

2010.08.16

アジア域内のプロ向け債券市場創設提言

「アジア域内プロ向け国際債市場 (AIR-PSM : Asian Inter-Regional Professional Securities Market)」

とその日本国内版である「日本国内プロ向け公募債市場 (PSM-J)」の創設

早稲田大学 GCOE アジア資本市場法制研究グループ代表
早稲田大学法学学術院教授 犬飼 重仁

要約

アジア域内では貯蓄が潤沢である上に資金需要も旺盛だが、域内各国の国内金融仲介システム、特に直接金融を行う資本市場は発展途上のところが多く、アジア各国の年金基金等の機関投資家は、深刻な運用難に直面している。

アジア域内独自のクロス・ボーダー金融機能を整備することで、域内の貯蓄資金を効率的・高付加価値的に域内で循環させ、域内の経済成長を支えることが必要である。つまり、グローバル市場の標準的な取引慣行が共有されて、ユーロボンド市場並みの高度の自由が許容され、市場におけるイノベーションの発揮が可能となる、クロス・ボーダー市場の創設が、アジアに必要である。

そのためには、第一段階として、日本の取引所への債券等の開示登録 (Listing)ⁱを可能とし、その開示基準に基づく、「日本国内プロ向け公募債市場 (PSM-J) (それはアジア域内プロ向け国際債市場 (AIR-PSM: Asian Inter-Regional Professional Securities Market) の一部となる)」を創設する必要がある。これを、「日本版ユーロボンド市場 (Japanese version of the Eurobond market)」と位置付ける。

そしてそれを核に、第二段階として、アジア域内全般に、自由度の高い「アジア域内プロ向け国際債発行・流通市場 (AIR-PSM)」を創設することが必要である。このAIR-PSM を、「アジア版ユーロボンド市場 (Asian version of the Eurobond market)」と位置付ける。

(注) 本論文は、2010年4月20日に早稲田大学 GCOE の研究グループが公表した提言の内容を中心に、その後の研究関連の情報等も含めて、筆者自身の文責において、その概要を論文形式にまとめなおしたものである。なお、提言の詳細は、文末脚注 v 参照。

研究主体：早稲田大学 GCOE アジア資本市場法制研究グループ「アジア・デットリスティング研究会」、**協力**：アジア資本市場協議会 (CMAA)・日本証券業協会

目次

I. 背景説明	3
1. アジア域内クロス・ボーダー金融の現状と域内横断的市場創設の必要性	3
2. 欧州国際債市場（ユーロボンド市場）の発展とアジアの依存	3
3. 日本の立場と役割の重要性	4
4. 早稲田大学の『日本とアジア域内のプロ向け債券市場創設提言』	4
グラフ及び図表：アジア域内各国と各地域の国内債券市場の規模	5
II. アジア域内プロ向け国際債市場（AIR-PSM）創設の目的	6
1. アジア版ユーロボンド市場（AIR-PSM）創設の意義	6
2. AIR（エア）市場の意味と想定される新市場（PSM-J/AIR-PSM）の参加者	6
3. 新市場（PSM-J/AIR-PSM）創設の二つの目標と意義	6
4. アジア通貨建て国際債発行の意義	7
III. AIR-PSM 創設に際して目指すべき原則	8
1. 各国の証券規制の適用範囲	8
2. プロの認定と定義	8
3. 新市場の証券取引規制との関連	8
4. プロ投資家向けの開示原則・開示ルール	8
5. 証券引受仲介機関	9
6. 英文開示	9
7. 各国国内市場と新市場の選択	9
8. 会計基準	9
9. 税制	9
IV. 新市場（PSM-J/AIR-PSM）定着の条件としての高度な倫理規範の存在	9
V. 新市場（PSM-J/AIR-PSM）創設のタイムテーブルと特記事項	10
1. 第一段階	10
2. 第二段階	11
3. アジア域内の対話の重要性	11
4. 各国の外為規制上の制約の緩和について	11
5. クロス・ボーダー取引の域内接続・域内決済のあり方の検討	11
6. ABMF の重要性	12
7. 日本よりのメッセージ発信の重要性	12
VI. 最後に	12

I. 背景説明

1. アジア域内クロス・ボーダー金融の現状と域内横断的市場創設の必要性

アジアの市場経済は「世界の工場」の役割を担い、世界経済に大いに貢献している。しかし、国際的な資金移動が活発化する中で、域内の製造業と貿易の活発な動きに比べて、域内のクロス・ボーダー金融機能が果たすアジアと世界への貢献度は非常に低い。このため、アジア各国では、増大する年金基金等が、深刻な運用難に直面している。

域内独自のクロス・ボーダー金融機能を整備し、域内貯蓄資金を効率的・高付加価値的に域内で循環させ、域内経済成長を支えることが、不可欠となっているのである。

1997年のアジア通貨危機以降、“ABMI : Asia Bond Market Initiativeⁱⁱ”等を中心にアジア域内各国では国内金融資本市場の整備が進み、その進捗状況には目を見張るものがある。

しかし、アジア域内の現状をみれば、各国の国内金融仲介システム、特に直接金融を行う資本市場は、未だ発展途上である国が多く、更なる改善の余地がある。日本等一部の国を除き、アジア各国の債券市場の規模は、依然として小さいままである（5ページのグラフ及び図表参照）。

したがって、アジア各国国内市場の整備をより一層進めると共に、域内各国の「国内」市場整備の枠を超えた、クロス・ボーダーの取り組みが必要となる。つまり、各国国内市場だけでは充足できない域内横断的なニーズを満たすことのできる「クロス・ボーダーのホールセール型（プロ向け）国際債市場（AIR-PSM: Asian Inter-Regional Professional Securities Market）」創設に、切実なる必要性と意義が存在するといえる。

2. 欧州国際債市場（ユーロボンド市場）の発展とアジアの依存

一方、欧州では、過去数十年に亘り、ユーロボンド市場と呼ばれたオフショア・ホールセール（プロ向け）欧州国際債市場ⁱⁱⁱの発展によって、欧州域内の発行者は、このホールセール市場で、国内で調達しきれない長期資金調達のニーズを充足し、他方、機関投資家は運用機会の増大を図ってきた。

これに対して、これまで、アジア域内のクロス・ボーダーの金融機能は、オフショア・ホールセール欧州国際債市場（ロンドン金融街の金融機関と欧州国際証券決済システム（ICSD : International Central Securities Depository）の使用を前提とした「英国とベネルックス三国の連携のユーロボンド市場の金融システム」）に、相当程度、依存してきた。

元来、ホールセール型の金融資本市場というものは、グローバルな特徴を有し、専門家のみが参加する市場として、クロス・ボーダーの金融仲介機能を果たす役割を担う。

しかし、これまでアジア域内各国の国内資本市場の多くは、開示規制等の法規制・外為規制・関連税制あるいは国内固有の市場慣行等の阻害要因のため、国外市場とは「分

断」され、グローバル市場の標準的な取引慣行とイノベーションが、域内各国市場に持ち込まれにくかった。そしてその結果、クロス・ボーダーの金融仲介機能は、アジア域内に本格的に育つこともなかった。

したがって、アジアに必要な域内独自の資金供給システムとしての「クロス・ボーダーのホールセール型金融資本市場と市場インフラ」の具体的なグランドデザインは、アジア域内においては、明確な形では、これまで描かれることがなかったのである。

3. 日本の立場と役割の重要性

アジア域内に新しい市場と市場インフラを構築するためには、日本のイニシアティブが重要である。

国際的な投資に向かい得る貯蓄資金とアジアで業務展開する企業グループを多く有し、発行・流通・決済の債券市場システムを備える日本は、

(1) アジア域内の投資適格の証券等の情報（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・提供と、

(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、良質で信頼されるアジア域内の市場環境の整備に、積極的にイニシアティブを発揮していくべきであろう。

幸い、日本ではここ数年来、内外市場を「分断」してきた阻害要因が、政策当局や市場関係者の尽力で取り除かれてきた。

2008年、金融庁は金融資本市場の競争力強化プランの一環として金融商品取引法を改正し、プロ向け市場（特定投資家向け私募制度と特定取引所金融商品市場）の法的枠組みを整備した。これは法定開示を前提としない、米国ルール 144A 市場^{iv}に相当する新たな証券市場創設のための法的枠組みを提供する。

次いで、原則非居住者が保有する国内社債から得た所得に対する課税をゼロにする税制改正が 2010 年度から実施された。

これらは「市場の分断」を埋める契機となる。

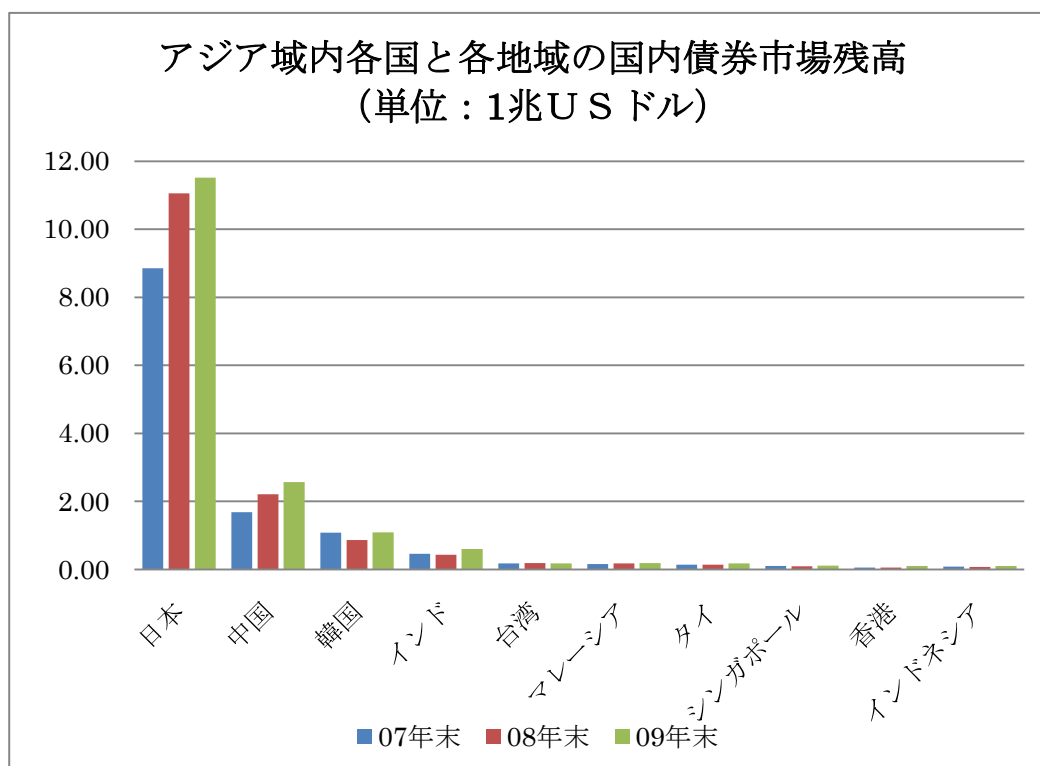
日本で、国内債とユーロ債等国際債とを概念的に隔てていた、これらの法律上と税制上の二つの制約が取り払われたことで、後は、日本の取引所において、債券の開示登録（上場）のためのルールがきちんと整備されれば、国内債と国際債を分ける必要性は薄れ、日本の社債市場^vの機動性と利便性は格段に向上するであろう。

4. 早稲田大学の『日本とアジア域内のプロ向け債券市場創設提言』

早稲田大学 GCOE 《企業法制と法創造》総合研究所（所長：上村達男教授）では、筆者を中心にアジア資本市場法規制研究を行ってきたが、日本においてこれらの内外市

場を「分断」してきた制約が解消された時を好機と捉え、2010年2月、第一線の市場実務家・法律家・研究者・政府関係者等の参加を得て「アジア・デットリスティング研究会」を設置。3ヵ月間、集中的に「日本とアジア版のユーロボンド市場」のグランドデザインの検討と新市場の詳細設計を行い、今般、新市場実現への工程目標を含めて、検討結果を発表した。(ただし、本概要の翻訳版では、日本市場の設計^{vi}についての詳細の記述は省略した)

グラフ及び図表：アジア域内各国と各地域の国内債券市場の規模



(単位：1兆USドル)	2007 年末	2008 年末	2009 年末
日本	8.86	11.05	11.52
中国	1.69	2.21	2.57
韓国	1.08	0.86	1.09
インド	0.46	0.43	0.60
台湾	0.17	0.18	0.18
マレーシア	0.16	0.17	0.18
タイ	0.14	0.14	0.18
シンガポール	0.10	0.10	0.12
香港	0.05	0.05	0.10
インドネシア	0.09	0.07	0.10

(出所：BIS, ADB-Asia Bonds Online website, Taiwan Financial Supervisory Commission)

II. アジア域内プロ向け国際債市場 (AIR-PSM) 創設の目的

1. アジア版ユーロボンド市場 (AIR-PSM) 創設の意義

オフショア・ホールセール欧州国際債市場に習い、アジア域内各国からみて、自国の発行体のみならず、域内他国の発行体や域外発行体にとっての参入制約が低く、かつ利便性の高い「アジア版ユーロボンド市場 (Asian version of the Eurobond market)」、すなわち「アジア域内プロ向け国際債市場 (AIR-PSM) (非居住者による投資が可能な各国国内債市場を含む)」を創出することで、これまでアジア域内の各国国内市場に存在してきた、域内他国の機関投資家や域外機関投資家にとっての参入制約を緩和し、域内各国の金融資本市場を補完し、域内の金融仲介機能を強化することができる。

それらによって、アジア域内全体としての金融資本市場の競争力を高めることができる。

2. AIR (エアー) 市場の意味と想定される新市場 (PSM-J/AIR-PSM) の参加者

我々は、今回提言するアジア域内プロ向け国際債市場を「Asian Inter-Regional Professional Securities Market」と名づけ、この市場を「AIR 市場」と呼称することを提唱する。

AIR (エアー) とは、その頭文字を取ったものだが、同時に、日本や韓国、中国等のアジア域内各国市場の天空 (エアー) に共通に存在する、自由闊達で高い流動性を備えたホールセール型の市場の創設を目指すとの意味が込められている。

新市場の投資家としては、プロ投資家のみを対象とし、多数のマーケット・メーカーが参加する、流動性のある債券市場を目指す。さらに、発行者・関連仲介機関等にとって、利便性が高く、使いやすい、アジア域内初の高質の市場インフラとしてのホールセール (プロ向け) 市場の創出を目指す。

また、新市場は、世界中の市場と市場関係者に開かれた構造を持つものでなければならない。

3. 新市場 (PSM-J/AIR-PSM) 創設の二つの目標と意義

具体的目標は、プロ投資家とプロの市場参加者のみが参加する、

(1) 日本国内プロ向け債券市場 (PSM-J: プロ向け公募債市場) の創設と、

(2) アジア域内クロス・ボーダーのホールセール (プロ向け) 国際債市場 (AIR-PSM) の創設である。

このうち、第一段階の、日本の取引所の開示基準による、同取引所への開示登録を活用した新市場 (PSM-J 及び AIR-PSM の一部) の創設に当たっての、意義は次の通り。

(1) 日本及びアジア域内の資金調達者・社債保有者にとっての、日本国内における社債発行不可能期間の圧縮、発行手続きの簡素化・省略、流通市場における手

続きの省略、及び開示コストを含む調達関連コストの低減等を通じて、プロ向け債券市場の利便性の向上が図られる。

⇒ 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

(2) 調達ソースの拡大・多様化 (Debt Portfolio の分散)。

⇒ 海外の発行体にとって便利な英語開示のプロ向け発行市場ができる。また、ユーロ債・ユーロ MTN プログラムに日本の取引所による PSM-J 適格条項を追加することで、米国ルール 144A オプション類似の Euro Asia オファリング市場が創設される。⇒ 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。

(3) 日本及びアジア域内、その他世界中のプロ投資家にとっての、日本発のプロ投資家向けの国際債券の開示基準ができる。

⇒ 日本の取引所 (リスティング・プレイス) を核とする、発行者情報、証券情報、及び価格情報の充実と発信。

(4) 世界中のプロ投資家による、日本を含むアジア域内に向けた投資の円滑化と、投資機会の増大。

⇒ 日本版ユーロ債券市場 (PSM-J) 及びアジア版ユーロ債券市場 (AR-PSM) の実現。

(5) 発展途上にあるアジア域内各国国内市場の補完市場、及び既存の日本国内社債市場と代替可能な新メイン市場 (AR-PSM) の創設。

4. アジア通貨建て国際債発行の意義

今後、アジア経済がグローバル化を強める中でアジア地域の資本市場が安定的に発展していくには、証券発行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。

この点で、アジア各国の企業グループや機関投資家が、自国通貨で調達・運用を行えることが重要である。つまり、アジア各国で業務展開する国際的な企業グループが、事業活動に必要な特定のアジア通貨での資金調達を行えるような選択肢としての、アジア域内国際債市場 (AIR-PSM) を用意することが必要である。

しかし、発行される債券の通貨建てに関しては、アジア各国の主要通貨については、基本的に、日本円・シンガポールドル・香港ドルを別にすれば、韓国ウォンでさえ使用に制限があり、ましてやそれ以外のアジア通貨建て債券の発行は、個別に状況は異なるものの、各国とも、総じて現状では困難と言わざるを得ない。

ただし、その困難な状況を所与のものとしてあきらめるのではなく、関係当事者は、域内の対話の継続的促進により、粘り強く状況の改善を図る必要がある。

例えば、アジア域内の当該国にとって、その国の通貨の債権債務が全体としてマリー

する範囲であれば、当該国の為替規制上の本来の目的に反しないと考えられることから、その一定の（たとえば日本向け）対外債権の枠内という条件付きで（一定の枠内での当該国の（日本の企業グループが当該国に設立した企業を含む）居住者及び非居住者である日本企業等による発行を含めて）当該国の自国通貨建ての国際債（プロの非居住者の投資も可能な当該国の国内債を含む）の発行を可能とするような方向づけを行うなどが考えられる。

III. AIR-PSM 創設に際して目指すべき原則

本格的な域内プロ市場（PSM-J/AIR-PSM）創設についての原則：

第一段階として日本国内のプロ向け債券市場（PSM-J）が創られた後、それがアジア域内に広がる、あるいは他国でも同じような動きを経ることによって、最終的に、アジア域内全体として一つの本格的な国際債市場（AIR-PSM）ができるとの方向を目指す。

そのアジア域内プロ向け国際債市場（AIR-PSM）は、次のような原則を目指すべきであると考えられる。

1. 各国の証券規制の適用範囲

アジア各国及び日本においては、各国の証券規制の適用範囲を米国のように域外に拡大しない（いわゆる属地主義をそのまま認める）。

2. プロの認定と定義

新市場では、投資家はプロのみの参加とする。日本においては、対象とする投資家を2007年発効の金融商品取引法上のプロの投資家（特定投資家）に限定し、一般投資家への証券の転売（証券の振替）がなされないことを担保する。

域内各国のプロの認定・決定は、各国規制機関ないし各国当局が行う。プロと認められる範囲内で、適合性の原則等のプリンシプル・ベース・アプローチに則って、発行体と投資家等の市場参加者が、調整されて決まっていくことになる。

3. 新市場の証券取引規制との関連

証券取引規制に関しては、各国の従来国内一般投資家向けの法定開示規制等の証券取引規制の対象範囲外となるべきものである。

4. プロ投資家向けの開示原則・開示ルール

プロ向けの市場では、どれだけの開示をすべきかの問題が依然として残る。この面で、取引所・仲介機関等金融機関・発行体・機関投資家等の専門の市場参加者と研究者等に

よる、自主的な、共通のルールづくりが求められる。

5. 証券引受仲介機関

証券引受の仲介機関は、各国の規制監督当局で認められた証券業者となる。(例えば、日本にある証券業者の場合は、金融庁への登録)

6. 英文開示

開示の原則は英文であり、原則、オフショア・ホールセール欧州国際債市場の特徴であったオフリング・サーキュラー方式を採用し、英文開示のみにて、証券会社がプロに対して比較的自由に証券の勧誘ができる、自由度が高く自己規律のきいたオフショア・ホールセール欧州国際債市場型のアジア域内プロ向け国際債市場を、アジア域内に設立する。

7. 各国国内市場と新市場の選択

国によって取り扱いは異なるものの、原則、各国国内市場とプロ向けの新市場(AIR-PSM)は併存することになる。一般投資家向けの各国国内市場とAIR-PSMのどちらを使うかは、発行体およびプロの投資家の選択の自由に任せられる。

このため、新市場が、メイン市場となるべく、MTNプログラムの導入等、市場のユーザーにとって不断に使い易く、かつ、信頼の高い市場となることが、期待される。

8. 会計基準

会計基準は、基本は国際会計基準とするも、その他の一般に公正妥当と認められる会計基準によることも認められる。いずれにせよ、プロ向けのマーケットであることが前提。

9. 税制

アジア各国の債券にかかわる源泉徴収税に関しては、非居住者が取得する債券の利子についても、各国の従来国内の源泉徴収税法の適用外とすることが期待される。印紙税等の証券の発行に伴う税負担がないことが期待される。

IV. 新市場(PSM-J/AIR-PSM) 定着の条件としての高度な倫理規範の存在

プロの市場参加者を前提とするアジア域内プロ向け市場のあるべき質(インテグリティ)の確保には、プリンシプル・ベースによる高度な倫理規範の存在が前提となろう。

プロ向け債券市場が日本とアジアに実際に成立し、それが社会的な支持を受けるため

には、すべての市場参加者の質の高さ、ルールの公正さ、適切かつ市場の信頼を担保可能な自己規律の存在、市場としての使い易さが必要であり、法規制のみならず、自主的で実務上適切なルールと各種市場システムインフラの確立が必要になる。

この中で日本の役割は、日本がおそらく最も詳細かつマチュアな証券規制と市場システムを持ち運用していることから、その構築の上でも、しかるべきリーダーシップをとるべきであろう。

日本は、世界で初めて「公正な価格形成」をこの分野に関する基本法である金融商品取引法の目的規定で謳った国である。

そこで、特に日本がこの域内新市場関連の制度論構築において優位性を持っている、ないし持ちうる点は、「プロも公正な価格形成や高質な資本市場の機能確保に対する責務を負っている」との位置づけを、公正価格提示やマーケットメイク等の責任のあり方を含めて、新市場に係る自主ルール等の制度・慣行の構築上、他のアジア域内の諸国やリスティング・プレイスに先行・率先することができる点にあると思われる。

今後、日本のイニシアティブによって、アジア域内市場参加者独自の自主ルール等の制度・市場慣行の策定・確立が期待される。

V. 新市場 (PSM-J/AIR-PSM) 創設のタイムテーブルと特記事項

1. 第一段階

新市場整備の第一段階の目標は、2010年度中に、日本の取引所への開示登録(上場: Listing)を前提とした「プロ向け公募債市場(PSM-J)」を設立し、国内債市場において、証券保管振替機構での証券振替の対象となる市場(PSM-J)の運用(発行・販売勧誘)を開始することである。

つまり、専門性の高いプロ投資家と市場関係者のみが参加する日本国内市場(PSM-J)を、まずは、域内総合投資情報センターたる日本の取引所の開示基準を使った同取引所への開示登録(上場: Listing)と価格情報集中を核として、創設することである。なお、それは、国内債市場ではあるが、アジア域内クロス・ボーダー国際債市場(AIR-PSM)の一部でもある。

この日本の新市場では、個人などアマチュアの一般投資家の参加を防いだ上での機関投資家等プロ向け市場とすることで、一般投資家向け仕様の法定開示義務解除が担保され、社債発行不可能期間の圧縮、発行手続簡素化、流通市場手続省略、開示コストを含む調達関連コスト低減等が図られる。

これらにより、市場の機動性と利便性が向上し、さらに海外発行体にとって便利な英語開示のサムライ債発行市場もできる。

また、ユーロ債・ユーロ MTN プログラムに日本の取引所の「PSM-J 適格条項」を

設定すれば、日本の証券保管振替機構での証券振替の対象とはならない証券も含めた、米国ルール 144A オプション類似の Euro Asia オファリング市場が創設される。

これらにより、アジア域内の非日系発行者にとっての日本国内のプロ投資家へのアクセスが円滑化され、第一段階としての、日本の取引所をコアとする PSM-J / AIR-PSM が創設される。日本は為替管理も事実上なく投資家層が相対的に厚いため、開示規制と税制上の二つの制約から解放されたこの機を好機ととらえて、まず日本が率先してこのタイプの市場を発展させることが重要となる。

2. 第二段階

第一段階の、PSM-J の設立に始まる日本の取引所をコアとする PSM-J / AIR-PSM の創設の後に、第二段階として、日本の取組みがデファクト・スタンダードとなり、域内各国で同様の取組みを進めることが期待される。

アジア全域に、日本の取引所を筆頭とする、規律ある域内の取引所への開示登録を前提とした、AIR-PSM の創設が望まれる。

3. アジア域内の対話の重要性

域内新市場の拡大には、各国外為規制・税制・開示規制・取引慣行等の制約解消についての戦略対話促進が重要である。

日本の取引所をコアとする PSM-J / AIR-PSM の創設以後、速やかに、日本のイニシアティブによって、アジア域内の各国の政策担当者と市場関係者の官民の対話を推進し、各国外為規制・税制・開示規制・取引慣行等の制約解消についての戦略対話を進めることが肝心である。

4. 各国の外為規制上の制約の緩和について

各国の外為規制に関しては、その先に、域内各国の現地通貨建て資産や債権の保有者である域内各国と域内企業グループ等の同通貨建て国際債発行による、為替リスク緩和に資する債務の創出も展望されるだろう。

例えば、各国外為規制に関しては、韓国、中国に加えて、インドネシア・タイ・マレーシア等のアセアン各国に対して、一定の日本向け対外債権の枠内（債権債務がバランスする範囲内）という条件付きで（一定の枠内での日系非居住者による発行を含む）各自国通貨建ての国際債（プロの非居住者の投資が可能な其々の国の国内債を含む）の発行を可能とするような要請・取組を行うことが想定される。

5. クロス・ボーダー取引の域内接続・域内決済のあり方の検討

2011 年以降、アジア域内の証券決済に関しては、証券保管振替機構等によるクロス・ボーダー取引の域内接続・域内決済のあり方の検討からはじめ、順次、域内諸国の関係

機関との対話を促進していくとのアプローチが想定される。

6. ABMF の重要性

日本のイニシアティブも重要であるが、それと並行して、速やかに、ABMI の枠組みの中で設立が予定されている、官民のフォーラム (ABMF : ASEAN+3 Bond Market Forum) を早期に設立し、域内各国の外為規制・税制・開示規制・取引慣行等の状況把握と制約解消、ならびにクロス・ボーダー取引の域内接続・域内決済のあり方等について、対話・検討が進められることを望む。

域内のいくつかの国のプロ向け公募市場が、他国の発行体や証券仲介機関の参入制約の低いものとなることにより、それらが全体としてアジア域内のプロ向け国際債市場 (AIR-PSM) として機能するようになったとき、初めて AIR-PSM がアジア域内全体のものとして創出されることとなるであろう。

7. 日本よりのメッセージ発信の重要性

いずれにせよ、日本としても、「アジア域内におけるクロス・ボーダーのプロ向け債券市場構築の重要性を認識し且つ重視しており、その実現を望んでいる」とのメッセージが、アジアに向けて継続的に発信されることが重要であると思われる。

このような観点から、本 2010 年 6 月 18 日に閣議決定され公表された日本政府の新成長戦略^{vii}の金融部分に「日本にユーロ市場と比肩するプロ向け社債市場の整備」と「アジア債券市場の育成」が含められたと考えられる。

VI. 最後に

我々は、今回、発行体団体、機関投資家、証券業界、証券取引所、関係官庁等の協力の下、基本的に民間ベースで、多くの市場実務家や研究者や法律家の自発的参加を得て、日本とアジアに対応可能な、新しいホールセール型 (プロ向け) 債券市場のデザインと新しいルールのあり方について集中して研究し、提言を行った。

我々が目指すのは、より適切に市場自体の品質が管理され、かつ、より自由度が高く、自己規律のきいた、ホールセール型 (プロ向け) 債券市場の創設である。

個人向けは別として、本格的なホールセール型のメイン市場を、日本とアジア域内に創ろうとしている点を、ご理解いただければ幸いである。

この提言は、日本政府の新成長戦略にも採用されたが、これを契機に、域内の専門家の協力によって、日本と域内のホールセール型の金融資本市場が飛躍的に発展していくことを強く望むものである。

「日本とアジア版のユーロボンド市場の創設」という新たなビジョンの下、「日本と

アジア一体の、世界に開かれた、信頼される域内金融資本市場新時代」が、一日も早く到来することを、切に願う。

以上

プロジェクト責任者： 犬飼 重仁 (いぬかい しげひと) 75 年慶応義塾大学法学部卒。三菱商事を経て、08 年から早稲田大学法学学術院教授。 早稲田大学 GCOE アジア資本市場法制研究グループ代表。同「デット・リスティング研究会」共同座長。アジア資本市場協議会 (CMAA) 代表兼事務局長。
本件に関する連絡先： 早稲田大学 法学学術院 教授 犬飼 重仁 (いぬかい しげひと) 〒169-8050 新宿区西早稲田 1-6-1 研究室: 9 号館 6 階 624 号室 Tel & Fax (Direct): +81-3-(0)3-3202-2472 内線: 71-3274 Mobile 公用: +81-3-(0)80-3360-7551 E-Mail: shige.inukai@river.dti.ne.jp 早稲田 GCOE HP : http://www.globalcoe-waseda-law-commerce.org/

- i この文脈における「開示登録」とは、日本の金融商品取引法上の「特定証券情報」を、日本国内の特定取引所金融商品市場にファイル（登録。法制上は上場）し、プロ投資家への縦覧に付すことを指す。
- ii ASEAN+3（日・中・韓）の財務大臣が主導する「アジア債券市場育成イニシアティブ」。その目標は、アジアの豊富な貯蓄をアジアの中長期の成長に向けた投資につなげるよう、アジア域内通貨建ての債券の発行を可能とするようなアジア債券市場を整備すること。
- iii オフショア・ホールセール（プロ向け）欧州国際債市場とは、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。
- iv ルール 144A 市場とは、1990 年に米国証券取引委員会が導入した、米国証券法上の私募についての開示免除証券市場を指す。米国市場でプロ向けに債券等を発行する場合は、開示しなければならない書類に厳しい法的基準がある公募債より、米国ルール 144A（米国証券法）に沿った適格機関投資家だけに販売する方法が一般的である。英語では US Rule144A Market という。
米国では、国内のプロの市場は「ルール 144A 市場」、オフショアのプロ市場は「レギュレーション S 市場」として開示免除証券市場が存在している。米国においては、米国外取引についてのセーフハーバ（セーフハーバとは開示免除である）である Regulation S と、米国内取引にもかかわらず、適格機関投資家（qualified institutional buyer）であることを理由としたセーフハーバである Rule 144A がある。どちらも、米国内への転売は Rule 144A の機関投資家に原則として限定される。
Rule 144A の前身は、1982 年証券法規則 501～508 で構成される米国内での私募の対象となる Regulation D に定められた自衛力認定投資家（accredited investor）である。しかし、Regulation D は資産基準（asset test）であったが、「資産のある投資家ならずして投資判断能力がある」との前提はおかしいとの批判から、Rule 144A は、資産投資証券基準（ownership and investment securities test）に代えている。（すなわちリスク証券への投資経験の要素が加えられている）

- v 日本の社債市場は現状大きな問題を抱えている。日本の社債は、大部分、機関投資家などの特定投資家等向けに販売されている。だが、それらの多くは、個人投資家を含む不特定多数の投資家への販売を前提とする発行登録制度を使って発行されており、一般投資家保護のための厳格な法定開示が義務付けられている。

同制度の下では、開示の手続きや審査上の問題などから、年間 240 日余りの金融機関営業日のうち、発行可能期間が 100 日程度しかなく、資金調達の機動性に欠ける。海外企業などが日本で発行する円建て債（サムライ債）も、日本語による法定開示対応を含め、同じ問題がある。金融商品取引法が定める発行登録制度自体は、本来一般投資家向けに有用な制度であり、原則として厳格な情報開示や引き受け審査が求められるのは当然であって、同制度の規制緩和を一方的に求めることはできない。また、開示や引き受け審査が任意とされる既存の私募債市場は、もともと転売を想定していないため使いにくく、価格情報の透明性や市場流動性も期待できない。

日本の債券市場に機動性と利便性を備えるための抜本的な解決策は、売り手も買い手も専門知識をもつ市場関係者のみが参加する、自由闊達（かつたつ）で自己規律の利いたホールセール型の専門家向け新市場を、中核市場として日本に創設することである。日本に新市場（日本版ユーロボンド市場）が創設され、国際的な取引も新市場を通じて行われるようになれば、日本自身の経済と金融産業の成長につながることを期待され、アジア全体のメリットにもなる。

- vi 早稲田大学の提言の詳細及び関連情報については、下記参照。

<http://www.globalcoe-waseda-law-commerce.org/>

<http://www.globalcoe-waseda-law-commerce.org/activity/AIR-PSM.html>

- vii 2010年6月18日公表の日本政府の新成長戦略に添付された成長戦略実行計画(工程表)の金融戦略部分の最初には、早期実施事項(2010年度に実施する事項)として「プロ向け社債発行・流通市場の整備」が掲げられている。