

## 勃興するインドネシアのリテール金融ビジネス

門前 太作

### ■ 要 約 ■

1. インドネシアのリテール金融のビジネスチャンスが大きく広がっている。一人当たり名目 GDP は昨年ようやくベンチマークとしていた 3,000 ドルを突破し、カリマンタン島やスラウェシ島といった地方のプランテーション等で働く労働者の多くが、資源価格の高騰によって中間層の仲間入りを果たしている。
2. 所得が向上し、消費欲が旺盛な中間層のニーズを取り込もうと、コンシューマーローンである自動車ローンや住宅ローン、クレジットカード等の分野が急速に伸びている。インドネシアの銀行は純金利マージンが低下し、資本市場が急成長する中で事業ポートフォリオの見直しに迫られており、リテール金融へのシフトが今後の重点戦略の一つとなっている。
3. インドネシアの金融システムは銀行が主体であり、個人の金融資産の半分以上を銀行預金が占める。預金から投資への流れを形成するのは容易ではないが、年金基金等の機関投資家は銀行預金から有価証券等にシフトしており、政府は優遇税制を通じて、投資余力が十分にない個人投資家層を対象に投資信託を浸透させようとしている。投信市場はイスラム・ファンドを含めまだ規模は小さいが、着実に伸びており、銀行が主なディストリビューションチャネルである。
4. インドネシア政府は、今年発表した資本市場マスタープランに従って、国内の個人投資家層を拡大すべくさまざまな投資教育を大学等で無償提供している。アクティブトレーダーの数は推定で 10 万から 20 万人程度と少ないが、今後インフラ整備の進展とともにオンライン取引が浸透していけば、その数が急増する可能性はある。
5. 一方で、インドネシアの資本市場をさらに発展させるにはいくつかのハードルを乗り越えねばならない。一つは個人の投資余力の拡充、もう一つは証券投資の社会への浸透（socialisation）または投資教育、そして投資家保護制度の法的枠組みの整備も必要となるだろう。

## はじめに

金融危機後の欧米経済が足踏みを続ける中、世界経済を牽引するアジアに世界中が注目している。特に日本企業は震災と円高がトリガーとなってアジア進出を一層加速しており、大企業だけでなく中小企業にとっても生き残りをかけたアジア展開が不可避の状況である。

日本のメーカーは賃金が上昇している中国から労働コストのより安価なインドネシアやベトナム、タイといった東南アジアに製造拠点を徐々にシフトさせつつあり、これら企業の現地展開を主にファイナンス面から支援する日本の金融機関も追随している。また海外の銀行は、これまでシンガポール等のオフショアでアジア各国の富裕層相手にビジネスを展開してきたが、次なるステップとして現地の金融機関と提携して台頭する中間層のニーズをも取り込もうと、自動車ローンや保険といったオンショアでの金融ビジネスにも乗り出しつつある。

一方で、アジアの新興国においては、金融資産を蓄積する中間層の間で貯蓄から投資への流れも始まっている。今後はオンライン取引を中心とした証券投資や主に銀行チャネルを通じた投資信託の販売などが拡大し、リスク資産へのシフトが生じる可能性が考えられる。

そこで本稿では、東南アジアの中でも最大の人口を抱え、資源ブームと内需拡大によって急速な経済成長を遂げているインドネシアに焦点を当てながら、中間層をターゲットとする同国のリテール金融ビジネスを取巻く市場環境、主なプレイヤー、人気の金融商品や関連法規制等の現状を整理していきたい。

## インドネシア経済の概観

### 1. マクロ経済構造

インドネシアは大小 1 万 7 千以上の島から構成され、人口約 2 億 4 千万人のうち半数以上が 30 歳以下と若く、8 割以上がイスラム教徒といわれる世界最大のイスラム国家である。また豊富な天然資源にも恵まれた東南アジアで唯一の G20 加盟国でもある（図表 1）。

インドネシア経済は、かつて政府の保護政策の下で発展した国営企業に癒着する一部の階層や華僑財閥、外資等が金融資産を独占し、社会問題化していた時代もあった。しかし、国営企業の相次ぐ民営化による企業セクターの生産性向上、資源ブームの到来による地方農民の所得増加を背景とした内需拡大、そして海外直接投資の増大によって、1998 年のアジア通貨危機以降、平均で年率約 5%（2010 年は 6.1%）のペースで経済成長している。2010 年の名目 GDP は 6,400 兆ルピア（約 65 兆円）と、先進国に比べれば規模はまだ小さいが、1 人当たり名目 GDP は中間層のベンチマークである 3 千ドルをついに突破した。

政治面を見てもアジア通貨危機後に民主化がさらに進展し、現コドヨノ政権下で政情は安定している。政府債務残高は GDP 比で 30%を下回るなど財政状態も健全であり、これ

図表1 インドネシア・スナップショット

人口	約2億4千万人(2010年推計で世界第4位、人口の半分が30歳以下)
面積	約192万km <sup>2</sup> (日本の約5倍、約1.8万の島)
首都	ジャカルタ(人口922万人)
言語 / 宗教	インドネシア語 / イスラム教(87%)キリスト教(10%)ヒンズー教など
主要産業	石油及び天然ガス、繊維、タバコ、鉱業、化学肥料、農業、建設、観光等
為替レート	1円=約100ルピア(2011年3月31日時点)
政治体制	共和制(スシロ・バンバン・ユドヨノ大統領、2014年が任期)
名目GDP(2010度)	6,423兆ルピア(日本の約10分の1)
格付け	BB+(Positive, S&P) / Ba1(Stable, Moody's) / BB+(Positive, Fitch)

(注) S&Pは2010年3月12日、Moody'sは2011年1月17日、Fitchは2011年2月24日時点の格付け。

(出所) Statistics Indonesia、ジェットロ、CIA The World Factbook より野村資本市場研究所作成

を受けて S&P は、2011 年 4 月に同国の長期ソブリン格付けを投資適格水準の一步手前である「BB+」へと引上げた。中央銀行は、2012 年に国債格付けが投資適格水準に引上げられると予測しているが、もしそうなれば今後は従来の直接投資だけでなく、ポートフォリオ投資も一層活発化することが期待される<sup>1</sup>。さらに、2015 年にゼロ関税が適用される AFTA (東南アジア域内自由貿易協定) の登場で国内市場が一層開放される計画であり、今後多くの外資企業の参入が見込まれる<sup>2</sup>。

一方、健全なマクロ経済を土台とする同国の課題は、他のアジア新興国と同様にインフラ整備である<sup>3</sup>。国家開発計画庁は、インフラファイナンスが GDP 比で 5% と仮定した場合、今後 5 年間で総額 2,133 億ドルの資金が必要であると推計している。だが、これだけの金額は政府単独では賄えず、741 億ドルの民間投資が必要と考えられており、政府は PPP (官民パートナーシップ) の導入も推進してインフラ整備を加速する構えである<sup>4</sup>。

多くの島から構成されるインドネシアは、道路や橋などの整備に多大なコストと時間がかかり、また土地収用法の存在も交通インフラ整備の最大の障害と指摘されてきた<sup>5</sup>。ただし、同法は議会で 2011 年度中の改正が見込まれており、今後の動向が注目される。

<sup>1</sup> 2011 年第 1 四半期の資本収支は 190 億ドルの黒字だが、そのうち FDI が約 3 分の 1 を占めるまでに拡大している。2005 年のユドヨノ政権発足後、FDI は主に資源価格上昇を背景に資源セクターに向けたが、現在は国内製造業の割合が高まり、国別では中国からの FDI が急増している。

<sup>2</sup> ASEAN は 2010 年 1 月に加盟 6 カ国 (インドネシア、ブルネイ、タイ、マレーシア、シンガポール、フィリピン) と中国の間で自由貿易協定 (ASEAN-China Free Trade Agreement, ACFTA) を締結し、2015 年に 4 カ国 (カンボジア、ベトナム、ラオス、ミャンマー) がこれに加わる予定である。

<sup>3</sup> インドネシアの整備された高速道路は 1,000km しかなく、国土の半分しか電気が行き届いていない。政府は 2 万キロに及ぶ道路を整備し、15,000 メガワットの電力を供給する体制を 2014 年までに整える計画である。

<sup>4</sup> PPP 導入の一環として、政府インフラ保証ファンドが 2010 年に設立された。同ファンドは PPP 案件を評価し、政治干渉による悪影響の最小化、プロジェクト資産の「保護」といった様々な保証を与える役割を担う。

<sup>5</sup> 道路建設等のインフラプロジェクトには現在、土地収用法以外にも当事者の汚職等の問題があり、リスクに見合ったリターンが見込めない可能性があるため、どの程度外資が参入するかは不透明であるとの声もある。

## 2. 中間層の拡大と個人金融資産の状況

インドネシアは昨年、1人当たりGDPがようやく3千ドルを突破し、巨大な中間層が形成されつつある。年間所得が3千ドルから2万ドルを中間層と定義すれば、ミドルクラスは推定で5千万人以上は存在すると考えられ、東南アジアの中では突出している（図表2）。さらに、労働人口の半分近くは第1次産業に従事しているが、首都ジャカルタが位置するジャワ島以外のカリマンタン島やスラウェシ島などの地域で、プランテーションや採掘業等で働く労働者の所得が資源価格の上昇（図表3）と比例し急拡大している。

個人金融資産の状況については、現時点での正確な統計は存在しないが、中央銀行が2008年に実施した調査によると、平均的な家計資産の内訳は流動性の低い不動産が8割近くを占め、金融資産は9%しかない。そしてこの金融資産の半分以上が銀行預金であり、株や債券、投信といったリスク性資産の占める割合は低くなっている（図表4）。

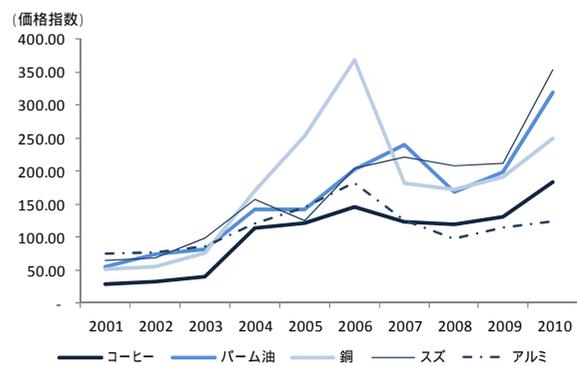
一方、過去5年で金利が低下傾向にあることから、預金から投資への流れが始まっているという声も現地の調査で聞かれた。また、金融資産の割合が10%未満と小さい点は、銀行だけでなく証券会社にとっても十分なマーケティングの余地があることを示唆しよう。

図表2 中間層の数

(百万人)		2004	2009	2014(予測)
インド	都市		26	147.7
	農村			82.1
中国	都市	43.9	307.9	504.9
	農村		0.4	108.8
<b>インドネシア</b>		<b>1.6</b>	<b>50.4</b>	<b>149.7</b>
タイ		21	32.9	39.9
マレーシア		14.7	21.3	27
フィリピン		3	20.3	47.7
シンガポール		3.7	3.9	4.3
ベトナム			1.8	28.4

(出所) Country household surveys, CEIC, World Bank, Nomura Global Economics より野村資本市場研究所作成

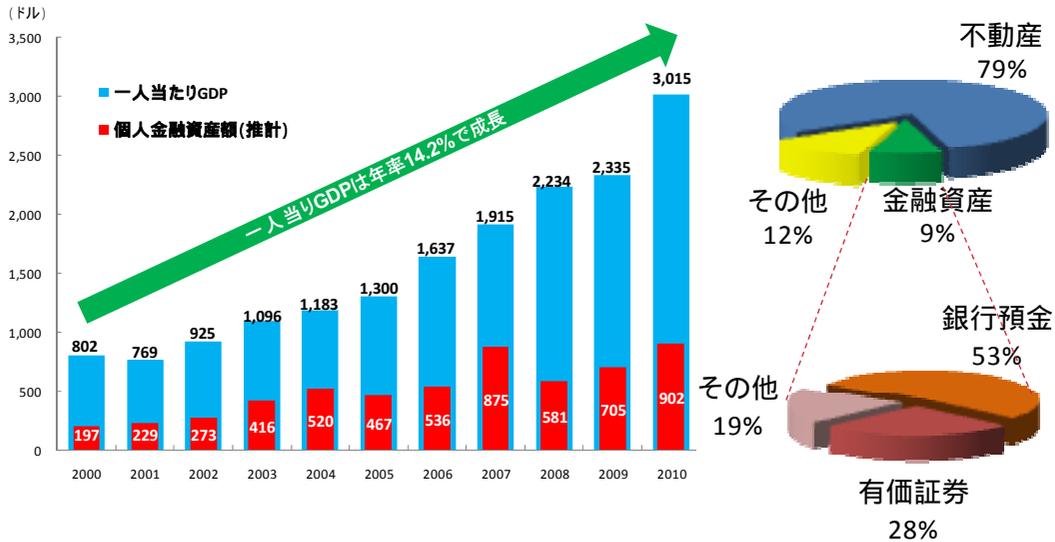
図表3 資源価格



(注) 2000年価格を100とする。

(出所) インドネシア中央銀行資料より野村資本市場研究所作成

図表4 一人当たり GDP の推移および家計資産の内訳



(出所) Bank Indonesia, Indonesian Household Balance Sheet Survey 2008 より 野村資本市場研究所作成

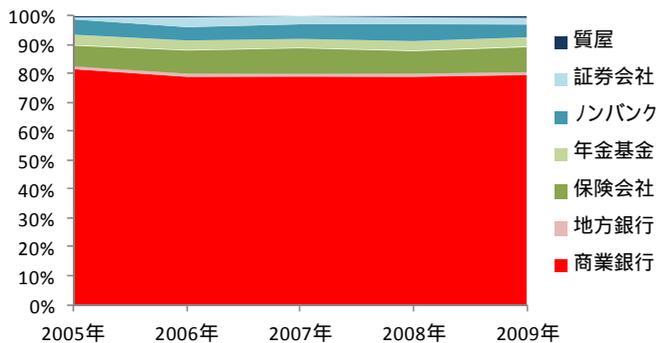
## インドネシアのリテール金融市場

### 1. 銀行セクター

#### 1) 市場構造

インドネシアの金融システムは銀行主体であり(図表5)、主要なプレイヤーである商業・地方銀行が同国の金融資産(約3,600億ドル)の8割近くを保有する構図は、過去5年で変わらない。資産規模トップ10行のシェア(総資産ベース)は65%であり、銀行の数が2010年末時点で122行も存在することを考えれば、銀行セクターは集中度が高く、小粒のプレイヤーが圧倒的に多い構造であることがわかる(図表6)。

図表5 各金融機関の資産割合



図表6 インドネシアの銀行トップ10

銀行名	総資産 (兆ドル)	シェア (%)
1 Bank Mandiri*	411	13.65%
2 BRI*	395	13.14%
3 Bank Central Asia	323	10.75%
4 BNI*	241	8.02%
5 Bank CIMB Niaga	143	4.75%
6 Bank Danamon Indonesia	114	3.78%
7 Pan Indonesia Bank	107	3.54%
8 Bank Permata	74	2.46%
9 BII	72	2.39%
10 BTN*	68	2.27%
*国有銀行	合計	1,948 65%

(出所) インドネシア中央銀行資料および Indonesian banking Statistics より野村資本市場研究所作成

2005 年以降、商業銀行セクターの資産規模は年率 15.4%で拡大し、プレイヤーの数は 10 行減少した（図表 7）。また同期間でローン残高は年率 21%で成長し、2010 年末には 1,766 兆ルピア（約 18 兆円）にまで拡大したが（図表 8）、対 GDP 比率では 36.5%と東南アジアの中では最も低く、銀行セクターの成長余地は非常に大きいと言える<sup>6</sup>。特に注目すべきは、個人向けローンが過去 3 年間で最も伸びている点であるろう。

## 2) 主なプレイヤー

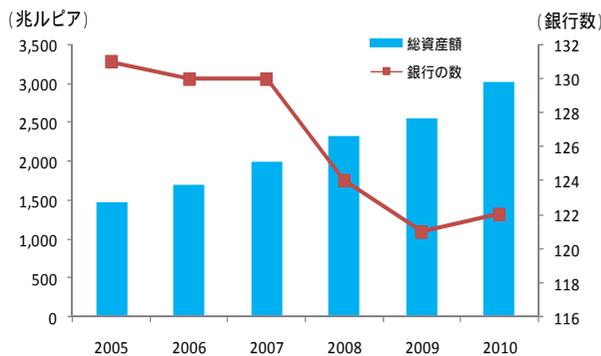
総資産額トップ 5 の銀行の顔ぶれは、過去 5 年であまり変わっていない（図表 9）。2008 年から、マレーシアの CIMB に吸収されたニアガ銀行のプレゼンスが高まり、ダナモン銀行にかわってトップ 5 入りした。外資系銀行<sup>7</sup>については、シティバンクが 2005 年から 2008 年までトップ 10 入りしていたが、2009 年以降はランキングから姿を消した<sup>8</sup>。

マレーシアの金融機関 CIMB グループのインドネシア子会社である CIMB ニアガ銀行を除き、トップの銀行は全てローカルプレイヤーである。以下で主要 4 行（政府系銀行 2 行および民間銀行 2 行）のプロファイルを簡単に紹介していきたい。

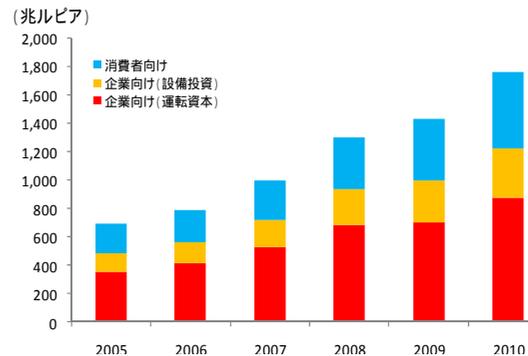
### ▶ マンディリ銀行（政府系）

規模の面では、総資産が約 4 兆円（時価総額は約 1.6 兆円）のマンディリ銀行が最大の銀行である。マンディリ銀行は、1998～99 年に政府の銀行改革プログラムの一

図表 7 商業銀行の総資産額と数



図表 8 ローン残高の推移



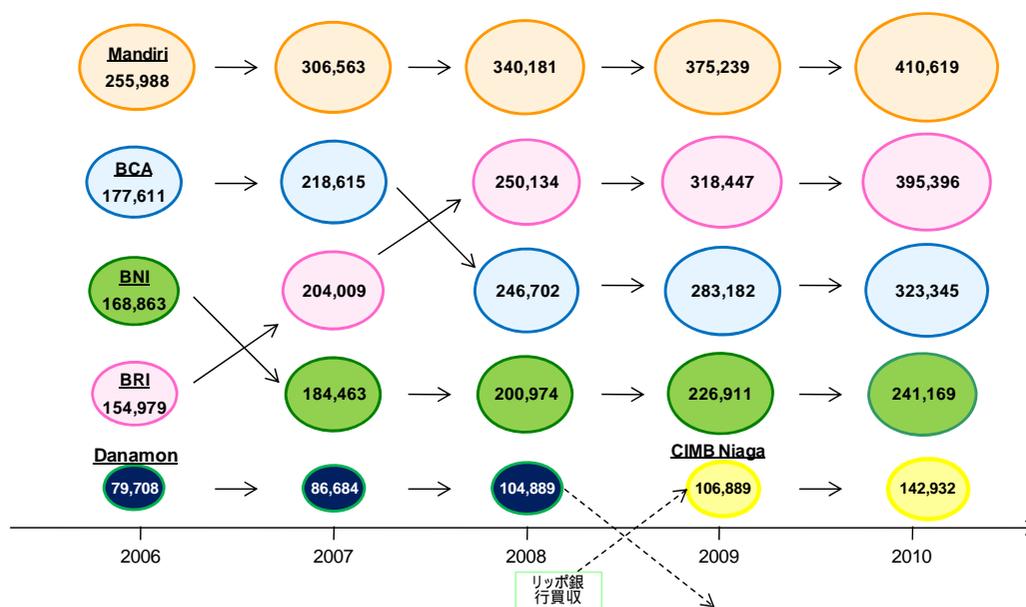
(出所) STATISTIK PERBANKAN INDONESIA より野村資本市場研究所作成

<sup>6</sup> アジア新興国の対 GDP クレジット比率は、中国が 148%、インドが 71%、マレーシアが 132%、フィリピンが 49%、タイが 136%、ベトナムが 136%となっている。

<sup>7</sup> 日本の銀行の進出動向を見ると、例えば日本企業による現地通貨建て借入を支援するために、地方銀行が信用保証の提供を通じてローカル銀行と業務提携するといった例が挙げられる。また、みずほ銀行など現地の中間層の金融ニーズを取り込もうとオンショアでのリテール金融ビジネスを展開し始めている銀行もある。

<sup>8</sup> 2011 年 4 月にはウェルスマネジメント部門の従業員が顧客資産を横領するスキャンダルが発生している。  
(<http://www.thejakartaglobe.com/home/bank-indonesia-tells-citibank-to-stop-issuing-credit-cards/434206>)

図表9 商業銀行トップ5の推移



(注) 単位は10億ルピア。

(出所) STATISTIK PERBANKAN INDONESIA より野村資本市場研究所作成

環で設立され、その後国営の銀行4行を吸収合併した<sup>9</sup>。合併後は大規模なリストラ（テクノロジープラットフォームの統合、人員縮小、国内外のオフィスの合理化等）が進められ、2003年にIPOを果たしている。現在、インドネシア政府の持分は60%である。

マンディリ銀行は、国営銀行として経済発展を後押しする開発銀行のような役割を伝統的に担ってきたため、ホールセール向けのビジネスが依然主流であるが、最近ではマイクロファイナンスを含むリテールビジネスにも注力している。また、広範なネットワークを活用し、クレジットカード収入や送金手数料収入といったトランザクションバンキングの収益が、全体売上の約3分の1に相当する500億円にまで拡大している。

さらに、子会社であるマンディリ証券やマンディリ・アセットマネジメント、アクサとの合併会社であるアクサ・マンディリ・フィナンシャルサービスを通じ、証券ブローカレッジ、投資信託、保険ビジネスなども展開している。

#### ➤ BRI（政府系）

資産規模が第2位のBRI（Bank Rakyat Indonesia）も、マンディリ銀行と同様に国営銀行である。BRIの特徴は、地方におけるマイクロファイナンスに強みを有する点であり、トップ5行の中ではローン残高が過去5年で最も成長している。マンディリ銀行が大企業の顧客を多く抱えるのに対し、BRIは地方の中小零細企業や個人をター

<sup>9</sup> BBD、BDN、Exim、Bapindoの4行である。

ゲット顧客としている。昨今はジャカルタなどの都市部においても、BRI Teras というブスを多数設置し、マイクロファイナンスの普及を進めている。マイクロファイナンスに注力して企業イメージの改善を図るのが、BRI のマーケティング戦略であると言えよう。

➤ BCA

資産規模ではマンディリ銀行、BRI に次いで第 3 位だが、トップ 5 行の中では不良債権比率が 0.6% と最も低く、時価総額が約 1.6 兆円と最大の民間銀行が BCA (Bank Central Asia) である。2011 年 2 月には、インドネシア・テレコムを抜きジャカルタ証券取引所の全上場銘柄の時価総額ランキングで 2 位となった。BCA はかつて、インドネシアの巨大な華僑財閥である山林集団 (Salim Group) によって保有されていたが、1997 年のアジア通貨危機で倒産の危機に直面し、翌 98 年にインドネシア金融再生機構 (IBRA) の管理下に入り、国有化された経緯がある。2000 年に同行が IPO を果たした後、IBRA は徐々に持分を減らして、2002 年には米ヘッジファンドおよびインドネシアのハルトノ一家が出資した合併会社に 51% の持分を売却した。BCA はその後、見事なターンアラウンドを実現し、イスラム金融、総合保険、証券ブローカレッジ、そして昨年からは同国で爆発的に浸透しつつあるオートバイのローン事業などにも進出している。

BCA の主要な顧客は、米や砂糖等売るインドネシア華僑の零細企業である。BCA は、トランザクションバンクとしての差別化を図っており、普通・当座預金 (CASA 勘定) の割合が全体の 75% 以上と他行よりも高く、結果的に調達コストが 2.5% と圧倒的に低い<sup>10</sup>。現状は、BCA のファンディングの 6 割を華僑の顧客が占めているが、今後は高い金利収入が見込めるマイクロローンの非中華系顧客を新たに取り込むと同時に、保険ビジネスなどとのシナジーも追求していくものと見られる。

ホールセール向けの貸付割合は過去 3 年で減少し、現状は全体の 3 分の 1 程度となっているが、リテールおよび中小零細企業向けのローンが拡大している<sup>11</sup>。すなわち、住宅ローンおよび自動車ローンが過去 3 年間でそれぞれ年率 42%、34% で成長し、結果として個人向け貸出額は前年比 36% 増の 38.7 兆ルピア (約 4,000 億円) となった。

➤ CIMB Niaga

マレーシアの政府ファンドであるカザナ・ナショナルは、かつてインドネシアのリッポ銀行およびニアガ銀行を保有していたが、2008 年に「単一持株ルール (Single Presence Policy)」の下でリッポ銀行とニアガ銀行を合併させ、CIMB Niaga (CIMB

<sup>10</sup> インドネシアは「キャッシュ社会」であり、小切手を切る習慣がないために信頼できるトランザクションバンクへのニーズは高い。経済発展とともにトランザクションが拡大するため、BCA にとっては大きなビジネスチャンスとなっている。現在、トランザクションバンキング全体に対する BCA のシェアは 32~35% である。

<sup>11</sup> ホールセール向けローンはプランテーションや農業関連が伸びている一方、BCA の主要顧客の 1 つである通信企業が徐々に資本市場を活用し始めたことで、シェアを落としている。

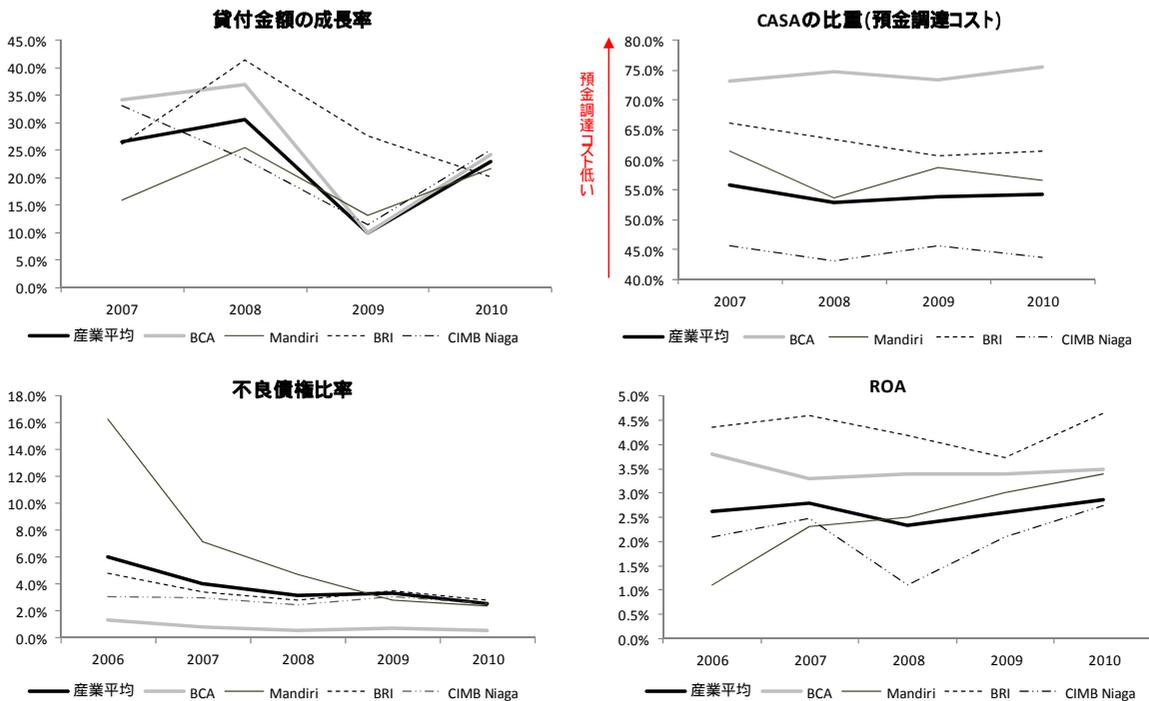
ニアガ銀行)が誕生した<sup>12</sup>。民間ではBCAに次ぎ2位の資産規模、約4,500億円の時価総額となっている。東南アジアのリージョナルバンクとして、マレーシアやインドネシア以外にもカンボジア、タイ、シンガポールでもリテールバンキングを展開している。CIMB ニアガ銀行の特徴は、インドネシアにおいてはイスラム金融の分野でプレゼンスが高い点であろう。

これらトップ4行を利益性(ROA)、安全性(不良債権比率)、安定性(預金に占めるCASAの比重)、成長性(ローン残高)で比較すると以下ようになる(図表10)。

### 3) 拡大するリテールバンキング

インドネシアにおける銀行口座の保有割合は、まだ人口の4割程度であり、今後中間層の拡大にあわせて住宅ローンや自動車ローン、クレジットカードといったリテールバンキングが伸びる余地は大きい<sup>13</sup>。国内では消費が拡大し金利も低下傾向にあるため、マージンが比較的厚く、クレジットカード等の手数料収入も見込めるリテール

図表10 トップ4行の財務分析



(出所) 各社アニュアルレポートより野村資本市場研究所作成

<sup>12</sup> 97~98年のアジア通貨危機により銀行の数は半減したが、銀行の数は依然として120行以上もある。中銀は銀行業界の整理統合を促進するため、2006年にSingle Presence Policy(単一持株政策)を導入している。詳しくは本稿の4)関連法規制を参照。

<sup>13</sup> 現地でのインタビューによれば、住宅ローン市場の規模はGDPの約2~3%程度である。住宅ローンを含む消費者ローンは固定ではなく、通常は変動金利となっている。

バンキングに注目が集まっている（図表 11）。同市場の規模は、データが入手可能なトップ 3 行の貸付シェアを考慮すると、2011 年 3 月末時点で推定約 3 兆円と考えられる。

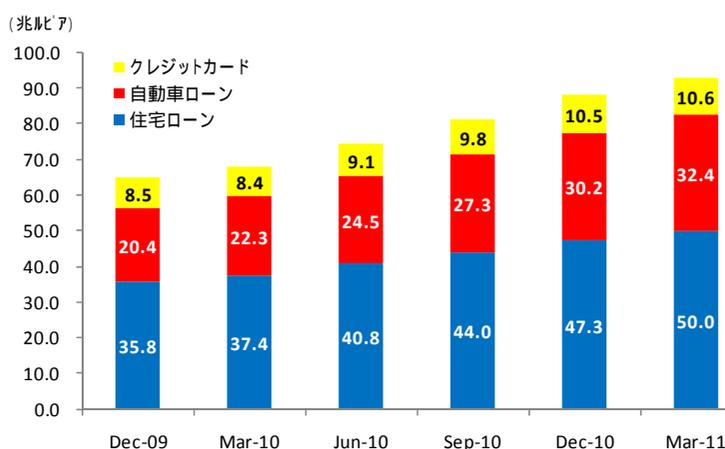
インドネシアでは、人口の 5% 未満を占めるに過ぎない華僑が富の 7 割以上を握っているとも言われるが、インドネシア富裕層の少なくとも半分以上がシンガポールを始めとするオフショアでの資産運用を行っている様子である。しかし、現地の市場関係者からは、安定した政治状況から富裕層のレパトリエーションが生じている可能性があるという声もあり、ジュリウスベアや UBS、クレディスイスといった外資系プライベートバンクだけでなく、マンディリ銀行などのローカルプレイヤーも最近 5 年間でオンショアでのウェルスマネジメントビジネスに着手し始めている<sup>14</sup>。サービス内容としては、例えばマンディリ銀行の場合、全国 40 の支店で Mandiri Priority Service（外貨預金、投資信託、FX 投資、バンカシュアランス、資産運用アドバイスなど）を提供している。

今後、インドネシアにおけるリテールバンキングの成否は、急拡大していくローン資産の質をいかに維持していけるかにかかっている。リスク審査・管理体制の強化、ソフト・ハード面での積極的な投資を通じた効率的な事業運営が今後ますます求められるだろう。

#### 4) 関連法規制

出資規制については、インドネシアの商業銀行に対する外資保有比率の上限は 99% であり、この数値は中国の 20% や隣国マレーシアの 30% と比べても緩いのが特徴

図表 11 リテールバンキングの拡大



(出所) マンディリ銀行、BCA、CIMB Niaga のアナリストプレゼンテーション資料より野村資本市場研究所作成

<sup>14</sup> 国際収支統計上はこれまで民間部門の国内投資家が国外にマネーをシフトしていたことを示す“Net other investment”は常にマイナスであったが、2010 年後半からプラスに転じている。すなわち、ルピアに対する信頼の高まりと海外の金利低下からレパトリエーションが生じているものと考えられる。

である<sup>15</sup>。ただし、出資比率の上限が今年中に 50%に引下げられるという報道もあり、これが実現すれば、インドネシアの銀行に出資しているシンガポール政府系ファンドのテマセク・ホールディングスやマレーシアのメイバンク等にも少なからぬ影響が出ることが予想される<sup>16</sup>。アジア通貨危機以降、外資金融の導入は国内銀行のリスク管理やオペレーションを改善するとして、当局は比較的寛容なスタンスを取ってきたが、昨今は国益優先の観点から出資比率の上限について国内で議論が巻き起こっている様子である。

外国の銀行は、当局からライセンスが下りればローカルの銀行をパートナーにしなくとも支店開設が可能だが、3兆ルピアの最低資本金を保有し、総資産規模が世界トップ 200位以内という条件を満たす必要がある。また関係会社ではない貸付先への貸出上限額は、資本金の 25%までしか認められない。最低自己資本規制については、中銀は商業銀行に対して 1,000億ルピアの要件を課しており、この要件を満たさなければ支払い決済のサービス提供が出来なくなると同時に、事業展開が可能となる地域も限定されてしまう。

さらに、2006年に公布された Single Presence Policy（「単一持株制度」）は、外国銀行の支店ならびに合併の銀行を除き、政府、国内投資家、外国人投資家を問わず、ある経済主体が 2行以上の銀行の持分をそれぞれ 25%以上保有するか、もしくは保有比率が 25%以下でも実質的に経営を支配することを制限している。この制度は、数が多過ぎると批判されるインドネシアの銀行を整理統合する狙いから創設されたが、2011年 3月にバンク・インドネシアは同ルールの適用を 2年間延長し、さらに国有銀行は同ルールの完全な適用外となる可能性も指摘されている（ただし、最終決定までには至っていない）。

## 2. 資本市場

### 1) 市場構造

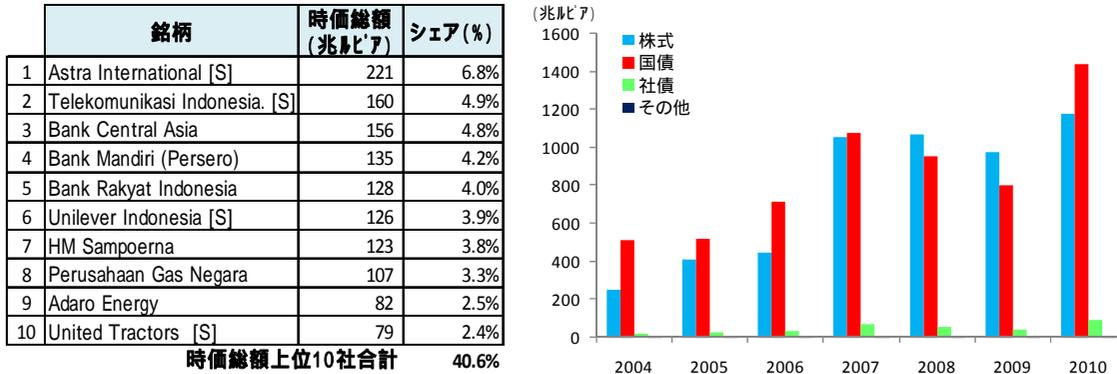
インドネシアの金融は依然として銀行主体だが、近年は資本市場も急速に発展している。2007年 11月にジャカルタ証券取引所とスラバヤ証券取引所の合併で誕生したインドネシア証券取引所は、2011年 7月にジャカルタ総合指数が 4,000ポイントを突破し、史上最高値を記録した。インドネシアは、アジアで株価パフォーマンスが最も高い国の一つである。

一方で、インドネシア証券取引所には上場企業がまだ約 420社しかなく、時価総額上位 50銘柄で年間売買金額である 1,000兆ルピア（約 10兆円）の約 75%、活発に取引されているブルーチップが 30銘柄程度、そして時価総額上位 10銘柄だけで全体の時価総額の 4割以上を占めるというやや歪な構造となっている（図表 12）。

<sup>15</sup> 証券会社にも同率が適用される。

<sup>16</sup> テマセク・ホールディングスとメイバンクはインドネシアでそれぞれダナモン銀行と BII 銀行を保有している。

図表 12 株式市場の集中度と証券取引高の推移



(注) [S]は Sharia 適格を意味し、その他はワラント、ETF、新株予約権等を含む。  
 (出所) IDX STATISTICS 2010 より野村資本市場研究所作成

したがって株式市場の集中度は高く、外資の流入等で流動性は改善しつつあるものの、まだ決して高いとはいえない状況である。現地の証券会社とのインタビューでも、家族経営による株の持合いなどが主な原因で、浮動株比率は平均で 20%程度しかないという声も聞かれた<sup>17</sup>。株式市場全体の規模を見ても、時価総額は 3,200 兆ルピア（約 30 兆円）前後と GDP に占める割合は半分以下であり、これは他の ASEAN 加盟国であるマレーシアの 130%、タイの 52%、フィリピンの 50% 等と比較しても小さい。

株式市場の低い流動性は、保有株式の時価総額が全体の 3 分の 2 以上を占める海外機関投資家の投資スタイルが基本的に買い持ちであり、活発に株式を売買する個人投資家が 10~20 万人程度と投資家層が薄い点に起因していると考えられる<sup>18</sup>（図表 13）。

図表 13 投資家の市場参加度

		2007年	2008年	2009年
株式市場	個人投資家	5%	6%	7%
	国内機関投資家	29%	26%	26%
	海外投資家	66%	68%	67%
社債市場	個人投資家	1%	1%	1%
	国内機関投資家	94%	95%	96%
	海外投資家	5%	4%	3%

(注) 割合は保有株式の時価総額ベース。  
 (出所) “IMF、Indonesia: Financial System Stability Assessment”  
 より野村資本市場研究所作成

<sup>17</sup> 現地でのインタビューによると、資本市場監督庁（Bapepam-LK）が要求する IPO 時の最低浮動株比率は現在 10%だが、今後 20%に引上げられる可能性があるとのことである。さらに政府は流動性改善の目的から、浮動株比率が 40%を超える企業に対し税制優遇措置を適用している。

<sup>18</sup> 日々の株式売買高（金額ベース）の 7 割は国内の投資家が占めている状況である。また、Bapepam-LK 公表の最新データでは、国内の株式口座数は 2009 年 11 月 30 日時点で 441,925 口となっている。このうち海外の投資家が時価総額ベースで見ると 70%近くの株式を保有し、2009 年の株式市場における国内の個人投資家のシェアはわずか 7%である。社債市場では国内の個人投資家のシェアはわずか 1%程度に過ぎない。証券取引所は今後国内の個人投資家数を 200 万人とする目標を掲げており、Bapepam-LK も個人投資家層を拡充するために投資家保護基金を設立し、今後は上場企業に対して国内個人投資家数の最低人数の要件を課す意向である。

かつてほんの一部の富裕層が趣味で株式投資をしていたような 1990 年代とは異なり、主婦や大学生といった一般の国民でも証券投資ができる環境が整いつつあるものの、現状は多くの国民が、公的年金保険制度（JAMSOSTEK）における年金基金や投資信託を通じて間接的に資本市場へアクセスしているのが実態である<sup>19</sup>。インドネシアの証券業界は、証券取引所がイニシアチブを取り、証券業協会や資本市場監督庁（Bapepam-LK）等と連携しながら、業界一丸となって国内の個人投資家層を拡大しようと大学等で投資教育プログラムやセミナーを若者向けに無料で提供している。

債券市場に目を転じて、国債については取引高を見る限り株式と同程度に売買されているが、主に国営企業や銀行が発行する社債や資産担保証券の取引高は非常に小さく、満期保有が一般的であるがために流動性は低い<sup>20</sup>。また、債券発行残高 756 兆ルピア（約 7.6 兆円）の 85%を占める国債の保有状況を見ると、銀行にかわって外国人投資家のプレゼンスが高まっており、2011 年 4 月のソブリン格付けの引上げと金利の低下（国債利回りは 10 年物で 7.4%程度）によって、このトレンドは今後も継続すると思われる。

## 2) 主なプレイヤー

インドネシアには証券会社が約 120 社存在する。2004 年には 140 社以上も林立していたことに鑑みれば、プレイヤーの数は減少傾向にある<sup>21</sup>。また現地でのインタビューによると、財務省および資本市場監督庁（Bapepam-LK）は、より厳しい資本規制を課すことで証券業界の財務体質を強化しつつ、証券会社の数を中長期的に半減させる意向である。

代表的なローカルの独立系証券会社は、政府系のダナレクサ証券やバハナ証券、民間ではトリメガ証券などが挙げられるが、近年は韓国の大宇証券が 19.9%出資する eTrading 証券や Indo Premier 証券などのオンライン専門ブローカーも、個人向け証券ブローカレッジにおいてシェアを急速に伸ばしている<sup>22</sup>（図表 14）。一方、欧米系の証券会社であるクレディスイスやドイツ証券は、主に機関投資家向けのブローカレッジサービスを展開し、他にもマレーシアの CIMB 証券、シンガポールのキムエン証券やフィリップ証券といったリージョナルプレイヤーもネット証券ビジネスを積極的に展開している。

さらに注目すべきプレイヤーとして、銀行系証券会社の存在が挙げられる。国内のトップ銀行で本格的にリテール向け証券ブローカレッジを展開しているのは、マン

<sup>19</sup> オンライン口座の開設には通常は 1,000 万ルピア必要である。

<sup>20</sup> 債券の流通市場は売買回転率が低く、ビッド・アスク・スプレッドが高い。

<sup>21</sup> 現在、国内には推定で証券会社の支店が 400～500 店舗存在し、証券引受けおよびブローカレッジのライセンスがそれぞれ 1,600 以上、5,000 以上発行されている。

<sup>22</sup> 国営企業の IPO 案件においては政府系ローカル証券会社が多くのマンデートを獲得しているが、今後変化する可能性もある。2011 年 1 月の国営ガルーダ航空による IPO は、ダナレクサ等の政府系証券会社がアンダーライティングを実施したが、政府による非現実的な価格設定とインフレ懸念によって当初想定された半分程度の 5.1 億ドルしか資金が集まらず、失敗に終わっている。

図表 14 インドネシアにおける主なリテール証券ブローカー

会社名	年間取扱 売買高 (10億ルピア)	年間取扱 売買高 (100万株)	売上高 (100万ドル)	総資本 (100万ドル)	営業利 益率	ROE	従業員 数	備考	本拠地
Danareksa Sekuritas	89,412	114,265	40	268	14.0%	2.7%	331	インドネシアにおいて投資信託を最初に立上げ	インドネシア
Trimegah Securities Tbk	52,595	107,650	20	100	20.1%	5.7%	304	インドネシア国内証券最大手の一角	インドネシア
Mandiri Sekuritas	44,097	72,686	数値は非公開					国内最大の銀行バンク・マンディリの一部門、国内最大のネットワーク(支店数600以上)	インドネシア
Ciptadana Securities	54,025	111,140	数値は非公開					"2010年 Best Securities Company" (Investor Magazine) に選出	インドネシア
Bahana Securities	39,296	30,585	数値は非公開					1993年創設。2006年に"The Best Investment Bank"、"The Best Equity House"、"The Best Broker" を受賞。	インドネシア
Panin Sekuritas	22,959	48,681	39	151	75.9%	9.81%	242	2010年"Asia's Best Companies 2010"受賞 (Finance Asia)	インドネシア
eTrading Securities	70,416	143,017	数値は非公開					最大手のネット証券。大宇証券が19.9%出資。	インドネシア
Indo Premier Securities	60,354	140,887	数値は非公開					ネット証券	インドネシア
Kim Eng Securities <sup>*3</sup>	82,787	88,984	299	1,468	31.4%	10.4%	2,000	台湾の元大証券及び三菱UFJ証券と戦略的パートナーシップを締結	シンガポール (外資系)
CIMB Securities Indonesia	82,408	90,071	3,295	74,115	35.7%	15.0%	35,922	マレーシア金融グループCIMB証券の現地企業 (財務数値はグループ本体)	マレーシア (外資系)
Credit Suisse Securities Indonesia	81,769	41,705	32,143	995,778	24.3%	18.3%	47,600	インドネシアでの株式ブローカレッジ業務は2008年1月から開始 (財務数値はグループ本体)	スイス (外資系)

- (注) 1. 財務数値は直近時点。  
 2. 1USD = 9,346 ルピア、1.4049 シンガポールドル、3.238 リンギット。  
 3. Kim Eng Securities は、2011年1月にシンガポールの最大手 Maybank に買収された。  
 (出所) 野村資本市場研究所作成

ディリ銀行と BNI のみであるが、これらは本体の銀行の広範なネットワークおよび強固な財務基盤を活用しながら、業容を拡大しつつある。例えばマンディリ証券は、過去数年はホールセールに注力してきたが、現在はリテール向けのオンライン取引を拡大する計画を進めており、マンディリ・グループとして顧客にワンストップの金融サービスを提供しつつ、収益基盤の安定化を図っている<sup>23</sup>。

インドネシアのリテール向け証券ビジネスは、プレイヤーの数が多く国内の個人投資家数が限られていることから、非常に厳しい競争環境となっている。オンライン証券各社は、手数料引下げによってシェアを拡大しており、業界全体で手数料率に対し下方圧力がかかっている。現在、オンライン取引のコミッション・マージンは 15～25bp 程度であり、インドネシアの証券業協会は、0.176% (取引税と VAT を含む) の最低手数料率 (minimum brokerage fee) を検討中である<sup>24</sup>。

上述のように、インドネシアは 1.7 万以上の島から構成されており、支店網をこれらの島全てに展開するには多額の資金が必要となることから、資金面で強みを有する銀行系証券会社が相対的に有利な状況にあることは想像に難くない。今後、銀行系証券会社の参入に対抗し、各社ともオンライン取引が主流となる可能性は高いと思われる。ただし、オンライン取引ビジネスを拡大する場合でも、個人の証券口座開設は対

<sup>23</sup> マンディリ証券はアジアマネーの 2010 年ブローカー投票でインドネシアのローカルブローカレッジ第 1 位、ユーロマネーのインドネシアにおける 2010 年ベストエクイティハウスなどを獲得している。

<sup>24</sup> マージンの高い信用取引のサービスが証券会社にとって重要な収益源となっている。

面で行なうことが要求されるため、KYC ルール（適合性原則）がネックとなり得る点には留意すべきであろう<sup>25</sup>。

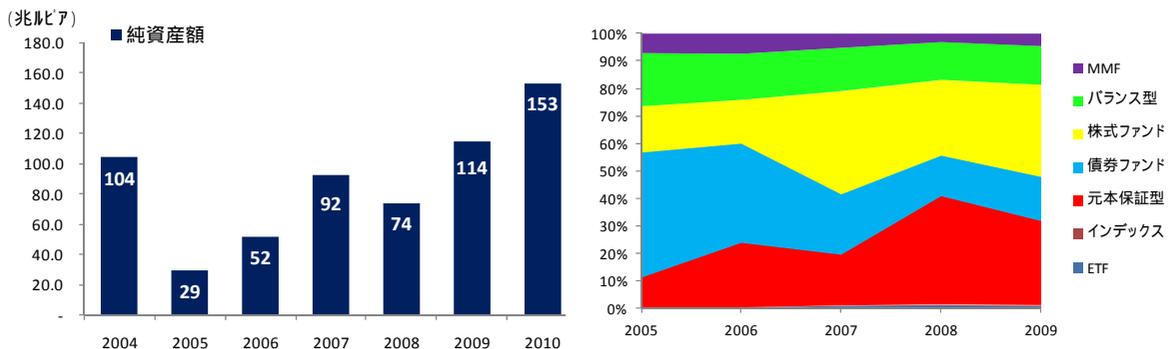
### 3) 投資信託

投資信託は、インドネシアの個人投資家向けの最も一般的な投資商品である。つまり、個人投資家は投資余力の制約から投資信託の保有を通じて資本市場にアクセスしている。

資産運用業界は 1990 年にスタートし、1995 年まではクローズドエンド型の投資信託のみ存在した。だが、1995 年資本市場法の導入によってオープンエンド型の投資信託の設立が認められ、ダナレクサ証券がローカルの運用会社として初のオープンエンド型の商品を立ち上げた。2005 年以前は、銀行預金の代替という位置付けであった債券型ファンドが主流だったが、2005 年の金利上昇時に当時の BNI が運用していた債券ファンドの価値が急落し、市場全体で大量解約が発生した（ボンド・クラッシュ）。この背景には、Bapepam-LK が同年 1 月に導入した債券型ファンドの評価方法に関するルール変更があるが、同時に投資家に誤解を与えるような投信販売代理人による販売手法も問題視された<sup>26</sup>。

ボンド・クラッシュ後は、安全志向を強めた投資家の間で元本確保型ファンド、そして低金利や税制優遇の導入を背景に株式ファンドが人気となった<sup>27</sup>。さらに 2006 年には、ETF の設立も認可されている<sup>28</sup>。2010 年末時点での投信市場の規模は、純資産額が前年度の 114 兆ルピアから 34% 増の 153 兆ルピア（図表 15）、投信保有者数

図表 15 インドネシアの投資信託



(注) 右表にあるタイプ別の内訳データは 2009 年まで入手可能。

(出所) Bapepam-LK のデータより野村資本市場研究所作成

<sup>25</sup> インドネシア証券取引所とのインタビューによると、銀行顧客であれば KYC プロセスを満たしたものととして証券口座開設プロセスを簡素化しよう業界が Bapepam-LK に働きかけているとのことである。

<sup>26</sup> 投資信託の NAV のバリュエーションは取得原価法から時価評価法となった。

<sup>27</sup> インドネシア政府は資本市場監督庁に登録している投資信託会社の保有債券利子所得にかかる税率を 2011 年から 2013 年の間は 5% に、2014 年以降は 15% に引き上げる。

<sup>28</sup> 2010 年末時点で 2 本（”Asian Bond Fund – Indonesia Bond Index Fund”および”Premier ETF LQ-45”）の ETF が取引されており、2010 年は ETF の預かり資産は 1 億ドル増加した。

が推定で 32 万人前後となっている<sup>29</sup>。

今後、どのような種類の投信商品が人気を呼ぶかについては様々な見方があるが、株式ファンドや元本保証型の他にも、例えば一任投資タイプ（Discretionary Funds）、未上場株式やプロジェクトに投資する RDPT と呼ばれるタイプのミューチュアルファンドが有望視されている<sup>30</sup>。さらにイスラム・ファンドについても潜在的なニーズは高いと考えられる。

インドネシアにおける投資信託のディストリビューターに関する公式な統計は存在しないが、現地でのインタビューによれば、銀行が販売チャネルの主な役割を担っていることは間違いなさそうである<sup>31</sup>。また、投信市場の規模拡大は販売エージェント数の増加によって支えられており、2009 年は新たに 2,657 人のエージェントにライセンスが付与され、2009 年末時点のエージェント数は 21,152 人となっている。

プレイヤーの状況を見ると、資産運用業界には 2011 年 2 月時点で 84 社の資産運用会社が存在し、純資産額トップ 3 社（シュローダー、BNP パリバ、マンディリ）で市場の約半分のシェアを占める（図表 16）。ローカルのアセットマネージャーでは、マンディリ銀行の傘下にあるマンディリ・インベストメント・マネジメントが最大規模かつ最古の歴史を誇る。その他には、バハナ証券と米国ロスアンジェルスに本拠を置く資産運用会社の TCW 社との合併事業であるバハナ・TCW、ダナレクサ、トリメガ等が名を連ねる<sup>32</sup>。

図表 16 主な資産運用会社

Fund manager	ファンド(本数)	NAV(兆ルピア)	マーケットシェア(%)
Schroder Investment Mgmt Indonesia (UK)	38	27.34	27.92
BNP Paribas InvestmentPartners (France)	42	16.26	13.63
Mandiri Investment Mgmt	84	15.31	12.83
Bahana TCW Investment Mgmt	57	9.06	7.59
Manulife Asset Mgmt Indonesia (Canada)	23	8.46	7.09
Batavia Prosperindo Asset Mgmt	66	4.98	4.17
Danareksa Investment Mgmt	69	4.68	3.92
Mega Capital Indonesia	14	4.06	3.4
Panin Securities	33	2.97	2.49
Trimegah Securities	14	2.93	2.46
<b>Top 10 Total</b>	<b>440</b>	<b>96.05</b>	<b>80.5</b>

（出所）Bapepam-LK, “E-monitoring Reksa Dana System (2011 年 4 月 18 日時点)” より  
野村資本市場研究所作成

<sup>29</sup> Bapepam-LK の回答に基づく。

<sup>30</sup> Bapepam-LK の回答によると、投資信託の信託報酬の平均は年率 1～2%、販売手数料は 0.5～1%とのことである。尚、現地プレイヤーとのインタビューでは信託報酬の平均は株式投信が 2～3%、債券投信は 1.0～1.5%、バランス型投信は 2%、MMF は 1～1.5%、販売手数料は 0.5%～2%とのことである。また現在、REIT 商品は存在しない。

<sup>31</sup> 現地でのインタビューによると、銀行がディストリビューションの大部分を占める点では共通しており、中には 9 割以上を占めるという回答もあった。

<sup>32</sup> 資産運用業界においてもディストリビューションの観点から国内銀行系プレイヤーに優位性があると考えられる。また、マンディリ銀行は投資信託の販売においてオープンアーキテクチャーを採用している。

投信のタイプ別では、株式投信はシュローダー、インデックス投信はダナレクサ、元本確保型投信と MMF はマンディリ・インベストメント・マネジメント、債券投信はバハナ TCW がトッププレイヤーである。またイスラム・ファンドについては、マンディリ・インベストメント・マネジメントや CIMB など銀行系のプレイヤーのプレゼンスが高い。

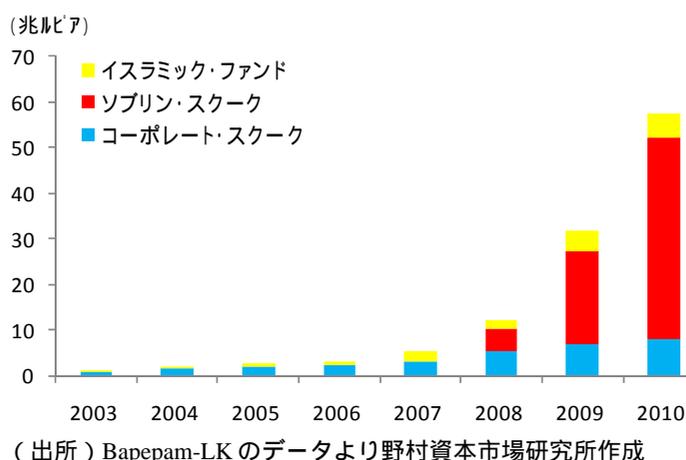
#### 4) イスラム金融商品

インドネシアは人口の 8 割以上（地方によっては 9 割）がムスリムという世界最大のイスラム国家であり、イスラム金融市場のポテンシャルは非常に高いと言える。政府は、イスラム金融が発達しているマレーシアへの投資を加速する中東のマナーを呼び込むため、2005 年に制定された資本市場マスタープランにおいてシャリア適格な投資商品（株式、債券、資産担保証券、投資信託等）の拡充を目標に掲げた。

インドネシアのイスラム金融は、1992 年の法令 72 号の発布から正式にスタートしたが、イスラム金融の法的権限をさらに強化するため、1998 年に同法は改正された。その後、イスラム金融市場は急成長し、シャリアに基づく投資商品が 2003 年 3 月に正式に導入された<sup>33</sup>。2009 年には初となる個人向けソブリン・スクークが発行され、2011 年 2 月には 3 本目となる個人向けソブリン・スクーク（SR-003）が 7.34 兆ルピア売り出された<sup>34</sup>。

2010 年末までに Bapepam-LK は 48 本のイスラミック・ファンドを認可し、これらの純資産額の合計は 5.2 兆ルピアとなっている（図表 17）。また、2000 年にシャリア適格株式の参照指標として開発され、シャリア適格とされる 30 銘柄から構成されるジャカルタ・イスラミック・インデックス（JII）の時価総額は、2010 年 12 月 30

図表 17 イスラム金融商品の純資産額



<sup>33</sup> イスラム学者委員会（DSN-MUI）はイスラム・ファンドのガイドラインを策定し、シャリア適格でない銘柄を公表している。

<sup>34</sup> コーポレート・スクークは 2002 年に初めて発行され、2009 年末までに合計で 43 本、総額 7 兆ルピア以上の発行額である。また 2011 年 4 月にもドル建てのスクーク（期間 5 年、利回り 8.8%）が初めて発行され、募集枠の 7 倍を超える申込が殺到している。

日時点で 1,135 兆ルピアに達している。

一方、市場関係者の間では、インドネシアでのイスラム金融商品のポテンシャルにやや懐疑的な意見も存在する<sup>35</sup>。すなわち、イスラム金融商品はコンベンショナルな商品よりも商品設計の観点から理屈上はコスト面で見劣りし、また法整備も十分に整っていないというような指摘である。中長期的には、イスラム金融市場が成長する可能性は十分にあると考えられるが、短期的には供給側のイスラム金融商品組成のコスト負担をカバーするだけの需要が見込めるかどうか成長の鍵となるであろう。

## 5) 関連法規制

財務省法令（Number 100/PMK 01/2008）に基づき、資本市場監督庁（Bapepam-LK）が日々の資本市場の活動の監督および資本市場法の策定・施行等を担当する<sup>36</sup>。また、自主規制団体として、インドネシア証券取引所、インドネシア証券決済保証会社（KPEI）およびインドネシア中央証券保管会社（KSEI）の 3 機関が存在する。KPEI および KSEI は、主に有価取引の決済・清算や保管機能を担う。

インドネシアの資本市場に関連する主な法制度は、1995 年資本市場法（No.8）インドネシア資本市場に関する政府規則（Government Regulation No.45/46 および No.12 of 2004）財務省令（No.645/No.646/No.455/No.179）Bapepam ルール<sup>37</sup> 2006 年金融セクター政策パッケージ 資本市場マスタープラン（2005-2009 および 2010-2014）等が挙げられる。特に「資本市場マスタープラン 2010-2014」では、金融危機を教訓に国内プレイヤーの経営体質の強化や法規制を含むインフラ整備を促すと同時に、将来の金融危機に対応できる厚みのある資本市場を構築するため、今後 5 年間で 5 つのゴールと戦略を以下のように設定している（図表 18）。

証券業者の行為規範、ライセンス規制、詐欺・相場操縦・内部者取引等のルールは、1995 年資本市場法および Bapepam ルールの第 4・5・11 章でそれぞれ規定されている。投資家保護に関しては、資本市場マスタープランにおいて投資家保護基金の法的地位の改善、経営に重大な影響を及ぼす取引に関する株主承認の強制、Bapepam-LK に登録する法的専門家の責任の強化、電子データの正当性（裁判所に提出する証拠として法的に認められる）等が盛り込まれた<sup>38</sup>。

IMF は 2010 年 9 月に発刊したカントリーレポートにおいて、証券監督者国際機構（IOSCO）の要求基準を達成するために必要な証券規制における透明性の向上に関し、Bapepam-LK が大きな役割を果たしたと評価する一方、資本市場法を含む包括的な法

<sup>35</sup> 現状では、インドネシアのイスラム金融商品の中で最も規模が拡大しているのはソブリン・スクークであり、コーポレート・スクークやイスラミック・ファンドはあまり伸びていない。

<sup>36</sup> Bapepam-LK には全部で 12 の役割があり、それらは資本市場ルールの策定・施行、ライセンスの認可を受けた関係者の監視、会計ルールの承認、企業情報公開原則の承認などを含む。それぞれ 1 人の議長と事務総長の下に 12 人の事務局長がおり、資本市場全体、年金ファンド、保険、非銀行金融機関、ベンチャーキャピタルを包括的に監督する体制を構築している。

<sup>37</sup> 全部で 158 本ある。詳細は、[http://www.bapepam.go.id/pasar\\_modal/regulasi\\_pm/peraturan\\_pm/indexEng.htm](http://www.bapepam.go.id/pasar_modal/regulasi_pm/peraturan_pm/indexEng.htm)

<sup>38</sup> さらに投資家保護の目的から 2011 年に証券の保有者を参照する AKSES システム、データの整合性を確保する SID システム、流動性を向上させる STP システムの導入が自主規制機関の協力の下、計画されている。

図表 18 インドネシア資本市場マスタープラン 2010-2014

ゴール	戦略
競争力ある効率的な資本市場の確立	①企業が資本市場へアクセスする際の制約を撤廃 ②投資家による信用保証会社やVC等のノンバンクへのアクセスを改善 ③専門家を含む資本市場支援関係機関の役割を改善
魅力的な投資環境およびリスク管理手段の提供	①情報公開の質と伝達手段の改善 ②多様な金融商品の提供 ③シャリア金融資本市場の発展 ④保険やインターネット等を介した金融商品の販売チャネルの多様化 ⑤投資家保護 ⑥債券・スクークの流通市場の発展と監督機能の強化
抵抗力があり安定した流動性の高い資本市場の確立	①プレイヤーの質の強化 ②コーポレートガバナンスの促進 ③リスクマネジメント能力の向上 ④プレイヤーに対する監督機能の強化 ⑤国内投資家層の拡充と年金・保険基金の発展
公正かつ透明性の高い法制度の確立	①法的強制力の改善 ②産業間での規制の協調および規制の国際基準への適合 ③業界のニーズに基づく規制の構築 ④資本市場参加者が公表する財務情報の透明性の確保
国際標準に沿った資本市場のインフラ構築	①資本市場の主要なシステム（証券取引システム、決済保証システム、証券保管システム）の統合および効率的な取引システムの確立 ②データウェアハウス等の構築による信頼性あるITシステムの構築

（出所）“The Capital Market and Non Bank Financial Industry Master Plan 2010-2014”より野村資本市場研究所作成

的枠組みは依然として不十分であり、運用面で課題が残ると指摘している。また、インドネシアの金融セクターの成熟度が低い原因として、ガバナンスと法的規制が有効に機能していない点を挙げ、特に金融システムの監督者に対する法的なバックアップが不十分であるがゆえに政治介入を許してしまい、それが金融システムの脆弱性につながっているとした。

さらに、金融資本市場における不正行為を事前に摘発できる Bapepam-LK の権限を強化する必要があるとして、当局は統合金融監督庁（Integrated Supervisory Agency）の設立を検討中である。この議論は、1999年のバンク・インドネシア改正法に端を発するが、統合金融監督庁は Bapepam-LK の非金融部門の監督機能とインドネシア中央銀行の監督機能が合体した組織となるため、スタッフの十分なスキルと強力な権限が備わらない限り、組織文化の衝突の可能性も考慮すれば監督機能が十分に働かないのではないかという懸念の声もある。当局は現在、監督機能の早急な一元集約化に対しては慎重なスタンスを取っている。

## 終わりに

インドネシアにおけるリテール金融のビジネスチャンスは大きく広がっている。一人当たり名目 GDP は昨年、ベンチマークとしていた 3,000 ドルをようやく突破し、カリマンタン島やスラウェシ島といった地方のプランテーション等で働く労働者の多くが、資源価格の高騰によって所得を倍増させ、中間層の仲間入りを続々と果たしている。好調な内需を経済成長のドライバーとする健全なマクロ経済を背景に、インフラ整備が依然として大きな課題ではあるものの、インフレの抑制に現時点では成功して

おり、通貨のルピアも安定している<sup>39</sup>。

所得が向上し、消費欲が旺盛な中間層のニーズを取り込もうと、コンシューマーローンである自動車ローン、住宅ローン、クレジットカード等の分野が急速に伸びている。インドネシアの銀行は純金利マージンが低下し、資本市場が急成長する中で事業ポートフォリオの見直しに迫られており、リテール金融へのシフトが今後の重点戦略の一つとなっている。

インドネシアの金融システムは銀行が主体であり、個人の金融資産の半分以上を銀行預金占める構造である。個人について預金から投資への流れを形成するのは簡単ではないが、年金基金等はずで銀行預金から株式などへシフトしており、政府は優遇税制を通じ、個人投資家の間で投資信託を浸透させようとしている。投信はイスラム・ファンドを含めまだ規模は小さいが着実に伸びており、主に銀行チャネルを通じて販売されている。

インドネシア政府は、今年発表した資本市場マスタープランの中で掲げた国内の個人投資家層の拡大というゴールに向けて、さまざまな投資教育を大学等で無償提供している。アクティブトレーダーの数は推定で10万から20万人程度と少ないが、今後インフラ整備の進展とともにオンライン取引が浸透していけば、その数は急増する可能性がある。

一方、同国の資本市場の発展にはいくつかの課題も存在する。一つは個人の投資余力の拡充、二つ目は証券投資の社会への浸透（socialisation）または投資教育、そしてもう一つは投資家保護の法制度の枠組みの整備である。これらは一朝一夕では解決できない問題であり、今後時間をかけて資本市場を発展させていく戦略的な取組みが関係者には求められよう。

<sup>39</sup> 直近の2011年10月11日時点の状況を見ると、グローバル経済の低迷からインドネシアから外資が資金を引上げており、ルピアが下落している。中銀は為替介入と金利の引下げによってこれまでのインフレ抑制を主眼とするスタンスから国内経済の成長を重視する方向に舵を切った。