

アジア金融危機からの教訓と 新しい金融システム構築への模索

下 元 豊

はじめに

97年7月のバート切下げに端を発するアジア金融危機の発生は、アジア諸国の成長神話を崩壊させ、経済的混乱をもたらした。アジア諸国はIMF、世界銀行、アジア開発銀行などの国際機関や日本、欧米諸国政府に支援を仰ぎ、ひとまず危機から脱することに成功した。その後、対米輸出を梃子に景気回復を急ぐとともに、経済・金融政策の見直し、不良債権処理、金融システムの安定化などを進めてきた。景気回復のスピードが速かったことから、2000年央には「アジア金融危機は過去の出来事」という風潮すら流布していた。しかし、2000年後半からの米国景気の鈍化、さらには同時多発テロに伴う米国経済の先行き不透明感が、アジア諸国の経済に暗い影を落としている。実際、不良債権処理を進めていた銀行は新たな不良債権の増加に苦しんでおり、金融システムの不安定化が噂され始めている。

他方、アジア諸国をとりまく環境はめまぐるしく変化しており、2001年12月の中国のWTO加盟に見られるように、グローバル化の波が次々に押し寄せている。それに先立つ形で2001年11月にブルネイで開催されたアセアン拡大首脳会議で、アセアン諸国、韓国、中国は「東アジア経済圏構想」を打ち出し、リージョナル化の動きも見せている。アジア金融危機がグローバル化の性急な進捗とそれへの対応が巧く行かなかったために

アジア金融スペシャリスト Asian Finance Specialist

発生したことを考えると、新たなグローバル化、リージョナル化への取組みには慎重さが必要となろう。

アジア諸国の中・長期的展望を考える上では、足元の現状把握が先決となる。現状を見る限り、アジア金融危機は「過去の出来事」ではなく現在も進行しており、米国経済の動向如何では深刻化する可能性すらある。ただ、アジア諸国は金融危機の経験を生かし様々な措置を講じており、金融システム一つをとってみても危機発生直後と比較すると大きく改善され安定感が増したことも事実である。

本稿ではアジア金融危機の要因を探るとともに、金融システム安定化のための模索と課題について述べることにする。

1. アジア金融危機とその余波

危機発生までのプロセス

85年9月のプラザ合意に伴う円高は、日本企業のアジアNIEs、アセアン諸国¹への生産基地移転を促し、これら地域の経済成長を後押しすることになった。また、アジアNIEsの高度成長は、通貨切り上げ、賃金上昇をもたらしたため、アジアNIEsからアセアン諸国、中国、ベトナムなどへの投資が活発化していった。このアジア諸国の高度成長は、欧米諸国からの投資も誘発することになった。

80年代前半から中盤にかけ、一部のアジア諸国は第2次石油ショックに伴う世界経済の混乱による財政赤字、経常赤字に苦しんでおり、IMF、世界銀行などの国際機関からの資金援助と引換えに構造改革を進めていた。国際機関の勧告は財政政策、金融・為替政策、産業政策を中心としたもので、アジア諸国のグローバル化促進への布石とも言えるものであった。ことに国内産業保護から直接投資促進による外国企業受入れを目的とした産業政策の変更は、プラザ合意以降の日本、アジアNIEs、欧米からの直

接投資を加速させることになった。この直接投資の急増に伴いインフラ整備の遅れが表面化したため、アジア諸国はインフラ整備を進める必要がでてきた。しかし、構造改革を進めていたアジア諸国は性急なインフラ投資ができる財政状況ではなく、国際機関との協調を念頭に置いたインフラ整備が進められることになった。その必要資金は国内市場だけでなく、ODA、国際機関からの借入れ、海外起債などで賄われた。

80年代後半からの国際機関の勧告は金融・為替政策に重点が置かれ、アジア諸国は為替管理規制の緩和・撤廃、金利の自由化、規制緩和、金融・資本市場の整備などを進めることになった。これらの勧告は金融・資本市場のグローバル化促進に寄与したが、同時にアジア金融危機の種を蒔く結果ともなった。金融・資本市場の急激な変化に伴い、アジア諸国の企業はその必要資金を調達するため株式公開、対外借入を加速させたことから、証券投資、対外借入といった形態で資金が流入した。これに直接投資の資金も加わったため海外からの資金流入が急増、アジア諸国は高度成長を達成する一方で、過剰流動性の管理に苦しめられることになった。高い経済成長は財政収支を好転させるとともに、資本市場の発展に伴う民営化の進展は、幾つかの国を財政黒字に転換させた²。

規制緩和は民間商業銀行やその支店の数を増加させ、国内資金の円滑な循環を促すことになった。さらに銀行は株式公開とその後の増資により資本市場から資金を調達するとともに³、一部の国では海外から取り入れた資金を現地通貨に転換して貸し出すところも出始めた。さらにタイのように支店増設の認可を得るための実績を作るため、融資を積極化させた銀行も少なくなかった。ところが借り手の企業は対外借入、株式公開、起債などを加速させていたことから、地場銀行は競争激化によりマージンが縮小する事態に直面した。ただ、財閥傘下の大手企業は知名度が高く、しかも融資額も大きかったことから、銀行はマージンが低下しても採算がとれるため積極的に貸し込むことになった。このため財閥傘下の大手企業には、

国内・海外銀行からの資金が奔流のように流れ込んだ。また、競争激化によるマージン低下にさらされた地場銀行は、リスクが高いが大きな利幅のとれる顧客への融資を増大させることにより生き残りを図った。これらの資金は主として不動産開発、株式投資に向かった。

高度成長と過剰流動性を背景とした銀行の積極的な融資姿勢は、住宅ローン、自動車ローン、クレジット・カード、割賦金融などを通じ個人消費を刺激し、住宅、自家用車、家電製品などの購入が増大した。アセアン諸国では一次産品の輸出から工業製品への輸出にシフトする国が増えていたが、国内消費の高まりから工業製品の国内市場での販売が急拡大した。これに伴い輸入の急増と輸出の伸び悩みを見せる国が出始め、ことにタイでは96年頃からその傾向が顕著であった。しかし、アジア諸国は忍び寄る危機を夢想だにせず、我が世の春を謳歌し続けていた。

金融危機発生とアジア諸国の混乱

97年7月、パーツ切り下げが引きがねとなりアジア金融危機の幕が切って落とされた。パーツ切り下げは瞬く間にアジア諸国に伝播し、通貨切り下げとその後の経済的混乱を嫌気した外国銀行や投資家は、一気に資金引揚げの動きに出た。この雪崩をうった資金の海外流出はアジア諸国の通貨をさらに下落させた。流動性を確保するため、韓国、インドネシアはタイに続いて国際機関に緊急融資を仰ぐことになった。

為替管理規制の緩和により巨額の資金が海外から流入、過剰流動性に苦しんでいたアジア諸国は、通貨危機に伴い資金の海外引揚げが起これと、クレジット・クランシに見舞われることになった。地場銀行や外国銀行は一気に融資の引揚げの動きに出たことから、企業は資金繰りに窮し倒産が続出した。

それまで株価が堅調に推移していた株式市場は、通貨危機発生とともに売りが殺到。海外の投資家も資金引揚げの動きに出たことから売りが加速

し、株価が暴落した。株価下落は信用取引や銀行の株式投資ローンの引揚げを誘発し、当然のことながら売りが殺到、株価は更に下落した。しかし、銀行や証券会社の中には担保に取っていた株券を売るタイミングを逸し、暴落した株券だけが残るところが続出した。

通貨危機直後のアジア諸国を回ると、工事途中のビルが多く目についたものである。銀行の資金引揚げにより工事が中断し放置されたビルである。当然これらの不動産は銀行担保に入っていたが、開発業者の破綻により不良債権だけが残ることになった。一般企業も高度成長を背景に借入金を増やしていたが、景気が急激に減速したことから資金繰りに窮し、倒産の憂き目にあったところも多い。これも銀行の不良債権を増大させることになった。このような過程を経て、通貨危機が金融危機へと変質していった。

為替の下落、海外への資金流出がアジア金融危機の引き金となったことからわかるように、高度成長を続けるアジア諸国が国内の金融資源の有効活用を怠り、不足する資金を安易に海外に依存したことが金融危機の一因としてあげられる。対外借入の多くは短期資金で、そのロールオーバーにより必要資金が供給され続けていた。

また、金融部門のグローバル化が進み国際間の資金移動が容易となった90年代初頭から、先進国の金融機関は積極的にアジア諸国に資金を供給していった。ことに日本や欧米の金融機関が、自国での融資よりもマージンの大きいタイ、インドネシア、マレーシア、韓国などに融資することにより利益拡大を図ったことも、金融危機の遠因としてあげられよう。その過程で銀行がリスク管理を怠り、リスクの高い借主に資金を供給したことが金融危機をより深刻なものにした。

二つの危機対応策

アジア諸国の金融危機対応は、2つに大別できよう。一つはタイ、イン

ドネシア、韓国のように国際機関に資金援助を仰ぎ危機を收拾する方法である。この方法には、国際機関の支援を得ることで海外からの信託を確保するという意味合いもあった。もう一つはマレーシアがとった政策で、為替管理を強化するとともに為替を固定相場制に移行し、独自の金融政策がとれる環境を整え、金融・財政政策の発動により自力で危機を脱する方法である。

前者は国際機関からの融資と引換えに様々な改革案を勧告されており、その実施には国内での抵抗が大きく、各国政府は対応に苦慮しているのが実情である。他方、マレーシアでは70年代初頭から原住民優先政策（ブミプトラ政策）⁴を推進してきており、同政策に国際機関のメスが入られることはマハディール政権の基盤を崩壊させることに繋がった。これがマレーシアが国際機関の援助を仰がず独自の対応策をとった最大の要因とされている。

国際機関の改革案はマクロ経済、銀行部門、資本市場の3つの柱から構成されており、財政改革、構造改革、規制緩和、銀行部門への挺入れ、資本市場の整備などの措置が盛り込まれていた。これらの改革案はこれまでも国際機関が提唱してきた政策の延長線上に位置するものであった。ところが国際機関から資金援助を受けなかったマレーシアは、国際機関の改革案と類似する政策を独自に立案、着実に実施している。このマレーシアの自主性には注目すべきものがある。

金融危機とその後の経済的混乱にも拘らず、2000年前半までアジア諸国の多くは比較的順調な景気回復を遂げていた。このためアジア金融危機は既に過去の出来事との論調さえ出始めていた。アジア諸国の景気回復の要因は、とりもなおさず米国経済が堅調に推移し、対米輸出が大きな牽引力となっていたことにある⁵。これは2000年中盤から米国の景気減速が表面化すると、アジア諸国が軒並み成長予測の下方修正に乗り出し、2001年にはマイナス成長に転落する国が続出したことを見れば明らかである。

同時多発テロに伴う米国の景気回復の遅れ、国際機関の勧告する改革案実施の遅れ、不良債権処理の遅れなどを考えると、むしろアジア金融危機はこれからが正念場と言えそうである。

2. 国際機関指導のグローバリゼーション

国際機関指導の政策

金融部門のグローバル化推進が金融危機の一因となったことは既に述べたとおりであるが、金融危機の要因を探るにはどのような政策がとられ何が不適切であったかを検証する必要がある。

80年代後半から進められた国際機関指導による金融・為替政策の変更、金融・資本市場発展策は、金融システムのグローバル化を意味した。その政策はこれまで大きな障壁により守られてきたアジア諸国の金融システムを外界の荒波にさらすことになり、その政策実施には慎重さが要求されてしかるべきであった。ところが国際機関の進める政策は性急かつドラスチックなもので、その内容、実施のタイミングなどが適切であったか否か大いに疑問である。

例えば97年の金融危機に際しIMFは、景気急下降が確実視されている状況下、国内金利の引上げによる通貨安定と財政収支の健全化を勧告したことから、アジア諸国は深刻な不況に見舞われた。また、アジアではないがアルゼンチンに対してとったペソの米ドルへのペゲ（1対1）と外貨準備高の枠内での通貨発行は、2001年12月に同国を債務危機に陥らせる一因となっている。このようにIMFの勧告案には厳しい批判があることも事実である。

ところで80年代後半の国際機関による勧告がなされた当時の状況は、海外からの直接投資急増を背景に経済発展が緒に着いたばかりで、経済発展に必要な資金を国内・海外の市場から供給するための枠組づくりが急務

となっていた。このため国際機関、アジア諸国政府ともに時期を逸したくない、というあせりがあったことも事実である。そしてそのあせりが金融危機を惹起させる一因となったが、それへの反省は必ずしも充分と言えないのが実情である。

ことに金融・為替政策は国家の主権と密接に関係しており、その変更は熟慮と慎重な対応が不可欠となる。グローバル化は特定の国の動向に左右されるのではなく、自国の安定かつ効率的な経済システムの構築を目的としているはずである。ところが金融部門のグローバル化は国家主権を突き崩し、米国主導型の体制を強いる結果となっている。これはアジア諸国の多くが米国経済の動向に金利、為替が翻弄されていることから明白である。グローバル化に伴う為替管理規制の撤廃は、その国を国際的な荒波にさらすことになる。ことに為替管理規制の撤廃は国際間のすべての資金移動を自由化することを大前提にして進められており、その部分的規制の復活はタブー視されているのが実情である。

国際機関指導による政策がどのようなものであったかを、金融・為替政策、銀行部門、資本市場について簡単に述べることにする。

金融・為替政策

金融市場改革の一環として金利の自由化が進められたが、これは競争原理の導入による資金コストの引下げを目的としたものである。この資金コスト引下げ策の一環として法定準備率が引下げられた国が多い。法定準備率は銀行システム安定の観点から、有事に備え銀行資金の一部を中央銀行に無利子で預け入れさせるシステムである⁶。マレーシアやシンガポールのように法定準備率操作を金融調節手段として使う国もあったが、欧米では金融システムの安定、公開市場操作による金融調節の普及を背景にその引下げを行う国が多かった。確かに法定準備率が資金コストを押し上げる一因となっていたことは事実であるが、金融システムの未発達なアジア諸

国では高い法定準備率が金融システムの安定に寄与していたことも事実である。

国際機関は法定準備率を資金コスト上昇の一因と捉え、その引下げを勧告した国が多い。例えばインドネシアでは88年10月、金融部門の大幅規制緩和策 (PAKTO) の一環として法定準備率のドラスチックな引下げ (15%→2%) を行った。PAKTOは民間商業銀行の設立促進を含んでいたことから、以後銀行が乱立されるようになった。民間商業銀行の勃興期には銀行経営に問題が生じる時期でもある。この時期に法定準備率をドラスチックに引下げたことは、銀行経営を不安定なものにした。

ちなみにマレーシアでは伝統的に高い法定準備率規制と流動比率規制を設けていた。金融危機直前のマレーシアの法定準備率と流動比率はそれぞれ13.5%、17.0%となっており、預金の30.5%が中央銀行への預金（無利子）か国債などで運用されていた。資金不足に悩むアジア諸国にとって、預金のかんりの部分を政府部門に回すことは、資金仲介を非効率なものにしていたと言えよう。ところが今回の金融危機に際し法定準備率と流動比率を引下げていた国では銀行破綻が多発し、深刻なクレジット・クラッシュに見まわれた。その点マレーシアは、金融危機に際し法定準備比率を引下げるによりとりあえずの流動性を確保した点は注目に値しよう。

為替管理規制の緩和についても然りである。外国との自由な資金の往来は必要不可欠なことである。しかし、アジア諸国の多くは経済規模が小さく、短期間に大量の資金が流入すると過剰流動性を発生させてしまう。ことに短期の対外借入、株式投資などは資金移動が激しく、為替や株価に大きな影響を与える。さらに金融危機のきっかけを作ったヘッジファンドのように、利益追求のためには手段を選ばず投機を行い、それが経済的混乱を惹起させている。マハディール首相はヘッジファンドの横暴さを強く批判してきたが、当初はあまり相手にされなかった。ここに来てその弊害が認識され始めているが、具体的な規制の動きは出ていない。このように短

期資金流入の弊害に対する有効な手段がまだ見つかっていないのが現状である。

銀行部門

アジア各国の銀行部門は規制緩和が遅れてきた分野である。政府は国内銀行保護のため様々な障壁を設け外銀の進出を抑制してきたことから、銀行は融資中心の伝統的な収益構造を維持することができた。このような保護された銀行部門に国際的な圧力が加えられ、為替管理の緩和、規制緩和、資本市場の整備などが次々と行なわれることになった。これらの政策は基本的に間違っではおらず、アジア諸国も避けて通れない関門であったと言える。しかし、政策の内容、実施のタイミングなどが適切であったか否かが問題となる。

例えば88年10月にインドネシアが行った金融部門の大幅規制緩和(PAKTO)である。それまでインドネシアでは政府系商業銀行が銀行業務をほぼ独占していた。国際機関は民間商業銀行の設立を容易にするよう勧告したことから、商業銀行が雨後の筍のように乱立することになった。民間商業銀行の設立促進は適切な措置ではあったが、最低資本金の規模、取締役の質と経験、主要株主に対する融資規制の欠落、法定準備率のドラスチックな引下げなどが問題であった。

「インドネシア経済は人口の3%を占める華人が独占している」との例えがあるように、地場資本の大部分は華人が占めている。従って民間商業銀行の多くは華人財閥が設立することになった。ところが銀行業務の経験がある華人財閥は少なく、健全性が当初から問題となった。華人財閥は設立した銀行を「集金マシン」と受けとめ、関連企業に資金を垂れ流すことになった。金融危機に伴い関連企業の経営が悪化すると、銀行経営が破綻するのは時間の問題である。ある財閥は銀行破綻が表面化する直前、銀行資金をオフショア市場にある自己の口座に移し国外に逃亡している。

資本市場

80年代末から90年代初めにかけて株式市場の整備が本格化し、ことに市場インフラは短期間のうちに見違えるように整備された。例えば89年のジャカルタ証券取引所では、証券会社が黒板に銘柄と売買数を記載、それを見ながら売買が行われた。このため声が大きく、体力のあるディーラーが売買を決めることが出来たが、価格形成や出来高の面では非効率なものとなっていた。また、株式の標準化が遅れており、売り手は額面数万株～数十万株の株券をコピーし、それに裏書することにより買い手に渡していた。このため偽造コピーが出回り市場が一時的に混乱することも少なくなかった。

さらに93年のアジア株ブームの際、マレーシアでは振替決済制度が導入されていなかったことから、証券会社のバックオフィスでは株券が床にまで並べられ、徹夜で決済処理を進める状態が続いていた。当然のことながら事故や決済の遅れが出て市場が混乱することになった。ただ、これらの混乱は短期間で納まり、市場インフラの整備は著しく進んだ。

市場インフラ整備の進捗は、株式公開による長期資金調達のを企業に開いた。しかし、企業が必要資金を株式市場だけに依存したわけではなく、その多くは国内・海外の銀行からの融資に依存していた。これは増資による株式保有比率の低下を主要株主が嫌ったこと、何かよい材料がないと投資家が増資に応募しないリスクがあること、などの理由による。ただ、銀行融資は短期で、しかも対外借入れは為替リスクが伴った。このため海外資金への依存を減らし安定した長期資金を確保するには、国内市場での長期資金の調達（起債）が肝要となっていた。それには債券市場の発展が急務となっており、アジア諸国は90年代中盤から債券市場の発展に注力することになった。

3. グローバリゼーションと華人財閥

欠落する視点

アジア金融危機の一因が金融部門のグローバル化に求められ、ことにその内容、実施のタイミングなどが不適切であったことは指摘したとおりで、現在その見直しが行われ様々な改善策がとられている。また、金融危機により深刻化した不良債権問題と銀行の健全性回復に向けた措置も講じられている。これにより金融システムが安定してきていることも事実である。しかし、この新たな枠組で金融危機の再来を防げるかと言うと大いに疑問である。国際機関、アジア諸国政府の新たな枠組構築のプロセスを見ていて最も危惧するのは、その枠組を誰がもっとも有効に活用するのかという視点の欠落である。

80年代初頭から始まったグローバル化の動きは統計数字の急激な改善をもたらし、高度成長が実現したかの印象を与えた。統計数字を追う限りそこには人間の姿は見えにくく、誰がグローバル化の枠組を活用し経済を発展させていったかが見えてこない。結論から先に言うと、その受益者は華人財閥である⁷。

華人は早い時期からアジア諸国（韓国を除く）で経済基盤を確立しており、多くの国で実質的な経済の支配者となっていた。グローバル化の過程で進められた外国からの直接投資受入れと合併事業の設立、金融・資本市場の整備に伴う融資、株式公開、社債・CP発行による資金調達、銀行の設立、為替管理規制の緩和による対外借入れ、国際市場での起債など、そのいずれをとってみても、華人財閥が最大の受益者となっている⁸。

今回の金融危機は既存の枠組に欠陥があったことを露呈させたが、その欠陥のある枠組を誰がもっとも有効に活用したのかという視点は欠落している。この視点の欠落は、その枠組の受益者である華人財閥がそれをどのように活用して富を形成していったかというプロセス、金融危機に伴い不

良債権を発生させたにも拘らずいまだに経済の実権を維持している現実、などについての答えを曖昧なものにしている。この視点に注目することにより、アジア金融危機の見逃されている側面を明らかにし、それへの対応について議論していく必要があるだろう。

華人財閥形成のプロセス

東南アジアに移民した華人は、同族、「会館」⁹を通じた結束を軸に経済基盤を確立してきた。会館を通じての結束は銀行の設立を促し、それが華人の経済発展に大きく寄与することになった。しかし、アジア諸国の多くが欧米、日本の植民地であった時代は、宗主国を中心とする企業が利益の大きい部門を牛耳っており、華人が経済の実権を握るまでに至らなかった。華人が経済的に力をつけてくるのはアジア諸国が独立し、これら諸国の国民として法的基盤を確立してからである。

アジア諸国では独立後の経済発展に自国資本を優先する政策をとったが、技術、資本、経営ノウハウ、流通ネットワークをもっているのは華人であったことから、華人が経済活動の推進者として台頭することになった。しかし、経済活動の拡大には政府から様々な支援を必要としたことから、華人は政治権力との関係を強化していった。華人財閥の多くは、この政治権力を背景とした積極的な事業拡大によりその基礎を築いたと言える。

ただ、権力者の失脚はその支援を得てきた華人財閥に大きな影響を及ぼすことから、華人財閥の基盤は必ずしも磐石ではなかった。このため華人財閥は短期間に事業を拡大し、政治情勢の変化にあまり影響を受けないだけの経済基盤を確立することを急いだ。また、有事に備え資産の一部をタックス・ヘイブンで運用したり、海外に投資することによりリスク分散を行うところも多かった。

ところで華人の事業経営は同族内の結束が基礎になっており、その内容を外部に知られることを極端に嫌い、秘密厳守が最優先された。このため

華人企業は株式公開に伴う情報公開には否定的であった。しかし、80年代末から始まった金融・為替政策の変更、金融・資本市場発展策は、華人に意識変化をもたらすことになった。なかでも株式市場の発展、ことに国内・海外からの投資家の参入に伴う株価上昇は、その積極的な活用による財閥形成への道を華人に開くことになった。

華人にとって株式公開は、資産価値の上昇、資産の流動化、資金調達の簡便性、子会社の上場企業への売却（株式交換）などのメリットをもたらした。華人は艱難辛苦の末発展させた企業を守り育てていくことに価値を見出していたが、土地、建物、設備などに投資した資金は製品やサービスの販売という形で回収していた。この伝統的な枠組では資産価値の評価には手間がかかり、ましてやその流動化は困難であった。

ところが株式公開は会社の価値を市場が決定、株式市場での株式売却により資産の流動化がいつも簡単に図れるメリットがある。株価は企業の業績を先取りする形で形成されることから、好業績を維持する限り株価は上昇する。しかも株価が1株純資産より高くなるのが一般的である（時には数倍）。また、上場株式は有価証券として銀行の担保となり、融資を受けられるメリットもある。さらに一族が株式の50%強を保有し続ける限り経営権（議決権）を維持することができる。他方、グループ全体の上場ではなく子会社の上場にとどめることで、財閥の資本構造を外部の目から隠し、情報公開も限定的なものにとどめることができた。このような株式公開に伴うメリットは華人の伝統的な経営手法の見直しを強いるとともに、その積極的な活用を促すことになった。

華人にとって株式公開は錬金術と映ったようで、株式発行による資金調達、株式交換による子会社の上場企業への売却などにより、その資産は雪だるま式に膨張することになった。この資産膨張と事業の多角化は、華人財閥という言葉を定着させることになり、金融機関の信用、社会的知名度が必然的に高まることになった。

続く借金依存体質

株式公開に端を発する財閥形成、信用力の飛躍的な向上、知名度の高まりは、財閥の資金調達を容易にした。しかし、事業の多角化と拡張を進める財閥の必要資金は、その多くが国内・海外からの銀行融資で賄われた。せっかく株式公開により増資の道を開いた華人財閥ではあるが、増資（時価発行増資）による資金調達は限定的であった。

ことに増資は新規発行株を引受けなかった場合、その株式保有比率が低下し経営権を維持するための50%を割り込む事態を招来する。もし増資に応じた場合、出資比率に応じた追加資金が必要になる。さらに増資の場合、新規事業計画の提出と株主総会による議決と言う面倒な手続を必要とする。このため華人財閥は可能な限り増資を避けることが一般的であった。また、社債やCPの発行による資金調達がないわけではなかったが、債券市場が未発達なことから、あまり盛んではなかった。

90年代初頭から金融危機発生までの数年間は高度成長が続いた時期で、積極的な事業拡張を進める華人財閥の資金需要が急増し、それを国内・海外の銀行から調達した時期である。ちょうどこの時期、地場銀行は規制緩和に伴う競争激化に直面しており、外国銀行も日本、欧米でのビジネス・チャンス低下からアジア融資を拡大しようとしていた時期でもあった。このため国内・海外の銀行は華人財閥向けの融資を急拡大させ、その潤沢な資金供給を背景に華人財閥は積極的に投資を拡大していった。華人財閥の中には傘下の上場企業の株式を担保に融資を受け、その資金を新たな事業に投資するところも多かった。

銀行が融資を行う際、資金の使途、事業計画、採算性、キャッシュフロー、担保などを提出させ、慎重な内部審査を経て認可されるのが普通である。ところが当時の状況は借り手市場で、厳格な審査を行った場合、借り手にそっぽを向かれることが多かった。ことに華人財閥に対する融資では、財閥としての信用・知名度がパスポートとなり、十分な担保も取らず、甘い

審査で融資が認可されることが多かった¹⁰。なかでも地場銀行は銀行・支店の新設、外銀の進出による競争激化に直面しており、これが銀行の審査を甘くすることに繋がったことも事実である。

ところで国内・海外の銀行からの資金供給を背景とする華人財閥の積極的な投資は、金融危機に伴う外国資金の急激な引揚げに伴い一気に破綻をきたすことになった。華人財閥は資金繰りに窮し、債務返済が滞り、倒産するところが続出。資金を供給した銀行も不良債権が山積し、倒産・政府の資金注入、不良債権処理という今日の事態に至っている。

4. 新しい金融システム構築への模索

金融危機からの教訓とグローバル化の進捗

アジア金融危機からの教訓としては、①国内の金融資源を有効活用し、必要不可欠な資金だけを海外に依存すること、②長期資金調達のため資本市場、ことに債券市場を整備すること、③銀行部門の監視・監督を強化するとともに、健全な銀行経営確立のための措置を講じること、④預金保険制度の導入・整備拡充、不良債権処理の枠組構築と人材育成を急ぐこと、⑤独自の為替・金利政策がとれる枠組を構築すること、⑥国際的な会計基準の導入、情報開示、透明性、企業統治を強化すること、などがあげられる。アジア諸国はこれらの教訓を活かし、①BIS基準の導入による銀行の監視・監督の強化、②不良債権処理機構の設置と不良債権処理の進捗、③国際的な会計基準の導入、情報開示、透明性、企業統治の強化、④債券市場の整備・拡充に伴う社債発行の増加と証券化の模索など、金融システム安定に向けた様々な措置を講じており、金融システムは危機発生以前に比べかなり改善されてきている。

ところでアジア金融危機の引き金となったパーツ攻撃に見られる通貨投機とその防衛のための枠組の必要性、危機対応のための国際機関による支

援とその勧告に対する反発がアジア諸国に存在することも事実である。このためアジア地域に限定したアジア版IMF「AMF」設立構想が浮上しているが、IMFを初めとする国際機関や欧米諸国の反発が強く、実現に向けた動きは本格化していない。現状では二国間ベースでの緊急融資の枠組構築が進められている。また、アジア開発銀行はアセアンからの委嘱を受け、マクロ経済データの監視と警報発令に向けた枠組作りを進めている。

他方、WTO、APECなどによるグローバルな経済的枠組の構築が進められており、アジア諸国はそれらを念頭に置いた経済開発政策の策定が急務となっている。これら枠組の中では、貿易、金融、サービスなどの分野で規制緩和が進み競争が激化していくことになり、当然産業構造も大きく変わることになる。その変化に見合った金融システムの構築も不可避となっているが、アジア金融危機の教訓を活かし金融システム安定のための枠組作りが先決と言えよう。ここでは新しい金融システム構築に向けた模索の現状と問題点について述べることにする。

不良債権処理

金融危機発生によりアジア諸国では銀行の不良債権処理が緊急課題となった。各国の対応には若干の差はあるが、概ね不良債権買取機構（AMC:日本の整理回収機構と類似した機関）を設立、そこが買取する方法をとっている。一見簡単に見える仕組みではあるが、法整備が遅れている国も多く、その整備から始める必要があり、思うように捗っていないのが実情である。例えばインドネシアでは破産法が未整備であったことから破産認定までに長時間かかり（あるケースでは12年）、債権の回収が実質的に不可能となっていた。このため破産法を整備し、担保の差押さえを簡素化する措置がとられた。

AMCは銀行の不良債権を購入しその管理・売却を進めることになるが、問題はその原資である。多くは政府資金に依存しているが、国によっ

ては資金が足りず国際機関からの借入に依存しているところもある。マレーシアのようにAMCが政府保証による債券を発行し銀行に引取らせて資金を調達、その資金をもとに銀行から不良債権を買取っているところもある。

AMCが買取った不良債権の多くは入札（国際入札を含む）で売却される。タイのように投資信託を設定し、銀行ローンや不動産を買取って運用するところもある。また、マレーシアのようにAMCが購入した債権の一部を証券化するというケースも出てきた。銀行が債権を高く売りたいのはやまやまであるが、AMCは安く買いたたくことになる。これは債権のリスク、金利負担、原資の性格（公的資金）などを考えれば当然のことである。

問題はAMCの売却価格と買い手である。AMCは買い手さえあれば一刻も早く売りたいのが本音で、入札だけでなく交渉による売却も行っている。他方、買い手にとってみれば特殊な技術、確立されたマーケットなどをもつ企業を安く買うことができれば儲けは大きい。このため政治力のある企業がAMCと交渉し、将来性のある企業を安く手に入れることもある。また、シンガポールでは政府系企業が積極的にアジア諸国の不良債権を買取る動きを見せており、インドネシアから批判される一幕もあった。

一方、債務再建交渉を通じた不良債権処理も行われている。マレーシアのように会社更生委員会（CDRC）を設立、経営難に陥った企業の債務処理と再建を仲介する国もある。CDRCが対象とするのは「再建可能と判断される企業」で、債務総額が5000万リンギ以上の企業であった。債務処理は債権者（主として銀行）と債務者（当該企業）との間で行われるが、その処理方法は金利・元本の返済繰り延べ、減資、債務の株式転換、社債（転換社債を含む）、ワラントの発行などである。この処理方法で注目されるのは、株式、社債、ワラントの発行の多さである。また、中央銀行はCDRCの仲介処理に伴い発行される社債でBB以上の格付があるものは銀

行が保有することを認める政策変更を行っている。その結果、銀行はこれらのリスク商品を保有することになり、銀行そのもののリスクを高めている¹¹。

このCDRCの債務処理は一見効果的とみられるが、銀行システム、資本市場に悪影響を与えている。問題はCDRCが対象とする「再建可能と判断される企業」の選択にあり、明らかに不適切と思われる企業が政治力を活用して選ばれている。これら企業の債務処理案は非常識な内容のものがあリ、株式市場では当該企業の株が大きく売られるとともに、市場そのものの信頼性が損なわれる結果ともなった。

2001年8月1日、政府は不良債権処理機構(Danaharta)のアズマン会長をCDRC会長に横滑りさせ、不良債権処理を加速させることになった。同年8月9日には不良債権処理推進のため、①債権者の75%が再建計画に同意していること(従来は100%)、②債務総額が1億リング以上(同5000万リング)で5行(同2行)以上の銀行に債務を抱えていること、③CDRC委員会メンバーに不良債権処理機構と上場企業連合会を加えること、の3つの措置を発表。アズマン会長は、これまで手が付けられていなかった巨額の債務を抱える4企業(総額300億リング)の処理を急ぐ方針を打ち出すとともに、不良債権処理機構をCDRC委員会のメンバーに加えることで、不良債権処理が大きく進捗することになった。このアズマン会長のとった措置はCDRCの信頼性の向上と機能強化をもたらしたことから、内外の関係者から高く評価されている。

このようにアジア諸国の不良債権処理には様々な形態があり、資金不足で円滑に進まない反面、これを投資機会として積極的に買い取る動きも見られる。また、タイの投資信託のように新商品の開発を促したり、マレーシアのように資本市場を歪める事態を引き起こしたり、悲喜こもごもである。ただ、不良債権が信用収縮の最大の要因となっていることは紛れもない事実で、その処理を急ぐことがアジア経済の回復に直結していることは

言うまでもない。

銀行の健全性回復

アジア金融危機は別名「銀行危機」と言われており、銀行部門の傷みが深刻である。現在とられている主な措置としては、①不良債権買取機構(AMC)による不良債権買取り、②政府・中央銀行による銀行への資本注入及び外国資本の参加、③預金保険制度の導入・整備、④銀行の監視監督の強化、⑤資本市場、ことに債券市場の整備による銀行依存度の軽減、などがあげられる。

中央銀行・政府の銀行に対する監視監督が不十分だったことが「銀行危機」の一因としてあげられている。銀行部門の不良債権が増大した背景は既に述べたとおりであるが、政治的圧力、銀行幹部の腐敗による不適当な融資が不良債権を増大させたことも事実である。中央銀行は銀行の自己資本比率、資産の質、経営状態、収益性、流動性、システム(CAMELS)について定期的にモニターするとともに立入り検査も実施し、銀行経営を監視監督する必要があったが、必ずしも徹底していなかったようだ。金融危機以後中央銀行は銀行の監視監督を強化しており、問題が発生するとすかさず事態に対応する態勢がまがいなりにも構築されたようだ。しかし、銀行のリスク管理の徹底、中央銀行による監視監督を強化したとしても、幾つかの問題が残る。

アジア諸国は銀行破綻に際し、中央銀行・政府が救済の手を差し伸べるのが一般化している。しかし、銀行の資産規模が拡大し、リスクも多様化している現状では、中央銀行・政府による銀行救済は巨額の公的資金を必要とし、納税者も納得しなくなる。その意味からも預金保険制度の導入・整備が急務となっている。

さらにWTO合意に基づく金融部門の開放が間近に迫っており、外国金融機関の進出が予想される。このため金融機関の合併による大型銀行の誕

生が急務となっており、マレーシアは銀行部門の統合がほぼ完了した。ただ、マレーシアの銀行統合は不良債権処理に苦しむ銀行の資本金強化という側面も有しており、日本の合併・吸収の動きと似ている。

金融・為替政策の見直し

アジア諸国の中にはグローバル化の呪縛に囚われ、柔軟な金融・為替政策がとれなくなっている国が多い。この金融・為替政策をアジア諸国が決定できるようにすることが急務であるが、その場合これまで進めてきたグローバル化の施策と対立することが考えられる。ただ、ここで問題となっているのは短期資金の移動、なかでも海外からの銀行融資、証券投資、為替投機などの資金である。これら資金の規制についてはマレーシアのとった政策が参考になると見られる。

98年9月、マレーシアは為替の固定相場制を導入、海外のリング先物市場を閉鎖するため海外にあるリングを同月末以降無効にする措置を打ち出して対応。対外借入れについては、外国銀行の警戒感が強いことから現状では急増する懸念は皆無に近い状況であるが、不適切と見られる融資については中央銀行が行政指導することにより対処している。証券投資については98年9月の海外送金規制により資金流出を厳しく制限、その後段階的に緩和し、2001年5月からその規制を撤廃している。

つまりマレーシアは緊急避難措置として国内経済を一時的に国際的な枠組から外し、独自の金融・為替政策がとれる枠組に移行したわけである。これによりグローバル化の指標となっている米ドル、米国金利の動向に左右されず、独自の金融政策がとれるようになり、景気回復を急ぐことができた。当初、マレーシアのとった政策は国際機関から激しい非難を浴びたが、今ではIMFをはじめとする国際機関からも選択肢の一つとして評価され始めている。

ところで金融危機以後アジア諸国では住宅ローンの伸びが顕著となって

おり注目される。これは後述する銀行の個人向け融資への注力策の一環と見られるが、短期間に特定分野への融資が急増することは、金融システム安定の観点からは警戒を要する。ことに不動産融資の焦げ付きが顕在化している現状では、不動産絡みの融資は特に注意を要するが、金融当局は静観している。

これはマージンの大きい住宅ローンを増大させることにより、不良債権処理に伴い経営が圧迫されている銀行を支援するためとも見られる。しかし、より大きな理由として、住宅ローンを増大させることにより不動産開発業者、建設業者を間接的に支援し、これら業者への銀行融資が不良債権化することを回避することがあげられる。

さらに住宅ローンの増加による需要喚起は不動産価格の下落に歯止めをかけている。不動産価格の下落は担保価値を下落させ、追加担保を顧客に要求する事態も招きかねず、融資の伸び悩みだけでなく経済活動そのものに悪影響を及ぼすことになる。これが金融当局が住宅ローン増大を静観している最大の要因として指摘されよう。住宅ローン増大は金融危機への対応策の一つとして注目しておく必要がある。

銀行部門の機能見直し

今回の金融危機の一因となった競争激化とマージンの低下は、銀行の構造的な問題となっており、銀行が生き残りのためにややもすると大口融資、リスクの高い顧客への融資に傾斜する可能性を残している。金融当局は不良債権処理で手一杯の状況でこの問題を詳しく検討する余裕はなさそうであるが、実際には緊急課題として対応策を講じる必要がある。

銀行の競争激化とマージン低下への対応策の一つとして、個人向け融資（リテール・バンキング）への注力が必要となる。個人向け融資は事務処理が膨大となりコストがかさむため、これまで銀行があまり注力してこなかった部分である。しかし、個人向け融資は貸倒れリスクが低くしかもマー

ジンが大きいことから、金融危機以降銀行は個人向け融資に注力している。コスト削減の一環として現金自動支払機の増設も進められている。

個人向け融資は自動車ローン、住宅ローン、クレジット・カードなどが中心となっている。ただ、自動車ローン、住宅ローンは預貸期間の mismatch を引き起こすことから、その解消には債権の証券化が不可欠となっている。マレーシアと香港では住宅ローンの証券化が始まっており、シンガポールもその検討を始めているが、証券化推進には債券市場の発展が不可欠となっている。

大口顧客への融資については、不良債権の大部分をこれら顧客が占めていることからその対応が急務となっている。中・長期的には資本市場発展、格付機関の質的向上により、株式、ワラント、社債、CPなどでの資金調達が進み、銀行からの融資は短期資金中心になることが予想される。ただ、問題となるのは顧客の信用力である。現状でも銀行ごとの顧客の信用調査は行なわれているものの、金融機関が共用できる顧客の信用調査データが未整備で、その整備が急務となっている。

この信用調査データの整備に関連し、企業の債務残高、オフバランス・データのモニター態勢の構築が重要となる。企業の債務残高については自己資本に対する債務比率が一つの指標として考えられ、韓国ではそれを150%に規制する政策を打ち出している。オフバランス・データは保証やデリバティブなどであるが、これは事業活動と直結する部分も多く慎重な分析に基づく指標作りが必要で、ここでは問題提起のみに留める。

債券市場の整備拡充

アジア諸国は株式市場の整備が一段落したのを受け、90年代中盤から債券市場の整備に着手した。その結果、発行市場はかなり発展したが、幾つかの問題が残っていることも事実である。

アジア諸国では社債発行の際銀行保証をつけるところが多く、これが銀

行の不良債権増大の一因となっている。このため社債発行に際しては基本的に銀行保証を廃止し、一定の格付以上の社債のみが発行できるルール作りが必要となっている。ただ、社債の公募発行には格付が必要であるが、私募の場合はそれが要求されない。これは私募債への投資は投資家が責任を負うことが大前提となっているためである。このためタイでは私募による社債発行が増えていることも事実で、経済環境が悪化した場合新たな不良債権を発生させかねず、それへの対応も急務となっている。

また、格付機関の質的向上が遅れていることも事実で、それへの対応が急がれている。アジア諸国の中には国際的な格付機関と提携しその質的向上を進めている国もあるが、対応が遅れているところもある。人材養成には時間がかかり、しかもその定着には待遇面の配慮が必要なことから、困難が多いことも事実である。しかし、格付機関の質的向上は不可避で、アジア各国はその対応に苦慮しているのが実情である。

債券市場のもう一つの課題は、流通市場が未発達なことである。アジア諸国では政府が資金調達コストを引き下げるため不当に低いレートで国債を発行、それを銀行、年金基金などに強制的にはめ込む仕組みが確立されている。また、インドネシアや韓国では社債を投資信託に引取らせて顧客に販売する枠組が確立しており、それが金融危機をより深刻なものにした。さらにマレーシアでは特定企業の発行する社債を、政府系の投資機関や銀行に強引に引取らせたりもしている。このような強引なやり方による発行市場の発展は、債券市場を歪め流通市場の発達を阻害している。

流通市場発展のための最大の課題は、ベンチマーク金利が確立されていないことにある。先進国では国債の利回りがベンチマーク金利として使われており、国際機関はその是正を勧告しているが、アジア諸国の政府は低コストでの国債発行に固執し頑強に抵抗している。

しかし、この問題が解決できたとしてもベンチマーク金利の確立には問題が残る。グローバル化が進み国際間の資金移動が活発化すると、基軸通

貨ドルと米国金利との裁定が働くことになる。アジア諸国が独自の金利体系を確立し独自の金融政策を実施しようとしても、米国金利との裁定が働きそれが不可能となる。しかも為替スワップが絡むだけ金利が高くなってしまう。この点に留意しながらベンチマーク金利の確立を急ぐ必要がある。

資本市場から銀行部門への情報フィードバック

華人財閥の形成が政治権力の活用と株式公開により達成され、その信用力、社会的知名度を背景に国内・海外の銀行から巨額の資金を借り入れ、事業を急拡大していったことは既述のとおりである。ことに株式公開に伴う資産膨張と流動化、株式交換による子会社の上場企業への売却、上場企業の株式担保による融資と新事業への投資、タックス・ヘイブンでの資産保全、リスク回避・資産分散を目的とした海外投資と現地での株式公開などは、華人財閥が常にリスクを念頭に置いてビジネスを展開するとともに、株式市場のメリットを最大限に活用し事業を拡大させていったことを物語っている。

金融危機により華人財閥の多くが破綻に追いこまれ、銀行団や不良債権処理機構との交渉が続いている。確かに華人財閥が大きな打撃を被ったことは事実であるが、海外に蓄積した資産もあり、さほど苦勞しているようには見えない。むしろ再建に向け様々な模索を続けているのが実情であるが、内外銀行が抱える債権の回収は困難視されている。

銀行は華人財閥の形成プロセス、リスクを伴ったビジネス展開、リスク回避の方法などを充分検証せず巨額の資金を融資したことから、巨額の不良債権を発生させた。銀行が何故リスク管理を怠り巨額の資金を華人財閥に融資したかの調査・研究はほとんど行われていない。そもそもアジア諸国、国際機関ともに、問題そのものへの認識が欠落しており、具体的施策を講じる必要性すら感じていないものと見られる。むしろ過剰流動性の発

生、銀行の監視・監督の不徹底など、既存の枠組の問題点を指摘し、その改善を緊急課題として対応している。この方法はある程度の効果をもたらすものと見られるが、修羅場を潜りぬけてきた華人財閥は必ず抜け道を見つけることになるだろう。

この問題に対する現実的な施策の一つとしては、資本市場からの締め付けを行い、そこから得られる情報を銀行が有効に活用する方法である。現在、資本市場整備の一環として、国際的な会計基準の導入、情報開示、透明性、企業統治の強化などの施策が進められており、これにより上場企業の実態をかなり正確に把握できるようになるだろう。ただ、法整備の遅れ、厳正な法の執行、罰則規定などに問題があることも事実で、これらの施策がどれだけ効果をあげるかは未知数である。

しかしながら華人財閥が極秘裏に違法行為や倫理上問題のある行動をとった場合、それは必ず市場の噂となって漏れ伝わり株価を押し下げることになる。ことに華人財閥は資本の有効活用の観点から、上場企業の株式を担保に銀行から融資を受け新しい事業に投資することが多い。株価下落は銀行に追加担保を要求させることになるため華人財閥が最も嫌うところである。株価下落は格付機関にも警告となって伝わり、格付の引き下げをもたらすことになるだろう。銀行は株価、格付の変化を融資審査の参考として活用することによりリスク判断を行うことができる。

アジア諸国では株式の過半数を一族が保有することにより経営権を維持することが多く、法整備の遅れ、法的強制力の弱さ、腐敗などと相俟って不透明な企業経営が続いているのが実情である。株主を増やし一族の株式保有を50%を下回る水準にまで引下げることが肝要となるが、その実現は一族の抵抗が大きく困難視されている。韓国のようにそれを30%まで引下げたとしても、子会社を使った株式持合いにより実効支配を続ける道も残されている。ただ、モルガン・スタンレー・キャピタル・インターナショナル(MSCI)のような国際的に確立された資産運用会社が浮動株比率

を重視した投資戦略を取り始めたことから、アジア諸国も浮動株の引上げを重視する政策をとり始めている。また、社外取締役制の導入、独立した監査体制の導入なども進んでおり、これにより同族による経営権の掌握という事態が揺るぎ始めていることも事実である。

ただ、このような華人財閥の同族経営に対する絞めつけは資本市場のグローバル化、金融システムの安定には寄与することになるが、華人財閥の活力をそぐ結果となり、規制の少ない国への資本移動を引き起こす可能性がある。このため華人財閥にインセンティブを与えることも必要となっている。具体的には配当金課税を廃止し配当を高めることであるが、配当金課税廃止については他の金融商品との兼ね合いもあり、その実現には時間を要しよう。配当金課税廃止が実現した場合、華人財閥は経営権の掌握によるさまざまな利益追求¹²を図るのではなく、専門家の登用による経営効率の向上と配当増大・株価上昇を追及する資本家として生き残る選択肢が加わることになる。

しかしながら利益追求に大きな価値観を見出している華人のビジネス・スタイルを考えると、華人財閥が配当金、取締役としての報酬、給与・ボーナス・諸手当などで満足するとはとても思えない。むしろ規制が少なく、大きな利益を上げられる新天地を探し、そこに投資するのがより現実的な姿と言えそうだ。実際、華人財閥のなかには非効率性に残り、独裁的な政治権力が支配している国を見つけ、そこでの事業に注力するところも出始めている。このため華人財閥に対するインセンティブには慎重な対応と熟慮が必要となるが、ここでは問題提起のみに留める。

おわりに

アジア金融危機に伴い導入された様々な政策は、アジア諸国の金融システム安定に大きく寄与している。新たな金融システムは、金融部門の競争

力向上、国内の金融資源の有効活用を促すとともに、新たな金融危機に対応するための枠組構築、資本（債券）市場の発展による銀行部門の資金仲介機能の軽減を含んだものとなっている。しかし、不良債券処理の遅れ、グローバル化進捗に伴う国際的な資本移動とその影響の軽減、銀行部門の抜本的な資金仲介機能の見直し、過剰融資モニター態勢の不備、債券市場の整備拡充、資本市場から銀行部門への情報フィードバック態勢の不備などについては対応が遅れている。また、WTOの枠組による金融部門の開放も目前の課題となっており、それへの対策も遅れている。

このようにアジア諸国の金融システム安定に向けた模索が続いているものの、幾つかの課題が残されていることも事実である。ことに国際的な資本移動とその影響の軽減については対応が困難となっているが、マレーシアのとった政策は国際的に認知され始めており、選択肢の一つとして検討に値しよう。また、これまで資本市場については長期資金の調達場としての機能しか注目されておらず、株式市場の整備がほぼ終了した現状では債券市場の発展を加速する動きが顕著化している。しかし、株式市場の資産膨張メカニズムを利用した華人財閥の形成、それに伴う信用力、社会的知名度の向上、株式保有比率の維持のため増資ではなく銀行融資への傾斜、資産の流動化と株券担保の融資による新事業への投資など、金融危機発生の一因が株式市場にあったことはほとんど注目されていない。この視点を重視して資本市場の整備を進めるとともに、資本市場から銀行部門への情報フィードバックによる金融システム安定が課題として残されている。

注

- 1) これ以降アセアン諸国は創立メンバーであるタイ、マレーシア、フィリピン、インドネシア、シンガポールを指す。
- 2) 国際機関が資本市場、ことに株式市場の整備に注力した一因は、財政赤字解消のため民営化を促進することにあった。

- 3) 90年代初頭に導入されたBIS規制（自己資本比率規制）が増資による自己資本拡充を促した。これは銀行に融資増大圧力として作用した。
- 4) マレー人を中心とする原住民の社会的経済的地位向上のため導入された措置で、教育、就職、融資、政府プロジェクトの許認可などの原住民への優先的な配分を行うとともに、株式資本の30%を原住民に保有させる政策。このため華人やインド人からの批判が強く、非効率な経済運営の一因となっている。
- 5) 通貨統合を控えEU経済が堅調に推移したことも見逃せない点である。
- 6) フィリピンのように市中金利よりも遥かに低いながら、金利が支払われる国もある。また、国によっては流動比率規制を法定準備率規制に含めるところもある。
- 7) 韓国の財閥もこれにあてはまるが、韓国以外のアジア諸国が華人財閥を中心に経済発展したことから、ここではとりあえず華人財閥に限定して話しを進める。
- 8) 政府系企業も受益者であるが、ここでは民間部門に限定して話を進めている。
- 9) 方言、出身地が共通した華人が纏まり相互扶助や親睦のため交流する場。東南アジアでは、福建、客家、広東、潮州などの会館がよく目につく。
- 10) 某大手邦銀ジャカルタ支店長は、融資審査のためある華人財閥企業の財務諸表を本店に送付したところ、あまりにも内容が酷いので問題となった。同支店長がその華人財閥に問題を指摘したところ、相手は税務署用の財務諸表を渡したのに気付き、金融機関用の財務諸表に差し替えたというエピソードはあまりにも有名である。これ以外にも証券取引所用、一族用（本物）の財務諸表があると言われており、財務の実態が一族の外に漏れることはないというのが通説。
- 11) 中央銀行は銀行の健全性維持の観点から流動比率規制を設け有価証券への投資を厳しく制限してきた。その規制への適格証券としては国債、TB、チャ

ガマス債などがあげられる。株式、社債、ワラントなどへの投資は原則禁止されていた。

- 12) 財閥傘下の非上場子会社に上場企業から有利な条件でビジネスを提供させたり、融資、保証を行って便宜を図ることが一般化している。また、財閥傘下の非上場子会社や不動産を上場企業に有利な条件で売却することも多い。