

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8回）
2. 日時	平成25年5月22日（水）午後16時00分～午後18時00分
3. 議案	1. 公社債店頭売買参考統計値の算出方法及び発表方法の見直し等について 2. その他
4. 主な内容	1. 公社債店頭売買参考統計値の算出方法及び発表方法の見直し等について 事務局より、「売買参考統計値の算出方法の見直し」、「売買参考統計値の発表方法の見直し」及び「指定報告協会員が相互に監視できる仕組みの構築」に関するワーキングメンバーへの意見照会の結果及び当該意見を踏まえた事務局案について、資料1及び資料2に基づき説明が行われた。 また、主査より、資料1の事務局案について、以下のとおり補足説明があった。 ・ 売買参考統計値の算出方法について、現行制度では、「平均気配値から乖離した気配値は正しい気配値ではない可能性が高い」という考え方に立ち、当該気配値を上下カットしている。しかしながら、平均気配値から乖離した気配値が実はマーケットの動きを反映したものであり、適正な気配値が上下カットされている可能性があるということで、上下カット方法の見直しが議論されることとなった。可能性としては、平均気配値から乖離した気配値が正しい場合とそうでない場合のどちらのケースも否定できないことから、今回お示しした事務局案（資料1）では、「各社の報告気配値を一定の範囲内に収斂することを目指すものではない」（案2）という考え方に立った算出方法としている。 ・ また、日証協における報告気配値チェックについては、案2の①'をベースにして事務局案を作成している。案2の①'の考え方は、「平均気配値から乖離した気配値が正しい場合もある」という前提に立つため、乖離した気配値を報告した指定報告協会員にのみ注意喚起を行うことはせず、当該銘柄の気配値報告を行っている全ての指定報告協会員に対して注意喚起を行う案である。ただし、全ての指定報告協会員に注意喚起を行った結果、指定報告協会員が当日確認しなければならない件数があまりに多くなると、指定報告協会員に過大な負担を負わせることになり、また、確認に時間がかかって公表時間が遅れることにもつながりかねないという問題があるため、乖離した気配値を報告した指定報告協会員には、その事実を伝えて当日中の確認と確認報告を求め、他方、その他の指定報告協会員には、当日中に確認できなかった場合は翌日以降の報告気配値の算出にあたり注意を求めるという案にしている。 （主な意見等） 1. 算出方法の見直しについて ① 日証協における報告気配値チェック ・ 案2の①の案（全ての指定報告協会員に一律に注意喚起を行う案）を支持する。案1

	のように、平均気配値から一定基準を超えて乖離している気配値を報告してきた指定報告協会員にのみ事実を伝えることは、当該指定報告協会員がマーケットの動きにいち早く対応した結果として乖離した気配値を報告している可能性が考慮されていないため望ましくない。さらに、取引価格から乖離した気配値を報告している指定報告協会員にのみ注意喚起を行うことは、取引価格に基づく情報が当該指定報告協会員にのみ伝えられることになり、公平性を欠くと思われる。 また、案2の①'の案のように、乖離した気配値を報告した指定報告協会員にのみ当日の確認と確認報告を求めることは、平均気配値から乖離した気配値は誤りであるとの考えを示すものであり、適当ではないと考える。(委員等) ・ 案1を支持するが、「各社の報告気配値を一定の範囲内に収斂することを目指す」という考え方がいいと思っているわけではなく、日証協の報告気配値チェックとしては、平均気配値等から乖離している気配値を報告した指定報告協会員に対してのみ注意喚起を行うという考え方を支持するものである。全ての指定報告協会員に対して報告気配値が乖離している状況を伝えることで、指定報告協会員間でネットワークが形成され、LIBOR問題のような指定報告協会員同士の談合を誘導してしまうことが懸念される。売買参考統計値が会計上の公正価値として利用されていることを考えれば、談合によって恣意的な気配値が報告される可能性がある制度にすることは望ましくないと考える。(委員等) ・ 平均気配値等から乖離している指定報告協会員に対してのみ乖離の事実を伝えることも、日証協が指定報告協会員の数値を合わせるように誘導しているように見えるのではないか。(委員等) ・ 平均気配値等から乖離した気配値を報告した指定報告協会員に対する注意喚起は、事務ミス等により誤った気配値が報告されていないかを確認することを求めるために行うものであるので、当該注意喚起をもって談合と言われることはないように思う。(主査) ・ 乖離している気配値を報告した指定報告協会員に対して、報告気配値が妥当と考える理由の説明を求めた方がよいのではないか。乖離している気配値が報告された理由がわかれば、その理由が手掛かりとなって、その他の指定報告協会員の報告気配値の確認がスムーズに進むのではないか。今の事務局案では、確認を促したとしても、乖離している気配値を報告した指定報告協会員も、その他の指定報告協会員も、自社の報告気配値に疑いを持つことはないと考えられ、結果として報告気配値は修正されず、精緻性は向上しないのではないか。(委員等) ⇒ 指定報告協会員の事務負担及び時間的な制約があることを考慮すると、乖離した気配値を妥当と考える理由まで報告を求めるのは難しいと考えている。(事務局) ・ 日証協が注意喚起を行うことで、各指定報告協会員が報告気配値の見直しを行うようなサイクルが続けば、指定報告協会員における報告態勢の高度化が図られて、売買参考統計値の信頼性も向上していくと考えられる。(委員等) ・ 指定報告協会員において、日々、全ての気配値報告銘柄について前日の売買参考統計
--	---

	値と自社の報告気配値とを比較し、報告気配値の見直しを行うことが理想であるが、銘柄数が多いため、見落とし等が発生するケースも考えられる。このようなケースを日証協の報告気配値チェックで補完する制度とすべきである。(委員等) ・ 「指定報告協会各社の報告気配値を一定の範囲内に収斂することを目指すものではない」という認識さえ共有されれば、事務局案で異論はない。全ての指定報告協会員に対して確認を求めることは負担が大きい。(委員等) ・ 日証協による報告気配値チェックを恒常的に実施していけば、平均気配値から大きく乖離することは基本的にはほとんどないと思う。乖離が生じるのはイベントが発生したような場合であるが、マーケットの動きに反応して報告気配値を変えた指定報告協会員にしてみれば、自社が正しいと信じる気配値を報告しているため、確認を促されたとしても気配値を変更することはない。このようなケースが想定される以上、平均気配値から乖離した気配値を報告した指定報告協会員に対してのみ注意喚起を行っても効果はないように思う。 全ての指定報告協会員に注意喚起を行うことで、確認件数は増えるかもしれないが、当日中の確認を厳格に求めるのではなく、翌日以降の確認を認めるのであれば、指定報告協会員の事務負担は軽減されるのではないかと考える。(委員等) ⇒ 制限なく翌日以降の確認を認めてしまうと、当日の報告気配値の精緻化をもって上下カットしないという建付けと矛盾するという問題がある。当日の報告気配値の精緻化のためには、できる限り当日中の確認を行っていただきたいが、全ての指定報告協会員に一律に全ての注意喚起銘柄について当日中の確認を求めることも現実的には難しいと考える。このため、当日中に確認を行っていただくものと、翌日以降の確認でも可とするものとを区別してはどうかと検討したのが今回お示しした事務局案である。(事務局) ・ 事務局案の「一定基準を超えて乖離した気配値を報告した指定報告協会員には自社の報告気配値が乖離している旨を伝える」ことは、乖離した気配値を報告した指定報告協会員が間違った気配値を報告しているかのような印象を与えることにはならない。どの報告気配値が正しいかはケースによって異なるので、日証協からは、ある銘柄の報告気配値にばらつきがあるという事実を全指定報告協会員に対して通知をすることだけでよいと考える。(委員等) ⇒ 乖離した気配値を報告した指定報告協会員に当該事実を伝えることは、当日中にできる限り気配値を修正したいという意図がある。乖離の原因が事務ミスであることも考えられ、その場合には乖離した気配値が適正でない確率が高いので、当該指定報告協会員に乖離の事実を伝えて当日中の確認を求め、当日中にできる限りの修正を目指すというのが事務局案である。もし、事務ミスではなく、自信を持って算出した気配値であるならば、変更せずに確認報告を行えばよい。(主査) ・ 乖離の原因が事務ミスのケースならば、事務局案に異論はない。しかし、乖離が生じるケースとしては、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のみがマ
--	---

マーケットの動きを反映する形で報告気配値を変えることで乖離が生じるケースも多いのではないかと。このようなケースでは、むしろ、その他の指定報告協会の報告気配値に誤りがある可能性があるため、その他の指定報告協会に対して報告気配値の確認を促すのが筋である。したがって、①'の案のように、乖離した気配値を報告した指定報告協会とそうでない指定報告協会とで、注意喚起を呼びかけるレベルに差を設けて、乖離した気配値を報告した指定報告協会のみに対して当日中の確認を求めるという事務局案には違和感を覚える。(委員等)

⇒ 案2の①と①'とは、全ての指定報告協会に対して乖離が生じている事実を伝えて注意喚起を行うことに違いはない。日証協から注意喚起が行われることで各指定報告協会がマーケットの動きを踏まえて自社の報告気配値の見直しを行い、その結果、報告気配値の修正点が見つければ、それを報告気配値に反映していくことで、事務局案の制度の目的は達成される。

一方で、事務ミスが原因で乖離が生じることもあり得るため、念のため乖離した気配値を報告した指定報告協会に事務ミスがないか併せて確認を行うということが事務局案である。もし、事務ミスなどあり得ないというのであれば、乖離した気配値を報告した指定報告協会に個別に確認を行うプロセスは不要となるかもしれない。

(主査)

- ・ 事務局案は、全ての指定報告協会に差を付けずに注意喚起を行うことを前提としながらも、事務ミスの可能性があるため、別途、個別に連絡を行うものであると認識している。案2の①と①'は、事務ミス等により適正でない気配値が報告されたときに、報告気配値を修正させるために何らかの統制を働かせるか否かの違いであるから、当社としては、①と①'のどちらを採用しても特段問題はないと考えている。(委員等)
- ・ マーケットが動いている状況であれば、基本的には当日に自社の報告気配値の見直しを行うはずである。日証協から全ての指定報告協会に対して注意喚起が行われるのであれば、自社の報告気配値が乖離しているか否かにかかわらず、基本的には当日確認することになると思う。(委員等)
- ・ 平均気配値等からの乖離が生じるのは、イベントが発生したような特殊な状況にあるときが多く、平時における乖離の原因は事務ミスのケースが多いと思う。事務ミスは是正ということであれば、乖離している気配値を報告した指定報告協会に注意喚起がなされることで、報告気配値は是正されると思われる。日証協として注意喚起を行う目的(何を是正することを目的としているのか)という点を明確にし、認識を共有した方がよいと考える。(委員等)
- ・ 基本的な方向性として、「平均気配値等から乖離した報告気配値が適正な場合もあり得る」ということを考慮すると、案1を採用することは考えづらいため、案2の方向で検討を進めることとする。

日証協による報告気配値チェックについては、売買参考統計値を人為的に操作しているのではないかと疑念を持たれることは避けなければならないため、日証協からの注意

喚起は、「このように修正するのが正解である」といったようなことは言わず、指定報告協会に自社の報告気配値が適正なものとなっているかの確認を促すことを目的とする。

日証協による報告気配値チェックの具体的な方法として、①と①'のどちらを採るべきかであるが、日証協の注意喚起により是正しようとしているのは、「指定報告協会の事務ミス等によって適正でない気配値が報告されている場合」と「マーケットの動きを反映しないまま気配値を報告している場合」である。少なくとも事務ミスは必ず当日に修正させるために何らかの負荷をかけようと思えば、①'を採ることになるだろうし、事務ミスに気が付けば指定報告協会は当然修正してくるのだから、日証協が注意喚起を行うレベルに差をつけなくてもよいということであれば、①を採ることになると考える。

本日のところは、案2の①をベースに検討を進めていくという整理をさせていただき、当日の報告気配値を精緻にするとの観点から、自主規制機関である日証協として、案2の①で問題ないかを再度検討していただきたい。(主査)

② 上下カット方法の見直し

- 基本的な方向性は、案2の「各社の報告気配値を一定の範囲内に収斂することを目指すものではない（一定の範囲を超えた報告気配値が適正な場合もあり得る。）」という考え方に立つこと、また、①の日証協による報告気配値チェックにより、各社の報告気配値の適正化のための方策がより充実されることから、上下カットは行わないこととした。(主査)

③ 最低報告社数の見直し

- 現在、社債の気配値報告を行っている指定報告協会には、S M B C 日興証券、大和証券、みずほ証券、三菱U F J モルガン・スタンレー証券等、新発債市場の主幹事として、プレゼンスを有している証券会社があり、余程のことが無い限り、この4社が指定報告協会を辞退することは考えにくい。経過措置として、最低報告社数を3社とするコンティンジェンシー・プランを策定することに異存はないが、現在、社債の気配値報告を行っていない大手証券会社に社債の気配値の報告を行って頂くための方策についても検討してもらいたい。(委員等)

⇒ 社債の気配値報告を行っていない証券会社に報告を行ってもらうためには、報告時間及び公表時間の繰り下げについて議論する必要がある。公表時間の繰り下げについては、利用者に与える影響も勘案しながら検討を進めることとしたい。(主査)

- 余程のことがない限り指定報告協会を辞退しないと考えられる証券会社が4社あるのであれば、最低報告社数を4社にすることも一つの選択肢としてあるのではないかと。(委員等)
- 売買参考統計値の意義は、「正しいマーケットの情報を利用者に伝えること」であると

	認識しており、それを踏まえると、実際に取引を行っている（マーケットが見えている）証券会社に気配値報告をさせるのが一番良いと考える。（委員等） ・ 売買参考統計値の適正性を担保するためには、マーケットが見えている指定報告協会員からの報告値が適切に公表値に反映されることが必要であり、社債の売買高シェア上位の指定報告協会員から気配値を報告していただくことが重要であると考えている。したがって、最低報告社数が「5社」であったとしても、マーケットが見えていない5社からの報告では意味がないと考えている。 最低報告社数5社ということに固執しようとするあまり、公表銘柄数が減るような事態は避けるべきと考えており、最低報告社数を3社にすることも検討すべきである。社債の売買シェアの高い上位5社による、いわゆるプライマリー・ディーラー制度のようなものを導入することも検討してはどうか。（委員等） ⇒ 日証協としては、特定の協会員を特別扱いするような制度とするのは難しい部分もあるかと思う。（主査） ・ 例えば「社債の売買高ランキング」といった一定の基準に基づいて証券会社の振り分けを行い、一定の基準を満たした証券会社からの報告があれば、最低報告社数を3社にすることも一つの選択肢であると思う。（委員等） ・ 売買参考統計値は、社債市場にとって重要な指標となっていることから、公表銘柄数が大幅に減るようなことは避けるべきであるが、その一方で、最低報告社数を安易に減らしてしまうのは問題があると考えている。LIBOR問題の発生以降、金融指標の信頼性の向上に関しては国際的に議論がされており、ガバナンスの強化についての要請が強くなってきており、一度疑わしい指標と見做されてしまうとその信頼性の回復は容易ではない。このような状況も踏まえると、世間から見たときに、「5社からの報告に基づいて公表される値」と、「3社からの報告に基づいて公表される値」とでは、一般的に「5社からの報告に基づいて公表される値」のほうが信頼性は高いと見られる可能性もあり、慎重な検討を要すると考える。（委員等） ・ 会員から社債の取引の直接報告を受けるにあたり、日証協はどこの会員が社債の取引をしているのかについて把握可能であるから、社債の取引を頻繁に行っているにも拘らず気配値報告をしない会員に対して、その理由を確認するとともに、報告を促すことも考えられる。（委員等） ・ 最低報告社数の見直しについては、社債の気配値報告を行う証券会社が増えることによって、見直しの必要がなくなることも考えられる。社債の報告社数を増やすためには、報告時限・公表時間の繰り下げの議論が必要であるため、現時点の方向性としては、現行の5社を維持して報告社数を増やすための方策を検討することとし、報告時限・公表時間の繰り下げの議論の結果、報告社数の確保が困難となった場合には、再度、最低報告社数の見直しに係る議論に戻ることをとしたい。（主査）
--	---

	2. 発表方法の見直しについて ① 検討事項 1 - 意見照会の結果、特段の反対意見はなかったことから、現行どおりの方法で継続していくこととしたい。(主査) ② 検討項目 2 - 取引価格と売買参考統計値との乖離が一定水準（例えば1%）以上の銘柄について、何らかの印を付して注意喚起を促すとあるが、売買参考統計値が午後3時頃における額面5億円程度の売買の参考となる気配であるのに対して、比較対象となるのは約定時間のわからない取引価格であるため、この2つに乖離があることを示すことに、どれだけの意味があるのか疑問である。単価ベースで取引価格と売買参考統計値とを比較することを想定しているようであるが、取引価格と売買参考統計値の間には時間差の問題が存在し、ベースとなる国債の価格が日中に大きく変動した場合には、この差が乖離となって現れることになる。このように、乖離が必ずしも売買参考統計値が実勢に合ったものとなっていないといった要因から生じているわけではない場合もあり得るが、売買参考統計値の利用者は必ずしもマーケットの状況に詳しい人ばかりではないため、印を付すことがミスリーディングにつながる恐れがある。(委員等) - 社債市場は流動性が低いため、取引のある日・取引のない日があり、たまたま取引のあった日に売買参考統計値と取引価格とを比較して乖離があるものにフラグを立てることは、ミスリーディングにつながるのではないか。(委員等) - 売買参考統計値と取引価格との比較はどのような事務フローで行うイメージなのか。方法によっては、フィージビリティの点で問題があるとも考えられる。 また、本格対応時において、取引価格を会員からどのように報告させるか、会員からの報告が必要かといった議論が進んでいない中で、当日に約定した社債の取引価格について、日証協に報告できることを前提に議論が進んでしまっていることに疑問を感じる。(委員等) ⇒ 日証協による報告気配値チェックの観点からは、当日の取引価格と売買参考統計値を比較する必要があると考えている。取引価格の報告時限も考慮する必要があるが、ほふりから受領する取引価格をもとに報告気配値チェックを行う場合、現行の売買参考統計値の公表に係る事務フローを前提にすると、午後4時から4時半には日証協が受領する必要があると考えている。(事務局) - フラグを立てることによって、取引価格の公表対象とはならなかった銘柄についても取引価格が推察されてしまうことを懸念している。(委員等) - 取引価格の公表についての議論がなされていない状況で本件の議論を進めるには限界があるが、「フラグを立てたとしてもミスリーディングされないのであれば、フラグを立てたほうがよい」という一般論が否定されることはないと考え。今後、フラグを立ててもミスリーディングされないような制度が作れるかについて議論することになると思
--	---

	うが、フラグを立てても意味がない、あるいは利用者のミスリーディングを引き起こしてしまうような弊害がある場合には、当該対応は行わないこととなるのではないかと考える。本件は、取引価格の公表の議論と併せて議論することとしたい。(主査) ③ 検討事項 3 - 一定期間が経過しても乖離が継続している場合には各社の気配値をそのまま掲載すること(ただし会社名は掲載しない)については、掲載するニーズについて委員から特段の発言がなかった。このため、現時点では強いニーズが確認されなかったと整理することとしたい。(主査) 3. 指定報告協会員が相互に監視できる仕組みの構築について - 指定報告協会員に限らず、広く市場関係者や売買参考統計値の利用者からの意見・指摘等を受け付ける窓口等を設けるとあるが、「実勢に見合った見直しが行われていない」ことについて意見・指摘等をしてきたのが、プロフェッショナルなのかそうでないのかによって、意見・指摘等の信頼度が異なってくると思う。玉石混交の意見・指摘等の中からプロフェッショナル(例えば指定報告協会員)からの重要な意見・指摘等を抽出できるように、意見・指摘等を出した者の属性(例えば、指定報告協会員であるか否かなど)を報告させるようにしてはどうか。(委員等) ⇒ 個社名を付すことによって、意見・指摘等をしづらくなる可能性があるとも考えられるが、重要な意見・指摘等を抽出できるような工夫をすることも考えられる。(事務局) - 指定報告協会員が相互に監視できる仕組みというよりは、日証協が売買参考統計値の利用者等から広く意見・指摘等を受け付け、指導・管理に役立てるという事務局案に異論がないようなので、この方向で進めることとしたい。(主査) 以 上
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)