

NIRA 政策レビュー

www.nira.go.jp

October 2006 No.

6

アジア債券市場の育成

総合研究開発機構 (NIRA) 理事長 伊藤元重

議論のポイント

- アジア通貨危機は、東アジア地域（北東アジアおよび東南アジア諸国）の国々が積極的に地域連携を進めていく重要な契機となった。自由貿易協定（FTA）の動きと並行して、通貨安定のための通貨スワップへの取り組みなど、金融分野の協力も進んでいる。債券市場の整備もそうした中で重要な位置を占めている。
- アジア通貨危機の一つの反省点に、多くの国が海外からの短期資金に頼りすぎたということがある。より長期の資金のチャネルとして債券市場を確立することで、多様性を持ったバランスのよい金融市場を育てていく必要がある。
- 債券市場を確立する上では、法整備、会計制度、租税上の取り扱い、格付制度、信用補完制度、証券決済制度など、様々なインフラ整備を進めていかななくてはならない。こうした取り組みで、東アジア域内の国が協力していくことが求められ、とりわけ日本はそうした取り組みに積極的に関与していくべきである。
- アジアで債券市場を育てていく取り組みに日本が積極的に関与していくことは、バブル崩壊後後退してしまったと言われる、日本の金融業のグローバル化を促進していく上でも有効である。

アジア通貨危機の教訓

なぜ、アジア債券市場を育てることが重要であるのか。日本にとって、そしてアジア諸国にとってどのような利益があるのか。金融の専門家以外には、これらの質問への解答は難しい。債券（ボンド）という特殊な分野に関わることであり、ましてやアジアという広域な地域を対象としたアジアボンドとなると、一般の人々にとって関心の薄いテーマである。

しかし、アジア地域全体の発展にとって、健全なアジア債券市場を育てることは重要であり、アジア各国のリーダーや専門家もその重要性を認識し始めている。その市場を発展させる上で日本に期待される役割は大きい。そして何より、日本の金融業の発展のためにも、アジア債券市場を育てることが必須の要件となっているのだ。

1997年のタイバーツの暴落に端を発しアジア全域に広がったアジア通貨危機は、その後のアジア地域の通貨連携のあり方を考える上で重要な契機となった。ASEAN+3（日中韓）の枠組みの中で、通貨安定化のためのスワップ協定の枠組みができて（いわゆる「チェンマイ・イニシアティブ」）、さらにはアジアボンドに関して熱心な議論が続けられている。

アジア通貨危機の背景にある重要な要因の一つは、タイやインドネシアなど通貨危機に襲われた国々が、海外からの資金流入の多くを短期資金に依存していた点にある。海外の銀行などからの借入れである。こうした短期資金は、アジアの国々にとって効率的に資金を調達する上で都合のよい存在ではあったが、その資金がいったん引き上げられ始めると、資金の動きは急速な逆流を始め、アジア諸国の経済は壊滅的な打撃を受けた。

この時期、タイ・インドネシア・韓国などが資本の流出で大

アジア債券市場の育成

きな影響を受けたのに対し、中国への被害が比較的少なかったことが注目された。タイなどは、短期の借り入れ資金に多くを依存していたが、中国は直接投資という形の長期の資金への依存度が高かった。直接投資など長期の形で入ってくる資金は簡単に海外に流出できないので、他の国が通貨危機に襲われても中国から資金が逆流することはなかったのだ。

こうした動きを受けて、アジアの国々は海外からの資金の受入について多様なチャンネルを確保することの重要性を強く認識するようになった。とりわけ、短期銀行借り入れという短期資金に過度に依存せず、より長期に資金を調達できるようなチャンネルを育てることの重要性が多く専門家によって指摘されている。海外直接投資などの実物投資の形での資金流入を拡大することが重要であることは言うまでもないが、債券のような金融手段を利用した長期資金の流入の道を開くことにも関心が高まったのである。

金融の発展なしには健全な地域経済の成長はない

1990年以降、アジア経済の経済発展には目覚ましいものがある。アジア通貨危機で一時的な躓きはあったものの、現在においてもアジア地域、とりわけ中国やASEANを含む広域の東アジア地域は世界の成長センターとして目覚ましい経済発展を遂げている。その発展の重要な特徴は、特定の国だけの単独の成長というのではなく、域内における国境を越えた分業関係が深化しているという点にある。東アジア域内の貿易は拡大を続け、その背後には日本や韓国などからの直接投資がある。そして、こうした国境を越えた経済関係の緊密化によって、地域全体をカバーする金融の動きの重要性が増してきているのだ。

国内経済でも同じことであるが、経済が発展するほど、金融の重要性が増し、より多くの金融取引が行われるようになる。GDPなどで計った生産や支出レベルでの経済規模に比べて、金融資産のストック量や金融取引の額が大きくなっていく現象、すなわち金融深化の現象が見られるのだ。アジア地域にとっての重要な政策課題は、域内の経済活動が高まる中で銀行部門の貸出残高などの金融深化に比べて、債券市場ではそうした動きが十分に見られないという点である。

アジア通貨危機以降、アジア地域では域内の経済関係を発展させるための様々な取り組みが行われてきた。通貨安定の仕組みの構築、アジア通貨単位の確立への努力、自由貿易協定(FTA)の締結への取り組みなどである。とりわけFTAについては、ASEAN諸国によるAFTA(ASEAN自由貿易地域)への取り組み、日本、中国、韓国のそれぞれによるASEAN諸国とのFTAの交渉などが続いている。そしてそうした一連の取り組みの延長線上で、東アジア共同体を形成しようという目標が掲げられている。

こうした一連の域内連携の取り組みは、当然、モノやサービスの分野だけでなく、金融分野にも関わるものである。健全な金融市場の整備なしには健全な経済の発展はありえない。これは国を超えた東アジア地域のような広域の地域経済にも当てはまることである。アジア通貨危機はこの地域にとって不幸な出来事ではあったが、それをきっかけにこの地域の金融市場環境を整備しようという動きが出てきたことは喜ばしいことであるのだ。

インフラ整備の重要性

高度に整備された金融市場は、自然発生的にできるものでは

ない。特に債券市場のような質の高い取引が求められる金融市場の場合には、様々なレベルで市場のインフラを整備する必要がある。本誌5頁で宮地氏が整理しているように、東アジア各国は債券市場の整備のために、関連法規、租税上の取り扱いの明確化、会計制度、格付制度、信用補完制度、証券決済制度など、様々な制度整備に取り組んでいる。こうした一連のインフラ整備が進んで、はじめて本格的な債券市場が確立するのだ。

こうした制度整備は、基本的にはそれぞれの国に関わる問題である。しかし、東アジア域内の経済関係が緊密化し、国境を越えた様々な経済活動が拡大していく中では、こうした一連の取り組みを地域全体の課題として捉えていく必要がある。日本や韓国のような債券取引先進国は、アジアの他の国々の債券市場のインフラ整備を支援していく必要がある。

また、4頁で神田教授が論じているように、国際的な債券市場取引には国内制度を超えたいろいろと難しい問題が多い。しかし、域内の経済取引が拡大しているという現実の中では、そうした国境を越えた債券市場の法的な問題を解決し、制度整備を進めていかなければならない。

アジア諸国の中に債券市場を整備したいという気運が盛り上がっていることは、このような域内のインフラ整備を進めていく大きなチャンスでもある。東アジア共同体を目指した動きの流れの中で、アジア域内の国際債および国内債の市場整備を進めていくことを、地域全体の共同の課題とすることが必要であるのだ。

日本の金融業の国際化

バブル崩壊後、日本の金融業の国際化は大きく躓いてしまった。金融機関は不良債権処理の中で生き残りをかけたリストラ

と再編を繰り返してきた。そうした危機的な状況からはようやく脱したものの、日本の金融機関の国際化は大きく遅れてしまった。日本の金融業が持続的な成長を続けるためには、グローバルに競争力のある金融機関や金融市場が育成されていかななくてはいけない。

そうした視点から見ても、アジア地域における金融連携の動きは、日本の金融機関にとっても重要な意味を持つはずである。今後制度整備が進んでいくことが期待されるアジア域内の債券市場の存在も大きいはずである。世界の成長センターとしての東アジア地域の金融への潜在的な需要は大きい。制度整備さえ進めば、日本の金融業にとっても様々なビジネスチャンスが生まれるだろう。

重要なことは、東アジアでの債券市場は、制度整備と市場の拡大が同時進行的に進んでいくということである。日本がその制度整備にどれだけ積極的に関わっていくのかということは、日本の金融業がこの市場でどれだけ活動を広げていくことができるのかということに大きな影響を及ぼすはずである。日本の対応が遅れば、東アジア地域の債券市場は、債券市場先進国である米国主導で進められることになるだろう。

アジア地域における欧米の関与を排除しようというのではない。むしろ、真の意味で外に開かれた金融市場を創り上げていくことが、アジア地域が健全な経済発展を遂げる上では重要であろう。ただ、重要であるのは、そうしたアジアの金融市場に日本は積極的に関与していくべきであるし、日本が他のアジア諸国と連携して市場の国際化を促進していくような姿勢をとるということである。



伊藤元重

1951年生まれ。東京大学経済学部卒。79年米国ロチェスター大学大学院経済学博士号（Ph.D.）取得。専攻は国際経済学、流通論。96年より東京大学大学院経済学研究科教授、現在に至る。2006年2月よりNIRA理事長。（特非）金融知力普及協会理事長、政策分析ネットワーク代表。著書に『伊藤元重の経済がわかる研究室』[2005]編著、日本経済新聞社、『ゼミナール国際経済入門 改訂3版』[2005]日本経済新聞社、『はじめての経済学（上・下）』[2004]日本経済新聞社、など多数。

（写真：乾 芳江氏）

アジア債券市場関連法制の課題

東京大学大学院 法学政治学研究科 教授 神田秀樹

アジアには債券市場が発達している国は少ない。世界的にみても、国債を別にすると民間債市場が発達している国は、米国、英国などを除くとほとんどない。そうはいつでも各国とも近年債券市場は徐々に広がりつつある。しかし、日本、韓国をはじめアジアでも、債券市場の発展を図っていく上ではいろいろと課題がある。日本では、上場会社が発行する証券はエクイティ物は多く社債はそれほど多くはない。それでも日本国内では債券も相当出てきてはいる。しかし、アジア各国での債券市場育成となると、課題が多い。

社債法制の将来

日本を含むアジアの債券市場のインフラのあり方を議論するには、証券決済システムなど決済インフラ整備を検討する必要があり、また法的側面を中心に整理すると「社債法制の将来」をどのように展望するかという課題がある。例えば(1)プログラム発行が可能かどうかなど証券発行手続、(2)開示制度など証券取引法・金融商品取引法等、(3)基本的論点として債券関連法制(多くは会社法制)に関係する課題が存在する。

〈国際的な法適用〉

第1は国際的な法適用のあり方。日本企業はエクイティ物を中心に外債を多くクロスボーダーで発行しているが、どこかの国の法律が適用されるかという課題がある。社債部分は「純粋に私法的な関係」と考えると、当事者自治という国際私法のルールによって決まるといえそうであるが、必ずしもそうではない。例えば日本の会社法では社債権者集会の決議は裁判所が認可するとしているが、そうした社債権者集会に関する会社法の規定は「強行規定」として当事者が選択した社債の準拠法にかかわらず適用されるとする見解も有力であり、どの見解が定説であるかについては完全には整理がついていない。

〈社債管理者と社債権者集会〉

第2に、日本国内の近年のデフォルト事例に照らし、日本の制度である社債管理者のあり方と社債権者集会が実際に開けるかという問題につき議論がある。

〈社債以外の債券の法適用〉

第3は社債以外の債券に係る問題。最近は地方公共団体や第三セクターなど各種団体が債券を発行し、学校法人債や医療機関債まで出てきているが、これらは従来は私法上有価証券化されておらず、したがって、現在では、商法の適用も証取法の適用もない。それでよいかという課題がある。2007年施行予定の金融商品取引法で同法の適用対象とされる予定ではある。

〈サムライ債などデフォルト時の取扱い〉

最後に外国の国等が日本で発行するソブリン債のデフォルト時の取扱いの問題。日本国内で円建発行されるサムライ債は、国が発行するので従来デフォルトはなかったが、近年アルゼンチンおよびウルグアイが発行したサムライ債がデフォルトとなって日本国内で債権者集会を開いたが、いずれも商法・会社法の直接適用はない。債券の場合デフォルト時の取扱いが融資との対比でより明確さを欠く。問題の多くは契約条項関連。第一はCAC(コレクティブ・アクション・クローズ)と呼ばれ、デフォルトしかかった場合に多数決で元本カットなどを決めていいかという問題。多数決でのカットを裁判所が認可する会社法のような制度がないときに、少数派が反対しているのに多数決で即カットできるかどうか。第二に社債管理者に関する問題。デフォルトした場合に、日本の社債の場合の社債管理者あるいはそれに相当する者が代表して訴訟手続をしていいか。第三はパリパス条項に関して、ウルグアイもアルゼンチンも「払わない」と言ったら訴えても取れない。パリパスの意味がよくわからない状況が起きている。ソブリンが返せないと言い出したとき秩序ある債権回収のあり方をどうするか、どう交渉するかといった問題である。

以上を含め、国際的な債券市場に係る法制の枠組みについては、今後基本的なところから順序よく整理をし、幅広く関連する論点について検討をし直す必要がある。

神田秀樹(かんだ・ひでき) 東京大学法学部卒業。商法、証券法、金融法専攻。著書に『会社法入門』[2006](岩波書店)ほか多数。金融審議会委員(金融分科会第一部会長)、NIRA研究会委員(座長)などを務める。

アジア債券市場構想への政策的イニシアティブ

アジア開発銀行 (ADB) 地域経済統合室 シニアアドバイザー&キャピタルマーケットヘッド 宮地正人

日本以外のアジア各国の債券市場

日本以外の東アジア諸国の現地通貨建て債券市場は、1997年のアジア通貨危機当時から比べると相当発展し、政府債も社債も拡大している。その残高は合計で、97年の3600億ドルから05年には1兆6500億ドルにまで拡大し、対GDP比でも、97年の16.5%から05年には48%に量的に拡大している。

アジア各国の債券市場はこれまで、いずれも銀行依存型であったが、それを修正した形で拡大している。ただ、流通市場での回転率 (Turnover ratios) は高くない。特に社債市場において低く市場の流動性も乏しい。

東アジア各国では精力的に債券市場のインフラ整備等を進めており、健全な債券市場発展のため、市場の発展を阻む障害を取り除くべくいろいろな仕組みを整えつつある。関連法整備、租税上の取扱いの明確化、会計制度や情報開示の整備、格付制度導入、信用補完制度整備、証券決済システム整備などが進んでいる。

それに伴い、域内の発行体も投資家も多様化し始めている。特に発行体の多様化が顕著で、従来は政府が主要な発行体であったが、非政府部門・企業部門が伸びてきている。投資家は国によって差異があるが、依然として多様化が遅れており、債券のかなりの部分は銀行が保有している。

アジアにおける政策的イニシアティブ

近年の基本的な政策的イニシアティブとしては、ASEAN+3の財務大臣プロセスのアジア債券市場構想 (ABMI: Asian Bond Markets Initiative) における検討が活発に行われており、ADBも研究調査やテクニカルサポートを積極的に行っている。今一つは、中央銀行の集まりであるEMEAP (Executives' Meeting of the East Asia - Pacific Central Banks: 東アジア・オセアニア中央銀行役員会議) で、東アジア・大洋州の11の中央銀行が集まってアジア・ボンド・ファンド (ABF) を開始している。他にAPEC財務大臣プロセス、あるいはタイが音頭をとって進めてきた28カ国ベースのアジア協力対話でも、

アジア債券市場の考え方を、例えばインドやパキスタンあるいは中東に進めていく努力が行われている。

それらのプロセスでは、アジア各国の銀行部門でどの程度金融深化が起きているか、銀行部門の貸出残高の対GDP比が通貨危機前と最近とではどのくらい変化したかを調査し、各国の参考としている。アジアでは、銀行部門については国際的に見ても1人当たり所得を勘案して考えるとかなり金融深化が起きているが、債券市場ではそれほどでもない。日本以外ではマレーシアと韓国の債券市場はかなりよいパフォーマンスを示しているが、それらは例外的で、総じてアジアでは債券市場の発展は依然遅れている。

ADBがABMIのために行うサポート

ADBではABMIの5つのワーキング・グループのうち、現在4つのWGをサポートしている。WG1は証券化等の手法で新たな金融商品をつくる検討、WG2は東アジア全体でどういう信用補完メカニズムをつくることのできるかの検討、WG3は外貨取引と決済システムに関してアジア全体としてどういう決済システムが望ましいのかの検討を行っている。WG4では格付機関の問題を取り扱っている。そしてさらに全体を取りまとめるAd-hoc Support Team for the Focal Groupがあり、韓国提案のAsian Bond Standardsの調査も行っている。また、ABMIの一環としてADBは“Asian Bond Monitor”という情報誌を出しており、同時にアジア諸国の債券市場に関する様々な情報をAsian Bonds Online Websiteを通じて流している。

ABMI関係者以外の市場関係者・実務家の間で、アジア債券市場のビジョンに関して議論が活発に行われることは望ましいことである。特に今回のNIRAの提言*を含め、域内の民間の市場関係者から具体的な提案がなされることを積極的に歓迎する。

*<http://www.nira.go.jp/newsj/kanren/170/179/index.html>

宮地正人 (みやち・まさと) 慶應義塾大学経済学部卒業。1973年東京銀行入行後(現三菱東京UFJ銀行)、香港、カナダ、米国にて勤務。78年カナダマクギール大学MBA取得。92年から3年間欧州復興開発銀行 (EBRD) 出向。ブラジル東京三菱銀行頭取を最後に東京三菱銀行退任。02年ADB入行。

論点の背景

アジア域内国際債（アジアボンド）市場の創設提言

—アジアボンド発行市場へのロードマップ—

NIRA主席研究員 犬飼重仁

域内の市場参加者と市場インフラのレベルアップ

アジア経済共同体の発展のためには、アジアの共有財産としての域内金融資本市場の発達が必要である。そしてそれには、日本など域内の市場参加者と市場インフラのレベルアップが必須条件として求められる。

これからは、世界の舞台上で活躍できる日本発、アジア発の金融のプロの育成と、そのための国際水準のスタジアム（市場インフラ）の建設を本格的に行い、日本とアジア市場の発達の遅れを克服する必要がある。いわば、プロサッカーの世界におけるJリーグ、あるいはアジアリーグのようなプロのリーグの創設が、金融

資本市場の世界にも必要となっているのである。そしてそこでリーダーシップをとるべきは、まずは、国内資本市場の規模と発展段階で勝る日本と韓国であろう。

国際債発行流通市場としての「アジア域内国際債市場」

日本を中心とする東アジアでは、近年、域内の発展と競争力確保のため、域内に自由な取引環境を備えたプロの参加者のための市場である「ユーロ債市場」のような国際的金融市場を積極的に作り出すことが、関係者の努力次第で、基本的には可能な状況となりつつある。

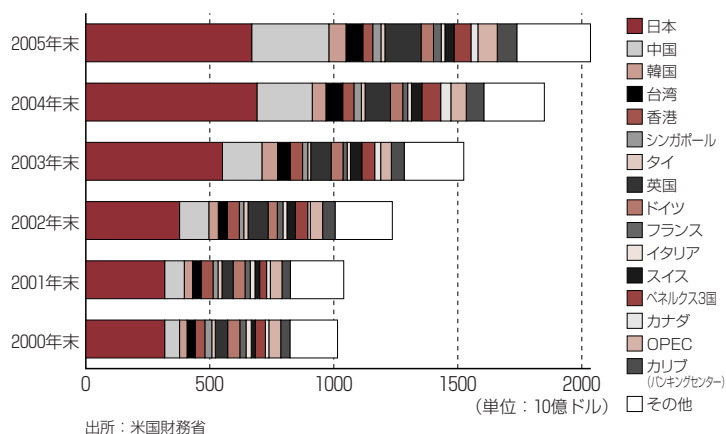
現在まで、域内主要国の国内金融資本市場では、関連の法制や決済システムなどの市場インフラ構築が進みつつある

が、それに対し、国際債が発行され売買流通される場としての、アジア域内で自己完結する「クロスボーダー型国際債市場」の発達は決定的に遅れており、その必要性すらあまり認識されていない。

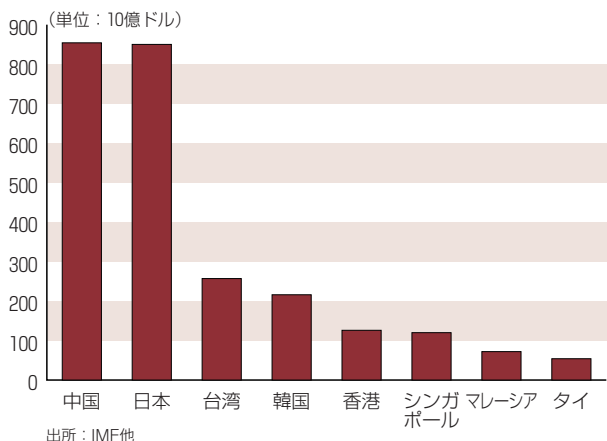
国際債といえば、アジア域内市場関係者は、依然としてロンドン金融街の金融機関と欧州国際証券決済システムの使用を前提とする、英国とベネルクス三国の連携システムとしての「ユーロ債発行流通市場」に依存する形となっている。

すなわち、自国以外の市場でのアジアの発行体の証券については、証券の発行・流通・償還にかかわる仲介業者・証券決済システム・関連法制・格付け機関、発行関連法実務に関する法律家・弁

◆図表1 海外諸国が保有する米国債の約6割がアジア諸国によって保有されている



◆図表2 中国、日本をはじめとするアジア諸国の外貨準備高（2006年2月）



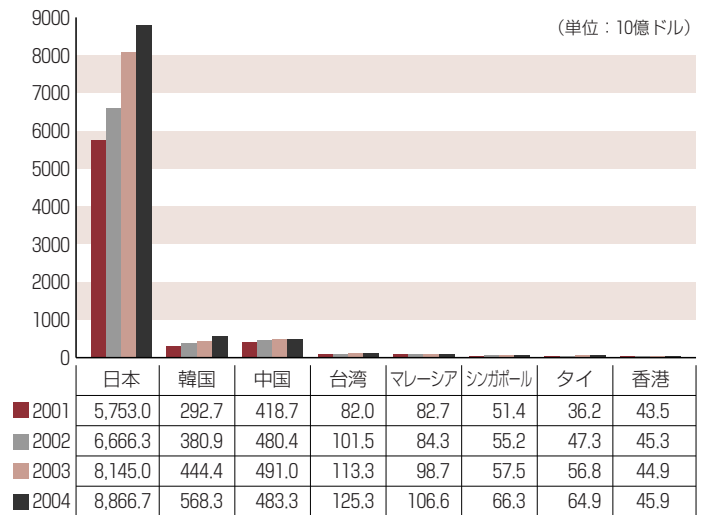
◆図表3 世界の債券市場残高の内訳（2004年）

(単位：10億ドル)

地域別	社債 a	金融機関債 b	公債・国債 c	国内発行計 a + b + c	海外・オフ ショア発行
世界全体	5,132.7	17,248.7	21,792.6	44,174.0	13,913.4
米国	2,581.3	11,078.8	5,526.4	19,186.5	3,353.7
日本	789.4	1,240.6	6,836.7	8,866.7	295.9
日本以外の 東アジア計	284.1	488.2	689.9	1,462.2	248.2
東アジア合計 (日本を含む)	1,073.5	1,728.8	7,526.6	10,328.9	543.8
世界に対する東 アジアの比率	20.9%	10.0%	34.5%	23.4%	3.9%

出所：BIS Quarterly Review, June.2005他

◆図表4 東アジア各国の国内債券市場残高（2004年）



出所：BIS他

護士などまで含め、英国や欧米を中心とするアジア域外の業者や専門家やシステムの使用が前提となり、日本とアジアの発行体にとって、欧米の発行体と同等のコストの優位性と自国通貨建て債券発行などの利便性が確保できているとはいえない。

日本円以外のアジア通貨建ての国際債証券には、基本的に、それらの発行と流通に際して、自国内のみならずユーロ債市場も含め、さまざまな制約が存在する。また日本を含むアジアの金融機関についても、欧米と対等に勝負できるだけのプロの技を磨く環境が、アジアに整っていない。

アジアにおいて、いまだに明確な形では実現していない域内独自のoffshore市場ないしクロスボーダー型市場としての「アジア域内国際債市場(ユーロ債市場型アジアボンド市場)」の創設は、(1) 域

内のプロの育成・鍛錬と市場イノベーション創造の場の創出、また(2) 域内の貯蓄を域内で循環させるための、費用対効果の高い、アジア各国の自国通貨建てを含む国際債市場の創出として、大きな意義がある。

その実現のためには、アジア域内の要素・要件のもとで自己完結可能な、ユーロ債市場型の国際債のための各種市場インフラの構築実現が必要とされる。またそのクロスボーダー・インフラは、各国国内市場を有機的かつ自然な形でつないで、かつての金融危機のような国を跨いだ資金循環不全を未然に防止する動きもする。

いまわが国をはじめとする域内各国の主要市場参加者の主導によって、足元の種々の制度的制約(周知不足を含めた国内法制上の制約・税法上の制約・有効な国際的証券決済システムの不在など)を

さらに本格的に取り除く努力が必要となっているのである。

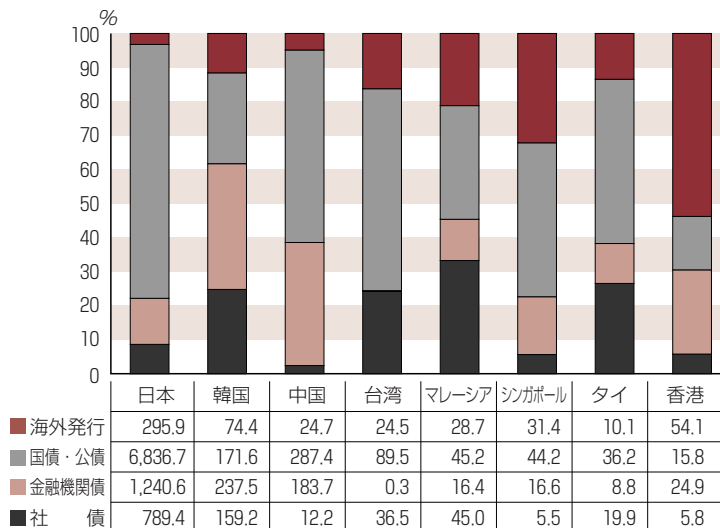
その際、アジア域内国際債市場では、経済共同体としての姿を示し始めた東アジアにおいて、発行体も投資家もその主軸はアジア諸国のメンバーであるとの想定が可能であるし、また域外の市場関係者の参加も当然のこととして想定可能である。つまりそれは世界中の市場と市場関係者に開かれた構造を持つ。

アジア域内国際債(アジアボンド)市場ビジョンの構築と共有

各国政府とADBが中心となってここ数年来進められている「アジア債券市場育成イニシアティブ(ABMI)」は、非常に重要な取り組みであり、種々の重要な成果を挙げてきていると考えられる。

今後は、アジア資本市場の参加者であるべき公的な証券発行体機関と民間の発行体・仲介業者・機関投資家などの市場

◆ 図表 5 東アジア各国債券市場（含む海外市場）種類別比率（2004年）



出所：BIS他

参加者（市場のプロの実務家）による、アジア域内国際債（アジアボンド）市場のビジョン構築と共有が必要となっているといえよう。

アジア域内国際債（アジアボンド）発行市場へのロードマップ提言

主な提言内容は、次の4点である。

- (1) 自国通貨建てアジア域内国際債（アジアボンド）市場の必要性と、実現への具体的な道程（ロードマップ）の提言
- (2) 国際債（アジアボンド）市場に関する法制的留意事項の提言（日本の発行体は、日本法を発行準拠法として、新会社法上の社債ではないものとして構成しアジアボンドを発行することも可能である）
- (3) アジア資本市場協議会（CMAA）創設の提言
- (4) 証券決済方式としてのDual Coreアプローチ等の提案

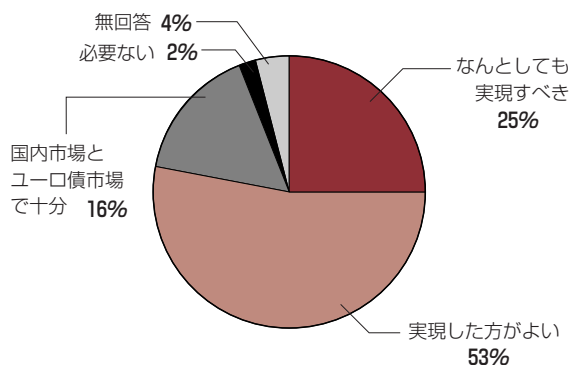
具体的内容は、以下のNIRAのHPを参照いただきたい。

■ <http://www.nira.go.jp/newsj/kanren/170/179/index.html>

■ <http://www.nira.go.jp/newsj/kanren/170/178/index.html>

◆ 図表 6 「ユーロ債市場型アジアボンド市場創設」NIRA提言案に関するアンケート結果

2006年3月27日のNIRA-ADB共同フォーラム参加者中、アンケート回答者の4分の3以上がNIRAの「ユーロ債市場型アジアボンド市場創設」提言案に賛同



犬飼重仁（いぬかい・しげひと） 慶應義塾大学法学部卒。2002年ハーバードBS・AMP修了。三菱商事財務部門に18年間勤務後、同社国際戦略研究所金融情報担当部長。02年6月よりNIRA出向、現職。早稲田大学客員教授、慶應義塾大学企業金融論講師、成蹊大学法科大学院非常勤講師、日本資本市場協議会事務局長を兼務。

〈NIRA政策レビュー〉

NIRA政策レビューは、重要な政策課題から特定のテーマを設定し、タイムリーに分析するとともに、多様な論点を示すものです。専門家の視点などもあわせて広く検討していただくために、コンパクトに情報を提供します。

本誌バックナンバーは、ホームページでご覧いただけます。

<http://www.nira.go.jp/>

NIRA 総合研究開発機構
National Institute for Research Advancement

編集発行人：伊藤元重 NIRA理事長
編集主幹：加藤裕己 NIRA客員研究員

〒150-6034 東京都渋谷区恵比寿4-20-3

恵比寿ガーデンプレイスタワー34階

電話 03-5448-1735 FAX 03-5448-1745

e-mail: pprd@nira.go.jp <http://www.nira.go.jp/>