

# 欧米の債券電子取引の現状について

清水 葉子

## 1 はじめに

証券の電子取引の規制をめぐることは、わが国でもPTS業務導入の関連でさかんな議論が行われたが、株式と債券との市場構造の違いを踏まえた整理はまだ十分とは言えない。この事情は欧米でも同様で、電子取引システム（公式には代替的取引システム、ATS）の規制導入にあたって、当初は株式の電子取引が念頭に置かれたため、債券の電子取引の規制についての議論が十分でないという批判が見られた。たとえば、アメリカでは、一九八八年のATS規制導入の際に、債券取引業者の団体である米国債券市場協会（The Bond Market Association、TBMA）が株式と債券の相違を規制に盛り込むよう規制当局に強く要望した経緯が見られた。また、ヨーロッパでの債券電子取引システムの規制<sup>(1)</sup>にあたっては、TBMAが積極的な意見提示を行っている。

債券は株式に比べてはるかに種類が多いため、取引の個別性が高い点や、自己売買によって流動性を供給するディーラーの役割が大きい点で株式取引とは大きく異なっている。また、債券取引は取引所のような集中取引の場を持たず、店頭取引を中心に行われているため、市場構造が分散的である。こうしたことを反映して、取引意志の提示において情報ベンダーが重要な役割を演じていることも株式と大きく異なる。

先に述べたように、米国のATS規制においては、TBMAの意見を容れて、一部の債券取引独特の取引タイプを、「市場の概念に当てはまらない」としてATSの定義から除外する措置が採られた。除外されたのは、売

買の意思表示のみが行われ執行機能を持たない電子掲示板タイプのシステムや、電話による交渉をコンピュータによって効率化しているにすぎないシングル・ディーラータイプのシステムであり、債券取引の特殊性を反映したものであると考えられる。このように、同じ電子取引であっても、株式と債券とは異なる注意が必要であると考えられる。

本稿では、こうしたことを念頭に、TBMAが一九九七年以降毎年発表している債券の電子取引システムのサーベイ調査を紹介し、その中の主要とされるシステムについての若干の紹介を行う。

## 2 欧米の電子取引システムの状況

米国債券市場協会アメリカのボンドマーケットアソシエーション(TBMA)が一九九七年から行っている調査eCommerce in Fixed-Income Markets<sup>(2)</sup>によると、二〇〇三年末までの債券の電子取引システムの状況は表1、2のようになっている。電子取引システムの総合計は、一九九七年の一システムから二〇〇三年末の七七システムへと非常に大きく拡大した。ただし、合計システム数は、二〇〇二年に八一システムで最大となり、二〇〇三年はむしろ減少している。

TBMAの調査によると、債券の電子取引システム業界では、この間、多くの参入と退出が見られ、収益性を確保できなかったシステムの退出や合併が繰り返されたとしている。とりわけ、二〇〇一年には、ITバブル崩壊の影響で二一にのぼるシステムが姿を消した。もっとも、二〇〇一年にはシステムの総数は七二から七九へと増加しており、退出を上回る新規参入があったことが見て取れる。こうした状況から、電子取引システムの業界構造はまだ十分安定したものとはなっていないと判断してよいであろう。

表1 システムタイプ別のシステム数の推移

システムのタイプ	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Auction	1	3	10	14	16	14	12
Cross-Matching	2	6	8	22	25	17	12
Interdealer	1	0	5	10	15	21	21
Multi-Dealer	0	4	3	9	10	13	16
Single-Dealer	7	12	13	17	19	22	21
Other	0	2	1	0	0	0	0
Total	11	27	40	72	79	81	77

(注) ひとつのシステムが複数のタイプのシステム運営することがあるので、合計は必ずしも一致しない。

(出所) 注(2)

表2 取り扱い証券別のシステム数の推移

商品種別	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003-U	2003-E
Agency	5	8	17	31	28	29	27	7
Asset-Backed	0	1	2	6	6	6	6	7
Corporate	2	9	14	30	26	29	29	10
Derivatives	N/A	N/A	N/A	N/A	8	9	10	3
European	N/A	N/A	N/A	16	37	45	N/A	N/A
Loans	N/A	N/A	N/A	N/A	6	6	5	1
Mortgage-Backed	2	3	5	14	9	12	12	5
Money Market	3	5	13	13	11	13	15	3
Municipal	3	10	18	31	23	24	23	0
Repo	4	4	4	4	6	9	10	4
Treasury	9	20	27	34	33	31	29	37
Other	0	0	0	11	13	19	18	7

(出所) 注(2)

各取引システムの取引高に関する情報はTBM A自身も任意でしか得ることができないようである。TBM Aが非公式に得た情報に基づく判断として述べているのは、二〇〇三年一年間の取引高の増加の平均は七〇%と高く、システムによって二〇%から一四〇%に分布しているという。

#### 代表的な電子取引システム

TBM Aは債券の電子取引システムを大きく五つに分類している。どのタイプのシステムが将来優勢を占めるかについて予想することは依然として難しく、TBM Aも調査の中でそうした点には触れていない。しかし各種報道レベルでは、今後重要性を高めていくのはインター・ディーラー型とマル

チ・ディーラー型であるという意見が見られることが多い。この点については後に代表的とされるシステムを挙げて触れることとする。

なお、既に述べたように、シングル・ディーラータイプのシステムは、A T S規制上は規制対象から除外されているが、T B M Aの調査は、A T S規制とは独立して行われているため、電子取引システムとして調査の対象となっている。

### ① オークション型

債券の売り手もしくは発行者が債券に関する詳細な情報を提供し、買い手が希望額で入札を行うシステム。匿名入札を行うシステムと、買い手の情報が開示されるシステムがある。報道レベルでは、オークション型のシステムは、債券の新規発行時のビジネスを対象としているものが多いという認識が見られる。

### ② クロス・マッチング型

ディーラーと機関投資家を対象として、リアルタイムもしくは定期的なクロスの市場を提供する。参加者は匿名で売買情報を入力し、対当する注文と自動的にクロスされるものが典型である。

### ③ インター・ディーラー型

債券ディーラー間の電子取引の市場を提供する。参加者は匿名で売買交渉を行う。

#### ④ マルチ・ディーラー型

システムには複数のディーラーが参加し、投資家の希望に応じて売買気配を提示する。投資家は提示された気配の中から有利なものを選んで取引を行う。

#### ⑤ シングル・ディーラー型

特定のディーラーが取引システムを運営し、顧客投資家はそのディーラーとシステムを介して直接取引を行う。

以上の五システムについて、TBMAは中立的な立場から、特に重要度についてはコメントしておらず、また総合的な取引高情報も得られていない以上、どのタイプのシステムが優勢を占めているかについて正確な情報は存在しない。ただし、報道レベルでは次のような見解が見られる。

まず、システム全体としては、インター・ディーラー型の取引がかなり大きいことが推測されている。その中には、現在最大の債券取引システムとされるMTSが含まれている。対顧客型のシステムとしては、シングル・ディーラー型よりもマルチ・ディーラー型の方が今後優勢を占めるという見解が一般的である。理由として、投資家が複数気配の中から有利なものを選べるという点が挙げられることが多いが、とはいえ、シングル・ディーラー型が根強い力を持つとする見解も見られる。その理由としては、シングル・ディーラー型は、すでに強力な顧客関係を持つ特定ディーラーが提供することが多く、スタート時点で明確なビジネスモデルを持っていることが挙げられる。加えて、マルチ・ディーラー型で対顧客サービスを行う場合、取扱商品は国債をはじめとする発

行残高の大きい債券が選ばれることが多く、結果的にディーラー間でスプレッドをめぐる競争が激しくなつてディーラーの利益が薄くなる可能性が高いが、シングル・ディーラー型では、最初から流動性が低くても高い利益率の見込める特定商品に特化したサービスを提供できる。このため、シングル・ディーラー型のシステムが今後とも収益性を維持できるとする見方も有力である。

以下では、最大の債券電子取引システムとされるMTSと、政府債の取引で有力であるとされるTradeWeb LLC、社債分野で有力であると言われるMarketAccessについて、TBMAの調査をもとに個別に紹介しよう。

### 3 代表的なシステム

#### MTS (インター・ディーラー型)

ユーロ建て国債の電子取引で大きなシェアを占めるとされる。イタリア国債の取引システムとして一九八八年に設立されるが、統一通貨ユーロの導入とともに、イタリア以外にシステムを拡大していく。MTSの成功は、各国ごとにローカライズしたアクセスしやすいシステムにあるとされる。MTSのみの出資でシステムが設立されている国と、その国のプライマリーディーラーや政府の出資を受けてシステムが設立されている国とがある。現在、イタリアの他、MTSアムステルダム(オランダ)、MTSフランス、MTSベルギー、MTSポルトガル、MTSドイツ、MTSフィンランド、MTSアイルランド、MTSスペイン、MTSオーストラリア、MTSデンマーク、MTSギリシャの二二カ国にプラットフォームを持つまでに拡大している。MTSは一定の参加資格を満たしたディーラーに対して参加を許し、現在ほとんどの有力な国際金融機関が参加しているとされる。

## TradeWeb LLC (マルチ・ディーラー型)

マルチ・ディーラー型のシステムで、主に国債などに強みを持つ。北米およびヨーロッパの二四の債券ディーラーと一五〇以上のバイサイドの機関投資家と取引関係にある。取り扱い証券は、アメリカ政府債、アメリカ政府機関債、TBA-MBS、ユーロ・ソブリン、コマーシャル・ペーパーなどである。

TradeWebでは、機関投資家が指定したディーラーから売買気配が届き即時に取引することが可能である。アクセスにはインターネットが用いられている。流動性の高い証券については、リアルタイムの価格情報もシステム上で提供している。

契約ディーラーは、Credit Swiss First Boston、Goldman Sachs、Lehman Brothers、Merrill Lynch、Citigroup、Morgan Stanley、Deutsche Bank、Barclays Capital、J.P. Morgan、BRS Greenwich Capital、ABN AMRO、Bear Sterns、UBS、Banc of America Securities、Commerzbank、HSBC Group、Societe General、BNP Paribas、Dresner、Keinwort Wasserstein、Nomura Securities、Nordea、SEB、Handelsbanken Danske Bankなど。

## MarketAccess (マルチ・ディーラー型)

本社はニューヨーク、ロンドンにMarketAccessヨーロッパを持つ。インターネットベースの代表的なマルチ・ディーラータイプのシステムで、社債に強みを持つとされる。取り扱い商品は、投資適格社債の他に、ハイイールド債、エマージング・ボンド、ユーロ・ボンドを含む。MarketAccessは、一定数のディーラーと契約して、機関投資家がディーラーの提供する流動性にアクセスできる仕組みとなっている。取り扱い高は、一日平均一〇億ドルとされる。参加者は契約ディーラーの提供する調査レポートにもアクセスできるサービスがある。

MarketAccess)<sup>15)</sup>、アメリカ企業の新規発行社債を取り扱うサービスも行っている。参加者は、新規発行社債のシンジケートデスクに直接アクセスでき、MakerAccessでは、新規発行予定などの提供を行っている。また、レバレッジド・ローンやクレジット・デフォルト・スワップなどの価格も提供している。

契約ブローカーは、ABN AMRO、Bank of America Securities、Banc One Capital Markets、Barclays PLC、Bear Sterns、BNP Paribas、Citigroup Global Markets、Credit Swiss First Boston、Deutsche Bank Securities、Goldman Sachs、HSBC、J.P. Morgan Stanley、Spear Leeds & Kellogg、UBS and Wachovia Securities<sup>16)</sup>など。

注

(1) ヨーロッパでの証券電子取引システムの規制については、椎名隆一(二〇〇四)「EU証券市場における代替的取引システムの規制の試み」『証券経済研究』第四五号、に詳しい

(2) 調査の最新二〇〇三年版は以下のサイトからダウンロード可能。

[http://www.bondmarkets.com/research/econcommerce/ets\\_report\\_1103.pdf](http://www.bondmarkets.com/research/econcommerce/ets_report_1103.pdf)

(しみず ようこ・客員研究員)