

7. アジアの通貨・金融危機後の株式市場の動向と展望に関する調査研究

1 金融改革を中心とする構造改革の進展状況

アジア諸国のアジア通貨危機後の取組は、1) マクロ経済運営方式の修正、2) 金融システム改革、3) 企業改革・リストラ、4) コーポレートガバナンス改革、5) 倒産・抵当法整備などと広範囲に亘り、且つ徹底的なものである。例えば、2000年3月末現在で、タイの商業銀行数は15行から13行に減少しただけだが、ファイナンスカンパニーは91社から23社に激減した。インドネシアも商業銀行が160行から91行に激減し、80年代まで圧倒的シェアを誇った国営銀行5行の中、4行が統合され1行となるなど破壊的打撃を受けた。ファイナンスカンパニーも238社から163社と半減した。韓国も同様であり、マレーシアもより軽微であるが、金融機関は縮小した。このような金融システムと企業の再建過程では、企業債務処理機関、銀行資産整理機関の設立、銀行資本増強のための公的資金の投入が行われ、現在もリストラが進行中である。このようなアジア通貨危機の影響を受けた金融機関、企業の再建の一方、中央銀行法、銀行法、証券取引法、商法、会社法、倒産法、企業会計規則などの抜本的改正が進められ、各国でその徹底性とその範囲に差が見られるが、危機後から昨年までの間に経済・金融・企業制度に大きな変化がもたらされた。

以上の視点から見ると、アジア通貨危機後の各国の取り組みは、アジア通貨危機の深刻な影響を受けなかったシンガポール、香港を含め、極めて積極的なものであったと評価できる。とくに銀行部門の改革、証券市場改革、そして、コーポレートガバナンスに関わる制度改革は殆どの国でなされているのである。例えば、アジア企業の最大の問題点である所有経営の未分離からくる問題に対して、経営監視機能を高める社外取締役の選任、監査委員会の設置、少数株主保護のための集団訴訟権、累積投票権、情報公開と透明性の確保などの規程が殆どの国で明記されるようになった。また、金融・企業部門での国際化は、これまで存在していた外貨規制（例えば、持ち株比率）の撤廃などにより、一層進められている。

2 株式市場の動向

アジア地域の株式市場の時価総額と出来高は、殆どの国でアジア通貨危機の影響を受けたものの、1990年の水準を越えるレベルまで回復している。しかし、タイ、インドネシアでは、90年の水準より低下しており、両国のアジア通貨危機の影響の深刻さが伺える。特にインドネシアの場合、政治不安と資本流出を反映しており、一層深刻だと言えよう。

一般経済の回復にも拘わらず、多くのアジア諸国では、企業資金調達の困難に直面している。その共通の理由として3点が挙げられる。1) 銀行とその他金融機関が新規ローンの認可と既存のローンのロールオーバーに消極的である。2) 貸出に代わる資金調達手段が途絶している。(シンジケートローンなど)。3) 上場企業のパフォーマンスが十分回復せず、資本市場を通ずる資金調達が依然困難であり、新規上場も少ない。

アジア通貨危機後、アジアの企業の信用格付けが一般的に低められていると言えよう。上場企業においても優良大企業を除く中堅企業は資本市場での資金調達が困難となり、中小企業も銀行借入が困難となっている。各国においてブルーチップ企業は景気回復の担い手として見られているが、それ以外は、新規プロジェクトの資金調達が依然困難である。特に、IT 関連企業が店頭市場での活発な取引対象となって資金調達が可能となったかに見えたが、米国の NASDAQ 下落の影響は、アジア市場にも波及し、設備投資に困難を来たし始めた。

3 株式市場の育成政策

アジア諸国において、様々な改革が必要とされているが、基本的には高い貯蓄率（30%を越えている）が存在し、資本市場を支援する十分な資金源となる。また、98 年を底として回復軌道に乗っているアジア経済は、エレクトロニクス、IT 産業の世界の生産基地となっており、中長期的に経済成長を継続すると期待できる。アジアにおいては、成長企業が出現し、資産価値が高まってゆく潜在性は高く、資本市場の発展の前提となる条件が存在している。しかし、法・制度の整備、情報開示・コーポレートガバナンスの確立、取引・決済システムの改善、信用格付機関の拡充、投資家教育等々アジア諸国が取り組まなければならない課題は多い。各国ともこの課題の解決のために積極的に諸政策を講じている。資本市場強化の方法としてアジア地域における地域協力、あるいは地域共通化を図ることが、各国の資本市場を強化し、発展させることにも寄与するという視点も忘れてはならない。

4 株式市場発展の可能性

株式市場の発展の可能性を展望するためには、まず、1) 国際化の程度が極めて重要である。香港、シンガポールのアジア通貨危機に対する抵抗力は、その国際金融市場として機能できる金融インフラの整備と、外国銀行・証券会社と外国投資家が市場のプレイヤーとして活動していたことが挙げられる。そして国内証券会社はこれら外国証券会社と競争できる体制が求められる。次に、2) 専門性が重要である。とくに米国で進展してきたセキュリティゼーションの結果、証券業務はリスクヘッジのための様々な商法と手法を実現しており、従来のブローカー業務、ディーラー業務、引受業務などに加え、所謂投資銀行の広範な業務が行われている。これらが、アジア諸国の企業のリストラの過程でも多用されているのである。このような投資銀行業務の専門性の向上が、国内証券会社にとって可能であるかどうか重要な視点となる。さらに3) 監査体制と市場取引ルール整備がなされているかどうか、そしてコーポレートガバナンスが強化され得るかどうかの視点が重要である。これまでは、証券監督体制が法的、行政的側面から見ても不十分であったと言える。また、アジア諸国の企業が急成長してきたことから、アジア諸国において、上場企業の過半数以上が、1個人、または1家族グループに支配されてきたことが報告されてお

り、所有の集中がコーポレートガバナンスを弱める結果となってきた。すなわち、所有の集中が進んでいるほど経営が家族メンバーによりなされ、資本市場が未成熟なために、一層、間接金融に依存することとなり、これはまた、資本市場の発展を遅らせる結果となったのである。アジア諸国の資本市場が一層発展するためには、その金融インフラの整備と、金融資本市場の整備、金融資本市場従事者の専門能力の向上が要請されている。

我が国には、これら諸国の金融資本市場分野での取引規則・法・会計制度整備、証券業の発展と証券貯蓄を増加するための専門人員の教育と一般国民の証券市場知識の向上、さらには、これらの地域協力体制（証券規則の共通化、取引所の連携、エレクトロニクス取引ネットワークの促進、コーポレートガバナンスへの取組等）の構築に一層の協力をすることが求められている。