

「アジアの金融資本市場と我が国市場の発展に関する共同研究」

論点整理

平成 18 年 6 月

<目次>

1. はじめに
2. アジア金融資本市場の概況と我が国の課題
 - 2-1. アジア金融資本市場の概況
 - 2-2. アジアにおける我が国および欧米系金融機関のビジネス
 - 2-3. アジア諸国の金融インフラ
 - 2-4. 我が国当局の対応
3. 地域金融協力
 - 3-1. アジア債券市場の育成に向けた動き
 - 3-2. 地域金融協力の枠組みにおける金融資本市場の課題
4. アジアの資金環流における我が国市場の役割
5. 結語

<アジア金融資本市場と我が国市場の発展に関する共同研究 メンバー名簿>

<外部有識者懇談会>

安積	敏政	松下電器産業	グローバル戦略研究所	首席研究員
小塚	莊一郎	上智大学	法学部	教授
高安	健一	日本総合研究所	環太平洋戦略研究センター	上席主任研究員
原	英敬	野村證券	グローバルマーケット企画部	次長
蓑田	秀策	みずほコーポレート銀行		常務執行役員
吉野	直行	慶應義塾大学	経済学部	教授（座長）
渡辺	喜宏	三菱UFJ	フィナンシャル・グループ	専務取締役

<財務省>

玉木	林太郎	国際局	審議官
木村	茂樹	国際局	調査課長
根本	洋一	国際局	地域協力課長

<日本銀行>

高橋	亘	国際局	審議役
曾我野	秀彦	国際局	参事役
野々口	秀樹	国際局	企画役

<金融庁>

知原	信良	総務企画局	参事官
神崎	康史	総務企画局	総務課国際室長

1. はじめに

- ・ 我が国とアジア諸国との経済的な相互依存性が高まる中で、アジアの金融市場の健全な発展は、我が国を含めアジア経済の安定的な成長にとって不可欠となっている。我が国の金融システムを巡る局面は、不良債権問題への「緊急対応」から、将来の望ましい金融システムを目指す「未来志向」へと転換する節目を迎えており、我が国金融資本市場および我が国金融機関が、アジアの金融拠点としてより大きな役割を果たしていくことが求められている。
- ・ 金融庁は、金融改革プログラムにおいて「国際的に開かれた金融システムの構築と金融行政の国際化」を施策の一つとしており、当該施策の一貫として財務省および日本銀行の協力を得て、アジアの金融資本市場およびその拠点としての我が国市場の今後の課題について論点を整理するための共同研究会を設置した。同共同研究会においては、我が国市場をアジア諸国が円滑に資金を調達、運用しうるような市場とすることに加え、近年金融サービス市場としての重要性を増しつつあるアジアにおいて我が国金融機関が幅広い金融サービス・商品を提供することや、アジア地域金融協力の進展およびその中で我が国金融機関に期待できる貢献といった観点から議論を行った。
- ・ 本ペーパーは、内外における金融機関へのヒアリングを中心とした調査、外部有識者からなる懇談会における議論等を中心に、共同研究会として把握した実態および抽出した論点を事務局¹において整理したものである。この論点整理を今後の金融行政の参考とするとともに、民間金融機関においても本ペーパーにおける指摘を念頭に置いた上で、その状況に応じて適切に対応していくことが期待される。

2. アジア金融資本市場の概況と我が国の課題

2-1. アジア金融資本市場の概況

● アジア概況

- ・ 従来よりアジアの金融システムの脆弱性の要因のひとつとして、銀行制度に比し資本市場が未成熟であることが指摘されてきている。また、アジア諸国においては、貯蓄率は高いものの、その貯蓄の多くが現地金融機関を通じて一旦欧米の国際金融センターに流出しており、貿易面での結びつきに比し、域内諸国間の資金フローは限定的なものとなっている。
- ・ 1997年に起こったアジア通貨危機前夜においては、各国の金融自由化を背景に海外投資家のドル建ての短期外貨資金が大量に流入し、経済開発に不可欠な現地通貨建ての長期資金需要

¹本共同研究は、金融庁総務企画局総務課国際室が事務局を務め、財務省国際局および日本銀行国際局の協力のもと、上述の目的に沿って広く外部の有識者と意見交換・討議したものである。本ペーパーの内容については、今後の行政運営の参考とする。

に応える融資という形で供給された。こうしたいわゆる通貨と期間のミスマッチが、アジア通貨危機の背景にあると言われている。

- ・ 我が国は、地域経済の安定に資するべく、アジア域内の貯蓄をアジア企業の中長期の資金調達ニーズに結びつける試み、すなわちアジア債券市場の育成を推進してきた。こうした試み等を通じてアジアの金融資本市場が発展することは、①我が国を含むアジアの個人投資家や事業会社等にとっての金融サービスの選択肢の増加や利便性の向上につながるとともに、②直接・間接金融のバランスが取れた形での域内の資金調達機能の強化を通じ、アジアにおける域内分業の深化や市場の発展を金融面でサポートすることにつながり、アジア経済全体の安定的な成長に寄与するものと考えられる。また、金融資本市場の発展のためには、市場インフラ整備や当局間の連携強化に加え、国際業務に再び重点を置きつつある我が国金融機関が、自らのアジア業務展開を通じ、アジアにおけるプレゼンスに即した一定の役割を果たしていくことの重要性も高い。

● アジア通貨危機以降の我が国金融機関のアジア業務の動向

- ・ 我が国金融機関は、1990年代半ば以降、アジア通貨危機等一連の国際金融危機や国内の不良債権問題等を受けて、海外業務の縮小・撤退という対応をとった。なかでも、海外業務を展開していた主要行を中心とした銀行（以下、邦銀）は、資産圧縮および海外拠点の整理統合に取り組み、海外非日系企業向け融資を中心に貸出の抑制を進めた。邦銀の対外与信は1999年以降緩やかに復活したが、アジア向け与信については引き続き減少し、慎重な姿勢が継続された。
- ・ しかしながら、昨年来、我が国金融機関はアジアへの展開を急速に進めており、なかでも不良債権問題の解決に概ね目途をつけた邦銀の経営課題のひとつとして、収益性の向上と収益源の多様化が指摘されている。こうした観点から、邦銀を含め、経営戦略の一環として海外業務を位置づける我が国金融機関は、日系企業の進出が引き続き活発かつ経済成長の著しいアジアにおける業務を今後の有力な収益源と捉え、重視しつつある。

● アジア金融資本市場の変化

- ・ このような状況下、今後のアジアの金融資本市場における拠点として我が国金融機関が相応の役割を果たしていくにあたっては、次のような変化を認識しておくことが求められる。

○ 欧米系金融機関のアジアでのプレゼンス向上

- ・ アジア通貨危機以降、アジア各国が経済構造改革に向けて外資出資規制を緩和し企業再編を進めたことを機に、欧米系金融機関は M&A 等の投資銀行業務を中心に業務を展開し、さらに、金融セクター再編においては自らが買い手となって現地金融機関を買収するなど、急速にプレゼンスを拡大した。これら金融機関は中国、インドなどの巨大市場の存在を背景としたアジアの潜在成長力を重視し、アジアを今後の有力な収益源として捉えるビジネスを展開

している。

○ アジア高成長と巨大市場への期待—リテール業務の重要性の増加

- ・ アジアは金融サービス市場としての重みを増しているが、その成長分野は 1990 年代前半とは様相を異にしつつある。アジア諸国においては、アジア通貨危機以降、不良債権比率の上昇とその処理に迫られ、法人向け融資が伸び悩んだことから、リテール業務が新たな収益源として注目されるようになった。アジアの金融サービスにおいては、折からの中間層の拡大を背景にリテール業務が法人向け業務と並ぶ中核業務となってきた。個人向け貸出は、一人あたり GDP の増加に伴う住宅などの実物資産の購入を背景に引き続き高い伸びを示しており、アジアにおけるリテール市場は拡大しつつある。

○ 日系企業の国際業務態勢・資金調達様式および金融サービスニーズの変容

- ・ 邦銀は、アジアへの進出を強化した日系企業に追随する形で 1980 年代を通じ積極的にアジアに展開した。現在においても日系企業関連業務は邦銀アジア業務の中核であるが、一方で日系企業は、1990 年代を通じ、大企業を中心に内部金融やグループ内資金管理手法を高度化するなどして、資金調達コストを削減する努力を積んできている。また、地域ごとに財務統括拠点を設置し、資金調達、資金管理、リスク管理を集中的・一元的に行うなどして、グループ内財務の最適化を図るケースも見られる。アジアに進出する日系企業においては、ASEAN を中心とした地域におけるグループ企業の財務統括拠点やファイナンス会社をシンガポールなどに設置する企業も多く見られる上、産業によって度合いは異なるものの、アジアで展開する日系企業にとって、財務・金融は重要な経営課題として認識されている²。こうした観点から日系企業は、金融機関に対しては、従来からの法人向け商業銀行業務に代わって、グローバルベースでの財務の効率化や資金調達の他、新規進出国における新たなビジネスに関する法律・税務・会計等を含めた総合的な金融アドバイザリー業務等、付加価値の高いサービスを求める傾向にある。また、その時々々の金融サービスのニーズに応じ、複数の金融機関を活用するという姿勢も広がってきている。
- ・ アジアでの業務経験の長い日系企業は、バブル崩壊やアジア通貨危機後も一貫して海外展開を進め、各国内で生産・販売ネットワークを構築し、アジアでの生産の目的を第三国への輸出から、国内市場向け販売へと変化させている場合も多く、金融サービスについてもこうした事業内容の変化に対応したサービスを求めつつある。また、日系現地法人が、ブランドバリューや資金調達（とりわけ銀行融資）における条件向上、ストックオプションの付与などを念頭に、現地の取引所に上場するという動きも見られる。他方、新規に海外進出する中堅・中小の事業会社は、従来どおり、これまでの取引関係に基づく海外での支援を我が国金融機関に期待している。このように、我が国金融機関に対するニーズは、多様化が進んでおり、金融機関のこうしたニーズへの対応能力の強化が求められている。

² シンガポール商工会議所調査「在シンガポール日系企業の地域統括機能に関する調査結果」

○ アジア各国の金融市場の多様性

- ・ アジアは、成熟市場である香港、シンガポールおよび台湾、それらを追うタイ、マレーシアおよびインドネシア、さらに、発展途上であり高い潜在成長力を持つ巨大市場である中国およびインドと、経済発展や産業構造などに由縁する、異なる市場の特性を持つ国々を抱えている。また、相対的にみれば英米法系に属する国が多いものの、ラテンアメリカなどに比し各国の法制度に統一性がないことも特徴的である。金融サービス規制についても、自由度のきわめて高い香港、シンガポールおよび台湾から、中程度のインドネシア、規制の厳しい中国およびタイなど複雑な事業環境であり、各金融機関は、こうした事業環境の下で多様な金融サービスニーズへの対応戦略や実施体制を構築することが求められる。また、アジア通貨危機以降、多くの国が外国為替取引規制を強化している。
- ・ 内外の金融機関、機関投資家、個人投資家、事業会社等によるクロスボーダーの金融取引の急拡大を背景に、①国境を越えた金融取引（資金の調達・運用）の増加（量的拡大）、②効率的な金融取引の実施（取引コストの低下）、③リスク軽減のための地域金融協力（アジア債券市場育成イニシアティブ等）をバランスよく進めていくことがアジア諸国の安定的な経済成長に寄与するとの認識のもと、長期的な金融統合に向けて、アジア諸国は金融の自由化・対外開放を進めつつある。他方で、金融資本市場の整備や自国金融機関の競争力強化により、域内での自国のプレゼンスを高めようとする動きもみられる。

2-2. アジアにおける我が国および欧米系金融機関のビジネス

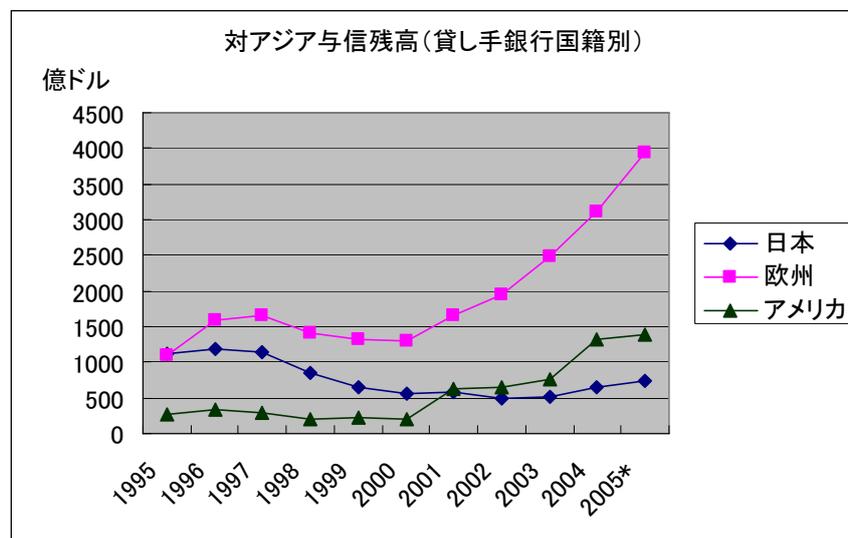
2-2-1. 我が国および欧米系金融機関のアジア業務

● 概況

- ・ 我が国金融機関、特に邦銀は、1980年代後半に対アジア向け融資を伸ばし、日系企業向けの融資と現地通貨での決済業務を中心に、アジアにおいて高いプレゼンスを誇っていた。日系企業はアジアにおいて広範に生産ネットワークを拡大し、地場産業への浸透の度合いも大きかった。邦銀はこうした日系企業の展開を追う形でアジア業務を拡充し、アジアの法人向け業務において圧倒的な地位を築いていたといえる。しかしながら、国内の不良債権問題やアジア通貨危機等の影響から、邦銀の対アジア向け融資は1996年をピークに急減し、2002年を底に現在は緩やかな回復過程にある³。
- ・ 一方、欧米系金融機関の対アジア向け融資は、通貨危機直後に若干減少したものの、比較的早期に回復した上2001年以降急増し、アジアで積極的に業務を展開する欧米系金融機関は、ここ数年でアジアからの収益を増加させている。1990年代半ばには全体に占めるアジアからの収益比は1割未満の金融機関が多かったが、最近では収益の1~2割弱を占めるようになっ

³邦銀の経常収益に対するアジアからの収益比は3~5%（2004年4月~2005年3月連結決算）である。ただし、①前述のアジアで展開する主要な欧米系金融機関のアジアからの収益は、日本からの収益を含んだ数値であり、また、②邦銀の収益については、近年の業務の国際化を反映して、アジアに関連する業務でも我が国国内からの収益に計上されている場合も多いと考えられることから、欧米系金融機関のアジアからの収益比との単純な比較はできない。

てきており、今後もアジアからの収益の拡大が見込まれている。また、邦銀を含む外資系金融機関のアジアにおける役割は確実に拡大しており、銀行資産ベースのシェアにおいても、早くから金融自由化が進んだ香港およびシンガポールでは7割超、インドネシア、タイなどの東南アジア諸国やインドにおいても1~2割を占めるようになってきている⁴。また、アジアに進出している外資系金融機関業務においては、従来の取引の大半を占めたクロスボーダーの与信が頭打ちとなる一方で、現地金融機関の買収等を通じて、現地通貨建ての与信設定が増えてきており、その総額は、2003年には外貨建て取引の6~7割にまで達しており、外貨建て取引から現地通貨建て取引への転換も進んでいる。



(出所)BIS Banking Statistics

主な欧米系金融機関の地域別収益構成

	本国		米州		欧州		アジア	
	1998	2005	1998	2005	1998	2005	1998	2005
UBS	44%	29%	19%	30%	30%	35%	7%	6%
ドイツ銀行	71%	42%	13%	18%	22%	29%	7%	11%
ゴールドマンサックス	64%	58%	2%	1%	26%	27%	8%	14%
メリルリンチ	72%	69%	6%	4%	16%	19%	6%	10%
シティグループ	60%	57%	9%	15%	13%	8%	18%	20%
HSBC	37%	22%	19%	36%	44%	30%	1%	12%

1) HSBCの本国欄には香港からの収益を記載。なお、HSBCについては税引き前利益のシェアを記載。

2) シティグループについては1998年ではなく2002年のデータ

3) いずれも内部取引控除前の数値のため全地域の合計が100%以上になる。

(出所) 各社ディスクロージャー資料

⁴ 参入規制の残る中国では2%程度(2002年時点)。

外資系金融機関の進出動向

	1990年			2002年		
	地場銀行		外資系銀行	地場銀行		外資系銀行
	民間銀行	政府系銀行		民間銀行	政府系銀行	
中国	0	100	0	98		2
香港	11	0	89	28		72
インドネシア	-	-	4	37	51	13
インド	4	91	5	12	80	8
韓国	75	21	5	62	30	8
マレーシア	-	-	-	72		18
フィリピン	84	7	9	70	12	18
シンガポール	11	0	89	24	0	76
タイ	82	13	5	51	31	18

(注1) 国内総銀行資産に占めるシェア、%。

(注2) 四捨五入の関係で合計額が100に達しない国もある。

(出所) Bank for International Settlements, Foreign Direct Investment in the Financial Sector of Emerging Market Economies, 2004.

- 他方、我が国証券会社のアジアへの展開も、バブル崩壊以降大幅に縮小され、現状の海外業務は邦銀に比べても小規模となっている。最近までの我が国証券会社の海外業務の内容は、一部の例外（タイでリテール証券会社に出資・経営に参画しているケースなど）を除き、主に現地機関投資家への日本株投資仲介、外債発行、現地市場での投資信託の運用（中国関連会社への投資）などにとどまっている。

●法人向け業務

- アジアで業務展開する欧米系金融機関は、①法人向け商業銀行業務、②投資銀行業務、③富裕層向け資産運用業務、④リテール業務のいくつかを組み合わせた形で業務展開している。①から④までのすべてを展開する金融機関は比較的少数であり、自らの優位性の高い分野についてグローバルに展開する戦略をとっている機関が多い。こうした金融機関は、内部組織を商品の特性に応じた業務部門（ビジネスライン）に分けており、特に投資銀行業務を重視する機関や、投資銀行業務と富裕層向け資産運用業務の両方を重視する機関などに大別できる。
- 欧米系金融機関は、規制等の業務環境と市場としての成長性等を基準に、アジア諸国をいくつかに分類して業務展開を図っており、香港およびシンガポールをアジアの成熟市場、インドおよび中国を今後の成長市場とみなす見方が共通している。インドおよび中国については、規制の緩和、不確実性の低減には長期を要するものの、趨勢としては業務環境の改善に向かっているとみられており、膨大な人口を背景とした金融サービス需要の伸びに、いかに着実に対応していくかが課題と認識されている。
- 欧米系金融機関の法人向け商業銀行業務、投資銀行業務については、現状においては多国籍企業との取引が大部分を占めるものの、地場中堅以下の企業との取引拡大が進められている。アジアの中でも比較的成熟した市場である香港、シンガポールおよびマレーシアでは、大手企業ばかりではなく中小企業への取引拡大を含めた方針を立てている金融機関もある。

● リテール業務

- ・ リテール業務については、欧米系金融機関のなかでも、前述の①から④までの全ての業務を展開する戦略をとっている金融機関が先行している。これら金融機関は、リテール業務を中核事業として位置づけ、全世界に資産と収益源を分散して巨大なネットワークを構築することにより、ブランドバリューを築きつつスケールメリットを享受することを方針としており、アジアでの展開もその一環として位置づけられる。具体的には、一般的なリテール業務からクレジットカード、消費者金融の提供、さらに、香港などの成熟市場においては、より投資性の高い商品の販売に移行しつつある。また、インドネシアなど発展途上の市場においては、収益性の観点から比較的所得が高めの層に狙いを定めており、価格競争を回避しつつ、サービスの質で顧客を取り込み、収益基盤を強化する方針であると考えられる。
- ・ アジアの金融サービスにおける成長ポテンシャルとしては、前述のとおり中～高所得層を中心としたリテール業務に注目する金融機関が多く、これまでリテール業務に取り組んでこなかった金融機関においても、自らが競争力を発揮できる分野を手始めに、リテール業務への進出を図っているところもある。

2-2-2. 我が国金融機関の現状の取り組みと今後の課題

- ・ 内外における金融機関へのヒアリングを中心とした調査、外部有識者からなる懇談会における議論等において、海外業務に取り組む我が国金融機関の現状と今後の課題として、以下の指摘があった。

● 邦銀

○ 日系企業向け業務

- ・ 2005年以降、邦銀の海外業務は、海外に進出した日系企業向け業務を中心に再強化が進んでいるところである。邦銀海外支店の日系現地企業向け 2006年1月末の貸出残高は前年比 35%増と、約 16年ぶりの高水準の伸びを記録している。これはアジアや中東欧・ロシアに進出を続ける日系現地企業向け融資が伸びていることによるものであり、邦銀自体の財務の健全化等が背景とされる。
- ・ 従来からの主力業務である日系企業向け業務においても、サービスの多様化を目指す動きが見られ、邦銀は、現地通貨建て業務、M&A および関連アドバイザリー業務、デリバティブ関連業務、キャッシュ・マネジメント・サービス、リース業務、債権流動化業務等に、業務を拡大しつつある。なかには、自社で現地証券子会社を備え、銀行・証券一体となった営業体制を備える邦銀も見られる。
- ・ アジアにおける日系企業の展開は、生産・販売双方のネットワークの構築など、進出の広がりや深度において他に類を見ないものであり、邦銀もこれら日系企業関連業務により、引き

続き一定の収益を確保していくものと考えられる。一方、キャッシュ・マネジメント・システムやプーリング等については、経営資源を投入してきているものの未だ不十分な面もあると指摘されており、これらを充実することで日系企業の金融サービスニーズへの対応力を強化していくことが求められる。

○ 非日系企業向け業務

- ・ アジア通貨危機を機に、多国籍企業または地場の大手企業に対する邦銀の与信枠は急激に縮小したが、現在、こうした非日系企業向け業務についても、取引関係の再構築が図られつつある。しかしながら、非日系企業との取引については、商品力・提案力を生かしたサービスの提供が必要とされるほか、①非日系企業にとっては、地場の銀行や欧米系金融機関が取引相手としてまず選択肢にあがる傾向にあることや、②邦銀にとって非日系企業の信用リスクの把握が困難であることなどが取引拡大にあたっての障壁として指摘されている。
- ・ 非日系企業への与信については、昨今の邦銀の合併・統合により同一の企業への与信枠が整理されたケースを差し引いても、依然として慎重な姿勢が維持されてきている。しかしながら、邦銀にとり非日系企業向け業務は、同企業と取引のある日系企業との関係を維持していく上でも重要となっており、十分なリスク管理の上に、タイミングを逃さず取引を拡大しうる態勢を整えていくことが必要と考えられる。こうした観点からは、これまで国内あるいはアジア各国において緊密な取引関係が構築できている日系企業向け業務において、自らの優位性を維持・伸長することを意識した商品・サービスの拡張・充実を図ることで非日系企業向け業務において競争力を発揮しうる分野を育成していくこと等が有効とされる。他方、邦銀と欧米系金融機関との差異については、商品開発・提案力というよりは、グローバルな投資家のネットワークを背景とした販売網の差異に特徴づけられ、(国内も含めたさらなる)投資家層の開拓が邦銀の今後の課題であるとの指摘もある。
- ・ アジアにおける邦銀の各拠点において、非日系企業の資金調達が多様化に対応し、系列証券会社等と連携して、日本における POWL (public offering without listing) など、日本を絡めた投資銀行業務の実績を積んでいくことが、アジアにおける非日系企業向け業務を邦銀が拡大していくに際しての、最初のステップになりうるとの指摘がある。また、アジアのトップ企業は資金余剰体質であることもあり、日本からの投資というよりは日本への投資に高い関心がある場合も多いことから、系列証券会社等とともに、投資先仲介業務を増やしていくことなども一案である。

○ 海外業務実施体制の現地化

- ・ 欧米系金融機関のほとんどは、業務部門別（顧客別または提供サービス別）と国別・地域別の二つの方向からの調整、レポートを基本とする意思決定システムをとっている。具体的には、地域統括本部の業務部門から国別拠点の業務部門に対し商品開発や販売戦略の基本ラインが提示され、国別拠点の把握する各国の固有の情報（規制、産業構造等）に基づき、

調整するという手続きを踏んでいる。国別拠点および地域統括本部の権限については、金額ベースを基本に事前に定められている。国別拠点においては、業務部門の長が、国別拠点における長を兼務する場合もある。こうした態勢のもとアジアにおいても企業の資金調達方式が多様化する中、欧米系金融機関は、渉外担当者（Relationship Manager）がすべての案件の窓口となり、商品部門の専門スタッフとチームを組むなどして、顧客ニーズに対応した提案を行う態勢を整えてきている。

- ・ 法人向け商業銀行業務および投資銀行業務に取り組む欧米系金融機関においては、地場企業の事業慣行や信用リスク等を含む情報収集および関係構築に際してのローカルスタッフの優位性が強く認識されてきている。さらに、リテール業務に取り組む欧米系金融機関においては、当該国における支店等のネットワークおよび相当数のスタッフが必要となることから、ローカルスタッフの活用が業務に欠かせないものとなっており、歴史的にかなり以前から進出していたことによる支店ネットワークを活かした取り組みをとるケースもあれば、地場の金融機関に対する買収や出資により一気に進出していくケースも見られる。また、欧米系金融機関は、拠点ベースでの採算を問われる態勢であることもあり、ローカルスタッフを活用したコスト削減等の要因もあり、事業態勢の現地化が進んでいる。
- ・ 邦銀は、従来、日系企業を中心とした業務に対応するため、態勢面でも日本人駐在員比率が比較的高く、かつ要となる地位を占めており、ローカルスタッフの活用については積極的とはいえなかった。今後は、非日系企業との関係の構築にあたり、当該国の事情に明るく、金融分野における専門性を有するローカルスタッフの登用の重要性が高まると考えられる。それに伴い、邦銀には、ローカルスタッフのキャリアパスの構築や、彼らへの研修機会の提供に加え、さらには、こうしたローカルスタッフのマネジメントが可能な日本人スタッフの育成が求められる。また、非日系業務などの取り組みにあたっては、現地における地場金融機関との提携など、戦略的関係性の構築についても検討していく必要があると考えられる。
- ・ 急速に変化するアジアの金融ニーズに対応して新しい商品提案を行っていく上でも、また、非日系企業に対する取り組みを深めていく上でも、邦銀の情報の収集・分析機能の強化が重要になるとの指摘があった。特に、アジアにおいては政治・社会面で一定の不安定性を抱える国もあることから、政治面および安全保障面における情報収集についても強化が求められる。

○ アジアにおけるリテール業務および富裕層向け資産運用業務への取り組み

- ・ アジアの金融サービスにおいて、中長期的な成長分野とされるリテール業務については、ブランド力やネットワークなど、簡単には具備しえないリソースがあることが有利であるとされ、また、富裕層向け資産運用業務においては、ノウハウとインフラの蓄積の重要性が指摘されている。こうした観点から、既にリテール業務で先行する欧米系金融機関や、富裕層向け資産運用業務に特化した欧米系金融機関には、一日の長がある。また、リテール業務にお

いては、後述する金融サービス規制や消費者保護の観点から、同業務を行うに際しての障壁・コストについても考慮する必要がある。こうした状況のなか、邦銀がどのような対応をとっていくのかは、各行において位置づけていくべきものであり、各々が競争力を発揮できる分野において市場を開拓していく必要があるとの指摘もある。

● 日系証券会社

- ・ 我が国大手証券会社は、今後の重点分野として海外業務を、なかでもアジア業務を重視している。アジア業務については、①インフラ整備のニーズなど地域全体として引き続き旺盛な資金調達ニーズが継続する可能性が高く、②アジア通貨危機後に一旦上昇した信用リスクも改善され、③デリバティブ市場の拡大も見込まれる、ことなどから将来性の高さが指摘されている。他方、欧米系証券会社は、アジアにおいて、投資不適格のハイイールド債（パキスタン、インドネシアなど）、M&A 業務で利益をあげているほか、とりわけ英国系は、アジアにおける引受など投資銀行業務や現地市場での売買仲介（顧客は本国の機関投資家）に強く、ヘッジファンドなど新しい顧客層に対応できるのも強みであるといえる。中国については、地場の銀行・証券会社への出資や提携の強化を図りつつ、QFII 枠⁵の獲得やエクイティの募集案件の主幹事獲得といった戦略を探っているとされる。
- ・ 上記のような業務環境のもと、我が国証券会社も拠点展開を進めつつあり、例えば、上海に M&A 業務およびプライベートエクイティ業務拡大のための駐在員事務所を設置した証券会社もある。また、引受や M&A 業務を行うべく、上海で現地の証券会社との合弁会社を設立した証券会社も見受けられる。

2-3. アジア諸国の金融インフラ

- ・ アジア諸国の金融インフラの強化は、各国における金融システムの安定化に寄与し、その下での金融機関や投資家の活動の活発化を通じ、アジア金融資本市場の発展に資するものと考えられる。アジア諸国は、開発戦略上、資金配分を政策的にコントロールするために、資本市場の育成を抑制し、間接金融中心の金融セクターを持つにいたっていたが、1980年代以降、対外資本取引および国内金融市場の自由化を推し進めた。しかしながら、対外資本取引の自由化による膨大な短期資本の流出入に耐えうる金融システムの構築は一朝一夕に成るものではなく、過剰流動性を吸収する短期資本市場が未発達であった中、こうした政策は、銀行部門を中心に通貨と期間のミスマッチをもたらした。アジア通貨危機を契機に、銀行経営に対して暗黙の保証を与えてきたアジア（香港を除く）の金融当局は、預金保険システムによる明示的・限定的な保証、金融市場への参入・退出ルールの明示化、金融機関のプルーデンス規制の強化および資本市場の育成へと政策を変更するに至っている。アジア諸国においては、2003年8月から ASEAN+3 財務大臣プロセスの下で開始されたアジア債券市場育成イニシアティブの一環として、市場関連インフラの整備・強化が図られてきているほか、倒産法、

⁵ Qualified Foreign Institutional Investors (適格外国機関投資家) 投資枠。

担保法制、証券化関連法などについて、通貨危機後に改正・整備がなされた国も多いが、運用・執行面についての支援・強化の必要性が指摘されている。また、外国為替管理規制については、通貨危機以前の状況に比し、多くの国で当局の管理姿勢が強く打ち出されている。

2-3-1. 金融サービス規制

● 金融サービス規制の現状

- ・ 金融サービス規制には大きく分けて、参入に対する規制と参入後に課される規制とがある。まず、新規に当該国に進出する際の参入規制についてであるが、タイ、インドネシア、韓国の場合は、アジア通貨危機により経営が悪化した銀行の整理・再建の過程で外資を動員せざるを得ない状況におかれ、参入の自由化を行うこととなった。また、シンガポールなども参入の自由化に踏み切っている。しかしながら、自由化の状況は各国一律ではない。例えば、タイは、銀行数を減少させるという政策目標に従って、新規の銀行免許発給を停止する一方で、2007年までの時限的措置として、外資による出資上限を100%まで認めている。インドネシアは、外資による出資上限を99%まで認める一方で、新規免許発給については、中央銀行が市場の「健全な競争」を審査するという名目のもと、実質的に規制している。韓国は、外資による出資規制や新規免許発給に関する制限は設けていない。シンガポールについては、1999年に銀行自由化プログラムを発表し、同プログラムに沿って外資系金融機関に対し段階的に各種銀行の新規免許（一定数）を発給するという形で自由化に取り組んでいる。
- ・ 我が国金融機関は、既に支店や現地法人の形態で、ほとんどのアジア諸国に進出済みである。しかしながら、中国など日系企業の展開が著しい国々においては、それに伴って、金融機関においても現地における面的な展開が必要となる可能性があり、引き続き店舗・ATM数規制や地場金融機関との提携・買収にかかる出資制限などの規制緩和の意味するところが大きい。また、店舗・ATM数規制や、出資制限については、地場の銀行を買収することが困難となるなど、外資系金融機関を、リテール業務を実施するために必要とされる一定規模のネットワークを構築することが難しい状況におくものという指摘もある。その一方で、そもそも外資系金融機関のリテール業務は、一定以上の所得階層をターゲットにすることが多く、その場合には、主要都市にいくつかの拠点があれば業務展開が可能であり、店舗・ATM数規制は、それほど大きな障害にはなっていないとの指摘もある。同様のことは法人向けの業務についても言え、店舗数の規制が外資系金融機関の法人向け業務に及ぼす影響は限定的であるとの指摘もある。
- ・ 内外無差別に適用される参入後の規制としては、プルーデンシャル規制（大口融資規制など）があり、業務に影響を及ぼすことが多い。例えば、持ち込み資本金ベースの大口融資規制により、邦銀現地支店の現地通貨建て与信については、既に与信枠が上限に達しているケースも散見され、当面一定以上の資金調達ニーズに応じることが難しい環境にあるという指摘もある。

- ・ 外為管理規制については、実需原則で二重為替相場制を取っている国や、為替の持ち高規制、外貨借入上限を設ける国もある。こうした傾向は、一般的にアジア通貨危機後に強まったといえる。このため、グループ企業内における資金のクロスボーダーでのプーリングやネットィング等が困難である場合が多く、現状では、アジア域内の複数国に展開する企業のキャッシュ・マネジメント・サービスについては、欧米のように「域内」という単位ではなく、各国ごとに提供されている。こうした外為管理規制については、急激な資本取引の自由化による混乱の可能性を回避するという観点から、短期的にはやむを得ない面もあるが、企業財務の効率化という観点からも、中長期的には緩和されることが望ましい。
- ・ 特にリテールへの取り組みにおいては、各国における消費者保護関連の法令順守も重要となる。アジア各国当局は、金融サービスにおける消費者保護に積極的に取り組んでおり、特に近年における IT の進歩および規制緩和に伴い、インターネットでのサービス提供などにより、アジア各国における消費者の金融サービスへのアクセスが拡大しており、電子契約の法的有効性など消費者保護が重視されてきている。電子取引に関する消費者保護については、ブルネイ、香港、韓国、シンガポール、台湾などでは、国連電子商取引モデル法(UNCITRAL model law)をベースとした法整備がなされており、消費者保護を含む基本的な電子取引についての、ある程度の法的一貫性が確保されてきている⁶。また、消費者保護法の違反に対する措置としては、監督当局による行政処分から裁判所の業務差し止めによるものまで多様である。

● 規制と金融機関業務のあり方

- ・ 外資系金融機関の活動環境という意味でのアジア地域の特性として挙げられるのは、極めて自由度の高い香港から諸制約の残る中国まで、各国の規制の程度が多様である。欧米系金融機関においても、こうした事業環境がアジアの1つの特徴として認識されており、戦略策定などに際し、規制の程度を1つの要素として、アジア諸国をセグメント化している。こうした規制については前述のとおり、規制そのものは内外無差別であっても（例：プルーデシヤル規制）、外資系金融機関の態勢やその中心的な業務のおき方により、地場の銀行に比し影響の程度が異なる場合がある。（例：資本金が持ち込みベースで認識されることから、大口融資規制が地場の銀行より結果的に大きな影響を持つ、など）。

2-3-2. 開示・会計

- ・ アジア各国は、近年、証券市場の発展を開発戦略として重視し、株式市場の改革を進めてきている。このため、香港、ASEAN5などの株式市場のインフラは、1990年代前半にかけて取引の自動化、受渡・決済システムの整備、電子取引の整備などが進み、決済期間の短縮、保管振替機構の設置、ペーパーレス・ベースの決済の一般化、STP⁷化やRTGS⁸の導入の進展な

⁶関連法規制やガイドラインが施行・解釈されている国もある一方、一般的な消費者保護法が金融取引に（電子取引利用の如何は問わず）適用されるとする国もある。また、マレーシアやシンガポールなど、電子金融取引に特化した法規制を整備している国もみられる。

⁷ Straight Through Processing：証券取引の一連の取引を標準化されたフォーマットにより、電子情報の流れとして継ぎ目なく処理すること。

ど、既に一定の水準に達していると認識されている。

- ・ 今後の課題は、企業統治や開示といった質的側面にあり、各国で法的枠組み等の整備が進められている。この背景には、①1990年代に入り、資本市場のグローバル化の進展を背景として、海外投資家からの投資を呼び込むために、国際的な投資家の基準に沿う形で企業統治を再構築するといった、企業統治をめぐる企業法制改革の世界的潮流がアジアへと波及したこと、また、②アジア通貨危機後には、アジア域内企業の特徴である家族経営⁹または単独株主支配が大勢を占めるなどの企業統治構造の脆弱性が、通貨危機の要因の1つとして指摘されたことなどがあげられる。アジアの関連法規については、通貨危機以降、通貨危機の直接的な影響を受けていない国・地域も含めて大きな進展を見せており、多少の差異はあるものの、各国において改革の対象となった問題領域および具体的な措置の内容（株主の権利、少数株主保護、ステークホルダーの役割、開示と透明性、取締役会の責任等）について、類似性が高い状況が達成されている。これに対し、投資家サイドからの企業統治に関する評価には、各国でばらつきがある状況である¹⁰。
- ・ また、こうした企業統治改革の一環として、会計・情報開示についての改革がなされ、アジア各国においてはより厳格な開示ルールが導入されたほか、タイなどいくつかの国では、規制の監視・執行がさらに厳格化されている。財務情報の開示についても、国際会計基準の採用や企業グループにかかる連結財務報告の導入・向上等の改善がみられた。上場企業については独立監査人による財務諸表の監査が義務付けられたほか、アジアの大多数の証券取引所においては、上場企業に四半期または半期の報告を関係当局に提出するよう義務付けており、株価影響度の高い情報についての即時報告についても強化されてきているなど、形式的には他地域に比し遜色がない。
- ・ こうした会計・情報開示にかかる法規制の整備がなされる一方で、課題は執行面にあるとされる。国際会計基準への収斂については過大評価すべき状況にはないと指摘されており、一部の国では、急速に国際会計基準を導入したことによる実務上の混乱や、非公開企業や中小企業への適用妥当性の問題などがあるとされている。アジア各国は資格要件を整備して監査人の充実を図っているが、各国の主要な上場企業に対する監査は世界的な大手会計事務所によって実施されていることがほとんどであり、非上場会社を含めた全体としてみれば外部監査人の能力・経験はばらつきが大きく、監査人の独立性が不十分な場合もある。また、いくつかの国では、適用可能な会計・監査基準の解釈についてのかかなりの不一致が監査人団体により許容されてきた¹¹など、監査の質においても課題が指摘される。

⁸ Real Time Gross Settlement:即時グロス決済

⁹ OECD(2003)、OECD アジア・コーポレート・ガバナンス白書によれば、約3分の2の上場企業、そしてほとんどの非公開企業が家族経営であるとされる。こうした企業においては、複雑な子会社ネットワークを通じた経営によって、自らの持分以上の企業経営への支配力やキャッシュフローへの支配力を持っていることも指摘されている。

¹⁰ OECD 第5回アジアコーポレートガバナンスラウンドテーブル（2005年10月）資料

- ・ アジア諸国においては、企業統治にかかる改革が、通貨危機後の国際機関によるコンディショナリティに含まれていたことなどを背景として、急速に進められたため、現在、関連法規間の整合性の欠如など、制度間における整合性の確保の問題が生じており、諸制度が連携して機能していくための条件づくりが課題となっている。また、会計制度、公認会計士制度、司法制度、民事執行など、基本的な制度が実効性を欠いているために、企業統治が十分機能していない場合がある。このため、例えば、株主代表訴訟制度の整備や、ADR（代替的紛争処理）などの整備について、検討されることが必要である。
- ・ さらに、市場監視面における自主規制機関と当局との連携強化が、将来の課題として残されているほか、民事訴訟による救済の実効性向上と併せて、違法行為に対する刑事訴追や行政上の措置が適切に行われることを確保するため、関係機関の執行能力を向上させることも課題である。市場監視当局や証券取引所の組織・制度面での能力・権限および会計・監査部門における自主規制機関の実効性を監視する能力・権限についても、必ずしも十分ではない。開示ベースの規制が導入されたことで、これら機関の負担が増加した国もあることが指摘されており¹²、責務を全うすることが可能な体制の整備が求められる。
- ・ アジア諸国において、非公開会社の企業統治は今後の課題であり、規制の側面でもほとんど手がつけられていない。また、上記改革の成果も、証券市場が機能している場合、または上場会社に限った場合に有効であるに過ぎない。間接金融の役割が大きいアジア諸国においては、債権者の役割を企業統治の観点から見直す動きも出てきている。銀行部門における企業統治の向上と、与信活動における情報収集や審査や債券管理などのモニタリング、社債発行に際しての保証などを通じて、情報の非対称性の緩和ならびにアジア諸国における企業統治水準の向上において、補完的な役割を果たすものとして意識されてきている。

2-3-3. 税制

● 法人税

- ・ アジア諸国における法人税率は概して低水準であるものの、税務行政の面では、課税論拠の曖昧性や恣意的な査定などを指摘される国もあり、透明性の向上が求められる。
- ・ 他方、金融部門の発展を促進する政策の一環として、税務上の優遇措置をとっている国もある。例えば、シンガポールについては、企業誘致による経済発展の観点から、FSI スキーム (Financial Sector Incentive Scheme) において、シンガポール通貨庁 (Monetary Authority of Singapore) により FSI の認定を受けた企業は、対象事業からの所得について、業態に応じ 5～10% の低減税率を享受することができる。また、FTC (Financial and Treasury Centre) として、グループ内での金融、財務その他ファイナンス関連サービスを行う会社に対しては、優遇措置が整備されている。

¹¹ OECD(2003)、OECD アジア・コーポレート・ガバナンス白書

¹² OECD(2003)、OECD アジア・コーポレート・ガバナンス白書

- ・ 株式市場の活性化策として、税制の優遇措置を講じたケースもある。例えばタイでは、2001年以後に、タイ証券取引所（SET）に新規上場した場合は30%から25%に、2部市場（MAI）に新規上場した場合は30%から20%に、それぞれ法人税を軽減するとした（2005年末で終了）。

● 金融関連税

- ・ 債券の利子およびキャピタルゲインにかかる課税については、取引主体（個人・法人）、取引の性質、保有期間の長短等により税率等の扱いが各国多様であり、香港のように一律非課税のケースもある。市場育成の観点からは、それほど高率とはいえないものの、利子に対する源泉課税がなされていることが、障害になりうると指摘されていた。しかしながら、この点については、例えば、マレーシアにおいては、非居住者への現地通貨建債券の利子にかかる源泉課税が廃止され、タイにおいても、非居住者への現地通貨建債券のキャピタルゲインおよび利子にかかる源泉課税が廃止されるなど、最近改正が進められつつある。

2-4. 我が国当局の対応

- ・ 金融庁は、我が国金融機関の進出や業務拡大のための環境を改善することを目指して、アジアにおける金融市場の自由化を促進するべく、経済連携協定交渉（EPA）に取り組んでいる。自由化により多様で安価な金融サービスの提供が可能となり、また競争を通じた市場の効率化が進展することにより、我が国金融機関のビジネス機会が拡大するのみならず、アジアの金融市場の健全な発展に資することが期待される。
- ・ アジアの金融資本市場の発展には、情報の非対称性を緩和し、適切な情報に基づいた投資判断を可能とする制度インフラの整備が欠かせない。情報開示・監査の質的向上、格付機関の育成など、これら情報入手にかかる制約の解消に向けて、金融監督当局間での協力を進める必要がある。このほか、開示および透明性の確保に関しては、アジア各国当局は、基準を公平に執行する能力および権限ならびに廉潔性を有し、かつ自主規制機関の実効性を監視する能力の拡充が求められており、当局間での政策・慣行にかかる情報共有や人材育成にかかる協力が求められる。
- ・ 金融のグローバル化が進展するなかで、アジアの金融システムの安定は、国際金融システムの安定に不可欠となってきた。金融監督当局間の連携強化は、適切な金融制度の整備、金融機関の健全性および市場の規律ある発展の確保を通じた、アジア経済の健全な発展のために不可欠である。アジアにおいても、金融取引のグローバル化の進展に応じて、我が国金融機関を含め国際的な金融取引を展開する金融機関が多数活動している。金融庁とアジア各国当局との連携を強化し、金融機関の適正な検査・監督に向けての情報交換を行うほか、各国当局との間において、我が国金融機関が一般的に有している金融資本市場にかかる関心事

項についての議論を行うことが有益である。

- ・ アジアにおける間接金融の重要性に鑑み、銀行部門における企業統治の向上、与信活動における情報収集およびモニタリングが、事業会社における企業統治の向上に補完的な役割を果たすことが指摘される。こうした観点から、銀行における信用リスクマネジメントの一環として、融資先企業の企業統治についてモニタリングしていくことは情報開示・監査の質的向上の観点からも重要である。銀行部門がこうした機能を果たす上でも銀行監督の重要性は高く、アジア各国の監督当局との協力が重要となる。

3. 地域金融協力

3-1. アジア債券市場の育成に向けた動き

- ・ 2003年8月、ASEAN+3（日中韓）財務大臣会議（於マニラ）は、アジア通貨危機の要因とされる2つのミスマッチ（「期間のミスマッチ」及び「通貨のミスマッチ」）を緩和し、民間貯蓄をアジアの経済発展に必要な中長期の資金ニーズに結びつけるためには、従来、比較的未発達であったアジア域内の債券市場の育成が必要であるとの認識で一致し、アジア債券市場育成イニシアティブ（ABMI: Asian Bond Markets Initiative）の開始に合意した。同イニシアティブの下での各国の取組みを反映して、域内の債券市場（残高ベース）が規模においても、GDP比においても成長していることは望ましい動きである。同イニシアティブの下、より長期の債券が発行されることによるイールドカーブの延伸、現地通貨建て債券の起債、証券化商品の開発等を通じた商品の多様化等、多くの成果が生まれている。
- ・ アジア諸国の資金調達手段の銀行融資への過度な依存は危機を深化させた一因であった。「通貨危機の経験が過去のものになりつつある」という意見も聞かれる現在、アジアにおいてはなお間接金融への依存度が高い国も多く、資金調達手段を多様化するためにも、債券市場育成の分野で今後もさらなる取組みを継続する必要がある。各国債券市場に共通して見られる問題点としては、①国債市場と比較して社債市場が、発行市場と比較して流通市場が未発達、②市場ルールの明確化、決済システム、情報開示、格付等の分野における取組みの遅れ、③発行体層・投資家層が薄い、といった点が挙げられる。
- ・ 前述の通り、アジアに進出している日系企業は、リスクマネジメントの観点およびコスト削減のため、邦銀との取引には拘らず、自社ファイナンスや資金調達先の多様化へと軸足を動かしている（既に現地進出企業は、ブランドバリューの向上と現地通貨建て資金の調達を目的として、現地上場や現地再投資を行う段階にある）。現地証券会社への出資等を通じて証券ビークルを備える金融機関も出てきているが、総じて我が国金融機関は、日系企業の新しい資金調達ニーズへの対応は遅れている印象がある。

- ・ アジア債券市場が様々な課題を克服し、発展しつつある中、当該分野において我が国金融機関が積極的に業務展開することができれば、我が国金融機関、地域経済の安定の双方に利益となるものと期待できる。

3-2. 地域金融協力の枠組みにおける金融資本市場の課題

- ・ ABMI においては、①新しい債務担保証券の開発、②信用保証・投資メカニズム、③外国為替取引・決済システム、④地域の格付機関等の課題を取り扱い、その他に二国間、あるいは、ASEAN 事務局を通じた技術支援が供与されている。こうした取組みを続ける中で、ABMI に携わる各国当局関係者は、債券市場育成という分野においては官民の協力が欠かせないことを十分に認識してきている。今後、さらなる市場の発展に向けて課題は山積しているが、特に以下の分野において、我が国金融機関が業務を展開できる可能性があるのではないかと考えられる。

● 多様な商品の提供

- ・ 債券市場の発展に伴い、商品の多様化が進んでいる。国際機関や国際協力銀行（JBIC）による現地通貨建て債券の発行、JBIC の保証が付与された日系現地合弁企業等による現地通貨建て社債の発行、そして、クロスボーダーで取引される証券化現地通貨建て商品の発行など、従来見られなかった商品が次々と発行されるようになった。そういった商品設計・販売等の場面において金融機関のビジネス機会が拡大している。
- ・ ABMI の第1作業部会¹³においては、各国の国債や住宅ローンを担保とした資産担保型アジア通貨バスケット建て債券の研究が行われている。まだ研究段階ではあるが、こういった商品が実現化すれば、域内の経済ニーズに基づいた連続的な発行が可能となり、市場育成面からも、ビジネス面からも好ましいものと考えられる。
- ・ アジア債券市場育成を需要サイドから支援する取組みとして、EMEAP¹⁴メンバー中央銀行による Asia Bond Fund (ABF)の組成も進められた。特に 2005 年春に運用が開始された ABF2 は、現地通貨建て債券を運用対象とし、EMEAP メンバー中央銀行以外の公的・民間セクターにも開放されている画期的なファンド¹⁵である。ABF2 は、予め定められたインデックスに沿って運用するパッシブ型の債券投資信託であり、その投資対象は EMEAP11 カ国のうち日・豪・ニュージーランドを除く 8ヶ国の国債及び政府機関債である。ABF2 は、①民間部門の知見を活かした官民共同プロジェクトとして推進され、②プロジェクトを通じて各国における市場規制改革に一定の成果を挙げた、という意味でも今後の参考となる取組みである。2005 年夏以降、民間投資家にも開放されており、アジア債券に対する認知度の向上につながる商品として期待されている。

¹³ 「新しい債務担保証券の開発」作業部会。議長はタイが務めている。

¹⁴ 東アジア・オセアニア中央銀行役員会議。オーストラリア、中国、香港、インドネシア、日本、韓国、マレーシア、ニュージーランド、フィリピン、シンガポール、タイの 11 カ国・地域の中央銀行・通貨当局から構成。

¹⁵ 2006 年 5 月末までに、香港ファンド、マレーシアファンド、シンガポールファンド、タイファンド、フィリピンファンド、汎アジア債券インデックスファンドが一般の民間投資家に開放されている。

● 社債発行の促進

- ・ 銀行融資への過度な依存から脱却し、資金調達手段を多様化させる必要性はアジア通貨危機で得られた教訓のひとつであり、ABMI においては、アジア諸国は国債市場とともに社債市場の育成を進めているところである。社債による円滑な資金調達が可能になれば、企業サイドは、①資金調達手段の多様化、②長期的・安定的な資金の導入、③既存株主の利益を損なわない資金調達、そして、副次的効果として、④信用力を対外的にアピールできる、といった利点を享受できる。しかし、現状では、特に中小企業は社債を発行する際、信用格付け（クレジットレーティング）が低いために、発行時の固定費用に加え、融資を受けた場合よりも条件が悪くなることが多く、結果として社債発行よりも銀行融資が有利になっている場合がある。
- ・ このような状況を改善し社債発行を促進するためには、豊富な企業情報を有し、企業に関する正確なクレジットを把握している金融機関が保証を行い、発行体の発行時の資金調達コストの低減をはかることが一案である。また、我が国を含む金融機関が、十分かつ正確な企業情報を有するアジアの地場企業が社債を発行する場合に、適切な保証を付与することで、発行企業の資金調達コストの低減ならびに情報の非対称性の緩和の側面から市場の発展に寄与することが考えられる。
- ・ また、地場格付機関の能力改善も重要な課題である。地場格付機関は、①個別国や域内の事情に精通している、②比較的低コストでの格付が可能という利点を有しており、その機能の向上は、アジアの発行体、特に中小企業が債券発行によって安定的に資金調達を行うための前提条件である。これに対応するため、ABMI においては、域内の格付機関の比較可能性（comparability）の向上と調和化（harmonization）を推進すべく、アジアの格付機関の連合体¹⁶を中心として、格付手法のベスト・プラクティス確立に向けたベスト・プラクティス・ダイアログや、共同トレーニングを実施している。
- ・ こうした取組みにより継続的な社債発行が可能となることは、アジアの地場企業に情報開示体制を整えるインセンティブを与えることにつながるのではないかと。
- ・ また、地場格付機関についてはデフォルト・データの不足が指摘されているが、より多くの格付を付与し、経験を積むことで信頼性（credibility）と認知度（visibility）を高める必要がある。そのためには、例えば、各国の政府系金融機関やアジア開発銀行等の国際機関が ABMI の枠組みの中で起債する際に、地場格付機関の格付も追加的に利用することも考えられる。
- ・ また、域内格付機関の比較可能性（comparability）の向上と調和化（harmonization）の推

¹⁶ ACRAA (Asian Credit Rating Agencies Association)

進にあたり、アジア各国は総じてバーゼル II の早期導入に取り組んでいることから¹⁷、今後、バーゼル II における適格格付機関¹⁸の認定にあたり、アジア各国の金融監督当局間で情報・意見交換や基準のすりあわせを行うことにより、地場格付機関による格付の質的な向上を積極的に促進していくことが考えられる。

●情報開示の促進

- ・ 発行体・投資家双方の厚みを増すことは、アジア域内市場が抱える共通の課題である。ABMI の下では、潜在的な発行体・投資家に対して、アジア債券市場に関する情報を提供するため、2004年5月に「アジア・ボンド・オンライン・ウェブサイト¹⁹」を創設した。このサイトでは、ASEAN+3 各国の市場インフラ（格付、決済・取引システム）、法・規制、市場活動（商品構成等）、市場データについて情報を提供しているが、なお内容の拡充・改善が欠かせない状況である。情報開示の充実に向け、官民一体となった努力が望まれる。

●我が国投資家の選択肢としてのアジア投資

- ・ アジア債券市場は着実に拡大しつつあるが、流動性をさらに向上させ、市場の活性化を図るためにも、なお一層の投資家層の拡大の必要性が指摘されている。アジア債券への投資機会の増加は、資産運用の選択肢の増加を通じ我が国を含むアジアの投資家にとっても有益と考えられるところ、まず、アジア各国の側において、一層の情報開示や市場インフラの改善が求められよう。一方、我が国においては、投資家に対するアジア投資に関する情報の相対的な不足が指摘される所、情報提供の強化やアジア債券を含んだファンド等の組成において、海外業務に取り組む我が国金融機関のビジネス機会の増加が見込まれる。また、現地債券市場の発展という観点からは、我が国やアジア諸国の投資家がアジア債券市場に積極的に参加することにより、地場金融機関のガバナンスの向上や市場インフラの整備が進展するという見方もある。

●その他

- ・ 我が国金融機関のアジアにおける業務展開に際し、JBIC は重要な役割を果たしうる。従来からの融資相手国のカントリーリスクの負担に加え、特に、先進的な金融手法の開発・試行でリーダーシップを取り、革新的な金融手段を実現できれば、我が国の金融手法の高度化に資すると考えられる。また、我が国金融機関との協調融資プロジェクトにおける環境ガイドラインの遵守等のセーフガード・ポリシーの徹底やガバナンスの改善は、公的融資機関として率先して果たすべき機能であるといえる。既に JBIC は ABMI の枠組みにおいて多くの実績を収めてきているところ、今後も必要な場合に、我が国金融機関のビジネス機会を補完し付加価値を高めていくことは、アジア地域金融協力の促進、および、我が国金融機関のアジア業務の質的向上の観点からも望ましい。

¹⁷我が国は2007年3月から導入予定

¹⁸ ECAI (External Credit Assessment Institution)

¹⁹ <http://asianbondsonline.adb.org>

4. アジアの資金環流における我が国市場の役割

- ・ 我が国市場のあり方については一般に幅広い議論がなされているが、本共同研究においては、アジアにおける資金環流に向けた環境整備の観点に絞って議論を行った結果、以下のような指摘があった。
- 資本調達市場としての我が国市場の魅力向上のための課題
 - ・ 我が国市場にかかる制約は金融ビッグバンによる規制緩和でほぼ取り除かれたものの、日本経済の停滞に伴う取引低迷などから、国際化は必ずしも十分に進展しているとはいえない。我が国の金融資本市場が、豊富な金融資産を背景にアジアの資金調達市場として重要な役割を果たしていくためには、市場の利便性の一層の向上を図る必要がある。
- アジア企業を含む外国企業の上場促進
 - ・ アジア企業の我が国市場での資金調達の円滑化については、外国会社株式の我が国市場への上場促進に加え、国によっては海外市場への株式そのもの上場を前提とした制度が未整備な場合もあることから、JDR(日本型預託証券)なども有効と考えられる。JDRは、現物株を預かる信託銀行が企業の財務を精査して発行するため、我が国投資家にとっても安心感が得られやすく、アジア株への投資の選択肢が増えることにもつながりうる。また、こうした制度が機能するためには、アジア企業の情報開示、財務情報の正確性の向上策と合わせた取り組みが重要となる。
- 証券取引所に関する課題
 - ・ 我が国証券取引所と他国証券取引所等との提携、もしくはリンケージにかかる検討を進めていくことにより、アジアにおける対日本投資ニーズを喚起し、短期的には収益を、中長期的には流動性向上を目指すことが可能であると期待される。また、アジアの資金だけでなく、日本国内にある金融資産も流動的になり、双方向で資金の流れがスムーズになることが期待される。
 - ・ 我が国証券取引所の国際的な競争力強化の観点から、取引所システムについては、処理容量やスピードといったシステム問題と、システムの高度化に対応した運用ルール、リスク対応といった制度問題との整合性を確保しつつ、向上を図ることが重要である。
- 我が国国内市場の多様性ある発展
 - ・ 金融資本市場における金融仲介機能に集積のメリットがあるのは確かであるが、その一方、アジアにおける我が国市場の役割の強化という観点からは、我が国の国内各市場がそれぞれの特性に応じて独自性のある取り組みを進めることにより、我が国がオファーしうる金融サービスが多様化し、様々なニーズに対応する能力が備わっていくことが望ましい。大阪や名

古屋などにおけるこれまでの金融業の集積や、アジア諸国との貿易・産業面での結びつきの強さなどの地域特性、または沖縄金融特区のような税制上の特例措置等を有効に生かしながら、各地域が主体となって金融機能の集積を高めていくなどの市場の優位性の確立や、国際化に取り組んでいくこと重要である。また、こうした取り組みが市場間の相乗効果をもたらす、各地域における金融業のさらなる発展につながることを期待される。

- ・ 他方、東京への過度の一極集中は、災害やテロなど緊急の事態に際して大きなリスクを伴うため、国内の金融資本市場の多極化については、BCP²⁰を含む政策的な観点からの配慮も必要であるとの見方もある。特に、我が国の場合、大阪や名古屋など、これまで歴史的に金融業の集積が行われてきた地域において、国内におけるリスク分散のために必要な機能が担われることが、合理的かつ現実的であることが指摘されている。

○ 円資産運用の活性化に向けた BIS への特権・免除の付与

- ・ BIS（国際決済銀行）は、G10 中央銀行総裁会議および同会議のもとに設けられている様々な常設委員会（バーゼル銀行監督委員会など）において事務局としての機能を果たし、国際会議をホストするなど、国際金融において大きな影響力がある。また BIS は、各国中央銀行向けに、預金の受入等の金融サービスを提供しており、国際金融におけるエスクロー代理人としても活躍している。BIS は近年、アジアを重視する姿勢を強めており、1998 年にアジア・太平洋地域を管轄する事務所を香港に設置した。BIS 理事会の諮問機関である ACC（アジア諮問委員会）は、今年 2 月、今後 3 年間かけてアジアの金融・財政問題を研究するプログラムの発足を発表した。BIS は国際通貨としての円の重要性を強く認識しており、日本が BIS に対して特権・免除を付与することにより、我が国市場全体の活性化が期待できるほか、我が国において、BIS を活用した東アジアにおける緊密なコミュニティ確立に向けた施策を、我が国のリーダーシップにより強力に推進しうることが期待できる。

○ 円資金調達ニーズの掘り起こしに向けた円建てクロスボーダーシンジケートローンの普及

- ・ アジアのシンジケートローン市場は、伝統的に香港やシンガポールが主な組成地となってきた。我が国におけるクロスボーダーの円建てシンジケートローン市場の発展は、我が国がアジアにおける中心的な金融市場としてより発展していくことにおいて、重要である。同市場の発展には、英文マスターアグリーメントの策定やシンジケートローンの貸し手がリスク査定を共有化できる仕組み²¹の導入など、一層のインフラ整備が必要である。官民双方の取り組みを通じ、我が国金融市場を、アジアにおける非日系企業にとっても、より使い勝手の良いものとして整備していくことにより、より一層の円資金調達ニーズの掘り起こしが期待できる。また、円建てクロスボーダーシンジケートローンに参加する金融機関が受け取る利子について、源泉徴収税を免除するべく二国間で租税条約ネットワークの拡充を推進していくこ

²⁰ Business Continuity Plan：業務継続計画

²¹例えば米国では、金融当局がシンジケートローンのエージェント銀行にて査定を行い、その査定結果（正常先債権、要注意先債権、要管理先債権、破綻懸念先債権、破綻先債権）を参加金融機関に伝達し、参加金融機関は原則その査定結果を適用する「Shared National Credit」という仕組みがある。

とも、有効である。

5.結語

本共同研究においては、アジア金融市場の健全な発展が我が国を含むアジア経済の安定的な成長に不可欠との認識のもと、アジアの金融資本市場とその拠点としての我が国市場の発展について、論点の整理を行った。

近年、アジアはその成長性を背景に金融サービス市場としての重要性を増す一方、アジア通貨危機後、①欧米系金融機関のプレゼンスの拡大、②各国の経済成長および中間層の増大等を背景とした銀行業務におけるリテール業務の市場の拡大、また、③従来から我が国金融機関のアジア業務の主要取引先であるアジアで活動する日系企業の金融サービスニーズの高度化・多様化などの変化を遂げつつある。また、金融サービス規制の度合いが多様であること、企業統治改革が急ピッチで進められその一環として各国における適切な情報に基づいた投資判断を可能とする金融インフラ整備が進展しつつあるものの、執行面で課題を抱えていることなどが指摘される。さらに、従来からのアジア金融セクターの特徴として、高貯蓄率であるものの、資本市場が未成熟であり、域内の資金環流が限定的であることが指摘されている。

アジア域内における資金環流を促進する環境整備に向けては、アジア債券市場育成イニシアティブなど地域金融協力の枠組みにおける取り組みを促進するほか、金融機関の適正な検査・監督に向けた当局間の情報交換・連携強化、金融サービス規制緩和に向けた交渉、金融インフラ整備およびこれら諸制度の実効性確保にかかる技術支援、などが重要である。また、アジアにおける日系企業の展開はその進出の深度と広がりにおいて類をみないものであり、1990年代の縮小から一転し、海外業務に再び重点を置きつつある我が国金融機関が、多様化するこれら日系企業の金融サービスを含むアジア業務の展開を通じ、アジア金融資本市場の発展に一定の役割を果たしていくことが期待される。

また、我が国金融資本市場が豊富な金融資産を背景にアジア諸国の資金環流の一翼を担うためには、JDR(円建て預託証券)による上場など我が国市場の利便性を高めるほか、円建てクロスボーダーシンジケートローン市場などのインフラ整備や、我が国市場それぞれの独自の取り組みにより、アジア資金ニーズに応じていくことなどが重要である。