

## 第9章

# 経常収支黒字下の金融・資本市場

## —台 湾—

### はじめに

1970年代に経常収支の黒字化が定着した台湾は、大幅な黒字が生じた78年に、固定相場制から変動相場制に移行した。しかしながら経常収支黒字は82年から再び著しく増大し続け、円高の影響のあった3カ年（84～86年）の平均増加率は38.53%という高いものであった。一方、為替レートの変動は、86年に12.3%切り上げられるまでは、微々たるものであり、変動相場制といっても著しく管理されたマネージド・フロートであって、為替レートの変化による国際収支不均衡の是正策はここ2～3年のことにすぎない。しかし、現状は、単に為替レートの調整で済む問題ではなく、より構造的、長期的原因が背景にあるといえよう。本章では、台湾の金融・資本市場が大きな変化を迫られている状況を概観し、1988年に立法院（国会）を通過した証券取引法の改正の要点を概説する。

### 第1節 貯蓄投資ギャップ

各経済主体の貯蓄投資ギャップの対GNP比を示している第1表から、台

第1表 部門別資金過不足の対GNP比

(%)

	政府	法人企業		個人	海外
		公営	民営		
1965～69	0.7	-2.2	-6.8	7.1	1.2
1970～74	2.8	-4.6	-7.9	10.9	-1.3
1975～79	3.9	-6.6	-4.0	10.0	-3.5
1980～85	2.0	-2.7	-2.4	10.4	-6.9
1986	1.1	-1.5	-2.9	16.6	-22.1
1987	3.1	-0.4	-0.8	16.6	-18.5

(出所) 中央銀行『中華民国台湾地区資金流量統計』1985年、1988年版。

台湾の貯蓄超過経済の特徴が明らかとなる。まず、政府部門は常に貯蓄超過、すなわち資金余剰となっており、黒字または均衡財政が貫かれてきたことを示している。投資主体である企業部門、特に民営企業部門は投資超過、つまり資金不足を示しているが、1980年にはわずかながら資金余剰に転じている。一方、公営企業部門においては、60年代には資金不足（投資超過）は顕著でなかったが、70年代後半、第1次石油ショック後の不況回復策として公営企業投資を増加させたため資金不足が拡大した。その後、80年代に入ると資金不足は縮小し、逆に84年から資金余剰に転じている。一方、個人部門（一般家計と非法人企業を含む）は一貫して資金余剰であり、しかも、80年代に入ると、法人企業部門の投資超過を補って余りある貯蓄超過を示している。

海外部門は1960年代こそ投資超過、つまり、台湾の経常収支赤字であったが、70年代には早くも貯蓄超過に転じた（台湾の経常収支黒字）。第1次石油危機（74、75年）と第2次石油危機（80年）の時に投資超過を出したほかは、貯蓄超過であり、80年代には、その超過幅は年々急激に拡大している。85年には対GNP比約15.5%、86年には約20.8%と驚くべき高さに達した後、87、88年に若干縮小したが、未だに高い比率である。

以上のような貯蓄超過現象は、金融・資本市場の状況を見るとき、いわゆる、貯蓄から投資への金融仲介機能にも問題があることを窺わせるのである。

以上のような、貯蓄投資ギャップ、特に貯蓄超過の状況は、第2表に示さ

表2表 投資率の推移 (%)

投 資 率 (GOCF/GNP)(注)					
1952	15.4	1966	21.3	1979	33.3
1953	14.1	1967	24.8	1980	34.3
1954	16.1	1968	25.3	1981	30.5
1955	13.4	1969	34.6	1982	25.2
1956	16.1	1970	25.7	1983	23.0
1957	15.9	1971	26.4	1984	21.3
1958	16.8	1972	25.8	1985	17.6
1959	18.9	1973	29.3	1986	16.3
1960	20.3	1974	39.5	1987	19.3
1961	20.1	1975	30.8	1988	23.3
1962	17.9	1976	31.1	(1952~59)	15.8
1963	18.4	1977	45.2	(1960~69)	21.4
1964	18.8	1978	28.6	(1970~79)	30.6
1965	22.8				

(注) GOCFは粗固定資本形成。

(出所) The Central Bank of China, *Taiwan Statistical Yearbook 1987*;  
Republic of China, *Statistical Abstract of National Income, Taiwan Area, 1989*.

れている投資率の動きからも明らかである。すなわち、1950年代は平均15.8%であったのが、60年、21.4%、そして70年代は30.4%まで高まった。しかし1980年代に入ると、表から明らかなように顕著な漸減傾向を示し始めて、86年は16.3%と50年代の状況に等しくなった。この急激な投資率の低下は、主として公共事業と公営企業部門の投資率低下によるものである。かくて、公共セクター投資の低下による貯蓄超過に対処するには、公営企業の民営化による活性化と、より高度な産業構造の構築のための積極的なR&D投資など、より先進的な経済と社会を作るために必要な課題が多く残されていると思われる。87年以降、投資率は再び上昇傾向を示しているが、以上の課題は基本的には変わっていない。

次に個人部門と企業部門の資金の運用と調達状況をみよう。

まず、個人の資産運用形態は第3表に示されており、注目すべきは貯蓄性預金形態での運用のシェアが高まっていることである。また、86年以降通貨

第3表 個人部門の資金運用形態 (%)

	1965-69	1970-74	1975-79	1980-85	1986	1987
間接金融資産	43.0	61.4	62.0	70.4	51.3	70.5
現金通貨	4.4	7.2	5.1	3.4	3.7	6.1
通貨性預金	7.7	11.3	17.0	8.2	20.0	33.2
貯蓄性預金	29.7	34.8	33.0	50.9	21.4	23.5
保険・信託	1.2	8.1	6.9	7.9	6.2	7.7
直接金融資産	55.4	31.8	39.3	27.5	42.3	16.4
国債	3.1	0.8	0.1	0.4	0.9	0.0
民間証券	39.5	25.8	29.7	20.5	26.4	13.1
企業預金	12.8	5.2	9.5	6.6	15.0	3.3
その他	1.6	6.8	1.5	2.1	6.4	13.1

(出所) 第1表に同じ。

第4表 民営企業部門の資金調達形態 (%)

	1965-69	1970-74	1975-79	1980-85	1986	1987
内部資金	36.2	38.1	37.3	40.1	30.7	32.8
外部資金	63.8	59.9	62.7	59.9	69.3	67.2
(金融機関借入)	28.9	46.0	32.5	28.6	21.8	46.6
(C P・B A)	0.0	0.0	5.8	11.9	0.0	0.0
(企業間信用)	3.2	4.0	0.5	0.2	0.0	0.0
(他部門からの借入)	5.6	5.4	11.4	10.8	23.8	4.5
(株式・社債)	44.1	30.1	43.2	40.6	40.7	23.2
(海外借入)	11.7	12.2	5.6	6.4	11.5	22.2
(その他)	-0.6	2.2	1.0	1.5	2.2	0.0

(出所) 中央銀行『中華民国台湾地区資金流量統計』, 1985年, 1988年より筆者作成。

性預金運用のシェアも高まっている。この理由は簡単には説明し得ないが、民間証券(主として私募形式の株式)と代替関係にあるようであり、特に1980年代の上昇ぶりが目立っている。60年代後半の民間証券のシェアの高さは、金融機関に預金するよりも旺盛な企業の資金需要の故に、株式で持つ方が有利であったのだが、1980年代には企業の資金需要はそれほど旺盛でなく、配当収益の預金金利との差が縮小したためであろう。

第4表は民営企業部門の資金調達形態を表している。1980年代には内部資金の比率が高まって、企業の資本蓄積を示している。70年代以降、金融機関借入れのシェアは減少を続けているが、ただ短期金融市場の創設を反映して、商業手形（CP）、銀行引受手形（BA）の利用が顕著に高まっている。

他方、株式・社債（ほとんど株式）の形態は、基本的に高いシェアを示しているが、1980年代に若干低下を示している。海外借入れのシェアもここ10年間は、その前の10年間に比べ半減している。

以上の資金需要から明らかなように、私募形式を通ずる株式による資金需要は非常に大きな資金フローを形成している。しかし、これは証券市場（取引所）を通じておらず、証券市場が改善されればより効率的な資金フローが実現し、豊富な国内貯蓄が多様かつ収益性の高い投資分野にチャンネルできるようになるのである。

## 第2節 現行金融・資本市場の問題点

### 1. 金融システム

まず、金融システムをみると、その特徴としては第1に金融機関に公営のもの（政府出資50%以上）が多いことがあげられる。この公営であることがフレキシブルであるべき金融機関の活動にマイナスとなっていることは否めない。政府の監督部局が重層、重複し、予算、会計、審査、人事管理のコントロールを受けており、金融イノベーションが難しい状況にある。第2に、人口当り金融機関数が諸外国に比べて圧倒的に少なく、そのため競争が不足していることである。第3に、銀行貸出が製造業、公企業、輸出企業そして大企業に偏る一方、消費者、民間企業、内需企業、中小企業に対しては、信用供給が不十分であったことが挙げられる。第4に、専門金融機関制度は1975年の改正銀行法により、既存金融機関が担当するか、輸出入銀行のように新

設されたかしたが、専門金融機関に特に求められている中長期資金の供給は依然不十分である。たとえば、中小企業銀行は運転資金と設備資金の比率が90対10（1980～84）であり、中小企業が特に必要としている中長期資金の供給に貢献しているとは言い難い。専門金融機関制度が真にその機能を発揮するには、資金調達と運用方式の改善が必要であり、従来どおりの規制のままでは、75年改正銀行法の理念でさえ実現は困難である。最後に、現行金融システムの抱える問題点が公的規制の現在のあり方から生じており、その裏面として、その公的規制の制約の故に、非組織的金融市場としての台湾の「民間貸借市場」が未だに大きな役割を演じているのである。家計の金融機関からの借入れと民間貸借市場からの借入額の比率が48%対52%、民間企業の民間貸借市場からの借入れと金融機関からの借入れの比率は62%対38%であるという推計結果が得られている<sup>[1]</sup>。このように、金融システムに対する公的規制が厳しい状況の下では、非組織的金融市場はむしろ盛んになり、近代的金融システムの金融仲介機能が弱体化しているといえよう。台湾の許教授は、規制金利の下で、民間貸借市場が存在しなければ、銀行の資金効率が低いため、GNPを平均1.3%（1965～82年）低下させたはずだが、実際には民間貸借市場の存在がGDPを平均1.2%増大させたため、GNPの低下は0.1%で済んだと推定している<sup>[2]</sup>。このように金融システムに対する公的規制が、経済成長の結果もたらされた国民の資金調達・運用の規模増大と多様化に対応できない場合、民間貸借市場は非効率的な金融仲介を補完する形で存在することになる。しかし、同時に、非組織的金融市場であるがため、国民の貴重な資産に損失を与える可能性もまた大きくなる。

台湾の金融市場の自由化は、短期金融市場の自由化が1978年から始まり、預貸金利の自由化は80年から始まった。この短期金融市場では、政府短期証券（TB）、CP、BA、譲渡可能定期預金証書（CD）などの自由金利での流通市場が成立し、その市場規模も大きくなりつつある。一方、銀行預貸金利についても中央銀行が預貸金利の上限を設定するが、銀行協会が金融市場動向をみて、中央銀行に変更を建議することができ、貸出金利もプライムレート

制をとるようになっていく。

台湾の金融自由化は、金利規制の自由化から、業際規制の緩和・自由化、公営銀行の民営化、あるいは新規民営銀行の設立の方向に向かわねばならない状況の中、1989年7月に銀行法が改正された。その結果、①金利規制（預金最高利率と貸出利率上下限規制の撤廃）、②民営銀行設立の自由化、③外銀在台支店の業務自由化等の画期的措置となった。公営銀行（特に第一、華南、彰化の三大商銀）の民営化も進められる予定となっている。

以上、銀行を中心とする金融システムの問題点を述べたが、以下に、資本市場の問題点に触れよう。その前に、金融・資本市場に大きな影響を及ぼす外国為替管理の自由化についてみると、1987年7月15日に、政府は41年間続いた為替管理を自由化し外貨集中制を廃止した。その結果、個人・法人は自由に外貨を保有、売買できることになり、一年間に累積500万米ドルまでの海外送金、直接・間接投資、不動産投資が可能となった。為替銀行も、自由化された個人の外貨預金業務、ポートフォリオ投資等の仲介業務を自由に行うことができ、その業務拡大の可能性が大きくなっている。特に、為替銀行は、中国国際商業銀行と第一商業銀行等に限られていた海外支店の設置が自由化され、海外金融機関の買収等により、先進国国際金融業務の知識と経験を吸収することができるようになった。

この外国為替管理自由化が、台湾の外貨準備削減にどれほど役立つか、また、台湾ドルの切上げ傾向により、進んでいる直接投資・不動産投資に加え、ポートフォリオ投資にどれほど寄与するかは、現段階では判断が難しい。しかし、長期的にみれば、その効果が現れてくることは期待できよう。

## 2. 証券市場

台湾の証券市場は1960年の証券取引所設立をもって始まった。それ以前は、特に農地改革による地主補償として、民営化した国営企業4社の株券を与えたこと、また相次いで株式会社が設立されたことによる、いわば店頭市場の

時期（1953～57年）が続いた。58年以降、証券取引所の設立に関する研究がなされ、60年に米国人 George. M. Ferris を招き、米国型の証券制度を色濃く反映した証券管理委員会、証券取引所が設立された。また、証券会社と証券取引法も同様に米国型をベースにしたといえよう。

台湾の証券取引所に上場されている企業数は、韓国、シンガポール、香港に比べ、最も少ない。上場企業が少ないことから、投機目的の株式取引が中心で、上場会社の株主構成においても個人株主の比率が高く、機関投資家は少ない。したがって売買回転率が高く、株価の乱高下が甚だしく、まさに投機的市場に他ならなかった。このように、国民貯蓄率の高さにもかかわらず、その貯蓄は証券貯蓄、とりわけ証券市場を通ずる証券投資、証券市場を利用する資金調達で、その国民貯蓄の規模からみて、著しく小さかった。その原因はまず、株式発行主体である企業の側に問題があった。周知のように、台湾の企業は、大企業といえば公営企業が多く、大企業である民営企業は非常に少ないという、中小企業の割合が非常に高い経済である。それ故、家族、同族経営が中心であり、株式公開を好まないのが当然であった。また株式を購入する側にも問題があった。すなわち、本来、禁止されている従業員などの企業への預金、また株主による企業への貸付など、取引所を通じて株式を購入するよりも、有利で信頼できる投資手段があったのである。しかし、この投資手段は限られた範囲でしか通用しないため、近代的資本市場の投資手段とは異なり、効率的でないのみならず一般的には極めてリスクである。

ところで、この株式・社債発行企業と一般投資家を仲介する証券業者等の制度にも問題があったといえよう。まず、台湾の証券会社は、A：ブローカー（委託売買）、B：ディーラー（自己売買）、C：アンダーライター（引受け）に分けられ、AとBの兼営は認められないが、AとC、BとCの兼営は認められていた。しかし、アンダーライターは銀行だけが認められ、ディーラーは信託投資会社だけ営業が認められており、ブローカーである証券会社はアンダーライター、ディーラー業務を認められておらず、単なる売買委託を受けることだけしかできなかったという極めて厳しい制約を受けていた。



証券会社が小規模で、銀行に比べ資本のみならず経営スタッフの人材等で、はるかに劣り、またその業務領域が限られていたため、投機的な売買で利益を得ようとするなど問題が多かった。この業務の細分化はアメリカのように発達した株式市場で生じてきた分業の結果できあがったシステムであり、株式市場の揺籃期であった台湾が導入したところに基本的誤りがあったといえよう。

次に、銀行にのみ認められていたアンダーライター業務の問題点も多い。

まず、発行企業は家族経営形態が多いため、上場による経営への干渉と財務内容の審査、株主からの経営面への要求、また上場によるさまざまな負担を忌避する傾向が強く、こうした株式発行に対する認識の遅れが著しくアンダーライティング業務を不活発にしていた。また、上場し得る企業であれば、銀行借入れは容易である一方、業績が良好でも、配当としての利益分配を望まないという同族企業的意識が強い。これに対して、アンダーライター側の問題として、単なる新規上場株式の引受けに限られ、業務量が著しく不足していた。さらに基本的なことは、国内金融機関がこの業務を兼営しており、すでに述べたように半数以上が公営機関であるから、法制上の制約が多く、また、インセンティブもあまりなかったのである。さらに、額面発行中心で、完売する可能性が小さく、それ故、全額引受けの方式をとらず、売り残した株式は発行企業が引き取る方式をとる場合が多かった。しかも、この両方式による手数料格差はわずか100分の1.5しかなく、全額引受けのインセンティブが低いのが問題であった。これは、リスクを回避し、発行企業に転嫁するわけであるから、これも発行企業のインセンティブを弱めた。

次にディーラーは投資信託会社が兼営していた。ディーラーの業務にも多くの制約が課されていた。その問題点は、ディーラー（投資信託公司）が、自己資金による株式購入を望まず、信託資金として受けた資金を利用するが、その資金額は資本金のある一定割合に制限されていた。さらに、この売買によって得た利益には所得税が課されるが、証券売買を営業目的としない個人・法人なら、その証券取引所得が免税されるため、往々にして関係企業名

をもって株式売買を行い税負担を逃れるなど、税制上の問題があった。このようにディーラー業務も積極的にディーラーとして業務を行うインセンティブに欠けていたといえよう。

以上みたように、証券業務の担当機関、証券税制、手数料、発行企業の上場意欲等々問題があった。一方、公社債市場も、財政の国債依存度の低さ、高い発行コスト、銀行が公社債を取得し、満期まで保有すること（銀行に対する流動資産規制による）などから、発行市場、流通市場共に未発達であったといえよう。

このように、株式・公社債市場共に多くの問題があったが、1988年1月12日に立法院を通過した改正証券取引法は、特に株式市場の従来の欠陥を是正し、株式を通ずる資金フローをより効率的にし、しかも企業の拡大と近代化、投資家の投資対象の多様化、リスク軽減に大きな役割を演じ得ると期待できるものであった。

この改正証券法により以下の目的とその効果が期待されている。

- (1) ブローカー、ディーラー、アンダーライターを兼営する日本型の総合証券会社を設立し、証券取引に関する包括的サービスをできるようにし、同時に、証券会社、銀行、投資信託公司の間の競争力を高め、かつ、強化する。
- (2) 外国証券会社の支店開設、および外国資本との合併を認める。これにより、先進的な外国証券会社の技術を導入して、かつ、国内証券業務担当機関との競争を高める。
- (3) 時価発行による公募増資を促進し、発行企業のインセンティブを高める。
- (4) 信用取引の拡充を行い、適正な株価形成に寄与すると同時に、証券会社の収益機会と業務機会の拡大を図る。

この証券取引法改正の結果、総合証券会社とブローカー業務のみを行なう従来型の証券会社が一挙に増えるという現象が起きており、問題視する見方もあるが、証券市場の発展にとって、まず自由化は必要な第一歩であろう。

## 小 結

台湾の家計、企業、政府、そして、海外部門がすでに貯蓄超過を示しており、金融機関も預金額が貸出・投資額を大きく超えている状況である。この状況は、金融・資本市場による金融仲介機能の弱体化にもその原因が求められ、その機能を十分に果たすためには多くの課題が残されていた。それ故、1987年の外国為替管理自由化、88年の証券取引法と89年の銀行法の改正は、金融・資本市場の活性化と効率化に貢献することが期待できる改革であった。しかし、これらの改革は始まったばかりであり、企業・家計がこの新しい制度と環境に適応するには、時間が若干かかるであろう。公営銀行が中心であった金融システムは、金利自由化、業務自由化が進んでいるが、特に民営化、あるいは新規民営銀行の設立がなされれば、金融システムの効率化が一層進むと思われる。国民貯蓄率の高まりによる投資家層の拡大と資産選好の多様化に対応する新しい各種非銀行金融仲介機関の根拠法の制定とその設立許可がますます必要となっている。現在、法的根拠がないために民間貸借市場として分類されている各種擬似的金融機関は、投資家の保護措置がないためにリスクな投資・貯蓄対象となっており、これら金融機関に対する需要と供給を円滑にするために法的整備が必要である。

以上、台湾の金融・資本市場はマクロ経済の不均衡の原因となってきたと同時に、そのインパクトも受けており、今後、新しい経済環境への絶えざる適応を迫られている。金融・資本市場は資源の最適配分機能を担っているのであるから、その変革がマクロ経済の不均衡解消に大きな役割を演ずることは確かである。

〔注〕—————

- (1) 蘇溪銘「台灣地區雙元性金融體系現況及功能之研究」(台灣銀行『台灣銀行季刊』第36卷第4期, 1985年)。
- (2) 許嘉棟「台灣之金融體系雙元性與工業發展」(中央研究院編『台灣工業發展會議』上冊, 1983年)。