

ICMA John Serocold 氏

プレゼンのポイント

1. 市場は需要と供給なしには存在できない。

(供給側の主体)

銀行借入やエクイティ・ファイナンス（新株発行または内部留保）よりも債券の発行を魅力的と見なす発行体

（2008年以前は、西側諸国では借入が選好され、エクイティの引上げ（自社株の買戻し）が盛んに行われたが、このことにより景気の後退期には企業と銀行のバランスシートが脆弱になった。）

(需要側の主体)

- 1) 保険会社、年金基金（典型的な「買い持ち」の投資家）
- 2) 個人投資家（直接または債券ファンドを通じて債券を購入する）
- 3) ヘッジファンド（短期の運用者）
- 4) 高頻度取引とアルゴリズム取引を行うトレーダー（市場が十分に自動化され透明性がある場合）
- 5) 企業・銀行の財務部門（短期担保付き運用（レポ取引）を行うプレーヤーを含む）

⇒市場の構造は、これらすべてのグループのニーズを踏まえてデザインされなければならない。

2. 上記を前提に市場の構造の問題を検討すべき。

選択肢：ディーラー・マーケットとオークション・マーケット

一般的に、債券市場はディーラー・マーケットが適しているとされる。

欧州（特にフランス）ではオークション・マーケットの機能・役割に期待する動きがあるが、懐疑的な見方も強い。

債券市場の透明性は欧州でも現在ホット・ 이슈。

ディーラー・マーケットでは資金を運用したいと思うディーラーの存在が前提

⇒これにより、市場が提供するビジネス・チャンスが機能する。

透明性の枠組みの構築にあたっては、以下の二点を最適化することが肝要。

- 1) 投資家の信頼（投資家が公表価格又はそれに近い価格で取引することが可能であり、かつ、完了した取引について十分に集積された情報が入手可能であること）
- 2) デイラーの保護（取引の早期公表による価格変動の悪影響を受けることなく、デイラーが収益を確定する機会が十分にあること）

デイラーは通常、銀行または専門化された証券デイラーであり、手持ち債券の貸借運用のため、広範なレポ取引を行う。

3. 堅固なポスト・トレードの手続整備が不可欠

債券市場における中央清算は提案されたことはあるが、普及していない
——安全性が多少増すかわりにコストとオペレーションの複雑さが増加する

中央清算はレポ市場、特に期限付きレポ取引で利用されている。

安価で効率的な決済システム——この要件は、規模（scale）と範囲（scope）の経済性を享受できる、多様な証券を決済する機関により充足される可能性が最も高い。

ポスト・トレード手続の安全性、堅固さ——公的機関による認可・監督により確保される。

決済機関はまた、国際基準（CPSS-IOSCO）、会計基準及びプロセス・コントロール基準（SAS 70 及びその後継基準等）を遵守しなければならない。

銀行間の決済は、中央銀行の資金で行わなければならない、日本国内で業務を行う外国銀行は、この目的のため日本銀行での口座開設が必要となる。

4. マクロプルデンシャル規制に関して

債券市場は重要な資金調達源であり、様々なショックを伝達するメカニズムである。

このため当局はその構造、安全性、健全性、堅固さ、その日々のオペレーション

に強い関心を持っている。

債券価格は、投資家の経済への見通しと将来の金利（イールド・カーブ）の動向に関する見解について重要なシグナルを送っている。

5. ミクロプルデンシャル規制、業務行為規制、投資家保護に関して

業者レベルのプルデンシャル監督に加え、当局は債券市場が濫用（価格操作、未公開情報の濫用）から保護され、市場参加者が業務行為基準を遵守するよう確保すべきである。——ここに JSDA が果たすべき役割があるかもしれない。

ICMA は発行市場及び流通市場に関する規則・提言を発出している。

——これらは JSDA に役立つかもしれない。

投資家保護に関して留意すべき点

- ・ 証券に関する既存の投資者保護基準が適用されること
- ・ 債券に固有の特性（キャッシュフローの予測可能性、デフォルトの確率）に十分配慮すること——投資者保護基準が、日本の順調で深く流動的な債券市場の発展（今回の議論における我々共通の目的）を不必要に制限することがないように注意

以 上

**Summary of Presentation by Mr. John Serocold, ICMA
at JSDA TV Conference on the Corporate Bond Market in Europe**

I would like to make five points, chiefly in relation to market structure and regulation.

First, a market cannot exist without demand and supply. Supply comes from issuers, for whom a bond issue represents an attractive alternative to bank borrowing or equity finance (new issue or retained profits). Before 2008, it was fashionable in the West to retire equity (share buy backs) in favour of debt; this made corporate and bank balance sheets more fragile when the downturn came. Demand comes primarily from insurance companies and pension funds; these are typically 'buy and hold' investors. A second group are retail investors, either directly or through bond funds. Shorter-term operators include hedge funds and - if markets are sufficiently automated and transparent - high frequency and algorithmic traders. Corporate treasurers (including bank treasurers) are another important group, including those involved in short term secured operations (repo). Design of market structure must take account of the needs of all these groups.

Second, assuming the questions raised above can be answered satisfactorily is the question of market structure. The broad choice is between a dealer market and an auction market; generally, bond markets are suited to the dealer model, though moves are underway in Europe (particularly France) to test whether continuous auction markets have a role to play. Early indications from my contacts suggest a degree of skepticism. Dealer markets require dealers willing to commit capital; and this will be a function of the commercial opportunities offered by the market. Bond market transparency is a hot topic in Europe at the moment. It is important that your transparency regime is designed to optimise two aspects: investor confidence (that they can deal at, or close to, advertised prices and that sufficient aggregated information about completed trades is available) and dealer protection (that dealers have sufficient opportunity to re-balance their books without adverse price movements as a result of early publication of a trade). Dealers are usually banks or specialised security dealers; to finance their inventory, dealers make extensive use of repo.

Third, robust post-trading arrangements are crucial. Central clearing is not widespread; it has been proposed by one of the experimental offerings referred to above, but it adds cost and operational complexity, in return for some additional security. Central clearing

is also used in the repo market, particularly for term repo. Settlement must be cheap and efficient; these criteria are most likely to be met by a settlement house which can enjoy economies of scale and scope because it settles other securities. Safety and soundness of post trading arrangements are also essential and these are generally assured by licensing and oversight by the public authorities. Settlement houses must also comply with international standards (CPSS-IOSCO) and accounting and process control standards (eg SAS70 and its successors). Settlement between banks must be in central bank money; foreign banks operating in Japan will require accounts at the BOJ for this purpose.

My last two points relate to regulation. First, macro-prudential: the bond market is an important source of financing and a transmission mechanism for shocks; the authorities will therefore take a close interest in its structure, safety and soundness, robustness, and in its daily operations. Bond prices send important signals about investors' views of the prospects for the economy and the likely future course of interest rates (yield curve).

Finally, micro-prudential regulation, conduct of business and investor protection. In addition to prudential supervision at the level of the firm, the authorities should seek to ensure that the bond markets are protected from abuse (price manipulation, abuse of unpublished information) and that market participants adhere to standards of business behaviour. There may be a role for JSDA here. ICMA has primary and secondary market rules and recommendations which may be helpful to you. In relation to investor protection it will be important to ensure that existing investor protection standards in relation to securities are applied and that due account is taken of the special characteristics of bonds (predictability of cash flows, probability of default) so that appropriately high standards do not unnecessarily restrict the development of a successful, deep and liquid bond market in Japan - our shared objective in these talks.

Thank you for the opportunity to discuss these issues with you. I look forward to your questions.