財務省財務総合政策研究所
インド大平洋ワークショップ
2026年2月20日

ASEAN諸国の資金循環の特徴と今後のアジア金融協力

京都大学 東南アジア地域研究研究所
三重野文晴
Fumiharu Mieno
fmieno@cseas.Kyoto-u.ac.jp

1．はじめに

- ASEAN諸国の国内資金循環の特徴を報告
- そこから「アジア金融協力」の課題を考える

Asian Economic Policy Review
JCER
doi: 10.1111/aepr.12469
Asian Economic Policy Review (2024) 9999, 1–24

Macroeconomic Imbalance, External Debt, and the Financial System in Laos

Fumiharu MIENO[1]† and Kazue DEMACHI[2]
[1]Kyoto University and [2]Tokyo University of Foreign Studies

報告者のASEAN金融システムについての主な研究

企業金融からみた金融システム（三重野 2015） → ミャンマー経済支援（JICA）と研究 → ラオス財政支援（財総研/JICA）と研究 → 商業銀行部門の変容 (Jetro-IDE) → 企業金融と資金循環（金融庁）

1997-2015　2000-02, 2012-14　2017-20　2016-20　2025-26

- **企業の資金調達からみた金融システムの特徴**
- 債券市場の可能性と限界
- 後発ASEAN諸国の金融発展と支援
- 商業銀行セクターの変容
- ASEANにおける中国との通貨協力と援助競争

1. はじめに

- 進行中の金融庁・金融研究センターでのプロジェクトによって、企業の資金調達－国内資金循環について得たfact findings（三重野 2015 のアップデート）を報告
- 背景となる実物経済、国際収支構造、商業銀行部門の変化も確認
- ABMIをはじめとする「アジア金融協力」についてのコメント

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ヶ国の比較分析、共通構造のありか。最初の3国を先行して観察

https://www.fsa.go.jp/frtc/seika/seika.html#DP2025-9
https://www.fsa.go.jp/frtc/seika/discussion/2025/DP2025-9.pdf

英語版
https://www.fsa.go.jp/frtc/english/seika/discussion2025.html#DP2025-9
https://www.fsa.go.jp/frtc/english/seika/discussion/2025/DP2025-9_Eng.pdf

Discussion Paper

2. 主な話題

- 産業発展と経済成長／商業銀行部門の発展と変容

1. 国際収支：アジア金融危機以降の貿易収支の黒字化によって実現した貯蓄超過が、収益性の高い国内の投資機会に向かわずに「過剰に」海外に流出している現実
2. 国内資金循環：国内の金融システムの各種の資金チャンネルの機能に偏りが残り、企業投資は依然として自己金融に強く依存。
   ＝＞**これは２の問題と関係しているのではないか。**
3. 金融システム設計における実物経済の発展経路、技術特性に対応する資金需要の視点からの議論の重要性

- 後発ASEAN諸国への金融支援の有効性
- アジア金融協力、とりわけABMIにおけるフォーカス拡大の可能性
- 中国との競合という新局面

構成

1. はじめに
2. 主な話題
3. ASEAN経済・金融－変化した側面（確認）
   1. 成長構造／２．国際収支構造／３．商業銀行部門の発展と変容
4. **金融システムと国内資金循環（報告の中心部分）**
   1. **企業の資金需要－各国の資金循環のミクロ構造**
   2. **負債ファイナンスの特徴と趨勢**
   3. **負債ファイナンスの決定要因－簡単な実証分析**
5. ディスカッション
   1. 観察のまとめ　２．考察　３．アジア金融協力、ABMIへのコメント

3．ASEAN経済・金融－変化した側面

3.1. 成長構造

■ 成長率

- 主要３ヶ国の共通傾向
- シンガポールとベトナムは、発展段階の違いとして位置づけ可能
- フィリピンの特異性

図1　一人あたりGDPの趨勢
出所：国連貿易開発会議（UNCTAD）

図2　GDP成長率の趨勢　出所：*World Development Indicators*, World Bank

3．ASEAN経済・金融－変化した側面

3.1成長構造

■ 産業構造（主要３ヶ国）

- 製造業の主導する工業化が2000年代頃から緩やかにピークアウト
- サービス産業の比重が高まりつつある

3. ASEAN経済・金融－変化した側面

3.1. 成長構造

■ 産業構造(その他3ヶ国)

- ベトナム：依然として工業化のキャッチアップの途上
- フィリピン：早い時期から脱工業化の傾向

3．ASEAN経済・金融－変化した側面

3 .2. 商業銀行部門の発展と変容

◆ 大規模化、近代化

- 銀行合併による大規模化
  マレーシア、インドネシア
- 外資の受入・浸透
  タイ、インドネシア
- 政府資本による有力銀行の形成・維持
  マレーシア、シンガポール

Contents lists available at ScienceDirect

Pacific-Basin Finance Journal

journal homepage: www.elsevier.com/locate/pacfin

ELSEVIER

Impact of foreign entry into the banking sector: The case of Thailand in 1999–2014

Wanxue Lu, Fumiharu Mieno*

Center for Southeast Asian Studies, Kyoto University, Yoshidashimoadachi-machi, Sakyo, Kyoto 606-8501, Japan

ASEAN主要銀行の総資産規模と世界の主要銀行との比較

順位		銀行名	国	総資産 (100万ドル)
1		中国工商銀行 (ICBC)	中国	4,007,226
4		Bank of China	中国	2,990,388
5		三菱UFJ FG	日本	2,890,455
6		JPMorgan Chase	米国	2,533,600
7		香港上海銀行（HSBC） Holdings	英国	2,521,771
12		みずほFG	日本	1,930,768
13		三井住友FG (SMBC)	日本	1,874,462
14		Citigroup	米国	1,842,465
15		Deutsche Bank	独	1,776,786
44		ANZ Banking Group	豪	701,036
68	1	DBS Bank	星	386,351
79	2	Overseas Chinese Banking Corporation	星	339,506
92	3	United Overseas Bank	星	267,606
115	4	Malayan Banking Berhad (Maybank)	馬	188,498
150	5	CIMB Bank	馬	124,754
180	6	Public Bank	馬	97,359
189	7	Bangkok Bank	泰	94,134
192	8	Siam Commercial Bank	泰	92,535
198	9	Kasikornbank	泰	88,765
201	10	Krung Thai Bank	泰	87,338
213	11	Bank Rakyat Indonesia (BRI)	印尼	83,130

（出所） *The Banker*, The Top 1000 World Bank, July 2018.

cf.「りそな」:518,148百万ドル、
「コンコルディア（横浜銀行）」:172,783百万ドル
（2018年度概算）

3．ASEAN経済・金融－変化した側面

3 .2. 商業銀行部門の発展と変容

◆ ASEAN有力銀行のASEAN域内展開（ASEAN銀行化）
シンガポール、マレーシア、タイ

	タイ	インドネシア	マレーシア	フィリピン	シンガポール	ベトナム	ミャンマー	カンボジア	ラオス
シンガポール									
DBS	支店	支店（40）	支（2）	支店		支店（2）			
OCBC	支店	現法	支店	支店			支店		
UOB	現法	現法	現法	現法			支店		
マレーシア									
May bank		現法（3）		現法	認定フルバンク	現法	支店	現法	支店
CIMB	現法	現法			フルバンク	現法	駐在員事務所	支店	支店

JETROアジア経済研究所 濱田美紀氏作成

3. ASEAN経済・金融－変化した側面

3 .2. 商業銀行部門の発展と変容

- ◆ 外資の広汎な浸透
  - ➢ 日系メガバンクのプレゼンス拡大
  - ➢ 中国、特に中国工商銀行の進出
- ◆ 寡占化による利潤率の上昇
- ◆ 外資の利潤率は必ずしも高くない
- ➢ 金融仲介効率は落ちている？

◆ タイの事例

タイ地場商業銀行の所有形態 (2016年末現在) 15行 (/19) まで

		総資産（2016年末）		筆頭株主			外資比率	地場/外資	所有類型
		100万バーツ	シェア	名前	シェア	国籍			
1	Bangkok Bank	2,839	17.7	First Eagle Investment Management	2.7	米国	35.0	地場	分散所有
2	Siam Commercial Bank	2,615	16.3	Bureau of The Crown Property and Group	23.7	タイ	37.3	地場	財閥・家族所有
3	Krung Thai Bank	2,661	16.6	Financial Institutions Development Fund	55.1	タイ（政府）	18.1	地場	政府所有
4	Kasikornbank	2,467	15.4	Thai Nvdr	26.8	タイ	49.0	地場	財閥・家族所有
5	Bank of Ayudhya	1,806	11.2	Mitsubishi UfJ Financial Group	72.1	日本	72.1	外資	外国銀行資本
6	Thanachart Bank	907	5.6	Thanachart Capital	51.0	タイ	49.0	地場	財閥・家族所有
7	TMB Bank	820	5.1	Ministry of Finance, Thailand	26.0	タイ（政府）	39.0	地場	政府所有
8	United Overseas Bank (Thai)	452	2.8	United Overseas Bank	99.7	シンガポール	99.7	外資	外国銀行資本
9	CIMB Thai Bank	296	1.8	Cimb Group	96.8	マレーシア	96.8	外資	外国銀行資本
10	TISCO Bank	261	1.6	Tisco Financial Group	100.0	タイ	0.0	地場	財閥・家族所有
11	Kiatnakin Bank	220	1.4	Credit Suisse AG	8.5	スイス	32.7	地場	分散所有
12	Land and Houses Bank	210	1.3	LH Financial Group	100.0	タイ	0.9	地場	財閥・家族所有
13	Standard Chartered (Thail)	191	1.2	Standard Chartered Bank	100.0	英国	100.0	外資	外国銀行資本
14	Industrial and Commercial Bank Of	158	1.0	Industrial & Commercial Bank Of China	97.7	中国	97.7	外資	外国銀行資本
15	Bank of China (Thai)	44	0.3	Bank Of China	100.0	中国	100.0	外資	外国銀行資本

出所：*Commercial Banks in Thailand*, Bangkok Bank 各年版。*BankScope*, Bureau van Dijk, 他各種資料より著者作成

3．ASEAN経済・金融－変化した側面

3.3. 国際収支の構造

タイ

- **対外投資**の増加
  - ✓ 2000年代半ば以降は対内投資流入を凌駕
  - ✓ 特に直接投資

- 一方で、**第一次所得収支**(**primary income deficit**, 投資への収益)は赤字が拡大傾向
  - ✓ ただし、サービス収支における旅行収支が経常収支の落ち込みを抑えている

3. ASEAN経済・金融－変化した側面

3.3. 国際収支の構造

マレーシア

- **対外投資**の増加。
  - ✓ 対内流入を大幅に凌駕
  - ✓ 直接投資より証券投資が大きい
- 一方で、**第一次所得収支**赤字が持続

3．ASEAN経済・金融－変化した側面

3.3. 国際収支の構造

インドネシア

- **対外投資**の緩やかな拡大
  - ✓ インドネシアの場合、財政赤字に起因する国債への対内投資が大きい
  - ✓ 対外投資の規模は、国債を含む証券投資を除いた対内投資流入額とほぼ同程度
- **第一次所得収支**の赤字は大きく拡大

4. 金融システムと国内資金循環

3つの資金チャンネルの趨勢

- **銀行信用**の回復はゆるやか。金融危機前の水準に戻るのは2010年代半ば
- **株式市場**は比較的堅調に拡大
- **債券市場（社債）**の成長は国ごとに様々
- これらに対応した、企業の資金調達の構造は？

Source: 1997-2016:World Bank, Financial Development and Structure Dataset; 2018 (latest version), ADB, Asian Bond Online, World Bank, World Development Indicators
Note: Rate to GDP (outstanding of bank credit or bond. or capitalization of stock)

4. 金融システムと国内資金循環

4.1. 企業の資金需要 – 各国の資金循環のミクロ構造

(1) 銀行信用

■ 産業別商業銀行貸出

- ➢ 製造業向け貸出からの後退が顕著
- ➢ 消費部門向け貸出への強い傾斜（金融部門向けを含む）

図6　商業銀行信用の産業別比重の推移

4. 金融システムと国内資金循環

4.1. 企業の資金需要 – 各国の資金循環のミクロ構造

(1) 銀行信用

■ 製造業への関与の後退
（実物経済の成長部門と金融部門の「乖離」）

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

4. 金融システムと国内資金循環

4.1. 企業の資金需要 – 各国の資金循環のミクロ構造

(1) 銀行信用

■ 1990年代半ばに歴史的な転換点（タイ、マレーシア）？

参考図1　タイ、マレーシアの製造業比重と商業銀製造業貸出：長期趨勢

出所：三重野（2015 p.228, 図7.8）の再掲。現資料は*Key Indicators* Asian Development Bank, Bank of Thailand, 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。

4. 金融システムと国内資金循環

4.1. 企業の資金需要－各国の資金循環のミクロ構造

(2) 株式市場（主要3ヶ国）

- 株式時価総額はどの国も順調に拡大
- 上場企業数（企業の市場参加）については、
  - タイとインドネシアでは、2000年代に停滞気味だったものが、2010年代に入って再加速
  - マレーシアでは2000年代以降変化が少ない（市場の成熟、十分な包摂に達した？）

図10　各国の株式市場の趨勢
出所：World Federation of Exchanges

4. 金融システムと国内資金循環

4.1. 企業の資金需要－各国の資金循環のミクロ構造

(2) 株式市場

- シンガポールは、マレーシアに類似

4. 金融システムと国内資金循環

4.1. 企業の資金需要 – 各国の資金循環のミクロ構造

(2) 株式市場

■ 市場の包摂性 (inclusiveness)の問題

- 主要企業の市場参加の度合い
- 総資産上位企業（非金融企業）のうちどの程度の割合が上場しているか。
- 2005年データにおける調査(三重野、JBIC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：国際協力銀行との調査(2006-7年)に基づいて計算。詳細は三重野(2015,第4章）原情報は各国企業登記情報

- 今回調査(2023年データ）による追試 （Moody’s社 *ORBIS*データベース)

	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。括弧内は総資産の情報が欠損している企業を含む数）。インドネシアは、非上場企業がほとんど所収されていなかった。

4. 金融システムと国内資金循環

4.1. 企業の資金需要 – 各国の資金循環のミクロ構造

(2) 株式市場

- 低い包摂性は、直接投資主導型工業化の成長経路と関係がある可能性
  - 外資の高いプレゼンス
    外資比率 <10%: **68.2%**
    外資比率 = 0% : **42.7%**
    （上位400社、企業数）
  - 外資出資比率 10% 以上の企業のほとんどは非上場
  - ほとんどの直接投資企業は地場の証券市場と無関係である事実。
  - このことは、証券市場を通じた資金チャンネルは、成長のエンジンとなっている部門の主要企業と十分に接続されていないことを、意味する。

タイのケース (2005調査時点)
総資産規模、上場／非上場、外資所有比率の分布

4. 金融システムと国内資金循環

4.1. 企業の資金需要 – 各国の資金循環のミクロ構造

(2) 株式市場

- 低い包摂性は、直接投資主導型工業化の成長経路と関係がある可能性
  - 外資の高いプレゼンス
    外資比率 <10%: **68.2%**
    外資比率 = 0% : **42.7%**
    （上位400社、企業数）
  - 外資出資比率 10% 以上の企業のほとんどは非上場
  - ほとんどの直接投資企業は地場の証券市場と無関係である事実。
  - このことは、証券市場を通じた資金チャンネルは、成長のエンジンとなっている部門の主要企業と十分に接続されていないことを、意味する。

タイのケース (2005調査)
総資産規模、上場／非上場、外資所有比率の分布

4. 金融システムと国内資金循環

(3) 債券市場（社債市場）

- 債券市場の全体規模は、国債と中銀債の発行残高によるところが大きい
- 企業の資金チャンネルに関わる社債市場の成長の類型
  - タイプ１: 堅実な拡大を見せる市場 – タイ
  - タイプ２: 低水準にとどまる市場：インドネシア（フィリピン、ベトナム）

図11 債券残高の趨勢（対GDP比、現地通貨建て発行の社債）

4. 金融システムと国内資金循環

(3) 債券市場（社債市場）

- タイプ３:
  当初からかなりの程度成長していて、
  大きな変化がみられない市場
  マレーシア、シンガポール

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,* Asian Development Bank, https://asianbondsonline.adb.org/。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government bond に分類されている。

4. 金融システムと国内資金循環

4.1. 企業の資金需要－各国の資金循環のミクロ構造

(3) 債券市場（社債市場）

■ 社債市場の深度は世界的に多様で、所得水準とは相関していないように見える

図12　経済発展と債券市場の成長

（１）タイ、マレーシア、インドネシア、フィリピン

（２）国際比較（2011年時点）

出所: *Financial Development and Structure Dataset*, World Bank

4. 金融システムと国内資金循環

(3) 債券市場（社債市場）

■ 社債発行体の部門の偏在

- 各年の発行情報を積み上げて推計
- 最大の部門は商業銀行を含む金融セクター
- 不動産・建設などインフラ関連部門も活発
- 製造業企業の発行は少ない

図13　債券残高の発行体業種別分類

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

4. 金融システムと国内資金循環

考慮したい視点

1.　実物経済に対応した資金需要の適合性から考える必要性

	1. 情報の非対称性　情報生産		2. 権利保護と履行強制		3. .期間構造		4. リスク許容度	産業分野との適合	
		情報生産コスト	株主・債権者の権利保護の必要性	破綻時のコントロール問題		途中精算リスク		産業特性	東南アジアの発展段階において
金融仲介	集中的	低	低	中	短期	高	低	成熟産業	製造業？
債券市場	競争的	高	高	中	(主に)長期	低	中	中程度のリスク 長期資金の需要	インフラ 消費(金融)
株式市場	競争的	高	高	ー	長期	低	高	新規産業	高付加価値サービス業 (典型例として通信産業) 研究開発型製造業

2.　市場化しない資金需要(内部金融、自己金融、内部資本市場)の重要性

金融システムの問題の本質は、
負債（銀行借入）vs. 証券市場はなく

→

外部金融（銀行・証券市場）vs. 内部金融
と捉えられるべきではないか

コーポレート・ガバナンス／証券市場改革(世銀主導1998-2001)
においても
アジア債券市場イニシアティブ(ABMI、「アジア金融協力」2001-)
においても

4. 金融システムと国内資金循環

4.2. 負債ファイナンスの特徴と趨勢

タイ・マレーシアの平均負債比率と対先進国比較
(主要上場企業2002年)

■ 英米型金融システムの企業と比較しても負債比率は低い

- 株式ファイナンスが低調なのではなく、負債ファイナンスを含む「**外部金融**」全体が低調
- 工業化過程における「**自己金融**」(self-finance)ないし「**内部金融**」(internal Finance)への強い依存を示唆

Debt Ratio, Major Firms in Developed Countries and Thailand, Malaysia

Source: Calculated by author for Thailand and Malaysia, Zingales and Rajan (1995) for the rest

◆ アジア金融危機直後の改革における「過剰な負債ファイナンス」という認識は不正確

4. 金融システムと国内資金循環

4.2. 負債ファイナンスの特徴と趨勢

■ 非金融上場企業の平均負債比率 – タイ

- 負債比率は2010年頃で50%前後でその後低下傾向。銀行借入比率は20%程度で同様の傾向
- 1990年代に負債比率が急上昇した証左はなく、危機時に資本毀損により上昇しその後低下。
- 債券ファイナンスは2010年代に若干拡大するものの無視できる範囲（債券比率＝１%程度）

Source: Stock Exchange of Thailand, (Listed Company Info 1992-2001;CD-ROM, SETSMART 2002-2004; Web System)
Note: Avearge of Non-Financial Firm, unbalanced sample (121-259firms)

図9　2010年以降の負債比率の趨勢

出所：*ORBIS* (Moody's社) 所収の非金融企業のうち2010-2024年の15カ年サンプルでデータ欠損が3年分以内のサンプルの年ごとの平均。タイ678社、マレーシア761社、インドネシア353社

4. 金融システムと国内資金循環

4.2. 負債ファイナンスの特徴と趨勢

■ 非金融上場企業の平均負債比率 – マレーシア、インドネシア（2010年）

- マレーシア企業の負債比率は40%以下、銀行借入比率は10%以下と極端に低い。インドネシアは概ねタイ並み。
- 両国とも、負債比率、銀行借入比率に低下傾向が見られる。
- 債券ファイナンスは無視できるレベル（マレーシアで債券比率0.2%, インドネシアは若干高く1-2%（サンプル・バイアス？- 後ほど確認）

4. 金融システムと国内資金循環

4.3. 負債ファイナンスの決定要因 – 簡単な実証分析

（1）目的と手法

- ここまでのファクト・ファインディングを踏まえ、資金チャンネルの偏在、制約に対応した企業の資金調達構造を、上場企業のミクロ財務データから分析する。
- 主な注目点
  - ✓ 自己資金と負債・銀行借入の代替性、補完性
  - ✓ 設備投資への資金需要、資本集約度、産業特性との関係
  - ✓ 長期性資金への債券ファイナンスの需要
  - ✓ 近年の趨勢の把握

4. 金融システムと国内資金循環

4.3. 負債ファイナンスの決定要因－簡単な実証分析

（１）目的と手法

アプローチ１：資本構成の決定要因の標準的手法による推定

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

y：負債、銀行借入 （いずれも対総資産比率）

x１：コントロール変数、 x２：自己資金、産業・技術特性など主な観察対象となる変数、
T：年次トレンド

総資産（対数値）：企業規模の代理変数 (X1)

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 (X2)

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(X2)

産業ダミー　　：産業別の特性 (X2)

時間項　　：タイムトレンド （年次、2010を起点）（T）

4. 金融システムと国内資金循環

4.3. 負債ファイナンスの決定要因－簡単な実証分析

アプローチ２：債券発行の決定要因　(福田2003のモデル）の援用

＜どのような企業が社債による資金調達を志向するのか＞

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

y：債券残高(debenture、負債項目)／総資産

x１：コントロール変数、 x２：自己資金、産業・技術特性など主な観察対象となる変数、
T：年次トレンド

（１）の推計式に 負債比率 ：負債／総資産（X2)を説明変数とし

前提環境として、
- 企業は、長期のプロジェクトを短期の銀行信用の借換で継続している
- 長期負債は社債でのみ調達可能

他人資本（負債比率）が大きい
＝＞エージェンシー問題がより深刻

借りやすいから借りている

A.エージェンシー・コスト（資本コスト）が高い
社債の借入条件が悪化　　:負債比率　－

長期性の資金が欲しいから借りている

B.プロジェクト途中清算リスクが高い
長期資金確保への選好が強い:負債比率　＋

参考:福田(2003)の日本のケースでは、社債発行についてはAが、銀行長期借入金についてはBがバインディングであるという結果を得ている。

4.3. 負債ファイナンスの決定要因－簡単な実証分析
（２）データ

- 3ヶ国の上場企業（非金融企業）のミクロ財務データ、2010-2024不完全パネル
  - サンプル数：タイ：9,970 （カバー率93.9%)、マレーシア：13,647（同86.7%）、インドネシア 8,490（同60.3%-低い…)
  - 参考：2023年上場企業数　タイ：695社、マレーシア：1012社、インドネシア:849社
- **Moody's社 *ORBIS*データベース**（京都大学で契約）
  - 旧*Bureau van Dijk*社によるもので、世界各国の企業情報を一括収集・提供してきた。最近Moody's社が買収
  - 主に上場企業を対象とする*OSIRIS*と、非上場企業を含む*ORBIS*がある。項目も少し異なる。
  - 2000年代に利用の多かった*World Scope*、*Pirania*などは淘汰された？
  - 他の競合データベースとしては、Thomson-reuters社, Bloomberg社のものもあるが、研究目的の利用には高価すぎる。実質的にはOSIRIS*ORBIS*が唯一の選択肢
  - *ORBIS*は各国の地場の企業情報企業と提携して収集しているはずだが、詳細は不明（タイについては商務省登記局の情報の独占使用権をもつ*Business on Line*社と提携して非上場企業を収集－聞き取り確認済み）
- このデータベースでASEAN諸国をどこまで観察できるのか。その見極めも兼ねる作業。

4. 金融システムと国内資金循環

4.3. 負債ファイナンスの決定要因 – 簡単な実証分析

参考表1　データセットの基本統計

		タイ				マレーシア				インドネシア			
		サンプル数	9,970			サンプル数	12,647			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	-0.004782	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	1,376				180				853			
	全サンプル数に対する比率	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

4.3. 負債ファイナンスの決定要因－簡単な実証分析

（３）推定結果

【１】負債と銀行借入の決定要因 －負債比率（変量効果モデル）

- ✓ 内部留保は負に有意
  負債ファイナンスと強い代替性
- ✓ 資本集約度は**正**に有意
  資本集約度の高い企業ほど負債ファイナンスが活発。設備投資における外部金融チャンネルの資金需要を示唆
- ✓ 産業ダミーについては、特定傾向を見いだしにくい
- ✓ 年トレンドは負に有意
  2010年以降、低下傾向にある

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***	0.026***	0.031***	0.030***	-0.004*	-0.005**
	(13.170)	(13.040)	(16.940)	(16.150)	-(1.770)	-(2.060)
内部留保	-0.093***	-0.093***	-0.054***	-0.054***	-0.022***	-0.022***
	-(23.210)	-(23.210)	-(18.910)	-(18.680)	-(7.130)	-(7.130)
資本集約度	0.163***	0.163***	0.126***	0.133***	0.118***	0.12***
	(14.050)	(14.020)	(13.210)	(13.790)	(9.550)	(9.450)
鉱業ダミー		0.068		0.062*		0.045*
		(1.490)		(1.740)		(1.800)
製造業A（軽工業）ダミー		0.014		-0.030*		0.049**
		(0.690)		-(1.850)		(2.370)
製造業B（重工業）ダミー		0.017		-0.120		0.014
		(1.070)		-(0.970)		(0.750)
建設・不動産業ダミー		-0.001		0.082***		0.015
		-(0.060)		(5.060)		(0.710)
運輸・倉庫業ダミー		0.042		0.035		-0.024
		(1.510)		(1.480)		-(1.150)
通信・情報業ダミー		0.026		0.000		0.036
		(0.740)		(0.020)		(1.230)
年トレンド	-0.008***	-0.008***	-0.003***	-0.003***	-0.007***	-0.007***
	-(21.930)	-(21.870)	-(13.730)	-(13.550)	-(16.850)	-(16.730)
定数項	0.173***	0.164***	0.044**	0.051**	0.536***	0.529***
	(7.770)	(6.990)	(2.140)	(2.330)	(21.590)	(20.370)
Number of observation	9969	9969	12647	12647	8451	8451
Number of groups	699	699	1009	1009	840	840
R-sq: within	0.1065	0.1065	0.0662	0.0662	0.0537	0.0540

注：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。

4.3. 負債ファイナンスの決定要因－簡単な実証分析

（３）推定結果

【１】負債と銀行借入の決定要因
－銀行借入比率（変量効果モデル）

- 負債比率の結果とほぼ同じ
- ✓ 内部留保はタイ、マレーシアで負に有意
- ✓ 資本集約度は**正**に有意
  資本集約度の高い企業ほど銀行借入が活発。設備投資における外部金融チャンネルの資金需要を示唆
- ✓ 産業ダミーについては、特定傾向を見いだしにくい
  資金供給側の製造業貸出からの後退の影響は見いだされない。
- ✓ 年トレンドは負に有意
  2010年以降、低下傾向にある

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***	0.031***	0.012***	0.012***	0.019***	0.019***
	(19.410)	(19.280)	(12.930)	(12.960)	(11.650)	(11.660)
内部留保	-0.031**	-0.032***	-0.010***	-0.011***	0.001	0.001
	-(9.370)	-(9.380)	-(7.030)	-(7.160)	(0.440)	(0.540)
資本集約度	0.150***	0.150***	0.056***	0.055***	0.138***	0.134***
	(15.690)	(15.620)	(11.360)	(11.200)	(14.700)	(13.960)
鉱業ダミー		0.009		-0.014		-0.030
		(0.250)		-(0.740)		-(1.640)
製造業A（軽工業）ダミー		0.016		0.008		0.058***
		(1.000)		(0.920)		(3.750)
製造業B（重工業）ダミー		0.016		0.018***		0.016
		(1.310)		(2.830)		(1.120)
建設・不動産業ダミー		0.005		0.007		0.020
		(0.330)		(0.830)		(1.280)
運輸・倉庫業ダミー		0.051**		-0.012		0.048***
		(2.420)		-(0.940)		(2.980)
通信・情報業ダミー		0.030		-0.019*		0.022
		(1.140)		-(1.800)		(1.010)
年トレンド	-0.006***	-0.006***	-0.002***	-0.002***	-0.003***	-0.003***
	-(18.340)	-(18.280)	-(16.170)	-(16.200)	-(8.600)	-(8.510)
定数項	-0.182***	-0.191***	-0.055***	-0.061***	-0.091***	-0.108***
	-(10.130)	-(10.140)	-(5.130)	-(5.420)	-(4.820)	-(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
rho	0.5558	0.5542	0.6452	0.6411	0.5966	0.5905

注：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。

4.3. 負債ファイナンスの決定要因－簡単な実証分析

（３）推定結果

【２】平均負債比率の推計値

- 推定されたパラメーターと説明変数の平均値と年トレンドを代入して負債比率、銀行借入比率の予測値を計算
- 図９の値が概ね再現できている。サンプル・バイアスの影響は小さく、見いだされた水準と低下傾向の信頼性は高い。

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）

4.3. 負債ファイナンスの決定要因－簡単な実証分析

（3）推定結果

【3】債券発行の決定要因（Tobit Model)

- ✓ 債券残高が正の企業は極めて少ない。タイ、インドネシアで全体の10-13%、マレーシアで1%。
- ✓ 資本集約度は**負**に有意
  設備投資資金でなく運転資金の需要か
- ✓ 建設・不動産業に活発な起債傾向
- ✓ 負債比率は**正**に有意
  - ➢ 福田(2003)の日本（1990年代）のケースと逆
  - ➢ エージェンシー問題が深刻な企業は、資本コストが高くなるにもかかわらず、途中精算リスクを避けるために、債券ファイナンスの長期性を志向している

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***	0.092***	0.121***	0.120***	0.092***	0.091***
	(35.390)	(35.250)	(11.620)	(11.580)	(24.250)	(23.630)
内部留保	0.002	0.004	-0.036	-0.035	0.052***	0.059***
	(0.210)	(0.330)	-(1.470)	-(1.610)	(3.140)	(3.420)
負債比率	0.330***	0.332***	0.535***	0.519***	0.396***	0.402***
	(16.290)	(16.330)	(7.420)	(7.260)	(14.220)	(14.280)
資本集約度	-0.138***	-0.136***	-0.178***	-0.077	-0.115***	-0.072***
	-(9.350)	-(9.200)	-(3.030)	-(1.200)	-(6.080)	-(3.320)
鉱業ダミー		-0.077***		-0.099		-0.047**
		-(3.370)		-(1.130)		-(2.510)
製造業A（軽工業）ダミー		-0.036***		-0.099*		0.019
		-(3.140)		-(1.790)		(1.280)
製造業B（重工業）ダミー		0.013		0.007		0.007
		(1.520)		(0.210)		(0.490)
建設・不動産業ダミー		0.036***		0.048		0.066***
		(3.210)		(1.410)		(4.350)
運輸・倉庫業ダミー		-0.015		-0.267***		0.018
		-(1.050)		-(3.660)		(0.980)
通信・情報業ダミー		0.006		-0.048		0.024
		(0.330)		-(0.910)		(1.190)
年トレンド	0.006***	0.006***	-0.003	-0.003	-0.004***	-0.003***
	(7.040)	(6.900)	-(1.100)	-(1.210)	-(3.190)	-(3.070)
定数項	-1.482***	-1.499***	-2.447***	-2.420***	-1.564***	-1.596***
	-(38.500)	-(38.370)	-(13.530)	-(13.430)	-(26.670)	-(26.370)

4.3. 負債ファイナンスの決定要因 – 簡単な実証分析

- ✓ 総資産は正に有意。規模の大きな企業が債券を発行する傾向
- ✓ 内部留保は、タイ、マレーシアで有意でなく、インドネシアでは正に有意
  自己金融とは別種の資金需要？
- ✓ 年トレンドはタイで正に、インドネシアで負に有意
  タイでの社債残高の拡大トレンドを裏付ける結果。

債券比率（推定結果つづき）

	Tobit Model					
	タイ		マレーシア		インドネシア	
	1	2	3	4	5	6
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

◆ 解釈

- ✓ 債券ファイナンスは、資本集約型産業の設備投資需要というよりは、恒常的で大きな運転資金を必要とする産業・企業に、その長期資金性が需要されているのではないか。
- ✓ 建設・不動産業の積極的な起債傾向がそれに符合する。
- ✓ また、推定の対象ではないが、個人消費に関係する金融サービスもこの性格を持つ。

5．ディスカッション

5.1. 観察のまとめ－金融システムと国内資金循環

- ✓ 3ヶ国の金融システムに一定の共通傾向を見いだすことができた。
- ✓ 三重野(2015)の2010年代初頭までの観察と概ね一致
  ＝＞2020年代まで大きな変化はない

■ 銀行信用

- ➢ アジア金融危機以降、規模の回復は極めて緩やか
- ➢ 製造業部門への貸出からの後退と、消費・消費関連の金融部門への強い傾斜
- ➢ 商業銀行と工業化の中核的な生産部門との「乖離」はやや広がっている

■ 株式市場

- ➢ 一定程度の成長が見られる
- ➢ 資金調達の場として十分な包摂性を発揮していない可能性が残る

5．ディスカッション

5.1. 観察のまとめ－金融システムと国内資金循環

- 債券市場（社債）
  - 成長のレベルは国によって差がある
  - 発行体の産業セクターによる偏りが強く、銀行信用を包括的に代替しえるとは考えにくい
  - 長期性の資金需要、恒常的な運転資金への需要に対応して機能を果たしうる
- 企業の資金調達
  - いまだ自己金融への依存が大きく、外部金融への依存が低い
  - この傾向は、ここ15年でやや強まりつつある
  - 企業の設備投資に際しては、自己資金を越えて負債ファイナンスへの需要が発生しているようには見える

5．ディスカッション

5.2. 考察

- 不活発な外部金融と自己金融への依存。国内資金チャンネルの目詰まり？
- この状況は、収益率が相対的に低い海外投資への国内貯蓄の流出という形で、マクロの投資効率を阻害していることに繋がっているのではないか。
- 商業銀行部門の拡大と銀行信用の生産セクターからの後退の同時進行という謎
  - ASEAN商業銀行の業態の本質を精査する必要

5．ディスカッション

5.2. 考察

■ 金融システム設計における実物経済の発展経路、技術特性に対応する資金需要の視点からの議論の重要性

- 資金需要の側からの議論の重要性
  - ➢ASEAN経済の成長経路との関係
- 銀行信用と証券市場の代替性ではなく、補完性の視点の重要性
  - ➢外部性の存在

B: Asia's Economic Growth: Present and Future

A: Financial System Restructuring and Deepening

	B1 Traditional Growth Pattern	Dimension of Future Growth		
		B2 Infrastructure Development	Toward the Advanced Economic Structure	
			B3 Consumer Economies & Service Sector	B4 Upgrading in Industries & Environment -related Transform
A1: Bank Credit	Setback		●	?
A2: Bond Market		●	●	?
A3: Equities Market	Not fully inclusive ?			?

5．ディスカッション

5.3. アジア金融協力、ABMIへのコメント

➡アジア金融協力のフォーカスの拡張が有効ではないか

日経「経済教室」報告者寄稿記事　2018年9月21日

- 債券市場の実態が示す資金需要、長期資金需要の謎
- 銀行信用、債券市場、証券市場の補完性／外部性
- ABMIのもとで、後発ASEAN諸国への債券市場整備への技術協力が、証券市場、銀行システムの整備に大きく寄与してきた。
- 銀行システム設計の協調は難易度が高い。
- 証券市場における協力へのフォーカスが現実的か。

5．ディスカッション

5.3. アジア金融協力、ABMIへのコメント

2010年代以降の環境変化への対応

■ 通貨協力・政策協調から経済支援の競合・経済圏の競合への変化

- 中国との競争下における、後発ASEAN諸国への金融インフラ支援の重要性
- 通貨、決済システムの技術進化への対応

■ 新課題：グリーン・ファイナンス、災害保険協力

＝＞ABMIとして取り込むか、新機軸に拡大するべきなのか

ご静聴、ありがとうございました。