

アジア債券市場の標準化・調和化の試み

—— ASEAN+3 債券市場フォーラム (ABMF) の議論の経緯と今後の展望——

椎 名 隆 一

要 旨

1997年のアジア通貨危機を契機とするアジア債券市場の整備の議論を中核的に担ってきたアジア債券市場イニシアティブ (ABMI) は既に結成後10年が経過した。ABMI は、ASEAN+3 地域内での債券発行・流通を促進するための様々な施策を推進する一方、アジア債券市場の規模は通貨危機当時と比べ格段の発展を遂げてきた。しかし、著しい伸びを見せている中国・韓国をはじめとする国債市場以外の各国債券市場の整備は未だ停滞しており、市場慣行、税制、市場インフラ等の各国のばらつきや、為替リスク・為替規制の存在、資本移動規制などクロスボーダー債券取引の障害となる制度的要因は未だ数多く残存している。この状況を打開し、さらなるアジア債券市場の整備を推進するため、2010年5月に ABMI のもとに官民合同の審議ユニットである ASEAN+3 債券市場フォーラム (ABMF) が設立され、同年9月より、参加国の債券市場の規制の枠組みと市場インフラの現状調査、及びその標準化・調和化に関する作業を展開している。既に、計11回の国際会議 (2013年2月時点) が開催され、第6回北京会議 (2011年12月) までの第1フェーズでは、各国債券市場の調査を完了し、その成果を1532ページに及ぶ Bond Market Guide として公表した。第7回香港会議 (2012年2月) から開始された第2フェーズでは、各国債券市場の中のプロ向け債券市場の一層の整備を推進したうえで、互いの市場を相互認知 (Mutual Recognition) でリンクし、アジア多通貨建債券発行フレームワーク (Asian Multi-Currency Bond Issuance Framework: AMBIF) に基づくアジア域内横断のプロ向け債券市場の仕組みを整えるべくより具体的な方法論について議論を進めている。この試みにより、アジアに眠る潤沢な貯蓄を、同じアジア域内での投資に向かわせる有効な仕組みが形成されることが期待される。本稿は、この議論の概況 (特に、規制の枠組みを協議しているサブ・フォーラム1の活動) を紹介するものである。

目
はじめに
I. アジア債券市場整備議論の契機—アジア通貨危機と ABMI の成立—
1. アジア債券市場イニシアティブ (ABMI) 開始の背景
2. 未だアジア債券市場は発展途上
3. ABMI の活動体制と主要な成果
II. ASEAN+3 債券市場フォーラム (ABMF) の設立
1. ABMF とは何か
III. ABMF の議論の中核となるアジア域内横断的プロ向け債券市場構想

次
1. ABMF の下での戦略的市場構想
2. 東京プロボンド・マーケットの成立
IV. ABMF 第 1 フェーズの議論—アジア債券市場の標準化・調和化に向けた基礎調査—
1. 各サブ・フォーラムの作業の方向性
2. 第 1 フェーズの審議経過
3. 第 1 フェーズの議論のまとめ
V. ABMF 第 2 フェーズの議論—プロ向けアジア債券市場の統合の道筋—
1. 第 2 フェーズの審議経過
2. 今後の展望

はじめに

本稿は、2010年以降のアジア債券市場の標準化・調和化の具体的な実現を目指してアジア債券市場イニシアティブ (Asian Bond Markets Initiative: ABMI) の下に結成された官民合同のプロジェクトである ASEAN+3 債券市場フォーラム (ASEAN+3 Bond Market Forum: ABMF) の約 2 年半に及ぶ議論 (特に規制の枠組みを協議しているサブ・フォーラム 1 の活動) の経緯をまとめたものである。

近い将来にアジア地域に、使いでのよいクロスボーダー債券市場を整備し、これまで非効率と指摘されてきた域内での貯蓄から投資への資金の流れを改善しようとの試みであるが、ABMF の最初の取り組みは、これまでも一定の成果を生んできた ABMI のアジア債券市場の現状に関する基礎調査をさらに深化させて、各国市場の現状を法的枠組みと市場インフラの両面で横断比較を可能とさせることであった。この第 1 フェーズ作業 (2010年 9 月～2011年12

月) の成果は、2012年 4 月に ABMF の事務局を務めるアジア開発銀行 (ADB) から公表された 1532 ページに及ぶ ASEAN+3 Bond Market Guide として結実した。

より具体的なアジア域内横断的債券市場の仕組み作りの議論に入った第 2 フェーズ (2012年 2 月以降) では、各国債券市場の中のプロ向け債券市場の一層の整備を推進したうえで、互いの市場を相互認知 (Mutual Recognition) でリンクし、アジア多通貨建債券発行フレームワーク (Asian Multi-Currency Bond Issuance Framework: AMBIF) に基づくアジア域内横断的プロ向け債券市場の仕組みを整えるべく様々な方法論について議論を進めている。

アジア債券市場の整備に関連する多様な議論と広範なステークホルダーを巻き込みながら、ABMF は、現在着実にアジア域内横断的プロ向け債券市場の具体像を明らかにしつつある。

I. アジア債券市場整備議論の契機—アジア通貨危機と ABMI の成立—

1. アジア債券市場イニシアティブ (ABMI) 開始の背景

アジア債券市場整備の議論は、1997年のアジア通貨危機とその後の ABMI の成立によって開始されたことは広く知られている。1997年のアジア通貨危機以前のアジアの金融市場を考えると、当時アジア通貨は実質米ドルとの間で固定しており、米ドル等の外貨を短期借入し、自国通貨建てで、国内設備投資・不動産等の長期の融資に充当していたため、いわゆる通貨と期間の二重のミスマッチが存在し、金融システムが脆弱で債券市場の整備も不十分であった。かかる背景の中で、97年、アジアの幾つかの通貨への信任が大きく揺らぎ、急激な外国資本の逃避がアジア各国へ波及するといった、いわゆるアジア通貨危機が発生した。

そこで、2003年8月、ASEAN+3財務大臣会議がマニラで開催され、通貨と期間のミスマッチを回避し、アジア域内の金融安定化を目指して、また、同時にもともとアジア域内に潤沢にある民間貯蓄を域内経済発展に必要な中長期投資に活用するため、日本からの提案に基づき債券市場育成の取組みについて合意がなされ、アジア債券市場イニシアティブ (ABMI) が成立した。

その後、2008年5月にマドリードで開催された ASEAN+3財務大臣会議では、アジア債券市場の更なる発展に向けた新ロードマップが合意された。

一方、97年のアジア通貨危機後の日本を除く ASEAN+3 の現地通貨建て債券市場の規模をみると、アジア通貨危機の時や、ABMI が成立する頃の市場規模に比べ、現在のアジア債券市場は格段に厚みを増している (図表1)。

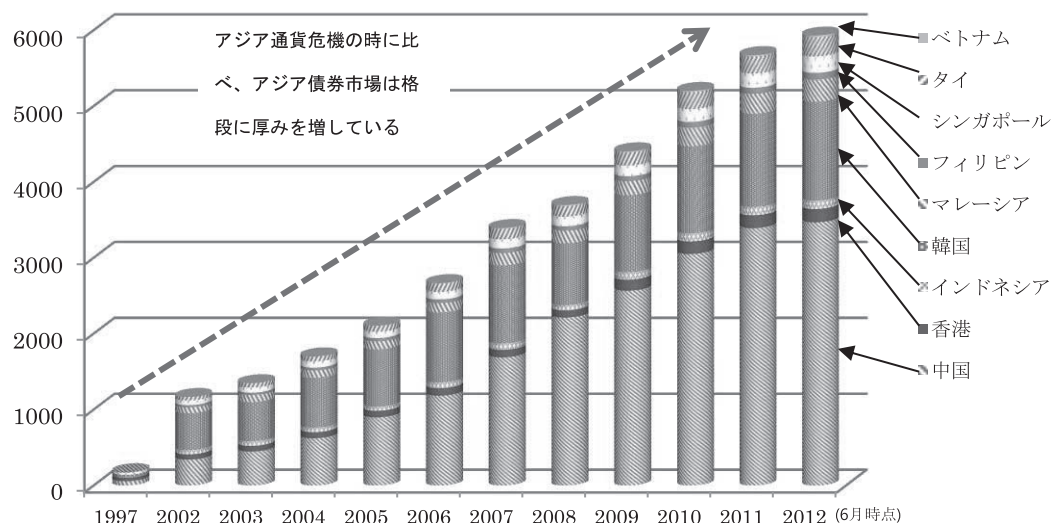
2. 未だアジア債券市場は発展途上

ところで、このアジア債券市場の急拡大について、その解釈には様々な留保が必要とされる。つまり、国債を中心とした公共債が伸長している中国・韓国を除いた ASEAN のコア部分では、債券発行額の伸びは未だ限定的である¹⁾。また、データの的に社債に区分されるものの中にどの程度金融セクター (つまり金融債) と国営企業債が含まれるか、十分に明らかでない²⁾。このため、債券の一般企業ファイナンスへの活用 (つまり社債発行) は依然、低位にとどまっているものとみられる³⁾。

また、ABMI のアプローチは (制度の) 「供給サイド」からのものであり、アジアに債券発行ニーズがあるという前提での制度作りを進めているが、実際にアジアの企業に債券発行ニーズがあるかは単純には言えない。つまり間接金融優位、株式発行への選好など需要側の構造は複雑かつ不透明であり、アジアの債券市場の整備を進めようという政策的意図と実際の需要にはギャップがあると指摘されている⁴⁾。また、市場規制・基準、市場慣行、税制、市場インフラ等の各国間のばらつきや、為替リスク・為替規制の存在、資本移動規制など、クロスボーダー債券取引の障害となる制度的要因が依然存在している。以上のような理由から、今後も、アジア債券市場の強化の継続的取組みが必要と考えられる。

図表1 ASEAN+3（日本を除く）の現地通貨建て債券市場の規模

(10億米ドル)



(注) 数値は国債及び社債の発行残高の合計。

〔出所〕 アジア開発銀行“AsianBondsOnline”

3. ABMI の活動体制と主要な成果

ABMI では、アジア債券市場の育成に向けた取組みとして4つの分野を特定し、それぞれタスクフォース（TF）を設置して、多様な課題に取り組んできた。

供給面（債券の発行市場）での取組みをしているのがTF1であり、最近の成果としては信用保証・投資ファシリティー（Credit Guarantee and Investment Facility: CGIF）の設立がある。TF2は、需要面（債券の流通市場）での取組みを行っており、投資家層拡大に向けた投資環境の整備として AsianBondOnline という専用メディアを通じた情報発信等の取組みを行っている。TF3は、規制の枠組みを審議しており、本稿のメインテーマである ABMF のプロジェクトが行なわれている。TF4は、市場インフラの改善を取り扱っている。

こうした ABMI の活動の成果は、日本では

あまり知られていないが、2003年から着々と成果を上げてきているので、正当な評価を与えてしかるべきであろう。ABMI は、初期のロードマップ期間中に、CBO と呼ばれる債券担保証券の発行、マレーシア、タイにおける海外投資家に対する債券投資に係る源泉課税の免除、国際機関によるアジア現地通貨建債券発行、地域格付機関の調和に向けた基準作り⁵⁾、AsianBondOnline ウェブサイトの開設による情報発信等を実現している。

また、2008年の新ロードマップ以降は、前述の CGIF を設立し、ASEAN+3 域内企業発行の現地通貨建社債に保証を提供する仕組みを作った。現在の資金規模7億ドルで、日中韓、ASEAN 及びアジア開発銀行（ADB）が拠出している。また、2010年には、クロスボーダー債券取引決済の障害について調査を行い、Group of Expert（略して GoE）レポートとして公表している。さらに、ABMF の設立があ

る。

II. ASEAN+3 債券市場フォーラム (ABMF) の設立

1. ABMF とは何か

ABMI は、創設以来、主として政府間の協議を中心に行われてきたが、2010年5月に、ABMI のTF3の下にアジア債券市場フォーラム (ABMF) を新たに設置し、従来のアジア開発銀行 (ADB)、各国財政当局者に加え、民間市場関係者の幅広い参加も得て、ASEAN+3 域内債券市場の規制面、インフラ面を含めたさらなる標準化・調和化及び現地通貨建債券市場の拡大を推進するための具体策について官民一体で実務レベルの協議と作業を行うことが決定された。

なお、ABMF 創設を促したのは、前述した2008年に開始された ABMI のTF4の下で結成された「域内クロスボーダー決済システムに係る民間検討グループ」(Group of Experts: GoE) によるアジアにおけるクロスボーダー債券取引の規制面・決済インフラ面の障害を特定する作業活動とその成果物である GoE リポートが関係者の高い評価を得たことが大きいと言われる。つまり、民間セクターの参加により、作業が予想以上に効率的に進むことに政策当局者が気付いたとも言われる。

ADB が ABMF の事務局となり、各国債券市場を取り巻く規制面の調和化を話し合うサブ・フォーラム 1 (SF1) と、市場インフラの調和化を協議するサブ・フォーラム 2 (SF2) が設けられている⁶⁾。

2010年9月に第1回目の ABMF 会議が東京

で開催されて以降、これまでマニラ、クアラルンプール、済州島、パリ、北京、香港、マニラ、ソウル、バンコク、シンガポールと計11回の国際会議が開催され、アジア債券市場の標準化・調和化に関する協議及び関連市場調査が実施されてきた。2011年12月の第6回北京会議までが第1フェーズと位置付けられ、2012年2月の第7回目の香港会議から第2フェーズの議論が開始されている。

なお、ABMF (特にサブ・フォーラム 1) の議論の主要な論点である、アジア域内における横断的プロ向け債券市場の形成は、サブ・フォーラム 1 の ADB コンサルタントに就任している早稲田大学の犬飼重仁教授がユーロボンド市場での自らの経験を基に長年温めてきたアジア版ユーロボンド市場等の一連の構想をベースとするものであり、ABMF の議論のオピニオン・リーダー的役割を果たしている。

III. ABMF の議論の中核となるアジア域内横断的プロ向け債券市場構想

1. ABMF の下での戦略的市場構想

ABMF は、ABMI が2003年の創設以来、検討を続けてきたアジア域内での債券市場の整備・育成というテーマの単なる延長ではなく、より戦略的・実践的な市場構想が絡んでいる。つまり、それは1980年代～1990年代に日本の発行企業が自由闊達な資金調達のもととして利用したかつての「ユーロボンド市場」のアジアにおける再現への試みである。

ただし、誤解を避けるために言えば、単純にユーロボンド市場の模倣ではない。後述するよ

うに、ABMF はアジアにオフショア債券市場を実現するアプローチはとらず、代わりに各国で一定の発展を見せているプロ向け債券市場をベースに、いっそうの標準化・調和化、及び相互認知（Mutual Recognition）を通じての各国国内市場の相互リンクを想定している。

このプロ向け債券市場構想は、ABMI での議論とは別の経緯をたどり、ユーロボンド市場での資金調達実務に日本企業の財務担当者として深く係ってきた犬飼教授を中心とする実務家・法律家などのグループにより、日本国内で醸成されてきたものであり、ABMF の活動の開始とともに、ABMF が目指す市場構想の中核的な理念として取り入れられることになった。

なお、既に国内法規制の中で、このプロ向け債券市場構想実現に向けての取り組みが一定程度進んでいる。2008年末には、金融庁が公表した「金融・資本市場競争力強化プラン」の一環として、従来からの少人数私募及びプロ私募に加え、特定投資家向け市場整備のための「新たな開示免除証券市場の枠組み」が法制化された。また、2009年末には国債・地方債に続き、非居住者の受け取る社債利子の源泉徴収に関しても、非課税化（いわゆる J-BIEM）が決定している。

2010年 6 月には、政府の新成長戦略にて、ユーロボンド市場と比肩する市場を日本に実現するための「プロ向け社債市場の整備」、「アジア域内の豊富な貯蓄をアジアの成長に向けた投資に活用すること」が表明され、また、その工程表（金融部分）には、「プロ向け発行・流通社債市場の整備」が2010年度の早期実施事項として掲げられ、「アジア債券市場の構築」についても2010年に「ASEAN+3 債券市場フォー

ラム（ABMF）の設立」、2020年までに「アジア債券市場を育成し、日系企業等の現地通貨での資金調達を円滑化」の方向性が示されている。

2. 東京プロボンド・マーケットの成立

日本が ABMF の場で、プロ向け債券市場のモデルとしてアピールしているのは、2011年 5 月に正式発足した東京プロボンド・マーケットである。東京証券取引所グループ内の東京 AIM（当時）⁷⁾の中に設けられた市場であるが、「特定投資家等」⁸⁾という新たなプロ投資家ベースをターゲットとし、完全英語開示をはじめとする簡易な開示制度によるプロ限定債券市場である。このように、取引所がイニシアティブをとったプロ向け債券市場の開設は世界的にもめづらしい試みではないと思われる。なお、ここでいう上場は、ユーロボンド市場におけるルクセンブルグ取引所のように、プロファイル・リスティング（つまり発行体の開示）を目的とするものであり、売買目的ではない。

東京プロボンド・マーケットの上場要件としては信用格付要件と、主幹会社要件がある。つまり、上場する場合には主要な信用格付会社から格付取得を義務付けており、これは MTN などの発行プログラムにも適用される。主要な格付会社とは、米国大手 3 社と日本の 2 社である。また、主幹会社リストに登録された証券会社を通して上場を行う必要がある。

開示に使用する言語は日本語又は英語である。払込日までの期間は、一般的には約 2 か月を要するところ、数週間とされる。会計基準は、日本の GAAP 以外に基づくことができる。上場は必須であり、MTN などのプログラム自体の上場も可能。販売先は、特定投資家及び非

居住者である。

なお、同市場には、既に第1号案件として、オランダのING Bankが2012年3月末に2,000億ドルのMTNプログラム上場を行い、4月に第1回目の発行として507億円（2年債）⁹⁾の調達を行っている。その後、同市場にはNomura Bank International plc.¹⁰⁾、Nomura Europe Finance N.V.¹¹⁾、SK Telecom Co., Ltd.（韓国企業）¹²⁾がMTNプログラムをそれぞれ上場。同年12月にはING Bankがプログラムの調達枠を4,000億円に拡大したうえで再び発行を行い、民間債として最大の1,645億円の普通社債¹³⁾及び114億円の変動利付債¹⁴⁾を起債した。

また、2012年5月には、マニラで開催されたASEAN+3財務大臣・中央銀行総裁会議において、ABMFの目指すアジア域内の横断的プロ向け債券市場の実現を強力に推進する趣旨で、アジア開発銀行（ADB）自体がMTNプログラムを東京プロボンド・マーケットに近く上場することも公表されている。

IV. ABMF 第1フェーズの議論— アジア債券市場の標準化・調和 化に向けた基礎調査—

1. 各サブフォーラムの作業の方向性

ABMFの各サブ・フォーラムの当初定められた基本的な作業の方向性は、サブ・フォーラム1については、前述のGroup of Expertsの市場インフラ調査及びその報告書の結果を踏まえ、再度、規制の枠組みの観点を加え、多様なアジア各国の債券市場の制度的枠組みについて調査項目を特定した質問票（Questionnaire）を確定し、それに基づく再調査を行い、標準

化・調和化の提言を行うこととされた。また、各国の制度の洗い出し、調和化というボトムアップ・アプローチを基本としつつ、一方でアジア全域にユーロボンド市場に類似したプロ向け債券市場をトップダウンで創出することを目指すという提案し、ABMF参加国のコンセンサス獲得を目指すということが申し合わされた。

一方、サブ・フォーラム2が取り扱う市場インフラ面の主要なバリアを示すのが図表2である。図の右側の公的部門にある税制、外為規制、通貨管理、投資家登録等のバリアの現状については、先に述べたGoEレポートで既にカバーされているため、ABMFでは、左側に示す、メッセージ・フォーマット、証券コード、決済照合等のバリアについて洗い出しを行うということになった。これは、市場における情報の流れを改善し、アジア債券市場におけるStraight Through Processing（STP）化を促進するという趣旨である。

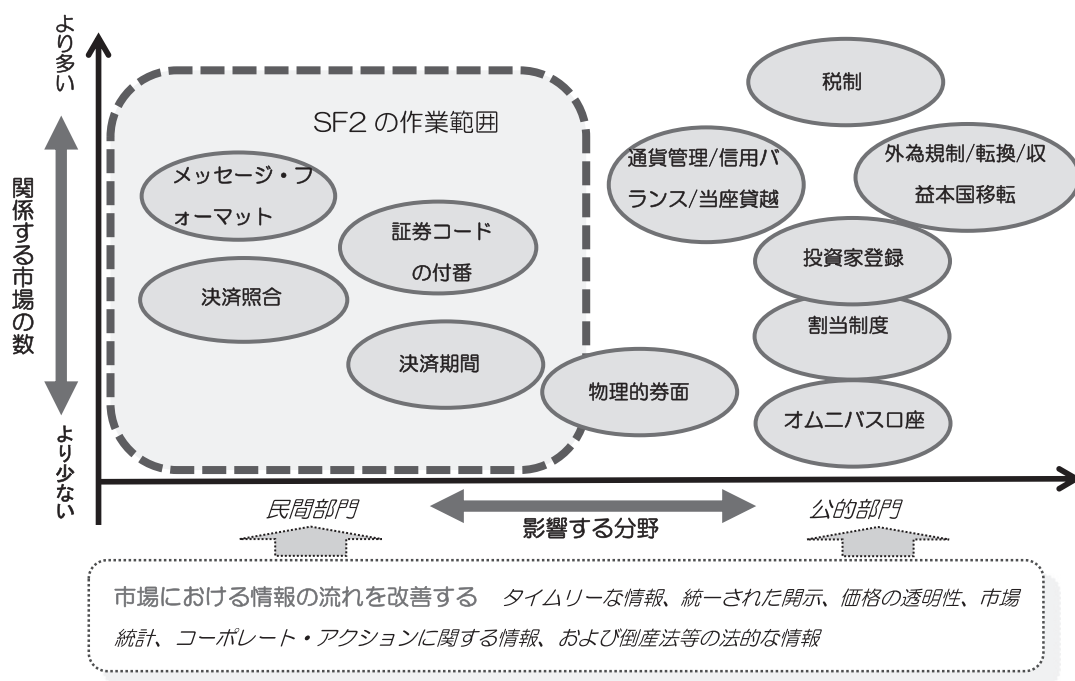
本稿は、サブ・フォーラム1の活動内容の紹介が主たる目的なので、サブ・フォーラム2については、ここでの指摘にとどめるが、ABMF開始以来の2回の市場調査等を通じて、ASEAN+3債券市場の国債及び社債に関する取引・決済インフラの全貌はほぼ明らかにされている¹⁵⁾。

2. 第1フェーズの審議経過

（1）第1回会議（東京）

2010年9月開催。ABMFの目的の共有、及び質問票（Questionnaire）に基づく各国債券市場の基礎情報の洗い出しという活動の方向性についてコンセンサスがはかられた。また、人事面では、SF1議長に、日本のナショナル・メンバーの一角である東証の代表を選出。また、副

図表2 サブ・フォーラム2が取り扱う市場インフラ面の主要なバリア



〔出所〕 GoE レポート等を基に作成

議長に選ばれたマレーシア代表からは、早速、アジア地域の格付に関する実務的な問題が提起され、この後の会議においても格付問題は、何度か、専門のセッションが設けられ、議論していくことになる。さらに、ABMFのテーマとして、イスラム金融（特にスクーク市場）についても視野に入れようとの意見が表明された。

（２） 第２回会議（マニラ）

2010年12月開催。質問票に回答する形で、日本の債券市場に関する日本側の調査報告書案が提示された。

また、ADB コンサルタントが提示した質問票（案）の構成は、①各国債券市場の構造と特徴、②発行市場・流通市場の規制の枠組み、③債券取引の現状と取引のための市場インフラ、

④域内横断的市場実現に対する障害及び制限となる事項、⑤決済システムの概要、⑥取引コスト及び課金方法、⑦市場規模及び統計、であった。これに対し、会議参加者より、質問票に将来のイノベーション等の変化要因への対応や、証券化商品、イスラム債券（スクーク）市場の整備状況などの最近の新しいトレンドについても正式な調査項目として追加すべきとの意見があり、このため、質問状の項目として、⑧イスラム金融（特にスクーク市場）の存在、及び⑨将来の方向性、の２項目が加えられることになった。

（３） 第３回会議（クアラルンプール）

2011年２月に開催。ADB コンサルタントによる情報収集活動の経過報告と関係各国への更

なる情報提供の働きかけが行われ、各国債券市場に関して2011年4月から5月にかけて現地訪問調査が実施されることが確認された。

また、マレーシアのかねてからの主張であるアジア域内格付機関の相互連携及び相互認知の推進とアジア広域型の格付機関（New International Credit Rating Agency: NICRA）の創設問題をテーマとする特別セッションが持たれた。インドネシア、マレーシア、フィリピン、中国、韓国の各国地場格付機関及びアジア格付機関連合（ACRAA）の代表がスピーカーとして招かれ、プレゼンテーションとパネル討論が実施された¹⁶⁾。

（４） 第４回会議（済州島）

2011年6月に開催。なお、会議に先立って同年4月以降、ADB事務局により各国の質問票による基本情報を基に、集中的なABMF参加各国の債券市場訪問調査が実施された。全体で100件を超える各国機関とのインタビューを実施した結果、報告書（Bond Market Guide）案が取りまとめられ、本会議で提示された。各国市場調査を通じて、債券市場の規制の枠組みに関する多様な論点について、横断的比較が可能となり、アジア域内横断的プロ向け債券市場の実現に向けた課題が相当程度明確になった。

また、ABMFの会議を通じて大きく取り上げられる問題の一つであるアジア債券市場における自主規制機関（Self-Regulatory Organization、略してSRO）の問題について、韓国からの提起により議論が行われた。ABMFが目指すアジア域内横断的プロ向け債券市場が実現する暁には、ルール・メイキングの主体をどこが担うかが問題となるわけで、債券市場の運営が、一部の新興国を除き店頭取引が中心である

以上、そのルール・メイキングやエンフォースメントを自主規制（Self-regulation）を中心に考えるのは自然な流れである。特にトップダウン方式によるユーロボンド型債券市場の実現であれば、国境を越えた広域型SRO（これをAsian SROと呼ぶ）が必要となる可能性がある。韓国側から韓国金融投資協会（KOFIA）及び韓国証券取引所（KRX）、日本側から日本証券業協会及び東京証券取引所（の中の東京AIM）の4機関が、それぞれの自主規制の内容を報告し、意見交換を行った¹⁷⁾。

（５） 第５回会議（バリ）

2011年9月に開催。第1フェーズの主要課題であった各国債券市場調査がほぼ完了し、成果物としての各国マーケット・ガイド案に関する完成度評価と、この調査結果を踏まえた各国制度の主要な相違点について28項目＋イスラム金融についての比較分析案が示された。

プロ向け私募債市場の推進、広域型SRO、債券市場データの精度向上等についても追加的議論が行われた。また、情報セッションとして、将来的な変動要因としての取引主体識別子（Legal Entity Identifier: LEI）¹⁸⁾の基本コンセプトの知識普及と今後のアジア債券市場への影響について討議が行われ、また、債券価格の情報サプライ・チェーンについて、債券価格評価機関（Bond Pricing Agency）のビジネス・モデルを展開するマレーシア、インドネシアから報告があり、日本からも社債懇¹⁹⁾で行われている債券価格公表制度の議論の経過を報告した。

（６） 第６回会議（北京）

第1フェーズ最後の北京会議では、ほぼ完成に近づいたSF1・SF2報告書について、ADB

コンサルタントより、作業の現状について報告が行われた。

また、「オフショア」発行の概念について活発な議論が行われ、第2フェーズは、共通化した発行とドキュメンテーション要件によって、参加国の債券発行を可能とするプログラムの開発を目指す、当該プログラムが「オフショア」発行を含むかどうかについては、さらにメンバー間の協議が必要との結論となった。

3. 第1フェーズの議論のまとめ

ABMF 第1フェーズは、アジア債券市場の将来像を巡り、関連する事項はできるだけとりいれようとの方針²⁰⁾から、いささか総花的な論点での議論が展開されたが、これらの活動を総括すると以下のようなようだろう。

一つ目は、ABMFに参加する域内11か国地域の債券市場の規制面、市場インフラ面の基礎調査・分析が完了したこと。ADBは、これらの成果を網羅的・包括的に纏めた1,532ページに及ぶ報告書(ASEAN+3 Bond Market Guide)を完成し、2012年4月4日にリリースを行った。

この報告書はアジア債券市場(特に、プロ向け市場)の標準化・調和化にとっての規制面・インフラ面双方での可能性を比較検証し、同時に課題を浮き彫りにしており、第2フェーズの議論のたたき台となるものである。また、アジア債券市場のガイドブックとして、実務的にも利用度が高いものと評価できる²¹⁾。

二つ目は、アジア債券市場の標準化・調和化をはかる具体的な論点・方法論が絞りこまれたことである。つまり、アジア域内にクロスボーダーで債券発行・投資が可能なプロ向け市場を次のプロセスにより実現するとして、①アジア

多通貨建債券発行プログラム(Asian Multi-Currency Bond Issuance Program: AMBIPと呼ぶ。詳しい内容は後述参照。)の策定、②各国金融当局のコミットによる各国国内プロ向け債券市場の相互認知、③そのマルチ化、を提案している。

なお、Bond Market Guideは、第1フェーズ調査で明確になったサブ・フォーラム1(SF1)に関連する主要な発見事項を図表3のようにまとめている。

V. ABMF 第2フェーズの議論—プロ向けアジア債券市場の統合の道筋—

1. 第2フェーズの審議経過

(1) 第7回会議(香港)

アジア域内横断的なプロ向け債券市場実現の具体的方策を検討するABMF第2フェーズは、2012年2月の香港会議から約2年の予定で審議が開始された。

第2フェーズの目的は、プロ向け市場制度にフォーカスを絞ることにより、適格投資家及び適格発行体による域内プロ向け債券市場の形成について具体的な仕組み作りを推進することであり、主要な成果として期待されるのは、前述したように域内で標準化されたプロ向け債券発行プログラムであるAMBIP(但し、第8回マニラ会議以降、AMBIFという概念に発展していく。)の策定である。これによりプロ向け債券発行の定型化と効率化が期待される。しかし、この実現には、プロ投資家の概念、開示義務等の適用除外市場(exempt market)の条件、法規制やSROルールについての共通認識

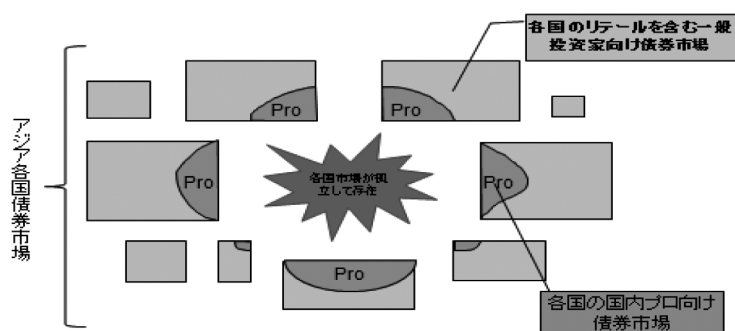
図表3 第1フェーズ報告書が示すSF1関連の主要な発見事項

1	各国の債券取引 は店頭市場中心	多くの市場で債券は証券取引所にも上場可能であるが、ほとんどが店頭市場で取引。中国では国内機関投資家のみが取引参加できる銀行間債券市場が発展。フィリピン・タイは取引所などが提供する店頭取引用の債券プラットフォームで取引が行われている。取引所取引は中国の上海、深センの両取引所、香港、韓国、シンガポールなどが実施。
2	公募制度と私募 債制度の枠組み	公募制度のたてつけについて一般的に二つのアプローチが存在。一つは、完全開示を原則とし、特定ケースのみを適用除外とする場合であり、もう一つは、開示すべきケースを明確に定義している場合。なお、公募市場に対して、私募については規制の枠組み自体が存在しない国もあるが、まったく開示が不必要とか、規制外の扱いとするのは望ましくないと考えられている。なお、近い将来、プロ市場における特定の募集は公募と私募の両方の要素を含む可能性がある。つまり、私募の形をとりながら、実際はプロ同士での売買は自由にできる東京プロボンド・マーケットのような市場である。将来の横断的プロ向け債券市場の形成にとっては、こうした私募の規制上の地位を明確にすることが必須。
3	プロ投資家の定 義の多様性	インドネシアではプロ投資家概念は市場関係者は認知するが、法律上の定義は存在しない。日本では、東京プロボンド・マーケットの制度において明確な規制上の定義がある。マレーシアでは直接的な定義はないが、2007年資本市場サービス法において機関投資家、富裕層投資家に対する適用除外募集の規定が置かれている。
4	社債権者の保護	各国とも bondholder representative, commissioned bank, trustee などの社債権者保護に関する法的概念の導入が進行。例えば、韓国は2012年に施行された新商法で commissioned bank の役割を再定義。社債権者集会の概念や、社債管理会社、trustee 等の概念については、ベトナムを除き、各国とも制度が存在。
5	投資家及び受益 者（実質的所有 者）を特定する 要件の多様性	例えば、中国は国際的な中央証券預託機関（ICSD）の下におけるオムニバス口座を認めておらず、最終受益者名の開示が必要。韓国もかつて同じ事情にあったが、最近、規制を改正し、ICSD でのオムニバス口座を認めるようになった。一方、日本やASEAN 諸国ではオムニバス口座での証券保有が認められているので、最終受益者は直ちには特定されない。
6	コモンロー（英 国法）とシビル ロー（大陸法） の伝統的な違い	コモンローをベースとするのは、シンガポール、マレーシアおよび香港で、trustee の概念を共有。一方、シビルローをベースとするのは中国、インドネシア、日本、韓国、タイ及びベトナムであり、trustee 概念は備わっていないが、社債権者の利益を代表する bondholder representative や commissioned bank 等の概念がサポート。（この法体系の違いは、実務上はそれほど重大な差異を生じさせないと考えられる。）
7	ドキュメンテー ションの使用言 語	基本的には英語の使用が可能だが、香港では、中国語によるドキュメンテーションが許容。
8	自主規制機関 (SRO)	市場ごとにその内容が異なる場合がある。ただし、各国市場の債券関連 SRO の機能を比較すると、ルール・メイキングとエンフォースメントの二つの主要な機能について、概ね備わっており、比較は可能。
9	イスラム債（ス ケーク）の利用	一定の非ムスリム国を除き、アジア全般に拡大中。

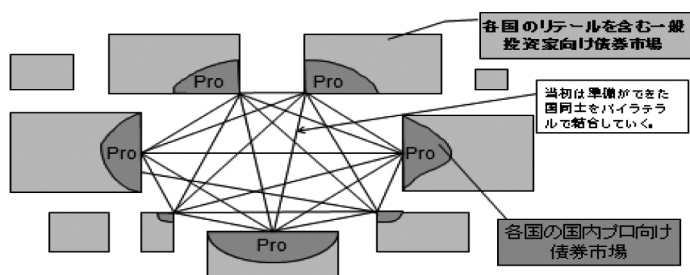
〔出所〕 ASEAN+3 Bond Market Guide

図表4 域内横断的プロ向け債券市場形成のプロセス

①現状のASEAN+3の債券市場



②各国のプロ向け債券市場制度を相互認知で個別にし、アジア多通貨債券発行プログラム(AMBIP)による起債の標準化を推進



③ 将来的にマルチ・ラテラルなリンクが実現し、統合域内プロ向け債券市場が実現されるイメージ



〔出所〕 ABMF 香港会議での ADB コンサルタント (犬飼教授) プレゼン資料を基に作成

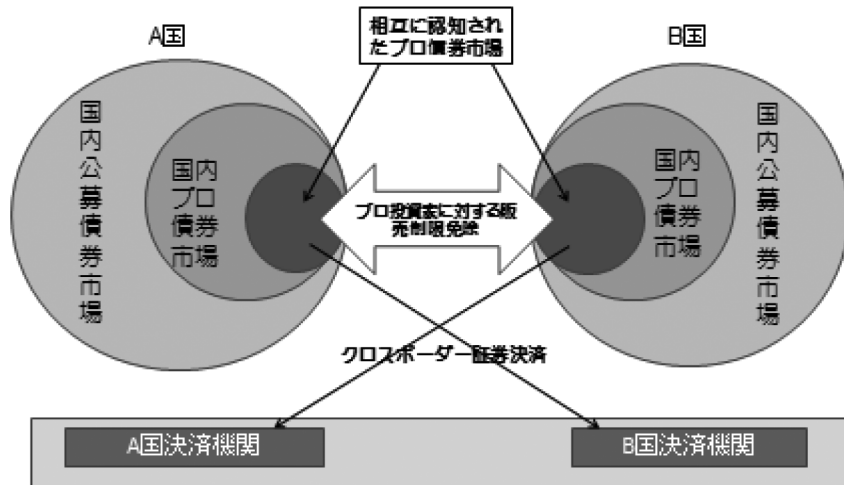
及び標準化といった点に関する各国規制当局の共通理解と相互認知が必要となる。

なお、アジア域内プロ向け債券市場の統合に向けたアプローチ方法としては、各国の国内（オンショア）市場におけるプロ向け債券市場

～米国の証券規制に例えるとルール144A 私募債市場のような市場～を相互認知によって結びつけることが提案された²²⁾。ABMF 開始当初は、実はオフショア市場の実現がイメージされていたが、議論を重ねた結果、このアプローチ

図表5 相互認知 (Mutual Recognition)

各国プロ向け債券市場の相互リンクは、各国内のプロ向け市場のうち、相互認知できる範囲に限定(米国市場でいうところのルール144A私募債市場)。以下の2国間のアレンジをマルチ化する。



〔出所〕 ABMF 香港会議での ADB コンサルタント (犬飼教授) プレゼン資料及び Suk [2012] を基に作成

は不採用となった。理由は、オフショア市場は通常、国内通貨とは異なる通貨での取引が行われるので、ABMF の目指す現地通貨建て債券市場の発展に結びつかないためとされる。

ただし、現状下では、多くのアジア諸国において MTN プログラム自体も導入されておらず、また、幾つかのアジア通貨の国際的な使用・決済には外為法上の制限があるため、AMBIP の利用は、漸次可能な国から取り掛かるものとされた。

また、アジアにおける域内横断的プロ向け債券市場形成のプロセスとして、図表4に示す具体的な各国市場の連結方法が提示された。各国の債券市場では、国内のプロ向け市場が存在するところはかなりあることが確認されたが、存在しないところもある。いずれにせよ、最初の図に示すように現状は各市場が孤立して存在している。こういった現状に対し、二番目の図に

あるように各国のプロ向け債券市場を相互認知で個別にリンクし、AMBIP による起債の標準化を推進していく。準備ができた国から相互にバイラテラルで結合していく。こうした、バイラテラルの関係を積み重ねることにより、将来的に三番目の図にあるように、アジアにおいてマルチ・ラテラルなリンクが実現し、統合された域内横断的プロ向け債券市場が実現されるイメージである。

また図表5は、相互認知による各国市場のリンクを少し、詳しくみたものだが、国内プロ向け債券市場の全てをリンクするのではなく、その一部を開放し合うということである。米国市場に例えると、レギュレーションDではなく、ルール144Aに基づく市場に限定されるということである。

以上のような、プロ向け債券市場同士のリンクという考え方ができたのは、第1フェーズ

の市場調査を通じて、一定のプロ向け債券市場の仕組みが ABMF 参加国に存在することが確認されたからである。プロ投資家という概念があり、かつ、プロ投資家限定市場があることが、ABMF が構想する相互認知による域内横断的プロ向け債券市場の形成に重要である。しかし、適用除外措置の有無も合わせて、現時点でリンクできるのは、日本とシンガポール、それにかろうじて香港を加えた3カ国ではないかとされている。他の市場は、今後、時間がかかるが、制度変更が求められるよう²³⁾。

(2) 第8回会議（マニラ）

2012年4月開催。本マニラ会議に先立ち、ABMF の上部機構である ABMI の TF3 の会議が2012年3月にカンボジアのシエム・リープにて開催され、2013年末まで予定される第2フェーズにおける ABMF 活動の方向性が示された。一つ目は、完全開示要件を免除されたプロ向け債券市場の実現に向けた検討に焦点を絞りこむこと。二つ目は、段階的アプローチにより、地域内で標準化された債券発行プログラム (AMBIP) を導入すること。三つ目は、最終的に、統合された域内プロ向け債券市場の創設である。また、そのアプローチ方法として、まず、相互認知 (Mutual Recognition) に基づくこと。次に、二国間アプローチを積み重ねていくか、当初から多国間アプローチを採用するか、いずれかによること。最後に、規制当局の ABMF への参加を促すことが表明された²⁴⁾。

第2フェーズでは、第1フェーズの成果であるマーケット・ガイド及び各国市場比較分析を最大限活用しつつ、各国国内プロ向け債券市場を最も効率的にリンクしていくために、開示制度、ドキュメンテーション、発行体、プロ投資

家、引受人その他の仲介者の類似性及び違いについての調査、検討及び評価を行うことが目標とされた。このため、プロ投資家について多様な類似概念の共通項の認定、「適用除外 (exempted)」市場・取引についての条件の相互認知の検討、発行市場での販売及び流通市場での再販についての「転売制限」の方法に関する現状把握²⁵⁾、さらに、プロ向け市場又は適用除外市場での開示情報・開示ルールのレベル感の標準化、プロ向け市場に適合した証券のタイプ (現状及び将来の市場における) の検討が目指された。また、各国の規制環境の下でプロ向け市場参加者の行動規範、投資家保護／その執行の現状及び方向性、並びに「債券市場関連自主規制機関 (SRO)」の現状及び方向性についても検討することとされた。

なお、SRO ワーキング・グループの第1回会議が本会議の日程とは別枠で2012年4月19日に、フィリピン PDS グループの主催により初めて開催された。

(3) 第9回会議（ソウル）

2012年9月に開催。まず、同年6月から8月にかけての約2か月半にわたり実施された ABMF 参加11カ国に対する第二次市場調査 (アセット・マネージャー、銀行、ブローカー・ディーラー／引受業者などをはじめとする、多様な機関を訪問調査) の結果について、ADB コンサルタントより詳細な報告が行われた。

また、各国の国内プロ向け債券市場の効率的な連結のために第2フェーズでこれまで行ってきた各国市場のディスクロージャー制度、ドキュメンテーション、発行体、プロ投資家、引受業者等の類似性及び違いの調査・評価につい

図表6 ABMF の目指す市場アプローチ方法

主要なファクター	完全開示が要求される市場	限定開示市場 (ABMF の目指す市場)	開示が全く要求されない市場
開示	完全開示 有価証券届出書による登録	限定開示 (適用除外)	完全適用除外
投資家	主として一般投資家	プロ投資家	100% プロ投資家
市場流動性	高い	一定程度ある (プロの間での取引)	ない (転売不可、満期まで持切り)
販売制限	なし	あり (非プロ投資家に対して)	あり (非プロ投資家に対して)
販売時の資料	目論見書 (プロスペクタス)	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	なし

(上記マトリックスは、少人数、少額、短期の場合を除く。)

〔出所〕 ABMF 第9回ソウル会議での犬飼教授のプレゼン資料を基に作成。

て総括的な報告があり、各国のプロ投資家概念とプロ向け市場・適用除外制度について最終的な意見交換が行われた。この結果、ABMFの目標とする市場アプローチの方法は、市場に係るステークホルダー（特に発行体サイドと投資家サイド）のニーズのバランスを踏まえた限定開示市場（limited disclosure market）を目指すアプローチが適当とされた（図表6）。

これらの結果を踏まえ、ABMFの目標とするアジア域内横断的プロ向け債券市場の潜在的な基盤となりえる最適候補（Most Suitable Market Candidate）案としての現存の各国プロ向け債券市場の概要を図表7のように取りまとめた。また、これまで域内横断的プロ向け債券市場の中核を説明する概念としてAMBIFの用語を使用してきたが、ABMFが構想するのは単なる「プログラム」を超えた、より包括的な制度の枠組み（フレームワーク）であるとし、以後 Asian Multi-Currency Bond Issuance Framework (AMBIF) と呼ぶことで、参加メンバー間で合意された。

（４） 第10回会議（バンコク）

2012年11月に開催。9月のソウル会議での報告及び審議を踏まえ、より精緻化された域内横断的プロ向け債券市場実現に向けたAMBIFの概要が報告・提案された。各国国内プロ向け債券市場のリンクの仕方は、AMBIFという域内横断的債券市場としての基準となる制度モデルに単に統一化（unify）するのではなく、各国がプロ向け債券市場と評価しうる市場を相互認知により連結（connect）していく（ADB事務局はこれをより安全なアプローチ（safer approach）と呼んでいる）。その際、AMBIFは、これまでの各国のプロ向け債券市場の調査・分析を通じて得られた類似性（市場セグメント、投資家アクセス、プロ投資家、販売制限、開示、ドキュメンテーション、コブナンツ、発行制限、仲介業者等）から抽出された理想形（例えば、AMBIFが適格と考える債券を“AMBIF Bond”，発行体を“AMBIF Issuer”，投資家を“AMBIF Investor”などと呼称する）を示すものの、相互にクロスボーダー取引が可能となるプロ向け債券市場としての判定のための一種のガイドラインとして利用される。この意味で、

図表 7 各国の域内横断的プロ向け債券市場の最適候補

国・地域	市場タイプ	市場候補	プロ向け市場の根拠	参加者	規制当局	SRO	外国機関投資家アクセス
中国	発行・流通	銀行間債券市場 (IBBM)	参加者制限	機関投資家	PBOC/NAFMII	NAFMI	QFII 制度を通じて
	発行・流通	(IBBM 内の) QIB 市場	法規制	QIB (詳細は未定)	PBOC/NAFMII	(NAFMII) (未定)	(詳細未定)
	発行・流通	適格外国機関投資家 (QFII)	法規制	QFII / ブローカー・ディーラー	CSRC		可能
	発行・流通	(上海証取における) SME 向け私募	会員規則	有資格投資家 (Eligible Investor)	CSRC/上海証取	上海証取	(詳細未定)
香港	発行	香港取引所	市場慣行	プロ投資家	SFC/香港取	－	可能
	流通	店頭	市場慣行	プロ投資家	SFC/HKMA	－	可能
インドネシア	MTN 発行	(私募) (規制外市場)	市場慣行	(プロ投資家)		－	可能
日本	発行・流通	東京プロボンド/店頭	金商法	特定投資家	金融庁/東証	東証/日証協	可能
韓国	(整備中)	(改正 QIB 市場)	金融サービス市場法行政令	QIB	金融監督院	KOFIA	詳細未定
	発行	私募	市場慣行	プロ投資家	金融監督院		可能
マレーシア	発行・流通	適用除外募集 (Excluded Offer)	資本市場証券法	Sophisticated Investors	証券委員会	－	可能
	発行	適用除外制度 (上場のみ)	会員規則	機関投資家	マレーシア証取	－	可能
フィリピン	発行	有資格バイヤー/ QIB	参加者制限	適格 (機関) バイヤー	証券取引委員会, BSP	－	可能
	流通	PDEX インターディーラー/インタープロフェッショナル	会員規則	銀行, デイラー	証券取引委員会, PDEX	PDEX	可能
シンガポール	発行・流通	シ取引所/店頭	市場慣行	機関投資家	MAS	－	可能
タイ	発行・流通	私募	法規制	機関投資家/ 富裕層	証券取引委員会	タイ債券協会 (ThaiBMA)	可能
	発行 (新 AI 制度)	私募	SEC 規制	AI	証券取引委員会	タイ債券協会 (ThaiBMA)	可能
ベトナム	発行	(私募)	法	プロ投資家	証券取引委員会	ベトナム債券協会 (VBMA)	可能

(注) 上記図表の略語: IBBM (Inter-Bank Bond market), PBOC (People's Bank of China), NAFMII (National Association of Financial Market Institutional Investors), QFII (Qualified Foreign Institutional Investors), QIB (Qualified Institutional Buyer), CSRC (China Securities Regulatory Commission), SFC (Securities and Futures Commission), HKMA (Hong Kong Monetary Authority), KOFIA (Korea Financial Investment Association), BSP (Bangko Sentral ng Pilipinas= Central Bank of Philippines), PDEX (Philippine Dealing and Exchange), MAS (Monetary Authority of Singapore), AI (Accredited Investor)

[出所] ABMF ソウル会議での ADB コンサルタント (犬飼教授) プレゼン資料 (その後の 2 回の ABMF 会議を経て一部修正) を基に作成。

AMBIF は、プリンシプル・ベースの枠組みであり、各国のルールの内容の奥深くまで立ち入って拘束するものではない²⁶⁾。バンコク会議で示された AMBIF の骨子は図表 8 に示すとおり。

なお、本格的な議論はされなかったが、自国の AMBIF Investor をターゲットとする他の ABMF 参加国の発行体によるクロスボーダー発行の場合の認可プロセスは、当該他国の規制当局が必要な審査を行い、この結果を自国規制

図表8 AMBIF の主要なコンポーネント

- i) 現地通貨建てであること (ASEAN+3 蔵相会議から付託された命題。)
- ii) 適格債券の種類は、普通社債 (短期・長期のブレイン・バニラ) とする
- iii) 適格発行体は、以下のような一流機関を想定
アジア開発銀行 (ADB) / 世銀、多国籍企業、銀行・その他の金融機関、その他適格性を有する機関
- iv) AMBIF 市場とは、以下の方法で選ばれ、特徴をもつものとする
 - ナショナル・メンバー、同エキスパートにより指定される市場、又は
 - 市場訪問調査により確認された市場
 - プロ投資家／一般投資家が明確に定義されている市場
 - プロ・アマ間の販売制限が十分配慮されている市場
 - 限定的な開示 (ディスクロージャー) 制度
 - 私募概念の有無は問わない
- v) AMBIF 投資家としては以下のカテゴリーを想定
 - 銀行／ブローカー・ディーラー、証券会社／保険会社／政府 (及び関連機関)／年金基金／投資顧問会社 (ミューチュアル・ファンド、信託銀行、ファンド・マネージャー、プライベート・ファンド等を含む)
 - その他の候補として、以下のカテゴリーも視野に入れる
事業会社及びその子会社 (規模・所得などの適格基準を設ける可能性あり)／富裕層 (HNW) (個人) (資産所得・経験などについて適格基準を設ける可能性あり)／外国投資家
- vi) ドキュメンテーション
含むべき主要な要素: 監査済財務諸表 (例えば3期分)／発行体の経営見通し／資金の使途／英語による開示／その他今後決定される事項
- vii) その他の特徴
会計基準 (内容は、今後引き続き協議)／販売 (転売) 制限があること／その他の潜在的な特徴 (仲介業者／コブナンツ／その他)

〔出所〕 ABMF バンコク会議での ADB コンサルタント (犬飼教授) プレゼン資料を基に作成。

当局が相互認知の枠組みで追認するといった代理アプローチ (Proxy Approach) の考え²⁷⁾が示された。

以上の AMBIF の概要に対し、一定の国 (中国、タイなど) からは、ABMF が推進する各国の国内プロ向け市場を相互にリンクさせるアプローチは国内市場の開放を求めている、各国国内のマクロ経済や通貨政策 (外国為替管理) 等に与える影響が大きいものと予想されるが、こうした点についての検討がこれまでの議論では不十分ではないかとの指摘も行われた。

ADB 事務局も、こうした点を AMBIF の課題としてとらえており、他にも税制措置、格付の不十分さ、債券評価、ISIN コードの未普及

等、様々な解決すべき問題が多いことを認めている。

一方で、AMBIF の利点として、発行体にとっては限定された開示義務、標準化されたドキュメンテーション、発行までの時間の短縮、複数の市場にアクセスが可能であることなどで発行コストの削減に繋がること、市場や投資家にとっては自国通貨建て発行が増え投資機会が増大すること、関連業界にとってはアクセス可能な新たな市場の創出ということが考えられる。

なお、2013年2月にシンガポールで開催された第11会議の内容については、時間的制約のため説明を割愛する。

2. 今後の展望

ABMF は、アジア債券市場の新しい制度設計に関する供給サイドの活動と位置づけられる。その意味で、市場参加者が作業に参加しているとはいえ、「制度づくり」のプロジェクトにすぎないとも言えるが、最近では会議への参加者が150名近くまで増加し、活発かつ創意溢れる議論が展開されている²⁸⁾。したがって、その実質は、史上まれにみるダイナミズムをもった包括的な官民合同の市場改革運動ではないかと考える。「域内の潤沢な貯蓄を域内の投資に充てる」という政策当局者の思いと、実務家の卓越した市場ノウハウが合体したイニシアティブと言えよう。

そして、重要な点は、アジア域内横断的プロ向け債券市場の実現に向けてのアプローチ方法として、これまで長らく構想されてきた「オフショア市場」の形成ではなく、各国国内のプロ向け債券市場に着目し、これを標準化・調和化したうえで、相互認知 (Mutual Recognition) の手続きで結んでいくというアプローチをとったことである。つまり、このアプローチは、各国国内市場の開放を迫るものであり、各国のマクロ経済や為替管理政策などにかかなりのインパクトを与える可能性がある。このため、各国政府・規制当局、国際機関、自主規制機関、市場関係者を巻き込んだ大掛かりな検討作業を必要とするが故に、アジア債券市場の抜本的な改革に通じるものである。また、各国の国内市場をベースとするために、オフショア市場を形成する場合に比べ、規制や自主規制の二重化を回避できる考え方でもある。

もっとも、ABMF を推進する ADB 事務局にもこうしたアプローチの展開について、かな

り迷いがあったことも推察され、2012年11月開催のバンコク会議では、AMBIF は各国制度の統合 (unification) を求めるものではなく、一種の理想形としてのガイドラインの役割を果たすものであり、プリンシプル・ベースの枠組みだという柔軟かつ現実的な考え方を示している。

ABMF の今後の議論として、こうした AMBIF の概要について上部機構である ABMI のタスクフォース 3 (TF3) の承認を得るとともに、相互認知 (Mutual Recognition) の具体的方法論を各国規制当局者も交えて検討していくことになるだろう。あわせて、域内横断的プロ向け債券市場の実現に不可欠な各国税制、為替政策等の関連分野についても何らかの政府間合意を達成し、サブ・フォーラム 2 (SF2) で検討を深めてきた市場インフラの標準化・調和化の成果も取り入れる形で、2013年末に終了予定の第 2 フェーズ期間内に、AMBIF に基づく具体的発行 (パイロット・イシュー) が市場関係者の総意の下に実現することを強く期待するところである。

最後に付け加えると、ABMF の試みは、アジア地域に初の広域型プロ向け債券市場の実現というプロセスを通じて、域内マネーフローの効率化・有効活用化をもたらすことが期待されることに加え、債券市場未整備国の国内制度作りにも刺激を与え、アジア債券市場全体の底上げにも寄与する可能性が大きいと言えよう²⁹⁾。

注

- 1) ADB が公表している AsianBondOnline のデータで ABMI が開始された2003年の末と2012年 6 月時点と比較すると、国債市場が拡大する中国及び韓国の 2 か国の現地通貨建て債券市場の規模は9,621億米ドルから 4 兆 7,711米ドルへと 4.96倍に拡大したのに対し、香港、インドネシア、マレーシア、フィリピン、シンガポール、

- タイ、ベトナム7か国地域の債券市場は3,868億米ドルから1兆1,589米ドルへと3.0倍の伸びに留まっている。発行額のシェアでみても、2003年末当時、中国・韓国2か国のシェアは71.3%であったものが、2012年6月時点では80.5%まで高まっており、その分、他の7か国のシェアは縮小している。
- 2) 21世紀政策研究所 [2011] 60頁
 - 3) 同じく AsianBondOnline のデータで2003年末と2012年6月時点の9か国地域の現地通貨建て社債市場の規模を比較すると、両時点で社債市場の規模は債券市場全体の約3分の1とシェア的にはほとんど変化はない。したがって、社債市場もこの間、約4.4倍 (4,651億米ドルから2兆330億米ドルへ) とそれなりに拡大はみせている。しかし、内訳をみると、中国及び韓国の2国がこの間、5.2倍 (3,212億米ドルから1兆6,658億米ドルへ) に拡大したのに対し、香港、インドネシア、マレーシア、フィリピン、シンガポール、タイ、ベトナム7か国地域では2.6倍弱 (1,439億米ドルから3,672億米ドルへ) の伸びにとどまっている。
 - 4) 佐藤慎一 [2011] 107頁
 - 5) 格付機関の基準 (Handbook on International Best Practices in Credit Rating) が実際に発表されたのは、新ロードマップが開始された以降の2008年末。
 - 6) サブ・フォーラム1には、ナショナル・メンバーとして東京証券取引所、日本証券業協会及び全国銀行協会が参加しており、専門性を有するエキスパートとして野村證券及び大和証券CMが参加している。また、第2フェーズに入り、インターナショナル・エキスパートとしてパークレイズ証券及び森・濱田松本法律事務所が加わった。一方、サブ・フォーラム2は、ナショナル・メンバーが証券保管振替機構 (ほふり) で、ナショナル・エキスパートがみずほコーポレート銀行、インターナショナル・エキスパートが三菱東京UFJ銀行となっている。また、ABMFの日本国内での審議ユニットとしてABMF-Jが形成されており、上記機関以外に、金融機関、当局が参加している。ABMF本会議の1~2週間前に定期的に集まり、日本側のコンセンサスを図っている。
 - 7) その後東京AIMは英国AIMとの合併を解消し、東証に吸収され、「東京プロボンド・マーケット」は東証の一部門となった (2012年7月)。
 - 8) 東京プロボンド・マーケットが対象とするプロ投資家の範囲は、一つは、特定投資家で、これには金融機関などの適格機関投資家、上場会社、資本金5億円以上の株式会社及び政府・日本銀行が含まれる。次に「みなし」特定投資家と呼ばれるもので、証券会社へ申出て、その確認を得て特定投資家となる者で、上記以外の株式会社、地方公共団体、3億円以上の金融資産及び純資産を持ち、金融商品について1年以上の取引経験を有する個人・法人である。最後は非居住者で、プロ投資家、個人投資家双方を含む。
 - 9) 利率1.4%、格付Aa3 (Moody's), A+ (Standard & Poor's), A+ (Fitch), 共同主幹事 (パークレイズ証券、野村證券、SMBC日興証券)
 - 10) Euro Note Programme, 発行上限125億米ドル (約1兆円)、アレンジャー (Nomura Bank International plc.), 上場市場は東京プロボンド・マーケット以外に Luxembourg Stock Exchange の Euro MTF Market
 - 11) 発行上限400億米ドル (約3兆2,000億円)、その他の条件は Nomura Bank International plc. と同様。
 - 12) 発行上限700億円、格付 A3 (Moody's), A- (Fitch), 主幹事 (パークレイズ証券)
 - 13) 利率0.96%、年限3年、格付 A2 (Moody's), A+ (Standard & Poor's), A+ (Fitch), 共同主幹事 (パークレイズ証券、みずほ証券、野村證券)
 - 14) 利率は、利率計算日のロンドン時間午前11時におけるロンドン銀行間市場における日本円の3か月預金のオフワード・レートに0.80%を加えた比率。他の条件は普通社債部分と同様。
 - 15) 詳しくは、後述の ASEAN+3 Bond Market Guide, 西原・山田 [2012], 乾・西原 [2012] を参照。
 - 16) アジア広域型の国際的格付機関 (NICRA) の創設については、その後、ADB事務局が格付関係者にヒアリングしたところ、必ずしも全員が賛成しているわけではなく、対応が分かれている、つまり、各国の国内格付機関が緩やかな提携・協力関係を築いていく方法を好むところもかなりあるということで、ABMFの正式なアジェンダとして取り上げるのは慎重に考えるということになった。
 - 17) ASEAN+3の枠組みで取引所以外で総合的なSROの機能をもつのは韓国のKOFIAと日本証券業協会のみであり、他に債券市場の分野に特化したSROとしては中国のNAFMII、タイの債券市場協会であるThaiBMA、同じくベトナムの債券市場協会であるVBMAの3つがある (但し、VBMAは完全なSROではない)。一定程度の国内債券市場のスケールを持つマレーシア、インドネシア、フィリピン、シンガポールでは取引所を除き、SROの機能を担う機関は存在しない。香港もおそらく政治的な理由でSRO機能を認めていない。また、ラオス、カンボジア、ブルネイなどは、国内市場が立ち上がったばかりであり、規制当局しか存在しない。
 - 18) 国際金融危機を契機とした規制強化の流れの中で施行された米国ドット・フランク法の下で、金融データ収集の効率化によりシステミック・リスク把握を金融規制当局に容易にさせるツールとして導入が計画されている世界共通の取引主体識別コードで、既にISO17044として規格化され、米国における店頭デリバティブ取引の対当局への報告から適用されることが決まっている。将来的には、債券取引などにも適用範囲が広がる可能性がある。
 - 19) 正式名称は「社債市場の活性化に関する懇談会」。日本証券業協会が主催して、長らく低迷している日本の社債市場の活性化のために必要な制度改革等を、市場関係者等の様々なステークホルダーを交えて検討を行っている。詳しくは以下のウェブサイト参照。(http://www.jsda.or.jp/katsudou/kaigi/chousa/shasai_kon/index.html)
 - 20) アジア域内横断的債券市場の枠組みについての議論がメインテーマであるが、将来的にアジア債券市場に影響を与えうる事項についても幅広くインフォメーション・

アジア債券市場の標準化・調和化の試み

セッション等の形で報告・討議の時間が設けられた。

- 21) これらの報告書は、以下のウェブサイト等で無料でアクセス・ダウンロードが可能である。

アジア開発銀行 (<http://www.adb.org/publications/asean3-bond-market-guide>)

早稲田 GCOE <企業法制と法創造> 総合研究所 (http://www.globalcoe-waseda-law-commerce.org/CA_BMGs/index.html)

- 22) 米国の法制では、国内は完全開示を行う公募と、レギュレーション D に基づく私募及びルール144A に基づく私募がある。また、一定期間国内還流ができないレギュレーション S に基づくオフショア募集がある。ABMF における各国プロ向け市場のリンクには、この米国モデルに例えるとルール144A 市場を相互に結びつける試みと言える。
- 23) このように、域内横断的プロ向け債券市場をプロ限定市場に限るという狭いとらえ方に対し、ABMF 参加メンバー（特に、韓国、マレーシアなど）から様々な私募債市場を含むより広範な市場セグメントを検討の対象とすべきとの異論が出ている。
- 24) このため、日本でも、金融庁に参加を呼びかけるとともに、第9回ソウル会議より規制当局間の個別のセッションが開かれるようになっていく。
- 25) 特に、これは、日本では東京プロボンド・マーケットの特定投資家向け私募においても、転売にあたり書面告知が法律で義務付けられていることから、債券流通のネックの一つになっており、日本だけがそのような制度を運用している可能性があるため、きわめて重要な項目である。
- 26) AMBIF の特徴に対する各国制度の類似性についてマッピングは行う。
- 27) AMBIF の相互認知プロセスについては2013年2月にシンガポールで開催される第11回 ABMF 会議で本格的な検討がなされる予定だが、2013年1月19日に早稲田大学で開催された「アジア・東京債券市場創設フォーラム4」において講演した ADB コンサルタントの犬飼重仁教授及びマティアス・シュミット氏は、これを米国の店頭デリバティブ規制の中で議論されている概念である代替コンプライアンス・プロトコル (substitute compliance protocol) と同じものであるとしている。(<http://www.cftc.gov/PressRoom/PressReleases/pr6439-12> 参照)
- 28) ABMF 国際会議への参加者は回を重ねるごとに増加しており、2013年11月にバンコクで開催された第10回会議では、ABMF 参加国の財務省、金融証券規制当局、中銀、自主規制機関、民間金融機関・証券会社・関連諸団体の市場プレイヤーを中心に約150名（内訳は当局側が約50名、民間側が約100名）が参加。
- 29) ABMF に参加しているブルネイ、カンボジア、ラオス、ミャンマーの4か国は、まだ債券市場の制度作りの段階にあるため、ADB 事務局はこれらの4か国（にベトナムを加えた5か国）に対する支援活動を ABMF の一つの課題として取り組みを開始し、2012年12月に第1回目のワークショップが開始された。

参 考 文 献

- 乾泰司・西原正浩 [2012] 「ASEAN+3 債券市場フォーラム (ABMF) を通じたアジアの債券市場育成」 Info-Future No.38 August 2012
- 犬飼重仁 [2010] 「日本とアジア域内のプロ向け債券市場創設提言～日本とアジア独自のユーロボンド市場創設構想～」 SFJ 金融・資本市場研究 第2号
- 犬飼重仁 [2012] 「「アジア域内横断的プロ向け債券市場」構築プロジェクトの経緯と展望—域内市場をどのように連結し横断的市場を創るのか?」『月刊 資本市場』2012.5 (No. 321) pp. 20-27
- 佐藤慎一 [2011] 「アジア債券市場育成論の再考」『証券経済研究』第74号 pp.99-111
- 清水聡 [2008] 「アジア債券市場育成の課題と展望」環太平洋ビジネス情報 RIM 2008 Vol.8 No.30
- 清水聡 [2009] 「アジアの域内金融協力」東洋経済新報社
- 清水聡 [2010] 「世界金融危機後のアジア債券市場整備の意義と課題」環太平洋ビジネス情報 RIM 2010 Vol.10 No.39
- 清水聡 [2011] 「なぜアジア債券市場を整備しなければならないのか」環太平洋ビジネス情報 RIM 2011 Vol.11 No.43
- 清水聡 [2012] 「アジア金融統合の現在—金融の安定化と域内内需の促進—」環太平洋ビジネス情報 RIM 2012 Vol.12 No.47
- 21世紀政策研究所 [2011] 「アジア債券市場整備と域内金融協力」報告書2011年2月日本経団連
- [2010] 「アジア債券市場整備の加速を求める」
- 西原正浩・山田陽介 (NTT データ経営研究所金融コンサルティング本部) [2012] 「ASEAN+3 における債券市場インフラの現状と課題」『金融財政事情』2012.5.14
- 山口綾子 (公益財団法人国際通貨研究所経済調査部

上席研究員) [2012] 「ASEAN 地域の国内債券市場」『Newsletter』2012.04.11 (No. 10, 2012) 国際通貨研究所

伊達信夫 (公益財団法人国際通貨研究所開発経済調査部長) [2011] 「成長著しいアジア債券市場～期待される本邦投資家の積極参入～」『Newsletter』2011.04.25 (No. 4, 2011) 国際通貨研究所

柏原千英編 [2012] 「「アジア域内金融協力」再考：進展と課題」調査研究報告書 アジア経済研究所 (特に第2章, 第3章部分)

Asian Development Bank [2010] *Harmonization of Bond Standards in ASEAN+3 – Report to*

the Task Force 3 of the Asian Bond Market Initiative–

Asian Development Bank [2012] *ASEAN+3 BOND MARKET GUIDE* (Part 1: Comparative Analysis and Implication for the Next Phase of ABMF Sub-Forum 1 (2012–2013))

Suk, Hyun [2012] *Financial Cooperation of Korea and Japan for Asian Common Bond Issuance Program and Asian Bond Development* (Financial Cooperation of Korea and Japan –KCMI-NICMR Conference–)

(日本証券業協会国際部参事)