16 November, 2010

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プログラム
≪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）

三 者 共 同 開 催

TOKYO STOCK EXCHANGE GROUP
東京証券取引所グループ

WASEDA University
グローバルCOEプログラム
≪企業法制と法創造≫総合研究所

CMAA Capital Markets Association for Asia
アジア資本市場協議会

早稲田大学グローバル COE+東京証券取引所グループ+アジア資本市場協議会共催

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～

【 プ ロ グ ラ ム 】

13:00　開会

【開会のご挨拶】
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　ご挨拶： 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 GCOE 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 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

15:10-15:30　休憩

【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

17:00-17:15　休憩

【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 簗瀬捨治
東証グループ（TOKYO AIM 取引所 COO） 伊藤 豊
バ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・マーケッツ（株）グローバル・マーケッツ業務部部長 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（早稲田大学 GCOE 研究所所属） 犬飼重仁

18:40　閉会

19:00-　懇親会（会費:3,000 円・会場:リーガロイヤルホテル東京 2F「ダイヤモンド」）

◇ 配布資料一覧 ◇

早稲田大学教授　犬飼重仁

日本とアジア域内のプロ向け国際債市場創設提言
日本とアジア域内のプロ向け債券市場創設提言
「アジア域内プロ向け国際債市場（AIR-PSM：Asian Inter-Regional Professional Securities Market）」とその日本国内版である「我国プロ向け公募債市場（PSM-J）」の創設提言

東証グループ（TOKYO AIM取引所COO）　伊藤 豊

“TOKYO PRO-BOND Market”の創設について
プレスリリース（日本語）
プロ向け債券制度要綱

バークレイズキャピタル証券　鈴木裕彦

東京プロボンドマーケット
プロボンド市場概念整理表

金融庁総務企画局総務課長　三井秀範

プロ向け市場の概要・概念図

財務省国際局地域協力企画官　岩井和司

アジア債券市場発展におけるわが国の役割
～Asian Bond Markets Initiative（ABMI）～

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

ASEAN+3 Bond Market Forum（ABMF）の活動について

韓国資本市場研究院リサーチフェロー　ヒョン・スク

ABMFへの韓国の対応 - アジア・東京 債券市場創設フォーラム -

日本証券業協会 国際部 部長　椎名隆一

社債市場の活性化に向けて

早稲田大学グローバルCOE+東京証券取引所グループ+アジア資本市場協議会共催

『アジア・東京 債券市場フォーラム』

~アジアと日本の金融資本市場の発展のために~

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〕

WASEDA University

CMAA Capital Markets Association for Asia

2010/11/16

犬飼　重仁

早稲田大学グローバルCOE《企業法制と法創造》総合研究所
アジア・デットリスティング研究会

アジア資本市場協議会 (CMAA)

1

背　景１（アジア域内）

（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を提供するには、・・・

（2）アジア投資を支え域内経済成長の核となるべき、**域内資金需要者に対する安定資金提供**を行うには、・・・

（3）そして、**豊富な域内貯蓄を域内で効率的かつ効果的に循環させる**には、・・・

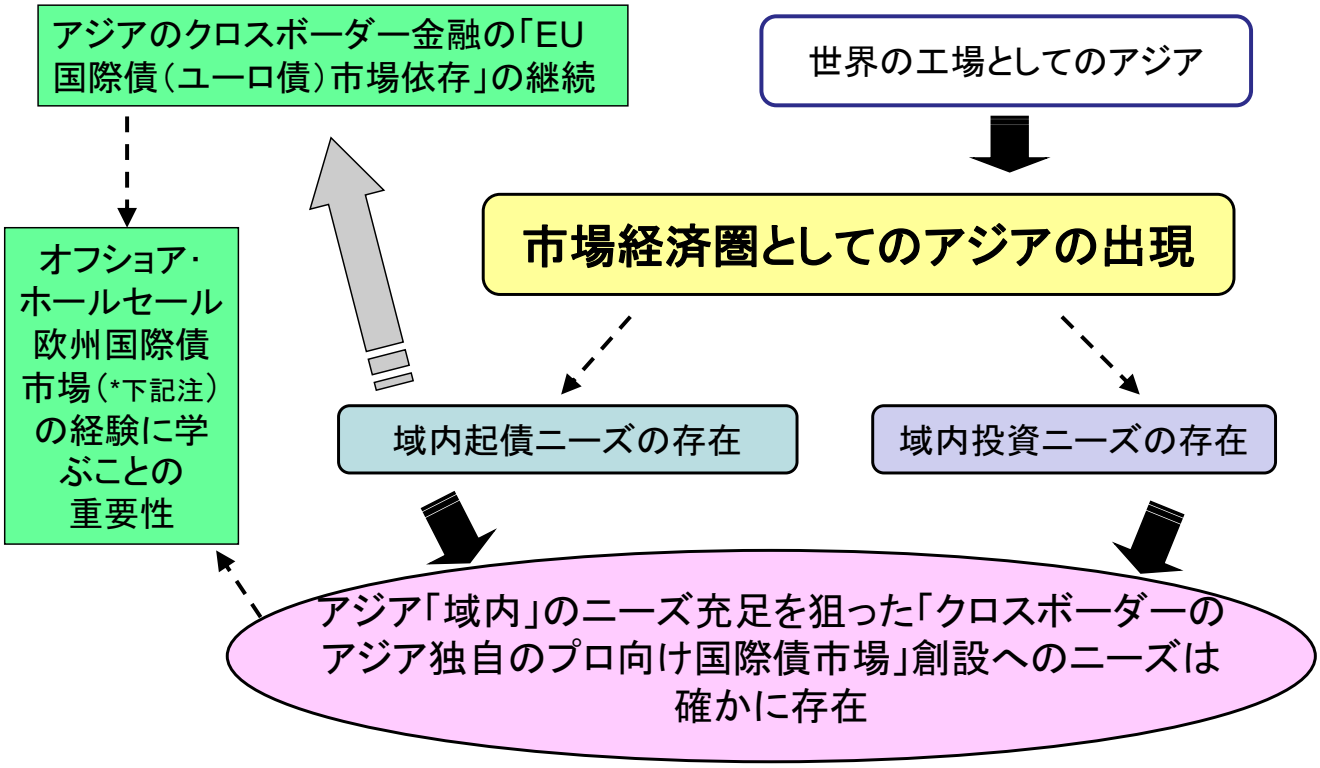
域内クロスボーダーの金融資本市場機能が必要！

国際債の発行・流通のための
クロスボーダー（Inter-Regional）型の域内
プロ向け国際債市場と関連市場インフラを
アジアの共有財産として構築

2

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

背　景２（アジア域内）



*注：EUの本格稼働の1999年（1月ユーロ導入）までで、世界中で唯一成功したプロ市場であるオフショア・ホールセールの欧州国際債の発行流通市場（～1999年のユーロ債市場）を指す。欧州は、プロ向けの金融市場機能の提供面で、長年にわたり、国境をまたぐクロスボーダーの「オフショア・ホールセール欧州国際債市場」のメリットを享受してきた。

3

背　景３（アジア域内）

1997-98年　アジア通貨危機 → 域内各国の金融資本市場の整備の進展

→ 更なる飛躍が必要

① アジア域内では貯蓄が潤沢・資金需要も旺盛であるが、国内金融仲介システム、特に直接金融を行う資本市場は、いまだ発展途上である国が多い
② アジア域内各国のほとんどの「国内」市場は、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
③ アジア各国の国内の経済基盤整備、及び国境を超えた交通・通信などのクロスボーダーの経済基盤の整備のためにも、域内独自の資金供給システムとしての「クロスボーダー型金融資本市場と市場インフラ」が必要であるが、現状、具体的なデザインに乏しい
④ アジア域内各国で成長著しい年金基金など多くの機関投資家は、株式のみならず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希求しているが、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ことから、運用難に直面している

4

背　景４（日本）

- 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にもかかわらず、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る

- また、既存の私募市場（プロ私募・少人数私募）にも制約があり、発行者も証券保有者も、市場として使いにくい。

- 結果として、関連の制約のゆえに、プロ向けに機動性ある起債ができない　（EU国際債（ユーロ債）に比べて、起債できる期間が極端に短い）

・・・との不満が、社債発行企業側に強い

5

日本の立場

(1) 国際的な債券運用に向かい得る貯蓄資金の保有
(2) アジア域内各国通貨を用いて業務を展開する多くの企業グループの存在
(3) 相当程度発達した発行・流通・決済の債券市場と市場インフラの存在

日本は次の役割を担うべきと考えられる

1.アジア域内の投資適格の債券の情報（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（＝リスティング・プレイス）の構築

2.インテグリティ（市場の本来あるべき質と首尾一貫性）の高い市場にふさわしい適格投資商品の供給が増えやすい良質の市場環境を用意

日本のイニシアティブで実現すべき

6

プロ向け国際債市場（AIR-PSM）の意義

アジア域内プロ向け国際債市場：AIR-PSM
Asian Inter-Regional Professional Securities Market
創設を提言

(1) アジア域内主要国に蓄積された貯蓄を、域内中心に効率的・高付加価値的に循環させるための、域内貯蓄循環装置の創出

(2)域内のプロの市場参加者の育成・鍛錬と、それによる、市場イノベーション発揮・創出の場の創出

(3) 外貨建債権の保有者である域内各国及び域内企業グループ等にとっての、基軸通貨と域内各国通貨との為替リスク緩和のための、アジア通貨建て域内国際債市場の創出

7

アジア通貨建て国際債の意義

アジア経済がグローバル化を強める中で、安定的に発展していくには、発行側（資金の需要者側）で資本の流出入に際し為替変動が生じないことが望ましい

AIR-PSM ＝ **アジア通貨建て国際債の発行**
（為替変動のない形での国外からの資金調達）

8

日本のプロ向け市場（PSM-J）創設の意義

1. 日本の社債市場における、機動的な起債（起債期間の大幅な拡大）の実現
   すなわち、

   - 一般投資家向け法定開示規制の対象外とした、プロの機関投資家向けの公募債市場（PSM-J）の創設

   - 市場参加者を機関投資家などのプロに限ることで、発行企業側の開示義務が緩和され、日本とアジア域内の発行体にとって資金調達機会が拡大される

2. ユーロ債市場の日本版の実現

9

アクションプラン

第1ステージ--「**東京プロボンド市場**」の創設

PSM-J市場の創設 （国内の取引所ルール（新設）に従った開示登録による）

◎ PSM-J（Professional Securities Market - Japan）の構成

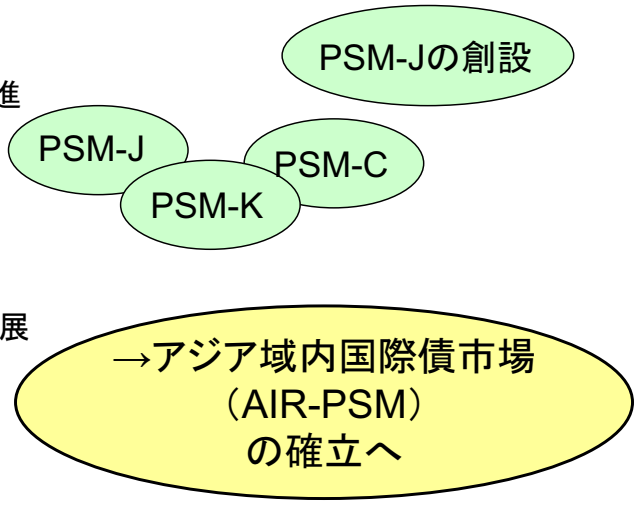
- 居住者又は非居住者による円建て国内債
  （発行登録・サムライ債の代替としての利用も考えられる）
- ユーロ債/EMTNの発行時における日本国内での開示登録及び販売
  （日本国内のプロ向けに販売可能な Euro Asia オファリング）

第2ステージ

アジア域内各国での同様の取組みの促進

第3ステージ以降

- 証券決済の検討
- 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



10

第1ステージの意義
（国内版プロ向け公募市場（PSM－J）の創設）

(1)利便性の向上

- ブラックアウト（社債発行不可能）期間の圧縮
- (現行の私募債市場における）流通市場の告知等の手続の省略
- 開示の弾力化（コスト・手間・時間・頻度・審査）
- 発行通貨の多様化

(2)日本とアジア域内の発行体にとっての、資金調達ソースの多様化

・サムライ債に代わって用いられる、海外の発行体に便利な英語でのミニマム開示による、日本国内プロ投資家向け発行市場の創設

・US144Aオプション類似の、Euro Asia オファリング市場の創設
（ユーロ債・ユーロMTNに、“PSM-J適格条項”を追加的に利用することによる）

11

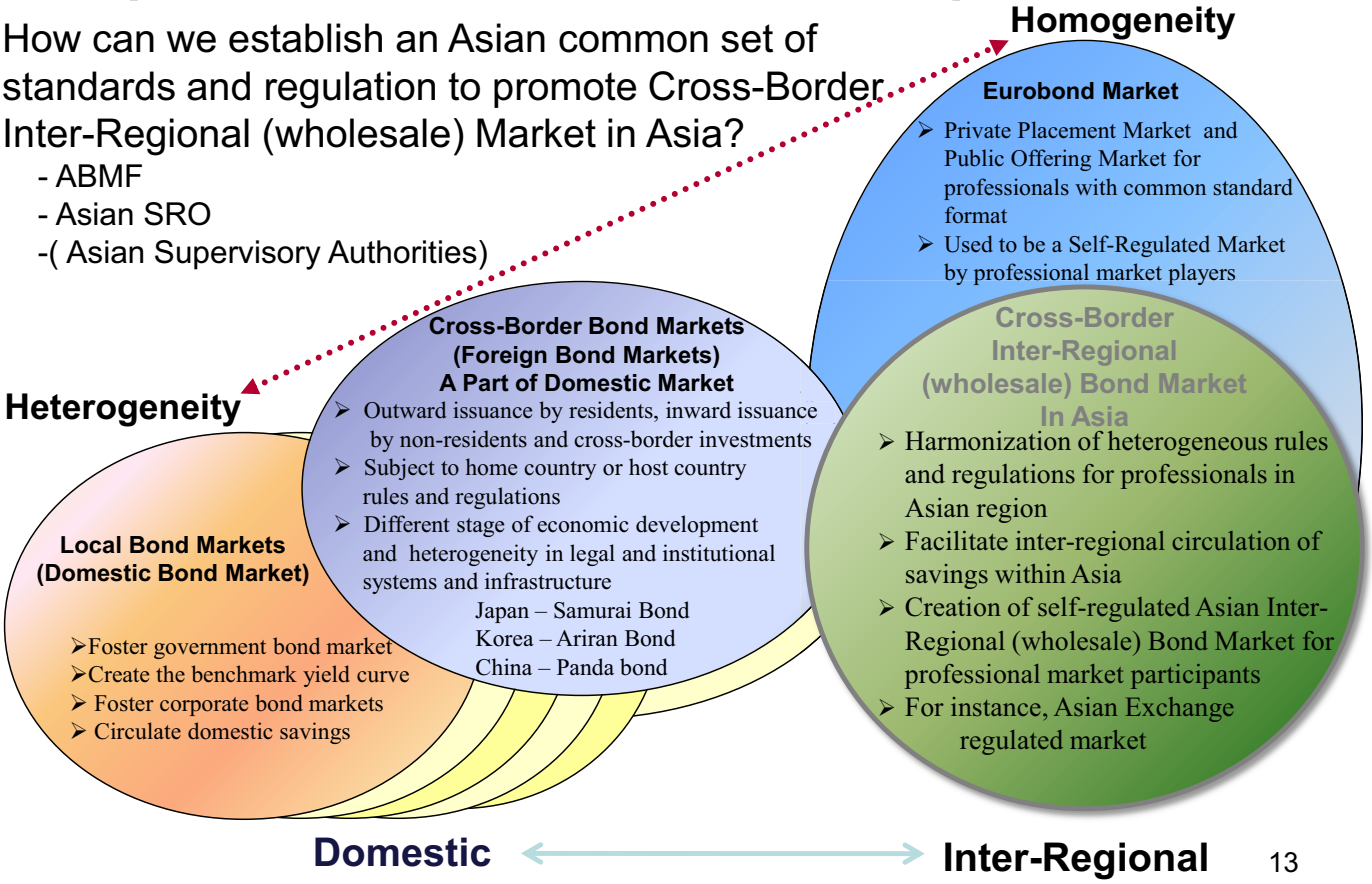
Vision
How to harmonize the Markets?

12

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)



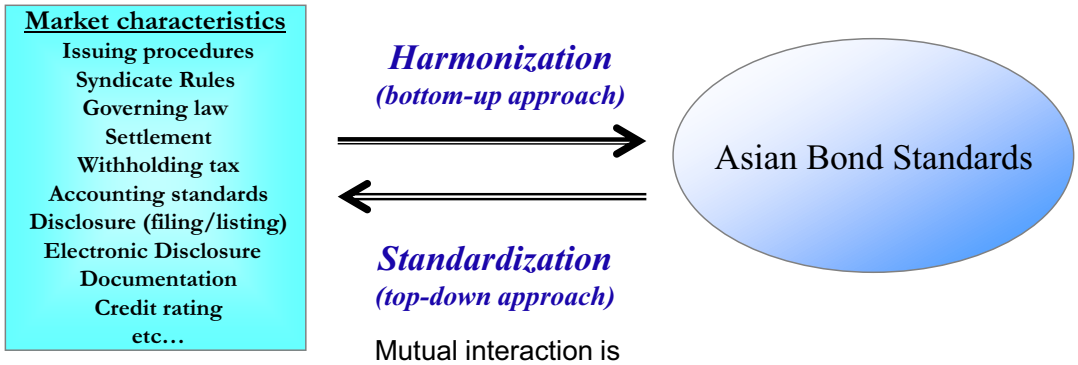
13

Source: Inukai & Hyun (2010)

Asian Bond Standards as a Common Platform

- Fragmented financial markets in Asia (each domestic market)
  - different regulatory and legal systems
  - different stages of market development and economic size
  - different taxation, capital control and currency restriction, etc.
- Asian common set of rules and standards
  - in line with global best practices
  - facilitate cross-border capital flows and financial integration

ex) ASEAN and Plus Standards, Harmonization of Bond Standard in ASEAN+3
(we would like to refer the effort of ASEAN Capital Market Forum, particularly, ASEAN and Plus Standards)



14

Source: Hyun & Inukai (2010)

2010.11.16

日本とアジア域内のプロ向け債券市場創設提言[i]

日本とアジア独自の国際債市場創設構想

早稲田大学 法学学術院 教授
早稲田大学 GCOE《企業法制と法創造》総合研究所
犬飼 重仁

目次

I. 背景説明 2
II. アジア域内プロ向け国際債市場（AIR-PSM）創設の目的 6
III. 国際債市場（AIR-PSM）創設に際して目指すべき原則 9
IV. 新国際債市場定着の条件としての高度な倫理規範の存在 11
V. 新国際債市場（PSM-J/AIR-PSM）創設のタイムテーブルと特記事項 12
VI. 今回の研究実施の意図 18
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 19

I. 背景説明

1. アジア域内クロス･ボーダー金融の現状と域内横断的市場創設の必要性

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

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

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

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

したがって、アジア各国国内市場の整備をより一層進めると共に、域内各国の「国内」市場整備の枠を超えた、クロス･ボーダーの取り組みが必要となる。

つまり、各国国内市場だけでは充足できない域内横断的なニーズを満たすことのできる「クロス･ボーダーのホールセール型（プロ向け）国際債市場（AIR-PSM: Asian Inter-Regional Professional Securities Market）」創設に、切実なる必要性と意義が存在するといえる。

2. 欧州国際債市場（ユーロボンド市場）の発展とアジアの依存

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

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

元来、ホールセール型の金融資本市場というものは、グローバルな特徴を有

し、専門家のみが参加する市場として、クロス・ボーダーの金融仲介機能を果たす役割を担う。

しかし、これまでアジア域内各国の国内資本市場の多くは、開示規制等の法規制・外為規制・関連税制あるいは国内固有の市場慣行等の阻害要因のため、国外市場とは「分断」され、グローバル市場の標準的な取引慣行とイノベーションが、域内各国市場に持ち込まれにくかった。そしてその結果、クロス・ボーダーの金融仲介機能は、アジア域内に本格的に育つこともなかった。

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

3. 日本の立場と役割の重要性

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

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

（1）アジア域内の投資適格の証券等の情報（開示情報・取引価格等）をまとめて提供する場所とシステム（＝リスティング・プレイス）の構築・提供と、

（2）インテグリティ（市場の本来あるべき質と首尾一貫性）の高い市場にふさわしい、適格投資商品の供給が増えやすい、良質で信頼されるアジア域内の市場環境の整備

に、積極的にイニシアティブを発揮していくべきであろう。

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

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

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

これらは「市場の分断」を埋める契機となる。

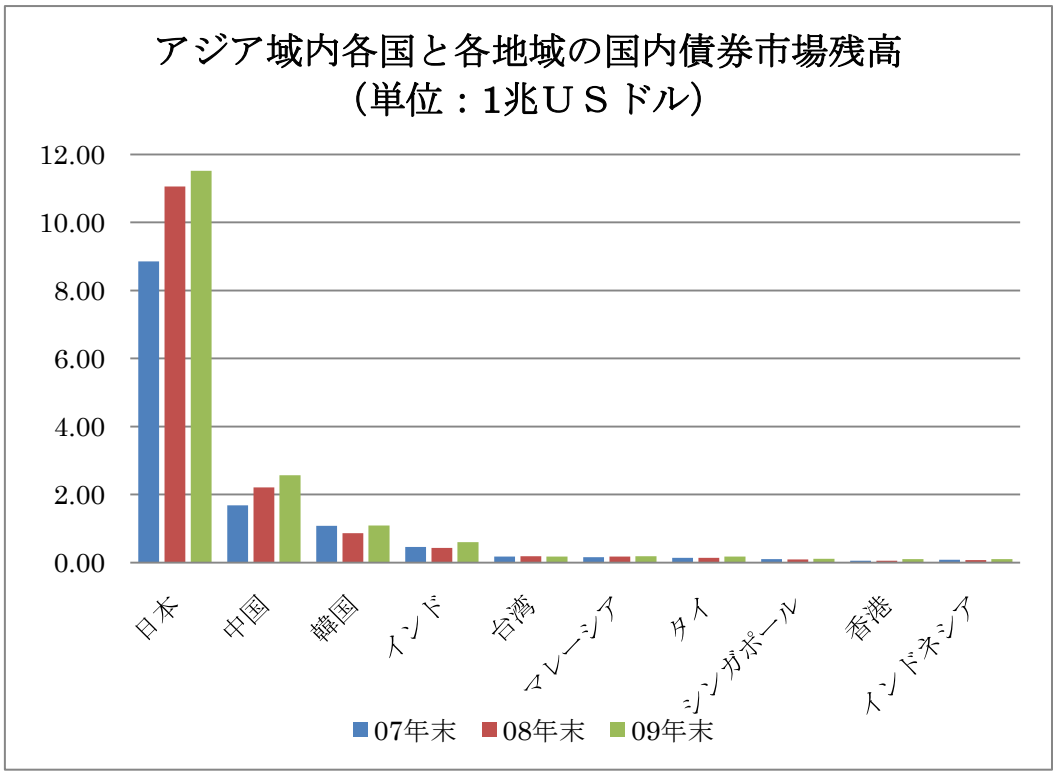
日本で、国内債とユーロ債等国際債とを概念的に隔てていた、これらの法律上と税制上の二つの制約が取り払われたことで、後は、日本の取引所において、

債券の開示登録（上場）のためのルールがきちんと整備されれば、国内債と国際債を分ける必要性は薄れ、日本の社債市場[v]の機動性と利便性は格段に向上するであろう。

4. 早稲田大学の『日本とアジア域内のプロ向け債券市場創設提言』

早稲田大学 GCOE《企業法制と法創造》総合研究所（所長：上村達男教授）では、筆者を中心にアジア資本市場法規制研究を行ってきたが、日本においてこれらの内外市場を「分断」してきた制約が解消された時を好機と捉え、2010年2月、第一線の市場実務家・法律家・研究者・政府関係者等の参加を得て「アジア・デットリスティング研究会」を設置し、3ヵ月間、集中的に「日本とアジア版の国際債（ユーロボンド）市場」のグランドデザインの検討と新市場の詳細設計を行い、今般、新市場実現への工程目標を含めて、検討結果を発表した。（日本市場の設計についての詳細は後段の注[vi]参照）

グラフ及び図表：アジア域内各国と各地域の国内債券市場の規模



（単位：1兆 US ドル）	2007 年末	2008 年末	2009 年末
日本	8.86	11.05	11.52
中国	1.69	2.21	2.57
韓国	1.08	0.86	1.09

インド	0.46	0.43	0.60
台湾	0.17	0.18	0.18
マレーシア	0.16	0.17	0.18
タイ	0.14	0.14	0.18
シンガポール	0.10	0.10	0.12
香港	0.05	0.05	0.10
インドネシア	0.09	0.07	0.10

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

II. アジア域内プロ向け国際債市場（AIR-PSM）創設の目的

1.アジア版国際債（ユーロボンド）市場（AIR-PSM）創設の意義

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

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

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

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

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

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

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

3.新国際債市場（PSM-J/AIR-PSM）創設の二つの目標と意義

具体的目標は、プロ投資家とプロの市場参加者のみが参加する、

（１）日本国内プロ向け債券市場（PSM-J：プロ向け公募債市場）の創設と、

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

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

意義は次の通りである。

（1）日本及びアジア域内の資金調達者・社債保有者にとっての、日本国内における社債発行不可能期間の圧縮、発行手続きの簡素化・省略、流通市場における手続きの省略、及び開示コストを含む調達関連コストの低減等を通じて、プロ向け債券市場の利便性の向上が図られる。

⇒　一般投資家向け法定開示規制の対象外とした、プロの機関投資家向けの公募債市場（PSM-J）の創設

（2）調達ソースの拡大・多様化（Debt Portfolio の分散）。

⇒　海外の発行体にとって便利な英語開示のプロ向け発行市場ができる。また、ユーロ債・ユーロ MTN プログラムに日本の取引所による PSM-J 適格条項を追加することで、米国ルール 144A オプション類似の Euro Asia オファリング市場が創設される。⇒　市場参加者を機関投資家などのプロに限ることで、発行企業側の開示義務が緩和され、日本とアジア域内の発行体にとって、資金調達機会が拡大される。

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

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

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

⇒　日本版国際債（ユーロボンド）市場（PSM-J）及びアジア版国際債（ユーロボンド）市場（AIR-PSM）の実現。

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

4. アジア通貨建て国際債発行の意義

今後、アジア経済がグローバル化を強める中でアジア地域の資本市場が安定的に発展していくには、証券発行側で資本の流出入に際し為替変動が生じないことが望ましい。

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

しかし、発行される債券の通貨建てに関しては、アジア各国の主要通貨については、基本的に、日本円・シンガポールドル・香港ドルを別にすれば、韓国

ウォンでさえ使用に制限があり、ましてやそれ以外のアジア通貨建て債券の発行は、個別に状況は異なるものの、各国とも、総じて現状では困難と言わざるを得ない。

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

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

III. 国際債市場（AIR-PSM）創設に際して目指すべき原則

本格的な域内プロ向け国際債市場（PSM-J/AIR-PSM）創設についての原則：

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

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

1. 各国の証券規制の適用範囲

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

2. プロの認定と定義

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

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

3. 新市場の証券取引規制との関連

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

4. プロ投資家向けの開示原則・開示ルール

プロ向けの市場では、どれだけの開示をすべきかの問題が依然として残る。この面で、取引所・仲介機関等金融機関・発行体・機関投資家等の専門の市場参加者と研究者等による、自主的な、共通のルールづくりが求められる。

5. 証券引受仲介機関

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

6. 英文開示

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

7. 各国国内市場と新市場の選択

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

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

8. 会計基準

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

9. 税制

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

IV. 新国際債市場定着の条件としての高度な倫理規範の存在

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

プロ向け債券市場が日本とアジアに実際に成立し、それが社会的な支持を受けるためには、すべての市場参加者の質の高さ、ルールの公正さ、適切かつ市場の信頼を担保可能な自己規律の存在、市場としての使い易さが必要であり、法規制のみならず、自主的で実務上適切なルールと各種市場システムインフラの確立が必要になる。

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

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

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

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

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

1. 第一段階

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

つまり、専門性の高いプロ投資家と市場関係者のみが参加する日本国内市場（PSM-J）を、まずは、域内総合投資情報センターたる日本の取引所の開示基準を使った同取引所への開示登録（上場：Listing）と価格情報集中を核として、創設することである。

なお、それは、国内債市場ではあるが、アジア域内クロス・ボーダー国際債市場　（AIR-PSM）の一部でもある。

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

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

また、ユーロ債・ユーロ MTN プログラムに日本の取引所の「PSM-J 適格条項」を設定すれば、日本の証券保管振替機構での証券振替の対象とはならない証券も含めた、米国ルール 144A オプション類似の Euro Asia オファリング市場が創設される。

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

2. 第二段階

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

アジア全域に、日本の取引所を筆頭とする、規律ある域内の取引所への開示

登録を前提とした、AIR-PSM の創設が望まれる。

3. アジア域内の対話の重要性

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

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

4. 各国の外為規制上の制約の緩和について

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

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

5. クロス･ボーダー取引の域内接続・域内決済のあり方の検討

2011 年以降、アジア域内の証券決済に関しては、証券保管振替機構等によるクロス･ボーダー取引の域内接続・域内決済のあり方の検討からはじめ、順次、域内諸国の関係機関との対話を促進していくとのアプローチが想定される。

6. ABMF の重要性

日本のイニシアティブも重要であるが、それと並行して、ABMI の枠組みの中で本年 9 月に設立された、官民のフォーラム（ABMF：ASEAN+3 Bond Market Forum）を中心に、域内各国の外為規制・税制・開示規制・取引慣行等の状況把握と制約解消、ならびにクロス･ボーダー取引の域内接続・域内決済のあり方等について、本格的な対話・検討が進められることが望まれる。

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

（なお、参考として、以下に、筆者作成の「ABMF について」を掲載する）

ABMF について

アセアン 10 カ国及び日中韓の 13 カ国の財務大臣及び ADB から構成されるアジアボンドマーケットイニシアチブ（ABMI）の本年 5 月の会合における決定を受けて、この 9 月 28 日より 2011 年年末までの一年数か月の間、アジア域内債券市場のハーモナイゼーションを目的とするフォーラム（ABMF）が設置された。

各国の財務省など関係官庁の支援の下、各国の証券業協会、証券取引所、金融機関、研究者等が会同し、「Harmonization of Bond Standards in ASEAN+3」を旗印に、活動が開始された。

この ABMF プロジェクトは、サブフォーラム 1（アジア各国債券市場の市場構造と市場関連法規制・市場慣行・関連税制・為替管理等の情報の収集）とサブフォーラム 2（決済や取引システムインフラの調査）の二つのフォーラムが連携して行わている。

ASEAN+3 債券市場フォーラム(ABMF) の概要

- クロス・ボーダー債券取引の障害となる、規制と市場慣行の改善に向け ABMI に提言を行うことを目的として以下の活動を行う。

✓ 各国市場の特徴や市場間の相違点に係る分析を実施。
✓ クロス・ボーダー債券発行・投資促進に係る基準の調和化促進への課題検討。
✓ 域内債券市場の調和化・統合に向けた戦略及びロードマップを準備。

- 以下のメンバーにより構成。なお、ASEAN+3 各国の中銀、金融規制監督当局については、参加しやすくするため、下記①~④いずれの立場でも参加可能としている。

① National Member (クロス・ボーダー債券取引に知見を有し各国の意見を代表する者)、我国からは、課題に応じて業界団体、取引所、自主規制機関、保振等が参加。
② National Experts (特定のトピックに専門的知見を有する者)、個別金融機関、格付会社、IT 専門家等。
③ International Experts (域内クロス・ボーダー債券取引に係る法規制・IT

等についての国際的な専門家)、機関投資家、個別金融機関(グローバル・カストディアン)等。

④ ASEAN+3 当局関係者(オブザーバー)、各国財務省、中銀、金融規制監督当局、証券委員会等。

⑤ ADB (事務局の役割を務める)。

- 以下の Sub-forum を設置し、TF3 を通じて ABMI に取組の進捗状況を報告。

① Sub-Forum 1: ASEAN+3 各国市場の規制及び市場慣行に係る情報収集(Group of Experts により作成された報告書(GoE Report[vii]:本 2010 年 4 月公表)を補完)

② Sub-Forum 2 :取引手続及びメッセージ・フォーマットの調和化を通じた STP (Straight-Through-Processing)化(取引の照合・清算・決済プロセスの一元化)の促進

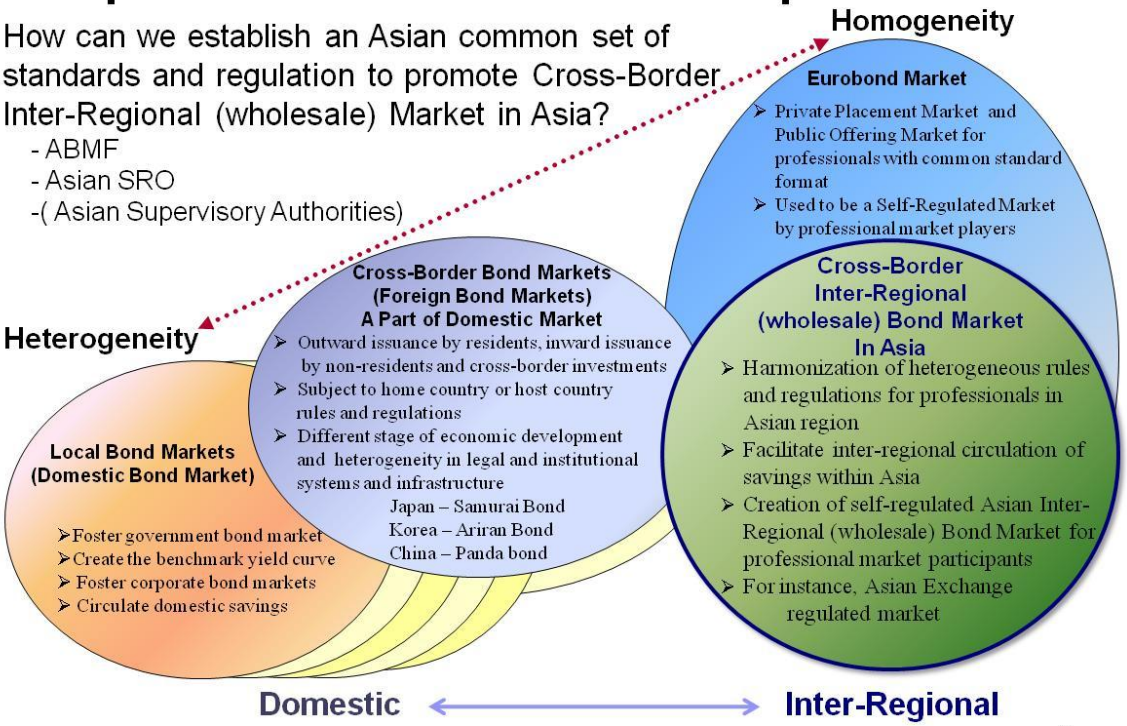
7. 2011 年 9 月 28 日の第一回 ABMF ミーティングで共有されたヴィジョン

- 規制情報を共有する必要性
  Strengthening the role of market associations and SROs in the region
- 域内の規制・慣行の共通化・標準化に向けたデュアル・アプローチ
  - 段階的ボトムアップ :
    Gradual and bottom-up approach focusing on the onshore secondary market
  - 全体的トップダウン :
    Holistic and top-down approach focusing on the offshore wholesale primary corporate bond market limited to professionals
- 合意に参加できる国々、一部規制の相互承認といった部分的な規制・慣行の共通化
- アジアは国際標準の議論に参加すべきであり、ABMF はその土台を作る

以下は、上記ミーティングにおいて、筆者が ADB コンサルタントとして発表した資料の一部である。

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)



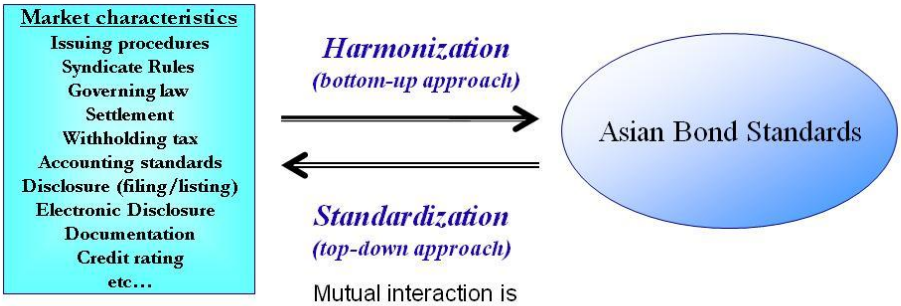
Source: Inukai & Hyun (2010)

8

Asian Bond Standards as a Common Platform

- Fragmented financial markets in Asia (each domestic market)
  - different regulatory and legal systems
  - different stages of market development and economic size
  - different taxation, capital control and currency restriction, etc.
- Asian common set of rules and standards
  - in line with global best practices
  - facilitate cross-border capital flows and financial integration

ex) ASEAN and Plus Standards, Harmonization of Bond Standard in ASEAN+3
(we would like to refer the effort of ASEAN Capital Market Forum, particularly, ASEAN and Plus Standards)



Mutual interaction is highly expected

Source: Hyun & Inukai (2010)

9

8. 日本よりのメッセージ発信の重要性

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

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

VI. 今回の研究実施の意図

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

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

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

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

「日本とアジア独自の国際債（ユーロボンド）市場の創設」という新たなヴィジョンの下、「日本とアジア一体の、世界に開かれた、信頼される域内金融資本市場新時代」が、一日も早く到来することを、切に願うものである。

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

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

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

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

振り返れば、1980 年代後半の金利･金融の自由化の時代、大企業の銀行融資離れへの対応のため新しいヴィジョンとビジネスモデルを打ち出した金融界は、「フルバンキング・ユニバーサルバンキング」のキーワードの下、一斉に金利利ザヤ依存から手数料収入メインへのビジネスモデル転換を模索したが、当時は銀証分離政策見直しを始めとする規制緩和は進まず、結局ビジネスモデル転換は掛け声倒れに終わり、不動産関連融資への傾斜が、その後の我国金融バブルの膨張と破裂に繋がった。

その後 20 数年を経て、早稲田グローバル COE の活動が契機となり、2010 年 6 月 18 日に新成長戦略[xi]が閣議決定されたが、その新国家戦略の示す、日本版ユーロ債市場創設に繋がるプロ向け市場のヴィジョンの下、我国金融界と市場関係者は新たな時代を迎えることになると確信する。

2010 年 11 月 10 日、東京証券取引所グループは、2011 年の春をめどに、社債の国際発行市場を創設することを正式に公表した。新市場の名称は「東京プ

ロボンドマーケット[xii]」である。

また、それと軌を一にするかのように、ABMF の枠組みにおいて、ASEAN+3 の各国が、アジア共通のプロ市場のヴィジョンを共有し、市場の共通プラットフォーム作りのための活動を開始したことも、日本とアジアにとって、非常に重要な第一歩であるといえよう。

以上

[i] 本論文は、早稲田大学 GCOE の研究グループが 2010 年 4 月 20 日に公表した提言の内容を中心に、その後の研究関連の情報等も含めて、筆者自身の文責において、その概要を論文形式にまとめなおしたものである。
研究主体：早稲田大学 GCOE アジア資本市場法制研究グループ「アジア・デットリスティング研究会」、協力：アジア資本市場協議会（CMAA）・日本証券業協会

[ii] ASEAN＋3（日・中･韓）の財務大臣が主導する「アジア債券市場育成イニシアティブ」。その目標は、アジアの豊富な貯蓄をアジアの中長期の成長に向けた投資につなげるよう、アジア域内通貨建ての債券の発行を可能とするようなアジア債券市場を整備すること。

[iii] オフショア･ホールセール（プロ向け）欧州国際債市場とは、EU の本格稼働の 1999 年（１月ユーロ導入）までで、世界中で唯一成功したプロ市場である、オフショア・ホールセールの欧州国際債の発行流通市場（～1999 年のユーロ債市場）を指す。欧州は、プロ向けの金融市場機能の提供面で、長年にわたり、国境をまたぐクロス･ボーダーの「オフショア･ホールセール欧州国際債市場」のメリットを享受してきた。

[iv] ルール 144A 市場とは、1990 年に米国証券取引委員会が導入した、米国証券法上の私募についての開示免除証券市場を指す。米国市場でプロ向けに債券等を発行する場合は、開示しなければならない書類に厳しい法的基準がある公募債より、米国ルール 144A（米国証券法）に沿った適格機関投資家だけに販売する方法が一般的である。英語では US Rule144A Market という。
米国では、国内のプロの市場は「ルール 144A 市場」、オフショアのプロ市場は「レギュレーション S 市場」として開示免除証券市場が存在している。米国においては、米国外取引についてのセーフハーバ（セーフハーバとは開示免除である）である Regulation S と、米国内取引にもかかわらず、適格機関投資家（qualified institutional buyer）であることを理由としたセーフハーバである Rule 144A がある。どちらも、米国内への転売は Rule 144A の機関投資家に原則として限定される。
Rule 144A の前身は、1982 年証券法規則 501～508 で構成される米国内での私募の対象となる Regulation D に定められた自衛力認定投資家（accredited investor）である。しかし、Regulation D は資産基準（asset test）であったが、「資産のある投資家ならすべて投資判断能力がある」との前提はおかしいとの批判から、Rule 144A は、資産投資証券基準（ownership and investment securities test）に代えている。（すなわちリスク証券への投資経験の要素が加えられている）

[v] 日本の社債市場は現状大きな問題を抱えている。日本の社債は、大部分、機関投資家などの特定投資家等向けに販売されている。だが、それらの多くは、個人投資家を含む不特定多数の投資家への販売を前提とする発行登録制度を使って発行されており、一般投資家保護のための厳格な法定開示が義務付けられている。
同制度の下では、開示の手続きや審査上の問題などから、年間 240 日余りの金融機関営業日のうち、発行可能期間が 100 日程度しかなく、資金調達の機動性に欠ける。海外企業などが日本で発行する円建て債（サムライ債）も、日本語による法定開示対応を含め、同じ問題がある。金融商品取引法が定める発行登録制度自体は、本来一般投資家向けに有用な制度であり、原則として厳格な情報開示や引き受け審査が求められるのは当然であって、同制度の規制緩和を一方的に求めることはできない。また、開示や引き受け審査が任意とされる既存の私募債市場は、もともと転売を想定していないため使いにくく、価格情報の透明性や市場流動性も期待できない。
日本の債券市場に機動性と利便性を備えるための抜本的な解決策は、売り手も買い手も専門知識をもつ市場関係者のみが参加する、自由闊達（かったつ）で自己規律の利いたホールセール型の専門家向け新市場を、中核市場として日本に創設することである。日本に新市場（日本版ユーロボンド市場）が創設され、国際的な取引も新市場を通じて

行われるようになれば、日本自身の経済と金融産業の成長につながることが期待され、アジア全体のメリットにもなる。

[vi] 早稲田大学の提言の詳細及び関連情報については、下記参照。
http://www.globalcoe-waseda-law-commerce.org/
http://www.globalcoe-waseda-law-commerce.org/activity/AIR-PSM.html

[vii] GoE Report の詳細については下記参照。
http://asean3goe.adb.org
特に、以下の第 3 章では、クロス・ボーダー取引に係る障害について、極めて詳細な分析を行っている。
https://wpqr1.adb.org/LotusQuickr/asean3goe/Main.nsf/h_Toc/4A2E7BF718270DBF48257729000C4CE5/?OpenDocument
アジア各国の市場規模などについては、以下の HP が極めて有用である。
http://asianbondsonline.adb.org/

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

[ix] 犬飼重仁をリーダーとして実施された、2004 年から始まり 2008 年まで継続した総合研究開発機構（NIRA）と早稲田大学との共同研究では、研究チーム一同の「グローバル化する日本とアジアの金融資本市場における法規制システム等金融資本市場インフラのあるべきヴィジョンと枠組みを、実現可能なものとして何としても創造したい」との強い思いが、一貫して長期にわたる研究意欲をかきたててきた。そのシリーズ研究は現在まで継続しており、犬飼が NIRA を離れ早稲田大学の専任となった 2008 年以降も、早稲田大学 GCOE《企業法制と法創造》総合研究所 アジア資本市場法制研究グループを母体とし、早稲田大学比較法学総合研究所を共催とする早稲田大学の研究組織を中心に引き継がれている。以下に、そのシリーズ研究の流れを示す。
・2006 年 1 月、総合研究開発機構（NIRA）犬飼重仁主席研究員（当時）をリーダーとする研究会メンバーにより、「域内独自の共同オフショア市場」としてのアジア共同国際債（アジア・ボンド）市場創設のヴィジョンが提言された。
http://www.nira.or.jp/past/newsj/kanren/170/178/siryou/pdf/2-2.pdf
・2007 年 2 月には、早稲田大学 21 世紀 COE《企業法制と法創造》総合研究所と NIRA の共同研究として、NIRA アジア金融プラットフォーム小委員会（リーダー：犬飼重仁 早稲田大学客員教授（当時））より、「アジア域内クロス･ボーダー型金融プラットフォーム（AIR-PSM）」構築提言を発表。開示情報登録等のための取引所機能の重要性と、アジア域内プロ投資家向けの、開示免除かつ利子源泉徴収税免除等のオフショアステータスを有する各国通貨建て証券の発行･転売が域内で可能となりクロス･ボーダーの転売もスムースな「プロ向け市場（AIR-PSM：Asian Inter-Regional Professional Securities Market）の創設」が提言され、伊藤元重 NIRA 理事長（アジア・ゲートウエイ戦略会議座長）によって官邸に提出された。
http://www.kantei.go.jp/jp/singi/asia/dai5/siryou6.pdf
http://www.nira.or.jp/past/newsj/kanren/180/186/pdf/01ver3.pdf
・2007 年 5 月、上記提言は、当時の安倍政権のもとで取りまとめられた「アジア・ゲートウエイ構想」の金融部分の策定に際し、重点的に参照された。
すなわち、同構想の最重点項目の一つとして、「アジアの利用者にとって最も魅力的な金融資本市場の構築～アジアの金融ネットワークの一体化」が挙げられ、具体的改革提案として、「プロ向け市場の創設とプロの育成（プロ同士の取引の場を創設し、英文開示、税、開示基準等の規制を緩和）」が明示された。また同時に、重点分野として「日本とアジアの金融資本市場の機能強化」が挙げられ、〈アジアの金融センター化〉の一環として「クロス・ボーダーの国際市場創設に向けての民間の主体的取組みがあることを前提に、一般

振替社債について、非居住者の受け取る適正な利子の非課税化を検討」が織り込まれ、〈アジアと連携し、アジアに国際金融資本市場を創設〉することの一環として、「クロス・ボーダーのアジア国際債券市場の創設（アジア債券市場育成の取組みを一層強化し、究極的には、アジア各国と協力し、アジア域内に、各国の規制の枠組みを超えた、ユーロ市場並みの高度の自由の許容されるクロス・ボーダーの市場が創設されることを目指す）」が明記された。
http://www.kantei.go.jp/jp/singi/asia/
なお、上記の流れは、2008 年の金融庁による我国金融･資本市場の競争力強化プランの実施等に繋がっている。
・2007 年 3 月には、犬飼重仁 編著 『アジア域内国際債市場創設構想ーｱｼﾞｱﾎﾞﾝﾄﾞ市場へのロードマップ』（ﾚｸｼｽﾈｸｼｽ刊）により、更に詳細な提言を行った。
・2008 年 3 月には、早稲田大学 21 世紀 COE《企業法制と法創造》総合研究所と NIRA の共同研究の成果として、犬飼重仁 編著『Grand Design for An Asian Inter-Regional Professional Securities Market (AIR-PSM)』（ﾚｸｼｽﾈｸｼｽ刊） を発刊し、AIR 市場の概念が、新市場設計の詳細を含め、英語で提唱された。
http://www.nira.or.jp/pdf/airpsm.pdf
・2009 年 11 月 28 日 早稲田大学 GCOE と国際協力銀行他が主催する「アジア MTN（ミディアム・ターム・ノート）プログラムとアジア資本市場法規制等市場インフラに関する国際フォーラム」で、犬飼重仁編『アジア版 MTN（Medium Term Note）プログラムの実行可能性に関する調査報告と提言』（国際協力銀行よりの第 1 期及び第 2 期受託研究の最終成果物）が公表された。また、同フォーラムで、早稲田大学研究会メンバー鈴木裕彦（バークレイズ･キャピタル）より初めて「アジア域内プロ向け債券市場への TOKYO AIM 機能活用の可能性」が報告･提言された。議事録･受託研究報告書等の関連資料は下記参照。
http://www.globalcoe-waseda-law-commerce.org/activity/091128AsiaMTN_20100205.pdf
http://www.globalcoe-waseda-law-commerce.org/activity/091210_AsiaMTN.pdf

[x] TOKYO AIM 受託契約準則５条（告知書およびその交付の省略制度）のプロ向け公募社債市場への含意を最初に指摘した市場実務家は、バークレイズ・キャピタル社の鈴木裕彦（アジア資本市場協議会幹事及び早稲田大学研究会メンバー）である。

[xi] プロ向け債券市場の整備に関しては、2010 年 5 月公表の経済産業省による産業構造ヴィジョンに採用されたが、官邸の新成長戦略策定に当たって、国家戦略室に対し、経済産業省の他、財務省より、国内のプロ向け債券市場の創設を後押しすることが提案され、また金融庁からも、ユーロ市場に伍していくことを目指すプロ向け社債発行・流通市場の整備に向けた検討が提案された。
これらを受けて、金融関係では「プロ向け社債発行・流通市場の整備」「総合取引所創設」を含む新成長戦略が、2010 年 6 月 18 日午前の閣議で正式決定され、即日公表された。
http://www.kantei.go.jp/jp/sinseichousenryaku/sinseichou01.pdf
同戦略では、「ユーロ市場と比肩する市場を我国に実現するため、プロ向けの社債発行・流通市場を整備する」ことが明確にうたわれており、また、「金融自身も成長産業として発展できるよう、市場や取引所の整備、金融法制の改革等を進め、ユーザーにとって信頼できる利便性の高い金融産業を構築することによって、金融市場と金融産業の国際競争力を高める」とし、2020 年度までの平均で名目 3%・実質 2%を上回る経済成長を実現する道筋を示している。なお、新成長戦略に添付された成長戦略実行計画（工程表）の金融戦略部分の最初には、早期実施事項（2010 年度に実施する事項）として「プロ向け社債発行・流通市場の整備」が掲げられている。

[xii] 東京証券取引所グループは、2010 年 11 月 10 日、プロ向け債券市場「TOKYO PRO-BOND Market」創設に向けて制度概要を発表した。当制度概要は、2010 年 11 月 10 日から 12 月

9 日までの期間、パブリックコメントに付される。
http://www.tokyo-aim.com/japanese/news/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

「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

（当初公表提言及び関連資料一式）

公表 2010 年 4 月 20 日（資料編作成 2010 年 6 月 18 日）

主催：早稲田大学 GCOE《企業法制と法創造》総合研究所 アジア資本市場法制研究グループ 「アジア・デットリスティング研究会」

共催：早稲田大学比較法学総合研究所

協力：アジア資本市場協議会（CMAA）・日本資本市場協議会・日本証券業協会

早稲田大学グローバル COE《企業法制と法創造》総合研究所
当初（2010 年 4 月 20 日）公表提言及び関連資料一式

内容

Ⅰ. 背景説明……3
Ⅱ. アジア域内プロ向け国際債市場（自由度の高い証券市場としてのAIR-PSM）の、創設の目的・原則・特徴……7
Ⅲ. 新市場AIR-PSM創設の内容、及び新市場創設に向けての、当面想定されるタイムテーブルとアクションプラン……9
Ⅳ.「アジア域内プロ向け国際債市場(AIR-PSM)」の中核（日本国内版）としての「我国プロ向け公募市場(PSM-J)」の創設提言の詳細説明……11
1. 我国の取引所への開示登録を核とする新市場創設で期待される直接的効果……11
2. 新市場であるアジア域内プロ向け国際債市場の実務的なインプリケーション……11
3. 「特定投資家向けプロ公募債市場(PSM-J)」に係る概念整理表……13
4. 一般公募/「プロ向け公募(PSM-J)」/適格機関投資家私募･少人数私募 に関する説明……15
5. 「特定投資家向けプロ公募債市場(PSM-J)」の、EU/英国と米国のプロ向け市場との対比……16
6. 「特定投資家向けプロ公募債市場(PSM-J)」の商品構成及び開示イメージ……17
7. 特定証券情報（案）……20
Ⅴ. 参考図表等……23
Ⅵ. メンバー及びオブザーバー 一覧……31
Ⅶ. 研究会の開催日程と討議概要……33
Ⅷ. 参照用の関連資料の所在……34

Ⅰ．背景説明

◎ はじめに：アジア域内共有財産としての金融機能のレベルアップが必要

アジアの市場経済は、日米欧などの市場経済との相互依存関係を深めながら、益々発展している。

しかし、アジアの弱点は、アジアの工業製品が世界に通用しているようには、アジアの金融機能が、世界とアジア自身のために貢献できていないことである。

アジアの市場経済が、「世界の工場」としてだけでなく、より広い意味で世界に貢献するとともに域内経済成長の果実を域内で享受するには、『アジアの共有財産としての金融機能すなわち域内金融資本市場』の発達を戦略的に促し、世界とアジアの市場経済の中で効率的・効果的に機能させることが不可欠である。そしてそのためには、域内各地の金融と金融市場の参加者（プロ）と各種の関連市場インフラを、必要な水準までレベルアップさせることが必須となる。

アジア各国には、それぞれの国の社会や歴史に根差した、固有の金融制度や市場がある。そして、我国もこれまでも幾度も経験しているように、グローバルな金融・経済の変化と歩調を合わせて国内の金融制度・市場を変化させ続けていくことには、多くのコストと苦痛が伴う。

今、アジアの金融ニーズの充足、すなわちアジアの中に蓄積した巨大な貯蓄に運用の場を与え、同時に域内経済成長の核となるべきアジア投資を支える資金提供を円滑に行うには、そのための各国の国の枠を超えた『クロスボーダーの金融資本市場機能（＝プロとインフラ）』が、域内に安定的なものとして存在し、情報と資源の配分機能を発揮していなければならない。

しかし、これをどこかの国の「国内」市場に依存することは、「国内」の種々の制約の下で、その「国内」のニーズと「域内」の金融ニーズの二兎を追うこととなるため、容易なことではない。

むしろ、はじめからアジア「域内」全体の金融ニーズに応えることを狙って、アジア域内の現状（後段参照）からしてアジアの市場経済に必要とされる金融ツールである『**国際債の発行・流通のためのクロスボーダー型のプロ向け債券市場と関連市場インフラ**』を、**アジアの共有財産として構築していくこと**が、より有望な選択肢となる。

たとえて言うならば、プロサッカーの世界におけるJリーグ及び各国リーグの上位チームによるAFCチャンピオンズリーグのような「**域内金融のプロ・リーグの創設**」と、域内のプロのための「**国際水準のスタジアムの建設**」が必要である。そしてそこでリーダーシップをとるべき国の中には、国内資本市場の規模に鑑みて日本が当然に含まれるであろう。

◎ アジアでは「ユーロ債市場」依存が継続

国際債といえば、アジア域内市場関係者は、依然として、**ロンドン金融街の金融機関と欧州国際証券決済システム（ICSD：International Central Securities Depository）等の使用を前提とした、「英国とベネルックス三国の連携の金融システム」**にかなりの程度、依存している。

すなわち、自国以外の市場でアジアの発行体が起債する証券類については、**証券の発行・保管・流通・償還にかかわる国際的仲介機関・国際的証券決済システム・関連法制・格付会社、発行流通関連法実務に関する弁護士等の起用まで含め、ほとんどの場合、アジア域外の金融機関、各種の専門家やシステムの使用が前提**となり、日本とアジアの発行体にとって、欧米の発行体と同等のコストの優位性、自国通貨建て債券発行などにおける利便性、一日が最初に始まるアジア域内が持つ時差の上での取引上の優位性が、確保できているとはいえない。

◎ 「オフショア・ホールセール（プロ向け）欧州国際債市場（かつてのユーロ債市場）」が果した役割

欧州は、プロ向けの金融市場機能の提供面で、長年にわたり、国境をまたぐクロスボーダーの『**オフショア・ホールセール欧州国際債市場**[1]』のメリットを享受してきた。

[1] EUの本格稼働の1999年（1月ユーロ導入）までで、世界中で唯一成功したプロ市場であるオフショア・ホールセール欧州国際債市場（～1999年のユーロ債市場）を指す。

すなわち、**オフショア・ホールセール欧州国際債市場**において、欧州域内の発行者（資金調達者）は、国内で調達しきれない長期資金調達のニーズをこの市場によって充足する一方、機関投資家は運用機会の増大を図ってきた。また、かつて欧州のいくつかの国では、国内債券市場の規模が小さいため、国内はローン市場に重きを置き、国公債の発行を戦略的にオフショア・ホールセール欧州国際債市場に依存してきたところもある。

結局、欧州は、域内各国国内の債券市場を整備するのみならず、極めて自由度が高く、国境をまたいだクロスボーダーの資金の流れを容易にする「**オフショア・ホールセール欧州国際債市場**」の整備によって、欧州域内全体の利益を増進しつつ、英国とベネルックス3国の金融関連産業を振興してきたのである。ただその市場も、近年、リテイル規制の影響を受け、かつての自由な市場の姿を変えつつある。

◎ アジア域内の「クロスボーダー（オフショア・ホールセール）・プロ向け国際債市場」の可能性

欧州でこのようなプロ市場の隆盛が可能であったことには多くの理由があり、その一部は欧州固有のものであった。しかし近年、日本をはじめアジアの主要国においては、**このかつての「ユーロ債市場」のような自由度の高いプロ向けの国際金融資本市場**を、この**アジア域内に積極的に作り出すことが、域内関係者の努力次第で基本的に可能**となり始めている。すなわち、**アジア「域内」のニーズの充足を狙った、クロスボーダーの、アジア独自のプロ向け国際債市場**が、我々の手の届くところまで来つつあるのである。

かつての欧州の**オフショア・ホールセール国際債市場がアジア域内に出現した場合における域内の起債ニーズ、投資ニーズは健在であり、創設が期待される域内新市場は、これらのニーズの新たな受け皿となりうる**との認識を、域内で共有したい。

その際、**アジア域内プロ向け国際債市場は、経済共同体としての姿を示し始めたアジアにおいて、発行体も機関投資家もその主軸はアジア域内の経済主体であるとの想定が可能であるし、また域外の市場関係者の参加も当然想定可能である。つまり、それは世界中の市場と市場関係者に開かれた構造を持つ。**

◎ アジア域内の現状と「アジア域内プロ向け国際債市場」の必要性

（アジア域内の現状）

現在、1997-98年のアジア通貨危機の反省を踏まえ、"ABMI"（Asia Bond Market Initiative）[2]等を中心にアジア域内各国では国内金融資本市場の整備が進み、その進捗状況には目を見張るものがある。

しかし、以下に掲げるように、**アジア域内の現状**は更なる改善の余地があり、域内各国の「国内」市場整備の枠を超えた、クロスボーダーの取り組みが求められている。

① **貯蓄が潤沢である上に資金需要も旺盛である一方、国内金融仲介システム、特に直接金融を行う金融資本市場は、いまだ発展途上である国が多い。**
② **アジア域内各国のほとんどの「国内」市場は、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。**
③ **アジア各国の国内の経済基盤及び国境を超えた交通・通信などクロスボーダーの経済基盤の整備のためにも、資金供給システムとしての域内独自のクロスボーダー型金融資本市場インフラが必要であるが、現状、具体的なデザインに乏しい。**
④ **アジア域内各国で成長著しい年金基金など多くの機関投資家は、株式のみならず、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希求しているが、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ことから、運用難に直面している。**

したがって、アジア各国の「国内」市場の整備をより一層進めることに加え、各国の「国内」市場だけでは充足できないニーズを充足できる市場、すなわち、各国「国内」市場の枠を超えた、**アジア「域内」クロスボーダーのアジア独自のプロ向け国際債市場（AIR-PSM：Asian Inter-Regional Professional Securities Market）**」の創設に、切実なる必要性と意義が存在するといえる。

[2] ASEAN＋3（日・中・韓）の財務大臣が主導する「アジア債券市場育成イニシアティブ」。その目標は、アジアの豊富な貯蓄をアジアの中長期の成長に向けた投資につなげるよう、アジア域内通貨建ての債券の発行を可能とするようなアジア債券市場を整備すること。

（日本の立場）

AIR-PSM創設に際し、日本は、アジアにおいて、**（1）国際的な債券運用に向かい得る貯蓄資金**と、**（2）アジア域内各国通貨を用いて業務を展開する企業グループ**をいずれも多く有し、及び**（3）相当程度発達した発行・流通・決済の債券市場インフラを備えている**点からして、……

アジア域内の投資適格の債券投資機会の情報（開示情報・取引価格等）をまとめて得られる場所とシステム（＝リスティング・プレイス）を構築し、また、インテグリティ（市場の本来あるべき質と首尾一貫性）**の高い市場にふさわしい、適格投資商品の供給が増えやすい良質の市場環境**を用意することに、特に深く関わるべき立場にある。我国のイニシアティブが重要となっているのである。

（新市場創設の中長期的な意義）

アジアにおいて、いまだに明確な形では実現していない、域内を中心とした独自・共同のクロスボーダー市場としての**「アジア域内プロ向け国際債市場（AIR-PSM））」**の創設は、

（1）**アジア域内主要国に蓄積された貯蓄を、域内中心に、効率的・高付加価値的に循環させるための装置の創出、**

（2）**域内各国及び外貨建債権の保有者である域内企業グループ等にとっての、基軸通貨と域内各国通貨との為替リスク緩和のためのアジア通貨建て国際債市場の創出、**

（3）**域内のプロの市場参加者の育成･鍛錬と市場イノベーション発揮の場の創出、**

という点で、中長期的に、特に大きな意義がある。

（アジア通貨建て国際債発行の意義）

こうした中長期的な意義のうち、**国際債がアジア通貨建てで発行されることの意義**は、アジア通貨危機を振り返ることで、より理解がし易くなる。

アジア通貨危機をもたらした理由の一つは、アジアの企業が国外から資金を調達する際に外貨（US ドル）を用いたために過大な為替リスクを負い、自国通貨の下落とともに過剰債務を負ってしまったことにあった。

今後、アジア経済がグローバル化を強める中で安定的に発展していくには、発行側で資本の流出入に際し為替変動が生じないことが望ましい。

この点で、アジア各国の企業や投資家が自国通貨で調達・運用を行える、あるいはアジア各国で業務展開する企業グループがアジアでの事業活動に必要なアジア通貨での資金調達を行えるような選択肢を用意することが必要である。

さらに、歴史を振り返れば、日本企業は1970年代から、その国内の高度成長を支えるための資金調達を、低利の転換社債や新株予約権付社債の形で、ユーロ債市場を中心に行ってきた。そして、欧米の投資家は、日本の高度成長に投資し、その成長の果実を得た。

現在この関係は、日本を含むアジアの先進国と、それを追いかける各国との間に成立している。投資信託や年金基金等を含む日本とアジアの先進国の機関投資家も、円建てや各国自国通貨建て等を含む新興国企業のファイナンスに、資金の出し手として対応できる。

上記のような自国通貨建ての社債やエクイティ債に関しては、すでにアジア域内において貿易や直接投資といった厚みのある底辺が存在し、また物流はお互いに近い国の間でより多く行われており、そこで自国通貨建てのファイナンスが必要とされ正当化されることは、いうまでもない。

以上は、各国の政府当局の対応を待たずとも自然に発生する経済の流れである。しかし、各国の外為政策、通貨の自由化の進展、会計・ディスクロージャーの状況等を考えると、この自然の流れを加速する仕組みが、「オフショア･ホールセール欧州国際債市場(かつてのユーロ債市場）」がそうであったように「**プロの投資家と市場参加者の創る、アジア域内プロ向け国際債市場（AIR-PSM）**」ということになろう。

しかし、「**アジア域内プロ向け国際債市場（AIR-PSM）**」において発行される債券の通貨建てに関し、アジア各国の主要通貨については、基本的に、日本円・シンガポールドル・香港ドルを別にすれば、韓国ウォンでさえ使用に制限があり、ましてやそれ以外のアジアの通貨建て債券の受入は、個別

に状況は異なるものの、各国とも、総じて現状では困難であると言わざるを得ない。

ただし、その困難な状況を所与のものとしてあきらめるのではなく、日本においてかつて採用されたように、例えば、アジア域内の当該国にとって、その国の通貨の債権債務が全体としてマリーする範囲であれば、当該国の為替規制上の本来の目的に反しないと考えられることから、その**一定の（日本向け）対外債権の枠内という条件付きで（一定の枠内での当該国の（日本の企業グループが当該国に設立した企業を含む）居住者及び非居住者である日本企業等による発行を含めて）当該国の自国通貨建ての国際債（プロの非居住者の投資も可能な当該国の国内債を含む）の発行を可能とするような方向づけ**を行うなど、域内の対話の継続的促進により、粘り強く状況の改善を図る必要があると考えられる。

このような方向付けは、かつて日本が円の国際化の進展の過程で行った非居住者自由円勘定制度、非居住者ユーロ円債の解禁などの過去の外国為替管理政策に同様の例を見出すことができるものであり、今後益々、我国としても、域内各国の財務省・中央銀行及び政策形成者との戦略的な対話が必要となるものと考えられる。

（ただしその端緒として、アジア開発銀行（ADB）・国際協力銀行（JBIC）等のサポートするABMI（ASEAN+3財務大臣プロセスで進められているアジア債券市場育成イニシアティブ）でも、タイバーツ・マレーシアリンギット等のアジア通貨建債発行を進めているほか、市場関係者を交えた検討を開始していることは注目に値しよう。）

Ⅱ．アジア域内プロ向け国際債市場（自由度の高い証券市場としてのAIR-PSM）の、創設の目的・原則・特徴

◎ **アジア域内プロ向け国際債市場**（AIR-PSM）**創設の目的**：

アジア域内のそれぞれの国からみて、自国の発行体のみならず、域内他国の発行体や域外発行体にとっての参入制約が低く、かつ利便性の高い「**アジア域内プロ向け国際債市場（非居住者による投資が可能な各国国内債を含む）（AIR-PSM）**」を創出することで、アジア域内の各国国内債市場に存在する域内他国機関投資家や域外機関投資家の参入制約を緩和し、域内各国の金融資本市場を補完することで、アジア域内全体としての金融資本市場の競争力を高める。

具体的目標

投資家としては内外のプロ投資家のみを対象とし、多数のマーケット・メーカーが参加する、流動性のある債券市場であって、内外の発行者・関連仲介機関等にとって利便性が高く使いやすい、アジア域内初の高質の市場インフラとしてのプロ向け債券発行・流通市場の創出を目標とする。

具体的目標としては、1999 年以降はプロとアマを分別したマーケット作りは成功例がないので、『EU の本格稼働の 1999 年（1 月ユーロ導入）までで世界中で唯一成功したプロ市場であるオフショア・ホールセール欧州国際債市場(1999 年までのかつてのユーロ債市場)』をモデルとし、

プロ投資家とプロの市場参加者のみが参加する、

1. 我国国内ホールセール市場（PSM-J:特定投資家向けプロ公募市場）と、

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

の創設を、域内投資情報センターとしての我国特定取引所金融商品市場への開示登録と価格情報集中を核として達成する。

このうち、第一段階の、我国特定取引所金融商品市場への開示登録を活用した、新市場**(AIR-PSM)**創設の意義は次の通り。（プロ向け公募債市場（**PSM-J**）創設の意義としては、以下①②の通り）

① 日本及びアジア域内の資金調達者・社債保有者にとっての、**社債発行不可能期間の圧縮、発行手続きの簡素化・省略、流通市場における手続きの省略**、及び**開示コストを含む調達関連コストの低減**等を通じて、プロ向け債券市場の**利便性の向上が図られる**。

即ち、我国の発行体と関連仲介機関と社債保有者等にとっての、国内プロ向け債券市場の利便性の向上による、市場競争力の強化と市場流動性の増大が重要である。

現状、投資適格国内普通公社債の数パーセント程度しか購入していない一般投資者(リテイル)にウィンドウを開けておくための開示コスト、開示頻度それに伴う引受審査によって失われている数十営業日の起債スロットから生じる我国企業の社債による資金調達チャンスの喪失にともなう我国国民経済への打撃の修復が必要となっているのである。

具体的には、

(1) 発行体にとってのブラックアウト（社債発行不可能）期間が大幅に圧縮される。

(2) 従来の「適格機関投資家私募債」等と比較した場合に、特定取引所金融商品市場に開示登録を行うことにより、転売に際して、届出がされていない旨の告知、書面交付が事実上省略でき、流通市場での売買に際しての煩雑な手続きは不要となる。

(3) 開示面での簡素化を含む、プロ向け社債の発行実務の円滑化と合理化、及びそれらに伴う、市場関係者各位における各種のコストと手間の削減が期待できる。

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

つまり、海外の発行体にとって便利な英語開示によるプロ向け発行市場ができる。また、ユーロ債・ユーロ MTN プログラムに PSM-J 適格条項を追加することで、US144A オプション類似の Euro Asia オファリング市場が創設される。（詳細は後段 Ⅲ．①－（2）参照）

③ 日本及びアジア域内、その他世界中のプロ投資家にとっての、日本発のプロ投資家向け国際債の開示基準ができることによる、発行者情報、証券情報、及び価格情報の充実。

④ 日本及びアジア域内、その他世界中のプロ投資家による、日本を含むアジアに向けた投資の円滑化と、投資機会の増大。

⑤ 発展途上にあるアジア域内各国国内市場の補完。

◎ **アジア域内プロ向け国際債市場**（AIR-PSM）**創設に際しての原則**：

① アジア各国及び日本においては、各国の証券規制の適用範囲を、米国のように域外に拡大しない。

② 投資家はプロのみの参加とする。日本においては、対象とする投資家を 2007 年発効の金融商品取引法上のプロの投資家（特定投資家）に限定し、一般投資者への証券の振替がなされないことを担保する。域内各国のプロの認定・決定は、各国規制機関ないし各国当局が行う。
プロと認められる範囲内で、適合性の原則等のプリンシプル・ベース・アプローチに則り、発行体と投資家等の市場参加者が、調整されて決まっていくことになる。

③ 各国の国内証券取引規制に関しては、各国の従来の国内の一般投資家向けの法定開示規制等の証券取引の規制対象範囲外となるべきものである。
（ただし、株式や債券を米国証券法（33 年法）の下での登録を行わずに、米国外で同法違反を発生させずに発行募集できるためには、同法に基づく Regulation S の遵守が必要である。現在のユーロ債・ユーロ MTN プログラムによる債券発行募集はすべて同 Regulation に基づいて行われている。なお、同 Regulation 対応は、米国に多数の投資家がいないこと、米国向けの販売努力をしないこと等の一定の条件を満たせば、各国の国内法対応がなされていなくても可能である。）

④ 一方で、プロの投資家向けの開示原則・開示ルール等は、証券情報・企業情報、価格情報等の公表を行う特定取引所金融商品市場・域内指定取引所等のリスティング・プレイスの当事者が定めることになろう。

⑤ 開示は原則英文。：原則、オフショア・ホールセール欧州国際債市場の特徴であったオファリング・サーキュラー方式を採用し、英文開示のみにて、証券会社が、プロに対して、比較的自由に証券の勧誘ができる、自由度の高いオフショア・ホールセール欧州国際債市場型のアジア域内プロ向け国際債市場をアジア域内に設立する。

⑥ 証券引受仲介機関は、アジア各国の監督当局が定める一定の要件を満たす証券業者とするのが望ましい。（例えば、日本にある証券業者の場合は、金融庁への登録）

⑦ 各国国内市場と域内国際債市場の選択は、発行体およびプロ投資家の選択の自由に任されるため、新市場が MTN プログラムの導入等、市場のユーザーにとって使い易いものとしていく不断の努力が期待される。

⑧ 会計基準は、基本は国際会計基準とするも、その他の一般に公正妥当と認められる会計基準によることも認められる。
いずれにせよ、近い将来、我国の会計基準は、国際会計基準に収斂することが期待される。

◎ **アジア域内プロ向け国際債市場**（AIR-PSM）**の特徴［定着の条件］**：

① 各国の従来の一般投資家向けの法定開示規制の対象範囲外であることが期待される。
日本においては、国内の一般投資家向け公募を前提とした日本語開示の市場、及び、各国においては、当該国語による一般投資家向けの法定開示の市場と並存することになろう。

② アジア各国の債券にかかわる源泉徴収税に関しては、非居住者が取得する債券の利子についても、各国の従来の国内の源泉徴収税法の適用外とすることが期待される。

③ 印紙税等の証券の発行に伴う税負担がないことが期待される。

④ 日本の責務と優位性： プロの市場参加者を前提とした場合のアジア域内プロ向け市場のあるべき**質**（**インテグリティ**）の確保には、プリンシプル・ベースによる高度な倫理規範の存在が前提となると考えられる。

そこで、**特に日本がこの域内新市場関連の制度論構築において優位性を持っているないし持ちうる点**は、**「プロも公正な価格形成[3]や高質な資本市場の機能確保に対する責務を負っている」との位置づけを**、公正価格提示やマーケットメーク等の責任のあり方を含めて、新市場に係る自主ルール等の**制度・慣行の構築上、他のアジア域内の諸国やリスティング・プレイスに先行・率先することができる**点にあると思われる。

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

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

Ⅲ．新市場AIR-PSM創設の内容、及び新市場創設に向けての、当面想定されるタイムテーブルとアクションプラン

① 2010年中（年末まで）に、本邦に、我国特定取引所金融商品市場への開示登録（リスティング）を前提とした「**プロ向け公募債市場（PSM-J）**」を設立し、本邦国内債市場において、証券保管振替機構での証券振替の対象となるプロ向け公募債市場（PSM-J：Professional Securities Market-Japan）の運用（発行・販売勧誘）を開始することが期待される。

なお、**開示登録とは、金融商品取引法上の「特定証券情報」を我国特定取引所金融商品市場にファイル（登録）（法制上は上場）し、プロ投資家への縦覧に付すことを指す**こととする。
また、**プロ向け公募・公売出しとは、それぞれ金融商品取引法上の特定投資家私募・私売出しを指す**こととする。

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

（1）上記①**（PSM-J）**には、非居住者が発行体となって日本国内でプロ向けに発行・販売勧誘される円建て国内債も含まれる。
即ち、本邦のプロ投資家向けの発行・販売勧誘に関しては、我国の特定取引所金融商品市場への英語での開示登録を選択可能とする特定投資家向けプロ公募市場（PSM-J）の創設により、非居住者発行体にとっての現行のサムライ債に係る日本語開示問題の多くが、事実上解消され、既存のサムライ債市場は、工夫次第で、この新市場にリテイル向けを除くそのかなりの部分が移行することが想定可能である。

（2）上記①**（PSM-J）**には、日本国内で販売勧誘される**新発の国際債**（ユーロ債・ユーロMTN等の国外債：Euro Offering）に、**国内の特定取引所**金融商品市場**開示登録を前提**とした「**PSM-J 適格**」付与の開始も、同時に含まれる。 具体的には、我国の特定取引所金融商品市場への英語での開示登録、及び、ユーロ債・ユーロMTNプログラムのオファリング・サーキュラーへの本邦特定取引所金融商品市場Listingステータスを有することの記載により、非居住者及び居住者発行のユーロ債・ユーロMTN（ないしアジア域内プロ向け債・AMTN）を対象とした、米国の「Rule 144Aオプション」と同様の、日本のプロ向け市場が創設される。（これを「**PSM-J 適格**」と呼ぶ）。

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

これらにより、アジアの非居住者発行者にとっての本邦プロ投資家へのアクセスが円滑化されることとなり、第一段階としての我国特定取引所金融商品市場をコアとするPSM-J及びAIR-PSMが創設される。
[より厳密にはEuro Offering + PSM-J = Euro Asia–PSMと呼ぶことができよう。また、Euro Offering + US 144A + PSM-J = Global-(プロ向け)PSM となる]

② PSM-Jの設立に始まる我国特定取引所金融商品市場をコアとするAIR-PSMの創設以後、我国の取組みが**デファクト・スタンダード**となり、域内各国で同様の取組みを進めることが期待される。

③ 我国特定取引所金融商品市場をコアとするAIR-PSMの創設以後、速やかに、我国のイニシアティブにおいて、アジア域内の各国の政策担当者と市場関係者の官民の対話を推進し、例えば、韓国、中国に加えて、インドネシア・タイ・マレーシア等のアセアン各国に対して、一定の日本向け対外債権の枠内（債権債務がバランスする範囲内）という条件付きで（一定の枠内での日系非居住者による発行を含む）各自国通貨建ての国際債（プロの非居住者の投資が可能な其々の国の国内債を含

む）の発行を可能とするような要請・取組を行うことを想定する。
（速やかに、ABMIの枠組みの中で官民のフォーラム（ABMF：ASEAN+3 Bond Market Forum）を設立し対話・検討を進める）

④ 2011年以降、アジア域内の証券決済に関しては、証券保管振替機構等によるクロスボーダー取引の域内接続・域内決済のあり方の検討からはじめ、順次、域内諸国の関係機関との対話を促進していくとのアプローチが想定される。

⑤ 域内のいくつかの国のプロ向け公募市場が、他国の発行体や証券仲介機関の参入制約の低いものとなることにより、それらが全体としてアジア域内のプロ向け国際債市場（AIR-PSM）として機能するようになったとき、はじめてAIR-PSMがアジア域内全体のものとして創出されることとなる。このためには、速やかに、域内の市場参加者を含めた関係者と各国の政策担当者が、このプロセスの中で継続的に、情報を交換し意見を集約するよう協力することが求められよう。

⑥ いずれにせよ、**我国としても、「アジア域内におけるクロスボーダーのプロ向け証券市場**（Asian Inter-Regional Professional Securities Market）**構築の重要性を認識し且つ重視しており、その実現を望んでいる**」とのメッセージが、アジアに向けて発信されることが重要であると思われる。

Ⅳ.「アジア域内プロ向け国際債市場（AIR-PSM）」の中核（日本国内版）としての「我国プロ向け公募市場(PSM-J)」の創設提言の詳細説明

1. 我国の取引所への開示登録を核とする新市場創設で期待される直接的効果

⑴ 我国特定取引所金融商品市場への開示登録を核とする我国特定投資家向けプロ公募市場の創設（PSM-J：Professional Securities Market-Japan）により、我国の発行体・関連仲介機関等にとっての、国内プロ向け債券市場の利便性の向上による、市場競争力の強化と市場流動性の増大が図られることとなる。とりわけ、現状、投資適格国内普通公社債の数パーセント程度しか購入していない一般投資者(リテイル)にウィンドウを開けておくための開示コスト、開示頻度それに伴う引受審査によって失われている数十営業日の起債スロットから生じる我国企業の社債による資金調達チャンスの喪失にともなう我国国民経済への打撃の修復が図られることになる。

具体的には、

⑴-1 発行体にとってのブラックアウト(社債発行不可能)期間が大幅に圧縮される。

⑴-2 従来の「適格機関投資家私募債」等と比較した場合に、特定取引所金融商品市場に開示登録を行うことにより、転売に際して、届出がされていない旨の告知、書面交付が事実上省略でき、流通市場での売買に際しての煩雑な手続きは不要となる。

⑴-3 開示面での簡素化を含む、プロ向け社債の発行実務の円滑化と合理化、及びそれらに伴う、市場関係者各位における各種のコストと手間の削減が期待できる。

⑵ 我国の取引所への開示登録を核とするアジア域内プロ向け債券市場の創設（AIR-PSM : Asian Inter-Regional Professional Securities Market（PSM-J を含む））により、日本及びアジア域内の資金調達者にとっての調達ソースの拡大・多様化（Debt Portfolio の分散）と、日本とアジア域内他世界中のプロの機関投資家の、発行者情報及び価格情報の充実と、日本を含むアジア投資の円滑化・投資機会の増大を、同時に図ることができる。

そのうち、本邦のプロ投資家向けの発行・販売勧誘に関しては、

⑵-1 我国の特定取引所金融商品市場への英語での開示登録を選択可能とする特定投資家向けプロ公募市場（PSM-J）の創設により、非居住者発行体にとっての現行のサムライ債に係る問題の多くが、事実上解消され、既存のサムライ債市場は、工夫次第で、この新市場に、リテイル向けを除き、そのかなりの部分が移行することが想定可能である。

⑵-2 我国の特定取引所金融商品市場への英語での開示登録、及び、ユーロ債・ユーロ MTN プログラムのオファリング・サーキュラーへの本邦特定取引所金融商品市場 Listing ステータスを有することの記載によって、非居住者及び居住者発行のユーロ債・ユーロ MTN（ないしアジア域内プロ向け債・AMTN）を対象とした、米国の 144A オプションと同様の、日本のプロ向け市場の創設（「PSM-J 適格」）となる。

⑵-3 また、海外発行の（EMTN 目論見書、ユーロ・オファリング・サーキュラーに PSM-J 適格条項 が入っていない）既発債を我国プロ投資家向けに販売勧誘を行う場合は、本邦特定取引所金融商品市場に開示登録することによって、既発債市場における「PSM-J オプション（プロ対応限定的開示）」付のプロ売出し となる。

（これらは、金融庁による、2008 年の特定投資家向けプロ市場制度の創設によって、新市場の創設が可能となったもの）

2. 新市場であるアジア域内プロ向け国際債市場の実務的なインプリケーション

新市場創設により、今後、オフショア・ホールセール欧州市場（ユーロ債市場）での プライマリー新発外債 及び ユーロ MTN プログラムのドキュメンテーションに **PSM-J 適格条項**を加えると、本邦プロ投資

家向けへの販売勧誘が可能な、円建て他の各種国際債の発行を含む、プロ向け Euro Asia オファリングの端緒を開くこととなる。 即ち、Euro Asia-PSM： Euro Offering ＋ PSM-J = Euro Asia-PSM。

また、グローバル債オファリングの 2 つのタイプを示すと、

⑴ ： Euro Offering ＋ US 144a 条項（米国国内プロ向け）+ **PSM-J 適格条項 = グローバルプロ向け PSM**、または

⑵ ： Euro Offering ＋ US SEC Registration（米国国内一般投資家向け）+ **PSM-J 適格条項 = 米国リテイル市場へのアクセス可能なグローバル PSM、** となる。

説明 1：実務的には、Euro Offering Circular に **PSM-J 適格** であるドキュメンテーションがされていること、我国の特定取引所金融商品市場がその英文目論見書の特定の部分を特定証券情報として承認し、開示登録がなされていることが必要。そのようにすることで、ユーロ外債は、売出しの届出も私売り出しの制限の遵守も求められることなく（ただし特定投資家私売出しの制限を除く）、人数・期間制限も受けずに、我国のプロ投資家に、プライマリーそしてその後のセカンダリーでも**より安定的に、**プロ公募・プロ売出し勧誘が可能となる。

この場合、例えば、ロンドン上場と、我国特定取引所金融商品市場への上場（開示登録）のダブル上場となるが、我国特定取引所金融商品市場が定める特定証券情報／発行者情報のアップデートに係る発行者の負担をどの程度ミニマイズ可能かがポイントとなろう。もちろん、我国特定取引所金融商品市場への単独上場（開示登録）もあり得る。

説明 2：準拠法を日本法とするかどうかは発行者の判断であるが、日本の機関投資家をターゲットする限りは **PMS-J 適格条項** をつけて、必ず我国特定取引所金融商品市場への開示登録を行うという慣行ができれば、日本市場の振興が果たされることとなる。そして、それは、ロンドンなど欧州市場と協調的に発展可能と思われる。

説明 3：EMTN 目論見書、ユーロ・オファリング・サーキュラーに **PSM-J 適格条項** が入っていない場合で我国プロ投資家向けの販売勧誘を行う場合は、既発債市場における **PSM-J オプション**（プロ対応限定的開示）付のプロ売出し となる。この場合の特定証券情報／発行者情報のアップデートが、どの程度発行者の負担になるかが、ポイントとなる。

説明 4：現行のサムライ債については、既に有報等を提出している継続開示会社は、我国特定取引所金融商品市場への開示登録では、特定証券情報について有報の該当部分を参照する方式か、新たに英文特定証券情報を作成するかの選択権が与えられることとなろう。(リテールターゲットは除く） まったく初めてサムライ債を出す発行体については、新規の特定証券情報を英文で済ませられる PSM-J は、福音となろう。

3. 「特定投資家向けプロ公募債市場(PSM-J)」に係る概念整理表

形 態		開示義務	開示水準	開示場所	対象投資家層	届出されていない旨の告知・書面交付	私募の転売制限等	日証協ルール引受審査	流通・決済	その他
プロ公募（今回制設を提言）	特定投資家向けプロ公募(PSM-J) [太宗の特定投資家、すなわちプロ投資家を対象に、特定投資家のみが参加できる]	我国特定取引所金融商品市場の決める特定証券情報 （日本語、または英語）（継続・発行概要書)【注1】 =[発行者の事業及び経理に関する基本的事項等＋発行条件] 継続開示書類及び英文オファリング・サーキュラー(PSM-J適格条項及びPSM-Jオプション付の海外発行債【注2】)は参考情報	プロ投資者適応 [保護] 同左	我国特定取引所 金融商品市場 特定投資家縦覧 【注3】 取引所開示登録 【注4】 （特定証券情報）	大勢のプロ投資家 （特定投資家）	省略 【注5】	一般投資者への振替禁止 【注6】	対象外 個社対応 市場コンセンサス	OTC売買 保振決済	
	⇒投資家要望	・継続開示会社の場合、「機関投資家にとって実際に必要な情報は、有価証券報告書や決算短信に書いてある内容ではない」	・全ての財務特約の開示 ・格付		−	・省略			・流動性 ・価格情報 【注7】	・有力投資インデックスへの採用
	⇒発行者要望	・ブラックアウト期間の縮減(民間企業ニーズ) ・会社法監査、金商法監査、取引所適時開示一元化				−	−	・継続開示審査の緩和・短期化	・決済リスクの低減 ・価格情報	・「有形・無形のコストのミニマイズ（コンフォートレターの扱い含め）」
一般公募	発行登録・発行届出書による通常の公募［「一般（アマチュア）投資者保護」公募］	フルディスクロージャー 発行届出目論見書/発行登録目論見書 （継続開示：有報・四半期・臨報）	一般（アマチュア）投資者保護 同左	財務局 一般公衆縦覧 （目論見書）	不特定多数の投資家	不要	無	審査対象 検査対象	OTC売買 保振決済	

（以下参考表示：従来の私募市場）

形 態		開示義務	開示水準	開示場所	対象投資家層	届出されていない旨の告知・書面交付	私募の転売制限等	日証協ルール引受審査	流通・決済
私募	適格機関投資家向け私募	無し	投資家と発行体が相対で決める任意水準	非開示	特定（単数）の適格機関投資家	要	有	対象外 個社対応	OTC売買/保振決済
	少人数私募	無し	投資家と発行体が相対で決める任意水準	非開示	特定（単数）の投資家	要	有	対象外 個社対応	OTC売買/保振決済

【注1】：金商法上の公募には当たらない（金融商品取引法上は、特定取引所金融商品市場における特定投資家私募=特定投資家向け取得勧誘=発行開示義務免除の枠組みに相当する）ので、目論見書ではなく特定証券情報。 「継続発行概要書」、「発行概要書」という言葉は、通称として使用。
第3回研究会において、継続開示会社の場合には、「機関投資家にとって必要な情報は有価証券報告書や決算短信に書いてある内容ではない」旨の意見もあり、その場合の特定証券情報は、府令の求める「発行者の事業及び経理に関する基本的事項」等＋「発行条件」に限定。非継続開示会社については、有価証券報告書や決算短信並みの情報があることが望ましい。
したがって、“特定証券情報に必要な情報は、有価証券報告書や決算短信並みを最大限の目処とし、市場慣行として、不要な箇所を削って行って、 発行体と投資家と双方のニーズが折り合うところを見出して行きたい。”

【注2】：外国市場で発行される新規発行社債で、「**PSM-J適格条項**」がオファリング・サーキュラーにドキュメンテーションされているものをいう。
［なお、外国発行の既発債を特定取引所金融商品市場開示登録し国内で大勢のプロ投資家に販売勧誘可能な「**PSM-Jオプション**」も可］

【注3】：特定投資家縦覧とは、プロ投資家向けの縦覧という意味。なお、一般投資者の閲覧は禁止されない。

【注4】：取引所開示登録とは、特定証券情報(継続発行概要書、発行概要書)を我国取引所にファイル（登録）し、プロ投資家への縦覧に付すこと。（これを特定投資家縦覧と呼ぶこととする。）

【注5】：流通市場での告知・書面交付は、TOKYO AIM 受託契約準則5条による省略と同じものを手当てする前提。（但し、発行時の告知・書面交付省略には、工夫が必要。）

【注6】：従来の私募の転売制限では、一般投資者の取得があれば、強制開示を手当てすることとなる。プロ公募は、金商法施行以降、プロ・アマの顧客属性管理を証券会社等の口座管理機関は行なっているはずである為、証券会社等は一般投資者への振替を（社内システム上）取引ベースで禁止（一般投資者購入禁止）し、開示の安定性を確保することが考えられる。

【注7】：「流通・決済」に関する投資家要望のうち、「価格情報」は発行者にも要望するところあり。現状、売買参考統計値が実勢と乖離していて、不利益を被っている懸念あり。

4. 一般公募/「プロ向け公募(PSM-J)」/適格機関投資家私募・少人数私募 に関する説明

市場	実質的な対象	開示関係	社債発行上の制約	流通市場
一般投資者向け公募市場	投資適格国内普通公社債	発行登録制度 発行届出書 ・証券情報 （発行条件、財務特約） ・企業情報 （有報・四半期報告または有報半報および臨報）	四半期開示（（決算発表、会社法監査、東証適時開示、四半期報告書開示）および四半期開示毎の引受審査）に由来する、起債可能期間が約100日程度の大幅な制約による資金調達への阻害	OTC売買 マーケット・メーキング＊（下記注参照）無し 業者の対顧客bidオンリー(業者がﾎﾟｼﾞｼｮﾝを持つ場合のみｵﾌｧｰあり)
プロ向け公募債市場 <今回提言 PSM-J>	投資適格国内普通公社債 （ただし、プロ公募は、低格付け社債マーケットの創出を企図するものではない）	特定取引所金融市場への開示登録 ・特定証券情報（発行条件、財務特約、事業の概要、経理の状況、格付け） ★発行者情報へアクセス能力の高いプロ投資家に対して参考情報として企業情報の所在を周知 （外国発行体についても同様とすべく検討）	起債可能期間の制約は年1回の特定証券情報／発行者情報のうち事業の概要、経理の状況のアップデートにともなうもののみが原則。 （起債可能期間は、理論的に大幅に拡大）	OTC売買 マーケット・メーキングについては研究会の分科会等で引き続き議論するも、重要な論点。 但し、現状の公募普通社債市場と同様に、最低限でも、引受業者の対顧客 bid オンリー(引受業者がﾎﾟｼﾞｼｮﾝを持つ場合のみｵﾌｧｰあり)は、確保される。
適格機関投資家私募市場・少人数私募市場	・発行者または投資家が起債情報を対外秘匿したい場合 ・ハイリスク仕組債	－	－	－

＊(注) マーケット・メーキングは one way の価格クォートではなく、two way のファーム価格クォートをいう。

5. 「特定投資家向けプロ公募債市場(PSM-J)」の、EU/英国と米国のプロ向け市場との対比

想定される投資家	日本		アジア域内	EU/英国	米国
リテイルまで含む不特定投資家	流通を前提とする場合	現行の発行登録制度準拠の方式 ・*不特定多数の一般投資者に対して強制開示を前提とする古典的金融商品*		EU 各国の国内の Regulated Market	US の国内の Regulated Market
多数のプロ投資家		**今回創設の、我国取引所リスティングを前提とするプロ向け社債・MTN市場＝特定投資家向けプロ公募債市場（PSM-J / AIR-PSM）** *以下の3つの点を前提とする古典的金融商品* *・特定投資家以上のプロ向け公募* *（プロでない投資家の参加を排除）* *・特定証券情報は取引所規定による開示* *・企業内容に関しては、現行の発行登録制度等の強制開示より緩いが統一的に標準化されたフォーマット*	**AIR-PSM**	EU 指令対象外となる、ユーロ債市場における英国LSEのPSMリスティング市場のような Exchange Regulated Market	US の国内のプロ(QIB)市場である 144A Market Regulation D に定められた自衛力認定投資家の市場
	流通を前提としない場合	従来の私募債（特定投資家私募（注：上場を前提としないプロ向け公募）） *[←論理的にはありえるが、上場を前提としないものについては告示による情報提供・公表方法の指定が必要となることもあり（証券情報等の提供又は公表に関する内閣府令3条3号、8条2項3号）、当面は実際には行われそうにないように思われる]* *・ハイリスク新型商品（一昔前の派生商品や非UCITS）や特定少数ないしは特定単数の投資家の特殊需要のある金融商品*			
特定（少数）のプロ投資家		従来の私募債（適格機関投資家（プロ）私募、少人数私募） *・ハイリスク新型商品（一昔前の派生商品や非UCITS）や特定少数ないしは特定単数の投資家の特殊需要のある金融商品*		EU / US の完全な私募	

6. 「特定投資家向けプロ公募債市場(PSM-J)」の商品構成及び開示イメージ

特定投資家向けプロ公募債市場（PSM-J）で取り扱う商品は、プロ向け（特定投資家向け）の（1）普通社債と、(2)プレーンバニラを含むMTNプログラムの下で発行される社債である。

- PSM-Jの商品構成（典型的なもの）

(1) プロ向けのシ団公募普通社債 【流動性の必要な機関投資家向け】

(2) MTNプログラムの下で機動的に発行される社債 （プレーンバニラ、変動利付債、仕組み債等。リバースエンクアイアリーの対象のものなど）

上記以外に、投資法人債等も検討対象となる。

- PSM-Jの通貨建てと仕組み債

決済通貨は円建てのみ。（保振の振替決済を前提とする場合）

仕組み債は、（当面）振替債となりうるシンプルなもののみ。（国内発行の円建て債の場合）

[ユーロ債・ユーロMTN等の国外債の場合は、我国の特定取引所金融商品市場への開示登録を前提とする「**PSM-J適格条項**」の下で、外貨建て及び多様な種類の債券が対象となりうる]

- リスティング（我国取引所への開示登録）

我国の取引所への開示登録を行う。

発行市場及び流通市場ともOTC取引が前提であり、従って、取引所内での売買は想定しない。

（発行体・投資家の負担となる告知義務が免除される市場を積極的に作り出すためにも、取引所への開示登録を行う意義があると言える。）

（金融商品取引法上及び同府令上は、「特定取引所金融商品市場に上場等する場合」に相当するが、債券のリスティングは、株式の上場とは異なる概念であるため、誤解を避けるため、あえて上場という言葉は用いない。）

- PSM-Jの証券決済

保振の証券決済。

[ユーロ債・ユーロMTN等の国外債の場合は、我国の特定取引所金融商品市場への開示登録を前提とする「**PSM-J適格条項**」の下で、海外の国際証券決済機関によって決済される債券が対象となりうる]

- PSM-J発行体の範囲

発行体の要件（取引所開示登録の主体となるために取引所が求める条件（開示登録適格））は、取引所の規則によって決められる （例：格付等）。

我国で継続開示をしていない外国会社等も発行会社となりうることを想定しつつ、取引所として一定の要件を定められることが望ましいと考える。

保証を行う会社が一定の要件を充たせば、発行会社・発行体のみでは取引所開示登録適格を充たさない場合でも、取引所開示登録できるようにする工夫も考えられる。

- 開示内容 （特定証券情報のうちの企業情報（発行会社に関する情報））

－ 具体的には取引所の規則によって定められる。

－ 特定証券情報の内、

（1）必ず内容として含めなければならない項目 （**ミニマムの開示項目**）、及び

（2）上記以外の**自発的な開示項目** （想定される社債の発行にとって投資家に開示するべき重要な事項）

に区分することが望ましいと考えられる。

- このように区分することの利点：

＊取引所としての開示登録適格の審査の負担の軽減及び開示登録適格審査の迅速化。

＊これまでの私募市場には存在しなかった「ミニマム」の開示基準の設定が可能になること （これまでの私募市場では相対で情報開示が行われ、ミニマムの開示レベルも存在しない）。

＊発行会社及び投資家の目線での引受会社といった市場関係者による自発的開示プラクティスの積み重ねによる、プロ市場にふさわしい適切なレベルの開示の実現。

有価報告書の「必要部分参照」をベースにすると、「内閣府令に基づくプロ向け開示義務項目(特定証券情報) ≦ プロ投資家対応開示水準 ≦ 有価証券報告書全部の内容)」 という開示範囲が想定される。つまり、プロ向け開示水準は、市場慣行により、内閣府令に基づく開示義務項目(特定証券情報) と有価証券報告書全部の内容 の間のどこかに落ち着くことを指している。従って、継続開示発行会社には、既にマーケットに十分適切な情報が提供されているはずであることを前提に、追加的開示作業は発生しない。

＊自発的な開示部分についても特定証券情報の内容とする。これにより、発行会社・引受会社はかかる開示の内容の妥当性について金融商品取引上の責任を有することとなる。

- 特定証券情報区分の内容（案）：

1 ミニマムの開示項目：特定証券情報の企業情報の内【その他情報・補完情報】以外の部分

・取引所規則で規定するもの。

・必ず企業情報内容に含まれるべきものとすべき項目。

2 自発的な開示項目：特定証券情報の企業情報の内【その他情報・補完情報】の部分

・有報提出後に起きた事象等に関し、投資家に開示するべき重要な事項について、引受会社・発行会社・弁護士にて合意した内容を開示し、その積み重ねにより開示項目を構築していく部分。上記第1に関してアップデート情報を追加する形で用いられる。

→第3回研究会の議論で「機関投資家にとって実際に必要な情報は、有価証券報告書や決算短信に書いてある内容ではない」とされたこともあり、当初想定した【その他情報】の詳細項目の提示は不要であり、削除。

- ミニマムの開示事項の記載スタイルのイメージ （上記1の部分）

(1) 継続開示会社のうち、我国の取引所に株式を上場している会社（上場企業）

有報が提出されているので、有報の一定の項目が参照される形（有報の全体である必要はない。）で特定証券情報の記載ができることが、発行会社にとっての利用しやすさの点から望ましい。（なお、上場企業については、取引所の開示登録適格は充たされるものと考えられる。）

(2) 継続開示会社のうち、非上場企業であるが過去に社債を公募していること等により有報・半報の提出会社となっている会社 （例：サントリー、DBJ、JFC(JBIC)など）

（1）と同じ.

（但し、取引所としては、これまでに開示登録審査の対象としていない会社である点については上記（1）と異なることに留意が必要。そもそも開示登録適格を充たしていることが前提となり、適格を充たしていなければ取引所開示登録はできない。）

⑶ 上記以外の会社

（例：海外で株式を上場している会社、継続開示会社でない日本の会社、日本の会社の金融子会社、ソブリン等）

取引所の規則に従って各項目を開示するが、開示基準としては、上記の有報提出会社と同程度のレベルであるべき（継続開示会社と差を付ける合理性はない）。

（但し、取引所としては、これまでに開示登録審査の対象としていない会社である点については（1）と異なることに留意が必要。そもそも開示登録適格を充たしていることが前提となり、適格を充たしていなければ開示登録はできない。）

（補足） 取引所開示登録（上場）とその法的な効果の整理

① 開示に関連して

・ 金融商品取引法上は、特定取引所金融商品市場に上場することにより、特定上場有価証券等となる。

・ これにより、取引所の規則により特定証券情報の内容を定めることが可能となる（特定証券情報内閣府令第2条第1項第1号）。（現行の法令上、特定取引所金融商品市場に上場しない社債については開示に関する規定が現状はなく、発行できない状況にある。）

但し、特定証券情報の内容は、特定証券情報内閣府令にて、以下の情報を含むことが要請されている（よって、現行法を前提とすれば、この要請を充たした取引所規則が制定される必要がある）。

イ 当該情報が特定証券情報である旨

ロ 当該有価証券に関する事項

ハ 当該有価証券の発行者が発行者である当該有価証券以外の有価証券に関する事項

ニ 当該有価証券の発行者（国・地方公共団体を除く。）の事業及び経理に関する情報 → 上記の企業情報とはこれに該当する。

② 流通市場に関連して

・ 社債を特定取引所金融商品市場に上場し取引を行えば、届出がなされていないことについての転売時の告知・書面交付が、事実上、省略できる。（法23条の13第3項、企業開示府令第14条の14の2第1項第1号、AIM受託契約準則第5条参照）

7. 特定証券情報 (案)

新市場である「特定投資家向けプロ公募債市場（PSM-J）」にリストする特定証券情報（金融商品取引所が定めるプロ向け公募債開示基準）の案を以下に示す。

- 特定証券情報自体には、参考書類を含めない。
- 参照される情報は、有価証券報告書[有報]提出会社の場合には、有報の特定必要箇所とする。【参照書類とせず、有報の特定必要箇所を取り出して参照情報とする。】
- その他、半期報告書、四半期関連は参考書類。臨報は参考書類。
- なお、参照情報は開示項目審査対象、参考書類は開示項目審査対象外。

以下、提出書類の例参照。

即ち、スタンドアローン発行の場合は、「特定証券情報」の提出、MTN発行の場合は、予め「プログラム」の登録＋発行の都度の「プログラム追補書類」の提出で、両者併せて「特定証券情報」を構成する。

【表紙】
【公表書類】特定証券情報
【発行者の名称】
【代表者の役職氏名】
【本店の所在の場所】
【電話番号】
【事務連絡者氏名】
【特定証券情報の対象とする有価証券の種類】社債
【発行予定期間】＊プログラムの場合には記載
【発行予定額】●円　＊プログラムアマウントでも可
【公表される取引所のホームページのアドレス】
【投資者に対する注意事項】
＊取引所が定めた事項と発行者が必要と判断した事項を入れる（[例] アマチュア投資家は取得できない。特定証券情報自体は年一回のアップデート 等など）

第一部【証券情報】
第1【プロ公募要項】
1【新規発行社債（短期社債を除く。）】
＊ プログラムの場合には、特定証券情報においては「未定」とし、その後、訂正特定証券情報において個別社債の条件を開示していくことを想定

・銘柄、
・券面総額又は振替社債の総額（円）、
・発行価額の総額（円）、
・発行価格（円）、
・利率（%）、
・利払日、
・利息支払の方法、
・償還期限、
・償還の方法、
・申込証拠金（円）、
・申込期間、
・申込取扱場所、
・払込期日、
・振替機関、
・社債管理会社/財務代理人、
・担保、
・財務上の特約、
・取得格付、
・振替の制限：社債の取得者は取得した社債を特定投資家等（金融商品取引法第二条第三項第二号ロ（２）に規定する特定投資家等をいう。）以外の者に譲渡を行うことはできないので、一般投資者の方への振替はできないこととする。
・その他必要な Terms & Conditions
2【社債の引受け及び社債管理の委託】
（1）　【社債の引受け】
（2）　【社債管理の委託】（ありなしを含めて記載。なしの場合には財務代理人を記載）
3【新規発行による手取金の使途】

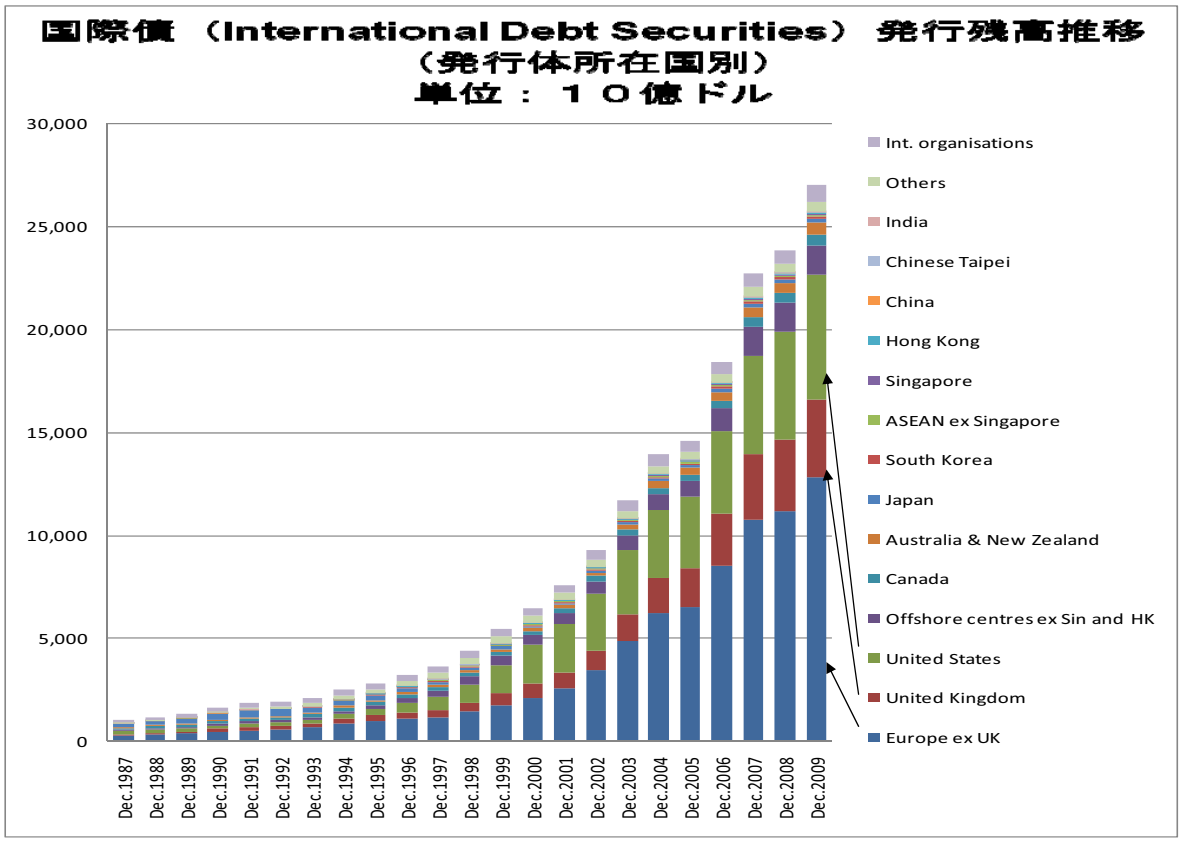
（1）　【新規発行による手取金の額】
（2）　【手取金の使途】

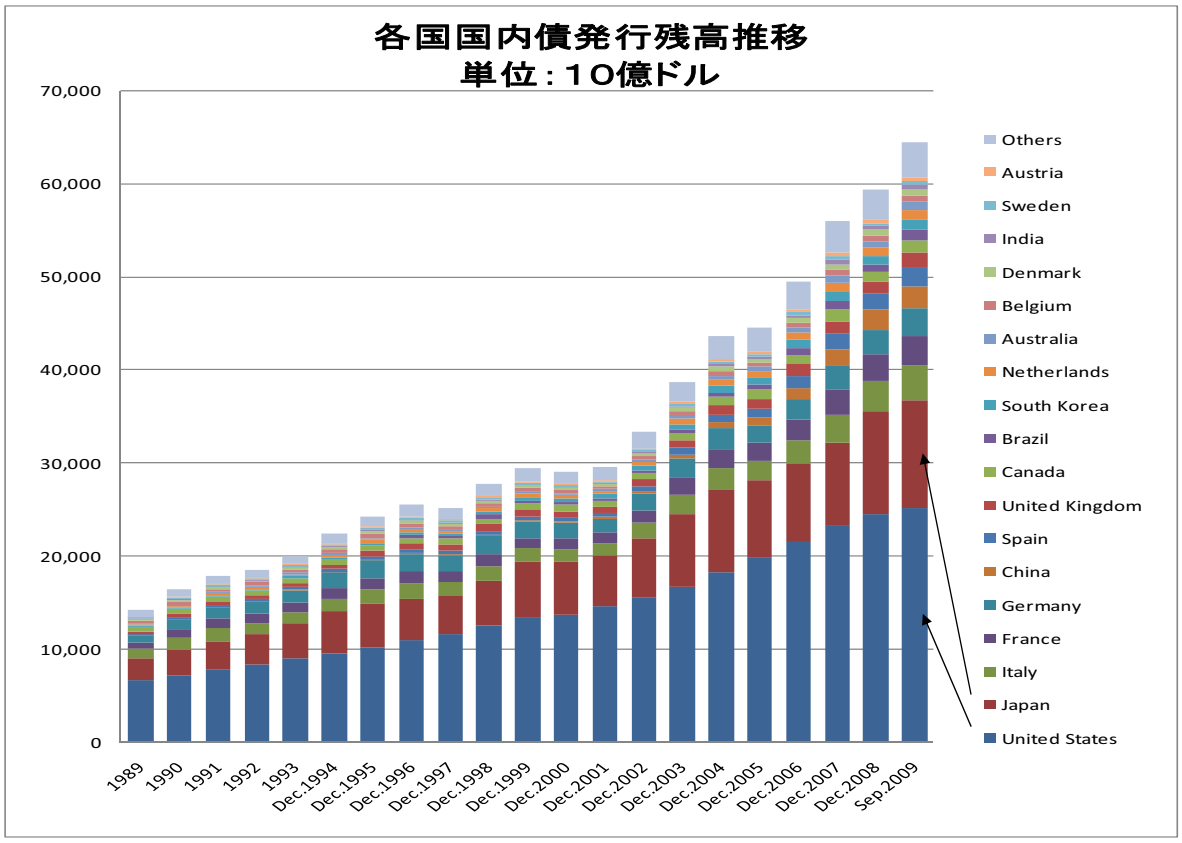
第二部【企業情報】((有価証券報告書提出会社でない場合は、以下の各事項を別途記入。)
第1【○○証券取引所が定める事項】（実際には取引所の規則によって下記項目は決まる。）
（1） 事業に関する事項
有価証券報告書　第一部企業情報 第1企業の概況の3．事業の内容を参照
（2） 経理に関する事項
有価証券報告書　第一部企業情報 第5経理の状況を参照
（3） 格付けに関する事項
第2 【その他情報・補完情報】（有報提出後に起きた事象等に関して、上記第1の1項、2項に関してアップデート情報を追加する形で用いられる。）＜欄外に項目を参考までに表示＞
→第3回研究会の議論で、継続開示会社については、「機関投資家にとって実際に必要な情報は、有価証券報告書や決算短信に書いてある内容ではない」とされたこともあり、当初想定した【その他情報】の詳細項目の提示は不要。非継続開示会社については、有価証券報告書や決算短信並みの情報があることが望ましい。したがって、"特定証券情報に必要な情報は、有価証券報告書や決算短信並みを最大限の目処とし、市場慣行として、不要な箇所を削って行って、発行体と投資家と双方のニーズが折り合うところを見出して行きたい。"
第3【参考情報】
（例)発行者は、金融商品取引法に従い、関東財務局に有価証券報告書、四半期報告書及び臨時報告書を提出する義務を負っており、これらの書類は○○において閲覧できる。

参考：【その他情報】（発行者が市場関係者との合意に基づき開示する情報の想定項目。任意選択項目）［例］
1. 主要な経営指標等の推移(直前2連結会計期間)（→有価証券報告書第一部 企業情報第 第1 企業の概況 1 主要な経営指標等の推移参照可）
2. 重要な関係会社の状況 （→有価証券報告書第一部 企業情報 第1 企業の概況 4 関係会社の状況 参照可）
3. 業績等の概要 （→有価証券報告書第一部 企業情報第 第2 事業の状況 1 業績等の概要 参照可）
4. 対処すべき課題 （→有価証券報告書第一部 企業情報第 第2 事業の状況 3 対処すべき課題 参照可）
5. 事業等のリスク （→有価証券報告書第一部 企業情報第 第2 事業の状況 4 事業等のリスク 参照可）
6. 経営上の重要な契約等 （→有価証券報告書第一部 企業情報第 第2 事業の状況 5 経営上の重要な契約等 参照可）
7. 財政状態及び経営成績の分析 （→有価証券報告書第一部 企業情報第 第2 事業の状況 7 財政状態及び経営成績の分析 参照可）
8. コーポレート・ガバナンスの状況等 （→有価証券報告書第一部 企業情報第 第4 提出会社の状況 6 コーポレート・ガバナンスの状況等 参照可）
9. 提出会社の保証会社等の情報 （→有価証券報告書第二部 提出会社の保証会社等の情報 参照可）

Ⅴ. 参考図表等

国際債発行残高推移（発行体所在国別）　〔グラフ及び図表〕
各国国内債発行残高推移　〔グラフ及び図表〕
アジア各国国内債券発行残高推移　〔グラフ及び図表〕
我国の公社債の発行と保有の状況　〔2009年3月現在〕
我国の資金の流れの概観　〔2009年3月現在〕





（国際債 International Debt securities 発行残高推移） （発行体所在国別 By residence of issuer） （Unit: USD Billions）

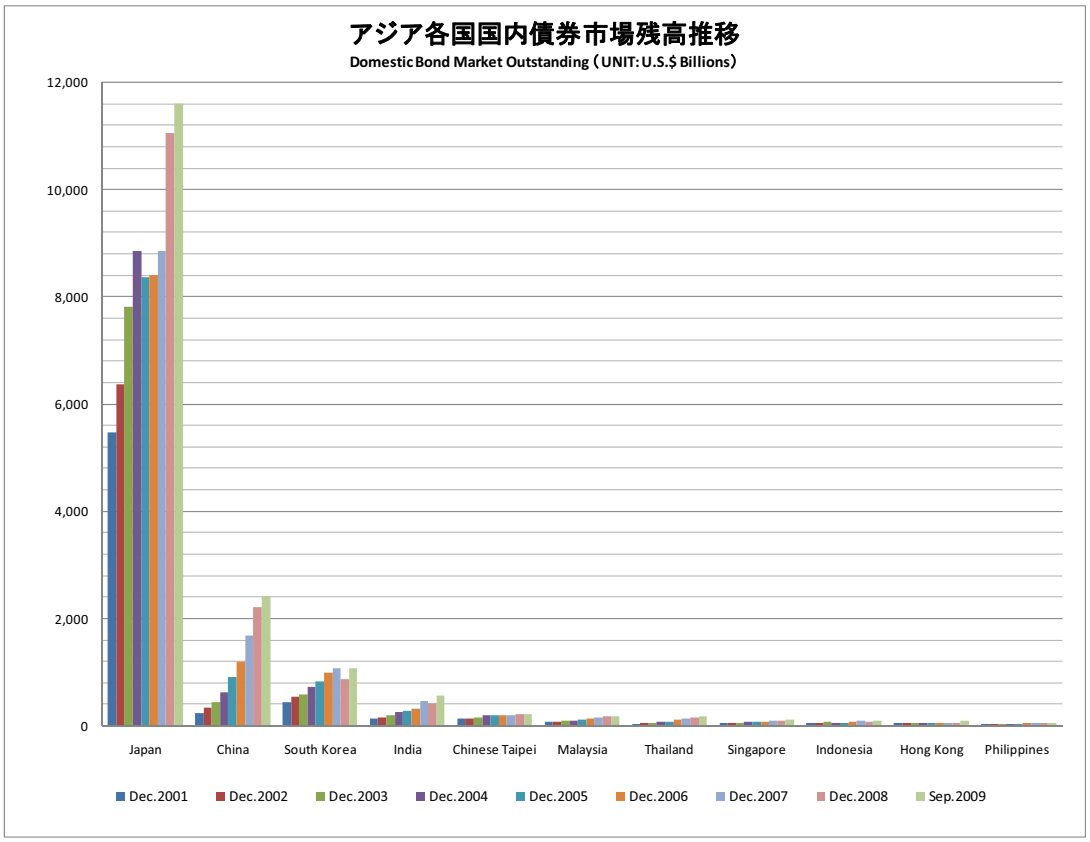
International debt securities	Dec.1987	Dec.1988	Dec.1989	Dec.1990	Dec.1991	Dec.1992	Dec.1993	Dec.1994	Dec.1995	Dec.1996	Dec.1997	Dec.1998	Dec.1999	Dec.2000	Dec.2001	Dec.2002	Dec.2003	Dec.2004	Dec.2005	Dec.2006	Dec.2007	Dec.2008	Dec.2009
Europe ex UK	310	348	387	482	544	590	696	887	1,026	1,115	1,180	1,440	1,774	2,142	2,573	3,463	4,904	6,211	6,511	8,547	10,771	11,202	12,823
United Kingdom	58	82	100	141	168	167	182	222	260	323	367	444	582	709	757	942	1,301	1,716	1,901	2,498	3,156	3,436	3,782
United States	142	156	157	165	179	191	202	242	305	440	609	900	1,362	1,833	2,386	2,765	3,091	3,339	3,463	4,035	4,767	5,276	6,035
Offshore centres ex Sin and HK	69	72	79	91	95	92	99	128	162	220	291	363	432	487	546	620	693	731	751	1,101	1,446	1,401	1,408
Canada	94	100	103	111	126	132	149	166	177	182	185	205	215	204	219	245	290	310	322	353	434	462	567
Australia & New Zealand	59	68	75	83	85	79	80	91	99	113	108	113	128	136	146	172	235	315	336	436	503	460	555
Japan	135	160	237	282	320	311	267	257	230	197	155	133	125	105	95	104	120	141	140	151	164	185	170
South Korea	5	5	4	4	7	10	14	19	27	42	49	51	48	47	45	48	55	65	75	90	106	104	125
ASEAN ex Singapore	10	10	9	11	11	13	15	20	23	34	43	43	47	47	46	57	60	65	72	79	79	81	91
Singapore	1	1	2	2	2	2	1	1	1	2	3	5	7	9	17	17	23	34	40	48	56	53	51
Hong Kong	7	8	8	9	9	8	9	14	16	17	22	22	28	27	29	38	42	47	48	48	49	48	45
China	4	5	5	5	5	6	8	12	12	13	15	14	14	13	12	11	12	14	17	15	21	23	26
Chinese Taipei	0	0	0	0	0	0	0	2	3	3	6	6	6	6	7	11	19	23	21	19	15	10	6
India	2	2	3	3	4	4	3	3	4	5	6	6	5	4	4	3	3	6	9	16	29	30	31
Others	16	13	12	66	78	92	131	189	205	243	288	295	319	340	333	339	350	363	354	395	448	425	495
Int. organisations	143	141	153	190	216	225	252	280	301	309	303	371	378	380	383	436	506	555	543	587	659	657	802
All countries	1,056	1,172	1,335	1,645	1,853	1,921	2,109	2,531	2,848	3,258	3,629	4,411	5,468	6,490	7,597	9,272	11,702	13,936	14,602	18,418	22,705	23,854	27,010

（出所：BIS）

（各国国内債発行残高推移） （Unit: USD Billions）

All issuers Domestic	1989	1990	1991	1992	1993	Dec.1994	Dec.1995	Dec.1996	Dec.1997	Dec.1998	Dec.1999	Dec.2000	Dec.2001	Dec.2002	Dec.2003	Dec.2004	Dec.2005	Dec.2006	Dec.2007	Dec.2008	Sep.2009
United States	6,599	7,169	7,787	8,347	8,972	9,535	10,209	10,926	11,605	12,515	13,396	13,736	14,580	15,523	16,695	18,178	19,750	21,496	23,314	24,530	25,105
Japan	2,434	2,762	3,049	3,210	3,766	4,479	4,649	4,456	4,149	4,855	6,004	5,702	5,479	6,372	7,818	8,858	8,371	8,407	8,856	11,052	11,602
Italy	952	1,225	1,371	1,213	1,189	1,400	1,524	1,687	1,470	1,576	1,397	1,328	1,339	1,657	2,073	2,357	2,150	2,556	3,034	3,248	3,770
France	696	990	1,082	1,069	1,025	1,151	1,269	1,261	1,131	1,236	1,106	1,072	1,077	1,363	1,780	2,052	1,843	2,205	2,735	2,875	3,188
Germany	728	994	1,129	1,251	1,382	1,679	1,922	1,888	1,743	2,012	1,813	1,716	1,503	1,761	2,115	2,257	1,939	2,250	2,634	2,592	2,927
China	22	20	21	25	29	31	47	62	84	127	159	202	238	342	448	624	899	1,184	1,687	2,210	2,413
Spain	159	242	254	245	272	313	364	383	359	400	395	370	374	487	675	882	923	1,244	1,644	1,750	2,071
United Kingdom	325	401	398	356	420	497	565	678	701	734	761	688	670	764	827	1,041	1,003	1,238	1,358	1,219	1,566
Canada	466	505	545	517	539	532	581	595	603	581	661	662	636	653	813	905	978	1,034	1,209	1,038	1,260
Brazil	0	0	0	0	0	0	0	299	350	396	296	314	321	219	309	385	549	696	953	859	1,227
South Korea	111	122	144	171	197	230	274	283	153	308	365	378	439	534	575	728	816	983	1,077	864	1,071
Netherlands	151	190	212	223	226	274	329	322	305	345	349	351	363	449	590	692	681	773	903	942	1,003
Australia	110	110	122	180	185	227	222	248	211	212	256	217	211	254	365	425	443	545	807	639	843
Belgium	256	322	343	348	320	390	447	426	366	382	342	324	308	373	443	478	403	451	546	623	724
Denmark	175	206	215	210	229	251	288	280	254	283	258	236	227	311	391	466	434	492	589	591	589
India	57	68	45	51	55	64	71	81	75	86	102	114	130	156	203	249	279	326	458	427	554
Sweden	158	201	259	217	195	228	271	281	241	250	238	197	160	207	279	312	286	349	389	346	376
Austria	72	88	94	92	99	121	141	139	132	142	142	140	136	167	203	226	209	251	377	341	370
Others	670	762	807	813	862	984	1,120	1,200	1,168	1,262	1,347	1,356	1,434	1,715	2,112	2,483	2,588	3,065	3,458	3,270	3,791
All issuers	14,143	16,377	17,879	18,539	19,965	22,387	24,290	25,493	25,100	27,701	29,387	29,104	29,626	33,305	38,714	43,598	44,543	49,544	56,029	59,415	64,448

（出所：BIS）



（アジア各国国内債券発行残高推移）（Unit: USD Billions）

Domestic Bond Market Outstanding（UNIT: US$ Billion）									
	Dec.2001	Dec.2002	Dec.2003	Dec.2004	Dec.2005	Dec.2006	Dec.2007	Dec.2008	Sep.2009
Japan	5,479	6,372	7,818	8,858	8,371	8,407	8,856	11,052	11,602
China	238	342	448	624	899	1,184	1,687	2,210	2,413
South Korea	439	534	575	728	816	983	1,077	864	1,071
India	130	156	203	249	279	326	458	427	554
Chinese Taipei	124	141	162	192	192	201	199	206	211
Malaysia	67	71	83	94	108	131	158	173	180
Thailand	36	47	59	67	80	111	140	143	175
Singapore	50	54	58	66	68	81	97	96	111
Indonesia	49	58	66	61	54	77	86	70	85
Hong Kong	45	47	46	48	50	51	51	50	84
Philippines	24	28	31	36	41	45	54	52	52
Total	6,682	7,850	9,549	11,023	10,958	11,595	12,864	15,342	16,538

（出所：BIS）

［日本の公社債市場残高とその保有者別内訳］

2009年3月末［単位：兆円］

発行残高		保有者内訳	
国債・国庫短期証券	798	預金取扱機関	309
		投資信託	10
		保険	140
		年金	106
		家計	36
		その他	197
地方債・政府関係機関債	138	預金取扱機関	50
		保険	39
		年金	19
		その他	30
事業債	68	預金取扱機関	33
		投資信託	1
		保険	17
		年金	13
		その他	4

出所：日本銀行資金循環統計

資料３－１

平成21年10月１日
金融庁　総務企画局

我が国の資金の流れの概観
（2009年3月末）

・預金取扱機関の金融資産のうち貸出は約半分を占め、企業部門（非金融法人）の資金調達において主要な手段となっている。

全部門の金融資産合計

現預金	1,252兆円	
ローン	1,390兆円	(100.0%)
うち非金融法人借入分	386兆円	(27.8%)
家計借入分	315兆円	(22.7%)
一般政府借入分	174兆円	(12.5%)
預金取扱機関借入分	164兆円	(11.8%)
国債・国庫短期証券	798兆円	
地方債・政府関係機関債	138兆円	
事業債	68兆円	(100.0%)
うち預金取扱機関保有分	33兆円	(47.9%)
保険保有分	17兆円	(25.0%)
年金保有分	13兆円	(19.7%)
ＣＰ	14兆円	(100.0%)
うち預金取扱機関保有分	5兆円	(34.9%)
非金融法人保有分	4兆円	(30.1%)
投資信託保有分	1兆円	(11.0%)
株式（上場株式）	265兆円	(100.0%)
うち非金融法人保有分	69兆円	(26.1%)
海外保有分	63兆円	(23.6%)
家計保有分	54兆円	(20.4%)
年金保有分	26兆円	(9.9%)
保険保有分	18兆円	(6.6%)
預金取扱機関保有分	16兆円	(6.0%)
投資信託保有分	13兆円	(5.0%)
出資金（非上場株式）	225兆円	
海外証券	317兆円	

・直接市場のうち事業債・ＣＰなどを通じた企業部門（非金融法人）への資金流入は多くない。
・事業債・ＣＰ市場における預金取扱機関の保有シェアは高い。
・国債や地方債などに資金が多く流入。
・海外証券へ300兆円超の投資。

預金取扱機関　単位：兆円

金融資産	金額	比率	金融負債	金額	比率
貸出金	659	45%	現預金	1,136	77%
国債・国庫短期証券	309	21%	借入金	164	11%
現預金	162	11%	株式・出資金	56	4%
海外証券	53	4%	事業債・金融債・CP	33	2%
地方債・政府関係機関債	50	3%			
株式・出資金	35	2%			
事業債	33	2%			
ＣＰ	5	0%			
その他	162	11%	その他	76	5%
合計	1,467	100%	合計	1,467	100%

・銀行等の資金調達に占める預金の割合は8割程度と高い。

投資信託

金融資産	金額	比率	金融負債	金額	比率
海外証券	33	42%	投信受益権	72	90%
株式・出資金	13	17%			
国債・国庫短期証券	10	13%			
貸出金	4	5%			
ＣＰ	1	2%			
事業債	1	2%			
その他	16	20%	その他	8	10%
合計	80	100%	合計	80	100%

保険

金融資産	金額	比率	金融負債	金額	比率
国債・国庫短期証券	140	39%	借入金	8	2%
貸出金	62	17%	株式・出資金	15	4%
海外証券	44	12%	保険準備金	220	61%
地方債・政府関係機関債	39	11%	未払金	33	9%
株式・出資金	21	6%			
事業債	17	5%			
現預金	6	2%			
その他	32	9%	その他	86	24%
合計	362	100%	合計	362	100%

年金

金融資産	金額	比率	金融負債	金額	比率
国債・国庫短期証券	106	40%	年金準備金	96	36%
海外証券	51	19%			
株式・出資金	29	11%			
地方債・政府関係機関債	19	7%			
事業債	13	5%			
現預金	8	3%			
貸出金	7	3%			
その他	32	12%	その他	169	64%
合計	265	100%	合計	265	100%

家計

金融資産	金額	比率	金融負債	金額	比率
現預金	786	56%	借入金	315	22%
年金・保険	393	28%			
株式・出資金	85	6%			
投信受益証券	47	3%			
国債・国庫短期証券	36	3%			
海外証券	6	0%			
その他	56	4%	その他	1,094	78%
合計	1,409	100%	合計	1,409	100%

・家計の金融資産の過半を現預金が占める。
・株式・出資金及び投信の比率は、合計でも1割未満。

・投資信託、保険、年金では、国債や海外証券への投資の割合が合わせて5-6割。
・株式・出資金及び事業債への投資は合計しても1-2割程度。

（資料）日本銀行「資金循環統計」

Ⅵ. メンバー及びオブザーバー 一覧

共同座長：
築瀬捨治 早稲田大学上級研究員兼客員教授、長島・大野・常松法律事務所 弁護士
犬飼重仁 早稲田大学法学学術院教授

研究顧問：
上村達男教授 早稲田大学法学学術院長・法学部長、GCOE 所長・比較法学総合研究所所長

メンバー：（順不同）

［ 金融機関 ］
鈴木裕彦氏 バークレイズ・キャピタル証券株式会社ディレクター・引受審査部長
吉田　聡氏 大和証券キャピタル・マーケッツ株式会社　グローバル･ﾏｰｹｯﾂ業務部部長
池田杏子氏 大和証券キャピタル・マーケッツ株式会社　グローバル･ｲﾝﾍﾞｽﾄﾒﾝﾄ･ﾊﾞﾝｷﾝｸﾞ企画部
木村　裕氏 日興コーディアル証券株式会社　投資銀行本部資本市場業務部ディレクター
工藤克典氏 野村証券 顧問
東　正憲氏 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
清水純子氏 三菱UFJ証券ｷｬﾋﾟﾀﾙ･ﾏｰｹｯﾂ･ｸﾞﾙｰﾌﾟ　ﾘｰｶﾞﾙ・ｴｸﾞｾﾞｷｭｰｼｮﾝ部
堀内将道氏 三菱UFJ証券ｷｬﾋﾟﾀﾙ･ﾏｰｹｯﾂ･ｸﾞﾙｰﾌﾟ　ﾘｰｶﾞﾙ･ｴｸﾞｾﾞｷｭｰｼｮﾝ部ｸﾞﾛｰﾊﾞﾙ･ｱﾄﾞﾊﾞｲｻﾞﾘｰ
安藤　毅氏 みずほ証券グローバル投資銀行部門　資本市場グループ 副グループ長　(3/31迄)
みずほ証券グローバル・リサーチ本部本部長代理　(4/1から)
飯田　純氏 三井住友銀行　証券ファイナンス営業部　副部長
宇都　信哉氏 三井住友銀行　証券ファイナンス営業部　上席部長代理
澤岡　直樹氏 三菱東京UFJ銀行　国際企画部　情報戦略室副室長

［ 機関投資家 ］
徳島勝幸氏 株式会社　ニッセイ基礎研究所 金融研究部門 主任研究員
田髙　修氏 国際投信投資顧問株式会社　執行役委員債券運用部長

［ 格付機関 ］
原田靖博氏 格付投資情報センター特別顧問（3/31まで）
中塚富士雄氏 格付投資情報センター市場研究室長
仲川　聡氏 株式会社日本格付研究所（JCR）国際部 シニアアナリスト

［ 発行体企業等 ］
大川喜生氏 (株)日本政策金融公庫 国際協力銀行　アジア大洋州ファイナンス部第4班　調査役
横山洋一郎氏 (株)日本政策投資銀行 財務部長
山寺　智氏 アジア開発銀行（ADB）地域経済統合室 エコノミスト
内山昌秋氏 SBIネットシステムズ株式会社代表取締役社長
村上雅春氏 NTTデータ・ジェトロニクス株式会社 金融事業本部・金融ビジネス企画部･部長
佐藤良治氏 日立キャピタル損害保険株式会社代表取締役社長
野田一夫氏 トヨタファイナンシャルサービス株式会社　ﾘｽｸﾏﾈｼﾞﾒﾝﾄｸﾞﾙｰﾌﾟ シニアマネージャー
小峰琢磨氏 オリックス株式会社財務部資本市場課主任
田中雄志氏 オリックス株式会社財務部資本市場チーム
大野慎也氏 オリックス株式会社リスク管理本部主任
薮田敬介氏 日立製作所財務二部 担当部長
神谷昌豊氏 日立製作所財務二部 連結資金グループ主任
青井孝之氏 富士通株式会社財務経理本部財務部　ｸﾞﾛｰﾊﾞﾙｷｬｯｼｭﾏﾈｼﾞﾒﾝﾄ部マネージャー
原田靖博氏 フューチャーアーキテクト株式会社　フューチャー経済・金融研究所長（4/1から）

［ 取引所・市場インフラ提供機関・自主規制団体等 ］
伊藤　豊氏 株式会社TOKYO AIM取引所COO
松田亜希子氏 株式会社東京証券取引所派生商品部　総務企画グループ 兼 新商品推進室
小柳雅彦氏 日本証券業協会 常務執行役
中村孝博氏 日本証券業協会 市場企画部長・市場統計室長
池上裕司氏 証券保管振替機構 社債等振替業務部長
原　大介氏 スイフトジャパン バイズプレジデント
田中　寛氏 スイフトジャパン バイズプレジデント

［ 法律家 ］
石黒　徹弁護士　　森・濱田松本法律事務所
箱田英子弁護士　　森・濱田松本法律事務所
石塚洋之弁護士　　長島・大野・常松法律事務所
松野絵里子弁護士　　長島・大野・常松法律事務所
高山泰之弁護士　　長島・大野・常松法律事務所

［ 研究者 ］
青木浩子氏 千葉大学専門法務研究科教授
玉木伸介氏 元 総合研究開発機構（NIRA）主任研究員
桜沢隆哉氏　　首都大学東京 助教　(4/1から)
坂東洋行　　早稲田大学大学院法学研究科 博士課程

［ オブザーバー ］
陣田直也氏 財務省国際局地域協力課地域協力調整室長
浜辺哲也氏 経済産業省経済産業政策局産業資金課課長
永田伯治氏 経済産業省経済産業政策局産業資金課課長補佐
露口洋介氏 日本銀行国際局アジア金融協力センター調査担当リサーチフェロー
福田聖俊氏 企業活力研究所主任研究員・企業財務協議会及び日本資本市場協議会事務局

早稲田大学事務局：
韓　敬新　早稲田大学大学院法学研究科 博士課程 リサーチ・アシスタント
桜沢隆哉　早稲田大学大学院法学研究科 博士課程 リサーチ・アシスタント　(3/31迄)
熊　潔　早稲田大学大学院法学研究科 博士課程 リサーチ・アシスタント

Ⅶ. 研究会の開催日程と討議概要

第1回
2月9日火曜日 18:00より20:45まで
場所：麹町　長島・大野・常松法律事務所会議室
（趣旨説明、これまでの検討と当初提言内容についての報告、メンバー紹介、自由討議）

第2回
2月23日火曜日　18:00より20:45まで
場所：茅場町　東京証券会館5階　日本証券業協会内会議室
（ロンドン・シンガポール等を含めたデットリスティングについての詳細討議）

第3回
3月9日火曜日　18:00より20:45まで
場所：茅場町　東京証券会館5階　日本証券業協会内会議室
（特定投資家向けプロ公募市場における開示のあり方、上場の定義、公募と私募の定義等に関する討議）

第4回
3月23日火曜日　18:00より20:45まで
場所：早稲田キャンパス8号館3階303-305会議室
（アジア域内プロ向け債券市場と我国デットリスティングとの関連等について討議）

第5回
4月13日火曜日　18:00より20:45まで
場所：早稲田キャンパス8号館3階303-305会議室
（提言内容に関する討議）

第6回　対外発表報告会　[最終回]
4月20日火曜日　18:45より20:30まで
場所：早稲田キャンパス8号館3階303-305会議室

本件に関する連絡先:
早稲田大学 法学学術院 教授 大飼 重仁　（いぬかい　しげひと）
〒169-8050 新宿区西早稲田1-6-1 研究室: 9号館6階624
Tel & Fax (Direct): 03-3202-2472　内線: 71-3274　Mobile 公用: 080-3360-7551
E-Mail:　shige.inukai@river.dti.ne.jp
早稲田GCOE HP :　http://www.globalcoe-waseda-law-commerce.org/

Ⅷ. 参照用の関連資料の所在

- 2010年6月18日の論文形式の研究報告書公表内容及び関連資料　http://www.globalcoe-waseda-law-commerce.org/activity/AIR-PSM.html
  提言本文(論文形式)　http://www.globalcoe-waseda-law-commerce.org/activity/AIR-PSM.pdf
  関連資料一式　http://www.globalcoe-waseda-law-commerce.org/activity/AIR-PSM_2.pdf
- 2010年4月20日の「アジア・デットリスティング研究会提言の公表」及び関連情報
  http://www.globalcoe-waseda-law-commerce.org/activity/debtlisting_6.html
- 2010年4月20日の提言の公表を受けたメディアカバーの内容
  http://www.globalcoe-waseda-law-commerce.org/activity/debtlisting_media.pdf
- 2010年5月24日付 金融ファクシミリ新聞社トップインタビュー「AIR市場でアジアのさらなる発展を」
  http://www.fng-net.co.jp/itv/2010/100524.html
- 「アジア・デットリスティング研究会」の設置・開催のお知らせ
  http://www.globalcoe-waseda-law-commerce.org/activity/debtlisting.html
- 第一回・第二回・第三回・第四回 アジア・デットリスティング研究会 レポート・議事録等
  （第一回）　http://www.globalcoe-waseda-law-commerce.org/activity/debtlisting_1.html　http://www.globalcoe-waseda-law-commerce.org/activity/debtlisting_1.pdf
  （第二回）　http://www.globalcoe-waseda-law-commerce.org/activity/debtlisting_2.html　http://www.globalcoe-waseda-law-commerce.org/activity/debtlisting_2.pdf
  （第三回）　http://www.globalcoe-waseda-law-commerce.org/activity/debtlisting_3.html　http://www.globalcoe-waseda-law-commerce.org/activity/debtlisting_3.pdf
  （第四回）　http://www.globalcoe-waseda-law-commerce.org/activity/debtlisting_4.html　http://www.globalcoe-waseda-law-commerce.org/activity/debtlisting_4.pdf
- アジア・デットリスティング研究会 サブ研究会 第一回 [PSM−J社債の導入に向けた流通市場の整備について] 議事録
  http://www.globalcoe-waseda-law-commerce.org/activity/debtlisting_sub1.pdf
- アジア・デットリスティング研究会 サブ研究会 第二回 [ASEAN10カ国と日中韓13カ国の債券市場規制に関するADB報告書について]
  議事録 http://www.globalcoe-waseda-law-commerce.org/activity/debtlisting_sub2.pdf　資料 [Summary of the GoE Report] http://www.globalcoe-waseda-law-commerce.org/activity/sumamry_Yamadera.pdf
- 関連フォーラム [2009/11/28 アジアMTN(ミディアムターム・ノート)プログラムとアジア資本市場法規制等市場インフラに関する国際フォーラム] 議事録及び資料
  http://www.globalcoe-waseda-law-commerce.org/activity/091128AsiaMTN_20100205.pdf
- 2009/11/28公表『アジア版MTN（Medium Term Note）プログラムの実行可能性に関する調査報告と提言』　修正版
  http://www.globalcoe-waseda-law-commerce.org/activity/091210_AsiaMTN.pdf

“TOKYO PRO-BOND Market”の創設について

平成22年11月

株式会社 TOKYO AIM取引所

Copyright (c) 2010 TOKYO AIM, Inc. All rights reserved.

Real ideas. Real success.

想定スケジュール（最も早い場合）

- 2010年11月10日　制度概要を発表
  （パブリックコメント　12月9日（木）まで）
- 2011年1～2月　取引所（TOKYO AIM）規則の認可・公表
- 2011年3～4月　市場の開設（←最初の発行）

Copyright (c) 2010 TOKYO AIM, Inc. All rights reserved.

新成長戦略

6月18日に閣議決定された「新成長戦略～「元気な日本」復活のシナリオ～」では、「強い経済」の実現に向けた金融戦略のうち、早期実施事項（2010年度に実施する事項）として、「プロ向けの社債発行・流通市場の整備」を掲げている。

（一部抜粋）

金融自身も成長産業として発展できるよう、市場や取引所の整備、金融法制の改革等を進め、ユーザーにとって信頼できる利便性の高い金融産業を構築することによって、金融市場と金融産業の国際競争力を高める。

具体的には、ユーロ市場と比肩する市場を我が国に実現するため、プロ向けの社債発行・流通市場を整備するとともに、外国企業等による我が国での資金調達を促進するための英文開示の範囲拡大等を実施する。

Copyright (c) 2010 TOKYO AIM, Inc. All rights reserved.

現在の社債発行市場の問題点 ①

■ **コンプライアンス、投資家保護への傾斜**

✓ 起債準備期間の長期化、発行体の事務負担の増大

✓ 起債ウィンドウの縮小

✓ 起債の過密化

- 投資家の銘柄選別の困難化
- 発行条件のタイト化
- 資金調達の自由度の低下

Copyright (c) 2010 TOKYO AIM, Inc. All rights reserved.

現在の社債発行市場の問題点 ②

■ **機関投資家向け公募制度の不存在**

✓ 100万円額面の個人向けも1億円額面の機関投資家向けも、制度は同じ。

証券業協会の引受け審査規則も同じ。

✓ 適格機関投資家私募は力不足

- 統一的なルールの不存在
  - 投資家の買いにくさ
  - 発行体の使いにくさ

✓ ユーロ市場への流出

- 日本の発行体、日本の投資家、日本の証券会社でユーロで起債。
  ⇒弁護士費用、会計専門家の費用が巨額。

Copyright (c) 2010 TOKYO AIM, Inc. All rights reserved.

日本版のMTN市場を創設 ①

日本版MTN市場として
“TOKYO PRO-BOND Market”を創設

■ プロ向け市場制度（2008年改正金融商品取引法）を活用

■ 東証グループで運営

■ ユーロMTN市場並みの発行機動性、柔軟性を実現

■ 公募市場並みのAuthorityを付与、投資家を確保

Copyright (c) 2010 TOKYO AIM, Inc. All rights reserved.

日本版のMTN市場を創設 ②

法定開示書類の大幅な簡素化
＝証券情報のみで起債が可能

- ✓ 現在の公募債の引受審査規則は適用されず。
- ✓ 発行体、引受証券会社に係る法的リスク及び事務負担の大幅な軽減。
- ✓ 引受審査をめぐる現状の問題の解決が可能に。

- ✓ 額面1億円のプロの市場であることから、「個人投資家保護」の文脈から切り離される。

Copyright (c) 2010 TOKYO AIM, Inc. All rights reserved.

日本版のMTN市場を創設 ③

- **ロンドン、ルクセンブルク市場と同様のリスティング＝発行市場を、東証の子会社であるTOKYO AIMが運営（TOKYO AIMとは別市場）**

  ✓情報の統一

  ✓投資家の信頼

さらに…

- **英文開示が可能となりサムライ債市場が拡大**
- **将来の流通市場の整備に向けた第一歩**
- **Asian-wideな社債市場へ**

Copyright (c) 2010 TOKYO AIM, Inc. All rights reserved.

PRESS RELEASE

TOKYO AIM プレスリリース

TOKYO AIM

株式会社 TOKYO AIM 取引所
〒103-0026 東京都中央区日本橋兜町2-1
Tel : 03-5847-0816
Email: info@tokyo-aim.com
URL:www.tokyo-aim.com

TOKYO AIM, Inc.
2-1 Nihombashi Kabutocho, Chuo-ku Tokyo 103-0026 Japan
Tel : +81-(0)3-5847-0816

2010 年 11 月 10 日

プロ向け債券市場「TOKYO PRO-BOND Market」創設に向けて制度概要を発表

～ ユーロ MTN タイプの機動的な社債発行を実現 ～

株式会社 TOKYO AIM 取引所（本社:東京都中央区、代表取締役社長:村木徹太郎）は本日、プロ向け債券市場「TOKYO PRO-BOND Market」（「東京プロボンドマーケット」）の創設に向け、制度概要を発表しました。

TOKYO PRO-BOND Market は、日本国内にユーロ市場と比肩する債券市場を構築し、アジア域内の中核市場に発展させることを目指して設立されます。TOKYO PRO-BOND Market では、発行時の開示書類を大幅に簡素化すること等により、ユーロ MTN プログラムを利用した場合と同様の機動的かつ柔軟な社債発行を可能とし、発行可能期間の拡大を図ります。さらに、英文開示を可能にすることにより海外企業の日本での社債発行を促します。

プロ向け債券市場の創設は、本年 6 月に閣議決定された政府の「新成長戦略」に 2010 年度中に実施すべき事項として盛り込まれています。また ASEAN+3（日中韓）の政府間で進められているアジア債券市場フォーラム（ABMF）における債券市場整備に向けた議論とも軌を一にするものです。さらに、非居住者を対象とした社債保有非課税措置が本年 6 月に導入されたことにより、海外投資家の積極的な市場参加も期待されます。

代表取締役社長の村木徹太郎は次のように述べています。「TOKYO PRO-BOND Market の創設は、日本の金融市場がアジアの中核市場として発展するために必要不可欠な機能を提供するものです。国内外の発行企業、投資家、証券会社、銀行などの多様なニーズに応えることで、日本・アジアの資金フローの円滑化と更なる経済発展に貢献していきたいと考えています」。

当制度概要は、2010 年 11 月 10 日より 2010 年 12 月 9 日までの期間、パブリックコメントに付されます。

＃＃＃

【本件に関するお問合せ先】
クレアブ･ギャビン･アンダーソン　　03-5404-0640（服部、大倉、高川）

MTNについて

MTN は Medium Term Note(ミディアム・ターム・ノート)の略で、MTN プログラムに基づいて発行される債券を指し、ユーロ市場では一般的な社債発行形態となっている。MTN プログラムとは、社債発行により資金調達を予定している発行体が、あらかじめディーラー数社と MTN 発行に関する包括的な契約を締結しておくことにより、発行限度枠内で随時機動的に債券発行ができるようにする枠組みのこと。MTN プログラムは通常、ロンドン、ルクセンブルク等の取引所に上場(リスティング)される。

新成長戦略について

本年 6 月 18 日に閣議決定された『新成長戦略～「元気な日本」復活のシナリオ～』では、「強い経済」の実現に向けた金融戦略のうち、2010 年度に実施する事項として、「ユーロ市場と比肩する市場を我が国に実現するため、プロ向けの社債発行・流通市場を整備する」としている。

ASEAN+3債券市場フォーラム(ABMF)について

「アジア債券市場育成イニシアティブ(Asian Bond Markets Initiative:ABMI)」は、1997 年のアジア通貨危機の教訓を踏まえ、2003 年の ASEAN+3(日中韓)財務大臣会議で合意された。これは域内の貯蓄を域内の投資に結びつけ、アジア経済の一層の発展を図ることを目的としており、この枠組みの下で各国は共同して債券発行主体の多様化やアジア現地通貨建て債券発行の促進、債券市場育成のための環境整備等に取り組んでいる。ASEAN+3 債券市場フォーラム(ABMF)は域内のクロスボーダー債券取引に係る市場慣行を標準化し、規制を調和させるための共通の場として本年 9 月に設置された。プロ向け債券市場の設立はそこでの重要なテーマの一つとなっている。

株式会社TOKYO AIM取引所について

株式会社 TOKYO AIM 取引所は株式会社東京証券取引所グループ(51%)とロンドン証券取引所(49%)の共同出資によって 2009 年に創設された。株式会社 TOKYO AIM 取引所が運営するプロ向け株式市場「TOKYO AIM」は、2008 年の金融商品取引法改正により導入された「プロ向け市場制度」に基づき、ロンドン証券取引所が運営するロンドン AIM の制度をモデルとした新たな制度的枠組みを採用、日本およびアジアの企業に新たな資金調達の場を提供している。プロ向け債券市場「TOKYO PRO-BOND Market」は、株式会社 TOKYO AIM 取引所傘下の株式市場「TOKYO AIM」と並列して創設される。 株式会社 TOKYO AIM 取引所ウェブサイト http://www.tokyo-aim.com

TOKYO PRO-BOND Market　上場制度

平成２２年１１月１０日
株式会社 TOKYO AIM 取引所

項　　目	内　　容	備　　考
Ⅰ．目的	・ 当取引所は、当取引所プロ向け債券市場「TOKYO PRO-BOND Market」における社債券等の上場制度を以下のとおり策定します。	・ TOKYO PRO-BOND Market は、特定取引所金融商品市場（金融商品取引法（昭和 23 年 4 月 13 日法律第 25 号。以下「金商法」という。）第 2 条第 32 項に規定する特定取引所金融商品市場をいう。）とします。 ・ TOKYO PRO-BOND Market は、株式市場である TOKYO AIM とは異なる市場として、株式会社 TOKYO AIM 取引所により運営されます。 ・ TOKYO PRO-BOND Market に上場できる有価証券の種類は、以下のとおりとします。 ＊ 普通社債：金商法 2 条 1 項 5 号に掲げる社債券（相互会社の社債券を含み、新株予約権付社債（会社法 2 条 22 項に規定するものをいう。）を除く。） ＊ 政府系機関の発行する債券：金商法 2 条 1 項 3 号に掲げる特別の法律により法人の発行する債券 ＊ ファンドが発行する債券：金商法 2 条 1 項 11 号に掲げる投資信託及び投資法人に関する法律に規定する投資法人債券又は外国投資証券のうち投資法人債券に類する証券 ＊ 地方債：金商法 2 条 1 項 2 号に掲げる地方債証券 ＊ 特定社債券：金商法 2 条 1 項 4 号に掲げる資産の

項　　目	内　　容	備　　考
		流動化に関する法律に規定する特定社債券 ＊ 外国又は外国の者の発行する証券又は証書：上記に掲げる証券又は証書の性質を有するもの
Ⅱ．上場制度 １．新規上場 a 新規上場申請	・ TOKYO PRO-BOND Market への社債券等の上場は、発行者からの申請により行うものとします。	・ TOKYO PRO-BOND Market においては、指定アドバイザー（J-Nomad）の選任は不要とします。
	・ 新規上場申請者は、上場時までに、新規上場申請書類と共に、当取引所に上場申請を行うものとします。	・ 新規上場申請者は、当取引所に対して、申請前に、新規上場申請にかかる相談・照会を行うことができます。 ・ 新規上場申請者は、新規上場申請書類に、当該新規上場申請書類に虚偽がない旨を記載するものとします。
	・ 新規上場申請者は、社債券等の新規上場時に、特定証券情報（金商法第 27 条の 31 に規定する特定証券情報をいう。）を公表するものとします。	・ 特定証券情報は、当取引所が定める様式に基づいて作成するものとします。 ・ 特定証券情報は、日本語又は英語のいずれか一方又は双方により開示するものとします。 ・ 特定証券情報は、①プログラム情報（金商法の発行登録書に相当）及び②個別情報（発行登録追補書類に相当）により構成されるものとします。（プログラム情報の内容を個別情報に盛り込み、個別情報のみとすることもできることとします。） ・ 特定証券情報（①プログラム情報及び②個別情報）の様式は、金商法の発行登録書及び発行登録追補書類の様式に準じて今後検討・決定します。

項　　目	内　　容	備　　考
		・ 新規上場申請者が継続開示会社（既に１年間継続して有価証券報告書を提出している会社）である場合には、法律上、発行者情報の公表は必要なく、特定証券情報(①プログラム情報及び②個別情報)には、有価証券報告書を提出している旨を記載すれば足ります。 ・ 英語での開示様式については、ユーロ市場等の制度を参考に今後検討・決定します。
b 上場適格性要件	・ 新規上場申請者は、TOKYO PRO-BOND Market への社債券等の上場にあたって、以下に掲げる要件を満たさなければならないものとします。	
	・ 当該社債券等が、信用格付業者（法第２条第 36 項に規定する信用格付業者をいう。）又はこれに類するものによる格付けを取得していること。	・ 格付けについては、上記のプログラム情報に対する格付けで可とします。
	・ 新規上場に係る社債券等を引き受ける主幹事証券会社が当取引所の「主幹事証券リスト」に登録されていること。	・ 「主幹事証券リスト」への登録は、同リストへの登録を希望する証券会社からの申請を受け、当取引所がこれまでの社債引受実績等を勘案して登録を認めることによって行うものとします。なお、当取引所は同リストを継続的に見直すものとします。 ・ 「主幹事証券リスト」登録者は J-Nomad とは異なるものであり、新規上場申請者の上場適格性や上場後の義務履行に関して、当取引所に対し義務を負うものではありません。
c 上場承認	・ 当取引所は、新規上場申請者が上場適格性要件を満たすことを確認した場合には、当該上場申請に係る社債券等の上場を	・ 当取引所は、申請に係る社債券等の上場が、TOKYO PRO-BOND Market の信頼を毀損し、円滑な市場運

項　　目	内　　容	備　　考
	承認し、速やかに上場承認を公表するものとします。	営に支障が生じる可能性があると判断した場合、上場承認を行わないものとします。
２．上場管理 a 適時開示	・ 上場社債券等の発行者は、投資家の視点に立った迅速、正確かつ公平な発行者の情報の開示を行わなければならないものとします。	・ 当取引所が上場社債券等の発行者の義務として求める適時開示の対象事実は、株式上場の場合と異なり、解散、倒産、不渡り等に限定します。それ以外の情報の開示は任意とします。 （注）社債の場合には法令上、インサイダー取引規制の対象となる重要事実が解散、倒産、不渡り等の３つに限定されています（金商法 166 条６項６号、施行令 32 条の２、有価証券取引規制府令 58 条） ・ ソブリン債については、適時開示義務を課さないこととします。
b 決算情報	・ 上場社債券等の発行者は、年１回以上、発行者情報（金商法第 27 条の 32 に規定する発行者情報をいいます。）を公表するものとします。	・ 発行者情報の内容は今後検討・決定します。 ・ 上場社債券等の発行者が継続開示会社である場合には、法律上、発行者情報の公表は不要です。
３．上場廃止等 a 申請によらない上場廃止	・ 当取引所は、必要な開示情報の不開示、重大な虚偽記載等、当取引所が上場廃止を適当と認める事象が発生した場合には、当該上場社債券等の上場を廃止します。	
b 警告措置等	・ 当取引所は、必要と認めた場合、上場社債券等の発行者に対して、警告措置又は違約金の賦課措置等を講じ、必要と認めるときには、当該措置を公表することができるものとします。	

項　　目	内　　容	備　　考
４．上場手数料	・ 上場社債券等の発行者から当取引所に支払う上場手数料は、プログラム情報の公表時及び上場時に課金することとします。	・ 具体的な水準については今後検討・決定します。

以　上

TOKYO PRO-BOND Market　売買制度及び清算・決済制度

平成２２年１１月１０日
株式会社 TOKYO AIM 取引所

項目	内容	備考
１．売買制度		
（１）呼値	・売呼値及び買呼値をそれぞれ発注する方法とします。	
（２）立会時間等	・注文受付時間及び立会時間は 9 時から 11 時まで及び 12 時 30 分から 15 時までとします。	
（３）取引の種類	・普通取引を行います。	
（４）売買締結の方法等	・時間優先及び価格優先により売買を締結させます。 ・ザラバ方式のみとし、板寄せは行いません。	
（５）注文の方法等	・E-mail 等の簡易な方法により行うこととします。 ・呼値の単位は円貨建て債券は 1 銭とし、外貨建て債券は銘柄ごとに当取引所が定めます。	・外貨建て債券に係る約定通知には、当取引所で円換算した売買代金も合わせて送付します。
（６）売買単位	・円貨建て債券は額面 1 億円とし、外貨建て債券は各社債の金額とします。	
（７）約定情報の公表等	・取引の結果については、取引の都度、当取引所ウェブサイトにて公表します。（外貨建ての場合には、円換算した売買代金も公表） ・円換算に用いる為替レートについては、立会開始前までに当取引所のウェブサイトにて公表します。	・東証の相場報道システムを利用してのリアルタイム配信は行いません。
（８）注文の通知	・注文内容（銘柄、売・買の別、価格、数量）を E-mail 等の簡易な方法により取引参加者に通知します。	
（９）取引料（場口銭）	・1 回約定するごとに売り方及び買い方双方から一定の額を徴収します。	・具体的な水準については今後検討・決定します。

項目	内容	備考
（10）投資者	・利子所得について源泉分離課税の対象とならない適格機関投資家等及び非課税となる非居住者等を対象とします。	
２．清算・決済制度	・（株）日本証券クリアリング機構を通じて清算を行います。	・外貨建て債券の清算、決済は、当取引所で円換算した売買代金で行います。 ・非 DVP 決済となります。
	・証券決済は、㈱証券保管振替機構の一般債振替制度における口座振替により行います。	・ただし、（株）証券保管振替機構の取扱い銘柄でない社債券等に係る清算及び証券決済は取引参加者間で行うことになります。

以　上

2010 年 11 月 16 日

東京プロボンドマーケット

バークレイズ・キャピタル
鈴木　裕彦

（１）意義

かつてのユーロ債市場のような、より適切に品質管理された、より自由度の高い本格的なプロ向けの国内メイン公募債市場を日本に創設。

（２）東京プロボンド市場創設で可能となるプロ向け債券

ⅰ）国内債プロ公募、円建て外債プロ公募

日本国内プロ向け公募債市場は、特定投資家向け私募制度の枠組みを利用し、日本国内で不特定多数のプロ投資家向けに発行・販売勧誘される国内債プロ公募(円建外債（サムライ）プロ公募を含む)。

国内公募債市場は、リテール向けを除くホール・セール債のかなりの部分がプロ公募債としてこの新市場へ移行することが可能となる。

サムライ・プロ公募は、本邦のプロ投資家向けの発行・販売勧誘に関する開示を、東京 AIM 取引所への英語での開示を選択可能とするプロ投資家向け公募債市場の創設を企図している。

非居住者発行体にとっての現行のサムライ債に係る日本語開示問題の多くが、事実上解消され、サムライ公募債市場は、リテール向けを除くホール・セール債のかなりの部分がサムライ・プロ公募債としてこの新市場へ移行することが可能となる。

ⅱ）東京プロボンド適格国際債

新発の国際債（グローバル債、ユーロ債、ユーロ MTN 等の国外債）に、東京 AIM 取引所への開示を前提とした「東京プロボンド適格」条項を付して、日本国内での販売勧誘が可能となる。

国際債やユーロ MTN プログラムのオファリング・サーキュラー等に東京 AIM 取引所の Listing ステータスを有することのドキュメンテーションを行い、東京 AIM 取引所が規定する英語での開示をファイル(注)することで、米国の「Rule 144A オプション」と同様の日本のプロ向け国際債市場が創設される。

(注１) 求められる開示基準(特定証券情報等)は未定だが、例えば、英語のオファリング・サーキュラー、EMTN プログラムおよびプライシング・サプルメントおよび発行者が母国で英語開示しているドキュメントでの対応が望まれる。

(注 2) プロ向けといっても、東京 AIM 取引所規定により、特定投資家のうちの個人は募集対象とならいない点に注意。

ⅲ）東京プロボンド・オプション

海外発行のオファリング・サーキュラーに東京プロボンド適格条項 が入っていない既発債を我国プロ投資家向けに販売勧誘を行う場合は、東京 AIM 取引所に開示を登録(注)することによって、既発債市場におけるプロ対応限定開示付のプロ売出しとなる。

(注) 求められる開示基準(特定証券情報等)は未定だが、例えば、英語のオファリング・サーキュラー、EMTN プログラムおよびプライシング・サプルメントおよび発行者が母国で英語開示しているドキュメントでの対応が望まれる。

（３）我国社債市場の課題解決への実務的インプリケーション

(国内社債市場の問題)

ⅰ）国内社債市場の問題

発行体は、一般投資者(リテール投資家へ)の販売を含む起債ツールとしてフル・ディスクロージャーに基づく起債を前提とする現行の発行登録枠のもとで、機関投資家向けホール・セール債の起債を行っている。このため、一般投資者保護の観点から毎四半期開示後の継続開示審査期間、および決算発表と四半期報告書提出までの期間は起債が困難な期間となっている。現状、1 年約 240 余りの営業日のうち、実際起債可能な期間は 100 営業日程度という実態がある。(＊)

ⅱ）現行の我国私募制度活用の難しさ

一般投資者向けの制度を使わず、私募（プロ私募や少人数私募）の制度を使う選択肢もある。

プロ私募の制度では、買い方がプロ（適格機関投資家）であり、自身で投資対象についての必要な知識を得ることも可能であることが前提とされており、何を開示し何を開示しないかは、発行者とプロ投資家のお互いで任意に決めてよい。しかし標準的な開示スタンダードが無いことから、特定少数のプロ投資家には受け入れられても、不特定多数のプロ投資家の間を頻繁に流通することは不可能といえる。また、流通市場での転売時に告知等の手続きが省略できない等、使い勝手がよいわけではない。

(東京プロボンド市場設計における発想の転換)

従来の公募債市場の建て付けは、資本市場というグラウンドのなかで、プロのプレーヤーおよびアマチュアのプレーヤーが入り混じってゲームを行なうことを想定したもの

で、そこで適用されるルールはアマチュアプレーヤーの保護である。

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

これに対して、東京プロボンドマーケットは「プロ公募のフィールド内へのアマチュアの立ち入りを禁止（開示情報の観覧は構わない）し、そのフィールド内においてプロ投資家はプロらしく機動的且つ縦横に活躍できるようにする」との発想に、新市場設計の概念を切り替えていると考えるべきである。

金融商品取引法の施行にあわせ、各金融商品取引業者は顧客のプロ・アマ区分を厳密に管理しており、また社債券も、国内債については振替債となっていることから、プロ限定の振替を管理することは可能である。

従って、売り方も買い方も仲介業者も、市場参加者をプロに限定し、プロ投資家対応の開示に基づく市場となる東京プロボンドマーケットは、発行者の開示コスト軽減および発行可能期間拡大が達成されるホール・セール債市場となりうる。

(＊)参考：発行登録にかかる継続開示審査

現行の発行登録制度では、発行登録枠の中からリテール債もホール・セール債も発行可能であるが、発行登録の基本は不特定多数の一般投資者保護を前提とした開示に基づくオファリングを想定したものと考える。従って、原則、プロ投資家限定の縛りがないので、発行登録制度に基づく起債に関する引受審査は厳正に行うべき事となる。

（４）長期展望：オフショア･ホール・セール欧州国際債市場のアジア版市場の創設
Asian Inter-Regional Wholesale Professional Securities Market

欧州のプロ向け国際債市場発展の歴史等に学びつつ、クロス･ボーダーの金融資本市場機能をアジア域内に創設することで、金融機能の面でもアジアと世界の経済により幅広い貢献ができると考えられる。つまり、アジアに、かつてのユーロ債市場のような自由度の高いプロ向けの資本市場を、域内共有財産として創り出すことで、域内経済活動に資することが考えられる。プロ投資家のみを対象とし、多数のマーケット・メーカーが参加する、流動性のある債券市場であって、発行者・関連仲介機関等にとって利便性が高く使いやすいアジア域内初の高質の市場インフラとしてのプロ向け市場の主軸として東京プロボンド市場を位置づける。

(現在、9 月末以降 アセアン+ 3 +アジア在金融機関等でのワーキングで、検討を開始)

本稿の意見にかかる部分は、筆者の所属する組織・団体には一切関係ない。

＜目標とするもの＞:「太宗の内外プロ投資家のみが参加し、多数のマーケット・メーカーが参加する流動性のある債券市場であって、内外発行者・プロ投資家にとって利便性の高い発行市場」の創出を目指す。EUの本格稼働の1999年（1月ユーロ導入）までで唯一成功したプロ市場であるオフショア・ホールセール欧州国際債券市場（～1999年のユーロボンド市場）をモデルとし、プロ投資家参加者のみ参加の国内ホールセール市場、プロ投資家参加者のみ参加のオフショア市場の創設を、我国金融商品取引所への開示（上場）を通じて達成する。

＜プロボンド市場概念整理表＞

	形 態	開示義務	開示水準	開示場所	対象投資家層	届出されていない旨の告知・書面交付	私募の転売制限等	引受審査	流通・決済	その他
プロボンド	プロ公募（注1） 太宗の特定投資家、すなわちプロ投資家を対象に、特定投資家のみが参加できる特定投資家向私募債制度の枠組みを利用	金融商品取引所の定める特定証券情報（注2）（日本語、英語） ＊本邦において継続開示をしている企業は、法律上開示義務はなく、証券情報および格付け（置く特定券情報）が開示書類となる。	プロ投資者対応	金融商品取引所（特定証券情報）プロ縦覧	不特定多数のプロ投資家（特定投資家）	有り（注3）	一般投資者（リテール）への振替禁止（注4）	日証協ルールの対象外 但し、各引受会社個別対応	OTC売買（国内）保振決済（外債）ユーロクリアなど	継続開示審査対象外となり、年1回のアニュアルアップデート時に審査。また、開示書類がないため起債時コンフォートレター省略の可能性有（注5）
	⇒投資家要望 ⇒発行者要望	機関投資家にとって実際に必要な情報は、有価証券報告書や決算短信に書いてある内容ではない ■ブラックアウト期間の縮減（民間企業ニズ） ■会社法監査、金商法監査、取引所適時開示一元化	■全ての財務特約の開示 ■格付		―	― ―	― ―	― ■継続開示審査の緩和・短期化	■流動性 ■価格情報 ■決済リスクの低減	■インデックス採用 ■諸経費水準のミニマイズ ■コンフォートレター省略
一般公募	**発行登録・発行届出書による通常の公募** [「一般（アマチュア）投資者保護」公募]	**フルディスクロージャー** 発行届出書 発行登録書 （継続開示：有報・四半期・ 臨報）	**一般（アマチュア）投資者保護対応**	金融庁・財務局 一般公衆縦覧 （目論見書）	リテールを含む不特定多数の投資家	不要	無	日証協 審査ルール対象 金融庁検査	OTC売買 保振決済	継続開示審査が行われ、起債時のコンフォートレターは必須条件

概念整理表

（以下参考表示：従来の私募市場）

	形 態	開示義務	開示水準	開示場所	対象投資家層	届出されていない旨の告知・書面交付	私募の転売制限等	日証協ルール引受審査	流通・決済	その他
私募	適格機関投資家向け私募	無し	投資家と発行体が相対で決める任意水準	非開示	特定少数（単数）の適格機関投資家	要	有	対象外 個社対応	OTC売買 保振決済	―
	少人数私募	無し	投資家と発行体が相対で決める任意水準	非開示	特定少数（単数）の投資家	要	有	対象外 個社対応	OTC売買 保振決済	―

（注1）:発行登録枠から起債されるホールセール社債が、今後プロボンド市場に移行すると想定されるが、リテール債は引続きフルディスクロージャーのある発行登録方式が使用されると見込まれる。

（注2）:金商法上の公募には当たらない（金融商品取引法上は、特定取引所金融商品市場における特定投資家私募＝特定投資家向け取得勧誘＝発行開示義務免除の枠組みに相当する）ので、目論見書は不要。特定証券情報の開示のみ。詳細は今後決定される。

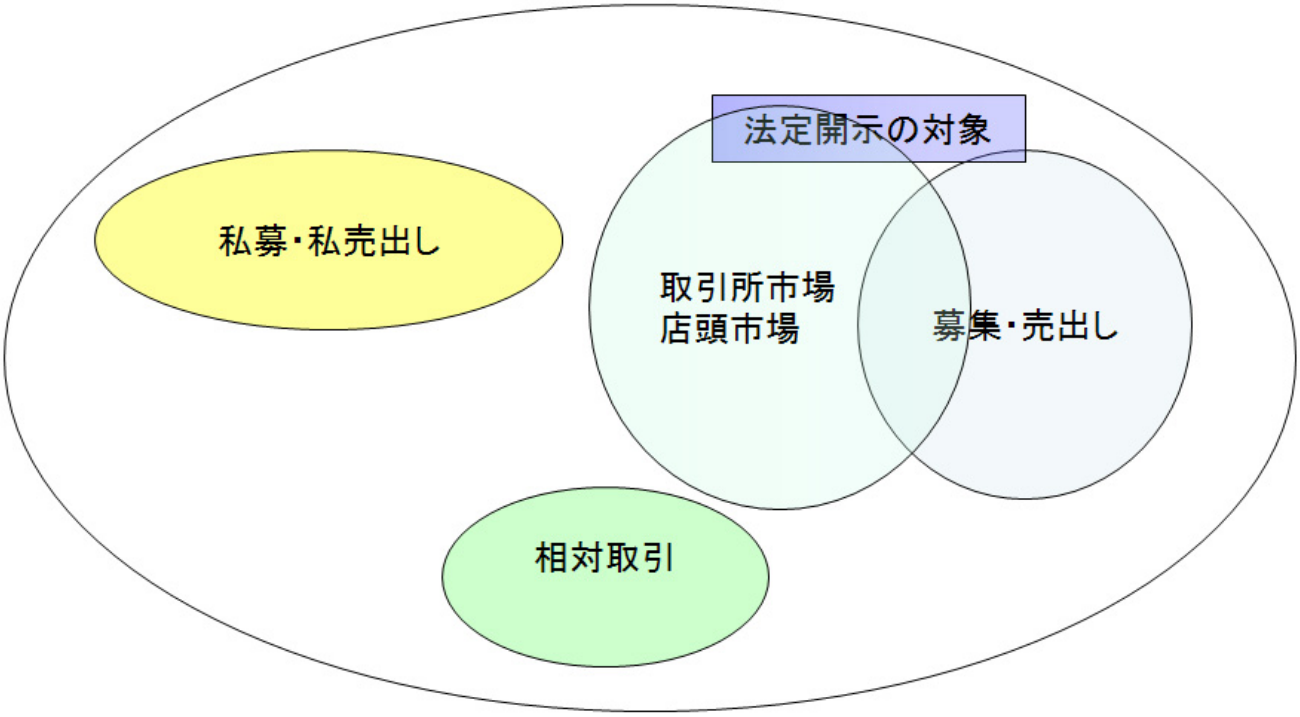
（注3）:内閣総理大臣に届出されていない旨の告知書の省略は取引所売買を利用すれば省略できる。OTCの場合はプロ投資家に事前に包括告知書を交付する事等による、売買の都度の告知書の交付は省略が今後の課題。

（注4）:金商法施行後、各金商品取引業者は顧客のプロ・アマの区分管理が義務つけられており、各社での対応が可能と資料される。

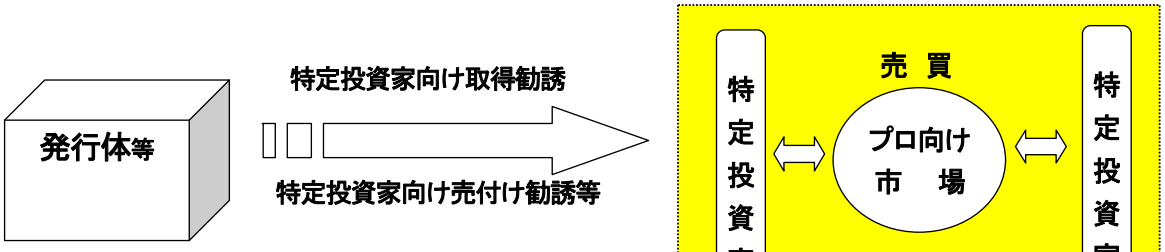
（注5）:現状のルールでは、募集(一般投資者向公募)の場合のみコンフォートレターを出すと定義されている為。発行者の財務責任者の確認書(CFO Certificate)で代替される可能性有り。

＜一般公募／プロ向け公募／適格機関投資家私募・少人数私募に関する説明＞				
市場	実質的な対象	開示関係	社債発行上の制約	流通市場
一般投資者向け公募	A格クラス以上（市況によってはBBB格クラス以上）の公社債 BBB格以下の起債を排除するものではない	発行登録制度 発行届出書 ■証券情報（発行条件、財務特約） ■企業情報（有報・四半期報告 または有報半報および臨報）	四半期開示（（決算発表、会社法監査、東証適時開示、四半期報告書開示）および四半期開示毎の引受審査に由来する、起債可能期間が約100日程度でしかないという制約による資金調達への阻害	OTC売買 マーケット・メーキング 業者の対顧客bidオンリー （業者がポジションを持つ場合のみオファーあり）
プロボンド	A格クラス以上（市況によってはBBB格クラス以上）の公社債 BBB格以下の起債を排除するものではない （東京プロボンドは、低格付け社債マーケットの創出を企図するものではない）	取引所開示 ■特定証券情報（証券情報、格付等） ＊発行者情報へアクセス能力の高いプロ投資家に対して参考 情報として企業情報の所在場所（例Edinet 取引所他）を周知する	起債可能期間の制約は年1回のアップデートにともなうものとなる可能性。 （起債可能期間は、理論的に年間150日から200日程度へ大幅に拡大）	同上

資本市場(発行市場・流通市場)



「プロ向け市場」の概要



特定投資家に対する情報提供・公表制度の新設
【公衆縦覧型の開示規制は免除】

- 「特定投資家向け取得勧誘」等を行う場合、当該有価証券の発行者に「特定証券情報」(当該有価証券・発行者に関する情報)の提供・公表を義務付け。
- 「特定投資家向け有価証券」の発行者に、年1回以上、「発行者情報」(発行者に関する情報)の提供・公表を義務付け。

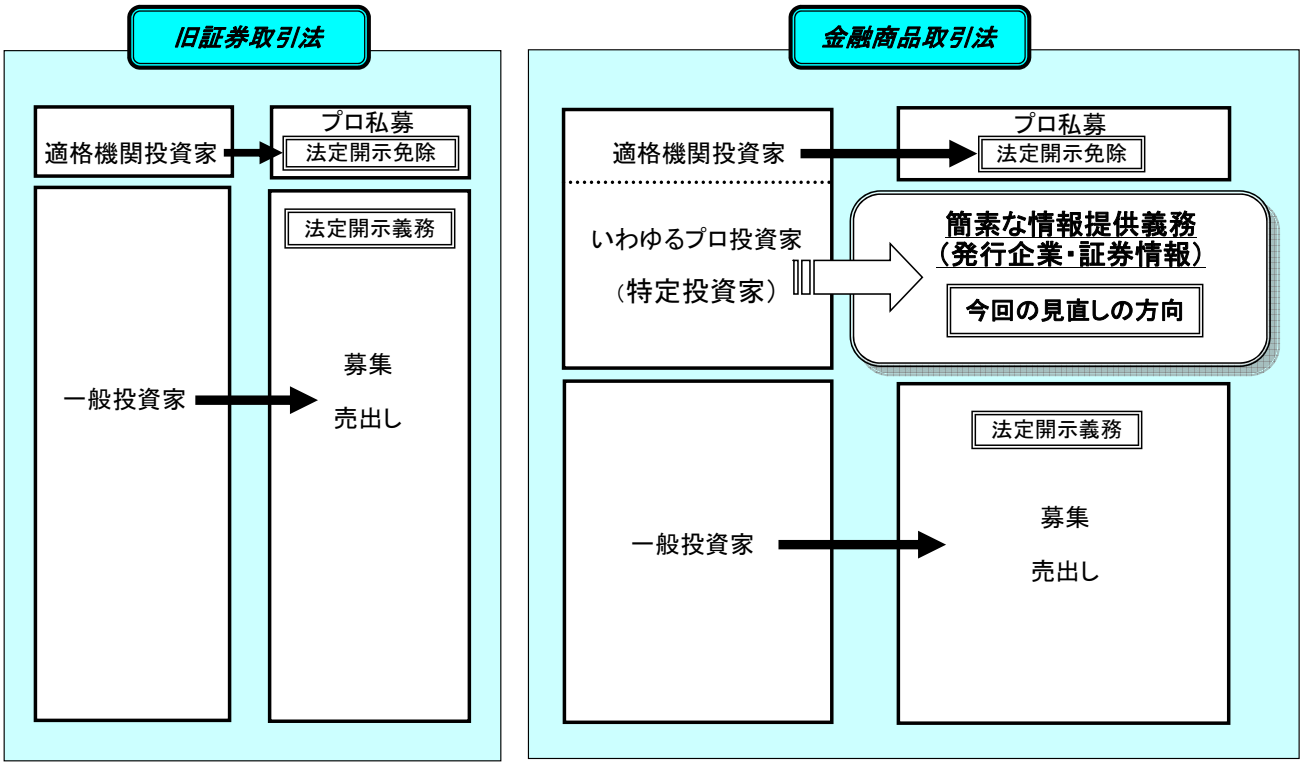
⇒ 具体的な様式、言語、会計基準等については、取引所のルール等による。

重要事項に虚偽のある情報を提供・公表した場合等
民事責任 ・ **課 徴 金** ・ **罰 則**

一般投資家は特定投資家による運用(投資信託等)を通じて参加

※ 金融商品取引法等の一部を改正する法律(平成20年法律第65号)により創設

プロ向け市場における開示規制

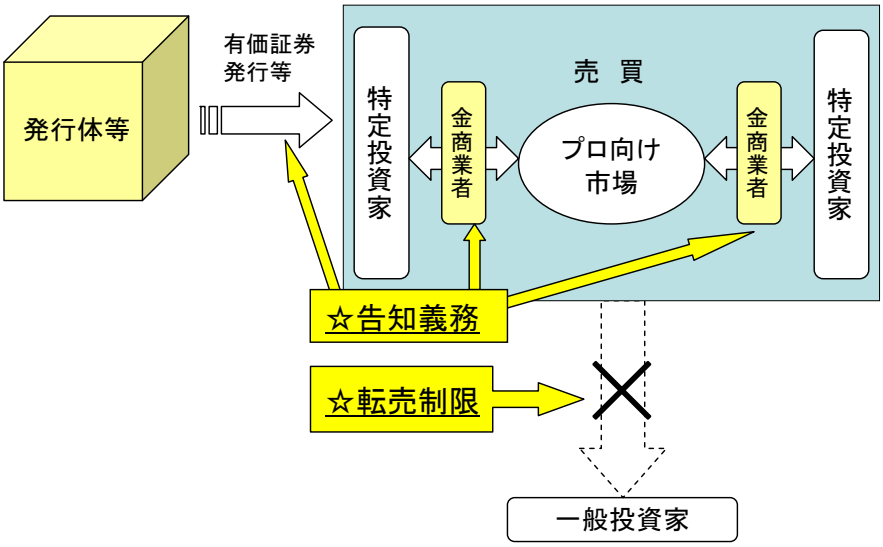


金融商品取引法上のプロ概念

	適格機関投資家 〈証券発行時の開示規制を免除（プロ私募）〉	特定投資家 〈契約締結時の書面交付義務等を適用除外〉
証券取引法	○ 金融機関 ○ 有価証券報告書提出会社 （有価証券残高100億円以上） 等 **拡大**	制度なし **新設**
金融商品取引法	○ 金融機関 ○ 法人 （有価証券残高10億円以上） ○ 個人 （有価証券残高 10 億円以上、かつ1年以上の取引経験） 等	○ 適格機関投資家 （○ 上場会社 ○ 資本金5億円以上の株式会社 等） （⇒ 一般投資家へ移行可能） （○ 上記以外の法人 ○ 一定要件（※）を満たす個人） （⇒ 一般投資家から移行可能） 等

（※）純資産額及び金融資産3億円以上、かつ、1年以上の取引経験のある者。

プロ向け市場の創設①



政令・内閣府令案のポイント

☆告知義務

○告知内容を規定
- ・法定の公衆縦覧型開示が行われていない旨
- ・転売制限が課せられている旨
- ・金商業者は、一般投資家を相手方として売買の取次ぎを行うことができない旨　等

☆転売制限

○発行等の際の一般投資家への転売制限を含む契約締結を規定

例外的に売却できる場合
- ・発行者やオーナー株主への譲渡の場合　等

☆簡素な情報提供/公表制度の新設

有価証券・発行者に関する情報を取引所ルールにより提供/公表する旨を規定

☆外形基準の緩和

有価証券報告書提出義務要件（外形基準）を、「株主数500人以上」から「特定投資家以外の株主数1000人以上」に緩和

☆簡素な情報提供/公表制度の新設

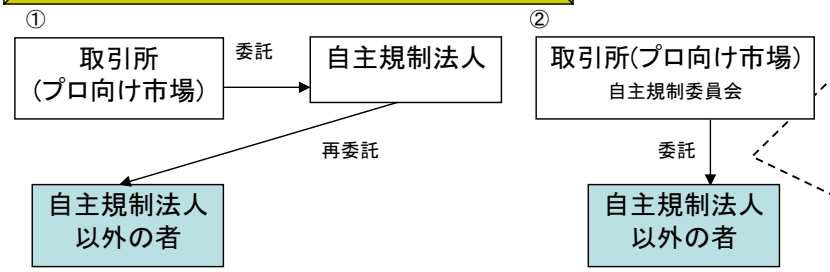
【発行時等】
有価証券・発行体の内容等に関する情報提供/公表

【プロ向け銘柄該当後】
発行体の内容等に関する年1回以上の情報提供/公表

※現行の公衆縦覧型の開示規制は免除
→取引所ルールにより、様式・言語・会計基準等について柔軟に定めることが可能に。

プロ向け市場の創設②

自主規制業務の自主規制法人以外への委託



【参考】英国AIMにおける取引対象企業の審査
- ・取引所の指定するアドバイザー（Nomad）が登録審査。
- ・担当のNomadなしでは、取引所への登録・売買不可。Nomadが不在になると売買停止、不在が1ヶ月継続すると登録廃止。

政令・内閣府令案のポイント

委託できる自主規制業務の範囲
- ・上場・上場廃止基準に適合するかどうかの事前調査
- ・発行者の情報開示が開示審査基準に適合するかどうかの事前調査　等

委託に当たって取引所が講ずべき措置
- ・業務を的確、公正に遂行できる者に委託するための措置
- ・発行者に対する独立性を確保するための措置
- ・業務の実施状況の検証、適切な監督を行い、必要な場合には、違約金の徴収、委託の終了等を行うための措置　等

我が国取引所と外国取引所による取引所の共同設立

取引所の大口株主規制

	金商法の枠組み
50%～	取得・保有不可
20%～50%	取得・保有可（認可事項） （取得・保有できる者を政令で指定）
～20%	何人も取得・保有可

政令・内閣府令案のポイント

一定の要件を満たす外国取引所を追加指定

要件
- ・議決権の取得・保有対象の取引所が、我が国取引所の子会社であること
- ・母国において取引所の免許等を受けていること
- ・外国取引所の母国と我が国当局が覚書き（MOU）を締結していること

アジア債券市場発展におけるわが国の役割
～Asian Bond Markets Initiative (ABMI)～

平成22年11月16日
財務省 国際局 地域協力企画官
岩井 和司

アジア債券市場育成イニシアティブ

アジア通貨危機(1997年）以前

アジア通貨がドルに対する実質固定相場であった中、ドル等の外貨を短期で借り入れ、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。

- 通貨と期間の二重のミスマッチが存在。
- こうした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任が大きく揺らいだことにより、急激な資本逃避が起こり、その動きが瞬く間にアジア各国に伝播。

2003年8月：ASEAN+3（日中韓）財務大臣会議（於：マニラ）

アジア通貨危機の反省から、アジア域内の民間貯蓄を域内の経済発展に必要な中長期の投資に活用するため、債券市場育成に取り組むことに合意。

- 本イニシアティブの下、ADB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や、金融機関の貸付債権を証券化した債券の発行等、債券の発行体及び種類の多様化が進む。また、域内債券市場の規模も拡大。

2008年5月：ASEAN+3（日中韓）財務大臣会議（於：マドリード）

アジア債券市場の更なる発展に向けた、新たなロードマップに合意。

- ASEAN+3諸国とともに、効率的かつ流動性の高い債券市場の育成に取り組む。

ABMI新ロードマップ

○ アジア債券市場育成イニシアティブ（ABMI）にとり節目（開始合意から5年）となる2008年、アジア債券市場の更なる発展に向けた新たなモメンタムとして策定。

○ 新ロードマップのポイント

1. 4つの主要分野と個々の取組課題の設定
2. 最良慣行の策定とピア・プレッシャーの活用
3. 効率的な取組の実施に向けた体制の構築

ポイント1《具体的な目標設定》

～4つの主要分野と個々の取組課題の設定～

○ ABMIの全体的方向性を明確にする観点から、4つの主要分野を設定。

TF1: 現地通貨建て債券発行の促進（供給面での取組）
TF2: 現地通貨建て債券の需要の促進（需要面での取組）
TF3: 規制枠組みの改善
TF4: 債券市場関連インフラの改善

これまでは、(1)証券化を活用した新たな債券の開発、(2)信用保証・投資メカニズム、(3)外国為替取引と決済システム、(4)域内の格付機関の調和、といった特定のテーマごとに取組を実施。

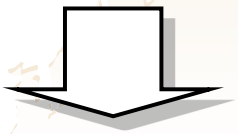
○ 上記の目標ごとに、個々の取組課題を設定。

（主な取組課題）
- 信用保証・投資ファシリティの設立、インフラ・ファイナンス
- マーケット情報の発信、機関投資家の育成
- 市場慣行の標準化、規制の調和化
- 証券決済インフラの整備

ポイント2 《参加国の自助努力を促すメカニズムの確保》

～最良慣行の策定、ピア・プレッシャーの活用～

○ ABMIの取組が着実に成果を挙げるためには、各国の自助努力が鍵。



○ 最良慣行を策定:各国の取組の自己評価に当たっての「物差し」となるもの。
（“references for self-assessment”）

○ 各国が進捗状況を定期的に報告する制度の創設:自己評価報告書を定期的に提出することにより、各国の進捗状況につき情報をシェア

『ピア・プレッシャーを通じた自助努力の確保』

4

ポイント3《総合調整機能の充実等》

～効率的な取組の実施に向けた体制の構築～

○ ABMIの成功には、民間部門との協力が不可欠。
（クロスボーダー債券取引・決済に関する民間の検討グループの設立）

○ 多岐にわたる包括的な取組課題を実施していくためには、各取組の間の相互の連携に留意し、重複を排除した上で効率性を確保していくことが重要。

○ 4つの具体的目標に対応する形で、タスク・フォースを創設。

○ タスク・フォースの取組を総合調整する、ステアリング・グループを創設。

《ステアリング・グループの主な機能》
- ロードマップの見直し
- タスク・フォース等の総合調整
- 対外情報発信戦略の策定
- タスク・フォースの作業状況等のモニター
- 自己評価報告書を通じた情報のシェア

5

ASEAN+3債券市場フォーラム（ABMF）

目的：ASEAN+3域内でクロスボーダーの債券取引を促進するため、官民一体のフォーラムを設置し、各国の規制や市場慣行の調和化に向けた取組を進める。

ABMF

（ASEAN+3 Bond Market Forum）

【メンバー】

・域内外の民間の市場専門家

・ASEAN+3各国当局（財務省、中央銀行等）

【二つのSub-Forum】

Sub-Forum1:ASEAN+3各国市場の規制及び市場慣行に関する情報収集

Sub-Forum2:取引慣行及び決済上のメッセージ・フォーマットの調和化

→2010年9月にABMF第1回会合を東京で開催

（これまでABMIにおける取組）

「規制枠組みの改善」タスクフォース

（議長：マレーシア、日本）

・各市場の法制度や基準、市場慣行の調和化に向けた方策を検討

①債券市場規制・監督枠組みの強化

②域内証券業協会、自主規制機関間の協力の円滑化

「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」

（GOE：Group of Experts）

・クロスボーダー債券取引の障害を特定

①規制上の障害

（資本、為替規制、税制等）

②決済上の障害

（取引メッセージ様式や国際証券コードの共通化）

6

ASEAN＋3 Bond Market Forum (ABMF)の活動について

早稲田大学グローバルCOE・東京証券取引所グループ・
アジア資本市場協議会共催

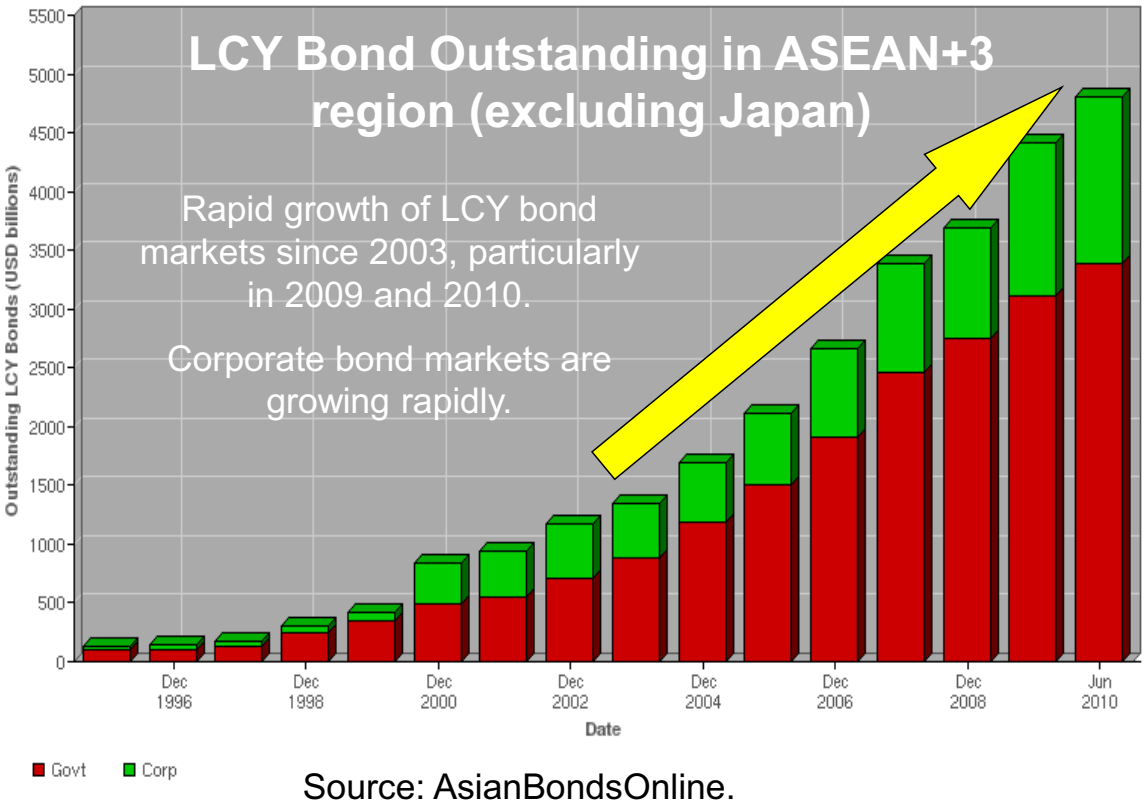
『アジア・東京 債券市場創設フォーラム』
～アジアと日本の金融資本市場の発展のために～
2010年11月16日

アジア開発銀行・地域経済統合室（OREI）エコノミスト
山寺　智

主なポイント

1. アジアの債券市場の最近の動向
2. ABMF設立の背景
3. ABMFの概要
4. 活動計画

最近のアジア自国通貨建債券市場の動向



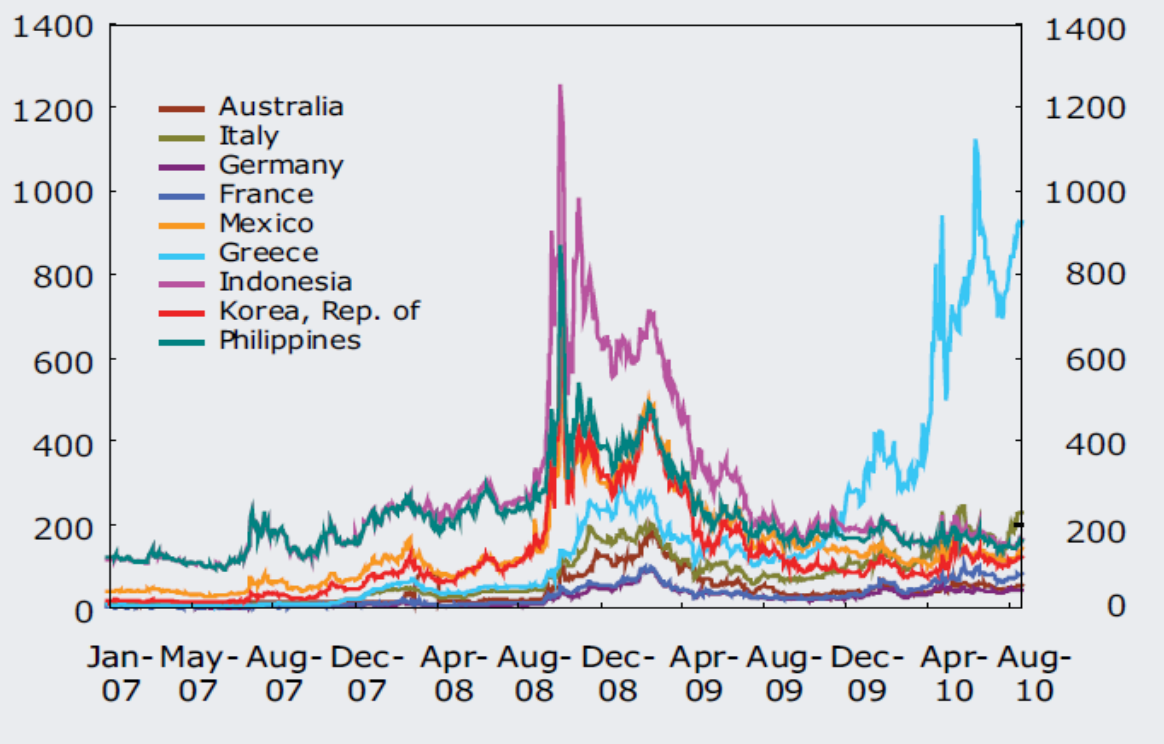
Source: AsianBondsOnline.

自国通貨建債券市場の世界シェア

	Mar-10		Dec-96	
	LCY Bonds Outstanding	% of World Total	LCY Bonds Outstanding	% of World Total
United States	24,978	39.8	10,926	42.9
Japan	9,754	15.5	4,456	17.5
France	3,094	4.9	1,261	4.9
Germany	2,632	4.2	1,888	7.4
United Kingdom	1,525	2.4	678	2.7
Emerging East Asia	4,633	7.4	527	2.1
of which: PRC	2,648	4.2	62	0.2
Emerging East Asia excl. PRC	1,985	3.2	465	1.8
of which: Korea, Rep. of	1,095	1.7	283	1.1
of which: ASEAN-6	735	1.2	148	0.6
Indonesia	108	0.2	7	0.0
Malaysia	199	0.3	71	0.3
Philippines	66	0.1	28	0.1
Singapore	159	0.3	25	0.1
Thailand	191	0.3	18	0.1
Viet Nam	12	0.0	—	—
Memo Items:				
Brazil	1,218	1.9	299	1.2
PRC (excl. policy bank bonds)	1,971	3.1	—	—
India	652	1.0	81	0.3
Russia	51	0.1	43	0.2

Note: — = data not available, LCY = local currency.
Source: *Asia Bond Monitor Oct 2010*.

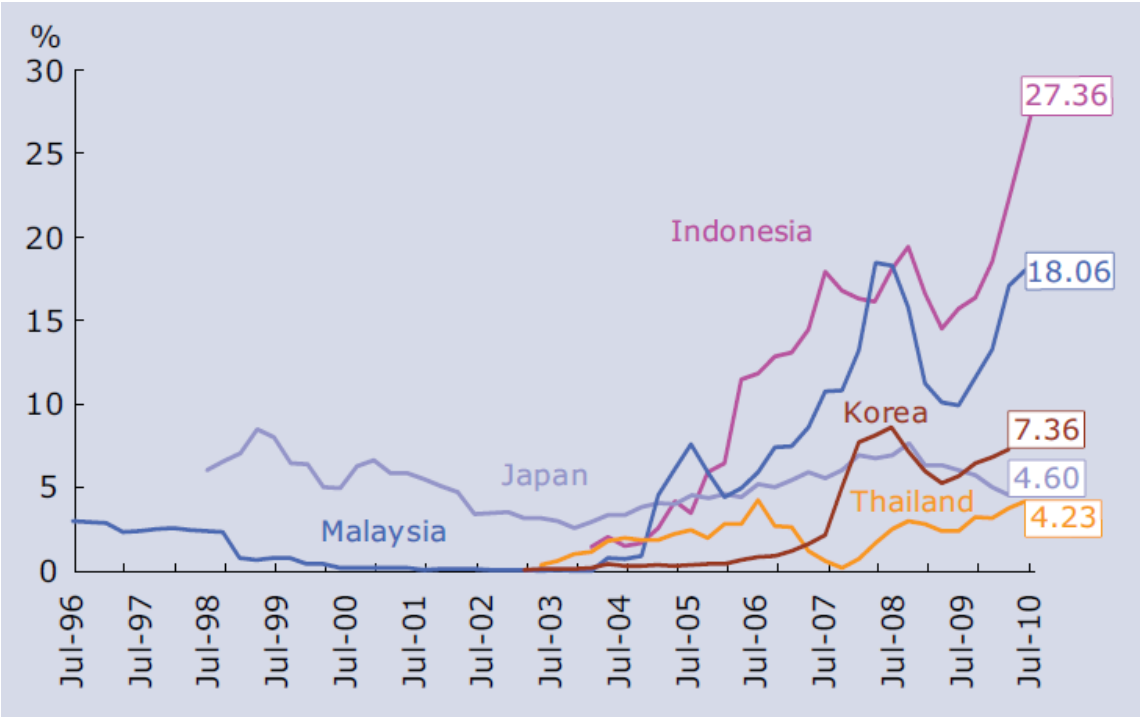
クレジット・デフォルト・スワップのスプレッド推移



Source: *Asia Bond Monitor Oct 2010*

ADB

アジア国債の非居住者保有比率 (% of total)



Note: Data for the Republic of Korea and Japan as of March 2010; Data for Malaysia and Thailand as of June 2010; Data for Indonesia as of July 2010.
Source: *Asia Bond Monitor Oct 2010*.

ADB

安定したアジア債券市場の発展

- アジアの自国通貨建債券
  - USD4.8 trillion at the end of 2Q10
  - Strong growth 18.8% y-o-y, 5.1% q-o-q
  - government bonds 16.7% y-o-y
  - corporate bonds 24.4% y-o-y
- 債券市場は、銀行システムのスペアタイヤとなった。
- しかし、域内の証券投資はまだ低い水準
  - 更なる地域協力の必要性

ADB

ABMF 設立の背景

—ABMI Group of Experts Report

—TA Report on Harmonization of Bond Standard in ASEAN+3

ADB

GoE :専門家会合

- An independent group under the ambit of the ASEAN+3 countries to discuss key issues related to cross-border bond transactions and settlement issues.

- private sector entities or individuals with expertise in cross-border bond or foreign exchange transactions and settlements issues, nominated by each ASEAN+3 member country
  - 17 national member institutions and 9 international member institutions including CSDs, local custodians, global custodians, ICSDs

ADB

9

GoEレポートの概要

http://asean3goe.adb.org or http://asianbondsonline.adb.org/

取引コスト調査 (Part 1):

Cross-border bond transaction costs in ASEAN+3 region are higher and vary significantly among the countries, possibly due to:

- Less transaction volume
- Country specific factors such as regulations and restrictions, etc.

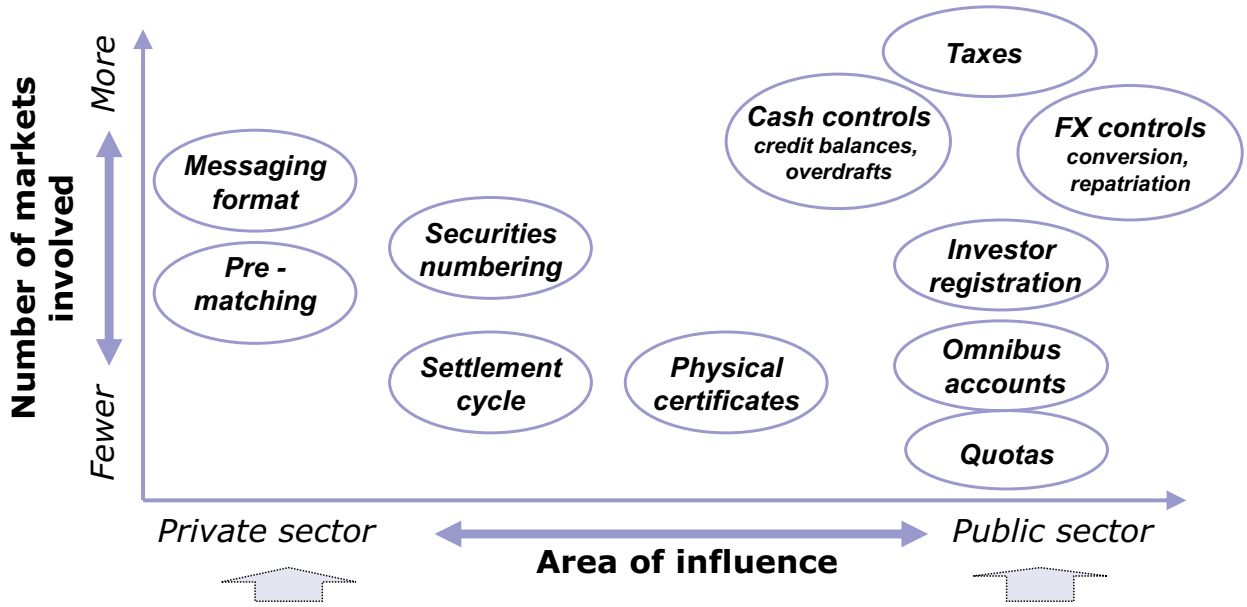
勧告

- 特定なアプローチ (Part 2): assessments on feasibilities of Regional Settlement Intermediaries to improve cross-border bond settlements.
- 一般的なアプローチ(Part 3): recommendation to reduce market barriers.

ADB

10

域内の主な証券取引にかかる障害



Improve information flows in the markets

Timely information, uniform disclosure, price transparency, market statistics, information on corporate actions and legal information such as bankruptcy and insolvency laws.

11

TA レポート：Harmonization of Bond Standard in ASEAN+3

- 規制情報を共有する必要性
  - Strengthening the role of market associations and SROs in the region
- 域内の規制・慣行の共通化・標準化に向けたデュアル・アプローチ
  - 段階的ボトムアップ：Gradual and bottom-up approach focusing on the onshore secondary market
  - 全体的トップダウン：Holistic and top-down approach focusing on the offshore wholesale primary corporate bond market limited to professionals
- 合意に参加できる国々、一部規制の相互承認といった部分的な規制・慣行の共通化

ADB

12

デュアルアプローチ

- 段階的ボトムアップ：Gradual and bottom-up approach
  - 規制をひとつひとつつぶしていく
  - GoE レポートをもとに、決済に関する障害から検討を行う
- 全体的トップダウン：Holistic and top-down approach
  - アジア共通の債券市場創設
  - しかし、政治的な問題も多い

ADB

13

ASEAN+3 Bond Market Forum (ABMF)の概要

ADB

14

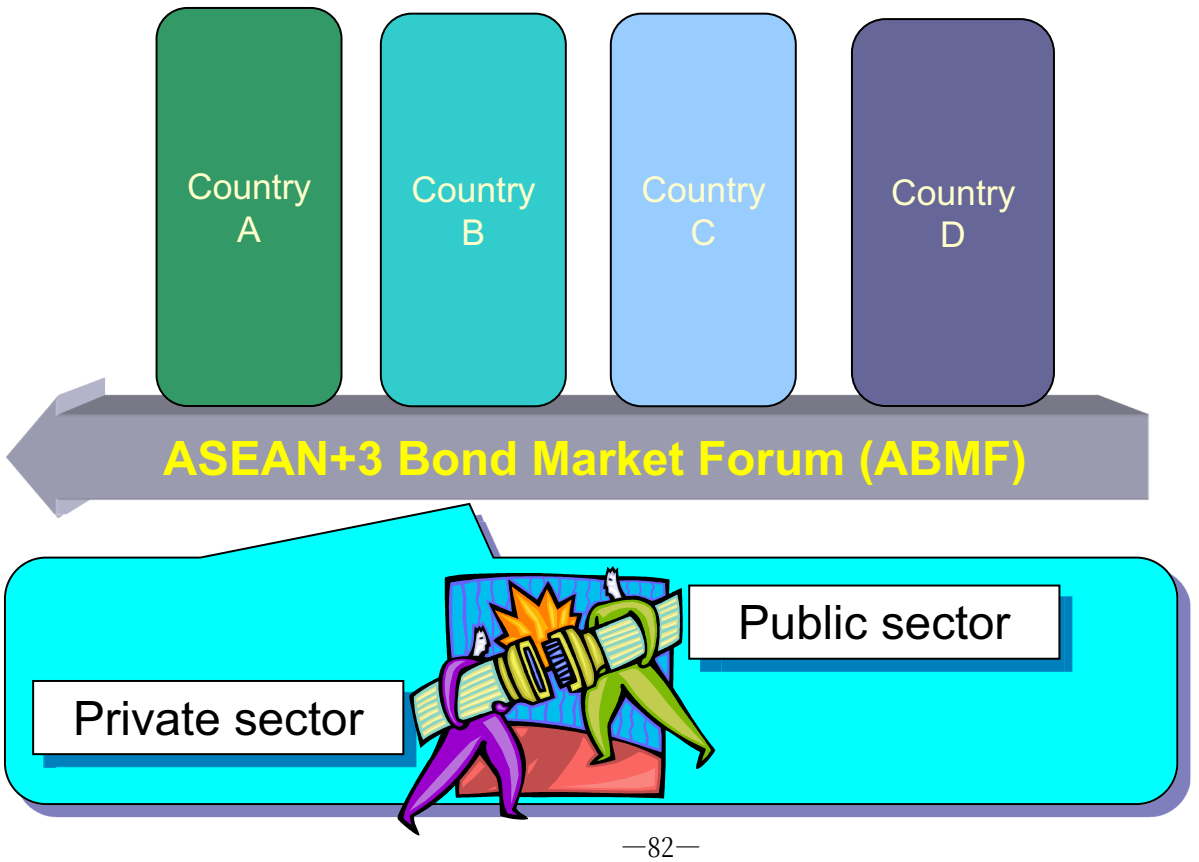
13th ASEAN+3 財務大臣会合共同声明 5月2日 2010, Tashkent, Uzbekistan

- We (ASEAN+3 Finance Ministers) took note of the Group of Experts' findings and suggestions on facilitating cross-border bond transactions and settlement,
- and welcomed the establishment of the technical working group on Regional Settlement Intermediary (RSI) to further evaluate the policy recommendations.
- We endorsed the establishment of ASEAN+3 Bond Market Forum (ABMF) as a common platform to foster standardization of market practices and harmonization of regulations relating to cross-border bond transactions in the region.

ADB

15

共通なプラットフォームとしてのABMF



ADB

16

GoE レポート後のABMI

ASEAN+3 Finance Ministers — Meet annually

ASEAN+3 Deputy Finance Ministers — Meet semi-annually

ABMI Steering Group ← *-Monitor progress and coordinate future plans*

TASK FORCE (See next slide for details)

TF1	TF2	TF3	TF4	TACT	Working Team
Promoting Issuance of Local Currency Denominated Bonds *-Credit guarantee and investment facility* *-Promotion of Asian Currency Note Programme* *-Promoting issuance of structured finance instruments*	**Facilitating the Demand of Local Currency-Denominated Bonds** *-Development of investment environment for institutional investors* *-Development of repo markets* *-Enhancing cross-border transactions* *-Information dissemination*	**Improving Regulatory Framework** *-Strengthening regulatory and supervisory framework for securities* *-Facilitating collaboration among SROs in the region* *-Improving bankruptcy procedures related to bond transaction* *-Promoting application of international accounting and auditing standards*	**Improving Related Infrastructure for the Bond Market** *-Infrastructure for securities settlement* *-Increasing liquidity of bond markets* *-Fostering credit culture* *-Developing professional services*	**Technical Assistance**	

TWG

ABMF

ADB

17

ABMFの組織的枠組み

National Members

National and International Experts

ABMI TF 3

Secretariat (ADB)

ASEAN+3 Bond Market Forum (ABMF)

Sub-Forum 1

Sub-Forum 2

Multiple forums may be established if issues need to be discussed separately

ADB

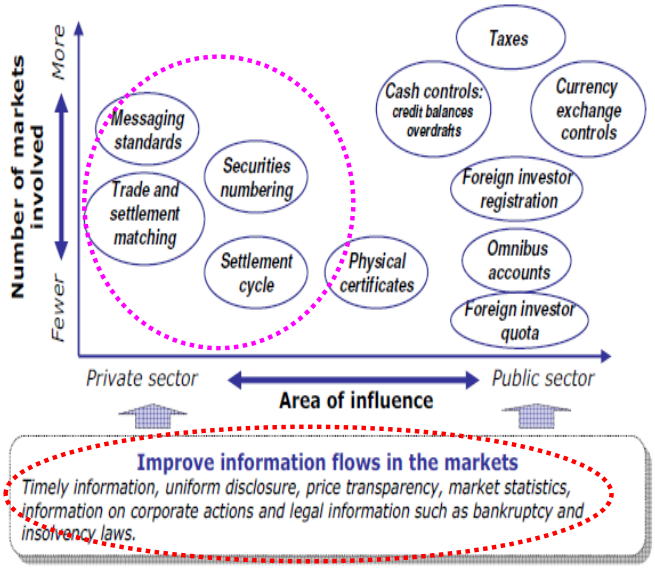
18

ABMFのメンバー

- **National Members (NM)**
  Nominated by each country of TF3. In principle, the number of NM should be limited to 1-2 persons.
  - NMs nominate Chair, NE, and IE, i.e., the core members of a sub-forum
- **National Experts (NE)**
  With the consent of other NMs and the endorsement of TF3, a NM may nominate NE.
  - The number of NMs needs to be limited for fair and efficient decision making, however, the forum should be able to utilize various experts in the markets.
- **International Experts (IE)**
  With the consent of other NMs and the endorsement of TF3, a NM may nominate IEs.

ADB

ABMFでの検討課題



Sub-Forum 1: 規制に関する情報の収集と公表

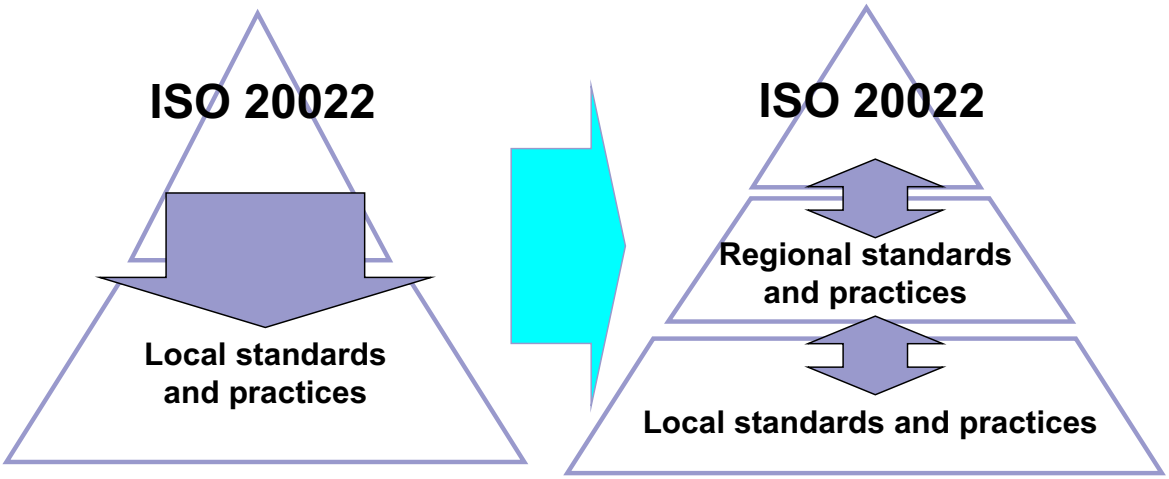
Sub-Forum 2: STP化をすすめるための情報収集と検討

ADB

ABMFのビジョン

アジアは国際標準の議論に参加すべき

その土台を作る



ADB

21

活動計画

ADB

22

Sub-Forum 1

- **目的: 情報ギャップの解消・縮小**

1. Collect all relevant information on regulations as well as market structures and practices in the region
   - Issuance procedures (auction, primary dealer system, etc)
   - Requirements for investors (registration, documentation, etc)
   - Trading rules (Repo, etc.)
   - Tax procedures (income and capital gain tax, etc)
   - Redemption procedures
   - Investment rules for domestic investors

2. 集められた情報は、ADBの Asian Bonds Online ウエブサイトにて公開.

ADB

23

Sub-Forum 2

- **目的: STP化を進めることによる取引コストの縮小**

1. 取引コストの背景となるカストディアンの取引実態の把握

2. クロスボーダー取引のすべて流れの把握

3. あるエンドユーザーから一方のエンドユーザーまで、STP化できることが理想

ADB

24

スケジュール

- 初会合:東京
- 第2回　マニラ　2010年12月
- 第3回　2011年2月
  - First reporting to TF3
- 第4回　2011年6－7月
- 第5回　2011年9月
  - Second reporting to TF3
- 第6回　2011年12月
- 最終報告の提出　2011年末

ADB

25

SF1 members and experts

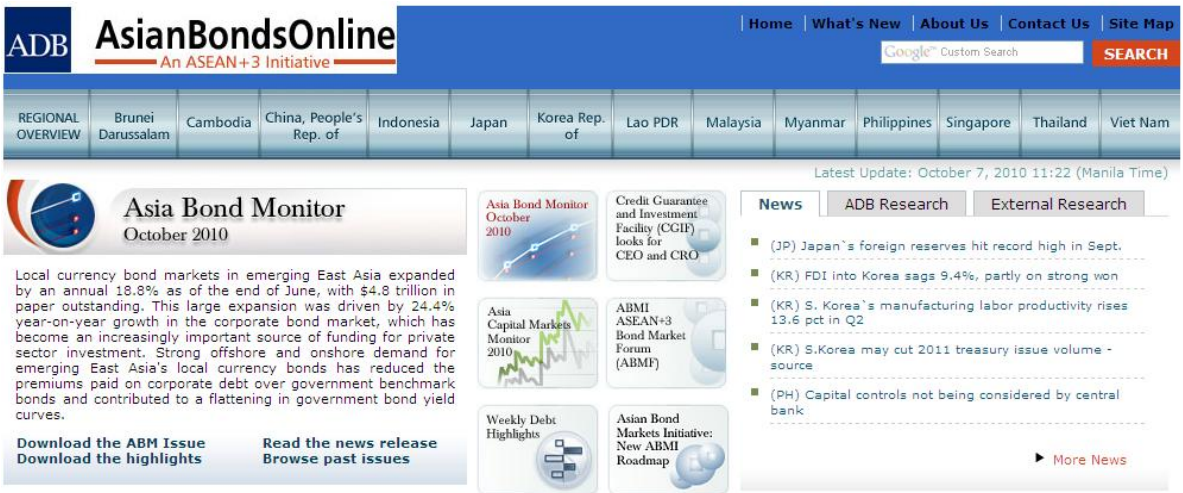
Brunei International Financial Centre (BIFC)	Nomura Securities Co. Ltd.
National Bank of Cambodia	Daiwa Securities Capital Markets Co. Ltd.
SEC of Cambodia	Korea Financial Investment Association
People's Bank of China	Korea Capital Market Institute (KCMI)
China Security Regulatory Commission	Korea Exchange (KRX)
Hong Kong Monetary Authority	Securities and Exchange Commission Office, Bank of the Lao PDR
China Securities Depository and Clearing Corporation Limited Shanghai	Financial Market Association of Malaysia (PPKM)
China Government Securities Depository Trust and Clearing Co. LTD	Central Bank of Myanmar
Ministry of Finance of Indonesia	Bureau of Treasury of the Philippines
Indonesian Capital Market and Financial Institutions Supervisory Agency	Securities and Exchange Commission of the Philippines
Tokyo Stock Exchange, Inc.	Securities and Exchange Commission of Thailand
Japan Securities Dealers Association	Thai Bond Market Association (Thai BMA)
Japanese Bankers Association	Vietnam Bond Market Association (VBMA)

ADB

26

SF2 members and experts

Brunei Currency and Monetary Board (BCMB)	Securities and Exchange Commission Office, Bank of the Lao PDR
SEC of Cambodia	Central Bank of Myanmar
People's Bank of China	Philippine Dealing System Holdings Corp/PDS Group
China Security Regulatory Commission	Bankers Association of the Philippines (BAP)
Hong Kong Monetary Authourity	The Stock Exchange of Thailand (SET)
China Securities Depository and Clearing Corporation Limited Shanghai	Vietnam Securities Depository
China Government Securities Depository Trust and Clearing Co.,LTD	The Bank of Tokyo Mitusbishi UFJ Ltd
Ministry of Finance of Indonesia	State Street Global Advisors
Indonesian Capital Market and Financial Institutions Supervisory Agency	Citibank
PT Kustodian Sentral Efek Indonesia (KSEI) Indonesian Central Securities Depository	JP Morgan
Japan Securities Depository Center, Inc.	Deutsche Bank AG
Mizuho Corporate Bank, Ltd.	SWIFT
Korea Securities Depository(KSD)	HSBC
Korea Capital Market Institute(KCMI)	Tata Consultancy Services



Thank you

Satoru Yamadera
Economist, OREI
syamadera@adb.org
http://asianbondsonline.adb.org
http://asean3abmf.adb.org

KCMI

ABMFへの韓国の対応

－ アジア・東京 債券市場創設フォーラム －

2010. 11. 16.

韓国資本市場研究院
研究委員
玄　　奭 (Hyun Suk)
hyun@kcmi.re.kr

자본시장연구원
Korea Capital Market Institute

Contents

I. アジア債券市場の現状

II. ASEAN+3債券市場フォーラム(ABMF)

III. ABMF -Korea

I. アジア債券市場の現状
1. 債券市場の規模

	1997年	2004年	2008年	年間成長率 (1997~2008)
世界	25,863	44,236	59,629	7.89%
米国	12,548	19,030	24,516	6.28%
EU15カ国	6,962	11,509	15,556	7.58%
日本	4,434	8,858	11,077	8.68%
中国	116	528	2,213	30.70%
香港	46	78	88	6.12%
インドネシア	5	58	68	27.74%
韓国	130	568	817	18.16%
マレーシア	57	111	163	10.02%
東アジア[1)]	405	1,529	3,693	22.25%
ラテンアメリカ	419	607	1,245	10.40%

1) 日本を除いて、資料: BIS, ADB

자본시장연구원 Korea Capital Market Institute

2. ポートフォリオ投資:
debt securities (USD million)

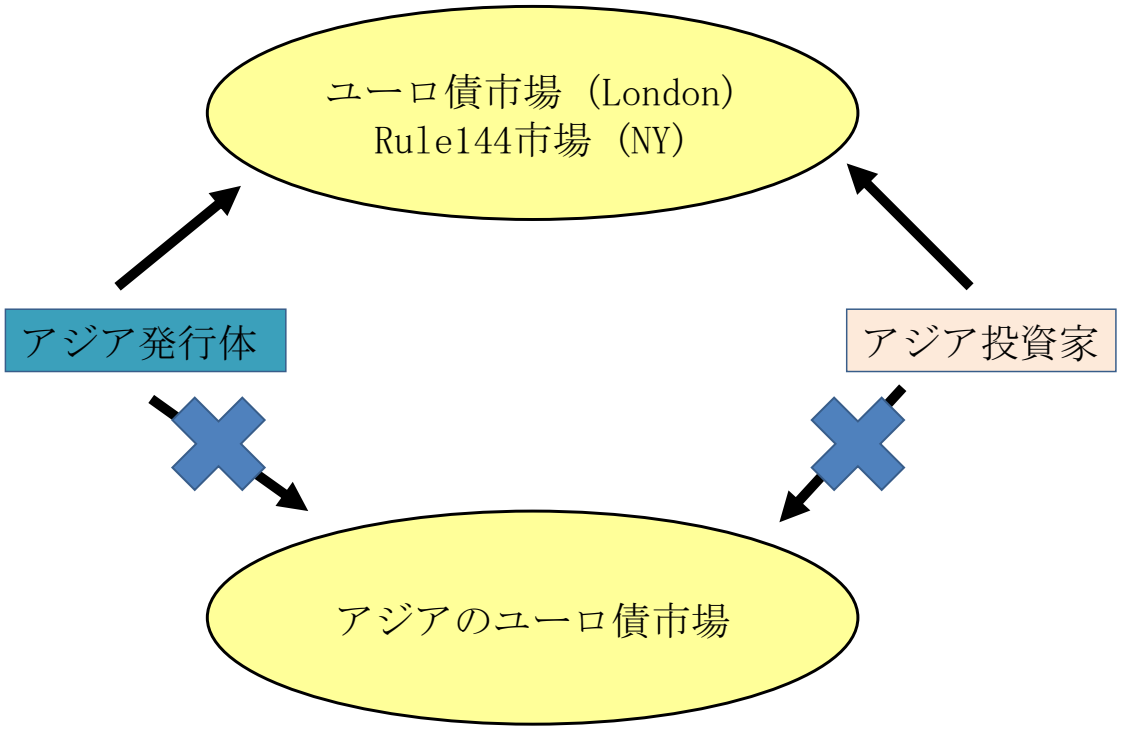
Outbound Investment　　Inbound Investment

	Korea		Japan		Korea		Japan	
1	United States	13076.71 (48.02)	United States	603261.71 (30.44)	Singapore	13854.91 (14.82)	France	131085.53 (28.15)
2	United Kingdom	2842.33 (10.44)	Cayman Islands	319812.67 (16.14)	Hong Kong SAR of China	13747.84 (14.70)	United Kingdom	50496.32 (10.84)
3	Cayman Islands	1863.84 (6.84)	Germany	166754.82 (8.41)	Japan	11261.71 (12.04)	United States	41472 (8.91)
4	France	1358.39 (4.99)	United Kingdom	119922.87 (6.05)	United States	10769 (11.52)	Hong Kong SAR of China	26061.99 (5.60)
5	Netherlands	1231.19 (4.52)	France	117476.58 (5.93)	France	8097.91 (8.66)	Luxembourg	13026.31 (2.80)
Total		27,234		1,981,928		93,500		465,627

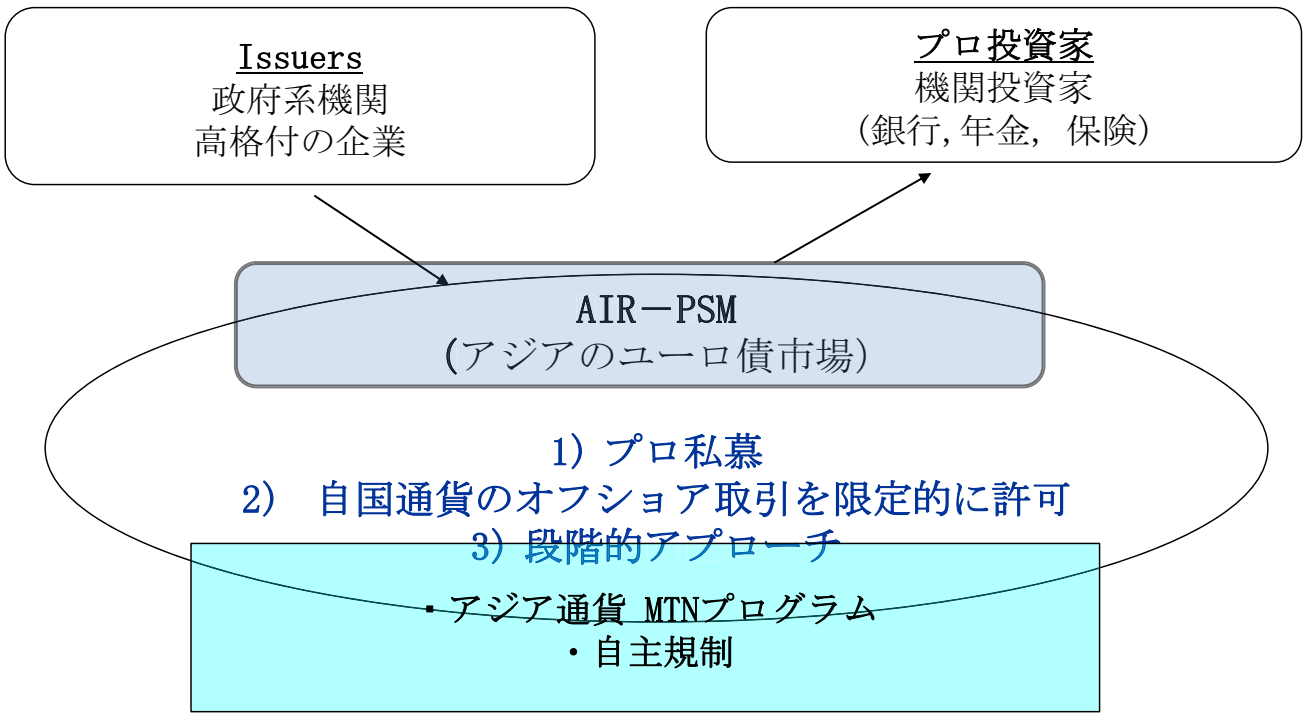
Source: IMF, CPIS (2008

자본시장연구원 Korea Capital Market Institute

3. アジアユーロ債市場の不在



4. AIR-PSM （アジアのユーロ債市場）



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

- ASEAN+3債券市場フォーラム(ASEAN+3 Bond Market Forum：ABMF)」設置
  - 域内のクロスボーダー債券取引に係る市場慣行を標準化
  - 域内のクロスボーダー債券取引に係る規制を調和化

- サブ・フォーラム(SF)1
  - ASEAN+3各国の債券市場の規制及び市場慣行に関する情報収集

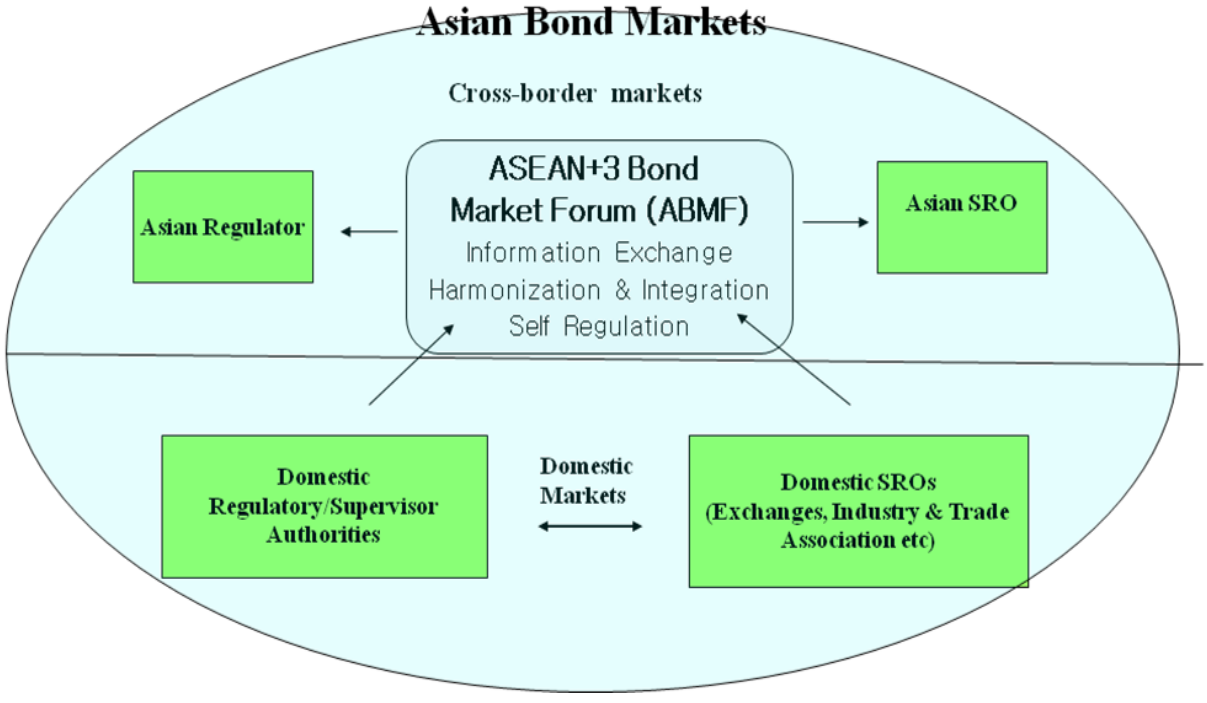
- サブ・フォーラム(SF)2
  - 取引慣行及び決済上のメッセージ・フォーマットの調和化について検討

- 9月28日（火）、第1回ABMFがASEAN+3域内各国の業界団体、自主規制機関等及び各国の財務省、中央銀行等の参加を得て、東京にて開催. 今後、四半期に1回程度開催される予定

資料: 財務省ホームページ

자본시장연구원 Korea Capital Market Institute

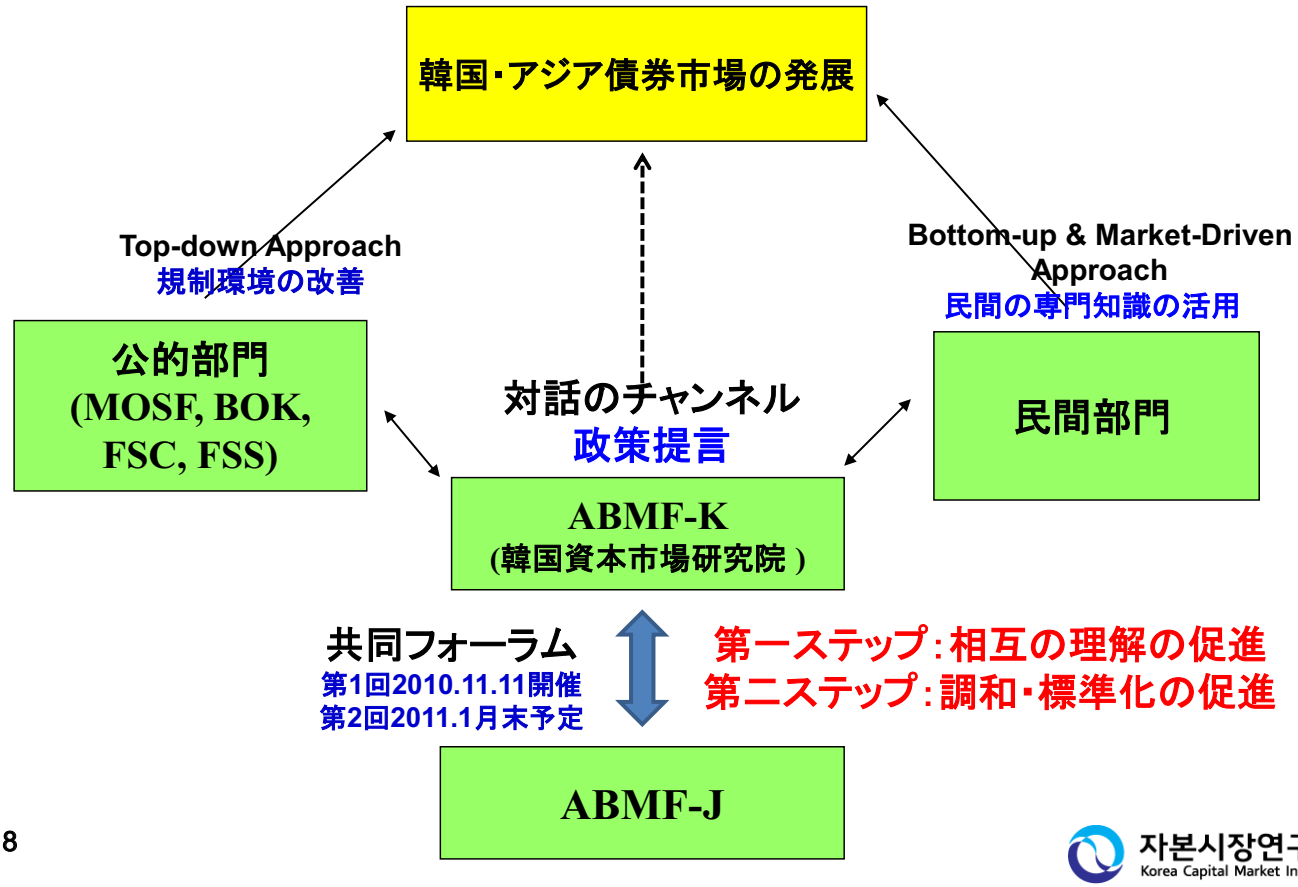
2. アジア債券市場に関する域内の枠組み



Source: TA report on Harmonization of Bond Standards in ASEAN+3 of Task Force 3 (TF3).

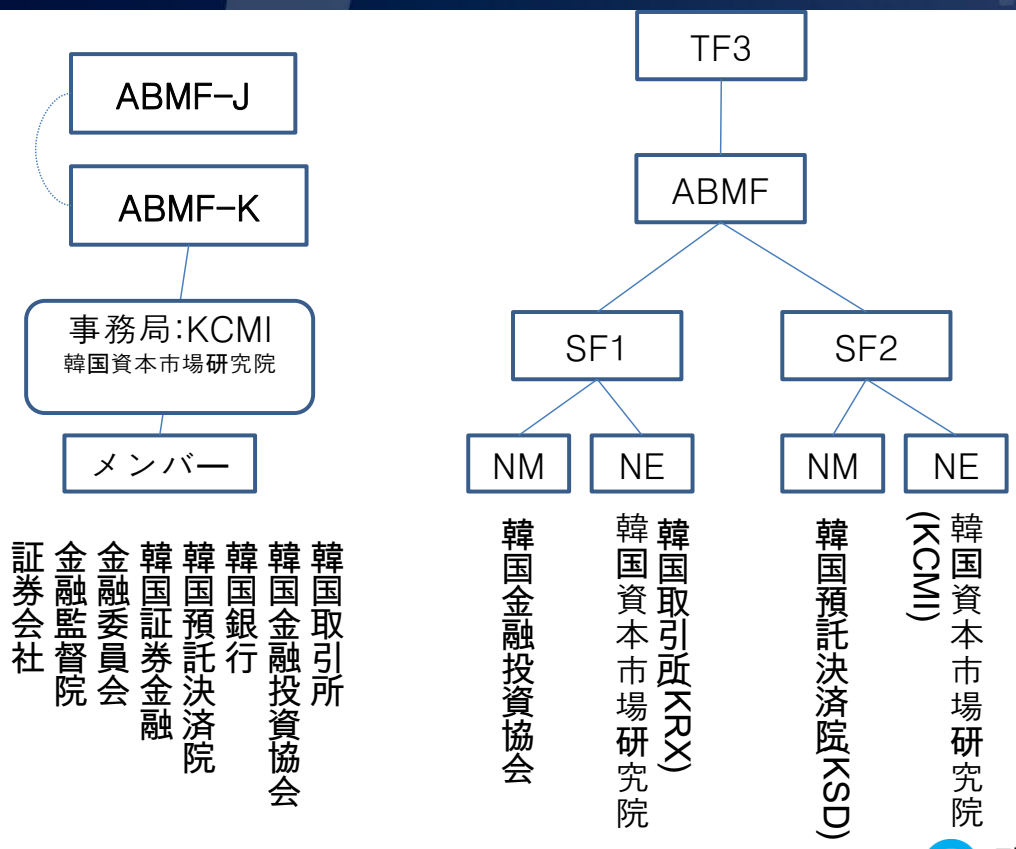
자본시장연구원 Korea Capital Market Institute

III. ABMF-Korea:
1. インタラクティブな市場形成の場



자본시장연구원
Korea Capital Market Institute

2. ABMF-K 構成



자본시장연구원
Korea Capital Market Institute

ご清聴ありがとうございました！

10

자본시장연구원
Korea Capital Market Institute

社債市場の活性化に向けて

平成 22 年６月 22 日

日 本 証 券 業 協 会

社債市場の活性化に関する懇談会

社債市場の活性化に関する懇談会（以下「懇談会」という。）は、平成21年７月１日に設置され、我が国社債市場の現状及び活性化に向けた様々な課題について議論する場として、幅広い市場参加者及び有識者にご参加を得て、議論を進めてきた。

懇談会では、懇談会の下に設置した「社債市場の活性化に関する懇談会ワーキング・グループ」を含め、合計で17回にわたる会議を重ね、本報告書「社債市場の活性化に向けて」を取りまとめた。

本報告書では、我が国社債市場が抱える課題を整理するとともに、一層効率的で、透明性と流動性の高い社債市場の実現のための具体的な取組みを提示している。

我が国社債市場の活性化は、今後、我が国経済の新たな成長戦略の重要な要素の一つとして、官民あげた積極的な取組みが期待される。

懇談会では、引き続き、社債市場の活性化に向けて、さらに発行会社、投資家及び市場関係者のニーズの把握に努め、必要に応じ提言を取りまとめ、また、諸施策の実現に向けて積極的に対応して参りたい。

目　　次

第１　我が国社債市場の現状及び活性化に向けた課題

１．はじめに　1

２．我が国社債市場を特徴付ける諸要因と課題　2

３．社債市場の活性化に向けた取組み　6

第２　我が国社債市場の活性化に向けた具体的な取組み

Ⅰ．発行市場

１．証券会社の引受審査の見直し　7

２．社債の発行条件の決定手続の整備　8

３．デフォルトリスク等への対応

３－１　コベナンツの付与及び情報開示

(1) コベナンツの付与　9

(2) コベナンツ等の情報開示　10

３－２　社債管理のあり方

(1) 企業の信用リスクと社債管理のあり方　11

(2) 今後の社債管理のあり方　12

Ⅱ．流通市場

１．社債の価格情報インフラの整備　14

２．社債レポ市場の整備及び決済・清算システムの機能拡充

(1) 社債レポ市場の整備　16

(2) 決済・清算システムの機能拡充　16

Ⅲ．市場インフラ及び市場慣行

１．税制　17

２．社債の投資教育、社債市場に関する基礎データの整備及び社債 IR の推進等　18

３．社債市場の国際化の推進とアジア等との連携強化　18

第３　今後の取組み方針　19

（添付資料）

１．「社債市場の活性化に関する懇談会」の設置について

２．「社債市場の活性化に関する懇談会」委員名簿

３．「社債市場の活性化に関する懇談会」における検討状況

４．「社債市場の活性化に関する懇談会ワーキング・グループ」の設置について

５．「社債市場の活性化に関する懇談会ワーキング・グループ」委員名簿

６．「社債市場の活性化に関する懇談会ワーキング・グループ」における検討状況

７．社債市場の活性化に関する海外調査報告（要約）

８．日本、米国の社債市場の比較

第１ 我が国社債市場の現状及び活性化に向けた課題

１．はじめに

(1) 我が国の社債市場は、様々な制度的改革を経て、自由で効率的な市場として発展を遂げてきており、企業金融の重要な一翼を担っている。2008 年の国際的な金融危機の後、市場は順調な回復を見せており、2009 年には、高格付企業を中心に社債の発行額は 11 兆 3,900 億円と前年比増加（２兆 5,500 億円、29%増）に転じている。

(2) しかしながら、米国や欧州（ユーロ市場）と比較すると、社債の発行は必ずしも活発とは言えず、その発行残高は 2009 年 12 月末 59 兆 4,500 億円と米国の 10 分の１程度に留まっている。その対 GDP 比率で見ても、我が国は 13%と米国の 48%を大きく下回っており、欧州（ユーロ市場）と比較しても同様の傾向となっている。また、資金運用手段としての社債の比重も、欧米と比べて相当低い水準に留まっており、我が国社債市場は、欧米と比較して、依然として小規模な市場に留まっている。

(3) また、米国や欧州（ユーロ市場）では、多様な企業が活発に社債を発行しているが、我が国の場合、社債の発行は、依然として、信用格付が相対的に高い、一部の業種の企業に留まっている。また、社債の保有を見ても銀行等（預金取扱金融機関）の保有シェアが高く、個人投資家や投資信託、外国人投資家のシェアは低い状態に留まっている。

(4) さらに、我が国では、社債の償還まで持ち切る投資家が多いこともあって、社債市場の流動性は低く、流通市場の規模も小さい状況にある。

(5) 我が国社債市場が小規模に留まっている背景としては、後述のように様々な複合的要因が考えられる。これらの要因の中には容易に克服することができないものもあるが、市場関係者や政府当局の地道な努力により克服していくことが可能な要因も数多く含まれている。市場関係者等が、それらの要因を正確に認識し、その解決に努めていく必要がある。

(6) 社債市場の活性化は、企業の資金調達手段の分散化・多様化を図り、投資家の投資運用機会の拡充により、金融・資本市場の機能を強化し、我が国経済の活性化、安定的な発展に重要な役割を果たすものであり、平時からそのために必要な取組みを進め、厚みのある流動性の高い市場を構築していく必要がある。

(7) 2008 年の国際的な金融危機以降、社債市場の活性化は特に喫緊の課題となっている。金融危機の際には、短期金融市場が逼迫、銀行借入へのシフトや一部には銀行

借入れが困難な状況も生じ、社債市場では、社債の新規発行若しくは借換えの発行が厳しい状態が続いた。こうした中で、企業では、資金調達手段の分散化・多様化の必要性がより強く認識されるようになり、大量の資金を長期にわたって安定的に調達できる透明で流動性の高い社債市場の整備の必要性は一層高まっている。

また、金融危機以降、国際的な金融規制強化の見直しの中で、銀行などの金融機関の自己資本の充実等が課題となっており、銀行等の貸出し行動も変化していくことが考えられるが、今後、新しい規制環境の中で、社債市場の機能を向上させることは、銀行等の貸出しを含む金融調達機能が全体として適切に発揮されることが期待され、我が国の金融・資本市場の充実・強化、安定化に資するものである。

(8) さらに、我が国社債市場のインフラを整備し、一層効率的で透明性と流動性の高い市場を実現していくことは、アジア域内を含む外国の企業や投資家が活発に参入することを可能にし、我が国の金融・資本市場がその経済規模に相応しい国際的な役割を発揮していくことにも寄与すると考えられる。また、機関投資家等のプロ向けに使いやすい市場を実現することは、社債の発行者の多様化、利便性の向上、運用手段の多様化等に資するとともに、アジア域内を含む外国の企業の社債発行・資金調達に我が国の金融機関や市場関係者が持つ人材や情報分析力を活かしていくことを可能にすると考えられ、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。

(9) 本報告は、このような視点に立ち、我が国社債市場が抱える課題について、その問題の所在を整理するとともに、一層効率的で、透明性と流動性の高い社債市場の実現のための取組みを具体的に提示するものである。我が国社債市場の活性化は、今後、我が国経済の新たな成長戦略の重要な要素の一つとして、官民あげた積極的な取組みが期待される。

２．我が国社債市場を特徴付ける諸要因と課題

(1) 我が国社債市場は、社債発行限度規制の撤廃・受託会社制度の見直し（1993 年）、社債適債基準の撤廃・財務制限条項の自由化（1996 年）、社債券の電子化（2006 年）などの制度改革により、その自由度と効率性を高めてきた。また、会計基準の整備、監査制度の充実などにより企業の財務状況の開示についても信頼性が高まり、社債は投資家にとっても金融商品としての魅力を増している。近年、個人向け社債の発行も増え、社債は個人にとっても魅力ある投資対象になってきている。

(2) 一方、そのような制度改革の中でも、我が国社債市場が小規模に留まっている背景としては、多くの要因が複合的に働いていることが指摘されており、例えば、次のようなものが挙げられている。

① 我が国の資金循環を見ると、公的部門は大幅な資金不足の状況にある一方、民間非金融法人企業は資金余剰の基調にあり、特に景気の低迷で設備投資が抑制されている状況では長期資金の需要が低く、社債の発行は新規長期資金の調達よりも既存の長期資金の借換えを中心としたものに留まっていたこと。

② 企業の資金需要が少ない中、企業への公的支援措置・金融対策や銀行間の活発な貸出し競争等（後掲(3)参照）を背景に、企業は、社債と比べて、銀行等からの借入れにより低コストでの資金調達が可能な状況が続いていたこと。

③ 社債の発行が活発でないことから、その流通も活発ではないという「鶏と卵」の関係が打開されず、社債市場の流動性が極めて低い状況にあり、その結果、流通市場の状況が発行市場の状況に適時的確に反映されにくい状況になっていたこと。また、社債の流通市場での価格の透明性を高めていく必要があるが、日本証券業協会が公表している公社債店頭売買参考統計値も流通市場の状況を的確に反映する仕組みとしては信頼性が十分ではなかったこと。さらに、我が国では、社債の活発な流通に資するための決済・清算システムや社債レポ市場などが整備されていないこと。

④ 社債の引受け慣行などの影響で、社債の起債可能期間の制約・起債の集中化が生じ機動的な発行が難しくなっていること。証券会社（第一種金融商品取引業者）の引受審査と発行会社、監査法人・公認会計士の役割・責任分担、あるいはコンフォートレターの取扱いが明確にされていないことなどが要因となり社債の発行手続等が硬直的で機動性に欠けていること。あるいは、欧米では一般的な発行条件の決定方法であるいわゆる POT 方式が確立していないことなどの理由により、迅速な発行条件の決定などができないこと。

⑤ 我が国社債市場が小規模なこともあり、我が国の機関投資家の一部では、企業のクレジット・リスクの分析などを行うリサーチ態勢の整備やアナリストの育成が中長期的な課題となっており、あるいは、社債投資に際して、外部格付に相当程度を依拠している場合があり、他の機関投資家と横並びの投資行動となる傾向があること。また、個人投資家にとっては、社債に関する情報の取得が難しいとの指摘があること。

⑥　外国人投資家の社債への投資・保有を促すための制度整備の一つとして、本年６月から非居住者の社債投資にかかる非課税制度の導入が行われるまで税制上の措置が十分ではなかったことなどのため、多様なリスクを許容する投資家が活発に参加しにくい市場となっていたこと。

⑦　我が国の社債がデフォルトに陥ったケースは極めて限られており、企業の信用リスクと社債の発行条件との関係についてデータの蓄積が乏しいこと。

⑧　社債では、社債間同順位の担保提供制限条項（ネガティブ・プレッジ）が付与されることが多く、デフォルトした際には、社債権者が他の債権者に劣後する懸念があること。また、社債以外の債務に付与されるコベナンツ等が十分に開示されていないことから、必ずしも社債と他の債務との優先劣後の関係が明らかにされておらず、投資家保護の観点から改善が必要であること。

⑨　社債のデフォルト事例が少ない中、個人向け社債を除き社債管理者が設置されないことが多いため、社債がデフォルトした際の社債管理者の役割・社債権者の債権保全についての共通の理解の形成や、コスト負担のあり方などの検討も進んでいなかったこと。

⑩　我が国では、倒産に関する法制や考え方、企業再生などにおける金融機関の役割などについての認識が、欧米と異なっており、一般に社債が発行できる企業は、信用力が高い一部の企業と考えられていること。

⑪　社債の譲渡者により税制の扱いが異なるなどの税制上の複雑性が残っており、流通性向上の阻害要因になっていること。

(3) 我が国の企業の資金調達構造が、社債の発行よりも銀行等からの借入れに大きく依存している要因の一つとして、次の①から③の理由により、銀行等の貸出しのリスクプレミアムが社債と比べて小さいため、企業にとって借入の調達コストの方が小さいことが指摘されている。そもそも、銀行貸出し、社債を問わず、信用リスク、市場流動性、担保の取扱い等を反映した適切なスプレッドが設定されれば、社債の発行企業や投資家にとって、社債の魅力は一層高められ、企業の資金調達手段、投資家の投資対象の多様化に資すると考えられる。銀行等が貸出しに適切なリスクプレミアムを設定することは、我が国の金融システムにとって重要な課題であるとの指摘がある一方、社債市場では、効率性や透明性、流動性の向上を図り、銀行貸出しと社債とのリスクプレミアムの乖離を縮小させる必要がある。この問題は、今後、市場参加者や銀行等が、それぞれの立場で一つ一つの案件を処理していくことを通

じて、また、協働して一層透明で健全な市場慣行を確立していく中で解決していくべきである。

① 経済環境を背景に企業の資金需要が少ない中で、企業への公的支援措置・金融対策や銀行間の貸出し競争が厳しい状況にあることに加え、銀行等が借り手企業との間で、中長期的な取引の観点や、決済業務、外国為替業務等も含めた総合採算的な観点から取引を行っているケースもあり、借り手企業の本来の信用リスクに見合った貸出し金利を設定できていない状況もあり得る。総合的な金融サービスを提供する銀行等に対する対価と長期の信用リスクの評価、流動性に基づく社債発行のコストをどのように比較できるかについては、慎重な分析と判断が必要である。

② 銀行等の貸出しは、借り手企業の担保や短期の資金繰りも含めたきめ細かな情報に基づいて行われている一方、社債の発行・投資は、目論見書や有価証券報告書、証券取引所の適時開示などの開示情報を基礎として行われており、銀行等が入手できる情報の範囲や深度が広いことが、銀行等の貸出し条件等に影響していると考えられる。それを市場がどのように評価し、判断するかが検討される必要がある。

③ 銀行等の金融機関は、貸出しに当たり、借り手企業の担保管理などを通じた保全措置を取っているほか、借り手企業が経営困難に陥った場合に、自らの債権の保全確保・回収のみならず、当該企業の破綻処理や再編、再生等について一定の役割を果たす場合があるが、その対応の不確実性が社債のリスクプレミアムを高めている可能性がある。

(4) 社債は、株式と比較すれば個別性が強く、社債の発行ごとに条件が異なる。また、銀行等のシンジケートローンは、機動的な資金調達手段として流動性を有する点で社債との連関性がある。我が国社債市場を活性化するためには、こうしたシンジケートローンとの連関性も考慮したインフラの整備を図っていく必要がある。

(5) 企業の信用リスクについては、近年欧米市場において Credit Default Swap(CDS)の取引が活発化しており、我が国においても、いくつかの個別大企業の CDS 取引が活発化している。我が国の CDS 取引・市場については、社債市場の流動性を補完するものとして、その健全な発展を促すとともに、今後、社債市場との連関性を注意深く見守っていくことが必要である。

(6) なお、金融危機の帰結として、最近一部先進国の財政赤字が巨大化しており、各国の資本市場では、国債の消化状況や流通市場での価格に注目が集まっている。国債市場の動向が社債市場にどのように影響するかについても、注意深く見守っていくことが必要である。

３．社債市場の活性化に向けた取組み

(1) 我が国の社債市場の活性化は、今後の経済環境の変化や企業の資金需要・金利動向などによるところも大きいが、企業金融や資金運用を巡る環境が急速に変化する中で、社債市場がその変化を柔軟に、かつ十分な厚みをもって対応できるよう、市場関係者が、活発な意見交換を行い、適切な問題認識の共有化と解決策の模索を図っていくべきである。

(2) そのためには、市場の効率性、透明性、流動性を高めるインフラの整備や市場慣行の見直し等が必要であり、市場関係者が、次の第２及び第３に掲げるところにしたがって、必要と考えられる具体的な取組みについて、明示的な実現工程の認識を共有しつつ、積極的に取組むことが重要である。

第２　我が国社債市場の活性化に向けた具体的な取組み

Ⅰ．発行市場

１．証券会社の引受審査の見直し

(1) 発行会社から、証券会社の引受審査のあり方及び社債発行の機動性の確保について、次の指摘があった。

① 上場会社等では、金融商品取引法（以下「金商法」という。）の下で、適時な財務・企業情報の開示を確保するため、四半期開示制度、内部統制報告制度、確認書制度が講じられ、公認会計士・監査法人による監査・レビューの対象となっている。このように全体的な品質管理の下で財務情報が作成されており、証券会社の引受審査の簡素化・弾力化が必要である。

② 現在、社債の発行条件の決定から払込みまでの間に四半期報告書の提出がある場合には社債の発行を避ける傾向にあることに加え、四半期報告書提出後も証券会社では引受審査に当たって一般的に慎重な対応となっていることから、社債の起債可能期間の制約・起債の集中化が生じ、機動的な発行が制約されている状況となっている。

(2) 証券会社では、投資家保護の観点から引受審査での一定の確認が必要である一方、同審査の簡素化・弾力化に当たっては、目論見書の使用者義務を確実に実施する必要があり、財務情報に誤りがあった場合の責任分担のあり方について、金商法上の考え方を明確にし、その徹底を図っていく措置が必要であるとの意見があった。

(3) 社債の機動的な発行の確保及びコンプライアンスコストの軽減を図るため、次の事項について検討を行い、証券会社の引受審査の見直しとともに、上記市場慣行の解消に向けた取組みを進める必要がある。

① 証券会社の引受審査の枠組み

② コンフォートレターの位置付け・取扱い

③ 金商法による責任分担の明確化・徹底

○ 今後の具体的な対応

日本証券業協会（以下「日証協」という。）は、金融庁、日本公認会計士協会、発行会社及び証券会社の協力を得て検討を進め、本年 12 月までを目途に取りまとめを行う。

２．社債の発行条件の決定手続の整備

(1) 社債の発行条件の決定手続として、証券会社では、投資家の需要予測調査を実施しているが、重複・カラ需要の申告により市場実勢を適切に反映した発行条件とはならない場合があり、流通市場での「ディスカウント販売」（発行条件を下回る条件での販売）の誘引の一つとなっているとの指摘がある。

(2) 米国では一般的に、社債の発行条件の決定手続として、いわゆる「POT 方式」が導入されている。POT 方式では、投資家からの重複・カラ需要が排除され条件決定の透明性が高まるとともに、社債の発行手続が標準化、起債期間の短縮化が図られ、起債が円滑に進むようになったとされている。

(3) 我が国でも POT 方式による起債例があるが、社債の発行条件の決定手続の一つとして、POT 方式の本格的な導入が図られるよう、証券会社の顧客情報の管理の徹底などの実務上の課題等について、市場関係者が共有し、速やかに解消されるよう、必要に応じてガイドラインを作成するなどの取組みを進めていく必要がある。

○ 今後の具体的な対応

日証協は、発行会社、機関投資家、証券会社の協力を得て課題の洗い出し・検討を進め、本年 12 月までを目途に必要な措置を講じる。

【 参 考 】

○ POT 方式

主幹事証券会社が投資家の正確な需要に基づいて社債の発行条件を決定するため、幹事証券会社が連帯して販売責任を負う部分（POT）を設け、大口投資家を中心とした需要は POT に集めて大口投資家の需要に関する情報を共有する方式で、重複・カラ需要が排除される。

３．デフォルトリスク等への対応

社債の発行市場の活性化のためには、高格付の発行会社のみならず、信用リスクが相対的に大きい企業がこれを柔軟に利用できるよう低格付社債市場の整備が必要である。信用リスクが相対的に大きい企業が発行する社債への投資の拡大を図るため、次のとおり、発行会社の経営の悪化や社債がデフォルトした際の社債権者保護の仕組みの整備を進める。

３－１ コベナンツの付与及び情報開示

(1) コベナンツの付与

① 1996 年の適債基準の撤廃、財務上の特約の自由化により、その後発行される社債では、企業の財務状況等により社債のコベナンツが柔軟に付与できるようになった。今後とも、社債市場の活性化を図るため、こうした柔軟性のある枠組みは維持・強化されていく必要がある。

② 一方、現状では、社債に付与されているコベナンツは、主に担保提供制限条項（ネガティブ・プレッジ)及びクロス・アクセラレーションである。

③ 担保提供制限条項は、他の無担保債務への担保提供を制限する投資家保護のための特約であるが、多くが社債間限定となっており、他の債務・ローンを対象としたものは、2009 年は、２社の個人向け社債のみであった。一方、一般にローンでは、ローン実行時の債務者の業況に応じて保全策が講じられることも多く、この点で、それ以前に発行される社債は他の債務・ローンに保全面で劣後することとなり、特に信用リスクが相対的に大きい企業が発行する社債では、デフォルトした際に、コベナンツの付与の状況によって資金回収に影響が及ぶ可能性が指摘されている。

④ 今後、特に信用リスクが相対的に大きい企業の社債発行及び投資の拡大を図っていくためには、企業の資本・財務政策及び投資家のニーズに基づき多様なコベナンツが必要に応じて柔軟に付与され、社債の発行条件等に適切に反映される環境整備が必要である。

⑤ そのため、米国の事例等を参考に、信用リスクが相対的に大きい企業の社債発行に当たって、企業、投資家及び証券会社の参考となるよう標準的なコベナンツのモデルを作成、例示するなどの取組みを進め、市場慣行として、柔軟なコベナンツの付与及び適切な発行条件の決定等を定着化させていく必要がある。

⑥　なお、特に信用リスクが相対的に大きい企業の社債発行に当たっての担保付社債の活用のあり方については、ローンの担保権の順位との関連などの実務を含め将来的な課題として、今後検討が必要である。

○ 今後の具体的な対応

日証協は、発行会社、証券会社、日本公認会計士協会及び社債管理者（銀行・信託銀行等）の協力を得て検討を進め、来年３月までを目途に取りまとめを行う。

(2) コベナンツ等の情報開示

①　社債権者は、コベナンツの付与の状況によっては、社債がデフォルトした際の資金回収に影響を受けることとなり、他の社債やローンのコベナンツの情報の把握は重要で、適切な開示が行われなければ、安心して社債に投資することができない。

②　我が国では、社債に付与されるコベナンツは発行開示として目論見書等により開示され、有価証券報告書では、ローンなどを含む債務のコベナンツが開示される仕組みがある。

③　2009 年３月期では、219 社が有価証券報告書によりローン等のコベナンツを開示しているが、純資産維持・利益維持等の財務指標に関するコベナンツが多く、クロス・アクセラレーション等のデフォルトに関するコベナンツを開示している企業は少なかった。

④　米国では、社債やローンのコベナンツ情報について、

イ．年次報告書フォーム 10-K でコベナンツの種類・有無・遵守状況等の基本的な情報が開示されている（コベナンツがどの債務に付与されているかは明示されてなく、その詳細な内容は把握できない)。

ロ．社債やローンが臨時報告書フォーム 8-K の提出が求められる重要事象に該当する場合には詳細な情報が開示される。

⑤　投資家が安心して社債投資ができる環境を整備するため、米国の開示制度等を参考に、次の事項について検討を行い、コベナンツ情報について、投資家保護の観点から、必要な情報の開示が適切に行われるよう取組みを進める必要がある。

イ．有価証券報告書における開示（デフォルトに関するコベナンツの開示の促進）

ロ．米国の臨時報告書フォーム 8-K に相当する法定開示

ハ．取引所による適時開示

○ 今後の具体的な対応

日証協は、発行会社、証券会社、日本公認会計士協会、社債管理者、金融庁及び証券取引所の協力を得て検討を進め、本年 12 月までを目途に取りまとめを行う。

３－２ 社債管理のあり方

(1) 企業の信用リスクと社債管理のあり方

① 社債管理者は、会社法の規定に基づき、原則として社債発行時に設置され、社債権者の法定代理人として、発行会社の財務内容のモニタリング機能及び社債デフォルト時以降の債権保全・回収機能を有する。

② 現在、社債管理者については、個人向け社債では設置される一方で、機関投資家向け社債の殆どは社債管理者不設置債となっている。

③ 信用リスクが相対的に小さく社債市場で知名度が高い企業が、現在のように柔軟かつ低コストで社債を発行できる仕組みは必要である。一方で、今後、特に信用リスクが相対的に大きい企業の社債発行及び投資の拡大を図っていくためには、同社債への上記３－１の多様なコベナンツの柔軟な付与とともに、社債管理者による財務内容のモニタリング機能及び債権保全・回収機能が十全に発揮され、それが社債の発行条件等に適切に反映される環境整備が必要である。

④ また、発行会社の経営環境の悪化などにより信用リスクが増大した場合に、社債管理者が設置されていないことにより当該発行会社の社債や社債市場全体の信認に動揺が生じることのないような仕組みも検討しておく必要がある。

⑤ 社債管理者の設置は、(ｲ) すべての社債に設置する、(ﾛ) 信用リスクが相対的に大きい企業が発行する社債に設置するという二つのアプローチが考えられるが、当面は、社債管理者の業務のあり方を検討しつつ、まず、(ﾛ) による設置を市場慣行として確立することが有益である。

⑥ 信用リスクが相対的に大きい企業の社債発行に当たって、企業、投資家及び証券会社の参考となるよう標準的な社債管理者の設置モデルを作成、例示するなど

の取組みを進め、市場慣行として、まず、このような社債への社債管理者の設置を定着化させていく必要がある。

⑦　また、現在、メインバンクが多くの社債の社債管理者の業務を担っている状況にあるが、今後、社債の発行者が多様化して、信用リスクが相対的に大きい企業の社債発行が進んでいけば、市場関係者の中には、社債のデフォルト前後に利益相反が生じる可能性があることを懸念する意見もあり、次の社債管理者の業務のあり方の検討とともに、その責務の信頼性・透明性を高めていくための取組みも進める必要がある。

(2) 今後の社債管理のあり方

①　多くの発行会社が社債管理者不設置債とする理由の一つとして、社債管理者に期待する業務内容とコスト負担の問題が指摘されている。一方、社債管理者からは、その業務が、会社法上、重い責務が課されているとの指摘がある。

②　社債管理者の責務とコストとの関係については、発行会社の信用リスクが社債管理者の責務と密接に関連していることを踏まえ、その業務のあり方の検討とともに、これらの要因が市場メカニズムを通じて適切にコストに反映されていく仕組みの構築が必要である。

③　社債管理者の業務について、米国では、トラスティー（Trustee。「社債管理者」に相当。）の業務は、社債のデフォルト前とデフォルト後では大きく異なり、特に社債のデフォルト前は、基本的には、年次報告書等の定期的な開示書類の受領などの事務的な業務を行い、財務情報の請求やモニタリング、レビューを行うことはない。

④　米国のトラスティー等を参考に、社債管理者の役割・業務について、例えば、社債デフォルト時以降の債権保全・回収機能に特化した社債管理者や発行会社の信用リスク・投資家の区分等に応じた社債管理者の業務内容や設置のあり方の検討などの取組みを進める必要がある。

⑤　また、デフォルトリスクへの対応に加え、社債の発行会社にイベントリスクが生じるような場合、例えば、M&A（Mergers and Acquisitions：企業の合併・買収）などが行われる場合、社債権者の地位・権利に重大な影響が及ぶことも考えられることから、イベントリスクへの対応についても、今後、社債管理等の問題として検討する必要がある。

○ 今後の具体的な対応

日証協は、上記(1)及び(2)について、社債管理者、発行会社、証券会社、法務省及び金融庁の協力を得て検討を進め、来年６月までを目途に取りまとめを行う。

【 参 考 】

○ 米国のトラスティー （Trustee）

(1) 設置

① 米国における社債のトラスティーは、我が国の会社法第 702 条に基づく「社債管理者」に相当し、社債権者の利益を代表して社債の管理を行う受託者である。信託証書法（Trust Indenture Act of 1939）に基づき、元本が 1,000 万ドル超の公募社債の発行時に設置が義務付けられ、社債のデフォルト時には社債権の保全のために適切に行動しなければならない。

② 米国法で設立された純資産 15 万ドル以上の事業法人であればトラスティーに就くことができる。

(2) 利益相反防止のための信託証書法の措置

① トラスティーについて、社債のデフォルト後における社債権者との間の利益相反が信託証書法により厳しく制限されている。例えば、役職員の兼任、直接・間接の支配関係や、証券の 10%以上の保有、債権者となっている場合には、トラスティーは、90 日以内に辞任、又は利益相反の状況を解消しなければならない。

② トラスティーが発行会社の債権者となっている場合には、社債のデフォルト時にトラスティーを辞任したとしても、最大６か月遡り、トラスティーが回収した債権を取戻し、特別勘定で管理される。

(3) 業務

① 社債のデフォルト前

基本的には、信託証書に定められた年次報告書や四半期報告書等の定期的な開示書類の受領などの事務的な業務を行う。

② 社債のデフォルト後

イ．信託証書法に基づき、プルーデントマン・ルールに従って社債権者の利益を最大化するための行動が義務付けられ、発行会社に財務情報等を請求するとともに、

直に社債権者に元利金の支払の遅延等を通知する。

ロ．破産の申立てや、破産裁判所の債権者委員会への参加、事業再編計画案の作成などを行うこともある。

ハ．社債のデフォルト後のトラスティーの報酬は、通常破綻処理に最低限必要なコストとして、破綻会社に対する優先債権と認められ、一般的に信託証書にこの旨が記載されている。

Ⅱ．流通市場

１．社債の価格情報インフラの整備

(1) 社債の流通市場の拡大・流動性の確保には、基本的には社債の発行量の拡大が必要であるが、そのためには、流通市場の透明性を高め、取引価格や気配値が適切に開示されなければならない。

(2) 我が国では、社債の価格情報インフラの一つとして日証協が運営する「公社債店頭売買参考統計値制度」がある。同制度では、日証協が証券会社から気配値の報告を受け、銘柄毎に平均値、中央値、最高値、最低値等を公表している。

(3) 公社債店頭売買参考統計値（以下「売買参考統計値」という。）は、広く投資家、市場参加者に利用され、金融・証券市場に必要不可欠なインフラであり、社債の売買の参考価格、担保等の時価評価や、投資信託の基準価格の算定、社債の発行条件決定の参考価格・指標等として広く利用されている。

(4) しかしながら、売買参考統計値については、実勢価格（約定価格、ビッド・オファー等）と乖離し、タイムラグがあるなど、その見直しや改善が必要であるとの指摘がある。

(5) 社債の価格情報の透明性を高め信頼性を確保するため、米国・英国の制度を参考に次の取組みを進める必要がある。

① 取引情報の公表

イ．当面、流動性が高い銘柄について、１日１回、取引終了後に、取引価格等を公表する。その後、取引状況等を踏まえ、公表頻度、迅速性、公表対象銘柄等の拡充を図る。

ロ．投資家（取引者）の匿名性を確保する。

ハ．例えば、証券保管振替機構（ほふり）のシステムなど既存のシステムの活用

などにより証券会社及び利用者のコスト負担の軽減を図る。

② 売買参考統計値の信頼性の向上

売買参考統計値の信頼性の向上を図るため、次のような取組み案について、早急に検討を行い、実施に移す。

イ．指定報告協会員制度の見直し

・ 指定報告協会員名を公表する。

・ 指定報告協会員は売買執行能力を有する協会員とする。

・ その他

ロ．報告時限の繰下げ等

・ 指定報告協会員における売買参考統計値の算出の信頼性を確保するため、市場関係者・利用者の協力を得て日証協への報告時限及び公表時間の繰下げについて検討を行う。

ハ．その他

○ 今後の具体的な対応

日証協は、証券会社、機関投資家、発行会社及び証券保管振替機構（ほふり）の協力を得て検討を進め、(5)の①については来年６月までを目途に取りまとめを行い、(5)の②については早急に成案を得て実施に移す。

【 参 考 】

１．米国 TRACE

(1) TRACE（The Trade Reporting and Compliance Engine）は、FINRA（米国金融取引業規制機構）が 2002 年７月から運用を開始し、現在、約 30,000 銘柄の社債の取引情報（取引量、取引価格、売買の別、取引執行時間、利回り）がリアル・タイムで市場参加者（有料）及び個人投資家（無料）に提供・公表されている。

(2) 会員は、FINRA の規則に基づき、社債の流通市場の取引情報を FINRA に 15 分以内に報告することとなっており、FINRA は、同報告を受け上記(1)の公表を行っている。

(3) TRACE は、2002 年導入当初は議論もあったが、現在は米国の社債市場の基幹インフラとして市場関係者に定着しており、本年春には、その報告対象を証券化商品等にも拡大している。

２．英国ボンドマーケットプライス・ドット・コム

(1) ボンドマーケットプライス・ドット・コム（BondMarketPrices.com）は、Xtrakter が 2007 年末から運用を開始し、現在、個人投資家向けに流動性・格付が高い社債（残存年限１年以上、格付 A-以上、発行額 10 億ユーロ以上）で、一定の取引（取引額 15,000～1,000,000 ユーロ）の価格情報について、午後５時 30 分に高値、安値、仲値、午後９時に取引終了時におけるビッド・オファーが公表されている。

(2) 欧州では、2008 年の国際的な金融危機を受け、2010 年後半にも債券売買の透明性確保（強化）に向けた新たな法規制の導入が予定され、ボンドマーケットプライス・ドット・コムの見直しが検討されている。

２．社債レポ市場の整備及び決済・清算システムの機能拡充

社債の流通市場の活性化には、社債レポ市場や決済・清算システムといったインフラの整備・拡充が必要であり、発行市場の拡大に寄与する。

(1) 社債レポ市場の整備

① 社債レポ市場は、市場参加者の資金調達・運用手段やフェイルの回避手段としての機能が期待されるが、現在の発行規模では社債のレポ取引のニーズは大きくない。

② 今後社債の発行規模・社債レポ取引のニーズの拡大に対応ができるよう、欧米の社債レポ市場、レンディング機能を参考に、証券決済関連サービス機能の充実策について、必要な検討を進めておくべきである。

(2) 決済・清算システムの機能拡充

① 清算機関は、決済リスクの軽減を図り、投資家・市場参加者の利便性の高め流動性を確保していくためには必要であるが、現状では、社債の発行規模が小さく売買が限定的で社債のネッティング効果が大きくないことから、社債には、国債のような清算機関が設置されていない。

② 今後社債の発行規模・清算機関設置のニーズの拡大に対応ができるよう、社債の清算機関の設置その他社債の決済・清算システムの機能拡充について、必要な検討を進めておくべきである。

○ 今後の具体的な対応

日証協は、今後の証券決済・清算態勢の強化等の取組みの中で、(1)及び(2)について、証券会社、機関投資家、関係のインフラ機関、金融庁及び法務省の協力を得て課題の洗い出し・検討を進め、来年６月までを目途に今後の対応・取組みの取りまとめを行う。

Ⅲ．市場インフラ及び市場慣行

１．税制

(1) 非居住者の社債利子の非課税措置の定着化に向けた取組み

平成 22 年６月から「非居住者の社債利子の非課税措置（３年間の時限措置)」が実施されたが、当該措置は、外国人投資家の社債投資・保有を促すものであり、引き続き、日証協及び市場関係者は、定着化に向けた周知、実務の徹底に取組むとともに、関係機関と連携を図り、恒久化に向けた働きかけを行う必要がある。

(2) 金融所得課税の一体化に向けた社債利子等の取扱い

個人投資家による社債や公社債投資信託への投資の促進・保有の増加には、個人投資家がリスクを取りやすくする必要があり、そのための税制上の措置として、金融所得課税の一体化を促進し、他の金融所得との通算対象に個人の公社債や公社債投資信託の譲渡損･デフォルト損を加えることは極めて有意義である。その際には、いわゆる「課税玉・非課税玉の問題」について検討・解消しておくことも必要である。日証協及び市場関係者は、引き続き、関係機関と連携を図り、金融所得課税の一体化の促進に向けた働きかけを行う必要がある。

○ 今後の具体的な対応

日証協は、市場関係者の協力を得て、引き続き、社債利子の非課税措置の定着化に向けた周知及び実務の徹底に取組むとともに、関係機関と連携を図り、同非課税措置の恒久化及び金融所得課税の一体化の促進に向けた働きかけを行う。

２．社債の投資教育、社債市場に関する基礎データの整備及び社債 IR の推進等

(1) 個人投資家向けには、社債の投資教育の機会が少ないことや、社債投資・分析に必要な社債の発行・流通銘柄、金利、価格等の基礎データが十分に提供されていないとの指摘がある。

(2) 機関投資家の一部では、個別銘柄のクレジット分析を行うリサーチ態勢の整備やアナリストの育成が中長期的な課題となっていることや、あるいは、外部格付に依存した運用方針等の下で社債への投資が他の機関投資家と横並びの投資行動となる傾向があるとの指摘もある。

(3) 社債 IR は、発行会社と投資家との双方向のコミュニケーション手段として重要であり、発行会社において、積極的・継続的に推進していく必要があるとの意見もある。

(4) 社債の投資教育及び社債市場に関する基礎データの充実・整備とともに、社債投資への理解を深めるための機関投資家との意見交換や、発行会社の積極的な社債 IR の推進に向けた取組みを充実していく必要がある。

○ 今後の具体的な対応

日証協は、関係機関の協力を得て、米国や欧州の取組みも参考に、投資家、市場関係者、発行会社のニーズを踏まえ検討を進め、来年６月までを目途に必要な措置を講じる。

３．社債市場の国際化の推進とアジア等との連携強化

(1) 上記の具体的な取組みを進めるに当たっては、国際的視点を念頭に置き、今後の新興国の社債市場育成の模範となりうるような市場形成に努める必要がある。また、我が国社債市場が国際的に十分開かれたものとなり、国内のみならず外国の発行体や投資家にも活用しやすい市場とするよう努めていく必要がある。

(2) アジア債券市場育成イニシアティブ（ABMI：Asian Bond Markets Initiative、ASEAN+3（日本、中国、韓国）財務大臣会議において合意されたイニシアティブ）では、アジア域内の債券市場の育成のため、現地通貨建て債券発行の促進・需要の拡大、規制の枠組み・関連インフラの改善に向け総合的な検討と取組みが行われている。

(3) 日証協及び市場関係者は、ABMI に対する協力・支援を継続するとともに、我が国社債市場がアジア域内を含む外国の発行体や投資家から十分に利用されるよう、積極的な PR 活動や市場参加者の交流などの我が国社債市場の国際化に向けた取組み

を加速させる必要がある。

○ 今後の具体的な対応

日証協及び市場関係者は、ABMI に対する協力・支援を継続するとともに、積極的な PR 活動等の取組みを進め、我が国社債市場の一層の国際化に努める。

第３　今後の取組み方針

１．日証協では、第２の各課題について、今後の具体的な対応の下に、行政当局、関係機関及び市場関係者の協力を得て検討を行い、早期の実現を目指す。

２．日証協は、上述した検討と取組みの状況について、懇談会に報告を行うとともに、必要なフォローアップを行う。

３．懇談会は、引き続き、社債市場の活性化に向けて、さらに発行会社、投資家及び市場関係者のニーズの把握に努め、必要に応じ提言を取りまとめ、また、諸施策の実現に向けて積極的に対応する。

以　上

（添付資料）

１．「社債市場の活性化に関する懇談会」の設置について

２．「社債市場の活性化に関する懇談会」委員名簿

３．「社債市場の活性化に関する懇談会」における検討状況

４．「社債市場の活性化に関する懇談会ワーキング・グループ」の設置について

５．「社債市場の活性化に関する懇談会ワーキング・グループ」委員名簿

６．「社債市場の活性化に関する懇談会ワーキング・グループ」における検討状況

７．社債市場の活性化に関する海外調査報告（要約）

８．日本、米国の社債市場の比較

添付資料　1

「社債市場の活性化に関する懇談会」の設置について

平成 21 年 7 月 1 日
日本証券業協会

１．設　置

我が国の金融・資本市場の機能強化及び安定化のためには、社債市場の活性化を図り、企業の中長期の資金調達手段、投資家の運用手段の多様化を図ることが必要である。

このため、幅広く市場関係者及び有識者にご参加いただき、我が国社債市場の現状及び活性化に向けた様々な課題についてご議論いただくため、本協会会長の諮問機関として「社債市場の活性化に関する懇談会」（以下「懇談会」という。）を設置する。

２．構成・運営

(1) 懇談会は、市場関係者及び有識者をもって構成する。

(2) 懇談会の座長及び副座長は、委員のうちから会長が委嘱する。

(3) 座長は、必要に応じ、関係者に出席を求めることができる。

３．ワーキング・グループ

(1) 座長は、必要に応じ、ワーキング・グループを設置することができる。

(2) ワーキング・グループの委員は、座長が選任する。

４．事務局

懇談会の事務局は、関係機関の協力を得て、日本証券業協会が行う。

以　上

添付資料　２

「社債市場の活性化に関する懇談会」委員名簿

座長	福井俊彦	（前日本銀行総裁）
副座長	吉野直行	（慶応義塾大学経済学部教授）
委員	宇都宮年夫	（格付投資情報センター専務執行役員）
	太田克彦	（新日本製鐵執行役員）
	加藤洋一	（三菱ＵＦＪﾓﾙｶﾞﾝ･ｽﾀﾝﾚｰ証券執行役員）
	兼坂光則	（みずほ証券常任顧問）
	北野幸広	（住友信託銀行常務執行役員）
	久保哲也	（三井住友銀行取締役専務執行役）
	佐護勝紀	（ゴールドマン・サックス証券取締役）
	武井優	（東京電力常務取締役）
	谷本道久	（住友生命保険常務取締役）
	深沢歩	（クレディ・スイス証券ﾏﾈｰｼﾞﾝｸﾞﾃﾞｨﾚｸﾀｰ）
	松島俊直	（大和証券キャピタル・マーケッツ常務取締役）
	松村直季	（新日本有限責任監査法人常務理事）
	丸山明	（野村證券代表執行役副社長）
	水野正明	（日興コーディアル証券専務取締役）
	深山浩永	（東京証券取引所常務執行役員）
	村田祥二	（証券保管振替機構代表取締役専務取締役）

ｵﾌﾞｻﾞｰﾊﾞｰ　　金 融 庁　総務企画局

財 務 省　信用機構課

日本銀行　金融市場局

経済産業省　経済産業政策局

以　上　委員１８名
（敬称略・五十音順）

※ 委員の交代

平成 22 年４月　７日 辞任 山　岸　正　明（三菱 UFJ 信託銀行 執行役員）

平成 22 年４月 19 日 辞任 森　崎　　孝（三菱東京 UFJ 銀行 常務執行役員）

平成 22 年４月 30 日 辞任 中　村　昌　義（三菱 UFJ 証券　常務取締役）

「社債市場の活性化に関する懇談会」における検討状況

開催日		議 題・ヒアリング
第１回	平成21年 ７月16日	１．懇談会の運営について ２．社債市場の活性化に向けた課題について（自由討議） ３．今後の懇談会の進め方について ・「社債市場の活性化に関する懇談会ワーキング・グループ」の設置
第２回	９月９日	○　社債市場の現状及び活性化に向けた課題について ・ 井潟正彦氏（野村資本市場研究所 執行役研究部長） ・ 下山陽一氏（三菱商事ﾄﾚｼﾞｬﾗｰｵﾌｨｽ 資金為替市場室長） ・ 鹿毛雄二氏（前 企業年金連合会 常務理事）
第３回	９月28日	○　社債市場の現状及び活性化に向けた課題について ・ 大村信明氏（大和住銀投信投資顧問 社長） ・ 小関広洋氏（ﾋﾟﾑｺｼﾞｬﾊﾟﾝﾘﾐﾃｯﾄﾞ ｸﾚｼﾞｯﾄﾘｻｰﾁ部長） ・ 吉井一洋氏（大和総研 制度調査部長）
第４回	10月16日	１．社債市場の現状及び活性化に向けた課題について ・ 中島直孝氏（東武鉄道 常務取締役） ・ 太田克彦氏（新日本製鐵 執行役員：懇談会委員） ２．「社債市場の活性化に関する懇談会」における今後の検討の方向性について（案）
第５回	平成22年 ５月25日	１．社債市場の活性化に向けて（案） ２．自由討議
第６回	６月22日	１．社債市場の活性化に向けて（案） ２．「社債市場の活性化に関する懇談会」部会の設置について（案）

「社債市場の活性化に関する懇談会ワーキング・グループ」の設置について

平成 21 年 7 月 16 日
社債市場の活性化に関する懇談会

１．設 置

「社債市場の活性化に関する懇談会」（以下「懇談会」という。）における議論を踏まえ、懇談会に、社債市場の活性化に向けた課題の整理及び取組について検討を行う「社債市場の活性化に関する懇談会ワーキング・グループ」（以下「ＷＧ」という。）を設置する。

２．構 成

ＷＧは、懇談会の委員、市場関係者及び有識者をもって構成する。

３．運 営

⑴ ＷＧに主査を置き、懇談会の副座長が務める。

⑵ 委員がＷＧを欠席する場合又は検討すべき特定の分野・課題に応じて、代理人を出席させ、又は書面により意見を提出することができる。

⑶ 懇談会の委員は、ＷＧに出席することができる。

⑷ 主査は、必要に応じ、関係者に出席を求めることができる。

⑸ 議事の公開その他ＷＧの運営については、「『社債市場の活性化に関する懇談会』の運営について」に準じて行う。

４．報 告

ＷＧにおける検討状況等は、適宜、懇談会に報告する。

５．事務局

ＷＧの事務局は、関係機関の協力を得て、日本証券業協会が行う。

以　上

「社債市場の活性化に関する懇談会ワーキング・グループ」委員名簿

主　査	吉野直行	（慶応義塾大学　経済学部教授）
委　員	青木優知	（三井住友銀行　投資銀行統括部上席推進役）
	井潟正彦	（野村資本市場研究所　執行役研究部長）
	池上裕司	（証券保管振替機構　社債投信業務部長）
	岩佐知之	（クレディ・スイス証券　債券本部ヴァイスプレジデント）
	江嵜茂太	（新日本製鐵　財務部資金第一ｸﾞﾙｰﾌﾟﾘｰﾀﾞｰ）
	小関広洋	（ピムコジャパンリミテッド　クレジットリサーチ部長）
	北野秀雄	（野村證券　金融商品部次長）
	北原一功	（格付投資情報センター　ｽﾄﾗｸﾁｬｰﾄﾞﾌｧｲﾅﾝｽ本部副本部長）
	倉本勤也	（大和証券ｷｬﾋﾟﾀﾙ・ﾏｰｹｯﾂ　ｸﾞﾛｰﾊﾞﾙ・ｲﾝﾍﾞｽﾄﾒﾝﾄ・ﾊﾞﾝｷﾝｸﾞ企画部長）
	小泉泰郎	（ゴールドマン・サックス証券　資本市場本部ﾏﾈｰｼﾞﾝｸﾞ・ﾃﾞｨﾚｸﾀｰ）
	白神啓一郎	（住友信託銀行　受託資産企画部主任調査役）
	白幡一範	（日興コーディアル証券　金融市場部商品課長）
	多賀谷彰	（東京証券取引所　派生商品部総務企画ｸﾞﾙｰﾌﾟﾘｰﾀﾞｰ）
	土田剛志	（三菱ＵＦＪﾓﾙｶﾞﾝ・ｽﾀﾝﾚｰ証券　ﾃﾞｯﾄ・ｷｬﾋﾟﾀﾙ・ﾏｰｹｯﾄ部ｴｸﾞｾﾞｸﾃｨﾌﾞ・ﾃﾞｨﾚｸﾀｰ）
	徳島勝幸	（ニッセイ基礎研究所　金融研究部門主任研究員）
	根本泉	（三菱商事　トレジャラーオフィス資金為替市場室次長）
	松村直季	（新日本有限責任監査法人　常務理事）
	宮原広文	（住友生命保険　資金債券運用部長）

委　員	矢　島　達　史	（東　京　電　力　経理部財務ｸﾞﾙｰﾌﾟﾏﾈｰｼﾞｬｰ）
	吉　井　一　洋	（大　和　総　研　制度調査部長）
	吉　村　匡　則	（三菱東京ＵＦＪ銀行　ＣＩＢ推進部次長）
	若　林　　豊	（みずほ証券　経営調査部ｼﾆｱ・ﾏﾈｰｼﾞｬｰ）
ｵﾌﾞｻﾞｰﾊﾞｰ	金融庁　総務企画局	
	財務省　信用機構課	
	日本銀行　金融市場局	
	経済産業省　経済産業政策局	

以　上　委員23名

（敬称略・五十音順）

※ 委員の交代

平成22年4月7日 辞任 川　俣　高　俊（三菱UFJ信託銀行 受託財産企画部 主任調査役）

平成22年5月1日 辞任 加　藤　洋　一（三菱ＵＦＪﾓﾙｶﾞﾝ・ｽﾀﾝﾚｰ証券 執行役員）

「社債市場の活性化に関する懇談会ワーキング・グループ」における検討状況

開催日		議 題・ヒアリング
第１回	平成21年 10月５日	○ 社債市場の現状及び活性化に向けた課題について（自由討議）
第２回	10月30日	１．日本の社債市場の構造問題（自由討議） ２．四半期開示による起債の集中化の解消について
第３回	11月16日	１．デフォルトリスクへの対応について ・徳島勝幸氏（ニッセイ基礎研究所 主任研究員） ・セオドア・パラダイス氏（デービス・ポーク・アンド・ウォードウェル外国法事務弁護士事務所 パートナー） ２．決済・清算システムの機能拡充について
第４回	12月14日	１．社債市場の現状及び活性化に向けた課題について ・山口俊也氏（日産自動車 財務部資金グループ主管） ・西村俊英氏（太平洋セメント 経理部長） ２．社債の価格情報インフラの整備について
第５回	12月24日	１．平成22 年度税制改正大綱（新しい非居住者債券所得非課税制度）について ２．社債の価格情報インフラの整備について ３．発行市場関係の検討課題
第６回	平成22年 １月25日	１．企業の資金調達について ・根本泉氏（三菱商事 トレジャラーオフィス資金為替市場室 次長） ２．債券・ＭＴＮの東証上場に関する提言等について ・犬飼重仁氏（早稲田大学法学学術院 教授）
第７回	２月１日	１．銀行融資における信用リスクプライシングについて ・大久保豊氏（日本リスク・データ・バンク 代表取締役社長） ２．発行市場関係の検討課題
第８回	４月６日	○ 社債市場の活性化に関する海外調査報告
第９回	４月16日	○ 社債市場の活性化に向けた具体的な取組
第10回	４月27日	○ 社債市場の活性化に向けて（案）
第11回	５月17日	○ 社債市場の活性化に向けて（案）

社債市場の活性化に関する海外調査報告（要約）

平成 22 年 6 月 22 日

本資料は、「社債市場の活性化に関する懇談会ワーキング・グループ」事務局が平成 22 年（2010 年）２月に実施した米国・欧州の社債市場の海外調査報告について、テーマ別に要約したものである。

１．社債発行

(1) 米国

① 米国の社債市場（corporate bond market）は、2008 年の金融危機直後は発行額が縮小したが、その後回復し、2009 年は 9,036 億ドルと金融危機前の水準に近づいた。特に、ハイ・イールド債は 1,478 億ドルで約 16.4%を占め、近年では最高の水準となった。

② 米国では、厚みと流動性のある債券市場がデット市場の中心に位置しているとの認識が基礎にある。

③ 発行会社（特に知名度の高い大企業）は、調達コスト、発行の柔軟性などから、公募社債による資金調達を選択する意識が強い。

④ 私募債は公募を行うことが難しい企業、銀行ローンは社債市場へのアクセスが難しい企業が行うといった意識である。

⑤ 米国においてハイ･イールド債投資は、運用体制や運用スタンスなど、投資適格債投資と異なる面もあるものの、活発に行われている。

(2) 欧州（ユーロ市場）

① 欧州の社債市場は、2008 年の金融危機後、一時的に社債発行が難しい局面があったが、その後社債市場は回復し、2009 年は社債発行が記録的な規模となった。

② 欧州では、金融危機後は、社債発行に伴うコストを重視した考え方のみではなく、資金調達手段の多様化を図りたいという企業の増加もあり、社債発行が急増した。

③ 2009 年には銀行による貸出が減少した際にハイ･イールド債の発行が増加したが、欧州のハイ・イールド債市場は、BB 格、B 格が中心で、セクターも安定した業界に限られている。米国のように CCC 格や CC 格、そして多様なセクターからの発行にはいたっていない。

④　主な社債投資家は、「real money investor」の資産運用会社、年金基金、保険会社である。社債に投資している銀行もあるが、その規模は社債市場全体から見ると重要ではない。

２．四半期開示と社債発行（米国）

(1) 上場企業が、決算期後に社債を発行する場合には、基本的には、四半期報告書フォーム 10-Q 又は年次報告書フォーム 10-K の提出・登録後に、アンダーライター（引受証券会社）によるデューディリジェンスが行われ発行される。

(2) 一方、決算期直後から四半期報告書フォーム 10-Q 又は年次報告書フォーム 10-K の提出・登録までの期間（「グレイ・エリア」と呼ばれている。）であっても、投資適格債の発行では、アンダーライターによる「エクストラ・デューディリジェンス」の実施や発行会社に対する求償契約など様々な実務上の工夫が行われ発行されている。

(3) 米国では、上記のとおり、社債の利便性が非常に高く、四半期開示制度が導入されているが、我が国のような起債可能期間の短縮・起債の集中化が生じ社債の機動的な発行が難しくなったという問題は、実務上、生じていない。

３．発行条件の決定プロセス（米国）

(1) 米国では、社債の発行条件の決定プロセスとして、いはゆる「POT 方式」（注）がほぼ定着している。これによって社債の条件決定の透明性が高まり、社債発行手続の標準化、起債期間の短縮化が図られたと評価されている。

(2) 投資適格債は、通常 1～2 日で発行される（1 日で発行されることも珍しくない）。一方、ハイ・イールド債の発行は、投資家によるクレジット判断に時間が必要となり、ロードショーを含め全体では１ヵ月程度となる。

(3) 発行価格は、流通市場での既発債の価格や比較銘柄の価格を参考に決定する。リード・マネージャーは、少なくとも発行額の 2～3 倍の需要を集めることにより、発行価格の低下を防いでいる。

（注）POT 方式では、主幹事証券会社が投資家の正確な需要に基づいて社債の発行条件を決定するため、幹事証券会社が連帯して販売責任を負う部分（POT）を設け、大口投資家を中心とした需要は POT に集めて大口投資家の需要に関する情報を共有する方式で、オーダーの重複やカラ需要が排除できるとされている。

【参考】欧州の状況

欧州での社債の募集は、ほぼ POT 方式である。社債を頻繁に発行する発行会社の場合には、流通市場でのイールドカーブから発行条件を把握することができ、概ね即日でローンチされる。

４．デフォルトリスクへの対応

４－１ コベナンツの付与及び開示（米国）

(1) 米国では、デフォルトリスクが大きいハイ・イールド債を中心に、社債が銀行ローンなどの他の債務に劣後することがないよう、社債には多様なコベナンツが付与されている。

(2) 米国で社債に付与されている主なコベナンツの種類と内容は、次のとおり。

① 合併・買収・譲渡制限

発行会社・子会社が合併や買収などで他の企業に吸収されることや、実質的にすべての資産を他社に譲渡することを禁止

② 担保提供制限（ネガティブ・プレッジ）

発行会社・子会社が他の社債やローンなどの負債に対して担保を設定することを禁止

③ クロス・デフォルト

他の債務がデフォルトとなった場合に当該債務をデフォルトとする。

④ クロス・アクセラレーション

他の債務がデフォルトとなり資金が予定よりも早く回収される場合に当該債務をデフォルトとする。

⑤ チェンジ・オブ・コントロール

あらかじめ規定された企業の支配権に関するイベント（大半の資産の売却、一定以上の議決権保有者の変更、過半数の取締役の変更等）が発生し、かつ格付けが引き下げられた場合に、社債権者が社債をあらかじめ定められた価格で買戻すことを発行会社に請求できる権利

(3) ハイ・イールド債発行企業などでは、社債発行と銀行ローンが併用されているケースもあるが、この場合、債権関係の完全なパリパスよりも、コベナンツ等の情報開示を通じた透明性の確保が図られている。

(4) 社債のコベナンツ情報は、目論見書、年次報告書フォーム 10-K、臨時報告書フォーム８-K において開示され、投資家は、その内容を把握することができる。

(5) 社債やローンのコベナンツ情報は、年次報告書フォーム 10-K でコベナンツの種類・有無・遵守状況等の基本的な情報が開示されている（コベナンツがどの債務に付与されているかは明示されてなく、その詳細な内容は把握できない)。

(6) コベナンツの詳細な内容については、社債は目論見書により開示され、社債やローンが臨時報告書フォーム８-K の提出が求められる重要事象に該当する場合には、フォーム８-K において詳細な内容が開示され、社債投資家・社債権者はその内容を把握することができる。

４-２ トラスティー（米国）

(1) 設置

① 米国における社債のトラスティー（Trustee）は、我が国の会社法第 702 条に基づく「社債管理者」に相当し、社債権者の利益を代表して社債の管理を行う受託者である。信託証書法（Trust Indenture Act of 1939）に基づき、元本が 1,000 万ドル超の公募社債の発行時に設置が義務付けられ、社債のデフォルト時には社債権の保全のために適切に行動しなければならない。

② 米国法で設立された純資産 15 万ドル以上の事業法人であればトラスティーに就くことができる。

(2) 利益相反防止のための信託証書法の措置

① トラスティーについて、社債のデフォルト後における社債権者との間の利益相反が信託証書法により厳しく制限されている。例えば、役職員の兼任、直接・間接の支配関係や、証券の 10%以上の保有、債権者となっている場合には、トラスティーは、90 日以内に辞任、又は利益相反の状況を解消しなければならない。

② トラスティーが発行会社の債権者となっている場合には、社債のデフォルト時にトラスティーを辞任したとしても、最大６か月遡り、トラスティーが回収した債権を取戻し、特別勘定で管理される。

(3) 業務

① 社債のデフォルト前

基本的には、信託証書に定められた年次報告書や四半期報告書等の定期的な開示書類の受領などの事務的な業務を行う。

② 社債のデフォルト後

イ．信託証書法に基づき、プルーデントマン・ルールに従って社債権者の利益を最大

化するための行動が義務付けられ、発行会社に財務情報等を請求するとともに、直に社債権者に元利金の支払の遅延等を通知する。

ロ．破産の申立てや、破産裁判所の債権者委員会への参加、事業再編計画案の作成などを行うこともある。

ハ．社債のデフォルト後のトラスティーの報酬は、通常破綻処理に最低限必要なコストとして、破綻会社に対する優先債権と認められ、一般的に信託証書にこの旨が記載されている。

５．社債の価格情報インフラ

５－１ 米国 TRACE

(1) 米国 TRACE（The Trade Reporting and Compliance Engine）は、FINRA（米国金融取引業規制機構）が 2002 年７月から運用を開始した。現在、原則としてルール 144A 債券を除き、約 30,000 銘柄の社債の取引情報（取引量、取引価格、売買の別、取引執行時間、利回り）が、取引１件ごとに、リアル・タイムで市場参加者（有料）及び個人投資家（無料）に提供・公表されている。

(2) 会員は、FINRA の規則に基づき、社債の流通市場の取引情報を FINRA に 15 分以内に報告することとなっており、FINRA は、同報告を受け上記(1)の公表を行っている。

(3) TRACE は、2002 年導入当初は議論もあったが、現在は、米国の社債市場の基幹インフラとして市場関係者に受け入れられ定着している。

(4) 本年春には、新たに、GSE（政府系機関）が発行する債券や発行市場の情報、証券化商品が報告対象とされた。

５－２ 英国ボンドマーケットプライス・ドット・コム

(1) 英国ボンドマーケットプライス・ドット・コム（BondMarketPrices.com）は、Xtrakter が 2007 年末から運用を開始した。現在、個人投資家向けに流動性・格付が高い社債（残存年限１年以上、格付 A－以上、発行額 10 億ユーロ以上）で、一定の取引（取引額 15,000～1,000,000 ユーロ）の価格情報について、午後５時 30 分に高値、安値、仲値、午後９時に取引終了時におけるビッド・オファーが公表されている。

(2) 欧州では、2008 年の国際的な金融危機を受け、2010 年後半にも債券売買の透明性確保（強化）に向けた新たな法規制の導入が予定され、ボンドマーケットプライス・ドット・コムの見直しが検討されている。

６．社債レポ市場

(1) 米国のレポ・債券貸借市場の規模は、2009 年 12 月末現在、残高は２兆 5,000 億ドル、うち社債の残高が約 1,000 億ドル(６%)となっている。主な社債のレンディングサービスとして、クリアリング・バンクによるトライパーティ・レポ、NSCC によるフェイルカバーがあり、広く普及、利用されている。

(2) 欧州では、ユーロクリアが提供する社債のレンディングサービスが広く利用されている。

７．個人投資家の社債投資、投資家教育（米国）

(1) 米国では、個人は主に投資信託を通じて社債投資を行っており、近年は増えてはきているが、社債への直接投資はまだ少ない。

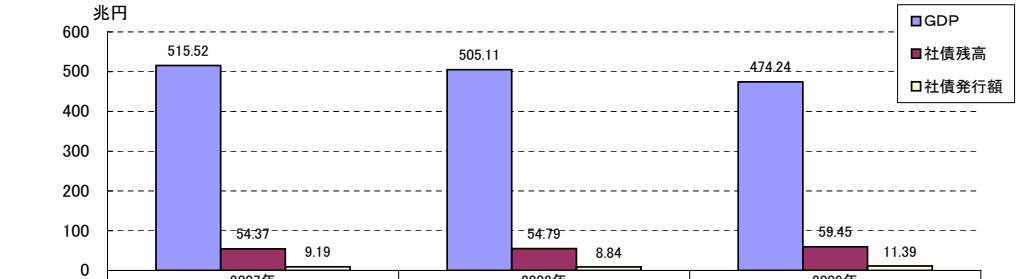
(2) FINRA や SIFMA(米国証券業金融市場協会)は、投資家教育は重要課題として取組んでおり、SIFMA では、個人投資家を対象とした「インベスティング・イン・ボンド・ドット・コム」(InvestinginBonds.com) というウェブサイトを開設している。

以　上

日本、米国の社債市場の比較

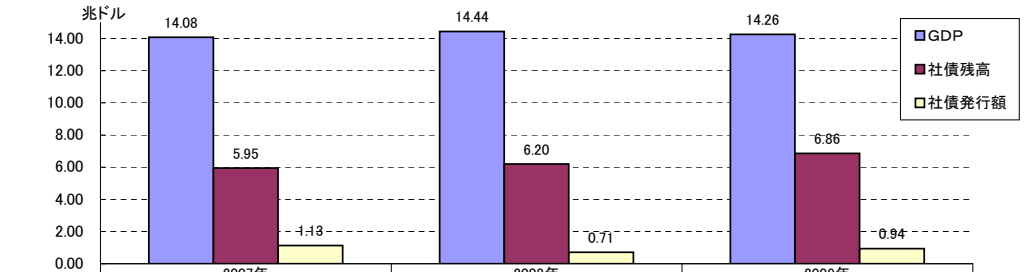
1. GDPと社債残高及び発行額

日本



	2007年	2008年	2009年
GDP	515.52	505.11	474.24
社債残高	54.37	54.79	59.45
社債発行額	9.19	8.84	11.39

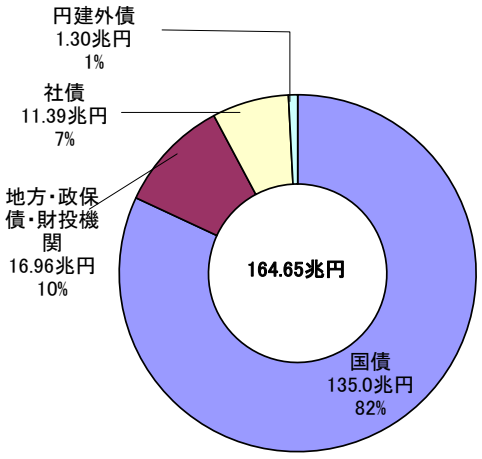
米国



	2007年	2008年	2009年
GDP	14.08	14.44	14.26
社債残高	5.95	6.20	6.86
社債発行額	1.13	0.71	0.94

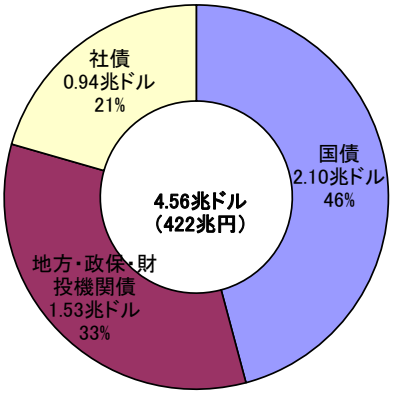
2. 公社債の発行額・割合

日本（2009年）



出所）日本証券業協会

米国（2009年）

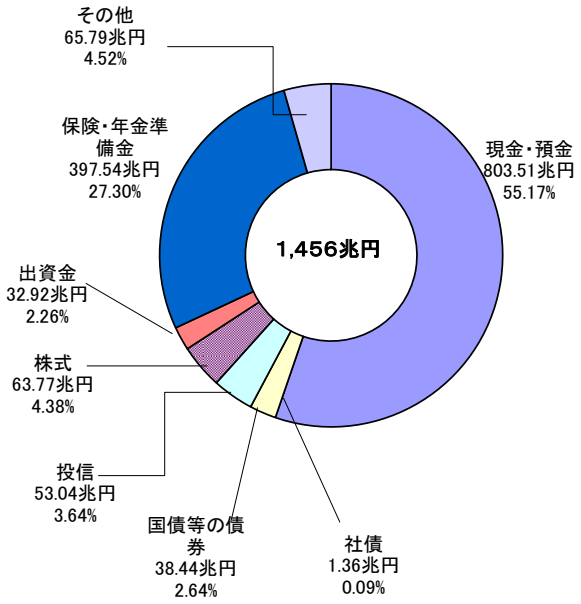


※１ドル＝92.5円で換算

【出所：Securities Industry and Financial Markets Association】

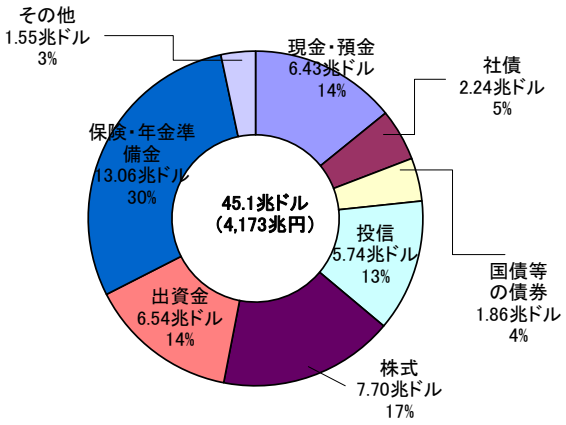
3. 個人金融資産の状況

日本（2009年12月末）



出所）日本銀行・資金循環統計

米国（2009年12月末）

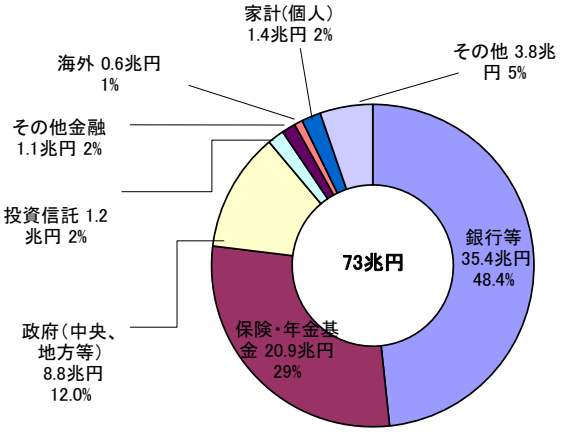


※１ドル＝92.5円で換算

【出所：Flow of Funds Accounts of United States(Federal Reserve statistical release】

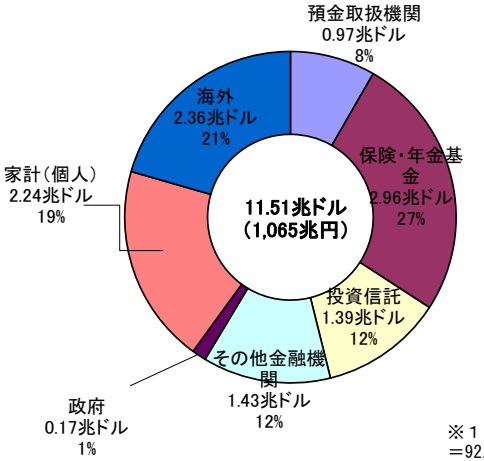
4. 社債、債券の投資家別保有状況

日本（2009年12月末：社債）



出所）日本銀行・資金循環統計

米国（2009年12月末：債券）



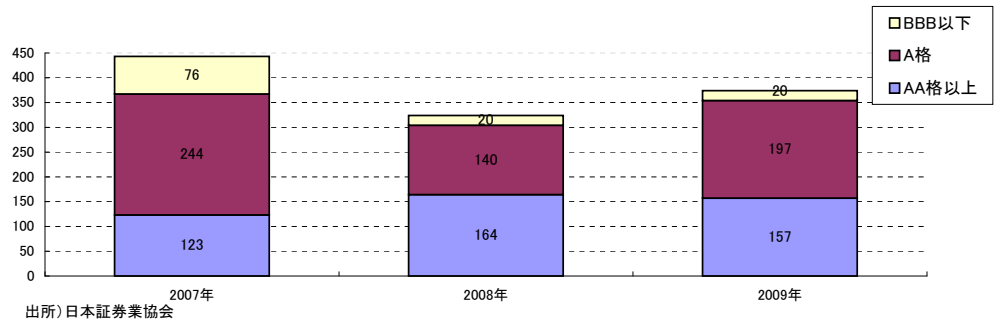
※１ドル＝92.5円で換算

（注）米国企業の海外発行分等を含む

【出所：Federal Reserve Flow of Funds Accounts of the United States】

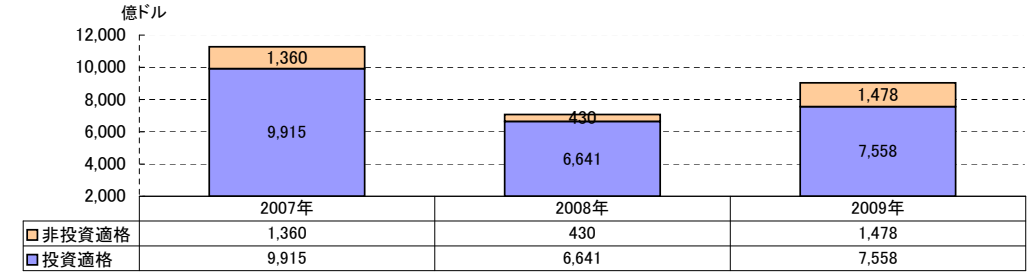
5. 社債の格付別発行銘柄数

日本



出所）日本証券業協会

米国

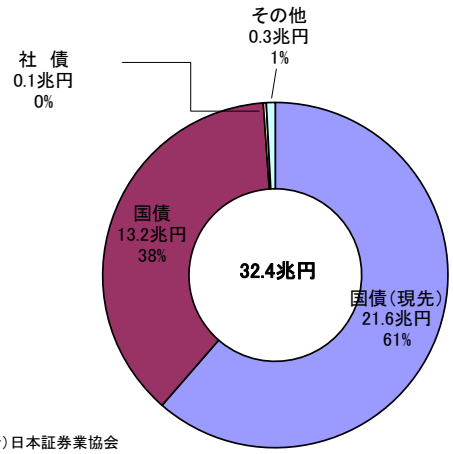


	2007年	2008年	2009年
非投資適格	1,360	430	1,478
投資適格	9,915	6,641	7,558

【出所：Securities Industry and Financial Markets Association】

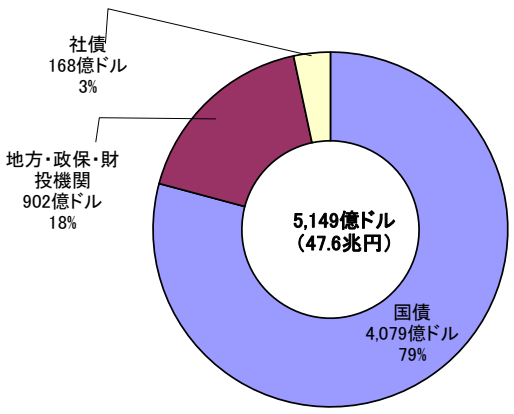
6. 公社債の売買高(1日あたり)

日本（2009年）



出所）日本証券業協会

米国（2009年）



【出所：Securities Industry and Financial Markets Association】

※１ドル
＝92.5円で換算