

持続的成長に向けてアジア経済の課題 ～タイ、マレーシア、インドネシアを中心に～

2000年 1月
シンガポール駐在員事務所
日本政策投資銀行

はじめに

本報告は、急回復してきているアジア経済に焦点をあてて、今後の持続的成長に向けての課題を探ろうとするものです。構成は次のようになっています。

まず第1章では、99年に入って、アジア経済が急回復してきた背景を整理します。次に第2章では、アジアの株式市場の推移を見ることで、アジア各国のファンダメンタルズの差によって、株式市場が二極化している状況を明らかにします。第3章では、株式市場の二極化が、アジア各国の構造改革の遅れに起因していることを踏まえ、タイ、マレーシア、インドネシアを中心に、改革の進捗状況、改革を妨げる要因などに言及します。第4章では、これからアジア経済が持続的な成長を遂げていくための課題を挙げています。

アジア経済の急回復が伝えられていますが、その実態は、米国経済の好調、日本経済の回復といった外部要因に加えて、内需刺激型の積極的な財政政策などの追い風に恵まれてきた面があります。それでは99年の急回復が、持続的な成長に結びつくのでしょうか？多くのエコノミストの答えは、「No!」です。何故なら、アジア経済危機で大きな傷を負った金融セクターや企業セクターの構造改革が進んでいないからです。タイ、マレーシア、インドネシアでは、巨額の公的資金を投入して、不良債権処理、金融機関の整理集約、企業債務の整理などに取り組んできています。しかし、法体系制度の不備、古いビジネス慣習など様々な要因が、その進展を阻んでいるのが実状です。

アジア経済は、日本、欧米など海外からの投資資金がこれまでの高成長を支えてきました。経済危機でアジアから逃げ出した資金を呼び戻すためには、海外の投資家からの信認を取り戻すことが不可欠です。各国の構造改革への取り組みが急がれる所以もそこにあります。 本報

告では、タイ、マレーシア、インドネシアの構造改革について具体的に紹介するために、各国毎の補論も付け加えました。皆様のご参考になれば幸いです。

シンガポール駐在員事務所

首席駐在員 西澤 逸実

目 次

1 V字型の急回復を示すアジア経済

- (1) アジア経済危機の背景
- (2) 追い風に恵まれ99年に入って急回復

2 二極化するアジアの株式市場

- (1) 株式市場の推移
- (2) 市場関係者の見方
- (3) 各国のファンダメンタルズにより二極化進む

3 道半ばの構造改革（タイ、マレーシア、インドネシアを中心に）

- (1) 構造改革の進捗状況
- (2) 改革を妨げる要因は何か
- (3) 旧いビジネスモデルの変革が必要

4 持続的な成長に向けての今後の展望と課題

- (1) 持続的な成長は海外からの信認回復が鍵
- (2) 今こそ改革の時期

< 補論 >

- 1 インドネシア：国が管理する巨額の不良資産売却の行方
- 2 マレーシア：政府とマレ系企業の癒着
- 3 タイ：外資導入を梃子に金融セクターの改善を目指す

参 考 文 献

新聞、雑誌

Far Eastern Economic Review
The Economist
The Asian Wall Street Journal

調査資料

Financial Sector Crisis and Restructuring : Lessons From
Asia
(IMF Report)
Asian Development Outlook 1999 (Asian Development
Bank)
WestLB Research (WestLB)
Asian Market Quarterly (ABN AMRO)
DBS Bank Investment Quarterly (DBS Bank)

1 V字型の急回復を示すアジア経済

(1) アジア経済危機の背景

アジア経済は、99年に入って、多くのエコノミストの予想を上回るテンポで急回復してきている。図-1は、シンガポール、マレーシア、インドネシア、タイ、中国の5ヶ国について、80年代、90年代のGDP成長率を追ってみたものである。

アジア経済は80年代、90年代を通じて、多少の山谷はあるものの、一貫して5%から10%の高成長を続けてきた。しかし97年7月のタイバーツの暴落をきっかけに、アジア経済は、かつて経験したことのないリセッションに見舞われた。なぜアジア経済危機が起こったのか、さまざまな分析がなされている。その中で、アジア経済危機の背景には、短期的に急激な資金移動が起きたことが指摘されている。

表-1は、アジア地域への資金の流れ、すなわちインドネシア、タイ、マレーシア、韓国、フィリピンの5カ国へのネットの資金フローを示したものである。

96年までは、アジア地域は世界の成長センターともてはやされ、世界中から資金が流れ込んできた。96年だけでも、民間金融機関を中心に1千億ドルもの巨額な資金がこの5カ国に注ぎ込まれてきた。しかし97年を境に、民間金融機関は、アジアから資金を引き上げ始め、98年にはついにネットの資金フローが赤字になった。この表からも読み取れるように、97年、98年にかけて、それまでの潤沢な資金流入がとまったことが、アジアの急成長に大きなブレーキになってしまったわけである。さらに通貨危機の後、各国とも通貨防衛のた

め高金利政策を取ったこと、タイ、インドネシア、韓国ではIMFの処方箋にしたがって緊縮財政を余儀なくされたことなどが、アジア各国の実体経済を一層冷やすことになり、それが98年のリセッションにつながった。

(2) 追い風に恵まれ99年に入って急回復

99年に入って、アジア経済は目覚ましい回復を見せてきている。なぜ一転してV字型の回復を示してきたのだろうか？

第一に挙げられるのは、98年リセッションの反動である。諸々の経済成長を示す統計指標は、前期との比較をベースにしている。最悪のリセッションとなった98年のベースとの比較では、元の数字が極端に落ち込んでいることから、経済活動が一旦底を打てば、自ずと指標は大きく回復してくる。GDP指標を取ると、前年比プラス成長でも、そもそも前年98年の低いベースとの比較で考える必要がある。例えばタイを例にとると、98年のマイナス9%に対して、今年は3~4%成長が見込まれているが、それでも97年のレベルには追いついていない。

第二の要因は、貿易パートナーである米国経済の好調持続と、日本経済の回復である。世界的なIT分野にIT業界の好調を受けて、シンガポール、マレーシア、タイなど東南アジア地域からの製品輸出が伸びている

第三の要因は、極端に冷え込んでいた内需の回復である。アジアの各国政府が、緊縮財政、高金利政策から、国内景気を刺激するために積極財政、低金利政策に転換したことによる。表-2、3、4、5は、マレーシア、シンガポール、タイ、インドネシア、香港の5ヶ国について、GDP成長率、為替相場、金利、外貨準備高の推移を示したものである。

99年のGDPは、インドネシアを除いてプラス成長に転じる見込みである。インドネシアも新政権の発足により経済再生への取り組みが期待されており、2000年には、経済の収縮に歯止めがかかりプラス成長に向かうとの見方が一般的になってきた。為替相場は、97年末から98年始めにかけて、各国通貨とも最安値をつけたが、98年秋の円高ドル安への流れの中で、アジア通貨もドルに対して反転してきている。為替が安定してきたことで、より弾力的な金利政策を取る余地が生まれ、現在では、各国金利とも通貨危機前の水準を下回る低金利になっている。低金利政策が景気を後押ししていることは間違いない。外貨準備高も各国とも輸出の好調等を受けて、積み増してきている。タイでは、通貨危機直後の97年8月の外貨準備は、100億ドルを切ったところまで落ち込んだ。その後は、経常収支の改善などを受けて、適正水準まで戻している。アジア各国の外貨ポジションは相当に改善されたと言える。

2 二極化するアジアの株式市場

(1) 株式市場の推移

アジア経済は、99年に入り、輸出の好調、内需の回復等の追い風を受けて、大方のエコノミストの予想を上回るV字型の急回復を遂げてきている。アジア経済の先行きはどうなるのだろうか？ 株式市場は、景気の先行指標である。市場への参加者が、先行きをどう見るかで、株価は変動する。アジア各国の株式市場の推移を見てみよう。

表は、マレーシア、シンガポール、タイ、インドネシア、香港、韓国、日本の7カ国の株式市場のインデックスをみたものである。97年7月の通貨危機以降、およそ1年間は、株式市場にとって悪い材料が次から次に出て、市場はまさに奈落の底に突き落とされるように、下げつづけた。最安値の水準は、危機前の高値と比べて、どの市場も3分の1、4分の1以下まで下がった。しかし、98年秋頃から、ようやく底を打ち、99年に入って夏場までは、景気回復の期待感から、急上昇してきた。特に、景気回復の著しいシンガポール、韓国では、過去の最高値を更新するまでに至ったほどである。

(2) 市場関係者の見方

しかし99年7月以降、アジアの株式市場の上昇にストップがかかり、その後は低迷気味である。足元の経済指標が好調を伝えられる中で、なぜ株式市場は、アジア経済の先行きに慎重になりはじめたのだろうか？ 現地シンガポールでの市場関係者、アナリストの見方を紹介しよう。

> 楽観論の終焉

99年の上期まで市場では、アジア経済の先行きについてかなり楽観論が支配的だった。マクロ的な経済指標の好転が次々と発表される一方、韓国やタイなどで金融セクターの構造改革の進展を評価する向きもあり、アジア経済の本格回復への期待感が膨んだ。しかし99年7月に入って、韓国やタイ、インドネシア等の金融セクター、企業セクターに悪い材料が次々に出始め、このことが市場関係者の間に構造改革に対する失望感を招き楽観論が一気にしぼんできたようだ。タイ：99年3月にタイの大蔵大臣が不良債権処理の山は越したと宣言したにもかかわらず、その後も不良債権が増加（貸出残高の47%）。また国内第2位の国営金融機関の不良債権が80%以上に達するとの監査法人のレポートが99年8月に発表されるなど、不良債権処理の遅れが、大きく知-ズアップ。インドネシア：大手金融機関（バリ銀行）から前北-ビ大統領側近の関係する会社への不正送金（70百万ドル）が発覚、大きなスキャンダルに。韓国：第2位の大手財閥大宇グループが実質的に経営破綻。

> 米国市場の動向

米国金利の上昇懸念や過熱が心配されているダウ市場の動向により、アジア株式市場も影響を受けやすくなっている。

> 政治情勢、Y 2 K 問題

政治情勢が緊張すれば、直ちに市場は敏感に反応して、売り圧力がかかってくる。99年7月、台湾の李総統の「二つの中国」発言を受けて、中台間の軍事的緊張が高まり、台湾の株式市場は一気に値を下げた。また99年9月インドネシアの東ティモール地方の分離独立を巡る混乱に嫌気をさしてインドネシア株式市場は急落した。このほかY 2 Kいわゆる2000年問題を前に、株式取引面での不測の事態に備えて取引を手控えようとする動きも株式市場の値動きに微妙な影響を与えている。

(3) 各国のファンダメンタルズにより二極化進む

年初から一本調子で急上昇してきたアジア株式も、99年後半に入って、それぞれの国のファンダメンタルズを反映した相場展開を見せ、2極化しつつある。アジア経済のフロントランナーとして好調なシンガポールや構造改革に一定の進展を見せている韓国は、アジア経済危機前の過去最高値をすでに更新し、なお上値をうかがう勢いにある。一方、タイ、マレーシア、インドネシアについては、構造的な問題に対する内外の投資家からの信認が得られず、相場は一進一退を続けている。

アジア経済は、確かに99年に入って急回復してきたことは間違いない。しかし、その実態としては、米国経済の好調、日本経済の回復に加えて、各国政府の強力な景気刺激政策等などの追い風に恵まれてきた面が多分にある。99年の回復が、今後の持続的な成長へ結びつくわけではなく、タイ、マレーシア、インドネシアでは、まだまだ超えなければならないハードルが残っているようだ。最大の課題は、不良債権問題に苦しむ金融セクターや巨額の債務を背負う企業セクターなどの構造改革である。

3 道半ばの構造改革

(1) 構造改革の進捗状況

最近の株式市場の低迷の一因として、アジア各国の金融セクター、企業セクターの構造改革が進んでいないことへの海外投資家の失望感があると指摘した。以下では、タイ、インドネシア、マレーシアについて、具体的に構造改革の進展を見てみよう。

タイ、インドネシア、マレーシアの金融機関は、アジア経済危機のなかで、不動産投資や株式投資などの過剰融資が不良債権化して、その多くが経営危機に直面した。各国は、IMFの指導を受けて、金融セクターの構造改革に乗り出した（表 参照）

各国とも、政府主導で巨額の公的資金を投入して、金融システムの安定を図っている。市場から退場すべき金融機関は、閉鎖、合併、政府系への吸収等を通じて淘汰されつつある。インドネシア、マレーシアでは、政府出資の不良資産買取機関（AMC）が設立され、民間金融機関から不良債権を買取っており、今や政府が

不良債権の最大の債権者となっている。　　マレーシア:98年6月Danaharta設立、これまでに総額の34%に相当する74億ドルの不良債権を民間金融機関から買取
インドネシア: 98年9月IBRA設立、破綻銀行の吸収等で総額310億ドルの資産(不良債権)を保有。しかし、借り手である企業セクターとの債務整理が難航しており、不良債権処理が進捗していないのが実情である。各国の不良債権比率は、インドネシアの70%を筆頭に依然として高水準のままである(表 参照)。

(2) 改革を妨げる要因は何か？

なぜ金融セクター、企業セクターの構造改革が進展しないのだろうか？その背景について、アジア経済に関する有力な英字誌FEERは、以下のように分析している。

アジアの金融セクターの改革がなぜ遅れているか？(99年9月30日号)
金融機関改革は、一部では進展を見せたものの、いまだ遅れや懸念が残っている。最近の一連のスキャンダルは、金融当局が手品のように改革を誤魔化しているかどうか見極める良い例だ。

インドネシア: 大手銀行バリ銀行の与党に対する不正送金問題(7千万ドル)が発覚
タイ: 外資系監査法人が政府系大手商業銀行Krung Thai 銀行の不良債権比率84%と公表

～ 政治の混乱 ～

アジア各国で、金融セクターの改革は既得権益を守ろうとする政治家の内部抗争で遅れている。誰が責任をとるのか、誰が払うのか、といった問題をめぐる策略が、政治に影響を与え、回復を遅らせている。そのいい例が、インドネシアやタイで見られる。金融システムをどう立て直すかを巡る議論が、インドネシアの新政権形成に影響している。タイでは蔵相の政治力の低下につながるかもしれない(問題の政府系Krung銀行のトップは蔵相の兄弟)。

～ 一部では進展も ～

マレーシアでは、不良債権の買取が進展し、金融機関の再編集約が行われようとしている。シンガポールでは、他のアジア地域とは違って、貸し手と借り手の間の馴れ合いがなく、高い評価を得ている。韓国やタイでは、外資への金融機関売却が時間をかけた長い交渉の末、成功裏に終わった。

韓国: Korea First Bankを米国系投資会社New bridgeグループが買取

タイ: Nakornthorn Bankを英国系Standard Chartered Bankが買取

外資によるアジア金融機関の買取成功事例は、金融セクターの改革のほんの一面を示すに過ぎない。各国の政府や買い手として期待されている外国金融機関は、金融セクターに隠された不良資産や不正行為を探している。

～貸し手と借り手の馴れ合いが問題～

インドネシアでは、99年11月に新政権が形成されるまでは、資本を逃避する動きがある。インドネシアは、膨大な天然資源に恵まれたアジアでも豊かな国であるはずだ。しかし過剰投資、借り入れ過多、汚職などで、不良債権は600～700億ドルに上る。中央銀行と金融再生庁（IBRA）は、貸し手（金融機関）と借り手（企業）の汚れた同盟関係に対して戦っている。あるときは敢然と立ち向かうが、一方で、たじろぐ様子を見せる。そうしたことは、改革を指向する人々のイライラを募らせる。IBRAは、強いパワー（権限）を持っているからだ。法律やルールのないに等しいインドネシアならではの超法規的存在である。しかし古い慣習がその権限を阻害している。明白な証拠がないと手を出せない。例えば、スハルト前大統領関連プロジェクトには、投資家は反発を恐れて手を出さない。IBRAも資産売買等の斡旋に乗り出さない。大統領選挙を前にして、ジャカルタでは、資産の没収があるのではないかと噂で持ちきりだ。民間銀行のオーナーは、没収を恐れて隠れようとしている。誰もが勝ち馬に乗ろうとして、口をつぐんでいる。

タイでは、悪い金融慣行をやめようとする動きは一筋縄ではいかない。最大の問題は、タイ中に広く見られる貸し手と借り手との馴れ合いだ。それが不良債権問題とその解決の遅れにつながっている。銀行は、あらゆるプロジェクトに、それが使途不明でリターンがないと分かっているにもかかわらず融資をしてきた。多額の資金が流用された。よく知られたファミリー（政治力のある有力企業グループ）が借り手であっても、中央銀行は、馴れ合いを断ち切り、企業グループの隠された負債を公開しなければならない。そうした馴れ合い的な融資が、二度と起こらないようにしなければならない。

～中央銀行の脆弱な体質が改革に影響～

システムを変える必要があるのはタイだけではない、プロフェッショナルな金融機関経営を浸透させることが、アジアの中央銀行の役割だ。しかし中央銀行の脆弱な体質と景気の回復が相俟って、中央銀行が民間金融機関に対して青天井の甘い政策を取るのではないかという懸念が広がっている。確かに多くの債務が繰り延べされることで、要注意債権を正常債権に戻す余地が生まれ、そのことが不良債権問題に巧く対処していると印象付けている。タイ、インドネシアの中央銀行は、不良債権問題に関して受けの良いストーリーを見せようとしている、しかし問題は、企業セクターで競争力を強めるための真のリストラや改革が行われていないことだ。それは、西欧流の監督官庁と民間銀行との毅然とした関係を避けようとする法体系の違いに起因する。タイの中央銀行は、債務者との債務整理に関する協議が不調に終わった銀行に対して、ペナルティを課すことができない。タイもインドネシアも最近になって倒産関連法を整備したが、体系だった法制度の実行を伴っていない。

～会計監査の不備も問題～

連結を伴わない会計制度も問題だ。タイでは、借入金で計上されていないというケースも見られるほか、収入や在庫の水増しはよくあることだ。会計監査法人は、政党への不明朗な送金やグループ間の相互の売上計上など不透明な会計

処理を見てみぬ振りをしてきた。なぜアジアの企業セクターの改革が進まないか？
(99年10月7日号)

～ 企業倒産法が機能せず～

アジア各国で導入された新たな企業倒産に関する法律は、金融セクター、企業セクターの改革を刺激するまでには至らない。

タイ：98年4月改正

主要改正点 会社更正制度の導入（従来は清算型の破産手続きのみ）
破産手続きの短縮化（従来の10年から3年へ）

インドネシア：98年4月改正

主要改正点 裁判所の判決文の公表
破産会社の資産没収が可能

実効を上げるためには、むしろカルチャーの改革が必要だ。経済危機に見舞われたアジア各国では、効果的な企業倒産法や破産手続きが整備されたが、債務問題の解決に程遠いペースにある。企業セクターの改革は、金融改革に比べてさらに遅れている。それは貸し手と借り手の間の梃子の原理不足により邪魔されている。新しい法律は、貸し手より借り手を保護していた旧来のものより、貸し手に配慮したものになった。それが機能するかどうか判断することは難しい。

～ これまでの企業カルチャーが阻害要因～

何故なら、法律を変えるよりも、これまでの商慣習や企業文化（カルチャー）を変えることの方がさらに困難だからだ。「債務者を破産法廷に立たせることは、タイでは社会的に恥をかかせることとされている。大口債務者の多くは、貸し手の金融機関、政治家などと緊密な関係にある。したがって、銀行は社会的に強い影響力を持つ大口債務者を追いこむことには慎重にならざるをえない。」（バンコク在住の法律家）99年6月の新法施行後も、タイの債権者が、なかなか倒産法を行使しない理由は、そうした古い慣習を引きずっているからである。

～ 任意の債務整理も進まず～

タイ政府は、新しい法律が機能していないことを踏まえて、任意の債務整理を最善の方策として広報することに全力をあげている。タイ中銀は、企業債務整理に関するアドバザリ-委員会を立ち上げ、手続きや契約をマニュアル化しようと試みている。しかし、委員会が指導した整理案件のいくつかはすでに失敗している。いずれは「破産法廷が、最後の砦になる」（バンコクの破産法廷裁判官）と見られている。タイでは、不良債権が280億ドル（1.2兆バーツ）を超えている。世銀によれば、金融機関の一部では、損失につながるため不良債権の償却を嫌がるケー

スがあるという。また債務者も、返済のための資産売却を嫌がっている。～インドネシアでは銀行スキャンダル等により凍結～インドネシアでは、政治的混乱、バリ銀行を巡るスキャンダルなどから債務整理は凍結されたままである。

(3) 古いビジネスカルチャーの変革が必要

以上、アジア各国で不良債権処理が進まない理由として最大の問題は、貸し手と借り手の関係にあるようだ。タイを例にとると、貸し手の金融機関は、企業と密接に結びついており、時には同じオーナー一族だったりすることもある。こうした貸し手と借り手の馴れ合い的な関係が、長年にわたって形成され、貸し手は借り手に対して甘い審査で融資を行い、結果的に不良債権を増やしてきた経緯にある。不良債権処理においても、借り手を追いこむようなことはせず、逆に債務の繰り延べで問題を先送りしようとする動きが見られる。タイでも、債務問題の解決に向けて破産法や会社更生法などの法体系が整備されたが、法的手続きに訴えることは、債務者に社会的な恥を欠かせるといった貸し手側の意識が邪魔をして、十分に機能していないようだ。タイに限らず、アジア各国の不良債権処理、企業債務問題を迅速に処理する上では、貸し手と借り手の馴れ合いなどの古いビジネスカルチャーを変えていくことが、求められている。

4 持続的な成長に向けて今後の課題と展望

(1) 海外からの信認回復は改革のテンポ次第

アジア経済は、99年に入って、未曾有の地獄から抜け出そうとしている。これでアジア経済は持続的な成長過程に復することができるのだろうか？多くのアナリストは、アジア経済の先行きについて懸念を持っている。「経済は金融システムが健全性を取り戻さなくても一時的には回復できるが、その問題の解決なしには持続的な成長は期待できない。」とIMF関係者は指摘する。景気が急に良くなってきたことで、構造改革に対する手綱が緩むことが懸念されている。国民に負担を強いることになる構造改革路線は、あまり歓迎されない。しかし、アジア各国が今回の経済危機を教訓として、金融セクター、企業セクターの構造改革に取り組まなければ、海外からの信認も取り戻すことはできない。信認が取り戻されない限り、海外からの投資は期待できない。アジアから資金が逃げ出したのは、海外の金融機関、投資家からの信認が失われたからである。英国の有力経済誌エコノミストも「アジア経済の持続的な成長には、構造改革への取り組みが不可欠」とする特集記事を99年8月に掲載した。アジア経済の先行きについて、欧州のメディアが、どのように見ているか注目される記事であり紹介したい。

アジアの持続的な成長には、構造改革への取り組みが不可欠
(エコノミスト99年8月21日号)

～ アジア経済の光と影 ～

目覚しいアジア経済の回復の影に悪いニュースも飛び込んでくる。韓国では、大手財閥大宇グループの破綻。タイでは大蔵大臣が不良債権のピークは越えたと表明したにもかかわらず依然として不良債権比率は高いまま。マレーシアでは、国营石油会社ペトロナスがマレー系の経営不振会社を救済。インドネシアでは、銀行スキャンダルの発覚。構造改革の遅れがアジア経済成長の足を短期的にひっぱっているわけではない。韓国、マレーシア、タイは目覚しく回復、インドネシアですら今年の下期には反転するとの見方。株式市場は、タイ、マレーシアでは、この1年間に2倍の上昇。シンガポール、ソウルでは、危機前の97年7月の水準を上回るほどである。これまでのアジアの成長を支えてきたのは、惜しげもなく人材や資金を注ぎ込んできたからだ。しかしこれからは、生産性をいかに上げるかにかかっている。そのためには改革が必要だ。アジアの指導者は、景気の循環と構造改革の必要性を区別する必要がある。改革の進展が、アジアへの信認に結びつく。改革は、アジアの不況を終わらせるというより、むしろ次の成長をもたらすものである。改革がほとんど実行されないまま不況が終わりを告げようとしているのは驚くに値しない。

～ 急回復するアジア経済 ～

アジアの回復は、人々を驚かせた。1年前には、ロシアの債務返済不能、米系ヘッジファンドの崩壊など世界の金融システムは崖っぷちに追い詰められた。リセッションはいつかは終わりを告げる。統計数字は、極端に落ち込んだあとの比較では、遅かれ早かれ良くなるものだ。アジア経済にとってフォローの風が吹いたことも回復に影響している。米国では98年後半の金利引下げが世界に好影響を与えた。欧州、日本の経済も好転してきている。回復の一番大きな要因は、アジア各国がIMFの緊縮財政政策を放棄したことだ。韓国やインドネシアでは、財政赤字がGDP比6%まで達する見込み。タイやマレーシアもそれに近い水準にあり、積極財政に転じている。一部は銀行の救済に使われようが、多くはお決まりの税軽減や公共投資だ。効果が出始めたところだ。マレーシアでは、中産階級が家や車などの高級消費財を買い始めた。タイでも消費者の信認が戻ってきた。好調な内需に続いて輸出も好転。アジア地域内の輸出（輸出総額の5割を占める）が増え始めた。確かに一部の国では、輸入の上昇が貿易黒字を食いつぶしているが、確実に需要主導型の回復が始まった。とりわけマレーシアやフィリピンでは、エレクトロニクス関連の地域外への輸出が好調、韓国も輸出先の多様化に努力している。

～ 懸念される海外のリスク ～

リスクはアジア経済の外に存在する。回復途上の日本の景気後退懸念。中国の景気減速、それに続く人民元の切り下げ。米国の景気が怪しくなると、アジア地域はエレクトロニクス関連で大きな打撃を受けるだろう。米国株価の動向も気になる。

～金融セクターの改革が重要な鍵～

アジア地域では、病んだ金融セクターが大きな問題。これまでの2年間は、金利も高く投資意欲もなかったので、問題にならなかった。しかし金利も下がり、企業はニューマネーを必要としている。銀行が貸し出しに消極的になれば成長は止まる。だから金融セクターの改善は時間との戦いなのだ。このようなリスクにもかかわらずアジア経済は明らかに回復のサインが現れている。しかし、法律や規制、商慣習などの改革には手がほとんどつけられていない。こうした改革は、IMFや世銀、外国の投資家から、うるさく押し付けられているが、それは経営資源を有効に利用することつながる。外資の金融機関が関与したより強い金融システム、政府と企業セクター間における透明性の確保、倒産に関するスムーズな手続き、人々に資源を有効に移用することを学習させるインセンティブ、資本市場に関する整備、銀行の信頼度を高めること、貸し手と借り手の適切な関係を作り上げるメカニズムなどが大事だ。まず退治すべきは、病んだ金融システムだ。これまで銀行はリスクを考えずに企業に融資を行ってきた。不良債権は、新規ローンに置き換えられてきた（汚い洗濯物を洗うように）、さらに悪いことに多くの銀行は、有力な財閥系に属しており、監督官庁の検査を受けることなく、いいかげんな融資を続けてきた。もちろんすべてのアジアの国が当てはまるわけではない。シンガポールやフィリピンは難を避けてきた。マレーシアは金融規制がより慎重だった。金融改革は進行中だ。しかし資本注入や不良債権の買い上げだけでは問題は解決しない。銀行は新しい貸し出し基準を設けなければならない。しかし、より国際競争に晒され、エキスパート（専門家）を入れなければ、事態は変わらない。

～その他の必要な改革～

アジアの企業倒産に関する法律はあまりにもお粗末だ。タイやインドネシアでは、法的整備がなされたが、投資家は誰も裁判所を信用していない。不良債権は塩漬けになり、腐るだけだ。ローカル通貨による社債資本市場の整備も急務だ。整備された資本市場では、企業はより経営の透明性、厳しい監査、少数株主への配慮等が求められる、韓国ではその点が進展が見られる。アジアの改革で最も進展が見られたのは通貨政策だ。今回の通貨危機で、中央銀行が学んだのは、インフレ率（金利）と交換レートの手を固めることはできないということだ。これまでの誤った通貨政策が通貨危機を招いた。通貨が人為的に高く維持されたら、海外の資金を馬鹿げたほど低金利で調達できる。そうした資金がコストを無視した向こう見ずな投資に回った。アジア経済が今後力強く成長するためには、そうしたトリックは使うことは許されない。幸い、アジアは、高い貯蓄率、賢い企業家精神といった条件に恵まれている。そうした資源を効率的に使うことがこれからの課題だ。資本市場の改革のほかにやるべきことは他にもある。一つには、政府と企業が癒着しないようにすることだ。もう一つは教育に投資することだ。とりわけ、インドネシアやタイでは、経済界が必要とするスキルを持ったワーカーを育てることに失敗している。これまでは、偏ったインセンティブにより企業は、本当に必要とされる人材育成より、不動

産などの物理的な資産に対する投資に向いがちだった。

～アジア経済の回復は改革への取り組み次第～

確かに改革が進んだ点もある。アジアの政治家や企業家にはこれ以上の改革は必要ないと考えている。しかし、改革の真の意味は、海外からの信認が得られるかどうかだ。アジア経済の回復のスピードは、改革に取り組む態度に左右される。

(2) 今こそ改革の好機

アジア経済は、99年に入って、外需（米国の好調、日本の回復）、内需（積極財政により国内消費の刺激）のフォローの風を受け、期待以上の回復を示している。しかし、エコノミストの指摘にもあるように、金融セクター、企業セクターに構造的な問題を抱えたままの一時的な回復といえる。アジア各国は、レセッションから抜け出すためにかなり財政面で無理をしており（表 アジア各国の財政赤字参照）、将来の財政負担が懸念されている。アジア各国が、持続的な成長軌道に乗るためには、追い風にある今、国内の構造改革に真剣に取り組むことが求められているといえよう。

以上

補 論

1 インドネシア：国が管理する巨額の不良資産売却の行方

インドネシアでは、99年10月に新政権が発足した。ワト・新大統領は、挙国一致型の内閣をもって、経済再生に向けた取り組みを本格的に開始しようとしている。インドネシアでは、不良債権比率が7割を超えており、新政権が取り組むべき課題は、この処理である。銀行の再編集約は政府の介入により一段落しており、次の焦点は、国の資産管理会社IBRA(インドネシア金融再生庁)へ移された総額300億ドルにも及ぶ巨額の不良債権（資産）の処理に移っている。この行方について、IBRAの外資系アドバイザー（リーマン・ブラザーズ）が次のようにコメントしている。

IBRAの課題は資産の売却（Asian Wall Street Journal 99年10月23日）

～金融機関の資本注入、再編集約は一段落～

IBRAに対する批判が強い。資産売却が進んでいないと。しかし公平な評価をするためには、売却にあたっての様々な障害を考慮に入れなければならない。IBRAは、非常に強力なプログラムを計画し、実行してきた。他のどの国よりも多くの金融機関を閉鎖統合して、不良債権

を整理してきた。旧金融機関のオーナーから株式ベースで130億ドル、キャッシュで10億ドル以上の金額を回収してきた。インドネシアで金融機関の最大の株主であるIBRAは過去16ヶ月間の間、困難な予期し得ない課題に直面してきた。経営資源や能力の制約、政策論争、政治の干渉などが妨げになってきたが、98年6月に現会長が就任以来、目覚しく実績を挙げてきた。金融機関への資本注入は、ほぼ終わろうとしている。

～ターゲットは資産売却へ～

次のターゲットは、資産売却だ。大蔵省から要求されている国庫への納付と資産売却のタイミングが大きなファクターである。タイミングに関しては、売却価格の最大化が向こう4年間のIBRAの運営コストとの兼ね合いでポイントになるだろう。今年度予算で要求されている国庫納付は、25億ドルで、見通しはついている。最大の貢献はバリ銀行の他、売りに出されている第2位のBCA銀行など金融機関の売却だ。自動車メーカーのAstra、世界最大の海老会社PT DePA Sanaなどの売却が検討されている。来年度の国庫納付は、増額が要求されよう。なぜなら金融セクターの資本注入のために発行された国債の利払いがあるからだ。債権、銀行株の売却や、企業の公開売却が来年の課題。

～内外からの投資家を呼び込めるかどうか課題～

良い兆候はある。インドネシアの経済回復だ。大統領選挙の結果、マカ経済の回復、こうしたことが投資を呼び込むだろう。また海外に逃避していた資本も帰ってくる。中央銀の適切な金融政策、実体経済の回復から、通貨ルピアは、6000台（対米ドル）を下回ろう。GDP成長率も4～5%になるだろう。保有する200社以上の大企業の総資産は220兆ルピア（300億ドル）と見積もられている。売却までこの価値を維持できるかがポイント。資産価格は、危機前の水準を遥かに下回っている。ジャカルタの株式市場は、ドル換算で依然として96年末の半分の水準にあり、投資家にとって高いリターンが期待できる。民営化がその良い例だ。インドネシアテレコム株式上場では、6ヶ月で78%のリターンを投資家にもたらした。IBRAは、保有する大企業の4つの戦略的売却、3つの市場取引で、win-winアプローチを示してきた。民主的な新政府は、企業セクターの改革と金利の引き下げに取り組む。そのことは中期的にインドネシア資産価値を上げることにつながる。

～進展が期待される資産売却～

資産売却は、政権移行と深刻な金融セクター問題に妨げられてきた。その結果として、投資家から要求される政治的、経済的プレミアムは極めて高いものがあつた。政治情勢の安定、明るい景気の先行き、通貨ルピアの安定など、資産売却の条件が出揃った。新政権にとって選択肢は資産売却しか残されていない。金融セクターの不良資産は、IBRAが継承した。それを賄うため、政府保証で423兆ルピアの国債が発行され、さらに175兆ルピアが計画されている。毎年の金利負担は、50兆ルピア（70億ドル）を超える。どうやって国債の金利を払うか、それは内外の投資家を呼び込み、IBRAの資産を売却することにかかっている。

2 マレーシア：政府とマレー系企業の癒着

マレーシアでは、99年11月に総選挙が繰り上げられて実施された。結果は、マハティール政権が信認され、引き続き政権を担当することになった。しかし、過去の投票に比べて、イスラム勢力が台頭するなど、マハティール政権の求心力に翳りが生じてきている。

マレーシアの金融セクターは、インドネシア、タイと比較すると不良債権比率は相対的に低い。金融セクターの構造改革の焦点は、多すぎる金融機関をいかに再編集約するかに移っている。マレーシアで問題とされているのは、マレー系優遇を国是とする政府とマレー系企業の癒着である。それを象徴するのが、国営石油企業ペトロナスによる経営不振のマレー系企業の救済である。こうしたことは市場原理に反するとして、欧米から批判の声が上がっている。マレーシアに対する海外の信認を貶めることにつながっている。そうした批判の記事を紹介しよう。

救世主ペトロナス (Far Eastern Economic Review 99年8月12日号)

～ 救世主としてのペトロナスの役割 ～

マレーシアの国営石油会社ペトロナスは、良い経営で知られた収益力のある会社である。しかし一方で、経営不振の会社に手を差し伸べたり、首相関連の不動産事業にも手を出してきた。首都クアラルンプールのツインタワー（98年に完成した世界一の高さ500mを誇る商業業務ビル）は、マハティール首相の威信をかけたシンボルの事業だ。総工費8億ドルのタワーのオーナーであり主要テナントは、国営の石油会社ペトロナスだ。マハティール首相のもとで、ペトロナスは、単なる石油会社以上の役割を担ってきた。1980年代に入って、他の政府系企業や戦略的なマレー企業を、その豊かな財政で救済してきた。マハティール首相が、58億ドルをかけて首都の南に最先端のインフラを備えた新首都を建設する際も、ペトロナスが真っ先に進出を決めた。ツインタワーの建築に関する青写真が出来上がると、当然のように政府からペトロナスに対して資金協力とリーダーシップをとるように依頼された。しかしペトロナスの役割は、国家財政の補助でもなく、救世部隊でもない。アジア危機以来、ペトロナスは首相の長男が経営する海運会社の資産買収に手を貸し、さらに国営自動車会社プロトンの経営権を買収しようとしている。首相は、ペトロナスが経営不振の国営航空会社マレー航空を買収することを否定していない（ペトロナス自身は否定しているが）。ペトロナスが圧力を受けてか自身の判断でかを問わず、こうした取引は会社の財務や経営資源を損なっていることには違いない。本来、ペトロナスの資源は公共のものであるはずだ。国会議員でさえ、こうした取引を吟味することはできない。取引についてはマハティール首相に直接報告されるし、財務状況は国会には提出されない。非石油事業への投資のタイミングとしては悪くない。石油価格の下落で収益は落ちているし、国内の埋蔵量の枯渇に対応して海外の権益を広げようとしている時期だからだ。こうした取引でペトロナスの潤沢な金庫も活力をなくしている。「さらにペトロナスが本業から脱線していくと問題だ」（格付会社ムーディーズ）。現在の格付けは社債が出せるぎりぎりのBaa3である。透明性の欠如から、ペトロナスの財務の健全性をチェックするのは困難である。詳細なアニュアルレポートの代わりに、簡単な財務状況を公表しているだけだ。ペトロナスと提携している海外の石油会社は、メディアと接触することを禁じられている。「世界中のどこに、年商100億ドルを越す国営企業が議会の承認なしに支出することができようか？ペトロナスが真の世界的な企業をめざすならば透明性を高めることが必要だ」（元役員）。

～ 相次ぐ救済でペトロナスの財務内容が悪化 ～

確かにペトロナスが経験のない分野に進出していくことについての懸念は的外れではない。ここ数年で、ペトロナスはマレーシアで最大手の不動産開発業者であり、海運業者、自動車メーカーになろうとしている。「100年以上続いた石油会社で、本業以外に、自動車や海運に乗り出したところはない。経営トップには限られた人材しかいない。彼らはすべてのことを政府からやらされようとしている。」（石油アナリスト）。ペトロナスは、1974年に中央銀行副総裁や政府関係者によりゼロから出発し、すぐにマレーシアにとって主要な産業になった。99年には、16億ドルを超える税金、輸出税、ロイヤリティを払い、10億ドルの配当を支払っている。それらをすべて合計すると、99年の政府収入の6分の1に相当する。政府統計によると、ペトロナスは海外からの事業収入として毎月2.5億ドルを国内銀行に送金している。マレーシア最大の銀行に50億ドル以上の預金がある。「アジアで最も成功した国営石油会社」の同社は、最近の合併買収で、1985年以来始めて負債が資本を上回る状況に陥った。10億ドルの

社債発行時の目論見書によると、現預金、投資残高は81億ドル（前年88億ドル）、これに対して長期負債は前年の71億ドルから86億ドルに増加した。

～ マレー系企業への手厚い保護政策 ～

98年の地獄と通貨安(対ドルの下落幅4割)は、多くのマレー系企業を赤字に追いやった。とりわけ支援が必要になったのはマレーシア航空だ。99年3月の決算では2億ドルの損失を計上した。27億ドル以上の負債に喘いでいる。ペトロナスの会長はマレーシア航空の株式取得を否定しているが、首相はインタビューでそれを否定していない。実際、マレーシア航空の自主的なリストが成功しなければ、国内で救済できる財政余力があるのはペトロナスだけだ。97年8月から多くの非石油事業の買収が始まった。国内で最大の海運会社（MISC）の株式（29%）を取得するために、5億ドルを支払ったのが手始めだ。MISC自体には、当時何の問題もなかった。しかし8ヶ月後にMISCは、首相の長男が経営する負債まみれの海運会社を買収した。MISCは、その会社に2億ドルを支出して、3億ドルの負債を引き受けた。同時にペトロナスは、MISCの持ち株比率を62%に増やした。その海運会社の買収をやりやすくするように。アワール副首相（現在は刑務所にいる）は、この取引を身内主義と批判した。首相は、取引に一切関与していないことを表明したが、99年6月に開催された与党UMNOの総会で次のように述べた「息子は、より高い価格で中国系企業にその海運会社を売却するよう望んだ。しかし私が適切ではないと止めた。なぜなら息子が経営する海運会社はマレー人の会社だからだ」。このように、マルチール首相は、愛国心を垣間見せながら、ペトロナスがなぜ取引に関与したか表明した。マレーシアはブミ（マレー系優遇）政策、それは人口の58%を占めるブミ（マレー系住民）に少数だが富裕な華人系に対して経済的な均衡をもたらす政策を実行している。この取引に詳しいアナリストは、人種間（マレー系と中国系）の対立だけが問題ではないと考えている。その中国系企業は、カジノ経営に関わっている。そうした企業との取引は首相に手痛い政治的打撃を与える。なぜなら国の公式宗教のイスラムは、ギャンブルを禁じているからだ。

～ 国営自動車会社プロトンへの挺入れ ～

ペトロナスでは、石油タンカーを運営する海運会社の買収でシナジー効果が上がることを主張するかもしれない。しかし国営の自動車会社プロトンを買収する理屈を見出すのは困難である。ペトロナスは、プロトンの大株主で負債に喘ぐHicom社から、その持ち株27%を3億ドル弱で取得する最終交渉に入っている。一方、プロトンは、Hicom社の自動車関連会社を買収するために、3億ドルを支出するものと見られている。これでHicom社の5億ドルの負債は帳消しになる。15年間の運営で、プロトンは国内60%のシェアを持っているが、海外のライバルが負担しなければならない輸入関税のおかげで儲かっているだけだ。保護なしには、プロトンはやっていけない。しかし特別扱いは永遠には続かない。アセアンは、加盟国10カ国に自由貿易構想を提案している。世界的な自動車メーカーの一部は、タイに工場を建設する計画がある。WTOは関税撤廃を求めている。「国際競争力を保持する為にいったいどのくらいの資金をプロトンに注ぎ込んだら良いか神のみぞ知るだろう」（石油アナリスト）。

～ これまでの救済劇 ～

ペトロナスの定款のどこにも社会的な責務について触れていない。81年に就任以来、マルチール首相は、ペトロナスを救世主として扱うことをあきらめていない。これまでの救済例は次のとおり。

84年 政府系プロミス銀行（香港不動産セクターへの不良債権処理関連）に対する6億ドル投入

85年 マレーシア航空への航空機リース

88年 本社ビルを市場価格の2倍の値段で政府関係機関から買い上げ
89年 不動産バブルの後遺症に悩むプミトラ銀行を約3億ドルで救済

ペトロナスに対する堅実な経営との評価が、本業とは関係ない分野での度重なる救済でも揺らいでいないのは、マネジメントが貢献している。インドネシアの国営石油会社プルトミナも同様に政治的な理由からの救済に巻きこまれ、96年から98年までに60億ドル以上失っている。ペトロナスと違って、プルトミナは汚職と非効率に満ちている。ペトロナスでは、80年代の経営にあたった会長が組織にプロ意識を叩き込み、それが今も残っている。そうした経営風土は、ペトロナスが救世主として立ち回ることを行き過ぎないようにするに違いない。しかしペトロナスが国のシンボルとして二役（石油事業と救世主）を演じなければならないとしたら、いかに優秀な経営幹部でも、いずれはつけを受け取ることになるだろう。

3 タイ：外資導入を梃子に金融セクターの改善を目指す

タイは、アジアの中でも民主主義が根付いている国と言われている。しかし、絶対的な与党が存在せず、政権は常に少数与党の連立政権である。IMFからは優等生と評されている現政権は、金融セクター、企業セクターの改革に取り組んでいるものの、政権基盤の弱さから十分な成果を上げ得ていない。この点、韓国と対照的である。最近になって、タイでは、外資や海外のFXマーケットを導入して、金融セクターの改革にあたらうとしている。そうした動きを英字紙Asian Wall Street Journal（99年9月30日号）では次のように紹介している。

アジアの金融システムが安定するのに予想以上の時間がなぜかかるのか理解するには、タイKrung銀行（国内第2位の政府系）とSiam商業銀行（国内第7位の中堅）の例を挙げると分かりやすい。

～ 政界との癒着が問題～

Krung銀行は、政府が最大の株主である。その資金は国民のものでもあり、誰のものでもなかった。すべての政党はお鉢が回ってくる順番（政権を担当すれば転がり込んでくる利権）を待ち、誰もそれに反対してこなかった。さらに悪いことに、スタッフは厳格な審査能力をもって融資にあたるプロではなく、いつもボスの顔色を窺うことを考えている公務員だった。役員会で承認を受けた案件に融資することは良しとされた。「Krung銀行は、タイの金融システムの麻薬みたいなものだ。それは金融システムの2割を占めている。誰も怖くて決定を下さない。政府の役人は、責任をとろうとしない。」（米系証券会社）

～ 外資によるアドバンซ์で活路を見出す～

もう一つの銀行Siam商業銀行は、全く異なった経営支配下にある。同行は、大蔵省に支配されているわけではない。タイ王室が最大の株主で、銀行自身がエリートとしてのプライドがある。その融資基準は、到底プロと呼べるものではなかった。同行は金融システムでも最も弱い銀行のひとつだった。公的資本注入を受けるにあたって、同行はタイの金融機関の歴史上類を見ない情報開示を迫られた。同行の証券引受幹事であるYOMISS証券は、世界の主要な金融機関にむけて株式発行に関する目論見書を用意した。そこには、これからどの程度の不

良債権が発生するかなど投資家が判断できるような情報が含まれていた。「投資家は（不良債権に関して少なめに発表してきた）タイ中央銀行のことを二度と信用しない。我々が個別に調査して必要な情報を提供しなければならない。」（YDENS証券）。新たな資本注入と決断により、前途を開くことができた。いまや同行は、不良債権比率が民間金融機関のなかで最も低い水準（32%）にある。同行は、次の経済危機に耐えられるような体質に変えようとしている。なかでも3人の社外重役を登用したことが特筆される。法律事務所のバーカマツン社、主要株主の日本（三和）とシンガポール（OUB）の銀行からだ。これで強力な取引先からの傷物の案件を断りやすくなる。「役員会はこれまでいつもイエスと言ってきた。しかし3人の外国人が加わったことで、決定がより広汎に（慎重に）行われることになる。」（同行役員）。

～ 大手金融機関も外資コンサルタントを起用～

タイで最も力のある二つのファミリー経営の銀行の行く手も暗雲が立ち込めている。バンコク銀行とタイ農業銀行だ。皮肉なことに、これらは政治の助け（公的資本注入）なしに金融危機を乗り切ってきた。この二つの銀行も、Siam商業銀行と同様に、説得上手な借り手に対してノーと言えるように試みている。タイ農業銀行は、ゴールドマンサックス証券とGEキャピタルを巻き込んだ。一方、バンコク銀行は、オーストラリアの専門家を雇い入れた。いずれも借り手にとっては手ごわい交渉相手になるだろう。

以上