

## 第5章

### インドネシアにおける債券市場の発展と金融部門の現状

濱田 美紀

#### 要約：

本章ではインドネシアにおける金融部門の現状と債券市場の発展について考察する。インドネシアの金融部門は実物部門に比べて規模が小さく、その中で銀行部門が大半を占めている。資本市場はアジア通貨危機後の金融部門の再構築によって開発が進んできた。危機以前まで禁止されてきた国債の発行が始まったことにより、債券市場の制度の整備が促進されたといえる。他方、社債については、発行件数はまだ少なく、発行済み社債のうちほとんどが銀行や金融機関によるものである。社債の供給側である企業のバランスシートからは、自己資本を充実させ負債比率を低下させている様子がうかがえる。

#### キーワード：

インドネシア 資本市場 債券市場 負債比率

はじめに

インドネシア経済は 1990 年代終わりのアジア通貨危機により経済システム全体に大きな打撃を受けた。その後、長い改革の期間を経て 2000 年代後半から順調な経済成長を続けている。2011 年の GDP 伸び率は 6.5%と安定した経済成長を示した。しかし、インドネシアでは実物経済に占める金融市場の規模は大きくない。インドネシアの金融市場では銀行部門の占める割合が最も大きい。銀行部門は 1997 年のアジア通貨危機以降の経済危機によって大きく毀損し、その再建に多額の費用と長い時間を要した。経済危機後の約 15 年の間、IMF など国外からの監視のもと銀行部門だけでなく経済システムの再構築をすすめ、その後 IMF の監視からはなれインドネシア政府自ら改革を続けてきた。2008 年のリーマンショック、その後の世界金融危機などのショックによって近隣諸国がマイナス成長を示す中、2009 年に 4.1%の成長率を維持したことで、インドネシアは過去 15 年間の経済再建の一定の成果を世界に示したといえる。

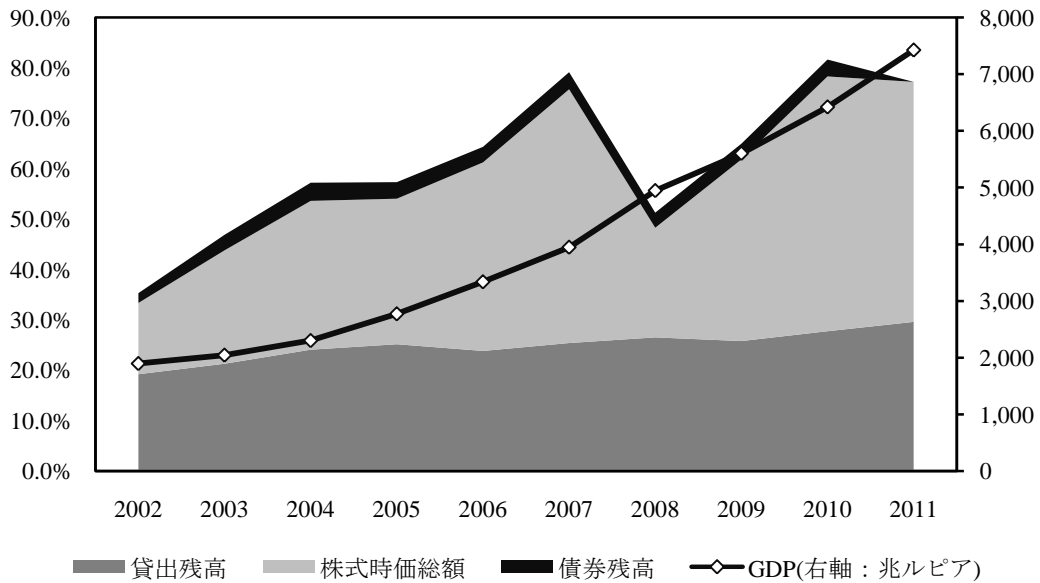
その後も経済は順調な伸びを示しているものの、銀行部門の伸びは横ばいのままである。株式市場は好調な経済を反映して株式インデックスは急伸している。しかし、これもあくまでも流通市場の株価の上昇であるといえ、上場企業数も 400 社程度にとどまっており、他の国に比べても株式市場の規模は小さい。新規株式公開や増資や債券発行など発行市場を利用した企業の資金調達の場合としての機能もまだ低い。債券市場に関しては、国債市場がようやく発達しはじめた段階であり、社債市場はまだほとんど発達していないといえる。

しかし、債券市場の育成はインドネシア経済の発展にとって不可欠であることはいうまでもない。国債を通じた財政管理や金融調節など経済システムのインフラを充実させることが、今まで以上に必要になってくる。好調な経済を反映して、企業の資金需要も活発になっており、銀行借入、株式市場とならび企業の資金調達の場合として債券市場の育成は重要である。本稿は、インドネシアの金融市場についてまとめ、債券市場の発展のようすを考察する。

## 1. インドネシアの金融市場

すでに述べたようにインドネシアでは実物部門に対して金融部門の占める割合は小さい。図 1 は、GDP に占める銀行と資本市場の規模を示したものである。銀行の貸出残高の GDP に占める割合は 2011 年で 29.6%、株式時価総額は 47.6%、債券残高は 3.3% (2010 年) である。現時点では株式の時価総額が最も大きい。

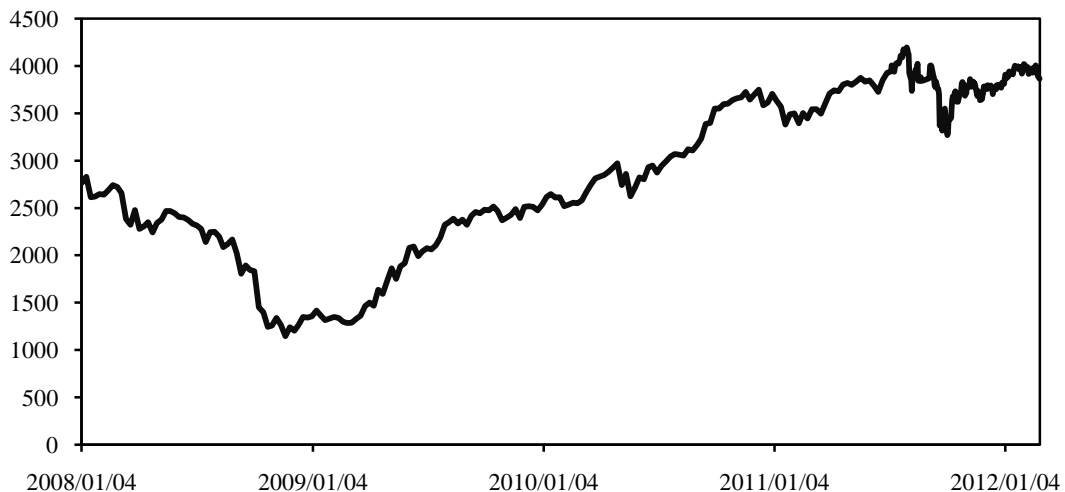
図1 インドネシアの金融市場の規模



(出所) インドネシア銀行、インドネシア証券取引所 *Fact Book 2011*。

株式時価総額が最も大きい理由は、図2にみるように、2010年からインドネシア総合株式指数は右肩上がりに上昇しているためである。2010年1月に比較すると2012年1月末は、1.5倍である。しかしながら、この2年の間に増えた上場会社数は36社にとどまっている<sup>1</sup>。

図2 インドネシア総合株式指数の推移 (2008年-2012年2月)



(出所) ファクティバ。

<sup>1</sup> 企業の上場に関して、インドネシア証券取引所は慎重であり、質の確保に重点をおいており、毎年25社の上場を目標としている(2011年12月、筆者インタビューより)。

2010年に、新規株式上場（IPO）による資金調達を行った企業は23社で、調達金額は30兆ルピア過ぎない（表1）。422社（2011年3月時点）の上場企業の内、活発に売買されるのは上位20社程度の優良企業のみで、それ以外の株式の取引高はあまり高くない。したがって近年の株価の上昇はもっぱら一部の上位企業の株価上昇によるものであり、企業の資金調達の間としての株式市場はまだ十分に発達しているとはいえない。

表1 資本市場からの資金調達

	2007		2008		2009		2010		2011年9月	
	兆ルピア	発行社数	兆ルピア	発行社数	兆ルピア	発行社数	兆ルピア	発行社数	兆ルピア	発行社数
新規株式公開	17.18	24	23.48	17	4.08	13	29.56	23	11.23	13
公募増資	29.8	25	55.46	25	15.67	15	48.67	31	31.99	17
社債	31.28	39	14.1	29	31.09	29	36.6	26	28.21	25
民間合計	78.26	88	93.04	71	50.84	57	114.83	80	71.43	55
国債	86.4		86.9		101.7		136.6		101.15	
合計	164.66		179.94		152.54		251.43		172.58	

（出所）図1に同じ。

債券市場についても同様である。GDPの3%程度である債券残高の約8割は国債である。したがって、社債の発行はGDPの1%未満でしかなく、その多くは銀行や金融機関による発行であることから、一般事業会社の社債発行による資金調達はほとんどないに等しい。

表2は金融機関の数と資産を示しているが、商業銀行の資産は3,009兆ルピア（2010年）、銀行数は122行である。近年の国内消費の増加に伴い増えてきたノンバンクは、数は192社と銀行より多いが資産は230兆ルピアと商業銀行資産の8%程度にすぎない。2000年代後半から急速に増えてきている投信は、600社ほどあり、資産は149兆ルピアで商業銀行資産と比較すると約5%である。投信の資産は2008年には74兆ルピアであったため、2年間で倍増している。年金の数は272社、資産は130兆ルピア程度で安定的に推移している。このように、インドネシアの金融市場において商業銀行は圧倒的な存在であることがわかる。

表2 インドネシアの金融機関

		(兆ルピア)		
		2008	2009	2010
商業銀行	資産	2,311	2,534	3,009
	銀行数	124	121	122
ノンバンク	資産	169	174	230
	企業数	212	198	192
投信	資産	74	113	149
	企業数	567	610	558
年金	純資産	90	113	130
	企業数	281	276	272
保険	資産	243	321	400
	企業数	144	141	141
証券会社	企業数			147

(出所) 各機関資料より筆者作成。

## 2. 資本市場の発展

インドネシアの資本市場は、銀行部門の規模と比較しても、まだ非常に小さいが、インドネシアが中所得国として安定的な成長を続け行く上で、重要な役割をもち、その比重も今後高まってくると期待される。ここでは資本市場の発展について振り返ってみてみる。

インドネシアの資本市場の歴史は古い。インドネシアで初の証券取引所はオランダ植民地時代の1912年12月に当時のバタビア(1942年よりジャカルタ)に設立された。1914～1918年の間は第一次世界大戦により閉鎖、1925～1942の間に再開され、さらにスマランとスラバヤに新しい証券取引所が開設されたが、これらは1939年に閉鎖された。その後ジャカルタ証券取引所(JSX)も第二次世界大戦の影響でふたたび閉鎖され、1952年に再開された。1956年には1976年には資本市場監督庁(BAPEPAM)及び国営証券会社(DANAREKSA)が設立された。

1950年に国債が発行され、国債が当時の証券取引所の唯一の取扱商品であった。国債は1960年代まで発行された。スハルト政権時代(1965～1998年)は、均衡財政体制をとっており、毎年の財政赤字はインドネシア支援国会議による援助金でまかされてきたという歴史があるため、スハルト政権の期間、インドネシアは歳入不足を政府自ら補う必要がなかった。そのため、国債の発行は、アジア通貨危機による銀行部門の再建のための資本注入国債が1999年に発行されるまで禁止されていた。

社債は1983年に発行され、変動利付債券が1989年に発行され始め、株式市場を主とするジャカルタ証券取引所とは別に、社債取引市場としてスラバヤ証券取引所(SSX)が設置された。その後、2007年にスラバヤ証券取引所がジャカルタ証券取引所と統合

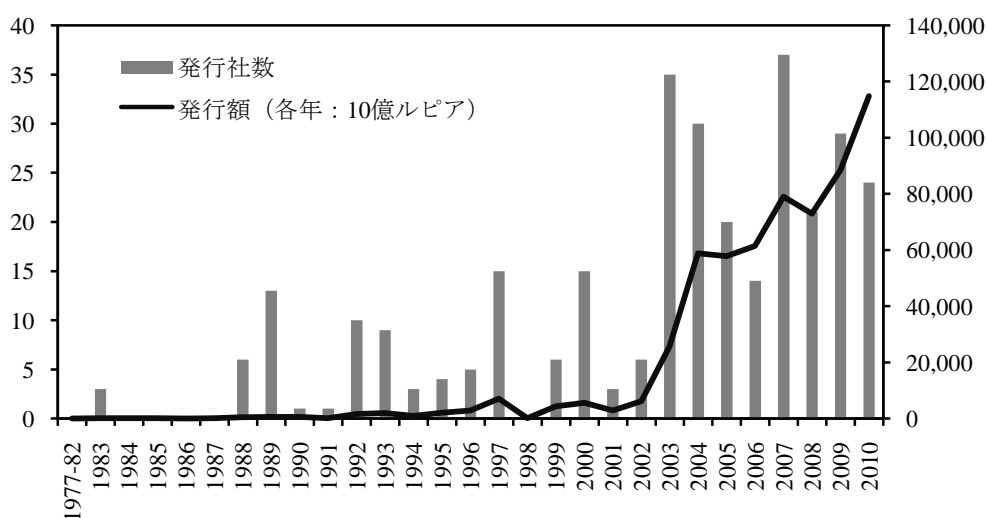
し、現在のインドネシア証券取引所（IDX）となっている。

資本市場の本格的な展開が図られたのは、1995年に施行された「資本市場法」及び政府の「資本市場発展5ヵ年計画（1996-2000）」が実施されて以降である（国際通貨研究所[2003]）。資本市場に関する1995年第8号法では、資本市場監督庁（BAPEPAM）が、資本市場での取引に関するガイダンス、規則、日々の監督を行うことが規定され、資本市場の目的、資本市場で流通する商品や上場に関する規則などを規定している。1997年12月にインドネシア証券保管振替機関（PT Kustodian Sentral Efek. Indonesia: KSEI）が設立され、翌1998年6月に、社債の決済機構としてインドネシア決済保証会社（Indonesian Clearing & Guarantee Corporation: KPEI）が設立された。

資本市場の役割は1997年のアジア通貨危機後に改めて確認されたといえる。危機によって銀行部門のダメージが甚大であったこともあり、IMF指導による金融部門の再建政策の中で、銀行依存度を低くすることを目的とした株式・債券市場の育成があげられた。

債券の発行の状況を過去にさかのぼってみてみると1977年から1982年の間まで発行件数はゼロである（図3）。1983年に国営高速道路会社のJasa Marga社、国営開発銀行Bapindo、住宅金融会社Papan Sejahtera社の3社が合計で1548.17億ルピアを調達し、いずれも5年債を発行している。このうちJasa Marga社が1983年中に5回発行している。その後1987年まで債券発行はなく、1988年に6社が500億ルピア、1989年には13社に増え、4,000億ルピアになっている。その後も増える傾向にはあるものの、年により発行件数、金額のばらつきは大きい。

図3 社債の発行社数と発行額の推移（1977-2010年）



(出所) Bapepam.Online.

この傾向が変わるのが 2003 年以降である。アジア通貨危機によって銀行部門が機能不全に陥り銀行システムの再構築に時間を要した。銀行は不良債権処理をはじめとするバランスシートの改善が急務であったため、新規の貸出は積極的には行われなかった。銀行貸出しが再び増加に転向するのは 2002 年あたりからである。しかし、増加し始めたとはいえ金額も大きくなかったため、資金需要のある企業が債券市場での資金調達に踏み出したと思われる。銀行貸出残高に対する債券残高の割合をみると、2002 年までは銀行貸出の 2%以下で推移していたが、2003 年には 5.9%に増加し、2004 年には 10.6%になった。その後、銀行も貸出を増やし始めたこともあり 5～6%の水準に戻ってきている。

### 3. 債券市場の発展

本節では、債券市場について詳しくみていく。債券市場はアジア危機以降ようやく発展し始めたまだ若い市場である。まず、債券市場の大半を占め、かつインドネシアの金融市場において重要な役割をもつ国債市場について概観し、次に社債、そして今政府が取り組んでいるイスラーム金融・イスラーム債券市場についても若干触れる。

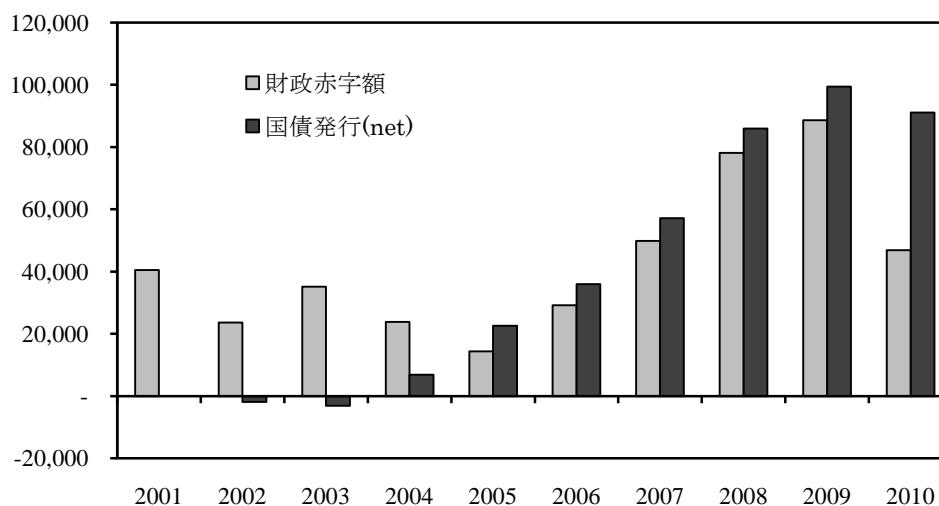
#### 3.1 国債市場の創設

上述したように、インドネシアはスハルト政権期（1965 年から 1998 年）では、均衡財政体制をとっており、毎年の財政赤字はインドネシア支援国会議による援助金でまかなってきた。したがって、インドネシアは歳入不足を政府が補う必要がなく、国債の発行は認められていなかった。しかし、1998 年の銀行危機により、ほとんどの銀行が債務超過となり、公的資金を導入しなければ銀行部門が維持できないほど、銀行部門の状態は悪化した。そこで約 600 兆ルピア、当時の国家予算の 6 割に相当する金額を銀行の棄損した資本を補うために国が資本を注入することが決まり、救済対象銀行に株式を発行させ、その対価として交付する国債（資本注入債）が 1999 年に初めて発行された。

国債の発行当初は救済銀行に向けた資本注入債の発行だけが認められたが、2002 年に国債に関する法律 2002 年第 24 号が制定された。これにより財政赤字を補てんするため、および財政短期資金の資金繰り、政府の負債管理のために国債の発行が認められるようになった。これによりインドネシアは財政運営の自立性を確保した。

図4は、2001年から2010年までの財政赤字額と国債発行額である<sup>2</sup>。2001年以降、財政赤字の実績は2003年を除き予算額を大きく下回っている。それに対して国債の発行はほぼ予定額通りか、それ以上の額を発行しているため、財政赤字額を超える国債が発行されている。

図4 財政赤字と国債発行額の推移（2001－2010年、10億ルピア）



(出所) インドネシア銀行。

現在、インドネシア国債の種類は1年未満の短期国債、1年以上の国債があり、通貨別にルピア建て、米国ドル建て、円建てとある。金利は、固定利付、変動利付、ゼロクーポンの3種類、そして一般的なコンベンショナル債の他にイスラーム債券（スーク）がある。さらに売買対象と非売買とにわけられる。現在の国債の発行残高は759兆ルピア（2012年1月時点）である。これは2011年のGDP7,427兆ルピアの10.2%に相当する。759兆ルピアの内訳は国債が663兆ルピア、短期国債が34兆ルピア、スーク国債が63兆ルピアである。

資本注入債は2000年2月から、注入銀行の保有残高の10%まで投資勘定から売買勘定へ移動し、売却が可能となった。その後2001年7月には保有残高の全額売買勘定への移動が認められるようになり、国債の流通市場の整備も同時に進められてきた。

### 3.2 国債市場制度の整備

国債の大量発行を円滑に行うためには流通市場をはじめとした国債市場の制度を

<sup>2</sup> ここでの国債発行額は、その年度に発行した国債の発行残高から国債の買入れ額を差し引いたネットの額である。

整える必要がある。2000年に資本注入債券の市場での売買が始まったことをうけ、2001月に即時グロス決済（Bank Indonesia Real Time Gross Settlement：BI-RTGS）<sup>3</sup>が導入され、2004年にはBI-RTGSの中でペーパーレス化された中央銀行証書（SBI）と国債の決済システムであるBI-SSSS（Bank Indonesia Scripless Securities Settlement System）が導入され、決済の迅速化に向けた制度の整備も進んでいる。

レポ市場の育成も重要である。インドネシア政府は2004年にレポ市場を開設し、2005年にはレポ取引の国際標準契約書であるMRA（Master Repurchase Agreement）を開始した。MRAはレポ取引のベンチマークとなり、オーバーナイトレポ金利にはBIレート＋3%が適用される。さらに、国債の安定消化、国債市場の流動性確保や国債入札への継続的・競争的な参加者を確保するために、2006年12月に2006年第144号大蔵大臣令によって、国債入札に関してプライマリー・ディーラー制度を導入することを決定した。すでに入札実績のある市場間取引協会の24の会員（国内銀行14行、6外国銀行、4証券会社）を当初のプライマリー・ディーラーとして2007年の3月の入札から実施している。

国債を安定的に消化するためには、国債の多様化も重要である。そこで個人向けの国債の発行を開始した。2006年8月に3年物、表面利率12.05%の個人向け国債第1号（ORI0001）を3.3兆ルピア発行した。その後ほぼ毎年のように発行している。また、のちに詳しく述べるが2008年には第1号のイスラーム国債を発行した（7年債、2.7兆ルピア）。さらに、2009年には短期イスラーム国債、個人向けイスラーム国債の発行を開始し、個人向けは第1号（SR001）として3年債、5.6兆ルピアを発行している。2009年4月にはドル建てイスラーム国債6,500億ドルの発行を実施するなど、国債の多様化は進んでいる。

このように、国債の安定的な消化や流動性の確保に向けた制度の整備は2000年代後半から進んでいるといえる。

### 3.3 社債市場

次に社債の発行についてみる。すでに図1でみたように、GDPに占める債券市場の割合は3%に過ぎず、その8割は国債である。2010年の新規債券発行額は201兆ルピアでそのうち、国債は161.9兆ルピア、社債が39.1兆ルピアである。このようにインドネシア企業による債券発行は、まだ未発達な段階であるといえる。過去社債を発行した企業97社の内訳をみると24社が銀行、15社が金融会社や証券会社と発行企業の過半が金融によるものである。近年のインドネシアの好調な経済成長は、国

<sup>3</sup> インドネシア銀行が金融機関からの振替指図を1件ずつ即時に決済する方法。

内消費によって支えられており、特に自動車・二輪車などの販売台数は毎年のように過去最高記録を塗り替えている。この旺盛な購買意欲を支えるのが、2～3年の割賦販売を可能にする自動車・二輪車ローンである。そのため、自動車ローン会社などのような企業が資金調達を債券市場で行うことは調達コストを比較したうえで債券による調達が有利であると判断した結果といえる。しかし、市場から預金を調達できる銀行もまた債券発行によって資金調達している。上場銀行、非上場銀行問わず、多くの銀行が債券を発行している理由には期間のミスマッチがあるといわれている。預金は短期である一方、貸出は長期である。銀行は債券による資金調達はより長期での調達が可能であるため、債券による調達を好む。たとえば、表3はインドネシアで国内最大の商業銀行であるマンディリ銀行の貸出と預金を期間別にみたものである。

表3 マンディリ銀行の貸出と預金の期間別割合（2010年）

ルピア建て貸出		ルピア建て預金	
1年未満	11.70%	1ヶ月未満	73.40%
1-2年	9.50%	1-3か月	16.80%
2-5年	41.20%	3-6か月	5.50%
5年超	37.60%	6-12か月	4.10%
		12か月以上	0.20%

（出所）Bank Mandiri 2010年報。

ルピア建ての貸出と預金に限ったものであるが、預金の4分の3は1ヶ月未満であり、3か月未満までの預金が全体の9割を占める。一方貸出については、1年未満の貸し出しは1割強で、1年以上の長期がほとんどである。実際に多くの債券が3～5年、長いものは10年という期間で調達できる。調達と貸出の期間ミスマッチが債券発行を促しているといえる。しかし銀行とは本来、短期の預金を市場から幅広く集め、長期の貸出を行うという期間の変換機能をもつものである。その機能を自ら放棄して銀行業としての機能が果たせていない様子がここからうかがうことができる。

この期間ミスマッチに加えて、自己資本の充実も銀行による債券発行の理由のひとつである。ちなみにマンディリ銀行は2009年に3.5兆ルピアの期間7年の劣後債を発行しているが、これは自己資本比率強化のためにTier 2に計上することを目的としている。

インドネシア証券取引所では、株式の上場と債券の上場基準はそれぞれ異なっており、株式は上場していない企業が債券のみを発行し上場させることが可能である。債券上場の基準の方が緩やかであるとは一概に言えないが、償還期限がくると自動的に上場廃止になる債券とは異なり、期限のない株式の上場により、企業の経営の影響を与える株式公開の方が基準は厳しくより細くなるのは自然であろう。例えば、初めて証券取引所に上場しようとする企業は、まず債券から上場することが多いと証券取

引所の関係者からの説明があった。

インドネシア証券取引所の債券上場規定と株式上場規定は以下の通りである。

- ・法人格であること。
- ・最低3年間は操業していること。
- ・資本金200億ルピア以上であること。
- ・直近1年の営業利益黒字であること。
- ・登録報告書の有効性を証明できること。
- ・連続した直近3年間の財務報告書が適格な会計監査による適正意見を得ていること。
- ・登録格付け機関によるBBB-以上の格付けを取得していること。

このように債券の上場に関しての基準は比較的緩やかなものといえる。しかし、BBB-以上の格付けを取得することは多くの企業にとってひとつの制約になっているかもしれない。

### 3.4 債券市場の育成

#### 3.4.1 債券市場のインフラ整備

すでにみてきたように、国債市場に関する制度は整備されてきている。債券市場を今後さらに発展させるためには、流動性の高い流通市場の存在が不可欠である。表4のように流動性は高まってきているものの、今後さらに債券の流通市場の流動性を高め取引を円滑にするために、2007年にインドネシア債券価格評価機構（Indonesia Bond Rating Agency: IBPA）が設立された。

表4 債券市場における発行と売買高

(兆ルピア)

	新規発行		流通市場売買高	
	2009	2010	2009	2010
国債	143.9	161.9	717.0	1,091.2
社債	29.7	39.1	49.4	85.8

(出所) *Indonesia Bond Market Directory 2011*.

IBPAは、証券価格設定機関に関する資本市場金融監督庁規則 No. V.C.3 に則して、インドネシア証券取引所（IDX）と、インドネシア決済保証会社（KPEI）、インドネシア証券保管振替機関がイニシアチブをとり、それぞれ3分の1を出資し設立された。IBPAは国債のみならず、全債券およびイスラーム債（スクーク）の日次フェア・プライスを提示することを目的としている。さらに、IBPAは国債および社債のインデック

スを提供している。全国債と社債による総合インデックス IBPA Indonesia Composite Bond Index (ICBX)、国債インデックス (IBPA Government Bond Indonesia Index: GBIX)、社債インデックス (Corporate IBPA Corporate Bond Indonesia Index: CBIX)、普通債 (非イスラム債) インデックス (IBPA Conventional Bond Indonesia Index: VBIX)、スクーク (国債・社債) インデックス (IBPA Sukuk Bond Indonesia Index: SBIX) などのインデックスを提供して市場での取引の透明性と利便性を高めている。

IBPA の日々の価格やインデックスの公開など、債券市場に関する情報開示の充実も債券市場の育成には不可欠な要素である。特に情報劣位にある外国の投資家にとって積極的な情報開示は投資決定の際の重要な要素である。情報開示のひとつに、債券の保有情報の開示がある。国債の保有状況をみてみると (表 5)、2000 年代後半国内商業銀行が国債の過半を保有していたが、2010 年以降外国人保有比率が急速に増加している。

表 5 国債の保有者構造

	2007	2008	2009	2010	Jun-11
商業銀行	56.2%	49.2%	43.7%	33.9%	32.8%
中央銀行	3.1%	4.4%	3.9%	2.7%	0.5%
投資信託	5.5%	6.3%	7.8%	8.0%	7.1%
保険	9.1%	10.6%	12.5%	12.4%	13.5%
外国人	16.4%	16.7%	18.6%	30.5%	34.0%
年金	5.3%	6.3%	6.4%	5.7%	5.3%
証券会社	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%
その他	4.3%	6.4%	7.1%	6.8%	6.9%
合計 (兆ルピア)	477.75	525.69	581.74	641.22	691.03

(出所) 表 4 に同じ。

一方、社債に関しては (表 6)、ほとんどが国内で消化されており、外国人保有は海外金融機関の 2.3% 程度である。社債は発行残高そのものが少ないが、国債に比較して流動性が著しく劣るため外国人投資家によっては投資の対象になりにくい。

表 6 社債の保有者構造

年金 (国内)	25.4%	金融機関 (海外)	2.3%
保険 (国内)	24.7%	個人 (国内)	2.2%
投資信託 (国内)	19.9%	その他	2.1%
金融機関 (国内)	16.8%	財団 (国内)	1.3%
事業会社 (国内)	4.9%	証券会社 (国内)	0.4%
合計 (兆ルピア)			110.53

(出所) 表 4 に同じ。

### 3.4.2 債券市場の育成の基本計画

インドネシア大蔵省は、「資本市場および非銀行金融機関マスタープラン 2010–2014 年」を公表している。このマスタープランの目標の一つに、容易なアクセスと効率的で競争的な資金調達源（の確保）がある。そのための方策として債券（イスラム債券を含む）の流通市場の発展と監査能力の向上を挙げている。市場の流動性を高めるために資本市場金融監督庁（Bapepam-LK）が、以下の4つのプログラムで債券市場の育成を図る。

#### プログラム1：レポ市場の発展

資本市場金融監督庁（Bapepam-LK）は、現在の MRA（Master Repo Agreement）の内容を見直し、インドネシア市場を国際水準に高めるため Global Master Repo Agreement（GMRA：国際基本契約書）の準備を行う。

#### プログラム2：債券およびスクーク（イスラム債券）の監督向上

債券とスクークの監督の質を高めるために、国債、スクーク、社債の取引データの開発を進め、債券・スクーク取引のガイダンスを作り規制する。

#### プログラム3：債券・スクーク取引のインフラの整備

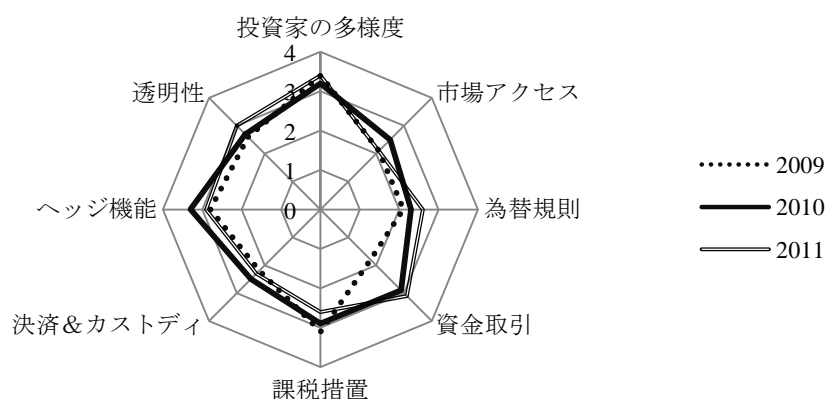
債券・スクーク取引を円滑にするために、現在統一的でない取引後の手続きの統合を進め取引後手続きの向上を進める。

#### プログラム4：信頼される市場のフェア・プライスの設定

現時点の IBAP の機能はまだ十分でなく、すべての債券、スクーク、コマーシャルペーパーの価格を評価することはできない。債券・スクークの流通市場の発展のためにも信頼性の高い公正な価格のベンチマークを提示することの重要性を考慮して、より一層の IBPA の機能強化と IBPA の提供する指標を金融市場で普及を促進する。

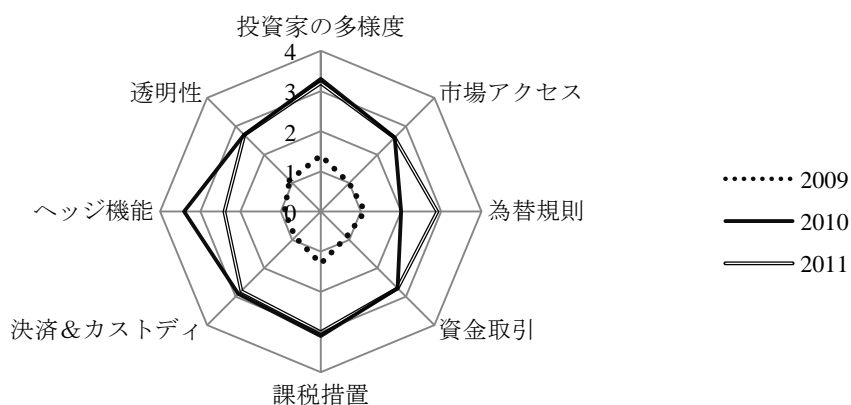
Asian Bond Online が自国通貨建て債券の市場についてのサーベイを行っている。債券市場の流動性に関して投資家の多様度、市場アクセス、為替規則、資金取引、課税措置、決済&カストディ、ヘッジ機能、透明性について0から4までのスコアによる評価を行っているが、図5、図6にあるように、2009年に比較すると2011年は市場の構造的な機能が向上していることが見て取れる。

図5 インドネシア国債市場に関するカスタマーサーベイ



(出所) Asian Bonds Online.

図6 インドネシア社債市場に関するカスタマーサーベイ



(出所) 図5に同じ。

### 3.2.3 アジアの資本市場の融合にむけて

東南アジア諸国連合は、2015年までに域内の関税の撤廃など、自由貿易協定の完成をめざしている。その中でより自由な資本の移動は、域内の経済活動を活性化させるためには欠かせない要素である。金融サービスの自由化も2015年をめどに実行する予定である。そのため2009年4月にASEANはASEAN資本市場の統合開発を促進するための実施計画を承認した。ASEANは現在域内におけるモノ・サービスのクロスボーダーの取引の自由化に力を入れている。その中に債券市場の育成も含まれている。

アジア域内における金融サービスの自由化を推進するためには、まず国内の金融部門の自由化が重要である。インドネシアの金融部門の自由化の歴史は長い。資本勘定の自由化は1970年代に実施され、銀行部門を中心に1980年代に、外資参入制限の撤廃など大幅な改革が行われている。資本市場に関しても、非居住者の市場アクセスはア

セアンの他の国と比べても比較的自由化は進んでいる。また国債の発行が許可され、国債市場の厚みがしだいに増す中で、国債市場に関してレポ取引市場の育成など、金融インフラが整いつつある。また情報開示に関しても、国債発行カレンダーの開示や、タイプ別の投資家の保有状況に関する情報開示、ベンチマークの定期的な公開、などは進んでいる。

しかし、発行体に関する情報の透明性に関しては、まだ開示は十分とは言えない。ASEAN+3の情報開示基準はまだ適用しておらず、会計基準に関してもIFRSのクロスボーダー発行の適用はしていない。また監督基準である国際会計士連盟（IFAC）の国際監査・保証基準審議会（IAASB）から公表された国際監査基準（ISA）のクロスボーダー発行も適用していない。

国債市場が始動しはじめたばかりといえ、商品の種類にまだ限りがあり、多様な資金調達やヘッジ手段などはまだ限られている。また、源泉徴収税の撤廃など税金に関する自由化もまだ十分に進んでいない。

#### 4. イスラーム金融とイスラーム債券

債券市場育成の計画の中では、普通社債とならんでイスラーム債券（スクーク）のも重要な要素として組み込まれている。インドネシアは人口2億4千万人の約8割をムスリムが占める国である。しかし、インドネシアにおけるイスラーム金融の歴史は浅く、正式な導入は1992年である。イスラーム銀行に関する法的な枠組みとして1992年の「銀行業に関する法律1992年第7号」（法律1967年14号の改正）で、はじめて銀行業務に「利益の配分」や「損益分担システム」というイスラーム金融特有の概念が組み込まれた。その後、長い期間特に大きな進展は見られなかったが、アジア通貨危機後の銀行再構築の中でイスラーム金融の整備も進み、2008年にイスラーム金融の基盤となるイスラーム銀行の法律（イスラーム銀行に関する法律2008年第21号）が制定された。債券に関しては、同じく2008年に「イスラーム国債に関する法律2008年第19号」が制定され、財政の資金調達の多様化とイスラーム銀行の資産確保のためにイスラーム法に則った国債が発行されるようになった。表7にみるように、2008年から始まったイスラーム国債は個人向けや短期国債も含め、発行額は増加し続けている。イスラーム国債の国債全体に占める割合も0.9%から9.2%に増加し、政府資金調達の多様化に役立っている。また、イスラーム債は企業の資金調達にも多様性を与える。企業によるイスラーム債の発行は、97社の債券発行企業のうち17社がイスラーム債券を発行している。

表7 イスラーム国債（スクーク）の発行額

	(10億ルピア)			
	2008	2009	2010	2011
イスラーム国債	4,700	8,663	24,910	40,520
スラーム個人向け国債	-	5,556	13,590	20,932
イスラーム短期国債	-	-	-	1,320
合計	4,700	14,219	38,500	62,771
イスラーム国債の国債発行に 占める割合	0.9%	2.5%	6.3%	9.2%

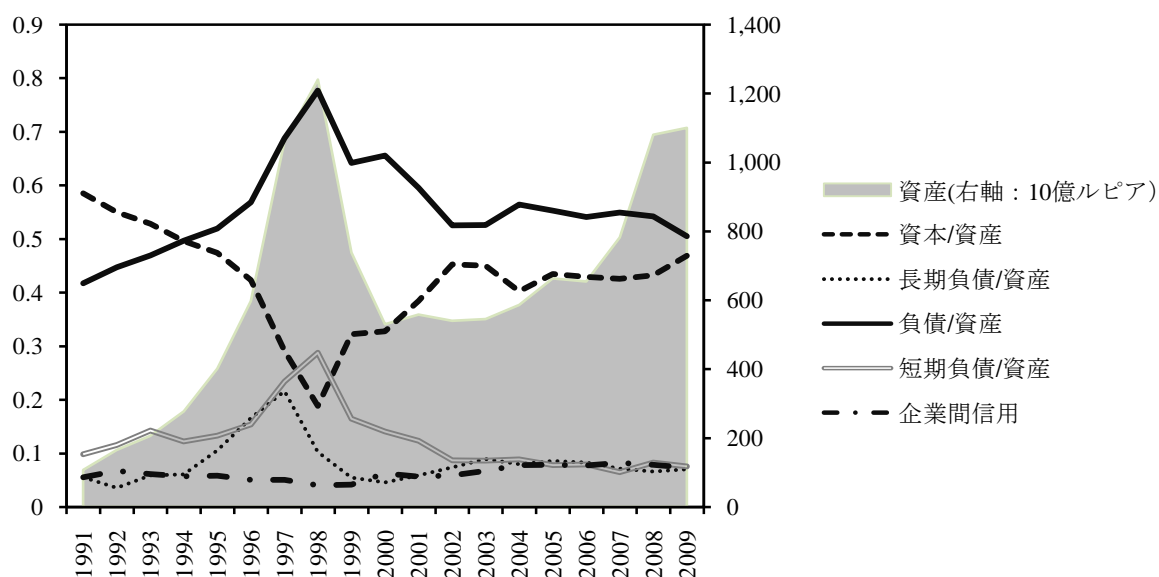
(出所) 表4に同じ。

## 5. 企業からみた負債による資金調達

前節までは金融市場と債券市場について発展の様子をまとめてみた。この節では社債を発行する企業の負債比率から債券の重要性を考察してみる。

インドネシア上場企業（金融・保険を除く）の資本構成を Datastream 社のインドネシア上場企業 2009 年までの 317 社についてみる。図7は 1991 年からの推移である。1998 年に負債比率が急激に増加している。これは 1997～1998 年のアジア通貨危機時のルピアの下落によるものである。1998 年3月にインドネシア・ルピアの価値は危機前の7分の1まで下落した。当時のインドネシアは、狭いバンドによるクローリ

図7 上場企業の資本構成の推移（1991－2009年）



(出所) Datastream.

ングペッグ制を採用していた。そして為替は、常にその下限に張り付いていた。そのため、銀行も企業も為替リスクを意識せずにヘッジすることもなく外貨建ての負債を増やしていた。特に短期の外貨建て負債が多く、ルピアの暴落により銀行と企業のバランスシートは大きく棄損した。その様子は図からもわかる。1997年の総資産（中央値）は1兆ルピアを超え1996年の6,000億ルピアから跳ねあがり、1998年には1兆2,400億ルピアになった。負債比率も同様に1996年の57%から1997年の69%、1998年には78%に膨れ上がっている。上場企業の負債比率は平均値と中央値では開きがある。これは、積極的に海外での調達を行っていた企業とそうでない企業の格差が大きいと思われる。通貨危機後の債権処理により、その後負債比率は低下し続け、他方自己資本比率が上昇し続けている。2009年の自己資本比率（自己資本/資産）中央値は46%と高く、企業が外部資金に依存しなくなっている様子がこの数値からもうかがえる。また全体に占める割合は小さいが、買掛金などの企業間信用が増えている。1996年には資産にしめる買掛金の割合は7.8%であったが2009年には17.5%に増えていることから、短期借入などの負債の代替をしていることが考えられる。

企業にとって債券による発行コストは銀行借入のコストと比較してどうなのだろうか。表8は、銀行別にみた貸出金利とある金融会社の社債の表面金利である。銀行貸出金利は、長期貸出である投資資金の方が短期貸出の運転資金より低くなっており、銀行によって散らばりはあるものの10~13%程度である。一般に銀行貸出は、長期資金より短期資金の方が多く2011年12月末の全銀行の投資資金残高は463兆ルピアであるのに対し、運転資金は1,075兆ルピアと2倍以上ある。長期の貸出を借りられる企業は優良企業である場合が多く、プライムレートで借りられることから長期借入金利の方が低い状態になっている。一方、債券発行は、ここに例に挙げてある金融会社Mandiri Tunas Finance社は2011年に2年債、3年債、4年債を発行しており、それぞれ9.6%、10.0%、10.7%とおおむね銀行の投資資金金利よりも低い。

表8 金利比較

	国営銀行	地方開発銀行	民間銀行	合弁・外国銀行
運転資金	12.51	12.89	12.63	9.14
投資資金	10.57	12.54	12.89	10.11
消費資金	12.97	14.03	13.71	30.59

2011年発行社債条件

Mandiri Tunas Finance VI	520億ルピア	idA+	安定的	9.60%	2年
Mandiri Tunas Finance VI	3500億ルピア	idA+	安定的	10.00%	3年
Mandiri Tunas Finance VI	1500億ルピア	idA+	安定的	10.70%	4年

(出所) インドネシア銀行、Indonesia Bond market Directory 2011。

おわりに

アジア通貨危機が過去のものとなり、順調な経済成長を続けるインドネシアにとって金融部門の充実は、今後の経済成長に欠かすことはできない。本稿で主にみてきた債券市場は国債市場の厚みがようやくでてきて、財政政策・金融政策の道具として機能し始めた段階である。今後クロスボーダー取引やアジア域内での協力が期待される社債に関してインドネシアは、まだほとんど何もない状態といえる。しかし、今後のインドネシア債券市場の見通しは必ずしも暗いものではないと思われる。

2011年12月に大手格付け機関フィッチ・レーティングスがインドネシアの長期ソブリン信用格付けをBB+からBBB-に引き上げた。これによりインドネシアのソブリン債は投資適格となった。これに引き続きムーディーズも2012年1月にBaaに引き上げ、投資適格としている。この引き上げにより、インドネシアの国債および社債への需要は高まり、発行体にとっては調達コストの低下が見込まれることから、今後インドネシアの債券市場は活発化するものと思われる。

国債格付けの引き上げを受けて、インドネシアの社債の利回りも低下し始め、国債の利回りに近づきつつある。2012年2月3日時点で、格付けAAAの10年物の社債の利回りは8.2%と3週間前1月13日の9.05%から低下している。AAの格付けの10年物社債は10.08%から9.21%へと低下。社債の利回りの低下は、需要の増加と10年物国債の利回りの低下（6.09%から5.23%に低下）によるものである。10年物の国債と社債のスプレッドはAAAで296.86ベーシスポイント、AAで397.99の開きがある。しかし、国債より高めの利回りであることが海外からの投資家の需要が高くなる要因にもなっている。

このソブリン格付けの引き上げにより、インドネシアの債券への需要は高まり、発行体にとっては調達コストの低下が見込まれることから、今後インドネシアの債券市場は活発化するものと期待される。

[参考文献]

<日本語文献>

国際通貨研究所 [2003] 「第6章 インドネシアの決済システム」『東アジア諸国の決済システム』（財務省委託）2003年3月

田澤元章 [2008] 「第12章 インドネシア」『アジアの資本市場育成と消費者保護制度に関する法的考察』（平成19年度金融庁委託研究）アジア経済研究所 2008年3月

濱田美紀 [2010] 「インドネシアにおけるイスラーム金融の発展」濱田美紀・福田安志編『世界に広がるイスラーム金融—中東からアジア、ヨーロッパへ』アジア経済研究所

<外国語文献>

Bank Indonesia, *Statistik Ekonomi dan Keuangan Indonesia* (SEKI).

(<http://www.bi.go.id/web/id/Statistik/Statistik+Ekonomi+dan+Keuangan+Indonesia/Versi+HTML/Sektor+Moneter/>)

Bank Mandiri [2010] *2010 Annual Report*.

(<http://ir.bankmandiri.xo.id/phoenix.zhtml?c=146157&p=irol-reportsAnnual>)

Indonesia Stock Exchange [2011a] *IDX Fact Book 2011*, Jakarta: Indonesia Stock Exchange.

(<http://www.idx.co.id/Home/Publication/FactBook/tabloid/146/language/id-ID/Default.aspx>)

—— [2011b] *Indonesia Bond Market Directory 2011*

([http://www.idx.co.id/Portals/0/StaticData/Publication/BondBook/FileDownload/20120213\\_BOND-BOOK-2011\(IDX\)\\_revisi.pdf](http://www.idx.co.id/Portals/0/StaticData/Publication/BondBook/FileDownload/20120213_BOND-BOOK-2011(IDX)_revisi.pdf))

<ウェブサイト>

Asian Bonds Online インドネシア国別ページ: [asianbondsonline.adb.org/Indonesia.php](http://asianbondsonline.adb.org/Indonesia.php)

Bapepam.Online: [www.bapepam.go.id/old/old/E\\_statistics/debt/index.htm](http://www.bapepam.go.id/old/old/E_statistics/debt/index.htm)

(各 URL 最終アクセス日 : 2012年2月27日)

このページは空白です