

論 説

グローバル下の地域金融：東アジアにおける マイクロファイナンスと債券市場*

岸 真 清

1. はじめに

グローバル化，自由化・経済規制緩和，ストック経済化，IT革命が進展する中で，地域社会への参加，企業に対する株主・投資家としての参加を通じて，市民の発言が目立つようになっている。これにつれて，企業は収益率と株主の利益，地域社会への積極的参加などを重視した経営戦略を練るようになっている。政府も，構造改革・金融改革に取り組んでいるが，06年12月に，グローバル化に対応した金融システムの構築の必要性和地域経済への貢献を主要項目に含めた「金融改革プログラム」を策定した¹⁾。

また，アジア通貨危機の反省から，日本を含めた東アジア諸国は債券市場を活用した強固な資金チャンネルの構築を試みている。しかし，一方では，グローバル化から取り残され，商業銀行へのアクセスすら困難な農村社会が存在している。ところが，最近，NGO，自助金融グループ，民間・公的金融機関が介在する形で，市場メカニズムを尊重する資

*本稿は，阿部清司先生の数々の著作の中で，とくにマイクロファイナンスおよびアジア諸国の金融・経済発展政策に関する最近の文献を参考にして，執筆したものである。この場をお借りして，阿部先生に，御礼申し上げます。

1) <http://www.fsa.go.jp/>

金チャンネルが形成されつつある。それが、国債、地方債、投資信託が取引される市場型間接金融にまで発展する可能性が秘められている。その可能性を、市民参加の視点から考察するのが、本稿の目的である。

そのため、まず、第2章で、開発金融と経済発展の課題を、アジア通貨危機の反省から展望する。第3章は、グローバル化の中で、債券市場によって補完される中間的金融構造がなぜ必要なのかを検討する。第4章は、商業銀行にさえアクセス困難な中小・零細企業、家計に対するマイクロファイナンスの意義を論じる。第5章は、地域金融と住民参加型ミニ公募債に関する日本の経験や、タイの金融・資本市場を中心にして、市場型間接金融への移行可能性を探る。そして、最後に、若干のマトメを行うことにする。

2. グローバル化と地域経済

グローバリゼーションと経済自由化は市民の福祉を高めるはずであった。しかし、アジア通貨危機のように、グローバル化が却って市民の期待を裏切るかのような事態が生じることになった。Raoによれば²⁾、金融の自由化・規制の緩和、資本流入の促進、効率的な資金市場の構築は経済成長に貢献すると共に、開発金融のための資金を増加させることになる。しかし、その前提となるのが、効率的に資本を活用するプルーデントな管理、スーパービジョンである。他方、金融機関に期待されることは、情報の非対称性の緩和と取引コストの削減に加えて、付加価値の高い新商品を創造すること、資金回転を高めること、リスク管理を適切に行うこと、企業家精神を高揚させることである。

経済成長経路は、貯蓄や物的資本蓄積だけではなく、総要素生産性(TEP)によって決定されるが、金融機関自身が発展することによっ

2) Rao, P.K. *Development Finance*, Springer, 2003, pp. 29-44.

て、TEPを高めることができる。すなわち、金融機関は、情報の収集と加工、革新と企業家精神の高揚、リスク管理と投資収益の確保、効率的資金配分、リスクの最小化に貢献することができるが、その結果、経済全体の生産効率を改善する速度と技術革新を促進するので、経済成長の担い手になり得る。

アジア通貨危機は、金融インフラが不十分なまま、経済自由化とグローバル化を進めたためであると考えられるだけに、金融インフラの強化、すなわちプルーデンス規制とスーパービジョンの強化によって、外資の流入と国内貯蓄を活用し、市民の福祉を実現する資金チャンネル構築の必要性が問われることになる。また、そこに、市民がどのような形で参加するのかが課題となる。

97年7月2日、タイの変動相場制に移行によって顕在化した通貨危機は、またたくまに、インドネシア、マレーシア、フィリピンさらに韓国などほとんどの東アジア諸国に伝染し、通貨はいずれも大幅に減価した。その背景に、東アジア諸国において90年代半ば頃から急増した投機的な短期資金の流入によるバブルの醸成があった³⁾。

当時の状況を、IMFの支援を受けたタイ、インドネシア、韓国の金融政策から振り返ってみると、まず、タイは短期資本流入の抑制とバート安定を主目標とした為替相場政策とマクロ経済政策に加えて、金融システム強化をねらいとした金融改革を実施した⁴⁾。その理由は、バブルの発生すなわち金融危機が先行していたからであるが、バブルは不動産および株式投資など非生産的目的への商業銀行貸出しの急増を基本因としていた。その一方で、タイの家計貯蓄は、92年から98年の間で、株式および海外資産保有比率を高めるなど多様化したが、貯蓄率（GDP比）、貯蓄額とも伸び悩んだ。株価と不動産価格の上昇が民間の富を増加させ

3) 岸真清「アジア諸国の金融システム改革」青木健・馬田啓一編著『ポスト通貨危機の経済学—アジアの新しい経済秩序』勁草書房, 2000年, 245-246頁。

るなかで、消費性向を高める一方、貯蓄の必要性を減らしたことが主因となっていた。その結果、国内貯蓄および海外からの直接投資を生産的投資に結び付ける資金チャンネルを歪めることになった。この状況の中で、金融監督開発基金（FIDF）の機能強化に加えて、97年に、金融部門再建局（FRA）と資産管理会社（AMC）が新設された。

インドネシアも、また、危機後、16の銀行を直ちに閉鎖しただけでなく、大口預金者に対する払い戻しを制限する政策をとったが、タイよりも迅速な金融部門強化策であったとも言える。さらに、中央銀行、銀行のオフショア借入に対する規制、罰則強化を行うと共に、中央銀行が金融機関に対して低コスト住宅融資以外の新規不動産関連融資を行うことを禁止した。98年には、IMFとの間で新たな政策措置に合意し、銀行セクター改革及び民間企業の対外債務に関する措置を発表した。

さらに、韓国の場合、タイ、インドネシアと異なって、不良債権は株式と不動産向信用拡大によって発生したわけではなく、財閥に低金利資金を供給する政府介入政策が商業銀行のリスクな行動を誘発したことに根ざしていた。たとえば、96年末には経営が悪化した財閥に対する特別融資を、また97年の中堅財閥の経営破綻後、連鎖倒産を防ぐ目的で大企業に対して追加融資、貸し出し期間延長、金利引下げなどを行ったが、

-
- 4) 通貨危機とタイの金融構造、生産構造、企業家精神の関係については、Abe, S., “Thai Economic Disease: The Problems of the Footless Economy”, 『千葉大学経済研究』13巻1号, 1998年6月, pp. 1-43, 阿部清司「タイ経済病」『千葉大学経済研究』13巻2号, 1998年9月, 177-200頁, 『タイ経済病と自助努力—成長神話の消失と構造的危機の多面性—』(千葉大学経済研究叢書3), 千葉大学法経学部経済学科1999年, 30-48頁を参照。また、タイの通貨危機、バブルについては、Kishi, M., “The Thai Financial Crisis and the Role of Public Financial Institutions”, *Chulalongkorn Journal of Economics*, Vol. 12 No. 2, 2000, pp. 205-226を参照。

さらに、タイ、インドネシアと対照的なマレーシアの外資規制政策については、阿部清司「トレリンマ理論からみたアジア危機、マレーシア、及びドル化」『千葉大学経済研究』16巻2号, 2001年9月, 419-425頁を参照のこと。

これらの財閥優遇政策が商業銀行の資金繰りを悪化させることになった。そこで、伸張著しいノンバンキングや外国銀行に対する競争力と効率性を高める目的から、97年5月、業務分野規制の撤廃と商業銀行の所有持分限度の変更を骨子とする金融制度改革委員会の中期案が提出された。

タイ、インドネシア、韓国のうち、インドネシアとタイにおける商業銀行のシェアは、圧倒的であった⁵⁾。主に銀行借入によって資金調達する企業経営者は、株主の監視を受け、利益の大部分を配当金として支払わなければならない資本市場からの資金調達と異なっており、大部分の利益を自己の利益にすることができる。しかし、その反面、リスクな投資を行いがちになる。他方、銀行経営者も、貸出量を基準として報酬が支払われる場合には、リスクな貸出を行いがちになるというエージェンシー問題が生じやすい。加えて、ほとんどの商業銀行が国営であるようなインドネシアの場合、経営効率を妨げるモラル・ハザード、レンシーキングの問題が生じやすくなる。

ここに、市場メカニズムを阻害する諸要因を克服し、市民の福祉を高める資金チャンネル構築の必要性が高まることになる。Raoによれば、経済発展とは、社会のすべての階層のみじめな貧困と剥奪を最小化する一方で、社会のすべての階層の改善と住民すべての福祉を実現する包括的な過程のことであるが、それを実現する要素は、資金と資金へのアクセスである。しかし、経済成長や発展のための資金は、必ずしも社会的に最適ないし持続可能な水準で提供されるわけではないので、直接的ないし触媒として経済発展に必要な資金を供給するグローバルおよび国内

5) 98年末の総金融資産に占める銀行部門の資産のシェアは、インドネシア91%、タイ77%、韓国38%、中国78%、日本48%であった。また、政府系(国営)銀行のシェアは、中国の99%が最も高く、インドネシアの85%、タイ29%、韓国28%、日本15%、マレーシア7%の順になっていた。Hawkins, J. and P. Turner, "Bank restructuring in practice: an overview", *BIS Policy Papers*, No. 6, 1999, pp. 7-31による。

の経済システム、また、それをガバナンスする機関が必要になる⁶⁾。

3. アジアのネットワークとしての債券市場

グローバル化につれて、リスク資金の活用と管理に適した資本市場整備の必要性がクローズ・アップされることになった。吉富によれば、アジア通貨危機をもたらした主因はそれまでの経済発展方式ではなく、期間のミスマッチと通貨のミスマッチのダブル・ミスマッチであった⁷⁾。すなわち、短期の海外資金を国内の長期投資に向けたため、短期資本の流入が止まったとき、長期の実物投資また株式・不動産に向けられた融資を直ちに回収することができない期間のミスマッチと、国内通貨の為替レートが下落したときに、外貨（米ドルなど）建て債務が増加する通貨のミスマッチが内在し、脆弱な資金循環構造が形成していたためである。債券市場が存在していたならば、ダブル・ミスマッチは緩和されたはずである。

Rheeも、また、現地企業がオフショア市場の資金に依存したのも債券市場の発展が遅れていたためであり、それがアジア通貨危機を引き起こすことになったことを指摘する。当時の銀行部門が弱いモニタリング、非自立的な経営、弱いコーポレート・ガバナンスという構造的な問題を抱え、家計の貯蓄を長期的・生産的な投資に結び付けるのに失敗しただけに、債券市場の拡充に期待が掛かることになる⁸⁾。

ただし、家計の資金運用と企業の資金調達に占める銀行のシェアが圧倒的な今日、企業が発行する債券、株式を銀行や保険会社など機関投資家が購入することによってリスク市場へ資金を誘導する市場型間接金融、

6) P.K. Rao, *op. cit.*, pp. 44-48.

7) 吉富勝『アジア経済の真実』東洋経済新報社、2003年、50-52頁。

8) Rhee, S.G., "Rising to Asia's Challenge: Enhanced Role of Capital Markets", in *Rising to the Challenge in Asia: A Study of Financial Markets*, Asian Development Bank, 1999, pp. 114-121.

中間型金融構造が基盤になるものと考えられる⁹⁾。とくに、債券市場が補完的な機能を果たすことによって、新しいコーポレート・ガバナンスが可能になるはずである。

と言うのも、銀行中心型の金融構造の下で、家族経営企業は、大銀行、政府と三角関係を形成しながら、未発達な外部金融市場がもたらす情報の非対称性を緩和し、取引コストを引き下げる役割を果たしてきたからである。しかし、経済発展をリードした財閥系の銀行などが、金融自由化の過程の中でそれまでの既得権を失い始めたため、損失分をカバーすべく収益率は高いがリスクも高いプロジェクトを選択し始めた。この逆選択が大量の不良債権を累積することになったが、商業銀行のリスクな行動をチェックするためには、信頼可能かつ透明性の高い金融市場が構築されなければならない。しかし、銀行自身のコーポレート・ガバナンスだけでは銀行の経営にまで立ち入ることができない。したがって、利回りなどの投資指標が信頼可能なものとして機能し、また外部からのチェックが可能な債券市場が必要になるものと思われる。

しかし、債券市場のモニタリング機能に期待しながら、さらにそれを拡大するためには、国内の情報ネットワーク・資金チャンネルの確立とグローバル化への対応が課題になる。前者は、金融市場・資本市場が整備されていない農村部の中小企業や家計に対するアクセスの改善を課題とする。他方、後者は、東アジア地域の資金による域内での投資を促進する債券市場の拡充を課題とする。

ところが、まず、グローバルな資金チャンネルにおいて債券市場がそれほど活用されているとは言い難い。たとえば、日系製造業の直接投資の場合、99年3月段階で債券発行を行っているのは、EU、NIEs、米国

9) 日本、韓国、台湾、フィリピン、タイ、インドネシア、中国の最近5年間の企業の資金調達と家計の資金運用については、日本銀行「資金循環の国際比較」『日本銀行調査月報』1月号、2004年を参照。

進出企業だけであることが分かる。しかも、最もシェアの大きなEU進出企業で5.2%、それに次ぐNIEEs進出企業で3.1%程度であり、米国進出企業にいたっては、0.9%にすぎなかった¹⁰⁾。

日系企業の資金調達が示唆するように、アジア地域での債券市場での取引が低い水準に留まっていたことは事実である。その背景には、弱い市場メカニズムと、少ない債券発行量という問題が内在している¹¹⁾。このうち、前者の問題は、利回りなど本来投資基準となるべき指標が機能していなかったことである。香港通貨局 (Hong Kong Monetary Authority: HKMA) が為替基金証券 (Exchange Fund Note) を発行することによって債券市場の拡充に成功したのと対照的に、ベンチマークとなる金融商品を発行していないタイや中国の債券市場が停滞していることから、投資基準の重要性はあきらかである。

一方、後者に関しては、日系企業が発行する債券の利回りの問題を別にして、(1)投資先国の債券市場の整備が遅れているという問題が存在している。すなわち、発行市場と流通市場において市場メカニズムの機能が不十分なこと、両市場の利回りの乖離が債券需要を低めたこと、金融機関とノンバンクの年金準備金の利回りを低めるなど拘束的な発行条件が課されていたこと、競争的なせり、リアルタイムの価格と量に関する情報の伝播、清算と決済、金利リスクのヘッジ、格付けを実施するインフラの整備が不十分であったことなどである。

また、(2)発行企業の信用状況が悪いことも問題である。たとえば、タイ株式取引所 (Stock Exchange of Thailand: SET) に上場されたタイ企業の97年段階の平均負債比率が450%と、日本企業の194%、マレーシ

10) 経済産業省『我が国企業の海外事業活動：平成11年度海外事業活動調査（第7回）』，2001年。

11) Rhee, S.G., *op. cit.*, pp. 114-121およびpp. 146-148, また, The World Bank, *The Emerging Asian Bond Market*, 1995. 日本証券経済研究所訳『アジアの公社債市場』日本証券研究所 1997年, 17-29頁および77-80頁。

アの160%, 米国の106%, 台湾の90%をはるかに超えていたことが示唆するように, タイでの債券発行が不活発なものも, タイ企業の弱い信用状況が一因になっている。

さらに, (3)法制度に関しては, たとえば, 97年のタイ企業の倒産率が40%にもものぼったように, 企業の負債を明記する法律の制定, 投資家の保護する最小規模の債券発行規定, 企業破産に対する訴訟制度が確立されていないことが, 収益確定証券の供給を妨げる要因となってきた。その反面, 商業銀行が新しく支店を開設する際に, 政府ないし政府所有企業の債券の保有を条件とする例が示すように, 抑圧的な規制が収益確定証券の発行を妨げてきた。

加えて, (4)資本市場の信頼性が乏しいことから, とくにリレーションバンク的な優位性を背景に, 銀行借入による調達コストの方が資本市場で調達するよりもむしろ低くかったことも, 債券市場の発展を妨げてきた。

これらの課題を克服して債券市場を拡大する試みが, 国内外で行われている。第1に, 国内の発行市場と流通市場双方の整備が試みられている¹²⁾。(1)発行市場において, 政府債券のごとくリスクが小さくかつ適切な利回りを提供する標準的な金融商品を導入することである。また, 競争入札制度が導入されると, 信用市場の需給条件によって利回りが定められることになるが, 多数の小型の発行者を制限すると共に, 格付け機能を強める発行ディーラー・システムを確立することによって市場の機能を高める必要がある。かりに政府債券を発行できない場合でも, たとえば, 住宅関連の抵当裏付け証券を発行することによって, 標準利回りを誘導する工夫が必要とされている。

(2)流通市場では, 流動性を低める要因となっている諸要因すなわち,

12) Rhee, S.G., *op. cit.*, pp. 114-121.

①債券投資家が満期まで保有し途中で売却しないこと、②価格と取引量がリアルタイムでは利用できないこと、③マーケット・メーカーが不在であること、④信用格付けシステムが弱いこと、これらの阻害要因を除く必要がある。そこで、①レポ市場の拡充、②市場の流動性と透明性を高めるディーラー間ブローカー（inter dealer broker; IDB）市場の整備、③政府が発行する債券に対する拘束条件の完全な撤廃、④債券、決算、決済システムの改革が必要とされている。

第2に、東アジア全体の資金還流を目的として、03年6月、アジア債券基金（Asian Bond Fund: ABF）が開設されることになった。その後も、アジアの企業や金融機関の債券発行を促進するための信用保証制度が、また現地通貨建て債券の発行を活性化する目的から、アジアの日系企業が発行する現地通貨建て債券を公的に保証する制度が創設された。さらに、債券市場構想の一環として、05年2月、日銀や中国人民銀行など東アジア・オセアニアの11の中央銀行・通貨当局がタイのバーツや人民元などアジア通貨建ての国債などに自ら投資する基金を創設した。この約20億ドルのアジア債券基金をベースとして、個人、企業民間の投信が発行されることになったが、この流れの中で、日本企業がアジア通貨建ての社債発行に乗り出すなど、アジア債券市場拡充の可能性が高まっている¹³⁾。

4. 地域ネットワークとしてのマイクロファイナンス

今後の東アジアは、債券市場が銀行部門を補完する金融システムに変わるものと思われる。債券市場のモニタリング機能を通じて、コーポレート・ガバナンスが高まるはずであるが、その条件となるのが債券市場の整備と企業の経営効率の改善である。しかし、東アジア諸国は、グ

13) 日本経済新聞 2003年2月27日、03年8月9日、04年12月12日、05年1月30日、05年6月3日。

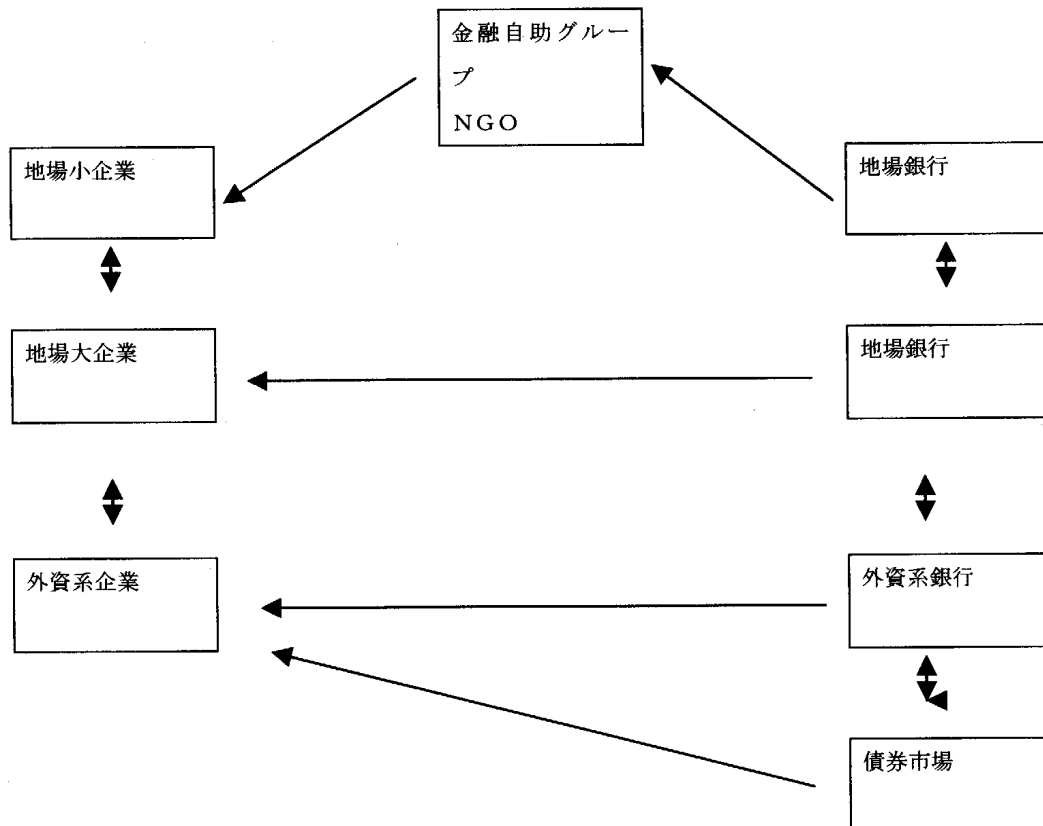
ローバル化がもたらす攪乱要因に立ち向かうためにレポ市場などを通じた金融政策の効果を高める一方で、債券市場は言うまでもなく商業銀行へのアクセスさえ不十分な農村地域の中小企業や家計の資金チャンネルを整備する必要性に迫られている。というのも、東アジア諸国の家計や企業にとって、海外の資金チャンネルを活用できる選択肢を増やす必要があるからである。しかし、現状では債券市場の活用にはほど遠い中小企業・零細企業、家計に、どのように情報を伝達するのか、どのような形態のネットワークを構築するのか、さらに債券市場とのリンクの可能性を考える必要が生じる。

金融機関、債券市場、それにマイクロファイナンスを結ぶ資金チャンネルをイメージした「図表1」から、この課題を検討してみよう。中小企業金融、農村金融、家計の金融取引にはとくに情報の非対称性が内在しているだけに、まず、小口の金融取引を前提とした情報ネットワークの整備を考える必要がある。

マイクロファイナンスは、もともと、工業化の中で相対的に取り残された農業部門、中小企業、家計の資金調達と資金運用の機会を円滑化することにあつた¹⁴⁾。70年代に入ると、成長第一主義がもたらした都市への人口集中やスラム化、農村の停滞の反省から、雇用を吸収する生活の場としてのインフォーマルセクターの役割を見直す気運が芽生えると共に、農村・都市部での自営という概念の重要性がクローズ・アップされることになった。この流れの中で、開発援助機関および政府は、無償の慈善事業型から自立支援型なプロジェクトを重視するスタンスへと変化した。また、貧困層を直接的に改善する「ページック・ヒューマン・

14) 岡本真理子・栗野晴子・吉田秀美編著『マイクロファイナンス読本—途上国の貧困政策と小規模金融—』明石書店、1999年、21-28頁及び中村まり「バングラデッシュにおけるマイクロクレジット政策の理念と現実」アジア経済研究所『アジア経済』40巻9・10号、1999年、134-151頁を参照。

図表1 企業、銀行、債券市場を結ぶ資金チャンネル



(資料) Seibel, H.D. and U. Parhuship, "Financial innovations for micro enterprises – linking formal and informal institutions", in: Harper, M.D. (ed.), *Microfinance: Evolution, Achievement and Challenges*, ITDG Publishing, 2003, p. 16を参考に作成。

ニーズ (Basic Human Needs: BHN)」アプローチを土台として、飲料水施設、医療、教育などの手段で貧困層の環境の改善を目指す世銀主導の総合農村開発計画 (IRDP) が実施されるなど、ターゲット型のマイクロファイナンスが活発化することになった。

他方、市民の側でも、貧困層の自営・所得向上活動を支援し、無担保マイクロクレジットを支援する動きが生じた。その代表例が、76年に融資を開始したバングラデッシュの農村開発NGOであるグラミン銀行 (Grameen Bank) であった。グラミン銀行が実施するマイクロクレジットは、連帯責任制によって、土地や保証人がない貧困層に対して、無担保の貸出を可能にした。90%以上の返済率を誇っているが、その理

由は5人グループという連帯責任制が敷かれ、仲間内のモニタリングがゆきわたるしくみになっていること、また、グループを形成する際、リスクが少ない仲間を選ぶように、情報生産を行うことによる。

NGOなど民衆組織が発展する中で、マイクロファイナンスの課題も、都市貧困層や農村世帯に対する低金利資金貸付や補助金供与よりも、多様化した金融ニーズに合致した金融サービスを提供し得る金融システムの構築に重点が移っている。そこでは、市場メカニズムが重視され、資本収益率(ROE)や資産収益率(ROA)が重要な指標になる。しかし、地域金融市場に目を移してみると、現行のマイクロファイナンスがすべての住民の金融ニーズを吸収しているとは言い難い状況の中で、その効率的な運用を目指して、草の根仲介者としての現存の金融自助グループと銀行を、また貯蓄の動員と信用供給を結び付ける工夫が施されるようになった。

もう1つの代表的な成功例は、アジア太平洋地域農業信用組合(Asian and Pacific Regional Agricultural Credit Association: APRCA)である。APRCAも、補助金を中心とする従来の農業政策が銀行の審査能力と借り手の返済意欲を弱めた反省から、貯蓄の動員を促す自助、自給的な成長方式を重視する環境の中で誕生した組織であるが、草の根仲介者としての現存の金融自助グループと銀行を、また貯蓄の動員と信用供給を結び付ける工夫が施された¹⁵⁾。

パイロット的プロジェクトがインドネシアでは88年に、またネパール、

15) APRCAは、中央銀行、農村開発銀行、農村商業銀行によって構成される協会であるが、国際連合食料農業機構(United Nations Food and Agriculture Organization: FAO)が発起した4つの地方農業信用組合(Regional Agricultural Credit Associations: RACA)の1つでもある。77年に農業信用を強化するために設立されたのを、農村金融向け融資に拡大したものでもある。Seibel, H. D. and U. Parhuship, "Financial innovations for micro enterprises- linking formal and informal institutions", in: Harper, M.D. (ed.), *Microfinance: Evolution, Achievement and Challenges*, ITDG Publishing, 2003, pp. 11-36.

フィリピン、タイでは89—90年にスタートすることになった。インドネシアでは、インドネシア銀行（Bank Indonesia）をトップとする実施母体が、インドネシアとドイツからのアドバイザーから技術援助を受ける一方、銀行の監督者との協業、さらに自助グループのスタッフを訓練することで、国家のプロジェクト実施機関と自助グループおよび民間ボランティア組織（NGOも参加）との連携を強めることになった。その際、貯蓄の促進、連帯保証グループの創設、金利をベースとした取引の浸透を主旨とする融資上のガイドライン¹⁶⁾が設定されると共に、金利の構成要素として、資金のコスト、銀行の粗利ざや、民間ボランティア組織の粗利ざや、自助グループの粗利ざや（奨励的な支払いを含む）が組み入れられることになった。その結果、貸出の98.6%が、利益を生むことが可能な小企業（小規模な商店、農業・家畜・水産業、農村企業）に向けられることになった。その後の実績も、好調であり、破産のケースは発生していないが、まず、NGOに参加させることによってグループ・ガイダンスと、信用の監視の質が向上したこと、次いで市場条件に基づく信用が、銀行、自助グループ、小企業の金融行動の節度を高めたことが、背景になっていた。

5. 地域金融と地方債

連帯保証を土台とした自助努力、海外のアドバイザーの協力が、金利を

16) リンケージは、①新機関を創設するよりも、現存のフォーマルおよびインフォーマル機関を活用すること、②貯蓄の動員を促進すること、③市場金利に基づく信用供与を促進すること、④借り手の信用力を重視するなど貯蓄と信用をリンクすること、⑤担保の代わりに連帯責任グループを設置すること、⑥自助グループであっても銀行であっても取引コスト、不良債権引当金、その他のコストをカバーする適切な金利マージンを獲得できるように経営体力を強化すること、⑦デフォルトなどのリスクを、外部の信用保証に頼ることなく、自らの利益でカバーし得る経営体質にすること、これらの原則にもとづいて設定された。Seibel, H.D. and U. Parhuship, *op. cit.*, p. 14.

ベースとする取引を浸透させることになった。グラミン銀行, APRCAの例は, 家計・企業と金融機関の間のリンケージを債券市場に繋げる可能性を示唆するが, 草の根型金融は経済発展途上国だけでなく, 先進国にも適用可能であり, ITを活用したマイクロファイナンスが米国においても検討されている¹⁷⁾。ここでは, 地域の資金チャンネル構築という視点から債券市場を考察することにする。

先進国も, 途上国も, グローバル下の地域の時代を象徴するかのごとく, 地域の資金を地域に還流させ, また資本の効率を高めることによって, 社会的投資ファンドや競争力のある企業を創造しようとしている。アドバンテストやDRAMテスターのようなローカル企業が, すでに, ニッチ市場で世界の市場を席捲しているように, 地域発のグローバルな競争が可能な生産システム, また, それを支えるグローバルな資金調達方法が行われるようになってきているケースも存在している¹⁸⁾。

これらの投資は, 基本的に, 投資家がリスクと責任を負う資金で賄われるのが望ましい。しかし, 地域発のグローバル企業への投資と異なっていて, 投資知識が乏しい市民が容易にベンチャービジネスに投資できるわけではない。そこで, ベンチャー企業に投資, アドバイスを行う反面, 情報を投資家に伝達する地域金融機関に期待がかかることになる。さら

17) Abe, K., "Microcredit for the Poorest Countries", in: Gup, B. (ed.), *The Future of Banking*, London: Quorum Books, 2003, pp. 324-325による。また, 米国のコミュニティ銀行の例からも, リレーションシップ貸出の重要性が伺われる。由里宗之「米国のコミュニティ銀行の業務運営方式とわが国への含意—「顧客の声が伝わる」中小金融機関の強み—」農林中央金庫『農林金融』, 2001年11月, 26-28頁。

18) 社会的投資ファンドは, 市民自らの拠出金と, 補助金ではなく渡しきりの政府資金によって構成される。すなわち, 民間資金と公的資金を資本市場を通じて, 組み合わせる仕組である。西村清彦『社会投資ファンド』有斐閣, 2004年, 1-31頁。また, 地域の時代の主役を支援する資金は, 基本的にリスク資金であるが, 資本市場, 銀行, 地域金融機関が重要な役割を果たす。島田春雄編著『産業創出の地域構想』東洋経済新報社, 1999年, 1-52頁。

に、企業が成長したときに、銀行、証券会社、保険会社などの機関投資家が、企業の株式や社債を、投資信託商品の形で購入する役割を果たすことになる。まさしく、これが市場型（補完型）間接金融であるが、投資家、ステークホルダーとしての市民のチェックを受けるので、金融商品の収益率とリスクがポイントとなることは、言うまでもない。

市場型間接金融の考え方が強まる中で、新しいタイプの債券が育ち始めたことに着目できる。住民参加型ミニ市場公募債がその例であるが、02年に群馬県で「愛県債」が発行されたのを皮切りに、03年には川崎市で「川崎シンフォニー債」が、また04年に「川崎市民健康の森債」が発行された。これらのミニ公募債以外に市場公募債も発行されるようになったが、地方債の個人消化、公募化を通じて、住民の行政への参加意識が高まる可能性も高まっている。実際、証券会社は、個人向け国債の販売に重視しているが、ミニ公募債も積極的に取り扱い始めている。また、銀行も、個人向け国債の販売に着目し始めたが、地元の公共機関や住民との関係から、ミニ公募債も引受・販売し始めている¹⁹⁾。

他方、途上国の場合、企業の成熟度が低く、政府金融機関・政府機関の債券が最も信頼性が高いものであることは間違いない。APRCAの事例が示すように、NGOや自助グループの仲介を通じて、地方の家計や中小企業が市場メカニズムを遵守する取引が浸透し、その結果、銀行が介在する形で、企業が資本市場を通じて資金調達を行う素地ができてきたと考えることができる。またNGOの仲介などで、全国的なネットワークを形成する可能性が生じたと考えることができる。そこで、債券市場拡大の手順が問われることになる。

19) 丹羽由夏「個人向け国債と個人向け地方債—ペイオフ凍結解除と個人預貯金からの資金シフト—」農林金融中央金庫『農林金融』2005年4月、209-211頁による。また、地域活性化事業に対する地方債の役割に関しては、原山和己「平成17年度地方債計画の概要について」地方債協会『地方債月報』2005年1月、5-18頁を参照。

先導役の役割を果たすのは、公共債であると思われる。たとえば、04年段階のタイの証券新規発行額（国内発行分）は²⁰⁾、総額1兆7,582億バーツの内、公共債が12,170億バーツと69.2%、民間債が5,412億バーツと30.8%を占めていた。ちなみに、97年の新規発行額は総額で3,843億バーツ、公共債は2,393億バーツ（62.3%）、民間債は1,450億バーツ（37.7%）であったので、04年には総額で4.6倍、公共債が5.1倍、民間債が3.7倍に増加したことになる。

また、04年段階の主な商品は、投資信託、割引短期国債、社債、株式であった。その内、投資信託は97年には818億バーツであったのが、その後、順調に増加し、03年には4,500億バーツにまで増加した。割引短期国債は97年当時には発行されていなかったが、99年に770億バーツを発行した後、急速に増加し、04年には5,280億バーツの発行となった。これに比べ、株式と社債の伸びは相対的に低い。ちなみに、97年当時、社債の発行はなかったが、99年には2,898億バーツとピークを迎えた後、04年には1,410億バーツへと減少した。同様に、株式は97年の633億バーツから99年には4,657億バーツとピークに達した後、03年には1,179億バーツに減少した。

資本市場の趨勢は、まず、公共債が中核的な役割を果たしそうである。割引短期国債の新規発行額の趨勢が示唆するように、公共債市場の拡大は、97年を境に財政赤字に変わったことが背景になっている。また、割引短期国債の発行はレポ市場の政策手段の厚みを増し、金融政策の波及経路を強化するものと考えられるが、債券市場拡充策として、政府系金融機関の活用が考えられる。たとえば、タイの政府住宅銀行（Government Housing Bank: GHB）は、住宅建設・改築、土地取得向けの貸出のほか、リファイナンス・ローンも行っている。その原資は、公衆の預

20) Bank of Thailand, *Economic and Financial Statistics*, 2001 (Second Quarter) および BOT, *Economic and Financial Statistics*, 2005 (First Quarter) による。

金および約束手形以外に債券発行にもとづいている。アジア通貨危機後、商業銀行の家計貯蓄増加に対する寄与率が大幅に減少したのに対して、GHBなど政府金融機関の寄与率は安定していたことから、公衆の信任と住宅需要をバックとした債券発行拡大の可能性に期待できる²¹⁾。

次いで、信託の発行額が順調に推移していることから、民間の債券市場の拡大に期待することができる。民間証券の中で、社債市場は、92年5月の証券取引法制定をきっかけとして拡大したが、93年のタイ証券取引委員会 (Securities and Exchange Commission: SEC)、タイ格付け情報サービス (Thai Rating and Information Services: TRIS)、債券ディーラー・クラブ (Bond Dealers Club: BDC) の設立によって加速した。しかし、世界銀行のレポートによれば²²⁾、タイ経済は、マレーシア、シンガポールに比べて、巨大な契約的貯蓄部門を持っていなかったため、国内債券市場、株式、海外借入に頼らざるを得なかった。この状況を緩和するのがユニット投資信託、割引短期国債である。

上述のことから、東アジア諸国の資本市場のさらなる発展にとって、ベンチマークの創設、レポ市場の拡大など公社債市場そのものの強化と共に、インフラの強化や住宅建設などプロジェクトファイナンスの活性化が必要と思われる。とくに、最近、ファンドを設定して、一般投資家から資金をする匿名組合というしくみがクローズアップされているように、創業的な事業活動支援策が重みを増してきた。市民が地元の企業に投資できる資金チャンネルを育成するためにも、市場の規律を前提とした上で、地方債起債の自由化が必要と思われる。

21) Government Housing Bank, *Annual Report*, 1998, pp. 34-15およびBank of Thailand, *Quarterly Bulletin*, Vol. 39. No. 1, 1999による。

22) The World Bank, *op. cit.*, 10-12頁及び17-29頁。

6. むすび

グローバル化の下で、地域の経済発展と地域金融の重要性が高まっている。これまで、地域の資金が地域外で投資されていたのを、地域の産業、企業に投資することによって、地域の活性化を図ろうとの考え方が強くなっている。実際、先端技術を有する地域発のベンチャービジネスが、地域内外の資本市場から資金調達を行い、世界のニッチ市場を席捲しているケースも見られる。

しかし、地域発のグローバル企業が理想的な存在であるにしても、市民のニーズに直結するサービスの提供は、地域の情報を熟知した金融・資本市場が介在して始めて可能になる。もっとも、一口に地域と言っても、東アジア全体を想定するケースから1つの市町村まで、対象範囲は広い。東アジア全体をカバーするような場合、通貨危機の経験から、地域通貨建ての債券市場を拡大し、銀行中心の金融システムを補完する中間型金融構造、市場型間接金融に期待がかかることになるが、域内の資金還流と資本市場の整備を目指したアジア通貨基金、アジア債券基金が開設されている。

対照的に、これまで、債券市場、商業銀行にアクセスすることさえ難しかった1つの市町村とくに農村部の中小・零細企業、家計の場合を対象として、マイクロファイナンスが整備されつつある。しかも、最近、この分野でも、APRCAやグラミン銀行が、連帯保証グループを設定して、情報の非対称性を緩和すると共に取引コストを引き下げること成功している。そこでは、NGO、金融自助グループ、金融機関が介在する形で、市場メカニズムにもとづく金融取引が根付きつつある。すなわち、東アジアの金融システムは、(1)マイクロファイナンスを主役とするシステム、(2)銀行（公的・民間金融機関）を主役とするシステム、(3)投資信託、債券が補完する市場型間接金融システム、(4)株式市場（ファン

ドを含めて)を主役とするシステムの段階を経て、発展するものと思われる。

この金融システムの発展を支える条件は、企業の収益率、資金の回転率を高めることである。そこでは、投資家が責任を持たざるを得ないリスク資本のシェアが増すことは、間違いない。とすれば、企業、プロジェクトのバランス・シートの公開、格付機関など市場機能の強化が、一層、重要になる。しかし、それを確実にするのは、市民参加によるチェック機能の強化である。とくに、地域の特性を活用した地域密着型のコーポレート・ガバナンスの可能性が高まりそうである。地域の市民は、ステーク・ホルダーとして企業、金融機関の経営に何らかの影響を及ぼすことができるが、より強いガバナンスを実現するためには、地域密着型の企業の債券を購入するなど 投資家としての参加がポイントとなる。

(2005年9月1日受理)