

MENA 諸国の金融システム研究 に関するサーベイ

齋藤 純

はじめに

- I MENA 地域における銀行分析
 - II MENA 地域における資本市場
- むすび

はじめに

企業情報の開示の程度が低く経営者と投資家間の情報の非対称性が大きいと予想される新興市場国企業は、資金調達を行う上で困難を抱えていると考えられ、有望な投資機会を持つ新興市場国企業にとって円滑な資金調達を行う手段を保有もしくは、整備することが重要であると考えられる。

MENA(中東・北アフリカ)地域は他の新興市場国と比較して、多様な資金調達手段を保有している。外資系銀行の導入に積極的な地域もあれば、イスラーム金融というイスラーム諸国特有の資金調達手段を活用している地域もある。また、資金力が豊富なファミリー・グループ^(注1)に属し内部市場からの資金調達を行っている企業も存在する。また、湾岸地域のように急速に拡大する資本市場を有し、国内企業にとっても有望な資金調達手段になっている。一般的に資金調達上の困難を抱えているMENA企業が、それらの金融システムを有効に活用して資金調達

をし、どのように経営パフォーマンスを高めていくかを分析することは、他の新興市場国へのそれらのシステムを適用できるかどうかを判断する上でも重要なテーマである。しかし、MENA 地域で営業活動する金融機関の行動についての分析は、データの不備などの困難もあり、近年ようやく分析が行われつつあるものの、依然として先行研究は少ない。また、一口にMENA 諸国と言っても国によってデータ入手の困難の度合いが異なり、MENA 地域全体を通じた比較分析はもちろん、各国の企業に関するミクロデータを用いた分析はほとんどないと言ってよい。

数少ない研究ではあるが、それらからMENA 諸国の金融システムに関する特徴が明らかになりつつある。一般的にMENA 諸国の金融システムは依然として未発達であり、さらなる整備が必要である。特に銀行市場については、大銀行により支配されており市場が競争的でないという特徴を持つ。しかし、実際には国ごとに銀行業や資本市場の業態も歴史も異なり、各国の状況を踏まえたシステムづくりが現在進められているところである。Creane et al.(2004)は、MENA 地域の金融部門の指標を集めたデータに基づいて、同じMENA 諸国の中でも金融の発展度が異なることを示している。GCC(湾岸協力会

議)諸国などでは、発達した銀行部門と規制・監視制度を持っているが、地域全体を通じてみると依然として法制度などの制度的な環境を補強し銀行部門の発展を推進する必要があるなど、MENA 地域の金融システムは、先進国と東アジアには遅れをとっていることを指標によって示している。同様に Hovaguimian (1994) のように、アラブ諸国の金融機関の多様性を指摘している分析がある。多くのアラブ諸国の金融市場は大商業銀行によって支配されているが、エジプト、モロッコ、ヨルダン、オマーン、カタール、チュニジアのように安全で安定した銀行システムを構築するために適切なブルーデンシャル規制を課している国もある。資本市場についても整備状況は同じアラブ諸国の中でも異なり、エジプト、モロッコ、チュニジア、ヨルダンのように海外投資家にも開かれた先進的な資本市場を持つ国もある。

本稿の目的は、MENA 地域の企業^(注2)・金融システムを分析するに当たって、企業を取り巻く資金調達環境についての先行研究を整理することである。以下では、第 I 節で銀行部門の分析を紹介し、第 II 節で資本市場について取り上げ、むすびで議論を整理する。

I MENA 地域における銀行分析

MENA 地域の金融機関^(注3)においては、近年民営化が推し進められているとはいえ、依然として国営部門のプレゼンスは大きい。一般的に、金融機関の民営化を進めることによって、経営コストが低下し企業収益が増加すると予想されるが、MENA 地域の金融機関を対象とした分析は依然として少なく、民営化の有効性について

はいまだ未解明である^(注4)。また、MENA 諸国における外資系銀行のパフォーマンスについては、多額のコストをかけて利潤を追求するという特徴が観察されている。近年成長を続けているイスラーム銀行の経営については効率的な経営を行っているとの報告もあるが、依然として詳細な分析が行われておらず、その指摘はコンセンサスを得られているものではない。

例えば、MENA 地域の金融機関の所有構造に注目し、それらが経営パフォーマンスに与えた影響を分析したものに Kobeissi (2004) がある。そこでは民間銀行の中でも特に外資系銀行のパフォーマンスが高く、続いて上場している銀行と MENA 地域からの外資系銀行はパフォーマンスが高く、政府系銀行は最もパフォーマンスが低かったことが実証されている。同様に金融機関の所有構造の違いによる利潤効率性^(注5)と費用効率性^(注6)を分析したものに Molyneux and Iqbal (2005) があるが、同書では外資系銀行は地場銀行と比較して、利潤効率的ではあるが費用非効率的であることが述べられている。つまり外資系銀行が地場銀行よりも利潤追求に重きを置いていることを示している。また、イスラーム銀行は一般的商業銀行と比較して費用効率的な経営を行っていることがわかった。さらに 1990 年代の金融自由化プログラムの効果が経営効率性の変化に現れていなかったことについては、アラブ銀行市場の集中度の高さや政府の介入などの影響を挙げ、それらの存在が自由化の効果を相殺してしまったとしている。

MENA 諸国の銀行部門については、一般的な商業銀行をはじめとして欧米系外資系銀行、周辺 MENA 諸国の外資系銀行、イスラーム金融機関、インフォーマルな地場金融機関など複数の

アクターが競争もしくは市場のすみ分けを行っている」と予想される。MENA 諸国で活動する事業者や個人などの資金需要者が資金調達面でのアクセスを獲得し経営活動を拡大していくためには、各資金需要者に見合った金融機関の存在が必要であり、特にMENA 諸国のような新興市場国にとっては、銀行部門の規模的拡大と多様化は今後も求められる。特に、世界的な金融自由化の潮流の中で新興市場国における外資系金融機関のプレゼンスは拡大しつつあり、MENA 諸国金融システムの中で在来型の金融機関と外資系金融機関との相互発展と相互作用については、今後もさらなる研究がなされなければならないと考える。同時に、MENA 諸国金融システムの大きな特徴であるイスラーム金融機関の成長も無視できない。資産規模は依然として大きいものではないが、近年の急速な拡大には目を見張るものがある。しかし、マイクロデータを用いてイスラーム金融機関の経営実態を分析した研究は十分とは言えず、イスラーム金融機関の安定的な成長可能性を探るためにもさらなる研究が必要である。新興市場国の経済成長によって銀行部門の発展・拡大は必要不可欠であり、MENA 諸国の持続的な経済成長を支える各種銀行部門の経営学、経済学面からのさらなる研究が求められる。

1. イスラーム銀行

近年、MENA 諸国の銀行市場の中でそのプレゼンスを増しているのがイスラーム銀行である。イスラーム金融サービス委員会 (IFSB : Islamic Financial Services Board) などの推計によれば、全世界のイスラーム金融資産は7000億~1兆ドルに上り、全金融資産の1%前後を占め、年

率15%程度で成長を続けている。特にMENA 諸国内では、豊富なオイルマネーの運用先としてイスラーム金融の重要性が高まっており、今後もそのプレゼンスを拡大していくことが予想される。

しかし、主にムスリムが投資活動を行い資金運用をする際に必要不可欠な金融アクターであるにもかかわらず、現代イスラーム金融機関の経営実態については公開されたデータの不備などが要因となり、これまで十分な研究がなされてきたとは言えない。金融自由化が進められているMENA 諸国の金融システムの中で、今後一般的商業銀行や外資系銀行との競合は必至である。既存のイスラーム金融商品を国際基準に対応させて他の金融機関に対抗する市場競争力を獲得していくのか、もしくは顧客をムスリムに絞った専門性の高い金融機関を目指し差別化を志向していくのか指針を見極めるためにも、イスラーム金融機関の経営実態、そして彼らの提供する金融商品についての経営学的・経済学的側面からの分析を行い、イスラーム金融機関の長期的な成長可能性と経営の効率化のための方策を探る必要がある。近年ようやくイスラーム銀行と一般的商業銀行のパフォーマンスを比較して前者の優位性を指摘する研究も発表されるようになったが、その経営手法や現状の金融市場における存在意義についてはさらなる分析が必要であろう。以下では、近年のいくつかのイスラーム金融機関に関する実証研究により得られたイスラーム金融機関経営の特徴をまとめる。

まず、イスラーム銀行が一定の利潤を確保するために、短期の資金による投資プロジェクトを選択するという特徴が指摘されている。イス

ラーム銀行は短期の貸出と非金利収益といった限られた手段により収益を上げているために、一般的商業銀行との競争は不利である。今後競争的な銀行市場で一般的商業銀行と競争していくためには、イスラーム特有の金融契約のさらなる開発が必要であろう。イスラーム銀行の存在意義はMoore(1990)で示されており、効率的な市場を仮定すれば、イスラーム銀行は相対的にリスクを分散できないために、一般的商業銀行よりも高いコストで資金を提供しなければならないが、一般的商業銀行との間で顧客・運用先のすみ分けが可能な限りは現実的な資金調達手段として有効である^(注7)。

イスラーム諸国21カ国(アジア・中東・アフリカを含む)の銀行レベルのデータを用いて、イスラーム銀行の収益性の決定要因について分析したHassan and Bashir(2005)は、イスラーム銀行は主に短期貸出、非金利収益により収益を得ているが、競争圧力が高まると短期貸出による収益にダメージを与えることを示した。またイスラーム銀行は資金運用先も限られており、Bashir(1983)が指摘したように、参加型金融であるイスラーム銀行は多様性の少ないポートフォリオを選択する傾向があることがわかった。結果的に、一般的商業銀行と比較して、金融資源の最適な配分を行うことが困難であることは、Saaid(2005)の、スーダンのイスラーム銀行を対象とした経営の効率性に関する分析でも報告されており、分配面でも技術面でも非効率な経営を行っていることが指摘されている。

イスラーム銀行の貸出政策の特徴についてはAggarwal and Yousef(2000)が適切にまとめていて、イスラーム銀行はマークアップ原理に基づいて短期融資を行い、低コストの投資プロジ

ェクトを優先的に選択する傾向がある。一方で、借入企業はイスラーム銀行からの融資を得る際に、両者間の情報の非対称性を緩和するために、イスラーム銀行に対して自社の投資プロジェクトの優越性を表明する(シグナリング)必要があることを示した。イスラーム金融機関の資金調達と資金運用についての制限と結果生じる経営資源の非効率的使用が指摘される一方で、イスラーム金融契約について具体的な改良案を提示するものもある。Kazarian(1993)は、ムダーラバ契約の非効率性の問題点を解決するために、担保を確保することと収益の大きさに依存して銀行と企業家間で収益の分配率を決定することが必要であるとしている。

以上の先行研究の分析結果から、現代におけるイスラーム金融機関は、一般的商業銀行と比較して資金調達手段と資金運用先に制限があるため、結果的に高いコストでの資金調達を行い、限られた金融資源を相対的にはあるが必ずしも効率的に運用できていないことが、イスラーム金融機関の特徴として浮かび上がってくる。今後、もしMENA国内で豊富な資産を保有する一般的商業銀行や、国際的市場を背景として効率的に資金調達と資金運用が可能な外資系銀行と同一の市場で競合していくのであれば、既存のイスラーム金融商品の「国際化」や「世俗化」が必要であり、イスラーム金融機関のさらなる進化が求められるだろう。

2. 一般的商業銀行

MENA 諸国の銀行部門において中心的な位置を占めているのは、一般的商業銀行^(注8)である。資本市場が未発達な新興市場国においては、商業銀行は企業の主要な資金調達手段の一つとな

る。新興市場国の企業部門が安定的に発展していくためには、安定的な長期的資金の調達が必要であり、商業銀行がその受け皿になることによって実物部門と金融部門とが相互に影響しあいながら経営規模を拡大していくと予想される。しかし国際的な金融自由化の中で、新興市場国における一般的商業銀行を取り巻く環境は決して安寧ではない。

MENA 諸国の競争的な環境で経営を行っている一般的商業銀行の経営効率に関する実証研究もいくつか行われている。世界的に活動している外資系銀行と競合する市場で、MENA 諸国の国内銀行が対等に競争していくためには、一般的商業銀行経営のさらなる効率化と経営規模の拡大が必要である。MENA 諸国政府としては銀行部門の市場競争を促進するための経済改革や金融改革によって、一般的商業銀行の経営の効率化を推進させ、欧米系の外資系銀行と同様に費用効率的・利潤効率的な経営を行うことが求められる。実証研究によれば、MENA 諸国の中でもエジプト、レバノン、バハレーン、クウェートなどの金融先進国で行われてきた銀行部門に対する自由化政策が効果を上げており、経営効率性の面でも概ね評価できる経営を行っていることがわかった。しかし、その一方で国内商業銀行に対する過保護的な規制については、改革を要する。以下では、MENA 諸国で行われてきた金融部門に対する自由化や制度構築が国内の商業銀行の経営の効率化にどのような影響を与えたかを概観する。

比較的競争的な環境下で銀行経営を行っていると言われるエジプトとレバノンの商業銀行を対象とした Hakim and Neaime (2005) では、より効率的な金融システムに向けて銀行部門の自

由化を行った 1990 年代を分析対象とし、リスク・マネージメントの強さと銀行規制の強さによって、収益性に正の効果を与えていると指摘し、1990 年代の銀行部門改革について一定の評価を与えている。ヨルダン、エジプト、サウジアラビア、バハレーンの銀行の財務データを用いて経営効率性を計測している分析として Al-Jarrah and Molyneux (2005) があり、そこではバハレーンが最も効率的な経営を行っているのに対して、ヨルダンの経営効率性が最も低いことが述べられている。また、4 カ国で行われた自由化を主軸とする金融改革が銀行部門の経営効率性に対して顕著な効果を与えたことが示されている。しかし、さらなる利潤増進のためには規制撤廃などの改革を追加的に行う必要がある。クウェートの銀行については、Saad and Moussawi (2006) があり、1999 ~ 2004 年のクウェート商業銀行について改革開始後、生産性が改善されていることと効率性指標と金融のパフォーマンスに有意な相関があることを示している。クウェート銀行市場に存在する経営非効率性は、高度に保護された銀行市場と中央集権的な監視システムが原因であるとしている。

以上から、MENA 諸国の中でも先進的もしくは競争的な銀行システムを持つエジプト、レバノン、バハレーン、クウェートなどで行われた銀行システムの整備や規制の整備などが銀行経営の効率化に一定の改善を促したが、保護的な過度の銀行規制はむしろ地場商業銀行の育成に箍をはめることになることが判断される。金融システムが未整備な他の MENA 諸国についても、まず国内商業銀行が健全に競争できる環境づくりがなによりも必要であり、さらなる銀行改革や金融システム改革がなされなければなら

ない。

3. 外資系銀行

新興市場国における外資系銀行のプレゼンスは年々拡大しており、今後MENA諸国が積極的に外資の導入を進めた場合、当該地域の金融システムに与える影響はさらに大きくなると予想される。外資系銀行にとって規制の多い新興市場金融システムにおいて、彼らが地場の金融機関との間で競合関係もしくはすみ分けなど、どのような関係を築き、今後活動していくかは新興市場国の銀行部門の発展にとっても無視できない。特にMENA諸国は新興市場国の中でも銀行市場も小さく、産業部門も限られるため投資機会の多様性に乏しい。MENA諸国の産業育成と市場拡大のためにも外資系企業と外資系銀行の誘致は有効であると考えられる。しかしその重要性にもかかわらず、MENA諸国はもちろん新興市場国における外資系銀行の経営に関する分析は必ずしも多くは行われてはいない。

そのなかでもMENA諸国の外資系銀行^(注9)の活動に注目し、地場商業銀行との経営効率性を比較分析した研究もあり、外資系銀行の持つ費用非効率な構造が明らかになっている。例えば、UAE(アラブ首長国連邦)の地場商業銀行16行と外資系銀行21行を分析対象として、銀行の費用効率性を分析し、費用効率性とリスクとの関係を分析したRao(2005)がある。分析の結果、UAEの銀行には10~25%の非効率性が存在することがわかった。また、低い流動性と低い資本化リスクは高いROE(株主資本利益率)と有意に関係があり、銀行の費用効率性を改善することがわかっている。さらに、外資系銀行は地場商業銀行に比べてかなり費用非効率的であっ

た。

先のKobeissi(2004)における外資系銀行についてのインプリケーションと総合して判断すると、MENA諸国における外資系銀行は豊富な資金力を持っているために、多額のコストをかけて大規模な設備投資・人的投資を行い、利潤指向型の銀行経営を行っている予想される。今後、MENA諸国政府がさらに対外金融自由化を進めて外資系銀行を引き入れることをもくろむとすれば、外資系銀行の参入が当該国金融部門や産業部門に与える影響や、当該国での外資系銀行のプレゼンスに関する現状分析が必要であり、この分野での新たな研究の発表が待たれる。

II MENA 地域における資本市場

グローバル化の急速な進展と資本・労働の移動の自由化、貿易の拡大に伴い、発展途上国が経済発展を遂げる上で地理的条件や天然資源を持つことによる優位性は薄れてきつつある。むしろ、国内投資環境の質、労働力のスキル、国内企業の生産能力、グローバル市場における投資機会に迅速に対応する能力が必要になっている。MENA諸国についても、さらなる経済発展と貿易の拡大のために、グローバル化に対応した投資環境づくりがいつそう必要になってくる。しかし、MENA諸国のグローバル・マーケットにおけるプレゼンスは現在のところ必ずしも大きくない。

Azzam(1997)によれば、1996年のエマージングマーケット全体の民間金融資本流入のうち、アラブ諸国は1.9%を占めるにすぎない。アラブの資本市場^(注10)の時価総額は、他の発展途上

国がGDP比60%なのに対して33%にすぎない(1996年)。また、投資家についても米国が成人人口の37%を占めるのに対して、アラブ諸国では5%以下となっている。また、アラブ諸国の中でも外国人投資家に対しては閉鎖的でありながらも比較的大きな規模を持つサウジアラビアの資本市場についてはAlajlan(2004)の分析がある。サウジアラビアにおける資本市場の問題点と上場企業の家族と国家による高い所有比率(30%)が示された。サウジ資本市場のさらなる発展に必要なものは、さらなる透明性、より良い法的枠組み、企業統治規約の整備、さらなる規制であるとしている。

MENA諸国の資本市場は新興市場国の中でも依然として成長過程にある。資本市場の発展のためには豊富な一般投資家の存在とさらなる制度構築が必要である。人口が希少なMENA地域においては地域内の投資家に限らず、海外投資家をさらに呼び込む必要がある。その一方で小規模な株式市場が安定的に拡大するためには、対外開放と資本規制のバランスに配慮しながら国際市場への参加を推進すべきである。

1. 株価の決定要因

新興市場国企業^(注11)が限られた投資機会に対応して、安定的な長期資金を調達するためには整備された株式市場の存在と株価の安定的な推移が望ましい。当該国資本市場の株価が対外要因によって過度に影響され不安定になることは、新興市場国企業の安定的な成長ひいては新興市場国の持続可能な経済成長にとって望ましくない。特に、MENA諸国は依然として不安定で複雑な金融システムを持っている。一般的にMENA諸国の上場企業の規模が大きく、一般投

資家の数が少ないため少数株主による大規模所有が支配的である。企業にとって株式市場の代替的な資金調達手段となる銀行部門も一部でイスラーム金融という他の新興市場国では見られない資金調達手段が存在し、短期で低リスクの貸出しを行うことができないなど、資金調達手段としての問題を抱えている。

MENA諸国の株式市場が国内企業にとって有望な資金調達先になるためには、株価が安定的でかつ市場に与えられた情報によって適切に決定され、MENA諸国の株式市場が適当な資金調達手段となり得ることが必要とされている。イスラーム諸国では、宗教上の理由で多様な金融規制が課せられているが、そのなかでもイランの株式市場は拡大を続けている。Eslamloueyan(2005)では金利が禁止されており、ほとんどの銀行が国営化されているような状況下で、株式市場がどのような働きをしているかをイランの株式市場のデータを用いて分析している。時系列分析により、イランの資本移動と金利に対する規制が適切に働き、たとえ国内・国際金利の差が大きくなっても安定的な株価を維持することができるとしている。

また、アラブ諸国の中でも外国人投資家による投資が認められ、開放的な資本市場として評価している研究も報告されている。Appiah-Kusi and Menyah(2003)はアフリカの11の資本市場の弱度の効率性をテストし、株価が新しい情報に対してどれだけ感応的かを計測している。彼らの分析によればアフリカのほとんどの資本市場では、未整備な金融インフラを持っているために弱度の効率性は低いが、エジプトとモロッコの市場については弱度の効率性が高いことが示されている。

以上から、MENA 諸国の株式市場が比較的小規模で国内の資金需要がそれほど大きくない段階であれば、株式市場の安定性は優先課題であるが、将来、MENA 諸国企業の多様な資金調達ニーズに対応し、企業の成長にともなう大規模な資金需要を埋め合わせていくためには、MENA 諸国の株式市場はその規模の拡大と同時に、海外からの投資を呼び込むための対外開放が必要だろう。

2. 国際市場との連動性

Azzam(1997)によれば、GDPに占める民間投資の比率を見ても発展途上国全体で25%、アジアで31%であるのに対してMENA 諸国の投資率は22%(1996年)と低い水準にとどまっている。グローバル化する金融市場の中において、MENA 諸国の金融市場がさらなる投資資金を呼び込み、天然資源関連などの限られた分野にとどまらず広範な分野に対する設備投資を進めるためには、金融の自由化をさらに進めていかなければならないだろう。当然のことではあるが、金融自由化の程度はMENA 諸国の中でも均一ではない。クウェート、トルコなどでは、金融自由化が積極的に行われており、効率的な株式市場の下で国際市場との連動性が確認されているが、その他GCC 諸国ではさらなる金融自由化が必要であり、株式市場が国際化されていないとの見解が得られている。

MENA 株式市場の性質と特徴を金融自由化と国際統合されているかどうかという観点から分析したNeaime(2005)によれば、GCC 諸国の株式市場は依然として国際化が進んでおらず、海外投資家に対して閉鎖的であることがわかった。一方で、トルコ、エジプト、モロッコ、ヨ

ルダンなどの株式市場は国際化が進んでおり、世界の金融市場にある程度統合されているとの検証結果が得られた。Neaimeによって国際市場と相対的に統合されていないとの指摘をされているGCC 諸国の株式市場について、Hammoudeh and Choi(2006)は、GCC 市場の株価と石油価格、国際市場の株価指数、および米国財務省短期証券レートとの相関関係を分析している。分析によれば、米国市場の株価指数と石油価格は、GCC 市場の株価指数と短期的には相関関係がないとしている。

以上から、MENA 諸国の株式市場の規模拡大については、当該地域の有望な投資機会を持つ企業の資金需要に対応するために、株式市場のさらなる対外開放は必要であろう。しかし、MENA 諸国に限らず新興市場国の金融システムは脆弱である。株式市場の成長と国内産業の育成に合わせ段階的な自由化が適切であろう。

むすび

MENA 諸国には、国により差異はあるものの、収益を堅実に上げ急速に拡大を続けているイスラーム銀行、利潤指向的な経営を行っている外資系銀行、熾烈な競争環境の中で効率的な経営を行っている地場商業銀行、整備されつつある資本市場など、多様な資金調達手段が存在している国々もある。特にクウェート、トルコなどでは、近年の金融自由化の流れの中で金融システムの制度構築や対外開放を積極的に推し進めて、国際的な競争環境にも対応できる環境づくりを行っている。したがって、同じMENA 諸国においても企業の資金調達源は国によってさまざまであり、MENA 諸国の金融システムについ

て一律に論じることは困難であるが、以下では、本論文で明らかになったいくつかの知見について整理したいと考える。

MENA 諸国の銀行部門においては、民営化プログラムの進展により旧国営銀行の経営パフォーマンスが改善されたことからプログラムの成果について一定の評価は下すことができるかもしれない。外資系銀行については、豊富な資金を背景にして多額のコストをかけて設備投資・人的投資を行い、利潤志向型の経営を行っているという特徴が観察された。近年急成長をしているイスラーム銀行の経営については、一般的商業銀行に比べて収益を上げるための手段が限られているために、非効率的な経営を行わざるを得ず、一般的商業銀行との競争は依然として不利であることがわかった。一方で、競争的な環境で経営を行っている一般的商業銀行については、相対的に効率的な経営を行っているとの評価を得ている。

MENA 諸国の株式市場については一般的には、依然として市場規模が小規模であり、一般投資家も少ないが、株価が安定的に推移しかつ市場に与えられた情報によって適切に決定されているなどの共通の特徴も見られる。しかし、金融自由化が積極的に行われており、効率的な株式市場の下で国際市場との連動性が確認されているクウェート、トルコなどや、非効率的な株式市場の下で市場が国際化されていないその他GCC諸国など、MENA 諸国の中でも株式市場の発展状況には大きな差がある。

MENA 諸国の金融システムについては、他の新興市場国と比較して金融自由化プログラムも進んでおり、当該国企業の資金調達手段は多様であると考えられる。しかし、比較的整備され

ているとされるクウェート、トルコなどの先進MENA 諸国ですら海外からの資本流入は、東南アジアなどに比較すると限定的なものになっている。他地域の先進国・発展途上国からのさらなる資金を呼び込むために、宗教的・文化的な伝統的システムと国際的なスタンダードを調和させつつ、金融システムを構築していくことが各国政府にとって急務である。さらなる制度構築・金融自由化が求められよう。

MENA 諸国に限らず、新興市場国の経済成長のためには企業部門の成長と同時に、彼らに対して適切な資金仲介を行う各種金融機関の成長が必要不可欠である。健全な経営を行う金融機関が成長することで資金仲介能力が育成され、限られた金融資源を優良企業に融通することができる。安定的な企業部門の質的・規模的成長のためには、金融システムの規模的拡大のみならず、安定的な経営を行う金融機関の存在が必要不可欠である。

特に、MENA 諸国の企業部門は、地場商業銀行をはじめとして外資系金融機関、財閥系金融機関、イスラーム金融機関、インフォーマルな金融機関、拡大しつつある資本市場など他の新興市場国と比較しても多様な資金調達先を有している。しかし、MENA 金融システムは依然として発展過程にあり、世界的に見ても市場規模も必ずしも大きくない。また、銀行市場は集中的な市場構造を持ち競争的な環境に置かれておらず、依然として効率的な経営を行うことが困難であることが予想される。むしろ、MENA 諸国内で依然として巨大な資産規模を誇る国営商業銀行や、高収益の金融商品を扱い全世界に巨大な支店網を持つ欧米系金融機関が当該諸国内で活動している一方で、一般的に非効率的な経

営を行っているイスラーム金融機関や小規模ながらも地場で保守的な経営を行う民間商業銀行が生き残っているという事実から、国営商業銀行や欧米系商業銀行とのすみ分けが行われていることが予想される。

MENA 諸国の金融部門の育成のために、当該地域もしくは各国経済に適した金融システムの構造はどのようなものなのか、各国の産業特性に最適の資金調達手段とは何なのか、詳細な分析が必要であろう。にもかかわらず、数少ない先行研究を見る限りにおいては、それらの各金融機関の資本構成や経営パフォーマンスなどの経営実態や、競争関係や相互関係、顧客層の相違などについて十分に明らかになっているとは言いがたい。MENA 諸国企業部門の安定的な成長と当該地域の経済発展のためには、それらを支える金融システム全体の分析と各種金融機関の経営分析が必要である。今後、当該地域におけるさらなる金融システム整備を含めた最適な制度構築をしていくためには、MENA 地域の企業や金融機関についてのマイクロデータを整備し、各アクターの経営実態と相互関係についての研究が積み重ねられていくことが必要であると考える。

(注 1) 多くのMENA 諸国で国家系、民間系含めて多くのファミリー・グループが活動しているが、その経営については依然として不明な点が多いが、Smith (1980) のようにファミリー・グループ企業の経営の特徴についての記述的な分析を行っているものは存在する。Smith ではGCC 諸国とモロッコで活動している民間ファミリー・グループについて、創業者、発展の過程、展開している事業について記述的に紹介している。対象地域の多くの民間ファミリー・グループの特徴として、後継者を海外の大学に留学させ

人材育成に熱心であること、多数の外国人専門家を採用し営業に当たらせていること、商業銀行からの借入に依存しない体質を持っていること、などが指摘されている。

(注 2) MENA 諸国の持続的な経済発展のためには、金融部門と企業部門の発達が相互に連携しながらバランスのとれた発展をすることが必要である。中東企業を対象とした研究は必要性がありながらも依然としてあまり行われていない。数少ない研究の例として、Fattah (1979) は記述統計による分析により、他の産油途上国と比較してもGDPに占める製造業の比率は低いこと、食料品関連がシェアを伸ばしていること、化学製品部門のシェアが小さいこと、機械製造業が盛んではないこと、を示している。また、エジプト企業を分析対象としたものにMead (1982) がある。Mead (1982) によればエジプトの中小企業は半熟練工が25%で非熟練工はいないこと、大企業では60~70%が半・非熟練工によって占められているなど労働力が均質ではないことなどから、統計的分析が困難なことを指摘している。さらに武藤(1998) は、全公共部門と民間大企業がエジプトの製造業生産に占める比率は7割で、残りの3割が零細企業の生産によるものであるとの指摘をしている。また、エジプトの製造業が抱えている問題として、公的経営による非効率というよりは、経済が常に政治、軍事の犠牲になり、十分な投資(資源配分)を受けられなかったことにあるとの推察を行っている。さらに記述的な内容であるが、サウジアラビアの民間企業の歴史的発展を記述したものに武藤(1996) がある。

(注 3) 地理的には中東に属するが経済的に周辺のアラブ諸国とは大きな相違を有するイスラエルの研究の取り扱いには注意が必要であろう。イスラエルの金融システムについての研究も少数ではありながらも行われている。例えば、Barnea et al.(1999) は、イスラエルの銀行の計量経済的モデルの提示を行っている。

(注 4) 所有構造の違いによるMENA 諸国の金融機関の経営分析を行ったものは数少ないが、MENA 諸国企業の所有構造に注目した研究はいくつか行われている。中東諸国の民営化企業を分析対象とした研究の結果からは、民営化の効果は必ずしも明確に現れていないという結果が得られている。エジプト企業を対象として、新規民営化企業と国営企業のパーフォー

マンズの相違を比較分析したものにOmran(2004)がある。民営化は企業パフォーマンスを改善するが、競争効果・デモンストレーション効果・先取り効果を通じて国営企業にspillover効果をもたらす。すなわち競争的な環境では、所有構造は関係なく同様のパフォーマンスを生むとの結果が得られている。また、トルコのセメント産業を対象としたMuslumov(2005)では、民営化前後の企業パフォーマンスの変化を分析し、民営化後、有意に低下しているという結果が得られている。その他、Levy(1981)のようにイラク企業の国営企業と民間企業間の経営効率性の違いを分析したものがあり、民間企業は国営企業よりも技術効率性が低いという結果が得られている。一方で、国営企業の分配効率性は民間企業よりも低いという結果が得られている。

(注5) 二つの銀行があった場合、同じ利潤曲線を持ち、同じ生産要素の投入量と生産物価格を与えられているにもかかわらず、より高い利潤を上げた銀行が利潤効率的であるという。

(注6) 同じ費用曲線を持つ二つの銀行が、同じ生産要素の投入量で同量の生産物を生産している場合に、より低い費用で生産した銀行が費用効率的ということになる。

(注7) イスラーム金融を記述的に解説した文献もいくつか存在する。長岡(2006)は、イスラーム金融に関する詳細なサーベイ調査を行っている。福田(2006)は、イスラーム金融に関する研究状況について俯瞰し、その上で、イスラーム銀行の設立・拡大によって既存の金融システムとの間でどのような問題が起きたかという点についてサウジアラビアを例として検討、また、銀行自体が抱える問題として、ムラーバハ金融の拡大など「高利回り」の問題について検討している。さらに銀行市場全体の中でのイスラーム銀行の活動についてはHenry(2004)があり、ヨルダン、クウェート、トルコではイスラミック銀行が活躍するための環境整備が比較的進んでいるとはいえ、政府からの補助と特権がなければ伝統的銀行との競争は厳しいとしている。

(注8) イスラーム諸国ではないがイスラエルの商業銀行の費用関数を推計し、規模経済性の存在を分析しているElias et al.(1999)などの研究もある。主に小規模行で規模経済性が観察されたこと、二つの分析手法で経営効率をランクづけすると、正の相関が見

られたことを報告している。

(注9) サウジアラビアとクウェートの外資系銀行に注目し記述的な分析を行ったものに清水(1991)がある。サウジアラビアでは1989年末時点で商業銀行が12行存在し、ほとんどが外国銀行との合併である。外資系商業銀行の役割が大きいかを指摘している。また、クウェートについては商業銀行6行が存在するが、クウェート国民銀行(NBK: National Bank of Kuwait)が国内の半分近い預金を吸収している。

(注10) 邦語の文献でも、清水(1991)のように、湾岸諸国の株式市場に関する記述的な概説を行っているものがある。湾岸において最初に株式市場を発展させたのはクウェートであり、株式の発行市場だけでなく流通市場も比較的早く発達してきた。数少ない銘柄に対して多額の投資資金が流入しており、株式市場の暴落を避けるために政府が何度か介入して市場コントロールを行ってきたことを指摘している。サウジアラビアやバハレーンは株式市場の育成について消極的であることも指摘している。また、エジプト、ヨルダン、モロッコ、チュニジアにおける生命保険などの契約貯蓄と機関投資家の発展と、資本市場の発展との関係を観察したものにGraiss and Vittas(2005)がある。記述統計の結果から、契約貯蓄と機関投資家は資本市場と債券市場の発展にとって必要でも十分でもなかったことが得られている。

(注11) MENA諸国の上場企業の財務データの入手は困難であり、彼らの設備投資行動を対象とした分析は数多くは行われていない。その中でもBolbol and Omran(2005)は、アラブ諸国企業の経営者は設備投資をする際に一般投資家よりも多くの情報を持っているという仮説が支持された。また、設備投資の決定要因として売上高と負債の成長が検出された。アフリカ諸国市場の資本コストを計測したCollins and Abrahamson(2006)によれば、エジプトとモロッコも資本コストが相対的に低かった。また、1990年半ばから2002年にかけてモロッコを除くすべての市場の資本コストが低下したことがわかった。このことから、アフリカ市場でリスク・プレミアムが全体的に低下したことが示唆された。

【文献リスト】

日本語文献

- 清水学 1991. 「アラブ湾岸経済と金融市場の発展」清水学(編)『現代中東の構造変動』研究双書 No.411 アジア経済研究所.
- 長岡慎介 2006. 「現代イスラーム金融研究のための分析枠組み 理論と実践の学際的総合をめざして」『アジア・アフリカ地域研究』5(2): 224-252.
- 日本貿易振興会 海外経済情報センター編 1980. 「アラブの財閥」(日本貿易振興会訳).
- 福田安志 2006. 「イスラーム銀行の発展と銀行をめぐる問題 既存の体制と矛盾と高利回りへの志向」『イスラーム世界』66: 74-96.
- 武藤幸治 1996. 「サウジアラビアにおける民間企業の発展」福田安志(編)『GCC諸国の石油と経済開発 石油経済の変化のなかで』研究双書 No.465 アジア経済研究所.
1998. 「市場経済移行下のエジプト製造業」『現代の中東』第25号: 49-62.

英語文献

- Aggarwal, Rajesh K. and Tarik Yousef 2000. "Islamic Banks and Investment Financing." *Journal of Money, Credit and Banking* 32(1): 93-120.
- Al-Jarrah, Idries and Philip Molyneux 2005. "Efficiency in Arabian Banking." In *Islamic Perspectives on Wealth Creation*. eds. Munawar Iqbal and Rodney Wilson, 97-117. Edinburgh University Press.
- Alajlan, Waleed 2004. "OWNERSHIP PATTERNS AND THE SAUDI MARKET." *Advances in Financial Economics* 9: 161-186.
- Appiah-Kusi, Joe and Kojo Menyah 2003. "Return predictability in African stock markets." *Review of Financial Economics* 12(3): 247-270.
- Azzam, Henry T. 1997. "The Emerging Arab Capital Markets: Investment Opportunities in Relatively Underplayed Markets." Kegan Paul International.
- Barnea, Ami, Yoram Landskroner, Jacob Proush and David Ruthenberg 1999. "An Econometric Model of Israel's Banking System." *Bank of Israel Banking Review* 7: 31-60.
- Bashir, B. A. 1983. "Portfolio management of Islamic banks: 'Certainty model'." *Journal of Banking & Finance* 7(3): 339-354.
- Bolbol, Ali A. and Mohammad M. Omran 2005. "Investment and the stock market: evidence from Arab firm-level panel data." *Emerging Markets Review* 6(1): 85-106.
- Collins, Daryl and Mark Abrahamson 2006. "Measuring the cost of equity in African financial markets." *Emerging Markets Review* 7(1): 67-81.
- Creane, Susan, Rishi Goyal, Mobarak A. Mushfiq and Randa Sab 2004. "Financial Sector Development in the Middle East and North Africa." *IMF Working Paper*.
- Elias, Ricky, Rudi Mintzer and David Ruthenberg 1999. "Liner Programming and Econometric Methods for Bank Efficiency Evaluation: An Empirical Comparison Based on A Panel of Israel Banks." *Bank of Israel Banking Review* 7: 1-29.
- Eslamloueyan, Karim 2005. "Stock Market Operation and Equity Price Determination in an Economic with an Interest-Free Banking System: The Case of Iran." In *Islamic Perspectives on Wealth Creation*, eds. Munawar Iqbal and Rodney Wilson, 205-216. Edinburgh University Press.
- Fattah, Zeki 1979. "Development and structural change in the Iraqi economy and manufacturing industry: 1960-1970." *World Development* 7(8-9): 813-823.
- Grais, Wafik and Dimitri Vittas 2005. "Institutional Investors, Contractual Savings and Capital Market Development in Egypt, Jordan, Morocco and Tunisia." *Research in Middle East Economics* 6: 43-65.
- Hakim, Sam and Simon Neaime 2005. "Profitability and Risk Management in Banking: A Comparative Analysis of Egypt and Lebanon." *Research in Middle East Economics* 6: 117-131.
- Hammoudeh, Shawkat and Kyongwook Choi 2006. "Behavior of GCC stock markets and impacts of US oil and financial markets." *Research in International Business and Finance* 20(1): 22-44.
- Hassan, M. Kabir and Abdel-Hameed M. Bashir 2005.

- “Determinants of Islamic Banking Profitability.” In *Islamic Perspectives on Wealth Creation*. ed. Munawar Iqbal and Rodney Wilson, 1118-1141. Edinburgh University Press.
- Henry, Clement M. 2004. “Financial Performances of Islamic versus Conventional Banks.” In *The Politics of Islamic Finance*. eds. Clement M. Henry and Rodney Wilson. Edinburgh University Press.
- Hovaguimian, Andre 1994. “The Role of Financial Institutions in Facilitating Investment and Capital Flows.” In *Financial Policies and Capital Markets in Arab Countries*. ed. Said El-Naggar, 29-53. International Monetary Fund.
- Kazarian, Elias G. 1993. “Islamic versus Traditional Banking : Financial Innovation in Egypt.” Boulder : Westview Press.
- Kobeissi, Nada 2004. “Ownership Structure and Bank Performance : Evidence from the Middle East and North Africa.” *Economic Research Forum Working Paper*.
- Levy, Victor 1981. “On estimating efficiency differentials between the public and private sectors in a developing economy-Iraq.” *Journal of Comparative Economics* 5 (3) 235-250.
- Mead, Donald C. 1982. “Small Industries in Egypt : An Exploration of the Economics of Small Furniture Producers.” *International Journal Middle East Study* 14 : 159-171.
- Molyneux, Philip and Munawar Iqbal 2005. “Banking and Financial Systems in the Arab World.” Palgrave Macmillan.
- Moore, Clement Henry 1990. “Islamic Banks and Competitive Politics in the Arab World and Turkey.” *Middle East Journal* 44 (2) 237-255.
- Muslumov, Alovzat 2005. “The Financial and Operating Performance of Privatized Companies in the Turkish Cement Industry.” *METU Studies in Development* 32 : 59-101.
- Neaime, Simon 2005. “Portfolio Diversification and Financial Integration of MENA Stock Markets.” *Research in Middle East Economics* 6 : 3-20.
- Omran, Mohammed 2004. “The Performance of State-Owned Enterprises and Newly Privatized Firms : Does Privatization Really Matter?” *World Development* 32 (6) 1019-1041.
- Rao, Ananth 2005. “Cost frontier efficiency and risk-return analysis in an emerging market.” *International Review of Financial Analysis* 14 (3) : 283-303.
- Saad, Wadad and Chawki EL Moussawi 2006. “Efficiency Analysis of the Banking Sector in Kuwait.” *Journal of Development and Economic Policies* 8 (2) 39-65.
- Saa'id, Abd Elrhman Elzahi 2005. “Allocative and Technical Inefficiency in Sudanese Islamic Banks : An Empirical Investigation.” In *Islamic Perspectives on Wealth Creation*. eds. Munawar Iqbal and Rodney Wilson, 142-152. Edinburgh University Press.

(さいとう じゅん / 地域研究センター)