

アジア諸国における社債発行促進の必要性と課題

—韓国、マレーシア、タイの事例—

調査部 環太平洋戦略研究センター

主任研究員 清水 聡

要 旨

1. 経済発展段階の低い国においては国内債券市場の育成が難しいため、むしろ地域債券市場の育成に注力すべきであるという議論がある。国内債券市場育成の目的は大きく二つあり、通貨危機の再発防止、および金融システムの効率化・安定化である。地域債券市場によっては、バランスの取れた国内金融システムの形成という目的は十分に果たされないであろう。また、地域債券市場には、市場インフラの調和や通貨の選択などの困難な課題がある。これらを総合的に判断すれば、経済発展段階の低い国においても、長期的な視点に立って国内債券市場を育成することが重要と思われる。
2. アジア諸国において、社債発行が可能な規模や信用力を備えた企業は限られており、社債発行を拡大するには以下の対応が求められている。①企業の自己努力による信用力の強化。②発行に関する規制の簡略化、情報開示の充実、破産法の整備などによる発行環境の改善。③国際機関や多国籍企業などの非居住者による発行の拡大。④証券化や信用保証などを用いて中小企業による発行を可能とすること。⑤投資家の投資対象の拡大。
3. これらの課題の達成に向けて、ABMI (Asian Bond Markets Initiative) やABF (Asia Bond Fund) が多様な取り組みを続けており、一定の成果をあげている。社債の政策的な発行支援やクロスボーダー取引拡大の努力に伴う効果は今のところ限定的であるが、引き続き、手法に工夫を加えつつ取り組んでいくべきである。また、本稿が分析対象とした韓国、マレーシア、タイでは、国際債券市場の利用の割合は相対的に低い。
4. 韓国の社債市場は拡大する余地は大きいものの、現状では伸び悩んでいる。マレーシアでは、通貨危機以降、社債発行額が着実に伸びている。タイの社債市場は、3カ国の中で相対的に未成熟な段階にあり、その拡大は困難を伴うとみられる。また、各国の企業の資金調達方法の変化をみると、マレーシアでは社債市場の拡大が順調に進み、資金調達手段として銀行融資と同程度の重要性を得るに至っている。一方、韓国やタイでは、銀行部門に依存した金融システムに変化がみられない。
5. 3カ国の社債市場は、①発行体が信用力の高い大企業に限られる、②発行体の業種に偏りがある、③流通市場の流動性が低い、などの特徴を有しており、これらを改善するには、発行規模の拡大や発行体の多様化を実現しなければならない。そのためには、各国当局ならびにABMIやABFなどのイニシアティブにおいて、市場メカニズムを重視し、また各国金融システムの実態を踏まえた取り組みを継続する必要がある。社債市場の拡大には、経済の発展段階や金利の動向などによる影響も大きく、マクロ経済政策や金融システム整備の進め方についても十分に検討すべきである。

目次

はじめに

I. 国内債券市場育成の必要性と基本的な枠組み

1. 国内債券市場育成の必要性
2. 国内債券市場育成の枠組み
3. ABMIの枠組みとその成果としての債券発行
4. クロスボーダー取引の現状とABF
5. アジア諸国による国際債券の発行状況
6. まとめ

II. 韓国の債券市場

1. 発行体および投資家の動向
2. 市場インフラ等の動向

III. マレーシアの債券市場

1. 発行体および投資家の動向
2. 市場インフラ等の動向

IV. タイの債券市場

1. 発行体および投資家の動向
2. 市場インフラ等の動向

V. 企業の資金調達方法の変化

1. 韓国
2. マレーシア
3. タイ
4. まとめ

おわりに

(補論1) ダブル・ミスマッチに関する検討

(補論2) ミクロベースで企業の資金調達構造を分析する意義

はじめに

債券市場の育成は、東アジアにおける地域金融協力実現のための重要課題である。その目的として、①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、②ダブル・ミスマッチの改善（注1）、③各国の貯蓄の域内への還流、④域内金融統合の促進、などがあげられる。すなわち、通貨危機対策としての金融システム整備という観点に加えて、東アジア共同体の形成に必要となる域内金融統合を促進する一つ的手段として、債券市場の育成が重視されている。これらの目的を達成するためには、国債市場に加えて社債市場の拡大が不可欠であるが、実際には必ずしも順調とはいえず、多くの課題が残されている。

本稿では、初めに国内債券市場育成の必要性について議論する。その後、社債市場の拡大を実現するための基本的な戦略、アジア債券市場育成イニシアティブ（ABMI：Asian Bond Markets Initiative）やアジアボンドファンド（ABF：Asia Bond Fund）などのイニシアティブの場で、あるいは各国の政策として行われている市場育成策の進行状況、ならびに各国の債券市場発展の現状を踏まえた上で、市場の拡大を阻害している要因について考察する。市場育成策の中では、特に発行体の拡大に焦点を当て、その課題を整理する。

本稿の構成は、以下の通りである。第I節では、国内債券市場育成の必要性を確認し、

これについて考える際の分析枠組みを提示した後、政策イニシアティブであるABMIおよびABFの取り組みを評価するとともに、社債の発行体や投資家を政策的に拡大する試みについてみる。アジア諸国による国際債券市場の利用状況についても確認する。第Ⅱ節、第Ⅲ節、第Ⅳ節では、韓国、マレーシア、タイの社債市場の現状と課題について分析する。第Ⅴ節では、通貨危機以降の3カ国の企業による資金調達方法の変化をみる。最後に、社債市場の育成に関する全般的な留意点等を指摘する。

(注1) ダブル・ミスマッチの把握に関しては、いくつか問題がある。この点に関して補論1にまとめた。

I. 国内債券市場育成の必要性和基本的な枠組み

1. 国内債券市場育成の必要性

本稿で分析対象とする韓国、マレーシア、タイは、国内債券市場の育成に関してある程度先行しているが、域内の経済発展段階が低い国においては、国内債券市場を育成することは難しく、むしろ、それらの国の発行体が利用出来るような地域債券市場の育成に力を入れるべきではないかという議論がある。そのことを踏まえ、初めに国内債券市場育成の必要性について述べたい。

冒頭で述べたアジア債券市場育成の四つの

目的の中で、国内債券市場と地域債券市場の違いという観点から重要なのは①と②であろう。ここではこの2点に絞って考える。

国内債券市場育成の目的は、大きく二つある。第1は、通貨危機の再発防止である。通貨危機以前のアジア諸国の金融システムは銀行に過度に依存したものであり、このことが海外の銀行からの短期借り入れの増加を招き、ダブル・ミスマッチを引き起こした。また、銀行融資の急速な拡大が過剰な設備投資や不動産バブルにつながり、それが通貨危機の大きな原因となった。その背景には、融資先企業の選択に対する政府の関与や銀行融資に対する政府の暗黙の保証などにより、銀行の融資先企業に対する審査やモニタリングが不十分となっていたことがあった。債券市場が拡大すれば、企業の銀行融資への依存度が低下し、ダブル・ミスマッチが緩和されると同時に、政府・銀行・企業間の緊密な関係が変化することが期待される。

第2は、金融システムの効率化・安定化である。債券市場の形成により、①資金調達・運用方法の多様化が図られ、長期資金を必要とするプロジェクトへの資金供給や、長期運用を企図する機関投資家の運用手段の確保が可能となる。②銀行部門と債券市場では情報の非対称性を克服するシステムや内包するリスクの性質が大きく異なる(注2)ため、債券市場の形成により金融システム全体の効率化・安定化が促進される。また、企業の情報

開示が進むメリットも大きい。③長短金利体系が構築され、金利がシグナルとしての役割を果たす。これにより、デリバティブ市場が形成されて金融機関のリスク管理が容易になることや、金融商品の価格付けがより合理的になることなどが期待される。

銀行と債券市場にはそれぞれメリット・デメリットがあり、両者のバランスを適切に取ることによって金融システムの効率性や安定性を改善することが出来る。地域債券市場を育成する意義を否定する必要はないが、地域債券市場によっては、バランスの取れた国内金融システムの形成という目的は十分に果たされないであろう。また、地域債券市場の育成においては、市場インフラの調和や通貨の選択などの困難な課題がある。

これらを総合的に判断すれば、経済発展段階が相対的に低い国においても、長期的な視点に立って国内債券市場の育成に努力することが重要であると思われる。そして、クロスボーダー取引が増加すれば、債券取引に関する域内統合が進展し、地域債券市場構築の目的もある程度達成することが出来よう。

2. 国内債券市場育成の枠組み

次に、国内債券市場を拡大させるための枠組みについて、社債市場を中心に整理する。

Harwood ed. [2000] は、社債市場発展の決定要因を、①市場周辺の要因、②他の金融市場に関する要因、③市場内部の要因、に分け

た上で、最も重要なのは発行体と投資家であり、次に仲介業者と政府、マクロ経済の安定と税制などであるとした(図表1)。ここで強調されているのは、市場を構築するための法律や規制および物理的なインフラなどをいかに整備しても、市場参加者が存在しなければ機能する市場とはなり得ない、という点である。また、途上国では社債市場の育成は時間を要する困難な作業であり、政府の役割が大きいことも指摘されている。

以下では、国内債券市場育成の枠組みを5点に再構成して述べる(図表2)。

(1) 国内債券市場育成のための5つの枠組み

第1に、市場発展の前提となる経済の状態である。まず、一定の経済発展段階に達していることが不可欠である。このことが、市場の大きさが一定の規模に達すること、市場を構築出来る程度に発行体や投資家が存在すること、資本市場形成のための法律や規制などのインフラを整備しうることなどの前提になると考えられるためである。次に、マクロ経済が安定していることである。特に、金利が極端に高くなく、安定していることが、発行体や投資家が金利リスクを受容出来る要件となる。さらに、金利の自由化が実現していることが重要であることはいうまでもない。

第2に、銀行や株式市場の整備状況である。資金調達手段という観点からは、銀行と債券

図表 1 社債市場発展の決定要因

<p>①市場周辺の要因</p> <p>(a) マクロ経済と政治の安定性。社債の発行体と投資家を生み出すのに十分な経済成長率、インフレ率や金利の低位安定が必要である。</p> <p>(b) 債券市場にとって不利でない税制。</p> <p>(c) 証券法、破産法などの法的枠組みが整備されていること。</p>
<p>②他の金融市場に関する要因</p> <p>(a) 国債市場が整備されており、ベンチマーク金利や債券ディーラーが供給されること。短期金融市場も必要である。</p> <p>(b) 株式市場が整備されており、証券取引所、決済の仕組み、証券会社などが存在していること。</p> <p>(c) 強固な銀行部門の存在。債券市場における発行体、投資家、仲介業者として重要な存在であり、市場形成に影響を与える。マイナスの影響を与える場合もある。</p>
<p>③市場内部の要因</p> <p>(a) 市場育成に対して積極的な規制当局の存在。</p> <p>(b) 取引と決済のシステムが整備されていること。</p> <p>(c) 投資家をひきつけることのできる発行体が、ある程度多数存在していること。</p> <p>(d) 優れた債券取引能力を有する仲介業者の存在。</p> <p>(e) 多くの機関投資家が存在し、規制による投資上の制約がないこと。</p>

(資料) Harwood ed. [2000]

図表 2 社債市場発展の決定要因 (その2)

<p>1. 市場発展の前提となる経済の状態</p> <p>(1) 一定の経済発展段階の達成、一定の経済成長の持続</p> <p>(2) マクロ経済の安定、金利自由化の完了</p>
<p>2. 他の金融部門の整備状況：銀行、株式市場</p>
<p>3. 市場参加者の存在：発行体、投資家、仲介業者、規制当局</p> <p>(1) 参加が可能であること</p> <p>(2) 参加するための十分なインセンティブを持つこと</p> <p>(発行体の拡大方法)</p> <ul style="list-style-type: none"> ・企業の自己努力による信用力の強化 ・関連するインフラ整備 (発行に関する規制の簡略化、情報開示の充実、破産法の整備など) ・非居住者 (国際機関、多国籍企業など) による発行の増加 ・証券化や信用保証の利用 ・投資家の投資対象の拡大
<p>4. 直接的なインフラ</p> <p>(1) 国債市場、短期金融市場</p> <p>(2) 取引プラットフォーム</p> <p>(3) 市場情報インフラ</p> <p>(4) ヘッジ手段：デリバティブ、レポ</p> <p>(5) 債券の取引・決済システム</p> <p>(6) 外国為替市場</p>
<p>5. 間接的なインフラ</p> <p>(1) 法律や規制の整備：証券取引法、会社法、破産法；資本取引規制</p> <p>(2) 企業の情報開示 (格付けを含む)</p> <p>(3) インフラとしての経済主体：会計士、証券アナリスト、格付け機関、裁判所</p> <p>(4) 税制</p>

(資料) 各種資料

市場の関係は代替的と考えられる。また、銀行が先行して発達した金融システムにおいては、銀行が債券市場の拡大を抑制する働きをする場合がある。一方、銀行は、債券市場拡大の過程で、発行体、投資家、仲介業者として重要な役割を果たす。さらに、株式市場が確立していることは、資本市場の制度が整備され、情報開示を行う発行体や証券投資を行う投資家が存在することを意味し、債券市場育成の可能性を高めると考えることが出来よう。銀行と債券市場の関係については後述する。

第3に、市場参加者の存在である。特に、発行体と投資家の存在が最も重要であることは疑いがない。市場参加者に関しては、①経済的な利益など、市場参加の十分な動機を有すること、②市場に参加しうる能力を有すること、が重要である。発行体に関していえば、設備投資などの長期資金需要が旺盛であること、債券発行に要するコストが銀行借りに比較して魅力的であることなどがポイントとなる（注3）。市場への参加は、多様な環境整備によって促進されることになる。

アジア諸国の債券市場は国債を中心に拡大してきたが、今後は、社債市場を含め、市場規模や個別銘柄の発行額の拡大が課題となる。国債や政府機関債に関しては、同一銘柄の複数回発行や銘柄の整理などにより、発行額を大きくすることが可能である。また、社債の発行体の範囲を広げ、発行体数を増やす

ことが不可欠である。アジア諸国の企業はほとんどが中小企業であり、債券発行が可能な規模や信用力を備えた企業は限られている。この制約を緩和するためには、以下の方策が考えられる。①企業が、経営合理化やコーポレート・ガバナンスの向上などにより信用力の向上を図ること。②関連するインフラ整備（発行に関する規制の簡略化、情報開示の充実、破産法の整備など）により、発行コストの引き下げや情報の非対称性の軽減を図ること。③非居住者（国際機関、多国籍企業など）の発行を増やすこと。これには、国際基準の採用等によって市場インフラの水準を高めることが前提となる。④証券化や信用保証などを用いて、中小企業の発行を可能とすること。ただし、発行体のモラル・ハザードに注意する必要がある。⑤投資家の投資対象の拡大を図ることなどである。

投資家の多様化は緩やかに進んでいるが、この傾向を維持するために、機関投資家、個人投資家、海外投資家の拡大を支援することが重要である。機関投資家は一般的に長期性の資金をプールし、それぞれの運用技術に基づいて活発な取引を行う存在であり、債券市場の拡大、流動性の改善、金融技術の進歩、コーポレート・ガバナンスの向上などをもたらすことが期待される。機関投資家による活発な取引を実現するためには、国債の強制保有や最低格付け制限などの投資対象に関する規制を緩和すること、時価会計の採用を促進

すること、運用手法やリスク管理手法の向上を支援することなどが必要である。

仲介業者も、市場参加者として重要な役割を果たす。仲介業者は、適度に競争的であり、かつビジネスとして成立しなければならない。地場の証券会社や銀行が、中心的な役割を果たすことが望ましい。社債市場では仲介業者が情報開示機能の一部を担うことになり、またマーケット・メーカーの機能も求められるため、高度な専門性が必要となる。

また、市場育成にコミットした当局の存在も重要である。市場育成は財政・金融政策とも関連するため、他の政策当局との間で利害関係が発生する場合もある。したがって、市場育成を担当する当局の能力は、市場の成長を左右することになる。

第4に、市場を構成する直接的なインフラであり、以下のものがあげられる。①国債市場および短期金融市場（注4）。国債市場は、リスクフリーのベンチマーク金利を提供する役割を果たす。また、仲介業者の育成を促す。ただし、国債市場が拡大すれば自動的に社債市場が拡大するわけではなく、社債市場拡大のためには、国債市場とは異なる独自の要因がある。短期金融市場は、短期金利体系の形成に不可欠であり、その整備は、レポや金利・通貨スワップなど債券市場と密接に関連する取引の拡大にもつながる。②取引所などの取引の場（trading platforms）。アジア諸国では、債券取引所の整備に向けた動きが

みられるが、債券取引に取引所と店頭のいずれが適しているかは、議論の余地がある。③市場価格や取引状況などの情報を伝達するインフラ。企業に関する情報開示とともに、社債市場発展のためには市場価格の透明性の確保が欠かせない。このことが取引の信頼性を高めるとともに、投資家のポートフォリオの時価評価を支援することになる。④デリバティブやレポなど。デリバティブにより、市場リスクや信用リスクがヘッジ出来ることになり、市場価格の透明性・正確性も高まる。このことが、市場の流動性の向上やボラティリティの低下につながる。⑤債券の取引・決済システム。決済リスクの軽減は不可欠である。アジア諸国では、資金決済システムの整備は比較的進んでおり、即時グロス決済（RTGS：Real-Time Gross Settlement）が実現している場合が多いが、証券決済システムの整備状況は多様であり、決済期間の短縮（翌日（T+1）決済や証券と資金の同時決済（DVP：Delivery Vs. Payment）の実現など）が課題となっている。各国の決済システムのリンク（連携）も、将来の課題として盛んに議論されている（注5）。⑥外国為替市場。クロスボーダー取引を視野に入れた場合、為替取引の実行可能性は極めて重要な要因となる。

第5に、社債市場の発展を支援する間接的なインフラであり、以下のものがあげられる。①法律や規制の整備。これには、市場ルールなどを規定する証券取引法、会社法などの

コーポレート・ガバナンスの関連法規、破産法などがある。クロスボーダー取引を想定すれば、資本取引規制も含まれる。市場ルールは社債市場のあり方を直接規定するものであり、規制の方法次第では市場拡大の阻害要因にもなりかねない。また、債券市場において特に重要なのは、破産法の整備により債権者の権利と債務者の責任を明確にすることである。社債の場合、債権者が不特定多数となるため、銀行借りに比較して債権回収手続きが複雑である。韓国やシンガポールなどを除き、アジア諸国の企業倒産時の債権回収率は先進国を大きく下回っている。破産法を中心に、債務リストラクチャリングの手法を確立する必要がある。②格付け制度の整備を含む企業の情報開示の向上。これは投資のインセンティブを高め、市場の拡大や流動性の改善につながる。特に、海外の投資家は高水準の情報開示を要求すると考えられる。個別性の強い銀行貸し出しと比較した場合、情報開示を向上させて情報の非対称性を低下させることは、社債市場を拡大するための重要なポイントとなる。情報開示の向上により、信用リスクが相対的に高い企業による債券発行が可能になることも考えられる。③上記①、②の法律や制度を担う主体である会計士、証券アナリスト、格付け機関、裁判所などの整備。④債券投資を阻害する税制の変更。債券市場を優遇する必要はないが、税制が他の金融手段に比較して不利になることは債券市場の拡

大を阻害する要因となる。代表的なものは非居住者の債券投資に対する源泉課税であり、現在、各国で撤廃が進められている。

(2) 市場育成の手順

社債の流通市場の形成は、特に難しい。Harwood ed. [2000] は、発行市場の育成をある程度進めてから流通市場の整備を目指す段階的な育成方法に言及している。ただし、これは市場整備の初期段階の話であろう。発行市場の持続的な拡大を実現するためには、その債券を正当な価格で売買出来ることが不可欠であり、流通市場の整備を並行的に進めなければならない。

また、市場整備の初期段階ではインフラ整備が特に重要と考えられるが、次第にそれ以外の課題の達成が重要となる（注6）。アジア諸国の状況は多様であるが、市場整備の進展に伴い、総合的な取り組みを強化する必要があると思われる。

(3) 銀行と社債市場の関係

企業金融理論においては、銀行借りと社債発行は代替的な資金調達手段とみなされることが多い。一方、金融システムの整備の観点からは、銀行と資本市場のバランスを取ることが求められる。銀行部門に過度に依存した金融システムが、アジア通貨危機の大きな要因とされた。BIS [2002] によると、銀行部門が脆弱化した時期には社債発行が銀行

融資の代替的な資金調達手段として機能するが、通常の状態では、資金需要の強い途上国の民間銀行信用残高と社債発行額の間には、一般に正の相関関係がある。アジア諸国の企業の資金調達において、社債発行が増加する余地は大きいとみることが出来よう。

ただし、銀行部門が先行して発達した金融システムでは、銀行が社債市場の拡大を抑制する働きをする場合がある。特に、銀行が何らかの独占的な利益を享受している場合に、そのようになりやすい。したがって、社債市場の整備を図るとともに、競争促進などの銀行改革を進める必要がある。

銀行は、社債市場の重要な参加者となる。ここで問題となるのは、銀行が社債の主要な投資家となっている場合である。市場における銀行のプレゼンスが大き過ぎる場合には、投資家層の多様化を妨げることとなり、また、債券を償還まで持ち切ることが多いため流動性の改善を妨げる。これを避けるためには、保有債券の時価評価の導入などにより、入れ替え取引を促すことが求められる。

銀行の仲介業者としての役割は競争的なものでなければならず、また、銀行は投資銀行業務に関する専門性を高めることが不可欠である。近年、社債市場が大きく拡大した欧州やカナダでは、引受手数料の大幅な引き下げや銀行の証券業務に関する規制緩和などがみられた。

3. ABMIの枠組みとその成果としての債券発行

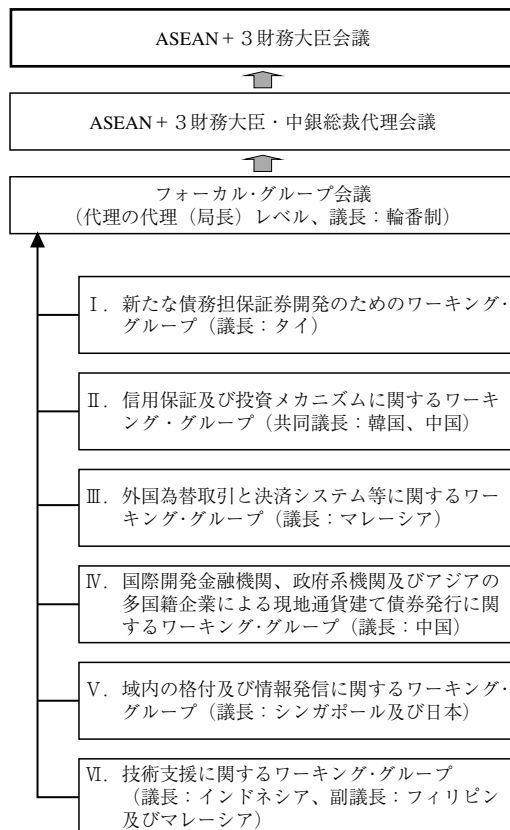
(1) ABMIの枠組みの評価

次に、以上に述べた市場育成の枠組みに照らしてABMIの取り組みを評価するとともに、政策支援による債券発行の例をみる。これらは、債券市場拡大の触媒としての役割を期待されている。

ABMIの主要な検討項目は、「債券発行主体の拡大・通貨建ての多様化」および「環境整備」(市場インフラ整備と技術支援)である。当初の検討体制は、図表3に示した通りである。その後の進捗状況を見ると、主にカバーされている点は図表2の下線を付した項目ということになる(注7)。当初の検討項目に、クロスボーダー取引に関する取り組みが加わるようになってきている。また、下線を付していない項目に関しても、直接的なインフラを中心に、各国への技術支援の中で対策が実施されている場合が多い。

市場インフラを整備し、発行体を増やすことが最も重要であるという認識は正しいものであったが、今後、社債市場の一層の拡大を実現するためには、発行体および投資家の増加・成熟を図ることや、間接的なインフラの整備にも十分に配慮することなどが求められる。ABMIにおいても、このような総合的な観点を念頭に置きつつ、個別の課題に取

図表3 アジア債券市場育成イニシアティブの六つのワーキング・グループ
(2005年5月のASEAN+3財務大臣会議以前の検討体制)



(資料) 財務省ホームページ

り組む必要がある。そのためには、①各国の政策当局との連携を従来以上に強化すること、②債券市場の現状と政策の効果を十分にチェックし、今後の課題を特定すること、などが欠かせない。

(2) 政策的な支援による債券発行(注8)

①国際機関等による債券発行

ABMIの「国際開発金融機関、政府系機関およびアジアの多国籍企業による現地通貨建て債券発行に関するワーキング・グループ」(2005年5月に任務完了により解散、議長：中国)の努力により、2004年以降、国際機関等によるアジア通貨建て債券の発行が多数実施された(図表4)。このうち、国際協力銀行(以下JBIC)のパーツ債は、邦銀3行のバンコク支店を通じて、現地の日本企業に対し、設備投資資金あるいは長期運転資金として供与された(ツー・ステップ・ローン)(注9)。これらは、各国の市場において、発行体の拡大や市場の流動性向上を促進する要因となっている。また、これをきっかけに国際機関以外の非居住者の発行が増加することも期待される。

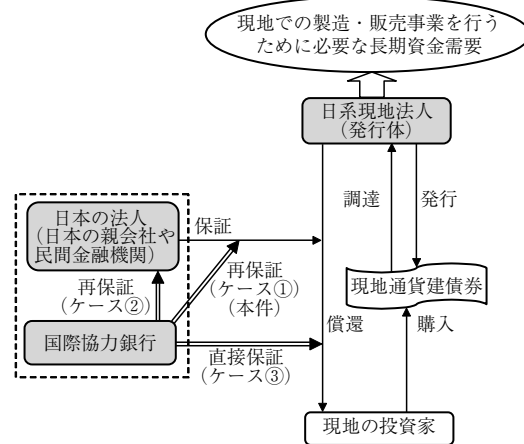
2006年9月、アジア開発銀行は、10億ドルの債券発行プログラムをシンガポール、香港、マレーシア、タイの市場で設定することを発表した。9月14日付のプレスリリースによると、これは初の複数通貨による債券発行プログラムであり、英国法に準拠した同一の枠組みにより、それぞれの市場において発行が行われる。したがって、同一のタイミングで複数市場での発行が可能であるという。マレーシアとタイの参加は決定していない模様であるが、これが正式に決定されれば、地域債券

図表4 国際機関等によるアジア通貨建て債券の発行

	発行体	発行時期	金額	期間等
マレーシア	ADB	2004年11月	4億リンギ	5年
	IFC	2004年12月	5億リンギ	3年、イスラム債
	世界銀行	2005年5月	7.6億リンギ	5年、イスラム債
タイ	ADB	2006年4月	5億リンギ	5年、MTN
	ADB	2005年5月	40億バーツ	5年
	JBIC	2005年9月	30億バーツ	5年
タイ	ADB	2006年9月	65億バーツ	5年(55億バーツ)、10年(10億バーツ)
	ADB	2005年10月	25億ペソ	5年と1日
フィリピン	ADB	2005年10月	25億ペソ	5年と1日
	ADB	2005年10月	10億元	10年
中国	ADB	2005年10月	11.3億元	10年
	IFC	2005年10月	11.3億元	10年
インド	ADB	2004年2月	50億ルピー	10年

(注) ADBは、2004年6月に10億香港ドルおよび2億シンガポールドル（いずれも3年）の発行も行っている。
 (資料) 各種資料

図表5 日系企業のパーツ債発行に伴う国際協力銀行の再保証スキーム



(注) ケース③は発行体为本邦全額出資の場合のみ。
 (資料) 国際協力銀行ホームページ

市場の形成に向けた重要なステップとなることが期待される。

②日系企業のパーツ債発行

2004年6月、三菱商事(株)といすゞ自動車(株)の合弁タイ現地法人(TIS社)が発行する35億バーツの社債を日本の親会社や民間金融機関が保証するに当たり、三菱商事が保証する部分に対してJBICが再保証を供与した(図表5)(注10)。これは、現地通貨建ての資金調達ニーズを持つ日系現地企業の信用力を補完したものであり、TIS社は2回目の発行を公的信用補完なしで行い、現地通貨による事業資金の調達を軌道に乗せたとのことである。これは、公的な保証が市場拡大の触媒となった好例といえるが、これが成功するか否かは、発行体の単独での信用力、知名度、業歴などにかかっていると考えられる。

独立行政法人日本貿易保険(NEXI: Nippon Export and Investment Insurance)による保証も行われている。2004年4月、いすゞ自動車のタイ現地法人(ISUZU Thailand社)が発行する10億バーツの社債に関し、邦銀の保証債務についてNEXIが保険(海外事業資金貸付(保証債務)保険)を引き受けた。同様のスキームは2005年11月(発行体は三菱自動車のタイ現地法人、発行額は50億バーツ、被保険者は邦銀)、2006年4月(発行体は電源開発(株)が出資するタイの発電事業会社の子会社、発行額は58億バーツ、被保険者は外銀)にも行われた。

③クロスボーダー CBO（社債担保証券）の発行

2004年12月、韓国の中小企業46社が発行した円建て債券を原資産とする円建てCBO77億円（3年物変動利付債）が発行された（図表6）。CBOは優先部分と劣後部分に分かれ、優先部分には韓国中小企業銀行（IBK：The Industrial Bank of Korea）（注11）とJBICの保証が付けられている。これはシンガポール取引所に上場され、日本やアジアの機関投資家に販売された。一方、劣後部分は、韓国中小企業振興公団（SBC：Small Business Corporation）により引き受けられた。スキーム全体でクロスボーダーになっており、地域債券（Pan-Asia Bond）としての性格を有している。このような債券の発行は、域内の資本市場の育成に役立つものと考えられる。

今後の課題として、証券化取引が定着している韓国以外の国でもこのようなスキームによる発行を可能とすること、通貨スワップ市場の育成により現地通貨建ての発行を可能とすることなどがあげられる（注12）。

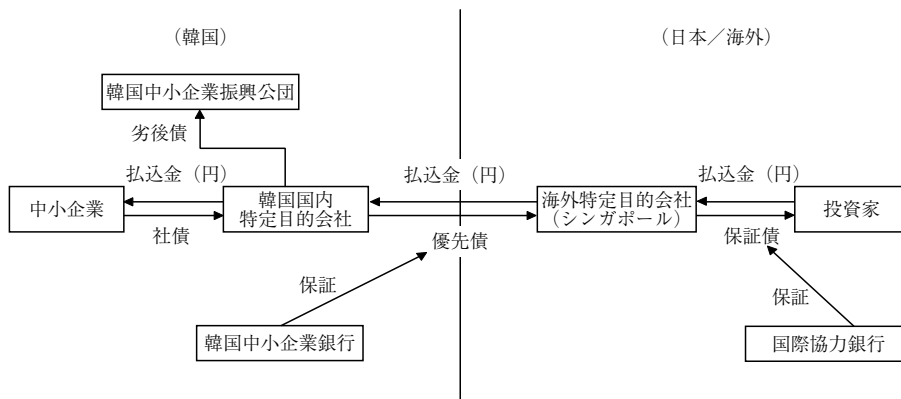
4. クロスボーダー取引の現状とABF

(1) 非居住者による債券発行

ここでは、市場の拡大をもたらす重要な要因となりうるクロスボーダー取引の状況を見る。クロスボーダー取引の阻害要因を取り除く作業は道半ばであるが、ABFはそのための取り組みとして位置付けられよう。

社債の発行体を増やすには、非居住者による発行を促進することが効果的である。アジア諸国では、香港とシンガポールで非居住者

図表6 クロスボーダーCBOの発行スキーム

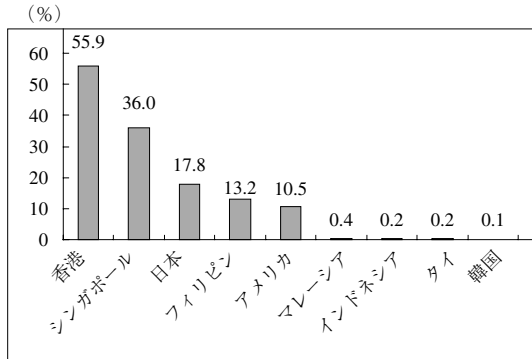


(資料) 国際協力銀行ホームページ

による発行比率が高い（図表7）。

竹内 [2006] は、非居住者による債券発行が禁止されている国は中国、タイのみである

図表7 社債発行残高に占める非居住者による発行の割合



(注) 中国、インドは0%である。
(資料) Gyntelberg et al. [2005]

が、それ以外の国でも格付け取得、準拠法、発行目論見書の言語、調達した資金の運用方法や海外への持ち出しなど多くの点で障害が存在するため、実際の発行は極めて少ない、と述べている。すでに述べた通り、中国やタイを含む各国で国際機関等による債券発行が実施されており、これを民間の発行体に拡大することが課題となっている。

(2) 非居住者による債券投資

ADB [2005b] により、域内の証券投資の状況をみる（図表8）（注13）。東アジア10カ国（中国、香港、インドネシア、日本、韓国、マレーシア、フィリピン、シンガポール、タイ、ベトナム）によるクロスボーダー取引は

図表8 世界のクロスボーダー証券投資の残高

(長期債券) (10億ドル)

(受け入れ国)	(投資国)									
	NAFTA		EU15		東アジア		その他		合計	
	金額	比率	金額	比率	金額	比率	金額	比率	金額	比率
NAFTA	195	21.4	861	15.3	559	34.1	1,071	45.8	2,686	25.5
EU15	413	45.4	3,887	69.0	627	38.2	909	38.9	5,836	55.5
東アジア	54	5.9	107	1.9	45	2.7	79	3.4	285	2.7
その他	248	27.3	776	13.8	409	24.9	278	11.9	1,711	16.3
合計	910	100.0	5,631	100.0	1,640	100.0	2,337	100.0	10,518	100.0

(株式)

(受け入れ国)	(投資国)									
	NAFTA		EU15		東アジア		その他		合計	
	金額	比率	金額	比率	金額	比率	金額	比率	金額	比率
NAFTA	312	13.4	800	23.7	165	34.7	217	26.7	1,494	21.4
EU15	1,042	44.8	1,806	53.6	132	27.8	357	43.9	3,337	47.8
東アジア	418	18.0	315	9.3	52	10.9	56	6.9	841	12.0
その他	555	23.9	450	13.3	126	26.5	184	22.6	1,315	18.8
合計	2,327	100.0	3,371	100.0	475	100.0	814	100.0	6,987	100.0

(注) 東アジアは中国、香港、インドネシア、日本、韓国、マレーシア、フィリピン、シンガポール、タイ、ベトナム。

(資料) ADB [2005b]

債券投資の比率が73.6%と他の地域に比較して高いことが特徴であるが、債券投資に占める域内向けの割合は2.7%と非常に低い。また、全世界のクロスボーダー債券投資に占める東アジア向けの割合も2.7%であり、東アジア10カ国の投資家が域内投資を重視しているとはいえない。

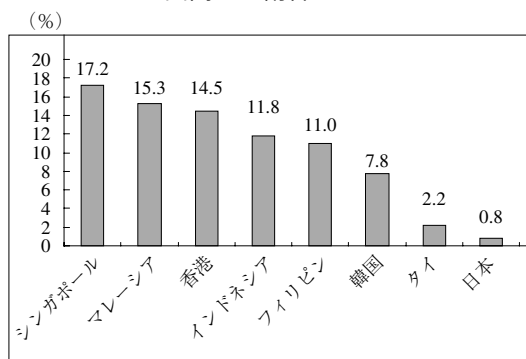
その結果、アジア諸国の債券市場における海外からの投資の割合は、韓国、タイ、香港、インドネシア、マレーシアでは債券発行残高の1%以下であり、日本でも国債発行残高の4%以下にとどまっている（注14）。

東アジア10カ国によるクロスボーダー債券投資残高を国別にみると、域内への投資比率はシンガポール、マレーシア、香港などでは比較的高いものの、タイは2.2%、日本は0.8%と非常に低くなっている（図表9）。2005年末の日本のアジア諸国向け債券投資残高は、図表10の通りである。アジア諸国向けの合計額が債券投資全体に占める割合は、0.7%に過ぎない。CPISにより日本の債券投資の通貨構成をみると、ドル、円、ユーロの3通貨で92.5%となっている。域内の金融統合を推進するためには、日本からの投資の増加が重要になるといえよう。

(3) クロスボーダー取引の阻害要因

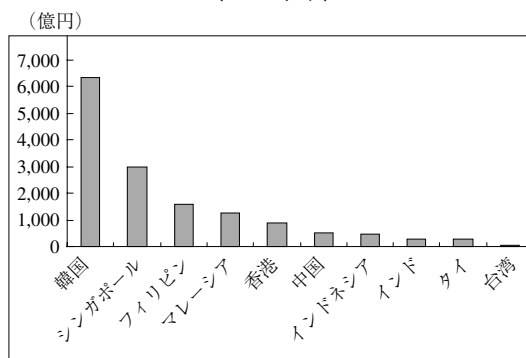
アジア諸国において、非居住者による債券投資を阻害している要因として以下の点があげられる。①発行市場の未成熟、すなわち域

図表9 各国の債券投資残高に占める東アジア10カ国向けの割合



(注) 東アジア10カ国は図表8と同じ。
(資料) Rhee [2005]

図表10 日本のアジア諸国向け債券投資残高 (2005年末)



(注) 全世界向けの合計額は、201兆2,939億円。
(資料) 日本銀行国際局『国際収支統計月報』2006年4月号

内の債券市場の規模が小さいこと、発行体の信用リスクが高いこと、国家の信用力が低いことなどから、海外の投資家が投資するインセンティブを持たないこと。②流通市場の未成熟、すなわち市場の流動性の低さや情報開

示の不備などが障害となること（注15）。③クロスボーダー投資を阻む当局の規制、すなわち資本取引規制や税制上の障害などが存在する可能性があること。④投資家に為替リスクが発生すること。アジア諸国の債券への投資によるリスク分散効果（注16）も期待出来るが、その魅力をリスクが上回っている。なお、非居住者による発行に関しても、①～④とほぼ同様の問題があると考えられる。

(4) ABF

東アジア・オセアニア中央銀行役員会議（EMEAP：Executives' Meeting of Asia-Pacific Central Banks）によるABFには、ABF 1 と ABF 2がある（図表11）。このうちABF 2は、現地通貨建ての債券を投資対象とするファンドであり、8カ国・地域（中国、香港、インドネシア、韓国、マレーシア、フィリピン、シンガポール、タイ）の債券にクロスボーダー

で投資を行う「汎アジア債券インデックス・ファンド」（PAIF：Pan-Asia Bond Index Fund、設立時約10億ドル、ドル建て）と、各国それぞれのサブ・ファンドにより構成されるファンド・オブ・ファンズ（FoBF：Fund of Bond Funds、設立時合計約10億ドル）からなる。ABF 2は、第2フェーズで一般の投資家による購入が可能となるものであり、2006年4月までにPAIFを含む六つのファンドが第2フェーズに移行し、合計で約4億ドルが設定された。残る3カ国のファンドも、早期の移行を目指している。

ABFは、外貨準備の域内への還流や運用収益率の向上だけでなく、新たな投資商品の提供による投資家層の拡大をもたらした。また、EMEAPは、ABFの具体的な目的として、①アジアの債券に対する投資家の認知度の向上、②域内および各国の市場・規制改革の加速、をあげている。現在までの経緯をみれば、これらはある程度実現されたといえる。ABFにおいて導入されたインデックスがアジア債券の運用のベンチマークとして利用されるようになっていくほか、ABF 2の実現のために、各国で法律・税制の改正やインフラ整備などが進んだ（注17）。

なお、ABFに関連した民間の動きとして、HSBC（香港上海銀行）やDBS（Development Bank of Singapore）などによるアジア債券インデックスの開発、欧米の投資銀行等によるアジア債券投信の設定・販売などがあげられる。

図表11 ABF1 と ABF2 の比較

	ABF1	ABF2
運用開始時期	2003年7月	2005年春
運用対象	アジアの政府・政府系機関が発行する米ドル建て債券	アジアの政府・政府系機関が発行する現地通貨建て債券
ベンチマークとするインデックス	非公開	公開（International Index Companyが提供するiBoxx ABFインデックス）
ファンドマネージャー	BIS	民間（各ファンド1社）
投資家	EMEAP中銀のみ	第1フェーズ：EMEAP中銀のみ 第2フェーズ：民間投資家にも開放

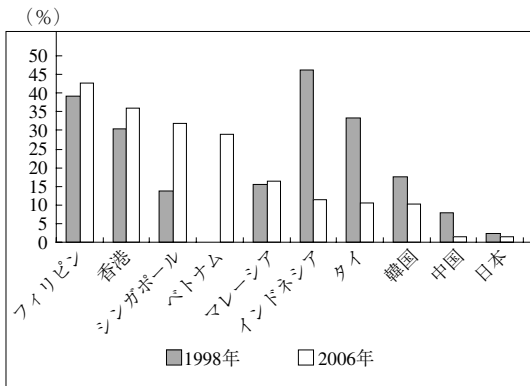
（資料）竹内 [2005]

5. アジア諸国による国際債券の発行状況

本節の最後に、アジア諸国の国際債券市場における発行の状況を見る。

アジア諸国の発行体がどの程度国際債券市場に依存しているかは、国により大きく異なる（図表12）。フィリピン、香港、シンガポールは、依存度が30%以上と高い。これらの国では、依存度が横這いか、または上昇している。一方、通貨危機以降、国内市場の拡大により国際債券市場への依存度が低下している国もある。本稿の主な分析対象である韓国、マレーシア、タイでは、10%台となっている。なお、アジア諸国の国際債券発行残高が世界に占める割合は、2006年3月末で1.4%にとどまる。

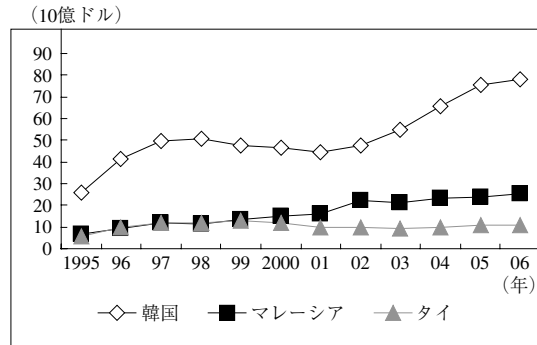
図表12 各国の債券残高に占める国際債券残高の割合



(注) 2006年は3月末現在。ベトナムの1998年は不明。
(資料) Asian Bonds Online

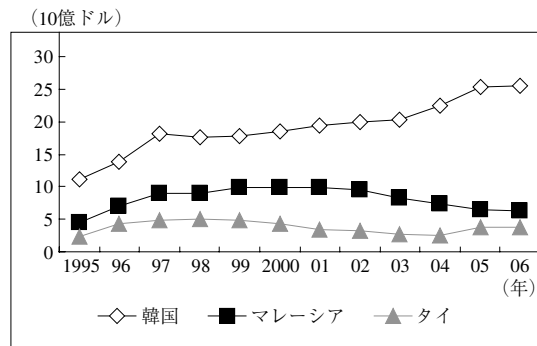
韓国、マレーシア、タイの国際債券発行残高に注目すると、韓国とマレーシアでは、最近、増加傾向にある（図表13-1）。しかし、社債に限定すると、韓国の増加は緩やかであり、マレーシアでは減少している（図表13-2）。このように、国際債券市場におけるアジア銘

図表13-1 国際債券市場における発行残高（全債券）



(注) 2006年は3月末現在。
(資料) Asian Bonds Online (原典はBIS)

図表13-2 国際債券市場における発行残高（社債）



(注) 2006年は3月末現在。
(資料) BIS

柄の発行はソブリン債が主体であり、社債は少ない。

しばしば指摘されるように、国際債券市場ではアジア諸国の域内投資比率が高い。ADB [2005b] によれば、2002年8月から2005年8月までに発行された東アジアの発行体によるドル建てまたはユーロ建ての債券178銘柄のうち、46.8%（発行金額ベース）が東アジアの投資家によって購入されている（注18）。その中で、投資家の国籍が判明しているものは73銘柄であり、そのうち60.1%が発行体と異なる国の投資家によって購入されている。これらの数字は、東アジア域内の投資家がアジア銘柄に対する購入意欲（Asian bidといわれる）を有することを示している。

6. まとめ

第I節では、ABMIやABFの現状を踏まえて、政策的な発行支援、クロスボーダー取引、国際債券市場における発行状況などについてみた。ABMIやABFは一定の成果をあげており、現在の取り組みを継続・拡大することが求められよう。また、政策的な発行支援やクロスボーダー取引拡大の努力がもたらした効果は今のところ限定的であるが、引き続き、手法に工夫を加えつつ取り組んでいくべきである。また、アジア諸国による国際債券市場の利用状況は、国により異なる。韓国、マレーシア、タイでは、利用の割合が相対的に低く、国内債券市場拡大の障害にはなっていない。

- (注2) 銀行部門はダブル・ミスマッチを引き起こすなど多くのリスクを内包しており、資金調達手段の多様化はこのようなりリスクを減少させる効果を持つ。社債市場は、信用リスクや市場リスクが数多くの投資家に分散されている点で銀行部門と大きく異なる。また、流通市場の発展がリスクの分散・低減や資金調達コストの低下を促進することになる。これらの点については、清水 [2003] に詳しい。
- (注3) 社債の発行にかかる費用は、①引受手数料を含む幹事手数料、②監督当局への登録や上場に要する費用（弁護士費用を含む）、③格付け取得費用、④投資家への販売費用（プレゼンテーション等）、⑤税金、などである。これらの負担は国により大きく異なり、また一部の費用は初回発行の場合に著しく高い。さらに、固定費的な性格のため、発行額が大きいほど負担率は小さい。したがって、発行コストが高い場合、中小企業や格付けの低い企業の発行意欲は大きく損なわれることになる。
- (注4) アジア諸国の短期金融市場に関する資料は少ないが、たとえば国際通貨研究所 [2006] (pp186-201) がある。
- (注5) アジア諸国の決済システムについては、国際通貨研究所 [2003] に詳しい。
- (注6) ADB [2005a] による。
- (注7) ABMIの進捗状況については、清水 [2006] に詳しい。
- (注8) この部分の記述は、浦出 [2005]、山上 [2006] を参考とした。
- (注9) 現在、JBICは、イスラム債の発行を計画している。2007年前半にマレーシアで数億ドル規模の現地通貨建て債券を発行し、2008年には中東でドル建ての起債を実施する予定である(2006年10月26日付日本経済新聞「国際協力銀 イスラム債を発行」による)。また、JBICは、「汎アジア輸銀債」構想を提案した(2006年11月9日付日本経済新聞「国際協力銀 共同で「輸銀債」」による)。これは、債券発行実績が少ないアジア諸国の輸銀が発行する債券を束ね、これらを担保とするCBOを発行するものである。優先部分をAAAとし、劣後部分はJBICが引き受ける。主に円建てを想定し、東京、香港、シンガポールなどでの発行を検討するとしている。
- (注10) 『JBIC TODAY』2005年8月号による。
- (注11) 中小企業の育成・支援を目的とする韓国の政府系金融機関。
- (注12) 山上 [2006] による。
- (注13) 域内の資本フローに関するデータは限られており、以下の記述はIMFが実施しているCPIS (Coordinated Portfolio Investment Survey) の2003年末時点のデータに基づくものである。
- (注14) Parrenas [2006] による。
- (注15) 竹内 [2006] は、②および③に関して市場参加者に対するサーベイを行い、規制の透明性、ヘッジ手段の利用可能性、債券取引の清算・決済、取引価格の透明性および利用可能性、投資家保護と情報開示、に関する問題点を詳細に指摘している。当然ながら、これ

らの点は国内債券市場育成の課題と重なる部分が多い。

(注16) McCauley and Jiang [2004] は、2001年1月～2004年3月の収益率の分析を行い、アジア諸国の債券と米国債のドルベース収益率の相関は日本国債と米国債の収益率の相関よりは高いが、ユーロ地域やオーストラリアの国債と米国債の収益率の相関よりは低いことを指摘した。また、リスク調整後の収益率はアジア諸国個別ではそれほど高くないが、アジア諸国全体を一体として考えるとリスクの減少によって米国債を上回るとしている。

(注17) また、PAIFがトラックするPan-Asia Indexの国別ウェイトの決定に際し、①債券発行残高、②売買回転率、③自国通貨建てソブリン格付け、④市場アクセス（法律、規制、市場インフラなどから評価）が勘案されており、各国が市場改革を進めて自国のウェイトを高めるインセンティブを内包している。国別ウェイトの見直しは、毎年9月に実施される。

(注18) 発行市場における債券購入者のデータを入手することは容易ではないが、先行研究では業界誌のコメントを基に推定する方法がとられている。ここにあげたADBの調査では、EuroWeekおよびFinanceAsiaが情報源として用いられている。

Ⅱ. 韓国の債券市場

1. 発行体および投資家の動向

(1) 国債市場

韓国の債券市場は、アジア地域で最も大きな市場の一つである（図表14）。通貨危機以前は財政均衡をめざしたこともあり、債券市場は社債を中心に拡大してきた。このため、期間3年の社債がベンチマークとなっていた。しかし、通貨危機以降、景気回復と構造改革の推進のために、国債や公共債の発行が増加した。

この時期には、国債市場の振興を図るために次のような政策が実施された。①ベンチマークを確立するために3年国債を集中的に発行した。また、多様な債券をtreasury bondという名称に統合する努力が行われた。②発行手続きの透明性を高めるために、固定価格

図表14 韓国の債券発行残高

(兆ウォン)

	1997年	98年	99年	2000年	01年	02年	03年	04年	05年
国債	28.5	41.6	61.2	71.2	82.4	98.3	135.8	177.6	222.9
Monetary Stabilization Bonds	23.5	45.7	51.5	66.4	79.1	84.3	105.5	142.8	155.2
社債	90.1	122.7	119.6	133.6	154.4	180.0	187.4	153.3	142.5
政府機関債	9.7	56.1	81.1	86.0	134.3	133.3	118.2	115.2	117.1
金融機関債	67.3	75.0	59.3	73.0	83.7	121.0	124.0	134.9	145.6
地方政府債	3.1	3.0	3.0	3.1	3.1	3.1	2.9	3.1	3.3
合計	222.2	344.1	375.7	433.3	537.0	620.0	673.8	726.9	786.6

(資料) BIS [2006]、ただし2005年の国債、MSB、社債、地方政府債は韓国銀行による。また、2001～2005年の政府機関債と金融機関債はKorea BondWebによる。

(原典) 韓国銀行、金融監督院

方式の入札を廃止するとともに、電子的手段による入札が導入された。③99年にプライマリー・ディーラー制度が導入された。また、ディーラー間ブローカー（IDBs）の設立も認められた。

99年4月には韓国先物取引所（KOFEX：Korea Futures Exchange）が開設され、同年7月に国債先物が上場された。2000年には10年国債が初めて発行され、国債発行の中心は次第に5年債や10年債に移った。2006年1月には、20年債の発行が開始された。

国債市場の拡大により、3年社債に代わって3年国債がベンチマークの機能を果たすようになった。さらに、ベンチマークは5年国債に移行し、発行および取引に占める割合は約40%に達している（注19）。

(2) 社債市場

韓国では、資本市場育成法が68年に成立し、70年代から社債市場育成策が実施されている。通貨危機以前は社債が債券市場の中心であったが、通貨危機後は信用リスクを顕在化させる問題がたびたび発生し、社債の発行額は2001年、残高は2003年をピークに減少している（図表15）。99年以降ABS（資産担保証券）が加わっているが、ABSの発行は2000年、ABS以外は2002年をピークに減少傾向にある（図表16）。このように、債券市場における社債の重要性は相対的に低下している。

企業は、自己資本の4倍まで社債を発行することが出来る。発行企業は、財閥系を中心とする大企業がほとんどである（図表16）（注20）。大企業の発行件数は横這い、金額は減少傾向にある。一方、中小企業（注21）は

図表15 韓国の社債発行・償還額

(10億ウォン)

	発行		償還		残高	
	件数	金額	件数	金額	件数	金額
1995年	2,823	23,598	2,208	10,335	8,541	61,024
96年	3,206	29,904	2,668	14,922	9,079	76,007
97年	2,246	34,322	2,887	20,221	8,438	90,107
98年	1,097	56,000	2,911	23,425	6,624	122,682
99年	803	30,671	3,306	33,692	4,121	119,662
2000年	886	58,663	2,601	44,676	2,406	133,648
01年	1,245	87,195	1,153	66,443	2,498	154,400
02年	1,580	77,522	1,078	51,874	3,000	180,049
03年	1,697	61,758	1,076	54,450	3,621	187,356
04年	1,501	50,379	1,648	84,452	3,474	153,283
05年	1,451	48,103	1,564	58,837	3,361	142,550

（資料）金融監督院Monthly Financial Statistics

図表16 韓国の社債の企業規模別発行額

(10億ウォン)

	大企業		中小企業		ABS		合計	
	件数	金額	件数	金額	件数	金額	件数	金額
1995年	1,919	20,940	904	2,658	-	-	2,823	23,598
96年	2,183	26,524	1,023	3,381	-	-	3,206	29,905
97年	1,753	32,348	493	1,974	-	-	2,246	34,322
98年	979	55,293	118	707	-	-	1,097	56,000
99年	588	24,939	147	1,288	68	4,445	803	30,887
2000年	298	17,268	43	400	545	40,994	886	59,250
01年	519	45,962	67	1,614	659	39,619	1,245	87,921
02年	847	46,377	88	2,118	651	29,026	1,580	77,522
03年	780	33,921	21	163	896	27,674	1,697	61,758
04年	713	33,970	16	219	772	16,190	1,501	50,379
05年	695	30,945	20	335	736	16,823	1,451	48,103

(原注) 企業規模分類は中小産業基本法による。
 (資料) 金融監督院Monthly Financial Statistics

発行件数が極めて少なく、2005年の発行額は全体の0.7%に過ぎない。また、格付けの状況をみると、2005年2月現在、A格以上が発行残高の46%、BBB格が35%、BB格以下が19%（注22）となっている。

97年の発行額における業種別比率は、製造業72.4%、建設業10.5%などとなっていた（図表17）が、通貨危機後は製造業の割合が低下し、金融機関が5割を超えるようになっていく。これは、ABSが発行されるようになったことが主な要因と考えられる。なお、発行期間は3年が約8割であるが、近年は5年以上の発行も安定的にみられるようになった（図表18）（注23）。

通貨危機以前には、金融機関（商業銀行、総合金融会社、証券会社、保証専門会社など）の保証付きの社債が大半を占めていた。通貨危機以降、多くの銀行が経営危機に陥り、企

業の信用リスクをとれなくなったため、社債に対する保証も減少した（注24）。2003年以降、保証付きの発行は全体の1%未満となっている。

85年に国内初の格付け機関としてKorea Investors Service(KIS)が設立され、87年にはNational Information and Credit Evaluation(NICE)、および韓国産業銀行(KDB: Korea Development Bank)系のKorea Management and Credit Rating Corporation(現在のKorea Ratings)が設立された。92年にはSeoul Credit Rating & Information Inc.(SCI)が設立され、2000年に金融監督委員会(FSC: Financial Supervisory Committee)によってCPおよびABSの格付け機関に指名されたが、今のところマーケット・シェアは低い。

無保証の公募債発行に際しては、FSCに登録を行った上で、上記のうち二つ以上の格付

図表17 韓国の社債の業種別発行金額・比率

(10億ウォン、%)

	製造業	建設	卸小売・消費財修理	運輸・倉庫	通信	金融	その他	合計
1995年	16,005	3,197	1,668	199	142	2,043	328	23,581
	67.9	13.6	7.1	0.8	0.6	8.7	1.4	100
96年	22,424	3,744	1,772	311	214	890	547	29,903
	75.0	12.5	5.9	1.0	0.7	3.0	1.8	100
97年	24,863	3,612	3,407	424	668	717	631	34,322
	72.4	10.5	9.9	1.2	1.9	2.1	1.8	100
98年	33,001	3,910	8,550	1,517	2,497	106	767	50,347
	65.5	7.8	17.0	3.0	5.0	0.2	1.5	100
99年	14,469	2,193	5,018	1,696	1,385	4,247	1,703	30,711
	47.1	7.1	16.3	5.5	4.5	13.8	5.5	100
2000年	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	59,250
								100
01年	21,745	2,095	4,407	1,156	2,601	37,800	2,240	72,243
	30.1	2.9	6.1	1.6	3.6	52.6	3.1	100
02年	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
								100
03年	8,965	1,001	2,249	400	2,530	43,664	1,605	60,413
	14.8	1.7	3.7	0.7	4.2	72.3	2.6	100
04年	11,399	3,026	2,105	2,520	3,260	25,432	2,462	50,379
	22.6	6.0	4.2	5.0	6.5	50.5	4.9	100
05年	11,348	2,672	1,159	1,700	2,020	27,688	1,485	48,103
	23.6	5.6	2.4	3.5	4.2	57.6	3.1	100

(注) 2001年は1～11月。

(資料) 1999年以前はShirai [2001]、それ以降は金融監督院*Monthly Financial Statistics*

図表18 韓国の社債の期間別発行額

(10億ウォン、%)

	4年未満		4～5年		5年以上		合計
	金額	比率	金額	比率	金額	比率	金額
1995年	22,169	93.9	50	0.2	1,379	5.8	23,598
96年	28,768	96.2	70	0.2	1,067	3.6	29,905
97年	33,367	97.2	27	0.1	928	2.7	34,322
98年	55,670	99.4	45	0.1	285	0.5	56,000
99年	28,768	93.8	290	0.9	1,613	5.3	30,671
2000年	47,945	81.7	1,141	2.0	9,576	16.3	58,662
01年	76,754	88.0	1,349	1.5	9,093	10.5	87,195
02年	71,116	91.7	1,107	1.4	5,300	6.8	77,522
03年	53,599	86.8	222	0.4	7,937	12.9	61,758
04年	42,028	83.4	941	1.9	7,410	14.7	50,379
05年	38,444	79.9	531	1.1	9,130	19.0	48,103

(資料) 金融監督院*Monthly Financial Statistics*

け機関から格付けを取得することが求められる。ABSに関しては、一つ以上の格付け機関から格付けを取得することが求められる。無保証の社債の増加により、格付け機関の重要性は格段に増した（注25）。

(3) 証券化の現状

アジア諸国の社債市場における大きな問題点の一つは、発行体の信用力が低いことである。ソブリン格付けが一部の国で低いこともあり、投資適格となる企業は限られている。市場が本格的に拡大するためには、多くの機関投資家が購入出来る投資適格債券を増やすことが必要である。その一つの手段が信用補完であり、ABMIの取り組み項目に「資産担保債券市場の創設」および「信用保証制度の整備」が含まれているのは、このような理由による。

証券化は韓国、マレーシア、香港、シンガポールで先行して発展しており、タイ、中国などがこれに追随しつつある。ABSの発行増加による効果として、①社債市場の拡大、②専門機関の設立による住宅ローンの拡大（注26）、③金融機関や企業の資金調達手段の多様化、④機関投資家の新たな投資機会の創出、などがあげられる。証券化の実施には、法律・税制・会計などのインフラを整備する必要があるが、それらの整備状況は国による差が大きい。

証券化の仕組みは多様である（図表19）が、

図表19 ABS（資産担保証券）のタイプ

広義のABS	Mortgage-Backed Securities (MBS)	Residential Mortgage-Backed Securities (RMBS)	
		Commercial Mortgage-Backed Securities (CMBS)	
	Collateralized Debt Obligations (CDO)	Collateralized Loan Obligations (CLO)	
		Collateralized Bond Obligations (CBO)	
	狭義のABS		Credit-Card Receivables
			Leasing Receivables
		Trade Receivables	
		Consumer Loans	

（資料）Ghosh ed. [2006]

アジア諸国において特に重要と考えられるのは、債券を原資産とするCBO（Collateralized Bond Obligation）である。単独では社債発行が難しい企業に対し、債券発行の道を開くことになるからである。

個々の債券の金額が小さく、信用力が低い場合においても、多くの債券を集めることでリスクが分散され、投資家のニーズに合致した債券を組成出来る。また、信用力の高い部分（優先部分）と低い部分（劣後部分）に分けることや、第三者による信用補完を利用することなどにより、新たに発行される債券は金額が大きくなるだけでなく、個々の債券よりも格付けの高いポジションを創出することが可能となる（注27）。

通貨危機以降、韓国の社債市場においてABSは重要な役割を果たしてきた。98年にABS発行に関する法律（Asset Securitization Act）が制定され、税制優遇措置も設定された。2000年には、ABS発行によって資金調達を行うことが出来る企業の範囲が拡大された（注28）。このような規制の整備を背景

に、金融・企業リストラの過程で韓国資産管理会社（KAMCO）が証券化を活発に行ったことなどから、発行が急増した。2000年にはABCP（Asset-Backed Commercial Paper）やCLO（Collateralized Loan Obligation）などが新たに導入された。

2001年までは不良債権処理に関連したCBOやCLOの発行が大きな割合を占めたが、2002年には減少に転じ、ABS全体の発行額も減少した。2001年以降はクレジットカード債権の証券化が増加し、2002年のABS発行額の56%を占めた（図表20）。

しかし、2003年3月以降、カード会社破綻の影響（後述）からクレジットカード債権によるABSの発行は落ち込み、代わってCBOや自動車ローン債権によるABSなどが増加した。ABS市場全体は縮小が続き、その発行額は2000年の41.0兆ウォンから2005年には16.8兆ウォンとなった（図表16）。投資家のリスク回避志向も高まり、2004年には発行されたABSの約73%が期間2年未満となった。

図表20 韓国のABSの原資産別発行額

(兆ウォン)

原資産	1999年	2000年	01年	02年	03年
証券	0.5	28.6	8.7	1.9	6.9
クレジットカード債権	0.2	4.0	20.6	22.2	9.9
リース・オートローン債権	0.9	2.5	1.0	4.6	9.6
その他の債権	4.6	13.1	19.7	10.5	12.6
不動産	0.6	1.2	0.9	0.6	0.9
合計	6.8	49.4	50.9	39.8	39.9
発行件数	32	154	194	181	191

(資料) Financial Supervisory Service, *Weekly Newsletter* (March 12, 2004)

2004年3月には韓国住宅金融公社(Korea Housing Finance Corporation)が設立され、RMBS(Residential Mortgage -Backed Securities)の発行が開始された。初年度の発行額は3兆ウォン、2005年は3.5兆ウォンとなった。また、不動産プロジェクト関連の証券化が増加しているほか、2005年5月には韓国産業銀行が韓国初のシンセティックCDO(クレジット・デリバティブと低リスク資産を原資産とする)を発行し、同年10月には学生ローンによるABSの発行も始まるなど、多様化が進んでいる。さらに、韓国ではクロスボーダー型ABSの発行も多く、2005年には海外でのクレジットカード債権を原資産とするドル建てABSの発行が急増した(注29)。

韓国のABS市場は、規制の枠組みや市場インフラなどの点で進んでおり、今後、RMBSやCMBS(Commercial Mortgage-Backed Securities)などを中心に拡大が期待される。また、ウォン対ドルの通貨スワップがある程度利用可能であることから、クロスボーダーの証券化も一層発展しよう。

(4) 投資家と流通市場

2005年末の総資産が約1,200兆ウォンである銀行は、債券市場(特に国債市場)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(ITC: Investment Trust Companies)は、後述するように社債市場育成の手段とされ、

投資シェアが一時60%を超えていたが、通貨危機以降、多くの問題が発生し、大きくシェアを下げた。ITCを含む資産運用会社45社の資産規模は、2005年9月現在、195兆ウォンである。

生命保険会社は、長期債の有力な投資家となっている。2005年9月現在、総資産は224兆ウォンである（生命保険以外の保険会社は47兆ウォン）。公的年金（National Pension Corporation）は、87年の設立以降、残高が急速に増加しており、2005年9月現在、契約者数約1,700万人、総資産150兆ウォンとなっている。特に2000年以降、債券投資を拡大しており、運用資産の約90%が債券に投資されている。

国債の投資家構成の詳細は不明であるが、Asian Bonds Onlineによると、2005年末現在、金融機関64.6%、政府関係機関27.8%、企業1.8%、個人5.3%、外国投資家0.5%となっている。銀行および銀行の信託勘定が重要な投資家であることは間違いない。

国債取引は、発行残高の増加、大幅な金利

低下、プライマリー・ディーラー制度の導入などから99年以降急増し、取引回転率も上昇した（図表21）。2000年7月に、機関投資家に対して保有債券の時価会計が導入されたことも重要である。流通市場の取引はほとんどが店頭で行われていたが、取引の透明性を高めるために韓国取引所（注30）（KRX：Korea Exchange）での取引が政策的に促進された結果、2005年には店頭取引の割合が80.1%に低下した。流通市場の運営および情報の提供等は、韓国証券業協会（KSDA：Korea Securities Dealers Association）によって行われている。

社債市場の投資家構成をみると、かつてはITCが中心であったが、その比率は大きく低下しており、証券会社、保険会社、その他の金融機関（相互貯蓄銀行等）などの比率が高まっている（図表22）。その他の金融機関は、信用リスクとリターンのバランスを考慮してBBB格の社債に対する投資意欲が強い（注31）。

社債取引は99年後半以降減少傾向にあり、取引回転率も低下している。これは、99年7

図表21 各国債券市場の取引回転率

(回)

		1998年	99年	2000年	01年	02年	03年	04年	05年
韓国	国債	0.93	2.65	4.56	5.87	4.22	4.39	3.88	3.34
	社債	1.25	1.67	1.08	1.36	0.85	0.74	0.63	0.54
マレーシア	国債	n.a.	n.a.	n.a.	2.48	2.39	2.28	1.82	1.85
	社債	n.a.	n.a.	n.a.	1.05	0.93	1.10	0.78	0.80
タイ	国債	0.22	0.64	1.58	1.65	1.70	1.63	1.73	1.89
	社債	0.04	0.17	0.49	0.37	0.31	0.42	0.26	0.23

(資料) Asian Bonds Online

図表22 韓国の社債市場の投資家構成

	(%)								
	1998年	99年	2000年	01年	02年	03年	04年	05年	
銀行	5.3	4.9	8.1	12.8	12.8	14.3	12.2	11.5	
銀行の信託勘定	10.3	10.4	7.4	6.4	8.1	6.3	5.5	4.4	
投資信託会社	62.4	60.2	29.5	20.8	18.7	11.9	15.3	13.9	
証券会社	8.7	12.3	15.0	13.8	15.5	20.0	21.0	23.0	
保険会社	2.1	1.5	5.5	7.2	8.9	11.8	11.8	11.8	
年金基金	0.0	5.6	9.2	10.7	10.4	9.1	6.0	5.3	
相互貯蓄銀行、信用組合、個人など	11.2	5.0	25.3	28.4	25.6	26.5	28.0	30.1	

(注) 2005年は9月末。

(資料) BIS [2006]

(原典) Korea Securities Depository

月に大宇グループが破綻し、社債市場の信認が損なわれたことにより、低格付け銘柄を中心に取引が減少したためである。また、価格形成の透明性など、市場の成熟度にも問題が残されているものとみられる。

(5) 社債市場の問題点

通貨危機以前には、ITCが政府による社債市場育成の手段とされた。このため、ITCは、新規参入の制限、財政經濟部（MOFE：Ministry of Finance and Economy）による経営の掌握と政策目的での利用、ファンド内有価証券の時価評価の未実施、顧客に対するファンド収益率の保証など、多くの問題を抱えていた。

通貨危機によって多くの企業が銀行からの借り入れが困難となり、また金利が低下したこともあって、98年から99年前半にかけて社債発行が急増するとともに、ITCの受益証券残高が急増した。このことが大企業の資金調

達を容易にした反面、リストラクチャリングを妨げる要因となった。その象徴が、99年7月の大宇グループの破綻である。これを契機にITCから大量の資金が流出し、債券価格は下落した。政府は、債券相場の安定、ITCからの資金流出の防止、ITCの経営改革（公的資金の注入による不良債権処理、時価評価の義務付け等）などの対策をとることを余儀なくされた。

これらの対策は概ね成功したが、98年以降に大量発行された社債が2000年半ばから償還時期を迎え、ITCの規模縮小や投資家の信用リスク回避傾向から、低格付けの社債を中心に借り換えが困難となった。政府は、再び対策を講じざるを得なかった（注32）。

2003年3月、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に伴い、債券相場は再び下落した。ITCのMMF（Money Market Funds）から資金が流出し、特にカード会社の資金調達には事実上不可能と

なった。このような事態に対処するため、中央銀行により大量の流動性が市場に供給されるとともに、政府による対策が発表された。その中には、カード会社の増資や劣後債の発行、不良資産のKAMCOによる買い取りなどが含まれる。

(6) まとめ

近年、社債の発行額、発行残高、流通市場の取引額が減少しており、社債市場は順調に拡大しているとはいえない。発行が大企業に偏っていること、製造業企業による発行が伸びていないこと、期間3年以内の発行が80%を占めること、などの問題もある。今後、発行体を中小企業に拡大することや、期間の長い債券の発行を増やすことなどが課題となろう。また、非居住者が韓国で発行する債券（アラン債と呼ばれる）の発行実績は非常に小さく、これを増やすことも重要な課題である（注33）。

発行額の減少には、通貨危機という特殊要因も関連しているといえよう。通貨危機の直後には、銀行融資の急減や不良債権処理における証券化の活用などにより、社債発行が急増したからである。

韓国では、通貨危機直前までほとんどの社債が銀行等による保証付きで発行されていたことや、ITCを通じて政策的な市場育成が行われていたことなどが大きな問題であった。これにより、発行企業の信用リスクが正しく

認識されることなく市場が拡大したといえる。通貨危機以降、たび重なる市場の混乱を経験した投資家が社債の信用リスクに対して懐疑的になり、質への逃避（国債への投資）に走ったことが社債市場の縮小を招いたといえよう。特に、BB格以下の社債発行は難しくなった。

このように、政府の市場育成への積極的な関与が、かえって金融システムの不安定化を招いたと考えられる。今後は、政府の関与を極力減らし、企業の信用力を直接反映した社債発行を増加させていく必要がある。

発行企業の信用リスクに対する投資家の見方は、ますます厳しくなっている。この問題に対処するには、①国内格付け機関の企業審査能力の向上など、信用情報の充実を図ること、②破産手続きの迅速化など、信用リスクに対処するための制度整備を図ること、③CBOやCLOを中心とする証券化の推進により企業の信用力補完に取り組むこと、④企業がリストラクチャリングを継続すること、などが求められよう。

社債市場が拡大するか否かは、企業の資金需要にも依存する。98年以降、新規設備投資のための社債発行は全体の5%以下にとどまっており、2005年の発行目的は借り換え22.3%、運転資金75.5%、設備資金2.2%となった。設備資金需要の本格的な回復が望まれる。また、銀行が優良中堅企業に対して融資拡大攻勢をかけていることも、社債発行が伸び悩

む要因となっている（注34）。さらに、2005年以降、金利が上昇傾向にあり、これも発行を抑制している要因と考えられる（注35）。

投資家の確保も重要である。特に、保険会社や年金基金など機関投資家による社債投資の活発化が必要である。これらの投資家のニーズに合致した発行期間の長い社債を増やすことや、投資家の信用リスク分析能力の向上などが課題となろう。また、97年12月に完全自由化された海外からの投資は現在も非常に少なく、市場整備等によりこれを増やすことが不可欠となっている。韓国の債券市場は、海外からのアクセスを容易にする市場インフラ整備の点でアジア諸国の中でも相対的に劣っているとみられており、その改善が必要である（注36）。

債券流通市場の整備も、依然大きな課題である。仲介業者のマーケット・メイク機能を強化して価格の透明性を高めること、そのために必要なヘッジ手段や資金調達手段を整備すること、当局の市場監視機能を強化して市場の透明性や公正な取引の確保に努力することなどが求められる（注37）。

2. 市場インフラ等の動向

(1) 債券市場の監督体制と市場整備の動向

債券市場の監督にかかわるのは、財政経済部（MOFE：Ministry of Finance and Economy）およびFSC（金融監督委員会）である。た

だし、FSCは金融システム全体の監督を担っており、その政策を実行するのは金融監督院（FSS：Financial Supervisory Service）である。国債の発行・償還を管理するのは、中央銀行である韓国銀行（Bank of Korea）である。KRX（韓国取引所）およびKSDA（韓国証券業協会）は、自己規制機関（SRO：Self-Regulatory Organizations）としての機能を有する。

98年8月に包括的な国債市場振興計画が作成され、市場整備のために多様な政策が実施された。また、関連法規の整備などにより証券化の利用が促進された。国債市場やABS市場の整備には現在も重点が置かれており、たとえば2005年4月より、KRXが取引の効率化を目指して国債の電子取引システムの改善に取り組んでいる。また、2005年にFSCはABSに関し、シンセティックCDOの発行を認めることなどを含む規制変更を行った。

その他の社債市場関連の政策としては、2005年7月、国内金融機関の債券金利収入に対する源泉税が廃止され、これを受けて債券の市場取引価格の表示が税引き後から税引き前に変更された。また、金融サービスの規制緩和や統合を目的とした証券関連法規の整理統合が提案されている。

(2) 間接的なインフラ整備の動向

①コーポレート・ガバナンスと企業情報開示
韓国では通貨危機後の構造改革において

コーポレート・ガバナンスの改善が図られ、国際会計基準の採用(98年12月)や連結財務諸表の導入などに代表される情報開示の改善、社外取締役の設置などの会社組織改革、少数株主の権利強化などが行われた。情報開示に関しては、企業監査に関する監査法人の責任が強化され、同一企業の監査を4年以上続けてはならないことなどが定められている。

しかし、ACGA (Asian Corporate Governance Association) が発表したCorporate Governance Watch 2005によると、韓国のガバナンスに対する評価はアジア10カ国中6位となっている(注38)。ガバナンスを弱めている要因として、規制の実施に問題があること、家族所有を中心とした財閥企業の複雑な所有構造が格付けを難しくしていること、などがあげられる(注39)。

証券取引法では、投資家の保護を目的として、①適時適切な情報開示、②インサイダー取引を含む違法行為の禁止、③会計監査手続きの透明性の改善、などが重視されている。上場企業には詳細な情報開示義務が課されており、個人投資家、機関投資家を問わず、すべての投資家に対し平等に情報を開示することが求められる。

②債権者の権利保護と倒産法制

債権者の権利保護はある程度確保されているが、この点に関しても、規制が必ずしも十分に実施されないという問題がある。このことが投資家の投資意欲を弱め、社債の信用ス

プレッドを拡大させる要因となる可能性もある。

韓国では伝統的に企業倒産件数が少なかったが、通貨危機以降急増した(注40)。98年に法廷外の企業救済手続き(ワークアウト)が導入され、2001年にはこれを促進する法律(Corporate Restructuring Promotion Act)が制定された。一方、法廷における倒産に関連する法規としては、日本の法体系に倣って作られた会社更生法、和議法、破産法が存在したが、2006年4月にこれらを統一した統合倒産法(Unified Insolvency Law)が発効した。これにより和議は廃止され、倒産手続きとして破産(bankruptcy)と再建(rehabilitation)の二つが定められた。

この法律は基本的に効率的なものであるが、債権の優先順位にやや不透明な部分があること、複数の法律を統合したために全体の整合性に不安があること、実際の倒産手続きが当局の担当者の裁量に左右されること、などの問題が残されている。また、法律上の問題ではないが、労働組合によるストライキの多発が企業のリスストラクチャリングを遅らせる要因になっていることも、問題点として指摘される。

③格付け機関

通貨危機以降、無保証の社債の一般化やABSなどの新商品の登場により、格付けの重要性が高まっている。政府も格付け機関の水準向上に強い関心を持っており、財政經濟部

は、新規参入の促進などによる格付けシステムの改善を検討中である。国内の格付け機関が国際的な格付け機関と提携する動きもみられ、KISにはムーディーズが、KRにはフィッチがそれぞれ出資している（注41）。

実質的な活動期間が通貨危機以降に限定されるにもかかわらず、韓国の格付け機関のパフォーマンスはかなり優れており、格付けと倒産確率の相関は高い（注42）。また、格付けの変更と債券利回りの変化の関係も日本やアメリカの市場並みに明確であり、これは格付けが投資家に認知されていることを示している。

今後、格付けの認知度と信頼性をさらに高めることが必要である。特に、統計分析手法の一層の精緻化が重要な課題となる。Kang [2004] は、そのために、格付け社数を投資不適格銘柄中心に現在の2倍以上に増やすことが必要であるとしている。ABMIにおいても、アジア地域の格付け機関の格付け手法を協調させることが重要課題となっており、その前提として、各国の格付け機関が格付け手法を確立し、透明性の向上を達成することが必要となる。

- (注19) Progress Report of the ABMI (May 2006) の Self Assessment Report on Local Bond Market Development [Korea] による。
- (注20) ただし、財閥は負債比率を200%以下にすることが義務付けられたため、社債発行に占める4大財閥の割合は、2000年の45.6%から2002年には12.4%に低下した。
- (注21) 韓国における中小企業とは、通常、従業員数300名未満または払込資本80億ウォン未満の企業を指す。
- (注22) ADB [2005a] による。
- (注23) World Bank [2004] は、3年物が支配的であった背景

- として、①インフレ率が高かったこと、②債券の信頼性が低かったこと、③主な投資家であるITCや銀行の信託勘定が短期投資を好んだこと、などをあげている。
- (注24) 銀行が保証に際して引当金の積み立てを求められるなど、規制が強化されたことも保証が減少した要因である。
- (注25) 通貨危機以前は、保証を行う金融機関の格付けが社債の信用力を示していたが、金融機関が倒産した場合には政府により救済されることがほぼ確実であったことから、格付けは事実上意味を持たなかったともいえる。
- (注26) アメリカでは Fannie Mae や Freddie Mac が MBS (Mortgage-Backed Securities) を発行したことにより、低コストの住宅ローンが拡大した。アジア諸国でも、住宅ローンの証券化を行う専門機関が各国で設立されるようになってきている。
- (注27) 証券化における信用補完の方法は、信用保証やクレジット・デリバティブなどの外部信用補完と、優先・劣後構造、現金担保、超過担保などの内部信用補完に分けられる。
- (注28) 韓国証券取引所およびKosdaq市場に上場するすべての企業と、未上場ではあるが財務の健全な企業が対象として認められた。
- (注29) 東アジアのクロスボーダー型証券化の実績において、韓国は最大のシェアを占める。
- (注30) 2005年1月、韓国証券取引所 (KSE)、KOFEX、KOSDAQの合併により設立された。
- (注31) BIS [2006] による。
- (注32) 政府は、低格付けの社債を証券化するP-CBO (Primary Collateralized Bond Obligations) を導入した。その一部を政府系の信用保証ファンド (Korea Credit Guarantee Fund他1社) に保証させると同時に、10兆ウォンの「債券ファンド」 (Bond Fund) を金融機関の出資によって設立し、格付けの低い社債やP-CBOを購入させた。さらに、1年間の時限付きでKDBによる引き受けスキームが設定された。
- (注33) アリラン債を発行するには、財政経済部の承認を得ることが必要である。また、地場の格付け会社1社から格付けを取ることや、韓国語による書類を作成することなども求められる。現在、発行手続きの簡素化や発行マニュアルの作成等が計画されている。
- (注34) Bank of Korea. *Financial Stability Report* (2006) による。
- (注35) ただし、信用スプレッドの動向には注意が必要である。BBB格の社債の信用スプレッドは、2003年の市場の混乱により拡大したが、その後は需要の強さから縮小傾向にある。
- (注36) Batten and Szilagyi [2006] による。
- (注37) BIS [2006] による。
- (注38) コーボレート・ガバナンスの達成度がパーセンテージで示されており、シンガポール (70%)、香港 (69%)、インド (61%)、マレーシア (56%)、台湾 (52%)、韓国 (50%)、タイ (50%)、フィリピン (46%)、中国 (44%)、インドネシア

- (37%)の順となっている。
- (注39) Batten and Szilagyi [2006]によれば、スタンダード・アンド・プアーズは、韓国では企業の複雑な所有構造や子会社への支援などにより格付けが影響を受けているとし、その一例としてサムスン電子の格付けをあげている。
- (注40) 以下の内容はADB [2006b]による。
- (注41) アジア諸国の格付け機関はほとんどが80年以降に設立されており、歴史の長さという点で国際的な格付け機関と大きな差がある。そのため、現地企業に対する理解度や現地情報の収集能力では優れているものの、格付けの適時性、機関としての独立性・透明性、分析の正確性などの点で国際的な格付け機関に劣るとい見方が一般的である。そこで、アジア諸国の格付け機関の多くは、国際的な格付け機関との提携により技術移転を図っている。
- (注42) 以下の内容はKang [2004]による。

Securities) は経済開発資金を調達する手段として発行され、その残高は70～85年に年平均17%増加した。80年代後半以降、民間部門を経済成長のエンジンとする政策が採用されたため発行が減少し、残高はほぼ横這いとなったが、98年以降、通貨危機対策に伴う財政赤字の発生などにより、再び発行が増加した(図表23)。発行の定期化やリオープン(同一銘柄の複数回発行)などの市場育成策も実施され、残高は増加傾向にある。発行期間は主に5年、7年、10年であるが、2004年には15年債が、また2005年7月には20年債が発行された。イスラム国債(GII: Government Investment Issues)の発行も着実に伸びており、2005年には10年物が発行された。また、高齢者や慈善団体などを主な対象として、個人向け国債(Savings Bonds)も発行されている。

89年に、国債流通市場を整備するためにプリンシパル・ディーラー制度が導入された。

Ⅲ. マレーシアの債券市場

1. 発行体および投資家の動向

(1) 国債市場

マレーシアの国債 (Malaysian Government

図表23 マレーシアの債券発行残高

(百万リンギ)

	1997年	98年	99年	2000年	01年	02年	03年	04年	05年
国債	66,262	75,012	78,336	89,050	103,450	109,550	130,800	154,350	166,050
Government Investment Issues	2,750	2,000	2,000	4,000	4,000	5,000	7,000	9,100	10,100
カザナ債	1,000	4,850	8,980	10,000	10,000	10,000	11,000	10,000	11,000
Malaysia Savings Bonds	918	4	379	359	-	464	455	-	-
Merdeka Savings Bonds	-	-	-	-	-	-	-	1,929	3,444
ダナハルタ債	-	2,601	10,344	11,140	11,140	11,140	8,539	796	-
ダナモダル債	-	11,000	11,000	11,000	11,000	11,000	-	-	-
カガマス債	16,756	15,064	13,019	17,312	18,427	22,595	25,628	26,752	24,107
社債 (その他民間債券)	46,594	46,737	79,313	102,220	120,584	108,416	144,595	160,057	182,896
合計	134,281	157,268	203,370	245,081	278,601	278,165	328,018	362,983	397,597

(原注) 2005年は速報値。
(資料) 中央銀行年報など

また、期間10年以内の債券は入札によって発行されることとなった。これらの努力にもかかわらず、国債はベンチマークとして確立しなかった。2000年には国債をベンチマークとする方針が改めて打ち出され、発行の定期化や発行予定の事前発表などが行われるようになっていく。

債券市場のシステム化も進められており、債券入札の標準化などを目的としたシステムであるFAST (Fully Automated System for Issuing/Tendering、99年導入)、包括的に市場情報を提供するためのデータベースであるBIDS (Bond Information and Dissemination System、97年導入)、債券の決済等を行うRENTAS (Real-time Electronic Transfer of Funds and Securities System、99年導入)などが稼働している。

(2) 民間債券市場

民間債券 (PDS: Private Debt Securities) 市場は、80年代半ば以降、民間部門を経済成長のエンジンとする政策が採用されたことや、市場育成策がとられたことなどにより、急速に発展した。

88年12月、中央銀行 (Bank Negara Malaysia) が民間債券発行に関するガイドラインを発表し、発行者の資格 (最低資本金、債務比率の上限など) や最低発行額などを規定した (注43)。92年5月には、すべての民間債券に格付けの取得が義務付けられ、長期債はBBB以

上、短期債はP3以上でなければならないことが定められた。その後、通貨危機後の企業債務リストラクチャリング促進のため、99年5月に長期債の最低格付け制限はBB以上に緩和された。さらに2000年7月には、最低格付け制限が全廃された。また、通貨危機の影響で社債の格下げが多発したこともあり、商業銀行や保険会社などの社債投資における信用リスク制限も緩和された。

格付け機関としては、90年11月にRating Agency Malaysia Berhad (RAM) が、95年10月にMalaysian Rating Corporation Berhad (MARC) が設立された (注44)。

通貨危機以前には社債の多くが銀行保証付きで発行され、95年には発行額の45%を占めた (注45)。これは、発行に最低格付け制限が設けられていたこと、機関投資家に対する規制にも投資対象を銀行保証付きに限るとする規定がみられたことなどによる。98年以降、銀行が信用リスクをとることに慎重になり、銀行保証はほとんどみられなくなった (注46)。

また、95年には発行額の86.7%が私募債 (投資家が10以下) であった (注47)。銀行保証付きが大半であったことと合わせて考えると、社債発行は銀行融資に近い性格を持っていたと考えられる。私募債の比率が高かった理由としては、公募債発行手続きが煩雑であったことも大きい (注48)。社債の発行金額も小さく、95年の平均発行金額は1.38億リングギであり、発行件数の86.7%が2億リングギ

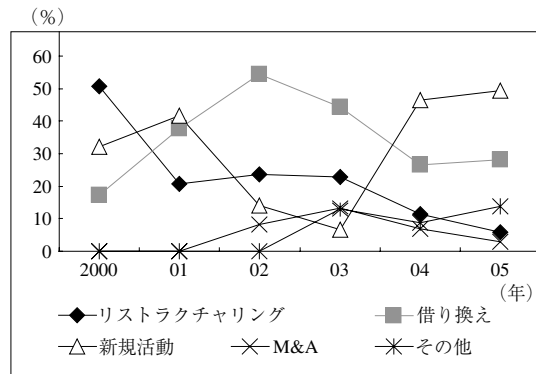
以下であった。

2000年7月には、証券委員会(SC: Securities Commission)によって社債の発行手続きが以下の通り簡略化された。①発行承認権限を証券委員会に集中した。②発行のメリットに関する証券委員会の事前審査を廃止した(規制枠組みのメリット・ベースからディスクロージャー・ベースへの移行)。③発行の承認を申請から14日以内に行うこととした(注49)。④発行の時期が未定でも、事前に承認を得おくこと(shelf registration)が認められた。

これに伴い、社債の発行残高は着実に増加し、国債を上回って推移している。通貨危機後は、金利が低下して流動性が潤沢になったことや、銀行が融資に慎重になったことなどが発行の増加につながった(図表24)。多くの発行がリストラクチャリングのために行われた(図表25)。ダナハルタ(不良債権買い

取り会社)やダナモダル(銀行の自己資本強化を行う特別目的会社)も債券を発行して資金を調達した。また、上記の発行手続きの簡略化により社債発行の自由度が増し、資金調達手段としての重要性が大きく高まった。2004年になるとリストラクチャリングのため

図表25 マレーシアの民間債券の資金使途
(カガマス債を除く)



(資料) 中央銀行年報各号

図表24 マレーシアの債券発行・償還額

(百万リンギ)

	2000年	01年	02年	03年	04年	05年
国債						
(発行額)	16,413	23,087	16,266	41,262	43,173	28,276
(償還額)	5,286	7,100	8,900	18,600	18,200	15,800
社債						
(発行額合計)	30,953	37,932	36,195	50,975	36,340	38,196
普通社債	12,940	14,360	7,763	27,983	4,313	3,869
ワラント債	0	913	300	0	60	0
転換社債	1,944	1,493	2,852	3,177	4,301	3,745
イスラム債	7,666	13,501	13,829	8,143	9,104	9,537
ABS	0	1,235	1,916	3,487	2,958	6,210
MTN	-	-	-	-	7,315	12,296
カガマス債	8,403	6,430	9,535	8,185	8,290	2,540
(償還額合計)	10,459	20,355	34,137	33,123	26,814	18,617

(資料) 中央銀行年報各号

の発行が減少し、新規事業のための発行が大幅に増加したものの、社債の発行額は前年を下回った。ただし、2003年半ば以降、金利低下局面が終了し、市場のボラティリティが高まったが、債券に対する投資意欲の強さは基本的には維持されている。

社債の発行業種をみると、インフラ建設を中心とする開発プロジェクトの資金調達が市場育成の当初の目的であったため、建設業、電気・ガス・水道業、運輸・倉庫・通信業などの比率が高かった（図表26）。通貨危機前には、製造業、金融・保険・不動産などの発行も増加した。通貨危機後、製造業の発行は減少したが、金融・保険・不動産は増勢を維持している。金融機関による資金調達の増加は、M&Aの拡大やABSの発行増加などとも関連している。

最近ではインフラ関連が再び増加し、電力会社、有料道路会社、通信サービス会社などによる発行が増えている。公共サービス関連の

発行が比較的多くなっているのは、企業リスクチャリング促進のために設立された特別目的会社（SPV）の発行などが含まれるためである。発行業種は主にインフラ関連と金融関連であり、製造業にはあまり利用されていないとみることが出来る（注50）。

発行期間は5～10年が中心となっているが、インフラ建設などを中心に10～15年の発行も増えている（図表27）。2005年には低金利下で10年を超える発行の割合が29.7%となり（前年は11.5%）、33年債も発行された。社債の格付けは約90%がA格以上である（図表28）。これは投資家のリスクに対する態度を反映したものであり、A格とBBB格の金利スプレッドが大きく、BBB格以下の発行は難しくなっている。

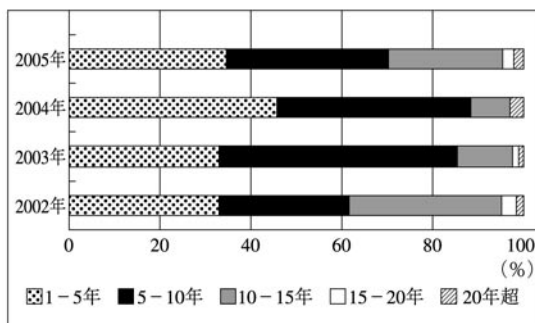
また、2004年4月に資本取引規制が緩和され、国際機関や多国籍企業がリング建て債券を発行することが認められたため、国際機関による発行が相次いだ（注51）。

図表26 マレーシアの社債発行額の業種別比率（カガマス債を除く）

	(%、百万リンギ)										
	1987～93年	94～97年	98年	99年	2000年	01年	02年	03年	04年	05年	
農林水産業・鉱業	9.0	1.2	0.0	0.0	0.2	0.2	3.6	2.3	0.0	4.3	
製造業	16.8	21.8	1.2	6.8	6.2	8.0	6.7	21.2	11.6	7.8	
建設業	23.6	18.1	13.6	22.6	8.9	10.5	8.2	14.1	31.5	17.9	
電気・ガス・水道	13.5	13.5	4.9	0.3	15.3	32.0	5.1	8.0	28.0	19.6	
運輸・倉庫・通信	7.8	18.1	0.0	37.6	34.1	12.0	34.1	20.1	2.8	7.4	
金融・保険・不動産	8.9	18.3	71.1	29.7	21.5	16.3	20.7	19.6	17.0	36.8	
公共サービス	2.9	1.2	9.2	0.0	0.0	20.2	17.4	14.7	4.7	3.2	
卸小売・ホテル・レストラン	17.5	7.7	0.0	3.0	13.8	0.8	4.2	0.0	4.4	3.2	
発行額合計	11,611.3	42,561.9	10,831.8	22,132.5	22,549.9	31,502.4	26,660.4	42,790.4	28,049.9	35,656.1	

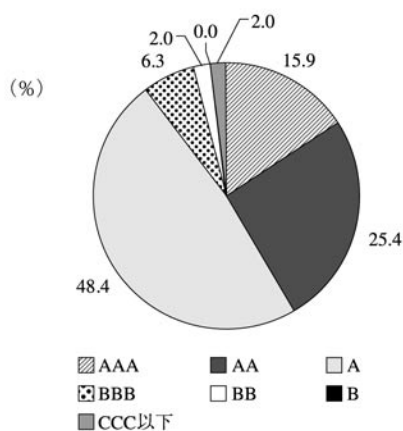
(注) 比率が20%以上の場合に網掛けをした。
 (資料) 中央銀行Monthly Statistical Bulletin

図表27 マレーシアの社債発行額の期間別比率



(資料) 中央銀行年報各号

図表28 マレーシアの社債発行残高の格付け別比率 (2005年2月現在)



(資料) ADB [2005a]

(3) 証券化の現状

証券化の拡大も著しい。2001年に証券委員会によりABSのガイドラインが発表され、発行が開始された。2003年にはガイドラインが

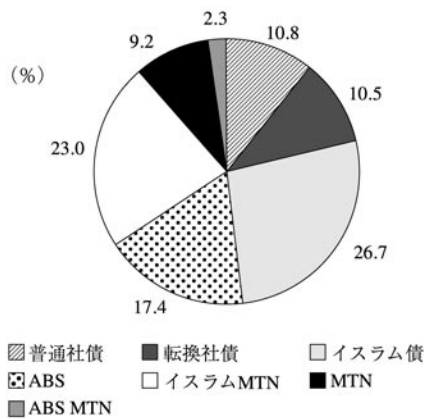
改定され、また、銀行がABSの発行や売買に際して個別に中央銀行から認可を受ける必要がなくなった。このような規制の整備を受け、2001年に10億リング未満であったABSの発行額は、2005年には70億リングとなった。

当初はCBOやCLOが中心であったが、次第に原資産の多様化が進み、売掛債権やクレジットカード債権なども証券化されるようになってきている。2004年10月には、Cagamas MBS BerhadがRMBSの発行を開始した。この債券には、香港やシンガポールの投資家も強い関心を示した。その後、期間20年のRMBSも発行されており、他のABSのベンチマークとしての役割を果たすとともに、マレーシアの証券化の推進役となることが期待されている。

2005年には、2件のRMBSを含め、8件のABSが発行された。発行額の合計は、社債発行額の19.6%に相当する70億リングに達した(図表29)。新たな取引として、油やし(oil-palm)プランテーションの受益権の証券化も行われた。2005年末のABS残高の原資産別比率は図表30の通りであり、当初に比較して社債やローンの比率が低下し、不動産や住宅ローン債権の比率が高まっている。また、ABSの組成に際してイスラム金融の技術が利用される例も増加している。

自動車ローンは銀行資産において住宅ローンに次ぐ大きさとなっているが、その証券化は例が少なく、今後の伸びが期待される。マレーシアのABS市場の拡大余地は大きく、

図表29 マレーシアの2005年の社債発行額の内訳（カガマス債を除く）



(注) MTNはMedium-Term Notes。ABSのうち7.4%、ABS MTNのうち1.6%はイスラム方式による。
 (資料) 中央銀行年報2005年版

RMBS、カード債権によるABS、REIT、イスラムABSなどの増加が見込まれる。

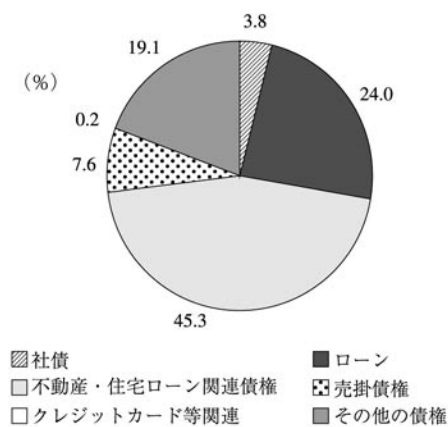
証券化関連インフラの整備状況はほぼ韓国並みであるが、以下のような問題が残されている（注52）。①ガイドラインに示されたABSの定義が、実態に追いついていない。②銀行の顧客情報守秘義務が厳しく、ABSに関する情報開示を妨げている。③証券化に関連する会計基準に、不明確な点が残されている。④ABS市場の拡大に必要と考えられる信用保証会社が国内に存在しない。

(4) イスラム債 (Sukuk) 市場の拡大

イスラム資本市場 (ICM: Islamic Capital Market) は、マレーシアの資本市場において大きな存在となっている。96年には、証券委員会の中にイスラム金融に関する助言を行う組織 (SAC: Shariah Advisory Council) が設けられた (注53)。イスラム資本市場は、通常の (conventional) 資本市場を補完して経済成長に貢献するものとして位置付けられている。

イスラム債の発行体は政府、政府機関、民間企業などであるが、発行額の大半は社債である。イスラム社債の発行は90年に開始され、2002年にはその発行額が初めて通常の債券を上回った。2003年には、発行費用に関する5年間の税制優遇措置が設けられた。2004年には証券委員会のガイドラインにより法律・規制上の阻害要因が軽減され、多様なイスラム債の発行が可能になった。これに伴い、2005

図表30 マレーシアの2005年末ABS残高の原資産別比率



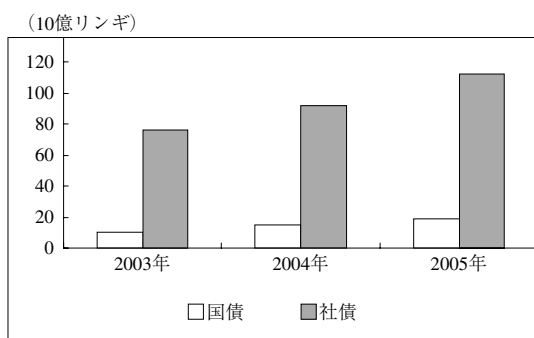
(資料) 中央銀行年報2005年版

年の発行認可額は前年比約2.9倍の433億リンギとなり、社債全体に占める割合は前年の31.7%から71.4%に上昇した。実際の発行額では、社債全体の58.7%（前年は49.4%）がイスラム債となった。発行残高も、2005年末に1,122億リンギに達した（図表31、カザナ債やMTN等を含む）。世界のイスラム債の約85%がマレーシアで発行されていると推定されている（注54）。

イスラム債は民営化プロジェクトの資金調達にも利用されており、道路会社や電力会社などが重要な発行体となっている。また、2003年に初のイスラムABSが発行されるなど、債券の多様化も進んでいる。2004年にIFCが国際機関として初めてイスラム債を発行したことも、イスラム債市場の重要性を高めた。2005年には、Cagamas MBS Berhadが世界初のイスラムRMBSを発行した（注55）。

イスラム債はイスラム法（*Shariah*）に適う

図表31 マレーシアのイスラム債発行残高



（資料）中央銀行年報各号

必要がある。イスラム法では金銭貸借に金利を付与することが認められない一方、所有資産から収益を稼ぐことは問題がない。そのため、①発行体と投資家の間でイスラム法に適合する実物資産の売買を絡ませて売買差益を実質的な金利とする方法（BBA、*Murabahah*、*Istisna*等）、②投資案件への出資（投資家の単独出資または発行体との共同出資）という形態をとり、その配当を金利とみなす方法（*Mudharabah*、*Musyarakah*等）、③リース契約（*Ijarah*等）、などがとられており、2004年には①が発行額の約90%を占めた。債券発行のために利用される取引手法も、年々多様化している。

市場が急拡大している理由としては、（1）イスラム商品にしか投資出来ない投資家に加えて通常の投資家も投資出来るため、市場参加者が多く、発行体にとって有利な条件で発行される場合が多いこと、（2）イスラム債の振興は資本市場マスタープラン（*Capital Market Masterplan*、後述）の柱の一つであり、政府がベンチマーク作りのためにイスラム国債の発行を増やしていること（注56）、などがあげられる。今後も、イスラム債の発行がマレーシアの債券市場の拡大を牽引することが予想される。

（5）投資家と流通市場

商業銀行の2005年末の総資産である8,846億リンギのうち167億リンギが国債（短期債

を含む)、580億リングがその他の債券(ほとんどは社債と思われる)に投資されている。銀行は、格付けに配慮しつつ期間15年程度までの社債に投資している。

生命保険会社の資産は年率2桁のペースで増加を続けているが、支払保険料の対GDP比率は韓国の半分程度であり、拡大の余地が大きい。また、多様な形で安全資産への投資が義務付けられており、規制緩和による投資増加の可能性も大きいとみられる。保険会社の総資産は2005年末に974億リング(生命保険786億リング、その他188億リング)であり、債券への投資残高は国債が155億リング、社債が486億リングとなっている。

被雇用者年金基金(EPF: Employees Provident Fund)(注57)の2005年末の総資産は2,638億リングと、年金(provident funds)全体の85%以上を占めている。国債への投資残高は978億リング(投資資産の37.6%)、ローンおよび社債への投資残高は943億リング(同36.3%)となっている。

ユニット・トラストは、政府の税制優遇等の支援策や、EPF等の運用委託などにより拡大している。資産運用会社の運用残高は2005年末に1,272億リングであり、そのうちユニット・トラストが999億リングであった。ユニット・トラストの資産配分は、株式の66.2%に対し債券は16.4%となっている。

2005年末時点の国債の保有比率をみると、EPF58.2%、銀行部門14.4%、保険会社8.9%、

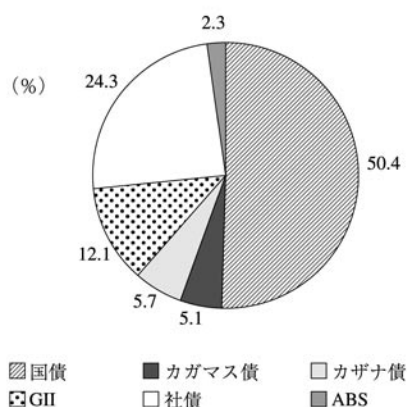
公共部門7.8%などとなっている。この比率は通貨危機以降大きくは変化していないが、銀行部門がやや低下しており、金利低下に伴い国債よりもリターンの高い社債投資を増やしている可能性がある。また、98年に資本取引規制を実施したために海外からの投資は減少したが、2004年9月に非居住者のリング債投資に対する源泉徴収課税が廃止されたことや、2005年4月に非居住者による国内銀行との間でのリング債投資に関するヘッジ取引が認められたことなどから急増し、2005年末には4.8%となった。

流通市場の取引は、98年以降、発行の増加や金利低下などから大きく増加した(図表21)。特に2001年には、金利低下期待から投資家の関心が国債に集中し、取引額が前年の約2.5倍に膨らんだ。しかし、その後は伸び悩み、取引回転率も低位にとどまっている。

社債の投資家構成について明確なデータを得ることは難しいが、商業銀行等の金融機関、EPF等の社会保障機関、保険会社などが中心となっている。中央銀行の統計資料から、これらの投資家による保有比率の合計は60~70%と推定される。

社債の流動性は、あまり改善していない。流通市場における社債の取引回転率は低迷しており、取引は格付けの高い銘柄に集中している(図表32)。発行規模が小さいことや、投資家の多くが購入した社債を満期まで保有することなどが、流動性を阻害する要因と

図表32 マレーシアの2005年の債券種類別取引額比率



(資料) 中央銀行年報2005年版

なっている。

(6) まとめ

マレーシアでは、政府主導の下、債券市場の育成が推進されており、社債発行額も着実に伸びている。企業リストラクチャリングのための発行は減少したものの、借り換えや新規活動のための発行が増えている。また、証券化の進展やイスラム債発行の急増が、市場の拡大を支えている。しかし、社債市場には改善すべき点も残されている。

発行体についてみると、通貨危機以前は社債市場において最低格付け制限が設けられ、銀行保証に依存した発行が行われてきたため、企業の信用力を直接反映した市場形成という意味で問題があった。現在も発行体はA

格以上にほぼ限定されている。今後は、企業の信用力向上や発行規模の拡大を図るとともに、格付け機関の能力強化や情報開示などを推進し、発行企業と市場の透明性を向上させる努力が求められる。それにより、低格付け債の発行を増やすことも可能となろう。また、発行企業の業種に関しても、製造業の増加などの形で多様化が進むことが望ましい。国際機関の発行をきっかけに非居住者の発行を増やすことも重要な課題である。

さらに、イスラム債市場の拡大が重要な戦略となっているが、これに伴い、市場の多様化・高度化を担う人材の確保も重要となろう。

一方、投資家については、EPFをはじめとした機関投資家の運用能力の向上や投資家の多様化により、市場の流動性改善を図ることが不可欠である。資本市場マスタープランに従い、EPFの資産配分制限の緩和、資金運用の外部委託、外資系運用会社の導入等による投資家の多様化などが図られている。今後は、個人投資拡大のためにユニット・トラストにおける債券ファンドの比率を上げることや、海外からの社債投資を増やすことも目標となろう。

市場の流動性が低いことも、大きな問題である。その背景には、債券の発行規模が小さいことや、機関投資家が持ち切りの投資スタイルをとりがちであることなどのために、取引可能な債券が不足していることがある。国債の定期発行によるベンチマークの確立や市

場インフラの整備などにより、流動性を高める努力を続けることが必要であろう。特に、金利スワップや先物などのリスク管理ツールの充実が望まれる。

なお、資本市場マスタープランにおける債券市場に関する提言の中で完了していないものをみると、①社債の格付け取得義務の廃止、②EPFの投資制約の緩和、③国際機関や多国籍企業によるリング建て債券発行の段階的な推進、④国際的な格付け機関からの格付け取得による国内での債券発行の容認、⑤上場・非上場の債券を一括して処理する清算・決済システムの確立、となっている。①および④の適切性にはやや疑問があるが、②、③、⑤については今後一層の推進が必要である。

2. 市場インフラ等の動向

(1) 債券市場の監督体制と市場整備の動向

マレーシアでは、99年6月に国家債券市場委員会（National Bond Market Committee）が設立され、債券市場発展のための政策の方向付けや適切な実施戦略の策定・提言などを担当することになった。また、中央銀行が債券市場の基本的なルールを設定する一方、93年に設立された証券委員会が社債市場の発展を主管することが決められた。

その後、証券委員会が中心となり、社債市場を育成するための多様な政策が打ち出されている。2001年2月には、証券委員会が資

本市場マスタープランを発表した。これは、2001年からの10年間におけるマレーシアの資本市場の戦略的な位置付けと将来の方向性に関する包括的な計画である。

マスタープランは、以下の6点を重要な目的として掲げている。①企業の資金調達において資本市場が中心的な役割を果たすことを目指す。②資産運用業（investment management industry）の育成を図り、投資家にとって望ましい環境を作る。③証券取引所等の市場機関（market institutions）の競争力と効率性を強化する。④証券会社等の市場仲介サービスの強化を図る。⑤資本市場の健全性を維持するための規制の枠組みを強化する。⑥マレーシアをイスラム資本市場の国際センターとして確立する。

この六つの目的の下に24の具体的な目標（Strategic Initiatives）を設定し、それらに基づいて市場機関、株式市場、債券市場などの各分野に関する152の施策を示している。これらの政策は段階的に実施するとしており（第1段階：2001～2003年、第2段階：2004～2005年、第3段階：2006～2010年）、2005年末までに全体の約65%に当たる99の施策が完了した。

税制面でも、印紙税の廃止や証券投資に伴う所得に対する免税措置など、社債市場の発展を促進する措置が取られている。また、ABSやイスラム債も、課税の観点からは通常の債券と同様に扱われている。

(2) 間接的なインフラ整備の動向

①コーポレート・ガバナンスと企業情報開示

マレーシアでは、通貨危機の直後からコーポレート・ガバナンスのあり方を見直す作業が行われている。2000年3月には、証券委員会に設けられたFinance Committeeが新たなルール(Malaysian Code on Corporate Governance)を公表した。資本市場マスタープランでは、ガバナンスに関して10の提言が設定され、2005年末現在、6つが完了している。

証券取引所(KLSE: Kuala Lumpur Stock Exchange) (注58)が2001年1月に上場規則を改定してガバナンス規範を導入し、上場企業はアニュアル・レポートにこれを遵守していることを明記しなければならないことになった(注59)。情報開示に関しては、2002年7月、上場企業に対して財務報告の四半期開示が求められることになった。これは、国際会計基準をベースに作られたマレーシアの会計基準(MASB26)に従って行われる。また、上場企業の監査役の独立性と能力の向上を図るために、新たな組織が作られた。

韓国の項でみた通り、マレーシアのコーポレート・ガバナンスに対する評価は韓国よりも上位となっているが、引き続き、マスタープランの達成への努力が求められる。

②債権者の権利保護と倒産法制(注60)

98年6月、特別立法措置によりダナハルタが作られ、金融機関に代わって不良債権処

理に当たったが、2005年12月に活動を終了した。

リストラクチャリングおよび倒産に関する中心的な法律は、会社法(The Company Act 1965)であり、和議手続きならびに清算手続きについて定めている。通貨危機後に和議手続きの申請件数が急増したため、法改正が行われ、申請要件が厳格化された。

清算、リストラクチャリングとも効率的な制度となっているが、清算手続きの経験がある裁判所員が不足していること、和議手続きに関し債務者が債権者の過半数の同意を取り付ける手続きに時間がかかること、などの問題点も残っている。

現在、会社法および倒産法の抜本的な見直し作業が行われており、倒産専門の裁判所の設立や法廷外のリストラクチャリングに対する法的手当てなどが課題となっている。

③格付け機関

社債市場の発展に伴い、格付け機関の役割が拡大している。マレーシアでは、RAMが設立された後、競争を促すためにMARCが作られた。RAMにはフィッチが4.9%出資しており、MARCはフィッチと技術提携を行っている。

2006年1月、証券委員会は格付け機関の認可(recognition)システムを導入した。重要な認可基準として、①格付けプロセスの質、②格付け開示の透明性と適時性、③モニタリングと格付け変更プロセスの確立、④独立性

の確保と利益相反の回避、⑤専門性の高い人材の維持、などがあげられている。また、証券監督者国際機構（IOSCO）の「信用格付け機関の基本行動規範」（2004年12月公表）を遵守することが求められる。

マレーシアの格付け機関の収益規模は、日本や韓国などの格付け機関には及ばないものの、債券市場の成長やサービスの高度化・多様化に伴い急速に拡大している（注61）。格付けデータベースの蓄積も進めており、証券化の格付けやデフォルト・スタディなどに役立つものと考えられる。アジア地域では、格付け機関の規模による実力差の拡大が懸念されているが、マレーシアでも、一層の競争促進や国際的な格付け機関からの技術習得などにより、実力の向上を図ることが必要であろう。

- (注43) 最低発行額は2,500万リングとされた。
- (注44) 民間債券の格付け取得が義務付けられていたことは、格付け機関の成長に寄与した。
- (注45) 首藤 [2001] による。
- (注46) 2002年の銀行保証付きの発行は5件、発行総額は約6億リングにとどまった。
- (注47) 首藤 [2001] による。
- (注48) Bank Negara Malaysia [1999] による。
- (注49) 90年代半ばには、認可に9～12カ月を要していた。
- (注50) ただし、2003年には、リストラを目的とした製造業企業の発行が多みられた。
- (注51) 2004年11月にADB、同年12月にIFC、2005年5月に世界銀行が発行を実施した。ADB債は発行額の6.5倍、IFC債は4.3倍の申し込みがあった。
- (注52) Dalla [2006] による。
- (注53) イスラム金融とはイスラム法（シャリヤ）に適った金融取引の総称で、金利の概念を用いないことや、反道徳的の事業（武器、賭博、アルコール、タバコ、豚肉等の分野）に絡む取引を回避することを特徴とする。イスラム金融が拡大している背景としては、①世界的なイスラム人口の増加、②原油高を受けた中東産油国の投資資金の増加やプロジェクト資金需要の増加、③中東産油国の

米国資産への投資比率の低下と域内回帰の傾向、などが指摘される。

マレーシアはバーレーンと並ぶイスラム金融先進国といわれる。イスラム債市場の拡大に加えて、地場および外資系のイスラム金融専門銀行が増加しており、銀行総資産に占める割合は2005年末に11.3%に達した。政府は2010年までに20%に引き上げる方針を打ち出している。また、2002年には、イスラム金融の促進や国際協調を図るための国際機関であるイスラム金融サービス委員会（IFSB）がマレーシアに設立されている。

- (注54) BIS [2006] による。
- (注55) 国内およびアジア地域の投資家から、発行額の5.4倍の購入希望があった。
- (注56) 2002年には初のグローバルイスラム国債（6億ドル、期間5年）が発行され、ルクセンブルグ証券取引所とラプアン国際金融取引所に上場された。2003年には、バーレーン証券取引所に追加上場された。
- (注57) EPFは、企業の従業員と雇用者が給与の一定割合（現状ではそれぞれ11%と12%）を拠出して運営される強制年金制度であり、全労働者の約50%が加入している。かつては資産のほとんどを国債に投資していたが、その比率は2005年末には36.9%に低下した。
- (注58) KLSEは2004年1月に株式会社化され、Bursa Malaysia という持ち株会社になった。
- (注59) 橋本 [2004] による。
- (注60) ADB [2006b]、国際金融情報センター [2000] による。
- (注61) Menon [2004] による。

IV. タイの債券市場

1. 発行体および投資家の動向

(1) 国債市場

タイでは、80年代前半にインフラ建設資金などに国債が用いられたが、その後は財政黒字となり、87年から97年まで国債の発行が行われず、97年末の国債発行残高は債券市場全体の2.5%に過ぎなかった（図表33）。通貨危機以降、銀行やファイナンスカンパニーの損失をFIDF（Financial Institutions Development

Fund) が吸収し、この損失を補填 (fiscalize) する手段として国債発行が急増した。国債の残存期間は、5年以内が約45%、5～10年が約42%となっている(図表34)。一方、社債は、5年以内が約71%、5～10年が約25%である。

タイでは、国営企業債も多く発行されている。90年代に政府は対外債務残高の増加を抑制するため、国営企業に対し国内での資金調達を優先するよう指導した。政府保証付きの

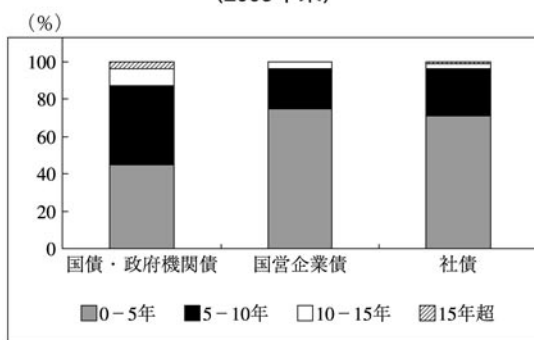
国営企業債は国債と同様の信用力を持つことから、金融機関の流動性準備とすることが認められている。そのため、90%近くの国営企業債が政府保証付きで発行されている。

また、市場整備の結果、国債がベンチマークの機能を果たすようになり、期間20年までの債券が発行されるようになってきている。個人向け国債の発行も開始された。

(2) 社債市場

92年に証券取引法 (Securities and Exchange Act) が制定され、社債発行基準が整備された。従来は公開株式会社 (public limited companies) のみが社債を発行出来たが、新たに非公開株式会社も証券取引委員会 (SEC: Securities and Exchange Commission) の承認があれば発行出来ることになった。これにより、社債発行が大いに促進された。94年から96年にかけては、海外における社債発行が増

図表34 タイの債券残高の残存期間別比率 (2005年末)



(資料) SECホームページ

図表33 タイの債券発行残高

	1996年	97年	98年	99年	2000年	01年	02年	03年	04年	05年
国債	18.0	13.8	426.9	587.1	658.7	706.4	1,114.6	1,132.2	1,306.5	1,360.5
短期国債	-	-	-	25.0	62.0	110.0	134.0	127.0	168.0	209.0
国営企業債	278.4	293.8	300.6	356.4	408.8	416.1	395.7	412.2	405.2	489.1
(保証つき)	239.7	247.3	255.7	309.1	345.3	357.3	343.7	327.3	321.5	333.8
(無保証)	38.7	46.5	44.9	47.3	63.5	58.8	52.0	84.9	83.7	155.3
BOT/FIDF/PLMO債	40.5	51.6	36.2	18.1	4.1	112.3	112.3	239.3	312.3	641.3
社債	182.4	187.6	177.6	402.0	501.2	538.1	543.4	607.3	548.3	659.9
合計	519.3	546.8	941.3	1,388.6	1,634.8	1,882.9	2,300.0	2,518.0	2,740.3	3,366.8

(注) FIDF: Financial Institutions Development Fund, PLMO: Property Loan Management Organization

(原注) 社債残高は登録業者より収集したものの。

(資料) ThaiBMAウェブサイト

(原典) 中央銀行、PDMO、登録業者、SEC

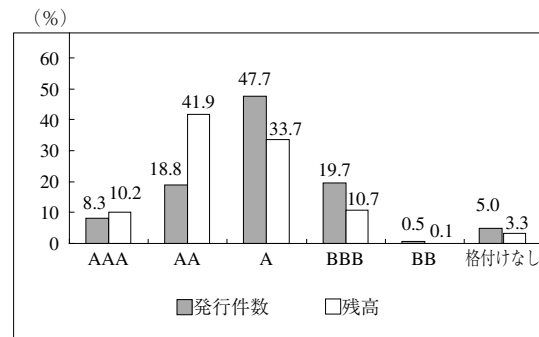
加した。これは、パーツの対ドルレートが安定する一方、内外金利差が大きかったことから、海外におけるドル建て債の調達コストが国内債よりも低いと認識されたためである。

通貨危機の発生により社債発行は一時停止したが、98年後半に再開され、99年には銀行を中心に発行額が急増した(図表35)。その後、金利の低下に伴って借り換え意欲が高まったこと、激減した銀行借入れの代替として企業が社債発行を増やしたこと、経済の回復に伴って新規投資が出てきたことなどを背景に、社債の発行が行われた。しかし、残高の伸びは国債に比較して緩やかであり、債券残高における社債の割合は低下傾向にある。韓国やマレーシアでは国債残高と社債残高はほぼ同じ規模であるが、タイでは社債は国債の半分程度である。また、2005年末の社債残高の対GDP比率は、韓国の19.5%、マレーシアの36.5%に対し、タイは14.1%にとどまっている。

タイの社債市場の特徴は、第1に、発行者が限定されていることである。タイの企業はほとんどが中小企業であり、社債発行に適した信用力の高い大企業が少ない(注62)。また、格付けされていない社債が全体の5%程度あるが、格付けされた債券はほとんどがBBB格以上である(図表36)。

発行企業の業種にも、やや偏りがある(図表37)。社債の発行は、従来から金融機関(銀

図表36 タイの社債の格付け別比率 (2005年末)



(資料) SECホームページ

図表35 タイの債券発行額

	(10億バーツ)									
	1996年	97年	98年	99年	2000年	01年	02年	03年	04年	05年
国債	-	-	400.0	333.7	94.1	149.2	471.5	107.5	271.3	188.9
短期国債	-	-	-	77.0	240.9	441.4	519.0	369.0	569.0	494.0
国営企業債	57.4	49.3	46.7	95.3	111.7	57.6	47.5	56.4	88.5	99.4
(保証つき)	43.1	41.3	46.7	90.1	90.4	57.5	39.5	19.5	40.6	61.7
(無保証)	14.3	8.0	-	5.1	21.3	0.1	8.0	37	47.8	37.7
BOT/FIDF/PLMO債	138.8	191.5	55.0	-	-	112.0	-	219.5	317.3	988.3
社債	36.2	40.9	37.8	289.3	151.2	106.7	98.9	181.3	122.4	179.4
合計	232.4	281.7	539.5	795.3	597.9	866.9	1,136.9	930.6	1,368.4	1,957.0

(原注) 2002年の国債発行には、saving bonds (個人向け) 3,050億バーツが含まれる。

(資料) ThaiBMAウェブサイト

(原典) 中央銀行、PDMO、SEC

図表37 タイの社債の業種別発行額

(10億パーツ)

	2000年	01年	02年	03年	04年	05年	合計
上場企業	127.9	85.2	81.1	139.0	120.7	178.6	732.5
アグリビジネス	7.2	7.0	0	0	6.0	4.3	24.5
銀行	27.0	15.3	10.0	40.4	10.0	18.4	121.1
建設資材	43.7	0	10.0	21.9	20.1	24.0	119.7
石油化学・化学	0.7	7.4	3.0	12.0	0.2	12.6	35.9
通信	10.0	27.0	36.5	3.3	2.4	0	79.2
エネルギー・公益	14.5	6.6	1.2	22.5	39.8	53.7	138.3
金融・証券	11.2	3.9	13.5	17.4	8.4	20.6	75.0
不動産開発	6.0	2.7	1.1	6.1	15.4	13.8	45.1
製紙・印刷	0	10.0	0	0	0	10.3	20.3
運輸・物流	0	0	0	12.5	15.0	15.0	42.5
非上場企業	26.8	21.5	20.0	58.4	24.0	49.9	200.6
非居住者	0	0	0	0	0.1	9.9	10.0
合計	154.7	106.7	101.1	197.4	144.8	238.4	943.1
(発行社数)	48	26	30	52	47	63	266

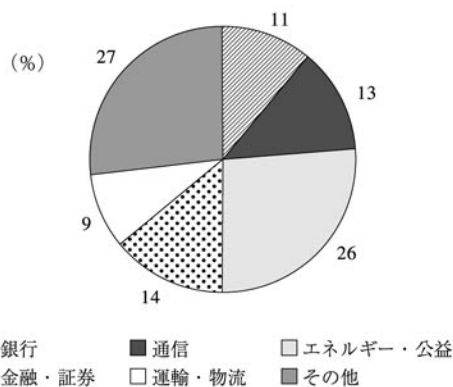
(注) 当該期間の発行額合計が100億パーツを超える業種のみ記載。500億パーツを超える業種に網掛けをした。

(資料) SEC, *Capital Market Report*, First Quarter 2006

行、ファイナンス、保険、リースなど)が中心であった。近年は、これに加えて建設資材、通信、エネルギー・公益などの業種の企業による発行がみられる。また、外資系企業による発行も多く行われるようになっている。社債発行残高の業種別比率をみても、これらの業種が中心となっている(図表38)。

第2に、かつてはほとんどの社債発行が私募形式で行われていたことである。これは、投資家基盤の弱さに加えて、公募債の発行基準が厳格であったためである。私募発行の場合はほぼ自動的に承認され、厳しい情報開示が要求されなかったのに対して、公募の場合は返済能力を厳しく審査され、格付けの取得や詳細な情報開示を求められた。このような煩雑な手続きを回避するため、発行者は私募

図表38 タイの社債発行残高の業種別比率(2005年末)



(資料) SECホームページ

形式を選択した。

この問題に関しては、2001年に、私募発行の場合の情報開示や関連書類の作成等を公募発行並みに厳格化する規制変更が行われた。同時に、証券取引委員会が一定期間内の複数の発行をまとめて承認するなどの発行手続きの合理化も実施された。

格付けについては、93年に国内初の格付け機関としてTRIS (Thai Rating and Information Services) が中央銀行の主導により設立されたが、多くの企業は私募発行を選択し、格付けを取得しなかった。格付け機関が1社しかないことから、制度に対する信頼感が乏しく、格付け取得の義務化には無理があったといえよう。また、格付けを取得した企業でも、通貨危機の際に、格下げを嫌って格付けを中止する企業が続出した。

2000年4月より、私募発行に関しても原則として格付け取得が義務付けられた。2001年2月には、第2の格付け機関としてFitch Ratings(Thailand)Ltd. が設立された。TRISは、2002年にTRIS Rating Co., Ltd.に改組された。

(3) 証券化の現状(注63)

97年6月に証券化法(SPV Act)が制定されたが、ABSの発行は増加しなかった。97年から2004年までの発行額は、累計で400億バーツ強にとどまる。これは、規制、税制、格付け、会計基準などに関する阻害要因があったためである。韓国の証券化法と異なり、タイの証

券化法では発行の阻害要因を軽減する規定が十分に盛り込まれなかった。また、最近まで格付け機関が1社しかなく、ABSを格付けする能力が不十分であった。ABS市場の拡大に重要な役割を果たすと考えられる信用保証会社や信用評価機関なども存在しない。これに加えて、経済の低迷により銀行部門が流動性を豊富に有していたため、健全な貸し出し債権を売却するインセンティブに乏しかった。

しかし、2004年以降、ABSの発行額は増加傾向にある。2005年11月には、政府のオフィスビル建築にかかわるリース・手数料債権の証券化(期間30年、発行上限金額240億バーツ、格付けAAA、資金用途はプロジェクト建設資金)が行われ、103億バーツの債券が発行された。投資家は、保険会社が全体の64.1%、政府機関が29.4%などとなっている。また、ABSとしては初めて、個人投資家にも販売された。タイにおいて、今のところ本件が最大最長の証券化案件である。

今後、証券化を本格的に拡大するためには、①証券化法の全面的な見直し、②税制改正による取引コストの削減(注64)、③破産法の見直しによる倒産隔離(bankruptcy remoteness)の明確化、④市場参加者のABSに対する習熟、⑤会計基準の見直し、などが必要である。

このように、証券化が相対的に発展している韓国やマレーシアに比較して、タイでは必要なインフラの整備が遅れている。

(4) 投資家と流通市場

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、これらの債券の主要な投資家となっている。

タイの機関投資家は一般に未成熟であるが、保険会社や投資信託 (mutual funds) の資産は急速に増加しており、また年金基金 (provident funds) も高齢化の進展などにより今後の拡大が見込まれる。

生命保険会社は、2000年以降、規制変更などにより急速に拡大している。2005年末現在、24社が存在し、契約者数は約1,000万人となっている。また、近年、債券投資比率を上昇させており、国債に加えて社債投資も増やしている。長期債投資のニーズが強く、重要な投資家となっている。

タイの年金市場は、所得水準の上昇や高齢化の進行、政策的な支援などに伴い急速に拡大している。上場企業は、従業員のための年金基金の設立を義務付けられている。また、97年に設立された公務員の年金基金であるGPF (Government Pension Fund) は、タイ最大の機関投資家である。年金基金の運用規制は緩和されつつあるが、資産の大半が債券投資に振り向けられている。

投資信託は流動性を重視しており、短期債中心の投資を行うとともに、取引回転率が高い。その運用資産残高は、2000年の3,693億バーツから2005年には9,638億バーツに増

加した。そのうち約51%が債券ファンド、約36%が債券と株式の混合ファンドである。

2005年において、生命保険会社、年金基金、投資信託の運用資産残高のGDPに対する比率は、それぞれ10.2%、12.0%、11.4%となっている (注65)。

国債の投資家構成をみると、商業銀行を中心とする金融機関の比率は、99年末の81.4%から2005年末には32.4%に低下した (図表39)。金融機関は、主に流動性準備率規制を充足するために国債やその他の適格債を満期まで保有することが通常であり、そのことが流通市場の発展を妨げる要因となってきた。しかし最近では、銀行が融資の積み上げに移行する局面を迎えていることもあり、金融機関の国債保有比率が低下する一方、保険会社やその他の投資家 (年金基金等の機関投資家、一般企業および個人) の比率が上昇している。その他の投資家の増加は、個人向け国債の発行により個人の比率が高まったことなどを反

図表39 タイの国債の投資家構成

	1999年	2002年	05年
保険会社	5.5	11.3	17.8
金融機関	81.4	46.4	32.4
中央銀行・FIDF	15.1	8.5	8.8
商業銀行	40.2	26.5	16.5
政府貯蓄銀行	18.2	9.4	6.2
金融・証券会社	7.9	2.0	0.9
その他の投資家	13.1	42.4	49.8

(注1) 「その他の投資家」は年金基金等の機関投資家、一般企業および個人。

(注2) 2005年は9月末。

(資料) Asian Bonds Online

映している。

94年11月、証券会社協会（ASCO：Association of the Securities Companies）によってBond Dealers' Club（BDC）が設立され、債券流通市場としての機能を担うことになった。98年4月、BDCは一層の組織強化を図るため、Thai Bond Dealing Centre（TBDC）に改組された。TBDCは、流通市場に関する情報提供と、自己規制機関として市場ルールの整備などを行う役割を果たした。2005年9月、TBDCはThai Bond Market Association（ThaiBMA）となった。

債券取引のほとんどは店頭で行われていたが、2004年、タイ証券取引所（SET：Stock Exchange of Thailand）にBond Electronic Exchange（BEX）が設立され、2005年6月以降、社債に加えて国債が取引されるようになった。上場される債券の数も次第に増加している。BEXの設立により、取引金額の小さな個人が債券取引に参加することが可能となった。ThaiBMAはBEXにおける取引等の情報もカバーしており、すべての債券取引に関する情報を開示する機能を担っている。

国債の流通市場は、発行残高の増加や金利の低下が寄与し、99年および2000年に大きく拡大した（図表21）。投資家の多様化も取引増加に貢献したと考えられる。しかし、その後、国債の流動性に大きな改善はみられない。流通市場の取引額は、中長期債よりも短期債や政府機関債が多くなっている。

2005年末の社債市場の投資家構成は、機関投資家が36.2%、一般投資家（企業および個人）が52.6%となっており、個人投資家の増加が顕著である（図表40）。流通市場を活性化させるには、機関投資家による投資を促進する必要がある。

社債の流通市場における取引は、96年をピークに減少に向かい、98年には非常に小さな金額に落ち込んだ。その後、再び増加しているものの、流動性が改善しているとはいえない。ThaiBMAの取引額に占める社債の割合は、2001年の5.7%から2005年には2.3%に低下した。社債の流動性は、国債や国営企業債に比較して極めて低い。

(5) まとめ

タイの債券市場は、通貨危機後に短期間で拡大したと評価出来るものの、市場の発展段階としては韓国やマレーシアに遅れをとって

図表40 タイの社債の投資家構成

	（%）	
	2002年	05年
（機関投資家）	43.6	36.2
商業銀行	12.5	6.9
政府系金融機関	4.8	3.2
保険会社	4.7	7.4
ミューチュアル・ファンド	7.0	6.0
年金基金・社会保障基金	14.6	12.7
（一般投資家）	42.2	52.6
企業	9.8	4.6
個人	32.4	48.0
（その他）	14.1	11.3

（注）その他は政府部門など。
（資料）ThaiBMAウェブサイト

いるといえよう。国債に比較して、社債発行額の増加は緩やかである。

今後の課題としてあげられるのは、第1に、発行企業の拡大である。そのためには、発行コストの一層の引き下げ、経営の合理化などによる企業の信用力の向上、情報開示や格付け機関の強化による市場の透明性改善などが課題となろう。特に、格付け制度は遅れており、改善が必要である。発行企業の業種も多様化することが望ましい。

また、格付けの低い企業が社債を発行出来るようにするためには、信用保証や証券化などの仕組み商品の利用が有効である。大規模なインフラ整備計画に関連した証券化の利用(注66)や、住宅ローンの証券化の拡大などが期待されている。証券化に関するインフラ整備を加速することが不可欠である。

さらに、非居住者による発行増加も課題となっている。2005年以降、国際機関による債券発行が行われているが、これに加えて、海外の企業に国内での債券発行を認めることが検討されている。

第2に、投資家層の拡大である。機関投資家に関しては、投資対象や資産配分の制約を緩和すること、新たな運用ビジネスを育成することなどが求められる。タイの機関投資家は、90年代に本格的に事業展開したものが多く、総じて規模が小さい。現在、政策的な支援もあってその規模は急拡大しており、債券市場の発展に寄与することが期待される。

また、個人投資家の増加も重要であり、情報提供や投資家教育の充実、投資信託の拡大などが望まれる。タイでは、2002年から2003年の金利低下局面で債券投資信託の残高が急増したが、その後の金利上昇に伴い、大量の解約が発生した。個人投資家に証券投資のリスクを正しく理解させることが重要である。

さらに、2005年1月より、非居住者が国債および政府機関債に投資する際の源泉課税が免除されることになった。これにより、海外からの投資の増加が期待される。

第3に、流通市場の流動性の改善である。特に社債の取引は非常に少なく、流通市場は発展の初期段階にあるとみられる。今後の課題として、①プライマリー・ディーラーのマーケット・メーカーとしての機能の向上(注67)、②清算・決済システムの改善、③レポ取引やデリバティブ市場の整備、などがあげられる(注68)。特に、短期金利体系が確立していないこと、ヘッジ手段として利用可能なのは金利スワップのみであること、などが問題である。

2. 市場インフラ等の動向

(1) 債券市場の監督体制と市場整備の動向

国債の発行を管理するのは財務省(MOF)であり、証券市場の監督に当たるのは証券取引委員会である。中央銀行(BOT: Bank of Thailand)は、金融機関の監督者という立

場から、債券市場の整備に関する当局の一つとなっている。また、国債の決済は中央銀行、社債の決済はTSD（Thailand Security Depository Co., Ltd.）が行ってきたが、TSDがすべての債券の決済を行うことが決定された。ThaiBMAは、債券の流通市場であるとともに自己規制機関であり、債券取引の規則の制定、市場データの提供、国債価格の発表などを行っている。

99年には、国債市場の育成を主な目的とする「債券市場発展マスタープラン」が作成され、以下の政策が実施された。①ベンチマークの確立に向けて、国債発行スケジュールの事前公表や発行額の平準化が行われた。②プライマリー・ディーラー制度が導入され、国債の入札や債券取引の支援が図られた（注69）。③財務省に公的債務管理局（Public Debt Management Office）が設置された。④債券取引に関する税制改正や民間部門レポ市場の整備が行われた。

また、2002年1月には、証券取引委員会が資本市場マスタープランを発表した。これは、資金調達手段の多様化を大きな目的として資本市場育成の枠組みを示したものであり、グッド・ガバナンスの実現、投資家層の拡大、金融商品の多様化、市場インフラの強化、市場監督体制の改革などを主な柱としている。

(2) 間接的なインフラ整備の動向

①コーポレート・ガバナンスと企業情報開示（注70）

タイのコーポレート・ガバナンスに対する評価は、前述の通り、韓国とほぼ同程度である。98年以降、本格的なコーポレート・ガバナンス改革が開始され、上場企業の取締役会の構造・機能の改革、証券取引所による15のグッド・ガバナンス原則の採用、少数株主の権利強化などが行われてきた。証券取引委員会は、上場企業の財務書類の監視方法を改善した。会計士の水準向上のための取り組みもなされている。

グッド・ガバナンスの実現は資本市場マスタープランの柱の一つとなり、これを促進するためにコーポレート・ガバナンス委員会（NCGC：National Corporate Governance Committee）が設置され、首相が委員長となった。また、格付け機関であるTRISが、上場企業のコーポレート・ガバナンスを格付けする唯一の機関に任命された。

しかし、ガバナンスの改善に必要な枠組みの変更はあまり進んでいない。上場企業の情報開示は四半期に1回行われており、2005年1月には証券取引委員会と会計士協会（Federation of Accounting Professions）の間で国際会計基準を採用する合意がなされたものの、その導入は道半ばとなっている。

今後の課題としては、①株主の権利を一層

強化すること、②企業の情報開示に関する国際基準の採用とそれを裏付ける会計士の水準向上を実現すること、③ガバナンス改革の進行を速めるとともに、変更された法律や規制を着実に運用すること、などがあげられる。また、証券取引委員会が上場企業の財務報告書類に対する監視を強めることも重要である。

②債権者の権利保護と倒産法制

40年に制定された破産法（Bankruptcy Act）は破産手続きのみを規定したものであるが、通貨危機以前にこれが用いられることはほとんどなかった。通貨危機後、不良債権比率が50%を超えたこともあり、98年4月に破産法が改正され、法廷での再建（rehabilitation）手続きが定められた。99年には、破産や再建を取り扱う専門の裁判所（Bankruptcy Court）が設置され、企業再建手続の取り扱いが300件以上に及んだ。

このような法改正にもかかわらず、リストラクチャリングは容易に進まなかった。そのため、99年に中央銀行が中心となってCDRAC（Corporate Debt Restructuring Advisory Committee）が作られ、法廷外のワークアウトが開始された。資産管理会社（Thai Asset Management Corporation）の設立などの制度手当てもなされ、リストラクチャリングは急速に進み、不良債権比率も低下した。

ただし、リストラクチャリングが単なるリスケジュールとなったケースもあり、また再

建手続きも必ずしも効率的とはいえず、訴訟に発展する場合も多かった。総じて、破産手続き、企業再建手続きとも、債権者の権利保護などの観点から改善の余地を残しているといえよう。破産法の改正は継続的に議論されているが、いまだ実現していない。法廷の効率性・信頼性の向上や、CDRACによって作られた枠組みに代わる法廷外のワークアウトに関するルールの確立（注71）なども課題となっている。

③格付け機関

TRISは、93年の設立以来、スタンダード・アンド・プアーズから技術支援を受け、またフィッチと戦略パートナーシップを結ぶなど、国際的な格付け機関との連携を図ってきた。また、近年は、ABMIの枠組みの下で格付け技術や調査能力の向上を図っている。一方、2001年に設立されたFitch Ratings（Thailand）も、市場参加者に広く受け入れられるようになっている。

格付け技術の向上は、新たなサービスを市場に提供する前提条件となる。TRISは年間の収入が100万ドル程度と規模が小さく、業容の拡大も緩やかである。今後、格付け技術の向上や業務の多様化などに関して、より積極的な経営戦略が求められよう。個々の格付け機関のレベルアップは、アジア地域の格付け機関の調和を可能とするための前提となる。

- (注62) JBIC Research Paper No.8 「東アジアの持続的発展への課題—タイ・マレーシアの中小企業支援策—」によれば、タイ製造業に占める中小企業（固定資産額2億バーツ以下）の割合は97.9%となっている。
- (注63) この部分は、Dalla [2006] に多くを負っている。
- (注64) 2005年には、SPVに対する法人税の免除が認められた。
- (注65) Asian Bonds Onlineによる。
- (注66) タイでは、今後、「メガ・プロジェクト」と呼ばれる大規模なインフラ整備計画が推進される予定であり、前述のオフィスビル建築を手始めに、これらの計画において証券化の利用が検討される見通しである。
- (注67) 政府は、流通市場の流動性を改善するために、プライマリー・ディーラーに対して流通市場におけるマーケット・メーカーとしての機能を十分に果たすことを求めている。
- (注68) これらの課題の現状については、BIS [2006] に詳しい。
- (注69) 2002年5月以降、プライマリー・ディーラーは10社となっている。
- (注70) この部分の記述は、World Bank [2005] による。
- (注71) CDRACIは97年に発生した通貨危機に対処するための組織であり、すでに新規案件の受け付けを終了している。

V. 企業の資金調達方法の変化

本稿では、様々な観点から韓国、マレーシア、タイにおける国内債券市場の発展についてみてきた。これに伴い、企業の資金調達方法にどのような変化が生じているであろうか。本節では、この点を確認する。資金調達方法はフロー（資金循環データ）とストック（銀行部門、債券市場、株式市場の残高の比較）で把握することが可能であり、以下では双方について記述しているが、企業の資金調達方法を表すデータとしては、前者がより精緻なものであるといえよう。

1. 韓国

通貨危機以前の韓国では、銀行やノンバンクの融資が重要な役割を果たしていたが、資本市場、特に債券市場からの調達比率が次第に上昇する傾向にあった（図表41）。通貨危機の発生により全体の資金調達額が大きく減少し、現在も通貨危機以前のレベルに戻っていない。ただし、2005年の資金調達額は急増しており、中央銀行はその要因として、国内販売を主体とする企業や中小企業の運転資金需要の増加を指摘している（注72）。

通貨危機以降の資金調達構造は大きく変化した。第1に、株式等による資金調達が大きく増加した。これは、企業が政策的に負債比率の低下を求められたこと（注73）、株価が上昇したことなどによる。第2に、海外からの資金調達が直接投資の増加などにより回復した。第3に、総合金融会社（マーチャント・バンク）の多くが閉鎖したため、総合金融会社を取り扱っていたCPの発行が減少した。

第4に、社債発行は安定した資金調達手段になっているとはいえない。第5に、銀行融資残高の伸びが、99年以降、回復した。一方、ノンバンクの規模縮小に伴い、銀行以外の融資残高は98年以降前年比減少が続いたが、これも2002年以降回復している。

このように、韓国では、通貨危機以降、株式による資金調達が増加しており、銀行融資も大きく落ち込むことなく順調に増加してい

図表41 韓国企業部門の資金調達（フロー）

(10億ウォン)

	1996年		97年		98年		99年		2000年	
	金額	比率	金額	比率	金額	比率	金額	比率	金額	比率
短期債(CP等)	20,737.1	17.5%	4,421.1	3.7%	▲11,678.3	▲41.7%	▲16,115.7	▲30.4%	▲7,151.8	▲10.9%
長期債	24,073.3	20.3%	32,239.6	27.3%	47,012.8	167.8%	▲1,931.9	▲3.6%	202.6	0.3%
社債等	21,532.5	18.2%	28,037.2	23.8%	46,462.8	165.8%	▲2,842.9	▲5.4%	▲1,122.4	▲1.7%
外債	2,540.8	2.1%	4,202.4	3.6%	550.0	2.0%	911.0	1.7%	1,325.0	2.0%
株式等	13,827.2	11.7%	11,628.3	9.9%	14,711.7	52.5%	43,750.4	82.6%	25,478.4	38.7%
融資	32,982.7	27.8%	44,988.3	38.1%	▲14,259.1	▲50.9%	4,123.9	7.8%	16,694.8	25.4%
銀行融資	16,675.8	14.1%	15,183.6	12.9%	258.7	0.9%	15,524.5	29.3%	23,279.0	35.4%
その他	16,306.9	13.8%	29,804.7	25.2%	▲14,517.8	▲51.8%	▲11,400.6	▲21.5%	▲6,584.2	▲10.0%
海外部門	9,563.1	8.1%	2,383.0	2.0%	▲10,005.6	▲35.7%	11,866.0	22.4%	15,494.9	23.6%
その他	17,307.2	14.6%	22,384.4	19.0%	2,236.1	8.0%	11,301.9	21.3%	15,040.1	22.9%
合計	118,490.5	100.0%	118,044.7	100.0%	28,017.5	100.0%	52,994.8	100.0%	65,759.1	100.0%

	01年		02年		03年		04年		05年	
	金額	比率	金額	比率	金額	比率	金額	比率	金額	比率
短期債(CP等)	4,042.2	8.0%	▲4,802.7	▲5.8%	▲4,897.0	▲6.4%	▲4,760.7	▲7.2%	3,129.6	3.2%
長期債	16,436.7	32.5%	▲5,096.4	▲6.1%	112.5	0.1%	1,255.0	1.9%	10,140.5	10.3%
社債等	11,486.1	22.7%	▲7,354.0	▲8.8%	▲1,096.2	▲1.4%	1,058.0	1.6%	8,774.9	8.9%
外債	4,950.6	9.8%	2,257.7	2.7%	1,208.6	1.6%	197.0	0.3%	1,365.6	1.4%
株式等	22,206.6	43.8%	32,165.4	38.6%	32,900.7	42.9%	29,415.4	44.7%	31,533.9	32.1%
融資	3.6	0.0%	51,160.1	61.4%	29,508.8	38.5%	11,063.2	16.8%	30,344.0	30.9%
銀行融資	3,196.3	6.3%	41,136.8	49.4%	32,597.1	42.5%	6,960.3	10.6%	17,005.1	17.3%
その他	▲3,192.7	▲6.3%	10,023.3	12.0%	▲3,088.3	▲4.0%	4,102.9	6.2%	13,338.9	13.6%
海外部門	▲4,317.7	▲8.5%	188.0	0.2%	10,431.7	13.6%	15,879.8	24.1%	9,940.0	10.1%
その他	12,273.6	24.2%	9,703.5	11.6%	8,568.4	11.2%	12,941.6	19.7%	13,079.3	13.3%
合計	50,645.0	100.0%	83,317.9	100.0%	76,625.1	100.0%	65,794.3	100.0%	98,167.3	100.0%

(資料) 韓国銀行Flow of Funds

る。これらに比較して、社債発行による資金調達は伸び悩んでいる。なお、通貨危機以降の残高の変化をみると、銀行信用残高、債券発行残高、株式時価総額ともに対GDP比率が上昇したが、構成比率は銀行と債券がやや低下し、株式が上昇した(図表42)。

2. マレーシア

通貨危機以前には、株式や社債発行による資金調達も増加してはいたものの、銀行融資の比率が高かった(図表43)。通貨危機によ

図表42 3カ国の金融システムの変化

		(対GDP比率)			(%)		
		銀行信用残高	債券発行残高	株式時価総額			
韓国	1997年	44.2	49.1	15.7			
	2004年	80.4	75.5	56.9			
マレーシア	1997年	102.8	47.7	129.6			
	2004年	104.7	90.5	161.3			
タイ	1997年	126.1	11.6	23.9			
	2004年	73.2	38.6	68.4			

		(構成比率)			(%)		
		銀行信用残高	債券発行残高	株式時価総額			
韓国	1997年	40.6	45.0	14.4			
	2004年	37.8	35.5	26.7			
マレーシア	1997年	36.7	17.0	46.3			
	2004年	29.4	25.4	45.2			
タイ	1997年	78.0	7.2	14.8			
	2004年	40.6	21.4	38.0			

(資料) 各種資料

図表43 マレーシア企業部門の資金調達（フロー）

(百万リンギ)

	1996年	97年	98年	99年	2000年	01年
銀行融資	92,558	84,382	▲12,140	▲30,767	12,446	6,574
	77.7%	72.7%	—	—	36.3%	22.5%
社債発行	10,619	13,255	7,867	17,071	15,787	16,462
	8.9%	11.4%	—	—	46.1%	56.5%
株式等	15,924	18,358	1,788	6,096	6,013	6,124
	13.4%	15.8%	—	—	17.6%	21.0%
合計	119,101	115,995	▲2,485	▲7,600	34,246	29,160

	02年	03年	04年	05年
銀行融資	9,676	10,837	23,588	27,268
	46.4%	31.6%	61.3%	48.9%
社債発行	▲2,110	15,698	8,402	22,224
	▲10.1%	45.8%	21.8%	39.8%
株式等	13,291	7,772	6,475	6,315
	63.7%	22.7%	16.8%	11.3%
合計	20,858	34,306	38,465	55,807

(注) 銀行融資は、毎年末の残高の差額を計算したものの。
 (資料) 中央銀行資料

り、急増した全体の資金調達額が大きく減少した。銀行融資が激減する中、資本市場からの調達額はプラスを保ち、99年以降回復した。この結果、資金調達に占める社債発行の比率が上昇する一方、銀行融資の比率が低下した。ただし、2002年以降、銀行融資は次第に回復しており、銀行融資と社債発行がともに伸びている。なお、株式市場からの資金調達額の比率はあまり変化していない。

このように、マレーシアでは、全体の資金調達額が伸びない中で、社債発行が銀行融資と肩を並べる資金調達手段になったとみることが出来よう。通貨危機以降の残高の変化をみると、銀行信用残高の対GDP比率は横這いであり、債券発行残高と株式時価総額が上昇した（図表42）。構成比率では銀行が低下し、

債券が上昇した。

3. タイ

タイでも、通貨危機以前は銀行融資の比率が非常に高かった。社債や株式の発行はコンスタントに行われていたが、その金額は銀行融資と比較すれば小さかった（図表44）。通貨危機の影響により、99年、2000年には全体の資金調達額がマイナスとなり、銀行融資も大幅に減少した。一方、社債発行は増加し、資金調達手段としての重要性が高まった。ただし、2002年以降は銀行融資が急速に回復し、社債発行額を大きく上回っている。また、株式市場からの資金調達は99年に急増し、その後も安定的に推移している。なお、海外部門からの資金調達は、銀行融資の返済を主因に、

図表44 タイ企業部門の資金調達（フロー）

(10億バーツ)

	1996年	97年	98年	99年	2000年	01年
銀行融資	629.5	577.4	116.2	▲844.5	▲731.4	▲323.2
社債発行	37.2	9.7	13.7	56.0	115.7	58.1
株式等	183.3	95.2	▲22.2	204.4	237.8	315.8
海外部門	347.6	▲125.8	56.2	▲36.2	▲138.1	▲50.8
その他	69.0	196.6	▲16.4	▲112.6	199.1	90.1
合計	1266.6	753.1	147.5	▲732.9	▲316.9	90.0

	02年	03年	04年
銀行融資	309.1	70.9	507.6
社債発行	39.1	102.5	51.7
株式等	190.1	114.6	134.3
海外部門	▲302.3	▲322.0	▲73.6
その他	▲80.7	37.7	▲102.9
合計	155.3	3.7	517.1

(資料) NESDBウェブサイト

99年以降マイナスとなっている。

このように、タイでは通貨危機以降、企業が銀行融資の減少を資本市場からの資金調達によって補ってきた。銀行融資残高と社債発行残高を比較すると、通貨危機以前には10倍以上の開きがあったが、2004年末には約2倍に縮小した。

通貨危機以降の残高の変化をみると、銀行信用残高の対GDP比率が低下し、債券発行残高と株式時価総額は上昇した。構成比率では銀行が低下し、債券と株式が上昇した(図表42)。

4. まとめ

銀行融資、社債発行、株式発行の資金調達手段としての相対的な重要性という観点からみた場合、3カ国の中で社債発行が最も重要

となっているのはマレーシアであり、以下、タイ、韓国という順序であろう。すでに述べた通り、銀行部門が脆弱化した時期には社債発行が銀行融資の代替的な資金調達手段となるが、通常の状態では、資金需要の強い途上国の民間銀行信用残高と社債発行額の間には一般に正の相関関係がある。上記3カ国において、社債発行が増加する余地は依然大きいとみることが出来よう。

(注72) The Bank of Korea, *Quarterly Bulletin*, Jun. 2006による。

(注73) 98年からIMFの指導の下で企業部門改革が進められ、5大財閥に属する企業に対して負債比率を200%以下に削減することが求められた。

おわりに

3カ国の債券市場の発展および企業の資金調達方法の変化に関する本稿のこれまでの分

析について、簡単にまとめたい。

韓国では、政府の社債市場育成への関与により、発行企業の信用リスクが正しく認識されることなく市場が拡大した。このことが、金融システムの不安定化を招いた。社債市場に対する規制・監督の不適切さが、重大な問題であったといえよう。

社債市場の健全な拡大を実現するには、適切な規制の下で企業の情報開示を強化し、投資家が信用リスクを正しく認識して社債を購入する市場を作っていく必要があると考えられる。

マレーシアでは、通貨危機以降、社債発行額が着実に伸びており、今後、さらに市場の成熟を図っていくことが重要である。業種や格付けなどの面で発行体の多様化を進めることや、投資家の多様化を実現することなどが必要である。

タイの社債市場は、3カ国の中で相対的に未成熟な段階にある。企業規模が小さく発行企業が限定されていること、製造業の発行が少ないこと、格付け制度が十分に整備されていないことなどが問題点として指摘出来よう。今後、社債市場を拡大させるためには、これらの問題を含む多くの課題を解決する必要がある（注74）。

次に、資金調達手段としての重要性をみると、韓国では、株式市場や銀行部門からの調達が順調であるために、社債市場からの調達が占める割合は非常に低くなっている。これ

に対し、マレーシアでは社債市場の拡大が順調に進み、資金調達手段として銀行融資と同程度の重要性を得るに至っている。タイでは、通貨危機以降の深刻な銀行危機の局面では社債発行が銀行借入れを代替する役割を果たしたが、銀行融資が回復するに従い、資金調達構造に大きな変化は生じていないことが明らかになっている。

このように、マレーシアでは企業の資金調達方法に一定の変化が生じたことが認められる一方、韓国やタイでは銀行部門に依存した金融システムに大きな変化がみられない。

3カ国の社債市場は、程度の差はあるものの、①発行体が信用力の高い大企業に限られること、②発行体の業種に偏りがあること、③流通市場の流動性が低いこと、などの点で共通している。これらの問題点を改善するための具体的な対応としては、(1)市場インフラ、規制、情報開示などの改善を図り、発行コストの低下や流動性の向上に努めること、(2)証券化や信用保証などを最大限に活用して発行体の裾野を広げること、(3)非居住者の発行を増やすこと、(4)投資家が投資対象を拡大すること、などが考えられる。第I節でみたように、ABMIやABFの取り組みはこれらの対策を相当程度カバーしており、現在の取り組みを継続することが望ましい。

特に、証券化は社債市場の拡大を実現する有望な手段であり、取引を円滑に行うために法律、規制、税制、会計基準などを整備す

る必要がある。具体的な問題点として、①金融資産の譲渡に関する制約、②資産譲渡益に関する認識や課税、③SPVの活動を制約しかなない法律・会計上の規定（真正譲渡（true sale）、倒産隔離などを含む）、などに対処しなければならない（注75）。

最後に、社債市場の育成に関する全般的な留意点を指摘したい。第1に、韓国でみられたように、当局の政策が市場メカニズムと整合的でない場合、市場育成の努力は逆効果になりかねない。たとえば、今後、発行体を拡大するために信用補完などを行う際には、モラル・ハザードの発生をどのように防ぐかがポイントとなろう。

第2に、各国の金融システムの実態を踏まえた上で、社債市場の育成を進める必要がある。特に、企業の資金調達構造の詳細な分析によって発行体増加の可能性を探ることは、社債市場の健全な拡大を実現するために不可欠な努力であると思われる（注76）。

第3に、社債市場の拡大には、市場育成策の効果に加えて、経済の発展段階、金利の動向、企業の資金需要、銀行融資と社債発行の関係、などの要因が与える影響も大きい。したがって、マクロ経済政策や金融システム整備の進め方についても十分に検討すべきである。社債市場の育成には、長期的かつ包括的な取り組みが必要であるといえよう。

（注74） Ghosh ed. [2006] (pp.126-127) は、アジア諸国の資本市場（株式・債券市場）を成熟度の順にグループ化

し、①香港、シンガポール、②韓国、マレーシア、③タイ、インドネシア、フィリピン、中国（このグループはこの順）、とした。特に、インドネシア以下の国は課題が多いとしている。社債市場も、基本的にこの順で考えることが出来よう。

（注75） この点は、Ghosh ed. [2006] に詳しい。

（注76） バランスシートデータを用いた企業の資金調達構造の分析につき、補論2にまとめた。

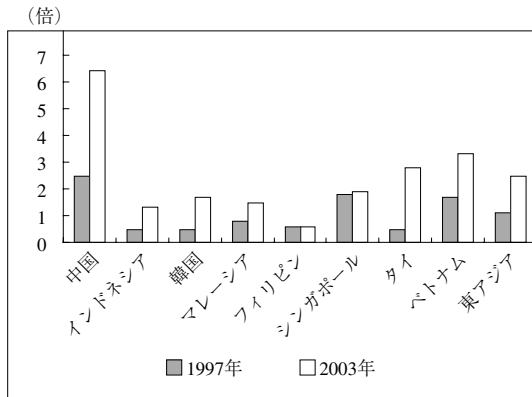
（補論1）ダブル・ミスマッチに関する検討

通貨と満期のミスマッチを意味するダブル・ミスマッチについて分析するには、対外借り入れの状況を把握しなければならない。

アジア開発銀行は、通貨危機以降、アジア諸国の国内債券市場の拡大により対外借り入れ依存度が低下し、ダブル・ミスマッチが大幅に改善したと評価している（注77）。その根拠として、①各国の外貨建て資産の外貨建て負債に対する比率が97年の1.1倍から2003年には2.5倍に拡大したこと（図表45）、②対外債務に占める短期債務の割合が97年の65.6%から2003年には54.8%に低下したこと、をあげている。

これに関しては、留意点が三つある。第1に、国内債券市場の拡大とダブル・ミスマッチの改善との間の因果関係である。外貨建て債務が減少した要因としては、変動相場制への移行による各国の為替リスクの拡大や国内金利の低下も重要であると思われ、両者の間の因果関係を明らかにすることは容易ではない。

図表45 各国の外貨建て資産の外貨建て負債に対する比率



(資料) ADB [2004]

第2に、対外借り入れポジションの把握方法である。これを正しく把握するには、集計量による方法では不十分であり、企業の外貨建て資産・負債を期間別に把握しなければならない。また、派生商品を利用している場合には、それを考慮する必要がある。しかし、それらのデータを入手することは、実際には困難であろう。

第3に、ダブル・ミスマッチがもたらす脆弱性の評価である。これを評価するには、対外借り入れポジションの把握に加えて、金利リスクや為替リスクがどの程度のものか、また、それらの相互作用が企業収益にどのような影響を与えるか、などを分析しなければならない(注78)。

集計量で通貨のミスマッチを把握する試みとして、Goldstein and Turner [2004] のAECM (Aggregate Effective Currency

Mismatch)がある(注79)。外貨建て純資産(資産-負債)がマイナスの場合(プラスの場合)、 $AECM = [外貨建て純資産 \times 債務総額 \div 輸出額(輸入額)]$ と定義され、必ず負の値(正の値)をとる。その絶対値が大きいほど、通貨のミスマッチが深刻であることを示す。

AECMは、通貨のミスマッチがもたらす影響をより正確に把握しようとする試みであり、考案者によれば、過去の多くの通貨危機の直前においてAECMが大きな値をとっていたという。ただし、これはあくまでも集計量による分析であり、企業ベースの対外借り入れポジションの把握と併用して考えるべきであろう。

(注77) ADB [2004] による。

(注78) IMF [2005a] による。

(注79) AECMは、Asian Bonds Onlineにおいて国ごとに算出・発表されている。

(補論2) ミクロベースで企業の資金調達構造を分析する意義

第V節で行った分析は、企業部門の資金循環データに基づいたものである。これに対し、通貨危機の原因として企業の負債比率の高さが重要であったという認識(注80)から、企業のバランスシートデータを用いた資金調達構造の分析が行われるようになった(注81)。このアプローチも社債市場の分析との関連で重要なものと考えられ、ここで簡単に説明す

る。

一般に、企業の資金調達構造の分析は、調達手段ごとにエージェンシー・コスト（注82）に差があり、それらが何らかの制度的要因によって変化することにより企業の資金調達方法が変化する（相対的にコストが低下した調達手段の利用が増える）という考え方に基づいている。

ただし、このような分析では一般的に被説明変数は負債比率であり、「負債＝銀行借入れ」という形で単純化されている場合が多い。この点は、アジア諸国に関する研究においても同様である。したがって、この分析を社債の研究に応用する場合には、負債項目を細分化する必要がある。三重野〔2006a〕は、アジア諸国の場合、企業間信用（企業グループ内での信用はしばしば内部資本市場と呼ばれる）のウェイトが高いため、少なくともこれを分離すべきであると指摘している。

アジア諸国に関する研究において、エージェンシー・コストに影響する要因として重視されているのは、企業の所有構造である。所有の集中度や企業の種類（上場企業、外資系企業、財閥系企業など）により、資金調達方法に特徴があるという結論が導き出されている。このようなタイプの研究はまだ多くはないが、今後、「どうすれば社債の発行体を増やせるか」という問題への回答を得ることに応用出来る可能性もあろう（注83）。

三重野〔2006b〕は、アジア諸国では企業

間信用が重要な役割を果たしており、また外資系企業の場合は内部留保に依存する割合が高いため、社債の発行が拡大し、それを生産的な投資に充当することは難しいのではないかと指摘する。その上で、社債の発行拡大の可能性を探るためには、発行体の候補である大手民間企業、すなわち地場企業グループや外資系企業の資金調達方法の特徴を詳細に把握することが必要であるとしている。これは、一般的な市場育成の枠組みに加えて、以上のような踏み込んだ分析が必要であることを主張するものである（注84）。

（注80）通貨危機が近づくにつれて企業の負債比率が上昇していたことを指摘する先行研究が多くみられる。

（注81）以下の記述は、三重野〔2006a〕に基づく。

（注82）経済活動に関する行為が依頼人（principal）から代理人（agent）に委託されていると考えた場合に、代理人が依頼人の利益に合致しない行動をとることから発生するコストをエージェンシー・コストと呼ぶ。企業の資金調達においてエージェンシー・コストが低いものが優先的に選択されると考えれば、内部留保→負債ファイナンス→株式ファイナンスという順序が想定出来るが、この考え方をペッキング・オーダー仮説という。

（注83）永野〔2005〕（「第4章 東アジア企業の社債発行」）は、将来の返済能力の確実性が社債発行と密接に関連するという仮説に基づき、インドネシア、マレーシア、フィリピン、タイ、韓国の社債発行の決定要因に関する実証分析（プロビットモデルによる）を行った。分析の結果、総資産規模、株式公開後の経過年数、ROAの変動率などの説明力が高く、仮説が裏付けられたとしている。企業の種類に関する要因は考慮されていないが、アジア諸国の社債発行の決定要因に関する先駆的な業績であり、情報の非対称性が小さく、また倒産確率の低い企業が社債を発行している事実を計量的に裏付けた意義は大きい。

（注84）三重野・半田〔2006〕は、このような分析の前段階として、社債市場の拡大の可能性と日系企業の資金調達方法を分析することを目的に、タイとマレーシアの上場企業および未上場企業のバランスシートデータを整理した。その結果として、いくつかの重要な事実が指摘されている。①これらの国では主要企業が上場していないことが多く、上場企業のみでの分析からは誤った結果を得る可能性がある。②未上場企業は企業間信用などの内

部資本市場に依存する割合が高い。③2カ国の経済活動における外資系企業、特に日系企業の比重が非常に高い。そして、日系企業は負債比率が低く、また、親会社からの資本・負債調達（増資、親子ローンなど）や企業グループ内信用に依存する割合が高い。

文献リスト

1. 浦出隆行 [2005] 「アジア債券市場育成を巡るこれまでの経緯および近時の動向について」(野村資本市場研究所『資本市場クォーター』SUMMER)
2. 川村雄介 [2006] 『最新証券市場』(財経詳報社)
3. 国際金融情報センター [2000] 「アジア9カ国の倒産法整備の現状と実際の運用」(財務省委嘱調査、3月)
4. 国際通貨研究所 [2003] 「東アジア諸国の決済システム」(財務省委嘱調査)
5. 国際通貨研究所編 [2004] 『国際金融読本』(東洋経済新報社)
6. 国際通貨研究所 [2006] 「財務省委嘱 通貨為替制度に関する研究会」(3月)
7. 財務省 [2003～2005] 「アジアにおける債券市場研究会」各回議事記録・資料および最終報告書
8. 清水聡 [2003] 「アジア諸国の債券市場の発展とその意義」(日本総研調査部環太平洋研究センター『環太平洋ビジネス情報RIM』Vol.3 No.8)
9. 清水聡 [2006] 「アジア債券市場育成の現状と課題」(日本総研『Business & Economic Review』6月号)
10. 宿輪純一 [2006] 『アジア金融システムの経済学』(日本経済新聞社)
11. 首藤恵 [2001] 「マレーシアの金融危機と民間債券市場」((財)日本証券経済研究所『証券経済研究』、1月)
12. 竹内淳 [2005] 「アジアの債券市場育成とアジアボンドファンド」(『日本銀行調査季報』10月号)
13. 竹内淳 [2006] 「アジア諸国における債券のクロスボーダー取引阻害要因」(『日本銀行調査季報』1月号)
14. 永野護 [2005] 『新アジア金融アーキテクチャ』(日本評論社)
15. 橋本基美 [2004] 「市場開放段階に移行するマレーシアの資本市場改革」(『資本市場クォーター』第7巻第3号、2月)
16. 三重野文晴 [2006a] 「途上国企業の資金調達：東アジア諸国の事例」(奥田英信・三重野文晴・生島靖久『開発金融論』日本評論社所収)
17. 三重野文晴 [2006b] 「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認識」(国際協力銀行『グローバル化下のアジアと日本の役割』所収)
18. 三重野文晴・半田晋也 [2006] 「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」(国際協力銀行『開発金融研究所報』第31号、9月)
19. 山上秀文 [2006] 「東アジアの金融・資本市場のあり方—クロスボーダー債券からアジア通貨バスケット建て債券へ—」(財務省財務総合政策研究所『フィナンシャル・レビュー』第83号、5月)
20. 吉田悦章 [2006] 「イスラム金融の現代的進展とわが国金融業界へのインプリケーション」(外国為替貿易研究会『国際金融』2006年2月15日号)
21. ADB [2004]. "Asia Bond Monitor," Nov.
22. ADB [2005a]. "Asia Bond Monitor," Apr.
23. ADB [2005b]. "Asia Bond Monitor," Nov.
24. ADB [2006a]. "Asia Bond Monitor," Mar.
25. ADB [2006b]. "The Asia-Pacific Restructuring and Insolvency Guide 2006"
26. Bank Negara Malaysia [1999]. "The Central Bank and the Financial System in Malaysia".
27. Bank Negara Malaysia *Annual Report*, various issues
28. Bank of Korea. *Financial Stability Report*, various issues
29. Batten, Jonathan A. and Peter G. Szilagyi [2006]. "Developing Foreign Bond Markets: The Arirang Bond Experience in Korea," IIS Discussion Paper No.138, May
30. BIS [2002]. "The Development of Bond Markets in Emerging Economies," BIS Papers No.11, Jun.
31. BIS [2006]. "Developing corporate bond markets in Asia," BIS Papers No.26, Feb.
32. Dalla, Ismail. [2006] "Asset Securitization Markets in Selected East Asian Countries," in Ghosh, Swati R. ed. *East Asian Finance: The Road to Robust Markets*, World Bank.
33. Eichengreen, Barry and Pipat Luengnaruemitchai [2004]. "Why doesn't Asia have bigger bond markets?" Mar.
34. EMEAP [2006]. "Review of the Asian Bond Fund 2 Initiative," Jun.
35. Endo, Tadashi [2001]. "Corporate Bond Markets Development," in *Bond Market Development in Asia*, OECD Proceedings.
36. Financial Supervisory Service. *Weekly Newsletter*, various issues
37. Ghosh, Swati R. ed. [2006]. *East Asian Finance: The Road to Robust Markets*, World Bank.
38. Goldstein, Morris and Philip Turner [2004]. *Controlling Currency Mismatches in Emerging Markets*, Institute for International Economics, Apr.
39. Gyntelberg, Jacob, Guonan Ma and Eli M. Remolona [2005]. "Corporate bond markets in Asia," BIS Quarterly Review, Dec.
40. Gyntelberg, Jacob and Eli M. Remolona [2006]. "Securitization in Asia and the Pacific: implications for liquidity and credit risks," BIS Quarterly Review, Jun.

-
41. Harada, Yasuhiro [2005]. "The Role of Credit Rating Agencies in Asia's Emerging Bond Markets-The Japanese and Korean Experience," material for the seminar in 2005 ADB Annual Meeting .
 42. Harwood, Alison ed. [2000]. *Building Local Bond Markets An Asian Perspective*, IFC.
 43. IMF [2005a]. "Corporate Finance in Emerging Markets," Global Financial Stability Report, Apr.
 44. IMF [2005b]. "Development of Corporate Bond Markets in Emerging Market Countries," Global Financial Stability Report, Sep.
 45. Kang, Suk-In [2004]. "The Growth of the Korean Credit Rating Industry and ABS Market, and Tasks for the Asian Bond Market," paper for the seminar in 2004 ADB Annual Meeting.
 46. Korea Securities Dealers Association [2006]. *Securities Market in Korea*, 2006
 47. Ma, Guonan and Eli M. Remolona [2005]. "Opening markets through a regional bond fund : lessons from ABF2," BIS Quarterly Review, Jun.
 48. Menon, Suresh [2004]. "Development of Regional Standards for Asian Credit Rating Agencies Progress and Changes," material for the seminar in 2004 ADB Annual Meeting.
 49. Quah, Renee [2006]. "ABS Round-up 2005," RAM Structured Finance Ratings, Apr. 12.
 50. Schmidt, Florian H .A. [2004]. *Asia's Credit Markets*, John Wiley & Sons (Asia) Pte Ltd.
 51. Securities Commission (Malaysia). *Annual Report*, various issues
 52. Shirai, Sayuri [2001]. "Overview of Financial Market Structures in Asia," ADBI Working Paper No.25, Sep.
 53. Takagi, Shnji [2001]. "Developing a Viable Corporate Bond Market under a Bank-Dominated System – Analytical Issues and Policy Implications," in *Bond Market Development in Asia*, OECD Proceedings.
 54. The Thai Bond Market Association [2006]. *Thai BMA Monthly Summary*, Jan.
 55. World Bank [2005]. "Report on the Observance of Standards and Codes : Corporate Governance Country Assessment Thailand," Jun.
 56. Yoshitomi, Masaru and Shirai, Sayuri [2001]. "Designing a Financial Market Structure in Post-Crisis Asia," ADBI Working Paper No.15, Mar.