

- ・ 日本銀行国際局が実施する外部への委託調査・研究に関する報告書です。
- ・ 本報告書の著作権は日本銀行に帰属します。
- ・ 本報告書の内容や意見は、執筆者に属し、日本銀行あるいは国際局の公式見解を示すものではありません。

インドの金融システムの特徴点と経済発展への影響

に関する調査研究

報告書

2006 年 2 月

株式会社 三菱総合研究所

目次

I . 銀行行政・金融システム - 全体像 -	3
1 . 1 インドの銀行監督行政.....	6
(1) インド銀行監督行政の根拠法	6
(2) インド銀行監督行政のオペレーション	6
(3) オンサイト・モニタリングと債権分類	7
(4) 銀行行政の近況.....	7
1 . 2 国内金融システムの現状	9
(1) 概況.....	9
(2) 商業銀行の現状.....	10
(3) 商業銀行預貸金残高の推移	13
(4) 業態別インド商業銀行の預貸金の動向	16
(5) 地域別インド商業銀行の動向	17
(6) インド準備銀行と国内商業銀行.....	20
(7) 外国銀行の動向.....	22
(8) インドの信用創造と通貨供給管理のメカニズム	24
(9) インド商業銀行の不良債権残高.....	27
. インド国内商業銀行の経営分析	33
2 . 1 商業銀行の収益性と金利変動の分析.....	33
2 . 2 商業銀行の収益性の分析	35
2 . 3 総資産規模別の商業銀行収益性・費用効率性	37
2 . 4 地域別の商業銀行収益性・費用効率性	38
2 . 5 インド商業銀行パネルデータによる実証分析	40
2 . 6 推計式.....	41
2 . 7 推計結果	43
(1) 推計結果の概要.....	43
(2) 労働生産性と資本生産性	45
(3) 銀行業の技術効率性.....	45
. 国内企業金融から見たインド金融システムの実証分析.....	51
3 . 1 インド上場企業の資金調達の現状	52
(1) 銀行借入	52
(2) 株式発行	53
(3) 株式市場の上場要件と上場手続き	55
3 . 2 実証分析	57

3 . 3 各財務指標から見たインドの企業金融	59
(1) 上場企業全般	59
(2) 自動車・部品	61
(3) 化学	63
(4) 建設	65
(5) 電気機器	67
(6) 医薬品	69
(7) ソフトウェア	71
(8) 通信	73
(9) 実証結果	75
・金融政策・内外資本移動が与える金融システムへの影響	81
4 . 1 分析の目的	81
4 . 2 分析の手順	82
4 . 3 原データの検証	83
(1) 鉱工業生産指数	83
(2) 物価	84
(3) 金利	85
(4) 通貨供給量	85
4 . 4 単位根検定	86
4 . 5 構造 VAR の推計結果	87
(1) グランジャーの因果性検定	87
(2) インパルス応答について	89
4 . 6 内外資本移動の現状と展望	91
(1) インドと内外資本移動の現状	91
(2) 邦銀によるインド国内融資の現状	92
4 . 7 今後の内外資本移動の展望と金融政策	95
・現地調査録	97
・参考資料	123

図表目次

図表 1 - 1	インドの金融システムの概観図.....	5
図表 1 - 2	インドの国有銀行・州立銀行.....	10
図表 1 - 3	インドの商業銀行数、地域金融機関数の推移.....	12
図表 1 - 4	インドの商業銀行店舗数の推移.....	13
図表 1 - 5	インドの商業銀行預貸金残高の推移.....	14
図表 1 - 6	インド商業銀行の店舗当り預貸金等の推移.....	14
図表 1 - 7	インド商業銀行の資産構成.....	15
図表 1 - 8	インド商業銀行の負債構成.....	15
図表 1 - 9	インド国立銀行の資産負債項目別残高の推移.....	17
図表 1 - 10	インド地方銀行の資産負債項目別残高の推移.....	17
図表 1 - 11	インド州立銀行の資産負債項目別残高の推移.....	17
図表 1 - 12	インド州別銀行市場の推移.....	19
図表 1 - 13	インド準備銀行貸出残高の推移.....	20
図表 1 - 14	インド準備銀行準備預金残高の推移.....	21
図表 1 - 15	インドのリザーブマネーの推移.....	24
図表 1 - 16	インドの通貨供給量の推移.....	24
図表 1 - 17	インドの信用乗数の推移.....	26
図表 1 - 18	インド商業銀行不良債権残高の推移.....	29
図表 2 - 1	インドのインターバンクレートの推移.....	34
図表 2 - 2	インドの預貸金利、預貸金利鞘の推移.....	34
図表 2 - 3	インド上場銀行の収益性・安全性の度数分布.....	36
図表 2 - 4	総資産規模別の商業銀行収益性と金利コスト.....	37
図表 2 - 5	地域別の商業銀行収益性と金利コスト.....	39
図表 2 - 6	実証分析に用いる個別銀行データの記述統計.....	40
図表 2 - 7	推計結果.....	44
図表 2 - 8	邦銀の技術非効率性.....	47
図表 2 - 9	米銀の技術非効率性.....	48
図表 3 - 1	インド上場企業主要財務データの記述統計量.....	60
図表 3 - 2	インド上場企業財務データの標本数.....	60
図表 3 - 3	インド自動車・部品企業の主要財務データ.....	62
図表 3 - 4	インド自動車・部品企業の標本数.....	62
図表 3 - 5	インド化学業界の主要財務データ.....	64
図表 3 - 6	インド化学業界の標本数.....	64

図表 3 - 7	インド建設業の主要財務データ	66
図表 3 - 8	インド建設業の標本数	66
図表 3 - 9	インド電気機器業の主要財務データ	68
図表 3 - 10	インド電気機器業の標本数	68
図表 3 - 11	インド医薬品業の主要財務データ	70
図表 3 - 12	インド医薬品業の標本数	70
図表 3 - 13	インド・ソフトウェア産業の主要財務データ	72
図表 3 - 14	インド・ソフトウェア産業の標本数	72
図表 3 - 15	インド通信業の主要財務データ	74
図表 3 - 16	インド通信業の標本数	74
図表 3 - 17	推計結果	78
図表 4 - 1	インド鉱工業生産指数（前年比）伸び率の推移	84
図表 4 - 2	インド消費者物価、卸売物価指数（前年比）伸び率の推移	84
図表 4 - 3	インド・インターバンク金利（3 か月）の推移	85
図表 4 - 4	インド・通貨供給量 M2（前年比）伸び率の推移	86
図表 4 - 5	標本データの単位根検定結果	87
図表 4 - 6	5 変数 AD-AS 構造 VAR モデルの同時点係数行列	88
図表 4 - 7	グランジャー因果性検定の検定結果	88
図表 4 - 8	短期金利上昇が与えるインフレ率、生産、通貨供給への影響	90
図表 4 - 9	リザーブマネー拡大が与えるインフレ率、生産、通貨供給への影響	90
図表 4 - 10	インド向け対内直接投資、対内証券投資額の推移	93
図表 4 - 11	インド向け対内証券投資の動向	94
図表 4 - 12	邦銀のインド国内貸出残高の推移	94
図表 4 - 13	邦銀のインド国内総資産の推移	94
図表 6 - 1	インド国内商業銀行数の推移	123
図表 6 - 2	インド国内商業銀行店舗数の推移	124
図表 6 - 3	インド国内商業銀行預貸金残高の推移	125
図表 6 - 4	インド国内商業銀行経営諸比率の推移	126

報告書要旨

2004 年の BRICs ブーム、そして 2005 年のインド株投信への投資急増と、日本とインドとの経済関係は急速に深化しつつある。しかし、日本からの、インド向け直接投資、証券投資が急増する一方、インドの国内金融システムの現状と課題について、日本での認知度は必ずしも高いとは言えない。本調査研究はこうした問題意識に基づき、インドの国内金融システムの現状を次の 4 つの観点から考察、分析している。第一に金融システムの供給サイドから、銀行行政、金融システムの現状について、歴史的経緯と統計資料をもとに整理した。第二に、国内金融システムの主要プレーヤーとして商業銀行に焦点を当て、同国商業銀行経営を定量的な観点から分析した。第三に需要サイドの現状を把握することを目的として、インド国内一般事業会社の企業金融分析を業種別に行った。最後に、インド準備銀行の金融政策が、上記の需給両サイドのシステムの中で、どのように波及し、インドの経済厚生改善へ貢献しているのかを検証した。この 4 つの視点から考察された分析の要旨は下記の通りである。

1991 年以降、大きな変革を遂げてきたインドの銀行行政・金融システムは、2000 年以降も持続的な変化を続けている。インドの商業銀行の資産負債構造の最大の特徴は、資産サイドの大半が、貸出金ではなく、政府債であることである。民間部門の市場経済化が 1991 年以降、進行してはいるものの、依然として、商業銀行は政府と家計部門の仲介を担うことで、インドの資金循環構造の大半が維持されている。1990 年代後半以降、市場経済化に乗り遅れた商業銀行の不良債権問題が深刻化したが、先進国に比べ高い自己資本比率規制の導入や、資産負債管理システムに係る行政指導等により、近年の不良債権比率は劇的に低下している。商業銀行部門の経営健全化は近年、多くの面で改善が見られたが、現在、インドで最大の問題となっているのがノンバンク監督行政と農村協同組織金融機関の監督である。ノンバンク監督行政については、1934 年法、1949 年法をより強化するための法案が、現在、国会へ提出中であり、農村金融監督行政についてもインド準備銀行が州政府から任務を委任される方向で検討されている。

インド国内金融システムを取り巻く近年の象徴的な変化は、かつての 2 桁の短期金利水準が近年、5% 台へ低下していることである。インドでは、近年、特に公的金融機関と民間商業銀行との合併が進み、再編が加速化されている。2000 年以降、こうした大型金融機関同士の合従連衡が進んだことで、1990 年代半ばの金融システム問題の多くが改善傾向にある。インドでは商業銀行の収益性において、地域的な差異が顕著である。収益性が高い地域がシャンム・カシミール州、アーンドラ・プラデーシュ州、タミルナド州、低い地域がマハラーシュトラ州とケララ州という特徴がある。

インドの国内金融システムを需要サイド、すなわち企業金融面から検証してみると、資本金規模の大きな企業の銀行離れが顕著である。大規模企業ほど、資本市場で株式発行が行いやすく、上場企業数 5,000 社を超えるインドの株式市場は、他のアジア諸国に比べ、企業の使い勝手が極めて良いと判断される。産業別では自動車産業は銀行借入に依存する傾向が強く、化学、建設業界は内部資金と株式発行での調達、他産業に比べて顕著である。インドが高い技術競争力を持つと言われるソフトウェア産業と医薬品産業は、対称的な企業金融の特徴を持つ。ソフトウェア業界は銀行借入依存度が高く、医薬品は内部資金依存度が高い。この 2 つの産業は、それぞれ高い研究開発投資比率（対売上高比）を有しながらも、後者は金融面で研究開発情報が内部化される傾向が強いと考えられる。

インドの金融政策の波及プロセスを定量的に検証してみると、インド準備銀行の金融政策は、特に物価の変動により強く影響を受けていることがわかる。一方、短期金利は物価上昇に敏感に反応するが、インフレ圧力に対する金融引き締めは、リザーブマネー、鉱工業生産への波及を経て、最後に物価上昇率抑制へと働く。

I . 銀行行政・金融システム - 全体像 -

I . 銀行行政・金融システム - 全体像 -

インドの金融システムの最大の特徴は、1991 年以降、金融制度改革が進んだ現在においても、銀行市場、資本市場双方において公的金融機関の市場支配力が強いことである。インドの金融システムは、伝統的に大規模商業銀行（政府系開発銀行を含む）、保険会社そして投資信託会社（Unit Trust of India；オープン型投資信託）から構成される。そして、上記の金融業者よりも小規模な民間金融機関が、中小金融機関、生命・損害保険会社、投資信託会社がサブグループとして、近年、総資産規模を拡大しつつある。

2004 年 5 月の総選挙において、国民会議派（Indian National Congress）率いる旧野党連合が、旧与党のインド人民党（BJP；Bharatiya Janata Party）率いる連合を倒し、政権交代が発生した。新政権は人民党が昨年まで進めてきた金融自由化政策を大きく旋回させ、金融面でも社会民主主義的な政策を進めつつある。1991 年以降の経済自由化政策により、市場原理主義に基づく、金融システム整備が進められてきたインドであるが、昨年の政権交代以降の新経済政策は、再び政府を主導とする経済計画に重きを置く政策となりつつある。そのため、近年のインドの経済成長に貢献してきた銀行分野は、特にその影響を受ける可能性が指摘されている。

インドの金融資本市場は、1990 年代に対内証券投資が許可され、国内企業が海外からの資本を集め始めたことで、世界に開放された市場として位置付けられることとなった。この市場の開放とインドの中流階級における貯蓄の増大が、外資系金融機関や投資信託業界、そして最近では民間保険業者の業容拡大に拍車をかけている。政府は金融サービス分野における外国人所有規制を緩和し、特定の金融サービスについては、外国人投資家の金融機関所有が制限付きながらも認められることとなった。商業銀行は国立銀行、州立銀行、地方銀行に大別されるが、このうち、国立銀行と州立銀行は、運転資金と中長期の設備投資向け融資を市場に供給することを任務としているが、実際には貸出業務の大半は、主として短期融資に傾斜している。政府系開発銀行、保険業者、投資信託会社は、長期融資や株式・社債に関わる金融サービスを提供している。

近年のインドの金融システムを取り巻く大きな環境変化は、商業銀行と政府系開発銀行との業際が希薄化していることである。具体的には商業銀行が長期貸出市場へ、政府系開発銀行が短期市場へ、相互参入を進めている。2000 年 4 月にインド準備銀行は、普銀転換要件が満たされれば、政府系開発銀行が商業銀行に転換する申請を許可すると発表している。実際、政府系開発銀行であった ICICI 銀行は、2002 年 5 月、商業銀行業務を行っていた子会社と合併し、商業銀行の法定要件の整備を開始している。2004 年末時点で、ICICI 銀行は、総資産規模で国内第二位の大手商業銀行となっている。

1949 年インド銀行法は、もともと商業銀行と他の業態との業再規制は特に明確化していない。商業銀行は、平均的にみて 3%程度、政府系開発銀行よりも貸出金利が低いことから、長期貸出市場においても、近年、価格競争力を発揮しつつある。政府系開発銀行も、企業

の運転資金融資に代表される短期貸出市場への参入をかねてより要望しており、当座貸越に必要な小切手サービスの市場開放を求めている。

図表 1 - 1 インドの金融システムの概観図



資料 : Economist Intelligence Unit, Country Finance 2004 より MRI 作成

1.1 インドの銀行監督行政

(1) インド銀行監督行政の根拠法

インドでは、インド準備銀行が通貨供給の管理、貸出市場や預金市場に影響を与える金利政策の運営を行っている。インド準備銀行は、この金融政策の運営の他、銀行監督行政の任務も請け負っており、この根拠法は、1934年インド準備銀行法（1934 Reserve Bank of India Act）及び1949年インド銀行法（1949 Banking Regulation Act）である。この両法では、インド準備銀行に対して、ノンバンクを含む全ての金融サービスを提供する業態への監督権限を保証している。1994年にはインド準備銀行下の組織として金融監督委員会（BFS:Board for Financial Supervision）が設立され、金融機関とノンバンクおよびその他の全ての金融組織の監督を担当している。

インド準備銀行の銀行監督行政は、毎年一回、商業銀行を初めとする全ての金融機関に対して実地検査を行い、業務改善命令を与えるなどの措置を施している。1997年には、ノンバンク大手 CRB Capital Markets が倒産したことにより、これ以降、特にノンバンクへの監視を強化している。ただしノンバンクの監督行政については、インド準備銀行、金融監督委員会には法的権限が保障されておらず、2005年3月の時点で、金融会社規制法（Financial Companies Regulation Bill）と呼ばれるノンバンクの検査監督に関する法律は、まだ議会通过していない。

(2) インド銀行監督行政のオペレーション

インド準備銀行の銀行検査監督業務は、検査対象となる債権のモニターや、貸出債権以外に抱える銀行の市場リスク、信用リスク、流動性リスクに関する過去のプロフィールを注視することが中心となっている。また、オペレーショナル・リスクについても近年、監督対象として重視されている。1999年の2月と4月には全検査対象金融機関に対して資産・債務管理システムを設置、2000年4月までの稼働を義務付ける通達を発した。その指針では流動性リスクの評価や、幅広い事業に対する金利リスクの測定が可能となるような情報システムの設置を求めている。

最近時点では、インド準備銀行と検査監督対象行との間で、報告に必要とされるリスクプロフィールが大筋で固まってきた。このため、検査監督対象行は定期的にこのリスクプロフィールに関する基本情報をインド準備銀行へ提供する、オフサイト・モニタリングも活用されることとなった。尚、インド準備銀行は、このリスクプロフィールを送付する前提として、検査対象行が ALM 委員会を設置し、まず行内でリスク関連の報告を行うプロセスを経ることを義務付けている。またインド準備銀行は 1999 年 10 月、商業銀行に対して別個のリスク管理に関する指針を、さらには政府系開発銀行に対して商業銀行と同様の規制を発出している。インド準備銀行は、この指針において、金融機関内におけるリスク評価システム、リスクのプライシング、ポートフォリオ管理のあり方、預金の流動性リスク管理や外国為替リスク管理などのリスク評価方法を推奨している。

(3) オンサイト・モニタリングと債権分類

インド準備銀行の銀行検査では、経営が困難化されていると前年に判断されている金融機関に対しては、特別な監督体制を敷いており、年四回の報告を要求するとともに現場視察を頻繁に行うこととしている。2002 年 5 月、インド準備銀行はまた、金融機関が国外から受けうる様々なリスクの管理を求め、諸外国を 6 段階に分類して各国から受ける影響を定量化することを各金融機関に求めている。また、2000 年 3 月 31 日には全ての金融機関に対する自己資本比率規制を 9%に引き上げ、将来的には 10%に引き上げることを表明している。インド準備銀行の信用リスク検査では、金融機関のローンポートフォリオにおいて、金融機関に対する債権をより慎重に注視する指導を行っている。

インド準備銀行は 2000 年 10 月には全検査対象行に対し、資産の評価を「市場取引可 (Trading)」「売却可 (available for sale)」、「償還待ち (held for maturity)」へ階級分類とすることを求めている。先の 2 つに分類される債権は、市場価値に基づいて評価されなければならない。3 つ目の分類に入る債権は、今後、発生し得るコストによって評価されることになる。分類の方法については、各金融機関の自由裁量である。2002 年 1 月には、5 年間のうちに (2007 年まで)「市場取引可 (Trading)」「売却可 (available for sale)」分類の最低 5%から最大 10%に相当する引当金を積み立てることを要求している。また「売却可 (available for sale)」分類の市場価値に基づいた値洗いを、四半期に一度行うことを指示している。

多くの金融機関は、子会社として投資銀行や投資信託管理会社を持っていることから、インド準備銀行は、2003 年 3 月末より、これらの銀行に対して、単独決算、連結決算の双方の財務諸表を報告、開示することを求めている。特に連結決算財務諸表の情報開示は、年 2 回上期と下期に行うこととされている。

(4) 銀行行政の近況

インド準備銀行は、2001 年 1 月に民間銀行市場への新規参入に関するルール改正を行っている。新規参入銀行は最低でも 20 億 INR の初期払込資本が必要であり、操業開始より 3 年のうちにこの資本金を 30 億 INR に拡大しなければならない。創業者は、払込資本の 49% (2002 年 7 月に 40%から引き上げ) の保有を維持しなければならないという規制を 5 年間に渡り受けることとなる。巨大な産業グループは銀行業務への新規参入は禁止されているが、関連会社が新規銀行の株式を 10%まで所持することは許されている。

近年の銀行行政の特徴は、ノンバンクの商業銀行への転換を認める措置がなされていることである。インド準備銀行は、2004 年 7 月時点で 2 件のノンバンクからの申請を認可している。ノンバンク最大手の一つ Kotak Mahindra Finance は 2003 年 4 月に普銀転換を完了し、Yes Bank も 2003 年 11 月に Rabobank (オランダ) やその他投資家の一部保有という形で設立され、2004 年 9 月に操業を開始している。

競争の激化は、あらゆる業態の金融業者が合併や提携先を探していることに起因している。ICICI 銀行は 2001 年に古い伝統ある民間の Bank of Madura と合併した。翌年 7 月には国有の Life Insurance Corporation of India が、一部国有である Corporation Bank の持ち株比率を 12.32% から 27% に引き上げた。公営の Punjab National Bank は古い民間の Nedungadi Bank を 2003 年 2 月に吸収した。2004 年 7 月には RBI が業績不振であった新世代の民間銀行 Global Trust Bank の資産を凍結し、既に GTB との合併を模索していたほぼ国有である Oriental Bank of Commerce との合併を発表した。

2004 年 7 月、インド準備銀行は商業銀行業界全体に対し、株式持合いに関する規制を強化した。この規制下では、いかなる商業銀行も他の銀行の 5% 以上の株式を保有することが認められず、既に 5% 以上保有している場合は超過した株式を売却する計画を提示しなければならない。この規制は 7 つの関連銀行における株式の 90% 以上を保有している State Bank of India には適用されない。しかし、Kotak Mahindra Bank、IndusInd Bank、HDFC Bank、Bank of Rajasthan、Bank of Punjab、Dhanalakshmi Bank といった国内の民間銀行は、保有株式の見直しが必要となると見られている。

BOX1 インド金融改革の現状と焦点

2003 年 2 月の国会予算審議の場において、政府は Banking Regulation Act 1949 を改正し、「株式保有率の高低に関わらず、銀行の株主議決権を 10% 未満に制限する」という条項を削除することを表明している。2004 年 8 月の国会開始時点で、この法案はいまだ審議中である。インドの貯蓄銀行、モーゲージ銀行等は規模が小さく、多くの企業にとってこれらの銀行は、重要な資金源となっているわけではない。また 196 の地方銀行も、地方の小規模な企業への融資が多く、また立地条件から操業内容も限定されている。

協同組織金融機関は、地方自治体と所有構造上、従属関係にある場合もあり、このあいまいな所有構造は、協同組織金融機関に対する行政権限と責任の所在もあいまいであることを意味している。2001 年 3 月始め、都市部の協同組織金融機関の数行が、経営環境上、危険な状況にあることが明らかとなった。これを契機として、2001 年 5 月、2003 年 4 月と立て続けに改正されたインド準備銀行の規定では、都市部の協同組織金融機関に様々な規制が設けられている。この規制で都市部の協同組織金融機関は、株式を担保とする貸出の禁止、インターバンク預金については、協同組織金融機関同士に限定、同時に会計検査の対象となることが義務付けられている。また、これらの協同組織金融機関の理事・取締役は、少なくとも二名以上が現場管理職であること、また所属機関からの借入、その他の金融サービスの提供の禁止が定められている。

今後のインド金融改革の焦点は、1961 年以降、全国的な銀行ネットワークの拡充に貢献してきた協同組織金融機関の統廃合、経営健全化がどのように進捗して行くのか、またそれらはインドの金融システム安定化にいかなる形で貢献して行くのかということになる。

1.2 国内金融システムの現状

(1) 概況

国立銀行、州立銀行は、1994 年の Banking Companies Act の改正により、政府保有株式を放出し、民間資本を資本全体の 49%まで高めることが許容されている。上記の法令以外の法制度の下で管理されている State Bank of India が最初にこれを実行し、Oriental Bank of Commerce がこれに続いている。さらに Bank of Baroda、Bank of India、Dena Bank を含む 15 の国立銀行、州立銀行が、非政府保有比率をその後、引き上げている。最近では 2004 年 2 月に Bank of Maharashtra が非政府保有比率の引き上げを実現している。非政府保有比率の引き上げには、海外投資家による銀行株式の購入も貢献している。

2002 年 2 月、インド人民党政権は、国立銀行、州立銀行における政府持ち株率を 33%まで引き下げ、売却した資金を原資とする新たな金融自由化推進策を提案した。しかし、この政府持ち株率引き下げに関する法案は議会を通過せず、2004 年 5 月に発足した国民会議派政府は銀行の持ち株率を 51%以下に減らすことは無いと、方針転換した。1997 年 11 月の政策パッケージでは、特定の要件を満たす国立銀行、州立銀行への規制緩和を認めている。例えば、直近 3 年間の純利益、対総貸出比 9%未満の不良資産比率、8%以上の自己資本比率（当時、現在 9%）などが規制緩和適用要件として含まれている。国立銀行、州立銀行の不良債権比率は、年々低下傾向にあるものの、依然として高水準にある銀行も多い。インド政府は、例えば 2002 年 11 月に、2002 年金融システム安定化法（Securitisation and Reconstruction of Financial Assets and Enforcement of Security Interest Act 2002）を議会で通過させ、近年、不良債権処理の推進を進めてきた。2002 年金融システム安定化法は、債権者は借り手の債務不履行の際には、裁判所や法廷の干渉を受けることなく資産の所有権を行使、所有することを許可するという内容である。

また同法は、商業銀行や政府系開発銀行に対して、不良資産処理策として、資産管理会社（ARCs : Asset Reconstruction Company）を設立し、貸出債権を証券化することで、不良債権処理を加速化させる措置を促している。大手政府系開発銀行 IFCI は、2002 年中頃、国内初の ARC である Asset Care Enterprise を、Life Insurance Corporation of India、Punjab National Bank との共同出資で設立している。しかし、その他の銀行は自社持ち ARC の設立に消極的であったため、政府は ICICI 銀行、State Bank of India、IDBI、UTI Bank、HDF Bank を含む等の民間、公営団体のグループが ARC を設立するのを助成している。2003 年 7 月までに ARC は、116 件とそれに付随する 309 億 INR に上る延滞債権を、State Bank of India、ICICI 銀行などの大手銀行から譲渡されている。

2004 年 7 月までにインド準備銀行は、ARC の認可申請を 15 件受領したが、そのうち認可を受けたのは Asset Care Enterprise と ARCIL の 2 件だけであった。インド準備銀行は金融システム安定化を促進するため、2000 年には 1993 年銀行債務再編法（Recovery of Debts Due to Banks and Financial Institutions Act of 1993）を改正している。2004 年 7 月時点で 29 件の債権回収に関する裁判と、その他の商業銀行に関する係争を独立に扱うための控訴

裁が 5 件行われている。

図表 1 - 2 インドの国有銀行・州立銀行

公的部門商業銀行		
国有銀行		州立銀行
Allahabad Bank		State Bank of Bikaner
Andhra Bank		State Bank of Hyderabad
Bank of Baroda		State Bank of India
Bank of India		State Bank of Indore
Bank of Maharashtra		State Bank of Mysore
Canara Bank		State Bank of Patiala
Central Bank of India		State Bank of Saurashtra
Corporation Bank		State Bank of Travancore
Dena Bank		
Indian Bank		
Indian Overseas Bank		
Oriental Bank of Commerce(OBC)		
Punjab & Sind Bank		
Punjab National Bank		
Syndicate Bank		
UCO Bank		
Union Bank of India		
United Bank of India		
Vijaya Bank		

資料： Indian Banks' Association より MRI 作成、

(2) 商業銀行の現状

インドの商業銀行数は、全国の直近の数値で 2003 年 292 行である。このうち指定銀行が 288 行、非指定銀行は 4 行と、そのほとんどが指定銀行である。指定銀行のうち、196 行は大都市圏、都市部以外の金融機関であり、商業銀行の地域的分布は全国的に広がっている。1991 年の経済改革、市場経済の導入まで、一貫した計画経済が続けられてきたことも、この全国的に一律な銀行拠点分布に影響を与えているものと思われる。

インドの商業銀行数を最近 30 年間について確認してみると、直近 5 年間は 1999 年の 301 金融機関をピークに、毎年 2 - 3 行ずつ減少し、2003 年は 292 行と、緩やかな減少傾向にある。インドの金融機関数は、1970 年代から 1990 年代までは増加傾向にあり、経済発展が進むにしたがい、1971 年の 83 行から 2001 年まで約 3.6 倍に増加した。1971～1980 年までの 10 年間はほぼ 1.8 倍、1981 年から 1990 年は 1.5 倍と、旧店舗の拡大を続けてきたが、1991 年から 2000 年にかけては 1.1 倍に留まっている。こうした状況から考えると、インドの経済発展の最近 30 年間の過程では、1970 年代から 1980 年代は銀行セクターの供給能力強化に政府の力が注がれていたが、1991 年以降の市場経済化により、次第に身の丈に合った銀行システムを持つ国へと変化しつつある。

近年の銀行数の減少は、特に大都市圏、都市部の減少に起因しており、地方銀行、非指定銀行数は、1999 年以降、横ばいの状況が続いている。大都市圏、都市部で銀行数が減少す

る背景には、貸出市場、預金市場での競合が進んできたことが指摘できよう。今後も競争が進む都市部において、経営環境が悪化する銀行が出現すれば、銀行数は減少することも予想される。一方で、地方銀行の銀行数が横ばいの状況が続いている背景には、州により市場経済化の進捗に濃淡が見られるためと考えられる。

インドでは、外国為替業務を始めとする、国際銀行業務は、State Bank of India、Bank of India と Bank of Baroda の 3 行が受け持っている。State Bank of India は総資産規模でインド国内最大の商業銀行であり、直近で貸出市場の約 25% を支配している。総資産規模上位行のうち、Bank of India、Canara Bank、Punjab National Bank は、一部民間であるが未だに大部分の所有者は中央政府、州政府である。国立銀行、州立銀行のうち、完全に民間に所有されているのは、ICICI 銀行のみである。1992 年の銀行再編により、インド準備銀行は厳格な自己資本比率規制と資産評価を義務付けたため、多くの国立銀行、州立銀行が、この市場化措置に対応できず、多額の貸倒れ損失を計上することとなった。これを契機に、商業銀行間格差が劇的に拡大し、その後もどれだけ預貸市場に対応できているかで銀行間の競争力格差が顕著となっている。

BOX2 国内金融機関合従連衡の背景

インドの近年の銀行システムの最大の特徴は、商業銀行数、銀行店舗数が 2000 年前後から頭打ちとなり、業際規制の緩和と同調的に、国内での合従連衡が進行していることである。1989 年の中国天安門事件直後、中国の金融システムが急速に市場経済化を進めたことと歩調を合わせるかのように、1991 年以降、インドの金融システムも近代化を進めてきた。インド経済が金融自由化を進める過程で合従連衡が促進されているのは、市場経済化による所有構造改革、金融システム健全化策、の 2 つの要因が重複した結果と言える。

1991 年以降、インドの商業銀行は、市場経済化に合わせる形で、一部の株式所有を民間部門に開放してきた。この進捗は特に大規模銀行において後れてはいるものの、有力行のひとつ、ICICI 銀行が 100% の民間保有となるなど、一定の改革は進んでいるものと評価できよう。併せて、急速な市場経済化の過程で、自己資本比率規制や資産の時価評価、値洗いが進められたため、大規模な損失を計上せざるを得ない銀行も続出し、これが資産負債継承方式（P&A 方式）による、銀行合併を促進している一面もある。

インドの国内銀行システムには、資産負債を継承するには規模が小さ過ぎるという理由で、1960 年代の国有化プログラムから逃れた 21 の「古い」民間銀行が含まれている。これらの銀行は商業銀行全体の資産のうち 6.2% を占め、地域に強力な顧客地盤を背景に技術やサービスの拡充に努めている。このうちの、いくつかの銀行は市場に上場され、近年、業績が好転するにつれ、テイクオーバーのターゲットとして新聞報道の対象となっている。1993 年以降、インド準備銀行は、12 の「新しい」国内民間銀行に承認を発行している。これらの銀行は、その後の統廃合、経営破たんにより 2004 年 7 月時点では 9 つにまで減少しているが、現在、商業銀行総資産残高の 11.3% を占める。

図表 1 - 3 インドの商業銀行数、地域金融機関数の推移

年	商業銀行数			
		うち指定銀行	うち地方銀行	うち非指定銀行
1970年代	108	101	49	7
1980年代	259	255	176	4
1990年代	289	287	196	2
2001年	300	296	196	4
2002年	297	293	196	4
2003年	292	288	196	4

資料：CEIC より三菱総合研究所作成

一方、インドの商業銀行の店舗数は直近の 2003 年で 68,561 店舗と、極めて大きな銀行ネットワークが全国に普及している。特にインドは大都市圏、都市部以外の地域に広大な面積を持つ州が多いことから、1991 年までの社会主義体制のもとで農村地域、過疎地域での店舗ネットワークが発展したものと考えられる。

ただし、インドの銀行店舗数も商業銀行数の伸びと同じプロセスを辿っており、1970 年代の 10 年間で 2.4 倍、1980 年代の 10 年間で 1.5 倍と、この 20 年間は極めて大きな伸び率を記録したが、1990 年代には 1.1 倍と増加の鈍化が顕著となった。1970 年代から 1980 年代にかけての銀行店舗の急拡大は、主として地方における増加が原因であり、特に 1970 年代は 10 年間で店舗数は約 3.1 倍に拡大した。一方、1990 年代の店舗数の伸び率鈍化も地方銀行の店舗数減少が大きく影響を与えており、この 10 年間で地域金融機関の店舗数は 1991 年の 35,269 店舗から 2000 年 32,852 店舗へ、6.8%の減少を記録している。

こうして考えると、インド銀行システムは、市場経済化の進展とともに商業銀行数が頭打ちになったと同時に、店舗も銀行の採算性に応じた形で、増加率が鈍化していると解釈することができる。ただし、銀行数の減少に比べて、店舗数は未だ上昇トレンドにあることから、銀行一店舗あたりの店舗数は増大傾向が著しくなっている。

図表 1 - 4 インドの商業銀行店舗数の推移

年	商業銀行店舗数	——			
		うち地方	うち準都市部	うち都市部	うち大都市圏
1970年代	22,368	8,981	6,353	3,938	3,096
1980年代	50,887	28,609	10,208	6,847	5,222
1990年代	63,806	33,869	13,082	9,510	7,345
2001年	67,937	32,585	14,843	11,193	9,316
2002年	68,195	32,503	14,962	11,328	9,402
2003年	68,561	32,406	15,090	11,553	9,512

資料：CEIC より三菱総合研究所作成

(3) 商業銀行預貸金残高の推移

1971 年当時、761 億 INR に過ぎなかったインドの国内預金残高は、直近の 2003 年時点で約 168 倍の 12.8 兆 INR に拡大している。これはインドの経済発展とともに銀行数が増大して金融システム整備が進んだ結果、銀行市場も拡大し、預金、貸出金双方の拡大が続いてきたためである。換言すれば、インドの国民所得が一貫した拡大を続けた結果、消費に回らない貯蓄を金融システムが吸収し、金融資産負債の増大が進行した。本章では、インドの銀行システムは銀行数の減少が顕著であることを示したが、一方で預貸市場の規模は依然として拡大基調にある。

インドの預金市場は 1970 年代の 10 年間、年平均 20.3%、1980 年代は 17.5%、1990 年代は 17.4% の伸び率で拡大を続けている。2000 年から 2003 年にかけても年平均伸び率は 14.6% と、高い伸び率を維持しており、銀行数、銀行店舗数が 1990 年代以降、頭打ちとなる一方で、一商業銀行当り、一店舗当りの預金残高は増大を続けている。一商業銀行当り、一店舗当りの預金残高が拡大している背景には、個々の商業銀行の業務効率性が改善し、銀行業務の事務的ノウハウが整備されてきたことなどの理由が考えられる。

上記に示されるように、預金残高の増大が続く中、近年の特徴は定期性預金の比率が 85% を超えるまでに高まっていることである。1970 年代前半は、要求払預金比率は 40% 代半ばの比率を維持していたが、1980 年代に入り定期性預金比率が急上昇し、今日に至っている。こうした状況を踏まえると、インドにおいても貯蓄手段として金融機関を活用する預金者が増加し、より金利が高い定期性預金に預け入れる預金者が増えてきているものと見られる。

図表 1 - 5 インドの商業銀行預貸金残高の推移

年	指定銀行預金残高	指定銀行貸出残高	
		うち要求払預金	うち定期性預金
1970年代	177,242	33,580	42,520
1980年代	988,089	39,580	52,070
1990年代	4,824,021	46,470	61,090
2001年	9,891,410	1,594,070	8,297,340
2002年	11,311,880	1,691,030	9,620,850
2003年	12,808,530	1,702,890	11,105,640

資料：CEIC より三菱総合研究所作成
単位：百万 INR

預金残高の伸び率が年平均 14 - 20% 台で推移する中、貸出金の伸びも 1971 - 2003 年に急拡大を遂げている。インドの預金残高は 1971 年時点では 548 億 INR であったが、2003 年にはその 133 倍の 7.3 兆 INR に拡大している。しかし、預金市場の拡大に比べて貸出金の上昇率は低く、1970 年代は年平均 19.1%、1980 年代は 16.6%、1990 年代は 15.9% であった。

インドの銀行システムに見られる全般的な特徴は、商業銀行の預貸比率の低さにある。預金市場の拡大に比べて貸出市場の成長率が低かったことから、1970 年代前半に 70% 台前半であった預貸率は、直近で 56.9% まで低下している。特に預貸率の低下は 1991 年の経済自由化政策以降、より顕著となり、1998/99 年には 51.1% まで低下した。吸収された預金のうち、貸出に回らない資金は、国内金融資本市場での運用に向けられている。商業銀行の有価証券預金比率は、1970 年代初頭は 30.5% であったが、直近の 2002/03 年には 42.7% にまで上昇している。

近年のインド国内銀行に見られる特徴は、バランスシートに占める現金の比率が低下を続けていることである。インド商業銀行のバランスシートは、預貸率の長期的な低下に加えて、1990 年代後半以降、現預金比率の低下も顕著である。これは、資産サイドのマーケット運用比率の高まりの影響が、現預金比率へも及んでいるものと考えられる。

図表 1 - 6 インド商業銀行の店舗当り預貸金等の推移

	一店舗当預金残高	一店舗当貸出残高	預貸率	有価証券預金比率	現金預金比率
1970年代	7,511	5,233	70.4	32.5	9.1
1980年代	18,711	11,611	62.9	37.1	15.1
1990年代	74,067	40,011	54.4	37.7	13.1
2001年	145,600	77,900	53.5	37.1	8.4
2002年	165,900	89,300	53.8	38.7	7.1
2003年	192,500	114,300	56.9	42.7	6.5

資料：CEIC より三菱総合研究所作成
単位：百万 INR

図表 1 - 7

インド商業銀行の資産構成

	銀行信用		投資有価証券	
	貸出・当座 貸越	その他の ローン	政府債	その他の有 価証券
1990	91.6%	8.4%	66.9%	33.1%
1991	92.2%	7.8%	69.6%	30.4%
1992	91.6%	8.4%	71.3%	28.7%
1993	90.1%	9.9%	74.0%	26.0%
1994	89.3%	10.7%	79.1%	20.9%
1995	89.1%	10.9%	80.0%	20.0%
1996	90.6%	9.4%	82.5%	17.5%
1997	91.3%	8.7%	85.3%	14.7%
1998	92.1%	7.9%	87.2%	12.8%
1999	92.6%	7.4%	89.4%	10.6%
2000	92.2%	7.8%	91.2%	8.8%
2001	93.3%	6.7%	93.2%	6.8%
2002	93.8%	6.2%	95.1%	4.9%
2003	94.2%	5.8%	96.2%	3.8%
2004	94.7%	5.3%	97.0%	3.0%

資料：CEIC より MRI 作成

【注】諸比率はそれぞれ対銀行信用残高投資有価証券残高比

図表 1 - 8

インド商業銀行の負債構成

	預金	銀行間借 入	中銀借入	その他の 借入
1990	93.5%	0.5%	0.9%	6.0%
1991	94.2%	0.2%	0.2%	5.6%
1992	94.3%	0.3%	1.3%	5.4%
1993	93.4%	0.2%	0.5%	6.4%
1994	93.4%	0.5%	1.9%	6.0%
1995	93.3%	0.8%	3.1%	5.9%
1996	93.5%	0.6%	0.3%	5.9%
1997	93.2%	0.8%	0.1%	5.9%
1998	93.4%	0.5%	0.8%	6.2%
1999	91.5%	0.3%	0.3%	8.2%
2000	91.5%	0.2%	0.6%	8.3%
2001	90.9%	0.4%	0.6%	8.7%
2002	90.7%	0.7%	0.0%	8.6%
2003	90.3%	1.4%	0.0%	8.3%
2004	87.9%	3.5%	0.0%	8.6%

資料：CEIC より MRI 作成

【注】諸比率は全て対総負債比

BOX3 インド商業銀行の資産負債構成の特徴

インド商業銀行の資産構成は貸出と投資有価証券の比率が直近で 57 : 43 である。この資産構成をより詳細に確認してみると、57%の貸出のうちの 95%は商用ローン・個人ローンであり、政府、その他の公的機関への融資等が 5%強の割合である。一方で、43%の投資有価証券のうちの 97%は政府国債であり、株式を含めたその他の有価証券は 2004 年時点で 3%に過ぎない。前節で示された通り、インドの商業銀行の預証率は近年急上昇し、最近 30 年間で 10%以上の上昇を記録している。この背景には、商業銀行のバランスシートにおける国債比率の高まりがある。

一方、商業銀行の負債サイドは、その 88%が預金であり、近年、インターバンク市場の発展が進み、ようやく銀行間借入が 2004 年に全負債に対して 3.5%のシェアまで上昇した程度である。商業銀行の中銀借入は、1995 年に一時的に 3.1%への上昇が見られたものの、負債に占めるシェアは低く、商業銀行が連邦銀行に流動性供与を要請するケースは稀である状況が窺える。ただし銀行間借入以外の「その他の借入」の比率が近年、8%を超える状況が続いており、中央政府・地方政府やその他の機関からの信用供与を受けるケースが増加していると見込まれる。

こうして見ると、インドの金融システムは、経済発展とともに商業銀行数、店舗数が増加、この結果、国内貯蓄吸収のためのデリバリーチャネルが急速に発展した。このデリバリーチャネルを通じて吸収された資金は、1980 年代までは商用ローン、個人ローンへと向かっていたため、預貸率は高い水準が続いていたが、1990 年代の財政赤字の拡大を契機に、銀行の国債引受の頻度が高まったと見られる。銀行側にとっても、少なくとも民間商用ローンよりも信用力が高い国債の引受は、余資の運用において魅力的であったと考えられる。

(4) 業態別インド商業銀行の預貸金の動向

図表 1 - 9 ~ 1 - 11 では商業銀行の業態別、すなわち国立銀行、地方銀行、州立銀行の定義に分割した場合の、総資産残高、預貸金残高の動向を示している。タイプ別に商業銀行数を見ると、この3つの商業銀行数は、全て1998年以降、横ばいの状況が続いていることがわかる。大都市圏、都市部に本拠を構える国立銀行は19行のまま、横ばいが続いており、2004年の総資産残高は、9.2兆INRと、3つの業態では最大である。州立銀行の2004年の総資産残高も5.5兆INRと巨大であり、一行当りに換算すれば、総資産、預金、貸出残高いずれにおいても国立銀行を凌駕する。

国立銀行19行と州立銀行8行は、総資産、預貸金残高面で同じような規模を持つが、貸出残高の規模が大きく異なっている。これは国立銀行が吸収した7.9兆INRの預金のうち4.1兆INRを貸出市場で運用しているのに対し、州立銀行は2.2兆INRと、金融資本市場での運用よりも小さいためである。国立銀行と州立銀行の預貸率、預証率が対称的な関係にある理由は、州立銀行が1998年から2003年にかけて、債券の引受規模を急速に拡大しているためである。州立銀行の投資有価証券残高は、1998年から2003年までの6年間で年平均21.3%の伸び率で拡大している。一方、貸出の伸びは2001年に前年比9.4%に留まるなど、国立銀行に比べても伸び率は小さいため、近年、この資産構成上の大きな違いが生まれることとなった。

インド全国に196行存在する地方銀行は、総資産の規模自体は2003年合計値で6,161億INRと小さいが、資産、負債とも近年、その伸び率は極めて大きい。例えば預金の1999年から2003年までの年平均伸び率は17.2%であり、この間、貸出金も年平均18.1%の伸び率で増大した。地方銀行は近年、金融資本市場での運用比率も高めており、投資有価証券残高の上記5年間の年平均伸び率は28.4%であった。国立銀行や州立銀行の投資有価証券のほとんどが政府国債であるのに対し、地方銀行の投資有価証券の政府比率は低いことが特徴的である。

国立銀行、州立銀行、地方銀行の自己資本比率を見てみると、近年、最も高い自己資本比率を維持しているのが地方銀行で、2003年は8.6%であった。しかし1998年時点ではこの比率は5.4%と、国立銀行、州立銀行を下回っており、最近数年間、自己資本強化を積極的に推進してきた結果が現れている。州立銀行の自己資本比率は1998年から2004年にかけて6 - 7%台と安定的に推移してきてきた一方、国立銀行のそれは近年、6%台半ばから前半に下落することもある。

図表 1 - 9 インド国立銀行の資産負債項目別残高の推移

	銀行数	総資産	預金残高	投資有価証券	うち政府	貸出	うち政府	自己資本比率	預金 / 銀行	貸出 / 銀行
1998年	19	4,164,393	3,581,257	1,543,995	1,014,217	1,623,359	NA	7.7%	188,487	85,440
1999年	19	4,844,171	4,175,831	1,816,299	1,187,760	1,889,252	222,198	6.7%	219,781	99,434
2000年	19	5,546,250	4,810,250	2,122,870	1,441,280	2,230,760	321,380	6.3%	253,171	117,408
2001年	19	6,268,920	5,472,590	2,369,150	1,653,180	2,642,370	442,000	6.0%	288,031	139,072
2002年	19	7,062,280	6,176,730	2,684,210	1,901,800	3,160,910	606,940	6.2%	325,091	166,364
2003年	19	7,912,810	6,883,620	3,223,020	2,413,870	3,601,470	585,520	6.4%	362,296	189,551
2004年	19	9,221,710	7,939,470	3,779,030	2,934,450	4,122,240	589,810	6.8%	417,867	216,960

資料：CEIC, Indian Banks' Association より MRI 作成、単位：行、百万 INR、%

図表 1 - 10 インド地方銀行の資産負債項目別残高の推移

	銀行数	総資産	預金残高	投資有価証券	うち政府	貸出	うち政府	自己資本比率	預金 / 銀行	貸出 / 銀行
1998年	196	296,399	221,892	53,098	0	90,053	0	5.4%	1,132	459
1999年	196	358,630	270,079	66,861	0	105,576	14	5.8%	1,378	539
2000年	196	421,640	321,610	77,460	6,930	124,140	360	7.4%	1,641	633
2001年	196	495,960	382,940	88,000	8,890	150,500	190	7.8%	1,954	768
2002年	196	568,020	445,390	94,710	12,960	177,100	0	8.1%	2,272	904
2003年	196	616,080	488,670	169,460	94,390	207,150	1,160	8.6%	2,493	1,057

資料：CEIC, Indian Banks' Association より MRI 作成、単位：行、百万 INR、%

図表 1 - 11 インド州立銀行の資産負債項目別残高の推移

	銀行数	総資産	預金残高	投資有価証券	うち政府	貸出	うち政府	自己資本比率	預金 / 銀行	貸出 / 銀行
1998年	8	2,327,472	1,736,028	727,034	524,921	975,667	NA	7.3%	217,004	121,958
1999年	8	2,859,038	2,192,770	951,723	701,630	1,084,251	172,567	6.7%	274,096	135,531
2000年	8	3,363,270	2,562,880	1,211,270	912,260	1,290,340	143,960	6.9%	320,360	161,293
2001年	8	4,028,770	3,121,180	1,571,920	1,242,750	1,503,910	267,780	6.6%	390,148	187,989
2002年	8	4,495,090	3,510,770	1,855,870	1,512,170	1,645,890	307,350	7.0%	438,846	205,736
2003年	8	4,939,540	3,910,330	2,233,650	1,876,870	1,892,040	338,660	7.3%	488,791	236,505
2004年	8	5,492,470	4,328,910	2,477,750	2,136,060	2,205,160	340,880	7.7%	541,114	275,645

資料：CEIC, Indian Banks' Association より MRI 作成、単位：行、百万 INR、%

(5) 地域別インド商業銀行の動向

上場銀行データからインドの州別銀行預貸残高の動向を見てみると、2004 年時点で、最も大きな預貸金市場を持つのが、ムンバイがあるマハーラシュトラ州である。同州は、預金残高が 5,385 億 INR、貸出残高が 3,156 億 INR と、インド全商業銀行のそれぞれ 17.9%、19.3% がこの地域に集まっている。また西海岸のグジャラート州、首都ニューデリーが存在するハリヤーナ州も 4,000 億 INR を超える預金市場が存在する。特にグジャラート州は、歴史的にも市場経済化の進展が早く、対内直接投資の受入に積極的であったことから、銀行市場の発展も進行したものと見られる。ただしこのグジャラート州、ハリヤーナ州の預金市場の規模に比べて貸出市場は小さく、いずれも 2,200 億 INR の規模に留まっている。ニューデリーにおいて預金市場に比べ貸出市場の規模が小さい理由は、ハリヤーナ州に拠点を持つ金融

機関は、中央政府と近い関係にあり、政府債の引受残高が大きく、預証率が高いためである。

一方、各州の商業銀行従業員数を 2004 年データにより確認してみると、預貸金残高で最大のマハーラシュトラ州は 3.0 万人と、ハリヤーナ州（3.7 万人）に大きく劣後する。グジャラート州、コルカタのある西ベンガル州も 2.2 万人と、大規模な雇用を吸収しており、預貸金規模と必ずしも比例的な関係にないのがインドの銀行セクターの雇用吸収力である。2004 年の従業員一人当りの預金残高は、グジャラート州、カルナータカ州が 2,000 万 INR と最も大きく、続いてタミルナド州の 1,900 万 INR、マハーラシュトラ州の 1,800 万 INR と続いている。

預貸市場の成長性を地域別に見てみると、2003 年から 2004 年にかけてマハーラシュトラ州、タミルナド州などが、前年割れもしくは横ばいであったのに対して、西ベンガル州やラジャスター州、カルナータカ州が 20% 前後の高い伸び率を記録している。西ベンガル州コルカタなどの一部の例外を除いて、近年のインドの預貸金の傾向は、大都市部では成長鈍化、地方都市において伸長幅が拡大するという状況が続いている。このような地方銀行の労働生産性改善に加え、資本生産性（預金 / 固定資産）を見ても、ラジャスター州やアーンドラ・プラデーシュ州が固定資産一単位当りの預金残高が大きい。日本の金融機関の場合には、都市銀行や上位地方銀行ほど高度な勘定系システムの導入などにより資本生産性が高い傾向があるが、インドの場合には必ずしも都市部の金融機関の生産性が高いわけではない。

地域別に利払負担率（支払利息 / 預金残高）を見てみると、2004 年にマハーラトラ州の利払負担率が 6.4% と高位にあるが、それ以外の州は概ね 5% 台半ばから後半の水準で推移している。こうした点から、インドでは預金金利に象徴される金融機関の調達コストは、大都市圏以外は概ね均質化されていると考えられる。

図表 1 - 12 インド州別銀行市場の推移

州	年	預金残高	貸出残高	支払利息	投資有価証券	営業収益	販管費	固定資産	人件費
マハーラシュトラ州	1999	322,700	159,411	26,709	142,322	44,386	12,109	5,350	7,828
	2000	304,203	154,122	24,759	141,103	41,425	10,294	4,963	6,627
	2001	368,494	180,783	28,479	179,505	47,356	12,845	5,284	8,860
	2002	478,619	266,167	36,381	269,924	61,943	13,974	8,957	8,336
	2003	548,447	313,168	43,053	317,099	76,450	16,132	9,308	9,868
	2004	538,538	315,638	34,295	309,644	69,874	18,100	8,600	9,169
西ベンガル州	1999	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
	2000	169,314	82,401	12,810	82,087	20,910	6,231	937	4,002
	2001	191,949	95,827	13,866	86,992	22,971	7,122	1,259	4,693
	2002	234,461	116,397	16,772	115,167	28,838	7,979	1,115	4,992
	2003	272,205	141,315	17,856	132,721	32,364	9,734	3,669	6,017
	2004	341,213	177,885	17,419	165,951	36,061	9,916	3,704	6,134
アーンドラ・ブラデーシュ州	1999	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
	2000	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
	2001	179,732	74,017	13,746	98,699	20,766	4,762	945	3,388
	2002	183,732	99,133	14,832	84,249	23,774	4,972	1,092	3,132
	2003	209,438	114,394	14,615	105,123	27,930	6,021	1,681	3,969
	2004	228,551	127,934	13,227	103,085	29,150	6,593	1,799	4,095
ハリヤーナ州	1999	162,441	76,786	12,897	78,392	20,463	3,706	1,396	2,168
	2000	214,050	93,255	17,453	115,596	26,795	4,282	1,354	2,314
	2001	134,604	61,935	10,977	68,811	16,975	3,123	1,329	1,620
	2002	311,055	164,507	22,591	146,309	39,683	8,699	3,800	5,394
	2003	357,751	188,747	22,726	170,888	43,999	9,784	4,129	6,152
	2004	420,528	226,456	21,068	206,167	48,214	11,281	4,200	6,823
カルナータカ州	1999	91,866	45,321	8,043	39,662	11,932	2,077	1,596	1,258
	2000	221,521	112,292	17,140	95,593	27,862	7,258	3,011	4,737
	2001	232,969	113,593	16,538	93,746	28,246	8,076	2,980	5,537
	2002	258,287	133,319	18,939	107,540	32,191	7,981	3,145	5,199
	2003	246,320	131,526	15,744	115,127	29,966	7,056	2,859	5,464
	2004	296,837	161,204	15,452	134,482	33,133	7,771	3,029	4,873
タミルナド州	1999	15,286	9,094	1,434	5,921	2,255	672	287	N.A.
	2000	18,997	11,500	1,625	7,676	2,817	692	282	N.A.
	2001	125,394	60,719	9,243	51,609	15,002	4,121	1,495	2,951
	2002	145,588	69,827	10,493	66,556	17,866	4,391	1,539	2,931
	2003	189,706	120,338	15,766	102,256	28,011	5,976	4,682	3,260
	2004	145,605	74,080	7,961	69,408	16,425	3,595	1,536	2,515
グジャラート州	1999	223,894	101,480	17,742	83,661	28,906	6,315	3,330	4,285
	2000	264,392	121,825	19,493	102,175	32,145	6,857	3,463	4,559
	2001	286,294	136,708	23,055	112,223	37,575	9,175	4,408	5,871
	2002	338,958	162,181	25,281	142,670	42,693	9,207	4,764	5,537
	2003	397,235	210,198	26,195	192,383	47,528	10,306	5,215	6,282
	2004	448,759	223,507	23,584	232,399	52,039	12,049	6,438	7,078
シャンム・カシミール州	1999	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
	2000	78,721	34,285	5,982	18,221	9,863	1,931	1,073	898
	2001	89,670	47,105	7,196	8,680	11,565	1,840	1,309	958
	2002	107,231	60,119	9,154	57,250	16,108	2,898	1,670	1,442
	2003	123,671	76,105	9,010	66,047	17,003	2,599	1,999	1,585
	2004	151,540	89,401	9,014	84,013	18,214	3,156	1,961	1,684
ケララ州	1999	53,727	42,277	7,716	25,867	9,723	1,822	1,548	926
	2000	58,388	33,648	5,964	27,343	8,928	1,829	819	1,513
	2001	53,527	31,445	4,773	23,772	7,454	1,487	650	1,035
	2002	63,377	36,416	5,370	27,924	8,845	1,596	684	1,034
	2003	75,838	43,313	5,481	34,986	9,622	1,743	802	1,474
	2004	290,433	154,353	15,389	142,215	33,319	7,766	3,238	4,743
ラジャスター州	1999	74,314	38,362	6,335	38,007	11,248	3,330	952	2,510
	2000	87,163	43,949	7,423	48,347	13,361	3,677	921	2,655
	2001	99,315	51,129	8,109	53,237	15,060	4,380	895	3,282
	2002	111,709	59,031	8,672	63,039	16,583	3,907	905	2,891
	2003	126,778	67,517	8,868	76,680	17,812	4,523	1,016	3,197
	2004	148,979	85,146	8,571	84,250	20,695	5,291	1,135	3,580

資料：Bloomberg, CEIC, Indian Banks' Association より MRI 作成、単位：百万 INR.

(6) インド準備銀行と国内商業銀行

インドの金融システムは、1969 年の 14 商業銀行国有化措置から 1992 年まで、国有銀行をインド準備銀行が厳格な規制のもとで管理する閉鎖的な環境に置かれていた。このインドの中央銀行による規制は、預金準備率規制、金利規制、信用割当が 3 つの主要な規制手段であったため、インド準備銀行の金融政策は公定歩合、政策金利の変更による金融引締めが、インターバンク市場を通じて商業銀行預貸金利に伝達するのは難しい状況にあった。このため、中央銀行としての金融政策は専ら預金準備率や信用割当を変化させることにより、商業銀行から借り手への信用供与をコントロールするという手段が中心であった。

インド準備銀行は、金融機関に現金準備率と法定流動比率の 2 種類の準備率をルールとして課すことにより、金融機関のバランスシート上の現金比率、預金比率をコントロールした。特に後者の法定流動比率は、商業銀行のバランスシートの資産に、ある一定比率以上の政府債の購入を義務付けるものであり、この法定流動比率ルールが存在により、商業銀行が中央政府、州政府の財政をファイナンスするという役割を演じてきた。一方、中央政府、州政府には極めてメリットが大きいこのルールが存在する限り、商業銀行は有望な貸出先が民間部門に存在していたとしても、信用供与を抑制されることとなり、こうした中央銀行の金融規制が長年、商業銀行の業容拡大を阻んできたと言えよう。

他方、インド準備銀行は中銀貸出を通じて、商業銀行に流動性を供与しているが、専らこの貸出先は州政府と農業リファイナンス公社、農村開発銀行に集中している。照合銀行向け中銀貸出は、2000 年に 717 億 INR まで拡大した後、その後 4 年間は劇的な減少に転じている。

図表 1 - 13 インド準備銀行貸出残高の推移

	中銀貸出計	州政府	指定商業銀行	協同組織機関	産業開発銀行	農業リファイナ ンス公社・農村 開発銀行	輸出入銀行	その他
1990	110,709	2,007	27,028	326	37,646	28,734	6,792	8,177
1991	130,375	3,399	39,993	224	36,583	33,679	7,483	9,014
1992	135,098	3,468	33,265	109	35,463	36,947	8,625	17,223
1993	124,872	2,678	27,888	82	33,601	35,010	8,770	16,843
1994	123,391	2,951	23,006	13	32,057	36,340	8,770	20,255
1995	181,744	1,821	72,877	63	29,668	43,846	8,770	24,699
1996	152,826	3,988	45,261	142	27,193	45,158	8,770	22,315
1997	116,122	7,537	2,560	20	24,501	43,224	8,470	29,810
1998	177,655	42,128	20,078	59	21,558	44,813	7,887	41,133
1999	251,914	59,923	51,954	110	19,133	50,777	7,337	62,680
2000	303,938	69,246	71,701	144	16,150	54,534	6,637	85,526
2001	299,296	103,966	47,118	221	13,300	59,723	5,887	69,082
2002	181,555	86,042	12,874	227	2,775	55,746	1,330	22,562
2003	126,783	78,718	1,973	188	0	33,063	0	12,840
2004	65,337	41,498	933	165	0	21,113	0	1,628

資料：Bloomberg, CEIC, Indian Banks' Association より MRI 作成、単位：百万 INR.

インド準備銀行の政策目標のひとつに、ハイパワード・マネー、ベース・マネーといった指標の代わりに、リザーブ・マネーと呼ばれる指標がある。これは、インド準備銀行の対政府、商業銀行中銀貸出、海外資産残高、発行通貨額の合計からインド準備銀行の純非貨幣債務を除いた額であり、このリザーブマネーの増加による国内信用創造は重要な金融政策波及メカニズムとして捉えられている。ただし州政府貸出や農業リファイナンス公社、農村開発銀行向け貸出残高は近年、減少傾向にある。民間商業銀行部門への貸出が縮小している事実とあわせて、インド準備銀行の金融政策がリザーブ・マネーを目標としない政策へ変容しつつある状況が窺われる。

一方、もう一つの金融政策手段である、準備預金率を通じた金融調節は、インド準備銀行のバランスシートを見てみると、次の傾向が窺える。第一に、中銀貸出の場合とは異なり、インド準備銀行の負債の準備預金の中でも最も大きなシェアを占めるのは商業銀行である（2003年 7,099 億 INR、全準備預金の 83.1%）。指定国立銀行、州立銀行、地方銀行の準備預金残高は 1991 年から現在にかけて常時、80 - 90% 前後の比率で推移しており、これらの業態の流動性管理は、この準備預金比率の変更を通じて影響が与えられたものと見られる。

インドでは 1991 年 11 月に政府へ提出されたナラシムハム委員会報告が、現在までの金融システム改革の青写真であったが、金融政策については、金利自由化、準備率規制の緩和が指摘されている。後者の進展が進み、現金準備比率及び法定流動比率操作に関する規制が緩和されたことで、準備預金操作が商業銀行の経営環境に影響を及ぼしやすい土壌が育まれつつある。

図表 1 - 14 インド準備銀行準備預金残高の推移

	準備預金計	中央政府	州政府	商業銀行	その他の金融機関		その他機関	
					指定州立銀行	非指定銀行		
1990	297,463	1,154	183	273,402	2,619	112	1,433	18,562
1991	373,351	694	159	311,783	3,011	113	2,625	54,968
1992	477,093	707	140	384,943	3,072	113	3,109	85,012
1993	540,359	540	199	413,935	4,433	97	3,535	117,620
1994	630,929	563	150	520,241	5,378	136	4,941	100,354
1995	703,648	1,488	323	595,213	4,359	187	5,724	96,354
1996	631,478	528	150	557,783	5,925	267	6,593	60,233
1997	597,485	688	337	520,953	6,913	603	8,205	59,788
1998	706,768	505	462	627,141	7,976	642	9,043	60,999
1999	761,193	919	443	675,337	7,483	524	1,978	74,510
2000	751,943	1,345	557	655,109	7,849	405	4,719	81,959
2001	826,544	1,005	410	717,898	8,851	483	9,338	88,558
2002	787,535	1,003	410	659,413	16,842	718	20,605	88,543
2003	854,708	1,028	410	709,933	16,644	674	38,878	86,690
2004	1,333,885	21,799	548	814,978	18,418	500	47,781	95,673

資料：Reserve Bank of India, CEIC より MRI 作成、単位：百万 INR.

(7) 外国銀行の動向

外国銀行のインドの銀行市場でのプレゼンスは決して大きいとは言えないものの、ますます重要かつ革新的な役割を演じつつある。インド準備銀行によると、2005 年 3 月末時点で外国銀行の資産は商業銀行全体の 6.8%に達している。外国銀行の伝統的な役割は国内で活動する外国企業への法人融資であった。しかし、ほとんどの外国銀行が融資の対象をインドの大手企業から中堅企業にまで拡大し、今日ではリテールビジネスへ向かいつつある。

外国銀行の法人融資は、地場銀行と同じ程度の融資期間での貸付を行っているが、プライムレート、優良企業への貸付利率は地場銀行よりも 1 - 4%高い。借り手はより上質な金融サービスを楽しむためにその差額を快く支払うことが多いが、外国銀行の商用融資は融資シンジケート団の一部として貸付を行うことが多い。

インドでは、2004 年 12 月末時点では 35 の外国銀行が 207 の国内支店を通じて操業していた。この他、26 の外国銀行の駐在所があり、業務に必要とされる情報収集、その他の任務を遂行している。2002 年 8 月、H 銀行が、ANZ Grindlays (豪州 / ニュージーランド) のインドも含めたアジア・中東におけるリテール資産の買収を行っている。こうした外国銀行の資産を買収することにより、インド国内での店舗網を広げるという試みも、外国銀行全般に見られる状況である。

インドでは、1990 年代の不良債権問題の深刻化を経て、幾つかの外国銀行は事業を縮小または撤退したが、この傾向は、最近の銀行業全体の業績が回復するにつれて最近弱まっている。最近の欧州勢のインド国内での操業撤退の例では、2001 年ドレスナー銀行が操業を停止し、コメルツ銀行はインドにおける全ての大口の投資を放棄した。2002 年後半には HSBC が 2001 年 12 月に地方での株式ブローキング業務を停止し、BNP パリバのインドにおけるリテール資産を買収したといった例が見られる。インド国内で、最も活発に活動している外国銀行の国籍は米国、英国勢であり、フランス、ドイツ、日本、オランダ、中東勢がこれに続く。シティバンク、HSBC、スタンダード・チャータードの 3 銀行が、外国銀行の最大手であり、2003/04 年度には全外国銀行の総資産の 65%を占有した。

インドにおける外国銀行の 2003/04 年度の純利益は、前年度の 149.2 億 INR から 182.4 億 INR に伸長し、不良資産もわずかながらも減少している。外国銀行の不良債権比率は、インドで銀行業務を行うあらゆる形態の金融機関の中で最も低い水準である。外国銀行は国内銀行同様、インド準備銀行の金利規制によって管理される。外国銀行は純貸付額の 32%を優先分野に対して行うこと、さらに準目標として小規模(10%)、輸出信用 (12%) が要求される。2003/04 年度の外国銀行の優先分野への貸付は前年度の 34%とほぼ同じ 33.9%であり規定を上回った。外国銀行による輸出信用は近年目標を大きく上回り続けており 2002/03 年度においては純貸付の 18.7%であった。

金融の自由化の進展により、外国銀行はインド国内で、リテール金融、耐久消費財割賦販売、電子バンキング、通貨スワップ、金利スワップ、キャッシュマネージメントシヤビル管理業務などあらゆる金融サービスを手がけることが可能となった。ほとんどの外国銀

行は債券取引業務に熱心であり、外国為替や金融市場の緩やかな自由化は新たな機会を供給している。

外国銀行の金融サービス競争におけるアドバンテージの源泉は、金融商品の多様さとサービス水準の高さである。特に自動バンキングシステムを介した国内・国際取引の処理能力は高速かつ信頼性も高い。しかし、国内地場商業銀行においても、新規設立銀行は国営銀行よりも質の高いサービスと自動化されたシステムを備えており、外国銀行と同じ客層を同様のサービスによって獲得を狙っているため、これらの参入が外国銀行にとって脅威となっている。また大手国内商業銀行の動きも活発となってきているため、外国銀行はその国際ネットワーク水準の保持を強化することで競争力を維持することを考えている。現地調査でも、度々、指摘されたように、外国銀行のインド国内での業容拡大は、外国銀行支店舗規制により制限されている。結果として、外国企業は通常少なくとも 1 つは、国内商業銀行との業務提携を利用する傾向にある。外国銀行の活動はムンバイなどの金融都市で活発であるため、遠隔地での小切手の決済業務等においては国内銀行が利用される傾向にある。

中小の外国銀行は最近数年間、経営環境は非常に苦しい状況にある。銀行業の競争環境が激化するにつれ、中小外銀は利用可能な小規模のリテール預金がないために苦しんでいる。またインド準備銀行が課する自己資本比率規制や貸出業種規制などの規制の強化も、経営環境を悪化させる一因となっている。インド国内において、外国銀行には資本がより細かく定義されたため、小規模銀行は増資または貸付の信用リスクを縮小する必要に迫られた。より大きい規模の外国銀行は、既に許可されていた国内銀行と同様に資本準備金の 50%を資本として扱うことを許可したためこの問題に直面することはなかった。さらに大手の古くからある外国銀行は過去の値段で評価され再評価可能な、実質的には支店の不動産を保有している。こうした状況の中で、多くの中小外国銀行は追加的な増資、あるいはインドにおける業務再編を行い新自己資本比率規制に対処した。例えば 2002 年に BNP パリバは、資本 8 億 INR を持ち込み、同時に株式業務とリテールバンキングの業務を取りやめ、自己資本を 43%増加させた。またパークレイズ銀行はインド国内で小規模の操業であったが、インドへの注力の高まりに合わせて資本を 2.06 億 INR から 26.3 億 INR に増強した。

インド準備銀行は、1992 年より徐々に、外国銀行ネットワーク拡大のための認可を増加させている。政府は定期的に、新規または参入済みの外国銀行に対して付与する新しい支店の最低認可数を設定しており、現在の値は一年当たり 12 支店である。ほとんどの外国銀行の支店はムンバイ、デリー、チェンナイ、コルカタにあるが、近年はアーメダバードやハイデラバードに支店を開設し始めている。支店を持たない外国銀行は駐在所を通じたサービス提供を行っている。これらの銀行は外国通貨建て融資やスワップ取引などの関連通貨デリバティブ商品、ユーロ通貨の販売などに力を入れている。

(8) インドの信用創造と通貨供給管理のメカニズム

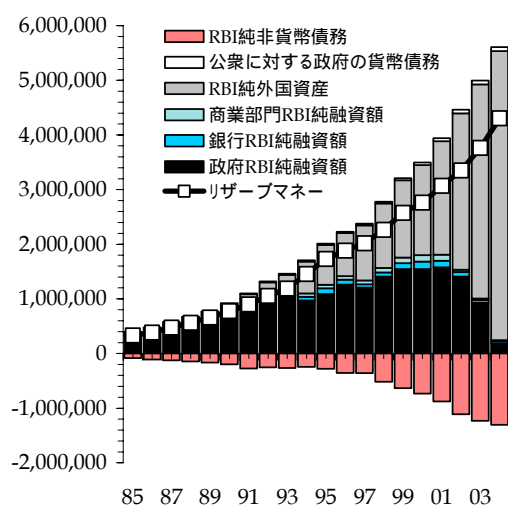
インドの金融システムは、政府五カ年計画を中軸とする経済開発システムのもとで発展を続けてきたが、マクロ的には 1969 年の 14 大商業銀行国有化措置から 1991 年、1991 年以降の市場経済化、の 2 期間に大別することができる。この期間の金融システムは、国の政策が政府、国営企業を通じた所得分配、生産活動の拡大を指向していたことから、インドの国内資金循環は中央銀行と政府を中心とした循環構造を有していたと考えることができる。一方、1991 年以降の市場経済化の進展により、国内資金循環にも変化が訪れ、中央銀行の政府に対する信用創造は年々縮小の方向へ向かっている。

インドでは、マネーサプライの前段階として中間目標となるリザーブ・マネーは、次の式により定義される。

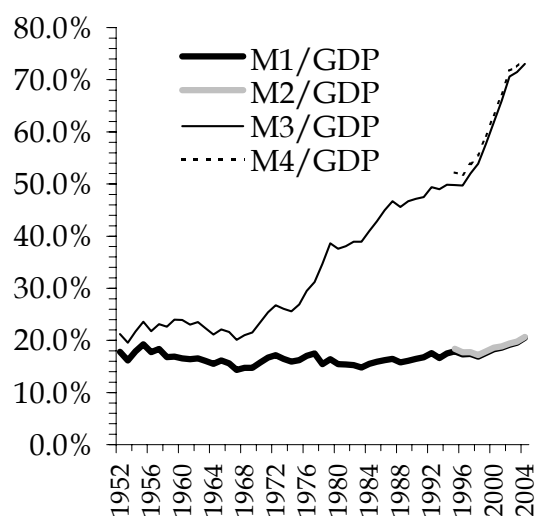
リザーブ・マネー = (1)インド準備銀行対政府純融資 + (2)同対商業銀行融資 + (3)同非金融商業部門融資残高 + (4)同純外国資産残高 + (5)公衆に対する政府の貨幣債務 - (6)同純非貨幣債務

リザーブマネーは 1970 年代 14.7%、1980 年代 16.5%、1990 年代 14.0%と、1971 年以降、常に 14 - 16% 台の水準で毎年増加してきた。2001 年以降の 4 年間は平均伸び率が 11.8%と、伸び率がやや鈍化傾向にあるが、それでも諸外国と比較すれば高位な拡大テンポが続いている。図表 1 - 16 に示される通り、リザーブ・マネーのこの高い伸び率の大半はインド準備銀行から政府への融資により説明され、この状況は 1991 以降の経済改革以降も続いていた。

図表 1 - 15 インドのリザーブマネーの推移



図表 1 - 16 インドの通貨供給量の推移



資料：Reserve Bank of India, CEIC より MRI 作成、単位：百万 INR、%。

政府部門への信用供与が純減に転じたのは 2001 年以降であり、インドが経済改革に着手してから約 10 年後である。2001 年以降の政府向け融資の減少に代わり、リザーブマネー増加の主力源となっているのが、インド準備銀行の外国資産、すなわち外貨準備である。2001 年以降、インドの鉱業、製造業部門の輸出が急増したことにより外貨準備も急増、これが 2001 - 2004 年のリザーブマネーの急速な拡大をもたらしている。

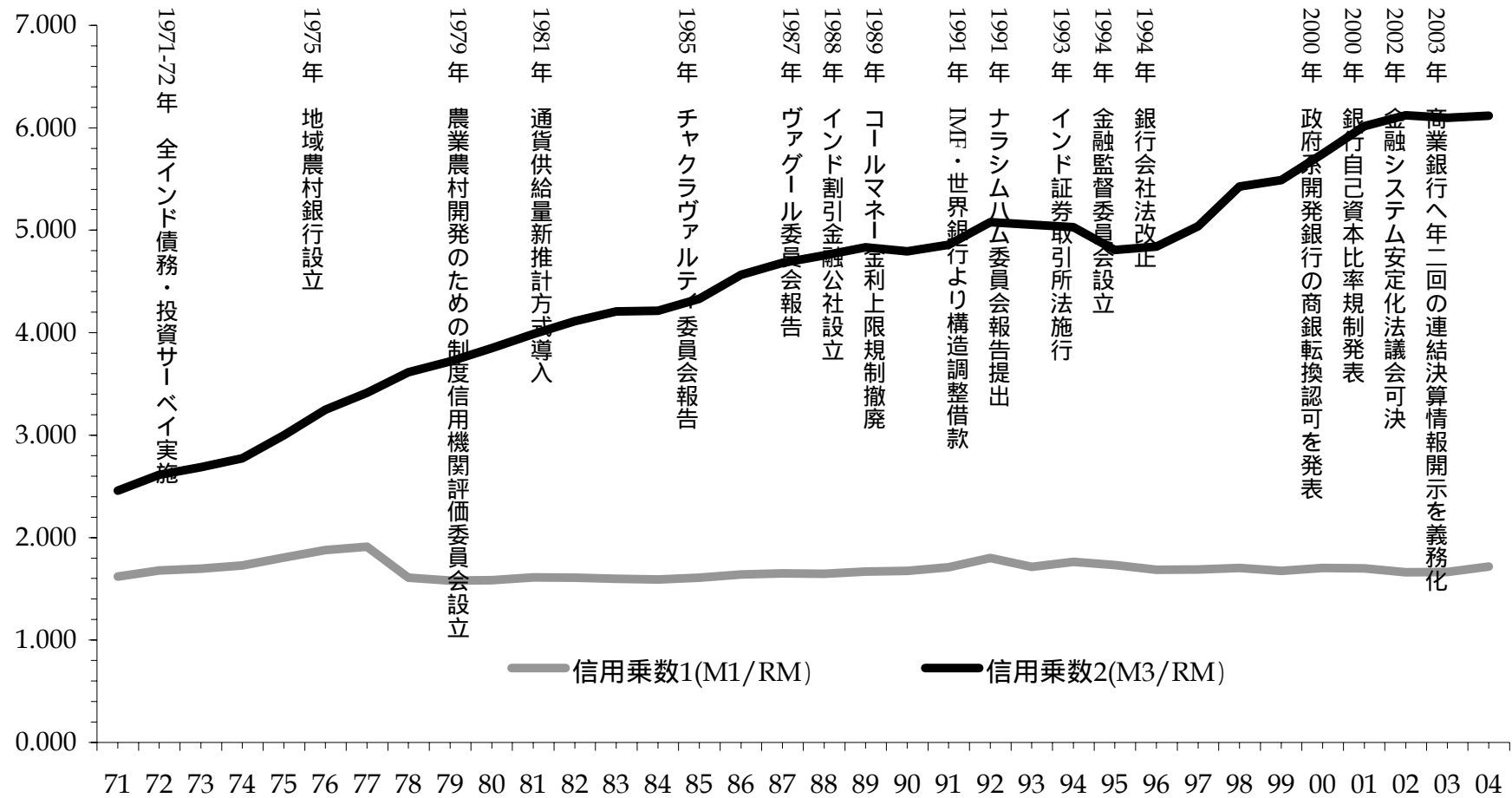
このリザーブマネーの急増により、近年のインドでは通貨供給の中でも特に M3、M4 の増加率が高まっている。インドの通貨供給量は、もともとは 1961 年のインド準備銀行「マネーサプライに関するワーキング・グループ (WG)」において定義されたが、その後、1977 年の「マネーサプライに関する第二次 WG」を経て、1981 年新推計が実施され、今日に至っている。現在のインド準備銀行が毎月発表を行っている通貨供給の定義は次の通りである。

- (1) M1 : (a) 現金通貨 + (b) 要求払預金 + 給与所得者組合 + (c) インド準備銀行が関わるその他の預金
- (2) M2 : M1 + 郵便貯金の貯蓄性預金
- (3) M3 : M1 + 定期性預金 (1981 年以降、銀行部門の資産負債及び公衆に対する政府の貨幣的負債として定義)
- (4) M4 : M3 + 郵便貯金の定期性預金 (1981 年以降、銀行部門の資産負債及び公衆に対する政府の貨幣的負債として定義され、M3 との境界が曖昧化)

この定義をもとに近年の通貨供給量の動向を見てみると、M1 および M2 は対 GDP 比で 1952 年からほぼ横ばいの状況が続いているのに対し、M3 と M4 は 1990 年代後半以降、対 GDP 比で 50% 台から 60% 台へ急上昇している。このことから、近年の政府外貨準備の急増によるリザーブ・マネーの増加は M1 や M2 の増加には貢献していないが、M3、M4 の増加として現れていることがわかる。すなわちリザーブ・マネーの増加は現金通貨及び貯蓄性預金の増加にはつながらないが、主として定期性預金の増加を通じて国内通貨供給量が増大する結果となっていることがわかる。

通貨供給量をリザーブマネーで除すことにより、インドの信用乗数の最近 30 年間の動向を見てみると、通貨供給量に M3 を用いた場合の信用乗数はこの 30 年間で 2.5 倍から約 6.0 倍へ上昇している。注目されるのは 1994 年から 95 年にかけて一時的に乗数は低下傾向を示したものの、1997 年以降は再び上昇に転じていることである。インド準備銀行から政府向け融資がこの時期、ピークアウトしたことにより、インド国内の信用創造も停滞したが、その後の外貨準備の増大により、再び、信用創造が先鋭化したことが示されている。

図表 1 - 17 インドの信用乗数の推移



資料：Reserve Bank of India, CEIC より MRI 作成、単位：倍

(9) インド商業銀行の不良債権残高

1991 年以降、金融セクターを含めた全ての産業における市場経済化を進めるインドでは、経済自由化政策実施直後の不良債権比率は極めて高位に達していた。指定商業銀行全体の不良債権比率は 1998 年時点で 14.4%、中でも政府系金融機関の不良債権比率が 16.0%と、深刻な状況にあった。しかし、2002 年以降、この金融システム安定化は急速に進展し、2004 年には指定商業銀行全体で 7.2%まで低下している。もっとも政府系金融機関を除いた民間金融機関、外資系金融機関の不良債権比率は、ほぼ政府系金融機関の半分未満の比率で推移している。民間金融機関は 1998 年時点では不良債権比率は 8.7%であったが、2004 年には 5.8%まで低下している。外資系金融機関はさらに焦げ付きが少なく、1998 年の 6.4%から 2004 年には 4.8%へ低下した。こうして考えると、インドの不良債権の多くは政府系金融機関の融資に因るものであり、民間金融機関の経営環境は足許、健全な状況にあると考えることができる。

インドにおいて近年、不良債権比率が急速に低下している背景には、第一にインド経済の拡大が続き、与信先の事業収益性、信用力が高まっていること、第二に 1993 年以降の銀行監督行政の強化があげられる。ナラシムハム委員会の勧告を受け、金融機関の資産は 1993 年以降、(1) 標準、(2) 準標準、(3) 破綻懸念先債権、(4) 破綻先債権の 4 種類に区分され、インド準備銀行の検査を受けている。インドの不良債権の定義は、2 四半期に渡り利払が 30 日以上延滞している債権と定められている。この 30 日以上、利払が遅延している債権のうち、こうした状況が 2 年を超えないは「準標準」、2 年以上 3 年未満の場合には「破綻懸念先債権」、3 年以上の場合に「破綻先債権」と定義される。

上記の債権分類に基づき、1993 年 3 月以降のインドの銀行会計基準では、貸倒引当金は「破綻先債権」の場合に 100%、「準標準」「破綻懸念先債権」の場合に 30%と定められている。この制度のもと、インド大蔵省は 8%の自己資本比率の達成を商業銀行に対して求めており、近年のインド経済の好転、金融システム安定化により、概ねこの自己資本比率をクリアする銀行が多数となっている。インド商業銀行は 1990 年年代半ば、公的資金の注入と資本市場での株式発行により、自己資本の増強を積極的に行っていることも、近年の高い自己資本比率のさきがけとなっている。

BOX4 インドの不良債権問題の特徴

インドの不良債権問題をタイ、インドネシア、韓国、中国のケースと比較した場合、次の類似点と相違点を持つ。類似点は、急速な市場経済化と規制緩和を進める中でのノンバンク業界の台頭等、政府の監督機関が曖昧なまま金融自由化を進めたために一部の地域で不良債権比率が高まったという点である。ノンバンク業界の監督に関する法整備の遅れにより 1997 年にノンバンク最大手 CRB Capital Markets の破綻を招いた。その後、法制化は進められているものの、その進行は遅く、2004 年の政権交代もその進行の妨げとなった。また、特に中国のケースに酷似しているのは、ガバナンス改革が進行する中で、会計基準、健全化策を国際標準に適合させた結果、不良債権と認定される資産が急増した点

である。

一方、相違点は、インドは長きに渡り社会主義体制が続いた結果、借り手である一般事業会社向け貸出の量が小さく、東アジア諸国に比べてこれらの不良債権化の被害が小さく留まっていることである。結果として、インド商業銀行のバランスシートの資産の大半が、政府債で占められているのも、インド経済の歴史的経緯を象徴している。

ただし、現在のインド準備銀行が政策目標として掲げるリザーブマネーの実効性が 1990 年代後半から希薄化しているため、今後は、政府への資金供給を通じて、国内流動性を高めるという金融政策波及プロセスも、徐々に形骸化する可能性が高い。その場合に民間部門への与信を増加し、どのように信用リスクを管理してゆくかが、今後のインド銀行システム発展の鍵を握ると言えよう。

図表 1 - 18 インド商業銀行不良債権残高の推移

指定商業銀行								政府系金融機関							
貸出残高	(1)標準債権	(2)準標準	(3)破綻懸念先	(4)破綻先債権	不良債権残高	不良債権比率		貸出残高	(1)標準債権	(2)準標準	(3)破綻懸念先	(4)破綻先債権	不良債権残高	不良債権比率	
(a)	(b)	(c)	(d)	(e)	(f)	(f)/(a)		(a)	(b)	(c)	(d)	(e)	(f)	(f)/(a)	
1998	3,526,960	3,018,810	174,280	271,460	62,420	508,150	14.4%	1998	2,849,710	2,393,180	144,630	258,190	53,710	456,530	16.0%
			(34.3%)	(53.4%)	(12.3%)	(100.0%)					(31.7%)	(56.6%)	(11.8%)	(100.0%)	
1999	3,994,360	3,407,140	199,260	313,500	74,440	587,220	14.7%	1999	3,253,280	2,736,180	160,330	292,520	64,250	517,100	15.9%
			(33.9%)	(53.4%)	(12.7%)	(100.0%)					(31.0%)	(56.6%)	(12.4%)	(100.0%)	
2000	4,757,580	4,149,170	195,940	336,880	75,580	608,410	12.8%	2000	3,800,770	3,267,830	163,610	305,350	63,980	532,940	14.0%
			(32.2%)	(55.4%)	(12.4%)	(100.0%)					(30.7%)	(57.3%)	(12.0%)	(100.0%)	
2001	5,586,790	4,947,160	182,060	377,560	80,010	639,630	11.4%	2001	4,421,340	3,873,600	147,450	334,850	65,440	547,740	12.4%
			(28.5%)	(59.0%)	(12.5%)	(100.0%)					(26.9%)	(61.1%)	(11.9%)	(100.0%)	
2002	6,808,690	6,099,150	213,810	412,020	83,700	709,540	10.4%	2002	5,093,680	4,528,620	157,880	336,580	70,610	565,070	11.1%
			(30.1%)	(58.1%)	(11.8%)	(100.0%)					(27.9%)	(59.6%)	(12.5%)	(100.0%)	
2003	7,765,080	7,061,940	196,050	417,970	89,110	703,140	9.1%	2003	5,778,120	5,237,240	149,090	323,400	68,400	540,890	9.4%
			(27.9%)	(59.4%)	(12.7%)	(100.0%)					(27.6%)	(59.8%)	(12.6%)	(100.0%)	
2004	9,020,260	8,371,290	210,250	362,470	76,250	648,970	7.2%	2004	6,619,750	6,104,350	169,090	287,560	58,760	515,410	7.8%
			(32.4%)	(55.9%)	(11.7%)	(100.0%)					(32.8%)	(55.8%)	(11.4%)	(100.0%)	

民間金融機関								外資系金融機関							
貸出残高	(1)標準債権	(2)準標準	(3)破綻懸念先	(4)破綻先債権	不良債権残高	不良債権比率		貸出残高	(1)標準債権	(2)準標準	(3)破綻懸念先	(4)破綻先債権	不良債権残高	不良債権比率	
(a)	(b)	(c)	(d)	(e)	(f)	(f)/(a)		(a)	(b)	(c)	(d)	(e)	(f)	(f)/(a)	
1998	367,530	335,670	17,660	10,770	3,430	31,860	8.7%	1998	309,720	289,960	11,980	2,500	5,280	19,760	6.4%
			(55.4%)	(33.8%)	(10.8%)	(100.0%)					(60.6%)	(12.7%)	(26.7%)	(100.0%)	
1999	430,490	383,940	26,550	15,910	4,070	46,550	10.8%	1999	310,590	287,020	12,380	5,070	6,120	23,570	7.6%
			(57.0%)	(34.2%)	(8.7%)	(100.0%)					(52.5%)	(21.5%)	(26.0%)	(100.0%)	
2000	582,490	533,170	21,370	23,550	4,390	49,320	8.5%	2000	374,320	348,170	10,960	7,980	7,210	26,150	7.0%
			(43.3%)	(47.7%)	(8.9%)	(100.0%)					(41.9%)	(30.5%)	(27.6%)	(100.0%)	
2001	711,490	650,710	25,850	30,690	4,240	60,780	8.5%	2001	453,960	422,850	8,760	12,020	10,330	31,110	6.9%
			(42.5%)	(50.5%)	(7.0%)	(100.0%)					(28.2%)	(38.6%)	(33.2%)	(100.0%)	
2002	1,208,830	1,092,160	47,380	65,390	3,900	116,670	9.7%	2002	506,180	478,380	8,560	10,040	9,200	27,800	5.5%
			(40.6%)	(56.0%)	(3.3%)	(100.0%)					(30.8%)	(36.1%)	(33.1%)	(100.0%)	
2003	1,449,530	1,316,200	37,030	85,120	11,180	133,330	9.2%	2003	537,430	508,510	9,940	9,440	9,540	28,920	5.4%
			(27.8%)	(63.8%)	(8.4%)	(100.0%)					(34.4%)	(32.6%)	(33.0%)	(100.0%)	
2004	1,774,190	1,670,760	31,270	63,910	8,250	103,430	5.8%	2004	626,320	596,190	9,900	10,990	9,240	30,130	4.8%
			(30.2%)	(61.8%)	(8.0%)	(100.0%)					(32.9%)	(36.5%)	(30.7%)	(100.0%)	

資料：Reserve Bank of India, CEIC より MRI 作成、単位：百万 INR

・インド国内商業銀行の経営分析

．インド国内商業銀行の経営分析

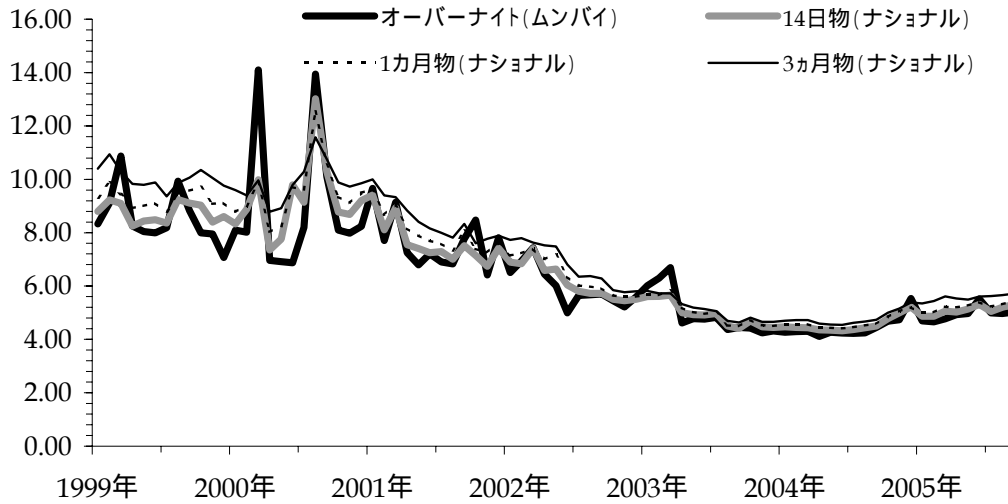
2．1 商業銀行の収益性と金利変動の分析

インドの金融政策は、世界的に低位安定的な物価上昇率を反映して、1999年から2005年にかけて、オーバーナイト・レートで10%台から5%台の水準へ下落を続けている。近年のインドの短期金利の特徴は、金利変動が激しかった2001年までに比べて、短期金利のボラティリティが小さくなっていることである。金利の自由化が進んだことにより、2001年までは一時的に10 - 14%まで急激に上昇する局面も散見されたが、2002年以降は、緩やかな下降局面の中、変動が大きくなるケースは少なくなっている。短期金融市場の金利変動が小さくなっている背景には、インターバンク市場の資金取引規模が増大し、マーケットに厚みが醸成されてきたこと、インド準備銀行の金融政策に対する信認の高まりの2つの理由が考えられる。

短期金融市場のこうした下落局面を反映し、預貸市場金利も下落局面が続いている。インドの預貸金利の特徴は、日本と同様、金利下落局面で、貸出金利よりも預金金利の下落のスピードが速いことである。オーバーナイトレートが1999 - 2005年までで10%台から5%台へ下落する中、貸出プライムレート（主要行平均）は12%台から約10%までにしか下落していない。一方で、預金金利は10%大から一時は5.0%まで下落するなど、近年、劇的な下落基調が続いている。このため、インド商業銀行の預貸金利鞘は、2000年年初の1.75%から2005年8月には4.25 - 5.25%に拡大しており、商業銀行は収益性を高めやすい環境にある。2004 - 2005年にかけてインド商業銀行の収益性が、特に株主資本利益率で見た場合に上昇しているのは、こうした預貸市場の金利環境が影響を及ぼしているものと思われる。

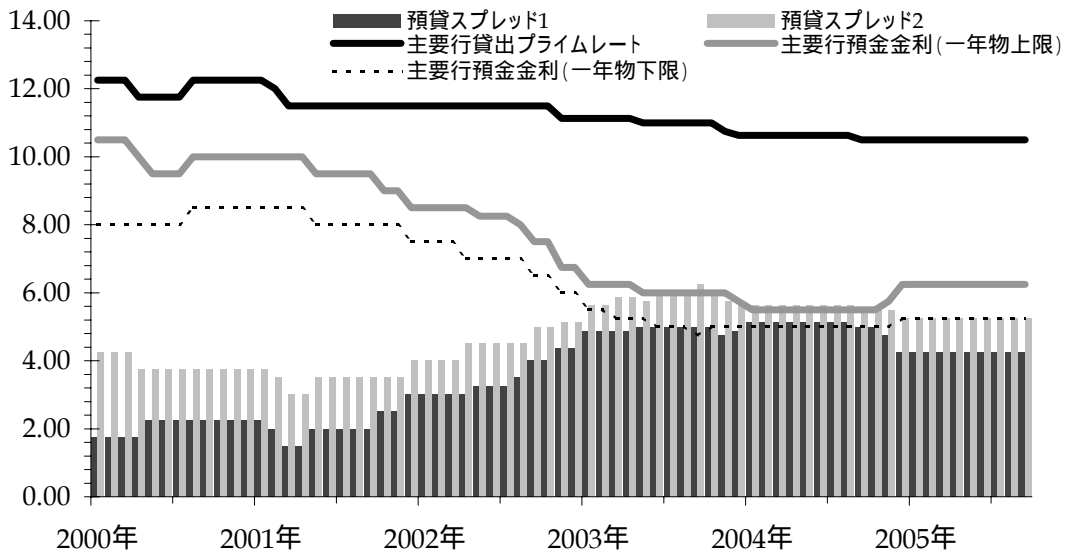
ただしインドの銀行市場では、日本の1980～1990年代初頭に比べ、金融機関間の収益性のばらつきが大きく、人為的に中央銀行が預貸金利スプレッドを拡大したとしても、全ての金融機関が横並びで収益性を高めるわけではない。例えば後述するように、マハーラシュトラ州ではCent Union Bank Ltd.が持続的な赤字決算を続けており、金利環境よりも、個々の銀行の歴史的経緯や所有構造の変化に起因するものと考えられる。こうした状況もあり、インド準備銀行、金融監督委員会は近年、不良債権処理を資産管理会社、ARCの創設を促すことにより積極的に進めることで金融システム安定化を目指している。今後のインド商業銀行の経営環境の焦点は、近年の金融業際規制の緩和により経営環境が悪化の方向へ向かった銀行が、優良な金利環境の影響により、どのような業績回復の道を辿るのかということになる。

図表 2 - 1 インドのインターバンクレート推移



資料：CEIC、Bloomberg より MRI 作成

図表 2 - 2 インドの預貸金利、預貸金利鞘の推移



資料：CEIC、Bloomberg より MRI 作成

2.2 商業銀行の収益性の分析

入手されたインド商業銀行財務データのうち、1999 年データは標本数が少ないため、2000 年と 2004 年で銀行業の収益性、財務安全性を比較してみると、次の特徴が窺える。まず第一に上場企業の収益性を総資産利益率で計った場合、2000 年時点では 0.8～1.2%のレンジに 10 行程度が集中していたが、この分布は 2004 年時点では右方向に広がりつつある。ひとつの理由が、持続的な金利低下局面により預貸金利鞘が拡大したため、銀行に収益が生まれやすい環境が続いていることである。もうひとつの理由は、相次ぐ金融制度改革の進捗により、金融システム全体が安定化の方向へ向かっていることである。

上記の状況は、銀行業をコスト面から確認することでも理解できる。銀行が預金者、インターバンク市場に参加している同業他社、インド準備銀行等に支払っている支払利息を預金量で除した比率を 2000 年と 2004 年で比較してみると、2004 年は 2000 年時点に比べて比率が低下傾向にあり、利払負担率が小さい銀行数が増加傾向にある。これは市中金利の低下により銀行の調達コストも低下していることを示している。前節で示されたように、金利低下局面では調達金利の下落スピードは、貸出金などの運用利回りよりも迅速であるため、総資産利益率の度数分布表と比べても、利払負担率の分布のシフトは顕著である。

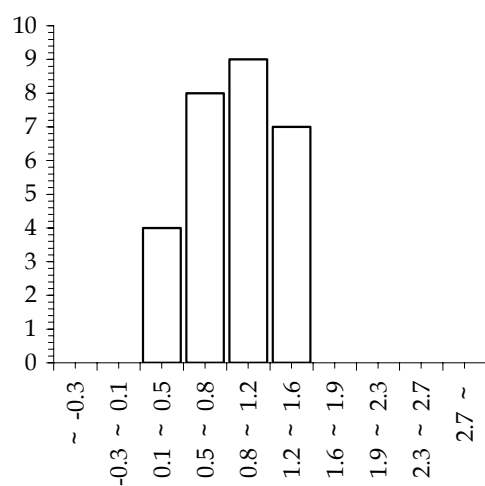
ちなみに報告書中では示していないが、総資産規模、預金量規模の分布を経年変化で見ると、大規模銀行数の増加も際立っている。これは業際規制の緩和や、銀行同士の合従連衡が続いていることから、銀行業が単体で総資産規模を拡大しているためである。インドの近年の金融業界再編は、商業銀行のみならず、投資信託会社等の多岐に渡る金融業者を内包していることから、総資産規模と預金量規模の度数分布表を比較してみると、前者の方が後者よりも拡大のテンポが大きいことがわかる。

上記に示された状況を総合すると、市中金利の低下による預貸金利スプレッドの拡大、金融システム安定化策の進捗による、金融業界の健全化に加えて、業界内での合従連衡が進んでいることも、銀行業の収益性、財務安全性に貢献している可能性がある。インド銀行業界のこうした経験は、新興国において銀行システムの安定化、健全化を進める場合に、不良債権処理などの伝統的な健全化措置を進める以外に、合従連衡を促すための業際規制等の自由化措置を続けることも貢献しているものと解釈することができよう。

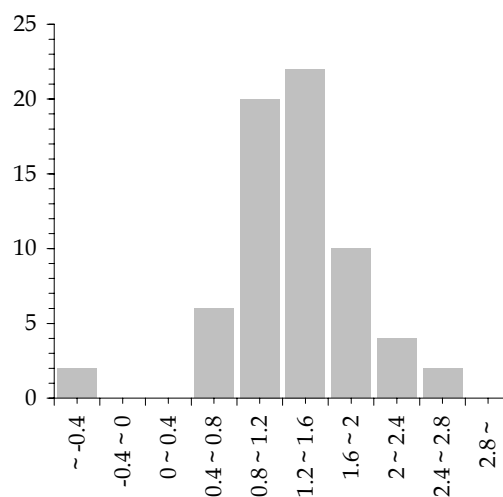
図表 2 - 3 インド上場銀行の収益性・安全性の度数分布

(1) 総資産利益率 (ROA)

2000 年



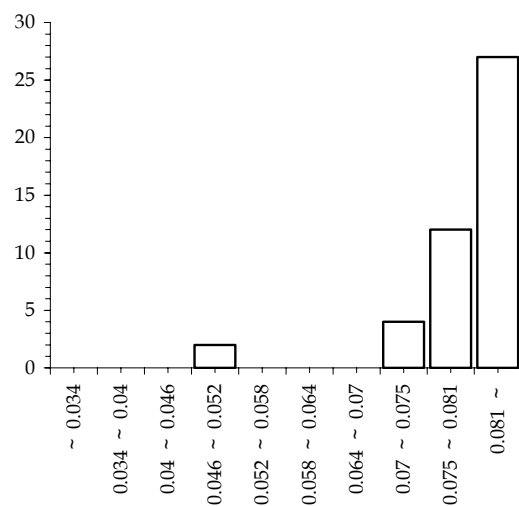
2004 年



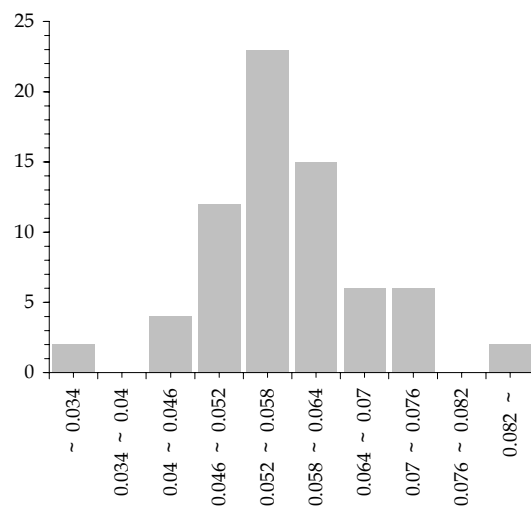
資料：Bloomberg より MRI 作成、単位：行

(2) 支払利息 / 預金量

2000 年



2004 年



資料：Bloomberg より MRI 作成、単位：行

2.3 総資産規模別の商業銀行収益性・費用効率性

1999 年から 2004 年までの上場銀行データを用い、商業銀行の収益性と費用効率性を総資産規模別に確認してみると、次の傾向が見られる。1999 年当時は、最も総資産規模が大きい第Ⅰ分位の総資産利益率は 2.300% と他の分位に比べ、極めて高い収益性の水準にあった。しかし 2000 年以降の 5 年間は、第Ⅱ分位に所属する商業銀行の総資産利益率は常に第Ⅰ分位銀行を上回っており、必ずしも総資産規模と総資産利益率に正の相関が存在するとは限らないことがわかる。

この状況は収益性を株主資本利益率で見た場合にも同様である。インド商業銀行の株主資本利益率は、全般的に高水準で推移しているが、1999 年時点では中でも最も総資産規模が大きい銀行群のこの比率は、突出した水準を示していた。しかし総資産利益率同様、2000 年以降、第Ⅱ分位の商業銀行群の株主資本利益率が第Ⅰ分位銀行を上回ることが多く、両者は線形の関係にはない。

図表 2-4 総資産規模別の商業銀行収益性と金利コスト

	資産規模分位	総資産利益率	株主資本利益率	支払利息 / 預金量
2004	第Ⅰ分位	1.243	24.769	5.881
	第Ⅱ分位	1.529	28.762	5.246
	第Ⅲ分位	1.335	24.515	6.400
	第Ⅳ分位	0.657	10.090	5.601
2003	第Ⅰ分位	1.097	23.436	7.881
	第Ⅱ分位	1.135	21.346	6.561
	第Ⅲ分位	1.136	22.134	7.465
	第Ⅳ分位	0.870	14.599	7.766
2002	第Ⅰ分位	0.773	18.447	6.944
	第Ⅱ分位	1.036	18.628	7.148
	第Ⅲ分位	0.840	17.880	8.665
	第Ⅳ分位	0.402	4.073	9.289
2001	第Ⅰ分位	0.543	12.705	7.294
	第Ⅱ分位	0.573	7.690	7.475
	第Ⅲ分位	0.788	17.786	9.491
	第Ⅳ分位	0.443	9.333	9.986
2000	第Ⅰ分位	0.693	13.877	7.644
	第Ⅱ分位	1.139	19.413	8.343
	第Ⅲ分位	0.881	13.710	8.937
	第Ⅳ分位	0.764	16.160	10.181
1999	第Ⅰ分位	2.300	26.450	9.877
	第Ⅱ分位	0.430	6.620	11.359
	第Ⅲ分位	1.186	19.490	9.291
	第Ⅳ分位	0.701	12.539	7.860

資料：Bloomberg より MRI 作成

インド商業銀行のひとつの特徴は、低い総資産利益率と極めて高い株主資本利益率が併存することであるが、さらに状況を複雑化させているのは、金利コストがこの中間的な水準にあることである。インドの支払利息 / 預金量の総資産規模別での経年変化を見てみると、2000 年から 2001 年にかけては総資産規模が小さい商業銀行ほど、高い利払負担を余儀なくされていたが、2003 年以降はこの総資産規模序列に変化が生じている。

商業銀行の利払負担は高金利時代の 1999 - 2000 年には一部の分位で 10% を超える高い水準にあったが、近年は 5% 台にまで下落を続けている。いずれの分位においても支払利回りは総資産利益率に対しては逆ざや、株主資本利益率に対しては大幅な順鞘となっていることが特徴である。

2.4 地域別の商業銀行収益性・費用効率性

主要地域別に商業銀行の収益性と費用効率性を確認すると、次の傾向が見られる。まず総資産収益率で収益性を見た場合、収益性が高い地域がシャム・カシミール州、アーンドラ・プラデーシュ州、タミルナド州である。特にシャム・カシミール州は持続的に 2% 前後の総資産利益率を維持しており、この背景には Jammu & Kashmir Bank Ltd. の高い収益性の貢献度が高いことがあげられる。これらの地域は収益性を株主資本利益率で計った場合にも、高い収益性を示している。

他方、収益性が低い地域の代表がマハラシュトラ州とケララ州である。マハラシュトラ州には Indusind Bank Ltd. 等、高い収益性を持つ銀行も存在するが、Cent Union Bank Ltd. のように 2004 年に赤字決算を記録した銀行もあり、預貸市場での競争環境が激化していることが、全般的な収益性の低下につながっているものと見られる。マハラシュトラ州における Cent Union Bank Ltd. は、2000 年以降、同地域での最大の金融システム不安定化要因となっており、赤字幅は縮小傾向にあるものの、依然として余談を許さない状況にある。ケララ州では Dhan Alakshimi Bank Ltd. の業績パフォーマンスが他の 2 行の足を引っ張る形となり、平均では低い収益性を示している。

地域別の利払コストは、以前は地域間のばらつきが大きかったが、近年はその分散が収斂し、地域間での格差が縮小傾向にある。具体的には 1999 年ではケララ州の利払負担が 14.4% である一方でハリヤーナ州は 7.94% であった。しかし 2004 年時点では最も高い利払負担がタミルナド州の 6.097% で、最も低い地域がハリヤーナ州の 5.055% である。ハリヤーナ州は収益性では特に顕著な金融機関は見られないものの、州平均で見れば、常に低い資金調達コストを維持している。

図表 2 - 5 地域別の商業銀行収益性と金利コスト

	地域	総資産利益率	株主資本利益率	支払利息 / 預金量
2004	マハーラシュトラ州	0.783	15.477	5.968
	アーンドラ・プラデーシュ州	1.770	36.150	5.787
	ハリヤーナ州	1.535	26.495	5.055
	タミルナド州	1.753	27.184	6.097
	シャンム・カシミール州	2.140	28.660	5.948
	ケララ州	0.954	21.497	5.861
2003	マハーラシュトラ州	0.831	16.513	8.338
	アーンドラ・プラデーシュ州	1.660	38.160	6.978
	ハリヤーナ州	1.270	23.940	6.596
	カルナータカ州	1.168	21.158	6.831
	タミルナド州	1.550	26.786	7.006
	シャンム・カシミール州	2.150	31.030	7.285
2002	ケララ州	0.911	20.414	7.335
	マハーラシュトラ州	0.259	3.540	8.178
	アーンドラ・プラデーシュ州	1.000	25.330	8.072
	ハリヤーナ州	1.080	20.230	7.285
	タミルナド州	1.430	24.292	7.894
	シャンム・カシミール州	1.910	31.980	8.537
2001	ケララ州	0.823	18.743	8.482
	マハーラシュトラ州	0.351	5.867	8.941
	アーンドラ・プラデーシュ州	N.A.	N.A.	7.648
	ハリヤーナ州	0.790	13.630	8.157
	タミルナド州	1.090	20.220	8.336
	シャンム・カシミール州	1.440	27.300	8.025
2000	ケララ州	0.784	18.580	9.021
	マハーラシュトラ州	0.797	13.170	9.071
	アーンドラ・プラデーシュ州	N.A.	N.A.	N.A.
	ハリヤーナ州	1.290	20.950	8.154
	タミルナド州	1.280	24.060	8.555
	シャンム・カシミール州	N.A.	N.A.	7.599
1999	ケララ州	0.590	13.550	10.215
	マハーラシュトラ州	1.005	15.740	9.290
	アーンドラ・プラデーシュ州	N.A.	N.A.	N.A.
	ハリヤーナ州	1.370	19.890	7.940
	タミルナド州	N.A.	N.A.	9.383
	シャンム・カシミール州	N.A.	N.A.	N.A.
	ケララ州	N.A.	N.A.	14.361

資料：Bloomberg より MRI 作成

2.5 インド商業銀行パネルデータによる実証分析

2.1 から 2.4 において上場商業銀行の財務データを確認した後、本節では、インド商業銀行の生産性の推計を行う。推計には以下のデータを用いたトランスログ型生産関数を推計し、併せて費用効率性を測定し、インド商業銀行経営における経営効率性を考察するための定量分析を行う。

トランスログ型生産関数の推計では、商業銀行の生産アウトプットとインプットをそれぞれ次のように定義し、被説明変数に営業収益を採用した。被説明変数には全国銀行協会の「経常収益」に相当する「営業収益」を採用している。本来であれば、双対接近法により、被説明変数に総費用を採用した上で費用関数を推計し、費用効率性を計測することで生産性を把握するのが、多くの先行研究におけるアプローチである。しかしこれらの先行研究は、先進国商業銀行というデータ面での制約が小さい地域を研究対象としているが、インド商業銀行のデータ制約は ASEAN + 2 諸国と比較しても極めて強い。

図表 2-6 実証分析に用いる個別銀行データの記述統計

		預金量	貸出金	支払利息	投資有価証券	営業収益	販管費	固定資産	人件費
1999	平均	225,099	110,876	18,788	97,795	30,665	7,791	3,633	5,203
	標準偏差	406,625	207,624	32,995	178,706	56,159	16,252	5,524	10,856
	最大値	1,587,273	823,598	130,444	707,898	221,128	63,593	21,937	41,474
	最小値	15,286	9,094	1,434	5,921	2,255	563	287	113
2000	平均	227,468	113,592	18,258	102,668	30,132	7,328	3,316	4,848
	標準偏差	384,047	196,231	31,116	179,508	53,564	13,515	5,024	9,364
	最大値	1,861,143	963,654	152,726	884,382	263,078	65,803	24,776	44,779
	最小値	18,997	11,500	1,625	7,676	2,817	692	282	111
2001	平均	235,208	114,999	18,043	107,336	29,836	7,889	3,129	5,367
	標準偏差	425,905	205,344	32,411	213,553	54,813	15,304	4,746	11,234
	最大値	2,306,874	1,119,518	177,560	1,177,226	299,445	82,575	25,933	60,117
	最小値	14,779	8,156	1,373	5,605	1,996	414	249	88
2002	平均	303,773	163,045	22,861	155,511	38,992	8,904	4,662	5,457
	標準偏差	585,937	293,115	46,057	322,351	78,248	17,567	9,015	11,153
	最大値	3,360,940	1,648,775	266,203	1,854,966	451,719	100,756	44,152	63,147
	最小値	16,395	8,628	1,386	6,513	2,398	510	278	133
2003	平均	328,112	181,301	23,772	175,049	43,107	9,442	4,771	6,273
	標準偏差	637,546	327,688	46,708	379,105	83,012	17,355	8,356	12,922
	最大値	3,772,322	1,894,022	272,495	2,258,610	485,795	100,931	41,257	74,325
	最小値	18,170	10,805	1,360	6,751	2,592	406	167	166
2004	平均	362,831	203,700	21,246	192,900	44,369	11,008	4,926	6,252
	標準偏差	692,239	369,796	42,505	409,300	86,812	22,040	8,565	13,329
	最大値	4,179,092	2,188,760	254,722	2,488,253	520,407	130,525	41,471	79,552
	最小値	2,985	5,671	29	1,161	214	232	125	113
Total	平均	292,849	156,270	20,909	147,345	37,530	8,989	4,211	5,670
	標準偏差	561,326	289,860	40,274	316,493	72,991	17,582	7,425	11,717
	最大値	4,179,092	2,188,760	272,495	2,488,253	520,407	130,525	44,152	79,552
	最小値	2,985	5,671	29	1,161	214	232	125	88

資料：Bloomberg より MRI 作成

こうした状況を踏まえ、本調査研究では入手可能な営業収益を被説明変数とした。説明変数として用いる銀行業のアウトプットには、貸出残高（簿価）、投資有価証券残高（簿価）の2つを採用した。またインプットの価格には、資本の単位価格、資金の単位価格、労働の単位価格を採用した。資本の単位価格は、個々の商業銀行の減価償却費を固定資産残高で除すことにより算出した。この減価償却費も本来であれば、建設仮勘定など、様々な損益計算書上の財務項目を用いるのが、先進国を対象とする場合の先行研究の慣わしがあるが、データの制約のため減価償却費を用いることとした。また資金の単位価格には支払利息を預金残高で除した値を採用した。資金の単位価格の考え方は、

のアウトプットを産出するための資金コストとして、預金量に対する利払い負担を採用するという考え方に基づく。労働の単位価格は人件費を営業収益で除した値を用いた。

についても本来であれば人件費に従業員数で除す算出式が先行研究の多くで採用されているが、本調査研究ではデータ制約のため、営業収益で除すこととした。

上記のインプット、アウトプット変数を採用した背景には、前章で確認したインド商業銀行の経営環境に関する記述統計を次のように解釈していることがあげられる。まずインドの銀行業の最大の特徴は、資産面で政府債の比率が極めて高いことである。インプットとして、労働（ ）を投入することで預金（ ）を吸収し、この預金を源泉としてビジネス・ローン、債券引き受け、その他のフィージビネスを行うことを想定している。そしてその際、インプットとして投入する労働、資本（ ）そして資金として用いる預金の単位価格が限界的に1%変動した場合に、収益面でいかなる影響が及んでいるかを計測することで、商業銀行の生産性を計測する。

採用する財務データは1999年から2004年までの6年間である。記述統計を確認してみると、アウトプットの貸出金、投資有価証券残高の平均値は、それぞれ1999年から2004年にかけてともに2倍を超える増加を記録している。一方で、平均値の増加が進む一方で、標準偏差も年々、増大していることが特徴的である。このことは、インド商業銀行の経営環境に競争原理の波が押し寄せ、その結果、上場商業銀行においてもアウトプットにばらつきが生じているものと考えられる。同様の現象は、営業収益、支払利息などの損益計算書上のデータにも現れており、インドの財務指標の多様化がバランスシート面、損益計算書面、双方において出現していることを示している。

2.6 推計式

前節までに見た通り、近年のインドの商業銀行経営は、バランスシート上、米国、日本等の先進国に比べ資産面で預証率の比率が高く、預貸率が低いという特徴を持つ。多額の財政赤字を抱える中央政府、州政府が発行する債券を市場において引き受けることで、政府にファンディング機能を提供してきたことが、こうしたバランスシート構造の一因としてあげられる。商業銀行が債券引受により政府へ提供した資金は、公共投資の源泉となり、資本ストックの蓄積を通じて、地域の経済成長へつながっていたものと見られる。こうし

た背景には、インド準備銀行が中間目標のひとつとしているリザーブ・マネーの定義上、政府への資本移転はリザーブ・マネーの拡大として計上されることも、影響を与えているものと考えられる。ただし、1991 年以降の経済自由化政策の過程で、リザーブ・マネーの変動のほとんどが外貨準備の増減により説明される状況が続いており、今後は、こうした状況は、市場メカニズムからの圧力により是正されて行くことが見込まれる。

本調査研究は、インドの商業銀行の生産関数を推計し、生産性と費用効率性を検証するに際して、銀行業のアウトプットを投資有価証券残高、貸出残高の 2 つを採用する。そしてこのアウトプットの源泉となるインプットが、設備等の物的資本と労働の他、資金コストが影響を与えていると考える。この際、金利変動などの理由により資金コストが上昇した場合には、銀行業の生産性へ負の影響を及ぼし、また資本コストや労働価格の変動も同様に、銀行業の生産性へ影響を及ぼすと考えている。

Y を銀行業の営業収益、Q1、Q2 をそれぞれ投資有価証券、貸出金とし、さらに P1、P2、P3 を資本、労働、資金の単位価格とすると、商業銀行の生産関数は、次の (1.1) 式として表現することができる。

$$\begin{aligned} \ln Y = & \alpha_0 + \sum_i \alpha_i \ln Q_i + \sum_j \beta_j \ln P_j + \frac{1}{2} \sum_i \sum_k \gamma_{ik} \ln Q_i \ln Q_k + \frac{1}{2} \sum_j \sum_h \zeta_{jh} \ln P_j \ln P_h \\ & + \sum_i \sum_j \omega_{ij} \ln Q_i \ln P_j \\ & \sum_j \beta_j = 1, \quad \sum_h \zeta_{jh} = 0, \forall j, \quad \sum_j \omega_{ij} = 0, \forall i, \end{aligned} \quad (1.1)$$

(1.1) 式には、この他、地域ダミー変数、年次ダミー変数を与えることにより、地域的な効果と時間効果の双方を把握することを試みる。本研究の仮説では、 α_i は全ての i について有意に正の符号を持つと同時に、 γ_{ik} が正負いずれかの符号かを見ることで生産要素間の補完・代替関係を確認することができる。インプットの単位価格変動からの影響を示す β_j は正の符号が期待され、どの生産要素価格が営業収益へ正の影響を与えているかを確認することで、3 つの生産要素のうち、どの生産要素がより生産性に大きく影響を及ぼしているかを把握することを試みる。

前節で示したモデルを推計するために使用したデータの出所は、BloombergLP である。D 同社のモニターよりムンバイ、ナショナル市場において上場している商業銀行の財務データを 1999 - 2004 年について入手し、パネルデータセットを作成した。地域ダミー変数は、マハラシュトラ州、西ベンガル州、アーンドラ・プラデーシュ州、ハリヤーナ州、カルナータカ州、タミルナド州、グジャラート州、シャンム・カシミール州、ケララ州、ラジャスター州の 10 州に本店を置く商業銀行それぞれに、設けている。時間ダミーは 1999 - 2003

年までのそれぞれを「1」としている。

生産関数の推計に際して、州別の関数を推計することで、地域別の生産性の違いを検証することも当初の段階では検討の範囲にあったが、標本数の制限から、インド全国の上行銀行をサンプルとする推計を行うこととした。本調査研究が本実証分析において注目する点は次の通りである。第一に、1960年代から現在にかけ全国的に支店網を拡大してきた国内金融機関であるが、運用面では債券引受による運用比率が高い。このため、投資証券業務に関しては、労働生産性よりも資本生産性の方が、より生産性の向上に貢献しているのではないかと考えられる。一方で、預金吸収面では、全国的に展開した店舗網と、安価な労働単位価格が貢献している可能性が考えられる。したがって、本実証分析が注目する第一の点は、資金調達側が影響を受ける生産要素と、運用サイドが影響を受けるインプットがそれぞれ異なっており、調達サイドは労働生産性、運用サイドは資本生産性が貢献しているのではないかと考えている。

第二にインドの商業銀行では、勿論、預貸金利スプレッドは金融機関の生産性改善に貢献する、すなわち資金コストが生産性に多大な影響を与えていることは間違いがないが、債券投資については、債券市場の供給者である政府側が強い取引交渉力を持っていることから、さほど調達コストの影響を受けていないのではないかと考えられる。このため、資金コストの単価は、生産性にさほど影響を与えていないのではないかと考えられる。第三に記述統計では2000年以降、総資産規模の違いによる業績パフォーマンスの違いは消失しつつあるが、とは言え全般的には、他の新興国同様、やはりインドにおいても銀行業務における規模の経済性は存在するのではないかと考えられる。また第一の仮説において、調達サイドと運用サイドの互いの独立性について言及したが、債券引受と貸出の2つのアウトプットは範囲の経済性が存在する可能性が考えられる。具体的には商業銀行が引き受ける債券を通じて金融機関側から中央政府、州政府へ資金が流れることで公共投資が拡大し、これが都市圏、地域経済の資金需要につながっている可能性が存在するためである。

本実証分析では上記の3つの視点を中心として、実証結果を考察し、近年の商業銀行の経営パフォーマンスを統計的に検証することで、現状分析を行うこととする。

2.7 推計結果

(1) 推計結果の概要

生産関数の推計結果は概ね良好であった。投資有価証券残高(Q1)、貸出金(Q2)の2つのアウトプットに係る係数は双方ともに正の有意な値を示しており、また資本(固定資産; P1)、労働(P2)、調達コスト(P3)の3つの生産要素価格は、営業収益に対して3変数とも負の有意な値を示している。このようにアウトプットとインプットの単位価格の説明変数は全て、仮説通りに有意な値を示す結果となった。

一方、交叉項は、アウトプットの交叉項(12)は負に有意な係数、生産要素価格の交叉項のうち、資本単位価格×資金単位価格(13)と労働単位価格×資金単位価格(23)

がそれぞれ正、負に有意な係数を示しており、前者は営業収益に対してシナジー効果を持つが、後者は双方増やすことは営業収益を減少させることが示されている。アウトプットと生産要素価格の交差項は、投資有価証券×労働単位価格（12）のみが正に有意な結果となっている。このことは、投資有価証券業務のアウトプットを拡大することと、労働単価の上昇がシナジー効果を持つことを示唆する。銀行業務の費用構造を踏まえると、貸出業務に投入する労働単価よりも高い、熟練労働者を増やすことが、知識集約的な投資銀行業務との間でシナジーを持つと解釈できると考えられる。

州別のダミー変数は、州ダミー1,4,5,7,8 が正の有意な値を記録している。このことは、マハーラシュトラ州、カルナータカ州、タミルナド州、ケララ州、ラジャスタン州の5つの州に拠点を置く商業銀行は、他州よりも地域的な影響のため、高収益決算を達成しやすいことを示唆している。マハーラシュトラ州は金融の中心であるムンバイが存在するため、こうした状況は容易に理解が可能である。一方で、ラジャスタン州やケララ州などの、大規模金融機関が存在しない地域においても、収益的な銀行業務が営まれている傾向は、注目に値する。区間推定値がどの程度の分布幅を持つかにもよるが、単純に点推定値のみ比較してみると、地域性が最も強いのがラジャスタン州、続いてケララ州の順となっており、この2州の銀行活動は今後とも注視して行く必要がある。

図表 2 - 7 推計結果

	係数値	Z値
$\alpha 1$	0.488 ***	3.680
$\alpha 2$	0.358 ***	2.630
$\beta 1$	-0.015 ***	-3.000
$\beta 2$	-0.549 ***	-4.660
$\beta 3$	-0.436 ***	-6.030
$\gamma 12$	-0.005 **	-2.470
$\zeta 12$	-0.002	-0.080
$\zeta 13$	1.034 ***	3.330
$\zeta 23$	-0.032 ***	-5.610
$\omega 11$	-0.035	-1.180
$\omega 12$	0.076 **	2.270
$\omega 13$	-0.285	-0.220
$\omega 21$	1.742	1.370
$\omega 22$	0.332	0.750
$\omega 23$	0.676	1.240
州Dummy1	0.048 **	2.040
州Dummy2	-0.025	-0.680
州Dummy3	0.012	0.270
州Dummy4	0.065 **	2.070
州Dummy5	0.063 **	2.460
州Dummy6	-0.013	-0.460
州Dummy7	0.118 ***	3.700
州Dummy8	0.223 ***	5.390
Const	0.992 *	1.840
技術効率性		0.172
対数尤度		267.346
標本数		333

（２）労働生産性と資本生産性

インド商業銀行の生産関数パラメータを確認してみると、生産要素価格のうち最も影響が大きいのが労働価格、続いて資金コスト、最後に資本価格の順となっている。1990年代の米銀、邦銀では、勘定系システムと情報系システムへの巨額投資が進み、銀行業が労働集約型産業から資本集約型産業へ転換するという歴史がある。しかし、このインド商業銀行の推計結果を見てみると、まだインドの金融業の場合には労働集約色が強い産業構造となっているものと思われる。

生産要素価格が与える収益性への影響のうち、注目すべき第二の点は、資金コストが与える影響である。資金コストの変動が収益に与える影響は、労働コストよりは小さいものの、その水準自体は大きく、近年の市中金利の低下局面が、営業収益を拡大していることが、本推計結果にも反映されているものと思われる。またインド商業銀行の資産構成の最大の特徴は預貸率が低く、預証率が高いことである。これまでのインドの商業銀行の経営環境では、国債引受業務の金利感応度は低かったと思われる。この理由は、債券市場における価格交渉力面で、商業銀行は中央政府、州政府に対して劣位にあったと考えられるためである。しかし今後、金融自由化、市場経済化が進むとともに、民間企業の資金需要が高まってくれば、調達コストの金利感応度は高まり、生産要素の中でも重要な役割を占めて行くものと考えられる。

インド商業銀行の今後の経営上の課題は、その資本生産性の低さをいかに克服して行くかにある。今回の推計では1999 - 2004年の財務データを用いた実証分析を行っているが、この結果から、労働賃金の変動に左右されやすい経営環境にあることが如実に示されている。近年、インド準備銀行、金融監督委員会により進められてきた金融システム安定化、健全化がさらに進展することにより、今後は、銀行界も前向きな設備投資などの投資を拠出する能力が高まってくるものと見込まれる。こうした投資活動を経て、銀行産業の中でも資本蓄積が進めば、資本生産性が高まることとなろう。

（３）銀行業の技術効率性

インドの商業銀行の技術非効率性を、生産関数推計時に併せて算出してみると、0.172という推計結果が得られている。この技術非効率性は、銀行業の生産活動において、資本、労働、資金の生産要素がバランスよく、適正に配分されているか否かにより、その大小が決定される性質を持つ。インドの商業銀行の場合、この数値はかなり低い数値であり、先進諸国と比較しても、経営効率性にさほど大きな遜色がないことを示唆している。

ちなみに日本、米国の商業銀行について同様の推計を行った先行研究を見てみると、日本では国方（2002）が1989年から1996年度の決算データを用いた推計結果を2002年に発表している。国方（2002）の推計は、本調査研究とほぼ同様であるが、生産関数ではなく費用関数を推計することで技術効率性を推計している。1989 - 1996年度の推計結果は、みちのく銀行や神奈川銀行などの中位地方銀行の技術効率性が高いのに対して、石川銀行

や十六銀行等の地域金融機関では非効率度が高いことが示されている。推計方法が異なるため、本調査研究の実証結果を直接的にこれらの邦銀の推計結果と比較することは難しいが、参考までに示すと、インドの商業銀行の技術非効率性は 51 位の西日本銀行と 52 位の富士銀行の間に位置することになる。

一方、サンフランシスコ連銀のエコノミストである Kwan and Eisenbeis は、1996 年に本調査研究とほぼ同様のトランスログ型関数を用いて、技術非効率性の推計を行っている。彼らの研究は 1986 年から 1991 年までの米国商業銀行財務データを用いたものであり、S&L 問題に代表されるように、米銀の経営環境が戦後、最も悪化していた時期である。Kwan and Eisenbeis (1996) は推計結果を規模別に四分位に分けて報告しているが、この報告を見てみると、最も規模が大きい第四分位の非効率性が最も小さく、総資産規模が小さいほど技術非効率性は大きいことがわかる。第一分位の技術非効率性の平均値は 0.186、第二分位が 0.145 であることを踏まえると、インド商業銀行の技術非効率性は 1980 年代後半の米銀の第一分位と第二分位の間に位置するといえることが言えよう。

図表 2 - 8 邦銀の技術非効率性

順位	銀行名	技術非効率性	順位	銀行名	技術非効率性
1	みちのく銀行	0.000	66	国民銀行	0.204
1	つくば銀行	0.000	67	九州銀行	0.205
1	びわこ銀行	0.000	68	中部銀行	0.206
1	関西銀行	0.000	69	十八銀行	0.207
1	神奈川銀行	0.000	70	阿波銀行	0.207
1	関東銀行	0.000	71	琉球銀行	0.208
7	青森銀行	0.012	72	東海銀行	0.212
8	大正銀行	0.020	73	鹿児島銀行	0.212
9	沖縄銀行	0.022	74	第一勧業銀行	0.213
10	東京都民銀行	0.028	75	大光銀行	0.216
11	山口銀行	0.031	76	阪和銀行	0.218
12	八十二銀行	0.033	77	肥後銀行	0.220
13	東北銀行	0.036	78	豊和銀行	0.220
14	北国銀行	0.052	79	東邦銀行	0.221
15	百十四銀行	0.056	80	北海道拓殖銀行	0.234
16	富山第一銀行	0.065	81	島根銀行	0.235
17	京都共栄銀行	0.066	82	岩手銀行	0.237
18	東日本銀行	0.069	83	新潟中央銀行	0.240
19	四国銀行	0.075	84	池田銀行	0.242
20	武蔵野銀行	0.080	85	福島銀行	0.242
21	足利銀行	0.084	86	奈良銀行	0.243
22	泉州銀行	0.086	87	住友銀行	0.243
23	栃木銀行	0.087	88	京都銀行	0.243
24	静岡中央銀行	0.089	89	佐賀共栄銀行	0.244
25	荘内銀行	0.089	90	山形しあわせ銀行	0.247
26	百五銀行	0.090	91	常陽銀行	0.253
27	京葉銀行	0.091	92	福岡シティ銀行	0.258
28	秋田銀行	0.091	93	北海道銀行	0.262
29	沖縄海邦銀行	0.105	94	福岡中央銀行	0.263
30	徳島銀行	0.107	95	北越銀行	0.263
31	南日本銀行	0.114	96	福邦銀行	0.269
32	北洋銀行	0.114	97	宮崎太陽銀行	0.276
33	幸福銀行	0.116	98	名古屋銀行	0.278
34	札幌銀行	0.124	99	千葉銀行	0.279
35	佐賀銀行	0.126	100	富山銀行	0.283
36	大和銀行	0.129	101	長野銀行	0.290
37	紀陽銀行	0.131	102	中国銀行	0.291
38	大分銀行	0.137	103	北陸銀行	0.292
39	殖産銀行	0.139	104	中京銀行	0.295
40	香川銀行	0.141	105	広島総合銀行	0.300
41	群馬銀行	0.143	106	大阪銀行	0.301
42	山梨中央銀行	0.151	107	大東銀行	0.306
43	茨城銀行	0.152	108	東和銀行	0.308
44	南都銀行	0.152	109	愛知銀行	0.319
45	北日本銀行	0.154	110	岐阜銀行	0.321
46	三和銀行	0.156	111	スルガ銀行	0.322
47	長崎銀行	0.156	112	高知銀行	0.325
48	トマト銀行	0.158	113	第三銀行	0.331
49	三重銀行	0.163	114	滋賀銀行	0.331
50	福岡銀行	0.164	115	西京銀行	0.332
51	西日本銀行	0.166	116	大垣共立銀行	0.334
52	富士銀行	0.180	117	近畿銀行	0.338
53	七十七銀行	0.182	118	福井銀行	0.349
54	千葉興業銀行	0.183	119	但馬銀行	0.359
55	清水銀行	0.183	120	和歌山銀行	0.363
56	せとうち銀行	0.183	121	鳥取銀行	0.368
57	なにわ銀行	0.188	122	愛媛銀行	0.392
58	山形銀行	0.189	123	広島銀行	0.397
58	横浜銀行	0.189	124	徳島シティ銀行	0.397
60	宮崎銀行	0.191	125	東京相和銀行	0.397
61	第四銀行	0.191	126	福徳銀行	0.397
62	仙台銀行	0.194	127	石川銀行	0.397
63	筑邦銀行	0.200	128	十六銀行	0.397
64	親和銀行	0.201			
65	静岡銀行	0.201		平均	0.196

資料：国方明「わが国銀行業の効率性の検討 フロンティア費用関数の推計を通じて」『現代ファイナンス』No.11、2002年3月

図表 2 - 9 米銀の技術非効率性

	Quartile1	Quartile2	Quartile3	Quartile4
平均	0.186	0.145	0.121	0.081
中央値	0.148	0.117	0.100	0.070
最小値	0.015	0.020	0.016	0.021
最大値	0.946	0.614	0.471	0.321
標準偏差	0.145	0.098	0.082	0.042
歪度	1.645	1.416	1.224	1.474
標本数	774	657	643	659

資料：Kwan, S. H., and R. A. Eisenbeis (1996), "An Analysis of Inefficiencies in Banking: A Stochastic Cost Frontier Approach," FRB San Francisco Economic Review, 1996, Number 2.

・国内企業金融から見たインド金融システムの実証分析

・国内企業金融から見たインド金融システムの実証分析

第1章、第2章の分析は、インドの調達市場における商業銀行サイド、すなわち供給サイドからの分析である。ここでは、現在のインドの商業銀行を取り巻く法制度、経営環境を考察し、今日のインド銀行システムがいかなる経緯を経て、現在の姿が育まれたかを考察した。これに対して本章では、インド上場企業データを用い、調達市場における需要サイドであるインド企業の企業金融を実証的に分析する。

本章において需要サイドの分析を進めることの目的は、前章までで分析した商業銀行による貸出が、この調達サイドからみた資金調達手段選択の中でどのような役割を果たし、またその手段を選択することにより、どのような事業活動への影響をもたらしているのかを明らかにするためである。特に米国、日本を中心とする先行研究では、非金融企業の資金調達活動は、その手段の選択により、その後の事業活動への影響が異なることが指摘されている。常々指摘されるこの代表的な考え方が、調達序列理論であり、内部資金の活用とは異なり、銀行借入における債権者、株式発行による株主の存在は、企業の実物面での経営環境に様々な形で影響を与え得ることが実証的に指摘されている。

本章では、上記の問題意識に基づき、次の4つのセクションにおいて、インドの企業金融環境を実証的に考察する。まず第一に金融業を除くインドの上場企業の業種別・規模別負債比率、すなわち資本構成を検証し、インドの外部資金調達がどのような特徴を持つのかについての概況を整理する。第二に、インド企業の全般的な資本構成を検証した後に、業種別、企業規模別の収益性を検証し、それぞれの業種、企業規模において収益性に違いが存在するか否かを考察する。第三に担保価値と銀行融資との関係を検証する。ここにおいて担保価値、すなわち銀行借入がデフォルトした際の借り手の弁済能力に言及する背景は、東アジア諸国ではインドネシア、タイに代表されるように、倒産法制の未熟性その他の理由から、担保価値と銀行借入との関係が、先進国に比べて希薄であるためである。2001年に倒産法制改革を行ったインドではこの状況がいかなる環境下にあるのか、これを確認することで、銀行借入の利便性が検証できると考えた。第四に投資機会と銀行融資との関係の検証と題し、資本市場での資金調達と銀行借入との関係を考える。東アジアでは資本市場の発展が遅れていることから、Rajan and Zingales(1995)で検証された先進7ヶ国に比べて、資本市場での資金調達は用いられにくい環境にある。しかし、インドでは5,000社以上の企業が株式公開を国内市場で行っており、現地調査においても実際、トップ100 - 200社は、資本市場の利用を積極的に行っていることが明らかにされている。こうした状況から、インドは東アジア諸国とは異なり、積極的に一般事業会社が資本市場を利用しているとの認識のもと、その調達手段に占める重要性和、他の調達手段への影響を考察することとする。

本章での検証内容を具体的に追記すると、次の通りである。まずムンバイ、ナショナル市場上場企業の財務データを用い、次の分析を行う。第一に業種別・規模別負債比率の検

証として、最近 5 年間の上場企業（製造業・サービス業）財務データを用い、業種別・総資産規模別に負債比率がいかなる状況にあるのかを確認し、その背景を考察する。第二に、業種別・規模別収益性の検証として、最近 5 年間の上場企業（製造業・サービス業）財務データを用い、業種別・総資産規模別に収益性（ROA）がいかなる状況にあるのかを確認し、負債比率との関係を検証する。第三に、担保価値と銀行融資との関係の検証として、最近 5 年間の上場企業（製造業・サービス業）財務データを用い、借り手が持つ担保（有形固定資産）と銀行融資との関係を検証し、担保価値のインドにおける融資への影響を検証する。第四に、投資機会（トービンの q ）と銀行融資の関係の検証として、最近 5 年間の上場企業（製造業・サービス業）財務データを用い、借り手の将来の投資機会の増加が与える融資への影響を検証、融資と株式発行の代替性を検証する。

3.1 インド上場企業の資金調達の現状

(1) 銀行借入

インド企業の主たる外部資金調達手段は、短期の銀行ローンであるが、近年、この製造業者、サービス業者の銀行離れが著しいことは既に述べた通りである。ただし、運転資金面での短期の借入の銀行への依存は続いており、専ら、クレジットラインを設けることで、この短期流動性を賄っている。その他、短期的に流動性を賄うための式調達手段にはコマーシャルペーパー（CP）の発行があげられる。ただし CP の引き受け手は多くの場合、商業銀行であり、事実上の短期ローンと現地ではみなされている。

貸出金利は 2001 年にすでに完全自由化されており、銀行 - 借り手は自由にこの金利を交渉により定めることができる。2001 年 4 月の金利規制の自由化措置では、インド準備銀行は、あらゆる金融機関に貸出約定金利が貸出プライムレートから大きく乖離することを認めている。これに先駆け、2000 年 2 月には 2% の受取利息に対する課税が撤廃されていたことと合わせて、この時期を境に銀行借入の利便性が格段に向上したと言われている。

1995 年以降、インド準備銀行は、全ての商業銀行に運転資金向け融資に占める短期融資の比率を高め、運転資金については短期融資を中心に対応するよう求めている。この規制は融資規模により、その短期比率が異なっており、例えば 1 億 INR 以上の融資では、短期比率は 80% 以上としなければならない。2001 年以降は、このローン期間に関する規制は緩和されており、各約定ごとの交渉次第で、大きく変動することが認められており、この規制も自由化が進行している。

現在も目に見える形で残存している銀行規制の代表的なものは、融資の総量規制程度である。インドの商業銀行は特定一企業に対して、融資総額の 15% 以上の貸出を行ってはならない。またビジネスグループの場合には、最終的な資金調達者と、調達者がグループ内で異なるケースが多いため、企業グループへの融資では、貸出金総額の 40% を超えてはならないという規制がある。

（２）株式発行

インドには 23 の証券取引所があり、中でも時価総額、売買高で突出しているのが、ナショナル証券取引所（National Stock Exchange；NSE）とボンベイ証券取引所（the Bombay Stock Exchange；BSE）である。NSE と BSE はインド国内全体の売買高の 99% を占め、またその他アーメダバード、チェンナイ、コチ、コルカタ、ニューデリーなどにおける主要取引に与える影響も大きい。こうした BSE と NSE の支配を受けて、その他のほとんどの取引所は、投資家から軽んじられている。2003 年 6 月に地方の証券取引所は以下の 2 つのオプションについて議論を始め、Indonext と呼ばれる統合取引所として再スタートすること、また二大取引所との合併などが検討されている。

NSE と BSE は、どちらもムンバイ、ニューデリー両市の外でも操業を行っている。NSE はここ数年、所属する証券取引所が存在しない都市への設立を行うことで取引規模を拡大している。また 1996 年 6 月には、BSE は取引保証計画という新しい試みを始めており、基金を 1997 年 5 月に立ち上げ、清算取引へ向けてのメンバー投資家への純決済義務の全ての支払いを保証し、投資家への金融サービスの向上を進めている。NSE は BSE を営業地域、売買高の両面で凌駕し、また二つの取引所のうちではより透明性が高いと投資家に認識されている。2004 年度、BSE の国内証券売買高の全売買高占める割合が 31% だったのに対し、NSE は 67.8% であった。インドの株式店頭登録市場（The Over-The-Counter Exchange of India；OTCEI）は 1990 年に小規模企業向け株式市場育成策の一環として設立された。しかし、OTCEI における出来高の水準は、現時点においても著しく低く、特に大手機関投資家の利用には向かないと指摘されている。

2000 年 2 月以来停滞していたインドの証券取引市場は 2003 年 3 月以降、力強い回復を続けている。この市場の活況は経済的、企業個々の要因、世界の株式市場の好転、投資信託会社や外国人投資家（Foreign Institutional Investor；FII）の強力な購買力によって支えられている。2003 年度の外国人投資家の株式投資額は前年度の 252.8 億 INR から大きく飛躍し 3,995.9 億 INR へ急増した。しかし市場には、不規則な価格変動と先行きの見通しに対する不安が常に存在している。2004 年 1 月以降、他の新興成長市場への外国人投資家の資金の流出や、5 月の政権交代による一時的な政治不安定化、7 月の新政府予算方針の劇的な転換への不安などから不安定な局面となることが多い。選挙で議会主導の連合が予想外の勝利を収めた後の 2004 年 5 月 17 日、市場は急激に落ち込み、数時間の取引停止を誘発した。その後、市場は相場を回復したものの、依然先行きに対する不透明感が高い。

現在、インドの国内株式市場では、他数多くの株価指数が用いられているが、国内最大の格付機関である Credit Rating Information Services of India (CRISIL) はナショナル証券取引所との共同で S&P CNX 500 を公表しており、このインデックスが同市場において強い支配力を有する傾向が強まっている。1994 年を基準年とするこのインデックスは、将来有望産業、および主要産業プラス派生業種など、様々な分野からの銘柄が採用されており、インド経済の 73 の産業における 500 の銘柄によって構成されている。

インドの株式発行市場は、2003、2004 年度は驚異的な価格上昇を記録した。発行市場を監督する証券監督委員会によると、2004 年度はインド企業はあらゆる形態の証券発行を通じて、前年度の 573 億 INR の 300%近い 2,215 億 INR の資金調達を行っている。新規発行企業数は、前年度 14 社から 35 社に増加した。一方で供給過剰感が続く債券市場は、8%下落の 43.24 億 INR に留まっている。新規株式発行 (IPOs)は 2003 年度以降の株式市場の活況もあり、一貫した増加基調が続いている。株式発行を通じる資金調達を行った企業数は 17 年連続で増加を続けており、2004 年度は 29 社が発行、1,782 億 INR となった。この値はそれまでの 7 年度分(1997 年度～2003 年度)の合計額である 1,388 億 INR を上回り、先の IPOs ブームが起きた 1994 年度の 1,331 億 INR をも凌駕する。

インドの証券取引は、1956 年証券契約法 (Securities Contracts Act;SCRA) が根拠法であり、中央政府の許認可を得られた証券のみが市場で取引される。政府の代わりとして市場や業界を監督する機関の設立、それらの組織により定められた加入手続きや取引手順なども、同法のもとで許認可が必要となる。1988 年に設立されたインド証券取引委員会(Security Exchange Board of India;SEBI) は、市場における全ての仲介業者(例えば投資銀行、投資信託業者、証券取引・仲介業者)の業務を監督する。また、上場企業の合併や買収を監視し、投資家にとってより良い発行体の情報開示や株式発行のガイドラインの制定を行っている。SEBI の監督任務では、証券取引に関わる詐欺行為、インサイダー取引を行った者を起訴あるいは罰する権限を有し、これらの業者のライセンスを剥奪することができる。SEBI はまた、株式書換業者、引受業者なども監視下においており、さらに株価の異常な動きを監視する役目、仲介業者の会計監査の任務を負うなど、幅広いミッションを請け負っている。

インドでは、特にムンバイ市場における不正行為の多発が常々問題視されているが、2001 年半ばの証券取引市場関係者によるインサイダー取引疑惑を受け、政府は全国の証券取引所を株式会社へ転換することを決定した。政府はこれらの株式会社化した証券取引所の所有権と経営権を分離しすることで市場の不正取引を撲滅する施策を打ち出している。この政府の証券取引所、株式会社化措置を受け、2002 年 4 月、SEBI は 11 の地方証券取引所の所長と副所長に辞任勧告を発令している。また併せて SEBI は、仲介職員が公務員のステータスを有していたコルカタ証券取引所のメンバー全員の辞任を勧告している。

NSE は株式会社化へのプロセスは迅速であったが、その他の 18 の証券取引所の株式会社化は、各地方の抵抗勢力の妨げにより緩慢となっている。問題は、NSE とならびインドを代表する証券取引所である BSE も株式会社化が遅れたことであり、2003 年 2 月、SEBI はこの問題を審議してきた委員会からのアドバイスを受け入れ、BSE に対して 6 ヶ月の猶予期間中に株式会社化を勧めることを勧告した。しかし、所有権と投票権、管理権を証券取引能力と分離するための the Securities Laws (Amendment) Bill が議会を通過しない限りこれ以上は進展させることはできず、この法案は 2003 年 8 月に議会に提出されたが、その通過に関して期限は設定されていない。

(3) 株式市場の上場要件と上場手続き

インドの証券取引所は月曜から金曜の朝 10 時から午後 3 時半が営業時間である。1999 年 1 月、BSE はペーパーレス証券取引への移行を開始し、それ以降、電子取引が次第に多くの企業の間で広まっている。2005 年 6 月時点で、BSE では取引額の 99.8%、NSE では 100% の決済がペーパーレスの形態で行われている。2000 年 2 月以降は、新規株式公開は電子取引で行われることが義務付けられたことが、こうした状況を育む背景としてあげられる。

全ての BSE の株式は、BOLT (the Bombay Online Trading System) と呼ばれるトレーディング・システムを介して取引される。BSE は発行された証券を、取引される頻度ごとに、B1 : B : B2 : の 3 つの区分にグルーピングする。またこの 3 区分以外に、Z 区分と呼ばれる、上場後に、株式公開不適格と判断された企業がある。一方 NSE は、NEAT (National Exchange for Automated Trading) と呼ばれる、取引所の情報通信ネットワークを駆使して完全自動化されたトレーディング・システムを通じて売買される。それぞれの証券取引関係者が、インド国内のあらゆる場所に設置された端末を通じて、その他の取引業者と NEAT 上で取引を行う。NSE はまた、株式取引情報をインターネット上で、オンライン、リアルタイムで流すことを目的とした NIBIS (the NSE Internet Based Information System) と呼ばれる情報系システムも運営している。

2001 年 3 月に発覚した証券市場スキャンダルを受け、以降、SEBI は多くの領域で規制を強めた。SEBI は 125 年間続いたバルダと呼ばれる地方の証券決済繰越システムが、不正取引の温床であるとみなし、同年、これを廃止した。1992 年の証券詐欺事件後、1994 年から 1996 年の間も SEBI はバルダを停止したが、1996 年 1 月に一部の取引ルール改定後、再導入されていた。バルダとは、投資家が第三者から資金の融通を受けることで、証券決済を意図的に遅延させ、欠損の発覚を隠蔽する仕組みであった。NSE にも自動貸与メカニズム (Automated Lending and Borrowing Mechanism ; ALBM) と呼ばれる同様のシステムがあったが、SEBI は 2001 年 7 月 2 日をもってこれらのシステムを禁止し、9 月 3 日までに未決済のポジションを精算しなければならないとの通達を発出した。

SEBI は株式市場における商品取引のプロセスを透明化させるため、この規制をさらに証券決済リスク軽減と市場参加者の取引コスト縮減のために 2000 年 1 月に規制を強化している。2001 年 12 月 31 日に全ての上場証券の決済手段は、SEBI の強制的な持越決済制度 (Rolling Settlement) へと移行された。持越決済制度の下での取引は、当初、取引の 5 営業日後までに決済が完了していなければならなかったが、2002 年 4 月 1 日には T+3、2003 年 4 月 1 日には T+2 に短縮されている。現物市場と先物市場のファイアウォールを明確化するため、SEBI は 50 種類先物やオプション取引を現物取引とは別ルールのもとで認めている。ここには、先物インデックスやオプション取引も含まれ、これらの商品は、今日の現物市場の取引の呼び水となったと認識されている。

株式市場での資金調達を望む企業は通常、株式発行計画書、引受依頼書、目論見書の 3 点を SEBI へ提出し、3~6 ヶ月間の審査を受ける。2003 年 4 月、インド財務省は新規則を

設け、上場を希望する企業は、企業の本部が設置されている地域の証券取引所に上場しなければならなくなった。このため、現在では、ムンバイ、ニューデリーに本社を構える企業がこの規制導入以降、急増することとなった。株式を発行するには、提出した目論見書について SEBI の認可を受けた上で、企業の事務所が属する州の株式登録機関によって上場認可を受ける。目論見書には、企業の目的や、取締役の名前と所属、取引先の銀行名、認可を受けた払込済資本金額、株式発行の目的、資本の構成、将来のリスク要素、株式購入申込人の権利に関する項目について、詳細が記載されていなければならない。さらに SEBI は発行体に対して、値付や先の公開目論見書に含まれる財務見通しと、実際の業績を比較する資料を情報公開するよう要求している。

SEBI の法定上場手数料 (Mandatory Listing Costs) には引受手数料、株式販売仲介料、運営費、株式登録費、新聞発表による情報開示費用などの上場費用が含まれる。株式の公募を行う全ての上場企業は、SEBI が定める 5 つの主要基準を充足させなければならない。具体的には、企業の定款、最低発行資本金と公募に関するガイドライン、目論見書、株式割当基準などが対象である。株式発行を行う企業は「1992 年刊投資家保護のための証券取引委員会ガイドライン & ディスクロージャー仕様書」(SEBI Guidelines for Disclosure and Investor Protection 1992) に沿うことが求められている。このガイドラインは上場企業に対して、取締役会との協議の上で株価額面価格を設定する自由を与えている。値付け手段と説明内容は目論見書に明記されていなければならない、また全ての発行体の事業リスクが一覧として記載されていなければならない。また、これらの情報を要約した目論見書が全ての株式申込書に添付されていなければならない。

株式発行を行うためには、企業は株式発行後の株主資本全体に対し、発起人の寄与率が最低 20% を超えていなければならない、上場企業もまた 3 年以上上場、かつ直近 3 年間の配当金支払業績がある場合を除いて、この最低寄与率要件を満たさなければならない。そのような発起人は寄与率に関して上場後、3 年間のルール適用を受ける。発起人の寄与率とは別に、発行体は残りの新規公開前の資本全体が 1 年間の束縛を受ける。2003 年 8 月以降、SEBI は株式公開企業に対して、以下の条件を満たすことを求めている。

直近 3 年間を通じて有形固定資産総額が 3,000 億 INR 以上であり、かつそのうちの金融資産の割合が 50% 以下であること。

直近 5 年間のうちの少なくとも 3 年間で赤字決算に陥っていないこと。

直近 3 年間を通じて純資産価値が 1,000 万 INR 以上存在すること。

株式発行申込額および同じ会計年度内ですでに既発株式残高の合計は、企業の株式発行前の純価値の 5 倍を超えてはならない。

さらに、もし企業が 1 年間以内に名称を変更している場合は 1 年間の所得のうちの 50% 以上が新しい名称のもとでの事業によって稼得されなければならない。

3.2 実証分析

前節では、法制度上、インド企業が認められる資金調達手段と、その金融手段の利用についての定性的考察を行った。本節以降では、前節で分析された結果を踏まえて、定量的にインド企業の資金調達環境について分析する。Rajan and Zingales(1995)が、主要先進7カ国の非金融業資金調達手段の分析を行って以降、負債比率がいかなる変数により説明されるかといった実証分析は、日本、東アジアなど数多くの国々で応用されてきた。本章においてもこの実証研究手法を踏襲し、Rajan and Zingales(1995)で用いられた推計式と同様のモデルをインド企業に適用することで、インド企業の資金調達活動の現状を定量的に検証することとする。

本章が採用するモデルは、上記の考え方にしたがって、以下の推計式を採用する。

$$DE_{it} = const + \alpha_1 DE_{it-1} + \alpha_2 Y_{it} + \alpha_3 P_{it} + \alpha_4 MBR_{it} + \alpha_5 FIXED_{it} + f_i + d_t + \varepsilon_{it}$$

DE_{it} :負債 / (株価時価総額 + 優先株) Y_{it} :総資産残高(対数値) P_{it} :総資産利益率、 MBR_{it} : (総負債簿価 + 資本時価) / 総資産簿価、 $FIXED_{it}$:有形固定資産 / 総資産残高、 f_i :企業 i の固有効果、 d_t :時間効果、 ε_{it} :攪乱項

上式では、被説明変数のデット・エクイティ・レシオは、分子が負債(簿価)を用い、分母に株価時価総額に優先株式発行額を加えた値を用いている。企業が資金調達手段の選択において、銀行借入を選択するのに影響を与えている変数が存在すれば、その変数の係数の符号は有意に正となり、株式市場での資金調達に影響を与えている要因が存在すれば、その係数とは有意に負となる。

総資産残高、有形固定資産については、前者は企業規模の代理変数として採用し、後者は債務者が弁済能力をどの程度有するかという変数として採用している。米国、欧州企業を標本とする先行研究では、この前者の企業規模は企業の資金調達活動には必ずしも有意に影響を及ぼしているとの結果は得られていないが、日本を含めて東アジア企業の実証研究では、負債の増加に対して有意な結果が報告されている。企業規模が負債比率を高める方向で働く理由、すなわち「負債の規模効果」の存在の解釈には、

企業規模が大きい企業ほど事業の多角化が進み、一事業が頓挫したとしても他の事業がそれをカバーする役割を果たす。

企業規模が大きい企業ほど株式市場、銀行市場での情報開示が進むため、企業内部者と外部者との情報非対称性の度合いが小さいため、借入が行いやすい。

大規模企業はビジネスグループに所属もしくはグループの中核であるケースが多く、グループ内企業間信用など、独立系企業に比べて幅広い、借入による資金調達手段が存在する。

こと等が指摘されている。

一方、有形固定資産（対総資産残高比）を説明変数に加える理由は、総資産に占める固定資産の比率が高い企業ほど、銀行借入に際して担保設定を行いやすく、資金調達が円滑に進むと考えられるためである。一方で、東アジア諸国の一部のように、倒産法制が脆弱な場合には、債権者もしくは債務者が破産申立てを行った場合にも、担保が清算コストを穴埋めする役割を果たさず、負債比率の上昇に貢献しないケースも散見されている。2005年11月に実施したインタビュー調査では、2000-2001年に倒産法制改革を行った結果、インドでは特に中小企業を中心として、担保価値を梃子にした銀行借入が進みやすくなったとの証言が得られている。本実証分析では、定量的にこのインタビュー調査を裏付けることを目標とし、この変数がどのように負債比率に効いているかを検証する。

別名トービンの（平均の）Qとも称される MBR¹は、分子は総負債の簿価に資本の時価を加え、簿価の総資産残高で除している。この変数を採用することの目的は、トービンの Q が市場で高く評価されている企業は、将来に企業価値が簿価よりも高くなるプロジェクトを実施する、実施する予定であると見なされ、企業の株式発行を促すことから負債比率は低下、係数値は有意に負の値が得られると考えられている。この MBR は、先行研究では、先進 7 カ国ではほぼ全ての国々で、負債比率に対して有意に負の係数値が計測されている一方、資本市場の発展が遅れている日本以外の東アジア諸国では、有意な結果が得られた国々が少ないという状況となっている。インドは上場企業 5,000 社を超える巨大な株式市場を有するため、東アジア諸国との状況とは異なると考えられる。このため、本実証分析では、インドは先進 7 カ国同様、負の有意な係数が得られることが期待される。

最後に ROA は、収益性の代理変数である。収益性の代理変数を推計式に採用するのには 2 つの理由がある。ひとつは、ROA は先行研究では、企業の内部資金力の代理変数と見なされ、内部資金力が強い企業は、銀行借入や株式発行の外部資金による資金調達を行う必要がないため、負債比率に対する係数値は非有意か、負債を減らす方向、すなわち有意にマイナスの結果が得られることが多い。もうひとつの理由は、株式市場の発展が遅れている国々のケースでは、「負債の代替効果」と呼ばれる状況が存在するためである。これは、短期銀行借入に依存している企業は、収益性が高まった時点で、企業は負債の元本返済を進めようとするため、収益性が負債に対してマイナスに働くという状況である。インドでは株式市場の発展が進んでいることに加えて、銀行借入においても、東アジア諸国に比べれば、長期金融が進んでいるため、この変数は、効果が希薄であることが予想される。

推計は、観察されない企業の固定効果を除去することを目的として、一階の差分を用いる Arellano and Bond(1991)の GMM-FD 推定(Generalized Method of Moments; GMM-First Differentiated Estimator)を用いている。推計では上記の変数以外に階差のない各年ごとの時間ダミー変数を加えた²。

¹ Market to Book Ratio の頭文字を取り、この変数を MBR と表記することとした。

² Stata 社ソフトウェアを用いた推計では、動的パネルデータの GMM 推定は、まず個々の企業の観察不能な固有の固

3.3 各財務指標から見たインドの企業金融

(1) 上場企業全般

図表 3-1 では、本章の実証分析が採用する全標本の記述統計が示されている。データは Bloomberg より、金融・公益事業を除く全上場企業のデータをダウンロードし、データセットを作成した。ただし、新興国インドでは、株式市場の発展が進んでいるとはいえ、企業の情報開示は企業ごとに濃淡が著しく、結果として欠損データが数多く存在する理由から、標本数は全標本で 3,100 ~ 3,200 サンプル、各年では 400 - 600 企業となっている。

インド上場企業の収益性 (ROA) は、インド経済自体が 2004 年以降、8.5%、6.9% と高成長を続けていることから、年々上昇し、1999 - 2004 年の平均で 5.3%、特に 2004 年は 6.5% の高い収益率を記録している。標本期間中 5 年間の企業の収益性は、インド企業が事業活動において国際関係、政治面からのリスクの影響を受けやすいことを示している。2002 年に前年の 5.3% から 4.1% へ低下した背景には、同年、インド - パキスタン関係がカシミール州での国境紛争のため極めて悪化し、海外からの投資が減少したことがあげられる。2004 年以降はインド - パキスタン関係は 1962 年以降、最も良好な時期を迎えていると指摘されるほど、両国関係は改善したことから、企業業績も安定化、好業績企業が続出する状況となっている。こうした経緯を踏まえると、インドでは、パキスタン関係を初めとする地政学的リスクは、企業の事業活動において、今後においても多大な影響を与え続けて行くことが予想される。

一方、負債比率を DE レシオにより見てみると、標本期間中のインド企業の DE レシオは 5.4 倍と、平均的には資本の 5 倍程度の負債を有する企業が多い。また注目すべき点は、1999 年から 2003 年にかけて、一部の高負債比率企業が、年々 DE レシオを高め、標本全体の平均値を引き上げていることである。これらの高負債企業の代表的な企業は、医療機器メーカーの CoreHealcare, Inc.を除いて、Lloyds Steel Industry、Steel Tubes Ltd.など、鉄鋼メーカーが多い。2003 年以降は、持続的な市中金利の低下もあり、企業の DE レシオは全般的に低下傾向にあり、また著しい高負債企業の債務再編も進捗している。

インド企業の記述統計量に見られるもうひとつの特徴的な財務指標は、トービンの Q の変動が小さいことである。新興国の多くのケースでは、株価が変動しやすい株式市場の影響もあり、各企業の同様の指標は大きく変動するケースが多い。インドのケースでは、市場に厚みがある、または情報仲介者の情報生産能力が高いためか、標本期間中の変動が比較的小さく、企業価値の評価がフェアに行われている可能性を窺わせる。特に市場インデックスが大きく上昇し始めた 2003 年以降のトービンの Q が、インデックスが低位に留まっていた 1999 年時点の平均よりも大きく下回っている状況を見ると、市場全体の変動に対して、個々の株価が影響を受けにくい状況が存在する可能性がある。

定効果を除去するため同企業、同変数の一期前の値と差分を取り、内生性問題の解消のため、操作変数と一期前の被説明変数を説明変数に加えている。本分析においても推計を Stata 社ソフトウェア (Ver. 9.0) を用いたため、推計式に日説明変数の一期前の変数が含まれている。

図表 3-1 インド上場企業主要財務データの記述統計量

		DEレシオ	総資産利益率	売上高	総資産	固定資産 / 総資産	トービンのQ
1999	平均値	4.078	6.437	8.106	8.330	0.624	1.966
	標準偏差	7.765	10.901	1.293	1.344	0.274	2.932
	最大値	92.694	72.640	13.363	12.841	1.658	29.503
	最小値	0.003	-44.140	3.752	5.056	0.042	0.272
2000	平均値	4.206	5.837	8.012	8.315	0.624	2.241
	標準偏差	9.373	10.297	1.361	1.323	0.294	6.148
	最大値	131.529	66.850	13.626	12.972	1.747	98.988
	最小値	0.001	-44.030	1.749	5.225	0.017	0.217
2001	平均値	6.488	5.343	8.036	8.324	0.624	1.107
	標準偏差	14.726	10.223	1.369	1.338	0.315	1.182
	最大値	158.536	68.380	13.872	13.150	1.852	15.988
	最小値	0.012	-40.110	2.830	5.043	0.017	0.025
2002	平均値	7.016	4.094	8.081	8.377	0.666	1.132
	標準偏差	17.717	10.559	1.412	1.372	0.321	0.964
	最大値	192.170	63.120	13.809	13.265	2.093	12.497
	最小値	0.016	-66.360	3.535	5.399	0.028	0.088
2003	平均値	7.409	4.057	8.118	8.395	0.677	1.115
	標準偏差	20.707	12.096	1.477	1.377	0.336	0.865
	最大値	251.301	90.720	13.885	13.361	2.318	8.489
	最小値	0.008	-116.730	1.754	5.135	0.030	0.098
2004	平均値	3.061	6.479	8.253	8.465	0.661	1.444
	標準偏差	8.887	11.329	1.512	1.384	0.341	0.989
	最大値	127.438	84.980	13.968	13.496	2.074	6.784
	最小値	0.006	-51.540	0.030	5.563	0.012	0.109
全標本	平均値	5.427	5.320	8.104	8.372	0.648	1.466
	標準偏差	14.404	10.990	1.414	1.358	0.317	2.812
	最大値	251.301	90.720	13.968	13.496	2.318	98.988
	最小値	0.001	-116.730	0.030	5.043	0.012	0.025

資料：CEIC、Bloomberg より MRI 作成（売上高、総資産は百万 INR の対数値）

図表 3-2 インド上場企業財務データの標本数

	DEレシオ	総資産利益率	売上高	総資産	固定資産 / 総資産	トービンのQ
1999	432	440	440	440	440	440
2000	494	509	507	509	509	509
2001	524	552	550	552	552	552
2002	538	575	574	575	575	575
2003	569	602	601	602	602	602
2004	571	604	603	604	604	604
全標本	3,128	3,282	3,275	3,282	3,282	3,282

資料：CEIC、Bloomberg より MRI 作成

（２）自動車・部品

インドの上場企業のうち、自動車・部品メーカーは 58 社存在するが、欠損データの存在などの理由から、このうち 31 - 35 社が 1999 年から 2004 年までの 5 年間、標本として採用されている。インドの国内自動車が最も販売台数が大きい企業がマルチ・ウドヨグ（スズキ）社で、2004 年時点で 48.7 万台の生産台数を記録している。続いてタタ・モーターズが 17.9 万台、現代自動車・インド社が 14.2 万台でこれに続いている。

インドの自動車販売台数は、最近 2 年間連続して 20% 以上の伸び率を記録しており、2004 年は 140 万台超を達成している。日系メーカーも、1980 年代に進出したスズキ以外に、トヨタがバンガロール、ホンダがハリヤナ州に生産拠点を設けるなど、日本の製造業では最もインド進出に積極的な業種である。インドの自動車業界は 1993 年に乗用車事業の自由化が進められ、その後、1997 年に外資規制緩和、2002 年に外資規制が撤廃されたことにより、日系メーカー以外にも、GM、現代自動車、フォードが年々生産台数を高めている。中でも現代自動車・インドの生産拡大トレンドが顕著であり、韓国では自国産業のインド進出の象徴的存在として見なされている。

インドの自動車・部品メーカーの事業パフォーマンスは、まず ROA で見た収益性が標本 5 年平均で 5.9% と、全産業と比較しても高収益性を示している。中でも部品メーカーの近年の収益性が好調で、例えば The Motherson Sumi Group は 2004 年に ROA 19.8%、India Nippon Electricals, Inc. が同 18.4% と高水準の ROA を維持している。インドの自動車・部品メーカーの特徴は赤字決算企業が極めて少ないことであり、2002 年以降の 3 年間、収益性が低迷している CEAT Ltd. においても ROA は 2004 年で 0.30% となっている。このように自動車・部品メーカーの全般的な特徴は、近年のインド国内における自動車生産台数の拡大を背景に、高収益を挙げて持続していることである。

一方、負債比率を DE レシオにより確認してみると、恒常的に高い負債比率を 5 年間有しているのが、自動車関連のガラスメーカー、Asahi India Glass Ltd. や Apollo Tyres Ltd.、Auto Axiles.、Ceat Ltd. などのタイヤメーカーである。特に Ceat Ltd. は ROA で見た収益面でも近年低空飛行が続いていることから、負債の圧縮が進み難い状況にある。DE レシオは平均的には資本の 3.9 倍程度と、他の産業に比べて高い水準にある。こうした中でも、Asahi India Glass Ltd. や The Motherson Sumi Group は 2004 年決算で 2.6 - 3.6 のトービンの Q を記録しており、株式市場の投資家から見て、将来の収益性、企業価値についても高い評価を受けている。

インドでは生産台数 2 位のタタ自動車が、2007 年を目途に日本円で 30 万円以下の国民車を販売する計画を進めている。タタ自動車の技術的評価は有識者の間では、決して高いとは言えないが、マルチ・ウドヨグ（スズキ）社の自動車よりも 3 分の 1 程度の自動車生産が進めば、国内生産台数は急速に伸長する可能性が高い。

図表 3-3 インド自動車・部品企業の主要財務データ

		DEレシオ	総資産利益率	売上高	総資産	固定資産 / 総資産	トービンのQ
1999	平均値	3.541	4.759	7.712	7.652	0.771	1.100
	標準偏差	4.012	5.268	1.066	0.993	0.261	0.566
	最大値	16.138	19.100	10.031	9.746	1.400	3.116
	最小値	0.156	-7.290	5.497	5.954	0.341	0.649
2000	平均値	2.944	5.339	7.678	7.748	0.784	1.100
	標準偏差	3.224	6.468	1.173	0.929	0.276	0.486
	最大値	14.216	17.660	9.837	9.733	1.507	2.659
	最小値	0.168	-14.330	3.506	6.050	0.325	0.608
2001	平均値	5.488	3.865	7.793	7.779	0.825	0.902
	標準偏差	7.330	6.990	0.905	0.914	0.288	0.288
	最大値	38.615	15.980	9.732	9.763	1.651	1.718
	最小値	0.378	-22.940	6.429	6.288	0.309	0.564
2002	平均値	4.830	4.814	7.870	7.907	0.850	0.954
	標準偏差	5.351	7.936	1.230	0.920	0.312	0.288
	最大値	21.516	17.390	10.050	10.049	2.093	1.958
	最小値	0.569	-26.740	3.535	6.455	0.232	0.624
2003	平均値	4.823	6.858	8.005	7.960	0.890	1.160
	標準偏差	6.398	6.960	1.259	0.958	0.341	0.624
	最大値	27.570	23.880	10.369	10.061	2.318	3.599
	最小値	0.141	-14.420	3.318	6.422	0.259	0.673
2004	平均値	2.037	9.262	8.361	8.103	0.832	1.487
	標準偏差	3.362	5.824	0.957	0.960	0.246	0.630
	最大値	16.603	19.840	10.450	10.044	1.352	3.244
	最小値	0.150	-1.390	6.852	6.725	0.242	0.708
全標本	平均値	3.950	5.912	7.910	7.863	0.827	1.120
	標準偏差	5.276	6.817	1.120	0.946	0.289	0.532
	最大値	38.615	23.880	10.450	10.061	2.318	3.599
	最小値	0.141	-26.740	3.318	5.954	0.232	0.564

資料：CEIC、Bloomberg より MRI 作成

図表 3-4 インド自動車・部品企業の標本数

	DEレシオ	総資産利益率	売上高	総資産	固定資産 / 総資産	トービンのQ
1999	31	28	32	32	32	31
2000	31	32	33	33	33	31
2001	32	31	33	33	33	32
2002	32	33	35	35	35	32
2003	34	35	36	36	36	34
2004	33	35	35	35	35	33
全標本	193	194	204	204	204	193

資料：CEIC、Bloomberg より MRI 作成

(3) 化学

上場企業のうち化学に所属する企業は 154 社と、自動車・部品産業に比べ、著しく上場企業数は多い。ただし、赤字決算が少ない自動車・部品業界に比べて化学業界は、大幅にマイナスを記録する企業も毎年続出するなど、企業によりその業績パフォーマンスに著しい格差がある。このため化学企業全体の ROA も 1999 - 2004 年で 4.0% と、自動車・部品業界の 5.9% に比べれば低い水準にある。総資産規模、売上高規模については、化学業界が典型的な装置産業であることから、双方ともに業種間で比較すると巨大企業が多く、また総資産に占める固定資産の比率も、インド企業の中では高い水準にある。しかしながら、企業の将来価値の代理変数であるトービンの Q は 5 年平均で 1.089 と、他の業種に比べて低い水準にあり、株式市場からは将来性を有望視されているわけではない。

個別企業の中で近年、収益性が高いのが Foseco India Ltd. と Castrol India Ltd. である。前者は 2004 年 24.0%、後者は同年 19.6% と全般的に収益率が低いインドの化学産業の中では高収益性を維持している。Foseco India Ltd. の主力商品は鉄工所などにおける製造材料、Castrol India Ltd. は製造業向け潤滑油製品などである。この両企業に代表されるように、2000 年から 2002 年にかけて業界平均で ROA を 3 - 4% 台に低下させていたインドの化学産業であるが、2003 年以降は、自動車生産台数の増加、粗鋼生産量の高まりにつれ、それに必要とされる製造材料、生産設備材料に対する需要が拡大しているため、これらを主力製品とする化学企業については収益性を高めるといった傾向にある。一方で、National Organic Chemical Ltd. や Jenson & NIC Ltd. など、▲40 - 50% の ROA を数年続けている企業が残存していることも事実である。特に Jenson & NIC Ltd. は DE レシオも 2004 年 22.2 と資本の 20 倍以上の負債を抱える状況が数年間続いている。

インドの製造業は、東アジア諸国と比較してみた場合、比較的負債比率が低い企業が多いが、化学業界においては例外である。上記に示した Jenson & NIC Ltd. 以外にも Southern Petrochemical Ltd.、IG Petrochemical Ltd.、Punjab Alkalies, Inc. がそれぞれ 2002 - 2003 年に 55 - 90 倍を超える DE レシオを記録するなど、一部の企業では破滅的な高負債企業が見られる。ただし、これらの企業が数社に限定されていることを踏まえれば、今後の経済発展とともに債務リストラクチャリングが進行すれば、化学業界も有望産業として注目されることとなろう。実際、現地の日本メーカーでは、中国、ASEAN 諸国で、経済発展とともに優良材料に対する需要が拡大した経緯から、インドにおいても化学業界の将来を楽観視する向きも多い。実際、Foseco India Ltd. や Castrol India Ltd. などの高収益企業その他、Hikal Ltd. や Onda Nalco India Ltd. など、2003 年から 2004 年にかけて高いトービンの Q を記録した企業も近年続出している。自動車業界の生産拡大や、素材メーカーの業容拡大に遅れる形で、化学メーカーの企業価値の増大も進行する可能性が高まっている。

図表 3-5 インド化学業界の主要財務データ

		DEレシオ	総資産利益率	売上高	総資産	固定資産 / 総資産	トービンのQ
1999	平均値	3.822	5.361	8.021	8.204	0.706	1.206
	標準偏差	4.158	8.584	1.124	1.250	0.249	0.940
	最大値	17.114	31.050	11.373	12.548	1.192	5.716
	最小値	0.079	-44.140	5.644	5.643	0.130	0.546
2000	平均値	4.286	4.439	8.133	8.341	0.698	1.102
	標準偏差	4.853	6.598	1.181	1.247	0.249	0.804
	最大値	24.323	21.740	11.805	12.590	1.130	5.622
	最小値	0.074	-14.490	5.560	6.174	0.179	0.460
2001	平均値	6.688	3.463	8.212	8.366	0.719	0.929
	標準偏差	11.571	6.780	1.210	1.257	0.266	0.507
	最大値	90.427	27.730	12.228	12.607	1.591	3.693
	最小値	0.137	-22.670	5.249	5.975	0.178	0.340
2002	平均値	7.008	3.806	8.246	8.460	0.759	0.980
	標準偏差	11.878	6.739	1.280	1.264	0.255	0.524
	最大値	77.430	26.600	12.945	13.248	1.290	4.173
	最小値	0.092	-11.760	5.203	5.982	0.199	0.299
2003	平均値	6.547	2.335	8.331	8.483	0.782	1.051
	標準偏差	12.761	9.957	1.239	1.246	0.294	0.651
	最大値	91.159	20.370	13.027	13.361	1.519	5.097
	最小値	0.097	-51.140	5.985	6.334	0.244	0.407
2004	平均値	3.802	4.742	8.406	8.542	0.803	1.259
	標準偏差	9.751	9.177	1.339	1.291	0.324	0.685
	最大値	78.446	23.960	13.147	13.496	1.746	4.512
	最小値	0.101	-45.300	5.127	6.197	0.197	0.549
全標本	平均値	5.342	3.987	8.224	8.398	0.744	1.089
	標準偏差	9.782	8.091	1.230	1.257	0.275	0.711
	最大値	91.159	31.050	13.147	13.496	1.746	5.716
	最小値	0.074	-51.140	5.127	5.643	0.130	0.299

資料：CEIC、Bloomberg より MRI 作成

図表 3-6 インド化学企業の標本数

	DEレシオ	総資産利益率	売上高	総資産	固定資産 / 総資産	トービンのQ
1999	82	69	82	82	82	82
2000	78	78	80	80	80	78
2001	76	78	79	79	79	76
2002	76	78	81	80	80	76
2003	79	80	82	82	82	79
2004	76	76	79	77	77	76
全標本	467	459	483	480	480	467

資料：CEIC、Bloomberg より MRI 作成

(4) 建設

インドのナショナル市場、ムンバイ市場のいずれかに上場している建設業者は、2004 年 11 月時点で 53 社存在する。しかしこれらの多くの企業は、財務データの情報開示が十分ではないためインド建設業のうち、実証分析で使用可能な企業数は、トータルで 90 - 100 社前後に留まっている。これらの建設業者の業績パフォーマンスも、自動車・部品などの好調な産業と比べれば決して良好とは言えない。1999 - 2004 年の ROA の平均値は 4.2% であるが、1999 年のこの値は 2.4% と極めて低い水準にあった。また建設業者は、化学業界同様、多くの高負債企業と赤字決算企業を抱えていることも注目すべき点である。これらの債務リストラクチャリングがマクロ経済の高成長を背景に、どのように進捗してゆくかが、インド建設業界の動向を判断するひとつの材料となろう。

平均的に収益性が低いインドの建設業界であるが、高収益企業も数多く存在する。高収益企業の代表者は Alfa-Laval India Ltd. であり、2003 年 22.7%、2004 年 23.2% の ROA を記録した。Bsel Infrastructure Ltd. は 2000 年に 66.9% という ROA を達成したが、2002 年にこの値を 0.04% へ劇的に低下させた後は、低収益決算が続いている。インドは 2003 年、2004 年と 6 - 7% の高成長を続けているが、中国とは異なり、商用建設ビル、住宅開発などの建設ラッシュが発生しているわけではない。インドが今後、供給能力を拡大するためには、インフラ整備が必須であるが、2005 年中に完成が予定されている幹線道路整備の後に、各地域で建設需要が増大してくることが予想される。

化学業界と比較しても収益性が低いインドの建設業界であるが、負債比率は多くの企業で高水準に推移している。特に国内で恒常的に問題視されていた ATV Projects Ltd. は 2003 年に DE レシオ 251.3 倍を記録し、かつ 2004 年まで毎年、赤字決算が続いている。他の象徴的な高負債企業は Texmaco Ltd.、Unitech Ltd. があり、これらの企業も対資本金比で 15 倍から 30 倍の負債を抱えている。

こうした状況もあり、株式市場ではインドの建設業者の将来性は極めて低く評価されている。1999 - 2004 年の 5 年間で、トービンの Q が 1.0 を超えている企業は 14 社のみであった。2004 年に好決算を記録した Alfa-Laval India Ltd. のように市場で高い評価を受ける企業も存在するが、総じて見ると、将来の企業価値は現在の資本と負債の簿価に比べて、低くなると予想する投資家が多い。したがって、インドの企業金融では、建設業界の債務リストラクチャリングと収益性の改善をどのように進めるかは、今後、長期的な課題として残存し続ける可能性が高い。

図表 3-7 インド建設業の主要財務データ

		DEレシオ	総資産利益率	売上高	総資産	固定資産 / 総資産	トービンのQ
1999	平均値	6.937	2.436	7.985	8.413	0.429	1.689
	標準偏差	10.615	5.153	1.703	1.603	0.237	2.079
	最大値	35.820	12.880	11.139	11.457	0.991	8.175
	最小値	0.010	-6.700	4.306	5.018	0.043	0.732
2000	平均値	6.663	7.898	8.074	8.542	0.447	1.553
	標準偏差	9.959	18.523	1.389	1.396	0.306	1.816
	最大値	36.542	66.850	11.150	11.525	1.111	7.640
	最小値	0.024	-8.960	5.527	5.868	0.041	0.434
2001	平均値	13.896	4.805	8.104	8.555	0.467	0.914
	標準偏差	29.740	8.362	1.474	1.380	0.308	0.245
	最大値	115.180	27.140	11.171	11.596	1.133	1.440
	最小値	0.203	-7.470	5.511	6.165	0.051	0.533
2002	平均値	6.997	2.806	8.088	8.564	0.471	0.932
	標準偏差	6.786	4.746	1.469	1.263	0.296	0.381
	最大値	27.607	17.010	11.375	11.741	1.175	2.060
	最小値	0.154	-6.070	4.640	6.096	0.097	0.393
2003	平均値	18.658	2.975	8.096	8.586	0.475	1.049
	標準偏差	55.007	5.441	1.650	1.342	0.311	0.725
	最大値	251.301	22.730	11.545	11.801	1.248	3.934
	最小値	0.114	-5.960	4.274	6.040	0.067	0.408
2004	平均値	2.528	4.377	8.518	8.725	0.409	1.336
	標準偏差	2.543	6.749	1.570	1.328	0.259	0.739
	最大値	10.244	23.230	11.594	11.592	1.108	4.013
	最小値	0.097	-11.830	4.907	6.232	0.094	0.546
全標本	平均値	9.492	4.200	8.161	8.576	0.450	1.219
	標準偏差	28.199	9.008	1.520	1.342	0.283	1.129
	最大値	251.301	66.850	11.594	11.801	1.248	8.175
	最小値	0.010	-11.830	4.274	5.018	0.041	0.393

資料：CEIC、Bloomberg より MRI 作成

図表 3-8 インド建設企業の標本数

	DEレシオ	総資産利益率	売上高	総資産	固定資産 / 総資産	トービンのQ
1999	12	9	13	13	13	12
2000	14	13	15	15	15	14
2001	14	14	15	15	15	14
2002	17	15	19	19	19	17
2003	20	19	21	21	21	20
2004	19	20	20	20	20	19
全標本	96	90	103	103	103	96

資料：CEIC、Bloomberg より MRI 作成

(5) 電気機器

IT 産業の世界的成功の一方で、ハードウェア製造を中心とする電気機器の生産メーカーは、インドでは、東アジア諸国に比べて、さほど多いというわけではない。東アジア諸国の 1990 年代以降の輸出産品の主力が、IT 機器を中心とする家電製品であったことを踏まえると、これらの国々とソフトウェア産業が IT 産業の牽引役であるインドでは対称的である。本分析の電気機器メーカー標本数は、年間平均で 16 - 18 社程度、1999 - 2004 年で 100 社前後であった。

最近 5 年間のインド電気機器産業の収益性を確認してみると、Nippo Batteries Ltd.、Torrent Cables Ltd.、Pubjab Anand Lamp Ltd.、などが高収益企業として代表的である。Nippo Batteries Ltd.は乾電池製造メーカーで、特に水銀乾電池製品では、インド国内で無類の競争力を誇る。2005 年 12 月時点での経営者は O. Reddy 氏であるが、日本企業も有力な株主となっており、日本人も常務のひとりとして名を連ねている。同社の ROA は 2004 年は 12.7%と前年よりやや低下したが、2000 - 2003 年は 14 - 18%を持続的に維持していた。2004 年は総資産利益率のみならず、営業利益率 (8.21%)、株主資本利益率 (18.2%) も高水準に推移したことから、ムンバイ市場での株価は上昇を続けている。Nippo Batteries Ltd.の製品はインド国内でのみ販売されているが、今後は諸外国への輸出も検討されている。Nippo Batteries Ltd.は、電気機器メーカーの中では、水銀電池の研究開発も積極的であり、毎年売上高の 5%強の R&D 投資が拠出されている。こうした点を踏まえると、ハードウェアでは国際的な競争力がさほど高くはないインドの電気機器産業であるが、R&D 集約型の分野ではやはり強みを発揮している。

電力エネルギー用ケーブルを製造する Torrent Cables Ltd.は、アーメダバードに本拠を構える、固定接続ケーブル、超電圧ケーブルなどを主力製品とするメーカーである。同社の ROA は 2004 年 22.5%と、Nippo Batteries Ltd.よりも高い水準を記録しており、市場関係者によれば 2005 年も同水準の収益性が維持される見通しである。Nippo Batteries Ltd.にも共通した状況であるが、Torrent Cables Ltd.などの高収益電気機器メーカーはいずれも低い負債比率を有する。Torrent Cables Ltd.の 2004 年 DE レシオは 0.429 と、資本の半分以下の借入で操業を行っている。Torrent Cables Ltd.はまた、トーピンの Q が 1.773 と、将来価値を期待される企業でもある。この背景には、電力エネルギーインフラの整備が、今後、中長期的にインド国内で進むことは確実であり、このインフラ整備とともに同社製品に対する国内需要が高まるとの見方が強まっていることがあげられる。

Pubjab Anand Lamp Ltd.は近頃、オランダ家電大手 Koninklijke Philips Electronics N.V. に買収された国内有力照明メーカーである。主力製品は家庭住宅用照明、商業用照明であり、住宅都市開発の進展とともに同社の業容も拡大してきた。1999 - 2003 年まで常に 10%を超える ROA を続け、企業の将来価値もさらに高まるとの観測から、オランダ企業が買収に至ったものと見られる。同社も、前述の 2 社同様、DE レシオが極めて低く、内部資金を中心とするファンディングにより操業を進めている。

図表 3-9 インド電気機器業の主要財務データ

		DEレシオ	総資産利益率	売上高	総資産	固定資産 / 総資産	トービンのQ
1999	平均値	2.355	5.300	8.154	8.235	0.603	1.181
	標準偏差	2.745	9.124	1.298	1.323	0.257	0.530
	最大値	8.109	27.980	11.040	11.250	1.078	2.172
	最小値	0.206	-13.890	6.372	6.615	0.209	0.569
2000	平均値	3.313	3.627	8.004	8.190	0.609	0.999
	標準偏差	4.131	7.142	1.259	1.252	0.264	0.405
	最大値	16.316	15.430	11.014	11.342	1.168	1.875
	最小値	0.230	-9.750	6.002	6.474	0.246	0.398
2001	平均値	4.222	4.104	8.074	8.325	0.671	0.836
	標準偏差	4.168	4.652	1.282	1.343	0.295	0.293
	最大値	13.833	10.640	10.970	11.410	1.229	1.441
	最小値	0.430	-4.630	6.281	6.389	0.152	0.414
2002	平均値	5.965	1.564	8.376	8.555	0.624	0.894
	標準偏差	7.107	8.416	1.327	1.384	0.280	0.298
	最大値	22.724	14.540	11.155	11.498	1.115	1.479
	最小値	0.332	-19.480	6.191	6.383	0.227	0.488
2003	平均値	4.445	4.570	8.317	8.490	0.621	0.981
	標準偏差	5.442	5.842	1.348	1.365	0.290	0.534
	最大値	18.596	13.810	11.173	11.522	1.119	2.597
	最小値	0.282	-6.510	6.294	6.374	0.205	0.391
2004	平均値	2.061	5.200	8.432	8.522	0.616	1.329
	標準偏差	3.062	7.184	1.374	1.431	0.292	0.728
	最大値	11.306	22.470	11.317	11.710	1.079	2.983
	最小値	0.239	-5.980	6.698	6.136	0.189	0.542
全標本	平均値	3.682	4.111	8.223	8.383	0.624	1.039
	標準偏差	4.686	7.144	1.292	1.323	0.274	0.506
	最大値	22.724	27.980	11.317	11.710	1.229	2.983
	最小値	0.206	-19.480	6.002	6.136	0.152	0.391

資料：CEIC、Bloomberg より MRI 作成

図表 3-10 インド電気機器業の標本数

	DEレシオ	総資産利益率	売上高	総資産	固定資産 / 総資産	トービンのQ
1999	17	17	17	17	17	17
2000	18	16	18	18	18	18
2001	16	16	18	17	17	16
2002	15	15	17	16	16	15
2003	16	16	17	17	17	16
2004	16	17	17	17	17	16
全標本	98	97	104	102	102	98

資料：CEIC、Bloomberg より MRI 作成

(6) 医薬品

インドの医薬品業界の年間生産額は、2002 年時点で約 60 億 US ドルと、世界第 13 位であり、その収益性も、他のあらゆる業界よりも高位に推移している。本分析における医薬品業界の標本数は、年間当たり 35 - 45 社程度であり、5 年間で 250 - 260 社程度のサンプル数から標本が構成されている。この医薬品業界の ROA の平均値は 10.6%と、全産業の中で最も高い。一方で最小値は-29.0%という企業が存在するものの、標準偏差そのものは小さく、業界内の収益性のばらつきも小さい。ROA は 40.4%を記録した企業もあり、またトーピンの Q も平均で 2.191 と、将来の企業価値も有望視されている。ただし欧米企業がジェネリック医薬品の製造に先行しているのに対し、日系メーカーはようやくエーザイが 2004 年 10 月ムンバイに子会社を設立といった程度であり、日本企業の出遅れは顕著である。

インドの代表的な医薬品メーカーは、企業規模、売上高の面では、Ranbaxy Labs Ltd.、Cipla Ltd.、Dr Reddy's Lbs Ltd.の 3 社が代表的である。この中でも、Dr Reddy's Lbs Ltd.は、例えば 2002 年の ROA が 32.92%を記録するなど、収益性では他の 2 社よりも高水準に推移している。Dr Reddy's Lbs Ltd.の主力商品はメチルドーパ、ベラパミール、セパレキシンをはじめとするバルク製剤や処方薬剤であり、ノルフロキサシン、シプロフロキサシンなどの分子及び半合成ペニシリンの生産、輸出も世界各地へ積極的に行っている。2004 年の売上高を輸出地域別に見てみると、インド国内が 71.5 億 INR であったのに対して、ヨーロッパ、旧 CIS (ソビエト連邦) 諸国が 50.8 億 INR、また北米においても 53.2 億 INR と欧州、北米でインド国内を上回る売上高を達成している。

Ranbaxy Labs Ltd.、Cipla Ltd.は売上高規模では、Dr Reddy's Lbs Ltd.を上回るが、収益性などの効率性で劣位にある。前者の主力製品はアンピシリン、シプロフロキサシン、セファレキシンなどの抗生物質、鎮痛薬、抗炎症薬、抗潰瘍 / 胃腸薬などである。Ranbaxy Labs Ltd.の海外での売上高は、Dr Reddy's Lbs Ltd.に比べ、欧州地域での低迷が顕著であったが、2004 年には同地域での売上を 2003 年の 95 億 INR から 151 億 INR へ増大させ、北米 199 億ドル、国内 123 億 INR と方を並べる規模にまで拡大している。

Cipla Ltd.は医薬品に加えてファインケミカルをも製造販売する総合医薬品企業である。ダナゾル、ニフェディピンの名で国内で広く知られる医薬品のほか、ノルフロキサシン、ノバクロクス、テルフェッド、デブリルなどの製品を製造、販売している。Ranbaxy Labs Ltd.、Dr Reddy's Lbs Ltd.と異なる点は、売上高に占める国内比率が高い点である。2004 年の実績では 190 億 INR の売上高のうち、インド国内で 103 億 INR を記録している。

インドの医薬品産業は、トーピンの Q が高いことに反映されるように、今後も企業価値を高めてゆくと予想されている。この背景には、現在年間約 10 億 USD のバイオ産業の売上高規模が 2010 年までに 50 億 USD に達すると見込まれているためである。バイオ技術が最も実用的に商品化されやすい業界が医薬品産業であり、こうした背景が、同国の医薬品産業の将来性を高く評価する状況へつながっているものと見られる。

図表 3-11 インド医薬品業の主要財務データ

		DEレシオ	総資産利益率	売上高	総資産	固定資産 / 総資産	トービンのQ
1999	平均値	1.355	9.571	7.858	7.900	0.503	2.801
	標準偏差	3.164	8.261	0.751	0.908	0.151	2.346
	最大値	18.750	27.980	9.639	10.008	0.831	8.434
	最小値	0.039	-11.770	5.734	5.853	0.267	0.744
2000	平均値	1.587	10.116	7.734	7.882	0.463	2.709
	標準偏差	5.620	10.246	0.813	0.900	0.167	1.914
	最大値	35.093	29.450	9.714	10.079	0.907	8.400
	最小値	0.038	-28.950	5.869	5.887	0.146	0.558
2001	平均値	3.497	10.305	7.776	7.973	0.476	1.767
	標準偏差	12.102	9.289	0.907	0.925	0.159	1.271
	最大値	79.071	40.370	10.169	10.298	0.936	6.042
	最小値	0.048	-16.100	6.025	6.050	0.175	0.699
2002	平均値	3.034	11.207	8.006	8.182	0.513	1.681
	標準偏差	9.743	8.816	0.961	0.943	0.178	1.170
	最大値	63.427	32.920	10.521	10.412	0.978	5.060
	最小値	0.035	-11.770	5.937	6.495	0.159	0.590
2003	平均値	4.801	9.955	8.030	8.243	0.514	1.771
	標準偏差	19.296	10.724	1.022	0.976	0.191	1.310
	最大値	131.621	38.250	10.710	10.656	1.039	5.931
	最小値	0.058	-18.160	5.806	5.891	0.150	0.482
2004	平均値	3.699	11.839	8.184	8.391	0.506	2.587
	標準偏差	19.132	10.079	1.002	0.955	0.192	1.451
	最大値	127.438	35.100	10.872	10.893	1.081	5.653
	最小値	0.050	-15.900	6.150	6.034	0.156	0.662
全標本	平均値	3.095	10.581	7.938	8.108	0.496	2.191
	標準偏差	13.385	9.601	0.929	0.947	0.174	1.650
	最大値	131.621	40.370	10.872	10.893	1.081	8.434
	最小値	0.035	-28.950	5.734	5.853	0.146	0.482

資料：CEIC、Bloomberg より MRI 作成

図表 3-12 インド医薬品業の標本数

	DEレシオ	総資産利益率	売上高	総資産	固定資産 / 総資産	トービンのQ
1999	35	30	35	35	35	35
2000	39	35	44	44	44	39
2001	43	43	46	46	46	43
2002	42	44	45	45	45	42
2003	46	45	49	49	49	46
2004	44	47	48	48	48	44
全標本	249	244	267	267	267	249

資料：CEIC、Bloomberg より MRI 作成

(7) ソフトウェア

本分析におけるソフトウェア産業の標本は、一年当たり約 30 社前後、5 年間で 260 - 280 サンプルにより構成されている。インドの IT 産業は特にソフトウェア部門を中心として、近年、年率 20 - 50% 以上の売上高成長率により成長してきた。インドのソフトウェア産業の特徴的な点は、10 億人の人口を抱える巨大な内需の存在にも関わらず、ソフトウェア企業の売上高の 7 割以上が輸出からもたらされている点である。特に米国向け輸出はインドのソフトウェア産業の高成長の牽引役となっている。インドと米国は、インドが 1972 年に印ソ平和友好協力条約を締結し以来、外交的には疎遠な関係が続いてきた。この関係は、1979 年に旧ソ連のアフガニスタン侵攻を契機にパキスタンへ軍事援助を始めて以降、さらに決定的となった。歴史的に米国との経済関係が停滞していたにも関わらず、このように米国向けソフトウェア輸出が大きい背景には 1990 年代後半の米国企業のインドでの一連のアウトソーシング事業が成功を収めていることがあげられる。

英語が準公用語であるインドは、インド工科大学、インド科学大学院大学などの、工学系教育機関が充実していることもあり、もともと知識労働者の水準は高いと言われてきた。1990 年代後半、インド政府が「ソフトウェア・テクノロジー・パークス・オブ・インディア ; STPII」などの IT 産業振興政策を推進してきたことにより、米国のソフトウェア開発委託が活発化し、今日の隆盛を迎えることとなった。ハードウェアを含めた、インド企業の IT 輸出額のランキングを見てみると、最も輸出額が大きいのがタタ・コンサルタンシー・サービシズ、続いてインフォシス・テクノロジーズ、ウィプロ・テクノロジーズの順となっている。1968 年創業のタタ・コンサルタンシー・サービシズはタタ・グループからのシステム開発委託を中心事業として発展してきた。タタ・グループが多種多様な業種をグループ内に抱えていることから、その後の海外からあらゆる業種のアウトソースに対応できる素地が醸成され、今日の発展へつながったと見られている。インフォシス・テクノロジーズ、ウィプロ・テクノロジーズが拠点を構えるバンガロールは、現在、トヨタが拠点を構える都市として有名である。しかし、もともとは清涼な気候が好まれ、1970 年代より電気機器、コンピュータ開発・生産拠点として繁栄してきた都市である。

インドのソフトウェア産業の特徴は、上記のタタ・コンサルタンシー・サービシズ、インフォシス・テクノロジーズなどの最大手が、売上高規模が大きいのみならず、収益性も極めて高いことである。例えばタタ・コンサルタンシー・サービスは 2004 年、35.6% の ROA を記録している。また大手のみならず Blue Star Info Ltd. や Datamacs Ltd. などの新興企業も、高収益企業の中に名を連ねており、老舗と新興企業が極めて激烈な競合関係にある。一方で、医薬品業界とは異なり、ソフトウェア業界には不振企業も多い。Trigyn Technologies Ltd. はインドの不振 IT 企業の典型的な存在であり、2004 年の ROA は -51.5% であった。DE レシオも 2003 - 2004 年に上昇する企業も急増しており、資金調達面で手元流動性が困難化している状況も一部の企業群に見られる。

図表 3-13 インド・ソフトウェア産業の主要財務データ

		DEレシオ	総資産利益率	売上高	総資産	固定資産 / 総資産	トービンのQ
1999	平均値	0.094	22.664	6.721	6.868	0.403	8.206
	標準偏差	0.153	15.493	1.419	1.250	0.186	7.544
	最大値	0.598	72.640	9.760	9.345	0.789	29.503
	最小値	0.002	2.730	4.360	4.783	0.000	1.058
2000	平均値	0.065	19.533	6.828	7.273	0.347	13.836
	標準偏差	0.113	11.091	1.479	1.284	0.158	19.568
	最大値	0.560	44.270	10.032	9.516	0.764	98.988
	最小値	0.001	0.640	4.096	5.235	0.079	0.766
2001	平均値	0.351	17.883	7.080	7.496	0.351	2.058
	標準偏差	0.349	16.631	1.421	1.568	0.183	3.218
	最大値	1.696	68.380	10.329	10.144	0.810	15.988
	最小値	0.012	-10.750	4.065	1.881	0.000	0.201
2002	平均値	0.442	4.927	7.062	7.590	0.444	1.866
	標準偏差	0.499	22.018	1.598	1.377	0.211	2.236
	最大値	2.205	63.120	10.625	10.378	0.927	12.497
	最小値	0.016	-66.360	3.218	5.493	0.054	0.183
2003	平均値	1.025	1.652	7.058	7.496	0.471	1.493
	標準偏差	1.441	25.510	1.731	1.467	0.266	1.464
	最大値	5.070	50.510	10.803	10.657	1.541	7.601
	最小値	0.008	-116.730	1.754	4.479	0.063	0.140
2004	平均値	0.893	6.530	7.151	7.593	0.465	1.811
	標準偏差	1.539	18.072	1.866	1.406	0.245	1.499
	最大値	6.925	35.620	10.975	10.939	1.260	6.784
	最小値	0.006	-51.540	0.030	5.563	0.057	0.109
全標本	平均値	0.540	10.425	7.011	7.431	0.419	4.237
	標準偏差	1.038	20.789	1.613	1.411	0.220	9.137
	最大値	6.925	72.640	10.975	10.939	1.541	98.988
	最小値	0.001	-116.730	0.030	1.881	0.000	0.109

資料：CEIC、Bloomberg より MRI 作成

図表 3-14 インド・ソフトウェア産業の標本数

	DEレシオ	総資産利益率	売上高	総資産	固定資産 / 総資産	トービンのQ
1999	28	25	29	30	30	28
2000	38	30	44	45	45	38
2001	42	42	46	46	46	42
2002	49	45	54	53	53	49
2003	50	50	55	54	54	50
2004	54	53	57	57	57	54
全標本	261	245	285	285	285	261

資料：CEIC、Bloomberg より MRI 作成

(8) 通信

本分析中の通信業の標本企業数は、一年当たりの企業数が 12 - 20 社、5 年間のサンプル数が 96 - 104 社で構成されている。インドでは、電力や幹線道路と同様に通信面でのインフラ整備も遅れているため、通信業は今後、国内外からのインフラ投資が最も期待される分野である。一方、こうしたインフラストラクチャーとしての側面を持つ通信業は、IT 産業との関わりも強く、特に 1990 年代後半以降の世界的な情報通信ブームでは、通信機器の需要が急増したため、こうした非インフラ型通信機器メーカーは業容拡大を続けるといった状況にある。

インドの通信産業の収益性を ROA で確認すると、1999 - 2004 年の平均値が 2.7% と、他産業と比較すると低位な水準にある。特に 2004 年は全標本平均が ▲2.0% とマイナスに陥っており、マクロ経済面での高成長にも関わらず、近年の業界を取り巻く環境は極めて厳しいと言えよう。通信業のもうひとつの特徴は、収益性が低く、外部資金に依存せざるをえない資金調達環境にあるため、負債比率が高い企業が多いことである。またこの傾向は 1999 年時点から 2004 年にかけて年々顕著となっており、通信会社の利払い負担を増大させている。

一方、トービンの Q も 2004 年はようやく平均 1.5 を記録したが、2002 年は 1.0、2003 年は 0.8 と直近まで低迷を続けてきた。資本の時価と負債の簿価を加えた額を簿価の総資産額で序したこの値は、将来の成長性や企業価値に対する期待を意味する。この値が 1 を割り込んでいることは、現在の簿価の資産価値に比べて、事業価値が将来低位に留まることを意味するため、株式市場では通信産業の事業の先行きを悲観的に評価していることがわかる。

ただしこうした通信業界にも高収益企業は存在する。Krone Communications Ltd. は、伝統的な通信業から IT 機器の販売を拡大することで、近年の業績を拡大してきた。同社の ROA は 2000 年には 22.1% を記録しており、最近 5 年間の通信業者の中でも傑出した収益性を記録している。Krone Communications Ltd. は通信機器の供給と同時に、IT ネットワークと IT ソリューションビジネスを一体型のビジネスとして進めてきたことが、成功の一因と見られている。このソリューション・ビジネスも 2002 年時点では 9,000 万 INR と通信機器販売額の 4 分の 1 未満であったが、2004 年には通信機器販売額の 5 割近くまで売上を拡大している。

Astra Microwave Ltd. は IT ソリューションビジネスを手がけることで近年、業容ならびに収益性を拡大してきた点で、Krone Communications Ltd. のビジネスを類似点を持つ。ただし、同社の収益性が 2003 年から 2004 年にかけて著しく上昇した背景には、Astra Microwave Ltd. のソリューションビジネスは、ワイヤレス通信をベースとした IT ソリューションを提供していることにある。こうしたワイヤレス通信ビジネスにより近年、業績を改善する企業は Avaya GlobalConnect Ltd. などもあり、インドの通信業界でひとつのブームとなっている。

図表 3-15 インド通信業の主要財務データ

	DEレシオ	総資産利益率	売上高	総資産	固定資産 / 総資産	トービンのQ
1999	2.205	5.897	8.216	8.575	0.344	1.487
	3.603	8.340	1.569	1.681	0.159	1.464
	10.003	21.420	11.132	11.827	0.706	5.967
	0.073	-10.160	6.467	5.947	0.071	0.355
2000	1.230	5.605	8.219	8.704	0.336	2.547
	1.998	6.470	1.537	1.626	0.174	2.849
	6.871	22.070	11.152	11.928	0.695	9.319
	0.014	-2.830	6.458	6.171	0.029	0.719
2001	2.710	6.099	7.975	8.538	0.364	1.104
	4.612	4.879	1.628	1.787	0.193	0.667
	17.284	17.900	11.198	12.037	0.681	3.308
	0.145	0.030	4.827	5.130	0.017	0.452
2002	2.549	4.218	8.114	8.651	0.460	1.020
	4.179	8.173	1.536	1.808	0.183	0.426
	15.018	16.280	11.083	12.175	0.846	2.190
	0.078	-13.950	5.068	5.638	0.148	0.409
2003	5.124	-0.834	7.932	8.710	0.521	0.842
	7.450	9.601	1.567	1.805	0.238	0.295
	24.590	16.060	10.970	12.168	1.110	1.451
	0.127	-16.620	5.323	5.910	0.165	0.360
2004	3.377	-1.957	7.848	8.738	0.524	1.386
	6.057	12.873	1.752	1.802	0.243	0.966
	24.658	18.110	11.063	12.256	1.104	3.974
	0.095	-28.090	5.215	6.067	0.152	0.385
全標本	2.993	2.668	8.029	8.655	0.434	1.333
	5.164	9.464	1.571	1.722	0.214	1.348
	24.658	22.070	11.198	12.256	1.110	9.319
	0.014	-28.090	4.827	5.130	0.017	0.355

資料：CEIC、Bloomberg より MRI 作成

図表 3-16 インド通信業の標本数

	DEレシオ	総資産利益率	売上高	総資産	固定資産 / 総資産	トービンのQ
1999	12	12	12	13	13	12
2000	13	13	13	14	14	13
2001	17	14	18	19	19	17
2002	19	19	20	20	20	19
2003	18	19	20	19	19	18
2004	19	19	19	19	19	19
全標本	98	96	102	104	104	98

資料：CEIC、Bloomberg より MRI 作成

(9) 実証結果

前節までで示された標本を用いて実施した実証分析結果は図表 3-17 に示される通りである。推計は全標本を用いたサンプル数 1,864 の推計以外に、自動車・部品、化学、建設、電気機器、医薬品、ソフトウェア、通信機器の 7 業種それぞれについて実施している。図表中の Sargan 検定量は、パネルデータを用いた推計の際の過剰識別問題について検定を行うものであり、Arellano-Bond 検定 I、II はそれぞれ、誤差項の一次、二次の系列相関について検定を行うものである。Sargan 検定量は、全標本を含めた全ての業種で有意な結果が得られており、本実証分析では、全推計において過剰識別問題はクリアされていると結論付けられる。また誤差項の一次、二次の検定については、建設、電気機器、ソフトウェア、通信機器、の 4 つの業種で、有意水準を満たさない検定量が報告されているため、推計結果の解釈にはこの 4 業種はこの点での留意が必要である。

まず全ての業種を含む全標本の推計結果では、ROA、総資産残高の 2 つの変数が、DE レシオに対して有意な結果を示している。ROA はインド企業の内部資金力の代理変数として採用されており、これが有意にマイナスであることは、内部資金力と銀行借入等に代表される負債が代替関係にあることを示している。すなわち、内部資金力が旺盛な企業は、商業銀行との密接度に関わらず、銀行借入を控える傾向にある、もしくは収益力が高まった際に元本償却を積極化する傾向があると解釈することができる。またインドの金融システムの場合には、株式発行による資金調達も、特にトップ 100 - 200 企業において重要な資金調達手段として位置づけられていることが、現地調査により確認されている。こうした現地調査による定性分析を踏まえると、収益性が高まった企業は、株式市場での評価も改善するため、株式発行を資本市場で行いやすくなることから、DE レシオと ROA との負の関係をさらに強化している可能性もある。

また全標本の推計結果では、総資産規模と DE レシオとの間にも正の有意な推計結果が得られている。このいわゆる「負債の規模効果」の問題は、諸説がありうるが、いずれにしてもインド企業は総資産規模が大きいほど、高い負債比率が許容されるという傾向を持つことが確認された。この点は、現地調査で得られた情報と不一致が見られる点である。現地調査では、インドの企業金融上の資金調達序列では、規模が大きな企業ほど、内部資金で賄えない資金は、資本市場で調達する傾向があるとのヒアリング結果が得られている。仮にこうした状況が事実であれば、総資産規模と DE レシオの符合はマイナスとなっていたはずであるが、全標本を用いた推計では、正に有意な結果が得られている。ちなみに同様の分析を行った先行研究において、先進 7 カ国と東アジア諸国がいかなる状況であるかに言及しておく、米国、ドイツ、フランス、日本などの先進 7 カ国では、企業の総資産規模と DE レシオとの関係は全ての国々で有意であるわけではなく、両者の関係が希薄である国々も散見された。東アジアの場合には両者の関係は極めて強く見られ、多くの国々で「負債の規模効果」の存在が確認されている。インドの実証結果は後者の状況に近いと言えよう。その理由としては、タタ・グループに代表されるビジネス・グループでは多角化によ

り、ひとつの事業が頓挫したとしても、他にあらゆる業種がグループ内に存在する。このため、企業規模は倒産確率の逆数の代理変数となり、中規模企業よりも高負債比率が許容される状況にあると考えられる。

自動車・部品メーカーの標本を用いた実証結果は、全標本の推計結果に比べ、固定資産（対総資産残高比）が有意に DE レシオに正の関係を持つ点で、異なっている。固定資産が負債比率に影響を与える国々は、倒産法制が円滑かつ公正に行われている国々であり、先進 7 カ国では負債比率に大きく影響するが、東アジア諸国では希薄な関係にあるといった国々が多い。インドでは 2000 - 2001 年の倒産法制改革以降、債権者、債務者いずれから破産申し立てが行われた場合にも、不透明な不利益を蒙るという状況が激減していると言われている。こうした状況は特に、大規模な生産設備等の固定資産を有する自動車・部品メーカーで顕著であることが確認された成果である。

化学、建設業者の実証結果では、前者は ROA のみ、後者はトービンの Q のみが DE レシオに有意な結果をもたらすことが報告されている。化学は典型的な装置型産業であり、生産設備という点では自動車・部品メーカーよりも広大な生産工場施設を有する業界である。しかし、本推計では借入に際して担保となりうる固定資産は、化学業界では DE レシオに対して中立的であることが示されている。建設業界は、今後、インドのインフラ開発が進むにつれ、業績パフォーマンスの改善が有望視される業界である。直近の建設業界の業績は、顕著に優れたものではないが、こうした将来性に対する期待が高まっているため、建設業者によっては、企業価値が上昇している企業もある。本推計結果は、こうした一部の建設業者の影響が強く及んでいる可能性がある。

電気機器、医薬品業界は、それぞれ次の点で特徴的な実証結果を示している。まず電気機器メーカーは総資産規模、固定資産が DE レシオに対して有意に正の影響を及ぼす。すなわち電気機器メーカーには「負債の規模効果」が存在し、大規模企業ほど高負債比率が許容される傾向がある。さらに、この総資産残高に占める固定資産の比率が高ければ高いほど、借入も進みやすく、さらなる高負債比率が許容されるという傾向がある。一方で、内部資金の代理変数である ROA が負債比率に与える影響は希薄であり、企業の内部資金の有無は資本構成の決定に対して無関係である。こうした状況を総合すると、インドの電気機器メーカーは、インドの企業の中では外部資金への依存度が高く、特に大規模企業でこの傾向が先鋭的であると考えられる。いま、インドにおいても最も収益性、成長性が高い医薬品メーカーの実証結果では、全ての変数が、非有意な結果となった。この結果は、医薬品メーカーでは明白な資金調達序列が存在せず、資金調達手段の選択が、本実証分析で提示された仮説以外のところで決定されている可能性が高い。日本企業を分析対象とした研究では、研究開発投資比率（対売上高比）が高い企業は、銀行借入や株式発行などにより資金調達を行うと、研究開発情報が外部へ漏洩するため、内部資金でのファンディングが研究開発投資の中心となっているという傾向がある。このため、研究開発投資が製品化へつながり、キャッシュフローとして結実した場合には、内部資金力もさらに強化されるた

め、銀行借入や株式発行への依存をますます低下させる。インドにおいても、バイオ事業を中心とする近年の研究開発投資促進政策は、徐々にイノベーション頻度を高める結果として奏功しつつあり、日本と同様の状況が生まれている可能性がある。

最後にソフトウェアと通信機器では、前者は固定資産、後者は ROA が DE レシオに影響を与える主要な要因となっている。ソフトウェアの推計結果では、総資産残高も有意な影響を DE レシオに対して及ぼしているが、符合がマイナスであるため、その解釈は困難である。ソフトウェアは Sargan 統計量は有意であるものの、Arellano-Bond 検定量は一次、二次双方ともに非有意である。こうした標本全体の誤差項が総資産残高などの推計結果に影響を与えている可能性は棄却できない。通信機器業界では、内部資金力と DE レシオとの代替関係が有意に検出されており、内部資金—銀行借入の資金調達序列が有効に機能しているものと考えられる。留意を要する点は、通信業界として作成したサンプルには、IT 企業として好業績を続けている企業と、伝統的なインフラ企業として業績が低迷している企業の双方のサンプルが混入していることである。前者はトービンの Q などが資金調達手段の選択に影響を与えていると考えられ、後者は総資産規模、固定資産が影響を与えている可能性がある。双方の特徴が混入していることから、結果が芳しくなかった可能性が考えられる。

図表 3-17 推計結果

(1) 全標本			(2) 自動車・部品		
	係数	Z値		係数	Z値
DER(一期前)	0.536 ***	11.390	DER(一期前)	0.135	0.860
ROA	-0.156 ***	-5.560	ROA	-0.411 ***	-3.970
ASSET	4.490 ***	3.630	ASSET	3.302	1.390
FIXED	0.094	0.040	FIXED	-6.702 *	-1.890
MBR	0.004	0.040	MBR	-0.568	-0.700
Const	-0.752 ***	-4.340	Const	0.049	0.170
Sargan検定	431.480 ***		Sargan検定	72.000 ***	
Arellano-Bond検定I	-10.790 ***		Arellano-Bond検定I	-2.000 **	
Arellano-Bond検定II	-4.480 ***		Arellano-Bond検定II	-2.540 **	
企業数	1,864		企業数	120	
標本数	548		標本数	32	
(3) 化学			(4) 建設		
	係数	Z値		係数	Z値
DER(一期前)	0.163 **	1.83	DER(一期前)	0.185	0.240
ROA	-0.270 ***	-4.07	ROA	0.312	0.860
ASSET	-1.835	-1.14	ASSET	-5.179	-1.050
FIXED	2.417	0.98	FIXED	-6.820	-0.720
MBR	-3.537	-0.84	MBR	53.695 **	2.070
Const	-0.782	-0.74	Const	-1.510	-0.550
Sargan検定	87.700 ***		Sargan検定	35.370 ***	
Arellano-Bond検定I	-2.400 **		Arellano-Bond検定I	0.530	
Arellano-Bond検定II	-2.560 **		Arellano-Bond検定II	0.290	
企業数	291		企業数	53	
標本数	78		標本数	18	
(5) 電気機器			(6) 医薬品		
	係数	Z値		係数	Z値
DER(一期前)	-0.152	-0.690	DER(一期前)	0.589 ***	7.240
ROA	-0.010	-0.100	ROA	0.087	0.740
ASSET	11.472 ***	2.860	ASSET	-2.921	-0.700
FIXED	17.197 **	1.990	FIXED	5.421	0.540
MBR	-2.251	-1.560	MBR	-0.178	-0.230
Const	-0.782 *	-1.680	Const	0.153	0.250
Sargan検定	39.240 ***		Sargan検定	91.620 ***	
Arellano-Bond検定I	0.830		Arellano-Bond検定I	-9.080 ***	
Arellano-Bond検定II	-3.300 ***		Arellano-Bond検定II	7.610 ***	
企業数	57		企業数	151	
標本数	17		標本数	44	
(7) ソフトウェア			(8) 通信機器		
	係数	Z値		係数	Z値
DER(一期前)	-0.087	-0.510	DER(一期前)	-0.184	-1.120
ROA	-0.006	-1.220	ROA	-0.217 **	-2.590
ASSET	-0.360 **	-1.990	ASSET	-2.143	-0.750
FIXED	1.390 ***	3.010	FIXED	-2.001	-0.460
MBR	-0.000	-0.070	MBR	-0.084	-0.180
Const	0.272 ***	3.500	Const	0.735 **	1.990
Sargan検定	53.670 ***		Sargan検定	50.980 ***	
Arellano-Bond検定I	0.050		Arellano-Bond検定I	-3.000 ***	
Arellano-Bond検定II	0.400		Arellano-Bond検定II	0.850	
企業数	142		企業数	59	
標本数	48		標本数	18	

・金融政策・内外資本移動が与える金融システムへの影響

・金融政策・内外資本移動が与える金融システムへの影響

4.1 分析の目的

本報告書は、第Ⅰ章においてインド銀行行政・金融システムの分析を行い、インドの金融システムに係る諸規制と、銀行経営を監督するための行政、そして歴史的にどのような変遷を経て今日の金融システムが育まれたかについて考察を行った。第Ⅱ章では、第Ⅰ章における定性分析・現状分析をベースとして、定量的にインドの銀行システムがいかなる特徴を持っているのかについて、トランスログ型生産関数を推計することにより検証を行った。第Ⅱ章において貸出市場における供給サイドの分析を行った後、第Ⅲ章では、需要サイド、すなわち借り手側の資金調達活動がいかなる要因に影響を受け、今日のインドの企業金融システムが成立してきたかについて検証を行った。上記の第Ⅰ～Ⅲ章までの、個々の金融システムにおける経済主体の個別分析を踏まえ、Ⅳ章では、インド準備銀行の金融政策が、これらの経済主体にいかなる影響を及ぼすことで、インドの金融政策がマクロ経済的に見て、政策効果を及ぼしているのかを分析する。

第Ⅰ章からⅢ章の個別経済主体分析において明らかにされた点は、次の通りである。第一にインドでは、1934年インド準備銀行法及び1949年インド銀行法に基づき、金融政策と銀行監督行政を行う機関が同一である。1991年以降の金融自由化の後、現在では、自己資本比率規制強化、オンサイト・オフサイト・モニタリング強化など多岐にわたる金融検査監督の強化が進められており、ノンバンク監督行政、協同組織金融機関の監督行政もインド準備銀行へ集中されつつある。この新たな「事後」金融行政強化の潮流の中、世界的なデスインフレの進行はインドの銀行経営へも影響を及ぼし、1999年から2004年にかけて金融機関の収益性が改善し、不良債権処理が劇的に進行したとともに、都市部大規模銀行のリテール戦略が奏効したことにより、極めて高い収益性を示している。ただし、インドの銀行経営は未だ、「労働」「資本」「調達コスト」の3つの生産要素のうち、「労働」が与える影響が大きい。これが意味するところは、インドの金融政策は、勿論、直接的に調達コストへ影響を与えることで、金融機関の銀行経営に影響を与え得るが、労働価格、資本価格の相対価格変化はこの調達コストを通じる影響よりも、大きな影響力を持ちうる。また、インドの借り手の企業金融行動では、多くの企業が内部資金、株式発行を主たる資金調達手段として重視している。このため、自動車・部品メーカーや一部の家電メーカーなど、銀行借入に調達手段を依存する産業も存在するが、金融政策スタンスの変更による調達コストの変化を通じて、借り手の調達活動に影響を与え得る産業は限定的である。

上記のⅠ章からⅢ章までの分析を踏まえて、Ⅳ章では定量的に実際、インドでは金融政策はどのような波及経路を通じて、どの程度、個々の経済主体の経済活動に影響を与え得るのかを検証する。分析手段は、AD-AS（総需要-総供給）モデルを想定した構造ベクトル自己回帰モデル（構造VARモデル）を用い、金融政策の変更が、財需要、通貨需要、財供給、それぞれにどのように影響を与えることで、金融政策が機能しているのかを検証す

る。また本章の最後では、金融政策のコントローラビリティを喪失させる可能性がある内外資本移動の直近の状況について、統計整理したデータをもとに考察し、上記の金融政策の定量分析の議論を補強するものとする。

4.2 分析の手順

本章の実証分析で採用する構造VARは、次のAD—AS（総需要—総供給）モデルを想定している。下式はそれぞれ、（1）財需要、（2）通貨需要、（3）財供給、（4）政策反応関数を意味する。尚、政府支出及び賃金は外生変数とする。

$$\begin{aligned}
 (1) Y &= C(Y) + I(Y, R) + \bar{G} \\
 (2) \frac{M}{P} &= M^d(Y, R) \\
 (3) Y &= f\left[L^d\left(\frac{\bar{W}}{P}; \bar{k}, \bar{A}\right)\right] = y^s\left(\frac{\bar{W}}{P}; \bar{k}, \bar{A}\right) \quad (1.1) \\
 (4) R &= R^p(Y, P / \bar{P}_{-1}; \bar{P}^*)
 \end{aligned}$$

Y : 所得、 C : 消費、 I : 投資、 R : 金利、 M : 通貨量、 P : 物価、 \hat{P} : 期待インフレ率、 P^* : 目標インフレ率、 L : 労働力、 W : 賃金、 G : 政府支出

本稿の構造VARは、（1.1）式を変形し、次の外生変数のない確率モデルを推計する。

$$\begin{aligned}
 (5) Y &= Y^d(R) + \varepsilon_{IS,Y} \\
 (6) M &= M^d(Y, R, P) + \varepsilon_{LM,M} \\
 (7) Y &= Y^s(P) + \varepsilon_{AS,Y} \quad (1.2) \\
 (8) R &= R^p(Y, P) + \varepsilon_{MP,R} \\
 (9) RM &= RM^d(R, M) + \varepsilon_{RD,RM}
 \end{aligned}$$

RM : リザーブマネー

（1.2）を基礎にして、生産、物価、金利、通貨量、リザーブマネーの5変数の構造VARを推計する。構造系方程式は、

$$Bx_t = A_0 + A_1x_{t-1} + A_2x_{t-2} + \cdots + A_px_{t-p} + \varepsilon_t. \quad (1.3)$$

ここで、 B は 5×5 から構成される t 時点における係数行列、 $A_i, i=0, \dots, p$ は、 5×5 の定数

から構成される係数行列である。 ε_t は攪乱項で、5 つのショックから構成されるベクトルである。この攪乱項は異時点間、同時点においても相関がなく、平均ゼロで均一分布が仮定されている。

(1 . 3) の係数行列 B の逆行列 B^{-1} を両辺に掛けると、

$$x_t = B^{-1}A_0 + B^{-1}A_1x_{t-1} + B^{-1}A_2x_{t-2} + \cdots + B^{-1}A_px_{t-p} + B^{-1}\varepsilon_t. \quad (1 . 4)$$

(1 . 4) の誘導系方程式を導出することができる。(1 . 4) の攪乱項 $B^{-1}\varepsilon_t$ の共分散行列 V を計算すると、

$$V = B^{-1}\varepsilon_t(B^{-1}\varepsilon_t)' = B^{-1}\varepsilon_t\varepsilon_t'B^{-1} = B^{-1}(\varepsilon_t\varepsilon_t')B^{-1} = B^{-1}DB^{-1} \quad (1 . 5)$$

となり、共分散行列 V は 5×5 の行列である。

推計方法は、まず、誘導系方程式を推計し、その後、誘導系方程式で得られたパラメータを用いて構造系のパラメータを求める。

推定されるインパルス応答関数は、以下の符合条件に従うことが期待される。

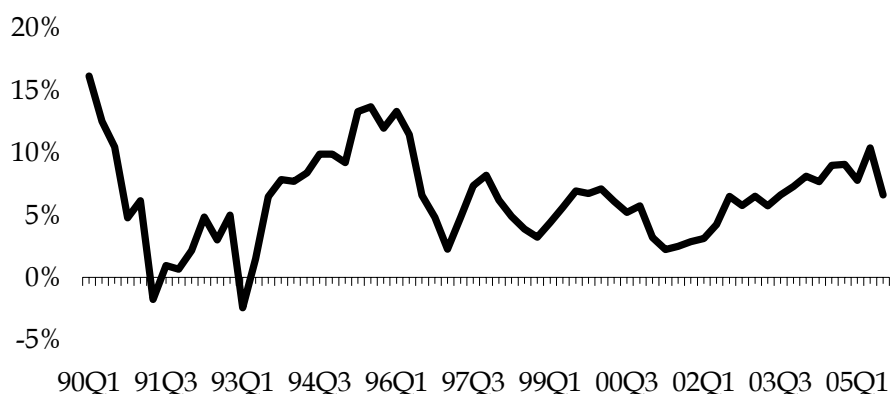
$$\begin{bmatrix} 1 & 0 & a_{YR} & 0 & 0 \\ -a_{PY} & 1 & 0 & 0 & 0 \\ -a_{RY} & -a_{RP} & 1 & 0 & -a_{R,RM} \\ -a_{MY} & -a_{MP} & a_{MR} & 1 & 0 \\ 0 & 0 & a_{RM,R} & -a_{RM,M} & 1 \end{bmatrix} \begin{bmatrix} Y_t \\ P_t \\ R_t \\ M_t \\ RM_t \end{bmatrix} = c + A(L) \begin{bmatrix} Y_t \\ P_t \\ R_t \\ M_t \\ RM_t \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} \varepsilon_{IS,Yt} \\ \varepsilon_{AS,Pt} \\ \varepsilon_{MP,Rt} \\ \varepsilon_{LM,Mt} \\ \varepsilon_{RD,RMt} \end{bmatrix}$$

4 . 3 原データの検証

(1) 鉱工業生産指数

1990 年 1 - 3 月期から現在にかけてのインドの鉱工業生産指数 (全業種) は、前年比で平均 6.4% の上昇率で推移してきた。標本期間中の鉱工業生産指数は、概ね 3 つの局面に分割することができる。第一の局面は 1990 年から 1993 年にかけてのダウントレンドであり、この時期は、インドの鉱工業生産指数は 3 年以上、伸び率の縮小を続け、1993 年 1 - 3 月期に 2.4% を記録している。第二の局面、第三の局面は、1993 年 ~ 1996 年、1997 年から現在にかけてである。第二の局面では第一の局面で下落基調が続いた指数の伸び率は一貫した回復基調を示し、1995 年以降は 2 桁の伸び率を持続的に記録した。1997 年以降は、この伸び率は再び低位安定的となったものの、2000 年頃から緩やかな上昇基調を描き、今日に至っている。直近の 2 年間では、上昇率は 2 桁を超えることも珍しくなく、安定的な上昇基調が続いている。

図表 4 - 1 インド鉱工業生産指数（前年比）伸び率の推移

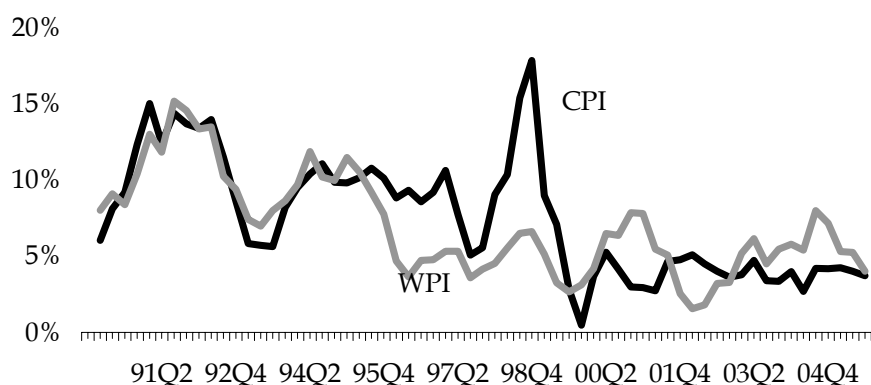


資料：CEIC より三菱総合研究所作成

（２）物価

インドのインフレ率は標本期間中、長期的には伸び率のダウントレンドが続いている。長期トレンドとしてインドの物価上昇率は1990年代前半の10%台前半の伸び率から、近年は1桁台前半の伸び率へ収束している。インドでは、1991年の経済自由化措置時には、インフレ率は消費者物価、卸売物価ともに2桁を超える上昇率が続いていたが、1990年代半ばよりこの傾向は軟化、最近時点のインフレ率は双方ともに5%前後で推移している。2000年以降のデフレーション的要因には、中国のデフレの輸出など様々な要因が指摘されている。インドは石油の輸入依存度が高いに関わらず、2004年以降の石油価格上昇局面においても、物価上昇率は安定的に推移している。

図表 4 - 2 インド消費者物価、卸売物価指数（前年比）伸び率の推移

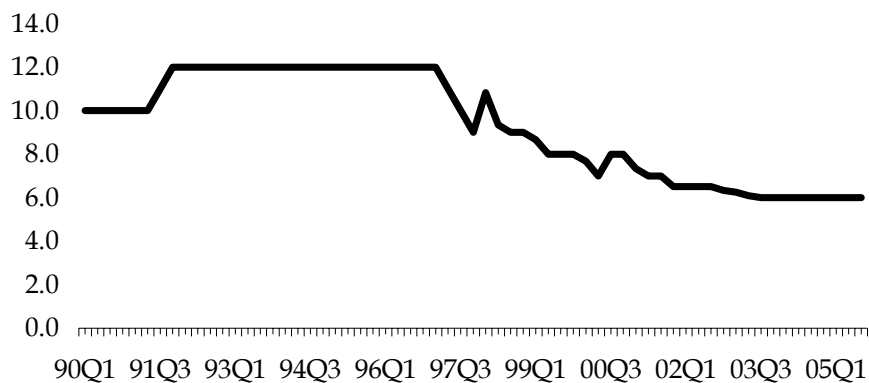


資料：CEIC より三菱総合研究所作成

(3) 金利

インドの標本期間中の短期金利の推移を確認してみると、1991 年以降もしばらくは規制金利時代が続いたことから、(1)(2) で示した実体経済、インフレ率の変動に対して、柔軟には変動していない時代が長く続いたことがわかる。特に 1990 年から 1995 年の間は、2 桁を超えるインフレ率が度々記録されているにも関わらず、金利の上昇は限定的であり、インド準備銀行の金融引締め政策は多くの限界に直面していたことがわかる。他方、1997 年になると、金利自由化の進展が本格化し、インドのインターバンク市場も、実体経済やインド準備銀行の金融調整に呼応する形で変動している。この時期には、(2) で示されたように、世界的にデスインフレの潮流にインドも影響を受けることとなったことから、短期金利も緩やかな下降トレンドを描いている。

図表 4 - 3 インド・インターバンク金利 (3 ヶ月) の推移

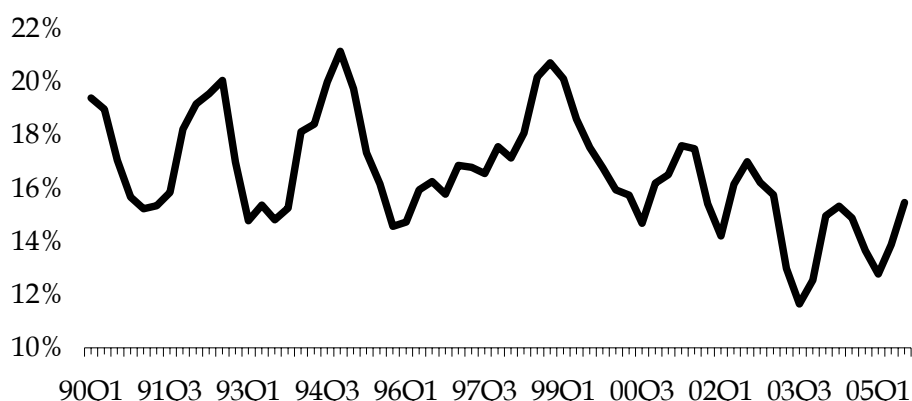


資料：CEIC より三菱総合研究所作成、単位：%

(4) 通貨供給量

インドの金融政策の特徴は、金利面での規制環境が 1990 年代前半は厳格であったことから、その反動として通貨供給量の変動幅が大きいことである。標本期間中の通貨供給量 M2 の前年比の推移を見ると、インフレ率を大きく上回る水準で、標本期間中推移しており、また物価上昇率が長期的なダウントrendを描いているのに対し、通貨供給量の下降基調は緩やかである。尚、金融政策の波及プロセス上、通貨供給量と関係が深いリザーブマネーの時系列的推移については本報告書第 I 章で述べた通りである。

図表 4 - 4 インド・通貨供給量 M2（前年比）伸び率の推移



資料：CEIC より三菱総合研究所作成、単位：％

4 . 4 単位根検定

構造 VAR の推計、検定を行う前に、本実証分析では、単位根検定を実施し、各時系列データの定常性について統計的な確認を行った。この理由は、構造 VAR の推計、検定においても、誤差項は定常であることが前提とされているためである。単位根検定には DF 検定、WS 検定、PP 検定など数種類の検定方法が存在するが、本分析ではこのうち、最も伝統的な手法である DF 検定を採用した。

本実証分析の標本数は、1990 年第 I 四半期から 2005 年第 III 四半期までのデータを用いていることから、63 である。この 63 のデータをもとに、トレンド、定数項なしの自然対数値の DF 検定を行ってみた結果は次の通りである。まず鉱工業生産指数 Y が有意水準 1% のもとでデータが定常であることが確認されている。また通貨供給量 M、リザーブマネー RM についても同 10% で定常性の検定は有意であった。したがってこれらの変数については、階差を用いることなく、自然体数値をそのまま採用することとする。一方、CPI、R については、自然対数値の検定では非有意であり、一階差を用いたデータの検定では 1% の水準のもとで有意であった。

これらの検定結果より本分析では、まず階差なしの DF 検定において有意であった鉱工業生産指数 Y（前年比伸び率）、通貨供給量 M（同）、リザーブマネー（同）については自然体数値を採用し、消費者物価指数（前年比伸び率）、短期金利 R（同）については、一階差を用いたデータにより構造 VAR を推計、検定することとする。

図表 4 - 5 標本データの単位根検定結果

	対数値	一階差
Y	-3.592 ***	-7.674 ***
CPI	-2.049	-6.212 ***
R	-0.181	-8.534 ***
M	-2.724 *	-5.618 ***
RM	-2.789 *	-3.824 ***
標本期間	1990I ~ 2005III	
標本数	63	62

注：表中数値は Z 値、***, **, * はそれぞれ 1%、5%、10% のもとでの有意を示す。

4 . 5 構造 VAR の推計結果

(1) グランジャーの因果性検定

まず前節で示された 5 変数間のグランジャー因果性検定の結果を見てみると、次の検定結果が得られている。まずインド準備銀行が直接、影響を与えることが可能な短期金利、レポレートの変化はリザーブマネー、通貨供給量 (M2) に対して有意に影響を与えうることが示されている。一方、この短期金利は唯一、物価水準からも影響を受けており、インドの金利政策が生産面からの影響は受けにくく、専ら物価面を注視している可能性を窺わせる。

金利政策により影響を受けたりザーブマネーは、通貨供給量、鉱工業生産に対して影響を与えていることも併せて示されている。リザーブマネーと通貨供給量は、第 I 章で示された通り、その定義からも極めて近い関係にあるが、因果性検定の結果は、リザーブマネーから通貨供給量へは影響が与えられるものの、通貨供給量の変化がリザーブマネーに与える影響は非有意であった。このことから、通貨供給量の決定は、貨幣市場において通貨需要の影響力が大きいことから、インドの金融政策では、金融政策により直接的にこれに影響を与えることは難しく、リザーブマネーの変化を通じて、影響が波及している可能性が示されている。

リザーブマネーの変化に関係が深い変数には鉱工業生産があげられる。1990 年 1 - 3 月期から 2005 年 7 - 9 月期にかけての標本では、リザーブマネーと鉱工業生産は双方に影響を及ぼしあっている。このことは、金利政策を通じてリザーブマネーに影響を与え、リザーブマネーの変化が生産面へ及んでいる経路が示されたことになるが、一方で、財・サービス市場における生産活動もリザーブマネーに影響を及ぼし得ることが示されている。

鉱工業生産と有意な因果関係を持つ変数には、リザーブマネーの他、消費者物価がある。鉱工業生産と消費者物価は双方向に因果関係を有していることから、経済が過熱すれば物価上昇圧力が掛かり、また物価上昇率が高い時期には生産面へ負の影響が及んでいるものと類推される。すでに述べたように、短期金利から消費者物価への波及効果は非有意であり、インドでは高インフレ率に対する金融引締め効果が限定的であることが示されている。ただし、グレンジャー因果性検定の結果を見ると、短期金利から物価へは、リザーブ・マネー

一、鉱工業生産の2つの変化を経て、影響が及んでいるものと見られる。

上記の因果関係を総合すると、インドの金融政策は、消費者物価の変化に対して敏感に金利政策が発動され、インフレ率が与える金利水準への影響は鮮明である。一方で、逆にインフレ率が上昇した際の金融引締め波及プロセスは、短期金利の上昇が直接、インフレ率に影響を与えるという経路ではなく、一旦、リザーブマネー、財・サービス市場での生産活動への影響を経て、物価面へ効果が及ぶこととなる。したがって、金融政策と物価との間には、その波及経路において、非対称的な関係があると言えよう。

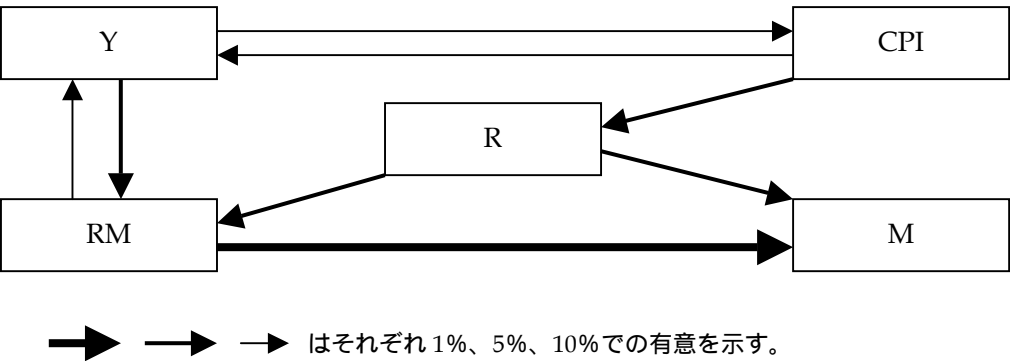
図表 4 - 6 5 変数 AD - AS 構造 VAR モデルの同時点係数行列

1.000 .	0.000 .	0.000 .	0.000 .	0.000 .
0.067 (0.630)	1.000 .	0.000 .	0.000 .	0.000 .
2.560 (0.970)	3.115 (0.990)	1.000 .	0.000 .	0.000 .
0.003 (0.050)	0.115 (1.590)	0.004 (1.230)	1.000 .	0.000 .
0.377 (2.660)	0.196 (1.140)	0.011 (1.530)	0.214 (0.720)	1.000 .
標本数 61				
モデル 丁度識別モデル				

図表 4 - 7 グランジャー因果性検定の検定結果

	Y	CPI	R	M	RM
Y		5.917 *	1.974	0.289	7.362 **
CPI	4.645 *		8.663 **	2.362	3.141
R	1.869	1.384		7.073 **	7.553 **
M	1.567	2.009	1.896		0.205
RM	7.031 **	0.886	3.882	11.138 ***	

【注】表中数値は 2 乗検定量、***、**、*はそれぞれ 1%、5%、10% 有意を示す。



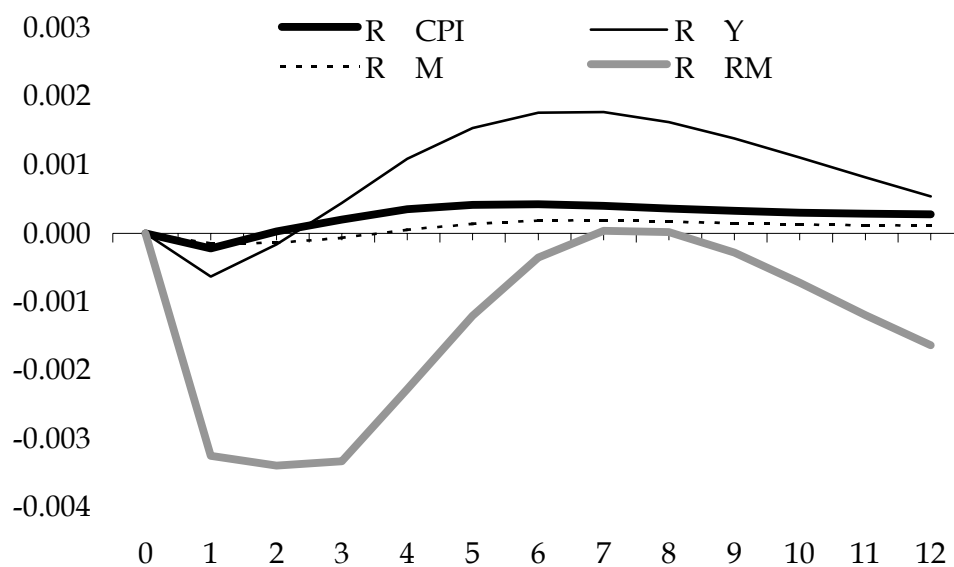
（２）インパルス応答について

前節において示された同時点係数行列とグランジャー因果性検定結果をもとに、インド準備銀行の金融政策の効果が累積的にいかなる影響を及ぼしているのかを図示した結果が次図表である。インパルス応答については、金融政策当局が直接的にコントロールが可能な変数である短期金利、リザーブマネーの２つの変数が、どのように影響を与えるかに注目した。

インパルス応答の結果を見てみると、まず短期金利の変化が消費者物価、鉱工業生産、通貨供給量、リザーブマネーに与える影響は次の通りである。まず消費者物価への影響は、例えば金融引き締め後、1 四半期後には消費者物価の抑制効果は働くが、その後は効果はほぼ消失するという結果となっている。一方、金利の引き上げに最も影響が大きいのがリザーブマネーであり、金融引き締めから 3 ヶ月の間に、リザーブマネーは大きく減少する。通貨供給量への影響は、リザーブマネーへの影響に比べれば緩やかなものとなっており、波及プロセスとしては、リザーブマネーへの影響後、通貨需要に影響を与えているものと考えられる。鉱工業生産への影響も 3 ヶ月後に、引き締め効果が強く効くものの、その後、影響は減衰してゆく結果となっている。

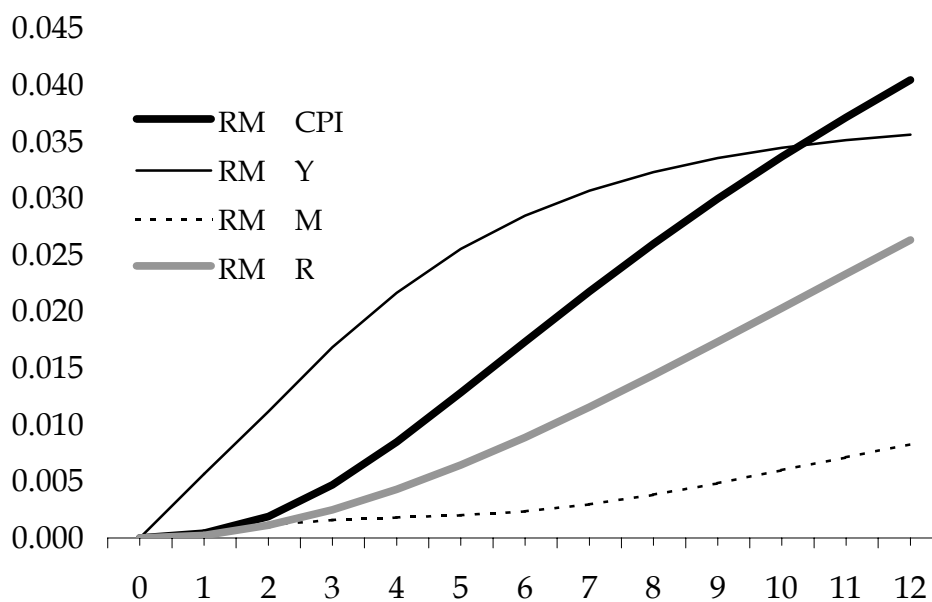
金利の引き上げが与える各経済変数への影響が不安定であるのに対して、リザーブマネーの変動の影響は鮮明である。リザーブマネーの増加は消費者物価を引き上げ、鉱工業生産を拡大、その過程において、通貨供給量の拡大を通じて、金利の上昇圧力を高める波及プロセスが示されている。ただしその影響度合いから見ると、1%のリザーブマネーの拡大に対して最も影響が大きいのが鉱工業生産であり、3 ヶ月後には 0.5%の生産刺激効果を持つ。一方で、消費者物価、通貨供給量、短期金利への影響が鮮明化するのは 6 ヶ月目以降であり、リザーブマネーの拡大の影響は、経済変数間で時間的なラグをとまって波及してゆくことがわかる。

図表 4 - 8 短期金利上昇が与えるインフレ率、生産、通貨供給への影響



資料：三菱総合研究所推計

図表 4 - 9 リザーブマネー拡大が与えるインフレ率、生産、通貨供給への影響



資料：三菱総合研究所推計

4.6 内外資本移動の現状と展望

(1) インドと内外資本移動の現状

前節では、インド準備銀行の主要な金融政策手段である金利政策とリザーブマネーの調節が、実物経済面へいかなる影響を及ぼすのか、定量的な検証を行った。前節までの実証分析では変数として定量的に盛り込めなかった点として、内外資金フローの国内経済への影響があげられる。第一章で見た通り、インドの金融政策は、特に1991年までは、リザーブマネーの拡大が中央政府、州政府を通じて国内全体の資金需要を拡大し、生産、消費面へ波及するのが、一般的な金融政策波及プロセスの姿であった。しかし1991年以降、インドの経済自由化、市場経済化が進むにつれ、現在のリザーブマネーは外貨準備増減からの影響を多大に受け、さらに2003年以降は、急速な資本流入が続いており、金融政策による実体経済のコントロールビリティが低下している可能性がある。

インドへの資本流入の変化を時系列で確認してみると次の状況が見て取れる。まずインドでは1991年までは年額おおむね1億INRの資本流入が続いていた。この状況は1992年以降、経済自由化政策が次第に浸透するにつれ拡大し、1993年以降は40-60億INRの規模へ拡大し、その状況は2000年まで持続した。2001年以降はさらにこの状況が先鋭的となり、また2003年以降は、特に人民党政権からUPA政権への政権交代以降は年間140-160億INRへ爆発的に拡大した。

1990年代以降のインドへの対内資本流入の動向を整理すると、3つの局面に整理することができよう。まず第一局面は経済自由化がスタートするまでの1990-1992年である。この時代は1961年から1980年代までの社会主義経済化の延長線上にあり、対内投資は停滞の時代が続いていた。対内投資が数字で見て明らかに拡大トレンドを描くこととなったのは1993年以降である。1993年から2000年までの時代はおおむね40-60億INRの規模で対内投資は拡大し、その主役は主に直接投資であった。この時期は、1989年の冷戦崩壊により、民間レベルではインドと米国の関係が劇的に改善された時代である。特に米国では第二期クリントン政権時の1990年代後半、戦後最大の好景気と、情報通信革命を経験、特にIT企業を中心としてインド企業と資本提携、その他の直接投資を進める企業が増加した。2003年以降は、UPA政権下のもと、ニューデリー、バンガロール、ムンバイのみならず、全国的にこうした拡大が進行し、直接投資と証券投資双方の形態での資本流入が拡大した。

2003年以降の象徴的な投資拡大トレンドの一方で、中央政府、州政府向け投資は、近年、先細り傾向にある。直接投資は主として民間企業の株式長期保有を目的とした投資が拡大しており、2003-2004年は46-55億INRの資本がこの株式保有へと向かった。また証券投資は、外国人投資家による投資の拡大が著しく、特に2003年には1,091億INRの外国人による株式、債券投資が実施されている。購入から売却を差し引いたネットの値においても、図表4-9に見られるように、インド向け対内投資は劇的な拡大を示しているが、これをグロスで改めて見てみると、この拡大傾向はさらに著しい。2004年のグロスで見たインドでの海外からの証券購入は2.9兆INRを記録している。中央政府、州政府ともに財政赤

字問題が深刻化するインドでは、国際格付け機関による公債の信用格付けが低下していることから、債券の購入は売超を記録する年度も多い。主として株式投資のグロスでの拡大が、全般的な対内証券投資の牽引役となっている。

（２）邦銀によるインド国内融資の現状

直接投資、証券投資以外の対内資本流入の形態である、銀行融資について、邦銀の動向を確認してみると、次の状況となっている。まずインド国内で最も大きな貸出残高、総資産残高を有する邦銀が（旧）東京三菱銀行（現三菱東京 UFJ 銀行）であり、2004 - 05 年度で貸出残高は 56 億 INR である。続いてみずほコーポレート銀行、三井住友銀行、UFJ 銀行となっており、今回の三菱東京 UFJ 銀行の誕生により、インド国内での新銀行の融資残高は 66 億 INR に拡大していると見られる。

邦銀のインド国内での融資パターンは似通っており、1991 年以降の第一のブームは 1996 - 97 年度、第二のブームが 2001 - 02 年度であった。（旧）東京銀行と（旧）三菱銀行合併前後のこの時期には、同行の貸出残高は 110 億 INR にまで増加し、その後緩やかな減少を続けていった。第二の波、すなわち 2001 - 02 年度には再びこの融資残高は約 70 億 INR まで増加した。他の邦銀も、多かれ少なかれ、この（旧）東京三菱銀行の融資拡大のトレンドと一致している。

背景を考察してみると、これらの時期はインド国内において外資系企業の進出が増加し始めた都市であり、日系進出企業、欧米系進出企業であるなしに関わらず、邦銀がこうした企業に融資を拡大したものと見られる。2004 - 05 年度以降は、国内全般的に特に日系企業の進出が増加していることから、再び増加基調になっているものと見られる。

図表 4 - 10 インド向け対内直接投資、対内証券投資額の推移

	対内投資計	対内直接投資計				対内証券投資計			
		うち株式投資	うち政府向け	うちインド準備銀行		うちGDR	うち外国人投資家	オフショアファンド	
1990年	103	97	NA	NA	NA	6	0	0	6
1991年	133	129	129	66	0	4	0	0	4
1992年	559	315	315	222	42	244	240	1	3
1993年	4,153	586	586	280	89	3,567	1,520	1,665	382
1994年	5,138	1,314	1,314	701	171	3,824	2,082	1,503	239
1995年	4,892	2,144	2,144	1,249	169	2,748	683	2,009	56
1996年	6,133	2,821	2,821	1,922	135	3,312	1,366	1,926	20
1997年	5,385	3,557	3,557	2,754	202	1,828	645	979	204
1998年	2,401	2,462	2,462	1,821	179	-61	270	-390	59
1999年	5,181	2,155	2,155	1,410	171	3,026	768	2,135	123
2000年	6,789	4,029	2,400	1,456	454	2,760	831	1,847	82
2001年	8,151	6,130	4,095	2,221	767	2,021	477	1,505	39
2002年	6,014	5,035	2,764	919	739	979	600	377	2
2003年	16,050	4,673	2,387	928	534	11,377	459	10,918	0
2004年	14,444	5,535	3,362	1,062	1,259	8,909	613	8,280	16

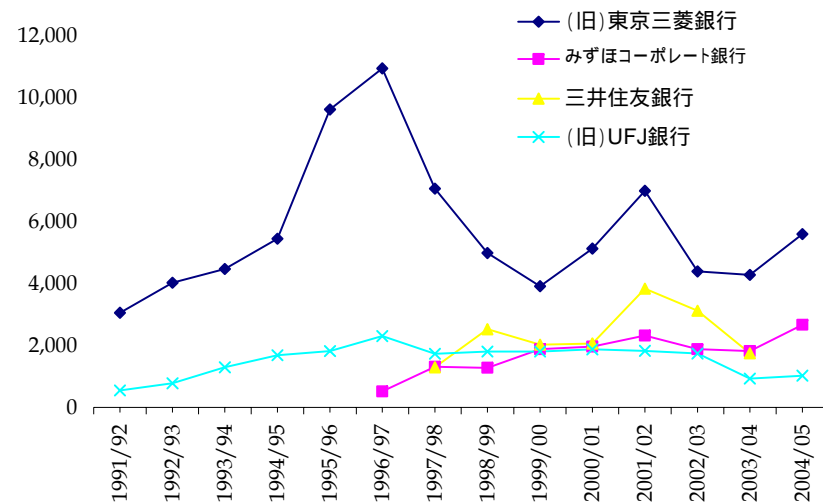
資料：Reserve Bank of India, Statistical Tables Relating to Banks in India より三菱総合研究所作成、単位：100 万 INR

図表 4 - 11 インド向け対内証券投資の動向

	対内証券投資 計(ネット)	株式(ネット)	債券(ネット)	証券購入計	株式購入計	債券購入計	証券売却計	株式売却計	債券売却計
1996年	62,066	57,595	4,471	189,266	178,370	10,896	127,200	120,775	6,425
1997年	-14,588	-7,447	-7,141	137,465	132,425	5,040	152,053	139,872	12,181
1998年	66,961	65,779	1,188	372,115	363,938	8,177	305,153	298,159	6,986
1999年	64,384	62,972	1,409	774,416	745,660	28,756	710,034	682,689	27,345
2000年	133,000	131,290	1,708	569,491	517,795	51,697	436,494	386,506	49,987
2001年	36,777	36,296	481	492,708	464,789	27,921	455,936	428,497	27,437
2002年	351,538	304,594	46,944	1,050,965	944,120	106,845	699,431	639,535	59,896
2003年	420,491	389,658	30,833	1,994,844	1,856,720	138,124	1,574,364	1,467,067	107,297
2004年	416,635	471,819	-55,184	2,930,369	2,860,214	70,155	2,513,741	2,388,409	125,332

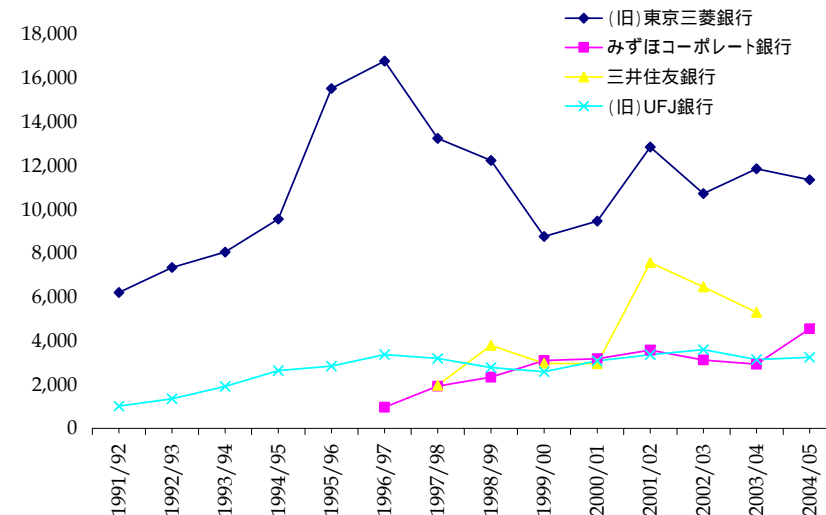
資料：Reserve Bank of India, Statistical Tables Relating to Banks in India より三菱総合研究所作成、単位：100 万 INR

図表 4 - 12 邦銀のインド国内貸出残高の推移



資料：CEIC より三菱総合研究所作成、単位：100 万 INR

図表 4 - 13 邦銀のインド国内総資産の推移



資料：CEIC より三菱総合研究所作成、単位：100 万 INR

4.7 今後の内外資本移動の展望と金融政策

本章ではインド準備銀行の金融政策の波及プロセスについての実証分析を行い、そこにおいて金利政策およびリザーブマネーの増加が与える実体経済への影響について分析した。これらの実証結果と、報告書Ⅰ章～Ⅲ章における分析結果を併せて解釈すると、次の含意が導かれよう。第一に、本報告書第Ⅰ章ならびに2005年11月の現地調査では、インド国内でのデイスインターメディエーションが、1990年代半ばより劇的に進行していることが明らかとされている。このため、本章における金利政策の波及プロセスが、銀行システムを通じて銀行市場での資金需要が調節されるというよりも、金融市場にその効果が直接的に及ぶものと考えられる。

現地調査でのLupin社などの典型的に見られたように、ムンバイ、ナショナル市場上場企業のうち、上位200-300社は、資金調達序列上、内部資金の次に株式市場、短期記入市場へ向かう傾向が強い。このことから、企業規模が大きい国内有力企業には、金利政策は、金融資本市場での金利変動を通じて波及し、中堅企業から中小企業で銀行借入依存度の高い企業では預貸市場での金利変動を通じて影響が波及するものと考えられる。1990年代の金利自由化を経て、近年は、金利規制により変動が制限されるケースも少なくなってきたことから、金融政策の自由度はより高まっていると見られる。

一方でインド準備銀行の金融政策の影響は希薄化してしまう環境変化として、リザーブマネーや内外資本移動のコントローラビリティの喪失があげられる。特にUPA政権下における直接投資誘致政策は、2004-05年のインド経済を扶養させる起爆剤となったものの、経済規模に比べて、過大な資本流入は金融政策を無効化してしまう危険を内包している。今後も、国内インフラ整備のために海外からの実物投資はインドの経済発展にとって必須である。しかし、近年は、証券投資のみならず直接投資においても、長期保有目的とは言え、株式投資が増大している。今後のインドの投資誘致政策では、こうした株式投資がいかに実物面へ貢献しているかに目を向ける必要がある。

銀行業が、法人融資の事業面での関心を喪失していることから、近年はリテール分野へ注力していることが、低金利経済化で消費が持続的に拡大している背景としてあげられる。すなわち、金利低下と中産階級層の拡大にともない、自動車販売やクレジットカード販売が、近年の国内消費の拡大に貢献している。今後は、国内商業銀行、外国銀行ともに、地方都市、農村地域へのリテール・ビジネスの浸透を目指しているが、金利政策によりこの巨大な消費人口をどのように抑制してゆくかも検討されなければならない。

. 現地調査録

．現地調査録

要 旨

I． インド国内金融システムの現状 - 民間部門 -

1．国内金融機関

- ・ 金融システム関連法案の進捗状況について、まずノンバンクの監督行政と商業銀行株主議決権比率 Financial Company Act の改正は、2005年11月時点で未可決のままである。
- ・ 協同組織金融機関の監督に関する法案については、州政府内にすでに存在する監督組織とインド準備銀行との間の調整に時間を要しており、同法案も可決は遅れている。
- ・ 近年、合従連衡が続く政府系開発銀行は、地方経済での民間商業銀行の業容拡大が進むにつれ、次第に時代に沿わなくなり、吸収合併が頻発している。
- ・ 民間金融機関では、State Bank of India は、インド準備銀行におよそ57%程度の株式を所有されているが、この銀行は他の7行の州立銀行の最大株主である。したがって、7州立銀行はインド準備銀行の銀行孫会社ということになる。今後の銀行システムは、この State Bank of India グループと民間商業銀行が中心的役割担うこととなろう。
- ・ 民間商業銀行は、近年、モーゲージローンや自動車ローンなどのリテール・バンキングの成功により収益の改善が著しい。今後は農村地域でのリテール戦略が、これらの銀行のさらなる収益拡大の鍵となろう。

2．国内企業金融

- ・ インドの製造業、サービス業者の資金調達活動の特徴は、大規模企業ほど、銀行借入への依存度が低いことである。これは、東アジア諸国のように、内部資金に依存した結果ではなく、株式市場も外部資金調達場として重要な位置づけにあるためである。
- ・ インド企業が銀行借入を飛び越して株式市場へ向かう理由は、1990年代後半は、貸出金利水準が高いことに加え、変動が激しかったためである。

II．インド国内金融システムの現状 - 公的部門 -

- ・ インドの金融行政では、銀行行政、不健全銀行の再生など、インド準備銀行が強い監督権限を有している。ただし主要先進国の銀行監督行政と異なる点は、中央銀行も国家計画委員会に策定される5ヵ年計画にしたがうことを求められる点である。
- ・ 人民党政権時代、政府は銀行の政府保有株の売却を進めてきたが、その目的は財政資金

の獲得にあった。UPA 政権発足以降、国有株の放出は止められているが、再び政権交代があれば、株式は放出される可能性は高い。

- ・ インドの銀行規制は、米国的な自由化された銀行市場を目指していない。政府内では、業種別貸出シェアの規制等、幾つかの規制を選択的に課することが、健全な市場を維持している。

以上

現地医薬品企業 A 社（本社：ニューデリー）インタビュー録

日時：2005 年 11 月 7 日（月）AM11：00～12:00

- ・ 国内医薬品企業の最大手である A 社は、近年、ジェネリック医薬品の製造の拡大とともに外部資金調達も増加傾向にある。しかし外部資金調達は主として株式市場での調達であり、あまり銀行借入には依存していない。
- ・ 銀行借入に依存しない理由は、1990年代後半の借入金利が高すぎたためである。この高金利時代に、いかに利払負担を低位に留めるかということを財務活動において念頭に置いた結果、今日の、内部資金と株式発行に調達を依存する調達活動が育まれた。
- ・ インドの医薬品企業の借入期間は概ね2 - 5年である。商業銀行はインフラ向け貸出、エネルギー産業向け貸出は15 - 20年の借入期間のローンを提供していることを踏まえると、R & D投資の成果が短期的に表れにくい医薬品産業は極めて借入期間が短いと言えよう。
- ・ 当座貸越は融資とは別に、積極的に利用している。当座貸越の用途は主として Working Capital である。近年、貸出プライムレートの低下傾向が続いていることにより、本来であれば A 社の銀行借入も増加してしかるべきであるが、金利低下による貸出増加は、主として中小企業に向かっている模様である。この理由は、インドの大企業の多くが、A 社のように、直接金融を積極的に用いているためである。
- ・ インドの銀行業界の近年の最大の変化は、借り手側の交渉力が著しく強化されていることである。これは貸出市場の供給サイドである商業銀行の業際規制が緩和され、競争が激化しているため、借り手が強い交渉力を持つようになったと言える。
- ・ 商業銀行がクレジットカード業務を代表とするリテールバンキングに注力する理由も、ホールセールマーケットでの競争激化が一因ではないかと思う。
- ・ 商業銀行はクレジットカード業務のみならず、住宅ローンも近年強化しているを見ると、ホールセール市場での競争激化は、様々な点で、商業銀行のこれまでの行動様式を変化させているように思われる。
- ・ こうした住宅ローンの普及に加えて、海外から不動産投資が増大していることから、インドの地価は急騰が続いている。しかし、もともと銀行借入への依存度が低いインドトップ100社は、これにより負債が増大しているわけではないため、仮に国内流動性がさらに高まったとしても、それが将来、金融システムの不安定化につながるとは考えにくい。

- ・ また、特に医薬品産業、ＩＴ産業のような業種は、担保価値が増大したからといってすぐに借入を増やすという行動様式を、特に採りにくい産業と言えよう。

以上

ホテル会社 B（本社：ニューデリー）インタビュー録

日時：2005 年 11 月 7 日（月）PM1：00～2:30

- ・ 国内ホテル業最大手の B 社の事業の始まりは、1910 年に遡る。このとき英国のたばこ会社がインド国内にたばこ会社を設立したのが起源である。設立時の所有シェアは英国 B A T が 32 - 33%、34 - 35% がインド国内投資家、残りが複数の少数株主という構成だった。
- ・ ホテル業にまもなく進出した後、2001 - 2005 年には食品会社を拡大しており、国内有数の貿易会社という一面も持つ。しかしホテル業も食品も 70 - 75% の保有比率はたばこ会社であり、グループ全体での純利益は 200 億 I N R に上る。
- ・ インド企業 T O P 100 - 200 が内部資金に依存する理由は、つい最近まで金利水準が高すぎるため、プロジェクトごとに株式を発行して投資を募る商慣行が定着しているためである。ただし、最近、インドに進出した企業はやはり銀行借入に依存せざるを得ないのではないかと思う。
- ・ 投資プロジェクトを株式発行により資金調達する慣行が広まっているのは、プロジェクトも金利もボラティリティが高いためである。プロジェクトのボラティリティが高いという意味は、将来に安定的なキャッシュインフローとなる確率がさほど高くはなくおよそ 20% 程度が不採算プロジェクトである。
- ・ 金利も大きく変動し、インドの銀行借入金利はほとんど変動金利のため、貸し手、借り手が互いに銀行借入を敬遠するようになったというのが実情だろう。
- ・ 企業の資金調達活動をプロジェクトベースで行っているため、確かに株式市場が活況となれば、多くの企業が資金調達を行おうとするが、それは将来、企業の負債として残存するわけではない。一方、銀行借入の場合には、バブルが崩壊すれば借入金も企業の負債として残り続けるため、最近の流動性の上昇は、将来の金融システム不安にはつながらないのではないか。
- ・ B 社として現在、心配しているのは、金融セクターの問題よりも、中国の経済動向である。ホテル業、食品業、その他の貿易業すべて、中国の影響を大きく受けており、中国経済が高成長を続けるのか否かは B 社にとって重要な問題である。

以上

日時：2005 年 11 月 7 日（月）PM3：30～5:00

- ・ インドの金融セクターは、1961 - 71 年までは国有化の時代だった。この時期、銀行数、店舗数ともに拡大傾向が続き、同時に農村地域では今日につながる貸し手と借り手の伝統的なリレーションシップが育まれた。
- ・ Ｃが10年おきに調査している個別行を対象とした調査では、商業銀行は1961 - 91 年までの30年間、拡大してきたものの、その間、同時に、非効率的な仕組みも全国的に広がり、経営上の無駄も増えてきたように思う。しかし、同時にインドの銀行は預金獲得業務には強みがあるものの、貸出面であまり国の経済発展に貢献していないという特徴も生まれた。
- ・ 協同組織金融機関の経営非効率性を論じるには、都市部の協同組織金融機関と農村部の協同組織金融機関を分けて考える必要がある。これらの金融機関は、1～2のブロックホルダーに所有されている点は類似しているが、前者は全般的に経営環境は優れているのに対して、後者は非効率性が際立っている。
- ・ Ｃとしてインド準備銀行に要請しているのは、これまで地方政府に監督され、不透明な関係があった農村地域の協同組織金融機関の監督を、準備銀行が請け負うことにより、経営規律を働かせるということである。
- ・ インドの商業銀行のバランスシートの最大の特徴である、資産サイドの債券比率の高さは、それでも1994年以降は低下しているのではないと思う。銀行の資産サイドに債券が増えてしまった理由はただひとつである。それはいかに格付が低いとはいえ、政府の債券は、確定利付き資産としては、民間企業の貸出金よりも信用力が高いためである。また自己資本比率規制をクリアするという面で、債券比率を高めてきた面もある。
- ・ 人民党政権時代に、政府保有株の売却を進めていた背景は、短期的な財政資金を得るためという意味合いが強かったように思う。現政権は国有株の放出をストップしているが、今後も長期的にはこの行方は不透明感が強い。
- ・ 現在の銀行行政のひとつの特徴は、インドでは米国的な自由化された銀行市場を目指していないことである。例えば農業、インフラなど、民間商業銀行に対して、業種別貸出シェアの規制を課しており、規制の違反には厳しいペナルティーがある。計画委員会では1992年から、米国、英国、日本などを比較して、どのような銀行システムがインドにとって望ましいのか検討してきたが、開発銀行などの今後の採算性向上を考えた場合、インドには公共性が高い銀行システムが望ましいという結論となり、ところどころで銀行業務に規制をかけている。
- ・ 1990年代の不良債権比率の上昇は、ひとつは急速な市場経済化と会計基準の導入に

より、それまで健全な債権と見られていた資産が再評価され、不良債権とみなされたこと、もうひとつはノンバンクの急増に起因する。

- ・ 後者のノンバンクの急増は、金融セクターの発展が進んでいるマハラシュトラ州のみならず、西ベンガル州においても見られ、全国的に投機的な貸出が急増した。
- ・ インドの現在の銀行行政の課題をあげるとすると、インド準備銀行が銀行部門を監督しているものの、それは極めて局所的な監督行政であり、そこには5年後の金融システムをどのようにデザインしてゆくかという明確なビジョンはない。今のインドの金融システムに必要であるのは、どのような5年後の姿を描き、毎年、それに向けた努力を進めてゆくかという計画性である。
- ・ 特に株式市場 銀行 政府の3者の関係をどのように築いてゆくかは、重要な課題であり、計画委員会の今後の任務でもある。

以上

商業銀行 D（本店：ニューデリー）インタビュー録

日時：2005 年 11 月 8 日（火）AM10：30～12:00

- ・ 1969 年に 14 銀行が国有化されて以降、（1980 年の 6 行国有化を経て）インドの銀行行政はいかに国内貯蓄を効率的に吸収するために、銀行店舗網を全国に広げるかという目的に向かってまい進してきた。
- ・ 1969 年から 1990 年までは少なくとも、国有化措置により、市場原理が働かない地方都市、農村地域において、国有化が貯蓄吸収に多大な役割を果たすと認識されていた。当時の議論では、市場経済化のもとでの銀行業の発展は、大都市圏のみにおいて金融サービスが発展するが、農村地域の所得からもたらされる貯蓄を吸収することは市場原理主義では難しいという論調が大勢であったように思う。
- ・ 実際、1970 年代、80 年代は、順調に銀行数、店舗数が全国的に広がり、貯蓄吸収の増大と、家計貯蓄率の上昇に多大に貢献した。
- ・ 1991～93 年以降の金融改革では、民間銀行業をライセンス制とし、政府保有株も放出することで、急速な民営化を進めた。しかし当時はインフレ率が極めて高く、金融政策の波及プロセスも現在に比べて、信用度が高くなかったことから、商業銀行はインフレ対応策として現金と債券で資産を構成し、融資を積極化する方向へは向かなかったのが実情である。
- ・ 1991 - 93 年の急速な経済改革の中でも指摘されていたのが、金融業が雇用吸収に果たす役割である。国家計画委員会は金融と雇用について大枠のビジョンを示していたものの、企業、農村地域への融資を通じて事業を円滑化し、雇用を創出するという意識は金融業には欠落していたように思われる。
- ・ 1993 年以降の状況は、上記の延長線上にあったが、経済環境が劇的に変化し始めたのは 1999 年以降である。まず世界的に貿易自由化が進み、インドの製造業者、農業従事者もこの潮流に飲み込まれたこと、そして 2000 年以降はインドにおいてもディスインフレ化が進行し、金利が持続的に低下していることがその代表的な事象としてあげられる。
- ・ 商業銀行が債券の購入比率を高め始めたのもこの時期である。金利が低下し始めたことにより、商業銀行の資産サイドは信用力が高く、償還期間が長い国債へとシフトし、この結果、現在の、自己勘定での高い債券保有比率へつながっている。
- ・ 1993 年以降の他の商業銀行の変化は、銀行業がリテール指向を強めたこと、上場指向を持ち始めたことである。銀行がリテール指向を強めたのは、もともとそれまでの 30 年間の歴史的経緯により、インドでは必ずしも収益的ではない地域までデリバリーチャネルが拡大していた。このため、調達コストとの兼ね合いでより大きな利ざやが得ら

れるリテール分野へ各行は注目し始めた。

- ・ もうひとつの上場指向は、当時は、政府保有株の市場での放出をいかに進めてゆくかということが国家的な課題となっていたため、小口の投資家の資金を当てにするために上場指向を強めたというのが実情である。
- ・ 結果的に、貸出市場では、商業銀行のリテール指向は収益性の改善に貢献しているが、政府株の放出は頓挫し、現在ではそうした動きすら見られない。しかし、6割以上の株主が政府であるからといって、政府が株主として銀行経営に介入するケースは少なくとも当行では皆無であり、取締役会に政府の人間が存在するということもない。こうして考えると銀行の政府保有は、株主である政府にとってメリットは小さく、銀行からみれば特定集中株主の存在を回避するという状況に貢献しているように思われる。

以上

外国銀行 E (本社：米国、ニューヨーク) ニューデリー支店 インタビュー録

日時：2005 年 11 月 8 日 (火) PM1：00～2:00

- ・ 2000 - 2005 年のインドの銀行業界は、一言で言えば、再編の渦中にあったと言えよう。再編とは銀行業のバランスシートの再構築が劇的に進んだ期間であり、このリストラクチャリングにより、収益性がかなりの程度改善したと思われる。
- ・ 最近 5 年間の間にプライム貸出レートは 16 - 18 % から 10 - 11 % へと大きく低下し、また不良債権比率も好調なマクロ経済を背景に劇的に低下した。国有企業も、政府株の放出自体の進捗は滞ったが、銀行経営が効率化されることによって、時価総額が急速に増大し、政府が再び、株式を売却するインセンティブが高まっているというのが実情である。
- ・ 最近 5 年間の間に、商業銀行のサービスの質も大きく変化したように思う。その最大の理由は、インド国内の情報技術革新の波が銀行業界にも訪れ、銀行業もあらゆる分野で IT 化が進んだためである。従来、インドの銀行は労働生産性が、銀行全体の生産性を高めることの鍵を握っていたが、最近 5 年間でこの状況は一変し、最近では IT 化とオートメーション化をいかに進めるかが、銀行経営効率化のキーとなってきた。
- ・ こうした状況を踏まえると、近年のインド銀行市場を効率化させるキーワードは 質の高い金融サービス、 低コストストラクチャーの達成、 地域での密着度、の 3 点につきる。
- ・ 外資系金融機関と地場銀行との最大の違いは、インド準備銀行から店舗規制を受けるか否かである。地場銀行はもともと国内での店舗数が多い上に、新設に関する規制もゆるいことから、デリバリーチャンネルの面で外資系金融機関に比べて有利な状況にある。
- ・ 近年、店舗ネットワーク面で劣る外国銀行は、金利収入からフィービジネスへの脱却を図りつつあり、M&A 仲介や様々な金融サービスの範疇を拡大している。しかし、地場銀行も、近年の金利低下が長引き、預貸スプレッドが縮小してきたことから、こうした手数料ビジネスが収益的であることに目をつけ、市場参入を積極化している。
- ・ 地場銀行のもう一つの近年の特徴としてリテール指向があげられる。貸出期間が 3 年が多い商用融資は、様々な理由で地場銀行、外国銀行ともに収益性は高いと見なさなくなり、リテール市場での貸出を積極化している。自動車ローンや住宅ローンなどは従来は、シティバンクがインドに持ち込み、ノウハウを伝えたものであるが、近年は、地場銀行が攻撃的にこうした業務を進めている。
- ・ インドの商業銀行のバランスシートにおいて債券比率が異常に高いのは、政府のインフラ整備プロジェクトを目的とする資金調達に協力的であったことがあげられる。
- ・ 外国銀行にとって、もうひとつ、収益伸び悩みの原因となっているのが、国内企業のグ

ローバル化である。従来は海外へ輸出、または進出する際には、国内企業の外国銀行への依存度は極めて高かったが、近年は、こうした海外事業にともなう資金調達の多くを市場において行うため、外国銀行への依存度は大きく低下した。

- ・ したがって、最近では、シティバンクの収益の源泉は、新興企業への金融サービスに負っている。トップ500企業の直接金融化が進んだことから近年は、IT企業、医薬品などの成長企業向け融資を拡大しており、与信管理のあり方も、従来のトップ500を相手にしてる時代とは様変わりしている。
- ・ 国内銀行市場においてももうひとつ特徴的な事実は、貸出市場、フィージネス市場双方において、価格競争が激化していることである。これは主として27国有銀行がリテール市場や手数料業務に本格参入したことに起因しており、外国銀行のみならず、他の地場民間銀行の脅威ともなっている。
- ・ こうした価格競争の時代になると、ますます店舗ネットワークというインフラをどれだけもっているかが、収益の規定要因となり、また高い収益性は金融サービスの質を向上させるため、さらに競争力が高まるという循環構造を有する。
- ・ こうした状況により、近年の銀行業務は、貸出はリレーションシップバンキングを始めるためのスタートとして位置づけられ、どこまでこれらの顧客をより収益性が高い手数料ビジネスへ呼び込めるかが鍵となっている。
- ・ インド準備銀行の銀行監督業務は、極めて政治から中立的であると思われる。このため昨年の政権交代以降も、特に銀行行政に変化が訪れたという兆候はなく、監督行政は健全に進捗しているのではないと思われる。
- ・ インド準備銀行の銀行行政は7 - 8年前までは、マイクロ監督（各行ごとに裁量的な監督を行う）的な色彩が強かったが、近年はモニターを主とする行政へ転換している。またインド準備銀行は商業銀行の株主となっているわけではないので、近年、銀行行政の透明化が進むにつれて、国内でもこうした行政を批判する向きは減っているのではないと思われる。
- ・ 今後のインドの銀行行政の課題は、都市 VS 農村地域の融資をどのように正しい方向へ導くかということである。農村地域の融資は、農業自体がモンスーンの影響に左右されることに象徴されるように、多大な季節性とリスクがある。銀行業のローンポートフォリオにおいてこうした信用リスク管理を行いつつ、さらに他のビジネスでいかにリスクを最小化してゆくかを、今後はインド準備銀行が指導してゆくこととなる。

以上

日時：2005 年 11 月 8 日（火）PM3：00～4:00

- ・ 1993 年以降のインドの銀行システムは、インド準備銀行の金融監督行政もさることながら、金融政策とも大きな関わりがある。インドの銀行システムは、1993 年以降、大きな変革を経験しながら、自己の収益性、健全性を改善するという課題にも取り組んできた。この各行の努力の後押ししたのが金融政策である。
- ・ インドの金融政策は、明示的にインフレ目標政策を採用しておらず、ともすればマネーサプライを政策目標としているかのように受け留められがちである。しかし、事実上、やはり政策実施において重視しているのはインフレ率であり、特に 1990 年代前半は、2桁のインフレ率を数年経験したため、この傾向が顕著となった。
- ・ インドの銀行システムは、1990 年代後半のインフレ率の低下にともなう、金利水準の低下と、金利、業際規制の自由化の 2つの側面から変革を経験した。この金利水準の低下にともない、融資が短期化したのみならず、債券引受けにより、収益性を確保しようとする動きが広まった。
- ・ また金利自由化は、特に貸出金利自由化において、銀行の経営環境を大きく変化させた。貸出金利自由化後はインド準備銀行の金融政策も、より市場メカニズムの中で伝達しやすい環境が育まれた。
- ・ インドの銀行セクターは、製造業大手の直接金融化が進むにつれ、マクロ経済におけるその重要性が問われることもあるが、インド準備銀行の金融政策は商業銀行の与信に影響を与えるのみならず、資金調達者の調達手段選択にも影響を与える、すなわち銀行借入か株式発行を選択するかにも影響を与えうることから、銀行部門の縮小が進んだとしても決してそれは金融政策の有効性を問われるものではない。
- ・ ただし現在のインド準備銀行にとっての大きな悩みは、過剰流動性に近い状況にインド経済が陥りつつある点だろう。これは昨年以降、各州政府が直接投資誘致を積極化したこと、近年の対内投資規制の規制緩和とも無関係ではない。
- ・ 今後もグローバル化の進展にともない、資本流出入は困難化し、金融政策において政策目標である物価、通貨供給量を達成するのはますます難しくなると予想される。こうした中で銀行は、どのように製造業者やサービス業者に効率的に資金供給し、雇用創出するかという点において社会的責任が強い。
- ・ また銀行が直面するもうひとつの問題は、農林水産業融資である。特に地方都市の都市化が先鋭化するにつれ、農村地域への融資が滞り、雇用創出力が失われがちである。こ

うした点に目を向けて経営環境を改善してゆく必要がある。

以上

外国銀行 G（本社：香港）ムンバイ支店 インタビュー録

日時：2005 年 11 月 11 日（FRI）AM9：00～10:30

- ・ G 銀行インド支店は米国政府とも情報交換を行っており、つい先日もジョン・スノー氏が訪れたばかりである。
- ・ 現在のインド金融資本市場は流動性が高く、投資家が資金を運用するのに極めて適した環境となっている。本来であればこうした時期は企業も株式による資金調達よりは負債性証券の発行による資金調達を行った方がメリットが大きいですが、残念ながら社債市場は発展途上のため、政府がこの流動性を利用して財政赤字を補填するための公債を発行するという状況となっている。
- ・ 商業銀行から見ると、地域の隅々まで拡大した店舗ネットワークから吸収した預金は、貸出よりも債券で運用した方が、利ざやも確実であるし、信用力も民間よりは高いという状況にある。またマーケットの流動性が高いため、流通市場で売買が可能であるというメリットもある。
- ・ 企業の資金調達活動における銀行回避は、1999 年以降はそれでもよくなっていると思う。以前は銀行側も国際会計基準への適応や急速な自由化にともなう不良債権処理などで貸し手、借り手ともに取引が消極的であったが、最近は銀行借入も一時に比べれば増えているのではないかと思う。
- ・ しかし銀行側は、今後の金融資本市場の発展の可能性を踏まえ、現状はリテール・バンキングに注力しているというのが実情だろう。商業銀行のリテール分野の特化は近年、顕著であり、収益性も高いことから、今後も、ホールセールよりもリテール重視という戦略は続いてゆくだろう。
- ・ インド向けの海外からの投資案件で近年急増しているのがインフラ関連案件である。J・スノーもこのインフラ関係のプロジェクトに興味を示しており、インフラ整備が米国企業の進出をさらに円滑化させ、米印経済関係の安定化につながると考えているようだ。
- ・ インドのもうひとつの魅力は知的財産の規模とそれを保護する法制度が中国よりも進んでいることだ。インドでは古くから発明者を厚遇する法制度が根付いており、実は IT の発展と同時に医薬品がリーディング産業となっているのもこうした背景がある。
- ・ G 銀行のインド支店は、当然、投信も扱っているが、むしろ得意なのは日本円、米ドルなどの為替をこの投信販売に絡めてセールスを広げる業務である。特に機関投資家は莫大な規模の資金を投資するため、為替リスクヘッジなどの業務は国内業者では十分に賄えない面がある。
- ・ 外資系金融機関である当社が国内業者に比べて不遇を囲っている面があるとすれば、そ

れは店舗規制の存在である。デリバリーチャンネルがインド国内にないために、逆に言えば投資銀行業務にフォーカスせざるを得なかったという内情がある。しかし、今後はリテール市場の中でもデリーやムンバイなどの大都市に集中している富裕層を狙い、富裕層向けオーダーメイドの金融サービスを推進してゆく予定である。

以上

投資顧問会社 I (本社：ムンバイ) インタビュー録

日時：2005 年 11 月 11 日 (FRI) PM1：30～2:30

- ・ 投資顧問会社 I は Private Equity Fund を専門に提供する金融業者である。もともとはゴールドマンサックス社と地場資本の共同出資により設立された。同社が出資して設立したトレーディング業者を介して株式を売買し、国内、海外の提携デリバリーチャネルを通じて販売するというビジネスを行っている。
- ・ 最近のインド株式市場の状況は、1991 年以降の市場育成、市場改革の成果がここへ来て一気に開花したという印象がある。今やインド市場はアジアの中でも最も効率的で市場規模も大きい市場であると言えよう。シンガポールや香港市場がよくアジアの市場として代表的に取り扱われるが、この 2 市場は規模が小さいという決定的な欠点がある。
- ・ インドの株式市場が効率的な市場となりえたのも政府が国内業者同士の競争と、国内企業と外国企業の競争促進という 2 種類の競争政策を進めてきたためである。
- ・ しかし、やはりインドにおいても問題はあつた。それはインド経済の 78% を担っている人口が 10 億のうちの 40% であるが、残りの 22% の 6 億人の所得の伸びが以前低いことである。この 6 億人の所得の伸びは 2% 前後であり、インド経済が 7 - 8% で成長しているのは 40% の高所得者、中産階級が牽引役となっているためである。しかし、この 60% の人々も参政権はあり、政治力は強い。昨年の政権交代はこうした政経のインバランスがまともに噴出した結果である。
- ・ 民主化が進んでいるインドでは、この 6 億人の人口の政治力が強いために、財政構造改革問題に手をつけられないという面がある。とはいえ高所得者層に増税を課すことは、15 年間、育んできた経済改革の果実を摘み取ることになりかねないため、政府にとっての大きなジレンマとなっている。
- ・ インドで成功する外資系企業は、うまく地場企業への同化が進んでいる企業である。同化を進めるとは、上手に政府と付き合い、ライセンスの許認可などの受け方を政府との折衝を通じてうまく運んでゆける企業である。またこうした企業は地場企業ともうまく付き合っているケースが多い。
- ・ 今後のインド経済の問題はエネルギー問題と中国経済の減速である。インドの石油輸入依存度は高く、原油価格の高騰は直接的にインド経済に打撃を与えることとなる。エネルギー効率が悪いことが石油を爆食する原因となっていることから、今後は省エネ投資をいかに進めてゆくかが鍵となろう。また二国間の経済関係深化が進む中国からの影響も多大である。仮に来年、中国経済が減速するような事態に陥れば、インド経済も大きな打撃を受けることとなろう。
- ・ 日本との金融取引は、同社ではすでに幾つかの企業から接触を受け、また同社からも日

本企業との提携関係をむすぶべく、働きかけを行っている。やはり主要業務は Private Equity を購入してくれる機関投資家向け販売ということとなろう。日本の機関投資家を接触していて常に思うのは、保険会社大手の消極性である。特に損害保険よりも生命保険の方がこの傾向は顕著であり、将来的にも同社の潜在的な顧客になりえるのか否か判断に戸惑うところではある。

- ・ 一方でエレクトロニクス企業の証券子会社、保険子会社、商社は極めて積極的で攻撃的である。これらの企業との関係強化は次第に進んでおり、日本においてインドの Private Equity を購入することが、日本企業にとってノーマルな投資行動であるという日がかなり近くまで接近していると思う。
- ・ 同社が米系外資系企業からの出資を受けていることで、インド国内でデメリットを感じていることはほとんどない。むしろ、ゴールドマンサックスの顧客が同社に流れるというメリットもあり、米国内のゴールドマンサックス社の顧客に大きな利益をもたらしているというのが実情ではないか。

以上

J 投信会社（本店：ムンバイ） インタビュー録

日時：2005 年 11 月 11 日（FRI）PM4：30～5:00

- ・ まず J 投信の会社概要を説明すると、親会社は商業銀行総資産規模国内最大の商業銀行である。J は様々な業態をカバーしている、いわゆるユニバーサルバンクである。
- ・ J の株主は民間とインド準備銀行（55%）である。近年はインド準備銀行も株式の放出を止めたため、保有比率の低下傾向はストップしている。株主であるインド準備銀行が経営に介入するという事態はほとんどないと言ってよい。
- ・ J の銀行業務自体は、通常の法人融資、リテールローンに加えて、日本からの進出企業向けシンジケートローンの主幹事や、東京でのインド人設立企業向け円建てローンも提供している。特に近年は、東京での貸出残高が急増し、それに合わせて日本 - インド間の送金業務、為替サービスなどを提供するようになった。
- ・ J 投信は主に国内投資家向け投資信託を販売しているが、J 投信の株主にフランスのソシエテ・ジェネラルが参画していることから、フランスからの購入も多い。
- ・ 投資以外では株式の先物取引を近年、拡大させている。その理由は、現物は、業種によって、外国人が買ってよいとされる上限がある（例えば銀行業は74%）が、先物取引ではこの規制から逃れられるためである。またわざわざ券面を海外に送るといった業務からも逃れられるという利点もある。
- ・ インド国内の情報生産者で最も有力なのは、C R I S I L 社（格付会社）であろう。C R I S I L は米国 S & P の子会社であり、S & P が米国や日本企業の情報提供を世界中の投資家に行っているのと同じようなサービスをインド国内投資家に行っている。
- ・ またもうひとつの格付機関 I K R A 社はムーディーズに株式の大半を保有されるといったように、米国内での情報サービス会社の競争がインド国内にまで持ち込まれているといった感がある。
- ・ インドの株式市場は5000 - 6000社の上場企業があるが、これを全て分析するのは困難である。実際、このうちで良かれ悪しかれ事業が賄われており、株式が売買されるのは500社程度、さらに絞り込めば200社程度かもしれない。ムンバイ市場ではその200社以外の取引も時々発生するが、より革新的な取引システムを導入し、外国銀行が好んで取引するナショナル市場では、ほとんどの取引はこの200社である。

以上

外国銀行 K (本店：オランダ、アムステルダム) ムンバイ支店 インタビュー録

日時：2005 年 11 月 12 日 (Sat) AM11:00 ~ 12:00

- ・ もともと外国銀行 K がインドに進出してきた経緯は、50 年前のダイヤモンドビジネスに付随した金融サービスがきっかけである。オランダ、ベルギーとのダイヤモンドビジネスの貿易金融、その他の金融仲介が 1990 年代に入るまで主たる業務であった。
- ・ 1991 年以降は様々な金融業務を手がけるようになり、マイクロファイナンス、アセット・マネジメント、ブローキング業務、そして銀行業務が現在の主要業務である。
- ・ 1990 年代後半から今日にかけての同社の特徴は、銀行業務の中でもリテール金融に力を入れていることである。以前は大企業向け融資を銀行業務の中核としていたが、貸出市場での競争が激化するにつれ、リテールビジネスを展開し始め、企業向けサービスはフィービジネスに特化しつつある。このため、インドの金融機関の総資産合計に占め 20% を超えるという状況となっている。
- ・ 外国銀行にとって唯一とも言える規制が店舗規制である。もともと 1960 年代から 1991 年までの約 30 年間で構築された地場銀行の店舗ネットワークは優れており、このデリバリーチャネルの優位性が発揮される分野で、地場銀行と競うことはできない。
- ・ それでも店舗は外銀にとって将来的に必要であり、一部の見通しでは 2009 年頃にこの規制は緩和されるのではないかと見られている。店舗が必要な理由は、例えば繊維業が有名な Dirubur 地区では、繊維業の集積が進んでいるため、多くの企業の金融サービス需要がある。しかし、K は店舗がないため、これらの需要に応えられないというジレンマがある。
- ・ ただし、少ない店舗ながらも、近年は、バンガロールを初めとする新興工業都市では、かなりシェアを拡大していると思う。
- ・ ホールセール市場にせよ、リテール市場にせよ、融資業務は顧客との関係を密接化する上で重要である。K の意向としては、EU 出身企業の貿易金融や進出の業務展開を進めてゆきたいと考えている。
- ・ 銀行店舗規制が残存する以上、ネットワークを増やす唯一の手段は、買収である。2005 年春には準備銀行も外国銀行の国内金融機関の買収を 2009 年までに認めるとの観測が強まっており、そうなれば地域における店舗ネットワークの問題も解決する。
- ・ 地方都市の金融サービスは魅力的な一方で、農村地域への金融サービスは難しい。現在でも、一部の農村地域においてマイクロファイナンスなどのサービスを提供しているが、少数の富裕層は農村地域にも存在するものの、直接サービスを提供するのは不可能に近い。
- ・ また農村地域には外国銀行から見てよくわからない複雑な資金の流れがあり、こうした

状況も、今後の業務展開を消極化させる。農村地域は実はデフォルト率は低く、また農作物の収穫に対する保険業務など、有力な金融サービスもあるが、協同組織金融機関の所有構造改革、監督行政の推移を見ながら、今後はこの分野での業務を検討してゆきたい。

- ・ 銀行株の政府保有の問題は、特に株主である政府から影響を受けているとは見受けられないので、特定株主を存在させず分散するということには、経営者にとってメリットはあるのではないか。例えばJは65 - 70%の株式を準備銀行に保有されているが、近年、政府、準備銀行の議決権が弱まっていることもあり、政府保有によって経営の自由度が増しているというのが実情だろう。この自由度が増した結果、Jの自己資本比率は9%超と安全な財務体質を維持していることから、政府保有の問題はさほど深刻ではない。
- ・ 借り手に目を向けると、1990年代後半、インドではトップ100 - 200企業の間でディスインターメディエーションが劇的に進行した。したがって多くの企業の銀行離れが現在が続いているが、とはいえインドは対名目GDP比での貸出残高は東アジア諸国と比べると著しく低いため、今後は中小企業を中心とする融資は増えるのではないか。
- ・ 株価が上昇しているため、巨大な財政赤字を抱える政府が、保有株式を売却する可能性は否定できない。国民議会派からまた人民党へ政権が移れば、その可能性は高まろう。
- ・ インドの銀行市場の健全化が著しいひとつの背景に、2001年のSARFAESIと呼ばれる破産法改正がある。この時期以降、インドの商業銀行の融資は、かつてのように過度に借り手の将来の支払能力の低下を恐れることなく、実施されるようになった。
- ・ インドの倒産法制改革で最も奏功しているのは、申し立てが債権者、債務者のいずれかから発生した場合、担保の差し押さえと評価、売却を極めて迅速なスピードで行うことにしたためである。以前は、この流れが緩慢であったために、司法への賄賂などの問題が多発していた。
- ・ インドへ進出する東アジア企業を注視していると、最も動きが早いのが韓国企業で、韓国企業が進出した後に中国企業が、より安価な市場を狙って進出、日本企業は最後に高級品市場を狙って進出してくるというパターンが典型的である。いまのところ、日本企業は適切なタイミングで、適当な産業、地域に投資、進出してきていると思う。今後は重化学工業、エネルギー産業への投資が拡大してゆくのではないかと予想している。

以上

証券会社 L インタビュー録

日時：2005 年 11 月 14 日 (Mon) AM10：00～12:00

- ・ 現在、金融システム関連法案で、議会に提出された案件の進捗状況は次の通りである。まず Financial Company Act の改正は、ノンバンクの監督行政のみに目が向けられがちだが、商業銀行株主の議決権の比率と合わせて 2 層構造となっている。
- ・ 商業銀行株主の議決権の問題は、現行法ではいかなる所有集中度が発生したとしても、議決権は最大 10 % までとされているが、それを所有比率に比例する改正法案が議会提出済みである。
- ・ ただしこの改正法案においても、国有銀行の場合、政府が 51 % を超えて所有することが義務付けられているため、政府の議決権はこれまで通り 10 % を所有比率に関わらず 10 % を越えることはなく、本法案は民間セクターの株主を対象としている。
- ・ ノンバンクの監督行政に関する法改正は、混迷を極めている。1990 年代後半以降、金融自由化の進捗とともに拡大したノンバンクからの金融サービスは、規制が緩く、誰がどのように監督すべきかが常に問題とされてきた。
- ・ ノンバンクの業容拡大が劇的に進んだ背景には、インドでは商業銀行に対する規制が当時は厳しかったことから、商業銀行で許されないあらゆる業務が規制が緩いノンバンクに集中してしまったためである。
- ・ 今回の法改正ではノンバンクの不良債権の定義を 180 日以上、利払いが止まった債権と定義することを初め、準備銀行による監督権限強化など、様々な規制が法案には盛り込まれているが、2005 年 11 月時点で、上記の法案と合わせて金融関連 2 法案は未可決のままである。
- ・ 政府系開発銀行が民営化、民間商業銀行との合併を模索する背景には、金融自由化が進んだ現在、非預金獲得銀行は、時代のニーズに合わないと言われる背景がある。
- ・ 政府系開発銀行は、従来は、中央政府、州政府、国際開発機関、二国間援助による資金を原資として、いわゆる 2 ステップ・ローンのような形態で、プロジェクトファイナンスを提供するという金融仲介機関であった。こうした銀行は、地方経済での民間商業銀行の業容拡大が進むにつれ、次第に時代に沿わなくなり、吸収合併が頻発している。
- ・ 国有銀行の所有構造は複雑で、State Bank of India は、インド準備銀行におよそ 57 % 程度の株式を所有されているが、この銀行は他の 7 行の州立銀行の最大株主である。したがって、7 州立銀行はインド準備銀行の銀行孫会社ということになる。
- ・ 現在、議会に提出されているもうひとつの重要な法案は、協同組織金融機関の監督に関する法案である。これまで都市協同組織金融機関、農村協同組織金融機関は、規制の枠組みもあいまいで、州政府とインド準備銀行が互いに敬遠する形で、監督が抜け穴とな

っていた。

- ・ 新法案の内容は、この州政府とインド準備銀行との間のあいまいな監督行政を刷新し、インド準備銀行に監督行政の主管を与えるとするものである。しかし、州政府内にすでに存在する監督組織との調整に時間を要しており、同法案も可決は遅れている。
- ・ インドの一般事業会社トップ 100 - 200 は、もともと銀行借入を当てにしておらず、また銀行側もそうした認識を理解している。しかし、ムンバイ市内の銀行アナリストの多くが銀行の収益性が将来的に高くなると見なしている理由は、最近 3 - 4 年間、リテール・バンキングが成功し、モーゲージローンや自動車ローンの普及による収益の改善が著しいためである。
- ・ 4 年前までは商業銀行の総資産に占めるリテールの比率はほぼ 0 % に近い水準であったのが、現在は 17 - 18 % まで上昇していることをみても、この成長性が顕著に表れている。またリテール分野での貸倒比率は極めて低く、こうしたことも、各行にリテール戦略をさらに推進させる原動力となっている。
- ・ インドでは 1990 年代半ばに商用融資の焦げ付きが増大したが、2000 - 2005 年の回復期においても、清算行は皆無であり、経営難に陥った銀行の多くは、救済合併で金融システム安定化を進めてきた。
- ・ インドの銀行救済例としては、例えば 1994 年に創業した Global Trust Bank を Oriental Bank of Commerce へ合併したケースがあり、また 2000 年には Nedungadi Bank が Panjab National Bank に吸収されている。
- ・ もうひとつの救済例としては、インド準備銀行からの役員派遣という方法がある。Centurion Bank のケースでは、資産の質の問題よりも、マネジメント上の問題が甚だしいことが、経営不健全化の理由と判断されたため、インド準備銀行が期限付きで役員を派遣し、経営改善を促したというケースもある。
- ・ こうしてみると、銀行行政、不健全銀行の再生、ともにインドの金融行政では、インド準備銀行が極めて強大な監督権限を有していることが分かる。
- ・ 将来、再び人民党が政権に復帰しようとも、インド準備銀行の監督行政が変化することはないと予想される。そして経営不安手化行の処理も、清算は今後ともなく、これまで通り、他行による買収、合併により、経営安定化が進められるのではないか。

以上

外国銀行 M (本社：米国、ニューヨーク) ムンバイ支店 インタビュー録

日時：2005 年 11 月 14 日 (Mon) PM12：00～1:00

- ・ 銀行アナリストとして商業銀行の展望は、総合的に明るいとしている。第一の理由は、実体経済の拡大のテンポが速まっているために、非金融業の資金需要が増大し手いること、第二の理由は、国内資金需要の拡大と同時に、リテール市場からの収益拡大が続いているため、実質成長率よりも、収益率の上昇は速い。
- ・ 商業銀行は、確かに大企業向け融資の拡大は期待できないものの、証券子会社等を通じて大企業からも様々なフィービジネスを拡大しつつあり、直近では、こうした金融サービス需要の拡大が顕著である。
- ・ またインドの金融ビジネスの成功の鍵は農村地域において商業銀行が成功を収めるか否かであるが、1991年までの30年間で構築した店舗ネットワークを活用したビジネスモデルを現在構築中であるため、前途は明るい。
- ・ J P モルガンは外銀に対する店舗規制には、A T M やインターネット・バンキングなど、ブランチレス・バンキング化で対応している。特に大都市圏での富裕層向けビジネスも定着しつつあり、全般的には競合度が激化するインドの銀行市場において、住み分けを模索している。
- ・ 商業銀行を経営する者、また勤務する者の多くは、大なり小なり、インド準備銀行の監督行政が、今日の金融システム安定化へ貢献したと考えているのではないか。インド準備銀行の金融行政が評価される一方で、財務省や国家計画委員会に対する評価は分かれている。
- ・ 財務省は、金融ルールを法案化して議会へ提出し、金融システムのルールを作るという役割で、実際の銀行経営にはタッチしない。また国家計画委員会は、5 年計画に代表される長期ビジョンを、金融システムについても策定する組織であるが、この長期計画が市場経済化したインドにおいて今日、どこまで実効性があるのかは懐疑的に見られている。
- ・ 金融セクターの労働市場は、途上国全般に見られるような、政府や中央銀行に勤務することを、大半の学生が志望するという状況ではない。むしろ、給与水準が高い外国銀行を志望する者も多い。インド準備銀行を含めて政府か、民間か、という選択においては、賃金か、フリンジ・ベネフィットのいずれを選択するか、のどちらを選ぶかという個人の問題であるように見える。
- ・ 外国銀行の直近の問題は、店舗規制そのものというよりも、店舗開設を制限されることにより資金調達コストが上昇することである。すなわち、リテール市場からの預金吸収で資金を調達すれば、利払い負担は安定的であるが、外銀が参加を認められるインター

バンク市場や市場性資金での調達に依存してしまう傾向が強いため、金利ボラティリティが大きいときには、調達コストは急騰するという難点がある。

以上

公的金融機関 N インタビュー録

日時：2005 年 11 月 14 日 (Mon) PM3：30～5:00

- ・ 議会に提出したノンバンク監督行政関連法案は、現在、撤回の要請をしている。というのは、法案提出後、法案に様々な問題点があることが指摘されたためであり、撤回後、改正して再提出する運びとなるだろう。
- ・ 新法案においてもインド準備銀行がノンバンクの監督権限を持つことになるが、実際、実務的にノンバンクの監督は高度な専門知識が必要とされるため、極めて困難な業務である。
- ・ 商業銀行株主の議決権に関する法案は、法案可決の如何に関わらず、これまでもインド準備銀行は State Bank of India などの銀行経営に介入した実績もなく、法案可決後もそのスタンスは変わらないだろう。
- ・ 協同組織金融機関の監督行政に関する法案は、インド準備銀行は州政府へ、細部の調整を要請中であり、基本的にはインド準備銀行が監督権限の全てを譲り受ける内容で、法案再提出の見通しである。ただし、現状では、この調整において、両組織の公式的な合意に時間を要しているというのが現状である。
- ・ インドの商業銀行の最大の特徴である、資産における債券の過度なプレゼンスは、インド準備銀行は特に、資産選択に関する指導を行ったという経緯はない。信用力と流動性の双方を勘案して、商業銀行が合理的な資産選択を行ったと考えている。
- ・ 資産に占める債券の比率が高位に推移しているもうひとつの背景は、自己資本比率規制の影響もあるだろう。将来的には 9 % からさらに引上げることが予定されているため、信用リスクが低い資産に資金が流れたものと思われる。
- ・ インドの銀行システムは、今後の成長性が期待される一方で、銀行数、店舗数は、実体経済に比べて過大であると思われる。今後も、合従連衡を経て、より健全な銀行へ集約されることにより、金融システムの安定化をさらに強化する方向が望ましい。

以上

. 参考資料

・参考資料

図表 6-1 インド国内商業銀行数の推移

年	商業銀行数			
		うち指定銀行	うち地方銀行	うち非指定銀行
1971/72	83	74		9
1972/73	83	74		9
1973/74	83	74		9
1974/75	83	74		9
1975/76	100	92	19	8
1976/77	126	119	48	7
1977/78	128	122	48	6
1978/79	136	131	56	5
1979/80	153	148	73	5
1980/81	187	183	102	4
1981/82	206	202	121	4
1982/83	227	223	142	4
1983/84	247	243	162	4
1984/85	268	264	183	4
1985/86	276	272	193	4
1986/87	279	275	196	4
1987/88	278	274	196	4
1988/89	278	274	196	4
1989/90	274	270	196	4
1990/91	276	272	196	4
1991/92	276	272	196	4
1992/93	276	272	196	4
1993/94	276	272	196	4
1994/95	284	281	196	3
1995/96	293	291	196	2
1996/97	299	297	196	2
1997/98	300	299	196	1
1998/99	301	301	196	0
1999/00	298	297	196	1
2000/01	300	296	196	4
2001/02	297	293	196	4
2002/03	292	288	196	4

資料：CEIC より三菱総合研究所作成

図表 6-2 インド国内商業銀行店舗数の推移

年	商業銀行店舗数	うち地方			
		うち地方	うち準都市部	うち都市部	うち大都市圏
1971/72	13,622	4,817	4,401	2,504	1,900
1972/73	15,362	5,561	4,751	2,764	2,286
1973/74	16,936	6,166	5,116	3,091	2,563
1974/75	18,730	6,807	5,598	3,489	2,836
1975/76	21,220	7,690	6,421	3,998	3,111
1976/77	24,802	9,537	7,248	4,542	3,475
1977/78	28,016	11,806	7,628	4,843	3,739
1978/79	30,202	13,337	7,889	5,037	3,939
1979/80	32,419	15,105	8,122	5,178	4,014
1980/81	35,707	17,656	8,471	5,454	4,126
1981/82	39,177	20,401	8,809	5,693	4,274
1982/83	42,079	22,686	9,081	5,917	4,395
1983/84	45,332	25,380	9,326	6,116	4,510
1984/85	51,385	30,185	9,816	6,578	4,806
1985/86	53,287	29,703	10,585	7,209	5,790
1986/87	53,859	30,209	10,637	7,218	5,795
1987/88	55,410	31,114	11,132	7,322	5,842
1988/89	57,699	33,014	11,166	7,524	5,995
1989/90	59,752	34,791	11,324	8,042	5,595
1990/91	60,220	35,206	11,344	8,046	5,624
1991/92	60,570	35,269	11,356	8,279	5,666
1992/93	61,169	35,389	11,465	8,562	5,753
1993/94	61,803	35,329	11,890	8,745	5,839
1994/95	62,367	33,004	13,341	8,868	7,154
1995/96	64,937	32,982	13,832	9,964	8,159
1996/97	65,562	32,939	14,024	10,209	8,390
1997/98	66,408	32,864	14,266	10,593	8,685
1998/99	67,157	32,859	14,462	10,841	8,995
1999/00	67,868	32,852	14,841	10,994	9,181
2000/01	67,937	32,585	14,843	11,193	9,316
2001/02	68,195	32,503	14,962	11,328	9,402
2002/03	68,561	32,406	15,090	11,553	9,512

資料：CEIC より三菱総合研究所作成
単位：店舗

図表 6-3 インド国内商業銀行預貸金残高の推移

年	指定銀行預金残高			指定銀行貸出残高	年
		うち要求払預金	うち定期性預金		
1971/72	76,100	33,580	42,520	54,800	1971/72
1972/73	91,650	39,580	52,070	64,120	1972/73
1973/74	107,560	46,470	61,090	78,580	1973/74
1974/75	125,450	52,570	72,880	89,550	1974/75
1975/76	151,780	61,060	90,720	114,760	1975/76
1976/77	189,030	72,900	116,130	134,910	1976/77
1977/78	233,130	92,190	140,940	156,940	1977/78
1978/79	286,710	110,500	176,210	191,160	1978/79
1979/80	333,770	105,550	228,220	220,680	1979/80
1980/81	405,490	82,900	322,590	265,510	1980/81
1981/82	461,280	90,550	370,730	301,800	1981/82
1982/83	540,390	102,010	438,380	360,060	1982/83
1983/84	646,200	121,950	524,250	436,130	1983/84
1984/85	770,750	150,390	620,360	509,210	1984/85
1985/86	918,280	169,930	748,350	572,290	1985/86
1986/87	1,078,980	192,830	886,150	642,130	1986/87
1987/88	1,263,230	219,360	1,043,870	724,360	1987/88
1988/89	1,478,540	251,080	1,227,460	890,800	1988/89
1989/90	1,735,150	334,370	1,400,780	1,054,500	1989/90
1990/91	2,011,990	383,000	1,628,980	1,218,650	1990/91
1991/92	2,375,660	488,930	1,886,720	1,315,200	1991/92
1992/93	2,749,380	495,410	2,253,970	1,548,380	1992/93
1993/94	3,236,320	607,000	2,629,320	1,668,440	1993/94
1994/95	3,868,590	769,030	3,099,560	2,115,600	1994/95
1995/96	4,338,190	806,140	3,532,050	2,540,150	1995/96
1996/97	5,055,990	906,100	4,149,890	2,784,010	1996/97
1997/98	6,054,100	1,025,130	5,028,970	3,240,790	1997/98
1998/99	7,222,030	1,174,230	6,047,800	3,688,370	1998/99
1999/00	8,515,930	1,452,830	7,063,100	4,540,690	1999/00
2000/01	9,891,410	1,594,070	8,297,340	5,292,710	2000/01
2001/02	11,311,880	1,691,030	9,620,850	6,090,530	2001/02
2002/03	12,808,530	1,702,890	11,105,640	7,292,140	2002/03

資料：CEIC より三菱総合研究所作成
単位：百万 INR

図表 6-4 インド国内商業銀行経営諸比率の推移

	一店舗当預金残 高	一店舗当貸出残 高	預貸率	有価証券預金比 率	現金預金比率
1971/72	5,600	4,000	72.0	30.5	6.5
1972/73	6,000	4,200	70.0	32.1	8.9
1973/74	6,400	4,600	73.1	31.6	8.3
1974/75	6,700	4,800	71.4	32.5	6.8
1975/76	7,200	5,400	75.6	32.2	6.5
1976/77	7,600	5,400	71.4	32.7	8.3
1977/78	8,300	5,600	67.3	32.4	11.8
1978/79	9,500	6,300	66.7	32.7	12.5
1979/80	10,300	6,800	66.1	35.4	12.3
1980/81	11,400	7,400	65.5	35.1	13.6
1981/82	11,800	7,700	65.4	36.7	12.5
1982/83	12,800	8,600	66.6	37.0	11.4
1983/84	14,300	9,600	67.5	36.0	14.5
1984/85	15,000	9,900	66.1	35.4	16.0
1985/86	17,200	10,700	62.3	36.0	15.7
1986/87	20,000	11,900	59.5	37.5	16.8
1987/88	22,800	13,100	57.3	39.0	16.3
1988/89	25,500	15,400	60.3	38.9	16.2
1989/90	29,000	17,600	60.8	37.2	16.3
1990/91	33,400	20,200	60.6	37.7	17.6
1991/92	39,200	21,700	55.4	38.0	18.2
1992/93	44,900	25,300	56.3	38.0	13.6
1993/94	52,400	27,000	51.6	41.2	17.2
1994/95	62,000	33,900	54.7	38.6	16.3
1995/96	66,800	39,100	58.6	38.0	12.4
1996/97	77,100	42,500	55.1	37.7	10.5
1997/98	91,200	48,800	53.5	36.1	10.1
1998/99	107,500	54,900	51.1	35.3	9.4
1999/00	125,500	66,900	53.3	36.6	9.8
2000/01	145,600	77,900	53.5	37.1	8.4
2001/02	165,900	89,300	53.8	38.7	7.1
2002/03	192,500	114,300	56.9	42.7	6.5

資料：CEIC より三菱総合研究所作成
単位：百万 INR

参考 インド主要都市所在地



インドの金融システムの特徴点と経済発展への影響に関する調査研究

日本銀行国際局委託

平成 18 年 2 月

お問い合わせ先

(株)三菱総合研究所 政策・経済研究センター

主任研究員 永野 護 (nagano@mri.co.jp)

主席研究員 酒井 博司 (sakai@mri.co.jp)

TEL : 03-3277-0594

FAX : 03-3277-0521