

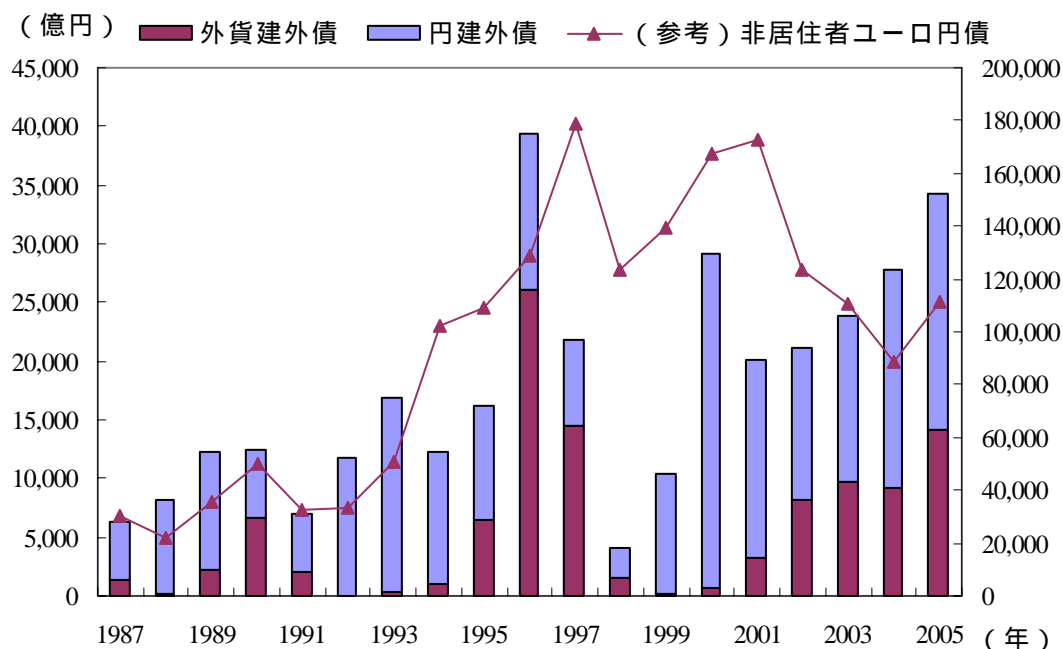
第2章 東京金融市場の活性化

ここでは、発行体（非居住者）、投資家（非居住者）のニーズと、それぞれの立場からみた現状の東京債券市場のインフラの問題点についてみていく。

1. 非居住者発行体への対応

非居住者の発行体としては、ソブリン（政府あるいは政府機関）の発行体と、海外企業の2種類が考えられる。ここではソブリンの発行体に触れつつ、企業を主体に考えたい。発行体が市場に求めるものは、機動的な資金調達を行うことのできる環境である。東京のサムライ市場は、かつては、ロンドンを中心とするユーロ市場と比較した場合の問題点も多々指摘された。だが、近年、M&A や増資目的を含めまとまった金額での調達が可能な市場として評価が高まってきている。

図1 非居住者の本邦における債券発行、募集



財務省資料より作成

起債の方法には、現状有価証券届出書によるものと、発行登録制度によるものの2種類がある。

表1 起債方法の比較

	有価証券届出書	発行登録
概要	有価証券の募集又は売出しをする場合には、発行者は内閣総理大臣に有価証券届出書を提出する必要がある。ただし、「その有価証券に関して既に開示が行われている場合」、「適格機関投資家のみを相手方とする場合（プロ私募）」、「発行価額又は売出価額の総額が1億円未満の場合」などは原則として届出の必要はない。届出を行うと、その内容はすぐに公衆の縦覧に供される。また、募集又は売出しをする者はその有価証券の投資勧誘ができるようになる。ただし、届出の効力が発生しなければ実際に販売することはできない。	一定の適格要件を満たしている発行会社が、あらかじめ一定期間内に予定する有価証券の募集または売出しについて発行登録書を財務大臣に提出していれば、当該有価証券の募集または売出しの届出をせず、発行条件等のみを記載した発行登録追補書類を提出するだけで、当該有価証券の売付けを行うことが可能となる。
提出書類	有価証券届出書および添付書類（法律意見書、款等公益又は投資者保護のため必要かつ適当なものとして内閣府令で定める書類） 発行条件決定後には調印済の契約書類の写し。 証券取引所に上場されている有価証券の発行者が有価証券届出書を提出する場合には当該証券取引所に、店頭登録株式の発行者が有価証券届出書を提出する場合には証券業協会に、それぞれ届出書類の写しを提出する。	発行登録書および添付書類、発行登録追補書類、添付書類
利用要件	サムライ債はソブリン債とコーポレート債に区別される。いずれも証券法上の開示を行うことが義務付けられているが、日本国加盟の国際機関は開示義務の適用を免除されている。 開示様式： ソブリン債の発行者は「外国債等の発行者の内容等の開示に関する内閣府令」（以下「外債府令」）に従い有価証券届出書を作成。 コーポレート債の発行者は国内企業と同様に「企業内容等の開示に関する内閣府令」に従い作成する。 開示要件の言語：日本語	以下の、の双方を満たしていること 継続開示要件 有価証券報告書を1年間継続して提出していること 周知性要件 に加え、以下の4つの要件のうちどれかひとつを満たせばよい。 ・発行登録書提出時点の株式時価総額が250億円以上 ・3年間の売買代金の平均が100億円以上かつ、発行登録書提出日の応当日の3年平均時価総額100億円以上 ・指定格付機関よりA-以上の格付を2つ以上取得している場合 ・一般担保付社債を発行できる会社であること
格付/上場	任意。但し、格付取得しない場合は「格付を取得していない」旨を届出書に記載する必要がある。	
準拠法	日本法	
手続き	発行者が有価証券届出書を提出。 届出書により当初届出発行額を増減するため訂正届出書を提出した場合、届出の効力発生に要する期間が、その増減する程度により中1-3日を要する。	発行者が発行登録書を提出。発行登録が発効しているのであれば、いつでも発行可能。 発行登録追補書類：未定であった分の条件を書き込んだ書類。主な記載内容は、発行金額、年限、発行・償還日、発行価格、利率。
ローンチまでの期間	届出書は提出後、「15日を経過した日」から発効。 「15日を経過した日」の計算には祝祭日を含むが、年末年始は別扱いになることがある。（投資家保護の観点から、投資家に周知する期間として設定されている。今はEDINETがあり、提出後30分から2時間後には掲載される。	登録書は、提出後「7日を経過した日」から発効。
マーケット・リスク	条件決定日当日の募集ができない場合、募集開始日までの間1-2日のマーケット・リスクが生じる。	理論上は発行登録書の発効日に、発行登録追補書類を提出して、全部の手続きを完了させることができる。
最近の改正事項		2003年1月より「発行登録制度の利用適格要件の拡大」が実施された。 これにより、これまでは発行登録制度の利用が認められていなかった未上場・未登録の外国会社について、未上場・未登録の内国会社と同様に利用が認められるようになった。

複数市場参加者へのヒアリングをもとに国際通貨研究所作成

(1) 有価証券届出書による起債

起債手続きの概要

サムライ債を発行する場合、発行者は有価証券届出書を作成し関東財務局長に届け出をしなければならない。また、証券取引法（以下証取法）上の開示を行うことが義務付けられているが、日本国加盟の国際機関は開示義務の適用を免除されている。

開示書類は、ソブリン債の発行者は「外国債等の発行者の内容等の開示に関する内閣府令」（以下「外債府令」）に従い作成するが、コーポレート債の発行者は国内企業と同様に「企業内容等の開示に関する内閣府令」（以下「開示府令」）に従い作成する。有価証券届出書作成後は、有価証券届出書および添付書類（法律意見書、約款等公益又は投資者保護のため必要かつ適当なものとして内閣府令で定める書類）を提出する。提出後 15 日を経過した日より、届出書は発効する。また、証券取引所に上場されている有価証券の発行者が有価証券届出書を提出する場合には当該証券取引所に、店頭登録株式の発行者が有価証券届出書を提出する場合には証券業協会に、届出書類の写しを提出する必要がある。

問題点

有価証券届出書による起債は、もともと機動的な資金調達を想定してはいないものの、機動性・効率性を阻害する規制が非常に多い。

第一に、証取法上、届出書に記載する募集又は売出しに関する事項（証券情報）において記載しないで提出できる事項は、内閣府令により、発行価格、利率等（他に引受会社、管理会社、登録機関、元利金支払場所、申込証拠金など）に限定されている。届出書提出日後に募集日程の変更を行うことは困難であり、年限や商品性の訂正（特約の付加など）は一切認められない。

第二に、訂正届出書を提出した場合、効力発生に期間を要することに加え、その期間について予見できないケースがある。たとえば、当初届け出た発行額を増減する場合、発行額の変更幅により、届出の効力発生に要する期間が中 1-3 日となる¹。債券の発行額は起債環境に応じて変更することがあるが、その変更幅により届出書の発効日が変わることでより募集可能となる時期が影響されるため、柔軟な起債が困難となるケースがある。また、「発行者情報」の訂正を行なう場合、訂正届出書を提出してからその効力が発生するまでの期間が様々（大抵の場合は中 3 日であるが、訂正内容次第ではそれ以上を指定される可能性

¹ 上限 30% までの増額または下限 50% までの減額の場合中 1 日、30% 以上の増額または 50% 以下への減額の場合中 3 日、が目安となっている。

もありうる)であり、市場を跨る国際的な募集が行われる場合は実務上大きな障害となる。この他、有価証券届出書を作成する際の作業量・費用負担が、発行登録追補書類の作成に比して大きいことも指摘されている。

(2) 発行登録制度

欧米では Shelf registration が、短期間に債券発行を可能にする制度として広く活用されており、市場環境が短期間に大きく変化するような場合にもある程度まで対応することが可能となっている。これにならい、日本でも「発行登録制度」が 1988 年の証取法改正で創設された。

発行登録による起債が届出書による起債と比して有利な点は、発行を予定する有価証券の登録をしてあれば、追補書類を提出すればいつでも起債が可能である点である。また、有価証券届出書による起債と比べた場合、発行までの期間を 8 日間短縮できることも利点の一つとして挙げられる²。

取引所上場（又は店頭上場）会社の場合、以下の 、 双方を満たしている場合、発行登録書と添付書類を提出することによりこの制度を利用した起債が可能となる。

継続開示要件

有価証券報告書を 1 年以上継続して提出していること。

周知性要件

に加え、以下の 4 つの要件のうちどれかひとつを満たすこと。

- ・発行登録書提出時点の株式時価総額が 250 億円以上。
- ・3 年間の売買代金の平均が 100 億円以上かつ、発行登録書提出日の応当日の 3 年平均時価総額 100 億円以上。
- ・A-以上の格付を指定格付機関から 2 つ以上取得している場合。
- ・一般担保付社債を発行できる会社（該当先は電力会社、NTT など。通常の事業会社は該当せず）であること。

の周知性要件については、従来「非上場の内国会社は格付基準をみたすことで発行登録を利用できる」という趣旨の但し書きがあり、非上場の非居住者の発行体には当該但し書きが適用されなかった。その後、2003 年 1 月の内閣府令の改正で条文から「内国会社」

² 発行登録書による起債の場合、発行者が発行登録書を提出し「7 日を経過した日」に発行登録追補書類を提出すれば、当日中に起債することが可能である。

の文言が外された。これにより、非上場の外国会社も非上場・未店頭登録の内国会社と同様に、格付を取得すれば発行登録制度の利用が認められるようになり、発行登録制度が利用可能な発行体の範囲は拡大した。

これまでのさまざまな制度改正の結果、サムライ債の起債条件は、ユーロ円債とほぼ同等の水準に改善されてきた。しかしながら、起債手続きに必要な契約書等の書類作成のための弁護士費用などの固定費用の面では、依然ユーロ円債との格差が存在する。そのため、単位あたりの発行費用を引き下げることができる発行体による大型の起債以外では、サムライ債による起債条件がユーロ円債に劣後することが多い。

(3) 債券の形態

日本の社債登録制度は日本固有のユニークな制度であり、外国人投資家にとって馴染みが薄いといわれていたが漸くこれもペーパーレス化が決まった。以下では、債券の形態と形態ごとの制度の違いについてみていく。

本券

登録債、振込債・振替債に対して本券の形を発行するもの、現物債。

登録債

債券発行時に本券を発行せず、登録制度に基づいて登録機関（国債は日銀、その他の債券は民間銀行）に保有者が登録された債券をさす。債券の保有者は、本券を所有する代わりに「登録済通知書」（債券の銘柄名・額面・記番号等が登録されている）を保有し、利払いや償還は登録機関が所有者に通知する。売買が行われた場合には、登録名義を譲渡人から譲受人に変更する（「移転登録」）ことにより決済が行われる。

現在の社債等登録制度は、平成 20 年 1 月 5 日までの政令で定める日に廃止される予定であるため、それ以降に発行される社債等については登録制度を利用することはできず、振替債か現物債のいずれかにより発行することとなる。これに伴い、各投資家が保有している既発行の登録債・現物債は、平成 19 年までに償還となるものについては、振替債への移行は不要であるが、それ以外の債券については引き続き税制優遇措置の適用を受けるために、遅くとも平成 19 年末までに移行する必要がある。

なお、これまで、国内の事業会社の発行する社債はほとんどが登録債の形で発行されており、非居住者の起債もすべて登録債で発行されている。

振込債・振替債

「社債等の振替に関する法律」に基づき、証券の券面を発行せず、売買などの記録をコンピュータ上の振替口座簿（国債は日本銀行、一般債は証券保管振替機構）において管理するもの。所有権の移転は口座上の振替で行われる。振込債・振替債は完全ペーパーレス（電子化）により権利移転を行い、投資家も本券の発行請求ができない。そのため、社債等登録制度において必要であった見本券・予備券の準備を含む債券の発行及び調製が不要となり、発行者にとっては券面発行コストが軽減できる等のメリットがある³。

振替債の利用拡大には、保有主体が課税対象か否かの属性確認の問題が障害となっているといわれるが、これについては、後ほど 2(2) 税制上の問題にて触れる。

2. 非居住者投資家への対応

(1) 市場環境の整備

分散投資の問題

グローバル債券運用を行っている非居住者投資家にとって、発行体リスクの分散、運用利回りの向上を主目的とする「分散投資」は、最も基本的な運用手法である。「分散投資」を行う環境が整備されていることは、これら非居住者投資家にとっては重要な点である。日本では、非課税対象が国債のみに限られているため、円債市場に対する非居住者投資家からの評価は芳しくない。

米国で国債以外の商品への分散化傾向が見られ始めたのは、米国の Agency 債市場が拡大し始めた 1997-8 年頃からである。その後、Lehman Brothers Index が幅広い投資家に適用されはじめてからはソブリン、政府系以外の民間クレジットも投資し始める動きが顕著になってきた。また、保守的な運用手法をとる中央銀行でさえ、すでに米国のモーゲージ投資を開始するなど ABS、モーゲージ債等へのニーズが高く、最近では、本邦住宅金融公庫の RMBS への投資を検討開始しているところも散見される。

クレジット商品について

国債以外の発行体によるクレジット商品は、投資対象ツールとして極めて重要な位置付

³ 現状、既発の登録債はまだ市場に流通しているため、振替債と登録債が並存している形となっているが、平成 20 年 1 月までには一般債振替制度に一本化（既発債の一部は償還となり、その他は引き続き税制上の優遇措置を受けるために振替債へ移行する必要があるため）される予定。

けとなる。

ここ数年、分散投資、利回り向上を目的とするクレジットものに対する需要の高さを反映して、世界的にクレジットスプレッドのタイト化傾向がみられる。また、原油高を背景としたオイルマネーも、クレジットものの市場に流入していると推測される。

投資の開始

(a) 国債取引

非居住者が国債投資を開始する場合、振込参加者である国内金融機関に直接カスタディ口座を開設するか、あるいは グローバル・カスタディアンと呼ばれる金融機関にカスタディ口座を開設し、そこを経由して国内金融機関にカスタディ口座を開設する必要がある。

現状、国債は条件を満たせば非居住者の源泉税は撤廃されているものの、口座開設の手続きや、課税主体の確認等のため非課税申請手続きに時間がかかるケースが多い。

(b) 一般債取引

源泉税非課税扱いの中央銀行、政府系機関、国際機関の場合:

アジア各国の外貨準備のうち約 10%が円建てであるが、現在日本国債の金利が非常に低いことから、高い利回りを求めて一般債への運用ニーズはある。中央銀行、政府系機関は、日本銀行にカスタディ口座を開設しているケースが多いが、日本銀行では一般債の決済を行えないため、民間の金融機関にカスタディ口座を開設する必要がある。しかし、民間金融機関でのカスタディ口座開設にあたっては、コストあるいはクレジット・リスクが発生することが問題となり、中央銀行によっては、容易に口座開設を行えないところもある。

民間の非居住者投資家の場合:

源泉税が課税されるため、大半の民間非居住者投資家は国内の政府保証債、地方債、事業債など一般債に投資できないのが現状である。

債券の保有

登録債を保有する際には、名義書換停止期間が年 2 回、それぞれおよそ 3 週間あるため、これを考慮しながら統合的なポートフォリオを作ることが必要であったが、一般債振替制度への移行完了後は解消される。

決済

(a) 国債の決済

国債（含 TB/FB）⁴の決済は、資金・証券とも日本銀行金融ネットワークシステム（以下日銀ネット）が利用されている。平成 13 年 1 月からは即時グロス決済が導入されており、日銀ネットで DVP 決済が行われている。

(b) 一般債の決済

平成 18 年 1 月 10 日から開始された一般債振替制度⁵により、振替債は、証券保管振替機構にてグロス・グロスの DVP 方式で決済が可能となった。具体的には、資金決済については日銀ネット、証券は証券保管振替機構のシステムを利用し、これらをリンクして決済し、機構及び口座管理機関が備える振替口座簿の増減記録により残高を管理している。

(c) ユーロクリアの利用

ユーロクリアは、非居住者の機関投資家のほとんどが参加している決済システムであるが、現状円債（国債、一般債）の決済は行えない。その理由のひとつに、課税対象に該当するか否かの属性確認の問題が挙げられる⁶。

仮に円債（国債、一般債）がユーロクリアで決済可能となれば、投資の意思決定を行うと同時にすぐに投資が可能となり、非居住者の資金取込の機会を増やすことができよう。実際に、非居住者の投資家の中には、全ての円債がユーロクリアで決済可能であれば、円債への投資を積極的に検討したいとの要望がみられる。

(2) 税制上の問題

現行の非課税制度の取扱

非居住者、外国法人については、現行の税制上、振替国債の利子は非課税となっているものの、それ以外の公社債については、外国の政府・中央銀行/一部国際機関を除き、受け取る公社債利子等には原則として 15%の国税の源泉徴収が課されている⁷。

このため、公社債流通市場では、利子の源泉徴収を受ける公社債（以下、課税玉）と、

⁴ 物価連動債については振替決済未対応。

⁵ 従来は発行者によって指定された元利金支払い場所以外では元利金の支払いが受けられなかったが、この制度の開始により、投資家が口座管理機関を自由に選択できるようになり社債権者の利便性が向上した。

⁶ このほか、日本の社振法上求められている帳簿や所有期間の計算等に対応するため、ユーロクリア側で相当のシステム対応が必要であることなどが問題点として挙げられる。

⁷ 金融機関、証券会社、公共法人等、資本金 1 億円以上の内国法人などの主体が受け取るものについては源泉徴収が免除される。

源泉徴収を受けない公社債（以下、非課税玉）が並存しているが、流通市場では非課税玉を主体とする取引が主流となっている。その結果、同一銘柄でも、課税玉の流動性は非課税に比べて乏しく⁸、源泉徴収を受ける主体は公社債流通市場に参加しにくい状況となっている。

非居住者のうち、グローバル・カストディアン経由で決済する非居住者、特に第三者から運用を委託されている投資顧問の場合、最終投資家の属性によっては、非課税扱いを受けられないケースがある。

（参考）公社債の課税玉の取引

課税玉は利払い時に源泉徴収されるため、金融機関等にとっては経過利息の計算が煩雑となる。また、流通市場の主体は非課税玉であることから、課税玉は買い手を見つけることが難しく、途中売却ができないことが多い。そのため課税玉の保有者は利払い日（名義変更日）まで保有することとなり、保有コスト、レボコスト等が発生する。証券会社が課税玉を買い取る際には、上記コスト分を差し引いた価格を提示するのが慣例となっており、結果として課税玉の価格は非課税玉の価格より低くなる。

国債非課税制度適用の手続き

非課税制度の適用を受けるためには、国内の国債振替決済制度参加者（国債の口座管理機関となっている国内の金融機関・証券会社等、サブ・カストディアン）から口座の開設を受ける場合には、その国債振替決済制度参加者及び日本銀行を、また、適格外国仲介業者から口座の開設を受ける場合には、当該適格外国仲介業者、その上位機関である国内の国債振替決済制度参加者及び日本銀行をそれぞれ経由して非課税適用申告書を日本橋税務署長に提出する必要がある。平成 17 年度の税制改正で、非居住者等の国債保有に係る税制優遇措置については、適用にあたって必要な諸手続きが一部簡素化されたものの、依然、適用を受ける際の手続き⁹が煩雑であるとの指摘もある。

また、社債等の振替に関する法律（以下社振法）上、「口座管理機関」は「帳簿」を付けることを求められているが、グローバル・カストディアンと呼ばれる外国間接参加者につ

⁸ 売却をする際の価格自体も非課税玉の価格から流動性プレミアム、税金分などが差し引かれて低く設定される。

⁹ 最初に適用を受ける際に「非課税適用申告書」を提出し、「非課税適用申告書」の提出後に氏名等又は住所の変更をした場合、その変更日以後最初に利子の支払を受ける日の前日までに「異動申告書」を提出。利子の支払を受ける日の前日までに「所有期間明細書」を提出する必要があるが、これについては非課税適用申告書を提出した国内の国債振替決済制度参加者又は適格外国仲介業者が代りに作成・提出することができる。

いては、その下に位置する間接参加者が複数である場合も全ての関係者の元帳を保持することが求められている。この規制は日本銀行の帳簿との突き合わせを目的としているとされるが、間接参加者については日本銀行が FIP (Foreign Intermediate Participant)¹⁰ の資格申請・審査の段階でチェックをしており、グローバル・カストディアンにすべての関係者の元帳の保持を求める必要は低いと考えられる。

このほか、非居住者が受け取る配当等に対する租税条約に基づく税制優遇措置に係わる事務手続きや適格外国仲介業者 (Qualified Foreign Intermediary, 以下 QFI) の認定¹¹手続き、非居住者又は外国法人の利付国債の利子非課税制度や、外国間接参加者 (FIP) などの手続きの簡素化が期待される。また、非課税適格対象か否かの判断を容易にすること、非課税適格に必要な書類を統一することも重要であろう。

国債の非課税制度 (外国投資信託の取扱)

「非居住者又は外国法人の利付国債の利子非課税制度について、国外で多数向けに募集された外国投資信託で証券投資信託に類するもの (国内で募集されたものを除く。) が支払を受ける利付国債の利子を、一定の要件の下に、非課税の対象とする。」とある。

「外国投資信託で証券投資信託に類するもの (国内で募集されたものを除く。)」の規定の適用対象であるかどうかについては、目論見書に開設書類 (日本語) を添えて日本橋税務署や国税庁 (源泉徴収担当) に相談する必要があるケースもある。適用対象であるか否かの具体的な基準は、利付国債課税関係の改正の「利付国債の利子の課税の特例の拡充」¹² のなかの「対象となる外国証券投資信託」として、「外国投資信託が証券投資信託または公社債等運用投資信託に該当すること、外国投資信託の設定に係る受益証券の募集が国外において、多数の者を相手方として行われ、かつ、当該外国投資信託の目論見書その他それに類する書類にその勧誘が多数の者を相手方として行われた旨の記載がされていること、外国投資信託の受益証券の募集が、国内で行われていないこと」が挙げられている。しかしながら、この基準では対象外となる、法人格がない非課税団体については、具体的な基準が明確ではない。

¹⁰ 日本銀行が 2001 年 4 月に新たに外国金融機関向けに設けた資格。日銀 直接寄託者 間接寄託者 顧客となる場合、外国間接寄託者が FIP の資格を取得しない限り、関係する海外の顧客は非課税措置を受けられない。

¹¹ QFI とは、社債等の振替に関する法律に規定する「口座管理機関」の指定を受けており、かつ、国債振替決済制度の「外国間接参加者」として日本銀行の承認を受けている者であり、租税の賦課及び徴収に関する情報交換規定を有する租税条約を締結している相手国のものであることなどの要件を満たすものとして日本橋税務署長の承認を受けているグローバル・カストディアンなどの海外金融機関などのことをいう。

¹² この制度は平成 11 年度に「一括登録国債の利子課税の特例」として措置されて以降、数次の改正を経て現行の制度となっている。

保有主体の属性確認（課税対象）

債券は、保有主体によって、源泉徴収・非課税と税法上の取り扱いが変わるため、形態別に税法上の源泉徴収履行義務が定められている。具体的な源泉徴収履行義務者は、本券が元利金支払場所等、登録債が指定支払場所、振替債については、国税が発行体および発行代理人、地方税が口座管理機関となっている。

登録債の場合、登録機関から保有者情報の開示を受けて保有主体の属性を確認するが、登録機関には守秘義務があるため、実務上は難しかった。

一方、振替債については、「国税の源泉徴収対象か否かの投資家属性を含む利払い情報の提供は証券保管振替機構から発行者になされ、その対価としての手数料は、発行者が発行代理人を通して証券保管振替機構へ納める新規記録料に含まれると解釈される（手数料表に明文はない）」¹³と解釈されている。

一般債の非課税措置

分散投資をする場合、通常の機関投資家は課税対象となる商品を投資対象から除外するのが一般的である。日本市場は、国債のみ非課税となっており、一般債といわれる政府保証債、地方債、事業債、利金債などの国内債券（除くサムライ債）は、すべて課税されることが非居住者の投資の障壁となっている。

ヘッジファンドなどは、欧米市場であれば国債、株式、社債等の間で活発にアービトラージ取引を行っているが、日本市場については課税問題があるため参入できないとするところが多い。非居住者投資家から、円債市場が投資対象として選好されるためには、国債のみならず広く一般債も非課税とすべきである。

現在、総務省主導で地方債の非課税化について検討されているが、非課税措置の適用範囲を地方債に限らず一般債（政府保証債、財投機関債、事業債、利金債）すべてに拡大することが期待される。仮に地方債のみが非課税となり、他の一般債は引き続き課税となれば、市場参加者の混乱を招くであろう。加えて、東京債券市場の国際化の根本的姿勢に対して、非居住者投資家の不信感をあおることになりかねない。

(a) 発行体のメリット

非課税対象が拡大すれば運用利回りの向上、分散投資を目的とする非居住者投資家の需要が見込まれる。これにより、居住者に加えて非居住者にまで投資家層が多様化し、債券

¹³ 企業の資金調達円滑化に関する協議会（2005）

による資金調達安定化につながりうる。

(b) 投資家のメリット

・ 運用商品、クレジットの多様化

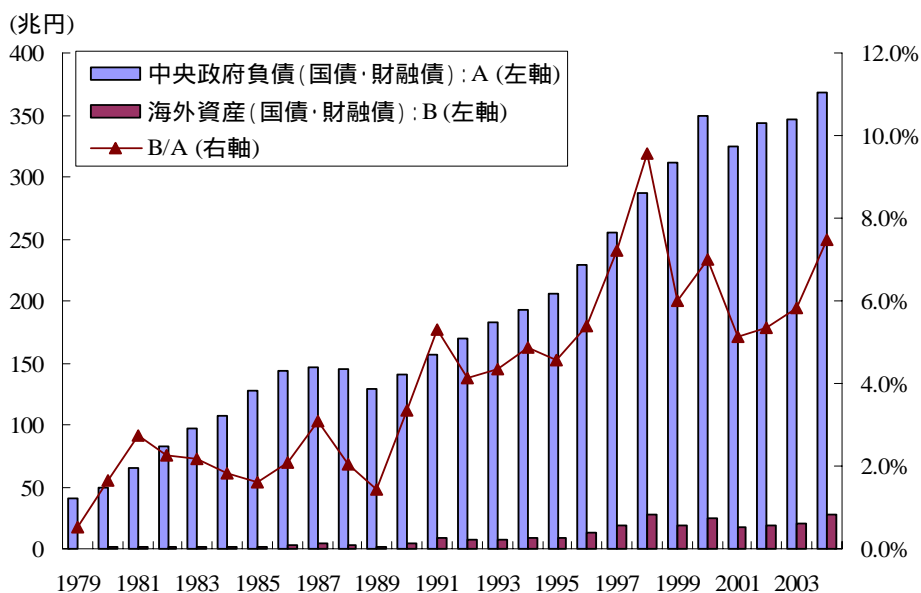
地方債、事業債など、ユーロ円債には少ないクレジットや、ユーロ円債では流通玉が極めて少ない残存年数が短い商品、ユーロ円債よりもスプレッドの広い銘柄（政府保証債など）などの投資対象が格段に多様化されることにより、投資家は、理想的なポートフォリオ運用、ALM 管理を行うことが可能となる。

・ デリバティブ市場の発展

発行体の格付に応じたスプレッドが確保出来るようになるため、金利 スワップ、クレジット スワップの現物のヘッジ対象となることが見込める。

一般債の非課税措置を導入した場合、非居住者による保有割合がどの程度増加するか、具体的な数字で示すことは難しい。しかしながら、国債非課税措置が導入された 99 年以降、それまでの 20 年間の平均保有比率が 3.5%であった非居住者による国債の保有比率が安定的に 5%程度を占めるようになった（図 2 参照） のと同様の増加を見込むことができよう。

図 2 非居住者による国債保有額推移



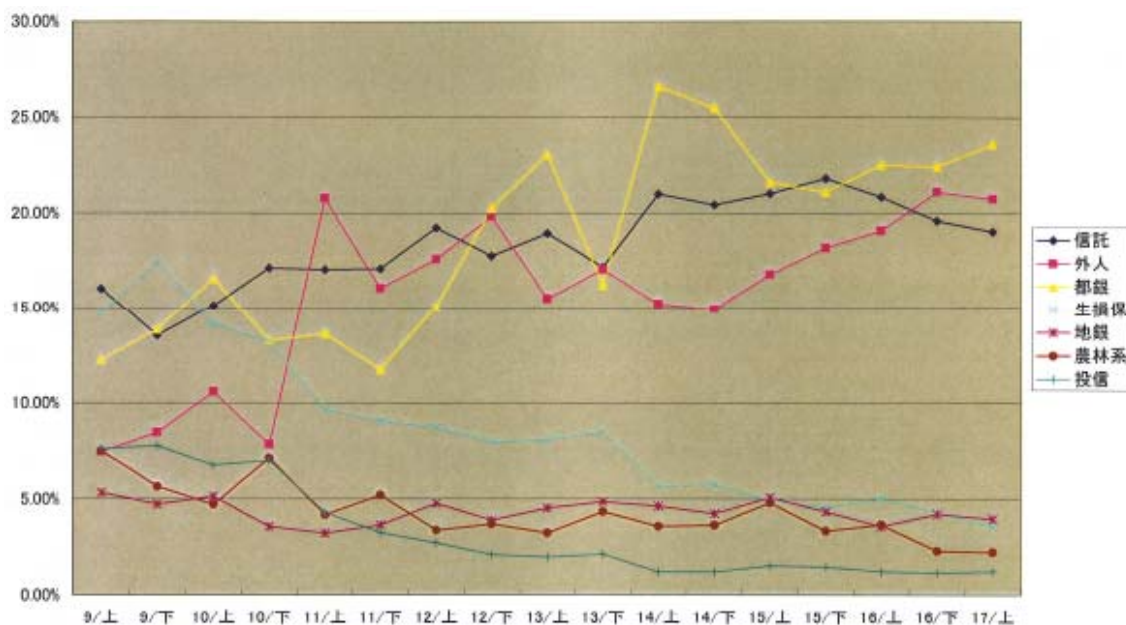
(注) 中央政府負債から日銀・一般政府保有分は除いている。

日本銀行「資金循環統計」より作成

保有比率の増加に加え、一般債流通市場の活性化にも貢献することも十分に考えられる。

国債流通市場における外国人の売買シェアは、99年9月の源泉税撤廃以前は平均5-7%であったが、撤廃後には15-20%に伸び、最近では月間ベースで30%を記録することもあるなど都銀、信託銀行、生保などの国内大手投資家に匹敵する規模の投資家層となった。この経緯から判断して、一般債流通市場においても非課税措置の導入による非居住者のプレゼンスの拡大が期待できる。その結果、国債を含めた円債市場への参加者が格段に拡大し、国内円債市場全体の活性化、そして非居住者投資家からみた円債市場のプレゼンス向上につながりうる。

図3 業態別の日本国債保有シェア推移



出所: 資料をもとに三菱UFJ証券作成

3. まとめ

東京債券市場の活性化のためには、円債市場を非居住者発行体および非居住者投資家にとって魅力ある市場に育成することが重要である。本章で見てきたように、発行体にとって、コスト面でもユーロ円債と同等な環境を作り、世界の機関投資家が分散投資の対象とするような環境を作っていくことが臨まれる。具体的には、日本国債に加えて、一般債

全般に非課税措置を導入すること、利用可能な決済システムの拡大（例えば、ユーロクリアでの円債決済の開始）などが挙げられよう。

こういった措置を取ることによって、非居住者からみた東京債券市場の評価を大きく高めることができよう。その結果、発行および流通の両市場における非居住者のプレゼンスも拡大し、東京金融市場全体の活性化にもつながろう。