

第5章

CLMV諸国における工業化・経済成長と銀行部門

久保 公二

はじめに

金融部門の発展が資源配分の改善を通して工業化・経済成長に貢献するというダイナミズムは、理論分析と実証分析の双方で研究蓄積が進み、コンセンサスとなりつつある⁽¹⁾。例えば、タイでは1970年からの30年間で実質GDPでみて年率平均6.5%の経済成長を遂げたが、この間に金融発展の指標のひとつである銀行の民間向け貸出残高のGDP比率も18%から108%へ上昇しており、金融部門の発展が経済成長の背景のひとつであったと考えられる。はたしてCLMV（カンボジア、ラオス、ミャンマー、ベトナム）諸国も、こうした成長パターンに沿って工業化と経済成長を遂げられるのだろうか。CLMV諸国の現状からは金融発展というとやや突飛な印象が否めないが、本章ではこの問題を次の2つの視角から検討してみる。ひとつは、金融発展から工業化・経済成長へというダイナミズムがCLMV諸国で機能していないとすれば、その原因は何か。もうひとつは、そもそもCLMV諸国において金融部門を発展させる条件は何なのかという視角である。

本章では、上記の2つの視角から既存研究をレビューした後、CLMV諸国の現状を検討していく。この作業には2つの狙いがある。ひとつは、金融発展に関する既存研究のレビューを通してCLMV諸国の金融発展を妨げうる要素を明らかにすることである。もうひとつは、CLMV諸国のケーススタディーに

よって金融発展パラダイムの批判的再検討をすることにある。具体的には、クロスセクション・データによる金融発展の諸条件についての実証分析では見落とされがちな各国の金融部門をめぐる環境に焦点を当て、実証分析上の課題を指摘していく。

なお、「金融部門」には、一般に、銀行などの金融仲介機関による間接金融と株式・債券による直接金融があるが、本章の分析対象とするCLMV諸国のような低開発国では銀行部門が金融市場の中核を占めていることから、銀行部門だけに議論を限定する。「金融部門」という場合、とくにことわりのない限り銀行部門を指すものとする。

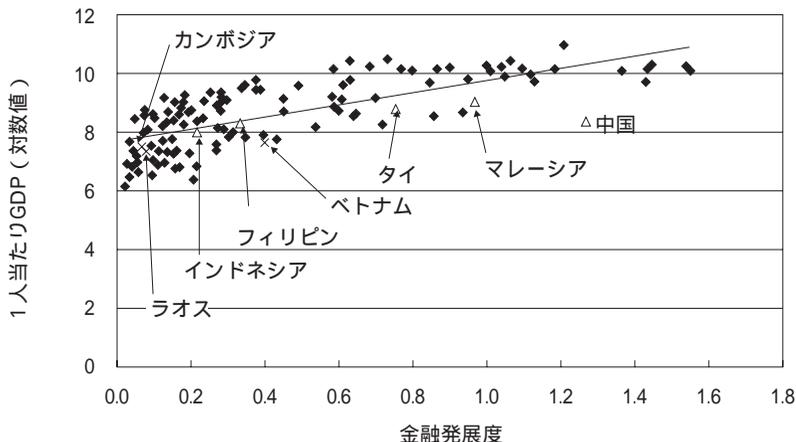
本章の構成は以下の通りである。第1節では、金融発展と工業化・経済成長のダイナミズム、および金融発展の諸条件という2つの問題意識に関する理論・実証分析の既存研究をレビューする。続く2つの節で、既存研究で取り上げられているポイントとCLMV諸国の現状とを照合してゆく。第2節では、CLMV諸国における金融発展と工業化・経済成長の推移を概観し、金融発展から経済成長へのダイナミズムの障害となる経済的条件を指摘する。次に、第3節では、銀行部門の発展の諸条件のうち、国有銀行の役割、および外国銀行の位置づけについて、CLMV諸国の概況を検討する。同時に、CLMV諸国間の比較を通して金融発展の諸条件についての実証研究の問題点も抽出する。最後に、本章の分析を総括し、まとめとする。

第1節 金融発展と工業化・経済成長

1. 金融発展と工業化・経済成長の先行研究

最初に、金融発展と経済成長の関係を散布図で図示してみよう。図1は、先進国と途上国を含む123カ国について、横軸に金融発展の指標、縦軸に経済成長の指標として1人当たりGDP(米ドル換算)の対数値を取っている。金融

図1 金融発展と経済成長



(注) 1人当たりGDPは、米ドル換算値の自然対数を用いている。金融発展の指標には、預金金融機関の民間向けと信残高の対GDP比を用いている。サンプルは先進国、途上国を含む123カ国。いずれも2002年の値。

(出所) 1人当たりGDP：World Bank, *World Development Indicators 2005*。金融発展の指標：World Bank, *A New Database on Financial Development and Structure*。

発展という定性的な現象を定量的な指標で示すには困難を伴うが、銀行部門の民間向け貸出残高や預金と通貨を合算した流動性のGDP比、あるいは中央銀行と商業銀行の資産比率などが、その指標として用いられることが多い。ここでは預金金融機関の民間向けと信残高の対GDP比率を指標としている。この図からは、金融発展の水準は高所得国では高く、低所得国では低い傾向にある、という定型化された事実が読み取れる⁽²⁾。ただし、金融発展が経済成長を促しているのか、あるいは単に経済成長を遂げた国に金融が発展している国が多いのか、この散布図からはそうした因果関係は判断できない。この金融発展と経済成長の関係を説明するために多くの理論・実証分析が積み重ねられてきている。

金融発展と経済成長の関係についての理論分析では、金融部門が資源分配を効率化して経済成長に寄与するさまざまなメカニズムが提示されている。まず、金融機関は、貯蓄動員によって収益性の低い投資機会しか持たない資

金提供者と収益性の高い投資機会を持つ資金需要者とを仲介し資金配分を効率化するというのが、もっとも伝統的に主張されているメカニズムである⁽³⁾。また、流動性ショックに対する流動性保有の改善、およびリスク分散も金融仲介機関が資源配分を効率化する仕組みに数えられる⁽⁴⁾。銀行のスクリーニングやモニタリングによる情報生産活動も、金融市場に内在する情報の非対称性の問題を緩和して資金配分を改善する機能である (Japelli and Pagano [1994], Bose and Cothren [1996], Ma and Smith [1996])。

金融発展と経済成長のダイナミズムに関する理論分析の蓄積とともに数多くの実証分析も重ねられている。先駆的な研究にはKing and Levine [1993] を挙げることができる。彼らは80カ国のクロスセクション・データを用いて、金融発展の指標と、経済成長率や資本財の蓄積、全要素生産性 (TFP) との間に正の相関を確認し、金融発展が経済成長へ貢献していることを示した。近年は、クロスセクション・データ分析の計量経済学上の問題に対処して推計の頑強性を高めた研究 (例えば、Beck, Levine, and Loayza [2000], Levine, Loayza, and Beck [2000] など) の蓄積が進み、その多くで金融発展から経済成長へ正の効果が確認されている⁽⁵⁾。また、工業化についても、工業部門の発展と金融部門との関係に着目したRajan and Zingales [1998] やNeusser and Kugler [1998] などの研究もみられる⁽⁶⁾。

金融発展が経済成長へ貢献するという関係はコンセンサスとなりつつあるが、はたしてCLMV諸国のような低開発国にもこの議論は当てはまるのだろうか。まず、低開発国の多くでは、所有権の保護や法のエンフォースメントなど制度的インフラストラクチャーが未整備なため⁽⁷⁾、金融発展と経済成長の双方の制約となっていると考えられる⁽⁸⁾。

さらに、金融発展と経済成長のダイナミズムについての理論研究の見地からも、いくつかの留意点が指摘できる。ひとつは銀行の「規模の経済」に関連した問題である。規模の経済の問題は、単に銀行の業務に収穫逓増的な性質がある場合にばかりでなく、融資先のプロジェクトのサイズに不可分性がある場合にも生じる (Acemoglu and Zilibotti [1997])。また、銀行の主要な機

能であるリスク分散についても、規模が小さいと貸出先を分散できず十分に機能しない。したがって、金融発展の初期の段階にある低所得国で、個々の銀行が小さく銀行部門も小さい場合、規模の問題のために、限界的な銀行部門の発展が工業化・経済成長に有意な効果を発揮しないという可能性がある。

2点目は、銀行にまつわる何らかの固定的費用に着目した際の、金融発展と経済成長の補完性の問題である。家計の視点からみて、銀行に預金するのに何らかの固定費を考慮すると、たとえ銀行に預金することで安全に資産を保管・運用できるというメリットがあっても、そうしたメリットは家計の資産規模に比例するため、メリットが固定費を上回るような一定規模以上の資産を持つ家計しか預金を利用しないという状態が考えられる⁽⁹⁾。結果的に、資産の少ない家計の割合が高い経済発展の初期の段階では、貯蓄動員が低調になり、銀行が経済成長に与える影響も限定的になる（Greenwood and Jovanovic [1990]）。また、銀行を運営する側からみても、銀行設立の固定費用的要素と比較して、銀行の貯蓄動員や融資可能範囲が限定的だと、銀行設立から期待される利潤が小さくなるため、経済成長の初期の段階では銀行が設立されない恐れもある（Saint-Paul [1992]）。

3点目は銀行の情報生産における学習効果である。Lee [1996] は、銀行が優良な融資先からの貸出の利益を預金金利に反映させて貯蓄を動員し、増加した預金で既知の優良企業に加えて新しい企業に融資するという試行錯誤のなかで、優良な融資先を増やして資金の運用効率を徐々に高めていく動学的プロセスをモデル化している（補論を参照）。このモデルからは、例えば経済における優良な企業の割合が低く、任意の企業への融資の期待収益が、リスクも低い収益も低い代替的投資機会（例えば農業）より低いような初期条件では、企業への融資が行われず、銀行の情報生産の学習プロセスが起動しないことが示されている。また、このモデルは資本逃避についても言及しており、投資機会として海外の安全資産が利用できる場合、海外への資本逃避が銀行の学習プロセスの起動を妨げる可能性があるとしている。

以上の3つのポイントから、金融発展と工業化・経済成長の関係は単純な

線形の関係ではないと同時に、CLMV諸国にみられる銀行部門の規模の小ささ、低い所得水準、外国資産へのアクセスといった条件により、金融発展のダイナミズムが機能しない恐れがあるといえる。とくに、第2と第3のポイントは低開発国が「貧困の罠」に陥る可能性を示唆している。経済発展と金融発展に補完性がある、つまり所得が高くなると、銀行に多くの資金が回り、銀行が発展し、結果的に所得も増加するという関係がある場合、所得が低いと金融も発展せず所得も低く留まる恐れがある⁽¹⁰⁾。外国資産へのアクセスに関しても、経済の状態によって、銀行の学習プロセスが起動する高成長経路と起動しない低成長経路という複数の均衡を発生させると考えられる。

実証分析においても金融発展と工業化・経済成長の間に非線形の関係を設定した研究がみられる。Rioja and Valev [2004] はクロスセクション・パネル分析で、途上国から先進国までを含むサンプルを金融発展の段階に応じて低・中・高の3つのグループに分類し、それぞれのグループで金融発展の経済成長への影響を分析している。彼らの推計からは、金融発展の中位のグループでは限界的な金融発展が経済成長に寄与する反面、低位のグループでは、金融発展の経済成長への効果が不明瞭であることが示されている。また、サンプルを特定地域に限定したり、国ごとに時系列分析の手法を用いた実証分析でも、金融発展と経済成長の関係が頑強でなくなることも確認されている⁽¹¹⁾。

ただし、金融発展と経済成長の間に非線形の関係があることが、CLMV諸国のような低所得国の工業化にとって金融発展の重要性が低いということを必ずしも示唆するわけではない。例えば、何らかの政策で金融部門の規模を拡大できれば、金融発展と経済成長における「貧困の罠」から抜け出せるかもしれない。他方、海外直接投資（FDI）が工業化・経済成長を牽引できるとしても、それをもってただちに金融発展が不要であるともいいきれない。かりに、FDIによる資本形成で製造業の付加価値生産が一定の水準に達したとしても、そこから付加価値生産を持続的に増加させて経済成長を続けるためには、継続的な資本形成や技術進化が必要となる。そして、東アジア諸国の

「外資主導型工業化」の例では、FDIの持続的な流入や技術の国内企業への波及（スピルオーバー）のために、金融発展が重要な役割を果たしてきたと考えられている（奥田[2000]）。したがって、持続的な工業化を考える際、現在のところ金融部門が限定的な役割しか果たしていない低所得国にとっても金融発展が必ずしも意味がないわけではない。こうしたFDIと金融部門の補完関係はAlfaro, Chanda, Kalemli-Ozcan, and Sayek[2004]の実証分析でも確認されている⁽¹²⁾。

2. 金融発展の諸条件

既出の図1は金融発展と経済成長の相関関係を示すと同時に、各国の金融発展の水準が所得水準だけでは説明できないことも示唆している。例えば、ベトナムとラオスでは、所得水準の差と比べて金融発展の水準の差異が顕著である。このような差異の原因を明らかにし金融部門の育成が図れば、低金融発展と低成長の「貧困の罠」から抜け出す契機にもなる。その意味で金融発展の条件を検証することは低開発国の経済成長にとって重要な意義があるといえる。

金融発展の社会・経済的条件についての実証分析では、各国の金融発展の度合いや金融機関のパフォーマンスを、それぞれの社会・経済的指標から説明付ける試みがなされている。実証分析の論点には、制度的インフラストラクチャー、情報の非対称性・不完備契約の問題、国有銀行をめぐるガバナンスの問題、銀行業の産業組織と競争などが含まれる⁽¹³⁾。これらの論点のうち、コンセンサスができつつあるものもあるが、国有銀行の役割などには論争があり、今後の実証分析の課題となっている。ここでは途上国の金融発展に焦点を絞ったDetragiache, Gupta, and Tressel[2005]に沿って金融発展の条件をめぐる論点を整理してみよう。

まず、制度的インフラストラクチャーの未整備が金融発展の障害となることはコンセンサスとなっているといえる⁽¹⁴⁾。制度的インフラストラクチャーと

は、借り手に対する貸し手としての銀行の権利がどの程度法律で保護されているか、また法律は円滑に機能しているか、といった金融契約を取り巻く環境を指す。制度的インフラストラクチャーの未整備は、情報の非対称性にもなう逆選択やモラルハザード問題、契約の不完備性にかかる問題を深刻化させ、銀行貸出の障害となる⁽¹⁵⁾。

その一方でさまざまな論争があり、今後の実証分析の課題となっている論点も少なくない。ひとつは国有銀行の役割である。国有銀行の役割は、古くからの「市場の失敗」と「政府の失敗」の対比の枠組みでしばしば議論されている。深刻な市場の失敗が存在する金融市場では、政府の銀行への関与が金融発展に寄与するのか、あるいは政府の介入は、金融仲介を非効率化し金融発展の障害になるのか、という視点から国有銀行と金融発展の関係が検証されている。La Porta, Lopez de Silanes, and Shleifer [2002]の途上国から先進国までをサンプルに含んだクロスセクション推計では、政府の介入が金融発展に負の影響を与えることが示されているが、サンプルを途上国に限定したDetragiache, Gupta, and Tressel [2005]の推計では逆の結果が示されており、さらなる検証が必要である。

銀行の産業組織と競争に関しても競争促進と競争抑制の2つの見解が対立している。競争抑制を主張する見地からは、競争を制限し銀行のフランチャイズ・バリューを高めることが、銀行の慎重な行動を促し金融発展につながると考えられている⁽¹⁶⁾。他方、競争促進を主張する見地からは、銀行業への参入を規制して競争を制限すると、銀行業でレントが生じ、また非効率な銀行が淘汰されないなどの問題が発生すると考えられている。Barth, Caprio, and Levine [2004]は、銀行業への参入規制、株式保有などの業務規制、預金保険の導入および金融当局の監督権限の強化といった「市場の失敗」への対処を意図した規制・制度と、銀行部門のパフォーマンスの低下や不安定化との相関を示唆する推計結果を得ているが、その因果関係については十分に明きらかにされているとはいえない。

銀行規制の関連では、外国銀行の参入効果も重要な論点のひとつである。

Levine[1996]は外国銀行の参入についての典型的な議論であり、ここでは、外国銀行参入の効能として、銀行間の競争を促して受入国の金融市場の質とアクセスを改善する効果、銀行監督や法制度の発展を刺激する効果、受入国の国際資本市場へのアクセスを増大する効果が主張されている。しかし、外国銀行の参入効果が、受入国にとって一律の効果をもたらすとは限らない。Claessens, Demirguc-Kunt, and Huizinga [2002] は、外国銀行の活動が途上国と先進国に進出する場合で異なることを示している。また、途上国にサンプルを限定したDetragiache, Gupta, and Tressel [2005] の推計は外国銀行の市場シェアと金融発展の間に負の相関を確認している。さらに、途上国間についても効果は一律でないと思われる⁽¹⁷⁾。Clarke, Cull, Peria, and Sanchez [2003] は、途上国における外国銀行の市場シェアについて、金融が未発展の国および海外直接投資(FDI)が多い国で高い傾向にあることから、外国銀行進出の要因を、ローカルな市場機会と、外国へ進出する自国企業のフォロー、の2つに分類できるとしている。ここで、ローカルな市場機会とは、銀行と競合関係にある株式市場などの資本市場が未発達なために銀行業の収益性が高い国、あるいは銀行危機等を契機に規制が緩和された直後で収益機会が残っていると思われるような国への進出を指し、東欧や南米がその事例である。こうした進出動機の差異を勘案すれば、途上国の間でも外国銀行の影響に相当の違いが想定されるため外国銀行の進出効果を一概に論じることは適切ではなく、より詳細な分析が必要である。

第2節 CLMV諸国の金融発展と工業化の推移

1. 工業化と金融発展の現状

CLMV諸国の1989年以降の経済成長と工業化および金融発展の推移は表1にまとめられる。ここでは、工業化の水準として、各国の製造業部門の実質

表1 経済成長・工業化とFDIおよび金融

1995	1989	1993	
(A)1人当たりGDP(2000年実績価格,米ドル)	カンボジア	212	
	ラオス	217	246
	ミャンマー		
	ベトナム	221	266
(B)1人当たり製造業GDP(2000年実績価格,米ドル)	カンボジア		17
	ラオス	20	32
	ミャンマー		
	ベトナム	34	39
(C)製造業のGDP比率(%)	カンボジア		8.0
	ラオス	9.1	12.8
	ミャンマー	9.3	9.1
	ベトナム	15.8	14.8
(D)1人当たりFDI(米ドル)	カンボジア	0	5
	ラオス	1	7
	ミャンマー	0	2
	ベトナム	0	13
(E)預金金融機関の民間部門への与信残高(対GDP比,%)	カンボジア		2.4
	ラオス		6.6
	ミャンマー	0.3	6.4
	ベトナム	2.6	5.5
(F)預金金融機関の預金残高(対GDP比,%)	カンボジア		2.1
	ラオス	5.2	9.7
	ミャンマー	8.7	8.3
	ベトナム		9.9

(出所)(A),(B),(C),(D)はWorld Bank *World Development Indicators 2005* (CD-ROM)。

(E)(F)はIMF *International Financial Statistics* (CD-ROM)。ただし、ベトナムの与信残高は

付加価値生産(2000年基準実質米ドル換算)を各国の人口で除した値を使用している。ミャンマーについては、二重為替制度の影響で米ドルへの換算が困難なため、1人当たりGDPと工業化の水準の表示は差し控えた。サンプル期間が短いため計量的な分析はできないが、この表をみた限りでは金融発展から工業化・経済成長へのダイナミズムはみえない。

工業化はミャンマーを除く3カ国で着実に進展している。GDPに占める

発展についての指標（1989年から2003年）

1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
232	236	245	248	269	282	293	303	313
271	282	295	299	314	324	335	343	352
305	328	349	364	377	397	419	444	470
22	25	31	31	36	46	51	58	64
38	45	47	51	53	55	61	67	70
47	52	58	63	67	74	81	89	100
9.7	10.5	12.9	12.7	13.4	16.2	17.5	19.1	20.4
13.9	15.5	15.7	16.6	16.5	16.7	17.8	19.1	19.4
9.3	9.1	9.1	9.1	9.4	10.1			
15.5	16.1	16.8	17.5	18.0	18.8	19.6	20.4	21.5
13	25	17	20	18	12	12	11	6
20	33	0	0	0	6	4	5	3
6	7	9	7	5	5	4	4	3
24	32	29	22	18	17	16	17	18
3.5	4.8	6.4	5.6	5.8	6.5	6.4	6.7	8.1
8.3	8.2	11.2	10.9	7.1	7.9	8.6	7.2	6.5
7.6	9.5	10.3	9.7	8.6	10.5	11.7	10.8	4.4
8.0	8.1	9.9	9.6	14.6	19.4	22.7	26.4	
4.8	6.8	7.1	6.2	7.2	9.6	11.2	13.5	14.7
10.6	11.7	16.0	18.9	14.2	16.0	15.6	17.9	18.9
10.9	12.3	11.5	12.2	13.2	17.8	18.5	14.8	6.1
11.1	12.4	14.5	16.7	26.1	32.8	38.3	39.2	46.9

IMF Country Reportより作成。

製造業部門の比率も1995～2003年間に、カンボジアで9.7%から20.4%へほぼ倍増しているのを筆頭に、ラオス、ベトナムでも20%程度にまで達している。また、経済成長も堅調で、1999年から5年間の1人当たり実質GDPの伸び率は、カンボジア、ラオス、ベトナムでそれぞれ、4.8%、3.3%、5.3%である。これに対して、預金金融機関の民間部門への与信残高のGDP比率でみた金融発展の推移はベトナムを除いて比較的緩やかな成長もしくは後退を示してい

る。4カ国中唯一急速な金融発展を遂げているベトナムにおいても1990年代中頃の急激な経済成長が1990年代後期からの金融発展に先駆けている。

他方、金融発展について、預金金融機関の預金残高のGDP比率でその推移をみてみよう。預金残高は、元来、不良債権問題や景気変動の影響を比較的受けにくい指標であるが、CLMV諸国の場合、短期的なショックによって大きく影響を受けていることがわかる。ラオスでは、アジア危機後の拡張的財政政策と財政赤字の貨幣化による高インフレーションのため1999年に預金残高の指標は急落している。カンボジアでもアジア危機後に減少している。ミャンマーでも2003年の大規模な銀行危機の結果14.8%（2002年）から6.1%（2003年）へと激減している¹⁸⁾。ここから、不安定なマクロ経済や銀行部門の脆弱性が金融発展に影響していることが分かる。

対照的に1999年以降のベトナムの預金残高の拡大は著しい。ベトナムの1993年と1997年の家計調査をもとにした渡辺[1999]によれば、1990年代中頃まで銀行による貯蓄動員は遅滞気味で、1997年時点の家計の貨幣および金融資産に占める預金の割合は11.8%と低く、現金（41.4%）や金製品（29.6%）を大きく下回っていた。そして、実質GDPの急成長やインフレ率の低下にもかかわらず、預金残高が伸び悩んでいたことが問題視されていた。こうした状況が一変し、預金残高が急伸した背景のひとつには1999年に家計の外貨建て預金口座開設の規制が緩和されたことが挙げられる。また外貨建て預金の金利は4.5%と高く、しかもインフレの影響を回避できる魅力的な金融資産であったことも影響していたと考えられる。この結果、外貨建て預金残高は前年度比で80%の伸びを示し、預金金融機関の預金残高に占める外貨預金の割合も前年の36.8%から46.5%へと上昇した。ただし、2000年以降は、現地通貨建て預金も順調に拡大していることから、上記の制度変更だけが預金残高の拡大理由ではないことが分かる。別の解釈として、実質GDPの伸びやインフレの沈静化が銀行による貯蓄動員につながるには時間的ラグがある可能性が考えられるが、この検証は今後の課題とする。

なお、参考までに、CLMV諸国のインフレ率と金利の推移を表2にまとめ

表2 各国のインフレ率と金利の比較

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
カンボジア												
インフレ率	75.4	155.3	-3.9	11.1	3.7	3.0	12.8	2.1	-1.7	-0.3	2.1	-0.5
貸出金利(米ドル)				18.9	18.8	18.4	17.6	17.3	17.4	15.0	18.6	18.2
預金金利(米ドル)				2.4	2.5	2.5	2.5	2.2	2.3	1.6	1.5	1.3
ラオス												
インフレ率	9.3	7.7	6.4	20.6	12.9	19.3	85.2	127.1	25.1	8.6	10.6	4.3
貸出金利(米ドル)		10.0	10.0	12.0	12.0	13.5	18.0	14.0	11.0	11.0	11.0	11.0
預金金利(米ドル)		25.5	3.5	32.5	5.25	5.25	4.0	6.0	4.8	5.0	3.0	2.5
ミャンマー												
インフレ率		36.2	22.1	19.6	23.0	33.7	35.9	22.7	9.7	24.8	41.5	20.5
貸出金利(現地通貨)	21.7			16.5	18.0	18.0	18.0	17.0	15.0	15.0	15.0	
預金金利(現地通貨)				10.0	12.0	12.0	12.0	10.0	9.0	9.0	9.0	
ベトナム												
インフレ率		17.4	17.0	17.0	8.7	6.6	8.8	5.7	3.4	1.9	4.0	6.7
貸出金利(現地通貨)	32.6		28.3	28.3	16.1	12.7	14.7	11.7	9.8	8.8	9.9	9.9*
預金金利(現地通貨)			18.2	18.2	8.7	8.1	9.7	4.0	4.3	5.9	7.0	7.2*
貸出金利(米ドル)			9.0	9.5	9.5	8.5	7.5	6.5	7.0	4.6	4.3	4.3*
預金金利(米ドル)							4.9	4.5	4.8	1.6	1.6	1.6*

(注) *2003年5月末時点。

(出所) インフレ率はIMF, *International Financial Statistics*のGDP deflatorの変化率, ミャンマーの金利はCSO, *Statistical Yearbook 2002*, その他の金利はIMF *Country Report*, 金利は年末時点の値。

ておく。カンボジア、ラオスでは外貨建て預金の割合が高いため⁽¹⁹⁾、現地通貨建て預金・貸出の金利は省いた。1999年時点のベトナムで、現地通貨(ドン)建て預金の実質金利がマイナスであったのに対して、外貨建て預金の金利がかなり高かったことがわかる。ただし、預金の実質金利に対する弾力性は各国でばらつきがある。ミャンマーでは預金・貸出金利とも規制によって決定されており、インフレ下で実質預金金利ばかりでなく実質貸出金利もマイナスである。このような状態にもかかわらず、1990年代後半から2002年頃まで民間銀行を中心に貯蓄動員が進んだことは興味深い事実である。

表3 各国の

	カンボジア 2001-2003	ラオス 2001-2003	ミャンマー 2001-2003	ベトナム 2001-2003
預金金融機関の預金（GDP比）	0.13	0.17	0.13	0.48
1人当たりGDP（2000年基準実質ドル）	303	343		444
銀行部門の規模*	0.11	0.07		3.72
預金金融機関の対外資産 / 預金比率	0.40	0.43	0.00	0.31

（注）*銀行部門の規模は「預金金融機関の預金残高（GDP比）」×「1人当たりGDP（2000年基準）」で計算している。

（出所）IMF, *International Financial Statistics* (CD-ROM), およびWorld Bank, *World Development*

2. 金融発展から工業化・経済成長へのダイナミズム

金融発展から経済成長へのダイナミズムの障害について第1節では3つのポイントを指摘した。それらは、銀行部門の規模、経済成長と金融発展の補完性、銀行の学習効果である。これら3つのポイントについてCLMV諸国の現状を検証しよう。

最初に、表3は各国の銀行部門の規模を比較している。銀行部門の規模として、各国の預金金融機関の預金残高を実質米ドル（2000年基準）に換算し、1970 - 1972年平均のタイの値を1に基準化して比率をまとめている。ここから、直近のベトナムの銀行部門の規模がすでに1970年代初期のタイを大幅に上回っていることが分かる。他方、カンボジアとラオスについては、比較的小さい人口規模に加えて、低い所得水準と低い金融深化のため、銀行部門の規模は1970年代初期のタイと比べて10分の1程度と非常に小さい。このような規模の小ささは銀行が金融仲介機能を発揮するうえで不利な条件に他ならない。

次に、経済成長と金融発展の補完性に注目しよう。まず、マクロデータからは目立った相関はみられず、預金残高のGDP比率はむしろアジア通貨危機などの短期的ショックによる変動が顕著である。しかし、CLMV諸国の家計

銀行部門の規模

マレーシア		タイ		フィリピン		インドネシア	
1970-1972	2001-2003	1970-1972	2001-2003	1970-1972	2001-2003	1980-1982	2001-2003
0.28	0.92	0.23	0.90	0.17	0.52	0.12	0.50
1,151	3,900	546	2,156	751	1,022	374	762
0.77	18.41	1.00	25.81	1.05	8.97	1.52	17.88
0.11	0.08	0.10	0.14	0.18	0.21	0.43	0.12

準実質ドル) × 「人口(100万人)」で算出し、1970 - 1972年平均のタイの値を1として比率を計

Indicators 2005。

データに基づくミクロ分析からは経済成長と金融発展の補完性を示唆する結果が示されている。ベトナムについて、渡辺[1999]は調査世帯を消費支出の順に5分位に分類し、支出の大きな(=所得の高い)家計グループが金融資産に占める預金の割合を高めていることを示している。ラオスについては、家計の所得と貯蓄率の関係を分析した豊田・プーベット[2005]のクロスセクション推計がある。彼らの分析では、貯蓄には銀行預金だけでなく現金や他の金融資産が含まれているものの、所得の高い首都地域において、所得が低い地方と比較して貯蓄率が高くなっていることが確認されている。これらのミクロ分析で確認された所得と預金の補完性はGreenwood and Jovanovic [1990]のモデルの設定に符合する状態を示していると読み取ることもできる。

CLMV諸国における金融発展と工業化・経済成長のダイナミズムを考えるうえでもっとも特徴的なポイントは次に挙げる銀行の学習効果の問題ではないだろうか。ミャンマーを除くCLMV各国は程度の差はあるもののいずれも対外的に開放度の高い経済であり、その高い開放度が銀行の学習プロセスを妨げる恐れがある。ここでいう開放度とは、ひとつは家計の外国資産へのアクセスである。例えば、ラオスでは、定量的なデータは入手できないが、タイとの国境付近でタイの銀行への預金が頻繁に行われているといわれている。

もうひとつの開放度は、通貨および銀行のバランスシートの「ドル化」を指す⁽²⁰⁾。通貨のドル化とは、現金通貨と預金通貨からなる流動性に、米ドル

やタイバーツなどの外国通貨および外貨建て預金の割合が高まる現象である。また銀行のバランスシートのドル化とは預金の外貨建てが進むことで、銀行の資産選択にも影響を与えている状態である。表4はCLMV諸国の広義の通貨の定義であるM2（自国現金通貨と自国通貨建て預金と外貨建て預金の和）に占める外貨建て預金の割合で表示している。この表ではミャンマー以外の3カ国でドル化の現象が確認できる。しかし、これらのドル化の値はすでに高い水準を示しているものの、ドル化の実態を過小評価していると考えられている。とくにカンボジアでは経済に大量のドル貨幣が流通しており、そうした外貨を通貨に算入した場合ドル化の水準は90%程度になるとの推計もある（渡辺[2004]）。

こうしたドル化の背景は各国でさまざまである。カンボジアでは1990年代の国連カンボジア暫定統治機構が持ち込んだ大量のドルが契機となった。ラオスではアジア危機後の財政赤字拡大によるハイパーインフレーションが現地通貨キープから外貨資産への逃避につながった。ベトナムでは越僑による海外からの送金が国内に大量のドル貨幣を流入させている。2000年にドル送金が自由化されると海外からの送金は加速し、家計へ流入したドル貨幣の累積額は実質価値で2001年時点の中央銀行のドン通貨発行残高を上回っていたと推計されている（渡辺[2004]）。他方、ミャンマーでは外為規制によって外貨保有は厳しく制限・管理されているため、銀行システムには外貨は流入していない⁽²¹⁾。

ドル化はなぜ金融発展と工業化・経済成長のダイナミズムの障害となるのだろうか。ひとつは、カンボジアのように預金ばかりでなく現金通貨のドル化が進んでいる場合、家計にとっては、たとえ外国資産を保有しても為替リスクがないため、外国資産への選好が高まって資本逃避が起り、貯蓄動員が進まずに銀行の学習プロセスが妨げられる恐れがある。もうひとつは銀行部門を通じた資本逃避の可能性である。本章末の補論では預金者の利潤最大化問題を解いているが、これをリスク回避的な銀行が外国の安全資産と国内向け融資に振り分けるポートフォリオの問題として捉えなおそう。すると、

表4 通貨のドル化

	カンボジア	ラオス	ミャンマー	ベトナム
	2003/12	2003/12	2000/3	2002/12
	(単位) 10億リエル	10億キープ	10億チャット	1兆ドン
M2				
流通通貨(現地通貨)	906	262	327	74
現地通貨建て預金	111	1,199	79	150
外貨建て預金	2,301	2,634	5	96
外貨建て預金 / M2 (%)	69	64	1	30

(出所) 各国のIMF Country Report。ミャンマーはADB, Country Economic Report: Myanmar, 2001。

預金がドル化している場合、銀行にとって国内企業への現地通貨建て貸出からは与信リスクばかりでなく為替リスクも生じるので、外貨建て預金の比率が高い銀行は為替リスクを避けるために外国資産への選好を高める⁽²²⁾。その結果、希少な国内貯蓄が潜在的に収益性の高い国内の事業の開拓に向かわずに、低利のキャピタルゲインのために外国で運用されるという事態が生じる。実際、ミャンマーを除くCLMV諸国では、銀行の資産に占める対外資産の割合が金融発展初期のタイやマレーシアなどと比べて高い傾向にある(表3参照)。また、個別の銀行をみると、ベトナムの4大国有商業銀行のひとつ外国貿易銀行の対外資産は2001年時点で同行の総資産の55%に達し、ローンの21%を大きく上回る状態にあり、その太宗は外国債で運用されている⁽²³⁾。

以上のように、金融発展と工業化・経済成長のダイナミクスが機能するためには不利な条件がCLMV諸国では確認された。とくに、カンボジアとラオスは銀行部門の規模が小さく所得水準も低いという条件に加えて、資本逃避が生じやすいという条件が重なっている。金融発展の初期の段階からこれほど金融の開放度が高いという状況はグローバル化が進んだ1990年代以降に特異の現象といえる。

第3節 CLMV諸国における金融発展の諸条件

本節では、国有銀行と外国銀行に着目してCLMV諸国の金融発展に向けての条件を比較していく。銀行部門における国有銀行と外国銀行の位置づけには各国の特徴が顕著に現れており、興味深い比較のポイントである。また、国有銀行と外国銀行が金融発展に及ぼす効果はクロスセクション・データを用いた金融発展に関する実証分析での主要な論点でもあり、CLMV諸国のケーススタディーから、こうした実証分析への含意も導いていきたい。

1. 国有銀行の役割

国有銀行の金融発展への効果を測定するのにより適した方法としては、国有銀行の民営化前後での金融発展への影響を計るという方法が考えられる。しかし、国有銀行の民営化前後には、しばしば制度的インフラストラクチャーの改革をはじめ、さまざまな条件の変化がともなうため、国有銀行の影響だけを取り出すことは困難であり、またデータの収集にも限界がある。そのため、代替的手段として、金融発展の水準と国有銀行の相関について、La Porta, Lopez de Silanes, and Shleifer[2002]やDetragiache, Gupta, and Tresse[2005]のように、クロスセクション・データを用いて分析することが多い。しかし、この分析手法で国有銀行の役割を議論する場合、なぜある国では国有銀行のシェアが高く、他の国では低いのかという背景が見落とされていることが問題になる可能性がある。かりに、国有銀行のシェアの大きさの決定要因（それは、例えば制度的インフラストラクチャーの整備水準かもしれない）が、金融発展の水準に大きく影響している場合、国有銀行のシェアと金融発展の水準との相関は見せかけの相関にすぎないからである。こうした問題設定の限界を認識しつつ、CLMV諸国での国有銀行のシェアのばらつきの背景とその影

響を考察してみる。

表5は各国における国有銀行のシェアと国有銀行の国有企業向け貸出をまとめたものである。国有銀行のシェアはラオスとベトナムで高く、カンボジアとミャンマーで低く対照的である。こうした差異に関して、これらの国々が低開発国であると同時に、社会主義体制下から市場経済への移行経済であることから、市場経済化に向けての経済改革、とくに国有企業改革の進め方が各国の銀行セクターの構造に与える影響について注目したい。

ベトナムとラオスでは、緩やかな国有企業改革の過程で国有銀行は改革を資金的にサポートする役割を担い、それぞれの国で銀行セクターの中核を占めてきた。まず、ベトナムでは、工業部門の国有企業は移行開始後も工業化の担い手のひとつと位置づけられ、国有企業の改革は緩やかに進められてきた。また、国有銀行と他の民間銀行の間の競争条件は支店開設をめぐる規制などで必ずしも均等とはいえず、緩やかな国有企業改革をサポートする国有銀行は長らく規制によって保護されてきた。他方、非効率な国有企業への資金的サポートは国有銀行に不良債権を累積させるという構造的な問題をともなっている。IMF [1999] は、国有銀行の不良債権比率が1997年末時点で30～35%に達し、その大半が国有企業向けだったと推計している。ラオスでは、国有企業にはベトナムほど積極的な役割は付与されていないが、国有企業改革が緩慢なため支援を行う国有銀行の負担となってきた。そして、ベトナムとラオスの両国で、政府は国有銀行の不良債権処理のために資本注入を繰り返してきている。以上のような関係は図2の構図にまとめられる。

対照的に、ミャンマーとカンボジアでは国有銀行の役割は限定的である。ミャンマーでも非効率な国有企業の扱いが政策課題であることに変わりない。しかし、この政策課題に対して、国有企業向け不良債権の累積を防ぐという名目で国有企業の銀行借入を禁じ、そのかわりに国有企業の収支勘定を財政下に戻すという、実質的には改革とは逆行する措置が取られた。その結果、国有銀行は、国有企業を資金的に支援するというような明示的な役割が与えられることもなく、また規制で保護されることもないまま低迷し、その間隙

表5 国有銀行のシェアおよび銀行部門の産業構造

	カンボジア	ラオス	ミャンマー	ベトナム
国有銀行のシェア(%)	2003年12月時点	2002年5月時点	2002年12月時点	2002年12月時点
経済全体への与信	9.5	66.8	23.5	75.9
国有企業への与信	0.0	77.4	-	91.2
預金	19.3	77.7	23.0	74.3
銀行部門の与信に占める国有企業	0	26.1	-	38.7
銀行数	2004年7月時点	2002年12月時点	2002年12月時点	2002年12月時点
国有銀行	1	3	3	5
国有銀行(農業銀行) ¹⁾	-	1	1	-
民間銀行 ²⁾	8	0	20	39
外国銀行とのジョイントベンチャー銀行		3	0	4
外国銀行(現地法人)	2	0	0	0
外国銀行支店	3	7	0	27
特殊銀行 ³⁾	3			

(注) 1) 金融機関法の対象外の国有金融機関。

2) カンボジアについては、民間銀行とジョイントベンチャー銀行の区別をしていない。

3) カンボジアの特殊銀行は通常の銀行に比べて資本金が小さく、業務範囲も制限された銀行を指す。

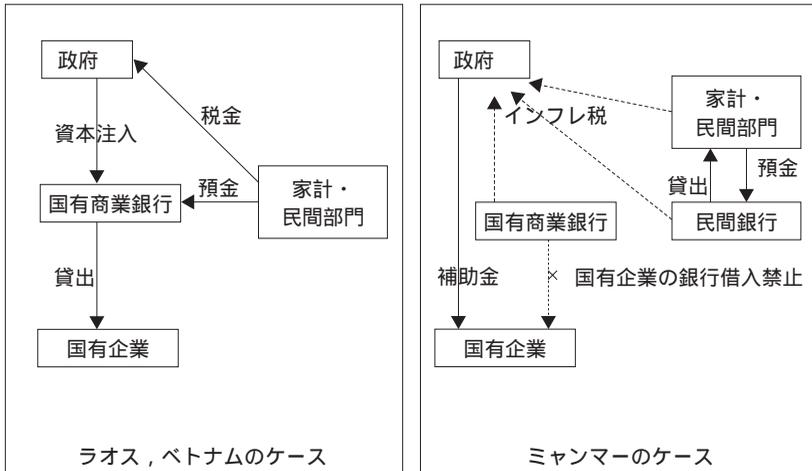
(出所) カンボジア：Unteroberdoerster [2004：Table 1]、ミャンマー：CSO, *Statistical Yearbook 2002* およびADB, *Key Indicators*。ラオス、ベトナム：各国の*IMF Country Report*より作成。

銀行数は、カンボジア：*IMF Country Report*、ミャンマー：久保・福井・三重野[2005]、ラオスとベトナムは中央銀行の年次報告書による。

を縫って民間銀行が急成長した。また、この構造下では、国有銀行の不良債権の累積という問題は回避されているが、改革を先送りしている国有企業の不採算は財政で補填されており、さらにその財政赤字は貨幣化されているため、国有企業の不採算のツゲがインフレ税のかたちで経済全体で負担されている(図2参照)。カンボジアは他の3カ国と異なり、国有企業部門が内戦により操業が低迷もしくは休止状態にあったため清算や民営化もスムーズに進み、国有銀行が国有企業改革を資金的にサポートするという構図はない。

このように、CLMV諸国の国有銀行の位置づけは国有企業改革の進め方に

図2 国有企業改革と国有商業銀行の位置づけ



(出所) 筆者作成

よって少なからず影響を受けている。言い換えれば、CLMV諸国のような移行経済では、国有銀行のウェイトは経済改革全体の設計のなかで規定されるため、政策策定者が自由に選択できるものではないともいえる。また、国有銀行が国有企業改革を資金的にサポートしている場合、銀行部門のパフォーマンスは国有企業のパフォーマンスに大きく依存することになる。

続いて、CLMV諸国の国有銀行の役割を「市場の失敗」対「政府の失敗」の議論の枠組みで整理してみよう。まず、「市場の失敗」の観点からは、制度的インフラストラクチャーの未整備が国有銀行の存在の根拠として主張できる。CLMV諸国の制度的インフラストラクチャーは社会主義体制の歴史の影響で一般的に未発達である。例えば、所有権や契約履行をめぐる問題を処理するシステムは市場経済になって初めて必要となるものであるため、法制度の不備は多くの旧社会主義国で移行の初期の段階にみられる傾向にある。

表6はKaufmann, Kraay, and Mastruzzi [2003]によるガバナンスと制度的インフラストラクチャーに関する指標をまとめたものである。Kaufmannらは、先進国と途上国を含む世界199カ国について、世界銀行のビジネス環境

サーベイやEconomics Intelligence Unit (EIU) の調査などデータをもとに制度的インフラストラクチャーを6項目で評価し各国の指標を推計している。推計値は、各項目の平均値ともゼロになるように設定されており、おおむねマイナス3からプラス3の間に分布し、ガバナンスのレベルが高いほど大きく、低いと負の値をとる。ここでは、そのうち、「規制の質」、「法の統治」、「汚職の防止」、「政府の効率性」の4項目について、CLMV諸国の推計値とインドネシア、マレーシア、フィリピン、タイのASEAN諸国の推計値とを比較した。「規制の質」は、輸出入規制などの過剰な政府の介入の有無などについて、「法の統治」は所有権の保護、契約履行の強制、司法の独立など、「政府の効率性」は公共サービスのスピードや質についての情報を示している。

この表からは、CLMV諸国の制度的インフラストラクチャーの値が概して低いものの、各国間でかなりのばらつきがあることがわかる。ミャンマーとラオスの指標はベトナムとカンボジアの値と比較しておしなべて低い。とくにミャンマーは、軍事政権による対外閉鎖的な体制のもとで法律を履行させるシステムの整備が進まなかつたため、政府の裁量的な市場介入が続き、制度的インフラストラクチャーの4項目のいずれにおいてもCLMV4カ国中もっとも低い値を記録している。カンボジアは、経済の全般的な自由化が「規制の質」の比較的高い値につながっている反面「汚職防止」の値は低い。ベトナムは、諸制度の改革が奏功し、「政府の効率性」、「法の統治」、「汚職防止」の3項目でCLMV4カ国中最高値を記録し、インドネシアをもおおむね上回っている。

制度的インフラストラクチャーの未発達は銀行部門に対して少なくとも次の2つの問題を投げかけ、そうした問題が国有銀行の存在意義として挙げることができる。ひとつは、金融契約における逆選択やモラルハザード、不完備契約の問題を深刻化させ、銀行の貸出の障害となる点である。そして、その政策対応として銀行の所有を通しての政府の金融市場への介入が主張されることがある。ベトナムの農村開発銀行の農民向け融資はこの例として挙げられる。もうひとつは、預金の受け手としての銀行への信頼の低下であり、

表6 制度的インフラストラクチャー発展度の指標

	政府の効率性	規制の質	法の統治	汚職防止
カンボジア	- 0.56	- 0.43	- 0.86	- 0.90
ラオス	- 0.80	- 1.24	- 1.05	- 1.25
ミャンマー	- 1.29	- 1.86	- 1.62	- 1.37
ベトナム	- 0.27	- 0.69	- 0.39	- 0.68
マレーシア	0.92	0.58	0.58	0.38
タイ	0.28	0.34	0.30	- 0.15
インドネシア	- 0.56	- 0.68	- 0.80	- 1.16
フィリピン	- 0.06	0.10	- 0.50	- 0.52

(注) 2002年についての値。各指標とも先進国から途上国までを含む約200カ国を対象に推計されており、各項目の平均値はゼロになるように設定されている。高い値ほど良好な制度を示し、指標はおおむね - 3 から 3 の間に分布している。

(出所) Kaufmann, Kraay, and Mastruzzi [2003].

その対策としての銀行を国有化することでの信用の補完がある。一般に、銀行の過剰なリスクテイクを防止し健全性を維持するためには、金融当局のブルデンシャル規制による監督が重要となる。しかし「規制の質」が低く銀行が十分に監督されていないと、銀行に過剰なリスクテイクの余地を残すため、結果的に預金者の銀行に対する信頼は低くなる。銀行への信頼が低いと、事前的には銀行による貯蓄動員の妨げとなり、また、事後的に銀行への信頼が低下した場合、預金の流出や銀行取付けにつながりかねない。実際、カンボジアでは、1990年代後半には信用度の低い民間銀行が高い預金金利で預金を集め、やがて預金流出に直面して立ち行かなくなり破綻するケースが多数みられた。ミャンマーでも、2003年に民間銀行の最大手で取付けが起これり、それが他の民間銀行に連鎖して、民間銀行総計の預金残高が4分の1程度にまで縮小するという大規模な銀行危機が起こった。こうした状況では政府の後ろ盾による銀行の信用度の補完が有効といえる。

他方、「政府の失敗」の観点からは、最初に国有銀行のガバナンス(企業統治)の問題点が挙げられる。とくにCLMV諸国のような移行経済では、国有企業改革の形態によっては、国有銀行は改革を資金的にサポートする役割を担う一方で金融仲介機関としての健全な経営も期待される。この2つの役割は

しばしば相反するため、資金配分への政府の干渉が強く、銀行側のガバナンス体制が確立していない場合、銀行の経営悪化につながり、金融発展を遅らせる。

またCLMV諸国では、現在の二層式銀行システムが1980年代後半の経済改革のなかで誕生した比較的新しいシステムであり、国有銀行のほとんどが、社会主義体制時代からの設備と人員を継承している点にも注意しなければならない。社会主義体制下では、銀行は国家の管理のもとで国家の経済計画に従って資金配分を行う機関にすぎず、また貸出や預金受入れなどの商業銀行的業務と、発券や金融政策を行う中央銀行の業務が未分離のモノバンクの形態が取られていた⁽²⁴⁾。そして、市場経済化への改革開始後の1990年前後に、各国でモノバンクは解消され、モノバンクから分離された国有銀行が個別の金融機関として商業銀行業務を開始した。したがって、移行の当初は、未熟な与信リスク管理が国有銀行の不良債権の一因であったと考えられる。

国有銀行の持つプラスとマイナスの効果を定量的に測定することは困難だが、CLMV諸国の現状の観察から何がいえるであろうか。最初に、各国の制度的インフラストラクチャーの発展度合いと国有銀行のシェアの間には相関がみられない。「市場の失敗」へ対処するという見地からは制度的インフラストラクチャーが未発達な国で国有銀行の役割がより重要になるといえる。しかし、CLMV諸国の例では、制度的インフラストラクチャーの整備が比較的進んでいるベトナムで、国有銀行のシェアがもっとも高くなっている。この4カ国では、国有銀行の位置づけはむしろ国有企業改革の進め方によって大きく影響を受けており、「市場の失敗」対「政府の失敗」の議論とは必ずしも合致していない。

また、国有銀行のシェアの高いベトナムで金融発展が進み、国有銀行のシェアの低いカンボジアやミャンマーで金融発展が遅れているという事実をもって、国有銀行が金融発展に貢献すると判断することも適切ではないかもしれない。例えば、ベトナムの貯蓄動員についても、商業ベースで設備投資を進めて貯蓄を掘り起こす能力のある民間銀行を活用していれば、さらに拡大し

ていた可能性もなくはない。

もうひとつは、前言とはやや矛盾するが、CLMV諸国のような制度的インフラストラクチャーが未発達段階では政府が銀行を保有することのネットの便益は正だが、制度的インフラストラクチャーが発達するに従い、与信に当たっての弱いガバナンスの負の効果が大きくなるという関係が成り立つかもしれない。このような仮説は、サンプルを低所得国に限定した Detragiache, Gupta, and Tressel [2005] の推計で国有銀行のシェアが金融発展と正の相関があり、先進国を多くサンプルに含む La Porta, Lopez de Silanes, and Shleifer [2002] の推計で負の相関が出ていることと整合的である。こうした仮説の検証は今後の課題である。

最後に、国有銀行の金融発展への役割を考えるうえで、銀行の規模と銀行部門の規制の影響にも注意を払わなければならない。銀行の規模については、CLMV諸国のうち国有銀行のシェアが高い国では個々の国有銀行の規模が比較的大きい。ベトナムの4大国有商業銀行をはじめ、ラオスにおいても外国貿易銀行の資産規模は銀行部門全体の過半に達している。したがって、かりに銀行のパフォーマンスが所有形態ではなく規模に対してより相関があったとすれば、国有銀行の高シェアと金融発展の間に見せかけの相関が生じる可能性がある。また、銀行の規制についても、国有銀行のシェアが高い場合に銀行業への参入規制などの規制が厳しくなる傾向にある。そのため、国有銀行のシェアが高い国で銀行のパフォーマンスが高いとしても、銀行の所有形態ではなく、実際には規制が金融発展に有効に効いているという可能性も排除できない²⁵⁾。したがって、国有銀行と金融発展との関係を分析する実証研究では、銀行の所有形態に加えて銀行の規模や規制などのさまざまな特性を十分にコントロールする必要がある。

2. 外国銀行の位置づけ

外国銀行の参入がCLMV諸国の金融発展につながるかという問題設定は、

前節の国有銀行の役割の議論にも増してやや精度を欠く問題設定といわざるをえない。この問題は、Clarke, Cull, Peria, and Sanchez [2003] の整理に従えば、少なくとも、何が外国銀行を引き寄せせるのか(進出動機)、どんなタイプの外国銀行が進出するのか、外国銀行は進出先で何をするのか、進出形態(参入は既存銀行買収か新規参入、法人形態は現地法人か支店か、)によって外国銀行の行動が異なるのか、という4つの問題に整理することでより正確な議論につながると思われる。ここでは問題設定の粗さを認識しつつも、CLMV諸国への外国銀行の進出状況を概観して金融発展への効果について予備的な考察を試みる。同時に、金融発展の諸条件についてのクロスセクション分析への含意も導く。

まず、CLMV諸国への外国銀行の進出状況は既出の表5下段のようにまとめられる。カンボジア、ラオス、ベトナムの3カ国で外国銀行が銀行業務を実施しているのに対して、ミャンマーではいまだ外国銀行の支店開設は許可されていない。これは、外国銀行の業務の規制をめぐって各国間で大きな差異があることを反映している。カンボジアは、自由化が進展し、外国資本の銀行の現地法人設立まで許可しており、タイとマレーシアの銀行の現地法人が設立されている。ベトナムでは、外国銀行の業務について地場銀行の保護を目的に現地通貨建て預金・貸出業務が厳しく制限され、また外国資本の銀行の現地法人設立は認められていない。しかし、世界貿易機構(WTO)への加盟交渉を通して、このような規制は今後緩和される方向にあり、近年中には100%外国資本の銀行の設立も許可される見込みである。ミャンマーはもっとも規制緩和が遅れている。1990年代中頃には外国銀行への銀行業務の開放や地場銀行との合弁銀行の設立が計画されたが、アジア通貨危機に対する政府の姿勢の変化によっていずれも頓挫し、外国銀行の業務は許可されていない。

外国銀行に対する規制が異なる背景のひとつとして、各国における銀行セクターの担い手の有無に注目したい。カンボジアとラオスでは国有銀行も脆弱で、また国内に民間銀行を設立できる資本家も限られていたため、早急な

銀行部門の発展のためには外国資本および外国銀行を誘致する必要があったのではないだろうか。結果的にカンボジアでは、近隣諸国からの外国銀行の進出に加えて、在外カンボジア人の出資による民間銀行も多数設立され、国内最大手の銀行も後者の形態である。対照的なのがベトナムで、強力な国有銀行や地方政府や国有企業に支えられた民間銀行を保護するために、外国銀行の参入には慎重な姿勢が取られてきた。また興味深いのはミャンマーのケースで、貿易などで初期資本を蓄積した企業家が民間銀行を興し、結果的に国有銀行や外国銀行との競争もないなかで、民間銀行が一時的にはあるが急成長を遂げた。こうした各国の事情が外国銀行に対する規制のあり方を大きく左右していたといえる。とくに、カンボジアとベトナムの対比から、自国での金融発展の余地のあるベトナムは外国銀行に対して閉鎖的であり、それとは対照的に自国での発展に限界のあるカンボジアでは開放的であったという関係が示唆されている。

次に、参入する外国銀行側の動機に着目しよう。この点に関して、各国に進出している外国銀行の種別にも国ごとに特徴がみられる。カンボジアには、タイ、マレーシア、台湾からの進出があり、ラオスへ進出している外国銀行もタイの銀行が中心で、いずれも直接投資や貿易で繋がり深い国からの進出が目立つ。一方、ベトナムでは、近隣諸国からの進出に加えて、先進国からの大手銀行が進出している⁽²⁶⁾。また、ミャンマーは、外国銀行の業務は認可されていないながらも、1990年代中頃には銀行業務ライセンス取得を目指して日系および欧州系の多数の大手銀行が駐在員事務所を開設していた。したがって、外国銀行の進出の背景として、カンボジア、ラオスについては外国へ進出する自国企業のフォローが、ベトナムとミャンマーについては人口規模などからみて潜在的に大きいローカルな市場機会が、それぞれの進出要因に関係しているように思われる。

こうした進出要因の差異から、今後の外国銀行の参入効果はCLMV諸国間で多少の差異が生じることが予測される。ベトナムとミャンマーに参入を試みている外国銀行にはローカルな市場機会を狙う銀行が含まれており、将来

的に外国銀行と地場銀行がより競争的になることで、Levine [1996] のいう競争を通しての金融サービスの改善効果がより高くなる可能性がある。ただし、受入国側の規制に加えて制度的インフラストラクチャーも未整備で、外国銀行にとって取引費用が高くて市場機会が限られているため、こうした効果が現れるには時間を要する。

また、この競争効果については、外国銀行の参入のタイミングにも注意を払う必要があるだろう。この点について、再び補論のLee [1996] のモデルを利用して分析しよう。金融発展の初期の段階で、外国銀行が進出し国内銀行と預金市場で競合しているとする。外国銀行は国内企業に関しては情報入手コストが高いため貸し出しせず、利率は低いが比較的安全な多国籍企業向け貸出や外国債で資金を運用する。それに対して、国内銀行は多国籍企業との取引がなく、国内企業に高利だが貸倒れの可能性の高い貸出を行うと仮定する。この場合、リスク回避的な預金者は外国銀行に預金を集中させるために国内銀行の学習効果が進まず、金融発展が妨げられる可能性が生じる。こうした仮説を検証するのに、金融発展の黎明期から外国銀行への規制がほとんどないカンボジアは興味深い例である。

最後に、外国銀行の進出に関するクロスセクション分析への含意としては、銀行部門が未発展な国で政府が必要に迫られて外国銀行への規制を緩和するという内生性の可能性に留意しなければならない。途上国への外国銀行の進出効果について、Detragiache, Gupta, and Tressel [2005] は外国銀行の進出が金融発展と負の相関があるという結果を得ているが、これは、カンボジアのような金融発展が未発達な国が外国銀行に対して開放的であらざるをえないという、逆の因果関係を示しているのかもしれない。

おわりに

本章では、CLMV諸国における金融発展から工業化・経済成長へのダイナ

ミズムの可能性と、金融発展の諸条件とりわけ国有銀行と外国銀行の役割について現状の整理と分析を試みた。

まず、金融発展から工業化・経済成長へのダイナミズムに関連してCLMV諸国のいくつかの重要な特徴が確認された。ひとつは、とくにカンボジアとラオスについて当てはまる銀行部門の規模の小ささである。低所得水準や貯蓄動員の低さに加えて人口規模が小さいことが、銀行部門の規模拡大の制約となっている。第2は、金融発展と経済発展の補完性、すなわち、所得が低いために貯蓄動員が進まず、そのために金融部門が発展せず所得も低いままに留まる、という関係である。第3は、銀行の学習効果と経済の開放度である。銀行部門は発展の初期の段階ではリスクを抱えながら試行錯誤の融資を通して情報を蓄積していかなければならない。この段階で外国の安全資産へのアクセスが良いと、資金が外国へ逃避するため、銀行の情報蓄積が進まずに金融発展が起こらないという可能性がある。とくにカンボジア、ラオス、ベトナムでは、通貨のドル化が家計と銀行部門の外国資産への選好を高めるために、銀行の学習プロセスの障害となる懸念がある。これら3つの条件は、社会主義体制からの経緯に由来する制度的インフラストラクチャーの不備に加えて、金融発展から工業化・経済成長へのダイナミズムを阻害する可能性がある。

また、金融部門の発展の条件という観点からの金融部門の構造比較では、CLMV諸国各国の多様性が確認された。国有銀行のシェアについては4カ国間で大きく異なる。この差異に関しては、各国の国有企業改革の進め方が大きく影響しており、金融部門への配慮だけから国有銀行のシェアが高くあるいは低くなっているわけではないと考えられる。外国銀行の位置づけについても、外国銀行に対する規制のレベルは、現地法人まで認めるカンボジアと、銀行業務をまったく許可しないミャンマーまでばらつきがある。このような対応の違いは、各国における銀行セクターの担い手がどれだけいるかということがその背景として考えられる。CLMV諸国についてみる限りでは、国有銀行や外国銀行の存在が金融発展に有効であるか否かというのは一概には議

論できないように思われる。

金融部門の多様な構造が存在するCLMV諸国の比較は、金融発展の諸条件のクロスセクション分析に関してひとつの含意を示している。すなわち、国有銀行や外国銀行のシェアと金融発展の相関についてその因果性の解釈には慎重でなければならない。CLMV諸国の例をみる限りでは、国有銀行のシェアは「政府の失敗」と「市場の失敗」の対立軸に沿って決まっているとはいえない。また、低所得国における外国銀行進出の負の効果は、受入国が自力での金融発展が困難な場合に、外国銀行に市場を開放するという逆の因果関係を示している可能性がある。これらの問題は金融発展の諸条件についてのクロスセクション分析の今後の課題である。

補論

ここではLee [1996] の銀行の学習効果に関するモデルを紹介する。

モデルは世代重複モデルを想定する。経済には2期間生きる消費者が無数に存在し、そのほかに無限期間存在するリスク中立的な銀行がある。各消費者は、1期目に1単位の資産を持ち、これを貯蓄と消費に配分する。消費者の総数は1に基準化する。消費者の効用関数は、 $\log(c_{1t}) + \beta \cdot \log(c_{2t})$ とする。 c_{1t} と c_{2t} はそれぞれ1期目と2期目の消費、 β は2期目の消費の割引率である。

経済には2つの生産技術がある。技術Sは収穫一定の安全な技術で収益率は r_s とする。技術Hは、実施するまでそれが良いプロジェクトなのか悪いプロジェクトなのかがわからないという意味で危険な技術である。この技術で、良いプロジェクトであった場合、每期 F の固定投入コストに対して、 $r_H \cdot F$ のリターンをもたらすが、悪いプロジェクトであった場合、リターンはゼロであり、次期以降は実施されない。収益率の間には $r_H > r_s > 0$ という関係を仮定する。毎期の未実施プロジェクト中、良いプロジェクトの割合は λ ($0 < \lambda < 1$) で一定とする。

プロジェクトの固定費用 F は各消費者の財産よりも大きいと仮定し、プロジェクトをファイナンスするために、銀行が利用されるとする。銀行部門は完全競争で、参入・退出は自由であるとする。また、制約的な仮定であるが、消費者は預金する際、いずれかひとつの銀行にしか預金できず、また、それぞれの銀行はひとつのプロジェクトしかファイナンスできないと仮定する。この仮定のもとでは銀行はリスク分散ができず、預金者にとっても預金はリスク資産となっていることに注意しなければならない。

このモデルにおいて、工業化は技術 H の良いプロジェクトを開拓していく過程である。そして、銀行部門は、融資を通して技術 H の良いプロジェクトについての情報を蓄積（学習）し、預金へのリターンを高めていく。

以上の設定のもとで、まず消費者の行動を分析しよう。消費者は、貯蓄を安全技術への投資と、技術 H に投資する銀行への預金に振りわけるとする。銀行部門には、すでに技術 H の良いプロジェクトを発掘済の銀行と、未実施の技術 H のプロジェクトに融資する銀行とが混在しているが、消費者には識別できない。消費者の目的関数は

$$\max_{c_{1t}, v_t} \log(c_{1t}) + \beta \cdot [p_t \log((1 - v_t)r_S + v_t \cdot r_H)(1 - c_{1t}) + (1 - p_t) \log(1 - v_t)(1 - c_{1t})]$$

と書ける。ここで v_t は家計の貯蓄に占める銀行預金の割合を示す。 p_t は預金先の銀行が良い技術 H のプロジェクトに融資する確率である。この消費者の問題は、Log効用関数の性質により、貯蓄と資産運用の問題に分離できる⁽²⁷⁾。まず、貯蓄については、1単位の資産のうち、1期目に $c_{1t} = 1/(1 + \beta)$ が消費され、 $\bar{S} = \beta/(1 + \beta)$ が貯蓄される。次に、貯蓄のポートフォリオの問題を解くと、

$$v_t = \begin{cases} \frac{p_t \cdot r_H - r_S}{r_H - r_S} & p_t \cdot r_H > r_S \text{ の場合} \\ 0 & p_t \cdot r_H \leq r_S \text{ の場合} \end{cases} \quad (1)$$

となる。預金の期待収益率が安全資産を上回る場合、消費者は預金をするが、下回っている場合は預金がゼロになる。また、この式からは p_t が上昇すると

銀行預金の割合が高まることが分かる。ただし、銀行部門全体で良い技術*H*のプロジェクトに融資する割合も銀行預金の大きさと関係がある。この割合(確率)は、すでに発見されている技術*H*の良いプロジェクトの数 G_t と今期新たに融資によって開拓される良いプロジェクトを総融資で割ったものである。銀行預金は貯蓄 \bar{S} のうちの v_t の割合なので $v_t \bar{S}$ と表すと、 p_t は、

$$p_t = \min \left[1, \frac{G_t + \lambda \cdot (v_t \bar{S} - G_t)}{v_t \bar{S}} \right] = \min \left[1, \lambda + (1 - \lambda) \frac{G_t}{v_t \bar{S}} \right]$$

$$= \lambda \quad \begin{array}{l} G_t > 0 \text{ の場合で } 0 < v_t \leq \text{ のとき} \\ G_t = 0 \text{ の場合で } 0 \leq v_t \leq \text{ のとき} \end{array} \quad (2)$$

と表される。優良なプロジェクトの開拓が進み、 $v_t \bar{S} \leq G_t$ となると、すべての融資はすでに発見されている技術*H*の良いプロジェクトに向かうため、 $p_t = 1$ となる。

この式(2)と式(1)が毎期の均衡(p_t, v_t)を決定する。さらに、銀行部門にとっての既知の技術*H*の良いプロジェクトの数 G_t の動学は

$$G_{t+1} = G_t + \lambda \cdot (v_t \bar{S} - G_t) \quad (3)$$

と表記できる。したがって、 $p_t \cdot r_H > r_S$ だと p_t, v_t, G_t ともに単調に増加する。以上から次の命題が成り立つ。

命題:(1) $\lambda \cdot r_H < r_S$ かつ $G_t = 0$ のとき、 $G_{t+i} = 0$ ($i = 1, 2, 3, \dots$)で金融発展は起こらず、経済は貧困の罠に陥る。(2) それ以外の場合、 $G_{t+i} = G_t + \lambda \cdot (v_t \bar{S} - G_t)$ で金融発展が進む。

この命題は、CLMV諸国にとっていくつかの含意を持つ。

移行開始時の経済の初期条件が悪く $\lambda \cdot r_H < r_S$ で、銀行部門にも情報の蓄積がない場合、金融発展が起こらず貧困の罠に陥る可能性がある。自国の工業部門の収益率 r_H 、外国の安全資産収益率 r_S と考えると、外国の安全資産へのアクセスがあるために、 $\lambda \cdot r_H < r_S$ という状態が生じて、工業化と金融発展が進まないという可能性もある。

また、このモデルを応用して、外国銀行の参入の影響を分析することも可能である。先ほどの安全技術への投資を外国銀行への預金に置き換える。消費者は、外国銀行と国内銀行のいずれかに貯蓄を振りわけるとしよう。国内銀行は、先ほどまでの仮定と同じく、技術*H*の新規プロジェクトをファイナンスする。外国銀行は、リスクがゼロで収益率*r₀*の技術の投資先（例えば外国の安全資産）を持ち、消費者には*r_F*の預金金利を提示するとする。ただし、*r_H* > *r₀* > *r_F* > 0とする。消費者は国内銀行と外国銀行に預金を分散するものとする。すると、消費者の問題は次のように書ける。

$$\max_{c_{1t}, v_t} \log(c_{1t}) + \beta \cdot [p_t \log((1 - v_t)r_F + v_t \cdot r_H)(1 - c_{1t}) + (1 - p_t) \log(1 - v_t)(1 - c_{1t})]$$

このとき、式(1)は次のようになる。

$$v_t = \begin{cases} \frac{p_t \cdot r_H - r_F}{r_H - r_F} & p_t \cdot r_H > r_F \text{ の場合} \\ 0 & p_t \cdot r_H \leq r_F \text{ の場合} \end{cases} \quad (1')$$

国内の技術の期待収益率が低く、*p_t* · *r_H* ≤ *r_F*となる場合、外国銀行は預金を独占し、(*r₀* - *p_t* · *r_H*) · *S* レントを獲得する。また、この場合、金融深化は進展しない。すなわち、外国銀行の進出が貧困の罨につながる可能性がある。

〔注〕

- (1) 金融発展と経済成長についてのサーベイとしてはKhan and Senhadji [2000]、Levine [1997]などが挙げられる。
- (2) この図からは、他に2つの傾向も観察できる。第1に、低所得国間と比較して、高所得国間で、金融発展の水準の分散が大きくなっている。先進国で金融発展水準の分散が大きいのは、先進国における金融市場の多様化と関連づけられる。先進国には、アメリカに代表されるような、株式や債券などの直接金融が発展し、企業の資金調達における間接金融の比重が低下している国が含まれるため、預金金融機関の民間向けと信残高という間接金融を基準とした金融発展の指標では分散が大きくなる。対照的に、途上国では、銀行による間接金融の比重が高いため、間接金融を基準とした金融発展の水準で分散が小さくなっている。第2に、東アジア諸国は所得水準に対して金融発展が比較的進んでいる。

る国が多い。

- (3) 伝統的な貯蓄動員の議論にはMcKinnon [1973] が挙げられる。
- (4) 流動性管理の経済成長への影響についてはDiamond and Dybvig [1983] を応用したBencivenga and Smith [1991] がある。また、金融仲介機関によるリスク分散には、Acemoglu and Zilibotti [1997], Greenwood and Jovanovic [1990], Saint-Paul [1992] などが含まれる。
- (5) 初期の研究の計量経済学上の問題としては同時性バイアスや過小定式化が挙げられる。同時性バイアスとは、金融発展が経済成長に影響すると同時に、経済成長も金融発展に影響するため、金融発展から経済成長への効果が正しく推計されないという問題である。過小定式化は、推計式の定式化で欠落している説明変数と残差に相関がある場合に、同じく正しい推計結果が得られないという問題である。Beck, Levine, and Loayza [2000] などの近年の研究で用いられている操作変数法は同時性バイアスを処理するのに有効な方法といえる。またLevine, Loayza, and Beck [2000] やCalderon and Liu [2003] などがパネルデータ分析に利用している一般化積率法 (generalized method of moment) も同時性バイアスと過小定式化の問題に対して有効であり、これらの推計が示している金融発展から経済成長へ正の効果があるという推計結果は頑強であるとするのが近年の潮流である。
- (6) Rajan and Zingales [1998] は、アメリカの工業統計から工業部門の業種別の外部資金依存度を推計し、次に、他の先進国のクロスセクション分析で外部資金依存度が異なるさまざまな業種の発展度と各国の金融部門の発展度との相関を検証している。そして、外部資金依存度の高い業種の発展度と金融部門の発展の間に正の相関があることを示した。Neusser and Kugler [1998] は、時系列分析の枠組みで、先進国について製造業部門の全要素生産性 (total factor productivity) と金融発展の指標としての金融部門の実質GDPとの関係を分析し、金融発展と製造業の生産性との間に共和分関係があり、金融発展が製造業の生産性に寄与していることを確認している。
- (7) 制度的インフラストラクチャーについては第3節でより詳しく議論する。
- (8) Claessens and Laeven [2003] の実証研究は、所有権の保護の水準が低いと、金融部門ばかりでなく実物部門での資源配分の効率性が低下し、企業の成長が減速するという結果を示している。
- (9) 銀行を利用する固定費には、口座維持手数料などがなくても、例えば銀行の窓口へ出向く移動コストを考慮することができる。移動コストは、1円を預金する場合も100万円を預金する場合も同じであるが、預金から得られる利子は預金金額により大きく異なる。
- (10) 金融発展と経済成長の補完性に注目して「貧困の罠」の可能性を議論している分析には、Berthelemy and Varoudakis [1996] もある。

- (11) De Gregorio and Guidotti [1995] は、サンプルをラテンアメリカ諸国に限定した推計で、金融発展と経済成長に負の相関を確認している。Demetriades and Hussein [1996] は、時系列分析の枠組みで16カ国について金融発展の指標と経済成長との関係を検証し、各国において関係にばらつきがあることを示した。
- (12) Alfaro, Chanda, Kalemli-Ozcan, and Sayek [2004] は、クロスセクション分析で、FDIが経済成長に寄与するためには一定水準の金融発展が必要であることを示した。
- (13) その他の論点には地理的条件がある。Beck, Demirguc-Kunt, and Levine [2003] は、植民地化の経験を持つ70カ国について、各国の銀行部門の発展水準を地理的属性の指標としての入植者の死亡率とに回帰し、地理的属性が銀行部門の発展と相関していることを確認している。
- (14) 債権者としての銀行の権利の保護についてはDjankov, McLiesh, and Shleifer [2005], インフレーションの影響についてはBoyd, Levine, and Smith [2001] などがある。
- (15) 金融における情報の非対称性・不完備契約の問題についてはFrexias and Rochet [1997] が教科書的に網羅している。
- (16) この見方には、Keeley [1990] が挙げられる。
- (17) 途上国への外国銀行の参入に関するサーベイ論文としては、Clarke, Cull, Peria, and Sanchez [2003] や奥田 [2004] が挙げられる。特に奥田 [2004] はミクロ理論に基づいて議論の整理を行っている。
- (18) ミャンマーの銀行危機前後の変化については久保・福井・三重野 [2005] を参照。
- (19) 外貨建て預金については次節で分析する。
- (20) 渡辺 [2004] はカンボジア、ラオス、ベトナムの3国のドル化の現状を整理している。
- (21) 外貨建て口座は貿易関連に限られており、しかも口座の開設は2つの国有銀行でのみ許可されている。
- (22) ローンを外貨建てで行うためには、貸付先は外貨収入が見込める企業でなければならない。かりに、外貨収入が見込めない企業に外貨建てで貸し付けたとしても、為替リスクは企業の債務不履行リスクとして銀行に残ることになる。
- (23) 渡辺 [2004] は、(1)金融仲介機能の後退に加えて、(2)大量の外国通貨が流入し、かつ国際金融市場との金利の裁定が強まることによる金融政策の機能喪失と、(3)完全なドル化に進んだ場合の為替の調整機能の喪失による、近隣諸国に対する輸出競争力の低下、の3点をドル化の悪影響として挙げている。さらに付け加えると、預金のドル化は中央銀行の最後の貸し手としての機能もなくす。中央銀行の外貨準備と表6でみた各国の外貨建て預金との比率はカンボジア、

ラオス、ベトナムでそれぞれ1.70, 0.86, 0.68であり、ラオスとベトナムでは中央銀行が商業銀行の債務を保証できない状態にある。

- ②4) ミャンマーやベトナムでは、外国貿易銀行などのいくつかの国有銀行が形式的には独立した機関として存在していたが、実質的にはモノバンクの体制にあったといえる。
- ②5) Barth, Caprio, and Levine [2004] は参入規制や業務規制、預金保険などの「市場の失敗」に対処するような金融規制が金融発展や金融部門の安定性を与える影響について、制度的インフラストラクチャーが発展している先進国では有効ではないが、未発達な途上国では有効であるとしている。
- ②6) 例えばABN-Amro, Citibank, Hong Kong Shanghai Banking Corporation (HSBC) など。
- ②7) Lee [1996] は以下の分析結果が一般的な効用関数でも成り立つことを示している。

〔参考文献〕

< 日本語文献 >

- 奥田英信 [2000] 『ASEANの金融システム 直接投資と開発金融』東洋経済新報社。
- [2004] 「外国銀行の進出と途上国の経済発展」(国宗浩三・久保公二編 『金融グローバル化と途上国』研究双書No.536, アジア経済研究所) 137-165ページ。
- 久保公二・福井龍・三重野文晴 [2005] 「移行経済下ミャンマーの金融セクター」(藤田幸一編 『ミャンマー移行経済の変容』研究双書No.546, アジア経済研究所) 97-142ページ。
- 豊田利久, キオフィラフォン・ブーペット [2005] 「ラオス都市部における貯蓄・資産の実態調査」(天川直子・山田紀彦編 『ラオス 一党支配体制下の市場経済化』研究双書No.545, アジア経済研究所) 155-180ページ。
- 渡辺慎一 [1999] 「貯蓄・投資行動に関する家計調査データと金融政策」(石川滋・原洋之介編 『ヴェトナムの市場経済化』東洋経済新報社) 189-208ページ。
- [2004] 「インドシナ3国における『ドル化』と金融システムの発展」(国宗浩三・久保公二編 『金融グローバル化と途上国』研究双書No.536, アジア経済研究所) 21-44ページ。

< 英語文献 >

- Acemoglu, D. and F. Zilibotti [1997] “ Was Prometheus Unbound by Chance? Risk, Diversification, and Growth, ” *Journal of Political Economy*, 150(4), pp.709-751.

- Alfaro, L., A. Chanda, S. Kalemli-Ozcan, and S. Sayek [2004]“ FDI and Economic Growth: The Role of Local Financial Markets, ” *Journal of International Economics*, 64(1), pp.89-112.
- Barth, J., G. Caprio, and R. Levine [2004]“ Bank Regulation and Supervision: What Works Best? ” *Journal of Financial Intermediation*, 13(2), pp.205-248.
- Beck, T., R. Levine, and N. Loayza [2000]“ Finance and the Source of Growth, ” *Journal of Financial Economics*, 58, pp.261-300.
- Beck, T., A. Demirguc-Kunt, and R. Levine [2003]“ Law, Endowments and Finance, ” *Journal of Financial Economics*, 70, pp.137-181.
- Bencivenga, V. and B. Smith [1991]“ Financial Intermediation and Endogenous Growth, ” *Review of Economic Studies*, 58(2), pp.195-209.
- Bencivenga, V., B. Smith, and R. Starr [1995]“ Transaction Costs, Technological Choice and Endogenous Growth, ” *Journal of Economic Theory*, 67, pp.153-177.
- Berthelemy, J. and A. Varoudakis [1996]“ Economic Growth, Convergence Clubs, and the Role of Financial Development, ” *Oxford Economic Papers*, 48, pp.300-328.
- Bose, N. and R. Cothren [1996]“ Equilibrium Loan Contracts and Endogenous Growth in the Presence of Asymmetric Information, ” *Journal of Monetary Economics*, 38, pp.363-376.
- Boyd, J., R. Levine, and B. Smith [2001]“ The Impact of Inflation on Financial Sector Performance, ” *Journal of Monetary Economics*, 47, pp.221-248.
- Calderon, C. and L. Liu [2003]“ The Direction of Causality between Financial Development and Economic Growth, ” *Journal of Development Economics*, 72, pp.321-334.
- Claessens, S. and L. Laeven [2003]“ Financial Development, Property Rights, and Growth, ” *Journal of Finance*, 58(6), pp.2401-2436.
- Claessens, S., A. Demirguc-Kunt, and H. Huizinga [2001]“ How Does Foreign Entry Affect the Domestic Bank Market? ” *Journal of Banking and Finance*, 25(5), pp.891-911.
- Clarke, G., R. Cull, M.S.M. Peria, and S. Sanchez [2003]“ Foreign Bank Entry: Experience, Implications for Developing Economies, and Agenda for Further Research, ” *World Bank Research Observer*, 18(1), pp.25-59.
- De Gregorio, J. and P. Guidotti [1995]“ Financial Development and Economic Growth, ” *World Development*, 23(3), pp.433-448.
- De la Fuente, A. and J. Marin [1996]“ Innovation, Bank Monitoring and Endogenous Financial Development, ” *Journal of Monetary Economics*, 38, pp.269-301.
- Demetriades, P. and K. Hussein [1996]“ Does Financial Development Cause

- Economic Growth? Time-series Evidence from 16 Countries," *Journal of Development Economics*, 51, pp.387-411.
- Detragiache, E., P. Gupta, and T. Tresse [2005] Finance in Lower-Income Countries: An Empirical Exploration," IMF Working Paper WP/05/167, Washington, D.C.: International Monetary Fund.
- Diamond, D. and P. Dybvig [1983] " Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity, " *Journal of Political Economy*, 91(3), pp.401-419.
- Djankov, S., C. McLiesh, and A. Shleifer [2005] " Private Credit in 129 Countries, " NBER Working Paper No.11078, Cambridge, Mass.: National Bureau of Economic Research.
- Frexias, X. and J. Rochet [1997] *Microeconomics of Banking*, Cambridge, Mass. and London: MIT Press.
- Greenwood, J. and B. Jovanovic [1990] " Financial Development, Growth, and the Distribution of Income, " *Journal of Political Economy*, 98(5), pp.1076-1107.
- International Monetary Fund(IMF [1999] Vietnam: Selected Issues, "IMF Country Report No.99/55, Washington, D.C.: International Monetary Fund.
- Japelli, T. and M. Pagano [1994] " Saving, Growth, and Liquidity Constraints, " *Quarterly Journal of Economics*, 108, pp.83-109.
- Kaufmann, D., A. Kraay, and M. Mastruzzi [2003] " Governance Matters III: Governance Indicators for 1996-2002, "mimeo, Washington, D.C.: World Bank.
- Keeley, M. [1990] " Deposit Insurance, Risk, and Market Power in Banking, " *American Economic Review*, 80(5), pp.385-402.
- Khan, M. and A. Senhadji [2000] Financial Development and Economic Growth: An Overview, " IMF Working Paper WP/00/209, Washington, D.C.: International Monetary Fund.
- King, R. and R. Levine [1993] " Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right, " *Quarterly Journal of Economics*, 108, pp.681-737.
- La Porta, R., F. Lopez de Silanes, and A. Shleifer [2002] " Government Ownership of Commercial Banks, " *Journal of Finance*, 57(1), pp.265-301.
- Lee, J. [1996] " Financial Development by Learning, " *Journal of Development Economics*, 50(1), pp.147-64.
- Levine, R [1996] Foreign Banks, Financial Development, and Economic Growth, "in C. Barfield ed., *International Financial Markets*, Washington, D.C.: AEI Press.
- [1997] " Financial Development and Economic Growth: View and Agenda, " *Journal of Economic Literature*, 35, pp.688-726.
- Levine, R., N. Loayza, and T. Beck [2000] " Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes, " *Journal of Monetary Economics*, 46(1), pp.31-77.

- Ma, C.H. and B. Smith [1996]“ Credit Market Imperfections and Economic Development: Theory and Evidence, ” *Journal of Development Economics*, 48, pp.351-387.
- McKinnon, R[1973]*Money and Capital in Economic Development*, Washington, D.C.: Brookings Institution.
- Neusser, K. and M. Kugler [1998]“ Manufacturing Growth and Financial Development: Evidence from OECD Countries, ” *Review of Economics and Statistics*, 82(4), pp.638-646.
- Rajan, R. and L. Zingales [1998]“ Financial Dependence and Growth, ” *American Economic Review*, 88(3), pp.559-586.
- Rioja, F. and N. Vale[2004] Does One Size Fit All?: A Reexamination of the Finance and Growth Relationship, ” *Journal of Development Economics*, 74, pp.429-477.
- Saint-Paul, G. [1992]“ Technological Choice, Financial Markets and Economic Development, ” *European Economic Review*, 36(4), pp.763-781.
- Unterobderster, O. [2004]“ Banking Reform in the Lower Mekong Countries, ” IMF Policy Discussion Paper, PDP/04/5, Washington, D.C.: International Monetary Fund.