

2010.08.16

关于在亚洲区域内构建面向专业投资者债券市场的建议

构建“亚洲区域内面向专业投资者的国际债券市场（AIR-PSM：Asian Inter-Regional Professional Securities Market）”与日本国内版“面向日本国内专业投资者的公募债券市场”

早稻田大学 GCOE 亚洲资本市场研究小组负责人

早稻田大学法学学术院教授 犬饲 重仁

概要：

目前，亚洲各国储蓄充裕，对资金的需求激增。但是，各国国内金融中介机制、尤其是进行直接金融的资本市场，多数国家尚处于发展阶段，因此各国年金基金等机构投资者均面临着运用难的问题。

应通过完善亚洲区域内独自の跨境金融机能，使区域内的储备金能够有效、高附加值得以循环，以此来支持区域内经济的成长。也就是说亚洲亟需构建跨境交易市场，该市场应为：具有全球化的市场标准交易惯例；具有相当于欧洲债券市场的自由度；可以发挥创新能力的跨境市场。

首先，需要在日本的交易所制定有关债券等的上市公开登记（Listing）制度，进而创立“日本国内面向专业投资者的公募债券市场（PSM-J）（这是亚洲区域内的面向专业投资者的国际债券市场（AIR-PSM: Asian Inter-Regional Professional Securities Market）的一部分）”。将该市场定位为“日本版欧元债券市场（Japanese version of the Eurobond market）”。

其次，在全亚洲区域内创立自由度高的“亚洲区域内面向专业投资者的国际债券发行及流通市场（AIR-PSM）”。将这一 AIR-PSM 市场定位为“亚洲版欧元债券市场（Asian version of the Eurobond market）”。

（注）该论文以 2010 年 4 月 20 日早稻田大学 GCOE 研究小组公布的建议内容为中心，同时将有关研究成果信息等概括到文中，由笔者负责把概要总结为论文。关于建议的详细内容请参考脚注 v。

研究主体：早稻田大学 GCOE 亚洲资本市场法制研究小组“亚洲债券研究会”。

协助单位：亚洲资本市场协议会（CMAA）、日本证券业协会。

目 录

一 背景说明	P.3
1 亚洲区域内跨境金融的现状与在区域内构建横跨型市场的必要性	P.3
2 欧洲国际债券市场（欧元债券市场）的发展与亚洲的依赖性	P.3
3 关于日本的立场与其作用的重要性	P.4
4 早稻田大学“关于构建日本与亚洲区域内面向专业投资者的债券市场的建议”	P.4
图标以及表格：亚洲区域内各国与各地区的国内债券市场的规模	P.5
二 在亚洲区域内创立面向专业投资者的国际债券市场的目的	P.6
1 构建亚洲版欧元债券市场（AIR-PSM）的意义	P.6
2 设想简称为 AIR 市场的新市场的（PSM-J/AIR-PSM）的参与者	P.6
3 创设新市场（PSM-J/AIR-PSM）的两个目标和意义	P.6
4 以亚洲货币发行国际债券的意义	P.7
三 AIR-PSM 创设中应注重的原则	P.7
1 各国证券规制的适用范围	P.8
2 专业投资者的认定与定义	P.8
3 新市场的证券交易规制与相关事宜	P.8
4 面向专业投资者的公开原则以及公开规则	P.8
5 承销证券的中介机构	P.8
6 以英文公开信息	P.8
7 各国国内市场与新市场之间的选择	P.8
8 会计标准	P.9
9 税制	P.9
四 新市场（PSM-J/AIR-PSM）的软着陆需要高度的伦理规范	P.9
五 创设新市场（PSM-J/AIR-PSM）的时间表与特别记载事项	P.10
1 第一阶段	P.10
2 第二阶段	P.10
3 亚洲区域内对话的重要性	P.10
4 关于放宽各国外汇管制限制的问题	P.11
5 探讨在区域内的跨境交易的衔接与结汇方式	P.11
6 ABMF 的重要性	P.11
7 日本发出信息的重要性	P.11
六 最后	P.12

一、背景说明

1. 亚洲区域内跨境金融的现状与创设区域内横跨型市场的必要性

亚洲的市场经济担负着“世界工厂”的作用，为世界经济的发展作出了重大贡献。而且，在国际性的资金流动不断扩大的环境中，区域内的制造业与贸易也随之扩大。与其相比区域内的跨境金融机能对亚洲以及世界的贡献度却极其微弱。因此，在亚洲各国不断强大的年金基金等面临着深刻的运用难的问题。

完善区域内独自の跨境金融机能，使区域内储蓄得到有效地、高附加值地循环来支持区域经济的成长是不可欠缺的。

1997年亚洲货币危机以后，以“ABMI: Asia Bond Market Initiative”ⁱⁱ为中心亚洲区域内的各国致力于完善国内金融资本市场，其发展中也不乏可敬可佩之处。

但是，从亚洲各国的现状可以看出，各国国内金融中介机制、尤其是进行直接金融的资本市场尚处于发展中的国家较多，需要更进一步的改善。除了日本等部分国家以外，亚洲各国的债券市场规模始终很小（参照第5页图标）。

从而，亚洲各国不仅需要进一步完善国内市场，还需要构建超越完善各国国内市场框架的跨境交易制度。也就是说，对于区域内的横跨性的需求仅以各国国内市场是无法满足的，因此亟需创设“面向专业投资者的跨境国际债券市场（AIR-PSM: Asian Inter-Regional Professional Securities Market）”，其必要性及意义深远。

2. 欧洲国际债券市场的发展与亚洲的依赖性

欧洲在过去的几十年发展了欧元债券市场ⁱⁱⁱ，这一市场是专门面向机构投资者的离岸式交易市场。该市场一方面满足了国内长期筹资需求，即欧洲区域内的发行人在国内无法达到筹资目的时通过这一面向机构投资者的专业市场来补充筹资，另一方面也增加了机构投资者的运用机会。

与此相比，至今为止亚洲区域内的跨境金融机能基本上依赖于欧洲离岸国际债券市场（以伦敦金融街的金融机构以及欧洲国际证券结算机制（ICSD: International Central Securities Depository）为前提的“英国与荷比卢三国经济同盟所形成的欧元债券市场的金融机制”）。

原本面向机构投资者型的金融市场具有着全球性的特征，只有专业投资者参加，担负着跨境金融中介的机能。

但是，至今诸多亚洲各国国内资本市场存在公开规制等法律规制、外汇管制、税法等以及国内固有的惯例阻碍要素，所以与国外市场之间出现了“隔离”的状况，全球市场的标准交易惯例和创新无法进入到各国国内。其结果是跨境金融中介机能在亚洲区域内没能得到真正的培育。

而且，亚洲所需要的、作为区域内独自的资金供给机制的“跨境机构金融资本市场与市场基础设施”方面的具体的宏观设计，在亚洲区域内没能形成明确的框架。

3. 关于日本的立场与其作用的重要性

构建亚洲区域内的新市场与市场基础设施，日本的倡导作用是极其重要的。日本拥有可进行国际投资的储蓄和在亚洲展开业务的众多企业集团，而且发行、流通、结算机制较完备。

(1) 日本需提供、构建汇集亚洲区域内适格的证券等相关信息（公开信息、交易价格等）的场所以及机制（上市登记/地点）。

(2) 日本应提供符合高度规范化（保证市场的质量与始终如一的一贯性）市场的易于增加适格投资商品的市场环境。为完善构建良好的、可信赖的亚洲区域市场要积极地发挥倡导作用。

好在近几年日本政府当局以及市场有关人员竭尽全力排除了内外市场“隔离”的阻碍要因。2008年，金融厅作为强化金融资本市场的竞争力计划的一个环节修改了金融商品交易法，完善了面向专业投资者的市场法（面向特定投资者的私募制度与特定交易所的金融商品市场）的框架。该法律框架不以法定的公开为前提，是相当于美国规则 144A^{iv}市场，为新证券市场的创设而提供。

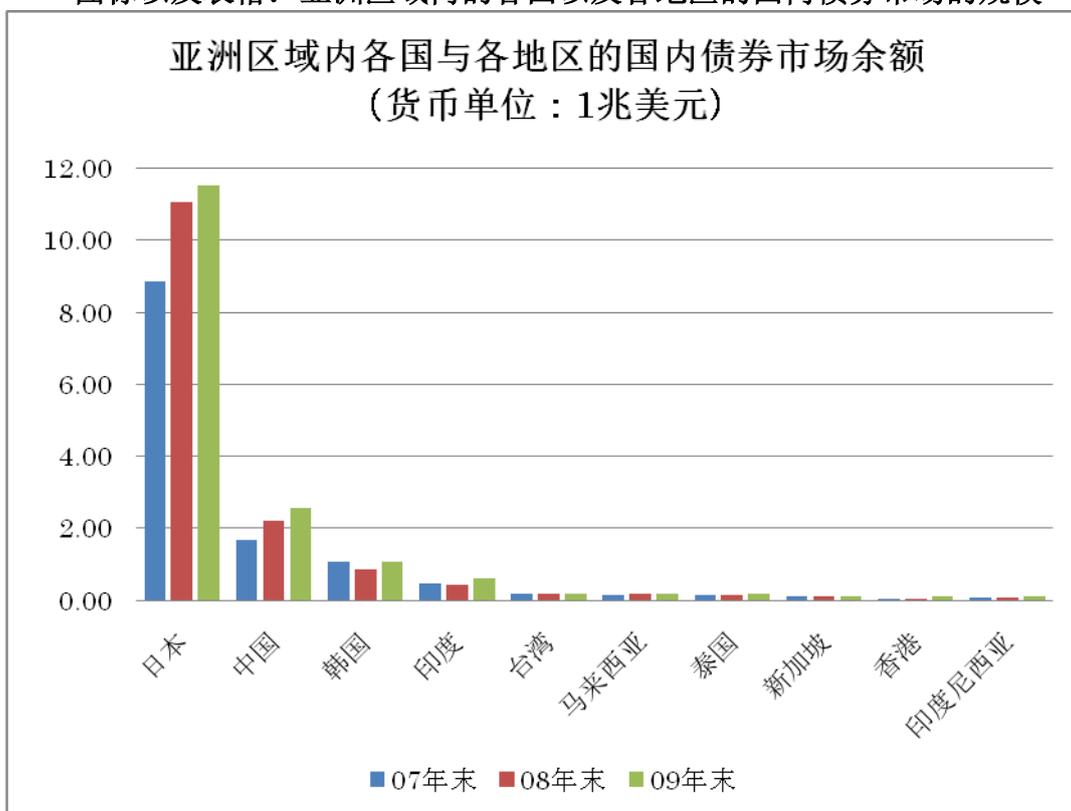
接着 2010 年起施行的修改税法规定：对于非居住者因持有该国内债券所得的收入不予征税。这些措施成为了填补“市场分离”的契机。

日本取消了分离国内债券与欧元债券等国际债券概念的法律上以及税制上的限制后，只要在日本的交易所内完善债券公开登记（上市）规则，区分国内债券与国际债券的必要性就逐步淡化，日本债券的机动性^v与便利性将会得到进一步的改善。

4. 早稻田大学“关于创设日本以及亚洲区域内面向专业投资者的债券市场的建议”

早稻田大学 GCOE《企业法制与法创造》总和研究所（所长：上村达男教授）以笔者为中心致力于亚洲资本市场法制的研究，正好抓住日本取消“隔离”内外市场的限制性规定的时机，于 2010 年 2 月召集第一线的资本市场实务专家、法学家、研究人员以及政府相关人员成立了“亚洲债券上市登记研究会”，之后的 3 个月，集中探讨了有关“日本与亚洲版欧元债券市场”的宏观设计以及新市场的具体设计方案。这次发表了包括实现新市场的工程目标在内的研究结果（但是在本概要的翻译文中省略了有关日本新市场的具体设计^{vi}方案）。

图标以及表格：亚洲区域内的各国以及各地区的国内债券市场的规模



(单位：1兆美元)	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
韩国	1.08	0.86	1.09
印度	0.46	0.43	0.60
台湾	0.17	0.18	0.18
马来西亚	0.16	0.17	0.18
泰国	0.14	0.14	0.18
新加坡	0.10	0.10	0.12
香港	0.05	0.05	0.10
印度尼西亚	0.09	0.07	0.10

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

二、在亚洲区域内创设面向专业投资者的国际债券市场（AIR-PSM）的目的

1. 创设亚洲版欧元债券市场（AIR-PSM）的意义

构建“亚洲版债券市场（Asian version of the Eurobond market）”需要借鉴欧洲国际债券市场的离岸式机构投资者规则。这一市场规则对亚洲区域各国而言，不仅是本国的发行主体，还有对区域内其他国家发行主体以及区域外发行主体进入市场的门槛要放宽，而且必须要具备较高的便利性。也就是说，通过构建“亚洲区域内面向专业投资者的国际债券市场（AIR-PSM）（包括非居住者可以投资的各国国内债券市场），可放宽至今为止依赖于各国本国市场的、区域内其他国家的机构投资者以及区域外的机构投资者进入市场的限制性规定、还可完善区域内各国金融资本市场，强化区域内的金融中介机能。

由此达到提高亚洲区域整体在金融资本市场中的竞争力。

2. AIR（空中）市场的含义与新市场（PSM-J/AIR-PSM）的参与人

我们在这次建议中提到将亚洲区域内面向专业投资者的国际债券市场称为“Asian Inter-Regional Professional Securities Market”，简称为“AIR 市场”。

AIR 取自前述名称的开头字母，同时意味着如同日本、韩国、中国等亚洲各国共享同一天空似的，以自由灵活的、流动性高的机构投资者市场的创设为目标。

新市场的投资者仅指，专业的投资者，并以由多数的券商参与的具有流动性的债券市场为目标。进而构建对发行者以及有关中介机构等便利的、易于利用的、亚洲区域内具有高质量的市场基础设施的面向机构投资者（专业的机构投资者）的市场。

另外，新市场必须要具有面向全球市场和资本市场的有关人员敞开的构造。

3. 创设新市场（PSM-J/AIR-PSM）的两个目标与意义

具体目标是仅允许专业的投资者和专业的资本市场参与人参加。

- (1) 构建日本国内面向专业投资者的债券市场（PSM-J：面向专业投资者的公募债券市场）；
- (2) 构建亚洲区域内面向跨境机构投资者的国际债券市场（AIR-PSM）。

第一阶段以日本交易所的公开规则为基准。在创设新市场（PSM-J 以及 AIR-PSM 的一部分）时应有效利用该交易所的公开登记制度，其意义如下。

(1) 对于日本以及亚洲区域内的筹资人和债券持有人，通过缩短在日本国内不可发行债券的时间、省略并简化发行手续、省略流通市场手续并降低包括公开成本在内的筹资的相关成本。由此提高面向投资者的债券市场的便利性。

⇒构建区别于一般投资者的面向专业机构投资者的公募债券市场（PSM-J）。

- (2) 筹资来源的扩大以及多样化（分散 Debt Portfolio）。

⇒为了便于海外发行主体，面向专业投资者的发行市场应用英语公开信息。另外，对于欧元债券、欧元中期票据以外的其他债券，日本交易所将通过追加 PSM-J 适格条款，创设类似于美国规则 144A 期权式的 Euro Asia（欧元亚洲）竞价市场。

⇒通过将市场参与者限定为机构投资者等专业投资者，放宽发行企业方的公开义务，这对日本和亚洲区域内的发行主体而言是扩大了筹资的机会。

（3）对日本、亚洲区域内以及其他全球的专业投资者而言，日本发起的面向专业投资者的国际债券公开标准的形成是可能的。

⇒以日本交易所（上市/地点）为核心，发出并充实关于发行人的信息、证券信息、以及价格信息。

（4）全球的专业投资者可以灵活地向日本以及亚洲各国进行投资的机会也随即增加。

⇒日本版欧元债券市场（PSM-J）以及亚洲版欧元债券市场（AR-PSM）的实现。

（5）亚洲各国为发展中国家，需完善各国国内市场以及现已存在的日本国内债券市场的同时须创设可替代的新主板市场（AR-PSM）。

4. 以亚洲货币发行国际债券的意义

今后，在亚洲经济全球化的过程中亚洲地区资本市场能够稳定地发展取决于证券发行方在资本流出入方面不发生汇率的变动。

亚洲各国企业集团以及机构投资者需要用本国货币筹资并运用是很重要的。即，国际企业集团在亚洲各国展开业务时，需要筹事业活动所需资金有可能会选择亚洲货币，因此有必要准备亚洲区域内的国际债券市场（AIR-PSM）。

但是，关于发行债券的货币，亚洲各国的主要货币，除了日元、新加坡元、港币以外，就连韩元在使用上也有限制。除此之外的其他亚洲货币发行债券，虽说多少存在个别情况，就各国现状而言不得不说货币的适用均较困难。

面对这样困难的状况决不能轻言放弃，有关人员应在区域内通过持续性的对话，力争努力改善。

对亚洲各国而言，只要在以其本国货币结算的债权债务的组合范围，就可以认定为不违反该国外汇规制。因此，对其对外（比如面向日本的）债券附条件（在一定的框架之内的该国（包括日本企业在该国设立的企业）居住者以及非居住者构成的日本企业等的发行）的情况下，应允许该国以本国货币发行国际债券（包括非长期居住的专业投资者的投资也可能的该国国内债券）的设想也是可行的。

三、在 AIR-PSM 的创设中应遵循的原则

关于在区域内构建真正面向专业投资者的市场（PSM-J/AIR-PSM）应遵循的原则：

在日本国内构建面向专业投资者的债券市场（PSM-J）后，应在亚洲区域内将其扩大化。并期待其他国家也通过与日本同样的步骤，最终在亚洲全区域内形成真正为一体的国

际债券市场（AIR-PSM）。

亚洲区域内的面向专业投资者的这一国际债券市场（AIR-PSM）应考虑以下原则。

1. 各国证券规制的适用范围

亚洲各国以及日本，将其本国证券规制的适用范围不会像美国往区域外扩大（认可所谓的属地主义）。

2. 专业投资者的认定与定义

新市场的投资者仅由专业投资者参加。日本将专业投资者限定为 2007 年生效的金融商品交易法所规定的专业投资者（特定的投资者）的范围内，而这些投资者还须保证不向一般投资者转手卖出（证券的转账）。

关于区域内各国专业投资者的认定与决定，需要由各国规制机关以及各国当局认定。在认定专业投资者的范围内，基于适合性原则等理念、基本规则、方式，发行主体与投资者等市场参与人经调整决定。

3. 新市场的证券交易规制与相关事宜

在证券交易规制方面，各国新市场交易规制应排除在面向国内一般投资者所规定的法定公开规制等证券交易规制调整对象范围之外。

4. 面向专业投资者的公开原则与公开规则

在面向专业投资者的市场，依然存在应公开到何种程度的问题。在这一方面，需要由交易所、中介机构等金融机构、发行主体、机构投资者等市场专业人士以及研究人员制定自律性的、共同的规则。

5. 证券承销中介机构

证券承销中介机构是各国监管当局认可的从事证券业者（比如，日本的证券业者需要在金融厅登录）。

6. 以英文公开信息

公开信息原则上使用英文。构建效仿欧洲国际债券模式的亚洲区域内的国际债券市场，即：应采用欧洲债券市场的原则；离岸式大宗交易竞价循环方式；仅允许用英文公开、由此实现证券公司可较自由地劝诱专业投资者；自由度高、自律规则发挥作用。

7. 各国国内市场与新市场的选择

虽然根据每一国家的具体情况应区别对待，但是原则上以各国国内市场与面向专业投资者的新兴市场（AIR-PSM）并存为前提。关于面向一般投资者的各国国内市场与AIR-PSM市场之间选择哪一个，应由发行主体以及专业投资者自由选择。

新市场应成为主要市场，不仅要导入中期票据项目等，还要便于客户随时使用，而且应成为信赖度高的市场。

8. 会计标准

会计标准基本上要以国际会计准则为准，但是也可以认可其他一般认为公正并恰当的会计准则。概而言之，要以面向专业投资者的市场为前提。

9. 税制

关于亚洲各国债券的所得税征收问题，对于非居住者取得的债券利息，希望各国不要按国内税制征收所得税。而且期待亦不要征收印花税等随着证券的发行而产生的来自纳税方面的负担。

四、新市场（PSM-J/AIR-PSM）软着陆需要高度的伦理规范

为确保以专业投资者为市场参与人的亚洲区域内的面向专业投资者的市场的质量(规范化)，理念、基本原则、高度的伦理规范应成为其前提。面向专业投资者的债券市场在日本与亚洲正式成立后，为得到社会的广泛支持，所需要的是：所有市场参与者应具备高水平的素质；规则应公正、自律性规则应恰当且可保证市场的信赖度；不仅要确立为便于使用市场的法律规制而且还要确立自律的、实务上恰当的规则与具备各种市场机制的基础设施。

日本相对而言可能在运用最细致且成熟的证券规制与市场机制，所以在新市场的构建上也应起引领作用。

日本是世界上第一个将“公正的价格形成”规制规定在作为证券基本法的金融商品交易法的目的中的国家。

尤其是日本在这一区域内新市场的相关制度构建上有其优势或可供参考的就是这一定位，即：“专业投资者对公正的价格形成以及确保高质量的资本市场机能负有责任”。这里包括提供公正的价格以及做市等负责任的方式、关系到新市场的自律性规则等制度、惯例的构建、领先于其他亚洲区域内的各国的上市登记地点。

今后，在亚洲区域内市场参与者制定并确立自律性规则等市场惯例时，对日本的引领作用是可期待的。

五、创设新市场（PSM-J/AIR-PSM）的时间表与特别记载事项

1. 第一阶段

完善新市场的第一阶段的目标是，2010年度内，以在日本交易所的公开登记（上市：Listing）为前提设立“面向专业投资者的公募债券市场（PSM-J）”，在国内债券市场证券登记结算机构（日本称“证券保管转帐机构”）开始运用（发行、销售劝诱）作为转帐对象的证券市场（PSM-J）。

也就是说，构建仅由专业性高的专业投资者与相关券商参与的日本国内市场（PSM-J），该市场首先适用作为区域内综合投资信息中心的日本交易所的公开标准，在该交易所的公开登记（上市：Listing）并集中价格信息为核心。而且这一市场不仅构成国内债券市场的一部分，亦是亚洲区域内国际债券市场（AIR-PSM）的一部分。

日本的这一新市场，应为：防止个人等业余的一般投资者的参加，使这一市场成为专门面向机构投资者等专业投资者的市场；由此保证取消面向一般投资者的法定公开义务的基本模式；将不可发行债券的期间缩短、考虑发行程序的简单化、流通过程的省略、包括公开成本在内减低相关筹资成本。

由此提高市场的机动性与便利性，进而海外发行主体可以在对它们而言较便利的、以英语公开信息的武士债券市场发行。

另外，将在欧元债券、欧元中期票据项目上设定日本交易所的「PSM-J 适格条款」，就可以创设类似于美国规则 144A 的欧元亚洲竞卖市场。之前日本证券保管转帐机构未作为转帐对象的证券业可包括在内了。

因此，亚洲区域内的非日系发行者也可以灵活地与日本国内投资者衔接，第一阶段构建以日本交易所为核心的 PSM-J / AIR-PSM。日本事实上没有外汇管制，而且投资者层相对雄厚，凭借此次取消公开规制与税制方面限制的好时机，日本应率先发展这一模式的市场。

2. 第二阶段

第一阶段以设立 PSM-J 开始创设日本交易所为中心的 PSM-J / AIR-PSM，在第二阶段日本的这些研究工作模式将会成为市场构建典范。期待区域内的其他各国也能做同样的努力。

希望在亚洲全区域内日本交易所带头，以有规律的区域内交易所的公开登记为前提，创设 AIR-PSM。

3. 亚洲区域内对话的重要性

在区域内的新市场的扩大中关于取消各国外汇管制、税制、公开规制、交易管理等方面的限制性规定，并促进战略性对话是很重要的。

以日本交易所为中心构建 PSM-J / AIR-PSM 以后，日本应迅速地发挥引领作用推进

促成亚洲区域内各国政策负责人与市场有关人员之间的官民对话，对于各国外汇管制、税制、公开规制、交易管理等限制的取消，进行战略性对话是关键。

4. 关于放宽各国外汇管制限制的问题

关于各国外汇管制，区域内各国以及区域内企业集团等作为区域内各国当地货币为单位的资产以及债券的持有者以同种货币发行国际债券时，需要创造出有助于放宽外汇风险的债务。比如，关于各国的外汇管制，可以设想韩国、中国、印尼、泰国、马来西亚等亚洲各国，在附带面向日本的对外债权的框架内（债权、债务均衡的范围内）等条件，如有以各国本国货币为单位发行国际债券的需求时，均可以操作的机制。

5. 区域内跨境交易的衔接以及结算方式的研究

2011年以后，关于亚洲区域内的证券结算方式，应从证券保管转帐机构等跨境交易的区域内的衔接以及结算方式开始探讨，依次促进区域内各国有关机构的对话等方式进行探讨。

6. ABMF 的重要性

日本的倡导作用很重要，与此同时在 ABMI 的框架中应迅速、尽早设立官民论坛（ABMF: ASEAN+3 Bond Market Forum），把握区域内各国的外汇管制、税制、公开规制、交易管理等状况并解除限制性规定，并且对区域内的跨境交易的衔接与结算方式等，希望能够进行对话并探讨。

区域内几个国家的面向专业投资者的公开募集市场，应成为他国发行主体以及证券中介机构进入限制较少的市场。而这些要素作为整体在亚洲区域内面向专业投资者的国际债券市场（AIR-PSM）发挥作用的时候，就是 AIR-PSM 首次成为全亚洲区域的共同所有而诞生之时。

7. 日本发出呼吁的重要性

总而言之，日本向亚洲各国持续性地呼吁“在亚洲区域构建面向专业投资者的跨境交易债券市场的重要性的认识以及对其的重视，并期待实现”，是非常重要的。

以这些观点为基础，2010年6月18日召开的内阁会议公布了日本政府的新成长战略，^{vii}战略的金融部分中涵盖了“日本完善与欧元市场比肩的面向专业投资者的债券市场”和“培育亚洲债券市场”的内容。

六、最后

我们这次在发行团体、机构投资者、证券业界、证券交易所、有关政府官员等的协助下，基本上从民间的角度，得到众多市场实务家、研究者、法律学家自发性地参与，集中地探讨设计了日本和亚洲可应对的，新型的面向机构投资者型（面向专业投资者的）债券市场和新型的规则、谏言。

我们的目标是构建更加确切地管理市场本身的质量、高自由度的、自律规则发挥作用的机构投资者型（面向专业投资者的）债券市场。

面向个人的就另当别论，如果大家能够理解在日本以及亚洲区域内构建真正的面向机构投资者的主板市场的意义将不胜荣幸。

日本政府的新成长战略采用了本建议，以此为契机，如能得到区域内的他国专家们的协助，日本以及区域内面向机构投资者的金融资本市场的飞跃性发展还是可期待的。

真诚地期盼“构建日本以及亚洲版欧洲债券市场”这一新设想能够尽早实现“日本以及亚洲为一体的、向世界敞开的、可信赖的区域内金融资本市场新时代”。

项目负责人：犬饲 重仁 (Inukai Shigehito)

1975年毕业于庆应义塾大学法学部。毕业后在三菱商事工作，08年起调入早稻田大学法学院任教授。现为早稻田大学 GCOE 亚洲资本市场法制研究小组代表。同时任“债券上市登记研究会”主席。亚洲资本市场协议会 (CMAA) 的代表兼事务局长。

联系方式：早稻田大学法学院 犬饲 重仁 (Inukai Shigehito) 教授

〒169-8050 日本新宿区西早稻田 1-6-1 办公室：9号馆 6层 624号

Tel & Fax (Direct): +81-3-(0)3-3202-2472 内线电话: 71-3274

手机: +81-3-(0)80-3360-7551 E-Mail: shige.inukai@river.dti.ne.jp

早稻田大学 GCOE HP: <http://www.globalcoe-waseda-law-commerce.org/>

ⁱ 本文所指“上市公开登记”指，将日本金融商品交易法规定的有关“特定证券信息”在日本国内的特定交易所作为金融商品装订为文件（登记。法律上的上市），供专业投资者阅览。

ⁱⁱ ASEAN+3（日、中、韩）的财务大臣主导“倡导培育亚洲债券市场”。其目标是，完善亚洲债券市场，创造可发行亚洲区域货币为单位的债券、并使亚洲丰厚的储蓄转向有利于亚洲中长期成长的投资市场。

ⁱⁱⁱ 离岸式机构投资者型欧洲国际债券市场指，欧盟正式启动的1999年（1月导入欧元）为止的，在世界上唯一成功的离岸式机构投资者型欧洲国际债券的发行流通市场（~1999年的欧元债券市场）。欧洲面向专业投资者提供金融市场因其发挥作用长期依赖享受了跨境交易带来的“离岸式机构投资者型欧洲国际债券市场”的优势。

^{iv} 规则144A市场指，是1990年美国证券交易委员会引进的、美国证券法中规定的有关私募的免公开的证券市场。在美国市场，面向专业投资者发行债券等时，法律规定必须要公开的书面文件为基准，非常严格，而美国的规则144A只是针对适格的机构投资者销售的普通方式。英语称“US Rule144A Market”。美国国内存在的免除公开的证券市场为，面向专业投资者的“规则144A市场”和面向离岸式专业投资者的市场“规则S市场”。美国有对美国境外交易的保护（这里指的保护是免除公开的意思）规则Regulation S、还有尽管是美国国内交易，但是以适格的机构投资者为由保护的Rule 144A。无论哪一个交易方式，只要往美国国内转手销售时Rule144A限定适用于机构投资者。

Rule 144A的前身为，1982年证券法规则501~508构成的美国国内以私募为对象的Regulation D所规定所认定的具有自卫能力的投资者（accredited investor）。

但是，Regulation D是以资产为标准（asset test），对此有批评为“只要有资产的投资者就全部可认定为有投资判断能力”是滑稽的，所以144A替代了资产投资证券标准（ownership and investment securities test）。（也就是说，对风险证券的投资需要投资经验要素）。

^v 现今日本债券市场问题很多。日本的债券大部分向机构投资者等特定的投资者销售。但是，在大多数情况下适用的是包括个人投资者在内的向不特定多数的投资者的销售为前提的发行注册制度而发行，为了保护一般投资者法律规定了严格的法定公开义务。

这一制度规定有公开程序以及审查等，金融机构的年营业日为240天，其中可发行的期间只有100天，缺乏筹资的灵活性。海外的企业在日本发行以日元为单位的债券（samurai债券）时，法律规定用日语公开，这同样是个问题。金融商品交易法规定发行注册制度本身，原本就是面向一般投资者的制度，原则上被要求按照严格的信息公开以及承销审查是当然的，因此一味地要求放宽该制度是不可以的。另外，在业已存在的私募债券市场公开

以及承销审查是任意的，根本就没有考虑转手销售，所以无法期待价格信息的透明性以及市场的流动性。

能够使日本的债券市场具备机动性和便利性的根本的解决对策就是，构建由卖方和买方均为具有专门知识的市场相关人员参与，并以自由活跃的、自律性规则能够发挥作用的机构投资者型面向专业投资者的新市场为核心的市场。日本构建新市场（日本版欧元债券市场），如果国际交易也通过新市场进行，可促进日本本身的经济和金融产业的成长，对整个亚洲而言也是有利的。

vi 关于早稻田大学建议的详细内容以及有关信息，请参考下列网页。

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

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

vii 2010年6月18日公布的日本政府新成长战略所附的成长战略实行计划（时间表）的金融战略的开头部分，作为早期实施事项 载有“面向专业投资者的债券发行、流通市场的完善”内容。