

EU債券市場に透明性要件制度化は必要か

横山 史生

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。それは、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）が二〇〇七年一月に施行されたことを受けて、基本的には株式取引にかかるMifIDの透明性要件を、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に関する検討という形で行われている。

1 EU金融商品市場指令（MifID）における透明性要件規定

（1）株式に関する規定

EUの証券市場規制・証券業者規制に関する基本法ともいえるべき法令である「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、電子取引普及、投資アドバイス業務普及等）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¹⁾。

MifIDの主な条項を、ISDと比較して新たに設けられた規定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および多角的取引

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、投資アドバイス業務、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、MiFID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おり、債券を含む株式以外の金融商品の売買取引については、MiFID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。

MiFIDでは、金融商品の売買注文が執行される場合を、①規制市場（regulated market）、②多角的取引システム（Multilateral Trading Facility：MTF）、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の規程が整備された。

まず第一に規制市場については、MiFID条文中、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。第二に、新たにMTFと定義された従来の代替的取引システム（Alternative Trading Systems：ATS）については、従来、ISD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：CESR）が定めた「ATSスタンダード」（Standard for Alternative Trading Systems）により投

資サービス業者がATSを運営することにかかる認可要件、行為規範等が定められているところ、MiFID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内容は、規制市場およびMTF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（MTF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⁽³⁾こと、等である。

(2) 債券等に関する検討

MIFIDの規程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）については、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第六五条において、「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。

2 MiFID 透明性要件の債券等への適用に関する検討の経緯（表1を参照）

二〇〇六年五月、欧州委員会は株式以外の金融商品市場（具体的な商品の範囲は表2の通り。以下、「債券等」と略記）にかかる透明性要件に関するパブリック・コメント（Call for evidence）⁽⁴⁾の募集を行った。二〇〇六年一月二三日には、パブリック・コメントへのフィードバック・ペーパーが公表された。⁽⁵⁾そこでは、債券等に透明性要件にかかる新たな法令上の強制的な規制を導入することについて、程度の差はあれ、反対意見が大半を占め、とくに、事前透明性要件の規制導入への反対意見が強かった。事後透明性要件の規制導入については、賛成意見もあるが、流動性の低い商品については反対意見が大半であり、また、法令上の規制ではなく自主規制による対応が効果的とする意見がみられた。他方で、個人投資家の価格発見機会が限られているのではないかとする意見があり、法令による透明性要件の導入により投資家保護の改善が可能になろうとの意見がみられた。

欧州委員会はこれを受けて二〇〇六年一月二七日、MiFID 透明性要件の債券等への適用について欧州証券監督者委員会（CESR）および欧州証券市場専門家グループ（ESME）⁽⁶⁾への諮問を行った。その概要は、次の通りである。

- 1 債券等の市場において透明性にかかる問題が生じているとの確証はあるか
- 2 事前透明性または事後透明性にかかる規制の導入が上記問題に対して効果的であるとの確証はあるか
- 3 MiFID 透明性要件を債券等の市場へ適用することによりどのような変化が生じえるか
- 4 透明性にかかる規制の欠如により投資家保護がどの程度どのように損なわれる可能性があるか
- 5 透明性要件を債券等の市場のうちの一部の商品ないし投資家のみ適用することは考えられるか
- 6 自主規制による解決が適切との判断を下すための条件は何か

CESRおよびESMEによる、欧州委員会からの諮問に対する報告書は、二〇〇七年七月に公表された。⁽⁷⁾ その論調は、ほぼ共通しており、EU各国の債券流通にかかるホールセル市場には、透明性に関する大きな問題は生じていないとの見解が示される一方、リーテイル市場については、一部に改善の余地があると指摘されたが、それへの対応は、新たな

表1 MiFID透明性要件の債券等への適用に関する検討の経緯

2006年5月	欧州委員会、株式以外の金融商品市場にかかる透明性要件に関するパブリック・コメント募集 (Call for evidence)
2006年11月	欧州委員会、債券等にかかる透明性要件に関するパブリック・コメントへのフィードバック・ペーパーを公表。
2006年11月	欧州委員会、MiFID透明性要件の債券等への適用について欧州証券監督者委員会 (CESR) および欧州証券市場専門家グループ (ESME) に諮問
2007年7月	CESRおよびESME、欧州委員会からの諮問に対する報告書を公表
2007年9月	欧州委員会、債券等にかかる透明性に関する公聴会を開催
2007年10月 (予定)	欧州委員会、MiFID65条に基づく欧州議会への報告の素案 (Draft Report) 公表、パブリック・コメント募集開始 (パブリック・コメントの受付期日は2007年12月)
2008年第1四半期中 (予定)	欧州委員会から欧州議会への報告 (Final Reports)

表2 MiFIDにおける株式以外の金融商品の分類

現物債	国際機関債
	政府債
	投資適格社債
	ハイイールド社債
	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)
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)
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

法令の制定による強制的な措置ではなく、自主規制によって行うことが適切との考え方が示された。また、透明性の向上と、市場における取引の効率性や流動性の確保との関係については、市場の公正性確保にかかる透明性以外の諸要素にも配慮しつつ、慎重な検討が必要との指摘もなされている。

MIFID六五条の規程によれば、欧州委員会は欧州議会への報告のための素案 (Draft Report) を公表し、それへのパブリックコメント手続きを取った後に、欧州議会への最終的な報告 (Final Report) を行うものとなっているが、欧州委員会は、この手続きに入る前に、広く関係者を対象とする公聴会を開催することとし、二〇〇七年八月にその旨を公表した。公聴会は二〇〇七年九月一日、ブリュッセルにおいて開催された。そのプログラムおよび参加者は、表3に示すとおりである。

3 二〇〇七年九月一日公聴会の模様

本節では、公聴会出席者による意見の概要⁸⁾を紹介する。

(1) 金融消費者 (個人投資家) 代表

投資家にとっては債券も株式も同じく投資対象であるが、債券の方がより複雑なので、投資家向け教育の充実が必要。MIFID型の事後透明性要件の規制導入が望ましい。債券の種類ごとに制度を異なったものにすることは不適切。

(2) 自主規制機関

ICMA (国際資本市場協会) は、現行のTRAX2システムを改良して、流動性の高い債券約二〇〇〇銘柄について、気配および出来値を一日分まとめて取引時間終了後に公表(ただし売買高一万五〇〇〇〜一〇〇万ユーロの取引についてのみ)することを計画中であること、SIFMA (米・証券業者金融市場協会) (Europe) は、欧州各国の個人投資家向けに、債券の価格情報および関連市場情報などを公開するウェブサイトを計画中であることを、それぞれ表明した。

表3 公聴会の概要

開催日時：2007年9月11日

開催場所：クラウン・プラザ・ヨーロッパ・ホテル (ブリュッセル)

プログラム	出席者
議長挨拶 EU当局	デイビッド・ライト 欧州委員会域内市場サービス担当総局長 ①欧州議会 経済委員会委員長 ②ECB (欧州中央銀行) 理事 ③CESR (欧州証券監督者委員会) 委員長 ④ESME (欧州証券市場専門家グループ) 債券等透明性に関する小委員会委員長 ⑤欧州委員会 域内市場・サービス担当総局長
金融消費者 (=個人投資家) 代表 自主規制機関	Expert Forum of Financial Services Users ICMA SIFMA (Europe)
研究者	①Fany Declerck (トゥールーズ大学) ②John Board (英レディング大学ICMAセンター) ③Norman Schurhoff (ローザンヌ大学)
米国関係者	①FINRA副会長 (Douglas Shulman) ②SEC市場規制局長 (Erik Sirri) ③SIFMA調査部長 (Michael Decker)
欧州規制当局	①英国金融サービス機構 (UK FSA) ②フランスAMF (Autorite des Marches Financieres) ③イタリアCONSOB (Commissione Nazionale per le Societa e la Borsa)
金融証券業界	①NYSE Euronext, Head of European Cash Equities ②Investment Management Association ③Euro Debt Market Association ④JP Morgan, Global Co-Head of Debt Capital Markets
議長挨拶	デイビッド・ライト 欧州委員会域内市場サービス担当総局長

(3) 研究者

Fanny Decker (トゥールーズ大学) : 米国ではTRACE導入により売買スプレッド縮小したが、欧州の債券市場における売買スプレッドは米国よりも小さい。透明性と流動性のトレードオフについては、パイロットプログラムの実施により確認することが有効ではないか。

John Board (英レディング大学ICMAセンター) : 債券にかかる透明性の議論は、一九九〇年代前半における英国での株式の透明性にかかる議論と似ている。株式市場では透明性要件制度化によって売買スプレッドが縮小するとともにロンドン市場の売買高が増大する効果があったが、業者によってはビジネスモデルの変更が必要だったし、ブロック取引の問題も起こった。債券市場についても、個人投資家の参加促進のためには、透明性向上が有効であろう。

(4) 米国関係者

FINRA副会長 (Douglas Shulman) : TRACE開始により売買データの蓄積が可能になった。売買件数の二〇%が小口(一〇万ドル未満)。流動性が低下したとの確証はないが、そのように指摘する意見もある。今後も検討を続ける。

SIFMA調査部長 (Michael Decker) : ハイイールド債市場の機関投資家を対象に行ったアンケート調査によると、TRACE開始後に売買スプレッドの縮小と流動性の低下(ディーラーがリスク負担を回避)がみられるとの指摘が多い。

(5) 欧州規制当局

イタリア CONSOB (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa) によると、イタリアでは個人投資家による債券保有が比較的多いこともあり、価格透明性向上の規制導入に向けた検討を進めている。

(6) 金融証券業界

ポर्टフォリオの時価評価を行う上では、事後透明性の向上が不可欠。個人投資家による売買は少ないものの、価格情報を入力できることの必要性は高い。

(7) 総括(ライト総局長)

ホールセール市場には大きな問題はないが、リーテイル市場については債券価格情報へのアクセスに改善の余地があるという共通認識がみられ、自主規制による改善に期待する意見が多い。TRACEの評価は立場によって分かれている。当局は好意的だが、業界は批判的である。後者の背景には、最近の市場環境の悪化がある。研究者によれば、透明性の向上が流動性を阻害するとの明確な証拠はないものの、透明性向上の影響を詳細に検討するために、データのアカデミックな利用が必要とされる。金融消費者および金融消費者保護行政の立場からの透明性向上を求める意見も重要である。

4 今後の見通し

二〇〇七年九月二一日公聴会における議論の大勢は、ライト総局長の総括にみられるように、EU債券市場に

はMifidにおける株式と同等の透明性要件を強制力のある法令によって制度化しなければならぬような大きな問題はない、というものである。今後の予定としては、二〇〇七年一月までに欧州委員会がMifid六五条に基づく欧州議会への報告の素案(Draft Report)を公表してパブリックコメントを二月まで募集し、二〇〇八年第一四半期中に欧州委員会から欧州議会への報告(Final Reports)を行うこととされているが、二〇〇八年二月現在において、報告素案公表およびパブリックコメント募集は行われていない。今後の動向が注目されるところであるが、今後、ICMAやSIFMAが公聴会で表明したような自主規制レベルでの価格情報の一般向け提供の仕組みが、個人投資家(金融消費者)による債券投資にとって有益な情報ツールであるとみなされるようになれば、それが、透明性要件の法令による制度化は必要ないとの判断の補強材料となることも、予想されるのではないだろうか。

注

- (1) 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 145/1, 30. 4. 2004, [p. 8](#)。
- 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」、『資本市場クォータリー』二〇〇四年夏号(二〇〇四年八月)、岩田建治「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。

- (2) 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。

- (3) 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に「トピックス」欄掲載 (http://www.jsh.or.jp/web/topics/pdf/0608_02.pdf) (二〇〇六年八月) を参照。
- (4) 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).
- (5) European Commission, *Feedback statement: 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*, November 13, 2006 (IP/06/1549).
- (6) European Commission, *Request for advice on non-equities markets transparency (Mandate to CESR for technical advice Possible extension of the scope of the provisions of Directive 2004/39/EC concerning pre and post-trade transparency obligations to transactions in classes of financial instruments other than shares)*, November 27, 2006 (G3 D (2006) 16550).
- (7) European Commission, *Request for advice on non-equities markets transparency (Mandate to ESMR for technical advice Possible extension of the scope of the provisions of Directive 2004/39/EC concerning pre and post-trade transparency obligations to transactions in classes of financial instruments other than shares)*, November 27, 2006 (G3 D (2006) 16552).

- (7) CESR, *CESR's response to the commission on non-equities transparency, Feedback Statement*, July 2007. 38-43 ESMF, *Non-Equity Market Transparency, ESME's Report to the European Commission*, June 2007.
- (8) European Commission, *Public hearing on non-equities markets transparency*, Brussels, 11 September 2007, *Summary of discussion*.

(16) 伊藤 一穂 ・ 客員研究員)