

東アジアの金融アーキテクチャー

福田 慎一*

要 約

アジアの通貨危機は、東アジアの経済システムの問題点をさまざまな形で顕在化させた。しかし、金融システムに関してグローバル・スタンダードをただちに適用することがアジア経済の安定的な発展にとって適切なものかについては、経済学者、政策担当者の中で全くコンセンサスがあるわけではない。本稿では、このような問題意識から、金融システムのある方に関するこれまでの議論を整理すると同時に、東アジアにおける新しい金融システムの制度設計（アーキテクチャー）について考察を行う。

経済発展のプロセスにおいてどのような形態の金融市場が望ましいかは、経済発展論の分野で数多く議論されてきた重要な研究課題である。なかでも、金融市場の自由化がその国の経済発展にいかなる影響を与えるかに関しては、それをプラスに評価する論文と、そのマイナスの側面を強調する論文が共存してきた。おそらく、法制度や透明性のある会計制度の整備が進み、企業に対する外部からの規律付けがうまく働いている経済では、規制の少ない自由な金融市場の発達、資源配分の効率性を高めることは事実であろう。政府の金融市場への介入や地縁・血縁を通じた金融取引は不透明な部分も多く、選挙や賄賂といった非経済的な要因によって資金の非効率な配分を生むことも多い。しかしながら、過去の経験を振り返ってみた場合、発展途上国における金融市場の自由化は必ずしも経済成長に好ましい影響を与えなかった。このため、法制度や会計制度が不完備で、情報の非対称性など市場の失敗が存在している場合には、金融市場を規制することがむしろ望ましいと主張するなど、新古典派理論とは異なる考え方も受け入れられるようになってきている。

アジア通貨危機は、アジア諸国の金融システムが潜在的に抱えていた問題点を顕在化させた。クルーグマンら欧米の経済学者は、それを「クローニー・キャピタリズム」として批判し、政府による金融資産への暗黙的保証に加えて、金融監督などさまざまな金融制度が未整備・未成熟であることが、非効率な資金配分を生み出し、危機を深刻にしたと指摘した。法制度や会計制度という観点から東アジア諸国の金融制度をみた場合、株主や債権者に対する保護は、イギリスやアメリカよりは劣るものの、世界平均と比較するとむしろ進んだ国が多い。しかし、株式の所有構造の集中度をみると、いくつかの国で東アジアの特異性が観察される。特定の家族による企業支配は、その経済力をベースとしたロビー活動を通じて、政府関係機関や政府関係者と関係（癒着）を強めることにつながる。また、過度の所有の集中は、法的にはある程度保護されている少数株主の影響力を実質的には弱めてしまい、外部からの規律付けを弱めてしまう。

自由な金融市場の調整メカニズムを重視する視点に立てば、東アジア企業における所有の集中は、持続的な経済成長を達成する上では大きな足かせとなるとする主張は自然なも

* 東京大学大学院経済学研究科教授

のである。しかし、特定の個人株主や親会社の持ち株比率に企業の支配権が集中することは、特定の所有者の意向に沿って、独善的な経営が行われてしまう弊害がある一方で、利害関係者間の調整に伴う各種のエージェンシー・コストが少なく済むという良い面と悪い面もある。名声や地縁・血縁などのつながりに立脚した金融システムがもつダウンサイドのリスクを軽減する1つの考え方は、所有の集中を排除し、グローバル・スタンダードにもとづく金融システムを構築することである。しかし、それは同時に、東アジアの金融システムが伝統的に持っていた良い側面もなくなってしまうことにもつながる。政府が金融市場に緩やかな介入を行うことは、東アジアの金融システムが伝統的に持っていた良い側面を残しながら、金融システムの脆弱な面を補完する上である程度有用かもしれない。

I. アジア通貨危機と金融システムの設計の必要性

1990年代以降、金融危機や危機の伝染を伴う新しいタイプの通貨危機（「21世紀型の危機」）が何度も発生し、国際金融市場に深刻な問題をもたらした。アジア通貨危機はその代表的なものであり、その教訓は従来型の政策では対応できないことを如実に示唆するものであった。深刻な危機に直面して、政策当局者だけでなく、学者の間でも、危機の再発を防ぐための新しい金融システムの制度設計は急務であるという認識が広まっている。「通貨危機および金融危機に対して頑健な金融のアーキテクチャーとはどのようなものか?」、「金融のアーキテクチャーを強化するにはどのような制度変更が必要か?」など、金融制度の設計に向けた新しい提言は枚挙に暇がない。

東アジア地域は、1990年代には、「東アジアの奇跡」と呼ばれる目覚ましい高度成長を達成した。しかしながら、1997年、タイに始まった通貨危機が他の東アジア諸国に波及し、「アジア通貨危機」が発生すると、東アジア各国の金融面の脆弱性が指摘されるようになった。当時、国際通貨基金（IMF）が通貨危機に陥った国に対して課した融資条件（コンディショナリティー）やマクロ政策のアドバイスは、経済のさまざまな分野で自由化することが良いとする「ワ

シントン・コンセンサス」の経済哲学に依拠していた。しかし、アジア通貨危機に際して、IMFが従来型の処方箋を使ったためにかえって危機を深めたのではないか、東アジアの経済発展段階や政治的な背景を十分に考慮しないためにIMFの支援が実をあげなかったのではないか、などの批判は、その後の東アジアにおける金融システムの制度設計に関する議論にも大きな影響を与えている。

アジアの通貨危機の理論的・実証的な研究はこれまでも多く蓄積されているが、いまだに、なぜ通貨危機が起きたのか、危機への対処法は適切であったかどうか等については論争が続いている。通貨危機は、それまでのアジアの経済システムの問題点をさまざまな形で顕在化させた。しかし、金融システムに関してグローバル・スタンダードをただちに適用することがアジア経済の安定的な発展にとって適切なものかについては、経済学者、政策担当者の中で全くコンセンサスがあるわけではない。「アジア人の、アジア人による、アジア人のための」金融システム設計を求める声も少なくない。本稿では、このような問題意識から、金融システムのある方に関するこれまでの議論を整理すると同時に、東アジアにおける新しい金融システムの制度設

計（アーキテクチャー）について考察を行う。東アジアに関しては、近年の目覚ましい経済成長にも関わらず、今後どのような形で経済システムの改革を進めていくべきかについて、残された課題が山積している。東アジア地域は、1990

年代末に深刻な通貨危機を経験した。こうした通貨危機を2度と経験しないためにも、新しい金融システムの制度設計の構築は、東アジア地域では緊急の課題の1つであるといえる。

II. 金融と経済成長

経済発展のプロセスにおいてどのような形態の金融市場が望ましいかは、Gerschenkron (1962) の先駆的研究以降、経済発展論の分野で数多く議論されてきた重要な研究課題である。なかでも、金融市場の自由化がその国の経済発展にいかなる影響を与えるかに関しては、それをプラスに評価する論文と、そのマイナスの側面を強調する論文が共存してきた¹⁾。自由化が経済成長を促進することを主張した先行研究では、規制の少ない金融仲介の発達、異時点間の資源配分の効率性を高め、投資を生産性のより高い部門へ向かわせると同時に、経済主体に流動性を供給し、効率的なリスク分散を可能にする機能をもつことが強調された。特に、マッキノン (McKinnon (1973)) とショー (Shaw (1973)) は、政府による金融システムへの介入を「金融的抑圧 (financial repression)」とよび、非効率な資源配分を生み出す源泉として捉えた。このような金融市場の自由化の役割を評価した新古典派理論は、近年より洗練された手法によって分析が行われている (たとえば、Fry (1995) のオーバービューを参照のこと)。これらのモデルでも、規制の少ない金融仲介システムの発達は、経済全体の貯蓄をより生産的かつ非流動的な資産に傾斜させ、資本蓄積を促進する働きをすることが明らかにされている。

おそらく、法制度や透明性のある会計制度の

整備が進み、企業に対する外部からの規律付けがうまく働いている経済では、規制の少ない自由な金融市場の発達、資源配分の効率性を高めることは事実であろう。政府の金融市場への介入や地縁・血縁を通じた金融取引は不透明な部分も多く、選挙や賄賂といった非経済的な要因によって資金の非効率な配分を生むことも多い。しかしながら、過去の経験を振り返って見た場合、実質的に世銀・IMFによって推進された発展途上国における金融市場の自由化は必ずしも経済成長に好ましい影響を与えなかった。このため、マッキノン自身も、法制度や会計制度が不完備で、情報の非対称性など市場の失敗が存在している場合には、金融市場を規制することがむしろ望ましいと主張するなど、新古典派理論とは異なる考え方も受け入れられるようになってきている (たとえば、Stiglitz (1994)、McKinnon and Pill (1996))。

今日でも、どのような金融システムが望ましいかは、各国の発展段階や歴史的経緯に依存するという考え方は有力な説である²⁾。Allen and Gale (2000) らによって指摘されているように、最先端の技術開発を行っている企業では、債券市場や株式市場といった公開市場を通じて資金調達を行うことが、情報生産やリスク分散の両面で、銀行貸出よりも望ましい性質がある。最先端の技術は、銀行の審査担当者にとって未知

1) 邦文で金融と経済発展の問題を取り扱った文献としては、藪下 (2001) がまとまっている。

2) 制度比較の観点から日本の金融システムの位置づけを議論したものとしては、福田・寺西 (2003) を参照のこと。

の部分があまりにも多く、したがってその優劣はむしろ多様な参加者から構成される公開市場を通じて多角的な観点からチェックしていく方が効率的である。また、最先端の技術はハイリターンであると同時にハイリスクであることが多く、このようなハイリスクを分散する上では、特定の貸し手がリスクを負担する銀行貸出よりも、幅広い投資家がリスクをシェアすることの方が好ましいと考えられる。伝統的にイギリスやアメリカの技術水準は、産業革命以降、世界のトップ・ランナーであるものが多く、その意味で、これらの経済で債券市場や株式市場が発達したことは自然なことであったといえる。

しかし、Allen and Gale らがもう一方で指摘している点は、先進国からの技術導入を行う後発国の企業では、銀行貸出が情報生産やリスク分散の両面で債券市場や株式市場よりも逆に望ましい性質があることである。発展途上の企業が先進国から技術導入を導入するには learning-by-doing を通じて実用的な技術・技能を蓄積が必要であり、それには長い時間を要することが多い（たとえば、寺西（1991）を参照）。しかし、蓄積しようとしている技術・技能自体は、既に先進国で使われてきたものであり、その内

容はさほど専門的な知識がなくてもある程度理解可能なものである。したがって、後発国では、企業に対する情報生産は、企業を持つ技術・技能に関する事前的な審査よりも、企業の経営資源や財務内容を審査し、導入された技術や技能を、モラル・ハザードを伴うことなく、いかに効率的に活用しているかを何度もモニターする事の方が重要となる。このようなモニタリングは、多数の参加者からなる公開市場よりも、委任された監視者（delegated monitor）としての銀行や地縁・血縁を通じた金融取引の方が、優れた情報生産機能があると考えられる。これら資金供給者は、借り手企業と長期的な取引関係を持つことによって、モニタリングの専門業者として企業のモニタリングを効率的に行うことができる。もちろん、技術の導入過程では、貸出先の企業がしばしば経営危機に陥るというリスクもある。しかし、技術導入が適切に行われている限り、そのような経営危機は運転資金など手元流動性の不足が原因となることが多く、いざという時の貸し手として企業を救済する上でも、公開市場より銀行や地縁・血縁を通じた金融取引の方が優れていると考えられる。

Ⅲ．金融抑圧と金融抑制——金融システムと政府の役割

Ⅲ-1．金融抑制（financial restraint）

発展途上国において、緩やかな政策的介入が生み出す銀行のレントが健全な経済発展を促進する可能性を示唆した最近の代表的研究は、Helleman, Murdock, and Stiglitz（1996, 2000）である。Helleman, Murdock, and Stiglitz は、開発促進のために政府が金融面で介入することを金融抑制（financial restraint）とよび、預金金利規制などによって生み出される銀行のレントは、以下の2つの側面から民間銀行に開発促進的な行動をとるインセンティブを与えると考えた。

まず第1は、預金金利の上限が規制されているもとの、民間銀行がより多くの預金を集め、それを生産的な投資へ振り向けるという側面である。発展途上国では、貯蓄率が高い場合でも、貯蓄が、宝石・貴金属・動植物といった実物資産、現金、およびインフォーマル・クレジットの債権という形で保有されることが少なくなく、必ずしも生産的な投資へと振り向けられないケースが多い。しかし、貯蓄が預金という形で民間銀行に集められた場合、その大半は、通常、貸出という形で生産的な投資へ振り向けられる。したがって、民間銀行がより多くの預金を獲得

できれば、経済成長にプラスの効果が生まれることになる（この点を最初に強調したものとしては、Tobin（1965）が代表的である）。

一般に、政策的介入がない場合、発展途上国において、貯蓄の大半を民間銀行に対する預金に振り向けることは必ずしも容易なことではない。しかし、預金金利の上限が規制され、貸出金利に規制が存在しない場合、利ざやによる民間銀行の利益は貸出量の単純な増加関数となる。したがって、銀行は貸出量を増やすべく、より多くの預金を集めるインセンティブを持つようになる。このような銀行による預金獲得競争は、店舗規制が存在し、各銀行の店舗数が預金量に依存して決定される場合にさらに激化する。したがって、預金者の貯蓄意欲を殺ぐことのない緩やかな預金金利の規制下では、貯蓄の効率的な配分という点で経済成長に好ましい効果が生まれると考えられる。

第2は、レントの存在が、フランチャイズ・バリューを高めることによって、民間銀行がモラル・ハザードを起こす可能性を小さくするという側面である。一般に、倒産コストが非常に低い場合、民間銀行は、ローリスク・ローリターンへの借り手よりも、ハイリスク・ハイリターンへの借り手が選択する傾向にある。これは、有限責任制のもとでは、プロジェクトに失敗した場合でも、保有資産の価値を超えて責任を追及されることはないからである。しかし、銀行が破綻すれば、そのフランチャイズ・バリューも同時に失われる。したがって、フランチャイズ・バリューを高くすれば、民間銀行は、自らの破綻を回避するべく、長期的な視野に立った慎重な融資活動を行うとともに、貸出先に対するモニタリングを積極的に行うと考えられる。

III-2. 政策介入の効果

もっとも、政策的介入によって生み出される銀行のレントが健全な経済発展を促進するには、さまざまな強い前提条件が必要である。第一は、銀行のガバナンス構造が健全に機能することである。銀行は、借り手を常に監視するモニター

としての立場にあるが、そのモニタリングが健全に機能するには、銀行を監視する第3者に存在が不可欠である。銀行に対する規律付けがうまく機能しない限り、金融抑制の議論は、単なる性善説に依存した意味のない議論となってしまう。

モニターを誰がモニタリングするか（“Who monitors the monitor?”）という問題は、コーポレート・ガバナンスのもっとも難しい問題の1つである。銀行の場合、政府、株主、預金者などがそれに相当すると考えられるが、それらによるモニタリングが適切に機能しない場合、政策的介入によって生み出される銀行のレントは逆に深刻な非効率を経済に及ぼすことになる。その典型的な例が、銀行によるレント・シーキング（rent seeking）が発生するケースであろう。レント・シーキングが顕著となると、多くの資源はより多くのレントを獲得するためにのみ浪費され、その結果、生産的な投資へ振り向けられる資源は少なくなってしまうことになる。したがって、かりに貯蓄が預金という形で民間銀行に集められたとしても、銀行のレント・シーキングが活発である限り、その大半はレントを獲得するための贈賄へと振り向けられ、経済成長には全く貢献しないことになる。

第二に、政策的介入は過度のものであってはならず、各民間経済主体のインセンティブを大きく歪めない程度の緩やかなものであることである。たとえば、預金金利規制によって預金金利が市場金利より低く抑えられる場合、預金者の預金に対するインセンティブは通常低下する。この問題は、税制面で預金者を優遇したり、預金以外の貯蓄手段を政策的に規制することによってある程度軽減できる。しかし、預金金利が過度に低下すればやはり預金は大幅に低下すると考えられる。

第三に、政策介入は長期的なビジョンに立ったものであることである。経済発展の問題を考える場合、その国が短期的にどれくらい生産量が高められるかという問題よりも、長期的にどれだけ成長が見込まれるかがより重要であるで

ある。したがって、経済成長の促進を目的とした政策的介入も、その短期的な効果よりも、その効果が持続し、少なくとも長期的にはプラスの効果をもたらすかどうかという視点で評価されるべきである。その意味で、緩やかな政策的

介入によって生み出される金融市場のレントが健全な経済発展を促進するには、それが長期的なビジョンに立った政策と平行に実施される時であると考えられる。

IV. アジアの通貨危機の教訓

一般に、アジア通貨危機が発生した原因にはさまざまなものがある（たとえば、Corsetti, Pesi, and Roubini (1999), 関税・外国為替等審議会 (2002)）。しかし、アジア通貨危機は、従来の通貨危機とは本質的に異なる新しいタイプの通貨危機（「21世紀型の危機」）であったことは今日では幅広く認識されている。その1つの特徴は、ある国で発生した通貨危機が他の国へと伝染した点である（Eichengreen, Rose, and Wyplosz [1996]）。しかし、もう1つ、そしておそらくより重要な特徴は、通貨危機が深刻な金融危機を伴うものであった点である。アジア通貨危機では、金融危機と通貨危機が双方向的な因果性をもって発生し、公開市場が未発達で、銀行貸出が中心であった東アジア諸国の通貨危機をより深刻なものとした。

通貨危機当時、多くの金融機関が外貨建てで海外から短期の資金調達を行う一方、自国通貨建てで国内に長期の貸出を行っていた。特に、過去に流入した短期資金の多くは、銀行部門を経由して非流動的な長期投資の資金として国内で貸し出されていたため、海外へ大量に資金が流出したこれらの国々では深刻な銀行危機（banking crisis）が発生した（たとえば、Radelet and Sachs [1998]）。このような「通貨」と「満期」の二重のミスマッチの結果、ひとたび通貨危機によって自国通貨が大きく減価すると、金融機関のバランスシートは大きく劣化し、金融危機を起こす引き金となったと考えられる。

金融危機は、クレジット・クラッシュなどを通じてその国の経済に大きなダメージを与え、危

機をより深刻なものとした。インドネシアを例外とすれば、国内の預金者が銀行から競って預金を引き下ろす「取り付け」は、国内の貸借ではそれほど深刻なものとはならなかった。しかし、危機に遭遇した多くの東アジア諸国では、海外の銀行や投資家が一齐に短期資金を引き上げた結果、海外からの借入に大きく依存していた国内の銀行部門は大きな危機に直面することとなった。これらの事実、本源的貸手に資金の元本を保証する預金保険機構のようなセーフティーネットが存在していない国際金融市場においては、海外の投資家がちょっとしたきっかけで競って短期資金の回収に走るリスクがより高いことを示唆しているともいえる。

もっとも、危機当時の東アジア諸国では、危機を深刻にするメカニズムが金融システムに内在していたことも指摘されている。特に、多くの金融機関の経営基盤は脆弱なものである一方、政府あるいは中央銀行は、かりに金融機関の経営が悪化しても救済せざるをえない側面があり、それが金融機関の経営に大きなモラル・ハザードの問題を生み出していた。金融資産に対する政府の暗黙的保証による深刻なモラル・ハザードである。その結果、投資のダウンサイド・リスクを保証された金融機関は過剰な貸出や投資を行い、経済全体として過剰投資や資産価格の暴騰を生み出した。非効率な過剰投資や資産価格のバブルは、いつまでも続くわけがない。結果的には、金融の自由化・国際化のなかで、

暗黙の政府保証 ⇒ 金融機関のモラルハザード

⇒ 急速な貸出の増加と資産価格の高騰
 ⇒ 急速な貸出の回収やと資産価格の暴落
 ⇒ 金融危機・通貨危機
 という悪循環が発生したといえる (Krugman [1998])。このため、東アジア諸国で金融危機を伴った21世紀型の通貨危機を予防するには、

国際金融システムだけでなく、国内の金融システムを健全化することが重要であるという主張は、今日では幅広く受け入れられている。「通貨危機に耐えうる東アジアの金融システムとは何か？」に関して、その後さまざまな議論が展開されることになった。

V. アジア型金融システム：法制度からの検討

アジア通貨危機は、アジア諸国の金融システムが潜在的に抱えていた問題点を顕在化させた。Krugman (1998) らは、それを「クローニー・キャピタリズム」として批判し、政府による金融資産への暗黙の保証に加えて、金融監督などさまざまな金融制度が未整備・未成熟であることが、非効率な資金配分を生み出し、危機を深刻にしたと指摘した。世界銀行やIMFの中にも、この考え方を支持するエコノミストは多く、「アジア型金融システム」がアジア危機の主因の1つであると論じている (たとえば、Pomerleano [1998])。しかしながら、それらの議論の多くは、必ずしも「アジア型金融システム」とは何かを、法制度や実際の資金調達状況から幅広い実証分析を行っておらず、ある意味での先入観も存在している。そこで、以下では、あらためて東アジアの金融システムの特徴を整理しなおしてみよう。

まず法制度や会計制度という観点から東アジア諸国の金融制度をみた場合、株主や債権者に対する保護は、イギリスやアメリカよりは劣るものの、世界平均と比較するとむしろ進んだ国が多いことを指摘できる。これは、東アジアにはかつてイギリスの植民地であった国が多く、その結果、英米のコモン・ローの流れを汲んだ法制度が作られている国が多いということが指

摘できる。たとえば、表1は、La Porta, Lopez-De-Silanes, Shleifer, and Vishny (1998) にもとづいて、東アジア9カ国 (香港、マレーシア、シンガポール、タイ、インドネシア、フィリピン、日本、韓国、台湾) を含む世界49カ国の法制度を、イギリス系のコモン・ロー諸国、フランス系の市民法諸国、ドイツ・スカンジナビア諸国系の市民法諸国に分類した結果である³⁾。表から、東アジア9カ国のうち4カ国が、株主や債権者を保護する傾向が強いイギリス系コモン・ロー諸国に分類されていることがわかる。この分類は、法の起源を重視した側面が強く、タイがその後にフランス系の市民法諸国の影響を受けたことや戦後の日本の法律が占領下でアメリカ型に修正されたことは考慮されていない。しかし、個々の項目を見ても、東アジア諸国の株主や債権者に対する保護は、イギリス系のコモン・ロー諸国の平均に比べても低くない。

表2は、La Porta らが世界48カ国で株主および債権者の権利が法的にどれくらい保護されているかを調査した結果を点数の平均としてまとめたものである。表から、株主の権利はタイ、インドネシア、韓国が、また債権者の権利はフィリピンが低いことが読み取れる。しかし、全体としてみると、東アジア諸国の株主の権利および債権者の権利は、いずれも、イギリス系の

3) La Porta らは、法制度を株主や債権者の保護、およびその強制力をその起源や実際のさまざまな仕組みの観点から検討し、イギリス系のコモン・ロー諸国で法制度を株主や債権者の保護およびその強制力が強いこと、フランス系の市民法諸国で弱いことをそれぞれ示している。

コモン・ロー諸国の平均をわずかに下回るものの、世界平均よりも大きく、市民法諸国の平均を大きく上回っている。この結果は、多くの東アジア諸国で、株主および債権者が法制度でむしろ保護されていることを示している。

表3は、La Porta らが同じ世界48カ国を対象として、法の強制力がどれくらい強い、会計制度がどれくらい透明であるかを調査して点数にした平均をまとめたものである⁴⁾。La Porta らは、フランス系以外の市民法（すなわち、ドイツ系市民法およびスカンジナビア系市民法）

の国々では、株主および債権者の権利が法的に弱い分、法の強制力が高いという補完効果を指摘している。多くの東アジア諸国では、株主および債権者の権利が法的にも保護される傾向にあったため、このような補完効果は存在せず、法の強制力と会計制度の透明性はそれほど高くない。特に、インドネシアとフィリピンにおける法の強制力は非常に低い。しかし、東アジア諸国平均は、世界平均をわずかに下回る程度であり、フランス系市民法諸国の平均を大きく上回っている。

表1 La Porta らによる世界48カ国の法制度の類型化

イギリス系のコモンロー	フランス系の市民法	ドイツ系の市民法
オーストラリア	アルゼンチン	オーストリア
カナダ	ベルギー	ドイツ
香港	ブラジル	日本
インド	チリ	韓国
アイルランド	コロンビア	スイス
イスラエル	エクアドル	台湾
ケニア	エジプト	
マレーシア	フランス	
ニュージーランド	ギリシャ	スカンジナビア系市民法
ナイジェリア	インドネシア	デンマーク
パキスタン	イタリア	フィンランド
シンガポール	ヨルダン	ノルウェー
南アフリカ	メキシコ	スウェーデン
スリランカ	オランダ	
タイ	ペルー	
英国	フィリピン	
米国	ポルトガル	
ジンバブエ	スペイン	
	トルコ	
	ウルグアイ	
	ベネズエラ	

(注) 塗りつぶした国は東アジア諸国

(出所) La Porta, Lopez-De-Silanes, Shleifer, and Vishny (1998)

4) 会計制度の透明性は、Center for International Financial Analysis and Research (CIFAR) による40カ国の調査にもとづくもので、Rajan and Zingales (1998) で用いられたものと同じものである。

表2 株主および債権者の権利の保護

	株主の権利	債権者の権利
香港	5.00	4.00
マレーシア	4.00	4.00
シンガポール	4.00	4.00
タイ	2.00	3.00
インドネシア	2.00	4.00
フィリピン	3.00	0.00
日本	4.00	2.00
韓国	2.00	3.00
台湾	3.00	2.00
東アジア9カ国平均	3.22	2.89
東アジア（除く日本，韓国，台湾）平均	3.33	3.17
世界48カ国平均	3.00	2.30
イギリス系コモンローの平均	4.00	3.11
フランス系市民法の平均	2.33	1.58
その他市民法の平均	2.60	2.20

(注) La Porta, Lopez-De-Silanes, Shleifer, and Vishny (1998) の Table 3 および Table 4 から、筆者が作成。株主の権利は6項目の平均。債権者の権利は4項目の平均。

表3 法の強制力および会計制度の透明性

	法の強制力	会計透明性
香港	8.77	69.00
マレーシア	7.71	76.00
シンガポール	8.99	78.00
タイ	5.93	64.00
インドネシア	4.38	n.a.
フィリピン	4.08	65.00
日本	9.37	65.00
韓国	6.71	62.00
台湾	8.08	65.00
東アジア9カ国平均	7.11	68.00
東アジア（除く日本，韓国，台湾）平均	6.64	70.40
世界48カ国平均	7.41	60.93
イギリス系コモンローの平均	7.40	69.62
フランス系市民法の平均	6.55	51.17
その他市民法の平均	9.23	67.20

(注) LaPorta,Lopez-De-Silanes,Shleifer,andVishny (1998) の Table 5 から、筆者が作成。法の強制力は5項目の平均。会計制度の透明性は、40カ国の調査。

VI. 株式所有構造

前節でみたように、法制度や会計制度という観点から東アジア諸国の金融制度をみた場合、株主や債権者に対する保護は世界的に見てもむしろ進んだ国が多く、東アジア諸国の金融取引に関連しては、一部の例外を除いて、法制度の整備や会計制度の透明性が伝統的に立ち遅れてきたとする「クローニー・キャピタリズム」の存在を示唆するものとは程遠い⁵⁾。しかし、株式の所有構造の集中度をみると、いくつかの国で東アジアの特異性が観察される。

表4は、La Portaらが世界44カ国を対象として、各国の10大企業（除く金融機関）の集中度（株主上位3位の持ち株比率）を調査した結果をまとめたものである。結果を東アジア9カ国平均でみた場合、ほぼ世界平均である。しかし、香港、マレーシア、シンガポール、タイ、インドネシア、フィリピンの東アジア6カ国と、日本、韓国、台湾の東アジア3カ国では、その特徴に大きな差異が見られる。すなわち、前者6カ国の平均は0.53とフランス系市民法諸国の平均0.54にほぼ匹敵する所有構造の集中が観察される。これに対して、後者3カ国の平均は、0.20と世界的に見ても株式の所有構造が分散している。

La Portaらは、フランス系市民法の国々では、株主および債権者の権利が法的に弱い分、株式の所有構造の集中度が高いという補完効果を指摘している。東アジアでも、インドネシア、フィリピンは、この議論がある程度当てはまる。

しかし、香港、マレーシア、シンガポール、タイは、いずれもイギリス系のコモン・ロー諸国に分類されるにも関わらず、高い集中度が観察されている。これらの国々では、上場企業であっても特定の株主が企業を支配するなど、コーポレート・ガバナンス面で偏った所有構造を持つ企業が数多く存在していたといえる。

以上の結果は、より多くの上場企業の株式所有構造を詳細に分析したClaessens, Djankov, and Lang (2000)の研究でより明確にされている⁶⁾。Claessensらは、La Portaらと同じ東アジア9カ国に関して、多くの上場企業（合計2980社）を対象として株式所有の集中度を調べ、表5のような結果を得ている。表は、20%以上の大株主がない場合を「分散所有」と定義し、分散所有でない企業に関しては、その大株主のタイプに応じて、「家族」、「国」、「(分散所有の)金融機関」、「(分散所有の)非金融法人」に分類してある。表から「分散所有」の比率を大きい順に見ていくと、日本が79.8%と最も高く、続いて韓国の43.2%、台湾の26.2%となっている。しかし、その他の東アジア諸国では、「分散所有」の比率は非常に低く、香港、インドネシア、シンガポール、タイでは1割にも満たない。その一方で、日本を除く各国とも、「家族」が大株主となっており、それは比較的「分散所有」の比率が高かった韓国や台湾でも例外ではない。日本を除く東アジアでは、家族所有と経営の分離が進んでいないことを示唆している。

5) 劉・寺西・福田 (2006) は、東アジア諸国では、資金調達面でも必ずしも先進国や他の発展途上国と比べてはっきりした違いが観察されないとしている。

6) この研究は、La Porta, Lopez-De-Silanes, and Shleifer, (1999) がOECD諸国27カ国を対象とした研究を東アジア諸国に拡張したものである。La Portaらのサンプルにも香港、シンガポール、日本、韓国が含まれており、類似の結果が得られている。

表4 上位3位の株主への所有の集中度

	平均	中央値
香港	0.54	0.54
マレーシア	0.54	0.52
シンガポール	0.49	0.53
タイ	0.47	0.48
インドネシア	0.58	0.62
フィリピン	0.57	0.51
日本	0.18	0.13
韓国	0.23	0.20
台湾	0.18	0.14
東アジア9カ国平均	0.42	0.41
東アジア（除く日本，韓国，台湾）平均	0.53	0.53
日本，韓国，台湾の平均	0.20	0.16
世界44カ国平均	0.46	0.45
イギリス系コモンローの平均	0.43	0.42
英系コモンロー（除く東アジア）の平均	0.41	0.40
フランス系市民法の平均	0.54	0.55
その他市民法の平均	0.35	0.33

(注) LaPorta, Lopez-De-Silanes, Shleifer, and Vishny (1998) の Table 7 にもとづく。44カ国に関して、上位10大企業（除く金融機関）の集中度をそれぞれ調査した結果。

表5 東アジアの上場企業の所有構造

	企業数	分散所有	家族	国	分散所有の 金融機関	分散所有の 非金融法人
香港	330	7.0	66.7	1.4	5.2	19.8
インドネシア	178	5.1	71.5	8.2	2.0	13.2
日本	1240	79.8	9.7	0.8	6.5	3.2
韓国	345	43.2	48.4	1.6	0.7	6.1
マレーシア	238	10.3	67.2	13.4	2.3	6.7
フィリピン	120	19.2	44.6	2.1	7.5	26.7
シンガポール	221	5.4	55.4	23.5	4.1	11.5
台湾	141	26.2	48.2	2.8	5.3	17.4
タイ	168	6.6	61.6	8.0	8.6	15.3

(注) Claessens, Djankov, and Lang (2000) の Table 6 のうち、20%以上の大株主の有無で分類したものの (20% cutoff) にもとづく。企業数以外は、単位は%。

Ⅶ. 「クローニー・キャピタリズム」

Claessens らは、このような家族所有中心の 東アジア企業のガバナンス構造こそが、東アジア

ア諸国が「クローニー・キャピタリズム」の存在を示唆するものであると主張する。特定の家族による企業支配は、その経済力をベースとしたロビー活動を通じて、政府関係機関や政府関係者と関係（癒着）を強めることにつながる。また、過度の所有の集中は、法的にはある程度保護されている少数株主の影響力を実質的には弱めてしまい、外部からの規律付けを弱めてしまう。そして、このような「クローニー・キャピタリズム」こそが、IV節で紹介したメカニズム（Krugman（1998）らの指摘）のベースとなり、モラル・ハザードを通じて危機を深刻にしたとする。

自由な金融市場の調整メカニズムを重視する視点に立てば、東アジア企業における所有の集中は、持続的な経済成長を達成する上では大きな足かせとなるとする主張は自然なものである。しかし、Allen, Qian, and Qian（2005）が最近の中国を例として論じたように、東アジアでは不完全な法制度や不透明な会計制度のもとでもめざましい成長を遂げた民間企業は少なくない。Allen, Qian, and Qian は、名声や地縁・血縁などのつながり（reputation and relationships）が、不完全な法制度や不透明な会計制度のもとで金融システムをうまく機能させる上で重要な役割を果たしてきたと考えた。

一般に、特定の個人株主や親会社の持ち株比率に企業の支配権が集中することは、良い面と悪い面がある。良い面としては、利害関係者間の調整に伴う各種のエージェンシー・コストが少なくて済むという点を指摘できる。たとえば、所有と経営の分離が進んだ企業では、所有者が経営者の行動をモニターすることは容易ではなく、経営者が所有者の利害に反する行動をとることによってパフォーマンスが低迷する可能性がある。しかし、所有が集中している企業では、

経営者が所有者の利害に反する行動をとることは難しく、それによるパフォーマンスの低下も少ない。一方、悪い面としては、特定の所有者の意向に沿って、独善的な経営が行われてしまう弊害を指摘できる。所有が集中している企業では、大株主が役員であるケースが多いなど、外部のモニタリングも働きにくく、客観的にみて企業経営が悪い方向に進んでいる場合でも、外部からの規律付けによってそれを修正することは容易ではない。

福田・粕谷・中島（2006）は、所有の分散が進んでいない日本の非上場企業のデータを使い、特定の個人株主や親会社の持ち株比率の上昇は、当該企業の業績が良い企業ではプラスに働く反面、業績が悪化した企業では逆にマイナスに働くことを示している。危機前の東アジア諸国や最近の中国で見られたような、所有の集中した企業（家族支配型企業）のめざましい成長は、このうちのプラスの側面を反映したものと考えられる。しかし、そのことは同時に、アジア危機のように経済の低迷が深刻となったときに悪い側面が顕在化するダウンサイドのリスクをも示唆する。

名声や地縁・血縁などのつながりに立脚した金融システムは、ある意味では諸刃の剣である。そのようなシステムがもつダウンサイドのリスクを軽減する1つの考え方は、所有の集中を排除し、「ワシントン・コンセンサス」にもとづく金融システムを構築することかもしれない。しかし、それは同時に、東アジアの金融システムが伝統的に持っていた良い側面もなくしてしまうことにつながる。政府が金融市場に緩やかな介入を行うことは、東アジアの金融システムが伝統的に持っていた良い側面を残しながら、金融システムの脆弱な面を補完する上である程度有用かもしれない。

VIII. インフォーマル市場

V節からVII節では、主として上場企業に対する法制度、会計制度、所有構造に注目して、東アジアにおける「クローニー・キャピタリズム」の問題を考察した。しかし、東アジアにおける「クローニー・キャピタリズム」を議論する上でこれまでの研究で相対的に見逃されてきた点は、株式や銀行借入で資金調達をすることが事実上不可能な中小企業が、インフォーマルな金融市場からの資金調達をしてきたことである。

以下では、この問題を台湾を例にして検討する。

台湾は「中小企業王国」といわれ、中小企業の総数は1980年代末頃でも、総企業数の98%近くであった⁷⁾。中小企業は輸出の主役でもあり、1980年代末、輸出総額の約6割が中小企業によるものであった。しかも、これら台湾の中小企業は、中小企業向けの貸出を専門とする銀行が発達した1980年代までは、台湾省合作金庫を中心とする各種の信用組合に加えて、インフォーマルな金融市場からの資金調達に依存していた（たとえば、福田（2006）を参照）。

表6は、Shea（1994）にもとづいて、1960年代半ばから90年までの期間において、企業部門の資金調達がどれだけフォーマルな金融市場から行われ、どれだけインフォーマルな金融市場から行われたかを示したものである。表から、商業銀行を中心とした金融の仲介機関からの資金調達が半分以上のウエイトを占めてきたものの、インフォーマルな市場のウエイトも4分の1近くに達しており、そのウエイトは1980年代後半においても、債券市場や資本市場のウエイトを上回っている。商業銀行の貸出が主として大企業向けであることを勘案すれば、中小企業の資金調達におけるインフォーマル市場の役割

はきわめて大きかったといえる（たとえば、Tang（1995）を参照）。

インフォーマルな金融市場では、金融当局によって直接規制・監督されることなく、企業あるいは個人による資金の貸借が行われている。また、ごく一部の例外を除き、資金の貸し手は特に正式な組織を持つわけではない。インフォーマルな金融市場には、さまざまな形態のものが存在するが、代表的なものには、高利貸、地下投資銀行、先日付小切手貸付、建物担保貸付、企業間貸付、族系内信用などがある。インフォーマルな金融市場では、名声や地縁・血縁などのつながり（reputation and relationships）が果す役割は、フォーマルな金融市場よりもはるかに大きい。インフォーマルな金融市場は、不完全な法制度や不透明な会計制度のもとでも金融取引が機能する上で重要な役割を果たしてきたといえる。

もっとも、インフォーマルな金融市場の性格上、その実態は必ずしも十分に把握されているわけではない。また、名声や地縁・血縁などのつながりに立脚した金融システムが諸刃の剣であるという点は、インフォーマルな金融市場でより深刻な問題であり、アジア危機のように経済の低迷が深刻となったときに悪い側面が顕在化するダウンサイドのリスクも大きいと考えられる。

表7は、中央銀行が公表している台北市におけるインフォーマル・クレジット金利（年率換算値）を、短期のマネー・マーケット金利と比較したものである。インフォーマル・クレジット金利は、リスクのないマネー・マーケット金利だけでなく、CPの金利や貸出金利を大きく

7) 1985年のデータを見ると、雇用者が300人以下の中小企業が台湾全体に占めるシェアは、付加価値ベースでも50%、雇用者数でも62%に上っている。

上回っている。公表データは、中央銀行が把握できたインフォーマルな金融市場であるので、実際の金利差はさらに大きかった可能性がある。台湾経済の大きな担い手であった中小企業の多くが、資金調達面で大きなコストを支払っていたことが示唆される。名声や地縁・血縁などのつながりに立脚した金融システムが諸刃の剣であることの側面を示しているといえる。

台湾では、1980年以降、中小企業向け専門銀行が発達するにつれて、中小企業金融に占めるインフォーマルな金融市場の役割は次第に低下し、1990年頃には貸出量の3%程度にとどまるようになった。1975年の銀行法によって、中小企業向け専門銀行は、中小企業向けに中長期の資金を提供する専門銀行と位置づけられている。

これら中小企業向け専門銀行は、1980年代から90年代半ばごろまでは70%前後の中小企業向け融資比率を保っていた。しかし、金融の自由化の中で、台湾中小企業銀行を除けば、中小企業向け融資比率を徐々に減らしているものが多い。特に、規制緩和を受けて一般銀行化したものは、中小企業向け融資比率を大きく減らしている。このため、今日の台湾でも、インフォーマルな金融市場の役割は小さくない。台湾よりも発展段階が遅い他の東アジア諸国でも、中小企業向けの金融取引では、不完全な法制度や不透明な会計制度のもとで、名声や地縁・血縁などのつながりが重要な役割を果たしていると考えられる。

表6 台湾企業の金融機関別資金調達構成比

	1964-70	1971-75	1976-80	1981-85	1986-90
フォーマル市場	72.8	77.2	75.6	76.7	76.1
金融仲介機関	57.1	67.4	57.2	52.2	54.1
短期債券市場	0	0	4.5	10.6	6.9
資本市場	15.7	9.8	13.9	13.9	15.1
インフォーマル市場	27.2	22.8	24.4	23.3	23.9

(出所) Shea (1994) Table 6.6.

表7 インフォーマル・クレジット金利とその他金利の比較

	インフォーマル・クレジット金利台北市 (12月平均)	中央銀行再割引率 (年末値)	TB 91日	CP 1-30日	流通市場	貸出金利 (年平均)
			発行市場 (年平均)	発行市場 (年平均)		
西暦						
71	21.6	9.25				12.5
75	26.4	10.75	8.65			14
80	31.32	11.00	13.83	16.63	17.2	16.2
85	24.48	5.25	4.68	6.78	6.44	9.5
90	24.36	7.75	6.53	10.16	9.46	
95	23.4	5.5	4.99	7.08	6.43	

(注) インフォーマル・クレジット金利は月率に12を掛けることによって、年率換算。貸出金利は、定期貸出の金利で、71年を除き、上限金利。また、85年を除き無保証定期貸出。

なお、1989年7月19日以降、貸出金利の上限撤廃によって、貸出金利のデータはない。

(出所) Financial Statistics Monthly, Taiwan District, The Republic of China, 各号

IX. おわりに

今日の国際経済において、「金融」の果たす役割は計り知れないものがある。しかし、世界各国の金融システムはさまざまであり、その優劣を歴史的背景や社会的・制度的特徴を考慮することなく一概に比較することは難しい。

日本経済の低迷や東アジアの通貨危機など最近の経済情勢は、「アジア型」の金融システムのマイナス面を顕在化させた。しかし、これらの金融システムに対する評価が低下したのは、ほんのここ数年のことである。むしろ、日本や東アジア諸国で経済危機が顕在化する1990年代半ばまでは、銀行を中心とした金融システムの優れた側面がしばしば強調されてきた。東アジアの金融システムの制度設計においても、過度に市場中心の金融システムのメリットのみを強調することはバランスの取れた議論ではない。

多くの東アジア諸国は、法制度や会計制度という側面だけから見ると、必ずしも世界的に遅れているわけではない。その一方で、日本を除く東アジアでは、家族所有と経営の分離が進んでおらず、コーポレート・ガバナンス面で偏った所有構造を持つ企業が数多く存在している。名声や地縁・血縁などのつながりに立脚した金融システムは、ある意味では諸刃の剣である。しかし、そのような東アジア諸国において債券

市場や株式市場を中心とした金融システムを構築することは、東アジアの金融システムが伝統的に持っていた良い側面もなくしてしまうことにもつながる。東アジア地域における国際金融のアーキテクチャーを考える上では、この点を十分考慮する必要がある。

アジア危機を振り返ると、東アジアにおいては、国内貯蓄率が高いにもかかわらず、資本市場が未発達のために、経済発展に不可欠な長期性の資金が十分に供給されなかったという問題があった。国内資金は、いったん欧米の国際金融センターに流出し、こうした資金が米ドル建て等の短期資金として東アジアに還流してくる構図となっていた。その結果、現地通貨建てで長期の投資を行っていた東アジアの企業や金融機関は、「満期」と「通貨」の二重のミスマッチに直面し、通貨危機によってきわめて深刻なダメージを受けることとなった。アジア債券市場育成の構想は、アジア域内の資金をアジア域内で固定化すると同時に、二重のミスマッチを解消し、アジアの貯蓄をアジア地域でより効率的に活用することにある。実現には残された問題も多いが、東アジア独自の金融アーキテクチャーを考える上でも今後が期待される。

参 考 文 献

関税・外国為替等審議会：アジア経済・金融の諸問題に関する専門部会、(2002)『アジア経済・金融の諸問題への取り組み－危機の再発防止と安定的な経済成長の実現のために－』。寺西重郎 (1991)『工業化と金融システム』東洋経済新報社。
福田慎一 (2006)、「戦後台湾の金融システム」奥田英信・寺西重郎・福田慎一・三重野文晴

編『アジアの経済発展と金融システム：極東アジア編 (仮題)』第2章、東洋経済新報社、近刊。
福田慎一・寺西重郎 (2003)、「経済発展と長期資金」『経済研究』Vol. 54, pp. 160-181。
福田慎一・粕谷宗久・中島上智、(2006)、「非上場企業におけるコーポレート・ガバナンス」日本銀行ワーキングペーパーシリーズ, 06

- J-05.
- 藪下史郎 (1995), 『金融システムと情報の理論』 東京大学出版会.
- 劉群・寺西重郎・福田慎一, (2006), 「東アジアの金融システムの地域的特質」 奥田英信・寺西重郎・福田慎一・三重野文晴編 『アジアの経済発展と金融システム：極東アジア編 (仮題)』 第7章, 東洋経済新報社, 近刊.
- Allen, F., and D. Gale, (2000), *Comparing Financial Systems*, The MIT Press : Cambridge.
- Allen, F., J. Qian, and M. Qian, (2005), “Law, Finance, and Economic Growth in China,” *Journal of Financial Economics*, 77, pp. 57–116.
- Claessens, S., Simeion Djankov, and Larry Lang, (2000), “The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations,” *Journal of Financial Economics* 58, pp. 81–112.
- Corsetti, Giancarlo, Paolo Pesenti, and Nouriel Roubini, (1999), “What Caused the Asian Currency and Financial Crisis?” *Japan and the World Economy* 11, pp. 305–454.
- Eichengreen, B., A. K. Rose, and C. Wyplosz, (1996), “Contagious Currency Crises,” NBER Working Paper # 5681.
- Fry, Maxwell J., (1995), *Money Interest and Banking in Economic Development*, 2nd edition, John Hopkins University Press : Baltimore.
- Gerschenkron, A., (1962), *Economic Backwardness in Historical Perspective*, Harvard University Press : Cambridge MA.
- Helleman, T., K. Murdock, and J. Stiglitz, (1996), “Financial Restraint : Towards a New Paradigm,” in Aoki, M., H-K. Kim, and M. Okuno-Fujiwara eds., *The Role of Government in East Asian Economic Development : Comparative Institutional Analysis*, Oxford University Press : New York. (青木・金・奥野 (藤原) 編 『東アジアの経済発展と政府の役割：比較制度分析アプローチ』 1997年, 日本経済新聞社, pp. 183–233)
- Helleman, T., K. Murdock, and J. Stiglitz, (2000), “Liberalization, Moral Hazard in Banking, and Prudential Regulation : Are Capital Requirements Enough?” *American Economic Review* 90, pp. 147–65.
- Krugman, P., (1998), “What Happened to Asia?” mimeo.
- La Porta, R., F. Lopez-De-Silanes, and A. Shleifer, (1999), “Corporate Ownership around the World,” *Journal of Finance*, Vol. 54, pp. 471–517.
- La Porta, R., F. Lopez-De-Silanes, A. Shleifer, and R. Vishny, (1998), “Law and Finance,” *Journal of Political Economy*, Vol. 106, pp. 1113–1155.
- McKinnon, R. I., (1973), *Money and Capital in Economic Development* (Washington : Brookings Institute).
- McKinnon, Ronald I., and Huw Pill, (1996), “Credible Liberalizations and International Capital Flows : The ‘Overborrowing Syndrome’” in T. Ito and A. O. Krueger eds., *Financial Deregulation and Integration in East Asia*, University of Chicago Press : Chicago, pp. 7–42.
- Pomerleano, M., (1998), “The East Asia Crisis and Corporate Finance,” Policy and Research Working Paper 1990, World Bank.
- Radelet, Steven, and Jeffrey Sachs, (1998), “The Onset of the East Asian Financial Crisis” NBER Working Paper # 6680.
- Rajan, R.G., and L. Zingales, (1998), “Financial Dependence and Growth,” *American Economic Review* 88, pp. 559–586.
- Shaw, E.S., (1973), *Financial Deepening in Economic Development*, Oxford University Press : New York.
- Shea, Jia-Dong, (1994), “Taiwan : Development and Structural Change of the Financial System,” in H.T. Patrick and Y.C. Park eds. *The Financial Development of Japan, Korea, and Taiwan*, Oxford University Press, New York.
- Stiglitz, Joseph, (1994), “The Role of the State in

- Financial Markets.,” in M. Bruno and B. Pleskovic eds., *Proceedings of the World Bank Annual Bank Conference on Development Economics* 1993, pp. 19–52.
- Tang, Shui-Yang, (1995), “Informal Credit Markets and Economic Development in Taiwan,” *World Development* 23, pp. 845–855.
- Tobin, James, (1965), “Money and Economic Growth,” *Econometrica* 33, pp. 671–684.