

「第6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4月14日（木）午後7時～9時15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
(外部有識者)

Mizuho Securities USA, Inc.

Vincent P. Murray 氏 (Managing Director, Head of Fixed Income Syndicate)

FINRA (Financial Industry Regulatory Authority)

Steven A. Joachim 氏 (Executive Vice President, Transparency Services)

N. Ola Persson 氏 (Director, TRACE, Transparency Services)

Alie Diagne 氏 (Associate Director, Fixed Income,
Fixed Income Transparency Services)

1. 米国TRACE

- (1) 米国社債市場では、社債の価格情報インフラとして、2002年7月、米国金融取引業規制機構 (Financial Industry Regulatory Authority／以下「FINRA」という。)によりTRACE (The Trade Reporting and Compliance Engine) の運用が開始され、現在、約30,000銘柄の社債の取引情報 (取引量、取引価格、売買の別、取引執行時間、利回り) がリアル・タイムで市場参加者 (有料) 及び個人投資家 (無料) に提供・公表されている。
- (2) 会員証券会社は、FINRA の規則に基づき、社債の流通市場の取引情報をFINRA に15分以内に報告することとなっており、FINRA は、同報告を受け上記(1)の公表を行っている。
- (3) 本会合では、TRACE導入の背景・議論、社債市場の透明性の向上、流動性への影響・評価及び課題等について、米国の市場関係者及びTRACEの運営者であるFINRAの担当者から、次のとおり報告・説明があり、意見交換が行われた。

議事概要

2—1 米国 TRACE について

Vincent P. Murray 氏は、大手証券会社において社債の発行部門を中心に債券業務の第一線で活躍されており、2002年のTRACEの導入に当たって、当時の債券市場協会 (The Bond

Market Association／現在の米国証券業金融市場協会（Securities Industry and Financial Markets Association／以下「SIFMA」という。）に TRACE 委員会が設置されたが、同委員会の委員長を務められた。Vincent P. Murray 氏から、次のとおり報告・説明があり、意見交換が行われた。

【 報告・概要 】

(1) 2002 年 7 月の TRACE 導入の背景・議論

- ・ 1990 年代後半、当時の米国証券取引委員会（U.S. Securities and Exchange Commission／以下「SEC」という。）の chairman（委員長）は、社債市場の透明性を図りたいと考えており、これが TRACE の原点である。この考え方を受けて、当時の債券市場協会は、TRACE 委員会（委員長：Vincent P. Murray 氏）を発足させた。
- ・ 当時、多くのディーラーは、「TRACE によって、社債市場の透明性が向上したとき、セカンダリーマーケットに対して、どのような影響を与えるのか。流動性は、どのようになるのか。」といったことを懸念していた。また、TRACE 委員会においても、「すべての市場参加者が、取引執行後数分間で、社債市場におけるすべての取引を確認することができるようになれば、発行会社は、そうした社債市場での起債を避けるのでないか。」といった不安を感じていた。
- ・ 米国の社債市場は、その規模が非常に大きく、投資適格債や、ハイ・イールド債、ジャンク債などの様々な商品が存在しており、また、その商品によって発行規模も異なっている。TRACE が導入された場合、例えば、機関投資家が、ディーラーに対して流動性の低い社債のビッドを聞いた場合、市場参加者は、「その他の機関投資家においても、当該流動性の低い社債のビッドを把握できるようになるため、ディーラーは、ベストなビッドを提供しないようになるのではないか。」といった不安を感じていた。TRACE 導入に伴い流動性が低下するかもしれないという大きな懸念であった。
- ・ そもそも、社債市場の透明性を向上させる動きは、SIFMA やディーラーから提案されたものではなく、米国政府及び SEC が推進してきた考え方であり、TRACE 委員会では、その考え方を実現するために、複数年の議論を重ねた。
- ・ SEC は、個人投資家を保護するために、社債市場の透明性が必要であると強く考えていた。その理由は、個人投資家とディーラーとの交渉で、個人投資家自身が、ベストプライスを発見することが難しいと考えていたからである。
- ・ 米国の社債市場において、個人投資家が占めるシェアは、僅か 1～2%に過ぎない。基本

的に、米国の社債市場は、機関投資家が売買の主体であり、ディーラーは、機関投資家を念頭に置いて、社債市場の流動性が低下しないか心配していた。

- ・ 1998 年～2002 年にかけて、SEC は、ディーラー・コミュニティの意見を踏まえながら、TRACE について段階的に議論を行ってきた。まず、SEC は、当時の全米証券業協会（National Association of Securities Dealers／以下「NASD」という。現在の FINRA）に対して、TRACE を実現させる権限を与えて、社債市場の機能を変革することについて決定した。
- ・ TRACE 導入段階（1～2 年目）の米国の社債市場は、不透明な状況であったため、システムの状況に注視をしていたことから、流動性に対して、どのような影響があるのか把握できなかった。一方、ディーラーは、TRACE 導入後においても、TRACE を利用しなかった。FINRA では、当初は、取引が行われた 15 分後に社債の取引情報を公表することが難しかったものの、様々な情報源を用いて公表することによって、個人投資家及び機関投資家は、すべての社債取引に関する情報を得ることができるようになった。
- ・ 過去 10 年間の TRACE を取り巻く状況を見れば、多くの市場参加者は、TRACE に慣れてきたと言えるのではないかと。基本的に、社債市場が安定している場合は、TRACE 導入によって、流動性を毀損することではなく、むしろ流動性に対して良い影響を与えるのではないかと。一方、社債市場が不安定な場合には、ディーラーは、リスクキャピタルへの投資を控え、その結果、全くビッドが提示されないという事態もあり、流動性の改善には必ずしも繋がらない面もあるのではないかと。

(2) TRACE 導入前後の社債取引への影響

- ・ TRACE の導入によって、米国のハイ・イールド債市場では、ディーラーが得るマージンが 60～70%程度低下してきた。かつて、例えば BB 格のスプレッドは、2 分の 1 ポイント程度であったが、現時点では、4 分の 1 ポイント程度で取引が行われている状況である。一方、高格付社債のスプレッドは、8 分の 1 ポイント程度であり、マークアップ（ディーラーの提示する気配値と TRACE から得られる価格の乖離）は、相当限定的な状況である。
- ・ TRACE 導入後、個人投資家の社債の取引について、実際にどのような影響があったのか、個人投資家の TRACE の利用状況、個人投資家が社債の価格情報を十分に認識したうえで社債投資を行っているか否かなどは、明確に把握できない状況である。
- ・ 基本的に、SEC は、個人投資家を保護することを目的として、TRACE を導入したが、その目的が達成されたか否かは不明である。そもそも、個人投資家を保護することは、米国政府による希望である。

(3) 外国人投資家の社債投資への影響等

- ・ 外国人投資家（米国以外の投資家）は、TRACE が存在するため、社債を購入したくない、社債投資を控えるといった考え方は持っていないのではないかと。米国の社債市場では、相当な規模で社債が発行されており、2011 年第 1 四半期の社債発行額は 4,000 億ドルで、そのうち約 60%が米国以外の企業による起債である。こうした状況は、TRACE の存在とは関係なく、経済の動向、政治の状況や世界全体の動きで決まるものである。

(4) 日本の社債市場に TRACE と同様の制度を導入した場合の影響

- ・ 1990 年～2000 年初頭、ディーラーは、TRACE が導入された場合、流動性が犠牲になると考えたため TRACE 導入に反対した。TRACE 導入当初は、流動性に直ちに良い影響を与えたとは言えなかった。社債市場が不安定な場合には、流動性の改善に必ずしも繋がらない。
- ・ 現在では、米国の市場関係者は、TRACE に適応している。米国の社債市場では、社債取引の方法が変化しており、また、マークアップが相当縮小してきた。
- ・ 日本の社債市場について十分には承知していないが、日本の社債市場の透明性が向上することは、個人投資家に限らず、機関投資家にとっても良い影響を与え、非常に重要なことではないか。日本の社債市場は、社債の発行規模が小さいことから、透明性が向上することによって、起債が活発化するのではないかと。起債が活発化すれば、流動性が向上し、発行規模も大きくなるのではないかと。
- ・ 米国の社債市場では、TRACE が導入されているにもかかわらず、殆ど取引が行われない銘柄が存在する。しかしながら、取引量が多い社債の場合、その取引の透明性が確保されることは有効であり、社債の取引情報が公表されることは、機関投資家に限らず、個人投資家にとっても有効と言えるのではないかと。

(5) 日本の社債市場の活性化に向けて

- ・ 日本の社債市場にとって、一番重要なことは、発行規模を大きくすることである。発行規模が大きくなれば、流動性は向上するのではないかと。

(6) 米国における取引前価格の透明性の確保に関する議論

- ・ 米国社債市場は、店頭取引（Over The Counter／以下「OTC」という。）、相対取引であるため、ディーラーによる、マーケットメイクやスクリーニングの状況が事前に公表されているわけではない。社債市場では、投資家から、ディーラーに対して投資対象企業のクレジットなどに関する電話相談といったプロセスが継続されているのではないかと。

- ・ 現在、SEC やFINRA では、社債の取引前価格の透明性（Pre-Trade Transparency）を確保するための議論は行われていないのではないかと。一方、証券化商品に関する取引前価格の透明性については議論がある。

【 意見交換 】

- ・ 「米国の社債市場では、個人投資家が占めるシェアは、僅か 1～2 %に過ぎない。」との説明があったが、社債市場の透明性を図ることは、個人投資家にとって重要であると言えるのではないかと。
- ・ 米国の社債市場では、個人投資家が占めるシェア（投資信託を通じた社債の購入を含む。）は小さいものの、個人投資家にとって、社債市場の透明性が図られることは重要である。なお、米国の個人投資家は、ミューチュアルファンド（米国のオープン型投資信託）を通じて、社債を購入することが多い。
- ・ 日本の行政当局は、社債市場の透明性を向上させたいと考えていないのか。
- ・ 現在、社債市場の透明性の向上を図るため、本部会において、我が国の行政当局も入って市場関係者で検討を行っている。
- ・ TRACE 導入に伴いビットとアスクのスプレッドが縮小したのであれば、米国のディーラーは、TRACE に対して、相当強気に反対するのではないかと。TRACE 導入に伴うメリットは、発行会社、機関投資家及び個人投資家に限って享受しているのか。
- ・ 米国のディーラーは、TRACE 導入に大きな懸念を持っていた。その理由は、TRACE 導入に伴いディーラーが享受できる利益が限定的となるためである。TRACE 導入によって、ディーラーサイドのメリットが限定的になったことは明白である。
- ・ 米国のディーラーは、TRACE 導入前のマークアップのレベルを実現することができなくなった。しかしながら、長期的視点に立てば、TRACE 導入に伴い、米国の社債市場のボリュームは減少することなく、むしろ増加した。
- ・ 現時点では、ディーラーは、スプレッドの縮小、マークアップのレベルを取り戻すことができるようになり、一方、投資家は、社債の取引実績を把握できるようになったのではないかと。
- ・ 米国財務省証券（Treasury bond）の投資家層は、外国人投資家（米国以外の投資家）、とりわけ、英国人投資家が非常に多いと聞いている。
- ・ 米国の社債市場において、外国人投資家（米国以外の投資家）が占めるシェアを教えていた

だきたい。

- ・ 米国の社債市場において、外国人投資家（米国以外の投資家）が占めるシェアは、相当低い（5～10%程度）のではないか。なお、米国ハイ・イールド債市場は、欧州ハイ・イールド債市場と比較すれば相当規模が大きいが、この規模の違いからも、米国の社債市場において、外国人投資家（米国以外の投資家）が占めるシェアは限定的であることを示しているのではないか。
- ・ 日本の社債市場は、ハイ・イールド債が非常に少なく、投資家は、デフォルトリスクの低い社債を求めている。米国の投資家は、リスク・リターンの分析を適切に行うことができるため、ハイ・イールド債の取引が活発なのか。
- ・ 米国の投資家は、投資対象の社債について、適切にリスク・リターンの分析を行っているのではないか。そもそも、米国の社債市場において、ハイ・イールド債の取引が活発な理由は、米国の投資家がリスクテイクであり、高い利回りを得るために、好んでリスクを取っているためである。
- ・ 米国の社債市場では、リスク・アペタイト（リスクを積極的に取って収益を狙う姿勢）を強く見ることができる。例えば、運用マネージャーは、クレジットを低く落としたとしても、イールドの高い社債に投資している。
- ・ 米国の社債市場では、TRACE 導入に伴い、小型に限らず、大型の起債が増加したことから、流動性を向上することができたと考えて良いのか。
- ・ 米国の社債市場の流動性が向上した理由は、TRACE 導入も理由の一つではあるものの、大規模な起債が行われたためである。
- ・ 1970 年～1980 年の米国の社債市場は、現在の日本の社債市場と比較して、その規模に大差もなく、殆ど流動性もなかった。しかしながら、その後の米国の社債市場は、市場規模が大きくなるとともに、企業が社債発行を活用するようになったため、平均的なディールの規模も大きくなってきた。さらに、TRACE を通じて、社債市場の透明性が改善されたことが、平均的なディールの規模を大きくしたと言えるのではないか。
- ・ 米国の社債市場は、ディールの規模が大きくなるとともにボリュームも増加した。どのようにすれば、社債市場の規模は大きくなるのか。

- ・ 社債を活用する企業が増加した理由は、米国の社債市場の規模が大きくなったためか。それとも、米国の投資家のポートフォリオの配分が変化したのか。
- ・ 米国では、社債市場そのものが成長したため、その規模が非常に大きくなったのではないか。さらに、米国の市場参加者が大きく育ったことから、米国では、社債を投資対象とするミューチュアルファンドや債券ファンドが増加したのではないか。
- ・ 社債市場を成長させるためには、ディールのサイズを大きくすることも重要であるが、社債を購入する投資家を増加させることが条件である。社債投資家の増加は、社債市場にとって、大きな推進力・原動力であり、米国の企業は、社債投資家が増加したため、社債を発行する手段を利用するようになったと言えるのではないか。
- ・ 米国の社債市場における金利は、歴史的な低水準と言えれば過言ではあるが、相当低い水準である。米国のディーラーにとっては、最近 10 年間で、クレジット・スワップ（デフォルトが起こった場合に損害額を補償してもらう代わりにプレミアムを支払う取引のこと）が非常にタイトであるため、クーポンが非常に低い状況である。したがって、米国の企業は、低いクーポンで社債を発行できるため、銀行ローンと比較しても、魅力的な資金調達手段と言えるのではないか。現在は、極めて魅力的な起債環境と言えるのではないか。
- ・ 「社債市場が不安定な場合には、TRACE によって貢献できるものではない。」との説明があったが、社債市場が不安定な場合には、TRACE によって、ディーラーがアスク・ビットを提示することが困難となり、流動性の改善に繋がらない結果を招くことになるのか。
- ・ 社債市場が不安定な場合には、ボラティリティが高く非常に激しく変動するため、ディーラーは、リスクを回避する行動を採るようになる。TRACE 導入によって社債の取引情報が公表されるようになったため、ディーラーは、社債市場が不安定な状態にあるときには、社債を購入しない（リスク・キャピタルへの投資を行わない）ようになった。その結果、ボラティリティの動きが鈍くなるとともに、スプレッドも大きくなり、米国の社債市場では、全くビッドが提示されない状況にも繋がりがねないこととなった。
- ・ TRACE 導入前の米国社債市場では、ボラティリティが高い状況であっても、ディーラーがビットを提示しており、リスク・キャピタルへの投資が行われていた。ディーラーによりビットが提示される理由は、ディーラー自身が、誰が社債を保有しているのか把握していたためであり、その結果、マージンを得ることができた。

- ・ 「SEC は、個人投資家を保護するために、社債市場の透明性が必要であると強く考えていた。」との説明があったが、TRACE 導入により、米国の個人投資家の社債投資への関心は向上したと言えるのか。
- ・ 1990 年代後半、SEC は、個人投資家を保護したいと考えていた。個人投資家を保護する理由は、個人投資家から、相当数の苦情が寄せられていたためである。例えば、2 万ドル程度の社債を保有している個人投資家が社債を売却する場合は、ディーラーによっては、個人投資家から社債を安く購入し、その後、機関投資家へその社債が高く売却されていた。SEC としては、このような状況を改善すべく、TRACE を導入しなければならないと考えた。すなわち、SEC の目的は、TRACE 導入により、機関投資家が把握している価格について、個人投資家はその価格情報を得ることを可能とし、個人投資家の保護に資することであった。
- ・ TRACE 導入により、米国の個人投資家の社債投資への関心が向上したのかどうかは、よく分からない。例えば、「TRACE 導入に伴って、米国の個人投資家は、最良の価格で取引することができるようになったのか。」と質問されたとしても、よく分からない。TRACE 導入から数年間経過した後、社債投資に関心を示す個人投資家は増加したかもしれないが、TRACE 導入が直接的な要因となったか否かは分からない。
- ・ Treasury bond や地方債の利回りが低下していることから、個人投資家は、ミューチュアルファンドに関心が向くのではないか。
- ・ TRACE では、過去の社債の取引情報が把握できるようであるが、過去の取引情報は、現時点での社債の取引の透明性の向上に寄与していると考えられるか。
- ・ TRACE を通じた過去の社債の取引情報の公表は、社債市場における取引の透明性の向上に寄与したと考えて良いのではないか。ベンチマークとして利用できるようになったことに加え、過去の取引情報を確認することにより、どの程度の取引が行われているか把握することができ、ディーラーにとっては、非常に有益と言えるのではないか。
- ・ TRACE を通じて過去の取引情報が公表されず、しかも年に 1 回、2 回程度の取引に限られるのであれば、その社債の取引を確認することは、非常に困難と言えるのではないか。過去の取引情報が公表されなければ、ディーラーは、取引対象の社債と同じ業種の社債と比較しなければならないことになる。
- ・ 米国のディーラーは、頻繁に過去の取引情報を活用しているのではないか。過去の取引情報が活用できることにより、多くのディーラーは、ビットとオファーを提示しやすくなるのでは

ないか。

- ・ 本部会では、高格付で流動性の高い社債から、取引価格等を公表する方向で議論を行っている。2002 年の TRACE 導入以降、毎年のように、TRACE は、公表銘柄数等を拡大しているが、その拡大の過程において、どのような議論が行われたのか。また、どのような反対意見があったのか。
- ・ 機関投資家は、高格付で流動性の高い社債に関する取引情報が公表される場合、ほとんど抵抗感を示さないが、一方で、低格付社債に関する取引情報が公表される場合、相当な抵抗感がある。TRACE では、予め、機関投資家からの抵抗感などを踏まえたうえで、公表銘柄数等が拡大されたのか。
- ・ TRACE 導入当初の公表対象銘柄は、SEC 登録済の投資適格債等の一部の社債に限定されていた。その後、公表対象銘柄は拡大し、現在の TRACE は、私募債も含まれるようになった。
- ・ 当時、SEC は、最終的に、すべての社債の取引情報を公表したいと考えていた。すなわち、SEC の目的は、すべての社債取引について、完全に透明性の向上を図ることであった。しかしながら、その目的を達成するためには、相応の努力が必要であった。
- ・ TRACE は、まず、非常に高格付で流動性の高い社債の取引情報の公表を開始し、その後、ハイ・イールド債の取引情報を公表するようになったが、そもそも、ディーラーは、TRACE 導入当初から、社債の取引情報の公表に反対しており、特に、ハイ・イールド債や低格付社債の取引情報の公表は好ましくないと考えていた。また、ディーラーは、社債市場の透明性が向上すれば、流動性の低下を招き、リスク・キャピタルが入ってこなくなるのではないかと考えていた。
- ・ TRACE 導入に伴い、事実上、ディーラーが得られるマージンは低下した。社債市場の透明性が向上することによって、マージンが低下することを声高に主張するディーラーも存在した。現時点においても、TRACE 導入に批判的なディーラーは、多数存在している。したがって、TRACE の段階的な実施は、非常に重要であったと言える。
- ・ TRACE 導入当初、最も流動性が高く、高格付社債の取引情報から公表を開始することは、非常に重要であった。まず、この取引情報の公表を開始したうえで、順次、公表銘柄数等を拡大することが必要であった。
- ・ 市場関係者は、社債の取引情報の公表に伴い、システム的な大きな衝撃を与えないようにするために、例えば、取引情報の報告を翌営業日とするといった対応や、取引情報の報告は同日

付であったとしても、その公表は翌営業日といった対応が必要かもしれない。すなわち、社債の取引情報の公表に当たっては、段階的に実施し、徐々に完全な透明性に近づけていけば、最終的に、ハイ・イールド債の取引情報の公表が可能となるかもしれない。

- ・ 米国の社債市場では、必ずしも、セントラル・クリアリングを通じて取引が行われていないようであるが、TRACE では、どのような取引情報の報告システムが構築されているのか。
- ・ 米国のディーラーは、社債取引を行った場合、個別のシステムに入力し、その後バックオフィス部門は、社債の取引情報を蓄積したうえで、FINRA に対して、その情報を報告している。FINRA は、社債の取引情報の蓄積機関といえるのではないか。
- ・ FINRA は、社債の取引情報を蓄積したうえで、様々なベンダーに対して、その情報を提供している。さらに、ベンダーは、機関投資家に対して、例えば、インターネットを通じて、社債の取引情報を提供している。また、個人投資家は、インターネットを通じて、社債の取引情報を確認することができるようになっている。

2—2 米国 TRACE について

TRACE の運営者である FINRA の担当者から、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) はじめに

- ・ TRACE は、2008 年にリーマン・ブラザーズ証券の破綻などに伴う世界的な金融危機を経験したものの、市場参加者から幅広く受け入れられており、世界的に見ても、社債市場の透明性の向上は必要とされている。とりわけ、米国 OTC 市場では、透明性の必要性が叫ばれている。
- ・ 米国の市場参加者は、TRACE について、デリバティブ商品や、様々な OTC 市場の商品に活用できるのではないかと関心を持っている。FINRA では、TRACE 導入後 10 年が経過し、市場参加者において、TRACE が受け入れられていると感じている。
- ・ FINRA では、社債市場の透明性に関する議論を重ねてきた。TRACE 導入前の社債市場の透明性に関する考え方と、TRACE 導入後に得ることができた社債市場の透明性に関する考え方は、必ずしも同じではなかった。
- ・ 社債市場の透明性が欠如しているとき、言い換えれば、社債の取引という事実に基づく情報

が欠如しているときは、市場参加者は、市場参加者自身が把握している情報に限って言及することができた。市場参加者自身が把握している情報は、部分的なものであったが、TRACE 創設によって、蓄積された社債の取引情報のデータベースが構築されたことから、市場参加者は、正確な社債の取引情報を把握できるようになった。

- ・ まずは、「社債市場の規模は、どの程度の大きさであるのか。業者は、どの程度存在するのか。流動性は、どのようになっているのか。」などのデータを収集することが重要である。TRACE 導入前後では FINRA が把握している情報が大きく変化した。FINRA では、TRACE 導入後の新しい情報に基づいて、どのようにアプローチを行えば良いのか検討を行った。
- ・ 過去の米国の社債市場は、現在と異なり不透明であった。FINRA では、安定した継続的な市場を損なわないよう、市場参加者に応じて慎重にアプローチを行った。セルサイド及びバイサイドの市場参加者にとって、大きな衝撃を与えないようにアプローチを進めることは重要である。
- ・ 市場に新しい変化が生まれた場合は、すべての市場参加者に対して、その変化に適応する機会を与えなければならない。市場参加者には、様々なセグメントが存在し、そのセグメント毎に異なる考え方を持っており、自身の利益を追求している。
- ・ TRACE 導入後の社債市場のスプレッドは、非常に縮小していった。この縮小に伴い、TRACE 導入前と比較して、ディーラーは利益を生むことが困難となった。このような状況下、ディーラーの利益を補填するためには、大きなボリュームを創出する必要があった。
- ・ スプレッドが縮小することは、投資家においては良いことである。TRACE により社債の取引情報を得ることが容易となり、スプレッド、マークアップが縮小したが、これは市場の効率性が向上したことを示している。FINRA(自主規制機関)の立場としては、スプレッドが縮小することは、市場の効率性が向上したことを示すため、TRACE 導入に伴う良い影響の結果と考える。

(2) TRACEの概要

配付資料「TRACE Overview (TRACEの概要)」に基づき、TRACEの背景、TRACEのシステムと運用、TRACEの影響、TRACEの出来高推移及びTRACEの拡張について報告・説明があり、合せて、次の説明があった。

① 投資家に提示する価格

- ・ FINRA は、機関投資家（大口取引）と個人投資家（小口取引）との間で、異なる価格で区分すべきではないと考える。一つの市場では、一つの価格として取扱うことが非常に重要で

ある。

- ・ FINRA では、例えば、10 万ドル以下の取引であれば、リテール債であると考えているが、個人投資家と機関投資家を区分けすることなく、全ての市場参加者に対して、同じ情報を提供していきたいと考えている。

② 日本の社債市場に TRACE と同様の制度を導入した場合の影響

- ・ FINRA では、透明性の高い市場が効率性の高い市場であると強く信じている。「社債市場の透明性を向上することによって、悪影響が生じるのではないか。」といった意見もあるが、米国の社債市場では、そのような悪影響は経験しなかった。
- ・ TRACE 導入後、米国社債市場では、非常に流動性が向上した。FINRA としては、米国社債市場のボリュームなどの各種データを踏まえたうえで、個人投資家、機関投資家の各々にとって、社債市場の透明性の向上に伴い、流動性が毀損されることはなかったと考えている。

③ 米国における取引前価格の透明性の確保に関する議論

- ・ FINRA では、定期的に債券市場における取引前価格の透明性に関する議論を行っているものの、この議論に関連して、現時点において公式に決定しているものはない。
- ・ 債券市場では、ディーラーは、気配値を提示したとしても、必ずしも、その気配値で取引を行わなくても良い。気配値は、ディーラーと投資家との間で、交渉を開始する土台となるのではないかと。現在、FINRA では、このような観点で、議論を行っているところである。
- ・ 証券化商品市場の透明性・流動性の向上について検討を行う場合は、ファンジビリティが重要であり、様々な証券化商品のファンジビリティを理解しなければならない。
- ・ 日本でも、証券化商品のファンジビリティについて、その検討を行う必要があるのではないか。すなわち、銘柄の統合性や代替可能性は、どの程度あるのか。その点について検討を行ったうえで、社債市場の透明性を向上することは、大きな価値があるのではないかと。

【意見交換】

- ・ 仮に SEC が TRACE の創設を強く主張しなかった場合は、業界団体が独力で TRACE を導入することはできたか。
- ・ FINRA では、業界団体が独力で TRACE を導入することはできなかったと考えている。社債市場に透明性を導入するためには、行政当局の支援が必要不可欠である。市場参加者全般、とりわけ、セルサイド（証券会社）においては、歴史的な背景を踏まえても、社債の取引情報の公

表を歓迎する主体とはならない。

- ・ 「TRACE では取引後 15 分以内の報告が義務付けられているが、90%を超える取引は5分未満で報告され、取引情報は受信後すぐに公表される。」との説明があったが、約 590 の TRACE 参加者は、社債の取引情報を毎日報告できるのか。
- ・ 日本では、例えば、証券会社が社債の取引情報の報告を行う場合、TRACE 導入当初の社債の取引後 75 分以内としても対応が厳しいと考えられる。一方、米国では、90%を超える取引が5分未満で FINRA へ報告できる要因は何か。行政当局からは何らかの支援があったのか。
- ・ 証券会社から社債の取引情報の報告を受けるに当たって、行政当局から特段の支援は受けなかった。
- ・ 1980 年代～90 年代、米国の株式市場では、高速取引にも対応可能で、90 秒の報告ルールにも対応できる相当高度なシステム投資が行われた。社債の取引情報の報告に関するシステムの構築に当たっては、株式取引のシステムを流用したのではないか。
- ・ 証券会社は、社債の取引情報の報告に当たって、自社でシステム開発を行うか、若しくは、ベンダーから報告システムを購入したが、多くの証券会社は、ベンダーから社債の取引情報の報告システムを購入したのではないか。
- ・ 社債の取引情報の報告に当たって、ボリュームが大きい場合には、証券会社において、インターネットを利用して、直接、TRACE へ入力されている。
- ・ 配布資料「V. TRACE の拡張について」、「① すべての不動産ローン及び資産担保商品を対象に取り込むため TRACE を拡張。② 2010 年 2 月 22 日に SEC により承認された規則改正。報告施行日は、2011 年 5 月 16 日。③ 当初、FINRA は、取引データを収集しようとしたが、その配信を考えていなかった。当該データは、透明性の適正水準を決定するための研究材料とする予定であった。」との説明があったが、今後、すべての不動産ローン及び資産担保商品に関する取引情報を公表する場合は、どのような要素を配慮しながら、その公表の開始を決定するのか。
- ・ FINRA では、次のとおり、証券化商品の取引情報の公表について計画している。
 - ① 既に、FINRA には、5つの証券化商品の取引情報を収集するチームがあるが、それらのチームは、とりわけ、流動性やファンジビリティの観点から、その情報の分析を行う。
 - ② ある一つの価格と、別の価格とを比較するとともに、その調査を行いながら、市場のファ

ンジビリティの特性を踏まえ、果たして、その価値があるか否かを決定する。

③ TRACE 導入当初と同様に、証券化商品の取引情報の公表に伴う悪影響が生じることを回避する観点から、その公表に当たっては、慎重を期したうえで、段階的に実施する。

- ・ FINRA では、証券化商品市場の透明性が向上することによって、その市場に価値が付加されるのか、それとも悪影響が生じるのかについて、重要なポイントであると考えている。証券化商品市場では、流動性が相当高い商品が存在しているため、強力なバイヤーは、透明性の向上を求めてくるのではないかと。透明性の向上が求められる理由は、証券化商品市場が不透明であれば、ファンジビリティや流動性が低下することになり、投資家が警戒するためである。
- ・ FINRA では、証券化商品の取引情報を収集するチームからの分析データに基づき、取引情報の公表は、どのような意味があるのか調査のうえ、どのように実用化するかにについて、検討を行わなければならないと考えている。
- ・ スプレッドの縮小は、ディーラーの利益の減少を招くことから、ディーラーが市場に参加しなくなるため、市場に対して、マイナスの影響を与える可能性が懸念されている。日本の社債市場は、市場規模が小さいため、この懸念を払拭することは難しいが、一方で、米国の社債市場においては、市場の規模が大きくなったことにより、この懸念を払拭することができたのか。
- ・ 米国の社債市場では、TRACE 導入からの約 10 年間に於いて、様々な局面を経験した。市場参加者は、TRACE 導入前後では取引手法が全く異なることから、新しい環境で社債取引を行うために、相当の時間を要した。
- ・ TRACE 導入により、セルサイドである証券会社が大きな影響を受けたのであれば、ディーラーは非常に少なくなるが、現状では、TRACE 導入前と比較して、ディーラーは増加しており、活発に取引が行われている状況である。TRACE 導入に伴い利益が減少することから、ディーラー業務を廃止した証券会社もあったが、新規参入するディーラーの方が多く、結果としては、時間の経過とともに、社債市場のディーラーが増加した。
- ・ 流動性は、透明性によって促進される理論が存在する。しかしながら、市場とは、市場毎に異なるものであり、投資行動も異なることから、FINRA としては、一般論において、米国と日本が同じ市場であるとは言えない。
- ・ TRACE 導入後の米国社債市場は、一時的に市場が縮小し、その後市場が拡大したのか。それとも、一時的にも市場が縮小することなく、殆ど変化のない状態で、市場が拡大したのか。

- ・ TRACE 導入後の米国社債市場では、少なくとも2回の循環（市場の縮小と拡大）が起こった。その循環が起こった理由は、金利の上下などにも影響を受けるため、TRACE 導入に伴うものか否か判断することはできない。
- ・ TRACE 導入当初、FINRA は、「社債市場の透明性の向上によって、流動性に与える悪影響はない。」と断言しづらかった。そもそも、社債市場とは、一つの要素で決まるものではなく、様々な要素が複雑に絡み合って影響を受けるため、FINRA としては、TRACE 導入によって、流動性に大きな影響を受けたとは言い難かった。

3. 次回会合

第7回会合を6月2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（日英同時通訳つき）を基に事務局（日本証券業協会）が作成

(配付資料)

- ・ TRACE Overview
- ・ 共通質問 Issues of interest (revised Apr. 14, 2011)

以 上