

# 米国社債・地方債に係る取引結果情報公表のリアルタイム化

横山 史生

米国債券市場において本年一月から二月にかけて、社債および地方債の売買に係る個々の取引の出来値・出来高等の取引結果情報が約定後速やかに逐次公表される仕組みが開始された。これは、社債および地方債に係る個々の売買取引について、約定成立後、社債については三〇分以内、地方債については十五分以内に、それぞれの取引を管轄する自主規制機関（NASDおよびMSRB）に取引結果が報告され、報告が到達次第逐次に、債券市場協会（TBMA）が運営するインターネット・ウェブサイトにおいて個別銘柄に係る直近時点における出来値・出来高情報として一般に公表されるようになったものであり、事実上リアルタイムでの取引結果情報公表の開始として受け止められている。本稿は、社債および地方債の取引結果報告・公表に係る制度整備の経緯を整理した上で、今般開始されたリアルタイム公表の仕組みおよび意義を概観するものである。

## 1 社債および地方債の取引結果報告・公表に係る制度整備

### (1) 社債取引結果報告・公表制度（TRACE）のリアルタイム化

米国では、社債の価格透明性の向上を目的として、原則としてすべての社債（格付けや公募・私募の別を問わない）の売買取引の結果を全米証券業協会（NASD）会員証券会社がNASDに報告し、それをもとにNASDが銘柄名・出来値・出来高等の情報を逐次に公表する仕組みであるTRACE（Trade Reporting and

Compliance Engine) 制度が、二〇〇二年七月に開始された。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、発足したものであり (NASD 規則六二〇〇シリーズ「取引結果報告およびコンプライアンス (TRACE)」の制定は二〇〇一年三月)、制度導入に至る検討の過程で、市場参加者の間で価格透明性向上と流動性維持のトレードオフおよび制度構築コスト負担をめぐる議論が活発に行われた。<sup>(1)</sup> 結果的には、取引結果情報の公表内容を債券群ごとの流動性の程度に配慮した仕組みが制度化されるとともに、取引結果情報公表が行われる銘柄および取引類型が段階的に徐々に拡大されていった。取引結果情報が一般向けに無料で公表される場合のタイムフレームについても、当初は取引結果報告が NASD に到達 (約定後一時間十五分以内) してから四時間後の遅延ベースであったが、順次に短縮が図られ、その到達点として本年七月からは、約定後十五分以内に報告され次第、逐次に公表されるという、事実上のリアルタイム・ベースにまで短縮されることとなった。

そのような制度改善の経緯について概観してみたい (図表 1 を参照)。二〇〇二年七月に TRACE がスタートした際 (第一フェーズ) には、取引結果 (出来値、出来高等) が公表されるのは BB 格以上で当初発行額一〇億ドル以上の銘柄およびハイイールド債中五〇銘柄 (開始時点で合計約五〇〇銘柄) に限定されており、投資適格債については売買高ベースで全体の約五〇% をカバーしていた。出来高については、マーケット・インパクトへの配慮から、BB 格以上銘柄に係る約定額五〇〇万ドル以上の取引、ハイイールド債に係る同一〇〇万ドル以上の取引については、約定額実額の公表は行われていない。この点は、現在に至るまで同じである。また、証券会社から NASD への取引結果報告は約定後一時間十五分以内に行われ、取引結果公表は、NASD との情報利用契約者向けの有料ベース (情報ベンダーによる間接的提供も含む) ではリアルタイム (取引報告到達後逐

図表1 NASDによる社債取引結果報告・公表（TRACE）に係る  
制度整備の経緯

制度変更の時期		取引結果公表対象銘柄の範囲 (例外事項等)		約定から取引結果報告までの時間制限	取引結果公表の方法および遅延時間
フェーズ1	2002年7月	BBB格以上で当初発行額10億ドル以上の銘柄およびハイイールド債中50銘柄（合計約500銘柄。投資適格債については売買高ベースで全体の約50%）	BBB格以上銘柄に係る約定額500万ドル以上の取引、ハイイールド債に係る同100万ドル以上の取引については実額の公表なし	約定後1時間15分以内	NASDとの情報利用契約者向けにはリアルタイム（情報ベンダー経由）、一般向けには4時間遅延ベース（NASDウェブサイト経由）
	2003年3月	A格以上で当初発行額1億ドル以上の銘柄およびBBB格銘柄中120銘柄、ハイイールド債中50銘柄（合計約4,600銘柄、投資適格債については売買高ベースで全体の約65%）	同上	約定後45分以内（2003年6月より）	同上
フェーズ3	2004年10月	原則としてすべての公募銘柄（下記①②を除く約17,000銘柄）ただし、①BBB格以下銘柄に係る発行後一定期間内に行われる取引、②BB格以下銘柄に係る約定額100万ドル以上の取引については、取引結果公表の対象外	同上	約定後30分以内	同上
	2005年2月	すべての公募銘柄（約29,000銘柄）ただし、BBB格以下銘柄に係る取引結果の公表は発行後2～10日目以降における取引について行われる	同上	約定後30分以内（2005年7月1日に同15分以内へ短縮予定）	リアルタイム（一般向けにはNASDおよびTBMAのウェブサイト経由）ただし、BB格以下銘柄に係る約定額100万ドル以上の取引に関する取引結果公表は約定後2～4日目

(出所) NASD資料、TBMA資料等により作成。

次)に行われるものの、NASDAQホームページ上での一般向け公表は、取引結果到達後四時間遅延ベースであった。

二〇〇三年三月には、公表対象が、A格以上で当初発行額一億ドル以上の銘柄およびBBB格銘柄中一二〇銘柄、ハイールド債中五〇銘柄(開始時点で合計約四六〇〇銘柄)に拡大され、投資適格債については売買高ベースで全体の約六五%をカバーするようになった(第二フェーズ)。

二〇〇四年七月には、すべての社債に係るリアルタイム・ベースでの取引結果公表の実現を目指す第三フェーズに向けた規則改正が行われた。これを受けて、まず同年十月に、原則としてすべての社債(ただし公募債に限る)について取引結果公表が行われることとなったが、この時にもマーケット・インパクトへの配慮から、①BBB格以下銘柄に係る発行後一定期間内に行われる取引、②BBB格以下銘柄に係る約定額一〇〇万ドル以上の取引については、取引結果公表の対象外とされた。取引結果報告の時間制限は、約定後三十分までに短縮された(本年七月にはさらに、約定後十五分以内へ短縮されることとなっている)。

このような経緯を経て、二〇〇五年二月、取引結果公表の方法とタイミングについて大幅な改善が行われることとなった。すなわち、NASDAQホームページおよびTBMAが運営するウェブサイト(後述)で、広く一般に向けての無料ベースによる、リアルタイム(取引報告到達後逐次)での公表が開始されたものである。ただし、BBB格以下銘柄の売買の取引結果公表は発行後二〜一〇日を経過した後を開始されるほか、BBB格以下銘柄に係る約定額一〇〇万ドル以上の取引に関する取引結果公表は約定後二〜四日目になってから行われることとなっている。このような例外を除いても、公表対象銘柄数は約二万九〇〇〇銘柄にのぼり、売買高ベースでは全体の九十九%をカバーするに至っている。以上のように、社債については、一九九〇年代後半以来行われてきた制度

整備によって、取引結果情報が公表される対象範囲の拡大と時間の短縮が進められてきたのである。

(2) 地方債取引結果報告・公表制度のリアルタイム化 (RTRS)

地方債の売買取引結果については、地方債ブローカー・ディーラーとして地方債規則制定委員会 (MSRB) に登録している証券業者がMSRBに報告する義務を負っており、MSRBから取引結果情報の公表が行われている (図表2を参照)。

地方債ブローカー・ディーラーに報告義務が課せられたのは、一九九五年に行われたMSRB規則G十四 (Rule G14) 改正によるものである。これにより、地方債ブローカー・ディーラー相互間で行われる業者間売買取引結果が、日中の取引時間終了後にMSRBに報告されるようになった。取引結果の公表については、業者間取引において一日に四回以上売買のあった銘柄について、日中の売買の最高値と最安値、取引件数、売買額合計等が集計され、取引日の翌日にMSRBから発表されることとなった。一日の売買回数が三回以下の銘柄については、取引結果の公表は取引日の二週間後に行われることとされた。取引結果公表の方法としては、MSRBと情報利用契約を情報ベンダーに向けてのデータ送信の形で行われ、市場参加者はそれぞれが契約している情報ベンダー経由で情報を利用することとなった。この段階での制度の名称は、「業者間日次レポート (Inter-Dealer Daily Report)」であった。

一九九八年三月には、地方債ブローカー・ディーラーと顧客投資家との間での売買 (一般売買) が報告対象に加えられ、同年八月には一般売買の取引結果が従来の業者間売買取引結果と合わせて公表されるようになった (「統合日次レポート (Combined Daily Report)」。その後、二〇〇三年には、日中の売買回数にかかわらず

ての銘柄について、取引結果情報が取引翌日に公表されるようになった。

このような経緯の到達点として、二〇〇五年一月に、大幅な制度変更が行われた。まず取引結果報告のタイミングが、従来の日中売買終了後一回のベースから、個々の売買の約定の都度、逐次のベースに変更され、地方債ブローカー・ディーラーはすべての売買に係る取引結果を、約定後十五分以内に、清算機関であるF I C C (Fixed Income Clearing Corporation) の取引照合システムへの逐次入力またはMSRB専用回線への入力によって報告することとなった。取引結果の公表については、MSRBへの取引結果到達後逐次TBMAが運営するウェブサイト(後述)において、事実上のリアルタイム・ベースで行われるようになった。このような仕組みをMSRBは「リアルタイム取引報告システム

図表2 MSRBによる地方債取引結果報告・公表に係る制度整備の経緯

制度変更の時期	取引結果公表対象銘柄	取引結果報告のタイミング	取引結果公表内容	取引結果公表のタイミング	取引結果公表の方法
1995年 1月	業者間取引において1日に4回以上売買のあった銘柄	日中の取引時間終了後	日中の高値・安値、取引件数、売買額合計等	取引日の翌日	契約者向けデータ送信
	取引日の2週間後				
1998年 8月	業者間取引および業者対顧客取引において1日に4回以上売買のあった銘柄	同上	同上	取引日の翌日	契約者向けデータ送信(1998年11月、TBMAウェブサイトで公表開始)
	業者間取引および業者対顧客取引において1日の売買が3回以下の銘柄			取引日の2週間後	
2003年	業者間取引および業者対顧客取引において売買のあった銘柄	同上	同上	取引日の翌日	契約者向けデータ送信、TBMAウェブサイトでの公表
2005年 1月	同上	個々の売買の約定後15分以内	個々の売買の価格・利回り、約定額(約定額100万ドル以上の取引については実額の公表なし)等	リアルタイム(取引結果報告到達の都度)	TBMAウェブサイトでの公表および情報ペナダ一経由

(出所) MSRB資料等により作成。

(Real-time Trade Reporting System : RTRS)」と名付けている。地方債についても、一九九〇年代半ば以来十年をかけて、取引結果情報公表の対象の拡大（業者間売買から一般売買へ、取引回数基準の引下げ）と時間の短縮が図られてきたのである。

## 2 社債および地方債の取引結果のリアルタイム公表画面の概要

本年一月から二月にかけて開始された社債および地方債の取引結果情報のインターネット上でのリアルタイムでの公表は、いずれも、債券市場協会（The Bond Market Association : TBMA）が債券市場の投資家や市場関係者を含む一般向けに債券市場の仕組みや市場情報等に関する知識・情報を提供するために開設・運営しているウェブサイト「インベスティング・イン・ボンド（Investing in Bonds）」（URLは<http://www.investinginbonds.com>）の中において行われている。

このウェブサイトは、債券市場全般に係る投資家教育に資することを趣旨としており、債券の機能や種類、債券市場の仕組み、債券投資を行う際の留意点（様々なリスクや税制上の取り扱い）等についての解説等が掲載されている。その一環として、財務省証券、地方債、社債、資産担保債（MBS及びABS）といった債券種類ごとに「市場動向一覧（Bond Market At-A-Glance）」と題するページが設けられており、ここでは主要年別、格付け別の利回りやインデックスの推移、イールドカーブの形状等を示すグラフ等、利用者が市況動向を把握する上で参考となる情報が提供されている。このうち社債、地方債のそれぞれに係る市況情報ページ（Corporate Market At-A-Glance, Municipal Market At-A-Glance）の中に、今般、NASDAQおよびMSRBから提供されるデータに基づき取引結果（出来値・出来高）を逐次に公表するティックカー（Ticker）画面が新たに設けられたもの

である。

図表3および図表4はそれぞれ、社債および地方債に係るティックャー画面を、二〇〇五年六月二日に実際の売買取引が行われている時間帯に閲覧した状態を示している。いずれの画面においても、直近時点に取引のあった銘柄について、約定時刻、銘柄名、証券コード（CUSIP番号）、表面利率、満期日、約定価格、約定価格に相当する利回り、約定金額（ただし約定額一〇〇万ドル超の場合には金額は公表されずMM+と表示される）等が表示されており、新しい取引結果の報告がある都度、画面が更新される。実際の取引結果が更新を伴って表示される時間帯は、TRACEおよびRTRSのシステムが報告受付のために稼動している時間帯（TRACEでは米国東部標準時午前八時から午後六時三〇分まで、RT

図表3 米国社債の出来値・出来高情報逐次表示（ティックャー）画面  
（米国東部標準時2005年6月2日午前11時31分現在）

TRADE DATE	TRADE TIME	ISSUER	COUPON	MATURITY	PRICE	YIELD	SIZE	NOTE	HOMER INFO
06/02/2005	11:30:57	INTERNATIONAL BUSINESS MACHS CORP	4.250	09/15/2009	100.296	4.172	10K @		Today Full History Calculations
06/02/2005	11:30:55	N.C.I. BUILDING SYSTEMS INC	2.125	11/15/2024	99.482	2.157	1,000K @		Today Full History Calculations
06/02/2005	11:30:51	BOEING CAP CORP	6.500	02/15/2012	112.170	4.380	8K @		Today Full History Calculations
06/02/2005	11:30:39	GENERAL MTRS ACCEP CORP	7.000	02/15/2018	81.675	9.483	10K @		Today Full History Calculations
06/02/2005	11:30:38	FORD MTR CR CO CONTINUOUSLY OFFERED	7.100	09/20/2013	90.729	6.680	6K @		Today Full History Calculations
06/02/2005	11:30:37	HOUSEHOLD FIN CORP	0.000	03/15/2013	99.300	0.000	20K @		Today Full History Calculations

(出所) <http://www.investinginbonds.com/MarketAtGlance.asp?catid=34&id=81>

RSでは同午前七時三〇分から午後六時三〇分まで)に連動する。

なお、このようなティッカー画面のほかに、前日中に売買され報告のあったすべての取引に係る取引結果情報を閲覧できる画面(地方債については、発行体が位置する州ごとの表示)も設けられている。そこでは、前日に取引のあったすべての銘柄について前日一日中の取引件数等が表示されており、当該取引件数の表示をクリックすることにより、前日一日中に行われたすべての取引ごとに約定時刻、約定価格、約定額が表示される画面に移動するようになってる。

これら画面は、実際の売買の結果の出来情報が、若干のタイムラグを伴うものの逐次公表されるという、いわば株式市場とほぼ同等の制度的インフラが、社債および地

図表4 米国地方債の出来値・出来高情報逐次表示(ティッカー)画面  
(米国東部標準時2005年6月2日午前11時49分現在)

Trade Time	Issuer Cusip	State	Coupon Maturity Date	Price Yield	Quantity
06:02:05	BOAZ ALA 096271022	AL	4.500 07/01/19	101.010 4.364	5,000
11:49:00					
06:02:05	BASTROP LA INDL DEV 070319A62	LA	6.600 03/01/19	101.530 5.854	10,000
11:49:51					
06:02:05	PORT AUTH N Y & N J 226281542	NY	4.250 10/01/07	101.258 3.545	50,000
11:47:35					
06:02:05	NEW YORK N Y 663659V20	CY	6.000 08/15/06	104.055 3.221	95,000
11:49:11					
06:02:05	PALM BEACH CNTY FLA 590542741	FL	3.000 06/01/09	100.137 2.963	20,000
11:49:06					
06:02:05	PENNSYLVANIA ST HIGH 209178564	PA	5.250 08/01/13	109.203 3.095	10,000
11:49:08					
06:02:05	CALIFORNIA HSG FIN A 330339V54	CA		100.000	1MM+
11:48:30			02/01/05		
06:02:05	ALLEGHENY CNTY PA HO 0172667V1	PA		100.000	1MM+
11:49:24			11/01/03		
06:02:05	CALIFORNIA HSG FIN A 330339V54	CA		100.000	1MM+
11:49:17			02/01/02		
06:01:05	NEW YORK N Y 663659V20	CY	5.000 11/01/16	109.334 3.166	1MM+
08:51:00					

(出所) <http://www.investinginbonds.com/MarketAtAglance.asp?catid=32&id=72>

方債の市場において実現したことを示している。

### 3 社債および地方債の取引結果情報公表リアルタイム化の意義

社債および地方債に係るほぼすべての取引結果情報がリアルタイムで公表されるようになったことの意義および影響については、債券市場における価格透明性の向上という、長年にわたり進められてきた制度整備の目的が、現実の市場実態の中でどのように実現されていくかという観点から、今後に実証的に検討していく必要がある。ここでは、社債および地方債の市場における個人投資家の存在をどのように捉えるかという点と、価格透明性の向上が流動性の確保にとつてはどのような影響を及ぼすのか、価格透明性の向上によつて市場における価格形成がどのように変化し、仲介業者たる証券会社にとつてのビジネスがどのように変化する可能性があるかという点について、市場関係者の間での議論を参照しつつ整理しておくこととする。

まず、個人投資家の観点からみると、地方債は保有者別内訳における個人の比率が三一・六%と大きいものの、個人金融資産残高の内訳における地方債の比率は一・八%にとどまっている。また社債については、保有者別内訳における個人の比率は六・九%、個人金融資産残高の内訳における比率は一・四%と、さほど大きくはない。<sup>(3)</sup> また、社債および地方債は、米国債券市場においては、財務省証券や政府機関債、資産担保債などと比較すると、市場規模や流動性はそれほど大きくはない(図表5)。とはいえ、社債および地方債の市場規模(発行額、現存額、売買高)は近年において増加傾向にあるし、NASDの幹部職員が二〇〇四年七月に連邦議会上院銀行委員会公聴会で行った証言によると、社債取引を売買金額の規模別にみた場合、券面一〇〇枚未満、すなわち額面価値一〇万ドル未満の比較的小規模の取引が全体の約六五%を占めていることなどから、個人投資家の社債

投資は拡大傾向にあるとみられるという<sup>(4)</sup>。またMSRBによると、個人投資家による地方債の保有比率は、公社債投信による間接的保有を含めれば六四%にのぼる<sup>(5)</sup>。このような数値から推測されるとおり個人投資家による社債および地方債への関心が高まっているとすれば、彼らの投資行動が実態としては売買に対してそれほど積極的ではない（いわゆる「持ち切り（buy and hold）」）にしても、保有債券の価格水準を自らが望む時期に正確に把握することができると段が整備されていることが彼ら個人投資家にとって従来以上に重要になってくることは、間違いない。今般の社債および地方債の取引結果情報公表のリアルタイム化および対象銘柄の拡大の意義として、NASD、MSRBおよびTBMAがそれぞれ、個人投資家にとっての価格発見機会の拡大が期待されることに言及しているところにも、そのような認識を見て取ることができよう。

次に、債券市場における価格透明性と流動性のトレードオフおよび価格形成への影響については、理論的には次のように整理できる。すなわち、証券会社が社債および地方債の店頭売買において顧客との間で売却と購入の双方を行うことによって流動性を供給すると同時に、当該売却と購入の価格差によって自らのコストをカバーし利益を確保している、という市場構造のもとで、今般の制度整備により市場全般における取引結果情報の透明性が従来以上に高まることにより、証券会社による売却と購入の価格差、いわゆる売買スプレッドが従

図表 5 米国債券市場の規模と構成

	発行額 (2004年中) (億ドル) (比率)	現存額 (2004年末) (億ドル) (比率)	1日平均売買高* (2004年中、億ドル)
市場性財務省証券	8,533 (15.6%)	39,436 (19.0%)	4,979
政府機関債・政府関連機関債	8,967 (16.4%)	27,451 (13.3%)	775
地方債	3,603 (6.6%)	20,186 (9.7%)	148
社債	7,110 (13.0%)	47,045 (22.7%)	200
モーゲージ債	17,600 (32.1%)	54,752 (26.4%)	2,074
アセットバック債	8,966 (16.4%)	18,278 (8.8%)	NA
合計	54,779 (100.0%)	207,148 (100.0%)	

(注) \*地方債以外はプライマリーディーラーによる売買高。地方債はすべての投資家による売買高。  
(出所) TBMA, *Research Quarterly*, February 2005. 等により作成。

来に比べて縮小するという理論的想定が、現実の市場において実際に生じるのかどうか、実際に生じた場合、そのことが証券会社の業務にどのような影響をもたらすか、またそれは価格および取引の公正性という規制上の観点にとってどのような意味を持つか、ということである。

これについては、社債や地方債の中で実際に売買を伴う流動性を備えているのは全体の中ではごく一部の銘柄であるため、売買スプレッドが、証券会社が流動性コストおよび価格変動リスクを負担することに応じた大きさを取ることは、今後も合理性がある、との見方がある一方、<sup>(6)</sup> 今般の制度整備により価格透明性が大幅に向上することによって、従来の主たるプレーヤーである機関投資家サイドにおいても証券会社に対する価格交渉力が増すことになり、証券会社がリスクテイクを前提とする価格裁定により利益を得てきた状況が変化したり、また小規模証券会社の債券売買業務への参入が促進され得ることを根拠に、大手証券が今後には債券のアウトライト売買へのウェイトを低め、より収益性の高い債券絡みデリバティブ業務にシフトないし特化する可能性を展望する見方もある。<sup>(7)</sup>

取引結果情報の報告および公表のための制度を整備することは、「公表」によって市場参加者にとっての価格発見機会が拡大するという側面のみならず、「報告」によって規制当局および自主規制機関が事後的に取引状況をチェックするための基盤が与えられるという側面をも持っている。全般的な取引結果情報が広く公表されるようになったことは、それが日々の実際の売買取引や時価評価のための参考情報として利用されるようになるだけでなく、当該情報を継続的に取得し蓄積して遡及データ化することにより、様々な目的と立場から価格形成の状況を事後的に検証することを可能にするものでもある。その意味では、NASDAQおよびSECが、それぞれ自主規制機関および規制当局としての立場で、社債および地方債の取引結果情報を元に、売買価格スプレッドの大き

さ等について取引の公正性確保という観点からどのような判断を今後に下していくかが、注目される。その際、売買スプレッドの大きさについて、証券業者にかかる行為規制（公正販売規則）の一環として一定の基準を定めるルールである、いわゆる「マーケットアップ・ポリシー」（NASD行為規則二四四〇「公正な価格および手数料」に関するNASD理事会解釈IM二四四〇）を社債にも適用するという、これも一九九〇年代半ば以来の懸案事項が最近あらためて議論されている動向にも、注意を払う必要がある。

注

- (1) 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）、二五～三二頁、拙稿「米国における社債店頭売買に係る取引結果の報告および公表に関する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。
- (2) 地方債売買の決済の過程では、清算および決済はNSCC（National Securities Clearing Corporation）におこなわれるが、売買照合については、FICC（Fixed Income Clearing Corporation）のリアルタイム取引照合（Real Time Trade Matching：RTTM）システムによって行われる。FICCホームページ（<http://www.ficc.com/cmu/cmu.index.jsp?NS-query>）を参照。
- (3) FRB, *Flow of Funds Accounts*（連邦準備制度理事会の資金循環統計）による二〇〇四年末現在の数値。社債には非居住者国内債を含む。
- (4) Testimony of Doug Shulman, President of Markets, Service and Information, NASD before Committee on Banking, Housing and Urban Affairs, US Senate, June 17, 2004. ([http://www.nasd.com/web/idcplg?IdcService=SS\\_GFT\\_](http://www.nasd.com/web/idcplg?IdcService=SS_GFT_)

PAGE&ssDocName=NASDW\_011085)

- (5) MSRB Notice 2005-09, January 31, 2005. (<http://www.msrb.org/msrb1/archive/2005/2005-09.htm>)
- (6) *Wall Street Journal*, January 28, 2005, "Municipal-Bond Market Nears Release of Pricing Data Online" ([http://online.wsj.com/PAY1JBNA4R/article\\_print/0,SB110684205896738043,00.html](http://online.wsj.com/PAY1JBNA4R/article_print/0,SB110684205896738043,00.html))
- (7) *Financial Times*, February 8, 2005, "LEX Column : US bonds" (<http://search.ft.com/s03/search/article.html?id=050208001278>)
- (8) マークアップ・ポリシーを社債に適用することに関するNASD規則改正案への公開コメント募集が、二〇〇五年三月から四月にかけてSECにより行われた。SEC Release No. 34-51338 (File No. SR-NASD-2003-141), March 9, 2005, Notice of Filing of Proposed Rule Change by the NASD to Adopt an Additional Mark-Up Policy for Transactions in Debt Securities Except Municipal Securities.マークアップ・ポリシーについての一九九四年から一九九九年までの検討経緯については、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ター』第五号（二〇〇〇年十二月）、三三―三九頁を参照。

(たじやま しせい・客員研究員)