

第3章

新しい金融システムの構築と日本：アジア金融危機以降の問題認識

三重野文晴

1. はじめに

東アジアが金融危機に見舞われてから既に9年が経過した。ここ数年、東アジアは力強い成長を回復し、一時期社会を覆っていた自信喪失の雰囲気はすでに昔日のこととなった。この地域の金融のあり方に強い関心が寄せられて、改革の必要性が叫ばれ、また地域内協力が重要な政策課題として取り込まれるようになったのは、言うまでもなくこの金融危機を契機としている。しかし、この問題の認識と論争は、この9年間で、意外に展開、変転が激しかったようにも感じられる。そして、その時々で重視された観点に基づく政策的取り組みが、昨今の経済の回復にどの程度貢献しているのかという点は、実は必ずしもはっきりしないのである。

アジアの金融システムに関する議論は、まず、危機直後から数年の間に世界銀行を主な拠点として集中的に発信されたコーポレート・ガバナンスの視点からの批判が一つの潮流を作り上げた。そこでは、アジア諸国の企業所有や経営構造がクローニー・キャピタリズムとして批判され、過度な負債ファイナンスへの依存の背景要因とされた。しかし、金融危機前の90年代初頭から現在までを見通してみると、このような見方や論法が、東アジアの金融システムについての認識を常に覆っていたわけではないことに気づく。むしろかなりのブレと揺り戻しの中で政策論議が進んでいるのである。

本稿の目的は、金融危機以降、金融システムの問題をめぐる論争がどのような経緯をたどり、それに基づいてどのような改革・支援が試みられたかを振り返り、現在と過去の東アジア経済の現実から、その意義を考察してみることにある。また、その中でこの問題について日本が果たした役割の位置づけを整理し、現在進行中のアジア地域金融協力の取り組みをはじめとする、日本の知的支援のための課題を指摘する。

過去に進められ、あるいは現在進行しているこれらの各取り組みの詳細は、既に数多くの調査レポートや実務論文で明らかにされている。本稿は、その詳細にはあまり立ち入らず、その論理基盤の考察と鳥瞰的立場からこの問題を整理することを目的としている。

本稿の構成は以下の通りである。第2節では、1990年代から最近までの東アジア経済・金融システムを巡る議論の変遷を指摘する。第3節では、そのなかで一時期、圧倒的な影響力を持ったコーポレート・ガバナンスの立場からの議論を整理する。第4節では、そうした議論に不足していた認識が何であったかを考える。以上の考察を踏まえて、第5節では、アジア域内の債券市場の育成の議論にある問題点を指摘する。第6節で、いま一度、金融危機において日本が果たし得た支援の位置づけを確認し、今後の金融協力に必要な視点を指摘して全体を総括する。

2. 認識の変遷

1990年代前半に東アジア経済が強い成長を見せていた頃、東アジアの高成長の要因を探る研究はこの地域の制度要素に高い評価を与えてきた。たとえば、World Bank (1993) : *The East Asian Miracle*

は、工業化を支える金融的制度として、政策金融に対して一定の評価を与えてきたし、Amsden (1989)、Amsden and Hikino (1994)、Donner (1992) などの研究は韓国の財閥やタイの企業グループについて、リスクの吸収の観点などから肯定的な見方を示してきた。

金融危機が東アジアを襲った90年代末以降、そのような制度要素は、クローニー・キャピタリズムという言葉に象徴されるように、むしろ否定的な意味合いをもって語られるようになった。World Bank (1998) : *East Asia: the Road to Recovery* や同 (2001) : *Finance for Growth* では、危機以前の時期の過剰な投資が、負債に過度に依存した企業の資金調達構造や非効率な企業の統治構造と関連づけて理解され、問題の解決の処方箋として、銀行、企業の両面における所有の集中の解消と資本市場の活性化が唱われた。

このような議論には、90年代半ば頃から世界的に関心が高まったコーポレート・ガバナンスの視点による分析が、途上国の金融システム、経営システムを理解する道具として展開してきたことが背景としてあった。東アジアの「非効率な」金融システム、経営システムが、経営者・大株主による少数株主 (= 投資家) の権利の剥奪の問題としてとらえられたのである。より重要なことに、こうした視点のもとで議論は90年代前半に重視されていた、実物経済の成長を支える金融の機能という視点を見事なまでに捨象し、企業の所有・統治構造と金融システムを産業構造との関係から切り離して取り扱う形に変容した。そして危機から数年の間に、このような認識にもとづく銀行改革、証券市場整備が、韓国、タイを中心にアジア諸国で進められてきた。

他方、コーポレート・ガバナンスの議論の隆興からやや遅れる形で、債券市場の重視という考え方が、日本を含めるアジア域内から登場した。東アジアでは資本市場の抜本的な整備を進めるよりは、債券市場の育成を重視する方が現実的であるという見方である。金融危機の重要な側面として、通貨と期間の2つのミスマッチ (たとえば、Yoshitomi and Shirai (2001)、吉富 (2003)) が指摘され、社債市場は後者の問題を解決する重要な手段として位置づけられるとともに、「アジア債券市場の創設」にあるように、域内の通貨制度の共通化を進める有力な道具としても理解された。債券市場の育成は、アジアの地域金融協力の柱組みの目玉の一つとして、現在、精力的に取り組まれている。

しかし、ここ数年の東アジア経済の回復の現実、コーポレート・ガバナンスの立場から発せられた諸議論にも、債券市場育成の視点からの議論にも、新たな課題を投げかけているように感じられる。金融危機後、金融システムの未成熟さに対する批判が高まる中で多くの国で金融改革がすすめられたが、現在から振り返ってみると、改革はすべての国で芳しい成果を上げたとは言い難い。しかし、実態としての経済は、近年実物面では急速に回復してきており、この地域の成長は、中国の成長とそれに対応した外資系製造業企業の生産拠点の再配置、自由貿易協定の進捗による域内貿易の拡大などによって、新しい局面に入ろうとしている。そして金融部門はこれを後押しするのではなく、受動的に牽引されて回復しているように見受けられるのである。果たして、コーポレート・ガバナンスは東アジア経済にとって、危機の原因や、あるいは成長を左右する要素として、決定的に重要だったといえるのだろうか。また、社債市場という形の長期資金の供給システムは、企業の長期的成長のためのファイナンス手段としてどの程度の重要性を持つのだろうか。今後の金融協力を考える上で、整理しておく必要がある。

3. アジア金融危機とコーポレート・ガバナンス論

3.1. 東アジアの企業の所有構造への関心

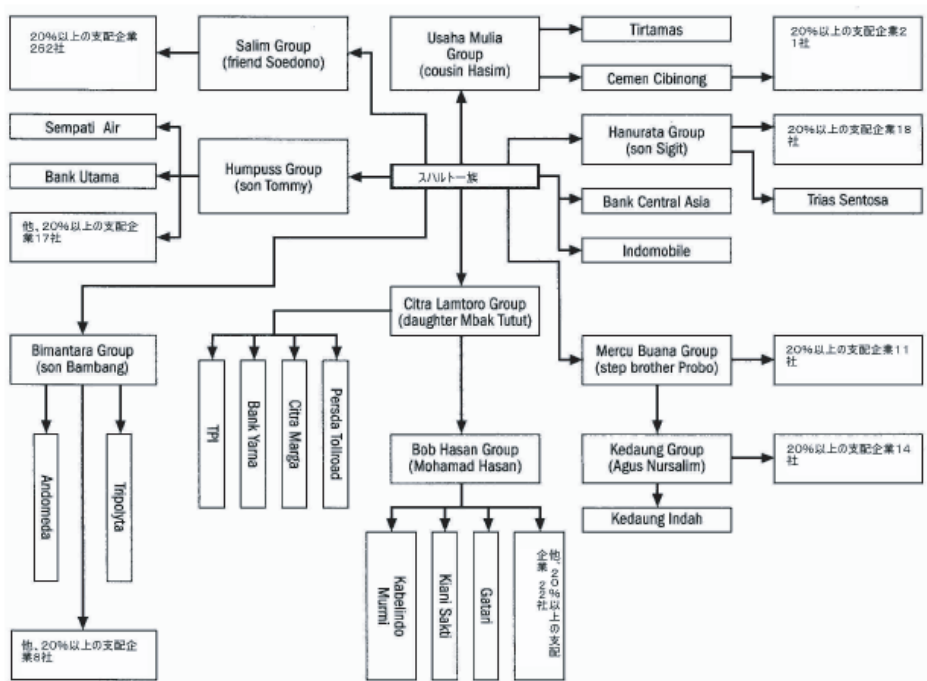
株主と経営者、債権者と経営者・株主とのエージェンシー問題が1990年代にコーポレート・ガバナンスという領域分野として整理されてくる中で、途上国の問題をとらえる分析ツールとしてこれが深化し

てきた重要な背景の1つは、経済の発展に伴って企業の所有と経営の間の分離が進むという Berle and Means (1932) 以来の基本認識が、かならずしも現実的ではないことが明らかになってきたことである。

La Porta et al. (1999) は先進、中進27ヶ国の主要企業の所有構造の比較研究によって、大衆によって分散所有され市場で自由に取り引きされる企業よりも、所有と経営の未分離の企業の方が、実は一般的であることを見いだした。この発見によって、コーポレート・ガバナンスを巡る重要な論点として、経営者と一体である支配株主と数多くの少数株主（投資家）との間の利益相反問題が登場した。支配株主が少数株主の利益に反する経営決定を行う場合、少数株主はそれを十分に認知、抑止することが必ずしもできないというエージェンシー問題である。

このような一般的な研究の展開を背景とした支配株主と少数株主との間の利益相反の問題を、アジア金融危機の主要な原因として本格的に論じたのは Stijin Claessens らの研究グループである。東アジアでは、従来から財閥、ビジネス・グループ、ファミリー・ビジネスと呼ばれる企業グループの存在が指摘されてきた。彼らが注目するのは、そういった企業グループの「ピラミッド型」の所有構造である。図1はその例として挙げられたインドネシアのスハルト関連企業の所有関係の概略図である。「ピラミッド型」所有構造のもとでは、中核に創業者家族とその近親者が位置し、その下にいくつかの中核会社が存在し、さらにそれが複数の子会社・関連会社を保有するという形でピラミッド状に連なる形態を特徴としている。このような構造においては、所有権は究極的にはピラミッドの最上位に位置するオーナー家族や個人に帰属する。Claessens et. al (1999a) は、東アジア9ヶ国の主要上場企業2980社の1997 - 98年時の所有構造を検討し、10%所有比率を家族所有の定義としてみれば、9ヶ国中7ヶ国で家族所有が50%以上を占めることを指摘した¹。こうした所有構造が、90年代前半の議論とは逆に、企業経営や投資家の利益にとってネガティブな要素として論じられるのである。

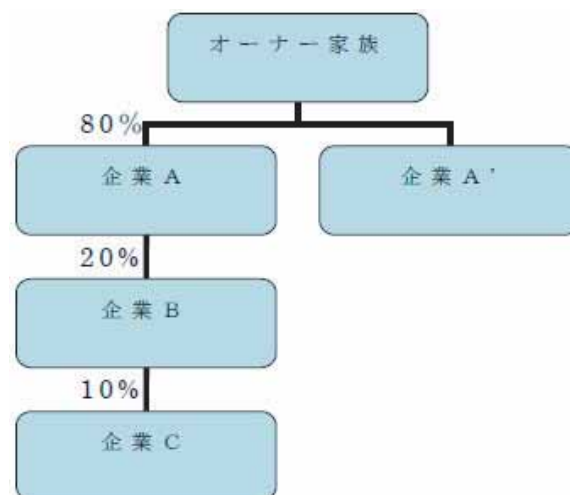
図1 インドネシア スハルト関係企業グループの所有関係



出所：Claessens et. al (1999a)、一部を日本語に置き換えた。

¹ Claessens et.al (1999a), p. 30, Table.2. 家族所有50%未満の企業は、日本 (13.1%) ,フィリピン (41.3%)。

図2 ピラミッド型所有構造の例



出所：筆者作成

3.2. コーポレート・ガバナンスからのアジア金融危機の解釈

(1) 危機の発生原因と危機の深刻化原因

危機から間もない時期に発表された World Bank (1998) とそのバックグラウンド・ペーパーである、Claessens et. al (1998、1999a, b) は、90年代の負債比率の上昇と企業収益の低下の同時進行という事実を指摘し、これをコーポレート・ガバナンスの失敗として捉えている。それは以下のようなロジックからなっている。第1に、80年代以降の金融自由化によって、東アジアの金融システムには銀行の健全性規制に空白が生まれ、対外資金の流入と高い貯蓄率を背景に、銀行は十分な情報生産を伴わないまま、主に企業グループとして近い関係にある企業に貸出を増やしていった。このことは、コントロール権移転の脅威やキャッシュ・フローの圧縮といった、負債が本来もつガバナンス機能を弱めることになり、企業の投資は非貿易財を中心とする「魅力的ではあるが非生産的な部門」(World Bank 1998、ch. 4) へ向かうことになり、企業の収益性を浸食した、とする。

第2に、企業の所有構造の関係にも注目する。所有の集中は株主と経営者の間のエージェンシー問題を緩和させ企業価値を高める効果がある一方で、支配株主が私的利益の追求を行うことによって、その他の投資等の利害関係者の利益を損なうかもしれない。World Bank (1998、ch. 4) はタイの事例によって、1992年には収益率と正の相関をもっていた所有集中度が、1996年には負の相関に転じていることを指摘し、90年代半ばには、所有集中が弊害をもたらす形に働いたと見る。さらに、所有の集中と負債比率の相関が、90年代半ばには強まっていることを観察し、銀行に対する支配権をもつ一族によって所有されている企業において市場規律の緩慢化が著しかった、としている。以上のような収益率の低下が、97年に海外資金が流出に転じる遠因であったと見ているのである。

コーポレート・ガバナンスと金融危機の関係に着目するもう一つのタイプの議論は、発生してしまった銀行危機が企業の深刻な財務危機に結びついた理由をコーポレート・ガバナンスの構造に求めるものである。Johnson et al. (2000a) は、新興市場25ヶ国の金融危機時におけるパフォーマンスを比較し、その決定要因としては、マクロ経済的要因よりもコーポレート・ガバナンスの要因の方が重要であることを主張している。危機の時期には経営者が自己利益のために資金、資産を流出させる誘因がはたらき、企業価値の毀損が生じやすい。外部の投資家や債権者による監視などのガバナンスがよく機能していれば、こうしたことを抑止することができ、それ故に、外部の投資家が危機時に早期に資金を引き揚げる

誘因は低くなる、としている。Mitton (2002) も同様の観点から、金融危機時の東アジア5ヶ国における企業価値の決定要因を探り、その結果、外部株主の比率が高い企業ほど企業価値は高いことを見だし、危機時の企業経営の深刻化がコーポレート・ガバナンスの構造に左右されていることを指摘している。こうした研究は、間接的ながらアジア金融危機が企業の財務危機として深刻化した背景に、コーポレート・ガバナンスの弱さがあったことを示している。

(2) 「収奪」(expropriation) のロジック

このような見解の基盤的な部分で有力な道具立てとなっているのが、支配株主と少数株主のエージェンシー問題、とりわけ支配株主による少数株主の「収奪」(expropriation) という考え方である。ピラミッド型所有構造のもとで、少数株主の収奪が生じるメカニズムに関するロジックのポイントは、株式に内在するキャッシュ・フロー権とコントロール権の乖離という考え方である。図2は、ピラミッド型所有構造の一例を模式化したものである。オーナー家族は企業Aの株式を80%保有し、企業Aは企業Bの株式を20%、さらに企業Bは企業Cの株式を10%保有している。Claessens et al. (2000) によると、このとき、オーナー家族は企業Cのキャッシュ・フロー権を $0.8 \times 0.2 \times 0.1 = 0.016$ (1.6%) 保有している。企業Cの資産への請求権の10%は企業Bに帰属し、さらに企業Bの資産への請求権の20%が企業Aに帰属し、企業Aのその80%がオーナー家族に帰属するからである。

これに対し、コントロール権は連鎖のもっとも弱い場所 (the weakest chain) の10%で実現されていると考える。オーナー家族は80%という強い支配力のもとにある企業Aをつうじて企業Bを20%程度支配し、その企業Bをつうじて企業Cを10%程度コントロールできると考えられるからである。

ピラミッド型所有構造のもとでは、このようにキャッシュ・フロー権がコントロール権を下回る形での両者の乖離が生じる。このとき、究極的所有者であるオーナー家族には、企業Cへの相対的に強い支配力を利用してのその資産を「抜き去る」(tunneling) 誘因が存在する。オーナー家族は企業Cの行動を10%くらい方向づけることができる。一方で、企業Cの利潤のうち1.6%しか手にすることができない。このような環境のもとでは、オーナー家族は10%の支配権を活用してより多くの資産を抜き去ろうという誘惑に駆られるであろう。具体的には、親会社と子会社の商品取引の価格を操作する、あるいは親会社が子会社からのサービスを無償で受けることなどによって、子会社の資産を親会社に移転させるといった方法がとられる。Johshon et al. (2000a) は、こうした「抜き去り」をヨーロッパの企業の事例によって具体的に説明している。東アジアの9ヶ国について企業のコントロール権とキャッシュ・フロー権の水準と乖離を計算した Claessens et al. (2000) によると、これらの国々ではピラミッド型あるいは持ち合い型の所有構造に属する企業では、しばしばコントロール権がキャッシュ・フロー権を上回っている。

このような形で企業価値が毀損する場合、それによる不利益の大部分は少数株主が被ることになる。それらの抜き去られた資産は、本来少数株主が手にすることができたはずのものだからである。その意味で少数株主は「収奪」されているのである。「収奪」が明らかな環境では、その企業の株式を保有する少数株主つまり投資家は市場への参加を控えるであろう。すなわち、この構造はそれ自体として株式市場の発展の制約要因になっている。(La Porta (1997, 1998))。

(3) 「収奪」の抑止

危機後の銀行改革、証券市場改革の背景には、このような「収奪」の発生の抑止を重視すべきであるという考え方が基調となっていた。そのために少数株主・投資家の権利を保護し、監視を強めることに

よって、このような「抜き去り」の余地をできるだけ小さくすること、また破産制度の整備、実効性の確保などにより、破綻時のコントロール権の債権者への移転を確実にすることで、債権者の権利を保護することが唱われた。

このような考え方の実務的な処方箋は、法整備その他によって、投資家の権利を向上させることである。危機以降、世界銀行や国際通貨基金との政策合意書にもとづいて進められた、韓国における財閥の整理、タイ、インドネシアにおける銀行再編と証券市場改革などは、こうした理論的基盤を背景とし、企業の所有集中や負債への過度な依存を脱して株式市場を活性化することに、改革の眼目がおかれていた。

3.3. 改革の実際：タイを事例に

以上のようなコーポレート・ガバナンスのロジックを基盤とする企業所有、金融・証券市場改革が、どのように実行され、どのような効果をもたらしたかについて、タイを事例に見てみよう。金融危機以後、タイ政府は IMF 緊急融資および世界銀行融資を受け入れ、経済構造改革への取り組みをはじめた。とりわけ1998年3月の IMF との第3回政策合意書がまとまると、金融システムの包括的な改革に着手した。

銀行部門の改革については、危機直後からタイ政府は数次にわたる IMF との趣意書や IMF・世銀の支援のもとで作成された「金融再編パッケージ」に基づいて、取り組まれた。そこでは、経営困難に陥った金融会社・商業銀行の救済と、所有・経営の改革が同時に進められた。タイ政府は1997年中に問題金融会社の閉鎖・合併に目処をつけると、商業銀行への外資の出資規準を大幅に緩和して、外資の出資が容易な環境を整備するとともに、経営困難に陥った中位銀行を国有化して、管理下においた。その結果、98年までに、下位行では大手外銀による買収が進み、上位行でも外資の出資比率が相当程度に高まることとなった。その後、政策の重点は、健全性規制の強化、政府によるさらなる増資、新銀行の設立、不良債権の処理など、金融の健全化に向けた取り組みにシフトしている。

一方、証券市場の改革については、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、社債、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などのコーポレート・ガバナンスの向上と情報開示の徹底のための基準、制度作りが重視された²。1999年半ばまでに、証券取引所、証券取引委員会の主導によって、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。

しかしながら、このような企業ガバナンス、情報公開性に力点を置いた証券市場改革の方向は、はやくも99年半ばころからかなりの変質を見せていた。証券市場改革はこの頃を境に、企業ガバナンス、情報公開といった投資環境の整備から、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のである。2000年半ばには証券委員会は、証券市場に対する「緊急支援パッケージ」によって、国営企業や優良企業の上場を支援する方策を打ち出し、2001年半ばには上場企業の法人税減税措置が閣議承認された。1999年6月に閣議承認された公開株式会社法の改正案は、その後成立への手続きが進まないまま、2年後の成立段階では、ごく部分的な8項目の改正にとどまることとなり、その内容は、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

²金融危機以降、2001年半ばまでの証券市場改革の概要については、末廣（2002）に詳しい。大泉（2002）は同様に公開株式会社制度の改革についてまとめている。また、金融機関の改革については高安（2005）に詳しい。

焦点が絞られたものとなっている。

所有・経営構造の改革の実際の成果はどうか。2000年までの金融機関を分析したチャイヤシット他(2003)は、金融危機以後、家族所有の金融機関が激減し、政府と外資の出資が高まったこと、銀行ではピラミッド型所有から直接的な大株主の所有の集中に移行する一方で、筆頭株主による経営関与が弱まったことなど、金融機関の所有・経営構造が劇的に変化したことを指摘している。他方で上場企業の所有構造を分析したKhanthavit et al. (2003)は、タイでは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ことを指摘している。肝心な企業の所有構造が、コーポレート・ガバナンスの議論が示し、改革で目指された方向には、ほとんど変化しなかったこと、そして、にもかかわらず2003年以降の東アジアの実物経済の回復が生じていることは、事実として重要である。

4. 東アジアの工業化と金融システム：何が見落とされているか

危機直後に隆興したコーポレート・ガバナンスの立場からの改革が、必ずしも効果的でなく、またその後の回復過程と整合的でなかったことは、この議論が東アジア経済の重要な側面を見落としていた可能性があることを、示唆している。本節では、いくつかの側面からそれを考えてみたい。

4.1. 東アジア企業の負債比率

もっとも基本的で、重要な問題は、負債ファイナンスへの過度な依存という認識自体に誤謬がなかったか、という点である。Claessens et. al. (1998)は、90年代の東アジア諸国9ヶ国/経済の負債比率を検討し、金融危機をもたらした要因として、企業の負債ファイナンスへの過度な依存があることを示し、問題の基本認識としている。彼らによると、東アジアの途上国では企業の負債比率は概して高く、また、危機に至る90年代に上昇する傾向があることを指摘し、これが危機の発生と深刻化の重要な要素であるとしている。しかし、この認識は、その前後の類似の研究における計算と必ずしも整合的ではない。例えば、先駆的研究であるSingh (1995)は、途上国の主要企業の負債比率は、国によって大きなばらつきがあるものの、平均的には先進国と比較して低く、資本、特に自己資本への依存が強いとしている。

表1は、各種の既存研究において計算された各国主要企業の負債比率の水準を整理したものである。研究によってかなり認識が異なることがわかる。韓国については、Claessens et. al. (1998)が70%台という高い負債比率と、90年代前半期の上昇傾向を指摘している。Booth et. al. (2001)の80年代の観察はこれとほぼ整合的であるが、Lee et. al. (2000)らの研究では、平均の負債比率は90年代にはむしろ低下する傾向にあったことを示している。マレーシアは全般的に40%台と負債比率は低く、この数値は、Claessens et. al. (1998)、Booth et. al. (2001)とも共通している。Claessens et. al. (1998)はここでも90年代前半に負債比率が上昇にあったことを指摘している。しかし、Singh (1995)、Suto (2003)はこれらの研究より低い比率を観察しており、認識にかなりのギャップが見られる。

タイの事例によってこの問題をもう少し詳しく見てみよう。タイに関してはBooth et. al. (2001)とClaessens et. al. (1998)では、その水準の認識のギャップが顕著である。一方、1996年の上場非金融企業を分析対象としたWiwattanakantang (1999)と上場・非上場製造業企業(1991 - 95)を分析対象にしたMieno (2006)によると、上場企業の負債比率の平均は50%台の前半と計算されている。Mieno (2006)における非上場製造業企業の負債比率は約70%とかなり高く観察されている。表2は、Mieno (2006)で示された上場非上場の製造業企業の負債比率の90年代前半における推移であるが、Claessens

表1 既存研究における東アジア各国の負債比率

韓国					
	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)	74.6%	78.1%	1988-91 1992-96	主要企業 392社	Worldscope, Extel
Booth et.al.(2001)	72.8% 73.4%		1985-87 1980-90	主要企業 93社	IFC
Singh(1995)	39.7%		1980-90	主要上場企業 100社	IFC
Lee et al. (2000)	73.3%	67.7%	1981-88 1989-97	主要上場企業 308-661社	Korea Listed Companies Association
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)
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.,

出所：奥田・三重野・生島 (2006)、表1

表2 タイ企業の負債比率の推移

	1991	1992	1993	1994	1995
上場企業					
負債比率	58.5%	57.1%	57.1%	55.6%	60.7%
銀行借入比率	44.7%	45.1%	35.8%	43.4%	47.7%
非上場企業					
負債比率	77.7%	77.9%	78.2%	71.5%	69.7%
銀行借入比率	48.2%	50.2%	50.4%	48.2%	45.9%

注：上場企業は84社、非上場企業は90社

et. al. (1998) の認識と異なり、上場企業、非上場企業とも負債比率の経時的な上昇は観察されない。

表3は、先進国の主要企業の負債比率を比較したものである。Allen and Gale (2000) でも論じられているように、先進国は、資本市場に比較的強く依存するアングロ・サクソン型 (米国、英国、カナダ) と銀行の役割が大きい大陸ヨーロッパ型 (フランス、ドイツ、イタリア、日本) に特徴が大きくわかれることが、ここでも確認できる。この先進国の事例を参照しながら東アジア諸国の負債ファイナンスへの依存度を評価すれば、韓国は大陸ヨーロッパ型に近い水準であり、タイ、マレーシアはアングロ・サクソン型の先進国以上に、負債への依存が低いことがわかる。

このように、東アジア諸国において負債ファイナンスへの依存が強く、しかも危機に至る90年代には

表3 先進国諸国の負債比率 (1991)

	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
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%	明記無し
アメリカ	58.0%	2580	49.3%	明記無し
イギリス	54.0%	608		
カナダ	56.0%	318		

出所：Booth et al. (2001) および Claessens et al. (1998)

負債比率が上昇したという Claessens et. al. (1998)、World Bank (1998、2001) の認識は、既存研究において必ずしも共有されているものではない、というべきであろう。負債ファイナンスへの依存度合いは、企業規模や業種、公開企業と非公開企業、金融企業と非金融企業などの企業属性の違いなどによって決まるものであり、そうした属性のコントロールやサンプル・バイアスの除去によって、今後、慎重に検討されなければならない³。

4.2. 工業化過程と金融：経路への依存

そのような負債比率、銀行借入の低さは、この地域で金融機関による金融仲介が相対的に小さな役割しか果たしてこなかったことを、示唆するものである。このことは、金融部門と実物部門のそれぞれの成長経路と相互の関係に依存していると考えられる。コーポレート・ガバナンスの議論にはこの点の認識が完全に抜け落ちている。

東南アジアにおける金融部門の生成は、実物部門の成長・構造変化よりも遙かに早い段階から、豊かな一次産品輸出と結びついて始まっている。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・木材などの華人系輸出業者によって40年代後半をピークに設立されているし、マレーシア地場銀行の一端を占める華人系銀行の多くは、中国の各地の出身グループの有力者たちによって、主に商業部門に対する金融活動を目的として、早くも1910年代からシンガポールに設立されている。戦後、これらの銀行が各国の地場銀行として登場したとき、既に相当程度の金融資産を蓄積し、また預金を調達していた。さらに、戦後初期の商業銀行はかなりの水準の対外資産、負債をもっていた（三重野 (2004)）。

これに対し、この地域の工業化過程は、金融部門とは別の意味で特殊な経緯を経ている。東アジア諸国の工業化の契機は、1970年代初頭と80年半ば以降の2つの時期にもとめることができる。タイ、マレーシアを例にとると、1960年代半ばにタイでは開発体制が確立され、マレーシアでは政治的自立が達成されると、両国では当初、外資の導入による工業化が模索される。1970年代に入ると工業化政策の基調は外資規制と国内産業の保護へと変化し、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。

各国は、1980年代前半の第2次オイルショックを発端とする経済混乱（タイ）や国内資本に依存した重工業化の挫折（マレーシア）を経て、1980年代後半以降、工業化政策を再び転換させて外資の積極的な誘致に乗り出した。当初は輸出加工区を中心に、後に輸出産業を担う企業全般への優遇政策によって、

³表1にあるように、Claessens et. al. (1998) のタイについてのサンプル数は、564社とされている。危機以前のタイの上場企業数は454社以下であるから、そこには相当量の非上場企業が含まれていることになる。また、本来排除されるべき金融企業が含まれている可能性もある。サンプル・バイアスの問題は極めて深刻である。

直接投資による工業化を志向するようになる。よく知られているように、1985年のプラザ合意以降、日本企業を中心に、この地域に大規模な直接投資が流入し、東南アジア地域の工業化は、外資系企業に牽引される形で加速した。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%を占めるに至っており（伊藤他（2000））、東南アジアでは外資系企業の活動が、輸出関連製造業を中心に基幹産業に重要な位置を占める存在として形成されている。

図3 - 1 商業銀行の産業別貸出 - タイ

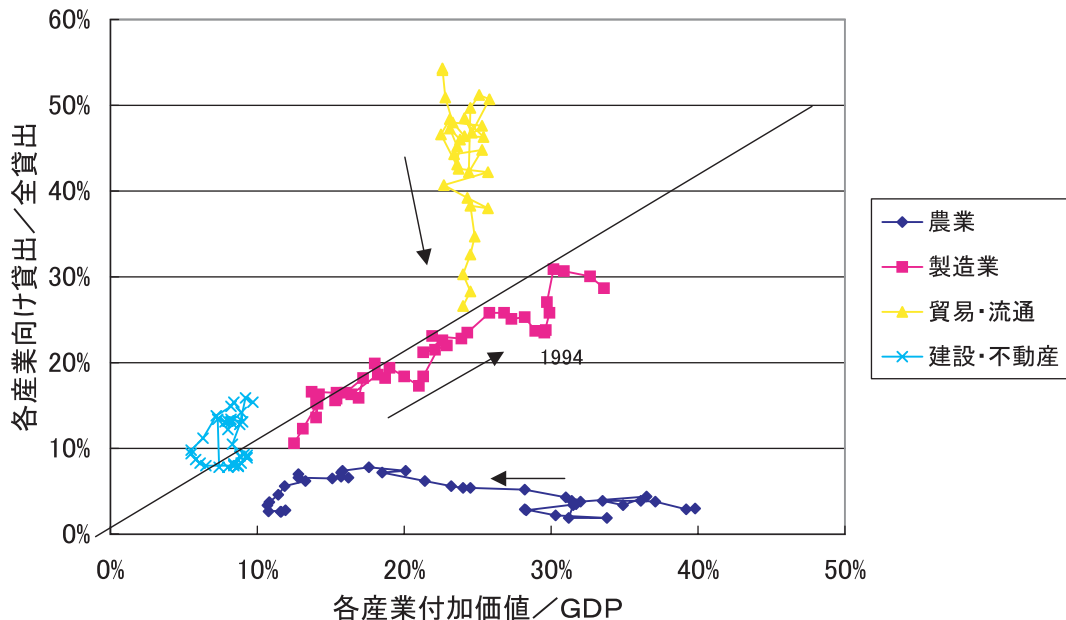
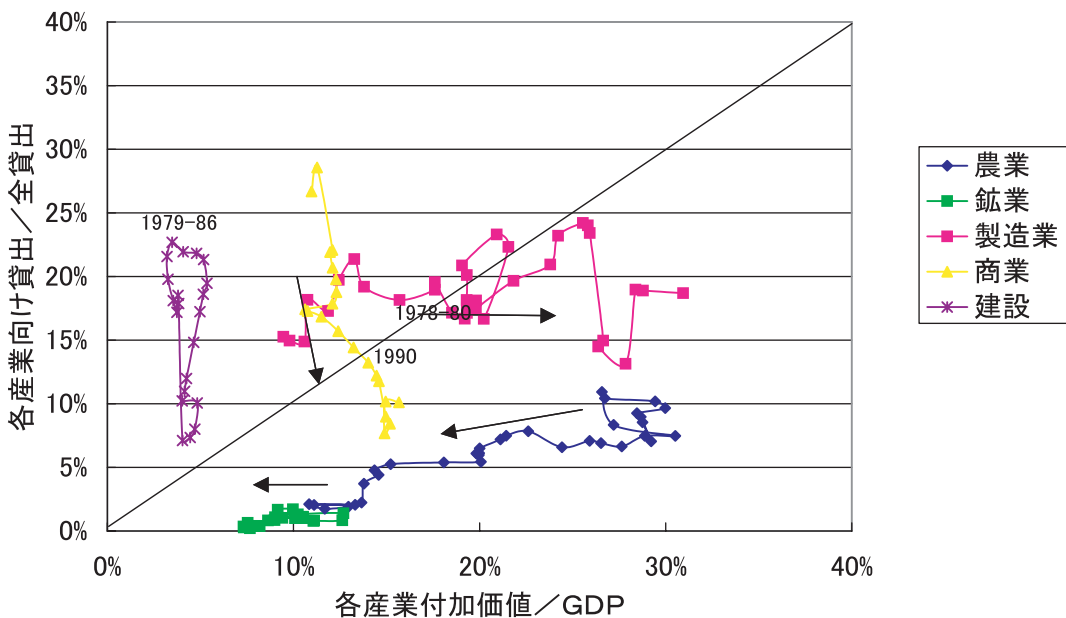


図3 - 2 商業銀行の産業別貸出 - マレーシア



出所：三重野（2006b）、図1。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、

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

このような商業銀行の自立的な形成と、工業化過程における製造業の外資への依存という特徴は、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役割を限定的にした可能性があることを意味している。図3は、両国における商業銀行の部門別貸出先の比率の推移を、各部門の付加価値比率と比較して、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ちょうど対応する形で徐々に上昇している。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、70年代末以降に低くなる。両国では傾向が多少異なるが、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を置き、それがゆるやかに相対化されて行く過程を経験している点では共通している⁴。

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と考えられ、この低下傾向が外資系企業の進出と密接な関係をもっていることが示唆される。90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共同出資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。そして外資系企業との大規模な提携が進んだ80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。金融部門と製造業部門の間で資金調達のチャンネルの断絶が拡大している可能性があるのである。

4.3. 金融制度の分配政策的側面（政策金融、証券市場）

金融部門のいくつかの制度が、それぞれの社会経済の文脈で存在し、機能を果たしてきた点も見落とすべきではないだろう。東アジアとりわけ東南アジアにおいてはこのことは特に重要であるように思われる。

東南アジアの金融システムは、東北アジアと比較して政策金融の比重が低いことで知られるが、それ以上の違いは、それが果たしてきた文脈が、まったく異質のものであるということである。タイ、マレーシア、インドネシアでは、戦前から操業してかなりの程度の蓄積のある華人系民間銀行に対し、それへの対抗力として政策金融が設立、運営されてきた。業務内容が民間銀行とほとんど変わらない国営商業銀行が多数維持されていること、農業部門における政策金融の比重が高いこと、あるいはプミプトラ政策をとるマレーシアにおいて例外的に政策金融の比重が高いことなどは、すべて、このことと関係している。Gerschenkron (1962) の古典的な議論がイメージする、あるいは日本、韓国で特徴的な工業化を支える形での政策金融は、さほど重視されていない。むしろ分配面に配慮された存在なのである。

同様のことは、改革の対象となった証券市場についても当てはまる。銀行部門の歴史の長さと比較して、東南アジアで証券市場は比較的最近登場した存在である。例えば、タイで本格的な証券取引所（タイ証券取引所、SET）が設置されたのは1975年であるが、証券市場の整備は、成長下で進む所有の集中への批判に対応する規制の一環として、所有権の分散の制度基盤として発想されたといわれている

⁴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））。

(大泉 (2002))。マレーシアの証券取引所の歴史も同様に浅く、独立後の1960年にシンガポールとクアラルンプールの2箇所を拠点として設立され、シンガポールと分離されてクアラルンプール証券取引所 (KLSE) が設立されたのは1976年である。

タイ証券取引所は、証券関連法制の不備・不整合もあり、1980年代にはその活動は不活発であった。タイの証券市場の規模が急拡大するのは1990年代に入ってからである。クアラルンプール証券取引所も、シンガポールとの相互上場が解消されて自立的な運営を確立するのは1990年になってからであり、規模、取引量とも急速に拡大するのは、1990年代に入ってからである。

両国では上場基準の中で所有の分散に関する強い規制が適用されてきた。タイでは発行済み株式の12.2% - 20%以上 (株主数600者以上)、マレーシアでは25%以上 (大規模企業については金額下限で規定) が少数株主の保有でなければならないとされている⁵。また、直接投資によって進出した外資の子会社については、両国で1990年代半ばまで外資の出資比率を原則50%以下とする規制が適用されてきた。マレーシアではプミトラ所有の義務づけなど、所有と資産配分についての細かな規制が導入されてきた⁶。このように、証券市場の設立・育成の経緯は、資産の分配を重視した政策の一環として進められてきた点に特徴がある。逆に言えば、企業の資金調達の場合として、証券市場の整備が促されてきた側面は極めて弱いのである。

東アジア、特に東南アジアの金融制度の改革や機能化を考える場合、金融制度がこの地域の社会的構造を反映した分配政策に強く反映され、それにビルトインされた存在であることを、考慮に入れる必要がある。

5. アジア債券市場育成の課題

5.1. アジア債券市場構想の登場

コーポレート・ガバナンスの議論が一般に見落としていたと思われるこのような東アジア経済の特性は、近年、アジア地域金融協力の柱として、取り組まれるようになった債券市場育成の取り組みにも重要な示唆を与えているように思われる。

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 (チェンマイ・イニシアティブ) 以降、金融面におけるアジアの地域協力が押し進められている。その基本認識は、アジア各国では比較的潤沢な貯蓄が維持され、実物面では域内の貿易取引が拡大していたにもかかわらず、通貨面で事実上ドルへの固定為替レート制度をとっていたために、経済成長が域外からの流入資金によってファイナンスされ、それが金融危機の重要な遠因となった、というものである。地域金融協力は、この反省から、「アジアの資金をアジアの成長のために」という理念のもとに、より安定的な通貨管理制度の構築、長期資金の需要を満たす債券市場の整備を2つの柱とし、取り組まれている。

この取り組みが、危機直後に日本が提唱し、米国の賛意を得られなかったことで頓挫したアジア通貨基金構想 (AMF) への代替的な存在として捉えられ、重層的な枠組みの中で進められていることはよく知られている。債券市場の育成については、ASEAN+3の基本枠組みとして、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) があり、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いる。2005年5月の会合では、域内通貨バスケット建て債券の

⁵ タイはタイ証券取引所、証券取引委員会 (1999年)、マレーシアはクアラルンプール証券取引所、資本発行委員会 (1992年) の基準。基準は頻繁に変更されている。

⁶ 金融危機以降、これらの基準は段階的に緩和されている。2005年12月現在では、両国とも、こうした規制は非製造業に限定されたものとなっている。

研究の開始を合意するなど、域内の国際債券市場の発展にむけた取り組みが進められている。また、域内の中央銀行間の協力として、東アジア・オセアニア中央銀行役員会議（EMEAP）の枠組みの中で、アジア債券基金（ABF）が設立され、2003年6月にはドル建てソブリン債、準ソブリン債を対象とした第1号ファンドが運用された。さらに、2004年12月には各国通貨建てソブリン債、準ソブリン債を対象とする第2号ファンドの運用が始まっている。

5.2. 2つのミスマッチという考え方。

債券市場育成の背景として一般に指摘されるロジックは、金融危機の遠因としての二重のミスマッチという考え方である。すなわち、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にもかかわらず、供給はドルを中心とした外貨であったという通貨面のギャップと、需要が長期の設備資金であったにもかかわらず、供給が短期銀行貸出であったという期間面のギャップがあったという見方である（Yoshitomi and Shirai (2001)、吉富 (2003)）。

社債市場育成の眼目は、この2つの問題を同時に解決する資金チャンネルを創出することにある。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依存から脱却することを目指しているのである。さらには、「アジア債券市場」の構想にみられるように、地域内の各国の発行体が他国で積極的に資金調達をおこなうことにより、各国通貨建て資金への需要を、ドルを介さずに満し、資金調達面でのドルへの過度な依存から脱却を図ることを目指している。

5.3. 債券市場育成の取り組みと企業の資金需要構造

債券市場育成は、まず債券市場の情報機能を高めるという市場整備の面から着手されている。すなわち、ABMIの枠組みのもとでは、決済システムの効率化、格付け機関の育成など、債券市場の取引を効率化する仕組みの構築に重点が置かれている。また、EMEAPのABF第1号、第2号ファンドの運用によって、政府部門の債券市場からの資金調達、すなわち国債、公社債の拡大に取り組みされてきた。国債、公社債を先行させる狙いは、まずはこれらの拡充によって債券市場のボリュームを拡大し、それによってベンチマーク価格の形成を促すことで、企業の社債の発行が容易な環境を整備しようとする、というものである。

このように、現段階までの社債市場育成の取り組みは、市場の整備というレベルを超えるものではなく、本来の目的である企業の資金調達におけるミスマッチという状況を解決する段階には至っていない。このような間接的な市場整備が、近い将来に本当に企業の資金調達を変化させるのか否かを考えるためには、当然のことながら、東アジアの成長の主演であるこの地域に展開する企業の資金需要と資金経路の特徴、それとの整合性を見なければならぬだろう。

ここで考慮しなければならないのは、資金における期間のミスマッチという認識の妥当性である。コーポレート・ガバナンスを巡る議論における負債への過度の依存という認識と同様に、この点は、債券市場育成の議論の中で、あまり深く踏み込まれることなく受け入れられてしまっているようにも感じられるのである。

期間ミスマッチの議論は、高成長をつづけた90年代前半において投資のための長期資金の需要が拡大したという認識から出発している。この時期に全体として投資率が高まったことは事実であるにしても、このことは、よく指摘されるように、投資が不動産などの「魅力的ではあるが非生産的な投資」に向かうという形で、投資の質が低下したことを反映したものであった。このような投資判断の弛緩は、タイ、

韓国などにおいては外資規制の緩和を反映した過剰流動性を背景としていた。すなわち、ドルへの実質的な固定レートが維持されるという信認に基づく、資金コストの低さがこうした部門への大規模な投資を拡大させたものであった。このような資金が銀行借入を経由したものであることはよく指摘されている。

一方で、90年代はじめまでの時期に成長を支えた輸出向け製造業の設備投資は、直接投資を中心とし、そこに付随する外資系企業特有の資金調達手段に大きく依存したものであったと考えられる。そうした設備投資が長期資金の不足、それゆえの短期資金のロール・オーバーへの依存という制約に直面していたか、あるいはそもそもそうした投資資金の調達がどの程度外部金融に依存していたかという点は、実際のところ、必ずしも十分な研究によって明らかにされてきたわけではない。

第4節でみた負債比率の問題をいま一度、詳しく見てみよう。表4は、タイおよびマレーシアの上場企業の資本構成を製造業と非製造業にわけて、金融危機以前と以後の時期、また外資系企業と非外資系企業で比較したものである。一見して理解できる特徴は以下の通りである。第1に、両国では、危機以前の時期においても、負債と銀行借入の水準はむしろ低い。前節でも触れたように、両国の負債比率は米国、英国、カナダなどの先進国のうちで証券市場を中心とする金融システムをもつ各国よりも低い。ただし資本勘定部分では、広義の内部留保（「内部留保」＋「資本準備金」）の比率が高く、このことは、企業の資金調達の大きな部分が、資本ファイナンスでもなく、主に自己資金によって賄われていることを意味している。

この事実は、通常、短期資金への過度な依存の具体的な経路として理解されている銀行借入は、企業の資金調達にとっては相対的な重要性しか持っていなかったことを示している。これが、成長経路における金融部門と実物部門の係に依存したものであると考えられることは、第4節で指摘した通りである。

第2に、負債の内訳を見ても、銀行借入の水準はタイにおいて17.0 - 25.6%、マレーシアにおいて8.4 - 12.2%と極めて低い。一方で、その他負債の水準が高く、このことは、銀行借入に依らない負債ファイナンスの経路が活発であることを示唆している。その他負債の詳細を知ることは困難ではあるが、さまざまな形態の企業間信用で、その一部は企業グループ内、子会社・関連会社間でのいわゆる内部資本市場での取引を構成するものであると考えられる。内部資本市場における個々の企業の資金調達は、企業グループ全体の内部留保の規模や資金調達能力と密接に関係するものであり、必ずしも短期性の資金調達であると判断することはできない。

ここで、外資系企業について着目してみよう。東南アジアにおける外資系企業は、直接投資によって参入して操業をおこなうという経緯から、親会社からの増資、親子ローン、親会社保証による資金調達、グループ金融など、独特の資金調達手段を維持していると考えられる（三重野（2006））。表5からはその資本構成の特徴として、以下を指摘しうる。第1に、外資系企業の負債比率および銀行借入比率の水準は、地場企業より低い傾向がある。この傾向はマレーシアでははっきりと確認できる。タイでも出資比率が10%を超える企業はそれ以下の出資比率の企業より負債比率、銀行借入比率の水準が低い。また、外資の出資のある企業については、出資比率が高ければ高いほど、負債比率は低くなる傾向をもっている。第2に、内部留保の水準は、外資系企業において明瞭に高い。特にタイについては、外資出資比率が高ければ高いほど、内部留保の比率が高いことが示されている。こうした傾向は、外資系企業による銀行借入の取引が不活発である一方で、内部留保に依存する傾向が強いことを示唆するものである。

すなわち、東アジアの経済成長の基礎を担い、「生産的な」投資を進めていた輸出型製造業の中核である外資系企業は、自己金融と自己金融に近い性質を持つ独特の負債ファイナンスによって長期の投資

表4 上場企業の資本構成 - 産業別

年次	94-96		2000-01	
	製造業	非製造業	製造業	非製造業
サンプル企業数	130	178	116	124
負債	47.8%	54.7%	46.1%	52.5%
流動負債	35.2%	24.7%	28.6%	16.4%
買掛金等	8.0%	4.7%	8.8%	4.0%
短期銀行借入	23.0%	17.0%	15.2%	8.9%
その他流動負債	4.2%	2.9%	4.6%	3.4%
固定負債	10.4%	9.8%	13.2%	11.7%
長期借入	0.0%	0.0%	10.3%	9.0%
社債	1.4%	2.4%	2.1%	2.6%
その他長期負債	0.0%	0.0%	0.3%	0.3%
その他負債	2.3%	20.2%	4.3%	24.4%
関係企業からの借入	1.3%	1.2%	2.3%	1.6%
その他	1.0%	19.0%	2.1%	22.8%
資本勘定	52.2%	45.3%	53.9%	47.5%
資本金	18.3%	15.7%	25.0%	30.3%
内部留保	15.7%	10.5%	7.5%	-6.3%
資本剰余金	18.1%	18.1%	21.3%	22.5%
銀行借入合計	23.0%	17.0%	25.6%	17.9%
内部留保+資本準備金	33.8%	28.6%	28.8%	16.2%

出所：三重野（2006）、表4。原資料はタイ証券取引所資料

注：サンプル企業数は1995年、2000年サンプルについての数値。

非製造業は、金融企業を除く

内部留保の負債の記載は、原資料の通り。

マレーシア

年次	94-96		2000-01	
	製造業	非製造業	製造業	非製造業
サンプル企業数	131	162	318	291
負債	46.8%	46.9%	49.7%	60.2%
流動負債	35.7%	33.2%	37.7%	45.3%
買掛金等	7.4%	7.8%	8.1%	8.6%
短期銀行借入	1.5%	1.7%	2.3%	3.7%
その他流動負債	26.8%	23.7%	27.4%	33.0%
固定負債	11.0%	13.7%	12.0%	14.9%
長期借入	6.8%	8.9%	7.2%	8.5%
社債	0.0%	0.1%	0.4%	0.9%
その他長期負債	4.2%	4.7%	4.3%	5.4%
資本勘定	53.2%	53.1%	50.3%	39.8%
資本金	33.1%	27.3%	37.8%	36.6%
内部留保	12.0%	13.7%	0.0%	-19.8%
資本剰余金	8.1%	12.1%	12.5%	23.0%
銀行借入(合計)	8.4%	10.6%	9.4%	12.2%
内部留保+資本準備金	20.1%	25.8%	12.5%	3.2%

出所：三重野（2006）、表4。原資料はBureau van Dijk社データベース (OSIRIS)

注：サンプル企業数は1995年、2000年サンプルについての数値

内部留保の負債の記載は、原資料の通り。

資金を調達する傾向を持ち、金融システム全体の長期資金の供給能力とは、関係の薄い立場にいたと考えられるのである。

表5 企業の資本構成 - 外資出資別

タイ

外資保有比率	0%	<10%	<33%	<50%	50%≤
サンプル企業数	14	101	80	60	13
負債	53.9%	55.1%	50.6%	50.9%	44.1%
流動負債	30.0%	32.5%	24.6%	25.7%	33.2%
買掛金等	6.9%	5.9%	5.2%	6.3%	8.8%
短期銀行借入	19.7%	23.5%	16.2%	15.9%	19.3%
その他流動負債	3.3%	3.2%	3.2%	3.6%	5.2%
固定負債	7.1%	10.4%	10.1%	10.5%	7.2%
長期借入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
社債	0.3%	2.2%	2.7%	1.6%	0.0%
その他長期負債	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
その他負債	16.8%	12.1%	15.9%	14.7%	3.6%
関係企業からの借入	3.3%	1.2%	1.0%	0.9%	2.6%
その他	13.6%	11.0%	14.9%	13.8%	1.1%
資本勘定	46.1%	44.9%	49.4%	49.1%	55.9%
資本金	21.1%	17.4%	14.6%	17.1%	17.0%
内部留保	6.7%	7.8%	14.7%	15.9%	26.3%
資本剰余金	18.3%	19.1%	19.2%	15.5%	12.6%
銀行借入(合計)	19.7%	23.5%	16.2%	15.9%	19.3%
内部留保+資本準備金	25.0%	26.9%	33.9%	31.4%	38.9%

出所：三重野（2006）、表5。原資料はタイ証券取引所資料

注：サンプル企業数は1995年サンプルについての数値

マレーシア

外資保有比率	地場企業	外資出資企業
サンプル企業数	272	21
負債	47.2%	41.5%
流動負債	34.6%	30.3%
買掛金等	7.6%	7.4%
短期銀行借入	1.7%	0.9%
その他流動負債	25.3%	22.0%
固定負債	12.6%	11.3%
長期借入	8.0%	7.4%
社債	0.1%	0.4%
その他長期負債	4.5%	3.5%
資本勘定	52.8%	58.5%
資本金	29.9%	30.2%
内部留保	12.5%	19.8%
資本剰余金	10.4%	8.4%
銀行借入(合計)	9.7%	8.2%
内部留保+資本準備金	22.9%	28.2%

出所：三重野（2006）、表5。原資料はBureau van Dijk 社データベース（OSIRIS）

注：サンプル企業数は1995年サンプルについての数値

5.4. 金融危機以降の社債の発行需要：タイのケース

集計量で見た場合、社債の発行水準は多くの国で限られているが、金融危機以降、一部の企業で社債による資金調達を試みられるようになってきていることは事実である。この動きは、債券市場の育成の取り組みとは必ずしも同時的なものではなく、むしろ金融機関の再編と関連して、先行的に生じた変化である。このことをタイについて簡単に指摘したい。

表4からも、タイにおいて社債による資金調達が僅かながら拡大していることをみることができる。この動きは、2種類の企業の行動に関係している。第1は、多くのグループ企業を傘下に持つ企業グループの資金調達戦略との関係である。例として、タイのサイアム・セメント・グループは、危機後の1999年にグループを中核事業に集約する方向に再編し、中核会社である Siam Cement PLC を持株会社化し、金融機能を集約した。これは、危機後の銀行の資金供給能力の後退に対応して、内部資本市場の取引を強化し、資金不足に対応しようとした行動と見ることができる。その上で、2000年から Siam Cement PLC は社債の発行を開始し、調達した資金を子会社・関連会社に供給している。Siam Cement PLC の資本構成を見ると、1997年以前は皆無であった社債の残高が、1999 - 2000年の平均で総資産比38.4%と急増し、同時期に子会社・関連会社の「関連企業からの借入」が増加している（三重野（2002））。

第2は、主要銀行の公募による社債発行である。タイでは、2000年頃からバンコク銀行などいくつかの有力行で、国内外の証券取引所で公募社債による資金調達が試みられてきた。これは、転換社債などの組み合わせによって、資金調達の多様化を図ったものであり、金融危機によって劣化した財務構造への対応と見られる。

重要なことは、両者のケースとも、社債発行の動機が、直接的に設備投資資金の調達に結びつくものではない点である。前者のケースは多分に内部資本市場との関係を窺わせる行動であり、後者の金融債のケースは、社債市場育成の観点からは、代替的であると理解される銀行の金融仲介活動とかかわる資金調達行動である。

5.5. 課題

以上のように、企業の社債による資金調達は、現段階では、活発ではないし、その誘因は設備投資と直接的に関係するというよりは、その他の資金調達手段と間接的に結びつくものとなっているようである。企業の資金調達における期間ギャップの問題は、社債市場の存在する、しないの問題というよりは、より基礎的な問題として、商業銀行の金融仲介能力の低さ、それゆえの企業の金融仲介への依存の低さ、金融仲介からの疎遠さに、より本質的な要因があると考えられるのである。

債券市場育成の次の段階が、大手民間企業による調達を焦点とするなら、その実態である各国の地場企業グループ、外資系企業の資金調達行動の特徴をより詳細に把握することが重要であろう。

6. 東アジアの金融システムの整備と日本

6.1. アジア金融危機における日本の支援

ここまで、金融危機をきっかけとして提起されたコーポレート・ガバナンスの視点からの問題認識と、債券市場育成を柱の1つとするアジア地域金融協力における問題認識を整理し、それぞれの問題点を指摘した。ここで、金融危機におけるアジア諸国への支援において日本が果たした役割が、このような観点からどのように位置づけられるのか、考えてみよう。金融危機の直後に日本が行った支援は、外貨準備の提供・支援（の表明）を除くと、各国が危機によって受けた経済的損害に対する緊急対処的な支援が中心であった。すなわち、「宮沢ファンド」で知られる財政支援は高金利誘導のもとで冷え込む景気を財政面から下支えする役割をある程度果たした。また、こうした財政支援には、やや中期的な目的として、そのような景気後退が貧困層へ与える影響を最小限にすることを、狙いとして含んでいた。支援による財政支出の少なからぬ部分が社会的セクターや貧困層、農村への補助金として配分されたことが、このことを表している。

より中期的な観点からの支援として特徴的なものは中小企業への金融支援である。これには、中小企業の金融困難に対する緊急支援的要素もあったが、他方では、信用保証制度の創設や中小企業金融機関の設立など、構造的な問題への中長期的な対策も含まれていた。その背景に日本の経験に基づいた、産業発展の理念が色濃く反映されていたことが窺われる。そして、実際、韓国、タイなどにおいては、かなりの成果をあげてきた。

直接的な金融危機への対策ではないが、この時期に、後発 ASEAN 諸国への包括的な経済支援が試みられはじめたことも重要であろう。先行していたベトナムに続いて、ラオス、ミャンマーへの包括的な支援のための基礎調査が進められた。そこでは、工業化による経済成長のための環境整備のあり方が問題意識として共有されていた。

他方、金融危機への対処として世界的な潮流でありながら、日本からは十分に関与できなかった要素も重要である。ドルへの過度な依存が危機の本質的な問題であると認識されていながら、アジア通貨基金構想を中心とするいわば通貨制度の自立の試みは、米国の反対によって直接的には実現しなかった。この試みが、より間接的な装いでアジア地域金融協力として登場するには、しばらくの時間を要している。

より重要な問題は、世界銀行を中心に発信されたコーポレート・ガバナンスの立場からのアジア金融危機の理解に対して、そして、その対処としての証券市場、銀行改革に対して、日本からは必ずしも体系的な形での枠組み論への参加に、あるいはその反論に成功しなかったことであろう。1990年代前半に、この地域の工業化と金融システムとの関係や企業グループの機能について活発に議論されていたにもかかわらず、同じ東アジアをまったく別の視点からネガティブに断じる議論の台頭に対して、それまでの研究蓄積を有機的に結びつけて発信することは十分にはできなかったように思われる⁷。

6.2. アジア地域金融協力の理念の意義と課題

コーポレート・ガバナンス論との対比で見れば、アジア地域金融協力の理念、あるいはそれを支える背景としての問題認識は、金融危機の背景となった金融の不安定要因を、企業の所有・経営構造に置くのではなく、実物経済の取引にそぐわない過度なドル本位制度と設備投資をファイナンスする金融手段の不在におき、こうした不安定要因を長期的な意味で排除すること、にあるということができよう。

このような理念の背景には、欧米諸国のこの地域への関心が主に金融的投資の対象としてのものに限られているのに対し、日本と域内諸国は、実物経済での結びつきからその地域の産業発展そのものに関心を持っているという事実があるように思われる。日本の支援が、証券市場改革に対しほとんど実効的な発信をしなかった一方で、中小企業支援という産業発展にかかわる長期的な 이슈に精力を傾けた理由もそこにあると理解することができよう。

しかし、社債市場の育成の議論における企業の資金需要の構造への関心の不在にみられるように、現在のアジア地域金融協力の枠組みにも、コーポレート・ガバナンスの議論と同様に、この地域の産業発展と金融の関係について、必ずしも十分な理解がなされているとはいえない部分も残っている。国債の大量発行による債券市場のボリュームの拡大が、債券市場の機能化の契機となり、やがて企業の資金調達が銀行借入から社債発行にシフトする、というシナリオは、日本の経験の有力な解釈の1つである。しかし、現在の東アジアの金融構造を日本の経験のアナロジーからのみとらえることは危険であろう。銀行借入すら低位な東アジア、特に東南アジアの企業にとって、そのようなシナリオが直接当てはまる

⁷勿論、アジア地域金融協力の取り組みが、問題の焦点を企業の所有・経営構造から資金供給の質の問題にシフトされていること自体が、穏やかな形での反論の試みとなっていると、見ることはできよう。

保証はない。

6.3. むすび：「近い外部者」の日本

World Bank (1993) : *The East Asian Miracle* を刊行から13年後の今ひも解くと、東アジアの特徴が、かなり偏った国の経験をもとに語られていたことに気づく。とりわけ金融面では日本と韓国の経験を語ることにほとんどが割かれている。当時の研究水準や分析視点としては、それは十分に受容され得るものであったにしてもここまでみてきたように、現在の東アジア諸国の金融システムを、日本や韓国のアナロジーで捉えることが、ほとんど意味を持たないことは、明らかである。

歴史的経験からみても、経済規模からみても、日本は、「東アジア」そのものではないし、また、そう位置づける必要は必ずしもない。我々は東アジア、特に東南アジアの複雑で重層的な経済システムを、当事者として知っているわけではない。従って、我々の経済発展のモデルが、そのまま当てはまると考えることは慎むべきであろう。しかし、それでも歴史的経緯と現在の産業的結びつきを背景に、欧米とは比較にならないほど東アジアとの関わりが深く、経済、社会の理解に関して我々は比較優位をもちつづけている。また、そうであろうと努める動機も強く維持されている。

「東アジアの奇跡」プロジェクトで日本が発揮したリーダーシップは、1つの記憶として重要であろう。また、東アジアのコーポレート・ガバナンスを巡る議論で、かならずしも日本からの発信が効果的でなかったことも重要な教訓となる。そのような認識の上で、現在のアジア地域金融協力の取り組みにおいて日本が果たしうる役割は、域外の欧米諸国ではあまり理解されていない、また当該の域内諸国においても必ずしも体系的に把握されていない、この地域の独特の産業発展と金融システムの関係性を把握、整理し、枠組み論を含めた政策的な発信に努めること、またそのための基盤の構築・維持に努めることにあるのではないだろうか。

【参考文献】

- 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』経済企画庁経済研究所、第160号
- 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』アジア経済研究所研究双書 No.524 アジア経済研究所
- 三重野文晴、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
- 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2号 一橋大学経済研究所
- 永野護、2005、『新アジア金融アーキテクチャー：投資・ファイナンス・債券市場』日本評論社
- 奥田英信、三重野文晴、「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 神戸大学国際協力研究科
- 奥田英信、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
- 末廣昭、2002「証券市場改革とコーポレート・ガバナンス 情報開示ベースの企業情報システム」末廣昭編『タイの制度改革と企業再編』アジア経済研究所研究双書 No.524 アジア経済研究所
- 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

吉富勝、2003 『アジア経済の真実』 東洋経済新報社

Allen, Franklin and Douglas Gale, 2000, *Comparing Financial Systems*, MIT Press

Amsden, Alice 1989, *Asia's next giant: South Korea and late industrialization*, New York: Oxford University Press

Amsden, Alice H. and Takashi Hikino, 1994, "Staying Behind, Stumbling Back, Sneaking Up, Soaring Ahead: Late Industrialization in Historical Perspective" Baumol, William et. al, ed. *Convergence of productivity*

Berle, Adolf and Gardiner Means, 1932, *The modern Corporation and Private Property*, MacMillan, New York

Booth, Laurence, Varouj Aivazian, Asli Demirguc-Kunt, and Vojislav Maksimovic, 2001, "Capital Structures in Developing Countries," *Journal of Finance* LVI

Claessens, Stijn, Simeon Djankov and Larry Lang, 1999a, "Who Controls East Asian Corporations?", *Policy Research Working Paper*, WPS2054, The World Bank

Claessens, Stijn, Simeon Djankov and Larry Lang, 1998, "Corporate Growth, Financing, and Risks in the Decade before East Asia's Financial Crisis", *Policy Research Working Paper*, The World Bank

Claessens, Stijn, Simeon Djankov, Joseph Fan and Larry Lang, 1999b, "Corporate Diversification in East Asia: The Role of Ultimate Ownership and Group Affiliation", *Policy Research Working Paper*, WPS2089, The World Bank

Claessens, Stijn, Simeon Djankov and Larry Lang, H. P. 2000, "The separation of ownership and control in East Asian Corporations", *Journal of Financial Economics*, 58(1-2):81-112, October 2000

Donner, Richard, 1992, "Limits of State Strength: Toward an Institutional View of Economic Development" *World Politics*, Vol.44, No.4 November 1992

Gerschenkron, Alexander, 1962, *Economic Backwardness in Historical Perspectives: A Book of Essays*, Cambridge, MA: Harvard University Press

Jonshon, Simon, Peter Boone, Alasdair Breach and Eric Friedman, 2000a, "Corporate Governance in the Asian Financial Crisis," *Journal of Financial Economics*, 58

Jonshon, Simon, Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes and Andrei Shleifer, 2000b "Tunneling" *American Economic Review Papers and Proceedings*, 90

La Porta, Rafael and F Lopez-de-Silanes, A Shleifer, 1999, "Corporate Ownership around the World," *Journal of Finance*, 54

La Porta, Rafael and F Lopez-de-Silanes, A Shleifer, Robert Vishny, 2000, "Investor protection and corporate governance" *Journal of Financial Economics*, 58

La Porta, Rafael and F Lopez-de-Silanes, A Shleifer, Vishny, R, 1997, "Legal Determinants of External Finance," *Journal of Finance*, 52

Lee, Jong-Wha and Young Soo Lee, Byung-Sun Lee, 2000, "The Determination of Corporate Debt in Korea," *Asian Economic Journal*, 14(4)

Mieno, Fumiharu, 2006, Fund Mobilization and Investment Behavior in Thai Manufacturing Firms

- in the Early 1990s. *Asian Economic Journal*, 20
- Mitton, Todd, 2002, "A Cross-Firm Analysis of the Impact of Corporate Governance on the East Asian Financial Crisis," *Journal of Financial Economics*, 64
- 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 Behaviour of Malaysian Firms in the 1990s: a Study of Corporate Governance before the Crisis" *Corporate Governance: An International Review*, Vol,11 No.1
- Wiwattanakantang, Yupana, 1999, "An Empirical Study on the Determinants of the Capital Structure of Thai Firms," *Pacific-Basin Finance Journal*, 7
- World Bank, 1993, *The East Asian miracle: economic growth and public policy*, Oxford University Press
- World Bank, 1998, *East Asia: The Road to Recovery*, World Bank
- World Bank, 2001, *Finance for Growth - Policy Choices in a Volatile World*, 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