

英国債券流通市場の透明性に関するFSAディスカッション・ペーパー

横山 史生

英金融サービス機構（FSA）は、二〇〇五年九月、ディスカッション・ペーパー「英国債券市場における透明性」を公表した⁽¹⁾。これは、債券流通市場における透明性に関する政策を展開する上での方針を定めるために、EUレベルの法令整備と整合性を取ることを視野に入れた上でFSAとしての現時点での考え方を整理し、英国債券市場関係者の意見を徴することを目的としている。本稿は、その内容を概観するものである。なお、本稿においてはこのディスカッション・ペーパーを「FSA債券市場透明性DP（二〇〇五）」（または単に「DP」と呼ぶこととする。

1 FSA債券市場透明性DP（二〇〇五）の目的・背景

(1) EU投資サービス指令改正との関係

FSAは、本DPを公表した理由として、EU加盟国全体にかかる法令のレベルにおいて株式を対象として新たに導入される透明性要件を、今後にも債券に対しても適用するかどうかについての検討をEUが進めることとなつていることに鑑み、国内において債券取引の果たす役割が大きい英国としての考え方を示すことがEUレベルでの検討に大きく貢献し得ることを、まず挙げています。

EUの証券市場規制・証券業者規制に関する基本法ともいえるべき法令として一九九三年に制定された「投資サ

ーグス指令 (Investment Services Directive : ISD) は、二〇〇四年に改正・名称変更されて「金融商品市場指令 (Markets in Financial Instruments Directive : MiFID)」となり、二〇〇七年四月がEU構成国における国内法化の期限とされている。その改正内容のポイントは、規制対象となる業務範囲の拡大や電子取引システムに対する規制の整備等を通して、EU域内におけるサービス提供にかかる競争環境を確保しつつ投資家保護の実効性を確保することであるとされる。その一環として、EU域内での株式取引について、取引所 (MiFID上は「規制市場 (regulated market)」と定義される) や電子取引システム (MiFID上は「多角的取引システム (Multilateral Trading Facility : MTF)」と定義される) における売買取引にかかる透明性を強化するとともに、市場外の店頭取引についても、そこで組織的かつ継続的に自己勘定で顧客からの売買注文を処理するディーラー (新たに「組織的内部化業者 (systematic internaliser)」と定義された) に対して事前および事後の透明性の確保を求める規定 (気配の継続的公表ないし顧客注文に応じた気配の提示、市場外で執行した売買取引にかかる事後情報の速やかな公表等) が設けられている⁽²⁾。ただ、株式にかかる透明性を株式以外の金融商品にも適用するかどうかについては、欧州委員会が二〇〇七年一〇月までに方針を決定することとなっている (MiFID六五条)。FSAは、英国にとって重要な位置を占める債券市場に透明性要件を課すかどうかについて、欧州委員会によるMiFIDの適用拡大に関する方針の提示を視野に入れて国内的に検討を行う作業の出発点とするために、本D Pを作成した、としている。

本D P公表の理由、背景としては、このほかに、証券監督者国際機構 (IOSCO) において各国の社債市場の透明性向上に関する一連の検討が行われていること⁽³⁾、米国において社債市場の事後透明性要件の制度化 (NASD規則に基づくTRACE制度) が行われたこと⁽⁴⁾、IOSCO加盟各国において社債市場への個人投資家の参

加拡大がみられており、英国においても近年、投資信託や年金基金がポートフォリオ中の債券のウェイトを高めるとして債券市場の重要性が高まっていることが、挙げられている。

(2) DPの構成

本DPは、以下のような構成となっている。本稿では、DPの記述に即しつつ、その概要を整理していくこととする。

第一章 概観

第二章 英国の債券市場

第三章 債券流通市場における透明性の意義

第四章 英国の債券流通市場における透明性の現状

第五章 市場に欠陥はあるか

第六章 政策課題に関する実務的観点

第七章 今後の予定

補遺一 市場透明性に関する実証研究文献のサーベイ

補遺二 債券市場の透明性に関するFSA・業界合同ワーキンググループの構成

補遺三 参考文献

補遺四 質問事項の一覧

2 英国債券市場およびその透明性の現状

(1) 英国債券市場とその規模

DP第二章では、分析対象とする英国の債券市場の範囲について、まず国内債としては、ギルト債（中長期国債）を中心とする政府証券（二〇〇四年九月末現在現存額六〇二六億ドル）と国内民間債（同八二五〇億ドル、うち金融機関四〇六〇億ドル、民間企業四一九〇億ドル）を挙げ、このほかに英国居住者が国際債（international bond）の形で発行するもの（同一兆七二一七億ドル。なお、英国市場で発行される国際債全体は約一四兆ドル）を挙げている。保有構造については、各国と同様に機関投資家による保有が中心であり（ギルト債の投資家別保有比率の六〇％が保険会社および年金基金）、個人投資家による債券の直接保有の比率は微少（全家計の１％しか国債を直接保有していない。社債はそれ以下）だが、間接保有は増大傾向にあるとしている（ユニット・トラストおよびオープンエンド型投資会社の保有資産のうち、国内社債は二〇〇一年の一二九億ポンドから二〇〇四年には二三〇億ポンドへ、国債は同じく二八億ポンドから三五億ポンドへ増加）。

売買高については、統計数値は示されていないが、ギルト債、民間債それぞれの売買取引の特徴が、次のように述べられている。まずギルト債は、一銘柄当り発行額が概して大きく（現存額一〇〇億ポンド超が大半）、継続的に発行されるため、全体として流動性が高い。民間債では、大半の発行額が一〇億ポンド未満と比較的小さく、また、株式と異なり一企業（発行体）ごとに多種多様の銘柄が発行される（EU域内証券取引所上場株式は約八〇〇〇銘柄、ICMAのデータベースに含まれる欧州各国居住者発行国際債は約二〇万銘柄）ため、売買が少数の銘柄に集中しておりまた発行直後の一、二日間に売買が集中しそれ以後はほとんど売買されない銘柄が大半であるが、売買当事者は機関投資家を中心であるため、一取引当り売買額は株式に比較して大きい（一取引当

り平均売買額は、国債五〇〇万ポンド、国際債一〇〇万〜二〇〇万ユーロ、英国国内株式四万三〇〇〇ポンド)。これらのことからDPは、売買の平均サイズは大きい但し売買頻度は低いことが英国債券流通市場の特徴である、としている。

(2) 英国債券流通市場の取引態様

DPは、債券の売買取引について、債券ディーラーと顧客(機関投資家中心)との間での電話を介した相対取引が中心であるが、近年、マルチディーラー型電子取引システムによる取引が増えている、としている。これらは、複数のディーラーによる顧客への気配提示および顧客とディーラーとの間での最良気配による売買執行を電子的に行うものであり、B2B(業者間売買取け)型とB2C型(機関投資家等向け)の両方のビジネスモデルがある。取引コスト削減を求める市場ニーズに牽引されて取引の電子化・自動化が進展しつつあるが、その度合いは、債券種類ごとの流動性の程度により異なり、ギルト債については電子取引が相当程度普及しているものの、民間債では依然としてディーラー取引が支配的である、とされる。なお、証券取引所は、ギルト債のみならず国内民間債および居住者発行国際債の大半の上場先であり、ギルト債については発行市場におけるプライマリー・ディーラーがギルト債市場マーケットメイカーとして取引所(LSE)規則に基づき気配提示義務を負っているほか、社債についても業者の気配提示義務に係る規則が存在するが、実際の売買取引の大半は取引所外(over-the-counter exchange)で行われている、とされる。

(3) 英国債券流通市場にかかる透明性要件

このような規模と特徴を有する英国債券流通市場について、売買取引を行う際の取引情報（気配にかかる事前情報および出来値・出来高等にかかる事後情報）がどの程度迅速かつ広範に提供されているのか、すなわち透明性はどのような状態にあるのかを確定することが、D P 第四章の内容である。まず法令・規則の次元での現状を確認するために、D P 第四章の前半において、現行の金融サービス市場法（F S M A）において債券取引にかかる透明性に関して定められている規制要件が概観されている。

① 証券取引所（F S M A上の認可投資取引所）

F S M Aの規定により、取引所運営者が投資家保護の観点から取引対象および取引手法の特性等を考慮した上で事前情報および事後情報にかかる透明性を十分に確保することが求められている。取引所規則の規定としては、まず事前情報に関しては、取引所が銘柄ごとに指定するマーケットメイカーが投資家からの引合いに応じて確定気配を提示する義務が課されている（常時クウォート義務はない）。事後情報に関しては、国債については取引所が出来値・出来高（五万ポンドまで実額）を逐次公表すること、国債以外については、投資家相互間売買分は取引所が出来値・出来高を逐次公表すること、ディーラー自己売買分は取引所が約定の翌日に取引所が出来値を公表することが、定められている。

② 電子取引システム（F S M A上の代替的取引システム…A T S）

F S A 市場行為規則（Market Conduct Sourcebook）の規定により、事前情報については、A T S 運営者が十分な情報を利用者に提供すること、事後情報については、主要銘柄（当初発行額一〇億ユーロ以上の国債、国際機関債およびA A A 格民間債）にかかる事後情報を約定後三〇分以内に公表すること（F S A への取引結果報告

は約定後三分以内」とされている。

③店頭（OTC）市場

法令規則上の規制要件はない。

（4）英国債券流通市場の透明性向上に向けた市場ベースの動向

DPは第四章の後半において、市場ベースでの透明性向上に向けた動きについて触れている。

まず事前情報（気配情報）について、DPは、債券市場では近年、債券ディーラーに対して債券の投資家と発行体の双方から、事前情報透明性向上へのプレッシャーがかかっている、との見方をとっている。投資家は、投資対象の多様化、投資手法の高度化などを背景に、債券について従来以上に高い事前情報透明性を必要とするようになっており、また発行体は、債券流通市場の投資家を発行時の潜在投資家として重視し、引受業者に対して流通市場業務にかかる力量を備えていることを期待し要求する傾向を強めている、というのである。DPでは、事前情報透明性の向上への指向の強まりは、債券電子取引システムの利用拡大という形で端的に現れている、とされているほか、情報ベンダーにおいても債券価格情報提供が充実してきていることに触れている（ブルームバーグでは、欧州域内で九〇社以上のディーラーが債券の気配を配信しており、端末画面では債券銘柄ごとに気配提示ディーラー名、気配値と数量、売り買いの別、参考気配か確定気配かの別などが表示されているという）。

事後情報については、DPでは、伝統的な債券ディーラーにおいても電子取引システム（ATS）においても、顧客に対しては上述のような法令で定められている要件を満たす以上の透明性を提供している、とみている。多くのATSは利用者向けに、FSA規則で定められた以上のカバレッジの広さ、タイムフレームの速さを持つ事

後情報を提供しており、また、伝統的売買においても、自社の顧客投資家向けに自社が行った売買に基づく事後情報を提供している債券ディーラーもみられるという。もともと、これらはATSや債券ディーラーが顧客のみを対象として行う付加的サービスであり、市場全般に対して広く事後情報を公表する形にはなっておらず、投資家間で情報格差が生じることともなっている、とDPは指摘している。国際債に関しては、業者団体である国際資本市場協会（International Capital Market Association：ICMA⁽⁵⁾）が英国ベースのすべての会員ディーラーから債券の売買結果報告を約定後三〇分以内に受け取り、それに基づく事後情報が日中取引終了後に情報ベンダー経由で公表される仕組みであるTRAXが稼動しており、DPはこれを積極的に評価している。

2 債券流通市場にかかる透明性向上の進め方

(1) 市場に欠陥は存在するか

DPは、透明性向上の進め方には規制主導（regulatory intervention）と市場主導（market forces）の二つの類型があるとしている。DPにおいて、それらは相補的なものと捉えられているとみられるが、市場主導による対応では問題・欠陥が改善されないと判断される場合には、規制主導による対応を進める必要があるとも捉えられている。

この点については、市場において透明性にかかる欠陥（market failure）や問題の存在が認められた場合にはそれを是正するための政策的介入を行う必要がある、そのために、市場において何らかの欠陥はあるかどうか、欠陥がある場合それが透明性の不足によるものかどうかについて市場関係者の意見を徴することが、DPの主な目的であるとしている。

D P第五章には、市場に欠陥が存在するかどうかに関しパブリック・コメントを求める質問事項として、次の事項が列挙されている（番号が順不同であるのは、D P第五章本文で降番なしで順次列挙された各事項について、D Pの後段の補遺四「質問事項一覧」で再掲されている箇所において与えられている番号によったためである）。

Q 1. 債券市場に欠陥はあるか。あるとすれば、それは何であり、また何故生じているか。

Q 2. 様々な種類の債券にかかる価格形成過程はどの程度まで効率的か。同一の債券について売買スプレッドの大きさが取引ごとに異なるといった具体例を示し得るか。

Q 4. 個人投資家は債券市場に参加するに際して何らかの困難に直面しているか。直面しているとすれば、それはどの程度、透明性にかかる問題に由来するか。

Q 5. 市場に何らかの欠陥がある場合、それは透明性向上によりどの程度まで解決可能であるか、あるいは、透明性向上以外の解決方法が必要か。

Q 7. 一定のベンチマーク銘柄債券（たとえば流動性の非常に高い社債）に事前または事後の透明性要件を課すことは、それ以外の種類の債券にどの程度まで好影響を及ぼすか。

Q 8. 債券市場における透明性の改善は、たとえば債券ポートフォリオやクレジットデリバティブの価格形成に資するといった何らかの顕著な効果をもたらすか。事前情報の透明性改善と事後情報の透明性改善とは、いずれがより効果が大きいか。

Q 3. 債券市場における最良執行について何らかの困難や懸念を有しているか。有しているとすれば、事前情報または事後情報にかかる透明性向上によりどの程度まで解決可能であるか、あるいは、透明性向上以外の解決方法が必要か。

(2) 債券市場における透明性と流動性の関係をどう考えるか

D Pは第六章の冒頭で、債券市場に透明性にかかる欠陥の存在が認められた場合には、F S Aはコスト・ベネフィット分析を行った上で欠陥を是正するための政策的介入を行う必要があるが、透明性向上のための新たな提案を行う場合には、次のような点を考慮する必要がある、としている。

- ・政策的介入の対象は事前透明性か、事後透明性か、またはその両方か
- ・新たな要件の対象となる債券種類および取引手段の範囲

・透明性向上は規制当局が主導すべきか、それとも、業界自身に新たな措置を講じる用意と意欲があるか

このうち最後の点は、上述のような、規制主導か市場主導かの選択であるが、市場に問題・欠陥があれば直ちに規制主導により透明性向上を図る、という考え方にあって留保を設けている点に本D Pの特徴がある。債券市場の透明性向上の進め方についてこのように慎重な姿勢を取るのは、F S Aが、債券市場における透明性向上が債券市場の流動性にどのような影響を及ぼすかについての判断を踏まえようとしていることによるものである。D Pの第三章では、債券流通市場における透明性の意義に関するF S Aの原則的な考え方について、「F S Aは、透明性は市場効率性を促進し、投資家の市場への信頼を高め、投資家保護に資する、と考えているが、透明性と流動性の間にはトレードオフの関係があることも認識しており、透明性それ自体を規制目的としているわけではない。透明性の適切なレベルは市場によって異なると考えられる。」と述べているのである。

このような判断の基礎となるのは、D P第三章および補遺一における、債券市場の透明性と流動性の関係に関する近年の実証研究に基づく知見の整理である。ここでは、債券市場における透明性と流動性との間には、ポジティブな関係が成り立つ可能性と同時に、トレードオフの関係が成り立つ可能性がともに知られていることに触

れている。

まずポジティブな関係としては、透明性を向上させるような何らかの制度改善（それは規制主導、市場主導のいずれでもあり得る）が行われることにより、価格発見プロセスにおける効率性の向上↓取引コストの低下↓市場への信認の高まりによる市場参加者ベースの拡大↓個別債券にかかる流動性プレミアムの縮小とそれを通じた発行コストの縮小、といった連鎖が生じる可能性である。他方、トレードオフの関係としては、①透明性向上により、ディーラーの売買スプレッドが過度に縮小したり、情報収集力のある投資家にとっての収益性が後退した場合には、市場参加者ベースが狭小化する可能性があること、②ディーラーが大口注文に応じて提示した気配が遅延なく市場に伝わると、他のディーラーや投資家の反対売買を引き起こす可能性があり、ディーラー総体にとってのリスクが高まること、といった点である。

つまり、債券市場における透明性向上は、債券ディーラーにとっては、売買スプレッド縮小が顧客投資家による売買高増大によって埋め合わされるかどうかの程度問題であり、また、市場全体のコスト・ベネフィットの観点からは、最適な透明性（optimal transparency）と最大の透明性（maximum transparency）は一致せず、収益性確保の観点から最適な透明性であっても取引促進のためには不十分であることがあり得る、ということになる。DPは、そのような認識を示しているのである。その上で、この点に関する具体的な質問項目としては、次の二つを挙げている。

Q 6. 債券市場における透明性と流動性の関係についてどのように考えるか。マーケットメイカー、機関投資家、個人投資家の別、債券種類の別を考慮に入れて答えられたい。

Q 9. 債券の現物取引とデリバティブ取引の相互関係は透明性の検討にどのような影響を持つか。

(3) 透明性要件の制度化を行う場合に考慮すべき市場実態

DPは、透明性向上に向けて規制主導型の何らかのアクションを行う場合には、債券市場に特有の市場実態に即した考慮が必要との判断から、第六章で、次のような質問項目を設定している。

Q10. 規制当局が債券市場における透明性に関する政策を立案する際に考慮すべき実際上の事項は何だと考えられるか。英国債券市場に何らかの透明性要件を適用することに伴うコストとして何が予想されるか。債券市場の透明性について汎欧州的なアプローチを行う際に考慮しなければならない実際的な事項は何か。

このQ10は、いわば包括的な質問となっているが、DP第六章では、この質問をブレイクダウンするような形でいくつかの論点を提示している。それらは、概要以下のように整理できる。

①透明性要件の制度化に伴うコスト

事前情報ないし事後情報を収集・統合・公表する仕組みを構築するためのコストを見極めることが重要であり、事前情報についてはマーケットメイカーによるコスト負担が必要となることも考えられる、としている。事後情報については、国際債にかかる価格情報インフラであるICMAのTRAXといった既存のシステムを活用することによりコストを軽減することは可能ではないか、としている。また、透明性要件の制度化に伴う流動性の低下をカバーするために債券ディーラーが売買スプレッドを拡大することによる機会費用の増大も、広義のコストとして捉えている。

②透明性要件を課す対象となる債券の範囲

流動性の高い債券にのみ透明性要件を課すことも考えられるとしている。

③ 透明性要件を課す対象となる取引態様

債券売買について、取引所取引および電子取引システムによる取引だけでなく店頭（OTC）取引にも透明性要件を課すこととする場合、個人投資家（retail clients）と取引を行う業者にのみ透明性要件を課すことも考えられるとしている。

④ 事前情報・事後情報を公表する場合の仕組み

公表すべき事前情報の形態としては、株式のように一律に「一定金額以上の注文にかかる継続的な気配」とすのではなく、売買金額の大小、債券種類ごとの流動性の違い、売買当事者となる投資家の種類の違いを考慮に入れる必要があるのではないかとしている。事後情報の公表に関しては、流動性の高い債券については約定後数分以内に公表する一方で、流動性の低い債券については日中取引終了後または翌日ベースで公表することとしたり、流動性が高い債券であっても一定金額以上の取引については公表時間を遅延させるか、または、一定金額以上の取引については実額を公表しないこととすることが考えられる、としている。

また、透明性要件向上の進め方そのものについて、規制主導と市場主導の二つの形があることに再び触れている。米国における債券市場の透明性向上の経緯をみると、従来から流動性が高かった政府証券については市場主導（一九九〇年のGovPX設立）で進められたこと、総体的には流動性が低い社債については規制主導（二〇〇二年から二〇〇五年にかけて行われたTRACE制度の導入）で進められたが、その場合も市場との協調によって進められたことに言及しており、またその関係で、TRACE制度導入は対象債券の範囲を順次拡大していく「段階的アプローチ」によって行われたことに注目している。「段階的アプローチ」を取れば業界が準備に時間をかけることができるし、早期に制度化が行われた債券セグメントから他のセグメントへの波及効果も期待で

きる、として、一挙に制度化を行うような「ビッグバン・アプローチ」との比較を行っている。

3 FSA債券市場透明性DP（二〇〇五）の特徴

今回のDPは、透明性要件の制度強化を前提にしたものでは必ずしもなく、英国を含む欧州の債券市場において投資家サイドで時価評価の定着や取引手法の高度化等を背景に事前情報の透明性向上が求められている状況や、セルサイドでは電子取引の拡大等の形でそれに応じている状況が、ファクトファイディングとしてビビッドに描写されている。そして、透明性向上については、市場公正性を高める見地が重要であるとしつつも、EUレベルのMiFIDが想定している株式市場を念頭に置いた規制要件を債券市場に課すことには、透明性と流動性のトレードオフという債券市場に特有の事情を含めて実務上の障害が大きいと考えられることから、債券市場に適合的な規制内容とすること、いわば株式型の規制を債券型にモディファイしてはどうか、との考え方を、FSA自身が業界を先取りする形で展開している点に、本ペーパーの最大の特徴が認められる。

FSAは、本DPに対して寄せられたパブリック・コメント等を検討することによって英国債券流通市場に欠陥が存在することが明らかになった場合にのみ、透明性要件を制度化する提案を行うものとしている。また、当該提案は、MiFIDの株式以外への拡張についての欧州委員会による判断が明らかにされる以前には行わないものとしている。

本DPへのコメント受付は二〇〇五年二月五日に締め切られた。FSAは、寄せられたコメントを検討した上で本DPのテーマに関するフィードバック・ペーパーを作成し、二〇〇六年三月末までに公表する予定であるとしている。

本DPを受けた市場関係者側からの反応としては、債券市場協会 (The Bond Market Association)、欧州ハイイールド債協会 (The European High Yield Association)、エマージングマーケット取引業者協会 (The Trade Association for Emerging Markets)、欧州プライマリーディーラー協会 (The European Primary Dealers Association)、欧州証券化フォーラム (The European Securitisation Forum) の五つの業者団体が共同で意見書を作成し、二〇〇五年一月五日付けでFSAに提出したとして、対外的に公表している。⁽⁶⁾ 五団体共同意見書では、英国市場を含む欧州域内居住者が欧州域内及び国際債市場で発行し取引される債券について、透明性は市場主導の努力により総体的には従来に比べて改善されてきていること、債券市場は発行体や債券の仕組み、流動性の程度について極めて多様な部分を含む多元的なものであるため、透明性について画一的な規制要件を課すことは不適切であること、ハイイールド債や資産担保型債券については透明性を改善する余地があるものの、現在進みつつある市場主導による対応の成果を見守る必要がある、規制主導型の対応はむしろ逆効果であると考えられること、といった諸点を主張している。英国を含む欧州債市場における投資家保護の確保という観点については、債券の価格情報にかかる透明性が向上すれば、個人投資家が投資決定や資産価値評価を行う上で有益であることは確かだが、価格透明性が高まるからといって投資リスクから守られるのではないことは言うまでもなく、アルゼンチン国債デフォルト(二〇〇一年)や伊パルマラット社粉飾決算事件(二〇〇三年)といった欧州の個人投資家にとって債券絡みで問題となった事態は、流通市場における透明性にかかる問題と言うよりはむしろ、発行市場における募集・分売時のディスクロージャーおよび適合性原則にかかる問題である、としている点も、興味深い。

この五団体共同意見書を含めてDPに対してどのようなコメントが寄せられたかについて、FSAからの公表

は、まだ行われていない。英国ないし欧州の債券市場にかかる透明性について規制主導の対応は必要ないという、いわば想定内に置いていたであろうこのような反応に対して、FSAがどのようなフィードバックを行うかが、注目される。

注

- (1) UK FSA, Discussion Paper 05/05, "Trading transparency in the UK secondary bond markets", September 2005 (http://www.fsa.gov.uk/pubs/discussion/dp05_05.pdf)
- (2) 大崎貞和「改正されたEU投資サービス指令（ISD）」、『資本市場クォーターリー』二〇〇四年夏号を参照。
- (3) 拙稿「社債市場の透明性―IOSCO報告書を中心に―」、『証研レポート』第一六二七号（二〇〇四年十二月）を参照。
- (4) 拙稿「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」、『証研レポート』第一六三〇号（二〇〇五年六月）を参照。
- (5) 国際資本市場協会（International Capital Market Association：ICMA）は、国際証券市場協会（ISMA）と国際発行市場協会（IPMA）が二〇〇五年七月に合併して発足した、国際債の引受および売買等の市場実務・慣行に係る自主規制機関。従来 of ISMA の業務を引き継いで、国際債にかかる売買気配値および出来値の集計・公表等を行っている。ISMA による国際債の価格情報インフラの仕組みについては、拙稿「ユーロ債流通市場における価格情報インフラ」、『証研レポート』第一六二六号（二〇〇四年一〇月）を参照。
- (6) BMA, EHYA, EMTA, EPDA and ESF, "Response to FSA Discussion Paper 05/05 on Trading Transparency in the UK

Secondary Bond Market", December 5, 2005. (http://www.bondmarkets.com/assets/files/FSAResponse_Dec05.pdf)

(ちんぎま しせい・客員研究員)