

アジア債券市場育成論の再考

佐藤 慎一

要 旨

アジアにおける債券市場育成は、アジア通貨・金融危機を通じて顕在化したアジアの金融システムに内在する諸問題を解決し、豊富な貯蓄を域内の経済発展に必要な中長期の資金ニーズに結び付けるための重要な方策として推進されてきた。しかしながら、危機後約10年が経過した今なお、アジアの債券市場は総じて公債を中心とした拡大に留まっており、社債市場は企業の資金調達場として、あるいは、投資家の資金運用場として十分な機能を提供するに至っていない。これはアジアにおける債券市場育成の主眼が、欧米型市場自由化主義の導入を念頭に、市場インフラを先進資本主義諸国並みに引き上げる供給面に置かれていたことに所以している。この結果、ABMI（アジア債券市場育成イニシアティブ）やABF（アジア・ボンド・ファンド）を通じて、市場インフラ整備では一定の成果がみられているが、裏を返せば現時点までの債券市場育成はその範疇を出るものではない。足許で直面する課題は、「政策的意図と需要のギャップ」を如何に解消していくべきかであり、この観点から債券市場育成は今後、地域の経済・金融・産業構造や、それらを背景とした発行体や投資家の需要をより重視していくことが求められよう。

本稿では、アジア債券市場育成論を巡るこれまでの論点や債券市場の活用状況を分析し、アジア債券市場育成論が直面する課題を指摘し、今後の取り組みに向けた含意を提起する。

目 次

- | | |
|--------------------------|----------------------------|
| I. はじめに | 型視点 |
| II. アジア危機と債券市場育成論 | 3. 第二のミスマッチと債券市場育成～市場整備型視点 |
| 1. 金融システムにおける「ダブル・ミスマッチ」 | III. 債券市場育成の進捗と課題 |
| 2. 第一のミスマッチと債券市場育成～構造改革 | 1. 債券市場の活用状況 |

目 次

- 2. 発行体・投資家の動向¹⁾
- 3. 政策的意図と需要のギャップ
- IV. 債券市場育成の制約要因
 - 1. 三つの制約
 - 2. 構造改革に基づく制約
- 3. 市場整備に関する技術的制約
- 4. 金融システムに内在する制約
- V. おわりに～債券市場育成論の新たな局面に向けて

I. はじめに

アジアにおける債券市場育成は、アジア通貨・金融危機（以下、「アジア危機」）を念頭に、その再発防止策として進められてきた経緯にある。債券市場、なかでも社債市場の育成は、危機を通じて顕在化したアジアの金融システムに内在する諸問題を解決し、豊富な貯蓄を域内の経済発展に必要な中長期の資金ニーズに結び付けるための重要な方策の一つと考えられてきた。また、近年では、域内通貨・金融統合を推進するための有力な道具としても脚光を浴びている。

もっとも、危機以降、市場育成に向けた取り組みから10年超が経過した今なお、アジア各国の債券市場は総じて成熟度が低い状態にある。債券市場育成の主眼が、市場インフラを先進資本主義諸国並みに引き上げる供給面に置かれていたため（“build and then it will come”アプローチ）、この観点からは一定の成果がみられているが、資金調達あるいは資産運用の場として発行体や投資家による活用は進んでおらず、特に社債市場の成長は遅れている。勿論、金融システムに内包される経路依存性を斟酌すれば、債券市場育成の成果を短期間に求めることは性急といえ、当該取り組みはむしろ中長期的に亘って評価していくべきものであろう。しか

しながら、その一方で、最近では「社債市場の重要性が政策論としては強調されているものの、債券市場整備という政策意図が先走りすぎ、実際には社債に対するニーズが必ずしも強く感じられない」（三重野 [2006, 2007]）など、債券市場育成に対する政策的意図と需要のギャップを指摘する見方が出てきている点は興味深い。例えばアジア金融システム研究会 [2009] は、社債市場発展の遅れの原因として、「発行が可能な大企業からの長期資金の調達ニーズが十分に顕在化していないという実体経済面の制約が大きかった可能性」を指摘したが、このことは裏を返せば潜在的な市場成長の可能性を前提としたものである。問題は、これまでのアジア債券市場育成論が、「債券発行ニーズがあることを前提に、投資家の掘り起こしや市場インフラ面での障害の除去といった点に注力してきた」（アジア金融システム研究会 [2009]）ことにあり、今後は政策的意図と需要のギャップを如何に解消していくべきかを念頭に、特に需要面に注力した議論へと舵を切っていくことが求められよう。

本稿では、以上の問題意識を踏まえ、アジア債券市場育成論を巡るこれまでの論点や債券市場の活用状況を分析し、アジア債券市場育成論が直面する課題と今後の取り組みに向けた含意を提起する。構成は次の通りである。まずアジアにおける債券市場育成論の歴史的背景を振り

返り、債券市場育成に込められた意義と、そこに抜け落ちた論点を考察する。次に債券市場の活用状況を分析し、債券市場育成の進捗と課題を指摘する。最後に、債券市場育成の意義に照らして市場発展を阻む制約要因に検討を加え、今後の債券市場育成に向けた含意を提起する。

II. アジア危機と債券市場育成論

1. 金融システムにおける「ダブル・ミスマッチ」

1997年7月、タイ・バンコクを震源地としたアジア危機は、通貨危機と同時に銀行危機を併発し、内外における激しい流動性枯渇や信用収縮を引き起こした。負の波及連鎖はタイに留まらず、インドネシア・マレーシア・韓国等へと伝播し、各国のマクロ経済に深刻な打撃を与えた。

「21世紀型通貨危機」ともいわれた危機の特徴として指摘されるのが、広域的な流動性危機であり、それを許容した要因として、事実上のドル・ペッグ制や資本取引規制の緩和といった制度面での失敗が挙げられている。危機以前のアジアの多くの国では、外資導入・開放政策や金融自由化政策から成る開発戦略が採用され、事実上のドル・ペッグ制の中で金利を高めに誘導して外国資本の流入を促し、資本を蓄積する一方で輸出需要を高めるという経済成長モデルを実践していたが、95年以降のドル高が外国資本の流出を促すと瞬く間に崩壊した。そのため、危機後には多くの国が変動相場制へ移行するとともに、資本取引規制の強化や外貨準備の蓄積を進めたほか、地域レベルでは、政策対話やサーベイランスの体制作り、また2000年5月

には域内の通貨スワップ網としてチェンマイイニシアティブ（Chiang Mai Initiative）が創設され、国際流動性危機に対応するセーフティ・ネットが整えられた。

もっとも、危機を招いた本質的な原因として多くの識者が指摘するのは、各国が高成長を謳歌する中で覆い隠されていた経済ファンダメンタルズ、とりわけ金融システムの問題である。例えば霧見 [2000] は、アジア危機は通貨危機・資産デフレ・銀行危機・経済の四つの相からなる複合危機とした上で、この全般化へ転機役を果たした存在として銀行セクターを指摘した。実際、危機の深度が金融システムの脆弱性に依りて国ごとに爬行的であったことは良く知られており、例えばタイ・インドネシア・マレーシア・韓国では、通貨危機や資産デフレに耐えられずに銀行破たんが続発し、金融・経済の大混乱が生じた一方、香港や台湾などでは銀行セクターが持ち堪えることで危機は部分的に留まった。

以上のように、アジア危機の重要な側面として金融システムに着目するならば、その問題は、高成長の中で矛盾を抱えた「金融システム上のダブル・ミスマッチ」として捉えられる。第一に、内外金融システムのミスマッチである。外資依存の開発戦略を進めたアジア諸国では、同時に金融の自由化を図ったが、実際には膨大な海外短期資本の流出に耐えられる金融システムを短期間に構築することは難しい。未成熟な金融資本市場や金融規制・監督は、過剰流動性に伴うバブルの発生を許すとともに、内外金融システムの歪みを狙った投機筋を出発点とした急激な資本流出に伴うショックを吸収しきれなかった。第二に、国内金融システムの分業におけるミスマッチ、すなわち、銀行偏重で

ある。後述されるように、アジアにおける銀行優位の金融システムには合理的な理由がある。しかしながら、こうした信用仲介ルートの一元化は、工業化金融における長期資金需要と、それに伴うリスク負担が銀行セクターへ集中したために、危機発生時に急激な信用収縮を発生させたほか、通貨と期間におけるダブル・ミスマッチ²⁾ (吉富 [2003]) の遠因にもなった。

アジアにおける債券市場、なかでも社債市場育成は、こうした「金融システム上のダブル・ミスマッチ」を解決し、危機の再発防止、或いは、危機発生時の耐久度を高めるための重要な手段としての意義を持つ。但し、実際の育成においては各論で意義付けのニュアンスが異なっており、第一のミスマッチでは、構造改革の一環として債券市場育成が位置づけられる一方、第二のミスマッチでは、信用仲介ルートの複線化を目的に、より一般的な金融アーキテクチャーの視点から市場育成の必要性が認識された。もっとも、いずれにおいても、市場育成の主眼が欧米型市場金融システムの導入にあった点では共通しており、発行体や投資家の(潜在的)需要については前提事項として片付けられていた点には留意が必要である。

2. 第一のミスマッチと債券市場育成～構造改革型視点

「金融システム上のダブル・ミスマッチ」について、もう少し詳しく分析してみよう。まず第一のミスマッチ、すなわち、アジアにおける未成熟な金融資本市場や金融規制・監督は、危機後に縁故資本主義(クローニー・キャピタリズム)と関連付けられ、債券市場育成はこの観点から構造改革の一環として捉えられた。契機は、危機後に World Bank [1998] や Claessens

et. al [1998, 1999a, b] が指摘した90年代の負債比率の上昇と企業収益の低下の同時進行という事実であった。そこでは、政府・銀行・企業の癒着構造によって特徴付けられる縁故資本主義が、融資先企業に対する銀行の審査やモニタリングを低下させると同時に、負債に過度に依存した企業の資金調達構造や非効率な企業の統治構造をもたらすものと整理された。

詳しくは、次のようにまとめられる。第一に、政府の関与である。銀行による融資先企業の選択への関与、あるいは、銀行融資に対する暗黙の保証行為等が、銀行や企業の負債に対するモラルハザードの温床になったとされた。第二に、企業の所有構造。インドネシアのスハルト関連企業などアジアに多くみられたピラミッド型の所有構造は、支配株主が私的利益の追求を行うことによって少数株主の権利を奪う、いわゆる「収奪(expropriation)」の観点から非難された。第三に、プルーデンシャル規制の欠如である。80年代以降の金融自由化政策の中で、銀行は情報蓄積が不十分なまま、金融・不動産・建設を中心とした同族企業に対する融資を進めた。このことは負債が本来もつガバナンス機能を弱めると同時に、銀行に対するガバナンスの問題³⁾として整理された。

このように、アジアにおける縁故資本主義は、いわばコーポレート・ガバナンスの失敗と理解され、危機後はその解体に向けたより深い構造改革が必要との認識が強まった。実際、IMFによる構造改革では、不良債権処理による銀行の機能回復と並行して、社債や株式を中心とした市場システムの構築と対外開放を目的に、少数株主・投資家の保護強化、破産法整備、情報開示義務の徹底などが柱として強調された(深川 [2008])。韓国における財閥の整

図表1 ABMI・ABFの主な取り組み

アジア債券市場育成イニシアティブ (ABMI)	2003年	・ASEAN+3によりアジア債券市場育成イニシアティブ (ABMI) がスタート
	2004年	・タイ企業発行のタイバーツ債へ国際協力銀行 (JBIC) が保証 ・韓国中小企業のCDO発行に掛かるJBICと韓国中小企業銀行による保証 ・アジア開発銀行と国際金融公社がマレーシアリングット建て債券を発行
	2005年	・ABMIの工程表 (ロードマップ) を公表
	2008年	・ABMIの新工程表を公表
アジア債券ファンド (ABF)	2003年	・EMEAP (東アジア・オセアニア中央銀行役員会議) が1億米ドルのアジア債券ファンド1号 (ABF1) の創設を発表
	2004年	・EMEAPが域内通貨建てのABF2の設定を発表
	2005年	・ABF2の設定

〔出所〕 川村 [2009], 20頁・22頁を参考に筆者作成。

理、タイやインドネシアにおける銀行再編や証券市場改革などは、こうした「構造改革型視点」を下敷きにした取り組みであり、債券市場や株式市場の活性化を通じて企業の所有集中や負債への過度な依存を是正することが狙いであったといえる。

3. 第二のミスマッチと債券市場育成～市場整備型視点

他方、第二のミスマッチ解消に向けた債券市場育成は、より一般的な金融アーキテクチャーの視点から意義づけられたものである。背景にあるのは、アジア金融システムにおける銀行偏重であり、銀行部門と金融資本市場のバランスのとれた金融システムを形成し、信用仲介ルートを複雑化させることが狙いであった。

信用仲介ルートの複雑化には次のような利点がある。例えば「スベアタイヤ論」に従えば、銀行部門と金融資本市場のバランスのとれた金融システムでは、銀行部門と金融資本市場のどちらか一方が毀損しても他方が機能するため、

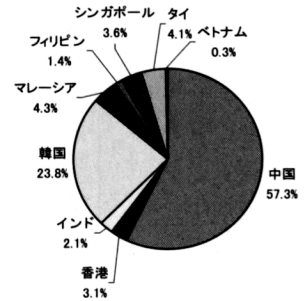
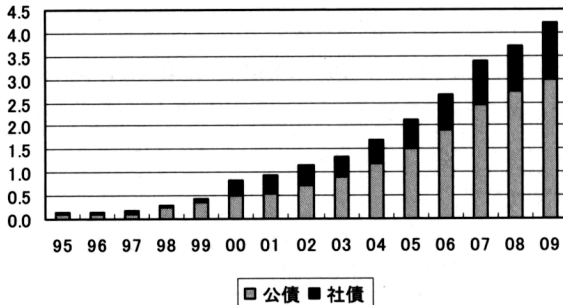
深刻な金融危機は回避されることになる。スベアタイヤ論はグリーンズパン米FRB元議長 [1999] によって提唱されたほか、BIS [2002] の実証分析においても妥当性が示された。他方、「原罪論」(Eichengreen and Hausman [1999]) によれば、途上国において通貨と期間のダブル・ミスマッチは必然的である。金融資本市場、特に債券市場と為替先物市場の未整備や金融政策に対する信認の欠如などのために、国内では長期の調達ができない上に、海外から調達した外貨建て資金に対して為替ヘッジを行うことは略不可能であるためである。このように必然的に発生しうる通貨と期間のダブル・ミスマッチを改善するためには、債券市場育成が有力な手段となり得る (清水 [2009])。

これらの「市場整備型視点」に基づく具体的な取り組みは図表1にまとめてある。主導的役割を果たしてきたのが、ASEAN+3 (日中韓) の財務省グループによるABMI (アジア債券市場育成イニシアティブ)⁴⁾、東アジア・オセアニア中央銀行役員会議によるABF (アジ

図表2 09年9月末債券発行残高と各国別シェア

09年9月末債券発行残高(兆ドル)

債券発行残高(09年9月末)の各国別シェア



(出所) Asian Development Bank, "AsianBondsOnline" を参考に筆者作成。
(<http://asianbondsonline.adb.org/>)

ア・ボンド・ファンド)⁵⁾の2つのイニシアティブである。ABMIは債券発行主体の拡大と発行通貨の多様化および市場インフラ整備といった供給サイドに主眼を置いており、これまでにタイバーツ債やマレーシアリングギット債などの現地通貨建て債券やCDO(Collateralized Debt Obligation, 債務担保証券)の発行が推進されたほか、それらに対する国際金融機関の保証が実行された。他方、ABFは発行された国債を投資信託の形態で投資家に提供する、需要サイドに配慮したプロジェクトであり、ABF 1号・2号が設定された。

Ⅲ. 債券市場育成の進捗と課題

1. 債券市場の活用状況

以上を踏まえて、債券市場の活用状況を確認してみよう。アジア各国の債券市場は、前節でみた政策的な後押しもあり総じて順調な拡大を示しているが、その牽引力は国債や中央銀行債などの公債である。社債などの民間債券の発展

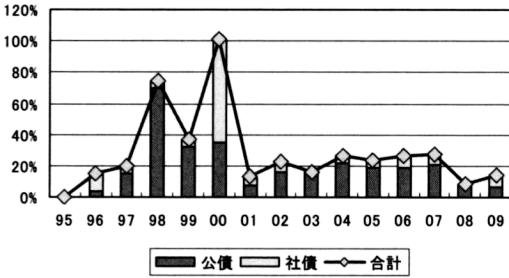
は依然として限定的であり、企業の資金調達の間として、あるいは、投資家の資金運用の間として十分な需要を喚起するには至っていない。

アジア開発銀行によると、2009年9月末時点での債券発行残高(現地通貨建て)は4兆2,120億ドルと、市場規模は10年前(99年12月末時点4,162億ドル)の約10倍に達した(図表2)。国別にみると、中国が2兆4,150億ドルとアジア市場全体の半分超を占め、日本を除くアジア最大規模にある。続く韓国が1兆10億ドル、その他では東南アジア諸国の発展が顕著であり、マレーシア(1,810億ドル)、タイ(1,720億ドル)、シンガポール(1,530億ドル)の順に市場規模は大きい。

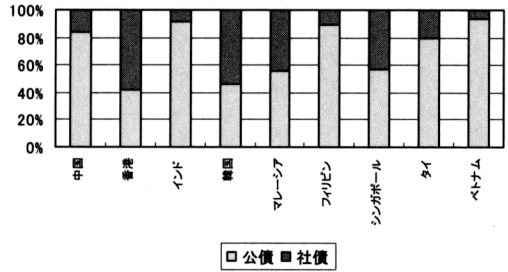
もっとも、こうした拡大は公債に主導されたものである。図表3は債券発行残高の対前年比成長率を寄与度分解したものであるが、公債の寄与度が目立って高い。国別でも同様の傾向が指摘される⁶⁾。韓国では、1999年7月に大宇グループが破綻、また、2003年3月にはSKグループの会計スキャンダルとクレジットカード会社の経営悪化など信用リスク問題が度々発生

図表3 債券発行残高の前年比成長率と寄与度／社債・公債比率の各国別

債券発行残高の前年比成長率と寄与度



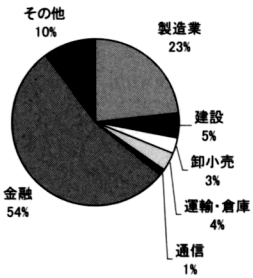
社債・公債比率の各国別(2009年9月末)



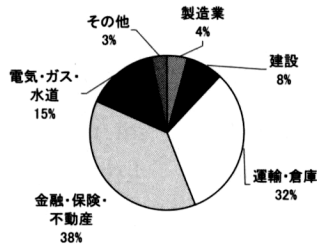
〔出所〕 Asian Development Bank, "AsianBondsOnline" を参考に筆者作成。
(<http://asianbondsonline.adb.org/>)

図表4 業種別社債発行 (韓国, マレーシア, タイ)

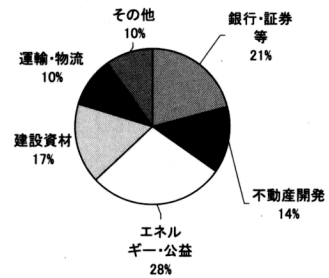
韓国(2007年)



マレーシア(2007年)



タイ(2007年)



〔出所〕 清水 [2009], 26頁・36頁・51頁より筆者作成。

し、社債発行残高（債券残高に占める割合）は2000年前半をピークに減少傾向にある。タイでは、1992年の証券取引法制定によって新たに非公開株式会社の社債発行が可能になったが、国債に比較して増加ピッチは緩やかであり、債券残高全体に占める社債の割合はむしろ低下している。また、中国では公債の債券残高に占めるシェアが80%超と高水準にある。近年では住宅ローンの証券化商品が登場するなど多様化が進展しているが、現時点ではまだ散発的である。

他方、マレーシアでは、政府が80年代半ば以降に債券市場育成を積極的に推進した結果、社

債の債券発行残高に占めるシェアは約40%に達している。特にアジア危機後の1999年5月に最低格付け制限をBB格以上に緩和、また、2000年7月には最低格付け制限の撤廃や発行手続きの簡略化が認められ、社債発行残高は着実に増加した。また、近年では証券化商品やイスラム債など商品の多様化も進んでいる。

2. 発行体・投資家の動向⁷⁾

発行体・投資家の動向は次のように分析される。図表4は社債の発行体を業種別に分類したものであるが、現時点では一部の大企業に限ら

図表5 各国債券市場の取引回転率

[単位：回]

		1998年12月末	2001年12月末	2004年12月末	2007年12月末	2009年12月末
中国	国債	0.00	0.02	0.17	0.43	0.57
	社債	0.00	0.00	0.03	0.79	1.12
インドネシア	国債	n.a.	n.a.	n.a.	0.29	0.22
	社債	n.a.	n.a.	n.a.	0.09	0.08
韓国	国債	0.44	1.28	1.06	0.50	0.88
	社債	n.a.	0.29	0.17	0.11	0.16
マレーシア	国債	n.a.	n.a.	0.33	0.46	0.56
	社債	n.a.	n.a.	0.30	0.10	0.06
タイ	国債	n.a.	0.27	0.37	0.78	0.78
	社債	n.a.	0.07	0.04	0.02	0.04

〔出所〕 Asian Development Bank, "AsianBondsOnline" を参考に筆者作成。
(<http://asianbondsonline.adb.org/>)

れると同時に、業種別には金融機関やインフラ関係（通信・建設・エネルギー・運輸等）を中心に非製造業に偏っている。韓国では、金融機関による ABS（Asset Backed Security, 資産担保証券）発行の伸長を背景に、新規発行額における業種別比率は製造業の割合が低下し、金融機関が50%を超えるようになった。他方、マレーシアでもアジア危機後は製造業による発行が減少する一方、金融・保険・不動産業は増勢を維持している。タイでは、従来から金融機関が社債発行の中心であるが、近年はインフラ関係企業による起債も進んでいる。

他方、投資家の観点からは、銀行の債券保有比率が引き続き高いといわれており、多様化は進んでいない。近年、多くの国で銀行は国債の保有から融資の積み上げに移行する局面を迎え、特にタイやインドネシアにおいては商業銀行による国債保有の減少が顕著にみられたが、債券保有者に占める銀行の割合は国際的にみれば依然として高水準にある。最近では年金基金

などの契約貯蓄機関（contractual savings institution）の割合が高まっているが、これらの主体も持ち切り型の投資を行う傾向にあることから、結果として流通市場、特に社債市場では取引回転率が総じて低い状態に留まっている（図表5）。

国別にみると、韓国では、銀行セクターが債券市場における最大の投資家であり、とりわけ短期債を購入して満期まで保有する傾向が強い。投資信託会社は政府による社債市場育成の手段とされ一時隆盛を誇ったが、危機以降に多くの問題が発生し大きくシェアを下げた。マレーシアでも同様に銀行が最大の投資家であるが、近年では保険会社や被雇用者年金基金（employees provident fund）も伸びている。タイでは、商業銀行は国債あるいは国営企業債の保有を義務付けられ主要な投資家となっていたが、保険会社や投資信託の資産は急速に増加しており、また高齢化進展により年金基金も今後の拡大が見込まれている。

3. 政策的意図と需要のギャップ

以上のように、現時点におけるアジアの債券市場は著しく公債に偏った状態にあり、社債市場は発行体・投資家ともに銀行セクターが中心の非流動的な市場となっている。勿論、公債市場の順調な拡大はベンチマーク・イールド形成や市場インフラ構築に寄与するものであり、債券市場構築の第一段階としては望ましいが、問題はこうした動きが発行体や投資家の需要を刺激して社債市場へと波及していくかどうかにある。

この点、吉富 [2003] は、アジアにおける社債市場が伸び悩む理由として、①経済の発展段階、②制度上のインフラ、③情報の非対称性の三点を指摘している。第一に、アジアでは経済発展が未だ途上にあるため、規模や歴史などの点で優れた高格付けの社債発行主体の絶対数が乏しい。第二に、社債市場の発展に必要な制度上のインフラ整備が道半ばにある。最後にアジアにおいて最も深刻な理由として、社債を発行する企業と社債を購入しようとする投資家との間における情報非対称性が指摘される。投資家が企業の償還能力を正確に判断できず、また結果的にデフォルトしてもその真相を投資家が知ることができない環境下では、高い信用力を有する主体でさえ社債発行は難しい。

もっとも、吉富の議論では、社債発行に対する潜在的な需要があることを暗黙の前提としている。三つの問題は、いずれもアジアの継続的な経済成長や市場インフラ整備の取り組みとともに解消されていく蓋然性があるためである。このように債券市場に対する需要を前提とした議論は、これまでのアジア債券市場育成論の特徴ともいえ、ABMIやABFといった市場イン

フラ整備に向けた地域レベルでの取り組みの支柱となってきたと同時に、「債券市場整備という政策意図が先走りすぎ」（前出の三重野 [2006, 2007]）との見方を生む源泉になっている。

IV. 債券市場育成の制約要因

1. 三つの制約

本節では、債券市場の発展を阻んでいる制約要因を考察し、前節で指摘した債券市場育成に対する「政策的意図と需要のギャップ」に関する含意を導く。第二節でみたように、アジアにおける債券市場育成論の根底には、「構造改革型視点」であれ、「市場整備型視点」であれ、そこには当時主流だった欧米型資本自由化主義を是とする考え方がある。当該主義の具現化は、債券市場育成において欧米型市場インフラの輸入という形で進められてきたが、その問題はどこにあるのだろうか。以下では、債券市場育成論の意義に照らして、構造改革に基づく制約、市場整備に関する技術的制約、金融システムに内在する制約の三つの観点から検討を加えたい。

2. 構造改革に基づく制約

アジア危機後の構造改革では、不良債権処理を通じて銀行再編が進み、そうした中で銀行融資に依存できなくなった大企業は社債や株式発行による資金調達を志向した。例えば、韓国では97年～98年には社債を通じた資金調達が拡大、99年に株式市場が回復すると株式発行を通じた資金調達が拡大した。また、こうした資金調達の動きと同時に、IMFが主導した構造改

革に沿って、上場企業に対する会計監査や情報開示義務が強化されるなど少数株主保護の規定も強化された。

しかしながら、企業の所有構造はコーポレート・ガバナンスの議論が示し、改革で目指された方向には変化していない。例えば、韓国における財閥の所有構造は、公開企業の中ではファミリーの所有は大きく縮小し、グローバル企業では外国人投資家が過半数を示すようにさえた（深川 [2008]）。もっとも、高 [2009] によれば、財閥グループにおける非公開系列企業への出資は拡大し、非上場企業では財閥系列はむしろ強化されたという。他方、タイでは、ディスクロージャー強化を嫌う動きから上場企業数は逆に減少傾向を示すと共に、家族支配などの同族企業は規制の緩い非公開株式会社形態を 선호する傾向がみられているとの指摘がある（三重野 [2008]）。

上場企業を対象としたコーポレート・ガバナンス規制強化は、投資家にとっては権利保護を強化するものであっても、企業の金融資本市場への参加の魅力を削ぐ要素を本来内包している。それゆえ、適用に際しては、次に示されるようなアジア固有の経済・産業事情に対する理解が不可欠である。第一に、アジアでは直接投資を含めた株式による資金調達への役割が大きい、特に輸出型製造業の外資系企業では自己資金や内部資本市場調達への依存度が高いという事実である。特に東アジアの経済発展の過程では、直接投資による海外事業会社と地場資本との合弁企業の設立も盛んであり、それらの企業は海外親会社との資金関係も保持している。第二に、アジアにおいて家族所有型企業グループが経済発展に果たしてきた役割である。家族所有型企業グループには、制度やインフラの不備

で未発達な各種市場に代わって人材育成・資金配分を効率的に行うという存在理由がある。これらの事実が示す通り、「構造改革型視点」からの債券市場育成には、発行体に関するアジア固有の事情が十分に反映されているとはいえず、現在までの社債市場の低迷が示すように、結果として規制強化が企業による市場参加を控えさせる遠因となってきた可能性がある。

3. 市場整備に関する技術的制約

法律や規制（証券取引法・会社法・破産法・資本取引規制等）、租税上の取扱いの明確化、会計制度や情報開示、格付制度、証券決済システムなど債券市場の発展に必要なインフラ整備はまだまだ改善点が多い。格付制度や証券決済システムなど域内プラットフォーム構築の視点から取り組むべき課題もあれば、法律・会計・税制など国ごとに取り組むべき課題もある。また後者においては、特にクロスボーダー取引の観点から、各国間の相違をどの程度ハーモナイズさせるかという問題もある。例えば、準拠法の面では、香港・シンガポール・マレーシアが英米法（common law）を採用する一方、中国・インドネシア・韓国・フィリピン・タイでは大陸法（civil law）が採用されている。

以上のような問題は、ノウハウに優れた国際金融機関や民間外国銀行を活用するなど、さまざまな工夫で改善を検討できるかもしれない。宮地 [2008] によれば、アジア開発銀行は現地通貨建て債券の発行に際して国際的なベストプラクティスに基づく発行基準を遵守し、他の発行体が続くべき前例を作っている。しかしながら、発行体や信用供与者が信用力の高い国際機関である限りは、地場金融産業による自律的な債券市場の育成、とりわけ社債市場の発展には

結びつかない、すなわち、モラルハザードの問題を忘れてはならない。国際機関の役割は制度や税制面などにおける障害の除去に過ぎず、市場への需要が先行すべき検討課題である。

4. 金融システムに内在する制約

銀行部門と金融資本市場のバランスの取れた金融システムを構築することに対して、異論を挟む余地は小さい。Cuadro-Saez and Garcia-Herrero [2009]によれば、金融資本市場に比較した銀行部門の規模がバランスしている方が一人当たりの経済成長率を高める。つまり、信用を拡張させ高成長を実現させるには、銀行部門のみならず、社債市場や株式市場を含む金融資本市場の並行した機能強化が求められる。

もっとも、アジアにおいて、そもそも市場金融に対する需要がどの程度あるのかについては検討余地がある。第一に、アジアにおける銀行優位の構造には合理的な理由がある。背景には経済や法律面におけるインフラ制度の未熟さがあり、こうした中において、①銀行は取引先企業に関して有効な情報生産を行うことができる、②銀行は情報生産を内部化しており、フリーライダー問題やレモンの問題と無縁である、③銀行は多数の預金者の代理人として情報生産を行うことで、情報生産の重複を避け情報生産コストを節約できる、④投資先の経営が不振に陥った場合、銀行は融資先と相対市場で取引を行うので再交渉を行うことが容易であり、柔軟で適切な対応策を策定しやすいなどが指摘される(奥田 [2007])。

第二に、債券市場に対するニーズが強まっても、従来の銀行中心型金融システムの中に債券市場を整備するのは短期間では難しい。青木 [1996] が指摘するように、制度発展には経路

依存性があり、特にアジア諸国では銀行中心型金融システムが形成されてきたため、金融システム全体が銀行の情報生産における優位性を補完する構造になっているためである。市場中心型金融システムに具現化された自由市場のパラダイムは独立した補完的金融機関(投資銀行や格付機関等)が十分に発展していることを必要としており、これはアジアのような開発途上経済や移行経済では存在したとしてもきわめて低い段階にある。

以上を踏まえるならば、アジアにおいては、当面は銀行・証券・ノンバンクなどの金融機関がそれぞれの役割を見出しながら、仲介業者・機関投資家という二極分化が徐々に進展していくのではないだろうか。債券市場育成においても、仲介業者・機関投資家が分化された市場中心型金融システムの構築を目指すのではなく、金融機関、特に地場金融機関を債券市場への触媒として活用すると同時に、潜在的な需要を掘り起こし、実績を積み上げていくことが必要だと考えられる。

V. おわりに～債券市場育成論の新たな局面に向けて

以上本稿では、アジアにおける債券市場育成論を再考した。アジアにおける債券市場育成は、危機を通じて顕在化したアジアの金融システムに内在するダブル・ミスマッチを解決し、危機の再発を防ぐ重要な方策として推進されてきた。然しながら、債券市場の現状は、危機後10年超が経過した現在、公債を中心とした拡大に留まっており、社債市場は企業の資金調達場として、あるいは、投資家の資金運用の場として十分な需要を喚起するには至っていない。

これはアジアにおける債券市場育成論が構造改革や市場整備といった欧米型市場自由化主義を支柱としており、市場型金融システムの構築を目指して市場インフラを先進資本主義諸国並みに引き上げることに主眼が置かれてきたことと関係している。それゆえ、ABMI や ABF といった地域レベルでの取り組みが奏功し、特に市場インフラ整備の面では一定の成果がみられているが、裏を返せば現時点までの債券市場育成は市場整備の域を出るものではない。アジアにおける経済・金融・産業構造や、それらを背景とした発行体や投資家の需要に関する議論が抜け落ちており、債券市場育成における政策意図と需要のギャップを生む原因となっている。

こうしたなか、サブプライム問題に端を發した今次金融危機では、銀行部門と金融資本市場のいわばデット・プロシクリカリティともいえる現象が生じた。また、2009年初のロンドンG20金融サミットではワシントン・コンセンサスが終了を告げ、欧米型市場自由化策は事実上役割を終えた。このような変化を踏まえるならば、アジアにおける債券市場育成も、その力点を、欧米型市場インフラを全面的に輸入することから地域事情を斟酌した発行体や投資家の育成とその為に必要な市場インフラ整備に移していくべきである。ABMI による新工程表（新ロードマップ）は、こうした観点を含む包括的内容と評価され、アジアにおける債券市場育成論は今後、新たな局面に入っていくことが期待される。

アジアでは、足許において特にインフラ関係の旺盛な資金需要が指摘されている⁸⁾。債券市場育成においては今後、市場インフラ整備を一層進めていくと同時に、こうした長期資金需要をどのように取り込んでいくのかという観点か

ら、例えばレベニューボンド⁹⁾等の商品開発・多様化を図っていく余地はあろう。また、債券市場育成を、アジア固有の金融システム、すなわち銀行中心型金融システムとの共存、あるいは、部分的融合という形で進めることも検討すべき課題である。この点、金融機関を債券市場への触媒として活用しながら、証券化、シンジケートローンやファンドなどの市場型間接金融手法により将来的な市場発展を導く需要を掘り起こしていくことも考えられる。

注

- 1) 本項では高 [2009]・清水 [2009] を参考にした。
- 2) 資金需要が長期且つ各国通貨建て資金であるのに対し、供給が外貨建て短期資金であることに伴うミスマッチをいう。
- 3) この問題は吉富 [2003] に詳しい。
- 4) 「多様な通貨・期間の債券をできる限り大量に発行し、市場に厚みを持たせるとともに、保証や格付機関等の環境整備を行うことで、債券発行企業・投資家双方にとって使いやすい、流動性の高い債券市場を育成する」(財務省) ことが狙い。当該目的に対して、証券化や信用保証の利用、国際金融機関による現地通貨建て債券発行の促進、通貨バスケット建て債券の導入、域内格付け機関の育成、情報の発信などが検討・実施された。
- 5) アジア諸国の国債(ソブリン債)及び政府系機関債(準ソブリン債)を運用対象とする投資信託商品を開発し、それを EMEAP に加盟する中央銀行が共同で購入する仕組み (<http://www.boj.or.jp/type/exp/seisaku/expabf.htm>)。
- 6) 国別動向については、高 [2009]・清水 [2009]・川村 [2009] 等を参考にした。
- 7) 本項では高 [2009]・清水 [2009] を参考にした。
- 8) アジア開発銀行 [2009] によれば、アジアでは2010年～2020年に(国家及び地域の)インフラのため毎年平均7,500億ドルの投資が必要とされる。
- 9) レベニューボンドは、米国等において、空港、港湾、道路、上・下水道等のインフラ整備をする際に、当該事業で必要となる資金を民間から調達する手段として発行される債券をいう (<http://www.mlit.go.jp/pri/houkou/gaiyou/kkk56.html>)。

参 考 文 献

- 青木昌彦, 奥野正寛編著 [1996] 『経済システムの比較制度分析』, 東京大学出版会
 小川英治編 [2009] 『アジア・ボンドの経済学』, 東

- 洋経済新報社
- 奥田英信 [2007] 「東南アジア諸国の債券市場整備の前提条件について：途上国における社債の役割と可能性」『国際協力研究』通巻46号，国際協力銀行
- 川村雄介監修・著 [2009] 『アジア証券市場とグローバル金融危機』，金融財政事情研究会
- 高龍秀 [2009] 『韓国の企業・金融改革』，東洋経済新報社
- 清水聡 [2009] 『アジアの域内金融協力』，東洋経済新報社
- 霧見誠良編 [2000] 『アジアの金融危機とシステム改革』，法政大学出版局
- アジア金融システム研究会 [2009] 「アジア債券市場育成について：回顧と展望」，日本銀行
- 三重野文晴 [2006] 「新しい金融システムの構築と日本：アジア金融危機以降の問題意識」『グローバル化下のアジアと日本の役割』，国際協力銀行
- 三重野文晴，半田晋也 [2007] 「タイ，マレーシアにおける主要企業の属性別分布と資金調達構造，日系・外資系企業の位置づけ」『開発金融研究所報』第31号，国際協力銀行
- 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』，Vol. 54，アジア政経学会
- 宮地正人 [2008] 「アジア債券市場育成イニシアティブ：その進捗評価とABMIに対するADBの支援から得られた教訓」『Global Angle』，三菱UFJリサーチ & コンサルティング
- 深川由起子 [2008] 「アジア通貨危機10年：構造改革の進捗と含意」『アジア研究』，Vol. 54，アジア政経学会
- 吉富勝 [2003] 『アジア経済の真実』，東洋経済新報社
- Asian Development Bank, "Asian Bond Monitor", various issues, Asian Development Bank
- Asian Development Bank [2009] "Infrastructure for a Seamless Asia", Asian Development Bank
- Bank for International Settlement [2002] "The Development of Bond Markets in Emerging Economies", BIS Papers, No. 11, Bank for International Settlement
- Claessens, Stijn, Simeon Djankov and Larry Lang [1998] "Corporate Growth, Financing and Risks in the Decade before East Asia's Financial Crisis", Policy Research Working Paper, The World Bank
- Claessens, Stijn, Simeon Djankov and Larry Lang [1999a] "Who Controls East Asian Corporations?", Policy Research Working Paper, WPS2054, The World Bank
- Claessens, Stijn, Simeon Djankov, Joseph Fan and Larry Lang [1999b] "Corporate Diversification in East Asia: The Role of Ultimate Ownership and Group Affiliation", Policy Research Working Paper, WPS2089, The World Bank
- Cuadro-Saez, Lucia and Alicia Garcia-Herrero [2009] "Finance for Growth: Does a Balanced Financial Structure Matter?", *Revue Économique*
- Eichengreen, B., and R. Hausman [1999] "Exchange Rates and Financial Fragility," NBER Working Paper, 7418,
- Greenspan, A [1999] "Do Efficient Financial Markets Mitigate Financial Crises?", speech at the 1999 Financial Markets Conference of the Federal Reserve Bank of Atlanta
- World Bank [1998] "East Asia: The Road to Recovery", World Bank
- (早稲田大学大学院アジア太平洋研究科博士課程)