



日本と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「我国プロ向け公募債市場（PSM-J）」の創設

研究報告書

提言公表

2010年4月20日

研究報告書公表

2010年6月18日

研究主体

早稲田大学 GCOE 《企業法制と法創造》 総合研究所
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）・日本資本市場協議会・日本証券業協会

プロジェクトリーダー・編者

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

ごあいさつ

2010年4月20日に早稲田大学より公表した「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「我国プロ向け公募債市場 (PSM-J)」の創設提言については、各メディア他市場関係者の注目を集めることができた。

このプロ向け債券市場の整備に関しては、5月公表の経済産業省による産業構造ビジョンに採用されたが、官邸の新成長戦略策定に当たって、国家戦略室に対し、経済産業省の他、財務省より国内のプロ向け債券市場の創設を後押しすることが提案され、また金融庁からもユーロ市場に伍していくことを目指すプロ向け社債発行・流通市場の整備に向けた検討が提案された。

これらを受けて、金融関係では「プロ向け社債発行・流通市場の整備」「総合取引所創設」を含む新成長戦略が、6月18日午前の閣議で正式決定され、公表された。

同戦略では、「ユーロ市場と比肩する市場を我が国に実現するため、プロ向けの社債発行・流通市場を整備する」ことが明確にうたわれており、また、「金融自身も成長産業として発展できるよう、市場や取引所の整備、金融法制の改革等を進め、ユーザーにとって信頼できる利便性の高い金融産業を構築することによって、金融市場と金融産業の国際競争力を高める」とし、2020年度までの平均で名目3%・実質2%を上回る経済成長を実現する道筋を示している。

なお、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。

また、早稲田大学の研究会に参加されていた東京証券取引所グループにおいては、研究会で提言した新市場創設実現への検討が進められていると聞く。

この我々の提言が、政府の新成長戦略に取り入れられ、実際の新市場創設に向けて活かされつつあることは、望外の喜びとするところであり、これを契機として、日本とアジア域内の金融資本市場の発展に寄与すべく、なおいっそう拍車をかけて、関連のシリーズ研究に邁進することとしたい。

2010年6月18日

プロジェクトリーダー
早稲田大学法学学術院教授
犬飼 重仁

2010.06.18

日本と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「我国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金融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機関投資家は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。

そのためには、第一段階として、我国取引所（特定取引所金融商品市場）への債券等の開示登録（上場）を可能とすると共に、その開示基準を使った同取引所への開示登録に基づいて**国内プロ向け公募債市場（PSM-J）**と**アジア域内プロ向け国際債市場（AIR-PSM）**を創設し、それを核に、第二段階として、アジア域内全般に、かつてのユーロ債市場のような自由度の高い**プロ向けの債券発行・流通市場（AIR-PSM）**を創設することが必要である。これ（AIR-PSM）を、**ユーロ債市場のアジア版**と位置付ける。

次に日本国内固有の課題を指摘すれば、我国国内社債市場における現行の発行登録制度を用いた社債はプロ投資家が多く購入するが、個人等の一般投資者保護を前提とする法定開示に基づいているため、その発行可能期間は極めて限られ、利便性と機動性に欠ける。そこで、発行可能期間をより多く取り、企業の資金調達機会とプロ投資家の運用機会の拡大を図るには、一般投資者購入を想定しないプロ投資家対応の、我国取引所（特定取引所金融商品市場）への債券等の開示登録に基づく**プロ向け公募債市場（PSM-J）**の創設が必要となる。これ（PSM-J）を、**ユーロ債市場の日本版**と位置付ける。

本論文は、2010年4月20日に公表した提言の内容を中心に、それ以前の早稲田大学における関連の研究実施の経緯等も含めて、筆者自身の文責において、論文形式にまとめたものである。なお、別冊資料編も同時に参照願いたい。

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）・日本資本市場協議会・日本証券業協会

目次

I. はじめに	4
1. 金融の成長ビジョンとしてのプロ向け市場	4
2. 市場の断絶を埋める二つの政策決定	4
3. 早稲田大学より、プロ向け市場創設を提言	5
II. 背景説明	5
1. アジア域内クロス・ボーダー金融の現状	5
2. 欧州プロ向け国際債市場の発展とアジアの依存	6
3. アジア域内独自の域内横断的なプロ向け債券市場創設の必要性	6
4. 日本の立場と役割	6
III. アジア域内プロ向け国際債市場（AIR-PSM）創設の目的	7
1. オフショア・ホールセール欧州国際債市場のアジア版市場の創設	7
2. AIR（エアー）市場の意味	7
3. 想定される新市場（PSM-J/ AIR-PSM）への参加者	7
4. 新市場（PSM-J/ AIR-PSM）創設の二つの具体的目標	8
5. 新市場（PSM-J/ AIR-PSM）創設の当面の意義	8
6. アジア域内プロ向け国際債市場（AIR-PSM）創設の中長期的な意義	9
7. アジア通貨建て国際債発行の意義	9
IV. AIR-PSM創設に際して目指すべき原則	9
1. 各国の証券規制の適用範囲	10
2. プロの認定と定義	10
3. 新市場の証券取引規制との関連	10
4. プロの投資家向けの開示原則・開示ルール	10
5. 証券引受仲介機関	11
6. 英文開示	11
7. 各国国内市場と新市場の選択	11
8. 会計基準	11
9. 税制	11
V. 新市場定着の条件	11
1. 高度な倫理規範の存在	12
2. 日本の責務と優位性	12
VI. 新市場（PSM-J/ AIR-PSM）創設のタイムテーブル	12
第一段階	12
(1) PSM-J（日本国内プロ向け公募債市場）	12
(2) PSM-J適格	13
(3) PSM-Jオプション	13

第二段階.....	13
(1) アジア域内の各国の政策担当者と市場関係者の官民対話の重要性	13
(2) 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	14
(3) 我国よりのメッセージ発信の重要性.....	14
VII. 我国社債市場の課題解決への実務的インプリケーション	14
1. 国内社債市場の問題.....	14
2. 発行可能期間の拡大を如何に実現するか.....	15
3. 現行の我国私募制度活用の難しさ	15
4. プロ向け公募債市場（PSM-J）の創設提言.....	16
5. 新市場設計における発想の転換.....	16
6. 取り扱う商品	17
7. プロ向け公募債市場（PSM-J）の開示.....	17
8. 取引所への債券上場の意味.....	18
9. 流通市場における価格情報の収集と蓄積.....	18
10. 国内プロ向け公募債市場（PSM-J）の目標	18
11. ユーロ債等の我国取引所（特定取引所金融商品市場）への開示登録（上場）	19
VIII. 最後に.....	20

I. はじめに

1. 金融の成長ビジョンとしてのプロ向け市場

我国金融資本市場では、長い間、実際に適用可能な新しい市場のビジョンとデザインが示されず、また最近まで、真に必要とされた本格的市場改革のときが熟さず、従来から市場と業界に根を張っていた諸慣行の見直しが遅れたことで、金融市場と金融産業の発展を阻害してきたのではないか。

2008年、金融庁は国家戦略（我国金融・資本市場の競争力強化プラン）の一環として金商法を改正し、プロ向け市場（特定投資家向け私募制度に基づく市場）の法的枠組みが整備されたが、これは我国金融資本市場に適用可能なプロ向け市場創設という新たな成長ビジョンⁱを、「実現可能な法的枠組み」として初めて具現化したものといえよう。

それを機にプロ投資家向け株式市場「TOKYO AIM」が出来たが、その金商法上整備された、新たなプロ向け市場（特定投資家私募制度）及びその一環としての取引所上場（特定取引所金融商品市場への開示登録）に係る法的な枠組みⁱⁱ自体、「TOKYO AIM」創設にとどまらず、我国に必須の柔軟性の高い本格的なプロ向け債券市場創設のための法的基礎を提供する、画期的なものであったと考えられる。

振り返れば、1980年代後半の金利・金融の自由化の時代、大企業の銀行融資離れへの対応のため新しいビジョンとビジネスモデルを打ち出した金融界は、「フルバンキング・ユニバーサルバンキング」のキーワードの下、一斉に金利リザヤ依存から手数料収入メインへのビジネスモデル転換を模索したが、当時は銀証分離政策見直しを始めとする規制緩和は進まず、結局ビジネスモデル転換は掛け声倒れに終わり、不動産関連融資への傾斜が、その後の我国金融バブルの膨張と破裂に繋がった。その後20数年を経て、2010年6月18日に閣議決定された新成長戦略ⁱⁱⁱの示す、日本版ユーロ債市場創設に繋がるプロ向け市場のビジョンの下で、我国金融界と市場関係者は新たな時代を迎えることになるろう。

2. 市場の断絶を埋める二つの政策決定

上記の金商法改正に次いで、今年度の税制改正では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ことも決定された。

ホールセールのプロ向け金融サービス市場はもともとグローバルなものだが、日本を筆頭にアジア域内各国国内資本市場の多くは、クロス・ボーダーの国際債市場と分断され、国際的なプロ市場のイノベーションが国内に持ち込まれ難い。

政府の二つの政策決定は、この「市場の断絶」を埋めるトリガーとなる。つまり、プロ向け債券について、我国において法律と税制という国内債とユーロ債等クロス・ボーダーの国際債とを概念的に隔てていた二つの制約が取り払われたことで、後は開示部分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も薄れてゆくであろう。

う。

3. 早稲田大学より、プロ向け市場創設を提言

早稲田大学法学学術院（院長：上村達男教授）では、2004年から現在まで、いわば長丁場のシリーズ研究として、アジア域内国際債市場と関連市場法制の研究を行ってきたが、上記の二つの制約が解消された時を捉え、2010年2月、第一線の市場実務家・法律家・研究者等の参加を得て「アジア・デットリスティング研究会」（共同座長：築瀬捨治・犬飼重仁）を立ち上げ、3ヶ月間、集中的に「日本を含むアジア域内の有効なプロ向け債券市場の創設」に関する検討と新市場の詳細設計を行った。

その結果は『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我国プロ向け公募債市場（PSM-J：Professional Securities Market-Japan）」の創設提言』^{iv}として発表した、その内容を、以下に報告する。

なお、本研究の研究母体は、早稲田大学 GCOE 《企業法制と法創造》総合研究所 アジア資本市場法制研究グループであり、早稲田大学比較法学総合研究所の共催の下、アジア資本市場協議会（CMAA）・日本資本市場協議会・日本証券業協会の協力を得た。

II. 背景説明

1. アジア域内クロス・ボーダー金融の現状

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、域内のクロス・ボーダーの金融機能が果たすアジアと世界への貢献度は低い。

アジア域内では貯蓄が潤沢である上に資金需要も益々旺盛であるが、域内の金融機能を通じては、域内の貯蓄が同じ域内への有効な投資に向けてまだ十分に流れて行っていない。つまり、域内の貯蓄をアジアの更なる成長に向けて効果的・付加価値的に域内で循環させるための仕組みが、域内にはまだ存在していないのである。

1997 - 98年のアジア通貨危機以降、“ABMI：Asia Bond Market Initiative^v”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、アジア域内の現状は更なる改善の余地があり、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求められている。

具体的には、アジア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、未だ発展途上である国が多く、改善の余地が大きい。また、それら域内各国の国内資本市場の多くは、クロス・ボーダーの国際債市場と分断され、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。

例えば、アジア域内各国で成長著しい年金基金等多くの機関投資家は、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機会を希求しているが、域内では適格な運用対象商品の供給が不足し、運用難に直面している。

2. 欧州プロ向け国際債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、オフショア・ホールセール（プロ向け）欧州国際債市場^{vi}の発展により、欧州域内の発行者は国内で調達しきれない長期資金調達のニーズを充足し、一方で、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）等の使用を前提とした「英国とベネルックス三国の連携の金融システム」）に相当程度依存してきた。

すなわち、自国以外のプロ向け国際債市場でアジアの発行体が起債する証券類については、証券の発行・保管・流通・償還にかかわる国際的仲介機関・国際的証券決済システム・関連法制・格付会社・関連法実務に関する法律家等の起用まで含め、ほとんどの場合、アジア域外の金融機関・専門家・システム等の使用が前提となっており、日本とアジアの発行体にとって、欧米の発行体と同等のコストの優位性、自国通貨建て債券発行等における利便性・機動性が確保できているとはいえない。そしてアジア発の金融産業発展の基礎がアジア域内に確保できているとはいえない状況にある。

しかし、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・ボーダー型金融資本市場と市場インフラ」の具体的なデザインは、これまで描かれてはいなかった。

3. アジア域内独自の域内横断的なプロ向け債券市場創設の必要性

従って、アジア各国国内市場の整備をより一層進めると共に、各国国内市場だけでは充足できないニーズを満たすことのできる横断的な市場、すなわち各国国内市場の枠を超えた、アジア域内のニーズ充足を狙ったクロス・ボーダーのプロ向け国際債市場（AIR-PSM）創設に、切実なる必要性和意義が存在するといえる。

このアジア域内の状況を踏まえれば、欧州のプロ向け国際債市場発展の歴史等に学びつつ、クロス・ボーダーの金融資本市場機能を域内に創設することで、金融機能の面でもアジアと世界の経済により幅広い貢献ができると考えられる。つまり、アジアに、かつてのユーロ債市場のような自由度の高いプロ向けの資本市場を、域内共有財産として創り出すことで、域内経済活動に資することができよう。

4. 日本の立場と役割

そのためには、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

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

Ⅲ. アジア域内プロ向け国際債市場（AIR-PSM）創設の目的

1. オフショア・ホールセール欧州国際債市場のアジア版市場の創設

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「アジア域内プロ向け国際債市場（非居住者による投資が可能な各国国内債を含む）（AIR-PSM）」を創出することで、アジア域内の各国国内債市場に存在する域内他国機関投資家や域外機関投資家の参入制約を緩和し、域内各国の金融資本市場を補完することができる。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よう。

2. AIR（エア）市場の意味

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）とは、その頭文字を取ったものだが、同時に、日本や韓国、中国等の各国市場の天空（エア）に共通に存在する自由闊達で高い流動性を備えたプロ市場を目指すとの意味が込められている。

3. 想定される新市場（PSM-J/ AIR-PSM）への参加者

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であって、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プロ向け市場の創出を目指す。なお、経済共同体としての姿を現し始めたこの地域において、AIR-PSM のプレーヤーは、発行体も機関投資家も仲介機関も、その主軸はアジア域内の経済主体であるとの想定が可能であるが、当然、域外の市場参加者の参加も想定可能である。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。

4. 新市場（PSM-J/ AIR-PSM）創設の二つの具体的目標

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（特定投資家）向け公募債市場）の創設と、

（２）アジア域内クロス・ボーダー（オフショア）のプロ向け国際債市場（AIR-PSM）の創設を、

域内総合投資情報センターとしての我国取引所（特定取引所金融商品市場）の開示基準を使った同取引所への開示登録（上場）と価格情報集中を核として、達成することである。

5. 新市場（PSM-J/ AIR-PSM）創設の当面の意義

このうち、第一段階の、我国取引所（特定取引所金融商品市場）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 / AIR-PSM）創設の当面の意義は次の通り。（我国プロ向け公募債市場（PSM-J）創設の詳細は後段「Ⅶ. 我国社債市場の課題解決への実務的インプリケーション」の項参照）

- （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、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 プログラムに我国取引所による PSM-J 適格条項を追加することで、US144A 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国際債券の開示基準ができることによる、我国のリスティング・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。
- （４）世界中のプロ投資家による、日本を含むアジアに向けた投資の円滑化と、投資機会の増大。□ ユーロ債市場の日本版（PSM-J）及びアジア域内版（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（AR-PSM）の創設。

つまり、我国が第一段階で目指すのは、ユーロ債市場のようなプロ市場を国内に創り出すことである。より正確には、より適切に品質管理された、より自由度の高い国内プ

ロ向け公募債市場の創設である。個人向けは別として、本格的なプロ向けのメイン市場を日本に創設することが重要である。

6. アジア域内プロ向け国際債市場（AIR-PSM）創設の中長期的な意義

- (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、域内貯蓄循環装置としての新市場の創出。
- (2) 域内のプロの市場参加者の育成・鍛錬と、市場イノベーションの創造と発揮の場の創出。
- (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。

7. 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安定的に発展していくには、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、アジア各国の企業や投資家が自国通貨で調達・運用を行える、あるいはアジア各国で業務展開する企業グループがアジアでの事業活動に必要な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、アジア域内プロ向け国際債市場（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、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の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、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（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、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。

今後益々、我国としても、域内各国の財務省・中央銀行及び政策形成者との戦略的な対話が必要となるものと考えられる。

IV. 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、一般投資者への証券の転売（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。

つまり、プロの定義は、一つのファクターとしては、各国の証券規制を大枠として、その中で証券仲介機関等が自主規制、あるいは高度の倫理規定を発展させ、そこでおのずと対象とする投資家の範囲をさらに選定していくこともあり得る。

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、各国の従来の国内一般投資者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. プロの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・金融機関等の市場参加者による自主的なルールづくりが求められる。

具体的には、プロの投資家向けの開示原則・開示ルール等は、日本においては、現行法で、証券情報・企業情報、価格情報等の公表を行う我国取引所（特定取引所金融商品市場）が、いわゆる金融商品取引法上の概念としての上場を行うという形で、市場の運営者・取引所に任せられているので、リスティング・プレイスの当事者として、それらを定めることになろう。その点、我が国の取引所（特定取引所金融商品市場）には、PSM-Jを実現すべく、我国の取引所中心に合理的な開示ルールが創られることを期待する。

域内の指定取引所等においても、その原則は同様である。市場に参加する者の開示、値決め、その他市場のルールについては、高い倫理規定、自主的なルールが、慣行を通じて自主的に定められていくことが想定され、期待される。この面でも日本のリーダーシップが期待される。

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、自由度の高いオフショア・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。一般投資者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いものとするのが期待される。

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。なお、近い将来、我国の会計基準は、国際会計基準に収斂することが期待される。

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。

V. 新市場定着の条件

1. 高度な倫理規範の存在

プロの市場参加者を前提とした場合の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る。

2. 日本の責務と優位性

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**^{vii}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。

VI. 新市場（PSM-J / AIR-PSM）創設のタイムテーブル

第一段階

2010年度中に、本邦に、我国特定取引所金融商品市場への開示登録（リスティング）を前提とした「プロ向け公募債市場（PSM-J）」を設立し、本邦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プロ向け公募債市場（PSM-J）の運用（発行・販売勧誘）を開始することが期待される。

なお、**開示登録**とは、金融商品取引法上の「特定証券情報」を我国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。

また、**プロ向け公募・公売出し**とは、それぞれ「金融商品取引所に開示登録され、かつ、告知および告知書の交付が省略される」金融商品取引法上の特定投資家私募・私売出しを指す。

以下、本邦で流通可能となるプロ向け債券につき、（1）PSM-J、（2）PSM-J 適格、（3）PSM-J オプション の3パターンの分類を示すが、何れも我国特定取引所金融商品市場への開示登録（上場）である。

（1）PSM-J（日本国内プロ向け公募債市場）

PSM-Jには、非居住者が発行体となって日本国内でプロ向けに発行・販売勧誘される円建て国内債（サムライ・プロ公募債）も含まれる。即ち、本邦のプロ投資家向けの

発行・販売勧誘に関しては、我国の特定取引所金融商品市場への英語での開示登録を選択可能とするプロ（特定投資家）向け公募債市場（PSM-J）の創設により、非居住者発行体にとっての現行のサムライ債に係る日本語開示問題の多くが、事実上解消され、既存のサムライ債市場は、工夫次第で、この新市場にリテイル向けを除くそのかなりの部分が移行することが想定可能である。

（２）PSM-J適格

PSM-Jには、日本国内で販売勧誘される新発の国際債（ユーロ債・ユーロ MTN 等の国外債：Euro Offering）に、国内の特定取引所金融商品市場開示登録を前提とした「PSM-J 適格」付与の開始も、同時に含まれる。

具体的には、我国の特定取引所金融商品市場への英語での開示登録、及びユーロ債・ユーロ MTN プログラムのオフアリング・サーキュラーへの本邦特定取引所金融商品市場 Listing ステータスを有することの記載により、非居住者及び居住者発行のユーロ債・ユーロ MTN（ないしアジア域内プロ向け債・AMTN）を対象とした、米国の「Rule 144A オプション」と同様の日本のプロ向け市場が創設される。（これを「PSM-J 適格」と呼ぶ）。

（３）PSM-Jオプション

海外発行の（オフアリング・サーキュラーに PSM-J 適格条項が入っていない）既発債を我国プロ投資家向けに販売勧誘を行う場合は、本邦特定取引所金融商品市場に開示登録することによって、既発債市場における「PSM-J オプション（プロ対応限定的開示）」付のプロ売出しとなる。

これらにより、アジアの非居住者発行者にとっての本邦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、我国取引所（特定取引所金融商品市場）をコアとする PSM-J / AIR-PSM が創設される。

第二段階

第一段階の、PSM-J の設立に始まる我国取引所（特定取引所金融商品市場）をコアとする AIR-PSM の創設の後、第二段階として、我国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。

（１）アジア域内の各国の政策担当者と市場関係者の官民対話の重要性

我国取引所（特定取引所金融商品市場）をコアとする AIR-PSM の創設以後、速やかに、我国のイニシアティブにおいて、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、例えば、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・取組を行うことを想定する。（速やかに、ABMI の枠組みの中で官民のフォーラム（ABMF：ASEAN+3 Bond Market Forum）を設立し対話・検討を進める）

（２）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。

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。

このためには、速やかに、域内の市場参加者を含めた関係者と各国の政策担当者が、このプロセスの中で継続的に、情報を交換し意見を集約するよう協力することが求められよう。

（３）我国よりのメッセージ発信の重要性

いずれにせよ、我国としても、「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、アジアに向けて発信されることが重要であると思われる。

Ⅶ. 我国社債市場の課題解決への実務的インプリケーション

1. 国内社債市場の問題

国内社債市場の何が問題か。それは利便性と機動性が限られていることであろう。企業が社債市場で資金を調達するとき、発行登録制度の起債可能期間が限られており、ファイナンスに必要な機動性が発揮できないことがある。昨今の経済情勢等を考えれば、我国の企業群が資金調達の必要な時に社債発行可能期間に該当しないことが生ずれば、国民経済的な観点からも打撃といえよう。

元々社債の発行を便利にして機動的な起債を可能とするために導入されているのが発行登録制度である。国内企業の社債発行登録社数は 346 社あり、我国国内債はこの

発行登録制度を用いた起債が中心となっている。この制度は、リテイル（個人）も含めた一般投資者向けの開示を前提としている。

国内社債市場では、発行者側も多くが専門的知識を持っており、また個人向けを別とすれば買う側もほとんどがプロのカテゴリーに入る投資家である。そういうプロ同士の取引を前提とした効率的な市場インフラがあってよいはずだが、従来のメイン・インフラは、アマチュア個人投資家が買うことを想定した一般投資者向け開示制度を前提として作られている。

2. 発行可能期間の拡大を如何に実現するか

その制約を具体的に指摘する。現状、1年約240余りの営業日のうち、実際起債可能な期間は100営業日程度である。残りの期間は、取引所の適時開示基準に沿った決算（短信）発表（これは各四半期の決算末から30日以内）、法定参照書類（有報や四半期報告）提出（四半期決算期末から45日以内、本決算期末から3ヶ月程度）、そして日本証券業協会規則に則って行なわれる継続開示にかかる引受審査手続等のため、各四半期末から一定期間は、起債が非常に難しい。

発行登録制度の趣旨は一般投資者向けの公募であるため、法定参照書類の公表後、一般投資者保護の観点から、提出された書類の開示内容が適切かどうかを証券会社が引受審査する。この審査プロセスが終了しないと起債ができないのは当然であり、発行会社の対応にもよるが、1週間から場合によっては約1カ月かかるケースもある。当該会社以外に保証会社や経営指導念書（親会社である企業が債務者となる子会社等の経営を指導しその債務に不履行が起こらないよう債権者に対し約束する）提出会社が複数あれば、夫々の会社についても審査が必要となるため更に審査期間が長くなる。これも投資者保護の観点から当然である。

では、この発行不能期間を何とか圧縮できないか。最終的・根本的な解決策としては、売り方も買い方も仲介業者も、市場参加者をプロに限定し、発行可能期間をより多くとれる一般投資者購入を想定しないプロ投資家対応の開示に基づく市場世界を新たに作ることであろう。

3. 現行の我国私募制度活用の難しさ

一方、この一般投資者向けの制度を使わず、私募（プロ私募や少数人数私募）の制度を使う選択肢もある。私募市場には一般投資者向けまで含めた開示コストが削減できるとのメリットもあるとされるが、流通市場での転売制限時に流通市場の告知等の手続きが省略できない等、使い勝手がよいわけではない。

プロ私募の制度では、買い方がプロ（適格機関投資家）であり、自身で投資対象についての必要な知識を得ることも可能であることが前提とされており、何を開示するか何を開示しないかは、発行者とプロ投資家のお互いで勝手に決めてよい。しかしその内容

については、スタンダードがない。すなわち、同じ発行体に対して、投資家 A が要求する財務の開示基準と、投資家 B が要求する開示基準が違うケースもある。そうすると、投資家 A 用にアレンジした私募債を投資家 B に売るとはほとんど不可能となる。これは私募市場における流通性欠如の一側面を示している。

そもそも我国のプロ私募・少人数私募の制度では、基本は投資者の持ち切りが前提で、証券の転売・流通自体が前提とされていない。従って、転売をするときには、一般投資者保護上の手立てとして、相手に対して届出書等が内閣総理大臣に出ていないという告知をし、告知書を手渡ししなければならない。また、一般投資者の購入を避けるために、私募債の要項に分割制限や一括譲渡しかできない等の制約が課される。

こういった制約があると、1日に2回、3回と転売されうるとの社債市場で本来必要とされる流通性及びその過程での流通市場価格情報の蓄積は期待できない。

不特定多数のプロ投資家のみを対象とする流動性の高いプロ向け公募債市場が必要とされる所以である。

4. プロ向け公募債市場（PSM-J）の創設提言

現行の発行登録制度を前提とする一般公募債市場では、リテイル（個人）投資家のために予め市場のウィンドウを開けておく作業を一律で行っていたともいえる。しかしそのために 150 営業日近くもの貴重な発行と投資の期間を喪失することは、資本市場の本来の機能を十全に発揮するうえで適切なのかを問われうる。

一昨年来のリーマン・ショック以降市場が荒れて企業の資金調達ウィンドウが更に狭まる環境の下では、発行体企業に課せられているこの発行上の制約は、我国の国民経済的な見地からもリスクといえよう。

そういう意味で、実態に合わせ、我国社債市場の中に不特定多数のプロを対象にしたプロ向け公募の考え方を導入することができれば、これらの制約を一挙に解決する画期的方策となる。

そこで 2008 年に我国に成長戦略の観点から導入されたプロ向け市場創設のための法的枠組みである「特定投資家向け私募制度」をうまく使い「プロ向け公募債市場」のコンセプトとデザインを打ち出せないかとの問題意識の下、早稲田大学のデット・リスティング研究会で集中的に検討を行い、我国取引所（特定取引所金融商品市場）の開示基準を使った同取引所への社債の開示登録（上場）を前提とした「プロ向け公募債市場（PSM-J）創設」を提言した。

5. 新市場設計における発想の転換

なお、従来の私募（少人数私募及び適格機関投資家向け私募）制度は、万一、一般投資者に証券が渡ってしまった場合に、一般投資者対象の開示を直ちに行い一般公募扱いとする建て付けである。そこで、あくまで一般投資者に渡らないよう個人等に対し振替

がされないためのブロックをかけなければならないが、いま各証券会社の取引ベースでは金商法施行後アマチュアかどうかの管理を厳しく行っているため、そこでのブロックは可能であると考えられる。

換言すれば、従来の公募債の建て付けは、資本市場というグラウンドのなかで、プロのプレーヤーおよびアマチュアのプレーヤーが入り混じってゲームを行なうことを想定したもので、そこで適用されるルールはアマチュアプレーヤーの保護である。

そして、従前の私募債市場は、別のグラウンドに場所を移しプロだけでゲームするのではなく、プロのプレーヤーおよびアマチュアのプレーヤーが入り混じっているグラウンドのなかで、プロの間でのみパスを回すよう義務付けられたもので、万一、パスがアマチュアプレーヤーに当たってしまったたり、カットされてしまったたり、拾われてしまわないようにプロ投資家に転売制限等を課す発想である。

これに対して、今回提言のプロ向け公募債市場の創設においては、「プロ公募のフィールド内へのアマチュアの立ち入りを禁止（開示情報の観覧は構わない）し、そのフィールド内においてプロ投資家はプロらしく機動的且つ縦横に活躍できるようにする」との発想に、新市場設計の概念を切り替えている。

6. 取り扱う商品

また、発行登録制度とは別の機動的なファイナンスツールである MTN（ミディアム・ターム・ノート）プログラムの上場（開示登録）も同時に想定している。プレーンバニラの普通社債に加え、変動利付債、そして証券決済を担当する保振機構で取り扱える範囲の仕組み債も対象となる。いずれにせよ国内 PSM-J は、保振機構の使用を前提に、円建ての商品が対象となる。

7. プロ向け公募債市場（PSM-J）の開示

冒頭に述べた通り、プロ向け公募債市場（PSM-J）の法的な前提は、2008年に金融商品取引法の改正により整備された、特定投資家向けの（少人数私募、適格機関投資家向け私募の制度に次ぐ、いわば第3の）私募の制度である。その法的枠組み自体、柔軟性の高いプロ向けの債券市場創設のための法的な基礎となる。なお、法律上は私募という言葉が使われているが、それをベースに、プロ向けの公募の仕様を仕立てることが可能である。

現行の発行登録の場合には、開示内容が金商法に基づき財務局に EDINET を通じてファイルされているが、プロ向け公募債の開示は取引所への開示登録（上場）を通じて行われ、その内容は、内閣府令の基準で、「特定証券情報」として、発行条件、事業の概要、経理の状況を最低限開示する必要がある。

ただし、国内の上場会社を始め既に継続開示がなされ有報等の法定開示書類が提出されている会社等については、機関投資家に改めて有報を提示する必要はない。つまり、

開示登録はプロ投資家対応の開示であり、従って一般投資者保護のための開示が義務付けられている発行登録制度の利用に比して弾力的なものとなる。そしてそれら企業が発行するプロ向け公募債は、取引所への弾力的な開示登録とそれに関するプロ投資家対応の引受審査が行われる。

8. 取引所への債券上場の意味

上記の文脈で債券について「取引所上場」という場合、具体的に何を意味するか。改めて確認しておく。それは取引所が決める基準で開示を行うことである。誤解しやすいが、株式のようにそこで実際に証券の売買を行うことを意味しない。

世界的には、債券やMTN等の債券発行プログラムの開示基準を、ある取引所の基準で行っている場合、それを証取上場と呼ぶ。つまりシンガポール上場であれば、シンガポール取引所の開示基準で開示を行い、その取引所に当該証券の開示情報を登録し参照可能とするという意味である。従って、日本国内の取引所——東証やTOKYO AIMのような取引所が基準を決めている場合には、その基準に準拠して開示を行う。

誤解を避けるべく、我々の提言では、基本的に「上場」という言葉を用いず「開示登録」という用語を使うことを提唱している。具体的には、日本の取引所（特定取引所金融商品市場）の中に、日本の企業のみならず世界中の発行体企業が債券を開示登録出来る仕組みと自主ルールを、我国の証券取引所が受け皿になって実現してもらいたい。

なお、私募市場においては、転売をするときに、相手に対して届出書等が内閣総理大臣に出ていないという告知をし、告知書を手渡ししなければならないが、今回提言のプロ向け公募債市場においてこの制約を外すために注目したのが、TOKYO AIMにおいて既に導入されている仕組みであり、これを用いることで告知書の交付が省略できる。

9. 流通市場における価格情報の収集と蓄積

我国の発行体・投資家ともに、流動性ある社債市場の実現を強く望んでいる。それは、流動性の高い市場においてのみ、より公正で適切な価格情報が入手可能であるからに他ならない。より公正で適切な価格情報に基づいて初めて新発債のプライシングや投資判断が可能となる。プロ向け公募債の開示登録を行う我国取引所が、業務の一環として流通市場における価格情報の収集と蓄積を行うことが期待される。

10. 国内プロ向け公募債市場（PSM-J）の目標

2009年度、国内普通社債は374件、11兆4千億円余り発行されたが、そのうち9割以上の343件が、券面1億円以上で、ホールセール（プロ）の投資家に販売された。純粋なリテイル（個人）ターゲットの発行は31件で、ほとんど発行登録制度が使われている。

このホールセール国内社債発行規模が、今回提言のプロ向け公募債の当初想定する規

模のイメージである。我国の既存の社債市場（サムライ債を含む）が個人向けを除き将来全て「PSM-J」に置き換わり、かつ企業貸出からの乗り換えも十分期待できるというくらいの迫力をもって新市場作りを進めれば、市場はもっと使い易いものになっていくに違いない。

11. ユーロ債等の我国取引所（特定取引所金融商品市場）への開示登録（上場）

最後に、我国プロ向け公募債市場（PSM-J）の海外とのつながりについて付言する。先程「我国取引所の基準を使った開示」と説明したが、それであれば「ロンドン証取等海外の取引所基準で開示しているユーロ債に、我国取引所基準の開示条項を付加できないか」との発想が当然出てくる。

そのメリットは、国内に持ち込むとき、プロ対象であれば、人数・金額・期間の制限なく勧誘ができることが挙げられる。セカンダリーで持ち込む場合は、私売出しの制度も導入されているが、その制度を利用すると、期間と回数についての制限は残る。一方で、我々の提唱するプロ公売出し制度を利用する場合は、それら制限はない。また持ち込む金融機関がリスクをとって外貨証券販売説明書を投資家に交付をする必要もある。

ここで、我国取引所に開示登録するのは、持ち込む金融機関ではなく、発行体が合意して自ら開示することになる。

具体的には、新発のユーロ債・ユーロ MTN プログラムのドキュメンテーションの中に「PSM-J 適格」条項を入れる形も可能であり、セカンダリーで持ち込むときに「PSM-J オプション（プロ対応限定的開示）」を付けてプロ売出しを行う形も可能である。

これらが選択できる点でも、日本の機関投資家向けの市場が弾力的になるとの期待がもてる。日本の国内に層の厚い機関投資家が存在し外債を日常的に購入しているのに、ロンドン証取等海外取引所の開示だけでよいか。我国取引所開示であれば、もっと買いやすくなるのではないかと期待もできる。

この仕組みは、アメリカの国内のプロ向け市場である US144A のような市場の創設に繋がる。144A オプション類似の Euro Asia オファリング市場の創設が可能となる。

日本の取引所（特定取引所金融商品市場）への開示登録（上場）は、通常国内債・サムライ債だけでなく、ユーロ債・アジア債等非居住者発行体が普段使っているインターナショナル債や、場合によってはアジア各国の各国通貨建ての国内債においても、日本のプロ向けの開示適格を取得可能となることを意味しよう。

例えば、ロンドンを中心とする欧州のプロ市場であるユーロ債市場で債券や MTN を発行する場合、基本的に我国発行登録制度によって課せられているような制度的制約はない。同市場では、「債券発行で有利な変動金利の資金を取りたい」場合、金利スワップ市場のウィンドウが開いて現物市場にくらべて有利な状況が現れたその瞬間に、それに合わせて発行約定を行うことが、高い蓋然性を以って可能である。ユーロ債市場がプロの市場といわれてきたのは、そういうことを指す。

我が国が第一段階で目指すのは、ユーロ債市場のようなプロ市場を国内に創り出すことである。より正確には、より適切に品質管理された、より自由度の高い国内プロ向け公募債市場の創設である。個人向けは別として、本格的なプロ向けのメイン市場を日本に創設することが重要である。

VIII. 最後に

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、市場参加者の質の高さ、ルールの公正さ、市場としての使い易さが必要であり、法規制はもとより、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。

我々は、今回、発行体団体、証券業界、証券取引所等の協力の下、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、より適切に品質管理された、より自由度の高いプロ向け公募債市場の創設である。個人向けは別として、本格的なプロ向け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。

この提言が、2010年6月18日閣議決定された新成長戦略でも示されたプロ向け債券市場整備に活かされ、これを契機に、日本と域内の金融資本市場が飛躍的に発展していくことを切に望む。

以上

プロジェクト責任者： 犬飼重仁（いぬかい しげひと）プロフィール
75年慶応義塾大学法学部卒。三菱商事等を経て、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

Tel & Fax (Direct): 03-3202-2472 内線: 71-3274

Mobile 公用: 080-3360-7551 E-Mail: shige.inukai@river.dti.ne.jp

早稲田GCOE HP: <http://www.globalcoe-waseda-law-commerce.org/>

i 犬飼重仁をリーダーとして実施された、2004年から始まり2008年まで継続した総合研究開発機構（NIRA）と早稲田大学との共同研究では、研究チーム一同の「グローバル化する日本とアジアの金融資本市場における法規制システム等金融資本市場インフラのあるべきビジョンと枠組みを、実現可能なものとして何としても創造したい」との強い思いが、一貫して長期にわたる研究意欲をかきたててきた。そのシリーズ研究は現在まで継続しており、犬飼がNIRAを離れ早稲田大学の専任となった2008年以降も、早稲田大学GCOE《企業法制と法創造》総合研究所 アジア資本市場法制研究グループを母体とし、早稲田大学比較法学総合研究所を共催とする早稲田大学の研究組織を中心に引き継がれている。以下に、そのシリーズ研究の流れを示す。

- ・2006年1月、総合研究開発機構（NIRA）犬飼重仁主席研究員（当時）をリーダーとする研究会メンバーにより、「域内独自の共同オフショア市場」としてのアジア共同国際債（アジア・ボンド）市場創設のビジョンが提言され

た。<http://www.nira.or.jp/past/newsj/kanren/170/178/siryoku/pdf/2-2.pdf>

- ・2007年2月には、早稲田大学21世紀COE《企業法制と法創造》総合研究所とNIRAの共同研究として、NIRAアジア金融プラットフォーム小委員会（リーダー：犬飼重仁 早稲田大学客員教授（当時））より、「アジア域内クロス・ボーダー型金融プラットフォーム（AIR-PSM）」構築提言を発表。開示情報登録等のための取引所機能の重要性と、アジア域内プロ投資家向けの、開示免除かつ利子源泉徴収税免除等のオフショアステータスを有する各国通貨建て証券の発行・転売が域内で可能となりクロス・ボーダーの転売もスムーズな「プロ向け市場（AIR-PSM：Asian Inter-Regional Professional Securities Market）の創設」が提言され、伊藤元重 NIRA 理事長（アジア・ゲートウェイ戦略会議座長）によって官邸に提出された。

<http://www.kantei.go.jp/jp/singi/asia/dai5/siryoku6.pdf>

<http://www.nira.or.jp/past/newsj/kanren/180/186/pdf/01ver3.pdf>

- ・2007年5月、上記提言は、当時の安倍政権のもとで取りまとめられた「アジア・ゲートウェイ構想」の金融部分の策定に際し、重点的に参照された。

すなわち、同構想の最重要項目の一つとして、「アジアの利用者にとって最も魅力的な金融資本市場の構築～アジアの金融ネットワークの一体化」が挙げられ、具体的改革提案として、「プロ向け市場の創設とプロの育成（プロ同士の取引の場を創設し、英文開示、税、開示基準等の規制を緩和）」が明示された。また同時に、重点分野として「日本とアジアの金融資本市場の機能強化」が挙げられ、〈アジアの金融センター化〉の一環として「クロス・ボーダーの国際市場創設に向けての民間の主体的取組みがあることを前提に、一般振替社債について、非居住者の受け取る適正な利子の非課税化を検討」が織り込まれ、〈アジアと連携し、アジアに国際金融資本市場を創設〉の一環として、「クロス・ボーダーのアジア国際債券市場の創設（アジア債券市場育成の取組みを一層強化し、究極的には、アジア各国と協力し、アジア域内に、各国の規制の枠組みを超えた、ユーロ市場並みの高度の自由の許容されるクロス・ボーダーの市場が創設されることを目指す）」が明記された。

<http://www.kantei.go.jp/jp/singi/asia/>

なお、上記の流れは、2008年の金融庁による我国金融・資本市場の競争力強化プランの実施等に繋がっている。

- ・2007年3月には、犬飼重仁 編著『アジア域内国際債市場創設構想－アジアボンド市場へのロードマップ』（レクシネクス刊）により、更に詳細な提言を行った。

- ・2008年3月には、早稲田大学21世紀COE《企業法制と法創造》総合研究所とNIRAの共同研究の成果として、犬飼重仁 編著『Grand Design for An Asian Inter-Regional Professional Securities Market (AIR-PSM)』（レクシネクス刊）を発売し、AIR市場の概念が、新市場設計の詳細を含め、英語で提唱された。<http://www.nira.or.jp/pdf/airpsm.pdf>

-
- ・ 2009年11月28日 早稲田大学GCOEと国際協力銀行他が主催する「アジアMTN（ミディアム・ターム・ノート）プログラムとアジア資本市場法規制等市場インフラに関する国際フォーラム」で、犬飼重仁編『アジア版MTN（Medium Term Note）プログラムの実行可能性に関する調査報告と提言』（国際協力銀行よりの第1期及び第2期受託研究の最終成果物）が公表された。また、同フォーラムで、早稲田大学研究会メンバー鈴木裕彦（パークレイズ・キャピタル）より初めて「アジア域内プロ向け債券市場へのTOKYO AIM機能活用の可能性」が報告・提言された。議事録・受託研究報告書等の関連資料は下記参照。
http://www.globalcoe-waseda-law-commerce.org/activity/091128AsiaMTN_20100205.pdf
http://www.globalcoe-waseda-law-commerce.org/activity/091210_AsiaMTN.pdf
 - ii TOKYO AIM 受託契約準則5条（告知書およびその交付の省略制度）のプロ向け公募社債市場への含意を最初に指摘した市場実務家は、パークレイズ・キャピタル社の鈴木裕彦（早稲田大学研究会メンバー）である。
 - iii プロ向け債券市場の整備に関しては、2010年5月公表の経済産業省による産業構造ビジョンに採用されたが、官邸の新成長戦略策定に当たって、国家戦略室に対し、経済産業省の他、財務省より、国内のプロ向け債券市場の創設を後押しすることが提案され、また金融庁からも、ユーロ市場に伍していくことを目指すプロ向け社債発行・流通市場の整備に向けた検討が提案された。
これらを受けて、金融関係では「プロ向け社債発行・流通市場の整備」「総合取引所創設」を含む新成長戦略が、2010年6月18日午前の閣議で正式決定され、即日公表された。
<http://www.kantei.go.jp/jp/sinseichousenryaku/sinseichou01.pdf>
同戦略では、「ユーロ市場と比肩する市場を我が国に実現するため、プロ向けの社債発行・流通市場を整備する」ことが明確にうたわれており、また、「金融自身も成長産業として発展できるよう、市場や取引所の整備、金融法制の改革等を進め、ユーザーにとって信頼できる利便性の高い金融産業を構築することによって、金融市場と金融産業の国際競争力を高める」とし、2020年度までの平均で名目3%・実質2%を上回る経済成長を実現する道筋を示している。なお、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。
 - iv 早稲田大学の提言の詳細は下記参照。
2010年6月18日の論文形式の研究報告書公表内容及び関連資料 <http://www.globalcoe-waseda-law-commerce.org/activity/AIR-PSM.html>
提言本文（論文形式）及び関連資料一式 <http://www.globalcoe-waseda-law-commerce.org/activity/AIR-PSM.pdf>
http://www.globalcoe-waseda-law-commerce.org/activity/AIR-PSM_2.pdf
2010年4月20日の「アジア・デットリスティング研究会提言の公表」及び研究会議事録等の関連情報は下記参照。
http://www.globalcoe-waseda-law-commerce.org/activity/debtlisting_6.html
 - v 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。
 - vi 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。
 - vii 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。