

議事録（全記録）

アジア・東京 債券市場創設フォーラム 2 ～アジアと日本の金融資本市場の発展のために～

開催日：2012年2月2日（木）

時 間：13:00～18:40

会 場：早稲田大学 早稲田キャンパス 小野記念講堂

主 催：

早稲田大学グローバル COE 《企業法制と法創造》総合研究所

東京証券取引所グループ

【プログラム】

【司会・進行】 早稲田大学法学学術院教授 犬飼 重仁

【開会】 13:00

【開会挨拶】

13:05-13:15 東京証券取引所グループ 取締役 兼 代表執行役社長 齊藤 惇
代理：常務取締役 浦西 友義

13:15-13:20 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

【特別講演】

13:20-13:50 「アジアと日本とをつなぐ金融～金融資本市場及び金融産業の活性化に向けて」
金融庁総務企画局参事官 小野 尚

【第一部: 新リスティング市場 (TOKYO PRO-BOND Market) について】

13:50-14:15 「東証グループ新市場の概要と取組みの現状」
東証グループ (TOKYO AIM 取引所 CEO) 村木 徹太郎

14:15-14:30 「早稲田大学の取組と日本とアジアにとっての意義」
早稲田大学 法学学術院教授 犬飼 重仁

14:30-15:05 「日本版スクーク市場創設と TOKYO PRO-BOND 活用の可能性」
日本証券業協会 国際部 部長 椎名 隆一

15:05-15:25 「新市場への期待と RAPS 活動の意義」
長野・大野・常松法律事務所弁護士 早稲田研究会共同座長 築瀬 捨治

【休憩】 15:25-15:45

【第二部: ASEAN+3 の官民協力の枠組みによるアジア域内プロ向け共通債券市場創設に向けた ABMI/ABMF 活動の現状と展望について】

15:45-16:10 「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

16:10-16:20 「ABMF 第1フェーズの活動成果と今後の展望」
日本銀行 (前アジア開発銀行エコノミスト・地域経済統合室) 山寺 智

16:20-16:30 「ABMF 第2フェーズの取組と日本の対応」
東証グループ (TOKYO AIM 取引所 CEO) 村木 徹太郎

16:30-17:05 「ABMF 第2フェーズの具体的課題」
早稲田大学 法学学術院教授 (ADB コンサルタント) 犬飼 重仁

17:05-17:30 「新市場創設の課題－統合市場の作り方」
パークレイズキャピタル証券ディレクター 鈴木 裕彦

【休憩】 17:30-17:40

【第三部: パネルディスカッションーアジアと日本の新市場の重要性について】

17:40-18:40 司会：早稲田大学 犬飼重仁

ABMF サブ・フォーラム1 議長 TOKYO AIM 取引所 CEO 村木 徹太郎

日本銀行 山寺 智

長野・大野・常松法律事務所 弁護士 築瀬 捨治

日本証券業協会 国際部 部長 椎名 隆一

バークレイズキャピタル証券 ディレクター 鈴木 裕彦

NTTデータ グローバル推進担当部長(ADB SF2 コンサルタント) 乾 泰司

(ABMF SF2 の取組みについて)

Q&A

【閉会】 18:40

内容 [目次]

【開会】早稲田大学法学学術院教授 犬飼 重仁.....	5
【開会挨拶 1】東京証券取引所グループ 常務取締役 浦西 友義.....	5
【開会挨拶 2】早稲田大学 GCOE 総合研究所所長 教授 上村達男.....	7
【特別講演】「アジアと日本とをつなぐ金融～金融資本市場及び金融産業の活性化に向けて」 金融庁総務企画局参事官 小野 尚.....	9
【第一部: 新リスティング市場 (TOKYO PRO-BOND Market) について】	17
1-1. 「東証グループの新市場の概要と取組みの現状」東証グループ (TOKYO AIM 取引所 CEO) 村木 徹太郎.....	17
1-2. 「早稲田大学の取組みと日本とアジアにとっての意義」早稲田大学教授 犬飼 重仁.....	25
1-3. 「日本版スクーク市場創設と TOKYO PRO-BOND 活用の可能性」日本証券業協会 国 際部 部長 椎名 隆一.....	28
1-4. 「新市場への期待と RAPS 活動の意義」長野・大野・常松法律事務所弁護士 早稲田研 究会共同座長 築瀬 捨治.....	37
【第二部: ASEAN+3 の官民協力の枠組みによるアジア域内プロ向け共通債券市場創設に 向けた ABMI/ABMF 活動の現状と展望について】	42
2-1. 「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.....	42
2-2. 「ABMF 第 1 フェーズの活動成果と今後の展望」日本銀行 (前アジア開発銀行エコノ ミスト・地域経済統合室) 山寺 智.....	46
2-3. 「ABMF 第 2 フェーズの取組と日本の対応」東証グループ (TOKYO AIM 取引所 CEO) 村木 徹太郎.....	51
2-4. 「ABMF 第 2 フェーズの具体的課題」早稲田大学 法学学術院教授 犬飼 重仁.....	54
2-5. 「新市場創設の課題－統合市場のつくり方」パークレイズキャピタル証券ディレク ター 鈴木 裕彦.....	71
【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について】	79
犬飼.....	79
乾.....	79
犬飼.....	82
村木.....	83
山寺.....	84
築瀬.....	85
椎名.....	86
鈴木.....	88
乾.....	89
上村.....	91
犬飼.....	93

【開会】早稲田大学法学学術院教授 犬飼 重仁

○犬飼（司会・進行） ちょうど1時になりましたので、開会させていただきます。

本日は、皆様、大変お寒い中お集まりいただきまして、誠にありがとうございます。本日の司会・進行を務めさせていただきます早稲田大学法学学術院の犬飼です。どうぞよろしく願いいたします。

本日のフォーラムですが、東証グループと早稲田大学グローバル COE との共催フォーラムの第2回です。2010年11月に、本学の大隈講堂で第1回のフォーラムを開催させていただきました。今回は、「アジア・東京 債券市場創設フォーラム 2」ということで第2回を開催させていただきます。

前回開催以来、大変たくさんの動きがございました。そして、皆さまにご報告させて頂けるいくつかの成果ないし進展も見られましたので、今日はじっくりその辺の動きも含めてご紹介させていただければと思っております。

さて、お手元の資料ですが、白表紙の資料をお配りしております。全部を通しての目次は振ってありませんが、項目ごとに赤い紙を挟ませていただいております。その順番で、講師の皆様によるご講演の内容は、1から11までございます。なお、11番目の乾様のご講演は、単独のご講演ではなく、パネルディスカッションの中でお願いする内容です。

資料集の最後にアペンディックスの1と2がついており、1は、アセアン+3の各国の債券市場の比較分析項目の一部抜粋です。アペンディックスの2として最後につけておりますのが、前回、2010年11月の「アジア・東京 債券市場創設フォーラム」第1回の議事録です。今日のご説明は、2010年の早稲田の提言内容の詳細について改めてはご紹介申し上げることができませんので、あわせてこちらのほうもお読みいただければ大変ありがたいと存じます。これらの資料を、適宜ご参照していただければと思います。すべての資料は別途、近々、早稲田大学グローバル COE のホームページの中で見ていただけるようにいたします。

それでは、これから開会させていただきます。

まず、最初の開会のご挨拶なのですが、今日は、当初予定をしておりました東京証券取引所グループの斉藤社長様がお越しになれないとのことで、浦西常務にお越しをいただくことができました。

それでは、浦西様からご挨拶をお願いいたします。よろしくどうぞ。

【開会挨拶 1】東京証券取引所グループ 常務取締役 浦西 友義

○浦西 ただいまご紹介いただきました浦西と申します。司会のほうからございましたが、本日、急遽所用がございまして、斉藤社長がこの会に出席できなくなりました。大変申し訳ないと言っております。皆様にもよろしくお伝えくださいということのメッセージをいただいております。したがって、代わりに、この開会に当たりましてのご挨拶をさせていただきます。

本日のプログラムで、東証グループの新債券市場「TOKYO PRO-BOND Market」への

取組みについて、後ほど村木のほうから詳細にご紹介させていただくことになっておりますが、東証の立場で債券市場の発展にこのような形で取り組むことができることを大変うれしく感じております。

本日のフォーラムは、2010年11月に早稲田大学で開催された第1回に続く第2回目の開催ですが、斉藤社長は第1回の開催にご挨拶させていただきましたが、今回は大変申し訳ございませんが、欠席させていただいております。

今後とも、このASEAN+3 ボンドマーケットフォーラムの検討は順調に進展していると聞いておりますが、この機会にさらに、進展状況について、早稲田大学とともに皆様方に情報提供できることを心からうれしく感じております。

ご承知のように、いま株式市場は非常に厳しい状況に直面していますが、債券市場におきましては、国内公募社債の発行額が、2008年から2010年にかけて10兆円前後、2011年には8兆円ということで、株式市場に比べては堅調に推移しております。同時期に、サムライ債の発行につきましては、年間2兆円程度で推移しています。昨年3月に東日本大震災でサムライ債の発行が急減したわけですが、最近では落ちつきを取り戻して、市場もリカバリーしてきています。

ヨーロッパの金融危機はまだ出口が見えていないわけですが、そういう中であって、一方で、資金需要はますます強くなってまいりまして、特に社債市場が果たす役割はますます重要になってきているのではないかと考えております。

皆さんご承知のように、税制改正で、2010年6月から、非居住者が購入いたします社債につきましては、源泉徴収が免除され非課税になるという税制改正が実現しています。

ちょっと余談になりますが、私、2003年から東証に来ているのですが、その前は金融庁、大蔵省にいたわけですが、ちょうど1997年に外国為替管理法の改正に、担当課長で従事させていただきました。そのときに思っておりましたのは、単に為替の取引を自由化するだけではなくて、やはり日本国内のマーケットを拡充する必要があるということで、いわば債券市場に対する海外の源泉徴収を免除してほしいということを税当局に申し上げていました。国債については実現したのですが、国債、地方債、社債と段階的にその非課税措置が講じられ、ようやく2010年ということで、もっと10年前にやっていたらかなり違っていたかなと思うわけです。いずれにしても、2010年から海外の投資家が日本での国債の売買を自由にできる環境が整ったということで、これから大いに日本国内の社債市場が発展する素地ができたと考えております。

それから、先般の税制改正で、イスラーム債券についてのマーケットの整備が、いわゆるスクーク債が発行できる環境も税制改正で整ってきております。

東証グループといたしましては、株式市場だけではなくて、やはり債券市場の活性化ということで、プロ投資家向けの上場債券市場「TOKYO PRO-BOND Market」の制度整備を行いました。まだ1号¹は出ていないのですが、関係者に努力していただいております、できれば今年の早い時期にでも第1号の上場ができればと思っております。まずは第1号を実現させた上で、2号、3号と、それに続く発行が広がっていくことを期待しています。

やはり債券市場はグローバルな市場ですので、グローバルに対応するための開示も、英

¹ 2012年4月にオランダ銀行による第一号のプログラムリスティング及び債券発行が実現した。

文による開示を可能とするということなど、海外の投資家の使い勝手がいいような制度設計をしています。このフォーラムのテーマであるアジアと日本の金融資本市場の発展とも深くかかわっています。株式市場もそうなのですが、株式市場はいまや7割が海外の投資家が売買する時代になっておりまして、債券市場もこれから活性化いたしますと、当然、国内の機関投資家等もご参加されると思うのですが、やはりグローバルなマーケットとして、海外投資家が参加されるマーケットとして成長していくのではないかと期待しております。

それから、従来から、ASEAN+3のボンドマーケットの構築ということが大きな課題になっていますが、このような金融危機において、やはり資金供給のメインプレーヤーである日本に効率的な市場ができますと、日本のみならず、アジア地域の経済発展に大きく寄与するものではないかと考えております。

昨年までのフェーズ1では、域内各国、アジアのASEAN各国の債券市場に関する各種規制や市場慣行を比較した包括的なマーケットガイドを作成しております。また、今年から始まるフェーズ2では、規制のハーモナイゼーションや市場慣行の標準化に向けた、より具体的なアプローチについても話し合われる予定です。

これからの国際的な取組みにおける日本の役割は、アジアでも最も洗練された債券市場を持つ国として、この議論にしっかり方向性をつけまして、アジアの発展、世界の発展に寄与するマーケットをつくることが大変重要だと思います。そのために、皆様方を含めて、第一線の専門家、市場関係者、研究者がこのプロジェクトに多数参加されています。本日のフォーラムにおきましても、TOKYO AIM取引所の村木社長がサブ・フォーラムの議長として参加させていただいております。

この数年、債券市場をめぐっては大きな変化が起こっておりますが、これまでの一連の出来事を、専門家の生の声を通じて理解し、その未来を展望するために、本日のフォーラムはとても有意義な機会ではないかと思っております。私ども東京証券取引所グループの債券市場への挑戦はまだ始まったばかりですが、一生懸命頑張りますので、ご支援いただければと思います。

以上でございますが、斉藤社長に代わりまして挨拶にかえさせていただきます。ありがとうございました。(拍手)

○犬飼 浦西様、大変にありがとうございました。

【開会挨拶2】早稲田大学 GCOE 総合研究所所長 教授 上村達男

○犬飼 それでは、もう一方の主催者を代表させていただきまして、早稲田大学グローバルCOEの研究所の所長であります上村先生、お願いいたします。

○上村 ただいまご紹介にあずかりました上村でございます。本日は、長年にわたるさまざまな知恵の結集の成果がいよいよ、最もすばらしい実りという形で結実するというお話が聞けると、こういう場になりましたこと、大変感慨深いものでございます。

犬飼先生は、三菱商事、それからNIRA（総合研究開発機構）で培ってきた強力な人材ネットワークをお持ちでして、一人一人が大変なパワフルな方ではありますが、その方々が知恵を集めてさまざまな構想を考えてきました。そこでの構想が、東証のAIMを使う、

それから政党や政府を動かし、そして金融庁のご後援を得て、広がり、それから理論的な深み、両方の面でさまざまな知恵がここに集結していると思います。我々民間の大学の研究所がこういう形で、このような仕事の接着剤の役割を果たせるということは、大変うれしいことです。特にグローバル COE は、中国の全人代の法制工作委員会とは研究協定を結んでおりますが、これは東証と三者協定です。CSRC の主席がたぶん今日、日本にお見えになっているか、もうなったかだと思っておりますが、その主席の通訳も、我々の研究仲間であります呉棋さんという人が通訳になるということもありまして、いろいろな意味で信頼関係ができています。

それから、全人代とは、会社法や資本市場規制に関しては、東証との、これも三者協定になっておりまして、ほぼ 10 年間にわたる信頼関係を築いてきておりますので、いろいろなことが中国との関係でスムーズにいくということは大変大きなことではないかと思っております。

それから、韓国との関係も、犬飼先生の関係で協力関係を結んでおりまして、日中韓の研究協力関係が一つの支えになっていると思っております。

我々グローバル COE は、「成熟市民社会型企業法制の創造」をテーマに掲げておりまして、成熟市民社会になっていく日本にふさわしい法システムの創造を目指すということです。そこには、個人や市民、こういうものを大事にした法システムを考えたいということですが、そこでのさまざまな成果が、今回のプロジェクトにも、私は、いろいろな面に関係しているのではないかと思っております。

後でご紹介があると思いますが、アジアの各国のさまざまな資本市場のルールの比較一覧表ができておりますが、これは日本の比較法の力でこそ分析できることです。日本は、世界でもまれな比較法大国でありますから。このように思っております。

それから、いわゆるアジア版プリンシプル、業者規制を大変重視してきました。かつては護送船団が批判されて、業者規制は必要最小限だと言われてきました。市場型のルールのもとでは業者規制こそが中核であるということで、そういう主張をしてきたわけですが、これも一つの支えになっているのではないかと思います。つまり、プロの市場は投資家保護とは無関係だから業者規制は要らないのかということ、そうではなく、現在の金商法の 1 条にあるように、資本市場の機能と公正な価格形成という目的からしますと、プロであっても価格には責任を持つ、このような規制のあり方が明快に示されるということもございます。

したがって、そのことがアジアでのこのようなプロジェクトを考える上で、日本がリードするということの説得性を、さまざまな点で与えているのではないかと思っております。

それから、COE でやっております研究としては、アジアの民法、アジアの会社法、あるいはアジア 3 カ国の国際取引法の具体的な提案等、そういう問題も同時に進んでおります。

結局、債券市場だけが仮にできたとしても、それを支えるエンフォースメント等、さまざまな点での調整がついてまいります。その辺は我々の問題意識として常にあったということですので、その意味では、理論的な深みと、それから、この問題の重要性に対する認識の広がり、今日のかかなり大きな成果に結びつきつつあるのではないかと思っております。

我々の研究所が、ある意味では一定の役割を果たし得た、あるいは果たし得るということに大変喜びを感じております。我々 COE は事業仕分けに遭いましてちょっと元気がなく

なっていたのですが、ひたすら犬飼企画が気を吐いていると、事後報告書にもこれをでかでかと安心して書けることは、大変心強いところです。

私の挨拶は、これ以上長くなるといけませんのでやめておきますが、本日は実りあるシンポジウムになることは間違いないと思っておりますので、ぜひこれを今後の大きな成功につなげていっていただきたいと思っている次第です。

以上で私のご挨拶とさせていただきます。(拍手)

○犬飼 上村先生、過分なお言葉ありがとうございます。

【特別講演】「アジアと日本とをつなぐ金融～金融資本市場及び金融産業の活性化に向けて」金融庁総務企画局参事官 小野 尚

○犬飼 それでは、次は特別講演でございます。今回、金融庁総務企画局参事官の小野尚様にご講演をいただけることになりました。「アジアと日本とをつなぐ金融～金融資本市場及び金融産業の活性化に向けて」と題してご講演をちょうだいいたします。

お願いいたします。

○小野 皆様、こんにちは。ただいまご紹介にあずかりました、金融庁の総務企画局で参事官を務めております小野と申します。何とぞよろしくお願い申し上げます。

本日は、このアジア・東京 債券市場創設フォーラム 2 にお招きいただき、このようなお話をさせていただく機会を与えていただきましたことに深く御礼申し上げます。

ちょっと個人的な話になりますが、実は私、1997年から2001年までの4年間、アジア開発銀行に勤務しておりました。ちょうどその1997年の6月にアジア開発銀行に赴任いたしました。まさに1997年というのは皆様もご記憶のとおり、通貨危機が起こった年です。ちょうど赴任したときに通貨危機がタイでまず起こりまして、その後、タイからインドネシア、韓国とどんどん危機が伝播していきまして、当初はその危機の対応に追われて大変だったのですが、逆に言えば、非常にいい経験をさせていただいたと思っています。

また、その後、金融庁に戻りまして勤務した後、2006年から2008年までは、財務省の国際局で地域協力課長を務めまして、まさに地域協力課というのはアジアの地域協力をやる場所であり、そこでASEAN+3 財務大臣プロセスにおけますチェンマイ・イニシアチブの拡充や、まさに今日話題になっておりますアジア債券市場イニシアチブ (ABMI) のさまざまな構想の検討に従事いたしました。

この ABMI は、後ほどお話があると思いますが、その後も順調に成果を上げまして ASEAN+3 域内の社債発行促進に向け、債券の保証や債券の発行、市場整備に必要な投資を行う信用保証投資ファシリティ (CGIF) が設立されましたし、また、この ASEAN+3 債券市場フォーラムが設立され、先ほども上村先生からお話ございましたように、域内市場の規制及び市場慣行の情報収集を行いまして、域内 11 カ国・地域の債券市場ガイド、英語で言いますと「ストックテキング・レポート」と言いますが、それが取りまとめられまして、まさに私のような ADB、それから ASEAN+3 財務大臣プロセスの OB としましては、非常にうれしく思っております。

さて、本日は、現在日本政府として推進しようとしております新成長戦略及び日本再生

の基本戦略、さらには、それを金融分野でどのように具体化していこうとしているのか、そういう中で、特に金融庁が現在金融審議会では検討を進めている我が国の金融業の中長期的なあり方の議論を適宜紹介しながら、いま何ゆえこのアジアの域内プロ向け共通債券市場構想が重要であるのか、それが我が国金融業にどのような意味を持つのかについて、私見を交えながらお話しさせていただきたいと存じます。

(スライド使用)

〔新成長戦略～「元気な日本」復活のシナリオ〕(スライド2)

「新成長戦略」というのは、2010年の6月に閣議決定した戦略であり、この中で、要するにアジアの成長というものを日本の成長に確実に結実させるのだと。そのためには、日本がアジアの成長の架け橋となって、総合的かつ戦略的にアジア地域でビジネスを展開する必要があるのだということを明確にうたっております。

そして、この新成長戦略では、成長分野の重点分野として七つを挙げておりますが、その一つが「金融戦略」です。この金融戦略の中では、特に、「企業・産業を支える金融」と「成長を支えつつ、自らも成長する金融」という観点から、金融分野における成長戦略を策定しています。その主な施策の一つが、まさにここに書いていますような、「プロ向けの社債発行・流通市場の整備」ということが一つ重要な施策として挙げられています。

〔金融資本市場及び金融産業の活性化等のためのアクションプラン〕(スライド3)

そして、この新成長戦略を具現化したものが、私ども金融庁で2010年12月にまとめました「アクションプラン」というものです。

この金融資本市場及び金融産業の活性化等のためのアクションプランというのは、3本の柱からなっています。その一つの重要な柱が、この真ん中に書いております「アジアと日本とをつなぐ金融」ということで、特にこのアジアの主たる市場(メイン・マーケット)に日本市場がなる、それを実現していくのだということで、そのさまざまな施策を書いています。

〔金融資本市場及び金融産業の活性化等のためのアクションプラン〕(スライド4)

ここは、今日は時間の関係で省略しますが、アジアのメイン・マーケットたるための施策をさまざまに盛り込んでおります。

〔日本再生の基本戦略〕(スライド5)

そして、昨年3月に東日本大震災がありまして、その影響。それから、その震災からの復興に向けて、日本再生の基本戦略というものを昨年の12月に立てました。その内容は、新しいもの、要するに新成長戦略の実行を加速していこうというものです。

特に、アジアを中心に世界のビジネス展開の拡大を図って、その果実を国内に還流させる仕組みをちゃんとつくっていくのだということ、さらに、新たな資金循環による金融資本市場を活性化していくことがうたわれています。それはどういうことかと申しますと、後で述べますが、日本の国際収支構造がだんだんこれから変化していくと。その将来的な国際収支構造をちゃんと見据えた上で、広く家計による投資の促進につながるような環

境・制度の整備や、新たな資金調達のための環境整備というものをやっていくのだと言っています。そして、アジアの金融資本市場と一体となった資金の循環構造の構築を目指すということが、この日本再生の基本戦略でも明確に打ち出されています。

以上述べましたように、いま非常にアジア市場との連携、それからアジアの成長の果実をしっかりと日本でも取る必要があります。そのためには、アジアとの金融資本市場を一体化しなくてはいけないのだということは、この数年間、政府の戦略でも強調されているのですが、これには実は背景があります。要するに、待ったなしの状況が我が国にある危機感からこのようなことを言っているわけです。

〔我が国における金融業を取り巻く内外の経済社会環境の変化〕（スライド 6）

どういうことかということ、いくつかあるわけですが、一つは、アジアの新興国における経済成長と金融業の発展というものです。

〔①アジア等の新興国における経済成長と金融業の展開〕（スライド 7）

これはもう皆さん、さんざん見慣れた図かもしれませんが、要するにアジアの成長は非常に著しいものがあります。世界のシェアで見ますと、1980年当時は、アジアのシェアというのは6.2%しかありませんでした。この白抜きのところですが、それがいまや2010年になりますと、アジアのシェアは15%ということで、2.5倍にも拡大しています。非常にアジアの成長は著しいです。

〔①アジア等の新興国における経済成長と金融業の展開〕（スライド 8）

また、この図を見ていただければ明らかなように、新興国の新規市場調達額が地域別に書いていますが、これも言わずもがな、アジアが断トツです。アジアは経済成長と金融業の発展が著しい状況です。

〔③少子高齢化が進展する我が国における金融資産の運用の重要性の増大〕（スライド 10）

一方、我が国の状況を見ますと、国内的には貯蓄が超過しておりますし、あとは、その余ったお金がどこへ行っているかということ、日本の国債に投資が非常に集中しています。国債の額が、いま現在、国債だけで876兆、それから地方債も入れますと144兆ということで、要するに公社債、国と地方の債券が1,020兆と、非常に国債に集中している状況にあります。

〔⑤地域金融機関を中心とした預貸率の減少傾向〕（スライド 13）

一方で、預貸率というものがあります。これはどういうものかということ、銀行等金融機関が預金という形で集めたお金を分母とし、そのうちどれぐらい貸し出しているか。集めたお金のうちどれぐらい貸し出しているかというものを「預貸率」と言いますが、この預貸率が、このグラフを見ればわかりますように、どんどん下がっています。地域別に見ると相当違いがあり、預貸率が一番低いのは、これで見れば明らかですが、中部地方が一番低くて、いまでは、中部地方の預貸率は54%。関東が一番高いのですが、それでも72.6%です。

要するに、預金で集めたお金のうち、5割から7割しか貸し出ししていないと。あとは

全部お金が余ってしまっているという、我が国の資金循環の構造にあるということです。

〔④貿易収支の縮小傾向と対外投資における資産運用の重要性の増大〕(スライド 12)

その一方で、いま我が国の経常収支の構図はどうなっているかというのを見てみますと、これもよく報道等でご存じだと思いますが、要するに、いまの日本の経常収支というのは、貿易収支と所得収支のプラスで稼いでいるわけなのですが、実はこの構造が変化しています。

かつては貿易収支で稼ぐ。要するに、昔はよく、私も子どものころに教わりましたが、日本は物をつくって、それを海外に輸出して、そこで稼ぐのだという、要するに貿易収支で稼ぐという構図でした。しかし、このグラフから見れば明らかなように、実は変化が起こっています。2005年を境に、それまでは、経常収支は貿易収支のほうが多かったのですが、2005年からは、むしろ所得収支のほうが貿易収支を上回る額を稼いでいる。所得収支というのは、当然、要するに日本がいろいろな資産を買ったり投資をしたりしたその上がり、まさに資産運用の上がりです。それがいまや、2005年からは、日本は貿易収支を上回る額です。直近の数字で言いますと、まだ2010年までしかないのですが、2010年は、もうこれを見れば明らかなように、所得収支が11.7兆円に対して貿易収支が8.4兆円。しかも、まだ2011年は出ていませんが、通関統計の貿易だけ見ますと、報道等でご承知のとおり、日本は2011年、東日本大震災の影響もありまして、貿易収支が31年ぶりに、約2兆4,900億の赤字になっています。もう貿易収支は赤字になってしまいました。ということで、これからはますますこの所得収支、いかに海外でうまく資産運用をして稼いでいくか、それが非常に日本の生命線になってくるということです。

この図は、実はインプリケーションがありまして、なぜ日本と米国で比較しているかという、実は意味があります。日本の場合は、対外純資産残高、グロスの資産から負債を引いたものが多いので、純資産ということでプラスになっています。この額が、2010年で251兆あります。251兆の純資産をもって、それで所得収支として11.7兆を稼ぐという構図になっています。

一方、アメリカに目を転じてみると、アメリカはご承知のとおり対外純資産残高、借金のほうが多いのでマイナスになっています。これが、大体円換算すると、219兆円の対外純資産のマイナス、負債が多くなっている。219兆円の赤字を抱えている。

ところが、経常収支を見ますと、経常収支の中で、特に所得収支を見ますと、このところなのですけれども、((2) 米国の経常収支のグラフ 右の10年のところ) スケールの関係で、アメリカの所得収支は日本の所得収支よりも低いように見えますが、実はこれはスケールが違うだけの話であって、アメリカは、実はこの2010年で13兆円の所得収支を稼いでいます。日本は、251兆円の対外純資産を持ちながら11.7兆円しか稼いでいないのに対して、アメリカは、219兆円の対外純負債を抱えながら、しっかりと日本を上回る13兆円稼いでいるということになるのです。

したがって、先ほどから申し上げていますように、日本はさらに、より一層この資産運用に磨きをかけて、しっかりと所得収支を稼いでいかないと、日本の先行きが非常に問題になるということです。そういう意味でも待たないということを申し上げておきます。

〔③少子高齢化が進展する我が国における金融資産の運用の重要性の増大〕(スライド 11)

それから、次の変化として、少子高齢化です。少子高齢化を初めとする我が国の社会環境の変化の中で、金融資産の運用の重要性が高まっているとともに、投資家のニーズが非常に多様化しております。いままでのように、いわゆる供給サイドの都合で押しつけの金融商品を売りつけるという時代はもう終焉を迎えようとしています。いかに投資家の多様な投資ニーズに対応できる、要するに多様な品揃えができるかということが、これからの勝敗の分かれ目になってきます。

ただ、新たな投資先といいますが、ハイリスク・ハイリターンのような商品ばかりでなく、ある程度安定的なリスクが見込めるような投資先が求められます。その意味で、債券、特に成長著しいアジアの企業や、国が発行する債券、あるいは社会インフラ整備等のために発行する債券は、潜在的に有望な投資先となるはずですが。特に長期にわたっての運用が求められている生命保険会社や年金等は、長期の運用先として、長期国債以外に、償還が長期に及ぶインフラ・ボンドというものは、非常に有望な代替的投資先となる可能性があります。

〔インフラ・ボンド〕(スライド 15)

15 ページにインフラ・ボンドの概要が書いてありますが、インフラ・ボンドというのは、ご承知のとおり、その発行体の信用ではなく、そのインフラから上がってくる使用料等のキャッシュフローを返済原資として発行される債券です。これは非常に長期にわたる債券でありますし、高速道路の利用料や、安定的な収入が見込めますので、非常に有望な、長期国債にかわる代替的な投資先となることが考えられます。

そのような意味でも、TOKYO PRO-BOND Market や、これからさらにぜひ整備を進めていっていただきたいアジアの債券共通市場というものは、発行先として非常に有望であると思いますし、また、やはりプロ向けですので、非常に柔軟な商品設計ができる。例えば、投資家のニーズ、償還期限が、20 年がいい、25 年がいい、あるいはクーポンの払いはこういうニーズがあるから、それに合わせてくれ等柔軟な商品設計もできるはずですので、非常にこのプロ向け債券市場は有望なものではないかと思っております。

こういう問題意識を踏まえ、我が国といたしましても、やはりきちっと金融業を育てていかなければいけないという意識を強く持っています。

〔我が国金融業の中長期的な在り方についての検討〕(スライド 16)

それでできたのが金融審議会というところで、この検討を実は始めています。それは、16 ページにありますように、その金融審議会の中に、我が国金融業の中長期的な在り方に関するワーキンググループを昨年 6 月につくりました。このメンバーには、今日司会を務めていただいています犬飼先生にもメンバーになっていただいておりますが、ここに書いていますように、我が国金融業の国際競争力の強化、地域経済における金融機能の向上、さらには両者が相まって我が国経済・金融業の一層の発展を図るための中長期的な課題についての検討を行うというものです。

もともと金融審というものは、どちらかというと、制度問題、市場の効率性や公正性、あるいは利用者保護という観点から、どういう制度をつくったらいいか、どういう制度を改善したらいいかということ議論するのがこれまで多かったです。今回はもうそういうこ

とから離れまして、むしろ日本の金融業の在り方、金融産業をどう育てていくかということに焦点を当て、このワーキンググループで現在議論を進めています。

こういうことをやろうと思ったのは、先ほどから申し上げている、日本を取り巻く環境の変化に非常に危機意識を持ったからです。そうして、ワーキンググループをつくりました。

これまで、昨年6月にできてから10回に及ぶ審議をしております、金融機関や大企業、中小企業、それから有識者の方々、約20先以上からヒアリングをしまして、いまから述べます三つのテーマで議論を行って、議論の整理を事務局がやっております。この議論の整理は、金融庁のホームページでもご覧いただけますので、もしご関心のある方は金融庁のホームページにアクセスしていただいて、この三つのテーマについてのそれぞれの論点、どういうことが論点になっているかということをお読みいただければと思います。

本日は、その論点のうち、今日のテーマにかかわることを中心に絞ってご説明したいと考えております。

〔我が国金融業の中長期的な在り方検討の主な論点(1)〕(スライド17)

まず、第一のテーマですが、中長期的な観点から見た我が国金融業の「国際競争力の強化」の検討ということで議論いたしました。この背景としては、当然、先ほどから申し上げている民間部門での資金余剰と資金需要の低迷。一方における、アジア地域の高成長、こういうものを背景に、日本の金融業の国際競争力の強化をどう図っていくのか。委員の方々の共通した認識としましては、我が国の金融機関というのは、産業界の国際展開に比べて、「地理的な広がり」、それから「サービス内容の多様性」の両面で、十分に対応し切れていない。要するに遅れているという可能性が相当あるのではないかということです。

したがって、金融機関にこれから取り組んでいただく必要があることは、ハード・ソフト両面でグローバルなネットワークを構築していただくことと、現地市場の開拓に不可欠な現地のコネクションの構築についても、さらなる取組みが必要だということです。

また、民間金融機関と政府系金融機関の戦略的な連携というものも、より進めていく必要がある。また、我々金融当局としましては、これも今日のテーマに相当関係してきますが、海外の規制について、官民協働のもとで、現地当局と、そういうことを直してもらうようにきちっと交渉をしていく。また、アジアでの地域金融協力を進めていくことが重要である、ということです。

やはり欧米の金融機関に比べ、我が国の金融機関のアジア市場への進出、取組みが遅れていることは、否めない事実だと思います。しかし、このTOKYO PRO-BOND Market、さらには、このアジアの域内のプロ向け共通債券市場というものが、その遅れを取り戻すチャンスとなる可能性は、私は、あると思っていますので、これを大事に育てていくことが非常に重要ではないかと思っています。

〔我が国金融業の中長期的な在り方検討の主な論点(2)〕(スライド18)

次に、国際競争力の論点の次の論点として金融審で議論しておりますのは、「地域経済における金融機能の向上」の検討です。今日のテーマと関係ないとお思いかもかもしれませんが、必ずしもそうではなく、実際いま海外を含め、非常にこの中堅・中小企業が活動範囲を拡大させています。

〔⑥着実な成長と海外進出を遂げる地域における中堅・中小企業も存在〕（スライド 14）

ちょっとページは戻りますが、14 ページをごらんいただきたいと思います。これは、海外の現地法人を持つ企業数の数を資本金別に書いていますが、これを見ると明らかなように、2004 年と 2009 年の 5 年間で比べると、資本金 5,000 万以下、5,000 万超、1 億円未満の企業が急速に海外展開を図っているということが、見えてきます。

〔我が国金融業の中長期的な在り方検討の主な論点（2）〕（スライド 18）

そうしますと、また 18 ページに戻っていただきまして、何が重要かといいますと、それは、いかに海外を含めて活動範囲を拡大させている中堅・中小企業をサポートしていくかということであり、その中で一番重要なのは、中堅・中小企業に限りません。私がおの昔、地域協力課長をしていたときも、いかにして現地で現地通貨建ての資金を調達するか、そこが非常に苦勞をするということをおの企業の方々も当時からおっしゃってありました。まして、いわんや中堅・中小企業においては、そのような現地通貨の資金調達が非常に重要な課題になっています。

このような中小企業を含めてアジアの海外進出、海外展開を図っている企業の進出先における現地通貨の資金供給をサポートするという観点からも、このアジアの域内プロ向け共通債券市場というのは、その役割を果たすことが期待されます。つまり、アジアプロボンド市場で我が国の企業が現地通貨建ての債券を発行して資金調達し、金融機関はその発行を支援するということが考えられるのではないのでしょうか。このほうが、一々現地に出て行って、支店網を整備して、そこで現地通貨建ての預金を吸収して、貸し出しを行うというよりは、はるかに手間暇が省けます。むろん、各金融機関の地域戦略の一環として、そのような現地支店網の整備を行うということも否定はいたしません。ただ、みんなが同じことをやってもしょうがなく、そこは選択と集中という戦略のもとで、どのような選択肢があるのかということをよく考えていく必要があると思います。

そういう現地通貨建ての債券を発行して、現地通貨を調達するというのは、中小企業、中堅企業にとっては非常に重要な、有望な選択肢ではないかと考えています。

〔我が国金融業の中長期的な在り方検討の主な論点（3）〕（スライド 19）

最後に、3 点目の論点といたしまして、「国民のニーズに合った金融サービスの提供」ということを、やはり日本の企業はやっていかななくてはなりません。

先ほど述べましたように、少子高齢化が進展する中で、社会構造やライフスタイルの変化がありまして、金融サービスに対する国民のニーズは非常に多様化しております。そういう中で、やはり金融仲介業者は、これまで以上に、顧客目線に立って取り組んでいく必要がある。特に家計部門の金融資産について、効率的かつ安定的な運用の受け皿を提供するとともに、国内外の成長資金へとつなげていけるかということが非常に重要な課題だということ、金融審でも指摘されています。

〔我が国金融業の中長期的な在り方検討の主な論点（4）〕（スライド 20）

そういう中で、現状を見ると、顧客目線で個人投資家の属性や世代の特性を踏まえた、きめ細かい商品開発や営業努力をやっているかということ、それが不十分ではないだろうか

と。やはりこれから求められるのは、この顧客サイドに立った商品開発や販売体制の構築をしていくことだと指摘されています。実際、新聞報道等でご存じのとおり、日本はどうしてもまだまだ間接金融が中心なので、市場型間接金融と申しますか、投資信託や機関投資家の役割が非常に大きいと思うのですが、必ずしもその役割を十分に果たしていないという問題意識がございます。

そういうことを踏まえて、今後、金融審議会でも、今度新たに投資信託の在り方についても、新たなワーキンググループをつくって検討をしていくことになっています。

いずれにしても、先ほどから申し上げていますように、いかに投資家の多様な投資ニーズに対応できる、そのような多様な品揃え、商品を揃えていくかということが重要であり、成長著しいアジアの企業が発行する社債や、先ほど申しましたインフラ・ボンド等が非常に潜在的には有望な投資先になるのだと思っています。今後、より積極的にそういう新たな投資先を開拓していくことが求められるわけですが、ただ、そのような投資先を一から自ら開拓していくというのは、非常に膨大な時間とコストが必要となります。そのようなコスト・時間を回避するという意味でも、アジアの域内プロ向け共通社債市場というのは魅力的です。こういう共通債券市場が創設されれば、この市場の中で容易に投資先を見つけることができるのではないのでしょうか。

また、最後に書いていますように、個人資金をいかにリスクマネーにつなげていくかという意味では、先ほどから申し上げています機関投資家の皆さんの資金運用のあり方の見直しが必要です。これも、先ほど述べましたように、日本の国債投資偏重から、代替的な投資先を開拓していく必要があります。その点では、インフラ・ボンドが非常に有望な投資先だと思っていますし、ぜひこのインフラ・ボンドがアジアの域内プロ向け共通債券市場で発行されるといいと、私は、強く思っています。

最後に、少し古い話になりますが、(そもそも私は古い話をするのは好きじゃないし、私は、そんな昔話をするほど年ではないと思っていたのですけども、) 最近では金融庁にも平成生まれの職員が入ってきまして、愕然とすることがあります。

いまから十何年前になります。平成7年から8年当時、私は、大蔵省の証券局で公社債市場の担当の補佐をやっておりました。平成7~8年当時というのは、まだ社債市場がすごい規制が二つあり、一つが適債基準といいまして、一定以上の格付けがないと債券を発行してはだめという規制、それから財務制限条項という、その社債の格付けに応じて担保の提供が制限される、一定以上の純資産を維持しなくてはいけない、配当制限をする等、そういう規制がありました。たぶん若い方は、そんな規制があったのかということで、ご存じないかもしれませんが、この規制を、私が補佐のときに、平成8年に撤廃しました。これは非常に銀行界から大反対に遭って、大もめにもめたのですが、もう廃止しました。

そのときに私は、これから絶対社債市場は伸びていくと。単なる普通社債のみならず、いろいろな社債、例えばSPCのような導管を用いた社債。当時はまだSPC法もなかったのですが、ただ、私が、当時の幹部に申し上げたのは、「そんなのはずっと累積赤字を抱えている赤字会社を買って、そこで社債を発行すればいいのだ。そしたら税金も払わなくていいから大丈夫なのだ」ということを言ったら、当時の幹部から、「まったく、おまえというやつは」と厳しく叱られた覚えがあります。また、昔はデリバティブを仕組んだ社債もだめでした。当時、日経225社債というものがあったのですけども、それも、こういう日

経リンク債も刑法の賭博罪に当たるからだめだということで、なかなかできなかった。

そういう時代だったのですが、私は絶対伸びると思ったのですが、結局、私はその後アジア開発銀行に行って、4年勤務して帰ってきたら、もうそういうSPC債は発行され、リンク債も発行され、どんどんそういう社債が発行されていたということでした。

もう一つ思い出は、1997年のアジア通貨危機が起こった当時、97年の年末と記憶していますけれども、韓国に対する支援が、一応パッケージがまとまって、ほっとして、当時のアジア開発銀行の局長さんたちと、いっそのこと、もうアジア開発銀行、日本、それからアジアの国々が協働して、出資をして、それで債券の発行の保証会社をつくって、そこで各国が債券を発行するときに信用保証をしてやって、信用補完してあげて、資金調達をすればいいのではないですかと言ったら、「まあ、それは夢のまた夢だな」と言われて相手にされませんでした。

ところが、まさに先ほども述べましたように、いまや信用保証投資ファシリティ (CGIF) が設立されて、オペレーションを開始しようとしています。

何が言いたいかという、要するになかなか、特に日本の金融の分野におきましては、慣性の法則が働くというか、変化が遅い面があります。しかし、先ほど述べたように、一回ブレークスルーすると非常にさっと進んでいきます。先ほど述べましたように、我が国の経済・金融を取り巻く情勢は、待ったなしの状況にあります。ブレークスルーしたらあっという間に事態が進んでいきます。それに乗り遅れないようにするためには、あまり過去の発想や慣習にとらわれることなく、常に先々を見据えて対応していくことが、我が国の金融業には求められるのではないのでしょうか。これはもちろん金融庁、我々自身にとっても言えます。我々もそのようにしていかななくてはいけないと思っていますし、今後ますます金融機関の皆様との対話、連携を深め、いわば官民協働で金融業が実体経済を支える、金融自身が成長産業として経済をリードする、アジアの成長の果実をしっかりと日本が取り込むと、そのような役割を果たしていくことができるよう努めてまいりたいと考えております。

そのような協働作業の一環として、このアジア域内プロ向け共通債券市場の構想が位置づけられることを強く期待しているところです。

ご清聴ありがとうございました。(拍手)

○犬飼 小野様、大変にありがとうございました。ポリシーメーカーのお立場からの非常に貴重な、非常に説得性、納得性のある、金融産業の方のみならず、大変に多くの方々に聞いていただきたいお話だったと思います。本当にありがとうございました。

【第一部: 新リスティング市場 (TOKYO PRO-BOND Market) について】

1-1. 「東証グループの新市場の概要と取組みの現状」 東証グループ (TOKYO AIM 取引所 CEO) 村木 徹太郎

○犬飼 それでは、続きまして、第一部「新リスティング市場 (TOKYO PRO-BOND Market) について」に入ってまいりたいと思います。

最初に、本日の共催の当事者でもあられます、東証グループ、TOKYO AIM 取引所 CEO の村木様のお話をちょうだいしたいと思います。

よろしくお願ひいたします。

○村木 犬飼先生、どうもありがとうございます。TOKYO AIM の村木でございます。よろしくお願ひいたします。

先ほど小野さんのお話を伺っていて、すごくうれしいなと思ったのは、私、実は 96 年に世界銀行におりまして、ちょうどその翌年から、いわゆるアジアの金融危機が始まって、私も当初は間接的にかかわっていたポジションにおりました。その後、いろいろと直接的にかかわって、実際 98 年から、実は韓国に 2 年間赴任し、まさにこのボンドというものをどんどんやっていかなきゃいかん、アジアの中で何とかしていこうという話をしながら、大変だったなあと懐かしく思っていた次第でございます。

そして、これも何かの縁なのでしょう、去年 2011 年の 7 月から、またこれも小野さんがおっしゃっていた、ABMI の下にあるアジア社債市場フォーラムのサブ・フォーラム 1 というところに、縁がありまして、いま議長をさせていただいております。こちらのほうでも、いろいろと議論をしながら、何とかアジアの中で社債市場を活性化していく。その中で、やはり市場の深みがある、そして経験がある投資家も発行体も証券会社もいるこの東京で何かできないか、そんなことを思いながら、いまに至っている次第です。

前回の第 1 回フォーラムでは、まだ TOKYO PRO-BOND 市場は立ち上がっておりませんでしたので、今日は、具体的に制度はできて、そして運用されている内容をご説明しながら現状のご報告をしたいと考えております。

(スライド使用)

〔金融商品取引法上のプロ向け市場制度とは (1)〕 (スライド 2)

まず、最初のほうですが、金商法上の、いわゆるプロ向け市場の概要を簡単にご説明させていただきます。

まず、特定投資家、いわゆるプロ向けとは何かということからなのですが、特定投資家及び非居住者が売買できる。

それで、一点お断りなのですが、皆様の手元にある資料と、私がいま使う、こちらのパワポで投影しているのはちょっと違いますので、大変申し訳ないのですが、投影している資料のほうを見ていただければと思います。

まず 1 点目の「プロ向け市場とは」というところで、特定投資家及び非居住者のみが売買できる。特定投資家とは、金商法上ですが、適格機関投資家、これは主に金融機関が入っているところ。それに加えて、上場会社、そして資本金が 5 億円以上の、いわゆる大会社。そして、例えば政府、日本銀行等が入っています。それ以外には、「みなし」特定投資家という枠があり、これは、平たく申し上げると、証券会社に届け出をさせていただいて特定投資家になるということですが、それになるための要件が、一つは、それら以外の、例えば株式会社や一部の地方公共団体が該当します。そしてそれ以外にも、一部、個人の富裕層の方も、自分で届け出していただければなれるということになっています。

二つ目のポイントは、特定金融商品取引所に上場して、開示書類については、その上場先の取引所、いわゆる TOKYO AIM 取引所 (2012 年 7 月以降、東京証券取引所と合併)、TOKYO PRO-BOND 市場が定めることができるようになっており、私どもとしては、発行時の開示書類としては、特定証券情報というものをお願いしているところです。継続開示も、

実は発行者情報というものにかえておまして、もちろん有価証券を出されている会社は提出不要なのですが、書式のほうも、なるべく簡素化して、有報よりは比較的わかりやすく簡潔なものにしたいという思いが入っています。

3点目は、金商法上、新規発行は特定投資家向けの取得の勧誘に該当するということですので、発行後の売り出しと OTC の売りつけは、特定投資家向けの勧誘をするということです。したがって、募集及び売り出しには該当しないということで、このあたりも、現行の市場とは違いというものを設けています。

〔金融商品取引法上のプロ向け市場制度とは (2)〕 (スライド 3)

それで、もう一つの特徴としては、いわゆる譲渡制限契約というものをお願いしているということです。例えば新規発行で特定投資家向けに、もしくは OTC で売りつけるところですが、特定投資家以外の者はこれらを取得することが法律的に禁じられるということで、この譲渡制限を、いわゆる譲渡制限契約というもので締結を法律上義務づけられています。

したがって、例えば新規発行ですとどういうことが具体的にできるかということ、証券会社と投資家の間で契約を締結していただくということになります。ただ、締結していただくときに、これはおのおの発行体であったり銘柄であったりすると、今後大変な作業になってしまうので、私どもとしては、一発のいわゆる包括的な代理権の受理を行うことによって、一つの契約の締結で、そこから長い間対応していただけたと考えています。

〔金融商品取引法上のプロ向け市場制度とは (3)〕 (スライド 4)

次の 4 ページ目のところですが、引き続き、譲渡制限契約の締結のところ、OTC の売りつけ、これは実際に新規の発行時ではなくて、OTC のその後の売買のところですが、こちらも、証券会社がいわゆる投資家に対して書面を交付するという方法が考えられています。こちらも、当該書面によって TOKYO PRO-BOND Market に上場をしようとしている、もしくは、しているすべての銘柄について、包括的に契約を締結していただくことによって、個別契約を極力不要とするという利便性を追求しています。

最後のところは告知義務ですが、これは、いわゆる新発行、もしくは OTC の売買において勧誘を行う者から受ける者に対して告知をします。いわゆる特定投資家でないと買えませんよということをはっきり言っていただくということです。このあたりも譲渡制限契約の流れの中の一環であると認識しております。これらが、いわゆる金商法上の制度の中で私どもが運営している取引所の特徴の部分です。

〔ターゲットとなる発行イメージ〕 (スライド 5)

それで、ここからもう少し市場の具体的なところをお話したいと思っております。

私ども、去年 2011 年の夏に金融庁からご認可いただいて、いま市場として運営しているところですが、大体三つの発行体の分類があると思っております。最初のところが、いわゆる非日系企業及びそれらの発行体が発行するソブリン債の発行だと考えておまして、過去に、簡単に申し上げると、サムライ債を発行したことがない人たちなのかなと思います。すでにサムライを出していらっしゃる方は、継続開示で有報等々、日本語で出していると思いますので、あえて私どもの市場に移行するメリットが薄いのかと思いますが、

逆に、いままでそれらを考えていた方が、日本語ではなくて英語で、もしくは、なるべく手続を簡素化したいというメリットを求めて来るということが一つの可能性として思っております。

二つ目が、日本の機関投資家をターゲットにして、例えばグローバルもしくはユーロMTN プログラムなどを登録している日系の発行体さん、例えばオランダにある日本企業や、シンガポールにある企業が、ある理由において、日本でも同時に上場しておく。そして、便宜上使い勝手のいい市場で発行する、そんなこともあり得ると思っております。

三つ目は、国内外で社債発行を行う大手日本企業グループ、これはもうすでに公募債を出している会社なので、なかなかすぐ来るということはメリットがないかもしれませんが、例えば、後ほど説明しますが、いろいろとタイミングのメリット、コストのメリットというのが見えてくれば、こういうところも対象になると思っております。

〔外国発行体のメリット〕（スライド6）

それで、外国発行体のメリットのところですが、やはりサムライ債、非居住者の円建て外債の発行の場合ですが、何分一番私どもが海外の方とお話をしているのが、日本語化することです。やはり皆さん大体フリークエント・ボロワーで、発行もそれなりにされている。そして会社としても対応をしている。ただ、それらをすべて日本語にして、日本のルールにのっとって開示するというのは、やはり大変な労力だとおっしゃっています。それらの基本的な開示書類は英語、だけど発行時におけるレポート等は日本語で出すと。そういうところであれば前向きに検討したいという方が結構いらっしゃる。そういう意味でのサムライ債のプロ向け市場という考え方があるのかなと思っております。

その場合に、TOKYO PRO-BOND 市場の開示資料、いわゆる特定証券情報というのは、一応制度の建付け上は日本語、そして英語、もしくは両方可能ですので、その中で選んでいただくということになります。

もう一つ、すでにヨーロッパや、グローバルでMTN プログラムなどを活用されている方がいらっしゃれば、基本的にその様式をそのまま使っていただくことができます。後ほどお話があるとは思いますが、いま、RAPS という勉強会をやっておりまして、その中で何をしているかということ、例えばユーロや、グローバルのMTN プログラムと比して、どういったところを変更すれば日本でプログラム上場できるか、発行体の方が投資家に販売することができるかということ、いま検討をしているところでございます。

したがって、これらの手続をすることによって、例えば翻訳代や、開示資料の作成にかかる、いわゆるコスト、これはお金の部分と労働力、両方あると思うのですが、これらを削減することが可能だと思っております。

〔ワンデーシーズニングによる国内売り出し〕（スライド7）

それと、もう一つ、海外の方とお話していると、例えば海外発行債券を翌日に日本に持ち込んで、投資家に販売する、従来の少人数私募や適格機関投資家私募に加えて、今回、私ども、特定投資家まで販売先を拡大することが理論的には可能になります。したがって、特に少人数私募で限定されている不便さを感じていらっしゃる発行体に対しては、ワンデーシーズニングのその投資対象の拡大というものが、一つ、TOKYO PRO-BOND を活用することによって得られるのではないかと思っております。

〔TOKYO PRO-BOND Market の特徴 (1)〕 (スライド 8)

TOKYO PRO-BOND Market の特徴 (1)

	サムライ債	ユーロ円債	TOKYO PRO-BOND Market
投資家層	都市銀行、地銀、信託銀、生損保、年金、その他大手機関投資家等 (法制度上は、個人投資家を含む)	サムライ債に似た投資家層だが、日本での販売は、適格機関投資家私募もしくは少人数私募(勧誘対象49名まで)の形が通常	サムライ債と同じ投資家層 (法制度上は、一部富裕層を除き、個人投資家は含まれない)
言語	日本語	英語	日本語、英語のいずれかもしくは双方
財務開示書類	日本の金融庁が定める様式	ユーロ様式	ユーロ様式の使用可 (取引所が様式を定める)
プログラムVS スタンドアロン	スタンドアロン (発行登録制度あり)	EMTN プログラム	MTN プログラム または スタンドアロン

8

こちらのページは、TOKYO PRO-BOND 市場の特徴を簡単に、公募のサムライと、ユーロ円債、そして TOKYO PRO-BOND のこの三つに分けて、簡単に比較しております。

最初の項目は、投資家という観点なのですが、基本的にサムライであれば、個人投資家を含むすべての投資家に日本で販売することが可能というたてつけになっております。ユーロ円債は、それに対して、基本的には適格機関投資家私募、もしくは少人数私募の形態で販売をします。私どもの TOKYO PRO-BOND の場合は特定投資家ということで、国内の、先ほどご説明した投資家層に加えて、非居住者が入ってくることができるというところで、投資家の層という意味では、サムライよりは狭いのですが、いわゆるユーロ円債よりは広いという認識でございます。

言語のところも、サムライはもちろん日本語で、ユーロ円は英語なのですが、TOKYO PRO-BOND に関しては、日本語、英語、もしくはどちらかでも、両方でも可能です。

財務開示書類は、サムライは、当たり前ですけど、金融庁が定めている様式すべてと。ユーロ円債に関してはユーロの様式。私どもは、取引所が定めている様式もございしますが、例えばユーロで使っている様式を基本的にそのまま使うことも可能にしています。

プログラム VS スタンドアロンと書いてありますが、サムライ債に関しては、発行登録制度がありますが、基本的には、スタンドアロンで出していただく。ユーロ円債の場合は、大体 MTN プログラムが多いのかなと。私どもの場合は、MTN のプログラム、そしてスタンドアロン、両方で可能です。もちろんプログラムを出していただいて、随時、いわゆる

るドローダウンという形で出していただくということも想定しております。

〔TOKYO PRO-BOND Market の特徴 (2)〕 (スライド 9)

TOKYO PRO-BOND Market の特徴 (2)

	サムライ債	ユーロ円債	TOKYO PRO-BOND Market
上場先	非上場 (日本の金融庁の開示システム: EDINET)	ロンドン証取、ルクセンブルク、シンガポール等	TOKYO PRO-BOND Market (TOKYO AIM取引所)
引受証券会社の法的責任	重 (有価証券報告書の参照)	軽	軽 (有価証券報告書を提出している旨の記載のみ)
発行までにかかる期間	初めて発行する場合に書類作成開始からクローズまでに要する期間は2か月程度	短	短
起債可能期間	狭	広	広
準拠法	日本法	英国法 等	日本法、英国法等 (限定なし)

9

次の2ページ目のところですが、例えば上場という観点で申し上げますと、サムライは非上場債、そしてユーロ円に関しては、例えばよくあるのはロンドン、ルクセンブルク、シンガポールなどでございます。私ども TOKYO PRO-BOND も、国内において、上場社債という形で扱いができるものになります。

引受証券の法的責任ですが、これはあくまで私どもの主観ですけど、サムライであれば、やはり有価証券報告書などを参照するという点で、それなりに重く、ユーロ円債に関しては、ディスクロージャーベースで比較的軽いと思います。TOKYO PRO-BOND も比較的ユーロに近い性格を持っておりますので、軽いと思っております。

発行までにかかる期間ですが、やはりサムライですと、どうしても、特に最初の発行体は、準備期間に相当時間がかかりますので、最低でも2か月ぐらいはかかると一般的には言われているようです。それに対して、ユーロ円も PRO-BOND も、すでにある書式を使うことができますので、発行に関しては相当時間が短縮できるのではないかと思います。

起債可能期間も、そういうことで、どうしても準備等々に時間がかかりますから、発行のウィンドウが狭いのがサムライ債に対して、ユーロや PRO-BOND は比較的その部分が発行ウィンドウとして直接とれますので、広いと思っております。

準拠法も、サムライは日本ですが、私ども PRO-BOND は日本法、英国法、どちらでも、もしくはほかでも使えます。

〔TOKYO PRO-BOND Market の特徴 (3)〕 (スライド 10)

TOKYO PRO-BOND Market の特徴 (3)

	サムライ債	ユーロ円債	TOKYO PRO-BOND Market
格付	S & P、Moody's、Fitch もしくは日本の格付機関 (JCR、R&I)	S&P、Moody's、Fitch	S & P、Moody's、Fitch もしくは日本の格付機関 (JCR、R&I)
通貨	日本円	非限定	限定なし (日本円以外も可能)
清算・決済	証券保管振替機構	ユーロクリア クリアストリーム	取引所規則による制約なし
売買	OTC	OTC	OTC
発行体の 費用	日本語翻訳費用の負担重い	限定的	限定的

10

この比較表の最後のページになりますが、もう一つ、私ども、PRO-BOND の特徴といたしましては、格付けを必ず取ってとっていただくという点です。では、誰の格付けが必要かという点、サムライですと一般的には S&P、Moody's、Fitch、もしくは JCR、R&I が入っています。ユーロ円ですと、さすがに海外の投資家が主流になりますので、S&P、Moody's、Fitch あたりが一般的な格付け機関として認知されています。TOKYO PRO-BOND の場合は、そのような背景も踏まえまして、海外であれば S&P、Moody's、Fitch、この 3 社。そして国内であれば JCR、R&I の 2 社。ですから、いま私どもがお願いしているのは、この五つの機関の中から、どれか一つ格付けを取得しているということが発行要件の一つになります。

通貨について、サムライは日本円ですが、私ども PRO-BOND は、基本的には限定はしておりません。もちろん、大半が円の発行になるとは思いますが、例えば理論的には元の発行も可能ですし、その国の通貨規制がない限り、ASEAN 通貨の発行も可能になります。

清算・決済について、サムライであれば、普通に保振（証券保管振替機構）を使う。ユーロ円債であればユーロクリア、クリアストリームというものを使います。私どもの場合は特に定めていない。ということは、例えば国内発行であれば、きっと保振さんを使うということになるでしょうし、仮にユーロのプログラムで発行するということになれば、ユーロクリアなりクリアストリームを使うということですので、あえて私どもで、どこを使うべきか特に定めてございません。

あと、実際の売買ですけど、これは市場のほぼ慣行となっておりますので、すべて OTC で行われるだろうと思っております。

最後に、発行体の費用も、サムライはやはり翻訳と人的コストが高い。ユーロ円債は比較的限定的。私どものほうも、そういう意味ではほぼ限定的だと考えております。

〔上場に関する料金〕（スライド 11）

上場に関する料金

料金	金額	金額 (2012年3月31日まで)	支払期日
○ プログラム上場料	200万円	100万円	プログラム情報の提出日の属する月の翌月末日
○ 新規上場料 (新規上場申請者がプログラム情報を提出しており、当該プログラム情報に掲げる発行予定期間中に上場する場合)	100万円と 発行額×0.5/10000 のいずれか小さい額	50万円と 発行額×0.5/10000 のいずれか小さい額	上場日の属する月の翌月末日
○ 新規上場料 (上記以外の場合)	200万円	100万円	同上

11

では、実際に TOKYO PRO-BOND に上場する場合に、一体どのぐらい費用がかかるのかというところを簡単にこちらの紙にまとめました。プログラム上場料というのは、基本的にはいま 200 万をいただくと考えていますが、実は今年の 3 月 30 日までは、とりあえずキャンペーンということで 100 万円をお願いしています。

新規上場料も、通常は 100 万と、発行額の万分の 5 ですが、これも 50 万で発行額の万分の 5 とし、新規の上場（単独）の場合も 200 万と 100 万で、いわゆるディスカウントしています。現にいま私どもが考えているのは、市場のフィーの流れ、例えばアジアの中のほかの市場、それから、やはり発行体にしてみると、為替レートの影響を受けますので、ドルベースで見た場合にどうなのかと考えると、いまの現状為替水準にすれば、結構私どものフィー体系は不利になっていきますので、このあたりも実は機動的に考えているところです。したがって、フィーのところも、アジアのほかの市場、もしくはヨーロッパのところと比較しても、フィーでなるべく負けるようなことはないようにしたいというのが、いま私どもの考えです。

いま、ざっと TOKYO PRO-BOND の市場の制度をご説明させていただきました。私も、いまいろいろと営業をしておりますし、証券会社の方にもいろいろと営業させていただいておまして、いくつか出したいという会社が見えてきているところでございます。そうはいつでも、逆に、まだまだユーロの危機の状況が落ちつかないということもあるので、ユーロ MTN を使った人たちがなかなか動きづらいところではございますが、投資家サイドからの話を聞くと、結構やはり投資意欲は高く、日本の発行体ではなくて、海外の発行体に目を向けて、積極的に行きたいというお話も伺っておりますので、比較的早いタイミングで1号の発行が出てくるのではないかと考えております。

私の TOKYO PRO-BOND の説明は以上であります。どうもありがとうございました。
(拍手)

○犬飼 村木様、大変ありがとうございました。

1-2. 「早稲田大学の取組みと日本とアジアにとっての意義」 早稲田大学教授 犬飼重仁

○犬飼 この後、私のほうからのご説明なのですが、パワーポイントは使いません。第二部でかなり詳しいお話をさせていただきたいと思っておりますので、第一部の私のお話は、非常に簡単な、ただいまの村木様のお話の補足をさせていただければと思っております。

ただ、パワーポイントを使いませんが、一つ資料としてはつけさせていただいております。これは、「アジア通貨・人民元建て国際債券関連部分提言の抜粋及び関連資料」ということでつけさせていただいておりますけれども、これに関する若干のコメントをさせていただきます。

先ほど村木さんのお話にありましたが、同じ上場／リスディングといいましても、株と債券では全く異なっています。株の場合だと、取引所で値段がついて、そこで取引をするということで、トレーディングまで取引所が行うというのが株の世界の常識ということになるわけですが、債券の場合は、取引所で取引をする場合も、若干は見られるのですが、大宗が OTC、いわゆる業者間の直接の売買、オーバー・ザ・カウンター取引ということになります。そのオーバー・ザ・カウンター取引を前提として、リスディングというものが存在します。

その場合のリスディングというのは、一体どういう意味があるのだろうか。いま村木さんから大変に詳細にわたるご説明をしていただいたのですが、これは、債券の場合には、リスディングというのは、プロファイリングとも言いますが、一つのいわゆる債券ないしは債券発行プログラムの情報を提供するというのが、最大の債券ないしはプログラムリスディングの意味合いでございます。

そして、情報を提供して、プロが誰でも買えるような状況をそこで作り出していくということが非常に重要になってまいります。そういう意味で言いますと、従来はそのような方式で債券発行プログラムが出せたのは、ロンドンとルクセンブルクということになります。そして 2005 年以降、アジアのシンガポールが急速にのしてまいりまして、シンガポールの SGX という取引所が債券のリスディングを急速にやり始めました。そしていまアジアでは、債券のリスディングといえば SGX しかないような状況になっております。

大体、国際的な債券をリスティングする場合は、ユーロ債の話ですが、いまお話をお聞きになられておわかりのように、これはユーロ債ではありません。というよりも、明確に、ユーロ債のような、ユーロ債と非常に性格としては似たものを持ってはおりますが、ユーロ債ではなくて、これをアジア債として出す、あるいは国内債として出すということが、東京でできるようになるということです。

そのことの意味合いが、一体どういうことなのかということは、前回も若干申し上げた通り、非常に大きいものがあります。すなわち、ロンドンでは内外市場一体型の、要するにオンショアとオフショアの市場を一体的に運営するということが通常です。

アジアにおいても、実は香港とシンガポールはそういう体制をとっております。これは、オンショア、オフショアの違いは一体何かというのは非常に深遠な議論になって、これからそのお話をするつもりはないのですけれども、要するに、プロが出てきて、プロがプロの間で取引ができる、特定投資家はその対象ですが、そのプロの間で取引ができる債券市場をつくるということができたからこそ、日本でそういう取組みが可能になったということです。これは、早稲田大学の2010年の前半にデットリスティング研究会を創設させていただいて、研究の成果ももちろんあるのですが、それによって枠組みを提言させていただいたその結果として、このような形でTOKYO PRO-BONDとして使っていただけるようになったことは非常にありがたいと思います。実は、そういうことができるようになったのは、先ほど小野さんのお話にもありましたが、政策当局のおおもとのところの動きがあったからこそであります。

それは何かといいますと、2007年の金融商品取引法の制定がございまして、そしてその翌年に、いわゆる、先ほどもお話がありました、第三の私募、要するに少人数私募、プロ私募に続く特定投資家私募の枠組みというものが、法律上可能になったということです。その法律上可能になった特定投資家私募の枠組みをつくっていただいたということが、今日のこの結果を生んだ一番おおもとの重要な部分であります。そういう政策判断、法律の新規の制定がなければ、現在の、こういうところには至っておりません。

したがって、このようにアジアの中で債券市場の話ができるこの一番おおもとのところは、2007年、2008年の段階の金融庁の法律改正にありました。そしてもう一つは、先ほど浦西さんからのお話でも、ウィズ・ホールディング・タックス（源泉徴収税）を、国債について海外の方が買われる場合に免除するけれども、民間債まではなかなか行かなかったというお話がありましたけれども、それが徐々に広がって行って、2010年までには、民間債、社債についても、非居住者が取得した場合のウィズ・ホールディング・タックスが課されなくなったということが非常に重要です。

そういう制度的な非常に難しい問題がいっぱいあったものを、金融庁さん初め、官民の方々のご尽力、ご努力のおかげで、こういうことが議論できる状況にいまなっているということが言えるのではないかと考えております。

それで、私がここで申し上げたかったことは、為替の話であります。これは小野さんも先ほど非常に重要なご指摘をされておられましたけれども、人民元建てや、その他のアジア通貨建ての現地通貨建ての債券を、日本の事業会社が出せるようになりたいという点であります。

お手元の私のペーパーを見ていただきますと、2ページ目に、「アジア通貨建て国際債発行の意義 提言本編 当該部分 抜粋」と載せてあります。これは研究報告を何回も、い

ろいろな詳しい概論ベースのものを 2010 年に出させていただいています。その中で言うておりますのは、日本の官民が持っている、特に民間の事業会社等がアジアの各国で持っているそれぞれの国の通貨建ての債券に見合うぐらいのものは、例えば同じ通貨建てで日本の事業会社などが債務をつくることを許してもらえるとということが必要なのではないかと、そういう提言をバイラテラルで各国としていったらいいのではないかとということも含めた提言をさせていただいています。

日本の場合には、一番重要なのが人民元ですが、従来はなかなか、日本の人民元建ての債券を日本の事業会社が出すということが難しいことでした。ただ、近年は少しずつ自由化をして、これは円の自由化のステップと非常に似たステップを中国もとっておりまして、少しずつ少しずつその自由化をしています。最近では、いわゆる「点心債」と呼んでおりますが、香港で、いわゆるユーロ債のような国外債の形をとりながら、人民元建ての債券を、非居住者にも一部認め始めているというのが、ここ近年の動きになっております。ただ、なかなか許可を取得するのが難しく、従来は、日本の企業が人民元建ての債券を出すというのは非常に難しいと言われていました。

そのようなことを 2010 年の段階で具体的に早稲田の研究会で提言をさせていただき、それが功を奏したのかどうかは、ちょっと直接的にはわかりませんが、実は私もびっくりしましたが、去年 2011 年の 12 月 25 日に野田総理が訪中をされまして、クリスマスプレゼントのようなものかなと思いますが、日中間で合意ができました。この中に、後ほど詳しく読んでいただくといいのですが、東京市場を初めとして、中国から見て、国内及び国外の——「国外の」というのは、いま申し上げた、香港の点心債市場でもいいし、あるいは TOKYO PRO-BOND 市場でもいいということをインプライしていると私には読めます。

ということは、TOKYO PRO-BOND の上場の中に、その発行プログラムを、例えば MTN プログラムをつくる中で、そのプログラムの中で人民元建てのオプションも可能であると。そして、日本の事業会社が TOKYO PRO-BOND リスティングの人民元建ての債券を自由に出せるような状況が、目前に迫っているのではないかと感じています。そういう意味では、これから具体的な詰めをいろいろする必要が出てくると思いますが、そういう取組みが、この TOKYO PRO-BOND の中に、近い将来の可能性として、実はいっぱい詰まっているということが言えます。

日本と中国がこういう形で合意に至りましたのは、財務省の国際局の皆さんのご尽力のたまものではないかなと私には感じられてならないわけですが、日本としても、なかなかいいニュースがなかったのですが、この局面でこういうニュースが出たということは大変にうれしい話ではないかなと私には思える次第です。

2011 年末、私の知る限りでは、あまり大きく報道されるようなこともありませんでしたし、本件がどのようなインプリケーションを持っているのかということも、なかなか議論をされるチャンスがないので、この後、第三部の議論の中でも、この通貨建ての問題等を議論していったらいいかなと思っております。

ちょっと時間の調整もありまして、第一部の私のお話はこれくらいにさせていただきますけれども、ぜひお手元の資料をお読みいただきたいと思います。そして、早稲田大学の取組み、あるいはこのプロジェクトの目的、取組みの具体的な内容等に関しましては、アペンディックス 2 の 2010 年 11 月の第一回のフォーラムの私の発言内容に詳しく述べさせていただいておりますので、ぜひそれをご参照をいただければありがたいと存じます。

1-3. 「日本版スクーク市場創設と TOKYO PRO-BOND 活用の可能性」 日本証券業協会 国際部 部長 椎名 隆一

○犬飼 それでは、続きまして、日本証券業協会の国際部部長であります椎名様から、「日本版スクーク市場創設と TOKYO PRO-BOND 活用の可能性」ということでお話をちょうだいしたいと思います。椎名様には以前から本当に、早稲田の研究会並びに ABMF のプロジェクトでもお世話になっておりまして、もうお世話になりっぱなしなのですが、今回のこのスクークのお話につきましても、実は TOKYO PRO-BOND を使ったスクークの枠組みを具体的に構想したらいいのではないかという、いわば震源地といえますか、リーダーシップといえますか、まさにそれをご発案いただいたのがこの椎名さんであります。その辺のお話もお聞きできるかと思えます。

よろしく願いいたします。

○椎名 日本証券業協会 国際部の椎名です。ABMF に関しては、ナショナルメンバーの一人として自主規制機関の立場でいろいろと発言をさせていただいております。本日は、「日本版スクーク (J-Sukuku) 市場の開設」と題しまして、今年 2012 年の 4 月にスタートする新しい市場の概要と、それに関連する TOKYO PRO-BOND Market の上場機能との関連及び ABMF での地域間協力を耐えるインプリケーションについてご報告いたします。

なお、これまでの日本のイスラーム金融へのかかわり、取組みについては、スライドの 3~6 ページまでに簡単にまとめてありますのでご参照ください。

本日は、時間の関係で、スライドの 7 ページ目の J-Sukuku 登場の背景とその仕組みから説明させていただきます。

(スライド使用)

〔II-1.日本版スクーク実現に向けた動き (1)〕 (スライド 8)

現在、イスラーム金融の市場規模は 1 兆ドルを若干上回る程度です。イスラーム金融のグローバル化に大きく貢献したのがスクークであると言われております。イスラーム金融では、債券 (ボンド) のような資金調達方法は、実は認められておりません。したがって、「イスラーム債券」という訳語は本来間違いなのですが、発行の形式が債券と似ているということもありまして、便宜上「イスラーム債券」と呼ぶこともあります。

マレーシアを中心とする東南アジアと中東の湾岸諸国で有力なシャリーア適格な長期資金調達手段として活発に活用されておりまして、発行額は、グローバル金融危機のときに多少減りまして、2007 年にちょっと落ち込んだのですが、それ以降また盛り返しまして、2010 年度は過去最高額になっております。

それから、その発行の大半、これは通算の数字ですけども、実は累積額の半分以上はマレーシアの発行体が出している。あとは UAE というアラブ首長国連邦、こういうところで大型資金調達がある。あと、サウジアラビアなどがあります。

そのスクーク発行に向けた動きというのは、アジア太平洋地域の非ムスリムの国でも広

がっておりまして、シンガポールや香港、タイ、韓国、それからオーストラリアでも、国内でのスクーク発行実現に向けた税制措置や法的枠組みづくりが進展しております。シンガポールはすでに 2008 年にソブリン・スクーク発行の環境づくりを終えまして、発行に踏み切っております。

こうした周辺国の動きの中で、日本には出遅れ感がありました。

〔II-2.日本版スクーク実現に向けた動き (2)〕 (スライド 9)

しかし、一昨年の 2010 年から、日本でも急速に日本版スクーク——以降、J-Sukuku と呼ばせていただきますが——の発行に向けた制度づくりが開始されております。

まず金融庁の動きを見ますと、2010 年の 7 月に、証券税制のあり方について検討を行うために金融庁内に設置された金融税制研究会におきまして、スクークの配当を利子並みに扱うなどの対応策を講じるべきだといった、イスラーム・マネーを日本に呼び込むための税制上の環境整備の必要性が指摘されました。そして、同年 8 月には、その税制措置に対する政策評価が行われ、金融庁による平成 23 年度税制改正要望として提出されました。その中で金融庁は、新成長戦略に基づく「アジアのメインマーケット・メインプレーヤーとしての地域の確立」に資する措置の一つとして「イスラーム金融に関する所要の税制措置」を国の政策として掲げ、国内でイスラーム債券（スクーク）を発行し、これを海外投資家が取得した場合の配当等を非課税とする措置を要望項目といたしました。

同年 12 月には、政府税調による激しい議論の末、承認されることとなりまして、平成 23 年度の税制改正大綱にその結果が盛り込まれました。

これらの結果、昨年、2011 年 5 月に、J-Sukuku に関連した税制改正を含む「資本市場及び金融業の基盤強化のための金融商品取引法等の一部を改正する法律」が国会で成立しました。また、同年 11 月には同法が施行され、その一部であります J-Sukuku の制度を担う改正資産流動化法も施行されました。

〔II-3.日本版スクーク実現のポイント〕 (スライド 10)

今回の J-Sukuku の制度づくりでポイントとなる点をまとめますと、以下のようになります。

まず、資産流動化法に規定される特定目的信託の社債的受益権を使った仕組みづくりであるということです。これは、日本法の概念としてスクークに最も近いのは「信託」なのですが、その場合に法人課税による二重課税を回避するためには導管性が認められる特定目的信託が最適なため、選ばれたわけです。

次に、J-Sukuku と通常の社債とのイコール・フットイングという観点から、いくつかの税制対応が行われております。後ほどもう一度触れますけれども、まずイスラーム投資家などの海外投資家が受ける J-Sukuku の配当を非課税とすることです。これは、2010 年 6 月に施行された新しい非居住者債券所得非課税制度、いわゆる J-BIEM と呼んでいますが、これとの整合性をとるということでもあります。

また、国内金融機関が受ける J-Sukuku の配当は、源泉徴収免除といたします。

最後に、今回の J-Sukuku は、イジャーラというリース形式の取引を裏づけとするスクーク発行を想定していますが、対象が、土地・建物などの不動産ですと、最終的に信託財産の買い戻しの際に、登録免許税と不動産取得税がかかりますので、それを非課税としな

いと経済合理性のある金融商品にならないということから、今回非課税措置がとられています。

〔Ⅱ-4.資産流動化法の改正と税制措置〕（スライド 11）

もう一度、制度の枠組みを整理しますと、二つの柱があります。一つは資産流動化法の改正であり、もう一つは税制措置であります。法律のほうは、昨年5月17日に成立し、11月24日に施行されております。それから、税制措置のほうは、「資本市場及び金融業の基盤強化のための金融商品取引法等の一部を改正する法律」の附則で定められております。

〔Ⅱ-5.特定目的信託に基づく(特別)社債的受益権〕（スライド 12）

J-Sukuku を支える法律の基礎概念について確認しますと、まず、特定目的信託という概念ですが、これは、「信託であって、資産の流動化を行うことを目的とし、かつ、信託契約の締結時において委託者が有する信託の受益権を分割することにより複数の者に取得させることを目的とするものをいう」という定義になっております。

それから、特定目的信託により発行される社債的受益権という概念があります。これは、「信託期間中の金銭の分配について、あらかじめ定められた金額（あらかじめ定められた金額が得られるものとして政令で定める方法により計算されるものを含む。）の分配を受ける種類の受益権」となっております。

さらに、今回の資産流動化法の改正で、新たな法律概念として出てきた特別社債的受益権というのがあります。これは、「社債的受益権であって、当該社債的受益権に係る特定目的信託契約に原委託者が特定資産を買い戻さなければならない旨の条件が付されているもの」であります。

〔Ⅱ-6.特別社債的受益権：オン・バランス取引としての構成〕（スライド 13）

特別社債的受益権についてもう少し詳しく見ますと、これは、「裏づけ資産が土地・建物等の不動産の場合に、通常国内で（資産買い戻しの際に）課税されます不動産流通税、これを免除する仕組みであり、特別社債的受益権は、社債的受益権に関する条件に加えて、仕組み上、purchase undertaking、つまり購入約束等が付されて、かつ、オリジネーターのオン・バランス取引として構成される必要がある」とされております。

〔Ⅱ-7.(特別)社債的受益権を用いたスクーク発行/期中配当/償還の仕組み〕（スライド 14）

J-Sukuku の発行スキームを図で見ることにします。順番どおり説明すると、以下のようになります。

まず(1)番ですが、オリジネーターは、特定目的信託の信託受託者に対して、信託契約に基づいて対象資産を信託する。それから(2)番目が、オリジネーターは、特定目的信託の社債的受益権を取得する。それから(3)番目ですが、オリジネーターは、投資家に対して社債的受益権を発行（譲渡）する。それで、投資家は、オリジネーターに対して社債的受益権の発行対価を支払う。それから(5)番ですが、信託受託者は、オリジネーターに対して対象資産をイジャーラの原則に従いリースする。それから(6)番、オリジネーターは、信託受託者に対して定期的にリース料を支払う。それから、(7)番ですが、信託受託者は、投資家に対して、(6)で受領したリース料を原資として社債的受益権にか

かわる収益の分配を行います。それから(8)番ですが、社債的受益権の償還時に、オリジネーターは信託受託者から対象資産を買い戻します。それから(9)番として、オリジネーターは、信託受託者に対して対象資産の取得対価を支払います。そして最後に、信託受託者は、投資家に対して、(9)で受領した対価を原資として社債的受益権の元本償還を行います。

〔II-8.平成23年度税制改正の主要ポイント(1)〕(スライド15)

次に、こうした基本スキームに対して税制措置がどこの段階で適用されているかを示したのがこの図です。

一つ目は、社債的受益権に対する配当等の非課税化であります。振替特定目的信託受益権のうち社債的受益権について、非居住者等が支払いを受ける収益の分配及び償還差益を非課税化。それからもう一つ、(内国)金融機関が支払いを受ける収益の分配について源泉徴収不適用ということになります。

2番目の特定目的信託の導管性要件の改正というのがありますが、これは国内募集割合を50%超とする要件があり、これを社債的受益権については除外するということになりました。

3番目の対象資産の流通税等に関する措置は、経済実質的な観点等から社債と同視し得るものとして資産流動化法に新たに位置づけられる特定の社債的受益権に関する信託について、信託終了時点で信託財産が委託者により買い戻される際の登録免許税及び不動産取得税の非課税化ということです。いわゆる、土地や建物の場合はどうしても物を動かすので税金がかかるのですが、一応そこを非課税にしないと意味がないということで、こういう措置がとられております。

〔II-10.非課税措置に関するサンセット条項〕(スライド17)

これらの税制措置で重要なことは、期限がついているということです。海外投資家に係る非課税措置は、2013年3月31日まで、登録免許税のほうは2014年3月31日までです。税制措置についての期限を延長または恒久化するためには、適用実績が重要です。適用実績が上がれば、さらなるイスラーム関連税制の拡張も視野に入ってくるわけですが、逆に発行の実績がないと、結局ニーズがないということで、税制措置が消えてしまう可能性があります。

〔II-11.日本版スクークを支える周辺インフラ(1)〕(スライド18)

ここで、J-Sukukuを支える周辺のインフラについてご説明いたします。今日のテーマでもありますが、東京AIMが運営するTOKYO PRO-BOND Marketに「社債的受益権」の上場が可能となっております。これは、先ほど犬飼先生からご紹介がありましたように、実はこの債券市場フォーラムの第1回目のときにパネルがありまして、私と、それから東証の当時伊藤さんという方がおられて、私が、国内スクークの発行の準備が進んでいるので、これは東証の東京AIMに上場してみたらどうですかと、実はそのとき言いました。それは、今回の資料の最後にそのときの議事録が載っておりまして、それが1年半ぐらい前に発言したのですが、それが実際、去年の5月にそういう措置を東証でとっていただきまして、入れていただいたということです。

ここに上場規程というのがありまして、これの第 25 条の 1 項 11 号に規程があります。ちょっとわかりにくい表現ですが、これは社債的受益権のことを言っております。

〔II-12.日本版スクークを支える周辺インフラ(1)〕(スライド 19)

しかし、ちょっと 1 点言わなくてはいけないのは、TOKYO PRO-BOND Market はすでに村木社長からご説明があったとおり、簡易なディスクロージャーと特定投資家向け私募という柱からなっています。プロにとって非常にディフェンスが高い市場でありますけれども、今回の J-Sukuku に関しては、1 点注意しなくてはいけない点があります。

というのは、TOKYO PRO-BOND Market は、そもそもスクークを扱うということを最初から想定してつくった市場ではありませんでした。また、今回の法制度を準備した金融庁さん側も、J-Sukuku が TOKYO PRO-BOND Market に上場されることはおそらく念頭になかったのではないかと思います。したがって、一応上場するという事になったのですが、結局両者で用意した制度が、若干整合性がとれていないということがあります。それは、スライドの赤のところでも示しているように、現行の特定目的信託に係る税制についての、実は導管性要件を満たすための条件とありまして、これは、税法上の機関投資家に販売先を絞る、いわゆるプロ私募の形にしないと導管性要件が認められない。もちろんそれは公募でもいいのですが、公募だとそもそも TOKYO PRO-BOND Market に入っていないから、私募ということであれば、特定投資家というそのやや幅広な投資家層のすべてには売れないという制限つきになっています。今後利用実績が増えればという前提ですが、手直ししていかなければならない部分であると思います。

〔II-13.日本版スクークを支える周辺インフラ(3)〕(スライド 20)

次に、周辺インフラとしては、証券保管振替機構(保振)の用意する振替決済制度が重要であります。日本版スクークは、前述した J-BIEM のスキームを含む一般債振替制度にのせることが意図されておりますので、現在保振さんのほうで、今年の 4 月の取り扱い開始を目標にいま準備が進んでおります。保振さんのこれまでの議論では、取扱いの基本方針として、現存のシステムのスキームを活用する。それから、「利子」等の用語は読み替える。それから、アセットベース型・アセットバック型は問わない。取扱いにおいてシャーリア適格かどうかを要件としない。国内発行に限る。社債的受益権の持分の数を金額とする、等々の指針が示されております。

〔II-14.日本版スクークを支える周辺インフラ(4)〕(スライド 21)

また、一般債の仕組みとして取り扱う際の論点として考えるのは、スライドに示すような点かと思いますが、詳細は省略いたします。

〔II-15.日本版スクークの留意点(1)〕(スライド 22)

次に、J-Sukuku の留意点としていくつか挙げさせていただきますと、今回の制度はイジャラ・スクークをメインに考えています。ということですが、平成 23 年資産流動化法施行規則の改正によりまして、匿名組合持分や民法上の組合持分、イスラーム金融の概念で言いますと、ムダーラバ(Mudaraba)やムシャーラカ(Musharaka)といったものの持分に相当するものも、限定的ではありますが、特定目的信託の信託財産とする

ことが認められております。

それから、スクークの裏づけ資産が、不動産の場合は、特別社債的受益権を利用するわけですが、この場合、元本償還期間が 20 年以下という縛りがあります。さらに、この J-Sukuku のスキームは日本独特のものであり、他国では、通常スクークとは、いわゆる信託宣言（デクレーション・オブ・トラスト）に基づく、いわゆる自己信託という形で発行されます。日本だけがこのような特殊な資産流動化法の枠組みを使って出しています。

それから、ストラクチャーに関しましては、去年 11 月の施行規則の改正で分割償還も可能になっております。それから、配当も、固定利付きだけではなくて、変動利付きも認められると。いわゆる LIBOR+ α という形の、それを「利息」と言うてはいけないのですが、そういう表示をすることができることになっています。

〔II-16.日本版スクークの留意点(2)〕（スライド 23）

それから、繰り返しになりますけれども、特に留意すべき点として、販売対象の範囲の問題があります。特定目的信託の導管性要件というのが非常に縛りとしてきてきてしまっていて、その販売投資家は、さっき言ったように機関投資家向け私募と一般公募の二つの方法しか認められていません。したがって、少人数私募はまず省かれるということと、TOKYO PRO-BOND Market の上場制度を使う場合は、特定投資家のうち機関投資家以外の部分については販売制限されているという点が、多少運用が難しいです。

それから、海外投資家の販売制限というのは、今回一応導管性要件の緩和で、100%海外に売ってもいいということになったのですが、誰に売ってもいいということではありません。「海外投資家で機関投資家に該当するもの」とあり、これは租税特別措置法施行規則の規定による機関投資家の範囲です。これは、実際はそが金商法の定義府令 10 条を参照しておりまして、ここに掲げる機関投資家の、それもすべてではなくて、その一部だと。具体的に言いますと、一定額の資本金・出資金または基金の額を有する第一種金融商品取引業、それから投資運用業、銀行業、保険業、信託業。それから外国の金融機関ですね。それから外国政府・地方公共団体・中央銀行・日本加盟の国際機関。それから年金基金となっています。

こう見ますと、ちょっと私も最初迷ったのですが、スクークの大口投資家であるイスラミック・ファンドというのは一体どこに入るのだということで、明示的に書いてありません。けれども、一応金融庁の人に聞いてみますと、ファンドの場合は受託者を見るそうです。ですから、受託者が、仮に投資運用業に当たるとか、あるいは信託業に当たるということであれば、機関投資家としてみなすことが可能です。

〔II-17.イスラミック・ファンドの市場規模(1)〕（スライド 24）

ちなみに、そのイスラミック・ファンドとは、イスラームの教義であるシャリーアの認める投資対象に投資するファンドであり、実態はつかみにくいのですが、ある調査機関によりますと、現時点で世界に 700 件前後ありまして、残高は 700 億ドル強であろうと。このスライドのグラフは、そのうちのエクイティ・ファンドの残高でございます。巨大な資金力を持っているソブリン・ウェルス・ファンド、いわゆる SWF は、イスラーム金融商品の投資をやっていないので、このデータには含まれません。それが入ったら巨大な金額になるわけですが、

〔Ⅱ-18.イスラミック・ファンドの市場規模(2)〕(スライド 25)

それから、ファンドの国籍を見ていきますと、中東のサウジアラビア、クウェートがかなりなシェアを占めていますが、ここにマレーシアというのがあります。運用業者と、それからファンドのドミナイルで見ると、4分の1ぐらいがマレーシアですから、アジアに実はイスラーム・マネーというのが大変多く蓄積しています。ですから、日本でJ-Sukukuを出すと、中東まで行かなくても、アジアあたりでさばけてしまうと思います。

〔Ⅱ-19.イスラミック・ファンドの市場規模(3)〕(スライド 26)

それから、これはマレーシアの中銀が発表している数字ですけども、シャリーア適格のファンド、イスラミック・ファンドは、公募の場合は、全体のファンドの常に大体1割ぐらいは占めております。それから私募ファンドになりますと、大体3割方はイスラミック・ファンドであります。こういうところが大口の買い手になる潜在的な先ではないかと思えます。

時間が押し迫っていますから後半の話に参りたいと思います。

〔Ⅲ-1.クロスボーダー取引を前提とした制度〕(スライド 29)

J-Sukuku と、国際間あるいは地域内協力の可能性という観点での話です。

J-Sukuku は、国内発行体がイスラミック・マネーをターゲットとして発行することが制度趣旨でありますから、クロスボーダー取引、換言すれば、国際間の協力を前提としている制度と考えられます。このように国内発行体がある海外の資金を集めようという明確な意図を持った債券スキームというのは、日本では歴史的にそんなにはないのではないかと思います。

一方で、ABMF に係る諸国では、世界最大のスクーク発行国であるマレーシアを初め、ソブリン・スクークをいま推進しておりますインドネシア、シンガポール、ブルネイ、あるいは法的環境を整えているタイなど、アジア域内にイスラーム金融、とりわけスクークの活用について強いモメンタムがあるということです。アジア債券市場の共通化を考える場合は、もはやスクークという分野は避けては通れない段階に来ていると考えます。こうしたことから、ABMF での各国債券市場の基礎調査でも、スクーク市場の整備状況を調査項目の一つとして入れていただきました。

日本で、今年の春スタートする J-Sukuku 市場は、こうしたアジアで展開するイスラミック・マネーフローと連動する可能性を持っていると。日本が、一方でアジアの Main Financial Market を標榜しているわけですから、当然スクークぐらい扱えるのだということを示しているのではないかと思います。

後ほど述べる海外発行体の J-Sukuku 市場の活用という観点でも、国際間の協力が不可欠です。アジアにおけるプロ向け債券共通市場の創設という、その ABMF のテーマにまさにマッチしているプロジェクトではないかと思います。

〔Ⅲ-2.国内発行の見通し〕(スライド 30)

ところが、いま、4月にスタートしようということで、保振の振替決済制度をベースに周辺インフラの整備が進んでおります。日証協でもいろいろな債券関係の自主ルールをい

まちよつと修正しております。

しかし、国内発行体の利用ニーズ、どれほどなのかということで、いま水面下で、金融庁さん自らがマーケティングをしておられるようなのですが、非常に難しいと言っております。それはなぜかという、全般的に日本企業の資本市場の資金調達ニーズというのが停滞ぎみであると言われております。先ほど浦西さんがおっしゃっていましたが、社債は大体 10 兆円ぐらいであり、ずっと横に続いていると増えていきません。それで、低金利ですから、間接金融が有利です。銀行に借りればよいということになります。それから、特にスクークでなくてはいけないという、そういう動機を持つ企業を見つけるのは非常に難しいというのが現実です。

本来、J-Sukuku というのは、日本の企業が発行体となって、外のイスラーム投資家に販売することによってイスラミック・マネーを日本へ誘致するという発想の制度なのですが、国内発行体を見つけるのは非常に難しい。だから、税制措置の有効期限内に発行体が見つからないと、その制度自体が消滅するということになります。先ほど言ったように、1 年や 2 年と、期間がすごく限られています。

そこでいま騒がれているのが、当面の打開策として、発想を逆にすればいいということ。つまり、スクークの発行を出さなくてはいけないところがあります。マレーシア政府であり、インドネシア政府であり、それに関連する発行体なのですが、その海外ムスリム国の発行体——正確に言うとオリジネーターなのですが——は出さなくてはいけないという立場です。ですので、スクークというよりは、サムライ債と同様の発想で、この制度を利用していただけないかということで、それで日本に持ってきて、日本の投資家に売って見たらどうか。本来日本はムスリムではないですから、そんなシャリーア適格の商品を買う必然性もないのですが、最近実は、ご存じのように、アジアの経済が好調で、ローカルな格付け機関であると思えますけれども、格付けも上昇しています。これは、いま欧米のクレジットが落ちていっている中で、非常に顕著にアジアのクレジットが上がってきているということもあります。

したがって、そういうところを利用すると、日本でももしかしたら売れるかもしれない。日本で買ってくれれば、一応この社債的受益権を使っただけであれば、制度を使用したということで、若干の税制の部分も使いますから、適用実績になります。

ただ、これから話すように、非常にチャレンジングな課題がいろいろありますので、それを地域間でともに考えていこうというのが私の発想です。

〔Ⅲ-3.海外発行体にとっての J-Sukuku 市場利用の魅力〕(スライド 31)

この逆のアプローチ(リバーズ・アプローチ)は、海外発行体にも非常にいいです。一つは、まず第 1 号案件をとる。マイル・ストーン・イシューですね、これで非常にレピュテーションを確立できると。イスラーム債を日本で出したということですね。それから、さっき言ったように、全般的に欧米のマーケットの与信余力というのが低下局面ですから、流動性に余裕のある日本から資金調達パイプを形成できると。それから、ちょっと解釈は分かれると思いますが、歴史的な円高局面ですから、海外発行体が円で調達するというのは、為替リスクをどう考えるかですが、円安時よりは円高時のほうが有利と考えることもできます。それから、国際協力銀行などでクレジット・エンハンスメントの、一応そういうサポートもあるかもしれないということです。

〔Ⅲ-4.逆転の発想：海外発行体による国内発行（サムライ・スクーク/ショークン・スクーク(1)）（スライド 32）

具体的にどのような仕組みになるかがスライドの絵ですけれども、これは直接発行のケースを示しています。日本の信託会社が海外のオリジネーター、実質的な発行体ですね、これとダイレクトにリース取引を裏で仕組みながら、社債的受益権を発行して、それを国内で転売します。一応 TOKYO PRO-BOND Market の制度も使ってやると。こういうことがまず考えられます。

これは、さっきスライド 14 で説明した基本的なスキームに国境を介在させるだけなので、ところが、国境を介在させることによって、非常に業務的な困難が伴うのは当然であり、日本の国内の信託銀行がこうやって海外の資産を直接管理運営できるかということで、ここに書いてあるように、海外資産を直接的に取り扱う業務対応の問題が出てくるということです。

〔Ⅲ-5.逆転の発想：海外発行体による国内発行（サムライ・スクーク/ショークン・スクーク(2)）（スライド 33）

そこで考えたのが、間接発行、あるいはリパッケージ・スキームです。これは、直接日本の信託会社、あるいは銀行が海外資産を取り扱うのではなくて、一度外で、普通のプロセスでスクークを発行してもらいます。それを発行した上で日本に持ち込んで再信託してもらってから社債的受益権を発行して投資家に売ると、こういうスキームが次に考えられます。

しかし、このときは問題があって、要するにアセットではなくて、そのアンダーライング・アセットがスクークに変身してしまうと、スクークって一体何なのかと。そのスクーク自体はデットじゃないと言われます。それは実務的な取引の中から得られる収益を還元するということなので、単なる金利を払っているわけではないのです。ところが、やはりスクークだけをアンダーライング・アセットにすると、一種の支払いを約束したような金銭債権と同じではないかということになってくると、シャリーア適格性というのが問題になって、結局日本で出すものはスクークもどきにしかならないと、このような問題があるかもしれません。

〔Ⅲ-6.(サムライ・スクーク等に関する)検討課題(1)〕（スライド 34）

以下、サムライ・スクークに関するいろいろ問題点を詰めておりますが、大きいのは、やはり信託会社の業務能力です。海外資産を直接扱うのは難しいのではないかと。資産流動化法というのは、その国内の資産を流動化することを念頭に置いていますから、当然、不動産であれば、その不動産の鑑定評価というのは定期的にやらなくてはいけないので、海外の資産を直接扱う場合は、その信託銀行は海外まで出て行って鑑定評価をするのかどうか、そういう問題があります。だからリパッケージにすればいいじゃないかというのですが、さっき言ったように、金銭債権と同じではないかということになると、ファトアというシャリーアの法律意見書、これがすんなり出るかという問題があります。

それから、このリパッケージにしてしまうと、J-Sukuku に用意された四つの税制がありますが、結局あれは全部使っているのか使っていないのか、よくわからない状態になっ

ているのですね。したがって、本当に適用実績と言えるのかなど。特に、日本人だけに売ろうとするとなると、海外投資家に向けたいろいろな税制優遇制度は全然使わないということですから、社債的受益権を発行したというだけではないかと。だけど、金融庁さんと水面下で話すと、それでもいいということです。それでもいいというか、それでもやはり実績にはなると。というのは、セカンダリーで海外投資家にその分売れる可能性もあるので、そういうことを考えると、税制が使われる可能性があるということではないかということです。

〔Ⅲ-8.(サムライ・スクーク等に関する)検討課題(3)〕(スライド 36)

時間がおそらく超過していると思いますので、大分あとのところは省きますが、あと、通貨の問題があります。ユーロ円建てで出してくれればいいのですが、現地通貨建てやドル建て等と比べると、結局円にスワップしないと日本で売れませんから、そうするとスワップすること自体が、カウンターパーティリスクの問題と、あと、シャリーア適格スワップでなくていいのかということがあります。つまり金利がついた通貨と通貨同士を交換すること自体が、シャリーアではおそらく御法度なので、いわゆるコモディティムラーバハという、いわゆる商品取引を介在したようなスワップ・アグリーメントがありまして、それをやらなければいけないのですが、それを日本の銀行が当事者として受けるのは、業務上やはり難しいかもしれないということです。

ちょっととりとめのない話ですみません。一応、時間が過ぎていると思いますのでこれで終了したいと思います。どうもありがとうございました。(拍手)

○犬飼 椎名さん、大変ありがとうございました。皆様、おそらく産みの苦しみがいろいろあるのだなということを実感していただきながらお聞きをいただいたのではないかなと思っております。

1-4.「新市場への期待と RAPS 活動の意義」長野・大野・常松法律事務所弁護士 早稲田研究会共同座長 築瀬 捨治

○犬飼 それでは、第一部の最後でございますが、長野・大野・常松法律事務所弁護士であられまして、早稲田の我々の研究会の共同座長をお務めいただいております築瀬捨治先生に、「新市場への期待と RAPS 活動の意義」と題してお話をいただきます。

お願いいたします。

○築瀬 こんにちは。ただいま紹介いただきました築瀬でございます。いまのお話で、シャリーア適格というのがあるようで、金利ではなくて事業活動の中から出てきた収益の一部を分配するというお話を聞いて、金融サービスをもう一度再定義して、国民に寄与する金融サービスとは何かということに、直接は結びつかないですけれども、いまある状況をもう一回考え直してみるとというのはなかなか面白いなと、いま思いました。

(スライド使用)

〔1.RAPS 活動とは〕(スライド 2)

私の課題は、RAPS「活動」とありますが、RAPS 勉強会で、も RAPS 研究会でもいいのです。名前が非常に変わってしまっていて、これ、犬飼教授が考えた案なのですが、それなりに歴史的な意味が実はあります。Research and Advisory Group というのは、これはわかります。Asian Inter-Regional Professional Securities Market (AIR-PSM) というのは、これは一つのコンセプトで、アジア地域でコモンマーケットをつくらうとすれば、各国の多様性を考えますと、リテール段階でのレギュレーション、あるいは慣行の一致というのはなかなか難しいだろうというのが背景にあります。それで、プロフェッショナルであればアジア地域各国共通の、国境を越えた Securities Market ができるのではないかと、そういう思いが裏にありまして、TOKYO PRO-BOND Market というのも、その延長線の中でつくって、アイデアとしては、東京だけではなくて、他の地域でも似たようなプロのマーケットができてくれば、それが重なる形で次第にアジア地域の中で国境を越えた資金移動、金融取引ができていくのではないかとという大きな考え方に基づいているものです。それで、最後の Self-Regulation というのは、日本でも自主規制機関があるわけですが、これも一応 TOKYO PRO-BOND Market が出来上がって、枠組みができました。それでは、具体的にどうその資金サービスが提供されるのかということ考えたときに、金融サービス仲介業者が、自らの行為規範をつくっていくという発想がなければ、アジア各国の多様性、アジア地域での多様性がありながら、その中でも一つの共通したマーケットをつくっていくためには、どうしても金融サービス業者が自ら自己を規律すると。必ずしも法律やレギュレーションで縛られているのでこうするというのではなくて、こういう金融サービスの行為規範にあるべきではないかということを考えていく必要があります、次のステップとして考えているのが「自主規制」という言葉なのです。

おいおい、いまの問題点はまたさらに敷衍するといたしまして、現在の参加者は、ここにありますように、金融機関、あるいは研究者等々ですね。30名余りなのですけど、いずれは、いまお話ししたように、韓国や中国等、ASEAN の国のプレーヤー、金融サービス業者も入っていかないと、クロスボーダーの慣行というのはできないだろうと考えておりますので、アイデアとしては、その参加者も増えていくことを想定して立ち上げたものです。

〔1.RAPS 活動とは (目的)〕 (スライド 3)

目的は、いままですでに申し上げましたように、ここにあるように、クロスボーダーのプロの債券市場の自主規制ルールと、市場慣行の標準化、それから規制のハーモナイゼーションというのは、地域的に多少違った規制があり得るのだけれども、それをどのようにハーモナイズしていくかというようなことを研究したいということです。

〔1.RAPS 活動とは (活動)〕 (スライド 4)

活動としては、最初には、当面 TOKYO PRO-BOND Market における起債及びファンディングプログラムのドキュメンテーション、あるいは関連自主規制ルールのひな形をつくって提案していきたいということです。

〔1.RAPS 活動とは (第 2 ステップ)〕 (スライド 5)

さらに、将来的には域内のプロ向けの債券市場の発展とおそらく歩調を合わせる格好に

なると思うのですが、それに必要な市場慣行を研究していくということを考えております。

〔2.RAPS 活動の意義と課題〕（スライド 6）

具体的に内容から考えますと、簡単に言うと、初めはまず東証グループの新市場の発展に歩調を合わせていこうと。それから 2 番目には、各国の法令はおそらく違います。けれども、その許す範囲で、その考え方に基礎を置きつつも、その認める裁量の範囲内でワーク可能なドキュメンテーションをつくっていくと。あるいは、自主規制による市場プラクティスをつくっていくと。そういう言い方もできるわけです。

〔2.RAPS 活動の意義と課題〕（スライド 7）

いままでのところが、RAPS とはどのようなのかというのをお話ししたのですが、これからはだんだん将来を見据えて、非常に難しい、一体これからどのように発展できるのかというのが、極めておぼつかない、多くの課題を抱えているわけですが、その一つとして、背景として、まずアジア地域の多様性をいまお話ししました。Common Market（共通市場）ということになると、担い手は当然金融サービス業者ですから、民間の市場参加者になるわけです。

そういう前提で、地域の多様性、あるいはコモンマーケットの担い手を考えていくと、この RAPS 研究会をこれからどういう問題があるだろうかということで考えていくと、第一に、ずっと継続していくというのは、とても私は大きなチャレンジだと思います。なぜかといいますと、政府、あるいはそれぞれの国の法律に基づいた政府の活動、立法あるいは行政を担う人たちではなくて、むしろ民間ですので、民間ですと、個別のディールをやらないと仕事になりませんから、それがあひながら、この活動を続けていくことは、それなりの本当の意味がなければ出来ません。それが（ハ）のところの実績の評価と活用になります。役に立つものでなければ、銀行員や社員を派遣して、そちらの活動に参加しておれとは上の人はいません。そこのところは役に立つようなことをやらなくちゃいかん、やっている本人も、役に立つと思わなければ意味がないわけです。役に立たないと思ったら、こんなことをやっていたら金融サービス業の本流から外れてしまうとなってはまずいわけで、やはりそこが一体になってやれるような仕事をやっていかなくてはならないし、成果を出していかなければなりません。これは並大抵のことではないと思います。

それが、（ロ）の具体的な目標の設定ということにもかかわると思います。

（二）に掲げましたのは、金融の世界では独禁法に違反しているのではないかということとはあまり言われたいのだと思います。最近、自動車部品で、アメリカでもえらい罰金を受けているところがありますけれども、こうやって業者が集まって一緒に会っていると、その“会った”というだけで、もうほとんどアメリカでは、具体的に何をしたということの証拠がなくても、推測で、おそらく反競争的なことを話題にして、話をつけたのだらうと、こうなるわけですね。いま金融関係ではそういうことはあまり言われていないのですけれども、世界の情勢から見ると、自由競争を守る、あるいは、これは個別のディールについてどうのこうのということではないので、おそらくコラプションや、アンタイプライマリーという話ではないと思いますが、国民から、非常に監視の目が強まっていることは認識して、責任を感じていかなくてはならないなと思います。これはどのようにクリアしていったらいいのか、これからの活動の内容、メンバーにもよりますが、皆さんのお知恵

をかりなくてはいけない話だと思います。

〔3.東証グループ新市場への期待と RAPS 活動の背景〕（スライド 8、9、10）

いままでの話でもう触れたところですが、RAPS 活動の二つのエンジンとしては、やはりアジアの実体経済発展に貢献できるのだということと、それから、もう一つは、それに伴って今回の東証でも開示規制の柔軟化というのがあります。ですから、プロだから任せようと。そうすると、任せられたのだったらしっかりやろうということになるわけですね。そういうところが一つの動機でありますし、2 番目には、これが市場の発展のために民間のイニシアティブによる自主規制と市場慣行の確立が求められると考えるわけですが、大きな背景としては、先ほど小野参事官のお話にありましたように、金融の規制、あるいは金融の秩序の考え方が、従前は、古典的には詐欺防止から始まったのだと思います。ボロアーの内容を開示しなさいというのは、だまさないでくださいねというのが始まりで、そのときに、もちろんこの債券を発行させて、ちゃんと返してもらえる、大丈夫かなと、そういうことまで国が、あるいは規制機関が踏み込むかどうかということは、当然一つの議論だったわけですが、歴史的にはそこには踏み込まないというのが考えでした。先ほどちょっと出た適債基準は、それすれすれの話かもしれないのですが、基本的にはボロアーに対してはだまさないようにきちっと開示しなさいと。金融サービス業者に対しては、詐欺的なことをしないで、基本的な民法という基礎的な法令があるわけですが、そのルールをきちっと守りましょうということが大きな軸でしたが、どうも最近見ていると、先ほど椎名さんの話にもありましたように、いまの課題、特に日本の課題は、いわゆる成熟した市民社会——投資家というより市民ですね——の金融に対するニーズをどう満足させていくかという問題に、徐々に踏み込んできているのではないかと私は感じております。

それは、実際の実務の中でも、依頼者の中に投資機会がないということで非常に困っていらっしゃる。あるいは、もっと自由に世界へ出て、いい投資先を自由に買いたい、あるいは通貨の投資も従前よりも自由にやりたいといった、ボロアーだけではなくて、投資する側のニーズが出てきているなと思います。

その分野になりますと、これを全部政府に任せておくというのはちょっと不可能だろうと思います。歴史的には、自由にすることによってクリエイティブな商品が開発されるという基本的な考え方があるわけで、それがどうしても必要なことになると、民間の自由度、あるいは柔軟な発想というのがどうしても求められる。その中でも、金融制度に対する信頼、あるいは金融秩序を確立するということになると、どうしても、金融サービス業者同士で自主的に行為基準を考えていかななくてはならないと、そういうニーズがあるのだろうと。そんなことを考えながらスタートしたのですが、具体的にどうするかというのは、本当にこれから未知数で、先ほど申し上げましたように、課題もあります。それから将来的にはどれだけのきちっとした組織が要るのか。あるいは、むしろないほうがいいのか。あるいは、全員ボランティアで何年もやってもらうというのは、それはベースとしては正常だろうか。むしろ、財政的な基盤やスタッフ等が要るのではないかと。そのときには、どのように組織づくりをするか。それをどのように政府の機関との関係を位置づけるかということが大きな問題になってきます。

アジア地域のほかの地域の方のお話を聞くと、どうやら自主規制機関といっても、政府

が主導で、もっとも日本よりもはっきりと政府の主導でやっているようで、そういうアジア地域の全体の中であって、これからどのように進めていくかということは、これからの大きな課題だと思います。金融庁の小野参事官もお話しされたように、市民あるいは国民のニーズに応える金融ということが大きな一つの課題だと認識されておりますので、目標は同じということで、民間側からも政府のほうの努力にあわせて、いい関係で協力する体制をつくっていきたいと思います。

〔参考〕（スライド 11）

あと、後ろのほうに「参考」として、こういう表題を、早稲田の GCOE ですね、そういう観点からも考えると、こういうのが考えられるのかなというようなことを書きましたので、後でご覧になってください。あるいは、懇談会でおいでになれば意見交換したいと思います。

以上でございます。ありがとうございました。（拍手）

○犬飼 築瀬先生、ありがとうございました。重要な課題を大変わかりやすくご説明いただいたと思います。

お待たせいたしました。ちょっと遅れぎみで申し訳ございません。それではこれから 45 分まで休憩とさせていただきます。

（休憩）

【第二部: ASEAN+3 の官民協力の枠組みによるアジア域内プロ向け共通債券市場創設に向けた ABMI/ABMF 活動の現状と展望について】

○犬飼 大変お待たせをいたしました。それでは第二部に入っていきたいと思います。

第二部では、「ASEAN+3 の官民協力の枠組みによるアジア域内プロ向け共通債券市場創設に向けた ABMI/ABMF 活動の現状と展望について」ということで、討議をしてまいります。

最初に、財務省国際局 地域協力企画官の岩井様より、ABMI と ABMF の意義について、お話をちょうだいします。

岩井さま、お願いいたします。

2-1. 「ABMI と ABMF の意義について」 財務省国際局 地域協力企画官 岩井和司

○岩井 本日は、アジア・東京 債券市場創設フォーラム 2 に出席させていただきます。ありがとうございます。財務省国際局 地域協力課の岩井と申します。

私のほうからは、ASEAN+3、13 カ国の大臣会議のプロセスで行っておりますアジア債券市場育成イニシアティブ、通称 ABMI (アブミ) と呼んでおりますが、これのこれまでの経緯並びに現状、また ABMI の主な成果を説明させていただきます。かつ、ABMF にも触れながら、最後に ABMI の目指す方向について話させていただきます。

(スライド使用)

[アジア債券市場育成イニシアティブ (ABMI)] (スライド 1)

まず ABMI の背景ですが、97 年、98 年のアジア通貨危機の以前は、アジア通貨がドルに対して実質固定相場であった中、米ドルでの、かつ短期で借入れをし、自国通貨で ASEAN 各国内で設備投資や不動産の長期の融資に活用していました。すなわち、通貨と、かつ期間でダブルミスマッチが起こっておりました。このような脆弱な金融システムのもとで、いくつかの国への通貨の信頼が大きく揺らいだことによりまして、急激な資本の逃避が起こり、それがアジア各国に広がっていったというのが、アジア通貨危機の背景でございます。

これらのアジア通貨危機の反省から、2003 年の 8 月、ASEAN+3 の財務大臣会議におきまして、アジア域内の貯蓄を、アジア域内の中長期的の投資へ活用するという、持続的な経済成長及び金融システムの安定化を図るために、域内の債券市場育成に取り組もうということに合意がされました。以上が、ABMI ができた背景でございます。

2003 年以降、この ABMI のもとで、アジア開発銀行の国際機関並びに政府系金融機関による現地通貨建ての債券の発行が促進されてきたこと等によりまして、域内の債券市場が形成されてきました。そのかいもあり、アジアの現地通貨建ての債券発行の残高は飛躍的に増えてきたということをご承知のとおりです。ABMI がこの域内の債券市場の発展、育成にある程度の貢献をしてきたかと考えております。

そして、2008年の5月、ASEAN+3の財務大臣会議におきまして、さらなる債券市場の発展に向けた新たなロードマップに合意され、それが現在に至っているという次第です。

〔ABMIの現在の検討体制及び主な取組〕（スライド2）

この2008年から始まりましたABMIのロードマップでは、アジア債券市場の発展に向けて四つの主要な分野を設定し、作業部会が中心となり、各課題に取り組んでおります。作業部会は、具体的にタスクフォース1から4までの四つと、それから技術支援チーム、テクニカル・アシスタンス・コーディネーション・チーム（Technical Assistance Coordination Team/TACT）の合計五つがあります。簡単に、そのタスクフォース1では現地通貨建ての債券発行の促進、すなわち供給面での取り組みを、タスクフォース2では現地通貨建ての需要の促進、すなわち需要面での取り組み、タスクフォース3が規制枠組みの改善、それからタスクフォース4が債券市場関連のインフラの改善をそれぞれ担当いたしまして、またTACTでは各国の債券市場の発展段階に応じた技術支援を実施しているという形で進めております。

〔ABMIのこれまでの成果〕（スライド3）

これまでのABMIの成果といたしましては、1番目に書いてあります2004年に立ち上げられました「アジア・ボンド・オンライン（ABO）ウェブサイト」の開設ということが一つ挙げられるかと思えます。このABOは、2004年に日本の資金拠出とアジア開発銀行の支援を得まして、域内の債券市場に関する情報やABMIの活動に関する情報をウェブサイトにて掲載し、常時アップデートを行っております。

また、ADBが定期的に四半期に一回、アジアボンドモニターを刊行してございまして、ASEANと韓国、中国、香港の債券市場について情報を発信してございまして、このウェブサイトへのアクセス数は年々増加しており、市場関係者、投資家から好評を得ているところです。

2番目といたしまして、信用保証・投資ファシリティ（CGIF）の設立が挙げられます。CGIFは、2010年の11月、ASEAN+3域内の社債発行促進に向けて、債券発行への保証というものを主な目的として設立されました。後ほど詳細を説明させていただきます。

3番目といたしまして、いままでメンションしてございましたASEAN+3債券市場フォーラム（ABMF）の設置がございまして、2010年の9月に域内のクロスボーダー債券取引に係る市場慣行の標準化、また規制の調和化を目的としまして、官民一体となったフォーラムとして設置されました。後ほど触れさせていただきます。

〔信用保証・投資ファシリティ〕（スライド4）

先ほど申し上げましたCGIFについてですが、CGIFはABMIのタスクフォース1、主にその供給面での取り組みというところで中心になって議論され、できてきた次第でございまして。

もともとこの債券発行の保証機関の設立という構想は、ABMIが設立されました2003年ごろから我々のほうで持っておりまして、この債券発行の保証によって、債券発行による資金調達が困難な企業の信用力を高め、債券発行を円滑化すること、あるいはASEAN+3域内の地場企業が、銀行からの間接融資への依存から脱却して、信用収縮の影

響を受けにくくするという事等をねらいとし、議論してまいりました。その結果、2010年の11月に、ASEAN+3とADBによる、当初7億ドルの出資で、ADBの信託基金としてマニラに設置されました。

昨年の10月に、JBICご出身で、前EBRDの西村氏がCGIFのトップでありますCEOに就任されまして、現在実務レベルのスタッフの人選、あるいは具体的な保証スキーム、保証料率、あるいは市場の保証ニーズの調査等を勘案した具体的なビジネスモデルというものを作成している段階でございます。かつ、CGIF自体も近々トリプルAを取得する見込みであり、このCGIFの保証を通じ、ASEAN+3域内の企業の現地通貨建ての債券発行が促進していくことを期待しております。

〔ASEAN+3 債券市場フォーラム〕（スライド5）

次に、ABMFについてですが、ABMFは規制の枠組みの改善を目指すタスクフォース3のもとで、市場慣行の標準化と域内のクロスボーダー債券に関する、その規制の調和化を促進する共通の場といたしましては、官民一体のフォーラムとして、2010年の9月に設置いたしました。ABMFの会合は、現在まで計6回開催され、昨年5月のASEAN+3の財務大臣会議での声明文でもメンションされておりますように、地域の官民双方の市場専門家にとって重要なフォーラムと認識されるようになっております。

実務上、そのABMFは二つのサブ・フォーラムからなっております。サブ・フォーラム1で各国市場の規制、市場慣行に関する情報の収集。また、サブ・フォーラム2では、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を進め、各国国債のトランザクション・フローチャートを解明してまいりました。そして、この2012年2月末までには、これらをまとめました包括的レポート（*）を、アジア・ボンド・オンライン等を通じまして公表する予定でございます。

（*）アジア域内で最初の包括的「ASEAN+3 債券市場ガイド」完成。

当研究所がその策定に協力し、当研究所所属犬飼重仁教授が編著者として参加した、1,532ページに及ぶ、アジア域内初の各国関連法制度面までカバーした域内11カ国の比較対象可能な、包括的「ASEAN+3 債券市場ガイド（ASEAN+3Bond Market Guide）」が完成し、アジア開発銀行（ADB：フィリピンのマニラ市に本拠地を置く国際機関）によって2012年4月4日に公表・公開され、当研究所のHPよりの閲覧も可能となっております。

http://www.globalcoe-waseda-law-commerce.org/CA_BMGS/index.html

このレポートを通じまして、実はこれまで、知っているようで詳細不明であったそのASEAN+3各国の債券市場の市場慣行や法規制、あるいは取引決済フロー等を網羅的に、また詳細に把握することが可能となりまして、例えばマーケット参加者間で存在しておりました認識ギャップの改善につながり、クロスボーダーの債券取引の促進に寄与していくと考えております。

今後、このABMFのさらなる活動によりまして、マーケット参加者や各国の自主規制機関を通じました市場慣行の標準化、そしてまた、やがては規制当局者間での規制の調和

化への動きへとつながりを見せまして、域内の豊富な貯蓄が域内の投資に活発につながっていくというクロスボーダー債券取引の促進ということが発展していくことを、我々としては期待しております。

〔ABMI の今後の課題〕（スライド 6）

最後に、我々この ASEAN+3 当局が現在検討しております ABMI の今後の課題について、簡単に説明させていただきます。

2008 年の ABMI ロードマップができてから 3 年がたちました昨年 5 月、ASEAN+3 の財務大臣会議におきまして、域内の著しい経済発展にかんがみて、ABMI の目的、それから資本市場を含む対象、並びに枠組みに焦点を置いて、ABMI の活動のさらなる改善策について議論を行うように、財務大臣からの支持がありました。これを受けまして、昨年 6 月以降、各国の事務レベルでの会合、あるいは大臣代理会議におきまして、その議論を現在も続けているところでございます。

今年の 5 月の財務大臣会議で、その活動の改善策の合意に至るということ、我々はいま現在目指しております。

では、具体的にその今後の活動課題につきまして、現在検討している具体的なものとしたしましては、実際にいま進めている CGIF、あるいは ABMF、あるいは RSI（域内決済機関）の設立を検討するというところでございますが、これらのほかに、今後、その ABMI を進めていく上におきまして、ASEAN+3 の当局者が重要だと認識していることといたしまして、いくつか挙げさせていただきました。

まず 1 番目としたしまして、効率的な債券市場に向けた市場インフラの整備がございませう。具体的には、一つ目としたしまして、やはり債券市場の基礎となる各国の国債市場の発展・育成。それからもう一つは、各国の債券発行、あるいはクロスボーダー債券取引を踏まえると、やはり格付け機関のアジアの、例えば協会組織であります ACRAA（アジア格付け協会）、これらと協働いたしまして、域内格付けの強化ということを目指していきたいと考えております。

次に、クロスボーダー債券取引の促進というものを考えておりまして、ABMF で作成し、公表予定であります総括レポートを活用いたしまして、今後 ABMF で規制等の標準化を図りやすいプロボンド市場をベースとした共通通債券発行スキームの創設を目指していきたいと考えております。また、債券取引時のトランザクション・フロー、あるいはメッセージ・フォーマット、市場慣行の調査を継続して行い、メッセージ・フォーマット、あるいは取引手続の調和化を通じました STP 化というものを促進していきたいと考えております。

次に、ASEAN+3 におきまして、やはり旺盛な国内消費等の内需を背景としまして経済成長を続けている国が、ASEAN ではたくさんございます。これらの持続的経済発展を続けるために、中小企業ファイナンス、あるいはオートローンとかクレジットカード等の消費者ファイナンスの分野における証券化というものが、やはり資金調達が多様化とか、あるいは資産の合理化、効率化を進めていく上で有効なツールかと考えております。よって、この証券化を用いたスキームを有効に活用しまして、中小企業の円滑な資金調達、あるいは内需の振興につなげていければと考えております。

最後に、現地通貨建ての資金調達の促進ということを考えておりまして、例えば国債を

使った流動性の供給のアレンジメントを実施するため、中銀間の協働を進めまして、クロスボーダーの国債担保というものを考えております。

例えば昨年11月末には、日本銀行とタイ中銀との協働によりまして、日本国債を担保としたタイ中銀によりますタイパーツの資金の供給策というものを開始しました。この施策は、例えばタイの洪水、被災地の日系企業に対しまして、金融サービスを提供しております現地の邦銀、あるいはその他の現地の金融機関の資金繰りにも資するものと考えております。

また、この現地通貨建て資金調達の促進といたしまして、先ほど申しました、設立されたCGIFの社債保証、社債発行の保証ということを早期に取り組んでいきたいと考えております。当然のことながら、これらの課題を促進していくためには、民間機関との一層の強調が不可欠と考えておりまして、できる限り共同して、これらの課題に取り組んでいきたいと考えております。

最後になりますけれども、これらの課題を実施していくに当たりまして、ABMIは域内の債券市場育成に貢献してまいりましたけれども、さらなるABMIの発展に向けたモメンタムを維持していくためにも、ABMI10周年記念セミナーというものを開催しようと考えております。具体的には、5月のADB総会、今年はマニラで開催される予定でございますが、このADB総会のワンセッションで開催予定でございます。今後、民間との強調が不可欠と考えられることから、同セミナーには民間の方々も広くお招きをし、各国の中央銀行、それから財務省当局者関係を含めまして、ABMIの施策、役割、あるいは具体的な成果につきまして、広く議論をしていきたいと考えております。

ぜひとも幅広いご参加をお願いしたく、最後に申し添えて、私の説明とかえさせていただきます。どうもありがとうございました。(拍手)

○犬飼 岩井さん、大変ありがとうございました。

2-2. 「ABMF 第1フェーズの活動成果と今後の展望」日本銀行（前アジア開発銀行エコノミスト・地域経済統合室）山寺 智

○犬飼 それでは、続きまして、前アジア開発銀行（ADB）エコノミスト・地域経済統合室、そしてABMFの直接のご担当でいらっしゃいました山寺様、いま日本銀行にお勤めでございますが、山寺様に、「ABMF 第1フェーズの活動成果と今後の展望」ということでお話をいただきます。

お願いいたします。

○山寺 ただいまご紹介にあずかりました山寺です。後で、犬飼先生、それからADBのコンサルタントとして活動しておられます乾さんのほうから、実際のこのフェーズ1に関する具体的な成果の話があると思いますので、私のほうからは、どういうねらいでABMFというものがスタートしてきて、その目指すもの、どういうものを目指しているのか、お話させていただければと思います。

(スライド使用)

〔Historical growth of Asian LCY Bonds〕 (スライド 2)

まず、このアジアのいまの債券市場がどういう状況にあるのかということについてお話をしたいと思います。イマージングというイメージがありますので、アジアの債券、債券市場があるのかどうかということを思っいらっしゃる方もいらっしゃるかもしれませんが、2003年、先ほど岩井さんのほうからお話がありましたが、ASEAN+3が債券市場を育成していきましょうと。アジア通貨危機のレッスンとして債券市場が重要であるということでABMIを始めたわけですが、そこから現在に至るまで、債券市場は6倍ぐらいの規模になってきています。

このチャートを見ていただきますとよくわかるように、2007年、2008年、このあたり、まさにリーマンショックのところで若干停滞はいたしました。以降、債券市場は順調に発展をしています。

通貨危機のレッスンというのは、銀行に依存し過ぎた金融システムが、何かショックがあった場合、そこが目詰まりをすると経済全体に影響を与えてしまう。そのために、資金仲介チャンネルを複線化する必要がある。そのために債券市場が必要であるということ。そして、もう一つのレッスンというのが、外貨に依存し過ぎる資金調達。それを変えるために、自国通貨建てのものをつくる。短期の資金調達ではなくて、長期の資金調達、それを行っていくのだということで、このABMIというものが始まりました。見てのとおり、今回の金融危機、このときには、いままでの努力が実を結ぶという形で、アジアでは債券市場が、ある意味スペアタイヤとして機能をし、赤の部分が国債、緑の部分が社債ですが、まさに社債市場についても発行残高が伸びるということで、資金仲介機能を果たしてきたということが、今回の危機の局面で明らかになっています。

〔Foreign Holdings of LCY Government Bonds in Select Asian Economies (% of total)〕 (スライド 3)

これは、各国の外人投資家の保有比率ということになるわけですが、アジアの債券を買うのだからかと思う方もいらっしゃるかもしれませんが、これを見ていただきますと、実はインドネシア、3割がもうすでに外人が保有をしているという状況になっています。

マレーシアも、アジアの通貨危機の後、規制が入り、為替の交換性がなくなってしまうということで、依然としてマレーシアの債券をトレードできるのかなと思う投資家もいらっしゃるかもしれませんが、それは2008年ぐらいから急速に自由化され、いまのところ外人保有比率は24%。圧倒的に日本よりも外人の保有比率が高い状況になっています。まさに、いまアジアの成長を取り込もうということで、さまざまな投資家がアジアの債券市場に入ってきているというのが、こちらのグラフからも見てとれると思います。

〔Bond Outstanding in Major Markets (USD billion)〕 (スライド 4)

このような状況なのですが、このアジアのイマージングの債券市場のローカル・カレンシー、現地通貨建ての債券の世界全体の市場規模の中において、いまどういう位置づけにあるかということを示したのがこちらのスライドになります。

イマージング・アジアの現地通貨建て債券は、いま大体9.3%のシェアを占めている。こちらは、フランス、ドイツ、イギリスと比べれば非常に大きなものになっている。当然、通貨も違うものをまとめたもので、一概に比較することはできませんが、もうすでにイマ

ーシング・アジアというのは、投資家から見れば無視できないアセットクラスになっているということが、こちらからわかると思います。

〔Barriers and impediments identified by the ABMI Group of Experts〕 (スライド 5)

このような状況にあって、今後のアジアの債券市場をどのように考えていくのかということで、実はこの ABMF を始める前段階として、Group of Experts、地域の専門家の方々に集まっていただいて、域内の債券市場に関する問題点について検証しました。そのときに一つの課題としてあったのは、やはり各国の規制という問題です。そうして、調べてつくったのが、このバリア・マッピング・チャートというものであります。

このチャートの見方ですが、横軸が、左側のほうに行くと民間の話、右側のほうに行くと、単純に言うと税といったような規制当局の問題ということになります。こういったさまざまな問題があるのでしょうかということではあるのですが、こちらのそもそもの問題について、下のところにあるインフォメーション・フローのギャップのようなものがある。各国、どういう制度の違いがあるのかということがよくわかっていない。それがまず根本にあって、また、各国の規制の問題があるのでしょうか。それをどのように変えていったらいいのか。これを変えていくためには、そのものを一つ一つ変えていくためには、まず一つ、サブ・フォーラム 1 ですが、情報のギャップがあるということになると、まず各国の規制をきっちりわかるように調べましょうということで、こちらを犬飼先生にやっています。

そしてもう一つ、サブ・フォーラム 2 のほうですが、この横軸で見ていった場合、税の問題について議論をするというのはなかなか、各国の主権の問題があって難しいわけですが、民間で議論できるようなもの、特にメッセージング・スタンダードや、その決済にかかわるもの、これはグローバルでも、ISO という標準化を進める中で民間としても議論をしているものですが、そういったことをアジアでも進めることによって、取引コストを下げ、そのトレードをしやすくなるであろう。そこはまずは民間で議論できるのではないかとということで議論を始めたのが、このサブ・フォーラム 2 ということになります。

〔Harmonization in Asia〕 (スライド 6)

このような考え方で議論を進めるわけですが、ここの中で一つ、コンセプトとして、アジアでクロスボーダーの取引を進めていくためにはどうやって考えていったらいいのか。各国、いろいろな制度の違いもある。考え方の違いもある。そういったものをどのように調和をさせて進めていくのかというときに、二つの考え方があるでしょう。一つは、当然ボトムアップの考え方で、各国の違いというものを、規制を一つ一つ合わせていくという、いま ASEAN が一生懸命やろうとしています。それから Mutual recognition (相互承認) ということで A という国と B という国、こちらの制度が、当局が一定のやり方で認めたものはお互い「よし」としましょうという、これも ASEAN がいまやろうとしています。こういったボトムアップのアプローチもあるのですが、これはなかなか時間のかかる話になります。

トップダウンは、それと比べると、何かアジアで共通した枠組みというものをつくれないか。それを見つけることができれば、それをトップダウンのものとしてつくることのできる。いままさに犬飼先生がやろうとしているところが、このトップダウンに係るアプ

ローチであり、アジアに各国の制度を調べる、各国の法制度を調べる、各国の発行のやり方を調べていく。細かに見ていく中で、そこに共通する枠組みというものが見出せることができれば、そしてそれをプロボンドに適用できれば、共通の発行ルールということできくり上げることができる、これを我々としてはトップダウンアプローチと呼んでいます。

〔Regional platform among experts〕 (スライド 7)

こういったことを議論するに当たってとても重要なのは、官民の協力ということになります。なぜかという、アジアでは、やはり「官」、規制当局の力がとても重要になります。その意味では、この ABMF というのはとてもいいたてつけであり、まず民間で主体的になって議論を行います。それを、ASEAN+3 という枠組みの中で、各国政府がそれをエンドースする。後押しをするという形になります。

単純に、各国それぞれの当局に行くと、壁にぶつかるかもしれませんが、ABMF で議論をし、ある一定の枠組みの中で推奨されたものというのは、一定の効力をもって各国当局もそれを考える、受けとめるということになります。

ABMF ではありませんが、具体的な例としては、例えばエミーブ (EMEAP)、ASEAN 5 と日中韓、それからオーストラリア、ニュージーランドでつくる中央銀行のフォーラムがあります。この EMEAP がつくったアジア・ボンド・ファンドというものがありますが、そこの中では、中国に対する投資については、キューフィ (QFII: Qualified Foreign Institutional Investors) の規制が一定面緩められている形になっています。そういう意味では、当局を巻き込んで何かやる場合には、ある一定の形で規制に風穴を開けることも可能である、そういう前例もあるという意味で、この ABMF というのはとても重要になってきます。

〔The vision of ABMF SF 1/ Sub-Forum 1〕 (スライド 8、9)

これがサブ・フォーラム 1 のイメージですが、発展段階で債券市場を考えるのであれば、まずは国内市場があります。次に出てくるのは、国内市場からのクロスボーダー。そしてさらには為替が自由化されればユーロマーケットというのができるでしょう。ただ、いまあるユーロマーケットのルールをそのまま持ってくるのではなくて、おそらく、アジアではアジア独自のやり方というのを欲しいと思う部分があるのではないかと。そういったものができれば、犬飼先生の言う Inter-Regional International Bond Market in Asia という部分ができてくるのではないかと考えています。

〔The Vision of ABMF SF 2/ Sub-Forum 2〕 (スライド 10、11)

それから、サブ・フォーラム 2 については、これは決済に関するスタンダードということになりますが、いままでは欧米で決まったスタンダードを受け入れる、これが当たり前だとアジアでは受けとめられていました。しかし、これだけ経済発展もして、それからいろいろなインフラも整ってくる。そうすると、我々独自で、あるべきインフラ、それからマーケット・プラクティス (市場慣行) といったようなものも考えるべきである。そういったものをインターナショナル・スタンダードとして打ち出していく必要があると考えます。

特に金融取引の場合は、メッセージングという枠組みがあるわけですが、ISO20022 と

いう、インターナショナルで決まっている枠組みがあります。これを使うことで、一定のベンチマークと置くことで、これを使った新たな提案というのもアジアでやっていくことができます。

例えば、いま金融メッセージというのはアルファベットと数字で通信のやりとりをするのは当たり前ですが、この ISO20022 の枠組みで行けば、例えば日本語と中国語のメッセージの交換というのもできるようになります。

そういった意味では、アジアに合ったやり方というものもつくり上げていこうと思っています。

[International experts and ADB consultants for Phase 1] (スライド 13)

ただ、いま申し上げたようなやり方、サブ・フォーラム 1 の共通ルールをつくりましょうといったようなこと、それから決済のスタンダードをつくっていきましょう、こういったことをやっていくためには、一つ一つ各国の実情を調べて、地道にその違いを明らかにしていかなければいけません。まさにそれをやったのが、このフェーズ 1 ということになります。

その意味では、配られている資料に、本当にほんの一部の抜粋ということで、アペンディックスとしてついていると思います。債券市場の比較分析ということになるわけですが、これがフェーズ 1 のサブ・フォーラム 1 の、本当の一部のアウトプットということになります。たしか 1,300 ページでしょうか、各国 100 ページぐらいずつありますので、そのようなマーケットガイドが出来上がっています。

[Overview of ASEAN+3 Bond Market Infrastructures] (スライド 14)

それから、後で乾さんから説明があると思いますが、各国の債券市場のインフラがどのようなになっているのかということも、フローチャートできちんと入れて、いわゆる売買がどのような形で決済されていくのかということもわかるようになりました。これはいままでわからなかったことです。

こういったことを一つ一つ積み重ねていくことで、新たなステップに入っていける。

重要なのは、実はこういう非常にいままでわからなかった知識というものを、本当にたまたまなのですが、この地域でいいコンサルタントを探していたら、犬飼さんと乾さんという形で、それがたまたま日本人であったということでもあります。ここのノウハウをうまく使っていけば、先ほど小野参事官がおっしゃったような、東京がコアとなってアジアのマーケットをつくっていくということも可能なのかなと思います。

シンガポール、香港、こういうマーケットはまさにアジアの金融市場ではあるのですが、そこでのルールは、やはり欧米のルールです。これからつくり上げていかなければいけないのは、アジアとしてのルールです。そういう意味では、まだ始まったばかり。ようやく各国の違い、同じやり方なのか、そういったことが、このフェーズ 1 のレポートによって明らかになるとと思っています。

以上、簡単にフェーズ 1 についてご説明をさせていただきました。また後ほど詳しいことはパネルのところでもお話できると思います。

以上、私のプレゼンとさせていただきます。(拍手)

○犬飼 山寺さん、大変ありがとうございました。後ほど詳しくまた山寺さんのお話の続

きをさせていただきたいと思います。

2-3. 「ABMF 第2フェーズの取組と日本の対応」東証グループ（TOKYO AIM 取引所 CEO）村木 徹太郎

○犬飼 続きまして、二度目のご登壇ですが、東証グループ、TOKYO AIM 取引所 CEO の村木様から、「ABMF の第2フェーズの取組と日本の対応」に関してお話をいただきます。先ほどお話がありましたように、ABMF のサブ・フォーラム1のチェアをしていただいております。

よろしくお願ひいたします。

○村木 犬飼先生、ありがとうございます。それでは、2回目ですが、よろしくお願ひいたします。

いま山寺さんからご案内があったとおり、サブ・フォーラム1のフェーズ1、そしてフェーズ2についてお話がありましたが、私としては、TOKYO PRO-BOND は全く関係なく、あくまで ABMF の議長職という観点から簡単にお話をさせていただきたいと思います。後ほど犬飼先生から詳しくいろいろなご説明があると思いますので、詳細はそちらのほうを聞いていただければと思います。

（スライド使用）

〔フェーズ2の目的と今後のアプローチ〕（スライド1）

まず、「フェーズ2の目的と今後のアプローチ」というところですが、まず一番私どもが念頭に置いておりますのは、クロスボーダー、そして ASEAN+3、この中で横断的な債券の発行市場、そして投資を促進するということです。

その中で、今回プロ向け市場、いわゆる適用除外市場というものを創設しておりますので、この枠組みを使った発行市場の検討に絞っていると。いろいろな可能性があると思うのですが、いま現に存在していない市場を想定してもなかなか難しいので、まずはある制度の中で、どのような横断的な発行市場ができるかという観点で検討をすることにいたしております。

〔フェーズ2の成果物のイメージ〕（スライド3）

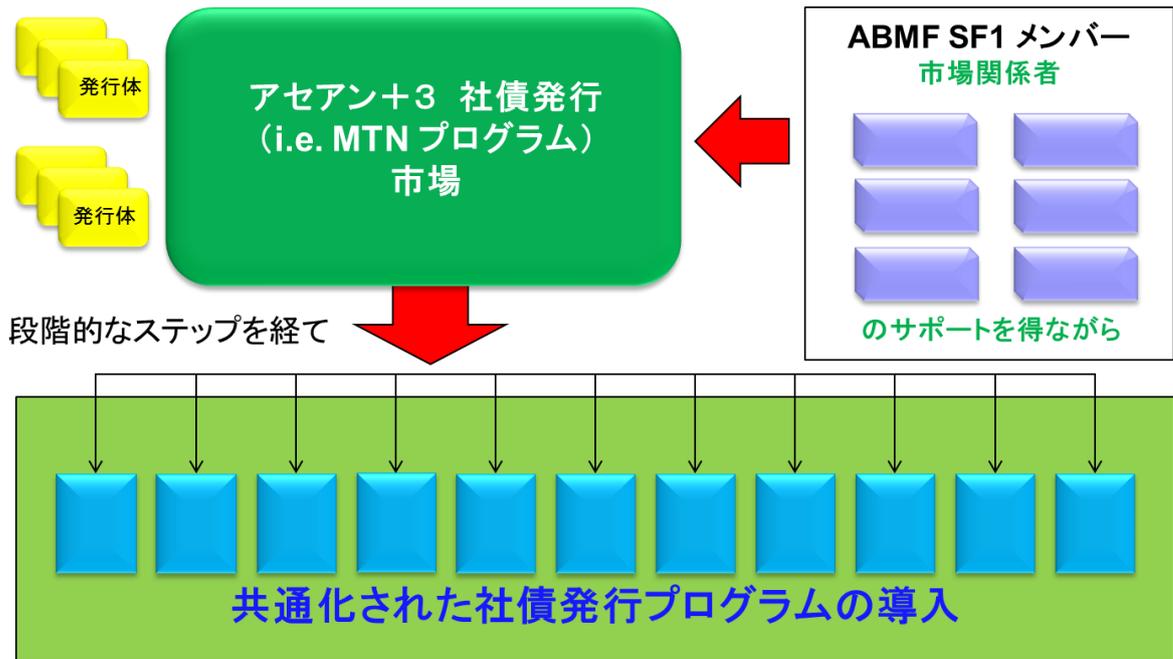
では、フェーズ2の成果物のイメージとは何か、というところですが、理想的な成果物としては、債券発行にまず必要なドキュメンテーション、いわゆる一つのひな形のドキュメンテーションがあれば、TOKYO PRO-BOND でも、ASEAN の市場でも、プラス3でも、どこでも行けますよと、そういう大変利便性の高いものができたらいいよねというのが、いま私どもが理想的に掲げている成果物のイメージです。

具体的には、ではどのようなものがひな形になり得るのかということで検討を進めている次第ですが、一つは、MTN プログラムというものが、ユーロであったり、グローバルであったり、またはシンガポールであったりするもので、そういうものを一つの参考としながら、それらをアジア向け、もしくは TOKYO PRO-BOND 向けに直していく。そうして、

アジアで共通化していく、というところを一つのゴールセッティングにしております。

[ドキュメンテーションの標準化] (スライド 3)

ドキュメンテーションの標準化



3

では、ドキュメンテーションの標準化といった場合に、どんなことを我々フェーズ 2 でしていくのかということ、概念的に書いたものがこのページになります。

右側の紫の箱、ここがまさに ABMF のいろいろな市場関係者、そして政府関係者の方々がメンバーとして入っていただいております。彼らの意見をいろいろと聞き、制度の側面も聞きながら、それを具体的なプログラムとして考えていく。そして将来的には、それを段階的なステップを経て、個別の社債発行プログラムとして各市場で導入していく。ここまで行ければ大変すばらしいのですが、これらが、我々が一つの理想形とする最終形の市場の形ではないか思っております。

[債券市場成就に向けた前提] (スライド 4)

それらを考えていくと、そういう横断的な市場を成就するためには何が必要なのか、前提になっていくのかというところが、こちらに書いてある三つのポイントです。

最初に、いままで以上に、もちろん ABMF の枠組みの中で、各国のいろいろな協力、アドバイス、コメントなどいただいておりますが、具体的になればなるほど、そのおのこの制度をしっかりと見ますし、進化していきますし、そういうものをさらに議論をして、何がボトルネックになっているのか、何が共通化した場合にメリットになるのかということ、それをさらに議論をして、そして規制機関、そして政策立案の関係者などとの、いわゆる共

通理解、相互理解を深めながら、さらに進めていく必要があるのかなと思っております。

そして二つ目が、「共通項の認識」と書いてございますが、プロ投資家のコンセプト、もしくはプロ向け市場（適用除外市場）の条件が、やはり各国において違ってきます。我々としては、これらをなるべく統一して、投資家のプロファイリング、定義も統一していく必要があるのかなと思いつつながら、その半面、やはり国々に彼らの規制、制度、もしくは市場慣習など違いますので、そのあたりも、我々も全員勉強し、理解しながら進めていくというところが、フェーズ2で特に行われるところではないかと思っております。

最後には、今後の進め方として、現実的なアプローチが必要ですよということになります。当面は、各国において現行法の制度の中で進めていく。簡単に申し上げますと、一気に法律を変えることはなかなかできませんので、まず何が各国の現行法制度の中でできることなのか。そして、仮に将来的に何かしようとした場合に、いまどういふところが制度的、法制的にボトルネックになっていくのか、何を変えなくてはいけないのか、そこまで議論を各国とできるようになってくると、それは相当進歩しているのかなと、個人的には、感じられると思っております。

ですから、そういうところで将来的な可能性を残しつつ、まず法制度を変えることを、当初のステップではまず目指さないと。まずは議論をして、相互理解を深めて、何がみんなにとって一番いいのか。やはり誰かがウィンということはあるので、みんながウィン・ウィンになっていく、そんなことを念頭に置きながら議論を進めていくことを考えております。

〔期待される成果〕（スライド5）

「期待される成果」ということで、勝手に書いておりますが、やはりメンバー各国の協力を得ながら、各市場において、一般的かつ多面的な目的とゴールを定義すると。ある意味でわかりにくいかもしれませんが、やはり各国の事情や慣習が違いますので、誰かの常識や、誰かのゴールセッティングを押しつけることはできないと思っております。したがって、おのおのの国を尊重しながら、何がアジアの債券市場として理想形なのかというところをさらに深めていきたい。かつ、法律と制度が違う中において、独自の取組みが必要になりますので、最終的には、全体の多面的な、横断的な市場というものが欲しいのだけど、各国におけるロードマップというものもやはり必要になります。ですから、やはりこういうところも議論をしていく必要があると思っております。

そして最後ですけれども、個別の論点ごとに、きっと単独、相対ですね、国と国、もしくは複数の国、もしくは ABMF の中でいろいろな国が同時に議論をする、いろいろな会議体を持ちながら、きっと議論を進めていく必要があると感じておりまして、その結果を将来的にフェーズ2が終わるという段階で報告書にまとめるとが、いま私どもが、今年の終わりに目指す一つの成果の形ではないかと思っております。

以上が私からのフェーズ2に対する取組みと成果物のイメージ、それから進め方に対する考え方でございます。どうもありがとうございました。（拍手）

○犬飼 ありがとうございます。

2-4. 「ABMF 第2フェーズの具体的課題」 早稲田大学 法学学術院教授 犬飼 重仁

○犬飼 それでは、いまのお話につきまして、私のほうからお話をさせていただければと思っております。

(スライド使用)

〔Contents〕 (スライド2)

私からお話しさせていただくのは、統合化されたアジア域内共通プロボンド市場をどうやって創設するのか。また、各国国内市場における自主規制機関の重要性というのはどんなものなのか。そして、今後、2月1日から実は第2フェーズが始まりましたが、いまの予定では、来年の12月まで、1年と11カ月の予定で始まりましたそのフェーズ2の活動がどうなのかと。そして、想定されるその中での討議事項はどのようなものかということをご報告したいと思います。

〔1.統合化されたアジア域内共通プロボンド市場を如何に創設するか?〕 (スライド4)

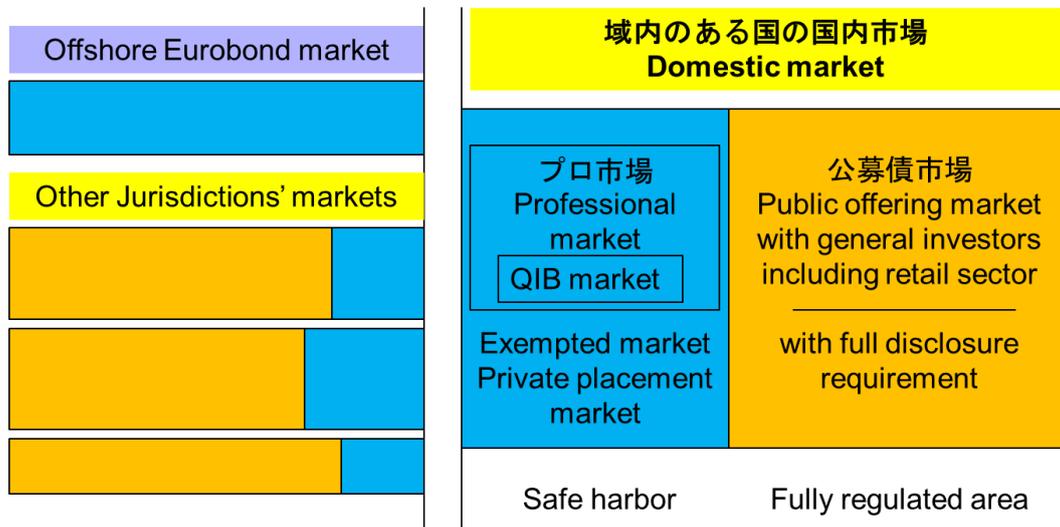
まず、アジア域内の共通のプロボンド市場を創設するために欠かせない条件というのは一体何なのだろうというところから入ってまいります。

〔最初に強調すべきこと〕 (スライド5)

最初に強調すべきこと、これは先ほど山寺さんがトップダウンアプローチと個別のアプローチ、**Mutual recognition approach** というお話をされましたけれども、実はその後いろいろ議論をしていって、**Mutual recognition approach** が非常に重要だという流れになっております。つまり、その両方が実は重要であるという話になってきています。各国が **Mutual recognize**/相互認知し、かつ受け入れ可能なフレームワークに至るように、域内の国内市場との間のクロスボーダー取引を、相互に許容するようなやり方..ということが重要であるというところから出発しようと思えます。

〔適用除外市場 (Exempted market) vs. 全面開示市場 (Full disclosure market)] (スライド6)

適用除外市場(Exempted market) vs. 全面開示市場(Full disclosure market)



6

こちらの表は、先ほどから何回も出ておりますけれども、国内市場が全体としてあるなかで、例えば日本の公募債市場はこの黄色のところですが、各国ともこういう公募債市場を持っているわけです。ところが、公募債市場についてのいわゆる **Exempted transaction**、あるいは **Exempted security** ということ、**Exemption**(開示免除)がある市場、これがプロ市場ですね。アメリカでいえば 144A 市場とか **QIB** 市場と言ったりしますけれども、そういうプロ市場と公募債市場が各国によってどのようなたてつけになっているのかというのが、今回の市場調査でほぼ明らかになってまいりました。

したがって、その中で、この各国のプロ市場に相当する部分について、A 国の状況がこうで、B 国の状況がこうで、C 国の状況がこうで、D 国の状況がこうであれば、それらを結びつけるということを考えていいのではないかと、ということになります。

そして、先ほど来てきております、ユーロ市場、ロンドンや EU でもともとあった市場、特にロンドン中心のプロの債券市場が、ユーロボンド市場なわけです。ユーロボンド市場自体はオフショア市場とずっと言われていましたが、ロンドンはオフショア・オンショア一体型市場です。そういうものにすぐには至らないのですが、全体のアプローチをすすめる中で、そういうものにだんだん近づいていくのではないかと、ということです。

あと、ここに **Safe harbor** と書いてありますが、これは規制が及ばないという意味、ある種そういう意味も含まれているわけですが、べつに税金逃れするとか、規制のがれをするという意味ではありません。ただ、それは、公的にちゃんと認められた上での適用除外取引市場、あるいは適用除外証券というものが実際に存在するという意味でございます。

ただ、国によっては、適用除外市場がない国があるのです。というのは、ASEAN+3 を回って話をしますと、パブリック・オファリングの市場はレギュレートしていますよと。だけど、プライベート・プレースメント市場は勝手にやる取引なので全然関知してませ

んということで、規制のいわゆる真空地帯、バキュームが生じている。そのバキュームに乗ずることはやはりよくないと思います。そのバキュームの状態を、適正な規制、規律の上に乗せていくということも同時に必要になってくると思っています。

[米国証券法サマリ] (スライド7)

米国証券法サマリ

Offshore market	国内市場(Domestic market)		
<p>Regulation S, Off-shore Offering</p> <p>[offer for sale to U.S. residents is prohibited within primary selling-restriction period (40 days) in US, in principle]</p>	<p>Rule144A, Private Placement</p> <p>["QIBs" (equivalent to a specified institutional investors in Japanese term) only, can be in resale between QIBs only]</p>	<p>Regulation D, Private Placement</p> <p>[accredited investors (AIs) (equivalent to qualified institutional investors in Japanese term) only and prohibition of resale, in principle]</p>	<p>Public Offering</p> <p>[SEC registered offering]</p>

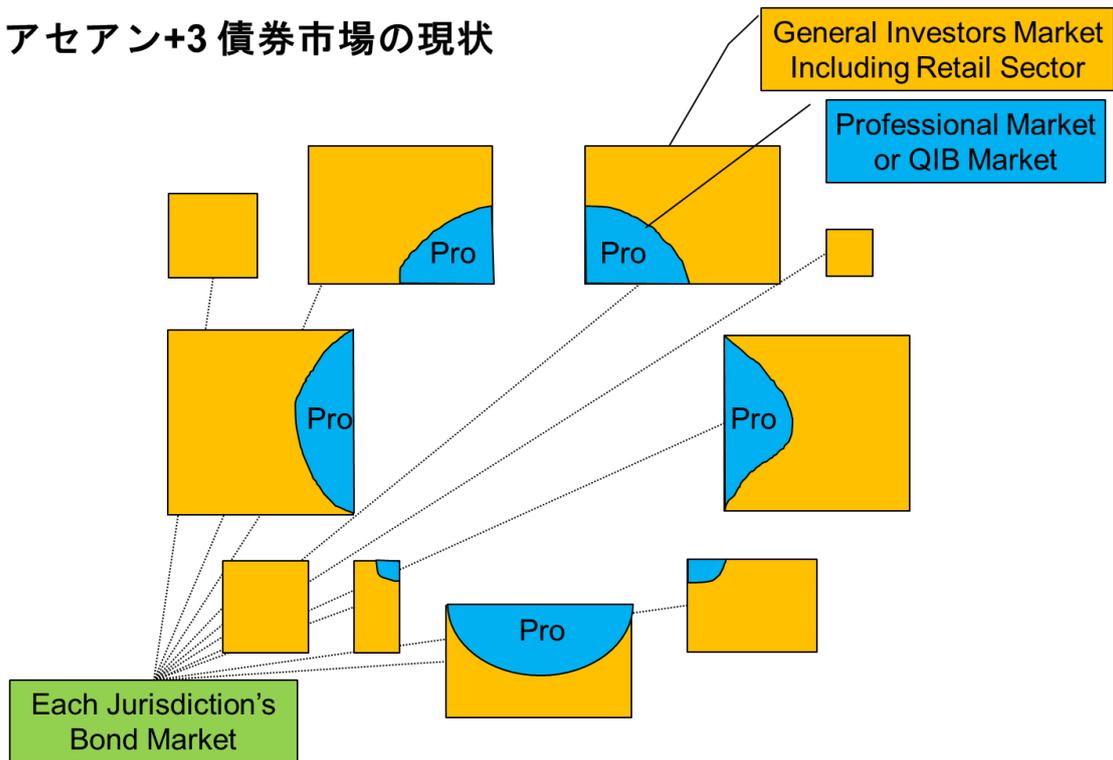
7

この米国証券法のサマリの部分は、後ほどパークレイズキャピタルの鈴木さんのほうから詳しくご説明をいただきたいと思っています。パブリック・オファリングの市場に対して、さっき申し上げたプロ市場、アメリカでいえば米国の国内のプロ市場、Rule144A 市場、Private Placement、QIB 市場と言っていると思いますが、これは国内市場です。

それに対して、アメリカの場合には、Regulation S というのが存在しまして、これは昔の日本における還流制限みたいなものですね。要するに、アメリカの国内の外で発行した証券は、普通じゃアメリカの国内に持ち込ませることはしませんよということが、この Regulation S の眼目であります。40 日間は還流制限が禁止されている。それで、ユーロ債はほとんどが Regulation S に見合うようなたてつけをできる余地を残すようなドキュメンテーションをつくっている。これもユーロ債によっていろいろな段階がありまして、一様ではありませんけれども、そのような扱いになっています。後ほど鈴木さんから詳しくご説明をお願いします。

[アセアン+3 債券市場の現状] (スライド8)

アセアン+3 債券市場の現状



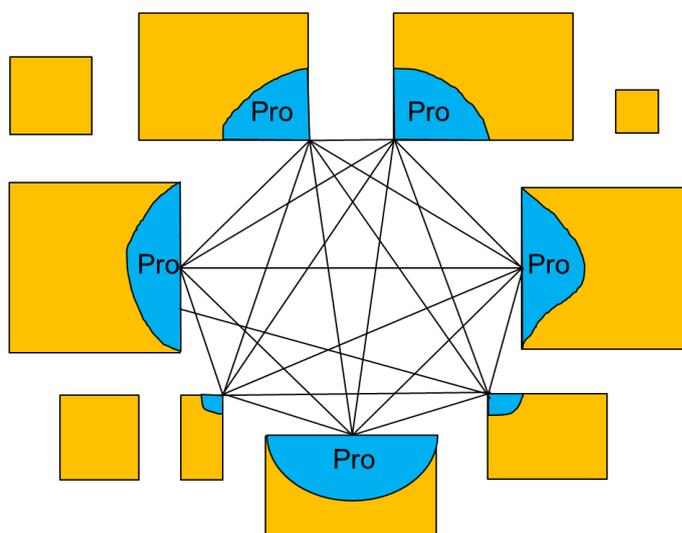
8

それで、現状は、ASEAN+3 の国々の状況が、各国の完全レギュレートされた黄色の部分とプロ市場の部分とがあるとします。そうすると、そういうものがいまばらばらに存在している。Each Jurisdiction's Bond Market——Jurisdiction というのは、香港というのは国ではなく中国の一部地域ですから、そういう意味では、管轄地域ということで、国の代わりに Jurisdiction という言葉を使っているわけですが、それぞれがばらばらに存在している状況があります。

[域内各国各地域に存在するプロ市場の要素を相互に結び付けることで・・・] (スライド 9)

それを、実はこうしたい。要するに、相互に結びつけたいと。さっきの言葉だと、Mutual recognition ということになるのですが、域内各国・各地域に存在するプロ市場の要素を相互に結びつけることで、共通の Safe harbor をつくり出すことが可能になるのではないかとというのが、一義的なアプローチになります。

域内各国各地域に存在するプロ市場の要素を相互に結び付けることで・・・
Connecting the professional market elements in the region to each other...



共通のセーフハーバーを作り出すことが可能となる。
...can create a common safe harbor.

9

[最終的に、・・・] (スライド 10)

最終的に、統合化された域内共通のプロ向け債券市場を創設することができる。
We can, thus, create an Integrated intra-regional professional bond market!



10

そして、最終的には、そういうアプローチを続けていくことによって、最終的に統合化された域内共通のプロ向け債券市場を創設することができるだろうと。

ただ、ここで重要なのは、互いに一個一個相互に結びつけていけばそれでいいのかとい

うと、必ずしもそうではありません。逆に、それだけだとできることには限りがあるかもしれない。しかし、ビジョンと一緒に持って、包括的なアプローチと相互にやっていくということが大事なのではないかなということです。

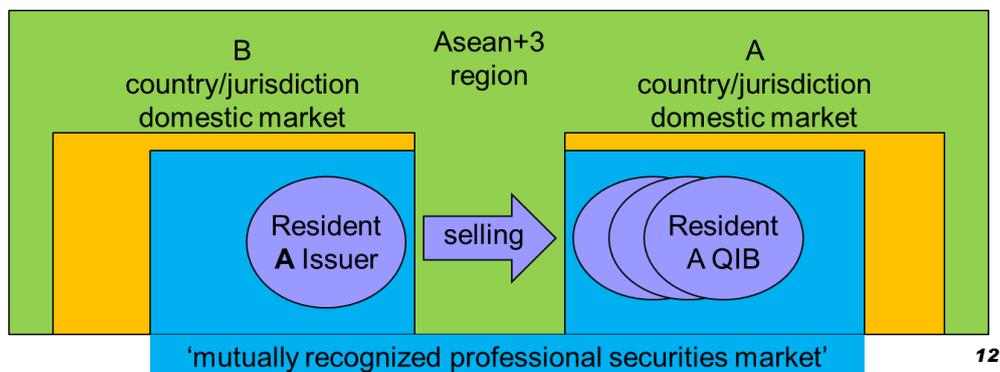
〔どうやって各市場を結び付けるのか?〕 (スライド 11)

どうやって各市場を結び付けるのか。今回提案の相互認知アプローチでは、プライマリーとセカンダリーの両市場での“プロフェッショナル証券”のクロスボーダーのフローが許可される必要があるということですが、では、具体的にどうやるのといったときに、二国間の相互認知 (相互合意) に基づく制限免除というものが有り得るだろうと。この辺もバークレイズキャピタルの鈴木さんのお知恵を大変に拝借しながらつくっていったものでございますけれども、詳しくはまた追ってお話をいただけますと思いますけれども――。

〔二国間 (A と B) 相互要合意事項 (1)〕 (スライド 12)

二国間 (A と B) 相互要合意事項(1)

1. B国プロボンド市場で起債されるA国居住者債に関するA国プロ投資家への販売制限免除、ならびにその逆も免除。
Selling restriction on QIB in jurisdiction A to invest in resident A issuers' securities issued in 'mutually recognized professional securities market' in jurisdiction B to be exempt.



例えば ASEAN+3 の中に二国間、A と B があるとして、投資家がいるのが A 国で、この Jurisdiction のプロに、QIB に売ると。それで B の国がいわゆる証券の発行地ですね。そこに、A 国の発行体が B の国に行って、B 国で債券を発行して、それを A 国に売るといふことがあるでしょう。そのときに B 国のプロボンド市場で起債される A 国居住者債に関する A 国プロ投資家への販売制限免除、並びにその逆もあり得るといふことをやらないといけませんね。これを相互に認知し、合意をする必要があります。

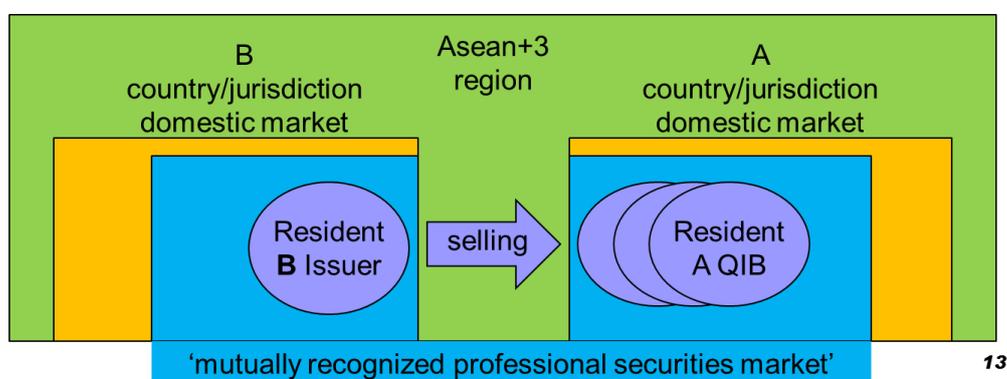
〔二国間 (A と B) 相互要合意事項 (2)〕 (スライド 13)

次は、非常に似ているのですが、ここが B に変わるだけです。(Resident B Issuer) 要するに、さっきの (1) 番の A は、いわば還流制限の話です。A の国の投資家に、A の国

の居住者が、海外で発行した、別の国で発行した債券を売るという話なので、還流制限をどうするかという話ですが、この（2）番目は、Bの国の人が発行したものをAの国に売るというアプローチです。これも相互に免除をしていく必要があります。

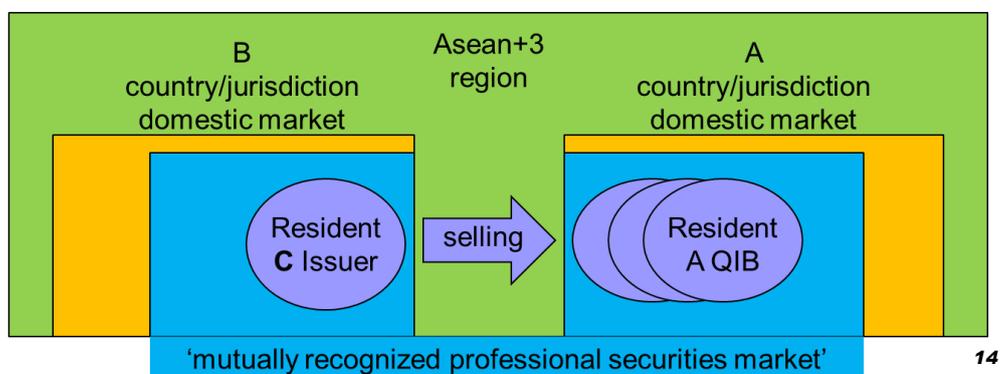
二国間 (A と B) 相互要合意事項(2)

2. B国プロボンド市場で発行されるB国居住者債に関するA国プロ投資家への販売制限免除、ならびにその逆も免除。
Selling restriction on QIB in jurisdiction A to invest in resident B issuers' securities issued in 'mutually recognized professional securities market' in jurisdiction B to be exempt.



二国間 (A と B) 相互要合意事項(3)

3. B国プロボンド市場で発行される、A,B以外のASEAN+3メンバー国の居住者債に関するA国プロ投資家への販売制限免除、ならびにその逆も免除。
Selling restriction on QIB in jurisdiction A to invest in resident C issuers' securities issued in 'mutually recognized professional securities market' in jurisdiction B to be exempt.



〔二国間 (A と B) 相互要合意事項 (3)〕 (スライド 14)

3番目は、AとB以外のC、同じ域内のCの居住者がB国に行って、B国で債券を出す。それをA国の人を買うということです。

そういう三つのパターンについて、それぞれ相互承認が必要なわけではありませんかということです。詳しくはまた鈴木さんからお話があると思います。

〔2国間（AとBで必要な相互認知（合意）事項サマリ）（スライド15）〕

<p>2国間（AとB）で必要な相互認知（合意）事項サマリ Summary of the mutual recognition between jurisdiction A and jurisdiction B</p>
<p>1. B国プロボンド市場で起債されるA国居住者債に関するA国プロ投資家への販売制限免除、ならびにその逆も免除。 Restriction on QIB in jurisdiction A to invest in resident A issuers' bonds issued in professional market in jurisdiction B to be exempt and vice-versa.</p>
<p>2. B国プロボンド市場で発行されるB国居住者債に関するA国プロ投資家への販売制限免除、ならびにその逆も免除。 Restriction on QIB in jurisdiction A to invest in resident B issuers' bond issued in professional market in jurisdiction B to be exempt and vice-versa.</p>
<p>3. B国プロボンド市場で発行される、A,B以外のASEAN+3メンバー国の居住者債に関するA国プロ投資家への販売制限免除、ならびにその逆も免除。 Restriction on QIB in jurisdiction A to invest in bonds of resident C issuers' bond issued in professional market in jurisdiction B to be exempt and vice-versa.</p>
<p>4. A国およびB国のプロ投資家間の転売制限免除 Resale (secondary market transactions) of the bonds between professional markets in jurisdiction A and B shall not be restricted.</p>

それで、いまの話をもとめると、1、2、3.ということですが、それに加えて4として、A国とB国のプロ投資家間の転売制限も免除する必要があるでしょう。これはセカンダリー・マーケットの話です。

〔域内市場統合に向けて我々がとるべきアプローチとは〕（スライド16）

<p>域内市場統合に向けて我々が取るべきアプローチとは： Our approach for the market integration is: the multiple of,</p>
<p>国内市場を前提とする二国間クロスボーダーアプローチ+プロ(QIB)+プライベートプレイスメント(適用除外市場) アプローチ 'domestic bi-lateral cross-border' approach + 'professional (QIB) & private placement (exempt market)' approach, 最終目標としての with the ultimate aim of</p>

多国間「アセアン+3RegS」アプローチ
Multi-lateral 'Asean + 3 Regulation S' approach.
の組み合わせ。

ということで、いまのところの復習になるのですが、先程から、どういうアプローチなのだという話をいろいろしたのですが、域内市場統合に向けて我々がとるべきアプローチは何か。それは、いま申し上げた、国内市場を前提とする二国間クロスボーダーアプローチです。それに「プライベート・プレースメント・アプローチ」と書いてありますが、プライベート・プレースメント・アプローチというのは、公募債市場ではありません。公募債市場以外のものはプライベート・プレースメントとすると、適用除外市場としてのプライベート・プレースメント、このアプローチであります。

ただ、それだけではだめなのですね。やはりそういうことを一つ一つ積み重ねるのですが、最終目標としては、多国間「アセアン+3RegS」アプローチ。このアセアン+3RegSアプローチという名前は、マレーシアの委員の方が持ち込んだネーミングです。ちょっとわかりにくいと思いますが、ASEAN+3 全体を一つの国だと考えると、多国間の Safe harbor をそれによってつくるという考え方になります。言ってみれば、ユーロ市場のアジア版そのものと言ってもいいかもしれませんが、なかなか理解が難しいかもしれません。恐縮ですが、後ほど鈴木さんのほうに補足していただけるとありがたいと思いますけれども、そういうアプローチをしていく必要があるということです。ちょっとわかりにくいかもしれませんが。

〔2012年よりの開始が想定される討議事項 (1)〕 (スライド 17)

2012年よりの開始が想定される討議事項(1)

recognize common denominator of the concept of professional investor / sophisticated investor / accredited investor / QIB etc.,

mutually recognize exempted market conditions including private placement

standardize disclosure level of information / disclosure rules

Investor protection

participants / participants code of conduct

type of securities suitable (for future market)

-主として、各国の法規制や自主規制ルール等に関連する事項

mainly related to laws and regulations and SRO rules in each jurisdiction

それで、具体的に 2012 年から開始が想定される討議事項は何かということで、先ほど村木さんのほうからお話があったように、sophisticated investor、professional investor、QIB(qualified institutional buyer)、accredited investor 等、いわゆるプロの投資家の呼び方、あるいはその範囲というのは、各国によって全部違ってきます。そういうものはどこが違って、どこが共通しているのか、その共通項をお互いに認識し合うということです。それが一番の重要なことです。

そして、mutual recognize exempted market conditions including private placement

ということで、相互に認知し合った、その **exempted** の市場の条件というものをきちっと押さえるということです。そして、情報とディスクロージャーのレベルのレベル、これを標準化する。そのときには、やはりプロ同士といっても、**investor protection**、これが非常に重要になりますので、それをどう考えるのかということと同時に考えていかなければいけない。そして、参加者としての業者さん、証券会社、銀行、あるいはプロの機関投資家の方々の **code of conduct** (行為規制)、そういうものをどう考えるかということも同時に考えなければいけない。それと、**type of securities suitable** ということで、将来に向けてどういう証券を対象にするのか、そのようなことをいろいろと考えなければいけないということですが、これは、さっきから出ておりますように、各国の法規制や、そのもとにある国内の自主規制団体、あるいは自主規制ルール等に直接関係する事項です。したがって、こういうものを議論するという事は、民間だけではできません。したがって、民間プラス各国の規制機関の方々もメンバーないしはオブザーバーに迎えつつ、一緒に議論をするということが必要になってまいります。

[2012年よりの開始が想定される討議事項 (2)] (スライド 18)

<p>2012年よりの開始が想定される討議事項 (2)</p> <p>standardize the related documentation in offering circulars, etc.</p> <p>standardize new issue underwriting procedures</p> <p>standardize the rules and practice for secondary market making</p> <p>synchronize the concept of eligible issuers</p> <p>-主として、市場慣行や各国内の SRO の機能 [自主規制の内容]に関連すること</p> <p>mainly related to market practices and function of each domestic SRO</p>
--

また、もう一つは、先ほど RAPS のお話を築瀬先生から非常にわかりやすくしていただいたわけですが、それがドキュメンテーションの共通化の第一歩から始まるということで、そして SRO の機能にまで、それは当然発展し得るべきものなのですけれども、主として、市場慣行や各国内の SRO の機能、自主規制の内容に関連するものとして、関連する発行のドキュメンテーション、発行のオフアリング・サーキュラー等、そのほかのいろいろなドキュメンテーションにかかわる標準化、new issue の引き受けの手続に関する標準化、そして、セカンダリー・マーケット・メーカーにおける業者さん等のルール、プラクティスの標準化というものがあります。

そして、もう一つ重要なのが、さっき適債基準というお話がありましたが、eligible issuer のコンセプトについてのシンクロナイゼーションというものも必要になってくる。そういうものを議論するという事です。

[プロ投資家の概念が存在するか] (スライド 19)

細かいので、あるいは時間もありませんので、個別にはなかなかお話ししづらいのですが、これはお手元のほうに詳しく書いてありますので、ごらんいただきたいと思うのですが、各国・各地域によって、プロの投資家の概念が存在するところ、存在しないところ、いろいろございます。また、呼び方も微妙に違っていたりします。そういうものをどのよ

うに認識するかということで、これは初年度のここ1年半の間に我々がやった調査で、かなり明確になってきました。これはそのエッセンスのごく一部分です。

そして、例えば韓国に注目していただきたいのですが、プロ市場を日本がつくったということに、大変に前向きの影響を受けたと私は個人的には感じておりますけれども、韓国のほうも、これはリスティング市場ではありませんが、QIBマーケットをつくるということで、法令の改正を今年中に終えて、実際に今年の春に新しいプロ市場を開設するという運びになっております。

これを見ていただくと、大体の国でプロ投資家の概念は存在しますが、中国については、厳密な意味では、プロ投資家の定義が存在しない等、いろいろな国によって違いがございます。これを詳しく見ていくと大変に面白いのですが、ちょっと飛ばします。

プロ投資家の概念が存在するか

Existence of professional investor concept

Jurisdiction	Existence of the clear definition of Professional Investor Concept
China	<ul style="list-style-type: none"> • No concept or definition of 'professional' (investor) evident in Chinese law. PBOC is mulling over QIB concept.
Hong Kong, PRC	<ul style="list-style-type: none"> ○ Professional investor is defined in section 1 of Part 1 of Schedule 1 to the SFO, etc. Hong Kong dollar market is primarily a private placement market. Therefore, no clear definition of Public Offering existed in the regulations.
Indonesia	<ul style="list-style-type: none"> • Indonesia does not have specific definitions on this type of professional investors. Bapepam-LK is working on definition of Professional Investor. Private placement (to less than 100) is not regulated in Indonesia.
Japan	<ul style="list-style-type: none"> ○ FIEA stipulates Specified (Professional) Investor and Qualified Institutional Investor (QII)
Korea	<ul style="list-style-type: none"> ○ FSCMA classifies a Professional Investor. But Korea so far does not have exempt regime for Professional Investor. Korea will launch QIB market which is exempt regime for Professional Investor from May 2012
Malaysia	<ul style="list-style-type: none"> ○ Sophisticated Investor is not explicitly defined in the CMSA. However, CMSA exempt offers to sophisticated or professional investors from prospectus requirements.
Philippines	<ul style="list-style-type: none"> ○ SRC, SRC Rule, OTC Rules and Qualified Buyer Rules clearly define Qualified Buyer, Qualified Individual Buyer and Qualified Institutional Buyer. SRC specify sale to QB as exempt transaction from registration.
Singapore	<ul style="list-style-type: none"> ○ Under SFA, Accredited investor and Institutional investor are defined. Exemptions to prospectus requirements include exemptions for offers that are

	made only to institutional investors and accredited investors, etc.
Thailand	○ Notification of SEC defines Institutional Investors and High Net worth Investors. Private Placement of corporate bond offers to institutional investors will be exempted from obligation to file disclosure documents to SEC.
Vietnam	○ Securities Law defines Professional Securities Investor. Amended Securities Law defines Non-public offering of securities (Private placement: to less than 100, not including professional security investors and not use mass media or Internet).

〔開示免除証券・取引の制度が存在するか〕（スライド 20）

先ほどから出ております開示免除証券、あるいは開示免除取引の制度が存在するかどうかということです。「Yes.」というのは、明確に存在するということです。ベトナムは存在しなかったのですが、ここへ来て、関連の法令の改正はするのですが、ようやくプライベート・プレースメントというものが、実際に法令上きちっと定義されるようになったのですが、それがダイレクトにイグゼンプト市場といった認識をまだしていないとか、ちょっと詳しくはお話を短時間ではしにくいのですが、そのような状況があります。

インドネシアも、プライベート・プレースメントの市場は、一義的にはレギュレートされていない等の状況があります。

開示免除証券・取引の制度が存在するか

Existence of exempt regime (exempt securities / exempt transactions (Private Placement))

Jurisdiction	Existence of Exempt Regime
China	'Self-regulatory Rules for Inter-bank Bond Market Non-financial Enterprise Debt Instrument on Private Placement' provides for the whole process involved in private placement instruments including issuance, registration, trading, and information disclosure, among others. Exempt Regime is not applied in PRC.
Hong Kong, PRC	Yes.
Indonesia	No. Private placement (to less than 100) is not regulated in Indonesia.
Japan	Yes.

Korea	The QIB system (and Professional only market) will be launched May 2012 under the revised Financial Services Commission Regulation on Issuance, Public Disclosure, etc. of Securities.
Malaysia	Yes.
Philippines	Yes.
Singapore	Yes.
Thailand	Yes.
Vietnam	No. Private placement (to less than 100) or Sale to professional investors is stipulated in the Securities Law. But PP is not regulated as an exempted scheme.

〔各国国内にプロ向け市場が存在するか〕（スライド 21）

各国国内にプロ向け市場が存在するか。インベスター・オンリー市場というものが、存在「する」「しない」、そういう状況をこちらで調べています。明確に存在すると言えるのはシンガポールです。そして、イグゼンプション市場としてきちっとしたものが存在するという意味で、これはこれからですが、日本はプロボンド市場というものがああります、ということですね。

マレーシアもイグゼンプト市場はあります。フィリピンも、イグゼンプトというものは明確に存在しています。タイも、プライベート・プレースメントがイグゼンプトとして、**full filing requirement** から控除されるという、きちっとした法令が存在するという事です。ただ、ベトナムのように存在しないところもある。インドネシアもまだこれからだというような状況です。

そういうことで、いまごらんいただいたようなものを結び付けていくと、最初できる国というのは大体決まってきます。具体的にはいま申し上げませんが、できるところから順番にまずはやっつけていこう。ただし、できないところでも、無視するのではなくて、一緒に議論に参加してもらおうと。そして、いまはないけども、こういう法令をつくるべきだ、これはこのようにすべきだ等と、それぞれの国、地域が、そういうものを見て、ある種学んでもらって、そういうものを前向きに市場の改善に結び付けていく、グレードアップに結び付けていくということが出来る、ということがいいのではないかと、そういう観点をいま考えています。

各国国内にプロ向け市場が存在するか

Existence of professional investors only market

Jurisdiction	Existence / Status Quo of the Professional Investors Only Market
--------------	--

China	Do not exist. But, Inter-Bank Bond Market consists of Institutional participants only. PBOC is mulling over QIB concept.
Hong Kong, PRC	Under discussion. Having said so, the Hong Kong dollar market is primarily a private placement market for professionals.
Indonesia	Do not exist.
Japan	Exist. TOKYO PRO-BOND market with listing on the TOKYO AIM.
Korea	The QIB market and trading system will be launched within 2012.
Malaysia	SC and BNM introduced 'Exempt regime.'
Philippines	Exemptions are granted for securities and transactions.
Singapore	Exist. There is an exempted market from prospectus requirements for professionals.
Thailand	Private Placement (PP) is exempt from full filing requirement.
Vietnam	Do not exist.

〔5.国内市場における自主規制機関の重要性〕（スライド 22）

ここで、国内市場における自主規制機関の重要性について触れたいと思います。

〔相互認知されたプロ市場成功への要件〕（スライド 23）

相互認知されたプロ市場成功への要件
<p>地域で相互に認知されたプロ市場の成功は、次の点にかかっている。</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ 投資家保護のために適用される、それぞれの国の証券関係法規制の成熟度、 ■ 資本市場における公正な価格形成、 ■ 市場参加者の行動規範、および ■ 国内の各 SRO の適切な機能発揮。

相互認知されたプロ市場成功への要件としては、地域で相互に認知されたプロ市場の成功というのは、次の諸点にかかっているのではないかと考えます。それは、投資家保護のために適用されるそれぞれの国の証券関係法規制の成熟度。資本市場における公正な価格形成。市場参加者の行動規範。そして、国内の各 SRO（自主規制機関）の適切な機能発揮。こういう

ものがないとプロ市場は成功しないのではないかと一般的に思われるわけです。

ここで一言申し上げたいのは、例えば香港は、債券にかかわる SRO は存在しません。香港マネタリー・オーソリティがあるから SRO は要らないということで、SRO 自体が存在しないということになっています。

そしてシンガポールも、日本証券業協会のようなものとしての SRO はありません。SGX、要するに東京証券取引所のような取引所だけが SRO です。ということは、シンガポールも似ています。シンガポール・マネタリー・オーソリティが非常に強いので、自主規制団体がなくてもいいよと、そういう世界です。

香港もシンガポールもそういう世界なのですね。それは本当にいいのだろうか。そういうところがアジアの金融市場の代表になってもらっていいのかなという疑問も一部あるわけですが、そういうところも含めた議論をこれからしていく必要があります。

いずれにしても、SRO のファンクションというのは非常に重要です。

〔自主規制機関 (SRO) についての討議 (1)〕 (スライド 24)

その SRO ですが、自主規制機関の討議の中で重要なのは、実はこれは我々の結論というか、要するにチームの結論ですが、ABMF サブ・フォーラム 1 においては、SRO に関する一般的な討議は当面必要ないよねと。

ICMA、これはロンドンを中心にする自主規制団体です。これは各国の規制機関ではありません。ユーロ市場全体をつかさどる、業界団体を兼ねたユーロ市場の自主レギュレーターということですから、そのように ASEAN+3 のための SRO の実現は、将来の可能性の問題ではないでしょうか。

上記に関する議論は、サブ・フォーラム 1 の新たな市場の設計に不可欠な因子ではないと、いま我々は考えているということです。

〔自主規制機関 (SRO) についての討議 (2)〕 (スライド 25)

なぜそのように考えるのかというのは、実はいままで議論した中で、SRO の議論をしました。そうすると、各国とも、あるのは国内の SRO です。したがって、国内の SRO がそれぞれ集まって、形式的にフォーラムをつくって、そのフォーラムでいろいろ議論をしたらいいのではないですかという話になるのですが、どうもそれだと、形をつくればよいというほうに流れてしまって、実際には SRO が、経験を持っている SRO と持っていない SRO があるわけです。しかも SRO ではなくても、先ほどの築瀬先生のように、あるいはバークレイズの鈴木さんのように、国際資本市場におけるご経験の非常に豊富な方もたくさんいらっしゃるわけですが、残念ながら、アジアにはなかなかそういう豊富な経験を持っている人がいない。しかも、経験を持っていない人で組成されている SRO が集まっても、どうなのだろうという議論が一部あります。

それで、また、もう一つは、IOSCO の定義からしても、各国のレギュレーターのもとに SRO というのは存在するよねというたてつけになっているわけです。ということは、SRO イコール各国のドメスティックな、国内の市場をつかさどる SRO なのだということが所与の前提になっているということがあります。したがって、SRO 関連の議論は特に特定の規制機関を補っていく一つの管轄下での単一市場に限定されるものであると。IOSCO の定義上は、SRO は国内の機関である。

言い換えれば、広範な規制の機能を実行する国や国内政府機関、または取引所や国内産業組織体のいずれかとして、国内における組織として SRO は唯一機能する。したがって、SRO の機能は、国内を超えて発揮されることはありません。

〔自主規制機関 (SRO) についての討議 (3)〕 (スライド 26)

ということで、証券投資家保護のための良好な法制度、SROs 等から提供される一定レベルのガバナンス、国内市場における良い業務行為規範 (code of conduct)、そういうものなどについて、ある国がそれらの水準を良好なものと認定していない限り、他の国では、国内のプロ市場をお互いに接続して“相互認知”を行うことを躊躇するかもしれない。

ここで言っているのはオーバーオール・アプローチと相互認識アプローチ、両方大事で、各国の国内市場がきちとしたものにならないといけないし、それをやるには、実は国内の SRO、国内のプロを含めた議論をしていかなければいけないと。

それで、ちょっとわかりにくいかもしれないので申し訳ないのですが、この議論の背景としましては、国内アプローチは面倒くさいし、それをやると大変だから、やめて、オフショア・アプローチでいいのではないのという根強い議論もありました。したがって、真似るとしたら、ICMA をそのまま真似ればいいのではないかと。ICMA のようなものをアジアでも組織をつくって、そしてそこでいろいろ議論をすればいいのではないかという発想、議論が一部あったのですが、実はそれはだめだと。それは結果として易きにつくことになってしまうのではないかと。我々は、国内から出発して、国内の問題をきちと相互に押さえて、それをベースにして、相互の連結、相互の連関、そして、それを踏まえた上で将来の統合というものを考えていかなければいけない。そういう意味では、各国国内市場からのボトムアップをベースに、トップダウンとボトムアップと両方がうまくあいにコンバインされる必要があるということになるわけです。

〔SRO の主要な機能と特徴〕 (スライド 27)

それで、SRO の主要な機能と特徴ですが、各国の SRO の状況がこのようになっています。主要なところは、さっき申し上げたシンガポールと香港を除くと、大体あります。ベトナムだけがエンフォースメントがあるのかどうか、ちょっとよくわからないというところがあるのですが、大体形としては、いま申し上げたように、大体のところはそろっているということで、それぞれの SRO が議論を独自にこれから展開していくというのは、非常に重要です。

SRO の主要な機能と特徴

Jurisdiction	Name of SRO	Membership	Sets Rules	Enforcement	
China	NAFMII	Yes	Yes	Yes	
Hong Kong, PRC	N/A	N/A	N/A	N/A	

Indonesia	IDX	Yes	Yes	Yes	
	KPEI	Yes	Yes	Yes	
	KSEI	Yes	Yes	yes	
Japan	JSDA	Yes	Yes	Yes	
	TSE	Yes	Yes	Yes	
	TOKYO AIM	Yes	Yes	Yes	
Korea	KOFIA	Yes	Yes	Yes	
	KRX	Yes	Yes	Yes	
Malaysia	Bursa Malaysia	Yes	Yes	Yes	
	ACI Malaysia (quasi)				
		Yes	Yes	Yes	
		Yes	Yes	Yes	
Philippines	PDS Group (PDEx)	Yes	Yes	Yes	
Singapore	SGX	Yes	Yes	Yes	
Thailand	ThaiBMA	Yes	Yes	Yes	
	Exchanges	Yes	Yes	Yes	
Vietnam	VBMA	Yes	Yes	-	

〔SF-1 Phase II〕（スライド 28）

したがって、サブ・フォーラム 1、フェーズ 2 では、域内共通のプロ市場と債券発行プログラムを議論するには、域内の市場の専門家、域内の各 SRO、そして域内各政府の規制当局／政策立案者の参加が必要になる。

すみません。これは先ほどの SRO の話とは別に、第 2 フェーズにおけるサブ・フォーラム 1 をどのように組成するかという話なのですけれども、要するに、これまでは必ずしも各国の規制当局／政策立案者が、ダイレクトに参加しているところ、参加していないところがあったわけですが、これから、日本を含めて、参加していただくという流れに、いまなっています。

〔自主規制等についての自主的な討議体〕（スライド 29）

「自主規制等についての自主的な討議体」と書いてありますが、ここは、サブ・フォーラム 1 は、後の段階で、域内各 SRO の自主的な取り組みによる自主規制と SRO についての別のグループ討議フォーラムの助けを借りて、自己規律や行動規範を議論することが期待されます。

このグループ討議は、自発的に行うことが期待されます。この討議体は、ABMF サブ・フォーラム 1 とも有効な議論を行うことが期待されます。

ここで言っているのは、先ほど築瀬先生がおっしゃった RAPS の発展版みたいなものができるといいなというイメージです。暗黙にここで言いたいのは、形だけつくればよいというものではありません。一部にそういう動きがあるものですから、形をつくって、そこで議論すればよいというものではないということです。

〔6.ABMF SF 1 Phase II の活動について〕（スライド 30、31）

最後に、ABMF SF 1 Phase II の活動について。

ここまで見えてきますと、フェーズ 2 の作業では、各国間に各国内のプロの証券市場を接続することができるように、一定のレベルと質（開示、発行者、プロの投資家、引受人／ブローカー、ディーラー）についての研究と討議に注力しなければならない、ということ は明確になったと思います。

〔情報の非対称性の改善〕（スライド 32）

先ほど岩井さんも触れられましたが、情報の非対称性の改善という意味では、今回の市場ガイドと比較分析報告の活用を通じて、多くの場所で明らかに存在する情報の非対称性の改善が期待されます。また、市場ガイドと比較分析報告の内容は、サブ・フォーラム 1 の第二期の活動を通じて、それ自体も修正し改善をするということが言えます。

〔想定される Phase 2 の活動〕（スライド 33）

想定されるフェーズ 2 の活動としては、いま申し上げた再編後の各国規制機関をきちっと含めた形のサブ・フォーラム 1 というのは、主に域内の市場の専門家や規制当局から構成されて、そして標準化された債券の発行及びプロ市場のための市場のニーズを調べるための研究を行って、域内の関連各国の地域への訪問をまたやります。狭い範囲に集中して議論を行う。具体的には、2012 年からの開始が想定される討議事項は、先ほど申し上げた事項です。

新たな枠組みによる試行発行も同時に想定したいと思っています。そして、願わくは、債券発行プログラム——これは仮称ですが、我々のチームの中で、何か名前があったほうがいいのではないかとということで、Asian Multi-currency Bond Issuance Program:AMBIP（アンビップ）という名前を出しております。そういう債券発行プログラムに基づいて試行発行を実現したいということです。（その後、AMBIF: ASEAN+3 Multi-currency Bond Issuance Framework という呼び名が提案された）

これは、実は来週 8 日に香港で発表する予定のものをベースにして、英語のベースから日本語にした部分があって、ちょっとお聞き苦しいところがあったかもしれませんが、私の報告とさせていただきます。

2-5. 「新市場創設の課題—統合市場のつくり方」パークレイズキャピタル証券ディ

レクチャー 鈴木 裕彦

○犬飼 それでは、続いて、パークレイズキャピタルの鈴木さんのほうから、「新市場創設の課題－統合市場のつくり方」と題してお話をいただきます。

お願いいたします。

○鈴木 皆さん、こんばんは。パークレイズキャピタルの鈴木でございます。昨年フォーラムでもお話をさせていただいたので、ちょっとレビューという意味も含めまして、去年のスライドを映してみたいと思います。

(スライド使用)

[日本のプロ向け市場 (PSM-J) 創設の意義] (スライド 2)

昨年 2011 年の段階で、ここで議論していたのが、日本のプロ向け市場とその意義ということですが、ごらんいただければわかるように、プロの機関投資家向けの公募債市場、当時はこういう言い方をしていたのですね。不特定多数の機関投資家に対するオフリングというものの創設と、あとは、発行企業側の開示義務の緩和。日本とアジア域内の発行体にとっての資金調達機会が拡大されると。

これは、私の私見ですが、1 年半前この制度ができました。全くこのとおりにできています。

それから、ユーロ債市場の日本版の実現。TOKYO AIM の村木さんのご説明にもありましたが、ユーロの MTN をそのまま持ってきて TOKYO AIM (2012 年 7 月以降東証の東京プロボンドマーケット) に上場すればできますよと。具体的に、どこのドキュメンテーションをどう変えるのかというのは、現在 RAPS のほうで作業が行われています。実際の案件はまだなのですが、英語でいうところのアベイラブルになったということで、これも実現されております。

そういう意味では、前回のフォーラムでの議論は非常に有意義なものであって、また、今日に至るまでの非常に有効な橋頭堡、あるいはマイルストーンであったと私はレビューする次第です。

[アクションプラン] (スライド 3)

当時のアクションプランですね。1 年半前に検討をしたアクションプラン、「東京プロボンドマーケット」の創設。制度はもうできました。

それから第 2 ステージ、アジア域内各国での同様の取組みの促進ということで、これは犬飼教授からもお話がありましたし、皆さんからのお話もありましたが、各国のプロのマーケットを使ってアジアの債券市場をつくっていくという流れになっておりますので、この第 2 ステージもほぼ方向性が合っています。

それから第 3 ステージ以降は、証券決済の検討、各国における参入規制の緩和やアジア域内クロスボーダー取引の発展という意味で、サブ・フォーラム 2 のほうでの検討議題としてずっとやってきていることと、先ほど皆さんから話がありましたクロスボーダー取引の発展ということでも、方向性としては一致しているということで、結果論かもしれませ

んが、昨年のフォーラムが非常に、有効なものであったということが検証されるのではないかなと思っています。

〔第1ステージの意義〕(スライド4)

流れはそうなのですが、当時の第1ステージの意義で、個別のことについてちょっとレビューしてみたいと思います。

利便性の向上につきましては、国内でブラックアウト(社債発行不可能)期間の圧縮というのがあったのですが、これは実は、いまの一般投資者向けのオフリングを前提としたたてつけになっております社債発行登録制度ですね、ここで四半期開示が始まった後、その都度引き受け審査が必要になってくると。その引き受け審査機関が、これは発行体によって何週間もかかるケースもあれば、当時の電力さんのように1週間で終わってしまうケースもあって、ばらばらです。一般的な意見としては、ブラックアウト期間が長過ぎるので、これを何とか改善できないかというところから、実はこのプロ向けの市場の研究が始まる遠因となっていたのですが、これは、TOKYO PRO-BONDは開示免除証券なので、それぞれの個々の証券会社の引き受け契約の締結に伴う引き受け責任の発生に関して引受け審査をするということで、公募と違って、日証協のルールに準じたがちがちの引受け審査というものは規定されません。当然、引受け責任がありますので、各証券会社の個別の判断ということになっているのですが、これも実際、制度的にはブラックアウト期間の圧縮というのは実現するような形になっています。

それから、2番目の告知書の手続の省略、実はこれが直接の原因で、私、2008年の夏にTOKYO AIMさんから株のご説明を受けたときに、東証の売買システムを使えば告知書を省略できる可能性があるということにヒントを得まして、TOKYO AIMさんに何度も通わせていただいて、ロンドン証取のように、債券の上場がなぜできないのか、取り組んでみませんかというご提案をさせていただきました。その後、この早稲田を中心とした、要するに公正中立な学術研究機関に検討をしていただいて、諮問するような形で、つくったらいいのではないかということで、実現したのですが、そもそものきっかけは、その可能性だったのですが、残念ながら、村木さんのご説明にあったように、譲渡制限とか告知書は省略できないということになっているのです。(その後、本件についても制度改善が行われた)

実は、制度実現の過程で、この告知書の省略は絶対やってくれと、私、お願いしたのですが、意外にTOKYO AIMさん自身が機関投資家さんを回られたときに、その告知書というのは、たかが紙一枚なので、投資家としては、新しいアセットクラスも登場するというので、あまり気にしませんよという意見が非常に強く、この制度をそのまま手をつけずに、若干の改善で対応しようということになったのが経緯と理解しています。

そういう意味では、若干マスコミさんの論評が、告知書があるので流動性が低くなるのではないかというような記事も拝見するのですが、そこのところはちょっと、市場とマスコミの論評がミスマッチを起こしているような感じかと思います。

ちょっと私見なのですが、この告知書や譲渡制限というのは、実は紙ベースの時代の制度だと思います。無記名式で、紙ベースですと、機関投資家だけにしか売れませんよ書いても、その辺に落ちていたのを一般投資家が拾ってしまう可能性があります。ですから、「これは内閣総理大臣に届け出がされていません」という告知をして、また、販売をする

ことについては、適格機関投資家やプロの投資家には売りませんよという確認をその都度とると。これはやはり紙ベースの時代の話だと思います。

個人的には、発想の転換をご当局にもご提案させていただきたいのですが、まずは、券面がすでになくなっておりまして。振替社債ですので、全部トレーサブルなのです。

次に、金商法が施行されたときにプロ・アマの管理を証券会社はしっかりやりなさいとなっていますので、証券会社は、この人がプロで、この人がアマチュアで、誰がプロで誰がアマチュアかというのは、すべて把握しなくてはいけないことになっていますので、このプロ向けの債券というのは、アマチュアの投資家には、伝票を入力しようとしたら自動的にはじく等の対応が既に可能なはずで。

ですから、そうすると、いまの私募の告知のたてつけというのは、もともとがその紙ベースで、しかもこういうグラウンドにプレーヤーがいる中で、プロもアマもいて、プロ向けの証券はプロの間だけでパスを回すようなことをするために、絶対にプロにしかパスしてはだめだよとか、絶対にプロからしかパスをもらってはだめだよ、となっていたと思います。

ところが、やはり混在していますので、たまたまそのボールがアマチュアに当たってしまったら、それはもう公募になってしまうので、すぐ返しなさいと、そのような抑制をしていたということなのですが、すでに紙というものと、あとは、紙がなくなって振替になって、金商法の施行でプロ・アマの管理がされているということなので、我が国においてはもう完全にアマチュアへの振替禁止ということで、一々告知をし、譲渡制限をつけなくても対応できるのではないかなと思います。ですから、ちょっとそういう発想のご転換をご提案したいなと思うところです。

むしろ、告知よりも、実はインデックスに採用されるかどうかというほうが、投資家さんにとっては重要だと思いますので、今後は、次のステージとしては、インデックスへの採用というのも、市場全体でキャンペーンをしていかななくてはいけないのかなと思っています。

あとは、開示の弾力化につきましては、プロ向けの開示というのが実際にもう出ているのですが、これは、プロとアマがどのように決まってくるかということ、アマチュアあつてのプロなので、アマチュアに対する投資者保護規定というのが全面開示の要望のベースです。ですから、フルディスクロージャーというのはアマチュアを前提にしています。そこでアマチュアが定義されることによって、相対的にプロの位置が決まってくるので、当然、投資家保護のための証券法がないと、プロマーケットはできないということになります。ASEAN+3の各国のプロの定義、それぞれ若干違うと思うのですが、証券法における投資家保護の強弱のチェックや、その中でのプロの投資家をどうお互いに認知していくかというのが、一つ、次のポイントになってくるのかなと思っています。

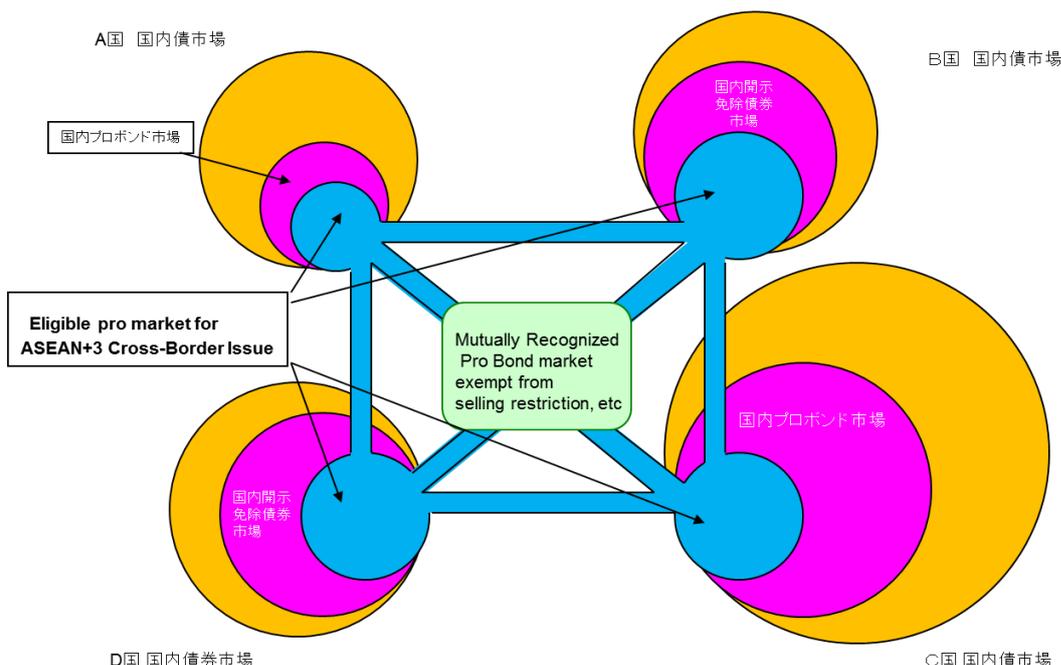
それから、通貨については、多様化というのは、ユーロ債を出して TOKYO AIM へ上場すれば、それでできるわけです。いろいろ発行体の要望から、ユーロクリアのようなものを日本につくれ、アジアにつくれ等言いますが、現行使えるものを使っていくという発想であれば、TOKYO AIM に上場して、ユーロクリア、セデル決済、これは可能なはずで。現在、サムライでもやっていますので。

それからもう一点、流動性について、ユーロ債並みの流動性がないからプロボンドが少し劣るのではないかということで、しっかりした決済機関の要望というのものもあるのは存じているのですが、基本的に、国内の発行登録による証券の流動性もそんなに高くないとい

う認識ですので、TOKYO PRO-BOND はそれと、少なくとも同じ流動性があれば、国内債との比較という意味では遜色がないという設計ができるかと思えます。プロボンドのみにユーロ債並みの流動性を望むというのは、気持ちはわかるのですが、現実的に、むしろそれは国内の発行登録債の問題でもあると理解しています。

〔第2ステージ、第3ステージに向けたアクション（ABMF フェーズⅡ）〕（スライド5）

第2ステージ、第3ステージに向けたアクション（ABMF フェーズⅡ） 2国間クロスボーダー市場から多国間クロスボーダー市場へ



資料 ABMF SF-1

5

次に、ちょっと変な図で、私も10年ぶりに自分でパワーポイントを使ったりしたので、あまりうまくできていないのは承知していますので、ちょっとご勘弁いただきたいです。インターリージョナルかイントラリージョナルかということで議論をしていたのですが、基本的には「イントラリージョナル」という形で、まずは2国間でミューチュアルに合意しています。赤いところがそれぞれの国のプロ市場を想定しているのですが、その中にも一つ、Mutually Recognized Pro Bond MarketのEligibleなマーケットをつくるということで、各国のプロの定義が違うので、それぞれ赤のところの大きさが違うのですが、その中で、このイントラリージョナルなプロボンドの適債基準を満たすマーケットをつくって、お互いにつないでいこうということです。

これは、最初2国間で、バイラテラルでやりまして、それをA国、B国でまずつくって、BとCが結んで、CとDが結んで、DとAが結んで、またクロスでBとD、AとCというような形で結んでいく。これをつなげていくと、最終的にはマルチラテラルなマーケットが出来上がるのではないかなというたてつけでございます。

基本的に、ここの図で意味しているのは、これら全部国内をつなぐということです。な

ぜそのようなアプローチになったかということ、もともと私どもの理解では、ABMIのテーマとして、そもそも各国の国内の債券市場の育成があったと思います。このやり方ですと、ここ(AとB)のプロボンドマーケットができたときに、こちら側(C)にもポジティブなインパクトが期待されるということです。つまり、空洞化させないということです。国内をつなぐ方法よりオフショアのほうが簡単ではないかなという議論はあると思うのですが、答えはそのとおりだと思います。

ところが、私も、1983年から日米の円ドル委員会が始まって、その後ユーロ円の自由化というものに、ダイレクトに巻き込まれました。当時私は日興証券というところの国際金融部において、当時の大蔵省の審議官さんの靴持ちみたいなことをやって、いろいろ見させていただいて、勉強をさせていただいたことがあります。結局、昔はユーロ円債というのが出せなかったのが、ユーロ円債というのが出せるようになりました。ユーロ円債を出したときに、まず、海外の発行体から解禁され、次に国内の発行体が解禁されました。国内の発行体が解禁されたときには、そこで調達した円資金というのは国内に持ち込んではいけません。これは、その後また緩和されて、自由に持ち込めるようになってきたのですが、90日の還流制限というのが残って、最終的にそれが撤廃されるまでは随分時間がかかりました。

私は、83年から91年までロンドンにおいて、それをまきに見ていたのですが、その後日本に帰って来て国内債市場を見ると、「あっ」という感じです。つまり、円の国際化は達成されたように見えたのですが、国内債市場の自由化というのが全くされていませんでした。つまり、オフショアを採用すると、国内と切り離して、外でのマーケットは発展するかもしれませんが、それぞれの各国の国内マーケットは、ずっと閉ざされたままになってしまうリスクが非常に高い。そういう意味では、国内にプロマーケットをつくって、それを2国間でどんどんつないでいく。つまり、国内-国内のドメードメ取引をクロスボーダーでやるという発想のほうが、そもそものASEAN+3の目指していたところの意義にかなうのではないかなというのが、このアプローチを提案し、検討する価値が、より高いのではないかなと思っています。

〔クロスボーダーASEAN+3 (Inter-regional) 債券市場〕 (スライド6)

これが、先ほど犬飼先生のほうからもお話があったのですが、相互に、プロの投資家を対象として、還流制限を設けない、転売制限を設けない、リセールの制限を設けないという形で、この間(多国間)のプライマリー、セカンダリーの売買・流通を円滑にしましょうということを合意する必要があるということです。

〔ABMF Phase IIにおける検討項目〕 (スライド7)

あの後は、犬飼先生のほうからも詳細なご説明が先ほどありましたので、細かいところは省きますが、この2国間を結んでいくのを広げていくに際しても、こういった問題を解決していかなければいけないということで、フェーズ2はやることがたくさんあると考えております。

〔オフショア vs. オンショア〕 (スライド8)

オフショア vs オンショア

	オフショア・アプローチ (例: A国の発行者)	オンショア2国間アプローチ (例: A国とB国の2カ国間)
発行者居住国:	A	A
ローンチ&条件決定	B	B
準拠法:	BまたはA	B
通貨	C (通常はDeliverableな通貨)	B (又は¥,US\$, Euroなど Deliverable通貨)
クリアリング、決済	D	B
流通市場	当局が許す限りどこの国でも	A & B
開示基準	LND/LUX/SGX	Tokyo AIM

資料 ABMF SF-1

8

オフショア、オンショアということ、具体的なイメージがつかめない人が多いのではないかと思ったので、稚拙な表ではあるのですが、こういったものを用意しました。

まず、オフショアと呼んでいる発行者をA国の発行者とします。これは日本としましょう。ローンチや条件決定をするのがロンドン市場といいますか、ロンドンとしますね。そうすると、準拠法は、いま日本企業のユーロ債発行というのは英国法になっているのですが、居住国の日本法でも本来はおかしくないの、BまたはAとなります。通貨は、ドルとすると、カントリーCです。クリアリング、決済は、ユーロクリア、セデルなので、ユーロクリアというのがブラッセル、ベルギーです。ですからD国という形になります。マーケット・メイキングは、当局が許す限りどこの国でもできるという形です。開示の基準——私、「リスティング」という言葉をあまり使いたくないので、「開示」と書かせていただいているのですが、現状はロンドン、ルクセンブルク、シンガポールのどれかを使ってやります。これを、取引所の決める開示のルールを使って債券発行することを、ボンドの場合は「リスティング」と言います。ボンドをリストするというのは、ロンドン証取にリスティングするという事は、ロンドン証取で売買するために上場するのではなくて、ロンドン証取の開示基準を使って債券を発行しますと、こういう意味です。

オンショア、先ほどのドメスティックドメスティックをつなぐ場合、発行者の国がA。そして、相手の国でローンチして条件決定をしますと。準拠法は相手の国に合わせるの、相手の国とします。通貨は、相手の国の通貨ですね。クリアリング、決済は、ドメスティックなので、相手の国のクリアリング、決済を使うということになってしまいます。流通市場は2国間で流通させますと。開示基準は、理論的にはどこでもいいのですが、アジア

の域内ということで、シンガポールか TOKYO AIM という開示の基準を使います、ということですが。

〔第2ステージ、第3ステージに向けたアクション (ABMF フェーズII)〕 (スライド5)
たくさんの国をつないでいった場合に、2国間だけで決められなくなってくるので、そういう意味で、先のことも考えて、最初からここに参加できない国の皆さんにも、目標を持ってご検討をいただきたいという犬飼教授のお話がありました。それはまさにそのとおりで、将来的にこういう絵をかいたときに、ディスクロージャー、要するにプロ向けのディスクロージャーというのを、A基準、B基準、C基準、D基準というのがあると、これは、この中で流通がしづらいので、なるべく最初から一定の基準を定めて、あるいは水準、その水準以上になるのであれば、どんな水準でもいいというような取り決めをしておかなければいけないと思います。その水準というのが、国内の当局に登録するというやり方は、このプロ向けのボンドではないと思いますので、当局に登録するというのは、フルディスクロージャーで、リテールまで売れるようなケースですね。アメリカの SEC もそうですし、日本の発行登録もそうですが、プロ相手となると、これは大体取引所の開示基準で十分だと思います。

そういう意味では、現在のところ、香港、シンガポール、そして TOKYO AIM (現。東証の東京プロボンドマーケット) というところが候補に挙がってくるかと思うのですが、その中で、マーケットの大きさ、投資家の豊富さ、それから証券法の歴史、運用の実績という意味から、TOKYO AIM のディスクロージャーを基準とするような流れが起きてくる可能性も強いのかなと思います。

あとは、先ほど独禁法の話が出ましたが、実は私は、金融市場で独禁法の話で公取に行ったことのある数少ない人間です。ちょっと余談になって恐縮なのですが、それは、日本の国内社債市場の改革で、NTT 債というのが非常に有名ですが、NTT が、いまの均一価格販売方式をとる以前は、「固定価格販売方式」という名称を使っていました。実は、もう大分前の話なので条文は忘れましたが、たしか独禁法の14条に、「再販価格の固定禁止」があります。一旦引き受けた証券を、引き受けた値段で固定したまま、それを投資家にオファーするのは、固定価格での販売を禁止した独禁法に抵触するというので、実は発行体さんとヒアリングを受けたことがあります。

そのときには、実は日本の引受けの方法で、募集の取り扱い並びに引受け契約という形をとっていたので、これは発行者から買ってくるのではなくて、投資家が申し込んでくるのを取り次ぐだけです。ですから、一旦我々が買い取って、それを再販売しているのではありません。

では、売れ残ったらどうなるかというのは、それは、発行日に売れ残った分は業者が引き取ります。でも、その引き取ったのを売りにいくときには、もう流通市場になりますので、これは、もう市場実勢で販売しますから、という説明をしたら、「じゃあ、問題ないですね」ということになりました。が、実は、もう一つは、総額買い取り引受けというのがありますね。買い取り引受けですと、まさに発行体から一旦買ってしまっただけを再販売する。個人的には、再販売するときに固定価格でやっていますので、こっちは危ないと思ったのですが、その後全然そういう話が出ないので、セーフということで、実は、マーケット・プラクティスでいろいろな国のこういった観点が、私、全然わかっていない

のですが、そういう経験をしていますので、そのプライシングの方法からオファーの方法まで、しっかり実際には詰めていかないと危ないかもしれないと、まさに思っております。こういった経験もご提供しながら、サブ・フォーラム1のほうに貢献できたらと思っております。

以上でございます。(拍手)

○犬飼 鈴木さん、ありがとうございました。私のお話が、ちょっと急いでお話ししましたので、鈴木さんのお話と私のお話を合わせて見ていただくと、全体像がおわかりいただけたのではないかなと思っております。

それでは、これから10分間の休憩をとらせていただきます。40分にまたお集まりをいただければと思います。第三部のパネルディスカッションに入っまいります。よろしくお願いいたします。

(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について】

司会：早稲田大学 犬飼重仁

ABMF サブ・フォーラム1 議長 TOKYO AIM 取引所 CEO 村木徹太郎

日本銀行 山寺 智

長野・大野・常松法律事務所 弁護士築瀬 捨治

日本証券業協会 国際部 部長 椎名 隆一

パークレイズキャピタル証券ディレクター 鈴木 裕彦

NTT データ グローバル推進担当部長 (ADB SF2 コンサルタント) 乾 泰司

(ABMF SF2 の取組みについて)

Q&A

犬飼

○犬飼 それでは、第三部に入っまいりたいと思います。

第三部のパネルディスカッションでは、最初に、先ほど来出ておりますサブ・フォーラム1とサブ・フォーラム2があるということで、サブ・フォーラム2を担当されておりますNTT データの乾さんのほうから、ちょっと短めのプレゼンをやっていただいて、それが終わり次第、自由な討論に入っいきたいと思っております。

それでは、NTT データ グローバル推進担当部長、ADB のサブ・フォーラム2 のコンサルタントであります乾さんのほうからお話をいただきます。

乾さん、よろしくお願いいたします。

乾

○乾 犬飼先生、どうもご紹介ありがとうございます。本日は、このような著名なフォーラムにお招きいただきまして、光栄に存じます。主催者の方々に心から御礼申し上げます。どうもありがとうございます。

私のほうから、ASEAN+3 のボンドマーケットフォーラム、ABMF のサブ・フォーラム 2 について、少しご説明させていただきます。

(スライド使用)

〔ABMF〕 (スライド 1)

この図は、すでに先ほど岩井さんからご説明がありましたので、簡単に申し上げます。これは ABMF サブ・フォーラム 2 の上位会合を書いたものです。一番上をごらんになっていただければありがたいです。ASEAN+3 の Finance Ministers、財務大臣会議の下に ABMI があって、タスクフォース 3 があって、ABMF があって、サブ・フォーラム 1、サブ・フォーラム 2 で、こちらについて少しご説明をさせていただきます。

〔Major barriers〕 (スライド 2)

このバリアマップも先ほど山寺さんがご説明されたので、割愛します。ただ、ここに、繰り返しになりますが、サブ・フォーラム 2 というのは、Enhancing regional Straight-Through-Processing で、クロスボーダーの STP 化をしていこうということです。そのために、各国のフロー等を調査してまいりました。

〔Bond Market infrastructure Diagrams〕 (スライド 3)

これは一例で、中国でございます。左側を見ていただきたいのですが、トレーディングから、トレード・マッチング、CCP、セントラル・カウンター・パーティ、まあ、クリアリングのようなもので、セツルメント・マッチングで、ボンド・セツルメント、キャッシュ・セツルメントとあって、中国もほかのマーケット同様、OTC マーケットで 95%以上のボンドは取引されていて、それが CFETS という外貨取引センターというところに入力されて、オンラインで CCDC、これは日本の保振さんのようなところに行って、人民銀行さんとの間で DVP 決済をされている。

〔Local Bond Transaction Flows〕 (スライド 4)

すべてのマーケットといたしますか、エコノミーで 14 中 10 がボンドマーケットを持っております。CN (チャイナ) から、香港、インドネシア、ジャパン、コリア、マレーシア、フィリピン、シンガポール、タイランド、ベトナムと、全部について調べました。ただ、ブルネイとカンボジア、ミャンマーはマーケットがございません。

〔Cross-border Bond Transaction Flows〕 (スライド 5)

これは、国債ですが、全体についてトレードからキャッシュ・セツルメントまでを、チャイナからベトナムまでを書いたものです。

〔Fig. CN01 Bond Market Infrastructure Diagram〕 (スライド 6)

〔Fig. HK02 Bond Transaction Flow for Domestic Trades OTC Market/DVP〕 (スライド 7)

〔Fig. KR02 Bond Transaction Flow for Domestic Trades OTC Market/DVP〕 (スライド 8)

この図は、ローカルなボンドのフローなのですが、左側にセラーがいて、右側にバ

イヤーがいて、トレードからキャッシュ・セツルメントまで。これは香港なのですが、非常に典型的な例でございます。韓国は、プライス・トランスペアレンシー等、いろいろな観点からレポーティングのところが入っているといったようなことを、中国からベトナムまで書きました。

〔Fig. ID03 Bond Transaction Flow for Foreign Investors OTC Market/DVP〕 (スライド 9)

今度はクロスボーダーのフローですが、左側に Foreign Institutional Investor がいまして、1番、Trade Order を International Broker、Domestic Broker に行つて、OTC マーケットで取引して、戻つてきて、7番で Global Custodian に行つて、Domestic Custodian に行つて、決済システムで決済をするということです。これはインドネシアの例ですが、インドネシアは、キャピタル・ゲイン・タックスをトレードごとに果たしますので、余分なフローがありますねというのがわかります。

〔Fig. VN04 OTC Bond Transaction Flow for Foreign Investors〕 (スライド 10)

これはベトナムの例なのです。普通はトレードオーダーが1番で始まるのに、ここにブリファンディングが必要ですね。コンバーティビリティの関係で、そのようなカントリー・スペシフィックなフローがあるということがわかると思います。

〔Bond Markets in ASEAN+3〕 (スライド 11)

というようなことを、チャイナからベトナムまで調べました。

〔6. Numbering and coding〕 (スライド 12)

そのほか、いまはフローなのですが、右下をごらんください。アイシン (ISIN: International Securities Identification Number) といった証券の番号やビック (BIC: Business Identifier Code)、金融機関コードに相当するようなものも一緒に調べてまいりました。

〔ABMF SF2 Report to ABMI TF3〕 (スライド 13)

〔ABMF SF2 Report to ABMI TF3〕 (スライド 14)

それを、先ほど岩井さんもおっしゃいましたが、いまレポートにまとめているところで、3月ぐらいには公表されると思います。パート1、パート2、パート3からなっておりまして、パート1は全体的な取りまとめで、パート2が各国の状況、パート3が、いま申し上げたようなフローをまとめたものです。本当に、お時間があるときに、3月ごろに公表されたら読んでいただいて、コメントをいただければありがたいと思っております。

〔ABMF SF2 Phase 2 (started Feb.2012) draft〕 (スライド 15)

このような調査をやつて、2月から始まりましたフェーズ2で何をするかというのを、最後に少し触れさせていただきます。

これまで同様のことを、Continue identification of transaction flows, messaging and market practices ということ、やつてきたのが、国債のDVP取引なので、それをissuance (発行)、interest payment (利払い)、redemption (償還) に広げていきたいと思います。国

債だけではなくて、コーポレート・ボンドにも広げていきましょうというのが一つ目です。

二つ目は、山寺さんがおっしゃってくださいましたが、ISO20022 という国際標準との Fit-and-gap analysis を国債の取引についてやりましょうと。これは、メッセージをやるだけではなくて、先ほど申しましたように、取引そのもののマーケット・プラクティスの差もあるということで、例えばクロスボーダー・コラテラルを念頭に置いたクロスボーダーDVP みたいなモデルフローと各国のものとの差を議論することによって、どのようなバリアがあるかと。各国にその短期的な解決方法や、中長期的な解決方法をお伺いすることによって、この域内でどのようにすれば STP 化が実現するかということも併せて議論できればと思っております。

3 番目に、Propose a roadmap と書いてありますが域内の STP 化に向けたロードマップのようなものもできれば非常にいいなと思います。2 月から始めたいと思います。まだ、メンバーの方との議論を十分経ていないので、具体的なものはこれからですが、こういうことを進めていこうと思っています。

これまでフェーズ 1 でもマーケットの方々から非常に温かいご指南をいただきましたので、この場をおかりして、感謝します。

また、フェーズ 2 でもいろいろと、こういうことをやれ、ああいうことをやったほうがいいよとご指導をいただければと思いますので、引き続きよろしくお願ひします。

〔Preaching to Buddha〕(スライド 16)

犬飼先生、私からは以上です。ここにいらっしゃる皆さんに、どうも釈迦に説法をしまして、申し訳ございませんでした。

犬飼

○犬飼 ありがとうございます。

それでは、最後の第三部ということで、18 時 30 分まで、約 40 分間にわたりまして討議をしていきたいと思ひます。討議の途中から、会場の皆様にもぜひご参加をいただひて、ご意見やご感想をお述べいただければと思ひております。

それで、ここまでの話でかなり、特に私のプレゼンはちょっと急いでしまいましたので、なかなかご理解いただきにくい部分があったかもしれませんが、いろいろな観点で、いろいろな切り口が出てきたのではないかなと思ひております。まだ完全なものを今日お示しできておりませんが、例えば 11 カ国の市場ガイド、そういうものをつくったということも今回初めてでございますし、また、比較分析についても、これも初めてつくったということでもあります。

先ほどもちょっと上村先生とも話をしたのですが、実務的な観点から中心にまとめていきますが、これを今後、早稲田の当研究所として、学問的観点からどのように進化させていくかという部分も、非常に重要な課題ではないかと思ひます。

それと、具体的にそのプロ市場を今後どのように実現をしていくかという点で、ADB を中心に、ABMF の第 2 ステージがこの 2012 年の 2 月から始まりました。先ほど申し上げましたように、23 カ月、約 2 年にわたって、これから作業に注力していくということになります。日本では、いままでのメンバーに加えて、強力なメンバーとして、先ほどご紹介申し上げた、すでにレビューをされましたが、パークレイズキャピタルの鈴木さん、そ

して、いつも早稲田の会合、フォーラムでお世話になっております、森・濱田松本の石黒先生にも、鈴木さんとお二人、インターナショナル・エキスパートとして、この2月からご参加していただけるようになりました。そして金融庁さんのオブザーバー参加も見通しがつくような状況になってきているわけでありますけれども、具体的にこのプロ市場をどのように実現していくかということ、こういうアイデアがあるのではないかと、こういう点にやはり気をつけるべきではないかというところの議論をぜひしてみたいなと思っております。

また、特に今日金融庁の小野参事官のお話から明らかになりましたように、この試みというのは、新しく市場を創設する話です。市場をつくる話というを我々日本の関係者の間で、一応ここまで議論をすることができたということで、日本だけではなくてASEAN+3まで含めた議論と実際の行動が盛り上がってきた。これは、私、最大の功労者は、こちらにいらっしゃる山寺さんではないかと思っておりますが、そういう日本の金融産業にとっての新しい市場をどうつくっていくか、あるいは、そこの中で日本の市場関係者が、あるいは金融産業の当事者の方々が、どのように振る舞ったらいいのかという観点も非常に重要ではないかと思っております。

まだまだいろいろな観点があります。例えば東京証券取引所グループとしてどう考えたらいいのか、証券業協会がやはりアジア全体のSROを引っ張っていくべきではないか等、いろいろな観点があり得るかと思うのですが、幅広く皆様のお考えを、時間が足りませんが、順番に、まずは一言でも二言でも結構なので、お聞きしていきたいと思っております。

それでは、私のお隣から、よろしいでしょうか。村木さん、お願いいたします。

村木

○村木 先生、どうもありがとうございます。どこから話したらいいのかよくわからないのですが、まず、TOKYO PRO-BONDという観点で申し上げますと、こういう市場がアジアの時間帯の中にあってもいいのではないかとするのは、昔からいろいろと、様々な方からご意見をちょうだいして、プロ向け制度が数年前にできて、昨年2011年の夏のスタートに至ったわけでございます。

そういう中で、個別にいろいろな国を訪問させていただいてお話を伺うと、特にアジアですが、皆さん大変興味を持っていただきます。きっと、私どもがしなくてはいけない、取引所としてすべきことは、まずは第1号を早く市場に引っ張ってきて、大体こういう感じの発行体で、こういう格付けで、このぐらい調達できて、きっとこんな投資家がいますよねという、その一つのケーススタディを早くすることが、いま私どもが一番力を注いでいるところです。

それが見えてくると、次に行きたい方等、そういうお話は証券会社を通して伺っておりますので、つながっていくのかなと思っておりますし、逆に、投資家の方とお話をしても、ご案内のとおり、国内の市場が、発行残高が、いわゆる新発債が減ってきている。特に電力関係がない分減ってきています。ほかのところでは補ってはいるのですが、そうはいっても、やはり償還もありますし、投資家としての投資対象を広げなくてはいけないというプレッシャーが日に日に増しているというお話も伺っておりますので、そういう中で、新しい発行体が日本で、日本の投資家に調達をしながら、市場の深みをもっと増していくと。それが結果的にASEAN+3の中で債券市場の発展に貢献できれば、きっとこれは取引所とし

で大変うれしいことなのかなと思っております。

そういう中で、この ASEAN+3 の ABMF でもいろいろと議論のお話を伺って、そしてアジアのいろいろな国の方の政策をつくったり、市場参加者のお話を伺ったりしながら感じるのは、きっと 10 年前のアジアや、20 年前とは全然違って、どんどんどんどん目線が日本とアジアが同じになってきているというのはすごく感じます。なので、やはりこのいい勢いをうまく使いながら、どんどん先に進めていきたいなと思っております、私どもができるのは、まず第 1 号を引っ張ってきて、皆さんにお見せすることだと思っておりますので、まずそこをしながら、同時にいろいろな方のご協力を得ながら、盛り上げていきたいと思っております。

○犬飼 ありがとうございます。それでは山寺さん、お願いいたします。

山寺

○山寺 私のほうからは 2 点ほど。

まずは、今回フェーズ 1 が終了するということになりまして、各国の法制度比較ですとか、インフラの状況がわかるようになりました。本当に実はこういった情報はいままでありそうでなかったのですね。いままで、いろいろなインベストメント・バンクによるマーケットガイドのようなものもありましたが、必ずしも正確ではなかった。はっきり言うと、かなり間違いがあった。我々は、そういったものも全部検証をしながら、このマーケットガイド、ストックテイクング・レポートなるようなものをつくり上げていったわけですが、そのプロセスで初めてこういったことを、我々、地域としてやろうとしているのだなということを感じながら、この情報収集をやってきたわけです。

そういった意味では、いまこのアジアの地域で、各国の制度の違い、インフラの違いを、横串を刺して共通のフレームワークで見ることが出来る人というのは、実は、日本にいる犬飼先生であり乾さんということで、東京で市場をつくっていくというには、こういう知的なノウハウ、そういう知識というのはとても重要になってくると思います。そういった意味では、まさに、アジアにおける、アジアのための国際市場というもの、インターナショナル・マーケットをつくっていく。そういう知見がいま日本に集まっている。これをどのようにして広げていくのか。日本の経験、先ほど上村先生からもお話がありましたが、日本は比較法大国であると。まさにこういう比較分析ができたのは、日本人のそういう経験を持った、知見を持った方々が ADB のコンサルタントとしてやってもらえたからこそ、こういう分析ができたのだと思っております。また、そういったノウハウがいま集まりつつあるのだというところ、それを認識することがまず重要です、せっかくそれだけの知見が集まったので、それをどうやって有効に活用していくのか。

レポート自体は英語ですが、ラッキーなことに、この行間を含めて、そこに書かれている内容については日本語で聞くことができるので、これを利用しない手はないと思っております。ここがまず一つのポイントだと思っております。

それから二つ目。これをどうやって広げていくのかというときのアプローチなのですが、先ほど犬飼先生からもお話がありましたが、相互承認 (MR: Mutual Recognition) という話がありました。いままでの金融取引、ないしはインターナショナルな中でのルールづくりというのは、どちらかという、自分たちのルールを相手にのませるというようなこと、ないしは、これがグローバルスタンダードだと称して、それが正しいのだということで、

相手にその受け入れを迫るということが多かったのかもしれませんが。

ただ、いま、このアジアで起きようとしていることは、相互の違いというものを認識しながらも、そこを認め合いながらも、新たなルールをつくっていくこと。まさにアジアという国々が、いまちょうど同じように、経済発展レベルもあって、日本だけが突出しているわけではなく、どこの国もそれなりの経済規模を持つという発展段階になったところで、新たな国際的なルールづくりというものをやろうとしている。そういう観点で見ると、まさに、この我々がやろうとしている、お互いの違いを理解し、その中から共通のルールを生み出していこうということ、これはたぶん今後のアジアにおけるルールづくりの先駆けになっていくと思っています。そういったところにいかに日本として貢献できるのか。そういったことが成功すれば、必ず、東京マーケットでなければできないビジネスというものが出てくるのではないのかなと、期待をしています。

○犬飼 山寺さん、ありがとうございます。過分なお言葉をいただいてしまったのですが、一つ、比較分析については、いまのところまだ全体にあるものを並べ直ただけです。それをこれからどう料理するかというのは、これからの非常に大きな課題であろうと思います。並べ直すところまでしか、まだできておりません。それをちょっと一言申し上げます。

それでは築瀬先生、お願いいたします。

築瀬

○築瀬 私の話は、ちょっとまだどのように考えていいか、整理がついていないので、とりとめがないと思いますけど、まず一つに、いまの短期的な状況なのかもしれませんが、日本のキャピタル・マーケットの問題を考えたときに、借りるほうの資金調達ができないという話ではなくて、むしろ、早急に考えるべきことは、「投資家」と言うといままでどおりのような言葉なので、「市民」、普通の人。でも、ある程度老後の資金を持っている人たち、あるいは、若い人でも老後に備えようというような、たくさんの市民が、ある程度の金融資産を持っているという状況がある。

その中で、どういう選択肢があるか。市民のほうから見たときの選択肢というのは意外とないのだと僕は思います。それは、大手の、例えば大きな機関投資家と言われる、年金基金——政府、そこまで行かなくても、ある産業レベルでの業界の年金基金等とってみても、意外と手堅くて、かつ、トータルな運用成績が上がる先はどういうことだろうかと。例えば、どうもニュースを見ると、インドや中国等、新興経済成長をしている国では、相当なリターンが得られるらしい。でも、それを買いたいと思っても、あるいは、どういうものがあって、どういう仕組みになっているのかと行って、じゃあ、日本の銀行に電話して、セールスマンに声をかけても、全然きちんと説明してくれないとわからない。

ファンドをやっているような人は、それはこういうのがありますよと言っているのだけど、どうも、ものすごく複雑で、投資した先がどのようになっているのか、よくわからないと。もっと単純で、すきつとした、自分にも理解できるようなものでなければ、心配なわけですね。特に他人のお金を預かっている人は、自分が理解しないといけないと思うのだけでも、金融機関の人はよくわかっていないから、そこから先は、どうもわかりませんという状態になっている。ここが非常に大きい今の課題だと思っています。

それを頭に置いて、じゃあ、いま言っている SRO（自主規制）というようなことを考えたときに、特に日本ですと、どういう人が業者で、どういう人がプライベートな人かとい

うのはよくわかるのだけれども、よその国でいったときに、同じような金融サービス業というのがあるのかなと。それはそれぞれ、日本ですと、規制機関がライセンスして、きっちと管理しているけれど、同じようなことが、A国、B国、C国であるのだろうか。相互承認というときに、投資家が相当プロであると判断できるのはわかるけれども、業者まで広げたときに、それまで相互承認するのだろうか。

私は、まず二つ目には、そういう疑問があり、それとさっきの、もう少し投資家が市民側のニーズということに寄せたアプローチがあってもいいのではないかなということを考えてみると、ますます問題は混沌としてきます。しかもニーズに合ったものということになると、これはおそらく政府はいろいろな形で、どこまで介入すべきか、結構難しい問題はあると思います。規制すればするほど選択肢を奪うという結果にもなりかねない。このところは、かつての開示規制、あるいは業者の行為規制を監督するというのとはまたちょっと性質の違った問題があるのではないかと。

一方では、自由な発想がなくてはいいい商品はできてこない。しかし一方では、例えば、よくわからなくて大事な老後の資産を失うというリスクもあると。そのようなことを考えると、とても、どのようにこれから考えていったらいいのか、非常に難しい問題がいまあるように私には思います。

それは先に行ったときの話で、まず今日お話ししたような共通のマーケットをつくるということですが、その先には、国内の市場秩序ということを考えても、問題が曲がり角に来ているように思いますし、アジア全体を見ても、それもその先に射程距離に置きながら、どのように共通のマーケットをつくっていったらいいのかということが大きな課題なのですが、そんなことをとりとめなく、非常に整理がつかないまま、疑問をまだまだ抱えているような状態です。問題として考えていることの一部をご紹介しますにとどめました。以上です。

○犬飼 築瀬先生、ありがとうございました。それでは椎名さん、お願いします。

椎名

○椎名 今日は、イスラミック・ファンナンスという観点でお話を申し上げたのですが、私自身、4年ほど前から、日証協のほうでイスラミック・ファンナンスの調査担当ということで、ずっと中東、マレーシア等を定期的に回って、いろいろ調査をしてきました。その関係もあり、この ABMF にかかわるに当たって、どうしてもそういうバイアスがきいて、私の関心はそこに実はあり、ABMF の場というのはそれを議論する絶好の場だと。マレーシアや、インドネシアもあり、ほかの国も、特にスクークの導入ということで動いているわけですから、それも一つの債券だと思えば、この ABMF の場で当然議論すべき課題だろうと思って、そのアングルでちょっとやっているものですから、やや極端なようにも見えたのかなとは思いますが。それはちょっと個人的な問題ですが、日証協として ABMF にどうかかわるかということとちょっとお話し申し上げたいのです。

ABMF の場でかなり、Self-Regulatory Organization (SRO)、自主規制機関の問題を1年近く議論しました。実は、私ども日証協というのは、当然、国内の法律に基づいてできておりますし、その権限というのは、国内にしか及ばない、もちろん、我々の会員会社さんがクロスボーダーで行う場合については、こちらの部分については、当然、我々も何らかの権限なりがあるのですが、その先まではちょっとどうこう言う権限もないので、この

お話があったときに、日証協として参加すべきかどうかと非常に躊躇が実はあって、一回お断りしています。しかし、また依頼があったもので、私が行けということで参加をして、どちらかという、行っていけばいいのかなという感じで協会としても考えていたのかなと思うのですが、行ってみたら、実は SRO というのは株式と違い、債券市場に非常に重要な要素なのですね。株式もそうですが。特に債券市場は、OTC での取引が、だんだん成熟化してくると大宗を占めてきますので、そこでどうしても、レギュレーターというよりは、我々、セルフ・レギュレーターのようなものがルールづくりを行う流れなのですね。

ですので、私もかなりいろいろな、これまでの国際会議の場で、仕事、プレゼンテーションをかなり要請されまして、いろいろな形でプレゼンをしました。一番多かったのは、SRO というのは何なのかという議論でしたが、いろいろ思うには、ASEAN+3 というのは、いろいろな成熟度が違う国が混在しているので、そもそもセルフ・レギュレーターがない国が、例えば、特にラオスやカンボジアあたりはレギュレーターしかない。それから、ほかの国も、SRO とまで呼べない、いわゆる証券業者団体みたいのはあるけれど、SRO まで行っていないなど。ほかの国は、取引所が SRO になっている等、いろいろなばらつきがあります。

そうしますと、初め、非常に高度な、いわゆる ICMA 的で、オフショア的な、SRO をつくるという発想が一つあったのですが、その議論をする前に、「SRO って何なの」というのをみんなに熟知してもらったほうがいいのではないかという気持ちもありましたので、どちらかという、ボトムアップ的なところをもうちょっと力を入れてやったらいいのではないかなと思いました。

ただ、それを ABMF の場でやっていると、何時間やってもなかなか終わらないので、そろそろ1年もやったので、必要あれば場外でやればいいのかなどは思うのですが、そんなことで、一度議論したので、かなり SRO というのが何なのかというのがわかったので、次のフェーズに行けるのではないかと思うのです。

我々日証協としても、特に私は、この議論を通じてかなり役立ったことは、例えば債券価格の公表制度は、議論して、日本でも社債懇で実はやっているのですが、それは日本の社債をもうちょっと活性化しようという観点で、一つに、価格制度、公表制度、売買参考統計値というのが、いま日証協で唯一やっていますが、それが実勢から乖離、なかなか反映していないのではないかということ。それが社債市場の不活発化の一つの原因かもしれないということで、いままでもアメリカとヨーロッパの制度を調べてきて、それぞれがこうだったということをやって、日本はどうなのと、議論をしていたのですね。

ところが、近くの韓国に行って、この ABMF の一環でいろいろ議論をしていると、韓国ってすごいなと、リアルタイム、15分以内に公表を協会——あちらはコフィア (KOFIA) と言いますが、そこに報告していると、話していてわかりました。それは一体何なのか、彼らは、いわゆる取引後、取引前の情報さえも、いわゆる実値を協会に報告しています。日本の場合は、実値は全然報告していませんから、外を見ると、特に近くの、お隣の国を見たら、もしかしたら進んでいるかもしれないというのがわかって、実は今日お配りした配布物の最後の前回のレジュメの中にも、そのことも書いてあります。そこでそうというのがわかったということで、それからしばらくたって社債懇できちんと韓国の KOFIA から呼んできて、彼らの公表制度というのを一応説明してもらいました。

彼らは、そういうリアルタイムの公表制度以外に、ボンド・バリエーション・エージェ

ンシーという、債券評価機関というのがありまして、そこでも理論価値を発表していて、ポートフォリオ評価はそれを使うという仕組みになっています。

日本の場合は何もかも売買参考統計値をもとに、そういうポートフォリオ評価もやりまじすしね。ということで、日本だけ何かちょっと特殊なのではないかとだんだん思いだしてくるわけです。どうも世界の趨勢、流れを見ると、やはりリアルタイム、実値というのをちゃんと公表しているのではないかと。日本だけいまだにそういうのをやっていません。

そういうこともわかり、それから SRO の議論を通じて、やはりカンボジア、ラオスあたりは、それ自体がないわけですから、一体これは何なのかということを知りたいということで、実は来週から、日証協がずっとやっているアジア・セキュリティーズ・フォーラムという、日本語で「アジア証券人会議」というもののトレーニングセミナーというのがあります。そのアジア証券人フォーラムというのは 1995 年からやっているのですが、そのトレーニングセミナーというのは 2006 年から毎年やっています、アジア各国の SRO とか証券者団体をお呼びして、日本のセルフ・レギュレーションを教えてあげるという試みです。来週、その 7 回目が行われるのですが、過去最大の 18 カ国から代表が集まることになりまして、今回は初めてロシアや、ABMF を通じて知り合ったカンボジアとラオスの証券委員会の方もお呼びして、ぜひ、日本の我々がやっているそのセルフ・レギュレーションを学んでくれということで、そういうところと実は結びついていますし、それからベトナムの協会、債券者協会というのがあることがわかって、いままではハノイ取引所を呼んでいたのですが、今回からベトナムの債券協会をお呼びするという形で、実はこの ABMF からいろいろなヒントを得て、我々も学んでいるという状態で、非常に効果があったと思います。

○犬飼 ありがとうございます。では鈴木さん、お願いいたします。

鈴木

○鈴木 私は実際に証券会社に勤務する者でございますので、実務的な観点で感じていることを申し上げます。オフショアではなくて、まずはバイラテラル、2 国間の国内のプロ市場をつなぎましょうということで、オフショアでなくドメードメのバイラテラルというのをいいと。選択しようとする理由は先ほど申し上げたのですが、まず、そこに必要なファクターが、市場関係者としては、当然発行者がいて、引受人、証券会社、ディーラーがいて、そして投資家がいると。投資家については、プロマーケットを前提にすると。プロマーケットを前提にするのはなぜかということ、各国の国内の公募に合わせていたのでは、マーケットがとてできないということと、日本でもそうですが、最終的には、機関投資家が主導するプライスがリテールのほうのコープライスになるという流れがあるからです。プロ中心ということですが、そこで、はっきりとプロ、アマの区分けがあるとしても、各国によってその基準が違う。そうすると、どこに照準を合わせましょうか。実はバイラテラルでスタートするいいところは、できるところからやれるというところがあるのですが、最初にどこで水準が決まるかというのは非常に重要です。その後続く国々のミューチュアル・レグニションのレベルにも非常にインパクトが出てきてしまうので、そのところを、もう一度各国のプロ・アマの状況の精査というのは重要になってくるのではないのでしょうか。

それから、日本でもプロ・アマということに関して、金商法が導入されたあと確立して、

管理は完全にできるのですが、実務家として感じているのは、例えば私はプロですと宣言されている投資家さんに、それなりにプロとしてのインセンティブがあるマーケットになっているのかという、答えは「ノー」ではないかなと思います。

つまり、プロとアマになっても、要するに買えるものはほとんど同じ。それから、アマを宣言しておけば、これは法律のたてつけから、証券会社はすごくサービスしなくては行けないと。プロ宣言すると、「あなた、プロなのだから、このぐらいの情報提供でいいでしょ」と、極端なことを言うと、そうなってしまいますので、プロに本来あるべき投資家さんも、アマになったほうが心地よいサービスが受けられるという状況に陥っているのではないかとこのところは非常に問題だと思っています。そういう意味で、東京プロボンドマーケットは、これはもう、あそこでのプロダクトというのはプロを宣言しないと買えないのだと。つまり、プロになるインセンティブが発生するという、非常にインパクトのある制度だと思っています。ここはアマチュアを選択している限りは参加できないという意味で、そこを制限的に考えるかどうかという問題はあるのですが、私は、現状、プロになるメリットを見出せないプロの投資家さんが意外といると考えているので、この東京プロボンドの制度というのは、プロにインセンティブを与えるという意味では非常にいい制度だと思っています。

同様に、同じような問題がひょっとしてアジアの国にもあるかないか、これはちょっと私、まだ存じ上げないのですが、フェーズ1のレポートを精査させていただき、必要があればまたそこを深掘りした調査をしてみないといけないと思います。

それから、当然、引受人という問題もあるのですが、実は、アジアで名の通っている証券会社というのは、ほとんどが日本の証券会社さん、銀行さん、プラス、各国でも一個あるかないか。あとは、欧米系の証券会社の現地法人ということになっていまして、実は、意外に情報が足りないのは、各国の証券会社、どんな人たちなのかあまり情報がないのではないかなと思います。

そういう意味では、いや、我が国にはこういう証券会社がいて、証券業協会もあるから、証券業協会を通して照会してくればすぐわかるよということであれば、それはいいのだらうと思いますし、ガバナンスがきいた証券会社が、当然プロボンドマーケットに参加してくるということになるので、要するに地場の証券でも、本当に小さい証券会社はなかなか我々もわかりにくいですし、また、そういうところと取引するのが若干リスクもありますので、そのことと線引きというのも、実務的には今後詰めていくべきかなと思います。

発行者につきましては、それぞれの国で、このレベルで発行を認めましょうと。日本の場合は、実際、国内社債を出せるような発行体さんは全部オーケーになるのではないかというイメージなのですが、ほかの国の発行体さんがちょっとどういう感じなのかはわからないので、各国が、レギュレートするという言い方よりも、ビヘーブした発行者の選好の仕方や、ビヘーブした手の挙げ方というのが合意されるといいかなと思っています。

実務家としてはそんな観点で見ております。

○犬飼 ありがとうございます。乾さん、お願いします。

乾

○乾 どうもありがとうございます。私は、サブ・フォーラム2なので、少し観点が違う

かと思いますが、例えばサブ・フォーラム 1 はアジア域内での共通のプロボンドマーケットをつくる、マーケットの創出等、そういう意味で非常に大きな話なのですが、サブ・フォーラム 2 は、むしろ実務的で、メッセージの標準化や IT もですけど、ただ、いろいろなマーケットを域内で作っていく場合に、やはり各国のインフラ、各国のシステムというのも重要だと思います。

その中で、各国のシステムをそういうものに適合するようにしていくためにはどうするかということですが、ほうっておくと、そのまま更新するといったことが行われると思っております。例えば日本の場合ですと、日銀ネットは 2015 年新日銀ネットになって、ISO 化するということもありますので、そういう情報を域内で共有することによって、例えばまだマーケットのないラオス、カンボジア、ミャンマー、ブルネイ等も、今後インフラをつくっていくと。実際、ASEAN では、アセアン・エコノミック・コミュニティで、2015 年から 2020 年までにインフラを整備していくということがありますが、そういう中で、こういう場を通じて情報を共有することによって、実際、インフラをつくっていくときに、そういうことを念頭に置いた構築設計ができるのではないかなと。

そういう意味で、サブ・フォーラム 2 でやっていることが、域内のいろいろなクロスボーダーでのマーケットの、ある意味サポート材料になるのではないかなと。もちろん、そのゴールとしては、例えば RSI (Regional Settlement Intermediary) で、ICS のようなものもありますし、様々なものがあるのですが、各国のインフラが、どれぐらい接続性がよくなるかというのは一つ重要なことだと思いますので、そういう方面から少しでも貢献できればと思っています。

そうはいつでも、実際比べてみると、結構差がございます。例えば、日本の場合ですと、メッセージのコンファメーションに必ず残高を返す。これはちょっと手前みそになるのですが、日本のシステムは非常にリアルタイム性が高いのでそういうことができるので、ほかのところではできないのですが、そのような差が出てくる等、細かいことがいろいろあります。また、先ほどのインドネシアはキャピタル・ゲイン・タックスがあるとか、いろいろなマーケット・プラクティスがやはりメッセージングに影響していることもありますので、そういうことも含めて、お互いに認知しながらやっていくべきだと思っております。

そういうことを通じると、例えば先ほど岩井さんがおっしゃったタイと日本のクロスボーダー・コラテラルも、クロスボーダー DVP と似ていると言ってもいいかもしれません。現状ですと、日銀ネットの中に国債のタイパーツ用のものをブロックしておいて、その情報がタイに行くと、その範囲内で一応流動性は供給できると。

ところが、ほかにマーケットが増えてくると、すべての債券をブロック、おのおのすると非常に効率が悪いわけです。国内ですと、釈迦に説法になりますが、流動性供給というと、すぐに担保管理システムが動く。例えばそれが接続できるようになると、日本の金融機関さんがほかのマーケットで、ローカル・カレンシーが欲しいといった場合、あり余るあるジャパニーズ・ガバメント・ボンドを担保に、すぐに資金の供給ができるということが理想ですが、やはり標準化はいろいろ、いま申し上げたように、そう簡単にはいかないことがあるので、そこを地道につぶしていこうと。

余談ですけど、実はレポートを書いている、ちょっと怒ったことがあります。何かといいますと、先ほどお見せした国のコード、例えば中国は「CN」と書いておりました。これは ISO3166-1 alpha-2 という国際標準ですが、これは山寺さんにお叱りを受けるかもし

れません。ADB さんは ADB さん独自の国のコードがあります。中国ですと、People's Republic of China/PRC としないといけない。国際標準ではなくて ADB の文献には、ADB のコンベンションを使えということで、全部それに変えた経緯がございます。単純に考えると、やはり国際標準をプロモートしていくためには、文章もそれで書きたいと思いましたが、中国の表記や国の表記をする場合に、そう簡単に国際標準だからと言えないようなものがありました。もちろん ADB さんのルールに従ったのですが、それを思うと、単純に、いいから国際標準にしてよと ISO に言ってもそう簡単にしてくれないですし、実際、各国の事情もさまざまですから、税で申しますと、例えば証券の口座は、日本ですと自己口、顧客口があって、おのおのの税によって、1 から 4 番、1 から 3 番までありますねと。ところが、中国はセグリゲイティド・アカウントになっているので違いますねというように、ただ、税の問題になってきますと、フローであるとか、口座でこっちのほうがいいからといっても、全く違う論理があるので、やはり相当大変だなと思っています。

それを裏づける事例としましては、このように、例えば標準化すると、CSD 同士直接接続すると、グローバル・カストディアンさんや、ローカル・カストディアンさんが、やはりビジネスがなくなるかなと懸念していたのですが、非常に協力的です。なぜかと思ったら、そういうところが標準化されると、メッセージフローが、コンバージョンが要らなくなってコストダウンになるけど、それだけではなくて、いろいろ意味でおのおののところでノウハウや、いろいろなものがあるから、そう簡単に接続はできないという裏返しかなと思いましたので、一生懸命頑張っていこうと思いますけど、その辺いろいろとご協力いただければと思っています

以上です。

○犬飼 ありがとうございます。ちょっと時間が超過してしましますが、お許しをいただければ、会場の皆様から、お二人か三人の方にお話をいただければと思います。

最初に、ご指名で申し訳ないのですが、上村先生、よろしいでしょうか。

上村

○上村 すみません。貴重な時間で発言をさせていただきました。最初に挨拶をし、ずっと聞いておりましたら、知的刺激が非常に、私としては珍しく活発化したものですから、感想だけ述べさせていただきたいと思います。

まず、私は法律家なものですから、先ほどの法制度の一覧表というのは、犬飼さんがこの法制度の比較についてここまでのものをやられるという、そのパワーというのはものすごいものがあるなということに感心しました。この先が大事だとさっきおっしゃっていたのですが、日本は外国法のるつぼと言われていています。それから、外国法を学ぶ点では、もうびっくりするぐらいの珍しい国です。アメリカなんか学ばませんから。ですから、アジアを見ますと、フィリピンはアメリカ法、それからベトナム、ラオスはフランス。それから、香港、シンガポールは英国法そのまま、判例までコモンウェルスの判例でやっています。インドネシアはよくわかりませんが、オランダでしょうか。ちょっとその辺はよくわかりません。

まさにアジアには、その種の外国法がそのままあちこちに散りばめられているわけです。

それを総合的に、比較法的に勉強すること、世界でも最もそういうことに慣れている日本が、そういう問題に対して、その一覧表を見て、それをもうちょっと理論的に深めていくということは非常に意義があるし、日本だからできる。日本でなくてはできないということがあるのだということをまず痛感し、そういう意味では、壮大な比較法研究のネタがここにある。これをもうちょっと理論的に深めていって、出すと、例えばアメリカやフランス人みたいに外国法をあまりやらない人たちから見ると、これはすごいということになるのではないかなと思いました。

それから、もう一つは、証券規制、金融規制というのは、これは私の感じでは、最初は産業警察的な取り締まりというところから始まり、それから保護育成というところへ行きまして、その後マーケット、つまり市場を中心にルール化していくという段階があって、アジアの国はそれぞれに全部あるのではないかと思います。

日本は、それを50~60年で全部経験した珍しい国です。中国は、それを20年ぐらいでやろうとしているような感じがしますが。

そういう意味では、日本の目線で見ると、日本がかつて経験したあの時代の、例えば社債で言えば発行限度規制や、財務制限条項、それから適債基準もあった時代もありました。そうすると、そういうことをやることが必要な規制の段階というのもあるわけです。そうすると、その目線で各国の現在のルールを見てやれる——見てやれるというのはちょっと偉そうな言い方ですが、見て、あるいは評価することができるのではないかなという感じがいたします。

そうすると、どの段階であろうとも必要なルールがあるのではないかと感じます。例えば情報開示、会計や、監査等、こういうものはどの段階でも必要なものがあります。それからもう一つは、どの段階でも私は業者規制というのが、業者が磨かれていけば、ほかの規制の水準が上がってくるというところがありますから、このプロボンド市場によって業者のプリンシプルが磨かれることによって、各国の資本市場のルールが全体として底上げされるという、そういうところをやはり目指すべきなのではないか。

ですから、私は、アジア版コード・オブ・コンダクト、言い換えるとアジア版ジェントルマンとは何かと。アジアのジェントルマン的にいうジェントルマンとは何かというようなものを示していただきたいと。

ヨーロッパのジェントルマンは、日本に来ると急に野蛮人になったりするので、必ずしも信用できないのですが、日本でもジェントルマン・ルールのとおり行動してくれよと言っても、いや、それは日本の発展段階のそういうものだから、なんて言って冷たく切り捨てますよね。日本は、それは違うのだということを見せていただきたいというのがあります。

それと、やはりその国によっては、プロボンド市場が発達することはとてもいいことなのですが、さっき築瀬先生もおっしゃっていたように、やはり企業社会というものが、誰が主役の社会になっているかということによって、つまり、債券とエクイティのバランスというのがありますよね。その国によっては、やはりガバナンスというものが非常に大事なのだという国の場合には、やはり株式市場が同時に発達してもらおうということを考えながら、いや、ここのプロの部分だけ発達すればそれでいいのだということにはならないだろう。そういう目線まで日本は持っているのだということを示していただきたい。

最後は、我々はほかのところでもいろいろやっていますが、名古屋大学は熱心ですけども、

法整備支援というのがあります。従来の法整備支援というのは、何でも制度整備が遅れているだろうから、最初は民法からというので、例えばベトナムで民法を等、そういう話ばかりです。ところが、どの国でも、グローバルな金融システムのもとにあって、そして災害のリスクと同じように金融のリスクも、発展した国だから、そういうリスクのもとにあって、発展途上国だからそういうリスクがないということではなくて、同じようなリスクのもとにあるわけです。ですから、我々は、その法整備支援というのが、最初は民法からではなくて、金融の法整備支援というのは、その国にとっての金融リスクに、その国の目線に立って、いろいろなノウハウを提供してやるといういまいしょうか——やるというの、またちょっと偉そうかもしれませんが、私はそういう視点が必要だと思っております。

そういう意味では、今度のプロボンド市場は、その影響やその広がりは大変大きくて、それを日本が中心になってやってくれてよかったなと思っております。

これは中国に対しても言えることです。中国は社会主義的市場経済と言っていますが、私は、中国へ行くたびに、社会主義が足りないといつも言っているのですけども、つまりそれはどういうことかということ、人民の、人民による、人民のための市場経済ということを書いていたはずなのですけども、実際はそちらのほうが抜けてしまっていて、そういう意味では、成熟市民社会が支える資本市場のモデルは、やはり日本が中心になってやろうとしているアジアプロボンド市場をやっているうちに、中国も、そのマーケットというのはどういうものなのかということがわかってくるといういまいしょうか、中国に対してもそういう効果を持ち得るようなことになってくれたらいいなと思い、ちょっと長い感想で恐縮ですが、感想だけ申し上げさせていただきました。

犬飼

○犬飼 上村先生、ありがとうございました。

私自身も、上村先生のご指導をいただきながら、学術的な観点でこれを材料にして、早稲田大学のこの研究所の中で、どのような次のステップに行けるかということ、ぜひ前向きに考え、また打ち合わせをさせていただければと思っております。

先ほど、法的伝統の比較のようなどころのお話を上村先生にいただいておりましたが、お手元の資料のアペンディックス 1 の一番下にある Table 1 が、そここのところを書いてございますので、後ほどごらんになってください。

もう時間がかなりないのですが、手短にこれだけは言っておきたいという方がもしいらっしゃれば、どうぞご発言ください。よろしいですか。

それでは、恐縮ですが、ご意見、ご感想を、グローバル COE の申し込みのメールアドレスのほうに、ぜひお送りください。今後の参考にさせていただければと思っております。

では、これをもちまして本日のこの会をお開きにさせていただきたいと思っております。このあと懇親会を予定しておりますので、もしご出席ご希望の方がいらっしゃいましたら、ここにお残りをいただければと思っております。

今日は、スタッフの皆さん、本当にありがとうございました。おかげさまで無事に本日終了することができました。

本当に、皆さん、ありがとうございました。また引き続きよろしく願います。
(拍手)

(閉会)