

# 「アジア域内横断的プロ向け債券市場」 構築プロジェクトの経緯と展望

—域内市場をどのように連結し横断的市場を創るのか？



早稲田大学 法学学術院 教授

犬飼 重仁

## ■ 1. はじめに

本稿では、まだあまり知られていない、我が国の産・官・学の事実上のイニシアティブで進みつつあるアジア域内の横断的プロ向け債券市場創設プロジェクトの、経緯と現状及び展望について、具体的な内容を織り込みつつご報告させていただく。

アジア域内の横断的プロ向け債券市場は、我が国金融機関等のイニシアティブ発揮の場の創設として極めて重要である。

### — <目次> —

1. はじめに
2. これまでの経緯（2008年～2012年）
3. ABMF第2フェーズの活動について
4. ABMF第2フェーズの討議(要調整)事項
5. おわりに

ここで、1980年代後半から1990年代前半には、我が国の金融・証券業者によって数々の金融イノベーションが、ロンドンを中心とするユーロ市場で発揮されたが、そこでできなかったことは「市場イニシアティブ」を取ることであったことを想起したい。

それはアジア版ユーロ債市場と呼んでも良いものであり、我が国の金融機関が、アジア域内に広がる新市場で活躍することが展望され、期待される。

また、この我が国主導のプロジェクトは、我が国の法学、比較法学の力と蓄積があったからこそ、進展が可能となっているといえる。さらに、我が国と域内の研究者にとっては、域内における法の執行、会社法・金融資本市場法の共通化といった、これからの課題に応えるための第一歩が、それによって印されたという意味においても重要であろう。

## ■ 2. これまでの経緯 (2008年～2012年)

### (1) 2008年

金融庁では、「金融資本市場競争力強化プラン」の一環として、2008年末、従来からの少人数私募及びプロ（適格機関投資家）私募に加えて、プロ（特定投資家）向け市場整備のための、「新たな開示免除証券市場の枠組み」が法制化された。これにより、本格的なプロ向けの新市場の開設が可能となった。これは、当時、ロンドンで成功していたAIM（Alternative Investment Market）をモデルとする特定投資家向け株式市場を想定したものと一般に理解されているが、我が国におけるプロ向け債券市場創出のための必要条件であったことはあまり知られていない。

### (2) 2009年

国債、地方債に続き、非居住者の受け取る社債利子の源泉徴収に関しても、2009年末、政府により課税をゼロにすることが決定された。

なお、特筆すべきことは、これら上記の政府の2つの政策決定は、我が国の金融資本市場の内と外を隔てていた「市場の断絶」を埋めるトリガーとなったことである。

### (3) 2010年前半

早稲田大学では、この2つの制約が取り払

われたそのタイミングをとらえ、市場実務家・企業財務担当者・研究者・法律家・関係省庁のオブザーバー参加を得て、2010年2月から4月まで「アジア・デットリスティング研究会」を集中的に開催。その結果を受けて、これまでの概念的提言に詳細な新市場の設計図を加え、より具体的な新市場創設提言としての『「アジア域内プロ向け国際債市場」とその日本国内版である「我国プロ向け公募債市場」創設提言』を、同年4月20日に公表した。

同年6月官邸発表の新成長戦略には、ユーロ市場と比肩（ひけん）する市場を我が国に実現するために、「プロ向けの社債市場の整備」、「アジア域内の豊富な貯蓄をアジアの成長に向けた投資に活用すること」がうたわれ、「金融自身も成長産業として発展できるよう、市場や取引所の整備、金融法制の改革等を進め、ユーザーにとって信頼できる利便性の高い金融産業を構築することで、金融市場と金融産業の国際競争力を高める」ことが、国家戦略として明確に打ち出された。

その工程表の金融部分には、「プロ向け社債市場の整備」が2010年度の早期実施事項として掲げられ、「アジア債券市場の構築」に関しても、アジア域内の豊富な貯蓄をアジアの成長に向けた投資に活用するために、2010年に「ASEAN + 3 債券市場フォーラム（ABMF）の設立」、2020年までに「アジア債券市場を育成し、日系企業等の現地通貨での資金調達を円滑化する」ことがうたわれた。

#### (4) 2010年後半

上記を受けて、アジア債券市場イニシアティブ (ABMI) のTF3 (規制枠組みの改善TF) の下、アセアン+3 (アセアン10カ国と日中韓) 共通の枠組みとして、2010年9月に「ASEAN+3 債券市場フォーラム (ABMF)」が設置された。ABMFは、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・規制の調和化を目的とした、アジア開発銀行 (ADB) を事務局とする官民一体協力型のフォーラムである。

なお、2つのサブ・フォーラムのうちSF1 (議長：日本、副議長：マレーシア) では、ASEAN+3 各国市場の規制及び市場慣行に関する情報収集、及び域内各国各債券市場における情報ギャップの解消・縮小を目的とし、SF2 (議長：韓国、副議長：インドネシア、日本) 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目的としている。

#### (5) 2011年

上記の新成長戦略工程表実施の一環として、2011年5月に、東京証券取引所グループの東京AIM取引所に「東京プロボンド・マーケット」が開設された。

また、ABMFでは、ADBを事務局として、我が国財務省、金融庁、日銀等の協力の下、我が国の市場関係者をはじめ域内の官民が一体となって協力し、1年半にわたって第1フェーズの活動を行い、全1,532頁に及ぶ「域内11カ国の債券市場ガイドと比較分析レポー

ト」を策定し、2012年4月4日に公開<sup>(注)</sup>した。

この成果物の策定には小職も主編著者として参画したが、アジア域内で初めての、そして最も包括的な内容を有する債券市場ガイドが完成したことは意義深い。

#### (6) 2012年

この各国債券市場ガイドと比較分析レポートの活用を通じて、域内の多くの場所・市場で明らかに存在する情報の非対称性が改善に向かうことが期待される。また、市場ガイドと比較分析レポートの内容は、2012年2月より2013年末までのABMF 第2フェーズの活動の基礎となり、その活動を通じてさらに厚みを増すことが期待される。

一国の枠を超えたアジア域内の横断的な債券市場を、いわばアセアン+3の共通財産として創設しようとする壮大なビジョンの実現に向けて、我が国の官民共同のイニシアティブで域内共同のプロジェクトが動き出し、第1フェーズの債券市場ガイドの策定から始まり、第2フェーズでは各国市場の連結のための具体的な作業が実質的に域内各国の官民の協力の下で進展し始めたことは、画期的なことといえよう。

(注) 早稲田大学のミラーサイトから、包括及び個別レポートのPDFファイルが入手可能。

[http://www.globalcoe-waseda-law-commerce.org/CA\\_BMGs/index.html](http://www.globalcoe-waseda-law-commerce.org/CA_BMGs/index.html)

(テーブル1) 開示免除制度の有無

Jurisdiction	Existence of Exempt Regimes Exempt securities / Exempt transactions (Private Placement)
China	Exempt Regime is not applied in PRC.
Hong Kong, China	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.
Viet Nam	No. But, private placement (to less than 100) or sale to professional investors is clearly stipulated in the amended Securities Law. But, private placement is not regulated as an exempted scheme.

(出所) 犬飼 (比較分析レポートより抽出のうえ一部修正)

### 3. ABMF第2フェーズの活動について

域内各国市場に関する法規制等の市場情報の横断的な把握の成果を基礎に、2012年2月から約2年間の予定で始まったABMF第2フェーズでは、域内共通の横断のプロ向け債券市場を実現すべく、域内各国の規制当局や市場関係者との具体的な対話を通じて、各国のプロ市場を結び付けるための、各国プロ向け開示水準の共通化や証券発行のドキュメンテーションの標準化に向けた作業がスタートしている。

#### (1) 第2フェーズの目的と今後のアプローチ

第2フェーズの目的は、クロスボーダー又

はアセアン+3地域の横断的な債券の発行及び投資を促進することであり、まずは各国各地域の既存のプロ向け市場（又は開示免除の私募の市場ないし制度）の枠組みに着目し、検討対象の発行市場を絞り込むところからスタートしている（テーブル1）。

#### (2) 第2フェーズの成果物のイメージ

理想的な成果物のイメージは、債券発行に必要なドキュメンテーションが整備されたアセアン+3地域内のプロ向け債券市場の創設である。具体的には、ドキュメンテーションが標準化されたアセアン+3域内外通貨建債券発行(MTN)プログラムであるが、かなりのアジア通貨は自由化されていないため、非居住者である発行者や機関投資家等が負うことになる厳格な外貨規制の負担は非常に大きい。そのため、債券発行(MTN)プログラムについ

(テーブル2) プロ向け市場の存在

Jurisdiction	Existence / Status Quo of the Professional Investors Only Market
China	Does not exist. But, Inter-bank Bond Market consists of Institutional participants only. PBOC is mulling over QIB concept.
Hong Kong, China	Under discussion. Having said so, the Hong Kong dollar market is primarily a private placement market for professionals.
Indonesia	Does not exist.
Japan	Exists. Private placement for Specified Investors and TOKYO PRO-BOND Market listing in the TOKYO Stock Exchange.
Korea	The QIB market and trading system will be launched within 2012.
Malaysia	SC and BNM introduced "Exempt Regime."
Philippines	Exemptions are granted for particular securities and transactions.
Singapore	Exists. There is a market for professionals, which is exempted from prospectus requirements.
Thailand	Private placement is exempt from full filing requirement.
Viet Nam	Does not exist.

(出所) 犬飼 (比較分析レポートより抽出のうえ一部修正)

て、域内共通のプロ向けに絞ったプログラムに適用可能な標準的な基準・発行様式等を導入しつつ、漸進的に、可能なところから域内通貨建てのオプションを増やしていき、徐々にアセアン+3と日中韓で地域横断的に発行可能となる、統一の発行スキームを採用する。

### (3) 域内プロ向け債券市場成就のための前提

#### a. 規制機関・政策立案者の理解：

ABMFメンバー及びそれ以外の自主規制団体、具体的には主要な仲介業者・機関投資家・発行体等の市場参加者との議論を更に深化させ、その土台の上に、各国各地域の規制機関及び政策立案者等の「共通理解」と「相互認知」を促進する必要がある。

#### b. 共通項の認識：

まず、対象の国と地域で共有可能なプロ投資家のコンセプト、プロ向け市場（開示免除市場）の条件その他の「共通項」を認識することが重要となる。特に、アセアン+3を前提とする場合、各国各地域の市場の発達度合、法規制、制度、市場慣習等が違うため、第1フェーズの成果物レポートも参照しながら、相互理解を深めつつ、第2フェーズでは詳細にわたる議論を進める必要がある。

#### c. 現実的なアプローチ：

当面は、各国における現行法制度の中でできることから始める。将来的な可能性は残しつつ、法制度を大きく変えることを、当初のステップでは目指さない。

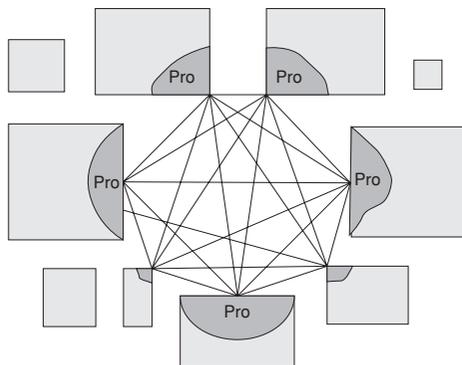
#### (4) 期待される成果

メンバー各国各地域の協力を得ながら、各市場において、一般的且つ多面的な目的とゴールを定義する必要がある（拘束力はないが、すべての市場について推奨されるべきもの）。各国各地域の市場の発達度合、法規制、制度、市場慣習等が違う中では、各国各地域において独自の取組み、つまり、各市場において個別のロードマップ作りが必要となる。したがって、ABMFの第2フェーズでは、個別の論点ごとに単独又は共同で議論を進める。その結果を、将来的に、階層構造的に報告書にまとめる。

#### (5) 最初に強調すべきこと

各国各地域が相互認知し且つ受入れ可能なフレームワークに至るように、域内の国内市場と国内市場との間のクロスボーダー取引を各国制度上相互に許容するような対応が必要となることが、強調されなければならない。すなわち、「相互認知アプローチ」は、「二国間クロスボーダーアプローチ」でもあり、

(図表1)



(出所) 犬飼 (比較分析レポートより抽出)

「多国間アプローチ」にも結び付くものでなければならない。

つまり、(図表1)のように、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、共通のセーフハーバーを作り出すことが可能となる。

#### (6) どうやって各市場を結び付けるのか？

相互認知アプローチでは、各国各地域のプライマリ（発行）とセカンダリ（流通）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取引フローが相互に許される必要がある。具体的には、二国間の相互認知（合意）に基づく、次の4点の制限免除（①～④）を指す。

##### ● 域内の二国間（AとB）で必要な相互認知（要合意）事項：

- ①B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の免除、ならびにその逆も免除。
- ②B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の免除、ならびにその逆も免除。
- ③B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の免除、ならびにその逆も免除。
- ④A国及びB国のプロ投資家間の転売制限の免除。

なお、上記制限免除の意図は、相互に認知されたプロ投資家間、プロ市場間の流通取引

においてプロ投資家向け開示免除債券取引の流動性と取引効率を高めるためと、プロ投資家向け開示免除債券取引が各国国内の一般公募ならびにリテール債券市場の秩序を乱さないための、適切な市場運営である。そのためには、社債要綱における転売禁止に加え、告知書の事前交付や譲渡制限契約の義務付けにより（流動性が阻害されるような方法で）一般公募ならびにリテール市場を侵食しないようにするのではなく、プロ投資家間で流通することを当然の想定として社債要綱においてプロ以外への販売を禁止する方式を採用することで、流動性と取引効率が阻害されないようにすることが望まれる。

#### ■ 4. ABMF第2フェーズの討議（要調整）事項

2012年度は、下記の個別課題を認識しつつ、これらの各項目の深掘のための域内各国各地域（10カ国程度を想定）への質問状の文案調整、及び各国関係者との直接対話のための出張日程の調整から、業務がスタートしている。

##### (1) 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

- 各国各地域によって微妙に異なるプロ投資家の指定基準の、合意に向けた調整（Sophisticated investor/accredited investor/qualified institutional investors 等）

- プロ向け証券の転売制限免除の、合意に向けた調整
- プロ向け適正開示基準（例：TOKYO PRO-Bond Market）の、合意に向けた調整
- 投資者保護規定及び保護の水準の合意に向けた調査と相互理解の促進
- 自主規制団体（SRO）及びプロ市場参加者の行動規範・水準の将来の合意に向けた調査
- 対象有価証券（普通社債、及びそれ以外の商品）の種類の合意に向けた調整
- 通貨規制国の場合は域内国限りの通貨規制の緩和（起債通貨枠の付与等）に向けた調整

##### (2) 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

- プロ向け債券のオフリング・サーキュラー及び各種契約書の標準化
- プロ向け債券の引受手順の標準化
- 流通市場でのマーケット・メイキングの標準化
- プロ向け債券の適債基準、適格引受人の指定基準の標準化ないし相互認知に向けた調整、ほか

#### ■ 5. おわりに

今後、ABMFの第2フェーズでは、更に詳細にわたる項目に関して、各国の市場関係

---

者及び規制機関等との、粘り強い対話と濃密な討論が始まることになる。

「日本版とアジア版のユーロ債市場創設」という新たな域内のビジョンの下で、我が国の金融界と市場関係者には、この活動に更に注目いただきたいし、その代表の方々にはこれまで以上に積極的にこの活動に関与いただくことによって、「日本とアジア一体の、

信頼される域内金融資本市場新時代」の主体者となってもらいたい。

そして、我が国の金融機関各位には、是非、この動きを、欧米の金融機関との競争に負けない金融イノベーション創造のための良いビジネス機会として、活用してもらいたい。

