

## EU の債券の取引情報インフラ「単一統合テープ」 — 透明性向上による市場活性化の模索 —<sup>1</sup>

磯部 昌吾、門倉 朋美

### ■ 要 約 ■

1. 欧州連合（EU）が、債券の取引情報を集約して提供するシステム「単一統合テープ」の導入に踏み切ろうとしている。単一統合テープの導入は、EU の資本市場の活性化を図る「資本市場同盟」の取り組みの一環として位置づけられている。
2. EU では、債券市場の透明性を高めるべく、2018 年から債券の取引情報を原則リアルタイムで公表することが義務付けられてきた。もっとも、個々の取引情報はばらばらに公表されているため、投資家に有益な情報となるよう取引情報を集約する組織の必要性が指摘されてきた。
3. そこで、欧州委員会は 2021 年 11 月に公表した金融商品市場規則（MiFIR）の改正案において、EU レベルで債券価格や取引量等を集約して提供する単一統合テープの導入を提案した。また、これまで大口取引などに認めてきた公表期限の遅延措置の簡素化も盛り込んだ。
4. MiFIR 改正案を巡っては、債券市場の流動性が低い中で取引情報の公表タイミングを早めると、価格発見をしたプレイヤーが不利になり却って流動性の低下を招くとの懸念が出ている一方、タイムリーな価格情報を求める声もある。
5. 重要なのは、単一統合テープが提供する情報を通じて、市場参加者が債券取引をより積極的に行うようになるかであろう。債券市場の活性化に向けて、EU が適切な取引情報インフラを上手く構築できるのか、引き続き注目といえよう。

### 野村資本市場研究所 関連論文等

- ・ 神山哲也「第2次金融商品市場指令（MifidII）の概要とインパクト」『野村資本市場クォーターリー』2014年夏号。
- ・ 磯部昌吾「欧州金融市場の国際的なプレゼンス低下の実態—広がる米国との格差—」『野村資本市場クォーターリー』2022年夏号。

<sup>1</sup> 本稿の内容は、2022年11月4日時点の情報に基づいている。

## I 債券の単一統合テープの導入に踏み切る EU

欧州連合（EU）が、EU レベルで債券の取引価格等を集約して提供するシステム「単一統合テープ」の導入に踏み切ろうとしている。欧州委員会は、債券市場の透明性を高めるべく、2021年11月に金融商品市場規則の改正案<sup>2</sup>（以下、MiFIR 改正案）を公表し、単一統合テープの導入を目指す方針を示した。単一統合テープの導入は、EU の資本市場の活性化を図る「資本市場同盟」の取り組みの一環として位置づけられている。

元来、取引所取引を中心に高い流動性を持つ株式市場とは異なり、債券取引は流動性が低く、相対取引が中心となってきた。EU では、2020年には122の取引施設が債券取引を扱う一方で、取引の66%はこれらを介さずに行われている<sup>3</sup>。債券市場の流動性が低い背景の1つには、個々の発行体が発行時期や満期などを変えて複数の債券を発行するため、売買対象となる銘柄数が多いことがある。このため、債券の売り手と買い手のマッチングは容易ではない。実際、EU では、2020年に少なくとも月1回は取引が行われたことがある社債は全体の27%、ソブリン債では45%しかない。また、取引が1年間に1回も行われていない社債は、全体の34%にも上る。

株式と債券の流動性の違いは、売買の仲介に必要な能力にも表れる。一般的に株式市場では、多数の買い手と売り手を如何に短時間・低コストで付け合せられるかが問われる。一方で、債券市場では、債券ディーラーが少ない買い手と売り手の動向を予測し、債券の在庫を用意して投資家の需要に応じる。債券ディーラーは、在庫の債券を抱える間は価格変動やデフォルトのリスクに晒され、その期間は数時間から数週間になる可能性もある<sup>4</sup>。

こうした中で、EU では、債券市場の透明性を高めるべく、2018年から適用を開始した現行のMiFIR（以下、現行法）において、大口取引などを除いて債券の取引情報を原則リアルタイムで公表することを義務付けた。市場の透明性を高めて、投資家が売買しやすい環境を作ることを狙ったというわけである。もっとも、個々の取引情報はばらばらに公表されているため、投資家に有益な情報となるよう集約する組織の必要性が指摘されてきた。

そこで、欧州委員会は、MiFIR 改正案において、EU レベルで債券価格や取引量を集約して提供する単一統合テープの導入を提案した。また、大口取引などに認めてきた公表期限の遅延措置の簡素化も盛り込んだ。しかしながら、MiFIR 改正案に対しては、流動性が低い中で取引情報の公表タイミングを早めると、却って流動性の低下を招くとの懸念が金融業界から示されている。取引当事者の手の内が明らかになると第三者が先回りするようになり、流動性が低い中で価格発見に貢献した取引当事者が不利になるというわけである。

本稿では、こうしたEUの債券の単一統合テープを巡る議論について概説する。なお、MiFIR 改正案では、株式やデリバティブの単一統合テープの導入も図っているが、各資産クラスで市場構造や流動性等の状況が異なるため、本稿では主に債券市場に注目する。

<sup>2</sup> European Commission, “REGULATION OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL amending Regulation (EU) No 600/2014,” November 25, 2021.

<sup>3</sup> 英国を含まない数値。ESMA, “EU Securities Markets, ESMA Annual Statistical Report,” December 17, 2021 を参照。

<sup>4</sup> ICMA, “Transparency and Liquidity in the European bond markets, An ICMA Discussion Paper,” September 2020.

## II MiFIR 改正案が構想する債券の単一統合テーブル

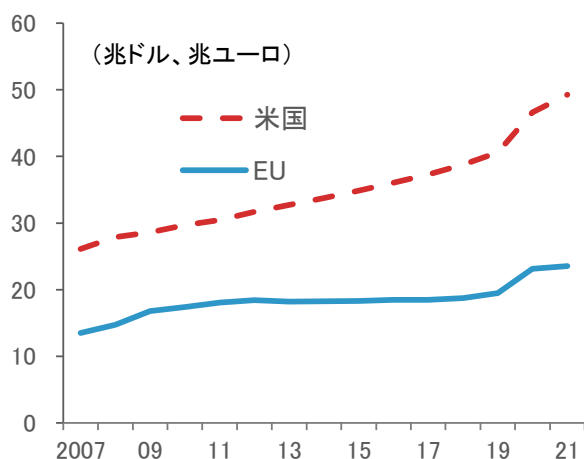
### 1. EUの債券市場の現状とこれまでの経緯

#### 1) EUの債券市場の現状

EUの債券市場は、2021年末時点で23.6兆ユーロの発行残高がある。新型コロナウイルス禍対策によってソブリン債の発行が急増した直近を除くと、近年はほぼ横ばいとなっているが、米国の債券市場との差は拡大している（図表1）。特に事業法人が発行する社債だけで見ると、2021年末の発行残高は1.76兆ユーロと増加傾向にあるが、米国との差は、2021年末には過去10年でほぼ倍増となる5.5兆ドルまで拡大している。

また、セカンダリー市場に目を向けると、EUにおける債券取引は、取引施設と取引施設外の両方で行われている（図表2）。ここでいう取引施設とは、①規制市場（取引所に相当）、②多角的取引施設（MTF）、③組織化された取引ファシリティ（OTF）の総称である。2020年時点では、49の規制市場、63のMTF、10のOTFが債券取引を扱っている。他方で、取引施設外での取引は、顧客の注文に対して自己勘定で応じる投資サービス会社として定義されるシステムティック・インターナライザー（SI）が主に担っている。いわゆる債券ディーラーが該当し、大手投資銀行など64社がSIとなっている。EUにおける債券取引額のシェアでは、SIによる取引が半分以上を占める。

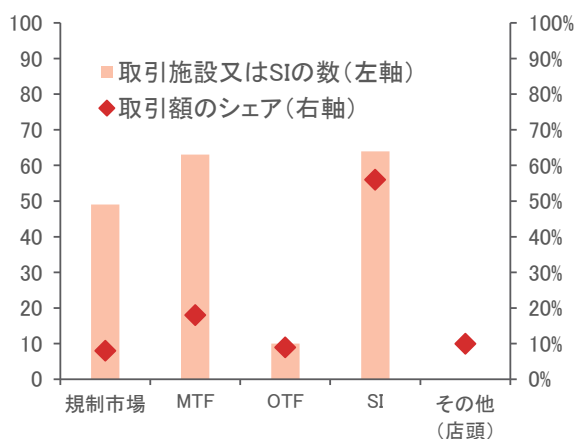
図表1 EU・米国の債券市場の発行残高



(注) EUはユーロ換算。EUを離脱した英国とデータを取得できないルーマニアを除く数値。

(出所) BIS、ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

図表2 EUにおける債券取引の形態



(注) 図表中の「その他(店頭)」については、取引額のシェアのみ記載している。

(出所) ESMAより野村資本市場研究所作成

## 2) 既に存在する債券の価格情報等の公表制度

従来、流動性が低く取引施設外での取引が多い債券市場では、取引後であっても価格や取引量は公表されないのが一般的であった。これに対して 2018 年から適用が始まった現行法は、市場の透明性向上を目的として、債券取引を行った場合には、取引後に価格情報等を原則公表する枠組みを整備した。

具体的には、取引施設で行われた債券取引については、取引施設に対して、価格・取引量・取引時刻といった「取引情報」を、取引の執行から 5 分以内<sup>5</sup>に提供することを義務付けた。また、取引施設外での取引についても、取引施設の取引対象<sup>6</sup>となっている債券を投資サービス会社が売買した場合には、取引情報の提供義務を課している。投資サービス会社は、取引の執行から 5 分以内<sup>7</sup>に認可公表アレンジメント (APA) を通じて取引情報を提供しなければならない。更に取引施設と APA のいずれについても、取引情報の提供から 15 分後以降は無料で公表しなければならない。

APA の運営には、欧州証券市場監督機構 (ESMA) の認可が必要である。また、取引施設を運営する市場運営会社や投資サービス会社も、ESMA 又は各国当局による事前確認を経た上で APA の業務を行うことができる。本稿執筆時点では、取引所や電子取引プラットフォームなど 15 社が APA として認可を受けている。

なお、例外的に流動性が低い債券の取引や大口取引などに対しては、取引施設や投資サービス会社は取引情報の公表時間を遅延させることができる。これらの取引では、即座に公表すると取引当事者が不利になるからである。具体的には、EU 各国当局が認める場合に、取引情報の公表を取引の翌々営業日の 19 時まで遅延できる。遅延措置の対象となる取引は、①流動性の低い取引、②大口取引、③金融商品固有規模を超えかつ投資サービス会社の自己勘定で行う取引の 3 種類である (図表 3)。ただし、遅延期間中は、各国当局の裁量で、取引量を除いた取引情報か日次での集計情報 (加重平均価格・取引量・取引件数) のいずれかの公表を求めることができる。

図表 3 公表の遅延措置の対象となる債券取引

取引の種類	判定基準
流動性の低い取引	次のいずれかを満たさない場合 ①日次平均取引額が 10 万ユーロ以上 ②日次平均取引件数が 7 件以上 ③観測期間のうち取引があった日の割合が 8 割以上
大口取引 (LIS)	閾値 (ソブリン債: 1,500 万ユーロ、社債: 650 万ユーロなど <sup>(注)</sup> ) よりも取引額が大きい取引
金融商品固有規模を超える取引 (SSTI)	閾値 (ソブリン債: 650 万ユーロ、社債: 300 万ユーロなど <sup>(注)</sup> ) よりも取引額が大きく、かつ投資サービス会社が自己勘定で行う取引

(注) ESMA が 2021 年の取引情報に基づいて算出・公表し、2022 年 6 月～2023 年 5 月に適用されることとなっている数値。

(出所) 現行法及び ESMA より野村資本市場研究所作成

<sup>5</sup> 2018 年の適用開始当初から 3 年間は 15 分以内の提供であったが、現在は 5 分以内の提供に短縮されている。

<sup>6</sup> EU における投資信託に相当する UCITS や年金基金では多くの場合、非上場証券に投資することが禁止されているため、EU では多くの債券が形式的に取引所に上場している。

<sup>7</sup> 脚注 5 と同様に、提供期限が 15 分以内から現在は 5 分以内に短縮されている。

加えて、各国当局には様々な裁量権が与えられている。まず、ソブリン債以外の債券では、遅延期間を最長4週間に伸ばした上で、個々の取引情報ではなく、週次の集計情報の公表を求めることができる。また、ソブリン債については、遅延期間を無制限に伸ばして週次の集計情報の公表のみを求めることができる。このほか、取引情報の中でも取引量については、ソブリン債であるかに関わらず、公表の遅延期間を最長4週間まで拡大できる。

### 3) 現行法にも存在する統合テープの枠組み

現行法の枠組みでは、同じ債券銘柄の取引であっても、取引される取引施設（取引施設外での取引では取引当事者）に応じて、それぞれ別々の主体が取引情報を公表する。このため、市場参加者が債券市場全体を把握するには、個別に取引情報を集めなければならない。

そこで、現行法では、個々の取引情報を集約して提供する統合テープの枠組みを定めている。具体的には、ESMA から認可を受けた統合テープ・プロバイダー（CTP）が、①規制市場、②MTF、③OTF、④APA から取引情報を収集する統合テープを運営する。CTPは、収集した取引情報に基づいて、債券の銘柄毎の価格・取引量・取引時刻等をリアルタイムで提供しなければならない。CTPは取引情報を投資家などの利用者に提供するにあたり、利用者から費用を徴収できるが、提供の15分後以降は無料で公表しなければならない。

CTPの認可を取得できるのは、EU域内で設立された法人に限られている。また、取引施設を運営する市場運営者や投資サービス会社も、ESMA又は各国当局による事前確認を経た上でCTPの業務を行うことができる。

こうした現行法のCTPの枠組みは、民間事業者が商業ベースで統合テープの運営に名乗り出ることを前提としている。複数の民間事業者がCTPとなることを排除していないことから、複数のCTPが情報提供サービスを競い合うことも想定している。もっとも、それは逆に言えば、CTPとなる民間事業者が現れなければ、EUの債券市場にCTPが存在しないことも起こり得るということでもある。

### 4) 現行法が抱える課題

現行法の枠組みによって、EUでは本来であれば、投資家はCTPを通じて債券価格や取引量を把握できるようになり、債券市場の透明性が向上するはずであった。しかしながら、現実には統合テープの運営は収益化が難しく、CTPとして名乗りを上げる民間事業者は現れてこなかった。

背景には、第一に、CTPによる取引情報の収集が難しいという点がある。現行法では、CTPに対して、取引施設やAPAから取引情報を収集することを求めている。そして、CTPは、取引件数と取引量のいずれのベースにおいても、EU域内の債券取引の80%以上をカバーしなければならない。もっとも、提供される情報の形式は統一

化されていない上に、情報提供に個別のライセンス契約の締結が必要となっている。このため、CTPに過度な負荷が掛かる仕組みとなってきた。

第二に、取引情報の無料公表義務の負担がある。現行法では、CTPは取引情報を利用者に提供するにあたって、提供から15分後以降は無料で公表しなければならない。このことが、CTPが収集した取引情報を使ってデータ・ビジネスを行う際の障害となっている。特に、流動性の低い債券の取引情報は、提供から15分が経過した後も価値が持続することが多く、統合テープの潜在的な収益機会を逃してしまう懸念があった。

第三に、取引情報の遅延措置のばらつきがある。現行法では、遅延措置について各国裁量を広範に認めている。例えば、遅延期間については、各国当局の判断によって、取引情報の公表を最長4週間まで遅らせることができる。実際、最大でも2日までしか認められない国もあれば、4週間まで認められている国も存在してきた<sup>8</sup>。こうした中では、CTPが取引情報を集約するにあたって複雑な対応が必要となってきた。

これらの状況を踏まえて、欧州委員会は2021年11月にMiFIR改正案を起草し、CTPにとってのビジネス障壁を取り除くことによってEUレベルでの単一統合テープを設立する方針を示した。欧州委員会の狙いは、単一統合テープが取引情報を集約・提供することによって、市場参加者が市場の全体像を把握し、取引価格を容易に比較できるようにすることにある。

## 2. MiFIR改正案が目指す単一統合テープの導入

### 1) ESMAによる単一統合テープの選定

MiFIR改正案は、CTPとなる民間事業者が現れていないことを踏まえて、ESMAが統合テープを提供可能な事業者を選定する手続きを定めることとした。具体的には、MiFIR改正案の施行後3ヶ月以内に、ESMAが、債券を含む個別の資産クラス毎<sup>9</sup>に今後5年間における単一CTPの任命に向けた選定手続きを作成する。そして、実際にESMAが選定手続きを始める際には、図表4の観点に基づいて評価し、3ヶ月以内に決定を行うこととした。

なお、MiFIR改正案の施行から1年以内にESMAが適切なCTPを選定できない場合には、欧州委員会が再度CTPの枠組みをレビューする。その上で、必要であれば、ESMA自身による統合テープの提供を定める法案を起草する段取りとなっている。

<sup>8</sup> “‘Improving’ Mifid post-tradetransparency splits markets,” *Risk.net*, July 9, 2020.

<sup>9</sup> 債券以外に、①株式、②ETF、③デリバティブの資産クラスに分けて単一CTPを選定することとなっている。

図表 4 CTP 選定の判断基準

- ① EU 全域において強靱性のある統合テープを提供する技術力
- ② CTP の組織要件を遵守する能力
- ③ ガバナンス体制
- ④ コア取引情報の配信速度
- ⑤ 高品質なデータを普及させる能力
- ⑥ 統合テープの開発費用、継続的な運営費用
- ⑦ コア取引情報の利用者に課す予定の手数料水準
- ⑧ コア取引情報の提供や接続に最新のインターフェイス技術を活用する可能性
- ⑨ ヒストリカルデータの保管に使用する記憶媒体
- ⑩ 機能停止の防止および対処に使用するプロトコル

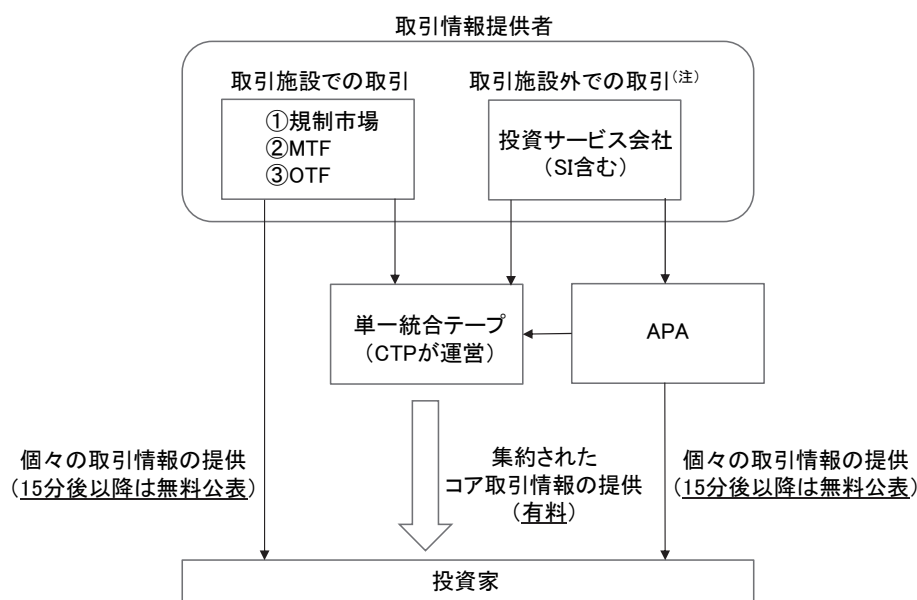
(出所) MiFIR 改正案より野村資本市場研究所作成

## 2) 単一統合テープ運営に係るビジネス障壁の解消

現行法では CTP が債券の取引情報を収集するにあたって、CTP に収集の責務を負わせていたが、MiFIR 改正案では、取引情報提供者 (Market data contributor) に対して取引情報の提供を義務付けることとした (図表 5)。

取引情報提供者は、可能な限りリアルタイムで、後述するコア取引情報を作成するために必要となる取引情報を CTP に提供しなければならない。ここでいう取引情報提供者には、取引施設と APA、投資サービス会社が該当する。取引施設での取引については、当該取引施設が CTP に取引情報を直接提供する。また、投資サービス会社が取引施設外で行った取引については、CTP に直接又は APA を通じて取引情報を

図表 5 MiFIR 改正案における CTP を通じた債券の価格情報等の提供制度の概要



(注) 取引施設での取引対象となっている債券のみが対象。

(出所) MiFIR 改正案より野村資本市場研究所作成

提供しなければならない。なお、取引情報提供者は、取引情報の提供にあたって CTP から報酬を得ることは禁止されている<sup>10</sup>。

CTP は、収集した取引情報に基づいて「コア取引情報」をリアルタイムで利用者に提供しなければならない。ただし、取引情報の公表の遅延措置の対象となる取引については、この限りではない。

債券取引におけるコア取引情報には、①取引価格と取引量、②執行取引施設を識別する市場識別コード、③取引施設に跨って適用される商品識別子、④取引執行時刻や取引公表時刻などの各種時刻情報<sup>11</sup>、⑤取引プロトコルと適用されている公表の遅延措置に関するデータが該当する。CTP がコア取引情報を提供するにあたって取引情報提供者から収集する必要がある取引情報については、欧州委員会が細則において定める。細則の作成にあたって、欧州委員会は MiFIR 改正案の施行後 3 ヶ月以内に助言を提供する専門家グループを設立することとなっている。

なお、CTP は、これらのコア取引情報の提供にあたっては、利用者から月額手数料を徴収する。現行法において CTP の収益モデルを損ねるとされてきた、取引情報の提供の 15 分後以降からの無料公表義務については廃止されることとなった<sup>12</sup>。

### 3) 債券に関する取引情報の公表の遅延措置の簡素化

MiFIR 改正案では、現行法において課題となっていた、取引情報の遅延措置における各国の対応のばらつきにも対処している。具体的には、広範に認められていた各国当局の裁量権を簡素化することで、統合テープへの情報集約を容易にしている。

第一に、前述した遅延措置の対象となる 3 種類の取引のうち、金融商品固有規模を超える取引を遅延対象から外した（図表 6）。これより、遅延措置の対象は、流動性の低い取引と大口取引の 2 種類だけとなる。

第二に、翌々日の 19 時から最長で 4 週間まで認められてきた各国裁量での遅延期間を、取引価格については 15 分又は当日内まで、取引量については 15 分・当日・2 週間までのいずれかに短縮かつ統一することとした。ただし、ソブリン債の取引に関しては、引き続き各国裁量で取引量の公表を一定期間延期するとともに、期限を定めずに集計情報のみの公表を求めることができる。

第三に、欧州委員会が EU 共通の遅延期間の分類を作成する。債券に関する、①流動性、②取引規模（流動性が低い市場での取引と大口取引を考慮）、③格付（投資適格／非投資適格）を基準にして、遅延期間の分類を細則で定めることとなっている。

<sup>10</sup> 例外的に株式の単一統合テープについては、CTP が収入の一部をベースに、取引情報の提供コストに見合う分などを取引所とシェアする。

<sup>11</sup> このほかには、①取引情報提供者からの取引情報の受領時刻、②統合テープの集計・統合メカニズムにおける受領時刻、③利用者への提供時刻がある。

<sup>12</sup> 取引施設と APA に対しては、取引情報の提供の 15 分後以降からの無料公表義務を引き続き適用する。



図表6 遅延対象となる債券取引の新旧対照表

現行法	MiFIR 改正案
対象取引	
①流動性の低い取引 ②大口取引 ③金融商品固有規模を超える取引	①流動性の低い取引 ②大口取引
遅延期間	
取引日の翌々営業日 19 時まで ・ ソブリン債の取引では、期限を定めることなく週次集計情報 <sup>(注)</sup> の公表で代替できる ・ ソブリン債以外の債券取引では、4 週間後まで週次集計情報 <sup>(注)</sup> の公表で代替できる ・ 取引量の公表は 4 週間後まで延長可能	①取引価格: 15 分又は当日内 ②取引量: 15 分・当日・2 週間のいずれか ・ ソブリン債の取引では、取引量の公表を一定期間延期できる。また、期限を定めることなく週次集計情報 <sup>(注)</sup> の公表で代替できる
遅延期間の特定に利用する基準	
各国当局が判断	・ 欧州委員会が次の基準に基づいて、遅延期間の分類に関する細則を作成 ①流動性 ②取引規模(流動性の低い市場での取引や大口取引を考慮) ③格付(投資適格/非投資適格)

(注) 週次集約情報として、①加重平均価格、②取引量、③取引件数を計算する。

(出所) 野村資本市場研究所作成

### III 単一統合テープの設立に対する市場関係者の反応

#### 1. 独自に社債取引に関する公表期限の遅延措置を提言する ICMA

債券市場を専門として各国の投資銀行や資産運用会社などが加盟する国際資本市場協会(ICMA)は、かねてより債券市場に包括的な透明性をもたらす単一統合テープの導入を支持してきた。2020年4月には、欧州委員会の調査依頼を受けて、EUにおける債券統合テープ設立の実現可能性を検討した最終報告書<sup>13</sup>を示した。

他方で、ICMAは、流動性が低い債券市場において過度に透明性を高めようとする、却って流動性に悪影響が出ることを懸念している。このため、公表期限に関しては、流動性と取引規模に応じて最大4週間の遅延措置を設ける提言を2021年12月に公表した<sup>14</sup>。

一般的に流動性が低い債券市場では、債券価格は公表情報に敏感に反応し得る。取引が今執行されたというような情報は特にセンシティブである。例えば、債券ディーラーは、自己勘定でポジションを取ることで流動性を供給し、その後に反対売買の機会を探るが、それには数時間から数週間を要することもあり得る。このため、ポジションの解消やヘッジを行う前に元の取引の詳細が公表されると、他の市場参加者が先回りして、債券価格が不利な水準に調整されてしまう恐れがある。債券ディーラーの在庫リスクが高まるのであれば、その分は価格転嫁を通じて投資家にもしわ寄せが及ぶ可能性がある。また、投資家

<sup>13</sup> ICMA, "EU Consolidated Tape for Bond Markets," April 2020.

<sup>14</sup> ICMA, "ICMA position paper: Proposal for a new post-trade transparency regime for the EU corporate bond market," December 2021.

図表 7 ICMA が提言する社債の取引情報の公表に関する遅延措置

バケット	発行残高	格付	取引規模	取引価格の 公表期限 <sup>(注1)</sup>	取引量の 公表期限 <sup>(注2)</sup>
小規模取引	-	-	100 万ユーロ以下	15 分後	15 分後
流動的かつ 中規模取引	10 億ユーロ以上	投資適格	500 万ユーロ未満		当日内
流動的かつ 大規模取引		10 億ユーロ以上	非投資適格	200 万ユーロ未満	当日内
	投資適格		500 万ユーロ以上		
非流動的かつ 中規模取引	10 億ユーロ未満	非投資適格	200 万ユーロ以上		
		投資適格	500 万ユーロ未満		
非流動的かつ 大規模取引	10 億ユーロ未満	非投資適格	200 万ユーロ未満	2 週間後	
		投資適格	500 万ユーロ以上		
稀な大口取引	-	-	5,000 万ユーロ以上	4 週間後	4 週間後

- (注) 1. 取引価格の公表が取引日を超えて遅延される場合、取引日終了時点で平均取引価格（3 回以上の取引の場合）と取引件数を公表し、それを取引価格が公表されるまで続ける。
2. 取引量の公表が 15 分を超えて遅延される場合、取引価格が公表された時点から、取引量を「200 万ユーロ（非投資適格）超」又は「500 万ユーロ（投資適格）超」として公表し、それを取引量が公表されるまで続ける。

(出所) ICMA より野村資本市場研究所作成

自身も、大口取引を小刻みに執行しようとしている場合には、執行の途中で取引情報が公表されると、市場が先回りして不利な価格に直面する可能性がある。

そこで、ICMA は、流動性が低い又は大口の社債取引については、取引価格と取引量の公表を、当該社債の流動性と取引規模に応じて遅らせることを提言している。具体的には、図表 7 のように、①発行残高、②格付、③取引規模という基準に応じて 6 つのバケットに分けた遅延措置を設けることを提言している。発行残高と格付を基準に用いるのは、現実には個々の社債の流動性を一律の基準で計測することは難しいため、その代理指標として入手が容易であるという理由からである。

ICMA の提言は、MiFIR 改正案と比較すると、遅延期間を振り分ける基準として格付と取引規模を用いている点では同じである。他方で、特に取引価格については、公表期限を長く設定している。具体的には、MiFIR 改正案では、取引価格については当日内、取引量については 2 週間まで遅延期間を短縮することを提案している。これに対して、ICMA の提言では、取引価格と取引量のいずれも最長 4 週間までの遅延を提案している。

## 2. ICMA と同様に公表期限の遅延措置を求める EFAMA

欧州の資産運用会社等が加盟する欧州ファンド・資産運用協会（EFAMA）も、MiFIR 改正案に基づく債券の単一統合テープの導入に、バイサイドとして概ね賛同することを 2022 年 2 月に表明している<sup>15</sup>。

他方で、公表期限の遅延措置については、EFAMA も前述した ICMA の提言と同様の遅延期間を要望している。EFAMA は、以前から欧州証券業協会会議（EFSA）と共同で、遅

<sup>15</sup> EFAMA, “EFAMA POSITION MiFIR REVIEW,” February 14, 2022.

延措置に関しては、各国のばらつきの解消以外の見直しを行うべきではないと主張してきた経緯がある<sup>16</sup>。遅延措置の見直しはあくまでも各国協調を図るために行うべきであって、債券市場における流動性プロバイダーに不適切なリスクを与えるべきではないという考えからである。

### 3. 社債取引のポジション解消が可能な期間を分析する AFME

欧州の幅広い業態の金融事業者が加盟する欧州金融市場協会（AFME）は、過去の社債取引のデータから、ポジションを解消するために必要となる期間を推計している。ポジション解消が可能な期間を算出することで、取引情報の公表期限の遅延措置として妥当な期間を探ろうというわけである。遅延措置の期間内にポジションを解消できるのであれば、その取引の取引当事者が、取引情報の公表によって不利な状況に置かれることはない。

AFMEが2022年4月に公表した分析ペーパー<sup>17</sup>は、2021年3月～12月に行われた5,500銘柄の社債の120万件の取引のデータを分析している。ポジションを保有する債券ディーラーが平均日次取引量までは市場取引にアクセスできると仮定した場合、社債の発行額や格付によって違いはあるものの、取引件数の67%を占める50万ユーロ未満の小規模取引であれば数時間で解消ができる一方、2,000万ユーロ超の大口取引では72営業日を要することになる。また、取引額ベースでは多くを占める100万ユーロ超の取引では6営業日、500万ユーロ超の取引では19営業日を要する可能性があるとしている。

この分析結果を踏まえて、AFMEは、MiFIR改正案における取引価格と取引量の遅延措置の期限を、15分・当日・1週間・2週間・4週間・3ヶ月・無期限で分けることを提言している。また、ESMAに対して、まずは今後導入される単一統合テープに集められる取引情報を使って、詳細な定量分析を行うことを求めている。

### 4. 公表期限の遅延措置の短縮・簡素化を支持する AIMA

MiFIR改正案による公表期限の遅延措置の短縮・簡素化を支持する業界団体もある。ヘッジファンド等の業界団体であるオルタナティブ投資マネジメント協会（AIMA）は、債券取引の約85%がリアルタイムで公表されていないと指摘し、①価格と取引量の公表期限の遅延をそれぞれ当日内と2週間までに短縮、②遅延措置の各国裁量を廃止、③金融商品固有規模を超える取引を遅延対象から除外、④欧州委員会がEU共通の遅延期間の分類を作成するというMiFIR改正案の内容への支持を2022年3月に表明している<sup>18</sup>。AIMAは、タイムリーに価格情報を利用できなければ、統合テープは包括的になり得ず、市場参加者にほとんど価値をもたらさないと指摘している。

<sup>16</sup> EFAMA and EFSA, “The appropriate construction, and conditions for the usage, of a Consolidated Tape,” June 14, 2021.

<sup>17</sup> AFME and Finbourne, “MiFIR 2021 Corporate Bond Trade Data Analysis and Risk Offset Impact Quantification,” April 2022.

<sup>18</sup> AIMA, “RE: European Commission proposal to review MiFIR and MiFIR II,” March 2022.

## 5. 社債の単一統合テープに関する技術原則を公表する蘭 AFM

単一統合テープが公表するコア取引情報の提供に必要な技術要件を提言する動きもある。オランダ金融市場庁（AFM）は、バイサイドやセルサイド、取引施設、プリンシパル・トレーディング会社の代表者などで構成される専門家グループからのインプットを得て、2022年5月に社債の単一統合テープに関するハイレベルな技術原則を公表した<sup>19</sup>。

CTPによる取引情報の収集においては、取引施設やAPAから提供を受ける際の様式が統一化されておらず、CTPに過度な負荷がかかることが課題となっていた。このため、MiFIR改正案では、欧州委員会がESMAや専門家グループから助言を受けた上で、報告様式を細則において定めることとなっている。

この点、AFMは図表8のような社債の取引情報の報告様式を提言している。基本的には従来から利用されている様式を利用することを提言しているが、例えば社債の価格表記については、イールド（利回り）ではなく、裸値段（クリーン価格）<sup>20</sup>を百分率で表記することを提案している。また、統合テープへのデータ提出方法については、ポータルサイトのような手法を用いるかはCTPの裁量であるとしつつ、最も端的なアプローチは、標準化されたアプリケーション・プログラミング・インターフェース（API）<sup>21</sup>を利用したものであると述べている。

図表8 社債の取引情報の報告項目に関するAFMの提言

欧州委員会が提示する取引報告	AFMが提言する報告様式
取引価格	裸値段(クリーン価格)
価格表記	百分率表記
取引量/規模	— (注1)
取引額	額面価格
取引施設の市場識別子	市場識別コード(MIC) <sup>(注2)</sup>
公表施設の市場識別子	市場識別コード(MIC) <sup>(注2)</sup>
商品識別子	ISIN
取引執行時刻	協定世界時に基づくタイムスタンプ
取引公表時刻	協定世界時に基づくタイムスタンプ
取引識別コード	ユニークID (変更・キャンセル時の追跡を確保するためのID)
フラグ	遅延措置の適用の有無、格付、キャンセル/変更、取引プロトコルなどを表す最小限のフラグ

- (注) 1. 取引額から計算可能であることから、提言されていない。  
2. 市場識別コード（MIC、ISO 10383）は、国際標準化機構（ISO）によって取引施設を識別するために定義されている4文字の英数字のコード。

(出所) AFMより野村資本市場研究所作成

<sup>19</sup> AFM Innovation Hub and Stakeholder Group on the Bond Consolidated Tape, “The Corporate Bond Consolidated Tape, High-Level Technical Principles,” May 10, 2022.

<sup>20</sup> 債券の経過利子を含まない価格。

<sup>21</sup> APIとは、あるアプリケーションの機能や管理するデータ等を他のアプリケーションから呼び出して利用するための接続仕様等を指す。

## IV CTP への立候補を表明する事業者

MiFIR 改正案を巡っては、前述したように取引情報の公表期限の遅延措置に対して個々の業界団体が様々な意見を出している。他方で、債券の単一統合テープを導入することについては、欧州の金融業界は総じて支持しているほか、EU規制当局の中でもAFMが独自に後押しを行っている。AFMは、2021年夏から統合テープの概念実証を行うべく、革新的な金融サービスに関する規制・監督の照会サポートを行うAFM&オランダ中央銀行(DNB)イノベーション・ハブに市場関係者を招いてきた。そして、そこで得られた知見に基づいて、AFMは2021年11月に、フィクスト・インカムの単一統合テープの導入にあたって技術的な障壁は見当たらないと表明している<sup>22</sup>。こうした中で、CTPへの立候補を表明する事業者が相次いで現れている。

第一に、ブルームバーグとマーケットアクセス、トレードウェブは、フィクスト・インカム商品の単一統合テープを運営する合弁会社を設立する構想を2022年6月に発表した。いずれもオランダにおいてAFMからAPAの認可を取得したエンティティを持っており、債券データの提供市場では主要なプレーヤーとなっている。これらの3社は、フィクスト・インカム市場におけるこれまでの経験やAPAの運営から培った専門知識を通じて、市場参加者の需要と規制当局の目的を満たす統合テープのサービスを提供できる優位性があるとしている。

第二に、英国のデータプロバイダーであるエディファイ・グループは、2021年5月に、債券の単一統合テープのプロトタイプの開発を進める意向を表明した。2017年に設立された同社は、セルサイドとバイサイドの意見を踏まえた提案を行うために協力企業を募り、ノルウェー中央銀行投資管理部門やドイツ銀行、シタデル・セキュリティーズ、UBSを含む10の金融機関と協同して、2023年に始まると見込まれる単一統合テープの選定プロセスに向けて入札の準備をしている。2022年5月には、ウェブサイトにおいて同社が開発するプロトタイプの簡単なデモ動画を公開している。

第三に、同じく英国に拠点を置くデータプロバイダーのトランスFICCも、2022年2月にフィクスト・インカム商品の単一統合テープのプロトタイプの開発に取り組むことを発表した。そして、AFMのレギュラトリー・サンドボックスを通じて、金融機関や規制当局が試験的に利用するプロトタイプを提供してきた。他方で、トランスFICCは、今後の展開において別の事業者がCTPに選定された場合には、必要であればその事業者に対して技術提供を行っていきたい意向を示している<sup>23</sup>。

このほかに、CTPには、投資データ管理プラットフォームを提供する英国のフィンボーンテクノロジーや、オランダのベンチャー企業であるプロペラント・デジタルも関心を持っているとされる<sup>24</sup>。

<sup>22</sup> AFM, “AFM: No technical barriers for the implementation of a consolidated tape for fixed income,” November 22, 2021.

<sup>23</sup> “TransFICC launches fixed income consolidated tape pilot,” *THE DESK*, February 23, 2022.

<sup>24</sup> “One versus many: Firms question viability of UK CT model,” *Waterstechnology*, April 11, 2022.

## V 債券市場の活性化に資する取引情報インフラの必要性

相対取引が多くを占める債券市場では、個々の取引当事者に取引情報を公表するインセンティブは特にはない。このため、市場の透明性を高めるべく、法令によって取引情報の公表を義務付けてはどうかという発想が出てくる。現行法はそれを具体化しようとしたわけであるが、現実には、APAが形式的かつ個別に公表する取引情報は使い勝手が悪い上に、CTPが統合テープを提供するインセンティブに乏しく、各国当局が公表期限の遅延措置の裁量権をばらばらに行使したことで制度は複雑化していた。

そこで、MiFIR 改正案では、CTP にとってのビジネス障壁を取り除くことで EU 共通の債券の単一統合テープの導入を促そうとしている。もっとも、MiFIR 改正案の審議は紛糾しており、成立は最短でも 2023 年になるともされている<sup>25</sup>。背景には、MiFIR 改正案が、株式・債券・デリバティブの単一統合テープの規定を一纏めに記述しており、性質が異なる各資産クラスの議論が混同する事態が生じていることがある。また、引き続き以下のような課題も残されている。

第一に、リアルタイムでの取引情報の提供を求める範囲の設定がある。MiFIR 改正案では、流動性の低い取引と大口取引における取引情報の公表については、①流動性、②取引規模、③格付を基準にして、欧州委員会が最長 2 週間までの遅延期間の分類を細則で定めることとなっている。流動性が低い債券市場では、個々の取引価格や取引量という情報が高い価値を持つため、それを利用できるようになるプレーヤーは恩恵を受けることができる反面、それは自らの取引情報を利用されるプレーヤーがいることを意味する。価格発見をしたプレーヤーが不利になり、取引インセンティブを低下させるようでは元も子もない。従って、如何に適切な遅延期間を設定できるかが重要となる。

第二に、取引情報の取得コストや利便性がある。MiFIR 改正案による CTP の選定は、単一統合テープの運営事業を独占する CTP を意図的に作り出すことになる。選定される CTP が民間事業者である以上は、営利を追求することになるため、その分の費用は取引情報の利用者に転嫁される。他方で、規制によって営利活動を必要以上に抑制すれば、現行法のように CTP の担い手のインセンティブを削いだり、取引情報の提供サービスの質の低下に繋がったりする可能性がある。

第三に、EU を離脱した英国市場の存在がある。英国市場の国際的なプレゼンスを踏まえると、英国と EU の双方の債券市場の取引情報を 1 つに集約できれば、より魅力的な単一統合テープを作れる可能性がある。もっとも、現実には両者の考えには大きな隔たりがある。英国財務省は、2022 年 3 月に、複数の CTP による競争を重視する考えを示した<sup>26</sup>。これは、単一統合テープの設立を目指す EU とは異なるアプローチである。

他方で、EU 側では、単一統合テープの設立の背後に「開かれた戦略的自律」の実現という政治的な意図も見え隠れする。「開かれた戦略的自律」とは、簡単に言えば、EU に

<sup>25</sup> IFLR, “EU consolidated tape talks stalled by different views,” July 13, 2022.

<sup>26</sup> HM Treasury, “Wholesale Markets Review, Consultation Response,” March 1, 2022.

とっての要衝はEU企業で抑えるべきという考え方である。欧州委員会は、2021年1月に金融分野においても「開かれた戦略的自律」を追求する方針を示す政策文書を公表し、直接的ではないが、単一統合テープについても取り組み分野の1つとして挙げた<sup>27</sup>。また、実際、CTPの認可を取得できるのは、EU域内で設立された法人に限られている。

いずれにせよ、EUの債券市場の活性化に向けた取り組みは、MiFIR改正案によって仕切り直しが始まったばかりである。実際に単一統合テープが使い勝手の良いものになるかは、今後の欧州委員会による細則作成や、ESMAによるCTPの選定判断とその後の運営にかかっている面も大きい。そして、何より重要なのは、単一統合テープの提供情報を通じて、市場参加者が債券取引をより積極的に行うようになるかであろう。

翻って、日本では、既に2015年から社債の取引情報の公表制度が存在する。日本証券業協会が証券会社からの報告を受けて、①AA格以上、又は②A格かつ発行額が500億円以上<sup>28</sup>の社債で額面1億円以上の取引については、原則翌営業日の9時を目途に取引情報を公表している。日本における2021年の社債発行額は、過去10年で8割増の15兆円となったが、日本の金融市場は依然として銀行貸出を中心とした間接金融が主体である。このため、社債市場の活性化は今も大きな課題となっている。

今後、EUが単一統合テープの設立を通じて透明性を向上させ、最終的に債券市場の流動性を高めることができるのであれば、日本においても参考になる部分は出てくるかもしれない。債券市場の活性化に向けて、EUが適切な取引情報インフラを上手く構築できるのか、引き続き注目といえよう。

<sup>27</sup> 金融分野における「開かれた戦略的自律」の追求の経緯については、磯部昌吾「欧州金融市場の国際的なプレゼンス低下の実態－広がる米国との格差－」『野村資本市場クォーターリー』2022年夏号を参照。

<sup>28</sup> 劣後特約付きのもの及び残存年数が20年以上のものを除く。