



# 債券市場、特に社債市場の発展の重要性<sup>1</sup>

呉 曉求\*

## 要約

1. 金融システムの市場化改革の推進のためには、短期金融市場と資本市場の発展と構築が重要である。また、資本市場の発展のためには、株式市場のみならず、債券市場の整備が不可欠である。
2. 債券市場が未発達であることは、株式市場への過大な負担、金融資源の配分、非効率な資金調達、商業銀行の市場化改革、ベンチマークの算出、投資家のポートフォリオ管理、といった面での悪影響をもたらす。
3. 債券市場、特に社債市場の改革に当たっては、審査認可制度、管理・監督体制、信用格付制度・機関と清算委託管理システム、債務不履行の際の破綻法制の整備を進める必要がある。成熟した、商品に多様性のある、そして厚みのある債券市場を構築することは、資本市場の機能を整備する基礎となる。

## 1. はじめに

金融システムの市場化改革を推進させることは、中国の金融改革の基本方針の一つである。その中で最も重要なステップは、短期金融市場と資本市場を含む金融市場全体の発展にある。幅と厚みのある金融市場の整備は、現代的な金融システムを構築するための重要な土台となる。現代的な金融システムに不可欠な基盤となりうる金融市場を整備するためには、流動性の高い短期金融市場を絶えず発展させて行くとともに、制度面での整合性が取れ、資産管理機能と高い透明性を有する資本市場の構築が最も大切である。こうした資本市場には、「資産プール」機能を担う透明性の高い株式市場はもちろん、株式市場と整合性を持つ債券市場が必要となる。こうした戦略的目標から見れば、中国が現在強力に推し進めている非流通株改革は、まさに制度面から中国の株式市場を改善しようとするものだと言えよう。とはいえ、現代的な金融システムに不可欠な市場の土台としては、単に株式市場があるだけでは不完全である。つまり、株式市場と整合性を持つ債券市場がなければ、資本市場、さらには金融システム全体に構造的な欠陥があると言わざるを得ない。

<sup>1</sup> 本稿は、中国人民大学金融証券研究所編『資本市場評論』2006年第3期掲載の「債券市場、とりわけ社債市場の力強い発展は、中国の金融システムにおける市場化改革推進の重要なプロセスである」を邦訳したものである。なお翻訳にあたり原論文の主張を損なわない範囲で、一部を割愛したり抄訳としている場合がある。

\* 呉 曉求 中国人民大学金融証券研究所 所長

## II、債券市場の未整備がもたらす問題

こうした構造的欠陥は、将来の金融システムや資本市場の発展に対して様々な問題をもたらすこととなる。特に以下のような問題が挙げられる。

第一に、債券市場が未発達であることは、資本市場の機能を著しくねじ曲げ、株式市場に対して相応しくない過大な機能を担わせることになる。株式市場は、資産運用機能のみならず、重すぎる融資機能まで担わされた上に、流動性管理の役割まで求められてしまう。これは、株式市場の変動性を増し金融システム全体の安定性や効率性を損なうことになる。

第二に、債券市場の未発達がもたらす資本市場の構造的欠陥は、金融システムの効率性に悪影響を与える。株式市場と債券市場を含む資本市場の極めて重要な機能は、貯蓄から投資への転換を実現させることである。債券市場が未発達な資本市場においては、効率を上げ手間を省くために、金融資産の多くは株式市場を経由して流入せざるを得ない。しかし、これでは金融資源の配分効率を下げってしまう。なぜなら、企業が全て株式による資金調達を望むとは限らず、時には証券化を通じた負債による調達、すなわち社債による調達を望む企業も多いためである。従って、債券市場が未発達であることは、金融資源の配分方法にねじれを引き起こすこととなる。金融資源の配分がスムーズに行われなければ、その効率に影響を与えることは必至であり、ひいては経済成長をも阻害してしまうだろう。

第三に、資金調達者から見れば、債券市場が未発達であることは効率のよい資金調達のツールを欠き、そのツールを自在に駆使して自らの資本構造を強化させることができないことを意味している。一般に、銀行融資による資金調達コストは債券のそれを上回る。また、株式発行による資金調達は、実際にはよりコストがかさむ方法である。つまり、債券市場が未発達であることで企業が資金調達のツールを適切かつ自由に使うことができず、企業が自らの状況に応じて資金調達方法を調整することを妨げている。

第四に、中国の債券市場は国債が銘柄の中心となっており、このような債券市場では真の市場化は難しい。市場化という観点からは、債券市場で最も典型的な銘柄となるのは社債の他にはなく、債券市場の牽引役が国債に奪われるようなことがあってはならない。社債市場が未発達であることで、企業が銀行融資や株式市場での資金調達への過度な依存が生じてしまうと、中国における商業銀行の市場化改革にとってもプラスにはならない。企業の資金調達が銀行融資に過度に依存すれば、商業銀行の伝統的な業務を固定することにつながり、商業銀行が取り扱う金融商品の革新を妨げることになる。多くの優良顧客を有していることで、改革や革新への意欲を減少させるためである。これは商業銀行の市場化改革にとって明らかにマイナスであり、金融システムのリスクを増加させることにもなってしまう。資金調達者からすれば、銀行融資と社債の発行はいずれも負債による資金調達の一つであり、ある程度までは代替性を有している。ただし、マクロ的な金融構造から見れば、両者が一国の金融システムに対して与える影響には決定的な違いがある。商業銀行による融資には、各々のリスクが解消されない状態で新たなリスクが加わってしまうことが多く、こうしたリスクが一度形成されれば、もはや貸倒引当金もしくは将来の利潤で相殺するしか手はなくなる。一方、債券市場におけるリスクは、流動的かつ分散的である。このように、未発達な債券市場は、金融システムのリスクを絶えず蓄積しリスクを膨らませて行くのである。債券市場の発展は、商業銀行の伝統的業務からの脱却に効果的であるとともに、また商業銀行の伝統的業務によって蓄積されたリスクを流動化させることにもつながる。これは金融シ

システム全体の安全性を向上させる上でプラスに働くはずである。すなわち、未発達な債券市場は金融システムの安全にとってマイナスであり、金融システムの柔軟性の改善にとってもマイナスである。

第五に、債券市場が未発達の段階にある資本市場では、ベンチマークとなる収益率を算出できず、そのような市場では金融資源の効率的な配分がなされない。なぜなら、効率的な配分のための指標を欠いているためである。

第六に、投資家からすれば、債券市場、特に社債市場が未発達であることは、資産の効果的なポートフォリオを組むことができないということを意味している。市場における資産管理において何より重要なのはリスク管理であり、多様な資産が市場で取引され、収益とリスクのバランスを取ることができなければ、リスク管理などおぼつかない。このような環境では、投資家の選択肢が大幅に狭まり、ポートフォリオを組みたくともバリエーションに欠けるため、様々な市場の様々な商品によるポートフォリオの構築が困難となる。これは市場を通じた資産管理の発展にとっては不利であり、資産に対する投資家の自由な選択権をも妨げる。また、債券市場（社債市場）が未発達であることは、中国の金融システムが未だ抑圧状態にあることも示している。そしてその主な原因は、長い歴史を持ち、依然として強力な商業銀行にある。

### Ⅲ、債券市場の改革のポイント

従って、中国が現代的な金融システムを構築し、資本市場を発展させて行く過程では、債券市場、とりわけ社債市場に十分な配慮をする必要がある。そのためには、以下のような内容について改革を進めて行くべきだと考える。

一つ目は、債券発行の審査認可制度を根本から改革することである。現在の社債に関する発行、管理、審査認可制度は、法的には新しい「会社法」と「証券法」に則っているが、具体的な運用面では 1993 年に国務院が公布した「企業債券管理条例」に多くを負っている。現状では、企業の社債発行は極めて困難である。規定に多くの条件が盛り込まれており、行政による厳格な審査と認可を経なければならぬためである。中国における株式の発行は登録制であるが、社債の発行は厳格な審査認可制になっている。これでは債券市場の主要商品である社債の発展は望むべくもない。社債の発行については、市場化の原則に沿う基準を制定した上で、行政による厳格な審査認可制から登録制へと移行すべきである。登録制における基準の一つは、投資家のために徹底したリスク選別を行い、信用上重大なリスクのある会社に債券を発行させないこと、もう一つは、逆に信用のある業績の安定した会社が、簡単に社債を発行できるようにすることである。審査認可制度の改革は、社債市場が目覚ましい発展を遂げるための前提条件である。

二つ目は、債券市場における複数の管理・監督体制を変える必要があるということである。現行の金融商品のうち、社債ほど多くの行政部門による管理・監督を受けているものはない。このような状態は、明らかに社債市場の発展を妨げている。多くの行政部門から管理・監督を受ける金融商品に大きな発展は望むべくもない。かつて中国では、株式市場も現在の社債と同じような管理・監督が行われていた時期があった。その経験から見ても、現在の管理・監督体制の下での成功はかなり難しいと言える。社債は証券化された金融商品として、基本的に一つの部門によって管理・監督されるべきものである。個人的には、社債が主に銀行間で取引されるのであれば中国人民銀行がその職責を担うべきであり、主に取引所で取引されるのであれば中国証券監督管理

委員会で統一的に管理・監督すべきだと考えている。これは社債市場の発展にも寄与することとなろう。ともあれ、多くの政府部門による管理・監督制度こそ、中国における債券市場の発展を阻んでいる体制上の要因なのである。

三つ目は、債券市場の発展と整合性が取れる信用格付制度を構築することである。債券と株式では、その発行主体に対する信用格付制度に大きな違いがある。企業が債券を発行する前提条件は、必ず信用格付を受けることである。企業の格付評価は、投資家が投資を行う際の重要な参考指標となるばかりでなく、企業にとっても資金調達コストの基礎情報ともなる。中国の信用制度はこの数年大きなダメージを受けており、企業に対してほとんど格付ができない状況である。個々の企業の格付情報に違いが生じない信用制度が社債の発展に不利であることは明らかである。なぜなら、投資家は、社債の間の信用度の違い、リスクの違い、収益性の違いを判断できないためである。企業間の信用に格差が生じない信用格付体制と債券市場が持つ特性との間に整合性はない。資本市場で取引される資産の違いこそ市場発展の原動力である。過去相当の期間にわたって、株式市場の株価が会社間での違いがない時代を中国は経験してきた。実際は、企業が本来保有する価値、市場競争力、資産収益力には、いずれも大きな違いがあったが、この違いは相当の期間、株価に反映されていなかった。非流通株問題が、どの企業の株価をも同じようなものにしてきた。資本市場において、資産価格に違いがないということは市場に競争がないことを意味しており、さらには市場に価格を見出す能力がないことをも意味している。こうした市場に発展が望めないことは論をまたない。債券市場において、全体的に信用に違いがない状態であれば、企業の信用度が全て同じであることになる。このような債券市場も発展など不可能である。従って、企業の実際の価値、実際のリスク、実際の信用能力を体現できる信用格付体制の確立が必要なのである。これは債券市場、とりわけ社債市場の発展にとって重要な条件である。

そのために我々は、客観的で、公正で、独立性のある、使命感を持った仲介機関、とりわけ信用格付機関を設立しなければならない。資本市場における仲介機関の使命は、投資家に対して責任を負うことであり、顧客に対してではない。従って、各企業の違いを格付に反映させることのできる信用格付体制の構築と、客観的で、公正で、独立性のある、使命感を持った信用格付機関の設立は、債券市場を発展させる上で必要不可欠な条件なのである。

債券市場の仲介組織としては、信用格付機関以外に安全で効率の高い清算委託管理システムも構築する必要がある。現在中国には、国債を含む債券の清算委託管理システムが二種類ある。一つは取引所であり、もう一つは中央国債登記結算公司である。両者が行っている現在の内部統制から見ると、現在でも債券投資家の利益に対して潜在的なリスクが存在する。つまり、現在の制度整備状況では、投資家が保有する債券が流用されるリスクがある。このような清算委託管理システムが債券市場のリスクを増加させている。従って、安全で確実な登記と、委託管理や清算を行える債券市場のシステム構築も非常に大切である。

四つ目は、債務不履行に対応するための破綻法制を整備する必要性である。もちろん厳格な上場基準や信用格付機関の評価を通じて、社会や投資家のためにリスクの排除を行うことはできるが、リスクの完全な排除は不可能である。実際、高いリスクを抱えた企業が様々なルートで上場し、債務不履行のリスクが発生することも考えられる。そこで債券投資家に対しては、事後的にリスクを選別する仕組みを用意しなければならない。市場で取引される社債に対して、最初にリスクの選別を行うのが信用格付機関であるとすれば、最後にリスクの選別を行う手段は、制度上も債権者に必要な権利を可能な限り付与することである。つまり法律面から債権を扱う市場を整

備するということであり、債権者の権利行使について十分な法整備をするということである。現段階における中国の法的環境では、債権者の権益が確実に保護されているとは言えない。社債への投資家だけではなく、銀行が企業に行う貸付であっても、多くの企業が債務不履行に陥る一方で、債権者の合法的な権益が守られていないのである。資本市場の発展と現代的な金融システム構築の過程において、債権を取引する市場が形成されなければ、債権者の権益は法律による厳格な保護を受けられず、債務不履行によって義務から逃れようとする体質が社会全体にはびこることになる。これは債券市場発展の基礎を著しく傷つけ、蝕むことになる。そこで法律面からも、例えば社債管理者を必ず設け、社債の管理は社債管理者に委託するといった明確な法的権利を債権者に与える必要がある。中国の債権者は、会社に重大な財務上の危機が発生しても社債管理者を通じて債権者としての権利を行使することが難しい。そこでリスクに対応するコスト体制を作ること、言い換えれば債権者に有利な法的環境の整備が非常に重要なのである。

研究資料（図表 1・図表 2 参照）によれば、中国における債権者の保護はあまり進んでおらず、

図表 1 各国における法体系の完成度と債権者保護の度合い

	法律・法規 <sup>注1</sup>	債権者の権利 <sup>注2</sup>
中国	5	2
インド	4.17	4
南部アフリカ諸国	4.42	4
アルゼンチン	5.35	1
ブラジル	6.32	2
メキシコ	5.35	0
先進国 <sup>注3</sup> の平均値	9.39	3.11

- (注) 1. 一国の法律や規則・制度等の整備状況を示す指標である。0 から 10 までの評価で、ポイントが高いほど国による債権者の保護が進んでいることを示す。  
 2. 債権者の権利がどの程度まで保護されているかを示す。ポイントが高いほど債権者の権利がより保護されていることを示している。  
 3. アメリカ、英国、オーストラリア、日本の四カ国。

(出所) 中国のデータは ICR 格付会社、その他の国のデータは Laporta et al (1998、1999)。呉曉求編『市場主導型金融体系：中国的戦略選択』（234～235 頁、中国人民出版社、2005 年 4 月刊）。

図表 2 各国における債権者の権利の比較

	中国	インドネシア	韓国	マレーシア	シンガポール	タイ	英国
倒産申立と同時に担保付き債権者の執行が停止されるか	-	○	○	○	○	○	○
抵当権を持つ債権者への優先償還を行う必要があるか	-	○	○	○	○	○	○
リストラ方法について債権者の承認を受ける義務があるか	○	○	-	○	○	-	○
企業のリストラ時に旧経営陣が退陣する必要があるか	○	○	○	○	○	○	○
債権者の権利の数	2	4	3	4	4	3	4

(注) 表の各項目は、「有」の場合○、「無」の場合—である。

(出所) 中国のデータは『中華人民共和国破産法』（2000）、その他の国のデータは Laporta et al (1998)。呉曉求編『市場主導型金融体系：中国的戦略選択』（234～235 頁、中国人民出版社、2005 年 4 月刊）。

ポイントは2にとどまっている。中国における法律・法規の整備は5となっているが、先進国（アメリカ、英国、オーストラリア、日本の四カ国）の平均値は9.39である。債権者が現在置かれている法的環境は、中国の債券市場の発展に制約を与えていると認められる。だからこそ債権者の権益を守る、債権を扱う市場の形成に資する法的環境は、債券市場、とりわけ社債市場を推進あるいは発展させるための重要なインフラとなるのである。

## IV、最後に

以上のように、債券市場、とりわけ社債市場を発展させる上で、我々は前述の四項目について取り組む必要があるだろう。もちろんこれらが完全に整備されるまで債券市場の発展は望めないというわけではない。何事も発展を遂げつつ改善が行われて行くものであり、発展の過程で問題を見つけ出し、その問題に対してさらに我々の制度と法環境を整備して行けばよい。

成熟した、商品に多様性のある、そして厚みのある債券市場を構築することは、資本市場の機能を整備し、資本市場が「資産プール」機能のみならず「資金プール」機能を備える上での基礎となる。株式市場が主として資産管理の役割を發揮する「資産プール」であるならば、債券市場は「資産プール」のみならず「資金プール」の役割をも發揮するのである。こうした条件のもとで資本市場の機能は徐々に整備され、金融システムの効率、安全性、そして柔軟性についても、着実な改善が期待できるだろう。

### 著者紹介

呉 曉求 (Wu Xiaoqi)

中国人民大学金融証券研究所 所長

1959年生まれ。1983年江西財経大学経済学部卒業後、中国人民大学で博士号取得。

1987～2002年、中国人民大学の経済研究所マクロ室主任、財政金融研究科副研究科長、研究生院副院长などを歴任。1996年より中国人民大学金融証券研究所所長、2002年より同大学学術委員会委員、2006年より同大学校長補佐、研究生院常務副院长などを務め、現在に至る。

主要著書に『市場主導与銀行主導：金融体系在中国的一种比較研究』、『中国資本市場分析要義』などがある。

- ・中国人民大学金融証券研究所は、中国の重点大学の一つである中国人民大学内に設置された金融分野・証券分野を研究するシンクタンクである。



Chinese Capital Markets Research