

Sep 30, 2000
No.1, 2000

IIMA

Institute for International Monetary Affairs

Research Report

(財)国際通貨研究所

インドネシアの金融システムと債券市場

浅田 一

目次

(はじめに)

1. 直接金融と間接金融
2. 直接金融システムの制度的枠組み
3. 債券市場の概要
4. 国債流通問題
5. 中長期的課題

(はじめに)

新千年紀に入ったアジア各国の通貨・経済危機からの回復は心強い事ではあるが、HLIs (Highly Leveraged Institutions) による円建キャリー・トレードの 1998 年秋以降の unwinding に誘発された円高や 1999 年半ば以降の原油をはじめとする一次産品市況の回復といった windfall 要因に後押しされた面も否定できず、また各国ごとにはそれぞれの抱える問題に応じて経済再建策が取られてきたが、その進捗状況にはかなりのスピード格差がある事に加え、またそれが故に通貨危機の再発、就中その contagion に対する preventive な施策についての comprehensive な新しい国際通貨制度・枠組みが整備された

わけではないところから、アジア経済の基本的な vulnerability は依然として解消されていない事に十分留意しておく必要がある。国際金融面では、アジア各国が危機の再発を予防し、健全な経済発展を定着させるための重要な課題の一つは、国際的短期資本移動からの negative な影響を排除しつつ貯蓄を産業資金として mobilize させるメカニズムを再構築することである。本稿ではアジア通貨危機の打撃が最も深刻であったインドネシアを対象とし、その間接金融システムが 4 . において見るように依然として大きな問題を抱えており本格的な再生には尚相当の時日を要するところから、資金仲介手段としての債券市場の可能性に注目し、その現状を把握し、問題点を抽出・検討する事を通じてその健全な発展の為の要件を検討する。

尚、本分野における先行研究及び参照すべき資料について纏ったレビューを行う紙幅の余裕がないため、ここで簡単に触れておくこととする。インドネシアの債券市場についての研究は、そもそも市場自体の歴史が浅く未成熟である事及び計数的資料の availability と継続性・coverage に制約がある事から極めて少ないが、このうち最も extensive なものは 1995 年 6 月に世銀が発表した “ The Emerging Asian Bond Market Background Paper - Indonesia ” であり、監督当局・主たる市場構成主体に対する広汎な hearing に基き、独自の推測も交えて可能な限り定量的アプローチを用いて債券市場の問題点と方向性を描き出している。ただ計数面での不整合・出典の不明確性も散見され、実証性に物足りなさが残る点は止むを得ない。次いで Robert F. Emery “ The Bond Markets of Developing Asia ” Westview Press(1997)の第 3 章 “ The Indonesian Bond Market ” が専ら市場において生じた案件・事象についての fact-finding に基いて定性的な興味深い分析を行っているが、世銀(1995)以上に計数的裏付けを欠いている。更に世銀・Emery とともに債券市場が未発達である事の原因として institutional な技術的要因を過度に重視しており、インドネシアの金融システム構造や資金循環構造との関連において債券市場の問題点を抽出する視点が希薄である。この事は多くの後続研究にも共通であり、内外を問わずインドネシア債券市場に関する研究(政府委託研究・各種総研や外国証券会社による調査報告などを含む)の中には専ら「世銀・Emery」を土台にした付加価値の乏しいものが多い。一方、債券市場関連計数の国際比較・分析という点では IMF が毎年刊行する “ International Capital markets ” が大部ではあるが資料として有益である。又、BAPEPAM、DANAREKSA、PEFIND といったインドネシアの債券市場当事者が近時研究・リサーチ機能を強化しており、定量的産業分析・市場分析を含めて有益な research products を開示し始めている。本稿においては主として世銀(1995)以降の、通貨危機を経過した債券市場の新たな展開について関連諸計数や institutional な技術的側面の進捗状況をアップデートするとともに、可能な限り多くの現地市場関係当事者からのヒアリング・資料収集を通じて債券市場が抱える問題点を極力金融システム構造全体との関連において浮彫りにする事を試みた。

【本稿中に使用した主要略称一覧】

BI	インドネシア中央銀行	Rp	ルピア (1999 年末現在)
BAPEPAM	証券監督庁(大蔵省が管轄)		1Rp=0.015 円)
DANAREKSA	国営証券会社	IBRA	銀行再建庁
PEFINDO	国営格付機関	TASPEN	国営年金基金
BEJ	ジャカルタ証券取引所	JAMSOSTEK	国営健保・厚生基金
BES	スラバヤ証券取引所	SBI	BI 発行譲渡性 C/D
BPS	インドネシア統計局	CGI	インドネシア支援国・
IGB	インドネシア国債		機関グループ

1. 直接金融と間接金融

最初にインドネシアにおける直接金融と間接金融の実態について比較・概観しておく。

表 - 1 は銀行貸付の対前年度比増減と株式市場及び債券市場における資金調達額 (年度ごと・市場別の資金調達金額であり、時価総額の増減ではない) を比較したものである¹。本表から、フロー・ベースでは間接金融が圧倒的なシェアを有していること (直近年度における銀行貸付の収縮の主因は IBRA に対する資産移管を含めた不良債権処理)、株式市場における資金調達が通貨危機にもかかわらず順調に増加していること、及び債券が極めて限界的な資金調達手段にとどまっていることがわかる。

表- 1 Fund Raising by Financial Sources

(BI, In Rp bio)

	1995/96	1996/97	1997/98	1998/99
Bank Loan	46,274	63,702	170,716	-110,298
Stock Market	9,541	15,337	19,456	49,726
Bond Market	1,584	4,767	5,280	150

次にストック・ベースで直・間金融を比較した結果が表 - 2 であるが²、間接金融の優位性はフロー・ベースと同様である。項目ごとに特徴を見て行くと、銀行貸付がコンスタン

¹ Loan については BI “Indonesian Financial Statistics(月刊)” の “Commercial Banks’ Outstanding Credits in Rupiah and Foreign Currency”, その他については同 “Stocks and Bond Issued in the Capital Market” から算出

² BI(前掲)及び DANAREKSA “The Indonesian Bond Market-Recent Development and 1999 Outlook” Jan.1999 に基いて作成

トに増加している。但し表 - 2 は暦年(各年末値)ベースの計数であり、実際には1998 年末の銀行貸付は同暦年中のピークからは反落した計数である。株式市場についてはここでは上場株式の時価総額を用いており、通貨危機に起因する株価下落の影響が著しいが、

表 - 2 Banking and Capital Markets (Balance Outstanding)
(DANARESKA, in RP tn)

	1994	1995	1996	1997	1998
Bank Loan	189	235	267	378	487
Stock Market	112	168	220	160	128
Bond Market	5	6	9	15	15

危機以前には銀行貸付に迫る水準にまで達しており、また 1999 年には急回復を見せていることが注目される³。株式市場については 4 . で論ずるように今後 IPO ・ rights issues の形で順次放出されて行く IBRA の保有株の海外投資家による消化が最大の課題であり、インドネシアの直接金融にとって最も優先度の高い課題でもあるが、この点に関する分析は紙幅の関係で割愛する。ただ直接金融のカテゴリーの中でも Equity は、Debt と対比すると法制・税制・情報開示・格付制度・決済システム・流動性といったしばしば論じられる institutional な環境が整備される事が、特に海外投資家にとって自己の責任とリスクにおいてそれなりに納得的な VaR 値が計測可能な環境が得られるための必要十分条件に近いと考えられる為に、volatile ではあっても市場が成長しやすい商品であり、こうした意味で後述するように 1980 年代末以降のインドネシアにおける直接金融のキック・オフが外国人投資家の株式投資によって spontaneous な形でトリガーされた事もごく自然な事象であったと言える。一方本論考の対象である債券市場は、発展途上国においては直接金融を補完する国内貯蓄の仲介手段としてスタートするのが普通であり、その発展は institutional な環境整備以前に、経済自体の発展段階・構造によって規定される面が強い。表 - 2 に見るインドネシアの債券市場の規模(額面発行残高)は GDP(1998 年: Rp943 兆)の 2%未満(因みにマレーシア 63%、タイ 12%、フィリピン 32%、いずれも 1998 年末)に過ぎず⁴、近隣アセアン各国と比較してもその市場としての未熟性が際立っている。以下本稿ではこうしたインドネシアの債券市場の未熟性がいかなる理由・背景によるものであるのかを、同国の金融システム・資金循環システム全体との関連を視野に入れながら考

³ 1999 年末現在の BEJ における上場株式時価総額は Rp452 兆にまで上昇した。これは 1999 年暦年の GDP(Rp1224 兆、2000 年度政府予算案における予想値)の 37%に相当しており(1998 年末時点での同比率は 13.5%)、株式市場の回復振りが顕著である。

⁴ JP Morgan "Asian Financial Markets" July 1999, P.10

察して行く。

2. 直接金融システムの制度的枠組み

まずインドネシアの直接金融（資本市場）政策全体の枠組みについて、技術的側面も含めて概観しておく。同国資本市場の歴史はオランダ植民地時代の1912年、オランダの証券ブローカー13社によるジャカルタ証券取引所の設立にはじまる。1925年にはスラバヤ・スマランにも証券取引所が開設されたが、第2次世界大戦のため1940年にいずれも閉鎖された。1945年8月のインドネシア独立後1950年にはじめて国債が発行され、その円滑な流通を促進する事を主目的として1952年ジャカルタ証券取引所が再開された。1976年には資本市場監督庁（BAPEPAM）及び国营証券会社（DANAREKSA）が設立されたが、1988-89年に海外直接投資受入額の急増を梃子とする国内経済の拡大に対応して銀行セクターを含む金融関連規制の大幅な緩和が行われるまでは上場企業数はわずか24社であり（1999年末現在では319社）、直接金融のための法的・制度的インフラ整備が本格的に着手されたのは1990年代半ば以降である⁵。

現在のインドネシアの直接金融・資本市場政策は二つの枠組みの中で運営されている。一つは1995年11月に制定され1996年1月より施行された「資本市場法」、いま一つは1996年から2000年までを対象期間とする「資本市場発展5ヵ年計画」である。以下この二つの枠組みについて概説する。

(1) 1995年資本市場法⁶

インドネシアの資本市場に関わる法制は1951-52年にかけて制定された臨時証券取引法3法を基本としつつ、その後数多くの大蔵大臣令によって補正・運用されてきたが、1995年に資本市場法が制定され、それまでの法規制がこれに集約・一本化された。本法は18章・116条から構成され、資本市場全般に関わるルールを定めている。逐条解説は割愛するが、その主要なポイントは以下4点である。

- (a) BAPEPAMの権限を強化・明確化（資本市場に関わる業務活動を原則としてBAPEPAMによる認可事項とし、監督責任・違法行為に対する処罰権限を付与）
- (b) オープン・エンド型投信を許可（より広範な貯蓄のmobilizationを狙うもの）
- (c) 資本市場関連専門業者（Custodian, Trustee, 公認会計士、資産評価会社など）に対する法規制を明確化
- (d) 株式・債券発行に関する公募ルール（上場企業に関わる情報開示ルール・インサイダー取引規制・罰則を含む）を規定

すなわち直接金融に関わる事項をBAPEPAMの管轄下に一本化し、BIとの権限関係を

⁵ 詳細はBAPEPAM “Informasi Pasar Modal” ,1996 参照

⁶ Daftar Isi Undang-Undang Republik Indonesia Nomor 8 Tahun 1995

明確化するとともに(但し後述するように周辺業務も含めた資本市場業務に関わる BAPEPAM と BI との間の権限調整は現在も続いている)、投信の導入により銀行預金を補完・代替する資金循環のチャンネルを拡充しようとする狙いである。但し後に見るように、実質的に市場の大半を占めている OTC products (非上場私募債など)が BAPEPAM による規制の対象外であるケースが多く、この事が OTC derivatives や C/P の膨張をもたらし、後に通貨危機の傷口を大きくした遠因となった面も否定できない。

(2) 資本市場発展 5 カ年計画⁷

資本市場法は法規制の集大成にすぎないが、経済政策としての資本市場政策は資本市場発展 5 カ年計画に表明されているため、以下現在の 5 カ年計画の概要について若干詳しく見ていく。インドネシアの資本市場政策は他の経済計画と同様、5 年の中期計画およびそれを含む 25 年の長期計画という形態をとっており、資本市場発展 5 カ年計画は第 2 次長期国家開発計画(1996 年 - 2020 年)に対応した資本市場長期発展計画の最初の 5 カ年計画(1996 年 - 2000 年)として位置付けられている。まず長期(25 ヶ年)計画は、1989 - 90 年におけるインドネシア最初の株式ブームがオフショア投資家に主導されたものであったとの認識の下(この点については資金循環との関連において後述する)、オフショア依存体質の改善・国内市場の育成を展望し、「アセアンにおける最大の資本市場となること」を長期的目標として謳い、その実現のための以下 5 大重点政策を掲げている。

- (a) 経済的に viable な証券業界の育成(経営効率の向上と収益源の多様化を促進)
- (b) 取引の安全性とサービスの質の向上(depository/custody system の整備)
- (c) 取引コストの低減と Fee 体系の定型化・透明化
- (d) disclosure rule の厳正な適用(発行体・証券会社とも)
- (e) 公正で秩序ある市場の形成(小口投資家層拡大のための取引慣行の透明化、価格操作やインサイダー取引の排除)

いずれも極めて妥当な施策であるが、25 カ年計画における目標としてはかなり具体的であり、それだけ現在の資本市場が抱えている問題点(本質的には OTC 取引を中心とする私募市場であること。詳細は後述)を率直に明示しているとも言える。尚本長期計画には、5 カ年計画と異なり具体的なアクション・プログラムが示されていない。一方中期(5 ヶ年)計画は 1996 年 - 2000 年の 5 年間で 25 ヶ年計画遂行のための基礎的インフラ構築期間として位置付け、アクション・プログラムの主眼を小口投資家層拡大による国内貯蓄の mobilization 促進と、そのための制度的枠組みの構築に置いている。具体的には取引のペーパーレス化、証券取引集中決済システムの創設、投資信託の導入、証券会社と custodian banks との間の協調関係の樹立、の 4 点である。これらの点について 1999 年末現在における進捗状況をレビューしてみると、まず取引の完全なペーパーレス化と証券取

⁷ BAPEPAM “Rencana Pengembangan Lima Tahun Pasar Modal(1996-2000)”

引集中決済については株式・債券ともに未実現である。但し株式については Indonesian Central Security Depository (KSEI)が電子決済システムの試行を計画中(advisor として Ernst & Young を起用)であり、当初は対象銘柄を取引高の多い銀行株の一部に絞って手作業からの移行を図ろうとしている段階である。また BEJ は株式の e-trade system を 2001 年中に実現する計画であり、将来は完全なフロアレス化を目指すとしているほか、株式上場基準の改定を実施し、現在の 1 board を企業規模・業績などに応じた 3 board 制に改める構想がある。債券取引も依然として manual であるが、インドネシア金融当局の主要な金融調節手段である SBI の取引は既に電子化・ペーパーレス化されているところから、BI としては債券取引も SBI 決済システムの拡張で対応可能との立場を表明している。一方 BAPEPAM は証券取引を管轄する立場からあくまでも新しいシステムを設計・立ち上げたいとの意向であり、政府部内でいまだコンセンサスが固まっていない。尚ルピアの資金決済については中銀は 2000 年 12 月に RTGS の稼働を予定しており(当初予定の 9 月から延期された)、そのための準備として clearing を same day settlement に移行させたほか、1999 年 8 月より BI Line (銀行間資金取引について BI が電子認証を代行し、on-line で資金決済を行うもの)の試行対象銀行の範囲を段階的に拡大しつつある。次に投資信託については、いわば当 5 カ年計画の「目玉」として鳴り物入りで導入されたものの、1997 年からの通貨危機の発生に出端をくじかれ、またその債券投資の受け皿としての使われ方にも 5 . において後述するような問題があったことから 1999 年末現在の残高は equity fund も含めた総合計でわずか 5 兆 Rp に止まっており、その本格的導入は寧ろ今後の課題として「仕切り直し」となっている。最後に証券会社(BAPEPAM 管轄)と custodian banks (BI 管轄)との間の協調関係の樹立については、証券取引をめぐる BAPEPAM と BI の権限関係の調整がいまだ政府部内で決着していないことを象徴するものであり、そもそもこうしたテーマが 5 カ年計画に謳われること自体に違和感を覚えざるを得ないが、かかる権限調整問題が資本市場政策遂行上のネックの一つとなっている事実は否定できず、後述するように流通解禁後の IGB が SBI と競合すると見られるところから一層厄介な問題となっている⁸。最終年度に入った本 5 カ年計画は資本市場全体に関わるマクロ政策としては妥当なものであるが、その進捗は策定当初予期できなかった通貨危機の大きな影響を受けたこともあり、かなり遅延している状況にある。こうした状況を踏まえ、BAPEPAM は次期 5 カ年計画の草案作成を行っている段階にある。

⁸ IGB の secondary market における流通問題については 2000 年 12 月までは BI, 2001 年以降は BAPEPAM が管轄することで政府部内で暫定的に合意がなされているが、債券取引全般については上述した通り資本市場法の立法趣旨からの BAPEPAM 主管論と SBI 取引・資金決済システムの延長線上での BI 主管論との調整がついていない。

3 . 債券市場の概要

概観したようにインドネシアの債券市場は極めて限界的な市場ではあるが、BES がその機能を専ら公募債の上場と流通に特化させ、株式を中心とするジャカルタ証券取引所 (BEJ) との間で機能を分担しつつ市場育成を行っているところから、BES 上場債を手掛りとして債券市場の特徴と問題点を primary, secondary それぞれについて以下に取り纏めた。(尚 BES の主要な業務はすべてジャカルタで行われている。)

(1) primary

BES における上場債券数(発行企業数ではない)は 1995 年 3 月末には 46 件、1999 年 11 月末現在でも 75 件にとどまっている。この 75 件の PEFINDO (国営格付会社) による格付別内訳を表 - 3 に示してあるが⁹、発行体についての特色は第 1 に信用リスクの二極分化と非投資適格債の多さである。これは通貨危機の影響を大きく受けたことが一因であり、発行体である民間企業部門の債務処理の進捗と業績回復が市場規模の本格的な拡大のための必要条件(十分条件ではない)である。もちろんこの事は間接金融システムの再構築にとっても同様である。(PEFINDO については後述。尚同表中 Non-rated とあるのは PEFINDO 発足(1994 年)以前の発行銘柄及び発行体の合併等による新格付未取得銘柄。参考までに著名な発行体名をカッコ内に例示した。)

表 - 3 No. of Listed Bonds by Rating

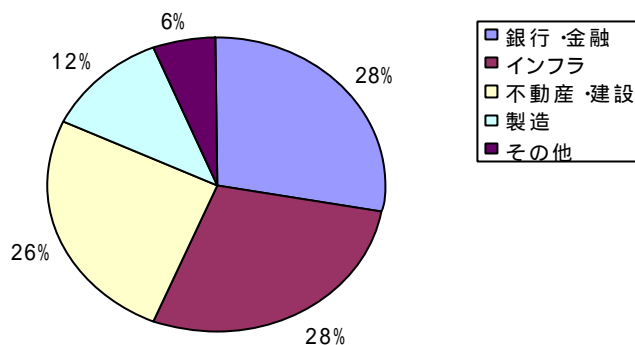
A -	13 (Perum, Indah Kiat)	B +	2
BBB	1	B	11(PLN)
BBB -	2	CCC	7(AstraInt'l)
BB +	6	D	17(BTN)
BB	1	Non-rated	13
BB -	2	Total	75

(Nov. 99, BES, Rating by PEFINDO)

第 2 の特徴は、民間債発行体業種に大きな偏りがある事である。図 - 1 は Asiamoney 誌の調査による 1989 - 1998 年の期間に債券市場で調達された金額の発行体業種別内訳であるが、これによると金融業・インフラ事業 (電力・道路など) 及び不動産・建設業で全体

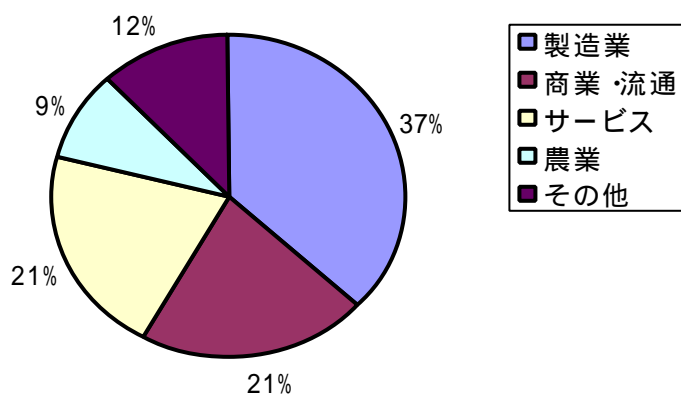
⁹ BES が公表している“Listed Bonds”(上場債券明細表)より作成

図-1 Fund raised by bond issuance
(By industry, 1989-98, %; Asiamoney May 1999)



の 82%を占め、製造業はわずか 12%に過ぎない。金融業（ノンバンクを含む）については金利スワップ市場が未成熟であるため A L M 操作上の長期資金調達手段が(変動金利ベースにせよ)実質的に債券市場に限られているところから起債ニーズを有する事が理解できるが、インフラ・不動産については主要発行体の多くが国営企業であり、公共事業に関わるノン・コマーシャル・ベースの長期資金がいわば財政を代替する形で債券市場を通じて供給されている（この意味で当初から流動性を想定しない私募債的な pre-placement が行われており、実態は直接金融の衣を着た間接金融に近いものである）ことが読み取れる。一方銀行貸付の業種別内訳は図 2 の通り製造業と商業・流通で全体の 60%近くを占めており¹⁰、これと比較すると債券発行体業種の偏りは一層顕著である。

図-2 Commercial Bank Credit by Industry-July 1999(CSFB, %)



次に最近の民間債の発行状況を表 - 4 に取り纏めてみた¹¹。特徴的な事は第 1 に 1997 年

¹⁰ Credit Suisse First Boston "Indonesian Banks", *Equity Research*, Oct. 1999 P.20

¹¹ BES 資料(前掲上場債券明細表、及び債券別クーポン期日明細表)より作成

以降の発行額が総発行残高額の60%以上を占める若い市場であること、第2に固定金利での発行には floating もの (SBI ないし銀行定期預金 + 1% ~ 2%程度) がセットされており、こうした sweetener なしではルピア建長期固定金利資金の調達が困難な事である¹²。(こうした投資家の短期金利選好は後に表 - 9 に見る通り銀行定期預金の maturity structure とも共通のものである。) 第3の特徴は、表には記載していないが1999年中に起債を行った、また今後起債を計画している発行体のほとんどがその資金使途として外貨債務のリファイナンスを謳っていることである。今後民間企業の債務処理の進捗に応じて発行体のこうした起債ニーズは増加してくる事が予想されるが、sweetener 付で期間5-7年、固定金利17%超という現在の発行条件の下で果してルピア建ファイナンスによる外貨建オフショア・ファイナンスの代替が経済的な意義を有するのかどうかについては検討しておく必要がある¹³。

¹²最初の1~2年間を固定金利、以降償還までを floating とするケースもある。

¹³ BPS “Indikator Industri Besar dan Sedang, 1997”, March 1999 によるインドネシアにおける大規模製造業(従業員100人以上)の収益状況参照。また PEFINDO “Credit Insight” June, 1999 によるインドネシア主要65社の利益率調査によると、1994-97年の期間における EBITDA/支払金利(グロス)は5倍前後の水準にあり、Operating income/Sales 比率も30%を超えているところから外貨債務を17%程度のルピア債務に置きかえることは一概に不可能とは断じ得ない。寧ろインドネシア経済にとって、かかるハイ・コスト・エコノミー体質の是正がより重要な中長期的課題であり、また Rp 金利の水準が対米ドル期待切下げ率を含んでいる現状を経済の「ルピア化」によって解消しておくことがインドネシア経済の自立的再生にとって必須である。この点については本稿5.を参照願いたい。

表 - 4 最近の民間債発行状況 (BES,及び現地証券会社 hearing による)

暦年	発行件数	企業数	金額(In Rp,bio)
1997	31	24	7,392
1998	2	1	64
1999	13	5	1,984
【1999年発行分内訳】			
発行体	金額(In Rp. bio)	条件等	
Astra International	499	7year, fixed at 15.5%(1 issue) floating (2 issues)	
Perum	135	floating (1 issue)	
Bank NISP	250	floating (1 issue)	
Indah Kiat	1,000	5 year, fixed at 17.0%(1 issue) 7 year, fixed at 17.8%(1 issue) floating(4 issues)	
Ultrajaya Milk Ind.&Trd.	100	5year fixed at 17.0%(1 issue) floating (1 issue)	

尚 2000 年 1 月末現在 Sampoerna (Rp1,000bio)、Bank Victoria (Rp100bio)、Bank Panin(Rp 500bio)及び Astra Agro(Rp500bio)の起債計画が発表されている。

(2) secondary

表 - 5 は BES における債券取引高(年間)の推移である¹⁴。Secondary market における既発債取引はすべて OTC ベースである。BES は 1997 年に Secondary market の育成を目的として OTC FIS(Over The Counter - Fixed Income Service)を導入し、OTC の定型化を試みているが、それ以前の secondary market にかかわる公表された統計資料はない。1997 年以降も表 5 が示すように 1998 年 99 年の年間取引高は既発債残高の 30%前後に過ぎず(表 - 2 あわせ参照)、債券の secondary market は存在しないも同然である。

¹⁴ BES "Average of Bonds Transaction Report by OTC-FIS" Nov.1999 より算出

表 - 5 Annual Secondary Market Turnover of BES-listed Bonds (BES)

	1997	1998	1999 (1 - 1 1 月)
金額 (Rp、 bio)	7,302	4,861	4,503
件数	1,910	1,476	1,440

ただ、World Bank(1995)は 1993 年の同取引高を当時の既発債残高の 10.2%と推計しており、それとの対比で見ると増勢にはあると言えよう。OTC FIS には Dealer 14 社 (Danareksa, Bahana, Indovest, Vickers 等)、銀行 4 行(BNI,BRI,BII,NISP)、Broker3 社(Inti Prebon 等)の合計 21 社が参画しており、BES がメンバー各社に対して on-line trading facility と市況情報を提供している。

今後債券の secondary market 育成を図って行く上での最大の問題は、民間債に関しては次に見るようにその基本的な性格が illiquid な私募債である事であり、決済制度・depository のような institutional なインフラの不備を解消して行くだけでは不十分であると思われる。こうした中長期的課題については 5 . において、また現在の債券市場が直面している当面最大の課題である IGB の流動化問題については 4 . において考察する。

(3) 投資家と格付機関

投資家

インドネシアの機関投資家の全容を網羅する公表統計資料は存在しないが、およその規模は表 6 のように推定され¹⁵、その対 GDP 比率は増勢にあるとは言え、僅少な水準にとどまっている。1997 年以降については資産規模の推計値が得られないが、後に 5 . で見るように現在 (1999 年) でも GDP の 10%には達していないと思われる。(因みに日本では保険・年金基金の資産残高は GDP の 80% , 米国では 120%程度である¹⁶。)

次に WorldBank(1995)に従って機関投資家の運用資産の内訳を表 - 7 に示す。

¹⁵ World Bank "The Emerging Asian Bond Market, *Indonesia*" June 1995, 大和総研「アジアにおける資本市場形成」1999 年 3 月, 及び IMF "International Financial Statistics"より算出・作成。カバーされている主な機関投資家は TASPEN, ASTEK(現 JAMSOSTEK), 国営・民間企業年金基金及び生・損保。

¹⁶ 日本銀行「資金循環の日米比較:1998 年」、1999 年 7 月

表 - 6 Total Asset of Indonesian Institutional Investors

(World Bank/Daiwa Shoken/ IMF, In Rp bio)

	Amount	% of GDP
1993	17,669	5.4
1994	23,321	6.1
1995	34,251	7.5
1996	43,659	8.2

表 - 7 Asset ownership by institutional investors

(1993, WorldBank, InRp bio)

	Amount	内 pension funds
債券	2,829	2,004
株式	1,248	905
SBI	4,523	2,521
銀行預金	6,385	3,382
貸付等	2,684	1,663
合計	17,669	10,475

データが古いですが、銀行預金と SBI の合計で運用資産全体の 62% を占めており、債券は 16% に過ぎない。但しこの債券運用残高は当時の既発債残高 (Rp4.7tn) の 60% に相当しており、債券市場がこの当時から既に illiquid なターゲット・ディール主体であったことが窺える。World Bank(1995)以降の調査資料がないが、Citicorp Securities Indonesia によれば 1999 年 9 月末現在の pension fund の残高は約 20 兆 Rp, その 90% が銀行預金であり¹⁷、そうだとすると pension fund の残高は 1993 年以降の 6 年間で Rp ベースで 2 倍にしか増加しておらず (この間名目 GDP は約 3 倍になっている)、また運用資産の銀行預金へのシフトが更に加速したことになる。尚 1999 年 8 月及び 12 月に筆者が現地機関投資家・証券会社等に hearing したところでは、債券の 80% 程度が機関投資家に pre-place されており (残り 20% が外人投資家)、債券市場の illiquid な性格にも依然として変化がないようである。このように、機関投資家の育成が進まない上、機関投資家を通じた資金循環がほとんど間接金融形態を取っていることが当国債券市場の成長にとって大きなネック

¹⁷ Jakarta Post "Pension funds stay with banks", Sept. 30 1999

になっていると言えよう。(後述5.参照)

格付機関

インドネシアにおける格付制度は未だ有効に機能する段階に至っていない。格付制度は国営格付機関PEFINDOの設立(1994年)にはじまる。同社はインドネシア唯一の格付機関として長期債務・コマーシャルペーパー及びGeneral Obligation(企業)の3種類の格付を行っており、1996年8月以降S&Pと提携してノウハウの導入を図っている。公募上場債(MTN,コマーシャルペーパーを含む)には格付の取得が義務付けられており、同社は必要に応じて格付の見直しも行っているが、所謂「勝手格付」は行っていない。同社の格付表示はS&Pに準じており、長期債務及びGeneral ObligationについてはAAAからDまで(AAからCCCまでは+/-)の20段階、コマーシャルペーパーについてはA(1-4)からDまでの7段階である。但し同社による格付は“idAAA”のように表示される事が特徴であり、その格付が他のインドネシアにおける債務者との相対的比較(relative to other Indonesian obligors)における評価であることを意味している¹⁸。加えて上述の通り格付制度自体の歴史が浅いことから信用リスクDB(data base)の蓄積が不十分、かつ表-3に示したように通貨危機に伴うデフォルトが急増したところから格付とYTM(yield to maturity)との相関に歪みが大きいこともあって、格付制度が投資家のリスク判断に本格的に寄与するには、尚相当の時日をかけてDBの蓄積を行ってゆくほかに方法はないと思われる。同社は格付に関連したさまざまな定量分析、産業調査、業界分析なども手がけ、リサーチ機能の充実を図っており、その成果は徐々に実現して行くものと思われる。

4. 国債流通問題

以上corporate bondを中心にインドネシアの債券市場の概要について見てきたが、現在の債券市場が直面している最大の課題は国債(IGB)の流動化である。そこで4.においては国債に関わる諸問題について検討する事とする。インドネシアはこれまで財政均衡原則を採り国債発行を行っていなかったが、1998年以降は金融部門の再構築の為に金融システムへの公的資金の注入とその資金調達のための国債発行(但し後述するようにIGBは銀行株式と交換される形で発行されており現金の移動は発生していない)を行っている。以下まずIGBの発行状況について概観し、次にその流通上の問題点と方向性を検討する。

¹⁸ PEFINDO (1999)

(1) I G B の発行状況¹⁹

インドネシア大蔵省は 1998 年 1 月に設立された金融再建庁(IBRA)の下で破綻銀行の管理・一部民間銀行の国有化・国営銀行の再編などの金融システム再生策を進めてきたが、1998 年 12 月に銀行を自己資本比率によって A,B,C の 3 段階に分類し、それぞれのカテゴリーについての処置を決定した。A (74 行、自己資本比率 4%以上) は自力で再生、B (37 行、同率 4%未満～ 25%以下) は viability や社会的影響度などを含めた定性的検討を経て閉鎖・国有化又は資本注入(re-capitalization)により自己資本比率を 4%以上の水準に引上げて再建、C (17 行、同率 25%以上) は閉鎖とした。また、国営銀行及び既に国有化されている民間銀行についても同様に定性的検討を経て資本注入が決定された。更に原則として国有化又は re-capitalize された銀行の第 5 分類資産 (270 日以上の延滞) と、閉鎖された銀行の全資産が IBRA に移管される事となった。こうした一連の措置の結果、1997 年 9 月末から 1999 年末までの期間に国営銀行 7 行は 4 行に集約され、民間銀行は 160 行中 66 行が閉鎖され、74 行がカテゴリー A として存続し、13 行が国有化され、7 行が国有化されずに re-capitalize される事が決った。Re-capitalization のスキームは、自己資本比率 4%を達成するために必要な資本注入額の 20%を株主(ないし他の投資家)が出資することを条件に政府が残り 80%を出資するもので、この政府出資部分が新発国債によって払込まれる(即ち新株と交換される)。従って re-capitalization を受ける銀行のバランス・シートは資本金(増資部分)が国債で運用されている形となる。

こうして発行された国債の残高は、BI によると 1999 年末現在 Rp282 兆(1998 暦年の GDP の 30%)あり、マイナスの自己資本比率を 0%まで上げる為の増資相当分(Tranche1、変動金利、3 ヶ月物 SBI、期間 3 - 10 年)及び 0%から 4%まで上げる為の増資相当分(Tranche2、固定金利、5 年物 12%及び 10 年物 14%)から構成されている²⁰。

かかる国債の内 Rp255 兆が譲渡可能であり、その内訳は固定金利債(12%)が Rp22.4 兆、同(14%)が Rp28.9 兆、SBI リンクの変動利付債が Rp204 兆である。譲渡可能国債 Rp255 兆の流通は 2000 年 1 月末までは凍結されていたが、国債保有銀行は 2000 年 2 月 1 日以降、差当りその保有額の 10%までを売却(=トレーディング勘定へ振替)できることとなり(今後順次増加の予定)、同日 BES にまず第 1 陣として 4 種類、合計 Rp2.2 兆の IGB が上場されたところから、将来大規模な国債流通市場が誕生する可能性が生じている。そ

¹⁹ 4. - (1) 及び (2) 中、金融機関の re-capitalization の経緯及び事実関係に関わる部分は主に東京三菱銀行「再生に向けたインドネシア経済の課題」同行調査月報 No.43,1999 年 10 月、Credit Suisse First Boston 前掲書、1999 及び BI “Policy Implementation in 1999 and Policy Directions for 2000” Jan. 2000 による。

²⁰ このほかに Tranche3 として BI が通貨危機の際に閉鎖された銀行に対して実行していた緊急融資 (BLBI) に見合う国債 (Rp218 兆、CPI リンクの変動金利) が発行されているが、流通解禁対象にはなっていない。

ここで、こうした国債の secondary market の問題点と方向性について以下(2)にて検討してみる事とするが、その前に、インドネシアの金融システム自体の rehabilitation plan 自体について詳述する紙幅の余裕がない為、ここでその進捗状況について要点のみ補足しておく。

IBRA の使命は存続可能と判断された金融機関の再生(資産処分、株式上場~典型的には BCI, Bank Mandiri~を含む)及び金融機関から譲渡を受けた債権の処理(corporate debt の re-scheduling, debt-to-equityswap や、それにより取得した株式の内外投資家への売却~例えば Astra International~)を通じた金融システムの rehabilitation の推進、IGB の早期償還を含めた財政負担の早期軽減であり、その特徴は corporate debt の処理にまで大きく踏み込んでいる事である。こうした corporate debt 処理のメカニズムとしては、周知の通り IBRA のほかに INDRA(実質的には機能せず登録期限延長を繰り返しており、現在の期限は2000年6月)及び Jakarta Initiative Task Force が通貨危機以降設立されたが、IBRA との重複問題もあった為2000年1月に Financial Sector Policy Committee(経済調整相をヘッドに蔵相・貿易産業相・BAPPENAS 長官などで構成)が設立され、これが IBRA を中心とする3つの債務処理メカニズムを統括することとなった。ただ IBRA の運営も決して順風満帆と言うわけではなく、2000年初以降長官の突然の更迭(アブドラフマン政権下の新たな crony capitalism との観測もあった)、Bank Bali 事件に象徴される巨大な資産と権限を有する IBRA 幹部の corruption 疑惑、Astra International の株式放出をめぐる IBRA と BAPEPAM との(一時的な)見解の対立、BCA の IPO をめぐる上場基準の恣意的変更など、背景が見えにくい多くの問題が生じており、経済・市場の民主化・透明化が決して簡単な事ではない点に充分注意を払う必要がある。

(2) I G B 流通の問題点と方向性

まず IGB の供給サイドから見ると、予定された民間銀行の re-capitalization はほぼ終了しているが、今後追加的に必要となる re-capitalization の規模(従って国債追加発行の必要性)はまだ確定したわけではない。その理由は第一に、カテゴリー A の銀行(re-capitalization の対象外)については不良債権の IBRA への移管が認められていない為自己資本比率 4%を下回る先が少なからず出てきており、またカテゴリー B についても IBRA に移管したのは第5分類資産のみであり、第4分類以下の不良債権のキャリアーによる資金業務の negative spread が解消されていない事、第二に本格的な国営銀行の re-capitalization には今後相当の時日を要する事(Kwik Kian Gie 経済調整相は2000年中に終了させたいと発言)である。Re-capitalization が完了するまでに必要な国債発行金額推計値は、既発行分 Rp282 兆 も含めて Rp352 兆(東京三菱銀行、1999)から Rp392 兆(BI)まで幅があるが、上記のような国債追加発行の可能性を考慮すると Tranche3(注20参照)を含めて GDP の 50%を上回る規模に達する可能性を否定し得ない。

一方需要サイドの主たる源泉としては、投資家の既存ポートフォリオからのシフトと海

外投資家からの新規需要とが考えられる。まず既存ポートフォリオからのシフトの可能性について見ると、3 - (3) で見たように機関投資家の Rp 建資金運用の大半が SBI と銀行預金である。まず表 - 8 に SBI 残高及びその保有主体の推移を示す²¹。これに見るように SBI はほとんどが国内銀行によって保有されており、非銀行部門及び海外部門(外国政府・中銀を含んでいる)の保有額は小さい。従って SBI が IGB に代替されるとすれば銀行の資産ポートフォリオが動くこととなるが、SBI (短期) と IGB (長期) は期間の相違以外は商品性が類似しており (いずれもリスク・ウェイトはゼロ、かつ IGB (変動金利) の表面金利は SBI 金利を適用)、銀行にとって積極的にシフトを行う incentive は乏しい。

表 - 8 SBI Outstanding by Holder

(IMF/BI, in Rp bio)

	Domestic Banks	Others (domestic)	Foreign	Total
1995	5,284	6,567	0	11,851
1996	12,119	6,458	0	18,577
1997	3,714	3,465	4,334	11,513
1998	42,008	657	7,050	49,715
May-99	na	na	na	59,360

また上述したように多くの銀行が資金業務の逆鞘を抱えつつ自己資本比率の維持・向上に腐心している現在、RORA が無限大である IGB が売却される可能性は乏しいものと見るのが妥当である。従って IGB による SBI の代替は、銀行に対する政治的圧力などの経済外的要因がなければ、短期の IGB - repo という形で限界的に行われる程度に止まるものと考えられる。次に商業銀行全体の Rp 建定期預金残高とその期日別内訳の推移を表 - 9 に示す²²。Rp 建定期預金残高は GDP の 30% を超える水準にあり、re-capitalization の為に発行された IGB 残高を上回っているところから、IGB へのシフトの原資としてカウントすることは出来る。但し投資家(預金者)の流動性選好の強さが預金期日 1 ヶ月物への極端な集中に現れており、定期預金から IGB に多少シフトが起るにせよ、SBI の場合と同様短期 repo 類似の形態に止まるものと思われる。

²¹ IMF “Staff Country Report No.99/39”, May 1999, Table33 及び BI(前掲)より作成

²² BI “Indonesian Financial Statistics”

表 - 9 Rp Time Deposit outstanding by maturity

(BI, In Rp bio)

	1m	3m	6m	12m	24m	Others	Total
1995	22,309	19,303	22,752	16,939	1,365	6,226	88,894
1996	31,779	24,085	31,625	22,084	1,175	8,417	119,165
1997	56,524	23,469	10,705	19,887	266	14,892	125,743
1998	201,676	45,011	3,792	17,786	188	34,563	303,016
May-99	234,209	34,184	6,150	16,500	131	33,666	324,840

以上がインドネシア国内における金融資産形態のシフトによる IGB 流動化原資の動員の可能性であるが、最後にインドネシア全体としてもネット資金調達増につながり得る非居住者による IGB 投資の可能性について検討してみよう。SBI については表 - 8 で見た通り既に僅かではあるが海外部門からの投資があり、非居住者の短期的資金運用手段としては IGB が SBI を代替することはあり得よう。但し IGB がある程度の流動性を備えた本格的な投資対象として、償還までの長期保有も含めた資産運用ポートフォリオとして非居住者投資家に受け入れられるためには、少なくともカントリー・リスク・プレミアムが IGB の pricing に適切に反映される事が必要である²³。こうしたインドネシア・プレミアムの水準を的確にあらわすメルクマールは存在しないが²⁴、格付が類似した、比較的高い流動性を有する他のソブリン債から推測することが可能である。インドネシアの長期ソブリン格付は 2000 年 1 月 21 日現在 B - (Fitch IBCA) であるが、これに近い格付で流動性が比較的高いソブリン銘柄はトルコ国債 (同 B+, 米ドル建、2007 年 9 月償還、クーポン 10.0%) である。このトルコ国債の同日現在の T-spread (Financial Times による) は 3.9% であり、インドネシアの格付がこれより 2 ノッチ下であることを考慮すれば、7 - 10 年物の IGB が海外投資家に受け入れられるためのインドネシア・プレミアムの水準は 5% 程度であろうと考えられる。2000 年 1 月下旬における SBI 金利 (3 ヶ月もの) は 12% 内外であるから、これに 5% を加えた 17% がインドネシア・プレミアムを考慮した secondary market における IGB (7 - 10 年程度) の最低利回りの目途値であり、positive なイールド・カーブを前提とすれば更に高い水準となる事が想定される。従って既発 IGB (Tranche2、5 年及び

²³ インドネシアに対する海外からの投資流入のメカニズムとそのリスク・プレミアムとの関係については小松正昭「インドネシア金融部門-金融自由化政策と今日の金融危機の背景-」、大蔵省『ASEAN 4 の金融と財政の歩み』1998 年 11 月、213 - 214 ページ参照

²⁴ 通貨危機以前に米ドル債 (ヤンキー債) が発行されたことがあるが、流通高が少ない為 secondary market におけるインドネシア・プレミアム測定の基準としては適切ではない。

10年、クーポン12%及び14%)が流動化された場合の価格は大幅なディスカウントとなることが確実であり、現在IGBを保有している銀行が売却損を計上し、またクーポン収入を失ってまでIGBを流動化するincentiveは(経済的側面からは)見当たらない。事実、2000年2月1日に流通が解禁されたIGBの2月中のBESにおける取引は2月18日(出合値96.0)1回だけであった。取引されたのはSeriVR0001債(期日2002年7月25日)で、当初予想された固定金利債ではなく変動金利債(SBI,3m/s)であったが、固定金利債であればディスカウント幅ははるかに大きかったであろうと推測される。Bank Mandiriは業容拡大と収益性向上の見地からIGBを対価にIBRAより健全資産を購入する事を検討しており²⁵、金融システムの健全性が回復されればこうした形でIGBが消却されて行く事になるが、これには長期間を要する。

以上概観した通りIGBの流動化には需給関係・プライシングの面から多くのネックがあり、その何れもが短期的には解消し得ない性格のものであるところから、次の5.において論ずるような債券市場育成の為の、更にはインドネシアの資金循環構造自体に内在する長期的問題点がクリアされるまではIGBは基本的には現状通りwarehouseされ続けざるを得ないものと考えられる。従ってIGBの利払いに伴う財政上の手当が今後とも長期的に必要であり、この点に関する国際機関・支援国の配慮が望まれる。尚BAPEPAM内部にはIGBをBrady Bond類似の外貨建ソブリン債務に置き換え、国際資本市場で消化を試みるべきであるという意見が根強くあり、米国財務省証券に代って一部JGBをこれに組み込めば一見新宮沢構想・円の国際化推進の趣旨にも合致するようであるが、インドネシアがIGBのBrady化を行えば中南米諸国とは異なり新たな外貨債務を負うことになるばかりか、「時間」と「痛み」を伴ってはじめて可能な金融システムの再建にとって麻醉薬(モラル・ハザード)となりかねない危険がある。国際機関・支援国としてはCGIの場を通じてIGBの利払いに伴う財政上の手当に配慮するとともに金融システムの再建状況を注視し、助言を行ってゆくこと(technical assistance)が肝要であり、IGBのBrady化はこうした枠組みを形骸化し、金融システム問題の根本的解決を先送りにする可能性が高いのではないかと考える。

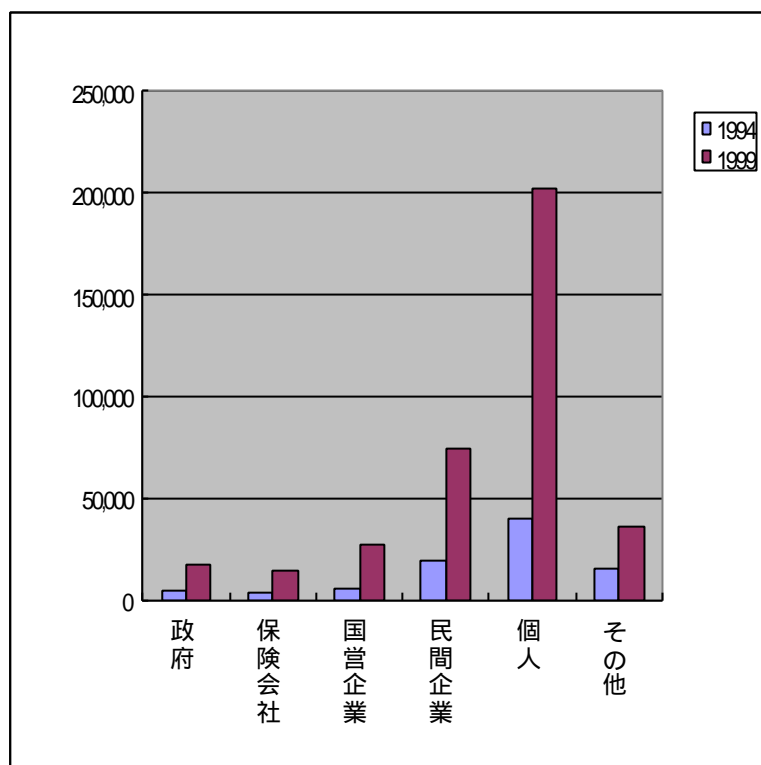
5. 中長期的課題

以上見てきたようにインドネシアの債券市場は主要アセアン各国との比較においても著しく未成熟であり、その理由はinstitutionalなインフラ整備(証券決済・保管制度、法制、税制など)の不足・遅延もさることながら、基本的には間接金融の優位性が極めて強いことにある。即ち発行体にとっては調達可能資金量・利便性いずれの点においても間接金融(オフショアを含む)が勝っており、投資家にとっては流動性に対する強い選好から短期の銀行預金が運用対象として圧倒的に高いシェアを有している。因みにBI統計月報に基

²⁵ Jakarta Post "Bank Mandiri mulls buying IBRA's credit portfolio", Feb.19, 2000

きインドネシアにおける全商業銀行の居住者定期預金残高(外貨を含む)について保有主体別に1994年末及び1999年末の2時点比較を行った結果を図-3に示してあるが、表-

図-3 Commercial Banks' T/Ds by Ownership
(BI, In Rp bio)



7で見た通り機関投資家の資産ポートフォリオに占める銀行定期預金の比率がきわめて高いにも関わらず、定期預金の保有主体から見ると当該5年間の間に大きく残高を伸ばしたのは圧倒的に個人であり、この面からも間接金融の優位性と投資家の機関化の遅延が窺われる。そこで以下インドネシアの債券市場を資金仲介手段の選択肢の一つとして育成して行く為の長期的課題について概観する。

(1) 国内投資家の機関化

貯蓄の mobilization の過程において投資家の機関化が進んでいないことは表-6で見た通りである。以下主要な投資家のカテゴリーごとの現況について見て行く。

まず生命保険業については、主要生保36社で構成する Indonesian Insurance Council の発表によると1998年における生命保険料の総収入は Rp3.13兆、1999年前半では Rp1.9兆であった²⁶。現地 Allianz Life 及び Zurich Insurance によるとインドネシアの生

²⁶ 同上“Life insurance business expected to forge ahead”, Oct.18,1999

保業界の歴史は浅く、生命保険そのものが一般に知られるようになったのは最近の 3 年間程度であり、これから推測すれば生命保険業の総資産は多目に見積っても Rp40 兆を超えることはないと思われる。次に pension fund は、国軍・公務員年金基金(TASPEN)のほか、国営企業・民間企業とも企業単位で個別に設けられるのが普通である。特に国営企業の年金運営の歴史は長く、例えばガルーダ・インドネシア航空の年金基金の創設は KLM の一部門であったオランダ植民地時代に遡る。大手国営各企業は手厚い年金制度で知られ、このことが優秀な人材を確保する上での強力な武器となっており、こうした基金はいずれも膨大な含み資産を抱えていると言われる。資産内容は公開されておらず全くのブラック・ボックスであるが、長年にわたってインフレ・ヘッジの為に不動産投資を積極的に積み上げてきたようであり、多くの国営企業・銀行の入居しているビルが自身の pension fund によって建設・保有されている。土地・不動産の要素所得は米ドル建が商慣行であり、不動産投資がインフレ・ヘッジと並んで実質的な Rp のショート・ポジション造成にも使われているものと見られる。またその資産内容がブラック・ボックスであるところから、親企業・関連企業などの私募債の直接・間接の購入やオープン・エンド型非上場投信などを通じて、市場を経由しない形での、また大口融資規制をはじめとする間接金融に関わる規制をクリアする為に直接金融の衣を纏う形での、資金仲介機能を担っているものと見られる。pension fund の資産規模は既述の通り Rp20 兆とされているが、この計数はその 90% が銀行預金であるとされている事実からしても、市場経由で「表」で運用されている金融資産部分だけを指すものであろうと推測される。最後に国営の健保・福利厚生基金(JAMSOSTEK)について見ると、1992 年に制定された Social Security Law に基き従業員 10 名以上を雇用する事業所は JAMSOSTEK に加入することが義務付けられているが、加入率が 10% 程度にとどまっているためにその総資産は Rp10 兆程度に過ぎない模様である²⁷。

以上から、1999 年末現在機関投資家が保有している金融資産総額は多目に見ても Rp100 兆は超えておらず、GDP の 10% 未満の水準に止まっている事、但し無視し得ない規模の非金融資産が特に国営セクターの年金基金として表に出ることなく運用されていることが推測される。こうした非金融資産・含み資産に対する選好は、個人・家計部門における根強い金地金選好や投資家・預金者の短期金融資産選好と同様に長期的な購買力低下リスクや政治的・社会的「不確実性」に対するヘッジを主たる動機としており、それが故にマーケット・メカニズムに基く金融システム（特に債券市場）が機能しにくいものと推測される。従って、かかる貯蓄の見えにくい部分を資金循環に組み入れるためには経済・社会の構造的な(所謂華僑問題を含めた)変革にまで踏み込む事が必要であり、債券市場・資本市場のインフラ整備だけでは不十分であろうと考えられる。それでは、仮にこのような「見えない」国内貯蓄が最大限に mobilize されたならば直接金融、就中債券市場は資金仲介手段と

²⁷ 同上“Employee social security programs in line for reform”, Jan.11,2000

していかなる位置付けと意義を有するようになるのであろうか。このことを検討するためにはインドネシア全体の資金循環構造を見る事が必要となる。

(2) 資金循環とオフショア問題

まず、債券市場を含む資金仲介機能全体のフレームワークである資金循環構造の問題点について概観する。表 - 10 はインドネシアの資金循環表である²⁸。通常の資金循環表では民間部門が家計部門と企業部門に分かれ、家計が最大の資金余剰部門として他の資金不足部門をファイナンスしているのが普通であるが、インドネシアの場合は家計部門と企業部門が分けられておらず（民間部門の計数は逆算によって算出されている）、またストック・ベースの統計が発表されていない。こうした計数分析上の制約が大きいためここではI-S バランスの分析には立ち入らず、資金循環構造の概要把握とその問題点の指摘にとどめる。

表 - 10 インドネシアの資金循環 (BPS, InRp bio)

	金融当局	金融部門	政府部門	民間部門	海外部門
1995	405	1,800	12,093	-33,729	19,431
1996	264	1,921	13,515	-33,250	17,550
1997	109	2,484	25,421	-54,780	26,766
1998	338	-130,344	6,477	129,894	-6,365

インドネシアの資金循環は通貨危機に伴って金融部門に大量の不良債権が発生した為1998年に異常値を示したが、今後経済の回復に伴って異常値が解消に向かえば1997年以前の安定的な構造に戻って行くものと思われる。通貨危機以前の資金循環の基本構造について見ると、上述した理由から家計部門のポジションがわからないが、家計部門が資金不足ポジションにあることは考え難い。従って企業部門の資金不足が家計部門の余剰のみではカバー出来ず、そのファイナンスを政府部門と海外部門に大きく依存してきたものと言える。このことは家計部門の貯蓄不足やその mobilization の手段としての直接金融・間接金融それぞれのあり方であるとか、それとの関連における債券市場の育成といった事以上に、企業部門のグロス固定資本形成の適正規模の検証(中国においては主要経済政策目標の一つとして管理されている)、政府部門・海外部門からのファイナンスのあり方の検討などがより大きな問題であることを示唆している。これらはいずれも大きなテーマであり先行研究も少ないところから、本稿ではこれ以上の立入りを差し控えるが、検討されるべき問

²⁸ BPS “Neraca Arus Dana Indonesia Triwulanan”, Sept.1999。本表における部門ごとの余剰・不足ポジションはグロス貯蓄からグロス固定資本形成を差引いた計数。

題点を以下に列挙しておく。

民間セクターのオフショア債務問題

最初に通貨危機に hit された最も vulnerable な部門はタイにおいてはノンバンク、韓国においては商業銀行、インドネシアにおいては民間セクターであった。インドネシアにおいてはオフショア借入れ規制(PKLN)が施行されていたもののその実効性についての本格的な実証分析はまだ行われておらず²⁹、現在 IBRA を中心として行われている民間債務処理が一巡し、コーポレートの信用リスク問題が軽減された後のオフショア債務規制のあり方について、PKLN に関わる事実関係及び論点の整理と制度の設計を行っておくことが必要である。この点についてはタイ(BIBF)及びマレーシア(Labuan)の経験が有益な材料となるものと思われ、また「自前」のオフショア市場の創設・政策目標としての固定資本形成の導入を視野に入れた検討が為されるべきであると考えられる。

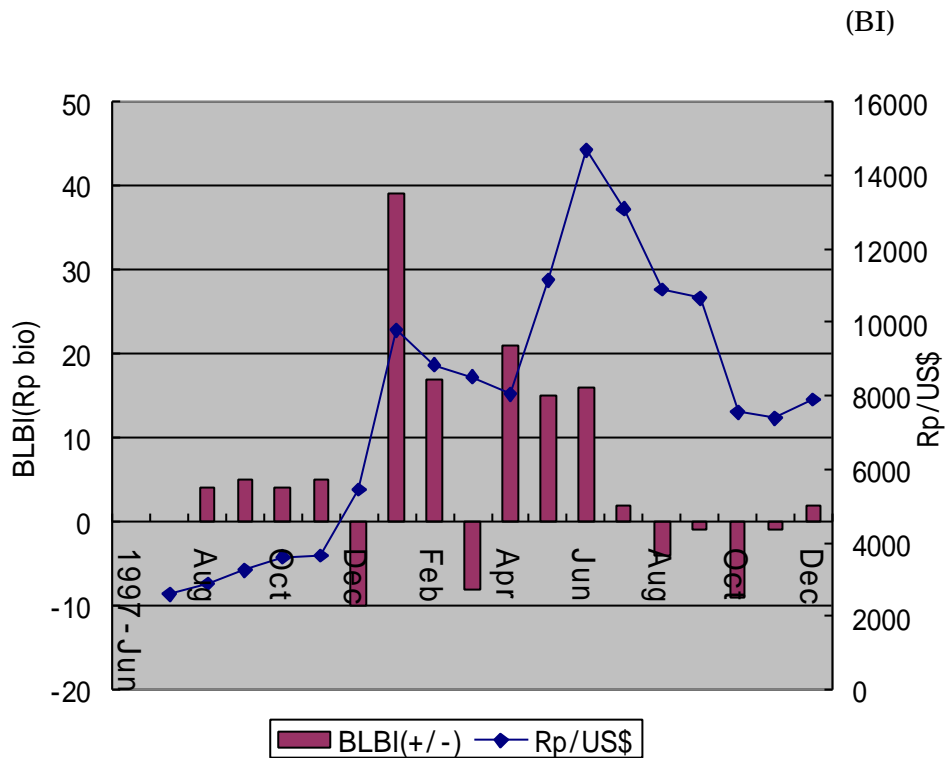
Rp を対価とする為替取引規制問題

IMF 支援を受けた 3 カ国のうち危機が最も深刻であったインドネシアはタイ・韓国と異なり危機直前の時期に経常収支・直接投資が悪化しておらず、すぐれてキャピタル・フライトの犠牲になった面が強いと考えられる³⁰、1997 年秋の通貨危機発生から 1998 年 5 月のスハルト政権崩壊に至る時期の Rp 為替相場暴落の要因分析と、それに基く為替管理導入の是非が本格的に議論される必要がある。この時期の BI による市中流動性供給(BLBI)が適正な審査を経ておらず、キャピタル・フライトの原資として使われた疑いがあるとして国会において BI の責任問題を含めて調査が行われたが、その結果はさておき、1986 年の Rp 切下げ以降 Rp に対する売圧力の昂まりを常に強い金融引締めによって乗り切ってきた BI がこの時期に限って大量の市中流動性供給を行った背景の解明は今後の為替管理政策に活かされなくてはならない。参考までに図 4 に問題の時期における Rp 相場と BLBI(各月末増減ベース)を示しておくが、両者の「山」と「谷」の時期が一致していることに注目すべきである。

²⁹この点については小松，前掲書(217ページ)において重要な問題提起が行われている。

³⁰ 浅田「アジア通貨危機の中間総括と展望」、(財)外国為替貿易研究会『国際金融』第1040号(2000年2月15日)参照

図 - 4 BLBI and Rp/US\$ Exchange Rates



また上記 PKLN の運用及び後述の CGI 問題に関連するが、1990 年代前半までのインドネシアはオフショア債務を専ら政府セクターが CGI を通じて負担することとしていた為、為替管理を行っていなかったとはいえ制度的には実質的 currency board 制がかなり成功裡に運用されていたものと考えられ、このモデルの精査と為替制度の再設計が今後の重要なテーマである。

財政問題

最後に国債との関連において政府部門の状況を検討する。財政の概要を表 - 11 に示す³¹。

³¹BPS “Indikator Ekonomi” Oct. 1999

表 - 11 財政の概要(1998/99, 予算ベース、BPS, In Rp tn)

				%
Expenditure	Routine	Personnel	25	9.5
		Material	11	4.2
		Subsidies to Local Gov.	13	4.9 *
		Amorti&Int	66	25.0 **
		Others	56	21.2
		Sub-total	171	64.8
	Development	Defense/Securities	15	5.7
		Projects	41	15.5
		Subsidies to Local Gov.	7	2.7 ***
		Others	30	11.4
Sub-total	93	35.2		
Grand Total		264	100.0	
Revenue	Domestic		149	56.4
	Development	Program Aid	74	28.0
		Project Aid	40	15.2
	Sub-total		115	43.6 ****

* 地方政府向け補助金は***と合わせて7.6%。これが3倍になる可能性も。

** 元利支払が歳出の25%を占める。

**** 外国援助が歳入の44%に達している。

インドネシアの国家予算は、規模の点ではGDPの30%弱であり、比率としてはほぼ日本(財政投融资を含む)並であるが、表 - 11 に示す3つの大きな問題を抱えている。第1は地方政府向け補助金が急増する可能性である。スマトラ島アチェ、イリアン・ジャヤ、リアウ、東カリマンタンなど、東チモールとは異なり鉱物天然資源を産出する州・地域の独立ないし自治権拡大に向けての動きが急であり、アブドラフマン・ワヒド政権にとって最大の課題の一つとなっている。表 - 11 に見るように中央政府から地方政府に対して補助金が支出されるが、天然資源産出州・地域については一種の revenue sharing (地方政府に対して概ね25%を交付)が行われている。上記の各州・地域の要求の一つはこの revenue sharing 比率を逆転させ、中央25%地方75%にするべきとの主張であり、アブドラフマン・ワヒド政権としてもいずれ補助金の見直しを行わざるを得ないと考えられる³²。州ベースでの財政自治権を強化する動きも出ており、地方債の発行を検討したり格付取得についてPEFINDOと協議を開始する地公体も出てきている。第2は歳出に占める元利支払の

³² 1999年に地方自治関連2法(Law No.22, 25/1999)が成立、財政面を含む地方自治の拡大が謳われているが財政資金配分などの具体的運用は未定。

増加である。2000年1月20日に発表された2000年度国家予算案においては³³、表-11にはまだ含まれていなかったI G B発行に伴う国債利子の支払が歳出の23%を占めた。(但しこの予算案は上述のrevenue sharing問題のほか公務員給与の引上げ、軍事費の増加等多くの争点を含んでおり、今後国会における審議の過程で大幅な修正が加えられる可能性もある。)第3は歳入における外国援助のウエートが極めて大きい事であり、この事は上記した元利支払のウエートの大きさと表裏一体の関係にある。総じて財政の硬直化が進行しているが、その中でも最大の特徴は外国依存度が大きいことである。先に見たように企業部門の固定資本形成が主として海外部門及び政府部門によってファイナンスされてきたわけであるが、政府部門も歳入の半分近くを海外に依存しているものであり³⁴、インドネシアの資金循環そのもののオフショア依存度が極めて高いことがわかる。加えて5. - (1)で見たように土地・不動産も実質的に「ドル化」しており、生産要素中大半がRp建であるのは労働力だけであると言える。このようにインドネシアはこれまで巨大なRpのロング・ポジションを積み上げながら経済開発・発展を図ってきたのであり、通貨危機に際してこれの大規模なre-windingが発生したことが「傷」を深くしたものとも言えよう。従ってインドネシアにとってはオフショアからのショックに対する抵抗力を強化することが今後の経済運営上極めて重要な課題であり、こうした構造的なオフショア依存度の高さは短期間で大きく変化することはない為、国全体としての債務構造の安定化を促進する事が必須である。インドネシアは長年にわたり為替管理導入を回避し、オフショア・ショックに対して敢えて無防備なスタンスを取ってきたが、1999年5月に従来の政策を軌道修正して居住者に対して為替取引に関わる報告義務を課したことは債務構造安定化促進の為のステップとして評価できる³⁵。更に長期的には全生産要素のRp化を進め、Rpのロング・ポジションを徐々に解消して行く事、即ち経済のマクロ・コントロールの中で固定資本形成水準目標を設定し、それと整合的な形で民間セクター・政府セクターそれぞれが適切なオフショア・コントロールを行いながらキャッシュ・フローのRp化を進めて行く事がインドネシア経済の自立・再生にとって不可欠である。こうしたRpベースの金融システム構造が構築されない限り、直接金融、就中債券市場の機能はいかに市場のinstitutionalな整備が行われようとも、いつまでも間接金融のループ・ホール・隠れ蓑であり続けるしかない

³³インドネシアの会計年度は4月-3月であったが、2001年1月より暦年方式に変更される。このため2000年4月-12月は9ヶ月の変則予算となる。

³⁴歳入の外国援助依存度は、Paris Clubでの公的債務のreschedulingに伴い今後表面的には減少する。

³⁵Act of the Republic of Indonesia No.24 of 1999 "The Foreign Exchange Flow and Exchange Rate System", May 17, 1999 及びその後発表された施行細則に基き、外国為替銀行は2000年3月以降1件あたり1万ドル以上の為替取引についてBIへの月次報告を行う事が義務付けられ、違反行為に対する罰則規定も設けられている。

であろう。対インドネシア支援国・機関としては、公的及び民間債務のリスケジュールリングを含めた量的な資金供給や利子補給・信用補完に加えて、為替市場が強いストレス状態に陥った場合の Rp の買支えや流動化された場合の IGB の買支えに関わる資金供与、Rp 建 CGI メニューの導入などを通じてインドネシアが債務のルピア化を促進して行く過程でのオフショア・ショックに対する緩衝機能を果し、為替リスクの負担をシェアすることが有効であろうと考える次第である。

©2000 Institute for International Monetary Affairs

All rights reserved. Except for brief quotations embodied in articles and reviews, no part of this publication may be reproduced in any form or by any means, including photocopy, without permission from the Institute for International Monetary Affairs.

Address: 3-2, Nihombashi Hongokuchō 1-chōme, Chūō-ku, Tokyo
103-0021, Japan

Telephone: 81-3-3245-6934, Facsimile: 81-3-3231-5422

e-mail: admin@iima.or.jp

URL: <http://www.iima.or.jp>

本稿は、当研究所の（株）東京三菱銀行よりの平成 11 年度委託調査「アジア金融市場の現状と展望」プロジェクトでの研究調査内容を、委託者のご好意により電子ファイル化したもの。筆者は、静岡産業大学経営学部助教授。