

## 第8章

### ASEAN 4 か国における債券市場育成の現状理解 ——タイを中心に——

三重野文晴

要約：

タイを中心に ASEAN 4 か国の債券市場の現状を、発行体の別に着目しながら吟味することで、アジア債券市場育成の取り組みの到達点と問題点を探る。

最初に、東南アジアではこの 10 年、製造業輸出に支えられてきた実物経済の成長の中で、企業は自己金融へと回帰していること、国際資本フローが in-out の双方に変化を見せていることを確認する。

その上で、債券の発行体を詳細に検討すると、最近までの債券市場の成長は基本的に公債の発行によるものであり、社債の発行体はインフラ部門と金融部門を中心とする国内企業に大きく偏っている。また、一般に社債に分類されるものの中に国営企業が多く含まれている。全体として実物経済の成長との関係性が低いことがわかった。

債券市場の育成を、取り組み当初の「ダブル・ミスマッチ論」のように、あくまで企業の資金調達問題としてとらえるのであれば、この地域の実物経済の成長と債券ファイナンスの不整合を、真剣に吟味していくべきであろう。

キーワード：

債券市場 金融システム タイ 東南アジア

はじめに

本章は、タイ、マレーシア、インドネシア、フィリピンの ASEAN 4 各国の債券市場の現状を主に債権残高の量と種類を吟味することで、2003 年からこれまで進められてきたアジア債券市場育成の取り組みを、再検討するものである。

アジア債券市場育成の取り組みは、2002 年 12 月に採択されたアジア債券市場イニシアティブ (AMBI) を契機としている。翌年の 2003 年から、市場整備にむけて課題の洗い出しがすすめられ、各国で取り組みがはじまった。同じ年に地域の中央銀行の連絡組織である、東アジア・オセアニア中央銀行役員会議 (EMIAP) では、地域の債券への投資を後押しする目的で、アジア債券基金 (ABF) が設立されている。

このような取り組みの論理的基礎を当初与えたのは、この地域の決済通貨がドルに過度に依存しているという「通貨ミスマッチ」と、長期投資のための資金が商業銀行による短期資金によってしか供給されなかったという「期間ミスマッチ」の問題を指摘する、いわゆる「ダブル・ミスマッチ論」だった。この 2 つの論点は、アジア金融危機時に生じた商業銀行と企業の連鎖的破綻の原因を直接的に説明しようとするものであった。その意味で、この議論は東アジアの企業の資金調達構造の問題への提案であり、当時世界銀行から発せられていた「コーポレート・ガバナンス論」とその論理的帰結である株式市場の重視という政策論に対する、代替的提案の性格を持っていた。

その後、債券市場の役割として、もう少しロジックを緩めた twin engine 論が頻りに言及されるようになる。すなわち、2 つのミスマッチは当否はともかくとして、商業銀行部門が何らかの理由で機能不全に陥ったとき、代替的な資金チャンネルとして機能する債券市場が存在することが重要であるという認識である。この議論は、商業銀行と債券市場がどのような関係にあるのかというロジックは弱いものの、企業の資金調達問題を正面に捉えているという点では「ダブル・ミスマッチ論」と同じ位置にあるとみることができる。

実際の取り組みでは、公債 (国債) の拡大に重点が当てられてきた。これは当初のロジックとしては、債券市場全体のボリュームが必要であり、それによって価格形成がすすみ、また民間部門の自律的な参加による市場の形成が進みうる、という期待によるものであった。

しかし、ここにきて債券市場育成の論理は、取り組みの過程で多様な方向に拡散しつつある。たとえば、最近ではアジア金融協力のもう一つの柱である通貨協力の論理との関係で、金融市場の統合に債券市場が寄与することを期待してクロスボーダー取引の拡大を重視する議論が登場している。さらには、この地域における貯蓄率の上昇や急速に変化する人口構成、それを踏まえた社会保障制度の整備を見据えて、投資家の観点から、その必要性が唱えられるようになっている。

本章では、債券市場をめぐるこのような議論の展開を踏まえつつ、ASEAN 4 か国を事例に、現実の債券市場の実態を主に資金需要（発行体）側から把握し、上のような論理との整合性について吟味したい。

本章の構成は以下の通りである。第 1 節では、ASEAN 4 か国の経済における金融システムの特徴と其中で債券市場がどのような位置づけで考えられるべきかについて整理する。第 2 節では、タイの債券市場の成長が実物経済や国際資本フローとの関係にも留意しながら、詳細に検討する。第 3 節では、タイを軸に他の ASEAN 3 か国の共通点と相違点を吟味する。第 4 節で、いまいちど 4 か国の債券市場の成長を鳥瞰し、この 10 年の成長をどのように把握すべきか検討する。最後に、本章をまとめる。

## 1. 金融システムにおける債券市場

### 1.2 ASEAN 4 か国における外部金融全体の「停滞」

ASEAN 4 か国における債券市場のあり方と現状を見る上で重要な観点は、この地域の金融システム全体の基本的特質である。特に、1990 年代末のアジア金融危機から最近の世界経済危機に至る 10 年の間にそれがどのように変容してきているかを捉えることは重要である。アジア金融危機の検証の過程で指摘された問題は、企業の過度な負債ファイナンス（銀行借入）への依存であった。これは、一方では資本市場の未発達に対応する問題として捉えられてきた。また一方では、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。

しかし、ASEAN 各国の金融システムを企業の資金調達の観点から見てみると、意外なことに銀行借入への依存の低さが目立つ。第 1 に、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り、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。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と裏腹に、各国の主要上場企業の資金調達のソースとして銀行借入は限定的な役割しか果たしていない<sup>1</sup>。

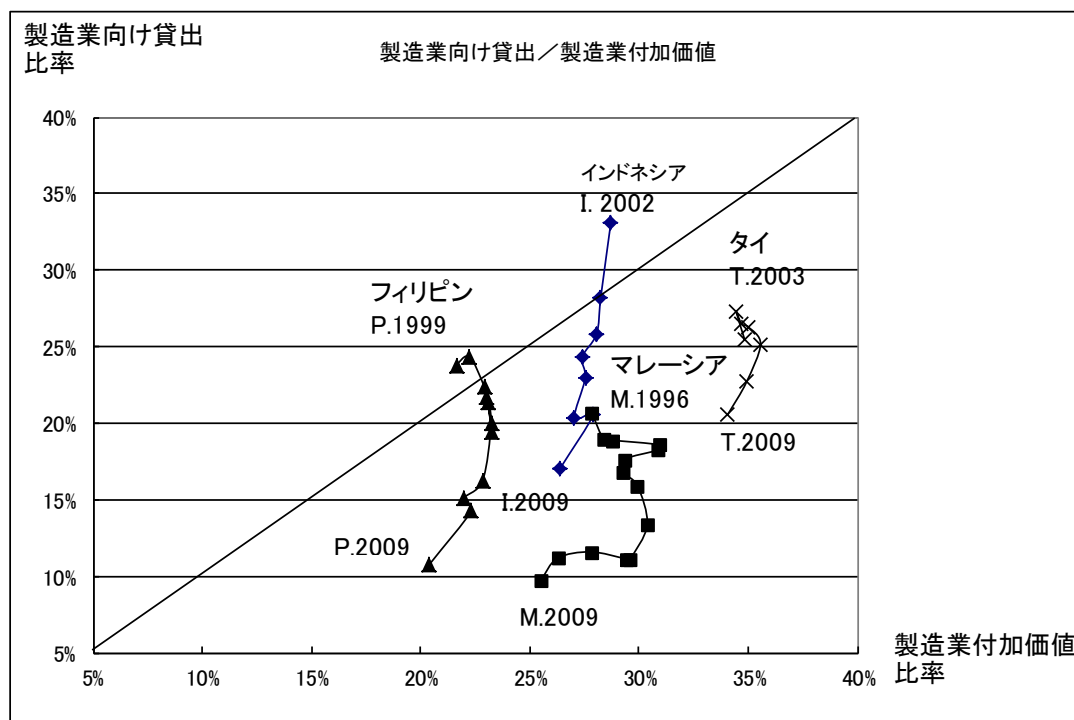
第 2 に、アジア金融危機以降、商業銀行の貸出活動に大きな変化がみられている。アジア金融危機による金融部門の混乱と再編は 2002 年頃までに収束し、その後、各国で商業銀行は貸出を回復しているが、この回復期は各国の実物経済が、製造業の輸出に牽引されて高い成長率を達成した時期に対応している。この間、商業銀行は、実物部門の

---

<sup>1</sup> 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。

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。図表1は、アセアン4か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か国とも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。

図表1 ASEAN4カ国 製造業比重と商業銀行製造業貸出比率



出所: Key Indicators, Asian Development Bank, CEIC Database

第3に、資本市場の役割強化は、アジア金融危機後の政策的取り組みにおいて重視されてきた。そして、確かに各国の株式市場は2000年代半ばには回復し、海外からの資本流入も増加している。しかし、資金調達手段としての株式ファイナンスは、停滞する負債ファイナンスに代わって主要な役割を果たすまでに成長したとは、とてもいえない状況にある。株式ファイナンスは非常に偏った形でしか、企業の資金調達には活用されていないと考えられるからである。この点は、後ほどタイのケースで詳細に議論される。

## 1.2 社債ファイナンスの位置づけ

企業の資金調達における社債ファイナンスの役割を考えるためには、このようなASEAN 4 か国における企業金融の全体的特徴を踏まえて、その位置づけを探る必要がある。各国における企業金融の基本的な課題は、外部金融全体と自己資本の比較軸、すなわち企業が自己資本に依存し続けているという問題である。したがって、債券市場の育成の課題は、銀行借入から証券市場（資本市場ないし債券市場）へのシフトとしてではなく、外部金融としての補完的な関係として捉えられるべきものである。

社債ファイナンスが企業の資金調達の中で果たす役割を考察するには、上の前提もとで金融仲介、債券、株式のそれぞれの機能の違いを比較整理することが不可欠である。

金融仲介、債券、株式による資金調達手段の特徴・役割は、大きく分けて4つの観点から比較することができる。第1に、取引に要する情報生産コストの面では、一般に金融仲介で低く、証券市場（債券・株式ファイナンス）で高い。第2に、契約の履行強制や出資者の権利保護の点では、金融仲介と比較して、社債と株式では履行強制のコストが高く、そのために、取引が成立するためには出資者の権利の高度な保護が必要となる。第3に、資金の期間構造の点で異なり、金融仲介と比較して債券市場、株式市場では長期性の資金の供給が実現できる。第4に、出資者のリスク許容度において異なり、金融仲介、債券市場、株式市場の順により高いリスクをとることができる。

アジア債券市場育成における論議では、社債市場の役割として資金の長期性に重点がおかれている。社債は銀行借入とは異なり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。

債券市場育成の取り組みとの関係では、格付機関の育成は第1の、関連法制の整備は第2の、そして長期性資金の供給による「期間ミスマッチ」の解消への期待は第3の点に関わるものである。育成の取り組みの過程では、第2の債権者の権利保護の強化が特に重視されてきており、また、第3の資金の長期性については、企業の外部金融取引の低調さにもかかわらず、長期資金の需要が常に存在を所与としてとらえられてきた。

社債ファイナンスの需要を考える際には、この4つの観点は、2種類に分けて考えることができる。すなわち、第1の情報コスト、第2の出資者の権利保護の問題は、経済システムの問題であるのに対し、第3の資金の長期性、第4のリスク許容度は技術・産業固有な問題である。前者は格付け機関の充実、情報開示、関連法制のあり方といったシステム全体への取り組みの問題であるのに対し、後者は同じシステムの中で産業別に適合性を検討できる問題である。

社債ファイナンスに引きつけて考えれば、システム全体への取り組みは社債によるスムーズな資金供給のシステムをもたらすものであることは確かであろう。しかし一方、社債ファイナンスによる資金需要は、金融仲介や株式ファイナンスと比較して (1) 「長

期性」の資金を必要とし、(2) 金融仲介よりはリスクが高く、資本市場よりは低い産業において相対的に旺盛であると考えられる。この資金需要側の問題が、供給システムの確立以上に、社債市場の成長を決定する要素であると考えられるのである。

## 2. 債券市場の成長：タイのケース

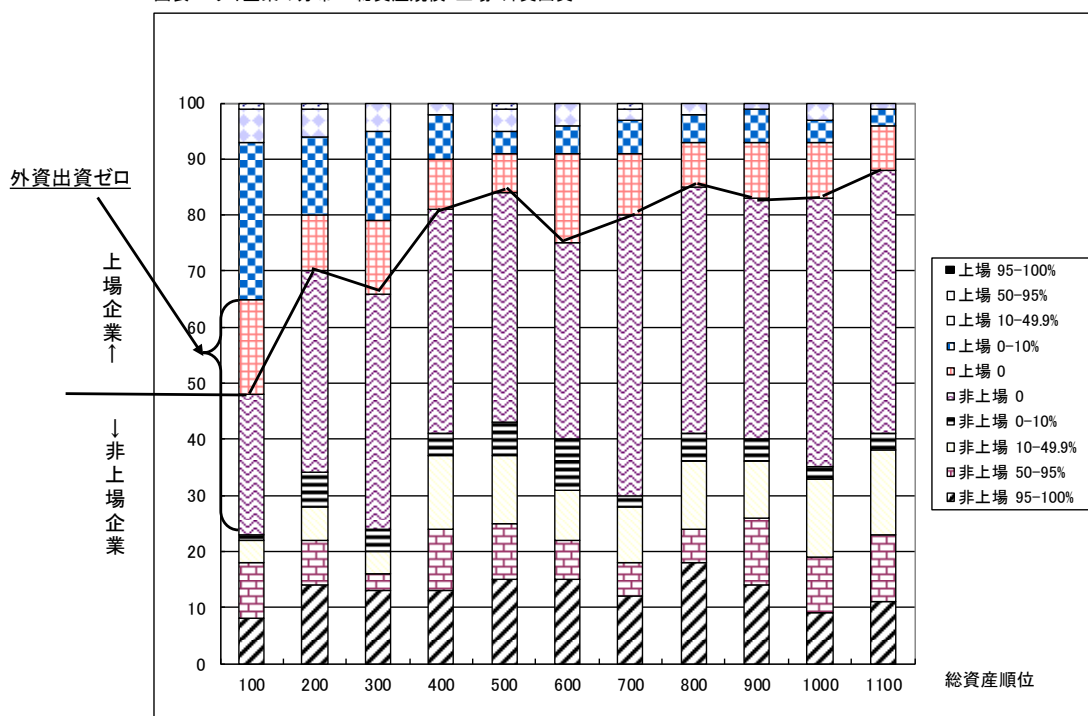
### 2.1 実物経済の成長構造と証券市場

タイの事例について、過去約 10 年の債券市場の成長と特徴を詳細に検討する。まず、証券市場全体が、2000 年代のタイの成長構造とどのような関係になっているか、構図として捉えたい。同年代のタイの経済成長はアジア金融危機の混乱のあと、輸出製造業の成長によって牽引されてきた。GDP の支出面で見るとアジア金融危機後に投資率が大幅に落ち込む一方、プラスに転じた純輸出がそれをカバーしてきた。それらは具体的には自動車、電機などの機械産業であり、それを中核部分で担ったのは日系を中心とする大小の外資系企業である。

これらの企業がタイ経済の中でどのように分布しているか見てみよう。図表 2 は、著者のこれまでの研究に依拠して、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。すぐ下で述べるように、2004 年以降、タイへのポートフォリオ投資が回復・増加するが、それら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。

図表2 タイ企業の分布：総資産規模・上場・外資出資



出所：Mieno(2008), *Foreign Ownership, Listed Status and Financial System in East Asia: Evidence from Thailand and Malaysia*. 原データはタイ証券取引所およびBusiness on Line Ltd., (2005年時点) (三重野・布田(2010)から転載)

## 2.2 国際資本フローと証券市場

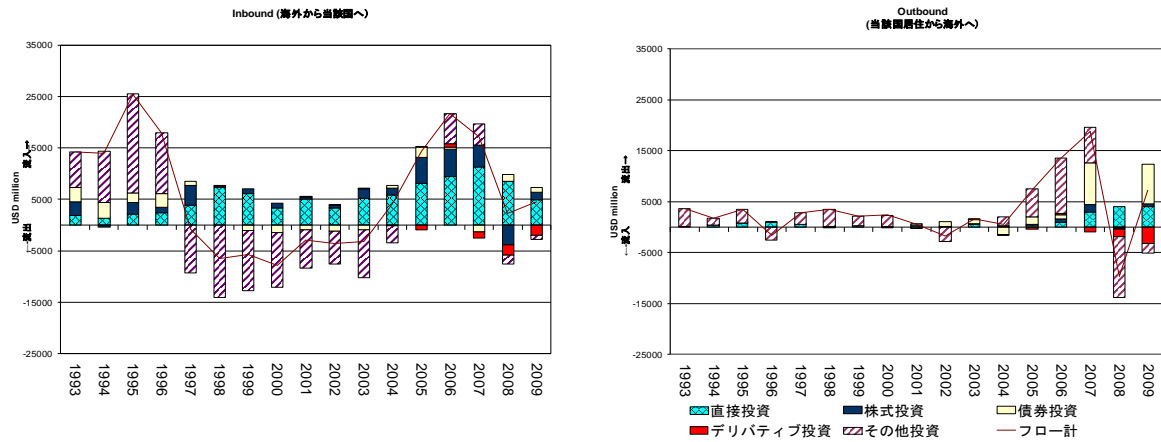
つぎに、証券市場が資本フローとどのような関係になっているか確認しよう。図表3は、2009年までの時期について、左側に inbound (海外居住者からタイ)、右側に outbound (タイ居住者から海外) の趨勢を並べて示したものである。左側 (inbound) は流入をプラスに、右側 (outbound) は流出をプラスにして示してあるので、左右の高さの差が、ネットの流出入を表している。

直接投資は、アジア金融危機後も海外からの流入が維持され、むしろ拡大している。特に2003年以降は継続的に増加する傾向を見せており、タイが直接投資による製造業輸出を深化させて成長を回復したことに対応している。その一方で2006年頃から、タイからの海外直接投資が現れ始めていることも注目に値する。

銀行信用(「その他」)の項目をみると、アジア金融危機後につづいた非居住者による銀行信用の引き上げは2005年には止まっており(左側の図)、そのころからタイ居住者からの流出が急拡大している(右側の図)。

株式・債券・デリバティブをあわせたポートフォリオ投資は、2004年以降海外からの流入が増え、リーマン・ショック(2008年9月)までは、株式投資を中心に海外か

図表3 国際収支の推移 (inbound, outbound 別) - タイ



らの資本流入が維持されてきたことが理解できる。その一方で、タイ国内から海外への投資も着実に増えており、特に 2007 年には短期債券投資を中心に著しく増加している。

タイの国際資金フローは、実物成長の構造とつながる直接投資の安定的な流入拡大を基礎とし、しかし、証券市場や商業銀行といった金融セクターでは、直接投資とは別に双方向の動きが形成されてきたのである。リーマン・ショック時には、海外資金の国内からの流出は小さく、主な動きとしてはタイ居住者の海外への銀行信用が一時的に引き上げられているだけである。2009 年にはその動きも収束し、国内からの海外への債券投資が急回復している。

2004 年頃から、タイ経済は、その構造を投資から輸出に依存する形に切り替えて高成長を回復した。この構造に対応した経常黒字・貯蓄超過が、海外への outbound のポートフォリオ投資、銀行信用の急拡大を生んできた。そして、世界経済危機に際しては、それがバッファ的な機能を果たしたと見られるのである。

### 2.3 発行債券の実態

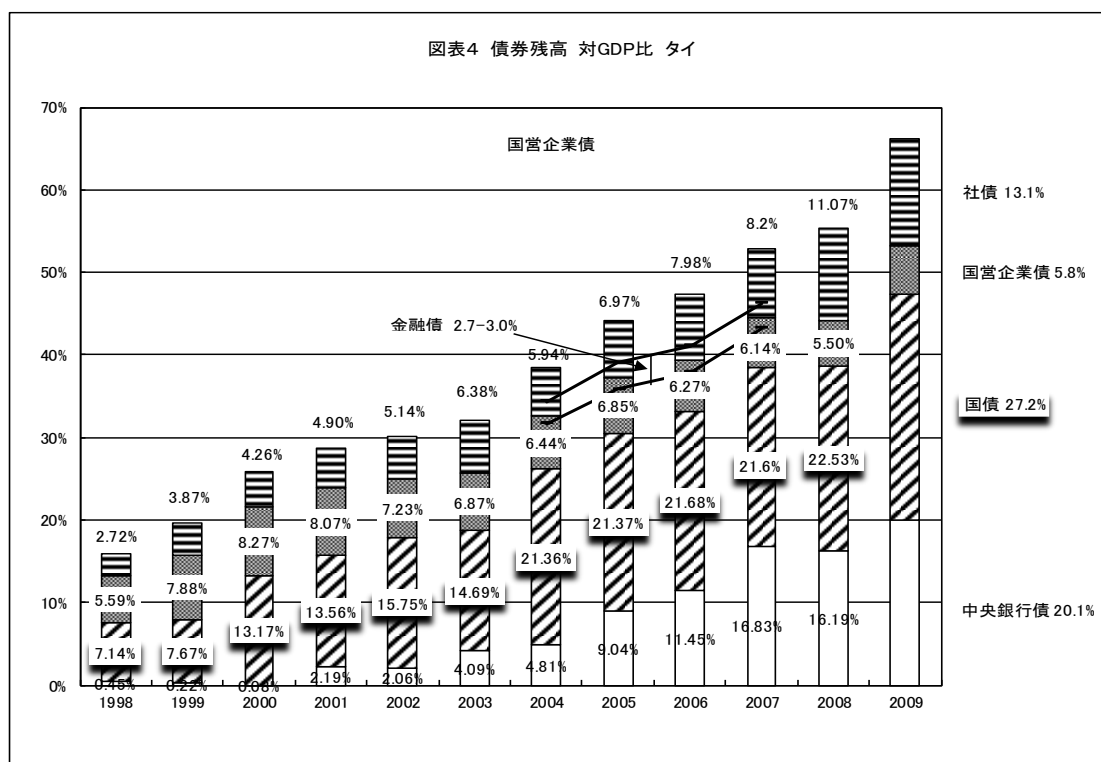
以上のような実物経済および国際資本フローと証券市場の関係をふまえ、過去 10 年の債券市場の成長の実態を観察してみよう。特に、資金需要サイドの観点を重視して債券市場の拡大の意味合いをとらえるには、債券の発行体についてのより詳細な情報が不可欠である。公債と社債の峻別はもとより、公債については、それが国債であるか中央銀行債であるかによって、また、社債についてはそれが民間企業、国営企業のいずれにかによって、債券市場が果たしている機能の理解が違ってくる。以下の分析では、個票情報の一次データとして、タイ債券協会が発行するダイレクトリーから整理を行った<sup>2</sup>。

<sup>2</sup> 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。本章では、ABO と各国の中央

### 2.3.1 公債・社債

図表4は、タイの債券残高対GDP比率の推移について個票情報を積み上げて作成し、観察したものである。ここから多くの特徴が見いだされる。第1に、債券全体のうち公債が大きく伸長している。債券市場の成長はなによりも公債による部分が多い。第2に公債の実質は2003～2007年の時期には中央銀行債が最大の要素となっている。これは資本収支、経常収支双方における外貨流入への対処としての不胎化政策によるものと考えられる。国債は2004年頃までは微増するものの、その後は、リーマン・ショック後の景気後退期の急増を例外とすれば、ほぼ横ばいで推移している。

第2に、社債のうちでは、国営企業債がかなりの比重を占めている。2000年の時点では社債の約3分の2が国営企業債であり、その後残高の減少と、民間企業債残高の増加によって比重は低下しているが、2009年時点でなお3分の1程度を占めている。アジア開発銀行のAsian Bonds Onlineの統計と照合すると、そこで「社債」(corporate bond)として報告されているものにはこの国営企業債が含まれている<sup>3</sup>。民間部門からの社債発行需要は、微増しつつあるものの、その増加幅はかなり限定的であった。ただし、リーマン・ショック後にはやや大きな伸びを示している。



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ぎあわせて、それぞれの情報の「くせ」を精査しながら整理を行った。

<sup>3</sup> 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。

第3に、社債のうち金融機関の発行による債券の比率を2004～2007年の期間について計算した。民間金融機関のみならず、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）も債券を発行している。これらの債券の残高は対GDP比で2.7～3.0%程度であり、社債残高全体の中で20%程度を占めている。

以上のように、債券市場の拡大の主要部分は、まず公債によって占められ、しかもその相当部分は不胎化政策に対応した中央銀行債の増加によるものである。さらに、社債の相当部分（3分の1～3分の2）は国営企業の発行によるものであり、民間企業の資金需要に対応した社債ファイナンスは、債券市場全体の伸びから見るとごく一部に留まっていることがわかる。純粋な民間社債の残高は債券全体のうち13～20%程度である。ただ、緩やかに増加しつつあることは確かである。

### 2.3.2 企業の所有、産業との対応

ここで国営企業を含む社債の発行体の詳細について観察しよう。社債ファイナンスによる資金需要の問題を考えるためには、いくつかの角度から観察することが有効であろう。第1に、金融機関と非金融機関の峻別は、債券市場に期待される「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が重要である。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る。

図表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。第1に、既に観察したように、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上場企業であり、外資系企業の比重は極めて小さい。前述のように、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。直接投資によって進出し、タイ経済の実物成長の牽引役である外資系企業は、社債ファイナンスとは縁遠いことがわかる。

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になる。金融業は23.4%と、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国営銀行による債券発行残高は3分の1程度とかなりの比重を占めている。

図表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%	

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

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 & Securities, 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

### 3. ASEAN 4 か国のバリエーション

#### 3.1 実物経済の成長構造、国際資本フロー

以上のような経済の成長構造、国際資本フローの趨勢、そして債券市場の成長には、タイとそれ以外の3か国の間では一定の共通性と相違性がある。これをタイと比較する形で検討したい。まず、実物経済の成長構造の問題である。GDPの支出構造からみるとアジア金融危機以降、投資率が大幅に低下し、代わって経常収支が黒字化して純輸出で成長を牽引する形に変容している点では各国とも共通している。この傾向がもっとも強いのはタイであり、フィリピンはその転換の傾向が弱い。この間、4か国とも民間消費は一貫して横ばいであるが、その水準は人口規模の多いインドネシア、フィリピンで比較的高く、タイ、マレーシアで低い。生産面でみると、フィリピンを例外として、この10年製造業の成長が目立っている。すなわち、製造業の付加価値比率の伸びはタイでもっとも著しく、1995年の29.9%から2007年には35.6%に上昇している。同時期、マレーシアは25.8%から27.4%へ、インドネシアは24.1%から27.1%に延びている。フ

フィリピンは22~23%程度でそれほどの変化はない（ADB, *Key Indicators* より計算）。

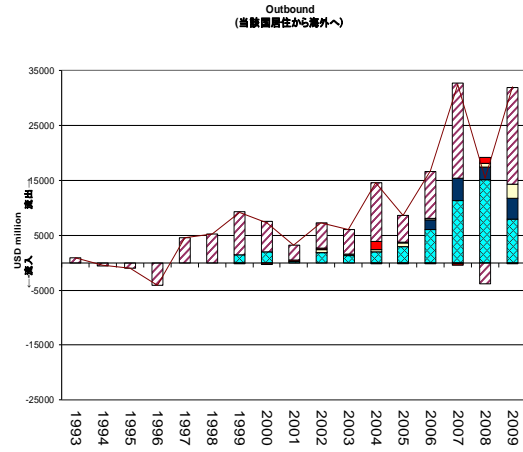
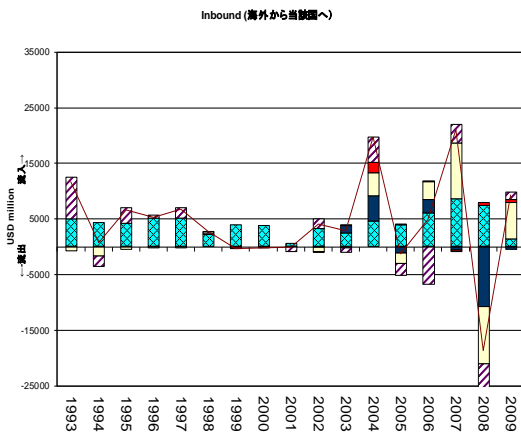
国際資本フローでは、タイ以外の3か国では多少の違いがある。図表6に示されているように、マレーシアではタイのような海外居住者の銀行信用の流出は見られない一方で<sup>4</sup>、国内居住者の銀行信用の流出がより早く、より大規模に起こっている。対内直接投資が2000年代に維持されてきたことはタイと同様であるが、一方で対外直接投資が早くからより大規模に起こっている。ポートフォリオ投資は inbound 側でより大きく、outbound 側ではやや少ない。総じていえば、海外からの流入面では、タイでは直接投資が主であったのに対し、マレーシアではポートフォリオ投資が中心となっている。国内居住者からの流出（outbound）面では、銀行信用が大きな要素である点はタイと共通しており、それに加えて、タイではポートフォリオ投資の形をとる投資が多いのに対し、マレーシアでは直接投資が大きな比重を占めている。

インドネシアでは、2000年代の初めまで海外からの直接投資の流出が生じていること、海外からの銀行信用は同年代を通じて流出がつついていることが特徴的である。他方、2000年代後半から居住者からの対外投資が拡大していることは、タイと共通の特徴である。フィリピンでは inbound、outbound とも動きが相対的に小さい。アジア金融危機後、海外からの銀行信用がほとんど流出していない点はマレーシアと共通しており、直接投資が維持されているのは、タイ、マレーシアと共通している。2000年代後半に対外投資（outbound の流出）が増加するのは、やはり他の3か国と同じである。

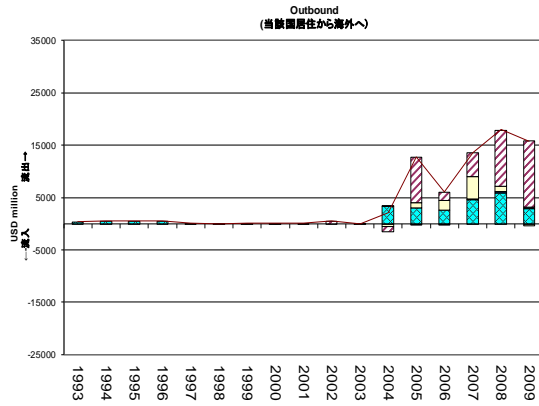
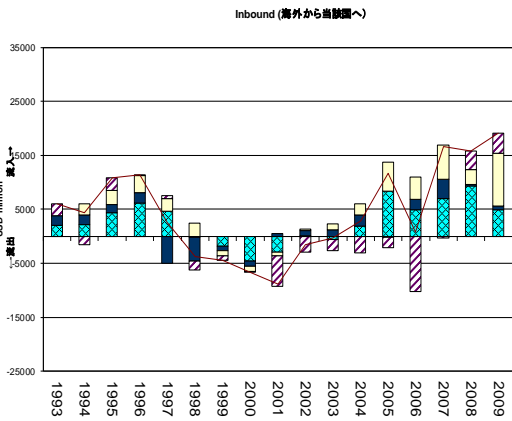
---

<sup>4</sup> マレーシアについては、アジア金融危機後に実施された資本規制が、資本流出の少なさと関係している可能性もある。

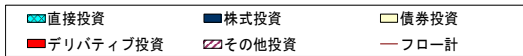
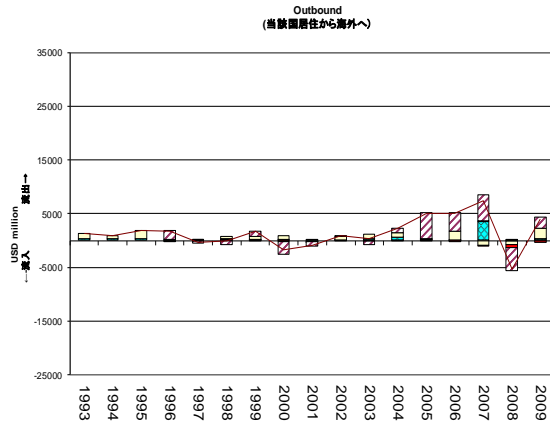
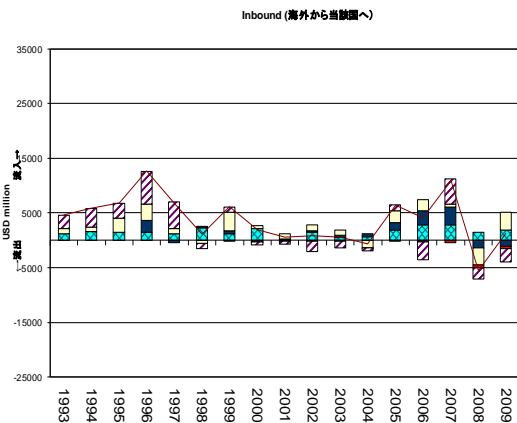
図表6 国際収支の推移 (inbound, outbound 別) - マレーシア、インドネシア、フィリピン  
マレーシア



インドネシア



フィリピン



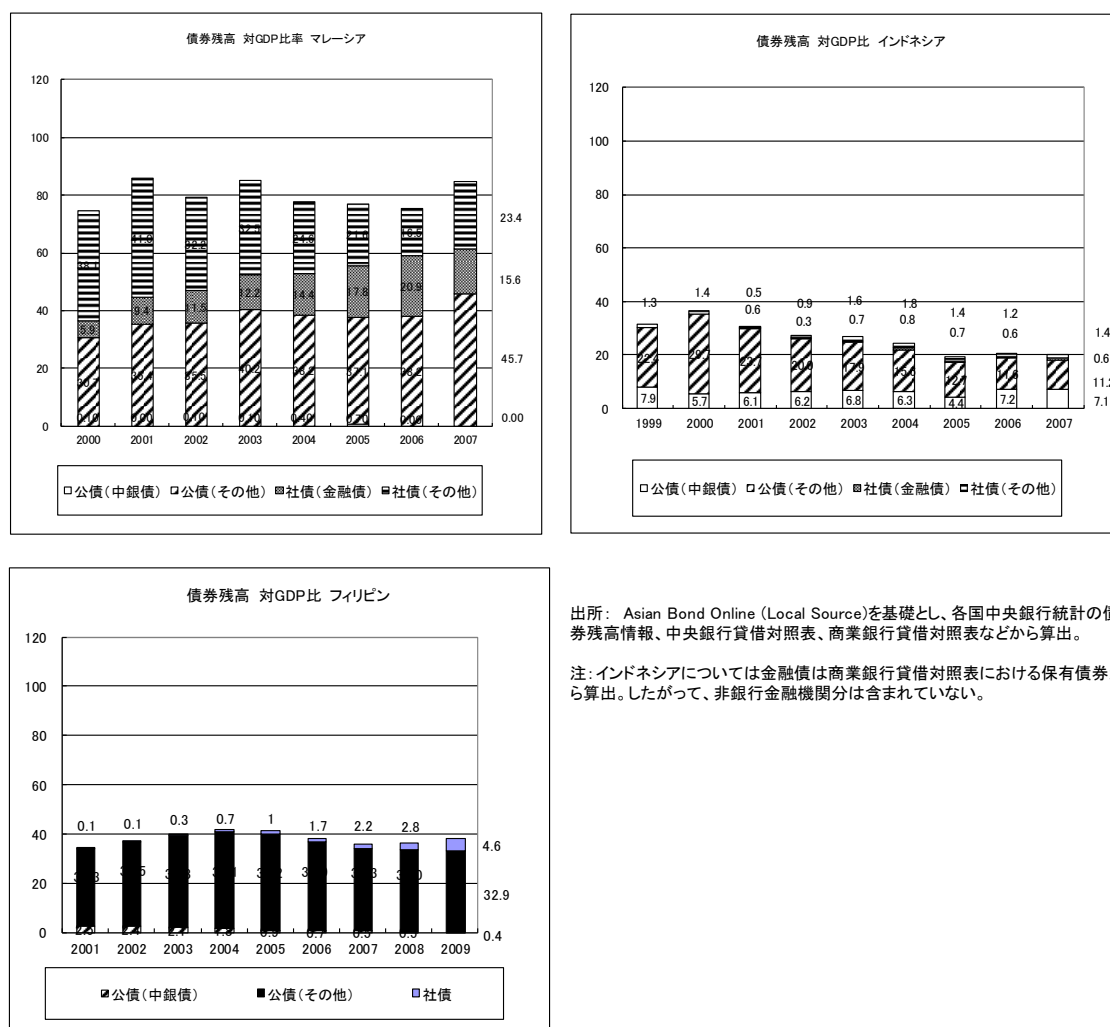
出所: IMF Balance of Payments Statistics

## 3.2 債券発行の実態

### 3.2.1 公債・社債

図表7は、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のである。これらの国についてはタイほどには個票情報が網羅的に入手できなかったもので、アジア開発銀行のAsian Bonds Online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。社債については金融債と事業債の峻別は可能であるが、タイとは違って国営企業債の峻別はできていない。

図表7 マレーシア、インドネシア、フィリピン：債権残高の構成（対GDP比率）



この3か国についても、重要な事実が見いだされる。第1に、公債をふくめた債券残高は2000年代を通じて、マレーシアが横ばい、インドネシア、フィリピンでは縮小している。第2に、社債に着目すると、マレーシアでは社債の規模が大きい、これは

2000年代にはほとんど横ばいであり、債券市場育成の取り組みによって実現したのではなく、もともと水準が高かったことがわかる。インドネシア、フィリピンの社債残高は、債券残高に対してほぼ無視できる水準にすぎない。第3に、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「期間ミスマッチ論」の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。

### 3.2.2 産業構造との対応

マレーシア、インドネシア、フィリ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。図表8は、タイを含めた4か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。

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係る非製造業と金融業の比重が大きい。タイと比較して3か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うる<sup>5</sup>。

第3に、社債市場が相対的に小さいフィリンとインドネシアを比較すると、フィリ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ASEAN4か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。

図表8 社債発行企業の産業別分類 (2009年)  
(1)タイ

	債権残高 (100万バーツ)		発行企業数
		構成比	
総計	1,048,957		78
製造業	189,580	18.1%	9
非製造業	494,773	47.2%	39
非製造業インフラ	470,158	44.8%	32
非製造業その他	24,615	2.3%	7
金融業	331,253	31.6%	21
銀行	226,828	21.6%	12
その他金融	104,425	10.0%	9
SPV (特別目的会社)	33,351	3.2%	9

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

注: 非製造業インフラにはSPVを含む

<sup>5</sup> ただし、2009年における外資系企業の比重は、インフラ関連1社（通信事業）が行った大規模発行によるものに過ぎない。

(2) マレーシア 2009年末  
百万リングギット

	債券残高 構成比		発行企業数
	債券残高	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

(3) インドネシア 2006年末

	債券残高 (十億ルピー)		発行企業数
	債券残高	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

(4) フィリピン 2010年7月

	債券残高 (百万ペソ)		発行企業数
	債券残高	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

## 5. ASEAN 4 各国の債券市場成長の鳥瞰

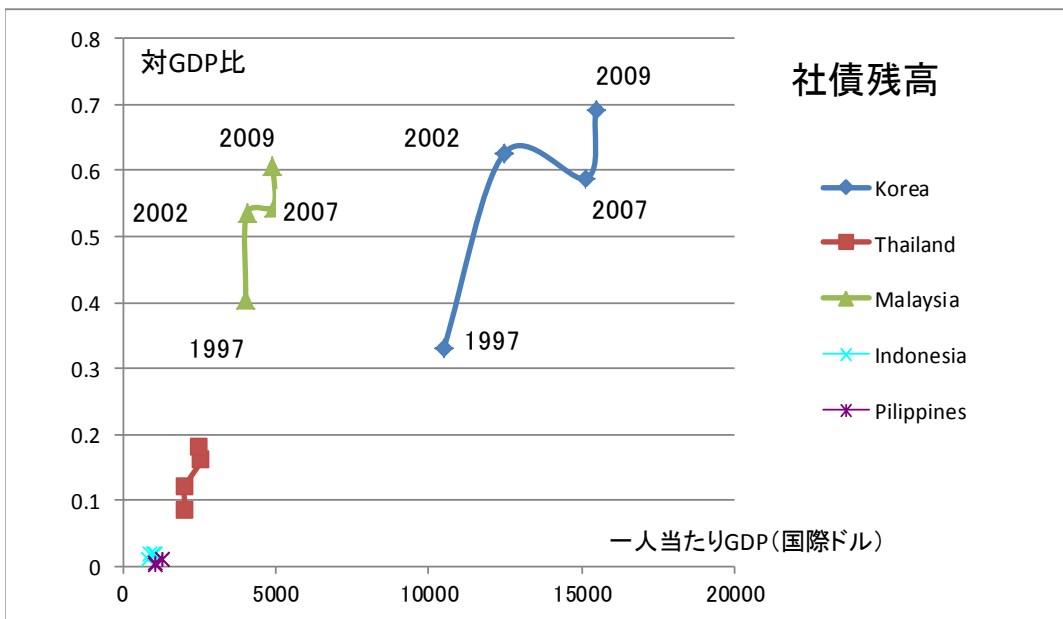
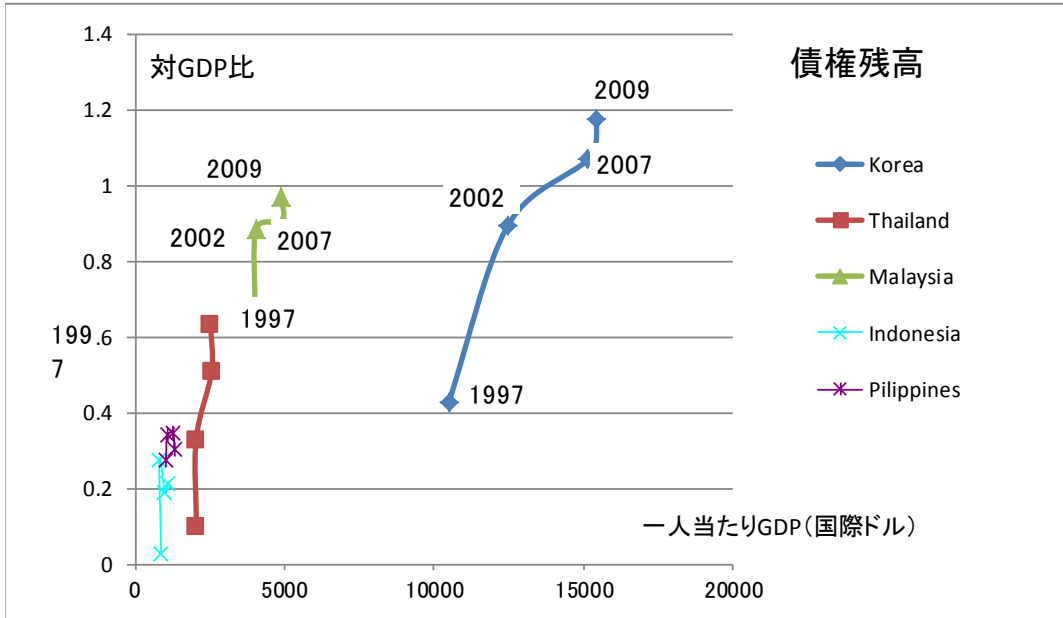
最後に、2000年代の債券市場規模の成長を4か国に韓国を加えたサンプルで鳥瞰しておこう。図表9は、各国の1997、2002、2007、2009年の債券および社債残高の対GDP比をまとめたものである。横軸は一人当たりGDP（国際ドル）である。この上の図によると、この10年、5か国とも債券市場全体としては明らかな拡大を見せていることがわかる。一方、社債市場の規模は国によってばらつきがあり、また時期による違いもある。まず、フィリピン、インドネシアは社債残高の水準もその成長も無視しうるほどに小さい。タイは一貫して成長をみせているものの、相対的にその残高は小さく、成長の速度も遅い。5か国ではマレーシアと韓国の社債残高が際だって大きく、特にマレーシアは一人当たりGDPが韓国の半分～3分の1に過ぎないにもかかわらず、社債残高のGDP比の水準は近接しており、その社債市場の活発さがわかる。

しかし、このグラフの動きは、両国でこの10年間継続して市場が拡大してきたわけではないことも示している。アジア金融危機の1997年には社債市場の規模は小さく、また一時的に縮小していたことは想像に難くない。それが2002年までに相当程度回復していたことになる。逆に、2003年からアジア債券市場育成の取り組みが本格化する中、2007年まではほとんど社債市場の成長は見られず、特に韓国では縮小傾向にあった。社債市場が大きく伸びるのは、リーマン・ショック後の金融混乱時である。このことは、金融危機時に債券市場が、いわゆる *twin engine* として金融仲介を補完する形で機能した可能性を示唆している。ただし、先に見たように、マレーシアではこの時期までに金融機関の債券発行が拡大していた<sup>6</sup>。金融危機時に金融機関が債券発行を行ったとすればどのようなメカニズムによるものなのか、それを *twin engine* 論として解釈するものであるのかどうか、より詳細な検証が必要であろう。

---

<sup>6</sup> この傾向は韓国も同様である。例えば、長井他 [2009] 参照。

図表9 各国の債権残高の規模の推移



出所: World Bank, *Financial Development and Structure Dataset*

おわりに

本章では、アジア債券市場育成の現状の展望を目的として、前提となる東南アジアの金融構造、実物経済の成長構造と国際資本フロー、債券発行と残高の現状を検討した。最初に、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を指摘した。その上で、企業による資金調達に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

その上でタイを事例に、実物経済や国際資本フローと金融システムの関係を検討した。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、とりわけ証券市場との関係性が低いことや、海外からの証券投資の回復は実物部門にはそれほどの影響をあたえていないこと、また経常収支黒字を反映してタイから海外への投資が増えつつあることを論じた。

これらを踏まえたタイおよび他の3か国の詳細な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については解釈の留保が必要であることがわかった。まず、債券市場全体の拡大は、リーマン・ショック前は、マレーシアでは横ばいであり、タイでは伸びているものの、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非常に限定的であった。さらにインドネシア、フィリピンではむしろ縮小してきた。

社債市場に絞った場合、観察対象の4か国のうち、タイ以外のすべての国で、伸長は非常に限定的である。マレーシアのように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過ぎなかった。ただ、リーマン・ショック後にはタイ、マレーシアでは社債の発行が拡大しつつある。

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るかは不明確であることが多いが、タイを例に個票情報とつぎあわせた本章の検討では、アジア開発銀行の **Asian Bonds Online** 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り、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に所有面における地場系、外資系の別や上場・非上場の別と発行体との関係をみると、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、これまでの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、単に組みの不足にあるのではなく、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、東南アジアの現在の成長構造と関係した、金融システムの基本的構造に、由来するものであると考えられる。直接投資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おこなわれており、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。さらに現実には、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。

今後の議論では、債券市場育成の当初のロジックである企業の資金調達の問題にこだわる限り、こうした東アジアの実物経済の成長構造との整合性を、より詰めていく必要が出てくるように思われる。この点は次年度研究会の検討課題としたい。

[参考文献]

<日本語文献>

- 長井滋人・三重野文晴・永野護る・高安健一・武田真彦 [2009] 「アジア債券市場育成  
について：回顧と展望」 日本銀行アジア金融協力センター
- 21 世紀政策研究所 [2011] 「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) (<http://www.21ppi.org/pdf/thesis/110415.pdf>)
- 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
- 三重野文晴・清水聡・Tran Thi Van Anh [2011] 「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」 『国民経済雑誌』 神戸経済経営学会

<外国語文献>

- Asian Development Bank (ADB) [various issues] *Key Indicators*, Manila: ADB.
- Rajan, R. and L. Zingales [1995] “What Do We Know about Capital Structure?: Some Evidence  
from International Data,” *The Journal of Finance*, Vol. L, No. 5, December 1995.
- World Bank [2010] *Financial Structure dataset*, Washington, D.C.: World Bank.  
(<http://econ.worldbank.org/WBSITE/EXTERNAL/EXTDEC/EXTRESEARCH/0,,contentMDK:20696167~pagePK:64214825~piPK:64214943~theSitePK:469382,00.html>)

このページは空白です