

アジア通貨・金融危機後の株式市場の 動向と展望に関する調査研究

伊東 和久 *Kazuhiisa Ito*

県立広島女子大学 教授
(財)国際貿易投資研究所 客員研究員

アジア通貨危機後のアジア諸国の資本市場（特に株式市場に焦点を当て）に、どのような改革がなされ、現状がどのような状況であるかを、香港、シンガポール、マレーシア、タイ、フィリピン、インドネシアを対象として整理し、今後の展望と協力方向を明らかにすることを目的に調査した。

- 1) 株式の発行・流通の両市場の主要指標を概括し、通貨危機後のパフォーマンスを分析する。
- 2) 資本市場の監督機関の強化と規制方法の改善がどのように進行しているか、すなわち、証券取引委員会、証券取引所の形態とその司法的・行政的機能の改革、証券取引法の強化の目的と関係法規である商法・会社法などの改正とともに、取引を円滑化するために有機的かつ統合的な規制体系の構成、モラルハザードの防止を可能にするための調査・訴追権限・罰則規定が強化されているかどうか、などを明らかにする。
- 3) 法律以外の情報開示、コーポレートガバナンスに関する規則（証券取引所などの上場規則、証券業協会、公認会計士協会などの自主ルール・提言・勧告など）の存在とその運営方法の調査。
- 4) 米国や我が国で進められている電子媒体を通じた情報開示、証券取引方法の進展状況。

- 5) アジア通貨危機の主因となった企業のコーポレートガバナンス強化がどのように取り組まれているのかを明らかにする。すなわち、証券取引法、商法、会社法などの規定における経営管理とその監視体制、支配株主の規制と投資家・少数株主の議決権・集団訴訟権などの権利規定等にどのような改革がなされているかを明らかにする。

1. 株式市場育成政策とその課題

《アジア通貨危機以前の株式市場発展の理由と問題点》

アジア諸国の経済発展のための資金源泉としての海外資金流入が、株式投資の形態を取ようになったのは、80年代末に入ってからであり、90年代は新興株式市場への投資額が急増していった。その理由は、資産価格決定モデル（CAMP）などの考えにより、新興市場の高収益率に惹かれると同時に、その高いリスクが先進国市場とは相関していないため、分散投資先として評価されたからであった。他方、アジア諸国における海外投資の流入は、株式発行企業にとって、国内通貨での、すなわち、為替リスクのない資金調達が可能となるだけでなく、資本市場にとって必要な調査・信用分析などのノウハウが先進国の機関投資家（年金基金、ミューチャルフンドなど）、証券会社によって担

われたと言える。しかし、新興市場がハイリスク・ハイリターンであることは、94年のメキシコ危機が例証し、さらに97年のタイバーツ危機とその後の「アジアコンテイジション」の帰結となった。タイ、インドネシア、マレーシア、フィリピン、韓国に共通したリスクは、短期外貨資金で中長期資金をまかなう一方、ドルベッグ制を継続していたため、為替リスクが軽減されて、金利差益と成長期待（株価上昇と高配当）を狙った短期資金が流入したことである。しかし、97年のタイの銀行・ファイナンスカンパニーなどの経営悪化を契機に、外貨資金の流出が生じ、通貨急落、そして株式市場の暴落がアジア諸国を覆う結果となった。これまでの外貨資金流入と異なり、アジア通貨危機がもたらした重要な相違は、銀行借り入れの主体、あるいは社債と株式の発行主体が、従来のように政府ではなく、経済成長過程で急成長した民間企業であったことである。代表的な例がタイのCPグループ、インドネシアのサリムグループ、韓国の三星、現代、大宇グループなどの企業グループであり、これらが国際的な知名度を持つ企業に成長し、国際金融市場からの資金調達に乗り出した。しかし、企業グループの所有と経営の未分離からくる脆弱なコーポレートガバナンス、過剰投資、リスク管理不在の資金調達などが、通貨価値の急減、大量の資本流出、例を見ない高金利、そして国内需要の縮小と結びつき、アジア通貨危機とその後の経済沈滞を激化させる結果となった。このような脆弱なコーポレートガバナンスは、まさに家族による経営支配から派生した現象である。このアジアにおけるコーポレートガバナンスを強化することは、株式市場の発展にとって不可欠な課題である。

《一般経済概況とアジア株式市場の現状》

(1) 一般経済概況

アジア・太平洋地域のマクロ経済は、98年をV字型の底にして、99年から急回復し、2000年も鈍化するが、正の経済成長となった。その原因は、アジア諸国のIT関連とエレクトロニクスの輸出好調であり、その結果としての製造業の回復が牽引力となっている。インドネシア、フィリピンは政治不安が続いて、成長率は低い。香港、シンガポール、韓国は高成長を示し、台湾も安定成長と言える。しかし、2000年後半より米国IT景気の下降からNASDAQが下落傾向を続け、同様にNY株式市場も下落を続けている。このような米国景気の下降は、エレクトロニクス部門に頼るアジア諸国の景気悪化と株価の下落をもたらしている。

(2) 株式市場

アジア地域の株式市場は、一般経済概況と歩調を合わせて、展望は良いが、時価総額と出来高は、ほとんどの国でアジア通貨危機の影響を受けたものの、1990年の水準を超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年より回転率が低下しており、両国のアジア通貨危機の影響の深刻さがうかがえる。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、深刻だと言えよう。

一般経済の回復にもかかわらず、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。

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。

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）。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れ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り、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し始めた。

《リスクマーケットとリスクマネジメントファイナンス》

アジア通貨危機によって経済成長率がマイナスに陥り、銀行、非銀行金融機関の倒産・閉鎖、企業の倒産・整理、失業の増加と国内需要の大幅な落ち込みが生ずるというマクロ経済の沈滞下では、発行市場・流通市場ともに株式市場の沈滞は免れない。しかしながら長期的視点からの資本市場整備育成のための様々な改革は、アジア通貨危機のような事態に陥ることを避けるために極めて重要である。

アジア通貨危機がアジア・大太平洋地域の幅広い意味での金融的インフラ発展の必要性を喚起した。すなわち、金融資本市場に対する監督体制の改編強化と、法律・会計制度の改善、そして企業部門のコーポレートガバナンスの強化である。これらの包括的・有機的改革なくしては、アジア通貨危機時に顕在化した様々な規制と取引ルールの欠陥とそれを利用したモラルハザードの再発は防げないであろう。しかしながら、このような制度・規制の改革は、単にアジア通貨危機の再発防止にとどまっていたは不十分で

あろう。その理由は、70年代初頭の固定相場制から、主要先進国にわたって全面的な変動相場制に移行して以来の広範な金融・資本市場制度、金融実務、金融資本市場手段、そして金融インフラ（法律・会計制度）の発展が、とくに90年代に入り、IT産業の発展と結合して生じた革新的な変化のためである。すなわち、為替レート、金利、株価、物価の激しい変動というリスクに対するヘッジ手段、たとえば、オプション・スワップ・先物などを利用した金融派生商品、金融先物取引所などが劇的に出現したことである。これらの新しい金融手段とそれが取引される広い意味での市場はリスクマーケット（risk market）と称される。金融資本市場の構成者も、銀行、証券（投資銀行）、機関投資家、保険、ファイナンスカンパニーなど多様な金融機関が取引を行っている。新しい金融資本市場の特徴は、競争によって促進された金融革新が市場を変化させる。すなわち、進んだ情報伝達技術とデータ処理技術の適用と新金融商品を産み出す金融モデル構築能力を適用して経済的レントを得ようとする、高度な競争力を持つ金融仲介機関（例えば、米国のモルガンスタンレーなど）によって技術革新が金融の分野で進行する。多くの国で見られた長期顧客関係に基づく金融仲介が衰退し（メインバンク制の衰退など）、「金融の商品化（commoditisation of finance）」の進展、金融のディスインターメディアイションが進行している。これは、広範囲の多様な短期金融市場・長期資本市場手段、デリバティブ市場手段に対して、また企業合併、買収に対する透明性のある値付けと評価が可能になっている。また、金融取引関係がより透明になり、不特定多数の経済主体間の多様な取引に変わっているのである。これは、そのための

金融インフラ、すなわち、新しい取引システム（電子商取引など）、取引仲買システム、大量大口取引システムなどが産み出されて初めて可能となった。コンピューターを利用した効果的な監督管理によって、市場取引が多様、かつ大量になってきたにもかかわらずインサイダーによる市場操作を減じ、市場の信頼度を増してきた。この結果、市場参加者の厚みが増してきた。

投資信託ファンド、年金基金、ヘッジファンドなどへの大量の貯蓄資金の流入が、金融革新の適用領域を拡げ、単に満期まで保有するというポートフォリオ投資形態から活発なアービトラージや種々の取引戦略に基づく投資と変化し、その投資手法が投資理論とコンピューター利用の高度化によって可能となったのである。

換言すれば、「リスクマネジメントファイナンス」、すなわち、「多様な金融リスクを定義し、分離してそれらのリスクが格付けられ、そして流動性のある市場で取り引きされることを通じて、各種の金融手段（商品）を設計し、制度を改善する金融システムの能力」が発展してきた。これは、短期金融市場、長期資本市場、デリバティブマーケットに、市場条件が悪化していても、中央銀行などにより流動性を十分供給する新しい制度的メカニズム、「流動性供給メカニズム」が構築され、それと結合して発展してきたのである。「リスクマーケット」は、このように「リスクマネジメントファイナンス」と「流動性的メカニズム」によって、その機能を発揮しているのである。70年代後半から始まった以上のようなリスクマーケットの発展は、銀行の伝統的な預貸業務までも、相対的な取引から市場的な取引に依存する割合を増大させ、金融先物、スワップ取引などの発展は銀行のオフバランスシート項目を増大させている。他方、

証券会社も「投資銀行」として、従来の委託売買・自己取引・引受業務に加え、M & A、私募、レバレッジバイアウト、投資管理、ベンチャーキャピタル、プロジェクトファイナンス、国際金融など業務範囲が多様化してきた。さらに商業銀行と投資銀行、そして保険業務などを金融持株会社の子会社形式か、直接、ユニバーサルバンキング形式で行うという総合的な金融サービスの形態へと変化してきている。また、商品に加え、様々な金融商品の直物取引や先物取引、そして市場形態も、店頭市場と取引所集中取引、そして電子金融取引と多様化してきている。以上のような金融資本市場システムの変化は、監督・監視体制を一新し、有効に対処し得る機構・体制の整備を促している。英国などで進められているように、中央銀行の金融政策を実施する機能と金融機関を監督する機能の分離は、支払い能力と流動性に問題がある金融機関のラストリゾートとしての中央銀行への圧力の緩和とモニタリングの徹底により、より独立した中央銀行の金融政策が可能になる。また、ユニバーサルバンキング、あるいはオフバランスシート上のスワップ契約などは、金融機関種類別の監督機構では不十分となり、金融・証券・保険業務に対する総合的な監督機構の設立が必要となっており、英国、日本、韓国で実現している。

以上のような「リスクマネジメントファイナンス」と「リスクマーケット」の取引は、依然、米英欧などの一部有力銀行、投資銀行が担い手であることも事実であるが、香港、シンガポールなどの国際金融市場を始めとして、着実に各国の金融資本市場に拡大・普及しつつある。アジア諸国の金融インフラの改革は、このような事実をも考慮した改革を視野に入れたものになるべきであろう。

《アジア諸国の資本市場育成政策》

アジア通貨危機後のアジア諸国政府の金融資本市場の改革は、長期的な経済発展を促進し、将来の危機を防ぐためには、経済発展のための資金調達源泉として健全な資本市場の育成が必要である。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%を超えている）が存在し、資本市場を支援する十分な資金源泉となるであろう。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持続すると期待できる。このような経済にあって、成長企業が出現し、資産価値が高まってゆく潜在性は依然高い。以上のように資本市場の前提となる条件が存在しており、資本市場の発展を図るための措置を明確にし、実施してゆくために、以下にアジア諸国で共通して取り組まれている課題について主要な問題を取り上げよう。ここでは、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から取り上げることにする。

(1) 法・規制の枠組み

一般的な法的枠組みは適切な法・条例などが関連金融機関に対する義務を明確にし、これらの法・条例に従わせる実行可能な手段を進展させる必要がある。一般的に良い法的規制は、金融機関の自主規制と自己監視を促進し、市場参加者が弾力的に行動できる十分な余地が与えられるべきである。基礎となる原則は情報開示の透明性、コーポレートガバナンス、規制当局の説明責任の認識を高めることである。金融インフラ、すなわち、効果的な司法制度を持ち、ハ

イクオリティーの経済情報を提供し、投資家（機関投資家、少数株主）と債権者保護を促進する市場インフラが良い規則・規制である。

(2) 情報の透明性

英国の法・会計制度を継承している香港、シンガポール、マレーシアを除き、アジア諸国は、情報開示について相当な開きがある。国際的な会計基準、あるいはアジア地域の共通な情報開示の標準を設けることが望ましいであろう。すなわち、すべての投資家が同時に同一基準の情報入手できることが望ましく、そのための不断の努力を払うべきである。

(3) 市場インフラ

取引・決済システムを改善し、アジア地域共通の取引プラットフォーム形態が実現するならば、取引費用とリスクの軽減に効果的であろう。同様なことは、香港などで一部実現しているように非自国通貨での取引システムを構築することによって、対外資金の流出入の為替レートへの影響を軽減できる。

(4) 信用格付け機関

アジア諸国の信用格付け機関は海外投資家への信頼を得る点で、これまで不十分であった。このような問題を解決するためにアジア地域での地域信用格付け機関の設立が必要であろう。この機関は、政府、あるいは特定の企業グループから独立した機関として財源の点でも確保されるべきであり、さらに国際的信用格付け機関を創立メンバーとして招くのが、評価基準と方法を樹立する上で有益である。

(5) 投資家教育

アジア地域における株式保有者の比率は低く、債券保有者はさらに低い。この事実から見ると投資家層を拡大し、投資家の収益とリスク分析能力を高める投資家教育は不可欠である。

(6) 証券取引所の地域連携

アジア地域の証券取引所の域内・域外との国際的連携は、取引量を増大させるのみならず、取引ルールと規制枠組みの改善を可能にするとともにその差を利用したアービトラージを避けることができる。さらに地域における同時上場は、域内における上場企業の知名度を高め、コーポレートガバナンスの向上に寄与するであろう。汎アジアエレクトロニクス取引ネットワークの構築はアジア地域の資本市場の発展のために重要なステップになるであろう。

(7) インターネットとオンライン取引

アジアにおいては、情報格差は存在しているが、インターネット使用量は飛躍的に増大することが予測されており、インターネット株式取引量も同様である。韓国、台湾は最もその利用が進展しているが、シンガポール、香港がその後を追っている。取引手数料が存在している場合には、厳しい圧力となり、手数料自由化が実現し、インターネット取引が一層進展し、さらに域内での取引量が急増し、投資家の増大と取引所の共通化など域内の資本市場の統合は促進されるであろう。

2. アジアの株式市場発展の可能性

アジア諸国のアジア通貨危機後の取り組みは、マクロ経済運営方式の修正、金融システム改革、企業改革・リストラ、コーポレートガバナンス改革、倒産・抵当法整備などと広範囲にわたり、か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行に減っただけだが、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行となるなど壊滅的打撃を受けた。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、現在モ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。

株式市場の発展の可能性を展望するためには、これらの改革がどれほどなされ、しかも実効性を持つのかということが検討されねばならない。その場合の視点として、まず、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よう。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、専門性の視点が重要であろう。「1」で指摘したように、とくに米国で進展してきたセキュリティタイゼーションの結果、証券業務はリスクヘッジのための様々な商品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、いわゆる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 監督体制と市場取引ルールの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よう。また、アジア諸国の企業が急成長してきたことから、日本を除く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。

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よう。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ほとん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と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定がほとん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資規制（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と言えよう。

これらのアジア通貨危機後の改革はアジア諸

国の株式市場の発展に重要な基礎となると思われる。さらに、既に述べたように、アジア諸国の高貯蓄率の存在を生かすべく資本市場を整備することは、アジア諸国の経済発展を図る上で、極めて重要である。アジア諸国は、香港、シンガポールなど1人当たり国民所得が先進国並みの国を除き、タイ、インドネシア、マレーシア、フィリピンなど1人当たり国民所得が1,000ドルから4,000ドル台にあり、経済が最も成長する発展段階にある。このような国々の国民所得の上昇は、貯蓄率の高さと相まって金融資産の蓄積とその多様化が進む最適な段階にある。したがって、これら諸国の資本市場の整備は最も必要な段階にあり、またその結果、一層の経済成長が可能となるであろう。

以上見たように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および法・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（証券規制の共通化、取引所の連携、エレクトロニクス取引ネットワーク・コーポレートガバナンスへの取り組み）の構築に一層の協力をすることが求められている。