

EUおよび英国における債券市場の透明性に関する検討の動向

～ EU金融商品市場指令との関連性～

横山 史生

英国を含むEU加盟各国の債券市場について近年、売買取引の事前・事後の透明性（気配値・出来値および取引数量等にかかる情報の公表の程度）を向上させる必要性についての検討が進められている。そこでは、EU加盟各国の証券市場規制・証券業者規制にかかる新たな根本規定である金融商品市場指令（MIFID）によって二〇〇七年一月から新たに株式取引に対して課せられることとなっている透明性要件を、債券を中心とする株式以外の金融商品にも適用することとするかどうか、議論の焦点となっている。本稿では、EU当局および英国FSAによる債券流通市場にかかる透明性要件の検討の動向を概観する。

1 債券市場の透明性に関する検討の動向

近年、各国の債券流通市場における売買取引の事前・事後の透明性（気配値・出来値および取引数量等にかかる情報の公表の程度）を向上させる必要性についての検討が、各方面で進められている（表1を参照）。中でも、米国社債市場において、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証券会社が全米証券業協会（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

表1 債券市場の透明性に関する検討・制度整備の動向

	EU	UK	その他
これまで の経緯	2004年7月 「EU投資サービス指令 (Investment Services Directive: ISD)」改正・ 名称変更、「金融商品市場 指令(Markets in Financial Instruments Directive: M i F I D)」公布	2005年9月 F S A、ディスカッショ ン・ペーパー「英国債券流 通市場における透明性」 (DP05/5) を公表、パブ リックコメント募集	2004年5月 証券監督者国際機構 (IOSCO)、「社債市場の透 明性に関する専門委員会報 告書」を採択・公表
	2006年6月 欧州委員会 (European Commission)、MIFID透明 性要件の債券等への適用に 関する意見募集	2005年12月 DP05/5へのパブリックコ メント締め切り	2005年7月 全米証券業協会 (N A S D)、社債取引結果公表シ ステム (T R A C E) の対 象銘柄拡大 (公募社債全銘柄) と時間短縮 (約定後15 分以内) を実施
今後 の予 定	2006年9月 上記意見募集締め切り	2006年7月 F S A、DP05/5へのフィ ードバック・ステイトメン ト (FS06/4 on DP05/5) を公表	2006年5月 経済政策研究センター (Center for Economic Policy Research: C E P R、在ロンドン)、欧州債 券市場における透明性・流 動性・効率性に関する調査 研究報告書を公表 (業界団 体からの委託研究)
	2006年11月 上記意見募集結果公表		
	2007年3月 欧州委員会から欧州証券監 督者委員会 (Committee of European Securities Regulators: C E S R) へ の諮問		
	2007年6月 欧州委員会、欧州議会への 報告素案(Draft Report)公 表・パブリックコメント募 集開始		
	2007年10月 欧州委員会から欧州議会へ の報告 (Final Reports) 期 限		

(出所) 各種資料により筆者作成。

次に公表する仕組みであるTRACE (Trade Reporting and Compliance Engine) が、二〇〇二年七月に開始されたことが特筆され、同制度は二〇〇五年七月に、報告・公表対象銘柄の拡大および公表までのタイムフレームの短縮(約定後一五分以内へ)が図られるなど、順次、改善が進められている。また、二〇〇四年五月には、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報告書が取りまとめられたところである。

このような中、国内債市場に加えて国際債市場(ユーロ債市場)を有することから欧州を中心に世界各国の発行体、投資家、仲介業者にとって重要な機能を果たしている英国債券市場についても、英国金融サービス機構(FSA)が二〇〇五年九月に「英国債券流通市場における透明性」と題するディスカッション・ペーパー(DP)を发出し、英国において透明性要件を制度化することの意義等について公開諮問を行ったところであるが、二〇〇六年七月、当該DPに対して寄せられた意見をFSAがとりまとめたフィードバック・ステイトメント(FS)が公表された。⁽²⁾

英国FSAはこの検討を行うことについて、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は債券に対しても適用するかどうかについての検討をEUが進める上で、規模の大きい債券市場を有する英国としての考え方を示すことが大きく貢献し得るとしている。ここで言われているEUレベルの新たな透明性要件の検討とは、二〇〇四年にEU投資サービス指令(ISD)の大幅改正・名称変更により成立したEU金融商品市場指令(MIFID)が二〇〇七年一月に施行を控える中で、基本的には株式取引にかかるものとして定められた透明性要件を、債券等の株式以外の金融商品にも適用することとすることにかんする検討プロセスが進められていることを指す。以下において、EU当局および英国FSAによる債

券流通市場にかかる透明性要件の検討の動向を概観していくこととする。

2 EU当局による検討の動向

(1) EU金融商品市場指令 (MiFID) における透明性要件規定

EUの証券市場規制・証券業者規制に関する基本法ともいべき法令である「投資サービス指令 (Investment Services Directive : ISD)」は、制定(一九九三年)後の市場環境・市場構造の変化(市場間競争の強まり、電子取引の拡大、投資アドバイザー業務の普及等)を受けて、二〇〇四年に大幅に改正されるとともに「金融商品市場指令 (Markets in Financial Instruments Directive : MiFID)」と名称変更された⁽³⁾。

MiFIDの主な条項を、ISDと比較して新たに設けられた内容を中心に概観すると、次の通りである。

- ・市場集中義務の撤廃と取引所外取引にかかる規程の整備：組織された市場すなわち規制市場(証券取引所)および多角的取引システム(私設の電子的取引システム)の開設、運営にかかる規程の整備、取引の市場集中義務の撤廃とそれに伴う最良執行義務の規定ならびに組織された市場で執行される取引以外の取引(店頭取引)における透明性要件の規定等。

- ・投資サービス業者にかかる行為規制：利益相反の防止、最良執行義務ならびに顧客注文の公正な取扱いの義務、市場外取引にかかる事前・事後の透明性の確保等。

- ・規制対象となる業務および商品の範囲：投資サービス業務の範囲に、投資アドバイザー業務、多角的取引システム運営業務等を追加、金融商品の範囲に、商品デリバティブ、クレジットデリバティブ等を追加等。

本稿ではこれらのうち、透明性要件(取引の事前および事後における取引内容情報の公表にかかる規定)に注

目する。それは、M i F I Dにおける透明性要件がおもに株式取引を念頭に置いて構成されているため、債券を含む株式以外の金融商品の売買取引については、M i F I D施行後に検討を続けることとされており、そのことを背景にして、英国その他において債券にかかる透明性についての検討、議論が進められているからである。

M i F I Dでは、金融商品の売買注文が執行される場を、①規制市場 (regulated market)、②多角的取引システム (Multilateral Trading Facility : M T F)、③投資サービス業者による注文執行の三つに分け、それぞれについて投資家保護の実効性を確保する観点から諸規程が整備された。

まず規制市場については、M i F I D条文上、新たに独自の「編」を設けて (第三編第三六条、第四七条)、市場開設 (認可)、上場ルール、取引ルール等とならび、取引の透明性にかかる規程が整備された。次に、新たにM T Fと定義された従来の代替的取引システム (Alternative Trading Systems : A T S) については、従来、I S D本則上は規定がなく、二〇〇二年に欧州証券監督者委員会 (Committee of European Securities Regulators : C E S R) が定めた「A T Sスタンダード (Standard for Alternative Trading Systems)」により投資サービス業者がA T Sを運営することにかかる認可要件、行為規範等が規定されていたところ、M i F I Dにおいて新たに、投資サービス業者または規制市場の運営者が運営することができる投資サービス業務と位置づけられるとともに、組織要件、取引監視義務等とならび、取引の透明性にかかる規程が整備された。

取引の事前・事後の透明性の確保にかかる規程の具体的内容は、規制市場およびM T Fのいずれについてもほぼ同様となっており、カレントな売買気配および注文量の公表 (事前透明性) および約定注文にかかる価格、数量、執行時間の公表 (事後透明性) の義務等が定められている。ただし、取引形態および数量の大きさに応じて、公表義務の免除ないし公表の遅延が認められる場合があることも定められている (M T Fについて第二九条、第

三〇条、規制市場について第四四条、四五条)。

第三に、これら組織された市場において執行される以外の、いわゆる店頭取引について透明性を確保するための規程は、投資サービス業者にかかる行為規制の一環として定められている。すなわち、店頭取引において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、取扱い銘柄が流動性の高い銘柄であれば確定気配を公表し、流動性の低い銘柄であれば顧客からの引き合いに応じて気配を提示すること(第二七条)、通常取引時間中は気配を定期的、継続的に公表すること(第二七条三項)、規制市場で取引されている銘柄の売買注文を規制市場またはMTFの外で執行した場合には、その価格、数量、執行時間を速やかに公表すること(第二八条一項)等である。また、注文の大きさや種類によつては事後情報の公表の遅延が可能とされる(第二八条二項)。

なお、MiFID本則を補完するための実施細則が二〇〇六年九月に制定・公表されているが、それによると、透明性要件について、次のように規定している。すなわち、透明性と流動性のトレードオフに配慮し、事前情報については一定の基準を超える取引は公表する必要がなく、また事後情報についても大量の取引にかかる公表は遅延ベースとすること、組織的内部化業者に気配公表義務が課せられるのは、売買対象銘柄が流動性の高いものであり、かつ、売買取引が標準的な大きさの範囲内である場合に限ることとする⁽⁶⁾こと、等である。

(2) MiFID透明性要件の債券等への適用に関する意見募集(二〇〇六年六月)

EU加盟各国が各国国内法令をMiFIDと整合性あるものとするための法令整備の期限、すなわちMiFID施行期日(それは現行ISDの失効期日でもある)は、二〇〇七年一月一日とされている。

ただ、MiFIDの規定のうち透明性要件については、株式以外の金融商品（当然のことながら債券もそこに含まれる）に関しては、MiFID施行後にさらに検討を続けることとされている。すなわち、MiFID第五条において、「欧州委員会は、本指令における事前および事後の透明性要件にかかる諸規程の適用を株式（shares）以外の金融商品の取引に及ぼす可能性について、公開諮問および関係当局との協議を経た上で、二〇〇七年一〇月三十一日までに、欧州議会ならびに閣僚理事会に対し報告しなければならない。」とされているのである。

欧州各国における債券取引は、証券取引所での売買はほとんどなく、大半が店頭売買によって行われているが、近年は各国政府発行の国債の業者間売買を中心に電子取引が拡大してきていることから、MiFIDにおける透明性要件が仮にそのままの形で債券に適用されることとなった場合、上述のMTFおよび組織的内部化業者にかかる規程の影響を受けることになるものと考えられる。しかし、債券取引は株式取引と比較して総じて流動性が低いこと等から、株式と同等の透明性要件を課すことは必ずしも適切ではないとの指摘が、従来から行われている。MiFID六五条は、このような指摘を踏まえた検討をEUの場で公式に進める出発点となるものと言える。

欧州委員会は二〇〇六年六月、MiFID透明性要件の株式以外の金融商品（債券等）への適用に関する意見募集（call for evidence）を行う⁽⁶⁾ことを公表した。以下では、意見が求められている質問事項（Q一からQ一五）の概要を示すこととする。

Q一 MiFIDにおいて株式を対象に規定されている透明性要件を、株式以外の金融商品にどのように適用するかを決定する際には、個々の金融商品にかかる市場実態に即して検討することが適切であり、す

すべての金融商品に同一の透明性要件を課すこととするものとは限らないと考えられるが、どうか。

Q二 透明性要件の対象となる可能性のある株式以外の金融商品について、表2左欄のような分類が考えられるが、本件検討の趣旨に鑑みて適切か（表2を参照）。

Q三 透明性要件を制度化することによっての程度の有意性があるかの判断基準として、投資家保護および市場効率性がそれぞれ向上すること（より詳細には、前者については、投資家間の情報非対称性の軽減、最良執行の確保、資産の時価評価の精緻化、後者については、価格形成の効率化、取引コストの軽減、市場の分断の回避）が挙げられるが、これについて

表2 MiFID透明性要件の株式外の金融商品への適用の検討

Q2. 株式以外の金融商品の分類（欧州委員会による）		Q4. 透明性要件制度化の優先順位（欧州委員会による）
現物債	国際機関債	—
	政府債	1
	投資適格社債	2
	ハイイールド社債	3
	エマージングマーケット債	—
クレジット・デリバティブ	債券先物・債券オプション クレジット・デフォルト・スワップ 金利スワップ その他（トータルリターン・スワップ、クレジット連動証券など）	5
資産担保証券（ABS）	モーゲージ担保証券（MBS） 債権担保証券（CDOs） その他ABS（カバードボンドなど）	4
その他金融商品	商品デリバティブ 外国為替デリバティブ 短期金融市場商品 UCITSなど集団投資スキーム商品 その他	6

（出所） European Commission, Call for Evidence, Pre- and post-trade transparency provisions of the Markets in Financial Instruments Directive (MiFID) in relation to transactions in classes of financial instruments other than shares, 12 June 2006, (IP/06/768) により筆者作成。

どう考えるか。

Q四 株式以外の金融商品のうち、政府債の現物取引、投資適格社債の現物取引、ハイイールド社債の現物取引、資産担保証券については、個人投資家の参加の程度が今後に一層大きくなると見込まれることもあり投資家保護の確保が重要であることから、透明性要件制度化の必要性が高いと考えられるが、どうか。また、これら現物債取引に次いで、これらと連動性が強いとみられるクレジット・デフォールト・スワップ、金利スワップ、債券先物取引についても、透明性要件制度化の必要性が高いと考えられるが、どうか（表2を参照）。

Q五 株式以外の金融商品の市場において、Q三での判断基準に照らして顕著な問題はどの程度存在するか、また、当該問題は事前・事後の透明性要件を制度化することにより解決され得るか。

Q六 株式以外の金融商品にかかる電子取引等の技術革新等の変化は、比較的安価なコストにより透明性要件を制度化することに資するか。さらには、透明性要件制度化を不必要とするか。

Q七 株式以外の金融商品が株式におけるほどの高い透明性要件制度化を必要としないとして、その程度差はどれほどか。

Q八 本件の検討に際してどのようなデータに依拠するか。当該データを提供し得るか。

Q九 欧州委員会が検討を進める上で有益な研究文献はあるか。

Q一〇 既存または進行中の研究文献や調査資料からどのような結論を得るか。

Q一一 現物株取引の透明性に関する研究文献は、本件の検討にどの程度参考になるか。

Q一二 米国TRACE制度を参考とするに際し、米国市場とEU市場との相違として留意すべき点は何か。

Q一三 本件に関連する問題を解決するために、各国レベルではなくEUレベルでの対応が必要不可欠と考えるか。

Q一四 本件に関連する問題は、市場における改善によって今後早期に解消すると考えるか。

Q一五 事前および事後の透明性について、各々挙げられる次の四つの選択肢があると考えられるが、どうか（これ以外の選択肢があるか）。

事前透明性

- ・ 何も行わない
- ・ 自主規制による解決
- ・ MiFIDに準じる制度化
- ・ MiFIDと同等の制度化

事後透明性

- ・ 何も行わない
- ・ 自主規制による解決
- ・ TRACE型の制度化（若干の遅延を伴う取引結果情報報告）
- ・ MiFIDと同等の制度化

Q一六 Q四に挙げる商品のそれぞれについて、透明性要件にかかる対応としてはQ一五に挙げる四つのいずれの選択肢が適切か。

以上の質問事項の特徴を見てみると、まずQ一からQ四において、透明性要件を課す場合には個々の商品の取

引実態に即した個別の扱いとする必要があるとの判断が示されている。またQ五からQ七においては、債券について法令によって透明性要件を制度化する必要性が市場内部にどの程度存在するのかわかを見極めたいとするスタンスを見て取ることができ、今後の検討過程において市場実態に即して強制的な制度化は不必要と判断する含みを残している。Q一四は、これとの関連で、市場参加者ベースで透明性向上への取り組みが行われる可能性を探ろうとしているものとみられる。またQ一三では、何らかの制度化を行う場合に汎EUレベルのルール化を行う必要があるかどうかについても、含みを残している。Q一五およびQ一六は、以上を集約する形で、債券種類ごとにどのような透明性向上策をとることが適切であるかを具体的に問うものとなっている。このように、今回の意見募集に当ってEU当局は、債券市場の実態に即した判断を行うおとするスタンスを有しているものと思われることができる。

今回の意見募集の今後の取扱いおよび二〇〇七年一〇月末日までに欧州議会に対して行う最終報告に至るプロセスとして、欧州委員会は次のような予定を示している。すなわち、二〇〇六年九月に意見募集を締め切り、一月に意見募集結果を公表し、二〇〇七年六月には最終報告の素案をとりまとめ公開諮問を行うというものである（表1を参照）。

3 英国FSAによる検討の動向

(1) 二〇〇五年九月ディスカッション・ペーパー

英国FSAは二〇〇五年九月、ディスカッション・ペーパー「英国債券流通市場における透明性」を公表した。これは、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に鑑み、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、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リ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たものである。

(2) 二〇〇六年七月フィードバック・ステイトメント

FSAは二〇〇六年七月、上記のディスカッション・ペーパー(DP)に対して寄せられた意見を検討した結果を、「英国債券市場における透明性に関するディスカッション・ペーパーに対するフィードバック・ステイトメント」として公表した。以下は、DPでの質問項目(表3を参照)に対して寄せられたコメントおよびそれを受けてのFSAとして見解の概要を整理したものである。

まず、市場の欠陥の有無についてであるが、債券市場に透明性にかかる重大な問題点・欠陥があるかどうかについては、市場参加者の大半において、現実の問題を感じているわけではない、とされる。ただ、価格情報へのアクセシビリティに投資家類型によって差異があるとの指摘も多いという。すなわち、大手機関投資家はディーラーおよび電子取引システムへのフル・アクセスが可能だが、小規模の投資家はアクセスが限定され、個人投資家はアクセス手段をほとんど持たない、ということである。

このような状況は、理論的には市場の欠陥を示すものとなりかねないが、市場関係者は大きな欠陥とは受け止

表3 英国FSAディスカッション・ペーパー（2005年9月）における質問項目

- 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 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があるか。あるとすれば、それは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。
- 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、それはどの程度まで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 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 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では、いずれがより効果が大きいか。
- Q 9. 債券の現物取引とデリバティブ取引との間の相互関係は、透明性の検討にどのような影響を持つか。
- Q 10. 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。

(出所) UK FSA, Discussion Paper (DP) 05/5, Trading transparency in the UK secondary bond markets, September 2005.

めていない。その間の事情について、FSAは、コメントに依拠しつつ次のように整理している。すなわち、個人投資家の債券保有は間接保有を含めても僅少であること、個人投資家および間接保有者（年金基金、投資信託）、私募により取得する機関投資家は、持ち切りの傾向が強く、個別の債券の値動きおよびその透明性にはあまり関心を持たないこと、等から、結果的には欠陥として顕在化するには至っていない、というものである。

ただ、持ち切りを前提とする投資家にとっても保有債券の時価評価が適切に行える条件が整っていることは重要であり、事後情報の透明性の向上が時価評価の効率化に資することが考えられる、とされている。

次に、透明性向上のために望ましい方法としては、多くのコメントが、債券市場の流動性とは実際に行われた個々の売買取引の売買高の大きさではなく、債券ディーラーのコミットメント、つまりマーケットメイクを行うことにより市場に流動性を供給する活動の活発さによって決まるものである、としている点に、FSAは注目している。コメントの多くは、そのような認識の上に、ディーラーのコミットメントを損なうような制度的介入（特に事前情報の公表、事後情報の即時公表）を警戒しており、とりわけ、資産担保証券（ABS）のように拡大途上にあるセグメントの自生的発展が阻害されることへの懸念が強いという。そして、多くのコメントが望ましいとする方策は、マーケットベースで進みつつある改善に配慮すべきというものであり、国債を中心に急速に拡大しつつある電子取引の普及や、債券インデックス商品の設定増加と取引拡大に配慮を求める声が多いという。

FSAは、今回のDPおよびFSを通して行った一連の検討の結論として、少なくとも機関投資家向けの債券市場については透明性にかかる大きな問題があることを示す証拠はないと明言している。また、透明性要件を制度化することについては、まず事前透明性の規制強化について、既存の市場構造に及ぼす影響が大きいとして、

否定的判断を示している。事後透明性の規制強化については、市場への影響は過大とは言えないとしつつも、それが取引コストの低下につながるかどうかは必ずしも明らかではないとしている。

FSAはDPを発出した際に、市場において透明性にかかる欠陥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されていた。そのことを想起すれば、今回のFSでの結論は、政策的介入を行う必要はないとの判断であると思われることができる。

また、EUレベルでの検討との関連性については、DPにおいて、仮に英国で何らかの政策的介入を行うこととなった場合においても、その具体的な検討は、MiFIDの透明性要件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、としていたところであるが、形式的に考えれば、債券市場の透明性にかかる問題性が英国当局によって英国市場について否定されたとしても、EU当局が英国市場を含めて何らかの問題性を今後指摘することも、あり得ないことではない。これについてFSでは、MiFID六五条に基づく今後の検討プロセスにおいて、欧州委員会および欧州証券監督者委員会(CESR)の双方に対し英国FSAとしての考え方を表明していくものとしている。

4 今後の展望

EU当局は、債券市場の実態を踏まえた対応を進めるスタンスを表明しており、債券等に株式型の透明性要件を機械的に適用することは行われたいのではないかとみられる。また、英国当局がこの間、EUレベルの検討に

先行して公開諮問によって世論形成を図っているのは、EUレベルの制度化が行われる場合を想定して国内債券市場にかかる制度対応の準備を進めるためでもあるが、ロンドン市場における国際債取引業務にEUレベルの規定の適用が及ぶこととなった場合にロンドン市場でのビジネスに大きな影響が生じることを懸念していることによる面も大きいのではないだろうか。

それでは、EUおよび英国の債券市場について、今後、実際にはどのような透明性向上策が取られていくのであろうか。本稿で概観したところによれば、MiFIDにおける株式にかかるものと同等の制度化が行われる可能性は低いように考えられるが、さりとて、個人投資家を含む投資家ベースの今後における拡大予想や、投資家各層における時価評価ニーズの一層の強まり等に照らすと、何らかの対応策が必要となることは否定できまい。想定されるのは、米国社債市場におけるTRACEのような事後情報報告・公表システムを、法令によってではなく当事者ベースで構築することに向かうことであり、EUおよびFSA当局としても、欧州債券市場に係わる各業界団体のイニシアティブに期待している節がみられる。たとえば、国際債に関して、業者団体である国際資本市場協会（International Capital Market Association：ICMA）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が現在稼動していることに、FSAが積極的な関心を示していること等である。また、欧州各国の国債を中心に取引の拡大が著しい電子取引システムに着目するならば、複数の電子取引システムにおける事前・事後情報を集約するような市場インフラを構築することも、考えられなくはない。それは、MiFIDによって株式にかかるディーラー売買に課せられる透明性要件に対応するために、大手投資銀行が共同で市場外取引にかかる取引情報を集約・配信する共同システムの構築を進めていると伝えられることに類

似性を持つ構想として、想定され得るからである。

注

- (1) UK FSA, Discussion Paper (DP) 06/5, Trading transparency in the UK secondary bond markets, September 2005. 拙稿「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」、本誌第一六三・四号（二〇〇六年二月）を参照。
- (2) UK FSA, Feedback Statement (FS) 06/4, Trading Transparency in the UK Secondary Bond Markets—Feedback on DP05/5, July 2006 (http://www.fsa.gov.uk/pubs/discussion/fs06_04.pdf)
- (3) MiFIDの正式名称は、Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on markets in financial instruments amending Council Directives 85/611/EEC and 93/6/EEC and Directive 2000/12/EC of the European Parliament and of the Council and repealing Council Directive 93/22/EEC, OJL 145/L 30.4.2004, p. 6. MiFID制定の背景、条文の概要等については、大崎貞和「改正されたEU投資サービス指令」、『資本市場クォーターリー』二〇〇四年夏号（二〇〇四年八月）、岩田健治「EUの証券市場—証券規制・税制と監督システム」、日本証券経済研究所編『図説ヨーロッパの証券市場 二〇〇四年版』（二〇〇四年二月）を参照。
- (4) 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』第四十五号（二〇〇四年三月）を参照。
- (5) Commission Regulation No 1287/2006 of 10 August 2006, Implementing Directive 2004/39/EC, MiFIDの実施細則 (implementing measures) の制定プロセスおよび概要については、大橋善晃「EUの金融商品市場指令 (MiFID)

と最良執行義務」、日本証券経済研究所ウェブサイト『トピックス』欄掲載 (http://www.jsri.or.jp/web/topics/pdf/0608_02.pdf) (二〇〇六年八月) を参照。

- (9) European Commission, Call for Evidence, Pre- and post-trade transparency provisions of the Markets in Financial Instruments Directive (MiFID) in relation to transactions in classes of financial instruments other than shares, 12 June 2006. (IP/06/768) (http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/isd/call_for_evidence_en.pdf)

- (7) 拙稿「欧州における債券電子取引の動向」、本誌一六三二号(二〇〇五年一〇月)を参照。

- (8) 『日経金融新聞』二〇〇六年九月二五日。英Financial Times紙が、米Wall Street Journal紙が、二〇〇六年九月二〇日付けのオンライン版において、同様の報道を行っている。(“Banks aim to challenge exchanges,” in FT.com, September 20, 2006, “Banks to Pool Trading Data in Europe,” in WSI.com, September 20, 2006.)

(たけがや せい・客員研究員)