

「第9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9月20日（火）午後4時～5時40分
場 所 証券保管振替機構1階 会議室
出席者 吉野部会長ほか各委員

議事概要

1. 社債市場の透明性の向上に向けたIOSCOの取組みについて

西村あさひ法律事務所 松尾弁護士から、社債市場の透明性の向上に向けたIOSCOの取組みについて、配付資料1「証券監督者国際機構（IOSCO）『社債市場の透明性』報告書」に基づき、次のとおり報告・説明が行われた後、意見交換が行われた。

【報告・説明】

1. 基本的視点

- ・ 最近の5～6年間で、日本の経済的地位の低下という大きな変化があった。元々、日本は米国に次ぐ世界第2位の経済大国だとよく言われていたが、私は、EUを考慮すると従前から世界第3位であったと考えていた。EUは、米国に対抗するため、特に経済面でまとまっており、第1位の米国に次ぐ第2位はEUであり、第3位が日本と考えていたが、昨年GDPで中国に抜かれたため、日本は世界第4位になっている。1人当たりのGDPでは世界第20位程度であり、アジアでもシンガポールより劣後する状況にある。
- ・ 証券市場の世界シェアも低下している。過去、日本は「1割国家」と言われており、これは、国際的な支援等の際の日本のシェアが1割程度だという意味である。実際に、90年代の終わりは、概ねそのような数字であった。同じころ、証券市場の時価総額についても、同じく1割程度であったが、最近では6～7%にまで低下しており、もはや「1割国家」でもない状況にある。
- ・ 日本は、少子超高齢化という構造問題を抱えており、65歳以上の者の全人口に占める割合が23%を超えているため、社会保障負担が重圧となっている。国際的には、G20に見られる新興市場国の台頭や、日本が得意とするモノづくりの国際競争力の低下という問題もある。また、問題の先送り体質による90年代の不良債権問題や、最近の原発問題がある。先ほどの高齢化による社会保障負担は、問題の先送り体質による最大の問題だろう。
- ・ こうした問題への対応には、やはり先人から引き継がれた先進国の地位の持続と、世代交代

が重要だろう。しかし、日本では 55 歳ぐらいにならないと一人前ではないとするような風潮がある印象であり、少々異常な世界だと考えている。やはり世代交代が必要だろう。

- ・ そのうえで、対応の基本的方向であるが、まず開国である。それから外国資金の積極的受け入れと国内金融資産の収益力強化、「お金で稼ぐ」ということが必要だろう。今後、内需は縮小していくため、内需だけに依存しては、収益を上げられない。外需を取るためにも、外国資金の積極的受け入れが必要だろう。
- ・ モノづくりで稼げなくなっているため、金融で稼ぐ必要がある。金融で稼ぐのも大変であり、金融機関の皆様は非常に重要な役割を担っているといえるが、日本社会では相変わらずモノづくりが大事で、金融は二の次という残念な状況だと捉えている。
- ・ 最後に、市場整備の考え方である。やはり国際標準の市場整備が重要だろう。これは、必ずしもアメリカン・スタンダードということではなく、あくまでグローバル・スタンダードである。IOSCOは、グローバル・スタンダードを事実上作っているといえる。それから、「小異を捨てて大同につく」のも重要だろう。当然ながら、国際的にも細かい議論は数多くあるが、小異を捨てて大同につき、そのうえで市場整備を行い外国資金を取り入れ、国内金融資産の収益力を向上させるのである。もちろん、対外投資も重要だと考えている。

2. IOSCO (国際監督者国際機構)

- ・ IOSCOとは、International Organization of Securities Commissions の略称であり、証券監督者国際機構と訳されている。IOSCOは、世界の証券規制当局が参加する任意の国際団体であり、参加の法的根拠はない。逆に、国際通貨基金（IMF）や世界銀行は条約に基づく機関であるため、日本も財務省所管の法律に基づいて加盟をしている。IOSCOには、世界の証券規制当局が集まっており、普通会员として、行政の証券規制当局が 115 機関、準会員その他が 11 機関、協力会員として自主規制機関等が 73 機関、加盟している。
- ・ IOSCOは 1983 年に発足し、1986 年に現在の名称となった。日本は 1988 年 11 月に、当時の大蔵省証券局が加入し、現在は金融庁が普通会员となっている。証券取引等監視委員会が準会員であり、先物取引関係で経済産業省、農林水産省も準会員となっており、最近でも、商品デリバティブ市場の規制監督原則に関する報告書が公表された（2011 年 9 月 15 日）。それから、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となっている。
- ・ IOSCOには、代表委員会という全メンバーから構成する会議体があり、年次総会と合わせて年 1 回開催されている。年次総会、アニュアル・ミーティングは年 1 回しか開催されないため、IOSCOの意思決定は年次総会で行わず、エグゼクティブ・コミュニティという年 3

回程度開催される理事会が意思決定を行っており、先進国と新興国の両方がメンバーになっている。日本は1989年以来、継続して理事会メンバーに選出されている。

- ・ これから説明する報告書は、専門委員会（テクニカル・コミッティ）の取りまとめたものである。テクニカルという名前であるが、実は先進国グループの会合であり、事実上のIOSCOの活動の中心となっている。日本の金融庁、米国のSEC、英国のFSA、ドイツのBaFin、フランスのAMF等の証券規制当局が参加しており、アジアのメンバーとしては、他に香港が入っている。今年の4月、河野金融庁総括審議官・金融国際政策審議官が専門委員会の議長に就任したが、これは以前では考えられない画期的なことだと考えている。自主規制機関の会合としては、自主規制機関諮問委員会があり、日本証券業協会の大久保副会長が議長となられ、日本の存在感はかなり高いといえる。

3. IOSCOの証券規制原則

(1) 概要

- ・ IOSCOには証券規制原則があり、事実上の国際標準となっている。証券規制原則は原則と目的、すなわち証券規制とはこうあるべきだという内容であり、1998年9月に策定された。その後改訂があり、最新版は去年の6月のバージョンとなっている。IOSCO自体は任意の団体であり、これに従って各国が法規制を整備する法的拘束力はないものの、IOSCOのメンバー、特に先進国グループであるテクニカル・コミッティのメンバーは、その準拠を促されることとなる。特に、IMFと世界銀行が共同で実施しているFSAP（エフサップ）というプログラムがあり、これに従い、全てのIMFの加盟国について、金融セクターを評価する審査が行われる。日本は2003年に実施済みであるが、審査の際に証券セクターは、IOSCOの原則を遵守しているかどうかを評価される。なお、銀行セクターにも、バーゼル銀行委員会に同じような原則があり、それに準拠しているかどうか、同様に評価される。評価は、「遵守」、「概ね遵守」、「一部遵守」、「非遵守」の4段階となっており、「概ね遵守」までは許容されるが、「一部遵守」や「非遵守」では国際的に恥ずべきことということになってしまう。したがって、このIOSCO原則は、事実上先進国の責務の証という位置づけになっており、これに準拠して規制をすることが重要になる。
- ・ IOSCOの証券規制原則は、具体的には証券規制の3つの目的を達成するための38の原則からなっている。3つの目的は、第1が投資者保護、第2が市場の公正性・効率性・透明性の確保であり、ここまでは日本の金融商品取引法とほぼ同じとなっているが、第3にシステミック・リスクの削減を掲げており、日本では銀行法の目的に定められている信用秩序の維持と

同内容で、金融商品取引法には明確に規定されていないものの、投資者保護と市場の健全性の確保の中で読み込むことができると考える。その下に 38 の原則があり、これに従っているかどうかをチェックされることになる。

(2) I O S C O 原則における証券市場の透明性

- ・ 証券市場の透明性に関するものとして流通市場の原則があり、原則 33 から 38 にあたる。原則自体は非常にシンプルであり、例えば原則 35 は「規制は取引の透明性を促進するべきである」と定められているだけである。注目すべきは、改訂前の原則 27、現在の原則 35 で、透明性にかかる原則は、元々は株式市場のみを念頭に置いたものであったが、改訂後は対象市場の限定がない、すなわち、当然ながら社債市場における透明性も含む建付けとなっている。

(3) I O S C O 原則実施評価基準

- ・ この I O S C O 原則だけでは抽象的であり、実際に各国が原則に則って規制を整備しているかどうか、評価が難しいので、I O S C O 原則実施評価基準が定められている。原則 35 の実施評価基準には、「透明性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である」とあり、Pre-trade transparency と Post-trade transparency のリアルタイム公表を評価の基準としている。さらに、「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である。信認を通じて市場参加者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する」とあり、プラスに評価しているといえる。今回本部会で議論になっている post-trade 情報についても、「約定した取引の価格・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の質のモニターを可能化する。すべての市場参加者に平等に提供されるべきだ」とされている。また、「市場参加者とその顧客の利害が多様であるため、市場の透明性に関する基準の確立は容易ではない。規制当局は、相当な注意を払って透明性の適切な水準を評価する必要がある。」として、画一的なものではないということもうたわれている。さらに、「市場運営者がリアルタイム透明性から部分的な逸脱を許容する場合に、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べき」とある。これは、弊害があり、リアルタイム公表ができない情報であっても、市場当局には報告されるべきであるという内容である。

4. IOSCO専門委員会報告書

(1) 報告書の位置づけ

- ・ こうした内容は改訂された後のものであるが、改訂前の原則の下で、2004年5月に、「社債市場の透明性（Transparency of Corporate Bond Markets）」という報告書が公表されている。IOSCOでは、専門委員会の中に常設委員会（Standing Committee）がいくつかあり、このうちの第2常設委員会で流通市場に関する内容を取り上げている。当時の第2委員会で、この議論が取り上げられていた理由であるが、当時、EU各国の証券規制当局の間では、MiFID（The Market in Financial Instruments Directive 金融商品市場指令）の採択（2004年4月27日）の最終段階であったことから、MiFIDに非常に注目していた。IOSCOでも、米国のSECの存在感は大きいですが、当局の数からするとEU各国の当局が圧倒的に多いため、やはりEU当局の意向が強い。このMiFIDとの関係で、社債市場の透明性についても注目されていた。なお、MiFIDは、最初は社債市場を対象としていなかった。

(2) 「透明性に向けてのトレンド」に関する指摘

- ・ さて、「社債市場の透明性」報告書では、原則を作るというよりも、メンバーの国・地域の社債市場の調査（ファクト・ファインディング）を実施し、メンバー間の透明性の枠組みの相違の比較及び今後の課題の整理をしている。具体的にはまず、「透明性に向けてのトレンド」に関する指摘がある。2004年時点では、各国の証券規制当局は、社債市場における全体的な透明性について関心が低く、主に株式市場に関心があつた。これは、社債市場の参加者は主に機関投資家であり、マニュアルの発注・取引プロセスが支配的であったため、透明性確保のための義務化には高いコストが必要であることが要因であった。しかしその後、社債市場が進展して複雑化が進み、さらに、リテール投資家も参加者に加わったので、証券規制当局は、社債市場の透明性の適切性を再評価した。それにより、米国のTRACEの導入や、EUのMiFIDの透明性確保のための義務の拡大の見直し規定が加えられた。見直しと表現したのは、当初、社債市場は対象にならなかったが、これを見直すという旨の規定が加わったということである。元々、透明性の拡大には、流動性を損なうといった理由でセルサイド業界の反対があつたが、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双方にとって完全・正確な情報が必要であるという指摘が打ち出されている。また、リテール投資家は、機関投資家と比較して、情報へのアクセス力や公正価値の算定能力がない点と、機関投資家にとっても社債市場の複雑化から取引情報の透明性の重要性が増大している点について、指摘がある。

(3) 「透明性と流動性の議論」に関する指摘

- ・ より細かい議論では、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であるとして、前向きに評価しているものの、過度の透明性は、ディーラーにとっては risk/reward profile を変化させてしまうため、流動性を低下させてしまうという指摘がある。しかしながら、エクイティの店頭取引の透明性義務の際に、エクイティ・ディーラーは同じような主張をしたが、当該影響は観察されなかったと述べている。規制当局は、国内社債市場の透明性の適切性の評価に当たっては、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があるということだろう。米国の経験からも、各国の規制当局は、透明性の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のではないかと。

(4) 勧告

- ・ 「社債市場の透明性」報告書では、いくつかの勧告が出されており、3つの項目に分かれている。まず、規制枠組みに関する中核的措置 (core measures) があり、規制当局は、「社債市場の特徴に関する情報を取得すべき」、「社債取引の報告義務を実施すべき」、「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」と掲げている。
- ・ 続いて、透明性に関する中核的措置として、「規制当局は、価格発見と市場の誠実性 (インテグリティ) を促進するために、社債市場の透明性水準を評価すべき」と掲げており、これは、透明性について注意深く評価すべきということである。規制当局が考慮すべき事項としては、具体的に、市場規模、特定の社債・社債グループの取引頻度、市場参加者、発行者の信用等级付、取引方法、開示の市場への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等が挙げられており、こうした様々な事項を考慮しつつ、自国の市場構造に見合った透明性水準を評価するべきであるという内容になっている。
- ・ 価格情報の統合 (consolidation) に関する中核的措置として、「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」と掲げられている。価格情報の統合は重要であるので、そのために、何らかの措置が考えられるのではないかとニュアンスが示されている。

5. IOSCO2006年香港年次総会

(1) 概要

- ・ 「社債市場の透明性」報告書は2004年に取りまとめられたが、その後、2006年に香港で開催されたIOSCOの年次総会において、パネルのうちの一つに「社債市場—透明性は強化さ

れるべきか？」というパネルがあったので、内容を紹介したい。パネルで取り上げられたのは、EU勢がM i F I D透明性義務の対象範囲拡大の問題に関心があったからではないか。パネリストは4人で、米国のSECの委員、ドイツ銀行のロンドンのマネージング・ディレクター、S & Pアジア太平洋のエグゼクティブ・マネージング・ディレクター、UBSの香港のマネージング・ディレクターの方がパネリストとなっていた。

(2) 米国SEC委員

- ・ 米国のSECの委員は、2006年1月に始まったTRACEでの価格・取引情報のリアルタイム公表について評価した。それによれば、「透明性の社債市場への影響は非常に便益がある。」「流動性が悪化したとの証拠はほとんどない。」「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があった。」「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した。」「発行者の資金コストが低下した。」とのことであり、「米国での経験から、債券市場の大幅な透明性の向上を支持したい。」と結論付けていた。

(3) ドイツ銀行ロンドンMD

- ・ 一方、残りの3名の方は、それぞれずいぶんニュアンスが違っており、ドイツ銀行の方は、「ストラクチャード商品の拡大と資金調達手段の多様化で、だいぶ債券市場も変わってきた。価格の透明性を求めて電子取引の拡大やスプレッドの低下も見られる。国債市場へのM i F I Dの強制適用には懸念がある。」として、「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である。」と締めていた。要は、規制に委ねるのではなくて、民間の自主的な取組みによって透明性を進めていくのが適当ではないかという意見ではないかと思う。

(4) S & Pアジア太平洋EMD

- ・ S & Pの方は、投資家サイドから、「透明性は良いものであり、デット資本市場の発展・成長・安定のカギである。投資家を引き付け保持により流動性を推進するメリットがあり、リスクの測定と管理を可能にする。資本配分の良好化と資本生産性の向上と経済成長を促進する。」として、透明性の向上は非常に望ましいという旨を述べている。

(5) UBS香港MD

- ・ UBSの方は、中国の社債市場について取り上げ、「中国の店頭取引は中国人民銀行の所管であり、取引所市場はCSRC（中国証券監督管理委員会）の所管であるので、銀行は取引所市場に参加できないというのが中国の現状である。取引情報の適切な広がり、価格形成に非

常に重要であり、市場の透明性は市場の効率性の向上に有用であるが、市場メカニズムを通じて、よりよく達成すべきである」と述べている。要は、透明性も、取引情報の適切な広がりも重要であるが、それは規制ではなく、市場メカニズムを通じて達成すべきものではないかという意見であり、ドイツ銀行の方と共通しているといえる。

(最近のEUでの債券等に係る透明性の促進に関する議論)

- ・ EUでは、昨年12月8日、欧州委員会から、債券やOTCデリバティブに係る透明性を促進すべきとの案が出ており、今まさに議論中である。また、米国でもデリバティブ取引のリアルタイムでの取引価格の公表、Post-trade transparency のリアルタイム公表が非常に大きな論点となっている。銀行の方に意見を伺うと、「店頭デリバティブ取引のリアルタイム公表は、市場の流動性に大きなマイナスの影響がある。」とのことであった。米国では、債券についてはTRACEが既にスタートしているので、デリバティブに焦点が移っているということだろう。

【意見交換】

- ・ 各国とも、市場の透明性が重要であるということをよく認識していることは理解できた。しかしながら、取引情報を公表することとした場合、情報を出すことが多い会社と情報を受け取ることが多い会社の二極化の問題がどうしても出てくるのではないかと思う。これについて、マーケットが解決してくれるとのことであるが、「マーケットが解決する」というのは具体的にはどういうことか。
- ・ 一般論であるが、市場規律、市場メカニズムとして、透明性に向けてよりよい努力をする業者に投資家・顧客がつき、業者間・ディーラー間で淘汰が進むということを通じて、市場の透明性が高まっていくことが期待されているのではないか。
- ・ また、こうした取組みは、規制当局から規制されて進むのではなく、業界の中で自主的に対応の方が望ましいのだろう。例えば、米国と英国においては、法律に基づくものではなく、純粋な民間の自主規制で物事を進めてきたという歴史がある。そういう自主規制で十分対応できるのではないかという考え方が、特に英国の方にはあるのではないか。
- ・ 「社債市場の透明性」報告書の勧告において、中核的措置として、規制当局に対して、いくつかの措置の実施が勧告されているが、勧告の達成度合いについて何かチェックするシステムがあるのか。また、こういった勧告内容について、日本はどのように評価されているのか。

- ・ フォローアップとして、実施状況のチェックが行われるものと、行われぬものがあるが、本報告書については、チェックが行われていない。また、現在、国際的な関心は、ストラクチャードファイナンス商品の透明性に移ってしまっている。IOSCOでは、その後も文書を公表しているが、当該文書を見ても、本報告書は特に引用されていないので、別の事項に議論が進んでいってしまっているのではないか。
- ・ フォローアップされているものの例としては、格付機関がある。日本でも金融商品取引法において信用格付業者の法規制が導入されたが、これはIOSCOのコードオブコンダクトという行為規範に則ったものである。この行為規範の各国における実施状況は、フォローアップされている。これにより、国際的に各国の状況が、特に最近の金融危機対応以降は、金融安定理事会（FSB）においてフォローアップされている。報告書にある社債市場・社債取引に関する勧告については、2004年当時はフォローアップされていない。どう対応するかは、日本の自主的な企画立案に委ねられているというのが、当時の実情であった。
- ・ 本部会では、社債市場の活性化について議論しており、市場参加者の拡大という話がよく出るが、透明性の先にあるもの、目的は何か、そういった観点での議論は他にあるのか。
- ・ 目的としては、報告書にある3つの観点、「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」が掲げられている。規制当局が議論していることもあってか、やはり強調されるのは「投資者保護」であり、特にリテール投資家のことを考える必要があるのではないかという観点で議論が進んでいる。市場参加者の拡大、特にリテール投資家の積極的な参入により市場の流動性が高まり、市場の効率化も図られるのではないかという流れであり、市場の活性化はその結果であるという発想である。
- ・ 日本では平成13年10月にマイカルが破綻して、社債がデフォルトとなり、リテール投資家が損失をこうむった。特に、社債の新規発行・募集に当たって、それ以前に発行された社債の流通価格が下がっているのに、下がった価格ではなく、額面で買ってしまった投資家がいたため、それを受けて金融商品取引法の内閣府令に「流通価格が動いた場合は、きちんと顧客へ説明をしなければならない。」という旨が規定された（金融商品取引業等に関する内閣府令123条1項11号）。マイカル債については裁判になっており、高裁レベルまで判決が出ているが、証券会社の説明義務違反が認められる結果となっている。こうした事例のように、透明性の向上は、日本でも国際的にも、やはりリテール投資家の保護、すなわち機関投資家と平等なpost-trade情報の提供というのが主眼であったのではないかと考える。

- ・ 日本では、F S A Pによる審査は2003年に終わっており、その後のフォローアップについては、各国の状況に応じて、I M Fや世界銀行が、適宜協議しながら再度実施することとなっているのではないかと理解している。F S A Pは、アジアの金融危機後に出来た仕組みであるが、当初は米国や中国は実施していなかった。
- ・ 他方、2008年の国際的な金融危機を踏まえて、その後にはきた新たな監督の原則や格付機関のあり方等について、改めて評価する必要があるのではないかと問題意識があり、G20では、既にこれを全員が実施する旨合意されており、G20の参加国はそれに応じなければならないのではないかと。実施時期等、様々な問題は残っているが、2003年に完全に評価が終わったということでは、必ずしもないのではないかとと思うが、どのように考えれば良いのか。
- ・ グローバルなシステムであるため、様々な動きがあるが、国際的には首脳会議や財務大臣会合で詳細を議論できるわけではないので、F S B（金融安定理事会）に一度全て下ろされ、F S BがI O S C O、バーゼル銀行監督委員会、保険監督者国際機構（I A I S）といった機関に振り分けて作業するという構造になっている。金融危機対応については、全てF S Bがフォローアップをしており、各国の取組みに関する資料を公表している。しかしながら、社債市場の透明性は非常に細かい議論であるので、おそらくここまでチェックされていないのではないかとと思う。
- ・ F S A Pの審査の際には詳細にチェックされるが、証券規制には非常に多くのものがあるので、現在F S Bレベルで行われているフォローアップは、重要な事項のみに着眼したものであり、例えば、信用格付機関の規制をきちんと行っているか、バーゼルⅢの合意をきちんと実施するのか、リビング・ウィル（生前遺言）をどうするかといった比較的マクロな事項であり、社債市場の透明性自身について、事細かにフォローアップをするということではないと思われる。
- ・ 日本は基本的にかなり優等生で、国際的に批判を受けるようなことはあまりないが、社債の取引情報の公表についてはE Uが議論中であり、仮に公表の方向でまとまれば、米国とE Uの足並みが揃い、韓国も実施しているため、事実上の国際標準となるだろう。そうなれば、日本はどうして公表しないのかという議論が出る可能性はある。国際的なものを絶対視する必要はないと思うが、米国とE Uが入ると、事実上国際標準ができ上がってしまうので、逃れられないというのが現実だろう。特に、日本のマーケットの地位が低下しつつある中で、きちんと対応しなければ、日本の国際的地位は劣後する一方ではないかと危惧している。

- ・ 今後、バーゼル規制が厳しくなれば、今までは少々リスクがある企業でも融資を受けられたが、銀行からの借入れが難しくなってくる可能性がある。そうすると、少々リスクのある企業でも、その他の方法で資金調達ができるようにする必要があるのではないかと思う。社債市場にもハイイールド等、様々なグレードがあると思うが、こうした議論の中では、そういった違いに関する言及はなく、やはり透明性が重要という話に終始していたのか。
- ・ 今後、仮に国債が格下げになる等、市場の流動性に影響を与えるような事態が起きれば、企業は独自に透明性を発揮して、市場で社債を買ってもらえるようにする努力が必要になってくると思うが、例えば、国債と社債といった関係に関しては何か議論があったのか。
- ・ 報告書の中では、株式市場と比べて社債市場は発達してなく、どうしても国債市場が中心であると言及されていた。
- ・ 債券市場も発達し、ミディアムタームノート等様々な商品は出てきているものの、ハイイールド債までの議論はなかったと記憶している。それほど具体的な議論ではなく、「債券市場は今後発達する。それに備えて、透明性が重要である。」という程度ではあるが、ご指摘の考え方は示されているといえる。
- ・ 日本では、なかなかハイイールド債市場は発達しないのではないかと思う。これは、発行体の信用力の問題から機関投資家を買わないためである。日本でリスクを取るの個人投資家であり、機関投資家はあまりリスクを取らない。これは規制の問題ではなく、市場構造の問題であり、この解消は容易ではないだろう。日本でもハイイールド債市場が発達し、ハイイールド債投資信託等が出てくれば望ましいと思っているが、残念ながら容易ではないだろう。ハイイールド債と透明性の問題は、日本では直接リンクしないのではないかと考える。
- ・ 2001年にIOSCOとBIS（国際決済銀行）の支払・決済システム委員会の共同で、「証券貸借取引：市場の発展とそのインプリケーション」という報告書が公表されており、当該報告書の中で、当時の現状認識として、「証券貸借取引は、近年取引量が大幅に増加した結果、現在では多くの証券決済システムにおいて1日の決済額の相当な部分を占めている。調達を目的とした日々の証券取引は、債券の売買を凌ぐ規模となっており、市場の流動性を高める上でも重要な役割を担っている。」とある。
- ・ さらに、「証券市場、資金市場及びデリバティブ市場に流動性を供給しているほか、これらの市場の取引の柔軟性を高めており、今後も証券貸借取引が増加を続け、各種金融市場において一層重要な構成要素となると予想される。」、「市場参加者は、証券貸借取引を管理し処理

するための適切なシステムを構築すべきであり、リスクを識別・管理する健全な慣行を引続き育成すべきであり、こうした取組みは市場の発展と歩調を合わせて進められるべきである。」、
「市場インフラの提供者は、取引処理の一層の自動化や取引処理を円滑化するための仕組みの必要性を検討する必要がある。」、「与信リスクの集中の懸念から決済リスクを軽減させる試みの重要性が増している。」、「証券監督者と中央銀行は証券貸借市場における健全な慣行の育成を促進するという共通の目的を持っており、当局自身の政策としてこうした慣行を後押しすべきである。」と続いているが、これらの方針について、方向感が変わっていないと思われる。

- ・ 日本においてレポ市場の残高は90兆円程度で、対象証券はほぼ全てが国債であり、その内、4～5割は、日本国債清算機関を経由して決済され、その他は相対で行われているとの統計がある。欧米では、事業債もレポの対象となっており、レポ市場の存在は、証券会社のマーケットメイクや投資家の資金の流動性管理の手段として活用されており、証券市場全体の市場流動性に大きく貢献していると考えられる。社債市場の活性化のためには、官民一体となった証券貸借市場の育成が必要ではないか。
- ・ CPSS（国際決済銀行 支払・決済システム委員会）とIOSCOは、証券決済システムに関する勧告（2001年11月）を打ち出しており、2003年のFSAPの審査時には、証券決済システムについても評価された。当該原則は、最近見直されたと聞いており、詳しい内容は存じ上げないが、おそらくリスク管理の観点から、規制が強まっているのではないかと推測する（注：2011年3月に「金融市場インフラストラクチャーに関する原則」案を公表）。
- ・ FSAPの審査時に特に注目されるのは、清算機関の信頼性ではないかと思う。信頼ある清算機関が清算する場合は、バーゼルⅢにおいてある程度優遇されることとなっているので、日本の清算機関がIOSCO・CPSSの原則に則ったものであると評価されるかどうか、注目されているところである。
- ・ 日本は米国と比較して、強制清算の対象になるデリバティブ取引の範囲がかなり狭い。現在の米国では、ドッド・フランク法によるデリバティブ規制が最大の問題になっており、米国の金融業界は、競争上の不利について熱心に主張している。この流れで、米国がEUやシンガポールに対して、規制を強化するよう求めてくる可能性があるかもしれないが、貸借取引自体が焦点になるとは考えにくい。

2. 社債の取引情報の公表について

続いて、事務局から、社債の取引情報の公表に関するこれまでの検討状況について、配付資料2「社債の取引情報の公表について（検討整理メモ）」に基づき、次のとおり報告・説明が行われた後、意見交換が行われた。

【 報告・説明 】

(1) 社債の取引情報の公表に関するこれまでの検討状況

- ・ 初めに、本部会における検討の方向性・取組みについて、「社債市場の活性化に関する懇談会（以下「懇談会」という。）」の報告書により再確認したい。社債の価格情報の透明性を高め、信頼性を確保するため、社債の取引情報の公表について、「イ. 当面は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、拡充を図る。」、「ロ. 投資家（取引者）の匿名性を確保する。」「ハ. ほぶりのシステムなど既存のシステムの活用などにより、証券会社や利用者のコスト負担の軽減を図る」という方向性が示されている。

- ・ 続いて、去る7月6日に開催された第8回の懇談会における意見である。当日は、各部会の検討状況について各部会長から報告があり、その後、懇談会の委員から、社債の取引情報について、次の意見があった。

イ. 社債に限らずすべてのOTC取引について世界的には取引価格等の取引情報の開示の流れにあると認識しており、当然デメリットもあるが、仮に信頼性に問題のある情報が含まれていたとしても、社債市場の信頼性の向上および流動性の評価という点から、やはり取引情報は開示される方向が望ましいのではないかと。例えば株式市場におけるブロックトレードには報告義務があり、当該報告事務の負担が取引の円滑な遂行に影響を与える感は否めないが、それでもブロックトレード自体は行なわれており、また取引所での取引はブロックトレードに阻害されてなく、その他の一般投資家はむしろ情報開示の恩恵を受けているのが実情である。

ロ. 社債市場の活性化の観点からは、価格の透明性の確保も非常に重要であるが、当然、取引価格の公表にはメリット・デメリット、それ以外の留意点もあり、十分に議論を尽くしたうえで意見を集約する必要があるのではないかと。

ハ. EUは社債の取引情報の公表について、かえって流動性に悪影響を与える場合があるという理由で、米国や韓国と比べて慎重な姿勢であるものの、価格情報の公表は前提となっており、そのうえでどのような方法でデメリットを消していけばよいのかという方向性で議論が進んでいると理解している。世界的な潮流に乗り遅れないように、検討を進めていく必要

があるのではないか。

- ・ 別紙1は、社債の取引情報の公表について、これまでの本部会等でいただいた意見や対応案をメリット、デメリット、検討課題として簡潔に整理したものである。メリットとして、次の意見があった。① 社債の取引情報の公表により、社債市場・価格情報の透明性が高まり、信頼性が向上する。② 透明性・信頼性が高まる結果、社債の取引が活発化し、社債投資家の拡大が期待される。③ 一層透明性が高い公正な価格（発行条件）での起債、取引が可能となり、発行会社の多様化、社債の発行市場の拡大が期待される。④ 投資家サイドにおいて、イ. 社債の取引に当たっての参考情報の増加・多様化により、様々な投資判断・評価が可能となる。ロ. スプレッドの縮小（市場の効率化）による売買コストの削減となる。⑤ 財務諸表の注記・公正価値の開示において、社債の取引情報の公表は相当有用な情報となる。⑥ 取引価格のフィードバックにより、公社債店頭売買参考統計値の信頼性の向上につながる。
- ・ 一方、デメリットとして、① 流動性の低下が懸念される点が挙げられており、これは、② 取引の秘匿性が阻害されるという点と関連しているといえる。さらに細かく、イ. ハイイールド債を含めて一律に公表されれば、トレーディングに影響が出る可能性がある。ロ. 公表方法次第では、市場参加者の手口、顧客や売買動向が把握できることになり、売買がしづらくなる。③ 流動性が極めて低い低格付社債の取引など、オファーとビッドが相当乖離した取引は、いわゆる投売りや投資家のミスリーディングにつながる可能性がある。④いわゆるフリーライドにより、適正な価格を把握する努力をする者が減少してしまう。⑤システム投資等の対応について、報告事務の負担が増えるという懸念である。
- ・ 検討課題は、社債の取引情報の公表に向けてのデメリットを解消していくための検討課題についてまとめている。①社債市場への影響の緩和のための段階的な導入として、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、取引価格を公表する、ロ. 公表時間は、取引日の翌日以降とする、ハ. 取引金額はマスクする。という方法が示されている。それから、報告時の負担については、ほふり等の既存のシステムを活用する方法が考えられるのではないか。

(2) 米国、EU、韓国における社債の取引情報インフラ

① 米国

- ・ 別紙2の14ページ以降にある米国、EU、韓国における社債の取引情報の公表に関する取組みについて説明したい。米国TRACEでは、社債の取引情報の公表が社債の流動性に与える影響を考慮し、取引金額をそのまま表示・公表するのではなく、投資適格債で500万ドル超

の取引は「5MM+」、ハイイールド債で100万ドル超の取引は「1MM+」と表示・公表している。

- ・ TRACEの評価・意見について、FINRAは、当初、ディーラーは流動性の悪化について懸念していたものの、データを見る限り、非常に流動性が向上し、流動性が毀損されることはなかったため、透明性の高い市場とは、効率性の高い市場であると結論付けている。
- ・ 一方、市場関係者は、証券会社は、当初から流動性の低下に強い懸念を持ち、導入に反対していたが、長期的には社債市場のボリュームは減少するどころか、むしろ増加したという意見であった。現在でもTRACEに批判的なディーラーは存在しているが、導入から時間が経過しており、既に適応しているのではないかということであった。また、TRACEは、市場が安定している局面では流動性に対して良い影響を与えるが、不安定な場合では、ディーラーがリスク・キャピタルへの投資を控えた結果、全くビッドが提示されない事態もありうるため、流動性の改善に必ずしもつながらないとの指摘があった。
- ・ また、日本における取引情報の公表については、透明性の向上は個人投資家・機関投資家の双方によい影響を与え、非常に重要なことであり、透明性の向上により起債が活発化し、社債の発行規模が大きくなるのではないかというコメントがあった。TRACEは、高格付の流動性の高い銘柄の取引情報から、段階的に実施されたが、これは非常に重要であったという意見があった。

② EU

- ・ EUでは、2008年の国際的な金融危機を契機に、市場の透明性をより重視する観点からMiFIDの見直しの検討が行なわれており、2011年12月にも改正MiFIDが採択される予定とのことである。初めに、欧州規制当局委員会から提案があり、それを受けて業界団体である欧州金融市場協会（AFME）から、債券市場における価格透明性の義務化を支持するとともに、市場流動性と透明性のバランスに留意するため、取引量・流動性レベルに応じた提案が行われている。具体的には、例えば、公表のタイミングについては、リアルタイム、取引終了時間、取引日の翌日等、流動性に応じて公表タイミングを遅らせる措置が必要ではないかと提案である。
- ・ 価格の透明性は投資家の信頼性の向上の観点から非常に大きな役割があり、投資家が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なうことなど、メリットがあるという意見があった。また、透明性の向上による流動性の悪影響も懸念されるため、債券の流動性レベル・取引量に応じた適切なレベルでの透明性の提供を行うため、分析・検討・意見交換を進めているとのことであった。

- ・ リアルタイムの公表については、やはり商品の流動性や取引額によっては悪影響を与える可能性があり、その結果、流動性の低い市場を生み出すことになりかねないという懸念があるものの、流動性が低い銘柄であっても、取引日の終わりに、取引価格とマスクされた取引金額を公表し、さらに取引日から遅延して取引情報を公表すれば、問題は解消されるのではないかとのことであった。
- ・ また、米国の一部の大口の機関投資家から、取引ロットの大きい社債の流動性に悪影響が出て、大口取引ができなくなったという指摘があった。これはTRACEの下でディーラーが流動性を提供することについてこの足を踏んだため、大口注文を小口に分けて注文を出しているからではないかとのことであった。こうした指摘は、米国の関係者からも、EUの関係者からもあった。

③ 韓国

- ・ 韓国では、実際の取引情報をB-T R i Sというシステムで、2000年7月から公表しており、さらに、取引前の気配についてもBQSで公表している。B-T R i Sを運営している韓国金融投資協会(KO F I A)は、導入当初は、利幅の縮小、取引先の減少の懸念から、市場参加者の反対にあったが、取引情報の公表により、取引量の増加、売買の活発化による市場の拡大・発展が見込めると説明を行い、導入の方向で進めたとのことであった。その後、市場関係者は、市場の拡大とともに協力的になったとのことである。

【意見交換】

1. 社債の取引情報の公表について

- ・ 社債の取引情報の公表について、本部会では、1回目、2回目の会合で取引情報を公表するかどうかの議論はあったものの、その後は、懇談会で「公表する」と決まったことであるので、本部会では公表するかどうかという議論をしないこととなったと認識している。しかし、資料2の「2. 平成23年7月6日開催第8回懇談会の意見」（以下「第8回懇談会意見」という。）を見ると、「部会では特に反対意見は出ていない」との指摘もあり、まず公表するかどうかの議論をすべきなのではないかと感じている。片手落ちの議論になってしまっているのではないかと危惧しているが、どのように考えればよいのか。
- ・ 資料2は、懇談会からいただいた検討の方向性、取組み、課題についての意見をまとめたものである。本部会では、社債の取引情報の公表に向けての具体的な検討をお願いしたい。

- ・ そもそも懇談会でも、社債の取引情報を公表するかどうか完全に意見が決まっていなくてもかかわらず、懇談会で決まったこととして、初めから公表ありきで議論していたのは片手落ちではないかということである。
- ・ 懇談会から第4部会への検討課題は、米国や英国の制度を参考にして、社債の取引情報の公表に関する取組を進めることであり、本部会では、社債の取引情報の公表に向けた具体的な検討・議論を行っていただきたいと考えている。途中で非常に否定的な意見が出たため、議論が一進一退しているところもあるが、そもそも第4部会で行うべき議論は、社債の取引情報の公表に関する取組を進めることであり、そろそろ本題に入っていただきたい。社債の取引情報の公表に様々な問題があることは、去年の懇談会の報告書（平成22年6月22日報告書「社債市場の活性化に向けて」。以下「懇談会報告書」という。）の取りまとめ段階から明らかであるが、その問題をどうやってクリアするかについて、本部会で議論していただきたい。「公表するかどうか」というそもそも論に戻るような議論はやめていただきたいということである。
- ・ 戻る議論をしたいわけではなく、そもそも懇談会において議論がまとまっていない段階で、中間報告が出るのはなぜなのかという質問である。
- ・ 第8回懇談会意見のことかと思うが、第1から第4の各部会では、今までこういう議論があったという中間的な報告を行ったもので、第4部会では、米国やEU、韓国の取組みについて報告を行った。それを受け、懇談会で様々な議論があったとしても、懇談会報告書には、各部会への検討課題・指示は明記されており、懇談会からの指示は基本的に変わっていないと認識している。
- ・ 第8回懇談会意見は、「価格の透明性の確保は非常に重要である。」と明確にされたうえで、メリット・デメリットを議論するという趣旨であると考えられるので、そもそも社債の取引情報の公表を行うかどうかというところまで戻る必要はないと認識している。
- ・ 本部会での議論の結果、様々な問題点・課題があり、それらが全てクリアにはならず、むしろ社債市場の活性化に極めてネガティブなインパクトを与えてしまうという結論となれば、取引情報の公表はもう少し先にする、現時点では難しいという方向になるのではないかと。あるいは、まずは公社債店頭売買参考統計値の精緻化を図り、そのうえで社債の取引情報の公表について考えるという方向もありうるのではないかと。いずれにしろ、「公表ありき」ではないと考える。

- ・ 本日、松尾弁護士から、日本におけるF S A Pの評価が2003年に実施されたと報告があったが、近々、再度審査が実施される予定である。そういった意味で、社債市場の透明性の向上について検討するうえで、また、日本の現行の制度を見直すうえで非常に重要なタイミングではないかと考える。
- ・ 現在、国際的には、店頭デリバティブの価格情報や取引情報をどのように集めていくのかという議論が進められており、債券の次のステップの世界について、どのように価格の透明性を確保・向上させていくのかを考えているといえる。そういった意味では、債券の世界については、米国やEUの取組みがあるので、国際的にあるべき方向性に向かって進んでいるといえる。第8回懇談会意見にある「世界的な潮流に乗り遅れないように、検討を進める必要があるのではないか。」という意見は、極めて重要なことである。
- ・ また、マーケットの流動性は非常に重要であり、マーケットの流動性が高まっていくような方向で見直しを進めていく必要がある。最終的には、社債市場の取引情報の公表は、社債のレンディング機能の拡充等に発展していくのかもしれないが、そういったところにも視野を置いたうえで、議論ができればと期待している。
- ・ 懇談会報告書に沿って社債の取引情報の公表に向けた課題・問題点を一つずつ検討する必要があり、いつから公表する、準備期間をどの程度設ける、どのような銘柄、条件で公表するといった、問題点について議論を重ねる必要はあるが、「社債の取引情報の公表はできない」という結論はありえないと考えている。
- ・ 社債の取引情報の公表方法について、海外では非常に本格的なシステムを構築している。本部会では、証券保管振替機構（以下「ほふり」という。）のシステムを利用することを考えているが、ほふりのシステムは、取引情報を公表するためのシステムではなく、全ての取引を捕捉できるわけではない。ほふりで把握できる情報は公表されるが、把握できない（ほふりを使わない）情報については公表されないため、投資家自身がそうした情報を得るしかないということになれば、各国が掲げる平等とは釣り合わないだろう。各国に合わせるために公表を進めるとしても、本格的に公表を進めるという姿勢が見えなければ、各国に比べて明らかに劣後してしまうのではないか。公表がmustということであれば、十分な手当てについて検討していただきたい。
- ・ 取引情報を公表することで、市場の透明性が増すことに関しては疑いの余地はなく、世界の潮流が公表の方向に向いているということも認識している。しかし、日本のマーケットのあり

よう、日本のトレーディングのスタイル、投資家のスタイル、発行体のスタイルといった全般について、同じように対応していけるのか。要するに、取引情報を公表すれば、市場の透明性が増すので、その一面については良いが、当然デメリットがあり、個人投資家、機関投資家、発行体、証券会社とそれぞれがひとつにつながっているマーケットの中で、取引情報の公表によって何か歯車がずれてしまう懸念はないかということである。世界の潮流に合わせていくのであれば、日本のトレーディングやセカンダリー・マーケットの仕組みが世界の潮流と合っているのだろうか。第1、第2、第3部会の検討内容と、プラスアルファが同じようなタイムスケジュールで実現していくよう、どこかで一括して把握していると議論を進めやすいのではないか。

- ・ 懇談会において、各部会での検討内容について平仄を合わせながら進めていきたいと考えている。ご指摘のとおり、マーケットの他の仕組みについても同時に確認・見直ししていくことが非常に重要だろう。
- ・ 価格の透明性の向上が重要であるという点は、本部会のメンバー全員の共通認識だろう。一方で、取引情報の公表を開始すると、流動性が低下するという点についても、本部会のメンバー全員の共通認識だろう。EUでも米国でも同じような懸念があり、実際にそのような指摘もある。
- ・ そのうえで、日本の社債市場の流動性を低下させるような方向の施策を本当に導入していいのか、考える必要があるのではないか。現在の日本の社債市場は、証券会社の努力で何とか流動性をつけているような状態である。流動性を低下させるような方向の施策が、本当に社債市場の活性化につながるかどうか、流動性を低下させてもよいという判断なのかどうか、きちんと議論しなければならないだろう。
- ・ 特に日本の場合、投資家の満期保有が多く、機関投資家と個人投資家のマーケットが分断されているといった特殊性があるので、そういった点を踏まえた検討が必要だろう。もし、取引情報の公表を開始して、市場参加者が大幅に低下しても、本当にそれに耐えられるかどうか、慎重に議論する必要があるだろう。
- ・ ある制度を導入すれば、必ず副作用のようなものがあるので、副作用を含めてしっかりと議論を行い、副作用をなるべく少なくしていくことが重要である。例えば、現在、財政赤字が巨額であるが、その対応として消費税を上げれば消費が下がり、日本経済に悪影響を与えると言う批評がある。しかし、長期的に考えれば、国債の買い手がいなくなり、ギリシャのような状

況になれば、もっと悪影響があるだろう。流動性の低下が一時的に起こり得るかもしれないが、そういった影響をなるべく最小化にしたうえで、長期的には全体の流動性が上がるような市場を目指していくことが重要ではないかと考える。

- ・ 市場の透明性を重要視するのが世界的な潮流ということであれば、取引情報を公表する方向で覚悟を決めなければならない。今後、社債の取引情報が公表されることにより、現在の市場で付いている値段が動いたとしても、それが新しい制度の下での実勢値になるのではないか。このように、取引情報の公表について前向きに捉えて、新たなトレーディングフェーズの構築に向かっていくことが必要ではないか。

2. 検討課題

- ・ 資料2の別紙1の検討課題「① 社債市場への影響の緩和（段階的な導入）」の「ロ. 公表時間は、取引日の翌日以降とする。」及び「ハ. 取引金額はマスクする。」は、具体的に本部会で決まったことか。
- ・ 事務局において、米国やEUを参考にして、流動性の低下の懸念や、取引の秘匿性の確保への対応として、示したものである。
- ・ 社債の取引情報の公表を進めるとしても、メリット、デメリット、それ以外の留意点については、十分に議論を尽くす必要がある。証券会社として気になるのは、やはり取引の匿名性が阻害されるというデメリットである。以前のほふりからの報告でも、「月に1～2回程度の取引頻度しかない銘柄が8割程度を占める。」ということであった。その程度の取引頻度の情報が公表されれば、ポジションが露呈してしまうという意見が多く、機関投資家からも、ポジションが露呈してしまうので、公表は出来れば避けたいという意見がでている。これは、非常に大きなデメリットであるが、匿名性を守る方法が、私には浮かばない。公表の対象を、「流動性が高い銘柄に限定する」というのであれば、どのような要件で「流動性が高い」と認定するのか。
- ・ 流動性が高い銘柄について、どのような基準が考えられるのか、是非委員の皆様から意見をいただきたい。取引の秘匿性の確保については、米国で実施され、また、EUで検討されているように、取引金額をマスクする、公表を取引日の翌日以降に遅らせる、といった、海外の例を参考にする方法が考えられるのではないか。

- ・ 多くの方が、大多数の銘柄の売買が月に1～2回と非常に売買回数が少ない、すなわち買いが非常に見えやすい状況にあるのが、日本のマーケットの現状であると指摘している。流動性の基準として、通常よく考えられるのは、現存額800億円以上、格付AAA以上といったものであるが、その程度では流動性を担保しきれないのではないかと思う。「取引頻度(回数)」の数値基準を加えないと、努力して情報を得ようとしている参加者には、簡単にポジションが見えてしまう。
- ・ 取引の匿名性の確保が非常に重要であることは認識している。匿名性がどのような意味を持っているのか。すなわち、実際に取引を行っている証券会社、投資家が、取引当事者の名前を把握していても、匿名性が毀損されていることにはならない。誰も取引者の名前を公表しようという提案をしているわけではない。どのような場合にこれが問題となり、その解消にはどうすれば良いかについて議論していただかなければ、本部会を開催している意義が揺らいでしまう。公正で信頼性が高い取引情報にアクセスできることと、一定の匿名性のバランスを取るには、どういった方法が良いのか。米国や、EU、韓国とも同じ問題に直面し、その解消のために知恵を出している。もし、本部会では検討できないということとなれば、規制当局にかじ取りを委ねることになるのではないか。
- ・ 「努力した人が報われる」という資本主義の原則に則れば、様々な努力をして取引がなされるのは、それが公正な取引であれば全く問題ない。しかし、例えば、ある秘密情報を知っている者と知らない者が取引をするというような場合、それは努力と言えるのだろうか。さらに言うならば、どんな価格で取引されたのか、誰も把握できないような市場に、果たして信頼があるのかということだろう。やはり、公正性は重要であり、実際にどのような価格で取引されたのか、最終的に市場関係者が分かるようにすることが、公正性を確保するためには非常に重要であり、流動性を阻害しないよう配慮したうえで、どのように公正性を確保できるかという議論をしていく必要がある。
- ・ 社債の取引情報の公表の際に取引金額をマスクする方法は、諸外国の例にもあるが、機関投資家が懸念する自己のポジションが露呈する可能性を低減するのに有効ではないか考える。さらに、ターゲットディール(国内私募債、第三者割当CB等)については取引情報の公表は考えられないと思われるが、それについては「流動性が高い」の要件設定で対象外とするように工夫する等、意見を持ち寄れば問題をクリアできるのではないか。
- ・ 本部会では、全銘柄の全取引情報をリアルタイムで開示するという議論をしているわけでは

なく、そういった認識の委員の方はいないだろう。取引情報の公表をスタートするとしても、最初はかなり限定的にならざるを得ないが、どこまで限定するか議論になるのではないか。

- ・ 本部会における議論は、社債市場の活性化を目標としており、そのためには流動性の確保を含め、個人投資家等がもっと安心して参加できる市場にすることが重要である。問題点があれば、それをどのように解決すれば良いのかという方向で、今後の議論を進めていきたい。

(配付資料)

- ・ 資料1 証券監督者国際機構（IOSCO）「社債市場の透明性」報告書
- ・ 資料2 社債の取引情報の公表について（検討整理メモ）

以 上