

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12回）
2. 日時	平成25年8月21日（水）午後4時30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から資料4に基づき説明が行われた。</p> <p>① 上下カットについて （主査の補足説明）</p> <p>上下カットの見直しについては、意見照会の結果では意見が分かれた形となっている。ワーキングメンバーのうち証券会社は、国債、地方債、政府保証債、財投機関債、金融債については現行どおり上下カットをするとの意見が多いが、その他のメンバーからは全ての債券について上下カットをしないと意見が多い。数の面でもどちらが優勢ということではないことから、この場で御意見をいただきたい。「こういう着眼点から結論を導くべき」といった御意見でも結構である。例えば、従来の上下カットするという方法がデフォルトルールであって、上下カットをしない方法が特別な取扱いであるとの考え方に立つのであれば、上下カットをしないことについて合理的な理由を示すべきであるといった議論の仕方もあると思う。その一方で、社債に関する議論では、一定のレンジから外れている気配値が不正解であるとは言い切れず、上下カットをすることで必ずしも正しい数値が導かれるわけではないことから、上下カットしない方がデフォルトルールであるとの考え方に帰着している。そうすると、上下カットしない取扱いを原則としながら、特別な取扱いとして上下カットする場合には、上下カットすることについて合理的な理由を示す必要があるといった議論の仕方もある。一定のレンジから外れている気配値は不正解である可能性が高いため上下カットする必要があると言えるのであれば、それは上下カットすることに合理性があるとの結論もあり得る。</p> <p>（主な意見）</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 現行制度においては、異常値を排除する目的で上下カットが行われているようであるが、異常値を排除するための方法は上下カット以外にも考えられることから、目的を達成するための方法として、上下カットが適切であるかどうかを債券種類毎に考えてはどうか。 <p>上下カットは、異常値排除を機械的に行う方法であることから、異常値排除のための</p>

コストが少ない方法である一方で、上下カットをすることが必ずしも正しいとはいえない場合もあると思う。特に報告気配値にばらつきが大きく、かつ報告社数が少ない債券については、上下カットされている報告気配値が実はマーケットの実勢に近いこともあり得るため、一律に上下カットする方法は適当ではないと考えられる。他方、報告気配値にばらつきが少なく、報告社数も多い債券については、時間と労力をかけてまで上下カットに代わる方法を検討する必要があるのかという問題もある。資料において、私の意見は上下カットしない方に分類されているが、意見の趣旨としては、費用対効果等の実務的な観点も含めて考えるべきだと思っており、単純に上下カットをすることが必ずしも正しいとは思わないということである。(委員等)

- ・ 社債について上下カットの是非が議論になったのは、マーケットの状況によっては、一定のレンジから外れた気配値の方が実勢を反映しているかもしれないとの考え方がベースにあり、その外れた気配値を活かすには上下カットをしない方がよいのではないかということであった。そうすると、国債、地方債、政府保証債、財投機関債及び金融債は、基本的には毎月発行されるものが多く、また、毎月発行されていなくても、地方債、政府保証債、財投機関債は類似する銘柄からクレジットスプレッドもしくは値段を類推しやすい債券であることから、これらの債券について報告気配値はそれほど大きなばらつきはないと考えられる。そのような状況の中で、極端に外れた気配値は間違って報告されたものか、あるいは、報告協会員に何か特別な事情があることが考えられる。したがって、これらの債券種類については、一定のレンジから外れている気配値を上下カットすることにより、報告気配値が集中している価格帯の平均に値をおさめるということでよいのではないかと考えている。

その一方で、特定社債、円建外債、社債については、毎月発行されるような銘柄はほとんどなく、売買量自体もそれほど多くはないという状況を考えると、何かイベントが起きたとき、もしくは、売買されていなかった銘柄が突然売買されるときというのは、指定報告協会員のクレジットに対する見方の違いなどから報告気配値にばらつきが生じやすいものと思われる。その際は、社債のときに議論したように、指定報告協会員が信じる値段を報告すればよいとのスタンスであれば、上下カットをする必要はなく、報告気配値が指定報告協会員各社の考えに基づいて算出されているかどうかについて確認を行えば良いのではないかと考えている。(委員等)

- ・ 国債、地方債、政府保証債、財投機関債、金融債のばらつきが比較的小さいグループと、社債、特定社債、円建外債のばらつきが比較的大きいグループに分類できると思う。また、後者のグループにおいては流動性が乏しいということも言える。このため、2つのグループの間には大きな溝があると言える。加えて、資料1のとおり、特定社債と円建外債については実際の取引に基づいて算出した気配値が上下カットされている実態が確認されたところである。以上の点に鑑みれば、特定社債、円建外債については、社債と同じように上下カットしないという方向で取りまとめをすることに違和感はないように思うがいかがか。(主査)

- ・ 社債について上下カットをしないという結論を導く前提として、取引価格をベースに、報告気配値のチェックを行うということがあったと思う。何をもって報告気配値が適正な値かを判断するのは悩ましいところであるが、例えば、取引情報を基本ベースにするということもあると思う。このため、特定社債及び円建外債も社債と同じように上下カットしないとするならば、取引価格をベースにしたチェックがない中で、一定のレンジから外れている気配値は本当に問題がないのかをどのように確認するのかという点が課題になる。(委員等)
- ・ 社債と特定社債・円建外債とでは、取引価格に基づくチェックという点において違いがあるが、一定のレンジから外れた気配値が必ずしも異常値であるとは言えないという点については同じであることから、特定社債と円建外債については社債と同様に上下カットしないという方向で議論を取りまとめさせていただくこととする。
 国債、地方債、政府保証債、財投機関債、金融債については価格が見えやすいため、余程のことがなければ報告気配値にばらつきが生じないと考えられ、外れた気配値が報告されるということはむしろ何か間違いであると見るべきではないかとの意見があった。当該意見について特段の反対意見がなければ、国債、地方債、政府保証債、財投機関債、金融債については、上下カットするという現行どおりの取扱いを継続する方向で取りまとめることとしたい。(主査)

② 報告時限及び公表時間の繰下げについて

(主査の補足説明)

- ・ 報告時限及び公表時間の繰下げの問題については、必要性の観点と許容性の観点で整理している。必要性の観点からは、売買参考統計値の精緻性を向上させる必要性又は発表銘柄数を一定程度確保するという必要性から繰り下げた方が良いのではないかとの議論がある。その一方で、報告時限及び公表時間を繰下げることによって社会に与える影響があることから、必要性があったとしても社会的に許容できないのであれば、それは避けた方が良いと思われることから、許容性の観点から、利用者や指定報告協会員への影響についての調査を行ったところである。その結果、社債の公表時間が繰り下げられるのであれば、特定社債や円建外債の公表時間が繰り下がっても影響に大きな違いはないとのことであり、許容性の観点からは大きな問題はないとも考えられる。そうだとすれば、あとは本当に報告時限及び公表時間を繰下げる必要性があるのかが焦点になると思う。
 これまで寄せられた意見では、国債、地方債、政府保証債、財投機関債、金融債について公表時間の繰下げを支持する意見はほとんどなく、あえて少数意見を掘り起こして逆の結論とする必要性はないと考えられることから、これらについては報告時限及び公表時間を繰下げないことでコンセンサスが得られたこととしたい。問題は、特定社債及び円建外債についてであるが、これまで出された大方の意見は公表時間を繰下げる必要性はないとの意見である。その一方で、売買参考統計値の精緻性の向上や発表銘柄数の

確保につながるのであれば、繰下げを検討してもよいとの意見も見受けられる。特定社債及び円建外債については、報告社数が5社ぎりぎりである銘柄がほとんどであるため、その意味では、報告時限及び公表時間を繰下げることによって発表銘柄数の確保につながる可能性があるということを踏まえて、必要性についての議論をしていただければと思う。

(主な意見)

- 現行での発表銘柄数は、特定社債が5銘柄、円建外債が49銘柄となっているが、これらの債券について社債と合わせて報告時限及び公表時間を繰り下げた場合、発表銘柄数はどの程度増えると予想されるのか。(委員等)
⇒ 発表銘柄数がどの程度増えるのかについて明確な数字は持ち合わせていない。しかし、LIBOR問題を踏まえて売買参考統計値を報告することに慎重になっている証券会社が多く、辞退を検討している証券会社もあるようである。特に特定社債や円建外債については、今後そういった証券会社が報告を辞退することになれば、今の銘柄数を維持することもままならなくなることが考えられる。(事務局)
- 円建外債の発行銘柄数310銘柄のうち売買参考統計値の発表銘柄数は僅か49銘柄であり、発表されていない銘柄が261銘柄存在することになるが、当該261銘柄のうち報告社数が4社の銘柄数はどのくらいあるのか。報告時限及び公表時間を繰り下げることによって気配を報告する協会員が増えれば、報告社数4社の銘柄が5社を満たすことになって発表銘柄数が増えることも考えられる。そのような情報が提供できれば、報告時限及び公表時間の繰下げを行うメリットとして示せるのではないか。もし、発表銘柄数の維持・増加も特段見込めず、売買参考統計値の精緻性の向上も特段見られないということになれば、あえて報告時限を繰り下げる必要はないということになる。報告時限の繰下げによって、どの程度良い点と悪い点があるのかを確認してみないことには、議論は難しいのではないか。(委員等)
⇒ 発行時に日証協から指定報告協会員各社に対して当該銘柄の報告の意思を確認していることから、発行当時に報告の意思を示した会員数であれば、データがあるかもしれない。できる限りの調査を行って、改めて結果を御報告する。(事務局)
- 特定社債と円建外債のみ最低報告社数を減らすといった対応は考えられないのか。ばらつきが大きいということであれば、報告会員数が5社であろうと3社であろうとあまり違いがないように思われるがどうか。(委員等)
⇒ 社債に係る検討時にも最低報告社数を3社に減らしても良いのではないかと議論はあったが、5社から3社に報告社数が減ることによって、金融指標としての信頼性の観点から問題があるということもあり、最低報告社数5社を維持することとなった。特定社債と円建外債についても基本的な考え方は同じであると思う。また、ばらつきが大きいから最低報告社数は3社でよいのではないかという点についても、逆に言うと、ばらつきがあるものについてはできる限り多くの指定報告協会員からの報告に基

づき売買参考統計値を算出した方がよいとも考えられることから、現時点で最低報告社数を3社にするのは難しいと考えている。(事務局)

- ・ 社債の取扱いと特定社債及び円建外債の取扱いとを合わせる必要は必ずしもないと思っている。特に、特定社債と円建外債の公表時間の繰下げについては、影響があると回答している会社も1社あることから、社債と同じ取扱いとすることで混乱が生じるということであれば、社債と同じ取扱いをすることには反対である。

また、報告時限がネックとなって気配値の報告を行っていないとしている証券会社が報告時限の繰下げによって本当に報告するのかとの疑問もある。(委員等)

⇒ 報告時限を繰り下げても効果が見込めないのであれば、繰り下げることにはこだわらなくても、むしろ最低報告社数を調整することも一つの選択肢である。社債の議論においても、最低報告社数を減らすのか、あるいは、報告時限及び公表時間を繰り下げることの二つの選択肢で議論がなされ、社債については報告時限及び公表時間の繰り下げを行う方向にまとまったことから、最低報告社数は減らさないとの結論に至った。この結論が必ずしも特定社債や円建外債に当てはまるとは考えてはいないことから、どういった制度が合理的なのかについて意見を伺いたい。(主査)

- ・ もし報告時限を繰り下げることによって参加が可能となる証券会社はそれほど多くないということであるならば、報告時限を繰り下げても報告社数5社に満たないこともあるかと思う。そうであるならば、報告時限を繰り下げ、かつ、最低報告社数も減らすというような対応も考えられるのではないか。(委員等)
- ・ 売買参考統計値制度の性質として適切かという話になるのではないか。報告社数が5社であるならば、指定報告協会員各社の報告気配値はわからないが、報告社数が3社になると、最高値、中央値、最低値の形で指定報告協会員各社の報告気配値が把握できてしまうことから、これを統計値という名目の制度の下で公表することについて疑問に思っている。

最低報告社数は何社が適切であるかは難しい問題であるが、売買参考統計値制度としては、ある程度統一的な制度とする方向でよいのではないか。個人的には報告社数が1社でも精緻な気配値を報告されるのであれば問題ないと思うが、それでは統計値ではなくなるのではないかと考えている。(委員等)

- ・ 最低報告社数を3社に減らすことによって、より多くの銘柄が発表されることとなる一方で、報告気配値のばらつきが大きい銘柄については、社数が減ることによって統計値の精度が低下してしまうこともあり得るのではないか。(委員等)
- ・ 報告時限及び公表時間の繰り下げに係る議論と最低報告社数の引下げに係る議論は必ずしもトレードオフの関係にはなっていないことから、一つ一つ独立して議論することは可能だと思っている。その上で、報告時限及び公表時間の繰り下げに係る議論の考え方としては、報告時限を繰り下げることによって報告が可能となる協会員があるということであれば、当該協会員に参加していただくために報告時限を繰り下げることが合理的であると思われるため、特に強い反対の意見がなければ、繰り下げる方向で意見集約する

	<p>こととしたい。</p> <p>また最低報告社数については、社債の際にも議論したとおり、3社よりは5社の方が一般的には信頼性が高いと言える。報告社数が3社では、どの指定報告協会員がどの気配値を報告したのか特定されやすいという問題点もあり、また、売買参考統計値の信憑性や精度という観点からも5社と比べてやや劣る可能性がある。したがって、現時点においては、最低報告社数の引下げは行わないこととし、将来的に報告社数5社を維持することが難しいということになれば、改めて最低報告社数を見直すこととしたい。(主査)</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 上記①及び②の検討結果については、報告書「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」に反映させ、後日、報告書の内容について意見照会をさせていただくので、御協力をお願いしたい。(主査) <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>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5及び資料6に基づき説明が行われた。</p> <p>特に意見はなかった。</p> <p>2. その他</p> <p>事務局より、以下の事項について報告があった。</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 売買参考統計値制度の見直しに関する今後のスケジュール ・ IOSCOの最終報告書が7月17日付けで公表されたこと <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)