

欧州における債券電子取引の動向

～シティグループ社によるMTSでの債券大量売買をめぐる～

横山 史生

英金融サービス機構（FSA）は二〇〇五年六月、シティグループ社が二〇〇四年八月に欧州市場で電子取引システムを通じて行った大量の債券取引に関して、公正な市場運営に対する配慮に欠けており、また内部管理体制に問題があったとして、一三九〇万ポンドの制裁金を課す処分を行った。⁽¹⁾ 本稿は、このケースの経緯について概観するとともに、このケースが欧州における債券電子取引の現段階と今後に関してどのような意味を持つかについて考察するものである。

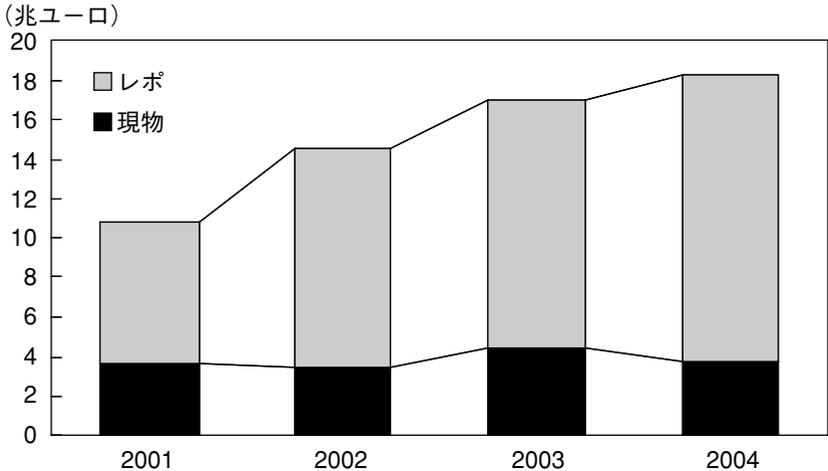
1 二〇〇四年八月二日におけるシティグループによるMTSでの大量売買とFSAによる処分

(1) 関係者の概要

今回、FSAにより問題を指摘されたシティグループ・グローバル・マーケッツ社（Citigroup Global Markets Limited：CGML）は、アメリカを本拠とする総合金融サービス・コングロマリットであるシティグループの一員として、ロンドンに拠点を置く英国法人であり、イギリス国内市場、ユーロ債（国際債）市場、欧州各国市場等にかかる投資銀行業務を主体としている。

そして、CGMLが短時間に大量の債券売買を主として行ったのは、欧州におけるインターディーラー向け債券電子取引システムの最大手とされるMTSである。MTSは、イタリア国債の電子取引システムとしてイタリア政府の出資により一九八八年に設立されたが、一九九七年に民営化され、また統一通貨ユーロの導入とともにイタリア以外のユーロ圏各国に順次に進出した。現在、イタリア法人たるMTS社 (MTS S.p.A.: プラットフォームとしてのMTSイタリアを運営) の子会社形式で各国に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erland、MTSスペイン、MTSオーストリア、MTSデンマーク、MTSギリシャといった個別の法人を置き、それぞれが主に各国政府発行のユーロ建て国債の業者間売買を行うためのプラットフォームを運営している。また、ロンドンにはユーロMTS (EuroMTS) が置かれ、ユーロ圏各国国債のベンチマーク銘柄や指数商品等の業者間取引の場を提供している。現在では、これらのプラットフォームを総称してMTS (ないしMTSグループ) と呼ばれることが多い。MTSの取引手法上の特徴は、マーケット

図表1 MTS全システムにおける債券売買高の推移



(出所) MTS S.p.A., Report and Financial Statements, various issues.により作成。

トメーカーとして参加する主要ディーラーが主な債券につき継続的に提示する売り買い双方の気配値がシステムの画面に匿名で表示され、売買参加者が入力した注文は価格優先・時間優先により対当する気配と自動的に付け合せられるという、クウォート・ドリブン（確定気配提示）方式を取っていることである。MTS各プラットフォーム全体での売買高は、ここ数年、レポ取引を中心に増大してきている（図表1）。

CGMLが二〇〇四年八月二日にMTSで行った債券の大量売買については、その直後から市場関係者の間で問題視されていたが、FSAは、CGMLを金融サービス市場法上の認可業者として監督する立場から、事実関係につき調査を行うことを、二〇〇四年八月一八日に公表した。その後、CGMLが上記取引に絡んで行った他の債券売買の舞台となった独ユーレックス（Eurex）など各国の規制当局によっても調査が開始された。これら調査の結果としては、二〇〇五年六月二八日にFSAが公表したものがもつとも包括的かつ詳細であり、またCGMLに対する処分の内容およびその理由についても明確に示されている。本稿では、主にこのFSA報告の内容に沿って事態の推移をみていくこととする。

（2）事実経過の概要

FSAは、二〇〇四年八月二日にCGMLが行った売買取引に関する事実経過について、当日における業務内容だけでなく、当日に至るCGML内部での意思決定の過程、また当日における市場の動向を含めて、関係者からの証言等にもとづき、明らかにしている（図表2を参照）。

図表2 2004年8月2日におけるシティグループ社による欧州国債等売買の状況

日時	事 実 経 過 の 概 要
7月中	<ul style="list-style-type: none"> ・シティグループ・グローバル・マーケッツ社 (CGML) 欧州国債トレーディング・デスク (European Government bond trading desk)、①現物債買い持ち・先物売り持ちのポジションを形成、②先物を買って立てて売り持ちポジションを解消、③MTSでスプレッドシートを用いて現物債を売却、という投資戦略を立案。 ・MTSの全プラットフォームに仲値近辺の価格で大量の売り立てを同時に行うことが可能なプログラムソフト「スプレッドシート (Spreadsheet)」を作成。
7月28日・29日	<ul style="list-style-type: none"> ・デスクヘッド、上記投資戦略について、Bund先物40,000枚規模の買い持ちという前提で上席 (European Head of Interest Trading) に説明し、了承を得る。ただし、実施する売買の量的な規模については、明示的な合意はなかった。
7月30日	<ul style="list-style-type: none"> ・上記投資戦略を実地に開始。先物の買い持ちポジションを形成したが、いったん解消。
8月2日 9時12分から 10時29分まで	<ul style="list-style-type: none"> ・Eurexにおいて国債先物66,214枚 (Bund先物41,390枚、Bobl先物24,284枚) を買い立て。 ・この間のEurexの市場全体でのBund先物およびBobl先物取引高合計は約36万枚。 ・またこの間にEurexでの先物価格上昇。これにつれて各市場での現物債価格も上昇。
10時29分	<ul style="list-style-type: none"> ・上記の先物買い立てにより、リスクポジションはDV01 (Dollar Value of 0.01% : 0.01%分の金利変動による時価変動額を表す) 約500万ユーロに達した。
10時28分57秒から 10時29分15秒まで (18秒間)	<ul style="list-style-type: none"> ・11のMTS各市場においてユーロ圏国債合計119銘柄にかかる188件の売り立てを実行 (スプレッドシートを利用)。 ・約定価額は、予想に反し、売却必要額を上回る113億ユーロに上った。
10時29分	<ul style="list-style-type: none"> ・上記の現物債売り立てにより、約38億ユーロ分の売り持ち (ショート) ポジションが発生。DV0.01で300万ユーロ分のリスクポジションに相当。
10時29分以降	<ul style="list-style-type: none"> ・CGMLによる上記の現物債売却後、市場では価格下落。(図表3、図表4①を参照) ・また、CGMLが売却した188銘柄については市場で流動性が後退。(図表4②を参照)
11時24分59秒から 11時25分03秒まで (4秒間)	<ul style="list-style-type: none"> ・上記の現物債売り持ちポジションを解消するため、MTSにおいて現物債37億7,000万ユーロを買い立て (スプレッドシートを利用。10:28-10:29に売却した銘柄の買い戻しも含まれる)。 ・以上の現物債売り立て及び買い戻しにより、デスクは1,820万ドル (996万ポンド) の収益を上げた。

(出所) FSA, *Final Notice to Citigroup Global Markets Limited*, 28 June 2005, pp.3-9.により作成。

①八月二日までの経緯

F S Aによる事実経過の描写は、二〇〇四年七月中にC G M L内部において、欧州国債トレーディング・デスク (European Government bond trading desk) が収益拡大のための新たな投資戦略の策定を社内的に求められたところから始まる。

これを受けて、デスクに所属するトレーダー四人が、M T Sの全プラットフォームに多数の売買注文を同時に出すために従来から使用していた売買プログラム「マーケットビュー (MarketView)」を改良し、仲値近辺の価格で大量の売り立てを同時に行うことが可能なプログラム「スプレッドシート (Spreadsheet)」を作成するとともに、デスク所属のあるトレーダーを中心に、以下のような投資戦略を立案した。すなわち、(1) 数日間に渡り現物債買い持ち・先物売り持ちのポジションを形成し、その後、(2) 経済指標データ発表がなく、かつ先物相場の上昇が見込まれる日に、先物を買って売り持ちポジションを解消するとともに、(3) M T Sでスプレッドシートを用いて現物債を売却する、というものである。

トレーダーはこのような投資戦略をデスクヘッド (head of the Desk) に説明し、それを受けてデスクヘッドは七月二八日ないし二九日、当該投資戦略について、B u n d先物四万枚規模を買い持つという前提で上席者 (European Head of Interest Trading) に説明し、基本的に了承を得た。ただし、実施する売買の量的な規模については、明示的な説明・確認は行われなかった。

七月三〇日に、トレーディング・デスクは上記投資戦略を実地に開始し、先物の買い持ちポジションを形成したが、先物価格上昇ピッチが速かったことから同ポジションをいったん解消した。

②八月二日における経緯

デスクは八月二日朝のミーティングにおいて、同日に上述の投資戦略を実行することを確認し、朝方九時一二分から一〇時二九分にかけて、ユーレックスにおいてドイツ国債先物六万六二一四枚を買い立てた。この間にユーレックスでの先物価格は、Bund先物は一一四・二五ユーロから一一四・六一ユーロへ、Bobl先物は一一・〇六ユーロから一一・二二ユーロへ、それぞれ上昇し、これにつれて各市場での現物債価格も上昇した。

一方、上記の先物買い立てにより、デスクの抱えるリスク・ポジションはDVO1 (Dollar Value of 0.01% : 〇・〇一%分の金利変動による時価変動額を表す) で約五〇〇万ユーロに達した。CGMLのリスク管理方針上、日中のリスク・ポジション限度額は設定されていないものの、当該デスクに認められているオーバーナイトのリスク・ポジション限度額一二五万ドル(一〇四万ユーロに相当)を大幅に上回っていた。

次いで、現物債の売り立てが開始された。「スプレッドシート」を利用して、一一のMTS市場において、ユーロ圏国債合計一一九銘柄にかかる一八八件の売り立てが、一〇時二八分五七秒から一〇時二九分一五秒までのわずか一八秒間に一斉に行われた。売り注文値は、一〇年債については仲値の三セント下、五年債については同・一・五セント下であった。

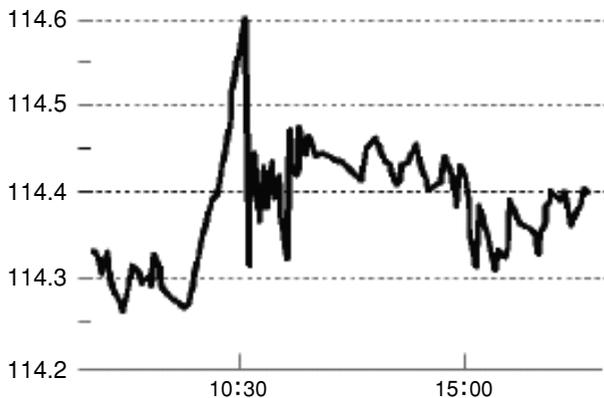
この売り立ての目的は、八月二日までに形成されていた現物債の買い持ちポジションを解消することであり、そのために必要な売却額は額面合計八〇〇億ユーロ分であったが、デスクは、上記売り立てにより実際に約定可能な額は目標を二〇〇三〇%下回るものと予想していた。なお、この予想については、事前に上席の承認を得ていなかった。ところが、上記現物の売り立てによる約定価額は、結果として予想に反し、売却必要額を上回

る一一三億ユーロに上った。また、MTS以外の二つの債券電子取引システムを通じた現物債売り立てにより一五億ユーロ分の約定が成立した。この結果、デスクには約三八億ユーロ分の売り持ち（ショート）ポジションが発生した。これはDVO1で三〇〇万ユーロ分のリスク・ポジションに相当する。

このようなCGMLによる現物債売却を受けて、市場では価格が全般的に下落し（図表3、4①を参照）、中でもCGMLが売却した一八八銘柄については市場で流動性が大幅に後退した（図表4②を参照）。八月二日前場引け近くになって、CGMLは上記の現物債売り持ちポジションを解消するため、現物債三七億七〇〇万ユーロ分を、MTSにおいてスプレッドシートを用いて短時間（一一時二四分五九秒から一一時二五分〇三秒までの四秒間）のうちに買い立てた。それには、一〇時二八分から一〇時二九分にかけて売却した銘柄の買い戻しも含まれる。以上の現物債売り立て及び買い戻しにより、CGMLは一八二〇万ドル（九九六万ポンド）の収益を上げた。

CGMLの大量売り立てにより生じた上述のようなマーケット・インパクトは、同日午後には解消されたが、この日以降三日間は、MTSにおいて気配提示を控える参加者もみられた。これを受けてMTSは八月四日に、取引の安定性と信頼性を確保するため、売買高に上限を設ける一時的措置を実施した。⁽²⁾それは、二分間以内における売買額を、(1) MTS S.p.A.におおつは一〇億ユーロ、EuroMTSおよびMTS Deutschlandにおおつは五億ユーロ、(2) 直近一〇営業日における一日平均売買高の二〇%の、いずれか小さい額以内とする、というものである。この措置は一〇月九日まで続けられた。

図表3 2004年8月2日におけるドイツ連邦債先物9月物の日中値動き



(出所)『日経金融新聞』2004年8月23日

図表4 2004年8月2日におけるシティグループ社によるMTSでの欧州国債大量売却のマーケットインパクト

①価格下落

銘柄	償還日	表面利率	シティグループ社による 売却直前の売り気配	シティグループ社による 売却後の売り気配
イタリア国債 (BTP)	2013/02/01	4.75%	(10:28:57) 104.38	(10:33:28) 103.99
ドイツ国債 (DBR)	2014/07/04	4.25%	(10:28:59) 100.61	(10:31:46) 100.44
オランダ国債 (DSL)	2014/07/15	3.75%	(10:28:33) 96.15	(10:46:55) 95.95
フランス国債 (OAT)	2014/04/25	4.00%	(10:28:30) 98.5	(10:38:27) 98.33
スペイン国債 (OBLE)	2014/07/30	4.75%	(10:28:32) 104.47	(10:38:26) 104.30
ポルトガル国債 (OT)	2014/06/16	4.375%	(10:28:37) 100.89	(10:39:37) 100.74
ベルギー国債 (OLO)	2014/09	4.25%	(10:28:33) 99.97	(10:39:44) 99.82

②流動性後退

銘柄	償還日	表面利率	10:25時点		10:35時点		10:55時点	
			価格提示社数	提示売買額合計(€100万)	価格提示社数	提示売買額合計(€100万)	価格提示社数	売買提示額合計(€100万)
イタリア国債 (BTP)	2013/02/01	4.75%	23	160	4	20	7	40
ドイツ国債 (DBR)	2014/07/04	4.25%	19	165	2	10	3	35
オランダ国債 (DSL)	2014/07/15	3.75%	13	120	0	0	3	10
フランス国債 (OAT)	2014/04/25	4.00%	22	190	0	0	3	30
スペイン国債 (OBLE)	2014/07/30	4.75%	16	160	0	0	2	20
ポルトガル国債 (OT)	2014/06/16	4.375%	15	140	0	0	2	20
ベルギー国債 (OLO)	2014/09	4.25%	20	190	0	0	4	40

(出所) FSA, *Final Notice to Citigroup Global Markets Limited*, 28 June 2005, p.7-9.により作成。

(3) FSA規則違反の認定

FSAは、二〇〇四年八月二日におけるCGMLによる業務行為について、以上のような事実経過の認定の上で、FSA規則「業務原則 (Principles for Businesses)」等に抵触するところがあったとの判断を下したものである。

金融サービス市場法 (Financial Services and Markets Act of 2000) のもとでFSAが実際に行う規制・監督活動は、FSAが定めた規則やガイダンスに即して行われ、それら規則およびガイダンスは「FSAハンドブック (FSA Handbook of Rules and Guidance)」という体系を成している⁽³⁾ (FSAウェブサイト中の <http://fsahandbook.info> において閲覧可能である)。このうち、今回CGMLに対して適用されたのは、「業務原則 (Principles for Businesses)」および「上級管理にかかると規定・体制および統制 (Senior Management Arrangements, Systems and Controls)」のそれぞれ一部の条文である。

①業務原則二への違反

FSAは、CGMLは二〇〇四年八月二日に自らが行った売買取引がMTSプラットフォームの効率的かつ秩序正しい運営に影響を及ぼし得ることについて十分な配慮を欠いており、また、実行する売買取引の量的な規模について内部において明確かつ共通の判断を形成していなかったためであり、これは、「認可業者は、十分な技能、配慮および注意義務をもってその事業を遂行しなければならない」と規定する「業務原則二・技能・責任・注意義務 (Skill, care and diligence)」に違反している、との判断を下した。

特に、CGMLが「スプレッドシート」を用いてわずか一八秒間という短時間に一一三億ユーロという大量の

売り立てを行ったことは、M T Sにおける通常の取引量（一日中平均売買高は約一三五億ユーロ）に鑑みて、大きな影響を及ぼすことは十分に予想できたはずであって、配慮に欠けていたものである、としているほか、（１）売り立てたうちのどれほどが実際に約定されるかについてのトレーダーの予想は、十分な根拠に基づくものではなかったこと、（２）八月二日に先立って「スプレッドシート」を使った取引を試行的に行ったものの、それは市場への影響を十分に検証したものではなかったこと、等の点についても、業務原則二を十分に満たしていないとしたとしている。

②業務原則三への違反

F S Aはまた、（１）C G M Lでは二〇〇四年八月二日に行った投資戦略の詳細についての上級管理者への報告が事前かつ適切に行われておらず、（２）また、トレーダーの監督体制が不適切であったのであり、これは、「業務原則三：管理および統制（Management and control）：認可業者は、十分なリスク管理体制を備えた上で、確実かつ効果的にその業務を組織し統制するよう、合理的配慮を払わなければならない。」に違反している、と判断している。

このうち（１）については、C G M Lにおいては二〇〇四年七月三〇日および八月二日に行われた売買取引について現場から管理部門への事前の報告は行われていたものの、十分かつ適切なものではなく、そのため、取引に伴うリスク（「スプレッドシート」が十分に試行されていなかったことに伴うリスクを含む）の存在や、取引がM T Sにマーケット・インパクトを及ぼすリスクについて、コンプライアンスおよびリスク管理の見地から事前に検討されなかった、と指摘している。

また(2)については、八月二日における先物買い立て額について事前にトレーディング・デスクと上級管理者 (European Head of Interest rate Trading) との間に明確な数値についての合意がなかったこと、現物債売り立ての約定額が予想を上回ったことにトレーダーおよびデスク・ヘッドのいずれも早期に気付かなかったこと等の点で、トレーダーに対する社内的な監督体制が不適切であった、としている。

(4) 処分の認定等

FSAはCGMLに対して、上記のように、二〇〇四年八月に欧州市場で行った大量の債券取引に関し公正な市場運営に対する配慮に欠けており、また内部管理体制に問題があったという点で、FSAの定める「業務原則」に違反しているとの判断を下したが、当該取引およびその背景に故意 (deliberate) または未必の故意 (reckless) があったかどうかについては、MTSに対するインパクトを十分に配慮しなかったことが問題なのであって、MTSの機能を故意に障害しようとしたわけではなく、また、CGMLが取った投資戦略は価格操縦的な意図によるものではなかった、としている。

以上から、FSAはCGMLに対する処分として、金融サービス市場法第二〇六条およびFSAハンドブック「執行規則 (Enforcement)」に基づき制裁金 (financial penalty) を課すこととし、その金額については、CGMLが当該違反により得た利益である九九六万〇八六〇ポンドに追徴金 (additional penalty) 四〇〇万ポンドを加え、合計一三九六万〇八六〇ポンドとするものとしている。

以上のような処分が行われたことについて、CGML側は、自社のウェブサイトにおいて、問題となった取引は金融市場サービス法で定める「市場阻害行為」に当たるものではないとの主張が認められたとした上で、当該

取引が「業務原則」を満たしていなかったこと、結果的にシティグループへの信頼を損ねる結果となったことを遺憾とし、さらに、グループ全体として内部管理体制の改善に取り組んでいくことを表明している。⁽⁴⁾

CGMLの二〇〇四年八月二日の行為については、英国FSAのほかにも、ユーレックスならびにドイツ当局、イタリア、フランス、ベルギー、スペインおよびポルトガルの各国当局も法令違反の有無について調査を行っている⁽⁵⁾と伝えられるが、このうちユーレックスならびにドイツ当局は二〇〇五年六月までに、重大な法令違反には当たらなかったとの結論を示している。⁽⁵⁾

2 シティグループ事例の意味と欧州における債券電子取引の動向

(1) シティグループ事例の意味

今回のFSAによるCGMLに対する処分については、法律専門家を含むロンドンの証券・金融業界関係者の間では、債券市場のように全体として流動性が低い市場において、市場価格を大きく変動させたり市場流動性を低める影響を及ぼすような大口取引を収益源としている取引主体にとっては、過剰な規制ではないか、との批判的・警戒的な見方もある。⁽⁶⁾ 上述の処分の根拠にしても、価格操縦的な違法行為ではなく、「業務原則」違反という、いわば精神的な次元のものとなっている点でも、異例のものとの感がある。

CGMLが行った取引は、ユーロ圏各国の国債の多数の銘柄を大量に一時に電子的に売買するという取引手法が取られたという点では、そのような多種多様な債券が取引対象として存在するという、単一通貨導入後の欧州（ユーロ圏）の債券市場の特色とともに、短時間での一斉取引という電子取引であればこそ可能な特色を前提にして行われたものである。その意味では、今回の一件は、欧州における債券の電子取引の利用が定着・拡大して

きたことそのものを意味するといえるが、それと同時に、全体として流動性がそれほど大きくない市場であるがゆえに、主要なプレーヤーが収益を狙うという、それ自体は合理的な目的での行動を取ったときに、大きなマーケットインパクトを引き起こしてしまう、これもまた債券市場にとって特有の事態が、電子取引という新たな装いのもとに現れたものでもある。

なお、今回の一件の意味については、CGMLの行為が行われる舞台となったMTSという債券電子取引システムの欧州における規制体系上の位置付けの面から考察することも、必要である。EU域内における代替的取引システム（ATS）にかかる制度的背景に関する椎名隆一氏の研究^⑦によると、EU内ではATSに対してライセンスは交付されるが、米国のようにATSに関する特定の規制上の扱いや規則の適用はなく、ATS運営者はEU投資サービス指令の下で投資サービス会社または規制された市場のいずれかの規制枠組みに服するのみであり、現実のATS運営者の大部分は投資サービス会社として規制に服している。MTSグループについても「規制された市場」としての取り扱いを受けているのは、イタリア法人とポルトガル法人のみであるとされる。CGMLによる大量売買という行為の規制上の意味を検討することは、MTSという欧州のATSが規制上、大量売買という事態について事前および事後的にどのように対応すべきであるかという点を検討することと表裏一体であるはずだが、後者については今後の課題としたい。

（２）欧州における債券電子取引の現状

最近の欧州における債券電子取引の定着・拡大については、米国債券市場協会（The Bond Market Association：TBMA）と欧州プライマリーディーラー協会（European Primary Dealers Association：EPDA）

が共同で二〇〇五年四月に公表したレポート⁽⁸⁾において、欧州ないしユーロ圏で発行される債券（国債、政府関係機関債、社債、金融機関債、資産流動化証券等）を対象とする電子取引システムが二〇〇〇年ごろから多数登場してきていること、中でも、残高の大きさ、発行の継続性、信用度の高さ、キャッシュフローの予測可能性、売買取引量の大きさ等の点で電子取引に適合的な国債について特に電子取引の普及が著しく、市場での売買取引全体のうち推定で七割から八割程度を占めるに至っていること、等が指摘されている。

債券電子取引システムの形態としては、システムへの参加者の観点から、証券会社や銀行等、いわゆるディーラー相互間での業者間売買（インターディーラー売買）のためのものと、ディーラーのみならず一般投資家も売買のために参加できるものとに大別することができ、電子商取引の形態としては、前者はB2B（Business to Business）型、後者はB2C（Business to Consumer）型に当たる。TBMA・EPDAによるレポートでは、欧州債券を売買対象として現在稼働している債券電子取引システムを、このような二つの類型に分けて整理、紹介している（図表5）。

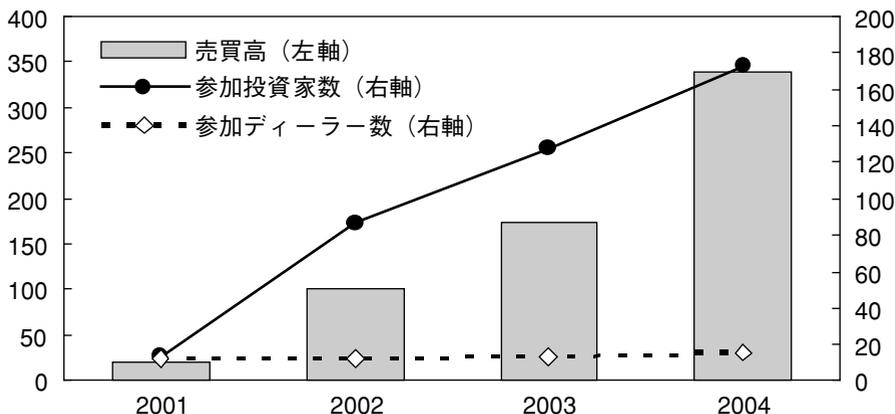
それによると、B2B型では、イスピード（eSpeed）、ブローカーテック（Broker Tec）といった米国市場で実績のある大手システムが欧州でも活動しているものの、売買規模（一日当たり平均売買高）および参加者数の面でMTSグループが群を抜いている。B2C型については、従来、取引そのものがそれほど大きくなかったものの、システムの数はかなり多くなってきており、また売買規模も、上位のものについては増加してきている。中でも、従来から米国市場で大きなプレゼンスを持った上で欧州に進出したボンドトレーダー（Bond Trader）、トレードウェブ（TradeWeb）といった米国系に伍して、MTSグループがB2C型のプラットフォームとして運営しているボンドヴィジョン（BondVision）の成長が目立つ（図表6）。

図表5 欧州居住者発行債券を売買対象とする主な電子取引システム

類型	システム名	運営・出資母体	取引手法	1日平均売買高	価格提示を行う参加者数
業者間取引向け (B2B)	eSpeed	Cantor	クロスマッチング	N/A	N/A
	Eurex Bonds	Eurex	クロスマッチング	ドイツ国債につき4.86億ユーロ (2004)	31
	Broker Tec	ICAP	クロスマッチング	システム全体(米国国内債、国際債等を含む)で4500億ドル	68
	MTS Group	MTS	確定気配提示	現物取引250億ユーロ レポ取引600億ユーロ	350
機関投資家向け (B2C)	Bond Trader	Bloomberg	複数気配引合	50億ドル	94
	Bondscape	Barclaysほか	確定気配提示	N/A(売買対象は英国国債、ポンド建て社債等)	3
	BondVision	MTS	複数気配引合	30億ユーロ	33
	Market Axxess	大手証券22社	複数気配引合	欧州各国社債につき3億ユーロ	22
	Reuters Trading	Reuter	複数気配引合	N/A	6
	SWX	Swiss Exchange	クロスマッチング	10億スイスフラン(2004)(売買対象はスイスフラン建債、外貨建て国際債)	7
	TradeWeb	Thomson Financial	複数気配引合	80億ユーロ	26

(出所) TBMA and EPDA, *European Bond Pricing Sources and Services*, April 2005, p.8, Table 2A. により作成。

図表6 ボンドヴィジョンにおけるユーロ圏各国国債取引状況の推移
(10億ユーロ)



(出所) MTS S.p.A., *Report and Financial Statements*, 31 December 2004, p.35-39により作成。

(3) 欧州における債券電子取引システムの今後

二〇〇五年七月一日、ユーロネクスト (Euronext) およびイタリア証券取引所 (Borsa Italiana) が共同で MTS 社 (イタリア法人であると同時に MTS グループ各社の親会社でもある MTS S.p.A.) を買収することに向けた動きがスタートする旨が公表された。⁽⁹⁾ ユロネクスト・イタリア証券連合は、MTS 社の資産価値を二億四五〇万ユーロと評価し、今後 MTS 社の発行済み株式の五一%を取得するものとされている。MTS 社の買収については、上述の B2B 型プラットフォームとして MTS と競合する イースピード (eSpeed) もオファーしており、ユーロネクスト・イタリア証券連合より高い評価額 (二億五〇〇万ユーロ) を提示したにもかかわらず、MTS 社側は戦略的にユーロネクスト・イタリア証券連合を選んだ形である。

このことの意味について、フィナンシャルタイムズはオンライン版 (FT.com) で次のように伝えている。⁽¹⁰⁾ すなわち、イタリアが引き続き MTS への影響力を保持することと、米国とは一線を画した欧州規模の単一債券市場を形成するという欧州独自の方向性が打ち出されたということである。FT は「市場のグローバル・リーチではなく、債券市場版の欧州統合が優先された」という、ジャンルツカ・ガルビ MTS 社 CEO の言を紹介している。さらに、ユーロネクスト・イタリア証券連合側、特にユーロネクストの狙いとしては、ユーロ建て金利スワップ取引や債券指数取引といった債券絡みデリバティブ商品の分野を手中に納める上で有利であるということも大きいとされる。この分野については、最近、トレードウェブ・ヨーロッパ等も進出を表明したところである。

今後、欧州における債券電子取引システムの運営については、従来のような取引手法をめぐる優位獲得競争に加えて、取り扱い商品の幅の拡大や付加的サービスの充実をめぐって、基本的には欧州系優位の構図の上で、相

互の競争や再編が進んでいくものと予想される。そのような新展開の中で、CGML事例においていわば露呈した流動性不足という限界が今後どのように改善されていくかが、注目される。

注

- (1) FSA, Press Release FSA/PN/072/2005, "FSA fines Citigroup £13.9 million (€20.9) for Eurobond trades," 28 June 2005. 44
45 FSA, Final Notice to Citigroup Global Markets Limited, 28 June 2005. (<http://www.fsagov.uk/pages/Library/Communication/PR/2005/072.shtml>)
- (2) MTS S.p.A., *Report and Financial Statements*, 31 December 2004, p.43.
- (3) 「FSAハンドブック」の全体像および「業務原則」等の個別条文については、須藤時仁「証券規制」、日本証券経済研究所編『図説イギリスの証券市場 二〇〇五年版』日本証券経済研究所、二〇〇五年、一七八～一八七頁を参照された。
た。
- (4) Citigroup, Immediate Release, "FSA cites Citigroup for care and controls breach in 2004 Eurozone bond trade," June 28, 2005. (<http://www.citigroup.com/citigroup/press/2005/050628a.htm>)
- (5) Adam Bradbery, "Eurex Clears Citigroup in Case of the Dr. Evil Bond Trades," in *Wall Street Journal*, June 20, 2005, Page C3.
- (6) Gillian Tett, "Lawyers concerns over FSA fine on Citigroup," in *FT.com*, July 3, 2005.
- (7) 椎名隆一「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（二〇〇四年二月）。
- (8) TBMA and EPDA, *European Bond Pricing Sources and Services*, April 2005.

- (6) MTS S.p.A., Press Release, "The Majority of the Shareholders of MTS Accept Euronext and Borsa Italiana's Offer for 51% of the Equity," 1 July 2005. (http://www.mtsspa.it/content/news/download/2005_07_01e.shtml.)
- (11) Pavi Munter, "European Group wins bid for MTS," in *FT.com*, July 2, 2005.

(トビヤ せい・客員研究員)