

アジア版MTN(Medium Term Note)プログラムの 実行可能性に関する調査報告と提言

一般公表用改定新版

サマリー

- 発行体の資金ニーズに合わせて随時機動的に債券発行が可能となる「アジアMTNプログラム」の促進は、アジアの膨大な貯蓄を背景とする域内各国の運用者・機関投資家の優良な域内投資機会を、合理的なコストでシステマティックに拡大する契機となる。
- アジア域内の巨大な貯蓄・外貨準備は、現状、運用者・機関投資家にとっての投資コストが相対的に低いとの観点から米国の国債・公債をはじめとする欧米の投資機会に太宗が振り向けられている。換言すれば、アジア内の運用者・機関投資家は、21世紀の成長センターであるべきアジア域内の投資機会を発見するための機会とインフラに相対的に乏しいと言わざるを得ない。
- 今後、
 - (1) プロ向け市場の法規制システムをはじめとするアジア域内共通の金融資本市場関連インフラの整備、
 - (2) アジア域内金融機関の投資銀行機能の強化、
 - (3) アジア域内のプロの調達者（発行体）、投資者（運用者・機関投資家）、仲介者（金融機関等）、規制規制監督当局の4者が相互に触発されるフォーラム等の戦略的な対話機会の増大、等を通じて、
 - A. アジア域内発行体の資本市場資金調達が円滑化・効率化され、域内の運用者・機関投資家にとっての域内投資機会が増大することが期待される。またそれらにより、
 - B. 調達手段と調達ソースの多様化と安定化・低コスト化が実現し、
 - C. もって域内資金循環の円滑化の進展により、アジア域内経済成長のさらなる促進と、アジア独自の（かつ将来「世界標準」となりうる可能性もつ）アジア域内金融資本市場と市場インフラの形成と発展に貢献するものと期待される。
- アジア域内共通の金融資本市場関連インフラ整備の最初の第一歩としてのアジア版MTNプログラムの振興は、アジア全体として、グローバル金融危機対応、国際金融秩序維持対応、地域間競争対応の観点からも重要であり、日本とアジアの政府系等の機関、及び域内経済の要である民間金融機関や企業グループにとって必須である。従って、アジアMTNプログラムの活用可能性を高めるための、国の枠を超えた、いわばアジア経済共同体としての関連諸政策の立案と実施は、喫緊の課題である。

(2009年11月28日「調査報告と提言」発表会の概要)

アジアMTN (ミディアムターム・ノート) プログラムとアジア資本市場法規制等市場インフラに関する国際フォーラム

日時：2009年11月28日(土曜日) 09:30-18:30

場所：早稲田大学 早稲田キャンパス 8号館 地下一階 B102 教室

主催(共催)：早稲田大学 GCOE・国際協力銀行 JBIC・アジア資本市場協議会 CMAA

言語：日本語のみ 参加費用：無料 参加人員：約90名

早稲田大学大学院法学研究科では、2008年春、国際協力銀行 JBIC より「アジア版 MTN (Medium Term Note) プログラムの実行可能性に関する調査」を受託し、一年にわたり第1・第2フェーズの調査を実施し、2009年4月、受託研究報告書を JBIC に提出した。ここに、JBIC の特段のご厚意により、受託研究報告書の内容を、広く資本市場関係者・研究者等に向けて公表できることとなった。

これを受けて、調査研究と提言の内容を広く資本市場関係者と研究者各位にご披露させて頂くことを目的として、研究会メンバー各位のご協力の下、2009年11月28日、早稲田/JBIC の共催で、フォーラムを開催し、関係者各位のご協力により、「大変有意義な」、「内容の濃い」フォーラムとすることができた。

以下は、フォーラム出席者より頂いた感想の一部である。

- フォーラムにおきましては、ユーロ MTN に関する貴重なご指摘や、最終的なアジア版 MTN に創設に関するご提言を、大変興味深く拝聴させていただきました。誠にありがとうございました。(事業会社の在欧州金融子会社での欧州の取引所のメイン市場に上場のユーロ MTN プログラムの更新作業・MTN 発行業務や、東京にてのユーロ MTN プログラムの更新作業サポート等の業務経験を持つ) 立場から、「アジアに MTN マーケットを創設する」という構想は、もし実現すれば現在のアジアにおける資金調達のあり方を大きく変える可能性のある動き、として捉えさせていただきました。
- 「アジア MTN」自体は実現までにやや時間を要するテーマと考えておりましたので、率直なところ頭の中で論点を整理するのに役立てば、くらいの軽い思いで参加させていただいたのですが、その第一歩として「東証 AIM を活用したプロ向け MTN の導入」が提言されたことは、早期に実現可能な施策として極めて重要な意味を持つものだと思っております。プロ向け市場の制度が導入されて以来、これを活用するニーズはエクイティ市場よりむしろ債券市場の側に存在すると感じておりましたので、ご提言の内容はまさに「我が意を得たり」の心境です。
- 11月28日(土)のシンポジウムは 内容の濃いものになり、大変喜んでおります。東証 AIM を活用する追加提言に、全面的に賛成です。

日本政策金融公庫・国際協力銀行（JBIC）よりの受託研究

アジア版 MTN（Medium Term Note）プログラムの実行可能性に関する
調査報告と提言

一般公表用改定新版

2009/11/28

（2009/12/10 公表（2010/01/27 一部修正反映版））

早稲田大学大学院法学研究科

犬飼 重仁

目次

はじめに.....	11
調査・研究の趣旨と実施概要.....	13
1. 調査・研究の趣旨.....	13
2. 第一フェーズ調査概要.....	15
3. 第二フェーズ調査概要.....	16
I. 中長期的観点からの新たな金融仲介ツールの必要性.....	17
1. 2007年夏以降の混乱と金融資本市場の機能低下の示唆.....	17
(1) サブプライム問題の目新しさはどこにあるのか.....	17
(2) 新しい金融仲介技術に対応できなかった金融インフラ.....	18
(3) 我国についての自問の必要性.....	19
2. 我国における金融環境の変化とイノベーションの進行に対する備え.....	20
(1) 我国の企業金融の現状は永続するとは限らない.....	20
(2) 「預金は潤沢」であり続けるか?.....	20
(3) 「金融機関経営は安定を保つ」という前提は持続するか.....	21
(4) イノベーションの進行に備える必要がある.....	21
3. 東京市場の弱点.....	22
(1) これまでの展開.....	22
(2) 塹壕に籠る道は採り得ない.....	22
(3) まとめ.....	23
4. グローバル金融危機のアジアと日本にとっての意味.....	24
(1) 日本とアジアに共通のプロ向け資本市場インフラを形成する意義.....	24
(2) 避けるべきグローバルレベルのクラウドディングアウト・二極化現象.....	25
(3) グローバル資本市場インフラ改革に具体的目標設定が必要.....	26
(4) 日本、韓国、シンガポール、中国等の主体的な協調が必要.....	26
II. MTN (Medium Term Note) プログラムとは何か.....	28
1. プログラム・アマウントとは何か?.....	28
(1) プログラム・アマウントの定義.....	28
(2) 我国の会社法との関係.....	29
(3) 我国の公募社債等の発行登録制度との関係.....	31
(4) 我国「発行登録制度」へのプログラム・アマウント方式の採用.....	31
2. MTN の名称.....	33
3. MTN / EMTN の内容.....	34
(1) オファリング・サーキュラー冒頭部分の記載例.....	34
(2) オファリング・サーキュラー上の記載例.....	37
(3) 販売地域と投資家カテゴリー別 MTN 等調達プログラムの分類.....	42
(4) 用語 RegS (RegulationS).....	42
(5) 用語 144A (Rule144A).....	42
(6) 調達プログラム分類一覧表.....	43
4. MTN プログラムのリスティング (上場・登録) の概要.....	44
(1) 米国 MTN (Shelf) プログラムの SEC 登録の意義.....	44
(2) EMTN プログラムのリスティングの意義.....	45
(3) IPMA Recommendation と呼ばれる自主規制ルール.....	46
(4) IPMA Handbook を基礎としたアジア版自主規制ルールの策定 (参考).....	46
5. 初期の EMTN プログラムの問題点.....	47

6.	日系発行体が先導したユーロ MTN プログラムの革新	47
(1)	本邦企業発行体にとっての商法上の制約	48
(2)	従来の日本の発行登録制度の問題	48
7.	グローバル企業の国際財務戦略に必須の MTN	48
III.	MTN の機能面のメリットとコスト及び課題	50
1.	MTN の機能面のメリットー多品種少量ジャスインタイム起債方式	50
2.	将来の日本とアジアの MTN プログラムが有すべき特徴	50
3.	MTN プログラムの設営とコスト面のメリット	50
(1)	《コスト面の一般的な試算》	51
(2)	《シンガポール・リスティングの場合の発行諸費用概算》	52
(3)	《本邦発行体の MTN 発行準拠法の問題》	53
4.	日系企業の調達スタイル	53
5.	日系企業にとっての MTN プログラムの将来	54
6.	投資家等にもメリットのある MTN の価格形成が必要	54
7.	MTN の発行までのプロセスに関わる当事者	54
IV.	国内社債・MTN 市場の課題ー機動性確保の必要性	56
1.	国内 MTN の課題ー社債発行登録制度上の障害と解決策	56
(1)	我国の発行登録制度の改善	56
(2)	国内 MTNー本格的な国内 MTN プログラムの導入	56
2.	国内の自主規制ルール等の見直しによる社債発行可能期間拡大の必要性	57
(1)	国内公募債起債スケジュールの制約要因	57
(2)	国内公募社債の起債ウィンドウのイメージ	58
3.	本格的な国内 MTN プログラム導入に向けた提言	59
V.	MTN のリスティングとは何か、リスティング先の選定とは何か？	61
1.	ユーロ債市場における EMTN プログラムリスティングの意義	61
2.	日系発行体の MTN プログラムの MTN のリスト先	61
3.	稼働中の日系プログラムのリスト先	62
4.	EU 指令の影響とリスト先の選定	63
5.	Exchange Regulated Market	64
6.	目論見書指令と透明性義務指令について	64
7.	国際会計基準 (IFRS) の我国への適用について	64
8.	MTN リスティング先の違いについて	65
9.	MTN のシンガポール・リスティングについて	65
10.	IPMA Recommendations と Singapore practice との比較	66
VI.	アジア主要国の政府系金融機関 MTN プログラム利用の現状	72
1.	日本・中国・韓国の輸銀・開銀の MTN プログラム等資金調達関連比較	72
2.	日本の政府系金融機関 6 種類の資金調達関連条文比較	74
3.	日中韓輸開銀の業容比較 (参考表示)	78
4.	日中韓輸開銀の今回の金融危機・経済危機対応	79
5.	まとめ	80
6.	中国国内の MTN 市場	81
i.	はじめに	81
ii.	中国版 MTN 登場以前の社債市場	81
iii.	中国版 MTN の発行の仕組みと発行状況	83
iv.	さらなる規制緩和に向けた動き	91
VII.	アジア域内発行体の MTN 利用の現状と課題	92

1. 日系及びアジアの発行体の MTN 利用状況	92
(1) 日系発行体の MTN 利用状況	92
(2) アジアの発行体のユーロ MTN 利用状況	95
(3) EMTN マーケットの概観 (Syndicate と Non-syndicate)	95
(4) 2007 年年初から 2008 年 4 月までの EMTN マーケットレビュー	96
2. 2007 年前半・後半、2008 年前半・後半に分けた EMTN 市場分析	101
(1) 発行通貨別 (全発行体、日系・日系以外のアジア系、非アジア系)	101
(2) 債券種類別 (全発行体・日系・日系以外のアジア系)	104
(3) ユーロ円建て MTN の発行額と件数の分析	105
3. 日系発行体のユーロ MTN プログラム保有状況	106
4. アジア主要国の発行体における MTN プログラムの活用の現状	108
VIII. MTN の法的側面 No.1	112
1. はじめに	112
2. 情報開示に関する規制	112
(1) 発行登録制度の活用	112
(2) 適格機関投資家及び特定投資家	113
(3) プログラムの取引所上場	113
(4) 情報開示当事者の自己責任を伴う判断に任せる柔軟な制度への転換	113
3. アジア MTN の要項	114
(1) 管轄裁判所	114
(2) 訴状の送達方法	114
(3) 準拠法	115
(4) 言語	115
(5) 日本国会社法上の社債管理者設置強制規定 及び社債権者集会に関する規定の適用問題	115
(6) 物的担保または人的保証の設定	120
4. 投資家保護のために	121
(1) 法律意見書等についての法律家の関与	121
(2) Due Diligence とコンフォートレター	123
5. 解決しなければならない法的問題点のまとめ	123
(1) 情報開示規制	123
(2) 債券の要項	124
(3) 法律家の関与、Due Diligence の内容と会計監査人のコンフォートレター	124
IX. MTN の法的側面 No.2	125
1. 準拠法の役割	125
(1) ユーロ MTN プログラムの準拠法ランキング	125
(2) 日系発行体の MTN の準拠法	125
(3) ユーロ債の準拠法についての関連論文抜粋	126
2. 民間国外債 (日本物外債) の社債管理者必置問題	129
(1) 背景説明	129
(2) 問題解決の方向性	129
(3) 外債の会社法上の法律構成についての具体的要改善事項	130
(4) 補足-日本にも導入されている FA 制度について	130
(5) 上記の提案が適切であると考えられる理由	130
(6) 国際債市場において我国企業が外債発行する場合の新しい考え方	131
(7) 補足事項	131

3.	コンフォートレター問題	133
(1)	コンフォートレター問題とは何か?	133
(2)	コンフォートレターの役割	135
(3)	海外との関係における課題	137
(4)	米国の論争	139
4.	利子所得の源泉徴収制度上の制約	144
(1)	非居住者・外国法人の受取る振替社債利子非課税措置創設	144
(2)	非居住者・外国法人に支払う民間国外債利子等非課税措置恒久化	144
5.	私募と公募の問題等ー我国金融資本市場競争力の強化策	145
(1)	適格機関投資家制度の弾力化	145
(2)	プロ向け市場の枠組みの整備	145
X.	MTN と格付け	156
1.	ユーロ MTN プログラムと格付の取得動向	156
	参考：ロンドン証券取引所上場 MTN の概観	157
2.	日本企業の MTN 利用と格付	158
(1)	プログラムの形態	158
(2)	海外金融子会社に対する信用補完	159
3.	市場インフラとしての格付の課題	160
(1)	日本における格付と市場の関係	160
(2)	アジア各国・地域における格付	163
X I.	アジア MTN 証券決済制度への展望	167
1.	アジアに特化した証券振替決済制度について	167
2.	アジア MTN の決済プラットフォームに求められる機能	167
(1)	必要となる機能	167
(2)	考える CSD モデルについて	168
3.	アジア MTN 決済プラットフォーム実現までの想定プロセス	170
(1)	事例研究	170
(2)	実現可能性を踏まえたアプローチ	171
4.	クロス・ボーダー券決済実務の現状と課題 (参照論文)	172
X II.	アジア主要国の、MTN に関連する制度的対応の状況	198
1.	シンガポール証券取引所 (SGX) リスティングの MTN	198
	シンガポール SGX リスティングの稼働 MTN プログラムリスト	198
2.	アジア開発銀行のアジアン・カレンシー・ノート・プログラム (ACNP)	206
	ACNP オファリング・サーキュラーのサマリー	207
3.	香港証券取引所リスティングの MTN	213
	香港リスティングの MTN プログラムリスト	214
4.	マレーシアリングット建の MTN	214
5.	アジア通貨建て MTN 発行の問題点	215
(1)	各国の外為規制上の問題	215
(2)	各国の開示規制・投資家保護規制上の問題	215
(3)	国内債とは何か	215
(4)	プロ向け債券	216
6.	アジア通貨建て債への投資を行う我国投信投資顧問会社の考え方と実践	217
X III.	アジア諸国の MTN 振興のための自主規制ルール確立	219
1.	自主規制ルールとガバナンスの仕組みの必要性	219
2.	国際資本市場協会 (ICMA) に学ぶ必要性	219

XIV. 第一フェーズ提言	221
1. 現状認識.....	221
(1) MTN (Medium Term Note) プログラムの機能の利便性の認識不足.....	221
(2) 設定した MTN プログラムを有効に活用している日系企業が少ない.....	221
2. 財務柔軟性維持と流動性確保向上の観点.....	221
3. 我国の発行体にとって改善されるべき市場インフラ.....	221
(1) 社債発行登録制度 (日本の国内債) の改善.....	221
(2) 社債管理者必置原則・発行準拠法上の制約解消.....	221
(3) 国内の自主規制ルール等の見直しによる、社債発行可能期間の拡大.....	222
(4) 社債等の包括発行決議に際しての MTN プログラム方式の利用促進.....	222
(5) コンフォートレター上の制約の解消.....	222
(6) 源泉徴収制度上の制約 (国内債・外債) の解消.....	222
(7) 国内社債の清算機関等の不在の解消.....	222
(8) 国内証券決済機関による付加価値サービス提供の実現.....	223
(9) アジア内の国際的証券振替決済制度の不在の解消.....	223
4. 将来の日本とアジアの MTN プログラムが有すべき特徴.....	223
(1) 同一プログラムで国内債と国際債 (国外債) の発行が可能.....	223
(2) マルチ・イシューアー.....	223
(3) マルチ・プロダクト.....	223
(4) マルチ・カレンシー.....	223
(5) ミディウムターム.....	223
(6) 機動的発行.....	223
(7) 取引所の開示ルール・自主規制ルールの再構築と適用→(XVI. 追加提言参照).....	223
XV. 第二フェーズ提言「アジア版 MTN プログラム振興への提言」	224
1. アジア版 MTN プログラム (AMTN) 導入・促進・定着に向けた要件.....	224
(1) アジア域内プロ向け MTN 発行市場の法的インフラ確立・柔軟化.....	225
(2) 源泉徴収税の課税問題への即時対応.....	226
(3) アジア域内共通の振替決済制度構築.....	226
(4) アジア国際債発行市場慣行を明記した自主規制ルール構築.....	227
(5) マルチ・カレンシーのアジア通貨建債券発行プログラムの標準化促進.....	227
(6) 標準的アジア MTN プログラムへのアジア通貨選択肢の組入拡大.....	227
(7) 人民元追加オプションの困難性と、中国当局に対する要望.....	228
2. 国際協力銀行 (JBIC) のアジア MTN プログラムの活用可能性.....	229
(1) アジア MTN プログラムを設定し機動的な債券発行を可能とする.....	229
(2) 将来の MTN 発行体としての国際協力銀行 (JBIC) の法的根拠等.....	229
XVI. 東証リスティングを前提とするプロ市場活性化提言 (09/11/28 追加)	231
1. 提言の前提となる事項の説明：現状のプロ向け債券市場.....	231
(1) 国内プロ私募市場 (適格機関投資家向け) の現状.....	231
(2) 特定投資家向け取得勧誘・特定投資家向け売りつけ (制度) の現状.....	231
(3) 少人数私募集及び少人数向け勧誘 (制度) の現状.....	232
(4) 市場公募 (機関投資家向け) ホール・セール債券市場の現状.....	232
2. 検討の前提となる事項の説明：国内私募債市場の現状.....	233
3. 提言-特定投資家向け有価証券市場の活用.....	234
(1) 命題-機関投資家向け起債 (プロ向け・ホールセール債) 市場活性化.....	234
(2) 具体的アプローチ (提言).....	235
4. 取引所ファイリング (リスティング) の、アジア債券市場への含意.....	236

(1) On Shore (日本国内) 取引	236
(2) Off Shore (国外債) 取引	237
(3) 将来への含意	237
(4) 起債ルール等	237
5. 今回追加提言の EU 及び米国の制度との対比からみた意義	238
XVII. (参考) アジア主要国の債券市場と金融資本市場の規模概観.....	240
1. アジア主要各国国内債券市場の概観	240
2. 発行体種類ごとの発行残高内訳と国際債の発行残高.....	240
3. 株式・債券・国内貸付の各市場の対比.....	241
4. 日系発行体とアジア系発行体の債券及び MTN 発行実績 (07-08)	244
(1) 日系発行体の発行実績	244
(2) 日系以外のアジアの発行体の発行実績.....	245
XVIII. 2009 年 4 月 JBIC に提出の報告書あとがき	246
調査報告作成者 略歴と連絡先.....	247
資料編.....	248
資料 1 : 関連出張先一覧.....	248
資料 2 : 受託研究関係者・協力者の一覧	249
資料 3 : 研究会参加者一覧 (順不同)	249
資料別紙 4 日本企業グループ MTN Programmes Master List.....	251
資料別紙 5 シンガポール SGX ListedTN Programmes List	253

はじめに

早稲田大学大学院法学研究科では、犬飼重仁が中心となり、2008年春、JBICより「アジア版 MTN (Medium Term Note) プログラムの実行可能性に関する調査」を受託。同年5月から8月にかけて第1フェーズ、翌年2月から4月にかけて第2フェーズ調査を実施した。

それらの成果を踏まえ、2009年4月には、受託研究報告書をJBICに提出し、受託研究は終了した。

今般、JBICの特段のご厚意により、本受託研究報告書の内容を、早稲田大学より、広く資本市場関係者・研究者等に向けて公表できることとなった。

これを受けて、2009年4月以降の、早稲田大学による自主的な追加調査結果(*)を含めた「アジア版 MTN (Medium Term Note) プログラムの実行可能性に関する調査報告と提言」の一般公表新版の完成に合わせ、調査研究と提言内容について、広く資本市場関係者や研究者の方々にご披露させて頂くことを目的として、研究会メンバー各位のご協力の下、2009年11月28日、国際フォーラム開催の運びとなったものである。

(*)2008年9月のリーマンショック以降顕著となったグローバル金融危機の深刻化、及び、その後2009年春以降、欧米の市場が安定化に向かう過程が、アジアと日本にいかなる影響を及ぼしたのか、また、「アジア主要国の、MTNに関連する制度的対応状況」はどうなっているの等について、自主調査を行い、加筆修正を行った。また、各種関連統計情報も、可能な範囲でアップデートを行った。更に、その後の研究成果をもとに、追加提言(XVI. 東証リスティングを前提とするプロ市場活性化提言)を掲載した。

なお、本研究の結論としては、次のことが言える。

- 発行体の資金ニーズに合わせて随時機動的に債券発行が可能となる「アジア MTN プログラム」の促進は、アジアの膨大な貯蓄を背景とする域内各国の運用者・機関投資家の優良な域内投資機会を、合理的なコストでシステムティックに拡大する契機となる。
- アジア域内の巨大な貯蓄・外貨準備は、現状、運用者・機関投資家にとっての投資コストが相対的に低いとの観点から米国の国債・公債をはじめとする欧米の投資機会に太宗が振り向けられている。換言すれば、アジア内の運用者・機関投資家は、21世紀の成長センターであるアジア域内の投資機会を発見するための機会とインフラに相対的に乏しいと言わざるを得ない。
- 今後、
 - (1) プロ向け市場の法規制システムをはじめとするアジア域内共通の金融資本市場関連インフラの整備、
 - (2) アジア域内金融機関の投資銀行機能の強化、

- (3) アジア域内のプロの調達者（発行体）、投資者（運用者・機関投資家）、仲介者（金融機関等）、規制規制監督当局の4者が相互に触発されるフォーラム等の戦略的な対話機会の増大、等を通じて、
- A. アジア域内発行体の資本市場資金調達が円滑化・効率化され、域内の運用者・機関投資家にとっての域内投資機会が増大することが期待される。またそれらにより、
 - B. 調達手段と調達ソースの多様化と安定化・低コスト化が実現し、
 - C. もって域内資金循環の円滑化の進展により、アジア域内経済成長のさらなる促進と、アジア独自の（かつ将来「世界標準」となりうる可能性もつ）アジア域内金融資本市場と市場インフラの形成と発展に貢献するものと期待される。
- アジア域内共通の金融資本市場関連インフラ整備の最初の第一歩としてのアジア版MTNプログラムの振興は、アジア全体として、グローバル金融危機対応、国際金融秩序維持対応、地域間競争対応の観点からも重要であり、日本とアジアの政府系等の機関、及び域内経済の要である民間金融機関や企業グループにとって必須である。従って、アジアMTNプログラムの活用可能性を高めるための、国の枠を超えた、いわばアジア経済共同体としての関連諸政策の立案と実施は、喫緊の課題である。

なお、調査報告書に記載した提言内容の一部は、2008年12月の金融審議会において「プログラム・アマウント方式」を可能とするための我国国内発行登録制度の改善方針として正式に採用され、2009年度、それにむけた法的手当てが具体的に行われたことは喜ばしい限りである。

2009年11月28日

早稲田大学法学学術院教授
犬飼 重仁

調査・研究の趣旨と実施概要

1. 調査・研究の趣旨

日本政策金融公庫・国際協力銀行（JBIC）は、国際金融秩序維持の観点から、日本政府が提唱した ASEAN+3 財務大臣プロセスで進められているアジア債券市場育成イニシアティブ（以下「ABMI」）に、積極的に取組んできた。

特に、2007年5月のASEAN+3財務大臣会議共同声明においては、ABMI（Asian Bond Markets Initiative¹）を更に推進して行くため、「アジア版MTN（Medium Term Note）プログラムの促進」という新たな検討項目を取り上げ、機動的な債券発行が可能になるMTNプログラムの促進や債券種類の多様化を図ろうとしている。

一般にMTNプログラムと称されるような「プログラムベースの債券発行方式」では、あらかじめ設定されたプログラムの枠（発行予定期間内の発行限度額の範囲）で大枠の発行条件と発行形式を決めておき、あとは実際の発行体の資金調達ニーズや特定の投資家からもたらされる投資ニーズにタイミングに合わせて随時機動的に債券発行が可能になる。

しかし、アジアにおいては、日本をはじめ、それぞれの国の国内市場においてMTNプログラムを活用できる制度がまだ十分には整備されておらず、またMTNプログラムの利便性自体も市場関係者の間でまだ広く認識されていない。

アジアと日本の少数の発行体（政府系金融機関や国際的な金融機関及び企業等）が、主にユーロMTNプログラムを、そしてシンガポールなどアジア域内の証券取引所に上場されているMTNなどの発行を可能とするアジア通貨建て等の債券発行プログラムを、いわば限界的に利用しているのが現状である。

つまり、欧米の金融資本市場において市場調達の標準的な起債方式となっているMTNプログラムは、アジア各国と日本には、全体としてみると、一部の例外を除き普及しておらず、それほど馴染みがないのが現状であり、また、我国をはじめアジア諸国の法制度や市場インフラのなかに、その活用にとって障害となりうる要因も存在している。

たとえば、日本の国内市場においては、かつて、発行登録制度の導入とその制度の微修正をもって「国内MTNの導入」と称されこともあったが、本来目指すべきMTNプログラ

¹ ABMI:ASEAN+3(日・中・韓)財務大臣プロセスにおけるアジア域内の債券市場を育成するための包括的な取組みをさす。域内において多様な通貨・期間の債券をできる限り大量に発行して市場に厚みを持たせ、債券の発行体・投資家双方にとって使いやすい、流動性の高い債券市場を育成するための様々な取組みからなる。2003年8月のASEAN+3(日中韓)財務大臣会合で本件を推進することで合意した。

ムとは似て非なるものである。

現時点では、日本の企業グループの日本国内における資金需要は旺盛ではないが、今後日系企業グループのアジア他世界各地の事業展開がさらに活発化することが予想される中で、円を含むマルチ・カレンシーの資金需要が旺盛化することは十分に予見しうる状況であり、中長期的な観点からは、我国発行体グループ企業にとって、アジアの各国の通貨建てを含むマルチカレンシー・ベース／子会社等を含めたマルチ・イシューアの資金調達に際して、

①機動的調達に際しての調達インスツルメントの利便性のさらなる向上と、財務上の柔軟性の確保、

②発行体にとっての調達に係る流動性（リクイディティ）リスクの低減、

③証券発行コストの削減、など、

アジア各国を含む世界的な資本市場からの資金調達のさらなる円滑化が必要であり、そのためには、国内市場においても、そしてアジアにおいても、本格的な MTN プログラムの導入と定着が待たれるところとなっている。

日本を含むアジアの発行体にとって、国際資本市場における代表的な資金調達インスツルメントであるユーロ MTN（EMTN）プログラムの活用とともに、それを基礎として、そのバリエーションとしての、より効率的で、コスト競争力があり、アジア域内で自己完結可能な、複数のアジア通貨建ての発行が行える「アジア版 MTN プログラムの創設」を検討すべきとする機運、及びそれに連なる動き、並びに一部先行的に実効性ある MTN プログラムの市場慣行と MTN 市場の開発に試行的に挑戦する動きが、最近、アジアの中に現れ始めていることは、心強く、また歓迎すべきことといえよう。

冒頭に述べた 2007 年 5 月の ASEAN+3 財務大臣会議共同声明はその動きの筆頭であるが、シンガポールでも、金融通貨庁（MAS）を中心に現在提唱中のコンセプトである“Pan-Asia Capital Market”は、ユーロ市場の規制強化を背景として、シンガポール証券取引所（SGX）と現地の法律事務所や金融機関等、資本市場関係者の積極的な努力により、シンガポール取引所に上場するアジア企業と、SGX リスティングの EMTN プログラムが増えていることに対応したものであると考えられ、アジア版 MTN プログラムの創設につながる動きであるように感じられる。

実際に、SGX では、2005 年以降、シンガポールドルを含むマルチ通貨建ての MTN のリスティングに取り組んおり、シンガポール証券取引所版の（国内市場と国際市場とを跨ぐ、プロの発行体と投資家のための）独自の MTN 発行市場慣行（シンガポール・プラクティス）が形成され始めている。

また、韓国では、官民の金融機関を中心に、現実には、上記のシンガポール証券取引所リ

スティングのマルチ・カレンシーの EMTN プログラムの活用が進んでいる。また、彼らはアジア債券市場構想の推進にも非常に積極的である。たとえば、2005年5月4日イスタンブールに於ける ASEAN+3 会議で合意された新しい検討課題の中には、韓国提案の「アジアボンド・スタンダード」の創設提案が含まれていたが、それは、アジア債券市場における市場インフラや起債手続き等の整備において、アジア地域の国際債券市場の育成、及びそのための基準の設定に関する長期的な検討を行おうとするもので、その中には、当然、「アジア版 MTN プログラムのスタンダード」の設定も含まれると考えられる。

また、中国では、国内社債市場活性化のために、2008年4月9日、中国人民銀行が「銀行間債券市場における非金融企業の債務調達手段の管理弁法」を定め、中国版 MTN 市場といわれる社債市場を整備しつつある。

2. 第一フェーズ調査概要

早稲田大学大学院法学研究科が受託した2008年5月から8月にかけての第一フェーズの調査に基づく調査報告書では、①「MTN プログラムとは何か」についての説明からはじめ、②ユーロ債市場とユーロ MTN プログラムを取り巻く市場環境についてヒアリングを行ったうえで、それらを参考に、③日本国内の MTN 市場の現状と要改善ポイント、④我国発行体とアジア主要国発行体のユーロ MTN プログラム市場利用の現状、⑤我国発行体にとって MTN プログラムの活用を阻む制度的な制約要因等について指摘した。

第一フェーズ調査の結果、及びその後早稲田大学として自主的に実施した調査から、アジアでは、シンガポール SGX リスティングの MTN 等一部の国の市場での、国際的な公的金融機関・銀行等金融機関・企業グループ等の MTN 利用を除いて、一般に MTN プログラムが普及しておらず、アジアの中ではまだその利便性が十分には認識されておらず、また活用されていないことが分かった。

なお、第一フェーズ調査に記載した提言内容の一部は、2008年12月の金融審議会において「プログラム・アマウント方式」を可能とするための我国国内発行登録制度の改善方針として正式に採用され、2009年度にそれにむけた法的手当て²が具体的に行われたことは喜ばしい限りである。

また、今後中長期的に、日系企業・金融機関やアジアの国際機関等がアジア他世界各地の事業展開に活発化が予想される中で、円を含むアジア主要各国通貨建てのマルチ・カレ

² 第177回通常国会に、金融商品取引法の一部を改正する法案が提出され、国内社債の発行登録方式に関して、プログラム・アマウント方式ないしは累積発行額方式のいずれかの選択が可能となる。

ンシーによる資金需要が旺盛化することは十分に予見しうる状況にあり、従って、第一次フェーズの調査の結論は、以下の言葉に集約できる。

『発行体の資金ニーズに合わせて随時機動的に債券発行が可能になるアジア MTN プログラムの促進は、我国及びアジアの運用者・機関投資家の、自国通貨建てを含む優良なアジア投資機会を拡大し、それら調達側と投資側の両者の相互作用により、我国及びアジアの発行体の資本市場資金調達を更に円滑化し、調達手段と調達ソースの多様化により、アジア域内の経済成長のさらなる促進と、アジア独自の（かつ将来「世界標準」となりうる）金融資本市場の形成・発展に貢献すると期待される』

3. 第二フェーズ調査概要

第一次フェーズ終了後に早稲田大学として自主的に実施した調査、及び2009年2月から4月にかけての第二フェーズ調査では、①2008年9月のリーマンショック以降顕著となった「グローバル金融危機深刻化のアジアと日本への影響」、すなわち、2008年5-8月の第一フェーズ調査時との比較において、2008年9月以降のグローバル金融危機の深刻化とそれに伴う国際資本市場における特筆すべき変化が、アジアと日本の市場関係者にとって何を意味するか、ないしは、アジアと日本にいかなる影響を及ぼしているのか、②「アジア主要国の、MTNに関連する制度的対応状況」はどうなっているのか、③「アジアの主要な政府系金融機関のMTNプログラム活用の現状」はどうなっているのか、について調査を行った。

以上を踏まえて、第二フェーズ提言として、「アジア版MTNプログラム振興への提言」、すなわち、グローバル金融危機対応と国際金融秩序維持の観点から、日本とアジアの政府系機関、及び民間金融機関や企業等の発行体にとって、将来のアジアMTNプログラムの活用可能性を高めるための提言を追加した。

本報告は、2008年の第一フェーズ報告と2009年の第二フェーズの調査結果を統合し、その後の独自の調査結果と追加提言とを含めた、最終報告及び提言（一般公表新版）である。

2009年11月28日

犬飼 重仁

I. 中長期的観点からの新たな金融仲介ツールの必要性

(本稿の意見にかかる部分は筆者の個人的見解であり所属する団体組織とは一切関係ない)

1. 2007年夏以降の混乱と金融資本市場の機能低下の示唆

(1) サブプライム問題の目新しさはどこにあるのか

2007年夏以降、米国サブプライム住宅ローンの不良化懸念に起因する国際金融市場の混乱と機能低下には、いくつもの驚くべき特徴があった。そのうちの 하나가、新しい金融仲介の手法を支えていた各種の金融インフラが突然機能しなくなったために、新しい金融仲介の手法自体も突然その機能を失う事例が続出したことである。

サブプライム住宅ローン自体は、典型的な間接金融商品であり、信用度の低い借り手に対して信用度の高い借り手とは異なる条件によって信用供与を行うことは、ごく普通のビジネスモデルである。また、将来の住宅価格の上昇がサブプライム住宅ローンを貸す側、借りる側の両方において前提となっていたことは事実であるが、担保となる資産の価格上昇期待を安易に織込んで意思決定してしまうことは、金融の歴史においてさほど珍しいことではない。

間接金融においては、後から考えれば不合理な行動が広くなされる可能性を排除しないこととして、そうした行動をとりかねない金融機関を監視・評価し、場合によっては市場から退出させるための様々な制度インフラ（資産内容・財務状況のディスクロージャー、格付け、当局の監督など）が長年にわたって機能している。だからこそ、住宅ローンその他の不動産担保金融という間接金融の手法が持続し、また、そうした取引に多くの資金を投入する金融機関に対する預金者等の信認が急激に揺らぐこともなく、推移してきているといえよう。

例えば、金融機関の資産内容のディスクロージャーの仕組みが整っている限りは金融機関の与信行動に対する市場のチェックが効くはずであるし、自己資本の毀損が一定限度を越えて進行するなどすれば、破綻が現実になるよりも早い段階において、監督当局の是正措置が取られる。万一金融機関の破綻が生じても、預金保険制度による預金者保護などが、間接金融による金融仲介の機能を保つ方向に作用する。

しかしながら、ある時期からの米国住宅市場においては、市場参加者及び監督当局が、サブプライムローンのリスクを探知して金融仲介の持続性、健全性を維持する方向で反応する能力を失い、また、証券化技術がリスクを軽視した上でしか導出されないような判断に基づく行動を助長し、その影響を増幅した。

本来は、格付けや引受け会社の審査など証券化商品の形成のどこかのステップで、リスク認識が促されるはずであったが、そうはならなかった。

ところが、2007年になって米国住宅市場やそこで形成された原資産をもとにした証券化商品のリスクが広く客観的に認識されるや、これら金融商品の評価は一転し、また、そう

したリスクに晒されていることに気づいた投資主体は、米国住宅市場関連以外のリスクについても一気に再評価を行った。そのリスクの大きさに驚いた者は、通常であればテイクすることになんら躊躇しないリスク（高格付け商品の信用リスク、大手金融機関に対するターム物資金放出に伴う流動性リスクなど）についてすら見方を改めてしまい、信用収縮が市場を覆い、市場流動性が失われ、市場はリスクを配分する機能を不完全にしか果たせない状態となった。³

（２）新しい金融仲介技術に対応できなかった金融インフラ

新しい金融技術は、多くの場合、生産性の向上と人々の生活水準の改善をもたらすことにつながる。しかし、技術の新しさとそれを市場経済の中で、すなわち個々の主体の個別最適化行動（ときとして“greed”の発現を伴う）の総和の中で生産性と生活水準の向上に結び付けていくには、個々の主体の個別最適化行動の行き過ぎを抑えるためのインフラが必要である。

今回の危機においては、そのようなインフラの出現が間に合わなかった金融技術がいくつかあった。その事例を以下、二つ紹介する。

① SIVs の事例・・・レバレッジコントロールの失敗

Structured Investment Vehicles（以下「SIVs」という）は、大手の銀行などが設立する投資ビークルである。資産サイドではサブプライム関連証券化商品等を長期保有し、負債サイドでは資産担保コマーシャルペーパー（以下「ABCP」という）の発行やレポ取引などにより短期資金の調達を繰り返す、という仕組みである。このような運用・調達の構造は、資産サイドの証券化商品等に市場流動性が備わっている（速やかに fair value の近辺で売却可能）こと、及び負債サイドの ABCP 等による短期調達のロールオーバーが容易であることを前提とするものであるが、こうした前提条件はレバレッジが高いほど厳しいものとなる。

レバレッジが上昇するにつれて ABCP の発行が困難になるなどして自ずと適正な発行規模に落ち着くのが金融市場に期待されたメカニズムであったが、そのようなメカニズムは残念ながら今回は機能しなかった。加えて、設立主体である大手銀行等においては、ABCP のバックアップラインを提供していたり、設立主体である金融機関との関係が ABCP などの調達を順便化させていたりするなど、SIVs の資金繰り状況と自ら金融機関の経営の間に密接な関係があったにもかかわらず、財務会計及び自己資本比率規制上は SIVs のオフバラ扱いが可能であったことから、レバレッジを抑制するインセンティブが十分には働かなかった。

実際、SIVs 保有資産の市場流動性が（高格付けのものであっても）急激に失われると同

³ このように、市場のリスク感覚が鈍ってしまった理由として、長期にわたって金利が低いまま推移していたことなどマクロ経済環境が指摘されるが、その分析は本報告書の守備範囲を越える。

時に ABCP のロールオーバー等による市場調達も突然困難化すると、設立金融機関においては、SIVs の資金繰り等の負担が一気に増大してしまった。

すなわち、市場が SIVs のリスクを適切に評価してその結果を各種の価格やリスクプレミアムに反映させる上で、格付け、財務状況に関するディスクロージャー、あるいは自己資本比率規制、その他の金融機関規制など、金融仲介に関する市場の機能を高めるための市場インフラは、期待された役割を果たすことができなかったのである。

② ARS の事例・・・「適合性」判断の大きな歪み

Auction Rate Securities (以下「ARS」という)も、サブプライム住宅ローンとの直接のつながりはないが、今次の米国の credit bubble の過程で、急膨張と崩壊を繰り返した金融仲介の手法の一つである。ARS 自体は長期の債券であるが、そのクーポンはたとえば 28 日ごとに入札で設定され、投資家は 28 日ごとに入札で入れ替わっていく、というものである。

このような債券は、28 日ごとに売れ残りのリスクに晒されるから、そのようなリスクが投資家に理解されるように仲介業者は情報を提供せねばならないし、また、提供された情報を咀嚼できないとみられる投資家 (適合性の原則上問題のある投資家) に対しては、業者は勧誘を行わないようにする、という仕組みが、市場インフラとして備わっていないと市場の機能と信認は保てない。しかしながら、ARS は投資単位が比較的小さく (25,000 米ドルなど) 設定されて、中小の法人や富裕な個人に対して、「 MMMF 代替商品」という触れ込みで一流投資銀行がセールスしていった。

このような商品が、2007 年後半から 2008 年初めにかけての短期金融市場の機能低下局面に耐えられるはずはなく、多くの投資家において大きな損失が生じるとともに、セールスを推進した一流投資銀行に対する信認はおそらくかなりの期間にわたって回復不能であろう。既に、米国ニューヨーク州等の当局が enforcement に乗り出し、一部の業者は、個人その他の顧客が保有する ARS を額面で買い戻す (総額は数兆円と推定される) ことで当局と合意に達した。

この事例では、投資銀行による ARS に関する「適合性」の判断の適正を保つための市場インフラの機能不全は明らかであろう。

(3) 我国についての自問の必要性

こうした米国の事例に共通していることは、金融技術のイノベーションに市場インフラが適応できなかった (ついていけなかった) ということである。

わが国においては、バブル崩壊後の資産デフレの記憶が余りに生々しく、欧米のいくつかの国におけるような住宅バブル、クレジットバブルが生じなかったことから、SIVs も ARS も我国の国内金融市場では大きな役割を果たすことがなく、その負の側面に苦しむこともなかった。しかし、我国の経済全体が 90 年代のバブル崩壊の残滓を完全に払拭して国際金

融資本市場との連動をより強めていくことを前提とすれば、もし将来、米国と同様の事態が生じたときに、我国の市場インフラが SIVs や ARS に適応して適時に適切な対応を可能にするような進化を遂げているであろうか、と自問することは間違いなく必要である。

2. 我国における金融環境の変化とイノベーションの進行に対する備え

(1) 我国の企業金融の現状は永続するとは限らない

今、我国の企業（真にグローバル化した少数の企業を除く）は、我国の国内金融市場で available（現実に利用可能）な手法によってしか負債、資本の調達ができない（また、家計や機関投資家も類似の制約下にある）。

では、「我国の国内金融市場で available な手法」が、我国の企業がそのポテンシャルを發揮しつつ国際競争を勝ち抜く上で十分か（あるいは家計や機関投資家がリスクテイク能力やリスク管理能力に見合ったリターンを受けられるか）といえ、本報告書で詳しく論じられている MTN プログラムの例を見ても分かるとおり、答えは否である。

もとより、現時点においては、企業において資金不足が大きな問題ということではない。銀行など間接金融機関は貸出先の確保に躍起であり、かつての、銀行が融資の増加を求めて止まない企業に対して床柱を背にして接することなど、はるかかなたの過去の話である。しかし、現在のような状況が将来も継続するという保証はどこにもない。

現在の環境は、我国の間接金融機関において、①預金が潤沢（家計の貯蓄自体が潤沢かつ家計が預貯金を選好することが前提）、②間接金融機関の経営が比較的安定していて企業のリスクを負担できる、など、将来にわたって無条件に持続するとは必ずしも言えない、長い歴史の中でいえばほんの一瞬間に生じている状況に支えられている。

(2) 「預金は潤沢」であり続けるか？

第一の「預金が潤沢」、特に安全志向から預貯金を選好する個人預金が潤沢、という条件はどうか。この条件が、人口の高齢化によって揺らぐことはほぼ自明であろう。今後、高齢化が一段と進行すれば家計の貯蓄性向が低下する（他の条件が一定であれば、経常収支が赤字方向に動き、海外からの貯蓄の流入を図る必要性が高まる）というのは、ごく常識的な見方である。

他方、我国金融機関への預貯金の安全性に対する国民の信認は、バブル崩壊後の金融機関破綻の多発で動揺したものの、その「処理」に際して預金の「全額保護」方針で臨んだことから、かなりの程度回復したことは事実である。また、我国のインフレ率は主要国の中で最も低位で安定しているから、日本国民は予期せざるインフレによる実質価値の目減りのリスクに余り悩まされることなく、定期性の預貯金を行うことができる。

しかし、これらの**条件の持続可能性**については、やや長い目で考えることが必要である。

まず、預金への信認についてみてみよう。今、多くの国で預金を守るために、巨額の資本注入や預金保険による保護範囲の臨時の拡大が、膨大な財政負担を前提に行われている。そして、財政負担は国民の合意の産物であり、常に「政治の風」に晒されている。リーマン破綻後の混乱がとにもかくにも収まったことについて、米国で TARP 法案が成立し、7 千億ドルの財政資金が用意されたことが、米国の預金者の動揺を抑えることに少なからず寄与したことは間違いない。しかし、この法案の米国議会での審議、採決の過程が決して平坦でなかった記憶は鮮明である。

このように、預金への信認は、預金にかかわる制度インフラを維持・発展させてきた関係者の不断の努力、及び、どうしても必要な財政負担を可能にする国民の合意が確保される過程のどこかに「幸運」の要素があった場合にはそのような「幸運」の賜物である。すなわち、預金への信認は過去の努力と幸運によって獲得された社会の財産 (hard earned asset) なのである。

また、我国のインフレの将来パスについては、海外のエネルギー・資源価格の動向や、これまで世界全体の物価と賃金のスパイラル的上昇を抑えてきたと言われる途上国（中国など）の経済情勢如何で、大きく（特に上方に）振れ得る、という見方は有力なものの一つである。我国経済は、バブル崩壊後、長期にわたってデフレ基調であり、物価不安定の脅威は、具体的にはデフレの脅威であり続けている。しかし、過去の歴史を振り返れば、デフレの後にインフレが訪れたことがあったということもまた、厳然たる事実である。

すなわち、「預金（資金）は潤沢」という日本国内の状況は、現在までの環境の産物であって、普遍的なものではないのである。

（３）「金融機関経営は安定を保つ」という前提は持続するか

第二の金融機関経営の安定についてはどうであろうか。これについては、80 年代には多くの我国金融機関が AAA の格付けを誇っていたことを想起するだけで、一概に持続性があると言えるものではないことは、明らかである。

バブル崩壊後、我国金融機関の経営は大きく不安定化し、企業経営のリスクを背負いきれなくなった金融機関がそれぞれにおいては合理的な行動をとった結果、マクロ的にはクレジットクランチ・信用収縮が生じてしまったことは、記憶に新しい。

（４）イノベーションの進行に備える必要がある

バブル崩壊後の信用収縮は間接金融機関のリスクテイク能力の低下が主な要因であったことから、直接金融のパイプを太くする必要がある、という指摘が盛んに行われた。

こうした指摘は、間接金融機関の経営環境等にいつどのような変化が生じるか分からないことから、今でも基本的に正しい。直接金融を円滑にするイノベーションを推進し、間接金融のチャネルが機能しなくなったときに備えておくことは、経済の安定的な発展のために必要なことである。

しかし、金融イノベーションは、予期し難い順序やメカニズムにより生起する。このため、金融市場や監督当局がイノベーションの持つ意味を正確に理解し、的確に対処するための知見を蓄積するまでの間は、金融システムのどこかにリスクの過度の集中が起きるなどの事態を覚悟せねばならない。かといって、イノベーションをしないわけにはいかないから、できうる限りの努力を払ってイノベーションの進行に備え、金融市場のイノベーションを市場参加者自身が自家薬籠中のものとする必要があるのである。

3. 東京市場の弱点

(1) これまでの展開

東京市場は、80年代に大きな歪みを抱え込み、その後は10年以上にわたって困難な時期を経験した。結果として、現在の東京市場は世界の金融イノベーションが進行する、あるいはイノベーションに対する備えの進歩が最初に起きる場所ではなくなっている。

東京市場は、我国の大きな実体経済を背景に、また、我国の通貨「円」の価値の安定と決済システムの円滑が確保されているという点では、金融イノベーションを起こしていく上で、潜在的に、他の市場に比してむしろ優位性を有している。しかしながら、こうした優位性が金融イノベーションの進展やその果実の享受に結実していないことについては、以下のようなサイクルが欠けていることも、一つの要因であろう。

- ① 種々の技術（情報通信技術など）の進歩や環境の変化に応じてイノベーションの芽ができると、官民のインフラ提供主体に、その事実が速やかに伝わり、新たなインフラのあるべき姿についての **forward-looking** な検討が始まる。
- ② こうした検討をもとに、イノベーションとのバランスがとれた関連の各種の市場インフラが整備される。この結果、イノベーションの果実が業者、顧客（ユーザー）の双方に行き渡るとともに、インフラ提供主体もその地位を強固にできる。
- ③ 次の技術進歩や環境変化に際して、世界の金融関係者の間で、「前回、東京はうまくやった」という評価が存在し、新しい技術、環境への対応に関する情報交換を、コストをかけて行う相手に選ばれ、情報上の位置エネルギーを確保できる。
- ④ 情報上の位置エネルギーを持てば、①の **forward-looking** な検討が容易になる。

(2) 塹壕に籠る道は採り得ない

上に述べたようなサイクルを回していくには、実は相当なエネルギーを要する。常に議論していかなければならないということは、昨日までに苦労して蓄えた知識や経験を日々除却して新しいものにリフレッシュしていくということであるから、一面で安定感の乏しい日々を送ることになってしまう。

では、「イノベーションの成果を享受したいユーザーは外国に行けばよい、そのためのインフラも外国のものを、料金を払って使えばいい」という割り切りをすれば、すなわち、「塹壕」に籠る道を選べば、そこで「安定」が得られるのか。残念ながらそうではない。

自動車と自動車による交通システムというイノベーションの成果を享受すれば、交通法規や歩道、信号機などのインフラの整備は不可欠であるが、それを避けるために自動車を使わないこととすれば、我国経済は地盤沈下し、従来の競争力と実質所得を維持できないから、経済の在り方や国民の生活水準を間断なく下方シフトさせねばならない。すなわち、「安定」とは程遠い状態となる。

あるいは、「自動車は使うが、交通法規は外国のものをそっくり使えばよい」という考え方もあるかもしれない。しかし、これは自ら「植民地」になるということである。「従わねばならないルールについて発言権がない」というのでは、「代表なくして課税なし」を標榜する人々による「ボストン茶会事件」当時の米国と同じ状況になってしまう。

(3) まとめ

金融技術も金融インフラも基本は知財である。その創出の効率、生産性を極大化するためには、イノベーションが生起する市場を使いこなすことが、持続可能な発展につながるという認識の下で、種々の知見を有する者が絶えず「交流」していかなければならない。

MTN プログラムという市場調達（金融仲介）ツールのもつ有効な機能が、日本・アジアにおいてのみ経済合理性が低いということはないということが、本研究でほぼ明らかになった。そしてそれに加えて、より革新的な市場調達（金融仲介）ツールとしてのマルチステータスを持つ EMTN プログラムの開発が、1980 年代の終わりから 1990 年代の初めにかけて、ロンドンの地で日本人のチームによって行われていたということが本報告書（Ⅱ. 6）の中で明らかにされたことも、重要な追加的な知見である。

こうした知見を、我国の中で、より資本市場の実務の近くにある者たちが別の知見を加えて知財としての付加価値を増していく、あるいは海外における知見を有する者の評価に改めてさらず、それによってまた次の知見が生まれやすくなる、そういうサイクルの始動が、まずは我国で始まり、アジアに広がっていくことが俟たれている。

(玉木 伸介)

4. グローバル金融危機のアジアと日本にとっての意味

2008年秋のリーマンショック以降のグローバル金融危機とそれに伴う国際資本市場の特筆すべき変化が、特にアジアと日本の市場関係者にとって何を意味し、いかなる影響が及んだのかについて、これまで数回ロンドン及びアジア各国で実施したヒアリング結果をもとに、簡潔な説明を試みることにしたい。

(1) 日本とアジアに共通のプロ向け資本市場インフラを形成する意義

結論的には、2008年9月のリーマンショック以降、米国発の金融危機でグローバル金融資本市場が大きく揺れる中、日本及びアジアに共通の、プロ向け金融資本（負債性証券）市場インフラ形成の重要度は、いやがうえにも高まっていると考えられる。

長年にわたり、欧米の銀行等金融機関では、投融資需要の拡大に対応するため、バランスシートを大きくしてきたが、そのためのファンディングについては、総じて預貯金を伸ばす努力を怠り、各国国内証券市場やユーロ債市場等の国際債市場において、CPや社債・MTNなど、短期・中期の市場性資金の調達比率を高めてきた。

このコンテキストの中で、英国では、サブプライム問題とは直接関係のない貯蓄金融機関であるノーザンロックが、2003年以降、年率20%以上の資産サイドの積み上げ、及び、その間、預金調達対市場性資金調達の当初比率が7対3から3対7にまで悪化したことによる市場性調達過多により、2007年に資金繰りに失敗し、事実上破たん状況となった。（なお、ノーザンロックのケースは、英国内では流動性リスクの問題と金融規制監督機関の健全性監督の不備の問題として語られるが、このケースは、監督のあり方云々以前の問題として、典型的な企業金融上の失敗であり、企業金融のabcをおろそかにしたことからくる、極めて初歩的なキャッシュマネジメントの失敗であると、整理すべきであろう）

またM&Aを繰り返して欧州最大級となった銀行であるRBSも巨額損失を計上。このような状況にある世界中の金融機関の経営危機に対しては、各国政府より、公的資金が支出されつつある。

ちなみに、東欧の金融機関の間でも、1997-98年のアジア金融危機と同様の現象（アセットと見合いのファンディングの間における期間と為替のミスマッチ）が見られ、東欧の金融機関には10年前のアジア金融危機の教訓は生かされず、より傷を深くした実態が見られた。誠に残念と言わざるを得ない。

このような状況の下、2009年に入ってから、世界各地で困難に陥った銀行・金融機関や大手企業グループなどへの公的投融資の実施と、萎縮した各国の経済と金融市場の信用の回復のための新ケインズ政策の実施などに向けて、世界中の政府や公的機関、世界的有力企業グループでは、各国内及びユーロ債市場等グローバル（国際債）市場において負債性証券発行による資金調達を活発化させた。

2009年1-3月の世界統計では、四半期として社債の発行が過去最高を記録したとの報道もなされている（3月29日の日経新聞一面コラム）。

世界中で銀行の貸し渋りが続く中、社債発行コストの上昇にかかわらず、信用力の高い発行体を中心に、調達資金量の確保を優先する動きが見られたのである。

それらの政策実施に伴う副作用としては、2008年秋から2009年春にかけて、一時、たとえばユーロ債市場におけるソブリン債の発行市場及び流通市場における利回りの銘柄格差が異常に大きく広がる状態が出現したことである。特に、EU圏内の各国では、投資家の間で、いわゆる「ホームグラウンド志向」が強まった。例えば、同じ国債や政府保証債といえども、各国の投資家は、より身近でかつ実感として不安のより少ない銘柄への傾斜を強めた。すなわち、ドイツの投資家はドイツで知られた政府系金融機関発行の債券など超優良銘柄しか買わないという具合である。

（2）避けるべきグローバルレベルのクラウディングアウト・二極化現象

このような状況は、銘柄間格差の問題を超えて、一時、グローバルなレベルでのクラウディングアウト現象・二極化現象を生じさせるとの懸念を増大させた。

最優良クラスの各国政府・政府機関・国際機関・世界的有力企業グループの調達活動の活発化は、日系以外のアジア系の発行体をはじめとして、一般のいわゆる優良企業の資金調達のみならず、二番手・三番手の各国政府や政府系機関、企業等の調達活動に対しても、特に外貨建ての資金の調達の困難さを、一時増幅させた。

この環境変化は、びくともしないと思われてきた世界の資本市場にも、嵐が吹き荒れる時もあることを物語っている。

翻って、日本国内の資本市場の状況をみると、経済の状況が大きく悪化しているため中小企業の資金繰りには非常に厳しいものがあるが、企業セクター全体としてみれば、依然として潤沢な国民金融資産の存在のおかげで、上記のように、（国や国内金融機関のレベルで）資金調達に関して大きな困難に遭遇する状況は出現していない。

むしろ、アジアの発行体にとって、今後、より深刻にとらえる必要があると考えられるのは、前述の、EU圏内の投資家の「ホームグラウンド志向」の増幅の影響と定着である。

すなわち、問題は、アジア各国の政府や政府系金融機関・民間金融機関・企業の国際資本市場における調達に対してすでに実際に生じたような事態が、将来、再度起こりかねないという点にある。重大視すべき問題は、将来再び生じかねない、グローバル化した市場からの阻害圧力の増大と、とりわけアジア各国の調達者が遭遇する可能性のある市場資金調達における困難性の増大についての、アジア自身の対応力についてである。

(3) グローバル資本市場インフラ改革に具体的目標設定が必要

かねてより、日本の膨大な貯蓄をアジア域内全体の成長分野に振り向けるための金融資本市場の各種市場インフラの構築の必要性など、アジア共通・共同で取り組むべき課題は指摘されていたが、まさにそのための、日本の市場も含むグローバル資本市場インフラ改革に、アジアの主要な市場関係者が率先して具体的な目標を設定し、包括的にインフラ構築に取り組む必要性が、今回のグローバル金融危機の経験に照らして、急激に高まっていると考えられる。

では、そのための市場インフラとは何か。

それらは、前述のとおり、

- ① アジア域内における市場参加者（日本を含むアジア主要国のマーケットプラクティショナーという意味では、プロというべき（政府系及び民間の）主要な発行体機関・企業グループと、プロの機関投資家と、証券引受等を行う業者・金融機関と、証券やMTNなど発行プログラムの上場・登録を行う証券取引所と、クロス・ボーダー証券の証券決済を行う国際的証券決済機関（システム）と、法律事務所、各国規制機関、自主規制団体等の存在を指す。

そして、

- ② 法制度インフラという意味では、彼らの活動に際しての基盤となるべき、共通の市場取引慣行と取引ルール（クロス・ボーダー取引を含むプロ同士の取引に適用されるべき、標準化された市場慣行・自主規制ルールのフレームワーク）の存在である。

そして、ここに我々が提言するアジア版MTNプログラムの創出は、アジアのプロのユーザーの間で標準化された信頼性の高いアジア資本市場の市場慣行・自主規制ルールを含む市場インフラとして、将来、重要な市場インフラの一翼をなすであろう。

それらの市場インフラの存在があつてこそ、初めて、アジア各国の政府や公的金融機関・民間金融機関の国際資本市場における調達に対して予測される市場からの阻害圧力の緩和が可能であり、日本の膨大な貯蓄を含むアジアの潤沢な貯蓄資金の有効な域内利用も進むと考えられる。

(4) 日本、韓国、シンガポール、中国等の主体的な協調が必要

なお、その場合に重要なのは、アジア域内において、すでに厚みのある貯蓄資金と資本市場と市場インフラをもち、あるいはここへきて国内市場に厚みを増しつつあり、国内の債券市場改革に一定程度の達成感を有する国々の市場関係者が、率先してアジア共通の市

場インフラの構築に責任を持つことであろう。

具体的には、日本、韓国、シンガポール、そして中国、インド等の市場関係者の、主体的かつ協調的な努力とアクションが、まさに必要となっていると考えられるのである。

(犬飼 重仁)

II. MTN (Medium Term Note) プログラムとは何か

(本稿の意見にかかる部分は筆者の個人的見解であり所属する団体組織とは一切関係ない)

1. プログラム・アマウントとは何か？

(1) プログラム・アマウントの定義

まず、MTN (Medium Term Note) を理解するための最も重要な前提である**プログラム・アマウント**について解説する。

プログラム・アマウントとは、同一の(CP/MTN/EMTN)プログラムのもとで発行された一連の証券類についての「未償還残高の最大限度額」を意味する。

(The maximum aggregate nominal amount of all Notes from time to time outstanding)

(従来の我国の発行登録制度における発行予定額方式)

社債の発行額について、従来、我国の発行登録制度において、登録上記載する「発行予定額」は、従来は「一定期間内に発行を予定する金額の総計の上限」であり、累積発行額を意味してきた。

すなわち、発行予定額方式による発行（いわゆるシリーズ発行）では、社債等を発行した場合には、それらの金額が累積されていき、たとえ当該期間内に償還を迎える社債等があったとしても当該計算上金額が減少することはない。

(プログラム・アマウント方式)

これに対し、プログラム・アマウント方式による発行とは、「一定期間内の償還されていない（未償還の）社債等の総額の限度額」を発行限度枠として管理する方法を指す。

すなわち、社債等を発行した場合には発行金額を加える一方で、当該期間内に社債等が償還を迎えた場合には、償還された金額を減額することとなる。

社債やCPを、MTN/EMTNプログラムやCPプログラムの下、プログラム・アマウント方式で発行することにより、現時点で会社としてどれだけ社債やCP等の負債を負っているかを把握することができ、企業のALM (Asset Liability Management) の高度化に資することが期待される。

なお、このプログラム・アマウント方式は、一般に「MTN プログラム」と呼ばれ、ユーロMTNをはじめとして欧米の金融資本市場における調達プログラムの標準的な方式となっている。

(発行枠について)

なお、公募普通社債の発行実務では、従来は、包括決議された累積発行総額限度額のことを社債発行業務慣行上（社債）発行枠と呼ぶことが多く、一方、短期社債（CP）発行で

は、「期間中の発行（未償還）残高の最大限度額」をプログラム・アマウントと定義するが、CP・MTNの実務慣行上において、これを（CP・MTNの）発行枠と呼ぶこともある。

但し、従来の発行実務慣行上では、短期社債（CP）、普通社債の発行枠は、各々、「短期社債の発行未償還残高最大限度額」、「普通社債の累積発行総額限度額」を意味するとの違いがある。

（２）我国の会社法との関係

2006年以前の商法では、社債の発行を取締役に委任することが、明文上はできなかった。民間の社債発行企業等の団体等が、取締役会決議なしで国内MTNを可能とすべく政府への要望を繰り返していたが、「社債の募集は、通常の債務負担行為に比べ会社の財政に影響するところが大きく、株主の利益にも重大な関係を有するものであるので、取締役会の決議で厳格かつ具体的に定められるべきであり、募集時期、償還期間、条件等の細目を代表取締役委ねることは妥当でない」として長年認められなかった。

ところが、2006（平成18）年5月施行の新会社法において、従前のように社債発行ごとに取締役会決議を行うことが必要とされず、社債の発行につき決定すべき事項の決定を大幅に取締役に対し委任することが、明文により認められた。

つまり、新会社法では、取締役会設置会社における募集事項の決定について、取締役に対する二以上の募集についての大幅な委任が可能となった。そのため、取締役会設置会社においても、**シリーズ発行**（市場動向に応じて募集条件を変化させながら継続的に社債を募集することをシリーズ発行という。より具体的には、取締役会において、社債の発行限度額を議決する際に、一定期間内に発行を予定する社債の額の総計の上限を議決する方式：一般に、旧証券取引法及び金融商品取引法上の社債発行登録制度に用いられてきた発行予定額方式をさす）、**同一銘柄の追加発行**（同一満期日、同一クーポンなど条件の同じ社債を追加で発行すること。これにより、追加発行分が同一銘柄として組み入れられることで、当該銘柄の市場における流動性が増す効果がある。これをファンジブル債ともいう。なお、ファンジブルとは、一個又は一部が他の同等の一個又は一部と交換あるいは代替することが出来、それによって義務を免れることが出来るような種類、あるいは性質であることをいう）、**売出發行**（債券の発行総額を決めずに売り出す方法。期間中に応募された金額を発行総額とする方法）、**プログラム発行**（一定期間中の償還されていない社債の総額の限度額（いわゆるプログラム・アマウント）を議決するプログラム・アマウント方式）等を簡易な手続で行うことができることとなった。

また、発行会社の法的実務としては、会社法上、委任期間として必ずしも一定の期間を定めることを要しなくなるという点においても、新会社法上の実務は、より柔軟化されたといえる。例えば、以前は、取締役会決議に基づいて社債を発行することができる期間としては、6ヶ月、1年などを定め、「この決議は次回開催される定例取締役会の日まで有効とするが、当該取締役会において特段の決議がない場合は自動的に延長されるものとし、最終有効期限は●●年●月●日とする」という文言を決議内容に加えることで、特段の決議がなければ、最終的に一年間、当初の包括発行決議を有効とする方法をとることも可能と理解

されてきたが、新会社法上は、それも不要となった。

具体的には、取締役会の実務としては、当該種類の募集社債（CP・MTNも同じ）の総額の上限の合計額（プログラム・アマウント）を定め、その他の事項については取締役委任すればよい。（但し、会社のガバナンス上の観点から定期的に取り締役にプログラム・アマウントの使用状況について報告を行うことが推奨されることは言を俟たない）

なお、ここで法律用語の解釈について特記すべきこととしては、新会社法第676条1号の「募集社債の総額」、及び会社法施行規則（第3節 取締役 社債を引き受ける者の募集に際して取締役会が定めるべき事項）第99条2号にいうところの「募集社債の総額の上限の合計額」には、「社債のうち未償還の総額の上限（プログラム・アマウント）」の概念が含まれ、発行企業の実務上なんら問題となることはないことが既に明らかになっているということである。（この点は、平成18年2月28日の衆議院予算委員会第七分科会における長崎幸太郎前議員の質問に対する法務省・深山（みやま）官房審議官の答弁で確認されている）

すなわち、二以上の種類社債の募集を行う場合の「募集社債の総額の上限の合計額」の定め方としては、発行予定額方式に加えて、未償還の総額の上限を定めるという方法（プログラム・アマウント方式）によることも許される。これにより、取締役会設置会社においても、既に述べたように、シリーズ発行、同一銘柄の追加発行、売出發行に加えて、プログラム発行を簡易な手続で行うことができることとなった。

これによって、欧米で通常に行われているMTNのプログラム・アマウント方式による発行が、この会社法改正で、法律上、日本でも可能となった。これは極めて重要な法の改善であるといえよう。

また、この方式は、社債総額の取締役会における議決方法について定めるところはないこと、また、プログラム・アマウント方式による発行によって、常に社債・CPとしてどれだけ負債を負うかの最大限度額について議決をし、それを基準として実際に使用中のプログラム・アマウント残高（未償還残高）と未使用残高を管理可能になることから、ガバナンスの観点からも好ましいと考えられること、さらには欧米市場との制度間競争に劣後しないためにも、このような欧米市場と共通の概念に基づく標準的な方式は当然認められるものとして、新会社法上可能となったものと考えられる。

なお、プログラム発行においては、一般的には、あらかじめ定めた社債（MTN）要綱などの基本情報の開示（インフォメーション・メモランダム / オファリング・サーキュラーに相当）を行ったうえで、複数種類の社債発行をより機動的に行うことが可能となる。

ここで若干の補足を行うと、新会社法では、既に発行された社債についての「社債の総額」の概念と、社債の引受人を募集する場合の募集事項としての「募集社債の総額」の概念とを区別している。本稿の最初にも述べたように、「社債の総額」は、社債を発行すればカウントされ、償還をしても、「社債の総額」が減少することはない。（社債の総額とは累

積総額であり、例えていえば、損益計算書上の売上高のような概念である) これに対し、「募集社債の総額」は、これからどのような募集を行い、どの程度の社債を割り当てるかという枠として決めるべきものである。

上記(2)のまとめ

前述の通り、多数の社債が発行と償還を繰り返すような場合についての、二以上の募集社債の未償還残高の総額の上限であるプログラム・アマウントは、発行会社の貸借対照表上に存在する社債・CPなど市場調達 of 負債の最大額(未償還残高)を示す概念であるが、それも「二以上の募集を行う場合の募集社債の総額の上限の合計額」に含まれるということである。MTNプログラム(CPプログラムも同様)発行に関しては、取締役会で決める事項としては、二以上の募集を行う場合の「募集社債の総額」の上限の合計額だけを決めておけばよく、その枠についても柔軟に定めることができ、償還された社債の額を再度枠の中に組み込み減額するという形(プログラム・アマウント方式)で「募集社債の総額」を定めることが可能となったということである。

参考資料：犬飼重仁 2007年3月25日付 旬刊商事法務No.1762 「CP(短期社債)プログラム発行－新会社法下の取締役会決議のあり方について－」。

(3) 我国の公募社債等の発行登録制度との関係

(発行登録制度)

発行登録制度とは、一定の適格要件を満たしている発行会社が、あらかじめ、一定期間内(1年又は2年)に予定している社債等有価証券の募集または売出しについて、発行予定有価証券の種類等、効力発生日、発行登録番号、発行予定期間(一年)、累積発行限度額(発行予定額)の内容などが記載された発行登録書を各地の財務局に提出していれば、当該有価証券の募集又は売出しの届出(有価証券届出書)を必要としないで、個別の証券の発行時に発行条件等の証券情報のみを記載した発行登録追補書類を提出することによって、直ちに当該有価証券の募集や売付けを行うことが可能となる制度である。

このように、発行登録制度は、有価証券の発行者の企業情報等有価証券報告書等の継続開示を通じて提供され、周知性が十分に認められる者が、機動的な公募の資金調達を行うことができるようにするための、個別有価証券の発行に際して必要となる有価証券届出書に代わる発行開示制度の一部をなすものである。

(4) 我国「発行登録制度」へのプログラム・アマウント方式の採用

なお、金融商品取引法等の一部を改正する法律(平成21(2009)年3月6日提出)では、「発行登録制度」の見直しが行われ、プログラム・アマウント方式の採用が実現した。

すなわち、発行登録制度を利用した機動的な資金調達をより利用しやすいものとするため、海外のMTNプログラムと同様、発行登録にあたりプログラム・アマウント方式（発行登録書に発行残高の上限を記載し、償還等により発行残高が減少した場合に発行可能額の増額を認める方式）の選択を認めることが適当であると認められたものである。

（国内MTN）

現行の我国における国内MTNは、上記の発行登録制度の下、そのバリエーションとして開示府令に基づき設計されており、欧米のMTNとはまったく異なった存在である。

国内MTNのメリットとしては、通常の普通社債の発行登録書よりも、あらかじめ詳細な、新規発行社債にかかわる証券情報や社債の引受者情報などの記載を発行登録書上で行っておくことで、その代わりに、実際の発行時点での追補書類の内容を簡素化できるとの点が指摘されている。

しかし、例えば、マイナーチェンジも含め発行訂正登録書への訂正が入るたびにその効力が停止されてしまうこと、追補書類などの提出書類の原本を遅滞無く各地の財務局へ持参する必要があるなど、プログラムの維持やメンテナンスに過大な手間がかかるため、その効果は依然として非常に限定的である。

このように、発行体企業にとっては、発行の機動性や業務量の削減が実現する見込みが無く、魅力を感じることができないため、国内MTN市場はまったく発達していない。

国内MTNの現状をみると、国内MTNプログラム（但し、プログラム・アマウント方式ではなく、発行予定額方式である）で発行登録がなされているのは、2社（新日本製鐵、日立金属）のみとなっている。

国内MTNと呼んでいるが、法令上は「社債」であり、定義（商品性）及び開示手続きも通常の発行登録制度に基づく普通社債と同様である。実際、包括決議を行っている場合は普通社債でも比較的機動的な発行が可能であり、同じ商品性かつ、原則同じ開示手続きの必要な国内MTNは、メリットが少ないとされてきた。

また、公募を前提としているため、私募債並びに特定投資家向け社債券が、国内MTNからは起債できない。

会社法では、上述のように取締役決定の委任をできる事項が明確化され、プログラム・アマウント（発行残高の最大額）の設定も可能になったが、それを受ける形で、2009年3月に国会に提出された金融商品取引法の改正法では、従来の発行登録制度（国内MTNを含む）においてプログラム・アマウント方式での発行額の総額（発行予定額）を記載することが可能となった。

従来、事実上、国内MTNは利便性において大きなメリットがないことから、機能しないと考える発行体が多かったが、プログラム・アマウント方式の採用を嚆矢として、今後、国内発行登録制度のさらなる改善を期待したい。

2007年7月に、我国の発行体企業のグループである日本資本市場協議会が会員企業を対象に行ったアンケートでは、国内MTNに関して概要以下のような意見が表明されているので、協議会事務局の了解のもと、そのエッセンスを参考までに掲載する。

【国内MTNについての意見】

《発行登録制度を利用している発行体企業の意見》

- ・ 発行登録制度による起債とCPを活用して、機動的かつ低コストの資金調達が可能であるため、国内MTNの必要性は低い。
- ・ 社債発行頻度が少なく、特に国内MTNの必要性を感じない。現行の発行登録制度で十分と考えている。

《発行登録制度を利用していない会社の意見》

- ・ 数年前に国内MTNの導入を検討したが、国内普通社債との比較において、手続き面での簡便性・機動性のいずれについても、それほど魅力を感じなかった。但し、現状、同制度がどのような内容に“進化”しているのか、正確には把握していない。
- ・ 現在の国内法規制のもとでは、機動的なMTNプログラムの設定ができないものと認識している。
- ・ 使い勝手が悪いと聞いており、他の調達手段で代替。
- ・ 発行の事例が少ない。MTNを発行するような継続的な資金調達ニーズがない。
- ・ 社債発行による資金調達を実施していない。

[参考]

- ユーロMTNプログラムに代表される海外MTNプログラムは、発行登録時（プログラムの設定及び更新時）に、比較的大きな事務負担が発生する。それに対して、我国企業の起債は、多くの場合、私募で行われるため、起債時の事務負担は軽い。
- 短期社債（国内電子CP）は、ほぼ全て私募で発行されるため、原則は非開示である。事務負担は非常に軽い。公募の場合は社債同様に発行登録制度の利用が可能であり、電子CPの場合は追補書類の提出も免除されている。

2. MTNの名称

MTNと略称されるもののフルネームは、Medium Term Note Programmeであり、通常はユーロ市場で発行されるものを指し示すことが多いことから、その頭にEuroを付けて、EMTNと呼ぶことがある。Eを付けない場合は、米国国内のプログラムを指し示す場合があるので、米国籍の発行体に関する場合等では、どちらの市場のプログラムを指しているのか、状況に応じた判断が必要となる。

3. MTN / EMTN の内容

そこで、MTN または EMTN の内容・中身であるが、英語を読んで字の如く、中期債を発行するプログラムという建て付けとなっており、発行体、金額、期間、発行形態等を事前に盛り込むことで、そのプログラムに基づいて個別に発行された証券の残高の総額（同一のプログラムのもとで発行された一連の証券類についての「未償還残高の最大限度額」）がプログラム金額（プログラム・アマウント）の範囲内に収まるのであれば、プログラムの有効期間中は何時でも発行が可能となる、企業・金融機関等にとっては極めて都合の良い資金調達手段である。

プログラムの概要を記したものとして、**オファリング・サーキュラー**（OC）があるが、その冒頭にはプログラム内容の要約が出ており、発行体名（共同プログラムとして複数も可能）、プログラムからの総発行可能額（所謂プログラム・アマウント）、プログラムのアレンジャー名、パーマネント・ディーラー名（複数）が太字で記述されている。

以下は代表的な EMTN プログラムのオファリング・サーキュラーの例示である。

なお、発行体名称は、日本企業の親会社の信用補完（キープウエル・アグリーメント）を受けた架空の子会社（英国及び米国の会社の 2 社）とした。（なお、欧米系ディーラーのみ実名記載としたが、選択及び配列順序はランダムである）

（1）オファリング・サーキュラー冒頭部分の記載例

OFFERING CIRCULAR

Dated ●●th September,

2007

MMS Corporation Finance PLC

(Incorporated with limited liability in England under the Companies Acts 1948 to 1981 Registered No. 1865061)

and

MMS International Corporation

(Incorporated with limited liability under the laws of the State of New York)

U.S.\$5,000,000,000

Euro Medium Term Note Programme

for the issue of Notes

each with the benefit of a Keep Well Agreement given by

MMS Corporation

(incorporated with limited liability under the laws of Japan)

*This **Offering Circular** supersedes all previous prospectuses and offering circulars relating to the Programme (as defined below). Any Notes (as defined below) issued under the Programme on or after the date of this Offering Circular are issued subject to the provisions as described herein. This does not affect any Notes already in issue.*

MMS Corporation Finance PLC (the “Issuer” or “MCF”) and MMS International Corporation (the “Issuer” or “MIC” and, together with MCF, the “Issuers”) may **from time to time issue Euro Medium Term Notes** (the “Notes”) denominated in **any currency** agreed by the Issuer of such Notes (the “relevant Issuer”) and the relevant Purchaser(s) (as defined below).

The Notes will not be guaranteed by MMS Corporation (the “Parent”), a company incorporated in Japan, being the parent company of each of the Issuers. However, MCF and MIC each have the benefit of a **Keep Well Agreement** between the relevant Issuer and the Parent, as more fully described on pages ●● to ●●.

The maximum aggregate nominal amount of all Notes from time to time outstanding will not exceed U.S.\$5,000,000,000 (or its equivalent in other currencies at the time of agreement to issue), subject as further set out herein. The Notes may (i) be issued at their nominal amount or at a premium over or discount to their nominal amount, (ii) bear interest on a fixed or floating rate or index or formula linked basis or be issued on a fully discounted basis and not bear interest, (iii) specify an amount payable upon redemption of the Notes which may be fixed or variable or index or formula linked, (iv) be paid in a currency or currencies other than the original currency of issue, (v) be issued on either a fully paid or partly paid basis and (vi) provide that they will be redeemed in instalments.

The Notes will be issued on a continuing basis to one or more of the Dealers specified on page ● (each a “Dealer” and together the “Dealers”, which expression shall include any additional Dealer appointed under the Programme from time to time). Notes may also be issued to persons other than Dealers. Dealers and such other persons are referred to as “Purchasers”.

An investment in Notes issued under the Programme involves certain risks. For a discussion of these risks, see “Risk Factors”.

Application has been made to **the Financial Services Authority** in its capacity as competent authority under the Financial Services and Markets Act 2000, as amended (the “**UK Listing Authority**”) for the Notes to be issued by MCF (the “MCF Notes”) and by MIC (the “MIC Notes”) **during the period of twelve months from the date of this Offering Circular** under this U.S.\$5,000,000,000 Euro Medium Term Note Programme (the “Programme”) to be admitted to the official list of the UK Listing Authority (the “Official List”) and to the London Stock Exchange plc (the “London Stock Exchange”) for such Notes to be admitted to trading on the London Stock Exchange’s Gilt Edged and Fixed Interest Market. References in this Offering Circular to Notes being “listed” (and all related references) shall mean that such Notes have been admitted to trading on the London Stock Exchange’s Gilt Edged and Fixed Interest Market and have been admitted to the Official List. The London Stock Exchange’s Gilt Edged and Fixed Interest Market is a regulated market for the purposes of Directive 93/22/EEC (the Investment Services Directive). Notice of the aggregate nominal amount of, interest (if any) payable in respect of, the issue price of, and any other terms and conditions not contained herein which are applicable to each Tranche (as defined herein) of Notes of the relevant Issuer will be set forth in a final terms document (the “Final Terms”) which, with respect to MCF Notes and MIC Notes to be listed on the London Stock Exchange (the “Listed Notes”), will be delivered

to the UK Listing Authority and the London Stock Exchange on or before the date of issue of such Tranche. MCF and MIC may also issue unlisted Notes and/or Notes not admitted to trading on any market.

Tranches of Notes issued under the Programme may be rated or unrated. Where a Tranche of Notes is rated such rating will not necessarily be the same as the rating assigned to the Programme. A security rating is not a recommendation to buy, sell or hold securities and may be subject to suspension, reduction or withdrawal at any time by the assigning rating agency.

Arranger
D Securities Europe
Dealers

BNP PARIBAS	D Securities Europe
Deutsche Bank	Goldman Sachs International
JPMorgan	Merrill Lynch International
M Securities International plc	M International plc
Morgan Stanley	Citigroup Global Markets Limited
N International	UBS Investment Bank

この中には少し小さい字体で、発行体各社が一定の年限の無担保社債をプログラム・アカウントまでは何度でも発行できる旨の記述がある。(The maximum aggregate nominal amount of all Notes from time to time outstanding will not exceed U.S.\$5,000,000,000 (or its equivalent in other currencies at the time of agreement to issue), subject as further set out herein. The Notes will be issued on a continuing basis...)

年限については、一般に、短いところでは1週間から、最長は30年までが一般化していると思われるが、関連の法規制や発行通貨国の中央銀行の政策等に抵触しない限り、最短一か月から長いほうは特に期限を定めないという、記載例に示すようなプログラムもある。

プログラムの使い方は発行体の意向に沿う形で自由なのであるが、発行体としては、投資家の購入希望が明確なときに何時でもそれに応じて発行できるようにという動機でプログラム設営することが多い。

それらの具体的な発行の条件は、**DESCRIPTION OF THE PROGRAMME AND TERMS AND CONDITIONS OF THE NOTES** に詳しく書かれている。

たとえば、年限についてはなるべく制約を設けずに、広く投資家ニーズを汲み上げやすい形で、1週間から30年までなどというワイドなバンドを設けているものが多い。

なお、余談であるが、米国籍の発行体がプログラムから183日以下の債券発行をする場合には、一定金額(50万米ドル)以上のものであること、また、英国籍の発行体が一年未満の債券を発行する場合には、プロの投資家向けでない限り、あるいは10万ポンドの額面金額を持っていない限り、2000年金融サービス市場法上の預金とみなされるので、プロ向けで発行単位は10万ドルとするというように、発行体の属する国によっては投資家保護の

ために金融機関を縛るための法律の影響を受ける場合がある。

その後続く記述としては、出せる債券の種類についてのコメントがあり、一般的な固定利付債券の他にも変動利付債、クーポンが他の指標にリンクするインデックス債等の仕組み債、また共同発行体プログラムの場合には、ある特定発行体の場合は劣後債等が出せるというようなことが書いてある場合もある。

また、一般的にはプログラム格付けを Moody's, S&P 等の格付会社から取得しており、プログラムから発行する債券については、プログラム格付けを付与することが出来る旨を謳っているが、私募で発行する小額の債券に個別で格付けを付与するケースは稀である。

以下に、プログラムの説明と債券の発行条件等（DESCRIPTION OF THE PROGRAMME AND TERMS AND CONDITIONS OF THE NOTES）についてのオフアリング・サーキュラー上の記載例（日本の事業会社の英国と米国の子会社を発行体とする場合の事例）を示す。

（２）オフアリング・サーキュラー上の記載例

DESCRIPTION OF THE PROGRAMME AND TERMS AND CONDITIONS OF THE NOTES	
<p><i>The following overview does not purport to be complete and is taken from, and is qualified in its entirety by, the remainder of this Offering Circular and, in relation to the terms and conditions of any particular Tranche of Notes, the applicable Final Terms. Words and expressions defined in "Form of the Notes" and the "Terms and Conditions of the Notes" shall have the same meaning in this overview:—</i></p>	
Issuers:	<p>MMS Corporation Finance PLC (英国子会社) MMS International Corporation (米国子会社)</p>
Arranger:	D Securities Europe Limited
Dealers:	<p>BNP Paribas Citigroup Global Markets Limited D Securities Europe Limited Deutsche Bank AG, London Branch Goldman Sachs International J.P. Morgan Securities Ltd. Merrill Lynch International M Securities International plc M International plc Morgan Stanley & Co. International plc N International plc UBS Limited and any other Dealers appointed in accordance with the Programme Agreement</p>
Agent:	Deutsche Bank AG, London Branch

Amount:	Up to U.S. \$ 5,000,000,000 (or its equivalent in other currencies) outstanding at any one time. Under the Programme Agreement the nominal amount of Notes outstanding under the Programme may be increased, subject to the satisfaction of certain conditions set out therein.
Description:	Continuously offered Euro Medium Term Note Programme.
Method of distribution:	Subject to applicable selling restrictions, Notes may be distributed by way of private or public placement and in each case on a syndicated or non-syndicated basis.
Currencies:	Australian dollars, Canadian dollars, Czech koruna, Danish kroner, euro, Hong Kong dollars, New Zealand dollars, South African rand, Sterling, Swedish kronor, Swiss francs, U.S. dollars and Yen (or, subject to any applicable legal or regulatory restrictions, such other currency or currencies as may be agreed between the relevant Issuer and the relevant Purchaser(s)).
Certain Restrictions:	Each Tranche of Notes denominated in a currency in respect of which particular laws, guidelines, regulations, restrictions or reporting requirements apply will only be issued in circumstances which comply with such laws, guidelines, regulations, restrictions or reporting requirements from time to time (see “Subscription and Sale” on page 9) including the following restrictions applicable at the date of this Offering Circular.
Notes with a maturity of less than one year:	Notes which have a maturity of less than one year from the date of their issue will constitute deposits for the purposes of the prohibition on accepting deposits contained in section 19 of the Financial Services and Markets Act 2000 unless they are issued to a limited class of professional investors and have a denomination of at least £100,000 or its equivalent in any other currency – see “Subscription and Sale” on page 10.
Maturities:	Any maturity subject to a minimum maturity of one month as may be agreed between the relevant Issuer and the relevant Purchaser(s) and as indicated in the applicable Final Terms, subject to such minimum or maximum maturities as may be allowed or required from time to time by the relevant central bank (or equivalent body) or any laws or regulations applicable to the relevant Issuer or the relevant Specified Currency.
Issue Price:	Notes may be issued at par or at a discount to, or premium over, par and either on a fully paid or partly paid basis.
Form:	The Notes will be in bearer form and will on issue be represented by a temporary global Note. Temporary global Notes will be exchangeable either for (i) interests in a permanent global Note or (ii) for definitive Notes as indicated in the applicable Final Terms. Permanent global Notes will be exchangeable for definitive Notes upon either (i) not less than 45 days’ written notice from Euroclear Bank S.A./N.V. (“Euroclear”) and/or Clearstream Banking, société anonyme (“Clearstream, Luxembourg”) (acting on the instructions of any holder of an interest in such permanent global Note) to the

	Agent as described therein or (ii) upon the occurrence of an Exchange Event as described under “Form of the Notes” on page ●●.
Fixed Rate Notes:	Fixed rate interest will be payable on such day(s) as agreed between the relevant Issuer and the relevant Purchaser(s) (as indicated in the applicable Final Terms) and on redemption. Unless otherwise specified in the applicable Final Terms, interest will be determined on the basis of the Fixed Coupon Amount(s) and/or Broken Amount(s) specified in the applicable Final Terms or will be calculated on the basis of the Day Count Fraction determined in accordance with the Terms and Conditions or as specified in the applicable Final Terms.
Floating Rate Notes:	Floating Rate Notes will bear interest at a rate determined on either: <ul style="list-style-type: none"> (i) the same basis as the floating rate under a notional interest-rate swap transaction in the relevant Specified Currency governed by an agreement incorporating the 2006 ISDA Definitions (as published by the International Swaps and Derivatives Association, Inc. and as amended and updated as at the Issue Date of the first Tranche of the Notes of the relevant Series); or (ii) the basis of a reference rate appearing on the agreed screen page of a commercial quotation service; or (iii) such other basis as may be agreed between the relevant Issuer and the relevant Purchaser(s) (as indicated in the applicable Final Terms). The Margin (if any) relating to such floating rate will be agreed between the relevant Issuer and the relevant Purchaser(s) for each Series of Floating Rate Notes.
Index-Linked Notes:	Payments of principal in respect of Index-Linked Redemption Notes or of interest in the case of Index-Linked Interest Notes will be calculated by reference to such index and/or formula as the relevant Issuer and the relevant Purchaser(s) may agree (as indicated in the applicable Final Terms).
Other provisions in relation to Floating Rate Notes and Index-Linked Interest Notes:	Floating Rate Notes and Index-Linked Interest Notes may also have a maximum interest rate, a minimum interest rate or both. Interest on Floating Rate Notes and Index-Linked Interest Notes in respect of each Interest Period, as selected prior to issue by the relevant Issuer and the relevant Purchaser(s) or determined in accordance with the Terms and Conditions, will be payable on such Interest Payment Dates specified in, or determined pursuant to, the applicable Final Terms, and will be calculated on the basis of the Day Count Fraction determined in accordance with the Terms and Conditions or as specified in the applicable Final Terms.
Dual Currency Notes:	Payments (whether in respect of principal or interest and whether at maturity or otherwise) in respect of Dual Currency Notes will be made in such currencies, and based

	upon such rates of exchange, as the relevant Issuer and the relevant Purchaser(s) may agree (as indicated in the applicable Final Terms).
Zero Coupon Notes:	Zero Coupon Notes will be offered and sold at a discount to their nominal amount and will not bear interest other than in relation to interest due after the Maturity Date.
Redemption:	<p>The Final Terms applicable to each Tranche of Notes will indicate whether such Notes may be redeemed prior to their stated maturity (other than in specified instalments (see below), if applicable, or for taxation reasons or following an Event of Default), or that such Notes will be redeemable at the option of the relevant Issuer and/or the relevant Noteholder(s), upon giving not less than 15 nor more than 30 days' irrevocable notice (or such other notice period (if any) as is indicated in the applicable Final Terms) to the relevant Noteholders or the relevant Issuer, as the case may be, on a date or dates specified prior to such stated maturity and at a price or prices and on such other terms as may be indicated in the applicable Final Terms.</p> <p>The applicable Final Terms may provide that Notes may be redeemed in two or more instalments of such amounts and on such dates and on such other terms as may be indicated in such Final Terms.</p> <p>Notes which have a maturity of less than one year from their date of issue may be subject to restrictions on their denomination and distribution – see “Certain Restrictions” and “Notes with a maturity of less than one year” above.</p>
Denominations of Notes:	<p>Notes will be issued in such denominations as may be agreed between the relevant Issuer and the relevant Purchaser(s) and as indicated in the applicable Final Terms save that the minimum denomination of each Note admitted to trading on a European Economic Area Exchange or offered to the public in a Member State of the European Economic Area in circumstances which require the publication of a prospectus under the Prospectus Directive will be €50,000 (or, if the Notes are denominated in a currency other than euro, the equivalent amount in such currency at the time of issue of such Notes) or such other higher amount as may be allowed or required from time to time by the relevant central bank (or equivalent body) or any laws or regulations applicable to the relevant Specified Currency – see “Certain Restrictions” and “Notes with a maturity of less than one year” above.</p> <p>Notwithstanding such minimum denomination, for so long as the relevant Notes are represented by a Global Note and the relevant clearing systems(s) so permit, the Notes shall be tradeable in minimum principal amounts of the Specified Denomination and integral multiples of the Tradeable Amount in addition thereto (or, if the relevant Notes are denominated in a currency other than euro, the equivalent minimum amount in such currency at the time of issue of such Notes and integral multiples in addition</p>

	<p>thereto as specified in the applicable Final Terms).</p> <p>All MIC Notes with a maturity of 183 days or less will have a denomination of not less than U.S.\$ 500,000 or the equivalent in other currencies.</p>
Redenomination:	The Final Terms applicable to a Tranche of Notes may provide that such Notes may be redenominated in euro. If so, the applicable provisions will be set out in full in the relevant Final Terms.
Taxation:	Subject to customary exceptions, all payments by MCF in respect of the Notes will be made without withholding or deduction for or on account of United Kingdom withholding taxes. Subject to customary exceptions, all payments by MIC in respect of MIC Notes will be made without withholding or deduction for or on account of United States withholding taxes.
Status of the Notes:	The Notes will constitute direct, unconditional and unsecured obligations of the relevant Issuer and will rank pari passu and rateably, without any preference among themselves, and equally with all its other unsecured obligations (other than statutorily preferred or subordinated obligations (if any) from time to time outstanding).
Cross Default:	The terms of the Notes will contain a cross default clause in respect of indebtedness for borrowed money of the relevant Issuer.
Rating:	Tranches of Notes issued under the Programme may be rated or unrated. The rating, if any, applicable to a Tranche of Notes shall be set out in the relevant Final Terms. Where a Tranche of Notes is rated such rating will not necessarily be the same as the rating assigned to the Programme. A security rating is not a recommendation to buy, sell or hold securities and may be subject to suspension, reduction or withdrawal at any time by the assigning rating agency.
Listing:	Application has been made to the UK Listing Authority for the MCF Notes and the MIC Notes issued under the Programme during the period of twelve months from the date of this Offering Circular to be admitted to the Official List and to the London Stock Exchange for such Notes to be admitted to trading on the London Stock Exchange's Gilt Edged and Fixed Interest Market. Notes may also be listed or admitted to trading, as the case may be, on other stock exchange(s) or other relevant authorities. Notes which are neither listed nor admitted to trading on any market may also be issued by MCF or MIC. The Final Terms for each Tranche will state whether or not the MCF Notes or MIC Notes are to be listed and/or admitted to trading and, if so, on which stock exchange(s) and/or markets.
Governing Law:	English.
Selling Restrictions:	There are restrictions on the sale of Notes and the distribution of offering material — see “Subscription and Sale” below. (省略)

(3) 販売地域と投資家カテゴリー別 MTN 等調達プログラムの分類

一口に MTN プログラムといっても、販売地域と投資家のカテゴリーによってドキュメンテーションも異なってくる。そこで、以下にその概略を示す。

米国では、米国からみて、国内のプロの市場は「144A市場」、オフショアのプロ市場は「レギュレーションS市場」（事実上、ユーロ債市場とほとんど同義）として、開示免除証券市場が存在している。

米国においては、1990年に、米国外取引についてのセーフハーバ（セーフハーバとは開示免除である）である Regulation S（Reg S）と、米国内取引にもかかわらず、適格機関投資家（QIB：Qualified Institutional Buyer）であることを理由としたセーフハーバである Rule 144A がある。

どちらも、米国内への転売は Rule 144A の機関投資家に、原則として限定される。

（参考） Rule 144A の前身は、1982年証券法規則501～508で構成される米国内での私募の対象となる Regulation D に定められた自衛力認定投資家（accredited investor）である。しかし、Regulation D は資産基準（asset test）であったが、「資産のある投資家ならすべて投資判断能力がある」との前提はおかしいとの批判から、Rule 144A は資産投資証券基準（ownership and investment securities test）に代えている。（すなわちリスク証券への投資経験の要素が加えられている）

(4) 用語 RegS (RegulationS)

株式や債券を、米国証券取引法（33 年法）のもとでの登録を行わずに、米国外で発行できる場合のドキュメンテーションを指す。

一般に、Reg S bonds に区分される債券・MTN は、共通のコードと銘柄区分番号（"ISIN": an International Securities Identification Number）を割り当てられ、通常、国際的な証券決済機関であるユーロクリアクリアストリームでの決済が可能となる。

従って、ユーロボンドあるいはユーロ MTN といわれるものは、ほとんどすべて Reg S のステータスを持っている。

言い方を変えれば、米国からの視点で見た場合に、Reg S bond とは、国際的な投資家向けにユーロ債市場（オフショア市場）で発行された債券そのものを意味する。

(5) 用語 144A (Rule144A)

Rule144A は SEC ルールであり、米国外で発行された米国における公募に該当しない外債を米国内の適格機関投資家（QIB：Qualified Institutional Buyer）に販売するときに、米国内での届出、登録義務が免除される免責条項のドキュメンテーションを

指す。

144A は、言い方を変えれば、米国内で米国の投資家に私募で販売される債券を指す。

144A bonds は米国とカナダの債券に付与される CUSIP (Committee on Uniform Securities Identification Procedures) number と上記の"ISIN" を割り当てられ、一般に、米国国内の証券決済システムである DTC system での決済が可能となる。

(6) 調達プログラム分類一覧表

販売地域と投資家カテゴリー別 MTN プログラム等調達プログラム分類一覧

調達プログラムのタイプ別	プログラム・フォーマット	販売地域と投資家カテゴリー
ユーロ MTN プログラム 準拠法は、一般的に英国法。	Reg S のみ: 標準的なユーロ MTN のフォーマット。 一般的な通貨建ては、 USD/JPY/EUR/GBP 等。	主としてアジアとヨーロッパの投資家向け。米国のオフショア勘定を含む。米国国内の投資家は除外。
ユーロ MTN(Rule144A オプション付き)プログラム 準拠法は、一般的に英国法。	Reg S と Rule144A オプションで構成: 144A のためのドキュメンテーションは含まない。 一般的な通貨建ては、 USD/JPY/EUR/GBP 等。	主としてアジアとヨーロッパの投資家向け。米国内の適格機関投資家(QIB)向け販売を可能とするための枠組みを含むが、それだけでは即販売ができるわけではない。
ユーロ MTN(Rule144A)プログラム ≡ グローバル MTN プログラム 準拠法は、一般にニューヨーク州法。	Reg S と Rule144A で構成: 米国内の適格機関投資家(QIB)向けに販売可能。 一般的な通貨建ては、 USD/JPY/EUR/GBP 等だが、USD 中心。	アジアとヨーロッパの投資家と、米国内の適格機関投資家(QIB)向け。
グローバル・シェルフレジストレーション+EMTN プログラム 準拠法は、一般にニューヨーク州法。	Reg S と米国 SEC 登録を兼ね備えた構成: 一般的な通貨建ては、 USD/JPY/EUR/GBP 等だが、USD 中心。	このプログラムから発行されるすべての債券が米国 SEC 登録される点で上記のグローバル MTN プログラムと異なる。アジアとヨーロッパと米国の投資家向け。なお、米国内米国内の機関投資家もリテイルも同時に販売対象となる。
US・シェルフ・プログラム 準拠法は、一般にニューヨーク州法。	米国 SEC 登録のみで Reg S なし: すなわち、米国国内向け。 通貨建ては、USD。	米国国内の投資家のみが販売対象。機関投資家もリテイルも同時に販売対象となる。
アジア MTN プログラム ないしは アジア通貨建て債券発行プログラム	Reg S + シンガポールドルや香港ドル建て等のアジア通貨建て債(これら通貨建て国内債を含む)の発行が可能:	アジアとヨーロッパの投資家向け。 シンガポールドル建ての MTN を発行する場合には、シンガポールの機関投資

(Asian Currency Note Issuance Programme) 準拠法は、基本は、MTN の発行体がシンガポールであればシンガポール法。	標準的なユーロ MTN のフォーマットに当該アジア各国の国内債発行のフォーマットを含む。 一般的な通貨建ては、USD/JPY/EUR/GBP 等の他、現状、国内債へのアクセスとして SGD/HKD が可能。	家が主たる投資家となる。
--	--	--------------

(犬飼 重仁)

4. MTN プログラムのリスティング（上場・登録）の概要

注：MTN プログラムの開示を、例えば、ロンドン証取基準で行うことを、通常は「ロンドン証取にファイリングする」とは言わず、「ロンドン証取にプログラムを上場（リスト）する」という。東京証券取引所など取引所に株式等を上場する場合の上場と、債券や MTN プログラムのリスティングとは、その概念が異なる。また、日本では、東京証券取引所等金融取引所に上場する場合には、金商法 2 条に定められる「有価証券」であることが必要である。従って、MTN プログラムと MTN のリスティングについては、あえて上場という言葉を用せず、「リスティング・リスト」及び「登録・ファイル」という言葉も併せて用いている。

(1) 米国 MTN (Shelf) プログラムの SEC 登録の意義

MTN は Medium Term Note Program の略称であり、その起源は米国内における中期債発行プログラムである。本編の別のセクション「V. MTN のリスティング（上場）とは何か、リスティング先の選定とは何か」に示されるとおり、米国資本市場においては SEC ルールに沿ってディスクロージャーが行われる。つまり、米国においては、公募をするため、あるいは不測の事態などが生じて私募債が当初の想定外の一般投資者に流通するようなことがあっても対応できるように、当該証券はあらかじめ SEC に登録する必要があるが、その目的はディスクロージャーである。

いったん公募適格のディスクロージャーがなされれば、新規発行証券が当初に特定の投資家に販売された後でも、当該投資家の転売により不特定多数の投資者に取得の勧誘・売りつけ・販売・流通がなされても、証券法上の問題が生じることはない。

ただ、通常の米国内公募は、大きな起債単位で不特定多数の投資者を対象として運営されるため、例えば、特定の投資家のニーズにより 10 億円単位程度の比較的少額の起債を機動的に取り行うような場合には、なじまない。

そこで、あらかじめプログラムの形にして、発行予定の証券形式、引受人を明確にしておきかつ公募要件を満たすディスクロージャーあるいは適格機関投資家などプロの投資家対象のディスクロージャーを満たしておき、投資家の引き合いがある都度に小口の起債でも対応可能にしておくことで生まれたのが、米国 MTN (US Shelf Program) である。

(2) EMTN プログラムのリスティングの意義

EMTNはEuro Medium Term Note Programmeの略称である。1980年代中葉に米国MTNを参考にユーロ市場（ユーロ市場という場合は、汎欧州オフショア市場を指す。通貨としてのユーロ建債券市場ではないことに注意）に導入されたものである。

当時のユーロ（債）市場は、英国のシティにおいて、内外市場一体型のオフショア市場（汎欧州オフショア市場）として発展を続けており、特定の規制当局が存在するオンショア〔ある国の国内〕市場と異なって、取引や引受のルールはプロの国際証券業者が作る国際資本市場協会（ICMA：International Capital Market Association）の自主規制ルール（ICMAの前身のIPMAリコメンデーションが現在でも生きている）により統制されていた。

（汎欧州オフショア市場の中心である連合王国ロンドン市シティ地区（カナリーウオーフ地区を含む）は、英米法に基づき、公法として定められていない自主ルールであっても、一般公衆に対して自らの行為規制を宣誓している場合、それに違反した場合は、裁判所は公的に賞罰を課すことができる制度であり、わが国のような大陸法（公法優先で、法律に書いてないことは強行法規とならず、従ってルールにならない）との違いが、ユーロ市場及びロンドン・シティをして世界から信頼される自由な市場・金融街としていたといえよう）

だが、いわばプロ同士の取引や引受の自主ルール規制は、当局が存在しなくともクラブ的なコミュニティの中で必要な統制ができるとしても、投資家保護に関するディスクロージャーに関しては、単純に自主規制のみで済ますことができるという訳にはいかない。

ディスクロージャーに関するルールは、第三者からみても妥当性が検証可能であって、かつ発行者には強制されるべきものである。

そこでロンドン証券取引所やルクセンブルク証券取引所など取引所のもつディスクロージャー・ルールを適用することとしたのである。これら取引所の開示ルールの適用を受けていることを証するために、ロンドン証取引スティングやルクセンブルク証取引スティングの手続きがとられるようになったと考えれば、債券ないしEMTNプログラムのリスティング（上場・登録）の意味がわかりやすい。

なお、その後、英国では2000年金融サービス市場法上、取引所が規制され、FSAが取引所のリスティング・オーソリティとなった。また2005年には、EUで目論見書指令が発出されるなど、欧州の取引所は、事実上、公的な規制の下に置かれることとなった。

一般に、わが国投資者の見方としては、株式が中心となり勝ちであり、例えば、東証上場銘柄の株は東証で売買されるので、ロンドン上場という上場債券がロンドン証取で売買されると思えば勝ちである。だが、債券・MTNプログラムの場合には、実際には売買取引はその本旨ではなく、あくまでもディスクロージャーが目的である。

(3) IPMA Recommendation と呼ばれる自主規制ルール



ロンドンを中心とする引受業者等プロの市場参加者のコミュニティである ICMA (International Capital Market Association) では、Debt Instruments の発行や Medium Term Note Programme にかかわるガイドラインやリコメンデーション (IPMA Recommendation と呼ばれ、IPMA Handbook が作成・更新されている) がユーロ債市場の業界の自主規制ルールとして現在でも生きている。ロンドンをはじめ欧州の証券取引所のディスクロージャー・ルールはその自主規制ルール及び EU 指令との整合性を保つ形で存在していることも、同時に理解しておきたいポイントである。

ロンドンのシティが、政府の規制に直接服することなく長年活動してこられたのは、上記のような、実効性を伴う自主規制ルールと自主規制団体の存在があり、それらが実際に有効に機能していたからに他ならないのである。(現在英国では、自主規制の伝統を残す FSA が、2000 年金融サービス市場法上のリスティング・オーソリティとなっている)

(4) IPMA Handbook を基礎としたアジア版自主規制ルールの策定 (参考)

2007 年 6 月に設立された「アジア資本市場協議会 (CMAA: Capital Markets Association for Asia, 会長 出井伸之, 代表兼事務局長 犬飼重仁)」では、早稲田 GCOE 関係者と日本とアジアの資本市場実務家や研究者が集まり、アジア資本市場についての議論を行いつつある。<http://www.cmaa-group.org/home>

2008 年 7 月以降、早稲田 GCOE と CMAA は相互協力し、日本とアジアに共通する資本市場の法規制システム・自主ルール等各種市場インフラに関する研究を継続的に行ってきた。

現在、「アジア共通の資本市場」に関する議論のポイントは、市場関係者の間でさえまだ共有されていない。アジア各国は通貨自体バラバラで為替管理も関連税制も各国国内の開示規制も共通の土俵は見つけにくいといわれてきた。しかし、1997-98 年のアジア金融危機以来、アジアの主要各国は各国政府や中央銀行などの尽力で危機の再発を防ぐための協力関係を築いてきた。

10 年を経て今度は米国発の金融危機に世界が直面している現在、日本とアジアの研究者と市場実務家等が、アジア共通の資本市場という視点を共有し、各国国内規制の枠組を超えて、アジア共通資本市場に適用されるべき自主規制ルールのフレームワークなど市場インフラの議論と創造を行うことには大きな意味があると考えられる。

早稲田 GCOE は CMAA と共に、ユーロ債市場のプロの市場参加者のための自主規制のルールとリコメンデーションを構築している ICMA (International Capital Market Association, 旧 IPMA: International Primary Market Association) との交流をさらに深めてゆく。そして、ICMA の協力を得つつ、今後、日本とアジアの関連団体等と相互に協力し、IPMA Handbook 等をベースに、アジア共通

の資本市場に適用可能な、「(早稲田版) CMAA ルールブック」の策定を中核とする市場インフラ構築に向けた研究を行う予定である。

なお、早稲田大学 GCOE では、2009 年 3 月、ロンドンの ICMA 本部より、「(早稲田版) CMAA ルールブック」策定の基礎となるべき、IPMA Handbook の入手に成功し、併せて、早稲田 GCOE・CMAA の今後の研究について ICMA より協力を得られることとなった。これは、ICMA の厚意と、ICMA と早稲田 GCOE・CMAA との相互信頼の賜であると考えられる。これにより、2009 年度以降の早稲田 GCOE・CMAA としての本格的な研究実施の基礎が固まった。

5. 初期の EMTN プログラムの問題点

さて、1980 年代中葉に E(ユーロ)MTN のモデルとなった米国 MTN の商品性は、実は既発の普通社債を追加発行するシリーズ発行（ファンジブル債ともいう。ユーロ式に言えば Tap Issue）を想定し、基本となる債券の追加発行を想定するもので、はじめから償還期日（満期日）及び利払い日が特定されていた。

すなわち、その場合には、新たに MTN プログラムから発行する債券は、既発債の中から投資家の希望する年限に近い所定の償還日を選び、かつ元利払い日も特定された月日に統一しなければならなかった。

日系 EMTN の第一号となった、Panasonic Finance (Europe) plc UK (1985 年) までは、この米国式の初期の MTN をモデルとした EMTN だった。

しかし、上記の方式のシリーズ発行は、特定銘柄の追加発行方式なので、償還までストレートな年限を望む投資家や、short-first coupon や short-end coupon 及び経過利子の調整を好まない投資家には不評であり、かつ当時一般的となりつつあった仕組み債の取り込みが不可能で、固定利付社債、変動金利社債（FRN）のみ発行可能という商品性の狭さが支障となり、普及は進まなかった。

6. 日系発行体が先導したユーロ MTN プログラムの革新

EMTN プログラムの商品性のイノベーションの契機となったのは、三菱商事の在英金融子会社である Mitsubishi Corporation Finance PLC (MCFPLC) が、1988 年 6 月に、ユーロ全市場をカバーするユーロ CP プログラム（7 億ドル）を設定したこと、そして、それに続いて、1 年弱の検討を経て、1989 年 9 月には、世界初の Multi Products / Multi Currency Products の包括的ファンディング・プログラムとしての EMTN プログラム（6 億ドル）を創設したことであった。その後、MCFPLC の EMTN プログラムの内容は絶えず見直され、一つのプログラム上で普通社債から各種の仕組債まで、一つの企業グループ内の複数発行者（Multi Corporate Issuers）が、可能な限りの発行通貨建て（英国の国内債であるポンド建ての債券まで含む）で、機動的な発行を可能としたのである。

MCF の 3 つのマルチ（Multi Products / Multi Currency Products / Multi Corporate Issuers）を可能とする、マルチ EMTN プログラムへの改編は、当時のシティにおいて、

日系発行者から非日系（いわゆる青目）発行体まで広く波及するほどのインパクトを及ぼした。

なお、1990年代初頭には百億ドル未満であった EMTN の市場残高は、1995 年末には 47 百億ドル規模にまで増加した。

この MCFPLC の革新的なプログラムは、日系発行体企業グループがユーロ債市場のイノベーションを先導した事例として、ユーロ債市場の中でいまなお語り継がれているが、EMTN プログラムは、現在では、内外発行体を問わず、最も機動的かつ柔軟な起債ツールとして、国際機関、政府、政府機関及び国際的企業集団の資金調達戦略には欠かせないツールとなっている。

（１）本邦企業発行体にとっての商法上の制約

なお、EMTN プログラムがマルチ・イシューア化する過程で、本邦企業の親会社も海外子会社とともに発行者となるケースが増加していったが、もっとも本邦企業の頭を悩ませたのが、本邦企業親会社の発行決議の問題であった。当時は商法に則り、起債毎に発行決議を必要とし、機動的な発行の妨げとなっていた。1997 年の本邦居住者国内 MTN（本編別のセクション「Ⅱ． 1．プログラム・アマウントとは何か？」参照）の導入に際して、包括決議が認められることになるまで、この問題は存続していた。

（２）従来の日本の発行登録制度の問題

2007 年に改正された会社法において、社債の発行に関して、プログラム・アマウントに基づいて取締役会決議が可能となった。つまり、発行者側にとっても、社債の管理を「未償還発行残高ベース」で行うプログラム方式が可能になっている。

しかし、従来の我国の発行登録制度とそのバリエーションである国内 MTN は、もともと米国式の国内発行登録制度をモデルにしており、累積発行額で管理され、累積発行額が届け出た発行登録枠に達すると、新たな発行登録を行い、枠を新たに設定することになっていた。つまり、新しくなった会社法の社債発行決議制度に起債制度（従来の発行登録制度）が追いついていない状況となっていたのである。

筆者が事務局長を務める日本資本市場協議会とアジア資本市場協議会/早稲田大学 GCOE では、金融庁に対して国内発行登録方式のプログラム方式への切り替えをかねてより要望し、実質的な MTN プログラム化を目指していたが、2008 年の夏からの規制当局との具体的交渉をへて、同年年末には金融庁が発行登録制度に「プログラム・アマウント方式」を適用する方針を固め、2009 年 3 月に国会に提出された金融商品取引法の改正法案にその旨が盛り込まれた。このことは誠に喜ばしい動きである。

7. グローバル企業の国際財務戦略に必須の MTN

過去 20 年間の間に、グローバルな企業展開が進む中で、本邦企業のテーマは国際財務戦

略にシフトし、欧州における企業集団の財務機能を欧州金融子会社に置く企業も増加している。ここでも欧州金融子会社のファイナンス戦略に欠かせないツールとして EMTN があげられる。

1990 年代の日本の金融危機に際して、邦銀の体力低下にともない本邦企業親会社や海外金融子会社への邦銀からの資金供給は細ることとなったが、そのときにある程度の威力を発揮したのが EMTN を使った債券発行による資金調達であった。このことは、1997 年のアジア危機の反省からアジア債券構想が進められている中でも生かされ得る先例といえよう。

今後、アジア資本市場協議会 (CMAA) /早稲田大学 GCOE が提唱するアジア域内プロフェッショナル証券市場 (AIR-PSM : Asian Inter-Regional Professional Securities Market) において、アジア MTN (AIR-MTN) の、機動的な域内資金調達の直接金融ツールとしての利用が想定される。<http://www.nira.or.jp/pdf/airpsm.pdf>

アジア MTN プログラムへの活用に向けて、シンガポール証券取引所 (SGX) のみならず、東京証券取引所など我国の証券取引所、韓国証券取引所 (KRX) など、欧州以外のアジア域内の証券取引所の開示機能を活用して、プロ向け債券/MTN の発行・開示ルールの可能な範囲の共通化・構築、アジア MTN プログラムのフォーマットの標準化の推進が、今後積極的に検討されてよいであろう。

(犬飼 重仁)

Ⅲ. MTN の機能面のメリットとコスト及び課題

(本稿の意見にかかる部分は筆者の個人的見解であり所属する団体組織とは一切関係ない)

MTN (Medium Term Note Programme) のメリットは、(1) 機能面のメリットつまり利便性や機動性の効用と、(2) コスト面でのメリットの、2 面分析が必要であるが、ここでは機能面のメリットに絞ってさらに論を進める。

1. MTN の機能面のメリットー多品種少量ジャストインタイム起債方式

(本稿の意見にかかる部分は筆者の個人的見解であり所属する団体組織とは一切関係ない)

単独の市場公募債の発行は、不特定多数の投資者への募集を前提とした普通社債・変動金利債券など、少品種の証券を数百億円発行する少品種大量起債方式であるのに対して、MTN 特に EMTN (そして将来のアジア MTN) は、上記の市場公募債の機能に加えて、下記にその特徴を示すように、各種通貨での各種仕組み債など多品種の証券を特定少数の投資家にジャストインタイムに発行・販売する、多品種少量ジャストインタイム起債方式といえる。

2. 将来の日本とアジアの MTN プログラムが有すべき特徴

- 同一プログラムで国内債と国際債 (国外債) の発行が可能
- マルチ・イシューアー (一企業集団内の複数企業を発行会社としてプログラムに乗せる)
- マルチ・プロダクト (可能な限りの仕組み債発行をプログラムに組込む)
- マルチ・カレンシー (可能な限りの発行通貨を事前にドキュメンテーションに組込む)
- ミディアムターム (1 年以上から超長期ゾーンまでの発行)
- 機動的発行 (包括決議による機動的な意思決定が前提)
- 規制当局の開示政省令等によらず、(アジア域内) 証券取引所等の開示ルールやプロの市場参加者の自主規制ルールを適用

(鈴木 裕彦・犬飼 重仁)

3. MTN プログラムの設営とコスト面のメリット

プログラムの設営には、それなりの時間、労力、ならびに費用がかかることから、自ずと、設営できる、若しくは設営したいと思う発行会社の数は、一定の規模と継続的な資金需要が見込まれる中規模以上の会社等に限られるところとなる。

加えて、これらは、当初のみならず、毎年の年次更新時にもかかってくることから、一

定レベルの発行残高を維持する、または維持できる発行体でなければ、設営後に得られる「企業グループとしての財務の柔軟性増大」ないし「リクイディティ・リスクの低減」というメリットのコストが高くついてしまう。

プログラムの建て付け（組み立ての仕方）に拠るところが大きいものの、概して当初設定コスト（リーガル・コスト：弁護士費用その他）が 15・30 百万円前後、その後の毎年更新時のリーガル・コストが 5・10 百万円前後かかる。このほか、格付け関連費用も必要である。

なお、弁護士はご存知のとおり、かかった時間によりチャージされるので、何か特殊な事象に対応せざるをえなくなったようなときには、思いの外に弁護士費用が嵩むこともありえる。

（１）《コスト面の一般的な試算》

EMTN の設定には、プログラムの建て付けによって異なるが、設定時にかかる初期費用と、設定した後に毎年かかる維持費用がある。

（標準的な EMTN の設定時）

弁護士費用（発行体、ディーラー、財務代理人（FA：Fiscal Agent）、ロンドン等の証券取引所上場、目論見書（OC）印刷代、会計監査（コンフォートレターの作成を含む）、財務代理人（FA）への期初費用（不要の場合もある）など、20 百万円～30 百万円程度。

（期中費用：プログラム更新時）

弁護士費用（発行体、ディーラー）、ロンドン等証券取引所上場、目論見書印刷代、会計監査（コンフォートレターの作成を含む）、財務代理人（FA）など、7 百万円～10 百万円程度。

（格付費用）

プログラム設定時格付け費用 4～5 百万円程度。

毎年のプログラム見直し時 4～5 百万円程度。

このほか毎起債時に、起債額に応じた格付料が課されるケースがある。

上記で明らかなように、MTN プログラム方式では一定のコストが期初及び期中にかかってくるので、コスト対効果がよりはっきり出るようにするためには、MTN 方式のプログラムの標準化・マルチ化を進めることと、各発行体企業グループにおいて、市場調達の集約やクロスボーダー・キャッシュマネジメントを進めるなど、単位当たりの調達コスト・企業グループ全体に滞留する資金コストも含めたトータルな資金コストを低減させるような取り組みも同時に必要となる。

<http://www.nira.or.jp/past/pubj/pdf/08cashmreport.pdf>

なお、EMTN プログラム方式に寄らず、個別方式でユーロ債を公募で発行する場合には、日系発行体の場合、現在までのところでは英国法準拠を前提とする必要があり、一回の発行につき、英国側の弁護士費用だけで約 10 万ポンド（14・20 百万円）の支払いが、発行の都度必要になる。大型の公募債では発行コストの一部として割り切ってしまうことも可能であろうが、継続反復的な発行を行う場合には、個別発行の費用は無視できないものとなる。

たとえば、1・2 年に一回の割合で公募債を発行することが想定される場合や、国内債では発行できない仕組み債を断続的に発行することが想定される場合には、EMTN プログラム方式は十分採算に合うと考えられる。

具体的には、国内公募債とのコスト比較でいえば、例えば、AA 格の事業会社が国内普通社債 5 年債を発行するケースと比較すると EMTN で合計 150 億円から 200 億円の起債が設定後 2 年以内にされれば、ブレイクイーブンと考えられる。

ここで、第 2 フェーズの調査で犬飼がシンガポールにおいて入手した、シンガポール・リスティングの、シンガポールドル建て MTN プログラムの費用の概算を下記に示す。

(2) 《シンガポール・リスティングの場合の発行諸費用概算》

上段：一般民間企業の場合

下段：アジアの公的金融機関（プログラム・アマウント 20 億ドル、Reg S 付）の場合

（単位：USD'1000）

ドキュメンテーションに係る費用	シンガポールドル債		シンガポールドル建て MTN プログラム費用				
			プログラムのセットアップ		プログラムからの起債		プログラムのアップデート (基本は一年ごと)
	アップフロント	年間	アップフロント	アップフロント	年間	アップフロント	年間
発行体サイド弁護士	30-45	-	30-45 As agreed	7-11 As agreed	-	7-11 As agreed	-
引受人・アレンジャー サイド弁護士	50-75	-	60-75 130-150	7-11 25-35	-	7-11 40-50	-
トラスティー弁護士			0 20	0			
財務・支払代理人	5	5	10 2	-	5 4	-	-
シンガポール 証券取引所リスト	18	-	18 17	-	-		-
リスティング・エージェ	-(引受人)	-	-(引受人(アレ	-(引受人(アレ	-	-(引受人(アレンジャ	-

ント	(アレンジ ー)弁護士 費用に含 まれる)		ンジャー)弁護士 費用に含ま れる)	ンジャー)弁護士 費用に含ま れる)		ー)弁護士費用に含 まれる)	
印刷費用	6	—	6 5	—	— 3以 下	6 3-5	—
上段の合計	109-149	5	124-154	14-22	5	20-28	0

(3) 《本邦発行体の MTN 発行準拠法の問題》

なお、EMTN プログラムの設定時費用に占める弁護士費用に関しても、日本国籍の発行体の場合に比べ、英国法準拠によらず自国法を準拠法とする外国の発行体の場合には、日本の発行体より、現地の弁護士への弁護士費用の支払いが少ないケースもかなりあると考えられる。

今後、日本国内において関連の法制度の見直しが実現すれば、全体として弁護士費用の節約も可能になる可能性がある。(詳しくは「VIII. MTN の法的側面 1. 準拠法の役割」参照)

なお、米国国内の投資家（プロ・アマ）を含む全世界の投資家をターゲットとするプログラムを設定する場合には、数十万ドル単位の費用が追加で掛かることになる。

4. 日系企業の調達スタイル

欧米の発行体の場合は、MTN プログラムからシンジケート・ディール・スタイルで所謂（いわゆる）世界中に広がる機関投資家等向けに公募債を出すことが可能なため、プログラム設営に係る費用は容易に回収しやすいものの、一方、本邦企業ないし日系発行体の場合には、継続反復的に世界各地での自動車販売金融のための資金調達がそれぞれの通貨で必要になるような自動車会社などごく一部の例外を除いて、海外現地法人等が比較的小額なファンディング・ニーズを満たすために、限りのある特定投資家をターゲットに私募債を出すケースが太宗を占める。

従って、日系発行体サイドにあっては、設営・更新コストを意識したファンディング・コスト・ターゲットをディーラー各社に示すことが多く、ただでさえ日本物クレジットには本邦投資家対比ではスプレッド・プレミアムを要求しがちな欧州の機関投資家層の目線とのギャップが、さらに広がる一方となっているところである。

但し、最近[2008年]では TMCC（トヨタモータークレジットコーポレーション）やアメリカン・ホンダに代表されるように、サブプライム問題の影響で、ユーロ市場以外の、例えば米国内の資金調達コストも上昇したことから、流動性確保の観点から、米国市場のみに依存するのではなくユーロ債市場やアジアの国の国内市場等である程度纏まった金額を、

有る程度のコストを払ってでも調達しようという動きが、日系企業グループの発行体の中にも見られるようになってきた。

5. 日系企業にとっての MTN プログラムの将来

日系企業全般にもいえることであるが、日本企業の本体が EMTN プログラムを使わない理由の一つには、これまでは外貨建てのファンディングがほとんど必要なかったことが挙げられる。

近年日本企業で公募の大型外債を出したことがあるところは、東京電力、NTT、東日本旅客鉄道等の、国を代表する大型企業に限られる。

しかし、今後、海外での事業投資機会の増大や M&A 機会の増大に伴い、繋ぎ資金のパーマネント・ファイナンスの一部を EMTN プログラムからの外貨建債券発行で賄うことは可能性として考えられることから、方向性としては少し明るい部分も見えるといえるのではないだろうか。

少なくとも従来のように、我国企業グループにおける、自己資金や国内銀行借入のみに依存した国内間接金融偏重の調達は、中長期的には、財務の柔軟性の維持及び流動性確保の向上の観点からは当然見直されるべきものと考えられる。市場調達ソースの分散・確保の観点からも、国内及び海外の各国通貨建ての市場性資金の効率的調達ツールとしての MTN プログラム (EMTN プログラムのみならずアジア MTN プログラム) が、将来注目されるものと考えられる。

6. 投資家等にもメリットのある MTN の価格形成が必要

発行体サイドに望まれることは、2008 年秋のリーマンショックに象徴される世界金融危機の後の世界的な債券の発行流通市場の状況の急変の経験を踏まえて、「適正な市場価格がどこにあるか」を絶えず考えることであるといえよう。

中長期的な資金調達ソースの分散や流動性確保の向上のためにも、MTN プログラムを持つことには意味があるのであり、そして、少なくとも限界的な MTN 発行コストを国内公募債並みに引き上げることができれば、もう少し幅広に投資家を探す努力を、我国のディーラーも行うであろうと考えられる。

従って、その結果、案件成約の機会が増すものと考えられる。

プログラム活用のメリットは、発行体だけで独占しようとするのではなく、投資家、ディーラーにもその一部を還元するような行動が、結局は、市場全体を厚く大きくしていく原動力となりえると考えられるし、今後のアジア圏内での資本蓄積がさらに進んでいったときに、日本以外のアジアの投資家層の育成にも資するものと思われる。

7. MTN の発行までのプロセスに関わる当事者

最後に、EMTN プログラム設営後、実際の発行に至るプロセスに関わる発行体と投資家

以外の当事者についてみてみたい。

主な関係当事者は、プログラム・ディーラーならびに財務代理人 (FA) (Agent) の 2 者である。設営、更新時にはこれにプログラム・アレンジャー、弁護士・会計士、ならびにリスティングの審査人である UKLA としての FSA (ロンドンリスティングの場合)、それに格付け機関が加わることとなる。

プログラム・ディーラーは、発行体と Dealer Agreement という契約を結び、そこに謳われているプロセスを、実際にプログラムから発行される債券の引受を行う際に踏むことが要請される。

実際には、債券発行の条件が決まれば、その後のドキュメンテーションは標準化が進んでおり、比較的シンプルかつ分かりやすい。

発行条件の詳細を記したプライシング・サプリメントを作成の上、ディーラー・コンファメーションと共に発行体に送付し、確認のサインをもらう。

ディーラーは、同時に Agent に発行の連絡を行い、それを受けた Agent は、ベルギーのユーロクリアもしくはルクセンブルグのクリアストリーム (旧セデル) 等に対して、ディーラーからの入金確認とともに、テンポラリー・グローバル・ノートの発行の指示を行う。

Agent の行う業務は、発行体とは Agency Agreement という契約を結び、それに基き行うものである。Agent は期中のクーポン支払い、償還時の元本支払い業務も兼ねて行う。

(研究会有志・犬飼 重仁)

IV. 国内社債・MTN 市場の課題－機動性確保の必要性

1. 国内 MTN の課題－社債発行登録制度上の障害と解決策

以下の論考は、筆者が事務局長を務める日本資本市場協議会、及びアジア資本市場協議会/早稲田大学 GCOE の場において検討し、金融庁等に要望した事項等を中心に、筆者の責任において論点を再構成したものである。

(1) 我国の発行登録制度の改善

我国の発行登録制度(*)は、米国で 1983 年に導入された一括登録制度 (Shelf registration) を参考にして、1988 年の証券取引法改正で創設された、比較的新しい制度であり、現在は証券取引法を引き継いだ金融商品取引法と内閣府令によって規整されている。

(*) 発行登録制度とは、一定の適格要件 (1 年間以上継続開示、上場企業であること、一定額以上の証券の売買金額・時価総額、指定格付の取得など) を満たしている発行会社が、あらかじめ、一定期間内 (1 年又は 2 年) に予定している社債等有価証券の募集または売出しについて、発行予定有価証券の種類等、効力発生日、発行登録番号、発行予定期間 (一年)、累積発行限度額 (発行予定額) の内容などが記載された発行登録書を総理大臣 (各地の財務局) に提出していれば、当該有価証券の募集又は売出しの都度の届出 (有価証券届出書の提出) を必要としないで、発行条件等のみを記載した発行登録追補書類を提出することによって、直ちに当該有価証券の売付けを行うことが可能となる制度である。

このように、発行登録制度は、有価証券の発行者の企業情報等が有価証券報告書等の継続開示を通じて提供され、周知性が十分に認められる者が、機動的な公募の資金調達を行うことができるようにするための仕組みであり、個別の有価証券届出書に代わる発行開示制度の一部をなすものである。

(2) 国内 MTN－本格的な国内 MTN プログラムの導入

また、現行の我国における国内 MTN といわれるものは、発行登録制度の下、そのいわば例外的なバリエーションとして、開示府令に基づき設けられているものであり、欧米の MTN、特に欧州の EMTN とはまったく異なった存在である。

国内 MTN は、通常の普通社債の発行登録書よりも、あらかじめ詳細な記載 (新規発行社債にかかわる証券情報や社債の引受者情報など) を発行登録書上で行っておくことで、その代わりに、実際の発行時点での追補書類の内容を簡素化できるとの利点が存在するが、その効果は限定的であり、発行体企業にとっては、発行の機動性や業務量の削減が実現す

る見込みが無く、魅力を感じることができなかつたため、市場も全く発達していない。事実上、存在しないに等しいとあってよい。

この制度は、発行登録制度の創設に続く登録制度の一部の見直し（微修正）をもって、かつて、「国内 MTN の創設」との宣伝がなされたこともあるが、国内の社債発行登録制度にもとづくそのバリエーションとしての国内 MTN と、本来の趣旨の MTN プログラムとは、現状、まったく異なるものである。

ただし、2006 年施行の新会社法により、プログラム・アマウントの概念を用いた「CP プログラム発行」が可能となったのみならず、同じくプログラム・アマウントの概念を使った、待望の本格的な「MTN（ミディアムターム・ノート）プログラム発行」に、会社法制上の観点からは道が開かれた。（上記「Ⅱ. 1 プログラム・アマウントとは何か」参照）

ただし、前述のように、金融商品取引法上の発行登録実務にプログラム・アマウントの使用が可能となるなど、発行登録制度を使いやすくするための制度的調整が 2008 年の年末から 2009 年にかけて一部動きだしており、その動きを今後もさらに促進させる必要がある。

従って、我国の次の課題としては、発行登録制度の改善及び登録実務等とのさらなる調整を行うことで、日本国内の公社債市場にも、欧米市場と同様、効率的なプログラム発行を可能とする公社債発行制度（今度こそ真の意味で本格的な国内 MTN プログラム）を導入することであるといえる。

2. 国内の自主規制ルール等の見直しによる社債発行可能期間拡大の必要性

国内の現行の継続開示審査等が、国内公募債の起債発行可能期間（通称：起債ウインドウ）を100営業日強/年程度に狭めている。

（1）国内公募債起債スケジュールの制約要因

① 市場環境等

- ・ 年末年始、盆、期末、連休
- ・ 重要経済指標発表、国債入札、政治イベントなど
- ・ 発行会社の決算発表等のイベント

② 金融商品取引法

- ・ 発行登録の効力停止
（有価証券報告書、四半期報告書、臨時報告書の提出に伴う効力停止）

③ マーケティング期間等

- ・ 一般的にはソフトヒアリングから条件決定まで5営業日前後を要する
- ・ 条件決定から払い込みまでは中3営業日以上が原則。なお、決算発表及び有価証券報告書及び四半期報告書提出を、条件決定日と払込日の間に行わないのが市場慣

行。

- ・ 引受審査手続（発行会社と引受会社のやりとり、コンフォートレターの作成等）
- 発行登録企業は、有価証券報告書及び四半期報告書の提出後に、継続開示審査を実施（1～2週間程度）。継続開示審査終了までは条件決定が出来ない。

上記の要因により、国内公募債を発行できる起債ウィンドウは限定され、公募債発行の機動性を制約するとともに、社債発行の一時期への集中を招いている。

（２）国内公募社債の起債ウィンドウのイメージ

（発行会社が3月決算の場合）



市場環境による制約は、必ずしもわが国独自のものではないし、引受審査手続の短縮など実務の見直しにより対処すべきものもある。しかしながら、抜本的には決算短信と四半期報告の関係の整理など、国内の自主規制ルール等の見直しによる社債発行可能期間の拡大が必要である。

なお、以上は、国内公募社債発行に係る起債スケジュールの制約要因であり、私募債の場合には、金融商品取引法の開示規制の適用はなく、かつマーケティング期間等についても弾力的・機動的な対応が可能である。

わが国の「公募」社債の消化先は適格機関投資家がかなりの部分を占める実態に鑑みれば、私募債活用も一つの解決策たりうるはずである。しかしながら、実際には私募債投資に制約がある、ないし抵抗がある機関投資家が多いため、現在の私募債は解決策としては機能しないと思われる。EMTNに匹敵する機動性と投資家の厚みをもつ本格的な国内MTNプログラム導入が待たれる所以である。

（安藤 毅）

3. 本格的な国内 MTN プログラム導入に向けた提言

本格的な国内 MTN プログラムの導入に向けての、現行の発行登録制度の問題点・障害及び解決策について以下に述べる。すなわち、国内債の MTN プログラム方式による、発行を含めた発行登録制度のレベルアップ（今般の法改正で、MTN プログラム方式による発行登録制度が可能となるが、それに加え、既存の発行登録制度を更に改善すること等）に関して、早期に実現が必要である。なお、本件に関する本質的な提言である「X V. 東証リスティングを前提とするプロ市場活性化提言（追加）」を併せて参照頂きたい。

- プログラムの定義についての提案（2009年3月に提案の一部実現済み）

CP プログラムとMTN プログラムの定義を、次のように区分し、広く市場関係者間で共有することを、提案する。

- ・ CP プログラム = 「あらかじめ設定したプログラム・アマウントのもとで、期間1年未満の割引短期社債の発行を可能とするプログラム」とする。

- ・ MTN プログラム = 「あらかじめ設定したプログラム・アマウントのもとで、期間の制約なく、期間1年未満の割引短期社債発行以外の社債発行を可能とするプログラム」とする。

- ・ プログラム・アマウント = 同一プログラムのもとで発行された一連の証券類についての「未償還残高の最大限度額」を意味する。

以下は、日本資本市場協議会が行った金融庁への要望事項である。なお、これらのうち、プログラム・アマウント方式による発行登録が2009年の法改正で可能となった。

- 現行の我国登録発行制度における要改善事項

- (A) プログラム・アマウントに合わせた開示様式の変更・追加（プログラム・アマウントによる場合の対応）

新会社法では取締役決定の委任をできる事項が明確化され、プログラム・アマウント（未償還残高の最大限度額）の設定も可能になったが、現行の発行登録制度では「効力期間中の発行予定額の総額」を記載しなければならず、「プログラム・アマウント」による場合には従来の開示様式が対応していなかった。よって、現行様式に加え、注記等により選択肢を設けて、プログラム・アマウント方式により発行登録書を提出することも可能とすべきである。（2009年の法改正で手当てされた）

具体的な要改善事項

- (a) 発行登録制度を、「発行予定額方式＝公募債累積方式」のみならず「公募債・私募債合計の未償還残高の最大限度額方式＝プログラム・アマウント方式」が可能となるよう

に追加すること。

(b) 未償還残高の状況は、発行の有無に関わらず四半期報告書の提出にあわせて提出される訂正発行登録書において開示すること（残高は、証券保管振替機構（保振）のホームページの「銘柄公示情報」から確認することが可能）。

(c) 私募により発行する場合には、発行登録追補書類は提出を要しないが、上記の未償還残高の変更に伴う発行時の訂正発行登録書の提出も要しないこととすること（公募債の場合は、従来通り財務局へ発行登録追補書類を提出。提出時の未償還残高の状況をあわせて開示する）。

(B) 開示書類の簡素化・省略

(既存の制度を利用した場合も含めた要改善事項)

現行の発行登録書に添付する書類等には一部重複感があることから、金融商品取引法の施行に伴う投資家保護の強化に特段の影響がない範囲において、手続きの合理化の一環として、提出資料の簡略化・省略化が必要である。

(C) 私募債の開示手続きの多様化

金融商品取引法の施行に伴う投資家保護強化の趣旨を踏まえつつ、海外のMTN プログラムと同様の機動的な発行制度（本格的国内MTN プログラム）を我国に導入するためには、日本証券業協会における私募債に係る開示手続きの多様化が必要となると考えられる。

具体的な要改善事項

投資家に交付する商品内容説明書は、発行登録書に社債の主な内容が開示されている場合には発行登録書に加え、**pricing supplement**（発行登録における追補書類に相当）のような発行条件及び私募とするために必要な要件（転売制限等）を記載した書類を投資家へ交付する。すなわち、私募用の交付書類の様式を別途定めることとする。なお、上記の場合においても、発行登録書に記載したプログラム・アマウント残高には加算する。

(D) 発行体プログラム単位のベースでの「プロ」・「アマ」区分の実施

2007年9月末には金融商品取引法が施行され、投資家のみならず発行体においても、いわゆる「プロ」・「アマ」区分の導入が必要とされることとなった。

これを受けて、金融機関における実務負担の増加等も予想されるが、電子CP並びに社債のプログラム発行（いわゆる国内MTN）が可能となった場合には、個別の銘柄ごとに「プロ」・「アマ」区分を行う方法ではなく、発行体のプログラム単位のベースで「プロ」・「アマ」区分の確認を可能とし、その方法を採用することで、発行体において利便性の向上が期待されるのみならず金融機関においても実務負担の軽減等が図られることとなり、双方がメリットを享受できることとなる。

(犬飼 重仁)

V. MTN のリスティングとは何か、リスティング先の選定とは何か？

(本稿の意見にかかる部分は筆者の個人的見解であり所属する団体組織とは一切関係ない)

1. ユーロ債市場における EMTN プログラムリスティングの意義

米国市場が基本的に SEC の規則によって運営されているのに対し、ユーロ債市場における債券など証券の発行体のディスクロージャーは、基本的に各証券取引所の上場（リスティング）規則によって行われてきた。（ただし、現状では、英国も EU も、取引所は、公的規制に服している）

米国においては、証券の公募をするために当該証券は SEC に登録する必要があるが、必ずしも証券取引所にリストする必要はない。それに対して、ユーロ債市場においては、米国 SEC に該当するような EU 全域をカバーする証券規制機関はまだ存在せず、ロンドンやルクセンブルグのような各証券取引所と、自主規制団体としての ICMA（国際資本市場協会）がその機能の一部を担ってきた。

こういった背景もあり、EU 各国では機関投資家やファンドのポートフォリオにおける資産配分において、非上場の証券に対する投資が制限されている場合が多い。特に長期の ALM が必要な生命保険会社に対しては厳しくポートフォリオに制限が課されており、その結果非上場証券への投資が大幅に制限されているケースが多い。

各国の規制によって異なるものの、EU においては、保険会社、年金、投資信託において、非上場証券を含む一定の資産が総資産に占める割合を 10%以内に規制している場合が多い。

EU の投資信託指令（UCITS 指令：Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities Directive）においては、非上場証券が含まれる「その他証券」に対する投資は総資産の 10%以内に規制されている。

各機関投資家は、上記の規制にかかわらず、当該上限まで非上場証券等を保有することはほとんどなく、各国の規制よりもさらに厳しく制限（自主規制）しており、その結果、非上場証券への投資は限定的である。英国の機関投資家に対する規制は比較的緩やかであるが、機関投資家自身、クライアントからの指示により、実際は非上場証券への投資が制限されているケースが多い。

なお、実際の債券の売買は証券取引所ではなく、ほとんどが証券会社との相対（OTC: Over The Counter）で取引されており、リスト（上場）物と非リスト（非上場）証券との間に明確な流動性の差があるわけではない。ただ、上記のように非上場になると投資できる投資家層が少なくなるため、結果として当該証券の流動性が低下する可能性がある。

2. 日系発行体の MTN プログラムの MTN のリスト先

日系発行体の MTN プログラムは、ほとんどがその MTN をリスト（69/73）しており、一部はシンガポール（SGX）（5/69）であるが、その約半数近くが、ロンドン（22/69）またはルクセンブルグ（10/69）のメインマーケット（合計 32/69）に上場し、また 2005 年に

新設されたロンドン PSM (16/69) とルクセンブルグ MTF (17/69) を合わせた EU 規制免除市場には約半数 (33/69) がリストしている。

なお、2007年と2008年の過去2年間の間に、これらのプログラムから実際にどれだけ発行実績があったのかをみると、下の図が示すように、全体で23のプログラムに発行実績があったにとどまる。

3. 稼働中の日系プログラムのリスト先

実際、日系のリストされたプログラム69のうち、現在プログラムとして稼働している（有効である）と考えられる46の日系企業・団体のMTNプログラムでは、33（うちロンドンメインとの重複上場1あり）が新設のPSMかMTF、ないしSGXを利用している（それぞれ13、15、5が稼働）。

一方、EUの取引所において株式の上場を維持しEU指令の枠内での開示を継続する企業の場合には、引き続きロンドン及びルクセンブルグ証券取引所のEU規制市場（メイン・マーケット）でのMTNプログラムリスティングを選択しているが、メイン・マーケットにリスト中の32のプログラムのうちで稼働中のプログラムは14であり、それほど多くない（うち、ロンドン・メイン・マーケットリスティング中10、ルクセンブルグ・メイン・マーケットリスティング中4）。

《日系MTNプログラム Listing先別の内訳》				
(C一般事業会社/B民間金融機関/ Fファイナンスカンパニー/G政府系金融機関)				
Listing先	プログラム数の合計 (C/B/F/G)	07年・08年発行実績 有 (C/B/F/G)	稼働中 (C/B/F/G)	不稼働 (C/B/F/G)
London Main	22 (C17/B5/F0/G0)	5 (C4/B1/F0/G0)	10 (C7/B3/F0/G0)	12 (C10/B2/F0/G0)
Lux Main	10 (C6/B4/F0/G0)	2 (C1/B1/F0/G0)	4 (C1/B3/F0/G0)	6 (C5/B1/F0/G0)
London-PSM	16 (うち重複1) (C13/B1/F1/G1)	6 (C3/B1/F1/G1)	13 (うち重複1) (C10/B1/F1/G1)	3 (C3/B0/F0/G0)
Lux-Euro MTF	17 (C7/B8/F2/G0)	7 (C3/B3/F1/G0)	15 (C5/B8/F2/G0)	2 (C2/B0/F0/G0)
Singapore SGX	5 (うち重複1) (C2/B3/F0/G0)	0 (C0/B0/F0/G0)	5 (うち重複1) (C2/B3/F0/G0)	0 (C0/B0/F0/G0)
Unlisted	4 (C1/B2/F1/G0)	3 (C1/B1/F1/G0)	4 (C1/B2/F1/G0)	0 (C0/B0/F0/G0)
Total (重複差引後)	73 (C45/B23/F4/G1)	23 (C12/B7/F3/G1)	50 (C25/B20/F4/G1)	23 (C20/B3/F0/G0)

07/08 Updated+プログラム入手可能+私募発行実績 = 稼働中とみなす

EU では非リスト証券への投資が制限されている機関投資家も多数いるため、EMTN プログラムの上場、さらに EU 域内でのリスティングが一般的である。

日系発行体の MTN は、EU の機関投資家ではなく、小型のリバース・インクワイアリー（個別の投資家等や証券会社からの MTN 投資サイドの具体的な需要情報に基づいた発行）な

どに基づく、日本の国内投資家への販売が主流である。

ただ、プログラムとしてはユーロ市場でのシンディケート団を組成した公募形式の大型起債（Euro market public issue）にも対応可能とした方が望ましいことと、日本国内の投資家においても MTN プログラムがリスティングしていることがそれぞれの機関投資家の投資適格性の要件となっているケースがあることから、リスティングするのが一般的である。

なお、特に国内投資家をターゲットとしている場合、プログラム設定時に MTN のリスティングを前提としておく必要があっても、投資家側の要件としては必ずしも個々の債券は上場されている必要はなく、その結果、このような国内投資家を対象とした小型のリバース・インクワイアリーによる発行の場合は、個々の債券はリスティングされていないケース（Euro market private placement）が多い。

4. EU 指令の影響とリスト先の選定

EU 指令の内、目論見書指令が 2005 年 6 月に施行された。これは、従来は各国毎に異なる規制に基づき、公募または上場（リスティング）が行われる国毎に異なる目論見書を作成する必要があったものを、1 種類の目論見書で EU 域内すべてにおいて公募または上場（リスティング）を可能にすることを目的としている。

目論見書指令においては、EU 域内で使用される目論見書における財務情報の比較可能性を高めるため、国際会計基準によって作成された財務諸表を記載することを求めている。

非EU企業に関しては、当該企業が採用している会計基準が国際会計基準と同等と見なされる場合には当該会計基準に基づく財務諸表を記載することも可能である。

欧州委員会は、2007年8月の「東京合意」（*）の内容がASBJ（企業会計基準委員会）によって履行されることを条件として、日本の企業会計基準が国際会計基準と同等であると判断する報告書を公表している。

（（*）「東京合意」について：2005年からASBJとIASBはコンバージェンスプロジェクトを開始したが、その後、2007年8月、2011年6月までに日本基準とIFRSとの差異を解消する等を内容とする「東京合意」を公表した。なお、欧州連合(EU)の欧州委員会は、2008年12月12日、会計基準の同等性評価の最終決定を行い、日本の会計基準については米国会計基準と並び、EUにおいて採用されている国際会計基準と同等であると発表した）

2005年以降、EU指令による国際会計基準適用の懸念をうけ、株式を上場している本邦企業においては、EUの証券取引所からの上場廃止が相次いだ。

社債の場合は、額面が50,000ユーロ相当以上の場合、国際会計基準による財務諸表を作成する必要がないものの、当時、EU指令全般に対する追加負担の懸念が非EUの発行体において生じた。

このような状況をうけ、EU各国の取引所の中には、EU指令の規制外の市場を創設する動きがでてきた。

5. Exchange Regulated Market

ロンドン証券取引所においては、PSM (Professional Securities Market)、ルクセンブルグ証券取引所においてはEuro MTF (Multilateral Trading Facilities) が、各々2005年7月に新たに開設された。

これらの市場は、リスティング・ステータスを保ちながら、EU指令による規制を直接受けず、(Listed but Unregulatedの) 取引所によって規制される市場 (Exchange Regulated Market) であることが特色である。

6. 目論見書指令と透明性義務指令について

目論見書指令 (Prospectus Directive, PD) 発効にともなう目論見書の開示情報について

・目論見書の開示内容については、当初、各証券取引所の審査官の対応等により不透明な部分も残っていたが、2005年7月のEU ディレクティブ施行以降2年程度の間にはほぼ固まった。

・開示情報の増加要因としては、主に①リスクファクター、②会計基準の差異説明 (ギャップサマリー) 等があった。

①については、全ての発行体に必ず必要で、有価証券報告書を英訳して国内外で情報開示を一元化している会社もある。②については、開示に加えて、会計士からのコンフォートレターの取得という問題を含んでいたが、会計士がコンフォートレターを出したのは数例にとどまっており、コンフォートを出してもらえなかった企業は、発行体自らがcertificate を作成・提出して対応した。

・従来、ギャップサマリーが必要とされていたロンドンのメイン・マーケットのホールセール・レジームに関し、2006年秋以降、ギャップサマリーは不要となった。

・開示情報の減少要因としては、①キャップテーブル、②財務諸表の記載がある。①については今後一切不要、②については「incorporate by reference」とすれば記載が不要。

透明性義務指令 (Transparency Obligations Directive, TOD) の回避について

・5万ユーロのしほりを選択してロンドンのメイン・マーケットのホールセール・レジームに上場することにより、2009年以降も透明性指令の適用は回避される。

7. 国際会計基準 (IFRS) の我国への適用について

国際会計基準 (IFRS) の我国への適用について (2009年1月に示された方向性の要約と補足)

・金融庁は、2009年1月28日の企業会計審議会において、IFRSとの差異縮小の従来方針を転換し、IFRSを自国の会計制度として適用する(アドプション)方向性を打ち出した。

具体的には、「具体的な IASCF のガバナンス改革の状況や欧米等の国際的な動向を見極めた上で、米国が、IFRS 適用を2011年までに、段階を踏んで強制適用の時期を決め、2014年から2016年の間に米国基準から国際会計基準にスイッチする見通しであることを踏まえて、我国でも、その判断の時期について2012年を目途とすることとし、IFRSの将来的な強制適用の展望を示し、IFRS適用の前提となる課題に着実に取り組みつつ、我国企業に対

して、2010年3月期の年度の財務諸表から任意でIFRSの適用を認める」という考え方を示したもの。

・豪州、シンガポール、香港、カナダ、韓国等は、既にIFRSを自国基準として採用することを決定済み。

(考えられるインパクト)

・IFRSはプリンシパルベースの会計であり、従来の日本の会計基準の運用と相当異なるため、小手先の対応では済まないと考えられる。

・国際間で企業の比較可能性が高まるので、→ 我国の税務上の比較劣位が白日のもとにさらされないか？

→ 国際資本市場でのファイナンスに際して、IFRS基準を全て満たしているのに、コンフォートレターにNegative Assuranceがないままでは、「日本のIFRSは、日本版としてカーブアウトされているので、本来のIFRSとは全く異なるのではないか」という疑義を、国際的に生じさせないか？——等の疑問を払拭する必要が生じるのではないか。

8. MTN リスティング先の違いについて

EMTNプログラムについては、開示規制等への対応で、よりリスティング維持の負担の大きいといわれてきたロンドンやルクセンブルグのメイン・マーケットを避けて、PSMやMTFにリスティングしていても、実際の債券の発行・販売に際しては何の支障もないというのが、専門のプロの引受け業者の共通した見方である。

発行体企業が、リスティング維持の負担がより大きいといわれてきたロンドンのメイン・マーケットを維持していることの意義がどの程度のものなのか、その評価は難しい。

ただ、メイン・マーケットを維持するために、手間と費用を惜しまず、より充実した開示への努力を惜しまないとの我国企業グループの姿勢を「一流の証明」と評価する識者や市場の専門家も存在することは確かである。

9. MTN のシンガポール・リスティングについて

なお、シンガポール証券取引所(SGX)については、英国の有力ビジネス法務事務所と、提携先のシンガポールの有力法務事務所が、2005年以降、主としてエクイティがらみの債券(新株予約権付社債や劣後債)や、それらを含む各種債券発行用のEMTNプログラムにほぼ特化する形で、そのプログラムから発行されるMTNのリスティング手続きの柔軟性と簡便性をメリットとして、SGXの利用を推進してきたとの実績が確認されている。

シンガポールでは、SGX及びシンガポールの市場関係者によって、以下の図で示すように、シンガポールにおける自主ルール(Singapore practice)が、IPMAのリコメンデーション(ICMAの自主規制ルール)と対比する形で示されている。(下記)

そこでは、より柔軟な開示ルール(Singapore practice)が策定されており、たとえば、コンフォートレターの策定が不要とされるなど、簡素な手続きが可能となっている。

なお、このような対応が可能となったのは、EMTNプログラムであっても、シンガポールではEU指令と英国FSAによる規制の影響を受けず、また欧州と同じ業者であっても、アジア域内の地場の業者はIPMAのリコメンデーション(ICMAの自主規制ルール)を直

接順守する義務がない点を捉えたことによると考えられる。

10. IPMA Recommendations と Singapore practice との比較

Margaret Chin, Partner, Financial Services, Allen & Gledhill, 24 October 2007

www.siba.org.sg/NOV2007/Current%20New%20Issue%20Practice%20in%20Singapore%20A&G%202007.10.22.ppt

	IPMA recommendations	Singapore practice
Recommendations Applicable to Issues of Debt Instruments Section 1	The Recommendations in Section One apply to all issues of debt securities, including syndicated issues under medium term note and debt issuance programmes, lead managed by one or more ICMA members with cross border distribution, including asset and mortgage-backed issues, structured issues and, to the extent relevant, sole lead managed issues.	
Recommendation 1.15	The following should be included as conditions to closing (unless managers have been notified, before they are required to agree to become managers, that they will not be): 1. legal opinions 2. comfort letters 3. certificate of the issuer	
	1. The delivery to the Lead Manager of relevant and appropriate opinions from legal counsel (for example, from the country of incorporation of the issuer and guarantor, if any, and the country whose laws govern the notes to be issued) confirming (amongst others) that the securities to be issued are valid and binding rights and that the contracts relating to the issue and the rights of the managers under them are valid and binding.	Consistent.
	2. The delivery to the Lead Manager of appropriate comfort letter(s) from the auditors to the issuer (and any guarantors) dated the signing and closing date and addressed to the managers.	Limited to selected foreign issuers raising funds in the Singapore debt markets. Possible reasons: - cost may be prohibitive

		<ul style="list-style-type: none"> - no investor expectation - liability of auditors may be limited to a multiple of the fees paid to them
	<p>3. where the issue is under a debt programme, a certificate signed by a director or other equivalent senior officer of the issuer (and any guarantor) to the following effect: “The Information Memorandum (and any supplements) contain all material information relating to the assets and liabilities, financial position, profits and losses of the issuer and guarantor (if any) and nothing has happened or is expected to happen which would require the attached documents to be supplemented or updated.”</p>	<p>No certificate is issued. Instead, Dealers rely on representation relating to the Information Memorandum.</p>
<p><u>Recommendations and Guidance Notes</u> <u>Applicable to</u> <u>Medium Term Note Programmes</u> (Section Four)</p>	<p>The Recommendations and Guidance Notes apply to all medium term note programmes and debt issuance programmes, including asset backed and covered bond programmes, and regardless of the name used to describe the programme, where provision is made for debt instruments to be distributed or placed in the international capital markets.</p> <p>ICMA Members acting as arranger for a medium term note programme will be presumed – unless and to the extent the dealers are informed to the contrary in writing – to be applying IPMA Recommendations to the programme.</p>	
<p>Execution of Agreements and Content of Programme Documentation Recommendation 4.1</p>	<p>1. The arranger of a MTN programme should send to each dealer for review and comment the latest drafts of the prospectus and documents to be signed by the dealers, for receipt not later than ten full business days prior to the deadline for comments to be received (in the case of a new programme) and seven full business days (in the case of an amendment to or annual update of an existing programme).</p> <p>2. The dealers are entitled to review and comment on all material agreements, the comfort letter(s), legal opinion(s) and other conditions precedent when a programme is being</p>	<p>Not usual for additional dealers to be appointed at establishment of the programme. If dealers are appointed subsequent to the establishment, it is usually the issuer who liaises with the dealers.</p> <p>Dealers have the opportunity to review full programme documentation and</p>

	<p>established or renewed. There should be at least five full business days between the deadline for comments to be received and the signing date for the programme.</p>	<p>conditions precedent.</p>
	<p>3. Programme documentation should include the forms of pricing supplement and/or final terms and subscription agreement to be used for drawdowns.</p>	<p>Consistent.</p>
<p>Conditions Precedent Recommendation 4.2</p>	<p>The following should be delivered in connection with the establishment of a medium term note programme:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. <u>an appropriate comfort letter</u> 2. <u>relevant opinions</u> <p>The comfort letter(s) and legal opinion(s) should also be provided not less frequently than on any annual update of the programme and on the occasion of any material amendment to the programme and be reviewed by external counsel.</p> <p>Legal opinions issued in connection with an annual update or material amendment to a programme should cover all relevant contracts, including those associated with the annual update or amendment, not just the original programme contracts.</p>	<p>Conclusion is the same as standalone bond issues in the case of an establishment of a MTN programme.</p> <p><u>However, in the case of any update, no comfort letters nor legal opinions are issued.</u></p>
<p>Reprinting and Up-dating Prospectus Related Recommendation 1.14</p>	<p>Where the issue is to be made under a Debt Programme, if the prospectus for the issue is dated earlier than one year from the date of the signing of the issue, it is recommended that the prospectus be reprinted and up-dated.</p>	<p>Updating of Information Memorandum done on an ad-hoc basis. No existing practice to update programme documentation.</p> <p>Intervention by regulator?</p>
<p>Distribution of Programme Documentation/Relationship between Arrangers and Dealers Recommendation 4.6 Recommendation 4.8</p>	<p>Recommendation 4.6</p> <p>This Recommendation applies when programmes are established, updated or amended by arrangers in their capacity as arranger of the programme.</p> <p>Arrangers are expected to distribute to the dealers without delay conformed and/or original copies of the relevant documents and other conditions precedent.</p>	<p>Arrangers usually not involved in distribution of documents. Not much interaction between arranger and dealers and enquiries from dealers are directed back to the issuer.</p>

	<p>Recommendation 4.8</p> <p>The arranger is responsible for sending documents to the dealers in a form which is likely to be acceptable to them.</p> <p>If a particular point has been heavily negotiated with the issuer, the arranger should tell the dealers this and explain the reasons.</p>	
<p>Authorisation of Notes and Guarantees issued under Medium Term Note Programmes Guidance Note 5</p>	<p>When a medium term note programme is established, updated or amended, care should be taken to avoid the need for a new, specific authorisation at board (or similar) level to be given at the time of each individual tranche of notes. The need for such authorisation is usually inconsistent with the relatively short timetable for such issues.</p> <p>Where such board level authorisation is required for each individual tranche of notes, the fact should be noted in the prospectus.</p>	<p>Consistent.</p>
<p>Force Majeure</p>	<p>IPMA recommends using Clause 1 or Clause 2. Any material variation to, or the non-use of, either Clause should be promptly disclosed.</p>	<p>Closer to Clause 2.</p> <p>Key features:</p> <ul style="list-style-type: none"> · opinion of Lead Manager; · change in national or international financial, political or economic conditions; and · likely to prejudice materially the success of the offering and distribution of the securities or dealings in securities in the secondary market.
<p>Standard Form Arrangement and Comfort Letter</p>	<p>1. Applicable for standalone straight debt issues.</p> <p>2. Form agreed between ICMA and UK accounting firms – Deloitte & Touche, Ernst & Young, KPMG and</p>	

	<p>PricewaterhouseCoopers.</p> <p>3. UK accounting firms will use reasonable efforts to persuade their international network to use these standard forms outside the UK and US, recognising that parties will need to have regard for local laws and professional requirements and market practice.</p> <p>4. Arrangement letter</p> <ul style="list-style-type: none"> · addressed to issuer, its directors, lead managers and managers · scope of work · further terms and conditions may be attached <p>5. Comfort Letter</p> <ul style="list-style-type: none"> · accurate extraction or derivation of financial information shown in the information memorandum from the issuer's financial statements or certain specified sources · read the capitalisation table and confirm that the shareholders' funds, borrowings and contingent liabilities have been accurately extracted · compared amounts on items to be agreed (such as turnover, profit, shareholders' funds, long-term debt) prepared by issuer's management with the audited accounts/management accounts, re-compute ratios provided and confirm that the figures are in agreement and the ratios are correctly calculated · read minutes of meetings of the board since the date of the issuer's last published annual financial statements and unaudited management accounts to identify those matters which might impact on figures/ratios provided by management · report findings and confirm that apart from such findings, nothing has come to their attention that 	
--	--	--

	<p>caused them to believe that there are any changes in financial position (period from latest audited financial statements to latest management accounts), for instance, any decrease in shareholders' funds or increase in liabilities or decrease in profits</p> <ul style="list-style-type: none"> · read the schedule of contingent liabilities prepared by issuer and disclose any which have been omitted · consent to their names and relevant reports to be included in the information memorandum 	
<p>Due Diligence Guidance Note 4 (Section Eight)</p>	<ul style="list-style-type: none"> · Lead Managers should consider carefully the appropriate level of the diligence to be performed in the context of each issue · It is impossible to prescribe whether or what due diligence procedures would be appropriate in the circumstances of each issue, and procedures will vary greatly from time to time 	<ul style="list-style-type: none"> · Documentation centred. Very customised provisions. Mostly loanstyle provisions · Level of disclosure <ul style="list-style-type: none"> - reasonable level of disclosure - some risks and investment considerations · Information Memorandum is confirmed at a verification meeting attended by management and/or some directors of the issuer · Verification notes are distributed and signed off

(研究会有志・犬飼重仁)

VI. アジア主要国の政府系金融機関 MTN プログラム利用の現状

- (1) 韓国と中国の主要な政府系金融機関の MTN プログラム
- (2) 日本政策投資銀行のユーロ MTN プログラム

上記の項目に関しては、一覧表の形で現況を示すこととする。

1. 日本・中国・韓国の輸銀・開銀の MTN プログラム等資金調達関連比較

次のページに示した日本・中国・韓国も輸銀・開銀 6 行の MTN プログラムなど資金調達関連比較表からわかることは以下のとおりである。

- MTN プログラムを有していないのは JBIC のみ。他の 5 行はユーロ MTN を有している。
- 中韓輸開銀と DBJ5 行はユーロ MTN 発行実績あり。
- 韓国輸開銀はユーロ MTN プログラムを積極活用。中国輸開銀は、最近発行実績なし(昔はあったが、現在は国内または香港での発行のみで、ユーロ市場での発行は止まった)。
- 民営化を検討中の中国輸開銀、韓国開銀の 3 行は国内 MTN につきアンダーライター資格あり。引受実績もあり。
- 民営化(含む検討)がないのは、日韓の輸銀のみ。なお、金融危機・経済危機の影響で民営化(含む検討)の見直しも行われている。
- 韓国輸銀は、MTN プログラムは発行を容易にするためのツール (Financial Tool) であり、Legal な根拠は有していないと説明 (JBIC と同様)。
- 韓国金融監督院は、2009 年 2 月に施行された資本市場統合法の下、今後の国内 MTN プログラム発展に前向き。

日本・中国・韓国の輸銀・開銀の MTN プログラムなど資金調達関連比較表

	日本・中国・韓国の輸銀			日本・中国・韓国の開銀		
名称	国際協力銀行 (JBIC)	中国輸出入銀行 (China Exim Bank)	韓国輸出入銀行 (EIBK)(KEXIM)	株式会社日本政 策投資銀行 (DBJ)	中国国家開発銀 行 (CDB)	韓国産業銀行 (KDB)
設立	1950, 1999, 2008	1994	1976	1947, 1951, 1999, 2008	1994	1954
ユーロ MTN	なし。	かつて発行し たが、最近発行 実績なし。 香港で 07 年 8 月 20 億人民元 発行実績あり。	あり。積極活用。 07 年 1 月から 08 年 5 月で 23 本。 期間は 1～5 年 で最大 1 本 1 億 ドル。通貨は USD,BRL,JPY, GBP。	08 年 8 月 14 日設 定。(1000 億円)。 発行実績あり。	かつて発行した が最近発行実績 なし。香港で 07 年 8 月 50 億人民 元発行実績あ り。	あり。積極活用。 07 年 1 月から 08 年 5 月で 18 本。 期間は 1～5 年 で最大 1 本 1.9 億 ドル。 通貨は USD,BRL,JPY,G BP。
国内 MTN	なし。	MTN プログ ラムなく、金融 債を発行。 (MTN プロ グラムは有力 非金融国有企 業が、08 年 4 月より利用) アンダーライ ター資格あり。	なし。韓国では、 国内 MTN 自体 が、現在運営して いない。一括登録 制度のみ存在す る。 アンダーライタ ー資格なし。	なし。	MTN プログラム なく、金融債を発 行。(MTN プロ グラムは有力国 有企業が 08 年 4 月より利用) アンダーライタ ー資格あり。 とりわけアンダ ーライティング に注力中。	なし。但しアンダ ーライター資格 あり引受多数。 韓国は国内 MTN プログラム登録 を中断中。但し韓 国金融監督院は MTN 発展に前向 き。
民営化	なし。なお、 ODA は新 JICA に一本化。 現在の JBIC は 08 年 10 月 1 日 以降、株式会社 政策金融公庫の 国際部門	検討中	なし。ODA 業務 もあるが、ODA 業務に MTN 調 達は利用せず。	08 年 10 月 1 日民 営化。DBJ は 2013 年～15 年を 目途に政府保有 株式の全てを処 分し、完全民営化 する予定。	検討中	政府決定済み、国 会審議中

(出所) 2008 年 11 月 17 日から 21 日の北京・ソウル出張のヒアリング等をもとに、工藤克典氏によって作成された図

表を一部修正。

2. 日本の政府系金融機関 6 種類の資金調達関連条文比較

対象：日本の政府系金融機関（新 JBIC 旧 JBIC・新 DBJ 旧 DBJ・新公庫旧公庫）6 種類

次のページに示した日本の政府系金融機関（JBIC 輸銀・DBJ 開銀）資金関連条文比較表からわかることは以下のとおりである。

- (1) 旧法では JBIC も DBJ も中小公庫も公法上の法人。
- (2) 新法では JBIC は株式会社日本政策金融公庫の一部門(国際部門)。
- (3) 新法では DBJ も株式会社。
- (4) JBIC も DBJ も公庫も旧法と新法で資金調達関連条文に基本的には変更なし。
- (5) 日本政策金融公庫法上の JBIC の資金調達条文は、国内金融業務の資金調達条文とは別に定められている。
- (6) 新法では「社債」であるが、旧法では国際協力銀行債券(中小企業債券)である。
- (7) DBJ 新法では、銀行債券の発行のみならず、借入金についても毎事業年度の開始前に基本方針を作成し、財務大臣の認可を受けなければならないことになっている。
(2009.10.15 付、平成 22 年度概算要求では、21 年度当初計画と同額の 6,500 億円を要求)
- (8) DBJ 新法の資金調達根拠法は「財務及び会計」の章ではなく、「業務等」の章の中にある。
- (9) DBJ 新法の債券には社債と日本政策銀行債(金融債)が並行して存在する(DBJ と共に 2008.10.1 に民営化された商工中金も制度上金融債を有し発行してきているが、調達方法多様化の観点からそれに合わせたという見方もできよう。なお、DBJ は 2008 年 10 月新発足後、社債の発行のみで金融債の発行実績はない)。JBIC および公庫の新法は社債に統一。
- (10) なお、いずれの根拠法も MTN プログラムの活用には触れていない。

日本の政府系金融機関(新 JBIC 旧 JBIC・新 DBJ 旧 DBJ・新公庫旧公庫)資金関連条文比較

		JBIC (輸銀) (日本政策金融公庫・国際協力銀行)	DBJ (開銀) (日本政策投資銀行)	公庫 (日本政策金融公庫/中 小企業金融公庫)	備考
新法 (2008年)	根拠法	株式会社日本政策金融公庫法 第50条	株式会社日本政策投資銀行法 第13条	株式会社日本政策金融公庫法 第49条	日本政策金融公庫法 第48条
10月1日より の適用)	条文	<p>第4章 財務及び会計(国際協力銀行業務の借入金及び社債)</p> <p>第50条 公庫が第41条第6号に掲げる業務を行うために必要な資金の財源に充てるために行う資金の借入れは、銀行その他の金融機関から行う短期借入金又は第48条第1項の規定による政府の資金の貸付にかかる借入れに限るものとする。</p> <p>2. 公庫は、毎事業年度、政令で定めるところにより、第41条第6号に掲げる業務を行うために行う社債の発行に係る基本方針を作成し、主務大臣の認可を受けなければならない。これを変更しようとするときも、同様とする。</p> <p>3. 公庫は、前項に規定する社債を発行したときは、政令で定めるところにより、遅滞なく、その旨を主務大臣に届け出なければならない。</p>	<p>第2章 業務等(社債、日本政策銀行債及び借入金)</p> <p>第13条 会社は、毎事業年度の開始前に、財務省令で定めるところにより、社債(日本政策銀行債を除く。)及び日本政策銀行債の発行並びに借入金(弁済期限が1年をこえるものに限る)の借入れについて、発行及び借入れの金額、社債及び日本政策銀行債並びに借入金の表示通貨その他の社債及び日本政策投資銀行債の発行並びに借入金の借入れに係る基本方針を作成し、財務大臣の認可を受けなければならない。これを変更しようとするときも、同様とする。</p> <p>2. 会社は社債若しくは日本政策投資銀行債を発行したとき、又は借入金の借入れをしたときは、財務省令で定めるところにより、その旨を遅滞なく財務大臣に届け出なければならない。</p>	<p>第4章 財務及び会計 (国内金融業務等の借入金及び社債)</p> <p>第49条 公庫が国内金融業務(信用保険等業務を除く。)及び危機対応円滑化業務を行うために必要な資金の財源に充てるために行う資金の借入れは、特定短期借入金の借入れ又は前条第1項の規定による資金の貸付に係る借入れに限るものとする。</p> <p>4. 公庫は、信用危険等業務を行うために必要な資金の財源に充てるため、社債を発行してはならない。</p> <p>5. 公庫は、国内金融業務及び危機対応円滑化業務を行うために必要な資金の財源に充てるため、第1項に規定する政府の資金の貸付</p>	<p>第4章財務及び会計(政府の貸付け)</p> <p>第48条 政府は、公庫に対して資金の貸付けをすることができる。</p> <p>2. 政府は、前項の規定による資金の貸付のうち、公庫が国内金融業務及び危機対応円滑化業務を行うために必要な資金の財源に充てるものを行う場合にあつては、利息を免除し、又は通常の条件より公庫に有利な条件を付することができる。</p>

				けに係る借入れを行おうとし、又は社債を発行しようとするときは、主務大臣の認可を受けなければならない。	る。
旧法 (廃止)	根拠法	国際協力銀行法第45条	日本政策投資銀行法第42条及び第43条	中小企業金融公庫法第25条及び第25条の2	
2008年9月まで	条文	<p>第4章 財務及び会計(借入金及び国際協力銀行債券)</p> <p>第45条 国際協力銀行は、その業務を行うために必要な資金の財源に充てるため、政府もしくは銀行その他の金融機関から資金の借入をし、又は国際協力銀行債券を発行することができる。</p> <p>6. 国際協力銀行は、毎事業年度、政令で定めるところにより、第1項の規定による銀行債券の発行に係る基本方針を作成し、財務大臣の認可を受けなければならない。これを変更しようとするときも、同様とする。</p> <p>7. 国際協力銀行は、第1項の規定により銀行債券を発行したときは、政令で定めるところにより、遅滞なく、その旨を財務大臣に届け出なければならない。</p>	<p>第4章 財務及び会計(資金の借入等)</p> <p>第42条 日本政策投資銀行は、第20条第1項に規定する業務を行うため必要な資金の財源に充てるため、政府から借入金をすることができる。</p> <p>2. 前項に定めるもののほか、日本政策投資銀行は、資金繰りのため必要がある場合その他財務省令で定める場合には、銀行その他の金融機関から短期借入金をすることができる。</p> <p>(日本政策投資銀行債券の発行)</p> <p>第43条 日本政策投資銀行は、第20条第1項に規定する業務を行うため必要な資金の財源に充てるため、日本政策投資銀行債券を発行することができる。</p> <p>2. 日本政策投資銀行は、毎事業年度、政令で定めるところに</p>	<p>第4章 会計</p> <p>第25条 公庫は、主務大臣の認可を受けて、第19条第1項に規定する業務を行うために必要な資金の財源に充てるため、政府から資金の借入れをすることができる。</p> <p>2. 政府は、公庫に対して資金の貸付をすることができる。</p> <p>第25条の2 公庫は、主務大臣の認可を受けて、第19条第1項に規定する業務を行うために必要な資金の財源に充てるため、中小企業債券を発行することができる。(旧国民金融公庫法もほぼ同じ)</p>	

			<p>より、前項の規定による銀行債券の発行に係る基本方針(発行金額、銀行債券の表示通貨、発行市場その他の銀行債券の発行に係る方針をいう。)を作成し、財務大臣の認可を受けなければならない。これを変更しようとするときも、同様とする。</p> <p>3. 日本政策投資銀行は、第1項の規定により銀行債券を発行したときは、政令で定めるところにより、その旨を遅滞なく財務大臣に届け出なければならない。</p>		
注			<p>DBJ の外債は、以前は財投機関債。今は社債である。現状、明確な政府保証なしの前提。</p>	<p>公庫法は、新法も旧法も同じ書き振りとなっている。</p> <p>また、借入と社債の発行が一体になった書き振りになっている。</p>	<p>日本政策金融公庫法第48条は、国内金融業務と国際協力銀行業務に共通。</p>

(注) 工藤克典氏作成。

3. 日中韓輸開銀の業容比較（参考表示）

2009/2/6, 2009/2/17(追記)

	JBIC (2008.9)		China Exim Bank(2007.12)		EIBK (KEXIM) (2007.12)		【参考】 KFW (2007.12) (独)	
設立年	1950, 1999, 2008		1994		1976		1948	
格付(長期)	Moody's/Aaa S&P/AA R&I/AAA JCR/AAA		Moody's/A1 S&P/A+		Moody's/Aa3 S&P/A R&I/A+		Moody's/Aaa S&P/AAA	
総資産	単体 202,124億円 (国際金融 91,304 / ODA 110,821)		単体 378,741百万RMB × 13.08 ⇒ 49,539億円		単体 23,639bn won ÷ 15 ⇒ 15,760億円	他にEDCF2,124bn won ÷ 15 ⇒ 1,415億円	連結 354 bn euros × 118.62 ⇒ 419,915億円	
純資産	97,902億円 (国際金融 18,358 / ODA 79,544)		9,100百万RMB × 13.08 ⇒ 1,190億円		4,936bn won ÷ 15 ⇒ 3,291億円		15 bn euros × 118.62 ⇒ 17,793億円	
貸付残高	63,112億円(含出資) (2008.12)		321,055百万RMB × 13.08 ⇒ 41,994億円		20,099bn won ÷ 15 ⇒ 13,440億円	他にEDCF1,498bn won ÷ 15 ⇒ 999億円	306 bn euros × 118.62 ⇒ 362,977億円	
保証残高	14,775億円(2008.12)		(注1) 15.75 bn USD × 90 ⇒ 14,175億円		32,004bn won ÷ 15 ⇒ 21,336億円		6 bn euros × 118.62 ⇒ 7,117億円	
借入残高	65,563億円		36,294百万RMB × 13.08 ⇒ 4,747億円		1,948bn won ÷ 15 ⇒ 1,299億円		40 bn euros × 118.62 ⇒ 47,448億円	
債券	22,096億円		267,371百万RMB × 13.08 ⇒ 34,972億円		15,464bn won ÷ 15 ⇒ 10,309億円		260 bn euros × 118.62 ⇒ 308,412億円	
	DBJ (2008.9)		CDB (2007.12)		KDB (2007.12)		【参考】 EDG (2007.12) (加)	
設立年	1947, 1951, 1999, 2008		1994		1954		1989	
格付(長期)	Moody's/Aaa S&P/AA- R&I/AA JCR/AAA		Moody's/A1 S&P/A+ R&I/A+		Moody's/Aa3 S&P/A R&I/A+		Moody's/Aaa	
総資産	連結 122,895億円		連結 2,894,657百万RMB × 13.08 ⇒ 378,621億円		単体 122,616bn won ÷ 15 ⇒ 81,744億円		連結 23,089 百万 C\$ × 75.36 ⇒ 17,399億円	
純資産	20,329億円		349,365百万RMB × 13.08 ⇒ 45,697億円		18,587bn won ÷ 15 ⇒ 12,391億円		6,024 百万 C\$ × 75.36 ⇒ 4,540億円	
貸付残高	112,642億円 他に有価証券5,580億円		2,244,591百万RMB × 13.08 ⇒ 293,593億円		57,032bn won ÷ 15 ⇒ 38,021億円	他に有価証券53,989bn won ÷ 15 ⇒ 35,993億円	18,519 百万 C\$ × 75.36 ⇒ 13,956億円	
保証残高	761億円(2004.9)		SMEs Guarantee Systemを創設するプランあり		NA		(含保険) 20,576 百万 C\$ × 75.36 ⇒ 15,506億円	
借入残高	66,015億円		51,275百万RMB × 13.08 ⇒ 6,706億円		28,038bn won ÷ 15 ⇒ 18,692億円		1,482 百万 C\$ × 75.36 ⇒ 1,117億円	
債券	33,748億円		2,425,383百万RMB × 13.08 ⇒ 317,240億円		56,295bn won ÷ 15 ⇒ 37,530億円		15,583 百万 C\$ × 75.36 ⇒ 11,743億円	

EDCFは韓国政府から委託を受けたODA勘定

(注1) China Exim の保証残高(International Guarantee)には、Stand-by letter of Credit 等を含む。
(注2) 換算レート 2009/2/5 TTS使用。但し、KFW/EDGは、2009/2/16 TTS使用。
(出所)各機関ホームページ、Annual Report他より

(注) 工藤克典氏作成

日本の輸開銀の資金調達は借入が主で債券は3ないし4割にすぎないが、中韓の輸開銀は独のKFW同様債券発行調達が主である。

なお、中国の輸開銀は、現在は国内の債券発行のみであるのみ対し、韓国の輸開銀は海外での債券発行がメインである。

KFWは、かつて独国内での債券発行が中心であったが、現在は日本を含め世界の主要マーケットで発行している。

4. 日中韓輸開銀の今回の金融危機・経済危機対応

日中韓輸開銀の金融危機対応への役割比較

2009/3/24

	JBIC	China Exim	KEXIM	【参考】各国中銀
施策	<ul style="list-style-type: none"> 貿易金融支援イニシアティブ10億ドル (IFC/ADBとの協調) 環境支援投資イニシアティブ50億ドル 途上国銀行資本増強ファンド (IFCと、20億ドル) 自動車会社等の海外事業向け融資 アジア途上国のマーケットアクセスへの信用補完 	<ul style="list-style-type: none"> 米中両輸銀による貿易金融ファシリティ創設 計200億ドルのうち、米輸銀120億ドル、中国輸銀80億ドル 政策性銀行3行(China Exim、CDB、農業発展銀行)に、2008年、計1,000億元の融資枠を追加 先進的な技術・製品輸入のための低利融資の活用 	<ul style="list-style-type: none"> 商業手形の再割引 国内の銀行への外貨流動性供給 	<ul style="list-style-type: none"> 【日本】- 日本銀行 <ul style="list-style-type: none"> 利下げ (0.5% → 0.3% → 0.1%) 銀行向け劣後ローン (2009.3.18 検討開始) 長期国債買入れ増額 (年21.8兆円、月1.8兆円ベース)
資金調達	<ul style="list-style-type: none"> 財政投融資追加 (弾力条項) 外貨準備からの借入 (2009.3.19 27億ドル/2009.3.24 25億ドル 計52億ドル) 	n.a.	外貨準備の活用	<ul style="list-style-type: none"> 【中国】- 中国人民銀行 <ul style="list-style-type: none"> 利下げ(人民元貸出基準金利[一年物]は7.47% → 5.31%) 2008年11月より貸出総量規制の撤廃
施策	<ul style="list-style-type: none"> 出資2,000億円 低利融資 CP買取 	<ul style="list-style-type: none"> 2008年12月11日、株式会社化 正式名称はCDB Corporation 政府の景気対策に応じ、インフラ整備、農業、中小企業、国際業務に重点 政策性銀行3行に、2008年、計1,000億元の融資枠を追加 	<ul style="list-style-type: none"> 貿易金融のための流動性供給 債券市場安定化ファンドに2兆ウォンを提出 中小企業支援 	<ul style="list-style-type: none"> 【韓国】- 韓国銀行 <ul style="list-style-type: none"> 利下げ (5.25% → 2.0%)
資金調達	<ul style="list-style-type: none"> 財政投融資追加 日本政策金融公庫(危機対応円滑化業務)を通じての、財政投融資からの調達 政府追加出資(検討中) 	n.a.	政府追加出資	

(出所) 日中韓政府報道資料、日経新聞、各機関HP、IR資料(2009.2.27 KEXIM/KDB)等
(注) 工藤克典 / 関根栄一 作成

日韓の輸開銀は、今回の金融危機・経済危機に対し、財政当局・中央銀行とともに大きな役割を果たしている。財政当局は減税・公共支出は自ら行えるが、政策金融支援は輸開銀の機能を活用せざるを得ないのである。特に日韓の輸開銀は外貨の調達原資として「外貨準備」の活用 (JBIC は借入) を行うことが注目される。

また、2009年3月8日に財務省よりアセアンプラス3財務大臣会合の直後に発表されたインドネシア政府による日本での国債発行にJBICが保証することも、ABMIも一環とも言え、注目される。

なお、中国の輸開銀についても2008.11.5の中国の景気対策、2008.12.3の金融による経済促進の九措置を踏まえた2008.12.8の当面の金融による経済発展促進に関する若干の意見(いわゆる金融三十条意見)の1.基本方針にあるとおり、大きな役割を果たすことになるが、そのホームページ(英文版)からは詳細不明である。

また、アジア各国輸開銀間の金融危機対応連携(2008年10月30日シドニー宣言)も注目される。

(犬飼 重仁)

5. まとめ

- (1) JBIC/DBJ（日本の輸開銀）の資金調達は借入主体なるも、財投機関債スタートにより、債券発行も増えてきている。
- (2) 中韓の輸開銀の資金調達は、債券が主体で借入は少ない。但し、2008年12月期は金融危機の影響もあり借入残高急増。
- (3) MTNプログラムを有するのはJBICを除く5機関なるも、今まで積極的に活用しているのは韓国の輸開銀（中国輸開銀の主たる資金調達ソースは国内金融債であるが、国内MTNプログラムの活用ではない、中国の金融機関は制度上国内MTNプログラムを利用できない）。但し、中国輸開銀もかつてユーロ市場でMTNプログラムの利用実績あり。DBJは2008年9月以降ユーロ市場で利用実績を積み上げている。
- (4) 日中韓輸銀は、潤沢な外貨準備の活用も（特に金融危機の際には）有力な資金調達手段になりうる。
- (5) MTNプログラムの積極活用(KEXIM, KDB)と民営化は関係がない。KDBは民営化するがKEXIMは民営化の計画はない。

6. 中国国内の MTN 市場

i. はじめに

2008 年 4 月、中国人民銀行（中央銀行）は、国内の社債市場に「中期手形」⁴を導入した。同手形は中国国内では中国版 MTN（ミディアム・ターム・ノート）と呼ばれている。MTN とは、スキームや使用通貨等について多様な形態での発行を規定した 1 つのプログラム（MTN プログラム）に基づいて発行される債券である。また、MTN プログラムとは、社債発行により資金調達を予定している発行体が、あらかじめディーラー数社と MTN 発行に関する基本契約を締結しておき、起債関係人との関係を包括的に定めておくことにより、発行限度枠で個別の債券を随時発行できるようにした契約である。

中国版 MTN は、中国国内の発行体による国内債券市場での人民元建て債券ではあるが、MTN 及び同プログラムの考え方を取り入れたものである。すなわち、これまで金融当局が直接かつ厳格にコントロールしてきた社債発行の枠組みを緩和し、中国の国内企業の債券発行を通じた資金調達が支援するとともに、中国の債券市場の発展を促そうとするものである。

中国版 MTN は、2008 年 4 月の導入後、金融当局による金融引締め（貸出総量規制等）効果を削がないよう、同年 7 月～9 月の 3 ヶ月間、新規の発行が止められていたが、同年 10 月 6 日から発行枠消化の再開と新規の発行登録が始まった。

ii. 中国版 MTN 登場以前の社債市場

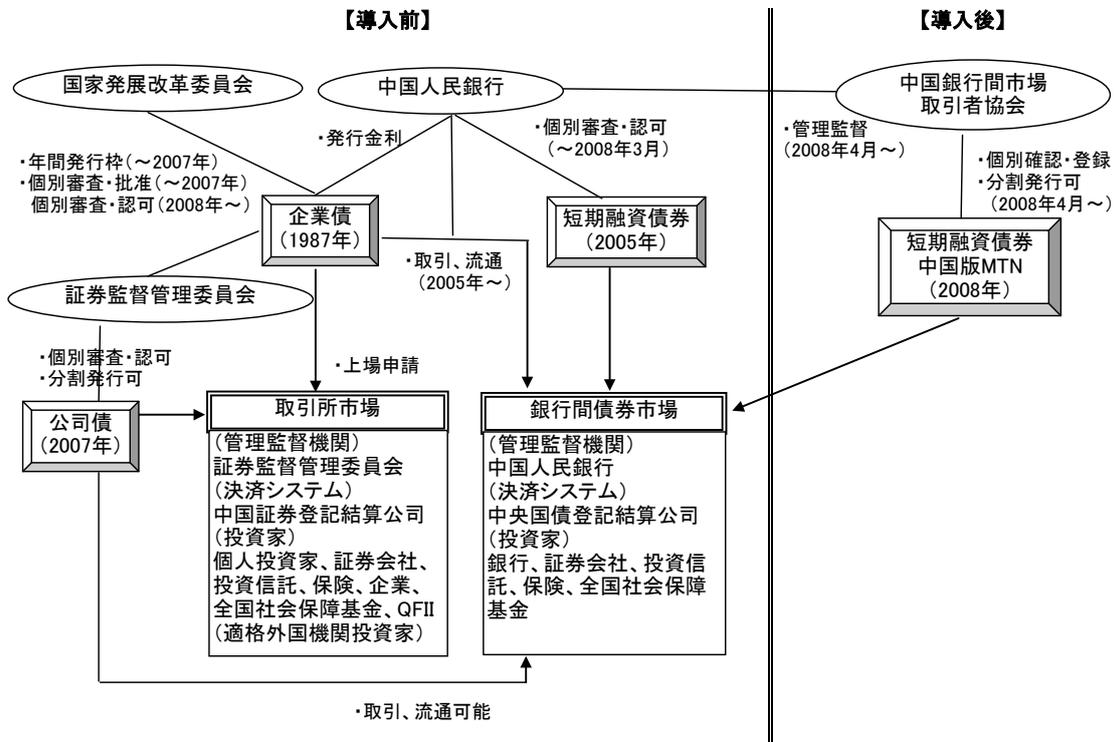
① 企業債

中国では、1987 年に国務院（内閣）によって「企業債券管理暫定条例」が制定され、企業による社債の発行基準が初めて明示された。その後、1993 年には国務院によって同条例が改正され「企業債券管理条例」（以下、条例）が制定された（図表 1）。条例で、企業債は、国内で法人格を有する企業が公開發行する債券と定義されているが、実際は国の産業政策に沿った形で資金を企業に配分するためのものであり、その発行の仕組みは、国家發展改革委員会（旧国家計画委員会・旧国家發展計画委員会）や中国人民銀行、証券監督管理委員会（以下、証監会）といった複数の官庁により直接かつ厳格にコントロールされてきた。

しかしながら、このような割当制の下では、企業が柔軟に債券を発行することが難しく、中国の社債市場の発展の促進という目標を達成することも難しいことから、関係部門は長年にわたり企業債券管理条例の改定を検討してきた。この結果、先ずは国家發展改革委員会が関連規定を公布する形で改革が進められた。具体的には、2007 年 3 月 19 日に「2007 年第一次企業債発行規模と発行審査認可に関する問題についての通知」を公布し、次に 2008 年 1 月 2 日に「企業債市場の發展促進、発行審査手続きの簡素化に関する事項についての通知」を公布し、企業債の発行の仕組みに比べ、従来よりも柔軟な措置が取り入れられた。

⁴ 中国語では「中期票據」と呼ばれる。

図表 1 中国版 MTN 導入前後の社債発行認可手続き



(注) 債券流通市場としては、取引所市場、銀行間債券市場が主であるが、他に店頭取引も存在する。
 (出所) 野村資本市場研究所編 (2007) 『中国証券市場大全』日本経済新聞出版社、国家発展改革委員会、証券監督管理委員会、中国人民銀行より野村資本市場研究所作成

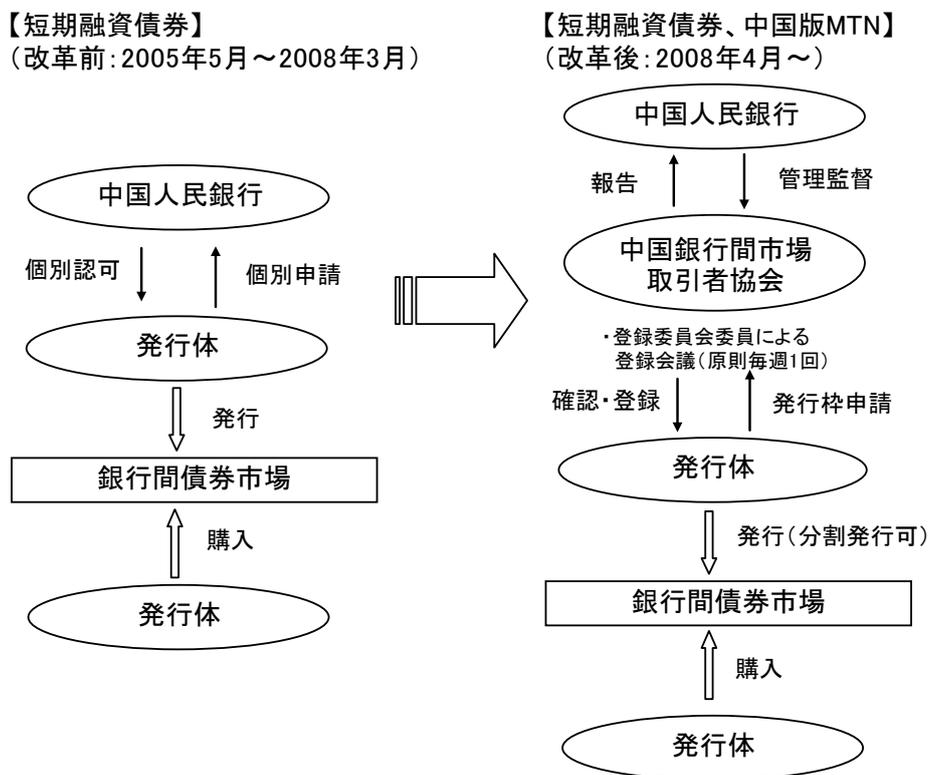
② 公司債

中国では2006年1月1日から施行された新会社法(新公司法)や新証券法の制定を機に、企業債券管理条例に従って発行される企業債とは別に、新会社法や新証券法に基づいて発行される公司債(会社債)を区別して、企業がより社債市場を活用できるような仕組みを構築しようとしてきた。背景としては、中国の企業債には、三峡ダム建設など国家的事業のための資金を調達するために、会社法に規定する会社ではない事業体が発行する債券も含まれており、これを区別することが中国の社債市場の発展にとって重要という認識があったためである。

このような動きの中で、2007年8月14日、証監会は「公司債券発行試行弁法」を公布・施行した(前掲図表1)。同弁法に基づく発行の仕組みに関わるポイントは以下の通りとなっている。第一には、公司債の発行をテストと位置づけ、上海及び深圳の両取引所と海外で上場している中国国内の株式有限会社を対象にしているという点である。第二に、株式発行と同様、保証推薦人(スポンサー)制度を導入し、保証推薦人による審査を前提に、証監会が一元的に発行審査・認可を行うという点である。また、発行後の仕組みとして、債券受託管理人制度と債券保有人会議制度を設けたという点である。第三には、ブックビ

ルディングによる発行価格の決定方法を導入しているという点である。総じて、公司債の発行に市場的な手法を取り入れているというのが特徴と言える。

図表 2 銀行間債券市場での発行体制改革



(出所) 中国人民銀行、中国銀行間市場取引者協会より野村資本市場研究所作成

iii. 中国版 MTN の発行の仕組みと発行状況

① 中国版 MTN 導入までの経緯

1) 短期融資債券の導入

2007 年以降順次発行規制が緩和されてきている企業債にせよ公司債にせよ、一義的には証監会が管轄する取引所市場で流通する中長期の債券であり、また取引所市場は、個人投資家と銀行を除く機関投資家が参加する市場でもある。一方、中国人民銀行が管轄し、銀行も参加する銀行間債券市場では、2005 年 5 月 23 日、中国人民銀行により「短期融資債券管理弁法」が公布され、短期融資債券が新たに導入された(図表 2)。

「短期融資債券」とは、いわゆるコマーシャル・ペーパー(CP)のことで、同弁法では「中国国内に設立された企業が一定期間内に元利金償還を約定する債券で、365 日を超えないもの」と定義された。短期融資債券は、中国人民銀行が審査・認可を行うことで発行され、銀行間債券市場で流通される。発行資格も簡素化されており、発行金利も企業と引受

団との協議によって決められるなど、柔軟な発行の仕組みを導入した。

2) 銀行間債券市場での柔軟な資金調達の実現

2005年に導入された短期融資債券は、柔軟な発行の仕組みが整えられたとはいえ、まだ管理監督機関である中国人民銀行が直接審査認可をしていた。このため、もう一步踏み込んだ発行規制の緩和が行われた。具体的には、2008年4月9日、中国人民銀行は「銀行間債券市場における非金融企業の債務調達手段の管理弁法」(以下、弁法)を定めた。弁法のポイントは以下の通りとなる。第一に、同弁法は、特定の銘柄に限定することなく銀行間債券市場で発行される債券についての原則を明示し、発行資格などのルールは自主規制機関である中国銀行間市場取引者協会(National Association of Financial Market Institutional Investors (NAFMII))が制定することとした点である⁵。第二に、これまでの中国人民銀行による直接認可制から、協会による登録制に移行し、管理監督機関は市場のルールやインフラを整備することに特化することとした点である。弁法の制定により、短期融資債券といったこれまでの特定の銘柄に加え、新たな銘柄も法令を新規に制定したり改正したりすること無く発行することが可能となり、中期手形、すなわち中国版MTNの発行への道も開かれ、2005年時点よりもさらに柔軟な銀行間債券市場での債券発行の仕組みが整えられることとなった(前掲図表1及び図表2)。

図表3 銀行間市場取引者協会による自主規制一覧

公布日	名称
2008年4月15日	銀行間債券市場における非金融企業の債務調達手段に関する発行登録規則
同上	銀行間債券市場における非金融企業の中期手形業務手引き
同上	銀行間債券市場における非金融企業の短期融資債券業務手引き
同上	銀行間債券市場における非金融企業の債務調達手段に関する精査手引き
同上	銀行間債券市場における非金融企業の債務調達手段に関する募集説明書手引き
同上	中国銀行間市場取引者協会会員管理規則
同上	銀行間債券市場における非金融企業の債務調達手段に関する仲介サービス規則
同上	銀行間債券市場における非金融企業の債務調達手段に関する情報開示規則
2008年4月23日	銀行間債券市場におけるマーケットメイク業務手引き
2008年10月10日	銀行間市場における金融派生商品取引に関する内部リスク管理手引き
2007年10月15日	中国銀行間市場における金融派生商品取引契約書(サイン版)
2007年11月20日	中国銀行間市場における金融派生商品取引契約書(2007年版)本文

(出所) 中国銀行間市場取引者協会より野村資本市場研究所作成

② 中国版 MTN の発行の仕組み

1) これまで制定された自主規制

弁法の制定を受け、中国銀行間市場取引者協会は、発行登録規則や精査、募集説明書、情報開示といった一般的なルールに加え、短期融資債券や、中国版 MTN としての中期手形

⁵ 2006年7月21日の中国の主要金融機関による設立準備会合を経て、2007年9月3日、国務院の同意と民生部の批准を経て、全国性の非営利性社会团体法人として設立された。2009年3月6日時点の会員数は755会員で、うち外資系金融機関は36会員が加盟。

といった個別銘柄の発行手続きに関するルールを定めている（図表 3）。

特に一般的なルールの制定は、銀行間債券市場での債券発行業務の標準化を実現し、市場参加者による円滑な債券発行業務の実現に寄与することが期待されている。

2) 具体的な発行登録手続き

弁法に基づく銀行間債券市場での短期融資債券と MTN は、銘柄の定義の違いを除き、標準化された手続きに従って債券の発行を進めることとなる（図表 4）。

個別銘柄については、短期融資債券は「法人格を有する非金融企業が一年以内に元利金償還を約定する債務調達手段」、MTN については「法人格を有する非金融企業が計画に従って分割発行し、一定期間内に元利金償還を約定する有価証券」と定義されている。

MTN のみ定義上分割発行できると明示されているが、実際の運用上は、短期融資債券も含め、登録から 2 年以内の分割発行が可能である。但し、第一回の発行は、登録時から 2 ヶ月以内に行わなければならない。

主要な発行資格としては、短期融資債券、MTN にも共通するが、自主規制で、主幹事が発行体の精査の際行うべき内容を例示している（発行資格、歴史沿革、株主構成と支配株主・実質株主の状況、コーポレートガバナンス、情報開示能力、経営範囲と主要業務の状況、財務状況、信用履歴等）。また、債券の発行体による協会への提出資料として、（1）債務調達手段登録報告、（2）主幹事推薦書と仲介機関のコミットメントレター、（3）企業が発行する債務調達手段の開示資料、（4）企業及び仲介機関による開示資料の真実・正確・完全・適時証明、が自主規制で定められている。発行金利は、弁法で「市場化された方法で確定」と定められており、特に MTN については（公司債と同様）ブックビルディングを通じて決定することもできるようになっている。

3) 登録委員会

MTN の発行の確認（可否）は、原則毎週一回開催される登録会議で行われる。登録会議は、後述の登録委員会委員の中から 5 名が選ばれて開催される。登録会議の最低 2 営業日前までには、協会弁公室から参加するよう選ばれた委員に対して、企業の登録申請書類と（弁公室による）一次評価が送付される。

登録委員会委員は、市場の専門家から構成され、協会会員の推薦を経て、協会常務理事会が審査の上決定する。登録委員会委員のメンバーは公表されており、銀行が 22 行で計 55 名、証券会社が 3 社で計 5 名、保険資産管理会社が 3 社で計 3 名、基金管理会社（運用会社）が 5 社で計 5 名、格付け会社が 4 社で計 8 名、会計事務所が 3 社で計 5 名となっている（合計 40 社、81 名、2008 年 4 月 15 日時点）。委員の平均年齢は 40.8 歳である。

外資系金融機関からは、登録委員会委員に、中国国際金融（モルガン・スタンレー系）、及び中銀国際証券（中銀国際ホールディングス系）から計 3 名（以上、証券会社）、工銀瑞信基金管理（CSFB 系）と交銀施羅德基金管理（シュローダーズ・インベストメントマネジ

メント系)、及び海富通基金管理(フォルトィス系)から計3名(以上、基金管理会社)、

図表4 銀行間債券市場改革と発行条件

	短期融資債券	改革後	短期融資債券	中国版MTN
法的根拠	「短期融資債券管理弁法」	「銀行間債券市場における非金融企業の債務調達手段の管理弁法」	「銀行間債券市場における非金融企業の短期融資債券業務手引き」	「銀行間債券市場における非金融企業の中期手形業務手引き」
制定機関	中国人民銀行	中国人民銀行	中国銀行間市場取引者協会	中国銀行間市場取引者協会
公布日	2005年5月23日	2008年4月9日	2008年4月15日	2008年4月15日
定義	中国国内に設立された企業が一定期間内に元利金償還を約定する債券で、365日を超えないもの	法人格を有する非金融企業が一定期間内に元利金償還を約定する有価証券	法人格を有する非金融企業が一年以内に元利金償還を約定する債務調達手段	法人格を有する非金融企業が計画に従って分割発行し、一定期間内に元利金償還を約定する有価証券
管理監督	中国人民銀行	・中国銀行間市場取引者協会による自主規制 ・中国人民銀行は同協会を管理監督	同左	同左
発行認可、登録	中国人民銀行による審査・認可	銀行間市場取引者協会への登録	同左	同左
主要発行資格	・安定した償還財源を有し、直近の会計年度で黒字 ・流動性が良好で、満期償還能力を具備 ・資金使途は生産経営用に充当 ・直近三年間に違法・違反行為がない ・直近三年間に発行した短期融資債券に元利返済の遅延がない ・健全な内部管理制度と調達資金の募集・返済管理制度を有している	・引受金融機関、格付け会社、会計士、弁護士等専門機関と専門家による精査、執行ルールと職業道德の厳格な遵守、規定と契約の履行義務を明示	・自主規制で、精査の内容を例示(発行資格、歴史沿革、株主構成と支配株主・実質株主の状況、コーポレートガバナンス、情報開示能力、経営範囲と主要業務の状況、財務状況、信用履歴等) ・自主規制で、協会登録委員会への提出資料として、①債務調達手段登録報告、②主幹事推薦書と仲介機関のコミットメントレター、③企業が発行する債務調達手段の開示資料、④企業及び仲介機関による開示資料の真実・正確・完全・適時証明、を明記	同左
発行残高限度	発行済未償還残高は、純資産の40%以下	-	発行済未償還残高は、純資産の40%以下	同左
発行金利	発行金利(発行価格)は、企業と引受団との協議によって確定	市場化された方法で確定	-	ブックビルディングも可能
格付け	中国国内に登録された格付け機関による格付け	中国国内に登録された格付け機関による格付け	企業自体の格付けと発行債券格付けが必要	同左
分割発行	-	-	可能、協会の登録後、第一回を2ヶ月以内に発行、残りは2年以内に発行	同左
引受・販売	引受金融機関の選定は企業が自主的に行う	金融機関による引受・販売	中国人民銀行に登録された金融機関	同左
登録、保管、決済	中央国債登記結算公司	中央国債登記結算公司	同左	同左
流通市場	銀行間債券市場	銀行間債券市場	同左	同左

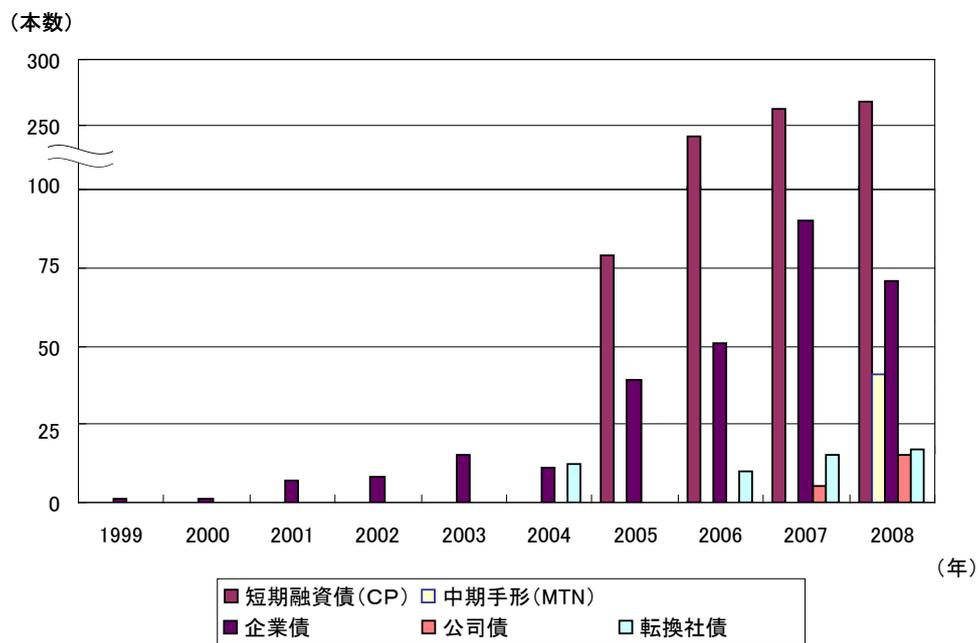
(出所) 野村資本市場研究所編(2007)『中国証券市場大全』日本経済新聞出版社、中国人民銀行、中国銀行間市場取引者協会より野村資本市場研究所作成
合計6名が任命されている。

③ 銀行間債券市場でのMTNの発行状況

1) 年度ベースの発行状況

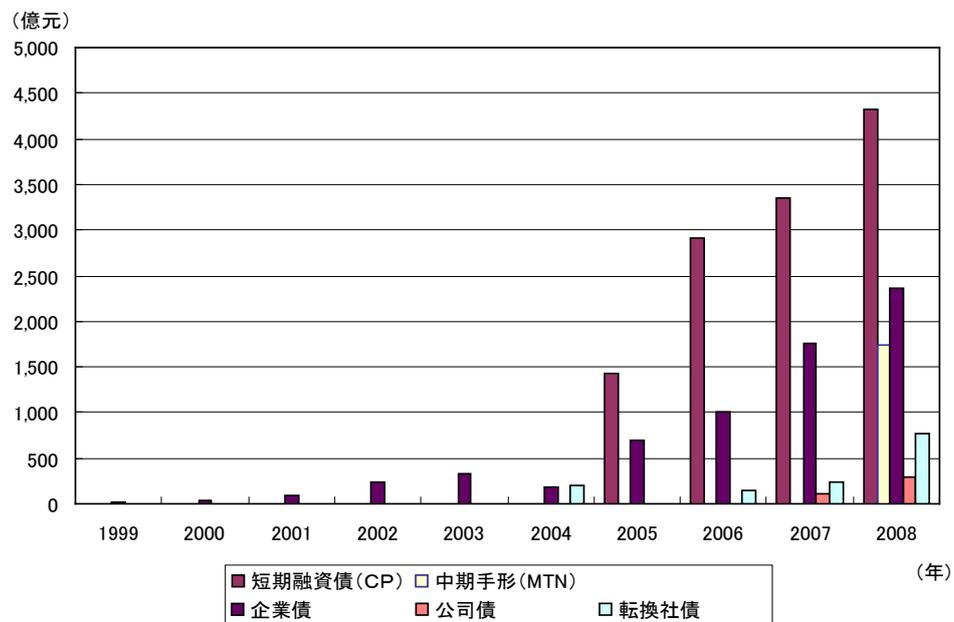
2008年4月に導入されてから、MTNは2008年の合計で41本、1,737億元(約2兆3千億円)が発行された(図表5及び6)。同年の企業債の71本、2,367億元(約3兆1千億円)という発行規模と比べると、金額ベースでMTNは企業債の7割となっているが、発行初年度でかつ一時的に登録が止まっていたことを考えると、導入初年度にしては企業に使われた方と言えよう。ちなみに同年の会社債の発行は15本、288億元(約3,800億円)となっている。

図表 5 社債市場の発行本数（年度）



(出所) Wind 資訊より野村資本市場研究所作成

図表 6 社債市場の発行金額（年度）



(出所) Wind 資訊より野村資本市場研究所作成

中国の金融市場では、景気過熱やインフレ昂進に対する懸念から、2007年10月から銀

行貸出の総量規制が実施され、金利引き下げと共に引き締めが実施され、企業の資金繰りが厳しい状況が続いていた。銀行貸出の総量規制は、2008年8月に中小企業向けが緩和され、同年10月末には全廃された。しかしながら、今度は逆に景気減速の中で銀行の与信態度が悪化しており、2008年10月のMTNの発行再開に当たっては、以下のような原則が中国人民銀行から示されている。一つ目は、大型上場企業のMTN登録を優先する点である。調達資金は、自社株買いに充当することも認めており、株価対策を兼ねていることも分かる。二つ目は、石炭・電力・石油・運輸など国民経済の基礎を支える業界の主要企業のMTN登録を優先する点である。

2008年の企業債、公司債、MTNを合計した社債発行金額は4,392億元（約5兆8千億円）となり、同年のA株IPO・増資（株主割当を含む）による資金調達の3,336億元（約4兆4千億円）を上回っている。なお、短期融資債券も2008年は合計で269本、4,386億元（約5兆8千億円）が発行されており、MTNとともに、企業による銀行間債券市場での債券発行が活発化している様子が見て取れる。2009年に入ってから発行状況は、1~2月の2ヶ月間で、CPが29本、551億元（約7,300億円）、MTNが15本、606億元（約8,000億円）となっている。

2008年のMTNの個別の発行状況を見てみると、業種としては工業、公益事業、エネルギー

図表7 2008年のMTNの発行銘柄

発行者	業種	発行枠取得日	発行日	発行金額 (億元)	表面金利 (%)	期間 (年)	主幹事	格付け	発行・流通市場
中国五礦集团公司	工業	2008年4月15日	2008年4月22日	15	5.3	3	中国光大銀行	AAA	銀行間債券市場
中国交通建設股份有限公司	工業	2008年4月15日	2008年4月22日	25	5.3	3	交通銀行	AAA	銀行間債券市場
中国中化集团公司	工業	2008年4月15日	2008年4月22日	19	5.5	5	中信証券、中信銀行	AAA	銀行間債券市場
中国電信股份有限公司	電信サービス	2008年4月15日	2008年4月22日	100	5.3	3	中国工商银行、中信証券	AAA	銀行間債券市場
中粮集团有限公司	消費サービス	2008年4月15日	2008年4月22日	15	5.3	3	中信銀行、中信証券	AAA	銀行間債券市場
中国核工業集团公司	工業	2008年4月15日	2008年4月22日	18	5.5	5	招商銀行	AAA	銀行間債券市場
中華人民共和國鉄道部	工業	2008年4月15日	2008年4月22日	50	5.08	3	中国建設銀行、中国工商银行	AAA	銀行間債券市場
中華人民共和國鉄道部	工業	2008年4月15日	2008年4月22日	150	5.28	5	中国建設銀行、中国工商银行	AAA	銀行間債券市場
中国華能集团公司	公益事業	2008年4月24日	2008年5月5日	28	5.3	3	中国銀行	AAA	銀行間債券市場
中国電力投資集团公司	公益事業	2008年4月25日	2008年5月6日	50	5.3	3	中国光大銀行	AAA	銀行間債券市場
中国華電集团公司	公益事業	2008年4月28日	2008年5月7日	20	5.3	3	中国光大銀行、交通銀行	AAA	銀行間債券市場
中粮集团有限公司	消費サービス	2008年4月15日	2008年5月27日	20	5.3	3	中信銀行、中信証券	AAA	銀行間債券市場
中国電力投資集团公司	公益事業	2008年4月25日	2008年5月29日	50	5.5	5	中国光大銀行	AAA	銀行間債券市場
中国五礦集团公司	工業	2008年4月15日	2008年5月29日	15	5.3	3	中国光大銀行	AAA	銀行間債券市場
中国交通建設股份有限公司	工業	2008年4月15日	2008年6月3日	25	5.3	3	交通銀行	AAA	銀行間債券市場
中国経業株式会社	原材料	2008年5月22日	2008年6月4日	50	5.3	3	交通銀行	AAA	銀行間債券市場
上海国際港務(集团)股份有限公司	工業	2008年6月4日	2008年6月16日	15	5.3	3	中国銀行	AAA	銀行間債券市場
中国海運(集团)総公司	工業	2008年6月4日	2008年6月17日	25	5.3	3	中国工商银行	AAA	銀行間債券市場
中国鋁業公司	原材料	2008年6月3日	2008年6月17日	30	5.5	5	中国建設銀行、興業銀行	AAA	銀行間債券市場
上海国際港務(集团)股份有限公司	工業	2008年6月4日	2008年6月19日	15	5.3	3	中国銀行	AAA	銀行間債券市場
中国中化集团公司	工業	2008年4月15日	2008年10月14日	20	4	7	中信証券、中信銀行	AAA	銀行間債券市場
中国華能集团公司	公益事業	2008年4月24日	2008年10月15日	12	3.98	5	中国銀行	AAA	銀行間債券市場
中国華電集团公司	公益事業	2008年4月28日	2008年10月16日	20	3.9	3	中国工商银行	AAA	銀行間債券市場
武漢鉄鉄(集团)公司	原材料	2008年5月20日	2008年10月17日	20	4.02	3	中国光大銀行、交通銀行	AAA	銀行間債券市場
中国電信股份有限公司	電信サービス	2008年4月15日	2008年10月23日	100	4.15	5	中国工商银行、中信証券	AAA	銀行間債券市場
中国鋁業株式会社	原材料	2008年5月22日	2008年10月30日	50	4.58	5	交通銀行	AAA	銀行間債券市場
中国石油天然ガス集团公司	エネルギー	2008年10月24日	2008年11月3日	200	3.85	3	中国工商银行	AAA	銀行間債券市場
中国核工業集团公司	工業	2008年4月15日	2008年11月11日	18	4.15	5	招商銀行	AAA	銀行間債券市場
山西焦煤集团有限责任公司	エネルギー	2008年12月1日	2008年12月15日	13	4.09	5	上海浦東発展銀行	AAA	銀行間債券市場
中国对外貿易運輸(集团)総公司	工業	2008年11月17日	2008年12月16日	15	3.6	3	中国銀行	AAA	銀行間債券市場
中国石油天然ガス集团公司	エネルギー	2008年10月24日	2008年12月17日	200	2.8	3	中国工商银行	AAA	銀行間債券市場
首都空港集团公司	工業	2008年12月1日	2008年12月18日	49	3.63	3	中信証券、中国銀行	AAA	銀行間債券市場
中国大唐集团公司	公益事業	2008年11月19日	2008年12月22日	60	3.9	5	中国工商银行、中信銀行	AAA	銀行間債券市場
上海市城市建設投資開發総公司	金融	2008年12月8日	2008年12月22日	30	3.95	5	交通銀行、中国銀行	AAA	銀行間債券市場
中国五礦集团公司	工業	2008年12月11日	2008年12月23日	18	3.55	3	中国光大銀行	AAA	銀行間債券市場
中国建築株式会社	工業	2008年12月12日	2008年12月25日	33	3.9	5	中国国際金融、中国農業銀行	AAA	銀行間債券市場
中国建築株式会社	工業	2008年12月12日	2008年12月25日	29	3.9	5	中国国際金融、中国農業銀行	AAA	銀行間債券市場
上海汽車集团株式会社	消費サービス	2008年12月16日	2008年12月26日	20	3.5	3	中国銀行、中国工商银行	AAA	銀行間債券市場
中国船舶重工集团公司	工業	2008年12月19日	2008年12月29日	30	3.9	5	中国建設銀行、中国国際金融	AAA	銀行間債券市場
鞍山鋼鉄集团公司	原材料	2008年12月16日	2008年12月31日	50	3.5	3	中国工商银行、中国農業銀行	AAA	銀行間債券市場
五礦集团公司	エネルギー	2008年12月8日	2008年12月31日	15	3.5	3	中国農業銀行	AAA	銀行間債券市場

(出所) Wind 資訊より野村資本市場研究所作成

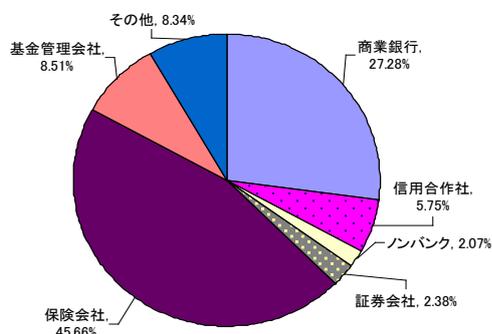
ギー、原材料を中心に発行されている（図表 7）。

発行金利（表面金利）は、発行時点で、中国人民銀行が定める同期物貸出金利よりも低い水準となっている。発行期間は、3年から5年が中心である。

格付けは、全ての銘柄がAAAを取得しているが、格付け会社はMTN特有の基準を設けているわけではなく、あくまで自社の社債の評価基準に基づいて格付けを行っている⁶。

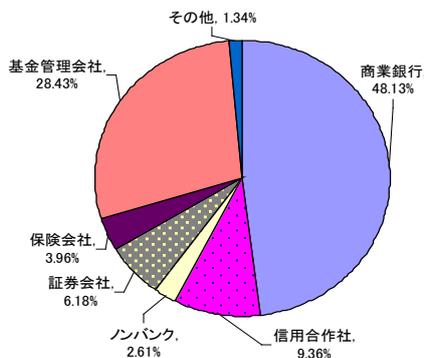
引受・販売は、予め中国人民銀行から認可を受けた金融機関しかできないが（2009年2月12日時点で51社）、主幹事には四大国有商業銀行や株式制銀行を中心に指名されている。証券会社では、中信証券や、外資系金融機関では中国国際金融（モルガン・スタンレー

図表 8 社債（銀行間債券市場）の投資家別保有比率（2008 年末）



（出所）「中国債券信息网」より野村資本市場研究所作成

図表 9 短期融資債券（銀行間債券市場）の投資家別保有比率（2008 年末）



（出所）「中国債券信息网」より野村資本市場研究所作成

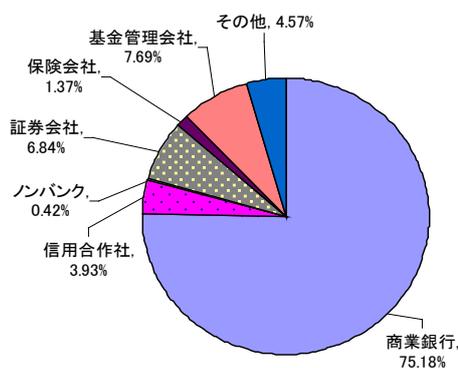
系）が主幹事を務めるケースも見られる。

銀行間債券市場での投資家の構成をしてみる。先ず 2008 年末時点の投資家構成をみると、社債（合計 6,803 億元）の内訳は、保険会社が 46%（3,106 億元）、商業銀行が 27%（1,856 億元）となっている（図表 8）。同じく短期融資債券（合計 4,203 億元）の内訳は、

⁶ 主要格付け会社の一つである聯合資信評価有限公司は、業種ごとの格付け基準も公表している。

商業銀行が 48% (2,023 億元)、基金管理会社が 28% (1,195 億元) となっている (図表 9)。企業の中長期資金は保険会社が、短期資金は商業銀行が供給する構図となっている模様で

図表 10 銀行間債券市場での投資家別売買内訳 (2008 年)



(出所)「中国債券信息网」より野村資本市場研究所作成

ある⁷。

国債や金融債も含めた銀行間債券市場での 2008 年の売買高 (合計 82 兆元) の内訳は、商業銀行が 75% (61 兆元)、基金管理会社が 8% (6.3 兆元) となっている (図表 10)。銀行間債券市場全体では、総じて商業銀行の存在感が大きい。

⁷ 2008 年末時点の銀行間債券市場における商業銀行による社債と短期融資債券の保有高は 3,879 億元となっている。一方、2008 年末時点の総資産額 (人民元・外貨) では、国有商業銀行が 31 兆 8 千萬元、株式制商業銀行が 8 兆 8 千萬元、都市商業銀行が 4 兆 1 千萬元となっている (銀监会発表)。これら商業銀行の総資産額 44 兆 7 千萬元に対する銀行間債券市場での社債・短期融資債券の保有高の比率は 0.87% と、まだ 1% にも満たない水準に留まっている。

iv. さるなる規制緩和に向けた動き

1) 外資銀行による社債取引の解禁

銀行間債券市場での外資銀行による社債の売買はこれまで禁止されてきており、外資銀行側も解禁を求めてきたところ、2008年12月に開催された第5回米中戦略経済対話では、銀行間債券市場で中資系銀行と同様に、外資銀行に自己取引と委託取引を認めることが合意された⁸。銀監会も、外資銀行の現地法人や合弁銀行に対し、銀行間債券市場での社債の売買を認める方向で作業を進めている模様である⁹。外資銀行が投資家として参加することで、銀行間債券市場の規模や流動性をより高めることにつながろう。

2) 銀行間債券市場での最低発行金額の撤廃

2009年1月9日、中国人民銀行は第1号公告(同年1月7日付)を発表し、銀行間債券市場での人民元建て債券の発行について、これまで設定してきた最低発行金額5億元(約66億円)を撤廃することを明らかにした。中国では、景気対策の一環として中小企業向け資金調達を支援することを決定しているが、この措置により、中小企業による短期融資債券やMTNの発行への道が開けることになる¹⁰。

歴史的経緯から中国の社債市場は銀行間債券市場と取引所市場とに分かれているが、当面は、企業債は国家的プロジェクトの調達のための長期債、公司債は上場企業向けの中長期債、MTNは中期債といった棲み分けが続くことになろう。但し、MTNについては、長期債の発行も特段不可能ではないため、企業債や公司債の発行コストや利便性によっては、社債市場全体が銀行間債券市場での発行・流通にシフトしていく可能性もあろう。MTNの導入は、中国に進出した外資系企業による社債発行の道を開く可能性もある。拡大を続ける中国の社債市場の動向が引続き注目される。

(関根 栄一)

⁸ 関根栄一「第5回米中戦略経済対話と金融危機対応」『季刊中国資本市場研究』2009年冬号。

⁹ 2009年1月8日付 Financial Times。

¹⁰ 関根栄一「中国の金融三十条意見を通じた資本市場改革」『季刊中国資本市場研究』2009年春号。

Ⅶ. アジア域内発行体の MTN 利用の現状と課題

1. 日系及びアジアの発行体の MTN 利用状況

(本稿の意見にかかる部分は筆者の個人的見解であり所属する団体組織とは一切関係ない)

(1) 日系発行体の MTN 利用状況

2008年5月のロンドン出張時の調査では、(同年9月のリーマンショック前であったが)ユーロ MTN (ミディアムターム・ノート) マーケットに象徴されるユーロ債市場は、2007年からのサブプライム問題をも乗り越えて、その時点では、コンスタントに成長を続けていることが確認できた。

しかし、その中で、ユーロ債市場という国際的資本市場を積極的に駆使するプロの日系及びアジア系の発行体の存在感は、残念ながら、予想していた以上に乏しいことが確認された。

ユーロ債市場という国際的資本市場において、EMTN プログラムを駆使している日系発行体として誰からも認知されているのは「トヨタ」、そして少し間をおいて「ホンダ」くらいではないかというのが、2008年5月のヒアリングで回ったロンドンの業者筋のコンセンサスであった。

実際、日系企業の利用としては、トヨタ・モーター・クレジット・コーポレーション (TMCC) のほか、ホンダがアメリカの金融子会社アメリカ・ホンダ・ファイナンス・コーポレーションで、MTN (ユーロの MTN と、米国国内の MTN 等) を活用しているのが目立つ。

TMCC は、2007年1月から2008年12月までの2年間、毎年1.5兆円~2.0兆円規模の資金を、ユーロ市場と米国市場で、MTN プログラムの機能を活用して調達している。

なお、両社の発行実績の四半期単位の明細を見てわかるように、2008年9月のリーマンショック以降の、2008年10-12月の発行実績を見ると、発行の件数も金額もともに、前期比及び前年同期比で、かなりの落ち込みを見せている。

また、TMCC は、米国国内市場において、2008年9月のリーマンショックの前後で、変動利付債の表面クーポンにおいて、Libor フラット近辺から Libor+100bp 近辺への、100bp 前後の上昇が観察された。但し、同時期に、米国企業のスプレッドは、300~500bp 拡大していた。

なお、日本企業の海外における MTN の利用については、上記の自動車関係を除くと、あとは大手の銀行や証券会社自身のプログラムの利用が太宗である。

〇トヨタとホンダの在米販売金融子会社の調達実績(四半期別) (単位: U.S. Dollar Millions)

			2007年				2008年			
			1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12
Toyota Motor Credit Corp	EMTN	本数	14	5	3	15	18	13	3	4
		金額	2,063	1,566	237	2,162	3,048	975	2,556	1,030
	U.S.Dom	本数	22	36	20	29	39	38	20	9
		金額	2,124	4,073	1,200	2,755	4,300	3,915	3,163	541
	本数計		36	41	23	44	57	51	23	13
	金額計		4,187	5,639	1,437	4,917	7,348	4,890	5,719	1,571
						16,180		19,528		
American Honda Finance Corp	EMTN	本数	3	6	4	8	2	2	3	0
		金額	142	166	1,130	186	52	19	1,215	0
	U.S.Dom	本数	3	9	1	1	5	2	3	0
		金額	578	798	300	326	1,680	220	2,050	0
	本数計		6	15	5	9	7	4	6	0
	金額計		720	964	1,430	512	1,732	239	3,265	0
						3,626		5,236		

《資料: 大和 SMBC ヨーロッパ提供: (Source:Dealogic)》

なお、目立たないものの、日系企業 2 社 (Aeon Credit Service (M) Sdn Bhd と Toyota Capital Malaysia Sdn Bhd) が、マレーシア国内のマレーシアリングット建ての MTN (これはユーロ MTN ではなく、国内 MTN として分類されている) を利用して調達を行っているのが注目される。(アジアの中で、国内の自国通貨建ての債券市場で MTN 方式が可能なのは、香港とシンガポールとマレーシアの 3 カ国である)

また、日系企業とその在アジアの子会社・関連会社などの MTN 利用についてはこれまでのところずっと資金需要が限られていたことと、(マレーシア、香港、シンガポールを除き) 多くのアジアの国々で現地通貨建ての MTN 発行に制約があるために、ほとんど実績がない。

なお、日本の大手自動車会社が、US ドル建ての米国国内 MTN に加えて主要な通貨建てによる調達が可能でマルチ・カレンシーの EMTN プログラムを有効活用しているのは、トヨタ・ホンダなど、アメリカをはじめとして世界各地で販売と販売金融を自ら行っており、販売金融に必要な資金の手当てについては、高い信用力を背景として、各主要通貨建ての比較的有利かつ継続反復的な資金調達に、マルチカレンシー・マルチイシューアの EMTN プログラムの利用価値が高いことがあげられる。

例えば、TMCC をはじめとするトヨタグループの 4 つの EMTN 発行体各社では、国際化し多国籍化したビジネスに対応するために EMTN プログラムのマルチ・イシューア、マルチ・カレンシーのファシリティを十二分に駆使し、14 におよぶ異なる通貨（但し円以外のアジア通貨は含まれていない）での EMTN 発行を日常的に行っている。

なお、マレーシアリングgit建ての MTN（国内債）は、EMTN プログラムの一部ではなく、現状、マルチ・カレンシーではない単独の国内 MTN プログラムから発行されるものである。トヨタのマレーシアの販売金融会社（Toyota Capital Malaysia Sdn Bhd）では、2008 年に、マレーシアの国内 MTN の発行実績がある。

なお、日本・シンガポール・香港以外の多くのアジア各国では、為替政策上及び投資家保護の観点から、国外発行の自国通貨建て債券について発行を禁止するかあるいは何らかの制約を設けていることが多く、またユーロクリアなど国際的な証券決済機関でもアジアのローカルな通貨建て債券の取扱いを認めないか、一部認めても決済のタイミングが遅れるなど何らかの制約を課している場合が多い。

また、外貨の交換もほとんどが米ドルを介して行われるため手数料がかさむ。

これらのことから、円・シンガポールドル・香港ドル以外のアジア通貨の多くは、依然として国際的な資本市場では使いにくいといえる。（ユーロ債市場で取引が可能な通貨（ユーロクリアなどの ICSD が、採用・不採用の決定権を持っている）としては、ロシアや中東などの産油国・資源国の通貨などをはじめキャッシュリッチな国の通貨を中心に、近年急速に多様化が進みつつあるが、多くのアジアの通貨は、取り残されているように見える）

では、73 ものユーロ等の MTN プログラム（ただし、米国国内 MTN は別とする）を保有する日本企業・団体のうち、トヨタ・ホンダ以外の日系企業のユーロ債市場での調達活動はどうなっているのでしょうか。

ロンドンの引受業者によれば、日本企業の発行する EMTN については、多くの場合、比較的小さな金額で主としてユーロ円建ての仕組み債の発行に EMTN プログラムが利用され、しかもそのほとんどが日本の国内市場に還流し、日本国内の富裕層の個人や学校法人や宗教法人など非課税法人等に販売されているという説明であった。

そして、そのような日本向けの還流市場（日本の投資家向けの、主としてユーロ円建て仕組み債の売出し市場）に「URIDASHI Market¹¹」という通称がつけられ、ロンドンの業界で広く使われている。このことは、業者・専門家以外、あまり知られてはいない。

¹¹ 売出しの登録を日本国内で行うことを、具体的に指している。

つまり、日本の多くの発行体は、ユーロ債市場を発行の場としてほんの一瞬の間使っているが、きわめて特殊な利用の仕方をしている。

それを逆説的にいえば、ユーロ債発行市場という海外の市場から輸入された、日系発行体による円建て投資商品を、日本人が買っているのである。

ただし、上記の「URIDASHI Market」に乗って日本に輸入され（本邦規制当局への、有価証券等の売出しの届け出をへて）販売される証券は日本物に限らない。むしろ外国銘柄が多い。

日本国内の個人投資家をはじめとする幅広い投資家層を対象に、外貨建てで、比較的満期日までの期間の長い、仕組み債という相対的にリスク度の高い債券投資が、日本国内の地場の証券会社や金融機関の販売ルートにのって、じわじわと静かに、しかし確実に、日本全国津々浦々に広がっているのである。

このことは、より高利の利付投資機会が乏しいという日本の投資環境と、より高い利回りを求める日本の投資家の選好を反映したものであろう。

なお、日系の発行体が、国内債として、そのような仕組み債を発行できないのは、①仕組み商品の多くは日本の保振のシステムでは対応できないこと、また、②保振でプロセス可能な証券でないと源泉徴収の対象になってしまうこと等の理由による。

（２）アジアの発行体のユーロ MTN 利用状況

次に、アジアの発行体のユーロ MTN の利用状況についてであるが、一部の金融機関等を除いて、日系を含め、当初予想していたよりも利用が進んでいないことがわかった。

また、日系以外のアジアの発行体では、アジア開発銀行（ADB）が大きな比重を占めるが、それ以外の発行体では、MTN プログラムを利用した債券発行はそれほど多くはない。

MTN を頻繁に利用しているのは、ほとんどが韓国の金融機関（韓国の輸銀と開銀など）や、一部が香港とインドの金融機関等に過ぎない。また、発行実績から、アジアの事業会社は、MTN を用いず、個別のユーロ債方式での発行が太宗を占めていることがわかった。

つまり、アジアの発行体は、一部の国際機関・政府系機関・金融関係の発行体を除き、MTN の便利さを理解するところまで行っていないということである。

日本の一部を含め、アジアの発行体全般に、MTN プログラム方式による資本市場調達の利便性への理解が進んでいないのではないかと考えられる。逆にいえば、今後の啓蒙の価値が大きいとも考えられるところである。

（３）EMTN マーケットの概観（Syndicate と Non-syndicate）

① 発行市場規模の拡大（UNIT:EUR Billions）

	Non-syndicate	Syndicate	Total
2000	645	518	1,163
2001	769	635	1,404

2002	724	551	1,275
2003	759	671	1,430
2004	844	646	1,490
2005	856	667	1,523
2006	938	878	1,816
2007	1,085	869	1,954
2008	440	290	730

Up to 14th, May 2008 《資料データ：Dresdner Kleinwort 提供》

EMTN マーケットは、発行のボリュームを見ると、2000年の1.16兆ユーロから2007年には1.95兆ユーロへと、7年間でほぼ2倍近くの規模にまで拡大している。

また、その中で、大型の公募債市場であるシンディケートと、比較的小型の私募の仕組み債等の市場であるノン・シンディケートの比率は、概ね4：6のままであった。

② 市場残高の推移 (UNIT:EUR Billions)

	Non-syndicate	Syndicate	Total
2000	1,154	1,507	2,661
2001	1,539	1,972	3,511
2002	1,897	2,284	4,181
2003	2,230	2,665	4,895
2004	2,567	2,955	5,522
2005	2,886	3,214	6,100
2006	3,324	3,595	6,919
2007	3,827	3,969	7,796
2008	4,099	4,048	8,147

《資料データ：Dresdner Kleinwort 提供》

EMTN マーケットの市場残高は、2000年の2.66兆ユーロから、2008年5月の8.15兆ユーロへと、7年半で約3倍の規模にまで順調に増加している。このうち、シンディケートとノン・シンディケートの比率は、近年概ね1：1の比率を維持している。

(4) 2007年年初から2008年4月までのEMTNマーケットレビュー

(注：本分析のベースとなるデータの提供を受けたDresdner Kleinwortについては、組織変更により、従来MTN市場の分析を行ってきた担当者が2008年後半以降、データの更新を行わなくなったため、残念ながら、以下は2008年4月までのデータに基づく分析であることを、あらかじめお断りしておく)

● EMTNの月別の発行額と発行件数の推移

次に、EMTNマーケットで発行されたEMTNの月別の発行額の推移をみる。

すなわち、大型の公募債市場であるシンディケート市場は、07年の年央から年末にかけて、発行の金額・件数ともに大きな落ち込みをみせたが、07年の年末に底を打ち、08年度に入ってから4月までは着実な回復を見せている。

一方、比較的小型の外国為替リンク債などの仕組み債などで構成される私募のノン・シンディケート市場では、それほどの影響を受けていないことがわかる。

(eqv. EUR Billions)

	Issuance Volumes			Number of Issues		
	non-syndicate	syndicate	Total	non-syndicate	syndicate	Total
Jan.07	102.3	100.3	202.7	4,386	162	4,548
Feb.07	98.8	123.1	221.9	5,719	210	5,929
Mar.07	115.4	86.4	201.8	5,989	167	6,156
Apr.07	84.1	73.4	157.5	4,824	123	4,947
Mat.07	90.6	107.6	198.2	5,183	185	5,368
Jun.07	102.2	111.6	213.9	5,991	198	6,189
Jul.07	81.5	58.8	140.3	5,766	95	5,861
Aug.07	80.4	26.5	106.9	4,560	62	4,622
Sep.07	79.9	41.6	121.5	3,930	57	3,987
Oct.07	85.4	75.6	161.0	5,178	121	5,299
Nov.07	90.2	43.5	133.7	4,937	78	5,015
Dec.07	74.0	19.8	93.8	3,703	52	3,755
Jan.08	97.4	56.4	153.8	4,306	105	4,411
Feb.08	103.5	55.9	159.5	4,543	94	4,637
Mar.08	100.1	56.8	156.9	5,533	105	5,638
Apr.08	94.1	96.0	190.1	5,156	133	5,289

● シンディケート市場、発行体種類別の内訳

2007年—2008年のシンディケート物：発行額の発行者タイプ別の内訳

	発行金額	Bank	Public Sector	Corporate
2007年	869 Billion ユーロ (1,510 件)	49%	36%	15%
2008年(5月 14日迄)	289 Billion ユーロ (473 件)	44%	37%	19%

● ノン・シンディケート市場、発行体種類別の内訳

2007年—2008年のノン・シンディケート物：発行額の発行者タイプ別の内訳

	発行金額	Bank	Public Sector	Corporate
2007年	1,085 Billion ユーロ (60,166 件)	64%	31%	5%
2008年(5月 14日迄)	440 Billion ユーロ (22,205 件)	55%	38%	7%

2008年は、2007年に比べて、全体として金融機関物の比率が低下していることが分かる。特にノン・シンディケート市場における金融機関物の比率は9%ポイントほど低下している。

● シンディケート市場とノン・シンディケート市場の違いについて

なお、注意を喚起したいのは、一口に EMTN 市場ないしユーロ債市場といっても、ノン・シンディケートとシンディケートの市場では、全く市場の性格が異なるということである。シンディケート物の一件当たりの発行金額平均は 575 百万ユーロと巨大であるのに対し、ノン・シンディケート物の一件当たりの発行金額は、19 百万ユーロに過ぎない。

一件当たりの発行金額平均 (UNIT: EUR Millions)

Average Issuance Volume	non-syndicate	syndicate
Jan.07	23	619
Feb.07	17	586
Mar.07	19	518
Apr.07	17	597
Mat.07	17	582
Jun.07	17	564
Jul.07	14	619
Aug.07	18	428
Sep.07	20	730
Oct.07	16	625
Nov.07	18	558
Dec.07	20	382
Jan.08	23	537
Feb.08	23	595
Mar.08	18	541
Apr.08	18	722
Unit: EUR Millions		

ここで重要なことは、シンディケート市場は、金融機関、ソブリン、準ソブリン、プライム・コーポレートといった有力発行体が、世界中の機関投資家（各種のファンドを含む）を相手にする、売り手も買い手もプロの市場であるということである。

これに対して、ノン・シンディケート市場とは、同じ機関投資

（各種のファンドを含む）相手であっても、彼らのキャッシュマネジメント上などの個別・特殊なニーズに応えること（リバース・エンクワイアリーと呼ばれる）や、個人の富裕層や、プロの機関投資家のみならずそれ以外の各種の資金運用団体などの資金運用ニーズに応えるための、日本や米国の私募の概念とは異なる、広義の欧州の意味合いにおける私募（プライベートプレースメント）市場である。日本に持ち込まれる売り出しマーケットもその一部である。

次に、EMTN マーケットの発行金額について、通貨建てと満期別、そして格付け別に、2007年と2008年（但し5月14日迄）の対比を行う。（対象期間：2007年は年間、2008年は年初より5月14日まで）

● EMTN マーケットの発行金額の通貨別内訳

	2007 年	2008 年 (但し 5 月 14 日迄)
EUR	38%	34%
USD	35%	42%
GBP	9%	9%
JPY	7%	5%
HKD	2%	1%
CHF	1%	1%
AUD	1%	2%
Others	7%	6%
Total	100%	100%

ユーロ建て比率が減少し、ドル建ての相対的な比率が増している。

● 満期別の内訳

	2007 年	2008 年 (但し 5 月 14 日迄)
≦1year	20%	22%
≦3years	34%	35%
≦5years	15%	13%
≦7years	9%	9%
≦10years	12%	10%
>10years	10%	11%
Total	100%	100%

2007 年後半にその影響が顕著となったサブプライム問題の影響で、全体的に、緩やかではあるが、3 年以下の短期物へのシフトが進んでいる。

● レーティング別内訳

	2007 年	2008 年 (但し 5 月 14 日迄)
AAA	30%	37%
AA	34%	35%
A	22%	16%
BBB	3%	3%
Others & Not-Rated	11%	9%
Total	100%	100%

サブプライム問題の影響で、より高い格付けの債券への選好が進んでいることがわかる。AAA と AA を合わせると、2007 年の 64%から、2008 年には 72%に増加している。

次に、ストラクチャー物とプレーンバニラ物の対比、そしてストラクチャー物の発行の内訳の対比を行う。(対象期間：2007年は年間、2008年は年初より5月14日まで)

● ストラクチャー物とプレーンバニラ物の対比

	2007年	2008年(但し5月14日迄)
Structured [仕組み債]	26%	23%
Plain Vanilla	74%	77%
Total	100%	100%

サブプライム問題の影響でプレーンバニラ物が増加しストラクチャー物が減少している。

● ストラクチャー物の発行の内訳の対比

2007年後半にその影響が顕著となったサブプライム問題の影響で、同じストラクチャー物(仕組み債)であっても、いわゆる証券化商品であるFund linkedやCredit linkedのものが減少し、相対的に金利や株にリンクする仕組み債が増加している。

以下に、確定利付き債及び変動利付債以外の、仕組み債の内訳を示す。

2007 Structured issuance (仕組み債発行)breakdown (年間)		2008 Structured issuance (仕組み債発行)breakdown (年初から5月1日まで)		増減
Interest rate linked(各種)	54%	Interest rate linked(各種)	59%	5%
Equity linked(各種)	26%	Equity linked(各種)	30%	4%
Currency linked	6%	Currency linked	4%	-2%
Credit linked	5%	Credit linked	3%	-2%
Fund linked	4%	Fund linked	1%	-3%
Inflation linked	3%	Inflation linked	2%	-1%
Commodity linked	1%	Commodity linked	1%	0%
Hybrid	1%	Hybrid	0%	-1%
Total	100%	Total	100%	

2. 2007 年前半・後半、2008 年前半・後半に分けた EMTN 市場分析

《資料：大和 SMBC ヨーロッパ提供：(Source: MTN Analytics, Dealogic)》

(1) 発行通貨別（全発行体、日系・日系以外のアジア系、非アジア系）

全体の規模からみて、ユーロ MTN 市場におけるアジア系発行体の存在感は薄い。

日系及び非アジア系の発行体は、2007 年からのサブプライム問題の顕在化や 2008 年 9 月のリーマンショック以降の世界金融危機の中でも、比較的堅調に EMTN の発行を継続しているものの、日系以外のアジア系の発行体については、発行に急ブレーキがかかっていることがわかった。これは、ユーロ MTN のクラウディングアウトの影響を、日系以外のアジアの発行体が被っているということに他ならない。

なお、日系発行体と日本以外アジア系発行体の債券及び MTN の発行実績（07-08）の分析については、XVI. 4 の項目を参照頂きたい。

① All Issuers

	Unit: EUR Millions			
All Market	Jan-Jun 2007	Jul-Dec 2007	Jan-Jun 2008	Jul-Dec 2008
EUR	585,749	337,930	532,637	338,441
USD	366,183	267,203	376,633	206,199
GBP	103,765	75,959	115,417	199,108
JPY	47,161	41,045	37,174	25,623
CHF	19,606	11,918	15,214	12,802
AUD	11,889	6,118	17,006	8,705
HKD	9,810	9,724	6,766	3,904
SEK	6,864	5,514	9,878	7,528
CAD	15,572	5,011	0	0
NZD	6,864	5,957	6,253	1,034
SGD	518	602	604	5,467
TRY	0	1,549	4,334	0
NOK	0	0	0	2,796
Others	31,598	25,308	27,422	13,103
Total	1,205,580	793,839	1,149,338	824,708

《資料：大和 SMBC ヨーロッパ提供：(Source: MTN Analytics, Dealogic)》

② Japanese Issuers

	Unit: EUR Millions			
Japanese Issuers	Jan-Jun 2007	Jul-Dec 2007	Jan-Jun 2008	Jul-Dec 2008
JPY	3,426	1,783	5,764	4,636
USD	23	9	2,207	1,193
EUR	200	0	672	2,538
NZD	0	0	1,214	1,018
AUD	0	0	1,273	233
GBP	368	0	506	117
ZAR	0	0	136	310
CHF	185	0	0	0
HKD	14	28	0	0
SGD	24	0	0	0
Others	0	0	411	97
Total	4,241	1,819	12,183	10,142

《資料：大和 SMBC ヨーロッパ提供：(Source: MTN Analytics, Dealogic)》

③ Asian Non-Japanese Issuers

	Unit: EUR Millions			
Asian Non-Japanese Issuers	Jan-Jun 2007	Jul-Dec 2007	Jan-Jun 2008	Jul-Dec 2008
JPY	6,916	7,126	1,082	732
USD	6,663	3,964	1,613	749
EUR	3,512	1,686	226	106
HKD	908	1,150	883	487
BRL	1,037	1,155	110	567
GBP	1,648	596	366	9
SGD	494	602	604	328
AUD	501	998	39	106
TRY	0	1,549	0	0
NZD	615	696	0	16
CHF	411	0	747	5
MYR	0	0	199	0
Others	368	304	14	1
Total	23,072	19,825	5,882	3,106

《資料：大和 SMBC ヨーロッパ提供：(Source: MTN Analytics, Dealogic)》

④ Asian Issuers (②+③)

	Unit: EUR Millions			
Asian	Jan-Jun 2007	Jul-Dec 2007	Jan-Jun 2008	Jul-Dec 2008
JPY	10,342	8,908	6,847	5,368
USD	6,686	3,972	3,819	1,942
EUR	3,712	1,686	899	2,644
GBP	2,017	596	872	126
NZD	615	696	1,214	1,034
HKD	922	1,178	883	487
AUD	501	998	1,312	339
SGD	518	602	604	328
TRY	0	1,549	0	0
CHF	596	0	747	5
SEK	0	0	0	0
CAD	0	0	0	0
NOK	0	0	0	0
Others	1,923	3,609	1,473	974
Total	27,314	21,644	18,065	13,248

《資料：大和 SMBC ヨーロッパ提供：(Source: MTN Analytics, Dealogic)》

⑤ Non-Asian Issuers

	Unit: EUR Millions			
Non-Asian	Jan-Jun 2007	Jul-Dec 2007	Jan-Jun 2008	Jul-Dec 2008
EUR	582,038	336,244	531,739	335,797
USD	359,497	263,231	372,813	204,257
GBP	101,748	75,363	114,545	198,981
JPY	36,819	32,137	30,327	20,255
CHF	19,009	11,918	14,467	12,797
AUD	11,388	5,120	15,694	8,366
HKD	8,888	8,546	5,884	3,417
SEK	6,864	5,514	9,878	7,528
CAD	15,572	5,011	0	0
NZD	6,250	5,261	5,039	0
SGD	0	0	0	5,139
TRY	0	0	4,334	0
NOK	0	0	0	2,796
Others	57,507	45,494	44,618	25,377
Total	1,205,580	793,839	1,149,338	824,708

《資料：大和 SMBC ヨーロッパ提供：(Source: MTN Analytics, Dealogic)》

(2) 債券種類別 (全発行体・日系・日系以外のアジア系)

アジアの発行体は、少額の、様々な仕組み債の発行主体となっている。

① All Issuers (Unit: EUR Millions)

	Jan-Jun 2007	Jul-Dec 2007	Jan-Jun 2008	Jul-Dec 2008
Fixed rate	491,933	361,070	568,354	357,743
Floating rate	336,671	172,200	268,970	229,678
Unknown	75,237	84,389	76,649	102,330
Fixed rate callable	90,820	35,306	50,753	14,097
Zero coupon	39,105	40,150	42,840	9,708
Fixed to floating rate	19,054	12,451	9,563	0
Equity linked	19,032	22,113	43,417	8,459
Others	133,727	66,160	88,791	111,152
Total	1,205,580	793,839	1,149,338	824,708

《資料：大和 SMBC ヨーロッパ提供：(Source: MTN Analytics, Dealogic)》

② Japanese Issuers (Unit: EUR Millions)

	Jan-Jun 2007	Jul-Dec 2007	Jan-Jun 2008	Jul-Dec 2008
Fixed rate	3,170	1,129	8,170	7,257
Unknown	523	343	2,167	1,422
Floating rate	394	290	623	532
Zero coupon	0	26	973	832
Others	155	30	251	100
Total	4,241	1,819	12,183	10,142

《資料：大和 SMBC ヨーロッパ提供：(Source: MTN Analytics, Dealogic)》

③ Asian Non-Japanese Issuers (Unit: EUR Millions)

	Jan-Jun 2007	Jul-Dec 2007	Jan-Jun 2008	Jul-Dec 2008
Fixed rate	11,795	11,300	2,741	1,101
Unknown	3,880	3,712	1,257	630
Floating rate	3,950	2,780	778	450
Others	3,448	2,033	1,107	926
Total	23,072	19,825	5,882	3,106

《資料：大和 SMBC ヨーロッパ提供：(Source: MTN Analytics, Dealogic)》

(3) ユーロ円建て MTN の発行額と件数の分析

ユーロ円建て MTN は、ユーロ MTN の通貨別発行額の順位では、ユーロ、ドル、ポンドについて4位の位置にあり、市場全体の3-5%程度を占めているが、発行体の地域をみると、圧倒的に欧米の発行体による発行が多い。これらのユーロ円建て MTN は、かなりの部分が日本とアジアの投資家向けに売られていると考えられる。最近、日系以外によるユーロ円債の発行件数・金額が大きく落ち込んでいる。これは証券化商品や仕組み物の落ち込みであり、サブプライム問題・世界金融危機の影響と考えられる。

All Market Issuers					Jan-Jun 2007 (eqv. Eur Millions)				
Rank	Currency	Deal Value	No.	% Share					
1	EUR	585,749	7,697	49					
2	USD	366,183	12,447	30					
3	GBP	103,765	943	9					
4	JPY	47,161	7,214	4					
5	CHF	19,606	720	2					
6	CAD	15,572	122	1					
7	AUD	11,889	751	1					
8	HKD	9,810	1,722	1					
9	SEK	7,405	226	1					
10	NZD	6,864	168	1					
Subtotal		1,174,005	32,010	97					
Total		1,205,580	33,556	100					

All Market Issuers					Jul-Dec 2007 (eqv. Eur Millions)				
Rank	Currency	Deal Value	No.	% Share					
1	EUR	337,930	5,932	43					
2	USD	267,203	11,851	34					
3	GBP	75,959	765	10					
4	JPY	41,045	5,699	5					
5	CHF	11,918	495	2					
6	HKD	9,724	2,310	1					
7	AUD	6,118	658	1					
8	NZD	5,957	152	1					
9	SEK	5,514	165	1					
10	CAD	5,011	71	1					
Subtotal		766,381	28,098	97					
Total		793,839	29,598	100					

All Market Issuers					Jan-Jun 2008 (eqv. Eur Millions)				
Rank	Currency	Deal Value	No.	% Share					
1	EUR	532,637	7,340	46					
2	USD	376,633	14,686	33					
3	GBP	115,417	1,114	10					
4	JPY	37,174	5,086	3					
5	AUD	17,006	1,174	1					
6	CHF	15,214	563	1					
7	SEK	9,878	208	1					
8	HKD	6,766	3,294	1					
9	NZD	6,253	259	1					
10	TRY	4,334	95	0					
Subtotal		1,121,311	33,789	98					
Total		1,149,338	36,407	100					

All Market Issuers					Jul-Dec 2008 (eqv. Eur Millions)				
Rank	Currency	Deal Value	No.	% Share					
1	EUR	338,441	4,916	41					
2	USD	206,199	7,069	25					
3	GBP	199,108	817	24					
4	JPY	25,623	3,280	3					
5	CHF	12,802	330	2					
6	AUD	8,705	721	1					
7	SEK	7,528	102	1					
8	SDG	5,467	741	1					
9	HKD	3,904	2,208	0					
10	NOK	2,796	50	0					
Subtotal		810,571	20,734	98					
Total		824,708	21,778	100					

Japanese Issuers					Jan-Jun 2007 (eqv. Eur Millions)				
Rank	Currency	Deal Value	No.	% Share					
1	JPY	3,426	570	81					
2	GBP	368	1	9					
3	EUR	200	2	5					
4	CHF	185	1	4					
5	SGD	24	1	1					
6	USD	23	7	1					
7	HKD	14	1	0					
Subtotal		4,241	583	100					
Total		4,241	583	100					

Japanese Issuers					Jul-Dec 2007 (eqv. Eur Millions)				
Rank	Currency	Deal Value	No.	% Share					
1	JPY	1,783	665	98					
2	HKD	28	1	2					
3	USD	9	6	0					
Subtotal		1,819	672	100					
Total		1,819	672	100					

Japanese Issuers					Jan-Jun 2008 (eqv. Eur Millions)				
Rank	Currency	Deal Value	No.	% Share					
1	JPY	5,764	1,019	47					
2	USD	2,207	355	18					
3	AUD	1,273	17	10					
4	NZD	1,214	7	10					
5	EUR	672	21	6					
6	GBP	596	16	4					
7	ZAR	136	1	1					
Subtotal		11,773	1,436	97					
Total		12,183	1,480	100					

Japanese Issuers					Jul-Dec 2008 (eqv. Eur Millions)				
Rank	Currency	Deal Value	No.	% Share					
1	JPY	4,636	688	46					
2	EUR	2,538	20	25					
3	USD	1,193	144	12					
4	NZD	1,018	4	10					
5	ZAR	310	2	3					
6	AUD	233	7	2					
7	GBP	117	11	1					
Subtotal		10,046	876	99					
Total		10,142	919	100					

Asian Non-Japanese Issuers					Jan-Jun 2007 (eqv. Eur Millions)				
Rank	Currency	Deal Value	No.	% Share					
1	JPY	6,916	1,061	30					
2	USD	6,663	267	29					
3	EUR	3,512	27	15					
4	GBP	1,646	9	7					
5	BRL	1,037	19	4					
6	HKD	908	33	4					
7	NZD	615	6	3					
8	AUD	501	9	2					
9	SGD	494	17	2					
10	CHF	411	3	2					
Subtotal		22,704	1,451	98					
Total		23,072	1,461	100					

Asian Non-Japanese Issuers					Jul-Dec 2007 (eqv. Eur Millions)				
Rank	Currency	Deal Value	No.	% Share					
1	JPY	7,126	1,351	36					
2	USD	3,864	519	20					
3	EUR	1,686	24	9					
4	TRY	1,549	5	8					
5	BRL	1,155	18	6					
6	HKD	1,150	87	6					
7	AUD	998	14	5					
8	NZD	696	5	4					
9	SGD	602	43	3					
10	GBP	596	9	3					
Subtotal		19,521	2,075	98					
Total		19,825	2,099	100					

Asian Non-Japanese Issuers					Jan-Jun 2008 (eqv. Eur Millions)				
Rank	Currency	Deal Value	No.	% Share					
1	USD	1,613	371	27					
2	JPY	1,082	137	18					
3	HKD	893	696	15					
4	CHF	747	17	13					
5	SGD	604	827	10					
6	GBP	366	14	6					
7	EUR	226	11	4					
8	MYR	199	3	3					
9	BRL	110	3	2					
10	AUD	39	18	1					
Subtotal		5,868	2,097	100					
Total		5,882	2,101	100					

Asian Non-Japanese Issuers					Jul-Dec 2008 (eqv. Eur Millions)				
Rank	Currency	Deal Value	No.	% Share					
1	USD	749	316	24					
2	JPY	732	100	24					
3	BRL	567	6	18					
4	HKD	487	244	16					
5	SGD	328	378	11					
6	AUD	106	66	3					
7	EUR	106	11	3					
8	NZD	16	17	1					
9	GBP	9	6	0					
10	CHF	5	12	0					
Subtotal		3,105	1,156	100					
Total		3,106	1,160	100					

《資料：大和 SMBC ヨーロッパ提供：(Source: MTN Analytics, Dealogic)》

ユーロ円建て MTN の分析		eqv. EUR Millions			
発行額	Jan-Jun 2007	Jul-Dec 2007	Jan-Jun 2008	Jul-Dec 2008	
日系発行体	3,426	1,783	5,764	4,636	
非日系アジアの発行体	6,916	7,126	1,082	732	
アジア以外の発行体	36,819	32,137	30,327	20,255	
全発行体 TOTAL	47,161	41,045	37,174	25,623	

発行件数		eqv. EUR Millions			
発行件数	Jan-Jun 2007	Jul-Dec 2007	Jan-Jun 2008	Jul-Dec 2008	
日系発行体	570	665	1,019	688	
非日系アジアの発行体	1,061	1,351	137	100	
アジア以外の発行体	5,583	3,683	3,900	2,992	
全発行体 TOTAL	7,214	5,699	5,056	3,780	

《資料：大和 SMBC ヨーロッパ提供：(Source: MTN Analytics, Dealogic)》

3. 日系発行体のユーロ MTN プログラム保有状況

現在、日系発行体は、日系と称される証券化ビークルが保有する EMTN プログラムを除いて、71（マレーシアの国内 MTN の 2 を含めると 73 の MTN となる）の EMTN プログラムを保有している（うち事業会社のもの 45、金融機関のもの 22、ノンバンク・ファイナンス・カンパニーのもの 3、政府系金融機関のもの 1）。

（これら 71 のプログラムの他に、事業会社とノンバンク・ファイナンス・カンパニーの 2 つのマレーシアリングット建ての非上場 MTN プログラムが存在する）

しかし、これらのうち、2007 年から 2008 年にかけてプログラムが更新され、ないしは 2007 年以降の MTN の実際の発行が確認され、ないしはプログラムのオフリング・サーキュラーが入手可能な、いわば現在稼働中と考えられるプログラムは、48（マレーシアリングット建てを加えると 50）にとどまっている（うち事業会社のもの 24、金融機関のもの 20、ノンバンク・ファイナンス・カンパニーのもの 3、政府系金融機関のもの 1）。

なお、稼働と考えられる事業会社の 24 の EMTN プログラムのうち、ロンドンのメイン・マーケットに上場中のものは 7、ルクセンブルグのメイン・マーケットに上場しているものは 1 存在するだけである。

それに対して、不稼働と考えられる事業会社の 21 のプログラムのうち、ロンドンのメイン・マーケットに上場中のものが 10、ルクセンブルグのメイン・マーケットに上場しているものが 6 存在する。

また、現在、MTF・PSM、SGX などいわば開示規制の緩い取引所市場には 22（PSM13、MTF7、SGX2）の事業会社のプログラムが上場されているが、その多くが稼働中である（PSM10、MTF5、SGX2）。

このことは何を意味するかといえば、MTN プログラムを活用し続けるために、2005 年前後に EU 規制の影響で規制のタイト化ないし不確実性の高まったロンドンやルクセンブルグのメイン・マーケットを避けて、EU 指令上の開示義務免除市場であるルクセンブルグの MTF、ロンドン PSM や、シンガポールの SGX に上場先を移した日本企業が多かったことを示している。

そのようなアクションをとらず、ロンドンやルクセンブルグのメイン・マーケットに残った 32 の企業は、きわめてアクティブな先（うち事業会社のもの 8、金融機関のもの 6）とそうでない先（うち事業会社のもの 16、金融機関のもの 2）に、はっきり分かれたといえよう。

なお、これらのアクティブでない先は、もともとプログラムの上場はしていたが資金需要が乏しいなどの理由によって EMTN プログラムを以前からそれほど活用していなかった先であり、EU 規制の導入もあり規制のタイト化や不確実性の高まりに対して、代替の上場先を求めるとの動機づけが働かず、結果として、単にここ数年、プログラムの更新が行われず、メイン・マーケット上場のプログラムが不稼働となったと推測される。

但し、この上記の分類及び解釈は、必ずしも厳密なものではないことを、あらかじめ断っておく。

また、73 ある MTN プログラムのセクター別の内訳では、一般事業会社 (C) 45 (うち不稼働 20)、民間金融機関 (B) 23 (うち不稼働 3)、ファイナンスカンパニー (F) 4、政府系金融機関 (G) 1 となっている。

《日系MTNプログラム Listing先別の内訳》				
(C一般事業会社/B民間金融機関/Fファイナンスカンパニー/G政府系金融機関)				
Listing先	プログラム数の合計 (C/B/F/G)	07年・08年発行実績有 (C/B/F/G)	稼働中 (C/B/F/G)	不稼働 (C/B/F/G)
London Main	22 (C17/B5/F0/G0)	5 (C4/B1/F0/G0)	10 (C7/B3/F0/G0)	12 (C10/B2/F0/G0)
Lux Main	10 (C6/B4/F0/G0)	2 (C1/B1/F0/G0)	4 (C1/B3/F0/G0)	6 (C5/B1/F0/G0)
London-PSM	16(うち重複1) (C13/B1/F1/G1)	6 (C3/B1/F1/G1)	13(うち重複1) (C10/B1/F1/G1)	3 (C3/B0/F0/G0)
Lux-Euro MTF	17 (C7/B8/F2/G0)	7 (C3/B3/F1/G0)	15 (C5/B8/F2/G0)	2 (C2/B0/F0/G0)
Singapore SGX	5(うち重複1) (C2/B3/F0/G0)	0 (C0/B0/F0/G0)	5(うち重複1) (C2/B3/F0/G0)	0 (C0/B0/F0/G0)
Unlisted	4 (C1/B2/F1/G0)	3 (C1/B1/F1/G0)	4 (C1/B2/F1/G0)	0 (C0/B0/F0/G0)
Total(重複差引後)	73 (C45/B23/F4/G1)	23 (C12/B7/F3/G1)	50 (C25/B20/F4/G1)	23 (C20/B3/F0/G0)
07/08 Updated+プログラム入手可能+私募発行実績 = 稼働中とみなす				

上記 Unlisted のうち2つはマレーシアリングット建てのマレーシア国内 MTN プログラムである。

《資料：Citigroup Global Markets Limited 提供資料をベースに、研究会各位により内容を調整して作成》

なお、上場先の変更に関しては、実際にそれらのプログラムをベースに発行されたユーロ債は、一部を除きそのほとんどは日本の投資家に販売されているので、上場先のステータスが議論の対象になることは皆無であり、全く問題ないとの見解が存在する一方で、一流の発行体として中長期的にユーロ債市場で発行体の存在感を維持して行くには、ロンドン証券取引所やルクセンブルグ証券取引所のメイン・マーケットへの上場は必須の条件であるとの見方も存在する。

4. アジア主要国の発行体における MTN プログラムの活用の現状

日系以外のアジアの発行体では、MTN プログラムを利用した債券発行はそれほど多くなく、MTN を利用しているのは、アジア開発銀行（ADB）や、韓国とインドと香港の金融機関と一部の事業会社に過ぎず、アジアの事業会社は、下表に示すごく一部の例外を除き、個別のユーロ債方式での発行が太宗を占めていることがわかった。

- 07年1月から08年12月の間に、ユーロ債を発行した、ないしは EMTN プログラムから EMTN を発行した、(日系を除く) アジアの発行体のリスト (MTN 方式の発行部分は網掛けを行った)

Asian Issuer (Other than Japanese Issuer)	Moodys	S&P	Issuer Nationality Parent of Operations	Market Type	MTN (Y/N)	Currency Code
7 Days Group Holdings Ltd			China	Euro market private placement	N	USD
Bank of China			China	Euro market public issue	N	CNY
Bank of Communications Co Ltd		BBB+	China	Euro market public issue	N	CNY
China Construction Bank Corp - CCB		A-	China	Euro market public issue	N	CNY
China Development Bank	A1	A+	China	Euro market public issue	N	CNY
China Glass Holdings Ltd	B1	B+	China	Euro market public issue	N	USD
CITIC Ka Wah Bank Ltd		Not rated	China	Euro market public issue	N	USD
CITIC Resources Finance (2007) Ltd	Ba2	BB	China	Euro market public issue	N	USD
CMHI Finance (BVI) Co Ltd			China	Euro market public issue	N	USD
Export-Import Bank of China	A1	A+	China	Euro market private placement	N	CNY
Export-Import Bank of China	A1	A+	China	Euro market public issue	N	CNY
Fushi Copperweld Inc			China	Euro market private placement	N	USD
Giti Tire Pte Ltd	B3	B+	China	Euro market public issue	N	USD
Henan Xinyuan Real Estate Co Ltd			China	Euro market private placement	N	USD
Nine Dragons Paper (Holdings) Ltd		BB	China	Euro market public issue	N	USD
Road King Infrastructure Finance (2007) Ltd	Ba3	BB	China	Euro market public issue	N	USD
Shanghai Zendai Property Ltd	B2	B+	China	Euro market public issue	N	USD
Tianshan Development (Holding) Ltd			China	Euro market private placement	N	USD
Bank of East Asia Ltd	A3	A-	Hong Kong	Euro market public issue	N	GBP/USD
China Properties Group Ltd	Caa1	B	Hong Kong	Euro market public issue	N	USD
Dah Sing Bank Ltd	Baa1	BBB+	Hong Kong	Euro market public issue	Y	USD
Hang Fung Gold Technology Ltd			Hong Kong	Euro market public issue	N	USD
HKCG (Finance) Ltd	A1		Hong Kong	Euro market public issue	N	USD
Hong Kong Mortgage Corp	Aaa	AA+	Hong Kong	Euro market private placement	Y	USD
Hong Kong Mortgage Corp		AA+	Hong Kong	Euro market public issue	Y	USD
Lai Fung Holdings Ltd	B1	B+	Hong Kong	Euro market public issue	N	USD
Li & Fung Ltd	A3	A-	Hong Kong	Euro market public issue	N	USD
Noble Group Ltd	Ba1	BB+	Hong Kong	Euro market public issue	N	USD

Sun Hung Kai Properties (Capital Markets) Ltd	A1	A	Hong Kong	Euro market public issue	Y	USD
Swire Pacific MTN Financing Ltd	A3	A-	Hong Kong	Euro market public issue	Y	USD
Wharf Finance Ltd		BBB	Hong Kong	Euro market public issue	Y	USD
Wing Hang Bank Ltd	A3	Not rated	Hong Kong	Euro market public issue	N	USD
Wing Hang Bank Ltd	A3	Not rated	Hong Kong	Euro market public issue	Y	USD
Bank of Baroda	Baa2	BBB-	India	Euro market public issue	Y	USD
Bank of India (Jersey)			India	Euro market public issue	Y	USD
CII Carbon LLC	B3		India	Euro market public issue	N	USD
Export-Import Bank of India	Baa3	BBB-	India	Euro market public issue	N	JPY
Export-Import Bank of India	Baa3	BBB-	India	Euro market public issue	Y	USD
ICICI Bank Ltd	Baa2	BBB-	India	Euro market public issue	Y	JPY
ICICI Bank Ltd	Baa2	BBB-	India	Euro market public issue	N	USD
ICICI Bank Ltd	Baa2	BBB-	India	Euro market private placement	N	USD
ICICI Bank Ltd (Bahrain)	Baa2		India	Euro market public issue	Y	GBP
ICICI Bank Ltd (Singapore)	Baa2		India	Euro market public issue	Y	EUR
ICICI Bank UK plc			India	Euro market public issue	Y	GBP
ICICI Bank UK plc	Baa2		India	Euro market public issue	N	USD
Novelis Korea Ltd			India	Euro market private placement	N	USD
State Bank of India	Baa2	BBB-	India	Euro market public issue	N	USD
State Bank of India	Baa2	BBB-	India	Euro market public issue	Y	USD
State Bank of India (Nassau)			India	Euro market public issue	N	USD
UTI Bank Ltd (Singapore)			India	Euro market public issue	Y	USD
Vedanta Resources plc	Ba2	BB	India	Euro market public issue	N	USD
AI Finance BV	B2		Indonesia	Euro market private placement	N	USD
BLT Finance BV		CCC+	Indonesia	Euro market public issue	N	USD
Blue Ocean Resources Pte Ltd	B3		Indonesia	Euro market public issue	N	USD
BSP Finance BV			Indonesia	Euro market public issue	N	USD
Davomas International Finance Co Pte Ltd	B2		Indonesia	Euro market public issue	N	USD
GT 2005 Bonds BV			Indonesia	Euro market public issue	N	USD
Indo Integrated Energy BV	B2		Indonesia	Euro market public issue	N	USD
Majapahit Holding BV	Ba3	BB-	Indonesia	Euro market public issue	N	USD
Mobile-8 Telecom Finance BV		D	Indonesia	Euro market public issue	N	USD
Republic of Indonesia	Ba3	BB-	Indonesia	Euro market public issue	N	USD
MBB Sukuk Inc	A3		Malaysia	Euro market public issue	N	USD
Parkson Retail Group Ltd	Ba1	BB	Malaysia	Euro market public issue	N	USD
Wessex Water Services Finance plc	A3	BBB+	Malaysia	Euro market public issue	N	GBP
Asian Development Bank		AAA	(Philippines)	Euro market public issue	N	AUD
Asian Development Bank	Aaa	AAA	(Philippines)	Euro market private placement	Y	AUD/ZAR
Asian Development Bank	Aaa	AAA	(Philippines)	Global market public issue	Y	USD
Asian Development Bank	Aaa	AAA	(Philippines)	Euro market public issue	Y	USD/GBP/CAD/KZT/AUD/NZD/JPY/ZAR/TRY
Republic of the Philippines	B1	BB-	Philippines	Global market public issue	N	USD
SM Investments Corp			Philippines	Euro market public issue	N	USD

BW Group Ltd	Baa3		Singapore	Euro market public issue	N	USD
DBS Bank Ltd	Aa2	AA-	Singapore	Euro market public issue	N	USD
Okeanos Investment Corp			Singapore	Euro market public issue	N	USD
Petra Foods Ltd			Singapore	Euro market private placement	N	USD
Silver Maple Investment Corp Ltd	Aaa		Singapore	Euro market public issue	Y	EUR
SPI Electricity & Gas Australia Holding Pty Ltd	A1	A-	Singapore	Euro market public issue	Y	GBP
Vesta Investment Corp Ltd	Aaa		Singapore	Euro market public issue	N	USD
EW Global Funding Ltd			South Korea	Euro market private placement	N	USD
Export-Import Bank of Korea - KEXIM	A2	A	South Korea	Global market public issue	N	USD/EUR/MXN
Export-Import Bank of Korea - KEXIM		A	South Korea	Euro market private placement	Y	USD/EUR/GBP/JPY
Export-Import Bank of Korea - KEXIM		A	South Korea	Euro market public issue	Y	USD/GBP/BRL/JPY
Export-Import Bank of Korea - KEXIM		A	South Korea	Euro market public issue	N	USD/MXN
Frontier Securitization XIV Ltd			South Korea	Euro market public issue	N	EUR
Frontier XI Ltd	Aaa		South Korea	Euro market public issue	N	USD
GS Caltex Corp	Baa1	BBB+	South Korea	Euro market public issue	N	USD
Hana Bank	A2	A-	South Korea	Euro market public issue	Y	USD/JPY
Hynix Semiconductor Inc	B1	B+	South Korea	Euro market public issue	N	USD
Hyundai Capital Auto Funding V Ltd	Aaa		South Korea	Euro market public issue	N	USD
Hyundai Capital Auto Funding VII Ltd			South Korea	Euro market public issue	N	USD
Hyundai Capital Services Inc	Baa2	BBB	South Korea	Euro market public issue	Y	USD
Hyundai Card Co Ltd		BBB	South Korea	Euro market public issue	N	USD
Hyundai Motor Finance Co			South Korea	Euro market public issue	N	USD
HyundaiCard Funding I Ltd	Aaa		South Korea	Euro market public issue	N	EUR
Industrial Bank of Korea		A	South Korea	Euro market public issue	N	BRL
Industrial Bank of Korea		A	South Korea	Euro market public issue	Y	USD/BRL
Kookmin Bank		A	South Korea	Euro market public issue	Y	JPY
Kookmin Bank		A	South Korea	Euro market private placement	Y	JPY
Kookmin Bank	A2	A	South Korea	Euro market public issue	Y	USD
Korea Development Bank - KDB	A2	A	South Korea	Global market public issue	N	EUR
Korea Development Bank - KDB		A	South Korea	Euro market public issue	Y	USD/EUR/GBP/JPY/BRL
Korea Development Bank - KDB	A2	A	South Korea	Global market public issue	N	USD
Korea Development Bank - KDB		A	South Korea	Euro market private placement	Y	USD/JPY
Korea Electric Power Corp - Kepco		A	South Korea	Euro market public issue	N	JPY
Korea Exchange Bank	A2	BBB+	South Korea	Euro market public issue	Y	USD
Korea Midland Power Co Ltd		A	South Korea	Euro market public issue	N	USD
Korea Railroad Corp	A2	A	South Korea	Euro market public issue	N	USD
Korea Southern Power Co Ltd		A	South Korea	Euro market public issue	N	USD
KT Corp	A3	A-	South Korea	Euro market public issue	N	USD
KT Freetel Co Ltd			South Korea	Euro market private placement	N	USD
LG Electronics Inc	Baa3	BBB	South Korea	Euro market public issue	N	USD
National Agricultural Cooperative Federation		A	South Korea	Euro market private placement	Y	JPY
National Agricultural Cooperative Federation	A2	A	South Korea	Euro market public issue	Y	USD/JPY
National Federation of Fisheries Cooperatives - Suhyup Bank			South Korea	Euro market public issue	Y	USD

Point-Plus First International Ltd	Aaa		South Korea	Euro market private placement	N	USD
Pusan Bank	A3		South Korea	Euro market public issue	N	USD
Shinhan Bank		Not rated	South Korea	Euro market public issue	Y	USD
Shinhan Card 2008-1 International Ltd	Aaa		South Korea	Euro market public issue	N	EUR
Shinhan Card Co Ltd		BBB+	South Korea	Euro market public issue	N	USD
Shinhan Mortgage First International Ltd			South Korea	Euro market private placement	N	USD/HKD
Shinsegae Co Ltd		A-	South Korea	Euro market private placement	N	USD
Shinsegae Co Ltd	A3	A-	South Korea	Euro market public issue	N	USD
SK Energy Co Ltd	Baa2	BBB	South Korea	Euro market public issue	N	USD
SK Telecom Co Ltd	A2	A	South Korea	Euro market public issue	N	USD
Woori Bank		A-	South Korea	Euro market public issue	N	USD
Woori Bank		A-	South Korea	Euro market private placement	Y	USD
Woori Bank		A-	South Korea	Euro market public issue	Y	USD
IRPC pcl	Baa3	BBB-	Thailand	Euro market public issue	N	USD
True Move Co Ltd	B2	B	Thailand	Euro market public issue	N	USD
Vietnam Shipbuilding Industry Corp - VINASHIN			Vietnam	Euro market public issue	N	VND

《資料：大和 SMBC ヨーロッパ提供》

上表を見ると、特に韓国の金融機関（政府系及び民間）においては、ブラジルリアル（BRL）建ての MTN の発行が相次いでおり、国を挙げて、ブラジルにおける新規のプロジェクト資金の調達を、EMTN プログラムを活用して行っていることがわかる。

この資料から読み取れることは、韓国の金融機関（政府系及び民間）は、MTN プログラムの利便性をすでに十分享受しているのではないかということである。

それに対して、日本を除くアジア各国の民間事業会社の多くにあっては、MTN の利用について云々する以前の段階、すなわち、ユーロ市場のような国際金融市場の効果的かつ効率的な利用の仕方自体についての知見を獲得することが今後の課題であるように思われる。

つまり、総じて、アジアの発行体は、政府系機関及び一部の金融関係・企業グループの発行体を除いて、MTN の便利さを理解するところまで行っていないということである。

結論として、日本の一部の先を含め、アジアの発行体全般に、MTN プログラム方式による資本市場調達の利便性への理解がまだまだ進んでいないことが、2008 年から 2009 年にかけてのユーロ債市場の仲介業者等及びアジアの発行体へのヒアリングと資料とで明らかになったといえる。

（犬飼重仁）

VIII. MTN の法的側面 No. 1

(本稿の意見にかかる部分は筆者の個人的見解であり所属する団体組織とは一切関係ない)

1. はじめに

ここでその創設を企図しているアジア MTN プログラムは、日本国の金融商品取引法（以下単に「金商法」という。）による規制の枠組みで言えば、適格機関投資家または特定投資家のみを相手方とする MTN (Medium Term Note) の募集、私募、売出しまたは私売出しである。市場は日本国内及びアジアの諸外国が想定され、通貨は日本円、シンガポールドル、香港ドルまたは他のアジア諸外国通貨が想定される。

このようなアジア MTN プログラムの創設に関する法的問題は、いうまでもなく日本法上の問題に限られないが、ここでは、日本法上の問題に限定して下記の法的問題を検討したい。

- ① かかる投資家対して勧誘等を行うための金商法上の要件や告知・書面交付義務があり、またそのための上場制度の活用の問題がある。これらの有価証券発行のための金商法上の発行者情報及び証券情報の開示に関する規制について、MTN プログラムの目的に沿って機動的な MTN の発行が可能になるようにするための検討が必要である。
- ② また、アジア MTN の要項上の発行者の債務の履行を確保するための枠組みとして、どのような要項が適切かについて検討し、それを実現するうえでの法的問題を検討することが必要である。
- ③ さらにまた、投資家保護のために、プログラムについて法律意見書をとることの要否、及び Due Diligence の程度、なかんずく法律家の関与とコンフォートレターの役割を検討したい。

2. 情報開示に関する規制

(1) 発行登録制度の活用

- ・ MTN プログラムによる発行は、発行の機動性を満足させることが重要である。
- ・ 上場会社が発行体の場合、国内での普通社債の実質的なプロ向け発行は、私募ではなく、発行登録制度を用いて、額面 1 億円以上で行っているのが通常である。これをアジア MTN プログラムのために活用するためにはどのような手当が必要か、ということを検討すべきであろう。発行登録制度は一般投資家向けの公募を目的としているため、これを利用するための現行の要件が厳しすぎないか、という問題がある。開示内容、引受審査、コンフォートレターなどが要請されているため、MTN プログラムによる債券発行の機動性を実現できないことが懸念される。
- ・ 外国の発行体の場合には、英文で継続開示しても、参照方式を利用することがで

きず、従って、発行登録は使えないという問題がある。

(2) 適格機関投資家及び特定投資家

- ・金商法は、プロ向け市場を創設し、一定の要件を満たす特定投資家向けの取得勧誘が私募とされ、有価証券届出書の提出が不要とされた。特定投資家（いわゆるプロ）には、適格機関投資家が含まれる。
- ・「適格機関投資家」及び「特定投資家」の定義によれば、アジア諸国の類似投資家が、金商法上のこのカテゴリーに入らないという問題はないか。外国法人は一般投資家へ移行可能な特定投資家である（金商法 2 条 31 項 4 号、定義府令 23 条）。また、そもそも国内で勧誘しなければ、私募要件の検討は不要であろう。セカンダリーであっても、海外から注文してくる限り、金商法上は当面特段問題にならないと思われる。
- ・しかしながら、海外の日本人または日本法人の支店に金商法上の投資家保護規定を適用すべきかという、金商法の域外適用が将来問題となり得ることに留意すべきであろう。アジア MTN プログラムは国境を越えた資本市場での債券発行を目的としているから、ユーロ市場における米国証券法の域外適用と同様に、金商法の域外適用が検討されるようになる可能性がある。

(3) プログラムの取引所上場

- ・ユーロ MTN プログラムのロンドン取引所上場の意味と同様に考えれば、上場の意義の一つは継続的情報開示である。
- ・金商法は、プロ向け市場における特定証券情報及び発行者情報の内容について、具体的内容、様式、会計基準、言語について、特定取引所規則に委ねている（特定証券情報府令 2 条及び 7 条）。
- ・このように法律上は柔軟な取扱いが許されているから、これによるアジア MTN プログラムの上場が可能になると期待される。
- ・具体的には、例えば東京 AIM 取引所にアジア MTN プログラムをプログラム・アマウントを特定して上場し、同取引所取引インフラを利用する可能性を追求すべきであろう。東京 AIM 取引所の規則は、株式の上場について、英語による開示、及び会計基準について日本、米国、国際会計基準（IFRS）のいずれかを認めているという。これによれば債券についても柔軟な対応が期待される。

(4) 情報開示当事者の自己責任を伴う判断に任せる柔軟な制度への転換

引き受け審査、開示事項、ブラックアウト期間等の確立された制度に依存しすぎていないか。整備された制度は、有益なチェック機能を提供し制度を作る側に安心と満足を与えるが、具体的な事実に基づく判断を鈍らせ起債の機動性を阻害するリ

スクを伴うことを知るべきであろう。古典的な考え方によれば、私募または私売出しにおいて情報開示規制によるプロ投資家の保護は不要である。自ら情報を収集しまた発行体に情報の開示を求めることができる立場にあるからである。アジア MTN プログラムの創設にあたっては、機動的な起債を可能にするために、これらのことを念頭において柔軟な情報開示のルールを構築すべきである。

3. アジア MTN の要項

東京で発行されるアジア MTN の要項上の発行者の債務の履行を確保するための枠組みとしてどのような要項が適切か。特に発行体が外国法人の場合を念頭に置いてこの問題を検討してみよう。

MTN の要項において発行者は、その有価証券所持人に対して要項上の規定に従って金銭の支払いを約束する。かかる約束を司法制度を用いて強制的に履行させるための仕組みを、要項の中に盛り込んでおかなければならない。そのために定めておかななくてはならないものとして、管轄裁判所、訴状の送達方法、準拠法等がある。

(1) 管轄裁判所

- ・第一審管轄裁判所として日本の東京地方裁判所が非専属的裁判管轄権を有する旨の合意を要項中に盛り込むのがよい。発行者の営業の本拠地等での、仮差押仮処分及び本案の裁判を行う選択ができるようにするために、非専属的裁判管轄とする。発行通貨による債権の回収を実行するためには、発行者の国で訴えを提起して強制執行することが望ましいこともあり得よう。
- ・英国や New York の裁判所を選択すべき理由はない。金銭の支払い約束が MTN の要項の骨子であり、この分野において有価証券所持人がコモンロー上の判例の集積に依拠しなければならない場合は想定できない。

(2) 訴状の送達方法

- ・訴状送達代理人を東京ないし日本国内に指名する規定は、司法共助等による訴状の送達を不要とするか？ 日本の裁判所は、この指定を訴訟上なされた指定とみることは出来ないとの理由で、この規定に従って、指定された者に訴状を送達することはしないというのが一般的な理解である。
- ・そのような規定の、実務的な意義は、(イ)この規定に従った訴状送達代理人による任意の受領を期待していること、(ロ)応訴管轄を事実上生じやすくすること、また(ハ)将来日本の裁判所がこの規定に従って訴状を送達する取り扱いをする場合に備えていること、等であろう。

(3) 準拠法

- 日本の国際私法は、契約について当事者による準拠法の指定を認めている。日本の裁判所に訴訟が提起された場合、準拠法を日本法としておけば、裁判所による審理を容易にする。
- 日本法を準拠法と指定したときには、どの範囲の日本法が適用される結果となるのかという、国際私法上の解釈問題が生ずることに留意しなければならない。この点については、下記の(5)及び(6)で取り上げる。
- 社債契約 (=要項) の準拠法を日本法にすれば、日本の法律事務所の法律意見書を得て、アジア MTN プログラムの適法性を確認することができる。発行者が日本国以外の国に従って設立された法人であれば、当該外国の法律事務所から当該外国法上の適法性を確認することが必要になる
- 変動利付社債やデリバティブを含んだ場合等、日本国の利息制限法の上限を超える可能性がある社債については、利息制限法の適用の有無が問題になる。これは利息制限法の解釈の問題であり、さらに国際私法上の法廷地の絶対的強行法規の適用問題として理解される。社債には適用ないとする見解があるが、学説上はあまり議論されておらず、適用ありとしている説が多い状況である。

(4) 言語

- 共通語である英語を使用して良いであろう。準拠法を日本法とすると、英語で日本法上の概念を表現することになるが、日本政府は日本法の英訳を作成するプロジェクトに従事していることを勘案すれば、MTN の要項は支払い約束であって比較的単純なものであること、及び英語での表現に不安があれば日本語の法律用語を添えることが出来ること、等から MTN の要項の言語は英語でよいと考える。英語を使用することが出来る日本の法律家は既に十分な数にのぼっている。
- この言語については、サムライ債と異なる。サムライ債の要項が作成された 30 年ないし 40 年前に比べて、英語の使用は広く日本をはじめアジア諸国に普及し、英語はアジアの複数の国から構成される国際資本市場における共通語になっていると認められる。

(5) 日本国会社法上の社債管理者設置強制規定及び社債権者集会に関する規定の適用問題

① 問題の所在

- 日本国の会社法に従って設立された会社は、同法に従って負担する金銭債務 (2 条 23 項に定義する「社債」) を負う場合には社債管理者を設置する義務を負う (会社法 702 条)。この社債管理者の制度は、社債権者保護のための強行規定である。(イ) 各社債の金額が 1 億円以上の場合及び(ロ)ある社債の総額を当該種類の各社債の

金額の最低額で除して得た数が 50 未満の場合（社債権者の数が 50 人以上となる可能性がない場合）は、この社債管理者設置義務を負わない。発行体が日本国の会社法に従って設立された会社であって、準拠法が日本法である場合には、社債管理者設置義務を負うことは、この規定の文言自体から明らかである。外国会社が日本法を準拠法として債券を発行した場合、及び日本の会社が外国法を準拠法として日本で債券を発行した場合は、会社法 702 条を文言どおりに解釈すれば、同条の適用はない。しかしながら社債管理制度は日本の投資家保護の規定であることから、これと異なる解釈がとられる恐れはないであろうか。MTN の要項の準拠法として日本法を指定した場合、あるいはアジア MTN プログラムに基づいて日本で MTN を発行した場合には、この社債管理者の設置強制規定の適用をうけると解すべきであるとの主張がありうるのではないかという問題がある。社債権者集会に関する会社法 715 条以下の規定についても同様の問題がある。

- これらの問題については、会社法施行後は、会社法の社債の定義から、発行体が日本法に従って設立された会社でなければ、適用ないとの見解がある。また、日本の会社が発行するものであったとしても会社法に従って発生する債務（2 条 23 号）ではなく外国法によって発生する債務は社債でないことになるから、外国法に準拠して発生する債務を表章する債券に、社債管理者設置強制規定も債権者集会に関する規定も適用の余地はないとの解釈がある（江頭憲治郎「株式会社法第 2 版」649 頁注 10）。
- しかしながら、社債管理者設置強制規定に関する下記の③と④の適用肯定説では、国際私法上の準拠法の適用と公法的規定であることをそれぞれその根拠としているので、会社法の「社債」の定義はその解釈の障害とはならず、会社法施行後も適用ありとすることがありうるのではないかという問題がある。現行会社法における社債の定義は、社債管理者設置強制規定と社債権者集会に関する規定の適用問題を、いまだ解決していないようにみえる（江頭前掲 648 頁注 9）。

② サムライ債における取り扱い

サムライ債では、日本の会社法に従って設立された会社でない発行者の発行するものにも、受託会社、社債管理会社、または社債管理者を設置している。最近発行されているサムライ債は、マーケットが公募債を消化できる状況にないため、適格機関投資家向けをターゲットとした公募により発行されているものが多く、当然、各債券の金額を 1 億円以上として、社債管理者を設置していない。

③ 法務省民事局の見解……準拠法を日本法とした場合に適用があるとする「国際私法上の解釈」による見解

- 大蔵省または金融庁は、準拠法を日本法とすることや東京地方裁判所を管轄裁判

所とする旨の規定と共に、受託会社、社債管理会社、または社債管理者の設置を求め、それらを備えた債券の要項でなければサムライ債の日本国内での募集、売出しの届け出でを受理しない取扱いであった。現行会社法の下で同じ取扱いになるか否か必ずしも明らかでない。現行会社法の下で同じ取扱いをする法的根拠があるであろうか。その法的根拠としては、債券の準拠法を日本法とした結果、債券に適用される日本法の解釈として、社債管理者設置強制規定の適用があると解することが考えられる。

- 会社法 702 条の規定は外国法人には適用ない文言となっている。702 条は会社法にいう「会社」に適用され、外国会社は会社法に定義する「会社」ではない。また、外国会社以外の外国法人が発行者となるときには、同じく会社法 702 条の適用の余地はない。しかしながら、債券の準拠法として日本法を選択すると、それによる日本の国際私法上の効果として、準拠法たる日本法の一部として、社債管理者設置強制制度の適用を受けることとなるという見解がありうる。準拠法として日本法を選択した結果、当該渉外的法律関係に適用されるべき日本法の解釈が求められる。この渉外的法律関係における日本法の解釈として、会社法の「会社」及び「社債」の定義を外国法人の発行する債券の場合これを含むと解釈して日本の社債管理制度を適用するとの議論になるのであろうか。その実質的根拠は、社債管理者制度は日本法の定める投資家保護のスキームであって、日本の会社が日本の会社法に従って発行する「社債」に限定する理由はなく、日本法を準拠法として選択すれば発行体が外国法人であってもその適用を受けるとの解釈が合理的であると考えるところにあると思われる。
- この見解によると、アジア MTN プログラムにより発行される債券の効力の準拠法として日本法を指定すれば、社債管理者設置強制規定と債権者集会に関する規定が適用されるとの解釈があり得ると考えられる。
- 法務省民事局は、社債契約（効力）の準拠法として日本法を指定した場合には、強行法規を含め日本法が適用される結果、社債管理者の設置強制も及ぶとする。現行会社法制定後も、法務省民事局は、実務からの照会に対し、「会社法上の「社債」に該当するユーロ社債につき、社債管理者の設置及び社債権者集会の規定が適用されるか否かについては、現行商法（平成 17 年改正前商法）のもとにおける考え方と同様に、国際私法上の解釈にゆだねられている」と回答していると伝えられている。「会社法上の「社債」に該当するユーロ社債につき」と言っているので、この民事局回答はその射程範囲を発行体が日本法人である場合に限定する趣旨と思われる。

- ④ 国内投資家保護のための公法的規定として準拠法に拘わらず適用あるとする見解
- 上記の法務省民事局の見解に対して、現行会社法制定以前から、国際私法学者の

なかに、社債管理者設置強制規定は公法的規定であり、会社の従属法や当事者の締結する契約準拠法の如何を問わずに、国際的な債券発行についても一定の範囲で常に適用されるべき規定であるという見解があることに留意しなければならない。

- ・ 発行者が日本の会社で、社債の準拠法が日本法である場合には、国際私法の解釈として、強制法規も含めて日本法が適用され、702条以下の社債管理者設置強制規定の適用を受けることになるというのが法務省の見解である。これに対して、社債管理者設置強制規定は公法的規定であって、国際私法の準拠法指定の結果の送致範囲に入らないという。これによると、発行地が日本であるときとか日本国内への環流の可能性等一定以上の国内牽連性があるときは、発行体の従属法や準拠法の規定に拘わらず適用されるという。公法的規定であっても、「社債」の定義から外国法人の発行する債券に適用の余地はないとの解釈もあるであろうが、社債管理者制度の持つ投資家保護の趣旨から、上記の要件の下に外国法人もこの規定に服すると解するのが合理的であるとの主張も考えられる。
- ・ 準拠法を日本法でなく外国法として日本国外で発行される外債については、社債管理者設置強制規定の適用はないと解するのが実務である。この実務を支える考え方は次のようなものであろう。日本の会社の発行する外債では、準拠法を英国法又はニューヨーク法として、日本法に従った社債管理者を置かない代わりに、発行地のマーケットの慣行に従って受託者をおいて社債権者保護をはかっている。このような社債権者保護のための外国法に基づく手当があるから、日本国の会社法の社債管理者設置強制規定や社債権者集会の規定を適用させるべき理由はない。この意味で、日本法のこれらの規定は公法的規定ではない。債券が国境を越えて流通する国際的な資本市場の実態に照らして、日本国だけの垣根を設けて日本法による債権者保護規定を公法的規定であるとしてその適用を強制するのは相当でない。

⑤ まとめ

- ・ 会社法に社債の定義を設けたものの、外国法人の発行する債券についての社債管理者設置強制規定と社債権者集会に関する規定の適用の有無は、依然として確定していないとされる恐れがある。日本の会社が日本法を準拠法として社債を発行するときは、これらの規定の適用があることは明らかである。
- ・ この問題を回避するためには、アジア MTN プログラムにおいて発行される債券の準拠法を外国法としたうえで海外での発行として、必要に応じて日本での流通市場で流通させるほかない。これはアジア MTN プログラムの創設を目指している関係者の満足するところではないであろう。
- ・ 以上要するに、アジア MTN プログラムによる債券の発行を日本法を準拠法として

行う限り、発行地が日本であろうとそれ以外のアジアの国であろうと、(イ)各社債の金額を1億円以上とするか、(ロ)少人数私募（ただし、社債管理者設置強制規定の適用除外要件としては、枚数（口数）要件を満たしていれば足り、転売制限等の他の要件は不要）による発行によらない限り、社債管理者の設置を義務づけられているとの主張がなされる恐れを否定できないことになる。

- 従って、この問題がアジア MTN プログラムの創設の障害になるのであれば、会社法の改正によって適用除外を広げるか、社債管理制度の変更によってアジア MTN プログラムに使えるものにする必要があるであろう。

会社法の改正

- 会社法 702 条但書に基づいて社債管理者設置強制の適用除外を定める会社法施行規則 169 条を改正して、「社債発行地の慣行に従った一般投資家への販売制限を課している場合」及び「社債発行地の慣行に従って、全社債権者のために、弁済の受領、債権の保全その他の社債の管理を委託された者が付されている場合」を加えることが考えられる。
- 日本の会社が日本法に従って発行する「社債」についてのみ社債管理者制度と社債権者集会に関する規定を置いてその他の債券については何らの規定を置いていない現行会社法の規定は合理的であろうか。「社債」にあてはまらない債券についての、会社法上の投資家保護のための受託者制度と債券所持人の集团的取扱いの制度の適用の有無について明示的な規定を設けることによって、クロス・ボーダーな市場で発行され流通する債券についての日本法の内容を明らかにすることが望ましい。

社債管理制度の変更

- これに取り組むには、社債管理制度の評価を行うことが必要である。
 - (イ)債権者保護のための制度として、コストとベネフィットの双方から見て MTN プログラムにより発行される債券の場合適切な制度か。
 - (ロ)プログラムのめざす機動的な発行や債権者保護のための行動の機動性に懸念はないか。
 - (ハ)社債管理者となりうる者が限定されていること、それらの者の通常業務に照らして利益相反の恐れがあるが、かかる限定や利益相反は国際資本市場で受け入れ可能であろうか。
- 等、の問題に答えるべく、この制度を再評価して、他により良い制度が考えられないかを検討しなければならないだろう。アジア MTN プログラムの発行者、ディーラー、投資家等の関係者が選択できる、投資家保護のための合理的な手法でなければならない。

- ・社債管理制度は、日本の金融制度に組み込まれる形で投資家保護の制度として長年にわたって存続してきたものである。長い歴史があるだけに、これを変えることは容易でないであろう。現行の社債管理者設置強制規定の除外規定を使ってアジア MTN プログラムを創設することで、目的を達するのであればよいが、そうでなければ現行の社債管理制度は、アジア MTN プログラムの大きな障害になりそうである。

(6) 物的担保または人的保証の設定

① 担保付き社債信託法の適用

- ・日本国の担保付き社債信託法（以下、単に「担信法」という。）は、国内で担保の受託ができる者を内閣総理大臣の許可を受けた者に限定している（担信法 1 条）。その結果、それらの者が受託する条件でなければ担保の設定はできない。また、外国で担保付き社債を発行するための信託契約を締結するには、担保提供者が内閣総理大臣の許可を受けなければならない（担信法 17 条）。
- ・アジア MTN プログラムによって発行される債券の発行体は、当面は格付けの高いもので担保を付して発行することを想定していないと思われる。従って、担信法の適用に関する以下の問題は、当面問題にならないと思われるが、発行者の財務内容が債券発行後悪化して、発行者からの担保の徴求が必要になることもあることを考えれば、検討しておかなければならない問題であろう。
- ・次の場合には、担信法の関係する規定の適用があるとの見解がある。
 - (イ)社債の準拠法が日本法とされているとき。日本法を準拠法として指定した結果、担信法がその「送致範囲」に入ると解されるからである。
 - (ロ)担信法の規定は、日本の会社が発行する担保付き社債一般の信用を守ると言う目的を持って制定された公法的規定と解する。このような目的をもった公法的規定とすると、準拠法の指定に拘わらず、日本の会社の発行する外債の準拠法を英国法やニューヨーク州法とした場合にも適用されるとされる。
 - (ハ)日本に担保目的物が所在する場合、及び担保の受託につき日本法が信託の準拠法とされている場合にも、担信法中のそれぞれ担保物権に係る規定及び信託に係る規定の適用がある。
- ・外国会社の発行する債券は「社債」ではないので、担信法の適用はないとの見解もありうる。

② 外債の実務

- ・日本法に従って設立された会社が発行した社債には、その準拠法のいかにかわらず、常に担信法の適用があると解するのが実務である。その結果、日本の会社が外国で発行した外債には物的担保付きのものではなく、人的保証付きのものが

あるにとどまる。上記①の担信法1条や17条の規定が実務上の障害になっている。

- 担信法は債権者保護のために制定されている法律であるが、実際には同法の定める規制が使い勝手を悪くして、国際資本市場での資金調達には使われていない。使われていないだけにとどまらずに、担保付きの債券の発行を阻み、また発行者の財務状況が悪化したときにすばやく担保を提供させることを阻んでいると言えよう。実務は、もっぱら保証人に求償権担保を入れて保証状を取り付けて対応せざるを得なくなっているといえよう。

③ 問題への対応

- この状態を改めるためには、担信法を改正し、債権者のために担保を保有し実行することを現実的に可能にする柔軟な法制度が必要である。
- 当面、担信法の改正がない場合に、債券の準拠法を日本法と指定しながら、担信法の適用を回避する方法はあるか。発行者が外国法人であれば、担保目的物の所在地が外国である場合には、準拠法の分割指定はどうであろうか。

要項中の日本法を債券の準拠法とする準拠法指定条項で、

「物的担保または人的担保を設定するときは、物的担保及び人的担保の設定及び権利の内容は、それぞれ担保目的物所在地法及び人的担保提供者の選択する法による。」

とする案はどうであろうか。

4. 投資家保護のために

(1) 法律意見書等についての法律家の関与

① 法律意見書

アジア MTN プログラムによる債券の発行は、複数の国の当事者が関与する渉外的法律関係を伴う。準拠法を日本法とし、日本の裁判所を管轄裁判所としても、この渉外的法律関係にあつて債権者の保護に法律的な問題がないかどうかを判断するには、国際私法を含めた日本法の法律専門家による吟味が不可欠である。このことは、上記の社債管理者設置強制規定や担信法を巡る解釈を見ても明らかであろう。この点、渉外的法律関係を持たない国内債の発行と異なる。従つて、国内債に法律意見書を徴求しないのが日本の慣行であっても、またアジア MTN プログラムによる個別の債券発行毎に法律意見を採る必要はないとの立場をとるにしても、少なくともプログラムの組成については、日本法の法律意見書をとるべきであろう。

また、アジア MTN プログラムの発行者が外国の法律に従つて設立されたものである等、プログラムについて外国との関係がある場合には、当該外国の法律に

ついで法律意見書を取るべきであることは言うまでもないことであろう。プログラム関連諸契約の締結のための意思決定、締結行為、そのための認可や届出の要否等、発行者の債務発生効力とプログラムによる債券発行の適法性、及び強制執行の可能性等確認すべきことが多い。

ユーロ MTN の場合ディーラーが法律意見書を要求しているが、アジア MTN についてのディーラーがどのような役割を担うかによっては、これを不要とする見解もあり得ないではない。単なる私募の取扱いしかしないとすると、ここまで **Due Diligence** を尽くすのか、特に、国内発行体の国内発行の場合、公募であっても、日本の弁護士が関与しない状況であることを前提に、日本の発行体のアジア MTN について、法律意見書は不要との主張が考えられる。しかしながらアジア MTN プログラムによる債券の発行は、一般的には、クロスボーダーな市場での流通が前提とされていること（従って外国の投資家の保護を考えるべきこと）、言語が英語であること等が国内債と異なるところである。

② 目論見書及び諸契約等

プログラムの組成のためには、**Due Diligence** を行い目論見書を作成するであろう。ユーロ MTN プログラムの慣行を踏襲すれば、プログラム組成後更に毎年のプログラムの更新時に目論見書のアップデートを行う。この過程で、法律家の関与が重要である。目論見書は発行者及びディーラーの法的責任をとまなう「法律文書」であることを認識すべきである。この目論見書は、日本の公募の目論見書ではなく、言語は英語であることが想定される。また、プロ向け市場の特定証券情報等（金商法 27 条の 31）の言語も英語が想定されよう。

国際的な債券の発行においては、目論見書及びプログラム関連諸契約の作成に留まらず、プログラム全体を機能するものとするための法律家の関与が不可欠であろうと思われる。プログラムの組成に携わる関係当事者を、投資家の目をもって助力する法律家の役割は重要である。

③ アジアの関係国の為替管理を含めた法制度及び通貨制度並びにそれらの現状の調査

債権の要項に従った債務の履行を確保するためには、強制執行が可能であることの確認が必要である。為替管理の下で契約通貨による支払いが確保されているか、強制執行を行う地の通貨をもって契約通貨を得ることができるか、等を調査し、それらの問題について適用法についての法律意見書によって確認することが必要である。

(2) Due Diligence とコンフォートレター

目論見書の作成時及びその後の年1回のプログラムのアップデート時に、引受審査を行い、このときに会計監査人からコンフォートレターをもらうことが必要となろう。債券発行者及びディーラーは、これらの時点での発行者の状況を合理的に可能な範囲で確認する手続きを投資家のために取るべき責任があると考えられる。

会計監査人は、年間監査計画に従って監査を進めている。会計監査人は、どの時点を取っても、それまでにした監査に基づいて、発行者についての会計情報を有しているはずである。かかる情報をベースとして、それに基づいてさらに調査すべき事項を判断して、投資家に有用なコンフォートレターを出せるはずであるし、発行者とディーラーはかかるコンフォートレターを徴求すべきであろう。

コンフォートレターの問題は、発行会社と引受証券会社の行う Due Diligence のレベルと関連があるように思われる。引受証券会社は、法律専門家の参加も得て、自ら十分に Due Diligence を行い、法律意見書も取得し、会計監査人に対しても詳細な質問をすることが求められよう。起債関係者による十分な Due Diligence を行っているとの感触がもてないときには、会計監査人はコンフォートレターを出すことに不安を覚えることがあるであろう。投資家保護のためになすべき Due Diligence を、発行体の営業内容、内部統制、財務の状況等に則して充分に行うなかで、コンフォートレターの内容を決定していくべきであろう。

アジア MTN プログラムによって債券を発行する発行体は、当面信用格付の高いものであり、そのような発行体は資本市場から継続的に資金調達を行っているものであり、この目的で情報開示のためのコーポレート・ガバナンスが整備され、法律家と会計監査人も参加して Due Diligence が行われていることが予想される。このような場合には、発行体の状況を把握し、既に行われている Due Diligence の成果を活用しつつアジア MTN プログラムの目的に照らして、効率のよいしかも十分な Due Diligence を行う工夫が求められる。

個別の債券発行時点における Due Diligence については、その時点の経済情勢について一般に理解されていることと発行体について知られている情報とに基づいて、その方法と程度を検討すべきであろう。

5. 解決しなければならない法的問題点のまとめ

以上により、アジア MTN プログラムを創設するために解決しなければならない法的問題を列記すると、次のようになる。

(1) 情報開示規制

開示事項、開示時期、言語、取引所上場の問題がある。

(2) 債券の要項

管轄裁判所、準拠法、利息制限法の適用問題、言語、訴状送達方法、会社法の社債管理者設置強制規定及び社債権者集会の規定の強制適用問題、担信法の強制適用問題。

(3) 法律家の関与、Due Diligence の内容と会計監査人のコンフォートレター

(築瀬 捨治)

IX. MTN の法的側面 No.2

(本稿の意見にかかる部分は筆者の個人的見解であり所属する団体組織とは一切関係ない)

1. 準拠法の役割

(1) ユーロ MTN プログラムの準拠法ランキング

Final Governing Law 2007 Total	
England	1,631
New York	356
Germany	103
Netherlands	52
France	48
Argentina	41
Ireland	23
Canada	17
Australia	16
New South Wales	13
Belgium	12
Austria	12
Italy	11
Luxembourg	10
Denmark	10
Cayman Islands	8
Singapore	6
Ontario	6
Portugal	4
Iceland	3
Delaware	3
United States	2
New Zealand	2
Mexico	2
United Arab Emirates	1
South Africa	1
Saskatchewan	1
Quebec	1
Pennsylvania	1
Nova Scotia	1
Norway	1
Massachusetts	1
Korea	1
India	1
Hungary	1
Greece	1
Czech Republic	1
Colombia	1
Channel Islands	1
California	1
Alberta	1
Grand Total	2,408

左の 2007 年に設定・更新したユーロ MTN プログラムの準拠法ランキングの表で明らかなように、ユーロ MTN プログラム全体の約 3 分の 2 が英国法を準拠法としている。上の表を見る限り、基本的に、先進国のプログラムはその先進国の準拠法を採用しているという原則も成り立っていると思われるが、発展途上国のプログラムで英国法を用いずに発展途上国自身の準拠法が採用されているケースも散見される。

先進国以外のプログラムについては、英国法・NY 法等の州法・自国法を、投資家の条件や希望を踏まえて、発行体自身が選択しているとみることもできるかもしれない。

(プログラムの構成と準拠法との関連)

なお、第二フェーズの調査を踏まえて、MTN プログラムの準拠法の選択に関し、以下のような相互関係が観察されることが、ほぼ明らかとなった。

すなわち、シンガポールドル建て MTN プログラムや、マレーシアリングット建ての MTN プログラムの場合には、準拠法は、シンガポール法やマレーシア法となる。

これに対して、グローバル MTN プログラムで Reg S/144A のドキュメンテーションを含む場合には、ニューヨーク法となる。

《データ提供先：Citigroup Global Markets Limited》

さらに、銀行などの劣後債などの発行を可能とするプログラムでは、通常の MTN は英国法としておき、劣後債については自国法を準拠法とするのが一般的となっている。

(2) 日系発行体の MTN の準拠法

なお、日系発行体は、現在すべて英国法を採用しているが、これは近年の日本国内の特

殊な事情による。具体的には、1993年の商法改正に伴い法務省が公表した「社債の管理会社（Commissioned Company）のユーロ債における強制設置」という解釈がその直接的な原因となっている。

日本企業の設定する EMTN プログラムでは、現在までのところ、準拠法は英国法以外の選択肢がないため、他の多くの国々で可能なように、自国法である日本法を選択肢に加えることができるように、今後法令の見直しを進めるべきであると考えられる。

（下記「2. 民間国外債（日本物外債）の社債管理者必置問題」の項参照）

準拠法の選択に関しては、ユーロ市場でユーロ MTN プログラムを使うような発行体は、これまではソブリン・準ソブリンに加えて、基本的に信用力に比較的すぐれた金融機関や事業会社であることが多く、その意味でデフォルトリスクが顕在化して実際に準拠法が問題となるようなケースは極めて少なかったと考えられる。その意味で、「発行体の準拠法を気に留める投資家はほとんどいない」という複数のロンドンの引受業者の説明は、優良発行体の存在を前提とすれば、なるほどそういうものであろうと理解できる。

なお、銀行の設定する MTN プログラムでは劣後債部分に自国法準拠とする例が多くみられるが、当該プログラムを使用して株式リンクや劣後性の証券を発行することが想定される場合には、基本的には、発行体の自国法を準拠法として用いることがより望ましくなると思われる。

（3）ユーロ債の準拠法についての関連論文抜粋

[以下は、2007年3月31日出版の犬飼重仁編「アジア国際債市場創設構想」（レクシス・ネクシス刊）から、松本啓二氏（弁護士、故人）の論文の抜粋（P.165-166, 170-173）である]

ユーロ円債を含むユーロ債（歴史的にはユーロ・ドル債）の場合には、公募（Public offering）は全世界（証券規制のある国ではそれぞれ国の規制免除に従う）で行われ、その用語は英語で、公募後の流通市場は、全世界の業者間市場（Inter-bank markets）であることから、発行体の母国法を社債の準拠法にすることに合理性がある。

全世界の投資家サイドからみると、特定の国の法律を準拠法にするとフェアではないし、発行体にとって、その母国法を準拠法とすることは、投資家からのクレームに対応しやすいからである。もともと、歴史的に、ユーロ市場で後進国の発行体は英国法を使う例が多いので、英国法ならフェアといえるかもしれない。

これが転換社債型新株予約権付社債になると、その準拠法が発行体の設立地の母国法であることが疑のない株式の関連商品であるところから、解釈のミスマッチを防ぐために発行体の母国法であることがより望ましくなる。

かつて英国法を準拠法とする新株引受権付社債において、商法にはない新株引受権者集会の規定が設けられ、現在の転換社債型新株予約権付社債でも社債権者集会の決議事項の中に、「新株予約権の内容の変更」という事項が加えられているのがその左証である。先例がそうになっているからとして、誰もそれに異を称えないのが、不思議である。

社債の世界では、準拠法は産地表示である。“made in Japan”である筈の社債が現在では“made in U.K.”になっているのである¹²。

戦前の外債は、社債の準拠法は日本法だが、支払等外国の手続については、Fiscal Agent に代表される支払国の制度を使い、引受関係は引受主幹事の属する国の法律という考え方であった。

忙しさに対応するため、旧濱田松本法律事務所が、1980 年代初頭からあみ出した方法が、戦前の Split law の Split を逆転し、社債の準拠法は、英国法のままにしておき引受契約の準拠法を日本法とする方法であった。これは日系発行体のユーロ債におけるリード・マネジャー（幹事証券会社）が、欧米の証券会社から日本の証券会社のロンドン現地法人に移行していった歴史と軌を一にする。

社債の準拠法を英国法のままにしておいたのは、当時、銀行保証や財務制限条項 (Financial covenants) がつけられるのが一般的であったので、Trustee (受託者) が必要でありまたはあることが望ましく、日本の信託法の適用関係があいまいで使えなかったからである。

引受契約とは、発行会社が、ユーロ債発行のために作成する目論見書 (Offering Circular, Prospectus, Placement Memorandum 等と英語ではよばれるが、国外発行募集であるから、日本の証券取引法 (現、金融商品取引法) の適用はなく証券取引法に定める目論見書ではない) の内容が正しいものであり、重要な事実をすべて述べており、誤解を招く表現がないことを、契約書により保証 (warranty) し、引受業者が、契約書の定める条件に従い、社債を引受け募集することを約する契約である。

ユーロ債の発行事務手続の中心となる仕事は目論見書の作成であることから、引受契約の準拠法が英国または米国州法の場合、その作成にあたっては英国または米国の弁護士が事務の中心となり、引受契約の準拠法が日本法の場合、その作成にあたって日本の弁護士が事務の中心となるのが、クロス・ボーダー証券引受のグローバル・スタンダードである。

この方式は、日本語の会社資料を使い日本語のみで議論ができるし、Due Diligence = Documentation Meeting の期間が 3 日位ですむことから、1990 年頃には、約半数に近づく程普及した。

しかし、その頃においては、発行体の代表者が欧州でのロードショーを兼ねて訪欧し、ロンドンにおける調印式に出席することが重要視されていたのと、社債の準拠法は、英国法であったので、ロンドンでの作業である Signing と Closing の手続は、社債関係の Documentation を担当する英国の法律事務所に担当してもらうと好都合であった。

このような局面で、前述の Split law issue とのニックネームをつけて、共同作業を行いましょうという柔軟な態度をとったのは旧 Linklaters & Paines (現在の Linklaters) であり、Slaughter & May はそれを拒否した。Slaughter & May は、その後日本事務所を閉鎖するに至っている。

Split law 方式は、作業がだぶる無駄があり、Fiscal Agent 方式が採用できる優良発行体については、その後、社債の準拠法にも日本法が用いられるようになった。

旧濱田松本法律事務所が、1987 年にロンドン事務所を設置したのは、オール日本法の場合には Signing から Closing まですべての手続を現地で取り扱うことが必要であり、英国の法律事務所に頼むわけにはいかなかったのが一つの理由である。

ロンドン事務所 (の閉鎖) は、バブル崩壊により日本企業の Euro equity 債が壊滅状態になったことが直接的原因であったが、それにとどめをさしたのが、1993 年の商法改正に伴い法務省が公表した「社債の管理会社 (Commissioned Company) のユーロ債における強制設置」という解釈であり、1994 年に閉鎖された。

¹² 戦前の外債の準拠法は日本法であった。栗栖起夫、「外債及び外国社債法の研究」(有斐閣、1967)

最後に、Linklaters 日本事務所のその後と現在は、日本語のできる外国法弁護士またはパラリーガルを雇用し、日本の法律事務所並の効率でユーロ債発行事務を行える態勢を整えている。

2005 年 4 月から、日本の弁護士事務の対外全面開放のしめくりとして、外国事務所による日本の弁護士の雇用と日本の弁護士とのパートナーシップの結成が認められると、旧三井安田事務所の安田グループとパートナーシップを組み、万全の態勢を整え、日本企業のユーロ・エクイティ債の引受側法律業務においては、オール英国法により、ほぼ完全な独占的地位を占めるに至っている。

まさに度量が広い反面、現地に融合することにより仕事を伸ばしていくさすがに英国の歴史と伝統を身につけた事務所であり、競争相手ながら敬意を払っている。

しかし、上述のとおり、現在の法務省の立場の結果、日本の法律事務所がユーロ債の分野で Linklaters 等と対等な自由競争をできなくしていることは残念である。

以上の説明を図示すると次のようになる。

引受準拠法 社債準拠法	英国法	日本法
英国法	戦後 — 現在	1980 年代初頭—バブル崩壊 (1991) (半分近い数)
日本法	戦前	1980 年後半—1993 年商法改正 (少数例)

Made in Japan の日本企業ユーロ債の製造が、日本ではなく(日本法準拠ではなく)、英国の弁護士に依頼して(英国法準拠で)行われる(OEM 生産されている)実務は、先進国中日本だけであり、ぜひとも会社法改正により解決しなければならなかった重要なポイントであった。

(研究会有志・犬飼重仁)

2. 民間国外債（日本物外債）の社債管理者必置問題

（我国発行体の発行する民間国外債の英国法準拠問題）

（1）背景説明

1993（平成5）年商法改正で社債発行限度規制の廃止に代る措置として社債管理会社（現：社債管理者）の原則設置強制（必置原則）が日本に導入された際、「当事者が、外債発行に際して、社債契約の準拠法として商法を指定したときは、社債管理会社の設置強制に関する規定等の強行規定も含め商法の社債契約に関する規定が原則としてすべて適用になるものと考えたい」との当時の法務省担当官の解釈が出された。

それ以降、日本企業がプロの投資家向けに社債管理会社（者）を設置せず財務代理人（FA：フィスカルエージェント）方式で発行するユーロ債の発行準拠法は、法的不確実性を避けるため、「英国の弁護士費用など追加コストを上乗せしてもなお英国法を準拠法として発行する」とのわが国発行体だけの慣行が定着した。

その後、2006年施行の新会社法で社債の定義（新しい社債の定義（会社法2条23号）では、会社法の規定に従って、割当及び償還が行われるもののみが社債とされ、社債でない債券の発行も認められた）が整備されたが、その解説・説明の中で、2005年末以降、法務省担当者が社債管理者強制設置に言及されたことを受け、わが国の法人企業が発行するユーロ債、アジア債を含めたいわゆる民間国外債について、発行準拠法の如何にかかわらず、外債にとってコストアップ要因となる会社法上の社債管理者設置原則（**必置原則**）の例外扱いが可能かどうかという点が、改めてクローズアップされている。

（2）問題解決の方向性

今後、会社法上の社債管理者必置原則が、外債（含むMTN）発行の制約とはならないように、わが国企業の外債発行実務における法律上の困難惹起の可能性を予め回避し、法的安定性のより高い法律構成上の対策を講ずる必要があると考えられる。

EMTN / Asian MTN 等の外債発行を円滑化し、かつ法的安定性を高めるための方策としては、会社法上の社債として従来同様に外債を発行し、あわせて社債管理者設置義務など強行規定の例外措置の明確化を図ることが望ましいと考えられる。

具体的には、①社債管理者を置かないFA方式により、各社債の金額が1億円以上である場合（現行の会社法702条ただし書）、及び②社債の総額を各社債の金額の最低額で除した数が50未満である場合（会社法施行規則169条）の、二つの現行の社債管理者設置義務免除のケースに加えて、今後、③社債管理者の設置の強制などの適用を除外すべき場合を法的に明文として認めることが必要と考えられる。

(3) 外債の会社法上の法律構成についての具体的要改善事項

社債において、もともと社債管理者設置を必要としない場合の我国の特例である、

- ① 各社債の金額が、一件1億円以上である場合（会社法702条ただし書き）、
- ② 社債の総額を各社債の金額の最低限で除した数が50未満である場合（会社法施行規則169条）、の二つの場合のほか、
- ③ 新株予約権付社債などで社債金額が通常一件1億円未満の場合も含めて、社債要項などにおいて、「社債発行地の慣行に従った、プロの投資家以外への販売制限などの、契約上の制度対応が明確にとられている場合、に限り、社債管理者設置義務など会社法上の強行規定の例外を設けること」が、有効であると考えられる。

つまり、日本法（会社法）を発行準拠法とする外債（含む、MTN プログラム）の要項（含む、オフリング・サーキュラー：OC）において、「社債管理者、社債権者集会など強行規定」の適用を排除し、それに代るものとして、社債の発行地の慣行に従った制度を社債の要項の中で契約上の制度として設置する場合、その定めは会社法上、有効であると考えられる。

しかし、上の第三の点には、現在、さまざまな解釈が存在し、一刻も早く、法的安定性を図ることが必要となっている。

すなわち、わが国の発行体の外債発行に関する市場実務を安心してかつ効率的に行うことができるようにするためには、社債管理者設置義務など強行規定の例外について、法的に、明文によってより明確にされる必要がある。

従って、上記の①、②の例外規定以外に、早急に、会社法施行規則の改正等により、上記の③の例外規定を新たに加え、会社法上の強行規定の例外措置の明確化・明文化が図られることが必要である。

(4) 補足--日本にも導入されている FA 制度について

社債管理者を用いない場合に起用される英米の制度であるFA（Fiscal Agent：発行支払い代理人）は、国内債においても、その多数を占めている券面（1社債）が1億円以上の社債については、社債管理者に代るものとして導入され、日本において既に広く認知された制度である。

このFA 制度は、外債の準拠法が日本法であっても英国法であっても、外債においては、上記①と②の場合のみならず、上記③の、新株予約権付社債券で販売単位が1億円を超えないもの（発行単位は1000万円前後である）に関しても、社債要項等の社債契約にプロの投資家以外への販売制限等社債発行地の慣行に従った契約上の制限がおかれている場合には、会社法上の強行規定は免除されるべきである。

(5) 上記の提案が適切であると考えられる理由

外債（その準拠法が日本法であっても英国法であっても）も、わが国の企業が会社法に

準拠した取締役会決議によって社債の割当て（含む、MTN プログラムの設定）・償還を決定したものは原則社債であるから、（社債として発行するなら）社債の管理者設置は必要であるとの（個人投資者等、プロでない投資者の保護の必要性についての）法務省担当官の論旨を認めつつ、外債について、それに相当する社債発行地の慣行に従った販売制限等が明確に定められているなら、設置義務につき例外を認めるべきと考えられる。

（６）国際債市場において我国企業が外債発行する場合の新しい考え方

上記の要改善事項に関連して、わが国企業が国際債（民間国外債）を発行する場合の新しい考え方は、次のようになるとと思われる。

日本の会社法の社債権者保護規定（社債管理者を含む）は、もともと社債権者保護のために、発行会社の費用負担において発行会社に義務付けてきた制度であるので、国際債（民間国外債）の引受会社（＝海外投資者）は、外債引受において、その制度の利用を放棄できる。

しかしながら、それを外国（すなわちユーロ債・アジア債等の国際債）の投資者が受け入れてくれるためには、外国の社債権者保護のため通常用いられている、英国法をモデル（英国法そのものである必要はない）にした「FA（Fiscal Agent）＋裁判所の関与しない社債契約上の社債権者集会」の制度等を、社債の要項に社債契約の一部として織り込んで利用することになることは自然である。そして、その趣旨は、社債の要項のみならず、国際債及びMTNの開示書類である Offering Circular / Information memorandum などにおいて開示（Disclose）して、海外の国際債市場で募集するということである。

勿論、日本の証券取引法（2007年以降は金融商品取引法）上の開示は、ユーロ債などの（国内債ではない）クロス・ボーダー型の国際債市場においては要求されていないから、開示の根拠は、当該国際債市場の慣行にもとづく開示である。

（７）補足事項

現行の社債管理者制度（この制度は、管理会社を管理者と名称変更した以外、1993年改正法と同一であり、英語ではサムライ債と同じ “Commissioned Company” という用語が使われている）は、発行体の利害と投資家の利害が管理会社を通じてうまくバランスされており、国際的にみて最も投資者保護に徹した制度設計であると考えられる。

しかし、一般に一定の信用力を有する我国の発行体企業の発行するユーロ債など国際債においては、発行コスト上の考慮が重要であり、社債管理者及び日本居住の投資者を前提にした社債権者集会や日本の裁判所の関与は、日本国外の市場では馴染まない。

投資者の自己リスクを前提にしたユーロ市場（ユーロMTN市場）（今後アジア債市場（アジア版MTN市場）も同様となると考えられる）では、FA方式等、及び、どの国の裁判所も関与しない社債権者集会が慣行になっており、担保の不要な発行体に関しては、それで「必要にして十分」であるとされている。

なお、従前の商法でも、また現行会社法にもとづく国内市場の社債であっても、社債管理者の設置が免除されている社債においてはFA を使うのが慣行になっている。

しかしながら、冒頭に述べた様に、1993 年の法務省の当時の担当官の解釈で、社債の管理会社が日本法を準拠法とする外債にも強制適用があるとされて以来、「とらなくてもよいリーガル・リスクはとらない」という法律実務とあいまって、日本のユーロ債の準拠法はすべて英国法ということになってしまった。

言い換えれば、わが国の発行体は、**Made in Japan** の国際債（外債）を作ることができなければならない。つまり、英国法でも日本法（会社法）でも、自由に発行準拠法を選択できなければならない。いままさに、立法的解決が必要となっている所以である。

この点は、筆者が事務局長を務める日本資本市場協議会において、2003（平成15）年12月24日付の日本資本市場協議会の法務省宛のパブリックコメント2、及び2005（平成17）年12月28日の日本資本市場協議会の「会社法施行規則案等に関する意見募集」に対する法務省宛のパブリックコメント、及び2006（平成17）年11月16日の日本資本市場協議会「日本法（会社法）準拠の外債の法律構成に関するご提案」において明確に示されているところでもある。

すなわち、外債の場合の社債管理会社強制設置の任意化の要望である。

1993 年改正商法のもとで、先進国のなかで日本の会社だけが、ユーロ債市場で、自国法（日本法）準拠の社債を事実上出せないという実務上の結果となり、わが国発行体のユーロ債はすべて英国法準拠の社債となって、その状態が今まで続いている。つまり、1993年以來15年間にわたって、日本の発行体のユーロ債及びユーロMTNプログラムのリーガル・コストは、いわば英国のビジネス法務事務所の独占的価格となっており、これは、わが国産業界の受け続けている弊害でもあると考えられる。

（犬飼重仁）

3. コンフォートレター問題

我国におけるコンフォートレターの問題については、関係者間の立場・主張が拮抗する中で、海外からみれば特異な状況が現出し、かつ、コンフォートレターの存在意義まで問われる状況になっている。

本論考は、この状況を受けて、主として円滑な資金調達を必要とする我国発行体企業の視点から、発行体以外の複数の市場関係者の立場も念頭に置きつつ、現状のコンフォートレターの問題に関連する事項について、概要を記述したものである。

なお、詳しくは、日本資本市場協議会の事務局長を務める筆者の責任においてまとめた、日本資本市場協議会のホームページ掲載の詳論を参照願いたい。（本論考の最後に参考資料として記載）

（1）コンフォートレター問題とは何か？

- 海外市場における我国発行体企業の証券発行に係る慣行の変容

例えば、我国発行体企業が、社債発行を機動的に行うための仕組みである「ユーロMTN（ミディアムターム・ノート）プログラム」を設定したりその年次更新を行ったりするとき、あるいは単独の外債（ユーロ債を含む）を発行するとき、又は株式等の公募・売出し時等に、コンフォートレターという名の書簡を監査人から引受証券会社及び発行会社に提出する実務慣行が定着しているが、最近その慣行に異変が生じている。

（コンフォートレターとは何か）

引受証券会社は、「Due Diligence（デュー・ディリジェンス）」と呼ばれる発行会社への調査を行い、その一環として、発行会社の財務諸表監査を行っている監査人からコンフォートレターを取得する。このコンフォートレターは、有価証券届出書や海外オフアリング（MTN プログラムを含むが、それに限らない）の目論見書等（オフアリング・サーキュラーないしインフォメーション・メモランダムなどと呼ばれる）に記載された財務情報等の妥当性等を確かめ、その後の変動を把握するため、監査人に依頼して、通常発行体企業の費用負担で、特定の項目について見解を述べ、さらに目論見書等における財務報告について「Negative Assurance（ネガティブアシュアランス）と呼ばれる消極的保証」を付けてもらうのがその一般的な内容であった。

しかし、国際監査法人の本邦事務所（多くの日本の監査法人）では、対応がここ数年急に保守的・限定的になり、我国発行体企業の多くに対してネガティブアシュアランスが与えられないなど、内容が以前に比べて著しく貧しくなっている。

この問題は、ユーロ市場のみの問題ではなく、また MTN プログラムのみならず

Equity/Debt いずれの発行においても問題となりうるものであり、むしろ、一般的には Equity における引受審査の方がより厳しいため、将来、我国企業の Equity グローバル・オファリング等において、阻害要因となりうる可能性もなしとしない。

(国内証券発行に際しての引受審査に係る慣行の変容)

なお、上記の問題は、ユーロ市場だけではなく、日本の国内市場でも、我国発行体企業に関して、同様の問題が惹起してきている。すなわち、我国発行体企業からすると、内外市場ともに、これまで一般に定着した手続き・慣行でオファリングを行うことができなくなっているという問題である。

しかし、ユーロ市場でも米国市場でも、海外の市場で一般に行われているコンフォートレターの慣行では、これまで Due Diligence プロセスを適切に行なった結果としてネガティブアシュアランスを付すのは当然であった。「この Assurance が無ければコンフォートレターと呼ばない」というくらい重要な部分である。その慣行が、日本の発行体については無くなってしまったのである。

実際問題、海外の会社がユーロ債市場等で海外オファリングを行う際には、今でもネガティブアシュアランスが当たり前のように付くが、日本企業（及び香港の企業）のみ、海外や日本国内でオファリングを行う際に、ネガティブアシュアランスが付かなくなっている。

この点について、日本企業の起債のあり方の特殊性と、それに表象された日本市場の特異性、そして市場参加者の投資家軽視の姿勢を示すものとして、海外（証券会社の業界団体等）から批判が高まっている。

ただし、監査法人の立場からは異なる観点（そういう対応とならざるを得ない面）が存在するのであり、その意見にも十分耳を傾ける必要があると考えられる。

いずれにせよ、我国発行体企業の起債市場について、安心できない特異な市場であるという印象を対外的に与えることは、我国市場関係者の立場からも避けなければならない。

なお、コンフォートレターの問題を今後さらに検討するに際して、以下のポイントに沿って、さらに論点を整理し明確化する必要があると考えられる。

- ① まず、コンフォートレターの問題は、ユーロMTN等海外オファリングに際してのみ問題となりうるのか、あるいは、国内市場案件を含む引受審査ルールの在り方自体及び投資家保護への姿勢についての問題も含めて議論すべき問題なのか、というポイントである。

すなわち、我国の公認会計士協会の現在のルールは、おそらく2005（平成17）年のAICPA（米国公認会計士協会）のWhite Paper IIの当初の議論を反映したものが成案となったものと思われる。米国においては、AICPAのWhite Paper IIの提示に対す

る米国市場関係者の反応は、日本とは異なり極めて厳しいものであった。つまり、それぞれの議論の過程で、米国では、「監査法人のDue Diligenceからの事実上の撤退」について、証券業界が強く拒否し、SECがそれを押しとどめる方向に動いたが、日本では、引受証券会社側が受諾し、それによって特異な状況が出現したという、そのことを問題とするかどうかという点である。

- ② また、いま一つのポイントは、上記の明確化と併せて意思統一が必要な点として、公認会計士協会が問題としている、「日本国内における Due Diligenceプロセスを、保証を付すのに相応しい水準まで改善するために、発行体サイド、あるいは証券会社に協力意思があるか否か」という点である。

この部分が、おそらく、かなり米国やユーロ市場等の海外実務と異なる点であり、その実施に向けては、作業負荷、費用負担等も問題となるであろう。しかし、今後、その問題は避けて通ることはできないとも考えられる。

(2) コンフォートレターの役割

(コンフォートレターの役割)

発行体企業が資本市場で資金調達をする際には、内外市場共通の一般的な慣行として、通常、Due Diligence プロセスの適切な実施とその反映としてのコンフォートレターが必要となっていた。しかし日本市場の慣行は、海外市場とは若干異なった慣行の発達の仕方を見せていた。

現在、日本市場では、金融商品取引法第 17 条、21 条において、「証券会社は、元引受を行う金融商品取引業者あるいは目論見書使用者として、虚偽記載を知らず、かつ**相当な注意**を用いたにもかかわらず知ることができなかつたことを証明できなければ、虚偽記載のある目論見書又は有価証券届出書（以下、「届出書等」という）について、発行体と共に損害賠償の責任を負わなければならない」とされており、コンフォートレターは、証券会社が「相当な注意」を用いたことを担保するものの一つとして位置付けられている。

そこで、「相当の注意」を払ったことを担保するものとして、財務の専門家であり発行体により近い立場にもある監査人による確認を得るコンフォートレターの存在が重要となる。

現状、コンフォートレターは、引受証券会社が行う Due Diligence プロセスの十分性を担保する手続きの一つとして、世界的に、資本市場の実務慣行として定着してきている（ただし、コンフォートレターだけで十分という訳ではない）。しかしながら、この慣行は、監査法人にとっては、過度の負担と感じている問題でもある。

コンフォートレター発祥の地である米国では、コンフォートレターは法的根拠があるものではなく、日本においても、米国やユーロ市場等、海外でオフリングを行う際に受領するリーガル・オピニオンと同様、受領すること自体、法定のものとしては定められていない。つまり、我国においてもまた、市場の慣行・慣習として、長い時間をかけて定着し

てきたものなのである。(なお、リーガル・オピニオンについては、海外でオファリングを行う際には受領することが定着しているが、国内の証券発行案件で受領することはまれであり、この点は、投資家保護の観点から、我国においても受領することが望ましいとの見解も存在する) ただ、「慣習上定着した」ということは、それだけで業者間の自主規制のルールとしての効果を持つことになる。

すなわち、引受証券会社が実務慣行として定着しているコンフォートレターを受領せず、届出書等の開示書類に虚偽記載があつて投資家に損害が生じた場合には、引受証券会社は、通常行うべき十分な **Due Diligence** プロセスを行っていないということで、損害賠償責任が発生するおそれが高いことになる。

しかし、我国の国内市場における引受審査は、かつては証券会社によりレベルに差があったため、これを同等のレベルにし、もって投資家等に迷惑がかかるのを避けることを趣旨として、2007(平成19)年5月に証券業協会の規則が改正(同7月施行)された(「有価証券の引受け等に関する規則」)。

それにより、引受けの際にはコンフォートレターを受領することが明示され、コンフォートレターの取得を引受証券会社による「適切な引受審査」の構成要素として明確に位置付けた(ただし、同規則は海外オファリングには直接の適用はない)。

なお、これは証券業協会の規則(自主ルール)であるため、証券業界のメンバーである証券会社を拘束するものであり、違反した場合、証券会社は処分されるが、発行体を法的に何ら拘束するものではない。

(日本市場においてコンフォートレターが担保していた内容)

(以下の3点;海外もその基本は同様) [ただし、必ずしも引受会社側の要求に沿った内容を得られるとは限らないのが実状である(特に下記②及び③については、要求に比して限定的となるケースもある)。]

① 届出書等に記載されている監査済財務諸表に関する信頼性

有価証券報告書(有報)等の開示書類の提出日現在から資金調達時までの間に、監査済財務諸表について訂正すべき事項が発生しているか否かの調査内容。

② 届出書等に記載されている非監査項目の信頼性

届出書等における監査人の監査対象は、有報等と同様に財務諸表のみである一方、届出書等には財務諸表以外にも多数の会計上の数値・金額(生産、販売、仕入の状況等)が記載されており、そうした監査対象以外の数値・金額について、監査人に調査を依頼する。

具体的には、有効な内部統制の管理下にある会計記録と、届出書等に記載されている数値・金額を突合し、一致していることを確認する過程を踏む。

③ 事後変動内容の確認

直近(資金調達が行われる日)までの間にB/S、P/Lの勘定科目が前期末現在もしくは前

年同期間と比べて悪化していないかどうかについて、調査を依頼する。

日本では、この部分については、従来から売上高、当期純利益及び純資産額の 3 つしか調査対象とならないケースが多い（これが従来からの我国の慣行であるが、そもそもネガティブアシュアランス[消極的保証：下記参照]を行うための調査手続自体が不十分であったとの指摘も、公認会計士協会関係者からなされている）。

また、公認会計士協会が監査委員会報告を改正した 2000（平成 12）年（詳細は、後述「Ⅱ．平成 12（2000）年から平成 19（2007）年にかけて行われた改正内容」参照）以降は、ネガティブアシュアランスを与えられないことが圧倒的に多くなった。

これに対して、海外の発行体では、通常、かなり広範囲にわたる B/S 勘定科目、P/L 勘定科目を監査人に調査してもらい、しかもネガティブアシュアランスが付されることが一般的である。

なお、最近では、海外オフアリングでも、日本の発行体については、調査項目が限定的となり、かつ、ネガティブアシュアランスを得られないケースが多くなってきている。

（ネガティブアシュアランス（消極的保証）について）

コンフォートレターの作成過程における調査は、正式な会計監査手続ではなく、監査人はコンフォートレターで、監査報告書のように「適正に表示している」などの意見を述べることはできない。このため、従来、コンフォートレターでは、「特定の調査手続きを実施したところ、△△と信じさせるような事実は認められなかった、あるいは、□□という事実が存在するとは認識できなかった」などと記載するにとどまり、それをもって、一般に「消極的保証（negative assurance）」と呼ばれている。

（3）海外との関係における課題

日本国内におけるコンフォートレターの質の低下が、今や我国発行体企業の海外における資金調達活動にまで悪影響を及ぼし始めている。これは、我国市場関係者全体及び我国の起債市場の本質的なあり方にかかわる問題として、早急に解決を要する課題である。

ユーロ債の発行市場に関して見れば、1980 年代から 90 年代にかけ、5 大監査法人、引受業者及び弁護士といった主要市場参加者が、10 数年にわたって議論・交渉を重ね、ICMA（International Capital Market Association）フォーマットというコンフォートレター及びアレンジメントレターの雛形が導入された。現在のユーロ市場における起債に際しては、この雛形を元に調整・合意のうえ、レターが作成されている。

しかし、そもそもは、アレンジメントレターなしで監査法人はネガティブアシュアランスを付与していたにもかかわらず、アレンジメントレターがなければネガティブアシュアランスが付与されなくなり、さらに、そこに、今回の日本国内でのコンフォートレター作成手続見直しの動きにつられ、海外の起債においてもネガティブアシュアランスが付与されなくなってきたことに対して、海外の証券会社の業界団体等からも批判が高まっている。

海外の監査法人は、当然ながら、実質的な Due Diligence プロセスを経たうえでネガティブアシュアランスを付与するのであり、この保証こそがコンフォートレターの意義・役割そのものと言える程重要な部分である。

また、事後変動内容の確認項目について、海外では、B/S 勘定科目、P/L 勘定科目について、かなり幅広い事後変動の調査を監査法人に要求するが、日本では前述のとおり、従来から売上高、当期純利益及び純資産額の 3 項目のみとなるケースが多く（ネガティブアシュアランスが付されないだけでなく、これらの項目ですらカバーされないケースもある）、元々劣っていたコンフォートレターの質（及びそれに表象される我国市場の投資家保護の水準についてのイメージ）がさらに劣後することとなった。

さらに、海外から批判を受けているいま一つの点としては、業務契約書における監査法人の損害賠償責任額に上限 (Cap) を設けることとしている（国内オファリングに関しては、総括的手続結果を付す場合には、重過失があっても故意がない限りかかる責任額の上限が適用されることを意図していると思われる）ことがある。

ユーロ市場における一般の慣行としては、損害賠償責任額について、未だ Cap を設けておらず、いざという時には裁判で争うことがコンセンサスとなっているのである。

このように、日本における手続きを念頭に、監査法人が、ユーロ市場における我国発行体企業の起債において、上記 ICMA フォーマットを使用しているとしつつ、実際には、自らに有利あるいは中立な部分は採用する一方、不利な点については削除、改変しようとする現状があるとの声も聞かれる。これが海外の合弁企業等の起債にも影響を及ぼしかねないと見られていることも、海外からの批判を高めている原因の一つと思われる。

また、監査委員会報告におけるネガティブアシュアランスを付す条件について、国外発行には適用しないと明示しているにも関わらず、実質的に国外発行にも同様の条件が適用されていることも、その原因の一つにあると思われる。

我国発行体企業の海外での資金調達の際にも、「日本国内限定のはずのルール」が実質的に適用されるという、我国市場関係者の特異な現実、発行体、日系引受業者のみならず、発行地の現地の引受業者や弁護士といった主要な市場参加者に追加費用負担を及ぼしかねない。

また、世界中の資本市場に共通で標準的なルールや慣行からかけ離れているという我国の特異性・ローカル性、そして我国市場は投資家保護の水準が低いというイメージを際立たせることとなり、日本の資本市場における Due Diligence プロセスをはじめとする市場実務の質的後退・劣化が批判される結果となっているとの指摘もなされている。

これらの変化は、日本の市場関係者全般に対する海外からの批判の対象ともなっており、ひいては海外発行における我国発行体企業の開示の信頼性を損ない、円滑な資金調達の妨げとなる懸念もなしとしない。

(4) 米国の論争

なお、米国でも、ここ数年来、コンフォートレターの取扱いをめぐることは、監査業界と証券関係者との間で激しい論争がある。

2005（平成 17）年の秋に AICPA は、内部統制の質や財務の状況・業績動向に関する議論への関与を差し控えるなど、発行時の Due Diligence プロセスへの関与を大幅に縮小する草案を関係業界に示した（White Paper II）。

これに対する米国市場関係者の反応は、日本とは異なり、極めて厳しいものであった。

The Bond Market Association、Securities Industry Association（ともに当時；両協会）は統合し、現在は Securities Industry and Financial Markets Association¹³⁾ は連名で SEC 他に手紙¹⁴⁾を送り、AICPA の White Paper II の anti-investor direction と AICPA が Due Diligence プロセスへの関与をやめようとしていることについて、投資家保護を阻害するものであり、SEC はこの動きを押しとどめるべきとした。¹⁵⁾

その結果、結局、上記の 2 つの Association と AICPA は、2005 年 10 月 28 日に、連名で、① 草案は撤回、② 今後この問題を検討するについては投資家や発行体・規制当局の参加が望ましいこと、③ 当面の実務対応は個別監査法人の自主性に任せる、という合意内容を発表した。

つまり、それぞれの議論の過程で、米国では、「監査法人の Due Diligence プロセスからの事実上の撤退」について、証券業界が強く拒否し、SEC がそれを押しとどめる方向に動いたのである。

なお、その議論の際に、証券業界側が挙げたポイントは以下のとおりであった。

Policy Points:

- The integrity, reliability, and efficiency of the due-diligence process are key components of investor protection. SIA believes White Paper II jeopardizes the interests of investors, directors, and issuers by potentially weakening financial disclosure.
- The AICPA has excluded from the decision-making process the very group affected the most – retail and institutional investors – as well as other essential groups, such as issuers and their directors.
- The AICPA has no legal authority to regulate auditor conduct. Under the Sarbanes Oxley Act, that authority rests exclusively with the Public Company Accounting Oversight Board under the supervision of the Securities and Exchange Commission.
- White Paper II fails to take into account that auditor’s participation in the due-diligence process is undertaken at the request and with the consent of the issuer and agreement by the auditor.

¹³⁾ http://www.sifma.org/legislative/securities/auditors_role.html

¹⁴⁾ http://www.sifma.org/regulatory/comment_letters/comment_letter_archives/8594.pdf

¹⁵⁾ <http://corplawcenter.bna.com/pic2/clb.nsf/id/BNAP-6H6PLF?OpenDocument>

上記で明らかなように、米国での議論は一応振出しに戻った形だが、それ以降も、AICPAは、例えば2007（平成19）年2月には不動産ローンのDue Diligenceに対するコンフォートレターの発行を差し控えるべきとの見解を示すなど、監査業務以外の業務への関与で過度のリスクをとることは避けるべきとの立場を維持している。

（（参考）2005（平成17）年3月2日付のCREDIT SUISSE FIRST BOSTON社の日本語版レポートに掲載されている「コンフォートレターで安心はできない」には、米国では、監査法人からのコンフォートレターが入手できない、あるいは内容が薄くなったために、引受証券会社の調査負担が重くなり、発行の滞留・延期が相次ぎ、市場環境は良好にも関わらず社債発行が低水準に止まった、と記されている）

なお、日本の公認会計士協会の現在のルールは、おそらくAICPAのWhite paper IIの議論を完全に反映したものが成案となったものと思われる。

つまり、米国と日本の違いは、米国では証券業界が拒否した「監査法人のDue Diligenceプロセスからの事実上の撤退」を、日本では他の市場関係者との議論が十分に行われないうまま、引受証券会社側が受諾した点にあるともいえるかもしれない。

なお、米国では、そこに至るまでの証券業界とAICPA間の議論にSECが非公式に介入し、資本市場を有効に機能させるため、Due Diligenceプロセスからの撤退を目論むAICPAに対し、それを押しとどめようとするSECの働きかけが行なわれたといわれている。

また、ユーロ市場においても同様の議論が証券業界と会計士業界間に持ち込まれたが、そこに英国FSA等が関与して「監査法人のDue Diligenceからの事実上の撤退」を阻止したといわれている。その背景には、コンフォートレターを含むDue Diligenceプロセスを重要視するロンドンのシティの引受業者等で構成されるICMAの自主規制ルールの存在があったと考えられるのである。

そしてその結果、監査法人のDue Diligenceプロセスへの関与について、筆者の確認できた限りでは、日本と香港¹⁶¹⁷が世界標準とは異なる形になったと考えられる。また、シンガポールの証券取引所SGXにおけるユーロ債及びユーロMTNプログラムの上場の際にも、コンフォートレターのプロセスの省略を前提としたプラクティス（シンガポール・プラクティス）が最近打ち出されているが、これは日系発行体の便宜を考えたものと考えられる。

このように、欧米で、ある段階において、行政ないし公的な規制権限を有する主体が民

¹⁶ <http://www.iflr.com/includes/magazine/PRINT.asp?ISS=21019&PUBID=33&SID=600879>

¹⁷ http://us.ft.com/ftgateway/superpage.ft?news_id=fto022820061327299008

間の議論に関与した背景には、コンフォートレターに係る問題について、「コンフォートレターの作成は、会計士の本来業務・必須業務として位置付けられてはいないため、発行体、引受証券会社、監査法人の 3 者間で議論を行う際に、作成を依頼する立場にある発行体、引受証券会社と、受託者である監査法人が、同じ立場で議論に臨むことは難しく、従って、かかる場合には、投資家保護と資本市場の本来的な機能発揮・維持の観点から、公的な機関が介入することが適当であり、許される」という規制機関としての判断があったものと思われる。

このため、日本においても、我国の資本市場の機能を、世界標準と少なくとも同等のものとするべく、行政が何らかの形でこの問題に、より積極的に関与していくことが望まれるのではないかとも思われる。

また、米国では、コンフォートレターを作成する前提として、前述のように、発行体のコスト負担についての納得を得たうえで、幅広く十分な調査を実施しているとされるが、日本の場合には、調査自体が不十分な事例が極めて多く、もともと監査法人が行う手続きが保証を付する水準にあったとは到底考えられないという認識が、公認会計士協会の判断の背景にはあるようである。この点についても、発行体をはじめ市場関係者による、より深い理解と共通認識が必要と思われる。

上述のように、引受審査において、日本の監査法人は、ここ数年、急速に保守化してきているように見えるが、これは、前述の日本の特殊性のもとで、提携関係にある米国の監査法人の影響もあり、結果として我国の引受証券会社とリスク回避競争を行わざるを得ず、やむを得ず、共に異なる方向にオーバーシュエディングしてしまっている面もあるのではないかとも思われる。

日本は、形式主義の中で、対応できることをやっというルールベースのアプローチであり、実際、監査委員会報告等でルールを厳格に定め、それを厳格に運用している（同報告の違反者に対しては、公認会計士協会が懲戒処分を下しうる）。

これに対し、ユーロ債市場等の海外市場では、ルールを実効あるものにするために、プリンシプルベースを採り、ディール毎に発行体、引受及び主幹事証券会社、さらに必要により監査法人、法律事務所も交え、徹底的に **Due Diligence** プロセスを行い、その結果を受けて、コンフォートの作成が行われる。

また、このように、ベストを尽くした結果として出てくるコンフォートレターは、案件により内容は異なるが、監査法人が保守的になる流れの中でも、その内容は従来とほとんど劣後していないと指摘されている。

恐らくそのような手続きが、市場参加者の共通の認識の下、原則プリンシプルベースのアプローチで行われ続けているからこそ、訴訟にも耐え得るものとなると考えられる。

日本では、市場関係者全体に、すぐに杓子定規に規則化する特殊なルールベースのアプローチであるため、オーバーシュートした時に、今回のように問題化してしまうのであり、その結果、オーバーシュートした日本のコンフォートレターとそれを使う日本とアジアの市場だけが、非常にローカルなものと世界からみなされてしまったともいえよう。

また、日本の特殊性は、「すぐに杓子定規に規則化する特殊なルールベース」という点もさることながら、市場関係者の職業意識として、**Due Diligence** プロセスにどこまで踏み込み、どの程度の協力と対価を発行体に求めるかが不明確のままにされる点（つまりプリンシプルの設定と、市場維持のコストと効果、及びコスト負担主体のあり方についての、必要な議論の欠落）にもあるように思われる。

従って、発行体企業としても、今後、この問題の解決に、当事者の一人として積極的に関わっていく必要があると思われる。

コンフォートレター自体は、投資家に直接配布されるものではなく、直接的には万一の場合に引受証券会社を訴訟からプロテクトするためのものであるため、その意味でこの問題は一般にはなじみの薄い技術的な問題としてとらえられがちであろう。

しかし、究極的には、投資家に販売されるべき我国発行体企業の発行する証券の本質的な開示資料の正確性と信頼性を担保するものとして、投資家保護に資するものであり、そのような役割を担うべき **Due Diligence** プロセスとその結果を示すコンフォートレターに関して、我国の監査法人が極めて限定的な表明しか行っていないという、この特殊な現状は、我国の国策ともいえるべき、金融資本市場の国際化・グローバル化と、市場と市場参加者の国際競争力の強化を進める上でも、弊害となりかねないものと考えられる。

コンフォートレターの問題は、決して監査法人と引受会社（及び発行会社）との間の、民間の市場参加者の間だけにある問題ではない。それは、投資家保護と、資金調達者にとっての調達コスト削減と資本市場の流動性の増大、そして金融サービス業の競争力の強化という、資本市場の機能発揮を通じて達成されるべき我国の公益に資するべきものとして、いわば国策として、その内容の充実、強化が図られるべきものであると考えられる。

我国発行体企業の起債市場が、世界の目から見ても、信用できない特異な市場である、という印象を与えてしまうとすれば、それは大きな問題である。

我国の市場関係者間で、全体最適の観点からの議論の深化が望まれる所以である。

参考資料：

- 2008.4.24 企業財務協議会・日本資本市場協議会「コンフォートレターの現状と課題に

ついて」 http://www.cftaj.org/proposal/pdf/20_04_24.pdf

- 2008.7.8 企業財務協議会・日本資本市場協議会 「「監査人から事務幹事証券会社への書簡について」及び「監査人から事務幹事証券会社への書簡」要綱」に関するコメント」
http://www.cftaj.org/proposal/pdf/20_07_08.pdf

(これらの2つの参考資料は、日本資本市場協議会の事務局長を務める犬飼の責任において、同協議会の会員企業・オブザーバーである証券会社、及び公認会計士協会・ビジネス法務弁護士事務所・格付け会社等の専門家の意見を非公式に聴取するなど、数カ月の時間を要して取りまとめたものである)

(犬飼重仁)

4. 利子所得の源泉徴収制度上の制約

(1) 非居住者・外国法人の受取る振替社債利子非課税措置創設

我国では、社債等振替法の枠組みで発行・流通する振替国債・振替社債等の利子については、資本金1億円以上の内国法人であれば、その受取利子の源泉徴収が免除される措置が平成15年度税制改正時に導入され、同時に非居住者・外国法人の受け取る振替国債の利子については非課税とする措置が導入された。

また、平成19年度の税制改正において、非居住者・外国法人の受け取る振替地方債の利子についても非課税とする措置が創設された。

一方で、非居住者・外国法人の受け取る振替社債の利子については、現段階においても税制の取扱いが定められていない状況にある。

金融資本市場の多様化やグローバル化を踏まえ、多様な投資家が、我国の市場において円滑かつ活発な取引を展開することを可能とし、もって将来的に我国の資本市場の厚みを形成してゆく必要があることから、非居住者・外国法人の受け取る日本国内発行の振替社債の利子についても、すでに手当てがなされた振替国債・振替地方債に対する措置と同様、速やかに非課税扱いとする措置の創設を行うべきである。

→ (2009年12月3日に行われた政府税制調査会において、本件、非居住者・外国法人の受取る振替社債利子非課税措置の創設方針が示された)

(2) 非居住者・外国法人に支払う民間国外債利子等非課税措置恒久化

財務戦略のグローバル化が深化するなかで、我国企業は資金使途や金利情勢等を勘案しつつ、内外資本市場を主体的に選択し、最も効率的な資金調達を実現することが、競争戦略上重要である。

従って、これまで租税特別措置法上の2年ごとの時限措置として都度延長されてきている我国の民間の発行体が国外で発行するユーロ債等の民間国外債の利子及び発行差金の源泉徴収の免除措置につき、仮に免除措置が廃止されると、我国企業の発行する国外債の投資魅力が著しく低下し、企業の重要な資金調達手段である国外債がコスト面からみて資金調達手段たりえなくなる。時々の政治状況等に影響されて、将来の免税措置の継続について一時たりとも不確実性が高まるような事態の発生は、避けなければならない。

そのためには、非居住者又は外国法人に支払われる民間国外債の利子等に係る源泉徴収を不適用とする措置を恒久化することが必要である。

→ (2009年12月3日に行われた政府税制調査会において、本件、非課税措置の3年間の継続方針が示された)

(犬飼重仁)

5. 私募と公募の問題等－我国金融資本市場競争力の強化策

2007（平成19）年12月21日発表の金融庁「金融資本市場競争力強化プラン」に関連して、金融庁から、プロに限定した証券取引の活発化のための新しい政策が打ち出された。

その政策案の内容を以下に示す。（具体的な法改正内容は要綱に示す通り）

この新しい取扱いを、今後有効活用することを考えるべきであろう。

【プロに限定した取引の活発化】

諸外国においては、英国のAIMや米国のSEC規則144Aに基づく市場等、プロ投資者を念頭に置いた自由度の高い市場が拡大しており、魅力ある市場の構築に向けて国際的な市場間競争が進展している。

我国では、今後とも、情報開示等による投資者保護の重要性はより一層高まっていくものと考えられるが、金融・資本市場の活性化、国際競争力の強化を図っていく観点から、プロの投資者については、一般投資者と区別した上で、自己責任に立脚した、より自由度の高い取引を可能としていくことが必要である。

なお、こうした自由度の高い取引を行うに当たって、プロ投資者の適正な自己規律が働かない場合には、マーケット価格の変動等により、取引参加するプロ投資者自身やその背後の一般投資者等に想定外の損失が生じる可能性がある。プロ投資者においては、プロとして責任をもった行動とリスク管理の徹底が重要となる。

（1）適格機関投資家制度の弾力化

新たに発行される有価証券を適格機関投資家のみにも勧誘する場合に開示規制を免除する制度（いわゆる「プロ私募」）について、適格機関投資家になるための届出時期（現在年2回）の弾力化等を図る。（実際に既に手当て済み）

（2）プロ向け市場の枠組みの整備

海外企業や国内の新興企業等の我国における資金調達のを拡大し、資金調達や投資運用先としての我国金融・資本市場の魅力を高めるとともに、プロ投資者間の競争を通じた金融イノベーションの促進を図る等の観点から、市場参加者をプロに限定した自由度の高い取引の場を設けるための制度整備を進める。

このため、①平成20年中を目途に、プロ私募等の現行制度を活用した枠組みを整備するとともに、②市場参加者を特定投資家にまで拡大した、新たな規律に基づく取引所市場の枠組みを構築することとし、関連法案の早急な国会提出を図る。

→金融商品取引法等の一部を改正する法律（平成20年3月4日提出）は同年6月6日成立済。

以下、プロ（特定投資家）向け市場の枠組みの整備についての補足的説明

証券取引法以来、金融商品取引法でも、一般に、公募なり売出し募集をするときには開示規制がかかる。そうすると、EDINET を通じ、膨大な開示書類を作成し、監査証明を受けた書類を財務局に提出する。それを避けるために、私募が使われる。私募は開示規制が免除になるのでコストが安い。そのかわり、売る先が適格機関投資家に限られ、流通が適格機関投資家だけに限定される。

金融商品取引法では、特定投資家の制度が導入された。特定投資家の制度は、証券会社ごとに、かつ契約の種類ごとに選べる仕組みになっている。

ただ、パブリックに「この人は特定投資家だ」ということがわかるわけではない。また、どういう取引なのかによって、特定投資家だったり一般投資家だったりする相対概念になった。しかし、ある契約の種類において、ある証券会社との関係では、特定投資家として販売の局面で大幅に規制が緩和され、「ある程度投資経験のある投資家」というカテゴリーができた。

今般の制度改正には、こういう人向けに、法定開示を免除したスキームをつくることができないかという発想が背景にある。

現行の法定開示制度の下では、基本的には日本の会計基準で財務諸表が作成され、日本の監査基準に従った日本のライセンスを得た監査法人の監査証明を得た財務諸表を、開示府令、内閣府令の様式にしたがって提出する必要がある。これがすべて免除にされて、何らかの形で、プロである投資家が満足する情報提供がされればよいという仕組みにして、柔軟性の高いマーケットをつくることが目指されている。

例えば、日本の上場基準を満たさないような、スタートアップ段階の企業とか、海外のベンチャー/エマージングな企業で、会計基準としては日本が受け入れていないような会計基準の、あるいは国際会計基準でつくった財務諸表でも、投資家がよければ、それを上場して取引することのできる、プロ(特定投資家)向けの市場をつくるということである。

ただし、この特定投資家は、一般個人も含むので、いまの金融機関を中心とする適格機関投資家のように、パワーバランス上、みずから投資先に情報提供を要求できるような強い立場にはないので、虚偽の情報提供があった場合にはペナルティをかけて、虚偽ではないことを法的に担保する制度の創設が指向されている。これが、金融商品取引法の改正の中の一部、プロ向け市場の説明である。

今少し具体的に説明すると、私募だと開示規制はかからないので、日本では、基本的に開示がされていない。その日本では開示がされていない私募に関して、アメリカの私募では、アメリカの公募以上に厳しい開示内容のものがある。これは、開示規制は免除されているが、慣行上開示することになっているものである。

SEC Rule10b-5、ないし訴訟リスクの観点から、開示義務がかかってなくても、公募だったら開示義務が当たるようなことを相手に告知しないで売っているとフロードになり、賠償を命じられているような(インプライド・プライベート・アクション)という 10b-5 を民事法で使うものを根拠にしているケースもある。

一本一本、私募なのにトレーサビリティがあり、要求すれば開示がされる商品が、アメリカでは多く売られている。

片や日本のマーケットを見ると、私募だといったとたんに、その先が見えない商品がたくさん売られている。

日本と米国では、オリジネーターやアレンジャー、あるいはディストリビューターの慣習が違うかもしれないが、日本にもし米国の表面的な制度を真似たプロ向け市場をつくる場合、アメリカでは SEC ルール 10b-5 なり別の商慣習なり裁判が効いていて、ディスクロージャーをしているが、日本だと、字面だけ写すと、ディスクロージャーはまっ

たくされないマーケットができてしまうかもしれないという危険性がある。

したがって、この情報提供の新しい枠組みは、金融商品取引法の開示のところに章が一つ別に立てることとなった。EDINET の後ろに別の章が立っており、新たな開示制度として位置づけている。

制度そのものは、基本的には「情報をポスティングすればいいだけの制度」にしており、金融庁や財務局に情報を提出する義務を定めていない。そういう意味では、当事者間のものであり、極論すると、想定しているのは、発行者がもしウェブページをもっているとする、ウェブページにその情報をポスティングしておくということでも義務が果たせる制度にしている。もちろん、紙で取引の相手方に渡してもいい。

証券化商品は、最初につくった人はもともとの証券の発行体である。それを束ねるときには、当然もともとの証券発行者が別にいる。

売る人は、またオリジネートと別の人なので、業者に説明義務をかけても、もともとの商品でディスクロージャーはできないのではないかとということで、もともとの商品を発行する発行体から情報が流れるような、そういう仕組みが要るのではないかとされ、日本でも何らかの形で発行体に情報提供を求める仕組みが必要となった。

しかし規制当局が全部する強制する必要はなく、インセンティブが民間同士で働くようになっていけばよい。そういうものに虚偽があったときに、民事上対処可能な仕組みがあったほうがよいということで、この情報提供の仕組みとして真っ先に列挙されているのは、プロ向け市場、特定投資家市場で売り買いされる商品についての開示義務であるが、それ以外にも、応用拡張可能な構成になっている。

新制度をどうする場合に使っていくのかは、これからの議論なりアイデア次第で、新しいマーケットをつくる、あるいは新しい取引の場をつくる、あるいは流通性がなくても、この制度は応用可能である。

いわばバーチャル(架空)ないし相対の市場で、それがリパッケージ化され、あるいはカバーされる形で、次のマーケット参加者との関係で裁定が働いているような場面では、従来型の公衆縦覧型の開示制度がうまく当てはめられない部分になるので、そういう部分に使えるように、やや汎用性のある形になっている。

(本コメントは、2008年3月15日の早稲田大学とNIRA主催の講演会における議論等を参照しつつ作成)

上記のような、新しい私募市場が、我国でも指向されている。

ユーロ MTN プログラムで作られた私募の商品が、「Uridashi Market」商品として多く日本に流れ込んできている現状を踏まえるとき、今後、この新しい私募市場をどのように育ててゆくのかを、我国の市場関係者全体で真剣に考えてゆく必要があると思われる。

(以下参考資料：金融庁HPよりの抜粋)

◎ プロ向け市場の創設について

<http://www.fsa.go.jp/common/diet/169/01/youkou.pdf>

参加者をプロ投資家に限定した取引所市場を創設

- ・従来の開示規制は免除。より柔軟な情報提供の枠組みを構築
- ・一般投資家への転売は制限

2007 年末(平成 19 年 12 月 21 日)、金融庁より、プロ向け市場の創設(プロの証券市場振興のための法定開示免除証券市場創設)の方針が打ち出され、2008 年中に金融商品取引法の一部改正(第1条関係)の法整備が終了

している。(金融商品取引法等の一部を改正する法律(平成20年3月4日提出、平成20年6月6日成立))

(以下は、金融商品取引法等の一部を改正する法律案要綱の当該部分の抜粋)

我国金融・資本市場の競争力の強化を図るため、金融に関する知識を有する特定の投資家に参加者を限定した市場(いわゆるプロ向け市場)を創設する・・

いわゆるプロ向け市場の創設

(1)「特定投資家向け有価証券」等の発行者に対する法定開示規制の免除等

① 特定投資家のみを相手方とする有価証券の取得の勧誘等であって、次のすべての要件に該当するもの(「特定投資家向け取得勧誘」又は「特定投資家向け売付け勧誘等」)を「有価証券の募集又は売出し」から除外することとする。

イ) 金融商品取引業者等が顧客からの委託等により行うものであること。

ロ) 当該有価証券が特定投資家等以外の者に譲渡されるおそれが少ない場合に該当すること。(金融商品取引法第2条第3項、第4項関係)

② 「特定投資家向け有価証券」について、金融商品取引業者等に委託して特定投資家等に対して売り付けるための勧誘以外の勧誘は、原則として、有価証券届出書を提出しているものでなければ行うことができないこととする。(金融商品取引法第4条第3項関係)

③ 「特定投資家向け有価証券」等の取得の勧誘等を行う者は、その相手方に対し、当該勧誘等に関して届出が行われていない旨その他の事項を告知しなければならないこととする。(金融商品取引法第23条の13第3項関係)

(2)「特定投資家向け有価証券」等及びその発行者に関する情報提供

① 「特定投資家向け取得勧誘」等は、当該有価証券及びその発行者に関する情報(「特定証券情報」)を、その相手方に提供し、又は公表しているものでなければすることができないこととする。(金融商品取引法第27条の31関係)

② 「特定投資家向け有価証券」等の発行者は、当該発行者に関する情報(「発行者情報」)を、事業年度ごとに1回以上、これらの有価証券の所有者に提供し、又は公表しなければならないこととする。(金融商品取引法第27条の32関係)

(3)虚偽の「特定証券情報」等に係る損害賠償責任規定の整備等

「特定証券情報」等のうちに重要な事項について虚偽情報があり、又は提供若しくは公表をすべき重要な事項等に関する情報が欠けている場合について、発行者・役員等の民事責任等について規定することとする。(金融商品取引法第27条の33～第27条の35関係)

(4)特定取引所金融商品市場の開設等に関する規定の整備

① 金融商品取引所が特定取引所金融商品市場(会員等が特定投資家等以外の者から委託を受けて有価証券の買付けを行うことが禁止される市場)を開設する場合には、その業務規程において、有価証券の売買の受託の制限に関する事項等について定めることを義務付けることとする。(金融商品取引法第117条の2関係)

② 特定取引所金融商品市場に関する自主規制業務のうち、投資者保護の根幹に関わる事項以外のものを取り扱う業務について、金融商品取引所から自主規制法人以外の者への委託及び自主規制法人からの再委託を可能とすることとする。(金融商品取引法第85条、第102条の19関係)

③ 認可協会が、協会員が特定投資家等以外の者から委託を受けて有価証券の買付けを行うことの禁止される店頭売買有価証券市場を開設する場合には、その規則において、協会員による有価証券の売買の受託の制限に関する事項等について定めることを義務付けることとする。(金融商品取引法第 67 条、第 67 条の 12 関係)

(5)「特定投資家向け有価証券」の取引に係る行為規制

① 金融商品取引業者等又は金融商品仲介業者が、一般投資家との間で「特定投資家向け有価証券」の売買等を行うことを、原則として禁止することとする。(金融商品取引法第 40 条の4、第 66 条の 14 の2関係)

② 金融商品取引業者等に、初めて「特定投資家向け有価証券」の取引の申込みを特定投資家等(適格機関投資家等を除く。)から受けた場合において、契約締結前に、イ)「特定投資家向け有価証券」に関する制度、及びロ)その知識等に照らして適当ではない者が取引する場合には投資者保護に欠けることとなるおそれがある旨の告知及び書面交付を行うことを義務付けることとする。(金融商品取引法第 40 条の5関係)

(6)PTS業務の要件

PTS業務(私設取引システム運營業務)の対象から、取り扱う有価証券の種類等に照らして取引所金融商品市場又は店頭売買有価証券市場以外において行うことが不適当なものを除外することとする。(金融商品取引法第2条第8項第 10 号関係)

◎ 社債等の発行登録制度の見直し—「有価証券の売出し」定義の見直しと「プログラム・アマウント方式」の採用

<http://www.fsa.go.jp/common/diet/171/02/youkou.pdf>

金融庁は、2008 年末に、国内発行登録制度のなかに、ユーロ MTN プログラムに一般的な「プログラム・アマウント方式」を使う選択肢を打ち出した。また、同時に、プロ向け市場の創設に不可欠の、有価証券の売出しの定義の見直しも行っている。金融商品取引法等の一部を改正する法律案(平成 21 年 3 月 6 日提出)。

○「有価証券の売出し」定義の見直し

有価証券の性質(主要国の国債、主要海外市場の上場有価証券、その他)や投資家の属性(適格機関投資家のみ、多数の一般投資家)に応じ、①法定開示、②簡易な情報提供、③開示免除等、とする3種類の開示規制を整備

○社債等の発行登録制度の見直し

発行登録書の記載事項として「発行予定額」に代えて「発行残高の上限」の選択を可能に

(以下は、金融商品取引法等の一部を改正する法律案要綱の当該部分の抜粋)

一 金融商品取引法の一部改正(第1条関係)

1. 開示規制の見直し

(1)「有価証券の売出し」に係る開示規制の見直し等

①「有価証券の売出し」の定義から「均一の条件」を削除することとする。(金融商品取引法第2条第4項関係)

② 既に発行された有価証券の売付け勧誘等のうち、適格機関投資家のみを相手方として行う場合であって当該有価証券が適格機関投資家以外の者に譲渡されるおそれが少ないもの、少人数の者を相手方として行う場合であって当該有価証券が多数の者に所有されるおそれが少ないもの等は「有価証券の売出し」に該当しないこととする。これらの場合には、その相手方に対し当該売付け勧誘等について届出が行われていない旨等を告知することを義務付けることとする。(金融商品取引法第2条第4項、第 23 条の 13 関係)

- ③ 金融商品取引業者等が行う外国で既に発行された有価証券又はこれに準ずる有価証券の売出しのうち、国内における当該有価証券に係る売買価格に関する情報を容易に取得することができることその他の要件を満たすもの(以下「外国証券売出し」という。)については、当該有価証券の売出しに関し届出をしているものでなくても行うことができることとする。(金融商品取引法第4条関係)
- ④ 金融商品取引業者等は、外国証券売出しを行う場合には、当該有価証券及び当該有価証券の発行者に関する情報(以下「外国証券情報」という。)を、その相手方に提供し、又は公表しなければならないこととする。(金融商品取引法第27条の32の2関係)
- ⑤ 外国証券売出しにおいて外国証券情報を提供し、又は公表しないで有価証券を売り付けた場合、重要な事項について虚偽のある外国証券情報を使用して有価証券を売り付けた場合等において、金融商品取引業者等はこれを買付けた者に対し損害賠償の責めに任ずることとする。(金融商品取引法第27条の34の2関係)
- (2)「発行登録制度」の見直し
- 「発行登録制度」における発行登録書の記載事項として、「発行予定額」の記載に代えて、「発行残高の上限」を記載することができることとする。(金融商品取引法第23条の3、第23条の4関係)

(上記法改正の背景)

金融審議会金融分科会第一部会 ディスクロージャー・ワーキング・グループ報告案

－開示諸制度の見直しについて－ (以下、当該部分の抜粋)

http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/dai1/siryou/20081209.html

審議経過等

金融審議会金融分科会第一部会ディスクロージャー・ワーキング・グループでは、本年(平成20年)10月以降、有価証券取引の実務や投資家、発行者等のニーズを踏まえ、投資家にとって分かりやすく、真に必要な投資情報の開示を求める観点から、開示諸制度等の見直しについて審議を進めてきたところである。

具体的には、「発行登録制度」、「目論見書制度」及び「有価証券の売出し概念」の3つのテーマについて、それぞれ次のとおり審議を行った。

(1)「発行登録制度」について

格付への過度な依存が今般の金融市場の混乱の一要因となったことを背景に、格付の公的利用のあり方について検証を行うとの国際的な合意を踏まえ、発行登録制度の利用適格要件のうちの周知性要件としての格付を利用した要件の撤廃とそれに代わる要件の新設について検討を行った。また、発行登録制度の利便性向上の観点から、発行登録制度の対象有価証券の拡大等についても検討を行った。

(3)「有価証券の売出し概念」について

本来情報開示が必要とされる場合に開示規制の対象とならず、その必要性が低い場合に開示規制の対象とならないことがないよう、「有価証券の売出し」に係る情報開示を規制している「(その相手方が)50名以上」と「均一の条件」の2つの要件について見直しを行い、有価証券の種類、有価証券の販売形態ごとに開示規制の取扱いを明確化することについて検討を行った。

II. 「発行登録制度」の見直し(当該部分の抜粋)

プログラム・アマウント方式の採用

発行登録制度を利用した機動的な資金調達をより利用しやすいものとするため、海外のMTNプログラムと同様、発行登録にあたりプログラム・アマウント方式(発行登録書に発行残高の上限を記載し、償還等により発行残高が減少した場合に発行可能額の増額を認める方式)の選択を認めることが適当である。

なお、償還等により発行可能額が増加した際には、訂正発行登録書に代えて、一定の補足書類により開示を行うこととすることが考えられる。

IV. 「有価証券の売出し」概念の見直し

1. 売出し概念見直しの必要性

「有価証券の売出し」に係る実務の現状については、金融商品取引業者等による既発行外国有価証券の販売において、約定者数を基準として49人ごとに「均一の条件」の内容を僅かに変更しながら販売が行われているとの指摘がある。これにより、大量の有価証券がほぼ同じ条件で、本来必要とも思われる法定開示なくして販売されている場合があり、有価証券の種類等によっては、投資家保護の観点等から望ましくない状況にある。他方、流通市場において流動性を付与するために行われるマーケットメイクは、本来必ずしも法定開示は必要とは思われなものであるが、多数者(50人以上)に対して同時に同じ売り気配値を示していることから、売出しに該当する可能性があるとの指摘もある。

上記のような、本来必要とも思われる開示がされず、本来不要とも思われる開示が求められる可能性があるという問題は、「売出し」に係る法定発行開示規制を「50人以上」と「均一の条件」という2つの要件によって規制していることに由来していると考えられる。

有価証券のクロス・ボーダー取引や複雑な取引が日常的に行われている実務の現状に照らし、「売出し」に係る2つの要件を今日的な形に見直す必要があると考えられる。

その際、「売出し」に該当すると法定開示が必要となり、該当しなければ原則として情報提供は不要という、現在の二者択一的な情報開示のあり方についても、今日の取引実務に照らし、併せて見直すことが適当である。

2. 売出し概念の見直しの方向性

売出し概念を今日的な形に見直すに当たっては、投資家が投資判断に当たり必要とする情報を適正に開示とする法定開示制度の趣旨に照らし、投資家に情報収集・分析能力があるか、流通市場が国内に存在するか、販売者との間に情報の非対称性があるか、海外を含めた公開情報の有無・程度、取引の態様、有価証券の種類等を考慮し、以下の方向で見直すことが適当である。

(注) 米国においては、いわゆるディーラー特権及びブローカー特権と呼ばれる仕組みがとられ、日常的な取引が発行開示の適用から除外されている。

(1) 「均一の条件」要件

「均一の条件」要件については、前述のとおり、この要件に依拠することにより、開示が必要な場面について開示がされない、開示が不要な場面について開示が求められる、情報提供の有無が二者択一的であるという問題があることを踏まえ、「売出し」の要件から「均一の条件」を削除した上で、投資家が投資情報を必要とする程度に応じて、以下のように開示・情報提供を要する場面を3つに分類し直すことが考えられる。

① 国内において十分に投資情報が周知されている既発行の有価証券の日常的な売買取引の取扱いについては、基本的には法定開示・情報提供は不要とすることが考えられる。

② 海外において投資情報が十分に存在するが国内には投資情報が存在しない既発行の有価証券の取扱いについては、一定の情報提供の法的枠組みの下で、法定開示は不要とされる類型があると考えられる。

③ 投資情報が乏しい既発行の有価証券の取扱いについては、原則として法定開示が必要である。

また、勧誘を行う金融商品取引業者等が引受けた有価証券については、情報の非対称性の問題等を考慮すれば、法定開示の対象とすべきである。

(2) 「50人以上」要件

「50人以上」要件については、基本的に維持する。その際、「均一の条件」を削除することとの関係で、「50人」の算定方法について定める必要があり、具体的には、一定期間内になされる勧誘の相手方の人数を通算して50人以上と定めることが考えられる。

この「一定期間」として、具体的にどの程度の期間を定めるべきかについては、以下のように1か月とすることが考えられる。

いわゆるワンデイシーズニングの事例にも表れているとおり、募集と売出しの区別は紙一重であることを踏まえると、新規発行有価証券の募集において定められている人数通算の期間(6か月)を考慮する必要がある。

他方、既発行有価証券の取引実務において、例えば、既発行有価証券を49人に勧誘して販売した後、ほどなくして購入のキャンセルが発生したために当該キャンセル分を別の投資家に勧誘して販売することなどは実務的には行われているとの指摘があり、このような取引にも対応できるようにしておくことが適当である。

募集又は売出しにおける期間通算の考え方は、新規発行有価証券の場合は、発行の態様は基本的には私募か募集かのいずれかしかなく、私募を装って募集規制を潜脱することを防止する観点からの通算規定の必要性が高い。これに対し、既発行有価証券の場合は、取引の態様は様々であり、通算規定は売出し規制の潜脱防止のみならず、売出し規制が適用される取引の範囲を画する意義がある。

以上のとおり、既発行有価証券の販売局面における実務を踏まえ、売出し規制潜脱防止の観点をも考慮し、1か月程度としてはどうか。

なお、1か月に49人ずつ勧誘した場合、6か月間の勧誘の相手方の合計数は294人となり、継続開示義務の免除を受ける場合等の人数基準である300人を下回る数となる。

(3) いわゆる「私売出し」の整備

これらに加えて、④投資家の情報収集・分析能力の程度や取引の態様等に照らして法定開示は必ずしも必要ない類型もあると考えられる。すなわち、新規発行段階の私募に対応した、いわば「私売出し」を、流通段階の開示免除制度として整備することが考えられる。

以上のような基本的な考え方のもとに、例えば以下(3から6まで)のように考えられる。

3. 発行開示を免除する売出し① —— 気配の提示

売り気配の公表等は、その目的・態様等によっては、有価証券の売出しに該当する可能性がある。一方で、かかる気配情報の公表の中には、有価証券に流通性を付与する、社会一般に対し財産評価の基準を提供する等の社会的有用性が認められるものも存在し、一律に発行開示規制の対象とすることは適当ではないと考えられる。

(1) 法令上の義務の履行として行う気配の通知・公表(例えば、金商法67条の18及び67条の19による申込み価

格の通知・公表)については、それ以上の積極的・能動的な行為を伴わない限り、「勧誘」行為に該当せず、売出しには当たらないと解釈される。

(2) 店頭売買有価証券市場における有価証券の売買については、現在は売出し規制の適用除外に含まれていないが、取引所金融商品市場における売買と同様に考え、売出し規制の適用除外にすることが考えられる。

(3) PTS における有価証券の売買については、投資家が基本的に十分な投資情報が入手可能であるか否かの観点から、現在は金融商品取引所に上場されている銘柄に係る取引のみを売出し規制の適用除外としている。これに加え、店頭登録銘柄の PTS における売買を適用除外にすることが考えられる。

(4) その他の気配を表示する行為(情報提供メディア、ウェブサイト、新聞等への気配情報の掲載等を含む。)の売出し該当性については、各行為の態様に応じて個別具体的に判断される必要がある。その際、当該表示の目的、表示の内容(売り気配のみならず買い気配も提示しているか等)、当該表示に関する法令・慣行の有無等を考慮する必要がある。

4. 発行開示を免除する売出し② —— 海外発行証券

(1) 海外発行証券のうち、主要国の外国国債など、有価証券の種類等に照らし国内において十分な流通市場があり、投資家の投資判断に必要な情報が十分に周知されているものなどは、一般投資家に販売しても投資家保護上問題が少ないと認められ、発行開示を免除することが考えられる。

(2) 上記のほか、発行者に関する情報の国内における入手可能性の観点から、以下のいずれかを要件として法定開示を免除することが考えられる。

○ 発行者が金商法に基づき特定証券情報又は発行者情報の提供又は公表を行っていること(金商法27条の31、27条の32)。

○ 海外において開示(特定証券情報・発行者情報と同程度の内容を有するものに限る。)がなされている有価証券について、日本証券業協会の規則に基づく「外国証券内容説明書」の記載内容を参考としつつ、情報提供制度の法的枠組みを設け、金融商品取引業者等が、この制度に基づく情報を提供していること(勧誘時及びその後継続して行うこと)。

(3) 上述(1)及び(2)について、国内における流通性及び価格情報の入手可能性を確保するため、売付け勧誘を行う者を金融商品取引業者等に限り、かつ、当該金融商品取引業者等が、対象銘柄についてマーケットメイクを行うか、又は継続的に売買若しくは売買の媒介、取次ぎ若しくは代理を行うこと等を要件とすることが適当である。

(4) 発行に近接して販売が行われる場合には、流通価格や発行者等に関する情報が十分にあるとは限られず、情報の非対称性が存在する可能性がある。また、そもそも発行に近接して行われる勧誘については、法定発行開示を行い、又は私募手続に則って行うことが開示規制の趣旨に適するものと考えられる。したがって、例えば発行後3か月以内といった発行に近接して行われる売出しについては、法定発行開示の対象とすることが適当である。

(注) PTS における海外発行証券の取引についても、上記の要件を満たす限りは、法定開示を免除することが考えられる。

5. 発行開示を免除する売付け勧誘 —— 私売出し

(1) 現在、勧誘の相手方の属性や人数を基準として設けられているセカンダリーの開示免除取引の類型としては、50人未満に対する勧誘(適格機関投資家も人数に算入)及び特定投資家向け売付け勧誘等(いわゆる特定投資家私売出し)が存在する。プライマリーにおける私募制度との整合性及び投資家の情報収集・分析能力等を踏ま

え、セカンダリーの開示免除取引(いわゆる私売出し)の範囲を見直すことが考えられる。

(注) 私売出しの対象となる有価証券の範囲は、以下のような理由から、基本的には海外発行証券となると考えられる。

○ 国内で募集により発行された有価証券については、既に開示が行われているため、後述6の見直しにより原則として売出しについての発行開示は不要となる。

○ 国内で私募により発行された有価証券については、発行時に既に転売制限が付されていることから、原則として、当該私募に係る転売制限の範囲内で転売できる。

(2) 適格機関投資家私売出し

相手方が適格機関投資家に限定されたセカンダリーの勧誘についても、投資家の情報収集・分析能力に照らし、発行開示を免除することができると考えられる。また、勧誘の相手方に適格機関投資家が含まれている場合に、適格機関投資家を控除した相手方の数が50名未満であれば、発行開示を免除することができると考えられる。

具体的な転売制限の方法としては、現行の適格機関投資家私募と同様、適格機関投資家私売出しにより売付けようとする、又は取得した有価証券について売付け勧誘を行う際に、その有価証券に転売制限が付されている旨をその勧誘の相手方である適格機関投資家に告知しなければならないこととすること、譲渡制限契約の締結を条件とした勧誘を行うこと、商品説明書等に転売制限が付されている旨の記載をすること等が考えられる。

なお、これらについて発行開示を免除する場合、対象とする有価証券は、海外発行有価証券に加え、少人数私募により国内で発行された有価証券(適格機関投資家以外の者が保有しているもの)も含めることができると考えられる。この場合、当初付された転売制限は消滅させ、新たに適格機関投資家以外の者への譲渡を防止するための転売制限を付す必要がある。ただし、既存の権利者に不測の不利益を与えることを防止するため、既存の権利者については、変更前の転売制限に従った転売の機会も認めることが適当である。

(注1) 特定投資家私売出しに係る有価証券については、金融商品取引所が開設するいわゆるプロ向け市場に上場されると考えられることから、この有価証券と同一種類(同一銘柄)の有価証券全体にその転売制限が及ぶこととなる。他方、適格機関投資家私売出しに係る有価証券については、基本的に相対取引であり、この有価証券と同一種類(同一銘柄)の有価証券全体にその転売制限が及ぶこととなると、例えば、他の金融商品取引業者等がその同一種類の有価証券について少人数私売出し(後述)等の売買を行うことができなくなるなど、その同一種類の有価証券を巡る取引に混乱が生ずることが考えられることから、転売制限はその有価証券と同一種類の有価証券全体には及ばないこととすることが適当である。

(注2) 前記4による法定開示の免除を受けた有価証券については、適格機関投資家のみへの転売か、前記4の条件か、いずれか一方の制限を遵守すれば足りると考えられる。

(3) 少人数私売出し

勧誘の相手方が一定期間内に50名未満(適格機関投資家の数は控除できる。)の海外発行証券については、基本的には、現行制度と同様に一括転売条件を付すことで開示を免除すべきである(ただし、海外で開示が行われている銘柄については、前記4参照)。

一方、国内で情報提供(法定開示又は前記4の情報提供を含む。)が何もしなされていない海外発行証券については、多数の投資家に販売されることを防止するための方策を講じる必要がある。このため、少なくとも、勧誘の相手方の数の計算について通算規定を設け、かつ一括転売条件を付すといった、少人数私募と同様の制約は不

可欠である。

更に、これらの制限に加え、発行段階における転売制限とは異なり、例えば、複数の金融商品取引業者等が別々に独立して同一の有価証券を販売する可能性があることなどを踏まえると、法定開示がされないまま一般投資家への転売がされることを防ぐための工夫が必要である。

具体的には、日本証券業協会に少人数私売出しに係る銘柄の登録・公示制度を設け、海外で発行され、海外で上場され広く流通している証券を国内に持ち込む金融商品取引業者等に当該銘柄に係る国内の所有者数についての通知義務を課し、当該銘柄の国内の所有者数が、例えば1000人に達した時点で、当該銘柄のさらなる国内への持込みを禁じることが考えられる(一種の外形基準)。

ただし、証券の種類や性質等に鑑み、国内における一般投資家の数が多数にのぼる可能性が低いものについては、適用除外とする。

(注1) 現在の金商法23条の14(海外発行証券の少人数向け勧誘の条件の明示等に関する規定)については、上記制度の整備に伴い、廃止する。

(注2) PTS における取引についても、上記(2)(3)の要件を満たす限りは、法定開示を免除することになる。

6. その他 —— 既開示証券の売出し

既発行有価証券の販売局面における法定開示規制について、以上のような柔構造化をすることに併せて、既に法定開示がなされている既発行有価証券についても、以下のような規制の柔構造化を図ることが考えられる。

(1) EDINETによる開示等が普及した今日において、国内において法定開示が行われている有価証券について個々の投資家による法定開示情報へのアクセスは容易である。このような売出しを取り巻くインフラの変化等を踏まえ、引受人等以外の者が売出しを行う場合は、目論見書の交付及び有価証券通知書の提出は、免除することが考えられる。

なお、PTS における既開示証券の取引についても、これにより目論見書の交付・通知書の提出は免除することが考えられる。

(2) 一方、発行者、発行者の関係者及び引受人は、発行者に関する未公表の情報を保有し、又は容易に取得することが可能な立場にあるため、情報の非対称性の問題がありうる。この点、継続開示により発行者に関する情報は提供されており、情報の非対称性は相対的には小さいとも考えられるが、現行制度において目論見書に記載することとされている「参照書類に含まれていない重要な事実の内容」等については、なお開示を求める意義があると考えられ、引き続き目論見書の交付を求めることが適当である。

また、現在、既開示有価証券の売出しに使用する目論見書は、有価証券通知書の添付書類として財務局に提出されている。目論見書の交付を必要とする場合については、引き続き有価証券通知書の提出も求める必要があると考えられる。

7. 私募商品に係る情報提供

前述のとおり、海外発行証券について、特定証券情報及び発行者情報の提供を要件の1つとし、発行開示規制を免除することが考えられるが、将来的に、「有価証券の私募」又は「有価証券の私売出し」に係る有価証券についても、これらを利用して一定の情報提供を求めることを引き続き検討していくべきである。

(犬飼重仁)

X. MTN と格付け

1. ユーロ MTN プログラムと格付の取得動向

ユーロ MTN プログラムから発行される社債は、発行の機動性を確保するために、予め発行プログラム（基本的な契約書の雛形等、発行枠）を定めておき、経営内容についても一定の開示を行ったうえで、発行体（あるいは保証体等）の追加的な情報として格付会社からプログラムに対する格付を取得することが通例である。

格付会社が常時、発行体の信用リスクの動向をチェックし、妥当な格付を維持することによって、発行時の条件決定や仕組み債の設計がスピーディに進められる点がメリットだ。

EU の目論見書ルールでは、格付は ADDITIONAL INFORMATION として第三者による確認書などと同列の扱いになっている。利用可能な格付は発行者が依頼したか、あるいは格付の調査等を受容しているものに限定され、いわゆる勝手格付は目論見書への記載はできない。

本報告書 VII.1(4)「2007 年初から 2008 年 MTN マーケットレビュー」では 2007 年の EMTN の格付構成比は AA 以上が 64%、さらに 2008 年には AA 格以上の比率は 72%に達している。

高格付の比重が極めて高いのは、世界金融危機のもとで信用リスクに対する投資家の警戒が強まり、投資家の高格付への選好が強まったことが大きな理由だが、さらに EMTN 市場の性格に由来する要因もある。

まず、発行体、投資家双方にとって発行の機動性が重要であるためマーケティングしやすい高格付が好まれる。

さらに、一時は EMTN 市場の主力であったストラクチャード MTN (例えば floating-rate、step-up、equity-link などの仕組み債) は、多くの場合、投資家側からの要請で (reverse inquiry)、投資家のニーズに見合ったリスク・プロファイルを持つ証券を作るために、基盤となる MTN は信用リスクによる変動の少ない高格付を必要とするためだ。

しかし、MTN 自体は、欧米では一般的な資金調達的手段であり、MTN 全体で見れば、必ずしも高格付企業や地方自治体、政府系機関、電力などのインフラ系公益企業に偏っているわけではない。

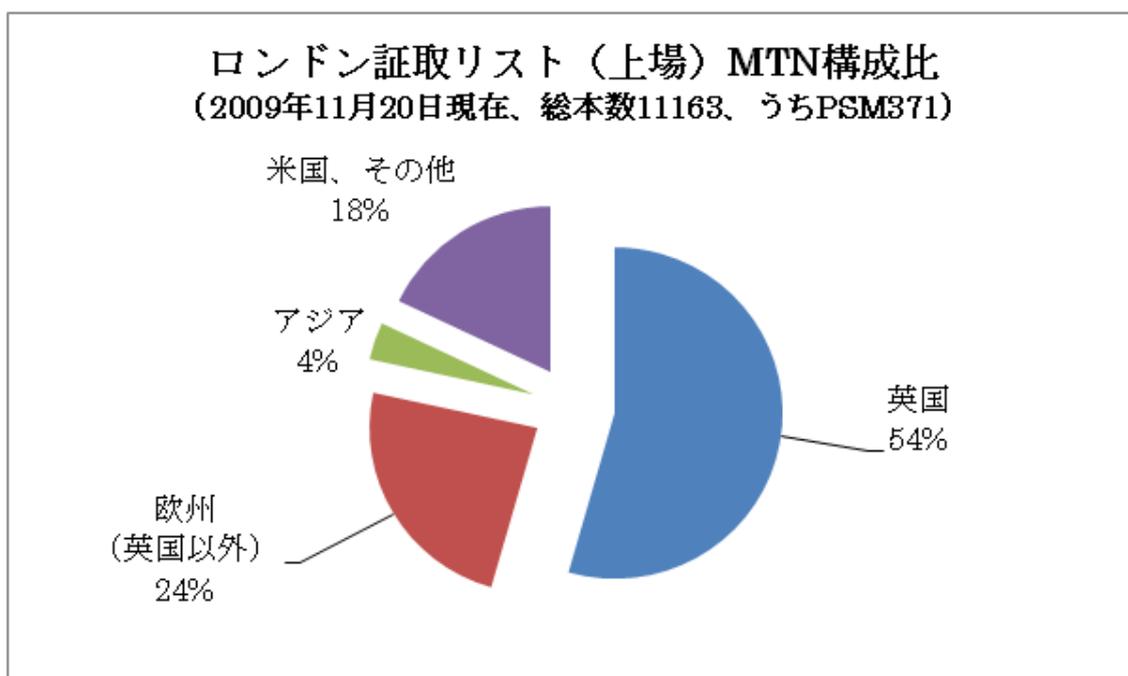
例えばロンドン証券取引所で MTN を上場している英国企業をみると、流通業の TESCO、食品の CADBURY、化学の ICI (Imperial Chemical Industries) など A ゾーン下位、あるいは BBB ゾーンの著名企業も顔を揃えている。

MTN の格付で注意が必要なのは、プログラムに付されている格付と、プログラムから発行された個別の証券の格付が異なる場合がある点だ。例えば、デフォルト後の回収上の地位 (順位) について劣後特約のある MTN の格付は、通常の優先債・劣後債の関係と同様に

プログラムに付された格付より低い格付となるのが一般的だろう。またクレジット・リンク・ノートなど、CDS（クレジット・デフォルト・スワップ）を使い他の発行体の信用リスクを参照する仕組み債の場合は、仮に土台となる MTN が AAA だとしても、実際の信用リスクは、参照先リスクである。このため格付会社は、MTN の格付については、プログラムの格付とプログラムから発行される個別の MTN の信用力は同一ではない旨の注意書きを Web サイトなどに掲載している。

参考：ロンドン証券取引所上場 MTN の概観

ロンドン証券取引所にリスト（上場）されている MTN は約 1 万 2 千本と約 1 万 5 千本の民間債の 80%にあたる。モルガンスタンレーやメリルリンチなど、大手投資銀行の発行本数が群を抜いて大きい。地域的にも業種の面でも、非常に幅が広い。起債インフラが十分に整っており、まさに欧州資本市場のハブ的な位置にあり、特に北欧諸国の銀行、企業のプレゼンスの高さが目立つ。



ロンドン証取リスト(上場)MTN の発行体国籍上位 (英国以外)

国名	本数	主な発行体 (小さい字は、本数は少ないが著名な事業系発行体)
米国	1252	モルガンスタンレー、GE キャピタル、JP モルガン・チェース
ルクセンブルグ	763	メリルリンチ、欧州復興開発銀行
ケイマン諸島	541	SPE、投資会社
スウェーデン	390	スエッドバンク、バッテンフォール、エリクソン

オーストラリア	352	コモンウェルス銀行、ウエストパック銀行、BHPピリット
アイルランド	340	アイリッシュ生命保険 & パーマネント、GE キャピタル
フィンランド	248	ノルディック投資銀行、フィングリッド、ノキア
オランダ	229	モルガンスタンレー、シェル、BMW
スペイン	177	テレフォニカ、BBVA シニアファイナンス、Caja マドリッド
カナダ	143	ロイヤルバンク・オブ・カナダ、ノバ・スコシア銀行、トヨタクレジット(カナダ)

2. 日本企業の MTN 利用と格付

(1) プログラムの形態

格付を取得するプログラムの保有者（あるいは保証体等）、プログラムの形態の変化は、そのまま日本企業の資金ニーズの変化を映し出している。

1991 年～1992 年にかけて過去のワラント債の償還資金対策としてユーロ円債の発行が急増、主に日本企業が欧州の金融子会社との間で円滑な財務運営を支援・指導するキープウエル契約を締結して、金融子会社が MTN を発行する動きが広がった。

さらに 1993 年には大蔵省がキープウエル契約のついた公募債の引受を規制する「3 局指導」を撤廃、邦銀を中心に引受競争が活発になり、市場が一気に膨らんだ。

しかし当時は、かつて有価証券等の購入のために、ワラント債で調達した資金の借り換え債の発行に過ぎず、事業会社であっても、実質は有価証券等への投資目的の資金調達に過ぎなかった。

その後、金融機関や総合商社が香港や米国の子会社に MTN の発行枠を設定する動きも出たが、基本的に MTN は事業資金というよりは、金融事業のためのファンディング・ツールとして利用される構図に変わりはなかった。

日系企業が MTN を事業資金の調達のために利用する動きは、むしろ 90 年代中盤の米国で広がった。北米事業の拡大と、金利上昇を見越した前倒しの資金調達などを目的とし、この時期にトヨタ自動車、小松製作所、三井東圧化学、東レなどが調達枠（プログラム）を設定した。

その後、邦銀の経営体力の低下など、いわゆるジャパンプレミアムの時代に、日系企業の MTN の利用は、一部の金融機関とごく一部の高格付の事業会社に限られるようになった。かつての欧州で複数の金融子会社で MTN を発行していた大手電機などで、プログラムに関与する金融子会社の数を減らすなど縮小・整理が進んだ。

様相に変化が出始めたのは 2000 年ごろからである。徐々にグローバル・ファイナンス戦略の一環として、海外金融子会社間の資金効率を高めるために、マルチ・イシューアの MTN

プログラムを利用する企業が増えた。

ファンドの隆盛や金融取引の複雑化により、投資資金が市場間をめまぐるしく移動するようになり、特定の市場への依存度が高いと市場に大きなショックが加わり流動性の問題が生じるような財務上の危機対策としての役割を担い始めているとも言えるだろう。

最近では、投資のグローバル化や資源価格の上昇などを受けて、豪州の金融子会社をマルチ・イシューアの MTN に加える例が増えている。

実需の資金手当て、流動性の確保など、事業会社にとっては、新たな財務上の課題が生じており、90年代後半以降、販売金融などで多額の資金ニーズの生じる自動車や建設機械などが中心であった海外での MTN 利用も、アジアや中南米における投資家層の地域的拡大や、決済システムの整備等、経済成長が見込め実需の資金ニーズの期待できる地域で市場の環境整備が進めば、利用が広がる可能性はある。

(2) 海外金融子会社に対する信用補完

日系発行体、とりわけ事業会社の場合は、海外金融子会社が親会社による保証、あるいは親会社とキープウエル契約を締結して発行体となり、格付を取得することが多い。

ユーロ MTN を発行する日本企業の海外金融子会社は、親会社との間でキープウエル契約を締結する例が多い。

親会社は発行会社に対する契約のなかで、

- ①親会社の直接・間接の支配権を確立、
 - ②正味有形資産（資本から無形資産を控除した額）を一定水準以上に維持、
 - ③支払いに必要な流動性を維持し不足があれば補填する、
 - ④資金提供は資本または劣後性の負債として供給する、
- などの条項を通例、定める。

この契約は、あくまで契約当事者は親会社と子会社であり、保証契約とは根本的に異なる。法的効力としては、第 3 者のためにする契約としての有効性を持つかどうかのポイントとなる。英国法のもとでは、Deed Pole（信託宣誓証書）を差し入れることで、この有効性が確立されているが、日本法のもとでは、その有効性が十分に確立されている状況にはない。

特に、親会社の財務構成や業績、資金繰りが悪化した場合に、この義務を履行するインセンティブを維持させられるかどうかは、他の取引慣行や、法の運用と合わせてとらえる必要がある。

英国法のもとでは、Deed Pole を差し入れることで、キープウエルの有効性が確立されているほか、米国では子会社の健全性維持に関する責任論として法人格否認の法理を適用し、ドイツにおいては資本的貸付といった概念で、子会社の債権者に対する保護を行っている。日本法のもとで、こうした手法と同様の構成が可能かどうかは検討の必要があろう。

もっとも、キープウエル契約のメリットは、かつてほど高くはない。キープウエル契約自体が保証債務と同様に偶発債務として開示が必要になったためである。さらに税務上は、移転価格税制の適用が厳しさを増しており、キープウエル契約を保証契約と同等とする評価が定着しつつある。税負担は重要な問題であるが、事業資金の調達効率性や地域分散によるリスク軽減等の効果を引き出せるのであれば、より明確な保証契約を結ぶこと自体は金融子会社と親会社の格付の関係は同一のものとして安定する効果があり、最近では保証契約の例も増えている。

(注) キープウエル契約に伴う対価算定の適切性について審理した国税不服審判所の平成 14 年 5 月 24 日裁決(裁決事例集 No.63 454 頁)では、①金融子会社が親会社に対して償還資金の供与を求める契約上の権利を有している、②債券発行目論見書でキープウエル契約上の権利行使が可能であることを周知している、の 2 点を以って、「本件各キープウエル契約の締結等については、その独立企業間価格の算定に当たり、保証取引を比較対象取引とすることは相当であると認められる」との判断を下している。

3. 市場インフラとしての格付の課題

格付は、金融機関の活動が州単位で規制された結果として証券市場が大きく発展した米国特有の市場情報インフラであったが、日本には金融・資本市場の開放とともに移植され、また欧州では米系投資銀行の活動領域の拡大、欧州金融機関のグローバル化に伴い普及した。

日本、欧州では米系格付会社が、いわゆる勝手格付(発行体からの依頼に基づかず、また調査への協力に同意を得られていない)で格付先数を増やした経緯もあり、市場関係者や投資家にとっては、格付階層毎の金利水準や発行体の財務内容に関する共通な水準感形成しやすい状況が生み出されたことは否定できない。

ただし勝手格付をされた発行体との間でのトラブルも少なからずあり、こうした点への対応から、日本ではバーゼルⅡ(国際決済銀行の自己資本比率規制)におけるリスクウェートの計算で使用可能な格付は金融庁が認めた適格格付機関(格付投資情報センター、日本格付研究所、ムーディーズ・インベスターサービス、スタンダード・アンド・プアーズ、フィッチ・レーティング)が付与したものであっても勝手格付を使用することはできず、また欧州では EU の目論見書ルールで勝手格付の利用が排除されている。

(1) 日本における格付と市場の関係

一般に、勝手格付は依頼格付に比べて情報が公開情報に限定されるため保守性の面から厳しい格付が付きやすいとされる。

日本では 90 年代後半には米国の格付会社と日本の格付会社の、同じ企業に対する格付は日本の格付会社が平均して 3 ノッチ高い(例えば A+ と BBB+、A- と BBB- など)との一般

認識があったが、2008年には例えばムーディーズ・インベスターズサービスと格付投資情報センター（R&I）を比較すると1ノッチに満たない水準にまで差は縮小した。

しかしながら欧米系の格付会社は、過去2年ほどの間に日本における勝手格付の取り下げを急速に進めており、過去との比較においてノッチ差を論じることの統計的意味合いは薄れている。

その背景には単純に規制への対応という面だけでなく、日本においては公募債市場が成長しなかったためにコスト面での負担が大きかったという側面もあると考えられる。

結果として、多くの発行体に過度に低い評価が付与されるリスクは解消されたが、半面で信用リスクの高い等級の格付対象が少なくなり、いわゆる投機的水準（BBゾーン以下）の新規発行の際に統計的に認識可能なプライシングの目安がないという問題が出ている。

こうした日本における経緯を分析することは、アジアにおけるクロス・ボーダーな資本市場の形成において、「プライシングの基礎となる情報インフラをどう整備するか」という問題を考える上で極めて重要である。

日本においては日本の格付会社と米系格付会社、欧州においては米系格付会社が格付評価の妥当性を統計的に検証するうえで十分な数の企業あるいは金融機関の格付を公表しており、これによってクイック・レファレンスの可能なプライシングの指標として機能している。たとえば日本では日本証券業協会が営業日ごとに売買参考統計値をもとに格付別の複利利回りを格付会社別（指定格付会社）に公表し、市場関係者の利用に供している。BBゾーン以下は対象数が少なく、統計的な妥当性に疑問は残るが、ボリュームゾーンであるBBB以上においては指標性を確保できている。

主要な格付会社の格付け別のスプレッド（国債等の長短指標金利と社債等の格付け別の平均利回りの格差）の関係について、市場関係者の間で、一定の共通認識が形成され、かつ実際の価格形成について検証可能なデータが供給されていれば、格付が付与されていることで、プライシングの目安の一つが容易に入手可能となるわけだ。

もちろん実際にプライシングをする場合には、需給や金利動向、当該発行体に関する将来の経営環境など多様な要素を検討したうえでの決定となる。

格付マトリックス表

○ 本表は発表日の前日の午後3時現在における報告気配及び格付けに基づき作成したものです。
 * 表の見方

複利利回り(%)
銘柄数 (標準偏差)

 ○ 複利利回り・・・ 報告された気配に基づき算出された複利利回りの算術平均値
 ○ 標準偏差・・・ 報告された気配に基づき算出された複利利回りの標準偏差
 ○ 銘柄数・・・ 格付け・残存年数毎に区分した際の該当銘柄数

日本証券業協会

平成 21 年 11 月 27 日 (金) 発表

		格 付 け					
		AAA	AA	A	BBB	BB	B
残	1年	0.376 3 (0.022)	0.43 137 (0.359)	1.417 161 (1.372)	3.251 53 (4.208)	62.967 2 (56.684)	
	2年	0.535 3 (0.078)	0.535 96 (0.309)	1.492 78 (1.381)	3.504 29 (3.508)	10.468 2 (0.469)	
	3年		0.579 91 (0.076)	1.123 80 (0.810)	3.582 19 (3.813)		
	4年	0.741 4 (0.043)	0.773 108 (0.294)	1.235 80 (0.799)	3.008 15 (3.770)		
	5年		0.846 81 (0.189)	1.762 29 (1.417)	3.84 5 (1.690)		
	6年		0.992 69 (0.238)	1.712 28 (1.070)	1.559 1 (0.017)		
	7年		1.151 91 (0.271)	1.933 27 (1.109)	1.814 4 (0.505)		
残		1.339	1.268	1.776	1.746		

		格付(数値は複利利回り)			
		AAA	AA	A	BBB
残 存 期 間	1年	0.373	0.437	1.435	3.176
	2年	0.549	0.539	1.506	3.441
	3年		0.591	1.18	3.44
	4年	0.752	0.779	1.256	2.887
	5年		0.853	1.755	3.866
	6年		1.001	1.721	1.585
	7年		1.171	1.973	1.855
	8年	1.359	1.275	1.805	1.784
	9年	1.531	1.451	1.817	1.909
	10年		1.567	2.062	

(注) 日本証券業協会の格付マトリックスの 2009 年 11 月 20 日データより一部を抜粋して作成。格付は格付投資情報センター (R&I) のものを使用。

(2) アジア各国・地域における格付

アジアにおけるクロス・ボーダーなプロ向け市場の創設を検討する場合に、このプライシングのための情報基盤を、どう構築するかは重要な問題である。

例えば日本や欧州においては、もともと債券市場・格付会社とも未発達であり、ある意味で米系格付会社が進出しかつ、勝手格付も交えながらカバレッジを広げ、格付とスプレッドの関係を認識する素地を作ってきた面があることは否定できない。

欧州では、いまだ欧州をベースとして国際的にも活動している格付会社はフィッチ・レーティングス（金融機関の格付を主とした英国の IBCA が米国のフィッチと合併、さらにフランスの Fimalac が買収）のみである。

また日本では R&I と日本格付研究所が海外の国や地方自治体、公的機関、金融機関と大手事業会社に格付けを付与しているが、対象は主にサムライ債であり、カバレッジは小さい。

実際、シンガポールでは公募債を発行するうえで制度上、格付を利用可能としているが、明示されていないものの「格付会社」として公的に認識されているのは欧米系 3 社（ムーディーズ、S&P、フィッチ）である。

アジア各国では、国の政策として自国の格付会社を育成する方針を打ち出しており、アジア開発銀行などの支援も受け、レベルアップに取り組んではいるものの、日本以外では、むしろ欧米系 3 社の資本を受け入れるケースが多い。

アジア各国の格付会社が欧米系 3 社と提携する最大の理由はストラクチャード・ファイナンスのノウハウの取得である。

このため提携後も事業債等の伝統的な分野の格付については欧米系 3 社と格付けの水準感、あるいは格付規準自体を統一しない例も少なくないようだ。

トランス・アジア（アジアにまたがった）なプロ向け市場を創設し、ロンドンに見られるように域内の多様な地域・産業の発行体と呼び込むうえでは、各国格付会社の格付の水準感（ある種のマッピング、スプレッド等の相関）に対する市場関係者の共通認識・合意形成や、格付規準・手法についての信頼性確保といった課題を克服する必要がある。

アジアの主な格付会社（日本を除く）

Bahrain	Islamic International Rating Agency (IIRA)
Bangladesh	Credit Rating Agency of Bangladesh Limited (CRAB) Credit Rating Information & Services Limited (CRISL)
China	Dagong Global Credit Rating Co., Ltd (Dagong) Shanghai Far East Credit Rating Co., Ltd. (SFECR) China Chengxin International Credit rating Co., Ltd. (CCXI)
India	Credit Analysis and Research Limited (CARE) CRISIL Limited

	ICRA Limited
Indonesia	PEFINDO Credit Rating Indonesia (PEFINDO)
Korea	Korea Investors Service, Inc. (KIS) Korea Ratings Corporation (Korea Ratings) Seoul Credit Rating & Information, Inc. (SCRI) NICE Investors Service Co., Ltd. (NICE)
Malaysia	Malaysian Rating Corporation Berhad (MARC) Rating Agency Malaysia Berhad (RAM)
Philippines	Philippine Rating Services Corporation (PhilRatings)
Sri lanka	RAM Ratings (Lanka) Ltd.
Pakistan	JCR-VIS Credit Rating Co. Limited (JCR-VIS) Pakistan Credit Rating Agency Limited (PACRA)
taipei, China	Taiwan Ratings Corp (TRC)
Thailand	TRIS Rating Co. Limited (TRIS)
Uzbekistan	Ahbor Rating (Ahbor)

この面でアジア地域の格付会社で格付規準を統一してはどうかという意見もある。

しかし格付は会計基準と異なり、それぞれの格付会社が独自に定めた規準・手法をもとに評価を行い、どの格付会社の「意見」を信頼するかは投資家が判断する、というのがこれまでの基本的な枠組みだ。

例えばムーディーズと S&P の間でも格付規準・手法は異なる。長い歴史のなかで格付別のデフォルト率やスプレッドについて格付会社も含む市場関係者の間で共通認識が形成された。米国内での熟成期間が長かったために、国際的に広がる段階までに、ある程度の水準感が固まっていたとも言えるだろう。しかし、ここ数年の欧米系 3 社の日本企業に対する格付符号の調整状況からは、「米国基準」は日本においては一定程度の調整を必要としたように見受けられる。

一般的に信用リスク評価上のインフラとなる財産法制や契約法・破産法制の整備、会計基準・監査の技術水準・厳正さの確保といった要素以外にも、各国・地域の金融慣行、ビジネス風土、政治的要因から発生する法制度の変更・調整の可能性など、各国・地域に特有の要素で、デフォルト確率も回収率も大きな影響を受ける。

こうした要素の評価は定性要因と割り切ってしまうえば良いという意見もあるが、定量評価と定性評価の配分・調整など、技術的にも様々な問題があるほか、質的競争による技術的な向上が阻害されるという問題も大きい。米国のサブプライムローン問題を契機に証券化商品の格付を中心に IOSCO（証券監督者国際機構）や米国（証券取引委員会・米国議会）、日本（金融庁）、欧州（欧州委員会）などで、格付会社への規制・監督が議論され、日本と欧州は 2010 年に格付会社に登録制度が適用となり（米国では寡占化が問題となり

2007年から参入を促進するために登録制へ移行)、米国では、追加の規制措置が検討されているが、各国での基本的な議論は格付とデフォルトの関係等を統計的・客観的に評価しパフォーマンスに問題があれば是正を求めるが、格付の規準・手法の統一や、公的機関による決定というものではない。

アジアは資本主義・社会主義、宗教、民族性において、突出した多様性を抱えており、商慣行・金融慣行、法整備の状況なども様々である。このため行政主導で格付規準や手法を進歩させることは、各国合意を含めて極めて困難であろうと考えられる。市場参加者の水準感の形成や技術の向上については、日々の詳細な取引・価格データ（格付会社ごとの格付別など）の公表や、またレート・ショッピング（甘い格付を選好する）によってプライシングが歪んでいないかなどの検証など、市場関係者、発行体による適切な格付利用を促進することが重要である。一方で格付会社の信頼性向上に向けては、利益相反や情報の不正利用など不適切な行為を適切に取り締まることが効果のある方策と考えられる。

(中塚富士雄)

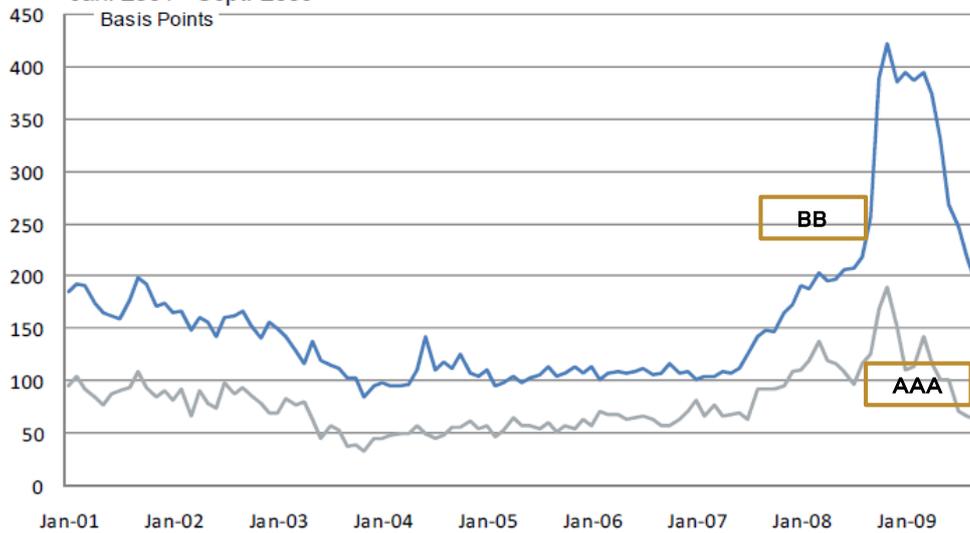
平均累積格付別デフォルト率

	1年後	2年後	3年後	4年後	5年後	6年後	7年後	8年後	9年後	10年後
AAA	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.15	0.29	0.29	0.29	0.29
AA	0.00	0.00	0.00	0.00	0.05	0.10	0.16	0.33	0.52	0.71
A	0.07	0.17	0.28	0.43	0.58	0.73	0.98	1.27	1.53	1.78
BBB	0.09	0.30	0.52	0.75	1.06	1.36	1.66	1.88	2.19	2.48
BB	1.95	3.38	4.95	6.09	6.92	7.89	9.30	10.80	11.99	13.15
B以下	8.70	14.04	18.46	20.47	23.09	24.71	27.05	28.28	29.56	30.88
BBB以上	0.06	0.19	0.33	0.49	0.68	0.89	1.12	1.35	1.61	1.85
BB以下	3.18	5.33	7.44	8.74	9.89	10.99	12.56	14.02	15.22	16.42
全体	0.26	0.53	0.79	1.03	1.30	1.56	1.90	2.21	2.53	2.84

R&Iの1978年からの累積平均値。デフォルトの定義は法的破たん、金融債務の支払不履行、債権者に著しく不利益となるような債務の条件変更の要請もしくは実施

米国事業債のTスプレッド

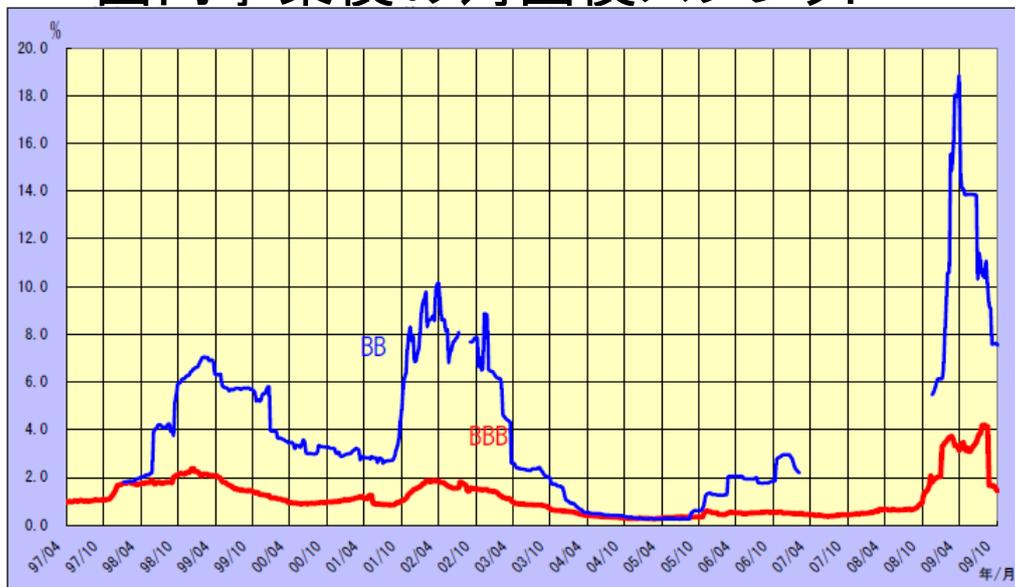
U.S. Corporate Spreads to U.S. Treasury - 10 Year
Jan. 2001 - Sept. 2009



Source: Bloomberg Finance L.P.

出所: SIFMA

国内事業債の対国債スプレッド



注) 格付けはR&I

信用格付けは、発行体が負う金融債務についての総合的な債務履行能力や個々の債務等の支払いの確実性(信用力)に対するR&Iの意見の表明であり、事実の表明ではありません。また、R&Iは、信用リスク以外のリスクにつき意見を表明するものではなく、投資判断や財務に関する助言や、投資の是非等の推奨をするものではありません。R&Iは、信用格付けに際し関連情報の正確性等につき独自の検証を行っておらず、これに関し何ら表明も保証もいたしません。R&Iは、信用格付け(変更・取り下げ等を含む。)に関連して発生する損害等につき、何ら責任を負いません。信用格付けは、原則として発行体から対価を受領して実施したものです。なお、詳細につき<http://www.r-i.co.jp/jpn/policy.html>をご覧下さい。

出所: R&I Credit Express

X I . アジア MTN 証券決済制度への展望

1. アジアに特化した証券振替決済制度について

アジア MTN の発行・流通市場の整備を検討する際には、決済等のプラットフォームの実現に向けた検討が欠かせない。これまでのアジア債券市場育成の議論（ABMI 等）においても決済の専門家による議論があり、決済機関のリンケージ、AsiaClear（AsiaSettle）といったアジア地域の決済機関について、長らく議論が行われてきた。最近では RSI（Regional Settlement Intermediary）のアプローチによる検討がワーキンググループで行われているところであり、その検討結果が注目されるところである。

本論は、筆者がこれまで国内の決済機関や清算機関の設立に関わってきた経験を踏まえ、シンプルにアジア MTN の決済機能を実現し、育成していくというアプローチが必要という認識のもと、必要とされる機能と実現までのプロセスを整理しようというものである。

2. アジア MTN の決済プラットフォームに求められる機能

（1）必要となる機能

アジア MTN の決済プラットフォームとして必要な機能は下記が考えられる。

① アジア MTN の CSD（集中預託機関）機能。

発行国の法制によるが、完全ペーパーレスもしくは大券発行（引出不可）構成が望ましい。

② 少なくとも各発行通貨における CSD 参加者間の DVP 決済機能。

中央銀行や資金決済銀行とのリンケージが必要（もしくはユーロクリアのように自らが銀行となる）。

③ SWIFT の利用

アジア域内のみならず欧米を含めた取引参加者との決済ネットワークとして SWIFT の利用。

④ 利金等の取扱い。

自ら銀行口座を有し参加者に対し残高に応じた利払いを行なうことが（余分なデータのやりとりが発生せず）望ましい。

—以下、発展的に必要と考えられる機能—

⑤ 約定照合機能

取引参加者間の約定照合機能として、国内 CSD 等が提供する照合ネットワークの利用。

⑥ 証券貸借機能（レポ機能）

ファンディングやショートセールのためレポ機能がビジネス提供されることが望ま

しいが、フェイル発生時等に利用可能な証券貸出機能も CSD 等のサービスとして提供されることを期待。

- 証券保有形態について

クロス・ボーダー取引やユーロ債のように証券発行地と流通市場が異なる国となるケースを想定すると、証券の保有形態はブックエントリー型、いわゆる間接保有型にならざるを得ない。一部の国（中国等）では、証券集中保管機関（CSD）に投資家口座が開設される直接保有形態となっているが、アジア MTN は証券発行国側でそのような保有形態は想定しづらく（流通市場側では想定できなくもないが）、各国 CSD、証券会社、カストディ銀行といった仲介業者を、国境を越えてぶら下げるのが可能となる保有形態が必要である。

（２）考える CSD モデルについて

① ハブ&スポーク型

証券発行地の CSD と流通市場の CSD を接続する形態を取る場合、様々なモデルがあり、これまで何度も議論されてきた。代表的なものはハブ＝スポーク型であり、基本的に発行市場国の CSD をハブに位置付け、流通が想定される国の NCSD (National CSD) をスポークとしてリンクさせ、通常、同一国内の流通は CSD または NCSD 内部で行い、クロス・ボーダー取引となる場合に発行市場国の CSD の NCSD 口座を通じた決済が発生するというものである。

しかし、どこの国の NCSD をハブにするのかという議論が必要になり結論を導きづらいことや、クロス・ボーダー取引の決済機能を各国 CSD と満遍なく構築することは手間とコストがかかるといった問題がある。

結局、韓国が提案した AsiaSettle のように、特定の国に強固な CSD を用意し、各国の証券会社、カストディ銀行が直接当該 CSD に参加するというアジア CSD の概念がより合理的と考えられるようである。

② AsiaClear (AsiaSettle) 型

各国が協調し特定の国に共同出資形態でアジア CSD を設立することは、当該アジア CSD のビジネスモデルにおいて一定の採算性が確保され、関係者のリーダーシップとコミットメントが継続できる場合には、有効であると考えられる。当該アジア CSD において、最大の投資家層を持つ国（例えば日本）からの接続性・効率性がユーロ債（ユーロクリア等）並に確保されることが必要であるが、当該アジア CSD のビジネス（採算性含む）が早期に確立されることが重要である。また発行市場または流通市場（業者間）との接続性がユーロ債のように図られることが必要である。したがって、発行・

流通市場の整備と投資家との接続性確保を前提にどこに（どのように）アジア CSD を確立するかという議論が重要になるため、結論を導き出すのには時間がかかるように思われる。

③ Dual-Core 型

手っ取り早くクロス・ボーダー決済を実現させる方法として、発行国と流通市場が2国で目的意識が合致している場合に、2国が協働してシンプルな CSD 間インターフェイスを構築し、ヴァーチャルな CSD 機能を実現させることが考えられる。これを Dual-Core アプローチと呼んでいる。例えば、日本の投資家に、アジア域内の他国で発行された債券を提供する場合、発行市場の NCS D で発行された債券を、保振機構が当該 NCS D に参加することで日本の投資家が保振機構の参加者である証券会社を通じて購入するイメージになる。

ただし、NCS D 同士が協力関係にあり、アジア MTN を実現する推進力を共有することが前提となる。アジアで最大の金融資産を有する日本がグローバル・リンクを確立できるように、とりあえず（どこかの国と）Dual-Core でスタートし、アジア MTN 実現の気運を盛り上げることも考えられる。なお、複数市場に拡大させる場合は、どこかの国の NCS D がコアにならざるを得ず、上記①モデルの問題が生じるので、次の④のアプローチが考えられる。

④ Core CSD 型

アジア MTN の発行市場が特定の国で整備されるならば、当該国に、ブックエントリー保有構造の最上位の CSD 機能を用意することが考えられる。上記③と同様に、投資家の属する国の NCS D ひいては社債流通市場をそのまま活用するという考え方である。機能配置としては上記①と同様であるが、①との違いはあくまで証券発行地としての証券預託機能を各国 NCS D に提供するシンプルな CSD を新たに設立するという位置付けである。

例えば、アジア MTN の発行市場がシンガポールに集約されるならば、各国 CSD とのリンク確立を前提に、アジア各国の有力参加者・NCS D が共同で同国に新たに Core CSD を設立するイメージである。アジア MTN 実現のための推進組織を設立し、それを会社組織にして Core CSD を実装するとともにアジア MTN の推進機能やサービス機能（銘柄情報提供等）も併せ持つことが設立までの道筋として（個人的に）良いのではないかと考える。

3. アジア MTN 決済プラットフォーム実現までの想定プロセス

(1) 事例研究

我国では証券決済制度改革に伴い清算・決済機関の整備が進められてきた。保振機構は財団法人から参加者出資に切替えられたが、アジア MTN の決済機関として参考になるのは、(決済機関ではなく清算機関であるが) 新規設立かつ参加者出資となった(株)日本国債清算機関である。

① (株) 日本国債清算機関

同社は日本国債の流通市場整備の観点でカウンターパーティリスクの軽減と、ネットティングによる流動性の節約を目的として、財務省・日銀の強い後押しと、市場関係者の熱意により設立されたものである。設立に際してはビジネス的に立ち行かなくならないように、機能定義とシステム開発(ベンダー選定)には主要参加者が積極的に議論に参加し、機能とコストとのバランスについて細心の注意が図られた(例えば約定照合や清算のデータ伝送は保振機構を利用)。

ガバナンスは形式的に有力出資者(=参加者)の取締役会であるが、全参加者が出席する運営委員会が同社の業務・経営にかかる重要事項を纏めている。

同社は小規模な事業会社であり、従業員の多くは参加者からの出向者である。

また、一部業務(参加者モニタリング)は株式等の清算機関である日本証券クリアリング機構(取引所数社が出資)に委託されている。

このように同社は設立時から他機関の協力及び参加者のコミットメントと負担のもとで運営されてきたが、最近は取引量の拡大による手数料の増大により、経営も安定(黒字化)してきている。

このように市場関係者による十分な機能検討(システム含む)が行われ、会社設立とマネジメント参画へのコミットメントが得られる場合は成功の可能性が高いと考えられる。

② <参考>ユーロクリアとクリアストリーム(旧セデル)

ユーロ債の決済機関(International CSD)としてユーロクリアとクリアストリームがあり、ユーロ市場とともに発展してきたが、それぞれ道のは異なっている。

ユーロクリアは、元々モルガン銀行のブラッセル支店の業務を外出したものが発展し、ユーザー出資に切替わったものである(1972年)。その後もモルガン銀行に業務委託が行われていたが、2000年頃に業務面でモルガン銀行からの独立が実現したとされている。

一方、クリアストリームの前身であるセデルは、中立かつ独立の決済機関としてユーザー出資で設立されたものである(1970年)。その後、ビジネス的に大きく発展したのは前者であるが、セデルも発展しクリアストリームとして ICSD の地位を確立している。なお、アジアでユーロクリアの前身のモルガン銀行のような証券決済機能を提

供している民間銀行は一部の国の市場で存在しているが、アジア市場全体としては存在していない。

③ <参考>失敗例

逆に、一時的熱狂（ブーム）からプロジェクトへの参画そのものがステータスとなり、多様な利害関係者が出資者として集まりながらもガバナンスやコミットメントが曖昧のままプロジェクトが巨大化した場合は失敗の可能性が高くなる。

有名なのは英国のトーラス計画（取引所主導の決済機関設立）で、この経緯は「プロジェクト迷走す」（ヘルガ・ドラモンド）に詳しく紹介されている。

また、T+1（約定翌日決済）に向けた熱狂の中、グローバルな STP インフラが必要という理解のもとで多くの有力市場参加者により設立された GSTP AG（2000年スイスに設立）も、米国 9.11 を契機とした T+1 機運の消失と不景気が最大の原因ではあるが、突然の破綻というドラスティックな幕切れを迎えたのは同様の理由があるように思われる。

トーラス計画、GSTP AG とともに利害関係者の要求を満足させるべくシステム開発が巨大になったことが破綻リスクを高めたと言えよう。

（2）実現可能性を踏まえたアプローチ

上記 CSD モデルと事例を踏まえ、実現可能性を重視した場合、小規模かつ関係者の同意とコミットメントが得やすいプラットフォームを志向することが合理的であると考えられる。発行市場とセットで小規模の AsiaSettle または Core-CSD といったいわゆる RSI をアジア MTN の推進組織とセットで市場関係者により設立し、流通市場とのリンケージを確立させていくことが（個人的には）リスクも相対的に少なく関係者の合意も得られやすいアプローチではないかと考えられる。

（吉田 聡）

4. クロス・ボーダー証券決済実務の現状と課題（参照論文）

大和証券SMBC 吉田 聡¹⁸

1. はじめに

我国金融資本市場の国際競争力強化、特に、アジアにおける中核市場としてのステータスの向上は喫緊の課題であり、2008年2月23日開催のアジア・ゲートウェイ戦略会議（首相官邸）で報告されたNIRA研究会報告書¹⁹等の提言に記された通り、我国金融資本市場の国際標準化をはかりつつ、官民レベルでアジア各国との対話を深め、ビジネス面・インフラ面の連携を地道に強化していくことが必要である。

近年、我国の決済システムのレベルアップは著しく、2009年には株券まで含めた主力商品の完全ペーパーレス化が実現する見通しであるが、アジアに貢献できる中核市場としての位置付けを日本が本気で目指すならば、決済システムを含め我国の市場インフラ全体の効率性・安全性を一層追求し、欧米に劣らないコスト競争力の確保を目指していくことが重要であると考えられる。

そのためにはビジネス中心の取組として、日本物の海外取引を拡大させ海外（特にアジア）投資家の取込をはかる（これによりマザー市場たる日本市場の取引の厚みを増やす）、あるいは逆に、アジア物の日本市場における取引を拡大させ豊富な金融資産を有する国内投資家向けに品揃えの充実をはかる、といった取組が必要と考える（いわゆる「クロス・ボーダー取引」の拡大）。

コスト競争力向上とビジネス拡大はいわゆる「ニワトリと卵」の関係にあると考えられ、一旦動き出せば相乗的な効果をもたらすものと考えられる。しかし、誰かがキックしないと動き出さない関係でもあるため、我国だけでなく、アジアの金融資本市場関係者、行政当局が問題意識と共通理解を持ち合い、具体的に動き出せるようなポテンシャルを確保する必要があるだろう。

各国の市場慣行・取引及び決済システムは各国特有の事情により様々であり、海外投資家や外国証券の取込を直ちに拡大させることは容易ではない。また、クロス・ボーダーの証券決済は様々なパターンがあるため理解が難しく、各国の多数の当事者における課題を調整または吸収し、コストを抑える仕組みを具体的に構築していくことも容易ではない。本レポートはクロス・ボーダー証券取引の多様な類型と認識されている課題を整理しつつ、クロス・ボーダー取引インフラ、及び（国内外の接続性向上の観点で）国内市場インフラにそれぞれ望まれる要件を考え、共通理解の一助になることを目指すものである。

¹⁸ 本稿の内容は筆者の個人的見解であり、大和証券 SMBC の正式見解ではない点、ご留意いただきたい。

¹⁹ <http://www.nira.go.jp/news/kanren/180/186/pdf/01ver2.pdf>

2. クロス・ボーダー取引の定義と分類

(1) クロス・ボーダー取引の定義

「クロス・ボーダー取引」は直訳すると「国境を跨いで行われる取引」である。国内²⁰投資家が国内証券会社等を通じて外国証券を売買するケース（外国証券取引）、海外投資家が本邦市場で発行される国内証券を売買するケース（非居住者取引）等が該当する。

なお、国内企業の海外現地法人が海外市場で（現地の投資家として）行う取引については、本稿においてクロス・ボーダー取引の対象にしていない。あくまで投資家が属する国に証券取引口座が存在するケースをここでは想定している。

東証の外国株市場等の取引等、発行者の属する国以外で上場するケースは「クロスエクステンジ」取引と呼ばれ、投資家の取引・決済は国内完結となり、狭義の「クロス・ボーダー取引」に該当しないとも考えられる。しかし、国内投資家による「外国証券」への投資という点では「クロス・ボーダー」であるので、本稿においては検討の対象としたい。DR（預託証券）についても同様に考え、検討の対象としている。

なお、外国証券は発行地が国外であるものとし、いわゆる「サムライ債（円建外債）」のように国内発行となるものは、取引・決済は国内物と同一であるため、本稿の対象としていない。当該サムライ債を非居住者が売買する場合はクロス・ボーダー取引として考えることになる。

(2) クロス・ボーダー証券決済の分類

クロス・ボーダーの証券決済は、多様な取引手法、各市場における証券の保有形態の違いから、様々なパターンが考えられ、一概に説明することは困難である。代表的なパターンに絞って説明することは可能であるが、それでは既存の枠組みを述べるに留まり、本稿の目的にはそぐわない。

日本の国内投資家が行なう取引手法（店頭取引、海外委託取引、国内委託取引、海外決済取引）の違いは、主に国内関係者の構成と役割に関連するものである。海外での決済が発生する／しない等の違いがあっても、海外市場における証券の保有形態に大きく左右されるものではないと考えられる。また、海外の証券の保有形態の違い（後述）は海外市場の特性（歴史的経緯等）に基づくもので、基本的に国内の保有形態に影響を与えるものではないと考えられる。理論的にはどの海外市場の外国証券であっても、国内のいずれの取引手法も選択可能である。

つまり、国内の保有形態は国内の取引手法、海外の保有形態はその市場特有の事情により概ねパターン化が可能であり、外国証券取引の分類は、それらの組合せ

²⁰ 本稿では、「国内」は「日本国内」を意味する。「海外投資家の国内市場投資」は非居住者による日本物への投資と理解いただきたい。

とすることが可能であると考えられる。実務上は外国証券の種類や海外市場の違いにより、国内の取引手法は絞られるようであり、全ての組合せが実務として行なわれている訳ではない。

なお、逆向きとなる非居住者取引については、取引方法の違いにより整理することが可能である。また、DR（預託証券）については、これまで日本株式を海外上場させるパターン（e.g. ADR＝後述）の他、海外株式を日本市場に上場させるパターン（JDR＝後述）の実現が注目されており、双方向のパターンとなる。以上の考えに基づき、クロス・ボーダー証券決済のパターンを整理すると、下表のようになる。

<表1：本稿におけるクロス・ボーダー証券決済の分類>

取引分類	説明	日本国内の口座保有		海外の口座保有形態				
外国証券取引（対外証券投資）		（下層） →		← （上層）				
		国内加付デポ （含証券会社）	国内 CSD	現地加 ト・ NCSD 型	ICSD ダイレ クト型	加ト・現地 預託機関 型		
		国内店頭取 引	証券会社相手の相対取引	○	▲	○	○	○
		海外委託取 引 （外国取引）	証券会社に現地市場での取引 を委託する取引	○	▲	○	△	▲
		国内委託取 引	証券会社に国内上場外株の取 引を委託する取引	○	○	○	○	○
海外決済取 引	業者間取引及び機関投資家取 引による海外決済	○	▲	○	○	▲		
非居住者取引（対内証券投資）		（上層） ←		→ （下層）				
		国内 CSD	国内加付デポ	グローバル・カストディアン				
		海外現法取 引	海外市場で国内証券会社の現 地法人相手に行なわれる取引	-	○	○		
ダイレクト取 引	海外投資家が国内市場に直接 発注し国内で保管・決済を行 なう取引	○	○ （含証券会社）	○/-				
預託証券		日本国内		海外				
国内預託証券 （e.g. JDR）	国内投資家による預託証券形 式の対外証券投資	国内預託証券として国 内株式と同様に取引・ 決済		（現地原株保管銀行）				
海外預託証券 （e.g. ADR）	海外投資家による預託証券形 式の対内証券投資	（国内原株保管銀行）		海外市場で現地預託証券と して取引・決済				

凡例：○一般的、△例外的、▲なし（理論的にはありうる）

<用語説明>

カストディアン (グローバル・カ ストディアン)	投資家の代理人として証券や資金の管理業務(カストディ業務)を行なう。常任代理人とも言う。日本では大手都銀・信託銀行がカストディ業務を行なっている。海外ではストリート、JPモルガン・チェース、シティバンク等が有名であり、規模のメリットの観点で集約化が進んでいる。 カストディアンが国際的に業務展開し、各国の決済システムに直接もしくは(現地カストディアンを通じて)間接的に参加することにより、多数の外国証券の決済を可能としている場合は、「グローバル・カストディアン」と呼ばれている。上記の海外のカストディアンが該当する。
CSD (NCSD) (ICSD)	“Central Securities Depository”(証券集中預託機関)。参加者(証券会社・銀行等)口座間の決済を行う。券面ある有価証券については券面預託に伴う集中保管が行われる。その国を代表するCSDはNCSD(“National CSD”)と呼ばれる。国際的に業務展開しクロス・ボーダーの決済システムを提供する場合はICSD(“International CSD”)と呼ばれる。
預託機関 (保管機関)	発行された証券の保管・管理を行なう会社。この点CSDも預託機関たりうるが、本稿ではCSD以外の銀行等が券面保管を行なう場合を指している。

3. 海外の証券保有形態

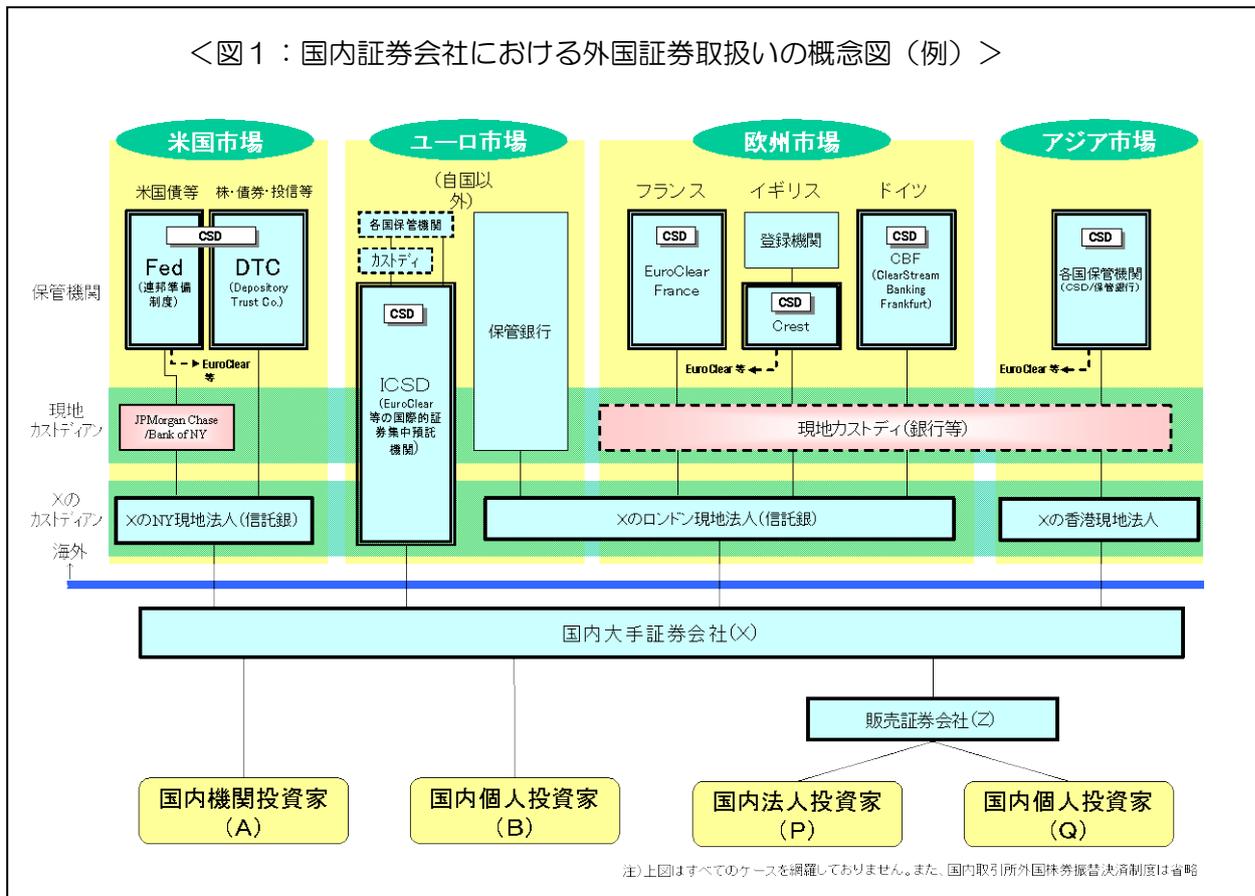
国内投資家が国内証券会社を通じて行なう外国証券投資における、保有構造の代表例を図1に示す²¹。

ここでは投資家が国内証券会社を国内カストディアンとして利用(保護預り)しているケースを例示している。投資家が個人や事業会社の場合、このように国内証券会社を通じて外国証券投資を行うケースが多い(投資家は購入先の証券会社にそのまま預託する)。機関投資家の場合は自社が指定する国内カストディアンを用いるケースが多い。なお、国内委託取引(後述)は、国内証券会社または国内カストディアンから取引所の指定する国内CSDを介して海外にリンクする形になる。

ここで、外国証券の海外(現地)での保有形態について図1を基に分類すると以下のように整理される。

²¹ 図1は国内大手証券会社での取扱を例にしており、また、外国証券取引の全てを網羅している訳ではない点、ご留意いただきたい。

<図1：国内証券会社における外国証券取扱いの概念図（例）>



(1) 現地カストディアン・NCSD型

現地CSD（NCSD＝National CSD）を頂点とする証券保有構造となる外国証券の場合、現地における証券管理を現地実務に習熟した現地カストディアン（サブ・カストディアン）が行なうことが一般的である。（ユーロ市場を除き）多くの外国証券の現地保有構造はこのパターンである。

<特徴>

- ① 国内カストディアンは現地カストディアンに口座を保有

国内カストディアンは国境を越え現地カストディアンに口座を有する。国内カストディアン（国内証券会社）は当該現地カストディアン²²に保管の（再）委託を行うことになる。

- ② 現地カストディアンはNCSDに口座を保有

現地カストディアンは現地NCSDに口座を有し残高を有することで重層型証

²² 国内大手証券の場合、欧米であれば当該証券会社の現地法人が現地カストディアンとなるケースが多い。

券保有構造が構成される。なお、現地カストディアンが複数（直列）となるケースもある。

(2) ICSDダイレクト型（ユーロ債タイプ）

ユーロ債等は Euroclear 等の国際的 CSD（ICSD=International CSD）が発達しているため、現地カストディアンを介さない保有構造となるケースが多い。

<特徴>

① 国内カストディアンは ICSD に口座を直接保有

国内カストディアンが大手証券会社・銀行の場合、多くはユーロクリア等の ICSD に直接口座を有しており、国内から決済指図を行なうことが可能である。直接 ICSD に口座を持たない場合は、大手証券会社や都銀等を通じて間接保有するケースもある。

② ICSD は CSD と同等の決済を行う

ICSD は券面を保管しておらず、現地預託機関（CSD や保管銀行）に預託された券面に対する権利を有する。つまり、券面は現地預託機関で不動化され、ICSD が CSD と同等の決済を行っている。日本国内でも ICSD の端末等を利用可能であるため、（時差の問題を除くと）円滑な決済オペレーションが可能になっている。

(3) カストディアン＝現地預託機関型（ユーロ債私募タイプ）

流通を前提としない私募のユーロ債については、保管コスト削減等の理由により、ICSDを利用せず、また、現地NCSDも利用せず、国内カストディアン（この場合、国内証券会社）の指示に従い特定の現地預託機関のみで保管・管理するケースも見受けられる²³。オーダーメイドの私募債（仕組債）等でこのような形態が存在するようである。

²³ この場合、NCSD や ICSD を利用していないために、別のカストディアンを利用する投資家との決済を円滑に行うことは困難であると考えられる。転売の可能性がゼロでないならば、私募であってもユーロクリア等の ICSD を利用することが望ましいと考えられる。

4. 海外市場における決済制度の現況

欧米ではCSD（証券集中預託機関）が発達しており、連携も盛んである。市場間競争のためには決済の効率化が必須であり、市場関係者が長年にわたり柔軟かつドラステック²⁴に取り組んできた結果であると考えられる。

(1) 米国の決済システム

米国においては、財務省証券、連邦機関債（フリディ・マック、サーム）、国際機関債は、Fed（連邦準備制度）がCSDとなり、最上層のブックエントリーを管理している。Fedの参加者は銀行のみに限定されているため、証券会社は銀行経由で間接的に決済システムに参加している。ビジネス競争の結果、大手カストディ銀行2行（決済効率を高める役割を担っており、クリアリング銀行とも言われる）に実質的に決済は集約されており、証券会社は銘柄によりいずれかを利用する形になっている²⁵。それ以外の証券（社債、株式、投信等）については、持ち株会社DTCC（“The Depository Trust and Clearing Corp.”）傘下のDTC²⁶（Depository Trust Co.）がCSDとなり保管及びDVP²⁷決済を行っているが、同じくDTCC傘下にNSCC（“National Securities Clearing Corp.”）等の清算機関が存在し、CCP²⁸として債務引受・ネットリング決済を行っており、決済の効率性・安全性の向上を果たしている。我国の清算・決済システムは米国をお手本（モデル）として発展してきたが、効率性の観点では米国の域に達していない²⁹。

(2) ユーロ市場の決済システム

「ユーロ市場」はユーロ地域の市場ではなく、特定の国を発行地としない「国際的金融資本市場」の代名詞であるが、取引は主にロンドン、決済は ICSD である Euroclear（ブラッセル）または Clearstream（ルクセンブルグ）で主に行われている。ICSD 自体は証券の保管は行わず、発行された券面（通常、大券1枚）は発行地の現地預託機関（主に発行代理人たる銀行）に預託され、預託証券に対する口座管理は ICSD が行う仕組みとなっている。

²⁴ 欧州委員会や業者団体等が日常的に資本市場の効率化に向けた提言・要望活動を行っている。

²⁵ 証券会社は FICC（“Fixed Income Clearing Corp.”：DTCC 傘下の清算機関）の利用も可能であり、RTTM（“Real-Time Trade Matching”：約定照合システム）等のインフラも整備されている。

²⁶ NY 州銀行法に基づく限定目的の信託銀行であり、200 万以上の銘柄を扱っている。

²⁷ 証券決済と資金決済が相互に結び付けられ取りはぐれない決済。一件ずつ即時に DVP 決済する方式を RTGS（“Real-Time Gross Settlement”）と言い、Fed や日銀の国債決済はこの方式である。日本の保振機構の株式決済や DTC の決済は、証券は一件ずつ、資金はまとめて（ネット）決済する方式であり、予め差入れられた担保や基金に基づき決済機関が履行補償を行う形で、DVP 決済が実現されている。

²⁸ “Central Counter Party”：決済当事者（参加者）の間に入り債務引受を行うとともにネットリングを行うことで、決済額の圧縮およびリスクコントロールを実現する。参加者は担保や清算基金を提供する必要がある。

²⁹ DTC は資金ネットリング決済が可能であるが、NSCC との間で相互保証を行い、さらなる資金決済額の圧縮が可能である。また、両者は担保の相互保証を行っており、利用者は効率的な担保管理が可能となっている。

Clearstream と Euroclear は発祥の経緯が異なり競争関係にあるが、互いに決済リンクを構成しており、Euroclear を ICSD として発行されたユーロ債であっても、Clearstream 利用者が Clearstream システムから決済指図を行なうことが可能である。

また、ICSD はユーロ市場のみをターゲットとして発行した証券だけでなく、現地ローカル市場とリンクを構築し、いわゆる「グローバル物」の取引を可能にしている。具体的には、米国 Fed を NCSD として発行される「世銀グローバル債」については、Euroclear 決済が可能であり、ユーロ市場のインフラで取引が可能である。

(3) 欧州市場の決済システム

欧州各国は各国内に清算・決済機関が存在するが、国際的な連携・統合が進んでおり、フランスのSICOVAMやイギリスのCRESTといったNCSDは、現在、ICSDであるEuroclearに経営統合されグループ企業となっている。さらにシステム面での単一プラットフォームへの移行が進められている。また、ドイツのNCSDはICSDであるClearstreamの傘下にある。欧州委員会や各国規制当局、主要参加者もEU域内の証券決済システムの効率化に積極的であり、全体的に現実性の高い取り組みとなっているように思える³⁰。

なお、最近取引所の国際的な連携・統合も進んでおり、欧州域内のみならず、欧・米間の統合も実現（ニューヨーク証券取引所とEuronext）しており、クロスエクスチェンジ取引により、さらに決済機関のボーダーレス化が進むと考えられる。

このように欧米市場は域内のみならず大陸間でもボーダーレス化が進展中という状況にある。

(4) アジア市場の決済システム

アジア市場は欧米のようなボーダーレス化が進展していない。それはアジアの主要各市場の規模が大きなく、資本規制等のバリアが存在しているためであるが、単独で世界第二の市場規模を誇る日本の金融資本市場が国内市場に安住しアジアをリードして来なかった結果と言えなくもない。しかし昨今のアジア経済の発展に伴いアジア金融資本市場の発展が見込まれるため、各国の国内市場の強化のみならずボーダーレス化のニーズが今後さらに強まることが予想される。

現在の証券保有形態は、CSDが整備されている国については欧米と同様であるが、現地カストディアンとなる現地金融機関が発達していないケースが多いために、実質的に欧米のグローバル・カストディアンが現地決済システムにおける有力参

³⁰ 欧州中央銀行は2006年7月、欧州各国CSDの決済機能を集約し既存のRTGS資金決済システム（TARGET2）とリンクさせたDVP決済システムT2S（TARGET2-Securities）構想を提示した。現在、関係者でフィージビリティの検討が進められている。

加者となっている。したがって、決済分野では欧米の金融機関がプラットフォームの一翼を担っているのが現状であろう。

近年、日本は証券決済制度改革が進展し、DVP 決済システムやペーパーレス決済法制、さらには投資家保護政策ではアジアで一日の長があると思われる。日本はアジア市場インフラのレベルアップと標準化にもっと貢献できるのではないだろうか。

5. クロス・ボーダー取引手法の類型（DR を除く）

上記2のクロス・ボーダーの証券決済の分類（表1）は、取引手法の類型をベースに上記3の代表的保有構造パターンを組み合わせ整理したものである。順序は逆になるが、ここでは取引手法の類型について整理することとしたい。

（表1より抜粋）

種類	取引分類	説明
外国証券取引 （国内 → 海外市場）	国内店頭取引	証券会社相手に行なう相対取引
	海外委託取引 （外国取引）	証券会社に現地市場での取引を委託する取引
	国内委託取引	証券会社に国内上場外株の取引を委託する取引
	海外決済取引	業者間取引及び機関投資家取引による海外決済
非居住者取引 （海外 → 国内市場）	海外現法取引	海外で国内証券会社の現地法人相手に行なわれる取引
	ダイレクト取引	海外投資家が国内市場に直接発注し国内で保管・決済を行なう取引

(1) 外国証券取引

国内投資家が国内取引証券会社を通じて行なう外国証券取引については、国内法または口座契約等により規定されると考えられる。

日本においては、外国証券はペーパーレスの振替制度の対象となっていない³¹。証券会社経由で外国証券投資を行う場合、投資家は各証券会社の定める口座契約

³¹ 正確には「外国債券」は振替法の適用対象たりうるが保振機構が取扱いの対象としない限り振替社債にならない。また、「外国株式」はそもそも振替法の適用対象となっていない。これは、株式は共益権（議決権等）が重要であるが、共益権は発行国の法管轄となる可能性があり権利義務関係が不安定となる可能性があるため、振替法の立法に際し、適用対象外とされたため（高橋・尾崎「【逐条解説】新社債、株式等振替法」38頁）と考えられている。

である「外国証券取引口座約款」³²への合意が必要であり当該約款にしたがって取引が行なわれることになる³³。

当該約款には、発注・取引の基本ルールその他、保管・決済、株式や社債の権利（配当金、利金、分配金、議決権行使）についての取扱いが定められている。ここでは、「国内委託取引」と「国内店頭取引」及び「外国取引」（海外委託取引）が定義されそれぞれの適用ルールが明示されている。

（補足説明Ⅰ）外国証券取引口座約款

昭和46年、大蔵省（当時）より「対外証券投資の自由化について」が公表され、外国証券投資の自由化に向けた検討が行われた。その後、48年2月に証券取引審議会（当時）が「証券市場の国際化に伴う証券関係法制の整備について」（報告書）を取りまとめ、外国証券投資スキームの法律上の枠組みが明示された。当該スキームに基づき「外国証券取引口座約款」が策定され、同年12月に日証協公正慣習規則（協会員たる証券会社の一般的取引ルール）4号において当該約款の遵守が義務付けられている。

当該約款の法律上の枠組みは「混蔵寄託契約」に基づく契約であり、内容としては、投資家が証券会社に外国証券の保管の委託を行う場合、当該外国証券は混蔵寄託により当該証券会社に寄託され、当該寄託証券は証券会社名義で保管機関に寄託し、当該現地保管機関において当該国の諸法例及び慣行に従い保管されることになる。基本的に発行者との権利関係に着目し、発行国の属人国法という整理になっており、これまで約35年間ワークしているが、今まで実務上の大きな問題は生じていないと考えられている。

なお、混蔵寄託の法理によるため証券のモノ（券面）の存在が前提となっており、完全無券面の外国証券について、どのように適用できるか議論になることがある。

（補足説明Ⅱ）ヘーグ間接保有証券準拠法条約について

証券の保管及び振替は、CSDと、カストディアン、証券会社等の口座管理機関（仲介機関）からなる「間接保有構造」（ブックエントリー）が一般的であり、クロス・ボーダー取引も例外ではない（図1参照）。

この場合、投資家の権利は口座管理機関の口座簿の記録に基づくことになるが、国内投資家A、Bや、業者X・投資家B間等の取引をクロス・ボーダーで行なう場

³² 日本証券業協会のモデル約款を参考に作成されているが、取引証券会社固有の事情により若干の内容の差異は見られる。

³³ 証券会社との取引は当該約款に従うが、買付した外国証券を取引証券会社ではなく投資家の指定する（国内）カストディアンに寄託する場合、当該外国証券の保管・決済はカストディ契約に従うことになる。

合、当該取引の準拠法をどの国にするか（このケースの場合にはAないしBの所在国である日本か、または券面の所在地か）が問題になる。これまでは券面の所在地国になると法律上は解釈されていたが³⁴、国際分散投資が一般的になる中、投資家が保有する多数の銘柄について券面の所在をトレースすることは無理があり、また、準拠法が円滑に特定できないことは法的安定性を欠くという問題意識が欧米中心に強まってきた。そこで、証券決済の準拠法を定める条約として、「ヘーグ間接保有証券準拠法条約」が制定されている³⁵。

ヘーグ間接保有準拠法条約の元々のコンセプトは“PRIMA”（Place for Relevant Intermediate Approach）であり、投資家の属する口座管理機関の所在地の準拠法を原則として適用しようという考え方である。しかし、条約制定時の議論の結果、（PRIMA を意識するものの）口座管理機関と投資家の口座契約等による合意に基づくことが原則とされている。

なお、同条約の準拠法ルールは法の適用関係の予測可能性を高める効果はあるが、準拠法のギャップを埋めることにはならず、クロス・ボーダー取引の法的安定性を高めるためには、国内法レベルの標準化を進める必要がある、という問題意識も生じている。この点、UNIDROIT（国際私法統一協会）において証券決済法制の標準化のための条約の制定に向けた検討が別途進められている³⁶。

³⁴ 従来日本の投資家が海外業者等と直接取引を行なうケースは少なく、実務上あまり意識されてこなかった。例えば、仮に日本の投資家が米国株を海外業者と直接取引し、決済相手とトラブル（記帳の巻戻し等）が発生した場合、「法の適用に関する通則法」第13条（旧「法例」10条）に従い券面所在地である米国法で裁かれる可能性があるが、そのような意識は薄いと思われる。

³⁵ 正式名称は、“Convention on the Law Applicable to Certain Rights in respect of Securities held with an Intermediary”（口座管理機関によって保有される証券についての権利の準拠法に関する条約）。現在、米国等は批准に向けた準備中であるが、欧州では批准すべきか議論になっている。日本では間接保有証券準拠法部会（前出）において、「EUにおける検討の帰趨を見極めた上で、適切と考えられる時期に、我が国も批准すべき」と結論付けている。

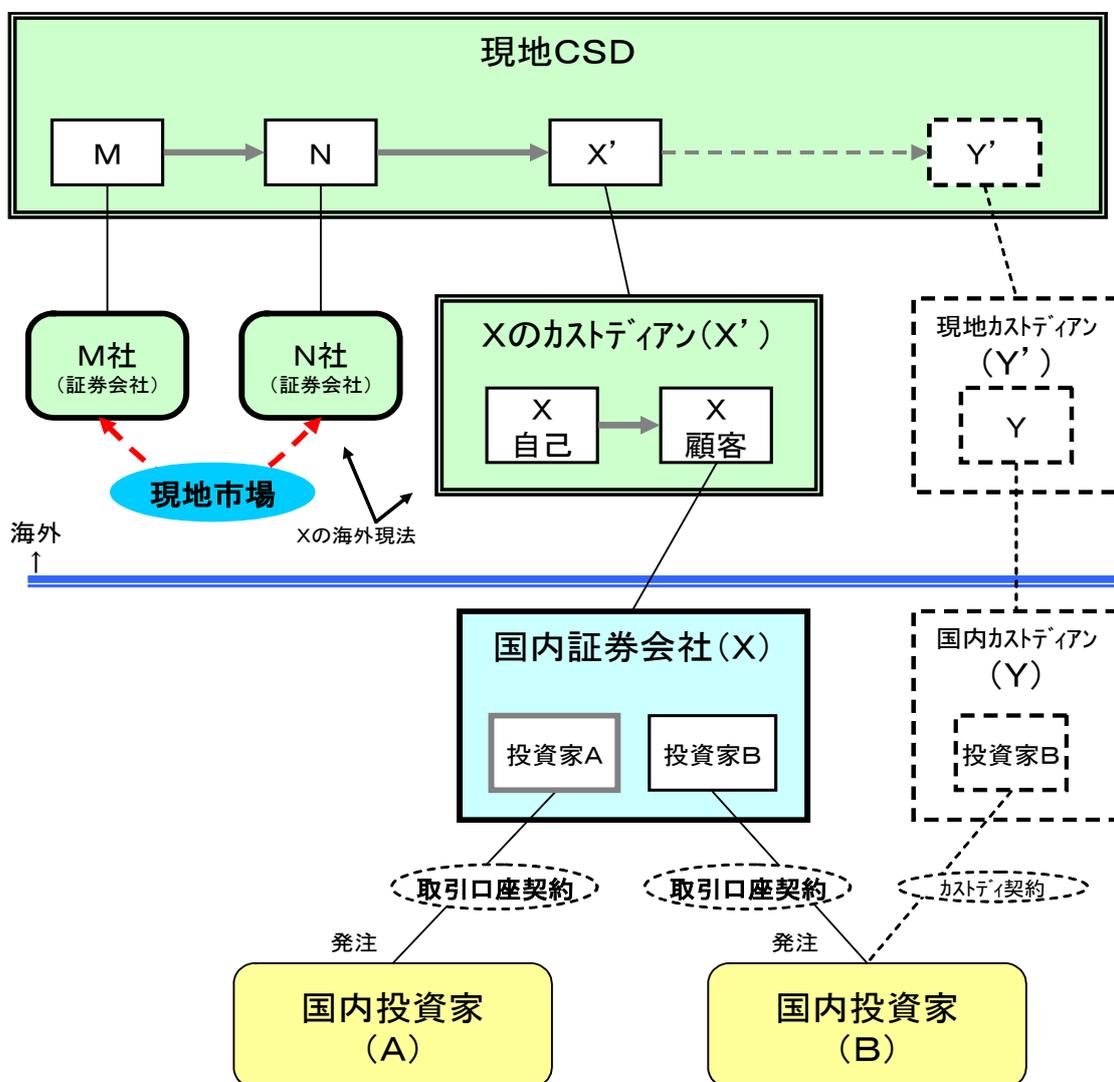
³⁶ ヘーグ間接保有証券準拠法条約の制定、および、UNIDROITにおける条文検討のいずれも、東京大学の神田秀樹教授が国際会議でキーパーソンとして活躍されている。

① 国内店頭取引

国内投資家 A は国内証券会社 X より、外国証券を相対取引（店頭取引）で購入する。購入に際しては価格提示が行われる。株式に比べ値動きの少なく、銘柄数の多い外国債券はほとんどの形式で取引される。

A は X に保護預り口座を有することが前提であり、当該取引により X の自己ポジション（自己残高）が減少し、X の顧客口座簿における A の記帳が増額される。X が日本であれば X の現地カストディアン X' において自己分と顧客分の残高の分別管理が義務付けられているため、他の取引分と合算の上、X' における自己と顧客の残高調整が行なわれる。

<図2：国内店頭取引、海外委託取引、海外決済取引>



② 海外委託取引（外国取引³⁷⁾ (図2参照)

国内投資家Aが、国内証券会社Xに現地市場での売買の委託注文を行い、XはXの海外現地法人等³⁸⁾(N)を通じて現地市場で取引注文を執行する。

具体的には、現地市場での買付を例にとると、Xは現地市場に直接参加していないため、Xの海外現地法人等であるNがXの指図を受けて取引を執行し、現地の決済システムにおいてNとXの現地カストディアンX'との間で決済が行われる。Xの顧客Aの注文であるので、現地カストディアンX'においては、Xの顧客分の残高として記帳が行われる(Xが日本法に従う場合)。

なお、XがAのために買付証券を取得した後は①の国内店頭取引と決済・保管の委託の取扱いは同じである。前述の「外国証券取引口座約款」も①②の取扱いはセットで記述されている。

③ 海外決済取引 (図2参照)

国内証券会社間の取引(業者間取引)、投資家と上記の店頭取引・海外委託取引の結果、利用するカストディアンの違いから現地CSDや現地カストディアン内で決済が発生するケースが海外決済取引となる。

例えば、上記①②の取引において、国内投資家が機関投資家の場合(Bのケース)、BはXに取引口座は有するが、そのままXに保護預りしてもらうのではなく、Bの資産管理を行う国内カストディアン(破線部のY)へ残高振替を行う³⁹⁾。これにより、海外の現地カストディアンやCSDレベルで決済が発生する場合、①②の取引に続いて海外決済取引が発生することになる。この場合、投資家が主体的に行なう取引ではないため、特段、外国証券取引口座約款に海外決済取引に関する事項は規定されていない。

外国証券については海外のカストディアンやCSDへの振替指示に時間がかかるため、X証券会社の自己分からダイレクトにBの国内カストディアンYに振替を行なうのではなく、Xは決済に際して通常の保護預り顧客と同様に一旦XにおけるBの保護預り口座に記帳し、その後速やかにBのカストディアンであるYに残高振替を行なう運用が一般的となっている。この場合は短時間ではあるがBはXのカストディリスクを負っていると考えられる。

³⁷⁾ 外国証券取引口座約款上は「外国取引」として規定されている。海外委託取引と同義である。

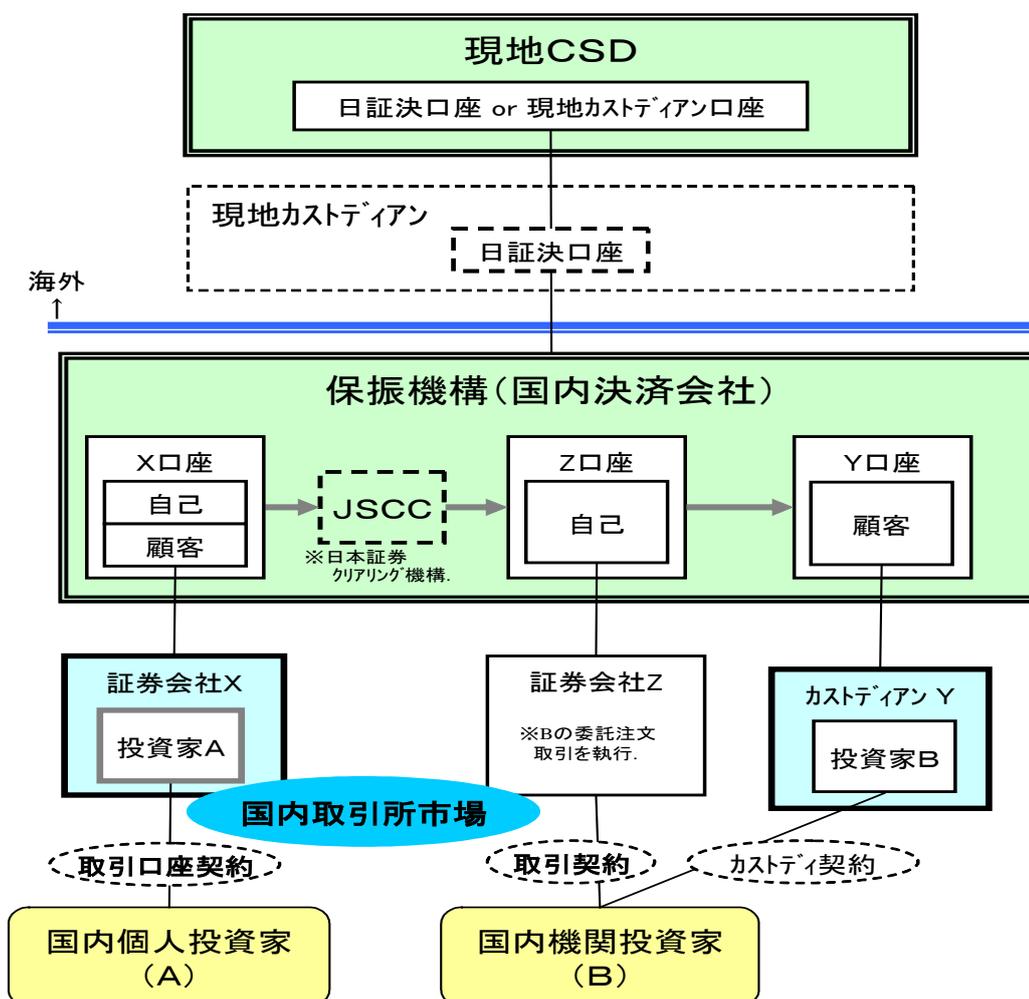
³⁸⁾ 海外営業基盤を持たない中小証券会社やネット証券は、現地証券会社と提携するケースが多い。

³⁹⁾ 証券会社と機関投資家間の振替決済は保振機構において「一般振替」と呼ばれている。

④ 国内委託取引（国内取引所取引＝クロスエクスチェンジ取引、図3参照）

日本国内取引所上場の外国株式の売買取引が該当する。同取引の決済は、取引所の指定する決済会社（保振機構）の定める規定（「外国株券等の保管及び振替決済に関する規則」その他）に従い行なわれ⁴⁰、国内上場株式と同様に帳簿上の決済が行われる⁴¹。なお、保振機構は兼業業務として同制度を取扱っている。

<図3：国内委託取引>



40 前述の「外国証券取引口座約款」の国内委託取引の項に投資家が当該制度に従う旨の規定がある。なお、取引所が行う決済業務は、取引所の定める外国株券等振替決済制度に基づき、取引所・日本証券決済（旧決済会社）・取扱証券会社の三者による事務委任契約により日本証券決済に委託されていたが、2006年4月以降は、取引所の振替決済制度は廃止され、取扱証券会社（およびその顧客）は取引所が決済会社として指定する保振機構の定める規則に従う形になっている。

41 2006年4月に外国株式の決済会社は日本証券決済（日証決）から保振機構に移行したが、システムは日証決のものを継続利用している。2009年1月の国内株式のペーパーレス化と同時に、振替決済のシステムは国内株式と統合され、一般振替におけるDVP決済も実現する予定である。

国内株式同様に国内投資家Aは国内証券会社Xに委託注文を行い、Xが当該取引を国内取引所で執行する。Xを通じて国内投資家Aが取得した外国証券は、前出の「外国証券取引口座約款」に従い、国内証券会社Xに寄託（混蔵寄託）される。当該外国証券は決済会社である保振機構に混蔵寄託される。さらに、保振機構は現地預託機関（現地CSDもしくは現地カストディアン）⁴²と預託契約を締結しており、当該契約に従い、保振機構名義で現地預託機関に保管されることになる。

上記②の海外委託取引は海外市場で取引が執行されるため、取引、決済ともに関係者が多く煩雑になるが、国内委託取引は外国証券に国内取引所同様の円滑な市場取引を確保すべく用意された仕組みであり、国内株式と遜色ない決済が可能である。

なお、保振機構の外国株式等保管振替決済制度の参加者は国内株式の保振制度の参加者及び保振機構に認可されたカストディ銀行等⁴³である。機関投資家や非居住者は国内株式同様に国内取引証券会社で買付けた外国株式を自己利用のカストディアン（制度参加者）に一般振替を行なうことも可能である。

さらに、上記③の海外決済を結びつけることも可能である。保振機構に対する「預託・返戻」と呼ばれるもので、海外預託機関において保振機構と他のカストディアンとの間で振替が発生するものである。

具体的に東証単独上場⁴⁴となる外国株式の場合、海外（特に現地）投資家は（現地証券会社経由で）東証参加証券会社を通じ東証で売買を行なう形が考えられる。発行地はあくまで現地であるので現地投資家の売却時には当該外国株式を保振機構の「外国株券等保管振替決済制度」に参加するカストディアンに預け替える必要がある。また、買付時には当該決済制度にいつまでも留めておく理由はなく、現地のカストディアンに預け替えることが想定される。このように保振機構の「外国株券等保管振替決済制度」に対する「預託」と「返戻」が発生するが、これらは海外取引の一種であると言える。

⁴² 米、カナダ、ドイツ、フランス等は保振機構が現地CSDに直接口座を開設している。

⁴³ カストディアンは2004年10月から国内決済会社（当時は日本証券決済）への参加が認められ、機関投資家や非居住者取引における取引証券会社との間の一般振替が可能となった。

⁴⁴ 新華ファイナンス、アジアメディア、チャイナ・ボーチ、等

<表2：日本における外国証券取引プロセス>

(図2、図3参照)

	投資家	投資家口座	国内決済	現地決済
国内店頭取引 海外委託取引	個人等 A 機関投資家 B	証券会社 X	X 社 (X⇔A or B)	—
海外決済取引を伴う場合	機関投資家 B	証券会社 X カストディアン Y	X 社 (X⇔B) X 社⇔Y 社の預け替えに伴う記帳	X 社、Y 社の現地カストディアンが異なる場合、現地 CSD での現地カストディアン間の口座振替 同一の場合は共通の現地カストディアンでの X⇔Y の口座振替
国内委託取引	個人等 A	証券会社 X	X 社 (X⇔A)	—
	機関投資家 B (一般振替)	カストディアン Y	保振口座 (Z⇔Y) Y 社 (B) の記帳	—
海外決済取引を伴う場合	非居住者 C	現地カストディアン	保振口座 (C の国内カストディアン) の預託、返戻	現地 CSD (又は預託機関) での保振と現地カストディアン間の口座振替

凡例：X 社 (X⇔A) …口座管理機関 X における X 自己口座と A 口座の振替

(補足説明Ⅲ) 口座の記録方法の違い (自己分、顧客分)

我国では証券取引法の自己・顧客の分別義務に従い、X が保管の委託を行っている現地カストディアン (または ICSD) においても、自己分、顧客分で口座簿を分別している。つまり、顧客と証券会社との取引が行われると、当該現地カストディアン等における証券会社の自己分口座から顧客分口座への残高振替が発生することになる。

米国の場合、カストディアン X' における X 名義口座は一本である (自己分と顧客分は分かれていない)。A との取引に伴い X 内部では顧客口座簿と X 自ら管理する自己ポジション残高との増減記録は行われるが、X' における X 名義口座は一本であるため、X' において口座記帳は発生しないことになる。

口座管理機関 X が破綻した場合、顧客資産の保護の観点では、分別管理が上位機関の口座簿においても常時行われている日本の方式が望ましいように思えるが、米国の場合は顧客資産が凹んだ場合に破綻口座管理機関の自己分は顧客資産に充当される仕組みがあり⁴⁵、一概に日本が優れているとは言い切れない面があろう。日本の振替法は過大記録により顧客資産に不足が生じた場合、口座管理機関に調達・消却義務を課しているが、必ずしも口座管理機関の自己分が充当される保証はないと考えられる。

⁴⁵ (財) 日本証券経済研究所証券取引法研究会における東大神田秀樹教授講演録 (2007 年 3 月 23 日) 「間接保有証券に関するユニドロア条約策定作業の状況」参照。

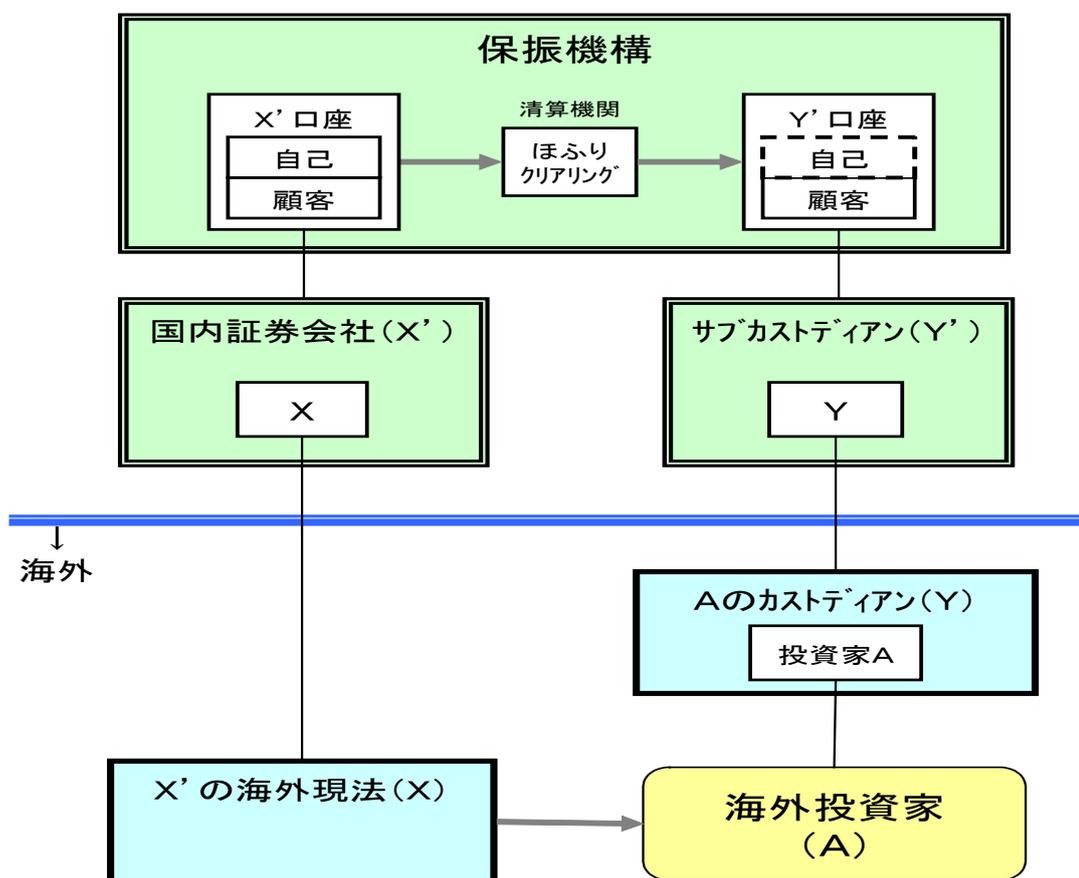
(2) 非居住者取引（海外投資家から国内証券への投資）

A. 海外現法取引

海外投資家による国内証券（日本物）取引は海外市場（ロンドン、ニューヨーク等）で海外ブローカー（欧米の主要証券会社、日本の大手証券の海外現地法人等）との間で行なわれる。海外投資家はカストディアンを利用するのが一般的であるが、国際分散投資を円滑に行なうため、多数の国における証券決済が可能な「グローバル・カストディアン」を利用することが多い。

このような構成を図示すると下図のようになる（国内取引所取引のケース）。

<図4：非居住者取引>
(日本株式の例)



海外投資家 A の委託注文を X' の海外現地法人 X が受け、X は X' に取次ぎを行なう形となる。なお通常、A は X に保管の委託を行わず、A のカストディアン（グローバル・カストディアン） Y に決済指図を行うことになる。

Y は、日本国内の株式決済のため、保振機構の参加者である日本のサブカストディアン（日本の現地カストディアン＝大手都銀等） Y' に口座を開設してい

る。

日本における証券決済は、海外現地法人Xの取次ぎを行う国内証券会社X' と、当該サブカストディアンY' との間で行なわれる⁴⁶。

(考察) 海外委託取引と非居住者取引の違い

非居住者取引は前述の海外委託取引の逆向きの取引になるため、図2の国内と海外を入れ替えれば同じ構成になりそうであるが、実態はやや異なっている。

図2の海外委託取引は国内証券会社の投資家口座との決済を行った後、投資家が国内カストディアンを別途利用している場合、国内証券会社の保護預り口座と国内カストディアン口座との残高の預け替えが発生することになる(図2の点線部分)。つまり、カストディアンを利用する機関投資家が行なう海外委託取引については、証券会社との取引の後、海外決済取引が付随的に発生する形になっており、海外市場における決済と同時にこなされる形になっていない。

その理由として、海外決済取引を行なうためには決済指図の伝達や決済照合に手間がかかること、また、伝統的に国内証券会社が外国証券取引とセットで保護預りを安価に提供してきたことが考えられる。また、逆に日本株式の非居住者取引については、国内取引所における海外投資家取引の拡大に際し、海外投資家のニーズに応じる形で、日本の大手証券、現地カストディアン(大手都銀等)が決済慣行・システムを積極的に整備してきたため、国内投資家を上回る大量の決済が可能になっているとも考えられる。

B. ダイレクト取引

海外投資家が国内証券会社X'に口座を開設し取引を行なうケースが該当する。日本では外為法(外国為替及び外国貿易法)の報告義務の関係で、国内証券会社において国内投資家と明確に分離して管理することが求められている。日本市場での直接取引となるため、時差の少ないアジア・オセアニアの投資家で(わずかながら)実例が見られる程度である。

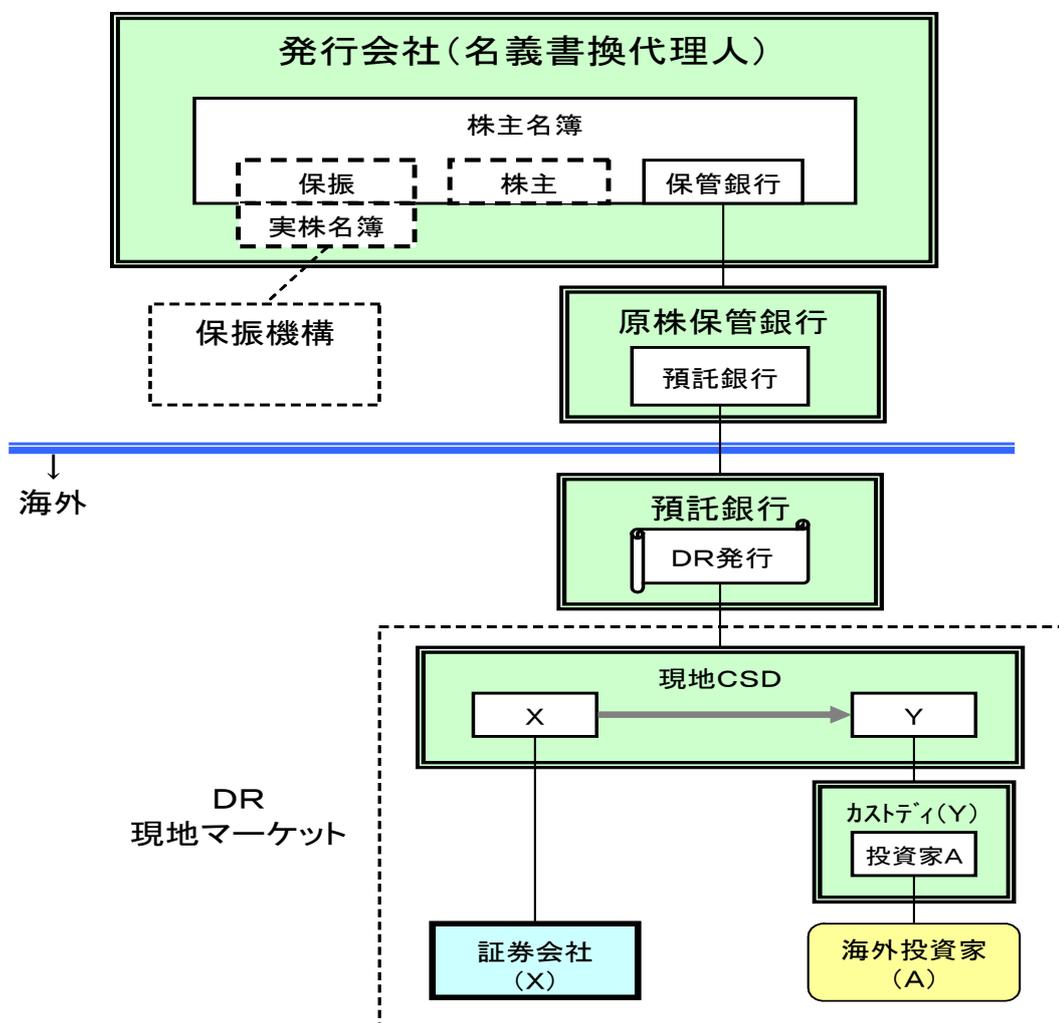
⁴⁶ 取次ぎ(エージェンシー取引)の他に、XとAの間で「決め商い」(プリンシパル取引)が行なわれるケースもある。後者の場合は、Xのポジション(Xの自己残高)をカバーするミラー取引がXと国内証券会社X'の間で発生するが、その他はエージェンシー取引と同様の決済となる。

6. DR（預託証券）について

DR（Depository Receipt：預託証券）は、外国企業の株式を国内で流通させるために、国内の預託機関（通常は銀行）が、本国において保管される原株式を見合いに国内で発行する代替証券をいう。日本企業の国内上場株式等を、海外市場（米国等）に上場させる目的で発行される海外預託証券（e.g. ADR）が1960年代⁴⁷から実現している。

現在、外国企業の株式を日本国内で流通（上場）させる目的で、日本国内で発行される“JDR”（Japanese DR）の実現に向けた検討が進められている。

＜図5：預託証券の構成例～ADRの場合＞
（日本株式の例）



DR は、米国において、外国株式への投資を容易に行うことを目的に、ADR（American DR）として創設された（1928年）。海外企業は米国市場での知名

⁴⁷ 1958年に東証上場したソニーが、1961年に日本企業として初めてADRを発行した（ソニーは1970年にニューヨーク証券取引所に上場）。

度向上を狙い NY 市場に ADR を上場させることが多い。米国においては、外国株式を海外市場で購入するのは主に機関投資家であり、個人投資家を扱うリテイル証券会社は（コストを嫌って）原株をあまり取扱っておらず、個人投資家は ADR を購入する形で外国株式に投資するのが一般的であるようである。

日本企業の株式について米国市場で ADR を発行する場合、米国の預託機関（銀行）が預託契約に従い、日本の保管銀行に保管された原株式をもとに預託証券（米ドル建て記名式譲渡可能預かり証券）を発行する。当該預託証券は米国株式と同様に、現地 CSD である DTC に預託され、米国株式と同様に取引所等で取引・流通が行われる形となる⁴⁸。預託証券は原株式への転換が可能であるため、ADR の株主は原株式の株主として会社に対し議決権その他の権利を行使することが可能である（株主名簿上は預託銀行の名義となるが、預託銀行が ADR の最終保有者の名義を管理し、権利行使の代行を行う形となる）。

このように DR は外国株式等について、原株式を直接扱うのではなく「預託証券」という代替証券を国内で組成し、国内市場で（国内物と同じように）取引・決済を行う仕組みである。アジア等の新興国企業が欧米の主要市場で資金調達を図る上で有力なツールになっており、また、主要取引所にとっても品揃えの充実に繋がる魅力がある。近年は ADR だけでなく欧州市場で取引される GDR (Global DR) 市場も拡大している。

日本においては、行政当局、東証、保振機構等において JDR (Japanese DR) 市場創設に向けた検討が進められている。JDR は根拠法が明確ではなく、保振制度や振替制度で取扱うことは容易ではないと考えられていた⁴⁹が、（改正）信託法の枠組みを利用する等により、国内株式と同様に取引所取引が可能になる予定である。

なお、日本における外国株式取引は歴史的経緯から外国株券振替決済制度⁵⁰にしたがって国内委託取引が行われており、また、証券会社の品揃え次第では海外委託取引や国内店頭取引も可能である（5. (1) 参照）。これらは後述のクロス・ボーダー証券決済のレベルアップ等により効率性とリスクの軽減をはかることが可能であり、「DR:預託証券」方式は、これらに取って代わるものではないように思われる。「DR:預託証券」方式には、投資商品の品揃え拡充としての役割を期待することが適当と思われる。

⁴⁸ 当該 ADR を投資家が預託銀行（米国）に持ち込めば、原株式との交換も可能である。

⁴⁹ 昭和 48 年 2 月の証券取引審議会「証券市場の国際化に伴う証券関係法制の整備について」報告書（補足説明 I 参照）においては、同審議会において JDR も検討されたが、証券取引法上の有価証券性や JDR 発行者たる預託銀行の監督、開示制度の適用について継続的な検討が必要とされ、差し当たり外国株式の国内取引所での取扱いについては、当面、取引所および決済会社の定める外国株券振替決済制度の枠組みで行うこととされた。

⁵⁰ 2006 年 4 月以降は保振機構における「外国株券等の保管及び振替決済制度」（脚注 23 参照）。

7. 日本におけるクロス・ボーダー証券決済実務の課題と将来像

(1) メッセージング等の標準化

クロス・ボーダー取引の証券決済は複数国において多数の関係者により決済が行われる。各国の決済システムにおける各種メッセージ（決済指図等）のフォーマット、各種マスター情報（銘柄コード情報、決済銀行情報等）が極力標準化されることが望ましいことは言うまでもない。この点、グローバル団体として金融機関のメッセージング機能を提供するSWIFT⁵¹の存在は大きい。

SWIFTは現在、欧米だけでなくアジアに着目し、機能の拡充及び利用の拡大を図るべく注力している。SWIFTは元々銀行により組成された団体であり、日本でも全銀協がサポート活動しているが、証券メッセージその他に関する要望等について、日本はもっと業界横断的にサポート活動すべきであろう。

(2) 機関投資家取引の拡大

我国で伝統的な外国証券投資である国内店頭取引や海外委託取引は、証券会社で取引・決済が完結するものであり、特に決済に関してカストディアン利用が一般的な機関投資家取引の拡大に対応した規定になっていない。国内委託取引（東証外国株）における国内決済をカストディアンが利用可能となったのも近年（2004年10月）であり、今後、機関投資家取引を前提とした制度・システム整備がはかれることが望まれる。

また、我国のカストディアンが（間接的にでも）グローバル・カストディアンとしての機能を拡充できれば、機関投資家が行う外国証券決済（特に海外決済取引）の利便性が更に向上すると考えられる。

(3) プラットフォームの統合もしくは相互接続性の拡充

クロス・ボーダー証券決済の効率性の観点では、現地保有形態がシンプルかつ効率的な決済システムで構成され、国内保有形態も国境部分で出来るだけ集約され国内取引市場における外国証券取引が効率的に行えることが望ましいと考える。この観点でアジア域内の証券決済インフラのあり方を検討することとしたい。

前述3で整理した外国証券の海外保有形態のうち、顧客との決済事務を行う国内証券会社及び国内カストディアンにとって、ICSDダイレクト型は利便性が高い。これらの国内口座管理機関が直接ICSDにアクセスでき、ICSDにおいてもリアルタイムのDVP決済が可能であるため、利用カストディアンが異なる機関投資家との取引により発生する海外決済取引、海外市場での取引の結果発生する海外決済取引についても、ある程度の利便性と決済リスク低減が確保されている。（カストディアン・NCSD型は現地実務に詳しい現地カストディアンが介在するが、決済

⁵¹ Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication: 金融機関間の金融取引のメッセージをやりとりする国際的インフラを提供する非営利の国際団体。

コストはかかる)

ローカル市場がある限り NCSD が消滅することはないが、欧州のように ICSD に NCSD が経営的に飲み込まれるのは国際市場間競争の時代の流れでもある。また、取引市場の連携統合(NYSEとEuronextのような)も進んでおり、NCSDとICSD、またはNCSD同士のシステム的な関係において、プラットフォームの統合、もしくは、相互接続性の拡充によるリンケージの確立といった流れが進んでいくと思われる。上記(1)「メッセージング等の標準化」の考えをさらに発展させた形で、物理的な結びつきが求められるように思われる。

アジア市場における外国証券の決済をEuroclearやClearstreamのような欧州のICSDで行うことは、時差の問題や、そもそもICSD取扱可能通貨かといった問題が韓国の有識者から指摘されている⁵²。さらに、ICSD的な機能を提供できるプラットフォームとして“AsiaSettle”構想のように、アジアのICSDを設立する提言が出されている。

また、国内取引市場、国内照合・清算システムとの連携を意識し、国内CSDをカストディとして現地CSDとリンケージさせる案(e.g. “Dual-Core CSD Approach”)⁵³や、各国CSDをリンクする“Core”かつ“Simple”な“Inter-Regional CSD”を設立する案もある。これらは、国内保有形態として、NCSDが日本における上場外国株の国内委託取引と同様の機能を提供するものであるが、これをCB(新株予約権付社債)や主に店頭取引の外国債券に対象商品範囲を拡大させるイメージとなる。

⁵² NIRA 報告書「アジア域内国際債市場創設構想」(大飼編、LexisNexis 刊) 7-3-IV参照

⁵³ NIRA 報告書「アジア域内国際債市場創設構想」(同上) 4-3-III参照。

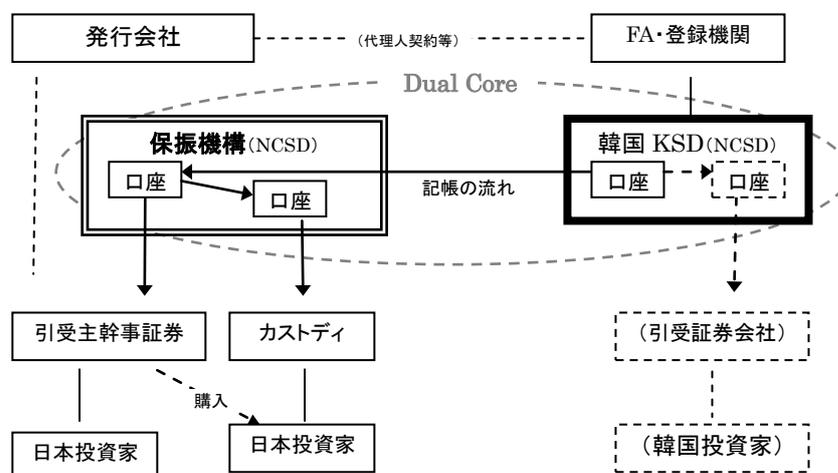
※ アプローチの例

＜（再掲）表1：本稿におけるクロス・ボーダー証券決済の分類＞

取引分類	説明	日本国内の口座保有		海外の口座保有形態		
外国証券取引（対外証券投資）		（下層） → （上層）				
		国内加トディ （含証券会社）	国内 CSD	現地加 ト・ NCSD 型	ICSD ダイレ クト型	加ト・現地 預託機関 型
国内店頭取引	証券会社相手の相対取引	○	▲	○	○	○
海外委託取引 （外国取引）	証券会社に現地市場での取引を委託する取引	○	▲	○	△	▲
国内委託取引	証券会社に国内上場外株の取引を委託する取引		○	○	○	○
海外決済取引	業者間取引及び機関投資取引による海外決済		▲	○	○	
		（上層） ← （下層）				
非居住者取引（対内証券投資）		国内 CSD	国内加トディ （含証券会社）	グローバル・カストディアン		
海外現法取引	海外市場で国内証券会社の現地法人相手に行なわれる取引	-	○	○		
ダイレクト取引	海外投資家が国内市場に直接発注し国内で保管・決済を行なう取引	○	○ （含証券会社）	○/-		
預託証券		日本国内		海外		
国内預託証券 （e.g. JDR）	国内投資家による預託証券形式の対外証券投資	国内預託証券として国内株式と同様に取引・決済		（現地原株保管銀行）		
海外預託証券 （e.g. ADR）	海外投資家による預託証券形式の対内証券投資	（国内原株保管銀行）		海外市場で現地預託証券として取引・決済		

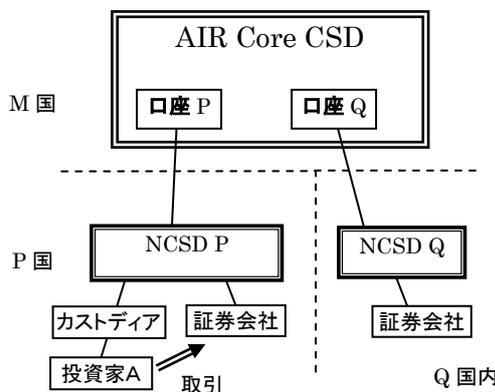
凡例：○一般的、△例外的、▲なし（理論的にはありうる）

< “Dual-Core Asian Inter-Regional CSD Approach” の例 >



※2006/10 NIRA 報告書「アジア域内国際債市場創設構想」より引用

< “Asian Inter-Regional (AIR) Core CSD” の例 >



※ 概念として、Dual-Core 案は、役割分担するコアが二つである。“AsiaSettle” (単一の汎アジアCSDを設立する)案はSingle-Coreと考えられる。“AIR Core CSD”案はDual-Core案の代替案であり、単純なSingle-Coreではなく、Hub的な役割を果たすCoreなAIR CSD (シンプルなもの)を市場参加者主導で設立するもので、各国のNCSDとの有機的マルチコアによる決済リンケージを実現しようという考えである。

※ 例えば一つのイメージとして、M国＝シンガポール、P国＝日本、Q国＝韓国 という想定も可能である。(これら3国は、AIR市場の中核となりうると思われる)

(4) 投資家への周知の問題

近年、我国においては超低金利が恒常化し、少しでも高い運用成果を求めて外国証券投資が活発化しており、個人投資家向けの品揃えも増加している。しかし、外国証券の購入に際し、外国証券が銘柄により多様な保有構造で管理されている実態や、保管・決済にかかるリスク（カストディリスク）について、投資家はあまり認識していないように思われる⁵⁴。個人投資家にとって重要なのは、発行会社のデフォルトリスク等であり、カストディリスクは取引証券会社の信用力でカバーされると一般的に考えられており、保有している外国証券が上位の保管機関（CSD、カストディアン）においてどのように管理されているかについてはあまり関心がないようにも思われる。

しかし、海外で保管機関やカストディの破綻が発生し、カストディ・リスク（保管・決済のリスク）を国内取引証券会社やカストディアンが負う可能性も考えられなくはない。一般的な保有形態の場合は特段の問題はないと考えるが、あまり一般的ではない保有形態となる場合（NCSDやCSDを利用しない「カストディ・現地預託機関型」や、あまり現地の決済制度が整備されていない場合等）は、保有形態の概略等について、投資家に分かりやすく説明することも必要であると思われる⁵⁵。

(5) 資金証券の決済に係る信用供与ビジネス及び証券レンディングビジネスの可能性

欧州の ICSD である Euroclear では、取引参加者に対して行なう信用供与及び証券レンディングにかかわる収益が、Euroclear のビジネスモデル上極めて重要な意味を持っており、また Euroclear 自身が行なう、証券預託者から預かった証券の参加者に対する証券レンディングに係る収益の割戻し、及び ICSD 利用による証券取引にかかわる「オフショア・ステータス」の付与が、市場全体の流動性の増大と市場参加者の取引（含む税）コストの低減に寄与している面があると考えられる。日本とアジア域内の場合にはこれまで具体的な検討はなされていないが、このような可能性についても同時に研究の余地があろう。しかし CSD の行う証券レンディングについては保振機構も未実現であり、今後の国内証券において検討が進められることを期待する。

8. おわりに

国際市場間競争が激化する中、日本市場の地盤沈下の回避のため、取引市場の魅力向

⁵⁴ 筆者は、投資家が証券会社に外国証券取引を申し込む際に交付される口座約款や契約締結前交付書面、目論見書等に、現地保管の仕組やカストディリスクに関し、シンプルに分かり易く説明することが必要と考える。

⁵⁵ CPSS・IOSCO「証券決済システムのための勧告」勧告 12 参照
(日本銀行仮訳 <http://www.boj.or.jp/type/release/zuiji/kako02/data/bis0111b.pdf>)

上をはかりつつ、取引商品の相互乗り入れ等、外国市場との提携をはかるべきとの提言が行われている^{56・57・58}。しかし、取引所に関してはデリバティブ取引中心の取組みであり、投資家のすそ野が広い現物市場（株式、債券）のグローバル化対応は、JDRの実現に向けた検討が進んでいる程度であり、具体的な検討はまだこれからである。アジアに貢献できる中核市場を目指すには、多様な外国証券の取引市場の育成とセットで、効率的で使い勝手の良い「クロス・ボーダー証券決済システム」を地道に整備していく努力が必要と考えられる。

しかし、日本の市場関係者の問題意識や目的意識は未だ醸成されておらず、リーダーシップにやや欠けているように思える。今のままでは、日本においては本稿で解説した（日本国内からの視点でみた）既存の枠組みでの外国証券取引にとどまり、日本とアジア域内の投資家に対し、一段と利便性と信頼性の高いサービスを提供することは難しいように思われる。

冒頭にも述べたように、アジア域内のクロス・ボーダー取引の拡大に向けて、アジアの市場関係者と地道に議論を重ね問題意識を共有していくことが重要である。国内外の決済プラットフォームの統合・連携（相互接続性の拡充、リンケージの構築）に向けて、アジアの市場関係者にとって共有可能なアプローチを見出していくことが必要と考える。

例えば、アジア資本市場協議会(CMAA)では、ユーロ債市場型のアジア域内で自己完結するAIR-PSM (Asian Inter-Regional Professional Securities Market = AIR市場)の創設を提唱している。

アジア域内のクロス・ボーダー取引にはそもそも大きな制約（資本規制、課税等）のある国もあり、証券決済の課題を積極的に検討しても無意味ではないかという見方もあろうが、証券決済に代表されるプラットフォーム論はマーケットのあり方の議論とも繋がりやすい話であり、また、やや専門的ではあるが海外の有識者では関心が高いテーマでもある。今後、アジア金融プラットフォームの議論の題材として継続的に取上げることでアジア域内のクロス・ボーダー取引の円滑化に向けた議論が盛り上がることを期待するものである。

以上

56 経済財政諮問会議・金融資本市場ワーキンググループ第1次報告において、「決済システムの戦略的強化」が提言されている。

(<http://www.keizai-shimon.go.jp/special/global/finance/index.html>)

57 首相官邸・アジア・ゲートウェイ戦略会議「アジア・ゲートウェイ構想」（2007/5/16）において、金融資本市場分野の改革提案（10の提案）に、「証券・資金決済を一体として行う集中決済システムを創設」とある。
(<http://www.kantei.go.jp/jp/singi/asia/kousou.pdf>)

58 2007年12月、金融庁「金融・資本市場競争力強化プラン」が公表され、「安全かつ効率的で利便性の高い決済システム等の構築」が市場競争力強化の方針の一つとなっている。残念ながらグローバル化への直接の言及はないが、「決済システムは、金融・資本市場を支える重要なインフラであり、金融・資本市場の国際的な競争力に影響する重要な要素である」と整理されている。

(<http://www.fsa.go.jp/policy/competitiveness/01.pdf>)

ⅩⅡ．アジア主要国の、MTN に関連する制度的対応の状況

次に、アジア主要国の、MTN に関連する制度的対応の状況をみることにする。

1. シンガポール証券取引所（SGX）リスティングの MTN

まず、アジア各国の中での取り組みとして最も注目に値するのは、シンガポール証券取引所（SGX）リスティング（上場）の、マルチ・カレンシーで、シンガポールドル建て発行も可能とする MTN である。

シンガポール・リスティング債券のリストは、SGX の HP でみることができるが、そのリスト自体、残念ながら、確認しやすいフォーマットにはなっていない。

The list of bonds listed on SGX:

<http://info.sgx.com/webstocks.nsf/revamp%20new%20all%20stocks%20by%20bonds?OpenView&Start=30>

むしろ、資料として有用なのは、上記上場債券の参照資料として HP 上から PDF ファイルが入手可能となっている、MTN プログラム等のプロスペクタス及びインフォメーション・メモランダムである。ただし、すべてのリストが表示されているわけではない。

Prospectus or information memo:

<http://info.sgx.com/listprosp.nsf/new%20circulards%20to%20shareholders%20by%20type?OpenView&Start=1&Count=30&Expand=1#1>

(SGX の HP 上では、プロスペクタスとインフォメーション・メモランダムを別々の項目としてまとめているため、MTN プログラムの全体像を知るには、双方の情報を収集する必要がある)

なお、SGX の HP から入手可能な上記資料は、その時点から過去 2 年間までの資料であり、MTN プログラムについては通常 1-2 年以内に更新の手続きが行われるため、2 年以内に更新されなかったプログラムはリストされていない。つまり、それらのプログラムは、事実上不稼働といってよいであろう。一方で、一年ごとに更新されたプログラムは、新旧の両方の資料が入手可能であり、稼働中の上場プログラムの一覧の作成のためには、古い資料を削除する必要がある。

このようにして手作業でまとめた SGX リスティングの MTN プログラムのリスト（サマリー版）は下記のとおりである。（但し、ベストエフォートベースでの作業であり、必ずしも完璧なリストではないことをあらかじめお断りしておく）

シンガポール SGX リスティングの稼働 MTN プログラムリスト

すなわち、SGX リスティングの MTN プログラムとしては、65 のプログラムが現在稼働中である。このうち、発行体の親会社の国籍別では、シンガポール（19）、韓国（17）、インド（11）、オーストラリア（4）、香港（3）、日本（3）、米国（2）、モンゴル（2）、ドイツ

(1)、イスラエル (1)、英国 (1)、国際機関 (1) となっている。

(ここで、日系発行体のプログラムの数を 3 としているが、別途調査したところでは、日系のプログラムの数は、5 であった。SGX では、不稼働で発行実績がないものは掲載していない可能性がある)

なお、アジア開発銀行 (ADB) では、2006 年に、SGX リスティングオプションの入った Asian Currency Note Programme (名称は異なるが、MTN プログラムといってもよいもの) を設定しているが、SGX リスティングオプションを行使した MTN の発行がないため、OFFERING CIRCULAR は、下記の SGX の MTN プログラムリストには含まれていない。

(スーブラ・ナショナルの国際機関である ADB は、MTN のドキュメンテーション上はリスティング可能となっている者の、MTN を取引所にリストさせる義務も必要もない)

Singapore SGX Listed MTN Programmes List as at 13 February 2009			
(リストの詳細は資料別紙参照)			
Release Date	Incorporated	Company	Programme
10-Aug-07	(International organisation)	EUROPEAN BANK FOR RECONSTRUCTION AND DEVELOPMENT	€20,000,000,000 GLOBAL MEDIUM TERM NOTE PROGRAMME FOR THE ISSUE OF NOTES
7-Nov-08	Australia	WESTPAC BANKING CORPORATION	PROGRAMME FOR THE ISSUANCE OF DEBT INSTRUMENTS Each Series may be admitted to the Official List of the UK Listing Authority and admitted to trading by the London Stock Exchange's Regulated Market and/or listed on the Singapore Exchange and/or admitted to listing and/or trading on or by any other competent listing authority and/or stock exchange as may be agreed between the Issuer and the relevant Dealer and specified in the relevant Final Terms or may be issued on the basis that they will not be admitted to listing and/or trading by any listing authorities and/or stock exchange.
28-Oct-08	Australia	WESFARMERS LIMITED	€3,000,000,000 EURO MEDIUM TERM NOTE PROGRAMME unconditionally guaranteed by certain subsidiaries of Wesfarmers Limited
28-May-08	Australia	SPI ELECTRICITY & GAS AUSTRALIA HOLDINGS PTY LTD	U.S.\$1,500,000,000 MEDIUM TERM NOTE PROGRAMME Guaranteed by SPI Networks (Gas) Pty Ltd, SPI Networks Pty Ltd, SPI Electricity Pty Ltd, SPI Power Net Pty Ltd, SPI Australia Finance Pty Ltd, (each incorporated with limited liability in

			Australia)
9-Nov-07	Australia / Jersey / Singapore	GOODMAN AUSTRALIA FINANCE PTY LIMITED / GOODMAN FUNDING (JERSEY) LIMITED / GOODMAN FUNDING SINGAPORE PTE. LTD.	U.S.\$5,000,000,000 EURO MEDIUM TERM NOTE PROGRAMME unconditionally and irrevocably guaranteed on a joint and several basis by GOODMAN FUNDS MANAGEMENT LIMITED (Incorporated with limited liability in Australia) (ABN 48 067 796 641) as responsible entity for the GOODMAN INDUSTRIAL TRUST (ARSN 091 213 839) and GOODMAN INTERNATIONAL LIMITED (Incorporated with limited liability in Australia) (ABN 69 000 123 071)
2-Oct-07	Delaware	CITIGROUP INC.	U.S.\$110,000,000,000 PROGRAMME FOR THE ISSUANCE OF EURO MEDIUM-TERM NOTES, SERIES B
4-Apr-08	Delaware / Australia / Nova Scotia, Canada / Ireland / Ireland	GENERAL ELECTRIC CAPITAL CORPORATION / GE Capital Australia Funding Pty. Ltd. / GE Capital Canada Funding Company / GE Capital European Funding / GE Capital UK Funding	EURO MEDIUM-TERM NOTES AND OTHER DEBT SECURITIES DUE FROM 9 MONTHS OR MORE FROM DATE OF ISSUE
5-Nov-08	England / Hong Kong / Korea	STANDARD CHARTERED BANK; STANDARD CHARTERED BANK (HONG KONG) LIMITED; STANDARD CHARTERED FIRST BANK KOREA LIMITED	U.S.\$20,000,000,000 DEBT ISSUANCE PROGRAMME
31-Jul-08	Hong Kong	WING HANG BANK, LIMITED	U.S.\$2,000,000,000 MEDIUM TERM NOTE SUBORDINATED PROGRAMME
30-Nov-07	Hong Kong	CITIC KA WAH BANK LIMITED	U.S.\$2,000,000,000 MEDIUM TERM NOTE PROGRAMME
6-Jun-08	Hong Kong / British Virgin Islands / British Virgin Islands	DAH SING BANK, LIMITED / DAH SING MTN FINANCING LIMITED / DAH SING SAR FINANCING LIMITED	U.S.\$2,000,000,000 EURO MEDIUM TERM NOTE PROGRAMME ISSUED BY DAH SING BANK, LIMITED, DAH SING MTN FINANCING LIMITED AND DAH SING SAR FINANCING LIMITED
19-Sep-08	India	BANK OF BARODA	U.S.\$1,500,000,000 MEDIUM TERM NOTE PROGRAMME
19-Sep-08	India	STATE BANK OF INDIA	U.S.\$5,000,000,000 MEDIUM TERM NOTE PROGRAMME
3-Jul-08	India	AXIS BANK LIMITED	EURO 2,000,000,000 MEDIUM TERM NOTE PROGRAMME
12-Jun-08	India	UNION BANK OF INDIA	U.S.\$2,000,000,000 MEDIUM TERM NOTE PROGRAMME

16-May-08	India	ICICI BANK LIMITED	U.S.\$5,000,000,000 MEDIUM TERM NOTE PROGRAMME
26-Mar-08	India	HDFC BANK LIMITED	U.S.\$1,000,000,000 MEDIUM TERM NOTE PROGRAMME
11-Feb-08	India	BANK OF INDIA	U.S.\$2,000,000,000 MEDIUM TERM NOTE PROGRAMME
14-Nov-07	India	INDUSTRIAL DEVELOPMENT BANK OF INDIA LIMITED	U.S.\$1,500,000,000 MEDIUM TERM NOTE PROGRAMME
31-May-07	India	UTI BANK LIMITED	€2,000,000,000 MEDIUM TERM NOTE PROGRAMME
25-May-07	India	EXPORT-IMPORT BANK OF INDIA	U.S.\$1,000,000,000 MEDIUM TERM NOTE PROGRAMME
16-Oct-07	England and Wales (India)	ICICI BANK UK PLC	U.S.\$2,000,000,000 MEDIUM TERM NOTE PROGRAMME
11-Jan-08	Israel	THE ISRAEL ELECTRIC CORPORATION LIMITED	Up to US\$1,000,000,000 FLOATING RATE SECURED NOTES
12-Jun-08	Japan	MONEX BEANS HOLDINGS, INC.	¥40,000,000,000 EURO MEDIUM TERM NOTE PROGRAMME
28-Aug-08	Cayman (Japan)	NORINCHUKIN FINANCE CAYMAN (LIMITED)	¥700,000,000,000 SUBORDINATED EURO MEDIUM TERM NOTE PROGRAMME Guaranteed on a subordinated basis as to payment of principal and interest by THE NORINCHUKIN BANK
24-Oct-08	Singapore (Japan)	TOSHIBA CAPITAL (ASIA) LTD.	U.S.\$1,000,000,000 EURO MEDIUM TERM NOTE PROGRAMME unconditionally and irrevocably guaranteed by TOSHIBA CORPORATION
11-Dec-08	Korea	KOREA DISTRICT HEATING CORPORATION	US\$3,000,000,000 GLOBAL MEDIUM TERM NOTE PROGRAM
17-Oct-08	Korea	INDUSTRIAL BANK OF KOREA	U.S.\$4,000,000,000 GLOBAL MEDIUM TERM NOTE PROGRAMME
9-Oct-08	Korea	KOREA EXPRESSWAY CORPORATION	US\$3,500,000,000 GLOBAL MEDIUM TERM NOTE PROGRAMME
2-Oct-08	Korea	SHINHAN BANK	U.S.\$6,000,000,000 GLOBAL MEDIUM TERM NOTE PROGRAMME
30-Sep-08	Korea	KOREA HYDRO & NUCLEAR POWER CO., LTD	U.S.\$2,000,000,000 GMTN PROGRAMME
18-Sep-08	Korea	KOREA ELECTRIC POWER CORPORATION	U.S.\$1,000,000,000 GLOBAL MEDIUM TERM NOTE PROGRAMME
12-Sep-08	Korea	PUSAN BANK	U.S.\$2,000,000,000 GLOBAL MEDIUM TERM NOTE PROGRAMME
10-Sep-08	Korea	KOREA WATER RESOURCES CORPORATION	U.S.\$1,000,000,000 EURO-MEDIUM TERM NOTE PROGRAMME

25-Jul-08	Korea	NATIONAL AGRICULTURAL COOPERATIVE FEDERATION	U.S.\$8,000,000,000 GLOBAL MEDIUM TERM NOTE PROGRAMME
30-Jun-08	Korea	SUHYUP BANK (a financial institution which is the Credit Business Unit of the National Federation of Fisheries Cooperatives) (The National Federation of Fisheries Cooperatives is incorporated with limited liability in the Republic of Korea)	U.S.\$1,000,000,000 EURO MEDIUM TERM NOTE PROGRAMME
12-Jun-08	Korea	HANA BANK	U.S.\$6,000,000,000 GLOBAL MEDIUM TERM NOTE PROGRAMME
12-Jun-08	Korea	KOREA DEVELOPMENT BANK	U.S.\$10,000,000,000 EURO MEDIUM TERM NOTE PROGRAMME FOR THE ISSUE OF NOTES WITH A MINIMUM MATURITY OF 1 MONTH
16-Apr-08	Korea	SHINHAN CARD CO., LTD.	U.S.\$2,000,000,000 EURO-MEDIUM TERM NOTE PROGRAMME
14-Apr-08	Korea	EXPORT-IMPORT BANK OF KOREA	U.S.\$15,000,000,000 EURO MEDIUM TERM NOTE PROGRAMME
1-Nov-07	Korea	HYUNDAI CAPITAL SERVICES, INC.	U.S.\$3,000,000,000 GLOBAL MEDIUM TERM NOTE PROGRAM
21-Sep-07	Korea	KOOKMIN BANK	US\$8,000,000,000 GLOBAL MEDIUM TERM NOTE PROGRAMME
5-Jul-07	Korea	KOREA EXCHANGE BANK	U.S.\$4,000,000,000 PROGRAMME FOR THE ISSUANCE OF DEBT INSTRUMENTS
9-Sep-08	Mongolia	KHAN BANK LLC	US\$300,000,000 GLOBAL MEDIUM TERM NOTE PROGRAMME
4-Jun-08	Mongolia	TRADE AND DEVELOPMENT BANK OF MONGOLIA LLC	U.S.\$300,000,000 EURO MEDIUM TERM NOTE PROGRAMME
6-Oct-08	Singapore	HONG LEONG ASIA LTD.	S\$500,000,000 MULTICURRENCY MEDIUM TERM NOTE PROGRAMME
3-Oct-08	Singapore	BUKIT SEMBAWANG ESTATES LTD	S\$500,000,000 MULTICURRENCY MEDIUM TERM NOTE PROGRAMME (THE "MTN PROGRAMME")
18-Aug-08	Singapore	PARKWAY LIFE MTN PTE. LTD.	S\$500,000,000 MULTICURRENCY MEDIUM TERM NOTE PROGRAMME Unconditionally and irrevocably guaranteed by

			HSBC INSTITUTIONAL TRUST SERVICES (SINGAPORE) LIMITED (in its capacity as trustee of Parkway Life Real Estate Investment Trust)
28-Jul-08	Singapore	SP POWERASSETS LIMITED	S\$8,000,000,000 GLOBAL MEDIUM TERM NOTE PROGRAM
3-Jul-08	Singapore	HYFLUX LTD	S\$300,000,000 MULTICURRENCY DEBT ISSUANCE PROGRAMME
24-Jun-08	Singapore	EZRA HOLDINGS LIMITED	S\$500,000,000 MULTICURRENCY MEDIUM TERM NOTE PROGRAMME
30-May-08	Singapore	HOTEL PROPERTIES LTD	S\$800,000,000 MULTICURRENCY MEDIUM TERM NOTE PROGRAMME
7-May-08	Singapore	ASL MARINE HOLDINGS LTD	S\$300,000,000 MULTICURRENCY DEBT ISSUANCE PROGRAMME (THE "PROGRAMME")
23-Apr-08	Singapore	GLL IHT PTE.LTD.	S\$800,000,000 MULTICURRENCY MEDIUM TERM NOTE PROGRAMME Unconditionally and irrevocably guaranteed by GuocoLand Limited
30-Jan-08	Singapore	MMP REIT MTN PTE. LTD.	S\$2,000,000,000 MULTICURRENCY MEDIUM TERM NOTE PROGRAMME Unconditionally and irrevocably guaranteed by HSBC INSTITUTIONAL TRUST SERVICES (SINGAPORE) LIMITED (in its capacity as trustee of Macquarie MEAG Prime Real Estate Investment Trust)
20-Nov-07	Singapore	CAPITACOMMERCIAL TRUST Issuing vehicle: CCT MTN PTE. LTD.	S\$1,000,000,000 MULTICURRENCY MEDIUM TERM NOTE PROGRAMME UNCONDITIONALLY AND IRREVOCABLY GUARANTEED BY HSBC INSTITUTIONAL TRUST SERVICES (SINGAPORE) LIMITED (IN ITS CAPACITY AS TRUSTEE OF CAPITACOMMERCIAL TRUST)
13-Nov-07	Singapore	SINGAPORE PETROLEUM COMPANY LTD	US\$1,000,000,000 MULTICURRENCY DEBT ISSUANCE PROGRAMME
18-Oct-07	Singapore	BANYAN TREE HOLDINGS LIMITED	S\$400,000,000 MULTICURRENCY MEDIUM TERM NOTE PROGRAMME
28-Sep-07	Singapore	JURONG TOWN CORPORATION	S\$4,000,000,000 MEDIUM TERM NOTE PROGRAMME
6-Sep-07	Singapore	ASCENDAS PTE LTD	S\$1,000,000,000 MULTICURRENCY MEDIUM TERM NOTE PROGRAMME
8-Aug-07	Singapore	HITACHI INTERNATIONAL TREASURY LTD.	U.S.\$500,000,000 EURO MEDIUM TERM NOTE PROGRAMME The Notes will not be guaranteed by Hitachi, Ltd. ("HTC") but the Issuer has the benefit of a Keep

			Well Agreement between it and HTC as more fully described herein under "Keep Well Agreement".
16-Apr-07	Singapore	CAPITAMALL TRUST Issuing vehicle: CMT MTN PTE. LTD.	S\$1,000,000,000 MULTICURRENCY MEDIUM TERM NOTE PROGRAMME ("MTN PROGRAMME")
15-Feb-07	Singapore	ASCOTT CAPITAL PTE LTD	S\$1,000,000,000 MULTICURRENCY MEDIUM TERM NOTE PROGRAMME (THE "MTN PROGRAMME") Unconditionally and irrevocably guaranteed by THE ASCOTT GROUP LIMITED
20-Jun-07	Singapore (Germany)	VOLKSWAGEN FINANCIAL SERVICES SINGAPORE LTD.	S\$500,000,000 MULTICURRENCY DEBT ISSUANCE PROGRAMME guaranteed by Volkswagen Financial Services Aktiengesellschaft
15-Sep-07	(Statutory board of the Ministry of National Development, Singapore)	HOUSING AND DEVELOPMENT BOARD	S\$7,000,000,000 MEDIUM TERM NOTE PROGRAMME

なお、シンガポール証券取引所（SGX）については、2005年以降、EUの目論見書指令等規制強化の動きを受けて、ロンドンやルクセンブルグなどの欧州の証券取引所がリスティング基準の強化に向かうものとみた発行体が、代替の適切なリスティング先を求めていたところ、それに対応する形で、英国の有力ビジネス法務弁護士事務所とその提携先のシンガポールの有力弁護士事務所が、EMTNのリスティング手続きの柔軟性と簡便性と相対的な低コストをメリットとして、SGX利用を推進してきた実績がある。

債券・MTN発行体にとってのシンガポールSGXリスティングの選択肢の存在は、ロンドン・ルクセンブルグなどと比べて、特に時差上のメリットを有するシンガポール、韓国、インドなどアジアの発行体に、好評を博したといえよう。

なお、アジア域内においてMTNのリスティングが可能な証券取引所としては香港があるが、シンガポールほど積極的な利用は行われていない。

現在、アジアにおけるMTNなどの債券類のリスティングについては、事実上、シンガポールSGXが、リスティング手続きや上場基準の面で、シンガポール・プラクティスともいえるべきマーケット標準を提供しているといっても過言ではないであろう。

シンガポールでは、SGX及びシンガポール市場関係者によって、シンガポールにおける自主ルールが、IPMAリコメンデーション（ICMAの自主規制ルール）と対比する形で示されている。

ここでは、より柔軟な開示ルールが策定されており、実際にSingapore practiceと呼ば

れている。たとえば、事実上コンフォートレターの策定が不要とされるなど、簡素な手続きが可能となっている。

なお、このような対応が可能となったのは、EMTN プログラムであっても、シンガポールでは EU 指令と英国 FSA による規制の影響を受けず、また欧州と同じ業者であっても IPMA リコメンデーション (ICMA の自主規制ルール) を直接順守する義務がない点を捉えたことによると考えられる。

なお、SGX リスティングの MTN プログラムは、上記の他、シンガポールドル建てや香港ドル建ての (リスティング物とプライベートプレイスメントの双方の) 債券発行のオプションを提供しており、アジア通貨建て債の発行に興味を持つ発行体の潜在的なニーズをとらえたとの側面も存在する。

現実には、SGX リスティングの MTN プログラムの枠組みを用いてシンガポールドル建ての MTN (債券) が発行される場合に、ほとんどの場合、プログラム自体は SGX に登録されているものの、実際の債券はリスティングされずプライベートプレイスメント扱いとなっている。これは、シンガポールドル建ての債券への投資を行う機関投資家 (主としてシンガポールの銀行や年金ファンドなど) のほとんどは、投資対象の債券にリスティング (上場) 債券に限るとの制約を課していないためである。

なお、年金ファンドなど欧米の機関投資家は、通常、投資対象の債券に「リスティング (上場) 債券に限る」との制約を課していることが多い。

なお、このシンガポールドル建てのプライベートプレイスメント扱いの MTN は、SGX 傘下の国内証券決済機関である CDP で決済される、シンガポールの国内債といってもよいであろう。ただ、発行体については、シンガポールの居住者にとどまらず、世界中の発行体にその利用が開かれている。

このような SGX リスティングの MTN 発行を可能とする MTN プログラムは、一つのプログラムの下で、シンガポールドル建てのシンガポール国内債の発行を可能とすると共に、同一のプログラムを用いて、その他の複数の通貨建ての国際債及び国内債の発行を可能にする選択肢を持つものも出てきていることは特筆に値しよう。

なお、このような動きは、20 年ほど前に、英国で、ユーロ CP プログラムやユーロ MTN プログラムにおいてマルチ・カレンシーオプションが一般的になり始めたころに、マルチ・カレンシーの一つとして、英国国内通貨であるスターリングポンド建ての通貨オプションを採用しようとした際に、当初、スターリングポンド建ての債券は国内債であり、ユーロ CP やユーロ MTN のプログラムに組み込むことはできないとしていた英国当局が、方針転換し、スターリングポンド建てのオプションをユーロ CP やユーロ MTN のプログラムに組み込むことを可能としたが、この 20 年ほど前の英国における規制緩和の動きと整合的といえよう。

すなわち、現在、アジア通貨の中で、単一の MTN プログラムの中で、国内債の発行を認めているのは、上記のシンガポールドルと、香港ドルの 2 つの通貨である。(これらに加え

て、マレーシアリングットも近い将来可能となるとの予測も存在する)

2. アジア開発銀行のアジアン・カレンシー・ノート・プログラム (ACNP)

現在、アジア開発銀行 (ADB) は複数の MTN・調達プログラムを持っているが、このうちの 하나가、2006年に設定したアジアン・カレンシー・ノート・プログラムである。

このプログラムの特筆すべき点は、当初から、香港とシンガポールの国内市場とのリンクをプログラムの中に組み込み、一つの統合されたプログラムの枠組み・フォーマットの内で、複数の国際債と国内債の発行が自己完結する仕組みとなっている点にあるといえる。

ACNP が対象とするアジア域内 3 市場と市場別プログラム概要

Issuer	Market	Investor	Dealer	Agent	Clearing /Settlement	Currency	Program Amount
ADB	Hong Kong	Bank ranking 1. HSBC 2. Hang Seng 3. Bank of China (HK) 4. Standard Chartered 5. Bank of East Asia Insurance ranking 1. AIA 2. Manulife 3. HSBC Life	Ranking 1. HSBC Holdings PLC 2. ANZ Banking Group 3. Standard Chartered PLC 4. CIB 5. JP Morgan	DBS Bank Ltd.	HKMA	HK Dollar	HK\$7,800M
	Singapore	Bank ranking 1. DBS 2. UOB 3. OCBC Insurance ranking 1. AIA 2. Great Eastern Life 3. NTUC Income	Ranking 1. DBS Group Holdings 2. CIB 3. Oversea-Chinese Banking 4. Standard Chartered PLC 5. HSBC Holdings PLC	DBS Bank Ltd.	CDP	SG Dollar	S\$1,600M
	Malaysia	Bank ranking 1. Maybank Group 2. Bumiputra-Commerce Hldg 3. Public Bank Group 4. RHB Capital Group 5. AmBank Group Insurance ranking 1. Great Eastern Life 2. AIA 3. ING	Ranking 1. CIMB Investment Bank Bhd 2. Malaysian Banking Bhd 3. RHB 4. AMMS Holdings Bhd 5. HSBC Holdings PLC	AmlInvestment Bank Bhd.	BNM (RENTAS)	Ringgit Malaysia	MYR3,800M

Source) ADB, Offering Circular of Asian Currency Note Programme

ADB は、当初、香港ドルとシンガポールドルの 2 通貨建ての国内債が発行可能となる選択肢を組み込んだが、さらにその他の通貨も加えるべく各国当局と交渉し、これまでにマレーシアリングットが可能となったが、現在テクニカルな詰めを行っており、まだ現実に発行は実現していない。なお、現在、タイバーツ、オーストラリアドルを対象として交渉中である。

ADB は、このプログラムの特徴として、マルチ・カレンシーという言葉とともに、マルチ・ロケーションという言葉を使っており、ADB が開発した単一のフォーマット (ADB format) によって、ゆくゆくは、在アジアとマルチナショナルな発行体にとって、アジア各国の主要な資本市場を跨いで広い投資家層に対して同時的かつ横断的にアクセスが可能

となるような、いわばアジア標準の調達プログラムに育てたいとの意向を持っている。

それは、このプログラムが、かなりの程度の数のアジア通貨建ての債券発行を可能とするプラットフォームとなることを目指しているということであろう。

なお、その趣旨として、2006年のADBのアナウンスメントでは、同プログラムのアレクサンダーを務めたDBSの当時のトップのコメントの形で、「アジアは世界の中で資本形成の中心となる場所になりつつある。そして、徐々に世界に向かって資本を供給していくようになる。ADBフォーマットとアジア各国の規制機関の洞察力・先見の明があれば、アジアの引受業者は、アジア各国の規制領域を超えたスケールと広い投資家の投資意欲を引き出すことを可能とする、いわばヴァーチャルな汎アジア資本市場のリンクを構築することができるだろう。そしてそれにより、アジアの指導的な発行体に奉仕することもできる」と述べている。なお、筆者も、基本的にこの考えに賛同するものである。

なお、先ほど、「SGXリスティングのMTN発行を可能とするMTNプログラムは、一つのプログラムの下で、シンガポールドル建てのシンガポール国内債の発行を可能とすると共に、同一のプログラムを用いて、その他の通貨建ての国際債及び国内債の発行を可能にするオプションを持つものも出てきていることは特筆に値しよう」と述べたが、ADBのこのプログラムのフォーマットの構成は、まさに、通常のマルチ・カレンシーに加えて、シンガポールドル建てや香港ドル建てなど複数のアジア通貨建ての国内債の発行が可能となる選択肢を組み入れた、シンガポールSGXリスティングMTNプログラムのフォーマットの構成と多くの共通点を持っていることも、指摘しておきたい。

なお、ADBのアジアン・カレンシー・ノート・プログラムの現物は、下記のHPから入手が可能である。 <http://www.adb.org/bond-investors/default.asp>

参考までに、同プログラムのオフリング・サーキュラーのサマリーを以下に示す。

ACNP オフリング・サーキュラーのサマリー

Asian Currency Note Programme

Asian Development Bank (“ADB”) may issue from time to time under its Asian Currency Note Programme (the “Programme”) notes with final maturities exceeding one year from the date of original issuance thereof which are denominated in specified Asian currencies (“Notes”). The aggregate nominal amount (or, in the case of non-interest bearing Notes, the aggregate proceeds) of all outstanding Notes will not exceed the equivalent of US\$10,000,000,000. Of such amount, the aggregate nominal amount of all outstanding Notes denominated in Hong Kong dollars issued under the Programme (“HKD Notes”) will not exceed HK\$7,800,000,000; the aggregate nominal amount of all outstanding Notes denominated in Singapore dollars issued under the Programme (“SGD Notes”) will not exceed S\$1,600,000,000; and the aggregate nominal amount of all outstanding Notes

denominated in Malaysian Ringgit issued under the Programme (“MYR Notes”) will not exceed MYR3,800,000,000. With the approval of relevant authorities, ADB may add other Asian currencies to the Programme from time to time (currencies included within the Programme are, collectively, the “Specified Currencies”). A pricing supplement (each, a “Pricing Supplement”) will contain the terms and pricing details of each particular issue of Notes. Notes may be sold through one or more dealers appointed by ADB (“Dealers”) or directly by ADB itself to the extent permitted by applicable law.

Notes may be either interest bearing at fixed or floating rates or non-interest bearing and may be redeemable at par or at a specified amount above or below par, in each case with terms as specified in the applicable Pricing Supplement. Notes will have maturities as specified in the applicable Pricing Supplement and may be subject to early redemption in whole or in part, as specified in the applicable Pricing Supplement. Notes may be listed on one or more stock exchanges, or may be unlisted, as specified in the applicable Pricing Supplement.

Certain types of Notes may be complex financial instruments and may not be suitable for all investors. Investors should have sufficient knowledge and experience in financial and business matters to evaluate the information contained in this Offering Circular and in the applicable Pricing Supplement and the merits and risks of investing in a particular issue of Notes in the context of their financial position and particular circumstances. Investors also should have the financial capacity to bear the risks associated with an investment in Notes. Investors should not purchase Notes unless they understand and are able to bear risks due to interest or exchange rate fluctuations or market, liquidity, early redemption or other risks associated with Notes. See “Risk Factors” for a discussion of certain risks that should be considered in connection with an investment in certain types of Notes.

Approval-in-principle has been granted by the Singapore Exchange Securities Trading Limited (the “SGX-ST”) for the listing of the Programme. Application will be made for permission to deal in and quotation of any Notes which are agreed at the time of issue thereof to be so listed on the SGX-ST. Such permission will be granted when such Notes have been admitted to the Official List of the SGX-ST. The SGX-ST assumes no responsibility for the correctness of any of the statements made or opinions expressed or reports contained herein. Admission to the Official List of the SGX-ST and quotation of any Notes on the SGX-ST is not to be taken as an indication of the merits of ADB or such Notes.

Notes are not the obligations of any government

The date of this Offering Circular is 14 January 2008

Approval for the issuance of MYR Notes has been granted by Bank Negara Malaysia (“BNM”) by its letter of 15 March 2007. The MYR Notes will be issued according to “Practice Note 2 – Application of the Guidelines on the Offering of Private Debt Securities to the Issue, Offer or Invitation of Ringgit

Denominated Private Debt Securities by a Multilateral Development Bank or a Multilateral Financial Institution in Malaysia” (“PN2”) issued by the Malaysian Securities Commission (“SC”) on 28 July 2004. PN2 modifies certain requirements of the SC’s Guidelines on the Offering of Private Debt Securities (“PDS Guidelines”) and provides that the approval of the SC for the issuance of MYR Notes is deemed to be granted upon the submission of this Offering Circular to the SC. Each recipient of this Offering Circular acknowledges and agrees that such approval of the SC shall not be taken to indicate that the SC recommends the subscription or purchase of the MYR Notes or that it assumes any responsibility for the correctness of any statement, opinion or report contained in this Offering Circular.

Notes of any particular issue will be in registered form, bearer form or book-entry form, as specified in the applicable Pricing Supplement. Notes in bearer form are subject to U.S. tax law requirements and may not be offered, sold or delivered within the United States as part of their primary distribution. Notes will be issued in the denominations specified in the applicable Pricing Supplement.

For HKD Notes and SGD Notes, DBS Bank Ltd. (“DBS”) will act as paying agent, registrar, calculation agent and the lodging CMU member for HKD Notes (the “CMU Lodging Agent”) (in such collective capacities, the “Principal Agent”) pursuant to an Agency Agreement dated 13 September 2006 entered into between ADB and DBS (as amended or supplemented from time to time, the “Agency Agreement”). For MYR Notes, BNM will act as central depository and paying agent pursuant to a Depository and Paying Agency Agreement to be entered into between ADB, AmInvestment Bank Berhad (hereinafter “AmInvestment Bank”) and BNM (as amended or supplemented from time to time, the “Depository and Paying Agency Agreement”). ADB will also enter into a Facility Agency Agreement (as amended or supplemented from time to time, the “Facility Agency Agreement”) with AmInvestment Bank pursuant to which AmInvestment Bank will perform the role of facility agent and calculation agent. ADB may appoint additional agents to act in specific capacities for specific issues of Notes.

Depending on their form and specified currency, Notes will be accepted for clearing through one or more clearing systems, as specified in the applicable Pricing Supplement. These systems will include those operated by The Central Depository (Pte) Limited (“CDP”), the Hong Kong Monetary Authority (“HKMA”), as operator of the Central Moneymarkets Unit Service (the “CMU Service”), BNM, as operator of the Real Time Electronic Transfer of Funds and Securities System (“RENTAS”), Euroclear Bank S.A./N.V. (“Euroclear”) and Clearstream Banking, société anonyme (“Clearstream, Luxembourg”).

SUMMARY

The following summary does not purport to be complete and is derived from, and is qualified in its entirety by, the information in the remainder of this Offering Circular and, in relation to the terms and conditions of any particular issue of Notes, the applicable Pricing Supplement. Certain capitalised terms relating to Notes that are used in this Summary and not defined have the meanings given to them under “Terms and Conditions of the Notes.”

ADB.....

Asian Development Bank

Dealers.....

The Dealers will consist of any one or more dealers who accept the arrangements for the sale of Notes by ADB set out in the Standard Provisions (as defined under “Plan of Distribution”) from time to time for a particular issue of Notes.

Principal Agent (for HKD Notes and SGD Notes).....

DBS Bank Ltd.

Facility Agent (for MYR Notes).....

AmInvestment Bank Berhad

Amount.....

The equivalent of US\$10,000,000,000 for all outstanding Notes, comprising HK\$7,800,000,000 for HKD Notes, S\$1,600,000,000 for SGD Notes, MYR3,800,000,000 for MYR Notes and such other limits as may be specified by ADB from time to time in respect of any other Specified Currencies.

Specified Currencies.....

Notes may be denominated in Hong Kong dollars, Singapore dollars, Malaysian Ringgit or such other Asian currencies as may be included in the Programme at the time of issue (each, a “Specified Currency”).

Tenor of Programme.....

30 years, from 12 September 2006 to 11 September 2036.

Maturities.....

Notes may be issued with any maturity exceeding one year from the date of issue. The final maturities of any Notes denominated in certain Specified Currencies shall not be less than any minimum or more than any maximum maturity as may be allowed or required from time to time by the relevant regulatory authority or any laws or regulations applicable to such Specified Currencies. Notes may have a final maturity beyond the tenor of the Programme.

Issue Price.....

Notes may be issued at par or at a discount to or premium over par.

Method of Issue.....

Notes may be issued through Dealers acting as principal, whether individually or in a syndicate,

or on an agency basis. Additional Notes may be issued as part of an existing issue of Notes. ADB may itself directly issue and sell Notes to the extent permitted by applicable law.

Description of Notes.....

Notes may be either interest bearing at fixed or floating rates or non-interest bearing, with principal repayable at a fixed amount, as specified in the applicable Pricing Supplement.

Fixed Rate.....

Notes for which the interest basis is fixed will bear interest at the rate or rates specified in the applicable Pricing Supplement.

Floating Rate.....

Notes for which the interest basis is floating will have the basis for calculating the amount of interest payable determined by reference to one or more interest rate, in each case as specified in the applicable Pricing Supplement.

Zero Coupon.....

Notes for which the interest basis is zero coupon will not bear interest and will be issued at a discount to their redemption amount.

Fixed Redemption Amount.....

Notes that have a fixed redemption amount will be redeemable at par or at a specified amount above or below par.

Other Notes.....

Notes may be any other type of security that ADB and any Dealer(s) agree to be issued under the Programme, and the terms applicable to any such Notes will be specified in the applicable Pricing Supplement.

Status of Notes.....

Notes will constitute direct and unsecured obligations of ADB ranking pari passu, without any preference among themselves, with all other unsecured and unsubordinated obligations of ADB. Notes will not be the obligations of any government.

Negative Pledge.....

Notes will have the benefit of a negative pledge, as described and subject to the exceptions set forth under “Terms and Conditions of the Notes — Negative Pledge”.

Default.....

Notes will have the benefit of a default (including cross-default) provision, as described under “Terms and Conditions of the Notes — Events of Default”.

Tax Status.....

Notes and interest thereon generally will be subject to taxation.

The Charter provides that Notes and the interest thereon are not subject to any tax by a member of ADB (a) which tax discriminates against the Notes solely because they are issued by ADB, or (b) if the

sole jurisdictional basis for the tax is the place or currency in which the Notes are issued, made payable or paid, or the location of any office or place of business maintained by ADB. Also, under the Charter, ADB is exempt from any obligation imposed by a member of ADB for the payment, withholding or collection of any tax or duty on Notes. Accordingly, payments on Notes will be made to the relevant Agent without deduction in respect of such tax or duty.

However, tax withholding requirements may apply to payments made by financial intermediaries acting in any capacity other than as ADB's relevant Agent.

Optional Redemption.....

The Pricing Supplement issued in respect of each issue of Notes will state whether such Notes may be redeemed prior to their stated maturity in whole or in part at the option of ADB and/or the holders, and, if so, the terms applicable to such redemption. Any limitations imposed by applicable law relating to the redemption of Notes denominated in any Specified Currency will be specified in the applicable Pricing Supplement.

Form of Notes.....

Each particular issue of Notes will be in registered form, bearer form or book-entry form. Restrictions on forms of Notes may apply in certain jurisdictions. See "Form of Notes".

Registered Notes.....

Registered Notes will be issued in permanent global registered form. Notes in permanent global registered form will be exchangeable for Notes in definitive registered form only in the limited circumstances described herein. Notes in registered form may not be exchanged for Notes in bearer form.

Bearer Notes.....

Bearer Notes will be issued in permanent global bearer form. Notes in permanent global bearer form will be exchangeable for Notes in definitive bearer form only in the limited circumstances described herein. Notes in bearer form may not be exchanged for Notes in registered form.

Book-Entry Notes.....

Book-Entry Notes will be in uncertificated form and will be cleared through the book-entry system specified in the applicable Pricing Supplement.

Denominations.....

Notes will be in such denominations as may be agreed between ADB and the relevant Dealer(s) and specified in the applicable Pricing Supplement, except that the minimum denominations for Notes denominated in certain Specified Currencies will be as required by applicable law or the relevant regulatory authority (and will be specified in the applicable Pricing Supplement).

Listing.....

Approval-in-principle has been granted by the SGX-ST for the listing of the Programme. Notes issued under the Programme may be listed on the SGX-ST or other stock exchanges, but ADB will not

be required to maintain any such listing. Unlisted Notes may also be issued under the Programme. The applicable Pricing Supplement will state whether the relevant issue of Notes will be listed on one or more stock exchanges or will be unlisted.

No application is being made to list MYR Notes on any stock exchange.

Rating.....

The Programme has been rated Aaa by Moody's Investors Service Inc., AAA by Standard & Poor's and AAA by Fitch Ratings. A rating is not a recommendation to buy, sell or hold securities and may be subject to suspension, change or withdrawal at any time by the assigning rating agency.

Governing Law.....

Notes will be governed by English law.

The Standard Provisions, the Agency Agreement and the Facility Agency Agreement are governed by English law. The Depository and Paying Agency Agreement is governed by Malaysian law.

Selling Restrictions.....

Hong Kong, Malaysia, Singapore, Japan, United Kingdom, United States and any other applicable jurisdiction. See "Plan of Distribution".

There are restrictions on the sale of Notes and the distribution of offering material relating to the Notes. In particular, Notes in bearer form are subject to U.S. tax law requirements and may not be offered, sold or delivered within the United States as part of their primary distribution. See "Plan of Distribution".

In connection with the offering and sale of Notes, additional selling restrictions may be imposed which will be set out in the relevant Pricing Supplement. See "Plan of Distribution".

Clearance and Settlement...

Notes will be accepted for clearing through one or more clearing systems as specified in the applicable Pricing Supplement. These systems will include those operated by CDP, HKMA, BNM, Euroclear and Clearstream, Luxembourg.

Risk Factors.....

See "Risk Factors" for a discussion of certain risks that should be considered in connection with an investment in certain types of Notes.

3. 香港証券取引所リスティングの MTN

香港はもっぱら株式中心の市場ではあるが、香港上海銀行のプログラムなど、若干数の MTN の上場も存在する。

MTN プログラムのフォーマットとしては、通常のユーロ EMTN のフォーマットと何ら変わるところはないが、シンガポールドル建ての場合と同様、香港ドル建ての場合、香港

国内の証券振替決済機関である Central Money markets Unit Service operated by the Hong Kong Monetary Authority (the“CMU Service”)での決済が可能である。

香港リスティングの MTN プログラムリスト

https://www.hkex.com.hk/markdata/markstat/rpt_listed_debt_securities_issue_program_0901_c.html

主板 上市債務証券発行計画

会社名称	上市最高数額	最初上市日期	計画届満日期
CLP Power Hong Kong Financing Ltd. - Medium Term Note Programme	USD 1,500,000,000	2008/07/02	2009/07/01
Hong Kong Monetary Authority - The Exchange Fund Notes Programme,	unlimited	1999/08/16	until further notice
Hong Kong Mortgage Corporation Ltd., The - Debt Issuance Programme	HKD 40,000,000,000	2008/08/29	2009/08/28
Hong Kong Mortgage Corporation Ltd., The - Medium Term Note Programme	USD 3,000,000,000	2008/07/15	2009/07/14
Hongkong and Shanghai Bank Corp. Ltd., HSBC Markets (Bahamas) Ltd. - Medium Term Note Programme	USD 20,000,000,000	2008/03/10	2009/03/09
Hysan (MTN) Ltd. - Medium Term Note Programme	USD 1,000,000,000	2008/11/21	2009/11/20
MTR Corporation Ltd., MTR Corporation (C.I.) Ltd. - Debt Issuance Programme	USD 3,000,000,000	2008/11/03	2009/11/02
Standard Chartered PLC, Standard Chartered Bank, Standard Chartered Bank (Hong Kong) Ltd. and Standard Chartered First Bank Korea Ltd. - Debt Issuance Programme	USD 20,000,000,000	2008/11/05	2009/11/04
Sun Hung Kai Properties (Capital Market) Ltd. - Debt Instruments Programme	USD 3,000,000,000	2008/11/27	2009/11/26
Swire Pacific MTN Financing Ltd., Swire Properties Offshore Financing Ltd. - Medium Term Note Programme	USD 3,000,000,000	2008/09/12	2009/09/11
Wharf (Holdings) Ltd., The, Wharf Finance (BVI) Ltd. and Wharf Finance Ltd.	USD 1,000,000,000	2008/11/21	2009/11/20

4. マレーシアリングット建の MTN

マレーシアでも、国内債券市場の中に自国通貨建ての MTN の制度が存在するが、マレーシア証券取引所への債券のリスティングは行われていない。その代わりに、独自のトレーデ

イングシステムが存在する。

また、マルチ・カレンシーの MTN プログラムに、マレーシアリングット建ての国内債券発行の選択肢を加えることは、アジア開発銀行（ADB）の場合には認められてはいるが、技術的な問題から、まだ実際の発行は実現していない。

また、マレーシアでは、お国ぶりを反映して、通常マルチ・カレンシーの MTN の他に、イスラミック MTN の設定も行っている点がユニークである。

5. アジア通貨建て MTN 発行の問題点

ここで、アジア各国の通貨建て MTN を実現する場合の問題点とそのアプローチのアウトラインを、以下に簡単に整理する。

（１）各国の外為規制上の問題

日本、シンガポール、香港、マレーシアについては、当該国の自国通貨建ての国内債について、非居住者である発行体が各国の国内で発行を行うことには、問題はない。

（２）各国の開示規制・投資家保護規制上の問題

日本は、国内に、社債発行登録制度が存在し、通常ユーロ MTN やシンガポール SGX 上場の MTN など使われる汎用の MTN プログラムをベースとして、これを社債発行登録制度に代えて発行を行うことはできない。同様の社債発行登録制度を持つ韓国も事情は同じである。

これに対して、上記のシンガポールや香港では、当地の取引所に上場し、汎用の MTN プログラムを用いて当該国内のプロの投資家にアクセスすることは問題がない。

タイ、オーストラリアなどは、前述の ADB のアジア・カレンシー・ノート・プログラムの項で述べたように、現在交渉中とのことであり、今後の各国の検討次第で、汎用の MTN プログラムをベースとして、これらの通貨建ての国内債を発行できるようになる可能性が存在する。

（３）国内債とは何か

ここまで考えてくると、何が国内債で、何が国際債であるかの区分が非常にあいまいになる。

当該国内の個人投資家など、リテイル向けの販売を前提としないいわゆるプロ向けの債券である限り、基本的には、自国内の証券振替決済制度の仕組みを通じて、基本的に、電子的に証券勘定の登録・移転が行われるものが国内債である。

しかし、外国の居住者が発行体としてその仕組みに直接間接にアクセスでき、かつ直接

間接に外国の投資家が債券の保有者としてその仕組みにアクセスでき、かつ国内のプロの投資家への販売に制約がなく、かつ源泉徴収税の適用免除などの税制に関する措置が国内の投資家に劣後しないのであれば、(プロ向けであることを前提として)国内債と国際債を区分する必要がなくなるであろう。上記の、シンガポールドル建ての債券と、香港ドル建ての債券については、まさにそのような性質の債券であるといえよう。

(4) プロ向け債券

すなわち、プロ向けの債券については、国内債であるとか国際債であるとかという区分をすること自体に意味がなくなりつつあるといえる。

各国の開示規制上のプロとアマの区分は、年々定義が似通ってきており、また、プロ向けの開示免除市場の解禁など、各国の規制当局も、知恵を絞っているところである。

日本でも、最近、法定の開示免除のプロ向け市場が解禁されたが、その仕組みの国際的な活用が、今後もっと真剣に検討されてよいと思われる。

(犬飼 重仁)

6. アジア通貨建債への投資を行う我国投信投資顧問会社の考え方と実践

以下の内容は、我国の、アジア通貨建て債券ファンドを運営している、ある国際的な債券投信の運用責任者に話を伺い、それを一般化してまとめなおしたものである。

対象：日系の投信投資顧問会社 債券運用責任者

説明：同社は、本邦初の、アジア通貨建ソブリン債を組み入れた「アジア・パシフィックのソブリン銘柄の債券に主として投資するオープン投信」を設定した。

所見：債券運用責任者の話から浮かび上がるアジア債券市場の課題は、

- ① アジア債券の流動性と公正な価格形成機能の未発達、
 - ② 外国為替・税制・広義の決済制度などの市場インフラの未発達と未調和、
 - ③ 各国ばらばらな発行準拠法（法制）、
 - ④ 発行体と仲介業者を含めた統一的な市場ガバナンスの不在、
- に集約できた。

アジア MTN プログラムの必要性を考えるに際して、実際の債券運用の最前線の話は、想定していた当方の論点と、ほぼ軸を等しくするものであった。

債券運用責任者と筆者との対話の内容：

(1) このオープン型投信は、毎月決算型と年一回決算型の 2 種類で構成されている。設計は 2009 年の 1 月。2009 年 3 月の現在の残高は 220 億円程度である。

組入対象のアジアの国は、日本を除く 12 ヶ国（中国、香港、インド、インドネシア、韓国、シンガポール、スリランカ、台湾、タイ、ベトナム、マレーシア、フィリピン）にオーストラリアとニュージーランドを加えたもの。

(2) ファンドの構成割合として、オーストラリアとニュージーランドの債券が各々 1 割、米ドル建て債が 3 割、アジア各国の現地通貨建ての債券が 5 割の構成となっている。その主たる理由は、全体のボリュームと流動性の確保の観点からも、アジアものだけでは本来必要となるボリュームを満たしにくいためである。また、利回り確保の観点からも、利回りのある程度高いオセアニア 2 ヶ国の債券を組み入れている。

(3) アジアがどこからどこまでかという線引きは外務省の定義によるものの、対象国の選定は運用会社の独自の裁量で決定している。所謂、OECD 加盟有無（アジアでは日本と韓国が該当する）や外部格付には依拠しないが、判断基準としては、その国に国債の発行があり、市場を通じた売買が可能であることから選定している。また、時価が毎日取得できる事が不可欠。

(4) (欧米系と比べ) アジアの債券銘柄の難しさは、流動性が必ずしも潤沢でないことに尽きる。また、売値と買値の開きが利回りベースで 0.5%以上あることも通常のことである。また、中国人民元建債券は日本人では購入不可。インドルピー建債券はライセンスが必

要だが、未取得である。したがって、インドルピー建てと人民元建ての債券は、シンセティックに独自に作る必要がある。

例えば、インド銘柄の組入対象は、準ソブリン系発行体のドル建債券を購入し、NDF（ノンデリバラブル・フォワード：オフバランス取引で、差金決済である）を絡ませて、シンセティック型のインドルピー建ての債券にしたうえで、アジア通貨建てのエクスポージャーを現出させている。同様の取引は、インドルピー建ての他、中国元についても実施している。ただし、これまで、投信会社は為替先物を利用することは多いが、NDFはあまり使用していない様である。

(5) 税金（源泉税）と為替市場も課題有り。韓国、インド、オーストラリア（国債のみ）は **withholding** であり、中国とインドの為替市場は規制市場。韓国も完全自由化ではない。

(6) また、発行準拠法や倒産法が現地法の場合、法務リスクを重く意識せざるを得ず、積極的に組み込むにはやや腰が引ける側面がある。

(7) アジア銘柄の債券への需要が欧米系の債券銘柄に劣後するのは、発行体と仲介業者の双方にも課題があると思われる。オーストラリアの場合、在日大使館の財務担当者が邦内金融機関宛に積極的 IR を実施している。世界的金融危機の状況下で、今後全世界ベースで国債や公共債の発行量増が予想されるなか、アジア各国も、戦略的に IR を実施すべきであろう。

(8) 日本とアジアの仲介業者の課題は、法制面も含めて、いまだアジア債銘柄の本質的なリスクを評価しきれていないことであるといえる。この結果、利回りが良い銘柄でも、潜在リスクを過剰に見積もってしまい、掘り出し物が埋もれ続ける結果が続くことになりかねない。これは債券時価の公正性と透明性を担保するための各種市場インフラ整備の課題でもある。

(9) 当初、複数のアジア通貨建てのアジア債に本格的に投資するファンドはだれも作れないのではないかと懸念があったが、日本とアジアの地場の業者との連携により、銘柄探しの困難さを徐々に克服しつつある。できないとだけ言っていては何もできないのであって、鶏と卵の関係に似ているが、まず踏みだしてみることの重要性を実感している。実際にやってみて、何が問題なのか、またその解決策はどうあるべきかということも見えてくるものである。

(10) アジアの発行体が発行するアジア債券への投資を行う、アジアの年金等機関投資家に対する投資アドバイスを、アジアのファンドマネージャーではなく、なぜ、有力な欧米系債券ファンドマネージャーが行うという図式が続くのかについては、年金等の公的運用機関が使用する評価会社（ウィリアムマーサ等）が推奨する運用ファンドマネージャーが、PIMCO のような欧米系の有力債券ファンドマネージャーに集中することが、結果として、アジアの年金等機関投資家が当該業者に依拠する要因であると思われる。

（犬飼 重仁）

ⅩⅢ. アジア諸国の MTN 振興のための自主規制ルールの確立

(本稿の意見にかかる部分は筆者の個人的見解であり所属する団体組織とは一切関係ない)

1. 自主規制ルールとガバナンスの仕組みの必要性

(本稿の意見にかかる部分は筆者の個人的見解であり所属する団体組織とは一切関係ない)

日本で証券市場の自主規制団体といえば、すぐに「日本証券業協会」の名が思い浮かぶ。また、上場株式市場の自主規制団体としては、「東京証券取引所」の名が思い浮かぶ。しかし、これらの名前からは、証券会社は思い浮かぶが、銀行や生命保険会社や機関投資家は思い浮かばない。

これに対して、ロンドンの金融街で「自主規制団体は？」と問えば、今や公的で法定の規制機関となった FSA (Financial Services Authority) も自主規制団体の名残を残しているし、ヨーロッパ全体に広がりをもつ ICMA (International Capital Market Association) や、世界的な広がりを持つ ISDA (International Swap and Derivatives Association)、そして FOS (Financial Ombudsman Service) や Take Over Panel も、広義の自主規制団体といえるであろう。

日本では、2007年に施行された金融商品取引法において、金融サービスのユーザーの立場を重視して、従来からの業法と業界・業態ベースの縦割りから、金融商品やサービスについて、機能ベースのいわば横串の考え方にシフトしていくとの趣旨が取り入れられた。しかし、機能横断的なものの考え方は、まだ日本には定着してはいないし、また、従来からの業界ごとの縦割りの自主規制団体の枠組みを超えた新たな業界横断的な自主規制団体の設立はこれからの課題であろう。

市場性の調達ツールである国内普通社債や株式についてもかなりの程度当てはまることであるが、EMTN プログラムのように、一つのプログラムから、さまざまな仕組み債を含む各種の証券類を、各種の通貨建てで、公募と私募で募集・発行できる仕組み(金融イノベーションの集大成のようなツール)をユーザー(一義的には発行体である企業・団体)が持つためには、それらのユーザーが洗練された知見を持つことが重要であり、さらに、その複合的な機能に着目して EMTN プログラムの設定・維持などに関与する市場関係者や、市場の実務経験を持つ専門家等が、業界や業態や自らの所属団体の利害を超えて集まって、市場本来の機能発揮と市場の健全な育成のために絶えず議論し、共通の自主ルールないし新たな手続きの標準を作っていくことが必要になると考えられる。

2. 国際資本市場協会 (ICMA) に学ぶ必要性

その意味で、先輩格として、英国と欧州の証券の発行市場の関係者の集まりから生まれた IPMA (International Primary Market Association) が進化(深化)した ICMA

(International Capital Market Association) の活動に注目したい。

(<http://www.icma-group.org/>)

以下、ICMA の HP の冒頭よりの抜粋：

ICMA is a unique self regulatory organisation and an influential voice for the global capital market. It represents a broad range of capital market interests including global investment banks and smaller regional banks, as well as asset managers, exchanges, central banks, law firms and other professional advisers amongst its 400 member firms. ICMA's market conventions and standards have been the pillars of the international debt market for almost 40 years, providing the self regulatory framework of rules governing market practice which have facilitated the orderly functioning and impressive growth of the market. ICMA actively promotes the efficiency and cost effectiveness of the capital markets by bringing together market participants including regulatory authorities and governments.

特に、今後、金融イノベーションの集大成のような複合的な市場調達（金融仲介）ツールである「アジア版 MTN プログラム」を、日本とアジアに広がるものとして構想するのであれば、少なくとも、日本とアジアの主要国の MTN ユーザーと幅広い市場関係者等の自主的な会同による、自主規制ルールフレームワークとガバナンスの仕組み構築のためのネットワークが存在しなければならないであろう。

そのための、日本とアジアの民間の市場関係者の今後のイニシアチブに、期待するところ大である。

(犬飼重仁)

XIV. 第一フェーズ提言

(2008年第一フェーズ調査終了後の見直しによる追加の項目を含む)

1. 現状認識

(1) MTN (Medium Term Note) プログラムの機能の利便性の認識不足

アジアと日本の発行体の多くにとって、MTN (Medium Term Note) プログラムの機能が発行体にとって非常に便利なものであることがいまだ認識できていない。

(2) 設定した MTN プログラムを有効に活用している日系企業が少ない

日系企業においては、企業・金融機関が 71 の EMTN プログラム (シンガポール証券取引所上場分を含む) を設定しているが、大手の金融機関とごく一部の事業会社グループを除き、これまで資金需要の低迷と国内資金調達市場の緩和基調が継続したこともあって、設定したプログラムを有効に活用している会社はそれほど多くない。

2. 財務柔軟性維持と流動性確保向上の観点

日本の発行体、アジアの発行体ともに、自己資金や国内銀行借入のみに依存した調達体制は、中長期的には、財務の柔軟性の維持と流動性確保の向上の観点から当然見直されるべきものである。市場調達ソースの分散・確保の観点からも、自国の国内債券市場のみならず国際的な市場において、直接金融市場資金の効率的調達ツールとしての MTN プログラムの機能の利便性を (ユーロ MTN プログラムを駆使している、欧米の発行体と、ごく一部のアジアの発行体と同程度に) 満喫できるように、アジア域内の各種市場インフラが今後改善されるべきである。

3. 我国の発行体にとって改善されるべき市場インフラ

我国企業グループの資金調達体制の見直しに資するため、改善されるべき市場インフラは、次のようなものである。

(1) 社債発行登録制度 (日本の国内債) の改善

EMTN と共通の基盤 (スタンダード) を有する MTN プログラム方式による登録を可能とすべきである。なお、その場合、国内債と国際債の発行を同一のプログラムで行うことができるようにすべきである。

(2) 社債管理者必置原則・発行準拠法上の制約解消

すなわち、日本企業外債発行時、社債管理者必置原則の適用除外規定を設けるとともに、英国法のみならず、日本の会社法を発行準拠法として採用可能とすべきで

ある。

(3) 国内の自主規制ルール等の見直しによる、社債発行可能期間の拡大

すなわち、国内の継続開示審査が起債発行可能期間（通称ウインドウ）を 100営業日強/年程度に狭めている。

(4) 社債等の包括発行決議に際しての MTN プログラム方式の利用促進

これによって、前記（1）（3）と合わせ、より機動的な発行が可能となる。

(5) コンフォートレター上の制約の解消

すなわち、日本企業について、国内債・外債ともに関係するが、国内での起債におけるコンフォートレターの存在意義について、関係者間で徹底的な議論と検討を行う必要がある。その一環として、日本公認会計士協会による「コンフォートレターに関する指針」の変更等が考慮されるべき。つまり、

①「総括的手続き結果」を付すための条件を、より現実的なものへ変更（月次連結決算財務諸表による調査手続きの見直しなど）すると共に、

②海外における起債時に提出されるコンフォートレターは、起債する各国（投資家）の事情と慣行に従い作成されるよう明示する必要がある（現在の指針は、日本国内において起債されるもののみ適用される）。

ただし、将来的には、アジア MTN プログラムの利用を前提として、アジア MTN の発行者に適用される自主規制ルールを策定し、その一環として、コンフォートレターについての新たな自主規制の枠組みとひな形が示されるべき。

(6) 源泉徴収制度上の制約（国内債・外債）の解消

① 居住者・外国法人の受け取る国内振替社債等の利子の非課税措置の明確化

現段階で当該利子については、課税・非課税の取扱いが定められていないので、これを明確化し、既に非課税措置が適用されている「国債」「地方債」との公平性を保つためにも速やかに非課税とすべき。

② 非居住者・外国法人の受取る民間国外債の利子等に係る非課税措置の恒久化

現状、この措置は平成 22 年 3 月 31 日までの時限的扱いであり、2 年ごとに見直されている。投資家に対する不確実性の排除と法的安定性を確保するためには、恒久的扱いとすることが必要。

①、②の措置は、海外投資家による日本企業発行の社債購入促進のための必要条件である。→（2009 年 12 月 3 日の政府税制調査会で、①の非課税化、②の非課税措置の 3 年間延長の方針が示された）

(7) 国内社債の清算機関等の不在の解消

すなわち、既存のわが国清算機関による清算（クリアリング）機能の提供を可能とすべきである。社債市場の発展のためには清算機能の充実が不可欠。証券決済の円滑化、万一の場合のフェイル（売り手の証券決済不能など）に対する不安を根本的に取り除くことが重要。

(8) 国内証券決済機関による付加価値サービス提供の実現

すなわち、元利金・配当金の支払い、証券貸借、担保管理などのサービスを可能とすることが望ましい。

(9) アジア内の国際的証券振替決済制度の不在の解消

なお、我国以外のアジアの発行体にとって改善されるべき市場インフラについては、第2フェーズでより詳しく指摘する。

4. 将来の日本とアジアの MTN プログラムが有すべき特徴

将来の、日本とアジアの MTN プログラムが有すべき特徴は、以下のとおりである。

すなわち、言いかえれば、各種通貨での多品種の証券を特定少数の投資家にジャストインタイムに発行・販売する多品種少量ジャスインタイム起債方式である。

(1) 同一プログラムで国内債と国際債（国外債）の発行が可能

(2) マルチ・イシューアー

(一企業集団内の複数企業を発行会社としてプログラムに乗せることを可能とする)

(3) マルチ・プロダクト

(可能な限りの仕組み債の発行をプログラムに組込むことを可能とする)

(4) マルチ・カレンシー

(可能な限りの発行通貨を事前にドキュメンテーションに組込むことを可能とする)

(5) ミディアムターム

(1年以上から超長期ゾーンまでの発行を可能とする)

(6) 機動的発行

(包括決議による機動的な意思決定が前提)

(7) 取引所の開示ルール・自主規制ルールの再構築と適用 → (XVI. 追加提言参照)

規制当局の開示政省令等によらず、(アジア域内)証券取引所等の開示ルールやプロの市場参加者の自主規制ルールの適用を前提条件とする必要がある

(犬飼重仁)

XV. 第二フェーズ提言「アジア版 MTN プログラム振興への提言」

1. アジア版 MTN プログラム (AMTN) 導入・促進・定着に向けた要件

重要な発見：

第2フェーズの調査で、シンガポールの市場関係者及びアジア開発銀行 (ADB) 関係者を中心に、ここ3-4年の間に、マルチ・カレンシー建てのユーロMTNと、シンガポールドル建て等のアジア主要国の国内債券市場をつなぐ、いわゆる「国内債/国際債一体型のアジアMTN発行プログラム (但し呼び方は一様ではない)」がすでに実現しはじめており、また、そのプログラムの前提としての「市場標準と呼びうる可能性のあるもの (ADB Format⁵⁹ ないしは Singapore Practice)」が構築されつつあることが確認できた。

これは、2009年1月のアジア3カ国 (シンガポール・香港・マニラ) 出張の大きな収穫であった。

結論：

アジア版 MTN プログラム (AMTN) 導入・促進・定着に向けた要件としては、

基本は、この上記の①ADB Format (アジア開発銀行の Asian Currency Note Programmeのドキュメンテーションのフォーマットを、アジアMTNの市場標準⁶⁰とすることを想定している)、ないしは②シンガポールSGX上場を前提とした主としてプロ発行体のためのDebt発行市場のSingapore Practiceの存在、を所与のものとして、これら現実のアジア内の動きを認め、また大切に育てながら、その延長線上に、

実際に、アジア全体のプロの市場関係者に受け入れられるような、アジア独自の、ある程度まで本格的な市場標準 (発行市場標準及び流通市場標準など) を、アジアの市場専門家自身の手で、構築していくことであると考えられる。

(なお、それらは、ICMA ルール&リコメンデーションに見られる欧州ユーロ債市場の国際的な標準とも整合的なものでなければならない)

そのための今後の具体的なステップとしては、以下の点に取り組むことが重要であると考えられる。

(1) アジア域内プロ向け MTN 発行市場の法的インフラ確立・柔軟化

- ・日本の発行登録制度の柔軟化に向けてのさらなる見直し

⁵⁹ アジア開発銀行(ADB)は、国を超えたスーパー・ナショナルの国際的機関であり、その意味で、一般の企業グループや金融機関が設定する MTN プログラムとは、法的な基盤や開示のあり方が根本的に異なる。しかし、上記の ADB Format におけるドキュメンテーションのフォーマットのあり方は、多くの異なるステータスの発行体に、共通に適用可能と考えられるのであり、その意味で ADB の取組みは意味があり、貴重である。

⁶⁰ 但し、ADBはアジア各国が出資する国際機関であり、それゆえ、加盟各国市場において開示免除等の優遇がされている点は、アジア民間企業 MTN の標準化を進める際に、留意が必要である。

- ・韓国の発行登録制度の柔軟化
 - ・アジアで唯一単独の国内 MTN プログラム制度を持つ、マレーシアの MTN プログラム制度（発行登録制度）の柔軟化
- その他、以下の項目に取り組む必要がある。

(2) 源泉徴収税の課税問題への対応→(2009年12月3日の政府税制調査会で前向きの方針が示された)

- (3) アジア域内共通の振替決済制度の構築
- (4) アジア国際債(MTN)発行市場慣行(自主規制ルール・レコメンデーション)構築
- (5) マルチ・カレンシーのアジア通貨建て債券発行プログラム(AMTN)の標準化促進
- (6) 標準的なアジア MTN プログラムへのアジア通貨オプションの組入れ拡大
 - ・アジア各国(タイ、日本、韓国等)の国内債発行を、マルチ・カレンシーのアジア MTN 発行プログラムに組み込むことができるよう、アジア各国政府・規制機関に働きかけることを含む。

すなわち、

(1) アジア域内プロ向け MTN 発行市場の法的インフラ確立・柔軟化

まずは、足元の、日本の発行登録制度の柔軟化に向けてのさらなる見直しが必要である。このことは、韓国についても同様である。国内債の発行登録制度の柔軟化が、アジア諸国に必要と思われる。例えば、アジアで唯一、単独の国内 MTN プログラム制度を持つマレーシアの発行登録制度の柔軟化も、必要と考えられる。

(国内債である)シンガポールドル建てと香港ドル建て債の発行については、国際債である EMTN プログラムないしアジア MTN プログラム(Asian Currency Note Programme)の現行の標準的なドキュメンテーションのなかで、標準的な国内債発行通貨として、すでに成立しており、マレーシアについても、その方向で検討が進んでいる。

これらに加えて、その他のアジア各国(タイ、日本、韓国等)の国内債の発行を AMTN 発行プログラムから行うことができることを、最終的なアジア MTN プログラム標準として目指すべきと考えられる。

その際、特に、日本と韓国については、もともと米国の社債発行登録制度(Shelf Registration)を参考に、国内の発行登録制度が構築されてきていることから、それぞれの政府及び規制当局に対して、アジア独自の市場標準の構築に参画することの重要性(言い換えれば、発行登録制度の柔軟化に向けての、さらなる見直しをおこなうことの必要性)についての理解を求めることが、これから重要になると考えられる。

ただ、日本では、そのような流れの中で、金融庁が2007年末(平成19年12月21日)に「市場強化プラン(金融・資本市場競争力強化プラン)」を発表し、プロ向け市場の創設(プロの証券市場振興のための法定開示免除証券市場創設)の方針がうたがわれ、す

でに 2008 年中に金融商品取引法の一部改正（第 1 条関係）の法整備が終了している。

（注：金融商品取引法等の一部を改正する法律（平成 20 年 3 月 4 日提出、平成 20 年 6 月 6 日成立、平成 21 年 6 月 1 日施行））

従って、アジア域内のプロ向けの MTN 市場を構築しようとする我国のユーザー（代表的な発行体・金融機関等）自らが、この目指すべきアジア資本市場の制度標準の構築を、アジア域内のプロのユーザーなどとともに手を携えつつ、自らリードし、あわせて自らそれらの制度標準・市場インフラの有効活用を、主体的に図っていくことが必要であると考えられる。

（参考）市場強化の一環としての日本政府の取組み（2007-2009）

- ① プロ向け市場の創設－参加者をプロ投資家に限定した取引所市場を創設
（ア）従来の開示規制は免除。より柔軟な情報提供の枠組みを構築
（イ）一般投資家への転売は制限
- ② 社債等の発行登録制度の見直し－「プログラム・アマウント方式」の採用
- ③ 「有価証券の売出し」定義の見直し－有価証券の性質（主要国の国債、主要海外市場の上場有価証券、その他）や投資家の属性（適格機関投資家のみ、多数の一般投資家）に応じ、（ア）法定開示、（イ）簡易な情報提供、（ウ）開示免除等、とする 3 種類の開示規制を整備
- ④ 社債等の発行登録制度の見直し－発行登録書の記載事項として「発行予定額」に代えて「プログラム・アマウント（発行残高の上限）」の選択を可能に

（2）源泉徴収税の課税問題への即時対応

更に、非居住者であるプロの機関投資家等が、日本の発行体が国内で発行した証券（振替債）を取得した場合の、源泉徴収税の課税問題については、日本の場合、すでに国債、地方債については課税免除されているが、（振替）社債、政府保証債、財投機関債は対象となっていない。現在、一般の社債についても課税免除する方向性が、課税当局自身の検討課題となっていると考えられることから、その方向を促進させるためのさらなる要望・啓もうが必要と考えられる。

また、非居住者・外国法人の受取る、我国の企業等が発行した民間国外債（外債・国際債）の利子等に係る非課税措置の恒久化も必要である。現状この措置は平成 22 年 3 月 31 日までの時限的扱いであり、2 年ごとに見直されている。投資家自身にとっての懸念・不確実性の排除のためには、非課税措置を恒久的扱いとすることが必須である。→（2009 年 12 月 3 日の政府税制調査会で前向きの方針が示された）

（3）アジア域内共通の振替決済制度構築

さらに、非国内債扱いの債券（国際債）のアジア域内の振替決済制度の在り方に関して

は、第一フェーズで提言しているように、例えば、日本と韓国とシンガポールの証券決済機構の連携などの進展が期待される。

ただし、我国の証券保管振替機構については、本 2009 年年初の株券電子化プロジェクトが成功裏に終了したのち、証券の振替決済業務の国際化と、そのための XML 化推進など、システムの電子的な基盤と手順の標準化等の整備の検討に着手しており、基本的に目指す方向は同じと思われる。

(4) アジア国際債発行市場慣行を明記した自主規制ルール構築

また、アジアのプロのための国際債・AMTN の発行市場における市場慣行（マーケットプラクティス：自主規制ルール・レコメンデーション）の構築に関しては、早稲田大学とアジア資本市場協議会（CMAA）等の連携により、「IPMA ハンドブック」のアジア域内プロの債券市場版「CMAA ハンドブック」策定のプロジェクトが 2009 年 4 月以降に開始される予定であり、このプロジェクトに、我国の代表的な金融機関、発行体、自主規制機関、法律家等や、日本と韓国とシンガポールと香港他の市場関係者が参加することが期待される。

なお、中国は、国内証券市場の改革に忙しく、国際債の市場の改革のための検討に参加する余裕はないと考えられるものの、将来的には（徐々に規制緩和し国際化していくであろうと思われる）中国の参加も、アジア債券市場の発展には不可欠であり、中国の市場専門家にもこのプロジェクトの進展状況について、継続的に、情報発信していくことが重要であると考えられる。

(5) マルチ・カレンシーのアジア通貨建債券発行プログラムの標準化促進

先にも述べたように、①ADB Format（アジア開発銀行の Asian Currency Note Programme のドキュメンテーションのフォーマットをアジア MTN の市場標準の基礎とすることを想定している）、及び ②シンガポール SGX 上場を前提とした、主としてプロ発行体のための債券発行市場の Singapore Practice の存在、を所与のものとして、これら現実のアジア内の動きを認め、また大切に育てていくことが必要である。

そして、その延長線上に、実際にアジア全体のプロの市場関係者に受け入れられ、ある程度世界に通用する、本格的な市場標準（発行市場標準に加えて、流通市場標準、証券貸借取引ルールなど）を、アジアの市場専門家自身の手で、順次構築・策定していくことが重要である。

(6) 標準的アジア MTN プログラムへのアジア通貨選択肢の組入拡大

さらに、標準化の定着と併せ、アジア MTN プログラム（Asian Currency Note Programme）におけるプログラム標準（ADB Format といわれるようなもの）に、現行でも発行の選択肢として組み込みが可能となっている（各国の国内債である）①シンガポー

ドル建て債券と②香港ドル建て債券、③マレーシアリングット建て債券（但し、マレーシア当局と最終調整中で、発行はまだ実現していない）に加えて、その他のアジア各国（日本、韓国、タイ、中国、インド、インドネシア、フィリピン、ベトナム等）の国内債発行を組み込むことができるような対応を、それぞれの国の実情に応じて、源泉徴収税や外国為替管理上の制約の解消の要請と組み合わせつつ、具体的に、アジア各国の政府・規制機関に働きかけることが、重要であると考えられる。

（ここで、あらためて、そのようなアイデアを初めて打ち出し、2006年以降その実現に努力しているアジア開発銀行（ADB）財務調達部局の、ADB Formatの構築に向けた努力を多としたい）

（7）人民元追加オプションの困難性と、中国当局に対する要望

人民元追加オプションの困難性

ただし、アジア各国の通貨建て発行の選択肢のうち、我国企業グループにとって重要度の高いのは、中国人民元である。

しかし、人民元については、上記のアジア MTN プログラム（Asian Currency Note Issuance Programme）の Format に、人民元の選択肢をそのまま追加することは、簡単ではないと考えられる。

現在、中国国内以外で人民元建ての債券の発行が可能となっているのは香港市場だけであるが、その市場が国内（オンショア）市場なのか、国際（クロスボーダー）市場なのかは、厳密に区分のできない市場である。

中国当局に対する要望

従って、今後、JBICを含め、公的色彩が強くアジアの金融秩序に前向きの影響を与えかつ中国国内の経済活動の発展にも前向きの影響を与えるような発行体については、中国政府当局として、アジア MTN プログラム（Asian Currency Note Programme）のアジア通貨建て債券発行の選択肢に、例えば、香港証券取引所への上場ないし登録等のあるアジア MTN については、人民元建て債券発行を加えられるよう、中国政府当局に対して強力に働きかける必要がある。

要するに、中国政府当局としても管理しやすい土壌を作りながら、人民元（及び金利・金融）についての規制緩和と国際化を漸進的に息長く求めるアプローチが重要と考えられるのである。

（犬飼 重仁）

2. 国際協力銀行（JBIC）のアジア MTN プログラムの活用可能性

JBIC の重要な政策目的である、

- 「日本企業グループ」の国際競争力強化支援：
アジア等海外で活動する日本企業グループに対して、各種の金融支援を行うこと。及び、
- 「ABMI」支援：
JBIC は、国際金融秩序維持の観点から、日本政府が提唱した ASEAN+3 財務大臣プロセスで進められている「アジア債券市場育成イニシアチブ（以下「ABMI」）」に、積極的に取り組んでいる。特に、2007 年 5 月の ASEAN+3 財務大臣会議共同声明においては、ABMI を更に推進して行くために「アジア版 MTN (Medium Term Note) プログラムの促進」という新たな検討項目が明確に取り上げられ、機動的な債券発行が可能となる MTN プログラムの促進や債券種類の多様化を図ろうとしている。

の 2 点、そして、

- 金融危機・国際金融秩序の混乱に備え、適切に対応すること：
を合わせた 3 点を前提として考えるならば、

（1）アジア MTN プログラムを設定し機動的な債券発行を可能とする

アジア各国の通貨建て発行の選択肢を含むマルチ・カレンシー建てのアジア通貨建て債券発行プログラムとしてのアジア MTN プログラムを、将来 JBIC が設定し、機動的な債券発行を可能としておき、その現地通貨建て等の調達資金を原資として、アジア各国で活発に活動する日本企業グループに対し、主として当該地域の現地通貨建てで貸付を行うことができれば、JBIC の政策目的を積極的に果たすことになると考えられる。

（2）将来の MTN 発行体としての国際協力銀行（JBIC）の法的根拠等

なお、ここで、将来の MTN の発行体としての国際協力銀行（JBIC）の法的な根拠と政府保証の有無に関して、若干言及しておくこととする。

2008 年秋に、国際協力銀行（JBIC）は、株式会社日本政策金融公庫の国際部門となったが、資金調達の根拠法的には、制約は変化していないと考えられる。すなわち、社債の発行に係る基本方針を作成し、主務大臣の許可を受けて社債を発行することとなっていることには変わりはない。

ただし、そこでは、JBIC 債と銘打った外債の発行については、従来同様、政府保証債としての発行が想定されるようである。

しかし、根拠法からして、JBIC は株式会社日本政策金融公庫の一部となったものの、民営化は志向されず、依然として 100%国の機関であることは明らかである。

従って、日本政策金融公庫の外債（JBIC債）の発行については、政府保証のない社債の発行についても、信用力維持の問題はあるが、今後、機動的に政策金融を遂行していくため、中長期的には検討に値するとも思われる。

また、根拠法の規定からは、「ユーロ MTN プログラム」ないし「アジア MTN プログラム」方式を利用して、毎年、調達プログラムの内容を含めて、社債の発行に係る基本方針を作成し、主務大臣の許可を受けて社債を発行することには、KEXIM（韓国輸銀）同様、根拠法等法律上の制約はないものと考えられる。

また、日本政策金融公庫の国内債（JBICの資金源となりうるものも含む）の発行に関しても、債券のステータスが社債となったことを受けて、機動的簡便な発行に加え、投資家層のさらなる拡大に向けて、プログラム・アマウント方式による国内社債発行登録制度（及び、最終的には新たな国内 MTN プログラムの制度）を利用した発行の検討を行うことには、十分意味があると考えられる。

（犬飼 重仁）

XVI. 東証リスティングを前提とするプロ市場活性化提言（09/11/28 追加）

プロ向け債券市場（本邦及びアジアの社債市場）活性化への提言

— 東京証券取引所ないし AIM 取引所機能の MTN リスティングへの活用 —

「プログラム・アマウント方式での特定投資家向け発行登録制度の創設」提言

1. 提言の前提となる事項の説明：現状のプロ向け債券市場

（1）国内プロ私募市場（適格機関投資家向け）の現状

- ① 適格機関投資家向け勧誘等を行う者は、新規発行の段階における内閣総理大臣への届出がなされていないこと、及び当該有価証券に付されている**転売制限**等について、相手方に**告知**しなければならない。
- ② ①にかかる勧誘を行うものが、実際に当該有価証券を取得させ、または売りつける場合には、予め又は同時に①により告知すべき事項を記載した**書面**を相手方に**交付**しなければならない。

（2）特定投資家向け取得勧誘・特定投資家向け売りつけ（制度）の現状

特定投資家のみを相手方とする有価証券の取得勧誘・売付勧誘等であって、

- ① 金融商品取引業者等が、原則として売付を行おうとするものからの委託等により又は自己のために行おうとするものであること、
- ② 当該有価証券が特定投資家等以外の者に譲渡されるおそれが少ない場合に該当すること。

告知、書面交付：

- ① 特定投資家向け有価証券の取得の勧誘を行う者は、その相手方に対して当該勧誘等に関して届出が行なわれていない旨その他の事項を**告知**しなければならない。
- ② さらに、金融商品取引業者等は、一般投資者を相手方として、又は一般投資家のために、投資勧誘その他の行為を行ってはならない。

適格機関投資家等を除く特定投資家から初めて特定投資家向け有価証券の取得の申込を受けた場合、

- ① 特定投資家向け有価証券に関する制度の重要な事項、及び
- ② 特定投資家向け有価証券の取引を行うことがその知識、経験及び財産の状況に照らして適当ではない者が特定投資家向け有価証券の取引を行う場合には、当該者の保護に欠けることとなる恐れが有る旨の、

告知及び書面交付が義務つけられている。

特定証券情報：

「特定投資家向け取得勧誘」等は、当該有価証券及びその発行者に関する一定の情報(特定証券情報)を、取得の相手方に提供し、または公表しているものでなければならない。

更に、特定投資家向け証券の発行者は、当該発行者に関する情報(「発行者情報」)を事業年度ごとに一回以上、有価証券の保有者に提供し、または公表しなければならない。

(3) 少人数私募集及び少人数向け勧誘（制度）の現状

- ① 新規発行の段階で、内閣総理大臣への届出がなされていないこと、及び当該有価証券に付されている転売制限等について、適格機関投資家以外の相手方に通知しなければならない。
- ② ①に係る勧誘を行う者が、実際に当該有価証券を取得させ、又は売り付ける場合には、予め又は同時に、①により告知すべき事項を記載した書面を、適格機関投資家以外の相手方に交付しなければならない。
- ③ なお、少人数私募集及び少人数向け勧誘のうち、適格機関投資家に取得させる場合には、届出が行われていないこと及び他の適格機関投資家以外への譲渡が禁止されること等を定めた譲渡契約が締結されねばならない。
- ④ 当該有価証券を取得した機関投資家が他の適格機関投資家に譲渡する場合には、当該譲渡契約に基づき、予め又は同時に届出がなされていないこと、他の適格機関投資家以外への譲渡が禁止される事等を記載した書面を譲渡の相手方に交付しなければならない。

イ なお、日本証券業協会会員は、私募社債の取扱い業務を行う場合には、発行体の作成する発行者情報・証券情報を記した資料を当該顧客の求めに応じて交付するものとする。

ロ 協会員は、勧誘を行わず顧客に対して私募社債を売付又は売付の媒介(委託の媒介を含む)を行う時には、その注文が顧客の意向に基づくものである旨の記録を作成し保持・保存するものとする。

(4) 市場公募（機関投資家向け）ホール・セール債券市場の現状

市場公募ホール・セール債券市場とは：

一般投資者を含む不特定多数の投資家に新規発行時の取得の勧誘ならびに流通市場での売りつけが可能な**発行登録の制度**を利用し、券面1億円、社債管理会社不設置の社債を、新規発行時ならびに流通市場売買時に機関投資家に販売する市場を言う。

この市場では、発行者、引受人、機関投資家とも全く一般投資者(アマチュア投資家)への販売を想定しないホール・セール債という位置付けを認識しながら、一般投資者向け公募を前提とした詳細な開示が強制されていて、且つ法定参照書類(有報、半報、四半期報告、等)の提出の都度引受審査が行われ、しかも起債の都度コンフォートレターが必要な発行登録制度(発行届出書を含む)を使用した起債が慣行となっている。

但し、東証上場会社の起債は、東証上場管理規程第404条に定める決算短信(会社法決算発表)から金融商品取引法が定める有価証券報告書、半期報告書、四半期報告書等開示書類の提出(金融商品取引法決算発表)までの期間及び金融商品取引法決算発表時に提出される発行登録にかかるこれら参照書類の内容にかかる引受審査が終了するまでの15日間から30日間程度は毎回事実上起債ができない**ブラックアウト期間**となる。

平成20年度からの四半期報告書が法定参照書となったことで、**ブラックアウト期間**が従来に比べ45日~90日程長くなっており、年度中の起債スロットが限られた中で起債が集中することで需給が悪化し条件も悪化するリスクが高くなった。

また、起債の都度に、事務幹事に提出が求められる、発行者・事務主幹事・監査人の3者合意のもとで作成されるコンフォートレターに関しても、発行者抜きで証券業協会と会計士協会とで制度設計されてしまっており、発行者の観点から、事務作業量と費やす時間まで考慮した費用対効果を充足する内容になっていないという批判も強く存在する。

他方、**起債可能期間(起債ウインドウ)**においては、包括決議を前提とすれば、タイミングを逃さず1日半程度でローンチし、ローンチ後4営業日で払い込みを完了する機動性があることから、上記(1)~(3)の制度を利用せず、機関投資家向け起債で一般投資者向け発行登録制度を利用するメリットが存在する。

実際、唯一このメリット故に、発行体企業にあつては、機関投資家向け社債を、発行登録制度を利用して発行しているのが現状といっても過言ではない。

2. 検討の前提となる事項の説明：国内私募債市場の現状

国内私募債の基本原則は、新規発行段階での投資家に対する取得の勧誘及び取得の段階、及び流通市場における投資家への売付及び販売の段階において、

(1) 「新規発行段階における内閣総理大臣への届出がされていないこと」、及び
(2) 「転売制限が附されていること」等を、
勧誘を行うものは、①相手方に告知するか、② 実際を取得させ、又は、売りつける場合、
相手側に告知すべき事項を、その都度、事前にまたは同時に**書面交付**することとなっている。

しかし、この手続きの煩雑さゆえに、機動性が失われ、我国において発行者及び投資家
の間で「**プロ向け債券市場**」は活性化していない。

一方、国内社債市場では、新発時の買い手が機関投資家のみで、流通市場でも機関投資
家のみが買い手となる「**券面 1 億円以上の社債**」の場合であっても、一般投資者（アマチ
ュア）向け公募を前提とした開示が強制されていて、且つ法定参照書類の提出の都度引受
審査が行われ、**ブラックアウト期間**が年度を通して長く、且つ、起債の都度コンフォート
レターが必要な**発行登録制度**を使用した起債が慣行となっている。

このような制約の中で、年度中の起債スロットが限られるため、ある時期に起債集中す
ることによる需給悪化及びそれに伴う条件悪化リスクも高い。

(IV. 2. (2) 起債ウィンドウの説明の項参照)

他方、起債可能期間においては、前述のように、包括決議を前提とすれば、タイミング
を逃さず 1 日半程度でローンチし、ローンチ後 4 営業日で払い込みを完了するという、私
募にはない機動性があることから、機関投資家向け起債で発行登録制度を利用するメリッ
トが存在し、投資家も、譲渡制限無く売買可能な公募債を選好する慣行となっている。

3. 提言--特定投資家向け有価証券市場の活用

プロ向け債券市場（本邦及びアジアの社債市場）活性化への提言

-- 東京証券取引所ないし AIM 取引所機能の MTN リスティングへの活用 --

(1) 命題－機関投資家向け起債（プロ向け・ホールセール債）市場活性化

- ① 中小・中堅企業対象の私募債市場の活性化ではない
- ② ブラックアウト期間の短縮（例えば、年 1 回の引受審査及びコンフォートレター）
- ③ 特定投資家向け開示水準の設定(*)(**)
- ④ 新規発行時及び流通市場での告知・書面交付の省略(**)
- ⑤ 譲渡制限契約に代わる事実上の譲渡制限の考案(**)(***)

(*) 現状は、公募の基準はあっても、プロ向けは私募扱いで、開示の基準はない

(**) これらは、三位一体の解決が望ましい。

(***) 保振機構に特定投資家向け証券口を設定し、そこから玉が流出しないように工夫する等。

(2) 具体的アプローチ (提言)

「プログラム・アマウント方式での特定投資家向け発行登録制度の創設」提言

① 東京 AIM 取引所取引のメリット：

現在の我国の特定投資家向け有価証券市場の枠組は、私募の枠組みの中に位置づけられており、取得及び売付に関しては、従来の私募と類似の告知・書面の交付が必要となっている。

但し、昨 2008 年の法改正で、本 2009 年、新たに導入された東京 AIM 取引所取引では、流通段階での告知・書面交付に関しては、東京 AIM を通した売買(***)、つまり、取引所取引においては、受託契約準則により、それら (告知・書面の交付) が不要となっている。

(***) 東京 AIM を通した売買を直接行わなくても、OTC 売買を東京 AIM ないし東証にレポートし、その承認を受けることでクリアーすることも検討可能か。

② 特定投資家向け債券流通市場：

東京 AIM の現行のこの枠組みを利用して、特定投資家向け債券の流通市場取引に、東京 AIM 取引所 (ないし東証の) 取引インフラを利用することで、流通段階での事前告知・書面の事前ないしは同時交付が省略できることは、Dealer 及び投資家双方にメリットが大きく、発行者も同様のメリットが及ぶ可能性が高い。

③ 特定投資家向け債券の、新規発行段階での取得：

A. 告知、書面交付の省略

新規段階での取得においても、東京 AIM 市場 (ないし東証) 取引の使用に関して、工夫の余地はないか。さらに、『特定投資家向け債券発行プログラム*』という概念を導入できないか。

説明：

* 「目論見書」ではないが、「当該有価証券及びその発行者に関する一定の情報 (特定証券情報)」を、取得の相手方に提供しまたは公表するための「特定投資家向け債券発行プログラム概要書」または「プログラム・インフォメーション・メモランダム」ないし「発行プログラム・オフアリング・サーキュラー」として、取引所のシステムの中において、予め投資家に情報を交付できる形 (ファイリングないしリスティング) にしておき、その証券情報の中に、特定投資家のみを相手方とする有価証券の取得勸

誘・売付勧誘等であること、告知・書面の交付が必要であること等を書き込んでおく。

この「**特定投資家向け債券発行プログラム概要書**（以下、プログラム概要書）」の交付（ないし取得・入手?）をもって、あるいは、概要書が常に東京 AIM 市場・東証等で閲覧に付されていることで、告知、書面交付の代替とさせることはできないか。

（→これは、欧州の取引所で一般的となっている、いわゆる『**プログラム上場（リスティング）**』の考え方の採用であるといえる）

開示が無いために「私募」と認識され、それゆえに譲渡制限・告知・書面の交付が必要なのであれば、将来的には、「**特定投資家向けの募集の概念**」を作り、それに合わせた開示基準を作ることを検討すべきと考えられる。

B. 発行者情報

有価証券報告書またはアニュアルレポートを、プログラム概要書またはプログラム・インフォメーション・メモランダム「参照書類または組込み書類」とし、年1回アップデートするものとする。

なお、この年1回のアップデート時に、引受審査及びコンフォートレターの受領を行う。

4. 取引所ファイリング（リスティング）の、アジア債券市場への含意

本件の、アジア債券市場への発展性並びに東証の国際的地位の向上に関しては、以下の含意を有する。

（1）On Shore（日本国内）取引

On Shore（日本国内）取引については、プログラム・アマウント方式での特定投資家向け発行登録制度（=国内特定投資家向け MTN 制度）を創出し、東京 AIM・東証等に MTN プログラムをリストないしファイル（注 1）し、東京 AIM（・東証）基準での開示**を行う。

個々の債券の売買は、東京 AIM 市場取引システム（ないしそれと同様の機能をもつシステム）を通す***ことも可能とする。あるいは、取引は当該取引システムを通さない場合も、取引情報を東京 AIM（ないし東証）に集約する。

** この取り組みは、シンガポール、ロンドン、ルックス証取との競争、特にシンガポール証取（SGX リスティング）に対する東証の競争力の向上につながる期待を有する。

*** 課題としては、現状の東京 AIM 等の売買・取引システムが、株には対応するが債

券には対応しないこと。誰が誰のコストでどう対応させるかが、次の課題となる。

(2) Off Shore (国外債) 取引

Off Shore (国外債) 取引については、MTN プログラムを東京 AIM (ないし東証) にリストないしファイル (注 1) して、開示を東京 AIM (東証) 基準とする。

実際の起債は、アジア・オフショア市場 (Asian Inter-Regional Professional Securities Market: AIR-PSM) で行い、売買・決済も、我国の国内法適用圏外 (外貨建て) で行う。

個々の債券は、オフショア OTC 売買であるため、東京 AIM 取引所 (ないし東証) に上場して取引所取引を行う必要がない****。

Asian Inter-Regional Professional Securities Market: AIR-PSM については、アジア資本市場協議会 (CMAA) のサイト参照。

<http://www.cmaa-group.org/>

<http://www.nira.or.jp/pdf/airpsm.pdf>

**** 東京 AIM (ないし東証) はプログラムのファイリング Fee を取る。

課題は、実際の発行・利払・償還・売買をアジア・オフショア市場で行う場合に、決済機関 (ICSD) を日本の国外に置く必要があること。(「X. アジア MTN 証券決済制度への展望」の項参照)

(例・ロンドン証取のケースは、ロンドン証取に発行登録枠をファイルして、社債の発行・利払・償還・売買の決済は、ベルギーないしはルクセンブルクに所在する国際決済機関 (ICSD) を使用)

(3) 将来への含意

将来的には、上記の (1) と (2) の 2 つの分類を、一つにすること (オンショア・オフショア一体型の市場創設) を目指す。

(4) 起債ルール等

起債ルール等は、アジア資本市場協議会 (CMAA) が、ICMA ルール等を参考に起案したものを、投資家・発行体・業者 (日本証券業協会等) の 3 者で検討・修正のうえ合意することが期待される。

なお、この枠組みについては、排他性の伴わないオープンなものであり、国内企業のみならず、アジア域内の企業グループ、日系企業の海外法人、海外企業がこの制度を利用することを同時に想定することが可能。

5. 今回追加提言の EU 及び米国の制度との対比からみた意義

東証 AIM をアジア MTN に活用する追加提言に関して、下記のような対比を行うと、概念的にわかりやすいのではないかと思われる。

(注：下記図表は、一部修正後の最新版である (2010/01/27))

想定される投資家	日本		EU	米国
リテイルまで含む不特定投資家	流通を前提とする場合	現行の発行登録制度準拠の方式	EU 各国の国内の Regulated Market	US の国内の Regulated Market
多数のプロ投資家		今回ここに提言の、東証 AIM リスティング (上場) MTN	EU 指令対象外となる、ユーロ債市場における英国 LSE の PSM リスティング市場のような Exchange Regulated Market [V.5 参照]	US の国内のプロ (QIB) 市場である 144A Market [II.3. (5) 参照]
特定 (少数) のプロ投資家	流通を前提としない場合	従来 of 私募債 (特定投資家私募)	EU / US の完全な私募	Regulation D に定められた自衛力認定投資家の市場
		従来 of 私募債 (適格機関投資家 (プロ) 私募、少人数私募)		

我国の私募は、EU や US における完全私募と同様に、特定のプロの投資家 (機関投資家) と発行体が、コベナンツや開示内容を法律等に基づく開示基準によらず、相対またはアレンジャーを通して決めるものである。それゆえ、例えば、A というプロ投資家と B というプロの機関投資家の求めるレベルが異なれば、流通は不可能である。これが、私募債の流通性の欠如の要因の一つと考えられる。

これに対して、LSEPSM リスティング市場のような Exchange Regulated Market は、多数のプロの投資家 (機関投資家) の最大公約数としての開示水準を取引所が定めたものと解することができる。

それゆえ、プライマリー (発行) 市場及びセカンダリー (流通) 市場においても、多数のプロ投資家への販売と流通を可能ならしめていると分析できよう。

つまり、日本（とアジア）に欠けるインフラは、EU 指令対象外となるユーロ債市場における LSE の PSM のようなリスティング市場における「Exchange Regulated Market」ではないかという指摘である。（より正確には、（法定の発行・継続開示規制に代わり得る）自主規制をつくりだすことのできる SRO によって自主規制された新たな市場ではないかということである）

-----以下注-----

（注 1） MTN プログラムの開示を、例えば、ロンドン証取基準で行う事を、通常はロンドン証取にファイルするとは言わず、「ロンドン証取にプログラムを上場（リスト）する」という。しかし、日本国内の金融取引所に上場するという場合、金商法 2 条に定められる「有価証券」であることが必要なので、あえて「リスティング」及び「ファイルする」という言葉も併せて用いた。

今回、「プログラム・アマウント方式での特定投資家向け発行登録制度の創設」を提言しているが、具体的には、特定投資家向け社債発行登録書を AIM（ないし東証）にファイルする形にして、表紙に「新規発行段階における内閣総理大臣への届出がされないこと」及び「転売制限が附されること」等を明記することで、発行段階での告知・確認を省略できることとする。

発行者に関する開示情報は、年 1 回の有価証券報告書とする現行の参照方式と同様の方式（公募ではないので、四半期開示は対象にしない）を想定する。

それにより、現行、国内の公募債ベースで 100 日程度にすぎない我国発行体の起債可能期間（起債ウインドウ）の拡大も、おのずと達成されることとなる。

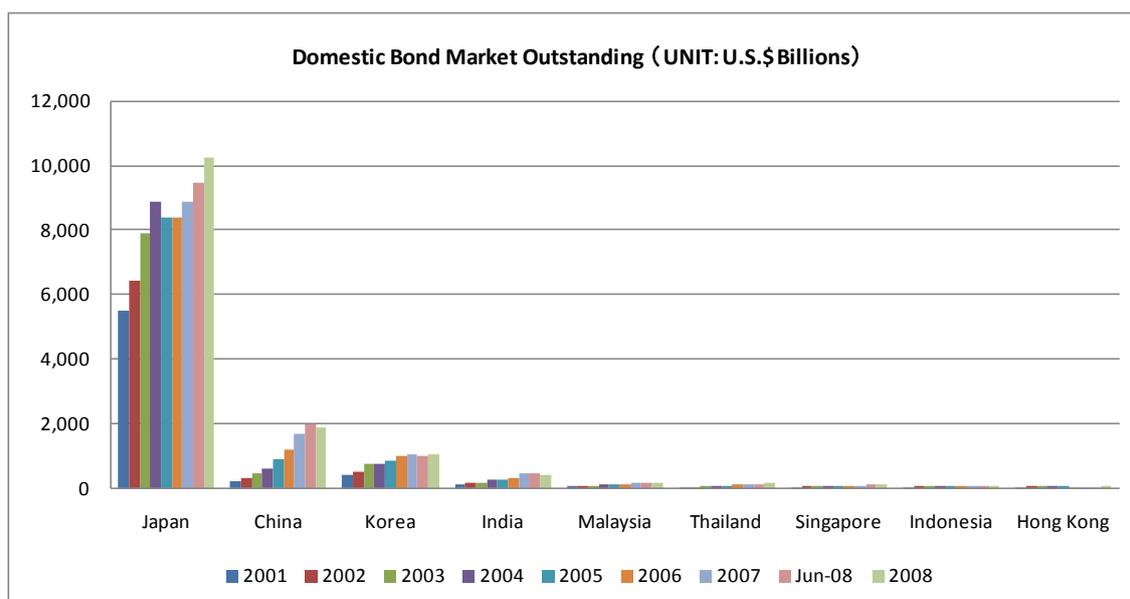
なお、発行の都度の追保書類としては、通常の MTN と同様、プライシング・サプリメントに相当する「特定証券情報」のみを発出することとする。

以上

XVII. (参考) アジア主要国の債券市場と金融資本市場の規模概観

1. アジア主要各国国内債券市場の概観

ここで、議論の出発点として、アジア各国の債券市場の規模を理解しておくことは重要である。国内債券市場の厚みという点については、アジア全体（但し台湾、フィリピン、ベトナム等を除く）の市場うち、日本と中国と韓国とインドの合計で96%を占める。



Domestic Bond Market Outstanding at the end of each year (UNIT: U.S. \$ Billions)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	Jun-08	2008
Japan	5,510	6,417	7,882	8,858	8,370	8,407	8,856	9,468	10,260
China	238	342	449	624	895	1,184	1,687	2,002	1,889
Korea	439	538	760	751	848	983	1,077	1,019	1,053
India	130	156	197	250	279	326	458	460	427
Malaysia	83	84	99	111	124	146	179	195	186
Thailand	37	48	60	68	80	110	138	150	158
Singapore	51	56	61	73	75	81	97	110	113
Indonesia	49	58	66	61	55	77	86	82	86
Hong Kong	52	58	60	63	66	51	51	50	64
Total	6,590	7,758	9,634	10,858	10,791	11,364	12,629	13,536	14,236

(出所: BIS)

2. 発行体種類ごとの発行残高内訳と国際債の発行残高

次に、2009年3月末のアジア各国の発行体種類ごとの国内債券発行残高と、それらに加えて、アジアの発行体（除く、国際機関）が、（発行体の居住国ベース）及び（発行体の国籍ベース）で、どの程度の国際債（ユーロ債などの Int'l Bonds）を発行しているかの統計を以下に示す。

アジア各国とも、国内発行が中心であり、ユーロ債などの国際債の利用は多くないこと

がわかる。

Asian Bond Markets Outstanding by Type March-09 (UNIT: U.S. \$ Billions)

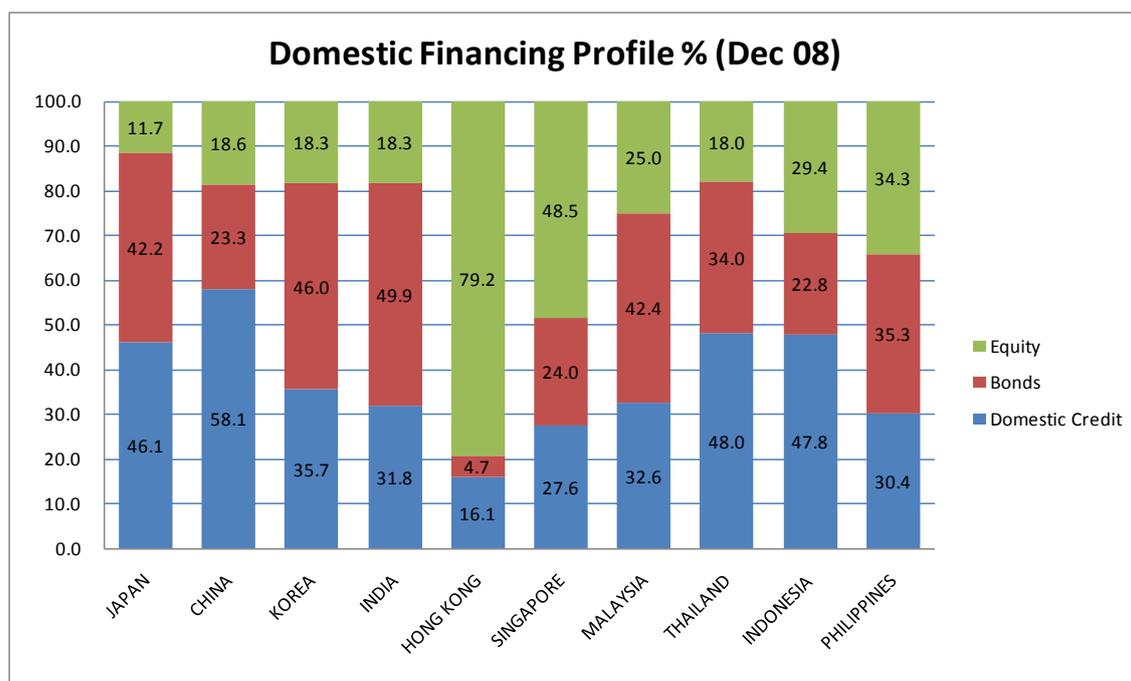
Bond	Govt.	Corporate	Fin. Institution	Domestic Mkt - Total	Int'l Bonds by residence of issuer	Domestic Issuer Grand Total	Int'l Bonds by nationality of issuer	Total by nationality of issuer
	a	b	c	a+b+c=d	e	d+e=f	g	f+g
Japan	8,499	719	1,070	10,289	171	10,460	370	10,830
China	1,352	216	623	2,190	22	2,213	42	2,255
Korea	332	201	272	805	106	910	105	1,015
India	403	9	38	450	29	479	39	519
Malaysia	73	79	37	189	25	214	32	246
Hong Kong	29	10	18	57	45	102	67	169
Thailand	105	43	3	151	9	160	10	169
Singapore	71	4	24	99	50	149	50	199
Indonesia	64	3	3	71	17	87	27	115
Total	10,928	1,284	2,089	14,300	474	14,774	741	15,515

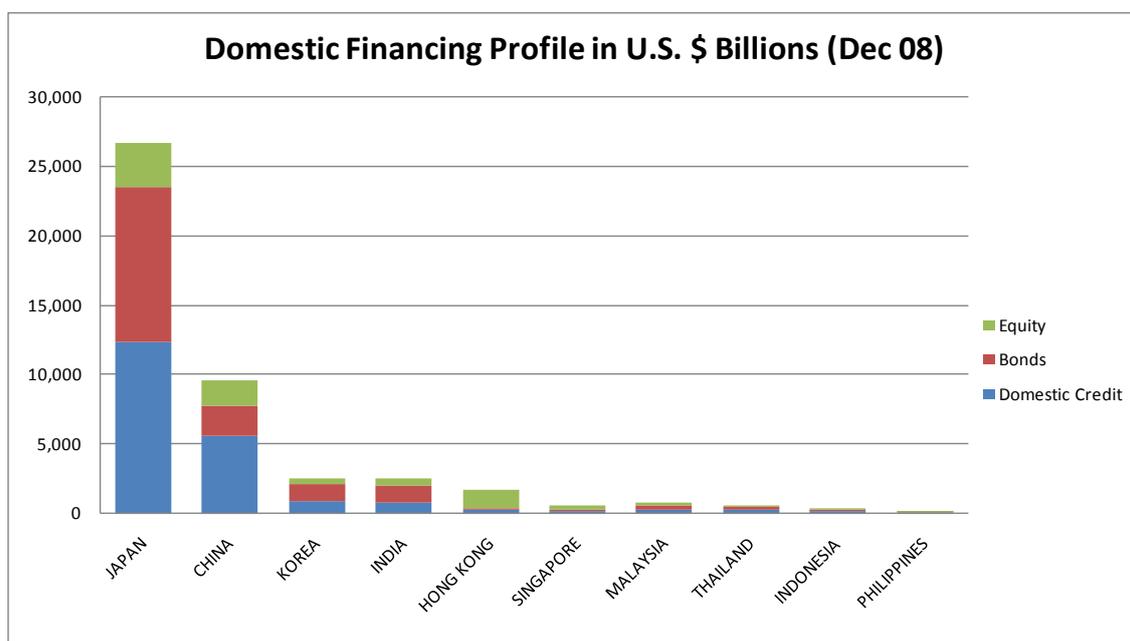
(出所：BIS)

3. 株式・債券・国内貸付の各市場の対比

次に、アジア主要国の、株と債券と銀行等貸付市場の、3つの市場の対比をみると、各国の国内金融市場の発達状況と厚みの程度がよくわかる。

日本では、株と債券と銀行等貸付市場のバランスが比較的良好に取れていたが、ここへきて株式市場の不振により、株式市場の比率は縮小している。





グラフからは、日本では債券市場が発達しているように見えるが、そうはいつでも、債券市場の80%超が国債や公共債の市場（次頁のグラフ参照）である。その意味で、我国でも、金融資本市場は、依然として、直接金融市場は国債、間接金融市場は銀行中心の市場であるといえよう。

わが国の社債市場の振興は、喫緊の課題である。

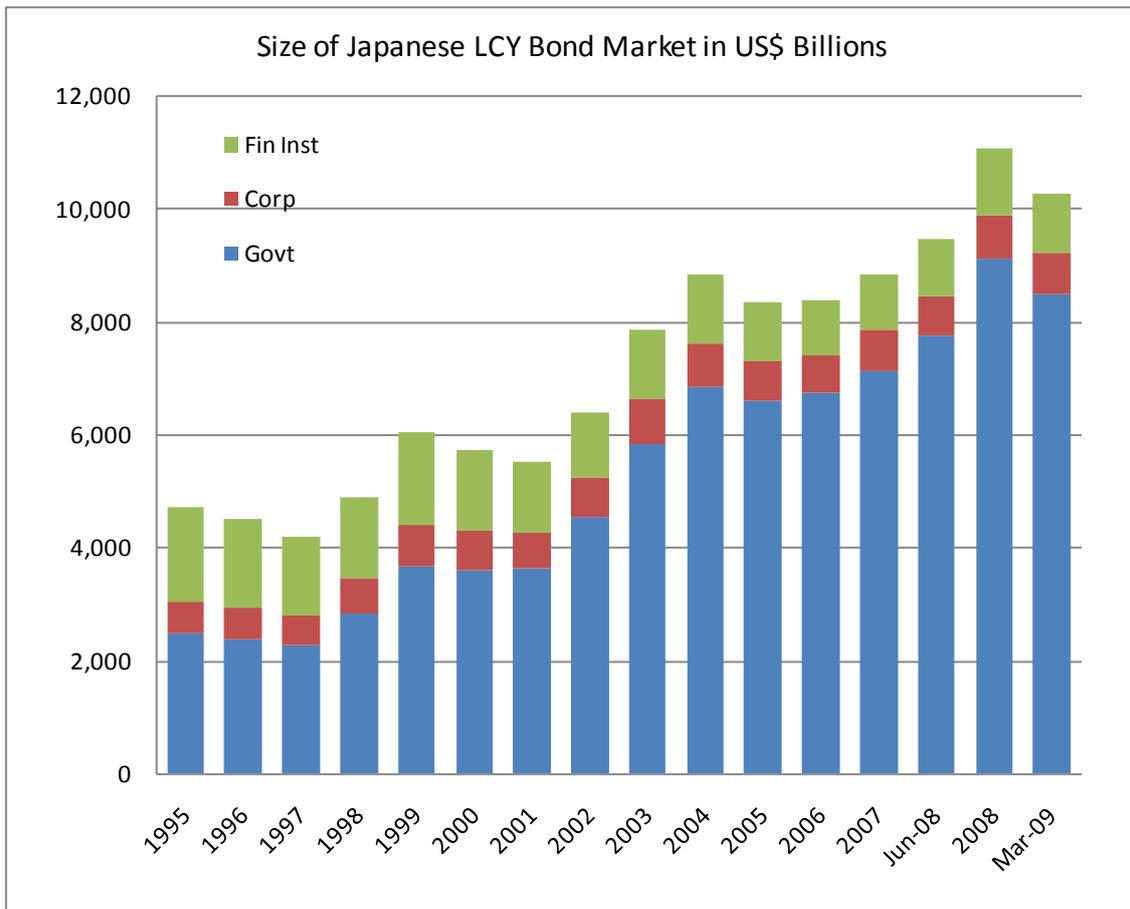
中国も上記と同様であるが、最近の株式市場の発展には目覚ましいものがある。なお、香港はもっぱら株式の市場であることがわかる。

なお、中国本土の株式市場は、現在日本の株式市場の規模に迫るほどにまで発展を遂げており、これに香港の株式市場を含めると、日本の株式市場と肩を並べる規模となっている。

Domestic Financing Profile

Market	Date	Percent of Total Domestic Financing			Market	Domestic Financing Profile in USD billions			
		Domestic Credit	Bonds	Equity		Domestic Credit	Bonds	Equity	Total
JAPAN	Dec-08	46.1	42.2	11.7	JAPAN	12,302	11,264	3,116	26,682
CHINA	Dec-08	58.1	23.3	18.6	CHINA	5,555	2,232	1,779	9,565
KOREA	Dec-08	35.7	46.0	18.3	KOREA	915	1,181	471	2,567
INDIA	Dec-08	31.8	49.9	18.3	INDIA	794	1,247	457	2,498
HONG KONG	Dec-08	16.1	4.7	79.2	HONG KONG	270	79	1,329	1,678
SINGAPORE	Dec-08	27.6	24.0	48.5	SINGAPORE	151	131	265	547
MALAYSIA	Dec-08	32.6	42.4	25.0	MALAYSIA	247	321	189	757
THAILAND	Dec-08	48.0	34.0	18.0	THAILAND	275	195	103	573
INDONESIA	Dec-08	47.8	22.8	29.4	INDONESIA	161	77	99	336
PHILIPPINES	Dec-08	30.4	35.3	34.3	PHILIPPINES	46	54	52	152
TOTAL						20,715	16,781	7,859	45,355

(Source: ADB, BIS)



Domestic Debt Securities in US\$ Billions				
Date	Govt	Corp	Fin Inst	Total
1995	2,480	583	1,675	4,738
1996	2,394	562	1,575	4,531
1997	2,284	508	1,410	4,203
1998	2,833	649	1,423	4,904
1999	3,665	751	1,635	6,051
2000	3,618	679	1,441	5,737
2001	3,631	630	1,250	5,510
2002	4,544	702	1,171	6,417
2003	5,831	797	1,254	7,882
2004	6,837	787	1,234	8,858
2005	6,605	705	1,060	8,370
2006	6,748	673	981	8,401
2007	7,145	728	983	8,856
Jun-08	7,774	673	1,021	9,468
2008	9,113	767	1,197	11,077
Mar-09	8,499	719	1,070	10,289

Source: BIS, Year End Figure

4. 日系発行体とアジア系発行体の債券及び MTN 発行実績 (07-08)

《資料：大和 SMBC ヨーロッパ提供：(Source: Dealogic)》

次に、過去 2 年間（2007 年 1-6 月、7-12 月、及び 2008 年 1-6 月、7-12 月）の、日系発行体と、日本以外のアジア系発行体の、過去 2 年間の、半年ごとの債券の発行実績（US ドル建て換算ベース）を、①ユーロ債・ユーロ MTN 市場と、②（各国）国内市場、とに分けてレビューする。（但し、分析の対象から国債を除く）

（1）日系発行体の発行実績

① ユーロ MTN 及びユーロ債市場

(UNIT: U.S.Dollar Millions)

	Euro-MTN	Euro-Bond	TOTAL
Jan-Jun 07	10,521	7,061	17,582
Jul-Dec 07	5,346	2,045	7,391
Jan-Jun 08	6,145	4,960	11,105
Jul-Dec 08	6,355	1,847	8,202

日系の発行体（日本政府発行の国債を除く）は、全体としてみれば、2008 年 9 月のリーマンショック等による世界的な金融市場の激震にかかわらず、比較的コンスタントにユーロ MTN 及びユーロ債の発行を継続していることがわかる。

② 国内市場（日本の国内市場、米国国内市場、その他の国内市場）

また、日系発行体（国債を除く）が、上記のユーロ MTN 及びユーロ債市場（国際債市場）を利用するほか、おひざ元の日本国内の自国市場をはじめとして、各国の国内市場をどれほど利用しているかを示したものが下記の表である。これをみると、2008 年に入ってから、むしろ債券の発行を増やしていることがわかる。

（なお、日本の国内市場には MTN 市場は存在していない）（その他の国内 MTN は、シンガポール、香港、マレーシアの市場での発行を指す）

(UNIT: U.S.Dollar Millions)

	US Dom-MTN	US Dom-Bond	Other Dom-MTN	Other Dom-Bond	Japan Dom-Bond	TOTAL
Jan-Jun 07	7,573	8,878	46	922	88,556	105,976
Jul-Dec 07	4,580	3,080	15	1,611	103,796	113,082
Jan-Jun 08	9,935	5,420	-	1,090	114,579	131,024
Jul-Dec 08	5,429	1,222	89	883	117,959	125,582

上記①と②の合計（日系発行体の債券発行額推移）

(UNIT: U.S.Dollar Millions)

	Euro-MTN	Euro-Bond	US Dom-MTN	US Dom-Bond	Other Dom-MTN	Other Dom-Bond	Japan Dom-Bond	TOTAL
Jan-Jun 07	10,521	7,061	7,573	8,878	46	922	88,556	123,558
Jul-Dec 07	5,346	2,045	4,580	3,080	15	1,611	103,796	120,473
Jan-Jun 08	6,145	4,960	9,935	5,420	-	1,090	114,579	142,129
Jul-Dec 08	6,355	1,847	5,429	1,222	89	883	117,959	133,784

(2) 日系以外のアジアの発行体の発行実績

上記で明らかなように、日系発行体は2008年9月のリーマンショックにかかわらず、ユーロMTN及びユーロ債市場において比較的順調に発行を行ったが、一方で、日系以外のアジアの発行体は、全体として、世界的な金融資本市場の激震の影響を受けて、ユーロ市場での発行を大きく減少させている。

① ユーロMTN及びユーロ債市場

(UNIT: U.S.Dollar Millions)

	Euro-MTN	Euro-Bond	TOTAL
Jan-Jun 07	11,734	24,687	36,421
Jul-Dec 07	3,717	7,498	11,216
Jan-Jun 08	6,290	13,163	19,453
Jul-Dec 08	3,005	4,243	7,249

② 国内市場（アジア各国の国内市場、米国国内市場）

日系以外のアジアの発行体のユーロ市場の発行額の落ち込みに対して、韓国、インド、香港、中国、シンガポール、マレーシア、タイ、台湾など、アジア各国の国内債市場では、アジアの発行体は、発行額を増やしている。

そこで注目されるのは、韓国の企業が日本の国内市場での発行（サムライ債）を増やしていることと、シンガポールと香港とマレーシアの国内市場で、MTN方式による債券の発行が可能となっており、それを他のアジア諸国の発行体も利用していることである。

(UNIT: U.S.Dollar Millions)

	US Dom-MTN	US Dom-Bond	Other Dom-MTN	Other Dom-Bond	TOTAL
Jan-Jun 07	36	1,260	5,531	52,341	59,168
Jul-Dec 07	-	2,115	4,136	71,342	77,592
Jan-Jun 08	-	2,359	4,490	79,073	85,922
Jul-Dec 08	-	1,206	4,181	127,873	133,260

なお、アジア各国の国内債券市場の興隆自体は望ましいことであるが、アジアの発行体にとって、アジア通貨建てを含むユーロ債・ユーロMTN市場（国際債市場）が縮小することは、アジア域内における有効な投融資資金の循環を阻害する要因となりかねず、望ましいことではないと考えられる。

上記①と②の合計（日系以外のアジアの発行体の債券発行額推移）

(UNIT: U.S.Dollar Millions)

	Euro-MTN	Euro-Bond	US Dom-MTN	US Dom-Bond	Other Dom-MTN	Other Dom-Bond	TOTAL
Jan-Jun 07	11,734	24,687	36	1,260	5,531	52,341	95,589
Jul-Dec 07	3,717	7,498	-	2,115	4,136	71,342	88,808
Jan-Jun 08	6,290	13,163	-	2,359	4,490	79,073	105,375
Jul-Dec 08	3,005	4,243	-	1,206	4,181	127,873	140,508

XVIII. 2009 年 4 月 JBIC に提出の報告書あとがき

何をさておき、最初に、昨年 2008 年の第一フェーズの研究報告書を評価していただき、今回 2009 年の第二フェーズの調査研究の機会をお与えいただいた国際協力銀行（JBIC）の関係者の皆様に、心よりの御礼を申し上げます。

また、非常に短期間の間に、第一フェーズと第二フェーズの報告書をまとめることができたのは、以下の資料編資料 1 から 3 に示す協力者と研究会参加メンバーのおかげである。

実際の公式な研究会の開催のみならず、その前後に、個別のミーティングや電話や eメールでのやり取りを、研究会メンバーの方々と頻繁に行わせていただいた。また、メンバーの有志の方々には、報告書の原稿の執筆にも携わっていただいた。実名を記載させていただいたのは少数にとどまるが、匿名での執筆参加者には、それぞれの論文の最後に、感謝をこめて（研究会有志）と記載させていただいた。また、研究会参加の多くの方が、謝金の辞退を申し出られたことも、申し添えさせていただく。

今回まとめた報告書を改めて一読して感じるのは、MTN プログラムという市場調達（金融仲介）ツールの、いわば奥の深さである。それは、米国で発祥し、コマーシャルペーパー・プログラムのいわば兄貴分として、ユーロ市場を中心に、長年かけて洗練されてきた、国際的な金融資本市場の幅広いユーザーと市場専門家の、いわば知恵と汗の結晶である。

そして今、動きとしては目立たないが、その欧米が発明したツールについて、アジアの中で、アジア独自かつ共通の市場制度インフラないし市場標準に昇華させようとする胎動が、実際に起こっていることの素晴らしさである。

日本とアジアの金融資本市場のプロのユーザー達が、欧米からの単なる借り物でない、アジア標準としての「アジア版 MTN プログラム」とそのための市場インフラを持つことができたとき、はじめて、「アジアと日本が、欧米の金融資本市場に肩を並べた」といえるのではないかと感じる次第である。

そして、2008 年秋のリーマンショック後のグローバル資本市場の変容と金融危機の深刻度、世界的な金融資本市場規制強化への動き、そして我国の国際会計基準への転換が秒読み段階に入ったことなどを考え合わせると、今こそ、日本とアジア域内の市場実務家と学者等が連携し、アジアのプロ資本市場のための新たな市場標準・市場インフラを創造・構築すべき時が到来したとの思いを強くする次第である。

最後に、この貴重な機会を与えていただいた、国際協力銀行アジア大洋州ファイナンス部の舟田豊次長、鈴木竜太調査役、北川理恵様、Hyun Suk 様と、私とともに研究報告書の作成に向けて、業務時間外にかなりの長時間、献身的に汗を流していただいた研究会参加各位をはじめとする協力者の方々に、改めて、感謝の意を表させていただく。

2009 年 4 月 10 日

犬飼 重仁

早稲田大学 法学大学院 教授

調査報告作成者 略歴と連絡先

犬飼 重仁 (いぬかい しげひと)

早稲田大学 法学学術院 教授

1953 年生まれ。2008 年 7 月より 早稲田大学 法学学術院 教授 (現)。

1975 年 慶応義塾大学法学部卒業。

同年三菱商事株式会社入社。ロンドン金融子会社勤務 (1987-1994) を含め、19 年間同社財務金融部門に勤務。

2002 年 6 月から 2008 年 6 月まで 三菱商事 国際戦略研究所 金融情報担当部長等。

2002 年 5 月 ハーバード・ビジネススクール AMP 修了後、同年 6 月 内閣府所管の総合研究開発機構 (NIRA) 出向。以後 6 年間 NIRA 主席研究員及び Senior Fellow を務める。

2002 年 3 月 「日本資本市場協議会」事務局長を兼任 (現)。

2004 年 4 月から 2008 年 6 月まで、早稲田大学 法学学術院 客員教授 を兼務。

2007 年 4 月 「金融 ADR・オブスマン研究会」幹事 (現)。

2007 年 6 月 「アジア資本市場協議会(CMAA)」代表・事務局長 (現)。

〒169-8050 新宿区西早稲田 1-6-1

研究室: 早稲田キャンパス 9 号館 6 階 624 号室

Tel&Fax: 03-3202-2472 (内線:71-3274)

e-Mail: shige.inukai@river.dti.ne.jp

shige.inukai@cmaa-group.org

URL: <http://sites.google.com/site/profinukaiswebsite/>

<http://www.cmaa-group.org/>

資料編

資料 1 : 関連出張先一覧

ロンドン 訪問先一覧 :

Citigroup Global Markets Limited (CGML)
International Capital Market Association (ICMA)
Barclays Capital
Nomura International PLC
Mitsubishi UFJ Securities International plc (MUSD)
Daiwa SMBC (Europe) Limited
Field Fisher Waterhouse LLP
Mitsubishi Corporation Finance PLC
Dresdner Kleinwort (面談場所 : 東京)
Mizuho International plc
Linklaters LLP
MORRISON & FOERSTER (UK) LLP
TOKYO STOCK EXCHANGE INC. London Rep.Office

北京 関連訪問先一覧 :

DAGONG GLOBAL CREDIT RATING CO.,LTD
THE PEOPLE'S BANK OF CHINA
CITIC Securities Co., Ltd.(CITIC 証券債券部)
THE EXPORT=IMPORT BANK OF CHINA (中国輸出入銀行資金運営部引受処)
CHINA DEVELOPMENT BANK (国家開発銀行)
MINISTRY OF FINANCE
CHINA SECURITIES REGULATORY COMMISSION
Nomura Securities Co., Ltd.
JAPAN BANK FOR INTERNATIONAL COOPERATION

ソウル 訪問先一覧 :

Nomura Securities Co., Ltd.
FINANCIAL SUPERVISORY SERVICE
Hanwha Securities
NICE Investors Service Co., Ltd
Korea Development Bank
Korea Eximbank
KOREA SECURITIES RESEARCH INSTITUTE

THE BANK OF KOREA

シンガポール・香港・マニラ 関連訪問先・コンタクト先一覧：

Allen & Gledhill
Singapore Exchange Limited
Monetary Authority of Singapore (MAS)
PIMCO ASIA LIMITED, PIMCO Japan Ltd, PIMCO Asia Pte Ltd
Bank of Tokyo Mitsubishi UFJ, Hong Kong
BANK OF JAPAN Hong Kong Office
JAPAN BANK FOR INTERNATIONAL COOPERATION Hong Kong Office
Asian Development Bank

資料 2：受託研究関係者・協力者の一覧

三菱 UFJ 証券株式会社

堀内 将道 デット・キャピタル・マーケット部 ドキュメンテーションチーム
 加藤 洋一 投資銀行本部 キャピタル・マーケット・グループ
 デット・キャピタル・マーケット部長

アジア資本市場協議会 / 日本資本市場協議会 / 企業財務協議会 メンバー各位

国際協力銀行 (JBIC)

Hyun Suk アジア大洋州ファイナンス部 ABMI タスクフォース担当【2009年3月迄】
 韓国銀行 (BOK) 金融研究チーム課長・エコノミスト【現】
 早稲田大学客員主任研究員【現】 , ADB コンサルタント【現】

上村 達男 早稲田大学法学学術院長・法学部長 嶋根 裕子 法学部
 築瀬 捨治 早稲田大学客員上級研究員 兼 研究院教授
 長島・大野・常松法律事務所 弁護士

資料 3：研究会参加者一覧 (順不同)

所属・肩書き (当時)	氏 名
パークレイズ・キャピタル証券株式会社 投資銀行本部 ディレクター引受審査部長	鈴木 裕彦
三菱 UFJ 証券株式会社 市場商品企画部 市場商品管理室 部長代理	前田 憲一
野村証券 顧問・キャピタルマーケット担当	工藤 克典
野村証券 キャピタルマーケット部	北嶋 友
野村証券 IB 業務課 業務三課	吉田麻里子
野村資本市場研究所 研究部 主任研究員	関根 栄一
日興シティグループ証券株式会社 投資銀行本部 ディレクター【前】 日興コーディアル証券株式会社 投資銀行本部資本市場業務部ディレクター【現】	木村 裕
大和証券 SMBC 株式会社 システム企画部 部長【前】 大和証券 SMBC 株式会社 商品業務部 部長【現】	吉田 聡
大和証券 SMBC 株式会社 キャピタルマーケット部 部長【前】	住吉 長
㈱格付投資情報センター 代表取締役会長【前】	原田 靖博

㈱格付投資情報センター 特別顧問【現】	
㈱格付投資情報センター 市場研究室長	中塚富士雄
森・濱田松本法律事務所 パートナー弁護士	鈴木 克昌
松本法律事務所 弁護士 【2008年11月7日ご逝去】	松本 啓二
千葉大学 専門法務研究科 教授	青木 浩子
トレードウィン(株) 代表取締役社長【前】 SBI ネットシステムズ(株) 代表取締役社長【現】	内山 昌秋
トレードウィン(株) 取締役副社長【前】 SBI トレードウィンテック(株) 専務取締役【現】	藤本 守
預金保険機構 参与【前】 年金積立金管理運用独立行政法人 審議役・企画部長 【現】	玉木 伸介
中央三井インフォメーションテクノロジー(株) 取締役品質保証部長【前】 年金積立金管理運用独立行政法人 情報化統括責任者(CIO) 補佐官【現】	平井 一志
日立キャピタル損害保険株式会社 取締役社長	佐藤 良治
スイフトジャパン Commercial Division Vice President	吉見 亨
スイフトジャパン Commercial Division Vice President	田中 寛
(株)NTT データ 決済ソリューション事業本部企画部決済事業戦略室部長	村上 雅春
みずほ証券 グローバル投資銀行部門 資本市場グループ 副グループ長 (第二フェーズ研究会より参加)	安藤 毅
早稲田大学 法学学術院 教授	犬飼 重仁

資料別紙：

資料別紙 4 日本企業グループ MTN Programmes Master List (全 2 頁)

《Citigroup Global Markets Limited 提供資料をベースに、研究会各位により内容を調整》

資料別紙 5 シンガポール SGX Listed TN Programmes List (全 6 頁)

《Singapore SGX HP 掲載情報をもとに作成》

その他の参考文献等：

犬飼重仁他 「電子コマーシャルペーパーのすべて」	04年12月	東洋経済新報社
犬飼重仁編 「アジア域内国際債市場創設構想－アジアボ ンド市場へのロードマップ－」	07年3月	レクシス・ネクシス
上村達男/神田秀樹/犬飼重仁 共編著 「金融サービス市 場法制のグランドデザイン」	07年11月	東洋経済新報社
犬飼重仁編 「Grand Design for An Asian Inter-Regional Professional Securities Market (AIR-PSM)」	08年3月	レクシス・ネクシス
Frank J. Fabozzi 「The Handbook of Fixed Income Securities Sixth Edition」 Chapter 12 “Medium-Term Notes”	2001	McGraw-Hill

2009年11月28日(一般公表用改定新版(09/12/10公表)) 早稲田大学大学院法学研究科