

科学研究費助成事業（科学研究費補助金）研究成果報告書

平成24年 5月 30日現在

機関番号：14501

研究種目：基盤研究（C）

研究期間：2009 ～ 2011

課題番号：21530302

研究課題名（和文） 東南アジア金融システムの規定要因と変容可能性－工業化との相克の観点から

研究課題名（英文） Structure and Possible Change of the Financial System in Southeast Asia: from the Viewpoint of the Conflict with Industrialization

研究代表者

三重野文晴（Mieno Fumiharu）

神戸大学・大学院国際協力研究科・教授

研究者番号：40272786

研究成果の概要（和文）：東南アジアにおける金融システムの基底をなす構造について、大規模企業データによる企業金融、アンケート調査による中小企業金融、株式・債券市場、銀行行動ならびに実物経済とマクロ金融環境の変動の角度から総合的に分析した。分析によって、この地域の金融システムの自己資本偏重の構造が、主に資金需要側にあることが解明された。

研究成果の概要（英文）：The project focuses on the fundamental structures of financial system in Southeast Asia. The studies cover corporate finance on major firms with large scale database on micro financial data, SME finance with questionnaire-based data, and the analysis on equity and bond market. The research also covers the real sector growth and the change of capital flow in the area in the last decade. Our research effort reveals the self-financing nature of the firms in this area, and the importance of the nature of the demand side of the fund, instead of supply system, as policy implication.

交付決定額

（金額単位：円）

| | 直接経費 | 間接経費 | 合計 |
|--------|-----------|-----------|-----------|
| 2009年度 | 1,300,000 | 390,000 | 1,690,000 |
| 2010年度 | 1,100,000 | 330,000 | 1,430,000 |
| 2011年度 | 1,000,000 | 300,000 | 1,300,000 |
| 年度 | | | |
| 年度 | | | |
| 総計 | 3,400,000 | 1,020,000 | 4,420,000 |

研究分野：社会科学

科研費の分科・細目：財政学・金融論

キーワード：金融論、経済発展

1. 研究開始当初の背景

1997年のアジア金融危機から10年あまりの間、東アジアの金融システムの脆弱性を克服することを目指して、コーポレート・ガバナンスの向上、債券市場育成、域内流動性供給の仕組みなど、多くの改革が試みられた。しかし、どの改革も所期の目標を実現するまでの歩みは遅々としている。このことは、情報開示、法の執行の強化、制度整備など、金融システムを機能させるために不可欠とさ

れてきた標準的な考え方とは別の問題が、この地域の金融システムにあることを強く示唆していた。

一方、2007年から始まるサブプライム・ローン問題、08年のリーマン・ショックによって深刻化した北米および欧州の金融危機は、高度な証券市場の発展やそれに対応した高リスク業務に関与する金融機関のあり方に疑問を投げかけ、金融システム・金融行政について根本的な思考の転換を迫るものと

なっていた。

このようなことを背景として、申請時点の2008年半ばには、東アジアの金融システムやアジア金融協力のあり方をめぐる議論は、根本的な転換を迎えつつあった。

研究の実施期間中には、欧州のソブリン危機が顕在化し、また、東アジア地域では製造業に牽引された成長と経常黒字による外貨資産の蓄積が顕著となってきた。このような状況変化は、EUを範とした金融協力・統合の限界と東アジア各国の資本輸出国化に対応した協力のあり方が考慮される必要性をもたらしている。本研究の後半期にはこうした思潮変化に対応した成果が出せるよう模索してきた。

2. 研究の目的

上のような東アジアの金融システムにある固有の構造を解明することが本研究の目的である。研究の基本的視角は、①この地域の経済発展が外資による製造業の成長に支えられており、それゆえに金融仲介を通じた資金需要があまり顕在化してこなかったこと、②商業銀行の形成・発展経緯が製造業の成長と別の論理に依ってきたこと、③それゆえに金融仲介や証券市場の利用の深度は、資金供給側のキャパシティーよりは、資金需要側に規定されてきたこと、④そして、そうした構造が、2000年代のアジア金融危機からの回復の過程でむしろ強まってきたこと、である。

研究対象は、主にタイを中心とするASEAN4（マレーシア、インドネシア、フィリピン）であり、参考軸として韓国の特徴を参照している。また、ラオス、ミャンマーといった新興ASEAN諸国も可能な限り検討の視野に入れた。

3. 研究の方法

分析は、複数のアプローチから成っている。中核となるのは、企業財務データによるミクロレベルの分析である。本研究以前から進めてきた非上場企業を含む大規模な企業データを、特にタイ、マレーシアについて補足し、最適資本構成モデルに基づいて、オーナーシップや上場ステータスとの関係を分析してきた。また、こうしたデータセットから漏れる中堅中小企業の分析については、小規模ながらアンケート調査による情報収集によってデータセットを作成し分析を進めてきた。債券市場育成などの論点に関わる多国間比較の場合には、上場企業に絞って、データベンダーからデータベースを入手し、分析を進めてきた。

企業金融構造を規定する実物経済、国際マクロ経済環境の変化については、公表されているマクロ統計によって国別比較の観点か

ら記述的な分析を進めてきた。さらに、タイについて、その政治経済的文脈、商業銀行の経営戦略の変化を主な関心として、より細かいケーススタディーを進めてきた。ここから得られる詳細な情報は、国別比較の補完をなしている。

現地調査はタイを中心に2度行い、全般的な聞き取りに加えて、補足データの入手を行い、アンケート調査を実施してきた。また、他の研究プロジェクトと相乗りする形で、タイ、インドネシア、ラオス、ミャンマーでの聞き取り調査を重ねた。

4. 研究成果

(1) 企業金融についての研究

① タイ、マレーシアについて、過去数次の研究にわたって蓄積されてきた非上場企業を含む大規模企業財務データを追加補足し、資本構成の決定要因を分析してきた。分析にあたっては、そもそも企業の分布構造、特に外国所有と規模及び証券市場への参加（取引所への上場）有無の属性との関係に留意した。その結果、総資産順位1000社程度の大企業層においても、驚くほど多くの外国の子会社、合弁企業が分布すること、証券市場への参加が限られること、などが明らかになった。タイを例にとれば、2005年時点で外国資本が出資に参加する企業は全1100社中の過半にも及び、また上位400社においてさえ、上場企業の比率は34%に過ぎない。

こうした企業分布上の特徴を踏まえた上で、企業の資本構成を観察すると、負債比率はタイで50%、マレーシアで45%程度と先進国と比較しても非常に高いことが確認された。東アジア企業について往々にして指摘される「過度な負債ファイナンス」への偏重は、株式ファイナンスとの比較上の問題に過ぎず、実態はむしろ高い自己金融（内部留保）への依存と、外部金融全般の低調さが指摘されるべき構造である。

以上を踏まえて、エージェンシー理論に基づく最適資本構成の標準的なモデルによって、資本構成の決定要因を推定すると、資本コスト、内部留保などの基本的な変数に加えて、証券市場への上場の属性が企業の銀行借入と正の関係にあることが見いだされた。このことは、負債ファイナンスと資本ファイナンスが代替的ではなく補完的な関係にあることを意味しており、アジア金融危機以降の金融改革が目指してきた前者から後者へのシフトという基本的な考え方は現状とは整合的はない可能性があることを示している。

また、外資所有比率は銀行借入と基本的に負の関係にあることが見いだされた。このことは、外国所有企業の一部、特に子会社としての性格の強い企業は、銀行借入よりは「親子ローン」等の内部資本市場に依存する傾向が強いという見方と矛盾しない。そうだとすれば、直接投資による製造業によって主導されてきた東アジアの実物経済の成長が、金融仲介や証券市場の未発達と関係を持っているとの理解が成り立つ。

- ② 上記の大規模企業データによる研究では、非上場企業を含む分析という点で、従来の研究の限界を超える知見を見いだすことができたものの、成長の中核部分を担う裾野産業・中小企業の資金調達をカバーできていない、という問題が残っている。東アジアの製造業による成長の深化によって重要性が増す裾野産業への資金供給チャンネルの重要性は、この地域で日系を中心に規模の小さい外資系企業が裾野産業として主要な役割を担っている現状のもとでは、特に非常に重要なイシューである。こうした中小企業は、財務情報のみならず、企業ダイレクターから一般情報をとることが難しいため、業種、規模を絞って、タイについてアンケート調査によって情報を収集し、分析を進めている。

アンケートによる情報収集が困難を極め、全体のイメージ把握は十分ではないが、限られたデータサンプルからは、電子部品、輸送機械部品の製造業について、驚くほどの高い自己金融への依存（負債比率10%以下）が観察された。また、負債の中でも銀行借入の比重は特に小さく、企業間信用が重要な役割を果たしていることも明らかになった。そして、こうした高い自己金融への依存傾向は、作業仮説に反して外資系企業とタイの地場企業との間でさほどの違いはなかった。

このことは、少なくとも中小企業層では、自己金融への依存が、「親子ローン」などの外資系企業独特の資金チャンネルの存在ゆえに高いのではなく、タイで中小企業が直面する資金調達の困難さ一般的の事情を反映していること、「親子ローン」などの活用はむしろそれへの対処と考えるべきであることを示している。

- ③ 債券市場の育成、発展の可能性に関係して社債による資金調達に関する分析も進められた。この分野については独自データベースによる分析とは別に、主に商用提供されている上場企業財務データを用いて進められてきた。各国で社債による

資金調達を行う企業は上場企業の一部に限られるので、このようなデータで、カバレッジは十分に確保されるし、多国間比較の研究ではこのような商用データベース以外の情報でおこなうことは非常に困難だからである。

アセアン4カ国の比較分析から、すべての国で債券市場は未だ公債市場が圧倒的な比重を占め、社債はきわめて限られていることが確認できた。その上で、社債の主な発行者は、インフラ部門および金融機関であり、現段階で債券市場は製造業部門の資金調達にはほとんど結びついていないことが明らかになった。さらに、既存統計において社債の発行体として集計されるものの中で国営企業の占める割合が相当な水準に上ることもわかった。

このような観察結果は、企業にとって債券市場が金融仲介に代わる資金調達手段としては機能が未だ非常に低い水準にあること、を示している。また、それゆえに、債券市場を金融仲介の代替的な手段と捉えることは妥当ではなく、金融仲介が不活発であることと共通の要因の解決が重要であるとの理解が成り立つ。

(2) マクロ統計による各国比較

本研究では、ミクロ財務データによる分析とは別の角度から、鳥瞰的な観察として、ASEAN4カ国の2000年代における金融環境の変化を、マクロ経済指標と国際収支表を用いて比較分析を行った。その結果、アジア金融危機以降10年余のこの地域の経済の回復過程は、製造業の輸出に主導されたものであり、国内消費の拡大はそれに付随したものに過ぎないことが見いだされている。さらに、輸出の拡大と裾野産業の成長による経常収支の黒字化を基盤として、外貨準備、国内貯蓄が充実し、その結果、この地域からの海外投資が無視できないほどの規模に拡大している現状が確認された。

こうしたマクロ経済環境の変化の中で、国内の商業銀行はアジア金融危機からの回復後も必ずしも国内企業部門への貸出を十分には回復させず、特に製造業部門への貸出を後退させつつあり、他方で海外投資を徐々に増やしつつある現状が明らかになった。

リーマン・ショック時にこの地域が受けた影響が、金融経路によるものが少なかったこと背景には、商業銀行部門がアジア金融危機以降、経営が保守的になっていたことに加えて、このように海外に保有されていた資産がバッファーとして機能したことが大きいと考えられる。一方で、一部

の国で経常収支の悪化が一時的に深刻な景気後退の原因となったことは、これらの国々が輸出依存の経済構造を強めていたことによる。この対称的な影響の経路は、この地域が過去 10 年間に迎ってきた経済構造の変化によく対応したものである。

(3) タイのケーススタディー

上の鳥瞰的な観点の分析をちょうど補完する形で、タイのケーススタディーも進められてきた。すなわち、2000 年代の経済成長の特徴を、政治経済的な観点から観察し、金融セクターの変容をその中で捉えることを目指した。特に 2001-06 年までのタクシン政権による経済政策に着目し、その本質が、従来型の輸出主導型成長の深化にあり、さまざまに進められた再分配政策は、その輸出経済による余剰を活用して行われたのであり、その逆ではない（再分配政策が成長の源泉となったのではない）ことを明らかにした。その一方で、金融セクターは、実物経済で成長する輸出製造業への関与をむしろ後退させ、再分配政策の成果である消費等の国内部門にもっぱら関与を深めてきたことが明らかになった。

このような動きは、リーディングセクターに属する企業の自己金融への依存の強まりという、企業金融の変化とよく符合している。

5. 主な発表論文等

(研究代表者、研究分担者及び連携研究者には下線)

[雑誌論文] (計 13 件)

- (1) Mieno, Fumiharu, Hisako Kai, 2012, "Do Subsidies Enhance or Erode the Cost-Efficiency of Microfinance?", Center for Economic Institutions, Working Paper Series, IER, Hitotsubashi University, Vol 14, p. 1-25. [査読無]
- (2) 三重野文晴, 2012, 「2000 年代タイの経済構造—商業銀行、証券市場、企業金融の変容—」, 『タイ国情報』, 第 46 巻第 1 号, 日本タイ協会, 33-48 頁 [査読無]
- (3) 三重野文晴, 2012, 「ASEAN 4 カ国における債券市場育成の現状理解—タイを中心に」, 柏原千英編, 『「アジア域内金融協力」再考: 進展と課題』調査報告書』, アジア経済研究所 119-139 頁 [査読無]
- (4) Mieno, Fumiharu (forthcoming), 'The Eastern Seaboard Development Plan and Industrial Cluster: A Quantitative Overview', Machiko Nissanke and Yasutami Shimomura ed., Working Towards Institution Development

Through Aid: Implications of Asian Experiences for Sub-Saharan Africa, Palgrave Macmillan, London [査読無]

- (5) 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 [査読無]
 - (6) Mieno, Fumiharu, 2011, "Comment on 'Change in Development Finance in Asia: Trends, Challenges, and Policy Implications'", Asian Economic Policy Review (2011) 6, p. p. 247-248. [査読無]
 - (7) 三重野文晴・布田功治, 2011, 「2000 年代タイの経済構造—成長メカニズム、資本フロー、分配構造の変容—」, 『タイ国情報』, 第 45 巻第 4 号, 日本タイ協会, 30-38 頁 [査読無]
 - (8) 三重野文晴・猪口真大, 2011, 「タイ金融部門の近年の変容とリーマン・ショックのインパクト—ASEAN 内比較の観点から」, 『ワールド・トレンド』, No. 189, IDE-JETRO, 22-26 頁, [査読無]
 - (9) 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, 217-250 頁 [査読有]
 - (10) Fumiharu Mieno, 2010, "Foreign Ownership, Listed Status and Financial System in East Asia: Evidence from Thailand and Malaysia" Discussion Paper No. 64, Discussion Paper Series, APEC Study Center, Columbia University, pp. 1-35, [査読無]
 - (11) 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, [査読無]
 - (12) 三重野文晴・布田功治, 2009, 「タイ—金融改革・成長回復の 10 年と世界金融危機」『ワールド・トレンド』 2009 年 7 月号 IDE-JETRO
 - (13) 長井滋, 武田真彦, 永野護, 高安健一、三重野文晴, 2009, "アジア債券市場育成について: 回顧と展望" 日本銀行アジア金融協力センター、ディスカッション・ペーパー. 1-43 (2009) [査読無]
- [学会発表] (計 8 件)
- (1) Fumiharu Mieno, "Foreign Ownership, Going Public and Capital Structure in Asian Corporations: Evidence from Thailand and Southeast Asia", JSPS EU-Japan Joint Workshop, University of

- Naples Federico II, Naples, Italy, 28, November, 2011
- (2) Fumiharu Mieno, "Do Subsidies Enhance or Erode the Cost-Efficiency of Microfinance?", a paper presented at Biennial Conference of East Asian Economic Association at Inwa University, Seoul, 3, October 2010
 - (3) Fumiharu Mieno, "Foreign Ownership, Listed Status and Financial System in East Asia: Evidence from Thailand and Malaysia" 一橋大学 経済研究所 発展研究会／経済制度セミナー, 16, July, 2010
 - (4) 三重野文晴, 「アジア経済危機後 10 年のタイ経済構造変容と世界経済不況」(共通論題パネル), アジア政経学会 西日本大会, 京都大学, 2010.06.12.
 - (5) Fumiharu Mieno, 'On a Twisted Linkage between International Capital Inflow and Domestic Financial System in Southeast Asia', First Joint International Workshop of the JSPS Asian Core Program on "Asian Connections: Southeast Asian Model for Co-Existence in the 21st Century" Conference' Kyoto, 26-27, February, 2010
 - (6) Fumiharu Mieno, "Japan's Context: Real Sector Growth and Finance", JBIC-LPEM Workshop on "Strategies for Asia's Sustainable Growth beyond the Global Crisis? Infrastructure, the Environment, and Finance", Jakarta, Indonesia 15, February, 2010.02.15
 - (7) Fumiharu Mieno, "Foreign Ownership, Listed Status and Financial System in East Asia: Evidence from Thailand and Malaysia", JSPS EU-Japan Joint Workshop on Spillover Effects and Cycle Effects of Regional Integration: East Asia and EU, Leuven, Belgium, 29 January, 2010.
 - (8) 三重野文晴, 「世界金融危機の東南アジアへのインパクト」(共通論題 パネル), アジア政経学会 西日本大会, 名古屋大学, 2009.06.27.

[図書] (計 1 件)

- (1) 奥田英信 三重野文晴 生島靖久, 2010, 『新版 開発金融論』, 251 頁, 日本評論社

[産業財産権]
該当なし

[その他]
ホームページ等

6. 研究組織

(1) 研究代表者

三重野文晴 (Mieno Fumiharu)
神戸大学・国際協力研究科 教授
研究者番号: 40272786