



アジアの地場格付機関の問題点  
～社債取引推進のために必要なものとは～

経済調査部 副部長 中村 明  
[akira\\_nakamura@iima.or.jp](mailto:akira_nakamura@iima.or.jp)

## 1. はじめに～アジア債券市場活性化へ向けた地域協力

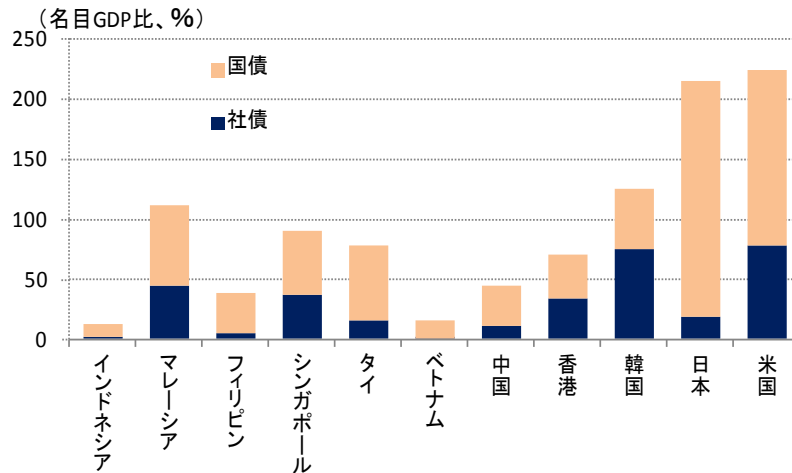
1997年から98年にかけてのアジア通貨危機以降、短期の外貨借入の利用を減らし、銀行システムへの過度の依存を正すことがアジア各国にとっての優先課題となった。外貨での借入を減らすためには、アジア域内で貯蓄を投資に結び付ける道筋が求められた。そうした必要性に即し、アジア各国の政府は債券市場の育成支援を続けてきた。2003年の東南アジア諸国連合（ASEAN）プラス3財務大臣会合で合意された「アジア債券市場育成イニシアティブ（ABMI）」がその代表である。ABMIは、アジア域内の貯蓄が域内の投資に有効に利用されることを目的に、効率的で流動性の高い債券市場の育成を目指すものであり、現在、その考え方は官民を問わず域内各国に広く共有されている。

## 2. アジアにおける社債市場の現状

しかし、そうした各国の官民による取り組みにもかかわらず、債券市場の発展、なかでも社債市場拡大の成果は限定的である。各国の社債市場の大きさを経済規模との対比で見ると、東アジアの途上国は、米国や日本などの先進国に比べて規模が小さい（図表1）。

社債市場の拡大の度合いは国により大きな差がある。市場規模は、ASEAN諸国のなかでは、マレーシア、シンガポール、およびタイ、その他の東アジア地域では香港と韓国がかなりの大きさに達したが、インドネシア、フィリピン、ベトナムは小さい。なお、インドネシア、フィリピン、タイの債券市場は、2008年にグローバル金融危機の影響により幾分縮小したが、程度はさほど深刻でなく、その後回復に転じた。

図表 1：アジア途上国・地域の債券市場の規模

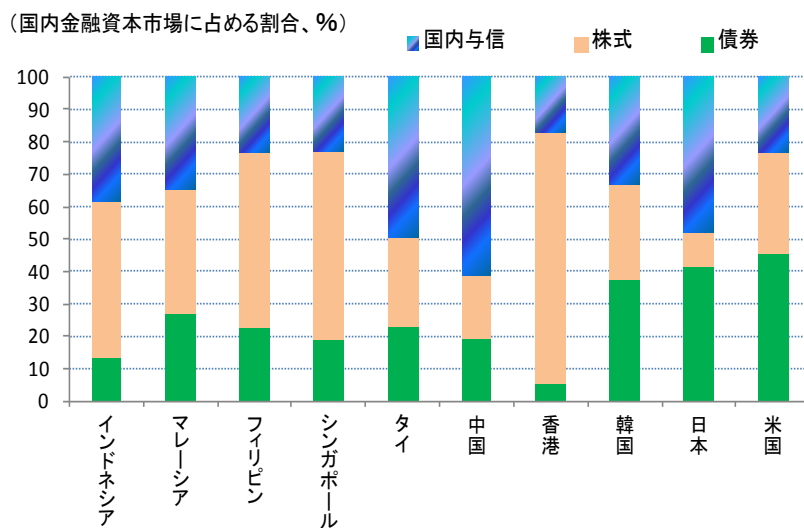


(注) 米国は 2011 年末、その他は 2012 年 9 月末のデータ。

(出所) アジア開発銀行 “Asian Bond Online”、米国 “Flow of Funds Accounts”

社債市場の規模拡大が進まない理由のひとつに、ASEAN 諸国の多くでは日本と同じように、企業が資金調達の多くを銀行借入に頼っていることがあげられる (図表 2)。このような銀行システムへの大きな依存のもとでは、経済の悪化は銀行に集中しやすい。銀行中心の金融システムの良い点は、経済悪化の程度が一定にとどまれる限り、ショックは銀行に吸収され、借り手も預金者も深刻な影響を受けないことである。しかし、ショックが銀行の自己資本で吸収できる範囲を超えると、問題はシステムリスクに発展するため、結果として信用収縮が生じ、長期間にわたり実体経済に害が及ぶ。これは、1990 年代後半に日本が経験し、また現在ユーロ圏が陥っているのを目の当たりにしている通りである。ASEAN 諸国が社債市場を育成する必要があるのはこのためである。

図表 2：アジア途上国・地域の国内資金調達の内訳



(注) 米国は 2011 年末、その他は 2012 年 9 月末のデータ。

(出所) アジア開発銀行 “Asian Bond Online”、米国 “Flow of Funds Accounts”

ただ、社債中心のファイナンスにも、その流動性の高さに起因する善し悪しがある。悪い面は、企業の資金調達に占める社債の割合が大きくなると、経済が危機に陥った際、企業の資金繰りはとくに中小企業を中心に直ちに悪化することである。一方、良い点は貸手のリスクが広く分散され、また、通常は市場の回復スピードが速いため、実体経済の調整は比較的短い期間で終了することである。

東アジア新興経済のうち債券市場がある程度大きな規模にまで達した国では、社債市場が一定の拡大を示しているものの、市場の多くを占めているのは国債である(図表1)。社債市場の発達の遅れの背景として、ほとんどすべての国の市場が直面している問題は以下の2点である。1点目は、社債を発行できるようなしっかりした財務基盤を持った企業が少なく、2点目は、格付機関や証券取引所などの金融インフラが不十分なことである。

### 3. 不十分な格付機能が社債市場の発達を制約

格付制度の強化は、アジアの債券市場、とくに社債市場を活性化するうえで長らく課題とされてきた。2003年のASEANプラス3財務大臣会合の共同声明においても、格付機能の向上はアジアにおいて各国内外の債券市場をさらに発展させるうえで喫緊の課題のひとつとされた。しかし、その後現在に至るまで、アジアの格付制度は必ずしも社債市場の育成に寄与していない。これまで指摘されてきた主な問題点は、(1)格付の信頼性の低さ、(2)格付の比較可能性の低さ、(3)格付に関する不十分な情報開示の3点である。

#### (1) 信頼性の低さ

多くの国際的な債券投資家は、以前より、アジアの地場格付機関(以下ではDCRAs)は、国際格付機関(GCRAs)に比べ信頼性が劣るとの見方を示している。これらの投資家によれば、まず、DCRAsは、地場企業の実態把握にすぐれ、また現地情報の入手にも長けているが、彼らの格付に関する行動はタイムリーでなく、とくに格下げの動きはあまりに遅く役に立たない。もっと市場のセンチメントに対するフォワードルッキングな分析に徹する必要がある。また、格付分析のレポートが国際投資家の要求水準を満たさない。投資家はDCRAsによる格付の正確性に懐疑的であり、評価が甘めで本来より大きい確率でデフォルトに至るケースが多いと指摘する。格付機関は、しばしば金融機関や政府系機関の出資を受けているため、政府や規制当局者の圧力に屈しているとの声も聞かれ、格付機関の独立性が疑問視されている。

#### (2) 比較可能性の低さ

通常、アジアのDCRAs間、またアジアのDCRAsとGCRAsとの間で格付の手順に大きな差はないが、格付対象の範囲と格付の基準は大きく異なる。

ムーディーズやS&PといったGCRAsは、世界中の債務者を対象とし、グローバルスケールと呼ばれる世界の統一基準を用いて格付を実施する。このため、債券の国際分散投資を行う機関投資家にとって、GCRAsはとても使い勝手が良い。他方で、DCRAsは、特定国・地域の企業や政府系機関のみを対象とし、かつ当該国の経済情勢や政治的なり

スクを考慮しないナショナルスケールといわれる基準で格付を行う。結果として、DCRAs によるナショナルスケール格付は、ある国で発行される債券の相対的なリスクを比較する際にのみ有益となるため、クロスボーダー債券投資を行う投資家が DCRAs による格付を使用するのは難しい。このように、DCRAs 間、またアジアの DCRAs と GCRAs との間で格付対象の範囲と格付の基準が異なることは、アジアの債券市場でのクロスボーダー債券投資の計画・実施を難しいものとする。

### (3) 不十分な情報開示

国際的に債券投資を行う投資家のほとんどは規模が大きく、自前で債券の格付と評価を行う機関も多い。こうした機関は、自分たちの調査に見落としがある場合に備え、しばしば補完の意味合いで DCRAs の格付情報を利用する。ただし、その際に、投資家のニーズに耐えうる詳細な情報が公開されていないことがよくある。格付情報の精度を高めるためには、デフォルトデータスタディ (DDS) が有力な補完ツールと考えられるが、これに必要なデータの整備と公開が十分になされていない。

以上みてきたような格付機関に関する諸問題を解決することは、社債市場の機能を高め、クロスボーダー取引の拡大を通じたアジアの社債市場の更なる発展に欠かせない課題である。もちろん、倒産法などの現地法制、商慣行、財務データの公開基準などが国によって異なることも国際的な社債取引の阻害となっているため、これらにどう取り組むかも併せて考える必要があるだろう。各国の政府・民間をあげた積極的な取り組みが求められる。

以上

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、その正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。

Copyright 2013 Institute for International Monetary Affairs (公益財団法人 国際通貨研究所)

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 Hongokucho 1-Chome, Chuo-ku, Tokyo 103-0021, Japan

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

〒103-0021 東京都中央区日本橋本石町 1-3-2

電話：03-3245-6934 (代) ファックス：03-3231-5422

e-mail: [admin@iima.or.jp](mailto:admin@iima.or.jp)

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