

アジア債券市場調査ミッション調査報告書

～わが国の資本市場発展に向けた制度・インフラ改革への提言～

平成15年2月

企業の資金調達の円滑化に関する協議会（企業財務協議会）

日本資本市場協議会

アジア債券市場調査ミッション

- 調査報告書 -

～わが国の資本市場発展に向けた

制度・インフラ改革への提言～

平成15年2月

企業の資金調達の円滑化に関する協議会（企業財務協議会）

日本資本市場協議会

犬飼 重仁（三菱商事株式会社・総合研究開発機構）
安藤 淳一郎（日立キャピタル株式会社）
加藤 敬史（企業財務協議会 事務局）
藤本 守（トレードウィン株式会社）¹

¹ 今回の調査にエージェント/コンサルタントとして同行

<目次>

エグゼクティブ・サマリー	3
はじめに	6
1. 調査の目的	6
2. 訪問先	6
3. 本書の構成	8
アジア債券市場の現状	9
1. 韓国	10
2. 香港	13
3. マレーシア	15
4. シンガポール	18
5. まとめ	21
債券発行にかかる法制度	25
1. 韓国	26
2. 香港	27
3. マレーシア	29
4. シンガポール	31
5. まとめ	33
債券決済システム	35
1. 韓国	36
2. 香港	38
3. マレーシア	40
4. シンガポール	42
5. まとめ	44
日本における制度・インフラ改革への提言	46
1. 債券発行にかかる法制度改革への提言	47
2. 債券決済システム改革への提言	49
あとがき	52

エグゼクティブ・サマリー

今回の調査の位置付け

企業の資金調達の円滑化に関する協議会（企業財務協議会）および日本資本市場協議会では、日本の資本市場の進展に向けた活動の一環として、最近あまり市場関係者の目が向けられていないアジア主要各国の社債市場の調査を行った。

本調査の目的は、アジア金融危機を1つのきっかけとして市場再生が進められているアジア主要国においてどのような制度・インフラが整備されて来ているのか包括的な情報が存在していないことから、日本の資本市場がアジアの中核的な役割を担う意味でも、アジア主要国と比較して日本に不足しているものは何かを明らかにすることである。更には、これまで実施してきた調査ともあわせ、世界に通用する資本市場構築に向けた提言を纏めることが最終的な目的である。

アジア4ヶ国における債券市場の発展

今回、アジア4ヶ国（韓国、香港、マレーシア、シンガポール）を対象として、監督当局・証券決済機構をはじめとする市場関係者のべ18ヶ所48名と面談を行い、これらの国々における債券市場と証券決済制度の状況をほぼ網羅的に理解する事が出来た。

まず、各国債券市場の大きさは、韓国が比較的大きいものの、他の3カ国は国債市場を含めても（日本の市場規模と比較すれば）いずれも小さなものである。しかしながら、社債市場という観点では、いずれの国においても国債市場に匹敵もしくは上回る市場規模をもっており、ここ数年で大きく成長して来ている。

債券市場が成長している背景として、まず1つには、アジア金融危機により銀行が機能不全に陥り、ローン市場のみでなく銀行保証による債券発行が一時的にせよ崩壊の危機にあったことから、当局が債券市場の育成を重要視し、短期間の中に国債の発行・流通を中心として様々な債券関連制度の整備を進めてきたことがあげられる。この傾向は韓国において特に顕著である。また、香港・マレーシア・シンガポールにおいては、公的年金ファンド等の投資対象金融商品として健全な自国通貨建て債券市場の育成を急務とし、国の重要な目標として掲げていることがあげられる。各国とも、デフレによる金利低下と、近年の株式市場低迷による「より安全な投資商品」へのニーズから、国内債券市場の重要性が大きくなって来ていると言える。また、最も重要な点としては、各国当局がトップのリーダーシップと若手担当者の高い志の下で、証券市場改革を極めて短期間のうちに計画かつ実施していることである。

各国債券市場の概況

今回訪問した 4 ヶ国における制度・インフラ整備の状況を概観すると以下の通りである。

韓国

韓国では極めて先端的・先進的な株式・債券資本市場の制度・インフラ改革を独自に短期間の内に実現済みであり、いずれも証券監督当局である金融監督院（Financial Supervisory Service）の強力なリーダーシップのもと進められてきた。なお、韓国では債券の決済サイクルは通常 T+0 であるが、DVP 比率を高めるために、これを T+1 に変更する予定である。

香港

香港は、国内株式市場が頭打ちで大きな発展が望み薄であることから、ロンドンシティの金融街的な役割とブラッセルのユーロクリア的な証券決済についてのアジアの中心地となることをビジョンとして描いており、香港金融管理局（Hong Kong Monetary Authority）において、証券決済システム整備が着々と進められている。

マレーシア

マレーシアでは、2001 年に包括的かつ意欲的なキャピタルマーケット・マスタープランを証券監督当局であるセキユリティーコミッション主導で作成し、現在、第 1 フェーズを実施しているところである。欧米等の先進的な制度・インフラを踏まえた上で、まず俯瞰的なビジョンを描き、その後道筋を誤らないように理路整然と市場の整備を進めている。

シンガポール

シンガポールにおいても、金融危機における通貨統制等の規制を徐々に緩和しており、それに合わせて債券市場に関する規制緩和も進んでいる。また同時に新たな決済システムを導入し、唯一の CSD である CDP（SGX の一部門）がシステムの開発および運用を行っている。また、シンガポールは特に香港との競争意識が強く、香港だけには負けたくないという気持ちがひしひしと伝わってきた。

発行制度・決済システムの状況

今回の訪問では、債券の発行にかかる制度の状況、債券の決済システムの状況、の 2 点に焦点をあてた調査を行ったが、4 ヶ国にほぼ共通しておおよそ次のような状況であることがわかった。

債券の発行にかかる制度

債券の発行にかかる制度については、いずれの国においても、債券が基本的にリテール向けではなく「プロフェッショナル」向けの商品と位置付けられていることから、発行時

の登録・開示要件を個別具体的に定めてその内容を審査承認するのではなく、必要な情報を発行体およびアレンジャーが判断して登録・開示資料を作成し、その内容に瑕疵が無いことを誓約させる方法を指向していることがわかった。これにより、発行時のファイリングにかかる負荷はいずれの国においても日本に比べ少ないように感じた。また、いずれの国においても商品種類別の適用除外規定というのは特に設けられておらず、ABS等の証券化商品に関して一部追加的な要件が課される程度の、非常にシンプルな制度体系となっている。なお、日本の適格投資家にあたる「プロフェッショナル」の範囲には富裕個人が含まれるなど、目論見書作成の適用除外となる範囲が日本に比べ非常に広いこと、また適格性の判断自体が、銀行や証券会社等が法令に基づき自主的に判断すること（事前の届出は一切不要）となっている点で、大きく実用性に勝る印象を受けた。

債券の決済システム

債券の決済システムは、いずれの国においても中央銀行の資金を用いた RTGS ベースの DVP システムが稼動しており、国債のみならず社債も含めて、現在日本で議論されているような決済の仕組みが既に完成していることがわかった。日本に比較して発行量が少ないとはいえ、いずれの国においても、社債や ABS が同一の仕組みで決済されている点は、我が国の決済システム整備を進める際に十分参考にすべきものと考えられる。また、これらのシステムが、実際に 1~2 年という短期間に構築・拡張され運営されている点については（今回は詳細な調査は行っていないものの）決済システムの開発・運営方式およびコストに関して更に情報交換してみる価値があるとの印象を受けた。

まとめ

最後に、実際にアジア各国を訪問した結果として感じることは、いずれの国も、日本とは比べ物にならないほど急速に、債券・株式共、資本市場の制度とインフラの改革を進めており、ベースインフラとしての関連税制を含めて、日本の現状との比較において、まったくうらやましい状況が既に存在していたことである。

日本においても証券決済制度改革は長期間に渡る検討が行われているが、未だ実現に結びついておらず、このままではグローバル市場から完全に取り残されかねないという危機感を覚える。日本において今必要なのは、監督当局およびナショナルインフラを担うであろう中央銀行および CSD の「決意」（Determination）ではないだろうか。既に「合意」（Agreement）の形成に時間を費やしている余裕はなくなっているはずであり、今まさに強いリーダーシップにより「意を決する」ことが求められていると言えよう。この点を含め、日本は現状を謙虚に反省し、アジアに学ぶ姿勢を持つことが重要であると思う。

はじめに

1. 調査の目的

企業の資金調達円滑化に関する協議会（企業財務協議会）及び日本資本市場協議会（以下当協議会）では、電子CP・電子社債の法制度整備、インフラ・市場環境の整備に関し、市場専門性を有するユーザーの立場から建設的な提言を行ってきた。金融ビッグバンの目的に照らしても、わが国資本市場は世界に通用する市場インフラを構築すべきであり、とりわけアジアにおいて中核としての役割を担ってゆくことが重要であるとの本来的なアジェンダに些かも変化はないと考えられる。かかる観点を踏まえ、当協議会としては、資本市場のあるべき姿を念頭に置きつつ、そのインフラの現状を適切に評価し、特にデットマーケットにフォーカスしながら、法制度・決済システム・商慣習などの各分野において欧米やアジアと比較して具体的に何が欠け、またどのような優先順位かつどのような形で整備してゆくことがわが国の望ましい資本市場システム形成のために必要であるのかを、専門性と各国主要市場での実務経験を有するユーザー／発行体の立場から提言することが重要な責務であると認識している。

かかる問題意識から2年前には欧州へ証券決済制度の調査ミッションを派遣し、調査研究という形でレポートを纏め市場関係者に一石を投じたこともあり、今回はわが国市場関係者が最近目を向けていないアジア主要各国の債券市場調査を実施し、日本の資本市場に不足している部分を明らかにして世界に通用する資本市場構築に向けた提言を纏めることとした。

わが国の金融機関や研究機関において、アジア債券市場に関するアップデートされた包括的な情報が現状存在しないことが事前調査でわかったが、今回、幸いなことに、アジア諸国の面談先の温かいご理解とご支援を得て、アジア主要国の債券資本市場と証券決済制度の状況をほぼ網羅的に理解することができた。

2. 訪問先

今回の調査目的に照らし、市場発展およびそれに向けた法制度整備を行う証券監督当局、証券決済システムを運営する決済機構、市場の仲介者として発行実務を担う金融機関等を訪問した。具体的には以下の通りである²。

² 訪問先の詳細については、「添付資料1：訪問先一覧」参照。

証券監督当局

- 韓国 : 金融監督院 (Financial Supervisory Services : FSS)³
香港 : 香港金融管理局 (Hong Kong Monetary Authority : HKMA)⁴
マレーシア : Securities Commission : SC⁵
シンガポール : Monetary Authority of Singapore : MAS

決済機構

- 韓国 : Korea Stock Exchange : KSE
香港 : 香港金融管理局 (Hong Kong Monetary Authority : HKMA)⁶
Hong Kong Exchange & Clearing Limited : HKEx
シンガポール : Singapore Exchange Limited : SGX

金融機関

- 韓国 : JP Morgan Securities (Far East) Limited , JP Morgan Chase Bank
香港 : HSBC
Tokyo Mitsubishi International (HK) Limited
Daiwa Securities SMBC Hong Kong Limited
マレーシア : JP Morgan Chase Bank Berhad

その他

- 韓国 : 韓国金融研究院 (Korea Institute of Finance) (民間の研究機関)
香港 : ORIX Asia Limited (事業会社)
マレーシア : Rating Agency Malaysia Berhad (格付け会社)
Adnan Sundra & Low (法律事務所)
シンガポール : Institute of Southeast Asian Studies (政府系研究機関)

各訪問先に対しては、前もって質問状⁷を送付し、その内容に準じてインタビューを行った。すべての訪問先において事前に当方の質問状の内容を御覧頂いており、半数以上の訪問先では当方の訪問趣旨に沿った資料等を準備して頂けたため、効率的な打ち合わせおよび情報収集を行うことができた。

³ FSS は、1999 年に 4 つの金融監督機関を統合して設立された特殊法人であり、政府機関である Financial Supervisory Committee (FSC) および Securities and Futures Commission (SFC) の実動部隊である。

⁴ 香港の監督機関としては HKMA の他、Securities & Futures Commission (SFC) がある。

⁵ Securities Commission では、中央銀行である Bank Negara Malaysia が運営する決済システム RENTAS についての情報収集も合わせて行った。

⁶ HKMA は監督機関であるだけでなく、債券決済システム CMU の運営主体でもある。

⁷ 質問状の内容については「添付資料 2 . AGENDA」参照。

3. 本書の構成

本報告書では、最初に調査結果に基づく事実の整理を行った上で（第 1 章～第 3 章）、今後日本においてはどのように改革を進めて行くべきかアジア調査から学ぶべき点を提言としてまとめている（第 4 章）。

まず、第 1 章「アジア債券市場の現状」において近年における 4 ヶ国の債券市場規模の推移とその背景を示した上で、各国が債券市場発展のためにどのような方策をとっているかを整理し、我が国における債券市場の現状と対比してどのような違いがあるのかを浮き彫りにする。第 2 章「債券発行にかかる法制度」では、各国の債券発行の手続きと規制、債券の投資家にかかる規制や税制、等について整理し、我が国における債券発行にかかる規制との違いについてまとめている。第 3 章「債券決済システム」では、各国における社債決済システムの現状と決済システム改革の動向を整理し、日本において進行中の決済システム改革の進め方との違いをまとめている。次に、第 4 章「日本における制度・インフラ改革への提言」では、第 1 章・第 2 章を受けて、債券発行にかかる法制度と債券決済システムの 2 つの側面より、今後日本の社債・CP 市場発展に向けどのような方策が必要となるかをまとめている。

アジア債券市場の現状

本章のポイント

a. 市場規模の推移

企業の資金調達の間として、アジア各国の債券市場の規模(残存残高)は、株式市場の規模(時価総額)や銀行融資の規模(銀行貸出残高)と比較してどのように推移しているか。また、債券市場の内訳として、公共債と社債の市場規模(残存残高と発行額)はそれぞれどのように推移しているか。特に社債市場の規模はどのように拡大してきているのか。

b. 市場参加者の構成

社債の発行体および投資家の構成はどのようになっているか。また、社債市場において外国人発行体・外国人投資家の占める割合はどの程度か。

c. 市場発展に向けた取組

社債市場発展のために、各国の当局はどのような方策をとってきているのか、もしくは取ろうとしているのか。

1. 韓国

a. 市場規模の推移

韓国の債券市場は、今回訪問したアジア市場の中で最も発達した市場であり、債券の発行残高は 500 兆ウォン（約 52 兆円）を超え、株式市場の規模（時価総額）を大きく上回っている(図 1)。2002 年においては債券の市場規模は韓国の GDP と同じ規模になる見込みである。

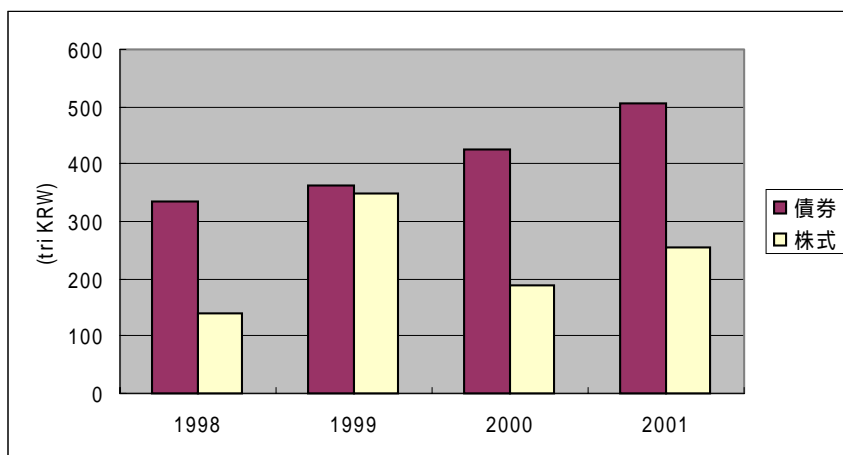


図 1. 韓国の金融市場規模 (出典: KSE)

社債の発行残高は 2002 年 11 月末現在で 140 兆ウォン（約 14.6 兆円）で、債券市場の約 25% を占める(図 2)。社債残高が公共債に比較してあまり増加していないのは、金融危機後「質への逃避」の傾向が強くなるようになり、信用度の高い企業しか債券を発行できない状況になっていることに起因すると考えられる。(2001 年における社債発行高のうち、AAA 格付けの占める割合は 48.8% と非常に高い。)

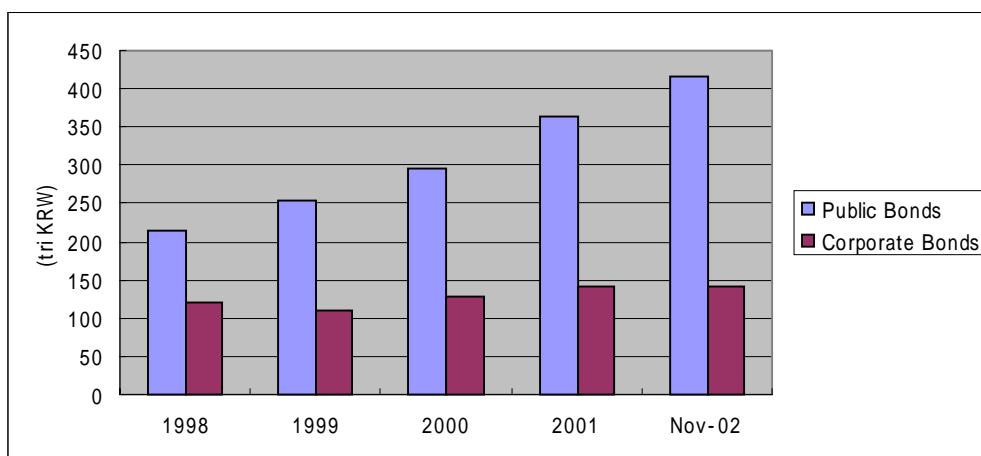


図 2. 債券種類別残高推移 (出典: KSE, JPMorgan)

発行額ベースで見ると、2002年（1月～11月）実績で47.5兆ウォン（約4.9兆円）となっており、社債は債券発行総額の約20%を占める(図3)。金融危機の前年までは、社債が債券発行高の7割近くを占めていたが、これが一気に10%まで低下した。この理由としては、金融危機によって、金融調整のために中央銀行が発行するMonetary Stabilization Bond (MSB)の発行が急増したことにあるが、ここにきて韓国の金融情勢が安定して来たこと、政府が低金利政策をとっていることから、MSBの発行残高は減少する見通しである。

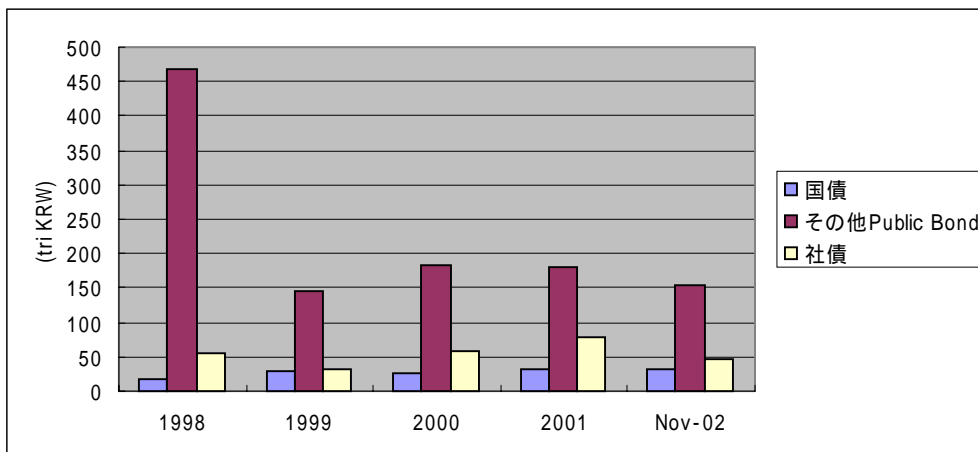


図3. 債券種類別発行高推移 (出典: KSE, JPMorgan)

債券市場の流動性は、投資家が基本的に「Buy & Hold」中心であることから必ずしも高くないが、1999年における国債へのプライマリーディーラー制度導入および、公共債を対象としたKSEのインターディーラー取引システム導入等により、流動性は徐々に増している(図4)。また、FSSでは債券の流動性を更に高めるため、公募債に対する時価評価の義務付け、レポ・貸債取引における源泉徴収の撤廃等の方策をとっている。

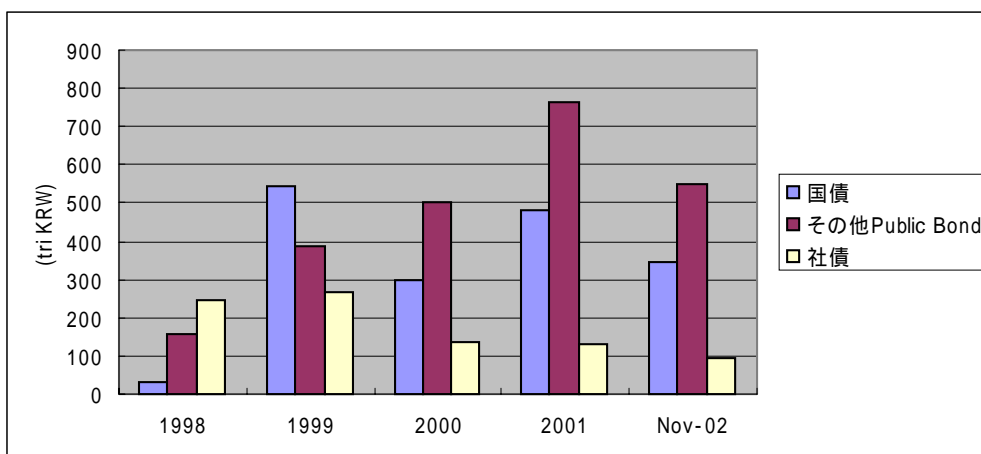


図4. 債券種類別売買高推移 (出典: KSE, JPMorgan)

b. 市場参加者の構成

発行体および投資家とも、ほとんどが国内の企業であり、海外の発行体や投資家の占める割合はせいぜい数パーセント程度である。債券市場の投資家の内訳を見ると、銀行が最大の投資家であるが、近年では投資信託や年金の残高が大きく増加している(図5)。

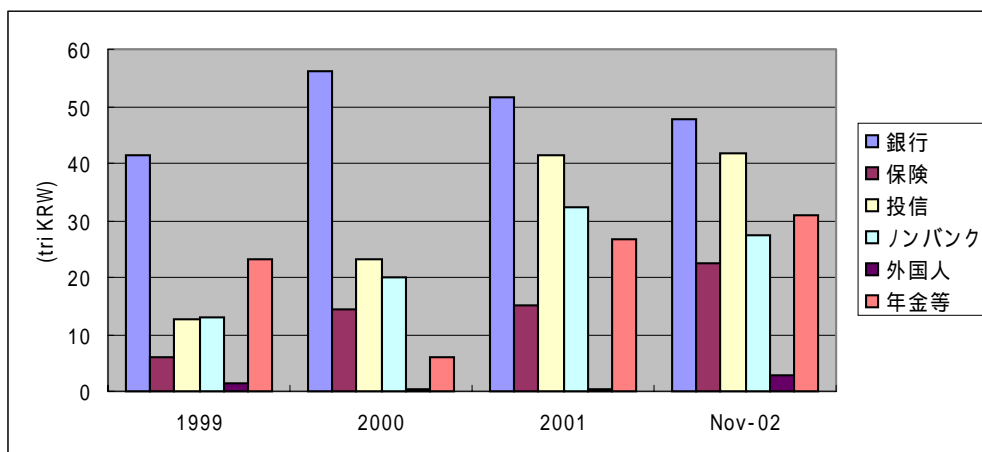


図5. 投資家別投資残高推移 (出典: JPMorgan)

c. 市場発展に向けた取組

債券市場発展のため、韓国では金融監督院 (FSS) 主導のもと、以下のような対応を取ってきている。

外国投資家への市場開放

国債改革 (プライマリーディーラの導入、リオープン導入 = ファンジブル化)

リスク認識の強化 (時価評価の義務付け、KSDA イールドマトリクス整備)

債券先物市場の導入 (3年国債先物は世界で第5位の取引高)

証券化商品の導入 (CBO、CLO、ABCP にかかる制度の整備)

取引所レポ市場の開設

これらの取組により、制度上の課題はここ数年でほとんど解決されている。

現在予定されている大きな制度変更は、債券の決済サイクルを現状の T+0 から T+1 へ変更しようとするもの (2003年6月より開始予定) である。現状の T+0 決済では信託銀行・投資信託会社間のマッチングがカットオフ時間に間に合わない等の理由により、DVP 決済比率が約 40% 程度と低いレベルにあることから、債券通常売買の決済サイクルを T+1 と定めることにより DVP 比率を一気に高めることを狙っている。

2. 香港

a. 市場規模の推移

香港の債券市場は発展途上にあり、2002 年末の残高は 5,260 億香港ドル（約 8.3 兆円）と株式市場 3.6 兆香港ドルや銀行ローン 1.8 兆香港ドルに比較して小さい(図 6)。一部大手企業以外の事業会社にとっては、調達コストの低い銀行ローンを選択する傾向にあり、銀行サイドとしても、香港では不良債権率が非常に低いことから貸し出し債権を増加させることには抵抗がないため、間接市場から直接市場へシフトする傾向はこれまでのところ見られない。

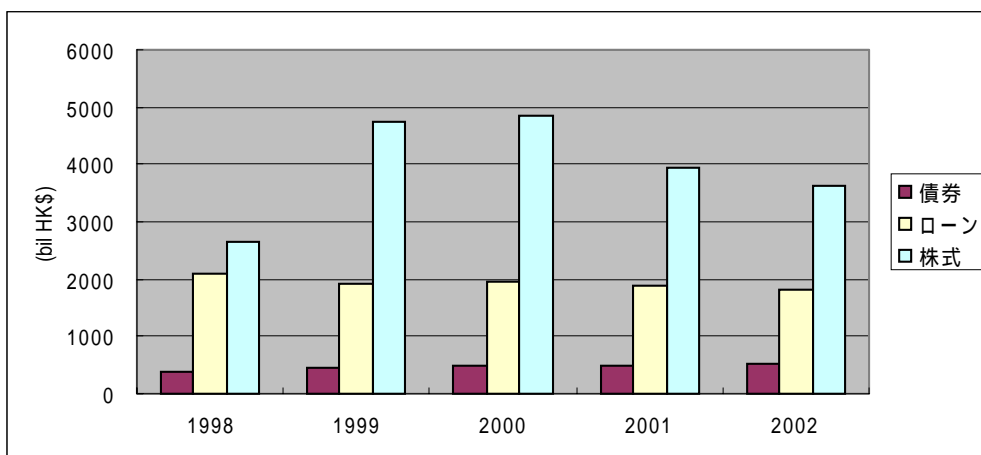


図 6 . 香港の金融市場規模 (出典 : HKMA)

債券残高のうち、社債の占める割合は約 8 割である(図 7)。香港においては、香港の外貨準備に基づき発行される Exchange Fund Bills and Notes (EF B&N) が国債と同等の位置付けとなっているが、歴史的に香港の財政は健全であり政府の資金調達手段として積極的に債券を発行し資金を調達するニーズが無かったことから、現時点での残高はあまり大きく無い。(後述するシンガポールの場合も同様であるが、財政上の必要性からではなく、債券市場のベンチマークとするために、定期的に政府が債券を発行している。)

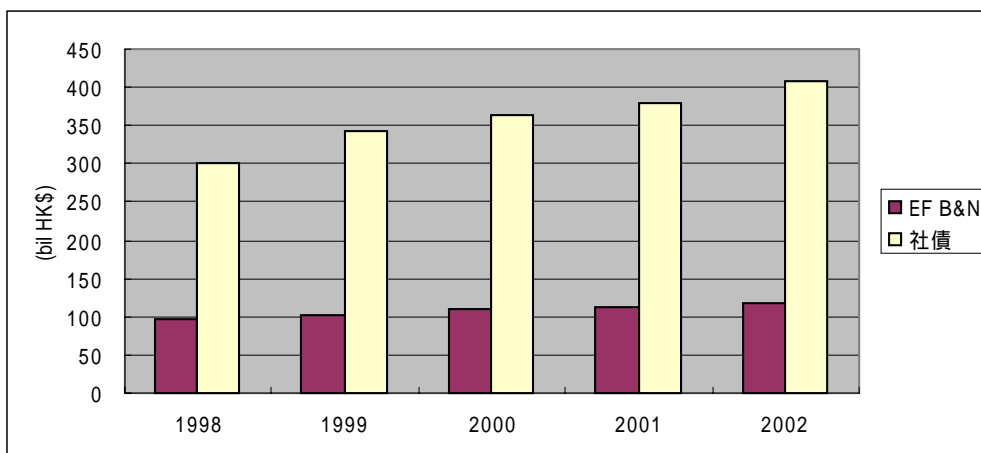


図7. 債券種類別残高推移 (出典: HKMA)

しかしながら、近年においては Mandatory Provident Fund (MPF: 公的年金ファンド)をはじめとする機関投資家の香港ドル建て債券へのニーズの高まりに対応するため、香港政府および政府系機関による債券発行が増加しており、発行残高ベースでは公共債が社債を大きく上回っている(図8)。香港では、現在の金利水準が歴史的に低いレベルにあること、銀行も貸し出しの拡大に積極的であることから、企業の資金需要は銀行ローンでほぼ充足されるため、社債の残高はあまり伸びていない。

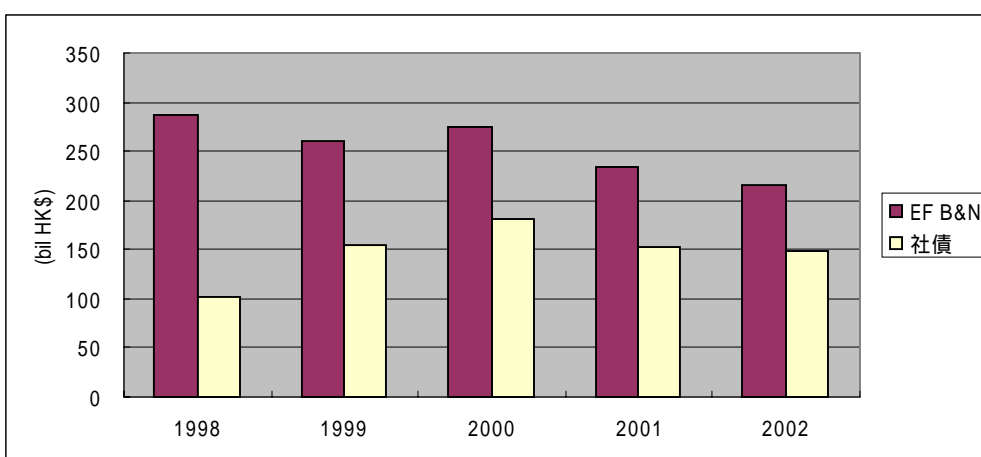


図8. 債券種類別発行残高推移 (出典: HKMA)

b. 市場参加者の構成

香港市場における社債の最大の発行体は銀行である。一般事業会社の発行は一部大手企業に限定されている。銀行が最大の発行体となっているのは、BIS のリスクウェイト上、銀行社債は 20%と一般社債に比べて低いことから、最大の投資家である金融機関が銀行債を選好するためと考えられる。

香港ドル債の引受金融機関は、香港上海銀行が圧倒的に強く、新規発行残高ベースで約25%のシェアを持っている。(第2位はスタンダードチャータード銀行で約10%のシェア。)香港の金融機関は基本的にユニバーサルバンクであり、銀行と証券といった切り分けが無い場合、基本的には企業はローンで資金を調達するか債券により調達するか、同じ金融機関に相談することになる。

また一方で、香港ドル資金のまとまった調達ニーズが企業側に無いという事情もある。即ち、香港において香港ドルを必要とする大型のプロジェクトは、(不動産価格の大幅下落もあり)現在では高速道路や地下鉄といった公的機関が中心である。

c. 市場発展に向けた取組

HKMA は、個人向けの香港ドル建て債券市場発展を重点政策課題と位置付けており、Hong Kong Mortgage Corporation 等の政府系金融機関による債券発行を推進している。この背景には最近の株式市場の低迷があり(香港では株式投資への選好が非常に強いが株式相場下落により安定性を求める投資家が増加している)、HKMA では個人投資家に対して株式・預金以外の新たな投資商品を提供することが重要であると考えている。

債券市場振興策の一環として、HKMA では全ての EF B&N を HKEx に上場した他、最少売買単位の引き下げ等の方策をとっている。

3. マレーシア

a. 市場規模の推移

マレーシアの債券市場は、1997年の金融危機以降成長しており、2002年末において2,926億リンギット(約9.3兆円)となっている(図9)。この理由として、金融危機により、銀行が不良債権リスクを避けるため融資枠を絞った事や、担保付き融資に切り替えた事等により、一般事業会社がローンによる資金調達から債券発行による資金調達へシフトしていることがあげられる。また、金融危機を契機とする外国為替取引規制により、外貨による資金調達が事実上できなくなったこと、投資家サイドにおいても国内債券がローンや株式よりも有利な運用先となった(選好されるようになった)こと等も一因と考えられる。

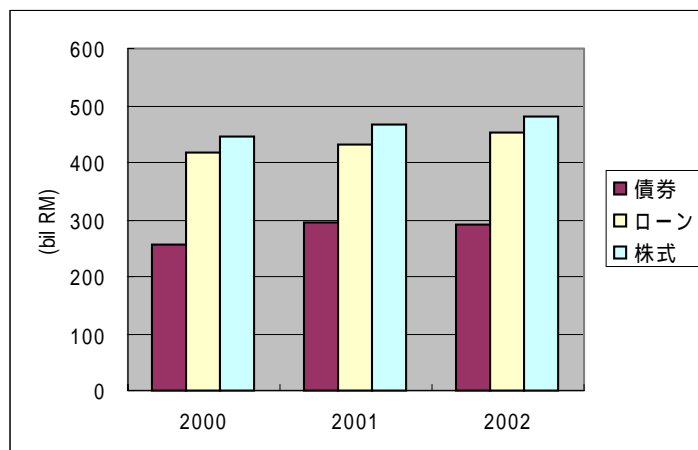


図9．マレーシアの金融市場規模（出典：Bank Negara Malaysia）

債券残高の内訳を見ると、2002 年末において社債が 50%以上を占めているが、国債の比率が徐々に上がっている(図 10)。これは、金融危機以降の経済活性化のために政府が調達を増やしていることと、不良債権処理・産業再生機関として Danaharta、Danamodal、Khazanah といった政府系機関が資金調達のために債券を発行していることによる。

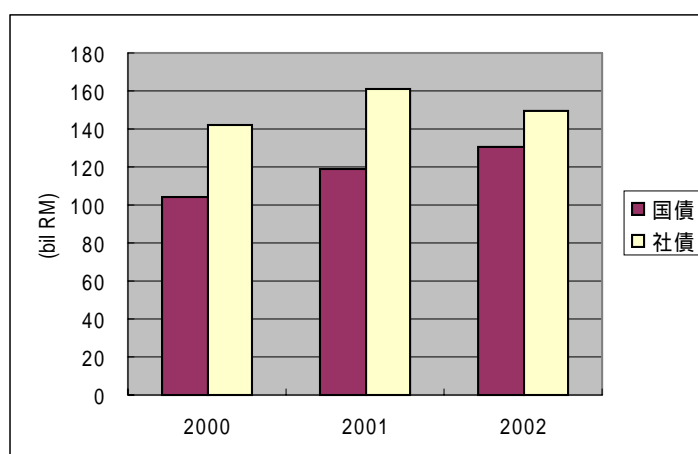


図 10．債券種類別残高推移（出典：Bank Negara Malaysia）

但し、2002 年になって国債の発行残高が減少に転じたことから(図 11)、国債の残高の増加はストップするものと思われる。マレーシアでは、国が財政赤字ではないことから、金融危機の整理が一旦付いた後は、財政上の資金調達ニーズはあまり強くない。しかしながら、債券市場発展のためには、イールドカーブの形成と流通市場における流動性の増加が重要であるため、継続的に発行が行われる予定である。

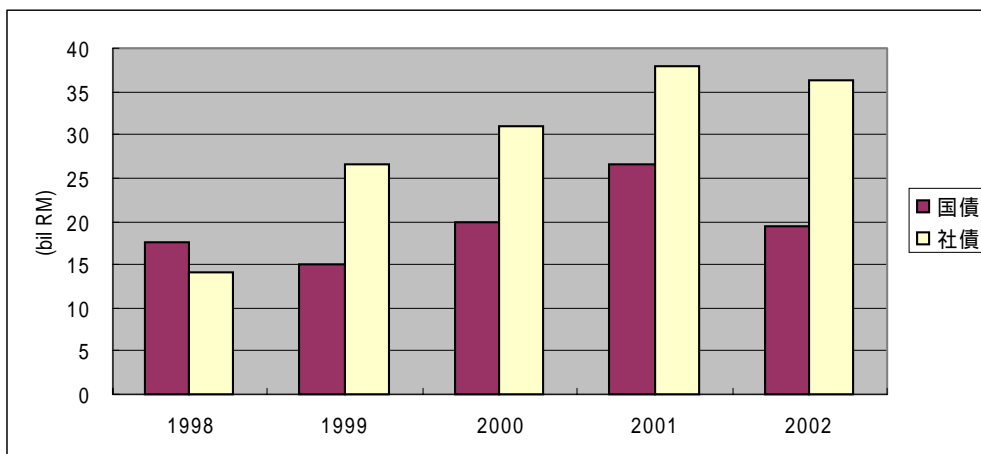


図 11. 債券種類別発行残高推移 (出典: Bank Negara Malaysia)

債券の流通市場は比較的発達しており、特に国債の流動性が急激に高くなっている(図 12)。この理由は、国債のプライマリーディーラー制度の導入により、プライマリーディーラーに対して一定の流通市場における売買を義務付けたためである。また、2000 年より債券情報の配信システムである BIDS が稼動しすべての債券に対する最新の取引価格情報がわかるようになったことも、特に社債の流動性向上に寄与していると考えられる。

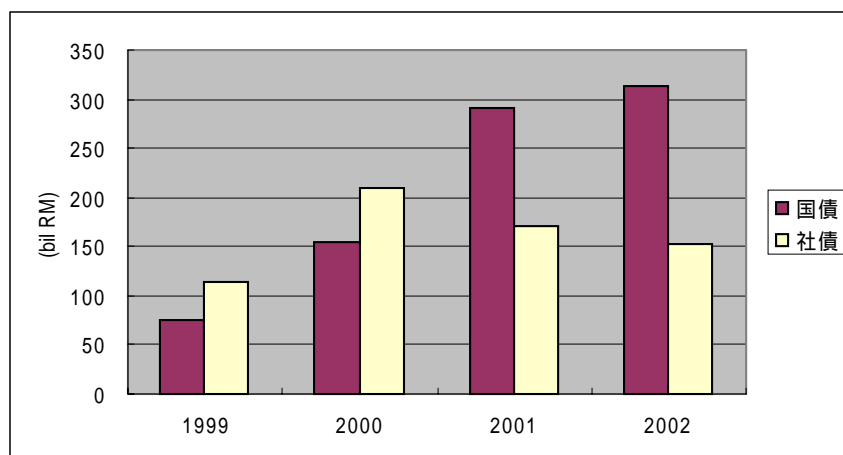


図 12. 債券種類別売買高推移 (出典: Bank Negara Malaysia)

b. 市場参加者の構成

社債の発行体はノンバンクを含む事業会社がほとんどである。外国為替取引規制により、非居住者による発行および外貨建ての発行はほとんど無い。(政府機関やペトロナス等の一部大手企業が海外市場による資金調達を行うことはある。)発行形態としては、ほとんどが Professional Investor への「Bought Deal」もしくは私募である。これは一般的公募の場

合、目論見書の作成等の発行手続きが煩雑であること、債券は通常 Professional Investor 向けの商品でありリテール向けに発行されることは稀であることによる。

債券市場の最大の投資家は Employee Provident Fund (公的年金ファンド) であり、国債発行高の 6 割を保有する巨大機関投資家である。これに次いで銀行、保険会社となっており、公的機関と金融機関の保有比率は国債で 90%、社債でも 80% と非常に高い。特に社会保険ファンドの投資は今後も安定的に増加して行くことが見込まれることから、これに合わせて債券の発行高も増加するものと考えられる。

c . 市場発展に向けた取組

Securities Commission が Bank Negara Malaysia より証券監督にかかる業務を引き継ぎ、唯一の証券監督機関となってから、2000 年 7 月に社債発行にかかる新たなガイドラインを、2001 年には ABS 発行にかかる新たなガイドラインを整備している。また、これと並行してマーケットインフラについても、1997 年 10 月には債券情報システム BIDS が、1999 年に RTGS-DVP 決済システム RENTAS が稼働している。

また、キャピタルマーケット全体の戦略プランとして、2001 年 4 月に「Capital Market Master Plan」を発表し、10 年計画に着手したところであり、現在はその第 1 フェーズとして「国内市場強化」に向けた方策を実施中である。

4. シンガポール

a . 市場規模の推移

シンガポールの債券市場はここ 5 年の間に 2 倍以上の規模に発展して来ており、2002 年末現在の市場規模は 1,411 億シンガポールドル (約 9.8 兆円) となっている(図 13)。

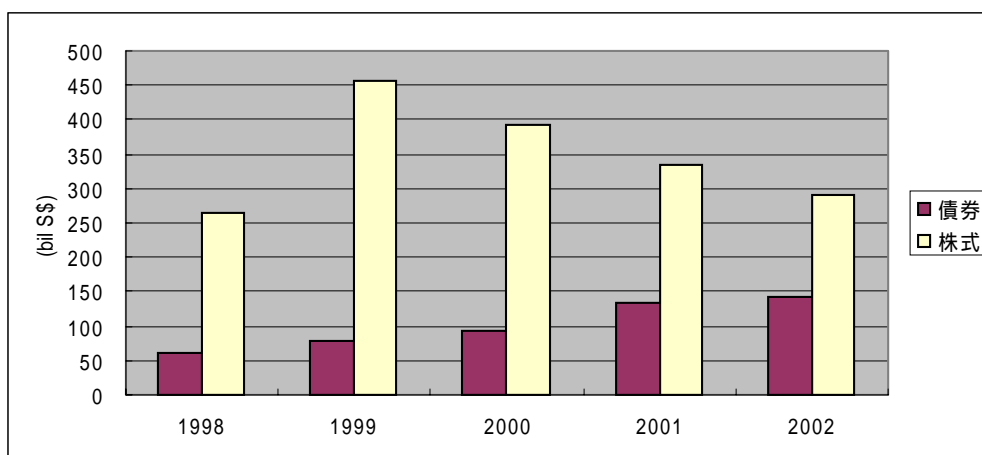


図 13 . シンガポールの金融市場規模 (出典 : 債券 MAS、株式 SGX)

シンガポールにおいても他のアジア諸国同様、金融危機以降において銀行融資への過度の依存から直接市場へのシフトが重要な課題となっており、当局が国内債券市場の育成に力を入れていることも手伝って、国債だけでなく社債についても順調な発展を見せている(図 14)。

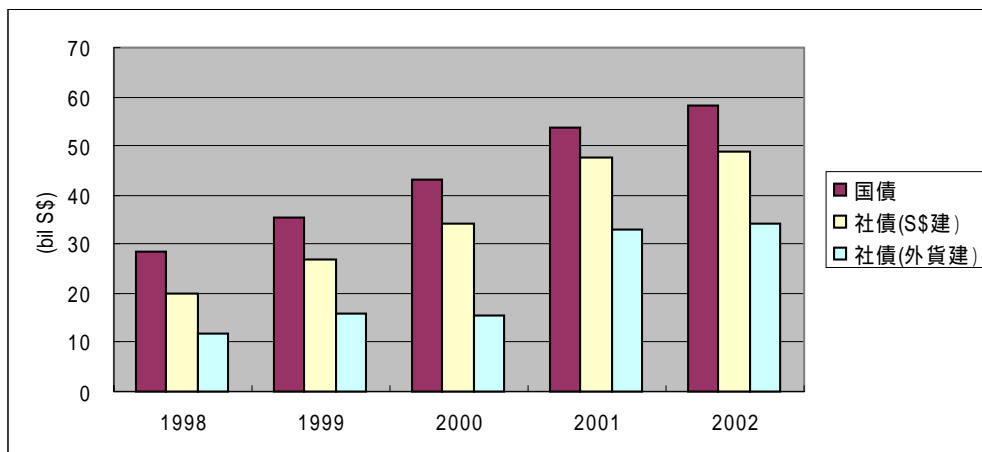


図 14 . 債券種類別残高推移 (出典 : MAS)

新規発行残高についても、国債を中心として徐々に増加傾向にある(図 14)。なお、外貨建ての債券の 5 割強は非居住者が発行する年限 1 年未満の CP である。

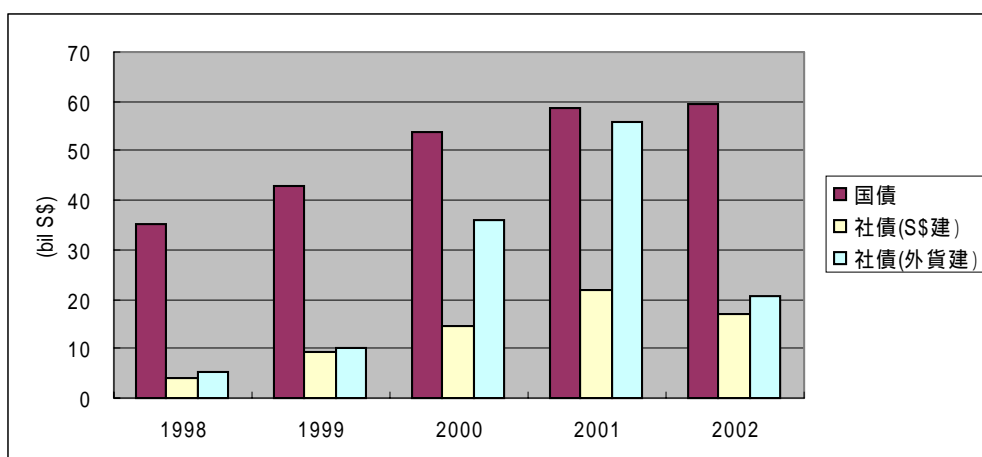


図 15 . 債券種類別発行残高推移 (出典 : MAS)

社債の発行残高が増加している背景としては、政府系金融機関(モーゲージ等)が債券市場に参入して来たこと、金融機関や通信会社の M&A に伴う資金調達ニーズが高くなったこと等があげられる。

b . 市場参加者の構成

シンガポールドル建て債の発行体、は一般事業会社、金融機関、不動産会社、政府系機関と様々である。数年前までは不動産会社の比率が高かったが、最近では調達金額が減っている。その一方で、事業会社、金融機関、政府系機関の発行が増加している状況である。また、外国企業に対する規制の緩和も進められており、欧米の金融機関、事業会社だけでなく、アジアの事業会社や国際金融機関の発行も徐々に増えている。

投資家は、シンガポールドル建て債については 99%が国内投資家である。逆に、外貨建て債については 92%が非居住者となっている。債券市場における最大の投資家は銀行であり、全体の 4 割超を占めている。それに続いて、保険会社およびファンドマネージャーがそれぞれ 25%程度のシェアを持っており、非居住者の割合は約 3%と非常に小さい。

なお、発行形式はシンガポールドル建て、外貨建てともにほとんどが私募形式（シンガポールドル建て債：96%、外貨建て債：99%）となっており、債券は基本的に Sophisticated Investor 向けの商品となっている。

c . 市場発展に向けた取組

MAS では、債券市場発展のためにまず国債市場の整備を行ってきた。具体的には 15 年までのベンチマークイールドを形成するための複数年限の国債発行、発行ロットを大きくするためのリオープン制の導入、レポ取引市場の整備等である。これと並行して、社債市場育成のために、政府系機関による継続的な債券発行、外資系企業による発行を促すための規制緩和（事前承認の撤廃、適格投資家向けの無格付け債発行、等）を行ってきている。

最近では、流通市場の流動性向上に向けて、ヘッジ市場の整備（債券・金利先物市場、スワップ市場）やレポ取引システム・スタンダードの整備、決済システムの改善といった方策を取っている。

5. まとめ

a. 市場規模の推移

アジア 4 ヶ国に共通して債券市場は拡大基調にあるが、（程度の差はあるものの）金融危機をきっかけとした銀行融資の縮小と株式市場の低迷、更には公的年金ファンド等の運用対象としての重要性増大といったことを背景として、当局が債券市場の育成を重要テーマと捉え様々な方策をとっていることによるものと考えられる。

日本においても、債券市場は近年大きく成長しているが(図 16)、その要因はほとんどが国債（特に TB、FB）の残高急増であり、社債の残高はあまり成長していない(図 17)。また債券発行額ベースで見ると、デフレにより企業の資金調達意欲が減退していることもあるとは言え、債券発行額全体に占める社債の割合は約 3%（金融債を含めた民間債全体でも約 8%）と非常に小さい(図 18)。

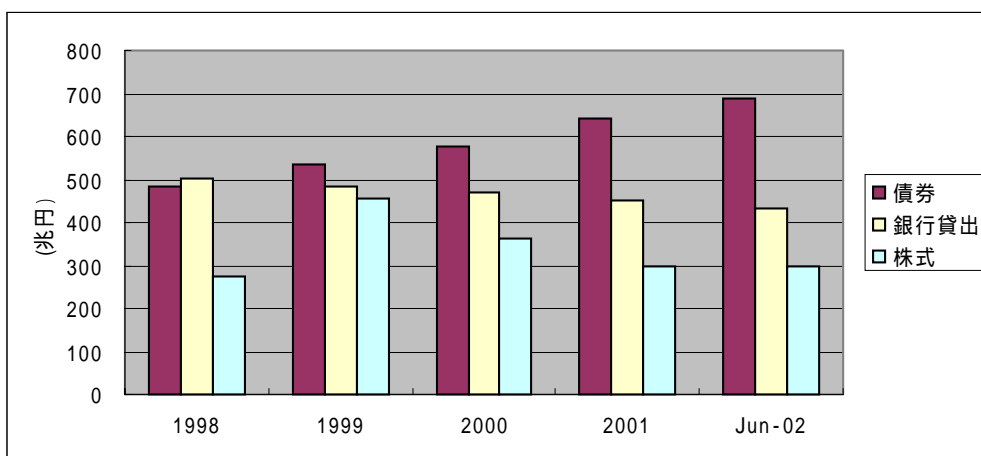


図 16. 日本の金融市場規模（出典：日銀、日本統計月報、東証統計月報）

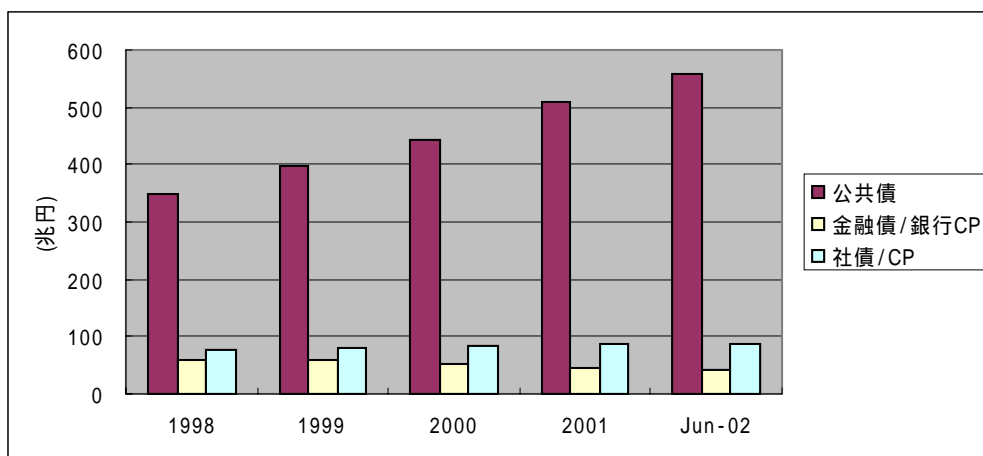


図 17. 債券種類別残高推移（出典：日銀、日本統計月報）

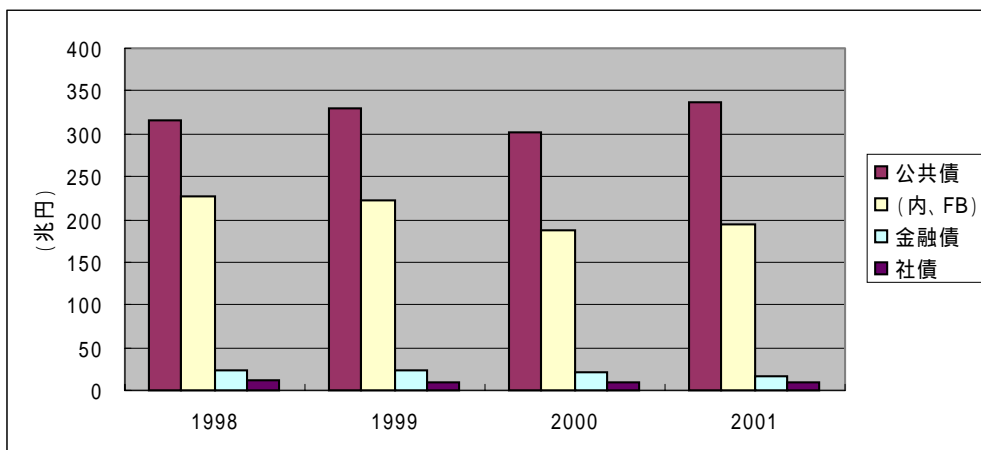


図 18 . 債券種類別発行額推移 (出典：日銀、日本統計月報)

社債が債券市場全体に占める割合をアジア 4 ヶ国と比較すると、その比率は日本が最も低い(図 19、20)。(社債等から金融債を除くと、違いはさらに顕著になる。)

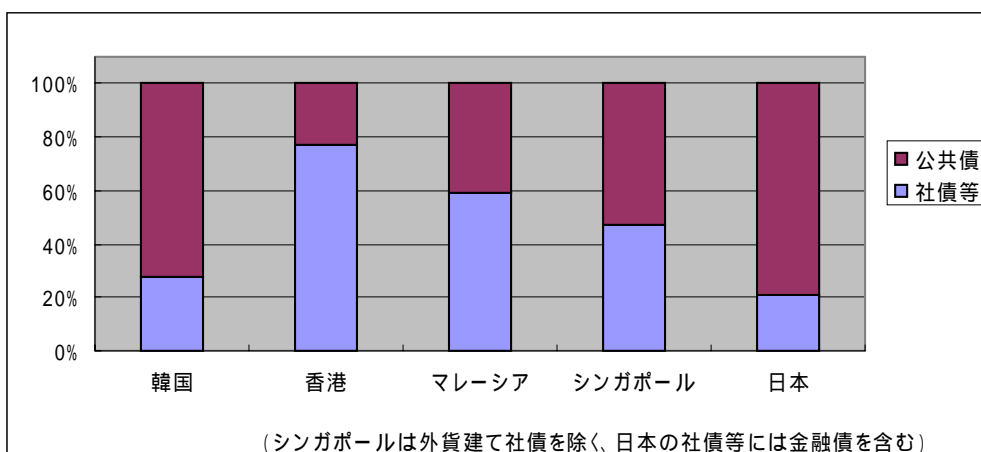


図 19 . 債券市場全体に占める社債の割合 (残高ベース：2001 年末)

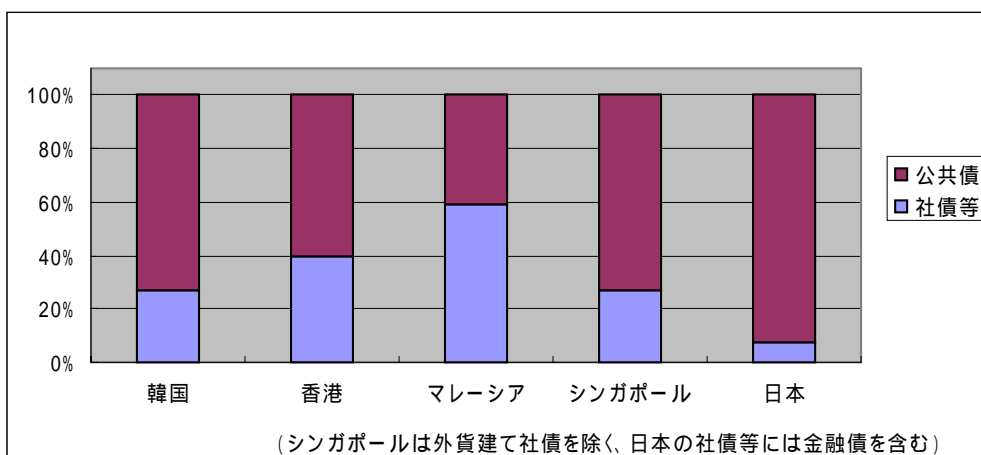


図 20 . 債券市場全体に占める社債の割合 (発行額ベース：2001 年)

日本の債券市場では国債が残高ベースで 74%、発行額ベースで 91%と突出した存在となっており、それゆえ市場の流動性も高く一見成熟した市場に見えるが、実態としては銘柄のバリエーションという点でバランスが取れておらず、市場に厚みが無いというのが現実である。このような状況を解消し、真に厚みのある債券市場を作るためには、特に社債市場の育成に向けた方策が必要と考えられる。

b . 市場参加者の構成

債券の発行体の構成は国により様々であるが、投資家はいずれの国においても金融機関および公的年金ファンドが主体である。特に公的年金ファンドについては、マレーシアを筆頭にシンガポール、香港において残高が大きく伸びて来ており、債券市場の最大の投資家となっている（もしくはなりつつある）。当局においても公的年金ファンドの投資対象としての自国通貨建て債券にかかる市場育成が重要であるとの認識を持っており、様々な債券市場育成策を推進している。

なお、アジア各国の債券市場では、外貨建て債券を除き、いずれの国においても非居住者による発行は少なく、また非居住者からの投資も少ない。この大きな理由の 1 つは金融危機後の為替取引規制によりクロスボーダーでの資金移動に制約がかけられたこと、もう 1 つは非居住者によるアジア各国での資金調達・運用ニーズがそもそも小さいことによるものと考えられる。

c . 市場発展に向けた取組

債券市場発展のためにアジア 4 ヶ国の当局が推進した（推進している）取組は概ね次のように整理される。

- 国債および政府系機関債の発行市場・流通市場整備によるベンチマークの確立（必要に応じて、金利デリバティブ市場の育成も並行で進める）
- 社債の発行体・投資家へのインセンティブとなる発行制度・税制の整備
- 債券の決済システム（RTGS-DVP 決済システム）の整備

これらの方策により、国債等の公的債券市場と社債市場の「バランスある成長」をはかっており、非常に短期間で様々な制度・インフラ整備が行われている点は特筆に値する。日本の現状に照らしてみると、はほぼ整備済みと考えられるが、およびについてはアジア各国に比べて遅れていると言わざるを得ず、早急に取り組むべき課題と考えられる。

これまで日本では、国債を中心とした様々な市場振興策が取られてきたと考えられるが、先に述べたとおり本当の意味で厚みのある債券市場を作るためには、国債以外の債券に焦点をあてた制度・インフラの整備を短期間で実施することが極めて重要と考えられる。

債券発行にかかる法制度

本章のポイント

a. 債券発行にかかる制度

アジア各国における社債の発行手続きおよび、発行申請書類に関する制度はどのようになっているか。発行の形態(公募、私募)もしくは商品の種類により、開示に関してどのような除外規定が設けられているか。また、格付けの取得等、社債発行にあたり課される制度要件は何か。

社債発行承認までの所要日数はどの程度になるか。また、日本における発行停止期間のように、機動的発行をする上で問題となる規定は制度上存在しているか。継続的に債券を発行するための Shelf-registration の制度は整備されているか。

b. 投資家に対する規制等

投資家が社債の投資にあたり制約を受けるような規定があるか。また日本で言うところの「適格機関投資家」はどのように規定されているか。

c. 債券にかかる税制

債券投資に係る税制はどのように規定されているか。特に、日本で問題となっている利子源泉徴収制度はどのように運用されているか。

d. 今後の制度改革の方向性

債券市場育成に向けた課題は何か。また、今後予定されている、債券の発行および保有にかかる制度改革はどのようなものか。

1. 韓国

a. 債券発行にかかる制度

韓国における債券発行実務面での最大の特徴は、ファイリングを含むすべての手続きが Web ベースのシステム上で行われ、紙が存在していないことである。証券監督機関である FSC への届出は大きく 3 つのステップに分かれるがいずれもペーパーレスで処理される。

発行の登録

ファイリング (Securities Report, Preliminary Prospectus)

発行結果の報告

最初の「発行の登録」は、幹事選定等に先立ち、Web システム上で所定の事項を FSC に届け出るものである。「ファイリング」に関しても、所定の事項を記載した書類 (目論見書のドラフト等) を Web システム上で提出できるようになっている。ファイリング後、ディールアナウンスを行い、効力発生日 (無保証債の場合はファイリング後 10 日) から募集・販売を開始し、その詳細を預託機関である Korean Securities Depository (KSD) に報告、同時に「発行結果の報告」を FSC に Web システム経由で提出することになる。これは、すべての債券に共通のルールである。

格付けの取得は公募債については義務付けられており (最低 2 社の格付けが必要)、私募の場合には無くても良い (発行体の自由)。これ以外には私募に対する適用除外ルールは設けられていない。また、特定の商品 (CP プログラム等) に対する適用除外ルールも特に規定されていない。

債券の発行承認にかかる期間は 7 日となっている。(金融危機以前は 14 日だったが、これを半分に短縮した。) また、発行停止期間については特に定められていない。(発行者の判断による。) Shelf registration の制度は整備されているが、実際に利用しているのはカード会社等のノンバンクのみである。

b. 投資家に対する規制等

投資対象に関する規制は特に無い (BBB-以上が「投資適格」という考え方はあるが、「非投資適格」への投資を規制する制度は無い)。但し、信託銀行に対しては、保有する債券すべてに時価評価が義務付けられている。これは、債券の流動性を高めることと投資家保護のための方策として、公募債すべての時価評価義務付けと合わせて導入された規制である。これを受けて、現在では金融機関から独立した 3 つの債券評価会社が公社債の時価を公表している。

c . 債券にかかる税制

債券利子については、居住者の場合は 15%が、非居住者の場合は 27.5%が源泉徴収される。但し、非居住者の場合、課税条約締結国の居住者に対しては、源泉徴収の軽減もしくは免除の扱いとなる。

いずれの場合においても、KSD に預託されている債券については、すべて KSD が源泉徴収義務者となり、KSD においては各参加者における口座情報に基づき、参加者に対する利金の支払を行うことになる。KSD に預託されない債券については、支払者が源泉徴収を行う必要があるが、韓国で発行される債券の約 99%が KSD に預託されているため、実務上は KSD が一括して源泉徴収を行い国に納付している。

法人のキャピタルゲインは総合課税となっており、利益が 1 億ウォンまでは 10%、それを越える分については 27%の所得税が課税される。

d . 今後の制度改革の方向性

FSS はその設立以来、債券発行に関しては Web システムの導入を含め、様々な証券制度の整備を進めてきた。既述のものに加え、発行体と引受会社 (Underwriter) および受託銀行 (Trustee) との標準契約書についても、FSS 主導で整備している。

ABS 等の新たな商品に関しても、短期間で制度を整備したことにより、1999 年の発行開始からわずか 1 年の間に発行残高は 10 倍になり、現在では社債市場の総発行高のうち仕組債の比率が 50%を超えるまでに成長している。

以上のことから、FSS では債券発行に関する制度改革は一通り終了したとの認識を持っており、今後の制度改革については、決済の安全性や債券の流動性を高めるための方策が中心になると考えている。

2. 香港

a . 債券発行にかかる制度

香港では債券の発行に際して、監督機関である HKMA の事前承認は不要である。よって、債券発行にかかる最少所要日数というものは存在しない。(私募であれば、即日発行も理論上可能である。)但し、事前承認は不要ではあるものの、発行手続きのガイドラインは存在している。一般的には私募債の発行にかかる期間は 1.5 週間程度、公募債であれば 3 週間程度とのことである。なお、ガイドラインを定めている SFC では、市場参加者の要望により手続きの簡素化・負担低減の方向で手続きを変更する姿勢を示している。

債券市場は基本的にプロフェッショナルマーケットであることから、ほとんどが私募形式での発行となっている。公募の場合には目論見書の作成が必要となるため機動的な発行ができないこと、公募で個人等から資金を調達するニーズがそもそも無いことから、公募での発行はほとんど無い。また、取引所に上場する場合には上場の審査が必要であるが、発行体が債券に対して流動性を求めないことから、政府系機関債を除き上場される社債はほとんど無い。

開示書類に関しては、香港の法制度はイギリスと同様 Common Law の世界であることから、発行体は法律事務所と相談して「市場参加者のニーズを満たす」書類を作成するのが主流である。よって、当局が発行開示に関して個別に指導するという事は無い。

なお、香港では発行にあたって格付けの取得は不要であり、実際に取得している企業は少ない。また、Shelf-registration の制度は無く、発行停止期間という概念も存在しない。

b . 投資家に対する規制等

適格機関投資家の制度は無いが、SFC が Professional Investor の Code of Conduct を定めており、この中に Professional Investor が定義されている。よって、投資家の適格性については各金融機関がこれに基づき判断することになる。

非居住者に対する投資規制はまったく無い。香港は基本的にオープンマーケットであり、香港ドル建てであってもそれ以外の通貨建てであっても、取引規制は存在しない。

c . 債券にかかる税制

まず、個人に対しては、譲渡益課税、利子課税ともに非課税となっている。法人の場合は、債券の種別により取扱が異なっており、以下の通りとなっている。

EF B&N およびそれに準じる政府債および国際機関債：非課税

政府系機関債および一定の条件を満たした社債等：税率 8%（50%の軽減税率）

その他の債券：税率 16%

d . 今後の制度改革の方向性

先に触れた通り、HKMA の現在のフォーカスは、リテール債券市場の開発である。SFC が進めている公募債の発行にかかる手続きの簡素化も、リテール債券市場の育成に向けた要件緩和が主眼である。

リテール債券市場育成の阻害要因として想定されるのは、

企業にとって銀行借り入れに比較し公募債の発行がコスト高となること

個人投資家にとって債券の保護預り手数料等の負担が生じること

等であるが、前者については発行手続きの要件緩和により、後者についてはリテール債券市場が一定規模に達することにより解決されるものと考えている。

3. マレーシア

a. 債券発行にかかる制度

マレーシアでは、2000年7月よりすべての債券（政府が発行もしくは保証する債券を除く）の発行には「Guidelines on The Offering of Private Debt Securities」に基づく Securities Commission（SC）の承認が必要となっている。それ以前においては、Kuala Lumpur Stock Exchange（KLSE）、Foreign Investment Committee、中央銀行の承認をそれぞれ取る必要があったが、現在ではSCの承認に1本化されている⁸。

上記ガイドラインの整備により、債券の発行にかかる制度上の要件は大幅に緩和され、一般債の発行に際しSCに対して提出すべき書類は通常以下の3種類である。

発行体およびアドバイザーの誓約書（Declaration）

Term Sheet

Information Memorandum

および の内容はガイドラインにより定められており、SCが「承認」するのはこの2つの内容についてのみである。 についてはSCに「登録」されるのみであり、個別に内容についての審査が行われることは無い。すなわち、 によって発行体とアドバイザーは、開示がガイドラインに則って適正に行われていることを誓約しており、 に発行にかかる必要最小限の事項（28項目）が網羅されていることから、 はあくまで市場参加者に対する開示書類（目論見書の簡略版）として作成されるものである。通常は、アドバイザーが発行関連文書にかかる Due-diligence Report を作成し とともに提出するのが一般的である。

債券の発行には一般的には目論見書の作成が必要とされているが、Sophisticated Investor（銀行、プロフェッショナル投資家、政府系機関、その他特別に定める投資家）に対する発行については適用除外となっている（目論見書の代わりに Information Memorandum が作成される）。実際に、発行される債券の90%以上がこれら Sophisticated Investor 向けである。

発行する商品の種類による開示の適用除外規定は無いが、ABS に関しては追加的なガイドラインが設けられている。商品別の規制という意味では、CP・MTN に対する償還年限規制（最長7年まで）が設けられている。またイスラム債に関してはイスラム法典に準拠した幾つかの規定がガイドラインの中に定められている。

⁸ 例外として、外国法人が債券を発行する場合には、外為規制により Controller of Foreign Exchange の事前承認が必要となる。但し、実際に外国法人による起債は非常に少ない。

債券の発行承認にかかる期間はガイドラインで定められており、通常の債券の場合は 14 日以内、ABS の場合は 28 日以内である。発行停止期間に関する規定はなく、発行関連書類についても承認後に訂正が行われる事はない（発行後の変更事項を届け出る義務は無い）。また、Shelf-registration の制度は整備されているが、比較的新しい制度であるため今のところ実際に用いられた例は無い。

債券の発行にあたって、通常は格付けの取得が必要であるが、最低格付け要件は制度上存在しない。但し、投資適格（BBB）未満のものについては、適切なリスク情報の開示が求められている。なお、実際に発行されている債券は AA 格以上のものが殆どである。

b . 投資家に対する規制等

投資家に関する規制としては、政府系機関（公的年金ファンド等を含む）における投資制限と、保険会社に対する投資制限（BBB 格以上のものにしか投資できない）がある。

また、非居住者に対する規制として、証券にかかる規制ではなく、外為法上の規制がある（リングットと外貨の交換には当局の承認が必要）。これにより、現時点で外国人投資家による債券保有比率は 5% 未満となっている。

なお、新規に発行される債券（CP/MTN を含む）は、中央銀行の運営する入札システム FAST（Fully Automated System for Tendering）に必ず登録する⁹こととなっている。

c . 債券にかかる税制

マレーシアにはキャピタルゲイン課税は無い。また、利子課税については、居住者は非課税、非居住者に対しては 15% の源泉徴収が課される。従来は、個人以外の居住者も課税されていたが、債券投資振興のために緩和されている。

d . 今後の制度改革の方向性

基本的な債券発行にかかる制度の整備は完了したが、市場育成のための制度変更は継続的に行っていく予定である。具体的には、ABS に対する課税要件の緩和、外国人による投資促進のための非居住者利子課税の撤廃等が検討されている。

証券市場の制度改革については、基本的に「Capital Market Master Plan」に基づき進められる予定である。

⁹発行に際して必ずしも入札を行うわけではなく、発行情報の投資家への開示手段として当システムが用いられている。

4. シンガポール

a. 債券発行にかかる制度

シンガポールで社債を公募¹⁰するには目論見書の作成が必要となるため、大半が目論見書による開示対象外となる Sophisticated Investor 向けの発行（私募形式での発行）となっている。開示に関する除外規定は、投資家が Sophisticated Investor か否かにのみ依存しており、特定の商品に関して開示が免除されるような規定はない。なお ABS 等の証券化商品に対しては幾つかの追加記載事項が定められている。

目論見書もしくは私募の場合に作成される Information Memorandum の内容については、チェックリストが存在するものの、記載事項のテンプレート・雛型はなく、「投資家にとって必要な情報が網羅されていること」という考え方に基づき作成されている。よって、MAS のレビューにおいては、基本的にチェックリストで定められた事項が記載されているかをチェックするのみで、記載の詳細度については発行体・アレンジャーに任されている。このため、アレンジャー毎に開示書類のフォーマットはまちまちである。

MAS の手続きは申請の受領後、目論見書のレビュー ファイリング 登録という順序で行われるが、申請から登録までに要する期間は 14 日～21 日となっている。

Shelf-registration の制度は整備されているが、有効期間は最長で 6 ヶ月間となっている。すなわち、継続的に発行する場合でも最低半年に 1 回は申請を行う必要がある。また、有効期間中においても登録内容に「重要な変更」が発生した場合には、その都度 Supplement の提出が必要となる。「重要な変更」であるか否かは、発行体の判断において行うこととなっており、投資家にとって重要だと判断すれば届出を行うルールとなっている。なお、Supplement の提出有無にかかわらず、発行停止期間というものは制度上設けられていない。もし投資家に対する重要事項の周知が必要であると発行体が判断するのであれば、自主的に発行を停止すれば良いものと考えている。

債券の発行にあたり格付けの取得は必須ではないが、無格付けの債券を購入できるのは Sophisticated Investor のみである。（実質的な制約にはなっていない。）

¹⁰ 法制度上は「公募」の明確な定義は無いが、実態として Sophisticated Investor 向けではないもの（リテール向けのもの）が公募とみなされている。この点については、「今後明確にする」予定とのこと。

b . 投資家に対する規制等

投資家に対する規制は特に存在せず、基本的に自主規制により投資対象を定めていると思われる。但し、Central Provident Fund 等の公的ファンドについては、制度上投資適格となる格付けを定めている。

開示の適用除外となる Sophisticated Investor は、100 万シンガポールドル以上の資産もしくは年間 20 万シンガポールドル以上の収入がある富裕個人および、ネット資産 500 万シンガポールドル以上の法人と定義されている。

c . 債券にかかる税制

シンガポールではキャピタルゲイン課税は無い（通常の所得税と同等の扱い）。利子課税に関しては、Qualifying Debt Security（QDS）については、法人に対して 10% の軽減税率が適用され、非居住者に対しては非課税となる。QDS は、シンガポールの Approved Bond Intermediary（ABI）¹¹ が管理するすべての債券に適用される。

d . 今後の制度改革の方向性

社債市場の更なる発展のために、今後も継続的な規制緩和を想定している。債券発行に関しては、申請時に必要となっている Information Memorandum にかかるガイドラインを廃止することを検討している。（この結果として、完全に自主的なディスクロージャーに基づく債券発行を目指すことになると考えられる。）また、現在残っているシンガポールドル資金の持ち出し規制¹²についても、将来的には緩和の方向にある。

¹¹ 2001 年末時点において ABI のステータスを持つ金融機関は 27 ある。

¹² 債券等の発行により調達したシンガポールドルを国外に持ち出す場合には、必ず外貨に交換することが義務付けられている。

5. まとめ

a. 債券発行にかかる制度

債券発行申請書類にかかる制度要件は、大きく分けて韓国とその他の 3 カ国でやや異なっている。即ち、韓国ではディスクロズの要件に関する適用除外規定を特に設けていない代わりに申請手続きがすべて電子化されており、他の 3 カ国においては実質的にほとんどの債券が目論見書の開示適用除外となる規定が設けられているという違いがある。但し、どちらのケースも実質的に効率的な発行を妨げない規定となっている。

まず、韓国では申請手続きがすべて Web システムにより電子化されていることから、分厚いペーパーが必要な日本とは発行効率の点で決定的な違いがある。(Web システムにより、ディスクロズ自体が標準化・簡素化されていることから、適用除外規定が無くても書類作成は実務上大きな問題にはなっていないと思われる。)

一方、他の 3 カ国においては、ほとんどの債券がプロフェッショナル向けに発行されることから目論見書の適用除外となっており、申請書類は非常に簡素化されている。また、申請書類に添付される Information Memorandum の内容については、当局はガイドラインに沿った記載がされているかをチェックするのみであり、記載レベルに関しての指導は特に行っていない。(基本的に、発行体およびアレンジャーの責任において、投資家に対して必要な情報を提供するというのが原則となっている。)

開示要件に関する、もう 1 つの日本との大きな違いは、発行停止期間の概念である。このような規定は、今回訪問したどの国にも存在していない。開示情報に「重大な変更」がある場合に、追補の提出が必要な場合もあるが、これ自体は発行可否とは無関係で、「重大な変更が生じた場合に発行を停止するか否かは発行体が判断すべきこと」というのが各国共通のスタンスであった。そもそも、発行を停止するか否かは当局が判断するものではなく、市場(投資家)の監視のもと発行体の自己責任原則により判断するものであるという考え方が底流にあるように感じられた。

b. 投資家に対する規制等

韓国を除く 3 カ国では「プロフェッショナル投資家」に対する開示の適用除外規定が設けられているが、その適用範囲が広いこと、当局による個別承認が不要であることから、実務上大きな制約にはなっていない。日本においては、少人数私募、プロ私募に対する開示の適用除外規定があるものの、実際に適用可能範囲が狭いこと、承認が必要となることから使い勝手の面で大きな違いがあると言えよう。

なお、今回訪問した各国では、日本にあるような商品種別による開示の適用除外規定はなく、発行にかかる制度が非常にシンプルに構成されている点が優れていると感じた

c . 債券にかかる税制

日本において債券の流通を妨げる最大の要因となっている「課税玉・非課税玉」問題は、いずれの国においても存在していない。これは利金に対する源泉徴収を行うか否かによらず同様である。（そもそも、流通時において源泉徴収にかかる問題が発生するということが自体を理解してもらうのに時間がかかった。そのような複雑な税制が日本に存在していることをまったく知らなかったようである。）

利子課税については、韓国以外の 3 カ国では、債券市場育成を目的として一定条件の下に非課税措置もしくは低減税率適用といったインセンティブを設けている。また、源泉徴収がある場合でも、利金支払を CSD が行うケースにおいては CSD が源泉徴収を行うことから、金融機関の事務負担はほとんど発生しない。日本においてもアジア各国と同様、簡素な仕組みを実現することで、発行体および投資家双方にとって元利払にかかるコスト（手数料等）を大幅に下げることができると考えられる。

d . 今後の制度改革の方向性

債券発行にかかる制度の基本的な整備は、いずれの国においても完了しており、更なる市場発展に向けた開示の簡素化・要件緩和について継続的な検討が行われている。

また、利子課税に関しては、マレーシアにおいて非居住者に対する非課税措置が検討されている他は大きな変更は予定されていないが、これも基本的な税制措置が完了していることを意味していると言える。

日本の発行制度は、いずれの国と比較しても複雑な体系となっており、市場発展に向けて簡素化すると同時に、投資家を広げるための要件緩和や、源泉徴収制度の根本的な見直しが必要になるものと考えられる。

債券決済システム

本章のポイント

a. 債券決済制度

債券の無券面化・不動化の状況および、債券決済のためのブックエントリーシステムや DVP システムの整備状況はどのようになっているか。また、社債の決済サイクルはどのようになっているか。

b. DVP 決済の仕組み

中央銀行の資金決済システムと連動する社債の DVP (資金・証券の同時受渡) 決済システムは整備されているか。整備されている場合、どのような DVP 決済方式が採用されているか。

c. 今後の決済システム改革の方向性

現時点における決済システムの問題点は何か。また、今後予定されている決済システム改革はどのようなものか。

1. 韓国

a. 債券決済制度

韓国においては、法制度上完全無券面化は実現されていないものの、債券の不動化（immobilization）率は 92.6% と非常に高い（無券面化率は 86.2%）。これらの証券はすべて KSD に預託されており、KSD における振替（book-entry）により所有権の移転が行われる。（KSD への債券預託は義務づけられてはいないが、預託されない債券 = 取引されない債券であり、物理券面で決済されることはまずあり得ないと言っても良い。）

債券の決済システムは、取引所取引と OTC 取引とで異なっており、前者の場合は KSE の清算システムを通じたマルチラテラルネットティング決済、後者の場合は KSD におけるグロス決済となっている。以下では、取引の 96% を占める OTC 取引を前提として整理する。

KSD での債券決済は、中央銀行である BOK の資金決済ネットワーク BOK-Wire を用いた RTGS ベースの DVP 決済か、フリーでの決済となっている。決済サイクルは、取引当事者同士の合意により、T+0 ~ T+14 までを選択することが可能であるが、現在では T+0 決済が通常である。（取引所取引の場合には、決済サイクルは必ず T+0 となる。）

DVP 決済を行う場合には、（現在決済照合の仕組が無いことから）取引当事者同士が取引内容をコンファームした上で、BOK-Wire の締め切り時刻である午後 5 時までに KSD および BOK に決済指図を送信する必要がある。（それ以降も KSD 締め切り時刻までフリー決済は可能。）

b. DVP 決済の仕組

韓国における DVP 決済の仕組は図 xx の通りである。証券の渡し方（売り手）が KSD に、資金の渡し方（買い手）が BOK に対してそれぞれ指図を送る。KSD は DVP 決済指図に基づき、売り手の証券残高を確保した上で、BOK に対して資金振替指図を送る。BOK-Wire では、買い手および KSD からの資金振替指図に基づき資金振替を行う。資金の振替は、買い手から KSD の口座へ振替が行われ、続いて KSD から売り手の口座へ振替が行われる仕組となっている。KSD は資金振替済通知を受けて、確保した証券を買い手の口座に振替える。振替はすべて RTGS ベースで行われるが、便宜的に KSD がセントラルカウンターパーティーとなるよう、KSD 口座を経由した決済が行われるようになっている。

この DVP 決済の仕組は、1998 年の秋に主として海外投資家の要望により開発が開始され、翌 1999 年 11 月にシステムが完成、それを受け 12 月に決済制度が変更されている。

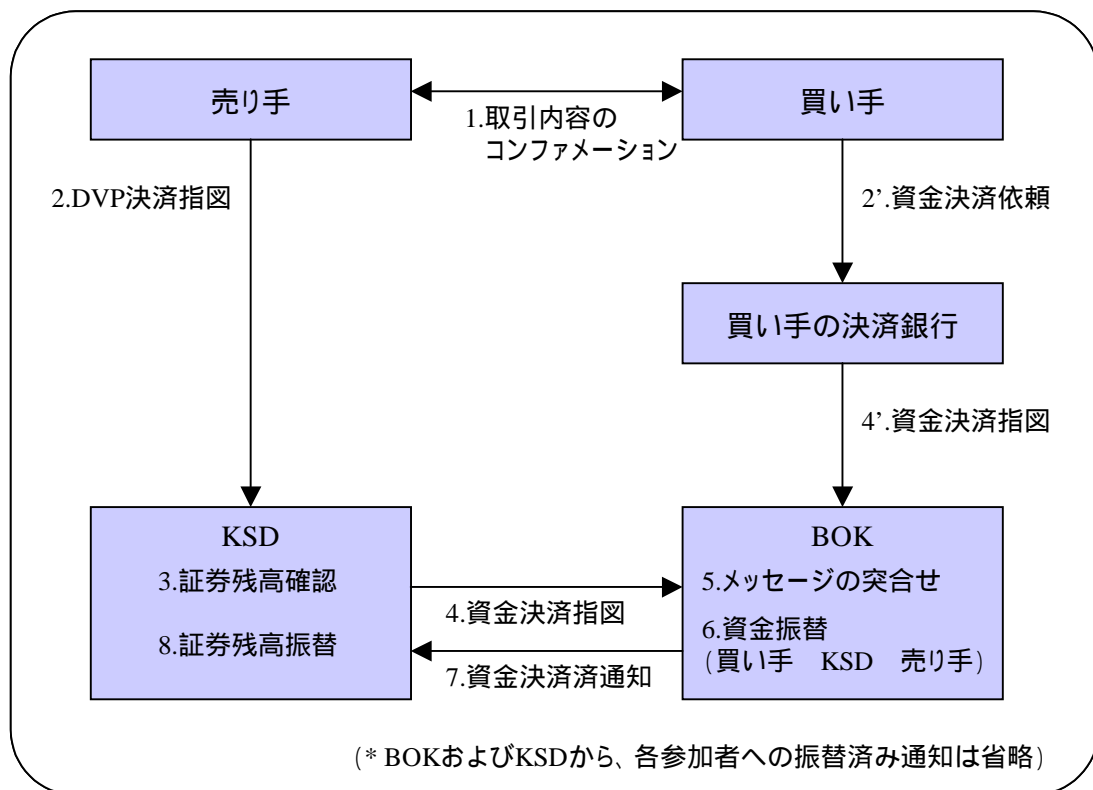


図 21 . 韓国の DVP 決済システム

c . 今後の決済システム改革の方向性

前述の通り、韓国では T+0 決済が標準であるため、取引ボリュームが非常に多い投資信託等においては、マーケットがクローズする午後 3 時から BOK-Wire の締め切り時刻である午後 5 時までにはすべての取引のコンファメーションを完了するのが困難である。よって、DVP 決済を選択することによる（取消・訂正等を含めた）事務負荷の増加を避け、基本的にフリー決済を選択しているのが実状である。このため、1999 年に導入された DVP システムを用いた DVP 決済比率は、現在のところ 50%弱で頭打ちとなっている。FSS はグローバルな流れである決済リスクの削減に向けて、DVP 決済比率低迷の主な要因である決済サイクルを T+0 から T+1 に変更することを決定し、2003 年 6 月 1 日より適用を開始する予定である。これにより、DVP 決済比率を「2003 年中には 99%にまで高める」（FSS）ことを見込んでいる。

今後の決済システム改善としては、BOK-Wire において証券決済のための資金流動性管理を容易にするため、証券決済にかかるファンドトランスファーを管理する新たなシステムが導入されることになっている。

また、決済の効率化に向けたインフラ整備の一環として、電子取引システムの導入や清算機関の設立等が検討されている。

2. 香港

a. 債券決済制度

香港で発行された香港ドル建て債券のうち約 6 割にあたる 3000 億香港ドルが、HKMA の運営する Central Moneymarket Unit (CMU)¹³に預託され無券面化されている。残りの 4 割はユーロクリアもしくはクリアストリームに預託されている。海外の International CSD に預託される債券は基本的にユーロ債と同様、非居住者債の扱いとなるため、香港で取引・決済されることは無いと考えられる。

債券決済の仕組は、取引所取引と OTC 取引とで異なっており、取引所取引の場合は、HKEx が運営する CCASS によるマルチラテラルネットリング決済、OTC 取引の場合は CMU によるグロス決済となる。CCASS を通じた決済では HKEx がセントラルカウンターパーティーとなり、債券が預託されている CMU の口座を利用して End-of-day の DVP 決済が行われている。なお、取引所での債券取引は小口に限定され、実際にほとんど取引が無いことから、以下では OTC 取引について整理する。

CMU におけるグロス決済では、午前 11 時までの決済指図は当日中決済、それ以降午後 3 時まで (CMU のカットオフタイム) の決済指図については翌日決済となっている。決済サイクルは決済制度上規定しているものではなく、マーケットルールとして T+2 となっている。なお、CMU のシステムとしては T+0 決済も可能である。

香港ドル建て債の RTGS-DVP 決済は CMU と HKMA の RTGS 資金決済システムを連携して行われており、現在ではほぼすべての取引が DVP 決済となっている。また、2000 年からは US ドル建て債の DVP 決済システムが稼動しており、今年 2003 年にはユーロ建て債の DVP 決済システムが稼動する予定である。外貨 DVP 決済にあたり、HKMA では香港ドル資金しか取扱えないことから、US ドル資金については香港上海銀行、ユーロ資金についてはスタンダードチャータード銀行の口座を用いて DVP 決済を行うようになっている。なお、RTGS 資金決済システムは、Hong Kong Clearing Bank がすべて運営している。

¹³ CMU は政府債の決済システムとして 1990 年に稼動し、社債等の取扱が開始されたのは 1994 年である。

b . DVP 決済の仕組

香港における DVP 決済の仕組は図 22 の通りである。CMU では、取引マッチングを受け、証券残高をロックし資金決済システムに支払指示を送る。資金決済システムでは、支払側の決済銀行からの支払承認を受け、資金決済を行った後 CMU に証券リリース指示を送る。CMU では、証券の振替を行い残高ロックを解除する。

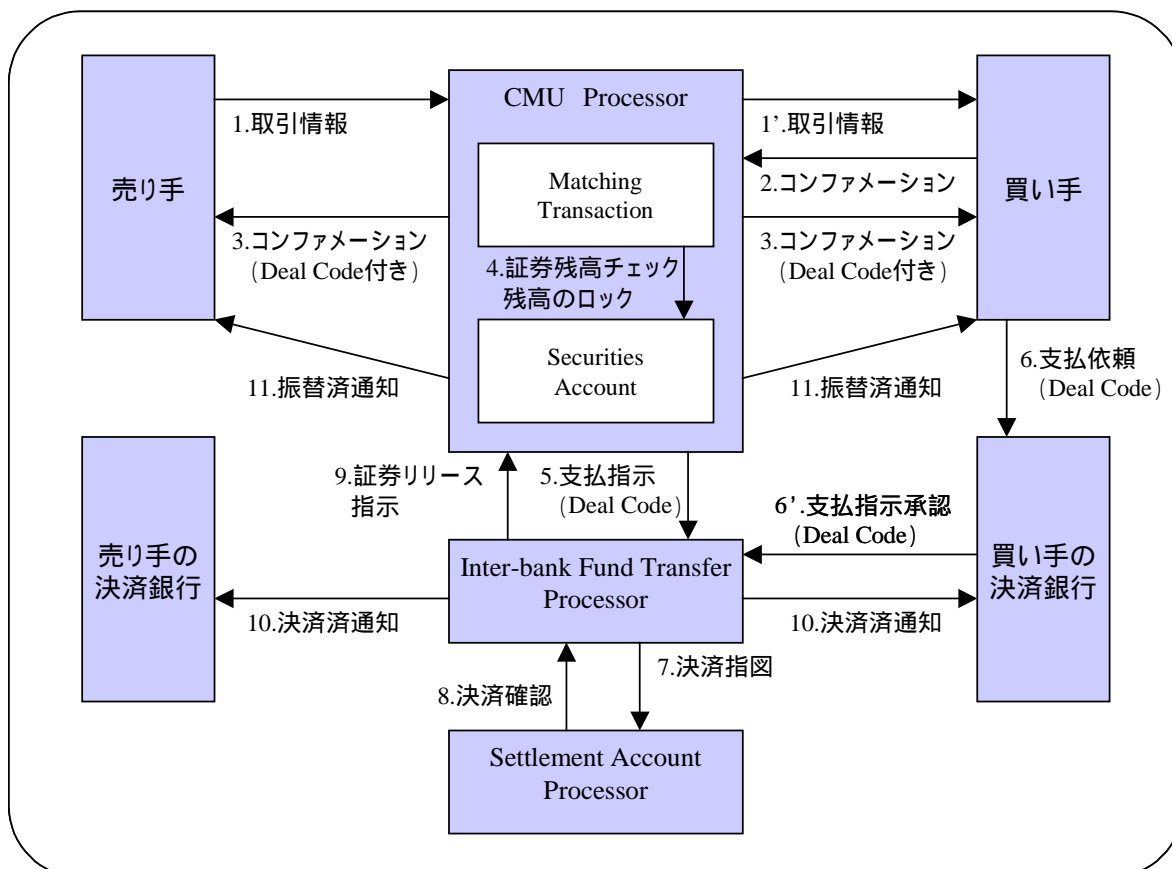


図 22 . 香港の DVP 決済システム

CMU では DVP 時の日中資金流動性供給の仕組として、Intra-day Repo および Over-night Repo の仕組が用意されている。これに加え、マーケットメーカー参加者に対しては、日中に一時的に証券のショートポジションを持つことが可能な仕組を設けている。

なお、CMU は上記のような DVP 決済の仕組以外にも、セキュリティズレンディングサービス、元利払サービス等のカストディサービスも提供している。

c . 今後の決済システム改革の方向性

HKMA では、CMU をアジア・太平洋地域のリジョナル決済ハブと位置付け、複数の CSD との連携を実現している。具体的には、韓国の KSD、オーストラリアおよびニュージー

ーランドの AustraClear との連携は既に稼動済みであり、中国国債の CSD である CDC との連携も 2003 年前半には稼動予定である。また、ユーロクリアおよびクリアストリームとの相互連携についても稼動していることから、ユーロ市場とアジア・太平洋市場とのハブ機能を担う事を目指している。

なお、資金決済については先に触れた通り、香港ドルおよび US ドル、Euro の決済が可能となっており、これにより各通貨間の PVP 決済も実現可能である。これにより、現在アジア地域で発行され、アジア地域の投資家が購入する債券のクロスボーダー決済が、アジア地域内で完結することが可能となる。（現在はこのようなクロスボーダー取引はほとんどがユーロクリアもしくはクリアストリームで決済されることから、時差の関係もあり非常に事務効率が悪い。）

将来的には、決済システムを電子取引システムとリンクすることによって、取引執行から決済までシームレスで行えるようになることから、アジア・太平洋地域の債券市場が更に発展することを目指している。

3. マレーシア

a. 債券決済制度

債券の決済には中央銀行の運営する RENTAS (Real Time Electronic Transfer of Funds and Securities) システムを利用することがガイドライン上定められている。但し、CP/MTN については除外されており、券面の受け渡しにより決済が行われることから、RENTAS を利用した決済は行われていない。（これは CP/MTN がそもそも流通を目的としないことによるものと考えられる。）

社債については大券 (Global Certificate) を発行日の前日までに中央銀行に預託する事が定められており、1999 年の RENTAS 稼動開始以降、発行時・流通時とも振替 (Book-entry) による決済となっている。

決済サイクルとして、当日決済、通常決済 (T+2)、先日付決済 (最長 1 ヶ月) の 3 パターンをサポートしており、当日決済の場合は午後 5 時半、それ以外は受渡日の午前 11 時が決済のカットオフタイムとなっている。（RENTAS システムの稼動時間は午前 8 時から午後 6 時まで¹⁴。）

¹⁴ マレーシアでは土曜日市場が開いており、土曜日の稼働時間は午前 8 時から午後 1 時までである。

b . DVP 決済の仕組

マレーシアにおける DVP 決済の仕組は図 23 の通りである。取引照合の機能は RENTAS システムには無く、取引確認後の決済依頼に基づき、証券の渡し方の決済代理人 (Authorized Depository Institution : ADI) が決済指図を RENTAS に送信し、受け方 (資金の払い方) の決済代理人がそれを承認する。承認済みの決済指図は決済日に DVP 決済が行われる。

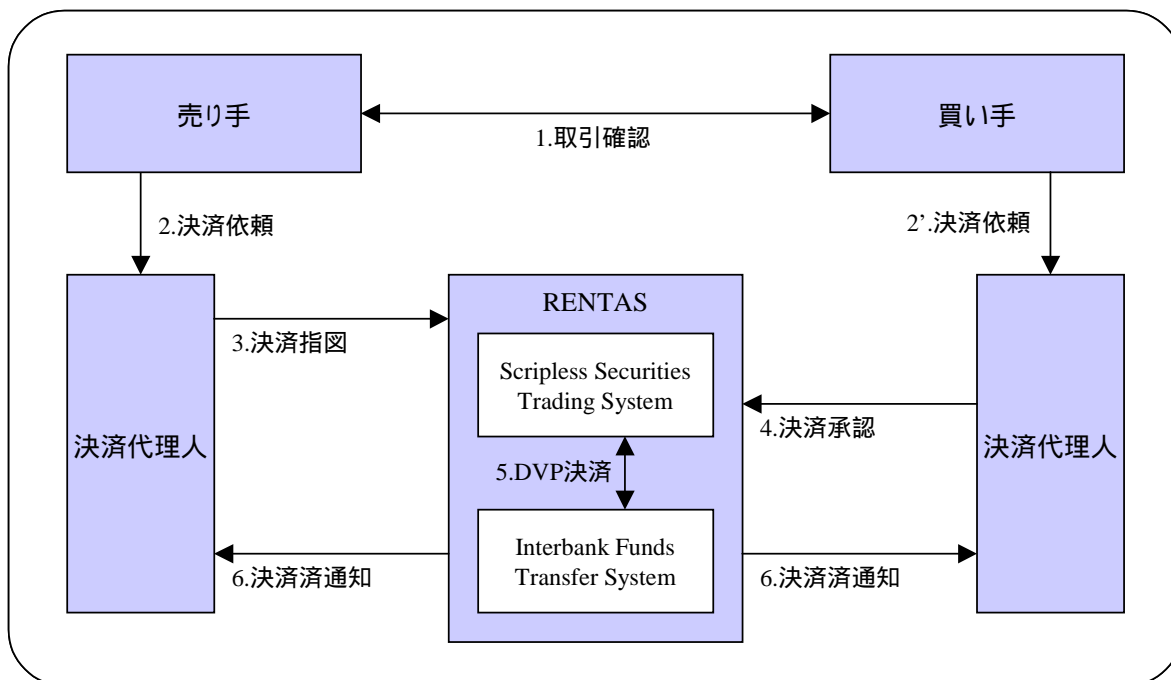


図 23 . マレーシアの DVP 決済システム

日中流動性確保のために、決済代理人は担保口座を持っており、担保証券の評価 (ヘアカットを含む) に基づき、中央銀行から Intra-day Credit が付与される仕組となっている。

c . 今後の決済システム改革の方向性

債券の決済システムについては RENTAS の稼動により整備が完了したため、現在のところ特に新たに計画されているものは無い。また、流通市場の透明性向上に関しても BIDS (Bond Information and Dissemination System) が稼動し、すべての取引に関する報告が義務付けられたことにより、一通りの整備が完了している。

4. シンガポール

a. 債券決済制度

債券の決済は国債と社債で異なり、国債については MAS の運営する MEPS-SGS¹⁵、社債については SGX の子会社である CDP が運営する Debt Securities Clearing and Settlement System (DCSS)¹⁶で保管・決済が行われる。債券は基本的に無券面であり、国債の場合は MAS が、社債の場合は SGX が預託機関となる。なお投資家の所有権は信託法に基づき保護されている。

社債の決済方法は、DCSS と MAS の RTGS システムである MEPS-ITF が連動した DVP 決済もしくは、DCSS 内のフリー決済となる。DVP 決済はシンガポールドル建ての債券でのみ可能であるが、DCSS では US ドル建て等の債券を管理することが可能となっている。実際に、ユーロクリアおよびクリアストリームは CDP に Depository Agent (DA) として口座を開設しており、各 ICSD と連動した証券振替決済が可能である。

債券の決済は T+0 日もしくは T+1 日で行われており、T+0 決済の場合は DCSS のカットオフタイムは午後 2 時となっている。(DCSS の稼働時間は午前 9 時から午後 5 時半まで。)

なお、債券の取引はほとんど OTC 取引であることから例外的ではあるが、上場社債が SGX において取引された場合には Equity のシステムを通じたネット決済が行われることになる。(この場合でも、最終的な証券決済は DCSS の口座振替により行われる。)

b. DVP 決済の仕組み

シンガポールにおける社債の DVP 決済の仕組みは図 24 の通りである。DCSS にインプットされた指図は連続的に照合処理が行われる。照合された決済指図はキューイングされ、決済日当日において売り手の証券残高および買い手の資金残高がある場合に、RTGS ベースの DVP 決済が行われる。

¹⁵ MEPS-SGS は国債の保管・決済のシステムであり、資金の RTGS 決済システムである MEPS-ITF と連動して DVP 決済が行われる。MEPS は 1998 年 7 月に稼働を開始している。

¹⁶ DCSS は 1998 年 12 月に稼働を開始し、DVP のための MEPS とのリンクは 1999 年に稼働している。

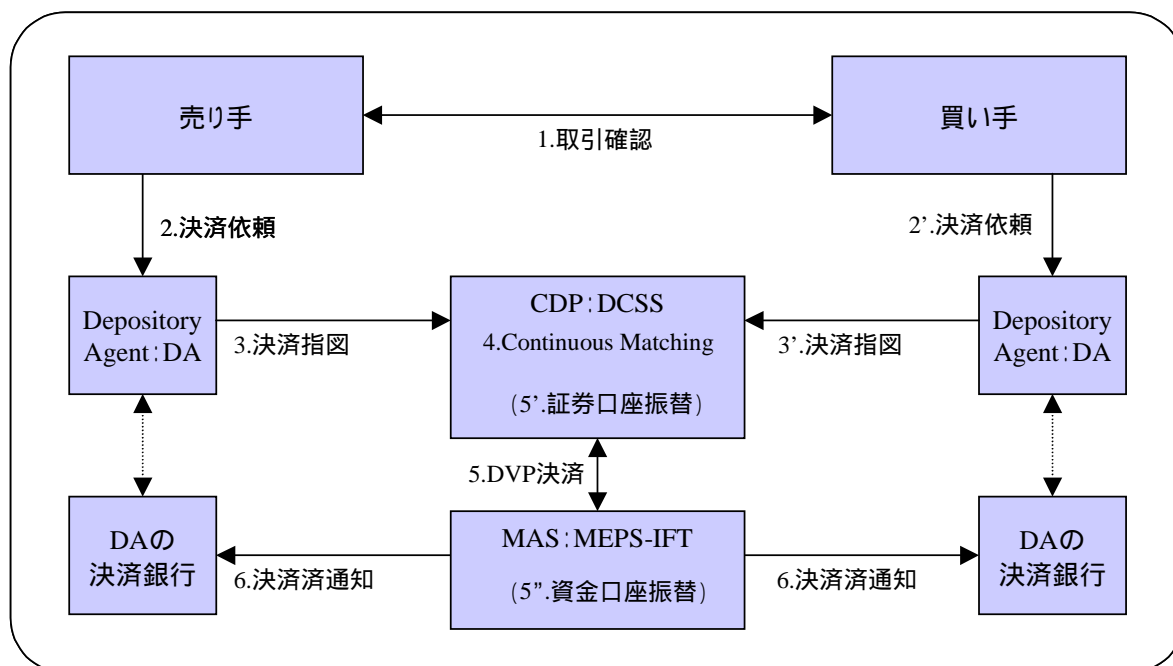


図 24 . シンガポールの DVP 決済システム

なお、CDP は証券決済以外にカストディの機能も担っており、預り証券の元利金支払処理を行う。具体的には、発行体の Paying Agent より元利金を受け取り、DA の口座残高に基づき、DA に対して元利金の支払を行う。

c . 今後の決済システム改革の方向性

今後特に大きな決済システム改革は予定されていないが、CDP ではシステムが市場の発展（更には市場間の競争）に重要であるとの認識のもと、継続的に機能改善を行う予定である。これに対応するために、CDP ではシステムをすべて社内の要員で開発できる体制をとっている。

5. まとめ

a. 債券決済制度

今回訪問したいずれの国においても、国債にとどまらず社債の振替決済を既に実現済みであり、不動化もしくは無券面化によるペーパーレス決済比率は 100%に近い状況である。更に、中央銀行の資金決済口座を用いた DVP 決済システムも既に実現済みであり、香港に至っては DVP 決済比率がほぼ 100%、韓国においても今年中に 100%にまで高めるとのことである。これだけでも、アジア各国に対する日本の証券決済システム整備の遅れは顕著と言わざるを得ないが、これらのインフラ整備に要した期間については彼我の差が余りに大きく、このままでは日本は完全に取り残されるという危機感を強く感じた。韓国では DVP 決済システムの開発に要した期間はわずか 1 年であり、更に KSE のホールセール国債取引導入に伴う中央銀行との清算インターフェース開発に要した期間は何と 3 ヶ月である。また、マレーシアにおいても 1997 年の金融危機がトリガーとなった制度・インフラ改革の一環として開発された RTGS - DVP 決済システム RENTAS が 1999 年には稼働を開始しており、この開発期間は約 2 年である。

b. DVP 決済の仕組

DVP 決済方式については、いずれの国においても RTGS - DVP 決済を採用しており、例外的に¹⁷取引所取引の場合のみ株式と同じマルチラテラルネットティング決済となっている。また、決済サイクルは国により異なっているものの、システム的には当日決済および翌日以降決済に対応できるような仕組をいずれの国も整えている。日本においては、決済方式自体を決めるのに非常に時間がかかったこともインフラ整備が遅れている要因の一つと思われるが、債券決済システムのグローバルスタンダードは既に決まっており、日本においても当局および CSD 主導による強力かつ迅速なインフラ整備を推進すべきであろう。

c. 今後の決済システム改革の方向性

今後の決済システム整備にあたり、日本における決済システムの将来像を考える際の一つの参考になるのが、香港やシンガポールの取組である。日本においては円の国際化が叫ばれて久しいが、受け皿となるインフラが整備されなければ、単なる議論で終わってしまう可能性が大きい。つまり、アジア債券市場の創設・発展に日本が中心的な役割を果たすた

¹⁷日本の CB のように取引所で活発に取引される社債は、いずれの国においても存在しなかった。社債取引の形態は殆ど OTC 取引である。

めには、日本がアジア各国と少なくとも同程度のインフラを整備しなければならないことは自明である。香港の CMU システムでは、既に US ドル建て債の DVP 決済が可能であるのみでなく、今年にはユーロ建て債の DVP 決済も可能となる。また、香港の CMU、シンガポールの DCSS とともにユーロクリア・クリアストリームとの相互リンクを整備しており、更に CMU についてはアジア・太平洋地域の CSD との相互リンクを構築している。日本の債券市場を世界に開かれた市場とし、アジア・太平洋地域における中心的な市場とすることを指すのであれば、これらの取組を十分参考にした上で、日本という大きな市場とこれらのアジア市場をうまくリンクする必要があると考えられる。このような取組によって、アジア全体の債券市場発展を目指すことが可能になるのではないだろうか。

日本における制度・インフラ改革への提言

本章のポイント

1. 債券発行にかかる法制度改革への提言
 - a. 発行申請手続き・開示書類の簡素化および申請書類の電子化
 - b. 開示要件の適用除外範囲拡大・適格投資家の範囲拡大
 - c. 発行停止期間にかかる規制の廃止
 - d. 利子源泉徴収等税制の改正
 - e. 非居住者等に関する各種報告義務の緩和
2. 債券決済システム改革への提言
 - a. ペーパーレス社債振替システムの早期実現
 - b. 商品横断で統合的な口座管理体系の設計
 - c. 事務効率化のためのカスタディサービス提供
 - d. アジア中核市場としての取組強化

1. 債券発行にかかる法制度改革への提言

a. 発行申請手続き・開示書類の簡素化および申請書類の電子化

発行申請から承認にかかる期間については日本とアジア 4 ヶ国において極端な違いはないが、申請に必要な開示関係書類については、アジア各国とも簡素化されており、発行申請書類作成にかかる負荷は日本より少ないものと思われる。次に触れる開示要件の適用除外とも関係するが、開示書類に関しては「リテール」向けの目論見書と「プロフェッショナル」向けの所謂 Information Memorandum を明確に区分することにより、後者に関しては社債発行に際し現状課されている開示要件を大幅に簡略化することが可能ではないだろうか。また、中・長期的な方策としては、資本市場から資金を調達するすべての企業が、EDINET 等を通じた常時開示を行うことにより個別発行時の申請書類を簡素化することも可能と考えられる。これによって、最終的には「リテール」「プロフェッショナル」間の情報の非対称性が解消され両者の投資機会が平等になることから、結果として開示ルールを2つに分ける必要性がなくなるものと考えられる。

なお、発行申請書類の提出にあたっては、韓国で提供されているような Web システムを導入し電子的に申請書類を提出することにより、書類の標準化・簡素化が一層はかられると同時に、発行体および監督当局の双方にとって業務効率化（最終的には発行までにかかる期間短縮化）のメリットがあると言えよう。

b. 開示要件の適用除外範囲拡大・適格投資家の範囲拡大

先に述べたとおり、アジアにおいて規定されている「プロフェッショナル」向けの開示要件（目論見書の適用除外）により、発行体は「リテール」向けに比べて大幅に開示資料を簡略化することが可能となる。しかしながら、日本においてはこの「プロフェッショナル」にあたる「適格機関投資家」の範囲が、法令上非常に狭い範囲に限定されていることから、実際に適用除外を受けられるケースは少ない。よって、適用除外規定をより実質的に有効なものとし、より多くの債券発行を促すためには、適格投資家の範囲を広げることが必要である。具体的には、一定額以上の金融資産を持つもしくは一定額以上の収入がある富裕個人までをその範囲に含めること、法人についてもハードルを下げることで有効と考えられる。また、適格機関投資家は現状届出が必要とされているが、これを不要にする（債券の販売者に確認を義務付ける）ことにより、適用除外手続きが煩雑化することを避け、投資家の裾野を広げることが可能になるものと考えられる。

c . 発行停止期間にかかる規制の廃止

発行停止期間は特に CP 等の短期の証券発行に大きな制約となっており、基本的に廃止すべきものと思われる。これには、現状の発行開示の考え方に対する「発想の転換」が必要となる。即ち、制度上一律発行停止とするのではなく、発行体およびアレンジャーに対して投資家への忠実義務（もし契約書であれば Covenants に書かれるような事項）を課すことにより、投資家に不利益にならないことを大前提として発行を停止するか否かの裁量を与えるべきではないだろうか。

これについては先にあげた「プロフェッショナル」向けの開示要件拡大と併せて実現すべきものと考えられる。

d . 利子源泉徴収等税制の改正

既に「課税玉・非課税玉」問題に関しては具体的な議論が進められており、公共債については先行して解決される予定となっている。社債等その他の債券に対する手当は現在未定の状況にあるが、これも公共債と同様の措置がとられることは当然であり、早期に対応されることを期待する。

また、上記のような「現状問題解決型」の取組だけではなく、社債市場の育成に大きな効果をもたらす前向きな取組として、利子課税に対する非課税もしくは軽減税率の適用等を検討すべきである。なお、この検討に際しては、利払い時の事務負担についても十分な配慮が必要であることから、次項であげる決済システムの整備と連携をとりながら進めて行く必要がある。

日本においては証券税制改革が最近のホットトピックとなっており、利金については当面 10%の軽減税率が適用されることになったが、より長期的視野に立てば、現行の利子源泉徴収制度自体を根本的に見直すことも必要ではないだろうか。また、現状の非効率な元利金支払の手続きをペーパーレス化への移行に伴って大幅に簡素化し、同時に「振替機関」が元利金支払サービスを提供することは、元利金支払手数料の大幅低減に向けた必須要件と考えられる。

e . 非居住者等に関する各種報告義務の緩和

今回訪問した 4 ヶ国のうち、韓国とマレーシアは非居住者による取引はほとんどなく、香港およびシンガポールでは外貨建てを含め非常に活発に非居住者の取引があるという対極的な状況にあった。ところが、現在日本で課されているような非居住者固有の報告義務は、外為法による通貨規制を設けているマレーシアとシンガポールにおける国内通貨の持

ち出し制限（持ち出す場合には通貨当局による承認が必要）を除いて存在していないことがわかった。

当局が市場動向を把握し国際的な資金循環政策を検討するにあたり情報が必要である点は十分理解できるものの、今後市場がグローバル化するにつれ益々増加するであろう非居住者取引に対して制約（コスト高）となるようなルールは、極力緩和すべきものと思われる。

2. 債券決済システム改革への提言

a. ペーパーレス社債振替システムの早期実現

日本においては電子 CP（短期社債）の振替決済システムが今春より稼働を開始する予定であり、テストが大詰めを迎えている。この振替決済システムは、歴史的に見て非常に短期間（約 1 年）で実現されたと言えるが、引き続き整備される予定の電子社債の振替決済システムについては、実現まであと 2 年以上を要する予定になっており、アジア各国のスピード感と大きな差があるのは否めない。

時間がかかる要因としては、様々な種類の債券を管理するための仕組作りや、立場の異なる市場参加者の要件に対応するための意見調整等に時間がかかることがあげられるが、アジア各国において既に通常の社債から ABS に至るまで多様な債券を同一の枠組みの中で管理する仕組が実現している状況から推測すると、日本の振替決済の仕組は高度で複雑なものを目指しすぎているのではないと思われる。すなわち、現在最も重要なのは、「すべての要件を充足するシステムを作り上げる」ことではなく、「一刻も早く無券面化証券の振替決済の仕組を稼働させる」ことのはずであり、インフラ整備の優先順位の考え方に問題が無いのか関係者は検証してみる必要がある。

例え話になるが、日本で JR が採用している Suica と同様の IC カードを用いたシステムが香港およびシンガポールでも利用されている。香港では、定期券・プリペイドカードに IC カードを利用し、通常の切符は回収式の磁気カードを利用している。シンガポールでは、切符も含めすべてが IC カードとなっている。改札システムの複雑さの違いは明らかで、IC カードしか存在しないシンガポールが最も簡単で、次に IC カードと磁気カードを用いる香港、そして様々な種類の切符やカードを扱う日本が最も複雑かつ高価である。ナショナルインフラを考える際には、既存の古い仕組をも包含する Suica を構築するという考え方もあるが、今本当に必要とされているのは、徹底的な標準化を進め、シンガポールの改札システムを短期間で構築することなのではないだろうか。

b . 商品横断で統合的な口座管理体系の設計

韓国およびシンガポールでは、国債と社債は別々のシステムにより管理されており、日本においても国債とそれ以外の債券は別システムで管理される予定である。ここで制度設計上重要になるのは、ペーパーレス証券の残高管理および決済のルールが両債券で共通的に作られているかどうかである。なぜなら、それぞれの債券が1つのフレームワークの中で管理できなければ、参加者である金融機関等において二重投資が発生するリスクがあり、結果として発行体や投資家の取引コストに跳ね返ると考えられるためである。（現状の日本の決済システムは、日銀ネットとJBネットがまったく異なる口座管理体系をとるため、金融機関のシステムも別の仕組みを設けている。）

日本では、本年1月の日銀振込制度廃止により他の証券に先がけて国債の無券面化が実現した。無券面国債の振替システムは従来の日銀振込システムそのものであるため、口座管理方法や決済ルールに大きな変更は無い。今後構築される電子社債の振替決済システムの口座管理体系や決済ルールについては、基本的に国債と大きな違いが無いよう（できれば国債よりもシンプルな仕組みとなるよう）十分な考慮が必要である。

また当然のことながら、民間の証券としては最初に無券面化が実現する電子CP（短期社債）の口座管理方法、決済ルールが、電子社債の決済システムに包含されることは必須要件である。

c . 事務効率化のためのカスタディサービス提供

法制度面での示唆においても触れたが、アジア4ヶ国のCSDにおいては、預託された債券に対する元利金支払サポート機能があり、場合によっては源泉徴収税の収納も行っている。これは、債券市場全体としてのコスト低減の観点から、ナショナルインフラが担うべき機能であると考えられるため、新たな決済システムには当然ながら含まれる機能であると考えられる。

なお、先に述べたとおり、現状の源泉徴収の仕組みを所与のものとするのではなく、より簡素な仕組みとする方向で、税制改正と並行して整備を進めて行く必要がある。

d . アジア中核市場としての取組強化

香港およびシンガポールにおいては、既に幾つかのクロスボーダー連携を実現済みである。両国はともに自市場を「アジアのハブ市場」と位置付けていることから、クロスボーダー取引には非常に積極的であり、実際に外貨建て債券の発行も多い。一方、日本においては、「円の国際化推進研究会」がこの1月に「円の国際化の推進」と題した報告書を発

表しており、その中において「アジアにおける債券市場の育成」そして「域内債券市場育成のためのインフラ整備」が謳われている。具体的には、「各国が自国内において決済システムの整備を図り、決済期間の短縮や DVP の導入等の取組を行っていくことが重要である」としており、この観点で言えばアジアの中で日本は立ち遅れている状況である。また、「将来的には域内各国の決済システムの連携に向けて各国が協調して取り組んで行くことが望まれる」となっており、自国の決済システム整備に引き続き、クロスボーダー連携を図る道筋が示されている。

この報告書の内容については全く同感であるが、現在の日本の決済システムは今回訪問したアジア 4 カ国との連携を図る以前の問題（まず決済システムを作ることが先決）であり、その観点からすると、報告書にも書かれているように、「域内各国が、それぞれの経験を共有するなどの観点から、相互に技術支援を供与することが期待される」ということで、まさに日本はアジア諸国から技術支援を受けた方が良いのではないかと思われる。

今回の訪問では、決済システムの中身そのものは十分見ることはできなかったが、日本の市場関係者においては、現在の日本の決済システムが置かれている状況を真摯に受けとめ、アジア諸国から謙虚な姿勢で学ぶ必要があるのではないだろうか。場合によってはアジア諸国で既の実現されているシステムを日本に導入し、同時にクロスボーダー連携を実現するというアイデアも真剣に検討されてしかるべきものと思われる。日本の市場関係者は、今回訪問したアジア諸国の決済システムを上回るような仕組みをスピード感を持って実現しない限り日本がアジアの中核市場足り得ないことを認識し、危機感を持って改革に取り組むべきであろう。

あとがき

今回の調査ミッションに出発する前日の1月11日に、クアラルンプールにおいて塩川財務大臣とマハティール首相が会談し、アジア地域における債券市場育成が重要との認識で一致し、今後 ASEAN プラス 3 の議題として具体的な取組策を検討していくことで合意したとのニュースが飛び込んできた。この合意は極めて時機を得たものであり、今回訪問した4ヶ国いずれにおいても、アジア債券市場の構築に関して日本のイニシアチブに期待しているとのコメントがあった。もちろん、その背景にあるのは日本市場の「規模」であり、彼らは日本の社債決済システムが現在どのような状況であるのかについて当然知らない。我々はアジア各国の期待に応えるためにも、まずは自国の証券決済制度改革とインフラの整備を早急に進めるべきであるとしてより強く感じた次第である。

今回、各国の監督当局や CSD の方とお会いして感じたのは「決意」(Determination) の強さであろう。いずれの国でも、日本で言えば「若手」と思われるメンバーを責任あるポジションに配置し、改革を強力に推進している現状を目の当たりにして、日本において今最も足りないのは強力なリーダーシップと長期的なコミットメントではないかと感じた。日本においては、社債振替法が施行され法制度整備については一段落したような論調も見かけるが、実際には制度改革が未だ実現しておらず、「最後まで出来るまでやる」ための長期的な要員体制を設けることが重要である。この体制作りには、当局のフルバックアップのもと、(既得権益には左右されない)若手の市場専門家を登用することが必要と考えられる。

日本では、これまで十分過ぎるほど「合意」(Agreement) の形成に時間をかけて来たが、インフラ改革が順調に進んでいない現状を見ると、既に「意を合わせる」ための時間は過ぎており、まさに今「意を決する」ことが求められていると言える。

当協議会においては、一昨年「欧州決済制度調査ミッション - 調査報告書」において電子 CP の創設に関する提言を、昨年「電子 CP 等の決済システムグランドデザイン」では日本で初めての無券面化された証券決済インフラに関する提言をとりまとめた。今回の調査結果を受け、アジア各国および日本の現状を正面から受けとめ、我々としても「決意」をもって日本の証券決済制度改革推進に継続的に取り組んで行く必要があると思う。