

Center for China and Asian Studies  
College of Economics, Nihon University

# NEWS LETTER

No. 4  
December, 2008

## Contents

### I 御挨拶

中国・アジア研究センター長 黒沢 義孝

### II 学術講演会

「1930年代における株式ブームの意味について  
一戦前の日本金融システムはどこに向かっていたのか」  
寺西 重郎（日本大学商学部教授）

### III 国際シンポジウム

Part I（2008年7月5日）

「中国の金融・資本市場と格付け」

司会：曾根 康雄（日本大学経済学部准教授）

報告者：村上 直樹

（日本大学大学院総合科学研究科教授）

コメンテーター：

Yubo Zhan, Professor, College of International  
Business and Administration, Shanghai  
University

Ivan Chung, Vice President, Moody's Investors  
Service Beijing Ltd.

Part II（2008年8月2日）

「インド・マレーシア・韓国の金融と格付け」

司会：曾根 康雄（日本大学経済学部准教授）

第1報告：「インドの金融・資本市場と格付け」

報告者：大田 英明（愛媛大学教授）

コメンテーター：

Naresh Takkar, Managing Director, ICRA Ltd.

第2報告：「マレーシアにおける金融・資本市場と  
格付け」

報告者：橋本 英俊（日本大学経済学部助手）

コメンテーター：

Chong Kwee Siong, General Manager, RAM  
Rating Services Berhad

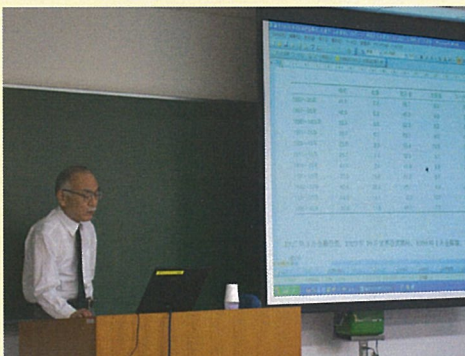
第3報告：「韓国における金融・資本市場と格付け」

報告者：三井 秀俊（日本大学経済学部准教授）

コメンテーター：

Jung-Dong Kim, Chief Credit Analyst, NICE  
Investors Service

Hye-Sun Kim, Senior Research Fellow, Samsung  
Research Institute of Finance



## I 御挨拶

中国・アジア研究センター長 黒沢 義孝

中国・アジア研究センターは発足3年目を迎え、2008年4月からセンター長を仰せ付かりました。当センターは、多様性と柔軟性に充ちたアジアを研究テーマとして、アドバイザーに宇沢弘文先生（東京大学名誉教授）および寺西重郎先生（日本大学商学部教授）、ならびに研究プロジェクトアドバイザーとして堀内昭義先生（中央大学教授、金融審議会会長）をお迎えし、大局的な観点から現在及び将来におけるアジアの重要な問題を研究することを目的としています。

現在、「日中韓の生産性比較」、「アジアの信用リスク」および「華僑・華人ネットワーク」の3本の研究が進行しており、2009年度のテーマとして「アジアの企業経営」に関する研究を準備中です。当センターは日本大学経済学部の専任教員に加えて、外部から20名のゲストフェロー（うち海外10名）を擁し、中国山東大学および英国ノッティンガム大学など海外6大学と研究提携を結んで研究テーマの深化を図っています。今後は、経済問題を中心としながらアジアの環境問題、宗教観、貧困問題、言語と文化などリベラルアーツ領域にも関心を広げていきたいと思っております。皆様のご支援を頂ければ幸甚です。

## II 学術講演会

「1930年代における株式ブームの意味について  
— 戦前の日本金融システムはどこに向かっていたのか」

寺西 重郎（日本大学商学部教授）

### 【講演要旨】

通説では、戦前の金融システムは市場ベースであり、戦後高度成長期の金融システムが政府によって規制されていたとされている。そして、戦時経済と戦後改革の影響がどのように現在の経済システムを形成してきたかが論じられることが多い。本講演では、戦前特に1930年代の日本の金融システムが経済発展にどのように影響してきたかを検討する。

1930年代の経済発展に関しては、日銀国債引き受けによる軍需費調達を通じた重化学工業品市場の拡大、為替レート低落による輸入重化学工業品の競争力低下、金解禁後の産業合理化努力、によって軍需産業を中心とする急速な重化学工業化が起こったという説と、高橋是清のケインズ政策の成功により世界に先駆けて恐慌から脱却し重化学工業を中心とする旺盛な設備投資によって起こったという説などがある。このような、重化学工業化

と金融システムの市場化の進展にはどのような関係があったかを検討する必要がある。特に、昭和恐慌からの回復要因が何であったのかを検討することは、現在の先進国経済、途上国経済の発展を考える上でも重要であろう。

寺西らのマクロモデルによると、初期における為替レートの低落が輸入物価の上昇、したがって製造業製品価格の上昇期待をもたらし、これがインフレ期待に繋がった。同時に、政策金融に支えられた東アジア輸出増による回復もあった。また、財政政策の効果も否定できない。対して、利潤率は効果が弱く、実質賃金の低下はさほど重要でない事などが分かった。

このような経済発展に伴って、金融市場はどのように発展してきたのか。1930年代に、徐々に企業金融が内部資金（フリーキャッシュフロー）から証券市場、また銀行借入へとシフトしていた。また、当時の株価の変化を見ると、株価の変化は資源関連の急上昇によって牽引されていた。その後、1936年まで（日中戦争開始以前）の株式ブームは極めてリスクな満州関係の投資物件を対象にしていた。そして、本格的な回復後に、それまで機能不全に陥っていた銀行部門が回復するが、それは家計貯蓄増加が預金増加につながったためであろう。

このような金融システムの変化は、経済成長にどのように関係してきたのだろうか。前述のように、重化学工業化は、政策金融に支えられた満州投資と重化学工業品の輸出によるものが大きい。それに加えて、死亡率の低下・若年従属人口の低下、生産年齢人口の増加や高い教育投資によって、高貯蓄率および生産性の上昇が起こり、経済発展へと導いたが、それには前述の金融システムの変化が寄与していたと見るべきであろう。

## III 国際シンポジウム

本センターの研究プロジェクト「アジアの信用リスク標準化モデル構築についての研究」（代表：黒沢義孝教授）の成果報告として、「アジアの金融と格付け」のテーマの下に国際シンポジウムが2008年7月5日（Part I「中国の金融・資本市場と格付け」）および同8月2日（Part II「インド・マレーシア・韓国の金融と格付け」）に日本大学経済学部で開催された。

### Part I（2008年7月5日）

#### 「中国の金融・資本市場と格付け」

司会：曾根 康雄（日本大学経済学部准教授）

報告者：村上 直樹

（日本大学大学院総合科学研究科教授）

コメンテーター：

Yubo Zhan, Professor, College of International Business and Administration, Shanghai University  
Ivan Chung, Vice President, Moody's Investors Service Beijing Ltd.

はじめに村上氏より、中国の資本市場および格付け制度の現状に関する報告がなされた。中国の債券市場は近年急速に発展しており、アジアではすでに日本に次ぐ規模を有している。一方、中国企業の外部資金調達構造を見ると、なお、銀行ローンが圧倒的に多く、社債による調達は全体のわずか1.3% (2004年) に留まっている。このような状況の下、当局および産業界は社債市場の活性化が重要であると認識し、発行条件等に関わる規制緩和を進めるとともに、会計標準の確立、破産手続きの明確化、企業統治の適正化を含む投資家保護に取り組んでいる。

格付け制度に関しては、現在、中国には認可を受けた格付け会社として、中誠信国際、上海遠東、大公国際、聯合、上海新世紀の5社が存在する。これらは、基本的に米国流のシステムに従った格付けを実施しているが、現在のところ中国で社債を発行しているのが大企業（事実上の国有企業が多い）であり、2006年12月時点では発行されている社債がすべてAAAの格付けを得ている。このように、中国の債券市場、とりわけ社債市場は、質量ともに潜在的可能性は大きいものの、なお、改善すべき多くの課題を残している。

続いて、詹宇波氏より「移行期中国における企業の金融資源—国有から民営へ」と題した報告があった（人民銀行の張卉氏との共著。なお、張卉氏は今回のシンポジウムは不参加）。この報告は、中国における金融制度、企業制度の発展をマクロレベルで捉え、その実績と課題を明らかにしており、現在中国では急速な経済発展と金融資源の非効率的分布が並存していること、そうした問題点を解決するためには、民営企業の発展を持続的なものにするのが不可欠であること、さらにその要件の1つとして、社債格付けを含む、広い意味での信用体系の確立が急務であることが指摘されている。

それぞれの報告のあとには、簡単な質疑があったが、最後に、Ivan Chung氏より総括的コメントがなされ、それを踏まえて全体討論が行われた。Chung氏のコメントの要点は、①中国の債券市場の発展を阻害している要因としては、破産制度の未整備、司法手続きの経験と専門家が不足していることが大きい、②長期の社債発行は未だ様々な規制の下にあり、そのことが企業の資金調達構造を歪めている、③債券の種類によってさまざま規制主体の存在することが規制構造を複雑にしており、各規制主体の役割を見直すことが課題である、というものであった。

## Part II (2008年8月2日)

「インド・マレーシア・韓国の金融と格付け」  
司会：曾根 康雄（日本大学経済学部准教授）  
第1報告：「インドの金融・資本市場と格付け」  
報告者：大田 英明（愛媛大学教授）

コメンテーター：

Naresh Takkar, Managing Director, ICRA Ltd.

大田氏の報告では、インドの資本市場の概要を紹介、アジア有数の市場となっている株式市場に比べ、現在の債券市場、とりわけ国債に偏重した債券市場のなかで社債市場の比重の低さの問題点と背景及び課題について説明がなされた。同報告では、従来金融機関のリスクの低い証券保有指向と当局による準備金などの制度的要因や流動性を促進する市場ファシリティの面で、国債や公共企業債が圧倒的なシェアを持っていることが示された。一方、社債市場は、主に金融機関などを中心とした機関投資家が小規模な私募で発行する傾向がある。これは、手続きやコスト面で有利であり、公募にする価値に乏しいことなどが背景となっている。しかし、今後同国では経済発展の基盤となるインフラ開発などのため2012年までに5000億ドルもの巨大な資金が必要とされる背景もあり、政府資金のみならず民間資金の調達において社債市場の拡大は重要である。

現在、国債へのインセンティブが高い状況を変えるためには、例えば各州の税率が異なり、しかも高い印紙税 (stamp duty) などの問題を是正し、さらに公募・上場手続きの簡素化などの施策が必要とされる。一方、インドの格付け機関はCRISIL (S&P系)、ICRA (Moody's系)、DCR (Duff & Phelps, Fitch系)、CARE (独立系) があるが、それぞれ非常に高い情報収集及び分析能力を持ち、各社ともデフォルト率やTransition ratesなどの適切なパフォーマンス評価を行っている。各社の活動は単に社債格付けのみならず、融資やその他関連分野でのレーティング業務も実施している。今後、政府・当局は、慎重な為替・資本取引を継続しつつも徐々に外国投資家の社債市場への投資を推進することが必要とされることが示された。

次に、インドの大手格付け機関ICRAのNaresh Takkar氏により、インドの法制面での概要、格付け機関の役割、レーティングの概念とアプローチ・フレームワーク、ICRAのレーティングの傾向、さらにセクター別の概要について報告が行われた。まず、格付け機関の役割は、発行者と投資家の情報の非対称性を縮小させ、透明性を高め効率性を高めることであることが指摘された。根底には、公正な業務の実施を義務付けるSEBI (インド証券取引委員会) の1999年の規則がある。また、機関投資家 (保険会社、ミューチュアルファンド、商業銀行等) は投資にあたり厳格な規制 (低リスク証券以外は投資できないなど) があるため、社債投資

は限定的であることが指摘された。インドにおけるレーティングは、単に格付け機関の意見表明であり、相対的な信用度を示していること、本質的に信用リスクを評価しており、市場リスクではなく期待損失を重視すること、が指摘された。ICRAについては、レーティングでは通常相対的リスクを重視し、3-5年の中期的観点で安定性やリスク評価を質的・数量的な総合判断に基づいて実施している。さらに、ビジネス面、金融面、資産面、企業グループ面など多角的評価を行っていることが示された。

フロアとの討論では出席者からの有益なコメント・質問があり、充実したセッションとなった。

## 第2報告：「マレーシアにおける金融・資本市場と格付け」

報告者：橋本 英俊（日本大学経済学部助手）

コメンテーター：

Chong Kwee Siong, General Manager, RAM Rating Services Berhad

橋本氏の報告では、アジア経済危機から現在に至るまでの企業の資金調達構造に関して、債券市場を中心に概観し、地場格付け機関の役割に対しても考察を加え、マレーシアでの債券市場育成政策について評価が行われた。

アジア経済危機以前よりマレーシアの金融部門は、ASEAN諸国の中でも相対的に発展していた。しかし、企業の資金調達構造は銀行部門に強く依存しており、債券市場については、社債の割合が低く、発行に際して産業政策に照らし合わせたメリット・ベースでの事前審査を受けなければならぬなど、市場ベースによる資金調達手段としては十分な機能を果たしていなかった。その後、1997年のアジア経済危機を契機として、大規模な金融部門改革が実施され、銀行部門の再編とともに、企業に対する長期性資金の調達手段として、債券市場の整備が進められている。2000年には監督機関が証券委員会（Securities Commission）に統一され、最低格付け制限が廃止された。また2001年には資本市場マスタープランが発表され、メリット・ベースからディスクロージャー・ベースによる規制へのシフトが図られるなど、包括的な政策が実施されている。これらの政策を反映して、近年では社債市場の50%以上を占めるイスラム債券を含め、社債市場の規模は現在まで一貫した拡大を続けている。

市場ベースでの債券市場の発展と共に高まるのが、格付け機関の役割である。マレーシアでは、1990年設立のRating Agency Malaysia Berhad (RAM)と、1995年設立のMalaysian Rating Corporation Berhad (MARC)の2社が、国内債券の格付けに当たっている。主な投資家が、被雇用者年金基金などであるため、債券の流動性が低く、格付けの多くがA以上であるなどの偏りが見られるが、各格付

とデフォルト率およびトランジション維持率との関係は概ね良好である。

本報告を通じて、これまでの債券市場育成政策について評価を試みれば、危機以降、長期計画に基づいた政策を着実に実施し、イスラム債市場を整備することによって国内資金を動員しながら、社債市場の拡大に努めてきた方向性は、マレーシアの発展段階と比較して適切なものであったと指摘できる。報告後には、RAMのChong Kwee Siong氏より、イスラム債の格付けに対する、これまでの取り組みや格付手法について貴重なコメントが寄せられ、続くフロアとの質疑応答では、何れも建設的な視点から議論が展開されるなど、全体を通して示唆に富む非常に有益なセッションとなった。

## 第3報告：

### 「韓国における金融・資本市場と格付け」

報告者：三井 秀俊（日本大学経済学部准教授）

コメンテーター：

Jung-Dong Kim, Chief Credit Analyst, NICE Investors Service

Hye-Sun Kim, Senior Research Fellow, Samsung Research Institute of Finance

三井氏からは、韓国の格付市場の概観と現在の状況についての報告がなされた。韓国の信用格付市場は1980年代半ばに政府主導の下で創設され、当初は規制も厳しく市場規模は小さいものであった。しかし、1997-1998年の金融危機の後、市場は急拡大し、2001年には政府は格付機関の政策を変更した。2007年には、National Information & Credit Evaluation (NICE), Korea Rating Corporation (KR), Korea Investor Service (KIS)の格付機関が外部信用評価機関 (ECAIs)として認定された。その他の格付機関としては、Seoul Credit Rating & Information (SCI)がある。

次に、Jung-Dong Kim氏から韓国の格付けビジネスに対する法規制と韓国におけるパーゼルIIに関する研究報告がなされた。韓国では2008年よりパーゼルIIが導入され、銀行は保有している貸付債権のリスク算定のために、信用格付を使用することとなった。また、リスク測定の際には、ECAIsによる信用格付を参考にすることが要求される。なお、最近の韓国の格付市場では、信用デリバティブの格付けが盛んに行なわれるようになった。

Hye-Sun Kim氏からは、韓国の資本市場の発展に関して報告があった。韓国の金融システムは銀行を主体とした金融システムであり、資本市場を基盤としたものである。1997-1998年の通貨危機後、投資家の極度のリスク回避性向やコーポレート・ファイナンスの問題などを解決するために、金融システムが強化された。

最後に全体から質疑応答を受け、活発な議論が行われた。