

社債市場の活性化に関する海外調査報告

※ 社債の価格情報インフラ関係(抜粋)

平成 22 年 4 月 6 日

「社債市場の活性化に関する懇談会
ワーキング・グループ」事務局

「社債市場の活性化に関する懇談会ワーキング・グループ」事務局では、同懇談会の取りまとめに反映させるため、我が国社債市場の活性化に向けた検討課題について、米国・欧州における諸施策の取組み及び実情等につき、次のとおり海外調査を実施した。

1. 調査日程 2010 年（平成 22 年）2 月 17 日 から同年 2 月 27 日

2. 調査参加者

（米国・英国）

井 潟 正 彦 委員（野村資本市場研究所 執行役研究部長）

吉 川 浩 史（野村資本市場研究所 研究部研究員）

小 柳 雅 彦（日本証券業協会 常務執行役）

木 下 正 己（日本証券業協会 調査部課長）

（英国）

吉 井 一 洋 委員（大和総研 制度調査部長）

（米国）

横 山 淳（大和総研 制度調査部統括次長） （敬称略）

3. 調査先

(1) 米国

- ・ 金融取引業規制機構（FINRA）
- ・ 証券業金融市場協会（SIFMA）
- ・ ミズホ・セキュリティーズUSA（ブローカー・ディーラー、引受業者）
- ・ ノムラ・セキュリティーズ・インターナショナル（ブローカー・ディーラー、引受業者）
- ・ J. P. モルガン（ブローカー・ディーラー、引受業者）
- ・ ゴールドマン・サックス（ブローカー・ディーラー、引受業者、発行体）
- ・ モルガン・スタンレー（ブローカー・ディーラー、引受業者、発行体）
- ・ ブラックロック（運用会社）
- ・ バンク・オブ・ニューヨーク・メロン（トラスティー）

(2) 英国

- ・ 国際資本市場協会（ICMA）
- ・ Xtrakter（社債の価格情報インフラ）
- ・ BNPパリバ（ブローカー・ディーラー、引受業者）

4. 主な調査項目

- (1) 社債発行（資金調達手段）
- (2) 四半期開示と社債発行
- (3) デフォルトリスクへの対応（コベナント、トラスティー）
- (4) 社債の価格情報インフラ
- (5) 社債の電子取引システム
- (6) 社債レポ市場
- (7) 個人投資家の社債投資、投資家教育

5. 社債の価格情報インフラ

我が国では、日本証券業協会が公表する「公社債店頭売買参考統計値」について、実勢価格との乖離やタイムラグ等が指摘されている。米国における社債の価格情報インフラの概要及び市場関係者の評価等について取りまとめた。

5-1 TRACE

(1) TRACE の概要

- ① 米国の社債の価格情報システムとして、FINRA（米国金融取引業規制機構）が運用する TRACE（The Trade Reporting and Compliance Engine）がある。TRACE は、2002 年 7 月から運用が開始され、FINRA の規則に基づき、FINRA の会員は、社債のセカンダリー市場で行われた取引情報を FINRA に報告、報告された情報は有料のサービスとしてディーラーや機関投資家等の市場参加者に、無料のサービスとしてリテール投資家に、それぞれリアル・タイムで提供されている。
- ② 2002 年 7 月の TRACE 導入当初の報告対象証券（以下「TRACE 適格証券」という。）は、投資適格債等の一部の社債であったが、その後順次拡大され、2005 年 11 月以降、原則、すべての TRACE 適格証券が取引執行後 15 分以内に報告、公表されることとなった。
- ③ TRACE への取引情報の報告
 - イ. TRACE 適格証券は、SEC 登録を受けた債券又はルール 144A（適格機関投資家向け私募）に基づく債券であり、普通社債、ミディアム・ターム・ノート（MTN）、転換社債等が対象となっている。
 - ロ. TRACE に報告される情報は、CUSIP（証券識別番号）、取引量、取引価格、売買の別、取引執行時間、コミッション、利回りなどである。
 - ハ. TRACE 適格証券は、2009 年 12 月末現在、30,378 銘柄（うち投資適格債 17,928 銘柄、ハイ・イールド債 12,450 銘柄）となっており、95%の取引が取引執行後 5 分以内に報告されている。社債の流動性は株式ほど高くはないが、約 3 万銘柄のうち、50%は毎月 1 回以上、15~20%は毎日取引されており、投資適格債の方が少し多いが投資適格債、ハイ・イールド債、どちらにも毎日取引される銘柄がある。

④ 取引情報の提供、公表

イ. FINRA の会員から報告された TRACE 適格証券の取引情報は、原則として、ルール 144A に基づく債券を除き、すべて、取引 1 件ごとに、取引執行時間、取引価格、利回り、取引量などが提供、公表されている。

ロ. 取引情報の公表が社債の流動性などに与える影響を考慮し、投資適格債では 500 万ドル超の取引は「5MM+」と、ハイ・イールド債では 100 万ドル超の取引は「1MM+」と表示、公表されている。

(2) TRACE への報告対象範囲の拡大

① 現在、TRACE では、次のとおり、TRACE への報告範囲を拡大するという新たな局面にある。

イ. 2010 年 3 月 1 日から、ファニーメイやフレディマックといった GSE（政府系機関）が発行する債券（証券化商品を除く。）の取引及び発行市場の情報（取引）について報告義務が生じる。

ロ. さらに、FINRA では、SEC に対して、新たに、ABS（資産担保証券）や MBS（モーゲージ担保証券）を含む証券化商品の取引について報告義務を課すというルール申請を行っており、近く、SEC の認可が得られる見込みとのことであった（2 月 23 日承認）。

② FINRA から、上記の証券化商品の取引の報告に関して、次のコメントがあった。

イ. 証券化商品の取引については、2 つの重要な関心事があり、1 つは流動性の問題で、証券化商品と証券化による資金調達とが調和していないことで、もう 1 つはファンジビリティ（代替可能性）の問題で、証券化商品間の価格の関係性・連動性が弱いことである。

ロ. このため、市場に証券化商品の価格情報を提供する前に、まずはデータを収集・分析し、何の問題が起きているか把握する必要があると、報告を求めることとした。

ハ. 初めは流動性が比較的高い銘柄から価格情報の報告を求め、公表は行わない方向でスタートするのではないかと考えている。TRACE も当初は投資適格債についてのみ公表し、導入 2 年後から全銘柄へと段階的に拡大された。報告と公表は一体として考える必要はなく、規制当局にとって特に重要なのは報告である。

ニ. 金融危機前から ABS 市場に注目しており、TRACE の範囲を拡大する方向で進め

ていたが、金融危機後に財務省やFRB、SEC、議会などから透明性向上の必要性が指摘され、社債市場の透明性の向上の取組が加速した。

ホ. ABS の原資産情報の提供については、証券業界による取組として、2008 年 7 月に米国証券化フォーラム (ASF) による「プロジェクト・リスタート」というプロジェクトが立ち上げられており、発行体、機関投資家、オリジネーター、サービサー、ディーラー、格付機関等の間で、透明性の向上のため、ABS の組成・流通段階において、追加的なディスクロージャーやベストプラクティスについて議論が行われている。

ヘ. FINRA では、上記の業界での取組みを見守っており、こうした取組みで十分であればよいが、もしも足りないようならルール化を含めた対応を検討する。

5-2 TRACE への評価

TRACE の導入当初及び現状の評価について、次のとおり、自主規制機関 (FINRA) 及び市場関係者からヒアリングを行った。

(1) FINRA (米国金融取引業規制機構)

(市場の流動性への影響等)

① TRACE について、導入のインパクトは大きかった。ディーラーからは市場流動性にネガティブな影響があったと指摘されたが、データを調査しても流動性の低下を示す証拠はなかった。むしろ、学術研究においては、次の TRACE 導入のポジティブな 2 つの効果が示されている。

イ. スプレッドが 50% 縮小したこと。これは投資家には良いことであるが、ディーラーには良くないことかもしれない。

ロ. 時価評価 (mark to market) の観点で、投資信託の資産評価のばらつきが小さくなり、一貫するようになったこと。

② TRACE のデータを分析すると、証券業界で考えられていたことと異なる結果が得られている。例えば、社債市場では個人投資家による売買は非常に少ないと思われていたが、TRACE 導入初日のデータを見ると取引件数の 70% が個人投資家・小口取引 (10 万ドル未満) によるものであり、金融危機後に比率はさらに上昇し、取引件数は、リーマン・ブラザーズ破綻前の 1 日平均 30,000 件から、破綻後は、主に

個人投資家の増加を主因に 1 日平均 44,000 件と大きく増加した。

- ③ TRACE の導入により、顧客は流動性の低い銘柄について、ディーラーは取引が困難になったと主張するが、これは機関投資家が TRACE の価格を見て交渉を行うため、ディーラーにとって取引が厳しくなったということだと見ている。
- ④ このようにディーラーが取引情報の報告に消極的であったのは顧客によって価格を変えていて、公表によってディーラーは取引の収益性が低下することを恐れたためと考えられる。
- ⑤ これまでディーラーからは、TRACE が市場に対して悪影響を与えた、金融危機において流動性の悪化を促進したという指摘があるが、いずれも実例を伴った指摘はない。
- ⑥ 金融危機における公募債と私募債の流動性の変化を見ると、TRACE でデータを集めていなかった私募債の方が減少幅が大きかった。これは、ディーラーの指摘とは逆の結果である。また、機関投資家に対する調査においても、従来同様、取引を行っているとの回答を得ている。取引に要する時間は長くなっている可能性があるが、より有利な価格を提示されているという。
- ⑦ 社債市場の取引の透明性向上が図られることにより、スプレッドが低下、ディーラーの社債取引から得る収益性は低下する。一方、投資家にとっては、透明性向上・確保は、公正（fair）で平等（equal）な取扱いを受けているという安心感をもたらすものであり、より多くの投資家が取引に参加することにより、市場流動性は長期的に増加するものと期待している。
- ⑧ TRACE 導入後の 8 年間を見ても、社債の取引は減ってなく、それどころか社債市場は拡大している。実証することは難しいが、価格透明性の向上・確保が市場流動性に良い影響を与え、むしろ市場流動性を支えている可能性があるのではないか。
- ⑨ 当初、ディーラーたちは株式と債券は違うと主張していたが、実際には「透明性は重要だ」という点で、両者はそれほど違わなかった。
- ⑩ 透明性は TRACE の価格情報によってのみ向上されるのではない。OTC 取引は情報が分散している場合もあるので、それを中央に集中化・一元化することにより、投資家の情報アクセスが改善されるだけでなく、規制当局も、効率的に規制を課すことができる。

- ⑪ 株式については、オーダーハンドリングルールやレギュレーションNMSなど顧客の指値注文保護や取引の事前情報(気配情報など)の透明性に関する詳細な規制が導入されている。FINRA内では、社債の分野でのこうした事前情報の透明性に関する議論は行っているが、実現に向けた具体的な取組みはない。ただし、フローベースで個人投資家の比率が多くなれば、議論が加速する可能性はあるだろう。一方で、株式取引と社債取引は共通する部分もあるが、本質的に異なっている部分もあり、こうした前提を調整したうえでなければ、株式と同様の規制を課すことは難しいのではないかと。

(TRACE 導入時の費用負担)

報告業者からは、システム導入当初は費用負担が重い、システム構築が難しいといった指摘があった。しかし、報告業者にはベンダーの利用を勧め、また、接続システムの標準化を図り導入時のコストや難度といった障壁を低くした結果、全報告業者がシステムを導入した。さらに当初は取引後 75 分以内の報告を義務付け、そこから次第に短縮して、導入から 2 年後に現在の 15 分以内の報告となっている。

(2) 市場関係者

(2-1) SIFMA(米国証券業金融市場協会)

(市場の流動性への影響等)

- ① TRACE 導入当初、TRACE による社債市場における価格透明性の向上のメリット・デメリットについて投資家とディーラーの間で活発に議論された。データからはビッド・アスク・スプレッドの低下が見られるが、ディーラーからはリスクに応じたプレミアムを載せた価格が明らかとなるため、マーケットメイク・リスクが高まり、業務が難しくなるとの指摘を受けた。
- ② ディーラーは社債市場に流動性を提供する重要な存在であり、ディーラーがポジションを解消し市場が情報を消化できる時間を確保するため、価格情報の公表のタイミングを 2 時間後や翌日へと遅らせた方が良いという意見もあった。投資家とディーラーの利益が対立する中で社債市場を拡大するためにどのようにバランスを取るのかが重要であった。
- ③ SIFMA は元々ディーラーの組織であるが、現在では投資家を含め様々な市場参加

者で組織されており、SIFMA 内において、TRACE について必ずしも評価が一致しているわけではない。SIFMA の会員は、報告については FINRA の規則に基づくもので、義務として行うべきこととしてとらえ、公表については議論されているが、大手機関投資家はポジションを把握されないために小口に分割して注文を出すといった対応を採っている。

④ 現在、TRACE への報告対象を ABS、MBS に拡大しようという議論が行われており、ディーラーの一部には必要はないという意見もあるが、全体としては、TRACE への導入・拡大に対応していく必要があるという認識が広がっている。

⑤ TRACE・取引後の透明性については、次のような課題・問題があるが、まだ解決策は見つかっていない。

イ．流動性の高い社債の透明性は TRACE で確保できるが、流動性の低い社債については取引が行われないと価格情報が出てこない。

ロ．流動性の低い銘柄では取引が行われても取引価格が市場全体の動きを反映していないことがよくある。

ハ．規制当局が問題視している機関投資家に対して提示される価格と、同じ銘柄で個人投資家に提示される価格が異なること（何が適切な価格なのか）。

(2-2) ディーラー、機関投資家

(市場の流動性への影響等)

① TRACE の導入は、個人投資家への価格情報の提供・利益保護の目的であったが、当時は、次の理由から、ウォールストリートの約 80% が反対していた。

イ．流動性の低下に対する懸念であり、これは、正当な理由であった。

ロ．取引情報が 15 分後に公表されることにより、トレーダーがいくらで仕入れ、いくらで販売したかが分かってしまい、マークアップによって利益をあげることができなくなるというもので、これは、利己的 (self-serving) な理由であった。

現在では、TRACE の導入により確かに流動性は若干低下したが、その影響は限定的で、全体として TRACE はうまく機能しており、市場関係者も TRACE を受け入れている。ただし、小口取引と大口取引とでは今でも明らかに価格差が残っており、個人投資家の利益保護という当初の目的が達成されたかどうかについては疑問が残る。

- ② TRACE の導入当初は反対する意見もあったが、現在では、透明性の面から必要不可欠な制度であると感じている。市場での社債の価格が把握しやすくなったため、発行市場は拡大していると考えられる。
- ③ 2009 年は非居住者、特に欧州やカナダ企業が発行する Yankee 債の発行が増加したが、TRACE により社債の取引におけるスプレッドが縮小し、発行体としても有利に資金調達できるようになったことが背景にあるのではないかと。Yankee 債に加え、米国企業が発行する社債の発行額が増加しているが、これも TRACE により市場で取引されている価格が把握でき、起債のタイミングを判断しやすくなったことも影響しているのではないかと。
- ④ TRACE の導入により取引価格を多くの市場参加者が見られるようになった。しかし、取引があまり行われない社債については価格情報が出てこない。
- ⑤ 日本の社債取引の規模が小さいのであれば、TRACE（事後の取引情報の提供）による透明性の向上が市場の活性化に有効かもしれないが、一方、社債の取引規模が大きいのであれば、投資家は、他のソースから情報の入手ができると考えられえるので、余り効果は期待できないかもしれない。
- ⑥ 米国の機関投資家にとっては、次のような点で TRACE の価格情報は極めて有用といえる。これらは、投資適格債にもハイ・イールド債にも共通するメリットである。
- イ. 社債の直近の取引水準に関する可視性（visibility）が高まり、流動性も向上した。
- ロ. ブローカー・ディーラーの執行コストのモニタリングが容易になった。
- ハ. ビッド／アスクのスプレッドが TRACE 導入前に比べ大幅にタイト化した。

（TRACE 導入時の費用負担）

- ① TRACE への報告システムは規制なので導入せざるを得ず、TRACE 導入時のシステム投資は少額ではなかったが必要なコスト負担であるにとらえていた。
- ② TRACE 導入時にディーラーは重いシステム開発負担に直面したが、規制への対応なので耐えなければならない。なお、システム導入後は、トレーダーの注文は自動的にバックオフィスに送られ、TRACE を通じて FINRA に報告される。FINRA では検査を行い、報告義務違反には反則金等を課されることがある。
- ③ TRACE への報告システムを自社で構築している会社と外部ベンダーを利用してい

る会社の比率はそれぞれ約 50%ではないか。

6. 社債レポ市場

我が国では、社債の流通市場の活性化に必要なインフラとして、社債のレポ市場、レンディングの仕組の未整備が指摘されている。米国における社債レポ市場の拡大の背景・要因及び社債のレンディングサービスについて取りまとめた。

(1) 市場規模等

① 米国のレポ・債券貸借市場は、2009 年 12 月末現在、残高は 2 兆 5,000 億ドルとなっており、担保債券別にみると、国債が約 1 兆 5,000 億ドル (59%)、政府系機関債が約 2,000 億ドル (10%)、MBS が約 6,000 億ドル (25%)、社債が約 1,000 億ドル (6%) となっている。

② レポ・債券貸借市場の規模の拡大には、次のような背景・要因がある。

イ. 債券の発行残高が大きく活発な売買を背景にして、ディーラーでは、ファンディングやショートポジションのカバーのための資金・債券の調達ニーズが高く、一方、機関投資家は、保有債券の利回りの向上や安定的な資金運用等のために積極的に活用していること。

ロ. 市場インフラ面では、クリアリング・バンクの普及、清算機関の設立、トライパーティ・レポの普及など、整備が進んでいること。

(2) 社債のレンディングサービス

① 米国市場において、社債のレポ取引及びレンディングは広く普及している。主な社債のレンディングサービスとして、クリアリング・バンクによるトライパーティ・レポ、NSCC によるフェイルカバーがある。

イ. トライパーティ・レポ

ディーラーから顧客に引渡す担保債券の選定・引渡し、担保価額の管理、顧客からディーラーへの資金の引渡し等を、個別の指示を受けることなくクリアリング・バンクが行う仕組み。

ロ. NSCC によるフェイルカバー (注)

フェイルが発生した場合に、渡方が引渡し債務を履行するため、NSCC が他の参加者等から債券を借り受け、受方に引渡す仕組み。

- ⑦ 今後の欧州社債市場は、株式市場のように流動性を高めることは難しいかもしれないが、金融危機を受けて銀行は貸出を抑制せざるを得ない状況にあり、特に景気回復局面、経済成長局面において企業の社債発行は増加すると見込まれる。規制当局による市場の透明性向上についても、楽観的に見れば、社債市場の信頼性が増し、市場拡大につながるとも考えられる。
- ⑧ 懸念される点は、銀行が回復し低い利率で流動性を提供することであるが、可能性は低いと見ている。

(2) 欧州社債市場の投資家

- ① 社債投資家はバイ・アンド・ホールド型の投資家が多く、社債の取引は発行後数週間が最も活発で、その後は取引が少なくなる。
- ② 2007～2008年はヘッジファンドや金融機関のトレーディングデスクによる取引が多かったが、現在は少ない。そのため、現在の主な社債投資家は「real money investor」の資産運用会社、年金基金、保険会社である。
- ③ 社債投資家として銀行の存在感は小さくなく、社債に投資している銀行もあるが、社債市場全体から見ると重要ではない。
- ④ 2009年は発行額の増加とともに流動性も向上し、米国市場に近づいた。

(3) 企業の資金調達手段の拡大を図るための取組

現在、英国財務省と中央銀行（BOE）との間で、企業の銀行以外からの資金調達手段の多様化を図るため、ノンバンクからの借入、社債発行の促進等の議論が行われており、2010年1月、アンケート調査・意見聴取が実施された。

2. 社債の価格情報インフラ

2-1 債券売買の透明性を確保するための取組

(1) 金融危機前

- ① 欧州連合（EU）の行政執行機関である欧州委員会（European Commission）では、株式以外の金融商品に取引前及び取引後の透明性に関する要件の適用を拡大すべきか検討が行われた。その結果2008年、EUの金融商品市場指令（MiFID）65条に基づく報告が公表され、「市場の失敗（market failure）がない限り、新たな法規制を導入する必要はない。」という結論であった。

- ② 欧州委員会の報告書では、「欧州証券規制当局委員会（CESR）及び業界全体で次のような幅広いコンセンサスが得られた。すなわち、ホールセール市場における市場の失敗（market failure）は認められない。しかし、個人投資家の価格情報へのアクセスに関しては改善の余地がある。」とされた。
- ③ ここでいう市場の失敗（market failure）の定義は、リーマン・ブラザーズの破綻という事象ではなく、より広義に、市場に改善の余地がある状況を意味する。透明性に関する市場の失敗として、セルサイドとバイサイドである個人投資家の間に情報の非対称性が存在していた。
- ④ 国際資本市場協会（ICMA）では、2007年に、こうした報告書が出されることを予想して、事前に350に上る会員に対してアンケート調査を行った。その回答を受け、市場主導型で個人投資家のためにグッド・プラクティス（個人投資家向け債券市場の価格の透明性に関するスタンダード）を定め、社債市場の透明性向上を図った。
- ⑤ したがって、ICMAが個人投資家のためにイニシアティブを取って進めた社債市場の透明性向上への取り組みと、欧州委員会がリテール及びホールセール取引に対して報告書を出したことは関係している。
- ⑥ 個人投資家のための価格の透明性向上を図るうえで重要な点は、次の3点として
イ．特に高格付で発行額の大きい社債の価格情報に容易にアクセスできるようになること。
ロ．価格情報を公平（fair）、明確（clear）、誤認させない（no misleading）情報にすること。
ハ．新たな報告義務を法的に課すのではなく、業界の自主的な基準とすること。
- ⑦ これを受けて、ICMAでは、2007年末から、Xtrakterに委託をして、新たに、TRAX（取引の照合及び当局への報告を行うためのシステム）への報告データを基にしたサービスを開始した。その一つが、個人投資家向けに無料で価格情報を提供する専用ウェブサイト「ボンドマーケットプライス・ドット・コム」である。

【 ボンドマーケットプライス・ドット・コム 】（BondMarketPrices.com）

- ① ICMAが「ボンドマーケットプライス・ドット・コム」（BondMarketPrices.com）の運用を開始した背景には、ICMAが15年前からXtrakterに委託していた有料の価格情報サービスのためのより大きな価格情報データベースの存在があった。このデ

ータベースは、ICMA の会員により取引されたすべての銘柄を対象としている。

- ② ボンドマーケットプライス・ドット・コムによる価格情報の提供は、主に個人投資家による取引拡大を目的とするものであり、個人投資家が取引する頻度の高い銘柄に限定して情報が提供されている。
- ③ 欧州証券規制当局委員会（CESR）の会員に対するヒアリングでは、ボンドマーケットプライス・ドット・コムを定期的にチェックしている個人投資家は少ないという結果とのことであった。
- ④ ボンドマーケットプライス・ドット・コムの概要は、後掲 2-2 (2) 参照。

(2) 金融危機後

- ① 2008 年に国際的な金融危機が発生し、その中で欧州証券規制当局委員会（CESR）が透明性のあり方を見直した結果、2009 年 7 月、欧州委員会に対し債券売買の透明性確保を義務付けるべきとの勧告を行った。
- ② これを受け欧州委員会による新たな法規制導入が検討されることとなり、2010 年後半に金融商品市場指令（MiFID）の見直しが行われる際に導入されると見られている。
- ③ CESR の議長は OTC 市場の透明性向上を掲げており、欧州委員会の規制に対する雰囲気は厳しく、法規制が強化される方向にある。
- ④ 市場関係者からは、上記の新たな法規制導入の検討に当たっての課題及び方向性等について、次のとおりコメントがあった。

イ．ICMA は、2009 年 1 月、「債券市場の透明性に関する ICMA スタンダードの改善提案」を公表、意見を求めている。

ロ．課題としては、当局も含めて当初から把握されていたことだが、ボンドマーケットプライス・ドット・コムの価格情報が ICMA の英国内の会員のみから収集されており、EU で取引されている社債を広範にカバーするシステムではないということである。具体的に英国以外の国でも社債の価格情報の報告が義務化され、公表されるのかどうかである。

ハ．ボンドマーケットプライス・ドット・コムでは、1 日の取引終了後に、高値、安値、仲値及びビッド・オファーの平均値を公表しているが、取引後の透明性を確保するための措置として米国 TRACE のようなリアルタイムの体制に移行するかは検討中である。

ニ．米国と違い、EU は複数の国家から構成されるため、米国 TRACE のような仕組みで汎欧州のシステムを構築することは容易ではない。また、ICMA は民間企業であり莫大な投資を行ってまで、27 カ国すべてにボンドマーケットプライス・ドット・コム of の仕組みを普及させることは難しい。

ホ．金融機関の一部には価格透明性の向上に反対する意見もある。

ヘ．ABS については、今般の金融危機において市場の混乱を招いたため、価格情報をまったく公表しないというわけにはいかないと思われる。

2-2 Xtrakter の概要

Xtrakter は、以前は ICMA の商業ベース部門として債券の価格情報提供サービスを行っていたが、2009 年 4 月、ユーロクリアに売却され独立した。

Xtrakter が提供する債券の価格情報提供サービスの概要は、次のとおりである。

(1) 機関投資家向け債券の価格情報提供サービス

- ① 債券の価格情報は、以前は ICMA の規則に基づき報告されていたが、現在は、Xtrakter との契約に基づき 英国内の 137 の銀行・ブローカー及びそれ以外の 25 の企業等から提供を受けている。
- ② 一方、Xtrakter は、ICMA の会員以外の銀行や企業にも情報を提供、新規顧客は毎月 2~3 社のペースで増加しており、顧客の増加は、同時に価格情報等の提供者の増加につながることもあった。
- ③ 機関投資家向け債券の価格情報サービスには、主に資産運用業者向けとセルサイドの投資銀行向けの 2 種類があり、投資適格債のほか、ハイ・イールド債、私募債、証券化商品等の情報が提供されている。
- ④ ここで提供されるデータは、単なる価格情報のみではなく、市場データ、価格情報、統計値参考データ (Static reference data) からなっている。具体的データ項目としては、取引価格のほか、経過金利、日付、クーポン、次のクーポン支払日、コントリビューター数、気配値の高値・安値・中央値がある。また、レファレンスデータには、証券コード、証券タイプ、発行体名、満期、通貨、発行規模が含まれおり、顧客には単なる価格情報ではなく、取引の背景・条件の情報が提供されている。
- ⑤ 提供されている価格には拘束事項が設けられており、カウンターパーティーが特

定されたり、裁定取引の戦略が特定されるような形では提供されていない。

- ⑥ 価格には気配値と約定価格の2種類があるが、約定情報は、コントリビューターから1秒ごとにリアルタイムに送られ格納される。一方、気配値は、取引終了後にコントリビューターから価格情報のファイルが提供され、Xtrakter では、バリデーション・ルール（価格情報に採用する際の妥当性に関する検証基準）に合致しているかの判断・チェックを行い、その日の価格情報は、当日の午後8時30分には提供される。

⑦ バリデーション・ルール

イ、バリデーション・ルールによる情報の質のチェックは自動的に行われる。流動性が低いために長期間動いていない価格や、異常に大きなスプレッドなどは除外される一方、バリデーション・ルールに合致していれば、仮にコントリビューターが1社であっても、公表価格として採用する仕組みになっている。なお、気配値については、実績値と報告のために算出された値とが両方混ざっていると思われるとのことであった。

ロ、バリデーション・ルールは、Xtrakter 自身で定めており、公表されていない。FSA には報告義務はないが、どのようなルールを適用しているのか報告を行っているとのことであった。

ハ、バリデーション・ルールは、日々レビューを行い、最近では金融危機の際に見直しを行ったとのことであった。

- ⑧ Xtrakter の価格のファイルには5,000社に上の価格情報が入っているが、社債は、流動性の高い銘柄が少なく約260社で、社債によってはコントリビューターが1~2社ということもある。

- ⑨ Xtrakter では、私募債やABSなどの流動性の低い社債の価格情報に対する需要は大きいと見ており、流動性の高い社債の価格情報は他社でも見ることができることから、Xtrakter のビジネスとしては、これら流動性の低い社債の価格情報の提供であり、最も価値のある価格は、コントリビューターが1社しかない社債の価格であるとのことであった。

- ⑩ Xtrakter はコントリビューターに対し手数料は支払っていないが、Xtrakter のサービスの利用度合等に応じて利用料を減額している。

(2) ボンドマーケットプライス・ドット・コム

- ① ボンドマーケットプライス・ドット・コムで公表されている社債の価格情報は、流動性・格付けが高い銘柄（残存年限 1 年以上、格付 A- 以上、発行額 10 億ユーロ以上）の一定の取引（取引額 15,000～1,000,000 ユーロ）に限定されており、ハイ・イールド債、私募債、証券化商品等の情報は公表されていない。
- ② 価格情報は、午後 5 時 30 分に報告された取引価格（マークアップは含まれていない。）の高値、安値、仲値、さらに午後 9 時に取引終了時におけるビッド・オファーの平均値が公表されている（米国 TRACE は、同一の社債であっても各取引ごとの価格情報が公表されている）。
- ③ 個人投資家向けに無料で情報が提供されているが、利用するには登録が必要であり、登録の段階でユーザーをバイサイドの個人投資家に限定されている。
- ④ 運営コストは、ICMA のコスト負担はなく、全て Xtrakter が負担している。市場の透明性の重要性から行っていることであり、価格情報サービスの宣伝の意味合いもあるとのことであった。

3. 社債の電子取引システム等

欧州社債市場における社債の電子取引システムの利用状況、評価等及び証券取引所による債券市場について、次のとおり、市場関係者からヒアリングを行った。

(1) 社債の電子取引システム

- ① 電子取引プラットフォームのうち、国債を取引するマルチ・ディーラー・プラットフォームはある程度成功しているが、社債については比較的アクティブなマーケットアクセス（MarketAxess）やトレードウェブ（Tradeweb）であっても取引が少ない。
- ② マーケットアクセス等は、複数のマーケット・メーカーから社債の取引を取り込むことで比較的成功を収めている。社債の取引、流動性の低い社債では双方向の取引が難しく、特に顧客が規模の大きい取引を行う場合には、ディーラーが相手方となる必要がある。電子取引システムではディーラーは買いに立つことはできるが、売りに立つことはショートポジションのカバーが難しいことからできないことが多い。したがって、欧州社債市場では電話を通じたインターディーラーでの取引が主である。