

## 債券価格情報インフラ整備の動向

横山史生

### はじめに

京都産業大学の横山でございます。よろしくお願いたします。今日は、「債券価格情報インフラ整備の動向」と題してお話しさせていただきます。

「価格情報インフラ」という言葉はややかたい表現ですが、取引所取引について申しますと、そこで価格形成がなされ、価格公示が行われますので、取引所そのものが価格情報インフラであると

言えようかと思えます。それとの比較で、店頭取引は個別相対の取引ですので、実務的にも理論的にも、公共的なイメージのあるインフラという言葉にはなじみにくい面があります。そうは申しませんが、価格に関しては公示性が必要ですので、店頭取引のタイプの証券市場におきましても、何らかの形で価格情報を集約し公表するための仕組みが必要になります。これを「債券市場における価格情報インフラ」と言うことができるのではないかと考えています。

各国の証券市場にはそれぞれの債券市場があり、独自の事情を反映した、債券価格情報インフラが存在しています。日本におきましては、本年一月からこれまでの制度の大きな見直しが行われることになっています。

今日は、前半で、こうした見直しに焦点を合わせて、そこに至る制度の変遷および検討の経緯をお話ししていきたいと考えています。後半では、日本の債券市場の仕組みを、各国との比較や国際的な規制との関係という視点から考えます。なお、時間の関係もありますので、各国との比較と申しまでも、アメリカとの比較に限定してお話しさせていただきます。

## 一、公社債店頭売買参考統計値発表制度の現状と変遷

### (1) 日米における債券価格情報インフラの概要

資料1ページの表は、日本とアメリカにおける債券価格情報インフラを概観したものです。

日本には、日本証券業協会（以下では「日証協」と呼びます。）が運営している「公社債店頭売買参考統計値発表制度」があります。長い歴史を持った制度ですが、この制度の信頼性をより高めるため、制度の改正が行われ、本年一月から実施されることになりました。

加えまして、日証協を運営主体として、一月から全く新しいタイプの「社債取引情報報告・発表制度」が始まります。これについて、従来のものとどこが違うのか、また、他国の制度との

比較でどのように位置づけられるのかを考えます。その際、参考になるのが、アメリカのTRACE (Trade Reporting and Compliance Engine) と言われる、社債の店頭売買取引の事後情報の集約・公表の仕組みです。運営主体は、日証協と同様、証券業に係る自主規制機関であるFINRA (金融取引業規制機構) です。自主規制機関が運営する事後情報の公表制度という点で、日本の社債取引情報報告・発表制度は、米国のTRACEと非常に似通った面があります。この点については、後半で改めてお話しします。

## (2) 公社債店頭売買参考統計値発表制度の現状

### (制度の概要)

今日お越しの皆様方は、この制度についてはよく御存じのことと思いますので、できるだけ簡単に制度の概要を御紹介したいと思います。資料3

ページをご覧ください。

この制度は、国内の公募公社債のほぼ全銘柄を対象としています。しかし、実際に気配値が報告され公表されるのは、そのうちの選定された銘柄です。選定がどのように行われるかと申しますと、まず指定報告協会というプレーヤーが限定され、プレーヤーが報告対象銘柄を協会に届け出るといふ仕組みになっています。したがって、プレーヤーベースと銘柄ベースという二つの側面から見ますと、プレーヤーベースで報告対象が決まるというつくりになっていると理解することができそうです。そうしますと、指定報告協会の条件が何かが問題になりますが、この点に關しましては、この表の一番下で「日証協が定める指定基準を満たす必要がある」とされています。これにつきましては後ほど詳しく見ていきます。

もう一つ、公表される情報は気配値であり、い

いわゆる事前情報であるという点がこの制度の大きな特徴となっています。

**(指定報告協会員数)**

プレーヤーベースと銘柄ベースという二つの側面があると申しましたが、プレーヤーありきということですので、まず指定報告協会員が決まることとなります。資料5ページをご覧ください。規則の文言上、指定報告協会員の条件は、「公社債の売買業務等に精通し、かつ、気配報告業務の適確な遂行に必要な組織体制、人員構成が確保された協会員」とされています。ここで、「公社債の売買業務等に精通」という条件は、公社債種類別売買高における総売買高ランキングにより判断するとうたてつけになっており、現状、一八社が指定報告協会員になっています。

この一八社が、国債、地方債等、さまざまな種

類の公社債のうち、届け出た個別銘柄について気配値を日証協に報告します。表の右側に○をつけた十一社が、いずれかの社債について現時点で実際に気配値報告を行っている指定報告協会員です。それらの中で、濃い○をつけた五社が、ほぼすべての社債について熱心に気配値を報告している協会員です。他方、薄い○をつけたところは、報告する社債の銘柄数が比較的少ないのが実情です。なお、銀行債、特に銀行劣後債等につきましては、主幹事となっている指定報告協会員が気配値を報告している例も幾つかあるようです。

**(対象銘柄数)**

資料4ページにお戻りください。国債、地方債、政府保証債、財投機関債、金融債、社債、特定社債、円貨建外債のそれぞれにつきまして、昨年三月末現在で、プレーヤーが気配値を報告する

可能性のある銘柄数を整理したものです。発行現存額のある全銘柄数も合わせて載せています。これらを比較しますと、どの債券種類についても、大半の銘柄が選定銘柄としてカバーされていることがわかります。

なお、国債については、選定銘柄数と全銘柄数の数字が少し不思議な形になっています。発行現存額のある全銘柄数は、市中消化国債のみで四七〇銘柄あります。これに対して、公社債店頭売買参考統計値の選定銘柄数は八二一銘柄となっています。これは、ストリップス国債がダブルでカウントされていることが関係しているようです。

以上を総じて申しますと、日本の公社債市場で現存するほぼ全ての債券が公社債店頭売買参考統計値の対象としてカバーされる形になっています。

#### (制度の特徴)

以上で見てきましたように、現在の制度の特徴として、第一に、日証協の自主規制規則に基づいていること、第二に、プレーヤー（会員証券会社等）から報告を受けた事前の気配値を日証協が集計・加工した上で公表していること、第三に、制度の名称にも表されているとおり、あくまで売買の参考に資することを明確な目的としていることが挙げられます。繰り返しになりますが、自主規制機関が自主規制規則に基づいて運営している点が国際的に見ても大きな特色となっています。なお、自主規制規則に基づくと言いますが、この制度は義務ベースではなく、任意ベースの仕組みになっています。

価格情報のあり方の面から見た特徴として、まず、報告・公表されるのは事後情報である出来値ではなく、事前情報である気配値であるというこ

とが挙げられます。また、気配値と言いましても、いわゆるマーケットメイクベースのアクティブな気配値、すなわち引き合いがあれば応えるという気配値そのものではなく、それを前提としつつも、ある一時点で、ある規模の取引を前提にした気配の数値を報告するものとなっています。もう一つ、気配値が公表されるタイミングは、場が終了した後の夕刻とされており、形としては気配値であっても、即時性はなく、事実上、事後情報的な性格を持っていることが挙げられます。

なお、後ほど国際比較に触れますが、例えば、IOSCO（証券監督者国際機構）が世界各国の債券価格情報インフラを比較して整理したときに、もちろん正確にわかった上ではあるようですが、日本の制度が事前情報なのか事後情報なのかについてやや混乱したといえますか、わかりにく

さを感じていた節があります。また、市場参加者は、時価評価の参照情報としてこの公社債店頭売買参考統計値を利用していることが多いのが実情であり、この点が、制度運営上の一つの背景事情として存在していると言えるように思います。

### (3) 公社債店頭売買参考統計値発表制度の変遷 (概要)

公社債店頭売買参考統計値発表制度の変遷を、資料7ページの(1)から資料9ページの(3)まで三ページにわたって年表形式で整理しています。現在の制度には非常に長い歴史があります。以下では、これまでの制度の変遷を、三つの時期に分けて証券市場全体の移り変わりと結びつけてお話しいきます。

(第一期)

まず、資料7ページの(1)をご覧ください。一九六五年に公社債引受協会の「事業債店頭気配発表制度」が始まり、その翌年に、現在の日証協、当時の東京証券業協会による「公社債店頭気配発表制度」に移行しました。今日まで五〇年にわたる歴史を持っています。もともと、この時点におきましては、対象銘柄は非常に少数に限られていました。指標気配は、指標性の高いものとして、売買量が多く、市場動向を的確に反映する銘柄から選定されました。今の感覚で申しますと、インデックス的な性格を持っていたと言えるのではないかと思います。

一九七七年に、発表方式が、機関投資家向けの指標気配の日次発表と一般投資家向けの標準気配の週次発表に変更されました。市場全体の歴史との関連で申しますと、公共債の大量発行が行われ

るようになった時期に当たります。一九九二年

に、制度名称が「公社債店頭基準気配発表制度」と変更され、発表方式についても見直しが行われました。この背景には、証券取引法において日証協の自主規制機能が強化されたことがあるように思われます。

以上が、公社債店頭売買参考統計値発表制度が誕生し、市場全体の動きの中で定着していく、いわば第一期に当たる時期です。

(第二期)

次に、資料8ページの(2)をご覧ください。第二期は、証券市場全体のあり方が大きく変化した、一九九〇年代後半から二〇〇〇年代初めにかけての時期に当たります。この表では、制度変更・検討の概要の右側に、市場の動きに関連する事項を整理しています。

非常に大きな動きとして、一九九八年一二月の証券取引法の改正による取引所集中義務の撤廃があります。これまでの時代においては、取引所上場債券というものがあり、取引所から引け値が発表されていきました。この時期以降、債券価格情報としての取引所の引け値の位置づけはだんだん後退していくこととなります。他方、店頭市場の役割が大きくなり、これを受けて、二〇〇〇年に公社債店頭基準気配発表制度の対象銘柄が大幅に拡大されることになりました。

二〇〇一年三月には金融商品時価会計が本格的に導入されました。先ほど利用実態との関連で申し上げましたが、債券の価格情報にはさまざまな形態があり、さまざまな利用目的があります。その中で、金融商品時価会計に関わる価格情報ニーズが表に出てきました。そうした目的に合うものとして、店頭基準気配ないし売買参考統計値が使

われているわけですが、制度そのものの本来の趣旨は売買の参考に供することにあります。このことを明示的に示すため、二〇〇二年八月に、従来の「公社債店頭基準気配」という名称が「公社債店頭売買参考統計値」という現在の名称に変更されました。

また、個人投資家保護の観点から重要なものとして、二〇〇二年八月に金融庁から発表された「証券市場の改革促進プログラム」において、公社債流通市場（特に個人向け社債）の流動性及び価格の公正性・透明性を一層向上させることが望ましいという考え方が打ち出され、これを受けて、二〇〇三年五月に、日証協において「個人向け社債等の店頭気配情報発表制度」が導入されました。

この制度を検討する過程で、二〇〇二年二月に、日証協の「公社債店頭取引等に関するWG」



において論点整理メモが取りまとめられました。ここでは、個人向け社債等の価格情報の提供に関する議論だけでなく、気配値と出来値の意味の違いなど、第三期の議論のベースになるような議論が行われています。

### (第三期)

その後、現在までが第三期となります。資料9ページをご覧ください。二〇〇九年七月に設置された「社債市場の活性化に関する懇談会」(以下では「社債懇」と呼びます。)で改めて社債市場を巡る議論が開始され、二〇一二年七月に報告書が出されました。ここで現在に至る方向性が確定され、これを実務に落とし込んで制度化するため、二〇一二年九月に「社債の価格情報インフラ整備等に関するWG」(以下では「WG」と呼びます。)が設置され検討が開始されました。二〇

一三年九月にWGの結論が出されたのを受けて、二〇一四年三月に日証協から規則の改正が公表され、二〇一五年一月から実施される予定となっています。

## 二、時価評価基準としての債券価格情報

### (金融資産・負債の時価の定義)

先ほど申し上げましたように、二〇〇一年に金融商品時価会計が導入されました。公社債店頭売買参考統計値発表制度とも関係しておりますので、ここで、時価会計制度の導入の背景等について見ていきたいと思います。資料11ページから14ページに関連する情報を整理しています。

日本公認会計士協会による「金融商品会計に関する実務指針」の中で、債券の市場価格とは何

か、どういう情報を使うことが適切なのかという整理がなされました。ここでは、上場証券等については、取引所における取引価格が市場価格となり、店頭で取引される証券等については、第一義的に店頭取引価格が市場価格となるという考えが示されています。

上場証券等以外についてより具体的に言いますと、第一に、業界団体が公表する価格があればそれを使う、第二に、それが無い場合には、ブローカーの店頭において成立する価格を使う、第三に、さらにそれもない場合には、それ以外の取引システムで成立する取引価格を使う、第四に、これらがいずれも入手困難である場合には、合理的に算定された価額を使うこともできる、そういう整理がなされています。

#### (価格情報の実例)

実務指針では、業界団体が公表する価格を市場価格として使うことができるとされ、業界団体の例として日本証券業協会に言及がなされています。ここでは公社債店頭売買参考統計値という固有名詞は出されておりませんが、「業界団体、例えば日本証券業協会」と書かれていることで、この指標を市場価格とみなしうるものがほぼ明示されたと受け止められています。

なお、第三の「それ以外の取引システムで成立する価格」に関し、最近、実務指針の内容が変更され、P T S (私設取引システム) で成立する価格が含まれることとされました。

#### (合理的に算定された価格)

先に、第四の「合理的に算定された価格」に言及しましたが、実務指針では、その具体的なあり

方についてもやや細かく言及されています。すなわち、「売買参考統計値の利回りを用いて算定する比準価格方式によるもの」とされ、また、「ブローカーまたは情報ベンダーから入手して利用することができる」とされています。近年、時価評価基準として利用することを一義的に念頭に置いた債券価格情報の提供が行われていますが、そうしたビジネスは、この規定を制度的な根拠として成立しているものと考えられています。債券価格情報を提供するビジネスが現実に存在する例として、資料13ページに固有名詞を一つ挙げました。これはビジネスですので、いろいろな会社によって提供可能です。日本のみならず、アメリカなど各国の市場においても存在しています。

### 三、債券価格情報インフラの整備

#### (1) 「社債市場の活性化に関する懇談会」

##### (概要)

次に、債券価格情報インフラの整備に関する検討の内容について説明します。

二〇〇九年七月に社債懇が設置されました。世界的な金融危機を受けて、国際的に金融資本市場全般にかかわる規制、実務の見直しが進められる中で、日本でも社債市場の活性化について改めて検討する場が設けられたということです。社債懇の報告書は、三年後の二〇一二年七月に取りまとめられました。資料15ページから17ページで関連する情報を整理しています。

(社債懇報告書)

報告書では、「社債の流通市場の拡大・流動性の確保には、基本的には社債の発行量の拡大が必要であるが、そのためには、流通市場の透明性を高め、取引価格や気配値が適切に開示されなければならぬ」と書かれています。ここでは、債券の価格情報インフラの公共的な側面が重視され、現実の制度について「その見直しや改善が必要であるとの指摘がある」として、改善に向けた二つの方向性が示されています。

一つ目は、取引情報の公表です。ここで取引情報と表現されておりますのは、いわゆる事後情報に当たるものです。従来の日本の制度は、事前情報、すなわち気配値を中心とする仕組みでしたが、ここで大きく考え方を変えて、事後情報を公表する制度を導入することが望ましいという提言がなされたものです。

二つ目は、現在の公社債店頭売買参考統計値発表制度の信頼性の向上です。売買参考統計値と市場実勢に乖離があるという問題意識の下、そうした乖離をいかに解消するかという点を信頼性向上策の中心に置いていきます。

社債懇報告書で、これらの二つの方向性が明確に打ち出されたことは非常に大きな意義を持つと思います。ここでは、当面、従来の仕組みの存続が前提となっています。また、取引情報の公表につきまして、いつから実施するとは書かれておりませんが、当面、二つの制度が併存することを念頭に置いた書きぶりとなっています。

(2) 「社債価格情報インフラ整備等WG」

(検討体制)

その後、この考え方を練り上げ、具体的な制度に落とし込んでいくため、社債懇の下にWGが設

置され、実務的な検討が進められました。WGのマンデートは、取引情報報告・発表制度の導入と公社債店頭売買参考統計値発表制度の信頼性向上の二つです。時間的には、現在の仕組みの信頼性向上に関する議論のほうが先に行われました。その経緯を以下で見てください。

#### (検討内容)

資料17ページをご覧ください。WGの議論は、売買参考統計値と実勢価格との乖離が大きいとの指摘があることを認めるところから始まりました。これを受けて、WGでは、乖離があるのかなのか、もしあるとすればそれはどの程度なのかといったことについて、実態を把握するための取り組みが行われました。このため、二〇一二年一月二日に、日証協がほふり（証券保管振替機構）を経由して、個々の社債取引について報告を受ける

仕組みが導入されました。この報告によって得た情報は、社債の取引状況の分析と公社債店頭売買参考統計値の信頼性向上への活用だけを目的として利用されることとされました。

アメリカでは、市場制度の改善に向けた検討を進めるに当たって、SEC（証券取引委員会）やFINRAが、期間を限ってパイロットプログラムと言われる社会実験的な取り組みを行うことがあります。WGでの検討に当たって、日本でもそれと似た取り組みが行われたという印象を受けました。ここで集められたデータの分析結果は、WGの資料として日証協のホームページで逐次公表されました。アカデミックな作業にとつて非常に興味深く、市場実態の一端を垣間見ることができたように感じました。

(社債の売買状況の測定)

資料20ページ、21ページは、WGの資料に含まれているデータの一部です。WGで行われた分析は多岐にわたりますが、今日はそのごく一部を御紹介したいと思います。

資料20ページの上の表は、二〇一三年一月中旬、どの程度の銘柄について、どの程度の売買が行われたのかを整理したものです。従来、日本では社債の売買は非常に少ないとか、社債の流動性は小さいといったことが言われていました。実務の感覚としてはまさにそのとおりであると思えますし、外から見ましても、アメリカ等との比較においてそのように感じていたわけですが、初めて数字の形で確認することができるようになりました。

かいつまんで申しますと、調査対象銘柄の合計は二七五一です。そのうちの七〇%以上に当たる

一九六〇銘柄は、一ヶ月の間に一度も売買されていませんでした。売買が行われたのは、残りの三〇%弱の七九一銘柄です。一ヶ月の売買回数には幅がありますが、一件から五件のところが最頻値であることがわかります。

20ページの下表は、銘柄ごとの一ヶ月間の売買高に着目して整理したものです。一ヶ月間の売買高は合計で六八九三億円でした。売買が行われた銘柄について言いますと、取引数量の最頻値は、一億円以上一〇億円未満、次いで一〇億円以上三〇億円未満となっています。

なお、以上の数値はほふり経由で協会に報告のあったものに限られています。参考までに日証協の統計を見ますと、この月の社債現存銘柄数、一ヶ月間の店頭売買高(現先売買高を除きます)は、それぞれ二七二〇銘柄、一兆二〇五一億円となっています。店頭売買高は今回の報告とかなり

の差がありますが、これは、報告と日証協の統計でカバレッジが異なっていることによるものと思われれます。

#### (売買参考統計値と出来値の測定)

次に、売買参考統計値と出来値の間に乖離があるのかわかるのか、あるとすればどれほどかを見ていきます。資料21ページをご覧ください。

ほふり経由で報告を受けた二〇一三年一月中の社債の売買のうち、約定金額五億円前後の取引に着目します。五億円前後の取引に限定しますのは、公社債売買参考統計値は五億円の売買を前提としているためです。報告があった五億円前後の取引は九九銘柄の一六八件でした。この九九銘柄、一六八件の取引に関して報告された出来値のデータと、九九銘柄に係る毎日の売買参考統計値のデータを突き合わせる作業が行われました。具

体的には、売買参考統計値から出来値を差し引き、その差を出来値で割って、乖離幅がパーセントで算出されています。

この結果、乖離幅は、一六八件中一三三件（七九・一％）で一％未満となりました。全体の約八割で乖離幅が一％未満にとどまったことは、売買参考統計値と出来値の乖離はそれほど大きくないことを示していると考えてよいのではないかと、そういう一応の結論が得られたということでありま

す。もちろん厳密にそのように言うためには、さらに理論的・統計的な分析を加える必要がありますが、そうした分析によってもある程度合理的に説明できそうな数字が得られたのではないかと感じるを受けています。

(検討結果)

このようなデータをもとに、WGとしての結論が出されています。資料22ページをご覧ください。それによりますと、売買参考統計値と出来値の大きな乖離は恒常的・全般的に発生しているものではなく、一部の銘柄、一部の時期に限り発生していると考えられています。ここで、一部の銘柄、一部の時期と申しますのは、イベントの発生により信用リスクが高まったような時期及び銘柄ということです。

また、乖離が生じる要因としては、マーケットの動きが大きいようなときには、それが適切に気配値に反映されない可能性があることが挙げられます。加えて、実務的な観点からは、マーケットの動きを適切に反映することができると考えられる協会員が、社債に関する気配値の報告を行っていないことも乖離の要因として考えられます。

このように、従来、感覚的に言われていたことが、ある程度データによって把握できた点でWGの分析には非常に大きな意味があったと思います。

(信頼性向上のための具体的な検討事項)

こうした分析をもとに、WGでは、どこをどう改善すればよいかという議論がなされました。資料23ページで具体的な検討項目を整理しています。

(3) 公社債店頭売買参考統計値の信頼性向上のための具体的な見直し策

こうした検討を踏まえ、二〇一四年三月に公社債店頭売買参考統計値の信頼性向上のための具体的な見直し策が取りまとめられ、公表されました。資料24ページをご覧ください。



一つ目が、指定報告協会の指定基準の厳格化です。気配値と出来値の乖離を少なくするため、市場の動きを極力気配値に反映させることを重視して行われた対応です。現行基準では、指定報告協会員は公社債種類別売買高における総売買高ランキング五〇位以内とされており、社債については、他の債券種類と区別して、現行の基準に「社債の売買高ランキング二〇位以内であること」が加えられました。また、主幹事の役割に関しては、主幹事に報告を義務づけることはせず、「主幹事銘柄については指定報告協会員となることとができる」とすることで、主幹事による報告を促進するという考え方がとられています。この点は、実際に主幹事銘柄について報告が行われているケースがあることも平仄の合った考え方であると言えます。

その他の信頼性向上策として、三つ目に挙げて

おりますように、例えば六社から気配値が報告された場合、従来であれば上下一定数をカットして平均値、中央値等が算出されておりましたが、今回の見直しでは、上下のカットは行わないこととされました。これは、市場に大きな振れがあった場合、上のほう、下のほうの値に、むしろ市場実勢が反映されている場合があるという考え方に基づくものです。

また、指定報告協会員が合理的な判断をする環境を整え、報告を行いやすくするため、四つ目に挙げておりますように、報告時限及び公表時間の繰り下げといった措置が導入されました。なお、この点につきましては、現場の人たちの勤務体制を整備することとの兼ね合いも重要であると思われると思います。

以上、社債懇で示された二つの方向性のうちの一つ、つまり、従来の制度の信頼性向上のため

の、気配値と出来値の乖離をいかに少なくするという課題への対応について説明させていただきました。

#### (4) 社債の取引情報の報告・発表制度 (制度導入に向けた検討)

もう一つが、社債の取引情報の報告・発表制度の導入に向けた検討です。これにつきましては、社債懇報告書で出された方向性と、最終的に制度化された内容とで若干の違いがあります。その点に焦点を合わせて整理していきます。資料26ページをご覧ください。

二〇一二年七月の社債懇報告書では、公表対象銘柄の基準として、発行総額五〇〇億円以上、A格以上の格付けという考え方がとられていました。また、取引規模の公表に当たっては、取引の実額を公表するのではなく、五億円を基準に、取

引金額が五億円以上であったか、五億円未満であったかという情報だけを公表することとされました。アメリカのTRACEと非常に似通った考え方がとられています。

一方、二〇一四年三月に発表された新しい制度では、発表対象銘柄の基準から発行額基準が取り払われ、AA格相当以上という格付基準のみとされました。また、発表対象の取引は額面一億円以上の取引に限り、該当する取引について五億円以上、五億円未満の別を発表することとされました。

このような変更が行われましたのは、一つは、マーケットインパクトを避けるための合理的な基準として、このラインが当面適切であるという結論に達したからようです。また、この基準で発表を行うことによって、額面一億円以上の取引のうち約五割が発表対象となることも考慮されたよ

うです。TRACEの場合も、一挙に大がかりなものになったわけではなく、手をつけやすいところから順次拡大していったという経緯がありますので、日本でも、できるところからまず開始しようということであったのではないかと思えます。

#### (制度の概要)

本年一月から実施される予定の制度の概要として、資料27ページの図が日証協ホームページに掲載されています。

### 三、債券流通市場の日米比較

#### (1) 日米の債券の現存額、売買高、回転率

ここから、冒頭で後半と申し上げた内容に入らせていただきます。時間が窮屈になってきておりますので、ごく簡単に見てまいります。

まず、日本とアメリカの債券流通市場を比較します。債券種類の別に、現存額と売買高をもとに回転率を計算しています。資料28ページから31ページで関連する情報を整理しています。

アメリカの財務省証券の足元の回転率が一〇倍程度であるのに対して、日本の国債は四倍程度です。これが高いか低いかの議論は、今日は省かせていただきます。現状、皆様方がどのように感じているかについては、後ほどお聞かせいただければ幸いです。

社債につきましては、アメリカにおいても回転率は〇・八五程度と、それほど高くありません。日本では〇・二五程度となっています。

#### (2) アメリカの債券価格情報インフラ (GovPX)

アメリカにおいて、債券価格情報インフラには

どのようなものがあるのか、どのように情報が集められて、公表されるのかについてかいつまんで申し上げます。

まず、国債につきましては、資料32ページ、33ページのとおり、GovPXという仕組みがあります。これは業者間取引価格情報公表のためのインフラであり、日本で日本相互証券が運営している仕組みと似通ったものです。

#### (TRACE制度)

社債につきましては、TRACEという仕組みがあります。資料34ページをご覧ください。以前のNASD（全米証券業協会）、現在のFINRAが、自主規制規則によって業者に社債の取引情報の報告義務を課し、それに基づいて、原則として公募社債の全銘柄について報告を受け、公表するという仕組みです。

資料35ページに二〇一四年末現在の対象銘柄数の表を載せています。普通社債、転換社債に加えて、最近では政府関係機関債やABS（資産担保証券）、MBS（不動産担保証券）、CMO（モーゲージ担保証券）なども報告対象となっています。政府関係機関債が報告対象となりましたのは、これらの機関を事実上の民間機関と捉えて、社債に準ずる位置づけがなされるようになったためです。また、ABSなどの資産担保型の債券は、金融危機以降、その価格形成の効率性が非常に重要であるという認識が高まってきたことを背景として報告対象とされたものです。

報告は、このように幅広く行われますが、公表内容は、資料36ページにありますように、限定的なものとなっています。すなわち、取引規模については売買金額そのものを公表するのではなく、五〇〇万ドル以上の場合には五〇〇万ドル以上であ

る旨のみが公表される仕組みになっています。この点は、日本の一月からの新しい制度と同じ考え方です。

アメリカにおいては、二〇〇二年からTRACCの仕組みがスタートしました。制度の導入に当たって、こうした制度を導入することでマーケットインパクトが生じないか、売買実務にどの程度の影響を与えるかといったことが大きな議論になりました。

異なった立場の議論に客観的な視点を与えるため、TRACC開始後、そこで蓄積されるデータに基づいてかなりの実証分析がなされてきています。その一つを御紹介しますと、資料38ページのとおり、TRACCのような事後情報の公表によって取引コストは縮小してきており、投資家に対して大きなプラスをもたらしたという分析がなされています。市場運営の面からプラスかマイナ

スかに着目した論文もありますが、総じてアメリカでは、取引コスト（売買スプレッド）の縮小・低下に重点を置いた実証研究が支配的になっているように見受けられます。

日本でも、新制度導入後の動きをデータに基づいて観察し、分析していかなければならないと考えています。

#### 四、債券価格情報インフラ制度化の方向性

##### （価格情報の透明性）

次に、国際的な規制の動きを取り上げます。資料40ページから42ページで関連する情報を整理しています。

二〇一二年のLIBOR（ロンドン銀行間取引金利）不正事件以降、IOSCOの主導で金融指

標の公正性を高めるための議論が行われてきました。債券価格情報も広い意味では金融指標の一つですが、IOSCOにおいては、従来から証券価格情報に関する検討が行われており、金融指標規制よりも長い歴史を持っています。IOSCOの

「証券規制の目的と原則」においても、証券の種類に関わらず、価格情報の透明性を促進すべき旨が規定されています。

単に証券一般という形ではなく、債券に即してどう考えればよいかという議論も行われています。二〇〇四年に公表された社債市場の透明性に関するIOSCOのレポートにおいて、事前情報か事後情報かなど、各国の価格情報インフラについて比較考量が行われています。

また、透明性と流動性のトレードオフに関し、IOSCOは、事後情報を公表することでそうしたトレードオフが発生する可能性があることを指

摘した上で、市場の公正性と規制コストのバランスをとりつつ、各国が具体的な制度設計を進めていくことが望ましいという考え方を示しています。

#### （債券価格情報インフラの形態の類型化）

これらの点を踏まえて、債券価格情報インフラについて幾つかの類型化ができるのではないかと考えています。資料43ページから45ページで関連する情報を整理しています。

運営主体は、ルールベースの規制型か、それとも、マーケットベースで自然発生的に出てくる業者型かの二つがあると思います。目的は、誰が運営主体になるかに応じて設定されます。また、価格情報の内容は、事前情報か事後情報かの二つのタイプがあります。

(債券価格情報インフラ整備の流れ)

日本とアメリカについて、債券価格情報インフラ整備の流れを見ていきます。資料46ページから48ページで関連する情報を整理しています。

アメリカでは、国債に関しては、マーケットベースの業者型でかなり対応できています。国債のインターディーラーマーケットの活発さが背景にあると言えます。それに対して、国債以外の債券種類につきましては、ルールベースの規制型の価格情報インフラが存在し運営されています。

日本では、従来、規制型で全ての債券種類をカバーしており、価格情報の内容も事前情報となっていました。この制度は今後も続くわけですが、今回新しく、規制型で、事後情報型の制度が導入されることになりました。これは、従来からアメリカにあるものとよく似た類型のものと考えることがができます。

債券価格情報インフラの形態と機能は、対象となる債券種類の流動性が高いか低いかという点で分けることができると思われます。流動性の比較的低い債券種類を対象とする場合は、事後情報中心の規制型でなければ実現化しにくい傾向があるのではないかと考えています。今回の日本の動きもそれに沿ったものと見ることができると思いますが。

日本の新しい制度については、マーケットインパクトがどうなるかに関して慎重な検討が必要です。この点も踏まえて、今後、長い期間をかけて将来の制度設計を考えていくことになると思います。制度運営者、制度の担い手、そして客観的に観察させていただく我々研究者など、それぞれの立場から長い目で制度の運営を見ていく必要があるのではないかと考えています。

皆様が御存じであろうことを、予定の時間を超

過して長々と申し上げてしまったかと思えます。

その点は大変失礼いたしました。

御清聴、どうもありがとうございます。（拍手）

### 大前常務理事

どうもありがとうございます。

限られた時間の中で、債券価格情報インフラの整備の経緯と含意に焦点を合わせて詳しく御説明いただきました。さらに、アメリカと我が国の債券市場の比較、あるいはIOSCOの規制との関係などについても御説明いただきました。

余り時間は残されておりませんが、もしよろしければ、マイクをお返ししますので、どなたかお一人、御質問いただければと思います。

質問者 今日のお話にはなかったのですが、EUのMIFID（金融商品市場指令）における社債の取引情報、価格情報インフラの整備について、ポ

イントを幾つか教えていただければと思います。

横山 MIFIDの動きにつきましては、詳しくフォローしているわけではありませんので、記憶している範囲でお話します。

ヨーロッパでは、株式、債券など、証券の種類ごとに、取引の仕組み、価格情報の形成のされ方に違いがあるといった議論がなされ、結論として、債券に関しては、株式とは別のタイプの価格情報インフラが望ましいとされたように思います。価格情報の内容に関し、事前情報か事後情報かという点については、両方があり得るわけですが、投資家にとって重要なのは事後情報であるという整理がなされていたのではないかと記憶しています。

現実の動きとして、ユーロ市場で発行される国債債につきまして、銘柄数が多く、機関投資家による売買も多いことを踏まえ、ICMA（国際資



本市場協会）による価格情報インフラが整備されています。個人投資家の利用も十分にあり得ることを念頭に置いた、事後情報タイプのインフラになつていると承知しています。

お答えになりましたかどうか、もし正確に申し上げられていない点があれば御容赦いただきたいと思ひます。

**大前常務理事** 時間が参りましたので、今日の「証券セミナー」はこのあたりでお開きとさせていただきます。

改めまして、横山先生、どうもありがとうございます。  
（拍手）

（よこやま しせい・京都産業大学教授  
当研究所客員研究員）

（この講演は、平成二七年五月十一日に開催されました。）

横山史生氏

略 歴

1986年 京都大学経済学部卒業  
1988年 京都大学大学院経済学研究科修士課程修了（経済学修士）  
1993年 京都大学大学院経済学研究科博士後期課程単位取得退学  
1993～1998年 社団法人公社債引受協会調査部勤務  
1998～2001年 日本証券業協会企画部勤務  
その後、秀明大学助教授、奈良産業大学准教授を経て  
2008年より京都産業大学外国語学部国際関係学科教授  
その他、2001～2002年 財団法人日本資産流動化研究所調査研究委員会委員  
2001年より公益財団法人日本証券経済研究所客員研究員  
2011年より日本証券業協会自主規制会議公社債分科会委員

主要業績

（共著）

『戦後公社債市場の歴史を語る』日本証券経済研究所、2011年  
『図説アメリカの証券市場2013年版』日本証券経済研究所、2013年

（論文）

「米国債券市場における価格情報の公表等について」『証券団体協議会議レポート』  
第5号、2000年12月  
「債券市場における価格情報の役割とは」『証券レビュー』第48巻第4号、2008年4月  
「住宅ローン証券化商品の市場規模と価格形成」『証研レポート』第1650号、2008年  
10月  
「米国における証券化商品規制強化の動向」『証券レビュー』第51巻第6号、2011年6  
月