

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¹⁾

三重野文晴

はじめに

アジア金融危機は、東アジアの金融システムについての問題認識を一変させた。危機以前の時期には、この地域の当該研究は、「東アジアの奇跡」に関連して政策金融や企業グループをやや積極的に評価する立場の研究や、継続的な国別の現状分析をのぞけば、金融自由化を関心の軸においた金融政策やマクロ経済に関するものが主流であり、企業・銀行データに依拠したミクロ経済学的なアプローチによる研究は限られていた。

危機以降、東アジアの金融システムの研究は、主に批判的な立場の論者から、契約理論などの強固なミクロ経済学理論を基礎におく形式で語られるようになった。危機直後に登場したコーポレート・ガバナンス、負債ファイナンスの収益率との相関についての諸議論は、その代表的なものである²⁾。しかし、成長が回復した現時点から振り返ってみると、これらの諸議論が見出した知見やそこから導き出された処方箋は、アジア・途上国経済を巡る論争の思潮や、あるいはコーポレート・ファイナンス論自体を巡る研究思潮に強く規定されていた側面があったことも否めない³⁾。とりわけ、これらの議論が、東アジアの経済成長をめぐる議論が伝統的に関心をもってきた工業化過程の問題、すなわち経済成長を牽引した産業構造の変化の問題に対して全くといってよいほど関心を示していないことは、「東アジアの奇跡」以降、政府の役割や企業間関係を積極的に評価してきた一連の議論と好対照を成しており、一思潮の影響を感じさせる。

一方、我が国のアジア地域研究者は、金融危機の以前以後を通じて、国別の金融セクターないし企業セクターの分析を担ってきた。持続的に提供されるそのタイムリーで詳細な分析は、危機以降にわかに登場した各国横断的なミクロ分析とは異なって、各国の実物経済や企業における金融セクターの複雑な位置づけと、その刻々たる変化についての情報を提供している。しかし他方、近年のこの地域で加速的に進む経済統合や、そもそも歴史的に有してきた一定の共通性に鑑みたとき、各国の個別研究に比して、地域の全体的な特徴を分析する視点が、今後ますます重要となっていくであろうことも事実であろう。

本稿は、以上のような問題意識をもとに、東南アジアという領域を射程としつつ、タイ

を主軸、マレーシアを補助軸とする事例観察によって、この地域の金融システムに共通して見出しうる特徴を指摘し、危機によって、その何が変化し、何が変化していないかを考察することをねらいとしている。

本稿では基本認識として、金融システムとこの地域の実物経済の成長過程との関係を重視している。東南アジアでは戦前から域内および中国本土との貿易決済、送金を中心とする金融活動の蓄積が発達してきた。一方、各国の工業化は、国民国家の形成と同期して進行し、実際に本格化するのは1970年代以降である。この過程では、形成される国民国家およびそれによって押し進められる工業化と、早くから発達した金融部門との間に、しばしば相克が生じてきた。その結果、金融部門の製造業への金融仲介の役割は限られてきた。さらに1980年代半ば以降、工業化戦略が直接投資による外資の取り込みという形に転換したことが、両者の間の距離をさらに開かせ、またその固定化の決定的な契機となった。本稿ではこのような基本認識を整理して示し、そのもとで近年のコーポレート・ガバナンスや社債市場育成の議論を批判的に検討する。また、今後の金融システムの発展の方向性について考察する。

ここで、危機以降10年間の認識の変化をやや図式的に整理しておきたい。危機の直後には、主に世界銀行から発信されたコーポレート・ガバナンス論からの現状批判がひとつの研究潮流を作り上げた。そこでは、アジア諸国の企業の所有・経営構造が不透明・非効率な存在として批判され、それが過度の負債ファイナンスに依存する金融システムの脆弱性の背景要因とされた (Claessens et al., 1998; World Bank, 1998)。そこでは過度の負債ファイナンスへの依存からの脱却とそれと表裏の関係にある企業、銀行のガバナンス改革に重点がおかれた。議論の論理的帰結は、過度の負債ファイナンスから脱却し、株式ファイナンスへのシフトを実現するように証券市場が発展するには、少数株主 (投資家) の権利保護が重要であるというものである。そのような認識のもとで、実際にコーポレート・ガバナンスの向上、会計制度の改善、株主権利保護の向上を基調とする金融・証券市場改革がタイ、韓国、インドネシアなどで実施されてきた。

その後、東アジア経済は、製造業を中心とする実物経済の回復という形で息を吹き返し、金融部門はむしろそのような実物経済に牽引されて回復する。そしてこの頃から、域内通貨の利用促進と社債市場の育成を柱とする、アジア地域金融協力を進める取り組みが目立ってきた。ここでは基本認識として、いわゆる「通貨と期間のダブル・ミスマッチ」が示され、ドルへの過剰な依存からの脱却と、資金供給の短期性を克服して成長に必要な長期性資金の供給システムをどのように作り上げるかが課題として位置づけられた。そして2つの問題に対応する処方箋として、共通通貨の形成と社債市場すなわち市場型の負債ファイナンスの育成が打ち出され、その可能性が模索されている。後者の社債市場の重視へのシフトは、一面では、所有権の分散というファミリー・ビジネスとの間に重大な相克をはらむ証券市場改革が、実のところそれほど現実的ではないという認識が強まったことも背景にあると考えられる。

しかし、両者には一面で、当該地域の金融システムの実態に対する共通点した認識がある。第1は、この地域のコーポレート・ファイナンスが銀行借入などの伝統的な負債ファイナンスにあまりに偏重した特徴を持っており、この克服が課題であるとする点である。第2は、この地域の工業化の経路の中で形成されてきた金融システムを、その問題を切り離して、かつ比較的短期の視点から取り扱っている点である。本稿の考察の特色は、このような認識の相対化を目指していることにある。

本稿の構成は以下の通りである。第I節は、本稿の基本認識として、東南アジアにおける金融システムと工業化過程の構造的関係について指摘を行う。第II節は、危機以降の改革議論で前提認識となってきた「負債ファイナンスへの過度な依存」という問題を再検証する。第III節は、負債への依存から脱却する解決策としてコーポレート・ガバナンスや、社債市場育成の立場から取り組まれている、市場型ファイナンスの直面している問題点について指摘を行う。第IV節では、金融システムの深化と多様化が進展する契機として、実物部門を基礎とする資金需要の質の変化の重要性を指摘する。最後にまとめを行う。

I 金融部門の形成と工業化過程の経路依存性——前提構造

1. 工業化戦略と金融システム

東南アジアの金融部門の構造を評価する上で、その前提として確認しておくべきことは、この地域の金融部門の生成が実物部門の成長や構造変化よりも遙かに早い段階から、始まっていることである。

タイの商業銀行の多くは、1930年代以前に資本を蓄積した米・木材などの輸出業者によって40年代後半をピークに設立されている。同様に、マレーシア地場銀行の一端を占めてきた華人系銀行の多くは、戦前期にシンガポール等の海峽植民地を拠点に設立され、主に商業部門に対する金融活動を行ってきた。これらの華人系銀行のネットワークは、戦後の国民国家以前から、域内全体と中国沿海都市に広がりを持つものであった。タイで戦前期に華人貿易商人たちによって設立された銀行の拠点の多くはシンガポールや香港に拠点がおかれてきた。戦後、タイ国内の金融関連法制が整備される中で、外国銀行の支店としての立場を選択して活動を縮小するものがある一方、一部の銀行はバンコクに拠点を定めて地場銀行として金融システムの一角を占めていく⁴⁾。大戦中の1940年代前半から半ばにかけては、同様に域内にネットワークを持つ貿易業者によって多くの銀行を設立された。同じように、シンガポールを拠点にしていたマラヤの華人系銀行の一部は、1965年の両国の分離後、拠点をクアラルンプールに移しながらマレーシアの地場銀行として立場を定めていく。

これらの銀行は、そうした域内活動の履歴を反映して、当初から際だった特徴を持っていた。タイ商業銀行のバランスシートの長期趨勢を検討した三重野（2004）によると、多

くの銀行が登場する1940年代後半から50年代に、すでに各行は相当の水準の預金を維持しており、対外資産・対外負債もかなり高水準にあった。このことは、銀行という業態に参入したそれぞれの経営母体が、すでに域内の金融業務に従事して、金融的蓄積が相当に高かったことを示唆している。

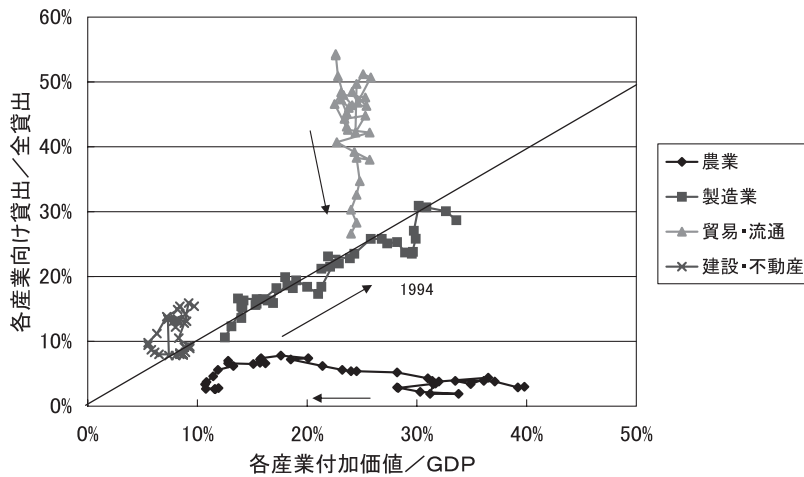
これに対し、この地域における製造業の成長すなわち工業化の進展は、金融部門の形成と比較すれば、遅々としている。タイ、マレーシアにおける工業化の契機は、大きく分けて外資規制と国内産業の保護を特徴とする1970年代初頭の時期と、外資の積極的な活用による工業化が模索される1980年代半ば以降の2段階に分けることができる。前者の時期には、繊維業、電機、小規模工業、商業を中心に国内の産業家の成長が見られ、たとえば、GDPに占める製造業の付加価値比率を1970年と80年の水準で比較すると、タイでは16.0%から21.3%に、マレーシアでは12.4%から21.6%と上昇している（奥田・三重野、2004）。第2次オイルショックによるマクロ経済の不安定化とその克服や、政府主導の重工業化の模索を経験した1970年代後半から80年代前半までの時期を経て、後者の時期にあたる80年代後半以降は、外資を積極的に導入し、輸出製品に重点をおくかたちでの工業化が進展する。産業構造変化は着実に進展し、繊維、食品加工等の軽工業品から、1990年代にはマレーシアにおいては電気機械、タイにおいては輸送機械など、機械産業を中心とする重工業の広範な成長がみられるようになる。この過程において、両国の経済活動に占める外資の比重は極めて大きなものになった⁵⁾。

以上のような、国民国家形成や工業化過程から自立的な金融部門の形成と、工業化の開始の相対的な遅さ、また本格的な工業化過程における外資への強い依存という特徴は、金融システムの形成に重大な影響を与えていると考えられる。工業化の過程で、製造業の資金調達における銀行の金融仲介の関わりが限定的にとどまったのである。図1は、両国における商業銀行の部門別貸出先の比率を、各部門の付加価値比率と比較して、その推移を見たものである。タイでは、貿易・流通業への貸出比率が当初はきわめて高く、その後、貸出比率だけが低下している。他方、製造業向けの貸出比率は付加価値比率に対応する形で徐々に上昇している。建設・不動産業への貸出比率はやや高く、農業部門は低い。これに対し、マレーシアでは、貿易・流通業が緩やかに成長する中で、貸出比率が低下している。製造業部門は当初は銀行からの貸出を相対的に多く受けており、1970年代末以降に低くなる。また建設業への貸出は一貫して高い。細部では多少傾向が異なるものの、両国では工業化の初期において、商業銀行は伝統的主要輸出品に依存した貿易・流通部門への資金供給に重点がおかれ、それがゆるやかに低下する過程を経験している点で共通した特徴を持っている⁶⁾。

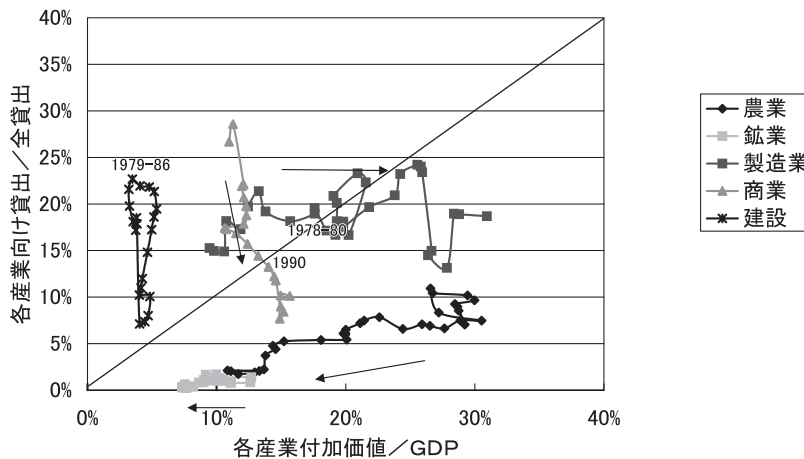
2. 外資主導型の工業化と銀行貸出

以上のような工業化への金融仲介の関わり限定性は、1980年代後半以降、外資主導による工業化が本格化することによって、より強まってきたと考えられる。再び図1をみれ

図1 商業銀行の産業別貸出
タイ



マレーシア



(注) タイ；農業、製造業は1960-2000、貿易・流通、建設・不動産は1960-1991、マレーシア；農業、製造業は1965-2000、鉱業、商業、建設は1978-1998。

(出所) 三重野 (2006)、図1より。原資料はタイ：Quarterly Bulletin, Bank of Thailand, National Income of Thailand, NESDB、各年版、マレーシア：Quarterly Bulletin, Bank Negara Malaysia 各年版。

ば、直接投資による工業化政策に移行した1980年代後半以降には、製造業の貸出比率の低下が、マレーシアではきわめて明瞭に、タイにおいてもある程度確認することができる。直接投資によって進出した外資系企業は、初期の投資原資のかなりの部分を本国親企業による資金調達に依存していることから、この低下傾向は外資系企業の進出と密接な関係をもっている可能性がある。

1990年代末まで、両国では製造業に対しても外資の出資比率に対する厳しい規制が存在し、外資系企業の進出は地元企業との合弁事業であることが一般的であった。商業銀行の金融仲介が必ずしも十分に機能していないという環境下で、地場の共同出資者となる製造

業企業にとっては、外資系企業との提携は事業拡大における重要な資金調達手段としても機能したと考えられる。外資系企業との大規模な提携が進んだ1980年代半ば以降は、資金調達を外資系企業のもつネットワークに大幅に依存するようになってきていると考えられる。金融危機以降、製造業において外資による出資割合の規制が緩和されると、さまざまな規模の海外企業による、100%出資に近い子会社が増加している。これらの企業は進出親企業と直接の資金取引（いわゆる親子ローン）を維持する傾向がある（三重野・半田、2006）。成長を牽引する製造業部門と伝統的な金融部門との間での資金調達のチャンネルの断絶がより拡大している可能性があるのである。その意味では、この問題は、金融危機以降、より顕在化していると考えられる。

II 負債比率のパズル——

「負債ファイナンスへの過度な依存」は実在したか？

1. 既存研究の数値と国際比較

以上のような基本認識をふまえて、ここでは、金融危機以降登場した「負債ファイナンスへの過度な依存」という見方を、再検討してみたい。実のところ、クラッセン等やWorld Bank (1998) が指摘する主要企業の負債ファイナンスへの依存の高さを、タイ、マレーシアの主要企業において再確認することは簡単ではない。

表1にあるように、国際比較の視点からいえば、先進国の金融システムはコーポレート・ファイナンスの観点からは、銀行の活動や負債ファイナンスが相対的に活発な大陸ヨーロッパ型と、証券市場の活動が相対的に活発なアングロサクソン型に、しばしば大別される。各国の主要企業の負債比率（負債・総資産比率）は、前者において70-80%であるのに対し、後者においては55-60%程度である。

ここで、表2は、タイとマレーシアのコーポレート・ファイナンスに関する主な既存研究における負債比率をとりまとめたものである。それぞれの表の最上段（クラッセン等の研究）は、World Bank (1998) のバックグラウンド・ペーパーであり、負債比率の一般的高さと1990年代における上昇傾向を指摘した論考である。2段目（Booth et al., 2001）、3段目（Singh, 1995）は80年代末頃のデータを元に試みられた先駆的なクロスカントリーの比較研究であり、その他はそれぞれの国のケーススタディーである。タイでは、クラッセン等の研究だけが60%台後半と著しく高く、その他の研究ではおおむね50%台である。仮に60%台後半としても先進国の大陸ヨーロッパ型諸国ほどには高くはなく、また、その他の研究の数値である50%台とすれば、アングロサクソン型の先進国並に低いことになる。

マレーシアに関しても、クラッセン等の研究だけが43-47%と特に高く、他は40%以下であり、また、極端に低い数値も報告されている。マレーシアの場合、この研究においてすら、先進国には見あたらないほどの著しい負債比率の低さが示されていることになる。

表1 先進国、東アジア諸国の負債比率

	Booth et al. (2001)		Classens et al. (1998)	
	負債比率	サンプル数	負債比率	サンプル数
大陸ヨーロッパ型				
日本	69.0%	514	67.0%	392
フランス	71.0%	225		
イタリア	70.0%	118		
ドイツ	73.0%	191	61.4%	不明
米英型				
アメリカ	58.0%	2580	49.3%	不明
イギリス	54.0%	608		
カナダ	56.0%	318		

(注) Booth et al. (2001) の数値は1991年、その他の数値はサンプル期間は国によって異なるが、主に90年代のものをとった。

(出所) 奥田・三重野・生島 (2006: ch.#6) より抜粋。原典の詳細は同書参照。

表2 既存研究で指摘された主要企業の負債比率の水準

タイ

	主に1980年代	主に1990年代	対象年	サンプル	データソース
Claessens et al. (1998)	65.6%	67.5%	1988-91 1992-96	主要企業 564社	Worldscope, Extel
Booth et al. (2001)	50.9% 49.4%		1985-87 1983-90	主要企業 64社	IFC
Singh (1995)	55.8%		1983-90	主要上場企業 69社	IFC
Wiwattanakantang (1999)		51.4%	1996	上場非金融業 270社	SET
Mieno (2006)		57.8% 75.0%	1991-95 1991-95	上場製造業 105社 非上場製造業 182社	Manager Information Service Ltd.,

マレーシア

	主に1980年代	主に1990年代	対象年	サンプル	データソース
Claessens et al. (1998)	43.7%	47.2%	1988-91 1992-96	主要企業 772社	Worldscope, Extel
Booth et al. (2001)	40.9% 41.8%		1985-87 1983-90	主要企業 96社	IFC
Singh (1995)	10.3%		1983-90	主要上場企業 100社	IFC
Suto (2003)		23.0%	1995-96	非金融上場企業 375社	Primark Company Analysis, Annual Company Handbook (KLSE)

(出所) 奥田・三重野・生島 (2006: ch.#6) より抜粋。原典の詳細は同書参照。

2. 危機前後の推移

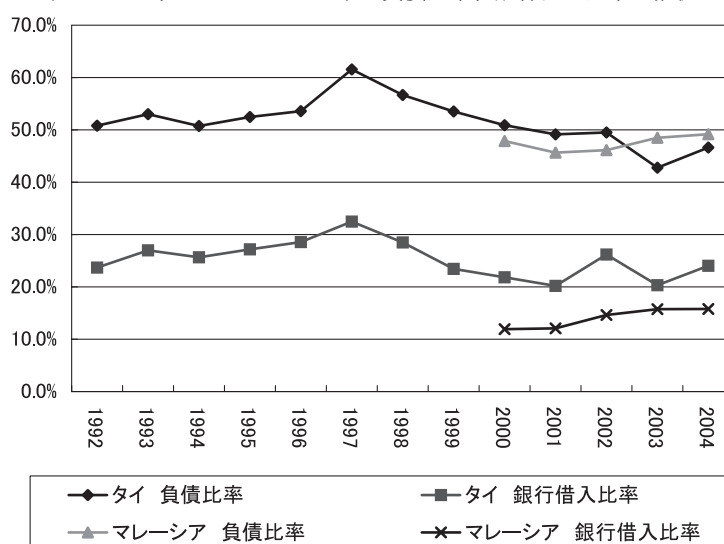
このような負債比率の平均水準には、実は、1990年代の景気拡大期、金融危機の時期、そしてその後の金融再編時期でそれほどの変化はみられない。図2は、タイとマレーシアの上場企業の負債比率について、著者が既存研究で収集した企業データを用いて、金融危

機を挟む12年間の推移をまとめたものである。これによると1990年代には上場企業の負債比率は、おおむね50%台前半で推移している。World Bank (1998) などが指摘する、危機に至る時期の負債比率の上昇傾向という事実は、必ずしも観察されないのである。金融危機後数年の時期には負債比率が60%台に跳ね上がるが、これは危機時の収益悪化により資本勘定項目の内部留保が激減したことによるものである(三重野、2002)。2000年以降、負債比率は緩やかに低下し、50%前後で推移する。

銀行借入比率(銀行借入・総資産比率)は危機以前は20%台後半の水準であり、その推移は危機の時期までは、負債比率とほぼ同様である。危機時には同様に一時的に跳ね上がるが、その後の落ち込みは、負債比率よりも速やかでかつ深い。1999年には危機以前の水準を下回りはじめる。これは、銀行部門の再編過程で金融仲介が機能不全に陥ったことに対応して、企業が非銀行負債を代替的に選択してきたことを反映するものである。

マレーシアについては危機以前の時期についての信頼できるデータが入手できないため、観察は危機以後に限られる。この数値でも、50%台半ばというタイよりも低い負債比率が観察されている。また、銀行借入比率は20%以下と極めて低く、これらの水準は危機以後の時期を通じて安定的に推移している。これらの数値が80-90年代を観察対象とした、Suto (2003)、Booth et al. (2001) といった既存研究の計算とほぼ同様の水準を示していること、そしてマレーシアにおいては金融危機前後でそれほど大規模な金融部門の機能不全が生じていないことから、このような構造は、危機以前の時期から継続して存在していると推測できる。

図2 タイ、マレーシアにおける負債比率、銀行借入比率の推移



(注) データはいずれも各年ごとにデータが利用可能なすべての非金融企業。

(出所) タイ：タイ証券取引所、Listed Company Information。マレーシア：Bureau van Dijk 社 OSIRIS データベース。いずれも磁気媒体。

以上のように、「負債ファイナンスへの過度な依存」という状態は負債比率の平均値としては、金融危機以前の時期にも、以後の時期にも明瞭に観察することはできない。一般的な構造として問題にされるべきは、むしろ逆に、この地域の経済における相対的に低い負債比率、そして極端に低い銀行借入の水準（特にマレーシアにおいて）がなぜ持続してきたかということなのである⁷⁾。

3. 負債ファイナンスの内訳

「負債ファイナンスへの過度な依存」の議論の問題のひとつは、負債と銀行借入がほぼ同一視して論じられていることにある。これは特に World Bank (1998) までの初期の議論に著しい。上記のように、負債と銀行借入の間には危機以前から相当程度の乖離があり、タイにおいては危機を境としてその乖離が拡大している。ここで表3は、危機後の2000-4年のサンプルによって、資本構成をより詳細な項目別に分類して示したものである。危機以降のデータについては両国について主要な上場企業と同規模の非上場企業のサンプルを収集することが可能であり、それも併記した。

上場企業についてみると、第1に、低い負債比率に対応する資本勘定の相当部分が、広義の内部留保である、「資本剰余金／準備金」と「内部留保」の大きさに依っていることがわかる。タイについては資本勘定のうち25%程度、マレーシアにおいて実に50%程度がそれらの項目によるものである。このことから、両国におけるアングロサクソン型金融システムと同等かそれ以上に低い両国の負債比率が、証券市場による資金調達行動の活発さによるものではなく、自己金融への依存の大きさを反映している、という基本事実を確

表3 主要企業の資本構成

タイ	上場企業	非上場企業	マレーシア	上場企業	非上場企業
負債	55.7%	55.3%	負債	47.5%	53.6%
流動負債	30.4%	38.4%	流動負債	26.9%	43.5%
買掛金・支払手形	7.2%	11.5%	買掛金・支払手形	6.5%	23.7%
a1 銀行短期借入金	4.3%	11.2%	a1 銀行短期借入金	2.5%	9.6%
b1 その他流動負債	19.0%	13.3%	b1 その他流動負債	18.0%	10.2%
非流動負債	25.2%	16.9%	非流動負債	20.6%	10.1%
a2 長期負債	17.9%	6.6%	a2 長期負債	11.6%	5.9%
社債	2.6%		社債	1.5%	
b2 その他固定負債	4.7%	3.2%	b2 その他固定負債	7.4%	4.5%
資本勘定	44.3%	44.7%	資本勘定	52.5%	46.4%
払込資本金	33.7%	34.3%	払込資本金	26.2%	17.4%
内部留保	3.5%	4.5%	内部留保	11.3%	16.2%
資本剰余金／準備金	7.2%	5.8%	資本剰余金／準備金	15.0%	12.8%
銀行借入合計 (a1+a2)	22.1%	17.9%	銀行借入合計 (a1+a2)	14.1%	15.4%
その他負債合計 (b1+b2)	23.7%	14.5%	その他負債合計 (b1+b2)	25.4%	14.1%

(注) 2000-04年、主要企業の平均（タイ上位457社、マレーシア社871、非金融企業 サンプル選択の詳細については表5）。

(出所) JBIC 開発金融研究所 調査プロジェクト。

認することができる。

第2に、負債の内訳では、銀行借入の比率が小さいことに対応して、大きな比重を占めるのは、非銀行負債のうち、社債にも、「買掛金・支払手形」にも分類されない、「その他負債」の部分である。これらは、株主、親会社等利害関係者に対する負債、いわゆる「内部金融市場」を通じた取引資金によって構成されていると考えられるのである。

両国とも、非上場企業は負債比率と銀行借入比率については、上場企業に比して際違った違いを見出すことはできないが、全般的に流動負債の比重が高いこと、また「その他負債」よりは狭義の企業間信用である「買掛金・支払手形」の依存が大きいことは指摘しうる。

さらに、非上場企業が大宗を占める外資系企業についてみてみたい。表4は、非上場企業の企業サンプルをさらに地場、日系、その他の外資系企業に分類してまとめたものである。外資系企業は負債比率、資本比率そのものは地場企業とそれほどの違いがないのに対し、銀行借入比率は際だって低い。その見合いとして内部留保の水準が高く、また、企業間信用にあたる買掛金・支払手形の項目もまた高い。外資系企業は、とりわけ自己金融や「内部資本市場」を通じた資金に依存していることが確認できる。

4. サンプル問題——主要企業とは何か？

クラッセンらの研究によって指摘された「負債ファイナンスへの過度な依存」という認識と上のような観察事実の相違の原因は、基本的には各研究におけるサンプル選択の偏りにあると思われる。表5は、両国についての総資産を基準とした非金融上位企業の分布を整理したものである。登記情報をもとに非上場企業の上位300社および約1000社の2段階で情報を収集し、その上で証券取引所に報告されている上場企業の情報をあわせて整理した⁸⁾。これによると、タイにおいては、上位457社のうち株式を上場している公開企業は約34%にすぎず、相対的に高いマレーシアでも上位871社のうち約66%に留まる。両国において主要企業は、上場企業と一般に一致しないのである。

筆者は、タイ製造業部門の非上場企業において、金融危機以前の時期には70%程度という、上場企業と比較した場合の高い負債比率を観察している (Mieno, 2006)。一方、クラッセン等の研究のサンプル数は、タイに関しては564社となっている。タイの株式上場企業数は危機以前の時期には最大で454社 (1996年)、このうち非金融企業は350社程度であると考えられるので、このサンプルには相当数の非上場企業か、あるいは金融機関 (又はその双方) が含まれていると考えられる。非上場企業が含まれる場合、負債比率は高めに計算されるであろうし、サンプルのバイアスが見かけ上の上昇トレンドを生み出している可能性もある。また、金融機関が含まれている場合、負債比率は相当程度に高くなり、危機に向かう1990年代半ばの時期に負債比率が急上昇するというのは当然の観察結果であろう。しかし、勿論この場合には、企業の資金調達行動の問題点を指摘する指標として適切ではない。このようにこれらの研究にはデータのバイアスへの疑問が残るのである。

なお、上場企業サンプルに絞った観察には、外資系企業と上場企業 (公開企業) の関係

表4 主要企業の資本構成：外資・地場別の（非上場企業）

タイ

	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%
a1 銀行短期借入金	13.0%	7.7%	10.2%
b1 その他流動負債	13.1%	16.1%	13.7%
非流動負債	19.0%	12.1%	13.6%
a2 長期負債	6.7%	7.7%	5.8%
b2 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	6.7%	2.1%	4.3%
銀行借入合計（a1+a2）	19.7%	15.4%	16.1%
その他負債合計（b1+b2）	16.9%	16.6%	16.9%

マレーシア

	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%
a1 銀行短期借入金	11.7%	8.7%	6.7%
b1 その他流動負債	10.9%	7.8%	10.2%
固定負債	13.8%	6.6%	5.9%
a2 長期負債	7.8%	5.7%	2.9%
b2 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%
その他負債合計（b1+b2）	15.6%	11.4%	14.9%

（注）2000-04年、主要企業の平均（タイ上位457社、マレーシア社871、非金融企業 サンプル選択の詳細については表5）。

（出所）JBIC 開発金融研究所 調査プロジェクト。

から、別の意味でのバイアスを生んでいる可能性もある。表5と同様の作業において、2004年時点における両国の上位約1000社の企業の主要株主の国籍を同定し整理したところ、その分布に際だった特徴があることが見出された（三重野・半田、2006）。すなわち、タイにおいては外資系企業個数の比重は上位1136社中42.1%、マレーシアにおいても1746社中の20.9%に上る⁹⁾。両国において外資系企業の比重は極めて大きい。上述の通り、外資系企業においては負債比率と銀行借入比率は著しく低い。一方、これらの企業の多く

は非上場にとどまる傾向にある。このことから、非上場企業において外資系企業と地場系企業との間に大きな違いがある一方、上場企業サンプルによる分析では、こうした外資系企業の資金調達の問題をとらえきれないという問題も残る。

IV 市場型ファイナンスへのシフトの限界

1. 株式市場の構造——株主の権利保護か、企業の参加か

一方、危機後10年の経験は、証券市場を通じた市場型のファイナンスへのシフトという取り組みにも限界があることを我々に知らしめた。この状況を、株式市場と社債市場にわけて見てみたい。

コーポレート・ガバナンスの諸議論が、金融システムのあり方に対して示した処方箋は、少数株主（投資家）の権利保護によって、証券市場の機能と株式ファイナンスの活性化をはかるべきであるというものである。そこには近年の契約理論の進展を援用した周到なロジックが用意されている。すなわち、ファミリー・ビジネス型の所有構造は、究極の所有者であるオーナー家族に、系列の企業の資産を私的に抜き取る誘因と能力を与えるメカニズムを内包している。その結果、少数株主は本来得られるはずの企業資産への請求権を「収奪」されることになり、結局のところ、そのような状況下では少数株主（投資家）は、そのような企業に出資することは控えることになる。このような株主の権利の侵害が、証券市場・株式ファイナンスの発達の遅れの重大な原因であり、これを解決するためには、株主の権利保護を強化することが重要である、というものである（La Porta, 1997, 1998; Jhonshon, 2000; Claessens, 2000）。

タイ、韓国、インドネシアでは、危機の直後の時期には、このような認識に基づいて、企業会計の強化と企業情報の開示の推進や、会社法の改正による株主権利の強化が試みられてきた。たとえば、タイにおける証券改革では、過度な負債ファイナンスへの依存による金融システムの脆弱性への反省から、株式等の証券市場をつうじた資金調達の活性化が目指された。公開株式会社法の改正、証券取引所・証券取引委員会によるガイドラインの作成などが進められ、上場企業に対する少数株主の権利保護と情報開示の徹底のための基準、制度作りが重視された。1999年半ばまでに、証券取引所・証券取引委員会に主導されて、取締役の責任の明確化、監査の強化と財務報告書の標準化、会計制度の整備などが進められる一方、少数株主の権利保護と取締役の責任強化を軸とする公開株式会社法の改正案が示された。しかし、このような取り組みからは、株式市場の活性化に対する即効的な効果は得られなかった。1999年末以降には証券市場改革は、企業ガバナンス、情報公開といった投資環境の整備から、国営企業の上場などを支援する証券市場の取引拡大のための直接的な政策支援に変容している。そして、公開会社法の改正における少数株主の権利保護の強化は、その後実質的にはほとんど実現していない¹⁰⁾。

そして、その効果をみれば、それぞれの経済が大きな回復を見せる中で、危機以後の要因を排除すべく導入された諸改革は必ずしも当初想定した成果を収めていないことは明らかである。タイのケースでKhanthavit et al. (2003) が示すように、金融危機の前と後で、実物部門の企業においては所有構造やコントロール権、キャッシュ・フロー権の乖離の構造には、ほとんど変化が見られない。また、既述のように肝心の企業の資金調達構造にもほとんど変化がみられない。実物経済の回復は、コーポレート・ガバナンスの議論が想定した改革の成否とはほとんど関係なく生じているのである。

タイのケースから見いだせる教訓は、企業の株式市場への参加誘因をいかにして確保するかが重要であるという点である。表5にもあるように、主要企業の多くが非上場企業にとどまっていることを、コーポレート・ガバナンスの観点からどのように理解すべきか。株式市場の育成には、こうした非上場企業の市場への参加が重要であるが、上場企業にお

表5 タイ、マレーシアの主要企業の上場・非上場分布

(1) タイ

総資産順位	上場企業	非上場企業	総資産額
1位			501,721
457位	157社 (34.4%)	300社	2,702 ↑サンプルA
1136位	96社 (14.1%)	583社	1,040 ↑サンプルB
1137位以下 合計	71社 324社		

(2) マレーシア

総資産順位	上場企業	非上場企業	総資産額
1位			179,507,000
871位	571社 (65.6%)	300社	131,687 ↑サンプルA
1746位	205社 (23.4%)	670社	30,351 ↑サンプルB
1747位以下 合計	25社 801社		

(注) 総資産は2004年の水準。単位は、タイ：100万バーツ、マレーシア：1000リンギット。括弧内のパーセンテージは上場企業数の比率。サンプルは2種類の方針で収集された。サンプルA：非上場企業上位300社に、それに対応する規模の上場企業サンプルを加えたもの（タイ：457社、マレーシア：871社）。サンプルB：非上場企業のアベイラビリティの下限までの企業（タイ：883社、マレーシア：970社）に、それに対応する規模の上場企業サンプルを加えたもの（タイ：1136社、マレーシア：1746社）。

(出所) 国際協力銀行開発金融研究所プロジェクトにおいて筆者計算。

原データは以下の通り。

非上場企業：タイ：Business on Line Lit.（商務省登記局登記ベース）、マ

レーシア非上場企業：クアラルンプール特別市・ネグリシビラン州登記局。

上場企業：Bureau van Dijk社、OSIRIS データーベース。

ける少数株主（投資家）の保護は、未上場企業の上場誘因と整合的であるのか否か、整合的でないとすれば、どのように考えるべきか、この点の整理が理論、実証研究における課題であろう¹¹⁾。

2. 社債市場は成長しているか？

(1) 債券市場の考え方

株式市場の活性化についての取り組みが鈍る中で、2003年頃から本格化してきたのが、株式市場と金融仲介の中間形態としての、債券市場の育成という考え方である。2000年5月のASEAN+3のチェンマイにおける蔵相会合での合意以降、金融面におけるアジアの地域協力が押し進められ、その柱のひとつとして債権市場の育成が唱われてきた。ASEAN+3を基本枠組みとして、2002年12月に採択されたアジア債券市場育成イニシアティブ（ABMI）のもと、複数のワーキンググループのもとで債券市場の育成のための環境整備が試みられてきた。また、域内の中央銀行間の協力関係である東アジア・オセアニア中央銀行役員会議（EMEAP）の枠組みのもとではアジア債券基金（ABF）が設立され、2003年以降、ソブリン債、準ソブリン債中心にファンドが運営されてきている。債券市場育成は、当初は、債券市場の情報機能を高めるという市場整備の面に重点がおかれてきた。たとえば、ABMIの枠組みのもとでは、決済システム、格付け機関など、債券市場取引の効率化の構築が目指され、一方、EMEAPのもとではABF第1号、第2号ファンドの運用によって、国債、公社債といった政府部門の利用拡大による市場のボリュームの確保が重視されてきた。

前述のように、債券市場育成を支える基本ロジックとしては、金融危機の遠因としての「ダブル・ミスマッチ」という考え方が示されてきた。金融危機以前、この地域の資金の需給は、需要が各国通貨建て資金であったのに対し、供給はドルを中心とした外貨であったという通貨面のミスマッチと、需要が長期の設備資金であったのに対し、供給は短期銀行貸出であったという期間面のミスマッチという見方である（吉富、2003; Yoshitomi and Shirai, 2001）。社債市場育成にはその両者に対する効果が期待されている。第1に、社債市場の育成・活性化によって、国内の貯蓄を長期資金として動員する経路を構築し、それによって外資への過度な依存から脱却することを目指している。第2に、やや長期的な目標として「アジア債券市場」の構想に唱われているように、地域内の各国の発行体が他国で積極的に資金調達を行うことにより、各国通貨建て資金を地域通貨間で調達することを目指している。

(2) 債券市場は拡大しているか？

以上のような市場整備の進捗によって、各国の債券市場や社債市場のボリュームがここ数年拡大しているといわれている。ここでは、三重野（2007a）に依拠して、実際に、育成政策の中核である社債による長期資金の供給という観点から、債券市場がどの程度機能しているのかを確認してゆきたい。表6は、タイ、マレーシアの債券・社債発行残高の推移をまとめたものである。(1)と(2)の項目によると、各国とも債券発行残高はここ数年

順調に拡大しているように見える。社債についてもタイ、マレーシアでは順調な拡大を見せている。国債、公社債を含む債券の発行によってボリュームを拡大し、それによって円滑な社債発行が可能な環境をつくるという、所期の目的を順調に果たしつつあるように見受けられる。

しかし、問題は社債の質にある。筆者は、上場企業の財務データベースを用いて、各国の上場企業の社債発行行動を分析した（表6の項目（3）、（4））。個別財務データの積み上げによって計算された上場企業の社債発行残高は、社債残高の集計値と比較して、タイで36.0%、マレーシアで9.6%（いずれも2004年）に過ぎない。そして、企業の社債・総資産比率は、わずかに1.3-3.1%（2004年）ときわめて低い水準にとどまっている。このことは、集計値で社債とされているものの相当部分が、上場企業による証券市場での公募発行ではないことを意味している。この残差部分は、おそらくは広義の公社債であろう¹²⁾。社債市場の現状は、市場整備を越えて主要企業が重要な資金調達手段として認識するような、自立的な成長過程には至っていない。

このような観察は、社債市場育成のロジックである「期間ミスマッチ」という見方に対して一定の示唆を含むものである。前述のように、危機以前の10年間に成長を牽引した外資による輸出型の製造業の企業は、一般に国内の金融機関の仲介を通じた資金調達にそれほど依存していないし、証券市場への依存は少数の例外を除いて極めて低い。一方で、インフラ等の国内部門は、危機以前の時期は多くが国営・公営企業体であったこともあり、市場からの資金調達に依存する割合は低かった。

「期間のミスマッチ」は、長期資金の需要に応える供給システムが不在であったというよりは、長期資金の需要が金融仲介や証券市場といった市場を通じたチャンネルに接続していなかったことに本質があると見るべきではないだろうか。危機以前の時期、長期資金

表6 タイ、マレーシア、韓国の社債発行残高の推移

	1997年	1998年	1999年	2000年	2001年	2002年	2003年	2004年	2005年
タイ									
(1) 債券合計	546.8	941.3	1,388.6	1,634.8	1,882.9	2,300.0	2,518.0	2,740.3	3,366.8
(2) 社債	187.6	177.6	402.0	501.2	538.1	543.4	607.3	548.3	659.9
(3) 上場企業社債	92.2	76.8	75.4	80.9	100.9	103.6	147.6	197.3	n.a.
(3) / (2)	49.1%	43.3%	18.8%	16.1%	18.8%	19.1%	24.3%	36.0%	
(4) 社債/総資産(平均)	4.1%	2.9%	2.6%	2.0%	1.4%	1.2%	1.3%	1.3%	
マレーシア									
(1) 債券合計	134,281	157,268	203,370	245,081	278,601	278,165	328,018	362,983	397,597
(2) 社債	46,594	46,737	79,313	102,220	120,584	108,416	144,595	160,057	182,896
(3) 上場企業社債	5,454	4,905	3,761	9,679	11,101	13,094	12,200	15,370	n.a.
(3) / (2)	4.1%	3.1%	1.8%	3.9%	4.0%	4.7%	3.7%	4.2%	
(4) 社債/総資産(平均)	0.4%	0.4%	0.4%	1.3%	1.5%	1.5%	1.6%	1.9%	

(注) タイ：10億リンギット、社債残高は登録業者より収集したもの。マレーシア：100万リンギット、2005年は速報値。

(出所) 清水（2007：表1）および三重野（2007：表2）から抜粋。

原資料は、1,2については、タイ：中央銀行、PLMO: Property Loan Management Organization、証券監視委員会、マレーシア：中央銀行年報など3についてはBureau van Dijk社、OSIRISデータベース。

の需要は市場を通じた形では十分に顕在化していなかった。それゆえに、流入する海外資金は必然的に短期資金でしかあり得なかった、と考えられるのである。

このことは今後の社債市場の育成にも重要な示唆を含んでいる。社債発行の需要あるいは市場を通じた長期資金の需要は、東アジアの工業化過程で自然発生するものとは考えにくい。育成政策では、社債発行という形の長期資金の需要がどのような部門に生じてくるのか、またどのように他の資金調達手段から代替させて生じさせていくべきかという視点が重要となろう。

V 産業構造の変容と金融システム

1. 証券市場と銀行の機能の違い

このように、株式市場や社債市場などの市場型ファイナンスによる企業の資金調達は、実態としては大きな発展を遂げているとは言い難いのが現状である。一方で、もともと低調な銀行による金融仲介も、危機以降は一層、停滞し続けている。そして、こうした資金調達の全般的な低調さは、この地域の工業化の特性を反映して、投資資金の需要が市場や金融仲介を通じたものとして顕在化してこなかったという、資金需要側の要因が大きな原因となっている。したがって、外部からの資金調達が様々な形態で活発化する条件は、より本質的には、実物部門の産業構造の変化の様態にあると考えられるのである。

まず、株式市場、社債市場、金融仲介それぞれの機能面での違いを整理してみたい。表7は、3つの資金調達手段の機能面での特性をまとめたものである。銀行は個々の借り手と比較的長期の関係を保ち、内部情報を蓄積しながら金融仲介を行う（relationship-based）のに対し、株式市場は、公開性の高い情報にもとづき長期的関係の薄い出資・融資主体との資金取引の場（arm's-length）を提供する。情報コスト面では、前者ではコストが節約できる一方で、銀行が独占的供給者の立場に立ちやすい。それに対し、証券市場では、情報生産を生業とする格付け機関の活動を前提として、相対的に高いコストがかかるものの競争的な情報供給が実現している。

一方、資金提供側のリスクの許容度は、思惑の異なる広範な投資家が参加する株式市場を通じた資金供給の方が、一般的には大きいと考えられる。また、銀行による金融仲介は一般に短期性の資金を提供するため、長期資金を需要する事業者にとっては事業継続リスクが伴うものの、一面では、それが事業者のモラルハザードの抑止をもたらしている。

どちらのタイプの資金供給が適しているかは、新規投資の質に依存する問題である。たとえば、先進国で開発された成熟技術を途上国企業が導入する場合、その情報は投資家に広く理解されており、銀行を通じた資金提供において預金者と銀行の間に思惑の違いは生まれにくいであろう。その場合、銀行への情報生産の委託がもたらす情報生産コストの節約が相対的に重要となる。

表7 資金調達手段と産業分野

	期間		情報生産		リスク許容度	適した産業分野	
	途中精算 リスク		情報生産 コスト			産業特性	東南アジア の発展段階において
金融仲介	短期	高	集中的	低	低	成熟した産業	製造業一般?
債券市場	長期	低	競争的	高	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	長期	低	競争的	高	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)、奥田 (2007) などをもとに筆者作成。

それに対し、先端技術や新しいビジネスモデルを試行するような新規投資では、投資家による思惑の幅が大きい。この場合、競争的な情報供給にもとづいた大きなリスクを許容する資金提供者の投資判断が可能な株式市場を通じたファイナンスが適した形となろう。キャッチアップ過程で成熟技術の導入が中心である途上国が、一般に銀行中心の金融システムであることは、こうした特性の違いによるものと考えられる (奥田・三重野・生島、2006: 第3章)。

一方、社債は株式ファイナンスと金融仲介との中間的な性格を持っている。株式とは異なり、債券には広範な債権者が資金提供者として参加する反面、銀行による委託されたモニタリングの機能は伴わず、情報は市場から供給される。そのため情報生産コストの節約が機能しない分、資金コストは相対的に高い。一方、期間面では、社債はそれが本来的に長期資金であるという点は株式ファイナンスと同様である。銀行短期借入のロール・オーバーとの選択では、短期借入が節約された情報生産コストに基づく低いコストで調達が可能である一方、企業にとっては、プロジェクトの途中で清算されるリスクを抱えることになるのに対し、社債による長期資金の調達はコストが高い代わりに長期プロジェクトを実施する事業継続リスクが軽減される (福田、2003)。このような機能を考慮すると、社債は、情報の非対称性が比較的低く、情報生産の集約化によるコスト節約がそれほど重要ではない一方、長期の継続性が重要であるプロジェクトに適した調達方法とみることができる。

2. 危機後の産業構造の変容と市場型ファイナンス

このような機能面での特性を、タイ、マレーシアの産業発展の現状に当てはめて理解してみたい。表8は、1990年代以降の両国のGDPに占める産業別比率の推移をまとめたものである。外資主導で輸出型製造業の発展によって成長が達成されてきたといわれる両国であるが、実態はより複雑である。両国とも比較的大きな農林業・天然資源部門を抱えてきたし、国内のインフラ関連産業は、国営企業を中心に国内資本として発展を遂げてきた。タイでは、たとえば通信業が外資規制下で国内資本による発展を遂げてきた。マレーシアではブミプトラ政策との関係もあり、この部門は、国内経済の中で極めて大きな経済規模

表8 近年の GDP 及び各産業の成長率

(1) タイ

		農業	鉱業・建設業	製造業	サービス業
GDP 構成比	1990 年	12.1%	10.0%	29.2%	48.6%
	1995	9.4%	10.4%	32.6%	47.6%
	2000	10.3%	7.9%	36.4%	45.3%
	2005	8.6%	8.1%	38.9%	44.4%
成長への寄与率 (%)	1990-1995 年	4.6	11.1	37.3	45.9
	1995-2000	48.2	-115.8	197.5	-53.8
	2000-2005	2.8	8.7	46.5	41.2

(出所) EIU Country Data。

(2) マレーシア

		農業	鉱業・建設業	製造業	サービス業
(3) 構成比	1991 年	14.8%	15.0%	25.4%	44.8%
	1995	10.1%	16.0%	26.8%	47.1%
	2000	8.4%	13.8%	30.3%	47.4%
	2005	7.8%	12.6%	29.3%	50.3%
(5) 寄与率 (%)	1991-1995 年	-0.4	17.6	29.3	51.3
	1995-2000	3.2	7.4	39.5	48.3
	2000-2005	5.7	8.4	25.9	59.3

(出所) EIU Country Data。

を占めている。

タイ、マレーシアにおいて証券市場に株式を公開している企業を見ると、その上位には、製造業部門よりはサービス、インフラ部門の方が目立つ。こうした部門は、規模の大きさと長期資金の必要性という資金需要の質に加え、通信サービス業など近年急速に成長を遂げてきた部門では、新規技術・ビジネスモデルの試行を伴うもの故に投資家の思惑や見方の分かれる技術分野であると見ることができる。さらに制度面では、こうした産業は地場資本の所有規制の強い産業分野であり、直接投資型の外資を通じた資金調達に限界があることも重要な要素である。当面のところ、証券市場の発展の契機は、これまで経済成長を主導してきたとされる外資主導型の輸出製造業部門ではなく、緩やかに成長しつつあるこのようなサービス部門などにあると考えられるのである¹³⁾。

社債市場に関していえば、大規模な投資を必要とするサービス部門の中で、事業内容の情報の非対称性が比較的 low、公共部門に近いインフラ部門が、社債による資金調達にもっとも適合したものであるように見受けられる¹⁴⁾。外資が主導する輸出型製造業では、市場を通じた資金需要はそもそもあまり高くない。現状では、製造業部門の上場企業や外資系企業による社債発行の成長に期待するよりは、こうした半公営部門における社債の利用を促していくことが現実的であろう。そして結局のところ、現在の社債市場の拡大はその範囲でのものにすぎず、製造業など広範に部門に利用される資金調達手段としての機能

に直接的につながるものとは考えにくい。そのような全域的な普及に至るには、製造業部門の資金需要に大きな構造変化が生じることが前提となると考えられる。

資金調達手段の多様化はまた、この地域の製造業の今後の進展と密接な関係を持つと考えられる。キャッチアップ型の工業化のもとで、製造業が成熟技術の導入を主としている限りでは、情報コストの節約の側面だけが重要な要素となり、その意味で優位を持つ自己金融や内部資金市場を通じた資金調達が支配的であり続けるであろう。今後、製造業がより高度化し、知識集約産業としての要素が強くなれば、事業リスクと資金の長期性の側面の重要性が強まることで、一般的な金融仲介や、あるいは株式ファイナンスへの需要が高まる可能性がある。マレーシアにおけるパームオイルを活用したバイオテクノロジー産業の育成や、タイにおける繊維産業の高付加価値化への取り組みは、このような方向性への萌芽を感じさせるものである。

実物経済との関係では、この地域の経済の消費の拡大とサービス産業化も重要な要素であろう。前述のように高付加価値のサービス産業の拡大は一般に株式ファイナンスへの需要を拡大させると考えられる。また、耐久消費財の需要増加は、一面では消費金融の成長をもたらす。大規模で、デフォルト・リスクのプールによって比較的低リスクな資金を必要とする消費金融業は、社債ファイナンスによく適合している。現状で少ない民間部門からの社債発行が、主にこの産業に属する企業から行われていることはその証左である。この点と関連して、タイにおいてこのところ銀行部門の貸出が消費分野への貸出を急増させていることは留意すべき動きである。これを消費経済化への対応として理解することはできるが、一面では、本来金融仲介が強みを発揮できるはずの成熟した製造業部門等の資金需要が停滞していることへの対応でもありと考えられる。銀行部門はある種の隘路に陥っていると見ることもできるのである。

おわりに

本稿では、工業化過程の経路依存性という東南アジアの金融システムに底通する構造についての認識を基礎に、既存研究における「負債ファイナンスへの過度な依存」という指摘を批判的に検討し、さらに、金融危機以降唱われてきた負債ファイナンスから株式ファイナンスへのシフト、あるいは社債ファイナンスへのシフトという政策取り組みの評価を行った。

タイとマレーシアを事例としてこの地域の金融システムの構造を整理すると、金融部門と工業化過程の乖離は、企業の資金調達における金融仲介の比重の低さという形で金融システムに特徴を与えており、この傾向は1980年代半ば以降の外資主導による工業化の過程でより強まってきた。基本的な構造は、金融危機以降もまったく変化しておらず、タイでは危機により銀行の金融仲介機能が大きく後退したことによって、むしろ強まる傾向にある。

金融危機以降、にわかに登場した「負債ファイナンスへの過度な依存」という認識は、その前後の研究や精査されたデータに基づく計算からは支持されず、少なくともタイ、マレーシアに関しては、サンプル・バイアスによるものであった疑いが濃い。さらにこの認識においては負債全般と銀行借入の峻別が十分でなく、負債に占める「内部資本市場」を通じた調達的重要性が見落とされている。危機以降負債ファイナンスが一段と停滞する中で、株式市場の活性化を進めることは本来現実的ではないし、この地域の金融システムの問題の本質的解決とはならない。国債、公社債市場の拡大によって社債市場を通じたファイナンスを活性化するという債券市場育成の取り組みも、民間企業特に製造業部門における長期資金の需要が市場を通じては顕在化していない現段階では、インフラ部門の公社債を中心とする資金をファイナンスする部分的な機能にとどまり続ける懸念がある。

この地域の経済のコーポレート・ファイナンスの問題の実態は、負債への偏重ではなく、逆に、負債の「弱さ」、つまり金融仲介の機能の弱さ自体にある。したがって、金融システム改革は、商業銀行の仲介機能の強化が中心にあるべきであろう。当面は、株式市場、社債市場は補完的役割しか果たさないと考えられる。

このように、この地域の金融システムの構造が工業化過程の経路に強く依存するものであるとすれば、企業の資金調達が株式ファイナンスや社債ファイナンスなどに本格的に多様化する契機は、資金供給側の立場からの市場の「改革」や「育成」よりは、実物部門の構造変化を基礎とする需要側の変化にあると考えられる。外資に主導された製造業が、まだまだ自己金融や親子ローン等の内部資本市場を通じた資金調達に依存しているのに対し、通信サービス産業等の保護された国内サービス産業において株式市場からの資金調達が盛んであり、また、半公営的性格をもつインフラ部門等で社債市場からの調達が相対的に盛んであるのは、示唆的である。産業構造の一層の成熟が金融システムの構造変化の基礎となろう。

現状で、なによりも重要なのは、より基本的な金融機関の金融仲介能力を高める方向への取り組みである。金融仲介と銀行セクターと証券市場の代替ではなく、その同時的発展がもとめるべき方向であろう。

(付記) 本稿のもととなる研究には、(財) 全国銀行学術研究振興財団と (財) 日本経済研究奨励財団 (いずれも 2006 年度) から助成を受けた。

(注)

- 1) 本稿のもととなった秋季大会の報告は、2005 年度に国際協力銀行に主催された「グローバルゼーション下のアジアと日本の役割」研究会における検討をベースとし、その後の研究成果を併せて構成されたものである。また、同様の問題意識のもとでまとめられた三重野 (2008) と、一部内容が重なっている。
- 2) このような認識は、World Bank (1998, 2001) で明確に示されている。また、これらのレポートのバックグラウンド・ペーパーである、Claessens (1998, 2000) などがこの問題をより詳細に論じている。
- 3) たとえば、ラ・ポルタらによる企業の所有構造、ガバナンス構造に関する諸研究は、少数株主保護が保証される法整備が、コーポレート・ファイナンスのあり方にとって重要であることを主張している (La Porta et al., 1997, 1998, 2000)。過去 10 年の間、こうした考え方が広く受け入れられるようになり、金融システムの様々な問題に適用されてきた。

- 4) 前者の例としては Sze Hai Tong Bank、Bank of Canton、後者の例としては Wang Lee Bank、Tan Peng Chon Banking など。
- 5) 例えば、伊藤他 (2000) によれば、1995 年時点で、タイ、マレーシアの製造業労働者数に占める日系、米系企業の労働者数は、44.2%、23.9% を占めるに至っている。
- 6) また、全体として製造業への貸出比率が相対的に低いことは、韓国、台湾のパターンと比較するとより明確である。1960-70 年代、製造業付加価値/GDP 比率は 10-30%、台湾では 15-35% であったのに対し、商業銀行の製造業貸出比率は全貸出のそれぞれ、50-70%、40-60% を占めた (奥田・三重野、2004)。
- 7) 本稿とこの点における問題意識を共有する論考として、寺西・劉・福田 (2007) は、東アジアの上場大規模企業が、先進国や他地域のそれらと比較して、ラテンアメリカと並んで低い負債比率という特徴をもつことを統計的検討から指摘している。
- 8) この整理は、筆者が、2005 年から国際協力銀行開発金融研究所と進めている調査プロジェクトにおいて行っているものである。この調査の暫定成果としては、三重野・半田 (2006)、三重野 (2007b) を参照。
- 9) 製造業における数値。このうち日系企業数の比率はタイで 27.6%、マレーシアで 10.6% である (三重野・半田、2006)。
- 10) 大泉 (2002)、末廣 (2002、2007) によると、1999 年 6 月に閣議承認された公開株式会社法の改正案はその後成立までに 2 年を要し、最終的には、額面の廃止、債務返済のための株式発行の許可、自己株式買収の承認など、株式市場の取引拡大と企業債務再構築に焦点を絞った 8 項目の改正にとどまった。
- 11) この点に関連して、Mieno and Gunji (2004) は、危機以前の時期のタイ企業の上場行動を分析して、企業の株式市場への参加が必ずしも企業単体の設備投資需要に基づくものではないことを指摘している。
- 12) この残差には非上場企業の私募による発行も含まれる可能性があるが、両国では非上場の私企業における社債の比重は無視できるほどに小さい。
- 13) 表 8 によると、マレーシアの主要企業の上場傾向はタイより高いように見受けられるが、このことは、タイよりもマレーシアの方が、製造業部門の比重が低く、サービス部門のそれが高いことと、関係していると見ることもできる。
- 14) さらに言えば、タイ、マレーシアでは、これらのインフラ部門は国内資本への規制が残る、あるいは直接的に国営企業が関与する分野でもある。

(参考文献)

日本語

- 福田慎一 (2003)、『日本の長期金融』有斐閣。
- 伊藤隆敏他 (2000)、「構造変化を伴う東アジアの成長：新古典派成長論 vs 雁行形態論」『経済分析』第 160 号、3-251 ページ。
- 三重野文晴 (2002)、「コーポレート・ファイナンス——金融システムの機能後退と企業の対応」(末廣昭編『タイの制度改革と企業再編——危機から再建へ』アジア経済研究所)、215-249 ページ。
- (2004)、「戦後タイの金融システムの形成と金融深化——集計量による形成過程の観察」(尾高煌之助編『近現代アジア比較数量経済分析』法政大学出版会)、245-275 ページ。
- (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 ページ。
- (2007a)、「東アジア企業の社債による資金調達は拡大しているか：企業財務データからの考察」(啓鵬編『社債市場の経済分析——日本の経験とアジアの現状』法政大学出版会)、211-239 ページ。
- (2007b)、「『マレーシア・タイにおける日系・外資系企業の資金調達問題』に関する論点整理」国際協力銀行 開発金融研究所 未刊行論文。
- (2008)、「自由化・改革から育成へ——東アジアの金融システムをめぐる政策論とその変転」(武田康裕・丸川知雄・巖善平編『現代アジア研究叢書——政策編』慶応大学出版会 近刊)。
- ・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 ページ。
- 奥田英信 (2007)、「東南アジア諸国の債券市場整備の前提条件について」『国際協力研究』第 23 巻第 2 号、62-70 ページ。
- ・三重野文晴 (2004)、「東南アジアの金融発展：開発金融パラダイムの変容と多様性」『国際協力論集』第 12 巻第 1 号、57-84 ページ。
- ・三重野文晴・生島靖久 (2006)、『開発金融論』日本評論社。

- 大泉啓一郎 (2002)、「通貨危機と会社法制度改革——公開株式会社法改正の意義と限界」(末廣昭編『タイの制度改革と企業再編』アジア経済研究所)、125-160 ページ。
- 末廣昭 (2001)、「証券市場改革とコーポレート・ガバナンス」(末廣昭編『タイの制度改革と企業再編』アジア経済研究所)、63-123 ページ。
- (2007)、『ファミリー・ビジネス論——後発工業化の担い手』名古屋大学出版局。
- 清水聡 (2007)、「アジア債券市場の現状」(胥鵬編『社債市場の経済分析——日本の経験とアジアの現状』法政大学出版会)、171-195 ページ。
- 高安健一 (2005)、『アジア金融再生——危機克服の戦略と政策』勁草書房。
- 寺西重郎・劉群・福田慎一 (2007)「東アジア金融システムの地域的特徴」、(寺西重郎・福田慎一・奥田英信・三重野文晴編『アジアの経済発展と金融システム：東北アジア編』東洋経済新報社)、187-207 ページ。
- 吉富勝 (2003)、『アジア経済の真実』東洋経済新報社。

英語

- Booth, Laurence, Varouj Aivazian, Asli Demirguc-Kunt, and Vojislav Maksimovic (2001), “Capital Structures in Developing Countries,” *Journal of Finance*, 56 (1), pp. 87-130.
- Claessens, Stijin, Simeon Djankov, and Larry Lang (1998), “Corporate Growth, Financing, and Risks in the Decade before East Asia’s Financial Crisis”, *Policy Research Working Paper*, (WPS2017), The World Bank.
- (2000), “The separation of ownership and control in East Asian Corporations”, *Journal of Finance*, 58, pp. 81-112.
- Johnson, Simon, Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, and Andrei Shleifer (2000), “Tunneling” *American Economic Review, Papers and Proceedings*, 90, pp. 22-27.
- Khanthanavit, Anya, Piruna Polsiri, and Yupana Wiwattanakantang (2003), “Did Families Lose or Gain Control after the East Asian Financial Crisis?” *CEI Working Paper Series*, (No.2003-1), Center for Economic Institutions, Hitotsubashi University.
- La Porta, Rafael, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, and R. Vishny (1997), “Legal Determinants of External Finance,” *Journal of Finance*, 52, pp. 1131-1150.
- (1998), “Law and Finance,” *Journal of Political Economy*, 106, pp. 1113-1155.
- (2000), “Investor protection and corporate governance” *Journal of Financial Economics*, 58, pp. 3-27.
- Mieno, Fumiharu (2006), Fund Mobilization and Investment Behavior in Thai Manufacturing Firms in the Early 1990s. *Asian Economic Journal*, 20(1), pp. 95-122.
- and Hiroshi Gunji (2004), “Firm’s IPO Behavior and its Financial Impacts in Developing Financial Markets: A Case of Thai Security Market in Early 1990s”, a paper presented at Annual Conference of East Asian Economic Association, 2004.
- Singh, Ajit (1995), “Corporate Financial Patterns in Industrializing Economies” Technical Paper, No.2, Washington, D.C.: International Financial Corporation.
- 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(1), pp. 25-29.
- Wiwattanakantang, Yupana (1999), “An Empirical Study on the Determinants of the Capital Structure of Thai Firms,” *Pacific-Basin Finance Journal*, 7(3-4), pp. 371-403.
- World Bank (1998), *East Asia: The Road to Recovery*, Washington D.C.: World Bank (日本語版：柳原透監訳『東アジア再生への途』東洋経済新報社).
- (2001), *Finance for Growth—Policy Choices in a Volatile World*, New York: World Bank and Oxford University Press.
- Yoshitomi, Masaru and Sayuri Shirai (2001), “Designing a Financial Market Structure in Post-Crisis Asia — How to Develop Corporate Bond Markets”, *ADB Institute Working Paper*, (15), Asian Development Bank Institute.

(みえの・ふみはる 神戸大学国際協力研究科 E-mail: fmieno@kobe-u.ac.jp)