

東南アジア4カ国の金融システムをどうとらえるか

—アジア金融統合への基本視角—

京都大学東南アジア研究所
准教授 三重野 文晴

要 旨

1. アジアの経済統合のトレンドの中で金融協力の在り方を考えるにあたって、この地域の経済の金融システムの基本的特性を理解しておくことは不可欠である。しかし、これまでの取り組みの中では、地域の金融部門、とりわけ民間金融部門の構造と政策論の整合性が吟味されることは少なかった。
2. ASEAN 4 諸国では工業化過程で国内金融システムが果たした役割は相対的に小さい。その点でこれらの国々の金融システムは、NIEsなどそれ以前に工業化を果たした国々とは異質な基底構造を持つ。その遠因としては、商業銀行部門が比較的早い時期から貿易業と関係して発達してきたのに対し、国民国家の形成の初期に金融への介入能力が十分には備わっていなかったことが重要であり、またより直接的には、工業化過程で直接投資に強く依存し工業化資金が市場を経由しない直接的な手段によって調達されてきたことに起因している。
3. その結果、これらの国々の企業の資金調達は、強く自己資本に依存し、外部金融全体が低調であるのが実態である。アジア金融危機時に指摘された、「銀行借入への過度な依存」とは、その低調な外部金融の内訳における証券市場との比較に過ぎない。
4. 証券市場の機能強化を論じるには、第1に、銀行借入との代替性を強調しすぎることなく、むしろ補完性の観点からこの問題を吟味する必要がある。第2に、株式ファイナンスなり、社債ファイナンスなりの役割を、いまだ多くを自己金融に依存する企業の資金需要側の構造を考慮して、それと整合的な形で見定める必要がある。
5. 2000年代のASEAN 4 カ国経済の回復過程では、金融仲介の比重が低下し続けてきた一方で、海外からのポートフォリオ投資の回復も反映しながら、証券市場における株式時価総額が大きくなっている。しかし、全体として証券市場に参加する企業は限られており、株式市場の活況や海外からのポートフォリオ投資と企業の資金調達の間にはあまり大きな関係がないと推測される。
6. ASEAN 4 カ国については、金融統合が徐々に進む中でも、需要側、すなわち企業レベルの資金調達の側面では、その伝統的な基底構造は大きくは変わっていない。ASEAN 4 カ国の金融システムが実質的な多様化や深化を見せるのは、基本的には実物面の工業化過程が新しい段階に入り、証券市場を経由した資金を真に需要する形に変容する段階が必要であろう。現在、拡大しつつあるインフラへの資金需要や消費中心型の経済などが、その端緒となるように思われる。

目次

1. はじめに

2. ASEAN 4 諸国の金融システムの基底構造

2. 1. ASEAN 4 諸国の工業化過程と金融
2. 2. 主要企業の外国所有と上場／非上場の分布－タイのケース
2. 3. 2000年代の資本フロー変化

3. ASEAN 4 カ国のコーポレート・ファイナンス

3. 1. 外部金融と自己金融
3. 2. 資金調達手段－機能面の比較
3. 3. より構造的な決定要因

4. 商業銀行

4. 1. ASEAN 4 カ国の商業銀行
4. 2. 金融仲介（商業銀行）の成長部門からの撤退

5. 証券市場

5. 1. 株式市場
5. 2. 債券市場

6. まとめ

1. はじめに

アジアの経済統合の大きなトレンドの中で金融協力の在り方を考えるにあたって、この地域の経済の金融システムの基本的特性を理解しておくことは不可欠である。通貨協力や債券市場育成を軸に、この地域で過去10年あまりの間に取り組みされてきた金融協力は理念としては堅固なものを持ち、政策イニシアティブを形成してきた一方で、その取り組みと地域の金融部門、とりわけ民間金融部門との整合性が吟味されることは少なかったように感じられる。アジア金融協力の取り組みから10年を経て、当初期待されたほどには成果が挙がっていない側面がいくつかあるが、その原因の一つではないかと考えられる。

一口に東アジアといっても、民間金融部門の特性は地域によってあるいは国によって大きく異なる。とりわけ「プラス3」の日、韓、中はそれぞれに巨大な経済規模を持つとともに、その中でも経済・人口に違いが大きく、金融システムもそれぞれの個性をもつ。一方、「ASEAN」の結成時メンバー国は、それぞれに多様であるとはいえ、経済規模は比較的小さく、また歴史的にも経済構造にも一定の共通性がみられる。そして、金融システムの基本特性についても共通のものがある。本稿では、これらのASEAN結成時メンバー国のうち、都市国家のシンガポールを除いた4カ国、すなわちタイ、マレーシア、インドネシア、

フィリピンを対象として、その金融システムの基底構造を吟味し、それがアジア金融協力の取り組みと、どのような関係を持ったかについて、考えてみたい。

本稿では、このASEAN 4 諸国の金融部門の特徴を、これまで筆者が提起してきた論点をあらためて整理する形で述べていきたい。1997年のアジア金融危機の要因と、そして金融協力の取り組みの必要性の基本論点とされてきたものは、この地域の金融の銀行借入への過度な偏重という認識である。本稿の議論の問題意識は、この認識への基本的な疑問である。

本稿の構成は以下の通りである。第2節では、ASEAN 4 諸国の金融システムの基底構造とその決定要素について論じる。第3節では、その具体的な現れとして企業金融の特徴を吟味する。第4節は、この地域の商業銀行の貸出活動の特徴を整理する。第5節では、証券市場の特徴について吟味する。最後に第6節で、地域の金融協力や金融統合のイシューに対する含意を指摘する。

2. ASEAN 4 諸国の金融システムの基底構造

2.1. ASEAN 4 諸国の工業化過程と金融

Gerschenkron (1968) は工業化の波及の最

後尾に日本とロシアを位置づけ、これらの国の工業化過程では、政府が金融に強く介入して資金動員に関与してきたことを指摘した。それを敷衍してアジアNIEsに適用した渡辺(1989)が論じたように、その次の世代の工業化でも韓国を典型として、金融部門に対する政府の強い介入が見られた。中国などの市場移行経済国でも、この点は一応共通する特徴である。

しかし、(NIEsに次いで) 第5世代とも呼ばれるASEAN 4 諸国の工業化過程における政府の金融システムへの関与の在り方は、それらとは明らかに異なる。この地域では国民国家の形成が遅い一方で、19世紀からの活発な貿易取引を背景に金融資産の蓄積が早くから進んできた。戦後形成された国民国家とその金融行政は、既に相当に発展した民間金融部門に向き合うことになり、民間金融部門との間の軋轢の調整が主要政策課題となる時期が長く続いた。そうした中で、工業化のための金融システムの戦略的な構成という問題意識はあまり強くならなかった(三重野(2008a)) (注1)。

さらには、工業化過程そのものが直接投資の導入によって特徴づけられてきた。とりわけ80年代半ばから始まる本格的な工業化は、台湾、シンガポールなどNIEs世代とは比較にならない規模の直接投資によって牽引されてきた。そうした中で、既に貿易部門を顧客として相当に発達していた金融部門は必ずし

も工業化（製造業部門）に強く関与してはこなかった。これは、直接的には、進出してくると外資企業が親会社からの増資や信用といった内部資本市場の資金チャンネルを活用しているからである。また、国内の製造業資本が金融部門からの融資を受けにくい環境にあるがゆえに、資金調達手段として外資との合弁を選んできた側面も指摘しうる（三重野（2008b））。

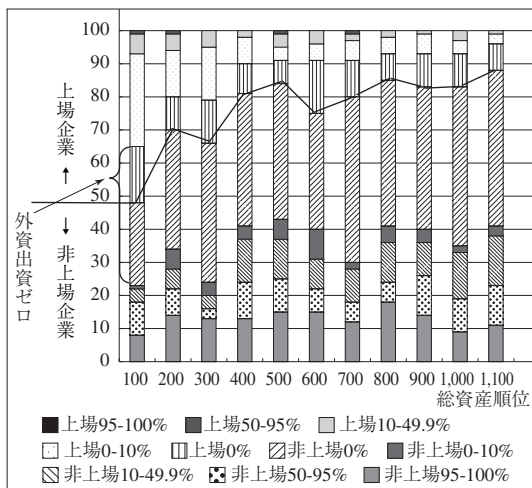
2.2. 主要企業の外国所有と上場／非上場の分布－タイのケース

このような構造は、現在のASEAN 4 諸国の企業部門の様々な側面に現れている。その一つとして、タイを事例に、主要企業の外国

所有と上場／非上場属性の分布をみてみたい。

図表1はタイの主要企業の二つの要素の分布を、2005年時点の情報によって、描いたものである（三重野・猪口（2013））。総資産の順位を基準として、企業数を左から各縦棒100社ずつに並べ、それらの縦棒ごとに上場・非上場の別、また外資出資比率別に整理している。分割線を挟んで上側が上場企業、下側が非上場企業のグループを示し、さらに、それぞれのグループにつき、その分割線の近くに外資出資比率のより低い企業が、遠くにより高い企業が並ぶように整理されている（外資出資比率は、0%、0-10%、10-49.9%、50-95%、95-100%の五つのカテゴリーで凡例化されている）。例えば、分割線のすぐ上とすぐ下の凡例は、それぞれ上場企業と非上場企業における外資出資ゼロの企業（純粋な地場企業）の数を、図表の最上部と最下部の両端は、同様にそれぞれの外資出資比率95%以上の企業の数を示している。

図表1 タイ企業の分布：総資産規模・上場・外資出資比率



（出所）三重野・布田（2010）、原データはタイ証券取引所およびBusiness on Line Ltd., (2005年時点)

図表からわかるように、タイは主要企業の層においても外資出資を受け入れている企業が多い（注2）。また、主要企業層においても上場志向は弱く、上位400社のうち実に3分の2が未上場に留まっている。さらに、外国出資と上場傾向との間には明らかな関係がある。実物市場における高成長を担っている輸出製造業の中核を占める外国企業の子会社や合弁企業のほとんどは証券取引所に上場し

ておらず、地場の証券市場と全く分断されていることがわかる。一方、上場企業でも外資の出資を受け入れている企業は多いが、その大半は10%未満の低いシェアの出資に留まっている。全体としてみればわずかな比重に留まるこれらの企業だけが、証券市場を通じたポートフォリオ投資の対象となっていると考えられる。

2.3. 2000年代の資本フロー変化

2000年代には、この地域の国際資本フローは実物経済の成長にともなって著しい変化を遂げた。本稿の論点は、その変化が上のような構造を持つASEAN 4各国の金融や企業に、実質的にどのような影響をもたらしたかであるが、ここではまず、資金フローの変化の概要を確認してみたい。

(1) グロスの国際収支表から

ASEAN 4各国では、1997年のアジア金融危機以降、程度の違いはあるものの一定の共通した経緯を辿っている。危機でマイナス成長に陥った経済は2003年には回復を始める。回復の過程は、実物経済における一層の工業化に特徴づけられ、直接投資の拡大と製造業輸出が急増した。一方、投資率は低下し、政府・民間とも消費の伸びは低く留まったことから、輸入の拡大は抑えられ、経常収支の黒字と外準を含む外貨資産の増加傾向が定着した。

2004年頃から、こうした経常収支側の変化

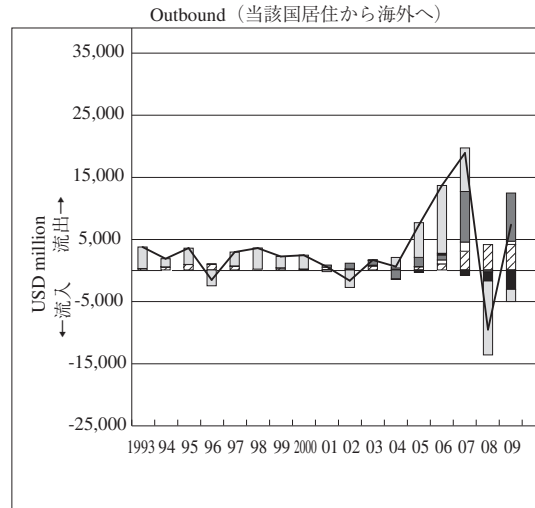
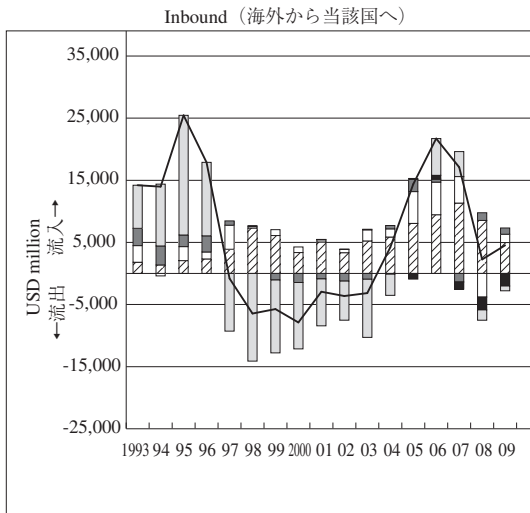
を反映して、資本収支にも大きな変化が現れている。海外からのポートフォリオ投資の流入が回復するとともに、潤沢となった外貨資産を背景に、各国居住者から海外への投資が急増している。こうした動きを詳しくとらえるために、海外からの当該国へ（inbound）、と当該国の居住者から海外へ（outbound）の2方向の動きを別にとらえたグロスの国際収支をとらえてみよう。

図表2は、4カ国のグロスの国際収支表について、2009年までの時期について、左側にinbound、右側にoutboundの趨勢を並べて示したものである。左側（inbound）は流入をプラスに、右側（outbound）は流出をプラスにして示してあるので、左右における高さの差が、両者における同じ項目の流出入をネットアウトした数値となる。この図からいくつかの特徴をつかむことが出来る。

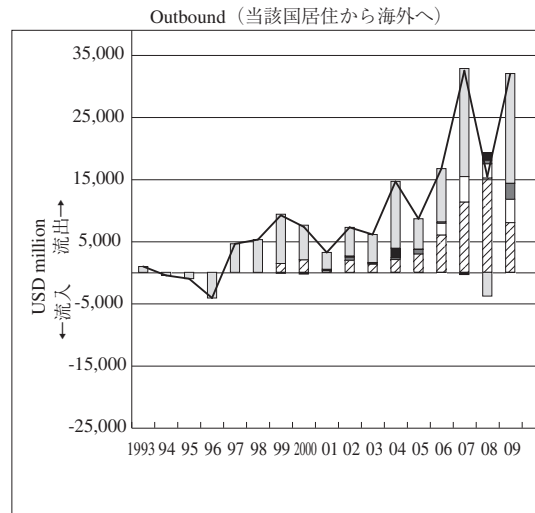
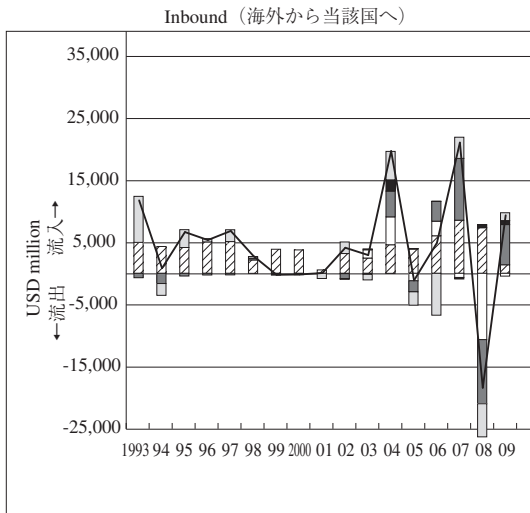
直接投資の増加と製造業輸出という特徴のもっとも顕著なタイをみると、いくつかの特徴を指摘することが出来る。第1に、銀行信用（「その他」）の項目（注3）では、2005年からタイ居住者からの流出が急拡大していることがわかる。これは、タイの商業銀行が海外向けの貸出を急増させていたことを示すものである。一方で、アジア金融危機以降生じていた海外居住者の銀行信用の流出は2005年にはおさまっていることが確認出来る。第2に、直接投資の流入は2004年以降一層の拡大がみられるが、その一方で、06年からは、

図表2 国際収支の推移 (inbound, outbound 別)

(1) タイ



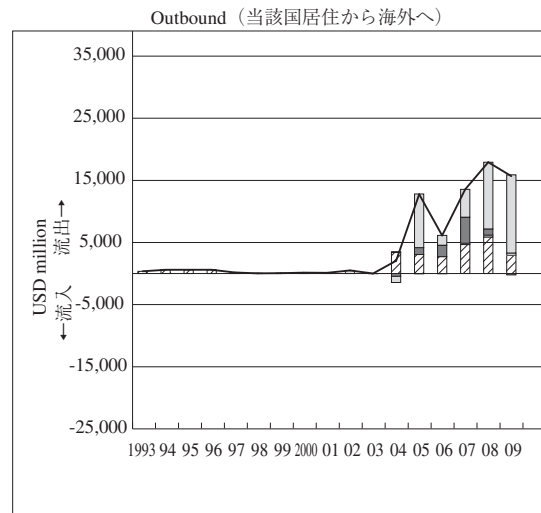
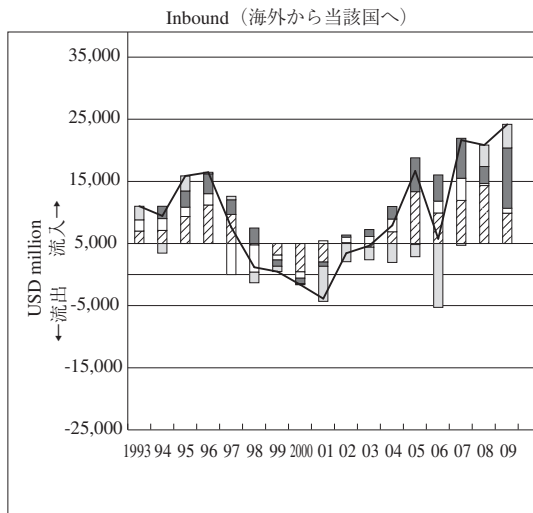
(2) マレーシア



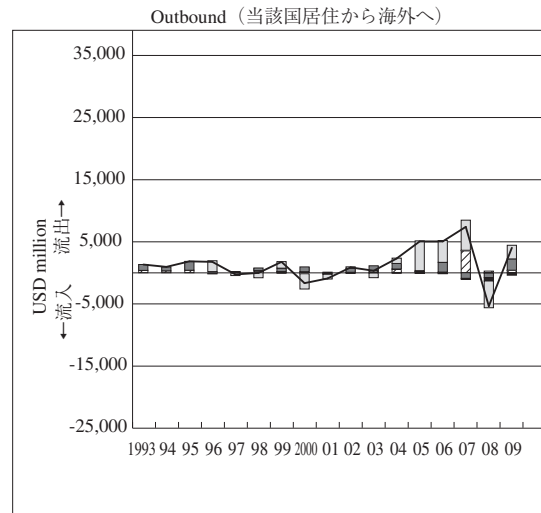
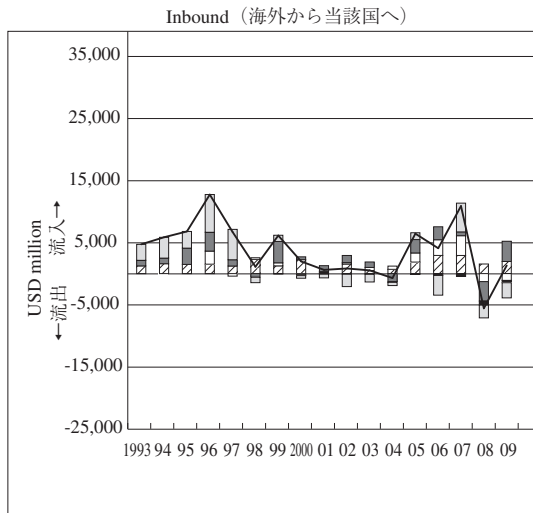
(出所) IMF Balance of Payments Statistics

直接投資
 株式投資
 債券投資
 デリバティブ投資
 その他投資
 フロー計

(3) インドネシア



(4) フィリピン



(出所) IMF Balance of Payments Statistics

斜線 直接投資 白 株式投資 黒 債券投資
 黒 デリバティブ投資 白 その他投資 — フロー計

タイ国内から海外への直接投資が現れ始めている。

第3に、株式・債券・デリバティブをあわせたポートフォリオ投資は流入面では2004年以降海外から回復を始めているが、その一方で、タイ国内から海外への投資も着実に増えている。特に2007年には短期債券投資を中心に著しく増加している。ネットの国際収支表では、ポートフォリオ投資が2004年以降流入に転じたあとも傾向が安定しないが、2005年頃からタイ国内から海外への投資の要素が拡大しているからであり、このようにグロスで見ると2008年9月のリーマン・ショックまでは、株式投資を中心に海外からの資本流入が維持されてきたことが理解出来る。

こうした傾向はASEAN 4でだいたい共通しているが、他の3カ国では多少のバリエーションがある。マレーシアではタイのような海外居住者の銀行信用の流出はみられず（注4）、一方で国内居住者の銀行信用の流出が、より早くから、より大規模に起こっている。対内直接投資が2000年代に維持されてきたことはタイと同様であるが、一方で対外直接投資がやはり早く大規模に生じている。ポートフォリオ投資はinbound側でより大きく、outbound側ではやや少ない。総じていえば、海外からの流入面では、タイでは直接投資が主であったのに対し、マレーシアではポートフォリオ投資が中心となっている。国内居住者からの流出（outbound）面では、銀行信用

が大きな要素である点はタイと共通しており、それに加えて、タイではポートフォリオ投資の形をとる投資が多いのに対し、マレーシアでは直接投資が大きな比重を占めている。

インドネシアでは、2000年代の初めまで海外からの直接投資の流出が生じていること、海外からの銀行信用は2000年代を通じて流出が続いていることが特徴的である。他方、2000年代後半から居住者からの対外投資が拡大していることは、タイと共通の特徴である。フィリピンではinbound, outboundとも動きが相対的に小さい。アジア金融危機後、海外からの銀行信用がほとんど流出していない点はマレーシアと共通しており、直接投資が維持されているのは、タイ、マレーシアと共通している。2000年代後半に対外投資（outboundの流出）が増加するのは、やはり他の3カ国と同じである。

リーマン・ショックの発生時には、海外資金の引き揚げは、マレーシアを除いてさほど深刻には発生せず、その対処は各国とも、経常収支黒字の拡大と投資率の低迷によって積み上がる対外資産の増加を背景に、国内居住者の対外投資を引き上げる形でなされている。すなわち、東南アジアでは、2000年代に輸出が牽引する成長構造に転換したことによって、外貨準備、対外資産が拡大していた。リーマン・ショック時には、アジア金融危機時とは異なり、対外資産がバッファーとして

機能して、急激な動きを抑制したのである。

- (注1) 例えば、末廣（1989）やHeiwson（1989）の研究によると1950年代のタイでは、軍・政治家の派閥対立に商業銀行が強く関与してきた。タイで本格的な商業銀行法の制定をはじめとした金融行政が確立するのはその対立が片方（サリット派）の勝利によって解消した1960年代の初めからである。
- (注2) 実際に計算すると、上位1,200社のうち51%が何らかの形で外資を受け入れている。
- (注3) 「その他」項目は、大部分は銀行信用によって占められるので、本稿ではこれを銀行信用の動きとして観察を進める。
- (注4) マレーシアについては、アジア金融危機後に実施された資本規制が、資本流出の少なさと関係している可能性もある。

3. ASEAN 4 カ国のコーポレート・ファイナンス

3.1. 外部金融と自己金融

ここでは、過去および現在の東アジアのコーポレート・ファイナンス（企業金融）に

ついでの基本認識を整理したい。東アジアでは、アジア金融危機の検証の過程で、コーポレート・ガバナンスの観点から過度な負債ファイナンス（銀行借入）への依存と資本市場の未発達が構造的な問題として指摘されてきた。同様に、債券市場の必要性という観点から、銀行借入への過度な依存が、期間と通貨の両面におけるミスマッチの問題を深刻化させていると理解されてきた。これらの認識は、マクロ経済のマネー・フローとしてみた場合、相当程度の妥当性と説得力を持っているが、企業金融の視点から金融構造を観察すると、現実とは少し違ってみえる。社債市場の育成を資金需要者への便益の問題として考える場合、後者の視点からの観察が有用であろう。

図表3は、これまでの東アジアおよび先進国についての既存研究に依拠して、各国主要

図表3 既存研究における東アジア各国の主要企業の負債比率（負債／総資産）

	1989	1992	1995	1996	1997	1999	2000	2002	2004
タイ									
Claessens et.al 1998	65.6%	64.8%	69.0%	70.2%					
Mieno 2006, 三重野 2006		57.1%	60.7%				59.9%	55.9%	53.3%
Mieno 2006, 三重野 2006 1		45.1%	47.7%				24.7%	21.4%	20.1%
マレーシア									
Claessens et.al 1998	44.8%	38.5%	52.4%	54.0%					
首藤 2008			21.7%	24.2%	26.7%	36.4%			
三重野 2006							47.9%	46.1%	49.2%
三重野 2006 1							11.9%	14.6%	15.8%
韓国									
Claessens et.al 1998	72.6%	77.1%	79.1%	78.0%					
Lee et. al. 2000	66.1%	69.0%			71.1%				
フィリピン2		54.3%	53.5%	56.2%					
インドネシア2		67.7%	67.9%	65.3%					

(注1) (銀行借入比率) = (銀行借入) ÷ (総資産)

(注2) Claessens et.al (1998) はサンプル数から判断して、サンプルに金融機関が含まれる可能性がある(明記なし)。三重野(2006)のサンプルは製造業企業。

(出所) Claessens et.al (1998), Mieno (2006), Lee et al. (2000), 三重野(2006), 首藤(2008)

企業の負債比率を比較したものである。東アジア各国の上場主要企業の資本構成（バランスシートの負債・資本側の構成）を平均値としてみれば、負債比率は先進国と比較してむしろ低い傾向がある（注5）。

この事実は、ASEAN 4カ国の主要上場企業の資金調達の中で銀行借入は限定的な役割しか果たしていないことを意味している。主要企業はむしろ自己資本に強く依存する体質を持っており、それはアジア金融危機によって生じたものではなく、むしろ、東アジア（特に東南アジア）における伝統的な構造として、危機を挟んで維持されてきたものと、考えられる。

このような企業金融側からみた金融構造は、金融システムのありかたを考える上で示唆を含んでいる。すなわち、金融システムの改革は、必ずしも銀行借入から証券市場（すなわち資本市場ないし債券市場）へのシフトとしてとらえられるべきものでないと考えられるのである。現実の問題が、銀行借入を含めた外部金融（External Finance）が、自己金融（Self-Finance）に対してあまりにも利用されないことである場合、銀行借入（金融仲介）と証券市場はむしろ補完的な関係として理解されるべきである。

株式ファイナンスも、社債ファイナンスも外部金融の一形態であるから、現在の課題は、それらを銀行借入から代替する対象としてとらえるよりは、企業が外部金融を全体として

促進していく方策を探ること、あるいはその共通のボトルネックとなっている要因を探ることにあるといえよう。

3.2. 資金調達手段－機能面の比較

アジア債券市場育成の強調点は、資金の期間構造についてのものである。すなわち、社債は銀行借入とは異なって長期性の資金を供給するものであり、これが「期間ミスマッチ」の解消に寄与するという理解である。他方、コーポレート・ガバナンスと株式市場の役割を重視する立場からは、少数株主の権利保護の問題が強調されてきた。

外部金融を金融仲介、社債市場、資本市場に区分して、それらの役割や特徴を整理してみれば、こうした強調点は全体的な構図からみてかなり焦点が限定されたものであることに気づく。

図表4は、3つの資金調達手段の特徴・役割を4つの観点から整理したものである。3つの資金調達手段は、第1に、情報生産コストの面で異なる。一般に金融仲介で低く、証券市場で高い。第2に、契約の履行強制性や出資者の権利保護の必要性において異なる。一般に金融仲介と比較して証券市場を通じる2つでは、履行強制にコストがかかり、これが十全に機能するためには高いレベルの出資者の権利保護が必要である。第3に、資金の期間構造が異なる。第4に、出資者のリスク許容度が異なる。

図表4 資金調達手段と産業分野

	1. 情報の非対称性 情報生産		2. 権利保護と履行強制		3. 期間		4. リスク許容度	適した産業分野	
	情報生産コスト	資金提供者の権利保護の必要性	破綻時のコントロール問題	途中精算リスク	産業特性	東南アジアの発展段階において			
金融仲介	集中的	低	低	中	短期	高	低	成熟した産業	製造業一般?
債券市場	競争的	高	高	中	長期	低	中	中程度のリスク 長期資金の需要	インフラ 消費(金融)
株式市場	競争的	高	高	-	長期	低	高	新規産業	高付加価値サービス業 (典型例として通信産業) 研究開発型製造業

(出所) 奥田・三重野・生島(2007)、『開発金融論』、奥田(2007)「東南アジア諸国の債券市場整備の前提条件について」などを参考に筆者作成

このような全体的構図から考えてみれば、コーポレート・ガバナンスや債券市場育成についての従来の議論では第2、第3の観点から特に強調されてきたと指摘出来よう。かつまた第3の観点については、現実が前述のように外部金融全体の需要が停滞している中で、長期資金の需要が所与とみなされてきたのである。

需要側のファイナンス選択を考えていく際には、第1・第2の観点が、経済構造全体の問題であるのに対し、第3・第4の観点は技術スペシフィックあるいは産業スペシフィックな問題であることに留意が必要である。例えば社債ファイナンスは、金融仲介や資本ファイナンスと比較して、①「長期性」の資金を必要とし、②資本市場よりはリスクの低い産業に適合している、と考えることも出来る。最近、消費金融部門(割賦金融等)、インフラ部門あるいは金融部門一般において社債ファイナンスが一部に伸びつつあるが、こ

のような傾向はこうした観点からの理解が可能である。

アジア金融危機の反省から提起された「期間ミスマッチ」の解消という点でいえば、株式や債券によるファイナンスがあらゆる部門における長期資金の需要を銀行借入から代替するという期待は、やや図式的にすぎ、現実性を欠いていると考えられるのである。

3.3. より構造的な決定要因

以上のような、自己金融と外部金融、および外部金融の中での異なる調達手段の選択を規定する要因を考える場合、上に述べられたものとは別に、ASEAN 4カ国の企業分布の構造との関係を考える必要がある。

第1は、上場企業、非上場企業の別である。当然ながら、株式ファイナンス、社債ファイナンスといった証券市場を経由する調達手段は、組織された資本市場に参加する企業においてのみ利用可能なものである。企業の上場

行動が、資金調達手段の多様化を目的として行われるとすれば、上場企業はより株式や社債によるファイナンスの比重が高いことが予想されるが、実態は必ずしもそうではない。図表5は、三重野（2008）に依拠して、タイとマレーシアについて主要企業のうち、上場企業と非上場企業の資本構成の細目を比較したものである。両者の間の負債比率に明らかな差異はみられず、銀行借入の比重だけをみれば、むしろ上場企業の方が、高い銀行借入比率を示している（注6）。自己金融への強い依存という基本構造の中で、証券市場へのアクセスを選択した企業は、銀行借入－金融仲介の利用も含めて、外部金融全般が活発になっており、いわば、証券市場と金融仲介は代替的ではなく、補完的な関係にあるのである。これはおそらくは企業の上場を通じた情報の開示などが、証券市場だけでなく外部金融全般に影響を及ぼすからであろう。

第2は、外資所有比率との関係である。タイ、マレーシアの図表6は図表5と同じサンプルから、外資所有比率が10%以上の企業を「外資系企業」と定義し、それ以外の企業との間で資本構成の細目を比較したものである。明らかに「外資系企業」の負債比率、銀行借入比率は低い。この格差は、Mieno(2006、タイ)、Suto(2003、マレーシア)、奥田・斎藤(2009、フィリピン)などの実証分析においても計測されている。「外資系企業」には市場を経由しない増資や親子ローンといった

図表5 タイ・マレーシアの主要企業の資本構成

(1) タイ

	上場企業	非上場企業
サンプル数	600	1278
負債	55.7%	55.3%
流動負債	30.4%	38.4%
買掛金・支払手形	7.2%	11.5%
銀行短期借入金	4.3%	11.2%
その他流動負債	19.0%	13.3%
非流動負債	25.2%	16.9%
長期負債	17.9%	6.6%
社債	2.6%	
その他固定負債	4.7%	3.2%
資本勘定	44.3%	44.7%
払込資本金	33.7%	34.3%
内部留保	3.5%	4.5%
資本剰余金／準備金	7.2%	5.8%
銀行借入合計	22.1%	17.9%

(2) マレーシア

	上場企業	非上場企業
サンプル数	1417	1002
負債	47.5%	53.6%
流動負債	26.9%	43.5%
買掛金・支払手形	6.5%	23.7%
銀行短期借入金	2.5%	9.6%
関連企業借入		6.9%
その他流動負債	18.0%	3.3%
非流動負債	20.6%	10.1%
長期負債	11.6%	5.9%
社債	1.5%	
その他固定負債	7.4%	4.5%
資本勘定	52.5%	46.4%
払込資本金	26.2%	17.4%
内部留保	11.3%	16.2%
資本剰余金／準備金	15.0%	12.8%
銀行借入合計	14.1%	15.4%

(注) 2001-05年の平均。
(出所) 三重野(2009)

内部資本市場の資金チャンネルがあり、それらが機能することが負債比率全般の低さ、あるいは銀行借入比率の低さの要因となると考えられる。

図表1で見たように、ASEAN 4カ国の工業化では直接投資への依存を反映して、外資

図表6 地場・外資別の資本構成

タイ-上場企業

	地場	日系	その他外資
サンプル数	140	46	239
負債	55.3%	59.3%	55.0%
流動負債	27.5%	48.2%	28.6%
買掛金・支払手形	5.5%	6.7%	7.7%
銀行短期借入金	5.1%	2.3%	3.7%
その他流動負債	16.8%	39.1%	17.2%
非流動負債	27.9%	11.1%	26.4%
長期負債	20.7%	7.8%	17.0%
社債	1.6%	0.7%	4.1%
その他固定負債	5.5%	2.6%	5.3%
資本勘定	44.7%	40.7%	45.0%
払込資本金	23.4%	13.0%	23.9%
内部留保	4.0%	11.0%	3.8%
資本剰余金/準備金	17.2%	16.8%	17.3%
銀行借入合計	25.8%	10.1%	20.8%

マレーシア-上場企業

	地場	日系	その他外資
サンプル数	566	20	104
負債	47.6%	56.3%	44.7%
流動負債	25.9%	33.6%	24.9%
買掛金・支払手形	6.3%	16.1%	5.6%
銀行短期借入金	2.3%	2.0%	1.3%
その他流動負債	17.3%	15.6%	18.0%
非流動負債	21.7%	22.7%	19.8%
長期負債	11.6%	12.1%	12.0%
社債	1.2%	5.1%	1.2%
その他固定負債	8.8%	5.5%	6.6%
資本勘定	52.4%	43.7%	55.3%
払込資本金	25.2%	22.6%	23.2%
内部留保	15.0%	12.2%	12.7%
資本剰余金/準備金	12.2%	8.9%	19.4%
銀行借入合計	13.9%	14.0%	13.4%

タイ-非上場企業

	地場	日系	その他外資
サンプル数	1013	324	283
負債	56.9%	53.3%	55.0%
流動負債	37.9%	41.2%	41.4%
買掛金・支払手形	9.3%	14.6%	15.6%
短期銀行借入	13.0%	7.7%	10.2%
その他流動負債	13.1%	16.1%	13.7%
固定負債	19.0%	12.1%	13.6%
長期銀行借入	6.7%	7.7%	5.8%
その他固定負債	3.8%	0.5%	3.2%
資本勘定	43.1%	46.7%	45.0%
払込資本金	39.2%	28.2%	21.3%
内部留保	-2.8%	16.4%	19.4%
資本剰余金/準備金等	6.7%	2.1%	4.3%
銀行借入合計	19.7%	15.4%	16.1%

(出所) 図表5と同じ

マレーシア-非上場企業

	地場	日系	その他外資
サンプル数	522	139	337
負債	58.9%	53.2%	45.7%
流動負債	45.1%	46.6%	39.8%
買掛金・支払手形	22.6%	30.1%	23.0%
短期銀行借入	11.7%	8.7%	6.7%
関連企業借入	7.9%	4.5%	6.5%
その他流動負債	3.0%	3.3%	3.8%
固定負債	13.8%	6.6%	5.9%
長期銀行借入	7.8%	5.7%	2.9%
その他固定負債	4.7%	3.6%	4.6%
資本勘定	41.1%	46.8%	54.3%
払込資本金	13.6%	22.2%	21.2%
内部留保	14.7%	15.2%	18.8%
資本剰余金/準備金等	12.8%	9.5%	14.2%
銀行借入合計	19.4%	14.4%	9.6%

系企業のプレゼンスの大きさが一つの特徴である。こうした外資系企業の存在が、一面では、この地域の企業の外部金融の不活発さと関係している、と考えられるのである。

(注5) 先進国企業の資本構成の包括的な比較研究としては、Rajan & Zingales (1995) が知られているが、サンプルは1991年時点と若干古い点に留意が必要である。過去20年の証券市場の進歩を考慮すると、負債比率はこれより低下している可能性がある。

(注6) この傾向は、タイについてのMieno (2006)、タイ、マレーシアについてのMieno (2010) の実証分析でも統計的に有意であることが確認されている。ただしフィリピンについて同様の問題意識から分析をした奥田・斎藤 (2008) では、逆の傾向が見いだされており、国によって違いがあるようである。

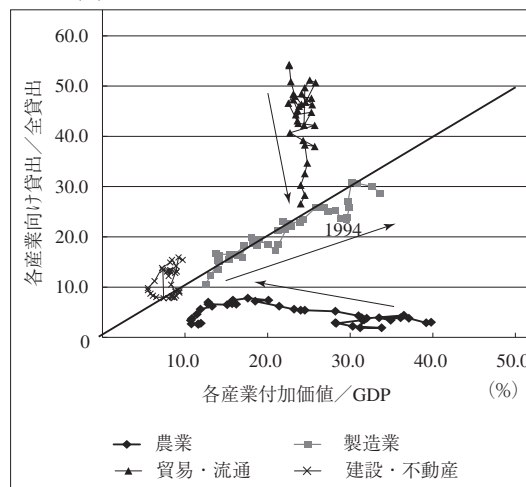
4. 商業銀行

4.1. ASEAN 4 力国の商業銀行

資金供給側に目を転じてみよう。伝統的な資金供給主体である商業銀行は、前述のように、制度主体としては各国の金融行政が整備される戦後に形成が進んだもので比較的歴史が浅いが、商業からの派生としての業務実態の歴史は古く、それらは貿易業と強く結びついたものであった。図表7は、タイを事例に、統計が比較的整備された1960年代からの商業銀行の産業別貸出比率を、それらの国の当該産業の付加価値比率と比較して示したものである。

これによると1960年代の当初は、商業銀行の業務は貿易および商業に関するものが圧倒的に多く、国民総生産に占めるそれらの産業の比重と比較するとその偏りが極端であったことが確認出来る。その後の変化のトレンドには各国でかなりの違いがあるが、1980年代まで、工業化の進展につれて、貸出を製造業に徐々にシフトさせてきた点では共通している。さらに、1990年代前半には高成長の中で、不動産・建設業への貸出が拡大している。90年代の商業銀行のこうした行動は、1997年の金融危機の遠因としてしばしば指摘されてきた。

図表7 タイ商業銀行の産業別貸出
(%)



(注) 農業、製造業は1960-2000、貿易・流通、建設・不動産1960-1991。

(出所) Quarterly Bulletin, Bank of Thailand, National Income of Thailand, NESDB, 各年版

4.2. 金融仲介(商業銀行)の成長部門からの撤退

商業銀行の貸出活動には、アジア金融危機以降に大きな変化がみられる。よく知られているように、東アジアの商業銀行セクターは、2000年代前半に不良債権問題から回復する過程で、業務の縮小や一時国営化・外資による買収といった所有構造の変容を経験した。預金・貸出残高は2002年頃から回復し、商業銀行の経営は全般的には危機から脱して安定性を取り戻している。この回復期は、各国の実物経済では、製造業の輸出に牽引されて高い成長率を達成した時期にあたる。注意すべきことは、この間、商業銀行の業務は、実物部

門の回復過程への関与をむしろ弱め、より不動産、金融、消費部門といった内需部門へシフトしてきた点である。

図表8は、ASEAN 4カ国の商業銀行の全貸出に占める製造業への貸出比率を、製造業の付加価値比率との比較からまとめたものである。図では横軸に付加価値比率が、縦軸に貸出比率がとられている。45度線の下部分は、商業銀行の貸出活動が、相対的にその経済全体に製造業が占めるほどには、その産業にかかわっていないことを意味している。一見してわかるように、4カ国とも1990年代後半ないし2000年代初頭から最近まで、製造業の付加価値比率がそれほど変化していないのに対し、商業銀行の製造業向け貸出比率が急

速に低下していることがわかる。

この事実は、東アジアの成長を支えている製造業部門の企業が負債ファイナンスへの依存をますます弱め、おそらくは、ますます自己金融へと「回帰」していることを示唆している。

5. 証券市場

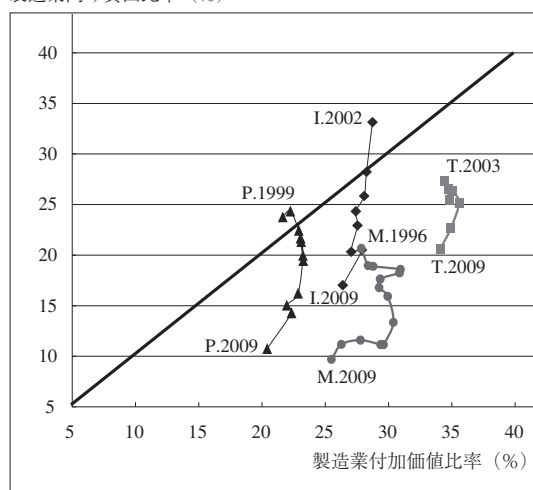
5.1. 株式市場

アジア金融危機後、証券市場の役割強化が謳われてきた。その観点から、2000年代に証券市場にどのような伸張があったか確認してみよう。図表9は、4カ国の金融システムの資金供給形態の比重を、民間信用（金融機関貸出）残高、公債残高、社債（民間債）残高、株式（時価総額）の別に、対GDP比で示したものである。金融深化のレベルに対応して水準にはばらつきがあるが、一定の共通傾向を見いだすことが出来る。民間信用の比重は、2000年代にすべての国で継続して、低下している。低下傾向はアジア金融危機以降の持続的なものである。

それに対して、株式時価総額は、2002年を底として、2000年代には大きく上昇し、銀行信用を陵駕する水準となっている。アジア金融危機直後には、いくつかの国で証券市場の育成に取り組まれたが、このような集計値でみる範囲では、その成果が上がっているよう

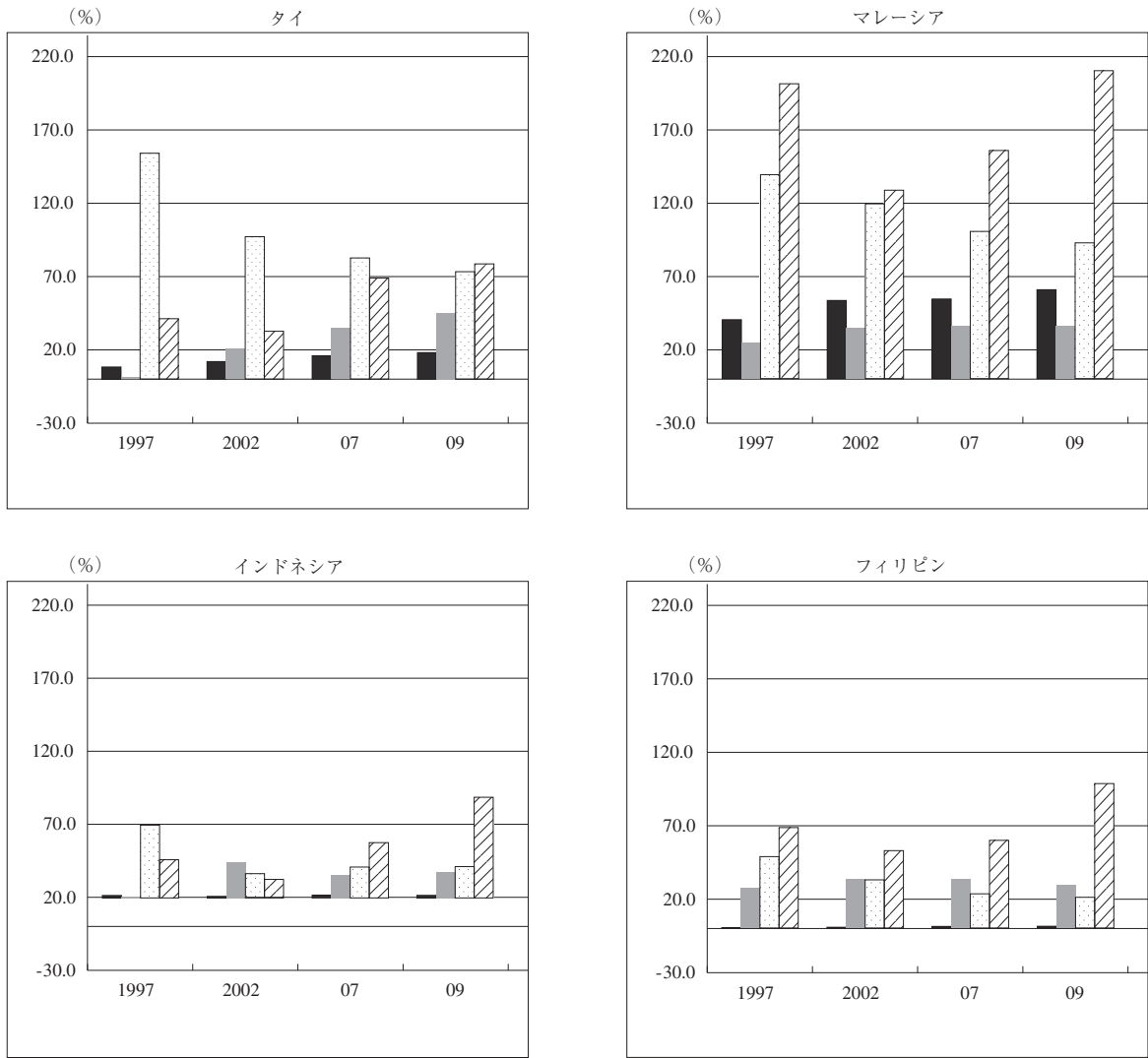
図表8 ASEAN 4カ国 「製造業向け貸出／製造業付加価値」の推移

製造業向け貸出比率 (%)



(注) T:タイ、M:マレーシア、P:フィリピン、I:インドネシア
(出所) Asian Development Bank, Key Indicators, CEIC Database

図表9 各国の債券残高（対GDP比）



(出所) World Bank, *Financial Development and Structure Dataset*

■ 民間債残高 ■ 公債残高 □ 民間信用 ▨ 株式時価総額

図表10 ASEAN4カ国主要企業の上場企業数比率

	上場企業 総数	総資産順位					
		上位100	上位400	上位600	上位800	上位1,000	上位1,100 上位1,200
タイ	415	51.0%	33.8%		26.4%		23.4%
マレーシア	848	93.0%		74.2%			60.3%
インドネシア	219	58.0%	5.0%			0.4%	
フィリピン	105	35.0%	19.0%			10.5%	

(注) 上場企業数は金融機関を除く。

(出所) 企業登記情報に基づく国際協力銀行調査(2006-7年)に基づいて筆者作成

にもみえる。ただし、見落としてはならないのは、企業の株式市場への参加度の問題である。三重野・布田(2010)によると、タイの証券市場への上場企業数は、アジア金融危機以前のピーク時(1996年)に454社であったが、危機後、破綻と上場廃止によって減少する。2004年にはピーク時と同等の水準に回復するものの、その後は横ばいが続いている。証券市場を活用して積極的に株式ファイナンスを行うような企業の参加は、株価、時価総額の上昇ほどには進んでいないのが実態である。図表10は、2006-07年の調査に基づいて、各国の総資産規模で測った主要企業(非金融企業)の証券市場への参加度合いを観察したものである(注7)。マレーシアを例外として、主要企業の上場企業への参加はすこぶる低位に留まっている。例えば、各国上位400社のうち上場企業数はタイで135社(33.8%)、フィリピンでは76社(19.0%)であり、インドネシアに至ってはわずか20社(5%)でしかない。市場を通じて株式ファイナンスを行っている企業は、大規模企業層のうちでも極端に偏っている。証券市場における状況とは別次

元の問題として、商業銀行貸出を株式ファイナンスが代替しているとはとてもいえない状況にある。

5.2. 債券市場

次に、整備への取り組みが進められてきた、債券市場を通じたファイナンスの成長はどの程度であろうか。図表10に戻ると各国の債券残高の成長にはばらつきがみられる。公債と社債をあわせた債券全体の水準でみると、タイ、マレーシアでは残高の増加が認められる。特にタイでは公債残高が大きく拡大している(注8)。一方、社債は拡大してはいるものの、その水準はきわめて低い。マレーシアでは社債の残高は90年代にも比較的大きな規模を持っていたが、2000年代には緩やかに拡大している。

一方、インドネシア、フィリピンでは公債の規模がある程度拡大しているものの、社債残高はほとんど無視し得る水準でしかない。この2カ国では債券市場の機能は、企業の資金調達的面からみれば、まだ端緒についたばかりというべきであろう。

図表11は、4カ国の社債残高を発行体の産業別に分類したものである。発行体としては、4カ国共通に、インフラ部門および金融部門の二つが圧倒的な比重を占めている。製造業は実物経済での成長を牽引している存在であるが、この部門では社債による資金調達を選択する企業は相対的に少ないことがわかる。初期的な段階にある債券市場を資金調達的手段として活用出来る企業は、現状では株式ファイナンス以上に限られた存在に過ぎない。全体として、債券市場も、低下する民間信用（商業銀行貸出）を代替する形で機能しているとは言い難い。

(注7) この数値は、著者の一人が国際協力銀行（JBIC）との共同調査として収集したデータに基づいている。この

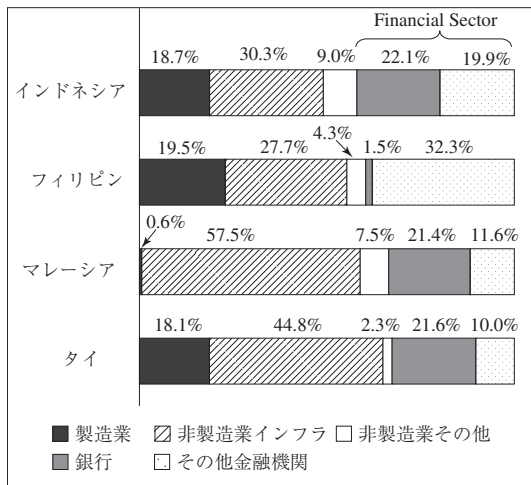
調査のタイ、マレーシアについての詳しい情報は、三重野（2009）、Mieno（2010）を参照されたい。
(注8) その大宗は中央銀行債の増加である。

6. まとめ

以上、本稿では著者の既存の観察を統合する形で、ASEAN 4カ国の金融システムの基底的な構造についての指摘を試みた。これら諸国では、より工業化の早かったNIEs諸国とは異なり、工業化過程で国内金融システムが果たした役割は相対的に小さい。それは商業銀行部門が比較的早い時期から貿易業と関係して発達してきたのに対し、これらの国々では国民国家の形成の初期に、金融への介入能力が十分には備わっていなかったことを遠因としている。そして、工業化過程で、直接投資に強く依存し、工業化資金が市場を経由しない直接的な手段によって調達されてきたこと、また現在でも企業セクターに、そのような資金調達傾向を持つ外資系企業の比重を残していることを直接の原因としている。

その結果、これらの国々の企業の資金調達は、強く自己資本に依存し、外部金融全体が低調であるのが実態である。アジア金融危機時に指摘された、「銀行借入への過度な依存」とは、その低調な外部金融の内訳における証券市場との比較に過ぎない。したがって、証券市場の機能強化を論じるには、第1に、銀行借入との代替性を強調しすぎることなく、むしろ補完性の観点からこの問題を吟味する

図表11 産業別社債発行残高



(出所) インドネシア：Indonesian Bond Market Director 2006、フィリピン：Domestic Credit Rating Report, 2010、マレーシア：Malaysia Corporate Bond Handbook 2010、タイ：Thai Bond Market Association, Thai Bond Market, 2008、から筆者作成

必要があり、第2に、株式ファイナンスなり、社債ファイナンスなりの役割を、いまだ多くを自己金融に依存する企業の資金需要側の構造を考慮して、それと整合的な形で見定める必要がある。

2000年代のASEAN 4カ国経済の回復過程では、金融仲介の比重が低下し続けてきた一方で、証券市場における株式時価総額が大きくなっている。特に、2004年以降は海外からのポートフォリオ投資が回復しつつあり、証券市場には海外資本が再び流入し始めている。ただその一方で、証券市場に参加している、つまり、国内の証券取引所に上場している企業は、主要企業の中でさえ非常に限られているという状況は、危機以前と変わりなく続いており、株式市場の活況を実際に資金調達に活用している企業は限られていると考えられる。このことは、ポートフォリオ型の資本フローが企業のミクロ・レベルで資金調達に結びついているチャンネルは、相当に小さいことを示唆している。

東アジア全域での金融統合はその取り組みと実際の動きとして、マクロの資本フローと、資金の供給側のシステムについて、一定の進捗がみられるが、ASEAN 4カ国では、需要側、すなわち企業レベルの資金調達の観点からみると、伝統的な基底構造を変えるには至っていないように見受けられる。ASEAN 4カ国の金融システムが実質的な多様化や深化をみせるのは、実物面、工業化過程が新しい段階

に入り、証券市場を経由した資金を真に需要する形に変容する段階が必要であろう。現在、拡大しつつあるインフラへの資金需要や消費中心型の経済などが、その萌芽であるように思われる。

参考文献

1. Claessen, Stijin, Simeon Djankov and Larry H.P. Lang. 1998. "Corporate growth, financing, and risks in the decade before East Asia's financial crisis". Policy Research Working Paper WPS2017. World Bank.
2. Gerschenkron, Alexander 1962, *Economic backwardness in historical perspective*, Harvard University Press, Mass.
3. Heiwson, Kevin, 1989, "Bankers and bureaucrats capital and the role of the state in Thailand", Monograph Series 34/ Yale Center for International and Area Studies.
4. Lee, Jong-Ha and Young Soo Lee and Byung-Sun Lee, 2000, "The determination of the Corporate Debt in Korea" *Asian Economic Journal*, 14(4), pp.333-356.
5. Mieno, Fumiharu, 2006, "Fund Mobilization and Investment Behavior in Thai Manufacturing Firms in the Early 1990s." *Asian Economic Journal* Vol.20 No.1 pp.95-122.
6. Mieno, Fumiharu, 2011, "Foreign Ownership, Listed Status and the Financial System in East Asia: Evidence from Thailand and Malaysia", Working Paper Series, Center for Economic Institutions, Hitotsubashi University, No. 2010-14
7. Rajan, Raghuram. G and Luigi Zingales, 1995, "What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data", *The Journal of Finance* 1(5)
8. Suto, Megumi, 2003, "Capital structure and investment behavior of Malaysian firms in the 1990s - a study of corporate governance before the crisis", *Corporate Governance: an International Review*, 11, 120
9. Suehiro, Akira, 1989, *Capital Accumulation in Thailand 1855-1985*, UNESCO, Center for East Asian Cultural Studies
10. 三重野文晴, 2009, 「タイ、マレーシアにおける企業の分布と資金調達-上場/非上場、外資系・日系企業を焦点に」日本政策金融公庫 国際協力銀行『国際情報調査室報』第2号 104-130頁 2009年8月
11. 三重野文晴, 2008a, 「戦後タイの金融部門の形成」, 寺西重郎他編『アジアの経済発展と金融システム-東南アジア編』37-63頁

-
12. 三重野文晴, 2008b, 「東南アジアのコーポレート・ファイナンスの基底構造について: タイ・マレーシアを観察事例に」『アジア研究』54巻2号 11-33頁 アジア政経学会
 13. 三重野文晴, 2006, 「東南アジアの工業化、直接投資と企業の資金調達」『経済研究』第57巻第2号 121-135頁 一橋大学経済研究所
 14. 三重野文晴・猪口真大, 2013, 「2000年代ASEAN4カ国の金融環境とグローバル金融危機」、国宗浩三編『世界的景気後退と開発途上国の政策対応』IDE -JETRO 63-86頁
 15. 三重野文晴・清水聡・Tran Thi Van Ahn, 2011, 「アジア債券市場整備の取り組みと債券市場の現状について」、『国民経済雑誌』第204巻第6号 25-48頁
 16. 三重野文晴・布田功治, 2010, 「タイ金融システムの変容－国際経済環境の変化、成長戦略との相互関係－」国宗浩三編『国際資金移動と東アジア新興国の経済構造変化』IDE -JETRO研究双書No.591
 17. 三重野文晴・半田晋也, 2006, 「タイ、マレーシアにおける主要企業の属性別分布と資金調達構造、日系・外資系企業の位置づけ」『開発金融研究所報』第31号 21-42頁
 18. 奥田英信・三重野文晴・生島靖久, 2010, 『新版 開発金融論』日本評論社
 19. 奥田英信・斎藤純, 2008, 「エージェンシー理論によるフィリピン企業の資本構造の検討－企業属性を考慮した製造業企業の負債比率の推計」、寺西重郎他編『アジアの経済発展と金融システム－東南アジア編』225-243頁
 20. 渡辺利夫, 1989, 『西太平洋の時代－アジア新産業国家の政治経済学』文藝春秋