

「第8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9日（木）午後4時～6時10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

チャ・サン・キ氏 韓国金融投資協会 債券市場部長

ジョン・ヒョンス氏 韓国金融監督院東京事務所 課長

議事概要

1. 韓国の債券市場の現況及び債券の価格情報インフラ等について

韓国金融投資協会から、韓国の債券市場の現況及び債券の価格情報インフラ等について、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。

【韓国金融投資協会からの報告・説明】

1. 韓国債券市場の現況

- ・ 韓国債券市場は、1997年にアジアの通貨危機が発生した前後より、発行量や流通量が増加し、制度も大きく変化した。
- ・ 1998年度の韓国債券市場の年間発行額は約532兆ウォンであった。年間発行額は、年々増加しており、債券の中でも通貨安定化債券（Monetary Stabilization Bond／以下「MSB」という。）が非常に増加している。2009年度の韓国債券市場の年間発行額は約733兆ウォンであり、また、韓国社債の発行残額（2010年末基準）は約121兆ウォンであった。
- ・ アジアの通貨危機以降、韓国社債市場では、社債の発行数が減少した。社債と比較すれば安全性が高い国債やMSBの発行額が増加している。
- ・ 2010年の韓国債券市場の取引量は、年間6,000兆ウォン、1日当たり30兆ウォンであった。韓国債券市場では、外国人投資家による取引も非常に増加しており、大きな比重を占めるようになった。現在、外国人投資家による韓国の債券の保有金額は75兆ウォンであり、過去と比較すれば非常に増加した。
- ・ 韓国債券市場における取引形態は、韓国取引所での取引が10%程度であり、店頭取引が中心である。主な取引銘柄は、国債が最も多く50%以上を占めており、MSBが24%である。主要プレイヤーは、最近、証券会社の取引が多くなってきており、証券会社が57%、銀行が18%及びファンドの運用会社が13%である。証券会社の取引は、ブローカーとしての取

引が中心であるが、自己勘定で債券を保有するための取引も多く行われている。

- ・ 韓国社債市場では、BBB 格以上の社債が発行されている状況であり、BBB 格から AA 格の社債の発行が多い。債券の発行がそれほどでもないのは、引受先が見つからないためであり、ジャンクボンドは発行されていない。
- ・ 2010 年の韓国の基準金利は 1% も上昇したことから、社債の金利も上昇したため、引受証券会社もだんだん増加してきているようである。韓国金融投資協会（Korea Financial Investment Association／以下「KOFIA」という。）では、毎週、社債発行の状況を集計しており、2010 年以降、2 兆～3 兆ウォン程度の発行が続いていることや、引受証券会社が増えてきていることから、今後、社債発行が活性化するのではないかと期待している。
- ・ 韓国社債市場は、年金基金や銀行によって、社債が長期保有されているため、流通市場は活発ではない。

2. 債券取引報告情報サービス (Bond-Trade Report & Information Service)

(1) アジア通貨危機後の債券市場の活性化策

- ・ 2000 年 7 月、韓国債券市場では、債券取引報告情報サービス (Bond-Trade Report & Information Service／以下「B-TRiS」という。) が導入された。この導入は、アジアの通貨危機と大きな関連があった。1998 年以降、韓国金融市場は非常に萎縮したため、債券市場も危機に陥った。さらに、流通市場も非常に萎縮したため、B-TRiS は、韓国債券市場の活性化を図るための対策の一環として導入された。
- ・ B-TRiS 導入の最大の目的は、債券流通市場の透明性を向上させることであった。アジアの通貨危機以前は、主に電話を利用して債券取引が行われており、ボイス取引と呼ばれていた。この方式は、非常に閉鎖的な店頭取引であり、売買を行いたくても取引相手を探すことが非常に困難であった。韓国の投資家は、例えばある銘柄について売買をしようにも、全然情報が把握できなかったため、しだいに流通市場は萎縮し、社債の発行量も徐々に減少する状況となった。
- ・ KOFIA 及び韓国行政当局では、どのようにすれば債券市場の危機を打開できるのか、非常に悩んだ結果、債券の取引情報の公表について検討を開始した。KOFIA としては、債券の取引情報の公表を通じて、債券取引の透明性を図れば、機関投資家の参加が促されるのではないかと期待を持っていた。
- ・ B-TRiS の導入に当たっては、当初、市場参加者から反対された。B-TRiS は、市場参加者によって、自然に受け入れられたわけではない。韓国債券市場では、主に相対取引で行われ

るため、投資家は、ポジションを明かさないう取引の執行を好んでいる。この状況は、現時点においても変化はなく、投資家は、すべての取引情報を公表することについて拒否感があった。

- ・ 1999年の韓国債券市場の取引量は2,000兆ウォンほどであった。流通市場が萎縮した状況下では、債券が発行されても満期保有（バイ・アンド・ホールド）となる傾向にある。当時の韓国の投資家は、債券市場の状況が分からず、誰が取引しているのかも分からないため、自己勘定で保有している債券を市場に放出することに警戒心を持っており、その結果、バイ・アンド・ホールドが進み、流通市場は益々萎縮した。一方で、韓国の証券界は、通貨危機といった状況を踏まえて、こうして萎縮した流通市場について負担を感じていたため、何らかの打開策が必要であると感じていた。
- ・ 店頭債券取引は相対であるため、その取引が適正であるのか否か、若しくは透明性が確保されているのか否かが議論の対象となった。取引所の株式取引はすべてコンピュータ・システムで開示されているが、店頭債券取引は相対であり、韓国の投資家は、その状況を全く把握できない。KOFIAでは、社債市場の透明性を図ることを強調した。ただし、市場関係者への影響に配慮し、導入はソフトに進めることとされた。
- ・ B-TRiSは、約定成立後の事後の取引情報であり取引結果である。公表される取引情報には、取引された銘柄の残存期間、種類、取引価格及び取引数量などが含まれているが、誰と誰の取引であるのかの当事者の内容が含まれていない。取引当事者の情報が開示された場合は、各投資家のポジションが明らかになることになる。

(2) KOFIA への報告時間、報告対象銘柄・取引、報告システム等

- ・ KOFIAは、B-TRiSについて円滑に導入するため、導入当初、緩やかな制度で開始した。具体的には、債券ディーラー（証券会社、その他の債券ブローカー等）から、約定成立後30分以内に報告するように求めた。約定成立直後に取引情報を報告することは、証券界にとって大きな負担となることから、30分の猶予時間を与えることとした。
- ・ B-TRiSの導入当初は、約定成立後30分以内の報告であったが、2001年、B-TRiSに問題が発生した。債券ディーラーが時間の余裕を持っていたため、意図的に取引情報を遅く報告していたという問題である。具体的には、取引所市場が終了した後の午後3時30分以降に報告されていた。このような問題が発生したため、2001年以降、B-TRiSは、約定成立後5分後に報告することになったが、その後、KOFIAは報告時間が短過ぎるといった批判を受けたため、2002年以降、B-TRiSは、約定成立後15分以内に報告することとなった。

- ・ B-TRiS の報告対象は、現在、店頭で行われているすべての債券取引である。10 億ウォン以下の小口取引であっても、取引内容の報告が必要である。債券ディーラーは、KOFIA に対して、約定成立後 15 分以内に、すべての店頭取引を報告しなければならない。B-TRiS の導入によって、韓国の投資家は、リアルタイムで債券の取引情報を確認することができるようになった。
- ・ 証券会社から KOFIA へ報告がなかった場合は、KOFIA の規則に違反することになる。KOFIA の規則に違反した場合は、KOFIA 自身が自主規制機能を有しているため、KOFIA 独自で調査を行い、KOFIA は、違反した会社に対して、警告や注意などを与えることが可能である。韓国金融監督院（Financial Supervisory Service／以下「FSS」という。）は、証券会社への検査で、15 分以内に債券の取引情報が報告されているか否か検査を行っている。仮に 15 分以内に債券の取引情報が報告されなかった場合、証券会社は、規則違反として、制裁を受けることになる。B-TRiS の導入当初は、KOFIA に対する債券の取引情報の報告漏れがあった。KOFIA としても、その報告漏れのあった証券会社に対して、適切な報告体制であるか否かの調査を行い、債券の取引情報の適切な報告を要請した。
- ・ B-TRiS を通じて債券の取引情報を公表させることは、韓国債券市場を活性化させるためであり、その活性化に伴い、実際に、取引量の増加に繋がった。韓国債券取引の流通市場は、益々大きくなり、市場参加者において、その大きさが実感できるようになったため、証券会社は、B-TRiS に対して、協力的な姿勢に変化してきた。
- ・ 証券会社と機関投資家との間で債券取引が行われた場合は、証券会社から KOFIA へ取引情報が報告されて、その情報は B-TRiS によって公表される。その後、機関投資家は、公表された取引情報を確認した際、仮に証券会社から KOFIA へ報告が行われていなかった場合、証券会社に対して、「なぜ、取引情報の報告が行われていないのか。」と早く報告するよう要求することがある。このような状況は、2007～2008 年頃より発生するようになった。B-TRiS を通じて取引情報が公表されない場合は、第三者から「債券取引は、不公正であったのか。何かを隠蔽するために KOFIA へ取引情報を報告していないのではないか。」といった疑義がかけられることがある。このような疑義を払拭するために、韓国の機関投資家は、約定成立後、取引情報が公表されているか否か確認を行っている。この確認は、義務ではないものの、機関投資家は、自主的に行っている。
- ・ 現在、B-TRiS を通じて、すべての債券の取引情報は、証券会社から KOFIA へ報告されている。1 日当たりの債券取引の公表件数は 4,000～4,500 件程度であり、取引金額は 25 兆～30 兆ウォンである。

- ・ 債券の取引情報の公表によるその他の効果は、店頭市場の全般的な統計情報を取りまとめることが可能となったことである。例えば、債券の種類別に、どのような取引が行われているのか。全体の取引量は、どのようになっているのか。格付別には、どのようになっているのか。これらについて、自動的に集計することができるようになった。
- ・ B-TRiS のシステムは、初期段階において、ブローカーが取引を行った後、バックオフィス部門の担当者が取引毎に取引情報を入力する仕組みであったが、同部門の業務量が増加したため、現時点において、システム的な対応が行われており、約定成立後、KOFIA に対して、自動的に報告されるようになった。
- ・ 2006～2007 年頃、B-TRiS のシステムは、証券会社、KOFIA 及び KSD の決済システムを同時に作動できるように自動化を図り、証券会社も機関投資家も、約定成立後、直ちに取引内容を入力できる仕組みとした。これにより、B-TRiS では、約定成立後 15 分以内に、報告可能なシステムが構築されている。
- ・ B-TRiS の導入初期は、システムが自動化されていなかったため、証券会社の業務負担が増加し、KOFIA は、証券会社からクレームを受けることが多かった。
- ・ 2002 年以降、米国社債市場では、TRACE (Trade Reporting and Compliance Engine) を通じて、米国金融取引業規制機構 (Financial Industry Regulatory Authority / 以下「FINRA」という。) に対し、取引執行後 15 分以内に債券の取引情報を報告しなければならなくなった。これは、以前から利用されていた国債市場に対する開示システムを社債にまで拡大したようである。FINRA では、1 日に 10 万件以上の債券の取引情報の報告が行われているようである。
- ・ 韓国の証券会社や機関投資家は、B-TRiS の導入当初から、それを問題視するというよりは、それにより得られる情報を参考にしているようである。KOFIA では、社債専用ホームページにおいて債券の取引情報を公表するとともに、6 社のベンダー (① Bloomberg、② Reuters、③ マーケットポイント、④ EDAILY、⑤ 聯合 INFOMAX、⑥ チェック) に対して、その情報を提供しており、様々な手段で内容を確認することができる。

3. 債券店頭気配値情報公表システム (Bond Quotation System)

- ・ 2006 年 6 月末より、KOFIA では、気配値の公表に関する議論を行った。その議論の中では、一部の市場参加者間で行われている気配値の情報交換について、市場全体に公表した方が良いのではないかといった意見があった。その理由は、情報交換される気配値の適正性を判断することが困難であるためである。韓国の投資家は、様々な方法を活用して、気配値の適正

性を調査するものの、その適正性の判断には限界がある。

- ・ 韓国債券市場では、アジアの通貨危機以前は、電話により気配値を情報交換して、債券取引を行っていた。しかし、通貨危機後の2000年以降、韓国債券市場では、若いトレーダーを中心に、メッセージが利用されるようになった。
- ・ 韓国のトレーダーは、ヤフーの私設メッセージ・システムを利用し、一度の機会で数人との間でグルーピングを行い、チャットルームの中で気配値の情報交換を行っていた。グルーピングに参加するためには、そのグループ長から承認を得なければならない。チャットルームは、誰もが参加できるわけではなく、指定された人に限って参加することができる独立されたものである。チャットルームは、約20~30個も存在しており、そうしたチャットルームのメンバーのトレーダーは、現在ではメッセージを通して、すべての債券取引を行っている。チャットルームは、仲間で気配値が情報交換されることから、外部に公表されず、その気配値の適正性について適切な判断ができない。例えば、大学の先輩のトレーダーがチャットルームを構築し、その後輩がチャットルームに参加する等、仲間内だけで情報交換や取引を行っているように見えるケースが散見されている。チャットルームによる気配値の情報交換の仕組みは、気配値の公表に関する議論を行った際に話題となった。
- ・ 韓国国債の発行量は、継続的に増加していったが、流通市場は活性化されなかった。国債の発行に当たっては、非常に多くの問題点が存在し、また金利が上昇したことに伴い、発行コストも膨らむことになった。そのような状況下、2006年、FSSとKOFIAでは、「債券市場先進化方針」を公表するとともに、韓国債券市場の評価を引き上げるために、どのようなことを行えば良いのか議論を行った。その議論の際、韓国債券市場の透明性を向上させて、流通市場を活性化した方が良いといった意見があった。
- ・ 2006年頃、韓国債券市場では、外国人投資家による投資を活発化させるための議論が行われていた。外国人投資家は、気配値の情報交換について閉鎖的な印象を受けていたため、そのような市場に信頼感を持っていなかった。さらに、外国人投資家は、気配値が情報交換されるチャットルームに参加できないため、その気配値の適正性について判断できず、疑念を抱いていた。このような背景の下、韓国債券市場では、流通市場の活性化が課題として挙げられたが、気配値の情報公開は、証券界から反対を受けることになった。
- ・ 韓国のブローカーは、気配値が情報公開されることに伴い、ブローカー自身がポジションが晒され、ポジションを取らなくなるリスクを感じていたのではないかと。さらに、利幅が縮小し、取引先の減少に繋がると考えたのではないかと。債券店頭気配値情報公表システム(Bond Quotation System/以下「BQS」という。)の導入に当たっては、B-TRiSの導入時と比較す

れば、反対意見が多かった。

- ・ FSS と KOFIA では、「小さな取引量で、様々な証券会社が利益を分け合うことは、大きな利益に繋がらない。韓国債券市場全体の取引量を増やして、利益を分け合った方が良いのではないか。」といったことを強調してきた。KOFIA では、1年以上にわたって、韓国市場関係者に対して、気配値の公表について同意するように説得を続けた。
- ・ FSS は、気配値の公表の実現に向けて、強い意志を持っていた。FSS と KOFIA では、長期間にわたって、韓国市場関係者と協議を継続したことによって、気配値の公表に関するコンセンサスが得られるようになった。最終的には、韓国債券市場の育成のために、集中的に気配値情報を取扱ったうえで、その気配値を公表することについて、FSS 及び KOFIA 並びに韓国市場関係者との間で合意が得られた。
- ・ BQS の導入に当たって、韓国の証券界は、取引量の多い債券から順次、段階的に気配値の公表を開始するといった意見であったが、一方で、FSS は、BQS の導入当初より、すべての気配値を公表するといった意見であった。韓国市場関係者は、BQS の導入に関する協議を進めた結果、BQS では、最終的に証券会社が提示するすべての気配値をリアルタイムで公表されるようになった。公表される気配値の情報には、銘柄名、現在の気配値及び価格が表示される。
- ・ BQS は、2007 年に導入され、すべての気配値について報告することが義務化されているが、現時点では、すべての気配値がリアルタイムで報告が行われているというところまではいたっていない状況である。KOFIA では、気配値の報告が行われていない証券会社に対して、個別に連絡を取って、自発的な気配値の報告を誘導しているところであり、近い将来、解決されるのではないか。
- ・ KOFIA では、韓国債券市場の発展を目的として、BQS 等を通じて収集された気配値情報について、6 つプラットフォーム(① Bloomberg、② Reuters、③ マーケットポイント、④ EDAILY、⑤ 聯合 INFOMAX、⑥ チェック)を通じて無償で提供している。
- ・ KOFIA が運営している FreeBond と呼ばれるメッセージング・システムを利用すれば、投資家は、ある気配値が公表されたタイミングと同時に BQS に掲載されるようになり、現在、どの程度の価格で取引が行われるのかといった情報がリアルタイムで確認できるようになった。

4. B-TRiS と BQS の導入に伴う韓国債券市場への影響

- ・ B-TRiS と BQS の導入は、韓国債券市場に対して肯定的な影響があったのではないか。こ

これらの制度の導入は、債券市場、特に店頭市場の透明性、あるいは流動性の向上に寄与した。事前と事後の取引情報が開示されるシステムが構築されたことに伴い、韓国債券市場では、取引量の増加に繋がったとともに、債券の発行も円滑に処理されているのではないかと考えられる。

- ・ 多くの投資家は、BQS で債券の気配値を確認することができるようになった。韓国債券市場のプレイヤーは 1,500~1,600 社程度であり、プレイヤーは自社の気配値に限らず他社の気配値も確認できるため、韓国債券市場の流動性の拡大に大きな効果を与えた。過去の韓国債券市場は、少数のプレイヤーで取引が行われていたが、一方で、現在の韓国債券市場では、幅広い市場関係者によって行われるようになった。
- ・ 外国人投資家の立場で言えば、B-TRiS と BQS の導入は、韓国債券市場の信頼性向上に大きく寄与したのではないかと考えられる。2010 年 12 月時点で、外国人投資家による 1 社当たりの取引量は 10 兆ウォン近くとなった。つまり、韓国債券市場は、外国人投資家によって活発に取引が行われている。また、2010 年 12 月以降、韓国の債券価格は上昇してきたが、そのような状況でも、外国人投資家は積極的に韓国債券を購入している。
- ・ KOFIA では、B-TRiS と BQS の導入時、「市場は、取引量が大きくなり、売買が活性化されなければならない。その活性化によって、債券市場は拡大・発展するのである。」と主張していた。
- ・ 店頭取引は、相対であり、匿名性が保証されなければならない。その保証は侵害されてはならない。匿名性が崩壊した場合は、機関投資家のポジションが公開されることとなるため、機関投資家が社債投資に対して消極的になることから、非常に危険な状態と言える。機関投資家のポジションが露出されるようであれば、市場の発展を阻害する要因となる。KOFIA としては、店頭取引の特徴を損なわない範囲で、可能な限り、市場の発展・拡大のために、取引情報等を提供していきたい。店頭取引の特徴が保証されるのであれば、様々な情報提供は、韓国債券市場の発展に有効であると考えている。
- ・ 韓国債券市場では、トレーディング、取引量及び円滑な債券発行の観点から、実質的な効果が現れているのではないかと考えられる。韓国の金利は、若干上昇したが、債券取引は萎縮していない。
- ・ B-TRiS や BQS など債券市場の透明性を図るための制度を導入しているが、有事に直面したとしても、債券市場は、持ちこたえることができるのではないかと考えられる。2007 年~2008 年の国際的な金融危機のとき、韓国株式市場は、少し影響を受けたものの、一方で韓国債券市場は、ほとんど影響を受けなかった。韓国債券市場は、流通・発行ともに正常に行われて、取引量が大きく萎縮することや外国人投資家が不在となるような状況も起こらなかった。
- ・ 債券市場の透明化を図ることは、将来起こり得る危機を克服するうえで、非常に役立つの

ではないか。

5. KOFIA の各種情報提供への取組

- ・ KOFIA では、ホームページにおいて、最終取引利回りや代表債券利回り (Representative Bond Yield) などについて、債券の種類別に区分して様々なデータを掲載しており、1年に2回、代表的な銘柄について金利を開示している。
- ・ 利回りに関する開示方法は、証券会社10社からKOFIAへ、午前10時30分の時点の気配値がインターネットにより報告されている。10社の気配値が集約された段階で、上下2社(合計4社)を除く、中央の6社の平均値が算出されている。投資家は、金利に着目して取引を行わないため、あくまでも、参考情報といった位置付けで利用されている。
- ・ KOFIA では、ホームページで、各銘柄の加重平均収益率も残存期間別に公表している。韓国のブローカー、機関投資家及び報道機関などのすべての市場関係者は、ホームページを通じて、銘柄情報を把握することができる。
- ・ 韓国市場関係者は、B-TRiS を利用すれば、金利や取引量などを活用して、様々なインデックスを作り出すことが可能である。
- ・ 韓国債券市場において、起債が行われる場合は、KOFIA のホームページの債券情報が有効に利用されている。
- ・ 一旦、KOFIA のホームページに公表された債券の銘柄情報は、削除することができない。その理由は、金融機関によって、独自の基準で金利を設定し、独自のプライシングが行われているため、一旦公表された銘柄情報が削除されれば、波及効果が大きいためである。
- ・ KOFIA は、債券取引の店頭市場の情報を集約して、その情報を開示することにより、新たな制度が導入される際に議論ができる機能を果たしていきたい。KOFIA では、店頭市場において提供できるすべての情報を提供すべく、開発を続けていきたい。

6. 韓国の債券評価機関

- ・ 韓国の債券評価機関 (bond valuation agency) 3社 (① KIS Pricing、② Korea Bond Pricing (KBP)、③ NICE Pricing) は、毎営業日午後5時30分までに、すべての銘柄 (10,000~15,000) のプライシングを行い、すべての金融機関に対してその情報を送信している。その情報を受領した金融機関は、すべての債券について、資産評価を行い実際の金額を算出のうえ、翌営業日に活用している。ファンドの基準価格は、この金額に基づいて計算され、翌営業日に公表されている。

- ・ アジアの通貨危機発生から 2009 年 10 月までは、KOFIA で、債券の時価評価を行っていた。アジアの通貨危機発生前の韓国債券市場は、そもそも、債券の時価評価が行われていなかったが、通貨危機以降、様々な企業が倒産したことを受けて、債券は強制的に時価評価されるようになった。
- ・ 債券価格の時価評価が強制された頃、KOFIA では、ファンドに限って時価評価を行い、基準価格を発表するようにしていた。数年後には、KOFIA は、すべての債券の時価評価を行い、この時価評価された価格は、各金融機関によって利用されていた。現在の韓国債券市場では、KOFIA ではなく 3 社の債券評価機関によって、すべての債券の時価評価が行われている。
- ・ 3 社の債券評価機関は、民間業者であり、適正な業務を行っているかどうか確認する必要があるため、KOFIA では、3 社の債券評価機関より、プライシングが行われたすべての債券の価格情報（約 35,000 銘柄）について報告を受けており、日々、適正なプライシングが行われているか確認している。KOFIA は、手作業ではなく、自動的に月間 80 万件のモニタリングを行っている。
- ・ 店頭取引の特徴として、債券評価機関によっては、金額に違いが生じることがある。KOFIA では、プライシングについて、取引の当事者同士で決定した価格であるため、「そのプライシングは、間違っているのではないか。」といった指摘をすることはない。
- ・ KOFIA では、3 社の債券評価機関のうち、例えば、1 社の価格のみ大きな差異が生じていた場合、モニタリングの対象としている。さらに言えば、格付けが A マイナスの債券と B プラスの債券を比較した場合、通常では B プラスの方が収益率が良いのだが、それが逆転している場合があるため、その場合は、モニタリングの対象としている。これらの仕組みは、自動的にシステムでモニタリングできるようになっている。
- ・ KOFIA は、3 社の債券評価機関に対して、モニタリング結果を連絡し、指摘事項について説明を求めている。その説明ができない場合は、時々有り得るものの、ほとんど、そのようなケースはない。
- ・ KOFIA は、3 社の債券評価機関をコントロールするつもりはない。例えば、債券評価機関が金利を非常に低く設定した場合は、翌日の基準価格が上昇しファンドに投資する投資家にとって適正ではない状態となるため、不利益を与えることになる。投資家に不利益を与える場合は、市場を混乱させることになるため、KOFIA としては、様々な方法によって、その混乱の事態を防ぐべくモニタリングを行っている。韓国の債券市場は、店頭取引であるものの、KOFIA としては、効率的に取引が行われるように役割を果たしていきたい。

7. FreeBond (KOFIA の債券取引のプラットフォーム)

- ・ 2010年、KOFIAは、閉鎖的であると指摘を受けたヤフーの私設メッセージ・システムに代わるシステムとしてFreeBondを構築したが、市場参加者において、活発に利用されているとはいえない状況である。FreeBondは、気配値を情報交換すべく、チャットルームの中で1対1の会話やグルーピングも可能であり、また、約定も可能であるため、様々な機能が搭載されているシステムである。
- ・ FreeBondを利用するプレイヤーは、700人前後である。一方で、ヤフーの私設メッセージ・システムを利用しているプレイヤーは700~800人程度である。
- ・ FreeBondを構築した理由は、ヤフーの私設メッセージ・システムが、韓国債券市場で取引を行うために構築されたものではないため、仮に、サーバーがダウンした場合、復旧するまで店頭取引が停止状態となるためである。
- ・ ヤフーの私設メッセージ・システムは、民間の営利目的で運営されているものである。韓国債券市場のすべての債券取引が、このメッセージ機能を利用されていた場合は、有事に備えて、大きな問題意識を持たなければならない。
- ・ FreeBondが活性化できない理由は、市場参加者において、KOFIAのシステムを利用することについて嫌悪感があるためではないか。また、市場参加者において、秘密保持が行われるのにか心配している者も存在するため、FreeBondの活用が進んでいないのではないか。
- ・ 韓国債券市場では、B-TRiSやBQSのように、FreeBondの義務化に関する議論が行われたが、KOFIAとしては、慎重な立場である。その理由は、FreeBondの利用方法について、気配値の情報交換に限定されるのであれば問題とならないが、個人的な会話も含まれることから、その会話を規制することについて、慎重に対応せざるを得ないためである。KOFIAでは、規制を強化して、個人的な会話を報告するように求めることはできない。
- ・ FreeBondの利用を義務化した場合は、FreeBondで気配値が情報交換され、ヤフーの私設メッセージ・システムで、他の会話が行われるような事態となる。そのような事態となれば、KOFIAの業務上の負担が重くなることになる。したがって、KOFIAとしては、FreeBondについて、自発的な参入の促進に留めている状態である。
- ・ ある民間会社が運営する私設メッセージ・システムにおいて、あるトレーダーが気配値の情報や個人的な対話を行った場合は、その対話部分をダウンロードし、サーバーに保管することは可能であるが、民間会社も、KOFIAもその内容を保存できず、翌日に消去されることになる。仮にダウンロードした場合は、様々な副作用や問題点が生じるためである。
- ・ あるトレーダーが売買取引に係る情報交換を行い、気配値を提供した場合は、必ず、

その情報が保管されるようになっている。電話を利用した情報交換は、録音されるようになっている。このように、トレーダーは、債券取引を行う際の根拠を残しておかなければならない。

- ・ 債券取引に関する意見交換を行った情報を保管する理由は、取引相手から、取引自体について異議があった場合に証拠になるためである。したがって、トレーダーは、必ず、対話部分をダウンロードのうえ、その情報を保管できるようにしている。

8. 韓国社債市場の歴史と現状

- ・ アジアの通貨危機以前、韓国債券市場では、その取引のほとんどが社債であり、60%以上を占めていた。アジアの通貨危機のとき、様々な社債の発行企業が倒産したことから、市場参加者は、一般の会社が発行する社債について不信感を高めた。
- ・ アジアの通貨危機以前は、社債の発行に際して、銀行が保証を与えており、その頃、「銀行は絶対に倒産しない。」と信じられていた。アジアの通貨危機以降、5行以上の銀行が倒産したため、銀行による社債の保証行為が、その社債のリスクをさらに高めることに繋がった。そのような経緯を踏まえて、銀行が保証する社債は存在しなくなり、社債を発行する企業自体の信用度によって、社債が発行されるようになった。
- ・ 2000年頃、韓国のある大企業の倒産に伴い、その企業が発行した社債が無価値となり、投資家が甚大な被害を受けたことから、韓国社債市場にとって、大きな打撃を受けることになった。この事件を契機として、韓国社債市場では、社債に対する大きな不信感が芽生えることに繋がったため、市場自体が衰退していくことになった。
- ・ アジアの通貨危機以降、韓国の債券運用者は、BBB以上の債券に限って購入するようになり、投資の幅が縮小することになった。機関投資家は、韓国国債市場やMSB市場が活性化していたため、リスクの高い社債を購入する必要がないと考えていた。
- ・ アジアの通貨危機以降、韓国の金利は、10%台まで高くなることがあった。2004年以降、金利は低下し、2010年下半期で、国債（償還期限：3年）は3%台まで低下した。社債の場合、国債よりも更に大きく利回りが低下したため、投資家にとっては、リスクに見合わない金利となり、ますます魅力がなくなった。一方、近年では、国債取引で収益を得る機会が減少してきたことから、投資家においては、社債に対する関心が高まってきている。
- ・ 韓国社債市場では、グループ会社によって、そのグループ内の企業が発行する社債を保証することがある。そのような保証が付与された場合は、リスクは相対的に小さくなる。
- ・ 2011年の韓国社債市場では、既に2兆ウォンの社債が発行されており、今後、さらに増

加するのではないか。KOFIAとしては、ハイ・イールド・ファンドの組成といった市場の活性化策について検討を行ったことがあった。韓国では、銀行から資金調達することが困難ではないが、KOFIAとしては、今後、社債を通じた資金調達が必要とされるのではないかと感じている。

- ・ 韓国の機関投資家は、投資対象として BBB 格以上といったルールを設けているが、KOFIAとしては、そのルールの緩和策について検討を行っているところである。
- ・ KOFIAとしては、韓国社債市場の活性化のために、様々な方法を通じて継続的に議論を行っていきたいと考えており、現在、機関投資家が社債投資を行いやすい枠組みの検討を行っているところである。

【意見交換】

- ・ 韓国社債市場においては、気配値や取引情報(価格、数量等)が公表され、流通市場も発達したとのことであるが、この過程において、どのような投資家が市場に参入するようになったか。
- ・ 2000年以前の韓国社債市場の主な投資家は、銀行、保険会社及び年金基金であった。韓国では、すべての国民が加入する国民年金があり、国民年金は大きな投資家である。銀行、保険会社及び年金基金は、発行市場で債券を購入すれば、流通市場で売却することなく、満期まで保有する投資スタンスである。債券を満期まで継続保有する理由は、時価評価を行う必要がないためである。
- ・ 2000年以降の韓国社債市場は、社債のデフォルトリスクを踏まえて、市場参加者の考え方に変化が生じたが、社債が相対取引であるため、投資家は、どのような価格で取引されているか把握することができなかった。また、投資家は、誰に対して、売却すれば良いかわからなかった。
- ・ 適正な気配値を把握することができず、市場価格よりも安い価格で取引を行った場合は、トレーディングを行った者が損失について責任を取らなければならないが、投資家は、B-TRiSを利用すれば、取引内容を把握できるため、取引執行の判断が行いやすくなった。
- ・ 社債取引を執行する際、一般に、トレーダーの独断で行われることはなく、そのトレーダーが上司に相談のうえ、社債取引は執行される。B-TRiSを利用すれば、上司は、社債取引の価格情報等を把握できるため、トレーダーは、上司の決裁を得やすくなるのではないかと。
- ・ 韓国社債市場では、4～5年前より、ファンドが非常に活性化してきた(1,000兆ウォン程度の規模)。ファンドは、銘柄の入れ替えで、社債の売買を行う。

- ・ 従来の韓国の証券会社は、社債を購入した段階で、直ちに売却するといったブローカーの業務に限って行っていた。数年前から、韓国の証券界では、インベストメント・バンクが必要ではないかといった議論が行われており、大手の証券会社は、仲介手数料で収益を得ることができなくなったため、社債を保有のうえ、運用する戦略を取るようになった。このような背景から、現在の韓国社債市場では、社債取引を行う投資家の半分以上は、証券会社となった。
- ・ 韓国債券市場においては、3社の債券評価機関（① KIS Pricing、② Korea Bond Pricing (KBP)、③ NICE Pricing）が存在し、金融機関等に情報提供を行っているとのことであるが、そもそも、どのような基準によって、3社の債券評価機関体制となったのか。自由競争社会であれば3社体制とならず、新たに債券評価機関を設立したい者が存在するのではないか。
- ・ 韓国債券市場では、金融機関等は、債券の評価に当たって、3つの債券評価機関のうち、2つの債券評価機関と契約を締結し、平均値を算出してプライシングすることが義務付けられている。
- ・ 債券評価機関は、資本金など、ある一定の基準を満たせば設立することが可能であるが、いずれの債券評価機関においても、プライシングに差異がないため、新たに債券評価機関を設立しようとする者が存在しない。このような状況であるため、現在の韓国の債券評価機関は、3社体制となっている。
- ・ プライシングは、非常に難しい複雑な作業であるため、人材面においても、30~40人程度のグループが必要である。
- ・ 韓国の債券評価機関3社は、各々、格付会社の子会社であり、非常に専門性が高い。
- ・ 我が国社債市場において、B-TRiSと同様の仕組みが導入されれば、社債市場の透明性・流動性の向上、活性化につながるのではないかと考え方が一方で、特に流動性の低い社債の取引情報が公表された場合、次の3つの懸念があると考え方がある。KOFIAでは、この3つの懸念について、どのような考えか。
 - ① 社債の価格と取引量が公表された場合は、誰が取引を行っているのか、市場関係者によって把握できるようになる恐れがあるのではないか。仮に、そのような恐れがある場合には、市場関係者は、社債取引を控え、社債市場において、取引量の減少を招く懸念が生じるのではないか。
 - ② 社債の売買は、相対取引であるため個別性が高いことから、取引のタイミングや背景が価格に反映される可能性がある。そのような価格が公表された場合は、取引のタイミングや背

景は切り離された情報となるため、投資家は、その価格で取引が執行できると考えることから、社債市場において、市場参加者に混乱を招く懸念が生じるのではないか。

③ 証券会社及び投資家は、どのような価格が適正であるのか、時間と労力を費やして取引を成立させている。その価格が公表された場合、その時間と労力を費やしていない証券会社及び投資家は、その価格を無料で把握できるようになる。このような状況となれば、社債市場において、適正な価格を把握しようと努力する者の不在を招く懸念が生じるのではないか。

- ・ 韓国の国債市場では、償還期限5年や10年の国債が、大きな規模で定期的に発行されており、流動性も大きく取引が活発に行われている。一方、韓国社債市場は、発行規模が限定されていることから、活発な売買が行われているとは言えない状況である。したがって、韓国社債市場においても、B-TRiSの導入に伴い、特に流動性の低い社債について、取引内容の匿名性維持の観点などから、日本で抱えている悩みと同じ懸念があった。
- ・ B-TRiSでは、すべての銘柄を一括して同時に取引情報を公表している。なお、米国のTRACEではロットの大きい取引については、その社債の保有者などが限定されるおそれがあることから、その公表情報を一部マスクしたものにしている。
- ・ B-TRiSでは、すべての銘柄を一括して公表することも、格付別に公表することも可能であるが、KOFIAとしては、どのような方法で取引情報を公表するとしても、韓国社債市場におけるプレイヤーの判断を尊重することが最も重要であると考えている。まず、証券会社、銀行及び保険会社においては、どのような取引情報が必要であるのか、コンセンサスを得ることが重要ではないか。
- ・ 店頭取引は、市場価格から乖離していたとしても、売買を行う当事者間で合意されていれば、取引が成立することに特徴を有している。
- ・ KOFIAでは、B-TRiSを通じて、月間80万件以上の債券取引のモニタリングを行い、その結果を公表している。具体的には、特定の銘柄の取引件数が10件であり、他の取引と比較して大きな差異の生じている取引価格を報告した証券会社があった場合、当該証券会社に対して、KOFIAでは、取引情報を提供し、当該取引価格について検討を行うよう促している状況である。
- ・ 2000年以前の韓国債券市場では、他の取引と比較して大きな差異の生じている取引価格で取引が行われている事例が多かった。KOFIAでは、そのような取引価格を報告した証券会社に対して、すべての取引内容を確認すべく、実地調査を行っていた。
- ・ 債券市場は、透明性が確保され公正でなければならない。当然ながら、売買を行った取引当事者は、公正である必要があり、一方で、その取引に参加していない第三者も公正である

必要がある。

- ・ B-TRiS を通じて、特定の銘柄の取引価格を知った第三者が、その取引価格で売買を行いたい場合は、その取引価格で売買に応じる別の第三者から承諾を得なければならない。このような仕組みが構築された場合、その価格は公正であると言えるため、債券市場の信頼度が向上するのではないかと。具体的には、B-TRiS により公正な価格が公表されることにより、韓国の投資家は、別の同格付の銘柄でも、当該銘柄の価格を信用して取引が行えるようになった。
- ・ B-TRiS の導入前の韓国債券市場では、取引相手を探すべく、各ブローカーが、相当の努力を行った結果、ブローカーとブローカーの間で発生するブローカレッジ・フィー（仲介手数料）が非常に高かった。しかしながら、現在の韓国債券市場では、B-TRiS や BQS によって債券の取引情報を把握できるため、ブローカレッジ・フィー（仲介手数料）が低下してきた。
- ・ B-TRiS や BQS の導入に当たって、証券会社が反対した理由は、ブローカレッジ・フィー（仲介手数料）が低下するためである。KOFIA は、ブローカーに対して、「B-TRiS や BQS が導入されても、ブローカーが得るフィーがゼロになることはない。その導入に伴い、全体の取引量が増加すれば、結果として、証券会社や機関投資家は、利益の増加に繋がるのではないかと。」といった説得を行った。
- ・ 保険会社の資金は、保険加入者によって、ファンドはファンドの加入者によって集められたものである。保険加入者やファンドの加入者にとっては、適正な価格で売買が行われることについて、コストの削減に繋がることから、非常にメリットがあると言えるのではないかと。
- ・ 売買当事者以外の第三者は、何の努力を行うことなく、B-TRiS や BQS を通じて取引情報を得ることができる。これは、いわゆる漁夫の利を得ているといった可能性も有り得るが、債券市場は、その可能性は甘んじて受け入れなければならない。その理由は、第三者においても、特定の銘柄の取引量などのすべての情報を勘案したうえで取引相手を探す必要があるため、結果として、何ら努力を行うことなく取引相手を探すことができないためである。
- ・ KOFIA では、取引当事者ではない第三者によって、いわゆる漁夫の利が得られる状態について、悪い作用ではなく、良い作用が働いているのではないかと信じている。投資家は、相当労力をかけて銘柄情報を得たうえで取引を行った場合、その労力に対する費用が掛かっているため、取引価格が上昇することになる。
- ・ KOFIA では、取引当事者ではない第三者によって、いわゆる漁夫の利が得られる状態について、結果として、第三者は利益を得ることができないのではないかと考える。その理由は、すべてのプレイヤーが取引情報を報告するのであれば、すべてのプレイヤーが同じ立場に置かれることになるためである。

- ・ B-TRiS では、自動的に取引情報が KOFIA や KSD に報告されるシステムとのことであるが、KOFIA に顧客の取引情報が報告された場合、守秘義務の問題が生じなかったのか。また、その問題が生じるのであれば、どのように解決したのか。
- ・ B-TRiS は、約定が成立した後、取引証券会社等がすべての取引条件などを入力し KOFIA に報告し、同時に KSD にも報告する。証券会社等から KSD へ報告が行われる場合は、証券会社等によって、具体的な取引相手方を入力しなければ決済を行うことができないが、KOFIA への報告は、業種だけの報告となっている。したがって、KOFIA では、取引当事者の具体的な名称を把握していないため、証券会社と顧客との間における守秘義務保持の障害とならないと考えている。仮に、B-TRiS が、KOFIA によって取引当事者名を把握できる仕組みであれば、すべての証券会社等は、B-TRiS の導入に反対したのではないか。
- ・ KOFIA は、機関投資家別や業種別の各種統計情報を作成するうえで、B-TRiS を通じて、それらの情報を把握したいと考えている。この情報は、KOFIA の担当職員のみが把握できるものであり、KOFIA では、その情報管理を徹底している。
- ・ 新たな社債取引に関する制度を導入する際に、行政当局と市場関係者との間で結論を導くことが可能である場合は、店頭取引の特徴を損なわない仕組みを構築しなければならない。仮に、店頭取引の特徴が損なわれた場合は、証券会社によって取引情報に関する報告が行われなくなるのか、若しくは証券会社によって取引が行われなくなるかもしれない。そのような状態となれば、社債市場は萎縮することになる。
- ・ 店頭取引の特徴を損なわないためには、行政当局と市場関係者との間で、必ず守らなければならないラインが存在するのではないか。KOFIA としては、そのラインが守られれば、自然にプレイヤーの参加者数が増加するとともに、取引量も増加するようになることについて、自信を持って断言したい。
- ・ 韓国社債市場においては、どの程度の頻度で約定が成立しているのか。BQS においては、実際には気配がついていないのに、公表のために、業者が無理やり気配を算定して報告している銘柄も存在するのではないか。
- ・ 韓国債券市場では、実際に取引を行おうとする気配値が存在する場合に限って、BQS を通じて、その気配値が表示される。したがって、1日を通じて気配値が表示されない銘柄もある。気配値が存在しないにもかかわらず、BQS を通じて、気配値が表示された場合は、市場の歪曲

に繋がることから行われてはならないことである。

- ・ KOFIA では、B-TRiS やBQS の導入に当たって、すべての市場参加者の意見が十分に収斂されて議論が行われたことによって良い折衷案が提案されたため、安定的で十分に機能する制度として、それらの制度が早期に定着したのではないかと考えている。したがって、日本の社債市場においても、総合的に様々な市場関係者の意見を踏まえたうえで議論が行われなければならないのではないか。そのような議論が行われれば、日本の社債市場においても、短期間で制度が定着し、効率性の高いものが構築されるのではないかと考えている。

2. 「社債市場の活性化に関する懇談会」への報告

本部会の検討状況について、7月6日（水）開催の「社債市場の活性化に関する懇談会」に報告する。

(配付資料)

- ・ 韓国の債券市場の現況及び債券の価格情報インフラ等について

以 上