

債券市場の透明性をめぐる EU の議論 — 金融商品市場指令（MiFID）上の取り扱い —

小立 敬

■ 要 約 ■

1. 欧州委員会は、2008年4月、株式以外の金融商品の市場の透明性（transparency）に関する65条報告を公表した。これは2007年11月にEU加盟国で施行されたMiFIDにおいて株式に義務づけられる透明性要件を債券などにも拡大適用すべきか否かを検討するものである。65条報告では、現時点ではMiFIDの透明性要件を株式以外の金融商品に拡げて規制介入を行う必要はないと結論づけられている。
2. 欧州の債券市場は、機関投資家や投資銀行といったホールセール取引が中心であり、一部の国を除けばリテール投資家の債券市場への直接参加の割合は低い。そのような市場環境の中で、電子取引の普及、特にマルチディーラー・クライアント型の電子取引プラットフォームの発展というマーケット・ストラクチャーの変化は、機関投資家を中心に透明性の向上に貢献していると捉えることができる。
3. 欧州委員会は65条報告において、電子取引の発展に伴う市場の透明性の向上というトレンドも踏まえつつ、欧州の債券市場、特にホールセール取引においては透明性に関する市場の失敗は認められないとしている。一方、リテール市場には投資家の価格情報アクセスの点でいくらかの問題があることを認識しており、欧州委員会としては、自主規制機関（SRO）によるリテール投資家を対象とした透明性向上の取り組みを注視する方針を示している。
4. 欧州における債券市場の透明性に関する議論の特徴は、リテール投資家に焦点をあてる米国の規制当局のスタンスとは異なり、市場全体のバランスの中で考慮すべき問題として捉えられていることにある。また、「ベターレギュレーション」の考え方を背景に、市場の失敗の確たる証拠がなければ規制介入は行わないという姿勢で検討が行われていることも一つの特徴であろう。

I MiFID と債券市場の透明性

1. 欧州委員会の 65 条報告

欧州連合 (EU) の行政執行機関である欧州委員会 (European Commission)¹ は、2008 年 4 月 3 日、株式以外の金融商品の市場の透明性 (transparency) に関する報告書を公表した²。この報告書は、EU における資本市場・投資サービスの基本法として位置づけられる金融商品市場指令 (MiFID) 65 条に基づき欧州議会および閣僚理事会に対して報告されたものである (以下、「65 条報告」という)。この 65 条報告によって欧州の債券市場の透明性に関する MiFID 上の取り扱いが結論づけられたことになる。

MiFID は、2007 年 11 月に EU 加盟国において一斉に施行された EU 指令である³。MiFID では、株式の取引について、投資家の取引情報のアクセス確保を目的として取引前および取引後の透明性要件が規定されている。取引前の透明性とは気配など取引執行前の情報について、取引後の透明性とはすでに執行された取引の価格や数量などの情報について、市場参加者がどの程度その情報を入手できるか、あるいはそのような情報がどれ程市場に行きわたっているかという情報の入手のし易さや情報の広がりを表す概念である。

MiFID では取引執行が行われる場所として、①規制市場 (regulated market) としての取引所、②投資サービス会社や市場運営者によって運営される多角的取引システム (MTF)⁴、③自己勘定で (主にリテールの) 顧客とディーリングを行う投資サービス会社であるシステムティック・インターナライザーの区分に分けられ、それらの取引場所で行われる株式取引に対して取引前と取引後の情報の公表義務がそれぞれ規定されている⁵。

一方、株式以外の金融商品については、MiFID65 条において「欧州委員会は、市中協議および関係当局との協議を経て、取引前・取引後の透明性に関する義務を定める本指令の要件に関し、株式以外の金融商品の取引に対して適用を拡げる可能性について、2007 年 10 月末までに欧州議会、閣僚理事会に対して報告を行わなければならない」と規定され

¹ 正式名称は、Commission of the European Communities である。

² Commission of the European Communities, “DG Internal Market and Service Working Document : Report on non-equities markets transparency pursuant to Article 65(1) of Directive 2004/39/EC on markets in financial instruments (‘MiFID’),” April 2008 (http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/isd/nemt_report_en.pdf で入手可能)

³ MiFID (Markets in Financial Instruments Directive の略称) は、1996 年 1 月に施行された投資サービス指令の後の市場環境、ストラクチャーの変化や金融商品・投資サービスの多様化に対応して、横断的・包括的に規制対応を行うことを目的として制定された EU 指令である。MiFID の概要については、神山哲也「EU 金融商品市場指令の欧州資本市場への影響」『資本市場クォータリー』2007 年冬号を参照。

⁴ MTF は Multilateral Trading Facility の略であり、わが国の私設取引システム (PTS) に相当する。

⁵ 規制市場・MTF に対しては、取引前の透明性要件としてその取引場所で取引される株式の銘柄に関する直近のビッドとオファーおよび注成交量を定期的かつ継続的に公表することが義務づけられ、取引後の透明性要件として、執行された取引の価格、数量、取引時間などをできる限り速やかに公表することが求められている。一方、システムティック・インターナライザーには、取引前の透明性については、①規制市場の取引銘柄および流動性の高い銘柄はファーム・ビッドとファーム・オファー (確定気配値)、②流動性の低い銘柄は顧客の要求ベースの気配値 (RFQ) を定期的かつ継続的な方法によって公表することが求められている。また、取引後の透明性に関してシステムティック・インターナライザーは、規制市場・MTF 以外で行った取引について、取引の価格、数量、取引時間などをできる限り速やかに公表することが義務づけられている。

ている。つまり、債券を始めとする金融商品に関しては株式に義務づけられている透明性要件を拡大適用すべきかどうかについて検討を行う扱いとなっていた。

2. 65条報告の経緯とその結論

欧州委員会が市場の透明性に関する 65 条報告を行うまでの経緯を振り返る（図表 1）。

2006 年 6 月、欧州委員会は株式以外の金融商品として債券、クレジット・デリバティブ、資産担保証券（ABS）を含む金融商品⁶に関する透明性のあり方について市中協議文書（Call for Evidence）を公表した⁷。

この市中協議文書に対して寄せられたパブリック・コメントのほとんどは、株式以外の金融商品に対して義務的な透明性要件を導入することについて反対意見を述べたものであった。特に、取引前の透明性に対する規制の介入に対しては強い反対が示された。一方、リテール市場とホールセール市場とを分けて議論するべきといった意見や流動性の高い社債に限って透明性の向上を図るべきという意見も出された。さらに、少数意見ではあるが規制介入に積極的な立場からは、市場の透明性の向上を図る義務的な要件を定めることによって、価格発見プロセスにおける公正さを確保し、様々な投資家間の情報格差を埋めることになるという考え方も示された。

その後、欧州委員会は 2006 年 8 月に、EU 加盟国の証券規制当局で構成する欧州証券規制当局委員会（CESR）⁸に対して、欧州の債券市場に関する実態調査を要請した。それを

図表 1 65条報告の経緯

2006年6月	欧州委員会が株式以外の金融商品の市場の透明性に関する市中協議文書（Call for Evidence）を公表し、パブリック・コメントを募集
2006年8月	欧州委員会が欧州証券規制当局委員会（CESR）に対して、欧州における債券市場の実態調査を諮問
2006年10月	CESRが欧州委員会に対して債券市場の実態調査を報告
2006年11月	欧州委員会がパブリック・コメントに対するフィードバック・ペーパーを公表 欧州委員会がCESRおよび欧州証券市場専門家グループ（ESME）に対して、株式以外の金融商品の市場の透明性について諮問
2007年8月	欧州委員会がCESRおよびESMEの諮問に対する報告書を公表
2007年9月	欧州委員会がブリュッセルで公聴会を開催
2008年4月	欧州委員会が65条報告を公表

（出所）各種資料より野村資本市場研究所作成

⁶ 具体的には、①債券は、国際機関債、国債、投資適格社債、ハイ・イールド社債、エマージング債、②クレジット・デリバティブは、債券オプションおよび債券先物、クレジット・デフォルト・スワップ、金利スワップ、その他のクレジット・デリバティブ（トータル・リターン・スワップ、クレジットリンク債、FRA）、③ABS は、モーゲージ担保証券（MBS）、債務担保証券（CDO）、その他の ABS（カバードボンドなど）、④その他の金融商品として商品デリバティブ、為替デリバティブ、短期金融商品、UCITS などの集団投資スキーム持分、その他の金融商品が対象として挙げられている。

⁷ European Commission, “Call for Evidence : Pre- and Post-trade Transparency provisions of the Markets in Financial Instruments Directive (MiFID) in relation to transactions in classes of financial instruments other than shares,” June 2006.

⁸ 正式名称は、Committee of European Securities Regulators である。

受けて CESR は、2006 年 10 月に欧州委員会に対して報告を行っている。そこでは、欧州の債券市場の一般的な特徴として、①債券全体の取引のうち社債が占める割合は国債に比べてかなり小さく、社債に関する情報は国債の情報に比べて情報アクセスの程度が低いこと、②EU 加盟国の取引前・取引後の透明性に対する規制は取引所では導入されており、MTF でも一部規制が存在するケースがあること、③EU 加盟国の間では国によってリテール投資家の債券市場への参加の程度が異なることなどが指摘されている。

さらに、欧州委員会は 2006 年 11 月に、CESR および欧州証券市場専門家グループ (ESME)⁹ に対して、株式以外の金融商品の市場の透明性、特に債券市場を検討対象として専門的な立場からの見解を得るべく諮問を行い、それに対して 2007 年 8 月に CESR と ESME からそれぞれ報告が行われた¹⁰。CESR と ESME の二つの報告書の見解をまとめると、欧州の債券市場では、市場の透明性に関して明確な市場の失敗は認識されず、特にホールセール市場には問題が認められないこと、リテールの市場に関しては情報アクセスの面でいくらか問題が認められるものの規制の介入あるいは義務的な方法によって透明性の向上を図ることにはより慎重であるべきことといった見解が示された。

また、欧州委員会は 2007 年 9 月にブリュッセルで公聴会を開催している。公聴会では、消費者の代表として FIN-USE¹¹ から債券市場では透明性の低さがあるとの指摘があり、MiFID の透明性要件のうち取引後の透明性については債券市場にも導入すべきとの意見が述べられた。しかしながら、欧州の規制当局や金融業界からは、欧州の債券市場では透明性について大きな問題は認められないという認識がほぼ共通して示された。また、リテール市場にはいくらかの改善の余地がみられるという点についても、規制介入ではなく市場主導の解決策を講じるべきといった意見が述べられた。

以上の経緯を経て、欧州委員会は欧州議会、閣僚理事会に対して 65 条報告を行った。65 条報告では、株式以外の金融商品の市場の透明性について、「現時点では、MiFID に規定する透明性要件を株式以外の金融商品に拡げて EU レベルで規制介入を行う必要はない」と結論づけられている。

II 欧州の債券市場のストラクチャー

1. 欧州の債券市場の特徴

まず、欧州委員会の 65 条報告の検討対象となった欧州の債券市場の特徴を確認する。

⁹ ESME (European Securities Markets Expert Group の略称) は、欧州委員会が設置した専門家による諮問機関であり、大手投資銀行、大手機関投資家、証券発行者や取引所・MTF の代表者で構成されている。

¹⁰ CESR の報告書 (CESR's response to the commission on non-equities transparency) は、<http://www.cesr.eu.org/popup2.php?id=4708> で入手可能、また、ESME の報告書 (Non-Equity Market Transparency) は、http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/esme/answerstoquestions_en.pdf で入手可能。

¹¹ FIN-USE (Expert Forum of Financial Services Users の略称) は、欧州委員会が設けた諮問機関であり、金融サービスの利用者の立場から政策の向上を目指す組織である。

欧州の債券取引は、米国や日本の債券市場と同様、主に OTC 市場（店頭市場）で行われている。欧州証券取引所連合（FESE）によると、欧州全体では年間でおよそ 30 兆ユーロの債券取引が行われているのに対して、取引所上場債券の取引量は 2006 年で 97.5 億ユーロに留まっており、欧州では OTC 市場で行われる債券取引が圧倒的である。

欧州の国債については、OTC 市場でもユーロ MTS やユーレックスボンド（Eurex Bonds）などの MTF で取引されることが多い。一方、社債その他の債券取引については、一般にディーラーが参加する市場で取引されており、大手投資銀行などがディーラーとなってマーケット・メイクを行い市場に流動性を供給している。

欧州でも年金・保険を始めとする債券投資家は、発行から償還まで持ち切る（buy and hold）ことが一般的であり、また、空売りのコストも高いことなどから、国債や一部の社債などを除けば債券の流動性は低く、債券のセカンダリー取引は株式市場のように活発ではない。英国金融サービス機構（FSA）によると、5 千銘柄を超える社債について、ある特定の営業日における取引回数を調べたところ、90%以上の銘柄で取引回数が 10 回以下という結果となった¹²。

欧州の債券市場は、機関投資家や投資銀行などによるホールセールの取引が中心である。ヨーロッパ政策研究センター（CEPS）によると、多数のリテール投資家が参加する株式取引の平均取引サイズが約 3.7 万ユーロであるのに対して、債券は平均で約 127 万ユーロと取引サイズがかなり大きい。債券はホールセール取引が中心であることが窺われる。

一方、リテール投資家の債券市場への直接参加の度合いは国によって異なっている。ESME の報告書によると、家計の金融資産に占める債券の割合は、イタリアが最も高く 20%を超えており、次にドイツが 10~15%程度で続いている。これに対して英国やフランスなどその他の多くの国では 5%未満である。イタリアやドイツなど一部の国を除けば、欧州では、リテール投資家が債券市場に直接参加することはあまりないとみられる。

2. 電子取引によるマーケット・ストラクチャーの変化

欧州の債券取引は、伝統的に電話による取引執行が中心である。その背景として、債券発行者は一般に複数の種類の債券を発行しているなど株式と比べると債券は銘柄数が多く、また、銘柄によってクーポンや満期、担保の有無、優先劣後性など商品性が標準化されていないことなどが指摘されている。通常、機関投資家は複数のディーラーに電話をかけて取引交渉を行い最良の取引を選ぶことになる。しかし、電話による取引執行は、債券価格や取引数量といった取引情報をリアルタイムで入手することが難しく、最良執行を行うために取引相手を探すサーチ・コストがかかるという制約がある。

しかしながら近年では、特に流動性の高い債券に関して投資家の取引情報に対するアクセスが向上している。ブルームバーグやロイターといったベンダーは、複数のディーラーが提示する債券の気配をスクリーンに表示しており、投資家はスクリーンを通じて複数の

¹² FSA, "Trading transparency in the UK secondary bond markets," September 2005

債券の気配をリアルタイムで入手することができる。また、個別気配に加えて平均値の情報も提供されている。例えば、マークイット・グループ (Markit) の IIC が提供する iBoxx は、ユーロ建て、ポンド建ての投資適格社債の気配をディーラーから集めて、リアルタイムで平均気配の提供を行っている。また、英国債 (ギルト債) に関しては、英政府の債務管理局 (DMO) が平均価格などをリアルタイムで提供している。このように IT の進展とともに債券取引に関する投資家の情報アクセスが向上しているように窺われる。

さらに注目される動きとしては、債券市場における電子取引の普及である。ディーラー間の取引が行われるインターディーラー市場では、欧州の国債を主な取引対象とするユーロ MTS を始めとして、ブローカーテック (BrokerTec) やイースピード (eSpeed) などディーラー間取引を対象とする電子取引プラットフォームの利用が増えてきている。これによってディーラーは、リアルタイムで入手した取引情報を顧客に提示するビッドやオファーに瞬時に反映させることとなり、結果的に競争的な気配が実現されることになる。

最近では、ディーラー間取引に限らず、機関投資家も参加できる電子取引プラットフォームの利用が広がってきている。マーケットアクセス (MarketAxess) やトレードウェブ (TradeWeb)、ブルームバーグは、欧州の債券取引を対象にマルチディーラー・クライアント型の電子取引プラットフォームを提供しており、機関投資家はそのプラットフォームに参加することによって、ビッドとオファーおよびその価格で取引できる数量をリアルタイムで把握することができる。例えば、マーケットアクセスが提供する欧州の電子取引プラットフォームでは、6 千銘柄の社債、国債、国際機関債などについて 19 の大手ディーラーが提示する気配にアクセスすることが可能で、顧客が複数のディーラーに気配を要求して気配の提示を受けること (RFQ) ができる。

米国の証券業金融市場協会 (SIFMA)¹³によれば、欧州の債券の対顧客市場ではディーラーや機関投資家は、取引量ベースで欧州の国債の約 4 割、投資適格社債の約 2 割、取引件数ベースでは国債の約 6 割、投資適格社債の約 5 割について電子取引を利用している (図表 2)。機関投資家は情報入手の容易さやボラティリティの低さを理由に債券の電子取引を積極的に利用しようとしており、ホールセール取引における電子取引の利用の拡大は欧州の債券市場の趨勢的な動きとして捉えることができる¹⁴。

欧州の債券市場における電子取引の拡大、特に対顧客市場におけるマルチディーラー・クライアント型の電子取引プラットフォームの発展は、投資家のリアルタイムでの情報アクセスを容易にするという点で、透明性を向上させる重要なトレンドであると考えられる。実際に、欧州の債券市場ではディーラーが提示する気配が市場価格に収斂する傾向がみられており、電子取引の普及はサーチ・コストを始めとする取引コストの削減とディーラーに競争的な気配を促し、市場の透明性を向上させるものとして肯定的な評価が可能である。

¹³ SIFMA (Securities Industry and Financial Markets Association の略称) は、米国では主に債券ディーラーや機関投資家など債券市場の関係者の業界団体として活動しており、欧州でも活動を展開している。

¹⁴ SIFMA, "3rd Annual European Fixed Income e-Trading Survey," February 2008

図表 2 欧州のディーラー、機関投資家の電子取引の利用状況

▼インターディーラー市場 単位 (%)

	電話等		マルチディーラー 電子取引		取引所	
	取引量	件数	取引量	件数	取引量	件数
欧州国債	48	32	40	58	12	10
米国債	43	38.3	49.4	61.8	7.6	0
国際機関債等	71.6	51.3	28	48.8	0.4	0
投資適格社債	89	86.3	11	13.8	0	0
ハイ・イールド社債	99.6	99.5	0.4	0.5	0	0
エマージング債	94	90	6	10	0	0

▼対顧客市場 単位 (%)

	電話等		単一ディーラー 電子取引		マルチディーラー 電子取引		取引所	
	取引量	件数	取引量	件数	取引量	件数	取引量	件数
欧州国債	62.7	36.7	8.3	19.1	29	44.1	0	0
米国債	75.3	57.5	8.8	15	16	27.5	0	0
国際機関債等	83.7	62.1	5.4	19.4	10.8	18.5	0	0
投資適格社債	81.6	50	3.6	15.7	14.6	34	0.3	0.3
ハイ・イールド社債	91.7	76	1	6	7.2	18	0	0
エマージング債	95.5	87.2	0.7	4.3	3.9	8.5	0	0

(出所) SIFMA 資料より野村資本市場研究所作成

3. 市場参加者別にみる市場の透明性

さらに、欧州の債券市場の市場参加者ごとに透明性の度合いをみよう。ESME の報告書は、①大手ブローカー・ディーラー、②中小ブローカー・ディーラー、③大手機関投資家、④中小機関投資家、⑤リテール投資家（仲介業者経由または直接取引）というカテゴリーに分けて取引前と取引後の情報アクセスの状況を整理している（図表 3）。

ホールセール市場では、大手ディーラーや大手機関投資家は、取引所や MTF を含む取引プラットフォーム、またはベンダーなど多様な情報ソースから気配情報を入手することができる。特に、マルチディーラー・クライアント型の電子取引プラットフォームに参加する機関投資家は、気配情報に対するアクセスが大きく向上している。さらに、大手のディーラーや機関投資家は、デリバティブ市場にアクセスして債券取引の参考となる情報を入手することもできる。ただし、流動性の低い債券はマルチラテラルな取引を行うことが難しく、気配情報など取引情報のアクセスには引き続き難しい面がある。

一方、より小規模なディーラーや機関投資家は、取引の量や頻度と電子取引プラットフォームに参加することとの費用対効果の問題もあり、大手のディーラーや機関投資家に比べると透明性に関する情報アクセスは劣る。もっとも、そのような制約はあるものの、ベンダーなどを通じて取引前の情報にアクセスすることは十分に可能である。

一方、リテール投資家がブローカー・ディーラーを介して債券取引を行う場合は、そのブローカー・ディーラーを通じてある程度の情報を得ることはできるが、入手できる情報の頻度やタイミングなどに制約がある。他方、リテール投資家が債券の直接取引を行う場合は、英国債であれば DMO が提供する情報にアクセスできるが、特に社債の取引につい

図表 3 投資家別の取引情報へのアクセス

	取引前の情報	取引後の情報
大手ブローカー・ディーラー	<ul style="list-style-type: none"> ▼業者間取引 <ul style="list-style-type: none"> ■取引所・MTF：ユーレックスボンド、MTS、SWX、ルクセンブルク証券取引所等 ■取引プラットフォーム：eスピード、ブローカーテック等 ▼対顧客取引 <ul style="list-style-type: none"> ■マルチディーラー・クライアント型プラットフォーム：トレードウェブ、ボンドビジョン、マーケットアクセス等 ■ディーラーの自己勘定による取引プラットフォーム ▼ベンダー：ブルームバーグ、ロイター等 ▼気配の要求 (RFQ)：電話 	<ul style="list-style-type: none"> ▼ICMAの取引後情報へのアクセス：OTC取引に関する集計情報 ▼取引所の取引後情報へのアクセス：取引所取引に関する情報 (限定的) ▼情報プロバイダーの情報提供：IIC等 ▼インターディーラー取引、対顧客取引のプラットフォーム
中小ブローカー・ディーラー	<ul style="list-style-type: none"> ▼同上 (ただし、マーケットメイクの役割が小さければMTFへの参加は制限される) 	▼同上
大手機関投資家	<ul style="list-style-type: none"> ▼マルチディーラー・クライアント型プラットフォーム：トレードウェブ、ボンドビジョン、マーケットアクセス等 ▼取引所・MTF：ユーレックスボンド、MTS、SWX、ルクセンブルク証券取引所等 ▼ディーラーの自己勘定取引プラットフォーム ▼気配の要求 (RFQ)：電話 ▼ベンダー：ブルームバーグ、ロイター等 	▼同上
中小機関投資家	<ul style="list-style-type: none"> ▼同上 (ただし、ベンダーやマルチディーラー・クライアント型プラットフォームへのアクセスにはコスト負担が発生) ▼単一のディーラーの取引プラットフォームは十分な取引量がない場合、情報が限定的 	▼同上
リテール投資家 (仲介業者経由)	<ul style="list-style-type: none"> ▼中小のブローカー・ディーラーと同様の情報ソース 	▼同上
リテール投資家 (直接取引)	<ul style="list-style-type: none"> ▼英国債についてはDMOへの直接のアクセスが可能 ▼社債市場の価格情報は基本的に限られている 	<ul style="list-style-type: none"> ▼新聞やインターネットによる価格情報の入手 ▼取引所のディレイ情報

(出所) 「ESME 報告書」より野村資本市場研究所作成

てはリテール投資家が取引前の情報を入手することはほとんど不可能に近い。

また、取引後の透明性については、投資家は実際に取引が行われた価格や数量などの情報を入手することによって、自らの取引が最良執行であったかを事後評価することが可能になり、また、保有しているポートフォリオの公正価値を測ることができる。しかしながら、欧州の債券市場では、気配情報などの取引前の透明性に比べて取引後の透明性の程度が全体として低い。特に、社債市場には取引後の情報に関して体系的に情報提供する仕組みが存在せず、機関投資家も含めて投資家が社債の取引後情報にアクセスすることは難しい¹⁵。

¹⁵ 機関投資家は、一般に債券のポートフォリオ評価にあたってマークイットの iBoxx を利用しているが、この指標は気配の平均値であって、厳密には取引後の情報を提供するものではない。

III 透明性に関する規制介入の検討

1. 欧州委員会の透明性要件の検討

株式以外の金融商品に対して MiFID の透明性要件を適用するか否かという MiFID65 条に関する欧州委員会の検討は、上記のような特徴をもつ債券市場において「市場の失敗 (market failure)」の確たる証拠を把握することを軸に進められてきた。その理由は、EU の金融サービスに関する規制分野では「ベターレギュレーション」の取り組みが行われており、そのため欧州委員会が新たな法制化を検討する際には、市場の失敗といった問題が確認されて初めて EU レベルでの規制介入が正当化されるという原則があるからである¹⁶。

欧州委員会における MiFID65 条の検討は、欧州委員会に対して提出された ESME の報告書および CESR の報告書がベースとなっている。

2. ESME の報告書における検討

1) 市場の失敗の確認

ESME は欧州委員会に向けた報告書の中で、欧州の債券市場では透明性の低さに起因する市場の失敗の確たる証拠が認められるかどうかという観点から検討を行っている。具体的には、債券市場における市場の失敗を表す証拠として、①市場価格のばらつき、②市場シェアの集中（市場支配力）、③超過利潤の存続、④投資家や市場参加者の苦情といった四つの論点について確認を行っている。

まず、ESME は債券取引における市場価格のばらつきについて、欧州の債券市場で取引される債券の取引価格には広い範囲に及ぶばらつきは観察されず、リテール取引とホールセール取引の間には価格差は存在するものの、それが市場の失敗を意味するような程度のものではないと捉えている。ESME はその根拠として、米国の社債市場のスプレッド（任意のタイミングにおける同一債券の売却価格、購入価格の価格差）は 0.27% に上るのに対して、欧州では社債の取引価格のスプレッドは 0.057% に留まっており、さらに欧州市場で取引される国債の場合は 0.009% とスプレッドがよりタイトであること、また、欧州ではリテールの社債の取引価格のスプレッドも 0.086% に留まっていることを指摘する FSA の調査を挙げている¹⁷。

次に、債券市場における市場支配力の点である。欧州の社債市場では主幹事ディーラーを中心にホールセールの取引が行われている。社債の主幹事にはセカンダリー市場に流動性を供給する義務は求められていないが、ディーラーは顧客のためにマー

¹⁶ 欧州委員会が金融サービス分野において新たな法制化を提案するためには、①市場の失敗など対処すべき問題が存在する証拠があること、②規制の介入がなければ解決されず、国レベルの法制化によっては市場の分断など負の影響が生じるような問題に対応するに当たって、EU レベルでの法制化が最も相応しく均整のある手段であること、③規制介入によって見込まれる便益が見込まれる費用を上回ること、を満たすことが必要。

¹⁷ FSA, "Trading Transparency in the UK Secondary Bond Markets Feedback on DP05/5," July 2006

ケット・メイクを行っている。一方、国債のプライマリー・ディーラーは流動性供給の義務を負っている。こうしたディーラーが行うマーケット・メイクは、ディーラーが専ら自己の利益を追求するためというよりは、債券市場の流動性を高めて顧客取引などを円滑にするために取り組むものであって、ESME は債券市場がディーラーによって支配されているとはみていない。他方、リテールの債券取引に関しては、投資家は銀行やブローカー、投資アドバイザーなど多様なチャネルを利用して取引に参加しており、競争的な市場であるとしている。

さらに、市場の失敗の証拠として挙げられる持続的な超過利潤、または投資家からの苦情という残りの二つの点についても、ESME は欧州の債券市場においてそれらが存在する明らかな証拠を見出すことはできないと結論づけている。

なお、一般に金融市場では投資サービス会社と顧客、または投資家同士の間で「情報の非対称性 (information asymmetry)」が存在すると考えられ、それによって最良執行が実現できなかつたり、価格発見プロセスが非効率なものになるおそれがある。このため、情報の非対称性は市場の失敗であり、それをできる限り取り除くべきとする意見もある。こうした考え方に対して ESME は、仮にすべての情報がすべての市場参加者に無償で行きわたれば、新しい価値を生み出すような情報を調査し、収集し、作り出すインセンティブが失われるとして、情報の非対称性を解消することに伴う負の側面を強調している。

そして ESME は、市場の透明性の議論においては、情報の非対称性の存在が直ちに問題となるのではなく、プラスとマイナスの効果を比較考量する中で検討すべきものであり、特に、ディーラーの参加によって成り立つ債券市場では、透明性向上の結果としてディーラーの流動性供給に対するインセンティブが弱くなり、市場へのコミットを減らすことによって流動性に悪影響を与えるおそれがあることに懸念を表している。

2) 市場の透明性の向上に関する論点

市場の失敗は認められなくても透明性の向上に伴って市場の機能が向上するのであれば、そこには改善すべき市場の非効率性が存在する可能性がある。そのため、ESME は市場の非効率性を測るために「市場の質」に注目してさらなる議論を行っている。

ESME は、市場の質を表すものとして、①証券発行や取引のボリューム、②ビッド・オファーのスプレッド、③市場における情報という三つの要素を挙げている。まず、証券の発行額や取引量は、様々な投資家が容易に確実にかつ信頼をもって取引が行える大きくて活発な市場であることを示唆するものであり、ビッド・オファーのスプレッドは一般に、タイトであればより効率的な市場を示す指標として捉えられることができる。また、投資家が利用できる市場情報の量と種類も市場の質を表すものとして位置づけられる。

そして ESME は、欧州では債券発行が確実に伸びてきていること、また、債券のビッド・オファーの спреッドに関する多くの市場参加者の認識として、社債市場の透明性向上を目的とした TRACE が導入された後の米国市場と比べて欧州の債券市場の спреッドはすでにタイトであることなどから、これらの二つの点に関しては市場の質に問題はないと結論づけている。

一方、市場情報の面に関しては、欧州の債券取引の中心となるホールセール取引では、機関投資家は取引情報へのアクセスが比較的容易であり、特に問題は認められないとしている。その背景として、ESME は電子取引の普及に伴って取引情報の可視化が進んでいるため、市場情報の入手が容易になっている面があるとし、さらに、欧州の債券市場ではそのような効果を有する電子取引が今後も発展していくという見通しを立てている。

その一方で、ESME はリテール市場においてはホールセール市場と比べると透明性の低さが認められ、市場の失敗の確たる証拠は認められないものの、少なくともその兆候があることを認識している。特に、リテールの社債取引においては取引後情報に対する投資家の情報アクセスが困難であることを指摘している。

3) ESME の報告書の結論

ESME としては様々な検討を行ったうえで、以下の結論を得ている。

- ❖ ホールセールの債券市場では、市場価格のばらつきや市場シェアの集中度、超過利潤の存続、投資家からの苦情といった市場の失敗の判断基準に照らして、市場の透明性に関する市場の失敗を証明するような証拠は得られなかった。
- ❖ リテールの債券市場については、ESME のすべてのメンバーが透明性に関して最適とはいえない状態がいくらかあることを認識している。特に、社債の取引後の透明性においてそれが認められる。また、ESME のメンバーの中には、リテール市場における透明性について市場の失敗の兆候を感じているものもいる。ESME は、リテール投資家のための最適な対応としては、流動性の高い債券のリテールの取引サイズに限定して取引時間終了後に価格情報を提供する市場主導の取り組みであると考えている。
- ❖ ESMA は、明確な市場の失敗が存在しない中で透明性を向上させる義務的な方法を導入することに対しては慎重であり、むしろそのような対応を行うことには問題があると考えている。

3. CESR における検討

一方、CESR の報告書の検討の中で注目されるのは、デリバティブ市場の発展と債券市場の透明性の関係を指摘している点である。債券投資家が金利スワップやクレジット・デフォルト・スワップといったデリバティブ市場の情報にアクセスすることができれば、そ

れを参照しながら債券現物の価値も把握することが可能となり、それにより債券市場の透明性も高まるという側面があることが述べられている¹⁸。近年、欧州市場においてはクレジット・デリバティブ市場が拡大してきており、債券市場の透明性を考えるうえではデリバティブ市場の発展が債券市場の透明性に与える影響も考慮に含めるべきという指摘である。

CESR の報告書の結論は、以下のようにまとめられる。

- ❖ CESR は債券市場の透明性に関して明確な市場の失敗を認識していない。一般にホールセール取引参加者は、現在の債券市場の取引方法や透明性に関する情報アクセスの度合いに満足している。
- ❖ 透明性に関する情報アクセスは、リテール投資家を始めとする小規模の取引参加者にとっては最良のものであるとはいえない。また、小規模の投資家が債券投資の投資判断を援けるデリバティブ市場の情報を利用することも難しい。
- ❖ CESR は、小規模の投資家がより多くの透明性に関する情報にアクセスできることは重要なことであると考えており、市場の透明性の向上はより多くのリテール投資家の債券市場への参加をもたらすことになる。その一方で CESR は、債券市場のストラクチャー、債券市場に対する投資家の理解、投資家が利用する販売チャンネルといったその他の要素もリテール投資家の市場参加の度合いを決める重要な要因であることを認識している。
- ❖ したがって、CESR はディーラーが債券市場に対するコミットを減らしたり債券市場から撤退する結果として、流動性の供給や競争のレベルが損なわれることのないよう、いかなる透明性の向上策も慎重に検討する必要があると考えている。換言すれば、欧州委員会はいかなる規制上の対応を図る前にもコスト・ベネフィット分析を行うべきであると考えている。

4. 65 条報告の結論の背景

欧州委員会は、以上のような EMSE や CESR の議論をベースに 65 条報告を行っており、前述のとおり「現時点では、MiFID に規定する透明性要件を株式以外の金融商品に拡げて EU レベルで規制介入を行う必要はない」と結論づけている。つまり、欧州委員会としては、CESR および ESME の報告、市中協議に対するパブリック・コメントなどを踏まえて検討を行った結果、欧州の債券市場、特にホールセール市場においては市場の透明性に関して市場の失敗は認められないとの結論に至ったものである。

もっとも、欧州委員会はリテール市場には投資家の情報アクセスの点で透明性にいくらかの問題があることを認識している。リテール投資家がブローカー・ディーラーから提示される債券気配の良し悪しを検証できないという点、また、取引コストの面でリテール投

¹⁸ ESME は、デリバティブ市場の発展によってディーラーのリスク管理が向上し、それによって債券の流動性供給の能力を向上することになれば、デリバティブ市場にアクセスできない投資家の利益にもつながるという面も指摘している。

資家は機関投資家と比べると公平ではないという点で改善すべき問題であることを認識している。

そして、欧州委員会は 65 条報告において、リテール投資家にとっての透明性向上という課題に対しては EU レベルでの規制介入という方法ではなく、最近になって取り組みが始まった自主規制機関（SRO）のイニシアティブによるリテール投資家を対象とした透明性向上策によってまず是对応し、欧州委員会としてはその動向を注意深く見守っていくという方針を打ち出している。

IV 自主規制機関（SRO）のイニシアティブ

1. ICMA のイニシアティブ

1) ICMA の TRAX

65 条報告ではリテール投資家の価格情報へのアクセスの向上を図る SRO のイニシアティブとして、ロンドンを中心に活動し、セル・バイ両サイドの金融機関を会員とする国際資本市場協会（ICMA）¹⁹の取り組みが挙げられている。欧州における機関投資家や金融機関の債券取引はその多くがロンドンで取引されているため、欧州大陸および英国の OTC 市場で行われるホールセール取引については、ICMA が SRO として事実上、欧州の債券取引のほぼ全体をカバーしていることになる。

ICMA は、OTC 市場で行われる株式や債券、先物、スワップやオプションを含むデリバティブといった幅広い金融取引について、取引の照合（matching）と規制当局に対する報告（reporting）を行うための TRAX というシステムを導入している²⁰。ICMA の会員および CRD²¹のメンバーは、OTC 市場で行った取引について、取引執行から 30 分以内に TRAX を通じて ICMA に報告することとなっている。このため、OTC 市場で行われるホールセール取引の大半は TRAX で捕捉されることになる。

また、TRAX の情報は従来から FSA、ロンドン証券取引所、ベルギー中銀に報告され、市場の監督やモニタリングのためのデータとして利用されている。さらに MiFID 施行後は、フランス金融市場機構（AMF）、オランダ金融市場機構（AFM）から MiFID25 条の認可報告メカニズム（Approved Reporting Mechanism）に承認され

¹⁹ ICMA（International Capital Markets Association の略称）は、英国およびスイスにおいて正式な SRO として認定されている。英国ではかつての 1986 年金融サービス法の下で国際証券自主規制機関（ISSRO）として認定され、現在も ISSRO としての位置づけを維持している。また、1988 年に FSA の前身の証券投資委員会（Securities and Investment Board）によって指定投資取引所（Designated Investment Exchange）に認定された。また、スイスでは ICMA は 1988 年に「取引所に類似する機関」としてスイス連邦銀行委員会から認定されており、証券取引所および証券取引に関する連邦法（SESTA）の規制下にも置かれている。

²⁰ TRAX の運営は ICMA が設立したプロバイダーである Xtrakter によって行われている。現在、レポ取引のコンファメーション機能を追加した TRAX バージョン 2 が提供されている。

²¹ CRD（Council of Reporting Dealers の略称）は、ICMA が設置するマーケット・メーカーの協議会である。

ている。

2) TRAX の透明性の特徴

TRAX は取引報告の仕組みであると同時に、欧州の債券市場の取引後情報を市場に提供する仕組みでもある。グローバル債や国債、社債を始めとする約 1 万 2 千銘柄の債券の取引データは、取引時間終了時 (end of the day) の集計ベースで、ICMA のサービス加入者に提供されているほか、ベンダーを通じて市場参加者にも行きわたっている。

ICMA から提供されている価格情報には、①TRAX に報告された情報から集計される債券の銘柄ごとの最高値、最低値および中値、②ディーラーから提供される取引時間終了時のビッドとオファーのそれぞれの平均値²²の二つの情報系列がある。ICMA から公表される中値は、取引後の情報としてディーラーが自分のブックを時価評価したり、機関投資家がポートフォリオの公正価値を測ることなどに利用することができる。

債券市場の取引後の情報を提供する仕組みとしては、米国では SRO である金融業市場規制機構 (FINRA) が提供する TRACE というシステムがある²³。ICMA の TRAX と米国の TRACE とを市場の透明性の観点で比較すると次の点で相違が見出される (図表 4)。

まず、米国の TRACE は、社債の取引価格や取引量といった取引後情報について個別取引ごとにリアルタイムで提供しているのに対して、取引時間終了時の集計ベースで情報提供を行う ICMA の TRAX は、情報提供の即時性と情報の個別性という点で

図表 4 ICMA の TRAX と米国の TRACE

	TRAX	TRACE
運営主体	国際資本市場協会 (ICMA)	金融業市場規制機構 (FINRA)
対象取引	OTC取引	OTC取引
報告制限時間	取引執行後30分以内	取引執行後15分以内
対象商品	債券全般：①普通社債、②変動利付債、③ワラント債、④転換社債、⑤欧州国債、⑥米国債、⑦日本国債、⑧ストリップ債・預託証券	社債のみ：①投資適格債、②ハイ・イールド債・無格付債、③メディアム・ターム・ノート (MTN)、④転換社債等、⑤担保付社債、⑥設備担保社債、⑦変動利付社債、⑧グローバル債
提供頻度	取引時間終了時	リアルタイム
情報の内容	証券ごとに集計された①最高値、最低値、中値 (午後5時30分に公表) ②取引終了時の平均ビッド・オファー (午後9時に公表)	個々の取引に関する①CUSIP (証券識別番号)、②取引量、③取引価格、④売買の別、⑤取引執行時間、⑥利回りなど
提供方法	①サービス加入者に有償で提供 ②ベンダーを通じて市場参加者に提供	①サービス加入者に有償で提供 ②ベンダーを通じて市場参加者に提供 ③リテール投資家に無償で提供

(出所) 野村資本市場研究所

²² CRD のメンバーとなっているディーラーから取引時間終了時のビッドとオファーが Xtraker に報告され、そこで個々の債券ごとの平均ビッドと平均オファーが算定される。

²³ 拙稿「社債市場の透明性をめぐる米国の議論—TRACE の導入とその後の評価」『資本市場クォーターリー』2008 年夏号参照。

TRACE に劣る。さらに、TRACE はリテール投資家にとっての透明性向上に大きな焦点をあてていることから、リテール投資家に対しては無償で取引後情報が提供されている。一方、TRAX が提供する取引後の情報は、ICMA の会員となっている金融機関、またはベンダーを通じて情報を入手できる市場参加者にその利用が限られることとなり、リテール投資家が TRAX が提供する情報にアクセスすることは難しい。

総じてみれば、ICMA の TRAX が提供する市場の透明性のレベルは、米国の TRACE と比べると相対的に低く、リテール投資家にとっての債券市場の透明性向上に対する TRAX の直接的な貢献度は低いと考えられる。

3) リテール投資家の透明性向上を図る取り組み

しかしながら、ICMA はリテール投資家を対象として債券の取引価格に対する情報アクセスの向上を目的とする取り組みを開始した。これが 65 条報告で取り上げられた ICMA のイニシアティブである。ICMA は、2007 年 11 月にボンドマーケットプライス・ドット・コム (BondMarketPrices.com) というリテール投資家向けの専用ウェブサイトを立て、TRAX に集約される債券の取引情報の中からリテール投資家に必要なデータを選択して、無償で情報提供を行う取り組みを始めた (図表 5)²⁴。

この ICMA の専用ウェブサイトでは、TRAX に報告されるすべての債券の銘柄を対

図表 5 ICMA のリテール向け取引後情報の提供

Security Name	Curr	Trade prices: 8 JUL 2008			Average Daily Volumes: MAY 2008		Average Closing Quotes	
		High	Low	Median	No. Trades	Volume	Bid	Offer
AUSTRIA, REPUBLIC OF 4.35 15/03/2019	EUR	97.18	96.68	96.81	2	848380	96.73	96.76
DENMARK, KINGDOM OF 3.125 15/10/2010	EUR	99.20	99.20	99.20	1	289142	97.03	97.66
GREECE, REPUBLIC OF 3.6 20/07/2016	EUR	91.28	90.93	91.23	5	812619	91.19	91.23
HUNGARY, REPUBLIC OF 3.625 28/10/2011	EUR	95.00	94.99	95.00	<1	197190	94.81	95.13
HUNGARY, REPUBLIC OF 4.0 27/09/2010	EUR	97.47	97.47	97.47	<1	21428	97.19	97.50
HUNGARY, REPUBLIC OF 5.625 27/06/2011	EUR	100.86	100.86	100.86	<1	2380	100.59	100.89
ICELAND, REPUBLIC OF 3.75 01/12/2011	EUR	91.25	91.25	91.25	1	101285	94.65	95.08
POLAND, REPUBLIC OF 3.625 01/02/2016	EUR	88.35	88.35	88.35	<1	23809	88.89	89.58
POLAND, REPUBLIC OF 4.5 05/02/2013	EUR	97.45	97.45	97.45	<1	173285	97.01	97.48
POLAND, REPUBLIC OF 5.625 20/06/2018	EUR	101.02	101.02	101.02			101.11	101.63
SLOVENIA, REPUBLIC OF 4.375 06/02/2019	EUR	95.79	94.29	95.46	<1	862857	95.14	95.94

(出所) ICMA ウェブサイト (ボンドマーケットプライス・ドット・コム)

²⁴ <http://www.bondmarketprices.com/> を参照。

象に、実際にその営業日に取引が行われた銘柄に関して²⁵、①最高値、最低値および中値、②取引時間終了時のビッドとオファーの平均値、さらに、③その営業日の取引回数とその営業日が属している月の取引量について、取引時間が終了した後に無償で提供されている。

こうした ICMA の取り組みの目的はリテール投資家のための透明性の向上という点にある。つまり、ICMA が提供する債券取引の価格情報によってリテール投資家が債券の公正な取引価格を知ることができるようになること、リテール投資家が保有する債券ポートフォリオの公正価値を把握することができるようにすることがその狙いである。

このため、情報提供の対象となる債券取引は TRAX に報告される取引すべてではなく、取引金額が 1 万 5 千ユーロ以上かつ 1 百万ユーロ以下という取引サイズに限られている²⁶。1 百万ユーロという上限が設けられている理由は、情報提供の対象をリテールの取引サイズに限定するためである。つまり、①リテールとホールセールの取引では、債券価格のマークアップのレベルが異なっており、すべての取引を対象に平均価格を算定した場合、リテール投資家が参考にする意味の薄い価格が集計されることになること、②透明性向上に伴うディーラーの市場へのコミットの低下という債券の流動性に与える影響を最小限に抑えることに配慮している。なお、1 万 5 千ユーロという下限が設定されているのは、少額の債券取引は市場価格からの乖離が生じやすいことから集計対象から除外することによって平均価格の歪みを防ぐためである。

ICMA は、ボンドマーケットプライス・ドット・コムでの情報提供を開始する前に会員に対して導入の是非に関するアンケートを行っており、その結果、会員の 3 分の 2 の支持を得ている。ICMA の会員のコンセンサスを得ることで、債券市場におけるリテール投資家の透明性の向上と流動性の確保の両立を図ったものと捉えることができる。

2. SIFMA のイニシアティブ

また、65 条報告ではリテール投資家の透明性向上を図る SRO のイニシアティブとして、欧州でも活動を展開する SIFMA の取り組みも取り上げられている。

SIFMA は、米国においてリテール投資家の投資教育を目的とするインベスティングインボンド・ドット・コム (InvestinginBonds.com) というウェブサイトを経営しており²⁷、欧州市場でもこのウェブサイトを経営する方針を SIFMA は表明している。現在、米国のリテール投資家向けには、①投資の初心者、②株式の知識はあるものの債券に関する知識

²⁵ 情報提供の対象取引がその営業日に取引されたものに限られているのは、直近で取引のない債券の場合、過去の取引情報を提供してもあまり参考にはならないことがその理由である。一方、米国の TRACE では最終的に取引されたときの情報がその後も継続して提供されることになる。

²⁶ ただし、取引時間終了時のビッドの平均値およびオファーの平均値については、ホールセール取引を含むすべての取引が対象となっている。

²⁷ <http://www.investinginbonds.com/>を参照。

のない個人、③洗練された投資家の三つのカテゴリーに分けて、債券に関する投資教育や債券の格付け、金利、価格といった基本的な情報の提供を行っている。

SIFMA は、欧州向けに提供するサービスについては、2008 年中に専用ウェブサイトを立て上げて五カ国語によって米国向けと同様の情報提供を行う予定であることを明らかにしている。

V 欧州における債券市場の透明性の捉え方

債券市場における透明性のあり方に関しては、かつて他の国や地域に先駆けて米国で議論され、その結果、米国では 2002 年に OTC 市場で行われる社債取引に関する取引後の情報をリアルタイムで一般に提供する TRACE が導入されることとなった。SEC（証券取引委員会）を始めとする米国の規制当局の関心は、社債市場におけるリテール投資家にとっての透明性をいかに向上するかということにある。そのため、TRACE では社債の取引後情報がリテール投資家に無償で提供されるなど、米国の TRACE はリテール投資家に焦点をあてた仕組みとなっている。

一方、MiFID65 条に関する欧州の議論・検討をみると、債券市場の透明性の問題は、リテール投資家に必要以上の重点を置くものではなく、電子取引の発展というマーケット・ストラクチャーの変化に伴う透明性の向上という近年の債券市場のトレンドも踏まえつつ、市場全体のバランスの中で考慮すべき問題として捉えられている。欧州ではイタリアやドイツなど一部の国を除けば、リテール投資家の直接的な市場参加の割合は米国と比べてかなり低い。市場の透明性に対する欧州と米国の考え方の違いの背景には、それぞれの債券市場におけるリテール投資家のプレゼンスの差があるといえよう。

また、欧州における債券市場の透明性の議論では、透明性に関して市場の失敗が存在するか否かという観点から検討が行われていることが一つの特徴として捉えることができる。この背景には、EU の金融サービス規制において積極的な取り組みが行われているベターレギュレーションの考え方がある。そこには、市場の失敗が存在する確たる証拠がなければ EU レベルでの規制介入は行わないという EU としての政策上の基本原則が存在する。

このような欧州の規制当局の考え方は、リテール投資家の保護の観点からリテール投資家にとっての市場の透明性の確保を絶対的な要件として規制の介入によって TRACE を導入した米国の規制当局のスタンスとは大きく異なっている。欧州の規制当局は、債券投資に参加するリテール投資家の保護は、MiFID で整備された投資家保護ルールで対応すべきものであって、透明性の議論とは切り離すべきとの考え方に立っているように思われる。すなわち、リテールの投資家の利益は適合性原則に基づいて銀行やブローカー・ディーラー、投資アドバイザーが顧客との間で適切な取引を行うことによって保護されるべきであると考えている点は、米国の規制当局との違いとして捉えることができよう。