

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10回）
2. 日時	平成25年6月26日（水）午後4時00分～午後5時40分
3. 議案	1. 公社債店頭売買参考統計値の報告時限及び公表時間の繰下げについて 2. その他
4. 主な内容	<p>1. 公社債店頭売買参考統計値の報告時限及び公表時間の繰下げについて</p> <p>事務局より、売買参考統計値の報告時限及び公表時間の見直しに関するアンケート集計結果の概要について、説明が行われた。</p> <p>また、主査より、以下のとおり補足説明があった。</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ アンケート結果において、特に問題があると指摘された論点としては、やはり公表時間の繰下げに係る労務費やシステム対応費用等についての懸念であると思う。また、利用者から懸念が示されていた情報ベンダーからの配信時間については、公表時間の繰下げによって現行よりも社内処理に時間がかかり、情報ベンダーからの情報提供時間が大幅に遅れるというような懸念はなさそうである。 <p>アンケートの結果、公表時間の繰下げに肯定的な意見と否定的な意見は4社ずつ、中立的な意見が8社となっており、中立的な意見として「公表時間が午後6時30分であれば対応可能である」という意見が多く見受けられたため、事務局としては、午後6時30分を提案させていただいたところである。</p> <p>また、速報値と確報値という2段階での売買参考統計値の公表については、速報値は参考として利用する程度で、確報値が公表されるのを待つとの意見が大勢を占めたため、2段階で公表するという案は支持されないものとして、一定の方向性を得たものと思っている。</p> <p>以上により、売買参考統計値の報告時限及び公表時間については、繰下げはせず現行どおりとする案と、午後6時30分の公表を一つの目処として繰下げを行う案の2つの案について検討していきたいと思う。</p> <p>（主な意見等）</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ パブリック・コメントで広く売買参考統計値の利用者に意見を求めると、多くの反対意見が寄せられることも考えられる。その際に、どの程度の反対意見が寄せられれば、公表時間の繰下げを再検討するののかといった線引きを考えておく必要があるのではないか。（委員等） <p>⇒ パブリック・コメントに対して反対意見が多く寄せられた場合は当該意見の趣旨を踏まえて本ワーキングにおいて再度議論していただくことになるかもしれない。ただし、どの程度の意見が寄せられるのかも定かではないため、実際に寄せられた意見を確認したうえでなければ線引きを議論することも難しいのではないかと。（事務局）</p> <p>⇒ どこで線引きするかという点については、パブリック・コメントに寄せられた意見</p>

の質と量で判断することになると思う。公表時間の繰下げには致命的な欠陥があるということがわかれば、量的に少なくとも質的に重要な意見であるため、再度検討する必要があると思うし、反対意見が量的に非常に多ければ、それもまた再検討の余地もあると思う。(主査)

- 証券会社としての一番の懸念は、利用者がパブリック・コメントに反対意見を出すことなく、社債投資自体を控えることである。社債市場を活性化するための制度変更である以上、社債投資を控える動きが出てこないようパブリック・コメントのやり方に工夫が必要である。(委員等)

⇒ 本ワーキングのミッションは社債市場を活性化させることにあるため、本末転倒になるような制度の見直しでは全く意味がない話になる。制度変更を進めていく中で、社債市場が縮小するような状況は回避しなければならないということは、常に頭の中に留めておくこととしたい。今回のアンケートにおいては、公表時間を繰下げた場合の影響の有無について、影響なしと回答する会社が複数社あるという状況ではあるが、反対意見を出していないサイレントマジョリティーが当該見直しによって社債投資を控えるという事態になることは望ましくないため、そのような声のない声も拾うことができるようにしたい。(主査)

- 特別会員に対して意見照会をしたところ、影響度合いは各社様々であるものの、公表時間の繰下げに対しては否定的な意見が多かった。また、本件は報告時限を繰下げることにより報告協会員数を増やすという趣旨であると理解しているが、当該協会員は報告時限を繰り下げなければ、本当に報告できないのかという質問が多かった。現在の報告時限では社債の気配値を報告できない理由として、システム整備や人員配置に係るコストがかかることがあると理解しているが、売買参考統計値の信頼性の向上のために、当該協会員がコストを負担するのか、利用者がコストを負担するのかを考える必要がある。広く利用者にコストをかけさせるよりは、当該協会員にコストを負担していただくというのも一つの選択肢ではないか。(委員等)。

- 事務局の説明では、売買参考統計値の本来の利用目的である「店頭売買の際の参考価格」に利用する場合において、公表時間が午後6時30分であれば影響がある会社はゼロであったことをもって、公表時間を午後6時30分に繰り下げを提案するとのことだったが、売買参考統計値は「店頭売買の際の参考価格」以外にも広く利用されていることを考えると、この論理ではやや公平性を欠くのではないか。(委員等)

- 気配値の算出には、当日の引合や売買も参考にしているが、社債市場で発行されている全ての銘柄が毎日売買される訳ではないため、例えばある銘柄に動きがあった場合、ほかの銘柄の動きを確認するといった作業が全ての銘柄において必要となる。当該作業は手作業のため、変更が必要な銘柄が大量になれば時間がかかり、当社としては、少なくとも午後4時30分までに報告を安定的に行うことは不可能である。今後、システム整備等のコストをかけて報告できるよう努力していく。(委員等)

⇒ 現在社債の報告を行っていない協会員も報告時間を早める努力を全くしていない訳

ではなく、コストをかけて報告時間の前倒しの要請に応えたところの一つの着地点として、午後6時に報告を行う可能性を示していただいたところである。ただし、公表時間を午後6時30分とするならば、報告時間をあと10分から20分程度早める努力をお願いすることになる。また、他の指定報告協会員が午後4時30分に報告を行っているにもかかわらず、なぜ報告できない協会員がいるのかという点については、取引量の差とそれに伴う手作業にかかる時間に起因するものであることについて一定の理解はできる。他方で、利用者サイドにおいてはシステム対応の費用が発生するという一点でもって、思考停止になっている可能性もある。当該見直しは日証協におけるシステム対応が前提となるので、実施時期は1年半程度先のことであり、各利用者のシステムリプレイス等と併せて対応することで負担が軽減する可能性もあると思う。また、有料ではあるものの、情報ベンダーから提供される情報で足りるのであれば、そちらにシフトすることも一つの選択肢と思われる。

もう一つは、日証協という準公的な機関が公表するものとして、信頼に足る売買参考統計値とは何かという問題についても検討していく必要がある。

以上の点を総合的に勘案した上で着地点を見出すことになると思われる。(主査)

- ・ マーケット環境の変動等の理由により、報告が午後4時30分に間に合わなかったケースは今までなかったのか。報告時限に間に合わない場合を想定し、現行の売買参考統計値の報告及び公表に係る運用ルールでも問題はないのかについて検討する必要があると考えている。(委員等)
 - ・ 何とか報告時限に間に合わせてきたというのが実情である。(委員等)
 - ・ 公表時間が午後6時30分に繰り下げられる場合、当社もシステム対応の費用が発生することが想定されるが、公表時間の繰り下げに係るシステム対応等の費用を各社が負担するのが妥当な着地点になるのではないかと考えている。(委員等)
 - ・ 現在社債の報告を行っていない協会員が参加することで売買参考統計値がよりシャープになるのではないかという期待と、公表時間の繰り下げに伴うコスト等を総合的に勘案して、公表時間の繰り下げはマーケット参加者にとって本当にメリットがあるのかが重要である。公表時間を繰り下げた結果、コストは発生したが売買参考統計値はシャープにならなかったとなれば公表時間の繰り下げを行う意義がないのではないか。(委員等)
- ⇒ 売買参考統計値をほんの少しシャープにするために社会全体に莫大にコストを負担させるというのは愚かな話であるが、今までの議論の前提となっていたのは、マーケットが大きく変動した際に売買参考統計値の数値がやや信頼性に欠けるとの声があったために制度の見直しが必要であるとのことであったと認識している。改善策として、一定水準を超えて乖離した銘柄について指定報告協会員に注意喚起を行うというプロセスを導入することとなったが、マーケットの動きに気付く指定報告協会員がいなければ意味がないため、よりマーケットの動きを適切に把握できる協会員が参入することは、当該プロセスをさらに意味のあるものとし、売買参考統計値の信頼性向上に繋

げることができると考えられる。

また、売買参考統計値制度を説明する際、大手の証券会社がほぼ網羅的に報告に参入していると説明できる制度と、そうでない制度では社会からの信頼度も変わってくると考えられるため、以上の点から現在社債の報告を行っていない協会員が参入することは意義があることと言える。(主査)

- 売買参考統計値をより精緻化することを目的として議論してきた中で報告時限及び公表時間の繰下げという案が出てきた以上、やはり当該案についてパブリック・コメントという形で広く一般に意見を求めるというのが一つの考え方であると考えている。それをしない限り、いつまでも議論は進まないのではないか。ただし、パブリック・コメントを募集する際には、投信委託会社等も含めてより幅広く知らしめるような対応をしていただきたい。

また、報告時限及び公表時間の繰下げは、現在社債の報告を行っていない特定の協会員が参入することを目的として話が進められているような印象を受けるが、現在社債の報告を行っていない他の協会員についても参入するように日証協から働きかけていただきたい。(委員等)

⇒ 現在社債の報告を行っていない協会員で、適正な気配値を報告できる協会員には、できる限り多く参加していただくことが議論の大前提である。(主査)

- 公表時間を繰下げることには反対である。そもそも公表時間の繰下げに係る影響について、影響なしと回答している会社があるが、売買参考統計値を実際に利用していて影響がないということは考えにくく、売買参考統計値を利用していないとも考えられるのではないか。また今回のアンケートは対象社数として不十分であり、パブリック・コメントを募集する前に、もっと大きい母集団で調査を行うべきではないか。当社では、午後4時30分までに報告できるようシステム投資や人員配置等の社内体制を整えてきた。このため、たとえ報告時限が繰り下げられたとしても報告気配値が格段にシャープになることは考えにくく、現行の報告時限で十分である。(委員等)
- 社債市場の活性化に関する懇親会第4部会での議論の中で、「社債の適正な時価がわからないからレポ取引を行うことが難しい」という意見が証券会社から出たために、売買参考統計値の精緻化に向けて制度の見直しを行うということになったと記憶している。このため、現行の制度で問題ないとする結論は筋が通らない。(委員等)
- 現行制度の維持を主張するのであれば、売買参考統計値の精緻性向上及び発表銘柄数の確保という課題を解決するための代替案が必要である。これらの課題についての改善案がなければ、現行制度の維持について賛同を得ることは難しいのではないか。

例えば、報告時限及び公表時間は現行のままとしながら、それに間に合わない協会員で適切な気配値を報告できる協会員には、遅れて報告していただくこととし、売買参考統計値の公表後に当該協会員から報告された気配値を含めて一定水準を超えて乖離している銘柄のチェックを行うことで精度向上は見込めないか。それとも、当日の公表に間に合わないのであれば、事後的にチェックしても意味はないと考えるか。(主査)

- ・ 当日の公表に間に合わないのであれば、意味はないと考える。売買参考統計値の制度変更は行わずに、取引価格の公表で対応する形も考えられるのではないか。(委員等)
- ・ 売買参考統計値の精緻性の向上は、それぞれの指定報告協会員が本当に午後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値を報告しているのかどうかに尽きると思う。マーケットが大きく変動したときに、その時点での売買の参考となるような気配値を算出する自信がない協会員は報告をやめるべきであり、逆に自社の気配値に自信のある協会員からの報告値であれば、例えばばらつきがあったとしても、報告された気配値の平均値を算出するというのが売買参考統計値という指標としての特性と言え、あとは当該特性について利用者に御理解いただくしかないことだと考える。

まず重要なことは、それぞれの指定報告協会員が本当に店頭で取引している価格をベースに気配値報告を行っているかどうかであり、それが行われなかったことには売買参考統計値はシャープになっていかないのではないか。(委員等)

- ・ ある銘柄について、イベントが発生した当時の気配値の動きを検証したところ、現在社債の報告を行っていない協会員が算出した気配値と売買参考統計値との間には大きな差があった。今回の制度変更により、各社の報告気配値が一定水準を超えて乖離している銘柄について各指定報告協会員に対して注意喚起が行われれば、タイムラグなく各社の報告気配値の見直しが行われることとなり、売買参考統計値が早期に精緻化する効果が期待される。(事務局)
- ・ 社債市場の活性化の観点から言えば、やはり投資家層を拡大していくような努力をしていかなければならないと考えている。

その一つの鍵が海外投資家であり、税制改正等の要望によって海外投資家による社債の投資が活発となるような取り組みを併せて行っているが、LIBORの問題もある中で、日証協が公表する売買参考統計値がどういった性格の制度なのかということについて明確な説明が出来なければ、日本の社債市場全体に対する信頼が保てなくなるという可能性もあるということも念頭に置きながら、コストや市場慣行との兼ね合いについて議論していただきたい。

また社債の発行体数を拡大するような取り組みも併せて行われているが、より発行体数が増えれば、その分発生するイベントも多くなると考えられるため、その点についても念頭に置いて議論していただければありがたい。(事務局)

- ・ 売買参考統計値の報告時限及び公表時間の繰下げについて、反対の意見もあるが、現行制度の報告時限及び公表時間を維持しながら売買参考統計値を改善するための具体策は出てこなかったため、公表時間を午後6時30分に繰下げる案についてパブリック・コメントを募集することとしたい。(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）