

アジア債券市場調査ミッション

- 調査報告書 -

~ わが国の資本市場発展に向けた

制度・インフラ改革への提言 ~

< 添付資料 >

添付資料 1 . 訪問先一覧

添付資料 2 . Questionnaire / Meeting Agenda

添付資料 3 . 議事録

1-1. 韓国	JP Morgan Securities / JP Morgan Chase Bank
1-2. 韓国	Korean Institute of Finance
1-3. 韓国	Korean Stock Exchange
1-4. 韓国	Financial Supervisory Service
2-1. 香港	HSBC
2-2. 香港	Tokyo Mitsubishi International (HK) Limited
2-3. 香港	Hong Kong Exchanges and Clearing Limited
2-4. 香港	Hong Kong Monetary Authority
2-5. 香港	Daiwa Securities SMBC Hong Kong Limited
3-1. マレーシア	Rating Agency Malaysia Berhad
3-2. マレーシア	JP Morgan Chase Bank Berhad
3-3. マレーシア	Adnan Sundra & Low
3-4. マレーシア	Securities Commission
4-1. シンガポール	Monetary Authority of Singapore
4-2. シンガポール	Singapore Exchange Limited

訪問国	訪問先	出席者
韓国	JP Morgan Securities (Far East) Ltd. JP Morgan Chase Bank	Mr. Byung Woo Cho (Vice President, Debt Capital Markets) Mr. Kim, Chunsoo (Vice President)
	Korea Institute of Finance (韓国金融研究院)	Mr. Jong Man Kang (Ph.D. Senior Research Fellow) Mr. Byung-Chul Lim (Ph.D. Research Fellow)
	Korea Stock Exchange	Mr. Dong Chul Lee (Vice Director, Stock Market Dept) Mr. Shin, Pyong Ho (Ph.D. Head of Bond Market Division) Mr. Hong, Sung-Hee (Ph.D. Senior Vice President, Option Market Department)
	Financial Supervisory Service (金融監督院)	Mr. Yong Hwan Byeon (Ph.D. Financial Economist, Bond Market Team, Capital Market Supervision Office) Mr. Jin Gook Kim (Senior Associate, Corporate Finance System Team, Disclosure Supervision Department)
香港	HSBC (香港上海滙豐銀行有限公司)	Mr. Archie T.C. Tsim (Director, Corporate Finance and Head of Execution Team, Investment Banking) Mr. Edmond Wong (Head of Equity Syndicate, Investment Banking)
	Tokyo-Mitsubishi International(HK) Ltd. (東京三菱国際(香港)有限公司)	篠原正晴氏 (営業部長(プライマリー・グループ担当)) Ms. Winnie Wong (Associate Director, Capital Markets Department, Primary Group) Ms. Karen Mak, Mec (Associate Director, Capital Markets and Syndication, Primary Group)
	Hong Kong Exchanges and Clearing Limited (香港交易所)	Mr. Walter A Reisch (Executive Vice President, Clearing) Mr. Mark Bewley (Assistant Vice President, Listing Division) Ms. Ellen Lam (Assistant Vice President, Cash Clearing) Mr. Raymond Siu (Senior Manager, Listing Division)
	Hong Kong Monetary Authority (香港金融管理局)	Part 1 on bond market development Ms. Josie Wong (Division Head, Monetary Operations Division) Mr. Colin H.W. POU (Senior Manager, Monetary Operations Division) Part 2 on settlement systems Mr. Esmond K.Y. LEE (Division Head, Market Systems Division) Mr. Stanley T.K. CHAN (Senior Manager (Central Moneymarkets Unit))
	ORIX Asia Limited	森猛氏 (Duputy Managing Director) 矢野 人麿氏 (Director) 佐久間 進氏 (Manager, Investment Banking Headquarters)
	-	Mr. Kevin Phillips (Former Managing Director Dresdner Kleinwort Wasserstein Hong Kong)
	Daiwa Securities SMBC Hong Kong Limited (大和證券SMBC香港)	水越一吉氏 (投資銀行部主管、アジア太平洋地区) 佐々木伸一氏 (債券部主管)

訪問国	訪問先	出席者
マレーシア	Rating Agency Malaysia Berhad (RAM)	Mr. Wong Fook-Wah (Executive Director) Ms. Denise Thean (Assistant General Manager) Ms. Foo Su Yin (Assistant General Manager)
	JP Morgan Chase Bank Berhad	Ms. Fauziah Hisham (Chief Executive Officer) Ms. Azlina Mahmad (Associate) Mr. Hor Kwok wai (Associate)
	Adnan Sundra & Low (法律事務所)	Mr. Deepak Sadasivan (Advocate & Solicitor)
	Securities Commission	Ms. Lam May Yin (Manager, Law Reform & Regulatory Policy Department) Ms. Jesvin Kaur (Executive, Strategy & Research Department) Mr. Dushyanthan Vaithyanathan (Senior Executive, Research & Strategy Department)
シンガポール	Monetary Authority of Singapore	Mr. Seah Kok Tiong (Assistant Director, Treasury & Technology Division, Financial Centre Development Department) Ms. Luz Foo Mei Lan (Deputy Director, Capital Markets Division, Financial Centre Development Department) Mr. Thomas C.W.Yee (Deputy Director, Corporate Finance Division, Securities & Futures Department, Financial Supervision Group) Mr. Celeste Cheo (Associate, Industry Development Division, Financial Centre Development Department) Ms. Leong Ming Soon (Associate, Monetary Management Division, Reserve & Monetary Management Department) <i>(以下、オブザーバーとして同席)</i> Mr. Ngiam Kee Jin (Ph.D. Senior Fellow, Regional Economic Studies, INSTITUTE OF SOUTHEAST ASIAN STUDIES) Ms. Lixia Loh (Mr.Ngiam Kee Jin's Assistant)
	Singapore Exchange Limited	Mr. Chew Hong Gian (Senior Vice President, Head, Depository Management, Securities Clearing & Depository Division) Ms. Lydia Choy (Assistant Vice President, Section Head, Issuer Services Department, Securities Clearing & Depository Division) <i>(以下、オブザーバーとして同席)</i> Mr. Ngiam Kee Jin (Ph.D. Senior Fellow, Regional Economic Studies, INSTITUTE OF SOUTHEAST ASIAN STUDIES) Ms. Lixia Loh (Mr.Ngiam Kee Jin's Assistant)
	-	Mr. Ngiam Kee Jin (Ph.D. Senior Fellow, Regional Economic Studies, INSTITUTE OF SOUTHEAST ASIAN STUDIES) Ms. Lixia Loh (Mr.Ngiam Kee Jin's Assistant) Mr. Wong Hong King (Director, ASTRA ASSETS PTE LTD)

Questionnaire / Meeting Agenda
for Asian Capital Market Research Mission
Focusing on “Debt Market Development” &
“Securities Settlement System Reform”

1. Purpose of the research

1-1. What’s happening in Japan?

In Japan, major regulatory reforms on securities settlement systems are underway toward dematerialization and book-entry settlement. A set of new regulations toward dematerialized securities went into effective from Feb.2002 for Commercial Paper (CP) followed by government and corporate bonds from Jan.2003. However, settlement infrastructures for these dematerialized securities are not ready except for Government bonds. Japan Securities Dealers Association (JSDA) announced a report “Towards Japan Securities Settlement Systems and Infrastructure Reform” on Nov.2002 and key milestones are defined. Please see attached “English Summary” of the report for more details.

1-2. What are we trying to do?

Along with regulatory and infrastructure changes, tax framework and various market common practices need to be reformed toward more efficient and less costly capital markets. From corporate issuers standpoint, there remains following issues even after new regulations and new infrastructure are introduced.

1. Timely issuance (suspension period, disclosure requirements, etc.)
2. Restriction of investors (qualified institutional investors, private placement)
3. Reporting requirements (non-resident trade report, etc.)
4. Taxation (withholding tax, tax report requirement, etc.)
5. Non-resident requirements (identification requirement, restricted stocks, etc.)
(These issues are revisited in later sections.)

In the past two years, we mainly focused on regulatory changes to materialize dematerialized securities and its settlement infrastructure. Now, we widen our focus toward our final goal, which is smoothening corporate financing and cash management in Japan based on new regulation and new infrastructure. Thus, we are going to make efforts on eliminating unnecessary and obsolete common practices.

1-3. What do we expect from this mission?

Asian markets, as most recently developed and highly growing markets, will provide us new insights on creating better capital markets. Also, lessons learned through the recent course of actions in Asian capital markets will be beneficial to promote reforms in Japan.

Through this research, we intend to develop a set of recommendation on reforming regulatory and tax framework, common business practice and securities settlement system in Japan.

2. Visiting members

2-1. Who we are?

This research mission is sponsored by the Corporate Finance and Treasury Association of Japan (CFTAJ) and the Japan Capital Market Association (JCMA) both of which were formed by major Japanese corporate issuers to represent issuers opinions towards regulatory bodies and market infrastructures such as CSD.

Member firms of CFTAJ and JCMA are major Japanese corporate issuers and most of JCMA members are also members of CFTAJ. CFTAJ mainly focuses on regulations and legal frameworks and JCMA mainly focuses on business processes and market common practices.

2-2. Delegates

Delegation members of this mission are as follows.

Shigehito INUKAI

Secretary General, Japan Capital Market Association

Deputy General Manager, Corporate Strategy & Research Dept., Mitsubishi Corporation

Junichiro ANDO, CMA

Manager, Finance Dept. and CI & Public Relations Dept., Hitachi Capital Corp.

Takashi KATO

Manager, Corporate Finance and Treasury Association of Japan

Mamoru FUJIMOTO

Managing Director & COO, TradeWin Co., Ltd.

(Consultant of this research mission)

3. Questions / Meeting Agenda

- Please note that all of the questions may not be relevant for all of the interviewees. Some questions may be only applicable for CSD or underwriter.

3-1. Market size and its growth history

- 1) Market size from the following point of view
 - Direct financing vs. In-direct financing (bank loans)
 - Direct financing instruments and their outstanding amount
 - Domestic financing vs. International financing
 - Public placement vs. Private placement
 - Primary market vs. Secondary market
- 2) Main players in the market
 - Type of issuers (domestic vs. international, financial vs. non-financial)

- Type of investors (banks, institutional investors, etc.)
 - Underwriters (banks, investment bankers, etc.)
 - Fiscal Agents (banks, custodians, etc.)
- 3) History of Debt Market development
- Historical growth by instrument type
 - Major events which trigger the market growth

3-2. Regulatory and tax framework

- 1) Issuing debt instruments (Issuer's regulation)
- Registration / filing approval requirements
 - Disclosure requirements (filing, prospectus, etc.)
 - Credit rating requirements
 - Exemptions for private issues
 - Exemptions for specific instrument type, e.g. CP, MTN
 - Minimum lead time (number of days) for registration approval
 - Availability of shelf registration and associated documentation requirements
 - Regulated suspension period (this may relate to investor protection)
 - Other requirements
- 2) Buying debt instruments (Investor's regulation)
- Restrictions for investors (investment grade, etc.)
 - Definition of Qualified Institutional Investors if exist
 - Non-resident requirements / restrictions
- 3) Tax requirements
- Withholding tax for CP, Bonds and other instruments (wholesale, retail)
 - Tax reporting requirements for issuer / paying agent
 - Tax exemption requirements for non-residents
- 4) Regulatory reporting requirements
- Reporting requirements in case of direct deal between issuers and investors
 - Reporting requirements in case of cross border deal
- 5) Challenges / Expected changes
- Issues on current regulations
 - Expected regulatory reforms

3-3. Securities settlement system

- 1) Legal definition of debt instruments
- Existence of uniform legal framework for all types of securities
 - Dematerialization / Immobilization vs. Physical securities
 - Legal ownership structure of dematerialized / immobilized securities
 - Legal ownership transfer mechanism
- 2) Securities settlement infrastructure
- Existence of CSD and Book entry system for debt instruments
 - Existence of DVP and RTGS mechanism
 - Existence of execution matching mechanism
 - Settlement scheme (Gross-Gross, Gross-Net, Net-Net) for CP, Corporate Bond and other debt securities
 - Settlement cycle for CP, Corporate Bond and other debt securities
- 3) Challenges / Expected changes

- Issues on current settlement infrastructures
- Expected changes on settlement infrastructures

3-4. Costs

- 1) Average issuing costs for CPs and Corporate Bonds
 - Registration fee at CSD
 - Transfer fee (CSD, Bank)
 - Underwriting fee
 - Fiscal Agent fee
 - Other fees
- 2) Average on-going costs for CPs and Corporate Bonds
 - Maintenance fee at CSD
 - Interest payment / redemption fee at CSD
 - Interest payment / redemption fee at Paying Agent
 - Brokers commission (if applicable)
 - Other fees

End of questionnaire

1. 日時 2003/1/13 (月) 10:00-11:10
2. 出席者 JP Morgan Securities Byung Woo Cho, Vice President, Debt Capital Markets
(敬称略) JP Morgan Chase Bank Chunsoo Kim, Vice President
企業財務協議会 犬飼、安藤、加藤、藤本
3. 配布資料 Introduction to Korean Capital Markets (今回の訪問用に作成された資料)

4. 主な質疑応答事項

< Introduction to Korean Capital Markets のプレゼンテーションを受けて質疑を行った。 >

市場発展のトリガーについて (資料 P2)

ファンジブルな国債の発行がスタートしたのは 2000 年から。移行に要した期間は 2 年。

リスク認識を強化するためにレギュレーションが変更され、時価評価の義務付けと、その元となる KSDA イールドマトリックスの整備が行われた。債券のバリュエーションは、業者とは独立した 3 つの会社が担っている。

デリバティブマーケットは 1999 年の先物取引から開始され、現在では、3 年もの国債先物の取引高は世界の先物商品の取引高 5 位となっている。

レポマーケットはまだあまり発達しておらず、主にアービトラージの空売り目的で利用されている。短期のファンディングは現在でも、流動性の高いコールマーケットが主流。

マーケットサイズについて (資料 P3 ~ 6)

2002 年 11 月現在の発行残高 556.6 兆ウォンは、2002 年の GDP 約 570 兆ウォンとほぼ同程度の規模となっている。

内訳としては社債が最大で、次に公的機関の発行する特別債、国債、金融機関債、中央銀行債が大きなシェアを持つ。(中央銀行債は Monetary Stabilization Bond と言い、主に金融危機以降の金融安定化のために発行される年限 2 年までの債券。)

国債は、3 年もの、5 年もの、10 年ものがあるが、総発行残高のデュレーションは約 3.8 年程度と短い。

金融債の残高が 2002 年に急増したのは、この年に大宇グループの破綻等による不良債権問題が悪化したことに伴うもの。この年には不良債権比率 (Non-performing

Loan Ratio) が 10% に達したが、現在では、融資制限を設けたことにより当該比率は 7~8% にまで下がっている。

一般社債の発行は増えてきていたが、flight-to-quality で 2002 年は減少。優良企業の発行が主で、ほとんどが Hold-to-maturity。

マーケットプレーヤー (資料 P7~9)

発行体・投資家ともほとんど国内の企業。外資系の比率は非常に小さい。

最大の投資家は銀行だが、徐々に投資信託やノンバンクに比重がシフトしている。

国内証券会社は主として普通社債の引き受けを、外国証券会社は主として仕組債の引き受けを行っている。

社債の発行プロセスについて (資料 P11,12)

FSC により発行書類は標準化されており、すべて電子的に登録することとなっている (紙での提出は存在しない)。発行登録だけでなく、目論見書等その他のレポートについても FSC の Web システムから電子的に提出する。

レーティングの取得は公募債に限り必要。私募については不要。

効力発生期間は、無保証債で 10 日。銀行保証債の場合はより短い期間で発行可能だが、現在ほとんどが無保証債として発行されている。

Shelf-registration の制度はあるが、実際に利用しているのはほとんどがカード会社等の金融機関。

税制について (資料 P13)

源泉徴収制度があり、KSD (Korean Securities Depository) が義務者として各口座への利金等支払時に徴収する。

決済システムについて (資料 P15~16)

債券の決済は KSD と BOK (Bank of Korea : 韓国の中央銀行) の BoK Wire でリアルタイム DVP 決済が行われる。

KSD への預託は必須ではないものの、実態として 99% 程度が預託されている。

(それ以外は、基本的にまったく流通しない債券。)

以上

1. 日時 2003/1/13 (月) 11:30-12:00
2. 出席者 Korea Institute of Finance Jong Man Kang, Senior Research Fellow
(敬称略) Byung-Chul Lim, Research Fellow
企業財務協議会 犬飼、安藤、加藤、藤本
3. 配布資料 なし

4. 主な質疑応答事項

< 当方の訪問目的及び日本の現状を簡単に説明し、それに対する意見を求めた。 >

最近の市場発展について

制度上の課題はここ 3~4 年でほぼ解決されている。現在は、債券発行に関して解決すべき大きな課題は特に無い。

セカンダリーについては、債券の 96%は OTC 取引であるため、価格の透明性が低いという問題がある。電子取引や債券の上場、時価の公表といった形で、今後価格透明性が高まる見込み。

証券関連制度・インフラ整備について

韓国では、制度およびインフラの整備は主として当局サイドが主導している。そのブループリントは、当局の依頼を受けて KIF 等が作成をサポートしている。(日本のように金融機関の要望や意見をベースとして制度改正やインフラ構築を進めるやり方ではない。韓国では金融機関の力がまだそこまで強くないことも一因。)

KIF は基本的に銀行を中心とする金融機関がメインスポンサーだが、独立したシンクタンクとして当局に対して提言を行っている。

決済システムについて

韓国の金融政策は、新しい商品を新しいシステムに積極的に取り込んで行こうという点が日本とは違うのではないか。ABS については 1999 年に制度化され発展して来ている。(既に集中決済機関である KSD での決済が行われている。)

現時点の決済システムの課題は、現在の「T+0 決済」から本年 6 月の「T+1 決済」への移行である。(KSD の決済システムは取引当事者同士の合意により、T+0~14 までの決済サイクルを選択できるようになっているが、現在はほとんど T+0 決済となっている。)中央銀行による DVP 決済の締め切りが午後 5 時であることから、現在では取引終了後 2 時間以内に決済できないものはすべて、フリーペイメントと

なっている。これを解消するために、一律 T+1 決済を行うことを制度化し、一気に DVP 比率を高めるのが狙い。

その後昼食の席で、日本の現状に対する考え方や、アジア地域債券市場構想への感想等を含め、様々な意見交換を行った。

以上

1. 日時 2003/1/13 (月) 13:45-14:40
2. 出席者 Korea Stock Exchange Pyoung Ho Shin, Head of Bond Market Division
(敬称略) Dong Chul Lee, Vice Director, Stock market Dept.
Sung-Hee Hong, Senior VP, Option Market Dept.
企業財務協議会 犬飼、安藤、加藤、藤本
3. 配布資料 Changes in Korean Bond Market (昨年作成された韓国債券市場の紹介資料)
Korean Bond Market (2001 年末に作成されたりサーチペーパー)
決済システムにかかる質問への回答ペーパー
(以上、個別の資料の内容に関する説明は特に行っていない。)

4. 主な質疑応答事項

< 当方の訪問趣旨を説明後、社債等の決済システムに焦点をあて、質疑を行った。 >

韓国の決済システムの現状

国債のディーラー間取引は BOK (Bank of Korea) Wire と KSD (Korean Securities Depository) との間で、DVP 決済が行われる。(取引所取引の債券決済は基本的に T+0 で行われる。)

KSE (Korean Stock Exchange) には、3つの取引システムがある。ディーラー間国債取引、一般取引 (General Trading)、Repo。取引所の取引については、KSE が Central Counter Party となり、の場合は BOK 内の KSE 口座を用いて、の場合は KSE が口座を持つ2つの民間銀行の口座 (日本で言う場勘に相当) を用いて決済が行われる。

OTC 取引の場合は、約 40% が DVP 決済、残りが非 DVP 決済となっている。非 DVP 決済が多い要因は、韓国では原則として T+0 決済であることから、決済システム終了の午後 5 時までの間に、特に信託銀行や投資信託のマッチングが間に合わないため。これを解消するために、本年 6 月より、債券の決済サイクルはすべて T+1 に移行する予定。

KSD にはすべての債券および CP が預託されている。(CD は対象外)

決済システム整備の経緯について

一般取引用の決済システム（これは株式等の決済に用いられるものと同じマルチラテラルネットリングによる DVP 決済システム）は既に 10 年くらい前から稼働している。

1999 年末にディーラー間国債取引システムが稼働を開始したが、これは銀行による国債取引開始のために整備されたもの。（それまで、銀行は国債のディーラーではなかった。）銀行は他のディーラーと中央銀行口座を用いて決済するため、このシステムが必要となった。（一般取引システムでは資金決済口座を民間銀行に開設しなければならないが、銀行は他の民間銀行で決済することを嫌うため、中央銀行を通じた決済システムを新たに構築したもの。）

上記システムは、1999 年 4 月に開発が決定され、約 3 ヶ月で開発を行った。KSD の振替システムと BOK Wire の振替システムを接続する（それぞれのシステムそのものの変更ではない）ため、短期間で開発が出来た。

以上

1. 日時 2003/1/13 (月) 15:00-15:50
2. 出席者 Financial Supervisory Young Hwan Byeon, Financial Economist, Bond Market
(敬称略) Service (金融監督院) Team, Capital Market Supervision Office
Jin Gook Kim, Senior Associate, Corporate Finance
System Team, Disclosure Supervision Department
企業財務協議会 犬飼、安藤、加藤、藤本

3. 配布資料 なし

4. 主な質疑応答事項

< 当方の訪問趣旨を説明した後、債券市場発展に向けた当局の役割および、債券発行にかかる制度に焦点をあてて適宜質疑応答を行った。 >

FSS の役割

取引所市場は、KSE がレギュレーターであり、FSS はその内容を承認する。店頭市場では、FSS 自身がレギュレーターである。よって、取引所取引にかかる様々な規定はすべて KSE が作成している。

直近に予定されている制度改訂は、今年 6 月 1 日に予定されている T+1 化。これは、現在当日決済となっているため DVP 決済ができないものを DVP 決済ができるようにするための変更。

これを含め、制度変更はすべて FSS が主導で進めている。(金融機関に対しては制度変更の内容について事前確認を行うことはあるが、方針を決めるのは FSS。)

金融危機の前と後での違い

金融危機の前は、債券市場の 69% を社債が占めていた。金融危機の後には、この比率が一気に 10% まで低下し、国債が 35%、通貨安定債 (Monetary Stabilization Bond: 金融危機後の財政安定化のために発行される債券) 35% という形に市場構造が変化した。

債券発行の承認サイクルが 14 日から 7 日に短縮された。ディスクロージャーについては前と後での違いは無い。

Underwriter および Trustee との Contract が整備された。

韓国では適格投資家という考え方は無い。基本的にそういう制度を作る予定もない。基本的に必要な開示はするというスタンス。

韓国の決済システム整備

1998 年の秋に、主として海外投資家の要望により DVP 決済システムの開発が計画された。(海外投資家から見て、国内証券会社のクレジットリスクは高いため。)
1999 年 11 月にシステムが稼動し、12 月に制度を変更した。これを受け、2000 年の DVP 比率は 15%、2002 年には約 50% 近くまでになった。2003 年には T+1 化によりこれを 99% まで高める予定。(現在のネックは投信会社。1 日約 100 億ウォンの取引があり、当日中の DVP 決済は事務処理負荷が高く不可能であるため。)

以上

- 1 . 日時 2003/1/13 (月) 15:00-15:50
- 2 . 出席者 Financial Supervisory Young Hwan Byeon, Financial Economist, Bond Market
(敬称略) Service (金融監督院) Team, Capital Market Supervision Office
Jin Gook Kim, Senior Associate, Corporate Finance
System Team, Disclosure Supervision Department
企業財務協議会 犬飼、安藤、加藤、藤本
- 3 . 配布資料 なし

4 . 主な質疑応答事項

< 当方の訪問趣旨を説明した後、債券市場発展に向けた当局の役割および、債券発行にかかる制度に焦点をあてて適宜質疑応答を行った。 >

FSS の役割

取引所市場は、KSE がレギュレーターであり、FSS はその内容を承認する。店頭市場では、FSS 自身がレギュレーターである。よって、取引所取引にかかる様々な規定はすべて KSE が作成している。

直近に予定されている制度改訂は、今年 6 月 1 日に予定されている T+1 化。これは、現在当日決済となっているため DVP 決済ができないものを DVP 決済ができるようにするための変更。

これを含め、制度変更はすべて FSS が主導で進めている。(金融機関に対しては制度変更の内容について事前確認を行うことはあるが、方針を決めるのは FSS。)

金融危機の前と後での違い

金融危機の前は、債券市場の 69% を社債が占めていた。金融危機の後には、この比率が一気に 10% まで低下し、国債が 35%、通貨安定債 (Monetary Stabilization Bond : 金融危機後の財政安定化のために発行される債券) 35% という形に市場構造が変化した。

債券発行の承認サイクルが 14 日から 7 日に短縮された。ディスクロージャーについては前と後での違いは無い。

Underwriter および Trustee との Contract が整備された。

韓国では適格投資家という考え方は無い。基本的にそういう制度を作る予定もない。基本的に必要な開示はするというスタンス。

韓国の決済システム整備

1998 年の秋に、主として海外投資家の要望により DVP 決済システムの開発が計画された。(海外投資家から見て、国内証券会社のクレジットリスクは高いため。)
1999 年 11 月にシステムが稼動し、12 月に制度を変更した。これを受け、2000 年の DVP 比率は 15%、2002 年には約 50% 近くまでになった。2003 年には T+1 化によりこれを 99% まで高める予定。(現在のネックは投信会社。1 日約 100 億ウォンの取引があり、当日中の DVP 決済は事務処理負荷が高く不可能であるため。)

以上

1. 日時 2003/1/14 (火) 9:00-10:30
2. 出席者 HSBC Edmond Wong, Head of Equity Syndicate
(敬称略) Archie T.C. Tsim, Director, Corporate Finance and
Head of Execution Team
企業財務協議会 犬飼、安藤、加藤、藤本
3. 配布資料 なし

4. 主な質疑応答事項

< 当方の訪問趣旨を簡単に説明した後、香港の Debt 市場概要について説明を依頼した。 >
香港における Debt Finance について

当局は Debt Finance を奨励するような政策はこれまで特に取ってきていない。
投資家もここ 10 年程度の期間は主として株式市場を中心に投資を行っている。これはハンセン指数がこの 20 年の間に 5 倍になったことから考えても自然なことだ
と思う。しかしながら、最近になって株式市場の低迷とともに状況が変わってきた。
具体的には銀行が貸し出しを積極的に増やす姿勢を見せていることと、機関投資家
が安定性を求めてきていることである。
資金調達サイドは、直接調達よりも銀行からシンジケートローンのような形で調達
するのが主流であり、例えば高速道路公社が 10 億 US ドルのシンジケートローン
を組成したりしている。但し、これもそう多くの企業が取れる手段ではない。
香港は歴史的に不良債権の比率が非常に低く、貸し出しを増やす事自体はあまり大
きな問題ではない。そういった背景もあり、貸し手も借り手も債券市場より通常の
銀行融資を利用する傾向にある。

Debt 証券の発行について

CP プログラムは存在するが、ほとんど発行はない。香港の発行体で格付けを取得
しているところは殆ど無く、実際に Debt 証券を発行するとなるとかなりのコスト
がかかることが想定されるため、あまり積極的に取り組んでいないのではないか。
CB の発行もあるが (平均 2,000 万 US ドル程度)、一部の企業に限定されている。

調達コストについて

現在の預金金利はおよそ 0.25%、歴史的な低水準にある。しかしながら、(株式市
場の低迷等により) 預金は大量に集まっている事から、主な資金の取り手である銀

行には潤沢な資金が集まっている状態にある。よって、貸し出しを増やしても資金が不足するという事態にはならない。

当局等の役割について

HKMA：銀行の監督機関であり、ブローカーの監督機関ではない。規制およびガイドラインの作成を行う。また、通貨当局として香港としての資本準備金の管理を行う。（香港 Government Bond の発行・管理を行う。）Financial Secretary に報告する。

SFC：証券および先物市場の監督を行う。ブローカー、取引所等、証券・先物市場のすべての参加者の監督を行う。Financial Secretary に報告する。

HKEx：現物および先物の自主規制機関であり、トレーディングの監視を行う。

一般的には Debt マーケットでは、国の政策金利をベースとして債券の金利が決まることが多いが、香港では銀行協会の週次会合において基準となる金利が決まる仕組となっている。これは、PEGG 制によって、香港の通貨政策が自動的に US ドルに連動するようになっているため、HKMA として金利誘導を行う必然性が無いことによる。

通貨政策上、中国本土との関連性はまったく無い。

税制、クロスボーダー取引等について

Debt Securities に対する利子源泉徴収税は無い。また、キャピタルゲイン課税も無い。（厳密には課税されるケースもある。）

クロスボーダー取引についても制約はない。マネーインフロー、アウトフローとも制約はない。

以上

香港市場ではタームは最長7年まで。TMIでもALMギャップはバランスさせて運用している。

<続いて Ms.Wong より、当方が用意した Questionnaire に沿って香港債券市場の説明を受け、その中で適宜質疑応答を行った。>

市場規模について

債券市場は2000年に550億香港ドル、2001年に1,480億香港ドル、2002年に1,640億香港ドルと順調に拡大している。ほとんどが、私募（Private Placement）であり、発行通貨はUSドルが香港ドルとなっている。

金利が低下してきているため、これまで固定利付債が中心だったが、今年の変動利付債の比率が高まる見通し。

流通市場はほとんど無い。

主な市場参加者

発行体は銀行が最も多く、その他に、政府系機関、一般事業会社、銀行以外の金融機関が債券を発行している。

アジア開発銀行や世界銀行などの Supra-National や、外国のソブリンの発行も始まっているが、やはり銀行が主流であることに変化は無い。

銀行が発行体となっているのは、BIS のリスクウェイトが20%であり事業会社（100%）に比べて低いことから、投資家である金融機関が選好するため。

投資家としては年金ファンドが出てきているが、従来の投資対象は株式であったことから債券への投資規模はまだ小さい。

最近の市場変化

どのような債券が選好されるかは投資家に依存しているが、従来固定レートでの運用が主流であったものの、金利がかなり低くなった（金利が底に近づいたと考えられている）ことから、最近変動利付が発行されるようになった。

金利の低下は、2001年の預金金利カルテルの廃止により、銀行が貸し出し金利競争を始めたことが一因。

当局は、香港モーゲージコープ等を通じて、債券の発行量を増やしている。また、市場発展に向けてタスクフォースを組成し、本年3月を目処にガイドラインを纏める予定である。

発行にかかる制度

発行に際しての事前承認は不要。また、香港ではプログラム登録（Shelf-registration）の制度は無い。

香港では機動的な発行が必要である。これは、債券市場のベンチマークが（国債市場が無いことから）スワップ金利であり、スワップ金利は日々変動することから発行に何日もかかると金利が動いてしまうことによる。

ほとんど私募形式で発行されているが、これは公募形式の場合は目論見書等が必要になり機動的に発行できないことと、実際そのようなニーズが無いことによる。（個人に債券を販売することは無い。）

発行にあたって格付けは必要無い。ユーロ MTN についても同様。格付け取得にはかなりコストがかかることから、実際に取得している企業は少ない。

発行承認が無いことから、最少リードタイムは無し。また、発行停止期間も無い。

投資家にかかる制度

香港では Qualified Institutional Investor の制度は無い。但し、SFC が Professional Investor の Code of Conduct を定めており、ここに Professional Investor が定義されている。

今後の制度変更について

SFC が債券発行手続きの変更を予定している。主な目的は投資家の認知度向上。変更の個別内容については、市場参加者が主導して案を決めており、手続きの簡素化・負担低減の方向で変更される見込み。

香港はイギリスと同様に Common Law の世界。市場参加者のニーズを満たしているか法律事務所と相談して実務を進めるやり方が主流で、当局が個別に指導するという事は無い。当局は制度改正に関してはどちらかと言えば受け身であり、力を入れているのは投資家教育の方だと思う。

その他

香港の債券市場改革については、銀行等により構成されている Hong Kong Capital Market Association で議論されている。Japan Capital Market Association とも継続的に情報交換をして行きたい。

以上

1. 日時 2003/1/14 (火) 14:30-15:30
2. 出席者 Hong Kong Exchanges and Clearing Limited
(敬称略) Walter A Reisch, Executive Vice President, Clearing
Ellen Lam, Assistant Vice President, Cash Clearing
Mark Bewley, Assistant Vice President, Listing Division
Raymond Siu, Senior Manager, Listing Division
企業財務協議会 犬飼、安藤、加藤、藤本
3. 配布資料 Annual Report2001、Interim Report2002、Exchange 2002 年 10 月号
(一般的な取引所の業務内容説明資料、ミーティングでは使用せず。)

4. 主な質疑応答事項

< 当方の訪問趣旨を説明した後、社債決済システムおよび社債発行の説明を依頼。 >

債券の決済システムについて

Government Bond は HKMA が運営する CMU システムで、社債等は HKEx が運営する CCASS で決済される。なお、CCASS での決済については、取引所取引に限り HKEx が Central Counter Party となり、マルチラテラルネットティングによる決済が行われる。

なお、上場されている社債の数は非常に少なく 60 数銘柄程度。上場されている債券についても、物理的に決済されるものも多い。

債券の場合は発行体が流動性を求めないことから上場を指向しない。通常は銀行を通じて発行される。その場合は当然ながら上場の承認は必要としないため、より簡単に発行が可能。

債券の発行について

債券市場は基本的に Professional Market であり、Public Market と比較して開示等の基準も非常に軽いものとなっている。

債券全体としてルールが定められているが、ABS については追加のルールが適用される。

発行に要する期間は、私募の場合で 1 週間半程度、公募になると少なくとも 3 週間かかる。

発行プログラム登録の制度は無い。

発行年限としては、2、3、5、7、10 年がある。(長い年限は事実上殆ど無い。)

以上

- 1 . 日時 2003/1/14 (火) 16:00-18:20
- 2 . 出席者 Hong Kong (Part1. 債券市場の発展について)
(敬称略) Monetary Authority Monetary Operations Division より
Josie Wong, Division Head
Colin H.W. Pou, Senior Manager
(Part2. 証券決済システムについて)
Market Systems Division より
Esmond K.Y. Lee, Division Head
Stanley T.K. Chan, Senior Manager (CMU)
企業財務協議会 犬飼、安藤、加藤、藤本
- 3 . 配布資料 Part1 : なし
Part2 : Central Moneymarkets Unit and the Financial Infrastructure in Hong Kong
(今回の訪問のために用意されたプレゼンテーション資料)

4 . 主な質疑応答事項

Part1 : 債券市場の発展について

< 当方の訪問趣旨および日本の現状について簡単に説明した後、債券市場の育成と社債発行にかかる規制に焦点をあてて質疑を開始。 >

香港における債券発行の規制について

香港では発行の事前承認は必要無い。また、格付けに関する規制も特に無い。よって、最低所要日数という概念も特に無い。

投資家に対する規制についても特に存在しない。基本的にオープンマーケットである。

税金については、キャピタルゲイン課税は無い。利子課税については、個人は非課税であり、法人は課税されるが、政府債を含む特定の債券については非課税もしくは低減税率適用等の措置がある。

現在のフォーカス

現在の取組では、債券のリテール市場を開発することに主眼を置いている。これまで投資対象は株式が中心であり、債券市場はほとんど注目を浴びていなかったが、株式市場の低迷等により投資家にとって債券市場を育成する必要性がより大きくなっていると考えている。

債券市場育成に向けては、債券利子課税にかかる軽減措置（通常 16%が 8%）を設けている。軽減措置は、政府系企業の発行する債券の他、一定の条件を満たした債券に適用される。

債券市場における HKMA の役割

香港政府自体には豊富な外貨準備もあり、資金調達需要があるわけではないが、債券市場育成等を目的として債券の発行を行って来ている。

近年では、Mandatory Provident Fund（MPF：年金基金のようなもの）が拡大して来ており、その投資対象として香港ドル建ての債券市場育成が重要な課題になると考えている。（MPF は将来において、香港ドル債市場における最大の投資家になると考えられる。）

MPF が投資する債券は、現在のところ政府系機関（Statutory Body）およびハチソン等の香港大手企業が発行する債券である。

今後の制度改正等の方向性について

Securities and Futures Commission (SFC) が、債券発行にかかる手続き等の標準化を進めている。目的は、冒頭でも述べたように、リテール債券市場の育成に向けた要件緩和（より簡素な発行手続き）である。

現在のチャレンジは、発行体にとっても投資家にとっても債券のコストが高いことにあると考えている。即ち、発行体にとっては債券発行のための格付けの取得等を考えると銀行借り入れと比べてコスト高となること、投資家にとっては債券市場が発展していないことによる保護預り手数料等の負担があること、等が想定されるが、これは鶏と卵の話かもしれない。

債券市場の発展には流通市場の整備も必要であるが、ホールセール向けのトレーディングプラットフォームとして Bonds-in-Asia というデリバリーチャンネルが稼働を開始している模様。（詳細未確認）

個人投資家教育を通じて、Debt 商品の認知度を高めていきたい。

Part2 : 証券決済システムについて

< 当方の訪問趣旨を説明後、用意されたプレゼンテーションを受けつつ、証券決済システムについて適宜質疑応答を実施。 >

Central Moneymarkets Unit (CMU) について

CMU は政府債および一般債の決済のために構築されたシステム。1990 年 3 月に政府債の取扱いが始まり、一般債の取扱いは 1994 年 1 月に始まっている。

1996年には香港ドルベースの RTGS-DVP 決済を開始、2000年には US ドルベースの RTGS-DVP 決済が可能となっている。

CMU への預託残高は稼働開始以来 1999 年まで増加し続け、それ以降ほぼ一定となっているが、これは 2000 年からの景気後退により発行残高が減少したため。

香港で発行された香港ドル建て債券の残高は約 5,000 億香港ドルだが、このうち 3,000 億 HK\$ が CMU に預託されている。残りは、ユーロクリアもしくはクリアストリームに預託されている。

CMU に預託されている債券については、ほぼすべてが DVP 決済されている。決済サイクルは、午前 11 時までの取引については当日決済、それ以後の取引については翌日決済となっている。なお、CMU の決済カットオフタイムは午後 3 時となっている。決済サイクルは、制度上規定されているものではなく、マーケットルールとして決められているものである。

海外とのリンクも順次実現しており、1994 年のユーロクリアおよびセデルとの One-way Link (ユーロクリアおよびセデルで CMU に預託されている香港ドル建て債の振替決済を可能とするためのリンク) に始まり、2002 年にはユーロクリアとの Direct Link が稼働、2003 年にはクリアストリームとの Direct Link が稼働し、ユーロ建ての清算システムが稼働する予定となっている。

RTGS 清算システムは、いずれの通貨についても Hong Kong Clearing Bank が運用している。

なお、香港ドル建ての清算は HKMA 内の口座、US ドル建てについては HSBC 内の口座、ユーロ建てについてはスタンダードチャータード銀行内の口座をそれぞれ用いて行う。

CMU の提供機能について

RTGS-DVP 決済および End-of-day DVP 決済の両方をサポートする仕組みがある。

Intra-day Repo および Over-night Repo の仕組みにより、日中の資金流動性が供給される仕組みが作られている。

また、マーケットメーカーに対しては、日中の証券流動性が供給される仕組みが提供されており、日中に一時的な証券のショートポジションを持つことが可能となっている。

更に、セキュリティーレンディング機能も備わっているが、現時点ではその必要性が特になく、実際には利用されていない。

カスタマーサービスとして、証券保管に加え、元利払サービス等も提供している。

今後のインフラ拡張の方向性について

アジア・太平洋地域のリジョナル決済ハブとして、リジョナル市場である韓国・ニュージーランド・オーストラリアの CSD の連携を実現済みであり、更に中国国債の CSD である CDC との連携を 2003 年前半には実現する予定。これにより、各リジョナル市場をインターナショナル CSD であるユーロクリア・クリアストリームに連動させるためのハブの役割を担う事になる。

アジアで発行される International Debt のうち、およそ 60% はアジアの投資家により保有されているにもかかわらず、その大半が今のところユーロクリアやクリアストリームで決済されている。即ち、アジア債の決済のためにアジアと欧州のクロスボーダー決済が必要になり、CLS Bank を用いた決済をすることも含め効率的とは言えない状況である。そこで、CMU で香港ドル、US ドル、ユーロ 3 通貨の決済を可能とすることにより、アジア地域内においてより効率的な証券決済を行うことが可能になるものと考えている。

このようなインフラを電子取引システムとリンクさせることにより、さらに市場が発展することが期待される。

以上

1. 日時 2003/1/15 (水) 10:00-11:30
2. 出席者 大和証券 SMBC 香港 水越 一吉、Head of Investment Banking, Asia Pacific
(敬称略) 佐々木 伸一、Head of Fixed Income
企業財務協議会 犬飼、安藤、加藤、藤本
3. 配布資料 アジアの証券市場 2002「香港」(大和総研のリーサーチペーパーより抜粋)

4. 主な質疑応答事項

< 当方の訪問趣旨を説明した後、香港債券市場全般について適宜質疑を行う。 >

香港の債券市場について

大和証券 SMBC が取扱っているのは US ドル債と円債が中心。香港ドル債は HSBC の独占市場に近い。

香港の債券市場は未発達であり、財務局長 (フレデリック・マー氏) も課題であるとの認識を持っている。

2002 年より個人向け債券の発行が始まっている (Airport Authority、Hong Kong Mortgage Corp、等)。それまでは、個人は公社債投信を通じてしか Debt Securities を買うことが事実上できなかった。

アジア全般として共通だと思うが、国債は財務上の不足 (Deficit) があるから発行するのではなく、国内の債券市場を育成するために発行している。ただ、香港も徐々に政府の資金調達のために債券市場を利用するようになって来ている。

一方で、銀行やプライベートバンカーを中心とする機関投資家は、(香港では US ドル取引のコストが安いこともあり) US ドルの運用ニーズが強い。

債券の発行について

発行条件の決まり方は、(ドルペッグ制のため) US ドル債のベンチマークに対して香港ドル債の条件が決まる。例えば、MTR (地下鉄) や長江等のネームがある発行体は US ドル債を発行しているが、ドル債の条件にならって香港ドル債の条件が決まる。

香港ドル債は (政治リスクを含めた) 通貨リスクがあることから、年限としては最長 5 年までしか実際には発行されない。(それ以上は、買い手がない。)

現在は金余りの状況であり、Loan の金利も低くなっている。(日本のように直接市場の方がより低いコストで調達できるというものでもない。) 実際、Loan の代

替として債券が存在していることもあり、Loan 金利をベースに債券の発行条件が決まってくる。

台湾も同じような状況で、ローカル通貨にリスクがあることと、ローカル通貨での運用ニーズが無いことから、US ドル建て債券のニーズの方が大きい。銀行の Treasury 部門等、経常的にローカル通貨を必要とする会社以外には、ローカル通貨の調達ニーズは無いのではないか。

中央銀行の円債運用ニーズについて

アジア各国の外貨準備のうち約 10% (約 7 兆円) が円建てであり、この運用ニーズがある。現在 JGB の金利が非常に低いことから、社債等での運用ニーズはあるものの、JGB 以外の債券は現地カストディ設置のコスト等が壁になり実際には買いにくい状況。

もし、アジアで共通の証券決済インフラができれば、アジア域内での債券の流通は大幅に活性化する可能性がある。これについては、ASEAN 諸国の日本に対する期待は大きいと思われる。実際に海外投資家の中でも、円債をユーロクリアで決済出来るようにならないのかといったニーズは強い。

もう 1 つ課題と考えられるのは税制。中央銀行は非課税法人になれると思うが、日本では手続き (カストディアンが財務局に書類を提出) がどうも面倒らしい。

アジア各国における外債発行について

台湾では、外債の源泉徴収免除を取れないため、すべてゼロクーポン CB として発行している。(オフショアでは CB 以外発行されていないのではないか。)

マレーシアでは、中央銀行に申請し、資金用途により源泉徴収の扱いが変わる。(マレーシアの外貨収入につながるような資金用途であるかどうか。)

シンガポールにおいても源泉徴収免除についてのみ MAS の承認が必要。

債券を上場する・しないはあまり重要性はなく、投資家サイドが投資対象になり得るかどうかの制約により場合によっては上場するケースもある。

投資家の変化

香港では Mandatory Provident Fund が生まれ、債券市場の投資家として拡大が期待される。公的ファンドであるため、投資対象は政府が決める。なお、マレーシアでは Employee Provident Fund、シンガポールでは Central Provident Fund といった同じような仕組みがある。

以上

- 1 . 日時 2003/1/16 (木) 9:00-10:30
- 2 . 出席者 Rating Agency Malaysia Wong Fook-Wah, Executive Director
(敬称略) Denise Thean, Assistant General Manager
Foo Su Yin, Assistant General Manager
企業財務協議会 犬飼、安藤、加藤、藤本
- 3 . 配布資料 The Malaysian Bond Market
RAM Bond Newsletter (Dec.2002) (RAM の機関誌)

4 . 主な質疑応答事項

< 当方の訪問趣旨および質問事項の背景について簡単に説明を行った後、債券市場の発展および債券発行にかかる制度に焦点をあて、質疑応答を開始。 >

債券市場の発展について

マレーシアの債券市場は政府主導のもと発展して来ている。具体的には、1993 年に発足した Securities Commission と、中央銀行がその中心的役割を担っている。

Securities Commission は、2000 年 7 月に民間企業の証券発行に関する新たなルールを設定した。

またそれに先立ち、債券決済のための新しいシステム RENTAS が、従来の SPITS に替わって導入された。

マレーシアにおける債券発行について

発行手続きは明確 (Straight Forward) である。Securities Commission が定めた Private Debt Securities Guidelines に従って行われる。

Securities Commission は、普通社債に関しては 14 日以内に処理をすることになっている。(昔は 3 ヶ月かかっていた。)

昔は、KLSE、Foreign Investment Committee、中央銀行の承認も必要だったが、現在では Securities Commission の承認に一本化されている。

発行に関する条件 (ガイドライン) の数も減っている。

格付けの取得は制度上の必須要件ではない (取引所に上場する場合は必須だが上場される債券はほとんど無い) が、一般的に格付けを取得する傾向にある。

受託者 (Trustee) が開示情報を公開するのが一般的であるが、これは発行の透明性を高めるために実施されている。(制度で決められていることではない。)

私募の定義は 10 名未満の投資家を対象とした発行。ただし、私募であることによる適用除外事項や、Commercial Paper (CP) に対する適用除外事項というものは無い。(但し、CP の発行は銀行および事前に承認を受けた会社のみ認められている。今後はこの範囲が広がることが想定される。)

政府は、CP・MTN については通常の債券とは別枠でルールを定めるものと思われる。(今のところ、特に制度上の違いは無い。)

Shelf-registration の制度はあるが、実際には使われていない。政府としては、欧米に鑑みて、そういう制度が必要だと考え設けたものと思われる。(市場参加者の要望により設けられた制度ではない。)

発行停止期間については、ガイドラインのようなものは無い。

投資にかかる規制

投信や保険会社については BBB 格以上の証券に投資する旨の規定があると思うが、それ以外には投資制限は無い。

Qualified Institutional Investor については、承認のプロセスがあると思うが、数値基準というものは確か無い。

非居住者の投資についても制限は特に無い。逆にマレーシア投資を奨励している。

税制、その他

企業も個人も、国内債券(マレーシアリングット建て)にかかる利子源泉税は無い。現在、Employee Provident Fund が債券市場の最大の投資家となっているが、これはこれで問題をはらんでいる。

以上

投資家は国内の年金ファンド、政府系投資機関、保険会社、運用会社。取引ロットは平均で 5 億リンギットであり、リテールの入り込む余地はない。また、外国人投資家は外為規制のためにほとんど参加していない。

債券にかかる制度について

2000 年 7 月 1 日より、Private Debt Securities (PDS) の発行には SC の承認が必要となった。また CP・MTN を除いて、PDS の決済はすべて RENTAS で行うことが義務付けられた。

外国法人については、SC への申請に先立ち、(リンギット建ての発行であっても) Controller of Foreign Exchange 等の事前承認が必要となる。

発行体とアドバイザーは共同で、申請・開示がガイドラインに則り行われていることを誓約する必要がある、通常はアドバイザーが発行関連文書にかかる due-diligence report を作成して提出する。(このレポート作成に約 1 ヶ月を要する。Equity の発行であればプラス 3 ヶ月は要すると思われる。)

SC は申請受領後 14 日以内に承認を行うことになっている。承認後 6 ヶ月以内に実施 / 廃止する必要がある。

Shelf-registration の制度は比較的新しいため、発行体に認知されていないと思われる。今のところ、使用された実績は無い。

イスラムボンドについて

Islamic Bond の発行には固有の要件がある。Islamic Bond というのは基本的にゼロクーポンの債券。(イスラム教では、利息が禁止されているため。)

投資家であるファンドは大きく分けて、従来のファンドと Islamic ファンドがある。後者は基本的に Islamic Bond にしか投資できない。

税制について

マレーシア国内債にかかる利子源泉徴収は、居住者についてはゼロ(所得税のみ)となっている。(非居住者は源泉ありだが、実質的に投資家としてほとんど存在していない。)

市場インフラの整備について

2000 年に稼動した RENTAS は中央銀行の主導により導入された。参加者は基本的に銀行だが、ブローカーも参加者として認められる予定。

BIDS は匿名性をもって取引情報を開示するシステムで、すべての取引参加者は OTC 取引の内容についてすべてここに記録することが義務付けられている。

以上

1. 日時 2003/1/16 (火) 14:00-15:00
2. 出席者 Adnan Sundra & Low Deepak Sadasivan, Advocate & Solicitor
(敬称略) 企業財務協議会 犬飼、安藤、加藤、藤本
3. 配布資料 なし

4. 主な質疑応答事項

< 当方の訪問趣旨および、主として債券発行にかかる制度についての日本の現状説明を行った後、Questionnaire に沿って現状のマレーシアの制度について説明を依頼。 >

債券の発行について

政府が発行もしくは保証する債券以外は、発行にあたって SC の承認が必要。

アレンジャーである銀行が、発行体の代理として、Due-diligence Report と共に SC に書類を提出する。

「最新の」書類提出日から 14 日以内に発行が承認される。(もちろん、書類が差し戻されることもある。) 承認を受けて、情報伝達・ファイリング等が行われる。従来、公募に必要であった目論見書の作成は、2000 年より次の投資家への発行については適用除外となっている。銀行、プロフェッショナル、政府系機関、その他特別に定める場合。

なお、目論見書の代わりに Information Memorandum を作成する。それ以外の発行の要件はトラスティーにかかる要件程度。

承認後、グローバルノート(大券)を中央銀行に預託する。中央銀行はすべての債券をトラスティーとして保有する。但し、CP・MTN については RENTAS で通常決済されないことから中央銀行には預託されない。

CP についても中央銀行が運営する入札システム FAST を利用する。

なお、一度ファイリングされた書類については、発行後に訂正が行われる事は無い。(変更を届ける義務は無い。)

格付けは流通しない証券については必要無い。最低格付け要件は制度上は存在しないが、実際には AA 以上のものがほとんど。保険会社は BBB 以上のものにしか投資できない。

証券化商品もこれまで7本発行されている。ほとんどが CBO。ABS は承認までの期間が長く、28 日となっている。ABS の場合は Information Memorandum の作成が義務付けられている。

今後の制度変更としては、MTN の年限上限（7 年まで）の撤廃、ABS の規制緩和、フルディスクローズへの移行（これはまだ課題が残っている）といったところ。

元々債券の発行に際してはフルの目論見書を作成するか何も必要ないかどちらかであったが、2 年前に Sophisticated Investors に対する発行には Information Memorandum を作成するという考え方が出来た。（リテール向け以外では実質目論見書は不要になった。）

その他

マレーシアではキャピタルゲイン課税はない。利子源泉税は居住者はゼロ、非居住者は 15%。

債券は基本的にペーパーレス。但し、CP のみ物理的に紙が存在している。

以上

- 1 . 日時 2003/1/16 (火) 15:30-17:00
- 2 . 出席者 Securities Commission Research & Strategy Department より
(敬称略) Dushyanthan Vaithiyathan, Senior Executive
Jesvin Kaur, Executive
Policy Department より
Lam May Yin, Manager, Law Reform & Regulatory
他 1 名
企業財務協議会 犬飼、安藤、加藤、藤本
- 3 . 配布資料 Capital Market Masterplan (with CD),
Guidelines on the offering of Private Debt Securities,
Guidelines on the offering of Asset-Backed Debt Securities,
Securities Commission (Shelf Registration Scheme for Debentures) Regulations,
Rules on the scripless securities under the real time electronic transfer of funds and
securities (RENTAS) system,
RENTAS system participation and operation rules
(いずれも参考資料としてミーティング後に受領したもの。)

4 . 主な質疑応答事項

< 当方の訪問趣旨および Questionnaire の背景 (質問の意図) について説明し、主として債券市場の発展および発行に関する規制に焦点をあてて質疑を行った。 >

SC の位置付け

SC は約 10 年前に出来た機関。その中の Bond Market Unit は 2000 年に発足した新しい組織。マレーシアには債券にかかる自主規制機関 (Self Regulatory Organization) が無いことから、現在では SC が債券にかかる唯一の規制機関。Research & Strategy 部門は 2001 年 2 月までかけて、マレーシア資本市場発展の 10 年計画として、Capital Market Master Plan を策定した。この Master Plan は金融危機をきっかけとして取り纏めることとなったもの。(金融危機の原因ともなった) 従来の銀行依存体質から市場ドリブンの金融市場に 3 つのフェーズを経て変革していく想定。現在は第 1 フェーズを実行中であり、2003 年一杯で終了する予定である。

マレーシアでの債券発行について

発行される債券のうち 90%以上が Sophisticated Investor 向けのものであり、目論見書の規定が無い(対象外)。

中央銀行から SC に監督機能が統合されてから、ガイドラインの緩和を行った。これにより、債券発行に際して提出する書類は、発行体およびアドバイザーの申告書、タームシートおよび Information Memorandum になっている。なお、このうち SC の承認が必要なのは申告書およびタームシートで、Information Memorandum は SC に登録されるという位置付け。

CD・MTN に関しては、償還年限が 7 年未満という特別な規定が設けられているが、それ以外には特にない。

発行停止期間に関する規定は無い。

投資家に対する規制について

投資家の規制は、政府系機関の投資制限以外は無い。政府系機関には Employee Provident Fund を含む。

外国人投資家の比率は 5%未満。国内での資金運用需要によって、ほとんどの発行が消化可能。

その他

ABS を含む証券化商品に関しては税制上の課題が残っている。

証券決済インフラに関しては、RENTAS の DVP 決済システムが稼働し、特に残っている課題は無い。

Capital Market Master Plan では、以下の 3 つのフェーズで改革を進めて行く予定。

国内市場強化

規制緩和

市場開放

以上

- 1 . 日時 2003/1/17 (金) 14:00-16:00
- 2 . 出席者 Monetary Authority of Financial Centre Development Department より
(敬称略) Singapore Luz Foo Mei Lan, Deputy Director, Capital Markets
Seah Kok Tiong, Assistant Director,
Treasury & Technology Div
Celeste Cheo, Associate, Industry Development Div
Reserve & Monetary Management Department より
Leong Ming Soon, Associate, Monetary Management
Financial Supervisory Group より
Thomas C.W. Yee, Deputy Director,
Corporate Finance Div, Securities & Futures Dept
Institute of Southeast Asian Studies Ngiam Kee Jin, Senior Fellow, Regional Economic Study
Lixia Loh
企業財務協議会 犬飼、安藤、加藤、藤本
- 3 . 配布資料 Overview of Singapore's Debt Capital Markets
2001 Survey of the Singapore Corporate Debt Market
A guide to Singapore Government Securities (September 2002)
(以上 MAS からの提示資料)
Developing a viable corporate bond market: The Singapore Experience
(Dr.Ngiam と Ms.Loh が取り纏めた論文)

4 . 主な質疑応答事項

< 当方の訪問趣旨を説明した後、まず Overview of Singapore's Debt Capital Markets のプレゼンテーションを受け質疑応答を開始。その後、当方から事前に提示済みの Questionnaire の背景 (質問の意図) について個別に説明した上で質問への回答を得た。 >

シンガポール債券市場の概要について

シンガポール国債はベンチマーク証券として 15 年までのイールドカーブを形成。
発行市場・流通市場・レポ市場とも最近大きく成長している。
外国機関についても、格付けの有無に関わらず自由にシンガポールドル建て債を発行できる環境になっている。当局の承認は不要であり、ファイリング要件も Information Memorandum のみである。(これもいずれは廃止する予定。)

但し、無格付けの債券を買う事ができるのは、Sophisticated Investor に限定されている。Sophisticated Investor には個人も含まれており、具体的な要件としては、200万シンガポールドル以上の収入があるか、20万シンガポールドル以上の投資証券を持っているか、といった基準が決められている。なお、この判断基準を満たしているかどうかは金融機関が判断すれば良く、当局への届出等は必要無い。

投資家のほとんどは金融機関（ファンドを含む）。社債は保険会社や運用会社が主に運用している。

海外の発行体に対する規制緩和も進めており、シンガポールドル建て債券の発行が可能となっている。（但し、調達したシンガポールドルを海外に送金する際には、外貨転することが外為規制上義務付けられている。）

債券発行について

公募の場合には目論見書が必要ということになっている。但し、「公募」の明確な定義が制度上なされていないため、この点については今後明確にする予定。

手続き面では、目論見書のレビュー ファイリング 登録というステップを経ることになり、14日～21日を要する。この結果は Web Site でも公開される。

目論見書への記載内容については詳細な規定は設けておらず、「投資家にとって必要な情報が網羅されていること」という考え方。目論見書に関してはチェックリストは存在するが、記載事項を定めたテンプレートのようなものは存在しない。実際、目論見書の記載内容は、アレンジャーによって異なっている。

なお、Debt 証券については通常公募での発行が少ないことから、ほとんどの事項が開示対象外の扱いになっている。除外規定は、いずれも「誰が投資家か」によって適用されるかどうかが決まってくる。（日本のように、Debt 証券の中でも商品によって開示要件が異なるという事は無い。）

ABS 等の証券化商品については、チェックリストにいくつかの追加事項があるが、それほど重い内容ではない。

Shelf registration の有効期間は最長 6ヶ月まで。継続して発行する場合でも半年に 1回は届出が必要。また、重要な変更（Material Change）が発生した場合には、その都度 Supplement の提出が必要となる。但し、「重要な変更」であるかどうかの判断は当局は行わず、発行体が投資家にとって重要な変更にあたるかどうかを判断した上で必要と判断すれば届出を行う仕組みとなっている。

Supplement の提出等に関わらず、発行の一時停止期間というものは制度上設けられていない。（一時停止するかどうかは発行体の判断。）

投資家にかかる規制について

投資家サイドの規制は特に無く、基本的に自主規制により投資対象を定められていると思われる。但し、Provident Fund のような公的な基金については、制度上投資適格格付けを定めている。

リテールではなく、Sophisticated Investor を対象に発行される場合には規制は無い。

税制について

キャピタルゲイン課税は無い。

利子源泉徴収については、Qualifying Debt Securities (QDS) の場合は法人に対して 10%の軽減税率が適用される。また、非居住者は非課税となっている。(個人は通常の税率が適用される。)

参考までに、シンガポールの所得税率は個人が 5~20%、法人が 24.5%。

決済システムについて

社債については SGX で説明が聞けると思うが、国債については MAS が運用する MEPS というシステムを利用して決済している。MEPS の詳細については BIS の Booklet にも紹介されているので、そちらを参照して欲しい。

シンガポールにおいては、国債は MAS、社債は SGX が Depository となり管理している。最終投資家の所有権については、信託法により保護されており、間接所有による制度上の問題というものは無い。

(民間債はわからないが) 国債については、券面は一切存在しない。

以上

- 1 . 日時 2003/1/17 (金) 16:30-18:00
- 2 . 出席者 Singapore Exchange Securities Clearing & Depository Division より
(敬称略) Chew Hong Gian, Senior Vice President,
Head, Depository Management
Lydia Choy, Assistant Vice President,
Section Head, Issuer Services Department
Institute of Southeast Asian Studies Ngiam Kee Jin, Senior Fellow, Regional Economic Study
Lixia Loh
企業財務協議会 犬飼、安藤、加藤、藤本
- 3 . 配布資料 Singapore Exchange Annual Report 2002 等
(対外配布用の資料一式、ミーティングでは使用せず。)

4 . 主な質疑応答事項

< 当方の訪問趣旨および日本の決済システムの現状を簡単に説明した後、証券決済システムに焦点をあて、質疑応答を開始。 >

SGX の体制

SGX は、シンガポール証券取引所とシンガポール商品先物取引所 (SIMEX) が株式会社化後に合併してできたシンガポール唯一の取引所。

組織的には、Cash (現物) と Derivative の 2 つに大きく分かれ、それぞれの中に Trading (取引所機能) と Clearing & Depository (決済機能) がある。更に Cash の Clearing & Depository の中は Clearing (清算) と Depository (証券管理) に分かれており、Depository では Corporate Action 等のカスタディーサービスも提供している。

SGX における債券取引

債券は上場されているものと非上場のものがある。上場されるのは格付けがあり流動性の高い銘柄に限られ、数は少ない。なお、実際の取引は (日本と同様に) ほとんど OTC 取引となっている。

シンガポール債券市場は実質的に 1998 年からスタートしている。債券決済システム Debt Securities Clearing & Settlement System (DCSS) は 1998 年 12 月に稼働し、1999 年には MAS の RTGS 決済システム MEPS と連動し DVP 決済を行うことが可能となっている。

債券の決済は T+0 もしくは T+1 で行われており、T+0 の決済を行う場合は DCSS のカットオフタイムは午後 2 時となっている。なお、DCSS の稼働時間は午前 9 時より午後 5 時半となっている。

ほぼすべての債券は Central Depository に預託されている。DCSS はシンガポールドル建て以外の債券も取扱う事が可能だが、DVP 決済はシンガポールドル建てしか出来ない。ユーロクリアおよびクリアストリームは、DCSS の Depository Agent となっており、連携が可能である。なお、外貨建て債券はほとんどが US ドル建てで、流通はほとんどない (Buy & Hold)。

なお、取引所で取引された債券は、Equity の決済システムを通じてネット決済が行われることになる。(この場合でも、証券残高の管理は CDP で行うため、残高が不整合になるようなことは無い。)

カスタディ機能について

CDP は預り証券の元利払も行う。CDP が Paying Agent より元利金を受け取り、DA の口座残高 (これは支払日の 5 営業日前に確定) に基づき元利金を支払う。

DCSS 稼働時の移行について、他

1998 年の稼働以前から債券の取引はあったが、新システム稼働に伴う移行は特に行っていない。取引所取引にかかる決済の仕組みはそのまま残しているため、これについても特に移行は行っていない。よって、DCSS 稼働に伴う業務・システム移行作業というのは特に無かった。

DCSS を含め、SGX のシステムはほとんど内部の要員で開発している。取引所にとってシステムは非常に重要な位置付けのものであり、システム開発は基本的に自前で行っている。(システムベンダーへの開発委託はしていない。)

以上