

Discussion Paper Series

ASEAN 主要国の金融システムの構造

タイ、マレーシア、インドネシアをベンチマークに

三重野 文晴 平田 礼王

DP 2025-9

2025 年 10 月

金融庁金融研究センター

Financial Research Center (FSA Institute)

Financial Services Agency

Government of Japan

金融庁金融研究センターが刊行している論文等はホームページからダウンロードできます。

<https://www.fsa.go.jp/frtc/index.html>

本ディスカッションペーパーの内容や意見は、全て執筆者の個人的見解であり、金融庁あるいは金融研究センターの公式見解を示すものではありません。

ASEAN 主要国の金融システムの構造

タイ、マレーシア、インドネシアをベンチマークに

三重野 文晴* 平田 礼王**

概 要

ASEAN 諸国の金融システムの実態把握を目指して、主にタイ、マレーシア、インドネシアを対象に、1997 年アジア金融危機からの 30 年の間で銀行信用、株式市場、債券市場の 3 つの資金チャンネルで生じた変化を観察した。最初に国際収支を観察し、危機以降は貿易収支黒字の定着によって海外への対外投資が海外からの対内投資に比肩するほどの水準になっている一方で、第一次所得収支の赤字が拡大し、国内貯蓄が収益率の高い国内投資機会を逸して海外投資に向かっている可能性を指摘した。それぞれの資金チャンネルを観察すると、銀行信用は危機後の回復が緩やかで、回復の過程では製造業部門への貸出から後退し、消費部門に大きく傾斜している。企業の資金調達側では負債や銀行借入への依存は元来低かったものが、2010 年代以降さらに低下している。株式市場の成長は比較的順調で時価総額、上場企業数は拡大しつつあるが、市場の包摂性はなお不透明である。債券市場は社債に限ってみれば GDP 比でみた発行残高に目立った動きは少なく、また金融部門や建設・不動産部門、消費金融などに資金需要が偏在している。これらを踏まえて、企業財務データによる企業の資金調達行動の実証分析を行ったところ、負債・銀行信用と自己資金の間の代替性、設備投資資金における負債・銀行信用の需要の存在、負債比率や銀行借入比率の低下傾向が確認された。また、社債ファイナンスと自己資金の間には代替性が見られず、それぞれの資金需要の質が異なることが示唆され、また社債の発行行動は長期性の資金の需要をもとめたものであることも検出された。3 つの資金チャ

* 京都大学東南アジア地域研究研究所教授（金融庁金融研究センター専門研究員）

** 埼玉学園大学経済経営学部専任講師、京都大学東南アジア地域研究研究所連携講師（金融庁金融研究センター専門研究員）

本稿は著者の所属する京都大学との共同研究の成果である。論点整理や基礎データの収集・分析にあたって、金融庁総合政策局の川崎暁元審議官、同総務課国際室の栗田亮調整官、竹下泰央課長補佐、京都大学経済学研究科大学院生の湯習文氏から大きな協力を得た。なお、本稿の内容は筆者の個人的な見解であり、金融庁及び金融研究センターの公式見解ではない。

本稿では、図と表は本文と分離して、23-45 頁に表示されている。

ンネルそれぞれに資金供給機能に強い偏りがあり、国内貯蓄を国内投資につなぐ経路が十分に機能していない可能性がある。これが必ずしも収益性の高くない海外投資を必要以上に活発にしている遠因と考えられる。ASEAN の金融システムの一層の発展には、その産業構造の発展変化に対応した資金需要のありかを探る観点が重要であろう。

キーワード：ASEAN、金融システム、資金調達

1. はじめに

現下の国際情勢の急速な変化のもと、ASEAN 経済との連携強化がますます重要な政策課題となっている。わが国が採る「資産運用立国」推進の一環としても、これらの経済との資金循環の拡大は政策として構想しうるテーマである。本稿はこれを考える際の基礎情報として、主要な ASEAN 諸国の金融システムの共通特性を吟味することが目的である。

ここで主要な ASEAN 諸国として視野にあるのはタイ、マレーシア、インドネシア、フィリピン、シンガポール、ベトナムの 6 ヶ国であるが、それらの共通特性を鳥瞰的な各国比較から見いだすことは容易ではない。本稿ではまずタイ、マレーシア、インドネシアの 3 ヶ国に焦点をあて、著者の一人がかつてタイとマレーシアについて分析した先行研究の知見を一つの足がかりとして、1990 年代から 2020 年代までの中期的な視点からの観察を目指す。

ASEAN 諸国の金融構造の特徴に対して世界的な関心が高まり、様々な政策的取組みが進められるきっかけとなったのは、いうまでもなく 1997 年のアジア金融危機である。この時期からの金融改革の政策論議では、ASEAN 各国が銀行信用チャンネルへの過度な依存に陥っており、そこからの脱却の必要性が共通認識になっていた¹。そのために危機直後の世界銀行のイニシアティブでは、証券市場や企業統治構造の改革のもとで資本市場を活性化する試みが進められ、また、2000 年以降は日本が主導した ASEAN+3 の「アジア金融協力」の枠組みのもとでは、アジア債券市場イニシアティブ（ABMI）として債券市場の育成の取組みが進められた。

しかし、本稿ではまず、このような問題認識が必ずしも ASEAN の金融システムを正確に捉えていない可能性があることを指摘しておきたい。本稿のベンチマークとする先行研究（三重野 2015『金融システム改革と東南アジア—長期趨勢と企業金融の実証分析』勁草書房）で吟味されているように、各国の金融セクターレベルの統計情報や企業ミクロレベルの財務情報を組み合わせて観察すれば、この地域の歴史的な構造として、商業銀行には産業銀行としての機能、すなわち工業化を担う主要な生産部門への金融仲介の機能が弱く、企業の資金調達には銀行信用チャンネルにあまり依存せずに、もっぱら内部留保を活用する自己金融（self-finance）への依存が強かったことは、容易にわかる。また、株式市場については、証券取引所への上場企業数は限られ、市場への参加それ自体が多分に選択問題だった。企業の資金調達の構造を論じる出発点とすべき問題認識は、企業の資金調達が、証券市場と比べて銀行信用のチャンネルに過度に依存していたというよりも、銀行信用と証券市場で構成される外部金融全体への依存が小さく、自己金融などの内部金融への依存が高い、ということなのである²。

三重野（2015）、三重野（2020）は、このような観点から、危機後から 2010 年前後までについてタイとマレーシアの金融システムにどのような変化が現れたかを観察し、以下のような特

¹ 例えば World Bank (1998)

² 金融危機に直面した東アジア諸国の企業の負債ファイナンスへの依存の高さを指摘した 1990 年代の政策研究としては、World Bank(1998)のバックグラウンド・ペーパーでもある Cleassens et.al. (1999) など。これらの研究で指摘される ASEAN 諸国の負債比率（あるいはレバレッジ比率）の高さが、それ以前の研究と比べて、例外的に高く計算されていることや、その理由の考察については、三重野(2015, ch.1)を参照されたい。

徴を指摘した。

- （１） 銀行信用の規模は、回復は進んできたものの、その速度は緩慢で、2000 年代末によく 1990 年代の水準を回復した程度に留まる。一方で、工業部門や製造業部門向けの融資からは後退する傾向がある。
- （２） 株式ファイナンスについては、時価総額の面では回復が顕著であるが、企業側の市場参加（上場）という観点では低調に留まる。
- （３） 債券ファイナンスについては、社債市場の規模はもともと国によって大きなばらつきがあり、その後の育成政策によってもタイを除き大きな変化はない。また債券の発行体となる企業の産業に大きな偏りがある。
- （４） 総じて、企業の資金調達チャンネルが自己金融に強く依存している状況に大きな変化はない。
- （５） 証券市場への企業参加傾向の低さや企業の資金調達の自己金融への強い依存という性格は、この地域の直接投資主導の工業化過程のもとで、外資企業のプレゼンスが大きかったことと関係している。

本稿は、上の観察を①2020 年代までに敷衍し、②インドネシアを含む 3 ケ国の比較観察に拡張し、③2010 年代に形成された経常黒字―貯蓄超過のもとでの資本フロー（特に資本輸出）の構造との関係を考察し、あわせて④これらにシンガポール、フィリピン、ベトナムをどう位置づけられるかの吟味を、試みるものである。

論文の構成は、以下の通りである。第 2 節では、まず対象とする ASEAN 諸国の成長率や資本フローというマクロ経済面の特徴と最近までの変化を観察する。第 3 節は、本論であり、タイ、マレーシア、インドネシアの金融システムと国内資金循環の特徴を観察する。第 4 節では、第 3 節を踏まえ、3 ケ国の上場企業財務データによって、主に企業の資金調達の観点から、実証的な検討を行う。第 5 節では、これらを踏まえて政策論点を指摘する。第 6 節はまとめである。

2. 成長率と資本フロー

2. 1 成長構造

タイ、マレーシア、インドネシアの 3 ケ国の経済の共通構造を求めて、まず実物経済の基礎情報を概観しておきたい。図 1 にあるように、ASEAN 経済は実に多様である。6 ケ国の 2023 年の 1 人あたり GDP を並べると先進国水準でも極端に高いシンガポールを除いても、マレーシアが 12,100 ドル、タイが 7,200 ドルに至っており、他のインドネシア、フィリピン、ベトナムの 3 ケ国は 3,700-4,900 ドル程度である。一方、図 2 で、1990 年以降の成長率の推移をみると、タイ、マレーシア、インドネシアの 3 ケ国は、かなり似かよった動きをしている。1997 年

のアジア金融危機時のマイナス 10%台の深刻な後退を経験した後、2000 年代には 5%程度の成長率に回復し、2008 年の世界不況による若干のマイナス成長、そして 2020-21 年のコロナ禍におけるマイナス 5%強の落ち込みを経つつも、成長軌道を維持している。その中でも、インドネシアでは世界不況の影響が小さかったこと、タイでは 2020 年代に入って成長率がやや見劣りするといった国ごとの違いは、勿論ある。他の 3 ヶ国に目を転じると、フィリピンはアジア金融危機時の落ち込みが軽微だった一方、それを挟む 90 年代と 2000 年代の成長率が上記 3 ヶ国より低く、コロナ禍での落ち込みが大きい³。ベトナムは金融危機、世界不況、コロナ禍の 3 つのショックの影響がいずれも軽微で 3 ヶ国よりも高い成長率を持続している。成長率の高さは工業化過程の後発性もよるものとみることできる。シンガポールは 1 人あたり GDP が高い割には成長率が高いが、その一方で、3 つのショック時の振れ幅が大きく、他の経済との共通点は最も乏しい。

図 3 は、1970 年以降の各国の産業別付加価値構成比の推移をまとめたものである。3 ヶ国とも 2000 年代まで工業化（製造業の発展）が成長を牽引する構造が持続した後、2000 年代以降にその構造から緩やかに脱しつつあることがわかる。工業部門、製造業部門の構成比は、マレーシアでは 2000 年代半ばに、タイ、インドネシアでは 2010 年前後にピークを越えている。マレーシア、タイではサービス業の成長がそれにとって代わりつつあることが明確で、他方、インドネシアでは鉱業、建設業などのその他の工業部門の比重が高まっている。これらに対し、ベトナムはまだ工業化が成長を牽引する段階にあり、一方で、シンガポールは 80 年代にすでに工業化の段階を脱していることがわかる。フィリピンには例外的な特徴があり、製造業の成長が急速に成長する時期がはっきりとは現れず、1970 年代半ばという早い時期から 2020 年代まで一貫してサービス業の比重が高まり続けている⁴。

2. 2 資本フローと経常収支

（1）資本フロー変化 ― 資本輸入から資本輸出へ

次に 3 ヶ国の資本フローの傾向を吟味したい。図 4 は、3 ヶ国の金融収支と経常収支の趨勢をまとめたものである。国際収支のうち金融収支については粗（グロス）ベース、つまり海外から当該国への対内資本流入と、当該国居住者から海外への対外資本流出（投資）に分けて捉えることとする。経常収支は、純（ネット）ベースである。

1997 年のアジア金融危機の後、各国に共通の国際収支構造の変化が起きている。危機時には、資本フローのうち、それまで流入していた債務性資金が一時的に急激に流出に転じたことはいうまでもないが、同じ時期に資本フローの中で対内直接投資の流入は逆に増加傾向を見せている。貿易収支は 1997 年を境に黒字に転じ、その傾向は 2000 年代を通じて定着する。危機後の

³ フィリピンの経常収支には海外就労者からの収入が多くを占め（第一次所得収支（国内での賃金受取）と第二次所得収支（送金）の双方に計上）、経済が海外就労に依存する度合いが大きいため、コロナ禍の影響がより深刻だったと推測される。

⁴ アウトソーシング産業の成長がその一部をなすと考えられるが、2010 年代以降、サービス産業全体の伸びも著しく、ASEAN 諸国の中で特徴的である。その構造を吟味する必要がある。

金融部門や企業部門の債務の調整が一時的な経済混乱をもたらした一方で、実物経済面で見れば、通貨安によって輸出競争力が改善するとともに、それを見込んだ直接投資の流入拡大によって、製造業が主導する輸出工業化が定着する契機となっていたことになる。

この貿易黒字への転換・定着は、ASEAN 経済にとって歴史的な転換点ともいえる変化だった。貿易黒字あるいはそれに牽引される経常収支黒字は、貯蓄超過や外貨準備の安定化をもたらした。危機以前には常態だった海外資本フローへの依存とそれ故のマクロ経済の脆弱性から脱却していく。この傾向は 2010 年代に多少の変化を見せつつ持続、深化する。

各国の状況をグラフから確認すれば、タイ、マレーシアでは対外フローの拡大傾向は持続し、一部の項目では対外フローの流出が、対内フローの流入を上回る水準に至っている。タイでは、2011 年頃から直接投資の対外フローが対内フローを凌駕するようになり、マレーシアでは、早くも 2005 年頃から対外株式投資が対内投資を上回っている。インドネシアでは、財政赤字のファイナンスの多くを海外資金に依存しているため、国債向けとみられる対内債券投資が大きい。この部分を除いて眺めれば、対外フローも対内フローと比肩できる水準（70-80%程度）に近づいてきていることがわかる⁵。

（2）経常収支の新しい課題 ― 対外投資の低収益性

一方で、2010 年代以降の変化と新しい課題の発生を、経常収支の側に見いだすことができる。タイとマレーシアでは、2000 年代に通貨下落による輸出競争力の向上と、その結果としての輸出製造業の集積によって、貿易収支、経常収支の黒字基調が定着した。グラフに示されているように 2010 年代にも貿易収支は安定した黒字が確保されている。一方で、配当や利払いが多くを占める第一次所得収支の赤字は継続し、2010 年代には拡大する傾向がみられる。そのため経常収支は低下もしくは頭打ちの様相となっている。マレーシアとインドネシアでは、2010 年代ははじめから貿易収支と経常収支の乖離が顕著で、この傾向が明確である。インドネシアでは 2010 年頃から経常収支は赤字に陥り、拡大傾向にある。タイでは旅行業が貢献するサービス収支の黒字の貢献が大きく⁶、それによって経常収支の悪化が抑えられていたが、経常収支の悪化はコロナ禍期（2020-23 年）に顕在化している。

第一次所得収支の拡大とそれによる経常収支の悪化は何を意味しているのか。金融収支側では対外投資が増加しているので、海外からの利子・配当受取はむしろ拡大しているはずである。したがって、第一次所得収支の悪化は対内投資に対する支払増加が一方で非常に大きく、それが対外投資での所得収支の受取を越える水準になっていることを意味する。つまり、全体として、拡大する海外への対外投資は十分な収益をあげる段階には至っておらず、海外からの国内投資の方が投資の収益が高く、そのかなりの部分が直接投資の事業会社を含む海外投資への支

⁵ インドネシアは、「その他（銀行信用等）」項目の対外フローが大きいことも特徴である。華人ネットワークも関係して、金融サービスの集積地であるシンガポールとの預金・信用取引の活発さを示唆しているのかもしれない。

⁶ サービス収支は例えば 2018 年で 22,534 百万ドルの黒字で、そのうち旅行収支は 44,282 百万ドルの黒字、運輸など他の内訳項目はその差額分の赤字である。

払いとして流出している現状にあると考えられるのである。このことは、国内の資金循環として実現されるべき国内貯蓄の収益機会が、非効率な海外投資によって失われている可能性を示唆するものである。

マクロ経済としては海外からの資金流入による投資が持続する中で、国内貯蓄の方は海外投資として大きく流出してきたことになる。そしてそこに全体として投資の非効率性の問題があるようなのである。何故、このような「過剰な」対外投資が生じているのか。

3. 金融システムと国内資金循環

3. 1 銀行信用、債券ファイナンス、株式市場の趨勢

この問題の中核に国内金融システムの構造があるのではないか、というのがわれわれの作業仮説である。本節では、国内金融システムと資金循環の各側面を観察していきたい。

図 5 は、3 ヶ国についての、銀行信用、債券ファイナンス（社債市場）、株式市場という外部金融の 3 つの資金チャンネルの規模について、アジア金融危機以降の趨勢をまとめたものである。すべて GDP 比を基準としている。3 ヶ国とも危機以降の銀行信用の回復には時間がかかり、2010 年代に入って 1990 年代に近い水準ようやく回復を果たしている。タイとインドネシアでは、2000-10 年代を通じて、株式時価総額が上昇し、株式ファイナンスが活発化してきたこともわかる。債券ファイナンスの拡大は、タイにおいて顕著で、インドネシアでも緩やかな伸張が見られる。マレーシアは債券ファイナンス、株式市場ともに変化が少ない。

各国はアジア金融危機の後、早くも 2000 年代半ばには回復し、貿易黒字と貯蓄超過の定着によってマクロ経済の安定性を高め、2000 年代後半の世界不況、2010 年代の資源価格の乱高下、さらに 2020 年代はじめのコロナ禍すら乗り越えてきた。そうした実物経済の成長を背景に、金融面でも市場の規模そのものは拡大している。そのような絶対規模における堅調な回復・拡大を見て、同時期に金融システムが活性化してきたことがしばしば指摘される。しかし、対 GDP 比によって実物経済規模で相対化した実態としては、金融面は実物経済の成長を越えるほどの回復は、株式市場の活況をやや例外として、さほど観察されない。金融システムの急回復が実物経済の回復を助けてきたというよりも、逆に金融システムの方が実物経済の回復に牽引されてゆるやかに安定を取り戻してきたにすぎない、と見るのが妥当であろう。

3. 2 銀行信用

（1）産業別の銀行貸出比率

図 6 は、商業銀行信用の主な産業向け貸出比率の推移を概観したものである。3 ヶ国に共通する傾向がいくつか観察できる。第 1 に、2000 年代以降、製造業部門への貸出に顕著な後退ないしは停滞が見られる。タイとインドネシアでは、2000 年代はじめには製造業部門への貸出が全体の 30%前後を占めていたが、それが継続的に低下して 2020 年代には 10%台前半に至っている。マレーシアでは、2000 年代前半の情報が利用できないため、製造業向け貸出が後退した

のかどうかははっきりとはわからないが、2006 年以降は一貫して 10%以下という極端に低い水準に留まっている。

第 2 に、各国とも消費部門への貸出比率の高さが目立つ。タイでは消費部門への貸出比率が 2000 年代以降顕著に上昇し、あわせて個人消費にかかわるとみられる金融部門への貸出が 2010 年代に急拡大している。インドネシアでも消費部門への貸出比率は 2000 年代はじめから 25%程度とかなり高かったが、2000 年代後半には 30%程度にまで上昇している。マレーシアでは、もともと消費部門への貸出比率が極端に高く、2000 年代を通じて微増し、2010 年代以降は商業銀行信用の 50%を越える水準で安定している⁷。

第 3 に、インドネシアでは建設・不動産や鉱業部門への貸出比率が若干上昇してきたことがわかる。図からは省かれているが、この傾向はフィリピン、シンガポールでも同様である。

（2）製造業と銀行信用の乖離

前節で見たように、3 ヶ国では確かに 2000-10 年代にかけて製造業の付加価値比率がピークを越えて、緩やかに低下する段階に入っていた。直接投資を受け入れて輸出製造業の生産拠点となり、多国籍企業が形成するサプライチェーンの一角を担いながら成長を牽引した工業化プロセスは、それ自体も深化を続ける。他方、各国でサービス産業や消費部門が大きく成長し、輸出製造業だけに依存した経済構造から緩やかに脱却してきた。銀行信用の製造業向け貸出からの後退は、その緩やかな産業転換を直接に反映した動きなのかどうか。

図 7 は、3 ヶ国それぞれに（1）GDP に占める製造業付加価値の比率と、（2）商業銀行の製造業貸出の比率の時系列推移を示したものである。これを見るとタイ、インドネシアでは製造業部門向けの銀行信用の比率の低下は、実物市場における製造業の比重の低下よりも急速であることがわかる。三重野（2015）は、タイとマレーシアについて同じ指標を 1960 年代からの長期の趨勢として観察しているが（参考図 1）、これによると銀行信用の製造業向け貸出比率は、実物経済での製造業の比重上昇にともなう形で、両国とも 1990 年代半ばまでは安定的に延びてきており、この急速な銀行信用の低下は 90 年代後半に起きた転換であったことが示唆されている。マレーシアでは、2006 年以降で観察する限り、そもそも銀行信用の製造業向け比率は極めて低く、実物経済における製造業の比重を常に下回ってきた⁸。

2000 年代以降、製造業と商業銀行の「乖離」が進行し、それが 2010 年代にさらに加速したと言えるだろう。商業銀行信用の回復は、アジア金融危機からの回復過程で、実物経済に比して緩やかに留まったが、その過程で、実物経済の成長を主導してきた生産部門である製造業への関与から大きく後退し、消費関連の部門へ傾斜を急速に強めてきたのである。

3. 3 企業の資金調達

次に、企業の資金調達の角度から銀行信用を含めた資金チャネルの特徴を観察したい。表

⁷ 図 6 では、マレーシアについて縦軸のスケールが他の倍とっていることに注意されたい。

⁸ 記載を割愛したが、製造業の成長が続くベトナムでも、製造業むけの銀行信用の比率は低下している。

8 は、先進国の主要上場企業の平均負債比率から金融システムの類型を検討した Rajan and Zingales (1995)の数値に、タイ、マレーシアの上場主要企業の同じ数値（2002 年時点）をあわせて整理したものである。情報がやや古いものの、特徴を大づかみすることはできよう。Rajan and Zingales (1995)は、このような負債比率の比較により、先進国の金融システムを、証券市場がよく機能するアングロ・サクソン型（負債比率 50%台半ば）、と商業銀行信用が中核的役割を果たす大陸ヨーロッパ型（同 70%台）に類型化できることを論じている。そこでは負債比率、資本比率はそれぞれ、銀行ファイナンスと株式ファイナンスの近似値、代理変数と見なされている。

タイの上場企業について同じ数値をみると、平均負債比率は 56.5%であり、アングロ・サクソン型の米国、英国とほぼ同水準である。さらにマレーシアの上場企業では 39.6%と極端に低い。先進国の場合、高い資本比率は株式ファイナンスの活発さとして解釈されるが、新興国ではその解釈には無理があるだろう。高い資本比率はむしろ内部留保を含む自己資本への依存の大きさを示していると考えるのが自然である。タイやマレーシアの負債の水準は、先進国のアングロ・サクソン型金融システムの企業と同等かより低いレベルに留まっている。他方で、資本の大部分は内部留保などの内部金融の要素が大宗を占めると考えられる。負債や銀行信用への過度な依存の証左は見つからない。むしろ捉えられるべき問題は、負債を含む「外部金融」に対して、「内部金融」への依存が大きい事実なのである。

図 9 は、同じ上場企業の負債の平均水準の計算を、構成要素である銀行借入と社債を含めて 2010 年以降の時系列トレンドの観察に拡張したものである。インドネシアについても計算した。2010 年前後でも負債比率はタイとインドネシアでは 50%前後、マレーシアでは 40%弱と図 8 の 2002 年の水準に近いことが確認でき、しかも 2010 年代を通じて継続的に低下する傾向も見いだされた。さらに、銀行借入比率は、タイとインドネシアで 20%程度、マレーシアで 10%程度と極めて低い。また 3 ヶ国とも債券負債の比率はほぼ無視しうる水準である⁹。

3. 4 株式市場

（1）株式時価総額と上場企業数の趨勢

この 30 年の株式市場には継続的な成長が見られる。図 10 は 6 ヶ国について、1990 年からの証券取引所の上場企業数と株式時価総額の変化をまとめたものである（ベトナムのみ 2008 年以降）。時価総額をみると、タイ、マレーシア、インドネシアの 3 ヶ国ではともに金融危機の 90 年代後半に一時的な後退があったが、その後 30 年大きく上昇している。タイ、インドネシアでは 2010 年代に上昇が加速する傾向にあり、マレーシアはむしろ 2000 年代に堅実に上昇した後、2010 年代には 1,500 百万リンギット程度の一定の水準を維持している。図 5 で確認したように、この上昇は全体として実物経済の成長を上回るものであり、銀行信用とは異なり、株式市場は全体として堅実に成長してきたと言える。シンガポール、ベトナム、フィリピンも株式時価総額の傾向はほぼ同様である。ただし、シンガポールとフィリピンは 2010 年代半ば以降時価総額

⁹ 上場企業の数の変化やサンプルからの欠損によるサンプル・バイアスの問題は、第 4 節で検討する。

が低下傾向にあり、またベトナムは、タイとともに 2020 年以降のコロナ禍の影響を強く受けているように見受けられる。

ここで、ASEAN の株式市場の資金チャンネルとしての機能を考えるにあたって、市場の包摂性（inclusiveness）の問題、つまり組織された資本市場への企業の参加度合いに注目したい。図 10 のグラフにあるように、アジア金融危機前の 90 年代前半にも、ASEAN 諸国の株式時価総額の増加が見られたが、実際のところ証券市場への企業の参加は極めて限られていた。危機からの回復過程の 2000 年代には、株価や企業時価総額の増加は著しい反面、企業の新規上場は少なかった。タイ、インドネシアでは上場企業数は微増に留まり、マレーシアでは 2005-6 年をピークとして微減に転ずる。

ところが、2010 年代に入ると一部の国で上場企業数が著しく伸びはじめる国もでてくる。上場企業数が急速に増加し、市場の包摂性が高まっている経済としてはタイとインドネシアが顕著である。ベトナムとフィリピンは顕著とまではいえないものの、上場企業数の増加が進んでいる。一方、マレーシアは 2000 年代半ばをピークに上場企業数は減少に転じ、2010 年代以降は多少の増減はあるものの横ばいの趨勢となっている。2010 年頃をピークに上場企業数が減少に転じたシンガポールもこれに似ている。これらの 2 ヶ国は、企業の証券市場参加が進み、すでに市場がほぼ成熟・飽和に達しているとみることができのかもしれない。

（2）株式市場の包摂性

このような上場企業数の増加が、資金調達場としての株式市場の包摂性をどの程度まで示しているのかの判断は難しい。いったい主要企業層にどのくらいの非上場企業が分布しているのか。表 1 は、三重野(2015 ch.4)に関わる 2005 年の調査結果の再掲であり、総資産規模を基準とする 4 ヶ国の主要企業（非金融企業）の上場企業数の割合をまとめたものである。例えば、タイでは当時の上場企業数は 415 社であり、非上場企業を含めた総資産上位 400 社のうち上場企業数は 152 社、非上場企業は 248 社、上場企業の割合は 33.8%となる。フィリピン、インドネシアではこの割合はそれぞれ 17.8%、41.0%である。マレーシアでは 81.0%と上場企業の割合が高く、例外的に高い包摂度を示している。上位 1000 社と比較すれば、上場企業割合は同じ順に 24.5%、9.8%、21.9%、64.7%である。

上記調査を行った際には、非上場企業の情報収集の方法は手探りで、各国の企業登記のルールを調べ、その登記資料のデータベースを入手する手順をとった。各国ごとに事情は異なり、タイでは独占販売権をもつ地元のデータベンダーからの購入によって、他の国では国際的な会計事務所の現地事務所への委託契約によって収集とデータ化を進めた。その後の 20 年で企業情報のデータベースの蓄積と商用利用は劇的に拡大し、いまや世界的なデータベンダーを通じて新興国の主要非上場企業の財務情報まで入手できるようになったといわれる。本研究では、上場企業、非上場企業とも Moody's 社が提供する財務データベース ORBIS から企業属性と財務情報を入手してデータセットの作成を試みるが、現段階では利用できる財務情報は上場企業に限られ、次節では、それを使った簡単な推計分析を行う。

ここでは、この *ORBIS* のデータベースから、企業属性の基本情報（企業名と総資産額など）に限って、非上場企業の企業リストをどの程度集めることができるかを調べた。2023 年の総資産額を基準として上場企業の総資産順位の上位 75% の下限企業より大きな総資産を持つ非上場企業の情報収集を試みた。タイではサンプル上場企業数 695 の上位 75% 下限企業（521 位）の総資産は 40,115 千ドルであり、それを越える非上場企業は 4,967 社が入手可能で十分なカバレッジをとれることがわかり、それらを入手した。同様に、マレーシアでは、サンプル上場企業数 980 の上位 75% 下限企業（735 位）の総資産 29,895 千ドルを越える非上場企業 5,503 社の情報を入手した。しかし、インドネシアではサンプル上場企業数 806 社の上位 75% 下限企業（605 位）の総資産額 20,476 千ドルを越える非上場企業は 7 社しか抽出できず、このデータベースでは、非上場企業のデータはほとんど所収されていないことが判明した。

この非上場企業の情報を上場企業のものにあわせて、表 1 と同じ形式でまとめたものが表 2 である。タイでは、2005 年の調査とこの 2023 年の数値の間ではほとんど違いがないことがわかる。異なるデータソースから異なる時期について集めたものであるのに、驚くほどに近似しており、情報が信頼でき、傾向が安定していることを示しているように思われる。

マレーシアについては、2005 年の調査とは相当に異なる結果を得た。2023 年のこの *ORBIS* データベースに依拠すると、上場企業数の比率は例えば上位 400 社で 32.8% と、タイとほとんど違いがない。マレーシアの証券市場がこの 20 年で縮小したわけではないので、これが本当だとすれば、非上場企業が急速に現れてきたことになる。マレーシアでは近年いわゆる「政府関連企業」（Government Linked Company: GLC）が拡大していることを考慮すれば、実際の変化を示している可能性も完全には否定できないが、*ORBIS* データベースのカバレッジが低いことによるサンプル・バイアスを疑うべきかと思われる¹⁰。今後、個別企業の比較を進めていきたい。ただ、現状の *ORBIS* データベースでは、主要企業の全数比較は難しい国が多いようである。

（3）包摂性の低さと外資主導工業化プロセス

こうした主要企業の上場傾向の低さの要因は何か。一つの可能性として考えられるのは、1980 年代末から 2000 年代まで継続した直接投資による輸出製造業の成長という工業化プロセスとの関係である。タイをはじめ ASEAN 諸国では、生産部門を担う主要企業における外資企業の比重が大きい。参考図 2 は、2005 年時点のタイを観察した三重野(2015, p.120, 図 4.1)の分析の再掲である。表 1 と同様に、まず総資産規模で上位の企業から並べ、それを更に（1）上場／非上場の別と（2）外資(外国人)出資比率の情報をもとに整理したものである。この図によると、上位 400 社のうち 3 分の 2 程度の企業が非上場であることは表 1 と同様であるが、その内実は外資出資のある企業（10% 以上）が全体の 31.8%（127 社）を占め、しかもそのほとんど

¹⁰ 2005 年の調査時点では、タイでは商務省登記局の登記資料の電子化と販売の独占契約を持つ地場のデータベンダーが、現在の *ORBIS* を提供する世界的データベンダー(当時は Bureau van Dijk 社) にデータ提供の契約を結んでいるとのことだった。タイの 2 期間の強い整合性はこのことによるのかもしれない。マレーシアでは登記局での資料照会の制度の存在は確認したが、委託先現地会計事務所のデータ収集作業の包括性について当方からチェックできたわけではない。

が未上場に留まっていることがわかる。特に、グラフの下側に外資子会社（定義として外資比率 95%以上）と外資マジョリティー（同、50%超）の合弁企業が非上場企業の分厚い層をなしている。こうした企業が海外親会社との内部金融や特定の外資系商業銀行からの資金チャンネルを確保し、それゆえに現地の証券市場を通じたファイナンスには疎遠であることは、十分に考えられる。各国で株式市場の包摂度が低い要因の少なくとも一部は、実物経済の工業化プロセスを反映した、こうした企業所有の構造にもあると考えられる。

このような傾向が、工業化プロセスの実質が変容しはじめる 2010 年代以降も持続しているのかどうかは重要な論点である。ORBIS などのデータベースから非上場企業の主要株主とその国籍を同定する作業や、非上場企業のカバレッジの低さによるサンプル・バイアス問題の克服する作業は容易ではないが、今後の検討課題としたい。

3. 5 債券市場

(1) 社債市場成長の類型

図 11 は、アジア開発銀行の *AsianBondsOnline* データベースから集計した、6 ヶ国の債券残高の対 GDP 比の趨勢をまとめたものである。多くの国で国債や中央銀行債が債券全体のかなりを占めており、市場の規模の相当部分が財政や金融政策の環境を反映して決まっていることがわかる。以下、企業の資金チャンネルである社債に絞って観察していきたい。ABMI が開始される 2001 年からの趨勢をみると、社債残高の規模はその初期時点での水準にばらつきがあり、この四半世紀の間に拡大傾向は一部の例外を除いて必ずしも明瞭には観察されない。タイ、マレーシア、インドネシアの 3 ヶ国はそれぞれ異なる傾向を見せているので、これを手がかりに類型化してみたい。

第 1 は、初期段階は市場規模が小さかったものの、2000 年以降大きく成長しているタイである。2005 年には社債残高の GDP 比は 8%程度であったものが、2023 年には 25%にまで拡大している。この堅実で明瞭な成長はタイにしかみられない。

第 2 は、当初から規模が小さく、その規模での停滞が現在まで続いている市場である。インドネシアがその典型であり（期間を通じて GDP 比 2-3%）、フィリピンは 2010 年代半ばから微増傾向があるが（2005 年の 1%が 2019 年には 8%程度に）、規模そのものはいまだ極めて小さい。ベトナムは 2005 年に 1%程度で、2020 年代に大きく拡大する傾向にあるが、22 年でフィリピンに近い 8%である。

第 3 は、ABMI による債券市場の育成の取り組みが始まる時点で、もともと相当な社債市場の規模があり、その後もその水準を維持してきたマレーシアである。社債市場の規模は 2000 年代前半に既に対 GDP 比で 30-40%であり、四半世紀の間ほぼその規模を維持してきた。ただ、2010 年代後半から微増傾向にあり、2023 年段階では 52%程度に達している。シンガポールも 2000 年代前半にすでに GDP の 30%弱であり、この水準に大きな変化はなく、この類型に分類できる。

（２）経済発展と社債市場規模

ABMI における債券市場育成の取り組みの初期には、銀行信用に代わって社債市場によって資金チャンネルを多様化することが重視された。また、社債市場の発展は、債権者の権利保護の水準に依存するという見方（La Porta et.al., 2000）、またあるいは経済発展の成熟の中で実現してくるという見方もある（Boot and Thakor, 1997, Demirguc-Kunt and Levine, 1999）。社債残高の時系列比較、国際比較で ASEAN 諸国の位置づけを考えてみたい。

図 12-(1)は、タイ、マレーシア、インドネシア、フィリピンの４ヶ国の社債残高の時系列変化をみるために、残高水準（GDP 比）を縦軸に、各国の１人あたり GDP を横軸にとりて観察したものである。この期間の経済成長を反映して横方向への伸びは大きい、既に確認されたとおり、タイを唯一の例外として経済水準の変化とともに社債市場の規模が変化する傾向は特に観察されない。一方、図 12-(2)は、同じグラフを、2011 年時点での先進国を含む国際比較としてプロットしたものである。世界全体として経済発展水準と社債残高の規模の相関は極めて弱い。また国際比較の中でもマレーシアはかなり高い水準に位置づけられることがわかる¹¹。

（３）債券ファイナンスの資金調達需要の偏在

図 13 は、市場で発行される社債の発行体の特徴を調べるために、発行体のミクロレベルの残高情報を集めて、その産業ごとに集計したものである。この残高そのものは、各国債券関係機関や Bloomberg などのデータベースからフローの発行情報を集め、発行額や償還期限などを計算に入れて積み上げる形で推計された。早期償還などの要素により多少の誤差が出る可能性もあるが、近似値としては利用可能だろう。

図 13 にあるように、社債による資金調達を選択する企業の業種には強い偏りがある。第 1 に、意外なことに商業銀行やその他金融企業による発行が多い。両者をあわせた金融企業の 2020 年の社債残高に占める比率はマレーシアで 49.5%、インドネシアで 50.1%と全体のほぼ半分で、タイでも 21.6%である。商業銀行だけでもマレーシア、インドネシア、タイでそれぞれ 19.7%、26.4%、13.7%を占める。この傾向は 2010 年頃から定着している。その他金融企業には信販会社、消費金融業などが含まれると考えられ、債券ファイナンスが消費金融の資金需要に応じていることが示唆される。一方、商業銀行による社債発行の活発さは、債券市場が、商業銀行にとって長期資金の原資調達の場合として活用されていることを示唆している。債券市場のチャンネルが、銀行信用のチャンネルと代替的というよりは補完的に機能していることを意味している。

第 2 に、サービス業や建設・不動産業の発行残高が大きい。両者をあわせると 2020 年で、タイでは 49.6%、マレーシアでは 43.5%、インドネシアでは 35.2%を占める。このうちマレーシアでは建設業・不動産業が 32.2%と圧倒的な大きさを占めている。サービス業の内訳を詳細に吟味する必要はあるが、全体的に債券ファイナンスはインフラストラクチャーに関わる資金

¹¹ なお、図 12 は世界銀行のプロジェクトベースのデータであり、図 11 のアジア開発銀行の *AsianBondsOnline* のデータと数値がかなり違っていることに注意されたい。

需要に比較的対応しているように見受けられる。

第 3 に、製造業による債券ファイナンスの活用は極めて限られている。とりわけマレーシアでは全体の 2.4% とほぼ無視しうる水準でしかない。

以上の観察から言えることは、債券ファイナンスは、債券市場育成の取組みの当初の 2001 年頃に期待されたような、銀行信用チャンネルを全域的に代替する形での機能は果たしてはおらず、特にアジア金融危機後に成長を牽引してきた製造業部門への資金供給は限定的である。一方で、商業銀行を含む金融部門の補完的な資金調達手段としての存在感を高めている。商業銀行や金融業の債券ファイナンスの利用は、それらを経由して資金が消費部門向け信用の拡大に接続していると推測される。また、他方ではインフラストラクチャー投資の資金需要に対して一定の役割を果たしており、債券ファイナンスの長期性資金としての性格が、資金需要に適合している可能性もある。なお、債券市場の成長が明確に認められるタイでは金融部門の割合は比較的小さく、製造業部門の割合が 19.9% とそれなりに大きい。しかもその傾向は最近強まっている。GDP 比での伸張も示すようにタイでだけは、債券市場がその規模の拡大の中で、銀行信用のチャンネルをかなりの程度代替する形に成長しているといえるのかもしれない。

社債市場の育成には、債券ファイナンスに適合する資金需要の性質を探りながら、株式ファイナンスや銀行信用との役割分担を考えて行くことが重要だと考えられる。資金需要の大きな部分が商業銀行を含む金融部門にあるという事実も重要であろう¹²。

4. 企業財務データによる資金調達構造の分析

本研究では、これまでの観察で用いたマクロ金融データや商業銀行、証券市場の集計データとは別に、3 ヶ国の上場企業のミクロ財務データを入手し整理した。すでに部分的には活用してきたが、本節では、このデータをもとに企業の資金調達構造についての簡単な実証分析を行い、上で把握された傾向との整合性を吟味してみたい。

実証に利用するデータセットは、Moody's 社の提供するデータベース ORBIS に所収される利用可能な非金融全上場企業の 2010-2024 年までの期間である。対象情報は企業属性と財務情報（貸借対照表と損益表）である。財務情報には相当な欠損があり、また入手できる企業属性の情報が限られているため、推定は初期的なものに留まり、また、前節までの観察・論点のすべてを網羅できるわけではない。ここでは主に以下の論点に焦点をあてたい。

第 1 は、負債ファイナンスの内部金融（自己金融）との代替性である。金融取引にかかわる伝統的なエージェンシー理論によれば、企業は資金調達に際して、まずはキャッシュを優先して活用する。モリジャーニ・ミラーの定理とは異なり、現実の金融取引ではプリンシパル＝エ

¹² 2000 年代のタイについての観察で、タイ債券協会の年次報告書からすべての発行体について残高を個票から集計したところ、発行する民間企業のほとんどが上場企業であったが、国営企業による債券発行も活発だった。これらの国営企業債が、統計上、政府債・公債と社債のどちらに分類されているかについては、公表統計からの比較からは明確にはわからなかった（三重野 2015 ch.7）。民間企業による社債ファイナンスの需要がどこにあるのかを解明するためには、国ごとの企業構造や統計分類の詳細な吟味が必要と思われる。

エージェント関係における情報の非対称性の存在によって、自己資金であるキャッシュの資本コストが最も低く、選好されるからである。資金需要が同種のものであれば、自己資金を潤沢に持つ企業はまずそれを活用するので、銀行借入への依存が低くなると考えられる。逆に、そのような傾向が見いだせない場合には、それぞれの資金需要の質が異なることが示唆される。

第 2 は、産業特性との関係である。前節までの観察で、銀行信用が製造業への関与から後退していること、債券による資金調達は金融業に活発で、ついでサービス業や建設・不動産業の企業において活発であることが観察されている。これを実証的に見いだせるかどうか確認する。

第 3 は、前節で観察した、企業の負債比率や銀行借入比率の低さ、あるいは低下傾向の確認である。われわれは図 9 によって、3 ヶ国について、負債比率の水準が国際的にも低く、しかも 2010 年代以降水準は継続して低下する傾向にあること、また債券負債の比率は極めて低いことを観察した。この図の数値は本節の分析のデータセットを前倒しで活用して計算したものであるが、既に述べたように、ここでは非バランス・パネルのデータを単純に年次集計して平均値を計算したものなので、サンプル・バイアスがある可能性を排除できない。回帰分析で推計されるパラメーターから計算される予測値とその信頼性を確認したい。

第 4 は、社債による資金調達行動の決定要因である。これについては内部金融との代替性や産業・技術特性と資金需要の関係の観点に加え、福田(2003)の手法に沿って、銀行信用を含むその他の負債との代替・補完関係の観察から、社債が持つどのような機能への需要として企業が債券ファイナンスを選択しているのかも検討する。

4. 1 負債、銀行借入の決定要因

(1) 推計式

企業の資本構成(資金調達)の標準的な決定モデル¹³を踏まえて、以下のような推定を行う。

$$y = \alpha_0 + \alpha_1 X_1 + \alpha_2 X_2 + \alpha_3 T + \mu$$

被説明変数の y には、負債と銀行借入の 2 種類が想定される。いずれも対総資産比率である。 x_1 はコントロール変数、 x_2 は自己資金、産業・技術特性など主な観察対象となる変数、 T はタイムトレンドである。説明変数は以下の通りである。詳細は参考表 1 も参照されたい。

総資産（対数値）：企業規模の代理変数

内部留保：自己資金（キャッシュ）の代理変数、内部留保／総資産

産業ダミー：産業別の特性

資本集約度：産業・企業の技術特性と資金需要の違い、固定資産／総資産

¹³ 企業の資本構成＝資金調達の決定については、エージェンシー理論やペッキング・オーダー仮説に基づく多くの理論、実証モデルがあるが、ASEAN 諸国の実証研究に応用したものとしては、Mieno(2006)、Sudo(2003)など。また、三重野(2015 ch.3,4)も参照。

時間項 : タイムトレンド (年次、2010 を起点)

資本構成の決定要因のコントロール変数として、非負債節税枠（負債による節税動機）や利益の変動率（リスク要因）がよく知られるが、これらの変数の作成は現段階では困難なため、コントロール変数として総資産（企業規模、対数値）のみを採用している。

内部留保（内部留保額（資本勘定項目）／総資産）は、負債との代替関係を測る指標である。産業ダミーの分類は国際標準分類の 3 桁レベルから鉱業、製造業、建設・不動産、運輸・倉庫、通信・情報を選び、製造業は軽工業分野の製造業 A と重工業分野の製造業 B にわけて、計 6 種類の産業ダミーで観察する。さらに、産業や企業の技術特性の違いを反映した資金需要の違いとしても捉えるために、資本集約度の代理変数を導入する。最後に、時間変化を捉えるために年次トレンドを導入する。

（2）推定結果

推定結果は、表 3（負債比率）と表 4（銀行借入比率）の通りである。非バランス・パネルデータであることと、時間方向のトレンドを観察する必要があることを考慮して、推定手法には変量効果モデルを採用した。

推定結果は、産業ダミーの部分を除けば、いずれも安定的な結果を得ている。また負債、銀行借入の 2 つのケースはとても似かよった結果となった。まず、総資産はほとんどのケースで負債、銀行借入とも正に有意な結果となった。ただし、インドネシアの負債については負に有意だった。

内部留保は、タイとマレーシアでは負に有意となっており、負債ファイナンスが自己資金と強い代替性を持つことを確認した。つまり自己資金が潤沢な企業は、負債ファイナンスよりも自己資金に依存して資金調達を行うことが示されている。これは、三重野(2015)で 2000 年代のタイ、マレーシアでも確認された結果で、この点の基本構造は変わっていないことになる。インドネシアについては、負債では負に有意であるが、銀行信用については有意ではない。

産業ダミーの結果からは、特定の共通傾向を見いだすことはできなかった。製造業については、インドネシアでは製造業 A（軽工業）で負債比率や銀行借入比率が高い傾向が得られ、マレーシアでは正、負ともに一部有意な結果が得られたが、傾向として把握しにくい。タイでは全く有意ではなかった。他に、タイでは銀行借入において運輸・倉庫業が、マレーシアでは負債比率において建設・不動産が有意に高く観察されている。

資本集約度については、どの国でも、負債比率、銀行借入比率ともに有意に正であり、資本集約度の高い企業、産業において、銀行信用を含む負債ファイナンス、つまり外部金融への需要が大きいことが観察される。設備投資需要の大きな企業は、自己資金（内部金融）のみならず、外部金融をより活発に利用していると解釈できる。

最後に、タイムトレンドについては、各国共通で、2010 年以降負債比率、銀行借入比率とも明瞭に低下する傾向が見いだされている。これは次のサブセクションで吟味したい。

4. 2 負債比率、銀行借入比率の平均水準

前節の図 9 では、タイ、マレーシア、インドネシアの上場企業の負債比率を本節と同じデータソースから集計して観察した。ここでは、15 年分のサンプルのうち欠損が 3 年分以内に収まる企業のみを抽出して、年ごとの平均値を求めている。このサンプルはタイでは有効全サンプル数 10,618 に対して 9,969 サンプルと 93.9%のカバー率、マレーシアでは 12,647 に対して 10,971 サンプルと 86.7%のカバー率と十分に高いが、インドネシアでは 8,490 に対して 5,121 サンプル、カバー率は 60.3%ととても低い。こうしたサンプルのカバレッジの国ごとの、あるいは年次ごとの違いが、平均値の計算にバイアスを与えている懸念が残っていた。そこで、ここでは、推定結果に説明変数の平均値を内挿する形で負債比率と銀行借入比率の平均値を推計してみたい。

各国の負債比率と銀行借入比率について、産業ダミー付きの推定結果をもとに、係数が有意だった変数のみを内挿して計算した。また別途、タイムトレンド項をゼロとして計算した上で、年次ごとにタイムトレンドの効果を加味した年ごとの推計値も計算した。

計算結果をまとめたものが図 14 である。2020 年を例にとると、負債比率は、タイ、マレーシア、インドネシアでそれぞれ 41.8%、39.0%、44.8%、また銀行借入比率は 13.0%、6.2%、17.7%であり、図 9 の単純平均の数値がほぼ再現できることがわかった。タイムトレンドの推定結果は、2010 年以降の負債比率、銀行借入比率の低下傾向を明瞭に示したが、このタイムトレンドの効果を加味して単純平均値のプロットとならべると、線形で妥当な近似に成功しており、タイムトレンドがかなり正確に捉えられていることがわかる。この点、懸念されたサンプル・バイアスは大きな問題ではなかった。国際比較の観点からの 3 ヶ国の負債比率の低さ、および 2010 年以降の長期的な低下傾向が、高い確度で確認できるといえよう。

4. 3 債券発行の決定要因

(1) 債券ファイナンスの特徴と推定方法

図 9 でも見たように、企業側からみると負債の内訳としての債券ファイナンスの比重はどの国も極めて小さい。データセットから計算すると、2020 年を例にとれば負債項目における「債券 (debenture)」の対総資産比率の平均は、タイで 2.49%、マレーシアで 0.19%、インドネシアで 1.73%にすぎない。また、同じ年で「債券」項目の残高がある（ゼロでない）企業数は、全体のそれぞれ 15.2% (166/765)、1.38% (13/942)、7.41% (58/783) にすぎない。前節の図 13 でも見たように、債券の発行体の最大の業種は金融業であり、非金融事業会社のサンプルで債券残高が少ないのは当然かもしれない。しかし、その中でも、債券市場のチャンネルから資金調達に踏み出す企業は、どのような属性をもち、またどのような動機をもっているのだろうか。この点を観察していきたい。負債比率・銀行借入比率の推定モデルと基本的には同じものとし、まずは内部留保との代替性や産業特性との関係を観察する。

ただし、債券ファイナンスについては、もう一つ別に重要な論点にも注目する。債券ファイ

ナンスと銀行信用との特性の大きな違いとして以下の 2 つが挙げられる。第 1 は、情報生産や履行強制に関わる費用の違いからくる資本コスト（調達コスト）の違いである。エージェンシー・コストに由来して債券発行は銀行借入と比べて資本コストが高く、とりわけ負債比率が高い（他人資本への依存が大きい）企業は高いエージェンシー・コストを反映してより高い。債券ファイナンスにアクセスできる企業はこの点で限られてくる。第 2 は、資金の長期性の性質である。長期プロジェクトを運営する企業にとっては、債券による長期の資金が確保できれば、短期の銀行信用の借換えで生じる途中清算リスクを回避できる。特に、負債比率が高く（他人資本への依存が大きく）、長期プロジェクトの評価についての債権者との情報の非対称性が高い企業は、途中清算リスクが高いため、長期性資金を確保する動機はより強い。

福田（2003）は、日本における長期資金の需要に関して、銀行からの長期借入金と債券の機能の違いを上記のロジックで整理している¹⁴。三重野（2015, ch.6）は、それを援用しつつ、ASEAN 諸国の場合、商業銀行の期間変換機能は弱く銀行借入の大半が短期借入金であるので、長期性の負債は社債にはば限られることに着目して、債券の機能について実証的検討を行っている。その結果、債券比率は（説明変数としての）負債比率と正の相関があり、債券ファイナンスは社債の長期性の特性に対して需要が生じている要素が強いことを見いだしている。本稿ではこれを踏襲し、タイ、マレーシア、インドネシアの 3 ヶ国の 2010-24 年の事例について、負債比率との相関を観察したい。

推定にあたっては、サンプルには被説明変数の社債比率には非正值のものが多く含まれることから、Tobit モデルを採用した。

（2）推定結果

推定結果は表 5 の通りである。総資産はどの国のケースでも有意であり、企業規模と社債発行に強い相関があることが示されている。内部留保との関係はタイ、マレーシアとインドネシアで異なる。タイ、マレーシアでは有意ではなく、このことは債券ファイナンスによる資金需要と自己資金＝内部金融の活用との関係が弱いことを意味している。逆に、インドネシアでは正に有意である。表 4 にあるように、インドネシアでは銀行借入に対し内部留保には有意な相関は認められず、一方、社債比率に対しては正の相関があり、内部留保と社債との補完性が示された。この結果は、潤沢な資金をもつ企業がそれとあわせて社債を原資とする投資活動を行っている、と解釈できるのかもしれない。

資本集約度については、負債や銀行借入の結果とは逆に、ほとんどのケースで負の相関が見いだされた。債券ファイナンスを活発に活用するのは、資本集約度がむしろ低い産業・企業であり、社債の発行は、装置産業など大規模な設備投資の資金需要に対応したものではないことになる。産業ダミーははっきりした傾向を示していないが、タイ、マレーシアにおいて製造業 A（軽工業）は社債発行が相対的に不活発、タイ、インドネシアでは建設・不動産において社債

¹⁴ 福田(2003)の理論枠組みの要約と、ASEAN の社債発行の文脈で援用することについてのより詳細な説明については三重野(2015, ch.7) を参照。

発行が相対的に活発であることが示されている。建設・不動産業は企業自体の資本集約度は高くない一方で、プロジェクトの継続のために大規模で継続的な運転資金の需要があると考えられるので、この点は資本集約度のパラメーターが負値であることと整合的ではあるように思われる。

タイムトレンドは、タイで正に、インドネシアで負に有意で、マレーシアでは符号は負だが有意ではない。前節で社債残高はマレーシアでは早くから成熟して大きくは変化せず、インドネシアでは長く停滞しているのに対し、タイでは着実に成長してきていることを確認した。企業レベルでの推定結果はこれを裏打ちしている。

負債比率との関係については興味深い結果を得ることができた。各国のケースとも債券比率と負債比率との間には明確に正の相関が見られる。これは福田（2003）による 1990 年代の日本の債券発行の分析の結論とは逆の結果である。タイ、マレーシア、インドネシアの企業には、調達コスト面の制約よりは、長期性資金の需要が債券の発行行動に影響していると解釈できる。資本コスト制約が小さい点については、そもそも平均的な負債比率が低いことからエージェンシー問題が深刻には発現していないのかもしれない。その中で長期の資金確保を必要とする企業には、短期の負債で構成される外部金融の構成を債券ファイナンスに置きかえる動機があると解釈できる。なお、この結果は、2000 年代のタイとマレーシアについてこれに近いモデルで推計した三重野（2015、ch.6）と同じである。この 2 ヶ国について、構造は 2000 年代から大きくは変化していないことになる。

以上の実証分析は初歩的なものにすぎないものの、前節までの金融システム全般の観察の一部を裏付ける結果となっている。まず、3 ヶ国とも上場企業の負債比率は 50%以下、銀行借入比率は 20%以下と低く、自己金融（内部金融）への依存度が高いことが再確認できた。そして 2010 年代以降、負債比率、銀行借入比率とも継続的に低下していることも確認した。その中で、銀行信用などの負債ファイナンス（外部金融）は内部留保との代替性が明確で、自己金融（内部金融）の不足を補う形で利用されていることがわかった。また、資本集約度の高い産業・企業で負債ファイナンスが活発であることが確認できた。ただし、製造業からの銀行信用の後退など、具体的な産業との関係の裏付けは十分には得られなかった。債券ファイナンスは全般的に低調だが、債券発行と自己金融との間に代替的關係は認められない一方、負債比率との補完関係があり、長期性の資金の需要のある企業が調達先として選択していることが示唆された。また、債券ファイナンスは、資本集約度がむしろ低い産業・企業において盛んで、建設・不動産業のように設備投資よりは、長期で大規模な運転資金の需要がある産業において活発である可能性が見いだされた。

5. 総括と論点整理

5. 1 国内資金循環の構造

観察と論点を総括したい。まず ASEAN 諸国の金融システムと国内資金循環については、タ

イ、マレーシア、インドネシアを中心に、以下のような事実が明らかになった。2010 年代半ば以降、銀行信用は緩やかに回復しているものの、製造業向けの銀行信用の関与は低下ないし低迷し、銀行信用は消費部門やそれと結びついた金融部門に大きく傾斜している。また、建設・不動産部門への関与が強まっている。商業銀行は製造業を中心とする工業化のプロセスから乖離する傾向を強め、独自の方向で発展を辿りつつあるかのようである。

一方で、株式ファイナンスは、2000 年代の踊り場を過ぎて 2010 年代にはその裾野が広がりつつある。ただし、企業の資金調達の場合としての株式市場の包摂度（企業の上場、証券取引所への参加度合い）については、マレーシア（および、おそらくシンガポール）を除き、まだ不十分であるように見受けられる。今後の改善の課題であり、また、実態をより詳細・正確に把握する方法が探られる必要がある。

社債による債券ファイナンスについては、タイにおいて堅調な拡大が見られ、またマレーシア（およびシンガポール）では早くから発展しているが、インドネシア（およびフィリピン）では長く市場が低迷している。債券ファイナンスの発展を考える上では、金融部門、建設・不動産部門、サービス部門の一部など、その資金チャンネルとしての機能に親和性の高い特定の産業・技術分野への偏りがあることが重要である。この事実を踏まえて、経済の産業発展の経路と資金需要の関係を吟味する議論が必要であろう。

全体としていえば、銀行信用、株式ファイナンス、債券ファイナンスのすべてをあわせた「外部金融」に対して、企業の自己資金という「内部金融」が資金調達に依然として大きな比重を占めている。言い換えれば、「外部金融」による資金循環が依然として活性化していない。この事実、引き続き留意が必要である。

5. 2 資本フローの流出と投資の非効率性

第 2 節ではマクロの国際収支の構造を観察し、3 ヶ国では 2000 年代に貿易収支の黒字転換を果たして貯蓄超過が定着し、そのもとで国内居住者の海外への投資（対外）が、海外から国内への投資（対内）に比肩する水準に至っていることを確認した。双方向の資本フローが旺盛に動いているのが現状である。その一方で、第一次所得収支は構造的に赤字であることは、海外資本が対内投資から得る収益と比較して、国内居住者による対外投資の収益がより少ないことを意味することを指摘した。端的に言えば、後者の投資効率が前者のそれよりも全体として低いことになるが、これは考えてみれば奇妙な構造である。国内の収益機会が十分に高いのに（それ故に対内投資が流入し続けているのに）、そして国内投資は海外投資よりも情報の非対称性は低いはずであるにもかかわらず、貯蓄が国内投資機会に向かわずに海外投資に流出して、その収益性は劣る結果になっているのである。

この資本フロー構造は、第 3, 4 節で詳細に観察した国内金融システムの構造、なかんずく外部金融の不活発さと関係している可能性がある。本来は、貯蓄を国内の収益機会への投資へとつなぐ役割を果たすべき 3 つの資金チャンネルが、どれも十分には機能していないように見受けられるからである。より高い成長率を実現できる潜在性が、金融システムの非効率性に起因

する資金配分のロスによって、相当に逸されていると考えられるのである。

6. おわりに

本稿は、ASEAN 経済とわが国の貯蓄との資金循環の可能性を念頭に、ASEAN 諸国の金融システムの基礎理解をもとめて、まずタイ、マレーシア、インドネシアの 3 ヶ国の国際収支の特徴を概観し、その上で国内金融システムと資金循環構造の特徴を吟味してきた。金融部門の集計データとともに、ミクロレベルの債券データと企業財務データを収集・整理し、複数の角度から観察して、それらを組み合わせて鳥瞰することで見える論点を提起した。観察は、2000 年代のタイ、マレーシアの金融システムについて分析した三重野（2015）を敷衍した部分が多いが、その部分については 2010 年代から直近まで基本的な構造に大きな変化はないことが確認される結果となった。

本稿は、切り口の整理やデータ所在の探索も兼ねて、分析のほとんどを 3 ヶ国に限って行った。残る課題は多い。今後の作業としては、同じ観察をシンガポール、ベトナム、フィリピンにも拡大して、ASEAN 経済としての一般化を探ることが優先事項である。それに加えて、3 ヶ国についても、収集されたミクロデータのカバレッジの吟味、とりわけ社債データの精査、非上場企業の観察・分析への組み込み、実証分析の精緻化や投資関数推定への拡張などを、進めていきたい。

勿論、研究プロジェクトの本来の目標として、このような基礎情報の把握の上に、アジア債券市場イニシアティブ（ABMI）などの「アジア金融協力」の取組みに対する政策含意や、そして日本国内の貯蓄と ASEAN 経済との循環に関わる日本からの関与のあり方の議論にも、踏み出していく必要がある。ASEAN 金融システムについての基礎研究を深めながら、こうした議論も展開していきたい。

参考文献

- Boot, A.W. A. and Thakor, A.V. (1997) “Financial System Architecture,” *The Review of Financial Studies*, Vol. 10, Issue 3, pp.693-733.
- Claessens, S., Djankov, S., Fan, J.P.H. and Lang, L.H.P. (1999) “Corporate Diversification in East Asia: The Role of Ultimate Ownership and Group Affiliation,” *Policy Research Working Paper*, No. 2089, World Bank.
- Demirguc-Kunt, A. and Levine, R. (1999) “Bank-Based and Market-Based Financial Systems – Cross-Country Comparisons,” *Policy Research Working Paper*, No. 2143, World Bank.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. and Vishny, R.W. (1998) “Law and Finance,” *Journal of Political Economy*, Vol. 106, No. 6, pp.1113-1155.
- Mieno, F. (2006) “Fund Mobilization and Investment Behavior in Thai Manufacturing Firms in the Early 1990s”, *Asian Economic Journal*, Vol. 20, Issue 1, pp.95-122.
- Rajan, R.G. and Zingales, L. (1995) “What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data”, *The Journal of Finance*, Vol. 50, Issue 5, pp.1421-1460.
- Suto, M. (2003) “Capital Structure and Investment Behaviour of Malaysian Firms in the 1990s: a study of corporate governance before the Crisis”, *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 11 No. 1, pp.25-39.
- World Bank (1998) *East Asia: The Road to Recovery*, Washington, D.C, The World Bank.
- 福田慎一 (2003) 『日本の長期金融』 有斐閣
- 三重野文晴 (2008) 「タイ、マレーシアにおける企業の分布と資金調達-上場／非上場、外資系・日系企業を焦点に」 日本政策金融公庫 国際協力銀行 国際情報調査室報 (2) 104-130
- 三重野文晴 (2015) 『金融システム改革と東南アジア：長期趨勢と企業金融の実証分析』 勁草書房
- 三重野文晴 編 (2020) 『変容する ASEAN の商業銀行』 日本貿易振興会アジア経済研究所

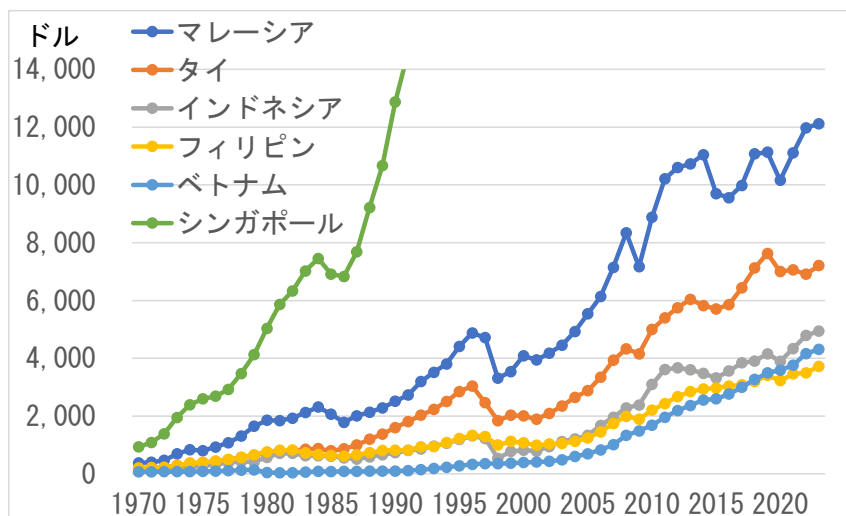


図1 一人あたり GDP の趨勢

出所：国連貿易開発会議

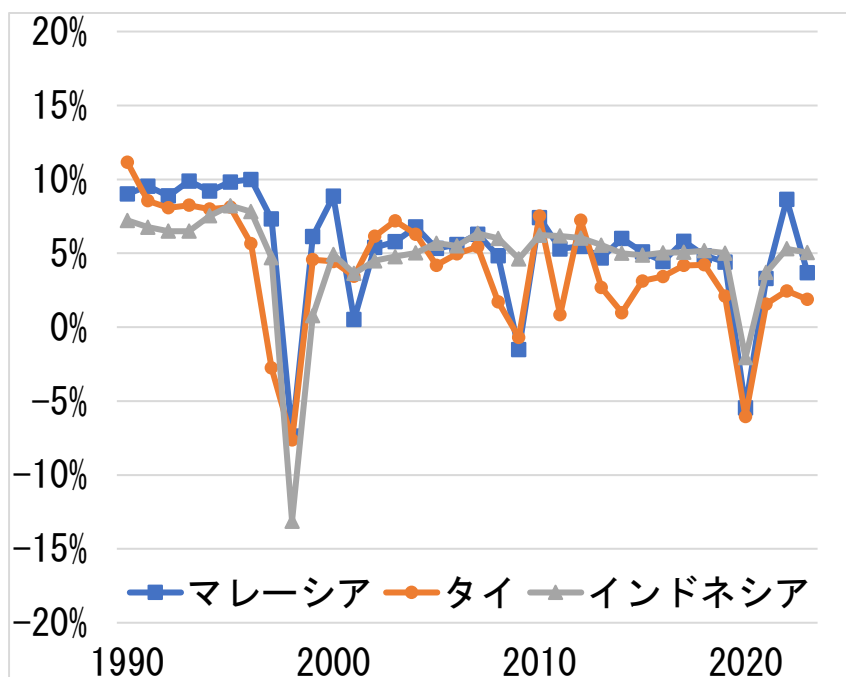


図 2-1 GDP 成長率の趨勢（タイ、マレーシア、インドネシア）

出所：World Development Indicators, 世界銀行

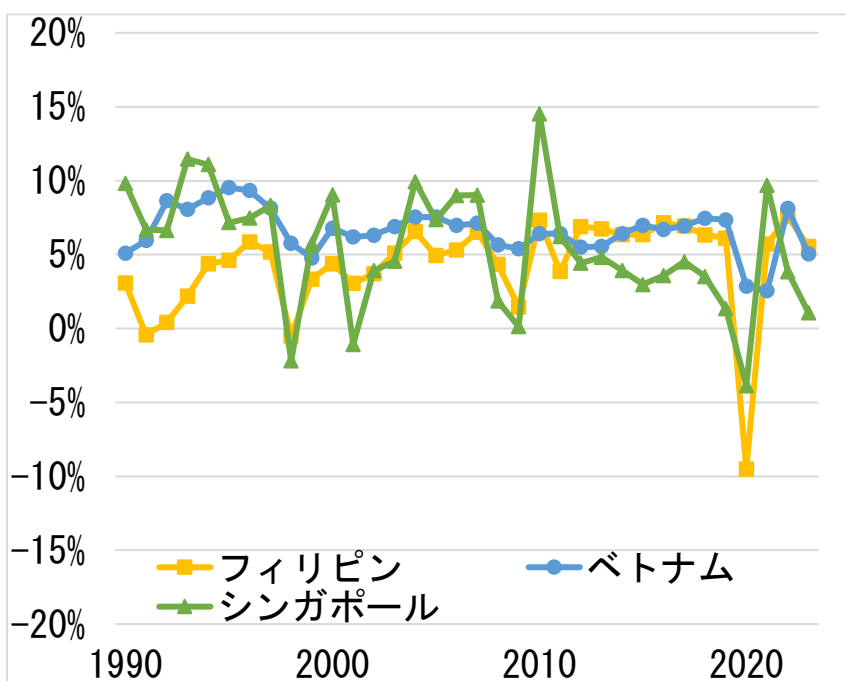


図 2-2 GDP 成長率の趨勢（フィリピン、ベトナム、シンガポール）

出所：World Development Indicators, 世界銀行

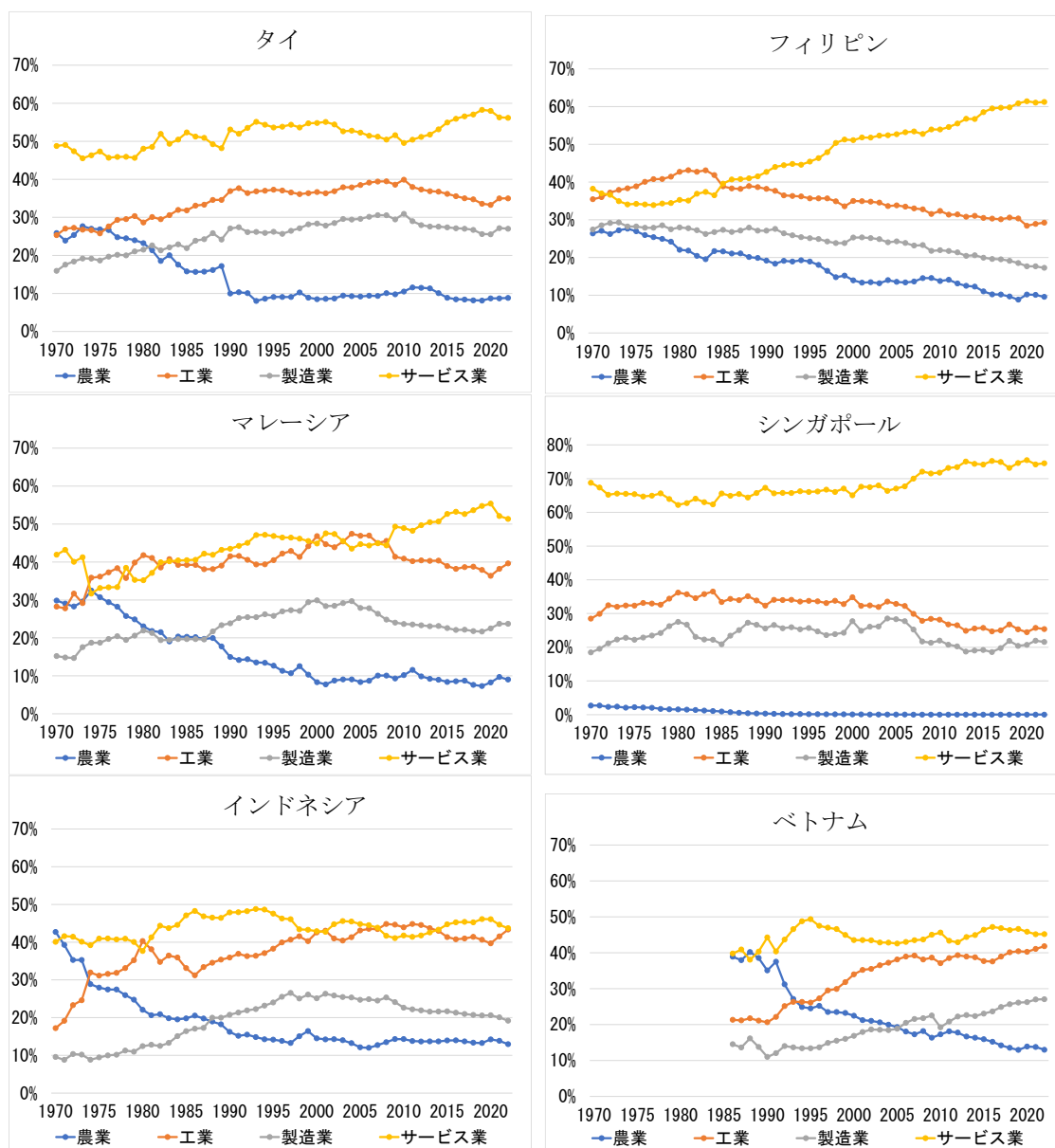


図3 各国の産業構造
出所：国連貿易開発会議

タイ

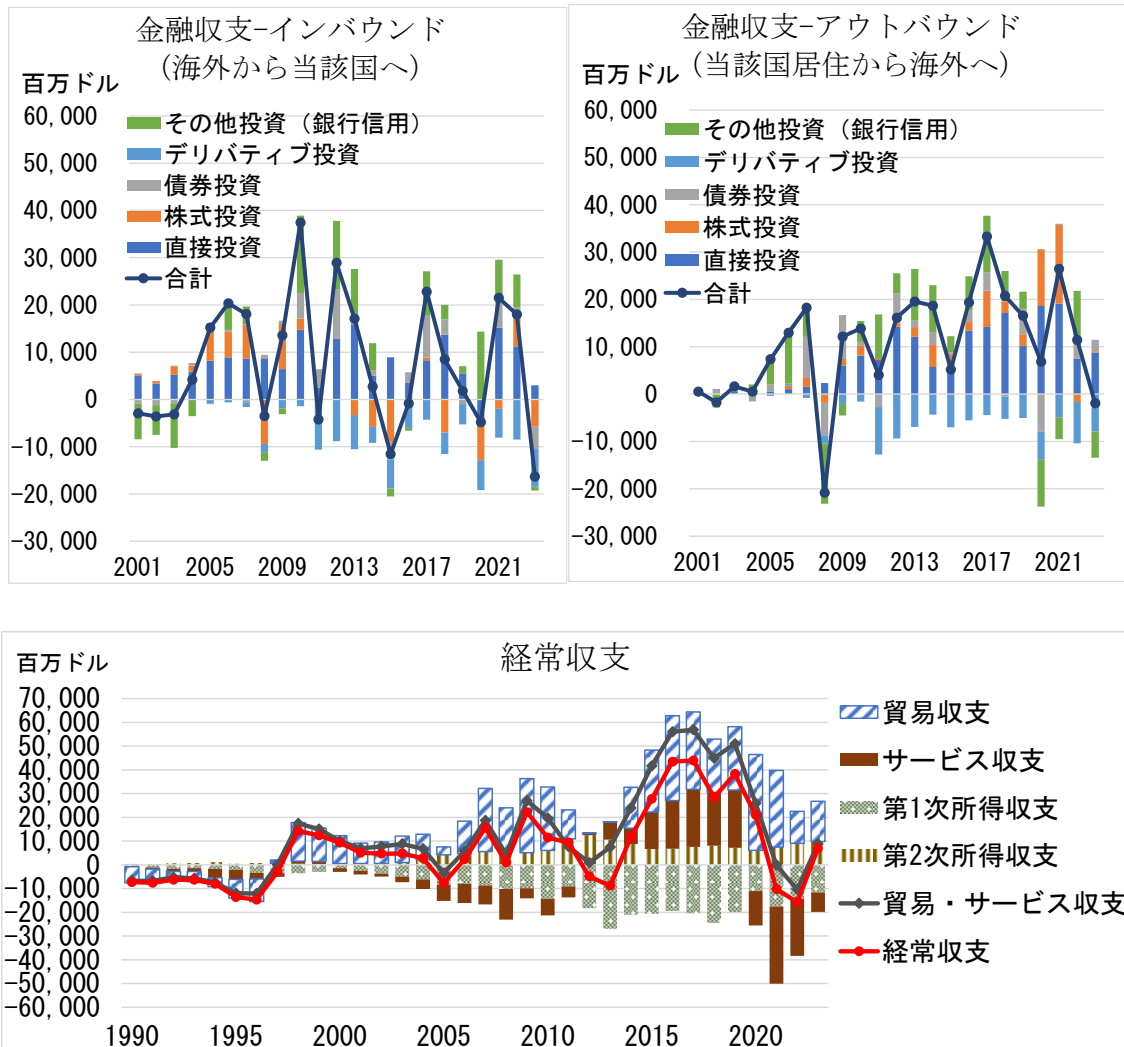


図 4-1 国際収支の趨勢（グロスの金融収支（上段）とネットの経常収支（下段））

出所：Balance of Payment Statistics, 国際通貨基金

マレーシア

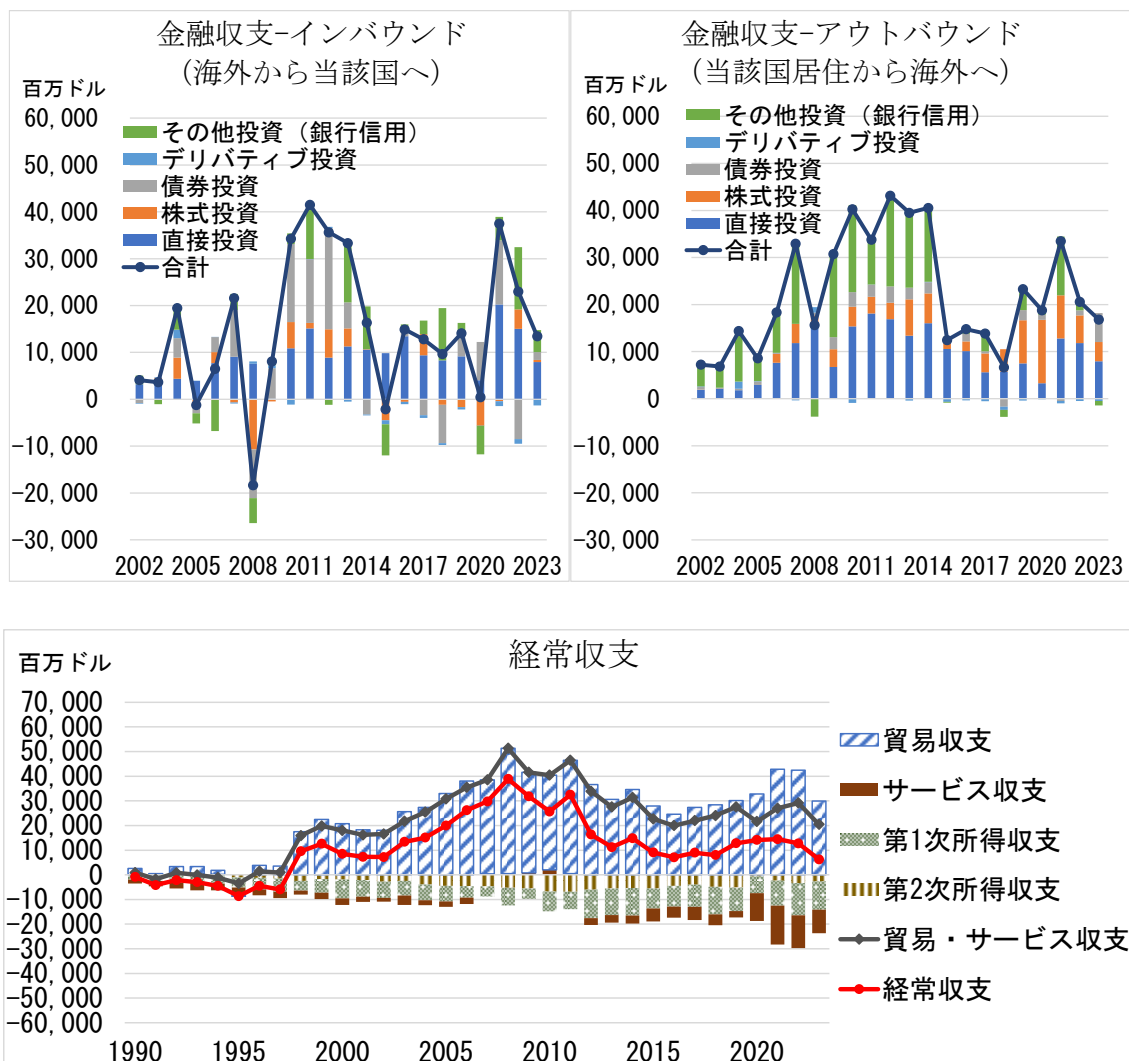


図 4-2 国際収支の趨勢（グロスの金融収支（上段）とネットの経常収支（下段））

出所：Balance of Payment Statistics, 国際通貨基金

インドネシア

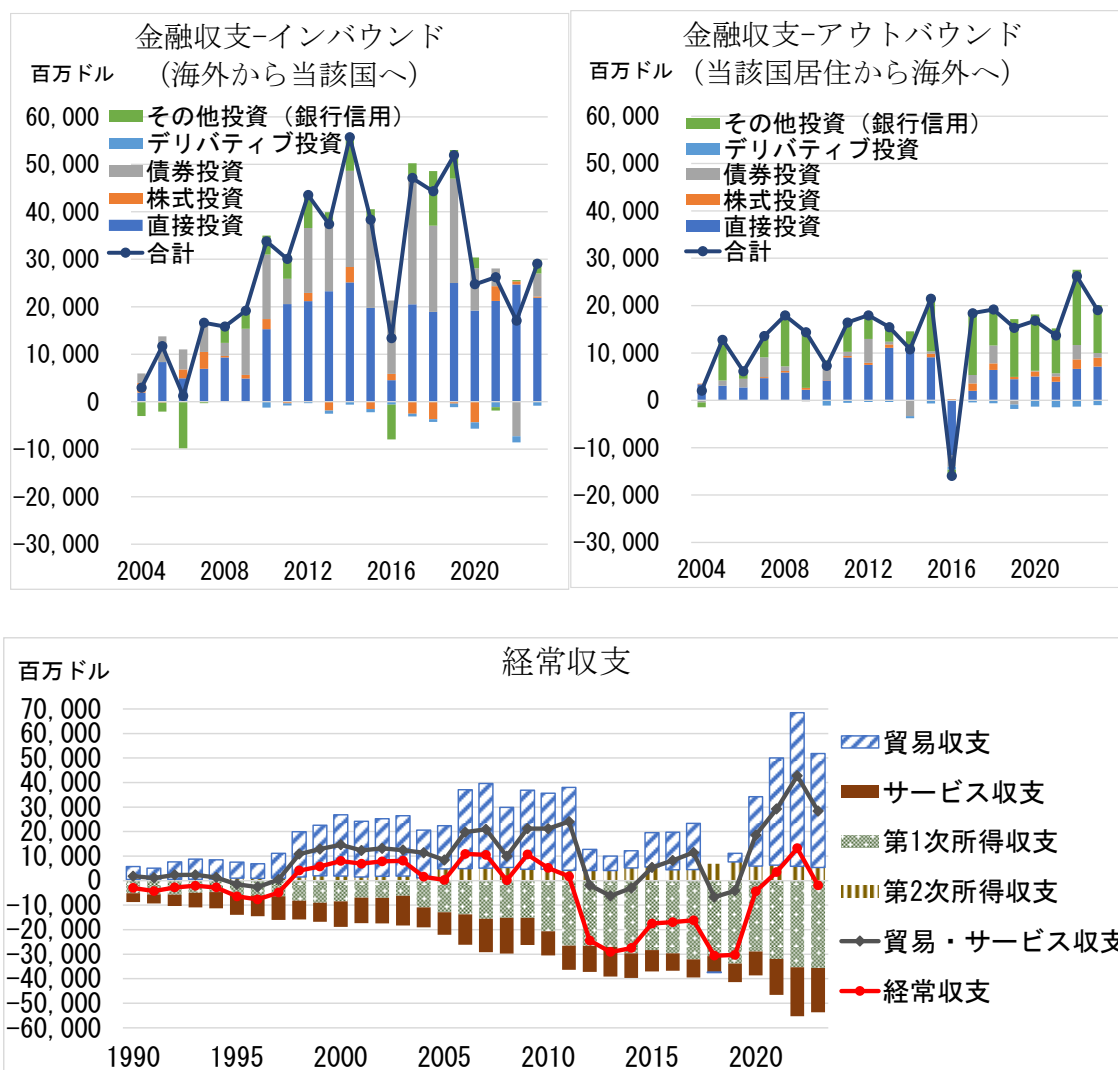


図 4-3 国際収支の趨勢（グロスの金融収支（上段）とネットの経常収支（下段））

出所：Balance of Payment Statistics, 国際通貨基金

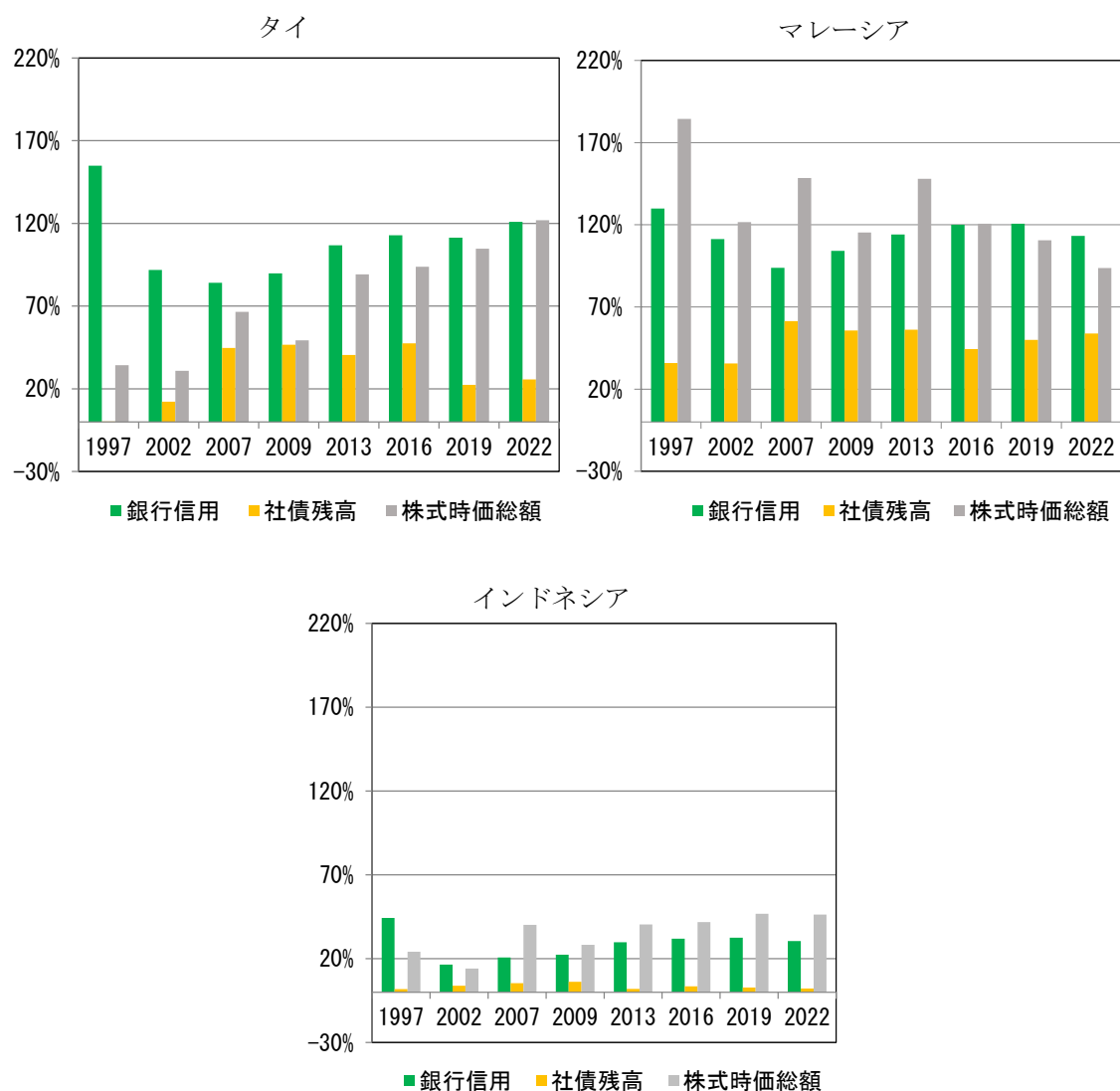


図5 銀行信用、社債残高、株式時価総額の推移

出所：1997-2016: *Financial Development and Structure Dataset; 2018 (latest version)*, 世界銀行, *AsianBondsOnline*, アジア開発銀行, *World Development Indicators*, 世界銀行

注：縦軸は、信用残高、債券残高、株式時価総額の対 GDP 比率

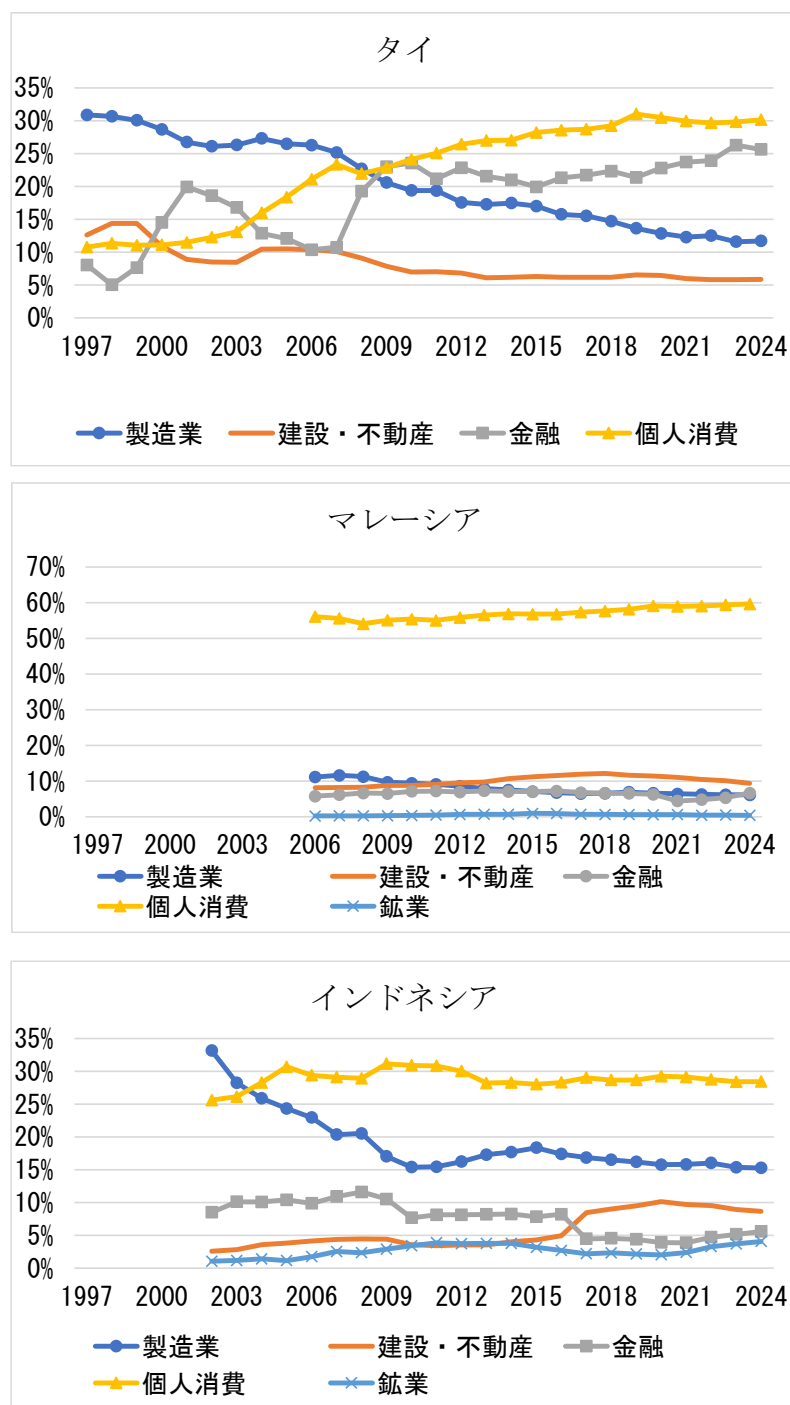


図6 商業銀行信用の産業別比重の推移

出所：各国中央銀行（タイ銀行、マレーシア国立銀行、インドネシア銀行）

注：マレーシアの縦軸はタイ、インドネシアの2倍の70%。

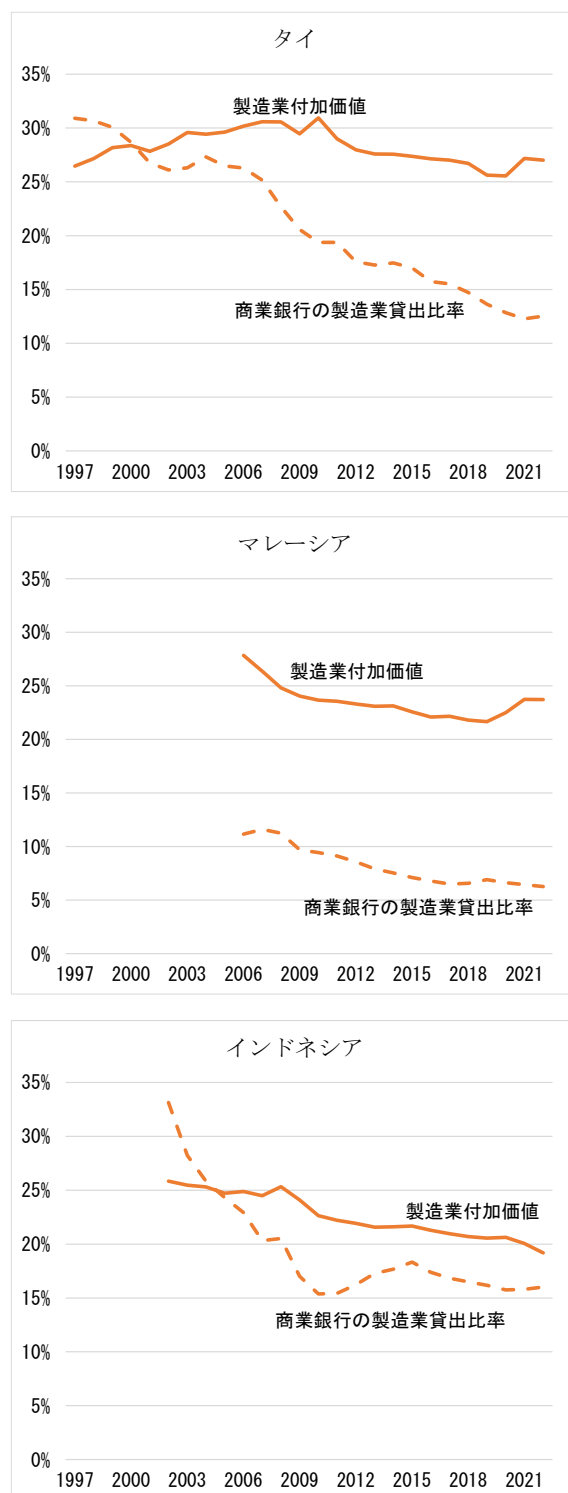


図 7 製造業の対 GDP 比重と商業銀行信用の製造業向けの比重の対比
出所：図 3 と図 6 と同じ

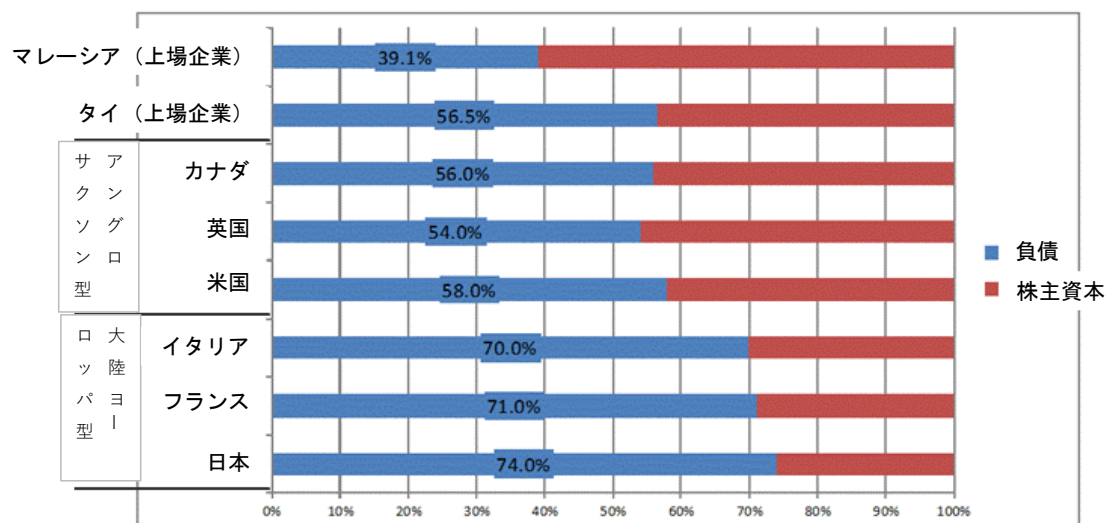


図 8 負債比率の国際比較—先進国比較とタイ、マレーシア

出所：先進国 6 ヶ国については Rajan and Zingales (1995)。マレーシア、タイについてはそれぞれの証券取引所より筆者計算 (2002 年時点)

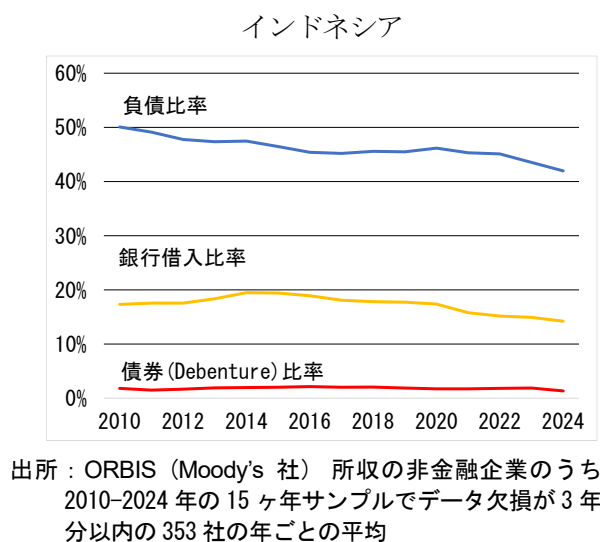
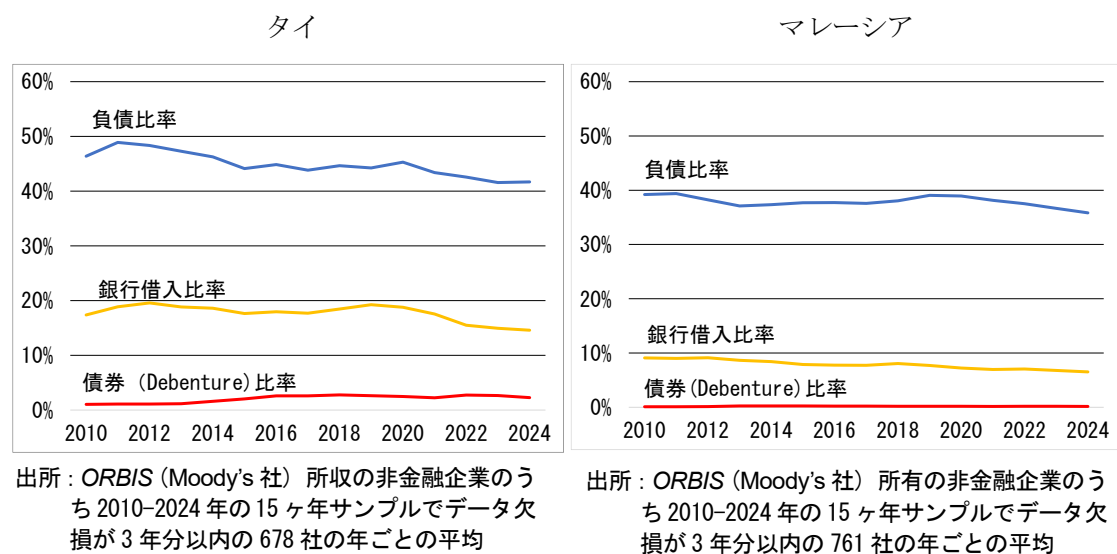


図 9 2010 年以降の負債比率の趨勢

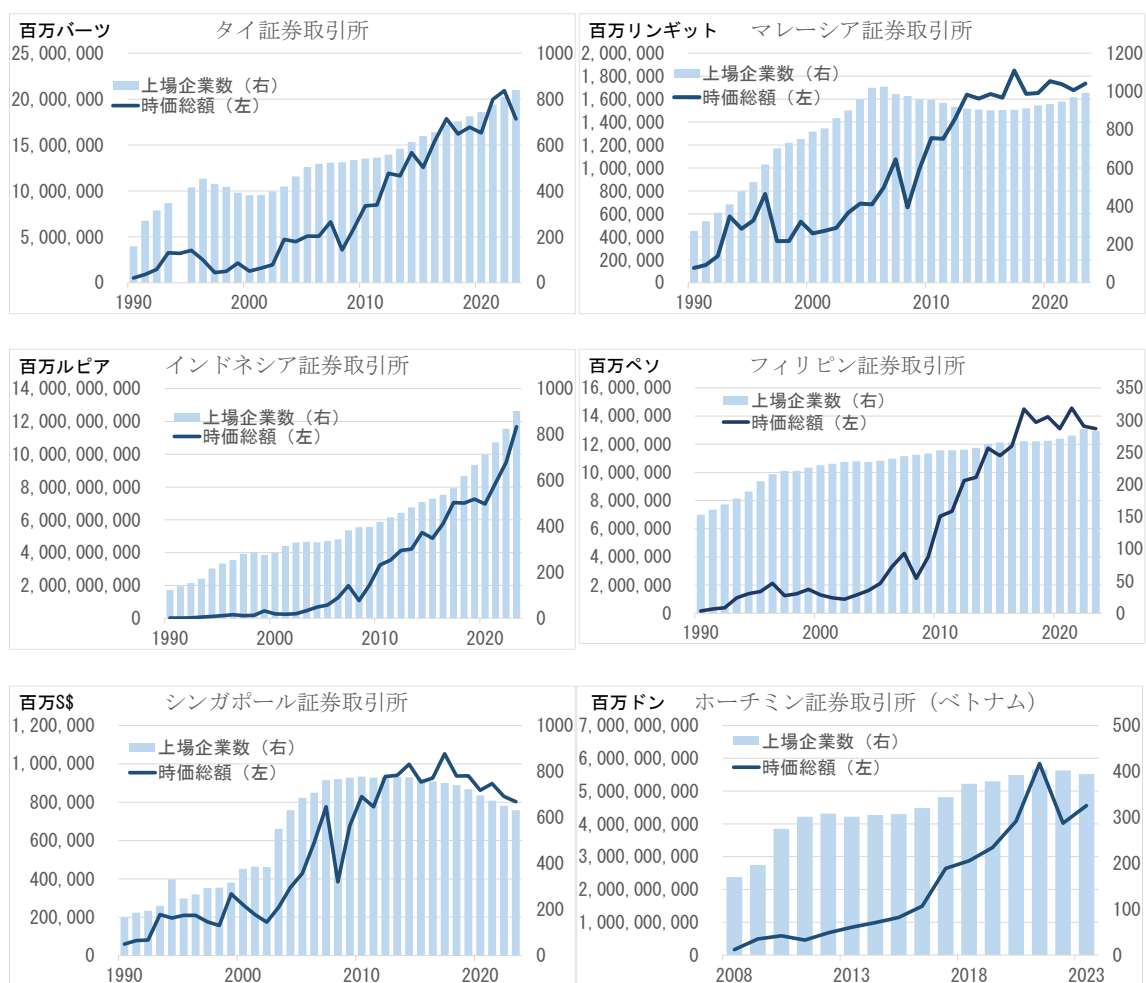


図 10 各国の株式市場の趨勢

出所：国際取引所連合

表 1 総資産上位企業の上場比率－2005 年調査

	上場企業 総数	総資産順位				
		上位 100	上位 400	上位 600	上位 800	上位 1000
タイ	415	52.0%	33.8%	29.3%	26.4%	24.5%
マレーシア	848	92.0%	81.0%	74.2%	68.9%	64.7%
インドネシア	219	58.0%	41.0%	31.5%	26.0%	21.9%
フィリピン	105	31.0%	17.8%	14.3%	11.6%	9.8%

注：上場企業数は金融機関を除く。

出所：国際協力銀行との調査(2006-7 年)に基づいて計算。原情報は各国企業登記情報

表 2 総資産上位企業の上場比率－本調査 (2023 年)

	サンプル 上場企業数	総資産順位				
		top 100	top 400	top 600	top 800	top 1000
タイ	695 (695)	48.0%	33.3%	28.2%	26.0%	29.3%
マレーシア	980 (1012)	43.0%	32.8%	30.5%	28.6%	26.6%
インドネシア	806 (849)	n. a	n. a	n. a	n. a	n. a

注：サンプル上場企業数は、ORBIS データベースに含まれる上場企業数(金融機関を除く)。

括弧内は総資産の情報が欠損している企業を含む数)

出所：ORBIS (Moody's 社)

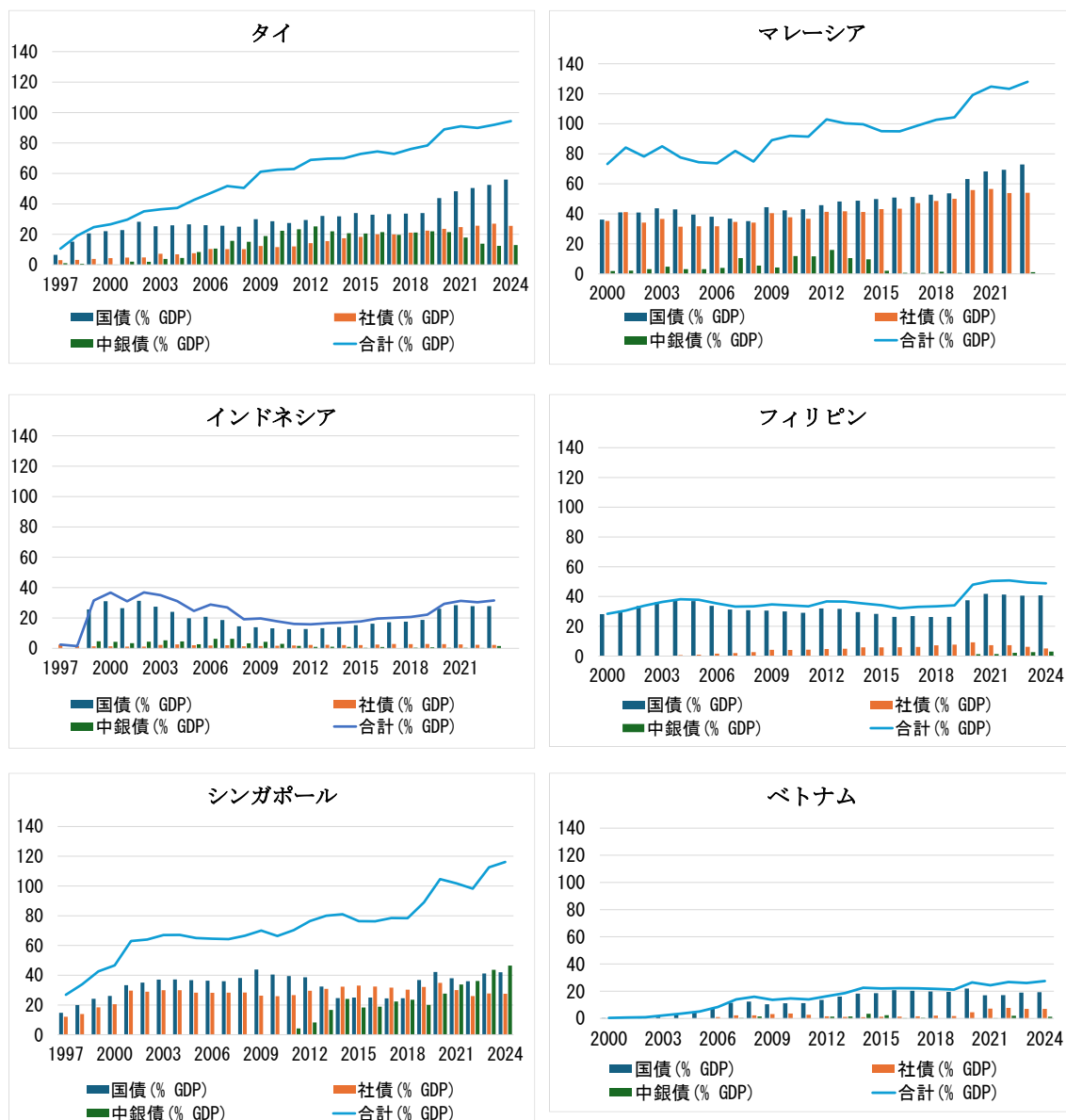
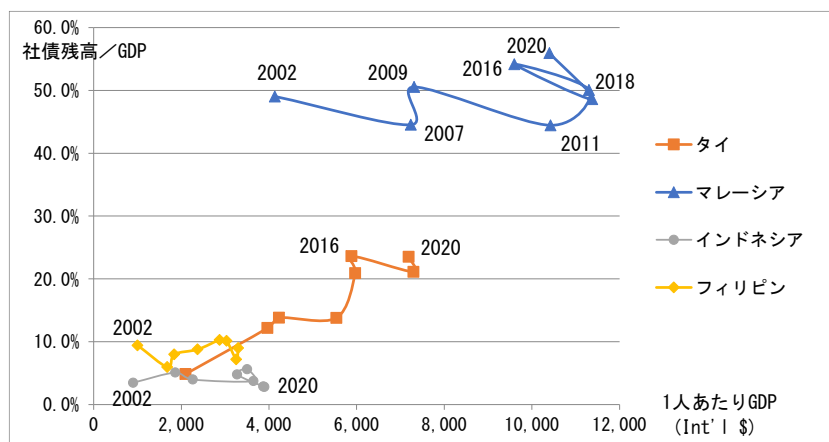


図 11 債券残高の趨勢（対 GDP 比、現地通貨建て発行の社債）

出所：タイ、マレーシア、インドネシア、フィリピン、シンガポールについては、*AsianBondsOnline*、アジア開発銀行。ベトナムについては、名目 GDP は CEIC データベース、為替レートは Bloomberg, LP。

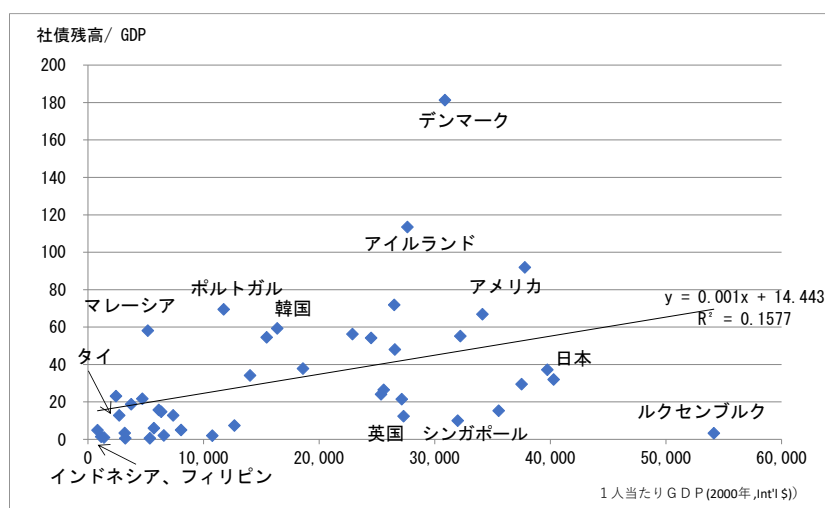
注；ベトナムについては、国営企業は国債に分類されている。

(1) タイ、マレーシア、インドネシア、フィリピン



出所: AsianBondsOnline, アジア開発銀行、World Development Indicator, 世界銀行

(2) 国際比較 (2011 年時点)



出所: Financial Development and Structure Dataset, 世界銀行

図 12 経済発展と債券市場の成長

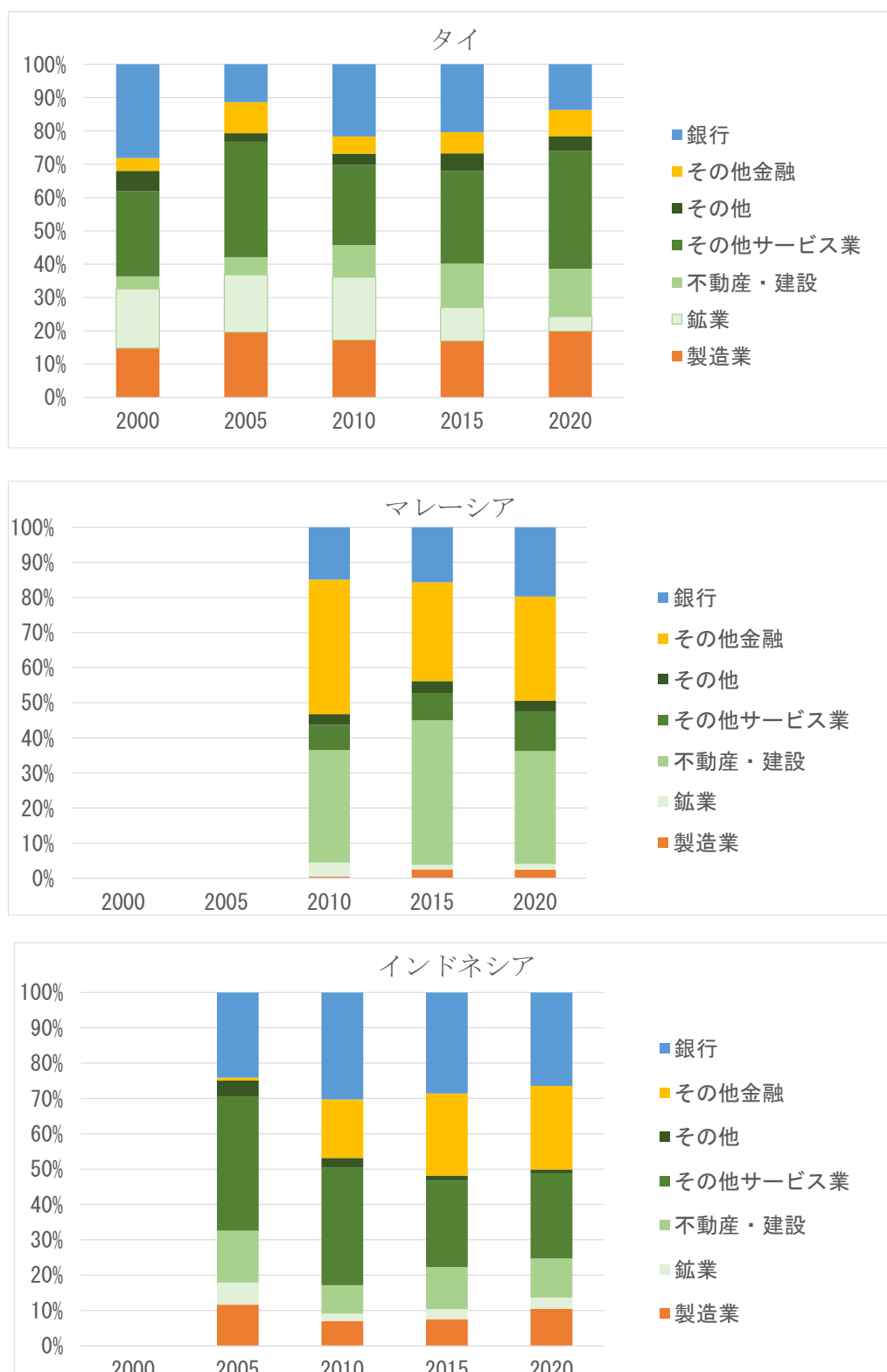


図 13 債券残高の業種別分類（タイ・マレーシア・インドネシア）

出所：Bond+Sukuk Information Exchange、Thai Bond Market Association、PT Penilai Harga Efek Indonesia などのデータベース、Bloomberg、各発行体ウェブサイト等から推計

表 3 推定結果 (負債比率)

負債比率

	Random Effect Model					
	タイ		マレーシア		インドネシア	
	1	2	3	4	5	6
総資産 (対数値)	0.026*** (13.170)	0.026*** (13.040)	0.031*** (16.940)	0.030*** (16.150)	-0.004* (-1.770)	-0.005** (-2.060)
内部留保	-0.093*** (-23.210)	-0.093*** (-23.210)	-0.054*** (-18.910)	-0.054*** (-18.680)	-0.022*** (-7.130)	-0.022*** (-7.130)
資本集約度	0.163*** (14.050)	0.163*** (14.020)	0.126*** (13.210)	0.133*** (13.790)	0.118*** (9.550)	0.12*** (9.450)
鉱業ダミー		0.068 (1.490)		0.062* (1.740)		0.045* (1.800)
製造業A (軽工業) ダミー		0.014 (0.690)		-0.030* (-1.850)		0.049** (2.370)
製造業B (重工業) ダミー		0.017 (1.070)		-0.120 (-0.970)		0.014 (0.750)
建設・不動産業ダミー		-0.001 (-0.060)		0.082*** (5.060)		0.015 (0.710)
運輸・倉庫業ダミー		0.042 (1.510)		0.035 (1.480)		-0.024 (-1.150)
通信・情報業ダミー		0.026 (0.740)		0.000 (0.020)		0.036 (1.230)
年トレンド	-0.008*** (-21.930)	-0.008*** (-21.870)	-0.003*** (-13.730)	-0.003*** (-13.550)	-0.007*** (-16.850)	-0.007*** (-16.730)
定数項	0.173*** (7.770)	0.164*** (6.990)	0.044** (2.140)	0.051** (2.330)	0.536*** (21.590)	0.529*** (20.370)
Number of observation	9969	9969	12647	12647	8451	8451
Number of groups	699	699	1009	1009	840	840
Wald chi2	1123.59	1128.57	849.84	899.38	452.34	465.34
R-sq: within	0.1065	0.1065	0.0662	0.0662	0.0537	0.0540
between	0.0541	0.0605	0.0492	0.0814	0.0267	0.0370
overall	0.0719	0.0760	0.0846	0.1048	0.0354	0.0412
sigma_u	0.1625	0.1624	0.1465	0.1455	0.1718	0.1714
sigma_e	0.1296	0.1296	0.1114	0.1114	0.1403	0.1403
rho	0.6114	0.6112	0.6337	0.6306	0.5998	0.5988

(注1) 括弧内はz値を示す。

(注2) ***, **, *はそれぞれ1%、5%、10%水準で有意なことを示す。

表 4 推定結果 (銀行借入比率)

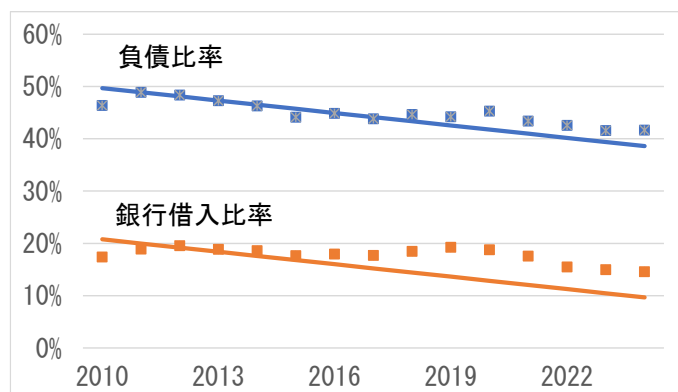
銀行借入比率

	Random Effect Model					
	タイ		マレーシア		インドネシア	
	1	2	3	4	5	6
総資産 (対数値)	0.032*** (19.410)	0.031*** (19.280)	0.012*** (12.930)	0.012*** (12.960)	0.019*** (11.650)	0.019*** (11.660)
内部留保	-0.031** (-9.370)	-0.032*** (-9.380)	-0.010*** (-7.030)	-0.011*** (-7.160)	0.001 (0.440)	0.001 (0.540)
資本集約度	0.150*** (15.690)	0.150*** (15.620)	0.056*** (11.360)	0.055*** (11.200)	0.138*** (14.700)	0.134*** (13.960)
鉱業ダミー		0.009 (0.250)		-0.014 (-0.740)		-0.030 (-1.640)
製造業A (軽工業) ダミー		0.016 (1.000)		0.008 (0.920)		0.058*** (3.750)
製造業B (重工業) ダミー		0.016 (1.310)		0.018*** (2.830)		0.016 (1.120)
建設・不動産業ダミー		0.005 (0.330)		0.007 (0.830)		0.020 (1.280)
運輸・倉庫業ダミー		0.051** (2.420)		-0.012 (-0.940)		0.048*** (2.980)
通信・情報業ダミー		0.030 (1.140)		-0.019* (-1.800)		0.022 (1.010)
年トレンド	-0.006*** (-18.340)	-0.006*** (-18.280)	-0.002*** (-16.170)	-0.002*** (-16.200)	-0.003*** (-8.600)	-0.003*** (-8.510)
定数項	-0.182*** (-10.130)	-0.191*** (-10.140)	-0.055*** (-5.130)	-0.061*** (-5.420)	-0.091*** (-4.820)	-0.108*** (-5.490)
Number of observation	9969	9969	12647	12647	8451	8451
Number of groups	699	699	1009	1009	840	840
Wald chi2	811.30	818.79	523.49	543.32	414.88	445.51
R-sq: within	0.0747	0.0747	0.0423	0.0423	0.0365	0.0367
between	0.1138	0.1238	0.0314	0.0465	0.1313	0.1579
overall	0.0922	0.0981	0.0345	0.0463	0.0925	0.1129
sigma_u	0.1219	0.1215	0.0774	0.0767	0.1307	0.1291
sigma_e	0.1090	0.1090	0.0574	0.0574	0.1075	0.1075
rho	0.5558	0.5542	0.6452	0.6411	0.5966	0.5905

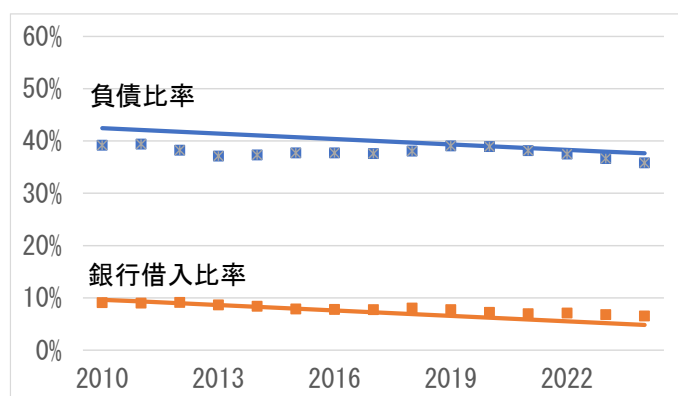
(注1) 括弧内はz値を示す。

(注2) ***, **, *はそれぞれ1%、5%、10%水準で有意なことを示す。

タイ



マレーシア



インドネシア

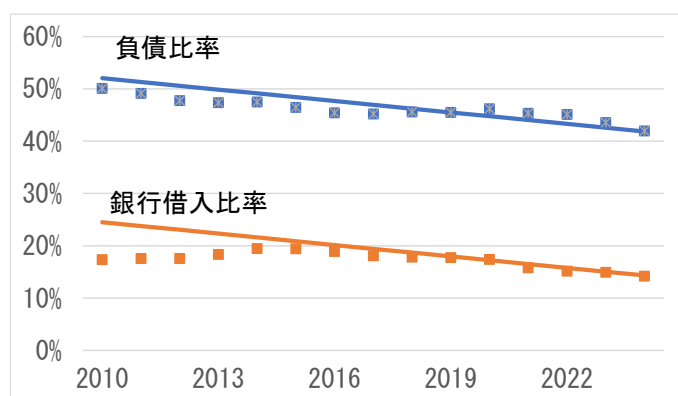


図 14 負債比率、銀行借入比率の平均値の推計

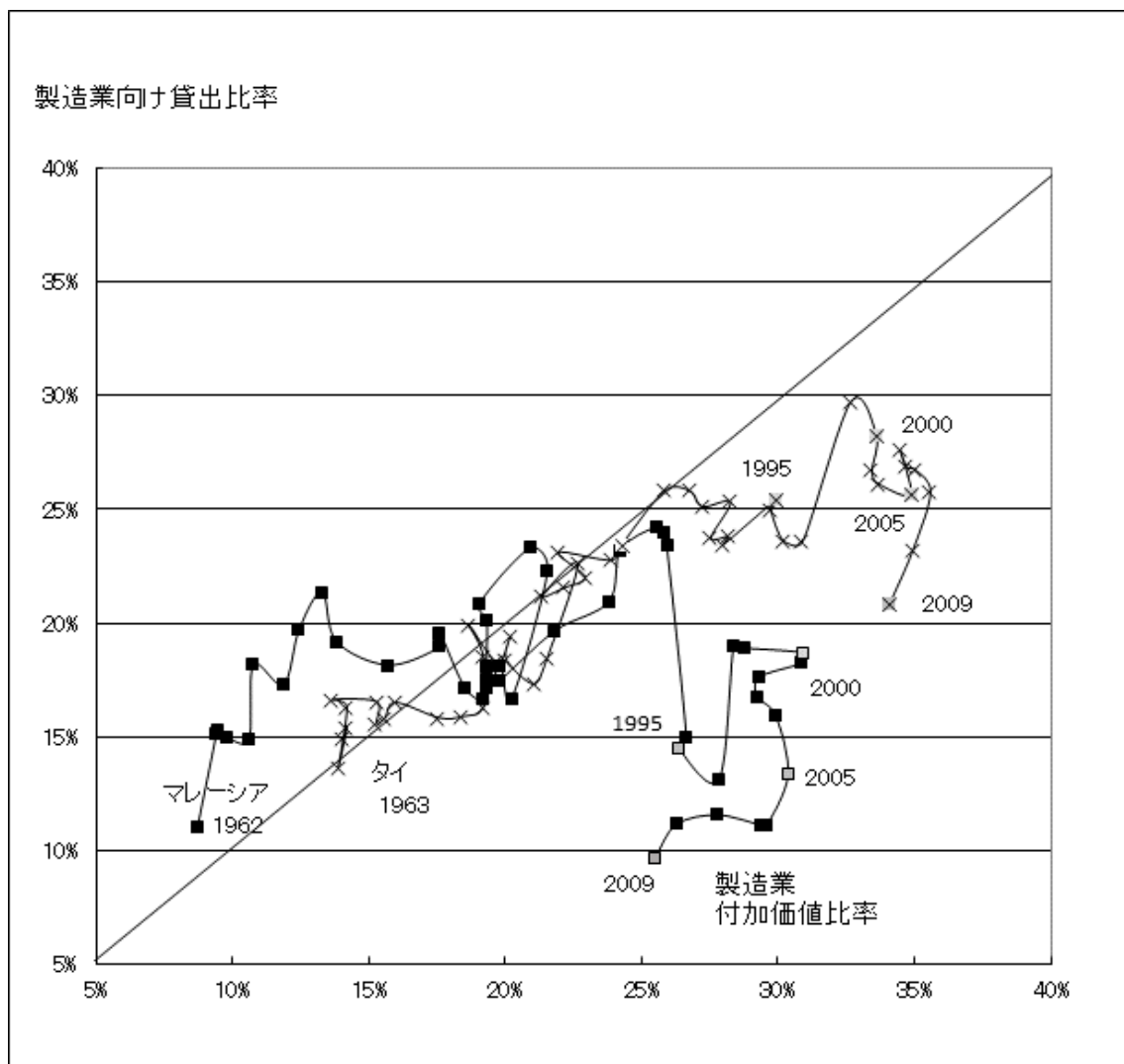
注：折れ線グラフは推計値。プロットはサンプルからの計算値（図 9 の値）

表 5 推定結果 (債券比率)

債券比率	Tobit Model					
	タイ		マレーシア		インドネシア	
	1	2	3	4	5	6
総資産 (対数値)	0.091*** (35.390)	0.092*** (35.250)	0.121*** (11.620)	0.120*** (11.580)	0.092*** (24.250)	0.091*** (23.630)
内部留保	0.002 (0.210)	0.004 (0.330)	-0.036 (-1.470)	-0.035 (-1.610)	0.052*** (3.140)	0.059*** (3.420)
負債比率	0.330*** (16.290)	0.332*** (16.330)	0.535*** (7.420)	0.519*** (7.260)	0.396*** (14.220)	0.402*** (14.280)
資本集約度	-0.138*** (-9.350)	-0.136*** (-9.200)	-0.178*** (-3.030)	-0.077 (-1.200)	-0.115*** (-6.080)	-0.072*** (-3.320)
鉱業ダミー		-0.077*** (-3.370)		-0.099 (-1.130)		-0.047** (-2.510)
製造業A (軽工業) ダミー		-0.036*** (-3.140)		-0.099* (-1.790)		0.019 (1.280)
製造業B (重工業) ダミー		0.013 (1.520)		0.007 (0.210)		0.007 (0.490)
建設・不動産業ダミー		0.036*** (3.210)		0.048 (1.410)		0.066*** (4.350)
運輸・倉庫業ダミー		-0.015 (-1.050)		-0.267*** (-3.660)		0.018 (0.980)
通信・情報業ダミー		0.006 (0.330)		-0.048 (-0.910)		0.024 (1.190)
年トレンド	0.006*** (7.040)	0.006*** (6.900)	-0.003 (-1.100)	-0.003 (-1.210)	-0.004*** (-3.190)	-0.003*** (-3.070)
定数項	-1.482*** (-38.500)	-1.499*** (-38.370)	-2.447*** (-13.530)	-2.420*** (-13.430)	-1.564*** (-26.670)	-1.596*** (-26.370)
Number of observation	9969	9969	12647	12647	8451	8451
LR Chi2	3204.49	3249.30	575.66	605.95	1674.95	1713.94
Log likelihood	-1106.82	-1084.41	-487.1476	-472.0031	-1026.878	-1007.38
Pseudo R2	0.5914	0.5997	0.3714	0.3909	0.4492	0.4597
sigma	0.1859	0.1843	0.3324623	0.3243141	0.214268	0.2134775
left-censored	8593	8593	12467	12467	7598	7598
uncensored	1376	1376	180	180	853	853

(注1) 括弧内はz値を示す。

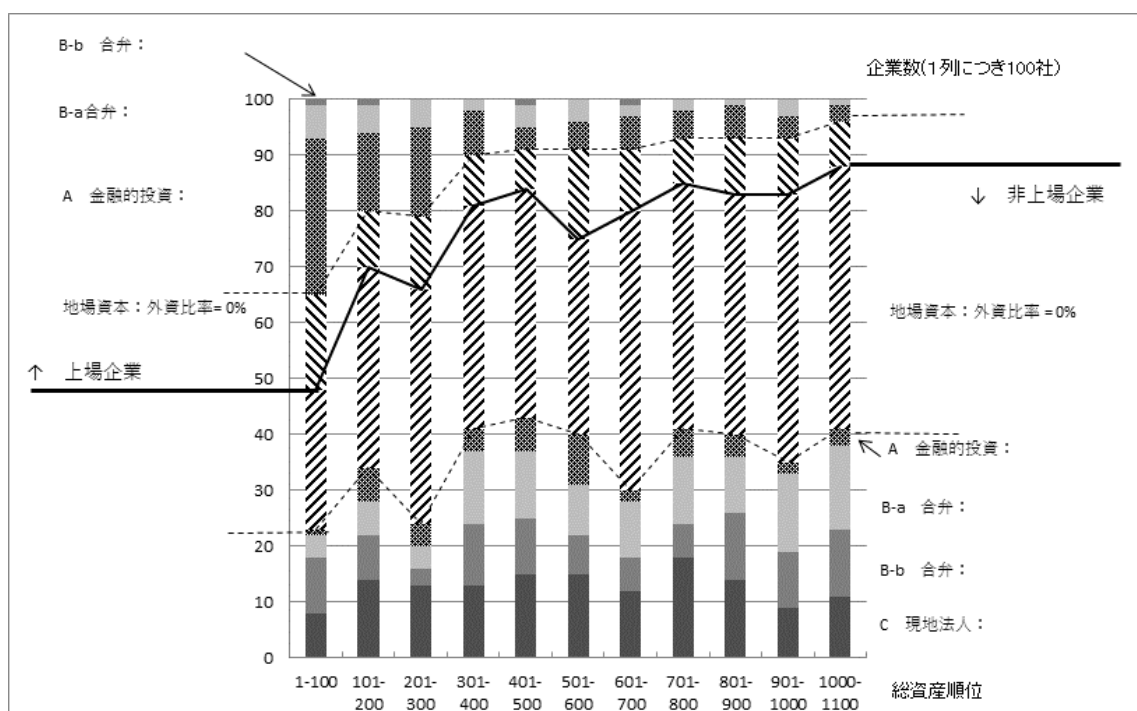
(注2) ***, **, *はそれぞれ1%、5%、10%水準で有意なことを示す。



参考図1 タイ、マレーシアの製造業比重と商業銀行製造業貸出：長期趨勢

出所：三重野（2015 p. 229, 図 7. 8）の再掲。現資料は *Key Indicators* アジア開発銀行, タイ銀行, NESDB, CEIC データベースなど各種資料。

注：タイは凡例×で、マレーシアは凡例■で表される。



参考図 2 タイ企業の分布：総資産順位・上場／非上場・外資出資

出所：三重野(2015, p. 120, 図 4. 1)の再掲。原情報は著者と国際協力銀行との共同調査（2005 年時点）による。データソースは *Business on Line* 社の保有する商務省登記局の情報（調査については、三重野（2009）参照）

参考表 1 データセットの基本統計

		タイ サンプル数 9,970				マレーシア サンプル数 12,647				インドネシア サンプル数 8,490			
		平均	標準偏差	最小値	最大値	平均	標準偏差	最小値	最大値	平均	標準偏差	最小値	最大値
負債比率	負債／総資産	0.4476	0.2205	6.E-05	0.9994	0.3789	0.2033	1.E-04	0.9961	0.4607	0.2286	2.E-04	0.9997
銀行借入比率	銀行借入／総資産	0.1768	0.1730	0	0.8944	0.0781	0.0985	-0.00478	0.7704	0.1475	0.1750	0	0.8827
債券比率	債券(負債項目)／総資産	0.0211	0.0636	0	0.5384	0.0020	0.0257	0	0.7514	0.0130	0.0531	0	0.6912
債券ゼロのサンプル	サンプル数 全サンプル数に対する比率	1,376				180				853			
		0.1380				0.0142				0.1005			
総資産 (対数値)	百万ドル単位に対する対数値	11.3855	1.8094	2.3979	18.4324	11.3690	1.6790	3.4948	17.6585	11.5769	1.9222	2.5624	23.1500
内部留保	内部留保／総資産	0.1130	0.4704	-15.2158	0.9641	0.1350	0.4873	-28.2050	2.3422	0.0562	0.8336	-21.8844	1.7243
資本集約度	固定資産／総資産	0.3246	0.2305	0	0.9737	0.2910	0.2164	0	0.9712	0.3563	0.2583	0	0.9903
産業ダミー													
鉱業		0.0200	0.1399	0	1	0.0177	0.1319	0	1	0.0807	0.2724	0	1
製造業A(軽工業)		0.1221	0.3274	0	1	0.1231	0.3286	0	1	0.1379	0.3448	0	1
製造業B(重工業)		0.2771	0.4476	0	1	0.3293	0.4700	0	1	0.1940	0.3954	0	1
建設・不動産		0.1143	0.3182	0	1	0.1227	0.3281	0	1	0.1398	0.3468	0	1
交通・運輸業		0.0598	0.2371	0	1	0.0475	0.2128	0	1	0.1193	0.3242	0	1
通信・情報業		0.0359	0.1861	0	1	0.0708	0.2564	0	1	0.0477	0.2132	0	1
年次トレンド	2010年ベンチマーク	8.2629	4.2070	1	15	8.3614	4.2540	1	15	9.2037	4.0941	1	15



金融庁金融研究センター

〒100-8967 東京都千代田区霞ヶ関 3-2-1
中央合同庁舎 7 号館 金融庁

TEL: 03-3506-6000

URL: <https://www.fsa.go.jp/frtc/index.html>