

日本証券業協会
「社債市場の活性化に関する懇談会」第4部会
証券監督者国際機構 (IOSCO)「社債市場の透明性」報告書

平成23年9月20日(火)

松尾直彦

西村あさひ法律事務所弁護士・ニューヨーク州弁護士
東京大学大学院法学政治学研究科客員教授
(元金融庁国際課企画官・金融商品取引法令準備室長・法務室長)



目次

1 基本的視点	3
2 IOSCO(証券監督者国際機構)	5
3 IOSCOの証券規制原則	7
4 IOSCO専門委員会報告書	10
5 IOSCO2006年香港年次総会パネル	16



1 基本的視点(1)

(1) 日本の経済的地位の低下

- EU(欧州連合)を考慮すると従前から世界第2位でない。
- 2010年にGDPで中国に抜かれて国別で世界第3位。
- 一人あたりGDPも世界第20位程度
⇒ アジアでもシンガポールが第1位。
- 証券市場の世界シェアも低下。

(2) 日本の将来

- 少子超高齢化の構造問題
- 新興市場国の台頭と「ものづくり」の国際競争力の低下
- 問題先送り体質



1 基本的視点(2)

(3)対応の基本方針

- 主要先進国の地位の持続
- 世代交代

(4)対応の基本政策

- 開国
- 外国資金の積極的受入れ
- 国内金融資産の収益力強化
⇒「お金で稼ぐ」

(5)市場整備の考え方

- 国際標準の市場整備
- 「小異を捨てて大同につく」



2 IOSCO(証券監督者国際機構)(1)

(1)IOSCOの概要

- International Organization of Securities Commissions
- 世界の証券規制当局が参加する任意の国際団体。
 - ⇒ 普通会员(証券規制当局)115機関
 - ⇒ 准会員(その他当局)11機関
 - ⇒ 協力会員(自主規制機関等)73機関
- 1983年に発足(1986年に現在の名称)。
- 日本は1988年11月に加入(当時:大蔵省(証券局))。
 - ⇒ 金融庁が普通会员
 - ⇒ 証券取引等監視委員会・経済産業省・農林水産省が准会員。
 - ⇒ 日本証券業協会・東京証券取引所・大阪証券取引所が協力会員。



2 IOSCO(証券監督者国際機構)(2)

(2)IOSCOの組織

- 代表委員会(Presidents' Committee)
 - ⇒ 全メンバーから構成。
 - ⇒ 年次総会時に年1回開催。
- 理事会(Executive Committee)
 - ⇒ IOSCOの意思決定機関
 - ⇒ 日本は1989年以来継続して選挙で理事会メンバーに選出。
 - ⇒ 年3回程度開催。
- 専門委員会(Technical Committee)
 - ⇒ 先進国・地域の証券規制当局から構成。事実上IOSCOの活動の中心。
 - ⇒ 2011年4月から河野金融庁金融国際政策審議官が議長に就任。
- 自主規制機関諮問委員会(SRO Consultative Committee)
 - ⇒ 大久保日本証券業協会副会長が議長。



3 IOSCOの証券規制原則(1)

(1)概要

- 「証券規制の目的と原則(Objectives and Principles of Securities Regulation)」
(1998年9月策定(最新版2010年6月))。
 - ⇒ 法的拘束力なし。
 - ⇒ IOSCOメンバー当局がその準拠を促されるもの。
 - ⇒ IMF(国際通貨基金)・世界銀行のFSAP(金融セクター評価プログラム)により遵守状況を審査(日本は2003年に実施)。
 - ⇒ IOSCO原則遵守は先進国の責務と証。
- 証券規制の3つの目的を達成するための38の原則
 - ⇒ 投資者保護
 - ⇒ 市場の公正性・効率性・透明性の確保
 - ⇒ システミック・リスクの削減



3 IOSCOの証券規制原則(2)

(2)IOSCO原則における証券市場の透明性

- 「流通市場の原則(Principles for Secondary Markets)」(原則33～原則38)
- 原則35「規制は取引の透明性を促進すべきである(Regulation should promote transparency of trading)」[改訂前は原則27]
 - ⇒ 改訂前の原則27は株式市場を念頭。
 - ⇒ 改訂後の原則35は対象市場の限定なし。
- IOSCO原則実施評価基準(Methodology)(2003年10月)
 - ⇒ IOSCO原則の遵守状況を評価するための基準
 - ⇒ 4段階の評価基準。「完全遵守」「概ね遵守」「一部遵守」「非遵守」



3 IOSCOの証券規制原則(3)

(3)IOSCO原則実施評価基準

- 「透明性(transparency)」は、取引に関する情報(pre-trade情報とpost-trade情報の両方)がリアルタイム・ベースで公表されることと定義可能。
- pre-trade情報(bidsとoffersの情報)の広範な利用可能性は、価格発見と利用者の公正価格で取引できるとの信認強化の中心的要素。信認を通じて市場参加のインセンティブを増大させ、流動性を促進し、競争的価格形成を刺激。
- post-trade情報(成約取引の価格・取引高)は、市場参加者とその顧客に、最新情報の考慮と執行(execution)の質のモニターを可能化。すべての市場参加者に平等(equitable)に提供されるべき。
- ただし、透明性水準に関する個々の市場参加者とその顧客の利害が多様なため、市場の透明性基準の確立は簡単でない。規制当局は相当な注意をもって特定の市場構造の透明性の適切な水準を評価する必要。
- 市場運営者がリアルタイム透明性からの部分的逸脱を許容する場合、その条件が明確に定められ、市場当局は完全な情報にアクセスするべき。



4 IOSCO専門委員会報告書(1)

(1) 報告書の位置づけ

- 「社債市場の透明性(Transparency of Corporate Bond Markets)」(2004年5月)
- IOSCO専門委員会「第2常設委員会(Standing Committee on Secondary Markets(SC2))」で検討。
- 当時のSC2議長はイタリア国家証券委員会(CONSOB)。
- 当時EU各国の証券規制当局の間では「金融商品市場指令(Markets in Financial Instruments Directive(MiFID))」(2004年4月27日)が話題。
- SC2メンバー国・地域の社債市場の調査結果とりまとめ、メンバー間の透明性枠組みの相違の比較及び主な課題の整理。



4 IOSCO専門委員会報告書(2)

(2)「透明性に向けてのトレンド」に関する指摘(1)

- 規制当局は従来社債市場における全体的な透明性に低い関心。
 - ⇒ 社債市場の参加者は主として機関投資家。
 - ⇒ マニュアルの発注・取引プロセスが支配的であるため透明性義務化は高コスト。
- 社債市場の進展(特に複雑化と参加者の拡大)から規制当局は社債市場透明性の適切性を再評価。
 - ⇒ 米国TRACE導入やEU・MiFIDの透明性義務拡大の見直し規定。
- 透明性増大へのセルサイド業界の反対。
 - ⇒ 透明性増大は流動性を損なう。
 - ⇒ 社債市場の投資者は透明性義務化なしでも市場に信認。



4 IOSCO専門委員会報告書(3)

(2)「透明性に向けてのトレンド」に関する指摘(2)

- しかし市場の効率性・公正性の観点からリテール投資家と機関投資家の両方にとって完全・正確な情報が必要。
 - ⇒ リテール投資家は機関投資家ほどの情報へのアクセスや公正価値の算定能力なし。
 - ⇒ 社債市場の複雑化から機関投資家にとって取引情報の透明性の重要性が増大。



4 IOSCO専門委員会報告書(4)

(3)「透明性と流動性の議論」に関する指摘

- 透明性は価格形成への信認増大を通じて市場参加の拡大を促進可能。
- しかし過度の透明性はディーラーにとってのrisk/reward profileを変化させて流動性を低下させるとの議論。
 - ⇒ OTCエクイティ取引の透明性義務についてOTCエクイティ・ディーラーは当該議論をしたが、当該影響は観察されず。
- 規制当局は国内社債市場透明性の適切性の評価にあたって市場構造と透明性増大の潜在的影響を注意深く考慮する必要。
- 米国の経験から規制当局は透明性の一層積極的促進を決定する場合には業界と緊密に作業することが望ましい。
 - ⇒ 当初は最も流動性の高い社債から開始して段階的に進展。



4 IOSCO専門委員会報告書(5)

(4) 勧告 (recommendations) (1)

① 規制枠組みに関する中核的措置 (core measures)

- 規制当局は社債市場の特徴に関する情報を取得すべき[中核的措置1]。
- 規制当局は社債取引の報告義務を実施すべき[中核的措置2]。
- 規制当局は社債市場取引における適切な情報収集・監視方法・システムを設けるべき[中核的措置3]。

② 透明性に関する中核的措置

- 規制当局は価格発見と市場の誠実性を促進するために社債市場の適切な透明性水準を評価すべき[中核的措置4]。
 - ⇒ 規制当局が考慮すべき事項として、市場規模、特定の社債又は社債グループの取引頻度、市場参加者、発行者の信用格付、取引方法、開示の市場流動性への潜在的影響、社債の上場の有無と既存の取引所の透明性基準など。



4 IOSCO専門委員会報告書(6)

(4) 勧告 (recommendations) (2)

③ 価格情報の統合 (consolidation) に関する中核的措置

- 規制当局は、取引データの透明性は存在するがデータが統合されていない場合、統合への支障及び規制措置の必要性の有無について判断すべき [中核的措置5]。



5 IOSCO2006年香港年次総会パネル(1)

(1)概要

- パネル3「社債市場—透明性は強化されるべきか？」(2006年6月8日)
- パネリスト4人
 - ⇒ 米国SEC委員、ドイツ銀行ロンドンMD、S&Pアジア太平洋EMDとUBS香港MD。
- EU勢はMiFIDの透明性義務の対象範囲拡大問題に関心。

(2)米国SEC委員

- 2006年1月にTRACE価格・取引情報の即時公表。
- 透明性の社債市場への影響は非常に便益。
 - ⇒ 流動性が悪化したとの証拠は殆どなし。
 - ⇒ スプレッドが縮小して大小の投資者にコスト低下の便益。
 - ⇒ 債券型ミューチュアル・ファンドの公正価値評価が大幅に改善。
 - ⇒ 発行者の資金コスト低下。
- 米国の経験は債券市場の大幅な透明性を支持。
 - ⇒ good for the market and the investors



5 IOSCO2006年香港年次総会パネル(2)

(3)ドイツ銀行ロンドンMD

- ストラクチャード商品の拡大と資金調達手段の多様化
 - 価格透明性を求めている電子取引の拡大とスプレッド低下
 - 国債市場へのMiFID強制適用への懸念
- ⇒ 急速な技術変化と市場構造変化の影響下の進展に委ねることが賢明。

(4)S&Pアジア太平洋EMD

- 透明性はデット資本市場の発展・成長・安定の鍵。
- 投資家の引付け・保持により流動性を推進。
- リスクの測定と管理を可能化。
- 資本配分の良好化、資本生産性の向上と経済成長を促進。



5 IOSCO2006年香港年次総会パネル(3)

(5) UBS香港MD

- 中国の社債市場。
- OTC市場は中国人民銀行の所管。取引所市場はCSRC(中国証券監督管理委員会)の所管。銀行は取引所市場に参加できない。
- 取引情報の適切な広がりは価格形成に非常に重要。
- 市場の透明性は市場の効率性に有用であるが、市場メカニズムを通じてよりよく達成。



ご清聴ありがとうございました



松尾 直彦(まつお なおひこ)

1986年東京大学法学部卒、大蔵省入省。89年ハーバード・ロー・スクール修了(LL. M.)、90年ニューヨーク州弁護士登録。96年司法修習修了。

02年～05年金融庁総務企画局国際課企画官、05年～07年同局市場課金融商品取引法令準備室長兼政策課法務室長、07年～09年東京大学大学院客員教授(金融庁からの出向)を経て、09年8月西村あさひ法律事務所弁護士(現職)。

主な著書に、『アメリカ金融制度の新潮流』(金融財政事情研究会、1996)、「一問一答 金融商品取引法(改訂版)」(編著、商事法務、2008)、「実務論点 金融商品取引法」(共編著、金融財政事情研究会、2008)、『金商法実務ケースブック I 判例編、II 行政編』(共編著、商事法務、2008)、『金融商品取引法セミナー 公開買付け・大量保有報告偏』(共著、有斐閣、2010)、『Q&A アメリカ金融改革法 ドッド=フランク法』(金融財政事情研究会、2010)ほか、論稿多数。

連絡先: 西村あさひ法律事務所
〒107-6029 東京都港区赤坂1-12-32アーク森ビル
電話:03-5562-9971、FAX:03-5561-9711
電子メール:n_matsuo@jurists.co.jp