

議事録

(全記録)

アジア・東京 債券市場創設フォーラム

～アジアと日本の金融資本市場の発展のために～

開催日：2010年11月16日（火）

時 間：13:00～18:40

会 場：早稲田大学 早稲田キャンパス 大隈大講堂

主 催：

早稲田大学グローバル COE 《企業法制と法創造》総合研究所

東京証券取引所グループ

アジア資本市場協議会（CMAA）

【プログラム】

【司会・進行】 早稲田大学法学学術院教授（GCOE 研究所所属）犬飼重仁

【開会】 13:00

【開会挨拶】

13:10-13:25 東京証券取引所グループ 取締役 兼 代表執行役社長 斉藤 惇

13:25-13:30 早稲田大学 GCOE 《企業法制と法創造》総合研究所所長 教授 上村達男

【第一部: 新リスティング市場について】

13:30-13:45 「早稲田大学の新市場創設提言」 早稲田大学教授 犬飼重仁

13:45-14:10 「東証グループの新市場創設に向けた検討状況」

東証グループ（TOKYO AIM 取引所 COO） 伊藤 豊

14:10-14:30 「新市場創設の意義」 バークレイズキャピタル証券 引受審査部長 鈴木裕彦

14:30-14:50 「プロ向け市場法制整備と新成長戦略」

金融庁総務企画局総務課長 三井秀範

14:50-15:10 「成長資金の円滑な調達環境の整備」

経済産業省経済産業政策局産業資金課長 土本一郎

【休憩】 15:10-15:30

【第二部: ABMI/ABMF の活動について】

15:35-15:50 基調報告 1 「ABMI と ABMF の意義について」

財務省国際局地域協力企画官 岩井和司

15:50-16:10 基調報告 2 「ABMF の活動について」

アジア開発銀行エコノミスト・地域経済統合室（OREI）所属 山寺 智

（マニラよりビデオコンフェレンス方式による参加）

16:10-16:30 基調報告 3 「ABMF への韓国の対応」

韓国資本市場研究院リサーチフェロー（ABMF サブ・フォーラム 2 メンバ

ー） ヒョン・スク

[パネルディスカッション]

16:30-16:40 モデレータによる補足 早稲田大学 犬飼重仁（ADB コンサルタント）

16:40-17:00 ABMF サブ・フォーラム 1 議長 東証グループ（TOKYO AIM 取引所 COO）

伊藤 豊、日本証券業協会 国際部 部長 椎名隆一（上記 6 名によるパネル）+
Q&A

【休憩】 17:00-17:15

【第三部: パネルディスカッション-アジアと日本の新市場の重要性】 17:15-18:35

長島・大野・常松法律事務所 弁護士 早稲田研究会共同座長 築瀬捨治

東証グループ (TOKYO AIM 取引所 COO) 伊藤 豊

パークレイズキャピタル証券 引受審査部長 鈴木裕彦

野村証券キャピタルマーケット部マネージング・ディレクター DCM 担当 東 正憲

大和証券キャピタル・マーケット (株) グローバル・マーケット業務部部长 吉田 聡

みずほ証券 グローバル・リサーチ本部 本部長代理 安藤 毅

早稲田大学大学院 (三菱 UFJ 信託銀行) 坂東洋行

日立製作所 財務二部担当部長 (発行体の立場から) 藪田敬介

総合研究開発機構元主任研究員 (機関投資家の立場から) 玉木伸介

韓国資本市場研究院リサーチフェロー ヒョン・スク

早稲田大学教授 犬飼重仁 + Q&A

【閉会のご挨拶】

18:35-18:40 早稲田大学法学学術院教授 (GCOE 研究所所属) 犬飼重仁

【閉会】 18:40

内容

【開会】 早稲田大学法学学術院教授 犬飼重仁.....	5
【開会挨拶 1】 東京証券取引所グループ 取締役 兼 代表執行役社長 斉藤 惇.....	5
【開会挨拶 2】 早稲田大学 GCOE 総合研究所所長 教授 上村達男.....	7
【第一部: 新リスティング市場について】	9
早稲田大学の新市場創設提言: 早稲田大学教授 犬飼重仁.....	9
新市場創設に向けた検討状況: 東証グループ (TOKYO AIM 取引所 COO) 伊藤 豊.....	16
新市場創設の意義: バークレイズキャピタル証券 鈴木裕彦.....	21
プロ向け市場法制整備と新成長戦略: 金融庁総務企画局総務課長 三井秀範.....	26
成長資金の円滑な調達環境の整備: 経済産業省経済産業政策局産業資金課長 土本一郎	31
【第二部: ABMI/ABMF の活動について】	37
報告 1: ABMI と ABMF の意義について: 財務省国際局地域協力企画官 岩井和司.....	37
報告 2: ABMF の活動について: ADB エコノミスト・地域経済統合室 (OREI) 山寺 智.....	41
報告 3: ABMF への韓国の対応: 韓国資本市場研究院リサーチフェロー ヒョン・スク.....	46
パネルディスカッション: ABMF サブ・フォーラム 1 議長 東証グループ (TOKYO AIM 取引所 COO) 伊藤 豊、日本証券業協会 国際部 部長 椎名隆一 (上記 6 名).....	50
【第三部: パネルディスカッション: アジアと日本の新市場の重要性】	57
【閉会挨拶】 早稲田大学法学学術院教授 犬飼重仁.....	73

当日配布資料集 添付省略

下記 URL 参照

http://www.globalcoe-waseda-law-commerce.org/activity/2_20101116.pdf

【開会】 早稲田大学法学学術院教授 犬飼重仁

○犬飼（司会・進行） 皆様、本日はお忙しいところお集まりいただき、誠にありがとうございます。司会・進行を務めさせていただきます早稲田大学法学学術院の犬飼です。どうぞよろしくお願いいたします。（拍手）

本日は、「アジア・東京 債券市場創設フォーラム」というタイトルですが、「アジアと日本の金融資本市場の発展のために」という副題をつけています。大変な長丁場で、1時から6時40分までご辛抱をいただかなければならない長時間で恐縮ですが、内容には自信を持っておりますので、どうぞご期待ください。

本日は2回休憩をとらせていただきますが、実はこの大隈講堂自体が重要文化財ということで、飲食禁止です。演台だけには水を置かせていただいておりますが、皆様には大変恐縮ですが、「お飲み物の交換方法」という一枚の紙を皆様に配布しておりますので、休憩時に、外に出ていただいた右側のカフェにこの紙を持ち込んでいただきますと、コーヒーのホットないしアイス、あるいはペットボトルのお水と交換させていただくことになっています。大変ご不便をおかけいたしますが、ご協力いただければと思います。何とぞよろしくお願いいたします。

【開会挨拶 1】 東京証券取引所グループ 取締役 兼 代表執行役社長 斉藤 惇

○犬飼 それでは、ここで、開会のご挨拶をお願いしたいと思います。

まず、本日のフォーラムの共催をさせていただいております、東京証券取引所グループの取締役兼代表執行役の斉藤様より、ご挨拶をいただきたいと存じます。

斉藤様、よろしくお願いいたします。

○斉藤 ご挨拶させていただきます。ご紹介にあずかりました東京証券取引所の斉藤でございます。

本日は、債券市場に関するフォーラムということですが、私は、自分が長い間債券ディーラーをやっていたので、大変深い思い入れを持っています。本日のプログラムで、つい先日で上がった東証グループの新債券市場「TOKYO PRO-BOND Market」の取り組みを後ほど詳細にご紹介させていただくことになっていますが、債券市場の発展に、このような形で私どもが取り組むことができることを大変うれしく感じています。

現在の証券市場の状況を、まずおさらいさせていただきますと、ご存じのとおり、エクイティによる資金調達には大変深刻な逆風が吹いている一方で、債券市場に目を向けますと、国内公募社債の発行額は、2007年、2008年、それぞれ9兆円前後であり、2009年におきましては、さらに11兆円、そして2010年9月までの暫定値で7兆円に達するということです。おおむね安定して推移していると思います。

また、同じ期間のサムライ債（非居住者発行体による円建ての日本国内債）の発行額も大変活況であり、年間2兆円前後で推移しています。低金利のためか、起債環境はおおむね良好であると言えます。現在のような大変厳しい経済環境の中でも、バランスシートの改善という行為、それから事業資金のニーズは大変旺盛であり、このような環境下で、資本市場、とりわけ社債市場が果たす役割は、ますます重要になってきていると思います。

社債発行をめぐる近年の環境変化及びその議論の活性化には大変めざましいものがござ

います。日本証券業協会においては、「社債市場の活性化に関する懇談会」におきまして、我が国社債市場の活性化に向けた課題及び取り組みについて検討をし、その報告書を、本 2010 年 6 月に公表しております。現在は、そこで掲げられた具体的な課題を検討するために、部会において議論が継続されているということです。

また、政府の取り組みをご紹介しますと、ご存じのとおり、非居住者つまり外国人につきましては、従来、原則 15%の源泉徴収課税がかかっていたのですが、社債の利子を非課税とするという税制改正が本 2010 年 6 月に実現し、外国人による国内社債投資に対するハードルは、大変大きく下げられています。

また、本年 6 月に閣議決定された政府の新成長戦略におきまして、プロ向け債券市場の創設が、2010 年度に実施すべき事項として盛り込まれています。つまり、社債市場の整備を推し進めるということが、国の政策として明確に位置づけられていると思います。その意味で、本日のこのフォーラムの運営主体である早稲田大学が、本年 4 月に行われました「日本とアジア域内のプロ向け債券市場の創設提言」は非常に時宜を得たものであったと考えていますし、この提言は、先ほど申し上げました政府の新成長戦略にも反映され、私たち東証グループのこの TOKYO PRO-BOND Market 構想にも大変大きな影響を与えています。

また、さらに視野を広げて国際的な動向に目を向けますと、アジア・ボンドマーケット・イニシアティブ(ABMI)に基づき、ASEAN+3 のボンドマーケット・フォーラム(ABMF)の活動も本年 9 月より始まっています。今般の新市場創設の動きは、このようなパン・アジアの取り組みとも整合的なものでございます。

私たちは、これらの機運に後押しされ、この TOKYO PRO-BOND Market を創設することといたしました。

そこで、東証グループとして、この市場創設に取り組む意義につきまして、少しお話しさせていただきます。

証券市場にはもちろん、ご案内のとおり国境はなく、投資家の資金はもとより、有利な投資機会を求めて世界中をめぐります。資金調達をする発行者・発行体も、より有利な発行条件を求めて、国内外を問わず適切な市場を選択しています。この傾向は、経済のグローバル化、情報技術の発達、国際会計基準の普及などによる情報開示のフォーマットの共通化などにより、今後ますます一般的なものになっていくと思っています。

このような環境下で、日本市場は、国際的な競争に勝ち残っていかなければならないと思っています。特に社債市場につきましては、ユーロ市場という国際的なマーケットがもう既に長い歴史を持って確立されていますし、日本企業も、ユーロ市場における社債発行を、実は積極的に行っています。例えば 2009 年、昨年の統計数値によりますと、円建てで 2 兆円、ドル建てで 80 億ドル、ユーロ建てで 1,500 万ユーロの、日本企業による新規発行が行われています。

ところが、このように日本企業がユーロ市場でわざわざ発行した社債の主な買い手は、実は日本の投資家であります。日本で市場を運営する者としたしましては、このような状況を、指をくわえて見ているわけにはいかないと思います。

そこで私たちは、ユーロ市場をお手本とし、これに匹敵する市場を日本につくりたいと決意しています。

また、国際的な競争を考えていくときに、これからはアジアという文脈を抜きに語るこ

とはできません。例えば中国の株式市場の規模は、いまや東証をしのぐほどです。韓国証券取引所が積極的にアジア各国に進出しています。彼らは大変意欲的に証券市場の展開を図っています。

日本は、その歴史において、一日の長があるとは言えますが、うかうかしていると、簡単に追い抜かれてしまうかもしれないという危機感がございます。そのため、私たちは、この TOKYO PRO-BOND Market を、日本国内の企業や投資家だけを相手にするのではなく、ローカルな市場というよりも、むしろアジア域内での中核的な市場に育てたいと考えています。

このような観点から、TOKYO PRO-BOND Market のコンセプトを簡単に申しますと、
第一に、TOKYO PRO-BOND Market はプロの市場、プロの投資家のみを対象とする市場でございます。

第二は、国内の発行体向けにはユーロ市場並みの機動的かつ柔軟な発行を可能にする、ということです。

第三に、サムライ債などの海外発行体の参加を促す、ということでございます。簡潔なディスクロージャーや、日本語、英語、それから会計基準等々につきまして、選択を自由にするを通じ、これらの特徴を実現したいと考えています。

市場の発足は、来年春ごろ[*]を目途にしたいと希望しています。

(*2011年5月17日に、東京プロボンド市場は、金融庁から正式な認可を取得。)

最後に、将来の展望を申し上げますと、第一のステップとして、利用者の拡大を通じ、発行市場としてのプレゼンスを確立していきたいと考えています。そして、発行市場としてのプレゼンスが確立した暁には、アジア域内のクロスボーダーの金融資本市場機能を担う存在となり、透明性の高い債券情報、すなわち開示情報や、取引価格等のプラットフォームを確立したいという展望を持っています。

この会場にいらっしゃいます皆様方には、本日のフォーラムをきっかけとし、ぜひ TOKYO PRO-BOND Market の利用者になっていただきたいと期待しています。私たちの取り組みに、どうかご期待いただければと思っています。

簡単でございますが、私からのご挨拶とさせていただきます。ご清聴、大変ありがとうございました。(拍手)

○犬飼 斉藤様、ありがとうございました。

【開会挨拶 2】 早稲田大学 GCOE 総合研究所所長 教授 上村達男

○犬飼 それでは、続きまして、早稲田大学グローバル COE 《企業法制と法創造》総合研究所所長であります上村教授より、一言ご挨拶を申し上げます。

上村先生、お願いいたします。

○上村 ただいまご紹介いただきました上村でございます。本日は、「アジア・東京 債券市場創設フォーラム」という、このような企画を主催します三つの団体の一つの役割を、我々の早稲田大学グローバル COE が担うことができましたことを、大変幸福に思っています。

我々のグローバル COE が掲げている研究目的は、成熟市民社会型の企業、金融・資本

市場法制のあり方をきちっと確立することによって、全力でアクセルが踏める、そしてその成長戦略が、本当に地に足の着いたものになる、そうしたものを目指すというのが我々の拠点形成目的でございます。そのためには、新しい理論や法律学を創造していこうということでございます。

この我々の拠点にとって今回のテーマというのは、犬飼教授が専らかつて NIRA（総合研究開発機構）におられたころからずっとやられてきましたアイデア、それからアジア資本市場協議会(CMAA)を通じた活動、それから大変幅広い人脈、そうしたことが背景であり、我々としては、犬飼教授に存分にその力を発揮する場を与えることができたということが、今日のこのような機会につながったのだと思っています。

昨日、実は我々、英米の金融制度改革についてのシンポジウムをしたのですが、そのとき特に私が感じたことは、まず一つは、英国の、あるいはアメリカもそうだと思いますが、理論を聞いていると、例えば、ツインピークスと言いますが、マクロとミクロを統一する理論というものが欠落しているのではないかと。これをくっつけたり離れたり、離れたりくっつけたりしているわけですが、その点、我々は、日本の金融商品取引法は、その第1条に資本市場の機能と公正な価格形成を掲げ、そしてそのために、業者規制も、行為規制も、取引所規制も、それから開示も、会計も、監査も、皆一丸となってその目的を達成するために全力を尽くすことになっています。そして、それにプラスして、マクロブルーデンスの話があれば、それは追加していくと、こういう立場が、非常に明快ではないかと思ったのが一つでございます。

それからもう一つは、金融制度の目的、あるいは資本市場の目的を達成するためのガバナンスのあり方--という問題意識が英米において非常に欠落しているという印象が非常に強かったわけでございます。イギリスの銀行のガバナンスの話が非常に強調されていますが、そこでも、やはり株主によるガバナンスの限界等が論じられていますが、我々はそのような次元の議論はしていないと思っています。

それから、やはり制度の目的が投資家保護であるとしみますと、プロは制度は要らないというような感覚で議論されている。しかしそれではだめなのだという、そのような議論をされている印象を持ちましたが、プロは制度が要らないのではなくて、プロは、やはり価格というものに対する責任は、より重いわけです。その意味では、そうしたことも日本では、認識されていると考えています。

ということで、いま申しましたような、様々な金融・資本市場に関する認識、それから、その法目的、こういったものが、やはり日本がかなりすぐれたものを持っている。そうしたことが、アジアで、あるいは東京で、債券市場を創設する場合にも、そうした状況が背景になっている。そのことが日本の強みであると言えるような、そうした市場として育っていただければと思っている次第です。

そのような意味で、日本が特にこの分野で、アジアで存在感を示すことは、これはほかのアジアの国にとっても、やはり最終的な社会の目標というものを見据えながら、しかし、具体的な制度の位置づけ、そうしたものに対してきちとした認識を持つ、そのことがアジアで我々が存在感を示す、あるいは東証が存在感を示す、そうした根拠になっているのだ、ということをお申しまして、私のご挨拶にかえさせていただきます。

どうもありがとうございました。(拍手)

○犬飼 上村先生、大変ありがとうございました。

【第一部: 新リスティング市場について】

早稲田大学の新市場創設提言: 早稲田大学教授 犬飼重仁

○犬飼 それでは、これから第一部に入らせていただきます。

しばらくお時間を頂戴いたしまして、私のほうから、先ほど上村教授よりご紹介いただき、そして東証グループ斉藤社長からもご紹介をいただきました、早稲田大学グローバルCOEにおける研究の一端をご紹介させていただきたいと思います。

これからご説明させていただくのは本当にさわりの部分です。大変恐縮ですが、皆様のお手元のレジュメの中の3ページ目に配布資料一覧がございまして、そこに「日本とアジア域内のプロ向け国際債市場創設提言」とありますが、これからご説明のパワーポイントでございまして、そして2番目にありますが、「日本とアジア域内のプロ向け債券市場創設提言」の本文です。これは2010年の2月から4月まで、市場関係者、そして官庁の関係の方々、法律家の方々、大変多くの素晴らしい方々に早稲田大学にご参集いただいて研究をした結果の提言そのものを、もう少し読みやすくした論文をおつけしています。

目次は、「I. 背景説明」から「VII. 最後に: アジア域内金融の成長ヴィジョンとしてのプロ向け市場」までが論文になっていますので、後ほどご一読いただければと思います。

その後につけていますのが、提言につけた資料編です。この資料編を見ていただきますと、研究にご参加いただいた方々のお名前・ご所属、そこで使わせていただいた詳細にわたる資料一式を読み取っていただくことができると思います。

早稲田大学教授 配布資料一式 (添付省略、詳細は下記 URL 参照)

http://www.globalcoe-waseda-law-commerce.org/activity/2_20101116.pdf

1. 日本とアジア域内のプロ向け国際債市場創設提言 [サマリー]
2. 日本とアジア域内のプロ向け債券市場創設提言
3. 「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 (資料編)

それと、先ほど上村教授よりお話をいただいたのですが、私が2002年に、民間企業から、内閣府に所属いたしますシンクタンクである総合研究開発機構(NIRA)に出向し、そのとき以来、どのような研究の経緯をたどったのかという点に関して、お手元の論文の22ページの注の真ん中あたりから、かなり詳しく、その辺のいきさつも書かせていただいていますので、後ほどご参照いただければ幸いです。

それでは、簡単にご説明をさせていただきます。

(スライド使用)

[背景1 (アジア域内)] (資料 P.1)

まず、今回の研究の背景ですが、非常に簡単に言いますと、(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・手段がない。これを提供するにはどうしたらよいかということです。そして一方で、(2) アジア投資を支え域内の経済成長の核となるべき、民間の事業会社など域内資金需要者（イシューア：発行体）に対する安定資金提供を行うには、どうしたらよいかということです。要するに、お金が欲しい人、お金を出したい人をどのように結びつけるか。そして(3) 三つ目に大事なことは、それらの豊富な域内の貯蓄を同じ域内で、いかに効率的かつ効果的に循環させるかということです。

このようなことがぜひとも必要ではないかということで、では、そのためにはどうすればいいかといえば、「域内のクロスボーダー金融資本市場機能」を開発する必要があるということです。

しかし、これまで、アジアの債券市場の議論は、各国の国内の債券市場の開発をいかに進めるかということが、主な議論の中心でした。

それに対して、我々がフォーカスしたのは、いわゆるクロスボーダー型の金融資本市場機能ということであります。ただ、クロスボーダー型といたしても、よくよく考えれば、日本の中にサムライ債という区分が当然ありまして、これは非居住者の発行体が日本で発行するもの、これもクロスボーダー型ではないか。そのとおり、クロスボーダーの取引です。そのような意味でいうと、クロスボーダーであるけれども、サムライ債市場というのは純然たる国内市場であると言えるわけです。

それに対して、ユーロ債市場、ロンドンやベネルクス三国が関与して 1960 年代から開発が進んできたユーロ債市場は、例えばイギリスから見た場合には、“内外市場一体型”の性質を持っている。要するに、国内債市場的でもありかつグローバル市場的でもあるという、ダブルスタンダードではありませんが、二つの性格を同時に持つ、内外市場一体型の市場の機能を備えている。したがって、それはクロスボーダーでもあるが国内でもあるという非常に面白い性質をユーロ債市場は持っているわけですが、そのような市場の機能に近いもの、同じようなものが、日本とアジアの域内全体に、やはりできるべきではないだろうか、というのが、我々の研究の原点になっているわけです。

したがって、クロスボーダーと言った場合には、いま申し上げた、日本市場で非居住者が発行する債券等も当然含まれるわけですが、それだけではなくて、「オフショア」の、しかしこの言葉を使うと不健全な市場ではないかというような誤解があるので、従来からあまりオフショアという言葉は使わないのですが、要するに **Inter-Regional** な市場を狙っているということです。

これについては、「国際債」という言い方も同じようにいたしますが、我々の提言では、国際債の発行・流通のためのクロスボーダーすなわち **Inter-Regional** 型の域内プロ向け国際債市場及び関連の市場インフラを、アジアの共有財産として構築する必要があるのではないか、と言っているわけです。

なお、図の一番下に、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である（資料 P.1 下）と言っていますが、まさしくそのとおりではないかと思うのです。

〔背景 2（アジア域内）〕（資料 P.2 上）

次に、背景 2 ですが、アジアの状況を見てみると、いまアジアは世界の工場になっている。近年、政府間で、APEC の会議等でも、TPP、FTA、EPA など、いろいろな議論がなされていますが、そこで前提になっているのは、市場経済圏としてのアジアが出現して、その中で、日本の果たすべき役割が実際、非常に大きくなっているということだと思えます。そしてアジア全体として見た場合に、この市場経済圏としてのアジアの出現という、この経済の新たな局面・状況を、お金の面から支えていくことが必要ですが、そのためには何が重要かという観点が重要になってきます。

先ほど一枚前の図表（資料 P.2 上）で申し上げましたが、域内の起債ニーズもあるし、域内投資ニーズもある、それぞれがあるのだが、それがうまくマッチしないというのが、現在の域内の状況ではないか。まさに、アジア「域内」のニーズ充足を狙った「クロスボーダーのアジア独自のプロ向け国際債市場および市場インフラ」創設へのニーズは、確かに存在すると思えます。

では、そのときにどう考えればいいのか。我々が一つのお手本として参照しつつ目指したのがユーロ債市場です。そのユーロ債市場（EU 国際債市場）については、これまで、欧州のみならずアジアのクロスボーダー金融についても、ユーロ債市場とその市場インフラ依存が継続していたということです。アジアを含めて世界中で、ユーロ債市場とその市場インフラが使われていたということです。

なお、これは、従来、「ユーロ債市場」と言ったり「ユーロ市場」と言ったりしているものですが、通貨のユーロができてから、言い方が非常に紛らわしくなって面倒になっていますが、通貨のユーロ建ての市場ではありません。

そして、図表（資料 P.2 上）の下に細かい字で注が書いてあるのですが、1999 年の EU の本格稼働まで、世界中で唯一成功したプロ市場が、「オフショア・ホールセールの EU 国際債の発行・流通市場」であって、これが 1999 年までの「(自由な) ユーロ債市場」といわれるものであると、我々は定義をしています。なぜそうなのかというと、2000 年以降、特に 2005 年以降ですが、プロスペクタス・ダイレクティブをはじめとして EU のいろいろな指令等が出てまいりまして、ユーロ債市場自体が、巨大な国内市場化するという状況が、実は出てきているということです。つまり、1999 年まで、プロの自由なイノベーションの発揮の場としてのオフショア・オンショア一体型のプロ市場と言われていたユーロ債市場が、若干変質をし、規制市場化してきたという意味において、いま、自由であることを引き続き連想させるユーロ債市場という言い方を、あまり我々はしませんで、あえて、「クロスボーダー型の EU 国際債市場」と言っています。もう少し言うと、「オフショア・ホールセールの欧州 (EU) 国際債市場」、そのような言葉を勝手に作り、そう呼んでいるのです。これは 1999 年までのユーロ債市場といまのユーロ債市場が実はちょっと違うということを、言おうとしているわけです。

〔背景 3 (アジア域内)] (資料 P.2 下)

1997 年、98 年のアジア通貨危機以降、アジア域内では、大変に色々なところで色々な努力がなされ、その一つの結果が、ABMI (アジア・ボンドマーケット・イニシアティブ: Asian Bond Market Initiative) であるわけですが、それ以降、域内の各国の金融資本市場の整備がかなり進んでまいりました。ただ、そうはいつても、まだまだ発展途上である国や地域が多い。やはり銀行中心であって、直接金融を担う社債等資本市場の発達は、遅

れている国がまだ多いということです。

また、先ほども申し上げましたが、シンガポールと香港を除くアジア域内各国のほとんどの「国内」市場では、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状況が続いているということです。

ただ、日本の場合は、先ほど齊藤社長もおっしゃいましたが、国債、地方債に引き続いて、非居住者が日本国内で発行された社債を買う場合のウィズホールディング・タックスが免除になるということが、去年の暮れに日本でも決まり、そして、金融庁の大英断によって、2008年の法改正によって、特定投資家向けのいわゆるプロ向け証券市場の開示免除ルールを中心とする法整備が整ったということで、この2つのことによって、日本においても、イギリス並みの、かつてのユーロ市場並みの、内外市場一体型の自由闊達なプロ市場ができるための法制度上の条件が整ったということです。すなわち、我が国のなかで、国内債市場と国際債の分断が解消されるきっかけが、実は去年の暮れまでにできあがっていたというのが、重要なポイントです。

さて、元に戻りますと、3番目が、アジア各国の国内の経済基盤の整備、そしてこれからはますます必要になると思われる国境を越えた域内交通・通信などのクロスボーダーの域内経済基盤整備のためにも、アジア域内独自の資金供給システム、言い換えれば「クロスボーダー型金融市場と市場インフラ」が絶対的に必要になるだろうと思うのですが、残念ながら、まだこれまでのところ、そのデザインに乏しいということで、われわれが、そのデザイン創りに挑戦したということです。

さて、アジア域内各国で成長著しい年金基金などの機関投資家は、株式だけではなく、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本格的に行いたいと希求しているわけです。ただ、投資する対象がない。アジア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という状況があります。

アジアの各国の経済成長がどんどん進んで、中国やASEAN諸国などアジア各国の経済基盤が拡大し、それに伴って各種の年金や保険等の社会制度等が拡大・強化されていくにつれて、やはり年金基金等の機関投資家のベースもどんどん大きくなってきているわけです。ただ、そのときに、そういうアジア域内の機関投資家が買いたいものがないという状況が、まさにいま出てきているということが言えます。

これに対して、欧州のユーロ債市場においても、過去長年にわたって、そういう場合に、ユーロ債市場で発行され流通しているユーロ債が、まさしくそのような役割を欧州域内で担っていたということが言えるわけです。したがって、そのアジア各国における市場の分断を解く必要性というものは、そういう面からも非常に大きいということが言えます。そのアジアにおける運用難を解消することが、大変重要だと思うわけです。

〔背景4（日本）〕（資料P.3 上）

これまで申し上げた三つは、アジア全体の話でしたが、日本の背景としては、次のようなことがあります。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わけですが、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た。また、既存の私募市場——プロ私募、少数私募と、二つの私募市場があったわけですが、それぞれいろいろな制約があって、発行者も証券保有者も、市場として使いにくかった。結果として、関連の制約のゆえに、プロ向けに機動性のある起債ができない。EU国際債、つまりユーロ債

に比べて、起債できる期間が極端に短い。そのような不満が、特に国内の社債発行企業から強かった。私も、かつて民間企業の社債発行の担当をしたことがありますが、まさに痛感しているところです。そういう背景が日本にはあるということです。

〔日本の立場〕（資料 P.3 下）

それで、日本の立場ですが、（１）潜在的に国際的な債券運用に向かい得る、巨大な、増加を続けている貯蓄資金の保有、そして、（２）アジア域内の各国の通貨を用いてアジアで業務を大規模に展開する多くの日系企業グループの存在、そして（３）日本国内における相当程度発達した発行・流通・決済の一連の債券市場と市場インフラの存在、そのようなものがかなりできているわけですね。日本の国内債市場においては、過去 10 年ぐらい、金融庁、業界団体、証券業協会、そして証券保管振替機構等、市場関係のいろいろな方々の大変なご努力があり、国内としてはかなりの市場インフラが整備されている。そのようなことを考えますと、次は、やはり日本はアジアにおける共通のプロ市場と市場インフラの構築のためのリーダーシップを担うべきではないかと思うわけです。

具体的には、アジア域内の投資適格の企業と証券の情報（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、いわばアジア域内を代表するリスティング・プレイスの構築が必要である。そして、少し抽象的な言葉ですが、「インテグリティ（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、高質の市場環境をつくる。そういうために、誰が中心になるべきかということ、アジアにおいては、日本しかないのではないかということ、いま日本のイニシアティブでこれを実現すべきであるというのが、我々早稲田グローバル COE の研究会のメンバーの総意であったということでもあります。

〔プロ向け国際債市場（AIR-PSM）の意義〕（資料 P.4 上）

それで、一応、目指そうとするものに名前をつけなければいけないということで、Asian Inter-Regional Professional Securities Market : AIR-PSM と、仮に我々は呼んでいます。そういうものを提言しようではないかということにいたしました。

AIR-PSM の AIR というのは、地上ではなくて“天空”につくるという意味を込めています。要するに、色々な国の空を見上げると、空は一緒、AIR は一緒なので、そういうアジア共通のグローバルなマーケットを象徴するという意味で AIR という名前をつけて、そういう市場創設の提言をさせていただきました。

これは 2006 年以降、提言内容のレベルは違うのですが、機会がある都度、同様の趣旨の提言をさせていただいていたものを、今回、時が至って、非常に具体的な提言をさせていただくことができたということです。

アジア域内主要国に蓄積された貯蓄を、域内を中心に効率的・高付加価値的に循環させるための、「域内貯蓄循環装置」をつくと同時に、域内のプロの市場参加者の育成・鍛錬を行うための、市場イノベーション発揮・創出の場が必要であると提言しております。

もう一つ重要なのは、日本の企業グループもアジアに出ており、そこでアジア通貨建ての債権をたくさん持っている。その債権に見合う形で、連結ベースで見た場合に、その通貨建ての（債券という形での）債務を持つこと、これは為替のマリーという意味からも非常に重要であるということで、そういう為替のオペレーションのためにも、アジア通貨建ての域内国際債市場というものは非常に意味があるということです。

〔アジア通貨建て国際債の意義〕（資料 P.4 下）

ただ、さはさりながら、なかなかアジア域内の国々におきましては、通貨、外国為替が自由化されている国はまだなかなかありません。日本は完全に自由化されていますが、いわゆるデリバブル通貨というふうに呼んでいる、国の外で決済が可能な、持ち出しが可能な通貨という意味でいうと、いろいろなレベルはあるのですが、日本円が一番で、あとは若干、いろいろな条件つきにはなりますが、香港ドル、シンガポールドル、そういうものしかない。あとは、多かれ少なかれ、比較的タイトな為替のコントロール下にある。韓国のウォンもちろんそうですが、そういう状況があるわけです。そういうものをどう乗り越えていくかというのも、これから考えていかなければなりません。特に、日系企業グループの手によって、人民元建て、あるいはインド・ルピー建てなどアジア各国通貨建ての国際債を将来出していけるようなことが必要であるということです。

〔日本のプロ向け市場（PSM-J）創設の意義〕（資料 P.5 上）

次は、日本のプロ向け市場創設の意義ですが、日本の社債市場で機動的な起債ができるように、起債期間の大幅な拡大が必要である。これは、一年に二百数十日営業日がありますが、100日ぐらいしか実際は出せない、そういう問題で、後ほど伊藤さんのほうからご報告があると思いますが、一般投資家向けの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が必要である。市場参加者を機関投資家などのプロ（特定投資家）に限ることで、発行側の開示義務が緩和されて、日本とアジア域内の発行体にとっての調達機会が拡大される。いわばユーロ債市場の日本版、アジア版を実現する、ということです。

〔アクションプラン〕（資料 P.5 下）

それで、アクションプランとしてここで出しているのは、第1ステージ、まさに「東京プロボンド市場」を創設するということです。このディテールは、後ほど鈴木さん、伊藤さんのほうからお話をいただきますので、ここでは省略いたします。

そして第2ステージは、アジア域内各国でも、日本において行われつつあるのと同様の取り組みの促進を期待したいということです。

第3ステージは、アジア大の証券決済のあり方の検討、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等々、そういうものを一体的に実現していくことです。これは、いままさに ABMI において、ASEAN+3 の枠組みで、アジア開発銀行 (ADB) が中心になって ABMF の枠組みが始まったところなので、これは第二部で詳しくお話をしたいと思いますが、いずれにしても、そういう流れがいろいろとつながっているというところを、ご理解をいただくとありがたいと思っています。

〔第1ステージの意義〕（資料 P.6）

この第1ステージの意義、国内版のプロ向け公募債市場の創設のところは、後ほどお二方にお話をいただきますので、いまは私のほうはいたしません。

〔Vision : How to harmonize the Markets ?〕

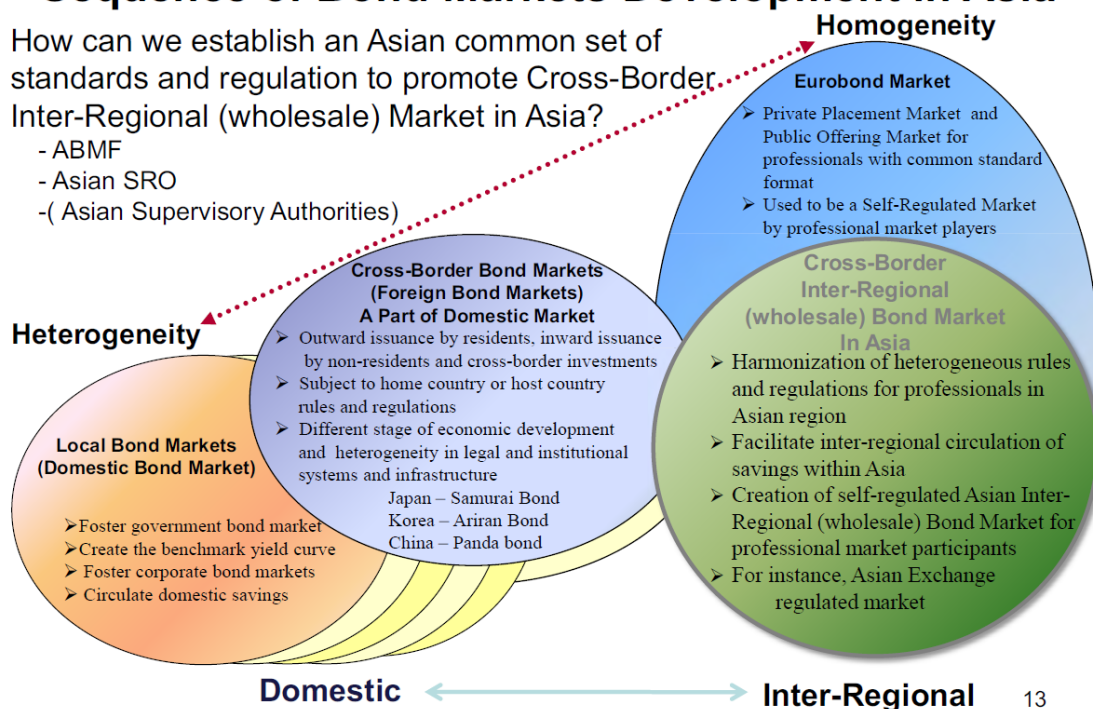
〔Sequence of Bond Market Development in Asia〕

最後に一言だけ。P.6 の下に、Vision : How to harmonize the Markets ? と書いたのですが、これは、各国の国内債市場、Heterogeneous、Domestic な状況だけを個別に見ているのではなくて、ユーロ債市場のような Homogeneous な、あるいは Inter-Regional な市場というものを見ていこうと。その中で、我々が目指すクロスボーダー、Inter-Regional なホールセール型の Bond Market in Asia、こういうものを将来実現していくということが重要ではないか。そういう Sequence of Bond Market Development をヴィジョンとして、日本とアジアの中で共有したいという思いを、この図に表しているということでありませう。(資料 P.7 上(スライド 13))

Sequence of Bond Markets Development in Asia

How can we establish an Asian common set of standards and regulation to promote Cross-Border Inter-Regional (wholesale) Market in Asia?

- ABMF
- Asian SRO
- (Asian Supervisory Authorities)



Source: Inukai & Hyun (2010)

13

長くなりましたが、私のほうからのお話はこれくらいにいたします。ありがとうございました。(拍手)

新市場創設に向けた検討状況: 東証グループ (TOKYO AIM 取引所 COO) 伊藤 豊

○犬飼 それでは、続きまして、「東証グループの新市場創設に向けた検討状況」です。皆様お待ちかねでございますが、東証グループ (TOKYO AIM 取引所 COO) の伊藤様よりお話をちょうだいしたいと思います。

伊藤様、よろしくお願ひいたします。

○伊藤 皆さん、こんにちは。TOKYO AIM の伊藤でございます。今日は、早稲田大学と東証グループの共催ということで、大変素晴らしいお客様をお招きしてセミナーに至れたことを感謝いたします。ありがとうございます。

いま、いろいろな検討の経緯、それから早稲田大学、もしくは犬飼先生と長年のお仲間たちのコミュニティによる非常に詳細な実務に即したご検討及びご提言¹を背景といたしまして、私ども、ようやく先週、その制度概要²を公表させていただくことができました。「TOKYO PRO-BOND Market」につきまして、25分、要点をご紹介させていただきたいと思ひます。

(スライド使用)

[想定スケジュール (最も早い場合)] (資料 P.51)

まずはタイムスケジュールです。先週水曜日、11月10日に、パブリックコメントにかけるという形で制度概要を公表させていただいたのですが、12月9日までの、1カ月30日間はパブリックコメントの受付期間ということです。会場には関係者の方、多数おられると思ひますので、ぜひ、こんなふうにしたら使いやすい、制度概要を見てもここはよく分からないというところ多々あろうかと思ひますので、コメント、それからご指摘をいただければと思ひます。

そのコメントをいただいた上で、詳細な取引所規則³という形で制度設計の細部を詰めまして、これは金融庁の認可(2011. 5.17 取得)⁴にかかりますので、もしくはどんなコメントをいただけるかが私どもの作業状況、金融庁のご検討に関係しますので、いま、このスライドでは「最も早い場合」と書いてあるので、はっきりしませんが、2011年が明けて、なるべく早いタイミングでこの規則を、認可をいただいて、公表(2011. 5.17 公表)したい

¹ <http://www.globalcoe-waseda-law-commerce.org/activity/AIR-PSM.html>

²

http://www.tokyo-aim.com/japanese/news_event/press_release/%E3%83%97%E3%83%AD%E5%90%91%E3%81%91%E5%82%B5%E5%88%B8%E5%B8%82%E5%A0%B4%E3%80%8Ctokyo-pro-bond-market%E3%80%8D%E5%89%B5%E8%A8%AD%E3%81%AB%E5%90%91%E3%81%91%E3%81%A6%E5%88%B6%E5%BA%A6%E6%A6%82.html

³

http://www.tokyo-aim.com/japanese/news_event/press_release/%e3%83%97%e3%83%ad%e5%90%91%e3%81%91%e5%82%b5%e5%88%b8%e5%b8%82%e5%a0%b4%e3%80%8ctokyo-pro-bond-market%e3%80%8d%e8%a6%8f%e5%89%87%e6%a1%88%e3%82%92%e7%99%ba%e8%a1%a8.html

⁴

http://www.tokyo-aim.com/japanese/news_event/press_release/%e3%83%97%e3%83%ad%e5%90%91%e3%81%91%e5%82%b5%e5%88%b8%e5%b8%82%e5%a0%b4%e3%80%8ctokyo-pro-bond-market%e3%80%8d%e3%81%ae%e5%88%b6%e5%ba%a6%e3%82%92%e7%99%ba%e8%a1%a8%e3%81%97%e3%81%be%e3%81%97.html

と思っています。

これで制度設計は一応取引所サイドでは終わるわけですが、実際の発行ということになりますと、それを前提に、いろいろなリーガルなチェックや、起債環境の問題もあり、最低 2、3 カ月はかかるのではないかと思います。そういう起債の実現をもって市場の創設ということにさせていただきたいと考えています。

〔新成長戦略〕（資料 P.52 上）

このスライドは、さっき斉藤のほうからもお話ししました新成長戦略ですので、飛ばさせていただきます。

〔現在の社債発行市場の問題点①〕（資料 P.52 下）

犬飼先生のほうからも PSM-J の意義ということでお話がありましたが、どんなメカニズムで、どんなことがあるのか、このマーケットを使うと何がいいことあるのでしょうか、ということです。

いろいろな説明が可能なのですが、ここで申し上げているのは、いま公募債の発行ウィンドウが短いという問題、発行体さんもしくは引受証券会社サイドのご負担の問題など、いろいろな原因で、現在のプラクティスになっている。20 年前に比べれば、はるかに機動的に社債を出せるようになったわけですが、それでもなかなか「ユーロ・マーケットと比べると使い勝手の問題がある」というご指摘があり、そういうこともきっかけに、証券業協会さんの社債懇が行われているわけですが、これらは、コンプライアンスや、投資家保護という問題とも密接に絡んでくるのだらうと思っています。

その結果、これも相対的な問題ですし、発行体さんによっても違うわけですが、起債準備期間の長期化、発行体の事務負担の増大というご指摘もあります。それらのために、起債ウィンドウが広くないというご指摘もあります。それから投資家さんのサイドから見ますと、同じタイミングで、非常に多くの似たような社債が出てくるので、どれを買ったらいいかわからない、もしくは、ポートフォリオを構成するときに、なかなか投資家ご自身にとって必要なパーツが日本のマーケットだけでは揃わない、というようなご指摘を伺っています。

その結果、現在の市場は、発行条件のタイト化というようなことにもつながっているのだらうと考えています。

〔現在の社債発行市場の問題点②〕（資料 P.53 上）

そもそも、さっきの犬飼先生のお話にもありましたが、我が国の社債発行登録制度としては、いまは公募債のための制度的枠組み一本でやっているわけです。つまり、ほとんどが、FA 債、即ち社債管理会社をつけない形で、かつ最低額面が 1 億円額面で行われているにもかかわらず、制度としては、100 万円額面の個人向け債と同じフルディスクロージャーベースの制度を使ってやっていますし、証券業協会さんのルールその他も、すべて同じ枠の中でやっているということです。

他方で、もちろんプロ向けということだと、適格機関投資家私募（いわゆるプロ私募）という制度はあるわけですが、これはやはり投資家さんサイドから見ると、統一的なディスクロージャーになっていないということで、かなり投資家さんの範囲が狭い。したがっ

て、発行体さんにとっても使いにくいというようなことで、「帯に短し、たすきに長し」的な制度環境にあらうかと思えます。それが原因で、全部がオフショアに出ていっているわけではないですが、ユーロ市場で相当な日本企業が Euro MTN プログラムを上場して起債を行っていて、それが日本の機関投資家に還流をしてくれている、というような状況が見られます。

〔日本版の MTN 市場を創設①〕（資料 P.53 下）

こういう状況下で、2008 年のプロ（特定投資家）向け市場制度、法制度の改正を使って、新しく社債マーケットを行えば、非常に面白いものができるのではないかとということで、私ども、この TOKYO PRO-BOND Market をやろうとしているわけですが、これも色々な説明が可能です。これは MTN だけを対象にしたマーケットではありませんが、この Euro Medium Term Note プログラムという、ヨーロッパで開発された非常に便利な使い勝手のよい社債発行の仕組みの日本版を、ぜひ TOKYO PRO-BOND Market で実現したいということなのです。

2008 年の金商法改正を使いますということですし、私どもで運営をさせていただくということで、ユーロ MTN 並みの発行の機動性、柔軟性を実現したい。それから、公募市場並みのオーソリティを実現したいということなのです。

〔日本版の MTN 市場を創設②〕（資料 P.54 上）

では、なぜこの TOKYO PRO-BOND Market、もしくはプロ向け市場制度を使うといふことがあるのでしょうか。その点を、少し解説をさせていただきたいと思えます。

一番のミソは、**法定開示書類が大幅に簡素化される**という点です。これは、発行体さんも証券会社もそうです。

それから、金商法の 17 条、それから 21 条という条文があり、例えば目論見書に虚偽記載があった場合の責任についての条文があります。

金商法の 17 条は、目論見書使用者責任ということで、証券会社が投資家さんに有価証券を売る場合に、目論見書を相手に渡すわけですが、「不幸にもその中に虚偽がありました、誤解を生じさせる内容が入っていました」というときに、投資家さんから損害があったと訴えられたときに、普通の民商法のルールであれば、訴える側が、相手が悪かったということを立証しなければいけないわけですが、この金商法の条文によって、訴えられた証券会社の目論見書を使った側が、「相当な注意を払っていたがわからなかった」ということを立証しない限りは、損害賠償の責めに帰すという、**挙証責任の転換**が行われている条文があります。

それからもう一つ、金商法の 21 条というのがあります。ここは、発行体や発行会社の役員、それから元引受証券会社などにつきまして、同じような挙証責任の転換が行われており、証券会社にしてみると、ここは、自分たちは悪くなかった、きちんとデューデューリをして、記録も残していましたということで、自らをディフェンドしない限りは、何かが間違いがあった場合に、リーガルなリスクを負うことになっています。この条文は、普通のいまの公募債、有価証券届出書、もしくは発行登録制度に基づいた発行登録追補書類にもすべて適用がありますし、それから、2008 年改正のプロ向け市場制度においても準用されており、相手に渡した情報に虚偽があった場合の責任という意味では、新しいプロ向け市場制度も

同じです。

ただ、プロ向け市場制度の場合には、法定の開示書類が大幅に軽減をされています。

有価証券報告書提出会社の場合ということに限ったご説明をさせていただきますと、有報提出会社——有報提出会社は色々な理由がありますが、例えば東証一部に上場していますということによって有報の提出義務を課されている会社、これは四半期も出す必要がありますし、全部株を東証に上場しているということによって有報を提出する必要があるわけですが、こういう会社が、このプロ向け市場制度を使いまして社債を発行した場合には、これは、有価証券報告書を提出していますということを書面に記載すれば、その他の開示をしなくていいという条文があります。

本日ご出席の皆様は、発行登録制度をご存じの方がほとんどだと思いますが、発行登録制度の場合に、社債を出す場合には、発行登録追補書類を出せば、すぐに発行できますので、証券情報で、発行額や金利、そういうことを相手に渡せば、紙一枚で出せるわけですが、その紙の中には、直近までの継続開示が参照されているので、有価証券報告書、それから四半期開示、四半期報告書、これが全部参照なので、紙は物理的にはついていませんが、物としては添付されている状態になっていて、先ほど申し上げた金商法の 17 条、21 条による対象に、こういう厚い書類が対象になるということです。

それに対して、このプロ向け市場制度の場合には、この添付が必要ありません。参照しませんで、有報を出していますということに記載するだけです。厚い書類ではなくて、本当に一枚だけの証券情報だけで社債が出せるということになりますから、先ほど申し上げた引受証券会社の責任の対象は、公募債の場合には厚い書類、それからプロ向け市場制度の場合には、本当に一枚だけの証券情報ということになり、有価証券報告書を出しているかどうかの真偽を検討することは非常に容易ですので、そういう意味で法定開示書類が非常に軽くて済む。証券情報のみで起債が可能であるということを言っています。

もちろん、例えば、証券会社さんが行われる引受審査には、何もリーガルリスクを排除するためだけにやっているのではないという面があります。投資家さんに、適切な、ちゃんと悪くないプロダクトを売る場合に、自分たちのレピュテーション、それから投資家さんたちの正しい意味での保護と言うとちょっと硬いのですが、投資家さんたちの期待を裏切らないという観点から引受審査をされているという面もありますから、法律上の責任が軽くなったからといって、引受審査は全部やらなくていいというようなことではもちろんないのですが、少なくともリーガルなリスクは軽くなりますので、ここはもう少し機動的に、発行体さんによって、もしくはそのタイミングによって、非常に軽い引受審査で済む場合も出てこようと思いますし、逆に、発行体さんが例えば 3 年ぶりに債券を出します、格付けもそんなに高くないというようなことであれば、それはリーガルなリスクは、仮に非常に低くても、これはしっかり引受審査をやらなくてはいけないというようなことがあります。そのように、是々非々で審査をするような、リーガルな基盤がここにできるということです。

あとは、プロ向け市場という、これは名前の問題で、どっちにしろ、さっき犬飼先生がおっしゃったように、社債の場合には、発行体の皆さんは、ほとんどが額面 1 億円でプロ向けに発行しておられるので、プロ向け市場制度になったからといって、投資家の対象が変わるわけではないわけですが、やや世間的な観点から言うと、プロだということで、個人投資家の保護の文脈から解放されるというような、気持ちの問題があるかもしれないと

思っています。

〔日本版の MTN 市場を創設③〕（資料 P.54 下）

いまのがミソですが、あとは、取引所が関係することによって、いいこともあるのではないかと思います。一応、東証グループは名の通った取引所ではないかと自負をしておりますので、そこによって与えられる、ある意味でのオーソリティも、これは社債の投資家さんにとっては、メリットになってくるのではないかと、ということです。

リスティング市場として有名なロンドン証券取引所やルクセンブルクの取引所、最近ではシンガポールの取引所がユーロ市場のリスティング市場として参入をしていますが、今回東証グループの TOKYO AIM でやろうと思っている取引所の役割というのは、ロンドンやルクセンブルクの取引所がやっている仕事です。

結局、いま申し上げたような仕組みを使って、発行のツールを提供して、かつ、情報も、例えばプロ私募であれば、どこに見に行ったらいいかわからないわけですが、このプロ向けの東証・TOKYO AIM に上場されている社債であれば、TOKYO AIM のウェブサイトに見に行けば必ず情報が取れる、もしくは、その様式（フォーマット）は一定程度統一されているというようなことで、投資家さんに、もしくは発行体さんにメリットがあるだろうということです。

それで、最初に色々な説明の仕方があると申し上げたのですが、ここには一行しか書いていませんが、日本語の発行登録制度を用いたフルディスクロージャーベースのサムライ債のマーケットに対するメリットも大きかろうと考えています。

このプロ向け市場制度の、法律上の制度としてのミソは、取引所が様式を決められるということであり、その様式の中には、言語、会計基準を含むということなので、取引所が、もちろん認可は要るのですが、英語でいいというふうに決めれば、英語での開示が可能になるということです。私ども、まだちょっと中国語の開示までは思い切っていませんが、英語は、まさに機関投資家のマーケットですので、十分対応可能だろうと考え、英語での開示を OK にするという予定なので、非居住者、外国の発行体さんの場合には、日本語に翻訳するコストが要らなくなります。これは、相当なコスト的なメリットです。それから特に継続開示を考えますと、何となく自分の知らない言語で、自分がいない国でディスクローズされているというのは気持ちの悪いものだそうで、そういう意味では英語でそのまま開示ができますので、非居住者の発行体の方々にとって、非常に精神的なバリアも低くなるだろうと思われま

す。例えば、香港やシンガポール等、例えば英語で株を上場していますということであれば、そのディスクロージャーをそのままこっちに使っていただくことができるようにしようと思っておりますので、そういう意味では、このマーケットを使うための追加的なコストが非常に少なく済む。これはボリュームにもよるのですが、日本語にすべての書類を翻訳しようと思うと、やはり 1,000 万円から 2,000 万円ぐらいのコストがかかるかと伺っていますので、そのコストメリットは非常に大きかろうと思っております。

さっきお話にもありましたアジアの経済成長を考えますと、ぜひ、アジアの発行体を、この手段を使って取り込みたいと考えています。

最後に、流通市場についても、真ん中に一言書いています。最初の挨拶で斉藤が申し上げましたが、まずは発行市場からと思っております。流通市場につきましては、非常に限

定的な制度を設けるつもりですが、取引所ですので、流通市場に対する関心がないわけではありません。流通市場が揃って初めて非常に魅力のあるマーケットになると思いますので、発行市場が一定規模に達した段階で、流通市場についても積極的にその整備に関与していきたいと考えております。取引所がやる流通市場ということだと、東証一部の株のマーケットをすぐ想像してしまうのですが、ボンドの場合にはかなり取引形態が違いますので、基本的にブローカーが間に入って、OTCでのマーケットを、何らかの形での取引所による応援や、一緒に行うような状態が現実的であると思っておりますが、この部分は、今後に向けた検討課題と考えています。

ちょっと駆け足になり恐縮でしたが、ありがとうございました。以上で説明を終わらせていただきます。(拍手)

○犬飼 伊藤様、大変ありがとうございました。

今回、伊藤様からちょうだいした資料につきましては、かなり詳細の資料が入っています。先ほどのご説明資料の次に、「TOKYO PRO-BOND Market 上場制度」という非常に詳しい内容の資料をつけていただいておりますので、ぜひ後ほどお読みをいただければと思います。(資料 P.57～参照)

新市場創設の意義: バークレイズキャピタル証券 鈴木裕彦 (資料 P.61～参照)

○犬飼 さて、引き続きまして、「新市場創設の意義」ということで、バークレイズキャピタル証券の鈴木様からお話をちょうだいしたいと思います。

一言申し上げます。鈴木様は、私自身が民間企業の財務部門、そのロンドンの金融子会社で、ユーロ債、ユーロ・コマーシャルペーパーおよび Euro Medium Term Note プログラムの設定と発行の担当をしていたときの、日系の証券会社のカウンターパートであられた方です。その後も一貫して、ロンドンと東京において資本市場の実務に携わってこられて、大変にその道をきわめられ、今回の我々の早稲田グローバル COE の研究に際しても、様々なアイデアをご提供いただいているところです。

それでは、鈴木様、お願いいたします。

○鈴木 皆さん、こんにちは。バークレイズキャピタルの鈴木でございます。今日は、高いところから失礼させていただきます。

今日、第一部でお話しさせていただくメンバーは、大変高名な方々が揃っていて、私なんかとても恥ずかしいのですが、唯一私が実務家ということで、実務的な観点からのご説明を申し上げたいと思っております。

まず、これまで、犬飼教授、それから TOKYO AIM の伊藤様からご案内がありました経緯の流れの中で、思い起こせば、昨 2009 年の夏、TOKYO AIM の方が、メインの株式のプロモーションの件でたまたま弊社に来られ、いろいろご説明を受けた中で、実は、かなりプロ向け社債に使える含みがあることがたくさんあるということに気がつきました。その後は、2010 年の初頭から既に犬飼先生を中心として研究を進めていた国際債券市場のプロボンド市場を日本にもつくりたいという研究会の動きに、東京 AIM をリンクする具体的提案をすることができました。そして、官公庁、取引所、学職経験者、法律事務所、内外の証券会社、決済機関、システム、格付け機関、発行者等で非常に経験を積まれた市場実務家の方々が、参加されているその研究会（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」)において、全員の英智を結集して、最後に、中立公正な学術研究機関の早稲田から答申を出していただいたということで、非常にわかりやすい概念の提言⁵ができたのではないかと考えています。そういった作業にかかわることができて、私自身、大変光栄に思っています。

それでは、実務家から見た意義ということですが、犬飼教授、それから伊藤様のほうからも、再三ご説明があったかと思うのですが、いま一度おさらいという意味で、我が国の国内社債市場の、何が問題であったかという事を確認したと思います。

第1点は、実際、起債可能な期間が、年間240営業日あるうちの100営業日程度になっていることです。これについては、発行者である企業さんのご不満が特に強いです。

日本の発行体さんは、海外の資金調達と国内の資金調達と両にらみで、起債を検討される方々も多いのですが、昨2009年、一昨年のように金融市場が荒れて、国際的な債券市場がクローズする中でも、日本の債券市場は比較的安定して起債市場も開いていたのですが、起債可能期間が100営業日しかない。さて困った。じゃあ銀行さんに頼るしかない、ということで、間接金融のほうへの揺り戻しが起きてしまうような状態というのが見られ、これはかなりシリアスな状況と受けとめました。

というのは、海外の金融資本市場が荒れて、海外の企業が資金調達に困っているときにも、日本の国内市場をオープンしていれば、日本の企業さんはどんどんそこで調達して、資金調達力という国際競争には遜色ない闘いができるのが理想とっていたのですが、そのところにクエスチョンマークがついてしまったということです。

第2点として、国内債の起債可能期間が短いそもそもの理由というのは、四半期開示書類提出にともなう引受審査の頻度が増えたことがあります。一般投資家向けの公募が可能な発行登録制度を用いた起債制度の中で、社債券面を1億円にしてホールセール向けに出しているという現状説明は何回もありましたが、実は、発行登録制度そのものは、機関投資家向けに限定しているということではなくて、不特定多数の投資家に対するオフリングに使うという制度であり、機動的に発行しようという趣旨ではあったのですが、基本的に券面を1億にしても、これは会社法上の理由で券面1億にすれば、社債管理会社は設置しなくていいということにすぎず、金融商品取引法上のプロ向け債券を定義していることではないという理解です。従って、あくまでも発行登録制度というのは、一般投資家向けの開示を前提として、引受審査をしなければいけないというのが原則だと思えます。

そうである限りは、今後も、発行登録にかかわる継続開示審査は厳正な引受審査が行われるべきだろうというふうには考えています。

一方、第3点としてプロ私募というのもあるのですが、いろいろと制約があり、例えば、コベナントが特定の投資家向けに作成されているケースでは、ほかの投資家に転売するというのがなかなか難しいということで、流動性に難点がある。流動性に難点があると、投資家さんもちよっと腰が引けるといいうジレンマがあります。

それでは、そもそもの改善点はどこに求めたらいいかと思えば、いまの私募(少人数私募およびプロ私募)と公募という枠組みの双方が、基本的には社債市場という同じ一つのグラウンドの中で、プロの投資家もアマチュアの投資家もプレーをしているという事に気づきます。もう少し詳しく申し上げますと、普通の公募というのは、アマチュアの

⁵ <http://www.globalcoe-waseda-law-commerce.org/activity/AIR-PSM.html>

投資家も、玉を持って、プレーができるのですが、プロ私募の制限というのは、プロとアマが混在しているグラウンドの中で、プロの間だけで玉を回していきましょうという考え方です。たまたま転売の過程で、アマチュアの投資家にその玉を拾われてしまったり、あるいは玉が当たってしまったというケースには、改めて一般投資家向けの開示をやはりしなさいという法律上の建て付けなので、それを避けるためには、常にアマチュアに玉が渡らないよう対策をとらなければいけない。そのために、投資家に対して告知書を一々交付する作業をしていくので、結果として流通性も殺されるということになります。

では、プロのみが参加できる流通性の高い、不特定多数のプロ投資家向けマーケットというのは、どうしたらできるのでしょうかという事ですが、私、ちょっと言葉がきついかもしれないですが、アマチュアの投資家に玉が回らないプロフェッショナル・グラウンドをつくってしまおうという発想です。

そのような発想で、「プロ私募」ならぬ「プロ公募」という表現を我々はずっと使って、今回の TOKYO PRO-BOND Market のプロタイプとなるアイデアを練ってきたわけです。

ところで、引き受け審査の話題に戻りますが、今現在、色々な関係機関で、発行登録制度の継続開示にかかる引受審査の緩和についての議論が行われていると理解していますが、基本的には、同一の発行登録枠の中から、券面の金額を変えればリテール債もホールセール債も出せてしまいますし、ホールセール債しか出さないといって発行登録制度枠を用いて起債を続けていた発行者が、去年、一昨年のように機関投資家の動きがスローになってしまった市場環境では、価格感応度が低いリテール向け債を、同じ発行枠から出す事態が生じているので、やはり枠組みとして、発行登録についての引受審査というのは、リテールを前提とした審査を厳正に行うべきだと、私は考えています。

(スライド使用)

〔プロボンド市場概念表〕(資料 P.65～)

こちらの東京プロボンド市場に関しまして、概念整理表を使って説明させていただきますと、形態は、東京プロボンドはプロだけを対象にしています。私達は「プロ公募」という言い方をしていますが、意味は、「不特定多数のプロ投資家を対象」と言う事です。

開示義務は、さきほど東証の伊藤様からご案内がありましたように、特定証券情報で、伝え聞いているところによると、それに格付けの情報も加わってくるということですが、基本的にはこのレベルと程度ということです。

開示の水準については、プロ投資家対応ということになります。

開示の場所は、一般投資家向けの発行登録や発行届出書が、関東財務局や金融庁への開示になるのですが、東京プロボンドにつきましては、特定金融商品取引所である TOKYO AIM への(開示の)登録という形になるかと思っています。

対象となる投資家は、不特定多数のプロ投資家(特定投資家)を想定はしているのですが、今後、特定投資家の一部なのかすべてなのかについて、どこまでこれを広げるかというのは、細部が詰まってくると思います。適格機関投資家は、まず間違いなく対象になると思うのですが、そこからどのぐらい広げるかという議論が今後あると思っています。

それから、「プロ公募」という表現を使っていますが、法的な枠組みは特定投資家向けの

私募制度を使っていますので、告知書の交付というのは省略ができませんが、今後、何がしかの方策がとられることによって、都度の告知書交付手続が緩和できる可能性もあると思っています。プライマリーの段階で一日に何回も売買されるようなケースでは、一々告知書を交付することが流動性の阻害になる可能性が強いので、ここは今後工夫が要ると思います。(この点に関しては、TOKYO PRO-BOND Market に上場しようとする債券について特定投資家向け取得勧誘を行う場合には、勧誘を行う者から勧誘を受ける者に対して告知が必要となる。また、TOKYO PRO-BOND Market に上場した債券について市場外で OTC 取引を行う場合にも、勧誘を行う者から勧誘を受ける者に対して告知は必要となる。ただし、当該告知については、書面の交付は必ずしも要求されていないことが確認された。)

それから、引受審査につきましては、いま申し上げたような特定投資家向け私募の枠組みを利用している限りは、募集と売出しを前提にしている日証協ルールは対象外という理解ですが、当然、引受契約を結んで引受を行いますので、証券会社としては、当然独自の基準、個社の対応でビジネスデューデリジェンスのかたちで引受審査は行われると考えています。その積み重ねによって、マーケット慣行としての東京プロボンドの引受審査ができ上がってくると思っています。海外(ヨーロッパ)では判例の積み上げと、実務の積み上げの結果、現在のデューデリジェンスの形ができているという理解ですので、今後ここは改めて各社の対応力、審査能力が問われてくると思っています。

流通・決済については、保振さんの決済が可能だということで、ここは公募債と変わらないと思います。

それから、1年間の発行枠を TOKYO AIM のほうに届け出るということですので、おそらく1年おきに更新ということになると、アニュアル・アップデートと我々は呼ぶのですが、そのときに引受審査が必要になってくるのではないかと思います。

コンフォートレターにつきましては、基本、我々は欲しいのですが、さはさりながら、現在の日証協と公認会計士協会さんが合意しているコンフォートレターについての決め事は、募集と売り出ししなっていたと理解しているので、ひょっとしたら、公認会計士協会さん、監査法人さんのほうが、特定投資家向けの私募の枠組みを使っているこの起債に対しては、コンフォートレターを出すことに抵抗するというケースもあるかもしれません。その場合には、よく外債ではやるのですが、CFO Certificate といいまして、会社の CFO さんの署名捺印に基づいて財務内容の確認書を取るという手続も考えられると思います。この辺は、今後詰める必要があるのかもしれないなと思っています。

以上が実務的な観点での公募債との比較になるのですが、最後に、TOKYO PRO-BOND Market 市場創設で可能となるプロ向けの債券について、少しご説明申し上げたいと思います。

1点目は、当然、国内債のプロボンドですね。国内債のプロ公募。もう一つはサムライ債です。サムライのプロボンド、これが考えられます。イメージとして、これがうまくいくと、国内債とサムライ債のホールセール向けの起債は、太宗はこのマーケットに移っていただけるのではないかなと思います。順調に行けば、そんなに時間がかからず移行する可能性はあると思っています。

それから、新発の国際債、ユーロボンドやグローバル債についてですが、そのドキュメンテーションの中に、東京プロボンド適格のドキュメンテーションがされている場合、取

引所への上場も前提にするということになるのですが、そうすると、海外で発行する外債を、TOKYO AIM 上場債としても発行できる。これは、簡単に言うと、いま外債が発行されるたびに、シンガポール証取上場、ロンドン証取上場、ルクセンブルク証取上場という形でやるのですが、その上場のところが、TOKYO AIM 上場という形で可能になるのではないかと思います。

これは、絶対 TOKYO AIM に上場したらそこしかだめよということではないと思いますので、コストとの兼ね合いにもなるのですが、投資家層を広げていくという意味では、グローバル債やユーロ債で、例えばシンガポール上場と同時に TOKYO AIM 上場となれば、例えば青目の外債は、日本の適格機関投資家が、制限なくという言い方が妥当かどうかちょっとわからないのですが、スムーズに勧誘ができる。一時代前は、少人数私募の制限等があって、勧誘の対象人数が限られる、またいまは広がっていますが、さらに制約なしに声かけられるのではないかと考えています。

それから、最後に、これは「東京プロボンド・オプション」とでも言う言い方がいいのだろうと思うのですが、TOKYO AIM 上場のドキュメンテーションがされていない既発債についても、例えば MTN プログラムであれば、次のアップデートのときに、TOKYO AIM 上場の適格性をドキュメンテーションする、あるいは既発債を持ち込むときに、TOKYO AIM 指定する情報をファイルすれば、既発債であっても、東京プロボンドとして、国内での機関投資家への勧誘が制限なくできるということになると思っています。

おそらくプロダクツ的にはこの三つのタイプが可能になってくると考えています。

最後に、長期展望としましては、まず TOKYO AIM 取引所さんのプレゼンスを上げていった後に、TOKYO-AIM を、犬飼教授がご説明された Asian Inter-Regional Professional Securities Market のコア取引所に持っていかなければいけないと思います。そこでの国際展開を図る上での課題を一、二挙げさせていただきますと、まず、東京ストックエクスチェンジというのは非常に名が通っているのは間違いないのですが、今後は、TOKYO AIM というブランドの知名度を上げていく必要があると思います。

それから、シンガポール証券取引所という存在が既にあるのですが、我々も外債の発行でよくシンガポール証取と打ち合わせをしたり、手続、交渉したりするのですが、彼らは非常に機動的に審査をやってくれるので、TOKYO AIM も、今後、そういった審査の申し入れがあったときに、いかに機動的に対応できるかということもポイントになってくると考えています。

以上、簡単ではありますが、この構想に長く関与させていただいている実務家としての所感を述べさせていただくと同時に、皆様に具体的に、実務的なこの新市場の意義をご理解いただけたら幸いです。どうもありがとうございました。(拍手)

○犬飼 鈴木様、ありがとうございました。

プロ向け市場法制整備と新成長戦略: 金融庁総務企画局総務課長 三井秀範

○犬飼 それでは、続きまして、金融庁総務企画局の総務課長であります三井様です。三井様は、その前は企業開示課課長、その前は資料課長をお務めでいらっしやいまして、この道の最初のとときからの中心人物でいらっしやる方です。

それでは、三井様、よろしくお願ひいたします。

○三井 金融庁の総務課長をしております三井でございます。ただいまご紹介いただきましたとおり、現在は、TOKYO AIM やプロ向け社債市場の制度整備、あるいはそのマーケットのレギュレーターの仕事から少し離れて、総務という仕事をしていますが、その前職、プロ向け市場の創設にかかわったということで、若干時間をいただいてお話をさせていただく機会をちょうだいしましたということで、大変感謝いたしています。

(スライド使用)

〔資本市場（発行市場・流通市場）〕（資料 P.67）

最初のページに、円グラフがあります。何をこの絵で言おうかと思ったかということですが、金融商品取引法を少し前に改正する前は証券取引法でありましたが、この証券取引法、金融商品取引法の開示ルールと、それから市場規制というのは、一体的に相互連関していると説明していますが、子細に見ると必ずしもそうではなくて、木に竹を接いだような制度になっています。

マーケットを見ますと、例えば東証一部に上場している株式市場があり、他方、相対（あいたい）で細々と取引しているものもある。金商法で認識していない取引としては、例えば上場していない、非常に中小の、マーケットと言えるような取引場のないもので、オーナーやその取引先などが細々とその会社設立のために株を引き受けて、例えば相続や取引関係の解消に伴って株を譲渡するといった、そういうあまりマーケット性のないもの。それから、もう少し相対取引として発達しているもの。そして、資金調達をする際に、機関投資家向けに私募と言われる、流通されることをあまり予定はしていないが、機関投資家が増資を引き受ける、あるいは社債発行の社債を引き受けるといったもの。そしてさらには、ある段階から突然ジャンプし、取引所で IPO をして上場され、マーケットで取引をされるもの。そうしますと、公募の開示規制というのがかかって、フルにディスクロージャー書類をつくって、関東財務局に EDINET の機械を通じて、かなりヘビーなディスクロージャー書類を出すと、こういうふうな仕組みになっています。

それぞれステージがあるのですが、人為的に、この開示制度、それから取引所の上場制度ないしは上場ではないグリーンシートのような取引制度が後からはできていますが、基本的には上場されている、あるいは店頭取引も含めたそういうマーケットとして認知しているような市場への登録なし上場という仕組み、それから法定開示を要求する、しないというところから、マーケットを人為的に分けているわけです。

〔情報提供制度の意義〕（資料 P.68）

この開示制度だけを見ますと、法定開示資料、これはお手元の資料には 3 ページ目（資料 P.68 上）でしょうか、もう少し細かくつくった図があります。（「プロ向け市場にお

ける開示規制) 左側が、いま申しましたように、法定開示があるかないかという二分された仕組みから、真ん中に簡素な情報提供義務というものをつくって、3種類に分けましたと、こういうことを言っています。それを、同じような絵をスライドにしているわけですが、よく考えてみますと、先ほどプレゼンターの方からお話のあったように、アマチュア、プロ、そのプロと言っても、金商法で適格機関投資家とされていますのは、かなり金融機関や資金運用、資産運用を業として行うプロフェッショナルをイメージしたものであります。

数年前に金商法で改正する前には、有価証券保有残高が100億、そういったものが事業会社では対象になっていただけであり、専ら資産運用業、金融機関、保険会社といったものが適格機関投資家に分類されていたというものであり、そうでない投資家の方々に幅広く売ると、その中の大半がプロ「的」な人であったとしても、公募規制ということで、一番下の一般投資家、全くの素人を含めて株が流通する、債券が流通するということを前提とした開示制度になっていました。

多分にアメリカの証券法の規制の経緯・影響を受けているということであり、アメリカでは、1933年法ができ、その後非常にコントラバーシャルに議論の末、1934年法というので、33年法と34年法というのが、実はあまり直接的に、論理的にうまく構築されていない形で、木に竹を接いだような形の法体系があった。それを戦後、日本は導入したときに、やはりそれを第2章に33年法、それ以降の章に34年法を取り入れるような形で、かつ、戦前からあった取引所法というものを生かすような形で証券取引法ができました。

そういう中で、上場すれば法定開示という、そういう仕組みを後からつないでいった。まず公募ありきで、公募があれば法定開示がある。後から上場というものを組み込んでいった、こういう経緯があります。したがって、その開示ルールというのは、必ずしも取引所取引とリンクしたものではなかったというのが、過去の経緯です。

そういう過去の経緯はさておき、実際のマーケットを見ますと、先ほどの最初のスライドにありますように、色々な取引がシームレスにあり得る中で、法定開示制度と上場制度というものを、人為的にミシン目を入れて分けてしまったと、こういうことであろうかと思えます。

日本のいまのマーケット、あるいは今後のマーケットの発展の展望をしたときに、その分け方が本当に日本のマーケットの発展のために役に立つのであろうかというのが、5年前の私どもの問題意識でした。確かに一般投資家が参加し得るのであれば、情報提供は必要である。きちんとした開示が必要である。これは否定しがたいものです。現にアメリカでは、法定開示制度に加えて10b-5が事実上の第二の法定開示制度のような役割を果たしています。法定開示が免除されていても、投資家に、法定開示並みの情報が、相手方に何らかの形で伝わらないまま、相手が知りたいであろう情報を伏せて証券の勧誘をしますと、10b-5違反ということで、証券フロードと呼ばれている規定であります。この違反を問われることがある。シビルマネーペナルティといい、日本の課徴金に相当する制度、あるいはインジャンクションといいまして差し止め、場合によっては、販売業者が行政処分を受けたり、金銭的なペナルティを払ったりといったことが、多々起きるわけであります。

〔「プロ向け市場」の概要〕

では、日本ではどうなっているかといいますと、法定開示がある、なし、という、やや

不器用な形になっているものを、もう少し柔軟化できないであろうかと考えました。それがプロ向け市場の発想であり、そのときの発想は非常にシンプルです。たとえば、ロンドンの AIM という市場、これは非常にリスクイだが、したがって NOMAD というアドバイザーが発掘してくるわけです。非常にリスクイではあるが発展性があるかもしれない、そういう銘柄を、リストですから、一応上場する。上場するわけですが、投資家は専ら、これはイギリスというコモンローの国ですから、事実上プロ投資家に限られて、一般の個人が参加することはない。

個人といっても、イギリスの場合は、元貴族で資産家がいたりしますので、そういう方がアドバイザーをつけて投資をしているというケースはもちろんあるわけですが、いわゆる日本でいう素人の一般投資家に相当するような人は、この AIM には出てこない。

こういうマーケットを日本ではできないだろうかと考えたわけです。日本も、日本国内でそういう銘柄がいくつもあるということではないかもしれませんが、もう少しレンジを広げて、アジア、オセアニア、インドも含めた、こういう広いリージョンで見たときに、そういう銘柄というのは発掘し得るのではないかと。投資家の主たるターゲットとしては、プロフェッショナルといっても、従来型の適格機関投資家よりももう少し広く、十分な投資知識・経験があつて、自分でジャッジメントはできる。だけれども、金融機関のように自ら取引上の優越的な地位を持って投資対象に対して投資情報を出せと言えほどのバーゲニングパワーがあるわけではない。そういう投資家層というものをイメージした場合、そういうマーケットがつくり得るのではないかと。つくったときに、それはいまの法定開示制度とプロ私募の制度の中間みたいな開示制度が要るのではないかと思いました。

そこから技術的に色々な仕組みを組み立てていったわけです。

この特定投資家向けのマーケットというのは、いわゆる東証 AIM の特定投資家向け市場、あるいは本日のプロ向け市場と言われているものの仕組みですが、まずそれらの出発点は、この特定投資家向け、あるいはプロ向け市場の開示は、法定開示が免除されるということ、それが出発点です。

法定開示がある一般のマーケットと、それからプロ私募と呼ばれている開示が免除されるものの中間的な緩和された開示があるというふうには位置づけていません。まず法定開示が免除される世界がここに大きく広がっていると、法的には整理しました。その上で、法的には免除されているといっても、アメリカの話を先ほどいたしました。考えてみると、一定の情報を相手に渡さないと、そうでなければただの紙切れ、いまは電子的ですので、ただの電子情報であり、一体投資価値があるかないかというのは、全く買い手から見てもわからないわけですので、取引される品物というのは、何らかの情報を含む何かであると考えざるを得ないわけであり、法定開示ではないが、何かの情報の固まりというものを、おそらく売り買いしているということになるのではなかろうかと考えました。したがって、実は開示が完全に免除されているプロ私募の中でも、それは暗黙の中に何らかの情報を売買しているというふう考えたほうがいいのであろう。アメリカでは 10b-5 という形でそれが担保されている、というふう考えた次第であります。

そうすると、法定開示は免除されているが、しかし、その取引の対象となっているものは、何らかの情報の固まりをベースに売買しているということで、それを情報提供制度として位置づけました。

仕組みとしては、既存の法体系があるので、若干それを借用するような形で、新規に株

式や債券を発行する、ないしは売出しをするというときには、そういうプライマリーのディスクロージャーに似た情報提供という法的な位置づけを与え、その後、特定市場、プロ向け市場で日々売買が行われているというものについては、継続開示に似たようなものをつくったということです。

ただ、法定開示が免除されていますので、これは情報が届けばいいということです。発行企業が、役所に対して法定開示書類を出すと、こういう建て付けはとっていません。それはもう法定開示というものは免除されてしまっており、そうはいつでも、売買されているものは情報の固まりであるので、お金を払っているのは、そういう情報に価値を見出しているからであると考え、それは発行企業が投資家にきちんと情報が伝わるように、何らかの手配がされているということがポイントであり、役所に対してそれを出す、あるいは審査や EDINET に載せる、開示様式を決める、そういうことが必ずしも必要な部分ではないと考えました。

そこから一つのアイデアとして、東証 AIM をつくろう、あるいは、ロンドンの AIM のようなものを日本にもつくろうと、こういうことですので、取引所が、マーケットプレーヤーが最も効率的に情報を取り、提供し、やりとりできるマーケットをつくるということから、市場開設所である取引所が、その情報の内容、提供の仕方を定める方式というのが考えられるのではないかと、そういう提案を当時したわけです。

でき上がった法律は、もしごらんになられた方がいると、そうならないよと、たぶんおっしゃられると思います。そのとおりであり、法的には、実はそのように限定されていません。もう少し広いものとしてできており、ここでは、確かに東証 AIM というものに上場する。上場して、取引の相手方がプロに限られているような、そういう仕組みをつくって、東証が情報提供のルールを定めて、それに沿って情報提供をすると、こういう仕組みになっているわけですが、法律をごらんになると、確かに取引所がそういうルールを定めるという言葉は出てきます。ところが、究極的には、この情報をどういうときにしなさいいけないのか、そういう中身というのは、取引所が定めると同時に、内閣府令で定めるという言葉が出てきます。これは役所が定めるという、法律の委任を受けてですが、一定の情報の提供をお願いしますと、こういうものがビルトインされています。

上場するときには、上場される直前にも情報を出さなくてはいけないので、上場される直前というのは上場されていないので、それは上場した後に提供されるであろう情報と同じものを上場直前に提供してくださいということが、いまの内閣府令で書いてあります。その意味では、その取引所を前提とした規定を定めていますが、開示制度自体は、これは先ほど申しましたように、アメリカの証券法が、必ずしも取引所を前提としないのででき上がった開示制度を踏まえた経緯がある。

実は、このプロ向け市場の開示のところは、取引所というものを必ずしも前提としていません。論理的には、仮に取引所がなかったとしても、この特定証券情報や発行者情報というものは、成り立ち得る仕組みとしてつくっています。結果的に、いまとなってみると、このプロ向け債券市場をつくるという場合に、債券取引というのは、取引所の場立ちの中で、せりで行われているとは限らない。海外でもそうですが、取引所に上場する、つまりリスティングしたり、あるいは登録したりして、その銘柄を、取引所との関係で、したがって契約関係にある取引所の監督を受けているわけですが、場外 (OTC) で、相対で取引されるボリュームが非常に大きい世界です。実は場外で取引されていても、このプロ向け

市場のこの開示の仕組みというのは、3年前の改正法の規定が、想定していた範囲内になります。その意味では、開示制度というものが、取引所と必ずしもリンクしていないというのは、論理的には正しく、そのために、実はこの絵をつくって見たわけです。

取引所にあるものといえば、基本的には、日本では取引所を通して、市場集中義務なるものが大昔にあり、いまでも基本的には市場というものを完備して取引をするわけですが、マーケットというのはだんだん進歩しているようで、電子的に取引をする取引が、市場外に発達してきています。債券はもともと取引所に上場して、場外で専ら取引をするという、こういうものが非常に大勢ですし、海外では、国債に限らず、いろいろな社債を、ルクセンブルクのように、登録と言いつつ、あるいはリスティング（上場）と言いつつ、単に取引所に上場しますと言って、幾ばくか安い上場手数料を払って、簡単な開示書類をファイリングするだけで、専ら場外で金融機関などが取引していると、こういうものが大勢であり、マーケットというのは、そういう意味では多様な広がりがあるというふうに感じます。

今後の日本を考えますと、というのを最初に申し上げましたが、ミドルクラスがたくさんいて、比較的平等で、日本の国民がたくさんマーケットに参加するという民主的な株式市場というのが、おそらく戦後長らく想定されてきたわけです。そして、それに加えて、アジアの国々の中で、日本の金融マーケットというのを、伍して闘って地位を高めていくためには、すべてがすべてそういう理想だけではなく、もう一つ、資金運用、資産運用、あるいは資金調達を、ある程度習熟して行うプロフェッショナル ----- プロフェッショナルというのは、いわゆる日本の金融機関という意味ではなくて、もう少し広い意味でのプロ的な投資家、仲介者、資金調達者 ----- というものが、アジアの様々なリージョンに存在して、それが参加する、その取引の場として、東京なり日本を使っていただくというふうを考えますと、参加者というもののレンジを、もう少し広く考える必要があるのではないかと考えます。それに応じて、ある程度柔軟な情報のやりとりをする仕組みというのを考える必要があるのではないかと考えたわけです。

そういう観点からしてみますと、今回の、まさに債券を、アジアの地域というものに焦点を当てて、クロスボーダーでマーケットを整備していこうというのは、私どもから見ますと、目からうろこが落ちるような試みであり、ぜひ支援していきたいと思えますし、制度的にもしっかりしたものを、さらにファインチューニングしていく必要があると感じている次第です。

いままで、非常に実務的、かつ、しっかりしたお話がされましたので、少し私のほうからは、やや抽象的、かつレベルの低い話になってしまったかもしれませんが、制度を整備した者の当時の気持ち、ないし今後の展望という角度から、お話をさせていただきました。

詳細な技術面の話はまたいっぱいあるわけですが、今日はそういう場ではないかと思ひ、その話は、今日はスキップさせていただきたいと存じます。お時間をいただきまして、ありがとうございます。私のお話は以上です。（拍手）

○犬飼 三井様、大変ありがとうございました。

今回のこの関連の法改正について、当初 AIM 取引所のために行われたのではないかと、そんなような理解が一般的であったかと思いますが、今日は非常にわかりやすく、いままで我々が、ある意味知らなかったところにまでというか、そこまでのところまでのお話をちよ

うだいできたのではないかと思います。大変心強いお話を、本当にありがとうございました。

成長資金の円滑な調達環境の整備: 経済産業省経済産業政策局産業資金課長 土本一郎

(※資料は当日配布のみ。資料なし)

○犬飼 それでは、続きまして、「成長資金の円滑な調達環境の整備」ということで、経済産業省の経済産業政策局産業資金課長の土本様より、お話をちょうだいいたします。

資料ですが、お手元には入っていません。スライドのみとなっておりますので、よろしくお願ひいたします。

それでは、土本様、よろしくお願ひいたします。

○土本 ただいまご紹介にあずかりました経済産業省の土本でございます。本日は、私どもに施策のご紹介をいただく機会をいただき、本当にありがとうございます。

本日は、私ども、産業金融の円滑化という点で何をやっているかということと、それから、そういう我々の政策の中で、今回のプロ向け市場、アジアに情報発信できるような社債市場というものに対する経済産業省としての期待を述べさせていただきたいと思ひています。

最初にお詫びなのですが、資料を紙媒体でお届けすることができませんでした。お詫びを申し上げます。

〔成長資金供給の現状 ～リスクの高い成長分野・局面において成長資金が不足〕

最初に、私どもから見たときに、政策的に、やはり一つ出てきますのが、成長資金供給ということです。それで、企業の視点で見たときに、どういう時点で、どういうリスクがあつて、資金が必要なのかを、ごくごく単純に模式図に表したものです。

縦軸が資金のリスクの大きさで、横軸がそれぞれ企業の発展段階ということで、創業期、成長期、成熟期、事業拡大期、それでそろそろ成長が止まって、もう一度リストラクチャリングして伸びようという事業再生期、というふうに分けています。

それで、最初の創業期、成長期ですが、これは主にエクイティを中心としたリスクと、それに見合った資金というのが必要な時期です。成長期から成熟期になってきますと、銀行融資に代表されるような間接金融の非常に期待が高い。現状、不動産担保というところに依存しているというのは一つ課題ではあると思ひます。それから事業拡大期、ここでもう一度その企業の成長というところを迎えるわけであり、本来こういうところで、成長期での社債市場の調達ということがあるのではないかと。これが、企業自身が成長し切つて、再構築が必要だということで、もう一度リスクが高くなり、この辺でのまたエクイティを中心としたリスクマネー、成長資金というのが必要なのではないかと、と大雑把に整理しています。

〔我が国産業金融構造の全体像〕

それで、私どもから見たときの日本全体のマクロ的なお金の流れというのを、これは色々なご議論はあると思ひのですが、整理してみました。「家計」の貯蓄は、1,400兆とも1,500兆とも言われていますが、ここに資金の源泉があるわけであり、日本の特徴は、私が申す

までもないと思うのですが、これがやはり銀行を中心とした金融仲介機関のほうに太宗が流れていくとともに、預金性の資金が多いというのが一つの特徴であり、この金融仲介機関に流れたお金の大半が、国債を中心とした政府資金に流れているということで、財政構造改革を進めていますが、やはり国債依存というのは脱し切れないので、ある意味、民間のお金がこうやって国に流れるというのは、政府の一員としては非常にありがたい限りではあるのですが、他方で、やはりここへの資金吸収が非常に大き過ぎて、本来的に経済成長を支える企業のところに、必ずしも十分な資金が、---あるいは金額的には随分流れているとは思いますが---、成長分野に、ある程度リスクを持ったお金が、必ずしも流れていないのではないかとというのが、マクロ的な鳥瞰です。

この企業に流れるところで、あえて三つの流れを書いています。これは、いわゆるプライベート・エクイティのような形で未公開、IPO するまでの期間、あるいは上場してから、再度の事業再編と成長のためにプライベート化してからの資金、いろいろあると思いますが、いわゆるプライベート・エクイティ。これがやはり日本の場合、海外に比べて資金量が非常に少ない。

それから、間接金融から企業へのお金の流れということで、これについては、正直、かなりの規模のお金が流れているのですが、やはり優良企業を中心とした非常にいいところには流れているのですが、成長分野でリスクのあるところには必ずしも流れ切っていないのではないかと。ここに流れ切れなかった貸付金の残りが、こういう証券市場を通じて流れている。大雑把に言って、350兆のうち、株が300兆で、社債が50兆ぐらいかと見てはいます。

ただ、他方で、後で申し上げますが、ここの社債のところでも、シングルA以上の非常にいい会社への社債のお金の流れ、起債というのが日本の特徴かと考えています。

〔我が国産業金融構造と政策対象（問題意識）〕

現在までの状況で見ますと、やはり日本というのは、個人のお金が金融機関、特に銀行に流れていて、これはこれで企業にとって非常に重要な資金源ではあるのですが、なかなか成長分野に流れ切れていない。どうしても国債、あるいは高格付け社債に依存しているということと、それから社債市場のような直接金融はあるのですが、いまの社債市場の投資家の太宗が金融機関係の投資家だということで、非常に安全運転をしているということで、なかなかトリプルA以下のところまで起債というのがおいてきていない。

リーマンの話を書いています。最近の話なのでご記憶に新しいと思いますけども、やはりあのような危機になったときに、直接金融にせよ間接金融にせよ、同じ投資家が登場してきていますので、どうしても行動が同じなので、どちらのルートも結構詰まってしまった。もちろん間接金融のほうが結果的に強かったということが言われているのですが、ここでは直接金融がもう少し危機に強いといいというのが、教訓かと思っています。

問題点ですが、要は、直接金融、間接金融ともに、もう少し成長資金が流れるような日本のマクロ体系になるといいということであり、銀行を初めとした金融機関に対する期待は非常に高いのですが、もう少し違うリスク許容度の投資家を日本に呼び込むことが必要なのではないかということと、こういう直接金融、間接金融ともに、そういう新しい担い手、特に直接金融だと思うのですが、こういった方々が入ってくることによって、結局金融機能のリスク許容度、強靱性があらわれるのではないかと期待を持っています。

〔我が国産業金融構造と政策対象（俯瞰図）〕

これは、今日は直接金融の話なので詳しく説明しませんが、いまのマクロ的な流れの中で、我々が、（色分けしてある）こういうルートと、こういうルートと、こういうルート、三つに分けて、いまどんなことをやっているかというのを、鳥瞰図的にかいたものであり、このあたり（図の右下）になりますと、プライベート・エクイティの成功事例、最近ですと、統計資料がないので、なかなか機関投資家の方がプライベート・エクイティに流しにくいという話があるので、その辺の統計をいま整備したいと思っています。それから、産業革新機構の話や税制の話があります。

それから、間接金融のようなところをもう少し活性化ということで、古くは、これは金融庁の制度になりましたが、電子記録債権や、アセット・バック・ライアビリティのような当座の担保融資のようなところがあります。それから、成長戦略にもこれは書かれている話なのですが、成長実績よりも成長可能性を重視した金融機関の取り組みや、公的年金、郵政資金といった巨大な投資家、こういったお金をうまく活用できないかということです。活用するという言い方は悪いですが、ある意味分散投資ということで、もう少し成長分野にも流れるといいのではないかと思います。

それから、ここ（図の上部）がまさに今回の主題ですが、直接金融のところの環境整備ということで、イの一番に書かせていただきましたが、プロ向け市場の構築が非常に重要だと思っていますし、ほかにも、後でご紹介しますが、色々な税制上の話等、措置を講じていきたいと思っています。

〔海外投資家からの投資促進のための税制改正（ファンド税制）〕

これは、先ほどのこの流れの一つの例示ですので、今日ご紹介までなのですが、これはいわゆるパートナーシップ、あるいは、日本で言うと組合ですが、そういう形で海外の投資家のお金が日本のファンドに流れて、国内のプライベート・エクイティに投資をされて、リターンが上がってくるときに、かつては、パーマネント・エスタブリッシュメントが認定されていて、海外投資家からすると国内で課税され、また居住国で課税されるという、二重課税の問題があったのですが、税制改正要望により、国内での課税がなくなったということです。

〔主要な機関投資家の資産運用の状況（郵貯・簡保の例）〕

ここから先は、日本の金融仲介機関の我々なりの見方なのですが、ここでは代表例として郵貯・簡保を引用させていただきます。

全体で、郵貯が約 200 兆円で、簡保が 100 兆円で、合計で 300 兆円ぐらいということなのですが、そのうちの大半がやはり国債、これだけで 220～230 兆円に行っているということで、それ以外のところでの成長資金というところで、もうひと頑張りしてほしいという期待があります。

6月にできました新成長戦略の中では、こういうくだりがあります。「経済活性化をになうファンドの有効活用に向けた事業環境整備」ということで、「郵貯・簡保等の国民金融資産の運用に関する見直しの態勢（しょうよう）を含む」と。あくまで民間でビジネスをや

っていらっしゃる方なので、政府としてあまりどうこう言えるわけではないのですが、ある意味、分散投資という流れの中で、こういう経済成長にも資するようなところに投資をしてはどうかということで、今後、こういう経済成長戦略に基づいて、大手のこういう機関、公的年金も含めて、いろいろな議論をさせていただければと思っています。

〔社債市場の問題点（格付別発行金額）〕

それから、社債市場の一つ問題点、先ほど申し上げたように、シングル A 以上の企業でないと、なかなか日本は起債ができないという状況です。直近、いまいまトリプル B でもちょっと起債が出始めていて、いい感じになってきているかなと思うのですが、ここでは、トリプル B で書かせていただきましたけど、ちょっと古いのですが、この時点ではこういった会社、よく聞く一部上場銘柄でもトリプル B になっていて、この辺が非常に苦慮している。その下のダブル B でも、よく聞く名前になっていて、当然間接金融ではお金が流れているのですが、直接金融では、こういったところの起債ができないというのがいまの日本の実情かなと。

〔リーマンショック時に明らかになった脆弱な産業金融構造〕

それから、リーマンのときの教訓ということで、この左側が、日本での社債市場がどうなったかということで、ちょうどこの円のところにありますように、リーマンのときに起債が非常に落ちたということと、結果的にこの時点では、トリプル A とダブル A に限った起債で、シングル A のマーケットも死んでしまったということです。

これは間接金融の話であり、これが中堅・大企業向けの融資でずっと伸びているのですが、リーマンのときに倒れたということと、中小企業がずっと下がっている中で、特に悪くなったということで、あのような危機が来たときには、直接、間接ともに、日本というのはまだ脆弱だということがよくわかったということだと思います。

〔社債市場の問題点（社債保有主体）〕

それで、他方で、投資家の参加度合いというか、どういう人が参加しているか、大雑把に問題意識を申し上げますと、五つの円グラフは、各国のそれぞれ属性別の投資家の割合です。個人投資家が青で、その国の国内の機関投資家が茶色、それからその国にとっての海外投資家が緑になっており、フランス、英国、ドイツ、アメリカも、海外の投資家の参加——あくまでこれは国債を除いた社債のマーケットへの参加ですが、海外投資家が非常に多いのですが、日本はほんのちょっと、0.01%の海外投資家しかまだ参加できていないというのが、日本の一つの特徴である。

それから、国内の投資家の参加の割合を、日本とアメリカで比べてみました。ちょっとデータのソースが違うので比較がしにくいのですが、日本の場合は、一番社債を買っている買い手は銀行ということで、約半分近くです。これに生・損保という金融機関系の投資家が入ってきて、これでほとんど太宗を占めてしまって、個人というのはほとんどない。他方で、アメリカの場合は、ここがいわゆる預金取扱機関なので銀行。この辺が生・損保・年金ということで、この割合はほとんど変わらないのですが、やはり銀行の割合が、日本は非常に図抜けて多くて、アメリカは少ないということと、ここはいま我々も課題だと思って分析しているのですが、その他の金融機関という、銀行でも生・損保でも年金で

もないというところが、結構社債市場の主要な登場人物として出てきているということで、案外こういったところが、アメリカのリスク許容度を高めたり、流動性を高めたりということが起きているのではないかと思ひ、ある意味で投資家層の厚みを増す、市場の深みを増すという点で、こういう存在を今後どうやって発掘していくかというのが、非常に大きな課題ではないかと思っています。

あと、当然ながら、個人。アメリカは、個人はこれだけあるのですが、日本の場合はほとんどないというのが、日米で比較したときの違いかなと思っています。

〔海外投資家向けの社債利子非課税措置の導入：平成 22 年度税制改正〕

そういう中で、少しでも社債市場を、起債も含めて、活発化させたいということで、過去年いろいろな取り組みを経済産業省としてはとってきました。ここでは、そのいくつかをご紹介しますと思います。

一つは、海外投資家向けの社債の利子非課税措置の導入ということで、過去、これは 22 年の税制改正要望で実現したものです。ここでは二つあり、一つは、国内の企業が、社債を国内マーケットで発行して、海外の投資家が買うということなのですが、この利子が、かつて課税をされていました。他方で、以前から国債や地方債、これは非課税扱いだったのですが、社債の利子だけは課税だったのが、22 年度税制改正要望で非課税ということになりました。

それから、日本の企業が国外債を海外マーケットで発行するということにも、これは実は非課税措置はあるのですが、2 年ごとの減税要望を出さないと実現しなかったというのが恒久化した。後半のところは、ちょっと今回の国内のプロ向け社債の話とは関係ないのかもしれませんが、いかに海外の投資家を日本に引っ張ってくるかということが非常に大事で、それに向けての努力の一つとしてご理解いただければと思います。

〔海外投資家から見た我が国社債市場の問題点〕

それで、ここから先は、今回のプロ向け社債市場への世の中の期待と我々の期待ということになるわけですが、このスライドは、海外の投資家にいろいろヒアリングをしてみました。それで、我が国の社債市場の問題点ということで、海外投資家に聞いてみたときに、いくつかあり、3 点ほど紹介させていただきますが、一つは、投資対象としてのスプレッドが低いということで、結局これは、もちろん国内に非常に分厚い間接金融の担い手がいて、過剰流動性の中で低い金利で貸しているというのがもちろんベースとしてあるわけですが、やはりスプレッドが高い低格付けの社債というのがまだなかなか出てきていないということが、スプレッドの低さみたいなどころにつながっているのではないかと。

それから税の話で、これは 22 年度税制改正要望でできたかなと。

それから、よく言われるのは、英文のデット開示等、まさに今回の話なのですが、プロ向け市場が整備されていないということで、手続のコストや市場へのアクセスのハードルが高いという声が寄せられています。

〔我が国の発行体企業から見た我が国社債市場の問題点〕

いまのは海外投資家から見た声なのですが、これを発行体から見たときにどうなるかということで、企業財務協議会という、私どもが長らくおつき合いさせていただいています

発行体の方々の協議会があります。そこの方々に一度アンケートをしたことがあり、我が国での社債市場活性化のために何をやるべきかということで、この辺で税の話が出てきています。税の話は一応できたと思います。

それ以外ですと、発行手続が非常に大変である、多種多様な社債が出回っていない、低格付け社債が出ていない、プロ向け市場、MTN プログラム、このような声が多くあり、ある意味、先ほどの一枚前の海外投資家から見ても、もっと色々な投資機会が欲しい、高いほうがいい、他方で手続が非常に大変だ。逆に発行する側から見ても、結構手続が大変であるという話が出てきて、ある意味、なかなか低格付けでリスク許容度の高い投資家というところまで行っていないのですが、双方ともにそこは、掘っていけば十分可能性があるのではないかなと考えています。

〔機動的で魅力的な社債市場の実現に向けて ～プロ向け社債市場への期待～〕

そういう点で、今回のプロ向け社債市場という点では、非常に時宜を得たよい施策だなということで、もちろんこれは経産省の産業構造ビジョンにも書かせていただきましたし、6月の成長戦略にも先に立ってやって、そういう点では、政府として熱望していたことが、今回実現に向けて動き出したということで、非常に期待が強いわけです。

中身はもうさんざん皆さんご説明されていると思うので、言いませんが、3点、ここで書かせていただきました。

一つは、繰り返しのようですが、成長企業による機動的な資金調達手段ということと、それから二つ目は危機ということを考えてときに、間接金融・直接金融のダブルトラック、複線型の産業金融というのが非常に重要なのだろうということです。それから3点目は、言われて久しいのですが、日本には1,400兆と言われる巨大な資産があり、また、発行体も、若干最近ちょっと成長性がない等と、いろいろ言われていますが、まだまだ世界に冠たる非常に優良企業がいて、他方で、かつ金融の業界には非常に優秀な日本人の方が多いのですが、なぜか金融のビジネスという形になると、なかなか日本でいい形で花開いていなくて、シンガポールや上海等がいい日本人が出ていって、そっちでビジネスをやって、なかなか帰ってこない、非常に悲しい実態がありますので、ある意味、そういう金融資本市場、日本の市場をアジアのハブにするということが大事かなと。先ほどご紹介した成長戦略の中でも、金融の位置づけが、はっきり位置づけられていて、一つは、従来から言われている金融というのは、産業のサポーティング・インダストリーであるという、そういう位置づけと、二つ目は、金融産業そのものがターゲティング・インダストリーとして非常に大事だということで、金融産業をもっと活性化しようという、この二つ目の点が、非常に意味があると思うのですが、そういう点でも今回の市場というのは非常に意味があるし、期待が高いというふうに思っています。

ちょっと今日の説明で、成長企業であるとか市場の話をしてしていますが、たぶんここにいらっしゃる企業の方々は、超一流企業の方々であり、ある意味、自分たちとはあまり関係ないということがあるかもしれませんが、間接金融だけにとらわれない複線型の直接金融ができるということは、危機時・平常時ともに非常に意味があると思います。要は比較をすればいいということでもあり、要は日本の金融資本市場が活性化して、日本人でも外国人でも、いい人材が日本に根づく。それはある意味、企業にとっても非常に意味のあることだと思いますし、金融と経済、産業は切っても切れないところであり、日本の金

融が強くなるというのは、経済政策、産業政策としても非常に重要かと思っており、ぜひ今日お集まりの超一流の優良企業の方におかれましても、今回の施策の意義を、十分にご理解をいただいて、ぜひポジティブな形でいろいろ見ていただいて、ご支援をいただけると、経済産業省としても非常にうれしいとに思っています。

以上、稚拙な内容ですが、私のご説明を終わらせていただきます。どうもありがとうございました。（拍手）

○犬飼 土本様、大変ありがとうございました。大変具体的で、かつわかりやすいお話で、本当に感謝しております。

それでは、これはもちまして第一部を終了いたします。

（休憩）

【第二部: ABMI/ABMF の活動について】

○犬飼 それでは、これから第二部を開催させていただきます。

第二部は、基調報告といたしまして、最初に、財務省国際局地域協力企画官の岩井様より、ABMI（Asian Bond Markets Initiative）についてお話をちょうだいします。

その後、私どものプロジェクトでは最初の試みではありますが、フィリピンのマニラにいまいらっしゃるアジア開発銀行のエコノミストで地域経済統合室（OREI）所属の山寺様とのビデオコンファレンス方式による、山寺様のご講演をちょうだいする予定になっています。

その後、「ABMF への韓国の対応」と題しまして、韓国資本市場研究院リサーチフェローのヒョン・スク様よりお話をちょうだいするという予定になっています。

それでは、最初に、基調報告の1番、財務省国際局の岩井様よりお話をいただくことといたします。

よろしく願いいたします。

報告 1: ABMI と ABMF の意義について: 財務省国際局地域協力企画官 岩井和司

○岩井 財務省の岩井でございます。よろしく申し上げます。本日は、アジア・東京債券市場創設フォーラムにお招きいただきましてありがとうございます。

初めに、我が国を含めました ASEAN+3、13 カ国による地域金融協力といたしまして、我々日本財務省を含めました各国当局が進めています、アジア債券市場育成イニシアティブ（Asian Bond Markets Initiative : ABMI）について説明させていただきます。

（スライド使用）

〔アジア債券市場育成イニシアティブ〕（資料 P.71 下）

まず、ABMI のこれまでの経緯についてですが、1997 年のアジア通貨危機以前につきましては、アジア通貨はドルに対する実質固定相場、いわゆる事実上のドルペック制をとっていましたが、アジア各国は、外貨である米ドルを、短期の資金で借入れ、一方、そ

れを自国通貨建てで国内の設備投資や不動産等の長期の融資に活用していました。ここに通貨と期間のいわゆるダブルミスマッチが起こっていたという状況が存在していました。

そして、当時の脆弱な金融システムの下で、アジアのいくつかの通貨への信頼が大きく揺らいだことによりまして、急激な資本の逃避が起こり、その動きがアジア各国に広がり、アジア通貨危機というものが起こった次第です。

このアジア通貨危機の反省から、2003年の8月に、ASEAN+3財務大臣会議におきまして、アジア域内の豊富な貯蓄を、アジア域内の中長期の投資に活用することにより、持続的な経済成長並びに金融システムの安定化を強化するという一方で、域内の債券市場育成に取り組むということに合意に至りました。これが Asian Bond Markets Initiative (ABMI) が生まれた背景です。

そして2003年以降、このABMIの下、アジア開発銀行等の国際機関やJBIC等の政府系金融機関による現地通貨建て債券の発行が促進されたこともあり、域内の債券市場が形成されていったという次第です。

その甲斐もあり、アジア現地通貨建て債券の発行残高は飛躍的に伸び、ABMIは域内の債券市場の発展・育成に貢献を果たしてきたものと考えています。

ちなみに、日本を除きます ASEAN+3 の現地通貨建て債券発行残高は、現状で約4.8兆ドル、アジア通貨危機時の97年に比べ約28倍、ABMIがスタートいたしました2003年と比べると、約4倍に増加しています。

そして、ABMI設立から5年たちました2008年5月のASEAN+3財務大臣会議におきまして、さらなる債券市場の発展に向けた新たなロードマップが合意され、現在に至っているという次第です。

[ABMI新ロードマップ] (資料 P.72 上)

繰り返しになりますが、ABMIにとり、開始合意から5年の節目となる2008年、アジア債券市場のさらなる発展に向けた新たなモメンタムといたしまして、ABMI新ロードマップが制定されました。

このABMI新ロードマップのポイントは、大きく三つあります。一つ目に、各国課長級の実務レベルで、四つのタスクフォースがあり、それぞれにテーマ、取り組み課題を設定し、具体的な議論を行っています。

二つ目に、各国が自助努力を行うためのピア・プレッシャーを活用しているということです。

そして三つ目に、効率的な取り組みの実施に向けた体制の構築です。

[ポイント1《具体的な目標設定》] (資料 P.72 下)

まず一つ目のポイントである具体的な目標設定につきましては、タスクフォース1に、現地通貨建て債券発行の促進。これは、債券の供給面での取り組みです。

タスクフォース2が、現地通貨建て債券需要の促進。需要面での取り組みを促進していくということ。

タスクフォース3が、規制枠組みの改善。

タスクフォース4で、債券市場関連インフラの改善、ということです。

そして、その各タスクフォースの具体的な取り組み課題といたしまして、タスクフォー

ス1が、信用保証・投資ファシリティの設立及びインフラ・ファイナンスの促進。タスクフォース2が、マーケット情報の発信及び機関投資家の育成。タスクフォース3で、市場慣行の標準化、規制の調和化。タスクフォース4で、証券決済インフラの整備、ということ掲げています。

〔ポイント2《参加国の自助努力を促すメカニズムの確保》〕（資料 P.73 上）

次に、新ロードマップの二つ目のポイント、参加国の自助努力を促すためのピア・プレッシャーを活用するという事です。

ASEAN+3は、13カ国の集まりであることから、ABMIを効果的なものにしていくためには、各国の自助努力が必要不可欠です。そのため、各国が進捗状況を定期的に報告する制度をつくることで、各国の進捗状況をメンバーで共有することができるのと同時に、ピア・プレッシャーを通じた自助努力を促す仕組みを確保しています。

具体的には、各国は定期的に、各国マーケットの現状、各国マーケットの進捗状況、そして各国における具体的な債券市場に影響を与える新しいルールや規制、もしくは変更等がある場合には、定期的な会合で報告する運営方法というものをとっています。

〔ポイント3《総合調整機能の充実等》〕（資料 P.72 下）

最後の三つ目のポイントは、効率的な取り組みの実施に向けた体制の構築ということ事です。

前述のとおり、ABMIは四つの具体的な目標を設定し、それぞれの目標に対応する形で、四つのタスクフォースを設置しています。この四つのタスクフォースをモニタリングする役割として、上位に、各国の審議官級レベルにより構成されるステアリング・グループというものを設置することで、ABMIがより効率的かつ実質的に進める体制というものを敷いています。

ステアリング・グループの具体的な機能といたしましては、ABMIのロードマップの見直し、タスクフォースの総合調整、対外情報発信戦略の策定、各タスクフォースの進捗状況のモニター、それから各国の自己評価報告書を通じた情報のシェアです。

〔ASEAN+3債券市場フォーラム（ABMF）〕（資料 P.74）

ABMIの会合におきましては、これまで債券市場の育成に資本規制や為替規制等の規制上の問題が大きく影響していることが、累次にわたり指摘されてまいりました。また、域内債券決済機関のあり方を検討するために、民間の専門家グループの活動を通じて、債券市場育成への取り組みには、民間セクターからの働きかけや、民間セクターと政府関係者の協調の重要性というものが指摘されてまいりました。そして、各国の規制当局とともに、規制の改善や調和化の機運を高めていくためには、従来の財務省並びに中央銀行に加えまして、各国の金融監督当局も含めました政府関係者と、かつ民間セクターが一堂に会しまして議論を進めていくという必要、こういう問題意識から、官・民・専門家からなるフォーラムを設置し、議論を進めていくということが必要との認識に至った次第です。

このような状況下、この9月に、ABMIの取り組みの一つである「規制枠組みの改善」を課題とするタスクフォース3と、「域内クロスボーダー決済システムに係る民間検討グループ」の流れをくみ、官民一体となったフォーラムを行うために、「ASEAN+3債券市

場フォーラム（ABMF）」というものが設置されました。

補足説明をいたしますと、規制枠組みの改善を課題といたしますタスクフォース3では、各市場の法制度や基準、それから市場慣行の調和化に向けた方策を検討しており、債券市場の規制や監督の枠組みの強化を図ったり、また、域内の規制監督当局、それから証券業協会及び自主規制団体等の協力の促進について検討したりしています。

また、域内クロスボーダー決済システムに係る民間検討グループでは、クロスボーダー債券取引の障害を特定するレポートが2010年4月にまとめられ、そこでは、資本、為替規制、税制等の規制上の障害を特定し、また、取引メッセージ様式や国際証券コードの共通化といった決済上の障害の特定が行われた次第です。

これら二つの流れをくみ、ABMFでは、域内クロスボーダー債券取引の障害となっている規制と市場慣行の改善に向けた取り組みを行い、また、市場の育成、調和化、統合に向けた民間とASEAN+3当局との対話の強化を促し、それから官民間で知見、経験を共有する機会を提供する。以上のことを目的とし、ABMFが運営されています。

現状、域内の債券市場には、いわゆるインフォメーション・ギャップ、あるいはパーセプション・ギャップが存在しており、域内の外国人投資家がクロスボーダー債券投資を躊躇しているという場合も考えられるかと思われます。今後、ABMFでの一連の議論を通じ、各国市場の規制や市場慣行に関連する情報が集められ、かつ、それがメンバー間で共有・議論され、そして市場環境が標準化並びに規制が調和化されることにより、投資環境がさらに改善していくということを、我々当局といたしましても、期待しているところです。

また、このABMFの効率性を高めるために、我々財務省といたしましても、できる限りのことをし、また同時に、ABMFのメンバーの方々におかれましても、域内の債券市場発展のために、積極的かつ継続的に議論に参加を求めていく次第です。

今後、このアジア債券市場の発展におきまして、ABMFが域内債券市場発展のために重要なステップとなり、そして成果ある結果を伴っていくということを、我々としても期待しています。

以上です。ありがとうございました。（拍手）

○犬飼 岩井様、大変ありがとうございました。

報告 2: ABMF の活動について: ADB エコノミスト・地域経済統合室 (OREI) 山寺 智
(マニラよりビデオコンフェレンス方式による参加)

○犬飼 それでは、引き続きまして、マニラから、アジア開発銀行の山寺様にご出演願うこととしたいと思います。

山寺さん、ビデオと音声のラインはつながっていますでしょうか。

○山寺 はい。こちらで、そちらの議論の展開のほうをモニタリングしていました。

マニラのほうから参加をさせていただきます、アジア開発銀行の山寺です。

音声のほうはいかがでしょうか。

○犬飼 全く問題ありません。どうぞお続けください。よろしく願いいたします。

○山寺 はい。ありがとうございます。

それでは、私のほうからは、いまお話がありました ASEAN+3 Bond Market Forum について、少し詳しくにお話をさせていただきたいと思います。

この ASEAN+3 Bond Market Forum (ABMF) の第 1 回の会合は、ついこの 9 月の終わりに開催をされたというところで、活動を始めたばかりというところですが、ただ、このフォーラムは、規制、それから市場慣行についての地域の議論を行う上での共通のプラットフォームにしていこうということで、いままで地域としてこのような議論を行う場がなかった。それを ABMI という枠組みの中で積極的にサポートしていこうということで設立をされたものです。特に、日本の財務省のほうにも非常にご協力をいただいて、非常に強いサポートを受ける形で、今回のフォーラムが設立をされています。

それでは、次のスライドにおきまして、私のプレゼンテーションの概要についてお話をさせていただきます。

(スライド使用)

[主なポイント] (資料 P.75)

まずは、アジアの債券市場の最近の動向について、お話をさせていただきたいと思えます。その次に、少し詳しく ABMF の設立の背景について触れ、具体的にどのような活動を行っていくことになるのか、今年から来年にかけての活動計画といったものをご紹介させていただき、ABMF というものが今後どういったことを行っていくのか、ご理解いただければと思います。

[最近のアジア自国通貨建債券市場の動向] (資料 P.76 上)

こちらのほうは、先ほど財務省の岩井様のほうからもお話がありましたが、特に ABMI が設立されて以降、急速に債券市場が伸びていまして、いま自国通貨建て債券というのは、この地域においては、およそ 5 兆ドルの残高規模になっている。特にグリーンのところ、社債のマーケットが非常に順調に伸びているというところですが。

[自国通貨建債券市場の世界シェア] (資料 P.76 下)

特に、最近の動きとして顕著なのはこのカテゴリー、Emerging Asia というところですが、こちらのほうを見てくださいと、7%を超えるシェアを占めています。フランス、

ドイツ、イギリスをしのぐ大きな規模になっている。もちろん、この **Emerging Asia** というのは、通貨が異なるものですので、単純に比較をすることはできませんが、グローバル・インベスターから見れば、いまやこの **Emerging Asia** というカテゴリーというものは無視できない大きさになってきているということが言えると思います。

〔クレジット・デフォルト・スワップの спреッド推移〕（資料 P.77 上）

特に、このリーマンショック以降の動きというのが、非常に、アジアの債券市場の発展を示すものでして、リーマンショック以降は当然アジアの国々もその影響を受けたところですが、足元のところをご覧くださいと、ヨーロッパの国々よりもアジアの国々の CDS のレートが低くなっているということで、アジアに対する成長期待、そういったものが反映されているという状況です。

〔アジア国債の非居住者保有比率〕（資料 P.77 下）

そのようなことを受けまして、非常に外人の投資家がアジアの債券市場に入ってきている。インドネシアのほうを見ていただきますと、27%を超えるような保有比率になっているということで、非常に急速にアジア債券に対する注目が高まっているという状況にあります。

〔安定したアジア債券市場の発展〕（資料 P.78）

端的に申し上げますと、アジア債券市場というのは、もう既に初歩的な段階ではなく、次のステージ、次の発展段階を考えていかなければいけない、そういうレベルに達してきている。ASEAN+3 が当初、債券市場を育成しようとした狙いとしては、銀行システムだけでなく、資金仲介機能の複線化ということを考えているわけですが、そういった意味では、アジアの債券市場というのは、もう既に銀行システムのスペアタイヤとしての機能を果たすだけのものとなってきているということが言えると思います。

ただ、当初の目的である域内証券投資、域内での資金のリサイクルといった点については、まだまだ十分ではないところがありまして、まさにこの点がさらなる地域協力の必要性ということを認識させるという形になっています。それがこの **ABMF** 設立の一つの要因ということにもなります。

〔GoE：専門家会合〕（資料 P.79 上）

ABMF の設立については、二つのレポートが背景の資料ということになっていまして、一つは、**Group of Experts**: 専門家会合が提出した報告書、それともう一つ、**Harmonization of Bond Standard in ASEAN+3** ということで、この二つの調査をもとに、この **ABMF** というものが設立をされています。この **Group of Experts** というものが、民間を交えて提言をしていくということで、**ABMF** の先駆けとなった活動ですが、各国から決済に関する専門家を集めまして、報告書を作成いたしました。

〔GoE レポートの概要〕（資料 P.79 下）

この **GoE** のレポートなのですが、いまのアジアの決済の状況がどのようになっているかということで、まず取引コストの調査を行い、当然それが高い。その理由は何であろう

か。それについてどのように対応していくのかということで、二つのアプローチがある。一つは、地域決済機関というものをつくるというアイデア、これについてどうなのか。また、これをやった場合のフィージビリティ・スタディを行うというのがパート 2。そしてもう一つは、この地域のバリアというものについてちゃんと検証していきましょうということをやったのがパート 3 ということで、ABMF はこのパート 3 を引き継ぐ形になっています。

〔域内の主な証券取引にかかる障害〕（資料 P.80 上）

先ほど財務省の岩井様のほうからもお話がありましたが、GoE においては、このような形で、地域における障害を分類し、その中で重要なものを扱っていこうということで、勧告を行っています。

〔TA レポート : Harmonization of Bond Standard in ASEAN+3〕（資料 P.80 下）

もう一つのバックグラウンドとなる資料ですが、どのようにして、この ASEAN+3 の債券の市場を統合していくのか、ハーモナイズしていくのかということについて、調べたものになっています。

その中で報告書としては、当然 GoE の議論を受けてということですが、規制情報を共有する必要があるということ。そして、アプローチとしては二つ、段階的に、徐々に一つ一つ規制をハーモナイゼーション、共通化をしていく、標準化をしていく段階的なアプローチ。そうでなければ、先ほどの犬飼先生のほうからもお話がありましたが、域内に国際債の市場をつくっていくところでの共通のルールをつくるという意味での全体的な、トップダウン的なアプローチ、そういったものが考えられるのではないかと。

また、合意に参加できる国々、一部の規制、そういったものを相互承認していくということで、部分的に規制・慣行というものを共通化していこう。これは ASEAN のアプローチですが、そのようなやり方で市場の統合というものを進めていくことができるのではないかと、ということを述べているのがこの報告書になっています。

〔デュアルアプローチ〕（資料 P.81 上）

まさにこのような提案に基づいて、この ABMF でやろうとしているのは、この段階的な部分とトップダウン、二つありますが、まずは手始めに、規制を一つ一つつぶしていきましょう、できるところからやっていきたいと思いますということで、議論を行おうというのが、我々のスタンスです。

〔13th ASEAN+3 財務大臣会合共同声明 5月2日 2010, Tashkent, Uzbekistan〕
（資料 P.82）

先ほど GoE の報告書が今 2010 年の 4 月に出たということですが、それを受けまして、5 月、ASEAN+3 の財務大臣会合におきまして、その提言に則って、この ABMF の設立というものについて、各国が後押しをするということで、でき上がりました。

〔共通なプラットフォームとしての ABMF〕（資料 P.82 下）

この ABMF というのは、各国、色々な規制があります。これについては、それぞれ努

力を行っていったわけですが、まさにこの ABMF というものが共通の土台になる。ただし、これは規制当局、ないしは民間だけでできるわけではないので、当然アジアでは、それが相互に協力し合っていないと、なかなか議論が進まないというところがあります。それをつなぐ場としての ABMF、これが新しく設立をされたということになります。

〔GoE レポート後の ABMI〕 (資料 P.87)

先ほどタスクフォースについて岩井さんのほうからお話がありましたので、これはあくまでもイメージということで捉えていただければと思います。ABMF は、タスクフォース 3 にぶら下がる形で議論を進めていくということになります。

〔ABMF の組織的枠組み〕 (資料 P.83 下)

より具体的には、このタスクフォース 3、これは政府間の協議を行う場ということになりますが、ここで具体的にどういった議論を行っていくのか、何を議題とすべきなのかということを決めまして、それに基づいて、その内容にふさわしい形を、各国のメンバーとしてノミネートし、またさらには、そのメンバーが必要性に応じまして、エキスパートと称する人々を議論に招くという形になっています。

そういった意味では、政府がある程度イニシアティブをとって議題を決めるわけですが、そこでどのような議論を行うのかということ、これについては、まさにこのサブ・フォーラムで決めるということになります。

そういった意味で、公的などが強いサポートをする。ただし、技術面については専門家に任せる、そのような、ある程度の分担が行われながら物事を進めていこうというのが、この ABMF の枠組みだというふうに捉えていただければと思います。

〔ABMF のメンバー〕 (資料 P.84)

簡単に言いますと、メンバーは三つに分けてあり、ナショナルメンバーのほうは、各国の政府がノミネートをする方々。そのノミネートされたナショナルメンバーが、議論の内容に応じまして、より幅広いエキスパートを求めたいということで、各国のエキスパート、ないしは、ASEAN+3 に限らないインターナショナルなエキスパートを呼ぶことができる、そういう形で議論を進めていこうというのがこの ABMF です。

〔ABMF での検討課題〕 (資料 P.84 下)

そして、先ほどの GoE の報告書に基づきまして、まずできるところから一つ一つやっていきたいと思います。サブ・フォーラム 1 については、情報のギャップを埋めるという意味での規制に関する情報の収集と公表。サブ・フォーラム 2 のほうにつきましては、メッセージ・フォーマットといったような、そういう技術面の点に着目をして、より STP 化を進めていこう。そういう形で取引コストを下げたいという形で議論を進めていく予定にしています。

〔ABMF のヴィジョン〕 (資料 P.85 上)

議論としては、細かな話になるわけですが、一方で、この裏には大きなヴィジョンというものを持っています。アジアというものは、基本的に、いままでどちらかというと国際

標準の議論を受け入れるということが多かったわけですが、このような地域の議論を行う場を設けることにより、地域として、国際標準のほうに働きかけていく、そういったこともできるのではないかと考えています。

〔Sub-Forum 1〕(資料 P.86 上)

まずサブ・フォーラム 1、これも先ほど申し上げましたが、まず目的は、情報ギャップの縮小ということにあります。そういった意味で、今回は、各国の規制の情報、市場慣行の情報、市場構造、こういったものにつきまして、できるだけ幅広く、かつ詳細に集めていくということを考えています。そして、これを各国比較対照できるような形で公表をするということで、どの国がどういうふうになっているのかわからないといったようなことを、少しでも解消していきたいと思っています。

集められた情報のほうは、ADB の Asian Bonds Online ウェブサイトというところで公表するということが決まっています。

この情報収集の我々の作業になりますのは、これはただ単に規制の情報を集めるというだけにとどまりません。たぶん、この規制の情報を集めていく過程において、各国の仕組みの違いといったようなことが浮き彫りにされてくるかと思っており、場合によっては、欧米の、いわゆるグローバルスタンダードというものとの違いというものも明確になってくるかもしれない。ある意味、そういった点を通じまして、アジア的な考え方、アジア的な投資家保護といったようなものも出てくるかもしれませんし、規制対応に対する考え方というものも出てくるかもしれません。

いままでそのような視点で調査を行ったことがありませんので、今回、そういったことが初めての調査ということになります。

〔Sub-Forum 2〕(資料 P.86 下)

サブ・フォーラム 2 につきましては、まず大きな目標としては取引コストの縮小ということになりますが、こちらのほう、まずは取引コストの背景となるコストディアン取引の実態の把握。それからクロスボーダー取引のすべての流れの把握。取引がどのように行われているのかという一つの流れになっているわけですが、それを一つ一つ解明をしていくということで、どのような問題があるのか。場合によっては、そういったものをつなぐことによって効率化できるのかどうか。ないしは、共通なインフラを投資することによって効率化できるのかどうか、そういったものを考えていきたいというのが、このサブ・フォーラム 2 の活動になっています。将来的には、できる限りエンドユーザー、ある一方から一方までスムーズに取引ができるということが最終的な目標となります。

〔スケジュール〕(資料 P.87 上)

先ほども申し上げましたが、第 1 回の会合を 9 月の終わりに東京で開かれました。第 2 回目は、マニラで、今年の 12 月に開催される予定です。基本的には、四半期に 1 回、会合を開催していった、議論を積み重ねていく。そして、来年 2011 年の末には、まず第 1 回目のフォーラムの最終報告書というものを提出する。そのあとまた、フォーラムにおいてどのような議論をするのか、政府間協議の中で決められた後、引き続き議論を行っていくということになります。

〔SF1 member and experts〕（資料 P.87 下）

今回の ABMF 設立に当たりましては、ASEAN+3 各国非常に協力的で、メンバーの指名、そういったところについても、きちんと政府が関与しつつ、ベストな方々をノミネートしようということで、非常に強いサポートをいただきまして、ある意味 ASEAN+3 として、この ABMF というものをしっかり行っていくのだということで、強い期待を感じることができたわけです。

〔SF2 member and experts〕（資料 P.88 上）

サブ・フォーラム 2 のほうにつきましては、技術的な側面、それから国際的な標準との整合性ということもありますので、域内の金融機関にとどまらず、国際的な活動を行っているグローバル・カストディアンや、そのほか SWIFT といったようなところ、そういったまさに専門家の方々を招いて議論を進めていくということで考えています。

まずはできるところから一歩ずつということで、その先に、振り返ってみれば、あのころこういった議論を行っていたことが、アジアの債券市場の発展につながっていったのだなということが言えるような活動を行っていきたいというふうに考えています。

〔Asian Bonds Online〕（資料 P.88 下）

アジアの債券に関する情報ですが、下のほうにあります AsianBondsOnline、この絵のほうにありますが、こういったウェブサイトから情報を取ることもできますし、ここを通じても行けますし、下のアドレスを入れていただければ、この ABMF というサイトのほうに行くことができます。こちらのほうに必要な情報を適宜アップしていますので、ご興味のある方は、こちらのウェブサイトを見ていただければと思います。

本日は、マニラからの参加ということですが、機会をいただきましてありがとうございました。（拍手）

○犬飼 山寺さん、大変わかりやすいお話、本当にありがとうございました。心より感謝申し上げます。

この後、議論がさらに進みますので、もしよろしければ、そのままステイして、適宜議論にご参加ください。

報告 3: ABMF への韓国の対応: 韓国資本市場研究院リサーチフェロー ヒョン・スク

（資料 P.89～）

○犬飼 それでは、続きまして、基調報告 3 番目ということで、韓国資本市場研究院のリサーチフェローでありますヒョン・スクさんから、「ABMF への韓国の対応」ということでお話をいただきたいと思います。

ヒョン・スクさんは、簡単にご紹介申し上げますと、先ほど私が内閣府のシンクタンクの NIRA というところにいたことがあると申し上げましたが、そのときに、まさにこのプロジェクトにつながる、以前のプロジェクトを推進するに当たりまして、実は当時慶応大学の大学院に在籍されていたヒョン・スクさんに、助っ人になって NIRA のほうに来ていただいて、1年間、席を隣同士にして研究をした仲間です。

その後ヒョンさんは、国際協力銀行を経て、韓国にお戻りになられまして、そのお戻りになられるときに慶応大学でドクターを取られまして、そして韓国銀行の経済研究所で1年過ごされ、今年の秋から、ちょうど日本でいう証券業協会の関係の研究機関のような感じのところですが、証券関係の研究では韓国のトップの研究所 KCMI のリサーチフェローに就任されておられます。

そして、先ほど山寺さんからお話がありましたが、ABMF のタスクフォース 2 のメンバーにもなっておられる方です。

それでは、ヒョンさん、よろしく申し上げます。

○ヒョン 韓国資本市場研究院のヒョンと申します。犬飼先生、ご紹介ありがとうございました。

今日は、実は犬飼先生に頼まれて、ABMF への韓国の対応ということで資料を用意しましたが、実はこれは韓国の対応よりは、犬飼先生の研究活動をベンチマークして、韓国でも国内債券市場及びアジア債券市場の発展のために、市場関係者を集めて議論してもらうプラットフォームをつくるということで、名前を ASEAN+3 ボンドマーケットフォーラム・コリア (ABMF-K) といいますが、韓国のナショナルメンバーとナショナルエキスパートと市場実務家を集めて議論のプラットフォームを立ち上げました。

(スライド使用)

〔Contents〕 (資料 P.89 下)

私の発表資料は、アジア債券市場の現状と、ABMF は、岩井様と ADB の山寺様から既にご紹介されましたので簡単に説明した上で、ABMF の韓国側の活動についてお話ししたいと思います。

発表の内容は、個人の見解であり、私が所属している研究所の公式的な見解ではないので、その点をご理解いただければと思います。

〔I. アジア債券市場の現状 1. 債券市場の規模〕 (資料 P.90)

先ほど岩井様からも説明されたように、ABMI が 2003 年に合意されてから、アジア債券市場が急成長して伸びているのですが、これは 1997 年、アジア危機が起きたときから、2008 年まで、2009 年にはグローバル危機の対策として大量な国債が発行されまして、一応 2008 年まで見たものですが、年間の成長率を見ると、アジアの国は、アメリカやヨーロッパの国よりは急成長していることがわかります。

しかし、これは債券の発行額なのですが、単位が抜けていて、1 億ドルなのですが、絶対額を見ると、まだアメリカやヨーロッパの債券市場よりは規模が小さいことがわかります。

〔2. ポートフォリオ投資〕 (資料 P.90 下)

需要サイド、投資から見ると、これはクロスボーダーのポートフォリオ・インベストメントを見たものですが、Outbound Investment は、韓国がどの国に投資しているのか、日本がどちらの国に投資しているかを、2008 年の IMF の CPIS データから見たものですが、

アメリカやヨーロッパに集中しています。Inbound Investment を見ても、韓国にどこが投資しているのか、日本にどこが投資しているのかというと、シンガポールや香港、日本も入っているのですが、シンガポールと香港は、アジアの投資がアジア域内に循環されるよりは、ある意味でオフショアの資金の仲介場所ですので、アメリカやヨーロッパのお金が入って、そこを通してアジアに投資される分もありますので、それを除いたら、犬飼先生が先ほど説明されたように、アジアの潤沢な貯蓄が域内に循環させてないことが、このテーブルから読み取れます。

〔3. アジアユーロ債市場の不在〕（資料 P.91 上）

先ほど斉藤社長さんからもお話があったのですが、例えば日本の発行体、アジアの発行体が、アメリカやヨーロッパに行き、ユーロ債市場で債券を発行して資金調達をしているのですが、その債券を買うのもアジアの投資家ですので、これはある意味では、アジアのユーロ市場、域内クロスボーダー市場ができていないので、こういった問題が起きているかなと思います。

〔4. AIR-PSM（アジアのユーロ債市場）〕（資料 P.91 下）

こちらは、ADB のハーモナイゼーション、TA レポートを一緒に書かせていただいたのですが、そこでも、こういったクロスボーダーの市場というか、アジアのユーロ市場をどのように作るか、犬飼先生が前から主張している Asian Inter-Regional Professional Securities Market : AIR-PSM を、どういうふうにつくるのか、簡単にアイデアをまとめたのですが、一応市場の形態は、プロ私募市場を考えて、これはアジアのユーロ債市場ですので、先ほど説明されたように、日本円とシンガポールドル、香港ドルを除いては、オフショアでの取引が禁止されているので、こういったプロに限られた市場では限定的なオフショアの取引を許可することを想定しています。

それで、ASEAN+3 の 13 カ国の国がすべてのプロセスに入っているのですが、各国の経済規模や発展段階を見ると、同時に一気にこちらのマーケットをつくって入るのは難しいので、できる国同士で段階的にこういった市場を形成していく、ステップ・バイ・ステップ・アプローチを考えています。

イシューアは、直接政府の保証がついている政府系金融機関、高い格付けがついている民間企業を考えており、投資家は、プロ投資家のみで、TOKYO PRO-BOND Market のアジア版になるのですが、こちらでは、プロ投資家を対象にしていますので、信用リスクが低く、法廷開示が免除され、簡単なディスクロージャーでも発行できるような市場を考えています。

その市場状況に合わせて、機動的に資金調達ができるような、アジア通貨建ての MTN プログラムを考えています。また、マーケットのレギュレーションは、一応自主規制という形で考えています。

〔II. ASEAN+3 債券市場フォーラム 1. ASEAN+3 債券市場フォーラムの開催〕 （資料 P.92 上）

次は、ASEAN+3 Bond Market Forum : ABMF について、既に説明されましたので、簡単に、その目的です。これは財務省のホームページからそのまま引用したのですが、

その目的は、域内のクロスボーダーの債券取引に係る市場慣行の標準化とクロスボーダーの債券取引に係る規制の調和化を、ABMFの目的に書かれているのですが、山寺さんから説明されたように、こういったフォーラムが初めての試みであって、民間の専門家たちが参加して、パブリックセクターの方々と一緒に話し合うプラットフォームになっています。

〔2. アジア債券市場に関する域内の枠組み〕（資料 P.92 下）

こういった ABMF の位置づけというか、域内の枠組み全体を考えて、絵をかいてみたのですが、いままで国内市場では、国内の監督機関や規制機関があって、取引所や協会のような SRO があって、大体国内市場に絞って、いろいろ国内の債券市場をどうやって発展させていくのかを議論されてきたのですが、これからは、ABMF の役割というか、ABMF の目的は、各国の国内市場を超えて、アジアの貯蓄をアジア域内で循環させるためのクロスボーダー型の市場を想定したときに、これをどのようにつくるのか、まずは、各国の情報を集めて、情報を知らせることによって、インフォメーション・ギャップを縮小することができると思うし、その上で、各国の制度を横並びにして、各国との調和とインテグレーションを図ることも、ABMF の目的だと思います。

それで、クロスボーダーがつくられたときに、どのように規制していくのか、ヨーロッパの経験から学んで、ICMA のような自主規制機関をつくるのか、あるいは EU の欧州証券市場監督庁 (ESMA) のような、域内の Asian Regulator をつくるのか、これは長期的なヴィジョンで、これから議論していく必要もあるかと思っています。

〔Ⅲ. ABMF-Korea 1. インタラクティブな市場形成の場〕（資料 P.93 上）

次は、ABMF-Korea について、簡単にご説明したいと思います。

いままでは、ASEAN+3 のプロセスの、先ほど岩井様より説明されたように、各国の財務省や中央銀行が入って、公的部門のイニシアティブで、ある意味トップダウン・アプローチで各国の市場環境や規制環境の改善を話してきましたが、民間部門のエキスパティーズを活用する場がなくて、ABMF の目的も同じだと思うのですが、公的部門と民間部門をつなげて、対話のチャンネルをつくって、お互いの専門分野を活用することを目指しています。それで、それを取りまとめて政策提言を行う。韓国資本市場研究院 (KCMI) が一応そういった役割を、国内では、公的部門と一緒に働いて、国内の資本市場に関する政策提言を行ったりするのですが、これはアジア債券市場も視野に入れて、そういった政策提言をこれからやろうと考えています。

ABMF-Korea は国内の集まりであって、これはクロスボーダーで、ABMF-J と呼んでいるのですが、ABMF の日本側のメンバー (ABMF-J) の方々と連携して、実は先週木曜日にソウルで第 1 回の共同フォーラムをやって、お互いに近い国なのに、情報を持っていない、お互いに知らないところがあって、相互の理解をすることを第一ステップと考えていまして、第二ステップでは、お互いの市場を理解した上で、調和や標準化を図っていけば幸いだと思っています。

〔2. ABMF-K 構成〕（資料 P.93 下）

ABMF は TF3 に設置されて、ソウルフォーラム 1 とソウルフォーラム 2 をやっている

のですが、それぞれのナショナルメンバーは、ソウルフォーラム1が韓国の金融投資協会(KOFIA)、韓国のSROなのですが、その協会がナショナルメンバーとして入って、ナショナルエキスパートとしては、韓国の取引所と韓国の資本市場研究院が入っています。ソウルフォーラム2では、ナショナルメンバーとしては、韓国の預託決済院(KSD)が入って、ナショナルエキスパートとしては韓国資本市場研究院が入っています。韓国資本市場研究院は両方とも入って、ABMFの活動を支援しています。

あとは、ABMF-Kは、オフィシャルな集まりではないですけど、韓国の企画財政部の協力を得て、資本市場研究院が事務局になって、韓国の民間セクターと公的セクターの方々を集めて、韓国の国内債券市場及びアジア債券市場の発展について議論してもらう場を設けています。

発表は以上です。どうもありがとうございました。(拍手)

○犬飼 ヒョンさん、大変ありがとうございました。

パネルディスカッション: ABMF サブ・フォーラム1 議長 東証グループ (TOKYO AIM 取引所 COO) 伊藤 豊、日本証券業協会 国際部 部長 椎名隆一 (上記6名)

○犬飼 いま、ABMF-K、ABMF-J等そういう言葉が飛び交いまして、ABMF-Kのご説明が先行してしまいましたので、それだったらABMF-Jってどうなっているのか。あるいは、ABMFのタスクフォース1の日本の体制、ABMF-Jですが、それがどうなっているのだということが、あるいは疑問に、皆様思われたのではないかなと思っています。

それで、ABMF-Jのいわば事務局は、財務省国際局、要するに岩井さんのところになっていただいているわけですが、もしよろしければ、岩井さんのほうで一言、ABMF-Jとは何ぞやというのを、簡単にお話いただいてもよろしいでしょうか。

○岩井 簡単に説明させていただきますと、ABMFというのが先ほど申し上げましたABMIの下、タスクフォース3の下でできましたフォーラムです。そのABMFに参加するに当たりまして、まず自国、日本の意見を集約して、それをABMFの場に持っていきこうということで、国内の専門家並びに我々当局のほうも集まりましての会合、これがABMF-J (ABMF-Japan) です。ここで、事前に議論をもんだ上で、ABMFの会合にその意見を、日本の意見として持っていき、ABMF全体を引っ張っていきこうと、このような考えです。

○犬飼 ありがとうございます。それで、ABMF-Jの具体的なメンバーはどうなっているかというのがちょっと気になるところが、先にABMF-Kのほうをお話しいただいてしまいましたので、この際ご紹介させていただければと思うのですが、ABMF-Jのほうの、いわばサブ・フォーラム1のほうの議長をお務めいただいているのが、実は私の横の東京証券取引所グループの伊藤さんということになります。そして、先ほどナショナルメンバーという言葉が出てまいりましたけども、ナショナルメンバーとしてお二方いらっしゃるのですが、そのお一方が、そのお隣にお座りになっておられます日本証券業協会の国際部部長の椎名さんということ。もうお一方が、日本銀行協会の方がメンバーになっておられる。そのようなことになっています。

それで、私のほうは、ADBからの要請があり、今年の9月から、ADBのABMF SF1

のコンサルタントも同時に務めさせていただいているということです。

それで、ABMF-Jは、大体公式の会合は3カ月に一回開かれるということになっているのですが、実はその下に、ABMF-Jサポートメンバーミーティングというものをつくりまして、その実際的な運営を、早稲田のグローバルCOEの私の主催する研究会がやらせていただいていると、そのようなストラクチャーになっています。

したがって、早稲田のグローバルCOEは、先ほど来のお話で、今年の2月からのデットリスティング研究会が提言を出したそのメンバーのほとんどの方が、そのABMF-Jのサポートメンバーにお入りになっていただいていますし、また、早稲田のグローバルCOEとともに協力して研究を過去から継続しています、アジア資本市場協議会(CMAA)の主要なメンバーも、同時にそのメンバーになっていただいています。

そして、先ほど経済産業省の土本さんから、企業財務協議会という名前が出てまいりましたが、私も民間企業に在籍中は、その企業財務協議会の幹事の一人を務めさせていただいたのですが、その企業財務協議会と、その傘下にある日本資本市場協議会もサポートメンバーに加わっていただいている、そのような体制になっています。

そういうことで、先ほどヒョンさんのほうから、我々の活動をベンチマークしてというお言葉をいただいて恐縮だったのですが、要するにABMF-Jの活動、そしてABMF-Jの下部組織といいますか、手弁当でみんなやっているの、自発的なサポート組織としての、そのサポートメンバーの活動、そのようなものを踏まえまして、ただいま現在、サブ・フォーラム1の情報を収集する、なかんずく、その中でも日本の情報をまずは最初に、自らの手で収集をして、一つのまとめをつくらうということで、いま必死に取り組んでいるわけです。

まだ公表段階には至っていませんが、現在、英文で150ページぐらいの、日本の債券市場の紹介をできるペーパーを作成中であり、こちらに来ておられる皆さんの多大なる協力、特に日本証券業協会、東証グループさんのご協力をいただきつつ、そしてビジネス法務事務所の弁護士の先生方のご協力もいただきながら、そのような情報をまとめつつあるというのが現状です。

私のほうからの補足はこれぐらいにいたしまして、この後、続いてパネルディスカッションのほうに入っていきたいと思うのですが、いままでのお話を踏まえて、東京証券取引所グループの伊藤さんのほうから、ご感想等ありましたら、コメントいただければと思います。

○伊藤 いま犬飼先生からご紹介がありましたように、ABMFのジャパンということで、サブ・フォーラム1、2に対する非常に重厚なサポート体制、これは民間の金融機関、いまのサポートグループとそのメンバーと、あんまり分け隔てがないのですが、まずは、各国の規制状況、サブ・フォーラム1のほうの活動で言うと、ASEAN+3の13カ国の規制状況を比べられるレポートをつくりましょうと。これは、ちょっと聞いてもお分かりのとおり、13カ国の債券市場の状況というのはかなり異なり、これを、ある程度統一的なフォーマットの下に、比較可能な資料をつくらうという、ある意味壮大なプラン、タスクなわけですが、そこを日本でリードするためには、まずはクエスチョネアーをつくるに当たって、その回答を日本からつくらなきゃいかんということで、さっき犬飼先生がおっしゃった、現在原稿段階で150ページのを、皆様のご協力で、犬飼先生を中心にまとめつつあるということであり、私どもとしては、非常に大きな仕事だなと思いつつも、非常に

重要な仕事でもあるなということ、取り組んでいるところということ。

説明のような、感想のようなことになりましたが、よろしく願いいたします。

○犬飼 ありがとうございます。続いて、椎名さん、いかがでしょう。

○椎名 日証協の椎名ですが、証券業協会の性格として、国内の会員業者さんたちのニーズに応じたいろいろなルールづくりやそれに従った色々な行動をしているところなのですが、アジアの債券市場の構築というか、こういったことが証券業協会の性格として、そこへ行って何か考えを述べるというような意見のまとまりは、実はないかなと思うのですね。ただ、我々の役割はたぶん重要なのだろうと。つまり、こと債券市場に関しましては、ご存じのように、取引所取引というよりは、太宗が OTC（店頭取引）で発展してきた市場なので、法律以外のところのルールづくり、自主ルールというか、そのようなものはすべてと言って過言ではないかと思いますが、証券業協会を中心に、マーケットプレーヤー、市場参加者の皆様といろいろと過去何十年と色々なルールづくり、あるいはルールの見直し、こういった議論を重ねてきて、社債市場に関しまして、適債基準の撤廃、財務制限条項の撤廃、社債の電子化といったあたりに関する色々な議論をリードしてきたと。そういう蓄積、それからデータの的にも色々なデータがありますので、アジアの人たちと話す場合に、日本の事例を示す際に、我々が提供する情報は非常に重要なのだと思うのですね。

そういうところで、参加する意義があるかと思えます。

ただ、このアジアとのリンクというのは、近いところでは、今年の夏ぐらいから、実は日本の債券市場がなかなか活性化していないと。過去色々なルールの緩和ということをやってきて、非常に社債が発行しやすい環境を整えてきているわけですが、にもかかわらず、日本の債券市場における社債の地位というか、これはまだ非常に低い。利用度が非常に低い。それは色々な複合的な原因があるとされていますが、そういう中で、やはりそれを改善していかなければいけないという議論が、特に今年の 7 月ぐらいから始まり、だいたい会合を重ねて、色々な原因分析や今後の方向性、このようなものをまとめたものが、今年の 6 月に、皆さんのお手元の資料の最後にある、「社債市場の活性化に向けて」というのを発表しています。

これである程度出されてきた問題点を、さらに実務上、対応を考えようということで、今年の 7 月ぐらいから、さらに部会を 4 種類設けまして、引受審査やマーケットの色々な慣行、それから債券価格のインフラ、ここら辺の改善等を、分科会に分かれまして、議論をずっと重ねているということです。

こうした色々な債券市場へのかかわりそのものが、アジアの方々にとって非常に参考になるのではないかと期待しているわけです。我々の参加は、おそらくその辺りに意味があるのかなと感じています。

○犬飼 椎名さん、大変ありがとうございます。

いま椎名さんのほうからお話がありましたが、本日配布させていただいている資料集の最後に、「社債市場の活性化に向けて」（資料 P.95～）ということで、本年 6 月 22 日に、日本証券業協会から発表されました提言、これを一緒につけさせていただいています。実はこの中にも、2 ページの真ん中からちょっと下（資料 P.100）ですが、「我が国の資本市場がアジア域内を含む国際的なメイン・マーケットとして重要な役割を果たすことにも資するものである」ということで、アジアの視点も当然入れていただいています。こちらの報告書につきましては、既存の、現状の日本の公社債市場をよくするには、どのよう

なことをしたらいいのかということの分析・提言を、非常に緻密にさせていただいており、先ほどちょっと申し上げました、本年2月から、今年の前半にやらせていただいた早稲田大学グローバル COE のデットリスティング研究会においても、証券業協会さん大変にお世話になりました、ミーティングの場所の提供ですと、人材の派遣等、大変お世話になってありがたいのですが、そちらの、要すれば新市場をどうつくっていくかというところは、早稲田の研究会のほうで主として書かせていただいて、そしてこちらのご発表のほうでは、既存の市場の活性化をどのように持っていったらいいのかというところで、それぞれ重要な提言を、ほぼ同時に行っていると思っています。

こちらの内容も、大変に重要な内容がいっぱい含まれているということであると理解をしているところです。

○伊藤 いまの証券業協会さんの検討なのですが、椎名さんからありましたように、いま四つの部会に分かれて議論が進められており、私、全部に、傍聴、オブザーバー的に出て聞いているのですが、これは確かに、この6月の提言は、既存の公募債市場を念頭に議論がされて、問題点が抽出されているのですが、これからできていく TOKYO PRO-BOND Market、ここともほぼ共通のテーマであると思っています。

内容をご紹介しますと、四つの部会は、第1部会が引受審査についてのものであり、これは、もちろん、さっきご説明しましたように、プロ向け市場といまの有価証券届出書、発行登録制度の下だと、そのリーガルな基盤が少しは違うわけですが、ただ、どのような視点で引受審査をするのか、どのように引受審査の合理化、効率化を発行体と証券会社の間で図るのかといったテーマは同じですので、ここは非常に共通の課題が多い。

それから、第2部会は、コベンツの開示をどうするかということですので、これはべつにプロ向けであろうが、公募債であろうが、同じである。

第3部会は、社債管理会社について。これは、社債管理会社と FA との中間的な存在をつくることによって、もう少し低格付けの社債も出せないか、例えばそんな議論ですが、これもプロであろうと、公募債であろうと同じであると。

最後の第4部会が、さっき椎名さんからありましたが、価格についてのもので、いま証券業協会さんが売買参考統計値制度で毎日全銘柄、国債も含めて6,700銘柄についての気配値を出しているわけですが、これをもう少し実勢価格に近づけられないものかというような議論がありますが、プロ向け市場、TOKYO PRO-BOND Market も、一応取引所取引も用意していますが、ほぼ OTC で取引が行われると思われしますので、この OTC の値段をどうやってみんが知るか。それから、もしくは、値段がつかない場合にどうやってその気配を出すかというテーマは同じであり、そのような意味で、第1部会から第4部会、すべての部会が、公募債マーケットにもプロ向け市場にも両方とも関係があるなということで、参加をさせていただいています。

○犬飼 ありがとうございます。証券業協会の第二期のご検討がさらに進むことを期待したいと思うのですが、実は先週、先ほどヒョンさんのほうからご紹介がありましたが、ヒョンさんの韓国のほうからご依頼がありまして、ABMF-J のメンバーの代表メンバーで、ぜひ韓国に来てほしいというご要請に基づきまして、山寺さんと、椎名さん、伊藤さん、私というメンバーで、木曜日にソウルを訪れまして、ABMF-J、K の合同第1回ミーティングというものをさせていただいてきたところです。

そこで、これは椎名さんのほうから補足をいただいたほうがよろしいかと思いますが、

韓国の債券市場のプライシング、値段のとり方のイノベーション、そのような大変重要なものを発見して、我々、持ち帰ってくる事ができたという部分があります。そのような意味では、オールジャパンで韓国と交流をすることのメリットというのか、そのようなことが、具体的に最初のミーティングで明らかになったということではないかと思っているのですが、そのあたりいかがでしょうか、椎名さん。

○椎名 韓国へ行って議論をしているうちに発見したことではあるのですが、この件は、ちょっと当協会で行っている社債懇の第4部会のほうで、昨日ですか、議論があつて、主査を吉野先生がやられて、吉野さんの耳に入れようと思ったのですが、ちょっとほかの話で忙しくて、まだ入れていない話なので、あまり公開はしたくないのですが、日本のいまの債券価格の日本でのやり方というのは、協会のほうに売買参考統計値という形で、一定の指定された証券会社さんに、かなりな銘柄を、一定時間に出して、報告していただく。これは必ずしも約定した値段ではなくて、約定していないものについても、一応約定する気がある値段を報告していただいて、全部で6,700銘柄ぐらい、毎日報告している。

ところが、それが実勢価格から乖離しているのではないかというご批判もあって、いま、どうやって改善したらいいか議論しているところで、これについては、いろいろ海外の制度も調べてまいりまして、米国とヨーロッパのやり方を調べてきて、それを参考にしながら議論をしています。

ところが、すぐお隣の韓国に行って、どうやっているかという話を聞いたら、これはいままでも我々もよく知らなかったのですが、韓国はアメリカのやり方と似たようなやり方で、TRACE という仕組みに似たような形で、韓国の証券業協会に、協会員の業者さんがやった実際の商いの値段を15分以内に報告するというような形でやっていることがわかりました。

そうすると、たぶん全銘柄を網羅していないやり方なのだなとは思うのです。ところが、それを補う形で、韓国には、Bond Evaluation Agency というのが3社ぐらいありまして、これはどうもいろいろ調べてみると、インデックスをつくっている会社を、少し業務内容を膨らませたような会社のようなのです。まだ調べている最中なのではっきりしたことは申し上げられませんが、ほかの値段についてはフェアバリューを計算して、こういったエージェンシーは3社あって、その出す値段のいずれか1社のものを、ポートフォリオの評価などに使うように、どうも義務づけているような——ちょっとまだ口頭で聞いた話ですけども、すぐ隣の韓国ではそうやっているのだということ、単純な事実ですけども、そのようなことが非常に参考になるのではないかということであり、こういった議論の中でもいろいろ発見があるなという話です。

○犬飼 恐れ入ります。ありがとうございます。ヒョンさんのほうから何かございますか。

○ヒョン 先週、ABMF-J のメンバーの方々に来ていただいた理由は二つあるのですが、一つは、韓国でも ABMF-K という集まりを立ち上げたのですが、皆さん、こういった集まりは初めてなので、今後どのように活動をするのかわからなくて、一応ベンチマークした ABMF-J の方々を招いて、勉強をさせていただくのが第一の目的でした。韓国でも、隣の日本の債券市場に関してほとんど情報がなくて、アメリカやヨーロッパを調べて、そういった制度設計やシステムをつくっていますので、そういったインフォメーション・ギャップを少しでも埋めることができたらいかなと思ってお招きしたのですが、その際に、既に日本の債券市場に関する150ページにのぼる素晴らしいレポートをいただいたのです。

けど、韓国は、制度変更も激しいので、それをいまどうやってまとめればいいのか悩んでいるのですが、同じレベルではないけど、一応考えてみて、レポートを取りまとめられるように頑張ります。

○犬飼 ありがとうございます。

あまり時間がないのですが、そのほかの論点など、一、二、もしあれば、椎名さん、お願いいたします。

○椎名 たぶん私が言わないと、この会では出ない話かなと思うのですが、ABMF のときには常に言っているのですが、アジアの債券市場を論じる場合は、2005 年以降ぐらいに顕著になってきたアジアのマネーフローの変化というのを、やはり日本もしっかり頭に入れて議論する必要があると私は考えており、それは、皆さんご存じのように、イスラミックマネーという、そのようなフローがアジアにいま本流として流れている。特にマレーシアは、いま債券が、半分以上がイスラム債券、スクークというものですし、それからお隣の世界最大のムスリム銀行を持つインドネシアも、ソブリン・スクークを出すそのような法制度を整えて、既に出していますし、それから非ムスリムのシンガポールも、ソブリン・スクークを出している。

日本でも、そのような動きもあってか、平成 23 年度の税制改正要望の中に、アジアの市場での日本の地位の確立というところで、円建てのスクークを想定していると思うのですが、スクークを出した場合、いわゆる資産流動化法の中の特定目的信託という、あまり使われていないスキームを使って、そこに社債的受益権という概念があるのですが、これを出した場合に、非居住者が取得した場合の非課税措置というものを、金融庁さん主導で打ち出してきています。

ですので、世界的にはこのようなイスラムマネーが入りやすいような環境をアジアでも整えようとする動きが強まっているわけですから、この ABMF、あるいは ABMI 自体の地域というのは、半分ぐらいがイスラムに何らかの形で関係している国々であるということですので、そのようなことを視野に入れてほしいなということと、あと、東証のプロボンドマーケット市場も、円建てスクークのリスティングの場として、ぜひご検討いただきたいというのが私の希望です。

○犬飼 椎名さん、ありがとうございます。

それでは、ここで、マニラの山寺さんをもう一度呼びしてみたいと思うのですが、山寺さん、お聞きいただいていますでしょうか。

○山寺 はい。

○犬飼 もしよろしければ、ここまでのところで、山寺さんの簡単なコメントをいただいて、第二部を終了したいと思います。山寺さん、お願いいたします。

○山寺 ありがとうございます。いまヒョンさんのほうから、隣の国のことがよくわからないという話がありましたが、実は ASEAN+3、どこの国もそうだと思うのですが、お互いのことがよくわかっていないということがあります。基本的には欧米を見るという、そのようなスタンスの中、それを、今回の ABMF の作業を通じて、アジアでの考え方というものができないか。そういったものを探っていければ非常に面白いなと思っています。

いままでは、そのような欧米流の基準、規制に合ったもの、それが商品として売られる、債券が発行されるということだったと思うわけですが、先ほどちょっと申し上げましたが、アジアの国々がいま非常に困っているのは、大きなキャピタルフローが入り込んでいる。

そういった意味では、規制をなかなかなくせない。規制はなかなかなくせないのだが、でも、いまのままでいいとも思っていない。そういったことに対して、いかに適切な解決策といったものを提示できるかが、アジアにおける市場振興ではとても重要になってくると考えています。

そういった意味で、今回の作業を通じて、色々な国がどのような規制があるのか、その背景となる考え方はどのようなものなのかということ、一つ一つ見きわめていった上で、それに対する対応策、解決策、そういったものを提示することができれば、ユーロ市場とちょっと違った、アジア版の市場というものをつくることのできるのではないかなと考えています。

そういった意味で、皆様からいろいろサポートをいただくことができれば、大変ありがたいと思っています。引き続きよろしく願いいたします。

○犬飼 山寺さん、本当にありがとうございました。また、山寺さんのお話をこのような形でお聞きすることができたことは、我々にとって大変に幸せなことです。引き続きどうぞよろしく願いします。

それでは、皆さん、これで第二部を終了いたします。

【第三部: パネルディスカッション: アジアと日本の新市場の重要性】

長島・大野・常松法律事務所 弁護士 早稲田研究会共同座長 築瀬捨治
東証グループ (TOKYO AIM 取引所 COO) 伊藤 豊
パークレイズキャピタル証券 引受審査部ディレクター 鈴木裕彦
野村証券キャピタルマーケット部マネージング・ディレクター DCM 担当 東 正憲
大和証券キャピタル・マーケット (株) グローバル・マーケット業務部部长 吉田 聡
みずほ証券 グローバル・リサーチ本部 本部長代理 安藤 毅
早稲田大学大学院 (三菱UFJ 信託銀行) 坂東洋行
日立製作所 財務二部担当部長 (発行体の立場から) 藪田敬介
総合研究開発機構元主任研究員 (機関投資家の立場から) 玉木伸介
韓国資本市場研究院リサーチフェロー ヒョン・スク
早稲田大学教授 犬飼重仁 + Q&A

○犬飼 それでは、第三部を開催させていただきます。

第三部はパネルディスカッションであり、「アジアと日本の新市場の重要性」ということで、皆様からの忌憚のないご意見をお聞きしていきたいと思っています。大変にたくさんの方に入っていただいていますので、どなたからお願いしようかというのは難しいところではありますが、本日のこれまでのお話を受けて、あるいは、これまでいろいろと私どもの活動にご参加をいただいた上で、どのような感触ないしご意見をお持ちかということでも結構ですので、一応、このプログラムの順番で、まずは一言ずつお話をいただいて、あとは自由にディスカッションしていただくということでやっていきたいと思えます。

それでは、恐縮ですが、長島・大野・常松法律事務所 弁護士であられます、デットリスティング研究会の共同座長をお務めいただきました築瀬捨治先生からお願いしたいと思います。

築瀬先生、お願いします。

○築瀬 犬飼先生、ありがとうございます。一番バッターを指名されましたので、私から一言感想をお話しさせていただきます。

今日のお話の中で、アジア地域での資金の需要が急速に伸びているというのがよくわかりました。特に、山寺さんが示した自国通貨建ての債券の残高の伸びを見ますと、ずっと右肩上がりで、リーマンショックで、世界のほかの地域が経済的な停滞に悩んでいた時期にも、引き続き右肩上がりで伸びているという状況でした。世界的に見ても、これからはアジア地域は非常に重要な経済成長が見込まれるところだというのは、ニューヨークやロンドンの方たちも、同じ認識を持っているようです。

ニューヨークとロンドン実際に金融取引に関与している方やその周辺を扱っている、私と同様の弁護士の感触を聞きますと、先日もニューヨークで話題になったのですが、ウォールストリートはこれから縮小していった金融のセンターではなくなるのか、あるいは、金融のセンターであり続けるのか、というようなことが話題になるような状況でした。いずれにしても、ニューヨークもロンドンも、いま金融の規制の強化に動いており、その時期であるからこそ、おそらくニューヨーク、ロンドンの業者の方たちはアジアに注目していると思えます。

基本的には、金融の流れがアジア域内で起こるということを察知しまして、大変関心を持っておりと思います。今回のアジアと日本での金融市場の構築というのは、重要なことであることは間違いのない、疑うべくもないことであると同時に、実務的には、早急に立ち上げていくことが、非常に重要だと思っております。ニューヨーク、ロンドンの業者は大変興味を持っていますから。

先ほど、今回の目的の一つに、日本の経済成長の戦略の一つとして金融業の成長ということも話に出ていましたが、それは金融業をどこの業者がやるかに関係なく、域内で活発になればいいという、そのような考え方もあるいはあろうかと思っております。その中で、日本、あるいはアジア地域の金融業者も、サービス業者も活躍しようということであれば、ロンドン、ニューヨークに伍して競争できるような市場をつくって、そこで活躍するということがぜひ必要なことです。実際のディールをできるだけ早く立ち上げる中で、おそらく当初想定していなかった細かい点の問題も起こると思っておりますので、それを一つ一つ解決していくという努力をしなければならぬと思っております。

ともかく、ニーズ、重要性は明らかで、これをどれだけスピード感でやっていくかというのは、次の課題である、私はそのような印象を持ちました。

○犬飼 ありがとうございます。それでは、第一部から第二部、出ずっぱりで申し訳ないのですが、東証グループの伊藤さん、よろしくお願ひします。

○伊藤 何度もマイクを持たせていただいて、ありがとうございます。

いま築瀬先生から、具体的なディールというお話がありましたので、まだしゃべっていない、TOKYO PRO-BOND Market の最初のディールにどんな人が来るのだろうかということも少しだけお話ししたいのですが、先週発表するまでの間にも、個別にかなりヒアリングをさせていただき、それで発行体、証券会社、投資家さんのニーズを伺うと、イメージとしては、グローバルに債券によって資金調達をされている方という方が、私どもの新しくできるマーケットにプログラムを、上場・開示をされるのではないかと考えています。

といいますのは、やはりグローバルで債券をかなりの規模、兆円単位で調達されている方々にとっては当たり前ですが、起債環境が発行体さんにとって一番有利なところで、瞬時に出したいというニーズがありますので、TOKYO PRO-BOND Market に MTN プログラムを乗せたからといって、ヨーロッパやアメリカでのプログラムをなくしてしまうということは到底なくて、どこでもすぐに発行できるように準備をしておこうという趣旨で、おそらく TOKYO PRO-BOND Market にプログラムを乗せるのではないかと考えているので、そのようなグローバルな債券調達企業グループが、まず最もすぐに使われるのではないかと考えています。

それからあと、もちろんサムライ債の英文開示のメリットという点がありますので、そこも非常に期待しているのですが、日本の機関投資家さんのいまの投資の状況を見ると、いきなりアジアの事業会社の社債が日本の投資家さんに買われるというのは、すぐには考えづらいと思ひ、もちろんレーティングの問題もありますし、なかなか一足飛びにはいかないだろうと。

そう考えますと、やはりサムライ債もソブリン系の発行体が最初と思ひ、このあたりからスタートして、第一部で鈴木さんのほうからもお話があったように、原理的には 11 兆円の公募債マーケットが全部移ってきてもおかしくないと思ひているので、その移行は、この新しいマーケットの出来不出来を皆さんごらんになりながら、徐々に起こるのかなと、

そのようなことを思ってマーケティングをしています。

○犬飼 ありがとうございます。それでは、続きまして、パークレイズキャピタル証券の鈴木さん、いかがでしょうか。

○鈴木 本日の一連の流れを振り返ってみますと、まず国内的には、私たちここで議論しているプロボンド、犬飼先生がおっしゃっていた **Professional Securities Market** の流れ、それから日証協さんで社債懇、そして、今日はちょっと触れなかったのですが、実は金融庁さんのほうで、開示制度に関するワーキンググループというのがスタートしており、英文開示のところの促進というのをテーマとして議論をされている。軌を一にして、こういった議論が起きている。これは、オールジャパンで取り組んでいこうという大きな流れができていて私は受けとめており、公募、プロボンド、建て付けはいろいろあるのですが、方向感はみんな一致しているという印象を非常に持ちました。

それから、国際的な流れでは、いままで日本の発行体というのは、極東で唯一の先進国の状態が長い間続いている、グローバルなマーケットでは、ヨーロッパ、アメリカの市場を利用するというので、どちらかというユーザー的な立場、ポジショニングだったと思うのですが、先ほど築瀬先生からも総括がありましたとおり、アジアにおける資金の流れが随分変わってきている。

見方を変えると、いままではロンドンが、あるいはニューヨークが戦略的に非常にいいポジショニングをしていたというところから、いよいよ金融の資金の流れにおいて、東京が戦略的に非常に重要なポジショニングを得る好機が到来しているということが言えると思います。

国内とアジア地域での資金フローの大きなうねり、ここでプロボンドマーケットがスタートするというのは、日本の金融国家戦略の観点から、非常に重要な意味を持つと捉えています。

細かいところはいろいろ今後詰める必要はあるものの、全体の方向感としては、有利な流れにあると思いますので、このチャンスを逃すことなく、日本は、一応金融立国という看板はまだ下げていない状況ですので、その看板をより強くするための環境が整いつつあるという印象を強くしています。

アジアにおいて、日本の東京の優位性というのは、国内の資金源もそうなのですが、アジア各国の金融業者の中で、日本の証券会社さん、銀行さんのように、グローバルな調達、グローバルな主幹事業務を務めている証券会社というのは、アジアの各国の中には見当たりません。発行体はいても、証券業者というのはローカルにすぎないという状況で、そのような意味で、日本の証券業者さんのポジショニングをさらに上げるまたとない好機到来ではないかと思っています。

私どもは外資系ではありますが、日本でビジネスを展開していく上で、こういったところに貢献するのは重要なことであると考えていますので、今後もいろいろ皆さんに貢献できるようなアイデア等を提供していきたいと思っています。

○犬飼 鈴木さん、ありがとうございます。それでは続きまして、野村証券キャピタルマーケット部マネージング・ディレクターの東さん、よろしくお願ひします。

○東 野村証券の東でございます。いまの鈴木さんのお話とほぼ重なるのですが、こと金融に関して言いますと、グローバルに競争環境というのは基本的には欧米のルール、枠組みで成り立ってきたと言えるのではないかと思います。

日本に関して言いますと、製造業の方がいろいろな規格づくりから始まって、グローバルに活躍されているのと対比し、金融は、やはりグローバル戦略というのは相当見劣りがしてきたというところかと思えます。

なかなか、ビジネスを行っていても、イニシアティブを日本としてとっていくべきといったようなときに、制度、決済、税制、といったようなものが、どうしても整合的に動いていかず、仕事をしていても、歯がゆく思うようなことが多数あったというのも事実です。

ところが、昨今のこの ABMI や、プロボンドマーケットといったような一連の動き、もしくは J-BIEM といった非居住者の利子非課税制度開始といったようなものを見るにつけ、何か非常に大きなマグマが動き出したなと実感しているところです。もしかしたら、これで何か大きなことができるのではないかと期待するに十分な、今までにない動きというものを実感しています。私個人としても、企業としても、そういった動きに少しでもお役に立てればと思っている次第です。

○犬飼 ありがとうございます。続きまして、大和証券キャピタル・マーケット、グローバル・マーケット業務部部長の吉田さん、お願いします。

○吉田 大和証券キャピタル・マーケットの吉田でございます。本日はお招きいただきましてありがとうございます。

今回のプロ向け市場、公募市場ということになりますが、資本市場インフラの整備という観点で、若干いろいろ考えるところもあると思っています。

まずは、国内発行ということですと、保振さんのインフラを使う、そういった形で発行されて、流通もされるという流れに当然なっていくわけですが、今回、東証 AIM さん、制度要綱を先日出していただいています、この辺はたぶん保振をイメージされていて、そのような意味では、ほかに選択肢はないわけですが、ここは発展形を、グローバル化を考えていって、AIR-PSM につなげていくというアプローチの一つの礎ができつつあるのではないかなというイメージを持っています。

ただ、若干気になったのは、清算・決済制度という形で制度要綱に書かれていますが、これをずっと私も、配当落ち、誤解があったのかもしれませんが、そこはクリアになったのですが、サムライ債がある、あるいは昔の国債の小口取引というものは、私が会社に入ったころ、東京証券取引所のほうで集中取引されていた。その伝統が残っていて、もしかしたらその清算・決済制度というものも、今回一応表に出す形になっているという、そのような印象を持った次第ですが、少なくとも決済は保振なのですが、取引や清算というところにつきましては、ある意味そこは自由度を持たせた形で制度設計されるのが望ましいと理解をしています。

この保振のインフラにつきましては、グローバル化というのはたぶん非常に重要な今後の論点になってくるのかと思っているのですが、一つ考えますのは、株式ですね。我々が東証で普通に売買している株式については、とうにもうグローバル化されている。東京証券取引所で取引されている 6 割以上の株式は、もう非居住者の売買でなされているという実態があります。ここは過去、自然な流れでグローバル化がされてきたわけですが、何か特殊なインフラがあるわけではなくて、少なくともサブ・カストディアンがいて、グローバル・カストディアンがいるという、通常のクロスボーダー取引、これはかなり高度にチューニングされた形で、参加者側、あるいはカストディーバンクさんのほうで、マナーが自然とでき上がってきている。ここは時間をかけてここまで来ているのだなという実感を

持っています。

同じような形で、プロボンドがグローバル化していく道筋ができるというのが、私が思っているイメージであり、ここはある意味中央のインフラさんだけの話ではなくて、我々仲介業者だけではなくて、今後カスタディアンも交えた研究、検討が必要になってくる世界であると考えています。少なくともこのようにグローバル化をイメージしたもの、これがまず日本で実現されるということが非常に重要であると理解しています。

それから、少なくともいまイメージは円で取引されるということですが、外貨でいずれはということになります。そこはちょっといまの保振さんなり我々の仕掛けでは、なかなかすぐには実現できないと思っています。ここもいろいろと考えれば出てくると思うのですが、こういったところも地道に検討していくというアプローチが必要になってきますので、ここは ABMF の検討にも絡んでくるわけですが、こういった場を活用しながら、我々のほうも努力していきたいと思っています。

少なくとも今年の6月から、非居住者が一般債、こういった債券市場に非課税制度で一応買いつけができるようになったということは、東さんからの話もありましたが、非常に象徴的な、今後の一つの発展の礎になる出来事かなと思っているので、こういった機会をぜひ生かしながら、仲介業者が頑張っていく必要があるというのがいまの実感です。

○犬飼 ありがとうございます。それでは続いて、みずほ証券 グローバル・リサーチ本部 本部長代理の安藤さん、お願いいたします。

○安藤 みずほ証券の安藤です。本日はこのような場に参加させていただきまして、本当に光栄ですし、実は大変恐縮しています。

ちょうど1年ぐらい前ですかね、やはり早稲田大学でフォーラムをやって、そのときに、「今の日本の社債市場で不便なところがいろいろあるのだが、このような市場ができたらいいのではないかと、半ば思いつきのような形で出ていた話が、わずか1年ぐらいでここまで来たというのは、やはり犬飼先生を初めとする皆様のエネルギーによるところではないかなと思っています。

実際、ユーロ市場が発展した経緯ということを考えると、もともとインフラなどが何もなかったところに創ったので、ある意味、業者、市場関係者が、自分たちのやりやすいようなマーケットを創れたということがあったのだと思うのですが、21世紀に入って、ある意味大体技術的なところも改革され尽くしてしまったような中で、かつ、アジアの国もだんだんインフラを整えてきている、こういうところで新たにインフラを創っていくというのは、当然、全然違う難しさがあるのではないかなと思っています。

現実に、日本の中で、私も随分制度のことで色々なところでくちばしを突っ込んできたところはあるのですが、なかなか一つのことを動かすにも全然進まない。先ほど税制の話もありましたが、ここまで来るのに本当に何年かかったのかと思っているので、それがこの1年間ぐらいの動きを見ていると、急に加速をしている。しかも、このような色々な制度が同時並行に動いているのが、必ずしも同じ方向ではないのかもしれませんが、お互いに競争するような形で進んでいくというような実感を持っており、このプロ向け市場というのが一つのきっかけになって、公募市場が、例えば活性化する、それでも私はいいのではないかなと思っていますし、先ほど伊藤さんのほうから話がありましたように、逆にプロ向け市場のほうに全部公募債市場が来てもいいのではないかな。

実際、そのようなきっかけになるために、このような集まりがあるのだと思っているの

で、おそらくここでまだ詰まっていない細かい点というのは、小さく産んで大きく育てるといったように、やってみて、様子を見ているという参加者の方が非常にまだ多いと思います。発行体にしてもそうですし、投資家さんにしてもそうかと思えます。やはり実例を見せて、ここがうまくいかない、また、ここを変える必要がある、こういったところを詰めていくということを通じて、ぜひこの会の最終的な目的であるアジアの共通の債券市場というものをつくっていったらいいなと思っていますし、微力ながらもお手伝いできたらいいなと思っているので、よろしく願いいたします。

○犬飼 安藤さん、ありがとうございます。それでは続きまして、早稲田大学大学院在学中ですが、バリバリのビジネスマンの、三菱 UFJ 信託銀行にお勤めの坂東さん、お願いいたします。

○坂東 坂東です。皆さん、こんにちは。5 時まではプロの投資家として実務をこなしていますが、今日は研究者ということで呼びいただいて、参加しています。

早稲田大学には私ではなく優秀な若手研究者が他にもたくさんいますが、今日ここに呼ばれたことを光栄に思い、参りました。

ここまでのところ、たくさんのご報告及び課題について興味深く聞かせていただきました。一番興味を持ちましたのが、東証 AIM の伊藤様、それから金融庁の三井様の話です。

ところで、東証の自主規制というのは非常に重要だと思っており、人によっては、東証の自主規制をソフトローと呼んで軽んじた見方もあるのですが、これは自主規制を民商法上の取引・契約とした位置づけで、大変誤った考えだと思っており、基本的に自主規制というものは市場ルールという重要な位置づけがあります。

例えば、今後東証で詳細を決めていきます開示ルール、特定証券情報や発行者情報において不実開示があった場合、普通社債と同様の、つまり法定開示と同じような刑事罰、行政処分、民事責任規定が金商法にあります。非常に重要な位置づけとなります。

しかし、これらの金商法上の要請も十分考慮した上で、発行体、投資家、金融商品取引業者が使いやすい市場を作っていくということも重要なことだと思っています。つまり、

プロ投資家に適合する上場規制、取引ルールを過不足なく規定しながら、公正な価格形成のメカニズムを維持し、市場機能が十分に発揮されるマーケットを構築していくことも大事だと思っています。

その点、先週東証でプレスリリースがあり、今日の伊藤様のご報告にも出ていますが、市場規制、上場基準に向けた概要がつけ作られており、発表されています。非常に短期間でまとめられた伊藤様をはじめ東証グループにはすごく感心しています。内容をご覧になっていただきますと分かりますとおり、方向性に誤りはなく、非常に受け入れやすいものとなり、今後ともしっかりした市場を作るといったメッセージを発することによって、内外の資金が東京市場に集まっていくと感じています。

私としましても、今後とも犬飼先生とともに、早稲田大学、東証でこういった上場基準の作成等を支えていきたいと考えています。

以上です。

○犬飼 坂東さん、ありがとうございます。それでは続いて、発行体の立場からということで、日立製作所 財務二部担当部長の藪田さんから話をいただきます。藪田さんには従前から企業財務協議会・日本資本市場協議会、デットリスティング研究会等で、大変にお世話になっています。本当にありがとうございます。では、よろしく願いいたします。

○藪田 日立製作所の藪田でございます。先ほど安藤さんからございましたが、今年の初めに犬飼先生のほうから、このプロ債券市場のアイデア、構想のお話にお誘いをいただきまして、その後1年ぐらいい間にここまで来たということは、相当皆さんの熱意とご努力の結果だろうということで、大変敬意と感謝を申し上げます。

ですが、一方で、厳しく申し上げると、まだまだスタートアップ、つぼみの段階だなど。これからどのような花を咲かせていくのかという状況だろうと思います。

いまご紹介いただきましたように、発行体の立場からということですが、発行体の立場の人は私だけでいいのかなと。もうちょっと、アジアの人、そのような人がここにいたらもっと、次回はいるのかなと思っています。

といいますのも、たぶん新市場に色々な投資家さん、色々な関係者を呼び込むときに、発行体を呼び込むというのは非常に難しいのではないかなと思います。新しい発行体ならともかく、既存の発行体ですと、どこかの市場で色々なことをやっている。それをこの新市場に呼び込むというインセンティブは何なのだろうかと思いますが、相当大変なのかなと、このようにも思います。

それは、たまたまちょっと個人的な私の経験なのですが、3年前まで、約4年間、私はシンガポールの金融子会社におり、MTN プログラムもやっていたわけですが、最初ロンドン上場だったものを、途中でシンガポール上場に移したという経緯があります。これは、地元がシンガポールだったということももちろんあるのですが、やはり彼らのそういった、セールスと言うとちょっと語弊がありますが、色々な提案力やサービス、そういったものに打たれて移ったという経緯があり、ある意味コンペティター、ある意味協働でやっていくという中で、新市場というのは相当頑張っていけないといけないだろうと、こう思います。

そのようにしていくためには、もちろん制度だけではなくて、人材育成、そのような裾野も含めて日本が頑張っていけないと、成功できないのかなと思っています。

ただ、そうはいっても、当社も日本企業ですし、私も日本人ですので、ぜひ成功させたいということです。

先ほど、最初の発行体はどこなのだろうと、非常に興味深いというご発言がありました。たぶん、やはり最初の発行体、1社か複数かよくわかりませんが、これは日本企業であったらいいだろうと思いますし、それが核になって大きくなっていけばいいと、個人的には思っています。

雑駁でございますが、そんな感想でございます。

○犬飼 ありがとうございます。それでは次に、私が内閣府の関連の研究機関である総合研究開発機構に出向中に一緒に研究をさせていただいた、同じその総合研究開発機構の元の主任研究員で、現在は、公的な機関投資家のお立場にある、玉木さん、お願いいたします。

○玉木 玉木でございます。この作業、試みは、アジアという地域を見据えています。私を含め、皆様ときどきは、あるいはしばしば、アジアの国々に行かれると思います。そういったところで非常に強い成長のうねり、活気というものを感ずると思うのですが、実は私がたまにアジアに行って感ずることは、あ、こういう雰囲気、昔日本にもあったなということです。

例えば、東京オリンピックがありました昭和39年、この年初めて新幹線ができ、ある

いは初めて日本に高速道路ができたといった時期ですが、このころの我が国の金融を考えてみますと、まずグローバル化ということは全くしていないわけですし、それから証券化、これは債券を証券化するのではなくて、証券市場というものが非常に小さくて、昭和 39 年でしたら、まだ国債も発行されていませんし、有価証券というものがほとんどありません。

また、当時は金利も自由化されていません。6 カ月の定期預金は何%までという形で、びしっとすべてが決まっており、金融債等の金利も非常にタイトな状況でした。また、当然のことながら、為替相場も固定ですし、色々な意味でドメスティックな銀行業務が金融仲介をすべて担うという形であったのだらうと思います。

ところが、現在のアジア諸国というのは、色々な意味で、高度成長しているという点では、昭和 39 年の日本と似ていますが、それ以外の金融仲介という点に関しましては、全く環境が違うというところがあり、その辺に、今日も議論されているアジアの債券市場という試みが受けている追い風の源があるのではないかと思うところです。

あと、いまのこの流れ、先ほど藪田さんのほうから、発行体として強く注目しているというお話がありましたが、これは債券を買う側からいたしましても、これだけ大きな経済成長が起きている地域、ここで言う経済成長というのは、リアル、実物という意味ですけども、その成長が起きている地域におきまして、そういったリアルな経済成長とバランスがとれたファイナンシャルな、マネタリーな成長が起きるとするのは非常に喜ばしいことではないかと思います。

というのも、投機家ではなくて投資家であるという立場でこの有価証券市場に出ていくとしますと、長い目で見て、マネタリーなものとリアルなものが、バランスがとれているということが、持続可能性という点では非常に重要であり、そのような点からいきましても、リアルなことだけ発展しているアジアにおいては、やはりファイナンシャルなものもある程度は伸びていく必然性がむしろあるのかなと思います。

また、こういったリアルなものが伸びていく上では、例えば海外から新しい技術が入ってくる、交通等のインフラが整う、あるいは国民の教育水準が近代的な、例えば工場を使うという意味で、教育水準が追いついてくる、色々な条件があって初めてリアルな成長があるわけですが、ファイナンシャル、マネタリーなほうの成長も、これはどうしても制度的なもの、あるいはそれを担う人々の能力、知恵、そういったものとのバランスが非常に必要です。

これまでアジアの債券市場をつくるという政策的な狙いが出てくる背景の一つには、この辺のマネタリーな、ファイナンシャルな知恵、あるいはシステム、制度、こういったものについて、若干域外に依存し過ぎだったのではないかといった意識もあると思います。

その場合に、ここまでリアルなエコノミーが成長したアジア諸国におきましては、おそらくキャパシティとしては、ファイナンシャル、マネタリーなものにつきまして、知恵、制度、あるいはソフトなもの、こういったものを自分でつくっていったって、一番アジアに合ったものをつくっていくことができる、そのようなポテンシャルは十分にあるのではないかと思うところであり、この辺、リアルな成長と、それをソフトな面から自分で支えていける、そのようなファイナンシャルな成長があれば、非常に持続可能性も高く、色々な意味でいいのかなと思うところです。

次にお話しなさいますヒョンさんのお話でも、韓国と日本の問題意識を同じくする人間

が話を始めると、非常に話が合うということをお聞きしていますが、やはりその辺の背景も、本来あるべき、あるいは発達すべきものが、まだこの地域で発展していないといったところがあるのかなという感想です。

以上です。

○犬飼 ありがとうございます。それでは、ヒョンさん、いかがですか。

○ヒョン 日本の新市場の TOKYO PRO-BOND Market の重要性について、一つコメントをさせていただきたいと思います。

利便性の高い TOKYO PRO-BOND Market が創設されることによって、サムライ市場で資金調達している、韓国を初めとするアジアの発行体にはグッドニュースになって、アジアの高い貯蓄、特に日本の貯蓄をアジアの域内で循環させることができ、大変意義があると思うのですが、日本の投資家さんが保守的で、アジアのリスクを取らないという話をよく耳にするのですが、先ほどの発表の資料を見ても、ポートフォリオのインベストのデータを見ても、日本はアジアよりはアメリカやヨーロッパに集中的な投資をしているのですが、実際に、日本の投資家さんはどのぐらいアジア債券に投資のニーズがあるのか、伺いたいと思います。

○犬飼 ありがとうございます。ご質問が出たのですが、どうでしょうか。私のほうからちょっと雑駁なコメントをさせていただきます。本当にここ 1、2 年、急速に日本の投資家が、機関投資家のファンドを通じた、あるいは投資信託を通じた投資という意味において、アジアの債券市場における債券ファンド、名前はいろいろだと思いますが、高金利通貨ファンド、色々なものがありますけども、アジア債券を入れたファンドに対する人気が沸騰しているということではないかと、私は理解しています。ただ、なかなかそのファンドをつくるのが難しい。やはりアジア通貨建ての債券を、ポートフォリオに組み入れるのが難しいので、為替の先物を組み合わせたような、シンシティックなアジア通貨建ての債券をつくって入れるというようなことが頻繁に行われている。そのような理解をしているのですが、日本の投資家も、アジア債券に対する需要が、非常に大きくなってきているのではないかなと思います。

その辺については、金融機関の方々に、もしコメントをいただける方がいらっしゃれば、いかがでしょうか。では、東さん、お願いします。

○東 日本の投資家といった場合に、一つは機関投資家ですね。特に年金、銀行、生保といったようなところを中心とする機関投資家マーケットのマネーと、やはり個人の資金というのは 1,400 兆円、1,500 兆円ということをおっしゃるけど、非常に大きくて、その二つで大きな動きの違いというのがあるかと思います。

特に個人の資金に関して言いますと、非常にリスクを取ることにに対して積極的な部分があり、通貨投資ということであると、つい最近までは、ブラジルのリアル建てといったような、リアルに対する投資、もしくは南アフリカランドといったようなところに対する通貨の投資というのが非常に積極的に行われていました。最近では、インドネシアルピアが流行りだという話も聞くのですが、そういった資金というのは、投資信託を通じてマーケットに出てまいりますので、マーケット参加者からすると、一部の機関投資家、個人の資金をバックとした投資マネーというものが、そういった通貨に向かっているというような状況が見てとれます。

一方で、機関投資家マネーというところで言うと、お話にありましたように、やはり日

本の機関投資家の特徴としては、保守的な運用というところは否めないところであり、アジアの、通貨というよりクレジットだと思うのですが、クレジットに対する投資というのは、まだそこまで積極的ではないのかなと思います。

ただ、最近の動きを見ていますと、JBICさんが保証プログラムでMASFやGATEといったようなものを立ち上げられています、JBICの保証債で一部保証に穴があいているような形で、投資家さんにも一部そのクレジットをしっかりと取っていただくといったような、サムライ債でやられているのですが、最近インドネシアのJBICのGATE対象の保証債というのが出ていますが、それが600億円、機関投資家向けに発行されましたが、そういった動きも出てきているので、まだまだ動きとしてはそんなに大きなものではないですが、だいぶ機関投資家さんの投資行動にも変化が出てきたのではないかと感じる次第です。

○犬飼 ありがとうございます。一わたり皆様からのご意見をいただきましたので、大変恐縮なのですが、私のほうから若干コメントをさせていただきたいと思います。

築瀬先生からは、とにかく早くやろう、そして東京に世界の金融業が集まれる場をつくらうというメッセージをいただいたと思います。

それで、鈴木さんのほうから、日本の出番であると。要するにオールジャパンで動くときが来たのだと、そのようなご主張だったのかなと思います。

それと、東さんのほうから、「大きなマグマが動き出した」という表現をお使いになられて、まさにこれから何か非常に大きなことが動き出しそうな、そのような予感についてお話をいただけたかなと思います。

また、安藤さんのほうからは、この1年急に加速したということで、お互いに競争していく。ある種のピア・プレッシャーのようなお話かもしれませんが、プロ向け市場ができることで公募債市場が活性化する、あるいは、その両方なのか。要するに、一つのことが動き出す、新たな市場ができるということのそのインパクト、それがプラスの方向に働く予感のようなことがあるかなと思われまます。

坂東さんのほうからは、東証の自主規制は決して軽くないというお話もありまして、要するに、金融庁が直接決められるわけではないのですが、自主規制なのだが、非常に重い、そのような規制のあり方、これを、東証あるいはAIM取引所という主体が、これから規制主体としてのどのようなイノベーションをしていくかと、そのような新たな自主規制のイノベーションの始まり、そのようなことが予感されるという感じかなと私は受けとめました。

そのほかの方々からも一様に、要するに民と官のパートナーシップ、それがいよいよ実効的な新しい形で動き出す予感と、そのようなものが皆様のお言葉の中から感じられたように私は思いました。

それで、藪田さんのほうからは、一方で発行体呼び込むのは難しいとおっしゃったのですが、一方で、シンガポールを見て、シンガポール市場、あるいはシンガポール取引所なのか、あるいはシンガポールの弁護士事務所なのか、私はちょっとわかりませんが、要するにシンガポール自身の営業力というか、お客さん呼び込む力、人材育成も含めて、そのようなものがあつたのだと。それを我々も学ぶべきことなのではないかと。そのような新しいマーケットをつくっていく力というか、実現力というか、そのようなものの重要性というものをおっしゃったのではないかなと、そのように理解をさせていただいたとこ

ろです。

玉木さんのほうからは、リアルの世界に不可欠のファイナンシャルな成長の重要性を含めて、全体をまとめるお話をいただいたわけだと思いますが、全体のいま皆様からいただいたお話をお聞きして感じましたのは、やはりいままでと違うことが何か起こりそうな予感というか、そういうことではないかなと思いました。

大変恐縮ですけれども、第一部、第二部のほうでは、あんまりこのようなことはないと思うのですが、財務省の方や、金融庁の方や、経済産業省の方がこの場に出てください、それで応援のお話をさせていただけたというのは、大変に感激なわけですが、これも、先ほど ADB の山寺さんが、アジアの中で官と民のパートナーシップ、要するに官だけで話をしていてもだめなので、民の力、市場実務家の力、エキスパートの力も借りてと、そのような話もありましたが、やはりパブリック・パートナーシップというか、そのようなものをこれから実効的に動かしていこうと、そのようなお話だったのかなと理解しました。

全体からすると、まさにこれから何か起きる予感というものが非常に強く皆様から寄せられたのではないかなと、お聞きした次第です。

あとは自由なディスカッションということなのですが、これを言いたいのだという方、いらっしゃいますか。安藤さん、何かありますか。

○安藤 2点あります。誤解があってはいけないと思うのですが、東証の自主規制を厳しくすべきだといった意見ではなく、市場参加者にとって使いやすい市場の創設と、それから、公正な価格形成メカニズムを維持すること、このバランスをどうとっていくかということが大事だと考えています。

それにはやはり、私も実践ではプロの投資家ですが、プロの投資家、それから金融商品取引業者が責任をもって市場育成していくことが大事であって、東証につきましても、表現が悪いのですが、胴元として、責任を果たしていくということが大事だと考えています。

それから、先ほどのアジア市場について、市場規制の観点から申し上げますと、先ほど山寺さんも若干触れられていましたが、資本規制をどうしていくかということが非常に大事だと思っています。現状は、ブラジルでさえ金融取引税を導入いたしまして、債券の購入者には源泉徴収税を課するといった形で規制が強化されています。これは、マーケット自体が小さいので、例えるならば、金魚鉢にクジラが飛び込むようなお金は入れないといったことが主眼にあり、我が国も高度経済成長期にはそういった時代がありました。

ただ、これはあくまで国益等、それぞれの国の事情がありますので、我々は東京市場でどういったお手伝いをするかということ、円であったり、ドルであったり、決済可能な通貨での発行を促して市場を提供するといったことが大事だと考えており、殊さらにアジアの市場だけではなくて、東証のこういったプロボンドマーケットにおいて、そういったマーケットをつくって、海外の発行体を引き入れていくといった努力も必要だと考えています。

○犬飼 いま東証さんのお話が出ましたが、伊藤さん、お願いいたします。

○伊藤 さっき吉田さんがおっしゃった売買の点で、これまで一番議論した点ですので、ご紹介をしたいと思うのですが、保振さんの登録、保振取り扱いを要件とするかどうかというところです。現在の要綱、いま手元にある資料、先週発表したものでは、保振の取り扱いを要件としていないので、保振で決済が行われないもの、例えばユーロクリアで決済が行われるものも、この TOKYO PRO-BOND Market の対象とすることにしています。

ある時点においては、保振さんの取り扱いを要件として書いていた時期もありまして、

これは犬飼先生から、こんなことでは国際マーケットになれないので、ここは何がなんでも落とすべしというコメントをいただいて、それで金融庁と調整したという結果、いまのようになっているのですが、第一部でバークレイズの鈴木さんからお話があった、要はユーロ MTN で、メインはヨーロッパで発行するが、アメリカの 144A でも出せるようにして、かつ東京でも出せるように、売れるように、東京適格条項のようなものを書類の中に入れておく。これは、株で言えば重複上場をしているような状態であり、メインのマーケットはロンドン・ストック・エクスチェンジであるが、ニューヨークにも東証にも株を上場していますという状態をイメージしていただくといいと思うのですが、その東証への重複上場をするときに、これは決済機関の問題はもちろんあって、ここに、ロンドンでメインに取引される有価証券について、保振の取り扱い義務制度ということになりますと、なかなかそれは、プラクティスを大きく変えた話なので、難しいと。

いま申し上げたような 3 市場同時の、かつ日本ではなくてニューヨークやロンドンがメインの発行地であるようなものを取り込もうと思いますと、現状だと、保振取り扱いを要件とすると、できなくなってしまうということです。

もちろん将来的には、保振さんとユーロクリアを含めた国際的な決済機関が連携をうまくして、ユーロクリアで決済できるものは保振でもできますよというようなことに、だんだんできてくると思いますので、その暁には、べつにどちらでもいいのですが、現状においては、そのようなものを取り込むために、保振さんの取り扱い要件はつけていない。保振さんの取り扱いではなくてもできるという状態になっています。

それからあと外貨建てなのですが、これもいろいろ議論があって、行ったり来たりしたのですが、現在のこの手元の案では、円建てでなくて、外貨建てでもどうぞということになっています。もちろん、デリバラブルな通貨がどうかという問題がありますので、例えば人民元建ての社債は、当方としてはどうぞということなのですが、日本に人民元はこの銀行にもないので、日本でお金の決済をしようと思うと、これはできませんということですから、もちろんそのような問題はあるのですが、この取引所の上場の制度としては、どこの通貨でもどうぞということです。

これは結局保振さんのシステムの対応可能性の問題でありまして、いまはほとんどないと思いますが、保振さんのシステムはよくできており、外貨建てでもどうぞ。対応できないのは、円よりも下の桁が三つ以上になるとできないということ以外は、全部対応可能であるということなので、セカンダリーのお金の問題をどうするのだということを別にすれば、保振さんでマルチ通貨で対応できるので、私どもとしても、マルチ通貨対応ということで、いまやっています。

それで、売買決済制度というふうに、確かにここで 1 ページ半ぐらい書いて発表しているので、全部ここで出来るというような誤解も、確かに色々な方からお聞きしていますが、ここは強調したいのは、もはや 10 年前に取引所集中義務はなくなっていますので、基本的には、先ほどから申し上げているように、この東京プロボンドに上場されていても、セカンダリーの取引は基本的に OTC で行われると私どもも思っており、ここを無理やり取引所の取引にしようという気はなくて、何か将来において皆さんのニーズを満たすような流通市場が提供できれば、そのときにはどうぞ来てくださいというような考えでいるので、確認までにもう一度申し上げたいと思います。

○犬飼 ありがとうございます。それでは、築瀬先生、お願いいたします。

○築瀬 いままで出ている話題で、ヒョン・スクさんから、日本からの資金の流れ、他のアジア地域への流れがもっとあっていいのではないかと、あるいは将来どうだろうかという、そのようなことを思わせる発言もあり、東さんのほうから、日本の投資家がアジアでクレジットをとるのを、積極的になりつつあるだろうというお話もあったのですが、日本の金融資産の全体を見ると、例えば 1,200 兆、1,300 兆と言っているサイズに比べて、ボンドは、おそらく機関投資家の分も含めて 11 兆。全くまだない状況ですね。

いま私どもは、アジア地域での資金の合理的な移動ということを言うと、当然、第一に日本の資金がアジアのいま経済成長しているところに流れていきますかということのアジアの人から聞かれたら、私たちはどんなふうな用意があります、あるいは、どんなことになると思いますというようなことを言えるのでしょうか。そのところは、私ちょっとご意見を伺いたいと思っていますのですが、いかがでしょうか。

金融機関の方が、おそらくこれが進めば、大きな改革、資金運用について大きな変化を迫られるのかなと思ひまして、その辺のところの見通しや用意というのを、ぜひ日本サイドに持っていたいと思います。

○犬飼 それでは、まず玉木さんに一言おっしゃっていただいて、その間金融機関さんに考えていただくということで、お願いいたします。

○玉木 いま日本の貯蓄が、アジア債券市場を通じて域内に流れていくだろうかということですが、これはもちろん十分あり得る話だろうとは思いますが、これは、ごく合理的に考えればいいのだろうと思ひます。

というのは、アジアの債券が、貯蓄証券として、あるいは投資証券として、便利な形で提供されていくということになれば、先ほどどなたかからお話がありましたが、日本の家計は、南アの債券「でも」と言ったらちょっと南アに失礼なのですが、決して食欲がないわけではない。食わず嫌いなわけではないと思ひます。

それからあと、機関投資家の場合ですが、機関投資家の場合にはほとんどすべての場合において、資金を誰かから託されている、フィデューシヤルの立場にあるだろうと思ひます。そのような場合に、その身になって合理的に考えていただきますと、市場が整備されている、インテグリティが高い市場があるという場合のほうが、これははるかに出ていきやすいところがあります。これは最終的な資金の取り手、借り手がどれだけの収益性があるところにお金を使うかということも、もちろんお金の流れを決める上では大事なのですが、市場のインテグリティ、あるいは信任の度合い等といったものも、これは当然のことながら非常に重要であり、実は今日のこのプログラムに出ているメンバーは、先ほど犬飼さんのほうから、いくつもの官庁から人が来ているというお話がありましたが、このあたりは、例えば 30 年前、15 年前でもたぶん金融関係で複数の省からこういった課長クラスの方がお越しになるといったことは非常に珍しかったと思ひますし、あるいは、このような金融関係のことをやっている、いわゆる業際問題といったことが全くないわけですね、この件においては。そういったものも、15 年や 20 年前にはなかったことです。

そのような意味では、この市場をつくるという議論が非常に国の中でベクトルがそろっている、そのような状態ですので、これは、あとは本当にエコノミックな環境さえ整えば、それはある程度フローが出てくるという仮説はあると思ひます。

あとは、金融機関の現場において、それがどうビジネスになっていくかということになるのではないかと思ひます。

○犬飼 ということで、金融機関ご出身の、あまり現場の方は自らのこととして語りにくいということがあるかもしれませんが、我こそはという方、いらっしゃいますか。

では、吉田さん、お願いいたします。

○吉田 日本の個人投資家の話は、いまは機関投資家の話をしているのであれなのですが、日本の投資家が結構買っている外債、これは何か。当然、アジア開発銀行のような債券を相当買っていますが、結構欧州系の、北欧の何とか銀行、そのような発行体のものを、人気があって、買われている。それも、単純なストレートなものだけではなくて、ある意味、若干逆デュアルにしたり、デュアル債にしたり、多少アレンジが入ったものを好んで買われている、そのような実態があると思います。

アジア域内で資金の循環を図るという観点で言うと、アジ銀さんを中心に、アジアに根差した発行体、それは国でもいいわけですが、あるいはその他もろもろ、これからアジア市場を見据えれば、色々なところがフリークエント・イシューアーとしては満足できるのではないかなという位置づけが考えられますので、それを TOKYO PRO-BOND に取り込んでいくということがあると思います。

先ほどお話がありました、国内債であれば保振の部分という、そういう制約はあるわけですが、グローバル債という姿であれば、そこはいまのユーロ債と全く変わらない姿で投資できるわけですから、そういうものをまず一つ呼び込んでみるというあたりのアプローチがまず考えられるのではないかなと思っています。

○犬飼 ほかの方はいかがですか。

では、東さん、お願いいたします。

○東 先ほどの話で誤解があったのかなと思うので、若干補足いたしますと、通貨投資というのとクレジット投資というのは若干違ひまして、通貨に投資するといった場合に、単純にそこにはクレジットが、ソブリンリスクは取っているとは思いますが、必ずしもそこで企業に対する投資というものが入っているわけではないのですね。いま個人のマーケットで起きているのは、あくまで通貨に対する投資であって、企業に対する資金の金融機能としてのクレジット投資というのは、個人のマーケットからは来ていません。なので、そこだけ若干補足させていただきます。

先ほどの築瀬先生のご質問に対しては、やはり単に市場をつくただけでは、そこで取引が増えるかという、そこは残念ながらそう簡単ではないのかなと思います。市場というのは複雑であり、投資される方というのは、当然セカンダリー・マーケットといったものが存在するかしないかといったようなところも、投資の際に非常に大きな判断材料になりますし、発行会社としては、じゃあそのマーケットに行ったときに確実にファイナンスができるか、できないかといったところは、マーケットができたから、行ったらそこですぐ調達できるという関係のものでもないもので、こういった新市場というのは、立ち上がるまでに結構時間がかかるというのが、過去の歴史からも明らかではないかなと思います。

そういった中で、おそらく我々のような仲介業者というのが、発行会社さんを説得し、投資家さんにアピールするといったようなことを通じて、みんなが参加しやすいマーケットというものを、おそらく言葉としては「育てていく」というのが適当ではないのかなと思います。

アジアのクレジットというところで言いますと、色々な機関投資家の方と話をしても、正直まだそこまで見切れない。要は、ソブリンリスクに関しては、だいぶ最近カバーする

ようにはなってきたが、個別企業のクレジットとなると、まだそこまでフォローし切れないといったようなお話も聞きますので、やはり順を追って進めていくのだろうなとは思っています。

一方で、アメリカを見ていますと、中国の不動産会社がドルで十何%といったような金利を払って、今週にもどンドン起債が行われていたりしますので、そういったのは、やはりマーケットとしての差というのは非常に痛感するのですが、ステップ・バイ・ステップで、投資家の方が参加しやすいクレジットというものをまず最初に持ってきて、逆にそのような発行会社さんと呼び込む努力というのを私どもがやっていくというようなことなのではないかと思っています。

○犬飼 それでは、鈴木さん、いかがですか。

○鈴木 私のほうからは、全く逆の切り口になるのかもしれないのですが、いまお話がありましたクレジット的な部分、昔のユーロでの経験をもとにしますと、例えば日本物のクレジットを買いやすいのは、やはり日本の投資家さんであったという事実があるわけです。

何が言いたいかというと、逆の部分、例えばいま日本の投資家のほうからの切り口ですが、逆に日本のプロフェッショナルな運用機関が、アジアの投資家のお金を預かった場合に、アジアの銘柄というのは買いやすくなるのではないかと。ですから、そのような流れができてくれば、この TOKYO PRO-BOND Market を、オフショア的に使うアジアの投資家が増えると同時に、位置づけ的には日本のマーケットという部分もありますから、日本の投資家さんも、結構 TOKYO PRO-BOND でアジアのクレジット物が出てきたねということで、関心と呼び起こすというフローが可能なのではないかなと思います。

もちろん、一朝一夕にはできないことなのだろうと思うのですが、私どものような外資系の金融機関が世界中の投資家からお金を預かっており、そのような意味で、非常にグローバルな投資案件を探していくわけですね。日本の機関投資家さんも、そのような動きがより強くなれば、日本物に限定した運用という契約から、グローバルな運用ということになると、アジアのクレジットも買えていくのではないかなと思います。

そのインパクトとしては、やはり国内の投資家さんに、目に見えるところで、そういったフローが起きている TOKYO PRO-BOND Market で、例えばそのような動きが出ていれば、当然関心も高まってくるし、プレス関係の皆さんも取り上げる機会が増えてきて、より関心を強めていく、そのような流れが期待できるのではないかなと思います。

それから、逆にアジアの投資家の与信が増えているというご報告が犬飼教授のほうのレポートにもあったのですが、そういった投資家さんが所属している国の国内市場が、十分にそういった投資機会を提供できているかということ、必ずしもそうではないのではないかなと思います。これは、ヨーロッパの経験でも、自分の国の国内債市場が非常に小さ過ぎて投資できないですが、まさにユーロボンド市場で、調達はそこ(ロンドン)でやりますという、投資家もそこに行って買いますというフローがあったわけですから、どのような国が該当するかは全くノーアイデアなのですが、そういった国の発行体、それから投資家さんにとって、この TOKYO PRO-BOND Market がオフショア的に使える市場になるというのは、もう一つの将来的な展望としてはあるのかなと思います。

その流れの中で考えていきますと、先ほどオールジャパンの時代とは申し上げたのですが、その段階になると、アジア資本市場協議会というような組織で、もっとアジアのそれぞれの国の金融機関がメンバーとして増えてきて、そこでオフショアマーケットとしての

プラクティスが確立していくというのが、展望、望まれる世界になってくるのではないかと思います。したがって、いまアジア資本市場協議会代表兼事務局長の犬飼先生に頑張っていたいただいているのですが、そちらも、よりグローバルな展開を図っていく必要があるのではないかと思います。

それから、シンガポール取引所のお話は何回か出てきて、私どももそのシンガポール取引所上場の案件をこなしているのわかるのですが、どちらかというと、シンガポールの金融業者さんのアプローチというよりは、シンガポール証券取引所自身のプロモーションというのが結構大きい。そのプロモーションのバックにいるのが、実はシンガポール政府で、これは国策としてやっているという部分があると思います。

そういう意味では、今日のこのフォーラムでは、日本の各省庁の方もご参加されて、ご支援の表明があったと思うので、こういった流れをうまく捉えて、**TOKYO PRO-BOND Market** を担われる **TOKYO AIM** さんが、自主規制機関であるのですが、プロモーションという意味で、こういったマーケットができたのだという、マーケティングという表現はあまり使いたくないのですが、アジアの各国に打って出て、アピールをされるというようなアクションもぜひご検討をいただきたいなと思っています。

以上です。

○犬飼 ありがとうございます。

いままでの議論に関して、これは言っておきたいという方はいらっしゃいますか。

プロモーションというか、何という言葉を使ったらいいかわかりませんが、東証さんグループにお願いするだけではなくて、日本に拠点を構えておられる、日系、非日系を含めた金融機関の方にはぜひサポート、一緒にプロモーションをしていただくのがいいのではないかと、非常に強く私は感じています。

シンガポールの例もよく知っているのですが、シンガポール取引所だけが頑張っているわけではなくて、もちろん背後にいるシンガポール通貨庁 (MAS)、こちらも大変なバックアップをしているわけですが、関連のビジネス法務弁護士事務所さんも大変な勢いで頑張っているというのもこれあり、そのような意味でいうと、日本も、市場関係者みんなで頑張る必要があるのかなと思います。具体的な目標ができたわけですから、ヴィジョンが明確になって、具体的な新市場の姿が見えてきたということですから、何か動きそうな予感があるなというのではなくて、その中に金融機関さんや発行体さんや、そして機関投資家も飛び込んでいただく必要があるのかなと感じています。その中でいろいろと吟味をしながら、問題があれば、それを直していく。法律、あるいは自主規制のあり方を含めて、都度、的確に果敢に直していくというようなことが必要なのではないかなと思います。

その中でやはり重要なのは、日本だけで頑張るのではなくて、特にお隣の韓国と一緒に頑張るといのが必要ではないかなと私は思っています。民事法制のベース、いろいろな金融法制の考え方、色々なものを見るにつけ、日本の金融庁に当たる金融監督院、金融監督委員会の方々とは話すにつけ、金融関係の法制の整備のあり方も非常に似ている部分が多くありますし、規制機関、金融機関、政府系の方々、研究者の方々とは話をしても、相通ずるところが多いと思うのですね。そのような意味では、先ほど財務省の方がピア・プレッシャーという言葉が使われていましたが、ピア・プレッシャーではなくて、相互に切磋琢磨するということがいいのではないかなという感じを私は持っているのですが、ヒョンさん、いかがでしょうか。

○ヒョン 全く同感で、実は韓国に戻ってから、アジア債券市場の話を、韓国の金融監督機関、規制機関や金融機関に声をかけて、いろいろ話したのですが、皆さん、あまり興味を持っていないし、大体制度をつくる時も、国内中心で、クロスボーダーや海外は視野に入れていなくて制度をつくっているの、実は犬飼先生にも何回も来ていただいて、AIR-PSM の話を何回もされたのですが、そのときはいいアイデアだと褒めてはいても、実は韓国では、まだプロの市場どころかプロの定義すらなくて、韓国はプロフェッショナル・インベスターではなくて、クオリファイドバイヤーという制度をこれから導入しようとして、議論したばかりです、お互いに協力できるところは協力して、プロボンド等、日本が先に進んでいるところ、そのような経験を学んで、お互いに共通のアジアの債券市場をつくることができたらと思います。

○犬飼 皆さん、本当に忌憚のないご意見をたくさんいただきまして、ありがとうございました。

会場の皆様からのお話を聞く機会があまりなかったのですが、これだけは言いたい、このようなことを一言だけ言っておきたいということがもしおありになれば、お聞きしたいと思うのですが。

よろしいですか。

それでは、この後7時から懇親会もありますし、そちらのほうで、よろしければ、いろいろとお話を聞かせてください。

【閉会挨拶】早稲田大学法学学術院教授 犬飼重仁

皆様、本日はお昼からずっと長い時間、本当にありがとうございました。

早稲田大学と、そして東京証券取引所グループから応援に来ていただいた方々、そしてマニラとのビデオコンファレンスを実現していただいた早稲田大学の IT セクションの方々、本当にありがとうございました。すべての方々に感謝申し上げます。

それでは、これでお開きにさせていただきますと思います。皆様、長時間にわたりまして、本当にありがとうございました。(拍手)

(閉会)