の時間帯となってしまうと考える。</p> <p>気配値報告を義務化するのであれば、システム設備への投資費用等を協会側にも負担していただく等の対応が必要と考える。証券会社の一員として価格形成に携わっていくことの重要性は認識しているので、担当人員の増員、相応のシステム設備の充実、あるいはフロントミドルセクションの新設等が実現可能であれば、気配報告への対応も検討出来ると考える。</p>

#### 《照会事項④》

《検討テーマ3》（第5回WG資料9ページ）

X. その他

1 指定報告協会員として気配値を報告するインセンティブを与える。

どのようなインセンティブが考えられますか。

項番	会社名	回答
1	A社	第4部会でも何度も報告のインセンティブについては検討を行ってきたが、具体的な検討に至る妙案はなかったと認識している。任意報告の制度では限界があるが、精度を上げる為には中途半端な報告者にはペナルティを課す事も検討すべきだと考える。
2	C社	JGBのPD（国債市場特別参加者会合）の様に報告会員限定の情報や会議体などが選択肢になるが、インセンティブ効果は少ないと考える。

項番	会社名	回答
3	E社	基本的にはインセンティブを付与する必要はない（この種の制度でインセンティブを付与しているものがあるのだろうか）と考えるが、敢えて言うならば金銭的な補償（例：報告対象1銘柄について年間〇〇円支払うなど）。
4	H社	指定報告会員には、日証協が現在対応していないデータ提供を行う。 例) 売買参考統計値のヒストリカルデータ開示等、インターネット等で日証協が保有するデータをダウンロード、活用できるようにする（現在は過去2営業日のみ開示）。
5	K社	直接的なインセンティブにはならないが、発行体の観点からは、自社債の気配値を公表している証券会社がわかる仕組みの構築を提案したい。発行体は、資本市場調達を行う上で、証券政策を踏まえ、募集にあたって、市場の分析、提示された発行条件の信頼性、販売能力等を総合的に判断の上、主幹事、幹事団の組成を決定している。一方で流通市場においても自社債の売買にどれだけコミットしているかも、引受証券会社選定のうえでの、重要な要素であり、現状では、それが分からず、流通市場において、しっかりとマーケットメイクを行なって頂いている証券会社を評価できる仕組みがあれば、それも踏まえうえて引受証券会社の選定を行うことになる。証券会社にとっても、セカンダリー市場での活動が発行体に評価される仕組みの一つとなることから提案することとしたい。
6	N社	精度の高い売買参考統計値の報告を行った指定報告協会員（基本は実勢価格との乖離が少ないことをベースに判断）を、表彰する。 指定報告協会員（基本は実勢価格との乖離が少ないことをベースに判断）の年会費を割り引き、精度の高い売買参考統計値の報告を行った指定報告協会員については、さらに割り引く。

《照会事項⑤》

\* 指定報告協会のみ回答。

指定報告協会として気配を報告するにあたり、どのような点についてメリットを感じますか。

※ 以下の回答には、「本ワーキングのメンバー会社でない指定報告協会からの回答」及び「本ワーキングのメンバー会社でなく、指定報告協会でもない協会で主幹事実績の多い協会へのヒアリング内容」を含んでいる。

項番	会社名	回答
1	A社	現状ではメリットは感じない。
2	C社	売参値の報告会員であることはマーケットメイカーとしてステータスだが、直接的なメリットは限定される。
3	F社	報告そのものに対する直接的なメリットではないが、投資家や発行体を社債市場に呼び込む上で、売買参考統計値の存在が役に立っていると考えているため、マーケットメイカーの一員として引続き協力していくつもりである。
4	H社	売買参考統計値の精度があがる（市場実勢に近い値付けがされる）ことは、同銘柄の信頼性が高まることを意味し、円滑な店頭運営の一助となる。
5	J社	指定報告協会として気配の報告をすることで売買参考統計値の算出に資することで、その売買参考統計値を以って顧客提供時価としており、多数に及ぶ顧客への個別対応の煩雑さから免れることができていること。
6	P社	特にメリットは感じていない。
7	W社	メリットは特にない。 公社債店頭売買参考統計値発表制度は、日本証券業協会が公社債の公平でかつ公正な価格形成を図る為に、また投資者保護の見地より設けている制度であるとの認識である。当社は指定報告協会として、店頭取引の実勢価格を同協会に報告することにより、同制度の運用に貢献したいと考えている。
8	R社	現状においては、「指定報告協会」として弊社では大きなメリットを感じていないというのが実情である。しかしながら、各社がそれぞれ店頭での値を報告し、それが集計されマーケットでの指標を形成していることは、非常に意義のあることであると考えている。
9	S社	マーケットメイクをする立場として、日々の時価評価や取引の基準として広く使われている指標の形成に貢献できる点。

項番	会社名	回答
10	X社	市場参加者として、価格の透明性や債券の流動性の寄与など社債市場の活性化や業界インフラの整備に努めているというアピールが発行者および投資家に出来ること。その結果として発行者および投資家からの信頼を得ることが出来ること等のメリットがあると考えている。
11	X社	1. 売買参考統計値発表システムによる公社債店頭売買参考統計値の利用料が、「気配報告にかかる報告コストと等価交換する観点から無料」であること 2. 報告会員として気配報告している事実が公表されていることから、投資家や発行体に対して価格形成力を有することを間接的に伝えられること
12	Y社	自社システムへのデータ取り込みの費用がかからないこと。
13	U社	リスクに見合うだけのインセンティブがあるとは思えない。

以 上

## 公社債店頭売買参考統計値の信頼性の向上について

### A. 公社債店頭売買参考統計値の利用実態と問題点

1. 平成22年6月22日付で公表された「社債市場の活性化に関する懇談会」（以下「社債懇」という。）の報告書「社債市場の活性化に向けて」において、以下のとおり、公社債店頭売買参考統計値（以下「売買参考統計値」という。）の利用実態と問題点が示されている。

**【社債懇報告書「社債市場の活性化に向けて」より抜粋】**

公社債店頭売買参考統計値は、広く投資家、市場参加者に利用され、金融・証券市場に不可欠なインフラであり、社債の売買の参考価格、担保等の時価評価、投資信託の基準価格の算定、社債の発行条件決定の参考価格・指標等として広く利用されている。

しかしながら、売買参考統計値については、実勢価格（約定価格、ビッド・オファー等）と乖離し、タイムラグがあるなど、その見直しや改善が必要であるとの指摘がある。

2. 平成24年7月20日から8月3日までの間、市場関係者及び売買参考統計値の利用者等に対して、「公社債店頭売買参考統計値の信頼性向上に関するアンケート調査」を実施した。当該アンケート調査の結果については、概要、以下のとおりであった。

**【「公社債店頭売買参考統計値の信頼性向上に関するアンケート調査」の集計結果の概要】**

- ・売買参考統計値は、公社債の売買の参考価格や時価評価等として広く利用されている実態がある。
- ・売買参考統計値の信頼性については、肯定的な意見（「信頼できる」又は「ある程度信頼できる」）が7割近くを占めている一方で、否定的な意見（「あまり信頼できない」又は「信頼できない」）も3割近くある。
- ・信頼できない理由のほとんどが「実際に取引される価格と乖離している」、「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」という意見である。
- ・売買参考統計値への要望は、価格についての信頼性の向上を求める意見が8割を超えており、圧倒的に多い。そのほか、発表銘柄数の増加を求める意見も約4割あった。

## B. 信頼性向上のための具体策

上記Aのような公社債店頭売買参考統計値の利用実態と問題点を踏まえ、売買参考統計値の信頼性の向上への具体的な対応については、社債懇第4部会において検討が行われたほか、「公社債店頭売買参考統計値の信頼性向上に関するアンケート調査」並びに平成24年12月及び平成25年2月に社債の価格情報インフラWGメンバーに対して実施した「社債の取引情報の分析に関する意見照会」においても、信頼性向上のための具体策の御提案をいただいた。下表は、これら御提案いただいた具体策を取りまとめたものである。

(注) 下表の「売買参考統計値の信頼性向上のための具体策」の欄に記載している枠囲みは、「報告書」が社債懇第4部会での検討事項、「アンケート」が公社債店頭売買参考統計値の信頼性向上に関するアンケート調査への回答内容、「WG」が平成24年12月及び平成25年2月に社債の価格情報インフラWGメンバーに実施した意見照会への回答を示している。

売買参考統計値の信頼性向上のための具体策	現 状
<p>I. 日証協における指導・管理態勢の充実・強化</p> <p>1. 日証協において、社債の取引情報を活用した指導・管理を行う。 <span style="border: 1px solid black; padding: 2px;">報告書・WG</span></p> <p>2. 指定報告協会員から報告される気配値が実勢価格と乖離している状況が認められた場合は、指定報告協会員に報告値の妥当性等の説明を義務付ける又はペナルティを課すなど、日証協における指導を徹底する。 <span style="border: 1px solid black; padding: 2px;">アンケート・WG</span></p> <p>3. 指定報告協会員の算出フローを日証協において把握する。 <span style="border: 1px solid black; padding: 2px;">アンケート</span></p>	<p>本協会では、平成23年4月より、指定報告協会員から報告があった気配値について、市場実勢に合った見直しが行われていないなどの状況が認められる場合、「管理レポート」を作成し、当該指定報告協会員に対してフィードバックを行う等の措置を講じている。さらに、平成25年1月より、市場実勢にあった見直しが行われているかを本協会が判断する際の参考資料の一つとして、社債の取引情報を参照することとしている。</p> <p>「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」（以下「規則」という。）第9条第2項において、「報告時限を遵守せず、又は適正な気配の報告を怠った協会員について、本協会は当該協会員の指定を取り消す等の措置を講ずることができる」との規定がある。</p> <p>日証協が指定報告協会員を指定する際の審査にあたり、指定報告協会員になろうとする協会員は、気配値を作成するにあたっての具体的な作業手</p>

売買参考統計値の信頼性向上のための具体策	現 状
	順を記載した「指定申請書添付書類」を日証協に提出しており、日証協において算出フローの概要は把握している。
II. 指定報告協会員名の公表等	
1. 指定報告協会員名と当該協会員が報告した気配値とを併せて公表する。 <span style="border: 1px solid black; padding: 2px;">報告書・アンケート</span>	社債懇報告書においては、「指定報告協会員名の公表は当面は行わない」とされている。
2. 発行体が自社の発行した債券について、指定報告協会員名と当該協会員が日証協に報告した気配値とを照会できる仕組みを構築する。 <span style="border: 1px solid black; padding: 2px;">アンケート</span>	
III. 指定報告協会員の指定基準の見直し	
1. 売買執行能力の低い（社債の取引実績の少ない）協会員を指定報告協会員から排除し、指定報告協会員は、売買執行能力を有する協会員（例えば、社債の取引実績の多い又は網羅的にマーケットメイクを行っている協会員等）とする。 <span style="border: 1px solid black; padding: 2px;">報告書・アンケート</span>	<p>規則第8条第1項において、本協会は指定報告協会員になろうとする協会員について、以下の指定基準につき審査することとしている。</p> <p>①売買参考統計値発表制度の趣旨を理解し、指定報告協会員になる意思を有していること</p> <p>②公社債店頭売買業務等に精通していること ⇒具体的な基準として、公社債種別別売買高（選定銘柄の対象とならない種別の公社債を除く。）ランキング50位以内という基準を設けている。</p> <p>③気配報告業務の適確な遂行に必要な組織体制、人員構成が確保されていること ⇒具体的な基準として、報告責任者1名と報告担当者2名を定め、本協会に届け出るとしており、報告責任者は公社債ディーリング関連部署等において3年以上の業務経験のある者が望ましいとしている。</p> <p>④その他本協会が定める事項</p>

売買参考統計値の信頼性向上のための具体策	現 状																																												
	<p>【指定報告協会の一覧（平成 25 年 2 月 1 日時点）】</p> <p>指定報告協会 19 社（うち社債の気配報告を行っているのは 13 社）</p> <table border="1" data-bbox="1088 387 1984 1174"> <thead> <tr> <th>指定報告協会名</th> <th>社債の 気配報告</th> <th>指定報告協会名</th> <th>社債の 気配報告</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>岩井コスモ証券</td> <td>—</td> <td>ドイツ証券</td> <td>○※1</td> </tr> <tr> <td>SMBC フレンド証券</td> <td>—</td> <td>東海東京証券</td> <td>○</td> </tr> <tr> <td>SMBC 日興証券</td> <td>○</td> <td>野村証券</td> <td>—</td> </tr> <tr> <td>岡三証券</td> <td>○</td> <td>BNP パリバ証券</td> <td>—</td> </tr> <tr> <td>クレディ・スイス証券</td> <td>○※1</td> <td>丸三証券</td> <td>—</td> </tr> <tr> <td>ゴールドマン・サックス証券</td> <td>○※1</td> <td>みずほ証券</td> <td>○</td> </tr> <tr> <td>シティグループ証券</td> <td>○</td> <td>三菱 UFJ モルガン・スタンレー証券</td> <td>○</td> </tr> <tr> <td>新生証券</td> <td>○※1</td> <td>メリルリンチ日本証券</td> <td>○※2</td> </tr> <tr> <td>JP モルガン証券</td> <td>—</td> <td>モルガン・スタンレーMUFG 証券</td> <td>○</td> </tr> <tr> <td>大和証券</td> <td>○</td> <td></td> <td></td> </tr> </tbody> </table> <p>※1 報告銘柄数は数銘柄～10 数銘柄。</p> <p>※2 平成 25 年 3 月 15 日付で指定報告協会を辞退する予定。</p>	指定報告協会名	社債の 気配報告	指定報告協会名	社債の 気配報告	岩井コスモ証券	—	ドイツ証券	○※1	SMBC フレンド証券	—	東海東京証券	○	SMBC 日興証券	○	野村証券	—	岡三証券	○	BNP パリバ証券	—	クレディ・スイス証券	○※1	丸三証券	—	ゴールドマン・サックス証券	○※1	みずほ証券	○	シティグループ証券	○	三菱 UFJ モルガン・スタンレー証券	○	新生証券	○※1	メリルリンチ日本証券	○※2	JP モルガン証券	—	モルガン・スタンレーMUFG 証券	○	大和証券	○		
指定報告協会名	社債の 気配報告	指定報告協会名	社債の 気配報告																																										
岩井コスモ証券	—	ドイツ証券	○※1																																										
SMBC フレンド証券	—	東海東京証券	○																																										
SMBC 日興証券	○	野村証券	—																																										
岡三証券	○	BNP パリバ証券	—																																										
クレディ・スイス証券	○※1	丸三証券	—																																										
ゴールドマン・サックス証券	○※1	みずほ証券	○																																										
シティグループ証券	○	三菱 UFJ モルガン・スタンレー証券	○																																										
新生証券	○※1	メリルリンチ日本証券	○※2																																										
JP モルガン証券	—	モルガン・スタンレーMUFG 証券	○																																										
大和証券	○																																												
<p>2. 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。  <span style="border: 1px solid black; padding: 2px;">報告書・アンケート</span></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・指定報告協会となるかは協会の任意</li> <li>・どの銘柄について気配値の報告を行うかは指定報告協会の任意</li> </ul>																																												

売買参考統計値の信頼性向上のための具体策	現 状
<p>IV. 報告時限及び公表時間の繰下げ</p> <p>指定報告協会において、より信頼性が高い気配値を算出するための時間を確保するとの観点から、以下のとおり報告時限及び公表時間の繰下げを行う。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 指定報告協会による日証協への報告時限の繰下げ (現行午後 4 時 30 分⇒午後 6 時)</li> <li>・ 日証協による公表時間の繰下げ (A案：現行午後 5 時 30 分⇒午後 7 時) (B案：午後 5 時 30 分に速報値を公表し、翌営業日午前 10 時に確定値を公表)</li> </ul> <p>報告書・アンケート</p>	
<p>V. 売買参考統計値の算出方法の見直し</p> <p>1. 売買参考統計値の算出において、取引価格自体を指定報告協会が報告した気配値と同様に扱う。また、取引数量の大きさによってウェイトを変える（例えば、取引数量が 10 億円以上であれば、指定報告協会 3 社分のウェイトをかける）ことによって、実際の取引情報を売買参考統計値に反映させる。</p> <p>アンケート・WG</p> <p>2. 流動性の低い銘柄が実勢価格との乖離が大きくなりがちであることから、流動性の低い銘柄は、幹事証券会社がレート（スプレッド）を提示し、他の協会が賛否報告（乖離が大きい場合はレート、スプレッド提示）を行うなどの個別対応</p>	

売買参考統計値の信頼性向上のための具体策	現 状
<p>を行う。 <span style="border: 1px solid black; padding: 2px;">アンケート</span></p> <p>3. 価格算定のプロを集めて、英国のように価格算定・評価のルール（バリデーションルール）を設けて、当該ルールにのって問題のない気配のみを発表する。 <span style="border: 1px solid black; padding: 2px;">アンケート</span></p> <p>4. 売買参考統計値の発表を行わないこととなる指定報告協会員の数（最低報告社数：現行5社）の制限の見直し <span style="border: 1px solid black; padding: 2px;">アンケート</span></p>	<p>平成13年12月、売買参考統計値の「精緻性の向上策」として、最低報告社数を3社から10社へ引き上げた。その後、金融環境の著しい変化、証券会社等の経営統合・合併等に伴う指定報告協会員の減少等により、発表銘柄数の減少が見込まれたことから、売買参考統計値の「精緻性の確保」を前提としつつ、利用者の利便性に配慮した選定銘柄数の確保を図るため、平成14年9月に10社から7社へ、平成17年8月に7社から6社へ、平成21年4月に6社から現行の5社へ引下げが行われている。</p>
<p>VI. 売買参考統計値の発表方法の見直し</p> <p>1. 売買参考統計値の意味するところとその限界について、利用者に対するより分かりやすい説明を充実させる。 <span style="border: 1px solid black; padding: 2px;">アンケート</span></p>	<p>日証協のホームページにおいて、公社債店頭売買参考統計値発表制度の概要を掲載しており、以下のとおり記述している。</p> <div style="border: 1px solid black; padding: 10px; margin-top: 10px;"> <p><b>【注意事項】</b></p> <p>本協会が発表しております公社債店頭売買参考統計値は、店頭売買の際の参考となるものであり、協会員が他の協会員または顧客との間において、当該売買参考統計値により売買取引等の約定を行うことを保証するものではないことにご留意ください。</p> </div>

売買参考統計値の信頼性向上のための具体策	現 状
	<p>指定報告協会員は、選定銘柄のうち自社が届出を行った銘柄について、当日の午後3時現在における額面5億円程度の売買の参考となる気配を、原則として午後4時30分までに本協会に報告します。</p> <p>本制度における「気配」とは、売り気配（売りたい値段）と買い気配（買いたい値段）の仲値を指します。本協会は、指定報告協会からの気配の報告に基づき売買参考統計値を発表します。</p>
<p>2. 十分な売買実績がなく、流動性が劣る銘柄については、発表時にその旨の注記を付す等の対応を行う。</p> <p>アンケート</p>	<p>本協会ホームページで公表している売買参考統計値の一覧表において、最高値と最低値の差（絶対値）が一定水準（0.5%）以上に広がった銘柄については、乖離欄に*印を付し、注意喚起を促している。</p>
<p>3. 売買参考統計値と実際の取引価格とを並べた形での表示を行う。あるいは、売買参考統計値と実際の取引価格との乖離幅の表示を行う。</p> <p>WG</p>	
<p>4. 各社から報告された気配値をそのまま公表する。</p> <p>アンケート</p>	<p>平成13年に「公社債店頭基準気配発表制度」から現行制度への変更について検討を行った際、当時の基準気配値は協会の名において公表する平均値という一本値であることへの問題が指摘され、「平均値の発表をやめるべき」、「各報告値を加工することなく全報告値を個別別に公表し、どのように使うかは利用者に任せるべき」等の意見もあったが、「利用者の利便性、社会への影響度合いを勘案すると平均値を廃止すべきではない」との意見が大勢を占めたことから、旧制度では平均値のみを基準気配としていたものを改め、現行制度では、平均値、最高値、最安値、中央値を売買参考統計値として発表している。</p>

売買参考統計値の信頼性向上のための具体策	現 状
5. 売買参考統計値と直近1か月間の約定件数を併記する。これにより、売買参考統計値の精度を利用者が推量できるようにし、注意を促す。 <span style="border: 1px solid black; padding: 2px;">WG</span>	
6. 市場関係者の要望が強い銘柄については、指定報告協会員から仲値の報告に加えて、売り気配及び買い気配それぞれの報告を受け、これらを発表する。 <span style="border: 1px solid black; padding: 2px;">アンケート</span>	
VII. 社債の取引情報の公表等	
1. 社債の取引情報の公表を早期に実現する。 <span style="border: 1px solid black; padding: 2px;">アンケート</span>	取引情報の公表に向けて、今後、本ワーキングにおいて、公表基準等を検討する予定。
2. 社債の取引情報を発行体にフィードバックする仕組みを構築する。 <span style="border: 1px solid black; padding: 2px;">WG</span>	同上
VIII. 指定報告協会員における適正な気配値の算出のための対応	
1. 指定報告協会員は、実際の取引価格を踏まえた気配値を算出するなど、公平な価格評価をするための工夫をする。 <span style="border: 1px solid black; padding: 2px;">アンケート・WG</span>	規則第7条第2項において、「指定報告協会員が本協会に報告する気配値は、公社債店頭市場の動向、発行体の信用度、自社における売買状況等に照らし、適正なものでなければならない」とされている。
2. 各社の報告体制に応じた報告銘柄数とする。 <span style="border: 1px solid black; padding: 2px;">アンケート</span>	
IX. 分析	
1. 発行があった銘柄に関しては、発行スプレッドとの検証を行う。 <span style="border: 1px solid black; padding: 2px;">アンケート</span>	
2. 取引時間と同時間における同年限のJGBの値動きを参考にスプレッドを算出し、売買参考統計値との乖離を分析す	

売買参考統計値の信頼性向上のための具体策	現 状
る。 <span style="border: 1px solid black; padding: 0 2px;">WG</span>	
3. 額面 5 億円以上の非課税玉の取引であれば、約定時点の債券先物価格等も併せて活用する。 <span style="border: 1px solid black; padding: 0 2px;">WG</span>	
4. 同一業者の同一日の取引価格と売買参考統計値との差を見ることで、実勢価格と売買参考統計値の乖離度合いを測定し、売買参考統計値の信頼度を分析する。 <span style="border: 1px solid black; padding: 0 2px;">WG</span>	
5. 同一銘柄の同一日の取引について乖離度合いを比較することで、あるいは、同一類型の同程度の約定件数・取引量・回転率の銘柄群の乖離度合いと比較することで、売買参考統計値の信頼度を分析する。 <span style="border: 1px solid black; padding: 0 2px;">WG</span>	
6. 格付けの変更などのイベント後の同じ銘柄の売買参考統計値の変化と取引価格の変化を比較する。 <span style="border: 1px solid black; padding: 0 2px;">WG</span>	
X. その他	
1. 指定報告協会が相互に監視できる仕組みを構築する。 <span style="border: 1px solid black; padding: 0 2px;">アンケート</span>	
2. 指定報告協会として気配値を報告するインセンティブを与える。 <span style="border: 1px solid black; padding: 0 2px;">アンケート</span>	

### C. 御議論いただきたい事項

#### 1. 本ワーキングで検討する事項と検討しない事項の区別

- ・ 上記「B. 信頼性向上のための具体策」で挙げている検討事項のうち、以下の事項については、本ワーキングでの検討は当面行わないこととし、それ以外の事項については、見直しの可否を含めて、本ワーキングで検討するということがよろしいでしょうか。

(注) 証券監督者国際機構 (IOSCO) より平成 25 年 1 月 11 日に公表された「金融指標に関する市中協議報告書」において提言された事項への対応は、IOSCO 等における検討状況を見極めつつ、必要に応じて本ワーキングで検討することが考えられます。

検討しない事項	理由
I. 日証協における指導・管理態勢の充実・強化	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 日証協事務局において、具体的な指導・管理方法を検討のうえ実施する。(検討結果については本ワーキングに報告する。)</li> <li>・ 日証協における指導・管理においては、社債の取引情報を活用して指定報告協会からの報告値を検証することとし、検証の結果、市場実勢にあった見直しが行われているかについて疑義が生じた場合には、必要に応じて指定報告協会に報告を求めるなどの実効性のある指導・管理を行う。</li> </ul>
II. 指定報告協会名の公表等	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 社債懇報告書においては、「指定報告協会名の公表は当面は行わない」とされている。</li> </ul>
VII. 社債の取引情報の公表等	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 平成 25 年 8 月頃から公表基準等の検討を開始する予定。</li> <li>・ 「社債の取引情報を発行体にフィードバックする仕組みを構築する」という意見 (VII. 2 の意見) については、社債の取引情報を公表することをもってフィードバックは可能と考える。</li> </ul>
VIII. 指定報告協会における適正な気配値の算出のための対応	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 「I. 日証協事務局における指導・管理態勢の充実・強化」により対応する。</li> </ul>

(※) 表中の番号は上記「B. 信頼性向上のための具体策 (2 ページ～9 ページ)」の表に対応している。

## 2. 本ワーキングで検討する事項について

(1) 検討事項が多岐にわたることから、下表の「検討する事項」のカテゴリ毎に、分析⇒報告⇒算出⇒公表の順（下表の順）で検討を進め、売買参考統計値システムの保守期限（延長後）が平成27年2月であること、また、平成25年8月頃から社債の取引情報の公表基準等の検討を開始する必要があることから、平成25年7月頃までに一通りの検討を終えたいと考えております。<sup>(注)</sup>ただし、時間的な制約もありますので、平成25年7月頃までに結論を得なかったものや時間をかけて検討する必要のあるものについては、社債の取引情報の公表基準等の検討が終了した後（平成25年12月頃）に、改めて議論することを考えております。このような検討の進め方について、どのように考えますか。

(注) 見直しの内容によっては、指定報告協会員、本協会又は売買参考統計値の利用者のシステム変更等が必要になることから、平成25年7月頃までには、各検討事項について一定の方向性を示すことができると考えております。

(2) 実際の検討にあたっては、下表の検討のポイントについて検討することを考えていますが、その他の検討ポイントがございましたら御教示下さい。

検討する事項	検討のポイント	備考
IX. 分析	・売買参考統計値と取引価格との乖離の分析を行う目的や分析結果のフィードバックについて検討する。	・分析を行う目的としては、取引価格と売買参考統計値の乖離の現状を把握することが考えられる。これについては、事務局において、乖離の現状が確認できるような分析資料を作成し、ワーキングで御報告することでよいか。
III. 指定報告協会員の指定基準の見直し	・現行の指定基準の見直しの要否等について検討する。	・見直しを行うとした場合、売買執行能力を有する協会員を指定報告協会員とするための案として、例えば、以下の対応が考えられる。 イ. 現行の指定基準は、公社債全体の売買高ランキングに

		<p>より判定することになっているが、公社債の種類毎の売買高（社債の指定報告協会員については、社債のみの売買高）のランキングで判定する。</p> <p>ロ． 現行の上位 50 位以内を厳しくする。</p> <p>・ 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、指定報告協会員としての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。</p>
<p>X. その他</p> <p>2. 指定報告協会員として気配値を報告するインセンティブを与える。</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 対応の必要性等について本WGで検討する。</li> <li>・ インセンティブとは何かについても検討する必要がある。</li> <li>・ 「Ⅲ. 指定報告協会員の指定基準の見直し」との関係もあるため、Ⅲと併せて検討する。</li> </ul>	
<p>IV. 報告時限及び公表時間の繰下げ</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 平成 24 年 7 月に市場参加者及び売買参考統計値の利用者に対して実施したアンケートの結果を踏まえて、報告時限及び公表時間の繰下げの可否等を検討する。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 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となった場合は、当該報告が義務付けられる協会員の報告可能時間等を勘案して判断する必要があると考えられる。</li> </ul>
<p>V. 売買参考統計値の算出方法の見直し</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 算出方法の見直しの可否等について検討する。</li> <li>・ 見直しを行うこととした場合、どのような算出方法とすることがよいかについて検討する。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 「幹事証券会社がレート（スプレッド）を提示し、他の協会員が賛否報告を行う」という意見（V. 2の意見）については、指定報告協会員間で事前に報告値について情報交換・調整を行うこと等は独占禁止法上問題となり得る点に留意する必要がある。（全銀協TIBORの公表要領においても、「リファレンス・バンクにおいて、提示レートの水準</li> </ul>

		<p>等について、事前に情報交換・調整を行うことは、独禁法上問題となり得る」との整理がなされている。）</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・「最低報告社数の見直しを行う」という意見（V. 4の意見）については、「売買参考統計値の精緻性の確保」と「利用者の利便性に配慮した選定銘柄数の確保」とを考慮する必要がある。</li> </ul>
VI. 売買参考統計値の発表方法の見直し	<ul style="list-style-type: none"> <li>・発表方法の見直しの要否等について検討する。</li> <li>・見直しを行うこととした場合、どのような発表方法とすることがよいかについて検討する。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・「売買参考統計値の意味するところとその限界について、利用者に対するより分かりやすい説明を充実させる」という意見（VI. 1の意見）については、現在、ホームページに掲載している内容に追加すべき点等について検討する。</li> </ul>
X. その他 1. 指定報告協会が相互に監視できる仕組みを構築する。	<ul style="list-style-type: none"> <li>・対応の必要性等について本WGで検討する。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・検討する場合には、指定報告協会間で事前に報告値について情報交換・調整を行うこと等は独占禁止法上問題となり得る点に留意する必要がある。（全銀協TIBORの公表要領においても、「リファレンス・バンクにおいて、提示レートの水準等について、事前に情報交換・調整を行うことは、独禁法上問題となり得る」との整理がなされている。）</li> </ul>

(※) 表中の番号は上記「B. 信頼性向上のための具体策（2ページ～9ページ）」の表に対応している。

以 上

## 売買参考統計値と取引価格の乖離の分析結果の概要（平成 25 年 1 月約定分）

平成 25 年 3 月

平成 25 年 1 月の約定 1,893 件（791 銘柄）のうち約定金額 5 億円の取引 168 件（99 銘柄）について、売買参考統計値との乖離の分析を行った。<sup>(注)</sup>

### 1. 資料 1 の分析結果の概要

- ① 大部分の取引（79.1%）が乖離率（絶対値）1%未満となっている。

「取引価格は売り又は買いの価格であるのに対し、売買参考統計値は売り気配と買い気配の仲値であること」、「売買参考統計値は午後 3 時時点の取引であるのに対し、取引価格は必ずしも午後 3 時時点とは限らないこと」などを考慮すると、大部分の取引の乖離は誤差の範囲内とも考えられる。 【1.（1）及び（3）参照】

なお、「残存期間が短い銘柄については、乖離率が 1%未満であっても乖離が小さいとは言えない」との意見があるが、約定金額 5 億円の取引 168 件のうち、残存期間 1 年未満の銘柄の取引は 12 件（乖離率 0.5%以上 1%未満が 2 件、乖離率 0.5%未満が 10 件）と僅かであり、当該 12 件を除いても、大部分の取引（72.0%）が乖離率（絶対値）1%未満となっている。 【3.（1）及び（2）参照】

- ② 1%以上の乖離がある銘柄をみると、特定の発行体が発行する銘柄に偏っており、イベントが発生した発行体や業績等に関するニュースがあった発行体（直近にイベントやニュースがあった発行体というより、イベントやニュースに係る事象が継続しているような発行体）の発行する銘柄が殆どである。

- ③ 第 5 回ワーキングにおいて、「売買参考統計値は各社から報告された気配値の上下一定割合を除外して算出しているが、実勢値に近い気配値が上下カットされているのではないか」との意見があったことから、「上下カットせずに算出した平均値」と「取引価格」との乖離を分析したところ、上下カットしたものと上下カットしないものとの有意な差は認められなかった。 【1.（1）～（4）参照】

- ④ 乖離率と格付けとの関係をみると、A 格、AA 格、BBB 格の何れの銘柄においても乖離が生じているものはあるが、BBB 格の銘柄において、乖離が大きいものの割合が若干高めとなっている。 【2.（3）及び（4）参照】

## 2. 資料2の分析結果の概要

- ① 営業日毎の平均乖離率と10年国債先物の日中値幅とを比較したところ、特段、関係性は認められなかった。
- ② 乖離率が大きい取引について、同日の10年国債先物の日中値幅を見たところ、日中値幅にかかわらず、乖離率が高いものが多く、日中値幅と乖離率との関連性は認められなかった。

以 上

---

(注) 「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」第11条の2第3項に基づき、証券保管振替機構（ほふり）より受領したデータをもとに作成。2013年1月中のほふりの決済照合システムにおける約定照合件数。証券会社からの直接報告分は含まれていない。

価格乖離率の分布状況

1. 平均値との乖離率の分布状況 (5億円)

(1) 約定件数 上下カット (売買参考統計値)

(約定件数)

乖離率*	-10%以下	-10%超 -7%以下	-7%超 -5%以下	-5%超 -3%以下	-3%超 -1%以下	-1%超 -0.5%以下	-0.5%超 0%未満	0%以上 0.5%未満	0.5%以上 1%未満	1%以上 3%未満	3%以上 5%未満	5%以上 7%未満	7%以上 10%未満	10%以上	合計
約定件数累計	0	0	4	0	23	35	81	14	3	7	0	0	1	0	168
	0.0%	0.0%	2.4%	0.0%	13.7%	20.8%	48.2%	8.3%	1.8%	4.2%	0.0%	0.0%	0.6%	0.0%	100.0%

\*乖離率=(平均値-取引価格)/取引価格。以下同じ。

(2) 約定件数 上下カットなし

(約定件数)

乖離率	-10%以下	-10%超 -7%以下	-7%超 -5%以下	-5%超 -3%以下	-3%超 -1%以下	-1%超 -0.5%以下	-0.5%超 0%未満	0%以上 0.5%未満	0.5%以上 1%未満	1%以上 3%未満	3%以上 5%未満	5%以上 7%未満	7%以上 10%未満	10%以上	合計
約定件数累計	0	0	4	0	23	34	79	18	2	7	0	0	1	0	168
	0.0%	0.0%	2.4%	0.0%	13.7%	20.2%	47.0%	10.7%	1.2%	4.2%	0.0%	0.0%	0.6%	0.0%	100.0%

(3) 約定件数 上下カット 絶対値 (売買参考統計値)

(約定件数)

乖離率	0%以上 0.5%未満	0.5%以上 1%未満	1%以上 3%未満	3%以上 5%未満	5%以上 7%未満	7%以上 10%未満	10%以上	合計
約定件数累計	95	38	30	0	4	1	0	168
	56.5%	22.6%	17.9%	0.0%	2.4%	0.6%	0.0%	100.0%

(4) 約定件数 上下カットなし 絶対値

(約定件数)

乖離率	0%以上 0.5%未満	0.5%以上 1%未満	1%以上 3%未満	3%以上 5%未満	5%以上 7%未満	7%以上 10%未満	10%以上	合計
約定件数累計	97	36	30	0	4	1	0	168
	57.7%	21.4%	17.9%	0.0%	2.4%	0.6%	0.0%	100.0%

【ご参考】中央値との乖離率の分布状況

(1) 約定件数 上下カット (売買参考統計値)

(約定件数)

乖離率	-10%以下	-10%超 -7%以下	-7%超 -5%以下	-5%超 -3%以下	-3%超 -1%以下	-1%超 -0.5%以下	-0.5%超 0%未満	0%以上 0.5%未満	0.5%以上 1%未満	1%以上 3%未満	3%以上 5%未満	5%以上 7%未満	7%以上 10%未満	10%以上	合計
約定件数累計	0	0	4	0	24	35	80	15	2	7	0	0	1	0	168
	0.0%	0.0%	2.4%	0.0%	14.3%	20.8%	47.6%	8.9%	1.2%	4.2%	0.0%	0.0%	0.6%	0.0%	100.0%

(2) 約定件数 上下カット 絶対値 (売買参考統計値)

(約定件数)

乖離率	0%以上 0.5%未満	0.5%以上 1%未満	1%以上 3%未満	3%以上 5%未満	5%以上 7%未満	7%以上 10%未満	10%以上	合計
約定件数累計	95	37	31	0	4	1	0	168
	56.5%	22.0%	18.5%	0.0%	2.4%	0.6%	0.0%	100.0%

2. 格付別\_平均値との乖離率の分布状況 (5億円)

(1) 約定件数\_上下カット(売買参考統計値)

(約定件数)

格付け	乖離率														合計
	-10%以下	-10%超 -7%以下	-7%超 -5%以下	-5%超 -3%以下	-3%超 -1%以下	-1%超 -0.5%以下	-0.5%超 0%未満	0%以上 0.5%未満	0.5%以上 1%未満	1%以上 3%未満	3%以上 5%未満	5%以上 7%未満	7%以上 10%未満	10%以上	
AAA	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
AA	0	0	0	0	3	13	33	4	0	0	0	0	0	0	
	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.8%	7.7%	19.6%	2.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
A	0	0	0	0	7	10	35	7	1	1	0	0	1	0	
	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.2%	6.0%	20.8%	4.2%	0.6%	0.6%	0.0%	0.0%	0.6%	0.0%	
BBB	0	0	4	0	13	12	13	3	2	6	0	0	0	0	
	0.0%	0.0%	2.4%	0.0%	7.7%	7.1%	7.7%	1.8%	1.2%	3.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
BB	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
B以下	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
合計	0	0	4	0	23	35	81	14	3	7	0	0	1	0	
	0.0%	0.0%	2.4%	0.0%	13.7%	20.8%	48.2%	8.3%	1.8%	4.2%	0.0%	0.0%	0.6%	0.0%	

(2) 約定件数\_上下カットなし

(約定件数)

格付け	乖離率														合計
	-10%以下	-10%超 -7%以下	-7%超 -5%以下	-5%超 -3%以下	-3%超 -1%以下	-1%超 -0.5%以下	-0.5%超 0%未満	0%以上 0.5%未満	0.5%以上 1%未満	1%以上 3%未満	3%以上 5%未満	5%以上 7%未満	7%以上 10%未満	10%以上	
AAA	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
AA	0	0	0	0	2	13	31	7	0	0	0	0	0	0	
	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.2%	7.7%	18.5%	4.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
A	0	0	0	0	7	9	37	6	1	1	0	0	1	0	
	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.2%	5.4%	22.0%	3.6%	0.6%	0.6%	0.0%	0.0%	0.6%	0.0%	
BBB	0	0	4	0	14	12	11	5	1	6	0	0	0	0	
	0.0%	0.0%	2.4%	0.0%	8.3%	7.1%	6.5%	3.0%	0.6%	3.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
BB	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
B以下	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
合計	0	0	4	0	23	34	79	18	2	7	0	0	1	0	
	0.0%	0.0%	2.4%	0.0%	13.7%	20.2%	47.0%	10.7%	1.2%	4.2%	0.0%	0.0%	0.6%	0.0%	

(3)約条件数 上下カット 絶対値(売買参考統計値)

(約条件数)

格付け	乖離率							
	0%以上 0.5%未満	0.5%以上 1%未満	1%以上 3%未満	3%以上 5%未満	5%以上 7%未満	7%以上 10%未満	10%以上	合計
AAA	0	0	0	0	0	0	0	0
	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
AA	37	13	3	0	0	0	0	53
	22.0%	7.7%	1.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	31.5%
A	42	11	8	0	0	1	0	62
	25.0%	6.5%	4.8%	0.0%	0.0%	0.6%	0.0%	36.9%
BBB	16	14	19	0	4	0	0	53
	9.5%	8.3%	11.3%	0.0%	2.4%	0.0%	0.0%	31.5%
BB	0	0	0	0	0	0	0	0
	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
B以下	0	0	0	0	0	0	0	0
	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
合計	95	38	30	0	4	1	0	168
	56.5%	22.6%	17.9%	0.0%	2.4%	0.6%	0.0%	100.0%

(4)約条件数 上下カットなし 絶対値

(約条件数)

格付け	乖離率							
	0%以上 0.5%未満	0.5%以上 1%未満	1%以上 3%未満	3%以上 5%未満	5%以上 7%未満	7%以上 10%未満	10%以上	合計
AAA	0	0	0	0	0	0	0	0
	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
AA	38	13	2	0	0	0	0	53
	22.6%	7.7%	1.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	31.5%
A	43	10	8	0	0	1	0	62
	25.6%	6.0%	4.8%	0.0%	0.0%	0.6%	0.0%	36.9%
BBB	16	13	20	0	4	0	0	53
	9.5%	7.7%	11.9%	0.0%	2.4%	0.0%	0.0%	31.5%
BB	0	0	0	0	0	0	0	0
	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
B以下	0	0	0	0	0	0	0	0
	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
合計	97	36	30	0	4	1	0	168
	57.7%	21.4%	17.9%	0.0%	2.4%	0.6%	0.0%	100.0%

【ご参考】格付別\_中央値との乖離率の分布状況

(1)約条件数\_上下カット(売買参考統計値)

(約条件数)

格付け	乖離率														合計
	-10%以下	-10%超 -7%以下	-7%超 -5%以下	-5%超 -3%以下	-3%超 -1%以下	-1%超 -0.5%以下	-0.5%超 0%未満	0%以上 0.5%未満	0.5%以上 1%未満	1%以上 3%未満	3%以上 5%未満	5%以上 7%未満	7%以上 10%未満	10%以上	
AAA	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
AA	0	0	0	0	3	14	32	4	0	0	0	0	0	0	
	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.8%	8.3%	19.0%	2.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
A	0	0	0	0	7	10	36	6	1	1	0	0	1	0	
	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.2%	6.0%	21.4%	3.6%	0.6%	0.6%	0.0%	0.0%	0.6%	0.0%	
BBB	0	0	4	0	14	11	12	5	1	6	0	0	0	0	
	0.0%	0.0%	2.4%	0.0%	8.3%	6.5%	7.1%	3.0%	0.6%	3.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
BB	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
B以下	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
合計	0	0	4	0	24	35	80	15	2	7	0	0	1	0	
	0.0%	0.0%	2.4%	0.0%	14.3%	20.8%	47.6%	8.9%	1.2%	4.2%	0.0%	0.0%	0.6%	0.0%	

(2)約条件数\_上下カット\_絶対値(売買参考統計値)

(約条件数)

格付け	乖離率								合計
	0%以上 0.5%未満	0.5%以上 1%未満	1%以上 3%未満	3%以上 5%未満	5%以上 7%未満	7%以上 10%未満	10%以上		
AAA	0	0	0	0	0	0	0	0	
	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
AA	36	14	3	0	0	0	0	53	
	21.4%	8.3%	1.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	31.5%	
A	42	11	8	0	0	1	0	62	
	25.0%	6.5%	4.8%	0.0%	0.0%	0.6%	0.0%	36.9%	
BBB	17	12	20	0	4	0	0	53	
	10.1%	7.1%	11.9%	0.0%	2.4%	0.0%	0.0%	31.5%	
BB	0	0	0	0	0	0	0	0	
	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
B以下	0	0	0	0	0	0	0	0	
	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
合計	95	37	31	0	4	1	0	168	
	56.5%	22.0%	18.5%	0.0%	2.4%	0.6%	0.0%	100.0%	

3. 残存年限別\_平均値との乖離率の分布状況

(1) 5億円 約定件数

(約定件数)

残存年限	乖離率															合計
	-10%以下	-10%超 -7%以下	-7%超 -5%以下	-5%超 -3%以下	-3%超 -1%以下	-1%超 -0.5%以下	-0.5%超 0%未満	0%以上 0.5%未満	0.5%以上 1%未満	1%以上 3%未満	3%以上 5%未満	5%以上 7%未満	7%以上 10%未満	10%以上		
1年未満	0	0	0	0	0	2	10	0	0	0	0	0	0	0	0	12
	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.2%	6.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	7.1%
1年以上3年未満	0	0	0	0	3	11	13	0	0	0	0	0	0	0	27	
	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.8%	6.5%	7.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	16.1%	
3年以上5年未満	0	0	3	0	5	9	33	6	1	0	0	0	0	0	57	
	0.0%	0.0%	1.8%	0.0%	3.0%	5.4%	19.6%	3.6%	0.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	33.9%	
5年以上10年未満	0	0	1	0	15	13	25	8	2	7	0	0	1	0	72	
	0.0%	0.0%	0.6%	0.0%	8.9%	7.7%	14.9%	4.8%	1.2%	4.2%	0.0%	0.0%	0.6%	0.0%	42.9%	
10年以上	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
合計	0	0	4	0	23	35	81	14	3	7	0	0	1	0	168	
	0.0%	0.0%	2.4%	0.0%	13.7%	20.8%	48.2%	8.3%	1.8%	4.2%	0.0%	0.0%	0.6%	0.0%	100.0%	

(2) 5億円 約定件数(絶対値)

(約定件数)

残存年限	乖離率								合計
	0%以上 0.5%未満	0.5%以上 1%未満	1%以上 3%未満	3%以上 5%未満	5%以上 7%未満	7%以上 10%未満	10%以上		
1年未満	10	2	0	0	0	0	0	12	
	6.0%	1.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	7.1%	
1年以上3年未満	13	11	3	0	0	0	0	27	
	7.7%	6.5%	1.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	16.1%	
3年以上5年未満	39	10	5	0	3	0	0	57	
	23.2%	6.0%	3.0%	0.0%	1.8%	0.0%	0.0%	33.9%	
5年以上10年未満	33	15	22	0	1	1	0	72	
	19.6%	8.9%	13.1%	0.0%	0.6%	0.6%	0.0%	42.9%	
10年以上	0	0	0	0	0	0	0	0	
	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
合計	95	38	30	0	4	1	0	168	
	56.5%	22.6%	17.9%	0.0%	2.4%	0.6%	0.0%	100.0%	

【ご参考】残存年限別\_中央値との乖離率の分布状況

(1) 5億円 約定件数

(約定件数)

残存年限	乖離率														合計	
	-10%以下	-10%超 -7%以下	-7%超 -5%以下	-5%超 -3%以下	-3%超 -1%以下	-1%超 -0.5%以下	-0.5%超 0%未満	0%以上 0.5%未満	0.5%以上 1%未満	1%以上 3%未満	3%以上 5%未満	5%以上 7%未満	7%以上 10%未満	10%以上		
1年未満	0	0	0	0	0	2	10	0	0	0	0	0	0	0	0	12
	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.2%	6.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	7.1%
1年以上3年未満	0	0	0	0	3	11	13	0	0	0	0	0	0	0	27	
	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.8%	6.5%	7.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	16.1%	
3年以上5年未満	0	0	3	0	6	9	32	6	1	0	0	0	0	0	57	
	0.0%	0.0%	1.8%	0.0%	3.6%	5.4%	19.0%	3.6%	0.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	33.9%	
5年以上10年未満	0	0	1	0	15	13	25	9	1	7	0	0	1	0	72	
	0.0%	0.0%	0.6%	0.0%	8.9%	7.7%	14.9%	5.4%	0.6%	4.2%	0.0%	0.0%	0.6%	0.0%	42.9%	
10年以上	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
合計	0	0	4	0	24	35	80	15	2	7	0	0	1	0	168	
	0.0%	0.0%	2.4%	0.0%	14.3%	20.8%	47.6%	8.9%	1.2%	4.2%	0.0%	0.0%	0.6%	0.0%	100.0%	

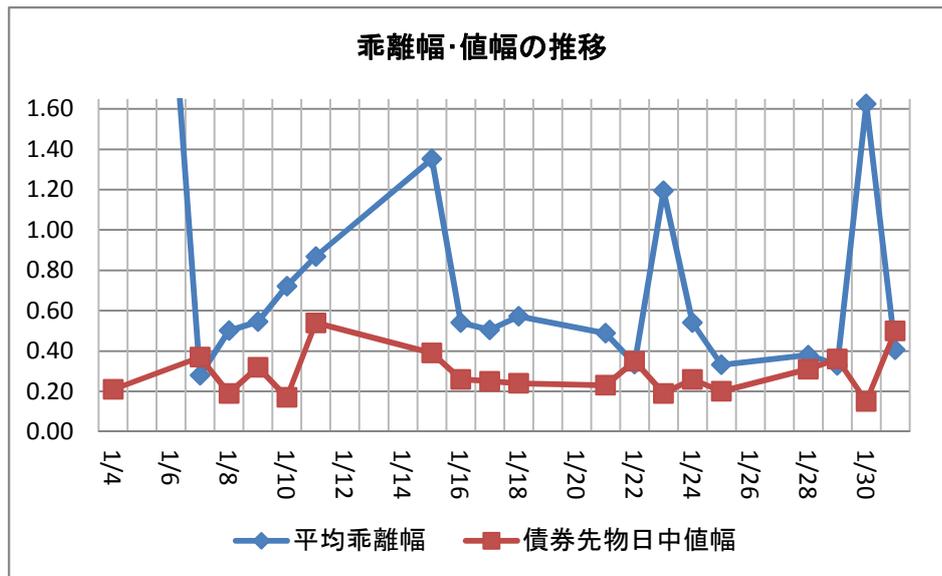
(2) 5億円 約定件数(絶対値)

(約定件数)

残存年限	乖離率							合計
	0%以上 0.5%未満	0.5%以上 1%未満	1%以上 3%未満	3%以上 5%未満	5%以上 7%未満	7%以上 10%未満	10%以上	
1年未満	10	2	0	0	0	0	0	12
	6.0%	1.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	7.1%
1年以上3年未満	13	11	3	0	0	0	0	27
	7.7%	6.5%	1.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	16.1%
3年以上5年未満	38	10	6	0	3	0	0	57
	22.6%	6.0%	3.6%	0.0%	1.8%	0.0%	0.0%	33.9%
5年以上10年未満	34	14	22	0	1	1	0	72
	20.2%	8.3%	13.1%	0.0%	0.6%	0.6%	0.0%	42.9%
10年以上	0	0	0	0	0	0	0	0
	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
合計	95	37	31	0	4	1	0	168
	56.5%	22.0%	18.5%	0.0%	2.4%	0.6%	0.0%	100.0%

# 乖離の分析 資料 2

日付	乖離幅合計	約定件数	平均乖離幅	債券先物日中値幅
2013/1/4	12.404	2	6.20	0.21
2013/1/7	0.559	2	0.28	0.37
2013/1/8	3.506	7	0.50	0.19
2013/1/9	3.815	7	0.55	0.32
2013/1/10	6.493	9	0.72	0.17
2013/1/11	7.818	9	0.87	0.54
2013/1/15	6.763	5	1.35	0.39
2013/1/16	4.326	8	0.54	0.26
2013/1/17	11.115	22	0.51	0.25
2013/1/18	4.579	8	0.57	0.24
2013/1/21	3.908	8	0.49	0.23
2013/1/22	3.022	9	0.34	0.35
2013/1/23	14.334	12	1.19	0.19
2013/1/24	6.484	12	0.54	0.26
2013/1/25	5.633	17	0.33	0.2
2013/1/28	2.281	6	0.38	0.31
2013/1/29	2.306	7	0.33	0.36
2013/1/30	11.378	7	1.63	0.15
2013/1/31	4.467	11	0.41	0.5



2013年1月 約定状況

1. 日次約定状況 (対象銘柄 2,751)

	取引銘柄数	約定件数累計	2取引以上銘柄数	
			取引銘柄数	約定件数累計
合計	-	1,893	-	622
平均	80	100	14	33
1/1	0	0	0	0
1/2	0	0	0	0
1/3	0	0	0	0
1/4	27	31	3	7
1/7	63	70	6	13
1/8	71	80	9	18
1/9	58	72	11	25
1/10	86	109	15	38
1/11	92	116	15	39
1/14	0	0	0	0
1/15	53	63	9	19
1/16	90	109	17	36
1/17	170	230	30	90
1/18	81	116	21	56
1/21	74	77	3	6
1/22	89	113	17	41
1/23	89	111	15	37
1/24	94	115	16	37
1/25	86	106	19	39
1/28	59	69	9	19
1/29	82	93	9	20
1/30	64	86	14	36
1/31	101	127	20	46

2. 約定件数別銘柄数

約定件数	銘柄数
合計	791
1	353
2	231
3	87
4	46
5	19
6	14
7	13
8	3
9	4
10	7
11	2
12	2
13	1
14	1
15	0
16	2
17	0
18	1
19	1
20	3
21	0
22	0
23	0
24	0
25	0
26	0
27	0
28	0
29	0
30	0
31	1
32	0
33	0
34	0
35	0
36	0
37	0
38	0
39	0
40	0

2013年1月 約定状況(5億円の約定のみ)

1.日次約定状況 (対象銘柄 2,751)

	取引銘柄数	約定件数累計	2取引以上銘柄数	
			取引銘柄数	約定件数累計
合計	-	168	-	47
平均	8	9	1	2
1/1	0	0	0	0
1/2	0	0	0	0
1/3	0	0	0	0
1/4	2	2	0	0
1/7	2	2	0	0
1/8	7	7	0	0
1/9	4	7	3	6
1/10	5	9	3	7
1/11	9	9	0	0
1/14	0	0	0	0
1/15	5	5	0	0
1/16	8	8	0	0
1/17	20	22	2	4
1/18	6	8	2	4
1/21	8	8	0	0
1/22	9	9	0	0
1/23	8	12	3	7
1/24	11	12	1	2
1/25	12	17	6	11
1/28	6	6	0	0
1/29	7	7	0	0
1/30	6	7	1	2
1/31	9	11	2	4

2.約定件数別銘柄数

約定件数	銘柄数
合計	99
1	60
2	29
3	4
4	2
5	1
6	0
7	2
8	0
9	0
10	0
11	1
12	0
13	0
14	0
15	0
16	0
17	0
18	0
19	0
20	0
21	0
22	0
23	0
24	0
25	0
26	0
27	0
28	0
29	0
30	0
31	0
32	0
33	0
34	0
35	0
36	0
37	0
38	0
39	0
40	0

## 売買参考統計値と取引価格の乖離の分析結果の概要（平成 25 年 2 月約定分）

平成 25 年 4 月

平成 25 年 2 月の約定 1,895 件（805 銘柄）のうち約定金額 5 億円の取引 148 件（100 銘柄）について、売買参考統計値との乖離の分析を行った。<sup>(注)</sup>

### 1. 資料 1 の分析結果の概要

- ① 大部分の取引（83.7%）が乖離率（絶対値）1%未満となっている。そのうち 70.9%は乖離率 0.5%未満である。【1.（1）及び（3）参照】  
なお、「残存期間が短い銘柄については、乖離率が 1%未満であっても乖離が小さいとは言えない」との意見があるが、約定金額 5 億円の取引 148 件のうち、残存期間 1 年未満の銘柄の取引は 11 件（11 件とも乖離率は 0.5%未満）と僅かであり、当該 11 件を除いても、大部分の取引（76.4%）が乖離率（絶対値）1%未満となっている。【3.（1）及び（2）参照】
- ② 売買参考統計値と取引価格とを比べると、大部分の取引（93.2%）が取引価格の方が高くなっている（乖離率がマイナスになっている）。【1.（1）参照】
- ③ 1%以上の乖離がある銘柄をみると、平成 25 年 1 月と同様、イベントが発生した発行体や業績等に関するニュースがあった発行体（直近にイベントやニュースがあった発行体というより、イベントやニュースに係る事象が継続しているような発行体）の発行する銘柄がほとんどである。
- ④ 「各社から報告された気配値を上下カットせずに算出した平均値」と「取引価格」との乖離を分析したところ、上下カットしたものと上下カットしないものとに有意な差は認められなかった。【1.（1）～（4）参照】
- ⑤ 各社から報告された気配値のうち、最高値としてカットされた気配値の方が売買参考統計値（上下カットされた平均値）よりも取引価格に近いケースがほとんどである。これは、売買参考統計値と取引価格との乖離率が 1%以上の銘柄に特に顕著である。【3.（1）及び（2）参照】
- ⑥ 乖離率と格付けとの関係をみると、A 格、AA 格、BBB 格の何れの銘柄においても乖離が生じているものはあるが、BBB 格の銘柄において、乖離が大きいものの割合が若干高めとなっている。【2.（3）及び（4）参照】

## 2. 資料2の分析結果の概要

営業日毎の平均乖離率と10年国債先物の日中値幅とを比較したところ、特段、関係性は認められなかった。

以 上

---

(注)「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」第11条の2第3項に基づき、証券保管振替機構（ほふり）より受領したデータをもとに作成。2013年2月中のほふりの決済照合システムにおける約定照合件数。証券会社からの直接報告分は含まれていない。

価格乖離率の分布状況

1. 平均値との乖離率の分布状況 (5億円)

(1) 約定件数 上下カット (売買参考統計値)

(約定件数)

乖離率*	-10%以下	-10%超 -7%以下	-7%超 -5%以下	-5%超 -3%以下	-3%超 -1%以下	-1%超 -0.5%以下	-0.5%超 0%未満	0%以上 0.5%未満	0.5%以上 1%未満	1%以上 3%未満	3%以上 5%未満	5%以上 7%未満	7%以上 10%未満	10%以上	合計
約定件数累計	0	0	1	1	19	19	98	7	0	2	1	0	0	0	148
	0.0%	0.0%	0.7%	0.7%	12.8%	12.8%	66.2%	4.7%	0.0%	1.4%	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%	100.0%

\*乖離率=(平均値-取引価格)/取引価格。以下同じ。

(2) 約定件数 上下カットなし

(約定件数)

乖離率	-10%以下	-10%超 -7%以下	-7%超 -5%以下	-5%超 -3%以下	-3%超 -1%以下	-1%超 -0.5%以下	-0.5%超 0%未満	0%以上 0.5%未満	0.5%以上 1%未満	1%以上 3%未満	3%以上 5%未満	5%以上 7%未満	7%以上 10%未満	10%以上	合計
約定件数累計	0	0	1	2	21	17	98	6	1	1	1	0	0	0	148
	0.0%	0.0%	0.7%	1.4%	14.2%	11.5%	66.2%	4.1%	0.7%	0.7%	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%	100.0%

(3) 約定件数 上下カット 絶対値 (売買参考統計値)

(約定件数)

乖離率	0%以上 0.5%未満	0.5%以上 1%未満	1%以上 3%未満	3%以上 5%未満	5%以上 7%未満	7%以上 10%未満	10%以上	合計
約定件数累計	105	19	21	2	1	0	0	148
	70.9%	12.8%	14.2%	1.4%	0.7%	0.0%	0.0%	100.0%

(4) 約定件数 上下カットなし 絶対値

(約定件数)

乖離率	0%以上 0.5%未満	0.5%以上 1%未満	1%以上 3%未満	3%以上 5%未満	5%以上 7%未満	7%以上 10%未満	10%以上	合計
約定件数累計	104	18	22	3	1	0	0	148
	70.3%	12.2%	14.9%	2.0%	0.7%	0.0%	0.0%	100.0%

【ご参考】中央値との乖離率の分布状況

(1) 約定件数 上下カット (売買参考統計値)

(約定件数)

乖離率	-10%以下	-10%超 -7%以下	-7%超 -5%以下	-5%超 -3%以下	-3%超 -1%以下	-1%超 -0.5%以下	-0.5%超 0%未満	0%以上 0.5%未満	0.5%以上 1%未満	1%以上 3%未満	3%以上 5%未満	5%以上 7%未満	7%以上 10%未満	10%以上	合計
約定件数累計	0	0	1	2	19	19	96	8	1	1	1	0	0	0	148
	0.0%	0.0%	0.7%	1.4%	12.8%	12.8%	64.9%	5.4%	0.7%	0.7%	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%	100.0%

(2) 約定件数 上下カット 絶対値 (売買参考統計値)

(約定件数)

乖離率	0%以上 0.5%未満	0.5%以上 1%未満	1%以上 3%未満	3%以上 5%未満	5%以上 7%未満	7%以上 10%未満	10%以上	合計
約定件数累計	104	20	20	3	1	0	0	148
	70.3%	13.5%	13.5%	2.0%	0.7%	0.0%	0.0%	100.0%

2. 格付別\_平均値との乖離率の分布状況 (5億円)

(1) 約定件数\_上下カット(売買参考統計値)

(約定件数)

格付け	乖離率														合計
	-10%以下	-10%超 -7%以下	-7%超 -5%以下	-5%超 -3%以下	-3%超 -1%以下	-1%超 -0.5%以下	-0.5%超 0%未満	0%以上 0.5%未満	0.5%以上 1%未満	1%以上 3%未満	3%以上 5%未満	5%以上 7%未満	7%以上 10%未満	10%以上	
AAA	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
AA	0	0	0	0	7	7	47	4	0	0	0	0	0	0	
	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.7%	4.7%	31.8%	2.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
A	0	0	0	0	5	7	39	2	0	1	0	0	0	0	
	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.4%	4.7%	26.4%	1.4%	0.0%	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
BBB	0	0	1	1	7	5	11	0	0	0	0	0	0	0	
	0.0%	0.0%	0.7%	0.7%	4.7%	3.4%	7.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
BB	0	0	0	0	0	0	1	1	0	1	1	0	0	0	
	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.7%	0.7%	0.0%	0.7%	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%	
B以下	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
合計	0	0	1	1	19	19	98	7	0	2	1	0	0	0	
	0.0%	0.0%	0.7%	0.7%	12.8%	12.8%	66.2%	4.7%	0.0%	1.4%	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%	

(2) 約定件数\_上下カットなし

(約定件数)

格付け	乖離率														合計
	-10%以下	-10%超 -7%以下	-7%超 -5%以下	-5%超 -3%以下	-3%超 -1%以下	-1%超 -0.5%以下	-0.5%超 0%未満	0%以上 0.5%未満	0.5%以上 1%未満	1%以上 3%未満	3%以上 5%未満	5%以上 7%未満	7%以上 10%未満	10%以上	
AAA	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
AA	0	0	0	0	7	8	46	4	0	0	0	0	0	0	
	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.7%	5.4%	31.1%	2.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
A	0	0	0	0	5	5	42	2	0	0	0	0	0	0	
	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.4%	3.4%	28.4%	1.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
BBB	0	0	1	2	9	4	9	0	0	0	0	0	0	0	
	0.0%	0.0%	0.7%	1.4%	6.1%	2.7%	6.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
BB	0	0	0	0	0	0	1	0	1	1	1	0	0	0	
	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.7%	0.0%	0.7%	0.7%	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%	
B以下	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
合計	0	0	1	2	21	17	98	6	1	1	1	0	0	0	
	0.0%	0.0%	0.7%	1.4%	14.2%	11.5%	66.2%	4.1%	0.7%	0.7%	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%	

(3)約条件数 上下カット 絶対値(売買参考統計値)

(約条件数)

格付け	乖離率							
	0%以上 0.5%未満	0.5%以上 1%未満	1%以上 3%未満	3%以上 5%未満	5%以上 7%未満	7%以上 10%未満	10%以上	合計
AAA	0 0.0%	0 0.0%	0 0.0%	0 0.0%	0 0.0%	0 0.0%	0 0.0%	0 0.0%
AA	51 34.5%	7 4.7%	7 4.7%	0 0.0%	0 0.0%	0 0.0%	0 0.0%	65 43.9%
A	41 27.7%	7 4.7%	6 4.1%	0 0.0%	0 0.0%	0 0.0%	0 0.0%	54 36.5%
BBB	11 7.4%	5 3.4%	7 4.7%	1 0.7%	1 0.7%	0 0.0%	0 0.0%	25 16.9%
BB	2 1.4%	0 0.0%	1 0.7%	1 0.7%	0 0.0%	0 0.0%	0 0.0%	4 2.7%
B以下	0 0.0%	0 0.0%	0 0.0%	0 0.0%	0 0.0%	0 0.0%	0 0.0%	0 0.0%
合計	105 70.9%	19 12.8%	21 14.2%	2 1.4%	1 0.7%	0 0.0%	0 0.0%	148 100.0%

(4)約条件数 上下カットなし 絶対値

(約条件数)

格付け	乖離率							
	0%以上 0.5%未満	0.5%以上 1%未満	1%以上 3%未満	3%以上 5%未満	5%以上 7%未満	7%以上 10%未満	10%以上	合計
AAA	0 0.0%	0 0.0%	0 0.0%	0 0.0%	0 0.0%	0 0.0%	0 0.0%	0 0.0%
AA	50 33.8%	8 5.4%	7 4.7%	0 0.0%	0 0.0%	0 0.0%	0 0.0%	65 43.9%
A	44 29.7%	5 3.4%	5 3.4%	0 0.0%	0 0.0%	0 0.0%	0 0.0%	54 36.5%
BBB	9 6.1%	4 2.7%	9 6.1%	2 1.4%	1 0.7%	0 0.0%	0 0.0%	25 16.9%
BB	1 0.7%	1 0.7%	1 0.7%	1 0.7%	0 0.0%	0 0.0%	0 0.0%	4 2.7%
B以下	0 0.0%	0 0.0%	0 0.0%	0 0.0%	0 0.0%	0 0.0%	0 0.0%	0 0.0%
合計	104 70.3%	18 12.2%	22 14.9%	3 2.0%	1 0.7%	0 0.0%	0 0.0%	148 100.0%

【ご参考】格付別\_中央値との乖離率の分布状況

(1)約条件数\_上下カット(売買参考統計値)

(約条件数)

格付け	乖離率														合計
	-10%以下	-10%超 -7%以下	-7%超 -5%以下	-5%超 -3%以下	-3%超 -1%以下	-1%超 -0.5%以下	-0.5%超 0%未満	0%以上 0.5%未満	0.5%以上 1%未満	1%以上 3%未満	3%以上 5%未満	5%以上 7%未満	7%以上 10%未満	10%以上	
AAA	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
AA	0	0	0	0	7	8	44	6	0	0	0	0	0	0	0
	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.7%	5.4%	29.7%	4.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
A	0	0	0	0	5	6	41	1	0	1	0	0	0	0	0
	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.4%	4.1%	27.7%	0.7%	0.0%	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
BBB	0	0	1	2	7	5	9	1	0	0	0	0	0	0	0
	0.0%	0.0%	0.7%	1.4%	4.7%	3.4%	6.1%	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
BB	0	0	0	0	0	0	2	0	1	0	1	0	0	0	0
	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.4%	0.0%	0.7%	0.0%	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
B以下	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
合計	0	0	1	2	19	19	96	8	1	1	1	0	0	0	148
	0.0%	0.0%	0.7%	1.4%	12.8%	12.8%	64.9%	5.4%	0.7%	0.7%	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%	100.0%

(2)約条件数\_上下カット\_絶対値(売買参考統計値)

(約条件数)

格付け	乖離率							合計
	0%以上 0.5%未満	0.5%以上 1%未満	1%以上 3%未満	3%以上 5%未満	5%以上 7%未満	7%以上 10%未満	10%以上	
AAA	0	0	0	0	0	0	0	0
	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
AA	50	8	7	0	0	0	0	65
	33.8%	5.4%	4.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	43.9%
A	42	6	6	0	0	0	0	54
	28.4%	4.1%	4.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	36.5%
BBB	10	5	7	2	1	0	0	25
	6.8%	3.4%	4.7%	1.4%	0.7%	0.0%	0.0%	16.9%
BB	2	1	0	1	0	0	0	4
	1.4%	0.7%	0.0%	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%	2.7%
B以下	0	0	0	0	0	0	0	0
	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
合計	104	20	20	3	1	0	0	148
	70.3%	13.5%	13.5%	2.0%	0.7%	0.0%	0.0%	100.0%

3. 残存年限別\_平均値との乖離率の分布状況

(1) 5億円 約定件数

(約定件数)

残存年限	乖離率														合計	
	-10%以下	-10%超 -7%以下	-7%超 -5%以下	-5%超 -3%以下	-3%超 -1%以下	-1%超 -0.5%以下	-0.5%超 0%未満	0%以上 0.5%未満	0.5%以上 1%未満	1%以上 3%未満	3%以上 5%未満	5%以上 7%未満	7%以上 10%未満	10%以上		
1年未満	0	0	0	0	0	0	11	0	0	0	0	0	0	0	0	11
	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	7.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	7.4%
1年以上3年未満	0	0	0	0	3	1	27	3	0	1	1	0	0	0	36	
	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.0%	0.7%	18.2%	2.0%	0.0%	0.7%	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%	24.3%	
3年以上5年未満	0	0	0	1	2	4	38	0	0	0	0	0	0	0	45	
	0.0%	0.0%	0.0%	0.7%	1.4%	2.7%	25.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	30.4%	
5年以上10年未満	0	0	1	0	12	13	22	4	0	1	0	0	0	0	53	
	0.0%	0.0%	0.7%	0.0%	8.1%	8.8%	14.9%	2.7%	0.0%	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	35.8%	
10年以上	0	0	0	0	2	1	0	0	0	0	0	0	0	0	3	
	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.4%	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.0%	
合計	0	0	1	1	19	19	98	7	0	2	1	0	0	0	148	
	0.0%	0.0%	0.7%	0.7%	12.8%	12.8%	66.2%	4.7%	0.0%	1.4%	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%	100.0%	

(2) 5億円 約定件数(絶対値)

(約定件数)

残存年限	乖離率							合計
	0%以上 0.5%未満	0.5%以上 1%未満	1%以上 3%未満	3%以上 5%未満	5%以上 7%未満	7%以上 10%未満	10%以上	
1年未満	11	0	0	0	0	0	0	11
	7.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	7.4%
1年以上3年未満	30	1	4	1	0	0	0	36
	20.3%	0.7%	2.7%	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%	24.3%
3年以上5年未満	38	4	2	1	0	0	0	45
	25.7%	2.7%	1.4%	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%	30.4%
5年以上10年未満	26	13	13	0	1	0	0	53
	17.6%	8.8%	8.8%	0.0%	0.7%	0.0%	0.0%	35.8%
10年以上	0	1	2	0	0	0	0	3
	0.0%	0.7%	1.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.0%
合計	105	19	21	2	1	0	0	148
	70.9%	12.8%	14.2%	1.4%	0.7%	0.0%	0.0%	100.0%

【ご参考】残存年限別\_中央値との乖離率の分布状況

(1) 5億円 約定件数

(約定件数)

残存年限	乖離率														合計	
	-10%以下	-10%超 -7%以下	-7%超 -5%以下	-5%超 -3%以下	-3%超 -1%以下	-1%超 -0.5%以下	-0.5%超 0%未満	0%以上 0.5%未満	0.5%以上 1%未満	1%以上 3%未満	3%以上 5%未満	5%以上 7%未満	7%以上 10%未満	10%以上		
1年未満	0	0	0	0	0	0	11	0	0	0	0	0	0	0	0	11
	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	7.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	7.4%
1年以上3年未満	0	0	0	0	3	1	27	3	1	0	1	0	0	0	36	
	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.0%	0.7%	18.2%	2.0%	0.7%	0.0%	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%	24.3%	
3年以上5年未満	0	0	0	1	2	3	38	1	0	0	0	0	0	0	45	
	0.0%	0.0%	0.0%	0.7%	1.4%	2.0%	25.7%	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	30.4%	
5年以上10年未満	0	0	1	0	13	14	20	4	0	1	0	0	0	0	53	
	0.0%	0.0%	0.7%	0.0%	8.8%	9.5%	13.5%	2.7%	0.0%	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	35.8%	
10年以上	0	0	0	1	1	1	0	0	0	0	0	0	0	0	3	
	0.0%	0.0%	0.0%	0.7%	0.7%	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.0%	
合計	0	0	1	2	19	19	96	8	1	1	1	0	0	0	148	
	0.0%	0.0%	0.7%	1.4%	12.8%	12.8%	64.9%	5.4%	0.7%	0.7%	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%	100.0%	

(2) 5億円 約定件数(絶対値)

(約定件数)

残存年限	乖離率							合計
	0%以上 0.5%未満	0.5%以上 1%未満	1%以上 3%未満	3%以上 5%未満	5%以上 7%未満	7%以上 10%未満	10%以上	
1年未満	11	0	0	0	0	0	0	11
	7.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	7.4%
1年以上3年未満	30	2	3	1	0	0	0	36
	20.3%	1.4%	2.0%	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%	24.3%
3年以上5年未満	39	3	2	1	0	0	0	45
	26.4%	2.0%	1.4%	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%	30.4%
5年以上10年未満	24	14	14	0	1	0	0	53
	16.2%	9.5%	9.5%	0.0%	0.7%	0.0%	0.0%	35.8%
10年以上	0	1	1	1	0	0	0	3
	0.0%	0.7%	0.7%	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%	2.0%
合計	104	20	20	3	1	0	0	148
	70.3%	13.5%	13.5%	2.0%	0.7%	0.0%	0.0%	100.0%

## 乖離の分析 資料 2

日付	乖離幅合計	約定件数	平均乖離幅	債券先物日中値幅
2013/2/1	1.398	5	0.28	0.4
2013/2/4	10.21	9	1.13	0.47
2013/2/5	3.627	13	0.28	0.38
2013/2/6	6.092	10	0.61	0.44
2013/2/7	2.828	8	0.35	0.35
2013/2/8	7.011	12	0.58	0.25
2013/2/12	0.283	2	0.14	0.24
2013/2/13	3.019	6	0.50	0.24
2013/2/14	14.107	20	0.71	0.34
2013/2/15	0.887	3	0.30	0.38
2013/2/18	4.323	6	0.72	0.21
2013/2/19	2.771	5	0.55	0.3
2013/2/20	2.022	8	0.25	0.15
2013/2/21	1.86	3	0.62	0.25
2013/2/22	5.366	7	0.77	0.17
2013/2/25	3.391	5	0.68	0.29
2013/2/26	4.015	7	0.57	0.35
2013/2/27	1.186	10	0.12	0.22
2013/2/28	5.112	9	0.57	0.17

