

ユーロ債流通市場における価格情報インフラ

横山 史生

はじめに

債券の売買取引については、売買の大半が組織された証券取引所等において集中的に行われる株式取引と異なり、発行済み現存銘柄数が膨大であるとともに、個々の債券の商品性が均一ではなく多用であること、散在的な店頭市場における個別相対売買取引が太宗ゆえに一物一価ではないことに加えて、継続的な売買が成立する銘柄が少なく、カレントな出来値が必ずしも常に存在しないこと、発行された全銘柄について証券会社による積極的なマーケットメイクを伴う気配値が提供されるのではないこと等の事情から、従来、市場全般にわたる統一的な仕組みを持つ価格情報インフラが明確には存在しなかった。しかし、各国国内市場、とくに米国および日本においては、債券市場の量的な規模の拡大とともに、市場の公正性と効率性をより向上させる観点から、市場参加者ないし監督当局が債券の売買価格に係る情報を把握できるようにするための制度、すなわち価格情報インフラが整備されてきている。このような状況は、各国国内債券市場においても、ユーロ債（国際債）市場においても、基本的には同様である。本稿は、おもにロンドンで起債され取引されるユーロ債を念頭において、ユーロ流通市場における価格情報の伝達に係る制度的枠組みを概観し、債券価格情報インフラの機能と形態としての特徴を見出すことを、目的とする⁽¹⁾。

表1 ユーロ債（固定利付債）現存額の上場先別内訳
（2004年8月現在）

	銘柄数	現存額 (10億米ドル)
ロンドン証券取引所	6,424	1,264
ルクセンブルク証券取引所	12,549	4,467
合 計	18,973	5,731

(出所) ISMA資料により作成

表2 ユーロ債（固定利付債）現存額
（通貨別）

	2003年末現存額 (10億米ドル)
米 ド ル	3,420
ユ ー ロ	2,652
ポ ン ド	624
円	158
そ の 他	523
合 計	7,377

(出所) ISMAホームページ (<http://www.isma.org>)
により作成

表3 国際債発行額・現存額

		2003年中発行額 (10億米ドル)	2003年末現存額 (10億米ドル)
形態別	固定利付債	1,832.5	7,891.6
	変動利付債	963.9	2,849.3
	エクイティ関連債	88.1	361.5
通貨別	米ドル	1,169.5	4,492.5
	ユーロ	1,289.1	4,834.5
	円	102.9	488.6
	その他	322.9	1,286.9
合 計		2,884.4	11,102.5

(出所) BIS, *Quarterly Review*, June.2004, p.30, A87 (TABLE 13B) に
より作成

1 ユーロ債の発行と売買

ユーロ債の多くは、ロンドン証券取引所またはルクセンブルク証券取引所に上場される形で発行されている。上場先別内訳は、国際証券市場協会（ISMA）の資料によると、二〇〇四年八月現在の現存額でみて全体の三分の二程度がルクセンブルク証券取引所、三分の一程度がロンドン証券取引所となっている（表1）。ユーロ債発行額・現存額について公募・私募、上場・非上場の別を示す統計は把握しがたいが、固定利付債に限定して、

ISMAによる上場先別統計(表1)及び現存額統計(表2)、BISによる国際債統計(表3)。ユーロ債のほかヤンキー債、サムライ債など各国国内市場において非居住者により発行されるいわゆる伝統的外債を含む)を比較勘案すると、現存額でみて全体(約七〇八兆ドル)のうち六兆ドル弱が上場債とみられる。

ユーロ債に係る実際の売買取引は、各証券取引所内で行われるのではなく、証券会社が顧客に売買価格を提示することにより証券会社の店頭での相対取引によって行われている。ユーロ債が、その売買は証券取引所ではなく店頭市場で行われるにもかかわらず、発行時に取引所に上場されることについては、①発行を公募で行う場合には標準的な手続きを満たす開示が必要であり、上場要件を満たす開示を行うことが発行を円滑に進める上で必要であること、②ユーロ債を取得する機関投資家が上場債であることを投資基準としている場合が多いこと、等の理由が考えられる。⁽²⁾

ユーロ債に係る取引は、その発行市場においてすでに、投資対象である債券の発行体とそれを取得する投資家が国籍を別にすることが前提のクロスボーダー取引であり、流通市場においても、発行体にとってのオフショアでの取引が中心になる。売買取引に係る価格情報については、証券会社がいくつかの銘柄を対象とするマーケットメイクにおいて提示する気配値を、情報ベンダーのスクリーン端末(ロイター、ブルームバーグ等)を通して市場に伝達している。これら気配値は、ユーロ債の流通業務に携わる証券会社が組織する自主規制機関である国際証券市場協会(International Securities Market Association: ISMA)によって収集・加工・公表されてもいる。ISMAはまた、証券会社による実際の売買取引における出来値の収集・加工・公表も行っている。2節では、このISMAの成り立ちと活動について概観し、さらに3節でISMAが運営するユーロ債価格情報の特徴について考察する。

2 I S M Aとその機能について

(1) I S M Aとは

I S M Aは、一九六九年にA I B D (Association of International Bond Dealers) として発足し、一九九一年に名称変更された、ユーロ債 (international securities) の売買業務を行う投資銀行及び証券会社を会員とする自主規制機関及び業界団体の機能を備えた組織であり、親会社国籍のみで五〇カ国以上の約四五〇社が会員となっている。自主規制機関としては、ユーロ債の売買及び決済に関する規則や標準契約書 (クロスボーダー・レポ取引に係る「グローバル・マスター・リパーチェス・アグリメント (G M R A)」等) の制定・運用が主な任務であり、スイス及び英国の証券行政監督当局からそれぞれ自主規制機関としての認可を受けている。スイスにおいては、連邦銀行委員会 (Swiss Federal Banking Commission) 認可の取引所類似組織 (institution similar to an exchange)、英国においては、金融サービス市場法に基づく国際証券自主規制団体 (International Securities Self Regulating Organization) である。業界団体としては、ユーロ債に係る価格情報の収集・提供に務めており、その情報源として、マーケットメイクを行う会員については報告ディーラー委員会メンバー (members of council of reporting dealers) として気配値の報告義務を課している。その他、各種統計の作成、調査研究業務、会員に対する教育啓蒙業務等を行っている。事務局はチューリヒとロンドンの二ヶ所に置かれており、チューリヒでは主に自主規制業務、ロンドンでは主に価格データの収集・提供や統計作成等の業務を、それぞれ行っている。

このように、I S M Aは、自主規制機関および業界団体の双方の立場で、ユーロ債に係る価格情報の収集・提供を行っている団体である。本稿では、そのような活動に焦点を当てることにする。⁽³⁾

(2) ISMA 価格情報サービス

ISMA が運営する「価格情報サービス (ISMA Price Service)」は、個々のユーロ債の気配値 (証券会社が市場に向けて提示する買い気配値又は売り気配値) および出来値 (実際に売買取引の行われた価格) の双方について、それぞれの平均値を ISMA が算出し、取引時間終了後に毎日一回、情報ベンダー等を通じて公表するものである。

このうちの気配値については、ユーロ債についてマーケットメイクを行っている ISMA 会員には報告デイラー (上述) として毎日の終値ベースのビッドとオファーを ISMA に報告する義務が課せられており、この報告に基づき ISMA が個別銘柄ごとにビッドとオファーのそれぞれの平均値を算出して公表する。二〇〇四年八月現在、気配値平均値公表対象銘柄数は、約六千銘柄である。

出来値については、実際に売買取引が行われた場合に随時、証券会社から伝達される実際の売買結果情報 (後述の TRAX システムに入力される) に基づき、ISMA が個別債券ごとに一日中の個々の出来値の最高値、最低値および平均値を算出し、取引時間終了後に毎日一回、情報ベンダー等を通じて公表するものである。出来値公表対象銘柄数は、約九千銘柄となっている。

以上のような価格情報に加えて ISMA は、銘柄ごとの月中一日平均売買高の集計も行っているが、その算出は後述のような方法により TRAX に入力される売買結果のデータに基づくものであり、市場におけるユーロ債売買全体の規模を表すものではない点に、留意が必要である。

以上のような価格情報サービスの目的と意義について、ISMA は、ユーロ債のうち実際に売買が行われる銘柄のうちのかなりの部分を対象にした包括的なサービスであり、このサービスで伝えられる価格情報をユーザー

である金融機関や投資家等が自ら加工・活用することにより、保有債券の時価評価やポートフォリオ管理、様々なサーチを効率的に行うことが可能である、としている。ロンドンの市場参加者の間では、実際にこのサービスがかなり利用されているようであり、例えば証券会社において、売買部門で行った個々の取引について管理部門において客観的に評価し内部管理を行う上で、一定の客観性・信頼性を有する価格情報としてISMAが公表する価格情報を利用している、といった形である。

(3) T R A X

ISMAは、以上のような日次平均ベースの価格情報の公表だけでなく、時々刻々に行われるユーロ債の個々の売買取引について、会員会社から取引結果情報（銘柄、売買当事者、売買価格、売買金額等）を収集している。このために構築されたインフラは、T R A Xと呼ばれている。T R A Xには、①売買照合（trade matching）と、②証券会社の欧州各国の証券自主規制機関ないし金融監督当局に対する規制上の取引結果報告（regulatory reporting）の、二つの機能が盛り込まれている。

T R A Xは一九八九年に、主に①の売買照合に係る必要性を受けて構築された。すなわち、売買取引規模が拡大する中で、証券会社にとって売買リスクの社内的な管理の効率化にも資するということが、目的とされたものである。

証券会社等が売買結果の照合のために行うT R A Xへの入力、ユーロ債に係る売買だけでなく、株式等についても利用することができる。例えば、英国ベースのある証券会社がISMA会員ではあるがロンドン証券取引所会員ではない場合、当該証券会社はロンドン証券取引所上場株式について行った売買結果を英国FSAに報告

するためのチャンネルとしてT R A Xを利用することが可能である。また、T R A Xへの売買結果入力は、ユーロ債の現物取引だけでなく、ユーロ債を対象とするレポ取引についても行われている。二〇〇四年八月現在、約二〇〇社がT R A Xを利用し、毎月平均約一万五千件の取引がT R A Xに入力されている。

②の規制上の報告機能に関しては、I S M A自体はシステムの管理・運営を行うものであって、I S M A自体が取引結果報告を徴求する立場にあるわけではない。ただし、上述の報告データー（ユーロ債のマーケットメイクを行う証券会社等）のうち英国で業務を行う者については、規制上報告入力義務が課されている。それ以外の業者については、①の売買照合目的でT R A Xに入力された情報が即座に②の規制上報告目的にリンクするわけではなく、証券会社等が監督を受ける国ごとに、当該国の証券自主規制機関ないし金融監督当局へ伝達される仕組みになっている。報告先は欧州域内のすべての監督機関を網羅しているわけではなく、英国F S A、イングランド銀行、ロンドン証券取引所、フランス金融市場評議会（Conseil des Marchés Financiers）、ベルギー国立銀行、およびV I R T U X（スイス証券取引所株価指数S M I構成銘柄株式を売買する英国ベースの電子取引所）の六機関となっている。

3 債券価格情報インフラの形態と機能

債券市場においては、証券会社がマーケットメイクを行う上でも、投資家サイドで投資判断や保有債券の時価評価を行うにしても、市場における価格発見機能が実際に機能することが、必須の要件である。そのためには、価格情報それ自体の公表・伝達のチャンネルの充実と、価格評価を行うために必要な会社情報や財務データ等の公表・提供の充実の双方が重要であり、いずれも、機関投資家のみならず個人投資家をも含めて、広く市場参加

者全体にとつての効率性、利便性を向上することができるような形を備えた市場インフラとして整備されている必要がある。投資家層のすそ野の拡大を展望する場合、情報ベンダー端末のように契約者のみが利用できる制度・チャンネルだけでなく、価格情報の公表・伝達のためのインフラとして何らかの公的なベースをもつ制度・チャンネルが確保されることの重要性が高まってくる。

わが国債券市場においては近年、市場規模の拡大（発行額・現存額・売買高の増加）、債券投資ニーズの強まり（株価低迷・超低金利の長期化）、信用リスク顕在化事例の発生（二〇〇一年九月マイカル経営破綻、同十一月エンロン経営破綻、同十二月アルゼンチン政府財政破綻）といった状況のもと、市場参加者の間で債券を實際に売買できる価格情報入手することへのニーズが従来以上に強まっている。さらに、金融資産時価会計の本格的開始（二〇〇二年三月）を契機に、投資家が保有債券の時価評価を行う際に利用可能なデータへのニーズも強まっている。このような状況に対応するため、日本証券業協会による従来の公社債店頭基準気配発表制度が二〇〇二年八月に公社債売買参考統計値発表制度として改編されたほか、債券の理論価格や時価を算出し利用者に向けて提供する各種ビジネスモデルがこのところ多様化してきている。

また、米国債券市場においても、政府証券（財務省証券、政府関連機関債）、地方債に係る従来からの価格情報インフラ、すなわち、民間ベースの価格情報ベンダーであるガブピックス（GOVPX）による端末表示や地方債規則制定委員会（MSRB）によるデイリー・レポート・システムに加えて、社債に係る価格透明性の向上等を目的として、全米証券業協会（NASD）会員証券会社がNASDに報告する売買取引結果情報に基づきNASDが社債の出来値・出来高等を逐次に公表するとともに取引監視を行う仕組みであるTRACE（Trade Reporting and Compliance Engine）が、二〇〇一年七月にスタートしている。

このように、各債券市場ごとに、売買取引の公正性および効率性の双方を確保することを目的として、様々な価格情報インフラが整備されている。ただし、債券の流動性の程度は国によって違うし、また同一国内においても債券種類によって異なっている場合が多い。流動性の非常に高い債券市場においては、投資家が市場ベースの価格情報に容易にアクセスできる場合が多く、そのような市場では公的な価格情報インフラが必ずしも必要とされず、マーケット・ベースの価格情報インフラが十分に機能していると評価される。米国財務省証券に係るGOPVXが、その典型である。一方、流動性が低い債券市場の場合には、価格形成の公正性を高めるという規制上の観点から、自主規制機関ないし監督当局が主導することにより公的な価格情報インフラが政策的に整備されていく場合が多い。わが国の債券全般に係る公社債店頭基準気配発表制度（現・公社債売買参考統計値発表制度）や、米国の社債に係るTRACE制度等が、これに当たると言えよう。

債券価格情報インフラの形態としては、以上のように主として流動性の差に由来する運営主体の違い（公的ベース・インフラか市場ベース・インフラか）の他に、市場から収集され市場へ伝達される価格情報の内容の違い、主として、気配値であるか売買価格（出来値）であるかという点で、制度・システムごとの相違がある。概して、流動性の高い債券種類の場合は、当該出来値発表後に行われる新たな売買にとって有効な参照データとなるという意味で、公表することについて、それに伴うコストを勘案しても市場参加者からの信認を得やすいが、流動性が低い債券種類の場合には、出来値そのものが継続的に成立しないため、公表に伴う効果対費用の点でインフラ構築が困難であることが多い。ただ、監督当局が取引価格の公正性・透明性を向上させる規制目的を重視する場合には、出来値公表が制度化されることもある。米国社債に係るTRACE構築に至る過程は、この最後のケースに当たると言えよう。

公的ベースにせよ市場ベースにせよ、何らかの価格情報インフラによって、一定の客観性と信頼性を有すると多くの市場参加者から信認されるような価格情報が提供されることには、証券会社、投資家のみならず様々な金融機関、事業会社、監督当局といった広い市場参加者にとって、保有債券の時価評価に基づいたポートフォリオ管理、財務管理を行う上でも、重要である。それは、冒頭でも述べたように、債券は株式と異なり、個々の時点において外形的に明確な出来値の水準を認識することが困難であることに、由来する。上記の様々な債券価格情報インフラは、それぞれが対象とする債券について、市場参加者から時価評価のための参照基準としての機能を果たしているものが多い。

債券価格情報インフラの形態及び機能について以上のように考えることができるとすれば、ユーロ債に係るISM Aの価格情報サービスは、自主規制機関が会員証券会社からの報告に基づいて気配値及び出来値の双方に関する統計値を公表し、それが時価評価等の目的で市場参加者により利用されている、という点で、日本の公社債売買参考統計値制度及び米国の社債TR A C E制度の双方の機能を併せ持った公的インフラであると言えよう。

これは、ユーロ債の売買はクロスボーダーで行われるため、価格情報を収集するにはISM Aという自主規制機関の権限を根拠にすることが有効であること、また、ユーロ債売買の流動性が全体としてはそれほど高くないとみられる中で、流動性のある銘柄について価格情報を効率的に伝達するためには、やはり情報を一元的に集中することが有効であること等によるものと考えることができる。その意味において、ユーロ債の流通市場は、債券発行体及び投資家の属する国の規制からは独立しているものの、こと価格情報の収集・伝達に関しては自主規制の枠組みの中で運営されているのである。⁽⁴⁾

おわりに

本稿では、ユーロ債の価格情報の収集・伝達に係る制度的枠組みを概観したが、このような枠組みの中で実際に形成される個々の売買価格が市場実勢に照らして公正であるかどうかの検証が、ユーロ債についてはどのような法的根拠、どのような手続き基準によって行われるのか、という点を、今後⁽⁵⁾に検討していきたい。その場合、ユーロ債においても電子的取引システムによる売買が拡大しつつあることにも視野を広げる必要がある⁽⁶⁾。

注

(1) 本稿の執筆に先立ち、二〇〇四年八月にロンドンにおいて以下の方々よりご教示をいただきました。記して感謝の意を表します。また、MSI訪問に際しては三菱証券・水田徹氏（投資銀行企画部部长）のご高配を賜りました。合わせて御礼申し上げます。なお、あり得べき誤りは全て筆者の責に帰すものです。

三菱セキュリティーズインターナショナル（Mitsubishi Securities International: MSI）・浅田哲弘氏（Managing Director）、同・関浩之氏（Fixed Income Group Co-Head of Trading）、同・宮川拓氏（Equity Capital Markets Associate Director）、ISM・レイヴィッド・セルフ氏（Mr. David Self, Securities Data Director）、同・トナルド・モロイ氏（Mr. Donald S. Molloy, Business Development Executive）。

(2) Tennekoon, R.C., *The Law and Regulation of International Finance*, 1991, p.317.

(3) 注(1)記載のISMAへのヒアリング結果及びISMAウェブサイト（<http://www.isma.org>）掲載資料のほか、Parry, H, et al eds, *Bond Markets: Law and Regulation*, 1999, Chapter 17を参照。

(4) *ibid.*, p.64. なお、ユーロ債の発行市場に係る規制枠組み（開示制度等）については、青木浩子『国際証券取引と開示規

制』（東京大学出版会、二〇〇〇年）、一四八―一八五頁が詳しい。

(5) ISMA規則によると、会員がある債券についてある時点での最良価格を知り得る場合において最良価格ではない価格での売買を行うためには、相手方との間でその旨に関する確認の書面を取り交わさなければならない、とされている（*op.cit.*, p.64）。

(6) 英ファイナンシャル・タイムズ紙は、最近における債券売買取引額のうち電子取引による部分の比率を、米財務省証券指標銘柄では九割以上、同非指標銘柄では四割程度、EU各国債券では七割程度、英国国債では一割程度と推計している（*Financial Times*, August 18, 2004）。

（よこやま しせい・客員研究員）