

## Obstacles in Setting up a Securities Market in Viet Nam

Tran Cao Nguyen  
State Securities Committee

### I.

#### 1. Socio-Economic Settings

- a. The world's financial crisis has adversely affected Viet Nam's economy and its preparation for the inauguration of a securities market. Money speculation may lead to review the policies and steps towards free flotation of exchange and liberalization of securities market.
- b. Increasing bad debts will give rise to strengthen the state owned commercial banks and to restructure joint-stock banks. It is, therefore, required to take into account the balance between developing banking system and opening a securities market.
- c. General public are not familiar with securities and securities market. They have very little knowledge about securities market.

#### 2. Commodities to be Brought into the Market

- a. Equitization process initially has been under way, but equitized enterprises are rather small in size and most of them do not satisfy the requirements for being listed in the securities market. Here arises a problem on what to do with the stocks of companies that are not eligible to be listed on the market? Among 161 equitized companies, there are only 20 equitized enterprises who own over VND10,000 Billion of capital.
- b. Equitised enterprises themselves have not been fully aware of benefits they may enjoy from having their shares listed in the market. They worry about listing and information disseminating costs. The dissemination of corporate information, financial statements in particular, has not been practised by vietnamese enterprises. Enterprises' management worries about losing benefits once they be transformed into corporate governance structure. Incentives may include favorable taxes and giving easy access to banks' loans.
- c. The number of companies formed under corporate governance structure is rather moderate (less than 200) and they are mostly operated in banking and financial sector. Their bad debts are still increasing. Previous sales of shares were undertaken under private placement.
- d. There has not been an uniform denomination for shares issued by different corporations.

- e. Sales of shares to foreigners are being taken into consideration.
- f. According to a number of market surveys, there are currently needs to resell shares but not any to repurchase them. Overall worsening economic and business conditions has resulted in decreasing corporations' values.
- g. 1-year term government bonds were issued under private placement. There must be a plan on issuing them through large-scaled underwriting and organizing auctions at the trading centre, that is designed to unify bonds' maturity and interest rates. During the initial stages, government bonds will be the main type of securities to be traded but there still exist much difficulties in introducing them into the market.

### **3. Establishment of Securities Companies**

- a. There are 10 banks, corporations and financial companies who are capable of setting up their affiliate securities companies. Plan for setting up these companies are being drafted.
- b. Given the unfavorable economic conditions and incomplete legal framework, these institutions are expecting a firm commitment from the government to establish the trading centre.
- c. Commercial banks' decisions to contribute into securities firms are subject to approval from the State Bank.
- d. These institutions have not grasped securities trading practice.
- e. Unwillingness to participate due to the impact of financial crisis in the region, slowdown of economic growth, inefficient banking system and the collapse of a number of private enterprises.
- f. Considerations of tax and securities to be traded in initial stages.

### **4. Establishment of Securities Trading Centre**

- a. The establishment of a trading system as scheduled may be difficult due to the lack of capital, technology, auction methods, etc.
- b. Regulatory framework of the centre has been formed but the number of qualified executives who will be able to manage the market operations is insufficient
- c. Difficulties in bringing securities into the market
- d. Difficulties involved in the establishment of securities companies

## 5. Legal Environment

- a. Decree 48 and its attached regulations were promulgated but have not been put in place.
- b. Weak law enforcement system

## 6. Other Considerations

- a. A new accounting system have newly been adopted at companies
- b. Independent auditing firms have been present for only several years thus have not gained confidence
- c. Automated settlement system is still a new concept to general public

## 7. Investors

- a. Inefficient investment institutions
- b. Low savings as a result of low income

# II . Measures Recommended to Speed up Equitization

## 1. Arranging and Classifying SOEs:

- Making up a list of enterprises to be equitised: The plan for classifying and arranging SOEs under ministries, cities and provinces and corporations 91 was completed in 1998. The next step is to review and put it into place according to planned stages, and later on to supplement any shortcomings in related policies and what to be done in following stages.

The ratification of plans for SOEs located in Hanoi and HCM City was completed at the end of the third quarter 1998. For enterprises under ministries, corporations 91 and other provinces, it is to be completed during the final quarter of 1998 and first quarter of 1999.

In Hanoi: There remains 880 SOEs of which 310 have been equitised, 39 have been sold out and managed by contractors and 5 dissolved.

In HCM city: There remains 709 SOEs of which 296 equitised, 36 sold out and managed by contractors and 17 dissolved.

Basically, the arrangement and classification of state-owned enterprises located in Hanoi and Ho Chi Minh city have already been completed. The development and implementation of equitisation program depends significantly upon the authorities in charge of those enterprises as well as the strict supervision over the transformation of the economic management mechanism as long as that conforms with the law and avoids leaking of state's assets.

+ Plan for the period from 1999 to 2000

At present, the government has set up plans and given out directives for the nationwide classification of state-owned enterprises including enterprises under both central and provincial levels from now on to the year 2000.

## **2. Settlement of Bad Debts**

After a long time in a centrally-planned economy, state-owned enterprises have accumulated numerous bad debts that requires a lot of time and costs. This problem still remains unsolved.

## **3. Organization of Equitisation**

a. The National Enterprises Reform Committee was established to:

- assist the government in doing research, giving instructions and co-ordinating with ministries, ministerial-level agencies, agencies attached to the Government, provincial peoples' committees directly under the Central Government that are concerned in SOEs reform.
- study and review then submit plans for mechanism and policy reform, management structure, classification, equitization and ownership diversification to the Government.
- evaluate and submit the equitization plans made by ministries, committees to the government for consideration.

b. Competence to select enterprises to be equitized:

- Ministers, Heads of ministerial-level agencies, Presidents People's Committees are responsible for selecting enterprises to be equitized.
- Boards of directors of Corporations 91 are responsible for making a list to be submitted to the government.
- Boards of directors of Corporations 90 are responsible for making a list to be submitted to the Ministries.

c. Competence to provide guidance and decide the value of enterprises;

- Minister of Finance establishes the guidance on how to value enterprises.
- Minister of Finance will make final decision on the value of enterprises possessing over 10 billion dong; for those possessing less than 10 billion dong: ministers and Presidents of People's Committees will do.

d. Competence to approve equitisation plans:

- Plans for those possessing over 10 billion dong will be ratified by Ministers, Presidents of People's Committees and Boards of directors of corporations 91 before being submitted to the Government.
- Plans for those possessing less than 10 billion dong will be ratified by Ministers, Presidents of People's Committees.

#### **4. Policies to Promote Equitization**

a. For enterprises

- May enjoy preferential treatment in accordance with the Law on Domestic Investment Promotion. Enterprises failing to meet conditions for enjoying this treatment will be entitled to the 50% profit tax reduction for two consecutive business years.
- May be exempt from registration fee
- May be entitled to continue getting loans from Commercial Banks, Financial companies, Credit Institutions according to the preferential policies applicable to State Enterprises.
- May continue the export & import activities in accordance with regulations applicable before equitisation.
- May distribute its reward & welfare funds to their employees for the purchase of shares;
- May deduct equitization expenses from the proceeds from the sale of shares, which belong to the State's capital.

b. For employees

- Employees are entitled to buy 10 shares for each year they have worked for their enterprises at 30% discount;
- Total value of preferential shares should not exceed 20% of the State's capital at the enterprise;

- For enterprises with self-accrued capital representing 40% of their value, the total value of preferential shares sold to employees must not exceed 30%;
- Poor employees, who are entitled to buy shares at preferential prices, may delay their payment for the first three years and pay installments without interest in ten years during which their shares will not be transferable.
- Employees losing their jobs will be entitled to policies prescribed in the current regulations.

## **5. Introduction of Shares into Securities Trading Center**

- a. To make up lists of equitized enterprises eligible for being listed in the trading centre;
- b. To file listing registration;
- c. Preferential policies:

- Tax exemption or deduction in the first three years;
- Exemption of listing fee;

## **III. Loans of Foreign Exchange from Commercial Banks will be Extended to Projects on Technology Investment**

## **IV. Assessment of the Relationship between Measures Intended for the Development of Banking System, Securities Market and for the Encouragement of Equitisation in Vietnam**

### **1. Relationship between Measures Taken to Develop Banking System and Securities Market**

- a. Strengthening and restructuring commercial banks may be undertaken via the securities market: i.e. via selling debts, issuing shares to increase banks equity
- b. The improvement of banking system may encourage banks to set up their affiliate securities companies who are would be participants of the trading centre
- c. Modernization may contribute to fast and safety settlement for securities transactions
- d. The presence of the securities trading centre may help create competitiveness in mobilising capital between securities market and banks that will force banks to reduce costs and

interest rates

## **2. Relationship between Securities Market and Equitisation**

- a. Measures taken in equitisation process help create good quality securities for the market.
- b. The presence of securities trading centre will support the transformation of SOEs into corporate governance structure and will lead to objective valuation of enterprises. That will also promote issues of shares to the public.
- c. The presence of the centre will lead to the restructure of equities and liabilities, to the increase of equity and decrease of borrowings, thus leading to stable growth later on.

## **3. Relationship between Measures Intended for Banking System and Those for Equitisation**

- Equitisation may make the settlements of bad debts easier for the banks
- Strict inspection and supervision will result in better auditing of enterprises' equity and correct valuation of their assets
- The settlement of commercial banks' bad debts will also facilitate the settlement of SOEs' debts.



## II-1

# ヴェトナムにおける金利政策は経済の発展段階に照応しているか

渡辺 慎一

国際大学

### 1. イントロダクション

ヴェトナムは、1996年以來、徐々に、金利の自由化を進めてきている。しかし、その自由化のプロセスは、必ずしも、わかりやすいものではない。金利の自由化が、貸出金利の上限規制を残したまま、預金金利の自由化を優先して進めてきたためである。

1996年初めから、預金金利に対する規制が「緩和」され、金利は、貸出金利の上限と、預貸金利のスプレッドの上限によって規制されるようになった。後者は、貸出金利に対する上限規制のもとでは、実質的に最低預金金利の規制を意味し、銀行は最高貸出金利と最低預金金利の「狭い」マージンのなかで営業活動を行ってきた。1998年初めからは、預金金利は完全に自由化し、個々の銀行の選択に委ねられることになった。しかし、貸出金利の上限は、そのまま存続することになった。ここで注意が必要なのは、1996年の預金金利の規制「緩和」以来、預金金利の上限についてはなんの規制もなく、銀行間の競争に任せられたという点である。

このような金利自由化のプロセスは、ヴェトナムの銀行部門を強化し、金融深化のプロセスを促進しているのだろうか。これが、本稿が取り上げる基本的な問題である。

このような疑問の背景には、銀行部門、特に、株式銀行の財務状態が、1996年頃から著しく悪化しているという事実がある。預金金利の自由化は、銀行部門の不安定化の重要な原因になっていないだろうか。第2節では、この問題を理論的に検討する。情報の非対称性がひどく、実効性のあるブルーデンス規制を実施することが困難な途上国経済では、<sup>1</sup>この様な金利規制が、銀行部門を不安定にする可能性が強いことを示す。また、第2節では、貸出金利の上限が規制されている下では、預金金利の自由化が銀行部門の資本蓄積を妨げ、金融深化の進展を阻害している可能性があることを示す。

第3節では、第2節で抽出した理論的な可能性を、家計部門の貯蓄と資産選択行動に関するデータによって検証する。

### 2. 金利規制および貸出規制の効果の理論的検討

ヴェトナムにおける金利政策の中心的な特徴の一つは、名目貸出金利に対する上限の存在である。多くの発展途上国においては、財政赤字の貨幣化に起因したインフレーションのために、名目貸出金利に対する上限規制があると、実質金利はマイナスになった。しかしながら、ヴェトナムの場合に

は、財政赤字の制御に成功し、また、経済全体の貨幣化によって実質貨幣需要が急速に増大したために、インフレが急速に安定した。そのため、実質貸出金利は、1993年以降はプラスのままであり、幾つかの期間では非常に高くなっている。<sup>2</sup> 例えば、1993年から1998年にかけて、短期の実質貸出金利は、1.8%、0.7%、2.0%、0.5%、0.5%、0.8%の値をとった。<sup>3</sup> また、1996年以降は、実質金利が0.5%と0.8%の狭い範囲に管理されている。

預金金利に対する直接的な規制は、1996年1月に撤廃され、平均貸出金利と平均預金金利との間のスプレッドに対する規制によって取って代わられた。<sup>4</sup> 貸出金利に対する上限規制が有効な状況では、スプレッド規制の実際的な内容は、最低預金金利に対する規制である。<sup>5</sup> 実質預金金利は1993年以降、1995年と1998年の数ヶ月を除いてプラスの値を取っている。3ヶ月定期預金の実質金利は、1993年から1998年まで、1.1%、0.0%、1.3%、0.0%、0.2%、0.4%であった。なお、実質金利が高かったのは、インフレが急速に減速した時である。<sup>6</sup> 1996年以降は、実質預金金利もまた、0.0%と0.4%との狭い間で制御されてきている。

このように、実質貸出金利と実質預金金利の双方は、1996年以降、非常に狭い範囲で安定している。これは、一つにはインフレが安定したためであり、また一つにはSBVが名目金利を調整してきたためである。SBVは、インフレ率が低下した時には貸出金利の上限を下げ、インフレ率が高まった時にはその上限を高めるように、金利の上限を制御してきた。この政策は、実質金利を安定させるように働いてきた。実質金利が安定した正の値を取ってきたという事実は、預金者、借手双方にとって、安定した金融取引の条件が存在したことを意味する。これは、銀行部門にとっても、その経営環境を安定させる効果をもったはずである。

しかし、1996年以降、銀行部門の延滞債権は趨勢的に増加し、その経営が不安定になってきた。<sup>7</sup> Dow Jones Wireによると、1998年6月30日時点の延滞債権比率は、Incombank 17.59%、Vietcombank 12.78%、BIDV 1.77%、VBARD 3.57%であった。延滞債権比率が10%を超えた株式銀行は13行あり、しかも、Tu Giac Long Xuyen 98%、Nam Do 94%、Hai Phong 62%、VP Bank 54%、Gia Dinh 47%、De Nhat 39%、Viet Hoa 29%、Saigon Bank 28%、Phu Tam 26%、Dai Nam 21%、Habubank 18%、Eximbank 17%、Mekong Bank 16%と、極端に財務状態が悪い株式銀行が含まれている。これは、なぜだろうか。

一つの理由は、貸出金利の上限規制と預金金利の自由化（上限の自由化）という政策の組み合わせによって、銀行部門が不安定化してしまったという可能性である。これは、次のようなメカニズムによって生ずる。例えば、ある銀行が、何らかの理由で大きな不良債権を抱えて資金繰りに行詰ったとする。その時、他の銀行よりも高い預金金利を提供することで新しい預金を集め、それによって当面の資金繰りの問題を解決しようとしたとしよう。<sup>8</sup> 透明で実効性のあるブルーデンス規制が存在しない状況では、銀行がそのようなリスクをとることを防止できるような社会的力が働かない。そのために、超過債務の状態をますます拡大しながら、既存の預金金利を支払うために、新規の預金を集めるといった行動をとる銀行が生まれてくる。<sup>9</sup> 更に、「何らかの理由」がいくつかの銀行に共通して生ずるような場合には、銀行部門に固有な外部性によって、銀行部門全体の安全性に関する不安が生じ、健全な銀行においてすら、預金に対する取付が発生するかもしれない。これは、典型的な逆選択の問題であ

る。

株式銀行の財務状態が特に悪いもう一つの理由は、競争上の理由である。一般に、株式銀行は国営商業銀行よりも高い預金金利を提供しなければならない。<sup>19</sup> 株式銀行には預金保証がなく、また、経営内容も見えにくいためである。国営商業銀行にも明示的な預金保証があるわけではないが、国営であるために預金の安全性は高いと信じられている。他方、貸出金利の方は、国営商業銀行がプライス・リーダーシップをもって、同じリスクの借手（例えば国営企業）に対して、国営商業銀行がつける金利より高い金利を株式銀行がつけることはできない。こうして、一般に、株式銀行の収益条件は、国営商業銀行のそれよりも劣っている。そのため自己資本の蓄積が遅れ、外的ショックに弱くなっている。

これらの議論の前提になっているのは、透明で実効性のあるプルーデンス規制が存在しないという仮定である。しかし、ベトナムのように経済発展の初期段階にある経済では、情報の非対称性が著しく、そのために法律や規制を強制するのが困難であることは、よく知られている。例えば、Ray (1998, p.5) は「不完全な情報、実効性のない法律や規制、その結果生じる戦略的・経済的な考慮、これらの補完的な概念を組み合わせることにより、何が発展途上国を“異なったもの”にしているかについて、われわれはあるまとまった考えを持つことができる。」と述べている。情報の不完全性やプルーデンス規制の困難は、経済の発展段階に付随する長期的な現象であり、それだけを取り出して短期間に解決することができるような問題ではない。

すなわち、ベトナムのような経済発展の初期段階にある経済で、産業保護のために貸出金利の上限を規制し、預金拡大のために預金金利を自由化（上限の自由化）すると、外部経済環境の変化があったとき、銀行部門全体が容易に不安定化しやすいのである。

更に、貸出金利の上限規制と預金金利の自由化（上限の自由化）という政策の組み合わせは、長期的に見て、金融部門の発展を遅らせてきた可能性がある。効率的な金融システムを作るためには、信頼できる情報を流すことのできる豊かな情報ネットワークを、家計（最終的な貸手）、銀行（金融仲介）、企業（最終的な貸手）、中央銀行、政府などの間に、構築しなければならない。伝統的な小農経済や中央計画経済に固有な情報のネットワークでは、近代的な市場経済と結びついた金融システムを支えることはできない。しかし、近代的な市場における資金フローを支える情報のネットワークは、社会的インフラとも言うべき社会資本であり、それを構築するためには多額の建設投資が必要である。また、資金フローを支える情報のネットワークには信頼性が不可欠であり、一朝一夕で情報の出し手と受け手の間に信頼を作り上げることもできない。長期におよぶ投資が必要である。

Hellman, Murdock & Stiglitz (1997) は、金融発展の初期段階においては、そのような投資を可能にするために、さまざまな規制により、銀行部門に超過利潤（地代）を帰属させ、それによって自己資本を強化したり、借り手企業や預金者との間の金融ネットワークを拡大したりする必要があると主張している。「金融深化のレベルが低い段階にある経済にとっては、預金金利、貸出金利双方に対する規制、参入規制、長期資本市場との競争の制限などの規制を組み合わせた金融抑制政策が望ましい。経済が発展するに従って、まず貸出金利に対する規制を緩和し、その後で、預金金利に対する

規制を緩和すべきである。また、国債市場を整備発展させた後で、社債・株式市場を導入し、銀行部門と競争させるのが良い」(Hellman, Murdock & Stiglitz (1997, pp.198-199))

しかし、ベトナムで採用されてきた金利規制は、投資に必要な資金を銀行部門が蓄積することを妨げてきた。借手の保護を優先し、市場経済に対応した金融システムの構築のために積極的な投資が必要であるという事実を、軽視してきたのである。そのために銀行のネットワークの整備が進まず、銀行は依然として家計部門にしっかりと根を下ろしていない。<sup>12</sup>

金利規制以外にも、2つの量的な金融規制が存在し、金融深化の進行を妨げてきた。一つは、各銀行毎に設けられた貸出枠である。この規制は、銀行システムが保有する国内信用の伸びを管理し、それによってインフレを制御するために、1994年に導入された。しかし、個々の銀行にとっては、貸出枠以上の貸出はできないため、新たな借り手を見出すことによって得られる限界利潤が小さくなった。特に、新しい借り手の信用リスクを評価するために大きなコストがかかる時や、以前からの借手の資金ニーズが強い時には、新しい借手を開拓しようとするインセンティブや、より多くの預金を集めて貸出を増やそうとするインセンティブは出てこない。<sup>13</sup>

もう一つは、銀行が集めることのできる預金などの資金が、銀行の自己資本の20倍を超えてはならないとする、一種のプルーデンス規制である。<sup>14</sup> このために、預金額がすでに自己資本の20倍に達している銀行は、預金を増やそうとするインセンティブは持たなかった。

銀行の収入や利益に対する課税もまた、金融ネットワークの拡大にとってはマイナスの効果を持った。取引税が銀行部門の発展を妨げているという主張を受け入れて、1996年の初頭に、政府は銀行に対する取り引き税を廃止した。しかし、取引税の廃止の利益が銀行ではなく借手や預金者に帰属するように、預貸金利のスプレッド規制を導入したため、銀行部門の発展には、すでに見たように、却って逆効果さえ生む結果になった。ここでも、銀行部門の投資ニーズは全く考慮されていなかったのである。

さらに、延滞債権に対する引当金も非常に制限されており、所得税も高かった。しかしながら、1999年の初めに、租税政策に一つの重要な変化があった。不良債権に対する引当金を支出に繰り入れ、所得から差引くことができるようになった。また、所得税も45%から32%に引き下げられた。

以上、やや変化がでてきているものの、金利規制やその他の関連する政策は、金融部門が発展段階の初期にあり、その経営基盤を強化するためには多額の投資が必要であるという事実を十分に考慮してこなかった。また、金利規制が、銀行部門全体を不安定化する可能性についても十分な注意を払ってこなかった。

### 3. 金利規制および貸出規制の効果の実証的検討

金利規制や貸出規制によって金融深化の進行が妨げられている、というのが第2節の議論の要点であった。本節では、この主張を、フェーズ2における家計部門のサーベイで得られたデータを使って、

実証的に検討する。

### 3-1. モデル

第2節の議論をオペレーショナルなものにするために、銀行部門の現状を表わす状態変数として、銀行部門の「信頼性」と、銀行サービスの「利便性」という2つの状態変数を考える。

状態変数「信頼性」は、銀行に預けてある預金の安全性に関する信頼性であり、銀行部門の安定性の増加関数である。「信頼性」の値は、国営商業銀行、株式銀行、家計、国営企業、民間企業、政府、外国部門などによって構成されるより大きな社会経済システムの中で、内生的に決定される。第2節では、銀行や借手企業の財務状況に関する情報が非常に不足していて逆選択の問題が深刻である時には、より高い預金金利で預金者を集めるための銀行間の価格競争が銀行の資金繰りを悪化させ、内生的に決定される「信頼性」の均衡値を非常に低い水準にとどめておく可能性があることを指摘した。

状態変数「利便性」の値は、銀行預金の開設、追加、引き出しなどの容易さを表わす。それは、交通手段、通信手段などの社会インフラの増加関数であり、また、支店の開設など、銀行のネットワーク投資の増加関数でもある。第2節では、金利規制や貸出に対する量的規制のために、銀行のネットワーク投資が阻害され、「利便性」の向上が妨げられたと主張した。

この2つの状態変数が金融深化のプロセスに与えた影響を定量的に調べるために、それら2変数を明示的に含んだ次のようなドンの定期預金に対する需要関数を考える。

$$D/P = L(i, I, i - \pi^*, (E^* - E)/E, Y, \text{ 実質資産, 信頼性, 利便性})$$

(+), (-), (+), (-), (+), (+), (+), (+)

$D/P$ はVNドン定期預金の実質残高、 $i$ は定期預金の名目金利、 $I$ はインフォーマルな金融市場における名目金利、 $\pi^*$ は期待インフレ率、 $i - \pi^*$ は実質金利、 $E$ は為替レート（VNドンで測った1USドルの価格）、 $(E^* - E)/E$ はVNドンの予想下落率（USドルを保有したときに予想キャピタルゲイン）、 $Y$ は現在の所得である。

需要関数 $L$ は、定期預金と代替的な貨幣的資産（現金、インフォーマルな金融市場における貸付け、金、USドル紙幣）の収益率、所得、資産、及び銀行部門の発展を表わす二つの状態変数が、ドン預金に与える影響に関する仮説を表わしている。変数の下の括弧に示されている各変数が与える符号条件は、最後の2つの状態変数を除けば、ごく標準的なものである。

### 3-2. データによるモデルの検証

本稿では、需要関数 $L$ を直接推定するのではなく、渡辺・小野（1998）からとった2つの表を使って、間接的に、その符号条件を検討する。

a) 「信頼性」効果及び「利便性」効果

表1は、消費支出によって5分位に階級分けした世帯のうち、消費支出が最も高い第5分位階級に属する世帯が保有している貨幣的資産（ドン現金とドルの合計、<sup>1)</sup>金、預金）の残高を、ヴェトナムの地域別に見たものである。地域番号は、地域1から7まで、それぞれ、（1）北部山岳地域、（2）紅河地域（ハノイを含む）、（3）北中部地域、（4）中部海岸地域（ダナンを含む）、（5）中部高地地域、（6）南西地域（ホーチミン市を含む）、（7）メコンデルタ地域（地域7）であり、ヴェトナムの国土の標準的な区分に対応している。地域3には、第5分位階級に属するような消費水準の世帯は存在しないため、以下の議論では無視する。

表1 経常支出の第5位五分位数での世帯の金融資産の構成

	地域1	地域2	地域3	地域4	地域5	地域6	地域7
	単位=1000VND						
ドン&ドル	6,971.3	6,858.9	0.0	1,724.7	1620.0	7,946.4	5,117.9
金	500.0	2,616.0	0.0	4,852.8	10,000.0	1,830.0	5,503.6
預金	0.0	10,074.8	0.0	2,905.5	0.0	1,786.7	365.5
単位=%							
ドン&ドル	93.3	35.1		18.2	13.9	68.7	46.6
金	6.7	13.4		51.2	86.1	15.8	50.1
預金	0.0	51.5		30.6	0.0	15.5	3.3

出所：渡辺・小野（1998、pp.186-189）、表A 2 1

表1は、貨幣的資産に占める現金、金、預金の構成が、地域によって非常に大きく異なっていることを示している。この相違は、各地域毎に測った2つの状態変数の値に帰することができる。

まず、「利便性」の観点から、地域を、「利便性」が低い農村地域（地域1、5、7）と、「利便性」の高い大都市を含む地域（地域2、4、6）の二つのグループに分ける。すると、「利便性」の高い地域における預金の割合（単純平均で32.5%）が、「利便性」の低い地域のそれ（単純平均1.1%）に比べて、はるかに高いことがわかる。これは、「利便性」の増加が、預金に対する需要を高める効果が存在することを示している。

次に、「信頼性」の効果についてみよう。「利便性」の高い3地域のなかで、預金の占める割合は、ハノイを含む地域2で最も高く、ホーチミン市を含む地域6で最も低い。株式銀行のほとんどはホーチミン市（地域6）に集中しており、従ってまた、不良債権比率の高い銀行の多くもそこに集中している。これは、地域2、4、6における預金の割合の相違を、「信頼性」効果に帰することができることを示している。

b) 金との代替効果

表1は、金との代替効果についても、興味深い事実を示している。金を多く（50%以上）保有し

ているのは、南ヴェトナムにある地域4、5、7の高所得世帯である。南ヴェトナムでは、ホーチミン市を含む地域6の高所得世帯だけが例外的で、彼らは資産の多くを現金で保有している。他方で、地域5と7ではそれらの世帯は銀行預金を全く持たないか、ないしはごくわずかしか持っていないことを示している。

これらの事実は、地域5と7の高所得世帯は、銀行へのアクセスが限られているために、その資産の多くを現金で保有しており、「利便性」が改善すれば、金よりも収益率の高い（預金の実質金利はほぼ正の値をとってきた）預金に、その資産をシフトさせる可能性があることを示唆している。すなわち、金との代替効果が存在するものと推測できる。

しかし、なぜ地域6で金保有の割合が低く現金の割合が著しく高いのか、表1からだけではわからない。実物資産への投資が大きいのかもかもしれない。

### c) インフォーマルな金融との代替効果

表2は、預金を持っている世帯と持っていない世帯を、所得、消費支出、貯蓄、投資、金融資産、実物資産、負債などの主要な経済変数について比較したものである。預金を持っている世帯の割合は、全世帯のわずか4%である。これらの世帯は、所得が高く、消費支出も、貯蓄も大きい。

表2は、金融資産の水準と構成（ドン現金、USドル、金、預金）について非常に興味深い事実を示している。ドン現金の保有高は、預金を持っている世帯と持たない世帯の間でほとんど差がない。しかし、預金額の差には、著しく大きい違いがある。預金を持っている世帯は、その金融資産の約80%を銀行預金として保有している。しかも、それらの世帯の預金水準は非常に高く、1年間の経常支出よりも大きい。すなわち、少数の高所得世帯が銀行預金を利用している、あるいは、利用できている。

表2は、銀行預金とインフォーマルな金融市場における貸付けの代替効果に関して重要な事実を明らかにしている。預金を持っている世帯の「ho/huiへの貸付け」は、ほんのわずかであり、また、「有利子個人貸付け」は全くない。<sup>15</sup> 他方、預金を持たない世帯は、ある程度の「ho/huiへの貸付け」と「有利子個人貸付け」を持っている。これは、1997年に調査を実施した時点で、金利とリスクの組み合わせで考えたとき、銀行預金の方が、金融資産として優れていたことを示唆している。銀行へのアクセスを持つ少数の高所得世帯は、インフォーマルな市場における金融資産よりも、銀行預金の方を選択した。しかし、他のほとんどの世帯は、銀行へのアクセスを持たず、利子付きの金融資産としては、インフォーマルな「ho/huiへの貸付け」や「有利子個人貸付け」を使っていたことを示している。

これらの観察は、「利便性」が改善されるならば、多くの世帯がインフォーマルな金融市場から、銀行預金へのシフトする可能性があることを示唆している。

表 2	預金保有世帯と預金非保有世帯		単位：1000 ドン	
			預金有り	預金無し
	世帯の数 (%)		71 (4.0)	1717 (96.0)
経常所得		26,366	14,005	
経常支出		17,431	10,055	
経常貯蓄		8,936	3,951	
実物投資		11,363	4,061	
現金及びその他の金融資産への投資		-1,945	169	
現金 (VN ドン)		2,152	2,510	
ドル (\$1=VND11,000)		310	46	
金 (1Chi=VND500,000)		2,595	1,856	
銀行預金及びその他の金融資産		19,432	0	
llo/hui への貸付け		8	103	
無利子個人貸付け		90	157	
有利子個人貸付け		0	222	
売掛金		110	319	
耐久消費財		16,649	5,470	
耐久生産財		1,330	2,213	
家屋及び土地		195,349	74,062	
資産合計		248,209	88,487	
銀行その他金融機関に対する負債		35	736	
llo/hui に対する負債		0	50	
無利子個人負債		602	631	
有利子個人負債		1	232	
買掛金		52	308	
政府への負債		0	93	
貸付業者への負債		0	153	
債務合計		735	2189	
純資産		247.74	86,298	
(出所：渡辺・小野 (1998) の表 6)				

#### 4. まとめ

本稿は、ヴェトナムにおける金利規制がもっている問題点を、理論的、実証的に検討した。

その結果、まず、金利規制やその他の関連する政策は、金融部門が発展段階の初期にあり、その経営基盤を強化するためには多額の投資が必要であるという事実を十分に考慮してこなかった、という事実が確認できた。また、金利規制が銀行部門全体を不安定化する可能性についても、ほとんど注意が払われてこなかったことがわかった。

しかしながら、同時に、データは、必要な投資が行われて、銀行へのアクセスが改善されるならば、金やインフォーマルな金融資産から銀行預金へのシフトが起きる可能性と条件がすでに存在することを示している。しかし、銀行部門が不安定なままでは、その可能性が現実のものにならないことをも示している。

## 参考文献

Hellman, T, K. Murdock and J. Stiglitz (1997): "Financial restraint: Toward a new paradigm," in *The role of government in East Asian economic development* (edited by M. Aoki, H. Kim and M. Okuno-Fujiwara). Clarendon Press, Oxford.

渡辺慎一・小野達也 (1998): 「貯蓄投資行動に関する家計調査データとその金融政策に対する含意」、フェーズ2 報告書、第3巻、pp.129-194.

1. 実際、これらの特徴によって、発展途上国をほぼ定義することができる位である。Ray (1998, p.5) は、次のように述べている。「不完全な情報、実効性のない法律や規制、及びその結果生じる戦略的・経済的な考慮、これらの補完的な概念を組み合わせることにより、何が発展途上国を“異なったもの”にしているかについて、われわれはあるまとまった考えを持つことができる。」
2. 本文で引用している実質金利の値は、年度末の時点での名目金利から第4四半期の月間平均インフレ率を引いたものである。
3. 1998年の上半期の実質預金金利は、インフレの高まりのためにわずかにマイナスであった。しかしながら、1998年末以降、インフレは沈静化している。月間インフレ率はマイナスであり、1999年3月から5月までは、 $-0.7\%$ 、 $-0.6\%$ 、 $-0.4\%$ であった。もしデフレが続くならば、実質金利は非常に高くなるであろう。(ヴェトナム投資報告、6月7-13日、1999年)
4. より正確には、その幅は平均貸出レートと、債券や外貨預金を含む資金の平均コストとの間の幅である。最大限の幅は、月毎に $0.35\%$ である。
5. 当然、貸出金利が上限金利よりも低く設定されているならば、預金金利も低くできる。
6. 1999年3月から5月の平均インフレ率は、 $-0.6\%$ であった。実質金利は、 $1.7\%$ に達した。
7. 商業銀行部門全体の延滞債権比率の値は、1995年 $7.7\%$ 、1996年 $9.1\%$ 、1998年6月 $13.7\%$ と、時を追って増加している。
8. 国営商業銀行は全く違った行動をとるかもしれない。政府や中央銀行から必要な資金を得るほうが、効率的で容易であろう。
9. ナム・ド銀行は、例えば、1998年に競争相手よりも高い預金レートを提供している。
10. 例外的な株式銀行も存在している。例えば、アジア商業銀行は、1998年に国営商業銀行よりも低い預金金利レートを提供している。
11. 産業保護のために公共料金が低く抑えられ、そのために、本来であれば十分な収益を上げることのできる公共事業が、十分な収益が上げられず、インフラ整備が遅れてしまうというケースと同じである。
12. 1998年には、実際の貸出は貸出枠まで届かなかった。成長率の低下による投資需要の減少と、信用リスクの増大による貸し波りの複合的結果である。
13. 1990年の銀行法令の中で規定されていたこの規制は、1998年10月に発効した新銀行法の中のより包括的なブルーデンス規制によって取って代わられた。
14. ドルの保有高は、ハノイを含む地域2を除けばわずかであり、無視してもあまり影響はないので、ここでは、ドン現金とドルの合計を、単に現金と呼ぶことにする。
15. 利子のつかない借入れ及び貸出は、預金をもっている家計も、預金を持たない家計も、同じ位ある。これは、利子のつかない個人的な貸借が、利子以外の社会的要因によって決定されていることを示している。



## アジア金融危機のヴェトナム金融セクターに対する含意

舛山 誠一

野村総合研究所

ヴェトナムは現在、計画経済から市場経済への経済体制の移行過程にあるが、金融と資本の自由化がこの不可分の構成要素をなしている。ヴェトナムは、この移行の途上、金融および資本の自由化をずっと先行して行ってきた近隣 ASEAN 諸国が、近年の東アジアにおける通貨・金融危機で非常な困難に陥るのを目の当たりにし、また、ヴェトナム自体は、その金融および資本の自由化の程度が低かったために、その影響をそれほど受けずに済むのを経験した。

この小論では、まず東アジアの金融システムの発展パターンの共通の特徴、およびアジア金融・通貨危機の原因について考察し、これらがこの地域の金融改革に示唆するところを見る。このような考察から、継続的な金融改革が必要であることが示唆される。こうした背景からアジア通貨危機がヴェトナムの金融改革に対して示唆するところを項目ごとに検討する。

### 1. 東アジア金融システムの発展における共通点とヴェトナム金融システムに対する含意

#### 1-1 東アジアの経験

東アジアの金融システムは、いくつかの例外を別として、以下の6つの共通の特徴を有している。

- a) 金融抑圧の歴史を共有する。
- b) 銀行が金融システムを圧倒的に支配している。
- c) 国内貯蓄率が高く、外国貯蓄に関しては外国直接投資のウェイトが高い。
- d) 金融セクターと資本移動の自由化を加速的に行う一方、制度構築が遅れている。
- e) 制度構築の遅延の背景には、ガバナンスの問題が存在している。
- f) 東アジア金融機関は一般的に非効率的であり、製造業とは対照的に、国際競争力に欠ける。

#### a) 金融抑圧の歴史の共有

東アジアの金融システムは、一般的に金融抑圧の歴史を共有している。金融抑圧は、利子率および営業免許に対する制限や、政策的優先セクターおよびプロジェクトへの貸出の強制などを含んでいる。金融抑圧は、経済的規制を多用し、自己資本比率規制、リスクの高い貸出・投資への制限といった健全性規制や、また開示要求などの情報規制を軽視する傾向がある。中国とヴェトナムのような計画経済では、金融セクターは完全に抑圧されるか、あるいは財政政策に従属してきた。

金融抑圧は、情報インフラが弱かった発展の初期においては、市場の失敗を是正するなどの建設的役割を果たした面もあったと思われる。しかし、資金配分の非効率性や国内貯蓄の抑圧などの金融抑圧のネガティブな影響は、特に官僚機構が効率的でも公正でもない場合は、工業化の初期においてさ

えも極めて強く現れた。東アジア経済のほとんどは戦後の発展期において金融抑圧のシステムを持ったため、非公式の金融セクターが、硬直的な公式の金融セクターを補完して、必要な柔軟性を与える役割を果たしてきた。それは特に公式セクターが十分に対応していない中小企業への融資という面で、重要であった。いくつかの東アジア政府は、賢明にも非公式セクターの存在を許容してきた。

金融抑圧はその後緩和されたが、金融セクターにおける政府の強い関与は、発展指向の政府のもとでは、過剰規制の問題を伴って残存した。

#### b) 銀行支配型システム

東アジア経済では、間接金融、即ち銀行システムによる仲介が最初に発展し、直接金融、即ち短資および資本市場を通じた金融は銀行制度を補うものとして徐々に導入された。実際、1990年代に短資および資本市場はよりその重要性を高めてきたものの、東アジアにおけるほとんどの金融システムにおいてはいまだに銀行システムが圧倒的な地位を占めている。このような発展パターンは情報の非対称性によって説明することができる。経済発展の初期には、金融取引において貸し手（投資家）は借り手（投資を受ける企業）と比べてより少ない情報を有していた。この情報の非対称性のもとでは、銀行が必要な情報を所有できる可能性を提供し、リスクを分散することで、貸し手と借り手の間を仲介することにメリットがあったことは納得できる。

銀行支配型の金融システムは、柔軟性と長期金融の能力を欠く。銀行は元来、情報が不十分で、契約執行のインフラが整わない場合には、一般的に長期貸し付けの付加的なリスクを背負いたがらない。当地域の株式・債券市場、特に債券市場は、未発達であるため、民間企業は長期金融のニーズに対応するため、短期銀行借り入れのロールオーバーを行うことを強いられている。貸し手は担保貸し付けよりもリースの場合資産に対してより多くの管理能力を有しているため、リース業は発展途上国における情報の非対称性および通常の商業貸し付けの場合の脆弱な法的規制力を克服する手段として発達した（White 1995, p.20）。

1980年代後半および1990年代初期において、株式市場は多くの東アジア経済で急速に発展しはじめたが、債券市場は極めて未発達である。その理由の一つは、ほとんどの国の財政収支は健全であるため、それが国債市場の発展を阻んでいるということである。国債市場の発展は、通常社債市場の発展に先行する。加えて、ほとんどの金融システムにおける銀行の支配的地位が、競争力ある社債市場のある発展を妨げている面がある。これは借り手にとっての資金調達手段の選択可能性を制約してきた。

#### c) 国内貯蓄率の高さと、外国貯蓄の直接投資への集中

東アジア経済は危機の訪れまでは、高い国内貯蓄率と外国の資本流入の外国直接投資への集中により急速な経済成長を実現してきた。これらの金融システムは一般的に、金融抑圧のもとでさえ、高水準で上昇傾向の国内貯蓄率を享受してきた（表1）。中国はベトナム同様移行経済国であるが、40%以上のかかなり安定的な貯蓄率を維持してきた。高い経済成長率の結果としての東アジアの所得水準の上昇は、貯蓄性向を強めた。当地域における国内貯蓄率の高さは、東アジア政府が、金融抑圧のもとでも比較的高い実質金利を保持する政策を採用してきたという傾向によっても説明される。さらに、いくつかの東アジアの国は、公的退職基金制度のもとで、強制的貯蓄制度を採用してきた。シンガポールおよびマレーシアはこの制度を実施してきており、香港はこの方向に移行しつつあると言われている。強制的貯蓄制度は政府系の金融機関が証券市場の育成や資本市場の地域化を促すために

も使われている。

国内貯蓄のアベラビリティが高いにも拘わらず、東アジア発展途上経済は、高成長を維持するため、外国貯蓄にも比較的強く依存している。外国貯蓄の構成は公的資金への依存が次第に低下するにしたがい変化し、外国直接投資が外国貯蓄の主な構成要素となった。外国直接投資とともに技術・経営ノウハウの移転が、特に輸出指向の製造業において行われ、全般的な経済成長に貢献した。直接投資が輸出指向型の製造業に向かうのと歩調を合わせて、高率の国内貯蓄はインフラ建設および国内市場指向型の投資に向けられた。ほとんどの東アジア諸国は、自国の経済と金融システムを大きな負担を負わせることなしに増加する外国直接投資を吸収したように見える。外国直接投資に関しては、借り手（多国籍企業）は貸し手に対して情報の非対称性の問題を引き起こさなくて済む。通常彼らは発達した自国の市場もしくは他の海外市場において資金調達を行うことが出来るからである。

1990年代半ば、東アジア諸国の外国貯蓄の構成が次第に変化した。グローバル金融市場の発展とともに流動的な国際的投資資金が増大したのに加え、多くの国における金融・資本の自由化と比較的固定的な為替レート政策の採用は、金利裁定による対外借り入れと証券投資の増加を招き、外国直接投資の相対的な重要性が低下した（表2）。これらの諸国の多くは、外国直接投資以外の外国資本の利用へのシフトに対して準備ができていなかったのかも知れない。企業部門の発展のレベルが低く、金融セクターの制度整備が不十分であったため、これら諸国が自由化を開始した時点では非外国直接投資資金を吸収する能力が、NIEs 諸国や日本が自由化を進めた段階に比べて、いまだ低い状態にあった。

#### d) 制度構築の遅延下での金融セクター・資本移動の自由化の加速

東アジア経済においては、伝統的な金融抑圧的なシステムが資金配分の非効率などの悪影響をもたらし、また、高度化して複雑性を増す経済の要求に応えることが困難になってきたため、金融自由化を進める必要性が高まった。しかし、金融・資本の自由化に伴って行う必要のある制度構築が遅れた結果、場合によっては資金配分の非効率や金融システムの不安定化などのネガティブな結果をもたらした。

金融自由化は徐々に行われ、1980年代半ば以降、規制緩和と自由化の方向への経済政策全般のシフトと歩調を合わせて加速された。資本市場も、特に株式市場は、時間と共に発展した。金融自由化が、圧縮された時間枠の中で資本移動の自由化を伴って展開されたことが特に重要である。東アジア諸国政府は徐々に、信用割り当てを廃止し、利子率、貸出ポートフォリオ、事業内容、外国企業による参入をも含めた参入などの自由化をすすめ、証券市場の育成および改革を行った。

東アジアにおいて金融セクターの自由化は、国内貯蓄の動員と金融システムの深化に貢献した。金融深化の尺度であるGDPに対するM2の割合は、東アジア経済において、着実に上昇している（表3）。他方、金融セクターの自由化は、特に資本移動の自由化との組み合わせで行われた場合、いくつかのケースで金融システムの不安定化を招いた。情報開示の強化、健全性規制および金融監督などの制度整備は、市場の失敗を防ぐために必要な金融自由化の必要条件である。自己資本規制や大口融資制限などの健全性規制が、金融自由化の進行と相まって次第に強化されてきた。他の地域と同様、東アジアにおいても、規制や監督は問題が表面化した後にのみ改革される傾向があるため、国際的圧力が必要な規制を実現するために主要な役割を果たしてきた。透明性の欠如は、東アジアの金融システムの構造的問題を反映しており、破産の法律と手続きは当地域全体で一般的に不適切であると認識されている。金融抑圧と金融セクターにおける政府関与のもう一つの遺産は、セーフティネット

を相対的に見て欠いている点である。

東アジアにおける制度構築は、一般的に金融自由化に比べて遅れており、これは、最近の危機も含め、当地域の数多くの金融危機を招く要因となったと見られる。ノンバンクの不適切な規制と監督の結果、しばしば融資の膨張を招き、相当の経済的コストを発生させることとなった。

いくつかの国では適切な制度整備をとまなわない金融自由化の急展開は、金融システムの健全性を損なう結果になった。例えば、インドネシアにおける1980年代の積極的な金融自由化は、過剰融資を産んだ。他方では、日本および韓国における遅すぎる自由化と制度構築は、効率的な金融機関の成長を妨げ、これらの金融システムを脆弱な状態に置く結果になった。この金融自由化のプロセスは、ヴェトナムや中国などの完全な金融抑圧とモノバンクシステムの歴史を持ち、中央銀行などの金融監督機関の独立性がない移行経済においては、より多くの困難に直面することになる。

#### e) ガバナンス問題

健全性規制とその実施を含む制度面の弱さの背景にあるのは、規制当局、金融機関および非金融企業におけるガバナンスの不十分さである。これらの組織は、互いに十分独立しておらず、また、互いからの適切な規律の行使を受けていない。

その結果、これらの組織による意思決定の透明性が不足している。透明性の欠如は、一部には政府が金融セクターの管理に対してかなりの程度の裁量を持つという金融抑圧の遺産により、また一部には当地域の関係重視型の商慣習に帰せられるものである。一般的に、中央銀行は十分には独立していない。いくつかの東アジア諸国においては、中央銀行などの組織における公的腐敗が、不適切な監督を招く結果となっている。政府と密接に結びつく商業銀行はしばしば、最終的には救済されるという暗黙の保証を有するかのごとくに認識されていた。この認識が深刻なモラル・ハザードを引き起こし、放縱な融資行動を許す結果となった。東アジア諸国のコーポレート・ガバナンス問題の1要因は、銀行偏重型金融システムと資本市場の未発達であり、これらは、情報インフラの発達と株主によるコーポレート・ガバナンスの適切な執行を妨げている。

計画経済では経済主体に自治的な意思決定が認められていなかったために、移行経済国は、深刻なガバナンス問題を抱えている。移行経済国である中国では、中央銀行である中国人民銀行の独立性は、1995年中央銀行法で制限されている。この法律は、中央銀行の地位を国務院に従属するように定めている。国有企業への融資に対する中国の各省庁や地方政府からの干渉は、金融機関による商業ベースの意思決定を妨げてきた。国有商業銀行は、1979年と1984年にモノバンクである中国人民銀行および財務部から分離した際、これらの伝統的な政策融資機能を引き継いだ。国有商業銀行は、専門の政策銀行が1994年に創設され、政策融資機能を引き継ぎ、国有銀行が純粋な商業ベースの貸し付けを行うよう認められた後でさえも、政策融資を行うよう強制され続けている。さらに、国有企業の半数以上が赤字企業であり、厳しい担保要求条件によって非国有企業への貸し付けを制限されていることから、国有商業銀行が商業ベースの融資を行うことは困難である。これらは中央および地方政府から非商業的条件で国有企業への貸し付けを行うようにとの強い圧力のもとにある(Wall)。政府が経済後退に対処しようと努力する流れの中で、不幸にも国有商業銀行の非商業的政策融資を拡大させようとする圧力は、最近強まってきている。

中国の移行経済におけるもう一つのガバナンス問題は、中国人民銀行を含む銀行の地方支店の活動をめぐる、中央政府と地方政府の間の緊張である。地方政府は、銀行スタッフの指名や政治的影響を通じて、地方支店に影響を与える。このことは、銀行運営の自律性の妨げとなる。中央政府はこのよ

うな状況を是正するため、国有商業銀行や中国人民銀行の地方支店の構造の再構築など、様々な方法を試みている。

#### f) 非効率性と国際競争力の欠如

東アジアの金融機関は、過剰な経済的規制や不適切な健全性規制および監督によって、その競争力、効果的ガバナンスおよび経営上の自由を欠くことによって、一般的に非効率であって競争力を欠いている。金融機関における非効率性故に、国内企業は金融コストの最小化や最適な金融戦略の遂行をできずにいる。金融機関の非効率性と国際競争力の欠如は、政府が金融・資本の自由化に踏み切った場合、金融システムおよび間接的には経済全体を不安定にする可能性がある。

### 1-2 ヴィエトナム金融システムの状況

ヴィエトナムの金融システムは、以下のように、幾つかの例外を除き、東アジアの特徴の大部分を共有する。

- a) ヴィエトナムの金融システムは東アジア諸国と同様、金融抑圧の歴史を持つ。
- b) ヴィエトナムの金融システムは、さらに極端に銀行システムに傾斜している。
- c) 他の東アジア経済と異なり、ヴィエトナムは低い貯蓄率に苦しんでいる。他方外国貯蓄は外国直接投資に集中するが、その活用に関してはより消極的である。
- d) ヴィエトナムにおける金融・資本の自由化のペースは、他の東アジア諸国と比べてかなり遅く、制度構築も遅れている。
- e) ヴィエトナムにおけるガバナンスの問題はその経済体制移行と密接に関連している。
- f) ヴィエトナムの金融機関は非効率的であり、全体的に国際競争力を欠いている。

#### a) 金融抑圧の歴史

ヴィエトナムの金融制度は、先に述べたように、計画経済システムの下で、全体的に抑圧され、あるいは財政システムに従属させられてきた。

#### b) 極端に銀行偏重の金融システム

ヴィエトナムにおける銀行システム偏重の程度は、他の東アジア経済においてよりも、ずっと極端である。それは短資および資本市場が事実上存在しないからであって、また、計画経済の遺産と株式化の遅れを反映している。銀行偏重は金融システムの深さと弾力性を制約するのみならず、国有企業の株式会社化の制約要因ともなる。さらに、銀行システムは、伝統的に国有商業銀行との取引を優遇する国有商業銀行によって圧倒的に支配されているため、もともと限られている資本の配分は歪み、非効率なものとなり、非国有企業セクターの発展を制約している。

#### c) 低い国内貯蓄の動員度と外国直接投資の消極的な活用

ヴィエトナムの貯蓄率は、19%まで増加したが、これは他の東アジア諸国と比べるといまだ低い数字である。国内資本の流動性のレベルが低いことの一つの理由は、(ヴィエトナム側から提出された) Huon の論文は、利子率の規制にあると指摘している。さらに、銀行システムの脆弱性が銀行システムへの一般の信用を低下させているため、金融システムの深化が起こっていない。M0/M2の

割合の高さは、これは現金保有選好の強さを反映している。ヴェトナムの貯蓄率の低さはもう一つの移行経済である中国と極めて対照的である。中国では、貯蓄率が40%以上にも達している。従って、国内貯蓄の動員は、ヴェトナムにとっては優先順位の高い事項である。

銀行システムに対する国民の信頼が低いことは、国内貯蓄の動員を行う上での困難さの核心にある。規制金利の低さが、1997年および1998年において銀行システムが国内資本の動員を行う能力を制約した(Huong)。さらに極端に強いヴェトナム・ドン切り下げ期待とそれに伴うインフレ期待とが、金融機関における国内貯蓄の誘因を弱めてきた。また、ドル預金は完全に自由であったし、高度のドル経済化が起きている。外国通貨預金が銀行システムの預金額全体に占める割合は、1990年代はじめには50%を超えるものであったが、1996年には30%ほどに落ちた。融資額全体に占める外貨貸し付けの割合は、1991年には約10%であったが、1996年には40%をやや下回る程度までに達した(フェーズ2)。最近その割合は3分の1程度であると言われている。さらに、銀行、特に株式銀行(joint-stock banks)は、外貨貸し付けの割合が高く、外貨預金に対する外貨融資の割合は、125%に達している(世界銀行[98] p.22-23)。ドル化経済の修正のために、現地通貨への強制的交換システムが最近導入されたが、その効果は不確かである。

外国貯蓄については、ヴェトナムも他の東アジア諸国と同様、ほとんどを外国直接投資に依存してきた。問題は、ヴェトナムがこれまでのところ近隣諸国のように外国直接投資の誘致に成功していないことである。低い国内貯蓄率と相対的に低い外国直接投資レベルの組み合わせは、ヴェトナムの将来的な投資と経済成長とを制約する可能性がある。

#### d) 金融自由化と制度構築の遅れ

ヴェトナムは市場指向型金融システムを欠くため、金融自由化と制度整備を進めていく必要がある。ヴェトナムでは、金融自由化と制度構築の両者のペース、特に制度構築のペースが極めて遅かった。1998年新銀行法のもとで、国民議会は利子率の決定を止め、中央銀行が基準金利を決定し、商業銀行は自由に金利を決定できることになった。利ざやに対する規制は1998年に廃止された。しかし上限金利規制ははまだ貸出に関して適用され、これが金利メカニズムと競争を歪める効果を及ぼしている。

ヴェトナムが資本移動の管理を時期尚早に自由化しなかったことは賞賛に値しようが、他方、必要な制度インフラを整えるため、この猶予期間を効率的に利用することもしてこなかった。健全性規制と監督の制度整備が遅いことが、全般的に銀行資産の劣化および株式銀行の破綻というコストをもたらした。株式銀行はその営業をあまりにも簡単に許可された。ヴェトナムにおける法的小および会計システムは、かなり改善されてきたものの、いまだ未発達である。

情報インフラが極端に未発達である。国有商業銀行、民間銀行および国有企業は営業状況について、情報をほとんど開示していない。政府は会計制度の改革が必要であると認識し、大蔵省が5年前にその改革を開始した。国際会計基準が導入され、1999年にはそれらは国有企業部門を網羅するよう計画された。しかしその実施は遅いようである。

担保金融制度の法的枠組みは未発達であり、銀行は担保資産を自由に処分することはできない(フェーズ2およびHuong)。より根本的には、通常の財産所有権の法的枠組みが、計画経済の伝統を反映して極めて未発達のものである。国有企業は、提供した担保資産についての所有権をサポートするための十分な法的書類を保持していない点が指摘されている(Sau p.19. ヴェトナム側から提出された論文)。

1998年10月に発効した新銀行法は制度構築上の大きな進展であった。健全性規制も改善されたが、まだ効果的に実行に移されていない。これはガバナンスの問題、つまり中央銀行と国有商業銀行、および国有企業とが互いに十分な距離を置いた関係にないという問題によるものだと言われている。この問題は後に論ずることとする。健全性規制が効果を持ちえていないことはまた、中央銀行や商業銀行における人材不足にも起因する。

#### e) 移行経済特有のガバナンス問題

この制度構築の遅れ、特に規則の執行面の遅れの背後にあるのは、移行経済に特有の、極めて深刻なガバナンス問題である。中央銀行は、いくらかの改善は見られたものの、十分には独立していない。ヴェトナムの中央銀行は1992年に財政資金の引き受けを停止した。中央銀行の独立性は、1998年10月新銀行法によって強化されたが、いまだに不十分であると見られる。金融政策に対する意思決定権はまだ国民会議が保有している（IMF）。さらに中央銀行内には多すぎる部局および支店（61）が存在しており、後者は地方政府のエージェントとなってきた。新銀行法は、地方政府は中央銀行に影響を与えないことを規定しているが、この実行は今後の推移に依存する。

国有商業銀行は融資決定を行う際、十分な独立性を有しているようには見えない。中央銀行は各銀行の総融資額を管理する。商業銀行の貸し付けには詳細なガイドラインが存在する（フェーズII）。国有銀行に対する国有商業銀行からの貸し付けは、政治的干渉を受け、規制も効果的に実施されていない。いくつかの優先分野、およびプロジェクトについては、今でも優遇融資政策が適用され、ヴェトナムの国有商業銀行は商業融資と政策融資の二重機能を持つが、これら2つの間の境界ははっきりしない。この二重機能は、国有商業銀行を政策干渉を受けやすい状態に置いている。さらに株式銀行は株主によって影響され、規制当局と不透明な関係を有すると言われている。ヴェトナムにおける健全な銀行システムの発展には、適切なコーポレート・ガバナンスが機能しない国有企業セクターに対する融資の割合の低下を必要とする。

#### f) 商業銀行の非効率性

国有商業銀行の圧倒的支配による競争の欠如と健全性規制の整備の遅延は、ヴェトナムの国内銀行を非効率のままにし、国際的競争力を欠いた状態にしている。ヴェトナムの商業銀行は過剰な従業員を抱え、非効率的な営業を行っている。預金額全体の80%を占める4大国有商業銀行が銀行システム全体を圧倒的に支配しているため、十分な競争が存在しない。また、これらの銀行の経営能力、専門能力および技術的能力は脆弱である。国有商業銀行の経営と従業員は専門的知識と審査能力を欠いている。そして、このような能力を発達させるために必要な経営の独立性も持っていない。中央銀行からの過剰規制と過剰介入、国有企業との相互依存関係、および政府の干渉が、国有商業銀行の商業的意思決定の独立性を損なっている。国有企業に対する優遇貸出がいまだに政治的指示のもとに実施されているため、そこには商業的意思決定へのインセンティブが存在しない。国有商業銀行の経営陣は彼らの従業員を解雇する権限を有していないと言われている。

民間株式銀行はしばしば特別の関係のある企業への融資を目的に設立されている。これらの銀行の貸出ポートフォリオは十分に多角化されていないし、自己資本も不十分である。また彼らにとっての不満は、国有商業銀行との競争条件が平等でない点である。また、外国金融機関は、その参入については極めて緩い基準で許可されてきたのにも関わらず、ヴェトナムの金融セクターにおいては限られた役割しか担ってこなかった。政府と企業が事実上いかなる情報も開示しないという制約があるた

めに、これらの機関が、その極端に限られた現在の状態から事業を拡大することは困難である。いくつかの外国金融機関は、最近の経営環境の悪化により、事務所を閉鎖した。担保融資の法的基盤の弱さは、外国金融機関がプロジェクトファイナンスを行う際に問題を生じている。さらに、ベトナム・ドンの預金受け入れに対する規制は、国内貸し出し業務に参入するのを抑制してきた。ベトナム政府は1999年より、合弁銀行のドン預金の受け入れ規制を徐々に緩和し始めた。

## 2. 東アジア通貨・金融危機の原因と金融改革への示唆

### 2-1 金融システムの健全化と資本自由化への慎重なアプローチの必要性

アジア通貨・金融危機の原因については二つの見方がある。一つは、国内経済ファンダメンタルズの弱さが原因だとするものである。このファンダメンタルズの弱さは、金融セクターの不健全さや東アジア経済で広く導入されているドル・ペッグ相場制下での比較的固定的な為替レート政策の結果として起こった産業の国際競争力の減退などである。もう一つの見方は、国際金融システムに問題があるとするもので、このシステムの下で起こった国際資本移動の大きな変動が伝染的效果を引き起こしたとするものである。東アジア諸国の為替レート政策と金融システムの非効率性がこれら諸国のブーム・バースト・サイクルを増幅したと考えられるが、経済ファンダメンタルズだけではあのような通貨と経済の調整の速度や規模を正当化するものではなかったと考えられる。国際的な貸し手および投資家の群集的行動に基づく国際的資本移動の変動性、特に短期資本と証券投資の変動性が、この危機の発生に大きな役割を果たしたと考えられる。

にもかかわらず、無警戒な資本勘定の自由化が危機を招き、東アジア諸国の金融システムの脆弱性がそれをいっそう悪化させたことも事実であろう。危機の蔓延にも関わらず、危機の伝染に対する各々の国の抵抗力は、経済的ファンダメンタルズと金融システムの健全性、通貨の交換性、外国為替政策・金融政策・要素市場の弾力性、および外貨準備水準などによって異なった。

ドル・ペッグ制の下での為替安定への期待に基づく民間セクターによる過剰な外国通貨立ての借入れ、特に短期借入れが、通貨と満期の極端なミスマッチを起こし、資産の質の低下と共に、通貨と資産価格の変動に対する金融システムの脆弱性を増加させることになった。これらの諸国における非効率的な金融システムは、資本流入を不動産や消費耐久商品、およびメガプロジェクトなどの非生産的な利用目的に配分し、マレーシアやタイ、インドネシアでバブル経済を現出させた。健全性規制は存在しても適切に執行されず、監督も不十分で、金融機関の経営陣もスタッフも、規律のある審査を行う技術的スキルを欠いていた。政治的にコネのある借り手の債務支払いについて、暗黙の政府保証があると広く認識されていたことも、過剰借入れをもたらしたと見られる。

金融危機は、その影響を受けた諸国の経済水準を大きく低下させ、その水準から完全に回復するためには長い年月が必要だと見られている。また金融システムは混乱状態に陥っている。これらの諸国の金融システムを圧倒的に支配していた銀行システムは、おびただしい規模の不良債権を抱え込むことになった。このことは、経済回復の主な制約要因となっている。

さらに重要な点は、これまでのところその資本移動の管理と巨額の外貨準備によってアジア経済危機の伝染を免れてきた中国が、銀行システムの極度の脆弱性や通貨の過大評価などの類似の兆候を持っていることである。中国は、ベトナム同様移行経済国であるが、深刻な不良債権問題を抱える。欧米のエコノミストの中には、欧米式の会計基準を適用した場合、不良貸し付けは貸し付け全体額の

40%を超えると推計している者もいる。これは、高水準の国内貯蓄が国有商業銀行によって一般的に非効率的な国有企業に対して仲介されていることに起因する。さらに、預金利率の規制は、中国における商業銀行の収益性を損なっている。

このように金融システムの健全性は、長期にわたる経済の安定成長とともに短期の経済回復にとっても重要な鍵であると考えられている。事実、IMFの救済パッケージは、銀行制度の健全性の再建という短期の対策と、自由化と制度整備を伴う金融システムの近代化という長期の対策との両方が含まれた。透明性が特に強調されている。改革を効果的に実施することは、他のセクターをも含むシステムチックな変化を必要とするため、このような改革のペースや程度については不確かではあるものの、より自由で、より厳密に監視される改革された金融システムが、地域の標準を形成することになろう。さらに、金融および非金融機関による外国為替の過剰投機を防ぐため、ドル・ペッグ制より弾力的な為替相場政策が必要であると考えられる。

## 2-2 ヴィエトナム金融セクターに対する影響

ヴィエトナムは資本移動を自由化していないため、その金融システムは国際資本の流入の急激な変動の影響を免れてきた。ヴィエトナムの通貨は交換性がないので、他のASEAN諸国でバブル経済化をもたらした短期資金の流入が見られなかった。しかし、部分的にはアジア危機の悪影響によってもたらされた企業の財務状況の悪化により、ヴィエトナムの銀行資産のクオリティは劣化していると思われる。

### a) アジア通貨危機の間接的影響

ヴィエトナムの国有企業はかなりの程度外国資本、特に直接投資に依存しているため、アジア危機の結果としての輸出市場の劣化と直接投資流入の純化によってその財務内容が影響を受けていると考えられる。ヴィエトナムの輸出の大部分が日本と近隣のASEAN諸国に向けられており、ヴィエトナムに対する外国直接投資国のトップ5が東アジア諸国であることから、金融危機によるこれらの諸国の経済減退は、ヴィエトナムの輸出額および外国直接投資額に負の影響をもたらした。財政収支と国有企業の財務状況の悪化は、金融システムの負担を増加した。

また、ドンの管理された切り下げはヴィエトナム企業の債務負担を増加した。ヴィエトナム企業は、東アジア企業と同様、外国通貨によってそのかなりの部分の借り入れを行う習慣を有している（全国有企業債務の12%）。ほとんどがアメリカドルであるが、これは安定した為替レート環境の中で、低い利率の恩恵を享受するためである。国有商業銀行の外貨エクスポージャーは特に高いわけではないが、国有企業は国内事業をファイナンスするために外貨借り入れを利用しているので、その間接的エクスポージャーは極めて高い。国有企業の外貨借り入れは比較的緩やかに管理されてきた。Huongは、1998年に国立銀行によって管理される以前のL/Cの多用に言及している。Thuは（ヴィエトナム側から提出された論文において）、1997年当初から1998年末までに、アメリカ・ドルに対してドンは24.5%切り下げられたことで、企業の対銀行債務は4兆ドンにまで膨らんだと計算している。これはすでに弱い銀行システムの状況をさらに悪化させることになる。そして繰り返し起こるドン切り下げへの期待は、銀行の困難を増加させるだろう。これらの困難から、政府は金融および他の経済セクターの改革に向けてさらなる努力をする必要があることを思い起こさせることになる。

この問題に対処するため、ヴィエトナム政府は外国為替政策の弾力性を高め、商業銀行と企業の外

貨エクスポートの管理を強化してきた。アジア通貨・金融危機の発生以降、中央銀行はドン・ドル交換レートを3回にわたって、合計約20%切り下げてきた。為替レートの管理はより弾力性のあるものとなった。2月26日に導入された新しい外国為替トレーディング制度は、公定レートを廃止し、取引日前日の平均レートの0.1%内の市場変動を通じてドンの段階的切り下げを最大限年間30%まで可能にした。この手段がどのくらい効果をあげるかは、不確実である。

1997年、国家全体として、また、個々の銀行の外国為替エクスポートに関する一連の規制が導入され、国有企業による外貨借り入れの管理が強化された。1998年には、外為銀行に対して企業が保有する外貨の強制的交換を義務付ける制度が導入された。政府は1999年1月に対外債務管理法を公布し、海外借り入れの合計額を統制しようとした。外貨為替へのオープン・エクスポートの規制も導入された。

さらに、IMFと合意した構造調整ファシリティおよび産業政策は、1999年から2001年までの期間について、為替レートの弾力的な管理および外国為替市場の効率性の向上、経常勘定の自由化、商業銀行に関する外国為替管理の修正を要請している。

#### b) 銀行資産の質の劣化

ヴェトナムは、公式の統計上はその経済状況はそれほど悲観的には見えないが、不良貸出の問題に苦しんでいるように見える。不良貸出は1995年末には全貸出額の8%未満であったが、1997年9月末時点では13%に増加した。これは一部には1997年はじめより採用されてきた、より厳しい不良貸出基準によるものである。1988年から92年の間は、国有企業改革が進展したため、状況は改善したが、1994年以後改革が停滞すると、状況も悪化したと言われている。不良貸出の割合は、1998年には9.5%へと改善した。しかしこれらの公式データは、銀行貸し付けの実際の質を覆い隠すものかも知れない。財務省の分類によれば、問題債務は国有企業の債務総額のおよそ30%であるが、不良貸出の不十分な基準と会計システムの欠陥は、本当の程度がはっきりしないことを意味している。

ヴェトナムの不良債務の問題は、国有商業銀行と国有企業との関係と不可分に関連し、国有企業のパフォーマンスに依存している。国有商業銀行と国有企業との相互依存関係のために、貸出のロールオーバーの決定があまりにも容易に行われてきた可能性がある。他方、ヴェトナムの不良貸し付け問題は、国有企業に対する補助金の銀行貸出による代替に帰すべきものであると言われている。過去における国有企業の財務的改善は、管理、マーケティング、技術的能力などを有する外国企業との合併事業によって可能になっていたため、国有企業のパフォーマンスは外国直接投資の最近の減少傾向によって悪影響を受けていると考えられる。Ha（ヴェトナム側から提出された論文）は、ヴェトナムの不良債権問題における別の要因は、担保資産の処理を困難にする不適切な担保法であると指摘している。

外貨借り入れに対する管理の強化と外国為替レートの管理における弾力性の増加に加え、ヴェトナム政府は国有企業の国有商業銀行からの借り入れを優遇するアドホックな対策を採用することでこれらの問題に対応してきた。これらはしばしば国有商業銀行の財務内容を犠牲にして行われてきた。1997年には、国有企業をその業績悪化から守るためにいくつかの政策が採用された。これらの対策は、次のような内容を含んでいる。すなわち、国有商業銀行からの借り入れの際の担保提供義務の廃止、健全な事業計画を有する赤字企業に対する貸し付けの許容、支払い困難な企業に対する貸出のロールオーバー、貸出の償却開始などである。さらに信用機関が、困難な状況にある国有企業に対する貸出の満期について、1ないし3年の期間から1ないし5年の期間へとリスケジュールすることを認め

た。優遇低金利が現在、国有企業に適用されている。国有企業の優遇傾向は、最近の経済後退により、さらに強化されたように見える。表面上の不良貸出比率の改善は、困難に陥った国有企業を救済するこれらのアドホックな政策を反映しているかも知れない。同時にそれらは国有商業銀行の商業行動に対する政府の干渉であると思われ、それらは政府、国有商業銀行、および国有企業間のすでに深刻なガバナンスの問題にさらに悪影響を及ぼすかも知れない。

国有企業を救うためのアドホック政策によって発生する国有商業銀行の極めて重い財務負担を相殺するために、政府は一連の補償措置を導入した。1999年当初から、銀行システムに対する所得税は45%から32%に軽減された。また1998年9月の政府決定により、より多くの政府資金が国有商業銀行に割り当てられた。悪化する経済状況に応じて政府は、1999年3月、準備率を3%ないし5%引き下げた。

### 3. 手順を踏んだ金融・資本の自由化の必要性

#### 3-1-1 東アジア一般

##### a) 手順を踏んだ金融・資本の自由化の必要

東アジア諸国の経験からすると、金融セクターを自由化することが必要であり、また有用である。東アジアにおける金融セクターの自由化は、国内貯蓄の動員と金融システムの深化に貢献してきた。他方、適切な制度の整備を伴わない、性急すぎる金融と資本の自由化は、インドネシアや最近の通貨・金融危機の影響を受けた他の東アジア諸国で見られたような金融の不安定化を引き起こす。証券投資が自由化されるに従い、時として資本市場の変動性が増加する。例えば、資本を低コストで瞬時に移動させることができるヘッジ・ファンドや年金基金のような新たなプレーヤーは、短期資本フローの変動性を増加させ、従って為替レートと国内資産価格の変動性をも増加させる。資本市場における変動性の増大は、銀行による株式保有に対する健全性規制が不適切な場合、銀行システムを不安定化させることになる。

これらの金融自由化の潜在的な不安定化作用は、適切な手順（シーケンシング）をともなった改革の重要性を示唆する。適切な手順の大雑把な枠組みは、以下のように要約されよう。広いマクロ経済の枠組みの中で一般的に受け入れられている適切な手順は、第一に、価格の安定と財政収支の均衡が経済自由化の前提条件であること、第二に貿易自由化が資本の自由化に先行すべきこと、第三に金融自由化が資本の自由化に先行すべきことである。短期資本および国際的証券投資は同様に、金融システムの安定を保つように管理された中で自由化されなければならない。

金融セクターの自由化については、一般的な手順は次のようであろう。第一に、銀行システムの健全性の確立が前提条件であり、第二に制度構築が最優先事項である。制度構築は、政府、金融、企業セクターを含む広い範囲において、人材開発と適切なガバナンス構造の発達によって支えられるべきである。人材開発と適切なガバナンス構造の発達には時間がかかるため、制度構築は早期に開始する必要がある。また金融自由化が進行するにしたがって、継続的にアップグレードする必要がある。第三にレベル・プレーイング・フィールド（公平な競争条件）を構築する必要があるが、それは以下のような方法によって行われるべきである。すなわち、金融の各部分における参入障壁を低くする、国内の金融機関をセグメント化している障壁を取り払う、銀行システムと競合する資本市場を発展させる、そして次に外国金融機関の参入を認めることである。参入障壁を低めることは、生き残るべき国

内金融機関が十分な自己資本を構築して金融システムの安定性を維持できるように管理された中で行われる必要がある。

#### b) 金融および資本自由化プロセスの欠陥

理想的な改革の手順についての基準に照らして、多くの東アジア経済の自由化のプロセスには、欠陥があったように見える。全体として、東アジア経済は、相当程度に高いマクロ経済の安定を達成して経済自由化の基盤を構築した。しかし東アジア金融・通貨危機に続く最近の経済的混乱により、これらの諸国のいくつかは、金融改革プログラムを実施するためにはマクロ経済の安定性を再確立する必要が出てきていることも事実である。東アジアにおける金融自由化の手順におけるより重大な欠陥は、金融セクターの構造および資本自由化のタイミングに関連している。

東アジアでは、金融改革はしばしば自由化のイデオロギーと外国金融機関の自己利益の実現を動機とする外国からの圧力により実施されてきた。これらは準備ができていのかどうかや手順の問題についてはあまり考慮を払わなかった。東アジアの諸政府は、金融・資本の自由化を進める際、制度構築については十分な努力を行ってこなかった。他方、日本や韓国のような国は、自由化に不当に長い時間をかけ、悪い結果を招いた。

アジア危機の問題に対処するためのIMF主導の努力や日本の金融ビッグバンは、この地域における金融自由化と制度構築を促進するように働こう。他方、アジア危機はおそらく、東アジアの諸政府を、資本自由化に対してより慎重にさせるだろう。すでにこうした傾向がマレーシアの資本移動の管理の再発動に現れている。

### 3-1-2 ヴィエトナム金融セクターへの含意

東アジア危機の経験から得られたヴィエトナム金融セクターへの含意としては、積極的な制度構築を伴う金融自由化が必要であるということ、またヴィエトナムは資本の自由化に慎重でなければならないということである。この点については、ヴィエトナムは手順をともなった金融・資本の自由化を、どのように実施するかについての研究を行う必要がある。さらに、中国やヴィエトナムのような、かつての計画経済国における金融改革は、途上国と移行国の両方の問題を抱えている。これらの金融システムの問題は、計画経済の他の要因、特に国有企業との金融取引に関連する問題と、密接に結びついている。移行経済の金融改革は、独自の概念的枠組みとこれに対応した政策とを必要とする。

### 3-2 金融セクター改革についてのアジェンダ

#### 3-2-1 東アジア金融改革についてのアジェンダ

東アジア金融システムの発展パターンと最近の東アジア金融・通貨危機とを考慮した場合、東アジア経済の金融改革についてのアジェンダとして、私は以下の6つの点が挙げられる。

- a) 健全な銀行システムの確立を最優先すべきである。
- b) 金融自由化は積極的な制度構築を伴うことによって遂行される必要がある。
- c) ガバナンス構造の強化に、特に重点が置かれるべきである。

- d) 銀行が圧倒的に支配する金融システムの歪みは、是正されるべきである。
- e) 金融機関の国際競争力は注意深くモニターされ、強化される必要がある。
- f) 資本移動の自由化のためのステップは、管理された枠組みの中で行われるべきであり、より弾力性のある外国為替レート政策が採られる必要がある。

#### a) 健全な銀行システムの確立の最優先

健全な銀行制度は、金融の安定性を維持するためには、いかなる経済にとっても絶対的に優先されるべき事項である。なぜなら、銀行システムは決済機能を担い、代替的なファイナンス手段がいまだに未発達だからである。最近の通貨・金融危機以後の多くの東アジア諸国のケースのように、銀行システムが不良貸出や不十分な自己資本の問題を抱えている場合、この点が特に急務となる。

この不良債権問題は、一方で銀行システムの安定性を維持しつつ、迅速に解決されなければならない。解決を長引かせていると、その経済に極端に高いコストがかかることになる。これは日本の最近の経験からも明らかである。韓国はこの教訓から学んだようで、アジア危機以後、不良債権問題の処理にはより積極的なアプローチをとってきた。この地域の不良貸出の問題は、アメリカの貯蓄貸し付け組合の失敗やラテン・アメリカの債務危機、また北欧の債務危機などの経験の蓄積から確立されてきた国際的なベスト・プラクティスに従って解決される必要がある。この解決方法は、金融システムの中の存続不可能な部分、つまり破綻した金融機関、または不良貸出などを、残りの健全な部分から分離する作業を含むべきであり、こうすることにより、十分な自己資本を伴った信用力のある金融システムの基盤を作ることにつながる。個々の貸出のクオリティは、国際的に受容されている会計原則と融資分類基準によって決定される必要がある。これは、銀行のリストラクチャリングに必要な透明性を確立するためであり、また一般の信頼感を醸成するためでもある。存続不可能な金融機関には廃業を命じるか、またはその不良資産を分離した後に、より強力な金融機関と合併するよう勧告される必要がある。政府はこのプロセスを促進するため、存続可能な金融機関の間での合併吸収を促進するようなインセンティブを与える必要がある。金融機関の閉鎖はタイムリーに行われるべきであるが、慎重になさなければならない。これをデリケートな均衡のもとに行うことは非常に難しい。なぜなら、東アジア諸国には、銀行閉鎖の衝撃を吸収したり、銀行取り付けを防いだりする預金補償などの安全網メカニズムが導入されていないからである。残存する金融機関は自己資本を再構築するために、資本注入を行う必要もあろう。政府は、資本注入や閉鎖を行う前に、破綻した銀行を一時的に国有化することもできよう。外国資本の注入が必要な場合は、外国からの投資に対して金融機関を開放することが効果的なアプローチである。これにより、技術と経営の移転が促進されることになるだろう。

残存する銀行が不良債権を償却し、自己資本を強化することによって、そのバランス・シートを健全化する一方で、その収益性が確立されていることを示す必要がある。このプロセスでは、多くの痛みを伴う決定、従業員の解雇や経営陣の変更などが必要になる。困難に陥った銀行のバランスシートの健全性を再建するためには、マクロ経済の安定性が必要であるということは、アジア危機の経験から学んだことであった。特に、継続的な景気後退は借り手の資産の質を悪化させ、銀行貸出の質も悪化し続ける。したがって、危機諸国に対して主にIMFによって勧告された厳しい財政および通貨政策が、逆効果であるとして疑問視されてきており、財政収支が許す限り、それらの政策はその後緩和されてきた。東アジア諸国のいくつかは、過去の健全な財政政策の恩恵により、これらを計画的に実行する余地に恵まれていた。

## b) 積極的制度構築を伴う金融自由化

金融自由化それ自体は、東アジア経済における経験が証明するように、必要である。それは金融システムの不安定化を避けるために、制度構築への積極的取り組みを伴うものでなければならないということも、より明確に認識されている。一層の金融自由化に相応しい環境を創り出すために、東アジア諸国は、健全性規制と情報開示の強化と適切なガバナンス構造を確立を急がなければならない。必要な変化のいくつかはすでに始まっている。特に危機による影響を最も強く受けた諸国では、IMFの支援のもとにこうした変化が始まっている。さらに、サービスセクターの自由化についてのWTO交渉は、東アジア経済をさらなる自由化に向けて加速させるであろう。

制度構築は、自己資本規制、大口融資規制などの健全性規制、破産法、また会計制度などの情報インフラなどを含む。十分な規則をつくるだけでなく、その執行を担保することが必要である。制度構築は、規則の制定と、その効果的な執行のためのガバナンス構造の確立との両方を必要とする。特に重要なのは、ノンバンクを公式の規制および監督制度の中に組み込むことである。規制当局は、金融機関の外国為替持ち高について、より強い管理を行うべきである。IMFとの合意の下で、韓国は、金融機関による短期対外借入れについての健全性の観点からの管理を創設した。タイ、インドネシア、韓国は、危機以後のIMF勧告による改革のもとで、近代的制度構築を行う過程にある。このような改革の実行を、危機的環境における、極めて脆弱な経済・金融条件の中で性急に行おうとすることは批判されてきたが、改革それ自体は絶対的に必要であり、これらの諸国における金融システムの近代化に寄与することになる。

## c) ガバナンス構造の強化

上述の制度構築への取り組みにおいては、特にガバナンス構造の強化に重点が置くべきである。東アジアの金融システムの制度構築の弱さの背後には、規制当局、金融機関、非金融企業のガバナンスの問題がある。端的には、適切なコーポレート・ガバナンスは、適切な金融機関のガバナンスに依存しており、適切な金融機関のガバナンスは、適切な規制当局のガバナンスに依存している。ガバナンスのパフォーマンスは、とりわけ法的インフラやインセンティブ制度、およびシステム内の人材の層の暑さなどに依存している。監督当局は、政治的圧力から独立している必要がある。中央銀行などの規制当局の独立性は明確に確立されなければならない。韓国では危機以降、中央銀行の独立性が、著しく強化された。

金融機関は、十分な監督の下で独立した決定を行うべきである。個々の企業や企業グループによる銀行の所有は、利益相反を避けるため、制限されるべきである。

## d) 銀行偏重の金融システムの是正

弾力性の不足、金融の選択肢の不足、また長期金融の不足などに見られる銀行偏重の金融システムの欠陥に対する対処が必要である。長期金融能力の不足を補う一つの方法は、日本や中国で行われてきたような、専門の長期信用銀行を創設することである。このアプローチは、情報インフラが未発達である場合には合理的である。しかしセグメント化された金融システムが残り、必要な弾力性を付加するものではないため、長期的な解決策とはならない。さらに銀行システムによる圧倒的支配は、他の形の金融仲介手段からの競争を排除することになる。

従って、経済の発展に伴い、よりバランスのとれた金融システムを構築するため、できる限り早急に証券市場を発展させることが好ましい。証券市場の発展は、情報インフラを発展させることにより

金融システムの透明性を増加させ、コーポレート・ガバナンスを強化することにも貢献する。国際証券投資は、東アジア経済への資本流入の変動性を増幅したが、その経済的利益の方は不明確であるため、国際投資家による証券投資は適宜監視され、管理される必要がある。しかし、証券市場が発達した後も、銀行制度は中小企業にとっては一般的にはまだ支配的な役割を担う。証券市場は主にその周辺に情報インフラが発達する大企業の資金調達に適應する。東アジアにおける証券市場の発達、企業組織の未発達によって制約されている。東アジアにおける国内企業の発展を促進するため、ベンチャー・キャピタルが重要な役割を担うことになるかも知れない。

#### e) 金融機関の国際競争力

資金の効率的配分を行い、金融の不安定性のリスクを軽減するために、国際競争力のある金融機関を有することは、望ましいだけでなく、必要である。金融機関が効率性を欠くと、金融および資本の自由化によって流入してくる資本が効率的に配分されず、また、外国金融機関の参入が進むときに、競争力のない国内金融機関が破綻して金融の安定性を揺るがす可能性がある。ここに難しい政策上の問題が生じる。すなわち、金融自由化が金融システムの効率性を改善させるために必要である一方で、急速な自由化がシステムの安定性を揺るがす可能性があるということである。

幾つかの政府は、国際競争に生き残れるような規模の経済性を持った国内金融機関を創設するため、合併を奨励、あるいは強制している。しかし規模のみが金融機関の競争力の条件ではない。保護されている金融産業の経営者達は、競争環境において機能し、情報化時代の技術革新を効果的に活用するために必要なスキルに欠ける傾向がある。ほとんどの東アジア諸国は、規制緩和や自由化、意識的な人材開発プログラムなどを通じて、国内金融機関の経営を強化する必要がある。強力な金融機関を作る際の鍵となるのは、その規模ではなく、競争力、コーポレート・ガバナンス、および人材開発である。

国内金融機関同士の競争が、マーケット・セグメンテーションや参入障壁の廃止などの規制緩和政策によって促進されるべきだ。また、レベル・プレーイング・フィールド（公平な競争条件）が確保されなければならない。中国では、政府機関が直接に金融事業に携わっている。例えばたいていのほとんどの証券会社は中国人民銀行か、財務部、あるいは他の国家組織によって所有されている。これは真の競争を実現するためには望ましいことではない。

外国金融機関の参入は段階的に自由化されるべきである。東アジアの金融機関は長期間厳しい規制のもとに置かれてきたという歴史を共有しているので、外国金融機関の参入が許可されない限り、国際競争力をつけることはほとんど不可能である。中国は現在 100 以上の外国銀行の支店や駐在員事務所を抱えるが、それらの事業分野については、いまだに厳しい地理的制限や厳重な規制のもとにある（Wall）。

中国における大きな問題は、地方銀行の行員と規制当局の職員が、最近創設された複雑な金融システムの経営に対して対応できるよう、十分に訓練されていないということである（Wall）。このことは、発展途上経済、特に移行経済は人材開発と見合う形で、段階的に金融システムの複雑化を進めるべきであることを示唆するものだ。

#### f) 弾力的な外国為替レート政策を伴う管理された資本移動の自由化

東アジアの金融危機によって証明されたように、外国直接投資以外の資本流入は、十分な吸収能力を持たない発展途上経済にとっては、必ずしも恩恵があるとは限らない。このような経済は、外国直

接投資を別として、その資本勘定の自由化を慎重に行う必要がある。証券投資が自由化されるに従い、資本市場の変動性が時に拡大する。その経済の外国通貨全体のエクスポージャーは慎重に管理されるべきであって、その際、短期借入れと証券投資には特に注意する必要がある。国内企業組織が未発達である場合、外国貯蓄は直接投資に集中するべきである。また、為替レート政策はより弾力的なものが望ましいと考えられるが、この問題は本稿で取り扱う範囲を超える。

### 3-2-2 ヴィエトナム金融改革への含意

東アジアの場合の金融改革についてのアジェンダのほとんどの点がヴィエトナムのケースに当てはまる。しかし、ヴィエトナムは、国内貯蓄率が低く、移行経済であることから、重点の置き方を少し変える必要がある。ヴィエトナムは金融・資本の自由化の前提条件として、マクロ経済の安定性に重点を置くべきだ。さらに、その低い貯蓄率故に、国内貯蓄の動員と外貨貯蓄における FDI の活用を強調すべきであると考えられる。さらに、ヴィエトナムはその移行経済としての立場がガバナンス構造に特別の問題を持っているため、ガバナンス構造の改革に特に重点を置く必要がある。以上から、ヴィエトナム金融改革のアジェンダは、以下の通りに要約されよう。

- a) マクロ経済の安定が、金融自由化の前提条件として必要である。
- b) 健全な銀行システムの確立が最優先課題である。
- c) ヴィエトナムは国内貯蓄を動員し、より積極的に外国直接投資を誘致するため、政策手段を強化する必要がある。
- d) 金融自由化を、より積極的な制度構築への取り組みを伴いながら、継続すべきである。
- e) 金融改革の核心は、ガバナンス構造の強化にある。
- f) 銀行制度を補完するために資本市場の発展のための政策を採るべきである。
- g) 政府は金融機関の国際競争力を強化するための政策手段をとるべきである。
- h) ヴィエトナムは直接投資以外の資本の自由化には慎重なアプローチをとるべきである。

#### a) 金融自由化の前提条件としてのマクロ経済安定化

東アジア金融危機によって間接的にもたらされたヴィエトナム経済の後退が起きているので、金融自由化はマクロ経済の安定性に留意しながら進められなければならない。

#### b) 最優先課題としての健全な銀行制度の確立

銀行資産の明らかな劣化の状況から、ヴィエトナムの金融改革では健全な銀行システムの確立が最優先課題である。ヴィエトナムは 1999 年 2 月に融資分類システムとして改善されたものを導入し、商業銀行がこの融資分類に基づいて貸し倒れ損失引当金を創設することが認められた。ヴィエトナム政府は、商業銀行が政府の要求に従って行った融資から発生した不良貸出を凍結、もしくは償却する意向である。1997 年、中央銀行は国有商業銀行に対してある程度の資本注入を行った。政府は 51 行の株式銀行と 4 行の国有銀行全てのリストラクチャリングのための包括的戦略を採用することをコミットしている。中央銀行は国有商業銀行および大手株式銀行の監査を行った。そして、中央銀行は大手株式銀行のリストラクチャリングを開始し、経営困難な株式銀行に対して、合併または閉業を強制した。政府の計画によると、全ての株式銀行のリストラクチャリングは 2000 年までに終了する。

より重要な国有商業銀行のリストラクチャリングは、その複雑性と政治的敏感性故に遅々としてい

る。ベトナムにおける債務のリストラチャリングは、きわめて政治的に敏感な問題である。なぜなら、半分以上が利益を出していないと言われている国有企業の多くに破綻を生じる可能性があるからである。これらの企業は現在、住宅供給や医療関連などの、さまざまな社会安全網としての機能を担っている。したがって、銀行改革、特に債権リストラチャリング分野での改革は、国有企業改革と慎重に調整して行われる必要があり、また将来的には代替的な安全網の構築との調整を行わなければならない。問題は、どの程度大規模な資本注入が必要であるか、また外国投資がこの目的遂行のために必要かどうか、という点である。銀行への資本注入の財政的コストは、ベトナム銀行システムの極端な未発達のおかげで、相対的に小さいとも言われている。貸出総額は60億米ドル未満、あるいはGDPの20%をわずかに超える程度である（World Bank p.26）。

#### c) 国内貯蓄の動員と外国貯蓄の直接投資への集中

ベトナムの貯蓄率の低さには、いろいろな説明がされているが、いずれにしても是正されなければならない。なぜなら、アジア通貨危機以降、外国資本の流入が縮小すると見られているからである。経済のドル化を引き起こした銀行システムと通貨に対する信用の欠如が、ベトナムの貯蓄率の低さの理由の一つとしてあげられる。先に論じられたアジェンダとして列挙した問題の解決は、銀行システムに対する一般の信用を高めることに貢献するであろう。ベトナム政府は郵便貯蓄制度の創設を決定したと伝えられているが、この制度は貯蓄の増加に役立つだろう。しかしこのような制度は、資金の非効率的、非市場型配分を引き起こすリスクを有しているため、その設計と運営には慎重でなければならない。この問題にはさらなる研究が必要であろう。

外国貯蓄に関しては、国内に流入してくる証券投資や海外借入れを吸収するのに十分な能力を確立するまでは、ベトナムは外国直接投資を重視するのが望ましい。ベトナムの現在の直接投資活用は、近隣諸国に比べてずっと低く、直接投資の受入国間の競争は、アジア通貨危機以降、強まってきた。従って、ベトナムにとっては直接投資誘致に向けて、より積極的、革新的なアプローチが必要となろう。

#### d) 積極的な制度構築を伴う継続的自由化

近隣諸国の経験から学ぶことにより、またこれらの諸国の発展に追いつくため、ベトナムは積極的な制度構築を伴いながら金融セクターの自由化を継続することが望ましい。初期の段階においては、健全な銀行システムの発展に重点を置くことが妥当だと考えられる。特に透明性と、破産と担保貸出についての法的枠組みの整備を重視すべきである。このような整備が行われるまでは、リースが必要な長期金融の供給を行うべきかも知れない。必要な制度インフラを構築し、運営するに当たって、ベトナムにおいてはガバナンス構造の改革が、特に重要である。

#### e) ガバナンス構造の改革が核心

ガバナンス構造の改革は、ベトナムのような移行経済における金融セクター改革の核心である。国有商業銀行の不良債権問題がその国有企業との関係と不可分に結びついているため、ガバナンス構造の改革は銀行システムの長期的な健全性にとって鍵を握る。

第一に、中央銀行の政府介入からの独立性を強化することが重要である。中央銀行がより独立性を高め、再編を進めることが必要であると考えられる。第二に、ベトナムのような移行経済における金融自由化は、商業銀行が利子率や与信などに関して独自の決定を自由にできるようになることを

含む。実際、これはベトナムにおける銀行改革の決定的な要素である。新銀行法は、商業銀行が独自の責任により融資を拡張すべきであり、またいかなる者もそれに介入してはならないことを定めている。しかし、それを実行できるかどうかは今後の展開次第である。第三に、移行経済においては国有銀行と非国有金融機関との間、また国有企業と非国有企業との間の競争条件を平等にすることが決定的に重要である。政府は1999年、商業銀行による全ての優遇貸出を排除することを決定した。これがガバナンス構造の改革なしに、どう実行されるのかははっきりしない。国有商業銀行の株式化が一つの選択肢となるだろう。Ha (p. 9) はいくつかの国有商業銀行が長期的には株式会社化されるだろうと述べている。

金融機関と国有企業をとりまく健全なガバナンス構造は、国有商業銀行と国有企業との間の相互依存関係を是正することによってのみ確立し得る。1998年、ベトナムは国有企業の株式会社形態への転換をさらに拡大した。さらに、政府は幾つかの国有企業の株式の30%までを外国投資家に売却する決定を1999年はじめに行った。政府の計画によると、主にホーチミン市およびハノイ市において株式会社化する国有企業のリストを作成し、この実施を行う計画である。しかしこの計画を実行することは大きな挑戦である。一般的に国有企業経営者はその意欲を欠いているようである。優遇税制や銀行融資の利用のし易さなどの特権を失うことに対する懸念や、株式化のインセンティブの欠如などがその理由である。(ベトナム側により提出された) 国家証券委員会のペーパーは、一連の株式化へのインセンティブを示唆しているが、そのほとんどは国有企業が株式化される以前に享受していた特権と同様のものを株式会社化の後も与えるべきだ、というものである。これは非国有セクターに対しても従来の非市場的な相互依存的取引を広げるべきだと言っているに等しい。国有企業と民間企業との間の関係を平等にするための市場志向型の国際的に認めらるようなアプローチは、国有企業に対する特権を排除する内容を含まなければならない。さらに株式化は不良債務の清算を必要とするが、これも難題である。企業評価は、大蔵省が最終的な決定権を有するが、ベトナムにとって極めて新しい、また難しい作業である。

残る問題は、株式化された企業はどのように所有され、行動するのか、という点である。世界銀行の報告書は、個々の株式化された企業の株式が依然として一部分国によって所有され、地方人民委員会が経営決定権を引き続き有していると述べている。またこれらの会社が国有企業と同様の利益(国有商業銀行の優遇貸出と税の優遇)を享受しているとも述べている。一つの解決策として検討されているのは、政策融資機能を国有商業銀行から切り離すということである。このような政策銀行が商業銀行をクラウド・アウトしないように、また金融システムを歪ませることのないように、その業務範囲は明確に規定されるべきであり、その規模は制限されるべきである(World Bank)。また、中国の経験から、専門銀行の設立のみでは国有商業銀行の政策融資機能を停止できないということが示される。

#### f) 銀行システムを補完する資本市場の発展

ベトナムは移行経済であるため、市場志向型銀行システムそのものの発展の歴史が非常に短く、資本市場についてはその第一歩から始めなければならない。さらにベトナムの計画経済の遺産により、一般大衆は証券市場には馴染みがなく(SSC, p. 1)、彼らを教育するという、非常に大きな作業が必要となる。

短期的には銀行システムの発展を優先し、長期的には資本市場の発展によって銀行システム偏重の歪みを是正することが合理的だと思われる。さらに、対内証券投資が国際資本移動の変動性を増幅さ

せるため、国内資本市場を発展させる手段としての対内証券投資の自由化は十分慎重に行われなければならない。国際的資金流入の変動性を避けるため、当初は国内証券に投資するクローズドエンド・ミューチャル・ファンド（会社型投信）を許可することが合理的であろう。

ヴェトナムは国有企業の株式化の際に発行される株式を吸収するため、株式市場を発展させることが必要である。株式化は、最優先課題である健全な銀行システムの確立のためにも絶対的に必要である。ヴェトナムでは証券取引所において上場されるにふさわしい大企業がきわめて少ないため、株式市場はより発展した経済でのそれとはかなり異なるものになる。国有企業の経営効率率は低く、その規模も小さいため、ほとんどの国有企業の株式はそれほど魅力的な投資対象ではないと予想するのが妥当であろう。従って、ヴェトナム株式市場は比較的大きな、そして安定した公益事業タイプの企業に焦点を当てるか、あるいは中小企業に焦点を置く可能性がある。前者はその本来の独占的地位から、投資価値を持つ企業である。しかしこのような経済合理的なものとは反対に、現在の政策はこれらの大規模の安定的な企業を上場対象から外しているように見える。多くの小企業は株式市場に上場することなく株式化されることが必要であり、また他の移行経済の経験を学ぶことによってこのような企業の株式化について革新的なアイデアを発見する必要がある。銀行システムは、株式化が進展して、国有企業へのファイナンスの役割が軽減されるのに合わせて、中小企業のファイナンスによりいっそうの重点を置く必要がある。

債券市場の発展にも障害がある。債券市場は当初は国債市場中心に発展する必要があることは正しく認識されている。1年ものの国債が私募で発行された。大蔵省は4兆ドンの大蔵省証券の発行を予定していると言われている。このような政策はヴェトナムの債券市場の発展に貢献するだろう。社債については、初期段階においては大規模公益事業会社が発行体の候補となり得よう。国有企業に対する優遇貸出は、これらの企業が社債を発行しようとするインセンティブを削ぐことによって社債市場の発展を制限すると言われている。銀行借入ファイナンスと債券ファイナンスの間の競争関係を平等にするための政策オプションとしては、国有企業に対する優遇貸出の制限または停止がある。

証券取引のためのインフラの整備は、気の遠くなるような作業である。証券取引所の創設は、資本、技術、ノウハウ、専門家を確保する上で困難に直面している。外国の支援を得ながら証券法の準備をすることはおそらくはより容易な作業であろうが、これを執行することができる専門スタッフを擁した監督機関を設立することは、より大きな挑戦課題となる。また十分な専門能力を持つ人材からなる証券会社を設立することも難しい。これらの分野では、外国からの支援が有用であろう。

#### g) 金融機関の効率性改善の必要性

不良債権問題の解決とは別に、金融機関による独立した商業的決定を可能とするような規制およびガバナンス構造の創出が、金融機関の効率性と国際競争力の向上のために必要である。市場経済においては、競争が効率性および競争力改善の鍵となる。より多くの外国金融機関の参入を許容することが、ヴェトナム金融機関の効率性改善および国際競争性強化のための政策オプションとなる。国有商業銀行と非国有化銀行の間の平等な競争関係を確立する必要がある。外国金融機関はいまだに人材訓練においてかぎられた役割にしかになっていない。参入の拡大によって、この分野でさらに大きな役割を担う可能性が存在する。外国機関は痛切に必要とされている専門知識を持ち込み、デモンストラーション効果を発揮できよう。しかし外国企業のプレゼンスの拡大にはいくつかの障害がある。例えば、透明性の欠如、ドンク預金利用に対する制限などがそれである。他方、外国金融機関の参入が急すぎる場合、国内の金融機関の経営を困難にし、金融システムの安定性を揺るがすことになりかね

ない。外国機関の参入に対する政策は、段階的に進展するように企画されるべきだろう。銀行従業員の大々的なトレーニングの必要も存在する。ヴェトナム側は、Huong のレポートで議論されているように、この国の技術の欠如を強調している。しかし新技術を導入しても、経営やガバナンス構造の改善なくしては効果的ではないだろう。

h) 資本の自由化に対する慎重なアプローチ

ヴェトナムは、直接投資以外の資本の自由化には慎重な姿勢を維持すべきである。

参考文献：

- Wall, David, "Financial Market Reform", *China Review*, Autumn/Winter 1998, pp4-9., Reform of Financial Market in China," a paper prepared for presentation at the Great Britain China Centre, November 19, 1998.
- IMF Staff Country Report No.98/39, "Viet Nam : Selected Issues and Statistics," April 1998.
- White, Lawrence J. 1995. An Analytical Framework. In *Financial Sector Development in Asia*, ed. Shahid N. Zahid. Hong Kong : Oxford University Press, pp.3-35.
- World Bank, "Viet Nam : Enterprise Reform Update" March 1999.

表1 東アジアの国内貯蓄率と資本形成、1980-1997

(GDP比%)

	国内貯蓄			固定資本形成		
	1980	1990	1997	1980	1990	1997
中国	34.1	38.7	41.4	35.2	34.7	39.2
香港	33.5	36.6	30.6	35.4	27.1	34.5
インドネシア	29.2	32.3	31.0	20.9	30.7	31.6
日本	18.3	18.9	15.7	31.6	31.7	29.7
韓国	23.8	36.2	35.2	31.7	36.9	35.0
マレーシア	32.9	33.4	44.4	30.4	31.2	42.8
フィリピン	26.6	18.7	15.5	29.1	24.2	25.0
シンガポール	38.8	45.6	50.0	46.3	36.0	37.4
台北	32.6	28.1	24.9	33.8	23.1	22.2
タイ	22.3	34.0	34.9	29.1	41.4	35.0

注：中国の最近のデータは1996年のもの。

出典：(略)

日本の数字はOECD *Quarterly National Accounts*. より計算。

表2 東アジア経済への資本流入（ネット）、1980-97

百万USドル

タイ	1980	1985	1990	1995	1996	1997
公的移転	141	119	187	42	30	14
直接投資	187	159	2402	1169	1455	2354
証券投資	96	141	457	3485	4351	4451
他の長期資本	1824	1.26	793	3718	5935	2625
他の短期資本	-64	227	4489	2310	2760	-9306
銀行借り入れ	N/A	-533	1603	11239	5003	-5340
誤差脱漏（ネット）	-180	133	1182	-1479	-2985	235

マレーシア	1980	1985	1990	1995	1996	1997
公的移転	23	40	51	N/A	N/A	N/A
直接投資	935	695	2332	6632a	5377a	6649a
証券投資	-11	335	-1048b			
他の長期資本	489	673				
他の短期資本	414	350	501	1010	4101	-5058
純誤差および省略	-682	-148	1115	-686	-2125	

マレーシア	1980	1985	1990	1995	1996	1997
公的移転	134	207	357	449	399	378e
直接投資	-2	49	528	1361	1338	1117e
証券投資	-100	-32	-48	248	2142	-1027e
他の長期資本	1032	2787	674	1276	2841	4688e
他の短期資本	324	-1731	19	-56	540	495e
誤差脱漏（ネット）	140	1110	480	358	-3210	-5629e

インドネシア	1980	1985	1990	1995	1996	1997
公的移転	201	27	252	330	141	109
直接投資	180	310	1903	3742	5594	4525
証券投資	46	-35	-93	4100	5005	-2509
他の長期資本	1927	1605	3724	2298	190	1267
他の短期資本	-820	-98	-229	117	58	76
誤差脱漏（ネット）	-1738	651	744	-2310	1264	-2091

韓国	1980	1985	1990	1995	1996	1997
直接投資	-20	-358	-263	-1776	-2345	-1948
証券投資	134	1737	84	11591	15185	14763
他の投資	6405	345	3075	7459	11085	-6789
誤差脱漏（ネット）	-369	-878	-1747	-1233	1067	-8739

注：aは1995年からのポートフォリオと他の長期資本とを含む。

bは他の長期資本を含む。cは推計を示す。

出典：アジア開発銀行、（略）







JICA