

# 日立 総研

特集

自律化するアジアの金融市場

vol.8-4

2014年3月発行

表紙題字は当社創業社長(元株式会社日立製作所取締役会長)駒井健一郎氏 直筆による

# 日立 総研

vol.8-4  
2014年3月発行

- 2 巻頭言  
4 対論 ～ Reciprocal ～

特集

## 自律化するアジアの金融市場

- 14 日立総研レポート  
高まるASEAN+3金融協力への期待  
矢吹 寿浩 越智 小百合
- 20 寄稿  
ASEAN+3債券市場創設に向けた議論の進展と課題  
犬飼 重仁
- 32 寄稿  
アジアにおけるクロスボーダー決済インフラの整備と今後の展望  
乾 泰司
- 42 寄稿  
中国(上海)自由貿易試験区における金融自由化の行方  
ジェームズ 西島
- 48 Voice from the Business Frontier  
日立キャピタル株式会社 上席理事 日立租賃(中国)有限公司 董事長  
日立商業保理(中国)有限公司 董事長  
佐藤 良治
- 54 研究紹介  
56 先端文献ウォッチ

## 世界のホテル伝説

(株) 日立総合計画研究所  
取締役社長  
白井 均

世界には、そのサービスをめぐり伝説をもって語られるホテルがあります。必ずしも高級ホテルというわけではなく、長い歴史と伝統の中で宿泊客に驚きと感動を与えてきたホテルです。伝説とは例えば以下のようなものです。

欧州のあるホテルでは、初めての宿泊であってもロビーに到着すると、「○○様、ようこそ当ホテルへお出でくださいました」、と名前と呼ばれて歓迎を受ける。タイのあるホテルでは、宿泊客が、部屋でシャワーを浴びた直後にわずかな時間だけ部屋を離れて戻ってきてみると、既に浴室はきれいに掃除されバスタオルも新しいものに入れ替えられている。シンガポールのあるホテルのレストランで食事中の女性が、冷房が多少効きすぎかな、と感じた次の瞬間にはスタッフがシルクのショールを持ってきてくれた。米国のあるホテルで結婚記念日に夫婦で宿泊したら、何も伝えていないのに、部屋には祝福の花束が届けられていた。東京のあるホテルでは、ホテルの従業員だけでなく廊下を歩く宿泊客もあたかも昔からの知り合いであるかのように互いにあいさつを交わす。

伝説が本当か、すべて確かめたわけではありませんが、これらのホテルは名前を聞けば、なるほどと多くの方は納得することと思います。

話は変わって、今からさかのぼること約10年前、情報技術の革新により「ユビキタス情報社会」が到来すると当時盛んに言われました。

それまでほとんど耳にすることのなかった「ユビキタス」という言葉でしたが、一時は流行語になるほどメディアでも取り上げられました。いかにも専門的で難解そうな「ユビキタス」のありがたさを、一般の人にもわかりやすく伝えるために、「いつでも、どこでも、誰でも、さまざまなサービスを利用できる社会」、という表現が使われました。

IT企業の側も、「ユビキタス」という難解な言葉の本来の意味を一からお客様や利用者に解説するよりも、「いつでも、どこでも、誰でも」は、はるかに短時間でそのメリットを理解いただけると感じていたと思います。

ところがある日、事の本質はそう単純ではないことを考えさせられる出来事

---

---

に遭遇します。ある新聞社主催のユビキタス情報社会に関するセミナーで講演を依頼され、30分ほどお話しした後、会場との質疑応答の時間に入ると、最初に手を挙げたのは50代半ばくらいの頭から足元まで紳士然とされた方でした。

「私は30年以上、ホテルで仕事をしてまいりました。本日のお話は『いつでも、どこでも、誰でも、利用できるサービス』、ということでしたが、私がこれまで考えてきたサービスとは少し異なるような感じがいたしました。私は、お客様にとって最高のサービスとは、『今だけ、この場所でだけ、あなたのためだけに、ご提供するサービス』、と感じていただけるものだと信じております」

この方は、都内のある著名なホテルで長年コンシェルジェをされている方でした。セミナー終了後、30分ほど、この方のサービスに関するお考えを伺うことができました。その際のお話をきっかけに、その後の出張や海外駐在などを通じて、世界の「ホテル伝説」に関心を持ちました。

冒頭で紹介したサービス伝説にもマニュアルや仕掛けがあるのでしょうか。訓練されたスタッフによって、確立されたシステムとしてサービスが提供され、宿泊客には感動を与え、それがホテルのステータスの基盤となっているものと推察されます。

情報社会は、今やユビキタスの時代を超えて、ビッグデータの活用という新たなステージを迎えています。膨大なデータの解析によって「今だけ、ここだけ、あなただけのためのサービス」を提供できる基盤は整いつつあります。一方で、ホテルのサービスとの比較で考えるならば、超えなければならない課題も残されています。

例えば、たとえプライバシー保護がきちんと担保されていたとしても、「今だけ、ここだけ、あなただけのためのサービス」に、何となく薄気味悪さを感じる人はいまだ多いという現実があります。また、驚きを超えて感動を与えるような次元のサービスまで、果たしてITを基盤に提供可能なのか、言わばITがヒューマンの領域にどれだけ迫ることができるのか、に関しても今後の課題かもしれません。

# 長期的なオペレーショナル・エクセレンスの 実現に向けた企業変革

～「選ばれる投資対象、選ばれるパートナー、  
そして選ばれる雇用者」となるための取り組み～

2007年から2013年まで最高経営責任者（CEO）を務めたシンシア・キャロル氏の指揮の下、世界的な鉱業会社  
アングロ・アメリカン社は組織体制の戦略的見直しや再構築を行い、オペレーショナル・エクセレンスと高い  
収益性を安定的に実現する企業へと転換しました。2013年6月、日立製作所の社外取締役役に就任された  
シンシア・キャロル氏に、これらの課題にどのように取り組み、企業文化を革新させたのかについて伺いました。



シンシア・キャロル  
*Cynthia Carroll*

スキッドモア大学で地質学学士、カンザス大学大学院で地質学修士、  
ハーバード大学経営大学院で経営学修士を取得。1982年、コロラド州  
デンバーのアモコ社に入社、石油地質学者として勤務。1989年、  
アルカン社に入社。ケンタッキー州の梱包（こんぼう）会社のマネー  
ジャー、ボーキサイト、アルミナ、スペシャルティケミカル事業のプレジ  
デントやプライマリーメタルグループのプレジデント兼CEOを歴任。  
その後2007年1月、アングロ・アメリカン社に入社、2013年4月まで  
CEOとして在任。FTSE20社に名を連ねる世界有数の鉱業会社である  
アングロ・アメリカン社は、約150,000名の従業員を擁し、アフリカ、  
南米、オーストラリア、北米、およびアジアの45カ国で事業展開。  
2013年6月、日立製作所の取締役役に就任。

## 日立の印象

**川村:**2013年6月に日立の取締役役に就任いただいてから3カ月が経ちました。まず、日立の第一印象についてお話しいただけますか？

**シンシア・キャロル:**日立は世界的に有名で、尊敬されている企業です。また、モノづくりに関しては最高峰の品質を持ち、極めて洗練された技術と革新性を備えています。川村会長と中西社長は変化に対し柔軟かつオープンで、企業経営において積極的に新たな視点を追求しておられます。事業のあらゆる面で世界レベルを目指しており、真のグローバル企業になるためには、思考や経験の多様性が鍵になると考えておられます。私は取締役会での活発な議論や、役員の方々が積極的に意思疎通のレベルが高いことにも感銘を受けました。このような組織に関わることができて光栄に思います。今後の日立の発展、戦略、価値創出に貢献できることが楽しみです。

**川村:**キャロルさんは、アモコ社(米国の石油会社)、アルキャン社(カナダのアルミニウム企業)、アングロ・アメリカン社(英国の鉱業会社)など、世界的な企業で長年経験を積んでいらっしゃいました。グローバル企業では、意思決定のスピードが重要であると思いますが、時にわれわれは遅れてしまうこともあります。欧米の企業が日本企業より意思決定が迅速である要因は何だと思えますか？また日本企業は現状を変えるためにどのような対応が必要でしょうか？

**シンシア・キャロル:**私は、アングロ・アメリカン社に6年以上勤め、それ以前はアルキャン社で全社の売上の約75%を占めるアルミニウム事業を率いていました。アルキャン社では、アルミニウム業界における同社の位置付けを大幅に見直し、コスト削減も進めました。その結果、同社のプライマリーメタルグループは、利益額、利益率、成長率で史上最高の記録を達成することができました。さまざまな国で生活し、事業を率いることができたことは幸運でした。

今日の株主は、企業や役員に対し、事業計画の変化に対して迅速かつ柔軟に対応することを求めています。しかし、そうした要求にはメリットとデメリットがあります。特に50~100年という長期間で事業を行う資源関連企業の場合、株主が短期的な収益ばかりを求めるとデメリットも生じます。一部の株主が求める短期的な収益と、CEOや役員の方々の長期的意思決定や投資判断が矛盾する場合があります。これは想像に難くないでしょう。日立は、長い歴史と長期間勤める従業員を擁する非常に安定した組織で、組織内に誇りと責任感も確立されています。

一方、グローバル化を進めるためには、グローバルスタンダードに対する理解や迅速な対応力が求められます。

アングロ・アメリカン社において、私はリーダーとして、意思決定を組織の最深处まで浸透させ、業績を重視しつつ、共通の基準と目的によって結ばれた文化を持つフラットな組織を構築することを試みました。従業員との定期的なコミュニケーションも図りました。

CEOに就いた当時、私はまず世界中の拠点を訪ね、経営陣や従業員、政府首脳や労働組合の幹部などステークホルダーの方々と会いました。その結果、当時のアングロ・アメリカン社は明確なビジョンや意思に基づく共通目的によって結ばれた組織ではないことが分かりました。例えばオーストラリアの鉱山の現場では、前後の工程を担当するマネージャーたちが、ミーティングをして議論することもほとんどなかったのです。そこで、私は「資産最適化」(Asset Optimization)と呼ばれる活動をグローバルに導入しました。従業員が自らの意思決定の価値を高め、各事業のバリューチェーンのアウトプットを伸ばすよう日々努めるようにしました。私は、このスキームを、改善の余地が大きかったオーストラリアへ最初に導入したわけです。すると、2007年時点ではオーストラリアの原料炭事業は約700万ドルの赤字でしたが、2011年には約12億ドルの黒字に転じました。2012年には、露天掘りと坑内掘り(地下掘削)で過去最高の生産性を実現しましたが、それは数年前にはとても実現不可能と考えられたことでした。従業員が業績や達成すべき目標を常に共有できるシステムを開発したことで、われわれは結果を出すことができたのです。

アングロ・アメリカン社の従業員には、会社の一翼を担うメンバーとして、相乗効果の発揮に努め、業務プロセスや社内制度を合理化すること、担当業務のベストプラクティスについて学ぶこと、そして競合他社の業績とのギャップを認識することを常に求めました。そして、重要な点として、意思決定の前に社内のコンセンサス獲得を図る一方、重要な決定は役員に、また最終的にはCEOに委ねられることが明確にされていました。

欧米企業と日本企業との差は、意思決定のスピードの差に起因するものだと思います。これは、国際経験を積んだリーダーが各地に配置されている水平な組織であるかどうかによるところが大きいです。アングロ・アメリカン社の場合、共通言語は英語で、役員には8カ国の出身者がいます。キャリアの大半が国際ビジネスであり、多くの役員が自国以外の複数の国で暮らし、働いた経験がありました。私もさまざまな事業を率い、

さまざまな職務に就きました。異なる視点と経験を持つ人の意見に耳を傾けることで、より良い問題解決策を得ることができるというのが私の信念です。

**川村:**コーポレートガバナンスについてですが、われわれは米国式のコーポレートガバナンスを採用しています。グローバル企業におけるステークホルダーとのミーティングや取締役会、役員会議の役割についてどのようにお考えでしょうか？

**シンシア・キャロル:**取締役会の主な役割は、株主の利益を守ることです。企業や事業部門の戦略について話し合い、内容を確認して、予算や事業計画の執行を支援する役割を担います。時には経営リスクに対処すると共に、会社の財産を守るために適切な措置を講じ、資源の最適配分を確保しなければなりません。取締役会は、株主の利益を一定期間にわたって実現し、組織の専門家でありリーダーでもあるCEOや役員意思決定の支援を両立させる必要があります。

執行役員会(執行委員会)の役割は、事業遂行と結果に責任を持つことです。執行役員会のメンバーは、事業推進上の選択肢を検討し、定期的に取り締役に提案を行います。組織運営やリーダーの選定方法が適切かどうかを見ながら、将来の後継者も含め、優秀な人材の輩出に努めます。オープンで透明性の高いアプローチを通じて、さまざまなステークホルダーとの対話に関わるのも執行役員会の役割です。2013年6月の日立の年次株主総会に出席した際、株主の質問にしっかり答えようとする役員の方々の姿勢には、大変感銘を受けました。

**川村:**以前の日立の年次株主総会は、比較的堅苦しい雰囲気を持っていましたが、最近では、株主は率直に質問し、われわれもできるだけその質問に答えようと努めています。アングロ・

アメリカン社におけるステークホルダーとのコミュニケーション方法について、お話しいただけますか？

**シンシア・キャロル:**ステークホルダーの鉱業会社への関心、期待の内容は年々変化しています。今日では、各国の政府は鉱業会社に対し、道路、電力、住居、港湾、鉄道といったインフラへの開発投資を増やすよう求めています。また地域社会は、鉱業会社が、現地の雇用創出やインフラ開発を推進し、どのような直接的な収入を地域にもたらしてくれるのかを、良く理解したいと考えています。例えばアングロ・アメリカン社は、私が退任した2013年4月の時点で30カ所を超える拠点を南アフリカに持っており、採鉱以外の雇用創出に注力し、地域社会に貢献してきました。その事業モデルをペルーやチリ、ブラジルにも導入しています。地域社会が持続可能な成長を実現するためには、地場産業が資源開発に過度に依存することは避けなければならないと考えます。今の鉱業会社は、開発投資をして、20~30年後に採掘を終えたらその場を立ち去るようなことはしません。アングロ・アメリカン社は、経済性と環境保全の両立を考えます。閉山後も地域社会が以前よりも豊かになる方法を考えます。持続的、経済的な成長を地域にもたらすことが現在の鉱業会社に強く求められていると思います。

鉱業事業のステークホルダーとのコミュニケーションでは、開発事業に関して、適切な理解を地域から得ること、さまざまな利害関係者の間を調整することが重要です。地域とのあらゆる対話において、常にオープンで高い透明性を保つ必要があります。例えばペルーでは、数年前、ステークホルダーや地域社会が、われわれに資源開発プロジェクトの中止を求めたことがありました。水利用、環境保護、雇用創出、従業員教育といった多様な課題を含むプロジェクトを継続展開する上で、政府や地域社会の理解を得る必要がありました。私は当時のガルシア大統領、その次のウマラ大統領と開発プロジェクトに関して話し合いを行いました。さらには、28の異なるステークホルダーグループと「対話の場」を設定し、プロジェクトがどのような利益を地域にもたらすのかについて18カ月間にわたって対話を続けました。また、ステークホルダーによる開発可否に関する投票も実施しました。それも含めて先に進む判断を行いました。最終的には、ウマラ大統領から「アングロ・アメリカン社は、ステークホルダーの開発プロジェクトへの参画と資源開発の理想的なモデルを作り出した」とのお言葉を頂くに至りました。

**川村:**28もあるステークホルダーグループの見解はそれぞれ大いに異なり、全員を満足させることはできなかったでしょうね。





**シンシア・キャロル:**それは不可能です。しかし、資源開発によって何を実現しようとしているのか、どのようにしてそれを実現すべきか、容認できることとできないことは何か、どのようなルールを作るか、を明確にすることはできます。そして、企業と地域社会がどのように協力できるのか、長期的な目標達成のためにどのようなビジョンが必要であるのかを共有するのです。資源開発においては、企業は世界中の政府や地域と協力し、長期的に双方にとって有益な関係を築くことが極めて重要です。私は、開発事業を展開した、あるいは投資対象候補として検討した国の元首や政府官僚と多くの時間を過ごし、共にどう行動すべきかについて共通理解を得ようと、きめ細かな対話に努めました。

## ■ アングロ・アメリカン社における 企業再構築と企業文化の変化の推進

**川村:**キャロルさんがアングロ・アメリカン社の最初の女性CEOとして務められた2007年から2013年4月までの期間、世界的な景気低迷により資源価格が急落する一方、世界の一部地域の鉱山では労働管理の問題が生じるなど、鉱業産業は需給両面で困難な局面を迎えました。改めて、鉱業会社のリーダーとして、これらの課題に対してどのような対応を取られたのかについて、お話しいただけますか？

**シンシア・キャロル:**私は、CEO就任と同時に、組織内の誰もが会社の利益創出を目指して、それぞれの役割を適切に担えるように、会社を代表するビジョンと目標を明確に定めました。そして従業員全員の足並みをそろえるため、ビジョンと目標に基づいた、全社レベル、事業レベルの戦略を定めました。加えて、組織構造を合理化し、各事業が最も注力すべき地域にそれぞれリーダーを置きました。110億ドルを超える資産を売却しました。就任後3年間で合計20億ドル相当のコスト削減効果を上げることをステークホルダーにコミットし、全従業員がそれを意識して取り組みました。その結果として、3年間でおよそ32億ドルのコストを削減することができました。

加えて、安全面の取り組みにも重点を置きました。アングロ・アメリカン社では2002年から2006年の間に毎年平均46人が事故で死亡していたのです。命を守ることが全従業員共通の理念となりました。安全意識が高い企業では、従業員がチームの秩序を厳格に守って協力する土壌ができており、強い企業文化が醸成されていると私は信じています。最終的には、犠牲者は2012年に年間13人にまで減少しました。

すでに述べましたように、従業員には、さまざまなステーク

ホルダーと積極的に向き合い、誰もがアングロ・アメリカン社の代表選手であることを意識するよう、繰り返し話しました。われわれは「選ばれる投資対象、選ばれるパートナー、そして選ばれる雇用者」になることを目標にしました。

2009年と2012年には2度の大きな景気後退を経験しましたが、2008年と2011年の2年は記録的な利益を上げることができました。2011年の営業利益は111億ドルです。景気が後退した2012年は、8事業部門中5部門で記録的な生産量を達成することができました。もちろん景気後退期には、投資案件の優先付けを行い、対策を講じる必要がありました。間接費を大幅に削減し、一方で短期的に多額のキャッシュを生むと判断した主力4製品への投資は継続しました。2012年にはそれらのプロジェクトが軌道に乗り、12億ドルの純利益を創出することができました。

私の在任中に、アングロ・アメリカン社の企業文化は変革を遂げたと確信しています。従業員の足並みがそろい、事業目標の焦点が絞られるようになりました。中・長期的な戦略の方向性や短期的な業績目標が明確になりました。業績を重視すると同時に、地域社会やステークホルダーとの対話を尊重しようとする企業文化が育まれました。当然ですが、企業文化を一夜にして変えることはできません。絶えず変革を続け、異なる思考や目的意識を社内に培う必要があります。それには長い時間がかかります。そういう意味では、現在もなお道半ばと言えます。

**川村:**鉱業会社の場合は、好不況の波が激しいですね。

**シンシア・キャロル:**最近では、景気変動の周期がますます短くなっています。そのため、焦点を絞った戦略を立て、景気循環のどの段階においても収益を生む事業基盤を整備することが



重要です。例えば、循環の初期では鉄鉱と原料炭、中期では銅とニッケル、終期では白金とダイヤモンドを生産するという具合に、です。このように景気変動の波に合わせて価値を生むような、幅広い商品を扱う鉱業会社は、アングロ・アメリカン社以外、世界にありません。

**川村:**今は中国の成長率が低下しつつあり、米国経済の回復も思うほど進んでいません。鉱業会社にとっては困難な時期かもしれません。

**シンシア・キャロル:**中・長期的には、私は鉱業の先行きについて楽観視しています。今後数十年、十分な需要が見込めるでしょう。しかし、企業がアフリカや北極のような場所にまで新たな資源を求めようになった今日、採掘資源の質は低下し、資源へのアクセスが一層困難になってきています。前に申し上げたように、政府、特に発展途上国の政府は、より多くのインフラ投資を鉱業会社に期待し、増税や直接出資など、さまざまな手段を通じて、より多くの利益を鉱業会社から引き出そうとしています。アングロ・アメリカン社は、採掘コストが低く、かつ将来的に拡張可能で、規模も大きい一次資産（鉱脈）を求めてきましたが、見付けることは今や難しくなっています。将来、この業界で成功する企業とは、低コストで、市場価値を高める商品を選別でき、政府やステークホルダーとの複雑な関係調整を主導できる企業でしょう。

中国の成長率は低下していますが、都市化は少なくとも今後20年は続くでしょう。さらに、インドの中流層の規模は

約3億人と大きく、2025年までに約5億8,500万人に拡大すると予測されています。その他の発展途上国でも、米国などの先進国と同様に、天然資源へのニーズは膨大です。現在の需要水準は今後も維持され、銅などの一部の主要資源の供給は安定的に推移するでしょう。この業界の先行きは明るいと思っています。

**川村:**現在の不安定な市況において、鉱業会社は採鉱の生産性向上に努めていると伺いました。一例として、ダンプカーのオペレーションの自動化など、技術的なイノベーションの創出に努めていると聞きます。将来、資源開発の生産性向上に、どのようなイノベーションが期待されると思われますか？

**シンシア・キャロル:**鉱業分野のイノベーションは黎明(れいめい)期にあります。そのため機器メーカーには、画期的な応用技術の開発を通じて、鉱山業界の生産性向上に貢献できる機会がこれまでになく存在します。メーカーが鉱業会社のパートナーとして協力し、資源開発用車両や掘削ツールの性能およびエネルギー効率を高めると共に、ITによって生産制御・管理業務を改善する余地が大いにあります。これらは、生産性の向上のみならず、管理オペレーションコストの削減でも大きな成果を生み出す可能性があります。バーチャルマイニングや集中管理室から複数の施設を運用するという考え方は比較的新しく、これらを効果的に実践できる鉱業会社はまだ少ないです。遠隔操作できる無人ダンプカーも極めてユニークと言えますし、到達困難かつ危険な鉱体に接近するための坑内専用車両も現在開発中です。センサーを使って採鉱装置の障害を早期に把握するスマート検知システムは、車両の安全性向上や装置の維持管理に寄与するでしょう。

オーストラリアの鉱山では、かつては生産量の約70%が露天掘りによるものでしたが、将来は約70%が坑内掘り(地下掘削)になると分かっていました。鉱体が、より薄い層や地下深くに存在し、アクセスが困難になるため、地下掘削技術を改善する必要がありました。われわれは米国のエンジニアリング企業と密接に連携し、遠隔操作システムを採用して、より安全かつ効率的に機械を操作できる長壁式採鉱装置を設計しました。これにより、作業中断時間などを減らし稼働率を向上することができました。

水利用の効率化も大変重要です。南アフリカでは鉄鉱事業に乾式法を導入して、採掘に利用する水の量を減らしました。チリではより多くの水を再利用する方法を開発しました。最近のロスブロンセス鉱山の拡張では、この水再利用システムを導入し、水使用量を約40%削減しました。



この分野は改善すべき余地が大きく、ほとんどの鉱業会社にとって優先対応課題となっています。

**川村:**われわれの経験では、異なる分野の人々による協働が技術革新をもたらします。同じ社会に属する人々だけでは、大きな技術革新を実現することはできません。

**シンシア・キャロル:**その通りだと思います。多くの場合、業務に近過ぎると、大局を見たり、異なる視点でものごとを考えたりすることができなくなります。そのため、われわれの研究部門では部門内外への人事異動を行います。現場での作業経験がある人を研究部門に勤務させたり、科学者や技術者を現場の作業に就かせたりすることは、開発者の発想を豊かにする上で極めて有用です。異なる方法で学習し、能力を発展させる機会を提供することで、従業員は新たな挑戦や幅広い業務経験を得ることができると同時に、企業組織の柔軟性を高め、人材の流動化を促すことができます。日立でも同様の方法が採られていると思います。技術革新に焦点を置き、幅広い製品の開発を行う企業でこのような手法が採用されることは、特に素晴らしいことだと思います。

## シェール革命について

**川村:**次にシェールガスについて伺いたいと思います。いわゆるシェール革命によって米国を中心に燃料のガスへのシフトや石炭をはじめとした燃料資源の価格低下も予想されると思います。このようなコモディティ価格の推移がマイニング会社の経営戦略にどのような影響を与えられると思いますか？

**シンシア・キャロル:**シェールガスが燃料資源開発やエネルギー供給分野での米国の位置付けに大きな変化を起こすのは明らかです。10年以内に米国はエネルギー自給国になると予測されています。米国経済には好影響を及ぼすでしょう。低価格でクリーンなエネルギーが利用できるようになるので、企業は米国への投資を拡大するでしょう。また、海外からの燃料輸入への依存度が低下するので、世界の政治・経済の力学も影響を受けるでしょう。環境に好影響を与えるのは明らかです。中国など、シェールガスが豊富な他の地域では、米国とは異なりパイプラインなどの流通網が確立されていないため、どのようにシェールガス開発が進むのかが不透明です。中国、インド、南アフリカなど、低価格の石炭やそれらの資源を利用するエネルギー供給システムを持つ多くの国々では、燃料炭が今後も主な燃料源であり続けると考えます。

**川村:**米国が再び製造業の国になる可能性がありますね。



**シンシア・キャロル:**米国では、エネルギー依存度が高いため将来性がないとされていたアルミニウム生産などの事業を新たに、もしくは再び始めようとする取り組みが進んでいます。米国において、価格競争力の高いエネルギー供給源、税制優遇と優秀な労働者へのアクセスが今よりも容易になれば、より大規模な製造業拡大を実現することができるでしょう。米国はこの点を認識した上で、製造業を復活、支援するために、より多くの技術者、科学者の育成を続ける必要があります。

**川村:**2020年には中国のGDPが米国のGDPに追いつくと考える人もいますが、米国の発展を考えると難しいでしょう。

**シンシア・キャロル:**その通りです。米国は強い意志を持つ人々の国です。困難に妨げられることなく、一致団結して逆境を克服していきます。米国が将来においてもビジネスで重要な役割を担うことは疑いの余地がないと思います。

## 日立の人材のグローバル化

**川村:**日立は“Globally Competitive Company”になることを目指し、IBM、GE、Siemensといった競合企業と同水準のキャッシュフローと利益率を実現すべく、グローバル化を推進しています。実際に取締役会に出席されて、日立の喫緊の課題であるグローバル化やダイバーシティに関してどのような印象を持っていらっしゃいますか？また、日立のグローバル化に関して何かアドバイスを頂けますか？

**シンシア・キャロル:**日立のグローバル化は着実に進んでいると思います。私は日立の取り組みを評価しています。例えば、日本人以外の取締役の存在もその証拠の一つと言えるでしょう。取締役の方々もグローバルレベルでダイバーシティを進めることの重要性を強く感じられているようです。

世界的なビジネス言語である英語でコミュニケーションすることも重要です。また、異なる背景、異なる国籍、異なる経験を持ち、異なる教育を受けた人々を雇用することも極めて重要です。マーケティングや販売活動ではこの点が特に重要になると思います。

**川村:**アングロ・アメリカン社では、新卒者と経験者を毎年募集していると思いますが、その割合はどの程度でしょうか？

**シンシア・キャロル:**新卒者と経験者の募集割合は、約40:60であったかと思います。

**川村:**弊社の場合、約90%が新卒者で約10%が経験者です。90%を占める新卒者は、社内で長期の研修を受けます。十分な戦力となるまでに時間を要します。

**シンシア・キャロル:**真のグローバル化を目指し、異なる視点を求め、異なる考え方を企業内部に取り込むためには、事業を展開する、または展開しようとする世界中のさまざまな国から役員を迎えることが重要です。そして、市場を理解し、特定の顧客にアプローチをする必要があります。

**川村:**日本では新卒者が従業員の90%を占め、それらの従業員は英語を話すことに慣れていないため、大きなハンディキャップとなっています。

**シンシア・キャロル:**英語がビジネスの共通言語であることは、疑いの余地がありません。グローバルな企業で従業員の大半が英語を話さない場合、事業活動に制限がかかることになるでしょう。研修や日常のコミュニケーション、英語での会議により、間違いなく状況を変えることができます。アングロ・アメリカン社は多くの発展途上国で事業を展開し、英語が第1言語ではない国も多かったのですが、管理職や事業リーダーには英語で話すよう要請しました。今ではほとんどの人が少なくとも2カ国語を話します。3カ国語や4カ国語を話す人もいます。

**川村:**日立でも、最近では多くの社内イベントが英語で催されています。つまり、われわれは日々研修しているわけです。この方法は、モチベーションを高める上で極めて有効であり、重要だと思います。

ビジネスのグローバル化が進み、市場での競争が加速する中、企業競争力を高める上での戦略的課題として、ダイバーシティが注目を集めており、日立でもこれを推進しています。女性や

外国人の登用などの人材多様化を推進する上で、何が重要でしょうか？また、経営におけるダイバーシティのメリットは何でしょうか？

**シンシア・キャロル:**ダイバーシティとは、結局のところ異なるバックグラウンドや考え方を持つ人々によって成立します。すでに申し上げた通り、多様な情報に基づいた議論や判断は、最終的に、より良い選択、より良い意思決定につながると考えます。私が2007年にアングロ・アメリカン社に入社した際、役員の大半は、英国や南アフリカの白人男性でした。2013年に同社



を退社した時には、経営陣には8カ国の人々(南アフリカ人、ザンビア人、ジンバブエ人、ブラジル人、フランス人、アイルランド系オーストラリア人、英国人、米国人)がおり、女性も私以外にもう1人いました。2007年には女性ほとんどおらず、10年前には南アフリカの地下採鉱では女性が働くことさえ認められていませんでした。私は、企業文化を変えるためには女性の存在が重要と信じていましたが、同時に優秀な従業員を求める面でも女性の雇用が急務であると考えました。組織内のあらゆる職位、職務で、女性を雇用する必要があると思います。

アングロ・アメリカン社の女性の雇用数は、世界の鉱業会社の中でも最大です。全従業員の約15%が女性です。管理職では22%を占めています。管理部門だけでなく、地下作業員、交代勤務監督者、作業管理者、事業部門のCFOとして働いている女性もいます。私の在任当時は、2014年末までに、管理職の30%、全従業員の21%を女性従業員にすることを企業目標とし、取り組みを進めました。

しかし、いかなる組織であっても、女性を引き付け引き留めるためには、適切な勤務環境を確立する必要があります、それには



経営陣のコミットが必要です。アングロ・アメリカン社の場合、地下の作業現場に女性のための設備を作り、新たな制服を供与し、労働時間を見直し、保育所を提供する必要がありました。加えて、あらゆるレベルの従業員が、ダイバーシティに関する研修を受けなければなりません。大変な作業に思われるでしょうが、女性を労働力に加えることで、企業文化の変革を促すことができました。このような現象は自然に生じるわけではありません。経営陣の強いコミットメントを通じてのみ実現可能です。アングロ・アメリカン社のダイバー

シティ実現の道は長いですが、間違いなく正しい道を歩んでいると思います。

日立が、グローバルな人事データベースを構築したことは素晴らしいことだと思います。組織を発展させ、人材を育成していく上で極めて重要です。これらのデータベースでは、組織内の重要な職務とその要件、その職務に必要な定められたスキルが明確に定義されている必要があります。各従業員と毎年定期的に、業績評価や今後のキャリアプラン、転勤の可能性、能力開発などさまざまな領域について話し合う必要があります。

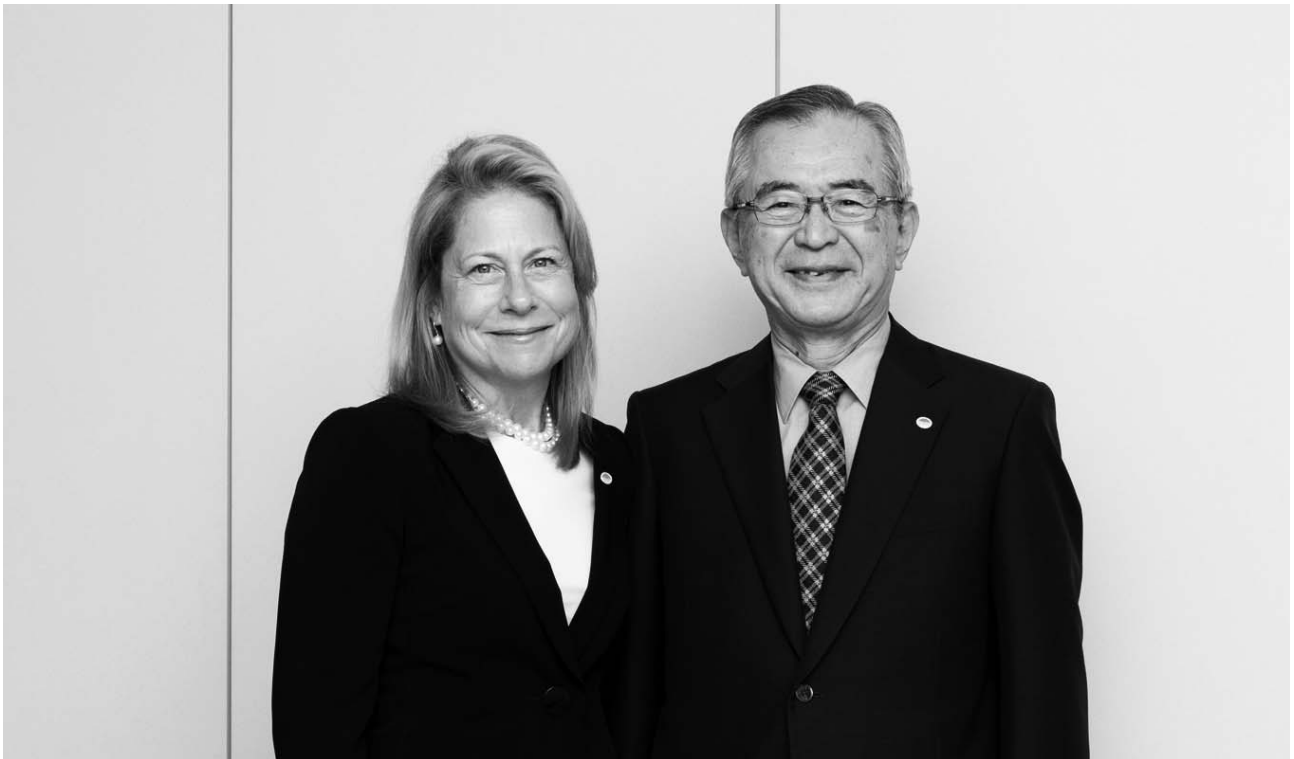
**川村:** われわれの場合、海外の直接員を除き、個人をグローバルに評価するのは初の試みです。運用はこれからですが、今後はこのシステムを活用しようと思います。

**シンシア・キャロル:** 日立の従業員数を考えると、このようなグローバルな評価システムを創設したことは、大変な成果です。組織全体で活用し、定期的に情報を更新していくことも重要だと思います。そうすることで全社的な人材管理や人材育成計画立案においても有用なツールになるでしょう。規格化した業績評価プロセスを導入することで、管理者が従業員に対して、共通のフォーマットによるフィードバックを行うことができます。

**川村:** キャロルさんは女性として仕事をしながら、同時に4人のお子様の母親でもあると伺いました。働きながら子育てをする上で、困難に直面したことはありますか？

**シンシア・キャロル:** 私たちは仲の良い家族です。全面的に支援してくれる素晴らしい夫に恵まれて、私は幸運です。夫は公認会計士であり、財務の修士号を持っています。私はキャリアの大部分を企業経営に費やしてきました。ケンタッキー州で梱包会社のマネージャーをしていた時に、1番目と2番目の子供が生まれました。3番目の子供はアイルランドでアルミナ事業を率いていた時に生まれました。当時、夫は会計事務所勤めていました。モントリオールに移り、グローバル事業の責任者としてアルカン社に勤務していた時に、4番目の子供が生まれました。夫が在宅勤務することに決めたので、私は出張をすることができました。これは、夫のキャリアにも関わるため容易な決断ではありませんでしたが、4人の子供との生活のバランスを図り、子供たちに必要な愛情を注ぐための唯一の選択肢でした。

私は出張も多く、仕事の責務も重いのですが、常に子供たちと強いつながりを保ち、子供たちの人生に関与してきました。私は、女性は家庭を築くことと、働くことの両立ができると信じています。何もかもすべて自分でできるわけではありません。



生活と仕事のバランスを図り、仕事の優先順位を付け、支援してくれるパートナーを持ち、秩序立てて行動し、必要であれば仕事を他人に任せることも生活と仕事の両立の上では重要だと思えます。今日では技術の進歩により、以前よりはるかに容易に家族間で連絡を取り合うことができるようになりました。

**川村:**ケンタッキー州で勤務されていた時は、保育所を利用しましたか？

**シンシア・キャロル:**ケンタッキー州とアイルランドでは、私たち夫婦は共にフルタイムで働いていました。日中、子供たちの面倒を見てくれる女性を住み込みで雇っていました。

**川村:**アングロ・アメリカン社では、子供のいる女性の多くが同様のやり方をしているのですか？

**シンシア・キャロル:**住み込みで人を雇うことができる人は多くありません。運の良い女性は、日中子供の面倒を親に見てもらいますが、それはごくまれです。アルキャン社では、オフィスに保育施設が併設され、素晴らしい教師と設備が備わっていました。アングロ・アメリカン社では、社内保育所を増やす一方で、勤務時間の柔軟性を高め、他の女性とのジョブシェアリング制度を検討しました。南アフリカの鉱山では、女性は妊娠が判明すると、地下では働くことができません。担当の管理者には、勤務割り当てや配置転換の負担がかかります。妊娠中、地上勤務に異動した女性がやがて産休を

取り、約2年のブランクの後に、競争が激しく、業績への要件が厳しい職場環境に戻るわけです。現場で働く女性に対する社内の風当たりに加え、職務上の肉体的負担など、鉱業には特に難しい課題があります。しかし、これらの現状を認識し、経営陣が正しい視点に基づいて課題に取り組んでいけば、やがては画期的な解決策を見付けることができると思います。先に申し上げた通り、女性が社内にいると、企業文化を大きく変える可能性があります。真に女性の労働力を企業に取り込もうとするのであれば、経営陣は、女性が成功するために、適切な労働条件や職場環境を整備しなければなりません。そうすることにより、企業はグローバルなビジネス環境において、広範な考え方や経営手法を有する組織を構築できると私は考えます。

**川村:**産休は何カ月間くらい取得できるのでしょうか？

**シンシア・キャロル:**国の制度により異なりますが、私自身は出産日まで働きました。アルキャン社の産休は6週間でしたが、当時は担当事業に関わり続ける必要があったため、私はその一部しか利用しませんでした。多くの欧州の国々では、女性はほぼ1年間、全額または一部支給の有給休暇を取ることができます。現在では父親も育児休業を利用できるようになっています。産休の取得が、職務や収入、経歴や家族との生活環境にどのような影響を与える可能性があるのか、

その上でどの程度休むべきかを判断するのは、最終的には女性です。これらの要件を判断するのは、雇用側にとっても個人にとっても極めて難しいことですが、お互いが協力すれば課題を克服することができるでしょう。

**川村:**日立の社則では3年間の育児休業が認められていますが、ほぼすべての女性がキャリアを懸念し、1年以内に職場に復帰しています。

**シンシア・キャロル:**その状況は理解できます。女性が2~3年職場を離れると、大学などに復学してさらに学位でも取らない限り、復帰は困難だと思います。

**川村:**日本の働く女性に対して何か助言はありますか？

**シンシア・キャロル:**私のアドバイスは、現在の職務に集中して最善を尽くすということ。5~10年先の仕事、プライベートのさまざまな可能性に気を取られないようにすることです。先入観を抱かず、新たな課題や不慣れな業務を回避しないこと、職場の女性たちとネットワークを作り、問題や懸念事項について話し合うこと、口頭と書面の両方のコミュニケーションスキルを高めるよう努めるのも良いでしょう。会社の幹部や上司に対しては、キャリア開発において自分は何を達成したいのかを考えた上で、どのような助言を求めているのかを伝えてください。女性の力を効果的に社内に取り込むためには、どのような懸念材料を排除すべきかなど、率直な意見を会社に言いましょ。働く女性にとって何よりも大切なことは、自分らしさを失わないことです。

## 私生活について

**川村:**余暇はどのように過ごされていますか？ご趣味は何ですか？

**シンシア・キャロル:**私は家族との時間の確保を最優先にしています。自由になる時間があればいつでも、子供たちや夫のデイビッドと共に過ごします。私は、ゴルフやテニス、スキー、水泳、乗馬を含め、スポーツが大好きです。次女のキャリンは大学でボートをやっていますし、息子のベンはサッカー三昧で、しばしば試合観戦に行きます。音楽は、聴くのも演奏するのも楽しんでます。子供たちはさまざまな楽器を演奏します。末娘のカースティンは演劇に熱中しているので、定期的に観劇にも行きます。

**川村:**ご自身も楽器を演奏されますか？

**シンシア・キャロル:**随分前にピアノを少し弾きましたが、とても上手という感じではありませんでした。6歳からピアノを始めて

現在20歳になる長女ブリッタも含め、子供たちには私がピアノを教えてきました。長女は、今では吹奏楽団でフレンチホルンを演奏しています。

**川村:**釣りはなさいますか？

**シンシア・キャロル:**カナダと米国の間を流れるセントローレンス川のサウザンド諸島に避暑に行きますが、そこでは釣りが盛んに行われています。子供のころは、釣りマニアであった父ともよく出かけました。子供たちも釣りが好きです。小さな島を所有しているのですが、そこでは泳いだり、ボートやカヤックを漕いだり、テニスやゴルフを楽しみます。小さなボートでどこへでもこぎ出します。

**川村:**大変な成功を収め、幅広い経験を積んでこられた今、将来の夢は何ですか？

**シンシア・キャロル:**仕事を続けたいと思っています。グローバルレベル、業界レベルで最高のパフォーマンスを発揮し続け、人々や地域社会、そして世界中の国々の政策に良い影響を与え、株主価値の最大化を実現するような企業組織の一翼を担いたいと思います。

**川村:**本日は貴重なお話をありがとうございました。

## 編集後記

キャロルさんは2007年から2013年4月まで、世界有数の鉱業会社であるアングロ・アメリカン社でCEOを務められ、世界的な景気低迷という厳しい経営環境下で、同社の合理化と企業文化の改革を主導されました。今回の対論



では、アングロ・アメリカン社における企業構造改革の推進、グローバル企業のコーポレートガバナンスのあり方、人材のグローバル化・多様化の重要性に加え、ご自身の経験に基づいた働く女性への助言など、さまざまなトピックスについてお話を伺いました。「異なる視点と経験を持つ人の意見に耳を傾けることで、より良い問題解決策を得ることができるというのが私の信念」と述べられたキャロルさんの対話重視の姿勢と変革を実行されたリーダーシップには感銘を受けました。

# 高まる ASEAN+3 金融協力への期待

研究第二部 主任研究員 矢吹 寿浩 研究員 越智 小百合

## はじめに

新興国における社会インフラ事業では、プロジェクト資金の調達が最大の関心事の一つとなっている。特に、経済成長著しいアジア各国では、社会インフラ整備への大規模投資が必要とされているにも関わらず、未成熟な金融市場を背景として必要な中長期の投資資金が十分に供給されていないことが指摘されている。一方、ASEAN<sup>1</sup>加盟国に日本、中国、韓国を加えた ASEAN+3 の枠組みでは、債券市場の育成を通して、インフラ整備を含む各国間の相互投資を増やす取り組みが活発化している。本稿では、ASEAN+3 の枠組みで進展する金融協力の意義を確認した上で、ASEAN+3 域内<sup>2</sup>の債券市場整備の現状と課題について概説する。なお、本稿でのアジア金融市場の自律化とは、アジア現地多通貨環境を前提として、各国間の相互投資を促進させ、貯蓄から投資への域内資金循環を実現することをさす。

## 1. ASEAN+3 における金融協力の意義

### 1.1 域内金融協力による金融市場の育成・安定化

1997年7月、タイで発生した通貨危機（アジア通貨危機）は瞬く間に東アジアの近隣諸国に波及し、地域全体を巻き込む未曾有の経済危機を引き起こした。「東アジアの奇跡」と称され高成長を続けていた東アジア各国は、大幅なマイナス成長に陥り、国際通貨基金（IMF）によるタイ・インドネシア・韓国の救済に至るまでに深刻化した。

アジア通貨危機後、東アジアにおける金融協力の必要性が認識され、2000年5月の第2回 ASEAN+3 財務大臣会議（於：タイ・チェンマイ）にて、外貨準備を使って短期的な外貨資金の融通を行う二国間の通貨

スワップ取極ネットワークであるチェンマイ・イニシアティブ（CMI）が合意された。CMIの仕組みは、外貨準備として抱えるドル資金を活用し、東アジア地域で連携して通貨暴落などによる経済危機を防ぐ仕組みであり、これはIMFに依存せず、域内で自律的に危機対応できる体制を整えるという狙いもある。

また、ASEAN諸国において債券市場を育成し、民間企業が域内における貯蓄を有効に活用できるようにすることで、域内の金融・資本市場の安定化を図る必要性も認識されている。このような認識の下で、2003年8月の ASEAN+3 財務大臣会議において、日本が提唱した「アジア債券市場イニシアティブ」（Asian Bond Markets Initiative、ABMI）が承認された。ABMIでは、アジア現地通貨建て債券の発行や債券市場の整備および投資家育成のための取り組みなどが進められている。（ABMIの詳細は、第2章で後述）

### 1.2 域内金融協力の進展によるインフラ投資活性化

ASEAN+3の金融協力の進展は、域内の膨大なインフラ投資を活性化させる上でも必要不可欠だと考えられている。日本経団連は、「アジア経済の成長アクション・プランの実現に向けて」（2009年11月17日公表）の中で、「アジアで広域インフラ事業等を展開するには、大規模かつ中長期の現地通貨での資金調達が必要となる。一方、アジア域内には膨大な民間貯蓄があり、これが投資資金として循環することで、資金調達ニーズに応えることができる。そこで各国は、域内の債券・証券の発行・流通市場を整備し、市場における発行体及び投資家の育成・拡大を図る」ことを提言している。アジア各国の、特に ASEAN+3 域内の金融協力による効率的で流動性の高い安定した金融・資本市場の育成は、通貨危機の再発防止につながるだけでなく、東アジア各国の潤沢な貯蓄の活用によってインフラ事業の促進に資する取り組みといえる。

<sup>1</sup> ASEANは、シンガポール、タイ、マレーシア、インドネシア、フィリピン、ベトナム、カンボジア、ラオス、ミャンマー、ブルネイの10カ国。

<sup>2</sup> 本稿では、特に注釈がない場合は「域内」とは ASEAN+3 を指す。



## 2. ASEAN+3 金融市場の現状と課題

### 2.1 ASEAN+3 金融市場の現状

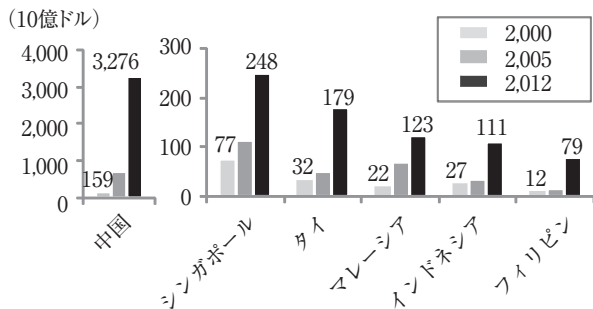
#### (1) 域内で膨らむ外貨準備高と民間貯蓄

ASEAN+3 各国は、アジア通貨危機の際に外貨不足に陥った反省から、公共部門、民間部門共に資金の蓄積を進め、経済成長とともにその規模を拡大させている。

公共部門の資金蓄積を外貨準備高でみると、シンガポールでは、2000年の768億ドルから、2012年には2,479億ドルへ、約3.2倍に増加している(図1)。同様に、タイでは5.6倍、マレーシアでは5.7倍になっている。外貨準備高の適正水準について統一的な指標はないが、IMF(2000年)によると、「輸入額の3カ月分」が最低限必要といわれている。2012年時点で、シンガポールの外貨準備高は同年の輸入額の7.8カ月分、タイ、マレーシアもそれぞれ8.6カ月分、7.5カ月分と最低限必要とされる3カ月分を大幅に上回っており、各国の公共部門は潤沢な資金を蓄積している。

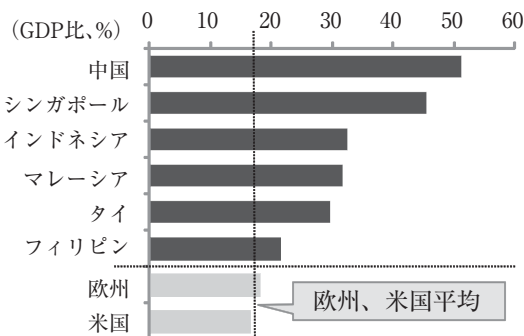
また、2012年の民間部門の貯蓄(対名目GDP比)をみると、ASEAN5カ国と中国の平均貯蓄率は約35%であり、欧米平均17%の倍近くとなっている(図2)。

この潤沢な外貨準備高と民間貯蓄はASEAN+3の



資料：IMF、各国中央銀行より日立総研作成

図1 公共部門の貯蓄 (外貨準備高)



資料：IMFより日立総研作成

図2 民間部門の貯蓄 (2012年)

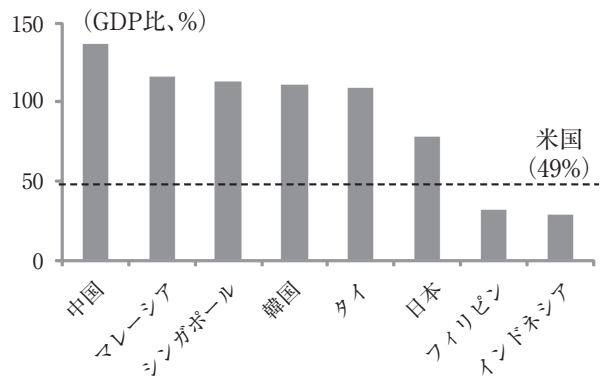
大きな強みの一つであり、経済発展に必要な中長期の投資資金として戦略的な活用が求められている。

#### (2) 銀行融資への依存と未成熟な債券市場

直接金融が主流である米国と比較し、特に、中国やマレーシア、シンガポールなどは、企業の資金調達を銀行の融資に大きく依存している(図3)。ASEAN+3の中でも、特にASEANの債券市場は規模が小さく、債券発行残高のうち、国債発行残高は日本の18%、社債は78%にとどまる(図4)。

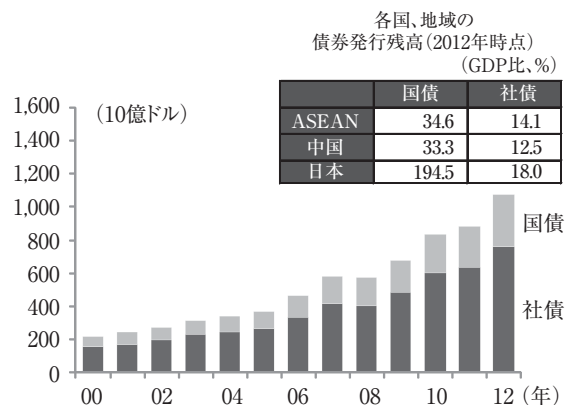
この背景には、域内の債券市場が安全かつ低コストで取引できるような成熟した市場に育っていないことがある。例えば、ASEAN各国には洗練された格付機関が存在しない。銀行、企業、投資家間で情報の非対称性も大きい。また、債権回収の有効な手段である債権譲渡手続が、国ごとに大きく異なること、複雑で曖昧な規制が残っていることなどが、機関投資家(年金基金や生命保険会社など)を債券市場から遠ざけている。

域内の余剰資金を投資に循環させていくためには、債券市場を主体とした直接金融のシステムを整備していくことが重要になっている。



資料：IMFより日立総研作成

図3 銀行融資 (2011年)



資料：アジア開発銀行より日立総研作成

図4 ASEANの債券発行残高

## 2.2 域内相互投資拡大へ向けた課題：

### －債券市場の育成と域内機関投資家の規模拡大－

域内の中では、ASEAN 債券市場の拡大が課題になる。ASEAN 債券市場は、規模は小さいものの、堅調に成長している。これをさらに育成するためには、いくつかの課題を克服する必要がある。具体的には、発行体数の増加と信用力向上、市場の流動性確保、リスク管理手法の向上や決済システム整備などが必要とされている。また同時に、債券市場への資金の出し手として、ASEAN の機関投資家（年金基金や生命保険会社など）の育成・資産運用規模の拡大も必要となる。2011 年の ASEAN5 カ国の年金基金の合計資産額は、3,760 億ドルと日本の 1 兆 4,730 億ドルの約 4 分の 1 にとどまる（表 1）。

表 1 ASEAN+3 各国の機関投資家の規模（2011 年）

	年金基金 (資産)		保険会社 (収入保険料)		投資信託 (資産)	
	10 億 ドル	対 GDP 比 (%)	10 億 ドル	対 GDP 比 (%)	10 億 ドル	対 GDP 比 (%)
シンガポール	167	66.5	21	8.0	1,064	423.6
マレーシア	153	57.1	14	5.2	82	30.4
フィリピン	24	10.8	3	1.3	2	1.1
タイ	17	5.2	15	4.5	66	19.8
インドネシア	14	1.7	15	1.8	19	2.3
合計	376	19.1	68	3.4	1,233	62.6
日本	1,473	25.1	644	11.0	745	12.7
中国	134	1.8	222	3.0	410	5.6
韓国	314	29.2	126	10.8	227	21.1

資料：Swiss Re、Investment Company Institute、National Social Security Fund（中国）、National Pension Service（韓国）、Employees Provident Fund（マレーシア）、Central Provident Fund（シンガポール）、Government Pension Fund（タイ）、などより日立総研作成

ASEAN 債券市場の育成と機関投資家の拡大が進展すれば、各国での貯蓄から投資への資金循環が実現するとともに、ASEAN+3 域内のクロスボーダー債券投資の円滑化への期待も高まる。日系企業が域内においてインフラ事業を展開する際、資金調達先を多様化することが可能になる。

次項では、ASEAN+3 の国と地域において、わが国主導で進めているアジア域内横断的な債券市場創設のための取り組みについて紹介する。

## 3. ASEAN+3 金融市場の自律化に向けた取り組み

### 3.1 アジア債券市場育成イニシアティブ（Asian Bond Markets Initiative、ABMI）

2003 年第 6 回 ASEAN+3 財務大臣会議にて設立が合意された ABMI は、現在、4 つのタスク・フォースを推進している。4 つのタスク・フォースとは、現地通貨建て債券発行の促進（タスク・フォース 1）、現地通貨建て債券需要の促進（タスク・フォース 2）、規制枠組みの改善（タスク・フォース 3）、債券市場関連インフラの改善（タスク・フォース 4）である（表 2）。これに加え、ABMI は、一つの技術支援調整チームおよびタスク・フォース間の総合調整などを行うためのステアリング・グループを持つ。

ABMI は、社債に保証を供与する信用保証・投資ファシリティや ASEAN+3 債券市場フォーラム（Asian Bond Markets Forum、ABMF）の設立（次項で詳

表 2 ABMI の 4 つのタスク・フォース

	域内連携	多通貨環境
<b>タスク・フォース 1</b> 現地通貨建て 債券発行の促進	・インフラ・ファイナンス・スキームの整備 ・債券発行手続き標準化	・信用保証・投資ファシリティによる保証業務の開始
<b>タスク・フォース 2</b> 現地通貨建て 債券の需要拡大	・機関投資家向け投資環境整備 ・証券貸借市場の創設	・国境を越えたアジア域内債券取引の促進
<b>タスク・フォース 3</b> 規制枠組みの改善	・資本移動の自由化による域内相互投資の促進	・債券取引にかかる税制など規制の改正
<b>タスク・フォース 4</b> 債券市場関連 インフラの改善	・アジア域内決済機関の設立による国境を越えた債券、資金決済の効率化	・各国内格付機関の育成 ・地域格付システム基盤の強化

資料：第 15 回 ASEAN+3 財務大臣・中央銀行総裁会（新ロードマップ・プラス）（2012 年 5 月 3 日）

述) など、各種取り組みを進展させている。特に、ABMF は、官民合同によるアジア債券市場の整備推進をめざし、2010年5月に設立されたものである。

ASEAN+3の債券発行残高は年々増加しているものの、対GDP比率でみると依然として規模は小さい(表3)。国によって債券市場の発展段階に格差がある点を考慮しながら、各国ごとに異なった速度・道筋で債券市場の育成を進めることが必要となる。こういった現状を背景に設立されたABMFには、アジア域内横断的プロ<sup>3</sup>向け債券市場の創造により、アジアにおける潤沢な貯蓄を同域内での投資に向かわせるための新たなスキームの形成が期待されている。(詳細は後述の犬飼氏の論文「ASEAN+3債権市場創設に向けた議論の進展と課題」を参照)

表3 債券発行残高(対GDP比) (%)

国	2000年末			2012年末		
	国債	社債	合計	国債	社債	合計
日本	78.5	23.6	102.1	19.45	18.0	212.5
中国	16.6	0.3	16.9	33.3	12.5	45.8
韓国	25.7	48.8	74.5	47.9	75.2	123.1
マレーシア	38.0	35.2	73.2	63.9	42.8	106.7
タイ	22.8	4.5	27.3	59.4	15.5	74.9
シンガポール	26.6	20.9	47.5	50.0	31.6	81.6
インドネシア	35.4	1.4	36.8	11.0	2.3	13.3
フィリピン	31.1	0.2	31.3	33.5	5.0	38.5
ベトナム	0.3	0.0	0.3	17.0	0.8	17.8

資料: Asian Bond Online より日立総研作成

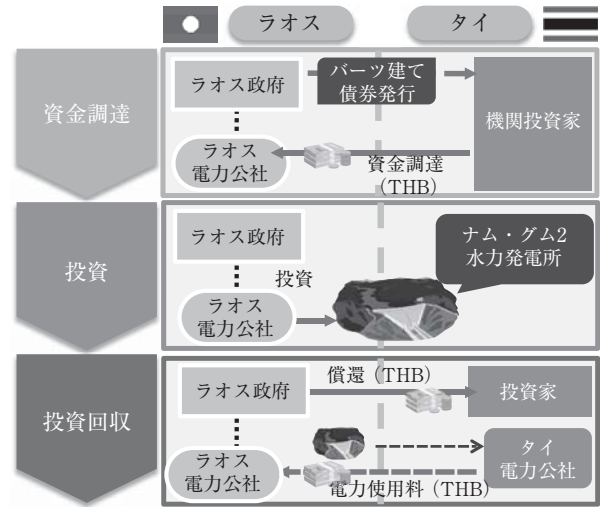
### 3.2 先行する各国の取り組み

#### (1) ラオス政府、タイパーツ建て債券を発行

ABMFの進展に伴い、債権市場をクロスボーダーで活用した資金調達事例も出始めている。ラオス政府は、2013年1月、国内のダム建設計画向けに15億パーツ(約45億円)のパーツ建て債券を発行した(図5)。さらに、同年8月には、水力発電所建設計画などのインフラ整備向けに30億パーツ(約90億円)のパーツ建て債券の発行を発表した。ラオス政府は、パーツ建て債券の発行により調達した資金で自国内にダムや発電所を建設し、発電した電力をタイ電力公社に供給(輸出)する。タイ電力公社から受け取るパーツ建て電力使用料を償還に充てることで為替リスクを軽減する。

<sup>3</sup> 金融機関や投資運用業者などの適合機関投資家、地方公共団体、上場会社、外国法人、さらに、特別の法律により特別の設立行為をもって設立された法人や、金融商品取引業者(証券会社)に対して自ら申し出た投資資産3億円以上などの要件を満たす個人などが含まれる

このようなクロスボーダーでの債券発行によるインフラ整備資金調達事例の積み重ねによって、域内の債券取引が活発化していくことが期待されている。



資料: 各種資料より日立総研作成

図5 ラオス水力発電所建設計画

#### (2) 東京プロボンド市場とアジア各国との連携強化

2011年5月、東京証券取引所によってプロ機関投資家向けの債券市場である東京プロボンド市場が開設された。本市場を通して、海外の企業は従来よりも簡便な手続きにより、日本市場で社債を発行することができる。日本政府は、この市場をASEAN+3金融市場の自律化を推進する模範例として、ABMFの場で域内各国へ提唱している。このプロボンド市場と同様の市場が、すでにタイなど8割のASEAN各国で立ち上がっている。東京プロボンド市場と各国市場をつなぎ、各国間で債券を転売できるようにすることで、あたかも域内に一つの債券市場が設立したようにする構想(アジア多通貨債券発行フレームワーク、ASEAN+3 Multi-currency Bond Issuance Framework、「AMBIF」)が進んでいる。これが実現すれば、アジア各国の現地通貨建て債券を自国の債券市場で手軽に購入することができるようになる。例えば、自動車会社がタイで工場の建設資金を調達する際、タイパーツ建て社債を発行、これを東京プロボンド市場でプロ投資家が購入できるようになる。

#### (3) 中国(上海)自由貿易試験区

2013年9月29日、中国政府は、上海に中国(上海)自由貿易試験区を開設した。自由貿易区に登録された外資を含む企業には、中国で人民元建て債券を発行す

ることなどを認める方針を示している。試験区をゲートウェイとして中国金融市場の対外開放を一段と進めることで国境を越えた貯蓄から投資のフローを拡大する意向と考えられる。

同年9月27日に公布された同試験区に関する「全体方案」では、主に下記の改革の方向性が示されている。

- ① 金融面：リスクコントロールが可能な範囲で、人民元の自由化、金利の市場化、人民元クロスボーダー取引などを試験的に実施
- ② 投資面：金融、旅行、海運などを含む18業種の開放拡大
- ③ 貿易面：手続の簡素化
- ④ 法制面：外資企業に係る法律に基づく審査・批准の手続の変更を今後3年間で調整

(詳細は後述の西島氏の論文「中国(上海)自由貿易試験区における金融自由化の行方」を参照)

このように、各国では、ASEAN+3域内の国境を越えた相互投資を促進させ、域内において貯蓄から投資への資金循環を実現する自律化へ向けた取り組みが進行している。

## 4. ASEAN+3 金融協力の展望

### 4.1 AMBIF 実現へ向け進展が求められる多国間交渉

金融市場の自律化へ向けては、各国個別や二国間においてだけでなく、ASEAN+3としても協調した取り組みがなされている。ABMFは、主に3つのフェーズからなるロードマップに沿って、ASEAN+3の多通貨環境での域内相互投資を促進している。

第1フェーズ(2010年9月～2011年12月)では、域内11カ国地域の債券市場の規制の枠組みと、市場インフラの現状調査がなされた。具体的な調査項目は、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および制限となる事項、⑤決済システムの概要、⑥取引コストおよび課金方法、⑦市場規模および統計などである。これにより、多様な論点で各国の債券市場を横断的に比較することが可能となり、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明らかとなっ

た。明らかとなった課題を元に、これらの標準化・調和化に関する協議が行われ、市場調査結果と共にその成果がASEAN+3債券市場ガイド(ASEAN+3 Bond Market Guide)にまとめられ、2012年4月に公表されている。

第2フェーズ(2012年1月～2013年12月)では、上記ガイドに沿って、AMBIFの導入に関する、より具体的な方法論についての議論が行われた。

第3フェーズ(2014年春～2015年秋)では、実際のAMBIF Bond(アジア多通貨債券)発行に向け、多国間交渉による各国債券市場の整備に関する議論が行われる。(詳細は後述の犬飼氏の論文「ASEAN+3債権市場創設に向けた議論の進展と課題」を参照)

ASEAN+3各国の資本規制や資本市場の発展状況は異なり、また、経済規模や一人当たりの所得にも格差がある。マレーシア、シンガポール、タイなどASEAN各国の中でも比較的先進的な国では、金融市場自律化に向けた施策が先行して展開されているが、これがインドネシア、フィリピン、ベトナムなどの国へ波及するまでにはかなりの期間を必要とすることが予想される。

現在、ABMIおよびABMFは、このような各国の債券市場間の格差是正や規制の調和に向け、国際基準をベースとした解決策を検討している。ASEAN+3債券市場は、通貨規制による障害をはじめ、市場が細分化されているため、欧米と比較して、信託銀行など、証券、資金の管理事業者への委託費用が高くつく。ABMIはこの問題解決に向けて、地域をまたぐ証券決済機能の構築を提案している。具体的には、EUの国際証券決済機関であるユーロクリアの国際基準を参考にし、アジア版国際証券決済機関の設立や、各国既存の証券決済機関の連携を検討している。これにより、徐々にではあるが着実にASEAN+3域内の債券市場の整備が進み、多通貨、相互投資を主体とした金融協力が強化されていくことになるだろう。

(詳細は後述の乾氏の論文「アジアにおけるクロスボーダー決済インフラの整備と今後の展望」を参照)

### 4.2 日系企業への影響

ASEAN+3の金融協力による域内金融市場自律化の進展は、日系企業にも資金調達手段の多様化というメリットをもたらす。多くの日系企業が進出先のアジ

ア各国で日系金融機関からの融資に依存する一方、債券市場整備が本格化するタイやマレーシアにおいては、日系企業による現地通貨建ての債券発行が活発化している。今後も、各国での先行した取り組みや、ASEAN+3 財務大臣会議などでの各国マルチラテラルでの議論が進行すれば、域内のクロスボーダー債券発行が促進され、豊富な貯蓄から投資への流れが加速していく。そうなれば、これまで日系金融機関からの融資に資金調達手段を依存していた日系企業は、クロスボーダーでの債券発行からも域内の貯蓄を現地通貨建てで投資資金として獲得することができるようになる。これを資金源として、日系企業の現地での社会インフラ事業への参入機会の拡大が見込まれる。

## 5. まとめ

アジア各国のインフラ需要は膨大であり、急速な都市化と経済成長により、今後もさらなるインフラ開発市場の拡大が見込まれる。しかしながら、アジア各国における社会インフラ開発プロジェクトは、一般に初期投資の規模が膨大である一方、投資回収には長期間を要す。また、事業リスクが高い上に現地通貨（多くは流動性の低いソフトカーレンシー）での回収が前提となる。このような中、現地で資金を調達し、現地で投資を行うための資金サイクルを構築することが企業にとって重要となる。ASEAN+3 域内の金融市場の自律化は、資金調達手段の多様化によって、社会インフラ開発のプロジェクト資金を円滑に調達するための鍵となりえる。

ASEAN+3 債券市場創設に向けた議論の進展と課題

早稲田大学 研究院・法学学術院  
教授・上級研究員 犬飼 重仁

(いぬかい しげひと) 1953年生まれ。早稲田大学 研究院・法学学術院 教授・上級研究員。早稲田大学《企業法制と法創造》総合研究所の専任教授として、研究活動に従事。1975年慶応義塾大学法学部卒業。同年三菱商事入社。1987年から1994年まで6年間余りのロンドン金融子会社勤務を含め、19年間同社財務金融部門に勤務。ハーバード・ビジネススクールAMP修了後、2002年6月より内閣府所管の総合研究開発機構(NIRA)に出向、6年間にわたり主席研究員などを務める。2004年から2008年まで早稲田大学法学学術院客員教授を兼務。2008年7月より早稲田大学 法学学術院 教授。2013年4月より現職。外務省「外務人事審議会」委員、「金融ADR・オンブズマン研究会」座長代理、金融庁金融審議会専門委員、日本証券業協会「社債市場の活性化に向けたインフラ整備に関するワーキング・グループ」委員。

CONTENTS

1. これまでの経緯 (2008-13年の政府動向)
2. ASEAN+3 債券市場創設に向けた議論の背景
3. 域内横断的なプロ向け債券市場のイメージと市場連結の考え方
4. 規制監督当局によるAMBIF Bondの規制プロセス
5. ASEAN+3 債券市場創設に向けた議論のステップ
6. アジア域内横断的なプロ向け債券市場創設の具体的内容
7. AMBIF BondとAMBIF Marketの定義・趣旨
8. アジア域内横断的なプロ向け債券市場創設の課題と展望

今、一国の枠を超えたアジア域内横断的な債券市場をASEAN+3<sup>1</sup>の国と地域の共通財産として創設しようとする壮大なビジョンのプロジェクトが、我が国主導で進みつつある。

2010年から、域内の国と地域の国内プロ向け債券市場を連結するための作業が、域内の官民の協力の下で進められている。そして2014年、域内新市場の創設が具体的に見通せる段階に入ろうとしている。

本稿では、この画期的ともいえるアジア域内横断的なプロ向け債券市場創設プロジェクトの経緯と現状および課題と展望について、具体的な内容を織り込みつつ、その詳細を報告させていただく。

1. これまでの経緯 (2008-13年の政府動向)

金融庁・財務省が共同で事務局を務める「金融・資本市場活性化有識者会合」でまとめられた2013年12月13日発表の「金融・資本市場活性化に向けての提言<sup>2</sup>」では、『2020年をゴールとして、(1)総合取引所を含む東京市場すなわち我が国金融資本市場を、アジアとともに成長しうる「アジアナンバーワン市場(国際金融センター)」とし、かつ、事実上我が国が主導して、(2)クロスボーダー債券の発行・取引円滑化

のための市場整備(ASEAN諸国との債券発行手続きの共通化等)を推進し、最終的に、(3-1)アジア各国における本邦企業の円滑な現地通貨建て資金調達・貸出等を実現し、(3-2)同時にアジア地域におけるクロスボーダーでの資金証券の取引市場や決済システムを確立する』という戦略目標がうたわれている。しかし、このような国家的目標が描かれたのは今回が初めてではないことにまず留意したい。

今回の提言の底流には、2007年第一次安倍内閣のアジア・ゲートウェイ構想<sup>3</sup>に始まり、民主党政権を経て、現在の第二次安倍政権まで、その時々で表現ぶりは違っても、歴代すべての政権戦略の背後に常に存在していたビジョンが受け継がれ、生きている。

例えば、2010年6月の官邸発表の新成長戦略<sup>4</sup>には、ユーロ市場(欧州の国際債券市場)と比肩(ひけん)する市場を我が国に実現するために、「プロ向けの社債市場の整備」、「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」がうたわれ、「金融自身も成長産業として発展できるよう、市場や取引所の整備、金融法制の改革等を進め、ユーザーにとって信頼できる利便性の高い金融産業を構築することで、金融市場と金融産業の国際競争力を高める」ことが国家戦略として打ち出されていた。そしてその工程表の金融部分には、「プロ向け社債市場の整備<sup>5</sup>」

<sup>1</sup> ASEAN+3とは、ブルネイ、カンボジア、インドネシア、ラオス、マレーシア、ミャンマー、フィリピン、シンガポール、タイ、ベトナムのASEAN10カ国と日・中・韓を指す。  
<sup>2</sup> <http://www.fsa.go.jp/singi/kasseika/20131213.html>

<sup>3</sup> <http://www.kantei.go.jp/jp/singi/asia/kousou.pdf>  
<sup>4</sup> <http://www.kantei.go.jp/jp/sinseichousenryaku/sinseichou01.pdf>  
<sup>5</sup> 2010年、東京プロボンドマーケット(TPBM)に結実。

が2010年度実施事項に掲げられ、「アジア債券市場の構築」に関しても、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ため、2010年中に「ASEAN+3債券市場フォーラム<sup>6</sup>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する」ことがうたわれていた。

これまで、あまり目立ってはいないが、歴代すべての政権が、過去8年間にわたり、日本国内の市場整備のみならず、我が国主導でしかできないクロスボーダーの取組みとして、「アジア債券市場の育成と確立」という、2020年をゴールとする我が国とアジア域内にわたる戦略的な資本市場創設のビジョンを堅持し続けてきたことは、もっと注目されてよい。

## 2. ASEAN+3債券市場創設に向けた議論の背景

### 2.1 ABMF (ASEAN+3・ボンドマーケット・フォーラム)

上記の新成長戦略の工程表の趣旨に沿い、2010年9月以降、事実上我が国が主導し、ASEAN+3の枠組みで行われてきたのが、ABMF (ASEAN+3・ボンドマーケット・フォーラム)の活動である。

アジア開発銀行 (ADB) を事務局として、域内各国の財務省と中央銀行の共同イニシアチブにより、ABMI<sup>7</sup>のTF3 (規制枠組みの改善タスクフォース)の下、域内各国の官と民の双方の専門家 (百数十人) が一堂に参加してのグループ (ABMF) が初めて立ち上げられ、以降、ASEAN+3の域内横断的なプロ向け債券市場である「AMBIF<sup>8</sup> Market」を創設するためのプロジェクトが進みつつある。

ABMFは、域内のクロスボーダー債券取引に係る市場慣行の標準化・規制の調和化を議論し促進するための共通の場として機能してきた。

<sup>6</sup> 詳細は2.1のABMFの項参照。

<sup>7</sup> ABMIとは、1997-98年に発生したアジア通貨危機の要因の一つである『ダブルミスマッチ (アジア諸国はUSドル等の外貨を短期で借入れ、自国通貨建てで国内の長期融資を実施し、通貨と期間のミスマッチが発生)』を解消しアジアにおける貯蓄をアジアに対する投資へと活用し効率的で流動性の高い債券市場を育成することを目的に、日本主導で2003年8月にASEAN+3 (日本・中国・韓国) 財務大臣会議で合意した「アジア債券市場イニシアチブ (Asian Bond Markets Initiative)」を指す。

<sup>8</sup> ASEAN+3 Multi-Currency Bond Issuance Framework

その中には2つのサブフォーラム (SF) が設置され、SF1 (議長: 日本, 副議長: マレーシア) では、ASEAN+3各国市場の法規制および市場慣行に関する情報収集と、域内の各債券市場に存在し続ける情報ギャップの解消・縮小を最初の段階の目的としてきた。SF2 (議長: 韓国, 副議長: インドネシア, 日本) は、取引慣行および証券決済上のメッセージ・フォーマットの調和化を目的としてきた。なお、筆者は最初の段階からADBのセクレタリアット・チームの一員として、SF1のコンサルタントを務めている。

ABMFは、2010年秋から2013年末までの3年間にアジア各地で14回の全体会合を開催したが、その運営に当たっては、基本的な考え方や取組方針についての議論をおろそかにせず、重要事項を参加者全員で都度確認し合意するステップを重視してきた。またこれと並行して、いくつかの国で、例えば日本では財務省を事務局とする「ABMF-J」、韓国では「ABMF-K」というように、各国国内ごとの対応・支援のためのグループが組織され、ABMFでの議論を各国の関係者の中で理解しまた補完しあいながら、プロジェクトは着実に進展してきた。

### 2.2 東京プロボンドマーケット (TPBM)

東京証券取引所の東京プロボンドマーケット (TPBM) は、政府の戦略に基づき2008年に制度創設された「プロ向け市場制度」を活用して、2011年5月17日に金融庁から認可を取得し設立された、プロ投資家向けの新しい債券市場である。早稲田大学<sup>9</sup>は、当初段階から関連の提言を行い、この新市場の枠組みの設計に関与した。

TPBMは、上記のアジア域内プロ向け債券市場創設構想の中核として重要な役割を担うことが、我が国の政府関係者と市場関係者の中で期待されている。

日本国内の既存の公募社債市場は、ほとんどプロ向けであるが、制度上は一般投資家への販売が前提とされるため、投資家保護の観点から、開示書類などについて、発行体に厳格な法定開示義務が課されている。

<sup>9</sup> 早稲田大学の研究所による、アジア資本市場法制研究報告「シリーズ研究の軌跡」参照。  
[http://www.waseda.jp/win-cls/activity/asia\\_activity.pdf](http://www.waseda.jp/win-cls/activity/asia_activity.pdf)

海外発行体にとっても、日本語かつ日本の会計基準に基づく年2回以上のディスクロージャーの負担がある。

一方、TPBMは、2008年12月施行の金融商品取引法改正で導入された「プロ向け市場制度」に基づき創設された債券市場であり、投資家をプロ（特定投資家など）に限定していることから、法定開示の内容が要求されず比較的簡素なものにできる。また英文開示も可能なため、TPBMは居住者のみならず非居住者の発行体にとっても手間とコストの面で、より利便性の高い債券発行の仕組みとなっている。さらにTPBMは、従来のサムライ債市場に比べ発行ウインドウ（発行可能日数）が広く、より機動的な発行が可能である。

### 3. 域内横断的なプロ向け債券市場のイメージと市場連結の考え方

基本的には、TPBMを始めとして域内各国各地域に現存する国内プロ市場ないし完全開示免除セグメントの要素を、当該国の関係規制当局による相互理解と協力の下、それぞれ有効に結び付けていくことで、域内横断的なプロ向け債券市場（AMBIF Market）を作り出すことが可能となる。

例えば、域内10の国と地域の中で、現状、5カ所において、国内にプロ向け債券市場が存在する（表1）。

また、現状、7カ所に、何らかの形での完全開示免除の証券・取引の制度ないしセグメントが存在する（表2）。

最初のステップとして、従来バラバラに存在してきた各国債券市場のプロ向け市場の状況および発行手続条件などを特定することができれば、それぞれのプロ向け市場部分を結び付ける準備が可能となる（図1）。

その結び付け方の詳細は後段「4. 規制監督当局によるAMBIF Bondの規制プロセス」の項に譲るが、イメージとしては、各国・地域のAMBIF Market候補（表3）を特定・認定した上で、導入段階（表4）では二つの市場を一对一で結び付ける「二国間クロスボーダーアプローチ」からスタートし、徐々に異なる複数の組み合わせの「二国間クロスボーダーアプローチ」を積み重ね、それらと並行して「多国間クロスボーダーアプローチ」を組み合わせることによって、最終的に、

域内横断的なプロ向け債券市場（AMBIF Market）の形成が可能となる。（図3）

表1：各国国内にプロ向け市場が存在するか

Jurisdiction	Existence/Status Quo of the Professional Investors Only Market
People's Republic of China	Does not exist in official terms. But the Inter-bank Bond Market consists of institutional participants only. The People's Bank of China is considering the Qualified Institutional Buyer (QIB) concept. Focus on SME issuance to boost segment, offer alternative to loan financing.
Hong Kong, China	<u>Yes, exists.</u> The Hong Kong Exchanges and Clearing Limited performed market consultation on some proposed changes to the requirements for the listing of debt issues to professional investors only in December 2010 and the Rule amendments were effected in November 2011. This is literally the professional investors only market.
Indonesia	Does not exist in official terms. But in reality, unregulated domestic MTN market is regarded as Professional Investors Only Market.
Japan	<u>Yes, exists.</u> TOKYO PRO-BOND Market with listing on the TOKYO Stock Exchange's TPBM listing place.
Korea	The QIB market and exclusive trading system in Kofia was launched in May 2012. The current QIB Exemption Scheme could be further developed in the future.
Malaysia	No. But, the Securities Commission and Bank Negara Malaysia introduced 'Exempt Regime.'
Philippines	<u>Yes, as "Qualified Buyer."</u> Exemptions are granted for particular securities and transactions.
Singapore	<u>Yes, exists.</u> There is a market for professionals which are exempted from prospectus requirements.
Thailand	<u>Yes, exists.</u> Private Placement under AI Regime / OTC. Private Placement is exempt from full filing requirement.
Viet Nam	Does not exist. Private Placement concept in regulation nascent, not yet implemented; intention to offer alternative to loan financing.

資料：ADB Consultants for SF1.

表2：開示免除証券・取引の制度が存在するか

Jurisdiction	Existence of Exempt Regime
People's Republic of China	'Self-regulatory Rules for Inter-bank Bond Market Non-financial Enterprise Debt Instrument on Private Placement' provides for the whole process involved in private placement instruments including issuance, registration, trading, and information disclosure, among others. Exempt Regime is not applied in PRC.
Hong Kong, China	<u>Yes.</u>
Indonesia	No. Private placement (to less than 100) is not regulated in Indonesia.
Japan	<u>Yes.</u>
Republic of Korea	<u>Yes.</u> The QIB system dedicated for Domestic SMEs (and Professional Investors only market) was launched May 2012 under the revised Financial Services Commission Regulation on Issuance, Public Disclosure, etc. of Securities.
Malaysia	<u>Yes.</u>
Philippines	<u>Yes.</u>
Singapore	<u>Yes.</u>
Thailand	<u>Yes.</u>
Viet Nam	No. Private placement (to less than 100) or Sale to professional investors is stipulated in the Securities Law. But PP is not regulated as an exempted scheme.

資料：ADB Consultants for SF1.



表3：現時点（2013年末現在）の各国・地域のAMBIF Market 候補一覧

Economy	Type of Market	Candidate Market	Professional Market as a result of	Participation of	Market governed by	SRO	Accessible to Foreign Institutional Investors
PR China	Issuing & Secondary	Inter-Bank Bond Market (IBBM)	Access/Participation	Institutional Investors	PBOC	NAFMII	via QFII
	(Issuing & Secondary)	(Qualified Foreign Institutional Investor)	(Regulation)	(QFIIs, B/Ds)	(CSRC)	(SSE)	(YES)
Hong Kong	Issuing	HKEx	Market Practice	Professional Investors	SFC, HKEx	HKEx	YES
	Issuing & Secondary	OTC	Market Practice	Professional Investors	SFC, HKMA	-	YES
Indonesia	MTN Issuing	(Private Placement)	Market Practice	Market Participants	-	-	YES
Japan	Issuing	Tokyo PRO-BOND	Law (FIEA)	Specified Investors	FSA, TSE	TSE, JSDA	YES
Korea	Domestic SME Issuers Issuances	QIB Market	Decree to FSCMA	Qualified Institutional Buyers	KOFIA (FSS)	KOFIA	Not at the moment
	Issuing	Private Placement	Market Practice	Professional Investors			YES
Malaysia	Issuing & Secondary	Excluded Offers	Law (CMSA)	Sophisticated Investors	SC Malaysia	-	YES
	Issuing	Exempt Regime (Listings only)	Membership	Institutional Investors	Bursa Malaysia	-	YES
Philippines	Issuing & Secondary	Qualified Investor / Qualified Buyer Market	Participation	Qualified Investors / Qualified Buyers	SEC	PDEx	YES
Singapore	Issuing & Secondary	OTC	Market Practice	Institutional Investors	SGX	-	YES
Thailand	Issuing & Secondary	Private Placement under AI Regime / OTC	Thai SEC Regulation	Accredited Investors (AI, includes II & HNWI)	SEC	ThaiBMA	YES
Viet Nam	Issuing & Secondary	(Private Placement)	Law	Professional Investors	SSC	(VBMA)	YES

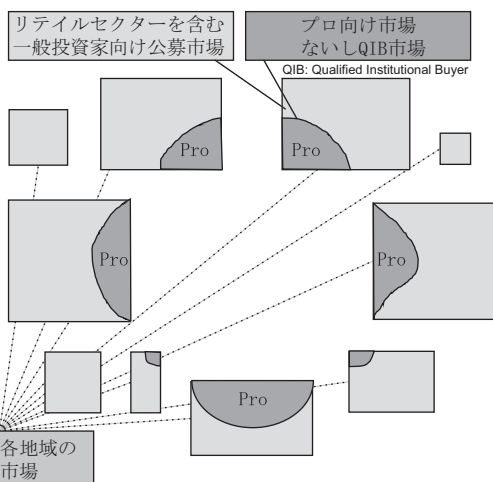
注：

IBBM = Inter-bank Bond Market;  
PBOC = People's Bank of China;  
NAFMII = National Association of Financial Market Institutional Investors;  
QFII = Qualified Foreign Institutional Investor;  
B/Ds = Broker/Dealers;  
CSRC = China Securities Regulatory Commission;  
SSE = Shanghai Stock Exchange;  
HKEx = Hong Kong Exchange;  
SFC = Securities and Futures Commission;  
OTC = Over-the-Counter;  
HKMA = Hong Kong Monetary Authority;  
MTN = Medium Term Note;  
FIEA = Financial Instrument and Exchange Act;  
FSA = Financial Services Agency, Government of Japan;  
TSE = Tokyo Stock Exchange;  
JSDA = Japan Securities Dealers Association;  
SME = Small and Medium Enterprises;  
QIB = Qualified Institutional Buyer;  
FSCMA = Financial Services and Capital Market Act;  
KOFIA = Korea Financial Investment Association;  
FSS = Financial Supervisory Services of Korea;  
CMSA = Capital Market and Securities Act;  
SC Malaysia = Securities Commission Malaysia;  
SEC = Securities and Exchange Commission (of the Philippines);  
PDEx = Philippine Dealing and Exchange;  
SGX = Singapore Exchange;  
II = Institutional Investors;  
HNWIs = High Net Worth Individuals;  
ThaiBMA = Thai Bond Market Association;  
SSC = State Securities Commission of Viet Nam;  
VBMA = Viet Nam Bond Market Association.

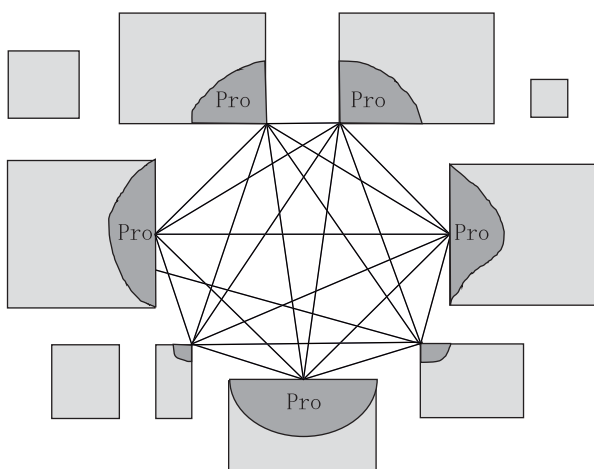
Notes for Korea :

1. The QIB Market in its current version would not - yet - be suitable as a candidate market but has certain features that could be expanded on at a later stage.
2. Private placement is anchored in the Financial Services and Capital Market Act (FSCMA), and could principally be considered a candidate market (segment) in future; this would require the ongoing dialogue with the Korean regulatory authorities. At present, no filing or registration of limited disclosure/specific documentation with regulatory authorities or SROs is required, hence the concept of Substituted Compliance could not be employed since private placements are not under the purview of a regulatory authority in Korea.
3. Under the Act, the private placement in Korea is the small number PP. So restrictions are imposed in terms of resale period and investor type. For the PP market in Korea to be a professional only market and be a candidate market, regulatory action is necessary.

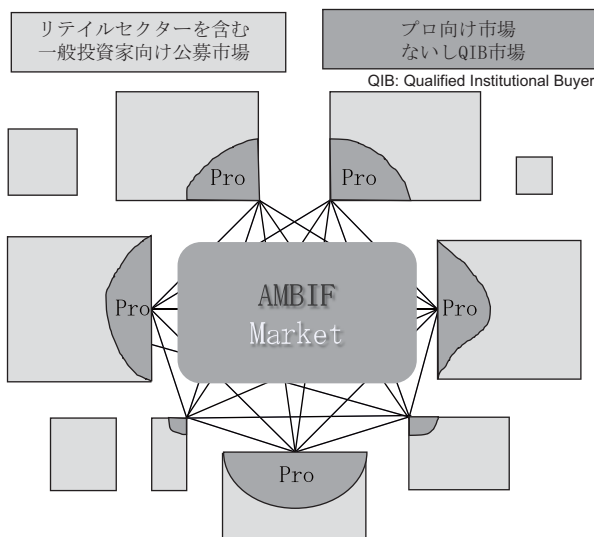
資料：ADB Consultants for SF1, in conjunction with ABMF Members



資料：筆者および ADB Consultant for SF1  
 図 1：域内各国各地域のプロ向け市場の特定



資料：筆者および ADB Consultant for SF1  
 図 2：域内各国各地域のプロ向け市場の連結イメージ



資料：筆者および ADB Consultant for SF1  
 図 3：横断的市場創設後の AMBIF Market のイメージ

表 4：ABMIF Bond の初期導入段階における定義<sup>10</sup>

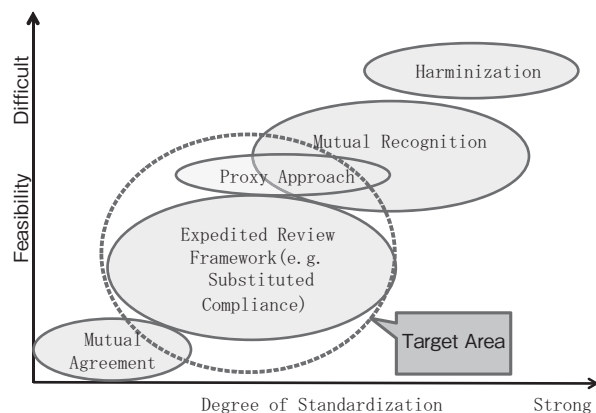
- ✓ 原則、域内の国の通貨建て債券であること。
- ✓ 発行地が、域内の国・地域であること。
- ✓ 域内の国内証券決済システムで決済されること。
- ✓ 域内の国・地域の法律が準拠法となっていること。
- ✓ AMBIF Documentationが使用されていること。

資料：筆者作成

各国各地域の AMBIF Market を連結していくことで、横断的な域内市場としての AMBIF Market が次第に形成され、拡大する。

#### 4. 規制監督当局による AMBIF Bond の規制プロセス

AMBIF は、域内の国と地域の間で標準化された、迅速な債券発行についての枠組みの導入をめざしている。



資料：ADB Consultants for SF1.

図 4：規制アプローチの対比

そのため、必然的に各国規制監督機関ないし関連機関間の「発行承認手続き等の促進的 (Expedited) な規制プロセス」についての相互の理解と連携が必要である。AMBIF ではこの目標を達成するため、取引のさまざまなタイプを想定し、より適切なアプローチが検討されている。

例えば、域内の市場（規制管轄区域）ごとにプロ向け債券の発行承認手続き（規制プロセス）が大きく異

<sup>10</sup> 将来は、上記5点に加え、ASEAN+3の複数の国と地域の中で、プロ投資家に対してであれば、債券の、クロスボーダーの販売制限が解除されることをめざしている。なお、AMBIF Bond と AMBIF Market の定義・趣旨の詳細については、第7章参照。

なる中、AMBIF Bondに係わる規制プロセスに関して、各規制監督機関が共有すべきアプローチとして、図4のような方法が存在する。

それらを対比的に一覧すると、図4を、下から上に行くほど、実現可能性についての困難さが増し、左から右に行くほど標準化の度合いが強いことを示している。

図4記載項目を、左下から順に、簡単に整理すると、以下、(1)～(6)のようになる。

#### (1) Mutual Agreement (MA) :

直接的には、個別の二カ国ごとの、通常、相対する二当事者間（例えば、発行国と販売国のそれぞれの規制監督機関）による、特定の個別規制プロセスに関する相互合意を意味し、一般に、当該国の規制自体の変更手続きを要するものではない。なお、AMBIFがめざす合意の対象は、必ずしも個別規制プロセスの相互合意ということではなく、下記の(2)から(3)で説明するような、最低限必要な原則（プリンシプル）や基準（スタンダード）である。なお、この概念が図4のTarget Areaに含まれていない理由は三つある。

その一つは、上記の合意の内容が最低限必要な原則（プリンシプル）や基準（スタンダード）であるという点。

いま一つは、ADBとABMFの推進するAMBIF市場創設プロジェクトは、あくまでも相対する二つの当事者間（バイラテラル）の特定事項についてのみの合意を前提とするものではなく、マルチラテラルの側面を絶えず意識する必要がある点。

そして最後に、Mutual Agreementのみでは、本プロジェクト推進の観点からは実効性（参加者各国と市場関係者を実質的に縛る力）が弱いという点にある。

#### (2) Substituted Compliance (SC) :

SCは、AMBIFがめざすものであるといえる。SCのもとでは、原則（プリンシプル）や基準（スタンダード）に係わる各国規制監督機関の間の理解と合意の基礎の上に、例えば、発行地の規制監督機関と販売地の規制監督機関の両方が、迅速（Expeditedないしfast-track）な方法で、発行体所在国ないし発行国の規制・審査プロセスに、販売国の審査プロセスを有機的に連動させることにより、AMBIF Bondの発行並びに販売事前審査業務に協力し、全体としてスピーディーな

規制プロセスを実現することができる。AMBIFが推奨するのは、「Mutual Cooperation among Regulators under SC」ということになる。なお、国際的な金融規制監督機関の間では、このSCの概念にはすでになじみがある。

#### (3) Expedited Review Framework :

これは、表現は異なるが、上記のSCと同様の意味であり、「規制プロセスに係わる承認手続き面でのスピード」により重点を置いた表現といえる。

#### (4) Mutual Recognition (MR) :

MRは、一般的には相互認知や相互認識と訳す場合なども含めて非公式かつよりソフトな意味と解される場合もあるが、通常、二カ国ないし多国間における、国際的な、政府（規制監督機関）間の正式な承認を意味する。このMRの効果を得るためには、基本は、条約などによる相互承認手続きが必要となるなど、実際に実現するまでには、通常長い時間を要する。

#### (5) Proxy Approach (PA) :

PAは、地域的にかなりの程度標準化・包括化された規制プロセスの存在を前提として、域内の多くの規制監督機関が相互に追加の規制プロセスを必要とせず、それぞれの国でAMBIF Bondを発行するための有効かつ規制監督機関が満足できる規制プロセスを受け入れるとのアプローチを意味する。PAはMRの変形であり、MRがより統合化された形のものをいう。PAは、AMBIFが最終的にめざす究極目標ではあるが、発展段階が大きく異なる域内の各規制管轄区域の現状に鑑みれば、想定可能な時間軸で達成できるものではない。したがってPAの概念を安易に持ち出すことには慎重であるべきと考えられる。

#### (6) Harmonization :

Integrationよりは表現は柔らかであるが、EU市場のような市場統合を想定したものといえる。

## 5. ASEAN+3 債券市場創設に向けた議論のステップ

### 5.1 BMFの第一段階(2010年9月から2011年末迄)

第一段階(2010年9月-2011年末迄)では、二つのサブフォーラムで、①規制の調和化市場慣行の標準化、②債券決済の調和化・標準化について、現地調査を含め包括的な研究を行い、それぞれの債券市場の、市場慣行の在り方、発行手続きを含む関連法規制と規制プロセス、上場/登録規則の在り方、清算/証券決済の概念と制度などについての詳細、相違点の存在、各市場に共通する要素などを、順次明らかにしていった。

そして、その成果として、2012年4月には、域内11の国と地域の債券市場関連情報を幅広く網羅し、かつ比較分析を含んだ、全1,532ページにおよぶ、域内初の「ASEAN+3債券市場ガイド」を公表<sup>11</sup>した。この「ASEAN+3債券市場ガイド」がカバーする市場は、中国、香港、インドネシア、日本、韓国、ラオス、マレーシア、フィリピン、シンガポール、タイ、およびベトナムの、11の国と地域の債券市場である。

域内の政策立案者や市場参加者との協議を経て、ASEAN+3の規制当局によって初めてお墨付きを得たこの「ASEAN+3債券市場ガイド」が、世界中の投資家および市場関係者による域内債券市場への理解をさらに促進させるものと期待される。

なお現在、同市場ガイドを改定作業中であり、2014年前半に、上記11の市場に、カンボジアとミャンマーを加えた13の国と地域を網羅した「ASEAN+3債券市場ガイド(改訂版)」を公表する予定である。

### 5.2 ABMFの第二段階(2012年初めから2013年末迄)

第二段階(2012年初め-2013年末迄)では、第一段階で行った域内各市場に関する法規制などの市場情報の横断的な把握の成果を基礎に、SF1においては、東京プロボンド市場も参考にしつつ、域内のプロ投資家を対象としたASEAN+3共通債券発行フレームワーク(AMBIF)の導入についての詳細にわたる検討を

行った。

コアとなる部分が標準化された債券発行プログラムのフレームワーク(AMBIF)の構成要素および内容を明らかにすることによって、初めて域内に必要なクロスボーダー取引を支援するための政策イニシアチブとしてのAMBIFの達成が可能となることから、そのための諸原則、条件、方法などについての詳細にわたる議論を行い、報告書の取りまとめを行った。

2013年の5月には、インドのニューデリーにおいて開催されたASEAN+3財務大臣・中央銀行総裁会議にABMFとしての政策提言(第二段階の中間報告書)を提出し了承され、2014年初めには、2013年末に終了した第二段階の最終報告書の取りまとめを予定している。

SF2では、クロスボーダー債券取引(含むクロスボーダーコラテラル)の決済合理化・効率化を検討した。

### 5.3 AMBIF Documentation Recommendation Board

また、2013年7月、東京で行われた第13回ABMF会合でAMBIFのためのコア・ドキュメンテーションについての勧告を行うための、ABMFメンバーを中核とする国際資本市場の実務専門家・法律家・学者などによる自主的な会合である「AMBIF Documentation Recommendation Board(ADRB)」の設立が提案された。それを受けて、2013年11月、韓国済州島で行われた第14回ABMF会合(第二段階の最終会合)で、最初のドキュメンテーションのひな形が提示された。ABMFの第二段階の重要な成果ともいえるその内容は、上記の最終報告書の付帯資料として収められている。

### 5.4 ABMFの第三段階(2014年春から2015年秋を予定)

2014年実施が予定されているABMFの第三段階(2014年春-2015年秋)においては、実際のクロスボーダーのプロ向け債券(AMBIF Bond)の発行実現に向けて、ADBセクレタリアット・チームが仲介役となり、域内二国間ないしそれら複数の二国間の規制監督当局などとの間で、諸課題についてのすり合わせを行う作業が必要と考えている。

これらの諸課題としては、クロスボーダーの転売規制の解除に加えて、個別の発行に際して関係してくる

<sup>11</sup> 早稲田大学の研究所のミラーサイトからも、包括及び個別レポートのPDFファイルが入手可能。  
[http://www.waseda.jp/win-cls/CA\\_BMGs/index.html](http://www.waseda.jp/win-cls/CA_BMGs/index.html)

可能性のある、「具体的な迅速化された規制プロセス」すなわち「AMBIFのための承認手続き」、為替規制、資本規制、準拠法規制、金利規制、流動性規制、源泉徴収義務などの取り扱いがある。これまでの ABMF で議論されたように、これらの課題については各国の規制当局と今後協議していく必要がある。

さらに、ABMF 全体会合の分科会などの場で、前述の AMBIF ドキュメンテーション、情報プラットフォーム、SRO<sup>12</sup> などについても、検討を行う予定である。

## 6. アジア域内横断的プロ向け債券市場創設の具体的内容

ABMF メンバーは、規制監督機関を含め、すでに域内の地域間で標準化された債券発行の枠組み (AMBIF) を開発することに合意している。今後、さまざまなパターンのパイロット発行が積み重ねられることを通じ、ASEAN+3 の債券発行者は、ゆくゆくは、標準化されたドキュメンテーションと情報開示要件などに基づき、意図した域内参加国で、より容易に、AMBIF Bond の発行が可能となる。その枠組みの定着は、域内のクロスボーダー債券発行や投資を促進し、ASEAN+3 内の貯蓄の域内還流に貢献し、域内各国各地域の債券市場の開発に役立つことが期待される。

ABMF では、域内のできるだけ多くの国と地域が早い時点から AMBIF に参加しメリットを享受できるよう、柔軟な方法で AMBIF を確立するとの方針を確認している。

### 6.1 AMBIF Market のメリット

AMBIF および AMBIF Market のメリットとして、以下の点を列挙することができる。

- (1) より合理的な発行コストの実現により、現地通貨での中長期ファイナンスが可能
- (2) 迅速な域内通貨建て債の発行
- (3) 投資家層の拡大
- (4) 上記の相乗効果による、市場の拡大

<sup>12</sup> SRO とは、Self-Regulatory Organization の略号で、AMBIF 市場に係わる自主規制の在り方に関して、ABMF 全体会合の開催と同時期に、過去7回域内当事者同士の対話が行われているが、今後も継続される予定である。

すなわち、発行体にとって、わかりやすく簡素で簡潔なドキュメンテーションと開示要件により、域内各国の現地通貨による資金調達徐徐に可能となる。

また、最終的に迅速化された発行手続き [expedited or fast-track regulatory process] により、タイムラグを逸しない市場へのアクセスが可能となる。

例えば、現行日本の投資家であっても、アジアの現地通貨建て債券の新しいアセットクラスへの投資機会が限られているが、それらの相乗効果によって、より広い投資家ベースへのアクセスが可能となり、市場がより大きなものとなることで、公正な価格形成の促進が期待される。

### 6.2 基本的アプローチ

AMBIF 導入にあたっては、域内の規制当局と市場参加者が相互に AMBIF の主要な原則に合意できるよう、共通の枠組みを議論し、域内規制当局を含めて基本的な考え方で合意した。

ただ、完全に統一された概念や AMBIF プロセスの相互受け入れは、域内各国各地域の債券市場の開発の程度が異なり法律や規制の枠組みと市場慣行の多くも異なるため、容易ではない。このような実際の困難を乗り越えるべく、ABMF は以下のアプローチを採用した。

#### (1) ステップ・バイ・ステップ・アプローチ：

まずは参加可能な国と地域が最初に参加し、他の国は準備ができ次第、後で参加するステップ・バイ・ステップのアプローチをとる。AMBIF 導入の特徴は、各国各地域のペースや能力に応じて徐々に AMBIF の要素を実装することが提案されていることであり、AMBIF の採用のタイミングは、原則、各市場の規制監督機関の判断に委ねられている。

#### (2) 最低限の基準への同意をベースとする

##### アプローチ：

ASEAN+3 諸国の多くはまだ規制プロセスの相互承認 (MR) を行うに十分な経験を持っていないので、はじめから標準化された債券発行フレームワークの詳細すべての受け入れは困難である。したがって、当分の間、現存する各国の関連法規を前提に、AMBIF を始動するに不可欠な最低限の基準への同意のみで足り

ることとした。なお、当該国における規制ガイドラインなどの導入は各国の任意である。

#### (3) 現行規制に原則影響を与えない AMBIF 制度設計：

AMBIF は、原則、参加各国地域の現行規制に影響を与えないように設計される。AMBIF は、各国既存市場への付加的な社債発行オプションを補足的に提供するものであって、現行の国内市場の法規制システムなどの存在を否定することはしない。

ここで、一点補足すると、言葉の使い分けに関して、本稿で「法・規制 (Law・Regulation)」という場合には、国会ないし大統領府の承認を必要とするような本格的かつ時間のかかる法規制の制定や改正を意味し、これに対し、「規制プロセス (Regulatory process)」という場合には、財務省や証券取引委員会等の当該規制監督機関の内部での決定・通達のみで追加や改訂のできる、例えば「ガイドライン」や、日本でいう「府令」を意味する。なお、その意図は、本格的な法規制と異なり、それらは当該関連省庁限りで比較的迅速に対応可能であるという点にある。

#### (4) 二国間合意の多国間化の促進：

AMBIF は、参加規制監督当局の間の、それぞれ二国間の合意からスタートして、多国間合意をめざす、実践的なステップを取る。

### 6.3 AMBIF に必要なコンポーネンツ

#### (1) AMBIF マーケッツ：

「規制管轄区域内のプロ向け市場」または「通常の公募のための完全開示要件を緩和あるいは免除された市場体制」を前提とする。その上で、当該国同士のプロ投資家などに限定した転売規制の緩和により、域内横断化した市場の形成をめざす (図 2、図 3 参照)。

#### (2) AMBIF インストルメンツ (AMBIF Bond)：

AMBIF インストルメンツは、当面、一般企業が発行する普通社債およびそれら以外の政府関係機関などが発行する Straight bond、およびスクークに限定される。

#### (3) AMBIF 投資家：

AMBIF 投資家は、ASEAN+3 の銀行・証券会社ま

たはブローカー/ディーラー、保険会社、投資顧問企業や政府機関。なお、AMBIF 投資家以外の外国機関投資家 (FII) も参加可能。

#### (4) AMBIF 発行体：

AMBIF 発行体は、ASEAN+3 所在の多国籍企業や銀行や他の金融機関、国際機関、域内の大規模国内企業も含む。域内の政府や政府機関による発行も除外しない。

#### (5) AMBIF ドキュメンテーション：

上記の ADRB の勧告に基づいて策定された AMBIF ドキュメンテーションは、コア部分が共通化された AMBIF 債発行のために必要なドキュメンテーションである。基本は英語。新市場の慣行として用いられる、このコア部分が標準化された AMBIF ドキュメンテーションは、個別の債券発行のための関係当事者の合意をめざした交渉の出発点となるものであり、極めて重要である。

#### (6) 重要な補足事項：

##### ① ノン・プロ投資家への販売制限

発行地と販売地の両方の規制管轄区域の規制監督当局によるガイドライン、規則および規制などに基づいて、ノン・プロ投資家への販売制限が、インフォメーション・メモランダムやプログラム・インフォメーション、引受/サブスクリプション契約、およびその他の必要なカテゴリーの書類に、正確に記載されていないなければならない。

##### ② クロスボーダーのプロ投資家への販売制限の解除

発行地 (AMBIF 発行市場) の規制監督当局の発行承認プロセスにおいて、規制監督当局は、域内他国 (非居住者) のプロ投資家に対する販売制限を解除することが必要であり、上記と同様、必要なカテゴリーの書類に、正確にその旨が記載されていないなければならない。

## 7. AMBIF Bond と AMBIF Market の定義・趣旨

趣旨：	ASEAN+3 域内の債券取引を促進することにより、域内の貯蓄を、域内に還流し、域内経済の成長と安定の増強に資すること。
通貨：	ASEAN+3 のローカル通貨建てを第一義とし、ないしは域外の Deliverable なカレンシーでの起債であること。
発行地 / 市場：	ASEAN+3 の各国と各地域の国内プロ向け債券市場が発行・流通市場となっていること。従来のオフショア市場とは一線を画した「域内横断的市場」をめざす。
準拠法：	ASEAN+3 の国内法。(英国法を用いた場合、厳密には ABMIF とは言えない)
投資家：	ASEAN+3 の域内貯蓄を域内経済に還流するとの趣旨から、一義的にこれら域内各国の不特定多数のプロ投資家(一般投資家と異なり、開示面その他において、法令上の厳格な投資家保護要求・規制を免除されている投資家)を対象とする。なお、域内各国の国内において富裕層 (HNW) 個人投資家を上記の厳格な投資家保護要求・規制を免除される投資家カテゴリーに含むことを想定する場合には、そのような各国の方針を排除しない。
発行体：	域内居住者発行体(当面、親会社が域内にある事業会社の域内他国現地法人を含む)とする。
発行代金：	発行代金については域外への持ち出しは奨励しない。(厳密に禁止することは困難だが、その趣旨が関係者に理解されていることが原則となる)
決済：	AMBIF ボンドの発行・流通市場自体、ASEAN+3 の各国国内プロ向け債券市場であるため、域内で決済されるもののみが対象となる。域内プロ投資家は、その所属する国の振替決済機関を通して発行通貨で DVP (Delivery Versus Payment、証券資金同時受渡) 決済を行うことをめざす。
引受：	域内金融機関がこれを行う。

開示 / ドキュメンテーション：	仲介金融業者を通じた不特定多数のプロ投資家間の売買・円滑な流通による公正な価格形成を可能とするため、ADRB の勧告に基づいて策定された AMBIF ドキュメンテーションにより、プロ投資家向けに必要最低限の標準化された項目の開示を、域内指定箇所 (Listing Place など) で、英文で行う。すなわち、AMBIF ボンド市場は、(1) 合意された一定水準のプロ投資家向け開示情報(発行開示および継続開示) 要請を満たし、(2) それがプロ投資家への縦覧(取引所での開示ならば Listing、取引所を使わない場合は指定機関への登録・ファイリングなど) に付されることが開示要件となる。
当初販売制限：	発行国の国内プロ投資家のみ当初販売先を限定しない。すなわち、相互ないし包括的に合意した規制当局間においては、それら各国のプロ投資家へのクロスボーダーの販売が、行われることを想定する。
転売制限：	ノン・プロ投資家への債券の振替を禁止する以外は、転売勧誘制限はない。
格付：	格付けがあることが望ましいが、格付け要件がないプロ債券市場の債券であっても AMBIF Bond に包含される(格付取得を任意としても構わない)。(格付けの有無および、格付けを取得しているときの内容は開示する)。

資料：筆者作成

## 8. アジア域内横断的プロ向け債券市場創設の課題と展望

### 8.1 かけがえのない、相互信頼を伴う仲間意識

ADB を事務局として実施してきた ABMF における 3 年以上にわたる継続的な議論と現地調査の過程で醸成された ADB セクレタリアット・チームと官民の参加者との間の相互信頼を伴う仲間意識は、かけがえのないものとなった。特に、これから始まる第三段階において、複数の規制管轄区域の間の規制プロセスの迅速化と有機的な連動を実現するに際し、仲介役の ADB セクレタリアット・チームと各国規制監督機関との具体的な擦り合わせを進めるうえで、関係者間で

培われた信頼は、さらに重要な役割を果たすに違いない。

## 8.2 自律の国内市場システムを域内で協力し合いながら作ることの重要性

ABMF の議論の中での重要な論点の一つは、域内に横断的なものとして創設される新しいプロ向け債券市場 (AMBIF Market) とは、どのような基本的な性格を持つのかという点であった。

つまり、オフショア・オンショア一体市場を前提としたユーロボンド型 (オフショア型) のモデルを採用するのか、あるいはあくまでもオフショア型とは一線を画し各国国内市場型の原則を貫くのかという点である。

1960 年代のユーロボンド市場発生の経緯から明らかのように、それはもともと一国の主権の及ぶ範囲を超えることを意図した取り組みであった。それは発行者にとって「その発行通貨を公式通貨とせず、自国内を発行地としない」という特徴を備えた、源泉徴収税の免除された自国外 (Off-shore) の市場の創設でもあったのである。

ABMF における真剣な議論の結果、ASEAN+3 の国々は、一部の地域的・歴史的な例外<sup>13</sup>を除き、基本的にいずれもが独立した主権国家であり、主権国家である以上、国に必須の要素として自律的かつ自己完結的な金融資本市場とその機能を国内に保有すべきであるという点で、ABMF の参加者に異論はなかった。

金融資本市場の機能を他国ないし他の地域に依存するユーロボンド市場型のモデルを採用することは、英国系・欧米系のビジネス法務事務所、各種市場インフラ提供者、およびその他の業者の活動を継続的にその国の国内市場の中に認めることと同義である。

例えば、EU 上場<sup>14</sup>債券市場は、その大部分がユーロボンド市場と称され、英国系のシステム (法律や基本原則を含む) に基づいているので、その多くがこれまで別の法的伝統を持ちかつ発展途上の段階にある ASEAN+3 の債券市場にユーロボンド市場に適合す

<sup>13</sup> 香港・シンガポール型の、ユーロボンド市場と軌を一にする、いわゆるオンショア・オフショア一体型の債券市場のモデルは、両地域の特異な歴史的経緯のもとに成り立っているものといえる。

<sup>14</sup> ここで言う上場とは、プロフィール・リスティングを指し、取引所で取引される債券を意味しない。

るよう期待することは、やすやすとはできないし、またすべきではない。

発展途上のアジアにおいては、各国国内に、自律的な金融資本市場の発達を促すことこそ重要である。

1997 - 98 年のアジア金融危機を引き起こしたのは、アセットと見合いのファンディングとの間に起こった期間と為替のミスマッチであった。さらに、その約 10 年後に起こった欧州の債務危機の際にも、欧州のいくつかの国で、この 10 年前の教訓は生かされなかった。このことを、今一度銘記する必要がある。双方ともに、「為替の変動リスクがない」との油断から、アセットの期間に比較してより短期の市場性調達を過度に行い、結局流動性リスクのわなに陥った。このわなに陥るまでの長期間にわたる思考停止ないし思慮分別を欠いた行動の過程は、両者共に驚くほど似通っていた。

アジア各国にとって、欧州危機から学ぶべき教訓とは何か。それは独立した主権国家として、必要な金融資本市場の機能と市場管理監督の権限を各国の国内に保有し、価格変動リスクと流動性リスクとイベントリスクとを自ら管理可能な自律の国内市場システムを、アジアの中で協力し合いながら作ることの重要性であろう。これこそが、基本的にオフショア型とは一線を画し、アジア独自の解決策を志向する理由でもある。

ASEAN+3 域内の貯蓄を活用し、地域で循環させるために、ASEAN+3 の国内債券市場と域内横断的なプロ向け債券市場を開発し強化する以外に、「1997 年のアジア金融危機・その 10 年後の欧州債務危機」の再出現を避けることへの明確な解決策はない。これは、ABMI と ABMF の精神・目的とも一致している。

## 8.3 わが国企業などのイニシアチブ発揮の場の創設としても重要な域内横断的プロ向け債券市場創出

アジア域内の横断的プロ向け債券市場の創出は、我が国の企業や金融機関のイニシアチブ発揮の場としても重要である。わが国企業や金融機関では、アジアでのビジネスが生命線となってきた中、発行体企業がより安価で便利な現地通貨調達について意識を強く持ち始めていることは心強い限りである。

ここで、1980 年代後半から 1990 年台前半に、わが国の企業や金融機関・証券業者によって数々の金融イノベーションが、ロンドンを中心とするユーロボンド



市場で発揮されたが、そこで獲得できなかったのが「市場イニシアチブ」だったことを想起したい。

アジアの中の日本は非常に特殊な位置にある。例えば、わが国の法学・比較法学の力と蓄積は、他のアジア諸国を圧倒するものがあり、日本の欧米国際金融市場での経験と実績も、他のアジア諸国を圧倒している。今日本は、アジアの中で唯一、欧米から深く学んで、それを日本とアジア独自のものに昇華させる力を持つ。

それは、ユーロボンド市場のコピーをアジアに作ることではない。それは非オフショア型のアジア債券市場の創出と呼んでもよいものである。日本のイニシアチブで、アジア各国国内市場の育成にも貢献しつつ、わが国の企業と金融機関が、アジア域内に広がる新市場で活躍し、同時に東京市場がアジア各国とともに繁栄することが、展望され、期待されるのである。

本稿では、筆者が毎回の ABMF 会合で報告した資料、ならびに、早稲田大学が主催したシンポジウムなどにおけるアジア開発銀行（ADB）、財務省、金融庁、東京証券取引所、日本証券業協会、長島・大野・常松法律事務所、森・濱田松本法律事務所、パークレイズ証券などの研究協力機関の方々や研究協力者によるご説明内容を、適宜参照しているが、文責はすべて筆者本人にある。

# アジアにおけるクロスボーダー決済インフラの整備と今後の展望

株式会社 NTT データ グローバル事業本部  
部長 乾 泰司

(いぬい たいじ)

東京大学工学部および同工学系大学院博士課程修了。工学博士。三井造船、日本銀行（システム情報局、国際局、決済機構局）を経て現職。ASEAN+3 債券市場フォーラム・サブフォーラム 2 をアジア開発銀行のコンサルタントとして担当

## CONTENTS

1. ASEAN<sup>1</sup>+3 債券市場フォーラム (ABMF: ASEAN+3 BOND Market Forum) 設置の背景および活動の概要
2. ASEAN+3 における債券市場インフラの概要
3. 今後の課題と展望

アジアが世界経済のけん引役となっていることは、共通の認識として定着している。2013年12月に金融・資本市場活性化有識者会合が公表した「金融・資本市場活性化に向けた提言」にも「アジアの潜在力の発揮、地域としての市場機能の向上、我が国との一体的な成長」と明記されている。決済システムに関しても、ここ数十年で着実に整備が進み、現在では効率性、堅確性といった面でも、欧米と比較しても遜色のないまでに発展しつつあると言える。ただ、アジアでは国によって金融資本市場の発展段階に差があり、決済システムも国や市場により特徴がある（異なる）。そのため、国をまたがるクロスボーダー決済については、まだ標準化といった課題が残っているのが実情である。本稿ではクロスボーダー決済システムという切り口で、筆者が関わっている取り組みを紹介するとともに今後の展望について言及したい<sup>2</sup>。

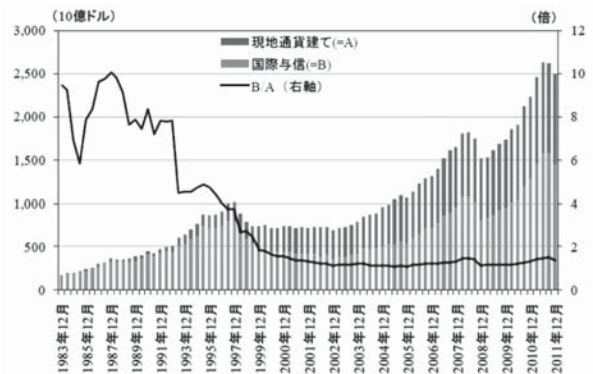
## 1. ASEAN+3 債券市場フォーラム (ABMF) 設置の背景および活動の概要

### (1) 設置の背景

アジアといっても南アジア、中央アジアからトルコまで含む広い範囲までいろいろな定義があるが、ここでは ASEAN+3 を中心に決済システムについて議論を進める。ASEAN+3 とは、ASEAN 加盟国に日本、

中国、韓国を加えた計 13 カ国<sup>3</sup> による「地域協力の枠組み」である。

ASEAN+3 は、1997 年タイバーツ暴落に端を発したアジア通貨危機を契機に設置された経緯から、域内の貯蓄を域内の投資に直接結びつけ、債券市場の一層の発展を図るとともに、域外からのショックに対する抵抗力をつけることを目的として、2003 年に「アジア債券市場育成イニシアティブ (ABMI: Asian Bond Markets Initiative)」を設置した。以来 ABMI では、債券発行主体の多様化やアジア現地通貨建て債券発行の促進、債券市場育成のための環境整備などに取り組んできた。そのかいもあり、ASEAN+3、特に東アジアにおけるここ数十年の債券発行残高の伸びは、年率 10% を超えており、欧米など他の地域に比べ際立った発展を遂げている (図 1)。



資料：日本銀行

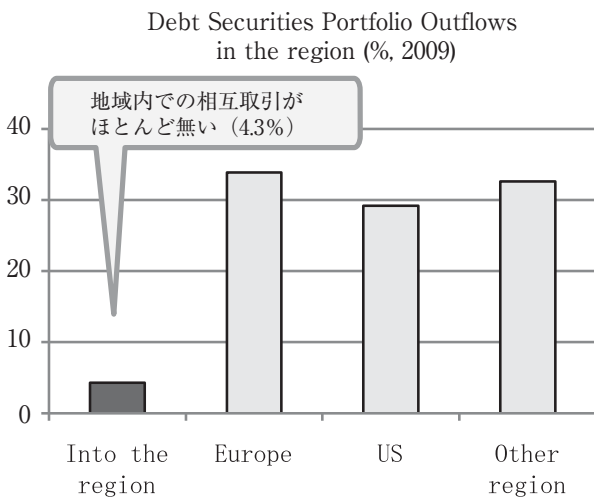
図 1 債券残高推移 (中国、香港、台湾、韓国、シンガポール、マレーシア、インドネシア、フィリピン、タイ)

<sup>3</sup> 実際には香港を独立した市場として加え、14 エコノミー (市場) で構成されている。

<sup>1</sup> Association of South-East Asian Nations : 東南アジア諸国連合

<sup>2</sup> 本稿における意見などはすべて筆者の個人的な見解であり、NTT データおよび他のいかなる組織や機関の公式見解を示すものではない。

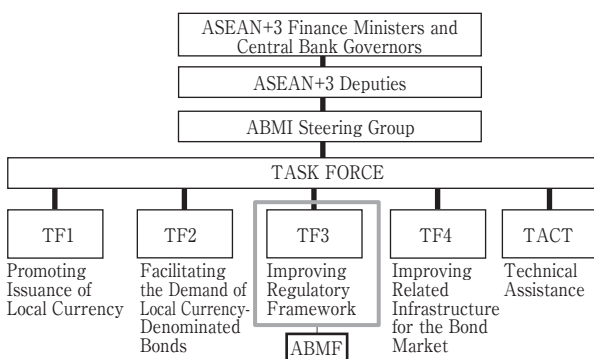
しかし、地域内での債券取引・決済は、ADB（Asia Development Bank：アジア開発銀行）の資料によると30%を超える欧州や米国と比べ、ASEAN+3では4%程度にとどまっている（図2）。これは、「日本を含む域内の投資家が隣国（ASEAN+3）の債券に投資していない」と解釈される。



資料：ADB

図2 アジアにおける債券市場の発展と課題

このような背景から、クロスボーダー債券取引のさらなる促進を目的として、2010年5月のASEAN+3財務大臣会合での合意を受け、域内のクロスボーダー債券取引に係る各国の市場慣行や規制を調和化するための場としてABMFが設置された（図3）。

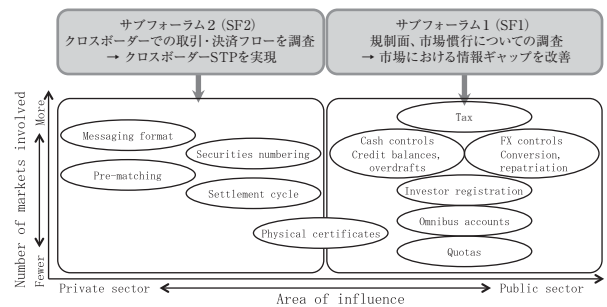


資料：ADB

図3 ASEAN+3 関連組織構成

ABMFは、域内各国の財務省、中央銀行および業界団体、自主規制機関などが参加する官民一体となったフォーラムで、ASEAN+3各国の債券市場の規制および市場慣行に関する情報収集を行うサブ・フォーラム1（ABMF SF1）と、クロスボーダーでの債券取

引のSTP（Straight Through Processing）化を目標として、取引慣行および決済上のメッセージの調和化・標準化について検討を行うサブ・フォーラム2（ABMF SF2）で構成されている（図4）。ABMFの事務局はADBが貢献している。本稿では、私が担当させていただいているABMF SF2について紹介する<sup>4</sup>。

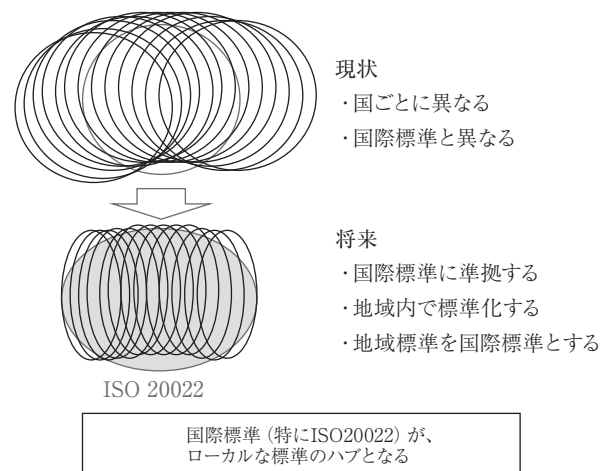


資料：ADB

図4 ABMFの活動

ASEAN+3における債券決済システムは、取引から決済に至るフローや決済に係るメッセージの項目、定義、フォーマット、さらには文字や言語まで国ごとに異なり、独自の仕様となっている場合が多い。それらを国際標準、特にISO20022を基に調和化、標準化することによりSTP化を通じ地域におけるクロスボーダー取引・決済の増加に貢献することが主な目的である（図5）。

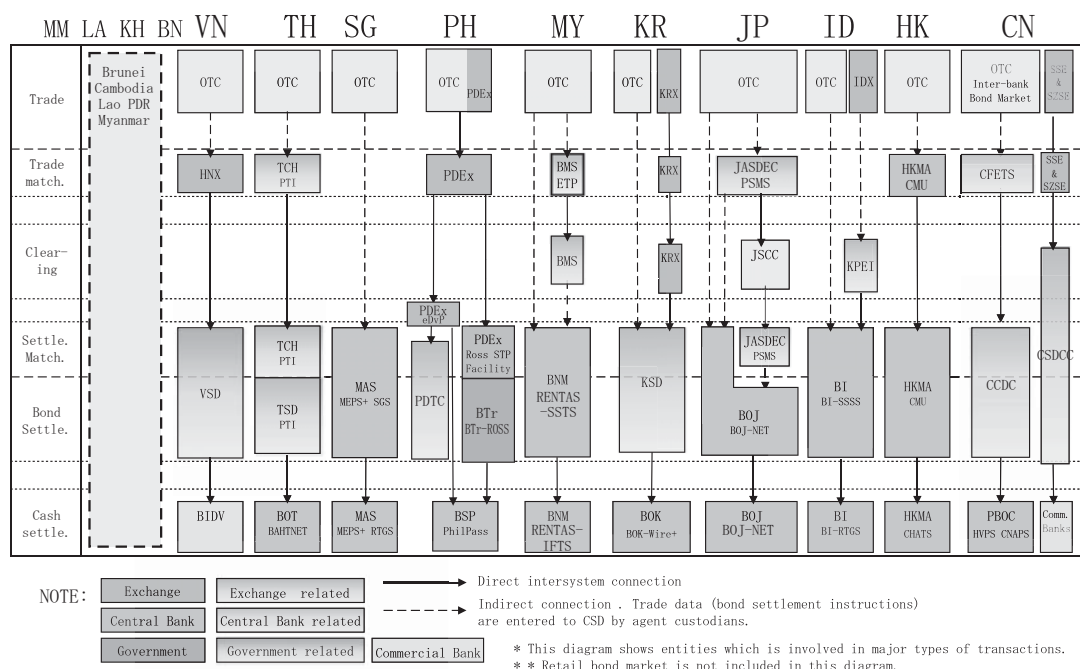
ASEAN+3において目指すところ



資料：ABMF SF2

図5 ASEAN+3 標準化の現状および今後

<sup>4</sup> ABMF SF1の活動に関しては、本特集の別稿「ASEAN+3債券市場創設に向けた議論の進展と課題」を参照されたい。



資料：ABMF SF2

図6：ASEAN+3 国債市場の概要

(2) ABMF SF2のこれまでの活動概要

ABMF SF2では、フェーズ1の活動として2010年から2011年にかけて、①ASEAN+3における債券市場インフラおよび②国債取引/決済のDVP (Delivery versus Payment：資金・証券同時決済) フローにつき調査を行った。その結果、域内債券市場のインフラを網羅的に取りまとめた「ASEAN+3 Bond Market Guide」を公表<sup>5</sup>。具体的にはASEAN+3域内各市場について、統一したテンプレートで、取引から決済までの一連の流れを図示し、類似・差異を抽出するとともに、国債の取引から決済までを俯瞰することにより各国市場の特徴を説明している。その後、フェーズ2の活動として、2012年から2013年にかけて、①国債に加え、社債も調査対象範囲に追加するとともに、②DVPフローの調査に加え、元利金の支払いフローも調査対象とし、③標準化に向けたギャップ分析を行っている。調査結果については、ADBのウェブサイトにおける公表、2014年5月に開催予定のASEAN+3財務大臣・中央銀行総裁会議へのABMIを通じた報告が予定されている。本稿では、可能な範囲でその概要を紹介する。

<sup>5</sup> <http://www.nttdata.com/jp/ja/news/information/2012/2012040401.html>

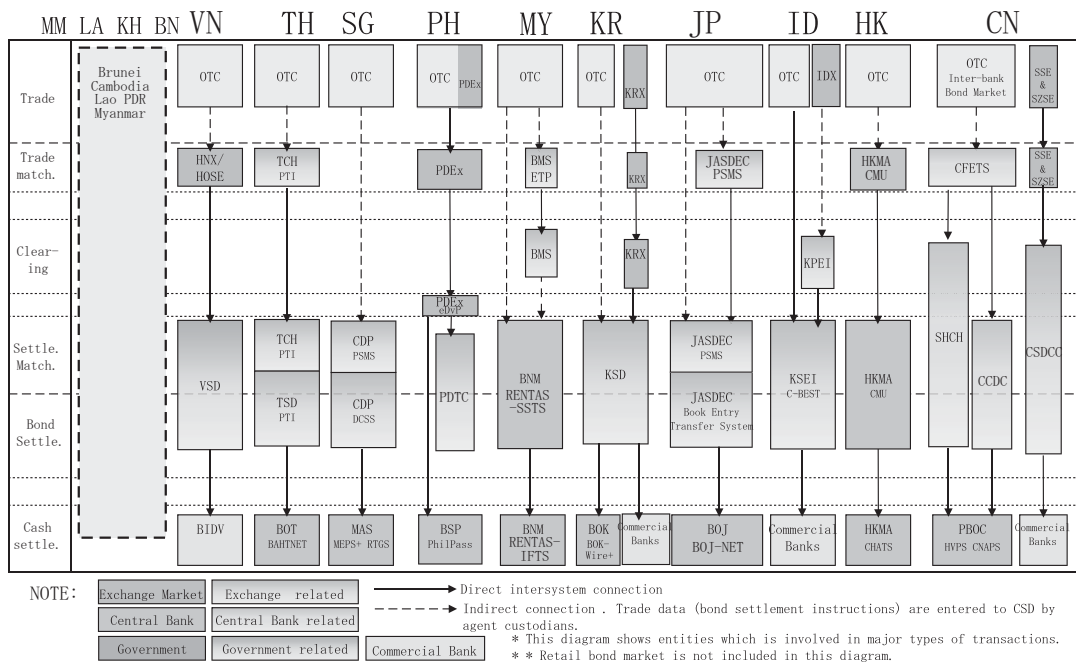
## 2. ASEAN+3における債券市場インフラの概要

### (1) 国債および社債市場

ASEAN+3における国債市場および社債市場の概要を図6および図7に示す。同図には、取引(Trade)から、取引照合(Trade matching)、CCP (Central Counterparty)を含む清算(Clearing)、決済照合(Settlement matching)、債券決済(Bond settlement)、資金決済(Cash settlement)まで、ASEAN+3各国における関係先を提示した。ASEAN諸国(10カ国)のうち、債券市場が未整備のブルネイ(BN)、カンボジア(KH)、ラオス(LA)、ミャンマー(MM)を除く6カ国、インドネシア(ID)、マレーシア(MY)、フィリピン(PH)、シンガポール(SG)、タイ(TH)、ベトナム(VN)に、中国(CN)、日本(JP)、韓国(KR)の3カ国および香港(HK)を加えた10債券市場を対象としている。

国債の取引は全市場において店頭(OTC: Over the counter)で行われている<sup>6</sup>。

清算については、OTC市場で実質的にCCPが有効に機能しているのは日本のJSCC (Japan Securities Clearing Corporation：日本証券クリアリング機構)だけである。中国、韓国などでは、取引所がCCPを



資料：ABMF SF2

図7：ASEAN+3 社債市場の概要

運営しており、インドネシア、マレーシアなども、CCPを構築しているが、いまのところ取引件数は極めて限定的である。

照合については、日本以外では取引照合、事前決済照合は、主に電話、ファクシミリ、電子メールなどの手段で行なわれている。香港では先日付入力を事前決済照合に利用している。

債券決済については、国債に関しては、債券市場のある10市場の証券保管振替機関（CSD: Central Securities Depository）のうち、中国、香港、インドネシア、日本、マレーシア、シンガポールの6市場が、中央銀行ないしは、中央銀行が関係する機関により運営されている。韓国、タイの2市場のCSDは、証券取引所関係の機関により運営されている。フィリピン、ベトナムでは、政府がCSDを運営（財務省自身ないしは、政府が保有）している。社債の決済に関しては、香港、マレーシアの2市場のCSDが、中央銀行により運営されている。インドネシア、日本、韓国、フィ

リピン、シンガポール、タイの6市場のCSDが取引所（ないしはその関係先）により運営されており、ベトナムは、政府により運営されている。中国では、中銀が運営するCSDと取引所が運営するCSDがある。

資金決済については、国債に関してはベトナムを除く9市場で大半の取引が中央銀行が提供する資金決済（RTGS: Real Time Gross Settlement）システム、すなわち決済において安全性の高い中銀マネーを利用し、DVPを実現している。ベトナムも中銀マネーへの移行を検討している。社債に関しては、中国、香港、日本、韓国、マレーシア、フィリピン、シンガポール、タイの8市場のCSDで中銀マネーが使われている。中国、インドネシア、韓国、ベトナムの4市場のCSDでは市中金融機関の資金で決済を行っている。すなわち中国、韓国では、両方のケースがある。

なお、フィリピンではCSDとRTGS間の直接接続によるDVPの他、PDEX（Philippine Dealing & Exchange Corp）という第3者機関がCSDとRTGSの双方に接続しDVP機能を提供している。また、ベトナムでは全ての取引がRTGSではなく、ネットィングされた後に決済されている。

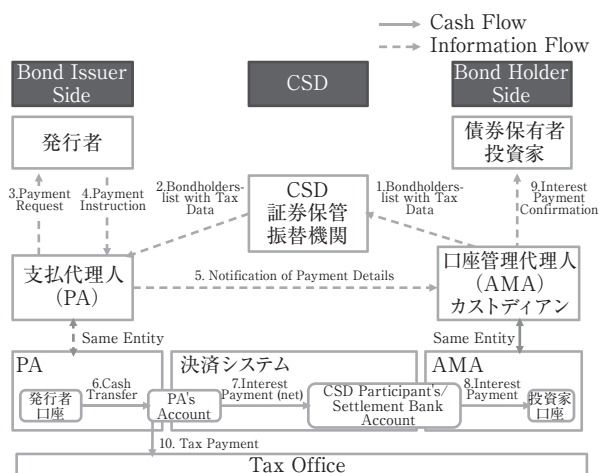
中国、香港、日本、マレーシア、フィリピン、タイ、ベトナムでは、店頭で取引されたデータが取引情報蓄積機関（Trade Repository）などに入力され、マッ

<sup>6</sup> 多くの市場で債券が取引所に上場されているが、取引そのものは、店頭で行われている。ただ、韓国とフィリピンは、歴史的な経緯などにより、取引所において国債が数十%程度取引されている。中国については、非居住者（QFII: Qualified Foreign Institutional Investor、外国の投資家、金融機関など）は、OTC市場ではなく、取引所を利用することとなっている。ただ、最近では、中国人民銀行などが銀行間債券市場の開放を順次進めており、非居住者の参加を部分的に許している。

チングや標準決済指図 (SSI: Standard Settlement Instruction) 付加といった機能が提供される。また、中国、香港、韓国 (取引所システム)、フィリピン、タイ、ベトナムでは、「取引関連インフラ」から CSD が運営する債券振替決済システムに直接オンラインで取引データが伝送されており、この部分に関しては、STP 化が進みつつあることがうかがわれる。域内全体としては取引システムが必ずしも下流のシステム (債券決済システムなど) とオンラインで接続されているわけではない。また、ほとんどの債券取引はクロスボーダーではなく各国の債券市場内での取引に限定されている。

## (2) 利払い

債券の取引・決済において最も重要なコーポレートアクションが利払いである。典型的な利払いフローを図 8 に示す。



資料：ABMF SF2

図 8 利払フローの典型例

まず、口座管理代理人 (AMA: Account Management Agent) が、利払期日などを確認後に債券保有者を確定し、基金請求のため債券保有者に関する情報を CSD に送付 (課税情報申告) する。CSD は同情報を支払代理人 (PA: Paying Agent) に送付。その情報を基に PA は発行者に利払請求を行い、発行者からの支払許可を確認後、発行者口座から AMA 口座に資金振替を行う。この際、通常は中央銀行が運営する資金決済システム (RTGS) が利用される。ただ、利払いのフローは各市場によりさまざまである。例えば税の支払いについては、日本では国税は PA が、地方税は

AMA が源泉徴収義務者 (TWA: Tax Withholding Agent) となる<sup>7</sup>など、必ずしも典型的な例とは一致しない。国債、社債おのおのについての各市場における PA、資金決済システム、AMA について示すと表 1 および表 2 の通りである。

PA については、国債に関しては香港、インドネシア、日本、韓国、マレーシア、シンガポール、タイの 7 市場で、中央銀行が、国 (財務省) の支払代理人となっている。フィリピンでは、財務省 (Bureau of Treasury) 自らが支払 (代理) 人となっている。社債に関しては、香港、日本、韓国、マレーシア、フィリピン、シンガポールの 6 市場で、市中金融機関が PA となっている。中国、インドネシア、ベトナムの 3 市場では、CSD が PA となっている。

表 1 国債利払い関係機関

	PA of Issuer	CSD	Payment system	TWA resident	TWA non-resid.
CN	CCDC CCDC	CCDC CSDCC	CNAPS Com. Bank	None None	None None
HK	HKMA	HKMA	CHATS	None	None
ID	BI	BI	BI-RTGS	AMA	AMA
JP	BOJ	BOJ	BOJ-Net	BOJ/ AMA	None
KR	BOK	KSD	BOK-Wire+	KSD	AMA
MY	BNM	BNM	RENTAS- IFTS	None	None
PH	BTr	BTr	PhilPaSS	BTr	BTr
SG	MAS	MAS	MEPS+	AMA	None
TH	BOT	TSD	BAHTNET	BOT	BOT
VN	VSD	VSD	BIDV system	None	None

資料：ABMF SF2

表 2 社債利払い関係機関

	PA of Issuer	CSD	Payment system	TWA resident	TWA non-resid.
CN	CSDCC SHCH CCDC	CSDCC SHCH CCDC	Com. Bank sys CNAPS CNAPS/Com. Bank	CSDCC Investor Investor	CSDCC Investor Investor
HK	Com. Bank	HKMA	CHATS	None	None
ID	KSEI	KSEI	KSEI's Bank Sys	KSEI	KSEI
JP	Com. Bank	JASDEC	BOJ-Net	PA/AMA	None
KR	Com. Bank	KSD	BOK-Wire+/ Com Bnk	KSD	AMA
MY	Com. Bank	BNM	RENTAS- IFTS	None	None
PH	Com. Bank	PDTC	PhilPaSS	Issuer	Issuer
SG	Com. Bank	CDP	MEPS+	AMA	None
TH	Com. Bank	TSD	BAHTNET	Com. Bank	Com. Bank
VN	VSD	VSD	BIDV system	Issuer	Issuer

Com. Bank: Commercial Bank including its payment system  
資料：ABMF SF2

<sup>7</sup> 2016 年 1 月に改正予定。

決済システムについては、国債に関してはベトナムを除き、中央銀行が提供する RTGS システムを利用している。社債に関しては、インドネシアとベトナム以外では、何らかの形で、中央銀行が提供する RTGS システムを利用している。

AMA については、国債、社債ともに、CSD 参加者(カストディアン) が、投資家の口座管理代理人となっている。

国債の源泉税徴収に関しては、中国、香港、マレーシア、ベトナムの 4 市場で、無税となっており、日本とシンガポールでは、非居住者に対しては、源泉税を徴収していない。その他の市場は、さまざまである。社債に関しては、香港とマレーシアの 2 市場で、源泉税を徴収していない。国債同様に、日本とシンガポールでは、非居住者に対しては源泉税を徴収していない。その他の市場は、さまざまである。

(3) クロスボーダー決済

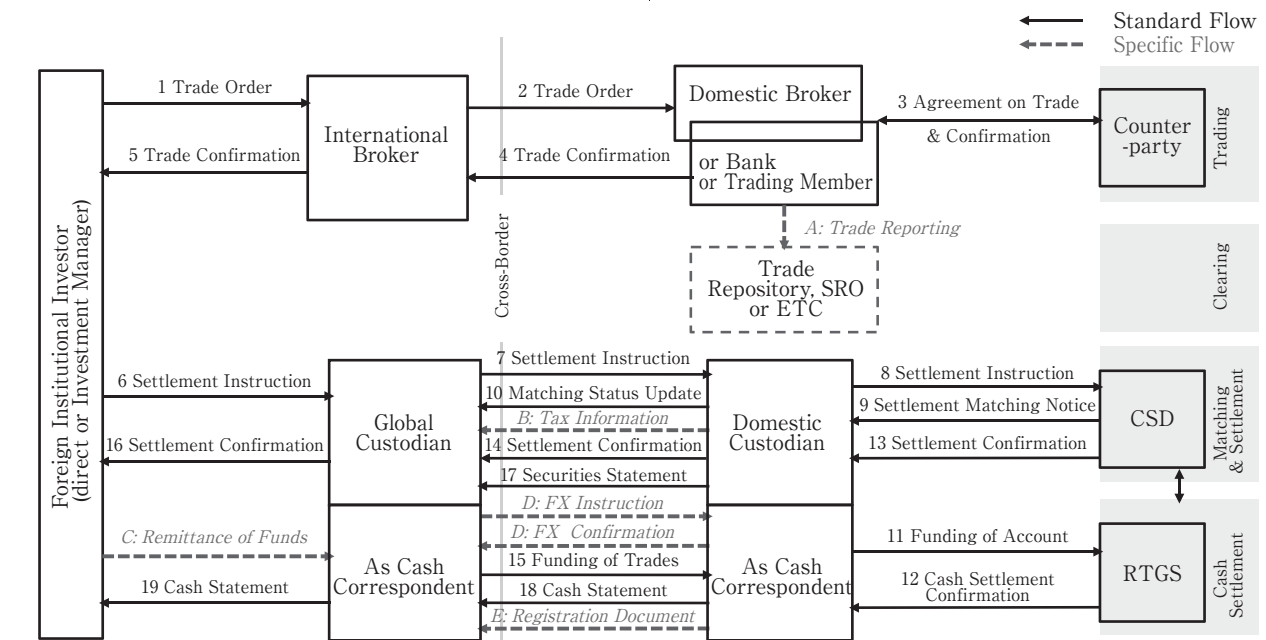
典型的なクロスボーダーでの債券の取引・決済フローを示すと図 9 のとおりである。

左側の投資家 (Foreign Institutional Investor) が証券会社 (Broker) に注文 (Order) を出し、約定後に出来通知 (Trade confirmation) が投資家に戻って

くる。次に、投資家は決済指図をグローバルカストディアンに出す。その決済指図は各国の国内カストディアンを通じ証券・資金が同時決済 (DVP) される。その際に各国の事情により、非居住者に関する取引・決済では障壁とも認識される追加的なメッセージがある。

インドネシア、韓国、マレーシア、タイでは透明性確保のため取引詳細 (図中 A: Trade Reporting) を当局などに送付・提出している。インドネシアでは資本利得 (キャピタルゲイン) 税を算出するために税情報 (図中 B: Tax Information) に関するメッセージが追加的に送受信されている。中国およびベトナムでは外資系投資機関は、決済指図送付に先立ち事前に資金を調達 (図中 C: Remittance of Funds) する必要がある。インドネシア、韓国、マレーシア、フィリピン、タイ、ベトナムではグローバルカストディアンとローカルカストディアンとの間で外国為替規制や現地通貨調達 (図中 D: FX Instruction, FX Confirmation) のために追加的なメッセージの送受信が必要となっている。フィリピンでは現地通貨から自国通貨ないしは国際通貨に変換し、資金回収するための登録 (図中 E: Registration Document) などを行う必要がある。

さらに、このような追加的なメッセージに関係する資本・為替規制の概要をまとめたものが表 3 に示されている。



資料 : ABMF SF2

図 9 クロスボーダーフローの典型例

表3 Typical FX and Cash Control in ASEAN+3

	CN	HK	ID	JP	KR	MY	PH	SG	TH	VN
FX UI	○	—	○	—	—	○	—	—	○/—	○
Pre-f	○	—	—	—	—	—	—	—	—	○
Proh Th-p FX	○	—	—	—	*	—	—	—	—	—
FX Rep	○	—	○	—	○	—	○	—	○	○
Proh OD	○	—	○	—	○	○	○	—	—	○
Proh Offs FX	○	—	○	—	○	—	—	—	—	○
Lim Repat	○	—	○	—	○	—	○	—	—	○/—

FX UI: FX Trades with Underlying Investment  
 Pre-f: Pre-funding  
 Proh Th-p FX: Prohibition of Third-party FX  
 FX Rep: FX Reporting  
 Proh OD: Prohibition of Overdraft by Non-residents  
 Proh Offs FX: Prohibition of Offshore FX Trading for Investment  
 Lim Repat: Limitation on Repatriation  
 \* In Korea, third party FX is legally possible but practically not used.  
 資料: ABMF SF2

香港、日本、シンガポール以外の7市場では何らかの規制があることが分かる。具体的には、外国為替管理や資本規制については当該市場の通貨がどの程度他の通貨に変換可能か、また、同市場を管理する通貨当局や中央銀行が、どのような方針で非居住者の資金運用を規制するかといった面に依存する。コンバーティビリティが比較的低い通貨の市場ではグローバルカストディアンとローカリストディアンないしはそのコルレス銀行間で、資金確保のための追加的な処理フローが見受けられる。

中国、インドネシア、マレーシア、フィリピン、タイ、ベトナムでは、現地通貨に変換する場合に実需原則があり、実際に債券を購入したことを証明する必要がある。また、非居住者への現地通貨での信用供与について規制がある国も存在する。フィリピンでは非居住者による外為スワップは中央銀行の事前承認が必要であり、さらに非居住者が投資 (foreign portfolio investment) を行い利益を自国に持ち帰るためには中央銀行に登録する必要がある。タイでは、地元金融機関の外国投資家に対する当座貸越および残高を最高300百万バーツ (約900百万円) に制限している。中国およびベトナムでは取引の注文を行う前に各国通貨で資金を確保 (pre-funding) する必要がある。また、インドネシア、韓国、マレーシア、フィリピン、タイではローカリストディアンがグローバルカストディアンに決済に必要な資金が中央銀行口座にあることを

報告している。

市場参加者となるための条件および手続きについては、中国ではQFII (Qualified Foreign Institutional Investor) としてCSRC (China Securities Regulatory Commission) から認可されると取引所参加できることとなり、韓国ではIRC (Investment Registration Certificate) を韓国金融監督院 (FSS: Financial Supervisory Service) から取得する必要がある<sup>8</sup>。域内各国通貨間の資金取引・決済が、クロスボーダーでの債券取引・決済にとって非常に重要であることが再認識された。

#### (4) 標準化

債券取引・決済のメッセージにISO20022を採用している証券決済インフラとしては、日本の証券保管振替機構 (JASDEC) が2014年1月に一般債振替システム (BEPS) および決済照合システム (PSMS) において実稼働を開始した以外は、ASEAN+3域内外ともに、まだ見受けられない。ただ、日本銀行も新日銀ネット (New BOJ-NET) にISO20022の採用を既に決めており、2015年度に稼働開始の予定である。また、中国のCCDC、SHCHが、ISO20022の採用を決定している。ASEAN諸国でも原則としてISO20022の採用を合意しており、インドネシアのKSEI、マレーシアのRENTAS、シンガポールのCDPがISO20022への移行を表明している。

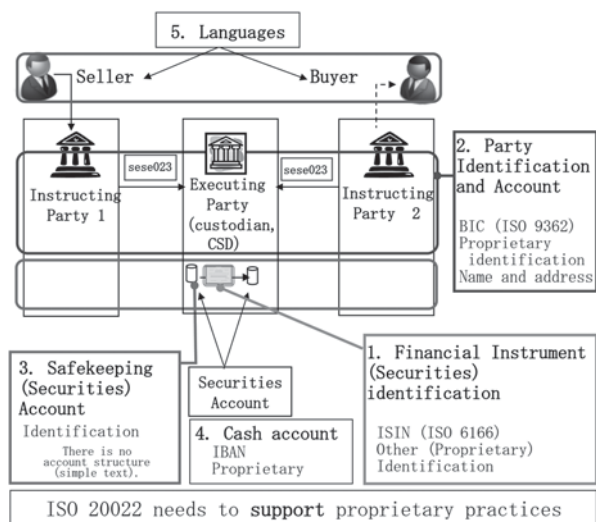
JASDECは、2014年から2018年までの5年間にわたり新旧のメッセージを併存させるが、日銀ではパブリックコメントによる市中からの要望に沿い、新日銀ネットの稼働開始時に全参加先が同時にISO20022に移行し、ISO20022と現行メッセージの併存期間は無い。2017年に欧州の債券決済システムであるT2S (Target to Securities) がISO20022に移行する予定であることから、2016年から2018年までがISO20022化の転換期となることが予想される。なお、香港 (HKMA)、インドネシア (BI)、タイ (TSD) では既に国際標準 (ISO15022) を採用している。

メッセージ以外の番号・コード類の標準化について

<sup>8</sup> ここで記述している制限/制約は、2010 - 2012年の各市場におけるヒアリング調査による情報を基にしたものである。



では、多くのCSDが証券番号をISIN (International Securities Identification Number: ISO 6166) に、金融機関コードをBIC (Business Identifier Code: ISO 9362) に移行ないしは移行を検討している。しかし、証券口座、資金口座、言語については、ASEAN+3での標準的なものがまだ存在していない状況といえる。特に証券口座は税制などの影響を受けるため各国ごとに異なり、標準化が最も困難な事項の一つといえる。

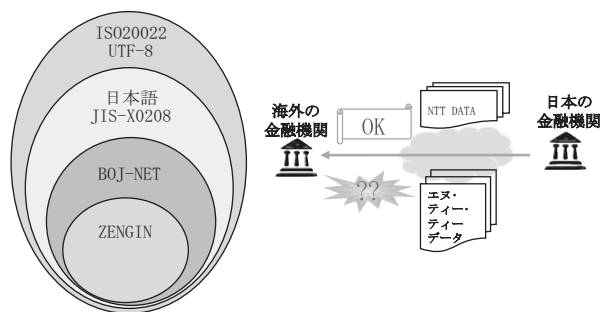


資料：NTTデータ  
図10 番号およびコード類の標準化

証券番号についてはASEAN+3で債券市場がある10市場の全てがANNA (Association of National Numbering Agency) のフルメンバーとなり番号付けを行っている。実際、国債に関しては香港、インドネシア、韓国、フィリピン、タイ、ベトナムなど多くの市場でCSDの証券番号として採用している。しかし、一方で各市場とも独自の番号付けを併用しており、必ずしもISINが普及しているとはいえない状況である。

金融機関コードについてもインドネシア、タイなどでCSDにおける金融機関コードとして利用しているが、各市場とも独自のコードを併用している状況である。

言語については、文字コードはASEAN+3の10債券市場全てにおいてUNICODE (ISO/IEC 10646) を採用し、システム的には互換性があると言えるが、決済インフラの使用言語として中国、インドネシア、日本、韓国などは自国言語を使い続ける方針であり、決済での言語を英語に統一した欧州と比較すると、言語の問題は今後、標準化を考える場合の大きな課題となると思われる (図11)。



資料：NTTデータ  
図11 文字コードおよび言語の標準化

### 3. 今後の課題と展望

#### (1) クロスボーダー債券取引・決済の課題

クロスボーダーでの債券取引・決済のSTP化を実現するためには、決済フローおよびメッセージ項目などの調和化 (Harmonization)、標準化が重要となる。メッセージフローの調和化については、域内において標準的なDVPフローとなる「参照モデル」をABMFの場などで議論し、債券決済インフラ運営者が共通の目標を提示することにより、再構築やアップグレードに際し出来るだけ参照モデルに近づくよう各インフラ運営者が努力する必要がある。また、メッセージ項目などの標準化についてはメッセージ項目の標準化など必要な対応策を行うとともに、システム更新や再構築時期を捉えISO20022、ISIN、BICといった標準に準拠するよう対応することが望まれる。また、国外 (各エコノミー外) の参加者からの接続 (リモートアクセス) についても検討が期待される。この他、外国為替、資本移動規制、税制 (源泉徴収)、フェイル<sup>9</sup>といった制度面、市場慣行面の課題が残っているのも事実である。税制という観点からは、日本で2016年1月から施行される「債券税制の見直し」は時宜を得たものと言える。

クロスボーダーでの取引・決済を論ずる場合、リーマンショック後の市場動向を鑑みると、クロスボーダーでの流動性供給・確保などを目的とするクロスボーダー／カレンシーレポ、クロスボーダー担保といったアプリケーションが重要となることは明らかである。従って、各国のレポ市場についても業務フロー、接続インターフェイスなどについて調査することが望まれる。

前述のように、ASEAN+3におけるクロスボーダー

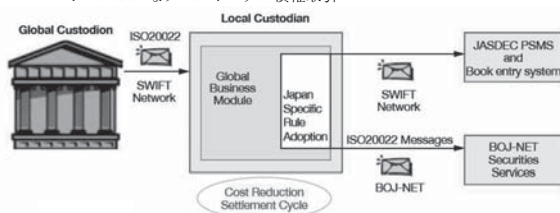
<sup>9</sup> 債券の受け方が、その渡し方から予定されていた決済日が経過したにもかかわらず、対象債券を受け渡されていないこと

での債券の取引・決済を行う上で重要な事項の一つとして、各国におけるローカル通貨の調達、各国通貨間の直接決済の必要性が浮き彫りになった。クロスボーダーでの資金決済がクロスボーダーでの債券決済にとって非常に重要な事項ということである。2013年5月の日-ASEAN財務大臣・中央銀行総裁会議に合わせて公表された「日本とASEAN各国との二国間金融協力について」および2011年12月の「日中両国の金融市場の発展に向けた相互協力の強化」でも合意されているように、今後は域内の各国通貨と日本円の直接取引（クロスボーダーでの資金取引）の増加を目指すためには債券取引・決済だけでなく、アジアにおける証券・資金、大口・小口、国内・国外といった決済システムが相互に補完連携し、域内決済インフラ全体としての連携強化および効率性、堅確性の確保に努める必要がある。アジア太平洋地域におけるATMを中心とする決済ネットワークの相互接続を目指して設立されたAPN(Asian Payment Network)にNTTデータが日本企業として初めて加盟したことは、こういった取り組みの一例といえる。

## (2) 金融資本市場インフラへのインプリケーション

ABMFで検討しているCSDをはじめとする決済インフラ周りの標準化が実現すると、当該インフラの参加者である金融機関(ローカルカストディアン、ブローカー/ディーラーなど)にとって外国(グローバルカストディアン)から来る国際標準に準拠した電文(メッセージ)をCSDの独自メッセージや証券番号、金融機関コードに変換することなくメッセージを処理することができるようになり、手作業が介在する余地が少なくなるとともに処理時間(決済期間)の短縮、堅確性の向上(事務リスクの低減)、コストの削減などを実現することが期待できる(図12)。

- ・クロスボーダーでの債券取引のSTP化  
→アジア通貨建ての債券運用 迅速化、低コスト化
- ・シームレスなクロスボーダー債権取引



資料：ABMF SF2

図12 債券のクロスボーダー取引・決済のSTP化

また、CSDの標準化や直接接続が実現すると、さまざまなチャンネルで、市場をまたがる自動担保管理、クロスボーダーDVPといった新たなサービスが提供される可能性が高まり、また、取引・決済インフラのインターオペラビリティが高まることにより域内通貨の同時決済なども展望され、ASEAN+3域内の金融機関の資金調達が容易となり地域全体での債券の流動性が向上するといった効果が期待できる。さらに、各金融機関の顧客である企業にとっても資金運用や起債による調達が容易となり、域内でのビジネス展開がより活性化することも期待される。

さらに、クロスボーダーSTP化が進み、日本国債をはじめとする格付および流動性の高い債券のクロスボーダーでの有効利用が可能となる。具体的には、ASEAN+3各市場での流動性不足に対応するためのクロスボーダー担保、クロスカレンシーレポ用としての利用や、ポートフォリオの債券クラスの多様化などへの貢献が期待される。

ASEAN+3で決済インフラに関係する調和化・標準化をABMIやABMFといったマルチラテラルな枠組で進めつつ、クロスボーダーでの決済インフラ間の接続・連携といったことも可能な範囲で順次進展することが望まれる。

今後、ABMF SF2では、域内での調和化、標準化に向けたこれらの課題について、具体的な方向性を打ち出すとともに、クロスボーダーでのレポ・担保取引の実情を把握し、問題点の抽出を通じたクロスボーダー取引の活性化に向けた提言を行う方針である。

本件は、ASEAN+3における技術支援という側面も有していることから、現状では債券市場が未整備のブルネイ、カンボジア、ラオス、ミャンマーの4カ国が、国際標準に準拠した債券取引・決済インフラを他のASEAN+3諸国のサポートを得て開発することにより、域内の市場がより広がることが期待できる。日本はこの十年でISO20022化だけでなくDVP化、無券面化、STP化を進めてきており、その経験を活かし技術支援の面でも貢献することが期待される。

## 謝辞

ABMF事務局であるアジア開発銀行には、ASEAN+3におけるクロスボーダー決済インフラ整備に関係するフォーラムに携わる機会を与えていただき、心から謝意を表す。また、ABMFのメンバーおよびエキスパート、日本ABMFの事務局である財務省国際局およびそのメンバー、特に債券決済インフラの提供者である日本銀行、証券保管振替機構には、ABMF SF2の活動におけるこれまでの情報提供、サポートに深く感謝する。なお、NTTデータの支援に謝意を表す。

## 参考資料

- [1] 金融・資本市場活性化有識者会合 2013年12月  
金融・資本市場活性化に向けての提言
- [2] Asian Development Bank (website) 2013年9月  
ASEAN+3 Bond Market Forum (ABMF)
- [3] NTTデータ 2012年4月 ASEAN+3債券市場フォーラム (ASEAN+3 Bond Market Forum: ABMF) からの「ASEAN+3 BOND MARKET GUIDE」公表について
- [4] 椎名隆一 2013年3月 アジア債券市場の標準化・調和化の試み 証券経済研究 第81号
- [5] 乾泰司 2012年10月 ASEAN+3債券市場における取引フローおよび決済インフラの現状、ASEAN+3の債券市場は先進諸国市場に比肩するレベルに発展 NTTデータ広報誌 NODE:1
- [6] 乾泰司、西原正浩 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「情報未来」No.38
- [7] 日本証券保管振替機構 2013年7月 国際標準に準拠した日本標準の策定及び採用
- [8] 日本銀行 2013年10月 新日銀ネット構築のスケジュールについて
- [9] 日本銀行 2013年9月 債券税制の見直し（金融所得課税の一体化）に伴う国債振替決済制度の主な変更点について
- [10] 財務省 2013年5月 日本とASEAN各国の二国間金融協力について
- [11] 財務省 2011年12月 日中両国の金融市場の発

展に向けた相互協力の強化

- [12] 露口洋介 2013年4月 円・人民元直接交換取引の開始とアジア通貨戦略
- [13] 日本銀行 2013年9～12月 「新日銀ネットの有効活用に向けた協議会」第1回～5回議事録
- [14] NTTデータ 2014年1月 NTTデータが日本企業として初めて Asian Payment Network (APN) へ加盟
- [15] 日本証券業協会 2013年2月 外務員必携 平成25年版
- [16] Executives' Meeting of East Asia-Pacific Central Banks 2012年8月 EMEAP Red Book

以上

# 中国（上海）自由貿易試験区における 金融自由化の行方

三菱東京 UFJ 銀行（中国）有限公司  
中国ビジネスソリューション室長 ジェームズ西島

（じえいむず にしじま） 1968年日本生まれ。東京大学経済学部経済学科卒。三和銀行入行後、通貨オプション、金利スワップのディーラーを経て、2003年から上海復旦大学に留学。三菱UFJ証券M&Aアドバイザー一部にて中国案件に従事。2008年より三菱東京UFJ銀行香港支店業務開発室にて人民元クロスボーダー決済をはじめとする、オフショアを活用した中国ビジネスコンサルティングを担当し、2013年から現職。国際公認投資アナリスト（CIIA）。

## CONTENTS

1. 中国（上海）自由貿易試験区の概要
2. 試験区の金融サービス自由化の方向性
3. 想定されるビジネスモデル

## 1. 中国（上海）自由貿易試験区の概要

### 1.1 経緯

2013年9月29日に中国商務部の高虎城大臣が参加して、中国（上海）自由貿易試験区（以下「試験区」という）の設立が宣言された。「2-3年で国際レベルの自由貿易区を建設する」との表明もあり、シンセン経済特区、浦東新区建設、WTO加盟に続く、第4の改革とも言われて注目を集めている。日本では突然の発表のように映ったかもしれないが、実は中国がWTOへの加盟を果たした2001年頃から温められた構想ともいえる。当時「WTOに加盟して自由貿易の枠組みに入ることで、擬似的な外国としての保税區を今後どうする」というような議論も起こり、政府首脳からは「成功している保税區は将来的に自由貿易区にする」という発言も出ていた。その後リーマンショックを経て華南と香港の経済一体化政策の議論が進む中で、自由貿易区構想は現実的な政策議論となり、8月には國務院が試験区の設立を批准し、9月には國務院が「中国（上海）自由貿易試験区全体方案」（以下「全体方案」という）を公表するという流れを経て、前述の設立に至っている。

### 1.2 試験区を導入する背景

ここ数年WTOを補完する形でFTA（自由貿易協定）が増加してきており、世界的な自由貿易の流れに中国も国際標準の投資環境の整備が喫緊の課題となっている。昨年7月には米中投資協定締結に向けた協

議再開の合意の中で、投資参入前の内国民待遇とネガティブリスト（投資制限のある業種のみを例外リスト化）を軸とする多分野での投資自由化の方向性を示して世界を驚かせた。今回の試験区はその具体化を試みる位置づけとも解釈できよう。

ただし、試験区はこのような国外だけを意識したものではない。むしろ以下のような国内事情によるところが大きいと思われる。①産業構造の転換：中国は過去30年以上にわたって外資導入による製造業中心の経済政策を進めてきた。巨大な資本投下で、地元経済や雇用創出に貢献し、投資と輸出を主体とした経済発展は相応の成功を収めたが、足元では労働コストや環境負荷の高まりから、製造業主体の成長は限界を迎つつある。国民の可処分所得の増加を背景に、消費や内需を主体とする経済成長への転換が必須となり、特に高付加価値サービス産業を中心とする第3次産業の拡大を図ろうとしている。表1が示すように、世界第2位の経済規模となる中国では、その第3次産業の比率は40%台半ばであり、先進国はもとより、BRICsなど中進国の中でも低い位置にある。過去の製造業の誘致に成功した結果ともいえ、試験区を起点とするサービス業の開放が順調に進めば、この分野の伸び代

表1 GDP構成比率（2012年）

	（%）	
	第2次産業	第3次産業
中国	45.3	44.6
ブラジル	26.3	68.5
ロシア	36.0	60.1
インド	25.8	56.9

資料：世界銀行統計より作成

はむしろ大きいと期待できよう。②管理モデルの限界：投資や金融取引などでも、事前審査や個別のエビデンス確認が大きな負担となっている。経済規模の拡大により、当局が管理する取引規模も膨大になってきており、情報公開を通じて市場参加者が自律的に管理するモデルを模索する必要がある。③中国企業の国際化：かつては外国企業が世界の工場たる中国に一方的に直接投資をする方向だったが、今や中国企業自身が世界に打って出る時代になっており、対外投資の利便性向上も大きな課題となっている。

### 1.3 上海での実験

以上見たように、サービス業の発展を梃子に国内社会全体の改革を進めようとする場合に留意すべき点がある。サービス業の発展には自由な情報や柔軟な行政により、アイデアを迅速にビジネスに具現化する必要があるが、情報の自由化は言論の自由化にもつながり、また行政の柔軟化も官僚国家として大きな抵抗も予想される。そのような難しさから、いきなり全土で進めるのではなく、一定の試験地域から開始して、手法が確立したのから徐々に全土に適用しようというのが今回の政策の背景となる。

試験区は上海の地方政策ではなく、正式名称に「中国」がついているように、国家政策として進められている。第1号として上海が選ばれたものであるが、上海市全体が試験区となっているものではない。上海市の東側にある浦東新区の中の総合保税区が試験区の対象となっている。具体的には外高橋保税区、外高橋保税物流園区、浦東空港総合保税区、洋山保税港区の合せて28平方キロメートルとなる。過去の開発区モデルだと、このようなケースでは不動産開発を伴う形で進められることも多いが、上海の場合は既存の保税区を活用することで政策議論を迅速に具現化しようとしている。ただし上記4地域の中でも歴史の古い外高橋保税区では、試験区設立後には企業設立が急増しており、オフィス賃料が高騰する事態となっている。

### 1.4 全体方案の概要

國務院が公布した全体方案を受けて、上海市が「中国（上海）自由貿易試験区管理弁法」（上海市人民政府令第7号、以下「管理弁法」という）を発表している。主要項目は以下となる。

（投資）

- ・ サービス業の開放拡大
- ・ ネガティブリストによる管理モデルの導入
- ・ 域外投資の届出制
- ・ 登録資本の出資引受登記制
- ・ 営業許可証と経営許可

（貿易）

- ・ 貿易のモデル転換とグレードアップ
- ・ 海運ハブ機能の強化
- ・ 輸出入監督制度の刷新
- ・ 輸出入監督管理サービスの利便性向上

（金融）

- ・ 金融刷新
- ・ 資本項目の自由両替
- ・ 金利の自由化
- ・ クロスボーダー人民元決済の発展
- ・ 外貨管理の高度化
- ・ 金融機構の発展
- ・ リスク防止

（行政）

- ・ 管理情報の公開
- ・ ワンストップ受理体制
- ・ 監督管理の改善
- ・ 安全審査と独占禁止審査の徹底
- ・ 知的財産権の保護

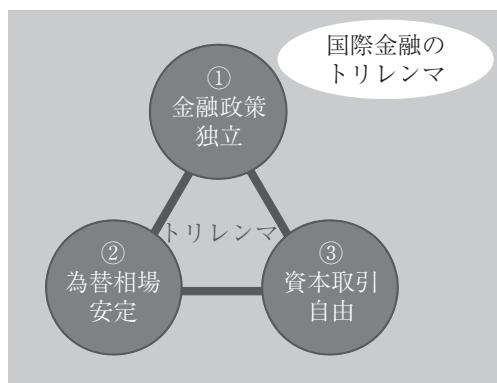
## 2. 試験区の金融サービス自由化の方向性

### 2.1 オフショアセンターとしての試験区

中国の金融自由化を展望する時、よく議論される「中国は最終的に資本を完全開放するのか」という問題提起に関して、国際金融のトリレンマ論による考察を加えたい。国際金融のトリレンマ論とは、①金融政策の独立、②為替相場の安定（固定相場）、③資本取引の自由の3つを同時に実現するのは不可能という考え方である（図1）。

例えば、香港は香港ドルを米ドルにペッグすることで、①金融政策の独立を放棄し、②と③を実現している。日本は②為替相場の安定（固定相場）を放棄することで、①と③を実現している。現状の中国を見ると、政府および人民銀行により①を実現し、為替相場も一

定のレンジに収めながら②も享受している。その対価として③資本取引の自由を放棄しているというのが現状のようだ。今後金融自由化を進めるにあたっては、強力な政府指導力の維持のためにも、①を放棄することは考えづらいし、巨大な経済の安定的な運営からも②もまだまだ放棄できないと思われる。よって今回の試験区の枠組みでの部分的な資本取引の自由化を導入しながらも、全体的には、資本取引の完全開放は行わないとみるのが現実的かもしれない。



資料：筆者作成

図1 国際金融のトリレンマ

このように一足飛びに中国全土に資本の完全自由化を導入できないという前提に立ちながら、一方で試験区ではある程度自由な金融インフラをめざす場合、国内と試験区の間で金融制度上の一定の管理・遮断が必要になる。このような事例は決して特殊なものではなく、ロンドンや香港のように国内市場とオフショア市場が一体となっている「一体型オフショア市場」が存在する一方で、ニューヨークや日本、シンガポールなどでは、金融取引のうち、外-外（非居住者間）取引＝オフショア取引を国内市場からオフショア勘定に分離して扱う「遮断型オフショア市場」が機能している。中国のように試験区での部分開放を前提とすると、後者に近い遮断型オフショア市場が参考になると言えよう。実際当局と金融面での議論をしていると、シンガポールのオフショア市場を意識した発言がよく出てくる印象がある。

## 2.2 オンショアセンターとしての試験区

前述の遮断型オフショア市場では、非居住者による金融取引に優遇措置（規制撤廃や税制優遇）を与える一方、オンショアとオフショアの勘定を区分し、両勘

定間の資金振替を制限している。このような遮断型オフショア市場により、試験区での自由度を追求する一方で、自国の金融政策の有効性を高めたり、有事の際の通貨危機発生のリスクを抑えることも可能となる。しかし試験区には独自の課題もある。まずは、将来的な制度の全土展開を考えると、税制優遇という手段はなかなか使いづらい。地域限定とすることで国内的には優遇となるが、将来的に全土に優遇を拡大するとすると、全土での税率引き下げという結果になる。実際政策議論の中でも、当局は優遇税制に関して消極的なスタンスを示している。また他の国際金融センターは一般勘定での資本取引の自由がある中で、一定の制限を伴う遮断型のオフショア市場を導入している。しかし中国の場合には本来的な資本の自由がない中で、試験区において一定の資本の自由も実現しようとしている。つまりは試験区はオンショア市場としての資本取引の窓口としても機能する必要がある。当局関係者からも「試験区の金融機能はオフショア金融センターではない」という発言がたまに出る。オフショア金融センターとしては、中国は既に香港を持っており、あくまでも中国一般地域との利便性にも配慮したオンショア市場の機能を追求するとのことだ。今回の試験区では、海外と試験区の間を「第一線」として自由化をめざし、試験区と中国の区外一般地域の間を「第二線」として一定の管理を行うとしている。この第二線の管理が従来の外債管理のようなものであると、結局は海外と同じオフショア市場の位置づけとなり、現在香港やシンガポールで財務統括を行っている多国籍企業からしても、積極的に試験区を活用するインセンティブに欠けてしまう。単に香港の金融インフラのコピーを試験区に導入するのではなく、試験区だからこそできる中国一般地域への円滑なアクセスが期待されるゆえんである。さらなる課題として、前述した「既存の保税区を活用する」という点での対応が挙げられる。試験区の一角をなす外高橋保税区には、試験区となる前から既に16,000社あまりの保税区企業が存在と言われており、外貨管理上は中国内とは自由に取引をしていた。しかしここに第二線としてクロスボーダー取引扱いの管理を導入すると、逆に不便になってしまう。何もない地域での実験であれば、新ルールに基づく運用のみを考えればいいが、既存の経済活動を持つエリアでの実験であるが故に、従来取引と新ルールの

整合が問題となる。ここでも試験区が既存の保税区としてのオンショア機能を温存する必要がある。

この点で、人民銀行が2013年12月に公表した「金融面で中国（上海）自由貿易試験区の建設を支持することに関する意見」（以下、「金融意見」という）で示された自由貿易口座の役割が注目される。

### 2.3 金融意見の内容（口座の刷新）

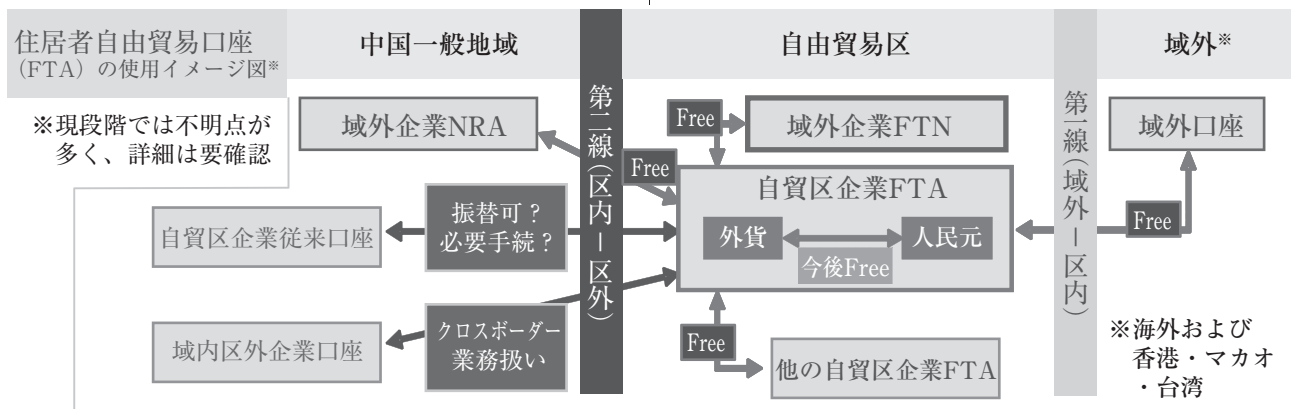
9月末の試験区稼働後、注目される金融分野での具体的な細則発表が噂される中で、人民銀行が発表したのは、細則ではなく金融意見という内容であった。実施細則を出すにはまだ関係部署との調整が難航していることを伺わせる一方で、金融意見は具体性に欠ける部分はあるものの、自由化の方向性を明示するものとして注目されている。その内容は、口座体系の刷新、資本項目両替、クロスボーダー人民元決済、金利の自由化、外貨管理の高度化の5項目に分けられている。ここでは、関連する口座体系の刷新とクロスボーダー人民元決済に焦点を当てて概観したい。

試験区内の居住者は人民元および外貨での「居住者自由貿易口座」を開設することが認められ、非居住者にも「非居住者自由貿易口座」の開設が認められた。報道では前者の口座を「FTA」、後者を「FTN」と呼称しているケースもある。そしてこの居住者自由貿易口座は図2にあるように、域外口座、域内区外（中国一般地域）の非居住者口座（NRA）、非居住者自由貿易口座、その他居住者自由貿易口座との間で自由な資金移動ができる。先述した試験区内に過去から存在する保税区企業は一般地域に既存口座を保有しており、これと自由貿易口座の振替はたとえ自社名義の口座

間の移動であっても完全な自由ではなく、經常項目下の業務、借入返済、実業投資、その他の規定に符合するクロスボーダー取引に限定される。そして同一名義でなく、他社の試験区外の口座との間の取引はクロスボーダー扱いになる。これにより、口座開設の物理的な場所で区別するのではなく、銀行が勘定を分離管理することで、第二線の取引を管理することになる。ここでいう「居住者」の定義は未だ不明ながら、もし試験区にグループ企業を持つ中国一般地域の企業にも個別に自由貿易口座の開設が認められれば、グループ内での資本取引の自由度が大きく高まることになる。この勘定の使い分けにより、既存のオンショアとしての保税区企業の利便性を維持しつつ、試験区としてのオフショアのメリットも追求できる可能性がある。

### 2.4 金融意見の内容（クロスボーダー人民元決済）

金融意見では「人民銀行重点管理リスト以外の企業と個人は受払依頼書のみで取扱い可能、企業集団内での双方向の人民元クロスボーダープーリングや經常項目集中決済が可能」となっている。これだけだと具体的なスキームの詳細までは不明だが、もし「外貨登記や外債枠の制約なく、経営ニーズに応じて、クロスボーダープーリングが可能」というレベルまで緩和されれば、企業にとって飛躍的に利便性が向上することになる。また、プーリングというスキームだけでなく、試験区において人民元決済が活発になることは、人民元の国際化全体にとっても効果は大きい。クロスボーダー人民元決済に関しては、今回の試験区の構想以前に、すでに2009年から行われている。典型的には香港がオフショア人民元センターとして、自由な金融イ



資料：金融意見より作成

図2 自由貿易口座

ンフラで人民元の利便性を高めている（表2）。このように海外で使用量が拡大する人民元であるが、時にその流動性が懸念材料となることがある。オフショア人民元では主に貿易決済や対外投資などで中国外に支払われた人民元がプールされることで、インターバンク市場での流動性となる。開放当初は主に中国側輸入決済での使用が拡大し、一方的に人民元が海外に流出したが、その後人民元建て直接投資の制度も整い、現在ではある程度バランスを保った循環になっている。

1.1 兆元を超える預金量といえは十分な流動性とも思えるが、中国全体の貿易量からすると、決して大きいとは言えず、まして100兆元を超える中国内のマネーサプライと比べれば、非常に小さなプールであるとも言える。オフショアで現実的に人民元の流動性が枯渇したような局面はほぼないと思われるが、巨大な対中決済を抱える大企業が人民元決済の導入を検討する際には、やはり万が一にも流動性の懸念はないかに焦点が当たる。香港の流動性ファシリティでは当日受払いに対応するなど利便性は向上しているが、もし試験区のスキームによって、中国内の流動性にある程度アクセスが可能になれば、オフショア人民元の信頼度もさらに向上しよう。

表2 オフショア人民元の預金残高

	10億元	時点
香港	730	2013.9
シンガポール	140	2013.7
台湾	99	2013.9
マカオ	58	2013.8
ルクセンブルグ	40	2013.8
ロンドン	35	2013.7
パリ	10	2013.7
合計	1,112	

資料：各国中銀ホームページやレポートより作成

## 2.5 自由化と規制強化

自由化の流れで内容を見てきたが、一方で現状のマクロ環境からすると、このような自由化に乗じて中国にホットマネーが流入する懸念も強まる。典型的には中国側の輸出統計などの数値が異常な伸びを見せる局面で、当局は引締め動きに出てくる。昨年でも、5月と12月の2回にわたって、国家外貨管理局が「外貨資金流入管理強化に関する関連問題の通知」（匯発〔2013〕20号）や「銀行貿易金融業務の外貨管理を改善する関連問題の通知」（匯発〔2013〕44号）にて管

理を強化している。ある程度の金融自由化を進めれば、内外の金利差を狙った資金運用やアービトラージは仕方ない部分もあるが、このような動きがあまりに目立つようになると、議論されている第二線の管理も厳しい方向に進んでしまうものと思われ、今後も注視していきたい。

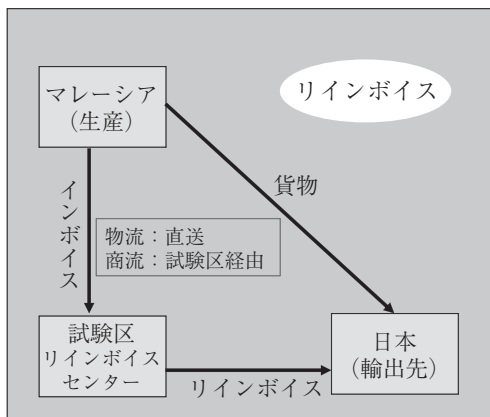
## 3. 想定されるビジネスモデル

第一線の自由化と第二線の管理の具体的な姿は、まだ実施細則を待つ必要があるが、金融意見が示す人民元クロスボーダープーリングなどは、中国でビジネスを行う企業にとって直接的にメリットが大きなスキームとなろう。これ以外に期待されるものの一つとして、以下にリインボイス業務を紹介したい。

リインボイスとは、物流は生産地から輸出先に直接運送しながら、別の場所に商流を經由させるスキームで、そこでインボイスを再発行するので、インボイススイッチとも呼ばれる。図3で見ると、マレーシアで生産した製品を日本に輸出する場合、商流はマレーシアから試験区会社に販売して、試験区販売会社が日本に販売する形にする。物流は試験区を通らないが商流は試験区を通ることになる。このケースでは試験区会社がリインボイスセンターとなる。なぜこのようなことをするのか。生産国や輸出先が多岐にわたる場合、このように商流を1カ所に集めると、決済代金の支払いや受取りがすべてリインボイスセンター経由となり処理がしやすい。またインボイスを現地通貨建てにすれば、生産地や輸出先の為替リスクがなくなり、インボイスのサイトを調整することで、資金の潤沢なエリアから資金の足りないエリアへのグループ内ファイナンスが可能ともなる。このような取引は税率が低く資本取引が自由な香港やシンガポールで典型的に行われている。特に日系企業にとっては、2009年以降に海外子会社からの配当金が益金不算入となり、2010年からタックスヘイブン対策税制の緩和でグループ内商流の自由度が増したことから、地域統括会社を積極活用した効率的な商流の見直し機運が高まっている。このような活動は低い税率のみをインセンティブとして行われる訳ではない。業務全体の効率化やガバナンスも重要となる。中国での事業を拡大する企業にとっては、経営資源も中国に集中しているケースもあり、



このような財務統括的な活動を中国で行うメリットは大きい。為替リスクの統括的なコントロールやファイナンス機能は資本取引の自由が重要となり、今後試験区を中心に金融インフラを整えば、上海もリインボイスセンターとしての有力な候補地となるかもしれない。また、今回の政策は金融のみならず貿易・物流インフラの高度化も試験区の柱となっていることから、リインボイスの派生形としてのバックトゥーバックというスキームも活用できるかもしれない。これは商流だけでなく物流も試験区を経由するもので、一旦試験区倉庫に集められた貨物を、発注に応じて輸出先に運送することになる。これは物流と商流が一致するため、実需原則の確認が厳しい中国でも従来から活用しやすいスキームであったが、現在進む物流の効率化政策の進展に応じてさらに有力なスキームとなる可能性がある。また、ASEANと中国の間の自由貿易協定であるACFTAを例にとれば、香港は税務上中国でもASEANでもない第3国としてリインボイスは可能だが、バックトゥーバックは明示的に認められていない。よってACFTAの枠組みでこのスキームを検討する場合は、中国の地理的な優位性には欠けるものの、香港よりも試験区の活用が有効となろう。



資料：筆者作成

図3 リインボイス

以上は、決済を中心に見てきたが、金融全般ではファイナンスリースも含む多岐にわたる金融開放をめざしているため、今後想定される新たな金融スキームの幅はさらに広いものとなろう。ただし、どれも国際金融センターとしては目新しいものではない。従来資本取引の制限が強かった中国が、地域限定で開放を試みるというものなので、既に他のエリアで実現しているス

キームを超えるものではない。しかしながら、これまで事業は中国で統括しながら、財務的な統括は香港やシンガポールで行っているような会社からすると、事業と財務の統合的管理は経営リソースの集中の観点からも非常に意義は大きい。また人民元決済に関しても、オフショアの香港とオンショアの上海の両面からインフラが進化する可能性があり、より具体的な金融面での実施細則の発表に期待したい。

2014年1月17日執筆

Voice from the Business Frontier  
～中国における金融市場自由化の可能性～

日立キャピタル株式会社 上席理事  
日立租賃（中国）有限公司 董事長  
日立商業保理（中国）有限公司 董事長  
佐藤 良治氏



佐藤 良治（さとう りょうじ）氏  
1959年生まれ。早稲田大学社会科学部卒、東京大学大学院法学政治学研究科修了。1982年日立クレジット株式会社（現日立キャピタル株式会社）入社。経理部部長代理、社長室主幹、株式会社日立製作所グループ戦略室部長、日立キャピタル証券株式会社取締役社長、日立キャピタル株式会社業務役員常務法務部長、日立キャピタル損害保険株式会社代表取締役社長などを経て2012年4月より現職。政府審議会の専門委員等の数多くの公職を歴任。論文著作多数。

日立キャピタル株式会社の中国法人である日立租賃（中国）有限公司と、ファクタリング事業を手がける日立商業保理（中国）有限公司の董事長の佐藤良治氏にお話を伺いました。

Q1. 日立キャピタルの中国での歴史と事業内容についてお聞かせ下さい。

日立キャピタルは2005年の4月に日立租賃（中国）有限公司を設立致しました。リース会社の資本は自己資本の10倍を上限とする規制があるため徐々に増資を進め、現在の資本金は1億ドルです。また、営業債権は約50億人民元となっています。ポートフォリオのうち、約7割が中国の病院向け医療機器のファイナンスです。顧客の95%は中国系で、日系は5%程度です。日立グループの案件は全体の約1割を占めています。

中国経済が高度成長から安定成長にシフトし、お客さんである病院を経営する地方政府の財政が急激に悪化してきているため、事業の過渡期を迎えています。当社のビジネスは病院向けの割合が高く政策変更リスクが大きいため、公共分野を伸ばして二本柱にしたい

と考えています。公共分野の中では、特に教育、環境、公共交通、公安（警察）事業に注力します。また、日立グループ・日系企業向けのビジネスを増やして中国系・日系の比率を半々にしていきたいと考えています。この日系の比率には日立グループの日立建機株式会社が中国の建設会社に建設機器を販売するような、製品は日立グループ、リース先は中国系という販売金融事業や、日立グループのサプライヤーである中国企業へのファイナンスを含みます。

Q2. 公共分野を伸ばす計画とのことですが、中国の政府を相手とするビジネスの特殊性はどのような点にありますか。

中国は市場経済化が進んでいますが、計画経済がまだ色濃く残っています。例えば地方自治という概念や地方財政の独立性は小さく、地方政府は中央政府の計画を実現する役割が中心となっています。日本の地方交付金、地方交付税に近い制度はありますが、あまり機能していないため、中央の政策を地方が実現するときの財源が常に問題になります。

地方政府は独自の税収があまり獲得できないので、融資プラットフォームと言われる会社を作り不動産開発を行っています。この融資プラットフォームがシャドーバンクの主要な要素の一つになっています。この仕組みは中国の財政制度や社会制度と表裏一体のものです。

中央が計画しても地方は財源が無く、資金の捻出が必要になると考えると、そこにファイナンスの需要が出てきます。特に当社が今後注力する教育、環境、公共交通、公安（警察）の4分野の整備は中央政府の計画には必須になっていますが、実施しても地方の税収や雇用が増えにくい分野です。

例えば教育の分野では、各省のGDPの4%を教育予算に投資すべしと中央政府は指示しています。中国は長期的な政策として単純労働を中心とした労働集約的な産業構造から、より付加価値が高い産業構造にシフトすることをめざしています。教育の振興はそのために重要であり、格差是正にもつながる良い政策なのですが、地方政府にとってはすぐに雇用が拡大するわけでもなく、教育の効果が出て付加価値の高い働き手が育ち税収が増えるまでには、かなりの時間がかかります。環境も同様です。PM2.5の問題を解決するためには環境投資が必要ですが、個別企業からすると環境投資は収入増に結びつかず、地方政府にとっても環境投資で税収は増えません。公共交通も問題を抱えています。庶民の足ですから建設コストに見合った料金体系を取れません。北京には十数本の地下鉄がありますが、どこまで乗っても2元です。これも地方財政の悪化要因の一つとされています。

これらの分野で、地方政府のために税収と投資のギャップを埋めるファイナンスを、リースやアセットファイナンスを使って提供していきたいと思います。

### Q3. 2013年8月に日立商業保理(中国)有限公司を設立されましたが、どのような狙いでしょうか。

2012年6月から上海市と天津市の2地域で限定的に外資にファクタリング業務が開放されました。もともと中国は社会主義国家で、改革開放前は金融の必要がありませんでした。国が経済計画を決めて必要な資金は国の財政で予算化し、唯一の銀行だった中国人民銀行が資金を配分する仕組みでした。

市場型に移行する過程の中で1984年前後から個別企業の事業計画に沿ったファイナンスが必要になってきました。最近のフィナンシャルタイムズの記事によると、中国の国有企業はGDPの3分の1を占めていて、中国の銀行の融資全体の90%が国有企業や地方政府向けとのこと。資本市場も未成熟で株式や社債を発行するマーケットも育っていません。そのため、結局民間にお金が回りにくい仕組みになっています。お金が回らないと民間企業は経営できませんので、商流にファイナンスをつける形で銀行の業務を補完するた

めにファクタリング事業が国内外の優良企業に開放されました。

日立キャピタルは、特に日立グループ企業向けを意識してファクタリング会社を設立しました。なぜなら、中国に進出している日系企業の資金調達環境が厳しい状況だからです。2万3,000社から2万5,000社という日系企業が進出していますが、中国の銀行は国有企業や地方政府向けのファイナンスを優先し、中国の民間企業にも手が回っていません。まして日系企業に融資する感覚は全くありません。2万数千社の日系企業の資金調達は日本の銀行が対応することになりますが、中国に進出している日系の銀行はメガバンク3行を含めて合計で7行しかありません。この7行で2万数千社の資金需要を支えるのは困難です。

日立グループも同様で、自由に資金が調達できるわけではありません。そうすると、日本から大きな資金を資本金で持ってくることになりますが、中国はコントリブーリスクもあるので、大きな資本投資は避けたいところです。その結果、資金調達環境は日本とは比べものにならないくらい厳しくなります。

ファクタリング会社ではキャッシュフロー改善の支援のために2つのサービス提供を狙っています。キャッシュフロー改善のためには売掛金の回収を早くして買掛金の支払いを長くして、棚卸資産を持たないことがベストな選択になります。

サービスの1点目は調達先の支援です。先程述べたように、調達先も民間企業であれば資金繰りが厳しい状態ですから、キャッシュフロー改善のために支払いを延伸すると調達先が破綻する可能性が出てきます。そこで調達先の資金繰りを含めてサポートするニーズがあると見ています。

2点目は販売側の支援です。中国で製造して中国で販売するためには現地の販売代理店と組むケースが多くなります。キャッシュフローを改善するためには、例えば前金での販売は合理的ですが、販売代理店の資金繰りは厳しくなります。売上を倍にしようと計画すれば、販売代理店の資金量も倍必要になりますが、現実には難しいでしょう。ここにもサービスの余地があります。

これら2点を支援するために当社は日立グループ各

社への直接のファイナンスニーズに加えて調達先や販売代理店など、現地の商流に着目したファイナンスを提供していきたいと考えています。

**Q4. 先程の話にありました地方債務の問題、いわゆるシャドーバンキングについて、どのようにお考えでしょうか。**

ハードランディングするかソフトランディングするかという点では、希望も含めて恐らくハードランディングはしないだろうと思います。問題はシャドーという点にあります。

成熟した金融市場のあり方は、2つの世界のいずれかです。国際的な協調やフレームワークの中で市場をコントロールする世界、もう1つは透明性をもってリスクを開示できる世界です。シャドーバンクは中国特有の問題ではなく世界中で同じようなことが行われていますが、中国のシャドーバンクとは政府がコントロールする金融システムの外側で金融機能がはたらくことを指します。問題はコントロールできないだけでなく、見えないという所にあります。

実は1990年～2012年の間に、中国のGDPは27.8倍になっています。これ自体はすごい成長です。ただ、同じ期間にマネーストック<sup>1</sup>は61.9倍になっています。中国政府は20年前からアベノミクスの目玉である異次元の量的緩和政策を続けているということです。今でも中国はGDPの200%位のマネーストックがあります。日本は量的緩和を行って170%、アメリカに至っては50%です。中国は社会投資のために資金が必要でしたから貨幣を沢山供給していました。通貨は安くなりインフレは起こりますが、経済はお金が回りますから成長します。成長は好ましいですが、反面、北京や上海の中心部を中心に不動産価格が異常に上昇してバブルになってきていることを中国政府も認めています。

バブルを引き締めるために最も有効な手段は貨幣供

<sup>1</sup> Money Stock (通貨残高): 世の中に出回っているお金の総量。一般企業・個人・地方公共団体・地方公営企業など、金融機関や中央政府を除く経済主体が保有する通貨量の残高。本稿での数値は  $(M2+CD) / (\text{名目GDP})$  を用いている。

給量を減らすことです。しかし急激に貨幣供給量を減らすと日本でも起こったように資金調達能力が低い中小企業などが次々に倒産しかねません。その微妙なコントロールが必要な状況でシャドーバンクのように外側で行われる金融機能があると、例えばマネーサプライを減らすときに、3%引き締めれば経済にこれぐらいマイナスが出るだろうと覚悟の上でやったとしても、それが外側でレバレッジが働いてマイナスのスパイラルになってしまうかもしれません。せめてシャドーバンクの実態がつかめればコントロール可能になるかもしれません。地方債務・シャドーバンクの問題を解決する過程では、銀行の不良債権が大幅増加することになると思います。中国政府も同様の認識です。

とはいえ、同じようなことを中国は過去にも行っています。1997年のアジア通貨危機の後の1999年に4大銀行から1.4兆人民元といわれる不良債権を購入しています。この額はこの年の中国のGDPの15.6%にあたります。日本銀行の北京事務所ではシャドーバンクの貸出残高は中国のGDP比で約59%とみていますが、全てが不良債権になるわけではありませんから、このうち20%が不良債権化したとしても、GDPの12%弱です。中国政府は、1999年と同様に今回も処理が可能であると考えているようです。もし対策に失敗して、中国が本当にハードランディングすることになれば中国だけでなく世界経済に大きなダメージになります。私見では、中国で金融自由化が進んでいないことが、かえってプラスに働いてソフトランディングすることができるような気がします。

**Q5. 中国政府が2013年9月から上海自由貿易試験区をスタートさせました。金融の自由化を試験的に進めていくといわれていますが、何を目的としているのでしょうか。**

非常に回答しにくい質問です。自由化の目的は二点あると考えています。第一に人民元の国際化、第二は香港の金融センター機能の一部を国内に取り込むことです。

まず背景についてお話しします。経済には金融と

いう資金仲介機能や信用創造がとても重要ですが、健全な投資と投機の境目がはっきりしませんし、金融は自然に膨張していきます。中国は金融を自由化せず規制で縛っていますが、それでもシャドーバンク問題が起きています。当局はこれを緩めて自由化の速度を上げると制御不能になる恐れがあると考えているのではないのでしょうか。他方、計画経済に市場メカニズムを入れたように、資金配分を国が立てた計画で実施することの限界もよく分かっているので、経済原理で一番効率的な分野や企業に資金を流す自由化も徐々に進める必要があると考えていると思われます。

第一の目的は人民元の国際化です。中国は経済を内需主導型に移行するとしています。貿易取引を縮小するというのではなく、拡大のスピードを落とすということです。中国は世界最大の石油純輸入国であり、石油の約60%を輸入に頼り、小麦などの食糧も一部分は輸入しています。外国から購入せざるを得ない石油資源や戦略物資を米ドルでしか買えないということになると、安全保障上問題があります。そこで中国政府は人民元を貿易通貨にしたいと明言しています。

中国は人民元建ての海外貿易取引には積極的ですが、投資資金や運用資金としての人民元は魅力がありません。マーケットも自由化されていません。自分が買うときは人民元を使ったとしても、もらった相手の使い勝手が悪ければ基軸通貨にはなれません。中国のGDPが大きくなるほど、グローバル企業にとって人民元での取引のウェイトが大きくなりますが、一番使い勝手が悪い通貨であるのも事実ですから、人民元をどうすべきかが悩みの種になっています。そこで上海自由貿易試験区をゲートウェイにして限定的に人民元の活用が可能になるというメッセージを出すことが人民元の国際化にとって非常に重要になります。

しかし基軸通貨にしてしまうと、実需を伴わない投機マネーが動くようになり経済に悪い影響を及ぼしかねません。そこで全面自由化ではなく地域を閉じてコントロールしたいと考えていると思います。

人民元を使ったファイナンスは、中国国内投資だけ

を念頭に置いてはいません。例えばロンドンマーケットはユーロの起債市場としてのキャピタルマーケットの中心ですが、日本企業は日本やアメリカで投資する資金もユーロボンドなどを発行してロンドンマーケットで調達しています。同様に、アジアに投資する企業が上海のマーケットを使って資金調達してインドネシアに投資したとしても何らおかしくないわけです。中国は金融の自由化を試験的に進めることで、アジアの資金を上海に集めたい、人民元をアジア通貨にしたいというメッセージを発信しているのだと思います。また、米中の貿易不均衡の問題で人民元切り上げ圧力が強まっています。急激な人民元高は経済への影響が大きいため避けたいものの、人民元高にせざるを得ないと中国政府も考えているので、緩やかに国際通貨化を図ると同時に元高に誘導していくことを中国政府は考えていると思います。そのための試金石として、上海と深圳地域を金融特区にしたと考えています。

第二の目的は金融センターの取り込みです。中国政府は金融産業を成長産業と捉えていますので、香港にある人民元ゲートウェイとしての金融センター機能を徐々に上海に移すことを考えているのではないかと思います。これが実現すると、東京がアジアの金融センターとなる可能性がますます遠のき、個人的には大変残念に思います。

ゲートウェイには入口と出口の両方があります。今までは中国経済が急成長しましたので中国は資金難であり、グローバルに資本を集めるために中国本土の開放のドアは大きく開けず、香港のドアを通じた中国への投資を政策的に誘導していたと思います。今度は、逆に中国がお金持ちになってきました。中国政府が将来的にTPPの交渉に参加したいと表明して日米が驚きましたが、貿易の次は間違いなく資本取引の話になります。中国が門戸を開放したからあなたも開放しなさいと。中国としては稼いだお金でグローバルに投資をしたい。そのためには香港のゲートウェイだけではなく、もう1つの金融センターを中国の国内に作りたいたいの意図もあると思います。

ただし、中国国内の金融仲介システムがまだ成熟してない段階で自由化してしまうと、自国の銀行が

優れた先進国の金融機関に凌駕されてしまいます。当局としてはそれを避けたいでしょうし、経済的な混乱も招きたくないでしょう。例えば、アジア通貨危機の際も投機に近いヘッジファンドのような資金がタイやインドネシアに急激に投資をして不動産価格を値上がりさせましたが、局面が変わると一挙に引き上げてしまいました。金融行動によって経済変動が加速されることを金融業界の用語でプロシクリカリティ<sup>2</sup>といいます。それを中国政府はよく理解しているので、国内の金融システムが安定化するまでは完全自由化をしたくないと考えていると思います。反面、自由化に対する諸外国の圧力が非常に強くなってきている事も認識しているので、自由化の道筋にあることを示すために上海の自由貿易区を使うことは考えられます。

具体的な施策はまだみえてきていません。まだ、どのような自由化をやりますと公表する段階ではなく、各銀行なり企業なりに何を希望するかヒアリングをしている段階ということでしょう。

まとめますと、中国政府は人民元の国際化とグローバル投資の加速については本気ですが、中国国内への投資やファイナンスの自由化に関しては、どれほど本気かは分からないということです。

**Q6. 上海の自由貿易試験区には香港上海銀行(HSBC)やスタンダードチャータード銀行が真っ先に手を挙げたほか、日系メガバンク3行も進出すると表明しています。中国へ進出している日系企業には、どのような金融サービスへのニーズがあるのでしょうか。**

推測ではありますが、最も望まれているのはグローバルCMS(Global Cash Management Service)だと思います。アジアの通貨は欧州のユーロ圏と違い多通貨です。通貨リスクも金利水準も違い、特性の違いが替リスクがある複数の通貨を管理する難しさは各社が抱える悩みです。これに対応するためには各社に国際財務機能が必要ですが、普通の会社の財務部にはそこ

<sup>2</sup> Procyclicality：景気循環を増幅させる効果

までの機能を抱えられません。そこで銀行と組んでグローバルCMSのプログラムをつくることになります。サプライチェーンも国際化していますので、中国で作ってタイで加工してインドネシアに運んで、さらにアメリカに売るといった取引が行われています。調達先も各国に分散していますので、きちんとコントロールしないと支払いの問題が起きますし、物が入荷しないリスクも出てきます。これを管理しなくてはなりません。もちろんITも必要ですが、お金の流れをコントロールする機能も重要になってきます。

**Q7. 中国が人民元の基軸通貨化を進めるとのことですが、日系企業は、どのような準備をすべきでしょうか。**

今まではドルだけが基軸通貨でしたのでアメリカの企業はドルのポジションだけを気にすればよく、為替リスクを常に見るといった必要はありませんでした。それに比べてヨーロッパや日本の会社は自国の通貨とのバランスをみなくてはならないので経営の自由度が低くなっていました。中国はそれをよしとしない国です。自分の国の通貨で取引できるようにしたいと考えています。

もし仮に基軸通貨がドルとアジア通貨としての人民元になると、日本企業は円建ての決算を行う限り、ドル・人民元・ユーロの影響を考慮しなければなりません。その為替リスクだけで経営のボラティリティが高くなります。グローバルCMSとまではいなくても、どの通貨でどういう支払いと受け取りがあるかという通貨コントロールをする仕組みを作らなくてはなりません。

人民元が自由化すれば、逆に国内取引でも外貨取引の余地が出てくる可能性もあります。日本企業としては人民元やドルの取引のウェイトを下げ、一番自信がある円建ての取引を増やすのが合理的です。しかし日本は円の国際化に失敗しましたし、今後さらにステイタスが下がる可能性もあります。どのような通貨管理をするかを考えることはグローバル企業の宿命です。

Q8. 最後に、7年後の2020年に日立キャピタルの中国事業をどのようにしたいか、思いをお話してください。

中国は本当に変化が激しい国なので何が起こるかわかりませんが、やはり商流に対するファイナンスや多通貨間の通貨バランスが重要になってきます。それに対して一定の役割を果たせるような会社になりたいと考えています。日立グループの一員としては、日立のグローバル中期経営計画でも中国の重要性は上がっていますので、中国での商流に対するファイナンスのモデルケースのようなものを作り上げることができれば素晴らしいと思います。



## 欧州諸国の eHealth 政策

研究第三部 主任研究員  
林 工

欧米、日本など先進国のみならず、中国など新興国においても、高齢化や生活習慣病のまん延による医療費の増大が問題となっている。本研究は、医療費増大を抑えつつ、限られた医療資源の中で医療の費用対効果を高めていく施策として、「eHealth 政策」に注目し、先進的取り組みの多い欧州先進国の動向を分析する。

eHealth 政策においては、第 1 に、個人が受けるサービスの視点から、ヘルスケアを予防、診断、治療、リハビリ／介護といったステージからなるサイクルと見なし、各ステージの個別最適化だけではなく、サイクル全体を通じた最適化をめざすこと。第 2 に、IT を活用し、個人の健康・医療に関わるデータを過去から現在に至るまで、包括的に収集し、分析すること。そして、分析で得られた知識・知見を、国民の健康増進政策や医療政策につなげていくことが、鍵となると考えられる。そのためには、IT に関わる技術的な課題だけでなく、国民の価値観の変化や制度の整備が必要であり、日本と同様、高齢化が進む国が多い欧州の取り組みは日本にとって参考となる点も多い。

### 1. eHealth の利点と課題

IT 利活用による期待が高まった背景には、以下のような点が挙げられる。

- ・ センサ技術の高度化によるデータ収集の容易化
  - ・ スマートフォン、タブレットなどのモバイルデバイスの普及による、データ収集のリアルタイム対応
  - ・ 音声・画像などの非構造化データも含めた収集対象データの拡大
  - ・ 蓄積データのビッグデータ化とその分析・活用技術の発展によるアウトプットの高度化
- 一方、IT を利活用する上で克服すべき課題としては、
- ・ 経過分析を可能とする十分な件数があり、しかも一貫性がある母集団の確保とそのデータの収集
  - ・ 予防、診断、治療、リハビリ／介護のサイクル全体にわたって個人にひも付けられたデータの収集
  - ・ データ分析から導かれた施策の効果が出るまでのタイムラグがある中でのプロジェクト継続
- などが挙げられる。

これらの課題に対応した施策の 1 つとして、IT

を活用した社会基盤の整備、特に国民規模の EHR (Electronic Health Record) 整備が注目される。

たとえば英国では、世界最大の公的医療サービスである NHS (National Health Service) が、高齢化などによる需要超過で 2013～2020 年に約 300 億ポンド (約 5 兆 1,000 億円) の資金不足を見込んでいるが、この不足分については、患者による健康管理の促進、最新技術の活用などにより対応する方向である。中でも患者本人による健康管理は、健康寿命の伸長にとって重要な要素になる。その実現のための基盤として、EHR の整備が欠かせないとのコンセンサスのもと、国を挙げた取り組みが進められている。

また、高福祉国として有名なスウェーデンでも医療と介護とのシームレスな連携をめざし、地方レベルで開発された EHR を全国規模で接続することにより、先進的なサービスの提供が開始されている。

英国、スウェーデン、および保険制度が日本の制度に類似しているフランスのそれぞれの取り組みについて、(1) 医療制度改革の方向性、(2) 国レベルの eHealth 政策、(3) EHR の整備状況とその特色、(4) 先進的なプロジェクトやサービス事例、の 4 点でまとめると下記の通りとなる。

### 2. 欧州での医療制度改革、EHR の整備状況

#### 2.1 英国の動向

(1) 医療制度改革の方向性：市場化と国による大規模投資などの改革を続けてきたが、2013 年に組織改革を実施し、自由化による経営効率化を推進。

(2) 国レベルの eHealth 政策：2013 年 1 月に、ペーパーレス化による医療費削減や医療とソーシャルケア、一次医療 (General Practitioner, GP) と二次医療 (病院) とのデジタルな情報共有で対応する「Digital Challenge」を発表。

(3) EHR の整備状況と特色：2002 年以降、緊急用の基本情報を含む SCR (Summary Care Record) と全ての患者履歴を含む DCR (Detailed Care Record) の 2 つを国民規模で推進。SCR は、2015 年 3 月までに 100% の整備が進む状況であり、DCR は巨額の損失を生みつつも 2017 年まで事業を延長。



(4) 先進的なプロジェクト・サービス事例：2013年、NHSは病院・GP・全てのソーシャルケアのデータを接続し、二次利用をめざす新プログラム Care.Data を開始。GP参加については強制力のあるプログラムとすることでデータの量と質を担保。

SCRやCare.Dataの取り組みは、医療とソーシャルケアデータの収集・加工、連携・分析・公表を行う英国唯一の機関であるHSCIC（Health & Social Care Information Centre）が推進。

英国ではSCRとCare.Dataが実現すれば、2015年には、①緊急用の医療基本情報の国民規模での共有に加え、②全ての医療とソーシャルケアデータの情報の二次利用に向けた基盤が整備されることになる。

またNHSでは、HSCICが保有するデータなどを活用したオンラインサービスNHS Choicesを提供することで、個人による健康管理の強化も図っている。

## 2.2 スウェーデンの動向

(1) 医療制度改革の方向性：高齢化が他の先進国より早い時期から進行しており、1960年代から高齢者向けサービスが発展。また、エーデル革命など医療費削減施策を展開し、医療費の対GDP比を10%以下に維持。

(2) 国レベルのeHealth政策：2010年に①個人ニーズの最優先、②ソーシャルサービス分野でのIT活用、③国全体、多国間の連携、を基本方針とした「National eHealth」を発表。

(3) EHRの整備状況と特色：EHR構築はランスタイン（日本の都道府県相当）が個別に推進してきたが、地方自治体・地域協会（SALAR）やコミュニケーション（日本の市町村相当）などが参画する専門組織CeHis（Center for eHealth in Sweden）が主導し、2012年には全国で連携したNPO（National Patient Overviews）を構築。今後はNPOを活用し、地方レベルで開発した先進サービスを全国に展開する方向。

(4) 先進的なプロジェクト・サービス事例：オンラインでの情報提供や匿名での問い合わせなどが可能な1177.seや若者向けの情報サイトUMOが、NPOを活用したサービスとして進められ、個人による健康管理を促進。さらに、自分でセキュリティレベルなどの設定を含めて管理可能なMy Informationというプラットフォームに、福祉や医療に関する情報を国民が保管し、各自でサードパーティが提供するアプリケーション

と自身の各種医療情報などをリンクさせるサービスが2014年から開始されるなど、国民自身による健康管理強化を志向している。

## 2.3 フランスの動向

(1) 医療制度改革の方向性：民間および公立の医療機関が医療サービスを提供し、公的な健康保険により皆保険制度を実現している点で、日本の制度に類似。WHOの「The World Health Report 2000」のHealth System Performanceランキングでは世界1位であったが、GP導入など医療費削減に向けた制度改革の実施にも関わらず、近年の医療費の対GDP比率は増加傾向が続いている。

(2) 国レベルのeHealth政策：2013年3月、保健省大臣がeHealthに関する3つの重要戦略について言及。①医療従事者・機関の業務効率化支援、②医療従事者に対する協調医療実施の促進、③国民の医療情報へのアクセス改善、の3点が目標。

(3) EHRの整備状況と特色：EHR用医療IDは導入済。しかし、EHRへの登録は、医療費還付率付加などのインセンティブを与えているにもかかわらず遅延しており、今回対象とした3カ国の中では遅れている状況。また、過去の政権交代の影響による取り組みの停滞も見られる。医療情報とソーシャルケア情報の統合も目標としているが、法律整備が必要であるなど引き続き課題は多い。

## 3. 我が国の状況と今後の方向性

日本の状況としては、2013年6月に閣議決定された「世界最先端IT国家創造宣言」で、医療情報連携ネットワークを2018年度までに全国へ普及・展開することが目標として明示されている。また、2014年度中に全ての健保組合などに対して、レセプトなどのデータ分析およびそれに基づく事業計画「データヘルス計画」を作成・公表することを義務付けている。このように、国レベルの戦略においてもeHealthに関する内容は重要な位置を占めているが、その具体的な取り組みはまだ緒に就いたばかりである。

日立総研では、今後も各国の国家戦略におけるeHealth政策の位置付けや先進的な取り組みの状況に注目し、分析を進めていく予定である。

## PROCUREMENT 20/20

### Supply Entrepreneurship in a Changing World

By Peter Spiller, Nicolas Reinecke, Drew Ungerman, and Henrique Teixeira

研究第二部 主任研究員 阿部 英明

近年、企業のサプライチェーンは複雑さを増し、調達機能強化の重要性はますます高まってきている。コンサルティング企業 McKinsey が行った、過去5年間にわたる企業の調達組織に関する調査と、700社を超えるCPO（Chief Procurement Officer）との2,000時間にもおよぶインタビューに基づく本書は、イノベーション創出や企業イメージ向上など企業価値を高めるための調達組織の変革を提言する。

#### 1. 価値を産み出す調達への変革

経営者にとって、自社の調達が本当に優れているのか、という問いかけに対する多くの答えはノーである。経営者は、調達には多くの解決すべき課題があり、そこに利益創出の可能性があると考えていると本書は指摘する。事実、高いパフォーマンスを発揮する調達機能を有する企業は、競合他社よりも強い財務基盤を構築している。

ではどのようにして調達が利益を創出するのか。多くの経営者は、バイヤーの能力不足や、機能しない組織体制、情報の活用不足などの改善が必要であると考えているが、これだけでは不十分である。McKinseyは、不確実性を増す事業環境に、いかに調達が対応できるかが重要であると説いている。調達が対応すべき課題を5つのトレンドとして挙げている。

#### 2. 5つのメガトレンド

##### 2.1 再均衡する世界経済（The Great Global Rebalancing）

中長期的に世界経済をけん引するのは、先進国ではなく、成長著しい新興国であることが予測される。従って、新興国の人財や技術の活用による競争力強化を求める企業が増加し、現地生産によるコスト削減だけでなく、新興国発のグローバル対応製品（Glocalized Products）開発などによる価値創出が重要となる。GEは、

X線事業部の本社機能を米国から中国に移転し、現地での研究開発を強化することで、拡大する新興国医療市場の成長を取り込むことを狙う。新興国市場を熟知し、より高度な調能機能を有する企業が、競争的優位に立つ。

##### 2.2 必要不可欠な生産性改善（The Productivity Imperative）

EMS（Electric Manufacturing Service）のような受託生産を大規模に行う外部専門企業が拡大する中、企業にとって、ノンコア業務の外部委託による生産性改善が必要不可欠となる。Appleは、生産を外部委託する一方で、徹底した取引先管理による品質確保や、自社販売ネットワークによる強固なサプライチェーンの構築によって、低コストかつ高品質な製品の安定供給を実現している。自社業務の外部委託増加に伴い、複雑化する外部企業の管理能力や、外部委託すべきノンコア業務を見極めるためのベンチマーク能力が重要となる。

##### 2.3 ビックデータとグローバル情報網（Big Data and the Global Grid）

グローバルな情報流通の増加に伴うビックデータ利活用の拡大は、経験や勘に依存した業務運営から情報に基づいた合理的な意思決定への変化を促す。調達においても交渉や、需要予測などのコア業務に、情報分析能力が求められる。さらに、取引先や市場情報に基づくリスク管理による調達保全の実現などへの貢献が期待される。

##### 2.4 ボラティリティのある世界（Volatility as the New Normal）

新興国の経済発展に伴い資源・エネルギー消費が世界的に増加し、資源価格のボラティリティも増大する。一方で、地球温暖化などの環境変化に伴い自然災害リスクの高まりが予想される中、調達保全を実現できる企業は競争優位に立つことができる。機動性の高い調達（Agile Procurement）が必須となり、リスクのみえる化、戦略オプションの事前検討、他部門との連携強化などが必要となる。Hewlett-Packardは部品のコストと供給リスク管理のために、調達、財務、営業、マーケティングの各組織が連携し、販売・調達シナリオ分析を実施し

ている。取引先との契約にリスクヘッジ条項を織り込むことでコスト低減と調達保全の実現に取り組む。

## 2.5 新しい成長要因 (The New Economic Drivers)

環境などの社会問題への市民や政府の意識が高まることで、環境保護や社会的責任に対する企業の取り組みの重要性も増す。しかし、これらの活動は、企業にとっては新たなコストやリスク増加要因となり、対策が必要となる。Nestléは度重なる環境保護団体からの批判に対応する形で、取引先の徹底した管理や指導手法、環境影響に配慮した調達スキームを確立した。一方、Siemensは取引先のエネルギー消費を改善するプログラムを確立し、自社の省エネ機器・ソリューション販売の事業機会創出を狙う。

## 3. 調達改革のロードマップ

5つのトレンドを理解することができたとしても、正しく対応し、利益を産み出すことは至難の業である。その実現のためには、大胆な調達の組織改革が必要と本書は指摘する。組織改革は多大な労力と時間を要するが、その取り組みが失敗に終わらないように。McKinseyは、次のステップを踏む必要があるという。

### 3.1 明確なビジョンの確立

まず、3～5年後にあるべき姿を明確にすることが重要である。5つのメガトレンドに全て対応する必要はなく、企業を取り巻く環境や、調達組織の状況によって対応の優先順位をつける必要がある。例えば、消費財産業であれば、価格競争に打ち勝つことが何よりも必要であり、資源価格のボラティリティ対応の重要性も高くなる。

### 3.2 調達のパフォーマンス査定

あるべき姿とのギャップを把握するために現状の調達力を分析し、必要とされる能力を見極める必要がある。例えば、ノンコア事業の外部委託マネジメントの優先順位が高ければ、市場分析や、自社機能ベンチマーク、取引先査定などの能力が重要となる。その上で、バイヤーおよび調達組織全体の強み、弱みを分析し、改善すべき課題を顕在化させるべきである。

### 3.3 組織改革プログラムの立案

課題を明確にした上で、調達組織のリーダーはどうやってそれを克服するかを決める必要がある。組織改

革において最も難しいところであるが、効果的な組織改革の実現には、まず経営幹部からの権限委譲を受けることが必須である。その上で、現状分析を踏まえて優先順位をつけ、リーダーが組織改革のプログラムを立案すべきである。最後に、取引先を含めた関係者に対して組織改革に対する理解を深めさせることが必要となる。特に内部の抵抗勢力への対処は重要となる。そのためにはCPOが、なぜ改革が必要なのか、あるべき姿などをストーリーとして伝えることと同時に、改革の初期段階において、組織に影響のあるリーダー人財を選び、参画させることが効果的である。その他、組織改革への貢献に対するインセンティブ設計、バイヤーの能力開発を支援する教育も不可欠である。

### 3.4 組織改革プログラムの実行

組織改革プログラムを実行するためには、成功事例を積み上げていくことが重要である。そのために、プログラム実施の前に、影響の大きさや成功可能性を基準にパイロットプロジェクトを選定し、組織改革プログラムへのフィードバックを得ることも必要である。そしてプログラムをやりぬくために必要なことは2つ、リーダー人財の責任感の醸成と、それを現場で広げるための仕掛け作りである。リーダー人財の責任感醸成のためには、CPO含めた幹部による進捗確認のためのステアリングコミッティ設置が必須となる。それを広げる仕掛けとしては、CPOもしくは、リーダー人財によるタウンホール・ミーティングの開催などが効果的であろう。

## 4. むすび

本書は、調達に取り組むべき課題を明らかにし、利益を創出する組織への変革を訴えるが、多くの課題は、原価低減や部材の安定供給などであり、新たな価値創造への挑戦ではないのが実態であろう。従って、最初に取り組むべきことは、本書のサブタイトル (Supply Entrepreneurship) が指し示す、調達組織への起業家精神の浸透ではないだろうか。事業創出の意欲に燃え、高い目標に果敢に挑戦するバイヤーだけが、サプライチェーンにおける新しい価値創出の機会を見つけ出し、企業の競争的優位の源泉となりうるであろう。

# 日立 総研

vol.8-4

2014年3月発行

発行人 白井 均

編集・発行 株式会社日立総合計画研究所

印刷 株式会社 日立ドキュメントソリューションズ

お問合せ先 株式会社日立総合計画研究所

東京都千代田区外神田四丁目14番1号

秋葉原UDX 〒101-8010

電話：03-4564-6700（代表）

e-mail：hri.pub.kb@hitachi.com

担当：主任研究員 田中 英俊

<http://www.hitachi-hri.com>

All Rights Reserved. Copyright© (株)日立総合計画研究所 2014（禁無断転載複写）  
落丁本・乱丁本はお取り替えいたします。



# 日立 総研

[www.hitachi-hri.com](http://www.hitachi-hri.com)