

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11回）
2. 日時	平成25年月7月24日（水）午後4時00分～午後5時50分
3. 議案	<p>1. 公社債店頭売買参考統計値制度の見直しについて</p> <p>（1）社債以外の債券の取扱い</p> <p>（2）「社債市場活性化のための公社債店頭売買参考統計値制度の見直しについて」（ワーキング報告案）</p> <p>2. その他</p>
4. 主な内容	<p>1. 公社債店頭売買参考統計値制度の見直しについて</p> <p>（1）社債以外の債券の取扱い</p> <p>事務局より、社債以外の債券の取扱いについて、資料1及び資料2に基づき説明が行われた。</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"> ・ 大きく分けると算出方法の見直しと報告時限・公表時間の繰下げの問題という二つのテーマがあるが、まずは算出方法の見直しに関する議論を進めたい。 <p>なお、事務局からの意見照会の際、社債以外の債券をグループ化するにあたり、国債とその他の債券を混同したような形で照会させていただいたことから、回答が難しかった点もあったように思う。</p> <p>本日のワーキングでは、どのような債券を念頭において議論しているのかを明らかにした上で、精緻化が必要であるとのことであれば、それぞれの債券ごとに差別化を図っていくこととしたいと考えている。</p> <p>（主な意見）</p> <p>1. 全般</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 社債以外の債券の取扱いを検討する際、社債と社債以外という分類で良いのか。国債とサムライ債を同じ扱いとして意見照会を行うことは適切ではないように思う。債券の種類毎あるいはカテゴリー毎に意見照会を行った上で議論すべきである。例えば、1998年の地方債の繰上償還懸念の高まりや2000年代前半の高速道路改革など、スプレッド水準の不安定化が生じたことを考えると、地方債や財投機関債等の取扱いについては、ここ数年の状況で考えても良いのかとの疑問を持っている。そういったことを踏まえずに議論を進めて良いのか。 <p>債券の種類又はカテゴリーごとに分類して、その特性や問題点を分析・検証し、意見照会を再度行ったうえで、上下カット等の見直しについて検討すべきではないか。（委員等）</p> <p>⇒ 意見照会自体に問題があるので本日は議論ができないという整理の仕方もあると思うが、例えば、意見照会はなくても会議は開くことはできる。出席されている方にま</p>

ずは意見を聴取するという形で、意見照会にはあまり依拠せずに議論することは可能だと思う。また、それを踏まえたうえで、改めて意見照会すべきかに関しても意見を聴取するというこで、本日は進めることとしたい。(主査)

2. 算出方法の見直しについて

- 意見照会の結果では、売買参考統計値の算出方法の見直しについて、社債以外の債券も社債と同じ取扱いで良いとの意見が大勢を占めているが、本当に社債以外を全て社債と同じに変更して良いのか疑問が残る。国債については、BBの引け値を確認することができることから、各社の報告気配値にはそれほどブレがないとの共通認識があるように思うが、その一方で、国債以外の債券についてはブレがないと整理してしまっているのか疑問である。そういったことを十分に整理、議論しないまま、全ての債券について上下カットを無くしても本当に良いのか。(委員等)
 - 社債以外については、上下カットをなくして本当に信頼性を担保できるのか。平時であれば良いのかも知れないが、一昨年のようにマーケットが大きく変動した時に十分に機能する仕組みであるのかについては、検証ができていないのではないかと。社債に関しては、ベストな算出方法を取りまとめることが出来たと考えているが、その他の債券については、十分に議論を尽くさないまま取扱いを決めても良いのか。(委員等)
 - 債券の特徴に応じた分類、議論が必要であると思う。乖離が少ないとの理由のみで、上下カットなしで良いと整理することは説得力に欠けるのではないかと。例えば、国債は報告社数が15社もあるため、上下カットしない方が精緻化するということができれば、上下カットした方がよい。これまで算出方法として継続的に行われている上下カットを止めるには、相応の理由が必要となるのではないかと。上下カットしない方が精緻化すると言えるのであれば、上下カットしないことで良いと思うが、精緻化するかどうか分からないのであれば、算出方法は変更しない方がよい。(委員等)
- ⇒ 一般的な慣行として、多数の者から提供を受けたデータは、上下カットした方がより精緻になるとの前提に基づき、売買参考統計値も上下カットした上で算出されていると認識しているが、具体的にはどのような理由により上下カットを行っているのか。(主査)
- ⇒ オリンピックの採点方法のように審査員の恣意性が入る余地があるものについては、上下カットする方法が一般的に行なわれている。報告気配値のように値付けする者の感情が入り込む余地があるものについては、恣意的な気配値が報告される可能性があることを考慮して、上下カットを行ってきたと認識している。したがって、そのような仕組みを変えるには理屈付けが必要である。(委員等)
- ⇒ 指定報告協会員において、自己に有利なように売買参考統計値を誘導しようとの動機が特になければ、指定報告協会員各社が、それぞれ自信を持って報告しているとの考え方も採り得るのではないかと。その一方で、報告気配値のうち最高値と最低値は、ある一定のインセンティブのもとで報告が行われている可能性がある

ことから、上下カットした方が正しいとの整理もあると思う。前回までの議論では、社債については、むしろ上下カットされる報告気配値の方が正しい場合もあるとの結論に至ったが、社債以外の債券も同様の状況にあるかを検証することも考えられる。

(主査)

- 例えば、金融債の報告社数は8社程度であるが、全ての指定報告協会員が適正な気配値を報告しているのかという懸念もある。また、金融債については、発行体の系列証券会社が気配値を報告することも有り得ることから、そのような点も含めて検討するべきではないか。(委員等)
- 算出方法の見直しのうち、「日証協による報告気配値のチェック」については、社債と同じ方法で良いということが共通の意見ではないか。一方、「上下カット方法の見直し」については、社債と同様のチェック態勢を前提として、各社が自信のあるプライスを出していることから上下カットは必要ないとの考え方もあるが、それで足りるのかどうかを検証できていないとの意見もあるかと思う。上下カットありきということではなく、債券のカテゴリーごとに考えてはどうか。(委員等)
- 日証協による報告気配値のチェックに関しては、現行制度では平均気配値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個別に確認を行っているが、見直し後の制度では、乖離している気配値が報告された銘柄の指定報告協会員全てに確認の対象を広げるものである。これにより、さらにコンサバティブになることから、社債以外の債券も社債と同じ方法とすることで良いと思う。上下カットについては、上下カットを廃止することによって、より精緻になるということであれば、そうすれば良いとの結論もあると思われることから、議論が必要ではないかと思う。(委員等)
- 日証協による報告気配値のチェックについては、社債以外の債券も社債と同じ扱いとすることでコンセンサスは得られたように思うので、そのように整理することとしたい。
一方、上下カットについては、上下カットした方が合理的なのか、上下カットしない方が合理的なのかについて、更なる議論が必要である。ただし、上下カットをした方が精緻になるかどうかについては根拠となるデータが取れる訳ではないため、議論が並行線をたどることになることも考えられる。したがって、上下カットすることの必要性を何らかの形で検証し、どちらの方向に向かうべきかを取りまとめることとしたい。議論を進めていく上で、根拠となり得る情報を得るためには、このような観点から意見照会をした方が良い、あるいは、こういうデータを突き合わせてみた方が良いといったことを事務局に御提案いただきたい。それを踏まえて、早急に事務局で何らかの意見照会やデータの分析を行ったうえで、改めて御議論いただきたいと思う。(主査)

3. 報告時限及び公表時間の繰下げについて

- いわゆるリスクフリーに近い国債、さらには財投機関債などは現行どおりの時間に報告し、時間をかけて気配値を算出する必要がある社債については報告時間を繰下げるという2段階で行った方が望ましいプライスが出るのではないか。(委員等)

	<ul style="list-style-type: none"> ・ 国債や財投機関債等の公共債については、社債と同じ時間に繰り下げる必要性は低いのではないかと。先ほど、地方債については過去にスプレッド水準のブレが生じる事態が起こったと申し上げたが、現在の状況においてはプライスの乖離は考えなくても良いと思う。(委員等) ・ 特に国債は報告時限及び公表時間を繰り下げる必要はないように思う。一方、特定社債や円建外債に関しては、国債とは全く違う理由により繰り下げる必要性が低いように思う。例えば、円建外債では報告気配値が乖離している銘柄も見受けられるが、報告時限及び公表時間を繰り下げた場合に精緻化が期待できるのか疑問である。そういった点も議論すべきではないか。金融債については、どちらに分類すべきか他の委員の意見をお聞きしたい。(委員等) ・ 一つの方法として、特定社債と円建外債については、原則として、現行どおりの報告時限及び公表時間とし、マーケットが大きく動いているような時には特別な取り扱いをするような措置を講ずることも考えられるのではないかと。(委員等) ・ 「上下カットありで算出した売買参考統計値(平均値)と上下カットなしで算出した売買参考統計値(平均値)の乖離状況(平成25年6月末基準)」の資料を見ると、0.5%超乖離している比率は、社債(48.9%)地方債(18.4%)財投機関債(13.5%)、政府保証債(0.3%)となっており、社債の気配値のバラつきが大きく、国債、地方債、政府保証債については気配値が収斂していることがわかる。社債は平時でこれだけ乖離していることから、社債とそれ以外を区別することには正当性があると思う。円建外債(82.6%)も大きく乖離しているが、発行残高(非公募債含む)が10兆円程度で銘柄数も360銘柄程度と少なく、また、指定報告協会員から気配値が報告されている銘柄数は、約360銘柄に対して46銘柄に過ぎず、基本的には流動性も低いことから、報告時限及び公表時間を繰り下げてまで精緻化することを求めている者がいるのか疑問である。(委員等) ・ 投資家として円建外債を売買していると、証券会社から提示される価格の乖離が大変大きいカテゴリーであると感じる。精緻化を図るという観点からは、円建外債は社債の取扱いに近づけたほうが良いと思う。(委員等) ・ おそらく、国債の報告時限の繰り下げを求める者はいないと思う。社会的に与える影響も大きいことから、繰り下げると言われても、とてもできないとの認識を共有できていると思う。そうすると、一方の極に社債があり、もう一方の極に国債があるとした場合、国債に類似しており繰り下げるべきではないものと、社債と同じように繰り下げた方が良いものを分類していくべきであると思う。(主査) ・ 仮に、特定社債や円建外債の報告時限を社債と同じ時間に繰り下げた場合、本当に精緻化できるのか。(委員等) ・ そもそも、報告気配値の精緻化のためには、日証協からの注意喚起が行われた銘柄について、全ての指定報告協会員が自社の報告気配値の再確認を行うことが最も重要である。社債については、現行の報告時限までに適正な気配値を報告することが難しい協会員がいたことから副次的な話として報告時限を繰り下げることになったが、そういったこ
--	---

とがなければ、円建外債等についても、現行の報告時刻で良いのではないか。(委員等)

- ・ 社債以外の債券も社債と同じ時間に繰り下げると、報告時限から公表時間まで 30 分間で日証協から注意喚起された銘柄の報告気配値の再確認を行う必要があることから、指定報告協会の事務負担が増大することが予想される。本当に意味のあるものについては報告時限及び公表時間を繰り下げた方が良さそうだといい印象のみで繰り下げると日証協による報告気配値のチェックが有効に機能しない恐れがある。(委員等)

⇒ 次の議案で説明するが、社債については、報告時限から公表時間まで 45 分となるように調整している。(事務局)

- ・ 時間の繰下げについては、国債のように「繰り下げるべきではない」というものと、社債のように「繰り下げるべき」というものの中に、「繰り下げた方がいいかもしれないが繰り下げる必要性が低い」というものもあると思う。今後の進め方として、追加のデータ等が必要か、改めての意見照会が必要かについては一旦預からせていただき、必要であるとした場合には、皆様から御示唆をいただきながら、事務局で作業を進めることとしたい。(主査)

(2)「社債市場活性化のための公社債店頭売買参考統計値制度の見直しについて」(ワーキング報告案)

事務局より、「社債市場活性化のための公社債店頭売買参考統計値制度の見直しについて」(ワーキング報告案)について、資料3に基づき説明が行われた。

(主な意見等)

- ・ 報告書において、見直し後の制度の導入時期を平成 27 年 2 月としているが、本ワーキングのもう一つの検討課題である「社債の取引情報の報告・公表」が平成 27 年 2 月の時点でどうなっているかも併せて記載した方がよいのではないか。(委員等)

⇒ 社債の取引情報の公表に関する議論について何か言及しておくべきではないかとの指摘であると思う。社債の取引情報の公表について時期等が固まったかのよう誤解を与えないように注意しつつ、社債の取引情報の公表について、どのように言及していくかを検討することとしたい。(主査)

- ・ システムリプレースの前倒しの可能性はないのか。(委員等)

⇒ 今回の制度変更を織り込んだシステムリプレースについては、約 1 年半程度の開発期間が必要であり、現状では前倒しは難しいと考えている。(事務局)

- ・ 規則改正は本年秋頃を予定している一方で、見直し後の制度の導入は、平成 27 年 2 月となっているが、なぜ、このような期間の猶予が必要なのか。制度導入のための議論は完結していることから、導入時期の前倒しを検討してはどうか。(委員等)

⇒ 報告時限及び公表時間の繰下げには、指定報告協会と利用者のシステム対応が必要であり、当該対応のための準備期間を考慮すれば、前倒しは難しいと考えている。

	<p>御意見を踏まえ、見直し後の制度の導入までに一定の期間を設けた理由については、報告書に盛り込むこととしたい。(事務局)</p> <p>⇒ 売買参考統計値の信頼性向上のための新制度の導入は、なるべく早い時期にすべきとの意見も出ているが、システムリプレイスを行う前には規則改正が必要であり、また、利用者、指定報告協会員及び日証協のシステム対応のために1年半から2年の準備期間を設けることが望ましいものの、実際には1年半に満たない予定であることから、むしろタイトなスケジュールであると事務局では考えている。したがって、まずは、本報告書において制度導入の時期を示したうえで、利害関係者が問題なく対応できるような準備期間を設けることとしたい。(主査)</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 本報告書案において、もう少し今後の検討課題について触れた方が良いのではないかと。(委員等) ・ パブリック・コメントを募集する際は、報告書案について意見を求めるのか、もしくは制度要綱案のようなものを作成し、それについて意見を求めるのか。(委員等) <p>⇒ 今回お示した報告書案についてパブリック・コメントを募集する予定である。その後、パブリック・コメントの結果を受けて、規則改正案ないしはガイドライン案を作成し、再度、当該規則改正案等についてパブリック・コメントを募集することを予定している。(事務局)</p> <p>⇒ 当初は、制度要綱案(報告書案の中の「見直し案」に係る部分(四角の枠囲みの部分)のみを抽出したもの)を作成して、当該制度要綱案についてパブリック・コメントを募集することを検討していたが、それだけでは議論の経緯等が理解できないことから、これまでの本ワーキングにおける検討の経緯や見直しの理由・根拠等を記載した報告書という形でパブリック・コメントを募集することにした次第である。今後は、当該報告書を踏まえて規則化の作業を進めていくこととなる。</p> <p>報告書における本ワーキングの今後の検討課題の記載については、意見等を事務局に寄せていただき、より報告書を精緻なものにしていくこととしたい。(主査)</p> <p>2. その他</p> <p>事務局より、売買参考統計値制度の見直しに係る報告書のタタキ台については、本日の会合の後、改めてワーキングメンバーに意見照会を行う旨の説明があった。</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)