

# インドネシアの金融システム —整備の意義と課題—

調査部 主任研究員 清水 聡

## 目 次

1. はじめに
2. 金融システムの概要
  - (1) 未成熟な金融システム
  - (2) 金融当局の認識
3. 金融システム整備を推進する意義
  - (1) ASEAN金融統合の進展への対応
  - (2) 経済成長の加速
  - (3) 海外からの資本フローへの対応
  - (4) 日系企業・邦銀の利便性の向上
4. 金融システムの現状と課題
  - (1) 銀行部門の寡占的な産業構造の改善と国際競争力の強化
  - (2) 金融システムの信認を確立するための法規制枠組みの整備
  - (3) 金融包摂の推進
  - (4) 債券市場の整備と機関投資家の育成
  - (5) イスラム金融の振興
5. おわりに：日本からの金融システム整備支援の意義

## 要 約

1. インドネシアの金融部門の規模（対GDP比率）は、銀行・債券市場・株式市場の合計で約100%と、周辺諸国に比較して小さい。銀行融資残高の対GDP比率は通貨危機により大きく落ち込んだ後、緩やかに回復している。一方、社債発行残高は金額的には増加しているものの、対GDP比率の顕著な上昇はみられない。金融システムの問題点として、海外投資家への依存度の高さ、資金調達コストの高さ、長期資金調達の難しさが指摘されている。
2. 金融システム整備の意義は、以下の通りである。第1に、ASEAN域内金融統合を推進するうえで障害となっている各国金融システムの発展度の格差の縮小につながる。第2に、インドネシアでは、中小企業を中心に、外部資金の調達制約が内部資金（親子ローンや内部留保など）や海外資金への依存度を高めている。また、インフラ整備の推進には、長期金融手段の未整備が障害となっている。金融システムの整備により、これらの問題点を克服して経済成長を促進することができる。第3に、経常収支赤字などの対外的な脆弱性を抱えるインドネシアでは、海外からの資本フローに適切に対処するために金融システムの高度化が不可欠である。第4に、日系企業・邦銀の現地での活動の利便性を高めるためにも、金融システム整備が進む意義は大きい。
3. 97年の通貨危機により大きな打撃を受けたことが、銀行部門の縮小を招いた。その後の再編が必ずしも十分な成果を上げていないことが、銀行の規模の拡大や、効率化による資金調達コストの低下などを妨げている。銀行統合やその他の規制監督の戦略を明確化し推進することで、銀行部門の国際競争力を向上させ、域内金融統合の進展に備える必要がある。
4. 銀行部門の全体的な健全性や収益性が高い一方、総資産規模の対GDP比率が低いうえに長期金融が発達していないことについては、金融システムの信認が確立していないことが影響している。法律やガバナンスの枠組みが弱いことが大きな問題であり、債権者の権利、コーポレート・ガバナンス、開示情報の信頼性など、金融取引の前提となる要素を強化することが不可欠である。
5. 近年、経済成長とともに銀行融資が伸びており、預金基盤の拡大が重要となっている。農村部の貧困層を中心に多くの国民が銀行取引を行っていない現状を改善するため、携帯電話のネットワークを用いた金融サービスの拡大や金融教育の強化などの取り組みが行われている。また、中小・零細企業向け融資の拡大は経済成長のためにも重要であり、信用保証制度の拡充に加え、企業の信用力の改善や透明性の向上などが求められる。
6. 長期金融手段の拡充の一環として、債券市場を整備しなければならない。そのために、規制監督や市場インフラの改善、インフラ整備のファイナンスへの利用の拡大などが求められる。また、長期の金融仲介に不可欠な機関投資家の規模が依然小さく、その整備・拡大は金融システム整備の最も重要な課題の一つといえる。

7. インドネシアのイスラム金融は発展途上にある。その振興は、通常の金融システムの整備と相乗的に作用し、金融システム全体の拡大・高度化につながると考えられる。
8. 以上の課題を踏まえ、日本は技術支援や知見の提供などを積極的に実施し、適切な支援を続けていくことが期待される。

## 1. はじめに

ASEAN諸国の金融システムが直面する主な課題として、①域内金融統合への対応、②各国の経済成長への寄与、③海外から流入する資本フローへの対応、があげられる。本稿では、インドネシアの金融システムについて考える。インドネシアに注目する理由は、以下の通りである。

第1に、ASEAN経済共同体（AEC）の創設に併せて同地域の域内金融統合が試みられているが、経済・金融の発展度が国ごとに多様であることが障害となっている。各国金融システムの整備が進み、発展度の格差が縮小すれば、統合が促進されよう。

インドネシアはASEAN地域で最大の人口を有し、域内経済統合の中核となるべき国である。しかし、当初加盟5カ国のなかで金融システムの発展度は最も低い部類に属しており、格差の縮小という観点から金融システム整備を進める意義が大きい。

第2に、インドネシアにとって金融システムの整備・拡大は経済成長を加速させるうえで不可欠である。また、経常収支赤字などの対外的な脆弱性を抱える同国にとっては、金融システムの未整備は急激な資本流入・流出がもたらす混乱を増幅させる可能性がある。

第3に、日本の利益という観点からも、インドネシアの金融システム整備の意義は大きい。同国は国際協力銀行による「中期的有望事業展開先国・地域」のランキングで2013年度に第1位（2014年度は第2位）となるなど、日本企業の関心が高い。現地で活動する日系企業や邦銀に利益をもたらす観点からも、金融システム整備を支援する重要性は高い。

ASEAN諸国の金融システム整備を支援する政策として、ASEAN+3における枠組みであるアジア債券市場育成イニシアティブ（ABMI）や日ASEAN2国間金融協力などが行われている。とくに後者は、日本と相手国の双方が利益を得ることを目的として行われており、本稿の内容とも関連が深い。

本稿の構成は、以下の通りである。第2節では、金融システムの現状と問題点の概略を述べる。第3節では、金融システム整備を推進する意義について説明する。第4節では、金融システムの現状を詳細にみたうえで未成熟である原因を把握し、今後の政策課題について述べる。

インドネシアの金融システムの問題点は、第1に、銀行部門を中心に規模が小さいことである。そのため、国内の資金需要に応えきれず、資金調達者は内部資金（親子ローンや内部留保など）や海外資金に依存しがちである。また、多くの銀行が小規模であるため、一部の上位銀行以外は国際競争力が低い。さらに、銀行数が多いために規制監督が行き届かず、下位の銀行においてはリスク管理やガバナンスに問題が生じている可能性がある。第2に、銀行部門の効率性が低く、貸出金利と預金金利のスプレッドが大きいこと、企業の資金調達コストが高いことである。第3に、債券市場の未整備などのために長期の資金調達手段が乏しく、また、銀行中心の金融システムが維持されていることである。97年の通貨危機（以下、本稿において「通貨危機」は通常97年の危機を指す）以降、銀行中心の金融システムが危機に対して脆弱であることが問題視され、債券市場の整備などによって改善が図られてきたが、インドネシアにおける成果は不十分であるといえよう。

金融システムが求められる役割を果たすには、以上の問題点の克服が不可欠である。これが生じている原因としては、①通貨危機後の銀行再編が十分な成果を上げていないため、規模が小さく非効率的な銀行部門が残存していること、②金融システムに信認をもたらす法規制枠組みの整備が不十分であるこ

と、③銀行に預金口座を持たない国民が50%前後に達する一方、銀行融資を受けられない中小・零細企業が数多く存在すること、④長期の金融仲介に不可欠な機関投資家の規模が小さく、債券市場の未整備の大きな原因となっていること、⑤イスラム金融への本格的な取り組みが開始されたのは通貨危機以降であり、未だ発展途上にあること、などがあげられる。今後、これらの原因の改善に取り組むことが不可欠である。

## 2. 金融システムの概要

### (1) 未成熟な金融システム

初めに、金融システムの現状を概観する。アジア諸国の金融部門の対GDP比率は、図表1のようになっている。2012年のインドネシアの水準をみると、銀行・債券市場・株式市場の合計はこのなかで最も低い100.9%にとどまっている。また、債券市場発行残高の対GDP比率をみると、国債・社債とも最小である（図表2）。

銀行融資残高の対GDP比率は、通貨危機により大きく落ち込んだ後、緩やかに回復してきた（図表3）。近年は、2009年の25.6%から2013年には36.2%に上昇している。一方、金融機関債・社債は、金額的には増加しているものの対GDP比率の顕著な上昇はみられず、資金調達手段としての重要性は低い

（図表1）金融資本市場の対GDP比率

	2000年				2012年			
	銀行 (国内信用)	債券市場 発行残高	株式市場 時価総額	合 計	銀行 (国内信用)	債券市場 発行残高	株式市場 時価総額	合 計
中 国	112.3	16.9	48.5	177.7	157.1	46.3	44.9	248.4
香 港	133.8	35.2	363.1	532.2	201.3	67.6	1,078.3	1,347.1
インドネシア	52.8	32.0	16.2	101.1	39.4	12.7	48.8	100.9
日 本	227.8	96.2	66.7	390.8	230.5	196.3	58.6	485.4
韓 国	102.5	66.6	27.8	196.9	178.5	130.2	104.4	413.2
マレーシア	138.4	73.2	120.7	332.3	135.3	107.3	153.1	395.7
フィリピン	34.9	25.9	31.2	92.0	52.4	39.6	91.7	183.7
シンガポール	87.1	47.2	164.5	298.8	99.0	81.2	269.1	449.3
タ イ	110.0	25.3	23.8	159.1	131.5	76.1	106.5	314.1

（資料）Asian Bonds Online, IMF, *World Economic Outlook Database*

（図表2）アジア債券市場発行残高の拡大状況

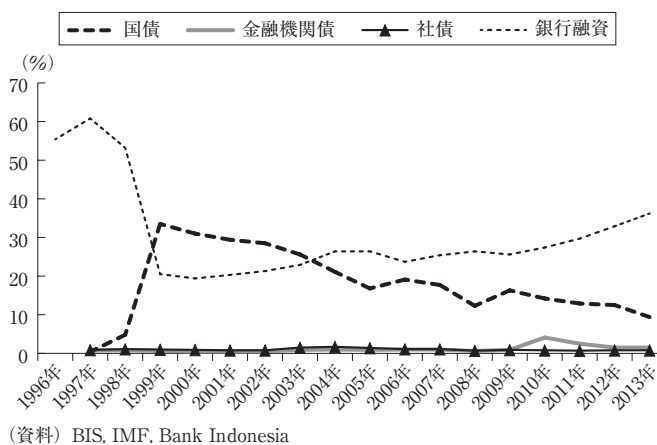
	1997年末		2013年末		拡大率（倍）		対GDP比率（%）	
	国債	社債	国債	社債	国債	社債	国債	社債
中 国	45.1	42.7	3,073	1,652	68.1	38.7	32.7	17.6
香 港	13.1	28.0	108	86	8.2	3.1	39.6	31.5
インドネシア	0.9	3.3	90	18	100.0	5.5	12.0	2.4
韓 国	32.5	120.8	626	1,015	19.3	8.4	47.9	77.6
マレーシア	19.4	37.7	182	130	9.4	3.4	60.7	43.1
フィリピン	16.6	0.0	87	13	5.2	—	33.6	5.1
シンガポール	13.1	10.6	150	92	11.5	8.7	51.1	31.4
タ イ	1.4	9.0	214	62	152.9	6.9	58.7	16.9
合 計	142.1	252.1	4,530	3,068	31.9	12.2	—	—
合 計（中国以外）	97.0	209.4	1,457	1,416	15.0	6.8	—	—

（資料）1997年末はBIS、2013年末はAsian Bonds Onlineのデータによる  
（注）対GDP比率は2013年末。

といわざるを得ない。

さらに、銀行融資残高の業種別比率をみると、鉱業の比率が緩やかに上昇する一方、製造業は大幅に低下している（図表4）。卸小売業やサービス業は、通貨危機後に比率が低下したものの最近はかなり回復している。家計部門の比率は大きく上昇したが、2010年をピークに急低下した。これは、自動車ローンなどの個人向け融資に関して抑制的な規制を実施したことによるものと考えられる。

（図表3）インドネシアの金融市場残高の対名目GDP比率



（資料） BIS, IMF, Bank Indonesia

（図表4）インドネシアの銀行融資残高の業種別比率

	(%)									
	1996年	1998年	2000年	2002年	2004年	2006年	2008年	2010年	2012年	2013年
農 業	6.0	8.1	7.3	6.1	5.8	5.7	5.1	5.2	5.5	5.6
鉱 業	0.6	1.2	2.6	1.7	1.4	1.8	2.3	3.5	3.8	3.9
製造業	26.9	35.2	39.7	33.1	25.9	23.2	20.7	15.6	16.5	17.5
卸小売業	24.1	19.8	16.4	18.1	20.1	20.6	19.8	19.2	20.1	21.4
サービス業	31.3	28.5	16.5	16.7	19.5	20.0	23.8	22.4	22.7	23.9
家計部門	n.a.	n.a.	14.9	21.8	27.3	28.7	28.2	30.4	22.9	20.9
その他の部門	11.1	7.2	2.6	2.5	-	-	-	3.7	8.5	6.8

（資料） 小松 [2010]、国際金融情報センター [2014]

中期的には、製造業向け融資の減少と家計部門向け融資の増加が目立つ。このことは、企業の生産活動に銀行部門があまり貢献しておらず、消費者向け融資に注力してきたことをうかがわせる。

以上のように、インドネシアの金融システムはGDPに比較して小さい。債券市場はとりわけ小さく、銀行中心の金融システムが維持されている。アジアでは通貨危機後に銀行と資本市場のバランスの取れた金融システムの形成が目指されてきたが、インドネシアではこれが実現したとはいえない。

金融危機に際し、一般的に銀行は融資能力が低下するだけでなく、バランスシートの再構築による損失の実現を遅らせる傾向がある（注1）。このことが危機の影響を深刻化させるため、銀行部門に偏った金融システムは好ましくない。一方、途上国において銀行部門の規模が非常に小さい状況では、その拡大（金融深化）が進むことによって一人当たりGDPの成長率が高まる。インドネシアにおいても、銀行部門や債券市場の拡大が、経済成長にプラスの効果をもたらす可能性が高いと考えられる。

## （2）金融当局の認識（注2）

次に、金融システムが抱える問題点に関する金融当局の認識をみる。中央銀行は、経済の中期的な課題として、①国内金融市場が小規模にとどまっている（shallow domestic financial markets）ために経済全体の資金調達構造が最適でないこと、②産業競争力が十分に向上していないこと、③経済発展の基礎的条件としての物流・通信インフラ、競争力のある人材、技術改革を推進する能力、良好なビジネス



環境・制度などが不十分であること、をあげている。このように、経済発展を制約する要因の一つとして、金融システムの未整備が重視されている。

金融システムの具体的な問題点として指摘されているのは、第1に、金融資本市場における海外投資家への依存度の高さである。国債市場や株式市場における海外投資家の保有比率が高く、流通市場価格の不安定をもたらす要因となっている。

第2に、資金調達コストの高さである。周辺諸国に比較して銀行の貸出金利と預金金利のスプレッドが大きいこと、国債市場の売買スプレッドが大きいこと、などがあげられている。後者は、手持ちの債券を売却する場合に手取り金額を減らすことになる。

第3に、長期資金調達の難しさである。企業の債券・株式市場からの資金調達額は非常に小さい。また、年金基金・保険会社・投資信託などの機関投資家の運用資産規模（対GDP比率）も、周辺諸国に比較して小さい。

中央銀行は、今後、金融深化に注力することが不可欠であり、とくに機関投資家の育成や短期金融市場・外国為替市場の整備により株式・債券市場の拡大につなげたいとしている。金融システムの発展が遅れている理由として、発展の必要性に対する認識の欠如、金融深化を阻む規制の存在、当局間の調整を促す制度の不在などをあげている。これらを踏まえ、中央銀行は今後、①金融商品の開発促進、②規制の整備・標準化、③金融インフラ整備、④制度の強化、⑤利害関係者の認識の改善、などに取り組むとしている。

(注1) 以下は、Gambacorta [2014] による。

(注2) Bank Indonesia [2014a] による。

### 3. 金融システム整備を推進する意義

#### (1) ASEAN金融統合の進展への対応

以上の問題点を踏まえ、次に、金融システムの整備を推進する意義について述べる。第1の意義は、域内金融統合への対応に関するものである。2015年末のASEAN経済共同体の創設に併せて、域内金融統合に向けた動きが進められている。その内容は、①金融サービスの自由化、②資本取引の自由化、③決済システムの整備、④資本市場の整備・統合、⑤その他（域内の経済・金融情勢のモニタリング、インフラ・ファイナンスの強化、金融包摂・リテラシーに関する努力など）、である。

統合の進展は競争の激化という側面を有するため、金融システムが相対的に脆弱な国は整備を加速する必要がある。そのような観点からみれば、インドネシアは銀行・債券市場・株式市場のすべての整備を急ぐ必要があろう。

銀行部門の統合（「金融サービスの自由化」に含まれる）の内容は、域内の銀行の各国への相互進出であり、相互承認（mutual recognition）により資格を与えられた銀行（QABs：Qualified ASEAN Banks）は規制上、地場銀行と平等な扱いを受けることになっている。こうしたなか、シンガポールやマレーシアの銀行は域内進出に熱心であるが、インドネシアやフィリピンの銀行は積極的に海外に進出する段階には至っていない（図表5）。

(図表5) ASEAN諸国に対する銀行の進出状況(2011年末現在)

		ブル ネイ	カンボ ジア	インド ネシア	ラオス	マレ ーシア	ミャン マー	フィリ ピン	シンガ ポール	タイ	ベト ナム
グローバル	HSBC	○		○		○		○	○	○	○
	Standard Chartered	○	Rep	○	Rep	○	Rep	○	○	○	○
	Citibank	○		○		○		○	○	○	○
日 本	SMBC		Rep	○		○	Rep	Rep	○	○	○
	Mizuho FG		○	○		○		○	○	○	○
	Bank of Tokyo-Mitsubishi UFJ			○		○		○	○	○	○
インドネシア	Mandiri			○					○		
	BCA			○							
	BNI			○					○		
マレーシア	Maybank	○	○	○		○	Rep	○	○	○	○
	Public Bank		○		○	○	Rep				○
	CIMB	○	○	○		○	Rep		○	○	○
フィリピン	Metrobank							○	Rep		
	BDO							○			
	BPI							○			
シンガポール	DBS			○		○	Rep	Rep	○	Rep	Rep
	UOB	○		○		○	Rep	○	○	○	○
	OCBC	○ オフ ショア		○		○	Rep		○	○	○
タ イ	SCB		○		○				○	○	JV
	Bangkok Bank			○	○	○	Rep	○	○	○	○
	B. Ayudhya				○				○	○	

(資料) Asian Development Bank Institute [2014], pp.148-149

マレーシアの商業銀行は、8行中7行がThe Banker誌(2014年7月号)の総資産ベースのランキングで500位以内に入っている。一方、インドネシアでは通貨危機後の銀行再編が難航し、少数の大手銀行が大きなシェアを占める寡占的な構造となっている。2014年7月現在、商業銀行は119行存在するが、そのなかでThe Banker誌において500位以内の銀行は、Bank Mandiri(235位)、Bank Rakyat Indonesia(273位)、Bank Central Asia(325位)、Bank Negara Indonesia(375位)の4行のみである。中央銀行は2012年に銀行部門に対する外資出資比率の上限を引き下げる規制変更を実施し、地場銀行を保護する動きに出ているが、中期的にはその国際競争力を強化することが不可欠である。

また、「資本市場の整備・統合」においては、多様な形で域内資本市場のリンケージが図られているが、ほとんどの試みにおいてシンガポール・マレーシア・タイの3カ国が先行している。インドネシアは自国の債券・株式市場を整備し、これに参加していかなければならない。

## (2) 経済成長の加速

### A. 資金調達制約の軽減による企業の投資の促進

第2の意義は、経済成長への寄与に関するものである。インドネシアには、経済発展の基本計画として、第3次国家中期発展計画(2015-2019年)、ならびに2011年に発表された経済成長促進・拡大マスタープラン(2011-2025年)が存在する。後者では、投資の約2分の1を電力・道路等のインフラ整備に充てるなど経済発展の土台となる社会基盤整備に重点を置いたうえで、経済成長を加速させ、2025年までに一人当たりGDPを2010年比約5倍の15,000ドルにするとしている。過去の経済成長率は4~6%台で安定しているが、目標達成にはこれを7~8%に引き上げることが必要となる。



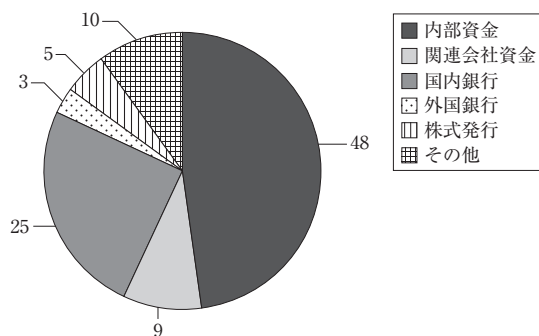
過去の成長率が安定していたといっても、97年から2006年まで一度も6%に届いていない。増加する労働力に見合う雇用を創出するためには6%成長が生命線ともいわれていることから、成長が十分であったといえるかは議論の余地がある（注3）。仮に金融システムが実際よりも拡大していたとすれば、成長率を実績以上に引き上げることができたかもしれない。

この点に関連し、Prastowo et al. [2010] により、通貨危機後の銀行融資の縮小と企業の内部金融への依存度の上昇についてみる。

図表3でみたように、銀行融資残高の対GDP比率は通貨危機後に大きく低下し、その後の回復は遅れた。その背景としては、多くの銀行や企業が経営悪化により倒産したために銀行は企業グループ内の資金供給者という役割を失い、消費者金融を拡大する道を選択せざるを得なかったことが指摘されている（注4）。通貨危機以前、危機に見舞われた各国では政府・銀行・企業間に密接な関係が存在し、そのことが金融システムの脆弱性の原因になったといわれる。インドネシアでは、危機後にこの関係が崩壊し、銀行部門の規模が縮小したといえる。再編過程にある銀行は、厳格化される規制監督の下で健全性指標の悪化を回避しなければならず、信用を拡大することは難しかった。一方、危機によって企業の信用力が大幅に低下したことも、借り入れを困難にした。

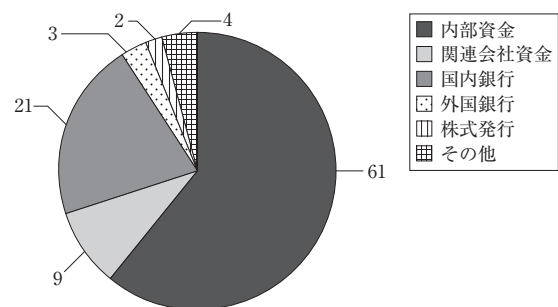
その結果、企業の資金調達において銀行借入れへの依存度が大幅に低下し、内部資金（親子ローンや内部留保など）への依存度が高まった（図表6-1、図表6-2、注5）。この傾向は、銀行融資を受けにくい中小企業においてより強い。2009年に銀行融資を受けている大企業は全体の55.4%であったが、中企業では47.6%、小企業では35.0%であった。

（図表6-1）インドネシア企業の資金調達  
（運転資金、2008年、%）



（資料）Prastowo et al. [2010]

（図表6-2）インドネシア企業の資金調達  
（設備資金、2008年、%）



（資料）Prastowo et al. [2010]

この論文では、銀行借入れに関する障害として、金利その他の費用が高い、リスクが高いとみなされるセクター（鉱業・建設業・公益事業など）が貸し渋りを受ける、担保不足や企業収益の低さの問題がある、などが指摘されている。また、株式や債券の発行に関する障害としては、手続きが煩雑で時間がかかる、発行費用が高い、大企業しか利用できない、などの点があげられている。

このように、外部金融の利用の難しさやコストの高さのために、内部資金が選択されてきた。この状況を見ると、金融システムの整備によって資金調達制約を軽減することができれば、投資の増加や経済

成長率の上昇につながる可能性があると考えられる。

さらに、通貨危機後の銀行融資の減少は、セクターごとに異なる影響を与えたことが指摘されている(注6)。貿易財産業には大企業が多く、また、輸出受取債権を担保にできるため、内外の幅広い資金調達手段を利用できる一方、非貿易財産業には中小企業が多く、銀行借入れ以外的手段を利用できないため、資金調達制約はより深刻となった。後者の企業は国内事業が中心であり、通貨危機による為替レート減価の恩恵を受けられず、業績回復が遅れたことも銀行借入れを一層困難にした。資金調達制約の深刻化により、非貿易財産業の企業では投資や生産がより大幅に落ち込んだ。

Zhou [2013] は、これらの中小企業に対し、銀行借入れ、社債・株式の発行、直接投資の受け入れなどの多様な資金調達手段を利用可能とする政策努力の必要性を強調している。

## B. インフラ整備の資金調達手段の多様化

投資の対GDP比率は通貨危機後に大きく落ち込んだが、近年は回復し、30%を超える水準で安定している(図表7)。投資の回復は主に民間部門によるものであり、マクロ経済の安定による資金調達コストの低下がプラスに作用している(注7)。ソブリン格付けの上昇により国債金利が低下したほか、実質貸出金利も大幅に低下した。また、財政収支の改善も公共投資の増加に寄与している。

(図表7) インドネシアのGDP統計(比率表示)

	1990年	2000年	2005年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年
農業	21.8	15.6	13.1	15.3	15.3	14.7	14.5	14.4
鉱業	14.5	12.1	11.1	10.6	11.2	11.8	11.8	11.2
製造業	19.5	27.7	27.4	26.4	24.8	24.3	24.0	23.7
電気・ガス・水道	0.6	0.6	1.0	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
建設業	5.5	5.5	7.0	9.9	10.3	10.2	10.3	10.0
サービス業	38.1	38.5	40.4	37.0	37.7	38.2	38.8	39.8
消費	63.3	68.2	72.5	68.3	65.6	63.7	63.5	64.9
民間消費	54.4	61.7	64.4	58.7	56.5	54.6	54.6	55.8
公共消費	9.0	6.5	8.1	9.6	9.1	9.0	8.9	9.1
投資	28.4	19.9	23.6	31.1	32.0	31.9	32.7	31.7
在庫投資	7.7	2.4	1.4	▲0.1	0.3	1.0	2.1	2.0
財・サービス輸出	26.6	41.0	34.1	24.2	24.6	26.4	24.3	23.7
財・サービス輸入	26.0	30.5	29.9	21.4	22.9	24.9	25.9	25.7

(資料) 中央統計庁

ただし、投資は鉱業・食品・プランテーションなどの分野が中心であり、インフラ整備は遅れが目立つ(図表8)。インドネシアでは人件費の上昇やインフラの未整備が事業コストの上昇につながり、投資環境を悪化させている。物流の非効率や交通渋滞をもたらす道路・港湾などを中心に、インフラ整備は非常に重要な課題である。

インドネシアの成長には資本蓄積が重要な役割を果たしており、インフラ整備がネックとなって投資

(図表8) ASEAN諸国のインフラ指数

	ランク	スコア
シンガポール	2	6.41
マレーシア	29	5.19
タイ	47	4.53
ブルネイ	58	4.29
インドネシア	61	4.17
ベトナム	82	3.69
ラオス	84	3.66
フィリピン	96	3.40
カンボジア	101	3.26
ミャンマー	141	2.01

(資料) Asian Development Bank Institute [2014], p.167

(注) 世界競争力報告2013-2014による。サンプル国は148カ国、スコアは1-7(高いほど良好)。

が抑制されれば経済成長の足を引っ張りかねない。7～8%台の成長を目指すためには、インフラ整備の加速が不可欠である。

インフラ整備の遅れには、土地買収の困難などに加え、資金調達手段の制約が影響している。例えば、PPP（官民パートナーシップ）による整備を円滑に実施するには、財政資金の拡大とともに民間部門における資金調達が求められ、金融システム整備が必要となる。インフラ・ファイナンスは長期に及ぶため、長期金融手段の整備はこの点からもきわめて重要といえる。

従来は、銀行がインフラ・プロジェクトに対する主な資金供給者であった。しかし、バーゼル3において長期融資に対する必要資本が高まるなど、短期中心の預金を主な原資とする銀行による長期資金供給には限界が生じており、債券市場の役割が重要となる。インフラ整備とアジアの社債市場の関連について述べたEhlers et al. [2014] は、インフラ関連の債券を発行する際の問題点として、①インフラ・プロジェクトは複雑であるため政府と投資家の双方に専門性が要求されること、②契約履行の確実性や官僚主義などの政治的リスクが伴うこと、③国内債券市場が成熟していないと発行が難しいこと、を指摘している。金融システム整備に加え、より広範な制度や体制の整備が求められることになる。

インドネシアでは、インフラ関連の債券は多くが政府保証付きで発行され、地場銀行などが購入している模様である。主にオーストラリアの銀行がノウハウを提供しているが、政府のインフラ・プロジェクトの実施能力には改善の余地が大きいものとみられる。

### (3) 海外からの資本フローへの対応

第3の意義は、海外から流入する資本フローへの対応に関するものである。インドネシアの国際収支をみると、近年、経常収支の赤字を金融収支の黒字で補う状況が続いている。経常収支が赤字であるために資本フローが不安定化しやすく、対外的な脆弱性が大きい。一時は、他の4カ国とともにフラジャイル5と称された。

金融システム整備においても、この点への対処が重要となる。金融システムの規模が小さいことは、海外資金への過剰な依存を生む原因となる。前述の通り、海外投資家への依存度の高さが問題点として認識されている。近年、相対的な高利回り、政治の安定や経済発展の持続への期待などから、株式・国債市場への資本流入が急増した。これには当然、急激な資本流出による市場変動のリスクが伴う。

また、世界的な低金利もあり、対外債務が民間部門を中心に増加している。2014年6月時点の民間・政府部門の対外債務残高は、それぞれ1,532億ドルと1,316億ドルであった。民間部門債務の8割強は、非金融企業によるものである。これらの企業において、対外債務は資金調達額の29%を占め、銀行信用の45%に次ぐ大きさとなっている（注8）。対外債務の約80%は長期債務であり、短期的なデフォルトのリスクは小さいものの、多くの部分が為替リスクを負っていることは確かである。

資本流入の増加への対策としては、先進国の投資家に対抗しうる国内機関投資家の育成が求められる。また、対外債務の増加に関しては、銀行部門の強化などが対策となる。国内金融システムを拡大・強化し、資本の流入・流出に対する耐性を強めること、規制によって対外債務を抑制することなどが重要である。

外国為替市場の整備も不可欠である。その規模は小さく、1日当たり取引額はタイやマレーシアの

110億～130億ドルに対し、半分以下の50億ドル程度にとどまっている（注9）。また、先物・スワップ取引は未成熟であり、直物取引が全体の67%を占めるが、これは周辺諸国に比較してかなり高い（タイ・マレーシア・シンガポールでは、それぞれ40%、45%、27%）。外国為替市場の効率性や流動性を高め、ルピア相場の安定を図ることは、資本フローの安定にもつながるため大変重要である（注10）。IMFも、外国為替市場の整備に関して提言を行っている（図表9）。

（図表9）インドネシアに対するIMFの提案事項

<b>短期金融市場</b> ・短期国債市場の整備、融資の長期化、レポ取引など商品の拡大 ・短期金融市場への参加を促進する金融政策の工夫 ・自主規制機関の設立や市場参加者のルールの規定
<b>外国為替市場</b> ・中央銀行のプレゼンスの削減 ・より柔軟な準備金規制の実施 ・デリバティブ取引規制の緩和、新商品開発、市場モニタリングの強化
<b>資本市場</b> ・国内機関投資家の拡大と多様化。吸収された資金をインフラを中心とする投資に充当。

（資料）International Monetary Fund [2013], p.21

#### （4）日系企業・邦銀の利便性の向上

##### A. 日系企業・邦銀の利便性向上のためのポイント

第4の意義は、日本の利益に関するものである。金融システムの規模が小さいこと、資金調達コストが高いこと、長期資金の調達が難しいことなどが日系企業・邦銀の現地での活動を妨げる一因となっており、金融システムが整備される意義は大きい。

2013年5月に金融庁が発表した作業部会報告書「我が国企業・金融機関の国際展開の拡充にむけて」のなかで、日系企業・邦銀がアジアで活動する場合の金融面での課題として、①企業の現地法人の資金調達やそれを支援する外国金融機関の活動に対し各種規制が存在すること、②現地通貨調達が重要性を増すなかで現地金融市場・インフラの未発達が従来以上にボトルネックになる可能性があること、が指摘されている。

非金融企業の活動においては、①に関し、資本取引規制・外国為替規制・金利規制等が企業活動の支障となることが指摘されている。そのため、金融子会社を各国に置く必要があり、資金調達・運用が非効率になっている場合がある。また、②に関し、長期現地通貨調達や為替リスクの回避が難しいことが指摘されている。とくに中小企業の場合、地場銀行と取引を行うことが困難である。

金融機関の活動においては、①に関し、現地進出・拠点展開に関して規制が存在する 경우가ほとんどである。業務を行う際にも、多様な金融規制（例えば銀行に対する預貸比率規制や優先部門向け貸出規制など）に対応することが負担となる。また、②に関し、多様な金融インフラや関連する法制度の未整備、円滑な現地通貨調達の困難、現地の信用リスクへの対応の難しさ、などが指摘されている。金融機関は、これらの制約条件の下で、欧米銀行や地場銀行との競争に勝ち、日系企業の活動を支援することが課題となっている。

以上の状況を受け、今後の取り組み課題として、民間金融機関や政策金融機関が企業活動を支援する体制づくりがあげられている。また、規制の問題と金融インフラの問題は併せて考える必要があり、一



方的に規制改革を要求することは無理であることも指摘されている。

結論として、金融技術協力・支援が喫緊の課題である。こうした認識を受け、金融庁もアジア諸国への金融市場整備支援を活発化させている。

日系企業のアジアでの資金調達には、①親子ローンや内部留保、②邦銀からの借り入れ、③地場銀行を含む外国銀行からの借り入れ、などが一般的である。いずれの手段においても、多くの場合、中小企業は大企業よりも大きな困難に直面する。こうした想定の下、現地の金融システムを利用する日系企業や邦銀にとっては以下の点が重要となろう。(i) 長期資金調達が可能な市場（長期融資、債券市場）が存在するか。(ii) 信用リスク情報が整備され、中小企業が資金調達を円滑に行うことが可能か。(iii) 為替リスクの適切な管理が可能か。(iv) 日系企業や邦銀はどのような規制に直面しているか。邦銀がどの程度の現地通貨供給能力を持つか。

これらの問題は、現地の金融システムが高度化すればかなりの部分が解決され、日系企業や邦銀の利便性が高まると考えられる。第1に、現地の金融システムの資金供給能力が改善すれば、日系企業にとっても現地通貨調達が容易になる。第2に、金融システムが発展すれば国際競争力が向上し、対外開放を行うことも可能になることから、邦銀の活動の自由度が増し、日系企業へのサービスが向上することが期待される。

## B. 日ASEAN2国間金融協力の進展状況

アジアの金融システム整備支援の中心的な取り組みとして、2003年よりASEAN+3財務大臣・中央銀行総裁会議においてアジア債券市場育成イニシアティブ（ABMI）が行われてきたが、これに加え、2013年5月、日本とASEAN各国の間で2国間金融協力を強化することが発表された。これは、①金融協力を一段と推進すること、②各国ごとに異なるニーズにきめ細かく応え、域内内需の促進に役立てること、③活発化する日本企業のアジアにおける事業活動を現地通貨による資金調達などの側面から支援すること、などを目指したものである。

取り組み課題は国ごとに異なるが、全体的には以下のように整理されている（図表10、注11）。①2国間の通貨スワップ契約の再締結・拡充：多国間通貨スワップ（CMIM：Chiang Mai Initiative Multilateralization）を補完するものとして、インドネシア・フィリピンとの間では2国間通貨スワップ契約が締結されており、その拡充を図る。一方、マレーシア・タイ・シンガポールとの間では契約が終了しているため、再締結を推進する。②現地に進出した日系企業の現地通貨の利用拡大：具体的な検討事項として、(i) 日本国債を担保としたクロスボーダー担保スキームによる現地通貨供給（緊急時対応が主な目的。2011年10月にタイで洪水が発生した際、日銀とタイ中銀の間で導入例がある）、(ii) 円とASEAN通貨の直接交換市場創設（円と人民元の間で実績がある）、(iii) 国際協力銀行（JBIC）のツー・ステップ・ローンを通じた日系企業等への資金供給、(iv) 地場銀行と日系企業等との取引の邦銀による代理・媒介、(v) 長期の通貨スワップ取引へのJBIC保証供与、などがあげられている。③現地通貨建て債券市場の発展支援：域内における共通の債券発行ルール（AMBIF：ASEAN+3 Multi-currency Bond Issuance Framework）の実現に向け、各国において取り組みを強化する。④イスラム金融の利用促進：マレーシアとの間で、日系企業・銀行による利用拡大を図る。⑤ASEAN連結性も踏

(図表10) 日ASEAN2国間金融協力の進捗状況

		インドネシア	マレーシア	フィリピン	シンガポール	タイ
2国間通貨 スワップ などの 危機対応	当初目標	・セーフティネットの強化	・再締結	・危機への対応力の強化	・再締結	・再締結
	達成事項	・上限を120億ドルから227.6億ドルに拡充。	・再締結を目指すことで合意。	・金額の拡充に関して基本的に合意。 ・災害復旧スタンバイ借款（JICAが500億円を限度に供給）の調印。	・再締結につき、基本合意。（日本から30億ドル、シンガポールから10億ドルが上限）	・再締結に向けた検討実施で合意。
	2014年度以降の課題	・災害リスク保険システムの構築。				
現地通貨 利用の拡大	当初目標	・ルピア供給の促進	・リングgit資金供給	・資金供給促進	・クロスボーダー担保 ・為替の直接交換取引	・為替の直接交換取引 ・JBICのTSL活用 ・邦銀活用 ・通貨スワップに対するJBIC保証
	達成事項	・クロスボーダー担保取引に関して協議。 ・通貨スワップ取引に対し、インドネシアの中銀が為替リスクを保証。（JBICによる保証も行われる模様。） ・邦銀による媒介取引につき議論。			・クロスボーダー担保スキームで基本合意。	・為替の直接交換取引の研究で合意。 ・JBICのTSLの利用、邦銀の媒介取引、通貨スワップ取引のJBIC保証などに関する検討。
	2014年度以降の課題	・JICAによるルピア建て海外投融資の活用。	・邦銀による媒介取引につき議論。			
債券市場の 発展支援 (AMBIF など)	当初目標		・AMBIF促進	・債券市場の健全な発展	・AMBIF促進	・債券市場の健全な発展
	達成事項				・AMBIFの実現に向けた作業。	・資本市場に関する協力を強化。 ・タイ債券市場に関する官民ラウンドテーブルを開催。
	2014年度以降の課題					・資本市場における協力に関する分科会の設立。
イスラム 金融	当初目標		・イスラム金融発展支援			
	達成事項		・マレーシアにおける邦銀のイスラム金融業務展開。 ・イスラム金融ワークショップを東京で開催。			
インフラ 整備	当初目標	・インフラ開発の支援	・インフラ開発の支援	・インフラ開発の支援		・インフラ開発の支援
	達成事項	・PPPの促進（JICA支援＝MPAサポート・ファシリテートの立ち上げ）。 ・インフラ事業保証機関に対する金融技術支援。		・JICAによるPPP事業促進支援。		
技術支援 (中小企業 関連など)	当初目標		・南南協力の支援			・中小企業向け支援
	達成事項	・金融庁は、技術支援に関する覚書をインドネシア・タイ・ベトナムなどと締結。 ・中小企業信用リスクデータベースに関する作業を開始。				・中小企業信用リスクデータベースに関する作業を開始。 ・中小企業支援に関するJETROのセミナーを実施。 ・金融庁の技術協力（規制監督）。
	2014年度以降の課題	・インドネシアの銀行によるサムライ債発行に対するJBIC保証。（従来のGATEはソブリンのみが対象。） ・小口決済市場の発展。	・マレーシアの銀行によるサムライ債発行に対するJBIC保証。 ・マレーシアの中小企業支援。			・小口決済市場の発展に向けた支援。 ・タイの銀行によるサムライ債発行に対するJBIC保証。

(資料) 財務省ウェブサイト



まえたインフラ整備支援：PPPプロジェクト準備の支援、資金調達枠組みに関する助言などを行う。⑥ ASEAN各国の金融市場発展のための技術支援：具体的な検討事項として、(i) 後発国の当局者（中央銀行職員や保険監督者）の能力開発支援、(ii) 中小企業向け信用にかかわる知見の共有（信用リスクデータベースシステムなど）、(iii) 金融市場全般（金融システム、金融インフラ、金融監督）にかかわる技術協力強化、などがあげられている。なお、BCLMV 5カ国との間では、主に上記⑤および⑥の分野で協力を推進するとしている。

図表10に示した通り、成果も着実に上がっており、取り組みは現在も継続されている。相手国ごとに異なるニーズを踏まえ、効果的な支援を行うことが求められる。

(注3) 塚田 [2014] を参考とした。

(注4) 小松 [2010] による。

(注5) 濱田 [2012] においても、上場企業が外部資金（負債）を減らし、自己資本や企業間信用への依存度を高めたことが指摘されている。

(注6) Zhou [2013] による。

(注7) IMF [2012] による。

(注8) Bank Indonesia [2014b]、23ページ。

(注9) Bank Indonesia [2014a]、238ページ。

(注10) 中央銀行も多様な対策を講じており、例えば2013年5月には、市場の効率的な価格形成を支援するため、ベンチマークとなる為替レート（JISDOR：Jakarta Interbank Spot Dollar Rate）の発表を開始している。

(注11) 清水・川島・松谷・北野 [2013] による。

#### 4. 金融システムの現状と課題

##### (1) 銀行部門の寡占的な産業構造の改善と国際競争力の強化

###### A. 産業構造と参入規制

前述の通り、インドネシアでは通貨危機により大きな打撃を受けたことが銀行部門の縮小を招いた。その後の改革が必ずしも十分な成果を上げていないことが、金融システムの諸問題の一因になっていると考えられる。

88年に銀行部門が自由化され、96年には239の商業銀行が乱立していたが、資産規模は小さく、財務基盤は脆弱であった。通貨危機の波及により、97年11月には16行が閉鎖に追い込まれ、さらに多くの銀行の取り付け騒ぎに発展した。政府はインドネシア銀行再編庁（IBRA）を設立し、公的資金も注入して、不良債権処理と銀行の整理・統合を実施した。

銀行再建の後、中央銀行は2004年1月に「バンキング・アーキテクチャー（API）」を発表した。これは、銀行部門の中長期的な（5～10年間の）規制のあり方や再編の方針を示したものであり、小規模な銀行の合併を奨励して銀行数を削減し、健全性やガバナンスの強化を実現することを目的としている（注12）。銀行数はAPI策定の時点では130行余りとなっており、これを①総資産が50兆ルピアを超える2～3行の国際的な銀行、②総資産が10～50兆ルピアの3～5行の全国的な銀行、③総資産が1,000億～10兆ルピアの30～50行の特定分野に専門化した銀行、④総資産が1,000億ルピア未満の地方銀行、という構造にすることを目指している。

2014年7月時点で、商業銀行数は119とAPI開始時点から約10行の減少にとどまっており、小規模銀

(図表11) インドネシアの銀行 (2014年7月現在)

(兆ルピア、%)

	銀行数 (A)	支店数	総資産	総資産シェア (B)	B/A
国有銀行	4	6,799	1,813	35.3	8.8
外国為替銀行	35	8,115	2,042	39.8	1.1
非外国為替銀行	30	1,633	172	3.4	0.1
地方開発銀行	26	2,203	409	8.0	0.3
合弁銀行	14	277	285	5.6	0.4
外国銀行	10	197	410	8.0	0.8
合計	119	19,224	5,131	100	-
地方銀行	1,635	-	81	-	-

(資料) OJK [2014]

行の整理統合に関して目覚ましい成果は上がっていない (図表11)。

APIに基づき、中央銀行は小規模な銀行の業務を制限するため、2013年初より「マルチプル・ライセンス規制」を導入した。銀行を中核資本 (core capital) 規模によって①30兆ルピア以上、②5～30兆ルピア、③1～5兆ルピア、④1兆ルピア未満、に分類し、①には国内外でフル・バンキングを認める一方、業務対象地域を②ではアジアのみ、③では国内のみに限定した。④では、外貨の取り扱いが大幅に制限される。銀行は、2016年6月までに業務内容を資本規模に合わせる必要がある。

銀行部門は金融機関の資産全体の約8割を占めるが、上位10行が総資産の約6割を占める寡占的な構造となっている。国有銀行の平均資産規模は、外国為替銀行 (民間銀行) の約8倍である。それ以外の銀行はさらに小さい。The Banker誌で500位以内に4行しか入っていないことはすでに述べた。一方、外国為替銀行と外国銀行は平均するとおおむね同規模であり、外国銀行が下位地場銀行の脅威となりうる状況である。銀行総資産の対GDP比率が低いインドネシアは、海外の銀行からみれば拡大の余地が大きい魅力的な市場ともいえる。

外国銀行の参入規制についてみると、通貨危機後の銀行再建を促進するため、99年に外資出資比率の上限が従来の49%から99%に引き上げられた。その結果、地場商業銀行における外資の株主としてのプレゼンスはきわめて大きくなった (注13)。上位15行のなかで、国有銀行4行と民間銀行1行を除いた10行はすべて外資系である。

2012年7月、中央銀行は従来の対外開放策を変更し、銀行に対する単一株主の出資比率の上限を99%から個人20%、非金融法人30%、金融機関40%に引き下げた。この規制には出資者の投資適格格付けなどの条件も付されており、新規の出資を検討する外資にとって規制はかなり煩雑化した。地場銀行の再編・強化とともに外資の出資抑制を図る政策は、今後、域内の銀行による相互進出の加速が見込まれるなかで、小規模な地場銀行の競争力の向上を目指しているものと理解できる。

なお、途上国への外国銀行の浸透は中小企業向け融資の増加にはつながりにくいものの、一般的に企業の資金調達制約を軽減する (注14)。高度な金融技術の移転などのメリットも期待できる。今回の規制変更においても、既存の株主が新たな上限比率を超える場合、出資先銀行の健全性やコーポレート・ガバナンスに問題が生じない限り現状維持を認めている。このため、既存の外国銀行に大きな影響は出していない。

ここで、邦銀の進出状況のみをみておく。外資系金融機関の進出形態は駐在員事務所または合弁会社に限

定され、支店の開設は68年以来認められていない。合併銀行の設立は88年に自由化され、97年末に邦銀系は14行存在した。通貨危機後の撤退や邦銀の統廃合により、現在の進出状況は三菱東京UFJ銀行が支店、みずほ銀行・三井住友銀行・りそな銀行が合弁会社、三井住友信託銀行が駐在員事務所となっている（注15）。近年、メガ3行を中心に、地場金融機関との関係を買収・出資・業務提携などにより強化し、業容拡大を図る動きが活発化している。低金利等により国内の収益環境が悪化するなか、日本の金融機関にとってインドネシアは高い収益が見込める重要な市場である。

## B. 銀行融資の問題点と改善策

次に、銀行融資に関する問題点について、詳しく検討する。第1に、近年、経済成長とともに銀行融資が回復し、残高の対GDP比率も上昇している。今後も旺盛な資金需要が持続すれば、銀行総資産の対GDP比率の低さが経済成長の制約要因となる可能性がある。預金貸出比率は小規模な銀行を中心に上昇しており、2014年6月には銀行部門全体で90.5%となった（図表12）。この状況から、預金が融資の伸びに伴って増加する必要があると考えられる。金融包摂（financial inclusion）が不十分で預金基盤が小さいことが、銀行部門が小規模であることの原因になっている。この点を改善するために、金融包摂の推進が求められる（詳細は後述する）。

（図表12）インドネシアの銀行グループ別の預金貸出比率（LDR:Loan Deposit Ratio）

		（兆ルピア、%）		
		2012年末	2014年6月末	増加率
BUKU 1 （1兆ルピア未満）	融 資	145.3	193.6	33.2
	預 金	171.3	233.2	36.1
	LDR	84.8	83.0	-
BUKU 2 （1～5兆ルピア）	融 資	699.4	924.0	32.1
	預 金	742.9	916.1	23.3
	LDR	94.2	100.9	-
BUKU 3 （5～30兆ルピア）	融 資	731.3	904.8	23.7
	預 金	820.1	970.1	18.3
	LDR	89.2	93.3	-
BUKU 4 （30兆ルピア以上）	融 資	1,131.8	1,445.8	27.7
	預 金	1,490.9	1,715.1	15.0
	LDR	75.9	84.3	-
全 体	融 資	2,707.9	3,468.2	28.1
	預 金	3,225.2	3,834.5	18.9
	LDR	84.0	90.5	-

（資料）Bank Indonesia [2014b], p.93

（注）銀行の分類基準はコア資本。

第2に、貸出金利と預金金利のスプレッドが大きいことが指摘される。純金利マージン（Net Interest Margin）は、定期預金金利の上昇や消費者信用金利の低下などから縮小傾向にあるものの、周辺諸国に比較すれば依然大きい（図表13）。

（図表13）インドネシアの銀行の純金利マージン

		（%）				
		2012年6月	2012年12月	2013年6月	2013年12月	2014年6月
BUKU 1		5.91	6.15	6.11	5.85	5.09
BUKU 2		4.44	4.59	4.64	4.02	3.18
BUKU 3		5.65	5.64	5.21	4.87	3.72
BUKU 4		5.68	5.83	5.91	5.28	5.10
銀行全体		5.38	5.49	5.43	4.89	4.22

（資料）Bank Indonesia [2014b]

貸出金利は、銀行規模によって異なっている（図表14）。その決定方法が不透明であるという意見もある（注16）。また、経営効率が低く貸出金利が高いことが、構造的に融資の伸び悩みをもたらしているという指摘もある（注17）。この点も、銀行部門の規模の拡大を抑制する一因になっているといえよう。

（図表14）インドネシアの銀行預金・貸出金利（2014年6月末）

(預金)	要求預金			貯蓄預金			定期預金（1カ月）		
BUKU 1	3.03			2.75			9.14		
BUKU 2	2.54			2.96			8.02		
BUKU 3	2.57			2.58			8.87		
BUKU 4	1.92			1.42			7.76		
銀行全体	2.32			1.88			8.30		

(融資)	運転資金			投資資金			消費資金		
BUKU 1	14.72			15.26			13.75		
BUKU 2	12.69			12.76			14.85		
BUKU 3	13.22			13.44			14.15		
BUKU 4	12.05			11.03			11.46		
銀行全体	12.63			12.24			13.30		

（資料）Bank Indonesia [2014b]

政府系銀行（国有銀行4行、地方開発銀行26行）は60年代より政策的な優遇を受けており、それが寡占的な産業構造や非効率的な経営をもたらしている（注18）。これらの銀行を中心に、金融技術の導入や商品開発を強化し、生産性を高めて競争力を向上させる必要がある。また、銀行間の競争の促進や規制監督の強化なども、経営の効率化を実現するために有効と考えられる。これらの対策により、ASEAN諸国のなかで最も大きい貸出金利と預金金利のスプレッドを縮小させることが求められる。

一方、GlobalCapital [2013] は、銀行数が多いことを問題視している。当局による規制監督の目が十分に行き届かず、リスク管理やガバナンスに問題のある銀行が存在する可能性がある。もし金融危機が発生すれば、これらの銀行は適切に対処できないであろう。

業界再編は、現在も進行中である。銀行統合により規模の拡大を図る基本的な方向性は打ち出されているものの、最終的な姿は明確ではないように思われる。再編の推進には、より強力なリーダーシップが必要であろう。

域内金融統合に向け、銀行の競争力強化は待ったなしの課題である。そのためには、規模の拡大に加え、経営の効率化や健全性の確保が不可欠である。規制監督の方針や具体策を一層明確化し、当局の信認を高めることが求められよう。

## （2）金融システムの信認を確立するための法規制枠組みの整備

第3に、長期の資金調達手段が限定されていることが重要な問題である。銀行融資はおおむね5年以内となっている（注19）うに、社債の発行期間も1～3年が約5割、3～5年が約3割であり、5年超は約2割にとどまる（詳細は後述する）。社債市場は小さく、発行体の多くは銀行であるため、社債市場から5年超の資金を調達している一般企業はきわめて少ない。



濱田 [2012] は、社債の発行が銀行に集中している一つの理由は銀行が期間の短い預金への依存を減らすためであると指摘し、銀行は自らの期間転換機能を放棄しているに等しいと述べている。銀行に加えて一般企業による発行が増加しなければ、社債市場の真の発展とはいえないであろう。

銀行預金の構成をみると、6カ月以上の期間の定めのある預金は全体の10%に満たない(図表15)。したがって、銀行の流動性管理は容易ではなく、長期的な性格の資金をいかに動員するかが金融システム全体の課題となっている。

銀行部門の全体的な健全性や収益性が高い一方、総資産の対GDP比率が低いうえに長期金融が発達していない

ことについては、金融システムの信認の確立という基本的な問題がクリアされていないことが影響しているとみられる(注20)。法律やガバナンスの枠組みが弱く、債権者の権利、コーポレート・ガバナンス、開示情報の信頼性などに問題がある。

例えば、無担保融資に関し、大企業向けや関連企業向けを中心に契約の履行に不透明性があることが大きな問題となっている。世界銀行のDoing Business(2012年版)によれば、契約の履行に関する順位は、タイ24位、マレーシア31位、フィリピン112位、インドネシア156位となっている。不良債権化した無担保融資の回収率が低いため、銀行は貸出金利を引き上げることで対応しているという。裁判制度の抜本的な改革が必要である。

また、企業が倒産した際、破産法が適用されることは少なく、法廷外の交渉による融資再編が一般的である。企業倒産時の制度や債権者の権利について、見直しが不可欠である。

さらに、企業の登記に要するコストが高く手続きも煩雑であるため、正式に登録を行う企業が全体の5%しかない。この点も、一般的なビジネスのしやすさに影響を与えている。加えて、未上場企業はコーポレート・ガバナンス規制の適用を受けず、銀行がこうした企業について詳細な情報を得ることは難しい。会計監査基準の厳格化や債務者情報の充実が課題となる。

中央銀行に設けられたCredit Information Bureauは、商業銀行と大手地方銀行の情報を収集するにとどまっている。ノンバンク等も含め、より多様な金融機関の情報をカバーし、債務者に関する幅広い情報を得られるようにすることが必要である。

コーポレート・ガバナンスや会計監査基準は、国際基準と乖離している。会計監査報告の手法に関する時系列的な一貫性や企業間の比較可能性などにも、改善の余地がある。

以上のような金融取引に関する基本的な枠組みに加え、金融規制監督体制の確立も金融システムの信認の強化につながる。中央銀行は国際基準を満たす枠組みの構築に努めてきたが、問題銀行の取り扱い等の危機対応や銀行監督者に関する法的保護など、多くの点で改善の余地が残っている。

従来、銀行に対する規制監督権限は中央銀行が、資本市場に対する規制監督権限は資本市場監督庁

(図表15) インドネシアの銀行預金の種類別比率・金利

預金種別	比率	金利 (%)
当座預金 (Demand Deposits)	21.1	2.18
普通預金 (Savings Deposits)	31.8	1.86
定期預金 (Term Deposits)	47.1	-
1 カ月	27.2	8.44
3 カ月	10.1	9.42
6 カ月	4.8	9.07
1 年以上	5.0	8.51

(資料) Bank Indonesia [2014b]

(注) 2014年7月時点。比率はルピア建て・外貨預金の合計。金利はルピア建て。

(BAPEPAM-LK) が有していたが、後者は2012年末、前者は2013年末に金融サービス庁 (the Indonesia Financial Services Authority、インドネシア語では OJK) に移管された。OJKは、銀行、金融市場、保険・再保険会社、年金基金、ファイナンス会社、その他の金融サービス機関に対する規制監督を担当している。新体制の発足に伴い、規制監督能力の一層の強化が課題となっている。

### (3) 金融包摂の推進

#### A. 銀行預金基盤の拡大

ASEAN諸国では概して金融包摂が不十分であるが、インドネシアではそれがとくに深刻である (図表16)。そのことが預金基盤の拡大を抑制しており、銀行総資産の対GDP比率が低水準にとどまる原因となっている。その改善は、金融システム整備に加えて所得格差の縮小という観点からも重要である。

インドネシア人の52.4%は、金融機関に普通預金口座を持っていない (注21)。国土が多くの島々からなる地理的多様性、膨大な人口、そして貧困がその原因となっている。

(図表16) ASEAN諸国の商業銀行における金融包摂の状況 (2010年)

	1,000人当たり 預金口座数	1,000人当たり 融資口座数	10万人当たり 銀行支店数	10万人当たり ATM数
カンボジア	108.0	28.9	4.0	5.1
インドネシア	504.7	274.8	8.3	13.4
ラオス	44.3	4.0	2.6	4.3
マレーシア	1,619.9	284.1	10.5	56.2
フィリピン	487.8	n.a.	7.7	14.9
シンガポール	2,134.3	967.7	10.3	58.6
タイ	1,119.9	237.0	11.2	77.7
ベトナム	n.a.	n.a.	3.3	17.6
日本	7,169.0	171.0	34.0	133.0
欧州先進国	2,022.0	701.0	32.0	94.0
アメリカ	2,021.9	n.a.	35.7	173.8

(資料) Asian Development Bank Institute [2014], p.144

政策的に都市部の産業集積が図られてきたため、都市部と農村部の所得格差が大きい。近年、銀行の支店数は着実に増加しているが、農村部は一般的に貧困率が高く、支店の設置に見合う収益が見込みにくいいため、出店は都市部に集中している。貧困率が相対的に低いジャワ島やバリ島では銀行が過剰 (overbanked) と評価される一方、その他の地方では著しい不足がみられ、貧困層を中心に銀行取引を行うことが難しくなっている。

このような状況では支店数の増加によって金融包摂を促進することは難しい。そこで、銀行と携帯ネットワーク業者 (MNO: Mobile Network Operator) が提携し、携帯電話のネットワークを用いた金融サービス (e-money) が2007年に開始された。実際のサービスは、MNOが選定する業者 (agent) によって提供される。サービスの契約者は現金をe-moneyと交換し、他の契約者への送金や現金引き出しが可能となる。携帯電話は貧困層にも普及しているため、このサービスが拡大すれば金融包摂が進展することが期待される。

e-money普及のネックとなりかねないのが、金融規制の存在である。e-moneyのサービスを行う業者



には、正式な企業登記とライセンスの取得が求められる。また、マネー・ロンダリングやテロ関連の資金調達を防止するために本人確認規制（Know Your Customer (KYC) requirements）が厳しく、これらの規制がサービス業者となるインセンティブを妨げている。業者の数が増えなければ、サービスの利便性向上は期待できない。

本人確認規制は多項目にわたり、低所得者の銀行口座開設の阻害要因ともなっている。また、e-moneyのサービスを開始しようとする銀行に対して潜在的な顧客との面談を義務付けるなど、銀行の支店に行かなくても口座を開設できるe-moneyの意義を失わせる規制が存在する。こうした現状への対処は不可欠であり、中央銀行は、潜在的な顧客の本人確認に資するための情報収集の支援など、本人確認規制の維持を前提とした対応を開始している。

金融包摂を推進するもう一つの活動が、金融教育である。これは、金融商品の内容、金融取引に伴うリスク、金融取引による家計管理の方法などに関する国民の知識向上を図るものであり、2008年、2009年、2010年に中央銀行による金融教育プログラムが打ち出された。従来、インドネシアの銀行では預金残高にかかわらず一定の口座管理手数料を徴収することが一般的であり、貧困層の銀行口座開設意欲を妨げていたが、2010年に打ち出されたIndonesia Savings Movementでは、手数料を取らない普通預金口座を新たに設定することとした。

以上の努力が銀行取引の開始に対する障害を軽減し、預金基盤の拡大につながることが期待される。

## B. 中小・零細企業向け銀行融資の促進

中小・零細企業（以下では「中小企業」とのみ表記）向け融資の促進も、より多くの経済主体を銀行取引に取り込むという意味で、金融包摂推進の一環ととらえられる。

企業を大企業（従業員100人以上）、中企業（20～99人）、小企業（5～19人）、零細企業（1～4人）に分けると、2013年末に企業数の83.9%を零細企業が占め、小企業は15.4%、中・大企業は0.7%に過ぎない。一方、中小企業向け融資が銀行融資全体に占める割合は、約20%である。中・小・零細企業向けの割合は、おおむね5対3対2となっている。業種別では、卸小売業52.9%、製造業10.4%、農業8.1%、建設業6.1%、などとなっている。地域別では、ジャワ島57.1%、スマトラ島20.7%となっており、残りの地域はいずれも10%未満である。

中小企業は、大企業に比較して一般的に信用力が低い。また、多くの途上国でみられるように、インドネシアの場合も中小企業の財務諸表の質が低く、経営状態や財務状況を把握することが難しいという問題がある。

このため、すでにみたように中小企業は資金調達制約が強く、銀行融資を受けられない企業が多数残されている。中小企業の多くは、必要資金を自己資金で賄うか、インフォーマルな金融に依存している。銀行融資を受けられない原因としては、担保がないこと、借り入れ実績がないこと、手続きがわからないこと、銀行の所在地から遠いことなどが指摘されている。

中小企業向け融資は経済成長の観点からも重要であるため、政策的に促進されている。銀行は、中小企業向け融資の計画および実績に関する報告を求められることになっている。71年には、政府100%出資の信用保証会社（PT-ASKRINDO）が設立され、銀行融資に保証が付けられる形となった。さらに、

---

2008年11月には、これを強化する信用保証プログラム（KUR：Kredit Usaha Rakyat）が設けられた。これは、1件当たり5億ルピアを上限に銀行融資額の70%を保証するものであり、期間は最長5年（運転資金は3年）となっている。

中小企業の資金需要は膨大であり、これらの制度でそのすべてに対応できるわけではない。また、信用保証を実施する場合にも、信用リスクの管理が必要であることに変わりはない。

中小企業向け融資の促進策としては、信用保証制度の拡充のほかに、信用力の改善を図る政策（担保制度の整備、中小企業経営の改善など）や、信用力の透明性を高める政策（財務諸表の改善、企業信用情報データベースの強化など）があげられる（注22）。中央銀行のCredit Information Bureauが抱える問題点については、前述した。

中小企業向け融資のリスク管理に高い技術や能力が求められることは明らかであるが、その一方で、大手銀行を中心にビジネス拡大の観点から中小企業向け融資を増やす動きがみられる。また、銀行は、2018年までに中小企業向け融資を融資全体の20%以上にすることを求められている。多くの銀行は、これを達成するためにビジネス・モデルやリスク管理手法を変更しなければならない。これには一定の時間がかかると考えられ、拙速に目標達成を図ることは無用のリスクを増幅する危険性がある。

中小企業向け融資の拡充が重要な政策課題であることは疑いがなく、同時に、金融当局には、リスク管理体制の構築を重視した慎重な取り組みが求められよう。

#### (4) 債券市場の整備と機関投資家の育成

##### A. 債券市場整備の歴史

前述の通り、銀行部門に偏った金融システムは金融危機に際して脆弱である。ここまで述べた銀行部門の課題の解決に加えて、債券市場の発展に注力する必要がある。

債券市場の整備は、長期金融手段の拡充のためにも重要である。インドネシアの経済成長を加速するためにはインフラ整備の推進が不可欠であり、そのための資金調達において債券市場の利用増加が期待される。

国債・社債市場とも、対GDP比率が小さい。これは、債券市場の歴史が浅いこと、長期金融の裏付けとなる法規制枠組みが十分に整備されていないこと、機関投資家の規模が小さいことなどによると考えられる。

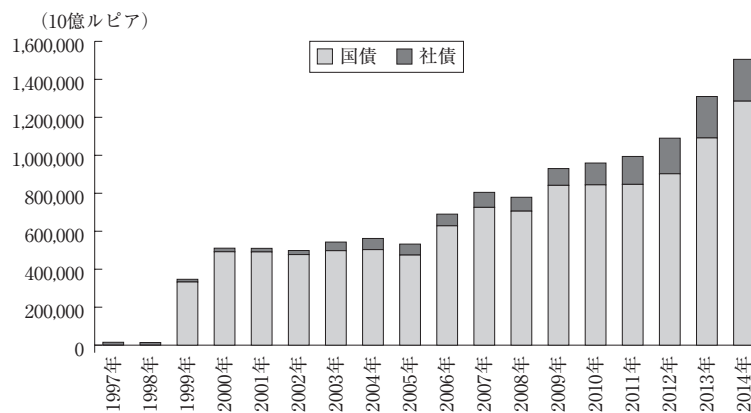
2000年末から2014年9月にかけて、債券市場の規模は2.9倍（国債2.6倍、社債11.7倍）となった。対GDP比率では、2000年末から2014年6月にかけて、国債は35.4%から13.0%に低下し、社債は1.4%から2.3%に上昇している。

通貨危機以前は財政均衡が義務付けられており、毎年の財政赤字は海外からの援助で賄われ、国債の発行は禁止されていた。通貨危機で打撃を受けた銀行に資本注入を行う必要から、99年に資本注入債（Recapitalization Bonds）が発行された。これに先立ち、97年にはインドネシア証券保管振替機関（KSEI）が、98年には社債の決済のためにインドネシア決済保証会社（KPEI）が設立されている（注23）。また、2000年には資本注入債の市場での売買が認められ、流通市場取引が開始されるとともに、2001年には即時グロス決済（RTGS）が導入された。こうしたなか、2002年には財政赤字を補うための

国債発行を認める法律が制定された。さらに、2004年にはレポ市場が開設され、2006年にはプライマリー・ディーラー制度が導入された。

2000年代前半、国債発行残高は横這いであったが、2005年以降、財政赤字額を超える国債発行が行われ、市場整備が進められた（図表17）。2006年には、個人向け国債が初めて発行された。また、2008年4月には政府によるイスラム債発行を認める法律が制定され、8月より発行が開始された。個人向けイスラム国債やイスラムSBI（短期の中央銀行債）も発行されるなど、国債・社債市場においてイスラム債が重要な役割を果たすようになった。2009年10月には、イスラム国債の定期入札が始まった。

（図表17）インドネシアの債券市場残高



（資料）Asian Bonds Online

（注）2014年は9月末。それ以外は各年末。

政府は、ドル建てグローバル債やサムライ債など、海外市場での発行も実施している。また、中央銀行は不胎化のために短期債（SBI）を発行している。

社債の発行は80年代から行われていたが、散發的なものにとどまっていた。ジャカルタ証券取引所では主に株式の取引が行われていたが、社債の取引を行うためにスラバヤ証券取引所（SSX）が開設された。両取引所は2007年に統合し、現在のインドネシア証券取引所（IDX）となった。

社債の発行が本格的に拡大したのは、2003年以降である。濱田〔2012〕は、銀行部門が通貨危機で打撃を受け、融資の回復が遅れたため、資金需要のある企業が社債発行を拡大したと説明している。99年から2010年にかけて、社債発行件数は年平均6.4%、発行金額は年平均22.6%増加した。発行は直近では一服し、2014年9月末時点の残高は前年同月比2.5%増にとどまった。

近年は、上場企業の社債発行に対する税制優遇措置の実施、投資家の会計基準の明確化などが発行増加につながった。社債は、格付け取得が義務付けられている。2009年12月には、2008年7月に設立された債券価格付け機関（Indonesia Bond Pricing Agency）において、国債の日次の価格付けに加え、社債やイスラム債の日次参照価格、信用スプレッドや社債のイールドカーブに関する情報などが発表されるようになった。これにより、社債市場の透明性が向上した。また、債券発行を検討する企業にとっても、借り入れコストの推定が容易になった。さらに、IBPAは国債・社債の各種インデックスを提供し、取引の利便性を高めている。

B. 発行・流通市場の概況と規制監督・市場インフラの改善策

国債の発行残高は着実に増加しているが、その速度は緩やかであり、対GDP比率は低下している（図表3）。ただし、最近、プロジェクト予算が対GDP比1.7%から2.4%に拡大し、国債発行が急増して発行残高の対GDP比率も上昇傾向にある（図表18）。

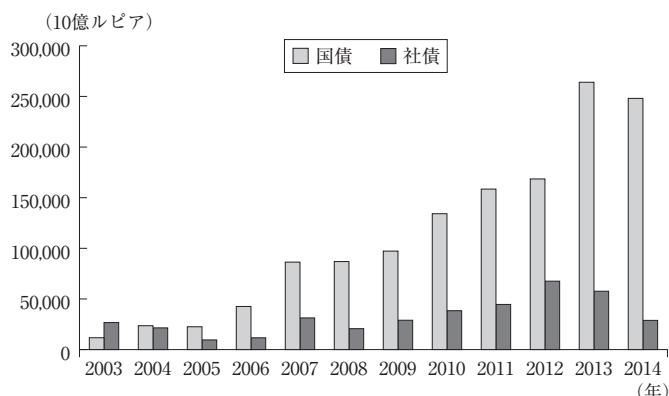
債券の残存期間構成をみると、国債は3～10年の比率が低下し、10年超が上昇している（図表19）。これに対し、社債は3年以下が上昇し、5年超が低下している。国債の長期化が進む一方、社債は3年以下が約5割、5年以下が約8割と短期化している。

社債の発行残高上位30社が全体に占める割合は、74.3%に達する（図表20）。30社中20社が、銀行などの金融機関である。その他は、電力・通信・運輸などのエネルギー・インフラ関連が多い。とくに2008年以降、金融機関による発行の割合が高まっている。

IDXに上場された社債・スクークの発行残高を業種別にみると、金融業が63.0%、インフラ関連が18.5%であり、これに不動産・建設業を加えると9割近くとなる（図表21）。製造業は4.2%にとどまっておき、社債発行が多様な業種に広がることが期待される。

債券市場の流動性は、改善の余地が大きい（図表22）。国債で流動性のある銘柄は、10年債や20年債に限定される。個人向け国債も比較的流動性が高い。短期債やイスラム債は残高が少なく、流動性は低い。中央銀行債に関しては、2010年

（図表18）インドネシアの債券発行額



（資料）Asian Bonds Online  
（注）2014年は9月まで。

（図表19）インドネシアの債券の残存期間構成

	インドネシア国債 (%)		インドネシア社債 (%)	
	2004年3月	2014年9月	2009年3月	2014年9月
1 - 3年	14.2	14.4	26.6	46.5
3 - 5年	18.2	11.3	34.6	32.5
5 - 10年	36.1	28.3	35.1	21.0
10年超	31.6	46.0	3.7	0.0

（資料）Asian Bonds Online

（図表20）インドネシアの社債発行残高上位企業（2014年9月現在）

発行体	金額 (10億ルピア)	業種
PLN	15,573	エネルギー
Indonesia Eximbank	13,108	銀行
Astra Sedaya Finance	11,691	金融
Adira Dinamika Multi Finance	11,612	金融
Bank International Indonesia	8,800	銀行
Bank Tabungan Negara	7,950	銀行
Bank CIMB Niaga	7,930	銀行
Bank Pan Indonesia	6,800	銀行
Jasa Marga	6,600	有料道路・空港・港湾
Bank Permata	6,478	銀行

（資料）Asian Development Bank, Asia Bond Monitor, Nov. 2014

（図表21）インドネシアの社債・スクークの業種別発行残高

業種	発行残高 (10億ルピア)	比率 (%)
農業	4,205	2.0
鉱業	8,187	3.8
製造業	8,904	4.2
不動産・建設業	13,100	6.1
インフラ・公益事業・運輸業	39,579	18.5
金融業	134,781	63.0
商業・サービス・投資業	5,269	2.5
合計	214,025	100.0

（資料）Indonesia Stock Exchange [2014]



(図表22) 各国債券市場の流動性に関する指標

(100万ドル、bps)

	国債		社債			
	売買スプレッド (2013年)	取引回転率 (2013年)	取引回転率 (2013年)	平均発行規模	平均売買 スプレッド	平均取引規模
中国	4.1	1.2	1.9	231.4	6.9	5.5
香港	7.3	5.6	0.5	39.4	5.8	2.6
インドネシア	50.0	1.0	0.5	40.1	23.1	0.5
韓国	0.7	4.1	0.6	57.9	3.1	9.5
マレーシア	3.8	2.2	0.4	112.2	7.5	2.3
フィリピン	5.4	n.a.	n.a.	138.1	16.9	0.5
シンガポール	2.6	2.4	n.a.	147.5	6.3	0.2
タイ	2.4	3.0	0.3	67.2	5.4	1.0
ベトナム	21.7	4.7	0.3	54.3	47.5	10.0
地域平均	n.a.	n.a.	n.a.	98.7	9.4	3.6

(資料) 左の3項目: Asian Bonds Online, 右の3項目: Asian Development Bank, *Asia Bond Monitor*, Nov. 2014

に発行後6カ月間の保有を義務付ける規制が導入され、2013年8月に1カ月に短縮されたものの、その取引は回避される傾向にある。とくに、流動性に敏感な海外投資家は中央銀行債の保有を大幅に減らしている。

国債の流動性は域内で最も低く、売買スプレッドも大きい。国内の年金基金や保険会社は持ち切りの投資を行う傾向にあるため、海外投資家の投資行動が流動性に影響する。

国債に対する海外投資家の投資が急増したことは、前述の多様な政策により債券市場の整備が着実に進んだことを示している。しかし、市場の歴史は浅く、発展の余地が大きいことも確かであり、規制監督や市場インフラにも整備の余地が残されている。多様なリスクの回避を念頭に置きつつ、取引の利便性を高めることが課題となろう。

前述の通り、社債の発行に関しては、手続きが煩雑で時間がかかる、発行費用が高い、大企業しか利用できない、などの問題点が指摘されている。投資家保護の観点から、詳細な財務書類の作成や発行後の定期的な格付けの更新などが求められる。発行にかかわる専門家はOJKの登録や認可を受けた者に限られるという規定もある。中期的には、これらの規制の緩和を検討することも必要であろう。

海外投資家が増加するなか、流通市場の流動性を改善し、価格の安定を維持することも重要な課題である(注24)。資本市場整備の基本計画である「資本市場と非銀行金融機関に関するマスタープラン2010-2014」では、「支援的・魅力的な投資環境と信頼できるリスク管理を有する資本市場」を目指す戦略の一つとして、「債券ならびにスクークの流通市場と監督メカニズムの整備」を掲げている。これは、2000年代後半に流通市場が整備されてきたことを積極的に評価したうえで、これを一段と推進するために規制監督や市場インフラの強化を図ろうとするものである。具体的な政策としては、①レポ市場の整備(マスター・アグリーメントによる取引ルールの特標準化、取引を包括的に管理する組織の設立など)、②債券・スクーク市場の監督強化(取引内容の報告により市場の透明性を高め、投資家の信認を得ること)、③債券・スクーク取引インフラの改善(取引処理システムや決済・清算システムの整備など)、④信頼できる公正な市場価格を評価するためのベンチマークの構築(IBPAの機能強化)、があげられている(注25)。これらに加え、国内機関投資家の育成による取引の活発化が不可欠である。

また、国債・社債の利払いに関する源泉徴収課税が残っているため、廃止を検討すべきである(図表

(図表23) 債券の利払いに関する源泉徴収課税

	国債	社債
中国	免税	非居住者に対し10%。租税条約により減免可能。
香港	免税	個人は免税。企業は17.5%の課税。
インドネシア	居住者は債券では15%、中銀債では20%の課税。非居住者は20%の課税。条約により減免可能。当局に登録した投資信託に関しては、税率は15%。	居住者は15%の課税。非居住者は20%の課税。条約により減免可能。当局に登録した投資信託に関しては、税率は15%。
韓国	国内機関投資家は14%、個人投資家は15.4%の課税。非居住者は14%。	国内機関投資家は14%、個人投資家は15.4%の課税。非居住者は14%。
マレーシア	免税	免税
フィリピン	20%の課税。外国企業は、フィリピンで発生した所得に対し30%の課税。非居住者である個人の場合は25%。	標準税率は20%。
シンガポール	免税	個人投資家は免税。内外機関投資家は、資格を満たせば免税。
タイ	国内個人投資家は15%、機関投資家は1%、非居住者は免税。	国内個人投資家および非居住者は15%。
ベトナム	5%の課税。	10%の課税。

(資料) Asian Development Bank, *Asia Bond Monitor*, Nov.2013, p.60

23)。外国為替規制も煩雑であり、これに関する手続きが債券取引のコストを高めている場合もある。中期的には、手続きの簡素化や規制緩和が望まれる。

### C. 機関投資家の概要

債券市場の主な投資家は、商業銀行、機関投資家、個人、海外投資家である。銀行は準備資産保有などの観点から安全志向が強く、主に10年以内の債券に投資している。

年金基金・保険会社・投資信託は、国債市場において一定のプレゼンスを有する（注26）。年金基金には、民間労働者のためのJamsostekと公務員のためのTaspenがある。2013年末に、年金基金の総数は265、総資産は162.1兆ルピアであった（注27）。その資産配分は、預金23.5%、国債19.8%、株式17.0%、社債24.3%、投資信託7.2%、不動産3.6%（以上で合計95.4%）、となっている。

保険会社は2013年末に140社、総資産は638.2兆ルピアであった。2011年末から2013年末にかけて総資産は32.5%（収入保険料ベースでは28.2%）伸びており、これは年金基金の14.1%に比較しても大きい。年金基金・保険会社の主な運用手段は定期預金であったが、次第に他の資産にシフトする傾向がみられる。これは、運用パフォーマンスの向上に加え、金融資本市場の発展に寄与すると考えられる。

投資信託の純資産額は、2013年末に192.5兆ルピアであった。資産配分は、株式48.4%、国債20.0%、社債18.0%、預金11.1%、イスラム債2.1%（以上で合計99.6%）、となっている。投資信託会社の業界構造は寡占的であり、上位10社のシェアが74.9%となっている。

機関投資家の資産や収入の対GDP比率は、周辺諸国に比較して低い（図表24）。IMFによれば、機関投資家の総資産の対GDP比率（2012年）は、年金基金1.9%、保険会社6.9%、投資信託2.2%、となっている（注28）。

次に、国債市場の投資家構成をみると、2014年9月末時点で海外投資家（37.3%）が最大である（図表25）。海外投資家は、国債・社債に自由に投資することができる。利回りが相対的に高いこともあり、海外投資家の保有比率は域内で最も高くなっている。

その他は、銀行35.1%、保険会社12.8%、投資信託3.8%、年金基金3.6%、となっている。かつては銀



(図表24) アジア諸国の機関投資家の規模および対GDP比率

(資産または収入) (10億ドル)

	年金基金 (資産)		保険会社 (収入保険料)		投資信託 (資産)	
	2004年	2011年	2004年	2011年	2004年	2011年
中国	20.7	134.4	52.2	221.9	40.0	410.2
香港	15.4	50.4	15.3	28.9	551.2	1,013.9
インドネシア	5.4	18.5	3.4	14.9	11.1	18.7
韓国	116.4	313.5	68.6	125.9	177.4	226.7
マレーシア	63.9	153.3	6.5	13.8	23.0	81.5
フィリピン	7.9	n.a.	1.3	2.9	1.0	2.4
シンガポール	66.2	167.1	9.7	20.8	338.8	1,064.4
タイ	6.1	17.2	5.7	15.4	12.6	65.7
合計	302.0	854.4	206.8	524.7	1,155.1	2,883.5
日本	1,201.2	1,472.5	492.4	643.7	399.5	745.4

(対GDP比率) (%)

	年金基金 (資産)		保険会社 (収入保険料)		投資信託 (資産)	
	2004年	2011年	2004年	2011年	2004年	2011年
中国	1.1	1.8	2.7	3.0	2.1	5.6
香港	9.3	20.6	9.3	11.6	331.8	415.1
インドネシア	2.2	2.3	1.3	1.8	4.5	2.3
韓国	15.5	29.2	9.6	10.8	23.6	21.1
マレーシア	54.0	57.1	5.4	5.2	19.4	30.4
フィリピン	9.2	n.a.	1.5	1.3	1.1	1.1
シンガポール	59.5	66.5	7.5	8.0	304.9	423.6
タイ	3.7	5.2	3.5	4.5	7.6	19.8
日本	25.8	25.1	10.6	11.0	8.7	12.7

(資料) 清水 [2013a], p.56

(図表25) インドネシアの国債市場の投資家構成

(%)

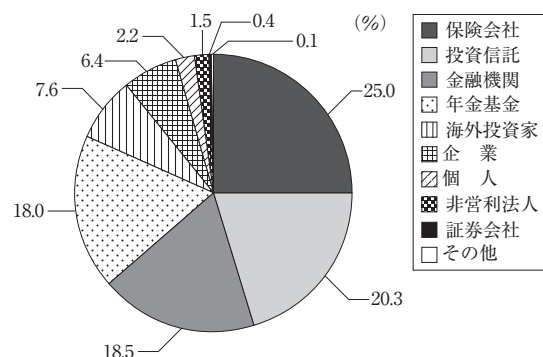
	投資信託	銀行	保険会社	海外	年金基金	証券会社	その他	中央銀行
2003年	10.6	82.3	4.3	1.6	1.0	0.1	0.2	0.0
2006年	5.1	64.3	8.4	13.1	5.5	0.2	1.6	1.8
2014年	3.8	35.1	12.8	37.3	3.6	n.a.	7.4	0.0

(資料) Asian Bonds Online  
(注) 2014年は9月。

行が最大の投資家であったが、海外投資家が次第に拡大し、その比率は最近も上昇し続けている。海外投資家は金融機関や投資信託が主体であり、保有債券の76%が5年以上となっている。一方、国内投資家では保険会社の比率が上昇している。社債市場が小さいため、投資資金が国債に向かっているものと考えられる。年金基金や投資信託の比率は、近年、ほぼ横這いである (注29)。

社債市場の投資家構成は、機関投資家が約6割、金融機関が約2割であり、残りを海外投資家・企業・個人・非営利法人などが保有している (図表26)。

(図表26) インドネシアの社債市場の投資家構成



(資料) Indonesia Stock Exchange and Indonesia Bond Pricing agency [2013]

#### D. 求められる発行体および機関投資家の拡大

残存期間構成が短期化していることをみれば、社債市場が長期金融手段として十分に整備されたとはいえない（注30）。市場整備の前提として、国債市場の一層の整備が求められる。長期国債の発行増加などにより、イールドカーブの確立を実現する必要がある。

社債の発行体の多様化に関しては、インフラ整備のファイナンスに債券市場を活用することが中心となろう。また、後述する証券化取引やイスラム国債・社債の発行促進も、債券市場を高度化させるために必要である。

さらに、海外投資家の拡大に対抗する意味でも国内投資家の育成が求められる。機関投資家の育成や個人投資家への債券販売に注力する必要がある。

長期の金融仲介を拡充するためには、機関投資家の整備がきわめて重要である。年金基金や保険会社の資金は長期的な性格を有しており、その拡大は資本市場の拡大・高度化に貢献するとともに、個人の資金運用の多様化やリスク管理の向上に結び付く。

一般的な機関投資家育成策としては、①当局による投資家育成のビジョンの構築、②機関投資家が提供する金融商品の開発の促進、③これらの金融商品の販売チャネルの多様化やその購入者に対する投資家教育の充実、④機関投資家間の競争の促進、⑤機関投資家に対する運用規制の緩和、⑥機関投資家に対する規制枠組みの整備による金融の安定性の確保、などがあげられる。

「資本市場と非銀行金融機関に関するマスタープラン2010-2014」では、以下の具体策が示されている。第1に、機関投資家が提供する商品の多様化である。年金に関しては、年金基金法を改正し、確定拠出年金における拠出額の自発的な増加や確定給付年金における年金の受取頻度・方法の柔軟化などを認めることが提案されている。保険に関しては、長期の貯蓄機能を持たせた保険商品の拡充やリスク管理手段としての保険の普及などが提案されている。第2に、販売チャネルの多様化である。保険の販売は代理店経由が中心であるが、これに銀行やインターネットなど多様な経路を加えること、資産運用商品の販売に関し、主な販売経路である銀行においてATMや電話を介しても行えるように法規制の整備や投資家教育の強化を実施すること、などが提案されている。第3に、個人向けの投資家教育の強化、義務化された保険や年金制度の創設、などが提案されている。

#### E. 証券化取引の枠組みの整備

インドネシアでは、97年に資本市場監督庁が証券化取引を実施するための枠組みとしてKIK-EBA (Kontrak Investasi Kolektip-Efek Beragun Aset) を導入した。KIKはcollective investment contractを、EBAはasset backed securitiesを意味するインドネシア語である。これは、法的に独立した法人であるSPVの代わりにReksa Dana (資本市場法上のmutual fund) を用いる枠組みであり、原資産の購入等はInvestment Manager (IM) が、ファンドの管理等はCustodian Bank (CB) が行うことになっている。

この枠組みにはいくつかの問題点があり、導入された後も国内市場での証券化取引は行われなかった。一方、2005年には、住宅ローン流通市場の整備を目的にSMF (PT Sarana Multigriya Finansial (Persero)) が財務省傘下に設立され、住宅ローンの買い取り業務を開始した。2009年にはKIK-EBAに関する修正が実施されるとともに、SMFにより、政府系銀行であるPT Bank Tabungan Negara (BTN)

が保有する住宅ローンの買い取りならびに証券化が開始された。ただし、その金額は2009～2012年に約3兆ルピアにとどまっており、社債全体の発行額に比較すれば非常に小さい（図表27）。

このように、インドネシアの証券化取引は揺籃期にある。これを発展させる努力は、オリジネーターや投資家の資金調達・運用手段の多様化、原資産市場の拡大に加えて、金融システムの発展に及ぼすメリットも大きいと考えられる。信

用の供与者が銀行やノンバンクから機関投資家等に移行するため、債券市場の拡大や機関投資家の成長に貢献することになる。そのほか、原資産である住宅ローンや中小企業向けローン等の信用リスクの透明性が増すこと、長期資産である住宅ローンが銀行の手から離れることにより銀行の期間ミスマッチのリスクが軽減されることなど、多くの効果が期待される。

現在行われているSMFによる住宅ローンの証券化が、民間金融機関による住宅ローンの証券化や自動車販売金融会社による自動車ローンの証券化などに拡大していくことが期待される。そのためには、金融当局や市場参加者による証券化取引の普及活動が強化される必要がある。また、KIK-EBAは国際的にみれば一般的な枠組みとはいえ、法律面等で不透明な点がある。したがって、長期的には、より普遍的なSPVを通じた証券化の枠組みの導入を検討すべきであろう。

## (5) イスラム金融の振興

### A. イスラム銀行の強化・拡大

イスラム金融の国際センター化を目指しているマレーシアに比較すると、インドネシアにおけるイスラム金融の比重はまだ小さい。しかし、全人口の約85%にあたる2億1,000万人がイスラム教徒という世界最大のイスラム教国であり、イスラム金融が拡大する可能性は大きい。これが実現すれば、金融システム全体の拡大・高度化につながる。

イスラム銀行については、92年に銀行法が改正された際にシャリア原則に基づいた銀行業務が認められたが、本格的に取り組みが始まったのは98年に92年銀行法が改正された際である。資金調達の多様化の必要性などを背景にイスラム金融への関心が高まり、2002年にはイスラム銀行発展のためのブループリントが作成された。前述の通り、債券市場では2002年にイスラム社債、2008年にイスラム国債の発行が開始された。

2014年7月時点で、119の商業銀行のうち11行（2,139支店）がイスラム銀行となっており、それとは別に23行（425支店）がシャリア・ビジネス・ユニット（商業銀行のなかでイスラム金融を専門に扱う部門）を設置している。総資産はイスラム銀行が184兆ルピア、シャリア・ビジネス・ユニットが60兆ルピアであり、合計すると商業銀行全体の4.8%に相当する。マレーシアの21%に比較すれば、プレゼンスはまだ小さい。近年、総資産は急増したが、2014年は伸び悩んでいる（当局による当初見込みは前

（図表27）BTNによる証券化取引の金額



（資料）PT Sarana Multigriya Finansial (Persero) [2013]

年比14.4%増、図表28)。

OJKは、2023年までにイスラム銀行のシェアを15%程度にしたい意向である。2014年11月にはイスラム銀行の資産内容や自己資本比率の向上に関する新たなルールを定め、強化を図っている。イスラム銀行の規模を統合により拡大し、競争力を強化しようと考えている。そのために、シャリア・ビジネス・ユニットを銀行本体から分離し、2023年までに上場させることを求めている。

また、OJKは、イスラム金融に対する監督を中央集権的なものとするため、国家レベルのシャリア・ボードであるナショナル・シャリア・ボード（イスラム法学者の意見であるファトワを発行し、その実施を監視する役割を持つ機関）との間で覚書を結び、規制監督の強化や、イスラム金融に関する理解の促進による消費者保護の強化を図っている。

## B. イスラム債（スーク）の発行促進

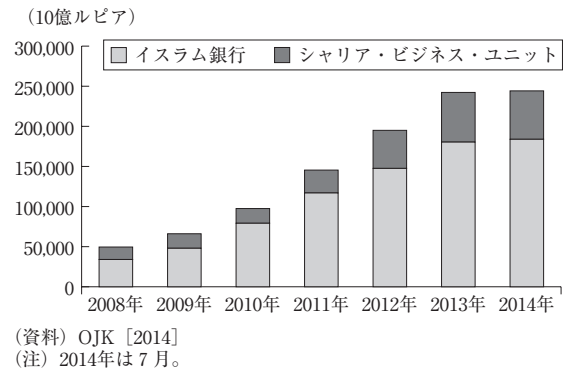
イスラム債市場はアジアではマレーシアに次いで大きいですが、発行残高は2014年9月に債券市場の8.2%にとどまっている。2013年末の残高は123億ドルに達したが、その95%は国債である。社債発行残高に占めるイスラム債の割合は、2014年9月に3.2%であった。通貨別ではルピア建てが66.3%、外貨建てが33.7%となっており、外貨建てはすべて政府による発行である。

国債の発行開始は2008年であり、マレーシアに遅れること25年であった。2009年以降、個人向けスーク、グローバル・スーク、イスラム短期国債なども発行されている。政府は、PP SBSNと呼ばれるSPVを通じてスークを発行している。

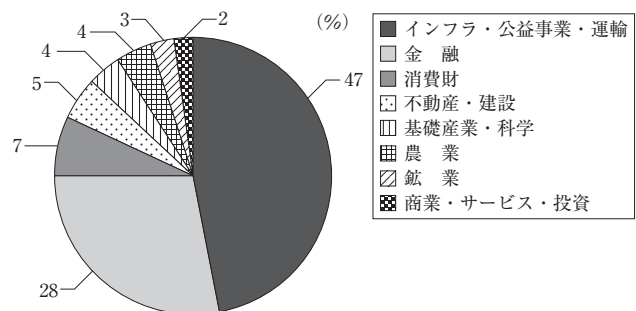
2012年以降、イスラム国債の定期入札が2週間に1回のペースで実施されている。これに対する需要は旺盛であるが、市場が小さいうえに投資家が長期保有するため、流動性は非常に低い。この点を補うため、発行金利を通常の（コンベンショナルな）国債に比較して高くしなければならない。それでも、政府の資金調達方法の多様化、イスラム金融の振興、国債に対する投資の促進、金融商品の多様化などを達成するために発行が続けられている。

一方、イスラム社債は、2002年に電気通信会社のインドサットが5年物1,750億ルピアを発行したのが最初である。発行残高は2013年末に6億ドル（17社、36件）にとどまっており、上位3社（PLN、インドネシア・ムアマラット銀行、インドサット）で60%を占めている。業種別では、金融とインフラ関連が多い（図表29）。大半が5年物であり、発行規模は通常の（コンベンショナルな）社債の3分の1程度である。

(図表28) インドネシアのイスラム銀行資産の推移



(図表29) インドネシアのスーク発行体の業種別比率



(資料) Asian Development Bank, Asia Bond Monitor, Mar.2014



### C. イスラム金融振興の意義と方法

2014年9月にインドネシア政府が発行した10年物ドル建てイスラム国債には、15億ドルの募集に対して100億ドルの応募があった。投資家は、欧米・中東・その他が各3分の1であった。この例からも、インドネシアのイスラム債に対して海外投資家の関心が高いことは明らかであるが、国内のイスラム債市場は小規模で流動性に乏しく、魅力的な市場となっていない。当面は、コストが多少高くても国内で国債を発行し続け、市場育成に努めるしかない。

イスラム金融の長所の一つは、イスラム金融取引を行う海外の経済主体を引き込めることであり、時間はかかるかもしれないが、イスラム金融を梃子に国内金融システムを拡大する戦略は十分に考えられる。この点は、イスラム銀行業でも同様である。前述の通り、政府はイスラム銀行の統合を促進する方針であるが、その過程で海外からの投資を受け入れることは選択肢の一つである。とくに、中東諸国の銀行は東南アジアに対する関心が高い。

一方、国内の経済主体についてみると、例えばマレーシアでは、国内の年金ファンドに購入を促すことでイスラム債市場の拡大を図る政策がとられた。このような戦略の採用は現在のインドネシアでは困難であり、機関投資家の育成を併せて推進する必要がある。

また、イスラム教徒の人口が多いことから、イスラム銀行取引という選択肢を拡大して金融包摂を促進する戦略が考えられる。イスラム銀行が拡大することで、イスラム債市場が活性化する相乗効果を期待することもできよう。

イスラム金融を振興するには、その存在を政府や市場参加者が国民に浸透させる教育活動の強化が必要である。また、法規制の一層の整備、金融インフラ整備、人材育成や金融技術の導入、新たな金融商品の開発なども不可欠である。

上記の機関投資家の例のように、通常の（コンベンショナルな）金融システムの整備がイスラム金融の拡大につながる面もある。前者がまだ小さいインドネシアでは、二つの金融システムの整備は相乗的なプロセスとして考える必要があり、両者を並行的に進めるべきであろう。

(注12) 計画の6つの柱として、①経済成長に資する健全な銀行部門、②国際基準の規制監督システム、③競争力の高い銀行部門、④コーポレート・ガバナンスの強化、⑤銀行制度インフラの整備、⑥銀行サービスにおける顧客保護、を掲げている。

(注13) 以下の記述は、林 [2014] およびHamada [2014] による。

(注14) Hamada [2014] による。

(注15) 国際金融情報センター [2014]「基礎レポート」による。

(注16) 2013年12月に実施した現地でのヒアリングによる。

(注17) 山中 [2012] による。

(注18) Nasution [2013] による。国有企業の資産は国有銀行に預ける、地方政府の資産は地方開発銀行に預ける、などの指導が政府によりなされてきた。

(注19) Asiamoney誌の記事(“Indonesia Roundtable,” Nov.2013)において、インドネシア輸出入銀行のパネリストは以下のように述べている。「銀行は企業に対して通常1～3年、場合によっては5年の融資を行う。しかし、企業は10年、15年、場合によっては25年の資金調達を求めている。」

(注20) 以下の内容は、Srinivas [2013] による。

(注21) 以下の内容は、Kikkawa and Xing [2014] を参考としている。

(注22) 新日本有限責任監査法人、Ernst & Young [2013] を参考とした。

(注23) 市場整備の詳細は、濱田 [2012] による。

(注24) 2011年1月には、財務省と国有企業省がMOUを結び、突然の資本流出においては国有企業（4つの銀行と9つの一般企業）が国債を買い支える枠組みを構築している。

(注25) 春日 [2013] は、海外投資家が増加して国債価格の安定性が失われていることが問題であると指摘し、①国内投資家の育成による投資家層の拡大、②流動性の改善（流通市場における取引の増加）、③これらを促進するためのレポ・デリバティブ市場の整備、国債保有・取引に対する税制優遇、国債清算機関の創設、④中央銀行が国債を適格担保として金融調節の手段とすること、を対策にあげている。

(注26) 2013年12月に現地で実施したヒアリングによれば、機関投資家の投資スタンスは一般的に保守的・画一的であり、利回りに対する要求も厳しい。

(注27) 機関投資家に関するデータは、OJK [2013] による。

(注28) International Monetary Fund [2013]、62ページ。

(注29) なお、中央銀行債（SBI）の保有比率は、銀行が98.6%、海外投資家（非金融機関）が1.4%となっている。また、イスラム国債の投資家構成は、2013年末時点で、非イスラム銀行35.4%、イスラム銀行8.2%、保険会社21.1%、海外投資家12.6%、となっている。

(注30) Asiamoney誌の記事（“Indonesia Roundtable,” Nov.2013）において、社債市場の発展度はマレーシアの90年代末頃の段階と評価されている。今後の課題として、発行体の多様化、イスラム債の発行拡大、個人投資家への販売、流動性の向上、などがあげられている。

## 5. おわりに：日本からの金融システム整備支援の意義

日本は、多国間の枠組みであるABMIに加えて2013年に日ASEAN2国間金融協力を立ち上げ、2国間ベースの支援を強化している。この取り組みは、日本と相手国の双方に利益をもたらすことが期待されている。インドネシアに関しては、日系企業による長期の現地通貨調達に難しいことが指摘されている（注31）。金融システム整備支援により、こうした障害を軽減できると考えられる。

日系企業の資金調達は親会社からの出資・借入れを利用するケースが多いが、銀行借入れを利用する場合は邦銀からが中心となっている。銀行の競争力などを反映し、邦銀の貸出金利が地場銀行に比較して低めとなっていることも影響している。また、自動車の販売金融会社は地場銀行系の同業他社とライバル関係となるため、地場銀行からの借入れは受けにくい場合もある（注32）。

銀行は、大口融資規制（Legal Lending Limit）を受けている。同一グループ内企業向けの貸し出しは銀行の資本金の25%以内、同一企業向けは20%以内に制限されている（注33）。このため、すべての日系企業が円滑に邦銀からの融資を受けられるわけではない。

借入期間は、総じて短い。短期では1カ月程度の運転資金が多く、長期でも5年以下がほとんどである。銀行借入れはドル建てとする場合も多いが、自動車・二輪車の販売金融会社など事業でルピアを必要とする場合は、ルピアを調達する必要がある。ドル建て借入れであれば、通貨スワップをかける必要がある。ただし、長期の通貨スワップ市場は十分に発達しているとはいえない。

事業規模が一定水準を超えれば、社債の発行や証券化の利用を検討することになる。しかし、実際には、株式・債券市場の利用は少ない。株式市場に関しては、現地で情報を開示して上場するインセンティブが低い。債券市場に関しては、流動性の低さによる価格の不安定や金利の高さが障害となる。ソブリン格付けの上昇に伴う債券金利の全般的な低下が社債の発行を促進する可能性はあるものの、実績としては商社系の自動車販売金融会社が数社、発行している程度である。

図表10によれば、日インドネシア2国間金融協力では、危機対応（2国間通貨スワップ、災害リスク保険）、インフラ整備（PPP事業の支援やインフラ事業保証機関に対する技術支援）、ルピア供給（日系企業への現地通貨供給に対する公的支援）、中小企業支援（信用リスク情報データベースの構築・強化に対する技術支援など）、その他（インドネシアの銀行によるサムライ債の発行に対するJBIC保証、小



口決済市場の発展のための知見の共有など)、に取り組んでいる。

一方、本稿でみた通り、インドネシアの金融システムには、①銀行再編の加速を通じた統合・効率化・健全化による国際競争力の向上、②金融システムの信認を確立するための法規制枠組みの整備、③銀行預金取引や中小企業向け融資の拡大による金融包摂の推進、④機関投資家の育成や債券市場の整備による長期金融手段の拡充、⑤イスラム金融取引の促進、などの課題がある。

これらの課題を踏まえ、適切な支援を続けることが期待される。金融システムの拡大・向上はインドネシアの経済成長を促進し、域内金融統合への対応や金融危機への対処の能力を高めるとともに、海外経済主体にも金融インフラの利便性の向上や規制緩和などの形で大きなメリットをもたらす。財務省が主導する2国間金融協力には、金融庁、日本銀行、JBIC、JICAなどが参加している。これらの機関の努力により、主要な課題に対して技術支援や知見の提供などの形で貢献することができよう（注34）。

さらに、日本はASEAN各国の立場を理解し、金融支援によって発展度の格差の縮小を図るとともに、統合に向けた動きを支援していくことが求められる。ABMIにおける域内金融統合の促進において、日本は重要な役割を果たしている。官民連携のフォーラムであるABMF（ASEAN+3 Bond Market Forum）において債券発行ルールの共通化（前述のAMBIF）や証券決済システムの整備・統合に向けた努力を主導するとともに、域内の社債発行に対する保証機関であるCGIF（Credit Guarantee and Investment Facility）においても、案件組成に関する考え方を提案している。CGIFは2014年12月までに計7件の保証を実施済みであるが、そのうち4件はインドネシアの発行体に対するものである（図表30）。CGIFによる保証は、今後も各国市場の成熟化やクロスボーダー発行・投資の拡大に貢献することとなる。

（図表30）CGIFによる社債保証案件一覧（2014年12月現在）

発行日	発行体	発行場所	発行額	年限	格付け	発行の特徴など
2013年4月26日	Noble Group Limited (香港、商社)	タイ	28.5億 バーツ	3年	AAA (フィッチ・ タイ)	CGIF初の保証。発行体の資金調達 多様化ニーズに応え、クロスボー ダー発行。投資家は約8割がタイ国 内。
2013年12月4日	PT BCA Finance (インドネシア、自動車販売金融)	インドネシア	3,000億 ルピア	3年	なし	発行体は資金調達多様化・プレゼン ス向上を目指し、海外からの投資受 け入れを目指していた。(第一生命 保険が購入)
2014年3月18日			1,200億 ルピア	3年	なし	発行体は資金調達多様化・プレゼン ス向上を目指し、海外からの投資受 け入れを目指していた。(海外投資 家が購入)
2014年8月21日	Kolao Holdings (ラオス、自動車・二輪販売)	シンガポール	6,000万 Sドル	3年	AA (S&P)	発行体のビジネスが拡大する一方、 CLMV地域では債券発行が難しく、 ラオスとは経済発展度の差が大きい シンガポールでクロスボーダー発行 を実現。
2014年11月27日	PT Profesional Telekomunikasi Indonesia (インドネシア、ビルのリース業)	シンガポール	1億8,000 万Sドル	10年	AA (S&P)	発行体はリース収入等の資産に見 合った長期調達を望んでいた。シン ガポール市場での10年債発行は少な い。
2014年12月5日	Masan Consumer Holdings Company Limited (ベトナム、食品・飲料加工・販売)	ベトナム	2.1兆ドン	10年	なし	ベトナム初の10年債発行。
2014年12月18日	PT Astra Sedaya Finance (インドネシア、消費者金融、ファ クタリング、自動車・二輪リース)	シンガポール	1億 Sドル	3年	なし	発行体の資金調達多様化のニーズに 応えるとともに、インドネシアへの 投資に関心を抱く域内の投資家に 応えるもの。

(資料) CGIF ウェブサイト

---

(注31) 以下の内容は、国際協力銀行 [2012] を参考とした。

(注32) 2013年12月に実施した現地でのヒアリングによる。

(注33) ただし、この規制は協調融資や政府系企業向け融資には適用されない。

(注34) 金融庁によるアジアの金融インフラ整備支援においては、インドネシアは6カ国の主要対象国に含まれている。金融庁は、2013年10月と2014年6月にOJKとの間で覚書を締結し、金融技術協力を実施している。2014年には、両者の協力により、銀行監督ワークショップやイスラム金融セミナーなどが開催されている。

(2015. 2. 24)

## 参考文献

- ・春日剛 [2013]. 「インドネシア：国債市場の育成について」 国際協力銀行外国審査部、7月
- ・北野陽平 [2014]. 「発展するアジア現地通貨建て債券市場と課題」 野村資本市場クォーターリー、Autumn
- ・国際協力銀行 [2012]. 「インドネシアの投資環境」 (4月)
- ・国際金融情報センター [2014]. 「基礎レポート」 インドネシア関連
- ・小松正昭 [2010]. 「アジア金融危機後のインドネシア経済の課題」 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』第8章、アジア経済研究所
- ・清水聡 [2009]. 『アジアの域内金融協力—金融「地産地消」モデルの模索』東洋経済新報社
- ・清水聡 [2012a]. 「整備が進むマレーシアの銀行部門—今後の課題と期待される役割—」 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.12 No.45
- ・清水聡 [2013a]. 「アジアの機関投資家—現状と育成の必要性—」 日本総研調査部『環太平洋ビジネス情報RIM』Vol.13 No.49
- ・清水聡 [2013b]. 「進展するアジア金融統合と日本の戦略」 日本総研調査部『環太平洋ビジネス情報RIM』Vol.13 No.51
- ・清水聡 [2014a]. 「アジアにおける証券化取引の現状と期待される役割」 日本総研調査部『環太平洋ビジネス情報RIM』Vol.14 No.53
- ・清水聡 [2014b]. 「経済共同体の設立とASEAN諸国の金融資本市場」 日本総研調査部『環太平洋ビジネス情報RIM』Vol.14 No.55
- ・清水茂夫・川島浩二・松谷真人・北野陽平 [2013]. 「アジア開発銀行年次総会等」『ファイナンス』7月号
- ・新日本有限責任監査法人、Ernst & Young [2013]. 「平成24年度インドネシアにおける金融インフラ整備支援のための基礎的調査」 金融庁委託調査、3月
- ・田澤元章 [2007]. 「インドネシア」アジア経済研究所『アジア金融セクターの規制緩和に関する法制度研究』、平成18年度金融庁委託研究
- ・塚田学 [2014]. 「躍進するインドネシア～市場・投資先としての展望～」 日本証券アナリスト協会講演会資料、11月28日
- ・濱田美紀 [2010]. 「インドネシアにおけるイスラム金融の発展」 濱田美紀・福田安志編『世界に広がるイスラム金融』第8章、アジア経済研究所

- ・濱田美紀 [2012]. 「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」 柏原千英編 『「アジア域内金融協力」再考：進展と課題』 第5章、アジア経済研究所
- ・林宏美 [2014]. 「アセアンにおける銀行への外資出資規制と最近の動き」 野村資本市場クォーターリー、Spring
- ・山中崇 [2012]. 「インドネシアの銀行セクター」 国際通貨研究所Newsletter、3月
- ・Asian Development Bank, *Asia Bond Monitor*, various issues.
- ・Asian Development Bank [2012]. “ASEAN+3 Bond Market Guide”.
- ・Asian Development Bank Institute [2014]. “ASEAN 2030: Toward a Borderless Economic Community”.
- ・Bank Indonesia [2013]. *Banking Supervision Report 2012*.
- ・Bank Indonesia [2014a]. *Economic Report on Indonesia 2013*.
- ・Bank Indonesia [2014b]. *Financial Stability Review*, Sep.
- ・Ehlers, Torsten, Frank Packer and Eli Remolona [2014]. “Infrastructure and Corporate Bond Markets in Asia”, in *Financial Flows and Infrastructure Financing, Conference-2014*, Reserve Bank of Australia, Mar.
- ・Gambacorta, Leonardo, Jing Yang and Kostas Tsatsaronis [2014]. “Financial structure and growth”, *BIS Quarterly Review*, Mar.
- ・GlobalCapital [2013]. “Indonesia’s red-tape restrictions frustrate foreign banks”, Sep.25.
- ・Hamada, Miki [2014]. “Financial development in Indonesia”, in Kinkyō, Takuji, Yoichi Matsubayashi and Shigeyuki Hamori ed. *Financial Globalization and Regionalism in East Asia*, Routledge.
- ・Indonesia Stock Exchange [2014]. *Fact Book 2014*
- ・Indonesia Stock Exchange and Indonesia Bond Pricing Agency [2013]. *Indonesia Bond Market Directory 2013-2014*
- ・International Monetary Fund [2012]. “What Determines Investment in Indonesia”, *Indonesia : Selected Issues*, IMF Country Report No.12/278.
- ・International Monetary Fund [2013]. *Indonesia: Staff Report for the 2013 Article IV Consultation* (IMF Country Report No.13/362).
- ・Japan Research Institute Limited [2012]. “The Roles and Functions of the Banking Sector in the Financial System of the ASEAN+3 Region”, ASEAN+3 Research Group Final Report, Mar.
- ・Japan Research Institute, Limited [2014]. “The Policy Recommendations for the Expansion of the Securitization Market in the ASEAN+3 Countries”, ASEAN+3 Research Group Final Report, Mar.
- ・Kikkawa, Khan and Yuqing Xing [2014]. “Financial Inclusion in Indonesia : A Poverty Alleviation Strategy”, in *Financial Inclusion in Asia : Country Surveys*, Asia-Pacific Finance and Development Center & Asian Development Bank Institute.
- ・Lawrence, Jonathan [2014]. “Islamic Finance in Indonesia : Past, Present and Future,” K&L Gates,

---

Nov.27.

- Ministry of Finance of the Republic of Indonesia and Indonesia Capital Market and Financial Institutions Supervisory Agency [2010]. “The Capital Market and Non Bank Financial Industry Master Plan 2010 - 2014”.
- Morrow, Richard [2014]. “Indonesia focus : Educating an infant Islamic finance industry”, *Asia-money*, Sep.23.
- Nasution, Anwar [2013]. “Indonesia’s banking system still needs reform”, East Asia Forum, May 29.
- Ng, Thiam Hee [2014]. “Sukuk: A key to building Asia’s critical infrastructure”, Asian Development Blog, Apr. 10.
- OJK (Indonesia Financial Services Authority) [2013]. *Annual Report 2013*
- OJK [2014] *Indonesian Banking Statistics*, Jul. 2014.
- Prastowo, Nugroho Joko, Andry Prasmuko and Tevy Chawwa [2010]. “Sources of Economic Financing in Indonesia: A Survey Approach”, Bank Indonesia Working Paper WP/04/2010.
- PT Sarana Multigriya Finansial (Persero) [2013]. *Annual Report 2012*
- RAM Ratings [2014]. “Indonesian Banking Sector”, Apr.
- Rowter, Kahlil [2014]. “Lessons from Asean infrastructure development”, *Nikkei Asian Review*, Jun. 4.
- Srinivas, P.S. [2013]. “Indonesia’s financial sector: A half-full glass”, *Strategic Review*, Mar.14.
- Zhou, Yong Sarah [2013]. “Explaining ASEAN-3’s Investment Puzzle : A Tale of Two Sectors”, IMF Working Paper No.13/13, Jan.