

# 台湾の債券型ファンドの盛衰とその社債市場に与えた影響

林 冠汝<sup>†</sup>

<sup>†</sup> 台湾真理大學財経学院

## 要 旨

1996年以降、国内資金が株式市場及び金融市場から債券型ファンドに流れ込んできた。そこでファンドマネージャーは投資家の解約に的確に対応できるよう、流動性の高い公債の条件付売買や、銀行の定期預金などの投資商品への投資比率を引き上げた。しかし、2000年以降には、定期預金の金利が低下傾向にあり、債券型ファンドは定期預金の収益率より高い社債への投資比率を増加させた。その結果、社債発行会社は債券型ファンドの社債の旺盛な需要に対応して、社債発行額を増加し、発行利回りを引き下げた。2004年6月に債券型ファンド業界全体を揺るがす聯合投資信託会社事件<sup>(1)</sup>が起こるなど、債券型ファンドに関する問題が表面化した。この事件以降、証券主管機関は債券型ファンド業界に内在する問題を解決するため、積極的に債券型ファンドに対する改善策を導入してきた。それによって、債券型ファンドの社債市場に対する影響度が変化している。

本稿では、社債市場に大きな影響を与えてきた債券型ファンドを取り上げ、その社債市場に与えた影響について述べたい。特に、聯合投資信託会社事件前後に分けて、債券型ファンドの動向を述べ、かつ債券型ファンドと社債市場の関係について明らかにしたいと思っている。

キーワード：債券型ファンド、社債

## 1. はじめに

1991年に初めて債券型ファンドが台湾に誕生した。債券型ファンドとは、公債、社債及び金融債などの公社債を主要な投資対象としている投資信託のことである。台湾における債券型ファンドは外国で一般的に取引されている「固定収益型ファンド」及び「短期金融市場型ファンド」の両者の性格をもっていた。即ち、「固定収益型ファンド」の定期預金金利より高い収益率と「短期金融市場型ファンド」の換金が速くできるという性格を所有していたため、他のファンドより資金を募集しやすいという特徴を持っていた。

1996年以降、台湾の株式市場は低迷を続けており、中央銀行は景気を刺激するために、2000年から2004年までに13回にわたり金利を引き下げた。これにつれて、銀行定期預金の金利も下がり続けたため、国内資金が株式市場及び金融市場から上述の性格を持つ債券型ファンドに流れ込んできた。

1996年以降、債券型ファンドの募集件数が急速に拡大し、債券型ファンドにおける投資家の売買も活発になった結果、投資信託会社間の競争も激しくなってきた。そこでファンドマネージャーは投資家の解約に的確に対応できるよう、流動性の高い公債の条件付売買や、銀行定期預金などの投資商品への投資比率を引き上げた。しかし、2000年以降には、銀行定期預金の金利が低下傾向にあり、債券型ファンドは銀行定

期預金の収益率より高い社債への投資比率を増加させた。ところが、台湾では2004年に至るまで、債券型ファンドに関する制度が整備されていなかったため、ファンドマネージャーが法律の欠けるところを利用し、分券と作価という手法を活用して、社債投資を増加させていた。その結果、2000年代前半まで、債券型ファンドは社債の7～8割を購入し、社債の主要な投資家となった。また、社債発行会社も債券型ファンドの社債の旺盛な需要に対応して、社債発行額を増加し、発行利回りを引き下げた。

しかし、台湾における債券型ファンドは一旦債券を購入すれば、満期まで債券を保有し、債券の利息収入を得ることを目的にしている。これも台湾における債券型ファンドの特色である。先進国等における一般債券売買商品への投資は資本利得を得るといった目的と違っている<sup>(2)</sup>。さらに、債券型ファンドは社債を長期保有したため、社債市場の流動性及び金利に大きな影響を与えた。その一方で、2004年6月に債券型ファンド業界全体を揺るがす聯合投資信託会社事件が起こるなど、債券型ファンドに関する問題が表面化した。この事件以降、証券主管機関は債券型ファンド業界に内在する問題を解決するため、積極的に債券型ファンドに対する改善策を導入してきた。それによって、債券型ファンドの社債市場に対する影響が変化している。

ここでは、社債市場に大きな影響を与えてきた債券型ファンドを取り上げ、その社債市場に与えた影響について述べた

い。特に、聯合投資信託会社事件前後に分けて、債券型ファンドの動向を述べ、かつ債券型ファンドと社債市場の関係について明らかにしたいと思っている。

本論文の研究方法は文献の捜査、分析など中心にした。しかし、台湾債券型ファンドに関する研究学者や関連文献の数がいまだ少ない。そのため、研究に当たっては台湾における証券会社、投資信託会社、店頭公開売買センターなどの専門家にインタビューを行うことにし、実務的な調査を行った。本論文では4つに分け、第一に、台湾における債券型ファンドの投資対象や資金運用などの特徴について概括する。第二に、債券型ファンドの発展の経緯と投資分配について述べる。第三に、債券型ファンドの資金運用問題及び改善策などについて論じる。第四に、債券型ファンドの発展が社債市場に与えた影響について述べる。

## 2. 台湾における債券型ファンドの特色

本章では、まず台湾における債券型ファンドについて定義し、債券型ファンドが主に扱う投資対象は何か、そして、債券型ファンドがその投資家に対してどのようなメリットやリスクを持っているのかについて概説する。

### (1) 債券型ファンドの定義、投資対象

一般的に債券型ファンドとは、公債、社債及び金融債などの公社債を主要な投資対象としている投資信託のことである。また、台湾債券型ファンドの性格はつぎのとおりである<sup>(3)</sup>。例えば、投資地域別には、国内投資と外国投資の2つの種類があり、国内投資の債券型ファンドが99.0%を占めている。また、投資属性によれば、高い流動性の「準短期金融市場型ファンド」と低い流動性の「固定収益型ファンド」の2つの種類があり、現在(2008年)では、準短期金融市場型<sup>(4)</sup>ファンドが96.08%を占めている(件数ベース)。

次に、債券型ファンドの投資対象についてみてみよう。中央銀行年報によると、債券型ファンドの投資対象は一般債券売買商品、債券条件付売買商品、金融機関の預金、短期金融商品、金融資産受益証券及び不動産受益証券などの金融商品

に分けられる(表1参照)。一般債券売買商品とは、通常の債券売買の取引方式で売買される金融商品であり、公債、社債、金融債などの商品が含まれており、中でも社債が債券型ファンドの主な投資対象となっている<sup>(5)</sup>。先進国等では、一般債券売買商品への投資は資本利得を得ることを目的としている<sup>(6)</sup>。

一般債券売買商品以外への投資は利息収入を得るためであり、その主要な投資対象には債券条件付売買商品、金融機関の預金、短期金融商品などの商品がある。まず、第一に債券条件付売買商品とは、保有している公社債を一定期間後に買い戻すまたは売り戻すことを条件に公社債を売却ないし購入する取引を行う金融商品を指す<sup>(7)</sup>。債券条件付売買商品の対象には公債、CP(コマーシャル・ペーパー)、CD(譲渡性預金)が含まれているが、一般的には公債が主要な投資対象となっている。ついで銀行の定期預金が主要な投資対象であり、投資期間は1年から3年間である。最後は短期金融商品であり、FB(国庫券)、CP(コマーシャル・ペーパー)などの1年未満満期の金融商品が含まれている。上述した商品以外に金融資産受益証券及び不動産受益証券も投資対象に含まれる。

前述したように、債券型ファンドは社債、公債、金融債、定期預金、短期資金商品などを主な投資対象として運用を行っている。また、投資対象への資金運用は利息収入を得ることを目的にしている。これは聯合投資信託会社事件が起こる前の台湾債券型ファンドの特色であると言えよう。

### (2) 投資家にとっての債券型ファンドのメリットとリスク

聯合投資信託会社事件が起こる前、投資家にとって台湾における債券型ファンドにはいくつかのメリットがあり、特に、短期的に資金運用を行う投資家に好まれている<sup>(8)</sup>。メリットとして以下の点を挙げる事が出来る。

- ① 税制上のメリット：債券型ファンドの収益を分配しない限り、債券型ファンドを売買した収益は資本利得(capital gain)と認められ、その資本利得には課税されない。
- ② 小口資金から可能：投資家は小口の資金から債券型ファンドに投資できる。債券型ファンドへの最低投資額は公債より低く、個人投資家が気軽に投資できる。例えば、

表1 債券型ファンドの投資対象と投資商品

投資対象項目	一般債券売買商品	債券条件付売買商品	金融機関の預金	短期金融商品
投資目的	資本利得	利息収入	利息収入	利息収入
投資商品	公債、社債、金融債	公債、社債、金融債、CP(コマーシャル・ペーパー)、CD(譲渡性預金)	定期預金	FB(国庫券)、CP(コマーシャル・ペーパー)
主な商品	社債	公債	定期預金	FB、CP

出所：1. 中央銀行経済研究処編(各年版)：『中央銀行年報』、中央銀行。

2. 傅璋瓊(2004)：『債券型ファンドを買う学習地図』、早大財経文化会社、41-47。

個人投資家は1万NTドルから債券型ファンドへ投資することが可能である。これに対して、公債の最低投資額は10万NTドルとなっている。

- ③流動性が高い：債券型ファンドは随時解約できるため、投資家は投資期間を自由に調整できる。投資家は債券型ファンドを解約する場合、次の営業日(T+1)に換金ができる<sup>(9)</sup>。
- ④安定的かつ高利率：債券型ファンドの収益率は安定的であり、かつ平均的には銀行の定期預金金利より高い。表2に示したとおり、1997年から2003年までの1年物債券型ファンドの収益率は一部を除きほとんど1年物定期預金金利より高かった。

上述したように、債券型ファンドは小口投資が可能、流動性が高い、高い利回りが得られる、資本利得の免税などのメリットがあるため、他のファンドより資金を募集しやすい。しかし、債券型ファンドのもつリスクには次のようなものがあり、一旦大きなリスクが発生すれば、債券型ファンド市場全体に波及する可能性がある。

- ①信用リスク：債券型ファンドの一般債券売買商品（社債が主な投資商品）に対する投資比率は約30.0%～50.0%である。もし社債を発行する企業に財務危機が発生すれば、社債の元本の回収及び利息の受取りができなくなる可能性がある。その結果、債券型ファンドの純資産総額や収益率が影響を受けることもありうる。

- ②流動性リスク：債券型ファンドの主要な投資対象は社債であるが、台湾における社債流通市場は公債流通市場より低調である。もし多くの投資家が同時に解約する場合、債券型ファンドが保有する社債を流通市場で素早く売却して解約資金に充当することは困難であり、流動資金不足に陥りやすいという流動性リスクを持っている。聯合投資信託事件が発生した原因は即ち流動性リスクの発現によっている。
- ③価額変動（金利）リスク：一般的に、債券価格と金利は逆の動きをする。もしファンドマネージャーが金利を誤って低く予測して多くの社債を購入した場合、その後金利が上昇すると、保有する社債価格が下落する可能性がある。結果として債券型ファンドの純資産総額も減少してしまうという価額変動（金利）リスクがある<sup>1)</sup>。

### 3. 債券型ファンドの発展

ここでは、債券型ファンドの発展を、基金額（ファンド残高）の変化を踏まえて、聯合投資信託事件以前の発展初期（1991年から1994年まで）、成長期（1995年から1999年まで）、繁栄期（2000年から2004年まで）、聯合投資信託事件以後の調整期（2005年以降）の4つ期間に分けて述べる。

表2 債券型ファンド収益率と預金金利の比較-1997～2008年 単位：%

項目年	6ヶ月物債券型 ファンド収益率	普通貯蓄預金	1年物債券型 ファンド収益率	1年物定期 預金金利
1997	3.0300	3.5000	5.8500	6.0000
1998	3.0410	3.5000	6.2008	5.4000
1999	2.5791	3.5000	5.0877	5.0000
2000	2.4476	3.5000	4.9293	5.0000
2001	2.1892	2.3000	4.5883	2.4500
2002	1.3303	1.0000	2.8114	1.8500
2003	0.9513	0.5500	1.9850	1.4000
2004	0.6834	0.5500	1.4482	1.5250
2005	0.6498	0.5500	1.3125	1.9900
2006	0.7277 (固定収益型)	0.5500	1.1175 (固定収益型)	2.2000
	0.6664 (準短期金融市場型)		1.3124 (準短期金融市場型)	
2007	0.5634 (固定収益型)	0.5500	1.0033 (固定収益型)	2.6200
	0.7650 (準短期金融市場型)		1.4785 (準短期金融市場型)	
2008	2.1703 (固定収益型)	0.4550	2.6959 (固定収益型)	1.4200
	0.7707 (準短期金融市場型)		1.5355 (準短期金融市場型)	

注：1. 年以上の数値は年換算値。

2. 2005年以降、債券型ファンドは分離政策を実施した。国内投資の債券型ファンドは従来の債券型ファンド、固定収益型、準短期金融市場型などの3つの形態に別けられる。ほとんどの債券型ファンドは準短期金融市場型に転換されている。

出所：「産業現況分析」、中華民国証券投資信託及び顧問商業同業協会のホームページ、<http://www.sitca.org.tw> より作成した。

## (1) 発展初期 (1991~1994年)

## ①債券ファンドの登場

1990年以前には、投資信託会社の設立資格、運営業務及び投資信託の投資対象などに対する規制が厳しかったため、投資信託ファンドの数、種類及び投資家などはまだ少なかった。1990年代に入り、台湾政府はWTO加盟を決定し、資本市場の自由化・国際化を促進しなければならなかったため、投資信託会社の設立に対する制限を次第に緩和した。その結果、投資信託会社は1990年の4社から1994年の15社に増えてきた<sup>2)</sup>。しかし、表3に見られるように、1991年から1994年までの各年度の債券型ファンド基金額は100億~200億NTドル程度であった。そのため、この時期は債券型ファンドの発展初期と位置づけられる。

## ②債券型ファンドの募集額の推移と投資配分

表4から読みとれるように、発展初期のファンド業界では株式市場に重点が置かれていた。1994年時点でも台湾ファンドの基金額は株式+バランス型が95%を占めており、債券型は5%程度であった。これらの点から見ると、発展初期の債券型ファンドは投資信託市場で重要な役割を果たしていなかったと言えよう。その原因は債券自体の発行量及び取引量はまだまだ少なく、債券市場での取引も活発ではなかったことにある。また、当時の債券型ファンドの投資先は、一般債券売買商品の債券(公債、社債など)に対する割合が高く、定期預金や

短期金融商品などに対する投資比率は相対的に低かった。

## (2) 成長期 (1995~1999年)

## ①成長期の債券型ファンドの募集額の推移

1996年3月1日に政府は「証券投資信託事業管理規則」を改正し、投資信託会社の設立資格、運営業務及び投資信託の投資対象などに対する規制を緩和したため、投資信託会社の設立数は1995年の15社から1999年の36社に増加した<sup>3)</sup>。投資信託会社が増えたのに伴い、投資信託(ファンド)の数、種類及び投資家などが次第に増加した。表3に見られたように、1995年の債券型ファンドの基金額(596億NTドル)は前年度比221.0%増加し、1999年の6,336億NTドルに至るまで急速な成長を遂げた。それに伴い1998年以降、債券型ファンドは台湾ファンドの中でも主要な役割を担うようになった。

このように急成長した要因は、投資信託会社設立が自由化されたことに加えて、1996年以降台湾の株式市場が低迷を続けたこと、また、債券型ファンドの収益率が定期預金の金利より高かったことが挙げられる(表2参照)。その結果、国内資金が株式市場等から債券型ファンド市場に流れ込んできた。

## ②成長期の債券型ファンドの投資配分

成長期には債券型ファンドの募集件数が急速に拡大し、債券型ファンドにおける投資家の売買も活発になった結果、投資信託会社間の競争も激しくなってきた。そこでファンドマネージャーは投資家の解約に的確に対応できるよう、流動性

表3 台湾債券型ファンドの基金額—1991~2008年

項目年	基金額 (億 NT ドル)	成長率 (%)	項目年	基金額 (億 NT ドル)	成長率 (%)
1991	101.00	-	2000	7,087.00	23.00
1992	151.00	49.00	2001	14,260.00	82.65
1993	179.00	18.00	2002	18,503.00	29.75
1994	186.00	4.00	2003	21,455.00	15.96
1995	596.00	221.00	2004	18,964.00	-11.61
1996	2,297.00	281.00	2005	13,345.00	-29.63
1997	2,298.00	0.00	2006	11,206.00	-16.03
1998	4,425.00	92.00	2007	8,114.00	-27.59
1999	6,336.00	43.00	2008	9,491.00	16.97

注：債券型ファンドの統計は外国投資の債券型ファンドの数値を含んでいる。

出所：1. 李賢源等 (2000)：『わが債券市場を如何に活性化させるか』、中華民國証券及び先物市場發展基金会、38。

2. 「産業現況分析」、中華民國証券投資信託及び顧問商業同業協会のホームページ：<http://www.stitca.org.tw> より作成した。

表4 台湾債券型ファンドの基金額の構成比について—1994~1999年

単位：%

種類	年	1994	1995	1996	1997	1998	1999
株式型+バランス型		95.0	74.0	52.0	60.0	41.0	40.0
債券型		5.0	26.0	48.0	40.0	59.0	60.0
合計		100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

注：構成比は各型のファンドの基金額の全ファンドの基金額に対する割合である。

出所：「産業現況分析」、中華民國証券投資信託及び顧問商業同業協会のホームページ：<http://www.stitca.org.tw> より作成した。

の高い債券条件付売買商品の公債、銀行の定期預金などの投資商品への投資比率を引き上げた。表5に見られるように、1999年の債券型ファンドの投資比率は債券条件付売買商品の公債（投資比率32.5%）と定期預金（投資比率37.0%）を合算すると70.0%に近い。一方で、一般債券売買商品（主として社債）への投資割合は28.2%であった。

上述したように、成長期の債券型ファンドの一般債券売買商品、債券条件付売買商品の公債、銀行の定期預金などへの投資構成比は高かったが、これらの投資商品への投資目的は主として利息収入を得るためであった。これも台湾における債券型ファンドの特色である。また、台湾債券型ファンドは換金の速さと、定期預金より高投資収益率というメリットを併せ持っていたため、短期に資金運用する投資家に好まれ、その基金額が次第に拡大していった。

### （3） 繁栄期（2000～2004年）

#### ① 繁栄期の債券型ファンドの基金額の推移

この時期には台湾の株式市場は低迷を続けており、中央銀行は景気を刺激するために、2000年から2004年までに13回に

わたり金利を引き下げた。これにつれて、銀行定期預金の金利も下がり続けたため、投資家は定期預金から運用利回りのより高い債券型ファンドに運用変更した。また、国内資金が株式市場及び金融市場から債券型ファンドに流れ込んできた。その結果、債券型ファンドの基金額は2000年度末の7,807億NTドルから2004年5月の2.4兆NTドルへと急激に増大した。このような債券型ファンドの活況は、2004年5月まで続くことになるが、債券型ファンド業界全体を揺るがす聯合投資信託会社事件が発生して以降、投資家の債券型ファンド離れが進み、2004年の債券型ファンドの成長率は二桁のマイナス成長へと転じた（表6参照）。

#### ② 繁栄期における債券型ファンドの投資分配

繁栄期には定期預金の金利が低下傾向にあり、債券型ファンドは定期預金の収益率より高い社債投資比率を増加させた。その結果、社債への投資比率は2000年の40.4%から2004年の53.9%に達し、債券型ファンドの一般債券売買商品（社債）と短期投資商品（債券条件付売買商品、銀行定期預金など）への投資比率はほぼ等しくなった（表5参照）。繁栄期に

表5 債券型ファンドの投資内容と成長率—1999～2008年

単位：億NTドル，%

項目 年	一般債券売買商品		債券条件付売買商品		金融機関の預金		短期金融商品		債券型ファンド投資 合計		社債発行額
	金額	比率	金額	比率	金額	比率	金額	比率	金額	比率	金額
1999	1,785	28.2	2,059	32.5	2,342	37.0	144	2.3	6,330	100.0	3,922.8 (29.66)
2000	3,138 (75.8%)	40.4	1,635 (-21.6%)	21.0	2,801 (19.6%)	36.0	199 (38.2%)	2.6	7,773 (22.8%)	100.0	4,738.5 (20.79)
2001	5,206 (65.9%)	36.5	4,092 (150.3%)	28.7	4,570 (63.2%)	32.1	378 (90.0%)	2.7	14,246 (83.3%)	100.0	10,959.2 (131.28)
2002	7,982 (53.3%)	43.3	4,728 (15.5%)	25.6	5,214 (14.1%)	28.2	545 (44.2%)	2.9	18,469 (29.6%)	100.0	13,932.6 (27.13)
2003	10,669 (33.7%)	50.6	6,115 (29.3%)	29.0	3,548 (-32.0%)	16.8	744 (36.5%)	3.5	21,076 (14.1%)	100.0	17,172.7 (23.26)
2004	10,155 (-4.8%)	53.9	5,625 (-8.0%)	29.9	2,587 (-27.1%)	13.7	466 (-37.4%)	2.5	18,833 (-10.6%)	100.0	19,508.4 (13.60)
2005	4,982 (-51.0%)	38.1	5,822 (3.5%)	44.5	2,006 (-22.5%)	15.3	274 (-41.2%)	2.1	13,084 (-30.5%)	100.0	20,677.1 (5.99)
2006	2,610 (-47.61)	23.7	6,285 (-7.95)	55.2	2,092 (4.28)	19.0	228 (-16.79)	2.1	11,014 (-15.8%)	100.0	21,583.0 4.38
2007	1,500 (-42.53)	18.8	4,102 (-34.73)	51.4	2,165 (3.49)	27.1	213 (-6.68)	2.7	7,979 (-27.55)	100.0	19,916.8 (-7.72%)
2008	1,013 (-32.46)	10.8	3,741 (-8.80)	39.7	4,484 (107.13)	47.6	189 (-11.27)	2.0	9,427 (18.14)	100.0	21,046.9 (5.69)

注：1. 一般債券売買商品は社債が主な投資商品であり、債券条件付売買商品は公債が主な投資商品である。

金融機関の預金は銀行の定期預金が主な商品である。なお、債券型ファンドの統計は外国投資の債券型ファンドの数値を含んでいない。

2. ( ) 内は成長率。

出所：1. 中央銀行経済研究処編（各年版）：『中央銀行年報』，中央銀行。

2. 「電子報」，中華民國証券店頭公開売買センターのホームページ：http://www.otc.org.tw より作成した。

3. 「産業現況分析」，中華民國証券投資信託及び顧問商業同業協会のホームページ：http://www.stitca.org.tw より作成した。

表6 台湾投資信託の種類及び基金額状況—2000～2008年 単位：億 NTドル

年	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
ファンドの種類別									
株式型									
クローズ式(国内投資)	146.95	163.13	69.01	82.23	83.42	52.97	54.90	4,372.14	2,387.25
オープン式(国内投資)	1,688.37	2,262.84	2,096.53	2,400.64	2,304.37	2,380.71	2,394.98		
国際株式型	737.66	578.15	669.83	802.06	827.3	1,213.80	2,318.13	4,213.95	1,950.75
小計	2,769.01	3,212.58	2,967.21	3,424.38	3,291.67	3,742.51	4,875.84	8,586.09	4,338.00
成長率	-	16.02%	-7.64%	15.41%	-3.88%	13.70%	30.28%	76.09%	-94.89%
構成比	25.25%	18.07%	13.60%	12.84%	13.27%	19.06%	24.79%	42.07	27.61%
バランス型	390.75	303.16	341.07	1,227.14	1,764.51	979.42	1,007.85	1,059.27	554.70
成長率	-	22.42%	12.50%	259.79%	43.79%	-44.49%	2.90%	5.10%	-47.63%
構成比	3.56%	1.71%	1.56%	4.60%	7.11%	4.99%	5.13%	5.19%	3.52%
債券型									
国内投資—従来の債券型ファンド	7,774.21	14,246.68	18,470.30	21,075.89	18,833.05	13,028.95	461.86	0	0
国内投資—固定収益型	-	-	-	-	-	552.04	108.87	28.13	27.96
国内投資—準短期金融市場型	-	-	-	-	-	-	10,443.47	7,950.80	9,398.58
外国投資	33.19	13.67	33.05	379.93	131.84	261.78	192.68	135.988	65.16
小計	7,807.41	14,260.35	18,503.35	21,455.83	18,964.89	13,345.93	11,206.89	8,114.91	9,491.7
成長率	23.00%	82.65%	29.75%	15.96%	-11.61%	-29.63%	-16.03%	-27.59%	16.97%
構成比	71.19%	80.22%	84.83%	80.45%	76.43%	67.98%	56.99%	39.76%	60.40%
その他									
総合型	0	0	0	119.76	307.16	811.87	1,554.77	1,496.12	591.27
業種別インデックス型	0	0	0	394.28	420.00	366.43	406.60	439.63	474.64
元本保証型	0	0	0	47.09	40.69	114.18	35.04	2.39	0
インデックス型	0	0	0		23.61	80.42	4.25	11.04	28.09
短期金融市場型	-	-	-	-	-	-	108.46	111.36	52.25
資産証券化型	0	0	0	-	-	262.75	465.50	588.20	183.09
小計	0	0	0	561.12	791.48	1,563.29	2,574.66	2,648.74	1,329.34
成長率	0	0	0	-	41.05%	97.51%	64.69%	2.88%	-49.81
構成比	0	0	0	2.10%	3.19%	7.96%	13.09%	12.98%	8.47
合計	10,967.16	17,776.09	21,811.64	26,668.47	24,812.55	19,631.17	19,665.23	20,409.01	15,713.74
成長率	23.0%	62.08%	22.70%	22.27%	-6.96%	-20.88%	0.17%	3.78%	-23.01

注1. 構成比＝各年度の各種ファンド基金額 / 各年度基金額合計。

2. 債券型ファンドの統計は外国投資の債券ファンドの数値を含んでいる。

3. 2005年以降、債券型ファンドは分離政策を実施した。国内投資の債券型ファンドは従来の債券型ファンド、固定収益型、準短期金融市場型などの3つの形態に別けられる。

出所：「産業現況分析」、中華民国証券投資信託及び顧問商業同業協会のホームページ：<http://www.stitca.org.tw> より作成した。

は、債券型ファンドは、社債の大半を保有する投資家になっていた。表5の債券型ファンドの投資内容を見ても分かるように、2000年から2004年までは社債が中心である一般債券売買商品への投資額の増加金額と社債市場での全発行額の増加金額とが同じ動きをしている。

しかし、債券型ファンドは社債を長期保有し、流通市場で取引をほとんど行わないため、債券流通市場での社債の流動性はかなり低い状態となった。また、社債発行会社は債券型ファンドの旺盛な社債需要に対応して、社債発行利回りを次第に低下させた<sup>(10)</sup>。その結果、社債の発行利回りが債券型ファンドの収益率より低くなってしまったため、債券型ファ

ンドの需要を満せなくなった。そのため、債券型ファンドは収益率の比較的に高い転換社債と仕組み社債への投資比率を引き上げた。しかし、その後、転換社債<sup>(11)</sup>にデフォルト問題が発生し、また、2004年以降に仕組み社債の収益率低下問題、そして、聯合投資信託会社事件に伴う流動性リスク問題が発生した。

(4) 調整期 (2005年以降)

①調整期の債券型ファンドの基金額の推移

2004年後半に聯合投資信託会社事件が起こるなど、債券型ファンドに関する問題が表面化した。この事件以降、証券主管機関は債券型ファンド業界に内在する問題を解決するた

め、積極的に債券型ファンドに対する改善策を導入してきた。これによって、投資家にとって債券型ファンドの投資メリットが減少したため、債券型ファンドの募集が難しくなったのである。この時期は債券型ファンドの調整期と位置付けられる。表6に見られるように、2004年から2007年までに債券型ファンドの基金額は減少し続けており、債券型ファンドの成長率も二桁のマイナス成長へと転じた。

ところが、2008年に全世界的な金融危機発生に伴って、価値が急速に下がり、中央銀行は景気を刺激するために、数回にわたり金利を引き下げた。そのため、国内資金は株式市場と金融市場から安定的かつ銀行定期預金より高い収益率の債券型ファンドに流入した(表2参照)。特に準短期金融市場型ファンドは短期的かつ安定的に運用する投資家に好まれ、その基金額は急速に増加した。表6に見られたように、2008年に債券型ファンドの基金額の成長率は、2004年から4年間続けていたマイナス成長の後を受けて、二桁の成長率(16.97%)を見るに至った。しかし、2008年の基金額(9,491億 NT ドル)は2004年5月の最高基金額の2.4兆 NT ドルに比べると、かなり大きな差がある。

#### ②調整期の債券型ファンドの投資配分

2005年に政府は債券型ファンドの体質改善のために分離政策を実施し、債券型ファンドの主流は準短期金融市場型ファンドになった<sup>(12)</sup>。準短期金融市場型ファンドが社債等の一般債券売買商品の組入比率を規定どおり(30%以下)遵守した結果、1年未満満期の債券条件付売買商品(公債)及び銀行定期預金の組入比率が上昇している。表5表に見られるように、債券条件付売買商品(公債)及び銀行定期預金の組入比率は2004年から2008年にかけてそれぞれ、29.9%から39.7%、13.7%から47.6%へと増加した。反対に、一般債券売買商品(社債)の組入比率が2004年の53.9%から2008年の10.08%へと減少した。このように、聯合投資信託事件が発生して以降、債券型ファンドは社債の代表的な投資家としての地位は徐々に他の投資家に譲ってきたと言える。

#### 4. 債券型ファンドの資金運用問題と改善策

以上、調整期までの債券型ファンドの動向を見てきたが、ここでは時代を少し戻して成長期における債券型ファンドの運用の特色とその問題点について検討してみよう。

##### (1) 債券型ファンドの資金運用方法と問題点

###### ①「分券」と「作価」の誕生の背景と問題点

債券型ファンドは成長期に入り、基金額が急速に増加し、また、債券型ファンド間の競争も一段と激しくなったため、個々の債券型ファンドは多くの投資家を吸引するため、2つの戦略を採用した。一つは解約後、換金を素早くできるよ

うにすることである<sup>(13)</sup>。もう一つは、債券型ファンドの収益率をより引き上げることである。成長期には、債券型ファンドに関する制度が整備されていなかったため、債券型ファンドのファンドマネージャーは法律の欠けるところを利用し、迅速な換金を行うために分券という手法を活用し、債券型ファンドの基準価額を安定させ。また、作価という手法を活用し、債券型ファンドと証券会社あるいは同業者間で社債を取引して、債券型ファンドの収益率を引き上げた。つぎにその詳細を述べる。

##### A. 「分券」と「作価」の誕生の背景

政府は「証券投資信託基金管理弁法」の規定により、債券型ファンドに対して、投資家が解約を申し出た日(T)の翌営業日(T+1)の午後4時以降店頭公開売買センターで開示される債券時価を元に基準価額を計算し、また、投資家が証券を解約した日の翌日から数えて5営業日目に換金しなければならないと定めている<sup>(4)</sup>。1995年以降、投資信託会社間の競争が激化したことに伴い、多くの債券型ファンドは投資家に対して素早く換金に応じられるように、投資家が解約を申し出た日(T)の翌営業日(T+1)に換金することにした。

しかし、債券型ファンドの基準価額が翌営業日(T+1)の午後4時以降に店頭公開売買センターで開示される債券時価を元に計算されるとすれば、翌営業日(T+1)の午後3時30分(銀行の閉店時間)以前に投資家に支払をすることができなくなる。もし債券の時価を翌営業日(T+1)の午後4時以降に店頭公開売買センターによって開示される前に把握できれば、ファンドマネージャーは債券型ファンドの基準価額を素早く決定でき、翌営業日(T+1)に投資家に支払うこともできる。

証券主管機関は、債券型ファンドの保有する債券時価の算定について、店頭公開売買センターが開示した債券時価を用いることと規定していた。このため、もし当日に債券の取引があれば、債券を取引した価格が時価として用いられ、また、債券の取引がなければ、前日の価格が時価として使われることになっていた<sup>(14)</sup>。そこで債券型ファンドは、解約した日の翌営業日(T+1)以前に社債の価格が把握できる「分券」と「作価」という手法を考案し、活用した。

##### B. 「分券」の運用方法

「証券投資信託基金管理弁法」の第10条により、1つの投資信託基金が個々の上場会社、あるいは店頭公開会社の株式及び社債あるいは金融債へ投資した総金額が、その投資信託基金の純資産価額の10分の1を超えてはならない。また、1つの投資信託基金が個々の上場会社、あるいは店頭公開会社の株式または社債や金融債へ投資した場合の総金額が、その発行した株式総額、あるいは社債総額や金融債総額の10分の1を超えてはならないと規定されていた。そのため、社債証券引受会社が分券という手法を用いて、1つの期号の社債券の

金額を小口化することは「証券投資信託基金管理弁法」の規定を避ける上で都合が良かった。

分券とは、社債発行会社が1つの期号の社債を発行する際、発行条件（発行日や表面利率など）の異なる社債券に小さく分割して発行することである。具体的には、A会社が10億NTドルの社債（例えば95期号）を発行する場合、甲（95期号の1）、乙（95期号の2）、丙（95期号の3）、丁（95期号の4）、戊（95期号の5）……などの10種類（或は10種類以上）の社債券に分けて、異なる発行日や異なる発行利回りで連続的に発行することを指す。このように、多くの種類の社債券に分割して発行することによって、「証券投資信託基金管理弁法」の規定が避けられ、種類毎の発行額を低く抑えられ、債券型ファンドが買いやすくなり、また、1期号下の1つの種類の社債券を全額保有することができる。もし、分券せずに、1つの期号の社債を多くの投資家が分割して購入し、その投資家の1人でも社債を市場で売却すると、同じくこの社債を購入した債券型ファンドが市価で保有社債を再評価せざるをえなくなる。

これに対して、もし、債券型ファンドが1期号下の1つの種類の社債券を全額保有することで、流通市場でその社債券を取引しなければ、他の分券された社債を購入した投資家が市場で売却してもその社債の評価額は影響を受けず、変動しない。そして、分券は結果的にT+1の換金を容易にする。また、分券された社債は次に述べる作価に活用されている。

#### C. 「作価」の運用方法

作価とは、債券型ファンドが購入した社債を、証券会社や同業者に買い戻し条件で購入時より高い価格で売却し利益を上げる操作をいう。たとえば、C投資信託会社が3.5%利率の乙社債を買って、同日に買った乙社債を3.4%利率としてD証券会社に売却する。また、同時に売却した乙社債を3.4%利率でD証券会社から再び買い戻す。そうすると、乙社債をD証券会社に売却した時、その価格が買った時より高いため、乙社債の収益額を増やすことができる。

このように、ファンドマネージャーは作価という手法を運用し、債券型ファンドの収益率を上昇させることによって、投資者から容易に資金を集めることができ、予定される基金額に到達することができるようになった。そして、2004年5月には債券型ファンドの基金額が2.4兆NTドルに達している。また、債券型ファンドの基金額が大きくなれば、投資信託会社はファンドの運営手数料（ファンド金額の0.1%）を増大することができる。その運営手数料は投資信託会社にとって主要な営業収入となっている。

#### ② 転換社債と仕組み社債への資金運用と問題

繁栄期に入り、発行されたほとんどの社債が債券型ファンドに保有され、また、これらの社債は流通市場で売却されなかったため、社債市場の流動性は抑制された。さらに、社債

発行会社が債券型ファンドの分券された社債の需要の増大に対応して、社債の発行利回りを次第に引き下げたため、公債の発行利回りを下回るに至った。そのため、債券型ファンドは社債より収益率が高い仕組み社債や転換社債に投資するようになった。しかし、高い収益率を持つ商品は、反面投資リスクも高い。2003年以降、債券型ファンドが仕組み社債と転換社債への投資比率を引き上げるにつれて、その信用リスクと金利リスクも高くなった。以下では、仕組み社債と転換社債への資金運用問題についてみてみよう。

#### A. 仕組み社債への資金運用と問題点

2003年に外資系銀行（ドイツ銀行）は、社債の固定金利（一般には表面利率を用いる）から指標金利（一般的には6ヶ月Liborを用いる）を差し引いて社債利回りを計算する仕組み社債を考案した。この仕組み社債は短期金利が低ければ低いほど、社債利回りが高くなるという投資商品であり、ほとんどの仕組み社債の契約期間は3ヶ月や半年間である。仕組み社債は債券型ファンドの需要に応えられるメリットを持っていたため、発行量も次第に拡大し、2004年には4,000億NTドルにも達した<sup>5)</sup>。各投資信託会社により異なるが、当時の債券型ファンドの仕組み社債に対する投資比率は約30%~60%であった。しかし、この種の仕組み社債には、短期金利が上昇する局面では、社債利回りが低くなるという金利リスクが存在していた。そして、この金利リスクは翌年には現実のものとなってしまった。2004年後半、アメリカのFRB（連邦準備銀行）が金利を引き上げ、6カ月Liborも1%から4%に上昇した。その結果、多くのこの種の仕組み社債の収益率が低下し、収益率が0%になるという状況にもなってしまった。このようにして、債券型ファンドの仕組み社債に対する投資損失が発生し始めた。

#### B. 転換社債への資金運用と問題点

1999年以降、政府が定めた社債の発行規制と投資規制が存在するため、格付けが投資規制水準に到達しない企業は社債を発行する際、発行社債の格付け資料が必要ではない転換社債や銀行保証付き社債といった資金調達方法を選ぶことにした。そのため、2000年以降、転換社債の発行額も徐々に増加している。格付けの評価を受けていない転換社債は相対的にデフォルト率も高い。しかし、転換社債は社債と株式オプションという二重の性格を持っており、高い収益率を追求する債券型ファンドの需要に合っていた。そして、債券型ファンドの繁栄期には、転換社債に投資していた債券型ファンドの数が多かった（表7参照）。

しかし、2004年6月から、台湾ではデフォルト転換社債が発生し続けた。表8に示すとおり、博達電子、衛道科技などが発行した転換社債のデフォルトが発生した。デフォルト転換社債を保有している債券型ファンドは信用リスクが高くなった。そのため、債券型ファンドに投資した投資家が強い



表7 台湾の全債券型ファンドの転換社債の保有比率—2004年7月3日現在

単位：%

債券型ファンド名称	転換社債の保有比率	債券型ファンド名称	転換社債の保有比率
荷銀安信	6.65	日盛優益債券	9.23
景順公債	3.22	復華全球債券	12.46
保誠威風二号	7.85	聯合双盈基金	10.07
富邦全球債券	2.96	大華安益債券	16.86
寶來利富	12.30	新光台湾吉祥債券	5.15
寶來全球短債	16.15	国泰全球債券	13.45
台壽保太陽神債券	5.75	新光吉富全球債券	13.68

出所：台証先物經理株式会社先物經理取引研究部編「転換社債の波—聯合危機」。

<http://www.tsc.com.tw/tmf/pdf/006.pdf>, 1-2。

不安感をもった。証券投資信託及び投資顧問商業同業協会の資料によると、2004年6月に債券型ファンドの基金額（2兆2,817億 NT ドル）は前月（2兆4,097億 NT ドル）より5.31%減少した。

#### （2）流動リスクに伴う聯合投資信託会社事件が債券型ファンドに与えた影響

2000年以降、債券型ファンドは転換社債と仕組み社債への投資比率を引き上げた。しかし、2004年に以降、デフォルト社債が連続的に発生したため、デフォルト転換社債を持っている債券型ファンドの信用リスクが高くなった。このような状況下で、債券型ファンド業界全体を揺るがす聯合投資信託会社事件が発生した。2004年7月14日、聯合投資信託会社下の債券型ファンドはデフォルトの発生した転換社債（衛道科技会社が発行した）を処分したため、一日でファンドの純資産価額は約3.0%低下した。多くの投資家は聯合投資信託会社の債券型ファンドの解約に動き、聯合投資信託会社は流動資金準備不足に陥り、証券主管機関に3つのファンドの「解約停止」を申し入れた。なお、聯合投資信託会社を皮切りに、他の投資信託会社の債券型ファンドも流動性リスク<sup>(15)</sup>を理

由として、同様に「解約停止」を申請した。最終的には、聯合投資信託会社事件が発生した後、5日間の内に、債券型ファンドの解約額は3,000億 NT ドルにも達した。債券型ファンドへの投資家が急減したことにより、投資信託会社にとって債券型ファンドの募集が困難になった。2004年から2005年にかけて債券型ファンドの基金額は各々11.61%、29.63%減少した（表6参照）。

#### （3）債券型ファンドの資金運用問題に対する政府の対応策

2004年に債券型ファンド業界全体を揺るがす聯合信託会社事件が発生した。このため、政府は債券型ファンドを健全化するため、積極的に次の重要な改善策を採用した。特に分券と作価を使用することを抑制することや仕組み社債とデフォルト転換社債の処分などの対応策を実施した。

##### ①分券を使用することの抑制

2003年に証券主管機関は、まず社債の分券に関して次のような規定を導入した。第一に、普通社債に対し一投資家は各社債の50%を超えて保有してはいけない。もし、分券で発行する場合、発行された分券の発行額をベースに計算がなされることになる<sup>(16)</sup>。第二に、社債の発行条件に明らかに大きな

表8 台湾での転換社債のデフォルトの債券型ファンドに対する影響

日 期	事件の発生と市場に対する反応
2004年6月	博達電子会社の30億 NT ドル転換社債のデフォルトが発生した。当日株式市場に大きな影響を与えた。
2004年6月17日	衛道科技会社の10億 NT ドル転換社債のデフォルトが発生した。衛道科技会社は銀行借入金と私募社債発行で社債を返済することにした。
2004年6月29日	債券型ファンドの解約金が次第に増えた（6月14日から6月21日までの1週間で債券型ファンドの募集額が463億 NT ドル減少した）。
2004年6月30日	店頭公開売買センターは転換社債のデフォルトが発生する可能性のある会社を調査した。
2004年7月10日	衛道科技会社の3.38億 NT ドル転換社債のデフォルトが発生した。
2004年7月14日	(1) 聯合投資信託債券型ファンドは衛道科技会社の転換社債を買っていたため、当日の台湾債券型ファンドの総解約額は74億 NT ドル増加した。 (2) 聯合投資信託会社傘下の3つの債券型ファンドの当日解約金額が114億 NT ドル増加した。 (3) 行政院金管会は債券型ファンドを整理することにした。

出所：1. 台証先物經理株式会社先物經理取引研究部編「転換社債の波—聯合危機」, <http://www.tsc.com.tw/tmf/pdf/006.pdf>, 2-3。

2. 経済日報, 工商時報, 財訊快報などより作成した。

差がなければ、分券という発行方法を採らないこと。代わりに、保証機関、物上担保、発行期限、発行利回り算定方式などの条件の差異がなければ、分券という発行方法を採らないという規定に変えた。上述した政策を実施した後、社債の発行時に分券方式を用いることが難しくなり、現在では、分券で社債を発行するケースはほとんどなくなった。

#### ②作価を抑制するための評価制度の整備

政府は2006年1月1日に第34号会計公報を発表し、以下のことを規定した。第一に、債券型ファンドが新しく買った社債の基準価額は毎日評価しなければならない。第二に、社債の時価評価は社債参考利回りによる。この参考利回りはつぎのようにして決定される。主要債券取引商（現在は20社）が毎日、社債の発行期間及び格付け等級毎に社債の参考利回りを算定した後、店頭公開売買センターに伝達し、店頭公開売買センターはその主要取引商からの利回りを平均して後参考利回りとして発表する。この社債利回りは社債の時価評価する場合の価額の参考基準となる<sup>(17)</sup>。そのため、2006年以降、債券型ファンドは毎日店頭公開売買センターの公布した社債参考利回りにより保有社債を評価しなければならないことになった。加えて小口で発行された分券社債を購入しにくくなったため、債券型ファンドのファンドマネージャーは社債の作価を活用することができなくなり、また、債券型ファンドの収益率を上昇させる操作ができなくなった。

#### ③債券型ファンドが格付けを受けることの促進

ファンドマネージャーが分券や作価という方法を容易に用いることができた要因の一つとして、債券型ファンド運用の情報が不透明であったことが考えられる。そこで、聯合投資信託会社事件後、証券主管機関は債券型ファンドに格付け会社の格付けを受けさせることを推進しており、民間格付け機関による債券型ファンドの評価は投資家にとって重要な投資情報になっている。2004年6月（聯合投資信託事件が発生した時）に格付けを受けた債券型ファンドの件数は半分に達していなかった。しかし、直近では、2008年の債券型ファンドの募集件数51件のうち、中華格付け会社、Moody's、Fitchの3社の格付けを受けた債券型ファンドの件数は32件であり、半分以上の債券型ファンドが格付け機関による格付けを受けており、この普及率を更に高めることが今後の課題となっている（表9参照）。

#### ④仕組み社債及び転換社債の処分

聯合投資信託会社事件以降、政府は仕組み社債の処分について、いくつか重要な措置を講じた：(1) 2005年末までに投資信託会社が保有する仕組み社債を処分し、また、処分に係る損失は投資信託会社がすべて負担することと規定した。(2) 債券型ファンドに対して仕組み社債の処分に役立つため、金利部分（Interest Only, IO）と元本部分（Principal Only, PO）の証券化ならびに債券担保証券化商品（CBO：

表9 債券型ファンドの募集件数と格付けを受けた件数の統計  
—2008年12月現在

単位：件、%

年月	項目	基金件数 (A)	格付けを受けた基金件数 (B)	比率 (B/A)
2004年6月		77	37	48.05
2004年12月		78	50	64.10
2005年12月		77	44	57.14
2006年12月		75	40	53.33
2007年12月		59	26	44.07
2008年12月		51	32	62.75

出所：「産業現況分析」、中華民國証券投資信託及び顧問商業同業協会のホームページ：<http://www.stitca.org.tw>より作成した。

Collateralized Bond Obligation) などの新金融商品を導入した。仕組み社債の処分方式は次の2つである。一つは、債券型ファンドは仕組み社債を証券会社に売却した後、証券会社は仕組み社債を元本部分（PO）と金利部分（IO）に分割し販売した。もう一つは仕組み社債を金融機関に売却して、金融機関はその仕組み社債を債券担保証券化商品（CBO）という証券化商品にして、市場で売却する。(3) 投資信託会社が流動資金を必要とする際、債券型ファンドが保有する債券を条件付売買で台湾郵政会社と取引ができることとした<sup>(6)</sup>。(4) 債券型ファンドが転換社債を買ってはならないと規定した。上述の措置が実施されて以降、2005年末までに債券型ファンドが持っていた仕組み社債等は政府の規定通り完全に処分された。そして、全ての債券型ファンドの流動資産比率は58.7%に上昇した。

#### ⑤債券型ファンドの分離政策の推進

2005年以降、政府は台湾ファンド市場を国際的なファンド市場として発展させるため、債券型ファンドに対して従来の債券型ファンドを「準短期金融市場型ファンド(Quasi Money Market Fund)」<sup>(18)</sup>と「固定収益型ファンド(Real Bond Fund)」の2つの形態に分離しなければならないという分離政策を実施した。その目的は2つである。一つは、債券型ファンドの流動資金準備を高め、二度と聯合投資信託会社事件のような事件を起こさぬよう流動リスクを低下させるためである。二つ目は、債券型ファンドの位置づけを明確にすることである。

分離する前の債券型ファンドは外国で一般的に取引されている「固定収益型ファンド」及び「短期金融市場型ファンド」の両者の性格をもっていた。即ち、「固定収益型ファンド」の定期預金金利より高い収益率と「短期金融市場型ファンド」の換金が速くできるという性格を所有していた。その結果、投資家には「従来の債券型ファンド」が「固定収益型ファンド」であるか「短期金融市場型ファンド」であるか差異を区別できなくなっていた。このため、「従来の債券型ファンド」について、「固定収益型ファンド」と「準短期金融市場型ファ

ンド]との差異をはっきり区別させるため、分離政策を採用したのである。この分離政策では債券型ファンドに関する債券の組入比率の規定に加えて、その基準価額の評価の必要性、債券の存続期間及び換金期間の規定も盛り込まれている。表10は3つの形態のファンドの特色をまとめたものである。

まず、準短期金融市場型ファンドからみてみよう。準短期金融市場型ファンドは一般債券売買商品の組入比率が30.0%以下でなければならない。これに対して、債券条件付売買商品、定期預金、短期金融市場商品など流動性の高い商品への投資割合が70.0%以上でなければならない。このため、その流動資金準備も高く、投資家の解約した日の次の営業日(T+1)に換金が容易にできる。しかし、流動性の高い投資商品の組入比率が高いため、その収益率は相対的に低い。ところが、準短期金融市場型ファンドの購入した固定収益債券は満期まで売却できないため、債券の基準価額は変動しない<sup>(19)</sup>。また、投資した商品(債券条件付売買商品、定期預金、短期金融市場商品など)はその利息収入も安定している。そのため、「準短期金融市場型ファンド」の収益率は安定的である。また、解約した日の次の営業日(T+1)に換金ができる高い流動性というメリットを持っているため、このようなファンドは安定的な収益率・低リスクを好む投資家に選択される。また、短期に資金運用する投資家にも向いている。

これに対して、固定収益型ファンドは一般債券売買商品の組入比率が50.0%を超えなければならない。その主要な投資商品は固定収益債券(現在は社債が主な商品)であるため、

その収益率は比較的に高い。しかし、債券条件付売買商品、定期預金、短期金融市場商品など流動性の高い商品への組入比率を50.0%以下に抑えなければならない。固定収益型ファンドは準短期金融市場型ファンドに比べると流動性は低い(T+2日以降に換金)。また、毎日、債券における基準価額を再評価しなければならないため、債券の基準価額は債券市場により変化しやすい。また、その収益率は変化に富むため、このような債券型ファンドはハイリスク・ハイリターンを好む投資家に向けたファンドとなっている。

中華民国証券投資信託及び顧問商業協会の統計によれば、2007年にほとんどの従来の債券型ファンドは、金額ベース、件数共に準短期金融市場型ファンドに転換され、固定収益型ファンドに転換した件数は2件に留まっている。おそらく、2007年以降、債券型ファンドは固定収益型ファンドと準短期金融市場型ファンドに完全に転換されたと思われる。このように、分離政策を実行した後、投資家は「固定収益型ファンド」より「準短期金融市場型ファンド」を 선호している。その理由として、台湾におけるファンドの投資家は法人投資機関と富裕者が多く、そのような投資家にとって債券型ファンドへの投資目的は短期に資金運用するためであるということが挙げられる。そのため、流動性が高く、収益率が安定している準短期金融市場型ファンドが選好され、流動性が比較的に低い固定収益型ファンドは短期資金運用目的の投資家にとって魅力的ではないと考えられる。したがって、将来においても準短期金融市場型ファンドが債券型ファンドの主流となると推察される。

表10 分離政策下の債券型ファンドの形態及びその特色

項目	種類別	従来の債券型ファンド	準短期金融市場型ファンド	固定収益型ファンド
一般債券売買商品の保有比率		一般債券売買商品の組入比率は債券型ファンドの純資産の50.0%を超えてはならない。	一般債券売買商品の組入比率は債券型ファンドの純資産の30.0%を超えてはならない。	一般債券売買商品の組入比率は債券型ファンドの純資産の50.0%を超えてはならない。
評価する必要性		新たに購入する債券の基準価額の評価は必要である。	債券の基準価額の評価は必要ない。	債券の基準価額の評価が必要である。
債券の存続期間 (Duration)		-	<ul style="list-style-type: none"> <li>一般債券売買商品への投資のその加重平均存続期間は3年を超えてはならない。</li> <li>新たに購入する債券の満期は5年以内でなければならない。</li> <li>購入した債券は満期まで売ることができない。</li> </ul>	-
換金期間		T+1 (解約日の次の日)	T+1 (解約日の次の日)	T+2 (解約日の2日後)
特性		<ul style="list-style-type: none"> <li>収益性及び流動性が高い。</li> <li>純資産価額が変化しやすい。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>投資商品は主に短期金融商品であり、収益率は低い。</li> <li>流動性は高い。</li> <li>純資産価額及び収益率は安定している。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>流動性は低い。</li> <li>純資産価額及び収益率は変化しやすい。</li> <li>固定利息を得るため、その収益率は高い。</li> </ul>

出所：蔡東松・蕭黎明 (2005)：「債券型ファンドの分離による、格付け件数の増加予想」、『中華格付け新聞』、2005年10月11日、中華格付け会社のホームページ：<http://www.taiwanratings.com/tw>, 1-2。

2008年に世界的な金融危機が発生したため、外国からの資金、国内での株式市場と金融市場からの資金などが債券型ファンド（準短期金融市場型ファンド）へ流れて込んできたことは、準短期金融市場型ファンドが短期資金運用目的の投資家を好まれている現象といえよう（表6参照）。

#### 5. 債券型ファンドの発展が社債市場に与えた影響

債券型ファンドの発展初期には、債券型ファンドの基金額はまだ、小さかったため、債券型ファンドの社債市場に対する影響力はあまりなかった。しかし、成長期に入り、ほとんどの社債が債券型ファンドに保有されるようになった。巨額な債券型ファンドは社債の流動性及び利回りに大きく影響した。この状況は聯合投資信託会社事件の発生するまで続いた。調整期以降、債券型ファンドの分離政策が実行されたため、債券型ファンドの社債市場に対する影響は次第に減少していく。このように、債券型ファンドの社債市場に対する影響は債券型ファンドの調整期を境いに大きく異なる。次に聯合投資信託事件が発生した前と後に分けて、即ち調整期前と後に分けて、債券型ファンドが社債の発行市場と流通市場に与えた影響について述べよう。

##### (1) 発行市場への影響

###### ①債券型ファンドの基金額と社債発行量の動向

まず、聯合投資信託事件以前（調整期前）からみてみよう。1999年から2003年まで、債券型ファンドの成長率が増加するにつれて社債発行額も常に高い成長率を見せた（表5の一般債券売買商品の伸びは、主として社債投資増大を表わしている）。2000年から2004年までに、金利が13回も引き下げられたため、債券型ファンドの投資対象は定期預金から収益の高い社債に変更されたのである。このように、債券型ファンドは2000年（成長期）になってから、社債に対する投資を積極化した。

つづいて、聯合投資信託事件以降（調整期後）についてみてみよう。2004年聯合投資信託事件以降、投資家にとっては債券型ファンドの投資メリットが減少したため、債券型ファンドの募集が難しくなった。また、政府は2005年に分離政策を実施したため、ほとんどの債券型ファンドは準短期金融市場型ファンドという形態に転換された。政府が準短期金融市場型ファンドの一般債券売買商品（社債が主な投資商品）への投資比率を30.0%を超えてはいけないと規定したため、全ての債券型ファンドは社債への投資比率を抑え、逆に流動性の高い商品（債券条件付き売買商品の公債、金融機関の定期預金、短期金融商品など）への投資比率を上昇させた。そのため、債券型ファンドの社債に対する需要が減少するにつれて、2005年から社債の発行額の成長率も二桁の成長が一桁

の成長に転じた。さらに、2007年にほとんど債券型ファンドは社債の保有比率がひくい準短期金融市場型ファンドに転化したため、社債の発行額の成長率は2000年から初めてマイナス成長になった。ところが、2008年に台湾では金利が大幅に下がったため、大きな会社は早速社債を発行したため、社債の発行額は2007年の発行額より5.69%を成長した（表5参照）。その増加原因としては、金利が大幅に下がったことと関係があり、債券型ファンドの社債への投資と関係は薄かったといえよう。

###### ②発行市場の利回り

つぎに、聯合投資信託事件前後の社債の発行利回りについて見てみよう。まず、聯合投資信託事件前（調整期前）についてみる。債券型ファンドが成長していたとき、公債と社債の利回りの指数はまだ、作成されていなかった。このため、社債の発行会社にとっては合理的な発行利回りを算出する際に参考にできる利回りはまだなかった。このように、社債の発行市場の利回りの決定が不透明であった状態の下、債券型ファンドは社債を対象として、分券と作価という手法を活用した。なお、債券型ファンドは社債を作価の対象としたため、小口化された社債に対する需要が高くなった。そのため、分券された社債の発行利回りは低下した。社債市場の規模が小さいこともあり、2000年から2003年の間には、時々社債の発行利回りが公債の発行金利を下回るケースも出てきた（表11参照）。

社債と公債の発行利回りを比較してみよう。中央銀行の資料によれば、7年満期及び10年満期の社債と同期間の公債の発行金利を比べると、2000年と2002年の7年満期社債及び2001年と2003年の10年満期社債の発行利回りは同満期の公債

表11 公債及び社債の発行利回りの比較—1999～2008年

単位：%

年	項目	10年満期		7年満期	
		社債	公債	社債	公債
1999		6.22	6.06	5.77	-
2000		6.05	5.44	5.55	5.56
2001		4.46	4.99	3.4	-
2002		3.46	3.30	3.14	3.39
2003		2.17	2.28	2.46	-
2004		-	2.69	2.83	-
2005		2.30	1.95	2.39	-
2006		2.05	2.00	2.35	-
2007		-	2.34	2.93	-
2008		2.74	2.18	2.94	-

注：1. 2003年から7年公債を発行しないことになった。

2. “-”は当年公債や社債を発行しなかったため、発行利回りが無いとなっている。

出所：中央銀行経済研究室編（各月版）：『中華民国台湾地区金融統計月報』，中央銀行。

のそれより低かった。一般的に言えば、社債への投資リスクは公債へのそれより高い。信用度を考えると、社債の発行利回りは公債の発行利回りより高いはずなのに、台湾社債は主要な投資家である債券型ファンドの需要動向に影響されるため、また、社債市場自体の規模が小さいため、社債の発行利回りが同条件の公債のそれより低くなるという不合理な状態も出現した。

続いて、聯合投資信託事件後（調整期後）についてみてみよう。2006年以降、社債の時価制度と時価基準が整備されたから、社債の発行企業にとっては店頭売買センターの毎日公布した社債参考利回りにより、社債の発行利回りが決定されるようになった。そのため、社債の発行利回りも市場の実勢金利を反映するようになった。このように、社債の発行利回りの決定が透明化され、社債発行利回りが公債発行利回りより低い状況は解消した。表11に見られるように、2006年から社債の発行利回りは公債の発行利回りより高くなり、合理的な状況になった。

## (2) 流通市場への影響

債券型ファンドの社債流通市場での利回りへの影響について述べる。

### ①流通市場の利回り

聯合投資信託事件以前（調整期以前）には、債券型ファンドが大半の発行社債を購入しても、満期まで保有していた。そのため、流通市場での社債の取引額が少なく、各社債の利回り（最終利回り）が形成されないことが多かった。聯合投資信託事件以後には、社債の主要な投資家が債券型ファンドから保険業、銀行業、証券会社、中華郵政会社、年金基金などの投資家へ移った。しかし、これらの投資家のほとんどは社債を長期投資商品として扱っており、満期まで保有していたので、流通市場の取引は依然活発ではなかった。それでも、2002年以降には公債指数が作成され、2005年11月以降には社債参考利回りも作成されたため、証券会社や短期資金会社など流通市場で売買する投資家にとっては参考となる基準が出来た。そのため、これらの投資家によって形成される流通市場の利回りは市場の実勢金利を反映するようになった。

### ②債券型ファンドとその他投資家の動向

次に、債券型ファンドとその他の投資家の社債投資動向を見ておこう。まず、聯合投資信託事件以前（調整期前）についてみてみよう。債券型ファンドの繁栄期では、社債の応募者利回りが下がり続けており、また、同条件の発行公債のそれより低い不合理な状態であったため、年金基金（退職基金、労工保険基金など）、預金取扱銀行、保険会社、中華郵政会社などの長期資金は次第に社債市場から撤退し、社債より収益率がよい公債あるいは外国債券へ移っていた。その結果、債券型ファンドが社債の主要な投資家になった。表12によれば、1995年の保険会社・年金基金の社債保有比率は18.14%で

あり、その他の金融機関（投資信託会社が主な投資家）の社債保有比率は34.50%であったが、2000年以降、社債の利回りが低下したため、保険会社・年金基金の社債保有比率は減少し続けた。2003年に保険会社・年金基金の社債保有比率は9.02%に減少し、最低保有比率となった。代わりに、その他の金融機関（投資信託会社が主な投資家である）の社債保有比率は68.29%に増加し、最高保有比率となった。したがって、聯合投資信託事件以前（調整期以前）には、債券型ファンドが社債投資家の中で主役を担っていたのが分かる。

ついで、聯合投資信託事件以後（調整期以降）についてみてみよう。2005年に債券型ファンドの分離政策が実施された後、準短期金融市場型ファンドが債券型ファンドの主流になった。準短期金融市場型ファンドは社債への組入比率を30%以下にしなければならないため、債券型ファンドは社債投資を大幅に減少させている。逆に、聯合投資信託会社事件以後、作価と分券という手法が活用できなくなったため、社債の利回りも徐々に合理的な水準になり、債券型ファンド以外の離れていた投資家が次第に社債市場に戻ってきた。そのため、社債の主要な投資家は債券型ファンドから、銀行、保険会社、短期資金会社などの投資家に移っている。表12を見れば分かる通り、2007年の投資家の社債保有比率は、預金取扱銀行が26.86%であり、保険会社・年金基金が23.73%であり、大幅に増加した。しかし、その他の金融機関（投資信託会社が主な投資家である）の社債保有比率は41.78%であり、大幅に減少した。今後、社債流通市場が活性化するためには、シェアを拡大しつつある銀行や保険会社、年金基金などが社債を満期まで保有することをせず、ポートフォリオの入替え

表12 主要な投資家の社債保有比率—1991～2007年  
単位：%

年	投資家別	預金取扱銀行	保険会社・年金基金	その他の金融機関	その他	合計
1991		48.90	13.80	23.61	13.69	100.00
1995		36.11	18.14	34.50	11.25	100.00
2000		10.69	16.25	63.84	9.22	100.00
2001		8.45	14.47	70.95	6.13	100.00
2002		6.43	11.06	62.21	20.3	100.00
2003		6.17	9.02	68.29	16.52	100.00
2004		11.70	11.77	62.08	14.45	100.00
2005		24.67	17.04	48.92	9.37	100.00
2006		27.22	20.63	42.37	9.78	100.00
2007		26.86	23.73	41.78	7.63	100.00

注：1. その他は国営企業、民営企業、家計及び非営業団体、政府部門、国外部門などの投資家である。

2. 主要な投資家の社債保有比率は各社債の投資家の社債保有額の総社債保有額に対する比率である。

出所：中央銀行経済研究処編（各年版）：『中華民国資金流量統計年報』、中央銀行。

などの適宜流通市場で売買するような投資慣行を身につける必要がある。

## 6. おわりに

最後に、今後の債券型ファンドの動向についてみてみよう。2004年の投資信託会社事件が発生したのを契機として、政府は債券型ファンドに対する改善策を導入し、債券型ファンドの資金運用問題が徐々に改善された。また、台湾政府は、債券型ファンドに対する分離政策を実施した。従来の債券型ファンドは、外国で一般的に取引されている「固定収益型ファンド」と「準短期金融市場型ファンド」に分けられたため、債券型ファンドは、定期預金金利より高い収益率と換金が速くできるという性格が持てなくなった。これによって、投資家の債券型ファンド離れが進み、債券型ファンドの基金額が減少しつづけている。

そのうえ、台湾における投資家は法人機関と富裕者が多い。このような投資家は流動性が高く収益率が安定している「準短期金融市場型ファンド」を好んでいる。特に、短期資金運用目的としての投資家には「準短期金融市場型ファンド」が好まれている。そのため、2007年以降、従来の債券型ファンドはほとんど「準短期金融市場型ファンド」に転換され、今後は「準短期金融市場型ファンド」も主流となると推察される。2008年に全世界金融危機が発生したため、台湾における投資家は株式市場と金融市場での資金をリスク回避や短期資金運用などを目的として動かし、債券型ファンドへの投資額を大幅に増加した。2008年に債券型ファンドの構成比率が全ファンドの60.40%を占めている。これによって、債券型ファンドは他のファンドより投資家に好まれていると判断できる。実際には、台湾政府は2005年以降、債券型ファンドの分離政策を実施した際、2008年までにすべての「準短期金融市場型ファンド」の名称を「短期金融市場型ファンド」（外国で一般的に取引されている）の名称に転換する予定であった。しかし、「準短期金融市場型ファンド」の名称を「短期金融市場型ファンド」に転換すると、「短期金融市場型ファンド」の一般債券売買商品の保有比率は30.0%から10.0%に下がるので、「短期金融市場型ファンド」の収益率が減少し、基金の募集が難しくなる可能性があるため、投資信託会社は反対している。そのため、台湾政府はその最終転換期限を2010年に延長することにした。仮に、債券型ファンドの中で大きな役割を果たしている「準短期金融市場型ファンド」が完全に「短期金融市場型ファンド」に転換されれば、全ファンドにおける債券型ファンドの比率及び重要性が低くなる可能性がある。

続いて、債券型ファンドと社債市場の関係について見てみ

よう。準短期金融市場型ファンドには社債への投資比率（30%以下）の規定がある。今後、すべて「準短期金融市場型ファンド」が「短期金融市場型ファンド」に転換されれば、社債への投資比率が30%から10%に下がるので、債券型ファンドの社債に対する需要が減少するにつれて、社債の代表的な投資家の地位も他の投資家に移るであろう。さらに、社債の発行利回りも、市場の実勢金利を反映するようになったため、社債の主要な投資家は、債券型ファンドから銀行、保険会社、証券会社、台湾郵政会社、年金基金などの投資家に移った。以上のことを理由として、債券型ファンドの社債市場に対する影響力が減少しており、また、今後もその傾向が続くと思われる。

このように、社債の主な投資家は債券型ファンドから、銀行、保険会社、証券会社、台湾郵政会社、年金基金などの投資家に移った。このような法人投資機関は巨額の資金を保有しており、そのため、台湾債券市場では需要量が大きく供給量を上回っており、投資家のニーズに応えられない状況になっているのである。もし、法人投資機関が持っている社債を市場で売れば、社債を買い戻せない可能性がある。そのため、社債の主な投資家が変わったにもかかわらず、社債を長期保有目的で投資している。社債流通市場は依然として活発ではない。社債流通市場が活性化するためには、シェアを拡大しつつある銀行や保険会社、基金年金などが社債を満期まで保有することをせず、ポートフォリオの入れ替えなどの理由で、適宜流通市場で売買するような投資慣行を身につける必要がある。また、政府も社債市場の発行面と流通面に関する改善策を検討し、社債市場での発行量を拡大し、流通市場を活性化させるべきであろう。

## 注

- (1) 2004年7月14日、聯合投資信託会社下の債券型ファンドはデフォルトの発生した転換社債（衛道科技会社が発行した）を処分したため、一日でファンドの純資産価額は約3.0%低下した。多くの投資家は聯合投資信託会社の債券型ファンドの解約に動き、聯合投資信託会社は流動資金準備不足に陥り、証券主管機関に3つのファンドの「解約停止」を申し入れた。なお、聯合投資信託会社を皮切りに、他の投資信託会社の債券型ファンドも流動性リスクを理由として、同様に「解約停止」を申請した。聯合投資信託会社事件が発生した後、債券型ファンドへの投資家が急減したことにより、投資信託会社にとって債券型ファンドの募集が困難になった。
- (2) 債券を市場で売却し、その譲渡益が資本利得となる。
- (3) 台湾債券型ファンドは全部がオープン型である。
- (4) 2005年以降、従来の債券型ファンドを「準短期金融市場型ファンド（Quasi Money Market Fund）」と「固定収益型ファンド（Real Bond Fund）」の2つの形態に分離した。2008年12月までには、債券型ファンドの件数は51件であり、その中で

- は準短期金融市場型ファンドが49件、固定収益型ファンドが2件のみである。
- (5) 一般債券売買商品の中で、社債が主な投資対象となっているのは、債券型ファンドのファンドマネージャーが債券型ファンドの収益率を向上させ、基準価額を安定させるためには、流通市場であまり売買されていない社債の保有が望ましかったからである。
- (6) 債券を市場で売却し、その譲渡益が資本利得となる。
- (7) 債券条件付売買は買い戻し条件付 (RP) と売り戻し条件付 (RS) の2つ取引方法がある。
- (8) 債券型ファンドを解約した日の次の日に換金ができる。この流動性が高い特性があるので、投資家にとって資金運用しやすい。このため、短期的に資金運用を行なう投資家に好まれている。
- (9) 2005年に債券型ファンドが「固定収益型ファンド」と「準短期金融市場型ファンド」に分離された後、「固定収益型ファンド」の換金日は解約日の2日後 (T+2) となり、「準短期金融市場型ファンド」の換金日は解約日の次の日 (T+1) と以前と同じであった。
- (10) 5. 債券型ファンドの発展が社債市場に与えた影響については表11を参照。
- (11) 転換社債には債券と株式オプションの両方の特性がある。
- (12) 従来の債券型ファンドを「準短期金融市場型ファンド (Quasi Money Market Fund)」と「固定収益型ファンド (Real Bond Fund)」の2つの形態に分離した。
- (13) 政府は債券型ファンドに対して投資家が解約を申し出た日の翌日から数えて5営業日目 (T+5) に換金をしなければならないと規定している。これを債券型ファンドが解約を申し出た日の翌営業日 (T+1) に短縮した。
- (14) 債券型ファンドの投資商品の中では、資本利得が発生する一般債券売買商品は時価基準で計算する必要があるが、債券条件付売買商品、定期預金など利息収入の投資商品は時価基準で計算する必要がない。
- (15) 台育投資信託会社下の債券型ファンドもその際、「解約停止」を申請した。
- (16) 2004年1月30日の財政部証券及び先物管理委員会の公布により、財政部のホームページ：<http://www.sfa.gov.tw>。
- (17) 店頭公開売買センターのホームページでは債券の利回りを債券の価額に転換する設定がしてあるため、投資家が簡単に利用できる。
- (18) 「準短期金融市場型ファンド」とは、将来「短期金融市場型ファンド」に移行する暫定的なものであるという意味で「準」が付けられている。
- (19) 準短期金融市場型ファンドは社債へ投資する際、証券主管機関に申告することは必要ではない。ただし、万一社債の満期以前に、債券型ファンドが社債を売却する際には、証券主管機関に申告しなければならないと規定している。

#### 参考文献

- 1) 吳麗敏 (2005):『債券市場新論』, 智勝文化事業有限株式会社, PP62-68。
- 2) 「金融統計」, 行政院金融監督管理委員会銀行局のホームページ：<http://www.Banking.gov.tw>。
- 3) 「産業現況分析」, 中華民國証券投資信託及び顧問商業同業協会のホームページ：<http://www.stitca.org.tw>。
- 4) 黄仁德等 (2007):「台湾債券型ファンドの発展と影響」, 『台湾経済金融月刊』, 第43巻第7期号, P89。
- 5) 経済日報編 (2006):『中華民國金融証券年鑑2005年版』, 聯經出版社, PP54-56。
- 6) 陳其財 (2006):「行政院金融監督管理委員会の問題である仕組み社債に対する処分の探討」, 『証券及び先物月刊』, 第24巻12期号, PP55-56。

## **The Rise and Decline of Bond Funds and their Influence on the Corporate Bond Market**

By Kuanju LIN<sup>†</sup>

<sup>†</sup> Aletheia University College of Finance and Economic

### **Abstract**

Bond funds emerged in Taiwan in 1991. They were easier to raise than other funds because they had the integrated characteristics of “fixed income fund” and “money market fund”. The dull domestic stock market and the sharp decline of bank interest rate in 1996 brought up a massive influx of domestic funds from stock and financial market into bond funds, and the volume of the latter continued to grow after that. At the same time, the low interest rate caused the investments of the bond funds to shift from financial products such as bank deposit account to corporate bonds, the market of which received a great impact.

This paper will discuss and analyze the rise and decline of bond funds as well as their influence on the corporate bond market.

**key words** : Bond funds, corporate bonds