

社債市場の透明性

～IOSCO報告書を中心に～

横山 史生

世界各国の証券監督当局や証券取引所、証券自主規制機関等から構成されている国際機関である証券監督者国際機構 (International Organization of Securities Commissions : IOSCO) は、二〇〇四年五月開催の年次総会⁽¹⁾において、「社債市場の透明性に関する専門委員会報告書 (Transparency of Corporate Bond Markets, Report of the Technical Committee of IOSCO)」⁽²⁾を採択・公表した。本稿は、同報告書の内容を概観した上で、社債市場の透明性に関する制度整備の意義等について検討するものである。

1 IOSCOにおける市場透明性の検討

IOSCOでは従来より、証券市場における透明性についての検討が行われてきた。一九九二年には「流通市場における透明性」⁽³⁾と題する報告書が公表されており、これを受けてIOSCOの基本方針である「証券規制の目的と原則」において、流通市場にかかる原則の一つとして「原則第二十七項 規制は取引の透明性の向上を図るものであるべきである」と定められた。⁽⁴⁾そこでは透明性を、「取引に関する事前情報または事後情報が、どの程度リアルタイムに近くまたどの程度オープンに利用可能であるかの程度」と定義するとともに、その意義を、

「流通市場に関する情報にタイムリーにアクセスできることができれば、投資家は自らの利害得失をより適確に判断することができ、また相場操縦その他の不公正な取引行為による不利益を被るリスクを低めることができる」という点等に求めている。⁽⁵⁾

透明性に係るこのような考え方は、主に株式市場を念頭に置いて展開されてきたものであり、二〇〇一年には、株式市場におけるいわゆる「市場の分断 (Market Fragmentation)」の傾向を念頭に置いた透明性にかかる検討が行われたほか⁽⁶⁾、二〇〇三年には、株式空売り規制との関連でも検討された経緯がある。⁽⁷⁾しかし社債を含む債券については、従来、売買取引の規模が総じて小さい上、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と異なり、散在的な店頭市場において行われる部分が大半を占めること等から、透明性を確保・向上させることが必ずしも現実的な規制課題とはされてこなかった。

とはいえ、近年においては、社債市場は量的にも質的にも発展してきており、電子取引の普及や、従来は限定的とされていた個人投資家の取引への参加もみられている。IOSCOとしては、このような状況に鑑み、上述の原則第二十七項の趣旨に照らして、各国の社債市場における透明性の実態を把握する必要があるとの判断から、IOSCO専門委員会 (Technical Committee) の下部機関の一つであり流通市場問題を担当する第二常設委員会 (SC2)。SC2はStanding Committeeの略) において検討を行うこととした。今回の報告書は、SC2メンバー国であるオーストラリア、ブラジル、カナダ、フランス、ドイツ、香港、イタリア、日本、マレーシア、メキシコ、シンガポール、スペイン、英国、米国の十五か国における社債市場の実態に関する調査結果をもとに取りまとめられ、二〇〇四年の年次総会において専門委員会に提出され、採択・公表されたものである。

なお、国債市場に係る透明性については、今回の報告書では、各国において国債の市場規模が発行・流通とも

に社債だけでなく株式等と比較してもかなり大きく、それに伴って流動性も高いこと、国債市場に係る取引規制体系の整備は各国の財務当局によって国債管理政策の観点及び立場から証券市場規制の枠組みとは独立して行われているため、透明性要件についても法令等によって制度化されていない場合が多いものの、流動性の高さを反映して、市場参加者の自発的な商業ベースの活動により国債取引に係る事前情報および事後情報の公表が行われている場合が多いこと、といった状況に触れており、市場規模の拡大等につれて透明性の重要性が高まってきている社債市場とは背景が異なるとの位置付けが行われている⁽⁸⁾。なお、社債市場での価格形成との関連では、国債のイールドカーブの形状及びその時系列的な変化が大きな意味を持つ、とされている。

2 I O S C O 報告書の概要

(1) 社債市場の特色

報告書では、まず社債の市場規模について、発行残高(現存額)が各国国内債、国際債ともに近年増大傾向にあると指摘されている(表1)。報告書の調査対象国については、市場規模を示す統計数値が正確に把握できない国もあるものの、全体としては発行額、売買取引額ともに増加しつつあるとされている。

社債流通市場の構造上の特色としては、調査対象国の多くにおいて非上場債の

表1 債券現存額の推移

(単位:10億米ドル)

| | 国内債 | | | 国際債 | | | |
|-------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 政府債 | 金融機関債 | 社債 | 政府債 | 金融機関債 | 社債 | 国際機関債 |
| 1995年 | 12,364 | 9,942 | 2,693 | 485 | 1,224 | 544 | 296 |
| 2000年 | 13,380 | 12,927 | 3,959 | 627 | 3,993 | 879 | 374 |
| 2001年 | 13,489 | 13,133 | 4,134 | 693 | 5,397 | 1,124 | 383 |
| 2002年 | 15,756 | 14,336 | 4,456 | 867 | 6,623 | 1,268 | 437 |
| 2003年 | 18,135 | 15,451 | 4,879 | 1,062 | 7,769 | 1,398 | 489 |

(原資料) B I S

(出所) I O S C O 報告書

店頭取引という態様で行われる部分が大宗を占めているとされる。もともと、欧州諸国においては、上場債の市場外取引という態様が中心であるが、これは、機関投資家の投資基準や税制上の扱い等の関係から社債の大半が証券取引所に上場されているものの、売買取引は取引所外（実態としては店頭取引）で行われるものが大半であるという事情によるものである。

社債流通市場の参加者は、各国に共通して主にプロの機関投資家から成るが、最近では個人投資家の参加が拡大しつつある。また各国で電子取引も普及しつつある。

(2) 透明性に係る規制要件

報告書では社債取引の透明性の実態を把握するに当たり、まず透明性に係る情報として、(1) 事前情報 (pre-trade information) と (2) 事後情報 (post-trade information) の二つをあげている。前者は、投資家が自ら有望む売買取引をどのような価格で行うことができるのかを確実に知るための根拠となる情報、すなわち売り及び買いに係る確定気配値 (firm bids and offers) である。後者は、個別の売買取引のすべてに関する約定価格及び約定金額等の情報であり、そのような直近情報によって投資家は、自ら行った売買取引の結果を他との比較において評価するために役立てることができる、とされている。

次に、債券の形態を (1) 証券取引所等に上場されている債券 (上場債) と (2) 上場されていない債券 (非上場債) に区別した上で、取引態様として (1) 上場債に係る①取引所取引、②取引所外取引、③電子取引 (日本法の体系では「PTS取引」に当たるが、報告書では米国等の法体系における用語である「ATS取引」として表現されている)、(2) 非上場債に係る①店頭取引、②電子取引、という区分を行っている。

以下では、報告書に基づき、報告書の調査対象諸国のそれぞれの規制体系において、社債の透明性に係る事前情報や事後情報の報告及び公表についてのどのような義務、要件が市場参加者に課せられているのかを、債券の形態及び取引の態様ごとに分けて整理する。

① 上場債の取引所取引

上場債の取引所取引については、それぞれの証券取引所の規制体系において、社債以外の上場証券と同様の扱いがなされている。大半の取引所が事前情報と事後情報の双方を公表しており、情報利用料を負担する者に向けてリアルタイムで提供している。また、多くの取引所が、一定期間内（日次、週次、月次等）の取引合計額、個別銘柄の日中の約定価格の最高値・最安値・平均値・終値や取引件数の公表等を行っている。

② 上場債の取引所外取引

上場債の取引所外取引については、取引所への取引結果報告を求めている国が多い。報告および公表の経路については、国によって、取引所が取引所外取引と取引所取引を一体として把握する場合（カナダ、香港、イタリア、メキシコ、シンガポール、スイス）、取引所外取引については取引所ではなく店頭取引と併せて自主規制機関が把握する場合（オーストラリア、日本）等の相違がある。

③ 非上場債の店頭取引

非上場債の店頭取引については、制度化されている透明性要件が上場債に比較して少なく、多くの国において、

店頭市場全般に渡る情報が存在しない状況となっている。特に、事前情報の透明性要件を課している国は少ない（日本は気配値を公表している）が、インターディーラーやディーラーのウェブサイトを通して気配情報が利用可能である場合もある。事後情報については、事前情報と比較して公表されている情報がやや多いが、市場全体をカバーする仕組みとなっている国は少ない。公表主体についても、監督当局（マレーシア）、自主規制機関（米国、日本）、業者団体（オーストラリア）、取引所（メキシコ）、監督当局が認可した民間業者（ブラジル、カナダ）など国によって様々である。公表内容は、個々の約定価格・約定時刻、銘柄ごとの売買額、日中の約定価格の最高値・最安値・平均値・終値または参考価格（理論価格）。個別銘柄の売買額を公表するかどうかについては、銘柄ごとの流動性によって異なった扱いをすることとなっている場合が多い。公表のタイミングについては、ほぼリアルタイム（カナダ、マレーシア、米国）、取引終了時（日本、メキシコ）、約定日の翌日（ブラジル）など、様々である。

④ 上場債及び非上場債の電子取引

電子取引については、各国において上場債、非上場債の双方を対象とする様々な取引システムが普及してきている。債券電子取引に係る法的な規制内容としては、事前情報については、システムを利用して取引を行う市場参加者に限定されることを容認する国が多いが、事後情報については、大半の国において公表が求められている。事後情報を公表する主体にかかる規定については、国によって、ATSそのものに公表義務を課す場合（カナダ、香港、イタリア、英国）、ATSを利用して売買を行った証券会社に報告ないし公表義務を課す場合（たとえば米国では、ATSを利用した売買をTRACEに報告する主体がATSそのものであるか証券会社であるかは、

A T S のシステムの形態や売買高シェア等によって異なる）等の相違がある。

（3）社債市場にとって適切な透明性の程度と流動性

報告書では、前項のようなファクト・ファイインディングの結果を、次のように要約している。すなわち、社債市場の透明性の程度は債券形態及び取引態様ごとに様々であるが、上場債の取引所取引については他の上場証券と同等の透明性が認められる一方、実際の取引の大宗を占める非上場債の店頭取引については、総じて透明性が低く、特に事前情報へのアクセスが限られている。一方、電子取引においては、各国でシステムの普及とA T S 規制の整備が平行して進んでいることや、A T S の運営者がシェア拡大を企図して利便性を高める観点から取引情報の公表に腐心していることなどから、透明性は比較的高くなっている、というものである。

透明性向上という規制課題は、従来、社債市場については株式市場と異なりそれほど重きを置かれてこなかったが、その背景として報告書では、市場規模が小さいこと、市場参加者の幅が狭いことに加えて、それゆえに取引情報を収集する制度を構築するコストが過大と考えられてきたこと、さらには、社債取引に係るオペレーションの大部分が手作業で行われてきたことから、透明性要件を課すと流動性向上の阻害要因になりかねないとの判断があったこと等を指摘している。その上で、近年における社債市場の規模および参加者層の拡大、社債の商品性や取引手法の複雑化などに鑑みると、監督当局にとって、社債市場には市場の公正性や完全性（integrity）を確保する上での程度のレベルの透明性が適切であるのかを検討するべき時期にさしかかっている、と指摘している。

そのような検討を行う上で重要になってくるのが、透明性と流動性のトレードオフ関係をどう考えるかという

点である。上述のように従来、社債市場が機関投資家主体、店頭取引主体のマーケットであることから、ディーラーや機関投資家が何らかの社債の大口の買い持ちポジションを解消するために小口の売り注文を何回か繰り返し出すような場合、当該売り手は価格については必ずしも実勢でなくとも実際に売却できることを優先することもあるため、当該個々の売買の内容が全体を手仕舞う前に流れると、当該投資家にとって手口が市場に判明してしまうだけでなく、他の投資家にとっては価格について混乱を招きかねない、といった指摘がある。これは、マーケット・インパクト、すなわち大口の取引執行によって市場価格が変化する程度に関する議論であるが、IOSCO報告書では、社債市場には依然としてこのような傾向があることを認めた上で、市場の公正性確保の観点と流動性への関心をともに考慮に入れつつ適切な透明性の程度を満たすような制度整備を進めていくことが必要ではないかとしている点が、注目される。

(4) 米国TRACEモデル

IOSCO報告書では、米国での非上場社債店頭取引に係る透明性要件のあり方を「TRACEモデル」として特に取り上げている。米国では、社債の店頭取引結果の報告及び公表のための仕組みであるTRACE(Trade Reporting and Compliance Engine)が自主規制機関である全米証券業協会(NASD)によって制度化され、二〇〇二年七月にスタートした⁽⁹⁾。これは、NASD会員証券会社が行った社債の店頭取引の結果を、約定後三十分以内にNASDに報告し、NASDが個別銘柄の約定時刻、約定価格、約定金額等の事後情報の公表を行うものである。上述のような流動性への配慮から、約定金額が一定額以上の取引(投資適格債の場合は五〇〇万ドル超、ハイ・イールド債の場合は一〇〇万ドル超)については、その実額の公表は行われない。事後情報の公

表は、有料による情報ベンダー経由についてはリアルタイムで、NASDAQウェブサイトで公開については四時間遅延ベースで、それぞれ行われている。TRACE制度は事後情報公表対象銘柄を段階的に増加させてきており、IOSCO報告書では対象銘柄の範囲を、取引高ベースでみて投資適格社債の七五%、ハイ・イールド債の五〇%をカバーする約四二〇〇銘柄、と紹介しているが、二〇〇四年十月からは対象銘柄が約一万七〇〇〇銘柄に拡大されたところであり、二〇〇五年二月にはさらに約二万三〇〇〇銘柄にまで拡大される予定である。

IOSCO報告書ではTRACEについて、非上場債の店頭取引が大半を占める米国社債市場について、事後情報の収集・公表という方法により透明性を顕著に改善させただけでなく、NASDAQの市場監視能力を向上させる点でも効果がみとめられ、また米国の個人投資家および機関投資家の双方にとって売買取引の参考となる公正かつ合理的な価格情報を与えているとして、積極的に評価している。また、制度の内容及び制度整備の進め方についても、大口売買については事後情報の公表内容を限定していること、事後情報公表対象銘柄の範囲を段階的に拡大していること等、透明性と流動性の間のトレードオフの問題に配慮した現実的（プラグマティック）な方法を取っていることに、注目している。

(5) 日本における社債市場にかかる透明性要件について

IOSCO報告書の調査対象には、日本の社債市場も含まれている。日本の社債市場における透明性要件について報告書で言及されているところを、上述の本稿3節(2)においてみた取引態様に整理した上で、それらと我が国の制度との対応関係を簡単に整理してみたい。

まず上場債の取引所取引について、報告書では、証券取引所の規定により事前情報及び事後情報の双方がリア

ルタイムで公表されている、と述べられている。これは、東京証券取引所における社債売買制度を指しているものとみられる。

次に、非上場債の店頭取引については、一部銘柄に関する事前情報が自主規制機関である日本証券業協会に報告され同協会により加工された上で「参考価格情報 (reference price information)」として公表されている、と述べられている。これが、日本証券業協会の運営する「公社債店頭売買参考統計値発表制度」を指していることは、明らかである。同制度の概要は、日本証券業協会会員が顧客との間で行う公社債の店頭売買に際し、協会員及び顧客の参考に資するため、協会が指定した会員からの当日午後三時現在における額面五億円程度の売買の基準となる気配の報告を受けて、七社以上から報告のあった銘柄について協会が気配の平均値・中央値・最高値・最低値等を算出して午後五時三〇分を目途に公表する、というものである。

この日本の制度について報告書では、非上場債の店頭取引に係る事前情報の透明性要件を制度化している調査対象国がほとんどない中で、事前情報の公表が行われている数少ない例であると位置付けている。ただ、公表される事前情報の内容・形態については、報告書本文中の幾つかの箇所（報告書原文の p.16, 17, 18, 20）において、「一部銘柄に関する参考価格 (indicative price) が取引時間終了後に一覽情報 (summary reports) の形で公表される」という趣旨の表現で言及されている一方、報告書本文とは別途、各国の制度を整理した表（報告書原文の p.21, Table 4）の中で、各国の非上場債の店頭取引について公表される情報が「事前情報 (pre-trade)」であるか「事後情報 (post-trade)」であるかを区分した欄においては、日本の仕組みは「事後情報」に当たると記載されており、本文中での記述との間で齟齬が生じているように見受けられる。

この点については、報告書における「事前情報」の原則的な定義内容を上述のように「投資家による実際の売

買にとって確定性の高い気配値 (firm quote) としている点や、報告書では事前情報にせよ事後情報にせよ情報の公表・伝達に係るタイムフレームを重視している点を念頭に置くと、日本の「公社債店頭売買参考統計値」にはタイムフレームの関係等から必ずしも「事前情報」とは言いがたい面があると判断したものと推測される。

もっとも、事前情報について報告書では、米国やカナダにおいて、法令ないし自主規制により制度化されたものではないにせよ、インターディーラー取引を行うことができるディーラーにとっては気配値に係る透明性が高い面があることを紹介する中で、そのような気配値は必ずしも「真の気配 (true quote)」、つまり確定気配ではなく、ディーラー間での取引を促進するための参考情報であることに言及していることをみると、債券店頭取引に係る事前情報の意義を考える上で「確定性」の有無が決定的だとしているものでは必ずしもないようであり、日本の制度のあり方を取りたてて問題にしているということではないと考えられる。

なお、日本における上場債の取引所外取引については、一部銘柄に係る事後情報が証券取引所ではなく日本証券業協会に報告され、非上場債の店頭取引に係る制度 (上述) の一部として扱われていること、また、社債の電子取引に係る透明性要件についても、非上場債の店頭取引の場合と同様の扱いであることが、それぞれ述べられている。

(6) 提言

報告書では、以上の調査結果に基づき、各国監督当局が今後、社債市場についてIOSCO「証券規制の目的と原則」の第二十七項「規制は取引の透明性の向上を図るものであるべきである」の趣旨を遂行していく上で検討すべき事項を以下のような五項目に整理し、それらを「中核的措置 (Core Measure)」と位置付けて提言して

いる。

①当局は社債市場の特性に関する情報（債券の種類、取引高を含む市場規模、市場参加者の構成、個別の社債の信用格付、取引手法や価格形成プロセス等）を把握すべきである。

②当局は、社債の取引（執行）報告要件を、可能な限り法律によって定めるべきであり、規制構造上の阻害要因があれば、可能な範囲で変更・代替を検討すべきである。報告要件は、利用される取引手法、当局が取得・分析可能なデータソースを勘案して設定すべきである。

③当局は、最良執行やその他の投資家保護要件の観点から市場の完全性（integrity）を高めるため、社債市場における取引に関する適切な情報収集及び監視のための手段を有するべきである。

④当局は、市場の価格発見機能や完全性を促進するため、社債市場の透明性に関する適切なレベルを設定すべきであり、その際、以下のような要素を考慮すべきである。

- ・ 市場規模
- ・ 特定の債券又は債券群の取引頻度
- ・ 市場参加者
- ・ 銘柄の信用格付
- ・ 取引手法
- ・ 情報開示が市場の流動性に与え得る潜在的影響
- ・ 上場債券として取引所による透明性基準に服しているかどうか

⑤取引情報に関する透明性要件は存在するが取引情報が集約されていない場合、当局は、集約することにかかる

阻害要因があるか、規制の制度化が必要かを判断すべきである。

3 社債市場の透明性向上に係る制度整備の進め方

IOSCO報告書では上述のように、米国のTRACEを一つのモデルとして積極的に評価しているが、そこでは、市場規模の拡大、透明性と流動性の相関関係及び制度構築に必要なコストとその負担の観点から判断のベールになっていると考えられる。以下、米国における制度整備の背景を再検討することによって、今回のIOSCO報告書が各国債券市場の透明性向上に係る今後の制度整備の進め方について含意するところを探ってみたい。

まず、今後各国において社債市場の透明性要件について検討を行う際の前提となるのが、各国社債市場、とりわけ流通市場の規模の拡大であることである。報告書では、調査対象国個別の社債市場の規模に関する数量的な把握は行われていないが、米国でTRACE制度のような制度整備が進められてきた背景に、米国の社債流通市場の規模が、各国と比較しても、また米国内の他の証券市場と比較しても、かなり大きくなってきていることがあることは、ほぼ自明であろう。

次に、米国のTRACE制度導入に至る検討の過程では、市場参加者間で透明性と流動性のトレードオフ及びコスト負担をめぐる議論が活発に行われ、結果的には、事後情報の公表内容を債券群ごとの流動性に配慮した仕組みが制度化されている。この点を、IOSCO報告書では「プラグマティズム」として評価しているのである。

また、取引結果の報告のための仕組みを全く新たなインフラとして構築するのではなく、従来から証券業者が取引照合を行う目的で取引結果のデータ入力に使用していた既存のインフラであるNSCC（米国株式、社債、

地方債等の取引に係る清算機関)のシステムを活用し、NSCCへの入力データがTRACEのシステムに転送される仕組みを構築したことが、円滑な制度実施につながったものとみられる。

その他、TRACE制度は一九九八年以来、当時のレヴィットSEC委員長の強力なイニシアティブのもとに制度化が進められた結果、成立したものであり、その過程では一九九九年に、社債取引に係る情報の収集・公表等について適切な措置を講ずる義務をSECに課すことを目的とした法案が連邦議会で審議されるという事態にまで立ち至った経緯がある。⁽¹⁰⁾このような行政・立法レベルでの強いイニシアティブがあったからこそ、流動性やコストに係る議論が本格化したとも言える。

以上のような事情・背景は各国ごとに相違するであろうが、米国の経験は、規制目的と規制効果のバランスや制度整備の進め方の点で、我が国をも含めた各国社債市場の透明性に係る制度整備にとって、参考になるものと考えられる。⁽¹¹⁾

(注)

- (1) 年次総会全体の審議状況については、日本証券業協会「証券監督者国際機構(IOSCO)第二十九回年次総会について」、『証券業報』二〇〇四年六月 (<http://www.jsda.or.jp/html/gyohou/0406/0302.pdf>) を参照。
- (2) 報告書の本文は、IOSCOのホームページからダウンロード可能である (<http://www.iosco.org/pubdocs/pdf/IOSCOPD168.pdf>)。本報告書について紹介したものとして、吉松和彦「社債市場の透明性に関するIOSCO報告書について」、『証券業報』二〇〇四年六月 (<http://www.jsda.or.jp/html/gyohou/0406/0302.pdf>) があろう。
- (3) IOSCO, *Transparency on Secondary Markets, A Synthesis of IOSCO debate*, December 1992 (日本証券経済研究所訳『流

- 通市場における透明性—IOSCOの議論の総括』日本証券経済研究所、一九九三年)
- (4) IOSCO, *Objectives and Principles of Securities Regulation*, May 2003, p.iii.
 - (5) *ibid.*, p.43.
 - (6) IOSCO, *Transparency and Market Fragmentation*, November 2001.
 - (7) IOSCO, *Report on Transparency of Short Selling*, June 2003.
 - (8) なお、国債市場の透明性について、主要国国債市場の流動性の比較検討という枠組みの中で論じたものとして、井上広隆「G7諸国の国債市場—市場流動性の観点からみた日本市場の特徴点」、『日本銀行金融市場局ワーキングペーパーシリーズ』99-J-2、一九九九年五月、二〇～二四ページを参照。
 - (9) TRACE制度の導入経過については、拙稿「米国における社債店頭売買に係る取引結果の報告及び公表に関するNASD規則の制定について」、『証券レビュー』第四十一巻第八号（二〇〇一年八月）を参照。
 - (10) 拙稿「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』第五号、二〇〇〇年十二月、十二ページを参照。
 - (11) ウォール・ストリート・ジャーナル紙（インターネット版）二〇〇四年十一月十七日付け報道によると、英国FSA、EU、ECB（欧州中央銀行）はそれぞれ、英国や欧州各国における社債市場の量的拡大や個人投資家の参加拡大、電子取引の普及等に鑑み、社債透明性要件を制度化することに向けた検討を開始している、と伝えられている（<http://online.wsj.com/article/0,,SB110064261695575910,00.html>）

（よこやま しせい・客員研究員）