



## 東南アジア経済 : 危機からの再生と今後

根岸, 祥子

---

(Citation)

国民経済雑誌, 190(5):41-54

(Issue Date)

2004-11

(Resource Type)

departmental bulletin paper

(Version)

Version of Record

(JaLCD0I)

<https://doi.org/10.24546/00055964>

(URL)

<https://hdl.handle.net/20.500.14094/00055964>



# 東南アジア経済—危機からの再生と今後<sup>1)</sup>

根 岸 祥 子

1997年に起きたアジア金融危機による大きな打撃は、アジア経済が内包していた、様々な構造的問題を浮き彫りにした。その後、順調な外的経済環境や景気刺激策に加え、各国がそれぞれの処方箋の下で行なった構造改革は、経済が目覚しい復興をもたらした。これらの構造改革は、経済再生のための抜本的な取組みとして、金融部門再生のための広範な公的資金の活用が始まり、専門機関の設置や自主的債務処理と資源の流動化を促進するための法改正など、制度面の改造を伴うものであった。

本稿では、東アジア諸国における金融および企業部門の改革に焦点を当て、政策手段とその経済効果について論じる。各国で行なわれた改革は多岐にわたるが、次節以降、各再建手段を主たる政策目標に準じ、金融部門・企業部門に分類して述べる。また最後に、今後アジア諸国が直面する課題について論じる。

キーワード アジア経済、金融危機、構造改革

## 1 危機からの回復

1997年に起きた金融危機は、それまで「奇跡的な発展」と言われてきたアジア経済に大きな打撃を与えた。危機はアジア経済が内包していた、様々な構造的問題を浮き彫りにしたが、各国はそれぞれの処方箋の下で構造改革を行ない、経済は目覚しい復興を遂げてきた。

### 1.1 経済復興の背景

経済再生の背後に働いていた要因は大きく3つに分類されよう。第1の要因として考えられるのは、世界的な貿易高と生産量の拡大によって、アジア地域外の経済環境がアジア諸国にとって有利なものとなっていたことである。2000年頃まで、米国経済は順調なパフォーマンスを示し、2000年前半のGDP・工業生産高の成長率はそれぞれ5%と7%に達していた。これらが牽引材料となって、対外的な需要が堅調な伸びを示し、東南アジア諸国の輸出財生産の増加と、経済の復興を促進した。第2に、公共インフラ投資や所得税減税などの財政政策が積極的に行なわれた結果、内需拡大と社会的セーフティネットの整備を通じて景気回復促進効果が働いたことが挙げられる。一方では、法人税収が減少するなか、このような拡張

的財政政策はGDPの3～5％に及ぶ財政赤字を生んだため、アジア諸国は海外（世界銀行・IMF・日本の宮沢基金など）からの公的資金援助や債務、および国債発行によって追加的支出を賄っていた。また、債務処理を加速するためには、不良債権の利子返済負担を抑制し、財政負担を軽減させる必要があったため、利子率の上昇を抑制する介入を行なった。市場利子率が低く抑えられたことで、国債価格が上昇し、財政赤字補填のための資金確保に貢献した。また、国債・社債発行の増加は韓国・マレーシア・タイにおける国内債券市場の発展への第一歩となった。

## 1.2 再生への構造改革

金融危機の深刻化を受け、各国政府が迅速な対応を迫られる中、第三の要因として忘れてはならないのが、金融および企業部門再生に向けた構造改革とミクロ的政策である。後述のように、金融部門再生のための広範な公的資金の活用とともに、専門機関の設置や、自主的債務処理と資源の流動化を促進するための法改正など、制度面での構造改革を通じ、経済再生のための抜本的な取組みが行なわれた。

外的経済環境や国内のマクロ経済条件に助けられ、各国間で差はあるものの、これら金融・企業部門再建への努力は多大な成功を収めたといえよう。金融危機により打撃を受けた経済の多くは目覚ましい回復を見せ、不良債権も順調に減少してきた。金融部門全体の不良債権比率は、ピーク時から2002年にかけて、韓国、マレーシア、タイにおいて、21％から12％、18％から12％、45％から29％へとそれぞれ大幅な低下を見せている（表1）。ここでは、東アジア諸国における金融および企業部門の改革に焦点を当て、政策手段とその経済効果について論じる。各国で行なわれた改革は多岐にわたるが、次節以降、各再建手段を主たる政策目標に準じ、金融部門・企業部門に分類して述べる。また最後に、今後アジア諸国が直面する課題について論ずる。

表1 不良債権比率の推移（12月末時点、単位％）

| 年           | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 |
|-------------|------|------|------|------|------|
| 韓 国         | 16.5 | 20.5 | 17.5 | 14.8 | 12.3 |
| イ ン ド ネ シ ア | —    | 64.0 | 50.9 | 45.4 | 25.7 |
| マ レ ー シ ア   | 18.2 | 18.4 | 14.8 | 13.8 | 12.2 |
| タ イ         | 45.0 | 41.5 | 26.8 | 20.6 | 29.0 |

注：資産管理公社の未処理分含む。

出典：Financial Supervisory Commission, Bank Negara Malaysia, Bank of Thailand に基づく筆者推計。

## 2 金融部門の再生

アジア危機後、各国が国内の資金流動性の回復と企業の経営再建の助成に向けて、まず着手したのは政府主導による金融部門再生であった。最初のステップとして、銀行の資本再構成や再資本化、および企業債務の自主的返済を促進するべく制度機構が整備された(表2)。これらの新しい制度の下で、金融部門の再建は、以下に述べる「金融システムの再編成」、「不良資産の整理回収」、「銀行の資本再構成」という3つの柱に沿って進められた。

表2 金融・企業部門再建に関する組織改革

|        | 銀行資本再構成               | 資産処理機構                          | 自主的企業債務返済              |
|--------|-----------------------|---------------------------------|------------------------|
| インドネシア | インドネシア銀行再建庁<br>(IBRA) | IBRA                            | JITF                   |
| マレーシア  | Danamodal             | Danaharta                       | 企業債務再建委員会 (CDRC)       |
| タイ     | 金融機関発展基金 (FIDF)       | 金融再建庁 (FRA),<br>タイ資産管理公社 (TAMC) | 企業債務再建諮問委員会<br>(CDRAC) |
| 韓国     | 韓国預金保険公社 (KDIC)       | 韓国資産管理公社 (KAMCO)                | 企業再建調整委員会 (CRCC)       |

出典：World Bank, *Global Economic Prospects and the Developing Countries*, 2000.

### 2.1 金融システムの再編成

第1の柱である金融システム再編に際し、各国は破綻した金融機関の早期閉鎖とその資産処理、国有化、そして組織合併による統合といった手段を用いた(表3)。インドネシアでは、危機以前に存在していた約240の銀行のうち70行が閉鎖されるとともに、残された銀行のなかで中小規模の8行が大手の Danamon 銀行に吸収合併され、国内最大の銀行が形成された。同時に、銀行株式資産の多くはインドネシア銀行再建庁 (Indonesian Bank Restructuring Agency 略して IBRA) に吸収された。これらの資産の売却は容易ではなく、Central Asia 銀行の株式公開が唯一の成功例といえよう。タイにおいても、早期に1銀行と60近くの金融会社が閉鎖され、4つの主要銀行が国有化された。国有化された銀行は金融機関発展基金 (Financial Institutions Development Fund 略して FIDF) に引き継がれ、後にそのうちの何行かは外資系銀行に売却された (Nakornthon や Radhanasin 銀行など)。当初売却予定であった Siam City 銀行は、入札価格が低すぎると判断されたために、保有していた不良債権を資産管理会社に移管し、より規模の小さい Bangkok Metropolitan 銀行を吸収合併することで組織改変を行なった。韓国も同様に10余りの銀行の他、300近い金融会社を閉鎖し、さらに金融部門総資産の約4分の1に相当する4銀行を国有化した。同時に、政府は生命保険や投資信託などノンバンク系金融機関の再建にも着手してきた。国有化された銀行の民間部門への譲渡、特に外資系機関への売却は、大手銀行と財閥との強い結びつきや国内のナショナ

表3 金融システム再編

|        | 閉 鎖                                  | 国 有 化                          | 合 併                            |
|--------|--------------------------------------|--------------------------------|--------------------------------|
| インドネシア | 237銀行中70行 (18%)                      | 14銀行 (20%)                     | 国有化された9銀行と<br>4 国営銀行 (54%)     |
| マレーシア  | なし                                   | 1 銀行と 3 金融会社を<br>中央銀行管理下 (10%) | 54銀行中50行と25金融会社で<br>10金融グループ編成 |
| タイ     | 91金融会社中58社 (11%) と<br>15銀行中 1 行 (2%) | 4 銀行 (10%) と 12金融会社<br>(2%)    | 3 銀行と 12金融会社 (20%)             |
| 韓国     | 12銀行と約300の金融会社<br>(15%)              | 4 商業銀行 (25%)                   | 26銀行中 9 行と約90の金融会<br>社         |

注：( )内は金融部門総資産に占める割合。

出所：International Monetary Fund, *Financial Sector Crisis and Restructuring—Lessons from Asia*, 1999年, World Bank, *East Asia: Recovery and Beyond*, 2000, World Bank, "Special Focus: Financial and Corporate Restructuring - an Update." *East Asia Update*, East Asia and Pacific Region, March, 2001, および Bank of Thailand

リズム的な反発によって阻まれながらも、着実に進行している。なかでも大手の韓国第一銀行の New Bridge Capital への売却に際しては、不良債権の推計規模と売却後の不良債権に関する政府の処理義務について合意が得られず、最終的には、売却時点から2年以内に発生した不良債権の処理を政府が引き受けることで協議に決着が付いたが、取引成立まで1年以上を要している。一方マレーシアは、金融機関の閉鎖を行わず、組織統合による再編を試みた。破綻した銀行を健全な銀行に、またノンバンク系金融機関を系列銀行に吸収合併させることで、金融システムの再生を図ったのである。最終的に、政府はアンカーとなる10銀行を選別し、それぞれを金融会社と統合させることで、金融システム全体を10グループに分類再編する方法が採用された。

## 2.2 不良資産の整理回収

第2の柱である不良資産処理に関しては、不良資産の買取、再建、売却を一手に行なう資産管理のための中央機関を設立する方法と個々の銀行に処理を任せる方法の2つが考えられる。各銀行が不良資産を処理するための十分な専門的知識や技術を持たない場合、前者のような資産管理のための専門機関が必要とされる。特に、資産処理にあたって、司法管轄外特権の行使が必要な場合や、規模の経済性を要する場合には、政府主導でこのような専門機関を設置することが望ましい。

インドネシアでは、銀行株式および銀行が保有する不良資産の買取・再建・売却を一手に行なうため、1998年1月に大蔵省の外郭機関として IBRA が設立された。以来310兆ルピアを超える不良資産が IBRA に移され、2002年12月末までに約半分の整理回収が終了している (IBRA, 2002)。韓国は1962年設立の政府系機関である韓国資産管理公社 (Korea Asset

Management Corporation 略して KAMCO) を1997年11月に組織改変し、金融部門再生を促進するための不良資産管理基金としてスタートさせた。その後、全体の約8割に相当する101兆ウォンの不良資産を平均4割以下の割引率で買い取っている。KAMCO は、不良資産を再生するよりも、全額を早期に売却することを優先し、額面で約60兆ウォンが売却済であるが、売却による資金の回収率は2001年12月末時点で45%にとどまっている (KAMCO, 2002)。マレーシアでも、資産管理公社 Danaharta が1998年に設立され、2002年12月末までに480億リング相当の不良資産を平均約5割の割引率で買い取ってきた (Danaharta, 2002)。Danaharta はインドネシアの IBRA 同様、司法管轄外特権を与えられており、不良資産を売却する前に積極的に再編を行なうことによって、資産価値を高める努力を行なってきた。Danaharta に移された不良資産のうち300億リングの処理が終了しており、その際に当初の資産額の平均6割近くの資金が回収されている。タイでは、中央銀行管轄下にある FIDF の資本によって1997年10月に金融再建庁 (Financial Sector Restructuring Authority 略して FRA) が設立され、閉鎖された金融会社が保有していた不良資産8500億バーツ相当の処理が一手に行なわれた。その後 FRA は7500億バーツの不良資産を入札方式により迅速に売却し、2001年12月末時点で資産額の平均35%が回収されている (World Bank, 2003a)。一方で、各民間銀行に資産管理会社の設置を促し、各々の不良債権処理に取り組むよう指導を行なった。また2001年には新政府によりタイ資産管理公社 (Thai Asset Management Corporation 略して TAMC) が設立され、主に国営銀行の保有する不良資産の処理に取り組んでいる。

### 2.3 銀行の資本再構成

金融部門再建政策の最後の柱は銀行の資本再構成 (再資本化) である。市場における資金の流動性を回復するため、経営や制度の健全性が認められた銀行の早期建て直しを図り、企業の再建を助けるというメカニズムを作ることが目的である。そのため、各国で預金保護や資本金の直接補助など、巨額の公的資金が投入された。

インドネシアの IBRA は2001年12月末までには管理下の16銀行のうち11行の資本再構成を完了、その後の業績の回復とともに、合併・株式公開・外資への売却などを順次行なう計画である。しかしながら IBRA による資本再構成に要する費用は計画実施の遅れに伴って上昇しており、IBRA はすでに流動性支援融資として、145兆ルピアを銀行に供給している (IBRA, 同上)。また一方では、資本再構成を実施した銀行の業績改善にさらなる時間を要すると予想される。マレーシアでは、銀行部門の資本再構成のため、中央銀行の下で1998年に公的資金注入機構 Danamodal が設立されており、ゼロクーポン債 (償還まで無利息) 発行などによって資金を調達し、銀行システムへの資金供給を行なってきた。初期の公的資金投入額76億リングのうち、既に54億リングが償還され、資本再構成業務はほぼ完了している。

タイにおいては、前述の FIDF が銀行の資本再構成の中心的な役割を果たしてきた。基金は、初期に注入された公的資金3000億バーツに加え、各機関が株式発行や債券商品の活用によって調達した多額の資金によって賄われ、このうち2002年9月末までに約2500億バーツが金融支援プログラムを通じて銀行・金融機関に対し供出されている (World Bank, 2003b)。しかし、これらの資金の多くは回収されておらず、FIDF の損失はネットベースで1.4兆バーツにのぼると推計されている。一方、韓国では1996年に設立されていた韓国預金保険公社 (Korea Deposit Insurance Corporation 略して KDIC) が銀行の資本再構成とその後の監督および資金回収に携わり、これまで100兆ウォン以上の資金が預金保護や資本参加などを通じて供給されてきた。政府は公的資金の最小限かつ効率的な活用を保証し、民間主導の再建を支援するために、金融監督委員会 (Financial Supervisory Commission 略して FSC) によって、公的資金注入の際の資格要件を設置させるなどの規制を導入している。

このように各国で金融機関再建が進むにつれて、政府による費用負担の増加という問題が発生した。金融部門再編のプロセスのなかで主要銀行の国有化が行なわれ、各国政府による金融機関の保有率が上昇した。しかし、不良債権の評価額などで買い手と売り手の合意が得られず、再民営化の進みは遅かった。同時に、銀行の資本再構成と不良資産処理のため、多額の公的資金が費やされた結果、政府の財政負担は GDP の5%から70%に及んだ (表4)。また、不良資産処理に際し、多くの場合売却価格は額面価格を大きく下回っていたため、再建費用の調達には貢献しなかった。その一例として、タイの FRA による不良資産回収率 (売却価格/簿価) は平均25%に留まっている。さらに、資本の再構成が完了した銀行の業績回復にも長期間を要するケースが多く見られることも、懸案材料の一つとなっていた。

表4 公的資金の注入

| 実施額    | 億ドル | 対 GDP 比 (%) |
|--------|-----|-------------|
| インドネシア | 680 | 72          |
| マレーシア  | 40  | 5           |
| タイ     | 140 | 12          |
| 韓国     | 500 | 15          |

出典：IBRA, FSC, Bank of Thailand, および World Bank, "Looking Beyond Short-Term Shocks?" *East Asia Update*, East Asia and Pacific Region, April, 2003 に基づく筆者推計。

### 3 企業部門再建

金融部門の抱える不良債権問題は、企業部門の業績悪化や経営破綻によって発生したものであり、これら企業の再建は経済復興に不可欠であった。アジア諸国では、1997年以前から企業の債務比率が上昇しており、1991年から1996年の間にタイとマレーシアにおいて債務比

率は2倍に、韓国では30%増加していた。また、1996年時点でタイ企業の平均的債務比率は340%に達し、韓国では620%に上っていた。同時に、企業部門の業績悪化も著しく、タイ企業の総資産収益率は8%から1%に低下していた(世界銀行, 2000)。脆弱な金融基盤の下で、企業の金利支払負担も上昇し、経営困難に陥る企業が急増していた。このように問題を抱える企業が、間接金融によって多額の資金調達を続けることが可能であった背景には、企業部門と銀行部門におけるガバナンスの欠如があったといえよう。

企業部門の再建において、各国政府は自主的な債務返済を助け市場ベースの資産再配分を促進する制度的メカニズムを提供する政策に重点を置いていた。なかでも、破産制度の整備、国際会計基準の導入、少数株主の権限強化といった改革はコーポレートガバナンス(企業統治)の改善に大きく貢献すると考えられる。アジア諸国の行なった企業部門再建政策は、企業債務処理のための枠組の構築、資源・資産の流動性向上のための制度改革、企業統治の強化という3つの柱から構成されていた。

### 3.1 企業債務処理

各国において、債務処理の際に必要な破産制度が欠如しているか、またはその実施が困難である場合が多く見られた。そのため、債権者と債務者が企業債務の処理を自発的に行なえるよう、各政府による企業債務再編成委員会または調停委員会が設置された(out-of-court メカニズム)。その主な役割として、①債権者(銀行)と債務者(企業)の間に拘束力のある返済合意を確立し違反した場合の罰則を施行する、②明確な返済期限を設ける、③債権者と債務者、および一債務者に対する多数の債権者間の返済合意に基準を設ける、などが挙げられる。自主的な債務処理プロセスを進めることはきわめて困難であったため、厳格な遵守基準や罰則、および厳密な実施計画を設定していた韓国やマレーシアにおいて、比較的有效な手段であった。

同時に、自主的協議による解決が困難なケースの法的処理を加速するため、破産制度の整備が行なわれてきた。経営破たんした企業の資産に対して株主や債権者の権利が対立する場合、有効な破産制度の確立は効率的な解決を促進するものである。こうして、生存能力のある企業を維持再建し、生き残りの難しい企業を迅速に整理することで、企業部門の再生を促すことができると考えられる。

インドネシアにおいては、企業部門再生機構として Jakarta Initiative Task Force(JITF)が1998年に設立され、債務者である企業部門と、主に海外債権者との交渉の仲介を行ってきた。これまで300億ドルの企業債務がJITFに登録され、このうち2003年6月時点で3分の2の処理が終了している。また、1998年には破産法が改正されたが、新法を有効に実施することは難しく、IBRAが保有する債務の法的処理を遅らせる結果となった。韓国の企業部門再



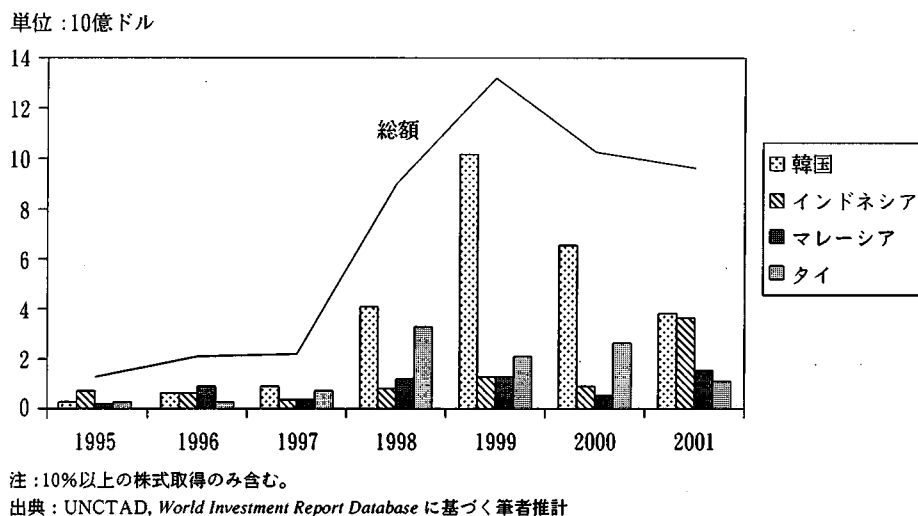
建は、財閥の抱える債務の処理・再生を中心として行なわれてきた。資本構造改善計画に基づき大手4財閥の債務再生が行なわれ、大宇グループの解体後、各組織の債務処理は着実に進んできた。3大財閥の三星、LG、SKにおいて、1997年に300から500%に上る債務比率が2000年には平均100%代へと大幅に下落している。企業の信用リスクを監督し、銀行によるout-of-courtの債務処理を促進するため、韓国政府は2001年に「継続的信用リスク評価システム(Continuous Credit Risk Assessment System 略してCCRAS)」を導入し、企業のリスク評価を定期的に行なっている。この結果、企業再建調整委員会(Corporate Restructuring Coordination Committee 略してCRCC)の下、自主的債務処理プログラムの下に置かれている企業数はほぼ半減した。一方、マレーシア政府が1998年に設立した企業債務再建委員会(Corporate Debt Restructuring Committee 略してCDRC)は、以来総額約470億リンギの企業債務のうち、37企業による285億リンギの処理を調停し、2002年7月にその業務を終了した。今後の焦点は、CDRCによる様々な産業部門の調査に基づいた企業部門運営の再構築に移っていくであろう。タイでは、企業債務再建諮問委員会(Corporate Debt Restructuring Advisory Committee 略してCDRAC)が債務者である企業と金融機関との自主的交渉をサポートしてきたが、他の諸国と比べ目覚ましい成果は見られていない。これまで総額2.8兆バーツに上る企業債務のうち、2002年12月末時点でほぼ半数近くの交渉が失敗に終わり、法廷での解決を待つ状態となっている(World Bank, 2003a)。一方では、破産法の改正にもかかわらず、経験豊かな裁判官の不足や司法執行能力の欠如が足枷となり、法的処理は大幅に遅れているのが現状である。

### 3.2 資源流動性の向上

企業部門の業績が悪化し、金融機関の抱える不良債権が膨らむなか、国内投資は低迷し、アジア諸国は国内流動性を海外からの新規投資や外国投資家への資産売却に依存せざるを得ない状況にあった。国内の資源流動性を向上させるためには、資産取引費用の削減と外国資本へのアクセスの向上が不可欠であったが、そのための手段として不動産の所有移転に関する税の減免措置や、外国資本による参入および土地・株式保有の自由化が有効である。金融危機以前のアジア諸国においては、外資による内企業の合併・買収(M & A)はほぼ皆無であったが、規制緩和に加え、現地通貨価値の下落と国内資産価格の低下は外国投資家にとっての新たなビジネス機会を生んだ。アジア4カ国において、1997年には20億ドルに満たなかったM & Aは、1999年には130億ドルに達している(図1)。特に韓国とタイは規制緩和に積極的に取り組み、外国投資政策の自由化や企業間統合の促進など大掛かりな規制緩和を行なった結果、両国における海外からの直接投資とM & A活動は著しく活発化した。

韓国は、1998年に不動産関連や証券取引など様々な金融業務への外資の参入を許可すると

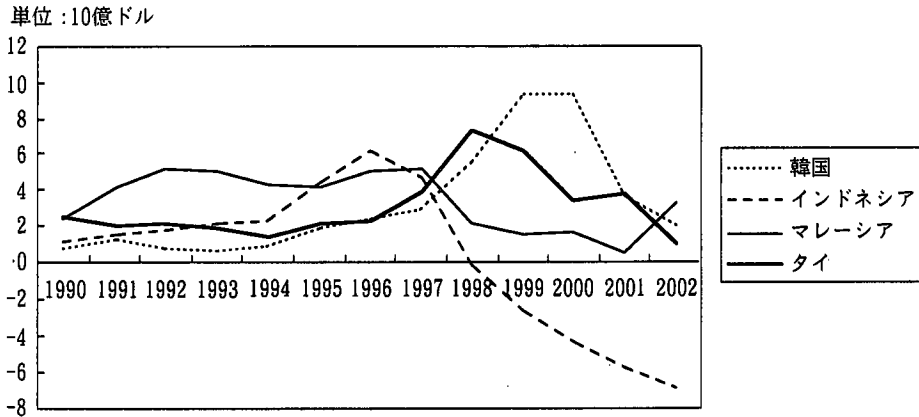
図1 外資によるM&amp;Aの推移



同時に、外国人による株式証券投資に対する上限を撤廃した。さらに、同年11月には「外国投資奨励条例」(Foreign Investment Promotion Act) が公布され、外国投資家に対する内国民待遇や法人税減免、地方政府に対する外資誘致のための補助金の交付、経済特区の設置など、大規模な外国投資自由化政策を実施した。また1999年には、企業間買収や組織解体に要する取引に対して発生する税を削減するための法制度を発表している。さらに、国際会計基準の導入によって不良債権の客観的評価が可能となり、外国投資家による国内資産の取得を促進する効果をもたらした。前述の韓国第一銀行に加え、国民銀行や韓美銀行でも外資による持株比率は50%を超え、主要銀行への外資参入が進んでいる。同様に、タイにおいても外資自由化が活発に行なわれた。タイ投資委員会は外国投資家に対する大規模な規制緩和を行なったが、特筆すべきは1970年代以来の「外国人事業法」(Alien Business Law) の廃止と、それに代わってより広範な産業部門の自由化を盛り込んだ新法の制定であろう。新制度の下で、これまで閉鎖的であった金融、運輸、医薬品などを含む40部門近くに関する規制が緩和され、外国投資家に対しより友好的な環境が整備された。また、1999年にはM & A 取引に関する税制改革が行なわれ、債務者から債権者への資産移転が完全非課税となるなど、企業間の整理統合が容易になった。これを受けて、外資によるタイ企業の買収や資本参入が活発化し、危機後に国有化された銀行の売却を始めとして(前述)、経営難や資金不足に悩む同族グループ内企業にも外資の参入が進んだ。韓国とタイにおいて大幅な規制緩和が行なわれ、外国投資が急増したのに対し、マレーシアでは外資によるM & A の増加はほとんど見られなかった。しかし、前述の金融システム再編にも見られるように、政府は企業再生のための組織統合を推進しており、国内企業間の合併・買収は活発に行なわれていた。1986年に施行さ

れたマレーシアの投資奨励法やその他の制度は多岐にわたる税控除を盛り込んでおり、このことから国内投資の環境は比較的良好であったと思われる。これらの国々に比べ、インドネシアにおける企業統合や外資の資本参入に対する制度の開放度は低いものであった。当初インドネシアにおける外資のM & Aはほぼ皆無であったが、銀行への外資参入が大幅に緩和されたのを受け、IBRAの管理下に置かれていた銀行や企業の株式資産の売却にもようやく進展が見られるようになった。しかし、その後新たな外資規制の導入などの政策転換が見られ、外国投資家の投資意欲が再び阻害される結果となった。インドネシアは1990年代半ばまでASEAN諸国中最大の直接投資誘致国であったが、金融危機以後は資本逃避が急速に進み、1998年以降純直接投資フローはマイナスを記録している(図2)。

図2 直接投資額の推移



出典: World Bank, Global Development Finance Database

アジア危機後、破綻しかけた内企業の外資による買収は様々な分野で議論的となってきた。これらの資産売却が適正価格で行なわれているかどうか、またはその後の資産の生産性を回復させられるかどうかなど、経済効率性を疑問視する声も上がってきた(Krugman, 1998)。しかしながら、国内の流動性が制約されている場合、外資による企業合併・買収は、必要な資金を供給し、資産の存続を助ける役割を果たす。さらに、内企業が十分な人材や資源を持たない場合、M & Aによる外資の参入は、効率性の改善や競争力の向上、および企業統治の改善を、より効率的に達成させることができる。また、M & Aはしばしば付随的直接投資を呼び込み、経営や生産に必要な資源をもたらすと同時に、合併・買収元の親会社の持つ企業ネットワークとの統合によって、産業活動の多様化を促進するであろう。したがって、長期的には外資によるM & Aは企業の経営の再構築や資産の再配分など、産業全体の再生に役立つと考えられる(Mody and Negishi, 2001)。

### 3.3 企業統治の強化

金融危機以前の東アジアでは、親族経営による大企業グループが大きな経済シェアを占め、企業は同属グループ内金融機関からの融資による資金調達に依存する傾向が強く見られた。このため、融資に必要とされる業績審査が軽視され、企業に対する情報開示のプレッシャーが欠如していた。しかし、危機の拡大とともにアジア市場からの資本流出が深刻化するとともに、国内の流動性が急減するのを受け、失われた投資家の市場に対する信頼を取り戻し、新規の外国投資を誘致することが各国にとって重要な課題となってきた。このため、アジア諸国は企業運営の透明性を高めるべく、情報開示の改善、会計監査制度の改革、少数株主の権利保護、株式上場のための要件の強化など、企業内外の監督制度を強化し企業統治体制を改善するための企業改革に取り組み始めた。

インドネシアは、情報開示の改善のため企業秘書官（コーポレートセクレタリー）を配置し、企業統治のベストプラクティス基準を定めるなどの改革を打ち出した。また、効率的施行は十分でないものの、前述の破産法改正によって、投資家や債権者に対する制度上の透明性の向上が期待される。マレーシアもまた、1998年に企業統治高等財務委員会（High-Level Finance Committee on Corporate Governance）を設置し、マレーシア企業統治規定の成立に積極的に取り組んだ。また、企業買収・合併に関する規定のなかにより厳格な情報開示基準を盛り込むなど、企業に対して透明性を高めるよう促している。タイでは、1999年に、公営企業および金融機関に対して、国際ベストプラクティス基準に順ずる財務報告を義務づけた。また同年、取締役会における監査委員会の設置を企業に義務づける一方、破産法の改正を行なうなど、公正な企業統治のための制度改革を進めてきた。韓国では、金融危機以前、同一財閥内の企業間で相互債務保証が盛んに行なわれており、個々の企業が系列内の他企業の債務保証によって返済能力を超えた額の借入れを行なうことが可能であったために、金融機関による公正な融資審査を阻害する原因を作っていた。このため、韓国政府は1998年に発表された企業部門再建政策の柱として、このような相互債務保証の廃止とともに、企業経営の透明性向上と資本構成の改善など、企業統治にかかわる改革に積極的に着手していった。また、1999年には国際会計基準の導入とともに、株主権限の行使に要する最低株式保有額が引き下げられ、少数株主の権利保護と支配株主に対する監督が強化された。

## 4 東南アジア経済の再生と今後

金融危機直後のショックが過ぎ、前述のように有利な外的・内的環境の下で、金融および企業部門再生政策がゆっくりと、しかし着実に効果を発揮した結果、東南アジア経済の多くは順調な復興を遂げてきた。金融危機直後に激減した工業生産高や国内投資は、特に韓国・マレーシア・タイにおいて顕著な回復を見せた。また、最も回復の早かった韓国では、銀行

預金残高が1999年から2000年にかけて約30%上昇し、同時期の銀行の民間部門向け新規貸出額も17%増加した。このころ、マレーシアにおける銀行の民間部門向け新規貸出額もマイナスからプラス成長に転じている。危機後激減していた外国金融機関からの貸出も、投資家の東南アジア市場に対する評価の改善を反映して、2000年から2001年にはプラス成長を見せた。インドネシアにおける復興の遅れは、政情不安などが原因によって、市場に対する信頼の回復が遅く、不良債権の規模も他の国々よりもはるかに大きかったためと考えられる。

#### 4.1 中期課題

金融危機から順調な経済復興を見せた東南アジアであるが、地域統合への流れが進行するなかで、地域全体としての持続的成長のためには今後多くの課題に取り組む必要があろう。第1の急務は、アジア諸国における国内および域内金融市場の育成である。国際資本市場からの外的ショックによる金融パニックの影響を最小限に留め、国内金融市場の安定化を図るためには、海外からの資本構成の効率的な管理・監督によって過度の短期資本流入を回避し、資本の効率性を向上させると同時に、金融市場の自由化を促進し、国内の金融機関の競争力を高める必要がある。また、海外借入れへの過度の依存は、海外からドル建てで借り入れた短期資金によって自国通貨建ての長期貸出を行なうというメカニズムを通じて、融資に関する通貨・満期のミスマッチ問題を引き起こす。金融危機の一因ともなった、いわゆる「Original Sin」の問題を解決するためには、アジア諸国が自国通貨で債券を発行できる環境を整備しなくてはならない。中長期的にはアジア各国内の証券、特に債券市場が企業の直接資金調達を賄うに十分な発展を遂げることが望まれるが、それまでの短期的処方箋として、地域金融市場の設立が有効であろう。アジア債券市場の設立構想（伊藤、2003）は、各国による自国通貨建て債券の発行を可能にし、通貨バスケット体制への一つのステップとして、為替安定化の効果をもたらす手段の一つとして挙げられる。

第2の課題は人的資本の再開発と技術革新であろう。中国という、投資先としても生産拠点としても巨大な経済主体を地域に抱え、東南アジア諸国はかつての低コスト生産を主体とする経済体系から脱却し、価格ではなく高付加価値による国際競争力を強化する必要に迫られている。多国籍企業による経済活動のクラスター化が進行する中で、技術革新による運輸通信費用の低下は、一連の生産過程の分散に拍車をかけている（Yusuf and Evenett, 2002）。労働集約的生産工程が、より比較優位を持つ中国に移転されていく一方で、東南アジア経済はサービス集約的な経済活動に特化することで、域内の共存繁栄を達成することができよう。そのためには、高等教育制度の充実による労働者の知識・技術の向上や技術革新の促進とともに、取引費用を削減するための規制緩和や制度改革が要求される。

## 4.2 地域統合の行方

アジアにおける地域統合は確実に進行している。ASEAN 諸国は、緊急時の流動性確保のための域内通貨スワップを可能にするチェンマイ・イニシアティブに加え、域内のマクロ経済および金融政策の協調に向けて独自のサーベイランス枠組を構築している。2002年1月には、ASEAN 設立メンバーであるインドネシア・シンガポール・タイ・フィリピン・マレーシアによる自由貿易協定 (AFTA) が施行されており、ASEAN プラス 3 (韓国・中国・日本) への拡大が主に二国間レベルで進行している。また1998年には、アジアにおける投資環境を整備し、外国投資の流入を拡大するため、将来的には加盟国のみならずすべての投資家に内国待遇を与えることを目標とした ASEAN 投資地域が設立されている。

しかし、このような貿易・投資の自由化の歩みは決して順調なものではない。アジア諸国間の所得水準や経済構造の多様性は様々な分野での政策協調を困難にしている。また、ASEAN が推進してきた全員一致型の意味決定メカニズムと国内情勢への不介入の原則に代表される弱い制度性 (Soft institutionalism) は、加盟国の協調的アクションを阻む要因となりうる (Harris, 2000, Yusuf, 2003)。しかしながら、地域全体の経済発展と福利向上を達成するには現行以上の地域協力が望ましい。各々が自国の利益と中長期的な政策目標を認識し、地域協力にかかわる費用と便益を考慮したうえで、アジアにとって最適な地域統合の形態を模索するためには、より踏み込んだ多国間協議が必要であろう。さらに、貿易・投資・金融面においてアジア諸国が域外諸国とより発展的な関係を築くためには、これらの分野においてアジアという一つの経済地域としての政策を確立することが重要である。このように域内外との調整・協調を図ることによって、各国および地域経済活動の安定的発展が達成されるであろう。

### 注

- 1) 根岸 (2004) に基づき加筆修正。

### 参 考 文 献

- Danaharta. *Annual Report*, 2002.
- Harris, Stuart. "Asian Multilateral Institutions and Their Response to the Asian Economic Crisis: The Regional and Global Implications." *Pacific Review*, 2000, 13, pp. 495-513.
- IBRA. *Activities Report*, 2002.
- International Monetary Fund. *Financial Sector Crisis and Restructuring—Lessons from Asia*, Washington, D. C., 1999.
- KAMCO. *Annual Report*, 2002.
- Krugman, Paul R. "Fire-sale FDI." <http://web.mit.edu/krugman/www/FIRESALE.htm>, 1998.
- Mody, Ashoka and Negishi, Shoko. "Cross-Border Mergers and Acquisitions and Asian

- Restructuring.” In S. Claessens, S. Djankov, and A. Mody, eds., *Resolution of Financial Distress*, World Bank Institute, 2001.
- World Bank. *East Asia: Recovery and Beyond*, Washington, D. C. 2000.
- . “Chapter 3 Asian Restructuring: From Cyclical Recovery to Sustainable Growth.” In *Global Economic Prospects and the Developing Countries*, Washington, D. C., 2000.
- . “Special Focus: Financial and Corporate Restructuring — an Update.” *East Asia Update*, East Asia and Pacific Region, March, 2001.
- . “Looking Beyond Short-Term Shocks?” *East Asia Update*, East Asia and Pacific Region, April, 2003a.
- . *Thailand Economic Monitor*, May, 2003b.
- Yusuf, Shahid. *Innovative East Asia — The Future of Growth*, World Bank, 2003.
- and Evenett, Simon J. *Can East Asia Compete? — Innovation for Global Markets*, World Bank, 2002.
- 伊藤隆敏「アジア債券育成 新発想で」, 『日本経済新聞』, 2003年7月10日.
- 世界銀行(柳原透 監訳)『東アジア 再生への途』東洋経済新報社, 2000年.
- 根岸祥子「第5章: アジア金融危機—再生と今後」, 西沢信善等編『アジア経済論』(ミネルヴァ書房), 2004年(予定).