

2010.2.23 (03.09)

アジア・デットリスティング研究会 第一回 関連 Q&A の提示について

メンバー各位とのこれまでのディスカッションをベースとして、以下の Q&A を、今後の議論の参考までに提示します。

下記の内容については、必ずしも内容は整理されて列挙されているわけではありませんが、下記を踏まえ、また参照しつつ、更に議論を詰めたと思います。(犬飼)

	Q	A
No.1	<p>今回の提言は 2 つの要望・提案に分類できると思われる。即ち、</p> <p>第一期の、日本国内の発行体企業を対象とした我国証券取引所リスティング (=開示登録) を前提とした「プログラム・アマウント方式での特定投資家向け発行登録制度 = 特定投資家向けプロ公募市場 (PSM-J)」の創設。</p> <p>及び、</p> <p>第二期 (将来) の、我国の発行体企業以外の海外の発行体を対象とする、日本国内取引所リスティング (=開示登録) の「AIR-PSM : Asian Inter-Regional Professional Securities Market」、</p> <p>の 2 つである。</p> <p>これらの項目について、その実現に至るための具体的なプロセスとその目処を同時に提言す</p>	<p>基本적으로ご指摘の通りと思われる。今後これらの点についての議論を、同時並行的に詰めることとしたい。</p> <p>なお、今後早急に、左記の二段階論とそれら実現のためのタイムテーブルのマトリックスの作成が必要と考えている。</p> <p>その場合に、段階的に、structured company (当初は日本のもの。特定社債や投資法人債) やサムライ債も上場 (=開示登録) できるようにする必要がある。</p> <p>新市場はプロ向け市場 (特定投資家私募・私売出し制度を利用する市場) として作られるものであることを、改めてきちんと確認したい。</p>

	る必要があるのではないか。	
No.2	東証ないし TOKYO AIM の検討状況、およびそれに対するコメントは？	<p>直接確認が必要であるが、現在、TOKYO AIM では、関連ドキュメンテーションの標準化のためのプロジェクトを実施されているとのことである。</p> <p>それについては、新市場向けに発行されるもののみならず、現在発行登録を行って発行されている銘柄についても適用可能であり、また、英語による開示もできるようにするための枠組みを作る必要もあろう。</p> <p>また、社債の要項や契約書の標準的なフォームも和文・英文で作成することも有益。</p> <p>既存のプロ向けの「特定証券情報制度」の中での対応を前提とした作業も必要か。</p>
No.3	今回の提言の実施について、法改正は必要になるのか。	いずれにせよ、(取引所及び金融庁との確認が大前提ではあるが) 取引所規則の制定・改正のみでの対応とし、法令の改正は想定しないことが当面の前提となろう。
No.4	プログラムと個別の社債の上場 (=開示登録) についてどう考えるのか。	<p>プログラムの上場 (=開示登録) も個別の社債の上場 (=開示登録) も両方必要。ただし、プログラムの上場 (=開示登録) でどのくらい発行会社の利便性が向上するか、検討が必要。</p> <p>(特に、既に株式を上場している日本の会社による社債発行の場合、個別の債券の上場 (=開示登録) よりプログラム上場 (=開示登録) による発行において機動性がどのくらい高まるのか)</p>
No.5	新市場の名称 (通) に「私募」という言葉を使	新市場の名称 (通称) に「私募」という言葉は使いたくない。想定している

	うことは良いのか悪いのか。	取引の実態は、非一般投資家向け公募なので。 「特定投資家向けプロ公募市場」「PSM-J」とすることを提案する。
No.6	英文開示についての考え方をどう整理するのか。	外国人投資家向けに企業内容に関する英文開示が別途必要かという点も必ずしもそうとは言い切れない。英文のAnnualレポートが作成されていたり、内外の金融証券取引所等で既に開示されていたり、アナリストが英文でレポートを作成しているような大きな内外上場会社等については、開示書類そのものが新たに英語で作成される実務的なニーズは強くはない。ただし、英文の特定証券情報とそれに対応する「特定目論見書（*）」は必要となる。 （*）新市場での開示資料に、「目論見書」という名称は使うべきではない。「発行概要書」、「発行体説明書」、あるいは特定証券情報という言葉との対比で「特定目論見書」などの名称が候補となるか。なお、これは、EMTNプログラムのインフォメーションメモないしオファリングサーキュラーに相当する。
No.7	保振のシステムにおける外貨の取り扱いについて、よくわからない。	保振の振替システム上、国内市場発行のISO4217通貨コードをもつ外貨建債（ショーグン債など）について外貨建表示での取扱いが可能。ただし、売買、元利払とも外貨でのDVPはできないので、当事者は制度外で外貨資金決済を行なう必要がある。また、デュアルカレンシー及びリバースデュアルとも取扱いが可能。ただし外貨建債を取り扱わない振替制度参加者が存在する状況にも考慮が必要（振替システムでは円転機能はもっていない）。
No.8	実際の新市場における開示の内容はどうある	実際の開示の内容を決めるには、取引所の規則は株式を対象としているAIM

	べきか。	<p>の規則とは別に、新たに制定する必要があると思われる。（追って素案を要作成）</p> <p>この規則の内容によって、プログラム上場（＝開示登録）の場合にどの程度個別発行より機動性が高まるかも決まる。</p> <p>プログラム上場（＝開示登録）の場合と個別発行の双方を念頭に入れて当初から規則を作るかどうかは、要検討。ただし、プログラム上場（＝開示登録）を推奨することがベターか。（なお、発行決議は現状の発行登録銘柄では半年又は1年分をまとめて行っているが、プログラム上場（＝開示登録）をしなくても総額についてまとめて発行決議することは可能である）</p>
No.9 (1)	<p>ロンドン証券取引所の PSM を引き合いに出すことは果して適切か？</p> <p>今回、第一回の研究会の説明及び資料にはロンドン PSM がかなり出ていたが、PSM を参照することは2つの理由から、望ましくないのではないか？</p> <p>（PSM の存在は、今回の我々の提案に不利になるのではないか。ある意味、AIM のほうがましではないか）</p>	<p>左の質問のまさにその点が、アジア版 MTN 市場を象徴的に表す「アジア域内のプロ向け証券市場（AIR-PSM）」の振興・創設がアジア域内においてユーロ債市場（現在の LSE の PSM）の代替的な役割を果たすことの根拠であるとも言える。</p> <p>1980 年代のユーロ外債市場が、2005 年の EU（目論見書）指令で制約を受けるようになって、それによってできた（より自由度の高い）シンガポール SGX の MTN リスティング市場への対抗策という意味もあって LSE の中に PSM ができ、それが現在もそのまま PSM という形で存続しているが、将来、欧州 EU 市場の中で “retailisation” の流れが更に進んで、いずれそれ（PSM）がユーロ債市場における救済策ではなくなるとの見方もないとはしないところである。</p> <p>いずれにせよ、地域間市場競争の観点からも、それ（かつての 1980 年代の自由闊達なユーロ債市場の機能）を、日本とアジア域内に創設するプロ向け国</p>
No.9 (2)	<p>第一に、PSM は、マーケットの実質からみて、2005 年の IFRS 強制時の非 IFRS 採用外国会社救済という性格が強く、それ以降の発達がないと見られるがどうか。</p>	

	<p>まったく不成長ではなく、また金融危機という事情はあるが、基本的には、MTNがあり、ロンドン発行で採算があう会社が借り換えのために使っているのではないか。</p>	<p>際債市場（AIR-PMS）において代替機能のある程度でも担うところまで、アジア域内プロ市場の整備を行うことには、一定の積極的な意義があるのではないかというのが、我々の提言の中核であり、かつ中長期的な意図である。ただ、1980年代の、自由度が高くプロフェッショナリズムに満ちたプロ市場としてのユーロ債市場の話を持ち出しても、会議の参加者の方々にはご理解いただくことが難しいとも思われ、参照としてロンドン LSE の PSM を引合いに出したもの。</p> <p>また、AIM は株式の市場であり、ユーロ債市場のアジアにおける代替市場の議論の対象としては適切ではないのではないかと思われる。</p>
No.10	<p>ロンドン LSE の PSM は、日本に新市場をつくる場合に、模倣が困難ではないか。即ち、LSE の PSM は、救済受け皿という性格上、法制が甘いというか、FSA と共同しながら規制を整備する成り立ちのようなので、日本のように厳格に法律を組んでいくところには、模倣が困難と思われるが、どうか。</p> <p>日本で特定投資家向け MTN 市場を作る際の模倣先としては、シンガポールかスイスくらいではないかと思われるが、ただ、その実態はよくわからない。</p>	<p>我々が提言するプロ向け市場（日本国内の「プログラム・アマウント方式での特定投資家向け発行登録制度の創設＝特定投資家向けプロ公募市場（PSMJ）の創設」及び、将来の「AIR-PSM」）はプロ限定なので、（特に日本国内において）<u>アマに流れないことを担保する法律的な手当てが新たに必要となるかどうか、今回の研究会の中で、メンバーの法律家と実務家で刷り合わせてから、東証グループのご意見をお聞きし、さらに必要あれば金融庁に要望するのがよいのではないか</u>と思われるがどうか。</p> <p>特定投資家向けプロ公募市場（PSMJ）創設にあたっての具体的なポイントとしては、</p> <p>① 不特定多数のプロ向け勧誘・売付も、形式的には、従来からの私募の範疇であり、従って、内閣総理大臣への届出がされていないこととプロのみに勧誘・売り付けすることを担保するのは現状どおり。（特定投資家向け私募</p>

		<p>の範疇)</p> <p>② 流通段階での告知・書面交付は、<u>TOKYO AIM 受託契約準則と同様の枠組みを使って省略</u>。(取引所を通す形にする必要があり、取引所の承認プロセスの簡略化の交渉と実務手順は、同時並行的に東証グループ・金融庁で詰める必要があると思われる)</p> <p>③ 証券取引所リスティング(=開示登録)を前提として、そのプロ向けの(金商法上の)特定証券情報提供の仕組み中に、「プログラム・アマウント方式での特定投資家向け発行登録制度」を組み込めばよいと考えられるが、その場合に、取引所規則の中での設定が可能かどうかポイントとなる。</p> <p>④ <u>新規 MTN 発行時の取得勧誘に際しての告知の方法は、工夫しなければならない。</u></p> <p>(<u>バークレイズ鈴木氏案では、デットリスティングに際しての開示書類(金商法上は特定証券情報)の表紙に、アマチュア購入禁止を大きな文字で入れるとか、Web で登録開示情報にアクセスしようとする投資家に「本社債は一般投資者への振替(すなわち購入が)禁止されています」が真っ先にでてくる等ディスクレマーを用いた一般投資者の発行概要書の閲覧防止ならびに、金商法施行以来各証券会社は顧客毎に顧客特性(アマ、プロ)の確認および管理が義務付けられており、保振において実施済みとされる私募の種類を識別するための「特定投資家私募」専用コードを追加することで、各証券会社が特定投資家向けプロ公募債券を「振替口座の顧客特性がアマチュアの投資家には、証券会社サイドで振替不可とする対応が実現可能な方法として提示されている。)</u></p> <p>金商法改正時、特定投資家私募債を振替制度上取扱う上で、特段、当局か</p>
--	--	--

		<p>らは法律の規定以上の要件（振替制度においても銘柄名称に「特定投資家私募」を明記することが必要）を求められなかった。</p> <p>なお、関係者の処理上の便宜を考慮し、私募の種類を識別するため「特定投資家私募」専用コードを追加するシステム対応は実施済み。</p> <p>本来、取引時点で顧客特性を確認する必要があることから、決済段階に至って振替機関レベルで分別しても効果がないと思われる。</p> <p>現状、適格機関投資家限定私募などを取り扱う上で専用口座を設けていないことや、過去の議論において、制度側の都合で区分口座を多用することについては利用者側のシステムに大きく影響するとの理由から消極的な意見が多かったことなどを勘案すると特定投資家私募について区分口座を設ける必要はないと考えられるがどうか。</p> <p>あとは、取引所が開示基準を作るのに金融庁の法律手当てがいるのかどうか、あるいは監督規制の範囲で対応できるのかの検討となる。</p> <p>特定証券情報（この内容は東証の規則によって決められる。）の提供又は公表に係る責任について留意が必要。また、金商法 21 条の 2 の責任についても留意が必要。</p> <p>開示の頻度は半期を原則とすべきか。四半期にするとウインドウの問題があるし、開示の質も半期に比べて低下している。そもそも四半期の開示書類など投資家は見ていない。臨時報告書的な制度も必要。</p> <p>⑤ Q1-2 の「日本で特定投資家向け MTN 市場を作る際の模倣先としてはシ</p>
--	--	---

		<p>ンガポールかスイス」に関しては、シンガポールは検討対象とすべきと思われる。その場合の検討項目としては、シンガポールリスティング市場のプラクティスの甘さゆえに、アジア域内を代表するプロ市場としての品位と適格性が議論となろう。</p> <p>(参照資料：『報告と提言』P.66-71、及び『MEMORANDUM ON LISTING OF FOREIGN DEBT SECURITIES ON THE SINGAPORE EXCHANGE SECURITIES TRADING LIMITED』)</p> <p><u>要するに、新たなリスティング（＝開示登録）新市場（「特定投資家向けプロ公募市場（PSMJ）」）のプラクティスの具体的な提案を、同時に提言する必要があるとも考えられる。</u></p> <p>なお、スイスは、基本的に機関投資家と主として欧州居住の個人富裕層向け市場であり、一般大衆を対象とするリテール市場ではない。確かに、過去、スイス市場向けの CP/MTN も存在したが、現在では、ユーロ債市場と融合しつつあるように見える。スイス市場との対比を行う必要がどれだけあるのか、わからない。（ICMA は、本部をロンドンとスイスに置いている）</p>
No.11	<p>梁瀬先生質問--国際発行債券が国内発行との比でどのくらいが妥当か。</p> <p>国際発行債券が国内発行との比でどのくらいが妥当かは、第一回の研究会で犬飼教授指摘のように、現在の欧州は非常に高い（公社債も含</p>	<p>梁瀬先生の質問は、「現状の国内社債発行量や国際債発行量をベースに考えると新たに創設される取引所リスティング（＝開示登録）ボンドの発行市場規模のユニバースが、どのくらいと推定されるのか」というものと理解する。なお、今回の提言が現実のものとなることによって、ユーロ円債と国内円建て債の垣根がなくなる。</p>

	<p>めて内国発行の半分くらい、全体の30%くらい)。(Casey, Europe's Hidden Capital Market 11)。</p> <p>すこし古い日本の数字は、青木教授の「国際証券取引と開示規制」315頁の表のように、事業債は90年度前後のピーク時には、全体の50%超が海外発行であった。ただ314頁にあるように、銀行貸付のほうがはるかに重要であったし、公社債を考えれば、海外発行比率は落ちる(それに加えて、発行規模が20年で相当に拡大した)。とはいえ、今回提示の『報告と提言』資料241頁にある通り、事業債の約1割は海外発行ではないかと思われる。(金融債電力債の扱いが微妙であるが、一応、事業債とする)</p>	<p>従って、円建ての国内債及びユーロ円債について、一部国債からのシフトが想定されるであろうが、一般の個人投資家などリテール市場の投資家を買っている部分を除く実質プロ向けのものが、新取引所リスティング(=開示登録)(「特定投資家向けプロ公募市場(PSMJ)」)の対象ユニバースとなると思われる。</p> <p>それに対して、外貨建て債を含む国際債(AIR-PSMのうち上記のような国内プロ向け債を除く部分)は、ユーロ市場ではPSM及びLUXのMATIFそしてシンガポールのSGXリスティング市場の規模がそのままユニバースになり、ロンドン、ルックス、シンガポールとの競争を考えると、数年後に全体の10-20%程度のシェアはとれないこともないとも思われる。</p> <p>市場規模の算定については、ビジネス戦略・成長戦略の観点もあり、追って、東証グループ及び経済産業省のお考えもお聞きしたい。</p>
No.12	<p>日本のプロ向け市場の制度を利用して、外国あるいは国内のベンチャーの債券を発行させても、発行者にも投資家にもメリットがはっきりしないように思われる。</p> <p>(富裕層以上の個人や中小企業を含む広い)プロ向け市場に向くのは、ハイリスクの新型商品(一昔前の派生商品や非UCITS)であるとか、あるいは、特殊な需要がある商品(日本なら機関投資家が国債から乗り換えやすい商品)であ</p>	<p>まず、今回の我々の提言は、富裕層の個人や中小企業を含む投資家層を一義的には対象とは考えていない。適格機関投資家など、本来のプロの投資家といわれる投資家層を第一義的に念頭に置いている。</p> <p>広いプレーンバニラ(古典的な投資適格公社債)の投資商品を大量に買っているのがそれらのプロという現実、及び、企業財務協議会及び日本資本市場協議会という我国の代表的な発行体企業集団の要望の内容など、現実をベースに考える資本市場の実務家の観点からは、以下のように言えるであろう。</p> <p>株式や社債のような古典商品だからこそ、投資の太宗を占めるであろう適格</p>

<p>と思われる。</p> <p>株式社債のような古典的な商品は、ベンチャーやプライベートエクイティのような場合を含め、プロ向けよりは少人数私募あるいは適格投資家間市場で規制免除するほうがスマートだし、海外制度とも整合的と思われる。</p> <p>欧州ユニバーサルバンクのように、金融界が債券市場を育成する気になれば、市場も育つし、不都合はすぐにただされるし、競争的な環境が育つと思う。</p> <p>逆に債券市場育成を阻止する雰囲気であれば、少々使い勝手を手直ししても市場は育ちにくいだらうと思われる。</p> <p>そういう我国の金融機関の「重さ」の原因としては、銀行の既存の国内市場からの利益の存在のほかに、国債消化を維持したいとの政治的理由があるのかとも考えられるがどうであろうか。</p>	<p>機関投資家にそれ以外の一部の特定投資家までを含めた所謂プロの投資家に対する規制緩和（<u>開示水準の緩和及び統一的な標準化</u>）が可能である。</p> <p>一方、ベンチャーやプライベートエクイティのような応用問題は、適格機関投資家のみや少人数私募の市場が対象の市場でよいと思われる。</p> <p>なお、「プロ向け市場に向くのは、ハイリスクの新型商品（一昔前の派生商品や非 UCITS）であるとか、あるいは、特殊な需要がある商品（日本なら機関投資家が国債から乗り換えやすい商品）であると思われる」という考え方は、次のような前提に基づいていると考えられる。</p> <ol style="list-style-type: none"> (1) もっと、プロ投資家をハイリスク商品に誘導し、リスクマネーの供給者とすべきではないか。 (2) プレーン（古典的な株・債券）は全てリテール仕様にしておき、リテール仕様ならば機関投資家も買えるからよいではないか。 (3) 「プロ限定はハイリスクの新型商品、特殊な需要がある商品に限るべき」ではないか。 <p>いいかえれば、プロしか買えない特殊商品をプロ向けに限定すべきとの論点であろうか。</p> <p>今後は、「特定投資家向けプロ公募市場（PSMJ）」に向く金融商品を、以下とし、適格機関投資家や少人数私募との間で、概念自体の差別化を図りたい。</p> <p>『株式・社債のような古典商品であっても現状の発行登録に比べて開示水準</p>
---	---

		<p>がゆるい（リテールにとっては開示レベルが低いのでハイリスク商品と言える）もの』</p> <p>我国の金融機関には、今回我々が提言する、取引所にリストされたプロ向けの債券・MTNのような、一般公募と対比して開示水準の緩いプロ向け金融商品の引受・販売への本格的対応を求めてゆくことが重要と思われる。</p> <p>ハイリスクの新型商品（一昔前の派生商品や非 UCITS）であるとか、あるいは特殊な需要がある商品（日本なら、機関投資家が国債から乗り換えやすい商品）は、引き続き、適格機関投資家向け私募、または少人数私募のルートに乗せることでよいのではないかと思われる。</p>
No.13	特定投資家向けプロ公募市場（PSMJ）の開示水準のあり方について	特定投資家向けプロ公募市場（PSMJ）の開示水準としては、現在の公募債のそれとほぼ同等水準であるべきとの意見もあり、その水準をどのようにセットすべきか、十分な議論が必要と考えられる。
No.14	<p>TOKYO AIM では NOMAD に関する規程があるが、今回提言のプロ向けのリスティング（＝開示登録）市場/MTN ではどう取り扱うべきか。</p> <p>（1） TOKYO AIM の NOMAD に関する規程は MTN に適用すべきか、あるいは適用可能としてケース by ケースで使い分けできるようにすべきか。</p>	<p>基本的に、今回の提言では、TOKYO AIM に与えられた機能を使って、流通段階での告知・書面交付を省略することを念頭に置いていたものである。</p> <p>我国の新たな債券・MTN の証券取引所リスティング（＝開示登録）市場（プロ向け市場＝「特定投資家向けプロ公募市場（PSMJ）」）の創設に際して、我国の規制上の問題を、TOKYO AIM 受託契約準則のような方法を使って省略すること及び金商法のプロ向け市場制度を活用して新たなプロ投資家向け募集に係る開示の仕組みを創設することを目的に、TOKYO AIM を引き合い</p>

	<p>(2) 上記と関連するが、国内他市場で株式を公開して適時開示を行っている場合には NOMAD は不要とできるか。</p> <p>他国の発行体や株式非公開企業の場合は、債券であっても何がしかの開示等に関するアシスタンスがあるほうが良いようにも思われる。2000年頃の話になるが、欧州の通信会社のクレジットが第3世代の携帯電話免許に関する多額の出費で大きく揺れ動いたときに、テレコムイタリアの幹事証券が協議して格付け連動のステップアップ金利条項を起債後に入れたことがある。</p> <p>特にアジア系の場合にはガバナンス・リスク（一族問題）や会計事故、政変など、複雑な問題もあるので、一種の社債管理者として NOMAD を利用してはどうかと思う。</p> <p>あるいは、必要に応じて TOKYO AIM が国選弁護人のように NOMAD を立てる制度でもよいと思うが、どうか。</p>	<p>に出したものである。</p> <p>その意味で、上記の質問にある、TOKYO AIM の NOMAD に関する規定は、今回の提言では、基本的に適用しないことを前提としている。</p> <p>この点は東証グループの見解も確認する必要がある。</p> <p>ただし、今後の議論の中で、NOMAD 的機能の利用価値についても議論することは有益と考えられる。</p> <p>国内金融商品取引所に上場している発行体企業や、また、上場企業でなくとも既に公募社債を出して、有価証券報告書等を継続開示している発行者に NOMAD は不要と考える。（TOKYO AIM も基本的にこの考え方であると思われる）</p> <p>しかし、他国の発行体や株式非公開企業の場合は、今後議論が必要となる。</p>
No.15	<p>アジア版 MTN ができるなら、CP についても同様に考えられないか。</p>	<p>正にご指摘の通りであるが、アジア（AIR）CP・プログラムに関しては、短期の投資商品であり、かつ売買単位が一億円以上であるので、必ずしもリスティングは必要なかもしれない。ただし、ディスクロージャーの適用除外で</p>

		<p>はあっても、アジア（AIR）MTNと同様、東証など我国の証券取引所へのリスティング（＝開示登録）を行うオプションもあってよいかもしれない。</p> <p>CPリスティング（＝開示登録）市場については、新たな商品としての有効性があるかもしれないのでさらに詰めたい。</p>
--	--	--