

債券価格情報インフラ整備の動向

横山 史生

はじめに

京都産業大学の横山でございます。よろしくお願ひいたします。今日は、「債券価格情報インフラ整備の動向」と題してお話しさせていただきます。

「価格情報インフラ」という言葉はややかたい表現ですが、取引所取引について申しますと、そこで価格形成がなされ、価格公示が行われますので、取引所そのものが価格情報インフラであるとして

言えようかと思ひます。それとの比較で、店頭取引は個別相対の取引ですので、実務的にも理論的にも、公共的なイメージのあるインフラという言葉にはなじみにくい面があります。そうは申しましても、価格に関しては公示性が必要ですので、店頭取引のタイプの証券市場におきましても、何らかの形で価格情報を集約し公表するための仕組みが必要になります。これを「債券市場における価格情報インフラ」と言うことができるのではないかと考えています。

各国の証券市場にはそれぞれの債券市場があり、独自の事情を反映した、債券価格情報インフラが存在しています。日本におきましては、本年一月からこれまでの制度の大きな見直しが行われることになっています。

今日は、前半で、こうした見直しに焦点を合わせて、そこに至る制度の変遷および検討の経緯をお話ししていきたいと考えています。後半では、日本の債券市場の仕組みを、各国との比較や国際的な規制との関係という視点から考えます。なお、時間の関係もありますので、各国との比較と申しまでも、アメリカとの比較に限定してお話しさせていただきます。

一、公社債店頭売買参考統計値発表制度の現状と変遷

(1) 日米における債券価格情報インフラの概要

資料1ページの表は、日本とアメリカにおける債券価格情報インフラを概観したものです。

日本には、日本証券業協会（以下では「日証協」と呼びます。）が運営している「公社債店頭売買参考統計値発表制度」があります。長い歴史を持った制度ですが、この制度の信頼性をより高めるため、制度の改正が行われ、本年一月から実施されることになりました。

加えまして、日証協を運営主体として、一月から全く新しいタイプの「社債取引情報報告・発表制度」が始まります。これについて、従来のものとどこが違うのか、また、他国の制度との

比較でどのように位置づけられるのかを考えます。その際、参考になるのが、アメリカのTRACE (Trade Reporting and Compliance Engine) と言われる、社債の店頭売買取引の事後情報の集約・公表の仕組みです。運営主体は、日証協と同様、証券業に係る自主規制機関であるFINRA (金融取引業規制機構) です。自主規制機関が運営する事後情報の公表制度という点で、日本の社債取引情報報告・発表制度は、米国のTRACEと非常に似通った面があります。この点については、後半で改めてお話しします。

(2) 公社債店頭売買参考統計値発表制度の現状 (制度の概要)

今日お越しの皆様方は、この制度についてはよく御存じのことと思いますので、できるだけ簡単に制度の概要を御紹介したいと思います。資料3

ページをご覧ください。

この制度は、国内の公募公社債のほぼ全銘柄を対象としています。しかし、実際に気配値が報告され公表されるのは、そのうちの選定された銘柄です。選定がどのように行われるかと申しますと、まず指定報告協会というプレーヤーが限定され、プレーヤーが報告対象銘柄を協会に届け出るという仕組みになっています。したがって、プレーヤーベースと銘柄ベースという二つの側面から見ますと、プレーヤーベースで報告対象が決まるというつくりになっていると理解することができます。そうしますと、指定報告協会の条件が何かが問題になりますが、この点に関しましては、この表の一番下で「日証協が定める指定基準を満たす必要がある」とされています。これにつきましては後ほど詳しく見ていきます。

もう一つ、公表される情報は気配値であり、い

わゆる事前情報であるという点がこの制度の大きな特徴となっています。

(指定報告協会員数)

プレーヤーベースと銘柄ベースという二つの側面があると申しましたが、プレーヤーありきということですので、まず指定報告協会員が決まることとなります。資料5ページをご覧ください。規則の文言上、指定報告協会員の条件は、「公社債の売買業務等に精通し、かつ、気配報告業務の適確な遂行に必要な組織体制、人員構成が確保された協会員」とされています。ここで、「公社債の売買業務等に精通」という条件は、公社債種類別売買高における総売買高ランキングにより判断するとうたてつけになっており、現状、一八社が指定報告協会員になっています。

この一八社が、国債、地方債等、さまざまな種

類の公社債のうち、届け出た個別銘柄について気配値を日証協に報告します。表の右側に○をつけた十一社が、いずれかの社債について現時点で実際に気配値報告を行っている指定報告協会員です。それらの中で、濃い○をつけた五社が、ほぼすべての社債について熱心に気配値を報告している協会員です。他方、薄い○をつけたところは、報告する社債の銘柄数が比較的少ないのが実情です。なお、銀行債、特に銀行劣後債等につきましては、主幹事となっている指定報告協会員が気配値を報告している例も幾つかあるようです。

(対象銘柄数)

資料4ページにお戻りください。国債、地方債、政府保証債、財投機関債、金融債、社債、特定社債、円貨建外債のそれぞれにつきまして、昨年三月末現在で、プレーヤーが気配値を報告する

可能性のある銘柄数を整理したものです。発行現存額のある全銘柄数も合わせて載せています。これらを比較しますと、どの債券種類についても、大半の銘柄が選定銘柄としてカバーされていることがわかります。

なお、国債については、選定銘柄数と全銘柄数の数字が少し不思議な形になっています。発行現存額のある全銘柄数は、市中消化国債のみで四七〇銘柄あります。これに対して、公社債店頭売買参考統計値の選定銘柄数は八二一銘柄となっています。これは、ストリップス国債がダブルでカウントされていることが関係しているようです。

以上を総じて申しますと、日本の公社債市場で現存するほぼ全ての債券が公社債店頭売買参考統計値の対象としてカバーされる形になっています。

（制度の特徴）

以上で見てきましたように、現在の制度の特徴として、第一に、日証協の自主規制規則に基づいていること、第二に、プレーヤー（会員証券会社等）から報告を受けた事前の気配値を日証協が集計・加工した上で公表していること、第三に、制度の名称にも表されているとおり、あくまで売買の参考に資することを明確な目的としていることが挙げられます。繰り返しになりますが、自主規制機関が自主規制規則に基づいて運営している点が国際的に見ても大きな特色となっています。なお、自主規制規則に基づくと言いますが、この制度は義務ベースではなく、任意ベースの仕組みになっています。

価格情報のあり方の面から見た特徴として、まず、報告・公表されるのは事後情報である出来値ではなく、事前情報である気配値であるというこ

とが挙げられます。また、気配値と言いましても、いわゆるマーケットメークベースのアクティブな気配値、すなわち引き合いがあれば応えるという気配値そのものではなく、それを前提としつつも、ある一時点で、ある規模の取引を前提にした気配の数値を報告するものとなっています。もう一つ、気配値が公表されるタイミングは、場が終了した後の夕刻とされており、形としては気配値であっても、即時性はなく、事実上、事後情報的な性格を持っていることが挙げられます。

なお、後ほど国際比較に触れますが、例えば、IOSCO（証券監督者国際機構）が世界各国の債券価格情報インフラを比較して整理したときに、もちろん正確にわかった上ではあるようですが、日本の制度が事前情報なのか事後情報なのかについてやや混乱したといえますが、わかりにく

さを感じていた節があります。また、市場参加者は、時価評価の参照情報としてこの公社債店頭売買参考統計値を利用していることが多いのが実情であり、この点が、制度運営上の一つの背景事情として存在していると言えるように思います。

(3) 公社債店頭売買参考統計値発表制度の変遷 (概要)

公社債店頭売買参考統計値発表制度の変遷を、資料7ページの(1)から資料9ページの(3)まで三ページにわたって年表形式で整理しています。現在の制度には非常に長い歴史があります。以下では、これまでの制度の変遷を、三つの時期に分けて証券市場全体の移り変わり結びつけてお話ししていきます。

(第一期)

まず、資料7ページの(1)をご覧ください。一九六五年に公社債引受協会の「事業債店頭気配発表制度」が始まり、その翌年に、現在の日証協、当時の東京証券業協会による「公社債店頭気配発表制度」に移行しました。今日まで五〇年にわたる歴史を持っています。もともと、この時点におきましては、対象銘柄は非常に少数に限られていました。指標気配は、指標性の高いものとして、売買量が多く、市場動向を的確に反映する銘柄から選定されました。今の感覚で申しますと、インデックス的な性格を持っていたと言えるのではないかと思います。

一九七七年に、発表方式が、機関投資家向けの指標気配の日次発表と一般投資家向けの標準気配の週次発表に変更されました。市場全体の歴史との関連で申しますと、公共債の大量発行が行われ

るようになった時期に当たります。一九九二年に、制度名称が「公社債店頭基準気配発表制度」と変更され、発表方式についても見直しが行われました。この背景には、証券取引法において日証協の自主規制機能が強化されたことがあるように思われます。

以上が、公社債店頭売買参考統計値発表制度が誕生し、市場全体の動きの中で定着していく、いわば第一期に当たる時期です。

(第二期)

次に、資料8ページの(2)をご覧ください。第二期は、証券市場全体のあり方が大きく変化した、一九九〇年代後半から二〇〇〇年代初めにかけての時期に当たります。この表では、制度変更・検討の概要の右側に、市場の動きに関連する事項を整理しています。

非常に大きな動きとして、一九九八年一二月の証券取引法の改正による取引所集中義務の撤廃があります。これまでの時代においては、取引所上場債券というものがあり、取引所から引け値が発表されていました。この時期以降、債券価格情報としての取引所の引け値の位置づけはだんだん後退していくことになります。他方、店頭市場の役割が大きくなり、これを受けて、二〇〇〇年に公社債店頭基準気配発表制度の対象銘柄が大幅に拡大されることになりました。

二〇〇一年三月には金融商品時価会計が本格的に導入されました。先ほど利用実態との関連で申し上げましたが、債券の価格情報にはさまざまな形態があり、さまざまな利用目的があります。その中で、金融商品時価会計に関わる価格情報ニーズが表に出てきました。そうした目的に合うものとして、店頭基準気配ないし売買参考統計値が使

われているわけですが、制度そのものの本来の趣旨は売買の参考に供することにあります。このことを明示的に示すため、二〇〇二年八月に、従来の「公社債店頭基準気配」という名称が「公社債店頭売買参考統計値」という現在の名称に変更されました。

また、個人投資家保護の観点から重要なものとして、二〇〇二年八月に金融庁から発表された「証券市場の改革促進プログラム」において、公社債流通市場（特に個人向け社債）の流動性及び価格の公正性・透明性を一層向上させることが望ましいという考え方が打ち出され、これを受けて、二〇〇三年五月に、日証協において「個人向け社債等の店頭気配情報発表制度」が導入されました。

この制度を検討する過程で、二〇〇二年二月に、日証協の「公社債店頭取引等に関するWG」

において論点整理メモが取りまとめられました。ここでは、個人向け社債等の価格情報の提供に関する議論だけでなく、気配値と出来値の意味の違いなど、第三期の議論のベースになるような議論が行われています。

（第三期）

その後、現在までが第三期となります。資料9ページをご覧ください。二〇〇九年七月に設置された「社債市場の活性化に関する懇談会」（以下では「社債懇」と呼びます。）で改めて社債市場を巡る議論が開始され、二〇一二年七月に報告書が出されました。ここで現在に至る方向性が確定され、これを実務に落とし込んで制度化するため、二〇一二年九月に「社債の価格情報インフラ整備等に関するWG」（以下では「WG」と呼びます。）が設置され検討が開始されました。二〇

一三年九月にWGの結論が出されたのを受けて、二〇一四年三月に日証協から規則の改正が公表され、二〇一五年一月から実施される予定となっています。

二、時価評価基準としての債券価格情報

（金融資産・負債の時価の定義）

先ほど申し上げましたように、二〇〇一年に金融商品時価会計が導入されました。公社債店頭売買参考統計値発表制度とも関係しておりますので、ここで、時価会計制度の導入の背景等について見ていきたいと思います。資料11ページから14ページで関連する情報を整理しています。

日本公認会計士協会による「金融商品会計に関する実務指針」の中で、債券の市場価格とは何

か、どういう情報を使うことが適切なのかという整理がなされました。ここでは、上場証券等については、取引所における取引価格が市場価格となり、店頭で取引される証券等については、第一義的に店頭取引価格が市場価格となるという考えが示されています。

上場証券等以外についてより具体的に言いますと、第一に、業界団体が公表する価格があればそれを使う、第二に、それがない場合には、ブローカーの店頭において成立する価格を使う、第三に、さらにそれもない場合には、それ以外の取引システムで成立する取引価格を使う、第四に、これらがいずれも入手困難である場合には、合理的に算定された価額を使うこともできる、そういう整理がなされています。

（価格情報の実例）

実務指針では、業界団体が公表する価格を市場価格として使うことができるとされ、業界団体の例として日本証券業協会に言及がなされています。ここでは公社債店頭売買参考統計値という固有名词は出されておりませんが、「業界団体、例えば日本証券業協会」と書かれていることで、この指標を市場価格とみなしうるものがほぼ明示されたと受け止められています。

なお、第三の「それ以外の取引システムで成立する価格」に関し、最近、実務指針の内容が変更され、PTS（私設取引システム）で成立する価格が含まれることとされました。

（合理的に算定された価格）

先に、第四の「合理的に算定された価格」に言及しましたが、実務指針では、その具体的なあり

方についてもやや細かく言及されています。すなわち、「売買参考統計値の利回りをを用いて算定する比準価格方式によるもの」とされ、また、「ブローカーまたは情報ベンダーから入手して利用することができる」とされています。近年、時価評価基準として利用することを一義的に念頭に置いた債券価格情報の提供が行われていますが、そうしたビジネスは、この規定を制度的な根拠として成立しているものと考えられます。債券価格情報を提供するビジネスが現実に存在する例として、資料13ページに固有名詞を一つ挙げました。これはビジネスですので、いろいろな会社によって提供可能です。日本のみならず、アメリカなど各国の市場においても存在しています。

三、債券価格情報インフラの整備

(1) 「社債市場の活性化に関する懇談会」

(概要)

次に、債券価格情報インフラの整備に関する検討の内容について説明します。

二〇〇九年七月に社債懇が設置されました。世界的な金融危機を受けて、国際的に金融資本市場全般にかかわる規制、実務の見直しが進められる中で、日本でも社債市場の活性化について改めて検討する場が設けられたということです。社債懇の報告書は、三年後の二〇一二年七月に取りまとめられました。資料15ページから17ページで関連する情報を整理しています。

(社債懇報告書)

報告書では、「社債の流通市場の拡大・流動性の確保には、基本的には社債の発行量の拡大が必要であるが、そのためには、流通市場の透明性を高め、取引価格や気配値が適切に開示されなければならぬ」と書かれています。ここでは、債券の価格情報インフラの公共的な側面が重視され、現実の制度について「その見直しや改善が必要であるとの指摘がある」として、改善に向けた二つの方向性が示されています。

一つ目は、取引情報の公表です。ここで取引情報と表現されておりますのは、いわゆる事後情報に当たるものです。従来の日本の制度は、事前情報、すなわち気配値を中心とする仕組みでしたが、ここで大きく考え方を変えて、事後情報を公表する制度を導入することが望ましいという提言がなされたものです。

二つ目は、現在の公社債店頭売買参考統計値発表制度の信頼性の向上です。売買参考統計値と市場実勢に乖離があるという問題意識の下、そうした乖離をいかに解消するかという点を信頼性向上策の中心に置いています。

社債懇報告書で、これらの二つの方向性が明確に打ち出されたことは非常に大きな意義を持つと思います。ここでは、当面、従来の仕組みの存続が前提となっています。また、取引情報の公表につきまして、いつから実施するとは書かれておりませんが、当面、二つの制度が併存することを念頭に置いた書きぶりとなっています。

(2) 「社債価格情報インフラ整備等WG」
(検討体制)

その後、この考え方を練り上げ、具体的な制度に落とし込んでいくため、社債懇の下にWGが設

置され、実務的な検討が進められました。WGのマンデートは、取引情報報告・発表制度の導入と公社債店頭売買参考統計値発表制度の信頼性向上の二つです。時間的には、現在の仕組みの信頼性向上に関する議論のほうが先に行われました。その経緯を以下で見えていきます。

（検討内容）

資料17ページをご覧ください。WGの議論は、売買参考統計値と実勢価格との乖離が大きいとの指摘があることを認めるところから始まりました。これを受けて、WGでは、乖離があるのかなのか、もしあるとすればそれはどの程度なのかといったことについて、実態を把握するための取り組みが行われました。このため、二〇一二年一月に、日証協がほふり（証券保管振替機構）を経由して、個々の社債取引について報告を受ける

仕組みが導入されました。この報告によって得た情報は、社債の取引状況の分析と公社債店頭売買参考統計値の信頼性向上への活用だけを目的として利用されることとされました。

アメリカでは、市場制度の改善に向けた検討を進めるに当たって、SEC（証券取引委員会）やFINRAが、期間を限ってパイロットプログラムと言われる社会実験的な取り組みを行うことがあります。WGでの検討に当たって、日本でもそれと似た取り組みが行われたという印象を受けました。ここで集められたデータの分析結果は、WGの資料として日証協のホームページで逐次公表されました。アカデミックな作業にとって非常に興味深く、市場実態の一端を垣間見ることができたように感じました。

(社債の売買状況の測定)

資料20ページ、21ページは、WGの資料に含まれているデータの一部です。WGで行われた分析は多岐にわたりますが、今日はそのごく一部を御紹介したいと思います。

資料20ページの上の表は、二〇一三年一月中旬に、どの程度の銘柄について、どの程度の売買が行われたのかを整理したものです。従来、日本では社債の売買は非常に少ないとか、社債の流動性は小さいといったことが言われていました。実務の感覚としてはまさにそのとおりであると思いますし、外から見ましても、アメリカ等との比較においてそのように感じていたわけですが、初めて数字の形で確認することができるようになりました。

かいつまんで申しますと、調査対象銘柄の合計は二七五一です。そのうちの七〇%以上に当たる

一九六〇銘柄は、一ヶ月の間に一度も売買されていませんでした。売買が行われたのは、残りの三〇%弱の七九一銘柄です。一ヶ月の売買回数には幅がありますが、一件から五件のところが最頻値であることがわかります。

20ページの下表は、銘柄ごとの一ヶ月間の売買高に着目して整理したものです。一ヶ月間の売買高は合計で六八九三億円でした。売買が行われた銘柄について言いますと、取引数量の最頻値は、一億円以上一〇億円未満、次いで一〇億円以上三〇億円未満となっています。

なお、以上の数値はほふり経由で協会に報告のあったものに限られています。参考までに日証協の統計を見ますと、この月の社債現存銘柄数、一ヶ月間の店頭売買高(現先売買高を除きます。)は、それぞれ二七二〇銘柄、一兆二〇五一億円となっています。店頭売買高は今回の報告とかなり

の差がありますが、これは、報告と日証協の統計でカバレッジが異なっていることによるものと思われまます。

（売買参考統計値と出来値の測定）

次に、売買参考統計値と出来値の間に乖離があるのかどうか、あるとすればどれほどかを見ていきます。資料21ページをご覧ください。

ほふり経由で報告を受けた二〇一三年一月中の社債の売買のうち、約定金額五億円前後の取引に着目します。五億円前後の取引に限定しますのは、公社債売買参考統計値は五億円の売買を前提としているためです。報告があつた五億円前後の取引は九九銘柄の一六八件でした。この九九銘柄、一六八件の取引に関して報告された出来値のデータと、九九銘柄に係る毎日の売買参考統計値のデータを突き合わせる作業が行われました。具

体的には、売買参考統計値から出来値を差し引き、その差を出来値で割つて、乖離幅がパーセントで算出されています。

この結果、乖離幅は、一六八件中一三三件（七九・一％）で一％未満となりました。全体の約八割で乖離幅が一％未満にとどまったことは、売買参考統計値と出来値の乖離はそれほど大きくないことを示していると考えてよいのではないかと、そういう一応の結論が得られたということでありま

す。もちろん厳密にそのように言うためには、さらに理論的・統計的な分析を加える必要がありますが、そうした分析によつてもある程度合理的に説明できそうな数字が得られたのではないかという感じを受けています。

(検討結果)

このようなデータをもとに、WGとしての結論が出されています。資料22ページをご覧ください。それによりますと、売買参考統計値と出来値の大きな乖離は恒常的・全般的に発生しているものではなく、一部の銘柄、一部の時期に限り発生していると考えられています。ここで、一部の銘柄、一部の時期と申しますのは、イベントの発生により信用リスクが高まったような時期及び銘柄ということです。

また、乖離が生じる要因としては、マーケットの動きが大きいようなときには、それが適切に気配値に反映されない可能性があることが挙げられます。加えて、実務的な観点からは、マーケットの動きを適切に反映することができると考えられる協会員が、社債に関する気配値の報告を行っていないことも乖離の要因として考えられます。

このように、従来、感覚的に言われていたことが、ある程度データによって把握できた点でWGの分析には非常に大きな意味があったと思います。

(信頼性向上のための具体的な検討事項)

こうした分析をもとに、WGでは、どこをどう改善すればよいかという議論がなされました。資料23ページで具体的な検討項目を整理しています。

(3) 公社債店頭売買参考統計値の信頼性向上のための具体的な見直し策

こうした検討を踏まえ、二〇一四年三月に公社債店頭売買参考統計値の信頼性向上のための具体的な見直し策が取りまとめられ、公表されました。資料24ページをご覧ください。

一つ目が、指定報告協会の指定基準の厳格化です。気配値と出来値の乖離を少なくするため、市場の動きを極力気配値に反映させることを重視して行われた対応です。現行基準では、指定報告協会員は公社債種類別売買高における総売買高ランキング五〇位以内とされており、社債については、他の債券種類と区別して、現行の基準に「社債の売買高ランキング二〇位以内であること」が加えられました。また、主幹事の役割に関しては、主幹事に報告を義務づけることはせず、「主幹事銘柄については指定報告協会会員となることができる」とすることで、主幹事による報告を促進するという考え方がとられています。この点は、実際に主幹事銘柄について報告が行われているケースがあることも平仄の合った考え方であると言えます。

その他の信頼性向上策として、三つ目に挙げて

おりますように、例えば六社から気配値が報告された場合、従来であれば上下一定数をカットして平均値、中央値等が算出されておりましたが、今回の見直しでは、上下のカットは行わないこととされました。これは、市場に大きな振れがあった場合、上のほう、下のほうの値に、むしろ市場実勢が反映されている場合があるという考え方に基づくものです。

また、指定報告協会が合理的な判断をする環境を整え、報告を行いやすくするため、四つ目に挙げておりますように、報告時限及び公表時間の繰り下げといった措置が導入されました。なお、この点につきましては、現場の人たちの勤務体制を整備することとの兼ね合いも重要であると言われています。

以上、社債懇で示された二つの方向性のうちの一つ、つまり、従来の制度の信頼性向上のため

の、気配値と出来値の乖離をいかに少なくするかという課題への対応について説明させていただきました。

(4) 社債の取引情報の報告・発表制度 (制度導入に向けた検討)

もう一つが、社債の取引情報の報告・発表制度の導入に向けた検討です。これにつきましては、社債懇報告書で出された方向性と、最終的に制度化された内容とで若干の違いがあります。その点に焦点を合わせて整理していきます。資料26ページをご覧ください。

二〇一二年七月の社債懇報告書では、公表対象銘柄の基準として、発行総額五〇〇億円以上、A格以上の格付けという考え方がとられていました。また、取引規模の公表に当たっては、取引の実額を公表するのではなく、五億円を基準に、取

引金額が五億円以上であったか、五億円未満であったかという情報だけを公表することとされました。アメリカのTRACEと非常に似通った考え方がとられています。

一方、二〇一四年三月に発表された新しい制度では、発表対象銘柄の基準から発行額基準が取り払われ、A A格相当以上という格付基準のみとされました。また、発表対象の取引は額面一億円以上の取引に限り、該当する取引について五億円以上、五億円未満の別を発表することとされました。

このような変更が行われましたのは、一つは、マーケットインパクトを避けるための合理的な基準として、このラインが当面適切であるという結論に達したからのようです。また、この基準で発表を行うことによって、額面一億円以上の取引のうち約五割が発表対象となることも考慮されたよ

うです。TRACEの場合も、一挙に大がかりなものになったわけではなく、手をつけやすいところから順次拡大していったという経緯がありますので、日本でも、できるところからまず開始しようということであったのではないかと思えます。

(制度の概要)

本年一月から実施される予定の制度の概要として、資料27ページの図が日証協ホームページに掲載されています。

三、債券流通市場の日米比較

(1) 日米の債券の現存額、売買高、回転率

ここから、冒頭で後半と申し上げた内容に入らせていただきます。時間が窮屈になってきておりますので、ごく簡単に見てまいります。

まず、日本とアメリカの債券流通市場を比較します。債券種類の別に、現存額と売買高をもとに回転率を計算しています。資料28ページから31ページで関連する情報を整理しています。

アメリカの財務省証券の足元の回転率が一〇倍程度であるのに対して、日本の国債は四倍程度です。これが高いか低いかの議論は、今日は省かせていただきます。現状、皆様方がどのように感じているかについては、後ほどお聞かせいただければ幸いです。

社債につきましては、アメリカにおいても回転率は〇・八五程度と、それほど高くありません。日本では〇・二五程度となっています。

(2) アメリカの債券価格情報インフラ (GovPX)

アメリカにおいて、債券価格情報インフラには

どのようなものがあるのか、どのように情報が集められて、公表されるのかについてかいつまんで申し上げます。

まず、国債につきましては、資料32ページ、33ページのとおり、GovPXという仕組みがあります。これは業者間取引価格情報公表のためのインフラであり、日本で日本相互証券が運営している仕組みと似通ったものです。

(TRACE制度)

社債につきましては、TRACEという仕組みがあります。資料34ページをご覧ください。以前のNASD（全米証券業協会）、現在のFINRAが、自主規制規則によって業者に社債の取引情報の報告義務を課し、それに基づいて、原則として公募社債の全銘柄について報告を受け、公表するという仕組みです。

資料35ページに二〇一四年末現在の対象銘柄数の表を載せています。普通社債、転換社債に加えて、最近では政府関係機関債やABS（資産担保証券）、MBS（不動産担保証券）、CMO（モーゲージ担保証券）なども報告対象となっています。政府関係機関債が報告対象となりましたのは、これらの機関を事実上の民間機関と捉えて、社債に準ずる位置づけがなされるようになったためです。また、ABSなどの資産担保型の債券は、金融危機以降、その価格形成の効率性が非常に重要であるという認識が高まってきたことを背景として報告対象とされたものです。

報告は、このように幅広く行われますが、公表内容は、資料36ページにありますように、限定的なものとなっています。すなわち、取引規模については売買金額そのものを公表するのではなく、五〇〇万ドル以上の場合には五〇〇万ドル以上であ

る旨のみが公表される仕組みになっています。この点は、日本の十一月からの新しい制度と同じ考え方です。

アメリカにおいては、二〇〇二年からTRACEの仕組みがスタートしました。制度の導入に当たって、こうした制度を導入することでマーケットインパクトが生じないか、売買実務にどの程度の影響を与えるかといったことが大きな議論になりました。

異なった立場の議論に客観的な視点を与えるため、TRACE開始後、そこで蓄積されるデータに基づいてかなりの実証分析がなされてきています。その一つを御紹介しますと、資料38ページのとおり、TRACEのような事後情報の公表によって取引コストは縮小してきており、投資家に対して大きなプラスをもたらしたという分析がなされています。市場運営の面からプラスかマイナ

スかに着目した論文もありますが、総じてアメリカでは、取引コスト（売買スプレッド）の縮小・低下に重点を置いた実証研究が支配的になっているように見受けられます。

日本でも、新制度導入後の動きをデータに基づいて観察し、分析していかなければならないと考えています。

四、債券価格情報インフラ制度化の方向性

（価格情報の透明性）

次に、国際的な規制の動きを取り上げます。資料40ページから42ページで関連する情報を整理しています。

二〇一二年のLIBOR（ロンドン銀行間取引金利）不正事件以降、ISCOの主導で金融指

標の公正性を高めるための議論が行われてきました。債券価格情報も広い意味では金融指標の一つですが、IOSCOにおいては、従来から証券価格情報に関する検討が行われており、金融指標規制よりも長い歴史を持っています。IOSCOの「証券規制の目的と原則」においても、証券の種別に関わらず、価格情報の透明性を促進すべき旨が規定されています。

単に証券一般という形ではなく、債券に即してどう考えればよいかという議論も行われています。二〇〇四年に公表された社債市場の透明性に関するIOSCOのレポートにおいて、事前情報か事後情報かなど、各国の価格情報インフラについて比較考量が行われています。

また、透明性と流動性のトレードオフに関し、IOSCOは、事後情報を公表することでそうしたトレードオフが発生する可能性があることを指

摘した上で、市場の公正性と規制コストのバランスをとりつつ、各国が具体的な制度設計を進めていくことが望ましいという考え方を示しています。

（債券価格情報インフラの形態の類型化）

これらの点を踏まえて、債券価格情報インフラについて幾つかの類型化ができるのではないかと考えています。資料43ページから45ページで関連する情報を整理しています。

運営主体は、ルールベースの規制型か、それとも、マーケットベースで自然発生的に出てくる業者型かの二つがあると思います。目的は、誰が運営主体になるかに応じて設定されます。また、価格情報の内容は、事前情報か事後情報かの二つのタイプがあります。

(債券価格情報インフラ整備の流れ)

日本とアメリカについて、債券価格情報インフラ整備の流れを見ていきます。資料46ページから48ページで関連する情報を整理しています。

アメリカでは、国債に関しては、マーケットベースの業者型でかなり対応できています。国債のインターディーラーマーケットの活発さが背景にあると言えます。それに対して、国債以外の債券種類につきましては、ルールベースの規制型の価格情報インフラが存在し運営されています。

日本では、従来、規制型で全ての債券種類をカバーしており、価格情報の内容も事前情報となっていました。この制度は今後も続くわけですが、今回新しく、規制型で、事後情報型の制度が導入されることになりました。これは、従来からアメリカにあるものとよく似た類型のものと考えることができます。

債券価格情報インフラの形態と機能は、対象となる債券種類の流動性が高いか低いかという点で分けることができると思われます。流動性の比較的低い債券種類を対象とする場合は、事後情報中心の規制型でなければ実現化しにくい傾向があるのではないかと考えています。今回の日本の動きもそれに沿ったものと見るができると思います。

日本の新しい制度については、マーケットインパクトがどうなるかに関して慎重な検討が必要です。この点も踏まえて、今後、長い期間をかけて将来の制度設計を考えていくことになると思います。制度運営者、制度の担い手、そして客観的に観察させていただく我々研究者など、それぞれの立場から長い目で制度の運営を見ていく必要があるのではないかと考えています。

皆様が御存じであろうことを、予定の時間を超

過して長々と申し上げてしまったかと思えます。

その点は大変失礼いたしました。

御清聴、どうもありがとうございました。（拍手）

大前常務理事 どうもありがとうございました。

限られた時間の中で、債券価格情報インフラの整備の経緯と含意に焦点を合わせて詳しく御説明いただきました。さらに、アメリカと我が国の債券市場の比較、あるいはIOSCOの規制との関係などについても御説明いただきました。

余り時間は残されておりませんが、もしよろしければ、マイクをお回ししますので、どなたかお一人、御質問いただければと思います。

質問者 今日のお話にはなかったのですが、EUのMiFID（金融商品市場指令）における社債の取引情報、価格情報インフラの整備について、ポ

イントを幾つか教えていただければと思います。

横山 MiFIDの動きにつきましては、詳しくフォローしているわけではありませんので、記憶している範囲でお話します。

ヨーロッパでは、株式、債券など、証券の種類ごとに、取引の仕組み、価格情報の形成のされ方に違いがあるといった議論がなされ、結論として、債券に関しては、株式とは別のタイプの価格情報インフラが望ましいとされたように思います。価格情報の内容に関し、事前情報か事後情報かという点については、両方があり得るわけですが、投資家にとって重要なのは事後情報であるという整理がなされていたのではないかと記憶しています。

現実の動きとして、ユーロ市場で発行される国債債につきまして、銘柄数が多く、機関投資家による売買も多いことを踏まえ、ICMA（国際資

本市場協会）による価格情報インフラが整備されています。個人投資家の利用も十分にあり得ることを念頭に置いた、事後情報タイプのインフラになっていると承知しています。

お答えになりましたかどうか、もし正確に申し上げられていない点があれば御容赦いただきたいと思います。

大前常務理事 時間が参りましたので、今日の「証券セミナー」はこのあたりでお開きとさせていただきます。

改めまして、横山先生、どうもありがとうございます。（拍手）

（よこやま しせい・京都産業大学教授
当研究所客員研究員）

（この講演は、平成二七年五月十一日に開催されました。）

横 山 史 生 氏

略 歴

1986年 京都大学経済学部卒業
1988年 京都大学大学院経済学研究科修士課程修了（経済学修士）
1993年 京都大学大学院経済学研究科博士後期課程単位取得退学
1993～1998年 社団法人公社債引受協会調査部勤務
1998～2001年 日本証券業協会企画部勤務
その後、秀明大学助教授、奈良産業大学准教授を経て
2008年より京都産業大学外国語学部国際関係学科教授
その他、2001～2002年 財団法人日本資産流動化研究所調査研究委員会委員
2001年より公益財団法人日本証券経済研究所客員研究員
2011年より日本証券業協会自主規制会議公社債分科会委員

主要業績

（共著）

『戦後公社債市場の歴史を語る』日本証券経済研究所、2011年
『図説アメリカの証券市場2013年版』日本証券経済研究所、2013年

（論文）

「米国債券市場における価格情報の公表等について」『証券団体協議会議レポート』
第5号、2000年12月
「債券市場における価格情報の役割とは」『証券レビュー』第48巻第4号、2008年4月
「住宅ローン証券化商品の市場規模と価格形成」『証研レポート』第1650号、2008年
10月
「米国における証券化商品規制強化の動向」『証券レビュー』第51巻第6号、2011年6
月

債券価格情報インフラ整備の動向

2015年5月11日

日本証券経済研究所 証券セミナー

横山史生

日米における債券価格情報インフラの概要

市場	運営主体	制度名	対象債券	対象取引	報告の内容及び頻度		公表の内容及び方法・対象		
					事前情報	事後情報	内容	頻度	方法・対象
日本	日本証券業協会 〔自主規制機関〕	公社債売買参考統計 集発表制度	国内公募 公社債全数	指定報告会員 による店頭売 買取引	無配値(午後3時) における無配5億円 超の売買の参考と なる無配値	—	報告会社(上下一定 割合を除く)の平均値・中 位数・最高値・最低値、 報告会社等	1日1回 (午後5時30分)	日経金融ホームページ(公 開)・情報ページ(利用契約有 り)
		社債取引情報報告 発表制度 ※2015年秋開始予定	国内公募社債 (A1格以上)	すべての会員 による店頭売 買取引	—	出米値、 出米高、 時高時低	出米高1億円以上の取 引による出米値、 出米高(5億円以上、 出米高の約1/2以上、 α 変動の約1/2)等	1日1回 (午後9時)	日経金融ホームページ(公 開)
	日本相互証券	BB Super Trade (業者間取引PTS)	国債、一般債	業者間取引	無配値	出米値・出米高、 約定時間等	出米値、 約定時間等	リアルタイム	取引参加者・利用契約者 (専用画面)
米 国		BB 国債価格(引当)	国債(全額)				ディーラーによる無配 値・出米値をもとに算出	1日1回 (午後4時)	日本相互証券ホームページ
	KCAP	GovPX	財務省証券	業者間取引	無配値	出米値・出米高、 時間等	出米値、 出米高、 約定時間等	リアルタイム	利用契約者(情報ページ経由)
	MSRB ¹⁾ (自主規制機関)	RTDS ²⁾	地方債	店頭売買取引	—	出米値・出米高、 時間等(約定後 15分以内)	出米値・出米高、 時間等	リアルタイム	MSRB ホームページ(公開) 情報ページ経由(利用契約有 り)
	FINRA ³⁾ (FINRASD) (自主規制機関)	TRACE ⁴⁾	社債 (CSE 債) (MBS、ABS)	店頭売買取引	—	出米値・出米高、 時間等(約定後 15分以内)	出米値・出米高、 時間等	リアルタイム	FINRA ホームページ(公開) 情報ページ経由(利用契約有 り)

1) Municipal Securities Regulation Board
2) Real-time Trade Reporting System
3) Financial Industry Regulation Authority
4) Trade Reporting and Compliance Engine

公社債店頭売買参考統計値発表制度の概要

公表対象銘柄	以下の①～⑤の全ての要件を満たす銘柄。 (2013.2.1時点で7,602銘柄：国債809銘柄、地方債2,299銘柄、政保債590銘柄、 財投機関債1,130銘柄、金融債257銘柄、社債2,443銘柄、円貨外債50銘柄等) ① 本邦内において発行されたもの（新株予約権付社債を除く。）であること。 ② 払込元金、利金及び償還元本の全てが円貨であること。 ③ 次のⅰ～ⅲのいずれかに該当するものであること。 ⅰ) 公募公社債 ⅱ) 特定取引所金融商品市場に上場している公社債 ⅲ) 特定取引所金融商品市場にプログラム上場している公社債 ④ 指定報告協会員から所定期日までに日証協に対して報告対象銘柄として届出の あった銘柄であること。 ⑤ 指定報告協会員ら社以上が報告対象銘柄として選択した銘柄であること。
公表値	指定報告協会員（5社以上）から報告された気配値（当日15時現在の額面5億円程度 の売買の参考となる気配（売り気配と買い気配の仲値））から上下一定割合を除外 して算出した平均値、中央値、最高値、最低値。
公表方法	・17時30分に日証協ホームページに掲載 ・情報ペンダー（12社）に配信
報告者	・日証協から指定を受けた「指定報告協会員」。 ・「指定報告協会員」の指定を受けるには、日証協が定める指定基準を満たす必要が ある。 ・指定報告協会員は、報告対象銘柄（指定報告協会員が日証協に届出を行った銘柄） について、16時30分までに気配値を日証協に報告。

（出所）日本証券業協会HP掲載「社債の価格情報インフラ整備等に関するワーキンググループ」 3
 第5回(2013年3月8日)資料

公社債店頭売買参考統計値発表制度の 対象銘柄数（2014年3月末現在）

	公社債店頭売買参考統計値 発表制度の選定銘柄数	発行現存額のある全銘柄数
国債	821	470
地方債	2,490	2,805
政府保証債	605	610
財投機関債等	1,289	1,306
金融債	251	900
社債	2,489	2,823
特定社債	5	(資産担保型社債) 21
円貨建外債	47	335
合計	7,997	9,270

（出所）日本証券業協会『平成25年度事業報告書』153頁、
 同HP掲載統計「公社債発行額・償還額・現存額」

公社債店頭売買参考統計値発表制度の 指定報告協会員※(2015年5月1日現在)

※公社債の売買業務等に精通し*、かつ、気配報告業務の適確な遂行に必要な組織体制、人員構成が確保された協会員

(* 公社債種類別売買高における総売買高ランキングにより判断)

指定報告協会員名	社債の気配報告
岩井コスモ証券	
SMBC日興証券	○
SMBCフレンド証券	○
岡二証券	○
クレディ・スイス証券	
ゴールドマン・サックス証券	○
JPMorgan証券	
シティグループ証券	
レインボウ証券	○
新生証券	○
大和証券	○
東海東京証券	○
野村證券	
BNPパリバ証券	
丸三証券	
みずほ証券	○
三菱UFJ・JPMorgan・スタンレー証券	○
モルガン・スタンレー・MUFG証券	○

(出所)日本証券業協会HP

5

公社債店頭売買参考統計値発表制度の 特徴

- 自主規制規則に基づき会員証券会社等から報告をうけた一時点での気配を集計・加工した上で、売買の参考に資することを目的として公表(規制型の性格)
- ただし全会員に対する報告義務ではなく、一部会員による任意報告を前提とする(業者型の性格を併せ持つ)
- 事前情報型であるが、一時点のみの気配を1日1回公表するという形態のため、即時性は低く、事実上、事後情報的な性格。
- 時価評価の参照情報としての利用実態。

6

公社債店頭売買参考統計値発表制度の変遷(1)

年月	制度変更・検討の概要
1965年8月	公社債引受協会、「事業債店頭気配」発表開始
1966年3月	東京証券業協会(1973年より日本証券業協会)、「公社債店頭気配」(仲値)発表(週次)開始。対象は国債、地方債、政府保証債、利付金融債、事業債、電信電話債券など
1977年1月	発表方式を、機関投資家向け「指標気配」(仲値)の日次発表と一般投資家向け「標準気配」(仲値)の週次発表に変更。指標気配は「売買量が多く市場動向を的確に反映する銘柄」から選定、「標準気配」は上記以外のうち種類(国債、地方債、金融債、社債など)ごとに償還年限・利率別に各1銘柄を選定
1978年8月	「指標気配」発表値を、売り気配と買い気配の2本立てに変更。
1992年1月	制度名称を「公社債店頭基準気配」に変更、発表方式を「基準気配」(仲値)の日次発表に一本化。非上場公社債のうち、国債、地方債、金融債、社債など種類ごとに、償還年限・利率別に各1銘柄を選定
1997年4月	対象銘柄を拡大。非上場公募公社債(変動利付債を除くことを明定)から選定

7

公社債店頭売買参考統計値発表制度の変遷(2)

年月	制度変更・検討の概要	関連事項
1998年12月	取引所集中義務の撤廃に伴い、対象銘柄を拡大。公募公社債から選定	1998年12月、証取法改正により取引所上場銘柄にかかる取引所集中義務撤廃 1998年12月、日本相互証券、「BB国債価格(引値)」発表開始
2000年	対象銘柄を拡大(変動利付債券を選定対象に追加、算出方法を変更(報告を受けた気配値の平均値算出の際、上下一定割合の値を除外))	
2002年8月	制度名称を「公社債店頭売買参考統計値」に変更、発表値として従来の平均値に加え最高値・中央値・最低値を追加、銘柄ごとの最低報告社数を10社に引上げ、証券会社から協会への報告時限を午後4時30分に30分繰り下げ、等	2001年3月、金融商品時価会計導入 2002年2月、日本経済新聞社・金融工学研究所・野村證券・野村総合研究所、「債券標準価格(JS Price)」提供開始 2002年7月、米国TRACE制度による社債出来値情報等の報告・公表開始
2002年12月	日証協「公社債店頭取引等に関するワーキング」、「公社債流通市場の更なる機能向上について(論点整理メモ)」を公表	2002年8月、金融庁「証券市場の改革促進プログラム」発表、公社債流通市場(特に個人向け社債)の流動性及び価格の公正性・透明性を一層向上させる観点からの検討方を日証協に要請
2003年5月	「個人向け社債等の店頭気配情報」発表制度導入	

8

公社債店頭売買参考統計値発表制度の変遷(3)

年月	制度変更・検討の概要
2009年7月	「社債市場の活性化に関する懇談会」(座長:福井俊彦 キヤノングローバル戦略研究所理事長)設置、同第4部会において社債の価格情報インフラの整備等につき検討開始
2012年7月	上記懇談会報告書「社債市場の活性化に向けた報告書」公表、証券会社に対し社債の取引情報の報告を求め日証協が取引情報の発表を行う制度を導入すること等を提言
2012年9月	上記懇談会、「社債の価格情報インフラ整備等に関するワーキンググループ」(以下WGと表記)設置
2012年7月	日証協、公社債店頭売買参考統計値の信頼性向上に関するアンケート調査を実施(WGでの検討資料として活用)
2012年12月	日証協「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」を改正(「社債の取引に関する報告要領」を制定)し、証券会社による社債取引の個々の情報に係る報告を受ける制度を新設
2013年1・2月	日証協、社債の取引の報告に基づき社債の取引状況の分析を実施(WGでの検討資料として活用)
2013年9月	WG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」公表
2013年12月	日証協、「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」の一部改正等(社債等(特定社債、円建て債を含む)について算出方法・公表時間・管理態勢等を変更)を発表(2015年11月施行予定)
2014年3月	日証協、「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」の一部改正等(「社債の取引に関する報告要領」を一部改正、「社債の取引情報の発表に関する取り扱いについて」を制定)を発表(2015年11月施行予定)
2015年11月	「公社債店頭売買参考統計値」のうち社債等について算出方法・公表時間・管理態勢等を変更(予定) 「社債の取引情報の報告・発表制度」導入(予定)

9

時価評価基準としての債券価格情報(1)

日本公認会計士協会「金融商品会計に関する実務指針」
における金融資産・負債の時価の定義

1. 市場価格に基づく価額

- (1) 上場証券等→取引所における取引価格
- (2) 店頭取引証券等→店頭取引価格
 - ① 業界団体が公表する価格
 - ② ブローカーの店頭において成立する価格
- (3) (1)(2)以外の取引システムで成立する取引価格

2. 合理的に算定された価額

10

時価評価基準としての債券価格情報(2)

店頭において取引されている金融資産の市場価格＝

- 1(2)①公正な価格を提供するため複数の店頭市場の情報を集計し、提供することを目的として組織化された業界団体(たとえば、日本証券業協会)が公表する価格
- 1(2)②上記価格の入手が困難か又はそれがない場合には、ブローカーの店頭において成立する価格(気配値を含む)とすることもできる
- 1(3)店頭において取引が行われていなくても、随時、売買・換金等を行うことができる取引システム(例えば金融機関・証券会社間の市場、ディーラー間の市場、電子媒体取引市場)が流通性を確保する上で十分に整備されている場合には、そこで成立する取引価格

11

時価評価基準としての債券価格情報(3)

「実務指針」の基準に該当する価格情報の実例

- 1(2)①→日証協「公社債店頭売買参考統計値」
- 1(2)②→B2C市場における出来値、気配値
- 1(3) →B2B市場における出来値
- 2 →合理的に算定※された価額※※

※ 売買参考統計値の利回りをを用いて算定する比準価格方式によるもの

※※ 自社において合理的な算定が困難な場合には、ブローカーまたは情報ベンダーから入手して利用することができる

12

時価評価基準としての債券価格情報(4)

時価評価基準としての債券価格情報の提供を 主目的とするビジネスモデルの事例

■JSプライス(債券標準価格)

- ・日本経済新聞社、金融工学研究所、野村證券、野村総合研究所の共同開発・運営
- ・日々算出・提供(有料)、四半期ごとに一部を公表
- ・2015年3月末時点で公社債1万2000銘柄

13

個人投資家を念頭に置いた改善

2002年8月 金融庁「証券市場の改革促進プログラム」
公社債流通市場(特に個人向け社債)の流動性及び価格の
公正性・透明性を一層向上させる観点からの検討方を
日証協に要請

2002年12月 日証協「公社債流通市場の更なる機能向上につ
いて(論点整理メモ)」

「社債の価格情報については、各証券会社が対顧客向けに提示する
価格情報、本協会の売買参考統計値のほか、情報ベンダー等を通
じて様々なユーザーニーズに応えたものが存在しており、機関投資
家においてはこれを把握することが可能な状況にある一方で、個人
投資家等についてはこれらの情報にアクセスすることが必ずしも十
分な環境にあるとはいえない。」

2003年5月 個人向け社債等の店頭気配情報発表制度開始

14

社債市場の活性化に関する懇談会

2009年7月

日本証券業協会、「社債市場の活性化に関する懇談会」(座長：福井俊彦 キヤノングローバル戦略研究所理事長)を設置、我が国社債市場が抱える課題を整理するとともに、一層効率的で、透明性と流動性の高い社債市場の実現のための取組みについて検討。社債の価格情報インフラの整備等については第4部会で検討。

2012年7月

同懇談会報告書「社債市場の活性化に向けた取組み」公表。

社債の流通市場の活性化を図るためには、社債の価格情報の透明性を高め信頼性を確保することが重要であり、証券会社に対し社債の取引情報の報告を求め、日証協が取引情報の発表を行う制度を導入することを提言。合わせて、現行制度の改善を行うことも提言。

15

社債市場の活性化に関する懇談会報告書 「社債市場の活性化に向けた取組み」

「社債の流通市場の拡大・流動性の確保には、基本的には社債の発行量の拡大が必要であるが、そのためには、流通市場の透明性を高め、取引価格や気配値が適切に開示されなければならない。」

「公社債店頭売買参考統計値は、金融・証券市場に必要な不可欠なインフラであり、広く投資家、市場参加者に利用されているが、実勢価格(約定価格、ビッド・オファー等)と乖離し、タイムラグがあるなど、その見直しや改善が必要であるとの指摘がある。」

16

社債市場の活性化に関する懇談会報告書 「社債市場の活性化に向けた取組み」

社債の価格情報の透明性を高め信頼性を確保するため、以下の取り組みを行うことを提言

① 取引情報の公表

イ. 当面、流動性が高い銘柄について、1日1回、取引終了後に、取引価格等を公表する。その後、取引状況等を踏まえ、公表頻度、迅速性、公表対象銘柄等の拡充を図る。

ロ. 投資家(取引者)の匿名性を確保する。

ハ. 例えば、証券保管振替機構(ほふり)のシステムなど既存のシステムの活用などにより証券会社及び利用者のコスト負担の軽減を図る。

② 売買参考統計値の信頼性の向上

イ. 指定報告協会員制度の見直し

ロ. 報告時限の繰下げ等

ハ. その他

17

「社債市場の活性化に関する懇談会」の 部会・WG体制

2009年7月～2012年7月	2012年7月以降
第1部会(証券会社の引受審査の見直し等)	
第2部会(コバナンツの付与及び情報開示等)	社債市場の活性化に向けたインフラ整備に関するワーキンググループ(2013年2月～)
第3部会(社債管理のあり方等)	
第4部会(社債の価格情報インフラの整備等)	社債の価格情報インフラ整備等に関するワーキンググループ(2012年9月～)

18

社債価格情報インフラ整備等WGにおける検討

■社債の売買参考統計値について、「実勢価格(取引価格、ビッド・オファー等)との乖離が大きい」との指摘を踏まえ、取引価格と社債の売買参考統計値との乖離の実態と要因の分析・検証を実施

■そのために、2012年12月、日証協が証券会社による社債取引の個々の情報に係る報告をほふり経由で受ける制度を新設(「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」の一部改正、2013年1月施行)

■この報告による情報の利用目的

- ①社債の取引状況の分析(社債の取引情報の公表の実施に向けて、取引情報の公表が社債の流動性等に与える影響についての検証、公表対象銘柄および公表方法を定めるための分析)
- ②売参値の信頼性向上への活用。

■2013年1月中および2月中の取引を対象とするデータ分析結果を、WG議事録資料として日証協HP上で公表

19

社債の売買状況(売買のある銘柄数等)の測定

I. 約定件数に基づく分析
I-1 約定件数の分析状況
(1)全取引

約定件数	0件以下	1件～5件	6件～10件	11件～20件	21件～50件	51件～100件	101件以上	合計	合計(取(0件))
銘柄数	1,968	738	41	13	1	0	0	2,761	791
銘柄数	77.2%	28.6%	1.6%	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%	100.0%	28.6%
約定件数累計	-	2,522	302	262	27	0	0	3,083	7,953
平均約定件数(取)	-	21.6%	18.1%	10.7%	1.6%	0.0%	0.0%	100.0%	100.0%
平均約定件数(取)	-	1.81	7.41	15.51	31.01	-	-	0.71	2.41

※(報告対象銘柄のうち取引がなかったもの、※2平均約定件数=約定件数累計/銘柄数、以下同じ。

II. 取引数量に基づく分析
II-1 取引数量の分析状況
(1)全取引

取引数量	0円	1円以上 1億円未満	1億円以上 10億円未満	10億円以上 50億円未満	50億円以上 100億円未満	100億円以上 200億円未満	200億円以上 500億円未満	500億円以上	合計	合計(取(0円))
銘柄数	1,968	10	581	142	29	13	4	1	0	2,751
銘柄数	77.2%	0.4%	21.5%	5.2%	1.1%	0.5%	0.1%	0.0%	100.0%	28.6%
取引数量累計(億円)	-	1	1,754	2,252	1,084	880	801	328	0	6,832
取引数量累計(億円)	-	0.0%	25.4%	32.7%	15.4%	12.9%	4.6%	0.0%	100.0%	100.0%
平均取引数量(億円)	-	0.11	3.01	15.81	38.71	68.41	150.31	328.01	-	2.51

※1取引数量は対象銘柄の取引額に占める割合、※2平均取引数量=取引数量累計/銘柄数、以下同じ。

(出所)「社債の価格情報インフラ整備等に関するワーキンググループ」第4回(2013年2月28日)資料
(参考)2013年1月末現在の社債現存銘柄数は2720銘柄、現存額は60兆3499億円

2013年1月中の社債の店頭売買高(現先売買を除く)は1兆2051億円

20

売買参考統計値と出来値の差異(乖離)の測定

2013年1月中の社債売買のうち約定金額5億円の取引168件(99銘柄)に限定し、報告された出来値と、当該銘柄の同日の売買参考統計値の乖離を算出：(売買参考統計値－出来値)÷出来値

<例>売参値100円10銭 出来値100円15銭の場合 (100.1－100.15)÷100.15＝△0.05÷100.15＝△0.049%

売参値100円10銭 出来値99円50銭の場合 (100.1－99.5)÷99.5＝0.6÷99.5＝0.063%

価格乖離率の分析状況

1. 平均値との乖離率の分析状況(5億円)

出来値>売買参考統計値 | 出来値<売買参考統計値

乖離率	-10%以下	-10%超 -7%以下	-7%超 -5%以下	-5%超 -3%以下	-3%超 -1%以下	-1%超 0%未満	0%以上 0.5%未満	0.5%以上 1%未満	1%以上 2%未満	2%以上 3%未満	3%以上 5%未満	5%以上 7%未満	7%以上 10%未満	10%以上	合計
約定件数累計	0	0	4	0	0	20	31	14	7	0	0	0	1	0	167
約定件数割合	0.0%	0.0%	2.4%	0.0%	0.0%	12.3%	18.0%	8.4%	4.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	0.0%	100.0%

*乖離率(1/平均値)取引価格/取引価格、以下同し。

168件中133件(79.1%)が乖離幅1%未満

乖離率	-10%以下	-10%超 -7%以下	-7%超 -5%以下	-5%超 -3%以下	-3%超 -1%以下	-1%超 0%未満	0%以上 0.5%未満	0.5%以上 1%未満	1%以上 2%未満	2%以上 3%未満	3%以上 5%未満	5%以上 7%未満	7%以上 10%未満	10%以上	合計
約定件数累計	0	0	4	0	0	20	31	14	7	0	0	0	1	0	167
約定件数割合	0.0%	0.0%	2.4%	0.0%	0.0%	12.3%	18.0%	8.4%	4.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	0.0%	100.0%

(3) 約定件数上下カテゴリー別(売買参考統計値)

乖離率	0%以上 0.5%未満	0.5%以上 1%未満	1%以上 2%未満	2%以上 3%未満	3%以上 5%未満	5%以上 7%未満	7%以上 10%未満	10%以上	合計
約定件数累計	51	30	30	0	4	1	0	0	116
約定件数割合	36.5%	26.0%	17.9%	0.0%	2.4%	0.6%	0.0%	0.0%	100.0%

(4) 約定件数上下カテゴリー別(総計)

乖離率	0%以上 0.5%未満	0.5%以上 1%未満	1%以上 2%未満	2%以上 3%未満	3%以上 5%未満	5%以上 7%未満	7%以上 10%未満	10%以上	合計
約定件数累計	57	30	30	0	4	1	0	0	162
約定件数割合	37.7%	21.4%	17.9%	0.0%	2.4%	0.6%	0.0%	0.0%	100.0%

21

社債価格情報インフラ整備等WGにおける検討結果

- 大きな乖離は恒常的・全般的に発生しているものではなく、一部の銘柄(イベントの発生により信用リスクが高まった銘柄や流動性が低い銘柄)に限り発生している。

同一銘柄にかかる個別取引報告価格と売買参考統計値の乖離(利回りベース)：7割程度は乖離幅0.5%未満、8割程度は同1%未満。乖離幅が1%より大きい報告は全体の2割程度。格付け別では、BBB格において、乖離が大きいものの割合が若干高め。

- 乖離が生じる要因としては、マーケットの動き(スプレッドの変動やマーケットでの取引など)が適切に反映されていない気配値が報告されている可能性やマーケットの動きを適切に把握している協会員(売買シェアが高い協会員等)が気配値の報告を行っていないことなどが考えられる。
- また、乖離の問題は一部の銘柄に限られた問題であるものの、これらの銘柄は、売買参考統計値の利用ニーズが特に高く、また、取引価格にもばらつきが生じ易く売買参考統計値との乖離が大きくなる蓋然性も高いことから、「乖離が大きい」との指摘に繋がっているものと考えられる。

22

公社債店頭売買参考統計値の信頼性向上のための具体的な検討事項

1. 社債の指定報告協会の指定基準
 - (1) 指定報告協会の指定基準の厳格化
 - (2) 主幹事証券会社による気配値の報告の促進
2. 日証協における社債の売買参考統計値に係る指導・管理態勢の充実・強化
3. 社債の売買参考統計値の算出方法
 - (1) 売買参考統計値の算出方法の見直し
 - (2) 最低報告社数の見直し
4. 社債の売買参考統計値の報告時限及び公表時間の繰下げ
5. 売買参考統計値に対する理解の促進

23

公社債店頭売買参考統計値の信頼性向上のための具体的な見直し策



（出所）日本証券業協会HP

14

国内普通社債引受実績

4/1/14 - 3/31/15	2014 - 2015					2013 - 2014	
主幹事	ランク	シェア	金額	公表手数料	案件数	ランク	シェア
			JPY (10億)	(%)			
みずほフィナンシャルグループ	1	24.2	2,098	0.64	220	1	22.4
野村ホールディングス	2	20.8	1,807	0.63	207	2	21.3
三菱UFJフィナンシャル・証券	3	17.5	1,514	0.50	211	3	19.5
大和証券グループ本社	4	16.9	1,468	0.65	179	4	16.5
三井住友フィナンシャルグループ	5	16.4	1,421	0.51	215	5	15.8
ゴールドマン・サックス	6	1.1	99	0.27	15	6	1.3
バンクオブアメリカ・メリルリンチ	7	1.1	95	0.22	15	10	0.5
シティグループ	8	0.8	68	0.28	8	7	1.1
信金中央金庫	9	0.4	33	0.35	15	9	0.5
東海東京フィナンシャル・グループ	10	0.4	32	0.29	10	8	0.8
三井証券グループ	11	0.1	12	0.40	5	14	0.1
クレディ・スイス・グループ	12	0.1	10	0.40	2	-	-
新生銀行	13	0.1	7	0.36	3	16	0.1
ふくおかフィナンシャルグループ	14	0.1	5	0.45	1	15	0.1
TOTAL		100%	8,667	0.58	431	8,114	100%

(出所)ブルームバーク『日本資本市場リーゲータブル2014年度』

25

社債の取引情報の報告・発表制度の導入 へ向けた検討

■2012年7月 懇談会報告書

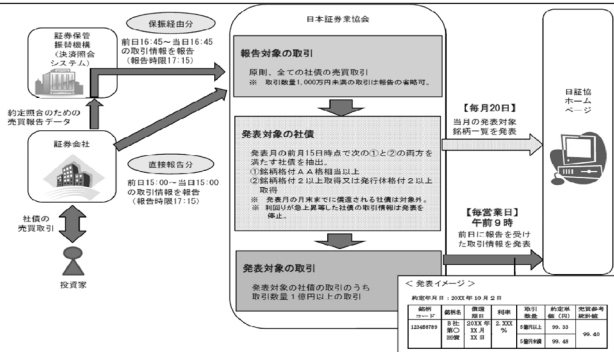
- ・公表対象銘柄:発行総額500億円以上、
一以上の格付け機関からA以上の格付けを取得
過去の取引金額・取引件数などが一定以上
- ・取引数量の公表:当面の措置として、5億円以上、5億円未満の
二つに区分

■2014年3月 日証協「社債の取引情報の報告・発表制度について」

- ・発表対象の社債:当該社債の銘柄格付けがAA格相当以上
- ・発表対象の取引:取引数量が額面1億円以上の取引
※額面1億円以上の取引のうち約5割が発表対象となる
- ・取引数量の発表方法:5億円以上、5億円未満の別を発表

26

社債の取引情報の報告・発表制度 (2015年11月実施予定)の概要



(出所)日本証券業協会HP

27

債券流通市場の日米比較

(1) 米国の財務省証券(市中消化分)

	現存額 (年末、10億ドル)	プライマリーディーラーに よる1日平均売買高 (10億ドル)	プライマリーディーラーに よる年間売買高 (10億ドル)	回転率
2001年	2,968	297.9	74,475	25.1
2002年	3,205	366.4	91,596	28.6
2003年	3,575	433.5	108,375	30.3
2004年	3,944	499.0	124,750	31.6
2005年	4,166	554.5	138,633	33.3
2006年	4,323	524.7	131,175	30.3
2007年	4,517	570.2	142,561	31.6
2008年	5,774	553.1	138,265	23.9
2009年	7,250	407.9	101,975	14.1
2010年	8,853	528.2	132,038	14.9
2011年	9,928	567.8	141,953	14.3
2012年	11,046	518.9	129,736	11.7
2013年	11,854	545.4	136,346	11.5
2014年	12,505	505.4	126,350	10.1

(出所)SIFMAウェブサイト掲載資料(現存額はTreasury Bulletin、売買高は Federal Reserve Bulletin に基づく)により作成。回転率は、年間営業日数を250日として年間売買高÷年末残高で算出。

28

債券流通市場の日米比較

(2) 日本の国債(市中消化分)

	発行額 (年間、兆円)	現存額 (年末、兆円)	店頭売買高 (現先売買を除く) (年間、兆円)	回転率
2001年	107	299	2,051	6.9
2002年	117	345	2,220	6.4
2003年	129	388	2,498	6.4
2004年	140	440	2,827	6.4
2005年	142	479	2,702	5.6
2006年	144	511	2,982	5.8
2007年	117	537	3,246	6.0
2008年	115	569	3,346	5.9
2009年	135	613	3,200	5.2
2010年	156	669	3,393	5.1
2011年	154	707	3,454	4.9
2012年	158	745	3,599	4.8
2013年	166	791	3,120	3.9
2014年	166	831	3,357	4.0

(出所) 日本証券業協会ホームページ掲載「公社債発行額・現存額等」「公社債種類別店頭売買高」により筆者作成

29

債券流通市場の日米比較

(3) 米国の社債

	現存額 (年末、10億ドル)	1日平均売買高 (10億ドル)	年間売買高 (10億ドル)	回転率
2001年	3,817			
2002年	4,028	17.8	4,125	1.11
2003年	4,302	18.0	3,925	1.05
2004年	4,530	17.3	3,700	0.95
2005年	4,596	16.6	3,500	0.90
2006年	4,835	16.9	3,400	0.87
2007年	5,246	16.4	3,200	0.78
2008年	5,409	14.3	3,581	0.66
2009年	5,926	19.9	4,986	0.84
2010年	6,544	20.5	5,113	0.78
2011年	6,618	20.6	5,162	0.78
2012年	7,051	22.6	5,654	0.80
2013年	7,458	24.7	6,174	0.83
2014年	7,840	26.7	6,675	0.85

(出所) SIFMAウェブサイト掲載資料により筆者作成

(注) 1日平均売買高は、TRACE報告ベース(証券業者の業者間売買および対顧客売買)に基づく(ただし、転換社債および売買時点で残存期間1年未満の普通社債を除く)。回転率は、年間営業日数を250日として年間売買高÷年末残高で算出。

債券流通市場の日米比較

(4) 日本の普通社債

	発行額 (年間、兆円)	現存額 (年末、兆円)	店頭売買高 (現先売買を除く) (年間、兆円)	回転率
2001年	8.3	52.4	20.9	0.40
2002年	7.2	53.1	21.4	0.40
2003年	7.4	53.2	22.1	0.42
2004年	5.8	52.6	20.9	0.40
2005年	6.9	52.0	19.3	0.37
2006年	6.5	51.6	19.9	0.39
2007年	9.2	54.4	19.8	0.36
2008年	8.8	54.8	19.4	0.35
2009年	11.4	59.4	19.0	0.32
2010年	9.6	61.8	19.8	0.32
2011年	8.3	61.7	20.0	0.32
2012年	8.2	60.7	19.2	0.32
2013年	8.7	60.4	15.7	0.26
2014年	8.4	59.3	15.1	0.25

(出所) 日本証券業協会ホームページ掲載「公社債発行額・現存額等」「公社債種類別店頭売買高」により筆者作成 31

GovPX

- 米国政府証券を対象とする業者間取引価格情報公表のためのインフラ
- 1990年 GovPX創設・インターディーラー・ブローカー(IDB)4社及び当時のプライマリー・ディーラー全社の共同出資により設立(背景は、1987年GAO報告(財務省証券取引情報へのアクセスを拡大する必要性を指摘)、1990年ソロモン・スキャンダル)
- 1991年7月に、インターディーラー・ブローカー5社による財務省証券に係る業者間気配等の公表を開始。
- 2005年 GovPXの主要IDBであるガーバン社の親会社たるICAPの傘下入り

32

GovPXによる価格情報提供

- プライマリー・ディーラーが財務省証券、連邦政府機関発行債券等にかかる業者間市場取引について、個別の銘柄毎に最良気配、直近取引価格、売買高をリアルタイムで表示、ブルームバーグ、ロイター等の民間情報ベンダーを通じて配信。年限ごとの指標銘柄にかかる引値の公表も行う。
- 財務省証券等の業者間市場に限定されるとはいえ、事前情報及び事後情報の統合的な報告及び公表を、それが法令上の義務付けによるものでなく、業者の自主性により実施し、デファクトスタンダードを確立。

33

TRACE制度

- 原則としてすべての社債（格付けや公募・私募の別を問わない）の売買取引の結果を、証券会社がFINRAに報告し、それをもとにFINRAが銘柄名・出来値・出来高等の情報を逐次に公表する仕組み。
- 根拠規定は、FINRA規則6200シリーズ「取引結果報告及びコンプライアンス（Trade Reporting and Compliance Engine: TRACE）」
- 2002年7月に運用開始、2006年1月に公募社債につきすべての銘柄にかかるすべての取引の出来値、出来高等を約定後15分以内に報告し、報告後即時に公表するスキームを開始

34

TRACE制度報告対象銘柄数 (2014年末現在)

	公募・私募別内訳		格付け別内訳	
普通社債 31,002	公募債	25,671	投資適格	19,007
			AAA	485
			AA	1,751
	私募債	5,331	A	9,419
			BBB	7,352
ハイイールド			11,995	
転換社債 1,231	公募債	744	投資適格	196
			AAA	1
			AA	13
	私募債	487	A	45
			BBB	137
ハイイールド			1,035	
政府関係機関債 15,651				
ABS 22,614	公募債	5,852		
MBS 1,060,229	私募債	16,762		
CMO 239,265				

(出所) FINRA, TRACE Fact Book 2014 により筆者作成。

35

TRACE制度 取引結果の公表

- 取引結果情報が報告され次第、即時に、CUSIP番号、売買成立日時、売買価格、利回り、売買数量が公表される。このうち売買数量については、一定規模以上の売買の場合は実額は公表されない。すなわち、投資適格社債については、売買金額500万ドル以上の場合は「5MM+」と表示され、ハイイールド債については、売買金額100万ドル以上の場合は「1MM+」と表示される。

36

TRACEの市場実態への影響

- ① 価格透明性向上と流動性確保のトレードオフ
懸念：流動性が総じて低い状況下で透明性要件を課すことによりマーケットインパクトへの懸念が生じ、そのために流動性が低下するとの危惧
- ② 価格公表開始によって、売買スプレッドは縮小するかどうか、それによって証券業者のビジネスモデルに変化が生じるか

37

TRACEデータに基づく 社債取引コストに関する実証研究

- ・ TRACEデータを用い、2003年中に取引のあった社債について銘柄ごとに取引コスト(売買スプレッド)と売買約定額の規模(額面価額)の関係を計測
- ・ 出来値(事後情報)が公表されている銘柄の方が取引コストが小さく、出来値公表が開始されることにより取引コストが縮小することを確認

Edwards, Amy K., Lawrence E. Harris and Michael S Piwowar (2004), "Corporate Bond Market Transparency and Transaction Costs", *Social Science Research Network Working Paper Series*, September 21, 2004.

38

TRACE制度の意義

- 価格透明性の向上のために取引結果情報の報告および公表のための制度整備には、「公表」によって市場参加者にとっての価格発見機会が拡大するという側面と、「報告」によって規制当局および自主規制機関が事後的に取引状況をチェックするための基盤が与えられるという側面がある
- 全般的な取引結果情報が広く公表されるようになることは、それが日々の実際の売買取引にかかる参考情報として利用されるようになるだけでなく、当該情報を継続的に取得し蓄積して遡及データ化することにより、価格形成の状況を事後的に検証するために利用することを可能にするものでもある。

39

価格情報の透明性

- 証券監督者国際機構(IOSCO)「証券規制の目的と原則」第27項
- 「透明性」を「取引に関する事前情報または事後情報が、どの程度リアルタイムに近くまたどの程度オープンに利用可能であるかの程度」と定義。
- その意義を、「流通市場に関する情報にタイムリーにアクセスできることができれば、投資家は自らの利害得失をより適確に判断することができ、また相場操縦その他の不公正な取引行為による不利益を被るリスクを低めることができる」という点等に求める。

40

気配値と出来値 事前情報と事後情報

- － 事前情報 (pre-trade information) ... 投資家が自らが望む売買取引をどのような価格で行うことができるのかを確実に知るための根拠となる情報、すなわち売り及び買いに係る確定気配値 (firm bids and offers)
- － 事後情報 (post-trade information) ... 個別の売買取引のすべてに関する約定価格及び約定金額等の情報。

IOSCO, *Transparency of Corporate Bond Markets, Report of the Technical Committee of IOSCO*, May 2004.

(拙稿「社債市場の透明性—IOSCO報告書をめぐって—」『証研レポート』2004年12月号を参照)

41

価格透明性と流動性のトレードオフ問題

- ・ デイラーが行う取引のクオリティ(価格の公正性等)を規制当局及び投資家がモニターできるようになるため、投資家保護の向上に資する
- ・ 証券の最適価格を達成するための価格発見プロセスを支援することにより、市場の効率性が高まる
- ・ 市場参加者による市場への信認が高まるとともに価格発見プロセスが効率化される結果、市場の流動性が向上する



透明性と流動性のトレードオフ問題

- ・ 大口取引のリアルタイム公表義務により生じる市場流動性の低下(マーケットインパクト)、規制コスト(インフラ構築費用等)などが上記の意義(規制目的)とトレードオフになる

42

債券価格情報インフラの形態の 運営主体・目的・内容による類型化

■運営主体

規制(ルール・ベース)型

業者(マーケット・ベース)型

■目的

売買取引の促進

売買取引の公正性確保

■取扱い価格情報の内容

事前情報

事後情報

43

債券価格情報インフラの形態 ①規制(ルール・ベース)型

■運営主体:店頭取引について規制権限をもつ当局ないし自主規制機関

■方法:証券業者に対して事前情報又は事後情報について何らかの報告義務を課すことにより価格情報を収集し、公表

■目的:取引の公正性を高める規制目的

44

債券価格情報インフラの形態

②業者型

- 運営主体:証券業者またはそのコンソーシアム
- 方法:・証券業者の顧客(B2BまたはB2C)に対する
事前情報の提供＝気配提示(マーケットメイク)
and/or
・証券業者から顧客and/or一般に向けた事後情報の提供・公表
- 目的:・一義的には市場運營業務そのもの(流動性の供給、売買取引の促進)
・情報ベンダーの利用等により情報伝達チャンネルが拡張性を有する場合、個別の<顧客-業者>関係を越え、ある程度の公示性を持ち得る。

45

債券価格情報インフラの形態と機能

	規制型 (ルール・ベース)	業者型 (マーケット・ベース)
事前情報	店頭売買参考統計値 (公社債全般)	債券PTS
事前情報 事後情報	証券取引所(上場債) ICMA(ユーロ債)	GovPX(米国政府証券) 日本相互証券(国債)
事後情報	社債取引情報報告・ 発表制度(社債) TRACE(米国社債) MSRB(米国地方債)	

46

債券価格情報インフラの形態と機能

- 債券価格情報インフラの形態は、債券種類ごとの流動性の違い、規制根拠の違い等によって、事前情報か事後情報か、規制型か業者型かのいずれかの組み合わせが具体化されると考えられる。
- 流動性の比較的高い債券種類に特化した形態を取る場合、事前情報中心で、業者型によって機能しうる。
- 流動性の比較的低い債券種類を対象とする場合、事後情報中心で、規制型でなければ実現化しにくい。

47

債券価格情報インフラ制度化 にかかる方向性

- 売買規模・流動性の大きなセクターから順次、業者型・事前情報型の制度化が進み、売買規模・流動性の小さいセクターについては、規制型・事後情報型の制度化が進められる傾向。
- とくに後者の場合、流通市場における取引不祥事への対応ないし予防的制度整備や流通市場活性化等の規制目的が契機となる場合が多い。
- 規制型の場合にも、透明性と流動性の関係に配慮した制度構築が進められることが多い。

48

金融指標としての債券価格情報

- 金融指標(Financial Benchmarks)は、一般に、貸出における基準金利や、デリバティブ取引における金銭の支払額の算定、有価証券の価値の算定等に用いられるなど、金融取引の基礎となることにより、我が国金融・資本市場において重要な役割を果たしている。
- LIBOR不正操作事案を受けて、金融指標の正確性・信頼性に対する疑念が生じたことを契機として、国際的に公的規制の導入について検討が行われている。
- 金融指標のうち、金融機関等の呈示に基づき算出されるような呈示ベースの指標については、呈示データが恣意的に操作され得るなど不正操作の余地があることを踏まえると、その算出者・呈示者のガバナンスの向上等を図る必要性がより高いと考えられる。

49

金融指標としての債券価格情報

- IOSCO「金融指標に関する原則の最終報告書」(2013年7月)では、「単一の金融商品は、本原則上、指標とはみなされない」と規定されていることから、単一の債券の統計値である公社債店頭売買参考統計値は、原則における指標には該当しないと考えられる。
- 日証協による「IOSCO「金融指標に関する原則の最終報告書」に対する公社債店頭売買参考統計値の対応状況について」(2014年7月)に示されている通り、原則の趣旨をほぼ満たしていると考えられる。
- ただし、報告(提示)者(Submitters)たる協会員および管理(運営)者(Administrators)たる日証協のそれぞれにかかる責任については、IOSCO原則は参考とすべき点が多い。

50