

三重野文晴著『金融システム改革と東南アジア——長期趨勢と企業金融の実証分析』

勁草書房, 272頁, 2015年

1990年代の東南アジアの経済発展と金融システムの特徴は、「アジアの奇跡」として注目された1980年代東アジアの延長線で捉えられがちである。こうした見方は、1997年のタイに始まる金融危機とその後の東南アジアにおける金融システム改革にバイアスをかけているのではないか。本書は、こうした問題意識の下に、歴史的分析和数量分析を組み合わせ、東アジア・モデルや先進国モデルと並列する東南アジア・モデルを提示し、金融自由化論に立つオーソドックスなアプローチの問題点を明らかにしようとする、意欲的な研究の成果である。

日本、韓国、台湾など、東アジアの経済発展を支えた金融システムに共通する特徴は、強い政府介入の下で銀行部門が工業化資金を供給する金融仲介チャンネルとして有効に機能してきた点にある。だが著者によれば、東南アジアの経済発展と金融システムは、それとは異質な歴史的構造を持つ。早い時期からの貿易網と金融活動の形成、相対的に遅い国民国家の形成と金融システムへの政府介入の弱さ、直接投資を中核とする外資依存による工業化プロセスである。こうした歴史的構造が、工業化と国内金融システムの間で深刻な「乖離」をもたらし、アジア金融危機を深刻化させた要因であった。だが、2000年代の金融システムも基本的構造は変わっていないという。

工業化と国内金融システムの「乖離」とは何か。東南アジアでは銀行部門は歴史的に製造業より貿易や金融活動との関連が強い一方、成長を主導する輸出製造業は外資導入に依存し、外部金融よりも自己資本や内部資本市場への拡大傾向を強めて、銀行部門への依存はむしろ限定的なものにとどまってきたという。資金の需要サイドに構造的問題があるにもかかわらず、アジア金融危機後に共通して銀行から証券市場へのシフトやコーポレート・ガバナンス改革など、供給サイドに焦点を絞った金融改革が進められた。

その結果、アジア金融危機後の証券市場政策は、

上場利益を目的とする公開企業を増やしたけれども、それも内部資本市場を活発化したにすぎず、社債発行の多くは金融機関やインフラ部門に集中して製造業の資金調達手段とはなっていない。危機からの再生も、輸出製造業の回復が金融システムの機能不全を収束させたけれども、銀行改革や証券市場改革が実体経済の回復をもたらしたわけではない。金融構造の特質について理解を欠いた金融改革は原理的に限界があり、企業サイドすなわち資金需要に対する取組こそが必要であるというのが、本書の基本的な結論である。

本書の内容を簡単に紹介しよう。第1章と第2章は、東南アジア分析について論点整理に当てられる。第1章は、1990年代の東アジア経済の問題点を要約し、それに対する金融改革の「ずれ」を強調する。企業の所有とガバナンスの不透明、商業銀行の金融仲介への過度の依存が金融システムの脆弱性をもたらしたという理解に立つ金融改革は、いずれも金融自由化論を基調とする制度改革である。歴史的に形成されてきた在来型金融システムと産業構造との整合性について十分な認識がないために、期待された効果を上げていない。最大の疑問は、金融システムの実態とくに企業金融の実態に関する基本認識にある。であるとすれば、東南アジア金融システム分析は、銀行・負債ファイナンスの実態、直接投資と資金調達、長期資金調達と証券市場の実態の吟味から始めるべきであるという。第2章では、こうした視点から東南アジアの経済発展における工業化と金融システムの関係展望する。外資主導の工業化が金融市場における市場の失敗を政府に代わって補完してきたという点で、東アジアとは決定的に基底構造が異なる点を強調している。

第3章から第6章は、タイとマレーシアを中心に東南アジアの企業金融の特徴を、上場企業のみならず非上場企業を対象とする聞き取り調査とミクロ財務データを用いて丹念に検証しており、本研究の要である。第3章では、1960年代以降の経済成長と金

融成長との関連を明らかにする。商業銀行は、1980年代より前にすでに貿易・流通部門への資金供給の役割を果たしている一方、外資導入企業は本社主導の資金調達や外銀を通じた資金調達によって設備投資を実現している。銀行依存や負債への過度の依存という認識は支持されず、むしろ自己金融への偏重が特徴であるという。

第4章は、外国所有および企業公開と資金調達の関係について検証する。両国とも上位企業の相当な部分が非上場企業であること、銀行への依存度は低下傾向にあり外資出資比率の高い企業ほど銀行借入が不活発であることが確認された。これから、企業の証券市場への参加は、銀行借入と代替的ではなく、補完的であると解釈する。

第5章では、1990年代前半のタイ企業の取引所上場の決定要因を分析する。上場はむしろ内部資本市場の機能強化に使われており、証券市場が銀行の金融仲介に代わる資金調達の場ではなかったという結論を導いている。上場と内部資本市場の連動は、企業グループ傘下の企業でとりわけ顕著であるという事実は、興味深い。

第6章は、アジア債券市場の現状と課題に当てられる。アジア金融危機の直接的原因として通貨と期間に関する「ダブル・ミスマッチ論」が注目され、危機後の債券市場育成の理論的基礎となっている。これに対しても筆者は、東南アジア金融システムの特徴を配慮しない自由化論として疑問を投じる。危機からの回復過程を見れば商業銀行はむしろ輸出製造業部門への関与を弱め内需部門に大きくシフトし、社債市場の成長はインフラ部門などに限った限定的なものでしかない。債券市場の育成に重要なのは、自己金融に依存している企業がどのような条件下で債券ファイナンスに取り組むべきか、資金需要への構造的対応であるとする。

第7章は、2000年代の環境変化に対応する金融システムの変容について論じている。結論的にいえば、東南アジア金融システムの基本構造は変化していない。銀行の金融仲介はむしろ後退して国内の消費や不動産への関与を強め、証券発行による資金調達は大規模企業に偏り、企業金融は自己資金への回帰を強めている。「東南アジアにおける金融システムと工業化過程の乖離は、この10年でむしろ深刻化」しており、「東南アジアの金融システムを規定してい

るのは投資家の資金供給チャネルの側ではなく、企業の資金需要の構造にあることを強く示唆している」と結論づける。

本書の分析アプローチの特徴は、歴史認識に基づいて実体経済の成長との関連で金融の機能を捉えること、東南アジア在来の金融システムの特徴を、徹底した長期企業データ数量分析により明らかにすること、の2点にある。強い問題意識、切り口の明快さ、徹底した実証主義という点で優れた研究である。だが明快であるがゆえに、少し単純化にすぎる点があるのではないか。

第1に、東南アジアの金融システムの特徴を、銀行、証券市場、内部資本市場に大別して分析しているが、1997年金融危機以前の東南アジア金融システムの1つの特徴は、ファイナンス・カンパニーの急成長にある。拡大する資金需要に対して預金機関である銀行部門の限界から、各国政府は競ってノンバンク経由のチャネルを自由化したが、ファイナンス・カンパニーの多くが銀行関係会社であった。銀行のプレゼンスを銀行信用にのみ結びつけることは妥当だろうか。非銀行負債は、内部資本市場取引や企業間信用のみだろうか。非銀行負債の中身を精査し、銀行とノンバンクとの関連から内部金融市場や企業間信用を分析する必要があるのではないか。

第2に、経済発展と銀行機能に対する見方は、やや一面的に見える。1990年代の東南アジアの経済発展は、急速なグローバル化に組み込まれる過程であり、国内金融システムの発展がそれに追いつかなかったことは紛れもない事実である。だが、東南アジアの工業化プロセスは、急速に拡大するグローバルなビジネス・ネットワークとサプライ・チェーンの一環として捉えなくてはならない。東アジアと東南アジアの金融発展の違いは、グローバルな企業金融環境の違いによるところも大きいのではないか。他方で、2000年代後半における消費者金融の増加は、経済発展がもたらした新たな資金需要の発生であり、資金需要の変化に国内銀行の供給行動が対応したことは、もう少し評価されてもよいのではないだろうか。経済発展が進めば、製造業への資金供給機能だけでなく、銀行活動自体が多様化するのとは当然と見られることもできる。

第3に、グローバル金融危機後の市場基盤やガバナンスの強化を重視した金融改革は、不十分とはい

え、より需要構造の変化に対応する方向に向かっていると評価してもよいのではないか。著者が指摘しているように、証券市場がインフラ・ファイナンスに一定の役割を果たすようになったこと、消費部門や消費者金融部門が社債発行の担い手となってきていること、東南アジア諸国が潤沢な自己資金を用いて先進国企業との業務提携や技術獲得を目的にするM&Aを活発化させていることで、証券市場の役割は広がっているのである。

アジア金融の現状と今後の動向については、各国経済の特質と発展段階に加えて、グローバルな金融システムの構造変化の中で捉える必要があるだろう。このとき、資金需要の特性と変化を把握したうえで、供給面での改革を論じるべきという著者の視点は決定的に重要である。経済発展と金融発展に関心を持つ方々にお勧めしたい優れた研究書であり、今後の研究の発展が期待される。

(早稲田大学 首藤 恵)

村本孜著『信用金庫論——制度論としての整理』

きんざい, 376頁, 2015年

本書は、協同組織金融機関分析における第一人者の村本孜氏による300ページを超える労作である。内容は信用金庫が中心であるが、一般向けの信用金庫に関する説明だけでなく、協同組織金融機関の理論的、制度的、および実務的な問題を網羅した、詳細な解説付きの研究書である。

第1章は地域金融機関や協同組織金融機関とは何なのか、ということと、永年蒸し返される「銀行との同質化」問題、そして同質化の存否を判断するために中小企業向け貸出や中小企業向け取引の実態について考察している。ここでは、銀行と協同組織金融機関は提供するサービスの種類がほぼ同じであるという点で外見的な同質化はあるが、取引先規模や質は同質化していない、という信用金庫の存在意義にかかわる点が主張されている。

第2章と第3章は「相互扶助」に関する議論がまとめられている。第2章は相互扶助性に関する法的・歴史的な裏付け、すなわち相互扶助の制度面についての説明が整理されている。続く第3章は信用金庫の存在の理由を各種の理論を取り上げて検討する。はじめに相互扶助については、内部補助の理論や保険の理論で説明し、次に協同組織性をクラブ財の概念で説明する。続いて密度の経済性やネットワークの経済性に依拠して、信用金庫の狭域高密度戦略を説明している。最後に、金融排除問題のように市場主義だけでは社会が成り立たないという理由で協同組織金融機関の必要性を考えている。

第4章と第5章は信用金庫の小史となっている。

第4章は「信用金庫の淵源」と題する協同組織金融機関の小史であり、1800年代の日本、イギリス、ドイツ等の協同組合の誕生から1951年の信用金庫法成立までを概観している。第5章は信用金庫が成立してからの制度の変化の流れを、1967年の金融制度調査会から2009年の金融審議会までの多くの答申を軸として概説している。

第6章は「信用金庫の税制」と題して、いわゆる協同組織に対する「軽減税制」の問題を扱っている。軽減税制となっているのは、法人税法で協同組合の税率が低く決められているからであるが、そのような形式的な結論で思考停止するのではなく、小規模事業者や消費者の相互扶助というミッションを果たしているかどうかで考えるべきだという。そして、信用金庫の軽減税制の歴史的な流れを概観したうえで、軽減税制を是認する根拠として、内部留保充実のため、中小零細企業の相互扶助のため、地域密着のため、の3点を挙げている。次に、世界的には、協同組織金融機関に対し何らかの軽減税制が存在する国は少数派になっていることが説明され、それらの国、すなわちイタリア、スペイン、ポルトガル、イギリス、アメリカ、そして日本について説明している。

第7章は、信用金庫からやや離れるが、株式会社よりも協同組織に類似していると考えられる相互会社の問題について、信用金庫の議論に応用可能な点について取り上げている。具体的な内容としては、相互会社のガバナンス、日本およびアメリカにおけ