

**APEC Public-Private Sector Forum on the Development of Bond Markets and Financial Inclusion
SESSION THREE
CAPACITY-BUILDING FOR CAPITAL MARKET DEVELOPMENT AFTER THE FINANCIAL CRISIS
31 May 2010
Sapporo, Japan**

**「アジア域内プロ向け国際債市場(AIR-PSM)」と
日本国内版「我国プロ向け公募債市場(PSM-J)」の創設提言
《日本・アジア版のユーロ市場創設提言》**

31 May 2010

犬飼 重仁

早稲田大学グローバルCOE《企業法制と法創造》総合研究所
アジア・デットリスティング研究会
アジア資本市場協議会 (CMAA)

背景 1 (アジア域内)

(1) アジアに蓄積した巨大な貯蓄(域内機関投資家)に対して、域内に適切な運用の場を提供するには、...

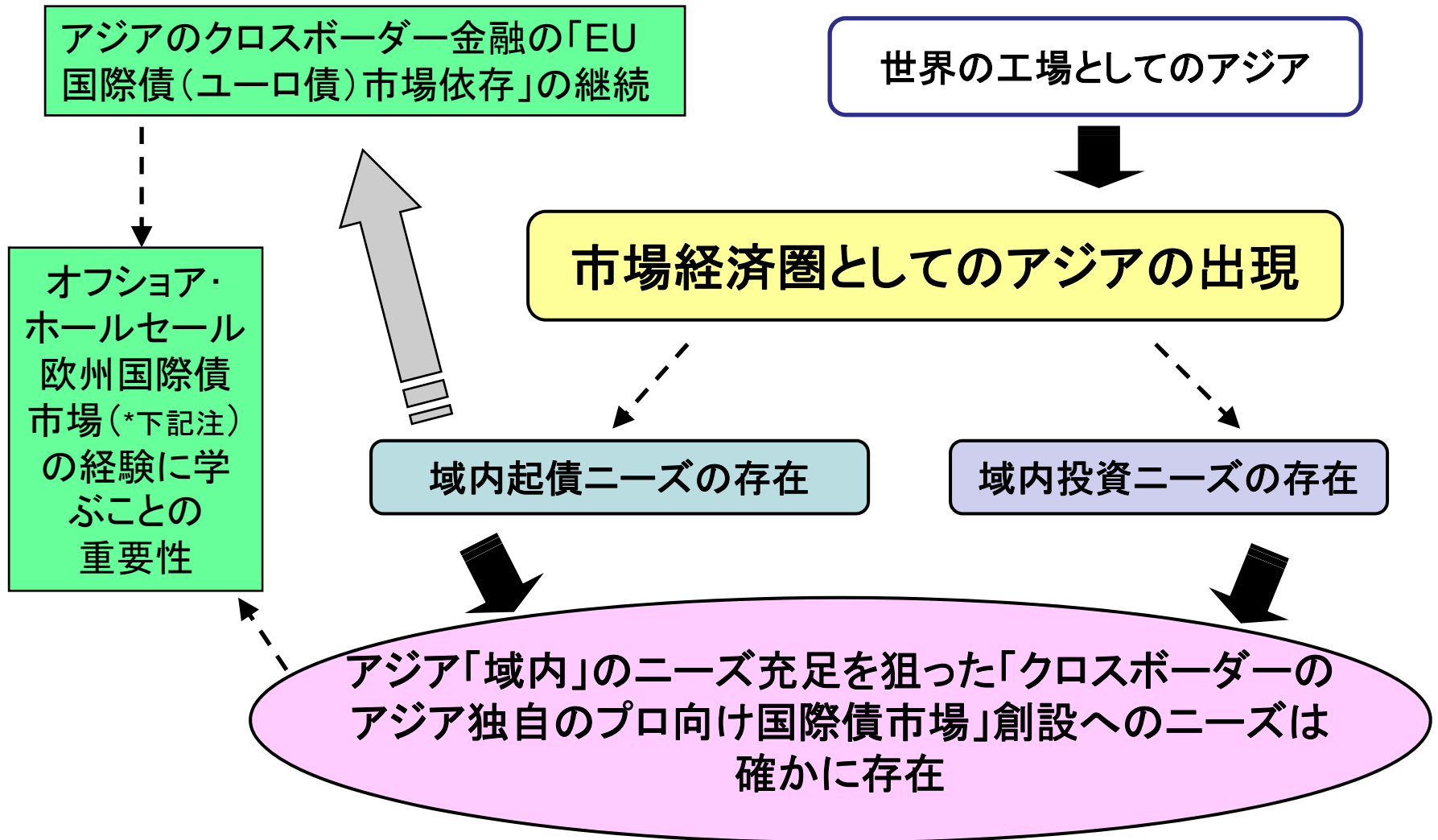
(2) アジア投資を支え域内経済成長の核となるべき、域内資金需要者に対する安定資金提供を行うには、...

(3) そして、豊富な域内貯蓄を域内で効率的かつ効果的に循環させるには、...

域内クロスボーダーの金融資本市場機能が必要！

国際債の発行・流通のための
クロスボーダー(Inter-Regional)型の域内
プロ向け国際債市場と関連市場インフラを
アジアの共有財産として構築

背景 2 (アジア域内)



*注: EUの本格稼働の1999年(1月ユーロ導入)までで、世界中で唯一成功したプロ市場であるオフショア・ホールセールの欧州国際債の発行流通市場(～1999年のユーロ債市場)を指す。欧州は、プロ向けの金融市場機能の提供面で、長年にわたり、国境をまたぐクロスボーダーの「オフショア・ホールセール欧州国際債市場」のメリットを享受してきた。

背景3 (アジア域内)

1997-98年 アジア通貨危機 → 域内各国の金融資本市場の整備の進展

→ 更なる飛躍が必要

- ① アジア域内では貯蓄が潤沢・資金需要も旺盛であるが、国内金融仲介システム、特に直接金融を行う資本市場は、いまだ発展途上である国が多い
- ② アジア域内各国のほとんどの「国内」市場は、クロスボーダーの国際債市場とは分断され、国際的なプロ市場のイノベーションが持ち込まれにくい
- ③ アジア各国の国内の経済基盤整備、及び国境を超えた交通・通信などのクロスボーダーの経済基盤の整備のためにも、域内独自の資金供給システムとしての「クロスボーダー型金融資本市場と市場インフラ」が必要であるが、現状、具体的なデザインに乏しい
- ④ アジア域内各国で成長著しい年金基金など多くの機関投資家は、株式のみならず中長期的に成長の期待できるアジア各国通貨建ての債券投資を希求しているが、域内では適格な運用対象商品の供給が決定的に不足していることから、運用難に直面している

背景 4（日本）

- 日本の公募社債市場は、その多くがプロ向けに売られているにもかかわらず、元来一般投資家を保護するための一律の開示が行われている
 - また、既存の私募市場（プロ私募・少人数私募）にも、流通市場が想定されていないなど、制約があり、発行者も証券保有者も、市場として使いにくい。
 - 結果として、関連の制約のゆえに、プロ向けに機動性ある起債ができない（EU国際債（ユーロ債）に比べて、起債できる期間が極端に短い）
- ・・・との不満が、社債発行企業側に強い

日本の立場

- (1) 国際的な債券運用に向かい得る貯蓄資金の保有
- (2) アジア域内各国通貨を用いて業務を展開する多くの企業グループの存在
- (3) 相当程度発達した発行・流通・決済の債券市場と市場インフラの存在

日本は次の役割を担うべきと
考えられる



1. アジア域内の投資適格の債券の情報(開示情報・取引価格等)
をまとめて提供する場所とシステム(=リスティング・プレイス)の構築

2. インテグリティ(市場の本来あるべき質と首尾一貫性)の高い市場にふさわしい
適格投資商品の供給が増えやすい良質の市場環境を用意

日本のイニシアティブで実現すべき

AIR-PSMの意義

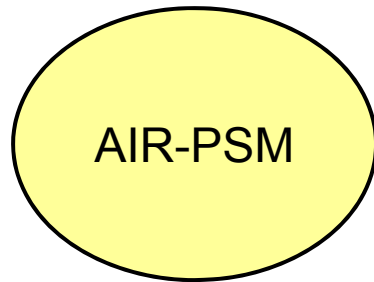
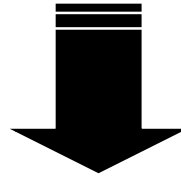
アジア域内プロ向け国際債市場: AIR-PSM
Asian Inter-Regional Professional Securities Market
創設を提言

- (1) アジア域内主要国に蓄積された貯蓄を、域内中心に効率的・高付加価値的に循環させるための、域内貯蓄循環装置の創出
- (2) 域内のプロの市場参加者の育成・鍛錬と、それによる、市場イノベーション発揮・創出の場の創出
- (3) 外貨建債権の保有者である域内各国及び域内企業グループ等にとっての、基軸通貨と域内各国通貨との為替リスク緩和のための、アジア通貨建て域内国際債市場の創出



アジア通貨建て国際債の意義

アジア経済がグローバル化を強める中で、安定的に発展していくには、発行側（資金の需要者側）で資本の流出入に際し為替変動が生じないことが望ましい



=

アジア通貨建て国際債の発行
(為替変動のない形での国外からの資金調達)

日本のプロ向け市場 (PSM-J) 創設の意義

1. 日本の社債市場における、機動的な起債（起債期間の大幅な拡大）の実現
すなわち、
 - 一般投資家向け法定開示規制の対象外とした、プロの機関投資家向けの公募債市場 (PSM-J) の創設
 - 市場参加者を機関投資家などのプロに限ることで、発行企業側の開示義務が緩和され、日本とアジア域内の発行体にとって資金調達機会が拡大される
2. 日本版ユーロ債市場の実現

アクションプラン

第1ステージ（日本版ユーロ市場の実現）

PSM-J市場の創設（国内の取引所ルール（新設が必要）に従った開示登録による）

◎ PSM-J（Professional Securities Market - Japan）の構成

- ・居住者又は非居住者による円建て国内債

（発行登録・サムライ債の代替としての利用も考えられる）

- ・ユーロ債/EMTNの発行時における日本国内での開示登録及び販売
（日本国内のプロ向けに販売可能な Euro Asia オフリング）

PSM-Jの創設

日本の取引所への開示登録をベースとする、アジア版ユーロ市場の一部 実現

第2ステージ（アジア版ユーロ市場の実現）

アジア域内各国での同様の取組みの促進

PSM-J

PSM-K

PSM-C

第3ステージ以降

- ・証券決済の検討
- ・外為規制・税制等の各国における参入規制の緩和
- ・アジア域内のクロスボーダー取引の発展

→ AIR-PSM
アジア版ユーロ市場
の確立へ

第1ステージの意義

(国内版プロ向け公募市場(PSM-J)の創設)

(1)利便性の向上

- ・ ブラックアウト(社債発行不可能)期間の圧縮
- ・ (現行の私募債市場における)流通市場の告知等の手続の省略
- ・ 開示の弾力化(コスト・手間・時間・頻度・審査)

(2)日本とアジア域内の発行体にとっての、資金調達ソースの多様化

- ・ サムライ債に代わって用いられる、海外の発行体に便利な英語でのミニマム開示による、日本国内プロ投資家向け発行市場の創設
- ・ US144Aオプション類似の、Euro Asia オファリング市場の創設
(ユーロ債・ユーロMTNに、“PSM-J適格条項”を追加的に利用することによる)