

売買参考統計値発表制度の見直しについて

平成 21 年 2 月 5 日
売買参考統計値発表制度の
見直しに関する
ワーキング・グループ

．経緯

本協会では、協会員が顧客との間において行う公社債の店頭売買の際に協会員及び顧客の参考に資するため、本協会が指定する協会員（以下「指定報告協会員」という。）からの報告に基づき売買参考統計値を発表している（以下、「本制度」という。）。本制度は、従前の「基準気配発表制度」の目的を「売買の参考」とであると明確化するとともに、発表値の精緻性向上を図る観点から同制度の改正を行い、平成 14 年 8 月 5 日より、「売買参考統計値発表制度」として運用を行っているものである。

また、本制度は、これまでににおいて証券会社の経営統合・合併等による指定報告協会員の減少等に起因する発表銘柄への影響を考慮し、選定の際の要件である最低報告社数の段階的な引下げを行ってきたところである。（現行制度の最低報告社数は「6 社」となっている。）

今般、指定報告協会員同士の合併が予定され、同合併により社債を中心に売買参考統計値発表銘柄の大幅減少が見込まれることから、本制度の対応方針について検討を行った。検討に際しては、これまでと同様の単純な最低報告社数の引下げにより対応する方法は限界があることから、金融機関を巡る環境の変化や債券市場における本制度の位置付けを踏まえつつ、本協会が発表する債券の情報のあり方や本制度の問題点について整理を行い、必要に応じて本制度の抜本的な改正についても検討することとした。具体的には、昨年 2 月に公社債・金融商品委員会の下部機関として「売買参考統計値発表制度の見直しに関するワーキング・グループ」（以下、「本ワーキング」という。）を設置し、本制度に関する制度面・実務面からの検討を行ってきたところである。

．検討内容

1．制度の意義について（目的の再確認）

現在、本制度は自主規制規則において「協会員と顧客との間において行う公社債の店頭売買の際に協会員及び顧客の参考に資するため」に発表するものと位置づけられている。一方で、同制度は本協会の公益性や算出方法における客観性等を背景に、近年、投資家等の保有債券の時価評価など評価情報としての利用ニーズが高まってきている。

今般、このような利用者の多様なニーズに対して、自主規制規則としてどこまで応えるべきか検討を行ったところ、協会の目的等に鑑みると、制度目的を変更する必要性は感じられず、現行通り売買の参考との位置付けを維持することが適当であるとの結論を得た。特に、投資家が保有債券の評価にどのような情報ソースを利用するかについては、投資家が自己責任で判断すべき事項であると確認がなされた。一方で、本制度は「参考値」との位置付けながらも市場関係者・投資家に幅広く支持され、活用されている現実を考えると、現在選定対象となっている銘柄が何らかの理由で剥落することは、関係者に多大な影響を及ぼす恐れがあるので発表

銘柄の連続性は維持すべきであるとの指摘もなされた。

2．具体的な検討事項

(1) 指定報告協会の合併等の影響を受けない制度とするための検討

本制度は、統計値としての精緻性確保の観点から最低報告社数（現在は6社）が定められており、これを満たさない場合、選定除外となる仕組みとなっている。しかしながら、例えば、指定報告協会同士が合併等を行った場合、それまで選定対象となっていた銘柄が最低報告社数の要件を満たさなくなり（6社報告→5社報告）、選定対象外となる可能性があることなど、発表銘柄の連続性の観点からの問題が指摘されてきた。

この問題については、以下の点について検討が行われた。

指定報告協会に対する報告の義務付け等について

多くの指定報告協会から報告を受ける方策の一つとして、起債時の引受会社（主幹事等）や一定の売買高シェアを有する者等へ報告を義務付けることの適否について検討を行ったが、すべての引受証券会社が指定報告協会となっている訳ではなく、また、指定報告協会の売買状況等によって日々の報告銘柄を定めることは運用上の安定感を欠き、売買高シェアを根拠に義務付けを行うことは難しいことから、報告の義務付けは行わないことで意見が一致した。

最低報告会社数の取扱いについて

証券会社の合併等、報告社数の影響を受けない制度とするための方策として、現状6社と定めている最低報告社数の取扱いについて検討を行った。

この点については、「最低報告社数の引下げ」、「最低報告社数の撤廃」といった意見のほか、「選定時は6社、発表時は5社とし、最低報告社数に幅を持たせる」とする意見もあった。

・「最低報告社数の引下げ」

現行制度の枠組みの中での対応として、現行6社となっている最低報告社数を引き下げることが適当であるとする意見があった。これは本制度における上下カット（報告値の上下一定の割合を除くことで精緻性を確保する制度）が恣意性排除の観点から有効であるとともに、利用者への理解も得られやすいとの考えによるものであり、具体的には現行の6社を5社に引き下げるものである。その一方で、「社数基準を設ける以上、将来的に指定報告協会の合併・廃業等の問題は回避できない。」、「上下カットの有効性を鑑みると、最低報告社数の引下げによる対応は、上下カット後も平均値、中央値、最高値、最低値を得ることが可能な「5社」が適当である。」といった指摘があり、引下げを行うとしても、5社とすべきであり、4社以下への引下げは行うべきではないとの意見で一致した。

・「最低報告社数の撤廃」

指定報告協会の合併等による本制度への影響を排除する目的から、最低報告社数を撤廃するべきであるとの意見があった。しかし、「精緻性の担保や恣意性の排除について問題がある」、「売買参考統計値は各社の平均値であることに価値があり、1社や2社の報告を統計値とすることに疑問が残る」といった指摘がなされ、意見が一致するには至らなかった。

・「選定時は6社、発表時は5社とし、最低報告社数に幅を持たせる」

選定時の基準は6社、発表時の基準、選定除外の基準は5社とし、選定時と発表時で最低報告社数に幅を持たせることで、指定報告協会員間の合併等による発表銘柄への影響を排除してはどうかとの意見があった。しかし、「指定報告協会員や利用者にとって理解の難しい制度となる。」「既存の銘柄は合併等の影響を受けないものの、新規発行銘柄は指定報告協会の減少により、将来的に売買参考統計値制度の発表銘柄数が減少する恐れがある。」といった指摘がなされ、意見が一致するには至らなかった。

これらの案について検討を行う過程で、世界的な金融市場の大混乱もあり、本制度について抜本的な改正が必要であることは認識しつつも、今後の情勢を見極める必要もあることから、当面、現行の枠組みの中で可能な対応を行うべきであるとの考えが強まった。その結果、今回の見直しにおいては指定報告協会員数の減少による発表銘柄数の大幅な減少という事態への対応が喫緊の課題であると認識し、現時点における対応としては現行の枠組みにおいて最低報告社数を「5社」に引き下げるとの意見で一致した。

参考情報の発表の要否について

引き続き発表銘柄の選定の際に最低報告社数を要件とする場合において、本制度を補足するための方策として、一度選定された銘柄が発表基準を満たさなくなった場合の参考情報として「銘柄毎の個別報告値」もしくは「発表基準を満たしていない銘柄の報告値の単純平均」を発表することについて検討が行われた。

参考情報の発表については、「発行体や市場の事情ではなく、報告協会のやむを得ない事情によって発表基準を満たさなくなった銘柄については、継続性の観点、利用者の利便性への配慮等から参考情報を発表すべきである」といった意見がある一方で「利用者側の受け取り方も含め、現体系の一貫性・整合性に混乱を生じさせないか危惧されるため、参考情報の発表は安易に行うべきではない」、「売買参考統計値は上下カット後に平均を行い、参考情報は単純平均を行うといった場合、報告社数5社の売買参考統計値は上下カット後に3社の平均となり、報告社数4社の参考情報は4社の平均となるため、元の報告社数が大きい方が計算時における対象が少ないという状態となり、整合性の点で問題がある」、「指定報告協会員毎の報告値を公表することについては、慎重な検討が必要である」、「個別の報告値を発表することに特段の意義が見られない」といった指摘がなされ、本ワーキングにおいて意見が一致するには至らなかった。

(2)その他の問題点等についての検討

本制度は平成14年8月に大幅改正が行われ現在に至っている。この間、発表銘柄数は増加しており、制度改正当時に比べて指定報告協会の報告負担が増加するなど環境変化が生じていることから、改めて指定報告協会の業務上の負担等の観点から問題点の検討を行った。

報告締切期限についての検討

現在、報告締切期限については午後3時時点の気配を当日の午後4時30分までに本協会報告することとされているが、この点について本ワーキングのメンバーより「報告値の確認等に時間的余裕が欲しい。」「報告締切時間を遅くすることにより報告社数が増えるのであれば何らかの検討が必要ではないか。」といった意見があったことから、報告締切期限の延長の可否等を確認するため、指定報告協会へのアンケートを行った。

アンケートの結果としては、指定報告協会の3割から「もう少し時間的余裕が欲しい」との回答があり、その多くが「報告締切期限を午後5時に変更してもらいたい。」という意見であった。一方、7割から「現在の報告締切期限で報告が可能である。」との回答があった。これらの回答の中には、報告締切期限の延長を行うとしても、発表時間の変更は行うべきではないとする意見も多く寄せられた。

また、報告銘柄数を増加させるために必要な手当てを確認したところ、「報告締切期限の延長」との回答が2割、「社内体制（人員）の強化」が2割、「（手当ての内容によらず）増加は困難である」との回答が3割、「現時点では分からない」との回答が3割であった。また、手当て次第で報告銘柄数の増加が可能であると回答した指定報告協会において、増加が可能な銘柄は国債が多く、普通社債の報告を増加させるとの回答はわずかであった。

以上のことから、報告締切期限の延長が必ずしも報告銘柄数の増加につながるとは言えず、現状の発表時間を厳守して指定報告協会の報告フローの時間を短縮すると報告値の確認作業に余裕がなくなることから、今回の改正においては報告締切期限の延長は行わないことで意見が一致した。

指定報告協会の負担やインセンティブについての検討

指定報告協会は、報告に際しシステム・運営体制等の負担を負っており、当該負担に見合う優遇措置（インセンティブ）を設けることが望ましいとの意見があった。一方で、優遇措置の適切な運用は困難ではないかとの意見もあり、現時点ではインセンティブの具体的な想定も難しかったことから、インセンティブの付与は行わないことで意見が一致した。

選定銘柄の除外手続きについての検討

現在、本制度上で一度選定された銘柄が報告対象から除外される要件としては、選定銘柄の報告を行う指定報告協会の数が6社に満たなくなった場合のみであり、銘柄の発行体がデフォルト等となった場合であっても、報告対象から除外されることはなかった。

今般、民事再生法の適用の申請など、本制度上で発表の行われている銘柄がデフォルトする機会が増えている。デフォルトが生じた場合には指定報告協会が当該銘柄の報告を

辞退することが多く、これまでのデフォルト銘柄は選定除外となっている。このような場合、指定報告協会員はその都度、報告辞退の届出をするという手続きが必要となっていることから、本協会がデフォルト銘柄の選定除外を行うことで指定報告協会員の事務負担を軽減する方策を導入することについて検討を行った。

これについては、「デフォルト銘柄は各社の乖離幅も大きくなり、仲値と執行値段とのスプレッドも多様化する傾向もあることから、平均値等の統計値の発表を続ける意義は希薄である。」といった選定銘柄の除外手続きを新たに盛り込むという意見があった。一方で、「評価の難しい部分はあるが、利用者側としてはデフォルト銘柄だからこそ統計値が欲しいというニーズがあるのではないか。」「報告を続けている指定報告協会員もあり、デフォルト銘柄を強制的に排除する必要はないのではないか。」といった指摘がなされたことから、今回の改正においては導入を見送ることで意見が一致した。

・検討結果

1．今回の改正内容

発表銘柄の要件となっている最低報告社数を現行の「6社」から「5社」に改めることにより、選定銘柄の選定基準等を変更することとする。

また、実施の時期については指定報告協会員の具体的な合併等を待つ必要はなく、対応可能な時期より実施すべきであるとの意見で一致した。

(関連規則等)

「「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」に関する細則」第2条及び第3条、並びに、「選定銘柄に係る売買参考統計値の発表開始日及び最終発表日の取扱いについて」

2．今後の検討について

当初、本ワーキングは最低報告社数の引下げだけでなく、本制度の抜本的な改正も含めて検討することを目的に設置されたものの、世界的な金融市場の混乱もあり、当面の問題である発表銘柄数の大幅な減少を回避することを最優先課題とし、最低報告社数を「5社」に引き下げる結果となった。

しかしながら、今回の対応は、今後予見される全ての発表銘柄数の減少に対して十分な対応を行ったとは言い難く、当面の問題が解決したとしても、今後、指定報告協会員が減少した場合に現行制度の枠組みの中では発表銘柄数の大幅減少への対応は限定的であると言わざるを得ない。また、ワーキングの検討においても、最低報告社数は上下カット後に平均値、中央値、最高値、最低値を得ることが可能な「5社」を下限とすることで総意が得られたことから、将来生じる問題に対する本制度の抜本的な対応の検討を中期的、長期的な視点で行うことの必要性を確認した。

以 上