

アジア債券市場整備の取り組みと
債券市場の現状について

三重野 文 晴
清 水 聡
Tran Thi Van Anh

国民経済雑誌 第204巻 第6号 抜刷
平成23年12月

アジア債券市場整備の取り組みと 債券市場の現状について¹⁾

三重野 文 晴

清 水 聡

Tran Thi Van Anh

最近進むアジアの債券市場育成への取り組みを整理し、債券残高の実態について個票データにもとづいて観察し、さらに課題を克服するための視点を示す。債券市場育成への取り組みは、Asian Bond Market Initiative の枠組みを中心に各国市場の育成とその地域的統合を軸として、精力的に取り組まれてきた。しかし、現在までのところ債券市場は、社債の比重が低く、社債残高の拡大は限定的で発行体には産業による偏りがあるなど、十分な発展を遂げているとはいいがたい。これは取り組みの不足というよりは、東アジアの金融構造が実物経済の成長経路との関係で持ってきた資金需要の特徴を背景にするものである。したがって、債券市場の長期的な発展には、東アジアの実物経済の変容と、それに対応した資金需要の変化こそが決定的な要素である。

キーワード 債券市場、アジア、金融

1 はじめに

本稿の目的は、最近進むアジアの債券市場育成への取り組みについて、その枠組み、市場規模の現状、そして東アジアのコーポレート・ファイナンスに与える意義について、基本情報を整理して示すものである。はじめに第2節では、債券市場の意義を考察する準備として、東アジアのコーポレート・ファイナンスへの見方を提示する。つづく第3節では、過去10年程度にアジア域内でわたって進められてきた、アジア債券市場整備の取り組みについて詳述する。第4節では、いくつかの国を例にとり、発行体の側からみたアジア債券市場の現状を観察する。最後に第5節で、債券市場の今後の見通しと可能性について、東アジアの実物経済の発展の観点から指摘を行い、まとめとする。

2 東アジアにおけるコーポレート・ファイナンスの現状

2.1 基本的特徴

債券市場の発展・育成の前提としては、この地域の金融の基本的な構造を整理・理解する必要がある。東アジアでは、アジア金融危機の検証の過程で、コーポレート・ガバナンスの観点から過度な負債ファイナンス（銀行借入）への依存と資本市場の未発達が構造的問題として指摘されてきた。同様に、債券市場の必要性という観点から、銀行借入への過度な依存が、期間と通貨の両面におけるミスマッチの問題を深刻化させていると理解されてきた。これらの認識は、マクロ経済のマネー・フローとしてみた場合、相当程度の妥当性と説得力を持っている。しかし、コーポレート・ファイナンスの観点から金融構造を観察すると少し違った特徴が見えてくる。

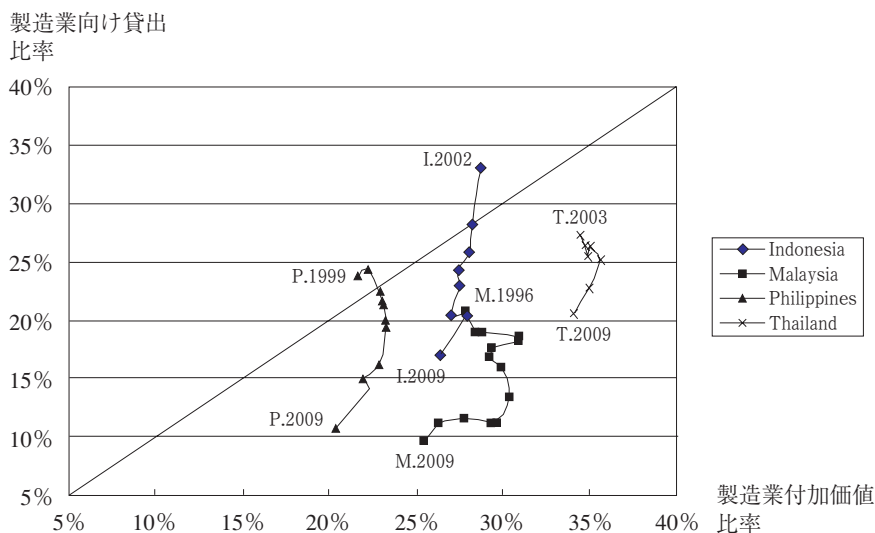
その第1は、ほとんどの東アジア各国の主要企業のバランスシート上の負債比率は、先進国と比較してむしろ低い傾向にあるという基本的事実である。巷間指摘されるマネー・フローにおける金融仲介の比重の大きさは裏腹に、各国の主要上場企業の資金調達ソースとして銀行借入は限定的な役割しか果たしておらず、主要企業はむしろ自己資本に強く依存する体質をもっているのである。しかも、この体質はアジア金融危機によって生じたものではなく、東アジア（特に東南アジア）における伝統的な構造として、危機を挟んで維持されてきたものである。²⁾

第2は、アジア金融危機以降、商業銀行の貸出活動に大きな変化がみられることである。アジア金融危機による金融部門の混乱と再編は2002年頃までに収束し、その後、各国で商業銀行は貸出を回復している。この回復期は、各国の実物経済が、製造業の輸出に牽引されて高い成長率を達成した時期にあたる。この間、商業銀行は、実物部門の回復過程への関与をむしろ弱め、不動産、金融、消費部門といった内需部門へ大きくシフトさせてきた。

図1は、アセアン4カ国の商業銀行の全貸出に占める製造業への貸出比率を、製造業の付加価値比率との比較からまとめたものである。横軸が付加価値比率、縦軸が貸出比率であるので、右下側のプロットは、商業銀行の貸出活動がその経済全体の製造業への依存ほどには、それに関わっていないことを意味している。4カ国とも1990年代後半ないし2000年代初頭から最近まで、製造業の付加価値比率がそれほど変化していないのに対し、商業銀行の製造業向け貸出比率が急速に低下していることがわかる。東アジアの成長を支えている製造業部門の企業が負債ファイナンスへの依存をますます弱め、おそらくは、ますます自己金融へと「回帰」していることが看取できる。

第3に、証券市場が、このような停滞する負債ファイナンスに代わる役割を果たしてきたとも言い難い。確かに、証券市場は2000年代半ばには回復し、海外からの資本流入も増加し

図1 製造業向け貸出／製造業付加価値



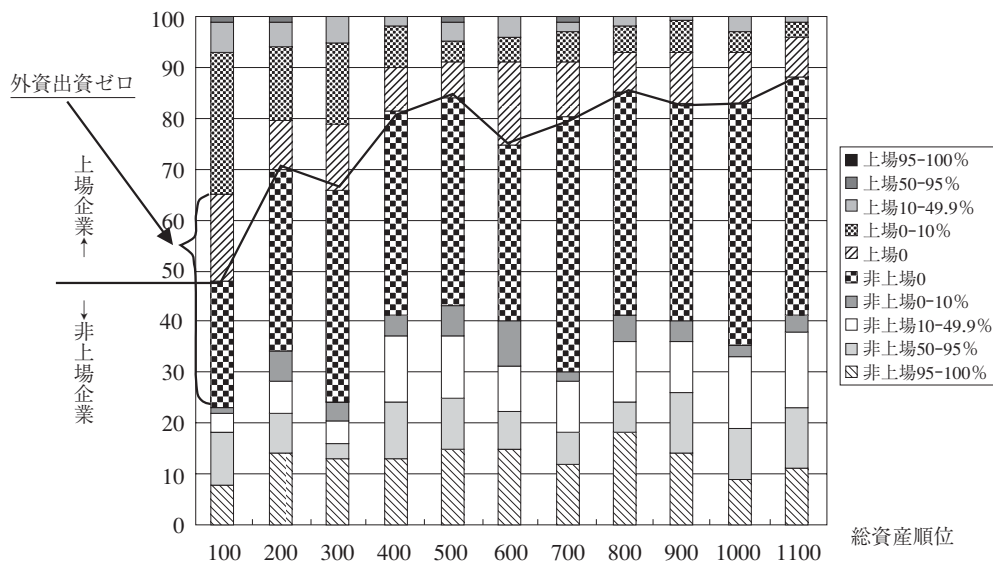
出所：Key Indicators, Asian Development Bank, CEIC Database

ている。しかし、こうした動きと企業の資金調達における証券市場の役割の変化との関係は単純ではない。これを考えるために、証券市場との関係における主要企業の分布を見てみたい。図2はタイを例として、主要企業（2005年時点の総資産規模）の上場・非上場の分布を外資の出資比率の情報をあわせて描いたものである。

100社毎に左から総資産順に整理され、それぞれ100社のバーの上場・非上場の別、また外資出資比率別に整理したものである。図の上側が上場企業、下側が非上場企業を、またそれらの分割線の近くから遠くに行くにしたがって、外資出資比率が高くなるように整理されている（分割線の近傍は外資出資ゼロの企業）。

図からわかるように、証券市場に参加（上場）し、資本市場から資金調達を積極的に行っていると見られる企業は全体から見て限定的である。そして外資出資比率の高い合弁企業や子会社のほとんどは非上場企業のグループに偏在しており、証券市場に関与していない。こうした外資系企業の多くは実物市場における高成長を担っている製造業であると考えられる。これらの企業は、国内市場における資本ファイナンスとも無縁で（かつ、上述のように負債ファイナンスとも縁が薄く）、自己金融に依存する傾向が強いのである。さらには、資本ファイナンスを積極的に行っているのは主に上場企業のうちの外資出資10%未満の層であると考えられる。国内に流入するポートフォリオ投資の増加は、現在の成長構造の基幹部分には直接的には影響を与えていないことになるのである。

図2 タイ企業の分布：総資産規模・上場・外資出資



出所：三重野・布田（2010）「タイ金融システムの変容——国際経済環境の変化，成長戦略との相互関係——」国宗浩三編『国際資金移動と東アジア新興国の経済構造変化』IDE-JETRO 研究双書 No. 591 原データはタイ証券取引所および Business on Line Ltd., (2005年時点)

2.2 社債ファイナンスの位置づけ

2.2.1 外部金融 v.s. 自己資本の比較軸

以上のような企業金融の構造は，社債による資金需要の所在を考えることの重要性を示唆している。銀行借入を含めた外部金融（External Finance）が，自己金融（Self Finance）に対して利用されないことが現実の問題である場合，債券市場の育成は必ずしも銀行借入から証券市場（すなわち資本市場ないし債券市場）へのシフトとしての問題としてとらえられるべきものではなく，銀行借入（金融仲介）と証券市場がむしろ補完的な関係にあると見るべきなのである。

2.2.2 金融仲介，債券，株式の機能の違い

アジア債券市場育成における論議では，社債市場の役割の重点は資金の長期性におかれている。社債は銀行借入とは異なって長期性の資金を供給するものであり，これが「期間ミスマッチ」の解消に寄与するという理解である。しかし，社債の機能上の特徴はそれに限られるものではない。

表1は，金融仲介，債券，株式による資金調達手段の特徴・役割を4つの観点から整理したものである。3つの資金調達手段は，第1に，情報生産コストの面で異なり，一般に金融

表1 資金調達手段と産業分野

	1. 情報の非対称性 情報生産		2. 権利保護と 履行強制		3. 期間		4. リスク 許容度	適した産業分野	
	情報生産 コスト	資金提供者 の権利保護 の必要性	破綻時のコ ントロール 問題		途中精算リ スク	産業特性		東南アジアの発 展段階において	
金融仲介	集中的	低	低	中	短期	高	低	成熟した産業	製造業一般？
債券市場	競争的	高	高	中	(主に) 長期	低	中	中程度のリスク 長期資金の需要	インフラ 消費(金融)
株式市場	競争的	高	高	—	長期	低	高	新規産業	高付加価値サービス業 (典型例として通信産業) 研究開発型製造業

出所：奥田・三重野・生島（2007）『開発金融論』、奥田（2007）「東南アジア諸国の債券市場整備の前提条件について」などを参照に筆者作成

仲介で低く証券市場で高い。第2に、契約の履行強制性や出資者の権利保護の必要性において異なり、一般に金融仲介と比較して社債と株式では履行強制にコストがかかり、これが十全に機能するためには高度な出資者の権利保護が重要である。第3に、資金の期間構造が異なる。第4に、出資者のリスク許容度が異なる。

このような全体的構図から考えてみれば、従来のコーポレート・ガバナンスや債券市場育成に関わる議論では第2、第3の観点が特に強調されてきていること、かつまた、第3の観点については、長期資金の需要が、前述のような実態にもかかわらず存在を所与としてとらえられていることに、特徴がある。

さらに、社債の需要を考える際には、第1・第2の観点が、経済構造全体の問題であるのに対し、第3・第4の観点は技術スペシフィックあるいは産業スペシフィックな問題であることに留意が必要である。以上のような機能上の特徴を総合すれば、たとえば、社債ファイナンスは金融仲介や資本ファイナンスと比較して①「長期性」の資金を必要とし、②資本市場ほどにはリスクの少ない産業の資金需要に適合している、と見ることができる。このような、産業との関係の視点も重要であろう。

3 アジア債券市場整備の取り組み

3.1 取り組みの枠組み

3.1.1 アジア債券市場育成イニシアティブ（ABMI）

本節で、アジア債券市場育成についての具体的な取り組みの推移について整理しておこう。97年のアジア通貨危機以降、ASEAN+3 諸国は域内金融協力の取り組みを本格化させており、その一環として、各国の債券市場整備が、①バランスの取れた国内金融システムの整備、②過度の資本フロー依存への対処（ダブル・ミスマッチの軽減）、③域内内需の拡大支援、④域内金融統合の促進、を目的に行われてきた。

表2 ABMIの新たなロードマップ

タスク・フォース1：現地通貨建て債券の発行促進（供給側）

- (1) 信用保証および投資メカニズム①
- (2) Asian Currency Note Program の促進①
- (3) 債券の発行促進：インフラ関連債券①，証券化商品②，通貨バスケット債券③
- (4) デリバティブおよびスワップ市場の整備②
- (5) 地域の引受業者の育成②

タスク・フォース2：現地通貨建て債券の需要の促進（需要側）

- (1) 機関投資家の投資環境の整備①
- (2) 個人投資家の投資環境の整備②
- (3) レボ・証券貸借市場の整備②
- (4) クロスボーダー取引の強化：資本取引規制③，非居住者関連税制③
- (5) 域内の機関投資家向けの広報活動①

タスク・フォース3：規制枠組みの改善

- (1) 規制監督：IOSCO 原則の適用促進①，債券発行・上場・開示に関する透明な法規制の促進②，規制監督者の能力構築①
- (2) 証券業者協会・自主規制機関：域内の諸機関の相互協力①，アジア・ボンド・スタンダードの促進②
- (3) 破産手続きの改善③
- (4) 会計監査の国際基準の適用促進②

タスク・フォース4：債券市場のインフラ改善

- (1) 証券決済インフラ：IOSCO 提言の適用促進①，民間部門の参加者による議論促進①
- (2) 市場流動性の向上：国債のプライマリー・ディーラー制度の採用強化①，ベンチマーク・イールドカーブの整備維持①，取引プラットフォームの改善②，流通市場の情報開示の整備③
- (3) クレジット文化の育成：債券市場関連のデータ整備②，信用リスクデータベースの整備②，現地格付け機関の信頼性強化②
- (4) アナリストなどの専門職の育成②

注：①，②，③は設定された取り組み優先順位を示す。

出所：ASEAN+3 NEW ABMI Roadmap

中心的な枠組みは、2003年に発足したアジア債券市場育成イニシアティブ（ABMI）である。債券発行主体の拡大，発行通貨の多様化，市場インフラ整備を主な目的とし，当初6つのワーキング・グループ（新たな債務担保証券開発，信用保証および投資メカニズム，外国為替取引と決済システム，国際開発金融機関等による現地通貨建て債券の発行，地域の格付け機関整備と情報発信，技術支援）で開始された。

2005年5月にABMIロードマップが作られ，ワーキング・グループが再編成されるとともに，新たな取り組み課題として，①通貨バスケット建て債券の発行，②各国の市場育成策実施の状況に関する自己審査，③アジア・ボンド・スタンダードの検討，があげられた。2008年5月には，より包括的な新ロードマップが作られ，取り組み課題が4つ（債券の供給

拡大、債券の需要拡大、規制枠組みの改善、関連する市場インフラの整備)のタスク・フォー
ースに整理されてきた(表2)。さらに、現在、域内金融協力の今後の方向性に関する再検討
が実施されている。ABMIに関しては、その意義・範囲・枠組みに関する見直しが進められ
ている。³⁾

3.1.2 ABMI以外の枠組み

ABMI以外の取り組みとしては、各国自身の努力に加え、東アジア・オセアニア中央銀行
役員会議(EMEAP)におけるアジア・ボンド・ファンド(ABF)の設立や、APEC ビジネ
ス諮問委員会(ABAC)における域内金融システム整備に関する継続的な議論・提言、など
があげられる。

前者は、ABMIと並び重要性が特に高い。2003年にABF1(約10億ドル)、2004年にABF2
(約20億ドル)が立ち上げられた。これらは、加盟11カ国・地域の外貨準備を同8カ国・地
域のソブリン・準ソブリン債券に投資するパッシブ運用型の債券投資信託であり、ABF1は
ドル建て、ABF2は現地通貨建ての債券を対象とする。また、ABF2では、運用者、ベンチ
マーク・インデックス、投資家の側面を民間に開放している。ABF創設は、アジア債券の
認知、新たな投資商品の提供による投資家層の拡大、市場インフラ整備や規制改革の促進な
どについて大きな役割を果たした。

日本国内では、2010年3月と12月に経団連より債券市場整備に関する提言が出されたほか、
2011年に21世紀政策研究所より「アジア債券市場整備と域内金融協力」が発表された。この
報告書は、市場整備の現状を多角的に分析し、今後の方向性を検討するとともに、域内クロ
スボーダー取引促進のために10項目の提言を行っている。

3.2 アジア債券市場育成イニシアティブ(ABMI)の成果

3.2.1 ワーキング・グループごとの成果

ABMIの取り組みは6つのワーキング・グループごとに進捗を見せている。第1に、「新
たな債務担保証券開発」に関しては、各国で資産担保証券(ABS)の発行が促進されたほか、
韓国の中小企業が発行した債券を原資産とした円建てクロスボーダーCBOが発行された。

第2に、「信用保証および投資メカニズム」に関しては、2009年5月、信用保証・投資ファ
シリティ(CGIF: Credit Guarantee and Investment Facility)の創設が合意された。これは、
アジアの現地通貨建て社債に対する保証業務を行う機関であり、アジア開発銀行の信託基金
として当初資金規模7億ドルで設立し、需要に応じて増額することが想定された。2010年11
月に設立総会が開かれ、本部はマニラに置かれた。保証対象は各国の国内格付けがBBB格
以上の債券であり、7億ドルの拠出額の分担は、中国と日本(国際協力銀行)が各2億ドル、

韓国が1億ドル、ASEANが0.7億ドル、アジア開発銀行が1.3億ドルとされた。

第3に、「外国為替取引と決済システム」に関して、清算・決済システムの域内リンケージに関する検討が続けられているほか、2005年にクロスボーダー債券取引の障害に関する報告書が提出された。この分野の議論については、現在のタスク・フォース4（表2参照）において、2010年4月に①域内クロスボーダー債券取引のコスト推計、②域内決済機関の構築に関するフィージビリティ・スタディ、③クロスボーダー債券投資・決済に関する障害の分析・提言、を内容とする民間部門の専門家（GOE：Group of Experts）による報告書がまとめられている。

第4に、「国際開発金融機関等による現地通貨建て債券の発行」に関して、2004年以降、アジア開発銀行、世界銀行、国際金融公社などによるアジア通貨建て発行が多数実施された。

第5に、「地域の格付け機関整備と情報発信」に関して、情報発信手段として2004年5月に Asian Bonds Online が立ち上げられたほか、Asia Bond Monitor が定期的に発行されている。また、格付け機関の能力向上のための研修や格付けの調和に関する研究が実施され、2008年12月には、格付け機関の遵守基準を規定したハンドブックが発表された。第6に、「技術支援」に関して、各国市場を整備するための技術支援やセミナー等が継続的に実施されている。

3.2.2 ASEAN+3 債券市場フォーラム（ABMF）の設立

当初より、ABMIの枠組みでは、各国市場の整備に加えて、域内クロスボーダー債券取引（域内金融統合）の促進が目的とされてきた。特に、世界金融危機以降、域内内需の拡大が重視されるようになったことや、アジアへの資本流入が再拡大したことなどを背景にこの域内金融統合の促進がより重視されつつある。

2010年には、タスク・フォース3において、前述のGOE報告書の成果を踏まえ、域内の規制監督機関や自主規制機関を集めた官民連携のASEAN+3債券市場フォーラム（ABMF：ASEAN+3 Bond Market Forum）が作られ、域内市場の調和・統合や国際債券市場（オフショア市場）の構築についての検討が進められている。クロスボーダー取引を拡大する手段の1つとして、市場インフラ（取引プラットフォーム、清算・決済システム、ヘッジ手段等）や規制・制度（法規制、格付け機関、会計監査基準、税制等）の調和・相互承認（mutual recognition）の実現が検討されており、ABMFでは、その可能性を探るため各国の規制・市場インフラ等の詳細な調査が進められている。

3.3 今後の方向性

今後の課題の第1は、域内クロスボーダー債券取引の促進である。今後取り組むべき方策

として、ABMF では、新たな債券インデックスの構築、債券発行ルールの域内での共通化、域内でのファンド・パスポート制度（域内諸国で組成された投資信託商品を相互承認により域内全体で販売可能とすること）の導入、アジア社債ファンド（Asian Bond Fund 3）の組成、域内格付け機関の設立、などが検討されている。

調和・相互承認の枠組み導入は、他国の規制や金融インフラを自国内に受け入れられることを意味しており、実現は容易ではない。まずはクロスボーダー取引の障害に関する報告書で指摘された規制上の障害の軽減や規制の透明性の向上などを図ることが、その一歩となろう。

クロスボーダー取引拡大に向けての課題は、表3のようにまとめることができよう。今後、上記の努力に加え、域内金融統合の進め方に関する議論を深めるとともに、クロスボーダー商品の開発や資本取引自由化の方策の検討などにも取り組むことが求められる。

表3 クロスボーダー取引拡大に向けての課題

(市場参加者の動機付け)

1. 各国債券市場の育成（発行体の規模の拡大、信用力の向上、流通市場の流動性の改善、リスクヘッジ手段や決済システムの整備など）により、発展段階格差の縮小を図る。
2. 証券化や信用保証の活用により、発行体の信用力を補完する。
3. 域内機関投資家の育成や投資家に対する情報提供・広報活動を実施する。

(フォーラム等における努力)

4. 地域に焦点を当てた商品（例：アジア・ボンド・ファンド）を開発し、触媒とする。
5. 域内・域外との経済・金融統合のあり方や費用・便益に関する議論を活発化させる。

(取引の障害の克服)

6. 諸制度・市場インフラ（資本取引規制、税制、市場関連法規制、格付け等の信用リスクデータ、会計監査基準、決済システムなど）の変更や調和を実現する。
7. 通貨に関する諸問題（資本取引規制や域内通貨の非国際化）を解決する。

出所：筆者作成

第2に、各国市場の一層の整備が求められる。域内金融統合を推進するためには、各国市場の発展段階格差の縮小が前提となるため、技術支援の強化などにより相対的に発展の遅れた国の底上げを図ることが不可欠である。このような、ボトム・アップ型のアプローチを重視し、クロスボーダー取引の促進と各国市場の整備を並行して行う必要がある。

域内内需の拡大が重視される中、内需拡大のために社債市場を活用するという観点が重要となる。また、日本企業がアジアの内需関連ビジネスに注力する過程で現地通貨調達のコストが高まることも予想され、これに対する支援を強化することも重要である。現地通貨建て社債発行、借り入れ、為替予約など多様な方法により現地通貨に関するリスクを管理することは、多くの企業にとって重要課題となりつつある。⁴⁾

4 企業の資金需要と債券市場——現状観察

4.1 アジア債券市場：5カ国の鳥瞰

債券市場の成長のもっとも基礎的な情報というべき債券市場の規模について、詳細な情報整理を行う。債券市場育成の取り組みに際して、アジア開発銀行は、債券市場についての基礎情報の提供をつづけている（Asian Bonds Online, 以下 ABO⁵⁾）。世界銀行も、World Bank, Financial Development and Structure Datasetなどを公表している。表4は後者に依拠して、韓国、タイ、マレーシア、インドネシア、フィリピンについての対GDP比債券発行残高の推移をまとめたものである。

表4 各国の債券残高（対GDP比）

韓国					タイ				
	1997	2002	2007	2009		1997	2002	2007	2009
債券残高	42.5%	89.4%	106.9%	117.5%	債券残高	9.6%	32.7%	50.7%	63.1%
民間債残高*	33.0%	62.6%	58.8%	69.2%	民間債残高*	8.3%	12.0%	16.0%	18.1%
公債残高**	9.6%	26.8%	48.1%	48.3%	公債残高**	1.2%	20.8%	34.7%	45.0%
民間信用	54.1%	84.3%	100.9%	116.0%	民間信用	154.1%	97.1%	82.7%	73.3%
株式時価総額	18.0%	43.2%	101.5%	138.9%	株式時価総額	41.2%	32.7%	68.9%	78.6%

マレーシア					インドネシア				
	1997	2002	2007	2009		1997	2002	2007	2009
債券残高	65.3%	88.4%	90.4%	96.7%	債券残高	2.6%	27.6%	18.9%	21.1%
民間債残高*	40.4%	53.4%	54.5%	60.8%	民間債残高*	1.7%	1.1%	2.0%	1.9%
公債残高**	24.9%	34.9%	35.9%	35.9%	公債残高**	0.8%	26.4%	17.0%	19.2%
民間信用	139.5%	119.5%	100.7%	92.9%	民間信用	53.5%	17.9%	22.7%	23.0%
株式時価総額	201.7%	128.9%	156.0%	210.6%	株式時価総額	28.1%	13.6%	40.7%	74.1%

フィリピン				
	1997	2002	2007	2009
債券残高	27.2%	33.9%	34.6%	30.1%
民間債残高*	0.2%	0.5%	1.1%	1.2%
公債残高**	27.0%	33.4%	33.5%	29.0%
民間信用	48.7%	32.8%	23.3%	20.9%
株式時価総額	68.5%	52.8%	59.8%	98.6%

*Private Bond
**Public Bond

出所：World Bank, Financial Development and Structure Dataset

金融危機前後の1997年の水準と比較すると、債券市場は全体として2000年代にかなりの拡大を遂げていると見ることができる。この10年で債券の残高GDP比率は5カ国とも明らかな上昇を見せている。

しかし、債券市場の伸長についての解釈には2つの留保が必要である。第1に、1990年代末はアジア各国は金融危機の渦中にあり、金融取引が急激に収縮していた時期である。アジ

ア債券市場育成の成果としてとらえるならば、その取り組みの試みがはじめられた2002年頃と比較する必要がある。2002年と07年との比較では、債券市場の伸長はインドネシアでマイナス、他の4カ国で微増で、限定的である。第2に、「期間ミスマッチ」の解消という観点から重要なのは、債券市場全体ではなく社債の残高である。社債は韓国、マレーシアでは大きな比重を占めるが、タイでは限定的で、フィリピン、インドネシアでは無視しうる程度しかない。さらに、その推移を2002年と07年で比較した場合には、すべての国でほぼ横ばいに留まっている。各国で民間企業債がはっきりとした伸長を見せ始めたのはリーマン・ショック後であることがわかる。

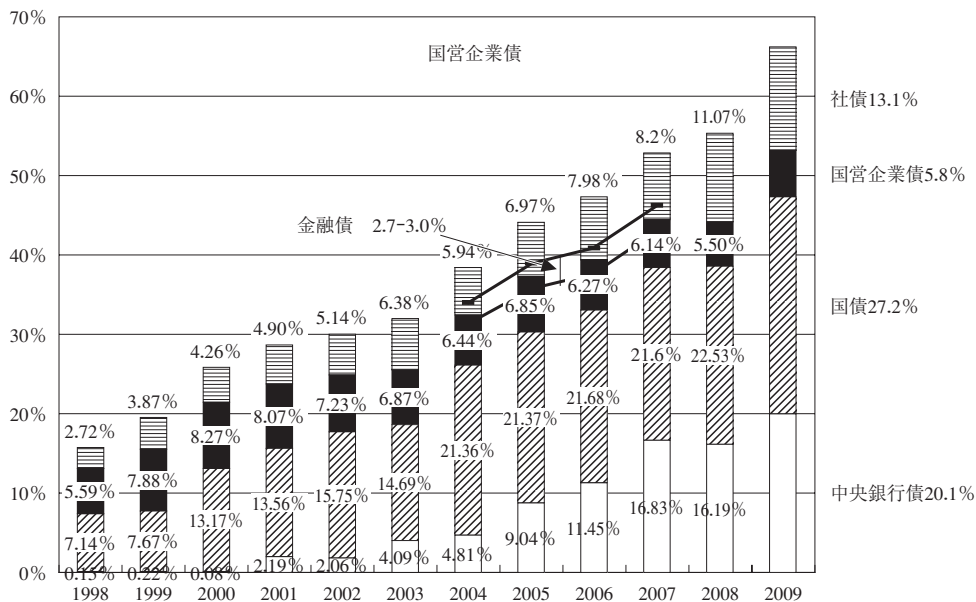
4.2 観察の範囲と情報ソース

資金需要サイドの観点からこの債券市場の拡大の意味合いをとらえるには、債券の発行体についてのより詳細な情報が不可欠である。公債と社債の峻別はもとより、公債についてはそれが国債であるか中央銀行債であるかによって、また、社債についてはそれが民間企業、国営企業のいずれによるものかによって、債券市場が果たしている機能の理解が違ってくる。

さらに、社債については発行体の産業や業態についての情報が重要である。第1に、金融機関と非金融機関の峻別は、債券市場が、期待された「期間ミスマッチ」の解消についての役割を果たす形で成長を見せているのか否かを判断する上で、重要である。第2に、非金融部門では、東アジアの成長を牽引してきた製造業部門による資金調達であるのか、あるいはインフラや内需など非製造業によるものであるかを峻別することは重要である。第3に、東アジアの成長の一特徴である、外資系企業の存在と社債市場がどのような関係を持っているのかを理解することは、製造業の成長との観点、そして東アジアに展開する日系企業にとっての債券市場の活用可能性という観点からも重要であろう。

このような情報を整理するためには、それぞれの国の情報ソースに依拠する必要がある。中央銀行の金融統計では、国によってバラツキがあるが、公債についての国債・中央銀行債、社債についての金融機関と非金融機関の峻別が部分的に可能である。しかし、それ以上の詳細については、企業別あるいは債券別の個票情報を集計する必要がある。本稿では、個票情報の一次データとして、各国の証券業協会、債券関係協会あるいは格付け会社に所蔵されるダイレクトリーから整理を行った⁷⁾。観察の対象国は、タイ、韓国、マレーシア、インドネシア、フィリピンの5カ国である。タイについて最も詳細な情報が入手できたため、観察のベンチマークとして特に詳細に観察する。韓国については個票の情報ソースが入手可能だったので、集計情報を参考に示すに留まっている。

図3 債券残高対GDP比タイ



出所：Thai Bond Market Directory, Thai Bond Market Association 各年版から集計

4.3 債券の構成：公債・社債の詳細分類

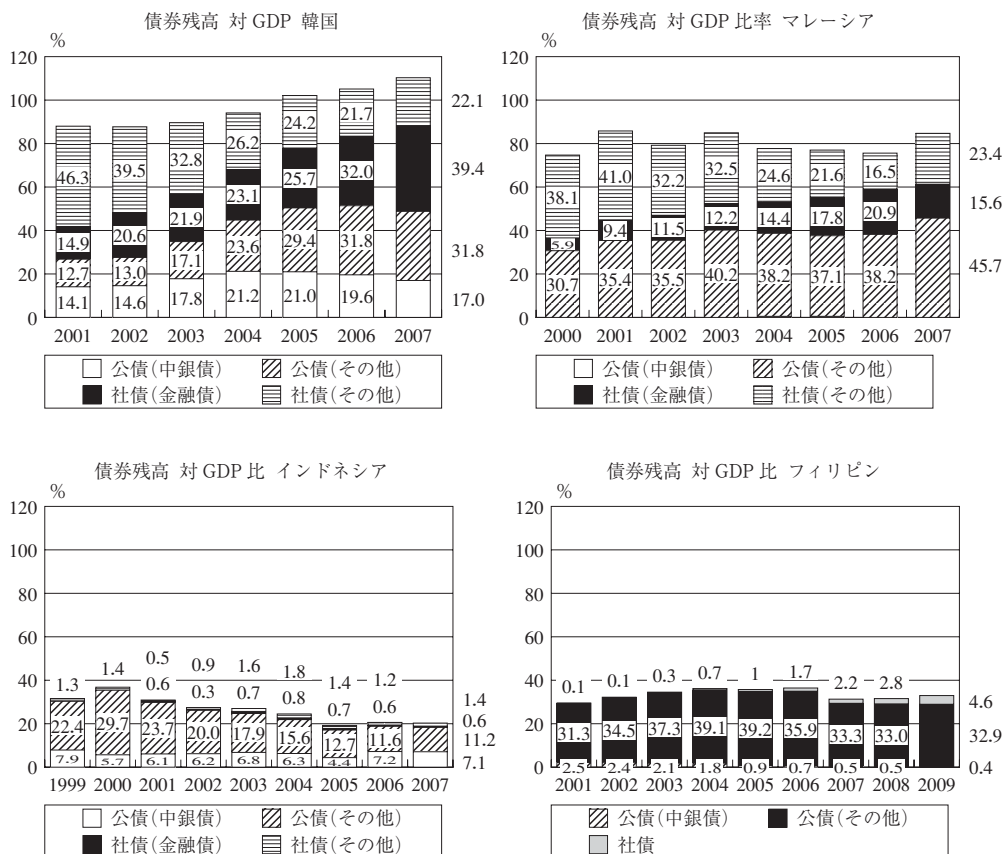
4.3.1 タイ

ここでは、まず公債、社債をより詳細に分類した時系列的推移を観察する。図3は、タイの対GDP比債券残高の推移を悉皆個票情報を積み上げて作成したものであり、多くの特徴が見いだされている。第1に、債券全体のうち公債が大きな伸長を示しているが、その実質は2003-07年の時期には中央銀行債が大きな要因となっている。国債は2004年頃までは微増するものの、その後は横ばいをつづけリーマン・ショック後の景気後退期に急増している。第2に、アジア開発銀行のABOや国際機関のレポートの多くで「社債」(corporate bond)として報告されているもののほぼ半分が、国営企業による発行であることが確認できる⁸⁾。民間部門からの社債発行需要は、微増しつつあるものの、リーマン・ショックまでは、その増加幅は相当に小さなものとどまっていることがわかる。リーマン・ショック後の2008、09年には顕著な伸びが認められる。第3に、金融債の比重は、2004-07年で2.7-3.0%とさほど高くはない。ただし民間銀行とは別に国営銀行3行(タイ輸出入銀行、タイ住宅銀行、農業・農協銀行)が債券発行によって資金調達を行っている。

4.3.2 韓国、マレーシア、インドネシア、フィリピン

図4は、韓国、マレーシア、インドネシア、フィリピンについて時系列変化を整理したも

図4 韓国，マレーシア，インドネシア，フィリピン：債券残高の構成（対 GDP 比率）



注：インドネシアについては金融債は商業銀行貸借対照表における保有債券から算出。したがって、非銀行金融機関分は含まれていない。マレーシアでは、公債（中銀債）の比率は1%以下。
 出所：Asian Bond Online (Local Source) を基礎とし、各国中央銀行統計の債券残高情報、中央銀行貸借対照表、商業銀行貸借対照表などから算出。

のである。これらは AOB を基礎とし、各国の中央銀行統計の集計情報から必要部分をつきあわせて計算したものである。社債については金融債と事業債の峻別が可能であるが、国営企業債の峻別はできていない。

この4カ国についても、重要な事実が見いだされる。第1に、債券残高は2000年代を通じて、せいぜい微増（韓国）か横ばい（マレーシア）であり、インドネシア、フィリピンではむしろ縮小している。第2に、社債に着目すると、インドネシア、フィリピンは債券全体に対してほぼ無視できる水準にすぎない。社債の規模が比較的大きい韓国、マレーシアについても、2000年代にはほとんど横ばいである。第3に、この韓国、マレーシアについては、金融債の残高が大きく伸長しており、事業債の発行残高はむしろ低下している。事業会社における銀行借入から社債への代替という観点から期待された機能とはかなり違う形で、債券市

場の発展は推移してきたことになる。

4.4 民間企業社債の構成：産業別、業態別分類

4.4.1 タイ

次に、社債の発行体についてより詳細に観察する。表5は、タイの2007年末の社債の発行残高を①発行企業の業態別②産業別に分類し、それらをクロスで整理したものである。これらからいくつかの傾向を看取することができる。

表5 タイ：社債残高の業種、企業形態別分布（2007年末）

	国営企業	民間企業				総計
		上場企業	非上場地場企業	非上場外資系企業		
社債残高（百万バーツ）						
非製造業	356,448	318,802	297,418	20,585	800	675,251
金融	163,260	159,765	121,967	24,700	13,099	323,025
製造業	0	155,694	133,157	3,500	19,038	155,694
SPV	0	49,161	14,176	34,985	0	49,161
合計	519,708	683,423	566,717	83,769	32,936	1,203,131
発行体の業種、業態別比重（全社債に対する比率）						
非製造業	29.6%	26.5%	24.7%	1.7%	0.1%	57.6%
金融	13.6%	13.3%	10.1%	2.1%	1.1%	26.3%
製造業	0	12.9%	11.1%	0.3%	1.6%	12.7%
SPV	0	4.1%	1.2%	2.9%	0.0%	3.4%
合計	43.2%	56.8%	47.1%	7.0%	2.7%	
発行体の業種、業態別比重（民間企業社債に対する比率）						
非製造業		46.6%	43.5%	3.0%	0.1%	
金融		23.4%	17.8%	3.6%	1.9%	
製造業		22.8%	19.5%	0.5%	2.8%	
SPV		7.2%	2.1%	5.1%	0.0%	
合計		100.0%	82.9%	12.3%	4.8%	

注1：産業分類は以下の通り。非製造業：Commerce, Energy & Utilities, Information & Communication Technology, Media & Publishing, Property Development, Tourism & Leisure, Transportation & Logistics, 金融：Banking, Finance & Securites, 製造業：Agribusiness, Automotive, Construction

注2：外資系企業で上場している以下の企業の社債は、上場企業のカテゴリーに分類した。Easy Buy Plc. 6,255百万バーツ, Aromatics (Thailand) Plc. 2,427.35百万バーツ

出所：Thai Bond Market Association, *Thai Bond Market*, 2008, p. 364-p. 373 (Appendix 1, List of ThaiBMA Registered Bonds) より筆者計算

第1に、社債残高のうち、国営企業によるものが43.2%と半分近くの比重を占めている。第2に、民間企業の発行体のほとんどは地場企業であり、外資系企業の比重は極めて小さい。第2節で見たように、タイの主要企業には極めて多くの外資系企業が分布しているので、このことは、債券の発行体が地場企業への大きな偏りを持っていることを意味している。第3に、産業別では、非製造業の比重がもっとも大きく、それに金融業がつづく。製造業の

表6 マレーシア、インドネシア、フィリピン：社債残高の産業別、業態別構成

マレーシア 2009年末
百万リングット

	債券残高		発行企業数
	構成比		
合計	137,720		92
製造業	797	0.6%	5
非製造業インフラ	79,203	57.5%	42
非製造業その他	10,342	7.5%	14
金融業	45,533	33.1%	29
銀行	31,351	21.4%	18
その他	16,027	11.6%	13

	うち地場企業			うち外資企業		
	債券残高	構成比	発行企業数	債券残高	構成比	発行企業数
合計	111,663		92	26,057	18.9%	16
製造業	365	0.3%	3	432	0.3%	2
非製造業インフラ	67,960	14.4%	41	11,243	43.1%	1
非製造業その他	8,917	2.0%	12	1,425	5.5%	2
金融業	34,176	24.8%	19	11,357	8.2%	10
銀行	19,660	14.1%	9	11,691	7.3%	9
その他	14,761	10.7%	11	1,266	0.9%	2

出所：Malaysia Corporate Bond Handbook 2010 から集計

インドネシア 2006年末

	債券残高 (十億ルピー)		発行企業数
	構成比		
合計	62,790		105
製造業	11,750	18.7%	31
非製造業インフラ	19,054	30.3%	23
非製造業その他	5,633	9.0%	11
金融	26,353	42.0%	40
銀行	13,886	22.1%	21
その他金融	12,467	19.9%	19

出所：Indonesian Bond Market Director, 2006 から集計

フィリピン 2010年7月

	債券残高 (百万ペソ)		発行企業数
	構成比		
合計	234,221		25
製造業	45,690	19.5%	2
非製造業インフラ	64,800	27.7%	10
非製造業その他	10,000	4.3%	1
金融	75,631	32.3%	4
銀行	3,500	1.5%	4
その他金融	75,631	32.3%	4
持株会社	26,000	11.1%	2
特別目的会社	600	0.3%	1

出所：Domestic Credit Rating Report, 2010 から集計

注：「非製造業インフラ」に分類される業種は以下の通り。通信、電力、エネルギー、水道事業、公益サービス (Public Utilities)、有料道路事業、不動産、建設

比重は相対的に小さい。実物部門の成長が製造業に支えられていることを考慮すると、ここにも大きな偏りがあることが確認できる。また金融業は、その産業としての付加価値比重と比較して、相当に大きいことがわかる。第4に、国営企業においても金融業からの債券発行がかなりの比重を占めている。

4.4.2 マレーシア、インドネシア、フィリピン

マレーシア、インドネシア、フィリピンについての個票情報は限られているが、利用可能な情報から一定の傾向をつかむことができる。表6は、3国について可能な限り最近の状況を整理したものである。対象は民間企業による発行債券だけであり、また上場・非上場別の情報も十分ではない。マレーシアについては外資系企業が比較的多く見受けられたので、地場・外資の別の集計を行った。

これらの国でも一定程度タイと類似した傾向があることがわかる。第1に、発行体としてはいずれの国もインフラ事業に関係する非製造業と金融業の比重が大きい。タイと比較して3カ国では金融業の比重が大きく、特に、インドネシアではインフラを含めた非製造業のそれを上回っている。また、製造業の比重はフィリピン、インドネシアではタイと同程度であるが、マレーシアでは極端に小さい。第2に、マレーシアにおいては外資系企業の発行が全体の18.9%を占め、相当程度に活発である。発行体の産業が非製造業および金融業の両者にわたっていることも特徴として指摘し⁹⁾うる。

第3に、社債市場が相対的に小さいフィリピンとインドネシアを比較すると、フィリピンでは発行企業数は25社と大変少ない。一方で、インドネシアは残高の水準が低いにもかかわらず発行企業数は105社とアセアン4カ国ではもっとも多く、社債が比較的小規模な資金調達に利用されていることが示されている。

5 ま と め

本稿では、アジア債券市場育成の現状の展望を目的として、前提となる東アジアの金融構造、育成への具体的な取り組み、債券発行と残高の現状を検討した。最初に、東アジア、特に東南アジアの金融システムでは、企業は必ずしも外部資金に依存する傾向を持っておらず、むしろ自己金融が中心のファイナンスを行っていること、さらに、実物経済におけるリーディング・セクターである輸出製造業部門は、とりわけ国内の金融システムへの依存度が低いことを指摘した。その上で、企業による資金調達が債券を通じて行われるには、銀行借入や株式ファイナンスとの比較の上での特色に応じた資金需要があることが前提であり、資金の長期性、リスク度合いなどにおいて見合った産業に着目する必要があることが論じられた。

つぎに、アジア債券市場育成の取り組みについて鳥瞰した。過去10年の間、アジア債券市

場育成イニシアティブ（ABMI）を中心とする取り組みによって、国内金融システムの整備、ダブルミスマッチの軽減、域内内需の拡大支援、域内金融統合支援といった角度からの制度整備が進められてきた。こうした作業を受けて、円建てクロスボーダー CBO の発行、国際機関によるアジア通貨建て債券発行、Asian Bonds Online の立ち上げ、Asia Bond Monitor の発行など、多くの具体的な成果が上がった。2010年には、域内の信用保証機関として CGIF が設立された。また、クロスボーダー取引の促進が重視される傾向が強まる中、これに対する障害の分析・提言が実施され、取引の促進に向けて多様な取り組みが始まっている。以上の実績を踏まえ、現在、ABMI の意義・範囲・枠組みに関する見直しが進められており、アジア債券市場育成の新たな枠組みが構築される見通しである。

しかし、こうした精力的な取り組みにもかかわらず、個票データを含む詳細な検討によると、現実の債券市場の成長は、解釈には様々な留保が必要であることが指摘された。まず、そもそも債券市場全体の伸長について、リーマン・ショック前は、韓国では伸びが着実であった一方で、マレーシアでは横ばい、タイでは不胎化政策の一環と考えられる中央銀行債の急増の要素を除くと伸びは限定的に留まっており、さらにインドネシア、フィリピンではむしろ縮小しているなど、成長はかなり限定的である。リーマン・ショック以降のここ数年は韓国、タイ、インドネシアでは国債の発行増加によって市場が拡大しているが、持続的な動きとしてとらえることができるかどうか、即断はむずかしい。

社債市場に絞って見た場合、観察対象の5カ国のうち、タイ以外のすべての国で、伸長は非常に限定的に留まっている。マレーシア、韓国など、社債の規模が比較的大きい市場は2000年代当初からもともと大きかったにすぎない。ただし、リーマン・ショック後にはタイ、マレーシア、韓国では社債の発行が拡大しつつあり今後の推移が注目される。また、韓国、マレーシアなどでは、近年、社債の中で金融債の占める比重が大きくなっている。

社債の業種、業態別構成にも大きな特徴がある。第1に、社債の規模については、国営企業の発行する債券が、公債と社債のどちらに分類されているかが、不明確であることが多い。タイを例に個票情報とつきあわせた検討では、ABO を含む多くの集計情報では、国営企業債は社債に算入されており、その比重は相当に高い（2007年で42%）ことが確認された。第2に、民間企業による社債の発行体は、各国に共通の特徴がある。すなわち、発行体としては非製造業のインフラ部門が各国で大きな比重を持ち、多くの国で圧倒的な発行主体となっている。また、商業銀行を含む金融業も発行体として大きな比重を占めている。これに対して、製造業企業の社債発行への動きは鈍い。第3にオーナーシップにおける地場系、外資系の別、あるいは上場・非上場の別と発行体との関係を見ると、検討が可能なタイおよびマレーシアにおいては、地場の上場企業が主な発行体であり、外資系企業（多くは地場証券市場に非上場である）は社債の発行に消極的な傾向が看取できた。

このように、アジア債券市場育成については、精力的な取り組みにもかかわらず、市場の成長は多分に限定的なものに留まっている。この問題は、単に取り組みの不足のゆえではなく、民間企業における社債ファイナンスの停滞（あるいは外部金融全体の停滞）が、東アジアの現在の成長構造——伝統的な成長パターン——と関係した、東アジアの金融システムの基本的構造に由来すると考えられるのである。直接投資による輸出製造業によって牽引される成長パターンのもとでは、基本的には比較的良好に知られた（情報の非対称性が比較的低い）技術に依存した生産が主であり、外部金融であっても金融仲介が果たしうる余地が大きい。しかも現実には、特に外資系企業において親子ローンや自己増資といった独特の資金チャンネルが、金融仲介以上に機能しているとも考えられる。

その場合、債券市場の実質的な成長には、実物経済の資金需要側への対応や、それ自体の構造変化が重要であろう。現実には、すでにそうした兆候はある。東アジア経済の成長経路との関係で、短期的課題として今後大きく拡大するインフラ投資へのファイナンスに期待することができる。中期的課題としてはこの地域の経済の消費経済化への対応として債券市場の役割を位置づけることができる。実際、消費部門や消費金融部門の社債発行は、伸びつつある。そして最後に、長期的課題としてこの地域の製造業自体の高度化・環境対応への技術変化に対する役割も考慮にいれるべき要素である。特に東南アジアでは、バイオ資源や太陽光発電などで、世界的にも比較優位をもつ可能性がしばしば指摘される。そのような産業構造の変容が生じるとすれば、それは労働集約型から資本集約型への技術構造の大きなジャンプとして現れるかもしれず、その場合債券市場を含めた証券市場の機能が重要となってくる可能性がある。

アジア債券市場の発展は、このようなより広く長い視点から、とらえ直される必要があるのではないだろうか。

注

- 1) 本稿は、2010-11年に日本経済団体連合会21世紀政策研究所によって実施された「アジア債券市場整備と域内金融協力に関する」研究会の成果における著者たちの担当部分を要約、編集したものである。
- 2) 例えば、三重野（2008）を参照。先進国企業の資本構成の包括的な比較研究としては、Rajan & Zingales（1995）が知られている。ただし、サンプルは1991年時点と若干古い。
- 3) ここでの「範囲」とは、主に株式市場整備をABMIの対象に含めることを想定している。ASEANにおいて、2015年までに資本市場（主に株式市場）を統合する計画が進行中であり、それとの連携を念頭に置いたものであるが、範囲の拡大が実現するかは不透明である。
- 4) 2011年7月8日付日本経済新聞「新興国通貨建て取引拡大」参照。
- 5) <http://asianbondsonline.adb.org/>
- 6) ただし、リーマン・ショック後の2009年には、韓国、タイ、マレーシアでは債券残高は伸長を

みせている。

- 7) ただし、こうした機関で把握される情報は「公募債」に限られたり、公債・国営企業の債券が含まれていたりするなど、さまざまな情報の欠損も考えられる。本稿では、ABOと各国の中央銀行統計による集計情報を基礎とし、ダイレクトリーからの個票情報の集計をこれとつきあわせて、それぞれの情報の「くせ」を精査しながら整理を行った。
- 8) したがって、民間企業と国営企業のそれぞれについての社債の意義が検討される必要があるだろう。
- 9) ただし、2009年においては外資系企業の比重はインフラ関連の1社（通信事業）が大規模な発行を行っていることによるものに過ぎない。

参 考 文 献

- Asian Development Bank [2010]. “Asian Bond Markets Initiative Group of Experts (GoE) Report for Task Force 4,” April.
- Rajan, Raghuram and Luigi Zingales [1995] “What Do We Know about Capital Structure?: Some Evidence from International Data” The Journal of Finance, Vol. L, No. 5, December 1995
- 清水聡 [2010] 「世界金融危機後のアジア債券市場整備の意義と課題」（日本総研調査部環太平洋戦略研究センター『環太平洋ビジネス情報RIM』Vol. 10 No. 39）
- 21世紀政策研究所 [2011a] 「アジア債券市場整備と域内金融協力」（研究プロジェクト報告書、2月）
- 21世紀政策研究所 [2011b] 『シンポジウム アジア債券市場整備と域内金融協力』（21世紀政策研究所新書—16、4月）
- 三重野文晴 [2008] 「東南アジアのコーポレート・ファイナンスの基底構造について：タイ・マレーシアを観察事例に」『アジア研究』54巻2号 11-33頁