

「第7回 社債市場の活性化に関する懇談会 第4部会」議事要旨

日 時 平成23年6月2日（木）午後6時30分～8時40分

場 所 世界銀行 東京ラーニングセンター

出席者 吉野部会長ほか各委員

ICMA (International Capital Market Association)

John Serocold 氏 (Senior Director, Market Practice and Regulatory Policy)

AFME (Association for Financial Markets in Europe)

Mark Austen 氏 (Chief Operating Officer)

Rick Watson 氏 (Managing Director, Capital Markets)

Giulia Ferraris 氏 (Associate, Capital Markets)

Xtrakter

Adrian Gill 氏 (Compliance Manager)

議事概要

1. EU における債券市場の市場構造を踏まえた価格情報の公表及びその他の規制のあり方について

国際資本市場協会（ICMA／自主規制機関）から、EU における債券市場の市場構造を踏まえた価格情報の公表及びその他の規制のあり方について、次のとおり配付資料に基づき報告・説明があった後、意見交換が行われた。

【 ICMA からの報告・説明 】

1. 市場は、需要と供給なしには存在できない。

(1) 供給側の主体

銀行借入やEquity finance（新株発行、又は内部留保）よりも債券の発行を魅力的とみなす発行会社（2008年以前は、西側諸国では借入が選好され、Equity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、企業と銀行の貸借対照表が脆弱になった。）

(2) 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（直接又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）を行うプレイヤーを含む。）

⇒ 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。

(1) 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。

(2) 債券市場の透明性は、欧州でも、現在ホット・ 이슈。

(3) 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。

(4) 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 ディーラーの保護（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、ディーラーが収益を確定する機会が十分にること。）

(5) ディーラーは、通常、銀行又は専門化された証券ディーラーであり、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

(1) 債券市場における中央清算は、提案されたことがあるが、普及していない。

安全性が多少増す変わりにコストとオペレーションの複雑さが増加する。

(2) 中央清算は、レポ市場、特に期限付レポ取引で利用されている。

(3) 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。

(4) 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。

(5) 決済機関は、国際基準（CPSS-IOSCO）、会計基準及びプロセス・コントロール基準（SAS70及び、その後継基準等）を遵守しなければならない。

(6) 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（金融システム全体の脅威に対する信用秩序維持政策） 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、堅固さ及び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、業務行為規制及び投資家保護に関して

(1) 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、日本証券業協会が果たすべき役割があるかもしれない。

(2) 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、日本証券業協会に役立つかもしれない。

(3) 投資家保護に関して留意すべき点。

① 証券に関する既存の投資者保護基準が適用されること。

② 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。

【 意見交換 】

- ・ 「債券市場における流動性は重要である。」との説明があったが、我が国社債市場は、2008年の国際的な金融危機（米国サブプライム住宅ローン危機）の後、流動性の問題に直面することになった。その際、欧州債券市場では、どのような救済、あるいは是正措置が行われたのか。
- ・ 本部会では、我が国社債市場の流動性の問題とともに、社債市場・価格の透明性の問題について検討を行っているが、欧州債券市場では、社債市場・価格の透明性の問題について、どのような取組みが行われているのか。
- ・ 2008年の国際的な金融危機後の流動性の問題は、規制当局側による介入、特に中央銀行によって様々な措置が行われた。米国では「量的緩和」と呼ばれているが、英国の中央銀行は、マネーを市場に注入すべく、キャッシュに対してリターンを出すといった特別な流動性スキームを策定した。また、その他の欧州の中央銀行においても、同様のスキームが実施された。なお、スウェーデンや、その他の非主要通貨の国の対応は、詳細に把握していないが、流動性の問題に対する何らかの措置を行ったのではないかと推察される。
- ・ 欧州の中央銀行は、金融危機の後、「量的緩和」と呼ばれる介入を行った。具体的には、欧州の中央銀行は、相対的に安全な投資と考えられる国債や社債を購入したことから、欧州社債市場は、相当、活性化を図ることができた。
- ・ 欧州の中央銀行が社債を購入するためには、社債市場の透明性が条件であった。社債を購入することは、ある意味、銀行融資と比較すればリスクが高いと言える。
- ・ 2010年から、欧州中央銀行（European Central Bank／以下「ECB」という。）が、カバード・ボンド（covered bond／住宅ローンなどの債権が担保となる社債）の購入を開始したことに伴い、欧州カバード・ボンド市場は、一気に活性化した。
- ・ 欧州カバード・ボンド市場では、ECBによって非常に良い動きが行われたことから、流動性が確保された。
- ・ 欧州の証券化商品市場では、米国サブプライム住宅ローン危機の影響を受けて、どのようなパブリック・シグナルを出すかなどについて検討が行われているところである。
- ・ 欧州の社債市場の流動性は、規制当局によって出されるシグナルが重要である。
- ・ 欧州の投資家によれば、社債がデフォルトする際の過程では、EUレベルで発行会社と銀行、政府の間で、どのような手続が行われているのか分からないため、社債や転換社債の投資を控

えるとのことであった。このことは破綻処理の明確化が必要であることを示唆している。

- ・ 欧州債券市場では、例えば、Bloomberg や Thomson Reuters によって、市場情報を提供する仕組みがあり、また、銀行から特定の機関投資家に対して、価格情報の提供を行う仕組みもあることから、広範なネットワークが構築されていると言える。
- ・ 価格情報を提供することは複雑であるものの、ICMA では、単一の権限を持ったソースから情報提供することが適切であるのか、それとも、様々な方法で市場に対して、情報提供することが適切であるのか模索しているところである。
- ・ 欧州債券市場では、投資家に対して、透明性を有した状態で、取引前後の様々な価格情報が提供されている。国債と社債の価格情報は、様々なソースから発信されているが、AFME では、それらの価格情報を一つのソースに融合することができないのか検討を行っているところである。

2. 欧州金融市場指令 (The Market in Financial Instrument Directive (MiFID)) の見直しにおける債券市場の透明性の枠組み及びこれに関する業界の見解と取組について

欧州金融市場協会 (AFME/業界団体) から、欧州金融市場指令 (MiFID) の見直しにおける債券市場の透明性の枠組み及びこれに関する業界の見解と取組について、次のとおり配付資料に基づき報告・説明があった後、意見交換が行われた。

【 AFME からの報告・説明】

- ・ ICMA の欧州債券市場に対する見解は、AFME としても共有しており、正しい説明である。AFME からは、欧州債券市場におけるポスト・トレードの透明性 (post-trade transparency) について、AFME の活動を説明させていただきたい。
- ・ EU では、Basel III (2010 年 9 月、バーゼル銀行監督委員会が公表した国際的に業務を展開している銀行の健全性を維持するための新たな自己資本規制) の合意が形成されつつあり、資本要件指令 (Capital Requirement Directive/以下「CRD」という。) IV が策定されている。
- ・ CRDIV は、欧州債券市場の流動性に対して、潜在的に大きな影響を与えるのではないかと。Basel III が合意された場合は、投資家及び銀行にとっても、一部の投資商品を保有するコストが高くなるため、欧州債券市場の流動性に関する影響が大きいのではないかと。
- ・ 債券市場の流動性に関する議論は、供給側と需要側 (バイヤーとセラー) の存在を忘れてはならない。今後 10 年間で、債券市場の規準が構築される場合は、いずれの規準であっても、

欧州債券市場に影響を与えることになるのではないかと。

- ・ MiFID は、欧州の一つの法律として証券市場を幅広く規制するものであり、現在、その見直し中である。AFME は、MiFID の見直しに対応すべく様々な活動を行っている。
- ・ 2008 年の国際的な金融危機の後、MiFID は、市場参加者の経験に基づき、どのように、強化若しくは改善することが可能であるのかについて見直しが行われている。MiFID は、Equity 市場において競争が導入されるとともに、ディーラーとインベスターの各々に影響を与え、また、市場の断片化を生じさせた。欧州全体で調和しながら、投資者を保護することは、MiFID の一つの柱である。その観点で、MiFID は成功したのではないかと。
- ・ MiFID II では、透明性の要件について、Equity に限らず、非 Equity（社債など）についても拡大される可能性がある。
- ・ 欧州証券規制当局委員会（The Committee of European Securities Regulators／以下「CESR」という。／現在の欧州証券監督機構（European Securities and Markets Authority／以下「ESMA」という。））と AFME は、債券の取引後の価格透明性を図るための提案を行った。ESMA（旧：CESR）の提案は、特定の商品（国債及び社債など）について、各商品ごとに、取引後の透明性を高めるための制度を構築するものであり、商品ごとの流動性の程度に合わせた制度とするものである。言い換えれば、国債などの流動性が高い商品は、価格情報をリアルタイムで報告・公表することとし、一方で、国債と比較して流動性が低い社債は、ある程度の遅延を認めようとして、価格情報を報告・公表するものである（11 頁参照）。
- ・ 市場では、商品の性質に起因して流動性が低いものが存在し、言い換えれば、売買を行う投資家が存在しなければ、当然ながら、流動性は低下する。ESMA の提案に対する重要な指摘は、すべての流動性の低い商品が該当するわけではないが、流動性が低い商品の価格情報をリアルタイムで公表すれば、その結果、流動性が損なわれるのではないかとといったことである。
- ・ 最も重要なことは、ある商品の価格変動リスクを踏まえたうえで、銀行自らがリスクを取っていくことではないか。もし最初の段階で流動性を提供するためのリスクテイクが喪失されてしまうと、投資家にとって、不合理なことになるのではないかと。
- ・ AFME では、ESMA の提案について、異なった見方をしているものの、基本的に価格の透明性向上の観点で、原則、ESMA との間で同意している。
- ・ 投資家にとって価格の透明性の向上は、市場の信頼性向上の観点で、非常に大きな役割があるのではないかと。投資家が市場を理解することは、非常にメリットがあると言えるのではないかと。
- ・ AFME では、ある公式を用いて流動性を調査することとした。具体的には、様々な商品（国

債、カバード・ボンド、スーパナショナル・ボンド（Supra-national Bond）、エージェンシー債（政府系機関債）及び他社株転換社債（Exchangeable Bond/EB）や、ハイ・イールド債、投資適格債及び証券化された仕組み債など）について、どのような流動性のレベルを有しているのか調査を行ったうえで、その商品に応じて、適切なレベルでの透明性の提供を行うことを決定したい。この決定に伴い、価格変動を抑えることができれば、投資家は、可能な限り、早く価格情報を得ることができるのではないかと考えている。

- ・ 投資家は、取引後の価格情報を得ることができれば、迅速に取引執行を行うことができるが、今後、どのように流動性レベルを決定させるかが問題となった。
- ・ AFME では、様々な商品を調査した結果、発行規模が大きい社債について相当の流動性があることを確認した。例えば、10 億円の社債が発行された場合は、その発行総額の 10~15%程度は、発行後の流通市場において自由に取引が行われており、その他の残りの多くの部分は、社債の償還まで保有（持ち切り）される状況である。
- ・ 発行規模は、非常に大きな印象を与えるため、AFME では、特定の時間枠の中で、どの程度の流動性を有しているのか、各々の商品について検討を行う必要があった。その際に、「相対的な流動性とは、その他の債券と比較して、どの程度の違いを有するのか。」について、AFME では、相対的な位置付けを決定できると考えている。
- ・ 1 万程度の様々な商品の調査結果に基づき、Xtrakter において、相対的な流動性の位置付けについて、どのような公式が良いのか、若しくはどのような公式が適切に機能するのか、実務で確認を行っているところである。
- ・ AFME では、取引後の透明性確保のための価格公表の枠組みとして、具体的には、流動性のレベルで高・中・低で区分の上、取引ロットに応じた次のような体制を構築したいと考えている。

AFME の債券の価格情報の公表に係る提案（図表「取引後の価格透明性体系」）

流動性レベル 取引量	低	中	高
0～X百万	終了時間	リアルタイム	リアルタイム
X～Y百万	取引日+a (一定以上の取引 量は数値をマスク)	終了時間 (一定以上の取引 量は数値をマスク)	リアルタイム
Y百万超	取引日+b (一定以上の取引 量は数値をマスク)	取引日+a (一定以上の取引 量は数値をマスク)	終了時間 (一定以上の取引 量は数値をマスク)

- ・ AFME では、例えば、非常に流動性が高く取引ロットが低い取引情報については、リアルタイムでの提供が可能であり、適切であると考えている。流動性が高く取引ロットが低い取引情報が公表されたとしても、市場を動かすことがなく、その債券を購入したい投資家に対して、悪影響を与えることはない。
- ・ AFME では、取引実績がほとんどない債券や、非常に流動性が低い債券で、取引ロットが大きい場合の取引情報については、ある程度、遅延したうえで公表しても良いと考えている。具体的には、取引日から、ある程度経過した後取引情報を公表した方が良いと考えている。それらの取引情報について、即時(リアルタイム)又は終了時間に公表するのであれば、債券を売りたい投資家が十分な時間を確保できず、その結果、その債券の流動性が損なわれるためである。
- ・ AFME としては、図表「取引後の価格透明性体系」についてテストを行いながら、その結果を踏まえて微調整を行い、最終的に、規制当局に対して相談する予定である。既に、非公式レベルでは、規制当局との間で意見交換を行っているものの、今後、投資家との間で意見交換も進めたいうえで、公式レベルで相談する予定である。
- ・ AFME は、投資家は、「取引後の価格透明性体系」について、基本的に良好であると考えているものの、投資家によっては違った見方があるため、透明性の向上と流動性の間でバランスを取りながら、投資家との間で、詳細な部分まで十分に意見交換を行っていきたい。
- ・ 透明性と流動性の向上は、バランスを取ることが非常に重要なポイントである。例えば、透明性の向上のために粗い制度が構築されれば、予期せぬ結果が生まれるかもしれない。

- ・ 2008 年の国際的な金融危機後、欧州における国債の流動性は、大きな痛手を受けた。ドイツ国債は非常に流動性が高いものの、ギリシャの国債は流動性が低い状況であるため、欧州全体を踏まえたうえで、「取引後の価格透明性体系」について、微調整する必要がある。
- ・ 「取引後の価格透明性体系」は、今後の状況次第で、必要な変更を加えることができるシステムを整備し、柔軟性を持たせなければならない。

【意見交換】

- ・ 欧州債券市場は、いわゆるギリシャ問題を抱えていることもあり、一口に国債といっても、ドイツ国債のように非常に流動性が高く安全性も高いものから、そうでないものまで、流動性や信用力が異なる多数の国債が存在するようになった。これは、社債市場に性格が似通ってきたといえるのではないか。
- ・ 欧州債券市場では、様々なソブリン債（国債や政府機関債のこと）が発行されているものの、我が国債券市場は、基本的に、日本という単一国の国債が多量に発行され流通しており、社債やその他の債券の発行額・流通量は少なく二極化している。
- ・ ドイツ債券市場は、非常に流動性の高いことが特徴である。しかしながら、例えば、15 年前に発行された償還期限 30 年の国債は、現時点ではその流動性はそれほど高くない。このように、同じドイツ国債でも、銘柄ごとに流動性には差があるといえる。ドイツの投資家も、投資した債券を満期まで保有するケースもあるので、大規模に発行された AAA の社債の方が、ドイツ国債と比較して、むしろ流動性が高いケースもある。
- ・ 政府の代理人として国債発行を運営する機関は、積極的に、市場参加者との間で連絡を取っているため、発行市場のディーラーは、多くの情報を有している。政府は、多量の国債を発行するため、市場環境を良い条件に整備する責任がある。
- ・ ドイツの国債は、各々のイシューによって異なるため、ディーラーは、どのイシューの流動性が高いのか、若しくはどの国債がすぐには売買できないのか把握する必要があり、また、理論的な価格も計算する必要がある。特に、発行されてから時間が経過した国債では、イールドカーブ、キャッシュ・フロー、償還期限までのキャッシュ・フローなどを確認することは、非常に重要であり、Equity と Debt の大きな違いである。
- ・ Equity には、ファンダメンタルな価値がない。その価値は、お金を払った人が払った分の価値であると言える。しかしながら、Debt は、金利、イールドカーブ、時間の経過などを把

握のうえ、参考価格又は理論価格を計算する必要がある。

- ・ 図表「取引後の透明性体系」では、流動性レベルが高いときと、取引ロットが小さいときにリアルタイムで公表されることになっているが、一方、流動性レベルが高く取引ロットがY百万を超える場合は、終了時間に、取引価格が公表されて取引量の数値をマスクするとされている。流動性レベルが高く取引ロットがY百万を超える場合は、リアルタイムで公表された方が透明性が担保されるのではないのか。どのような理由で、終了時間で一定以上の取引量について数値をマスクすることとなったのか。
- ・ 図表「取引後の透明性体系」において、取引ロットとは、ボリューム (volume) であり取引のサイズである。この図表の公式では、1日のターンオーバー (turnover) を踏まえて、流動性を把握しており、取引価格の公表に当たっては、取引ロットに応じて、公表時刻を考慮している。
- ・ 例えば、流動性が高い国債で、取引ロットが小さい場合は、即時に取引情報を公表することになる。仮に、流動性の高い日本の社債で、取引ロットが1億円超の場合は、遅延させようとして、取引情報を公表すれば良いのではないか。
- ・ 図表「取引後の透明性体系」において、どの程度、公表時間を遅延させるのか、合意に至っていない。現在、AFME では、Xtrakter との間で、その枠組みに関するテストを行っており、その結果を踏まえたうえで、どの程度、公表時間を遅延させるか決定する予定である。

3. Xtrakter の社債価格の透明性に係る取組み及び今後の市場規制に関する欧州規制当局者との議論について

Xtrakter から、Xtrakter の社債価格の透明性に係る取組み及び今後の市場規制に関する欧州規制当局者との議論について、次のとおり配付資料に基づき報告・説明があった後、意見交換が行われた。

【 Xtrakter からの報告・説明 】

- ・ 市場関係者と規制当局との間で、債券市場の透明性の問題について議論を行ってきた。
- ・ Xtrakter は、様々な商品について、約定が成立した取引の報告を受けており、市場に対して、値洗いや評価に役立つ価格情報と透明性を提供したいと考えている。
- ・ 規制当局は、証券業界において、ポートフォリオの評価に必要なデータ及び正確なデータが

十分に存在しないことについて、最も大きな関心を持っている。適切な債券評価が行われなければ、債券市場の透明性は確立されない。債券市場の透明性の確立は、大きな利益であるため、ICMA も賛同の意を表明しており、市場関係者においても異論がないのではないかと。

- ・ 債券市場は、単純に取引が行われるだけではない。規制当局は、特にリテールの投資家に対して懸念を抱いているものの、どのような方法であっても、リテールとホールセールの各々の観点から検討を行わなければならない。
- ・ 2008 年の国際的な金融危機の後、規制当局は、債券市場の透明性について非常に大きな懸念を持つようになり、どのように市場を動かせば良いのか、若しくはどのような形で取引情報を公表していけば良いのか模索しているところである。
- ・ バイサイドにおいては、ポートフォリオについて、様々な取決めがあるため、その懸念も払拭しなければならない。Xtrakter では、ESMA 及び AFME において、今後、どのような方法で、債券市場の透明性が図られるのか懸念を抱いている。
- ・ Xtrakter は、欧州委員会 (European Commission) や英国金融サービス機構 (United Kingdom-Financial Services Authority/以下「FSA」という。) との間で、様々な議論を行っているが、ESMA は、基本的に規制当局の視点で検討を行っている。
- ・ Xtrakter としては、必ずしも、透明性を極めて高くすることが良いと考えているわけではなく、流動性や取引額に応じて、透明性を少し低くすることも良いのではないかと考えている。
- ・ つまり、リアルタイムの透明性を実現した場合は、商品の流動性や取引額によっては悪影響を与えることがあり、その結果、流動性の低い市場を生み出すことになるのではないかと。なお、AFME では、規制当局に対して、Xtrakter の考え方を伝えているところである。
- ・ 2010 年 7 月に CESR (現 ESMA) から、商品ごとに取引量に応じた取引情報の公表についての提案が行われており、社債については、次のような提案内容となっている。

CESR (現 ESMA) の社債の取引情報の公表に係る提案

取引量	情報	公表時期
50 万~100 万ユーロの間の上限まで	価格、取引量	できるだけリアルタイムで (執行後 15 分以内)
50 万~100 万ユーロから 500 万ユーロまで	価格、取引量	取引日の終わり
500 万ユーロ超	価格 (500 万ユーロ超である旨のみ表示)	取引日の終わり

(注) 上記の GESR の提案に対して、現在、AFME から図表「取引後の価格透明性体系」(8頁参照) が示され、業界としての提案の取りまとめ作業が進められている。

- ・ ESMA は、非常に単純な方法で取引価格を公表することが基本的な考え方ではないか。欧州全体を規制するためには、債券市場の透明性の基盤を分かりやすいものとしたいのではないか。基本的に、各々の商品毎に流動性が異なることから、全般的に単純な方法を選択することは、大きな問題となるのではないか。
- ・ 一部の社債には、国債と同じレベルで非常に流動性の高い銘柄が存在し、一方で非常に流動性の低い銘柄も存在する。すべての国債は、同じ性質ではなく、社債も千差万別である。このような状況下、Xtrakter としては、市場参加者にとって、全般的に金融商品を一括りにして流動性を考えることは好ましくないと考える。
- ・ 債券市場の透明性に関する検討を行うに当たっては、金融商品毎の違いを十分に理解したうえで、適切なモデルを利用して、債券市場の効率性を維持できるようにしなければならない。
- ・ 米国 TRACE (Trade Reporting and Compliance Engine) では、すべての公募債の取引情報がリアルタイムで公表されているため、「ビッドとオファーの спреッド に影響を与え、その結果、流動性に変化があった。」と考える市場参加者もいる。TRACE を踏まえて、欧州債券市場では、どのような方法で透明性を向上させるのか。その一方で、どのように流動性を確保すれば良いのか検討を行う必要があるのではないか。
- ・ 欧州委員会と FSA は、ロンドンで会議を行ったが、両者ともに、「様々な商品を網羅する形で、債券市場の透明性の向上を実現させたい。」といった考え方であった。しかしながら、Xtrakter としては、現実的に考えれば、何らかの形で、取引情報の公表遅延を容認することも可能ではないかと考えている。
- ・ 欧州の証券業界は、これまでの3~4年、金融危機の影響を受けており、さらには、いわゆるギリシャ問題を抱えていることから、規制当局において、債券の取引情報を公表しないといった方策は選択できないのではないか。
- ・ 今後、Xtrakter は、取引公表協定によって、その取引情報を提供する認定機関となり、債券取引が行われる場合は、Xtrakter により、その取引情報が公表されることになる。
- ・ 欧州委員会と FSA は、他のアセットクラス(同じような値動きや、リスク特性を持つ投資対象となる資産グループ(資産の種類・分類)のこと。)に対して、取引情報の報告対象を拡大する際、その質を高くしなければならないと考えている。さらに言えば、その取引情報は、適切に調節を行ったうえで情報提供が行われるとともに、十分に実際の価格を反映した形で、正

確に実現しなければならない。

- ・ Xtrakter としては、現在、公表している取引情報に加えて、どのようなニーズを加えるとしても、まず、その情報の質を向上させることが重要であると考えている。規制当局においては、取引情報の質の向上について真剣に取り組む用意があるため、証券業界においても、取引情報について、正確であり、適時報告ができる方法を構築しなければならない。
- ・ Xtrakter は、ESMA の取引情報の公表に関する提案について、様々な懸念を勘案したうえで、さらに変更して欲しいと考えており、すべてのアセットクラスに対して、取引情報の透明性の向上を図ることが非常に重要であり、その懸念について、規制当局へ伝えていきたい。
- ・ 2010 年、ESMA は、FSA との対話の中で、「最終的な取引情報の公表体制を構築するに当たっては、複雑ではなく単純な仕組みとしなければならない。グローバルな視点からも、単純な仕組みが重要である。」と発表しており、FSA は、ESMA の考え方を支持している。
- ・ Xtrakter としては、一つのメカニズムを資本市場に提供するうえで、ユーザーにとっても大きな問題が存在することを懸念している。
- ・ Xtrakter は、AFME と ICMA とともに、どのような取引情報を提供することができるのか。さらには、欧州委員会に対して、どのような影響を与えることができるのか。最終的には、債券市場の透明性を確保するために、十分に分別のある方法を導入していきたい。
- ・ 規制当局は、取引情報の質の向上に着目しており、一方で、Xtrakter は、ESMA の取引情報の公表に関する提案について懸念を抱いている。
- ・ 欧州債券市場は、地域によって様々な特色がある。イタリア債券市場は、リテールの投資家が活発であり、その他の国の債券市場と事情が異なる。また、店頭取引（Over The Counter / 以下「OTC」という。）市場は、ホールセールが中心である。債券市場の透明性について検討を行うに当たっては、このような市場の違いを踏まえたうえで、不適切な規制が行われた結果、債券市場が痛手を負うことがないようにしなければならない。

4. EU における債券市場の透明性の確保等について

AFME、ICMA、Xtrakter から、EU における債券市場の透明性の確保等について、次のとおり報告・説明があった後、意見交換が行われた。

【 報告・説明 】

(1) 債券市場の透明性の確保等について

(AFME)

- ・ AFME としては、債券市場の透明性を確保しなければならないと考えており、EU における債券市場の透明性の確保について、規制当局においても、何らかの形で、債券市場の透明性を図る体制を構築しているところである。このような状況下、AFME では、規制当局の方策を強制される前に、何らかの適切なシステムを構築する必要があると考えている。
- ・ 欧州債券市場は基本的にホールセールが中心であり、イタリア債券市場はリテールの規模が相当大きいことから、欧州では、例外的な存在であると言える。欧州債券市場では、取引後の価格の透明性の枠組みについて、市場の違いを踏まえたうえで、様々な検討を行うことが必要である。
- ・ リテールの投資家は、機関投資家と比較して、取引ロットが小さいと言える。一方で、大きな取引ロットの約定の場合は、適切な遅延があった後又は終了時間に、取引価格を確認することができる。すなわち、AFME では、リテールの投資家と債券市場の流動性を踏まえたうえで、バランスの取れた取引情報の公表の枠組みを提案している。
- ・ AFME では、ESMA の取引情報の公表に関する提案について、金融商品ごとに流動性への配慮が必要であるといった点で基本的に合意しているものの、その商品分類のみに着目して公表案を設定していることについては、果たして良いのかと感じている。その理由は、例えば一部の社債は、その他の国債等の債券と比較して流動性が高いなど、例外的な銘柄も存在しており、そういった部分への配慮が必要ではないかと考えるためである。

(2) 債券市場における取引前の価格透明性等について

(AFME)

- ・ AFME では、債券市場における取引前の価格透明性について、2つのガイドを公表していることから、欧州債券市場は、既に相当の透明性があると言える。市場参加者は、どこの市場で取引を執行できるのか、どのプロバイダーがデータを提供しているのかなど把握しているため、取引前の価格透明性については問題視されていない。
- ・ 債券取引を執行する前提として、表示されている価格（以下「indicative price」という。）と実際に取引執行可能な提示価格（以下「firm price」という。）は異なるため、価格に大きな差があることを理解しなければならない。規制当局が、ディーラーに対して、すべての金融商品にリアルタイムで firm price を報告するよう求めた場合、多くのディーラーは、コストが高くなり、流動性も損なわれるため、その活動を止めるのではないかと懸念している。
- ・ firm price と相対的に近い価格とは、何であるのか。欧州債券市場では、債券を購入する際、取引前の透明性を得るべく、予想コストや公正価値の分析を行い、そのデータを用いて価

格を計算し、取引の執行を可能とした。

- ・ 欧州債券市場では、透明性が強調されている。その理由は、大口の機関投資家にとって、評価に影響するためである。例えば、非常にボラティリティの高い市場であるときは、数学的な計算を駆使して金融商品の評価ができるものの、実際に流動性が低いときは、売却しなければ、その価値（取引価格）を把握することができない。

(ICMA)

- ・ 市場価格については、幅広く議論が行われており、金融資産を時価評価するとき、その資産の保有を続けるのか、若しくはその資産の内容によって違いが生じるのかなど、常に問題が生じる。例えば、ECB では、担保付の債券を償還まで保有した場合の債券価値のモデルを公表している。
- ・ 債券市場における取引前の価格透明性の議論では、伝統的な indicative price を提供する動きではなく、率先して firm price を提供する動きが進んでいる。例えば、Bloomberg では、indicative price と表示する色を変更して、firm price を公表している。
- ・ eコマースのプラットフォームを構築している銀行の顧客は、バーチャル銀行で、firm price を確認することができる。この firm price は、ディーラーによって、カウンター・パーティー・リスクやクレジット・リスクを勘案したうえで提示されている。

(AFME)

- ・ 現在の欧州債券市場では、CCP (Central Counterparty) が限定的に利用されている状況であり、この状況は、顧客が債券価格を決定するときの一つの要素となるのではないか。
- ・ クレジットライン（銀行が手数料と取ったうえで企業に与える与信枠）がない、若しくはクレジットラインの制限直前のときは、当然ながら、債券価格に影響を与える。

(Xtrakter)

- ・ 規制当局は、MiFID の見直しの中で、債券市場における取引前の価格透明性の枠組みも義務化したいと考えている。
- ・ 現在、欧州証券業界では、債券市場における取引前の価格透明性の枠組みの義務付けを要求されてなく、その枠組みについて、法制化する必要性は感じていないのではないか。

(AFME)

- ・ 2008 年の国際的な金融危機の後、欧州債券市場では、流動性が低くなり、一部の証券化商

品、国債、特に仕組債について相当リスクが顕在化した。そのような状況になれば、銀行の貸借対照表は縮小するため、ある特定の商品に対して、投資家の関心が集まることもある。

- ・ 市場参加者によって、誰がトレーダーであるのか特定したうえで、ある債券価格で取引を行う意思があるのかどうか判断できるようにする必要があるのではないか。

(Xtrakter)

- ・ Xtrakter は、複数年分の社債の取引データを保有しているため、数万銘柄の価格の変化や、ある一定期間、全く取引が行われない銘柄などを把握しており、年間で 50 回の取引が行われない銘柄も相当多い状況である。
- ・ 相当特殊な債券の場合は、投資家が満期まで債券全額を保有するケースもあるため、取引自体は、極めて限定的となる。このような債券取引の透明性について検討を行う場合は、その特性を注意しなければならない。その理由は、このような取引に対しても、流動性の供給者が資本を拠出するためである。

(ICMA)

- ・ 債券取引の中には、ある顧客から別の顧客にストレートに行われる普通の取引と、例えば、課税の都合で行われる特別な取引がある。債券市場の透明性について検討を行うに当たっては、特別な取引について、普通の取引と区分した待遇を受けられるようにすべきではないか。

(3) MiFID の改正について

(ICMA)

- ・ 2011 年 10 月、欧州委員会は、改正 MiFID を採択する予定である。しかしながら、過去の経験を踏まえれば、合意を得るためにはもう少し時間を要すると思われるため、おそらく 2012 年ごろまで、改正 MiFID に関する合意は得られないのではないか。また、仮に 2012 年に合意が得られたとしても、その後 2 年間は各加盟国で対応のための議論が行われることになるため、最終的な決定は、2014 年ごろになるのではないかと思われる。

【意見交換】

- ・ 流動性の低い債券の取引情報が終了時間に公表される場合は、債券市場に対して、誤ったシグナルを送る懸念が生じるとの指摘がある。
- ・ また、これまでの説明では、ディーラーは、取引価格等のリアルタイム公表による価格変動の悪影響を受けることなく、収益を確定する機会を十分に与えられることが必要であり、流動

性の低い債券は、終了時間後に取引情報が公表されるべきであるとのことであった。ということは、流動性の低い債券の取引情報の公表は、終了時間後であれば問題がないのか。

- ・ 懸念があるのは、債券の流動性が低いためである。例えば、アンワインド（既存の取引ないしは既存のポジションを解消し、取引実施前の状態に戻すこと。）の段階で、流動性の低い債券の取引情報がリアルタイムで公表された場合、ディーラーは、ヘッジングする時間を失うため、その結果、損失を負うことがある。そのため、そのような債券の取引を控え、却って流動性が低下する懸念がある。
- ・ AFME が提案した図表「取引後の価格透明性体系」は、一つの例示であり、現在、テストを行っているところである。例えば、流動性が低く取引ロットが小さい債券は、終了時間に取引情報を公表することとしており、テスト結果によっては、取引ロットが小さかったとしても、終了時間で公表が早過ぎたため、流動性に問題が生じるといった結論になるかもしれない。
- ・ 「流動性の低い債券は、どの程度の遅延を認めたいうえで、取引価格を公表すれば良いのか。」といった議論について、AFME としては、市場の透明性の向上を踏まえたうえで、最終的な結論を得ていきたい。
- ・ Xtrakter としては、債券の流動性に痛手を負わせたくない。流動性の低い債券への投資・資本配分に問題を生じさせる場合でも、取引日から遅延して取引情報を公表するのであれば問題ではないと考える。
- ・ 図表「取引後の価格透明性体系」の中で、「取引日+a」や「取引日+b」とあるが、例えば、取引ロットが大きい場合は、取引日+3営業日といった形で、十分に遅延のうえ、取引価格を公表することは問題ないのか。
- ・ 流動性の低い債券は、どの程度の遅延を認めたいうえで、取引価格を公表すれば良いのかという点については、Xtrakter としては、どの程度の遅延が必要であるか証明ができなければ、規制当局を説得することはできないと考えている。
- ・ 本部会では、「流動性の低い債券の取引情報の公表が行われた場合は、さらに流動性に悪影響を与えるのではないか。」という意見もあるが、その点について、どのように考えるか。
- ・ 取引量の数値をマスクしても、問題が生じると考えているのか。AFME としては、取引情報の公表時間について適切な遅延が認められたうえで、取引量の数値をマスクしていれば問題が生じないのではないかと考える。

- ・ Xtrakter としては、取引時間の公表について適切な遅延が認められたうえで、取引量の数値をマスクするのであれば、債券市場において、十分に対応が可能であると考える。
- ・ 流動性の低い債券の取引情報を終了時間に公表した場合は、ある程度の平均価格の情報を集合状況として公表することができる。平均価格、あるいは集合的な情報を公表するとともに、取引量の数値をマスクすれば、業界の懸念を回避できるのではないか。
- ・ 数千銘柄の債券は、取引が活発ではないことから、取引情報の公表に当たっては、流動性に対して悪い影響を与えないようにしなければならない。この点は、証券業界及び規制当局においても、重要なポイントと言えるのではないか。
- ・ 取引量の数値をマスクする場合は、債券取引を行うグループにとって問題が生じないのではないか。
- ・ デイラーは、キャッシュ・フローなどの様々な分析を行うため、多くの銘柄の分析に数日間の時間を要することになる。仮に、規制の目的が債券価格の透明性に限定されないのであれば、仕組債では、その取引情報の公表は、その他の商品と比較して、例外的に長く遅延を認めなければならないのではないか。
- ・ 欧州の市場関係者は、既に 10 年の実績のある米国 TRACE について、どのように評価しているのか。
- ・ 欧州債券市場における取引後の価格の透明性の向上に向けた施策は、段階を踏んで、TRACE と同様の方法を想定しているのか。それとも、何らかの他の要素を取り入れようとしているのか。
- ・ 欧州と米国との間では、当然ながら、社債市場の構造も異なるため、欧州市場関係者においては、その他様々な点で、何か気になることがあれば、教えていただきたい。
- ・ AFME は、米国証券業金融市場協会 (Securities Industry and Financial Markets Association / 以下「SIFMA」という。) との間で、情報交換、連携を図っており、TRACE 創設当初から、積極的に議論へ参加していた。
- ・ 米国金融取引業規制機構 (Financial Industry Regulatory Authority / 以下「FINRA」という。) や米国規制当局によれば、「TRACE は大成功であった。取引の執行コストも小さくなった。流動性は全く影響を受けなかった。」とのことであった。一方で、米国の市場関係者によれば、「ディーラー、市場参加者、個人投資家や機関投資家は、リアルタイムで取引情報を公表する TRACE を上手く利用できなかった。」とのことであった。

- ・ 米国の一部の大口の機関投資家によれば、「取引ロットの大きい社債は、流動性に対して影響が出た。すぐに、大口取引を執行することができなかった。流動性の低い社債の大口注文は、以前は取引が成立したにもかかわらず、売買ができなくなった。」とのことであった。その理由は、ディーラーが、リアルタイムで取引情報を公表する TRACE の下で、その社債の流動性を提供することについて、二の足を踏んだためであり、また、大口注文は、小口注文にしなければ、市場に与える影響を払拭できないためである。
- ・ 現在の米国社債市場では、証券会社は、社債を購入したい顧客が見つかったときに限ってリスクを取り、基本的には、リスクを取らない傾向に変化している。この傾向について、欧州市場関係者では、「オーダー注文型市場」と呼んでいる。
- ・ 米国社債市場は、欧州社債市場と異なり、市場参加者数が大手数社に限られている。一方で、欧州社債市場は、ディーラーの数が多く、米国社債市場と比較して、価格形成の競争も熾烈である。欧州社債市場と比較して、競争が少ない米国社債市場では、TRACE が必要だったのかもしれない。
- ・ 欧州市場関係者としては、ホールセール、特に大口機関投資家によって大口注文を執行する際にも利益があり、また、社債市場の透明性を向上させるとともに、取引情報の公表について適切な時差(遅延)を設けることで、顧客が適切に取引を成立させることができる、最良執行で取引が行える環境を構築していきたい。
- ・ ディーラーによって、実勢価格から乖離した価格で取引が行われていないことを確認するためには、即時、又は終了時間、若しくは取引日の3日目又は5日目の段階で、実際の取引の執行状況を把握できれば良いのではないか。つまり、「最終的には、どのような形で注文が執行されて、実勢価格から乖離した取引では、例えば、このような結果となった。」といったことが確認できれば良いのではないか。
- ・ AFME としては、欧州債券市場について、欧州及び米国の良い点を活用しながら、流動性が毀損しないように最良執行を実現していきたい。
- ・ 米国規制当局によれば、「TRACE は大成功であった。」とのことであり、その説明は、欧州規制当局に対して、大きな影響を与えている。
- ・ TRACE の議論における重要なポイントは、① 取引後の価格情報を公表すること、② 規制当局に対して、詳細な取引毎のデータを提供するものの、そのデータは公表しないことである。
- ・ 米国規制当局は、詳細な取引毎のデータを一般に公表しないものの、どのような取引が実際に行われているのかを確認することによって、債券市場を監督し、規制の目的に合う債券市場

の透明性を確保しようとした。

- ・ 今後の議論のポイントは、どのように、多くのデータを公表すれば良いのか検討を行わなければならない。その検討のうえで、どのような組織を構築するかが重要である。市場参加者においては、可能な限り、正確に早く相当量のデータを処理することについて、検討を行わなければならない。
- ・ 「イタリア債券市場は、例外的な存在であると言える。」といった説明があっが、欧州内の国によってマーケットの特性が異なる状況下において、(AFMEが想定するような)あまりにも詳細な規則を欧州の統一ルールとして策定することの実効性はあるのか。結果としては、国によって異なるルールが策定されてしまう可能性があるのではないか。
- ・ Xtrakter が注目しているのは、国際的な投資家によって購入されるクロスボーダーで発行された国際的な債券である。忘れてはならないことは、MiFID が単一市場を目指すための措置であり、債券市場を含めた金融市場の単一化が至上命題である。
- ・ 新しい欧州の規制当局は、拘束力を持つ技術規格を構築する考えではないか。市場参加者にとっては、単一のルールが整備されれば挑戦である。そのルールは、人間の行動、商業的な優先権及び経済的な実態を十分に勘案しなければならない。
- ・ 欧州債券市場は、価値のある選択肢として、貯蓄から投資へ促進すべく、活用されなければならない。
- ・ 現在の欧州債券市場は、国債、カバード・ボンド及び社債などにおいて、一つの市場として機能しているのではないか。
- ・ ディーラーは、デュレーション（債券投資で元本を回収するまでに必要な平均残存期間のこと。）によって、双方向の取引を行っている。AAA のドイツ、フィンランド及びフランスと、ギリシャ、アイルランド及びポルトガルとの間では、デュレーションに違いが生じるものの、欧州債券市場は、社債市場も含めて、単一である。
- ・ バイサイドは、どの国の発行会社であるかは問題視しておらず、債券自体の質、とりわけ、イールド（利回り）について注視している。
- ・ 個人投資家は、国内の地元のブローカーや銀行で債券取引を行っている。イタリアの債券市場は非常に大きく、イタリアの個人投資家は、自国の債券を多く購入しており、また、ユーロ以外の債券も購入している。

- ・ 欧州債券市場では、調和されたアプローチがキーワードである。欧州債券市場が抱える問題は、法制化について、リテールの観点に相当偏って検討が行われてきたことである。今後、ホールセールの観点で、さらに検討を行わなければならないのではないか。
- ・ 米国サブプライム住宅ローン危機は、世界的な規模であったため多くの市場において、共通のアプローチを取ることになっている。
- ・ G20 (Group of Twenty) や欧州規制当局においても、デリバティブ市場に対して共通のアプローチを取る考え方である。
- ・ 欧州債券市場は、一つの規格を決定して、その規格が調和されたアプローチで適用されていくことになるのではないか。
- ・ 本日の会合で、「どのような方法で、日本の社債の価格情報インフラは整備されているのか。」把握することができ非常に良かった。
- ・ 今後、日本の社債市場の活性化に向けてどのような取組みが行われるのか、改めて、教えていただきたい。

4. 次回会合

第8回会合を6月9日(木)に開催する。

(注) 本議事要旨は、本会合での報告・説明、意見交換(日英同時通訳)を基に事務局(日本証券業協会)が作成

(配付資料)

- ・ ICMA John Serocold 氏プレゼンのポイント／Summary of Presentation by Mr. John Serocold, ICMA at JSDA TV Conference on the Corporate Bond Market in Europe
- ・ AFME : MiFID IIにおける債券市場における取引後価格透明性の枠組み(仮訳)／MiFID : a post trade transparency framework for the Fixed Income markets
- ・ 債券市場の透明性／JSDA Bond Market Transparency
- ・ EU 金融商品市場指令 (MiFID) の見直しの動きと債券市場における価格透明性に係る議論の経緯
- ・ 質問事項／Issues of Interest

以 上