

第1章 経済制度改革と企業グループの再構築 - 危機後の経済政策と産業再編 -

著者	東 茂樹
権利	Copyrights 日本貿易振興機構（ジェトロ）アジア経済研究所 / Institute of Developing Economies, Japan External Trade Organization (IDE-JETRO) http://www.ide.go.jp
シリーズタイトル	研究双書
シリーズ番号	524
雑誌名	タイの制度改革と企業再編：危機から再建へ
ページ	3-62
発行年	2002
出版者	日本貿易振興会アジア経済研究所
URL	http://hdl.handle.net/2344/00012234

第1章

経済制度改革と企業グループの再構築

——危機後の経済政策と産業再編——

はじめに

タイでは1997年7月に通貨危機が発生してから、すでに4年あまり経過した。危機直後はIMFのコンディショナリティに従い経済安定化政策が実施され、外貨準備高の回復、経常収支の黒字化、為替の安定などには効果を発揮する一方、景気は予測の範囲を超えて後退し、経済の収縮を招くことになった。タイ大蔵省は引き締め緩和へ政策を転換し、ようやく1998年後半に景気が底入れしたため、1999年3月に財政を活用した景気刺激策を実施している (Supharat [1999: 100-105], 東 [2001b: 170-172])。1999年後半から2000年前半にかけて投資や消費が盛り上がり、景気は回復軌道に乗るかにみえた。しかし2001年に入って、経済の回復を主導してきた輸出の落ち込みが顕著となり、景気は再び悪化してきている。2月に発足したタクシン政権は、財政を動員した内需刺激策を進めているが、景気の低迷から脱しきれていない。

さて短期的なマクロ経済政策に加えて、IMFは危機直後から、金融や企業の改革など中長期的な制度整備を勧告し、タイ政府もそれに沿って経済再構築を進めてきた。すなわちIMFや世界銀行は、通貨危機に至った原因を、金融制度の未発達およびコーポレート・ガバナンスの弱さに求めて、改革を迫ったのである (World Bank [1999: 93-101])。タイ政府は通貨危機に陥る以前から、すでに一部の改革を行う予定であったが、危機後は抜本的な金融と

企業の再構築を実施に移した。経営の健全性を重視した金融システム改革、企業経営の説明責任や透明性、株主への平等な利益還元を目指した企業改革、債権者の権利を保証した迅速な倒産処理制度などが、主要な課題となった。

これらの制度整備を進めていく過程で、タイ企業グループの再編成が急速に進展している。企業グループは、通貨危機で通貨パーツが下落すると、過剰債務の処理問題に直面することになった。制度改革に従い企業グループの一部は、特定事業へ経営資源の集中を図ったり、外資と戦略提携関係を結んで、債務処理や事業の再構築を実施している。折しも自由化や情報化などのグローバル化が進展し、世界的規模での企業統合や合併の影響がタイにも及びつつあり、タイのセメント、金融、流通、情報通信産業などでは、外資参入による産業再編が進むことになった。また株主や投資家へ情報の開示を進めたり、所有と経営を分離させて企業改革に取り組む企業グループも登場している。

本章では、上述したタイにおける金融と企業にかかわる制度改革や法律の整備状況を紹介し、それらの特徴をまず明らかにしていきたい（第1節、第2節）。次に制度改革と法律整備に対応して、タイの企業グループがいかに債務や事業の再構築を進めていったのか、また産業再編がどのように進展しているかに関して、事例を紹介しながら分析していくことにする（第3節、第4節）。最後にタイの制度改革や企業グループの事業再構築について、それらの評価を検討したいが、マクロ経済が依然として低迷していることが大きく影響して、企業グループの大多数は現在も過剰債務の処理に取り組んでいる最中であり、評価を下すのは時期尚早であろう。そこでIMFによる英米的制度改革のタイへの適用に関して、現在までの効果と限界を考察して結びとしたい。

第1節 通貨危機後の経済制度改革

1. 金融制度改革

今回の通貨危機は、1990年代に入り金融の自由化を進める一方で、金融制度が依然として未発達であった点が引き金となって発生した。すなわち1993年にバンコク・オブショア市場（BIBF）が開設されると、金融機関は海外から低コストで資金を調達し、競って国内融資を展開したが、融資は人的関係や担保に依拠しており、事業内容などの審査はほとんど行われていなかった。バブル経済の崩壊は、不動産をはじめとする融資先の事業を行き詰まらせ、金融機関は大量の不良債権を抱え込み、金融危機の発生へとつながっていったのである⁽¹⁾。タイ政府は通貨危機後、従来の保護行政を転換して、金融機関へ厳格に健全性規制を適用し、検査・監督体制を強めることになった。

中央銀行は1997年6月と8月に、自己資本増強命令に対応できず、経営が悪化していたファイナンスカンパニー（FC）計58社の営業一時停止を命じた。同年10月に新設された金融機関再建庁（FRA）は、この58社の経営再建計画を審査・検討した結果、営業再開を認めた2社を除き、残り56社には清算措置を12月に下している。この実際の審査は、IMF・世銀の指定する国際会計事務所が担当し、破綻金融機関は閉鎖するという方針が貫かれた。閉鎖されたFC56社の資産8600億バーツはFRAによって競売が数回に分けて実施され、金融機関資産管理会社（AMC）が最後の買い手として参加した。資産の競売は、担保回収法が未整備な点が影響して買いたたかれる傾向にあり、評価額はノンコア資産で351億バーツ、コア資産で1500億バーツ（額面の27.4%）にとどまっている（表1）。

商業銀行など営業継続中の金融機関の健全性確保について、中央銀行は延滞期間に即し債権を5分類して引当率を定め、1998年末から2000年末までに5回の期限を設けて段階的に貸倒引当金を積み増し、自己資本の充実を達成

表1 FRAによる

資産の種類	競売日	外国投資家			A
		額面価額	競売額	回収率	額面価額
自動車など割賦ローン	98/6/25	43,221.94	21,207.60	49.1	
住宅ローン	98/8/13	24,616.95	11,520.00	46.8	
事業ローン(第1回)	98/12/15	116,691.39	23,984.52	20.6	
事業ローン(第2回)	99/3/19	11,685.18	2,134.00	18.3	185,363.45
建設事業ローン	99/7/6				999.02
商業・その他ローン(第1回)	99/8/11	104,848.20	23,063.35	22.0	2,505.95
商業・その他ローン(第2回)	99/11/10				8,179.49
コア資産計		301,063.66	81,909.47	27.2	197,047.91
ノンコア資産					
合計					

(出所) タイ金融機関再建庁(FRA)資料(2001年7月19日発表)より筆者作成。

する国際基準の適用を求めた⁽²⁾。地場の商業銀行15行のなかで、多額の不良債権を抱え経営内容が悪化していた中・下位行の多くは、自力による増資計画に失敗して7行が一時国有化され、うち3行は国営銀行に吸収合併、1行は閉鎖、残り3行は外銀に売却されることになった⁽³⁾。一時国有化は強制減資および経営陣の退陣と引き替えに、中央銀行の金融機関再建開発基金(FIDF)が増資に応じるという形で実施されている。なおアジア銀行とタイタヌ銀行は、第三者割当増資により外銀の過半数出資を仰いで、外資の経営手法を導入しながら競争力の強化を自力で図り、上位5行は、過半数まではいかないが、外国人投資家の持株を引き上げて資本増強を行った(表2)。

タイ政府は1998年8月に金融制度再建計画を発表して、金融機関の自己資本増強を支援するために、基本的項目(Tier 1)と補完的項目(Tier 2)のそれぞれに公的資金を投入するスキームを整備した⁽⁴⁾。しかしこの枠組みで金融機関に投入された公的資金は、Tier 1で4行に613億400万バーツ、Tier 2で9行に85億2300万バーツにとどまっており、とくに商業銀行でTier 1の支援を受けたのは、サイアム商業銀行とタイ軍人銀行の2行にすぎない。この原因は、蔵相の承認を必要とする経営改善計画(MOU)の条件が厳しく、金融機関の経営者が責任を取らされることを恐れて、申請に二の足を踏んで

資産の競売結果

(単位：100万パーツ，%)

M C		国内投資家			合計		
競売額	回収率	額面価額	競売額	回収率	額面価額	競売額	回収率
		8,590.21	3,651.19	42.5	51,812.15	24,858.79	48.0
					24,616.95	11,520.00	46.8
		38,984.86	12,849.17	33.0	155,676.25	36,833.69	23.7
31,110.08	16.8	24,486.88	7,074.62	28.9	221,535.51	40,318.70	18.2
142.89	14.3	296.38	14.90	5.0	1,295.40	157.79	12.2
837.13	33.4	21,929.44	7,089.81	32.3	129,283.59	30,990.29	24.0
1,616.59	19.8	8,140.58	3,745.33	46.0	16,320.07	5,361.92	32.9
33,706.69	17.1	102,428.35	34,425.02	33.6	600,539.92	150,041.18	25.0
		76,258.49	35,101.51	46.0	76,258.49	35,101.51	46.0
					676,798.41	185,142.69	27.4

いるためである。金融機関は自力でCAPSやSLIPSなどの証券（投資信託）を発行し、公的資金の助けを借りずに自己資本を増強している（表3）。

タイ金融機関の融資額に占める不良債権の比率は、1999年5月に47.7%とピークに達したが、その後は徐々に低下して、2001年9月には不良債権総額が6158億パーツ、比率が12.9%と減少傾向を示している（表4）。ここではどのような要因で不良債権比率が低下したのか、内訳を検討していきたい（表5）。不良債権が減少している最大の要因は、債務再構築交渉の進展によるものである（後述）。債務再構築が合意されれば、正常債権に分類されるため、金融機関は交渉を促進してきた。続いて一定割合を占める減少要因は、資産管理会社（AMC）への不良債権の移管である。タイ政府は民間のAMC設立を奨励して、各行が独自に不良債権処理を進める方法を促したため、タイ農民銀行を皮切りに各行はAMCを設立して不良債権の譲渡を進めてきた。そのほかに抜本的な解決方法として、第三者への不良債権の一括売却があり、DBSタイタヌ銀行が実施した。同行は外資の支援により自己資本を増強していたため、不良債権を簿価の29%で投資銀行などに売却する完全償却が可能となった。

不良債権比率は低下傾向にあり、確かに一定程度の進展はみられるが、処

表2 タイ地場商業銀行の不良債権比率と増資状況

	不良債権比率 (%)				増資額 (100万バーツ)	外資参入状況	主要株主
	1998年末	1999年末	2000年末	2001年末			
民間銀行							
バンコク銀行	45.8	42.5	18.52	14.71	79,129	外資48.77%	ソーボンパニット一族10%以下
タイ農民銀行	38.8	20.2	13.79	13.10	96,618	外資48.98%	ラムサム一族6%以下
アユタヤ銀行	35.3	31.0	22.68	16.58	49,500	外資30.38%	ラッタナラック一族10%以下
サイアム商業銀行	34.3	22.7	19.42	18.50	82,290	外資37.42%, 三和銀行	王室財産管理局11.25%
タイ軍人銀行	29.7	29.1	23.22	12.28	52,143	外資11.46%	陸軍
DBSタイタヌ銀行	44.5	39.6	7.75	5.87	33,043	DBS 51.72%他	トゥーチンダー一族3~4%
スタンダードチャータード・ナコントン銀行	39.8	57.7	1.32	2.11	7,673	SCB 75.01%	一時国有化後売却
アジア銀行	37.1	43.4	22.61	18.29	27,233	ABNアムロ銀行76.77%	旧経営陣一族は資本放出
UOBラッタナシン銀行	65.7	1.1	0.59	0.85	19,793	UOB 75.02%	レームトン銀行を一時国有化後売却
小計			18.02	14.43	447,422		
国営銀行							
クルンタイ銀行	54.3	57.1	8.39	8.19	205,000		FIDF, 大蔵省
サイアムシティ銀行	58.5	64.6	58.59	0.07	51,400	外資へ売却予定	一時国有化, FIDF100%
バンコク・メトロポリタン銀行	68.1	62.3	57.16	1.59	64,190	HSBC 75.0%参入撤回	一時国有化, FIDF100%
バンクタイ銀行	74.1	74.5	2.85	3.19	86,982		ユニオン銀行等を一時国有化
小計			21.63	5.59	449,572		
合計	45.2	42.9	19.28	11.49	896,994		

(注) 増資額は1998~2000年の増資額合計。バンコク商業銀行の優良資産とファーストバンコクシティ銀行は、クルンタイ銀行へ吸収合併。

国営銀行の小計には、1998年に吸収合併されたこの2行が増資した420億バーツを含む。

(出所) タイ中央銀行ほかの資料をもとに筆者作成。

表3 タイ商業銀行の増資資金内訳

(単位：10億バーツ)

	旧株主	新株主	債券	政府	合計
民間銀行					
バンコク銀行		43.2	34.5		77.7
タイ農民銀行	23.5	33.1	20.0		76.6
アユタヤ銀行	11.5	17.0	13.0		41.5
サイアム商業銀行	6.0	32.9		32.5	71.3
タイ軍人銀行	3.3	11.6	10.0	19.9	44.9
DBSタイタス銀行	10.9	7.9	12.5		31.3
スタンダードチャータード・ナコントン銀行	0.7			7.0	7.7
アジア銀行	18.1	7.5			25.6
UOBラッタナシン銀行				19.8	19.8
国営銀行					
クルンタイ銀行	20.0			77.0	97.0
サイアムシティ銀行				51.4	51.4
バンコク・メトロポリタン銀行		0.1		35.7	35.8
バンクタイ銀行				49.4	49.4
IFCT	2.7	6.6			9.3
合計	96.7	160.0	90.0	292.7	639.3

(出所) Tarrin, Pichet and Phisit [2001: 88], 原資料はSG Securities Research.

理の実態は多くの問題点をともなっている。まず債務再構築の合意内容では、金融機関が債権放棄に応じれば損失を直ちに償却しなければならないため、多くが債務弁済期間の繰り延べに落ち着いた⁽⁵⁾。しかし繰り延べでは、企業の収益性が回復しない場合、債権が再不良化する可能性が高く、実際に2001年に入って、支払い猶予期間が終了した企業の債務が再び不良債権に分類される例が増えている。次にAMCへの移管は、銀行本体のバランスシートから不良債権が除去されても、AMCが全額出資の子会社ならば、連結ベースで実質は変わることなく、見かけ上の処理にすぎない。ただ銀行はこれを機会に、融資と債権回収部門を分離して、各々の事業に専念する点では効果があったと考えられる。

チュアン前政権の金融制度改革は、市場原則に従いモラルハザードを防ぐ

表4 タイ金融機関の不

	1998			1999		
	6月	9月	12月	3月	6月	9月
民間地場商業銀行	994,230	1,165,549	1,239,944	1,293,788	1,222,689	1,124,084
不良債権比率(%)	30.19	36.88	40.48	42.31	41.02	38.11
国営・政府管理銀行	786,030	920,467	1,036,654	1,160,065	1,175,191	1,174,730
不良債権比率(%)	47.17	55.14	62.45	68.36	70.34	66.92
外国銀行支店	52,258	63,142	74,244	85,460	86,754	81,811
不良債権比率(%)	5.53	7.53	9.81	11.51	12.57	11.53
商業銀行 小計	1,832,518	2,149,158	2,350,842	2,539,313	2,484,634	2,380,625
不良債権比率(%)	31.04	37.92	42.90	46.19	46.52	43.97
ファイナンスカンパニー	257,784	288,987	323,691	170,645	168,072	150,150
不良債権比率(%)	52.63	60.36	70.16	65.51	67.25	62.26
金融機関 合計	2,090,302	2,438,145	2,674,533	2,709,958	2,652,706	2,530,775
不良債権比率(%)	32.69	39.67	45.02	47.06	47.44	44.75

(注) 3カ月以上の延滞債権が不良債権。

1999年2月以降、バンクタイ銀行は13のファイナンスカンパニーを合併。

ラッタナシン銀行は国営銀行であったが、1999年11月以降は外資への売却により商業銀行へ。

(出所) タイ中央銀行。

表5 不良債権増減額

	1999年12月	2000年3月	2000年6月	2000年9月
前期比増減額(ネット)	-436,350	-97,519	-379,397	-498,190
不良債権増加額	170,093	138,183	113,853	116,656
新規	137,432	100,353	66,527	59,470
リエントリー	32,661	37,830	47,326	57,186
不良債権減少額	606,443	235,702	493,250	614,846
債務リストラ進展要因	258,639	149,618	208,364	120,428
それ以外の要因	347,804	86,084	284,886	494,418
3カ月以内に利払い	70,375	34,431	34,949	22,002
AMCに移管	139,598	—	1,159	438,525
貸倒引当金計上	69,534	6,217	207,122	5,284
その他(債務支払い、売却など)	68,297	45,436	41,656	28,607

(注) 過去3カ月間の推移。

(出所) タイ中央銀行。

良債権金額と比率の推移

(単位：100万パーツ，%)

12月	2000				2001			
	3月	6月	9月	12月	3月	6月	9月	12月
885,441	841,678	570,645	528,320	476,360	481,481	470,466	472,279	370,480
30.59	29.33	21.67	20.19	18.00	18.13	17.78	17.77	14.42
1,057,276	1,012,705	943,016	494,453	308,053	304,824	89,863	102,427	71,468
62.84	60.72	56.54	33.21	21.63	21.16	6.26	7.49	5.59
61,575	56,529	43,209	39,310	38,176	28,495	22,470	20,550	16,590
9.94	9.03	7.34	6.28	6.60	4.89	4.06	3.50	3.20
2,004,292	1,910,912	1,556,870	1,062,083	822,589	814,800	582,799	595,256	458,538
38.57	37.01	31.84	22.44	17.70	17.42	12.58	12.91	10.50
90,133	85,994	60,639	57,236	34,752	32,358	24,176	20,579	15,453
49.22	47.90	38.75	35.7	24.48	22.61	15.95	12.67	9.46
2,094,425	1,996,906	1,617,509	1,119,319	857,341	847,158	606,975	615,835	473,991
38.93	37.37	32.05	22.88	17.90	17.57	12.68	12.90	10.46

の内訳

(単位：100万パーツ)

2000年12月	2001年3月	2001年6月	2001年9月	2001年12月
-261,365	-10,182	-240,183	8,729	-141,844
122,079	93,540	109,733	111,138	91,612
54,714	39,728	45,476	44,658	40,508
67,365	53,812	64,257	66,480	51,104
384,057	103,722	349,916	102,409	233,456
129,252	66,297	73,631	58,883	88,763
254,805	37,425	276,285	43,526	144,693
22,547	15,695	16,056	15,014	29,265
3,852	0	211,284	0	86,445
79,628	14,363	21,151	12,446	15,274
148,778	7,367	27,794	16,066	13,709

ことに重点をおいてきたが、不良債権処理をあくまで銀行の自主的な処理に委ねる方法にも限界が出てきた。しかしタイでは金融機関の不良債権の規模が格段に大きく、FCへの流動性支援や一時国有化銀行への増資、さらに国営銀行のAMC設置などでFIDFから多額の資金を供給しており、すでに金融機関再建コストが膨大な額にのぼっているため、チュアン前政権はこれ以上の政府介入をためらっていた。

2. 債務再構築促進委員会

通貨危機後タイ企業グループの多くは、為替の切り下げや国内不況により、巨額の負債を抱えて債務処理問題に直面することになった。問題発生当初は、国内債権者と海外債権者、また有担保債権者と無担保債権者の間で利害対立が発生し、債権回収が混乱していた。そこで官民連絡調整委員会では⁽⁶⁾、監督機関を設立してガイドラインを定め、現状維持状態から債権者が協力して債務再構築を進めるルール作りと手続き明確化の必要性を提唱した。1998年6月、中央銀行が中立の監督機関となって債務再構築促進委員会（CDRAC）を設立し、法廷外において当事者間の自主交渉により迅速に解決を図る私的整理の制度作りが開始された⁽⁷⁾。

CDRACではまず、債権者金融機関すべてが、債務再構築の枠組みに参加するよう取り決めた。そのうえで、債権者が複数にわたる大企業の債務再構築に関し、当事者の自主性で解決する原則（バンコク・アプローチ）を定め、民間5団体（債務者側2団体と債権者側3団体）が1998年8月に協定に署名している（Bank of Thailand [2000a]）。この原則はロンドン・ルールの枠組みを改良したもので、CDRACは情報の収集と提供の便宜を図る調整の役割に徹し、税制上の優遇措置を設けて当事者に債務処理交渉を促した。

しかし自主性に委ねたままでは交渉が進展しなかったため、CDRACはその後交渉の仲介に乗り出し、進め方や期限を設定して交渉の進展をめざす方針に転換している。1999年3月の債権者・債務者間（DCA）および債権者間

表6 CDRACが対象目標とした企業債務再構築状況

(単位：件、100万パーツ)

	1999年12月			2000年12月			2001年12月		
	大企業	中小企業	合計	大企業	中小企業	合計	大企業	中小企業	合計
1. CDRACのもとで 債務再構築交渉	548 1,019,938	1,752 97,341	2,300 1,117,279	1,533 1,374,245	6,376 140,668	7,909 1,514,913	1,589 ³⁾ 1,465,651	10,083 201,860	11,672 1,667,511
1.1 再構築交渉合 意 ¹⁾	178 495,519	910 16,324	1,088 511,843	865 1,043,003	5,374 112,360	6,239 1,155,363	1,016 1,145,876	9,091 129,437	10,107 1,275,313
(%)	23.1	8.9	22.0	45.3	38.1	44.5	49.4	42.0	48.6
1.2 再構築交渉中	370 524,419	842 81,017	1,212 605,436	240 56,498	341 2,510	581 59,008			
(%)	24.5	44.0	26.0	2.5	0.9	2.3			
1.3 合意に至らず 法的処理へ				428 274,744	661 25,798	1,089 300,542	571 314,695	992 ²⁾ 72,423	1,563 387,118
(%)				11.9	8.8	11.6	13.6	23.5	14.7
2. CDRAC下でない ²⁾ 債務再構築交渉	1,146 1,121,241	2,124 86,746	3,270 1,207,987	1,280 929,016	2,257 154,100	3,537 1,083,116	1,270 851,625	1,908 106,087	3,178 957,712
(%)	52.4	47.1	52.0	40.3	52.3	41.7	36.8	34.4	36.5
3. CDRACの債務再 構築対象合計	1,694 2,141,179	3,876 184,087	5,570 2,325,266	2,813 2,303,261	8,633 294,768	11,446 2,598,029	2,859 2,317,276	11,991 307,947	14,850 2,625,223

(注) 数字は、各時点での累計。

1) 再構築交渉合意とは次の3通りの合計。①合意契約終了、②合意済みで契約待ち、③合意済みで会社更生手続きへ。

2) CDRAC下でないとは次の3通りの合計。①裁判所で審理中、②交渉協定への署名待ち、③正常債務。

3) 2001年12月の大企業のCDRACのもとで債務再構築交渉のうち、表の3通り以外に、2件50億8000万パーツはTAMCへ移管した債権。

4) 2001年12月の中小企業のCDRACのもとで合意に至らず法的処理へ移行するもののうち、134件38億9100万パーツは、2002年1月より

CDRACは経過を監督せず、債権者が処理を進める。

(出所) タイ中央銀行債務再構築事務局。

(ICA)の協定で、CDRACのこの新たな枠組み下における交渉のガイドラインに、民間5団体が合意した(Bank of Thailand [2000b])。新協定により関係者は拘束を受け、期限を設定して当事者間で合意に至らない場合は仲裁者を任命し、それでも合意に至らないときは、法的処理への移行を規定している。

CDRACが交渉の仲介に乗り出した1999年半ば以降、交渉が終了した債務額が急速に増加している。CDRAC傘下の債務再構築対象企業は、当初債権者および債務者の協会が提出した企業リストから選ばれていたが、対象を大企業から中小企業にも拡大し⁽⁸⁾、また税制上の優遇措置などCDRACのガイドラインに沿った交渉の利点が債務者に理解されると、枠組みに参加する企業が増えていった。2000年末にはCDRACが債務再構築の対象にしている債務者1万1446件、債務総額2兆6000億バーツのうち、債務処理協議が終了あるいは債権者会議が承認して契約を待つだけの債務者は6239件、債務額1兆1600億バーツで全体の44.5%に達している(表6)⁽⁹⁾。CDRACにおける債務処理は、大企業を中心に一定程度進展したと評価できよう。

当事者間で話し合う私的整理の長所は、弁護士を雇う費用や審理に費やす時間などのコストが法的処理よりも少なくてすむ点、破産を回避し非公開で更生計画を策定できる点にある。タイのCDRACでは、現状維持状態から自主交渉を行い、債権者集会での更生計画承認は法的処理と同じ枠組みなので、効率的な方法として私的整理が活用されている。しかし私的整理では、保全処分がないため担保債権者と無担保債権者間で利害衝突が発生することがあり、また合意された債務返済計画には法的拘束力がなく、私的整理に参加していない債権者が訴訟を起こす可能性がある(Nipon [2000: 5-7, 30-41])。

3. タイ資産管理公社

2001年2月に発足したタクシン政権は、チュアン前政権の方針から転換し、FIDFが全額出資するタイ資産管理公社(TAMC)を設立して、金融機関の

不良債権を買い取り、抜本的な処理を進める方針を掲げている。低金利にもかかわらず金融機関の融資が伸びていない原因を、不良債権問題の未解決にあると判断し、政府介入により処理を進めれば銀行の資金仲介機能が回復するという考え方である。チュアン前政権の金融制度改革は、市場原則に従い、不良債権処理を銀行の自助努力に委ねる方針で進められてきた。しかし各行が独自に設立したAMCに、不良債権を移し替える結果に終わっている。また複数債権者の債務処理を進めるCDRACは、調整や仲介の役割にとどまり、債権者が金融機関でない場合は強制力をともなっていなかった。

タクシン首相は政権発足直後の2月下旬、政府および民間の金融関係者を保養地チャムに集めて不良債権処理に関するセミナーを開催し、この場で公的機関設立の合意を取り付けて、詳細を検討する設立委員会（タノン委員長）の設置を発表した⁽¹⁰⁾。同委員会では討議を重ねて、金融機関から1兆3500億バーツにのぼる不良債権を買い取るTAMCの設立、買取価格や損失分担など処理策の大枠をまとめている。4月には、TAMCの正式発足まで不良債権の状況を監督する不良債権処理監督委員会（タノン委員長）を設置した。TAMC設立法案は、設立委員会作業部会が草案を起草して監督委員会に諮られ、蔵相が草案を法律改革委員会⁽¹¹⁾に送付して修正が施された後、閣議決定を経て、6月にTAMC緊急勅令として公布された。

タクシン政権が、TAMCを設立して不良債権処理を進める方針を打ち出した根拠は、次の点にある⁽¹²⁾。すなわち依然として解決していない不良債権には2種類あり、これらはシンジケートローンで債権者が複数いて調整が難しい債権と政府管理銀行の不良債権である。前者はTAMCが買い取って債権者がTAMCに一本化すれば、合意しやすくなるであろう。後者は、国営銀行の規則が厳しく、経営者は不良債権をあえて処理せず問題を先送りしていたが、TAMCに権限をもたせれば解決することができる。TAMCを設立するにあたり、マレーシア、韓国、スウェーデンなどの事例の長所短所を調査し、機関を効率的に機能させるために、理事会、運営委員会、監査委員会を設けた⁽¹³⁾。TAMC設立の目的は、(1)不良債権の迅速な処理、(2)銀行の

貸し渋りを解消して債務者の事業回復を支援、(3)国および国民の負担を最小限にする点におかれている。

民間銀行は当初、タクシン政権のTAMC設立の方針を歓迎した⁽¹⁴⁾。タクシン首相が、民間銀行の現状は損失の拡大により引当金を積み増して増資する必要があり、TAMCに不良債権を実質簿価で移管すれば、新たに引当金を積み増す必要がなく、経営危機が回避されるという見方を示したからである。またTAMCの不良債権処理は、ゲイン・ロスシェアリング方式で5年後と10年後に損失分担を確定する。つまり損失が買取価格の20%までは銀行の負担、次の20%は銀行とTAMCの折半、それ以上はTAMCの負担となり、最終的なTAMCの損失はFIDFが負い、将来的に大蔵省が補填することになる。

しかし作成された法律草案は、必ずしも銀行側の期待に沿うものではなかった。緊急勅令では不良債権の買取価格を土地局が評価する担保の価額としていたが、土地局は全部の土地を評価しておらず、また市場価格より低いという問題があった。そのため銀行側の要望を受けて、中央銀行が原則を定めて市場価格で評価するように法律が修正された。証券取引等監督委員会に登録された資産評価会社のなかから選定して、担保価値の評価が行われる。評価が確定すれば、TAMCはFIDFが保証する債券を銀行に譲渡する⁽¹⁵⁾。TAMCに移管される不良債権は、民間銀行からは債権者が複数のもののみで、債権者が単独である債権は受け入れられず、該当する不良債権をすべて移管するか、あるいはスキームに参加しないかの選択となる⁽¹⁶⁾。他方で国営銀行からは、不良債権すべてが移管され、TAMCの不良債権処理は国営銀行のものが大半を占めている（1兆3500億パーツのうち1兆1000億パーツ）。

銀行からTAMCへの不良債権の移管は、10月から開始されている⁽¹⁷⁾。移管後の不良債権は、次の4とおりの解決方法で処理される。(1)債務支払い、(2)債務再構成、(3)事業再構成、(4)担保資産売却。(1)は債務者側から新規融資の障害を取り除くなどの理由で要望があった場合に行う。(2)は元本削減、利子減免、債務の株式化、返済猶予などの計画を、原則を定めて強制的に実行

する。(3)は事業更生計画を遂行人のもとで強制的に素早く実行する。(4)は最後の手段として売却する。債務者が信用できない場合は、ファイナンシャルアドバイザーを任用して、債務者の財務を管理する。

TAMCは2001年末までに、銀行から4回にわたって不良債権6984億バーツ（簿価）の譲渡を受け、2年以内に債務再構成の目処をつける計画を発表している⁽¹⁸⁾。TAMCにおける不良債権処理の特徴は、会社更生に重点をおいた処理方法の決定を理事会の強制力で進める点にあり、破産裁判所はその結果を追認するにすぎない⁽¹⁹⁾。この点でチュアン前内閣が実施した、市場原則に従い当事者が自主的な処理を進めるという方針からは大きく転換した。とくに前政権の処理の枠組みでは、民間の当事者同士の交渉を重視して、国営銀行の不良債権処理を明示的に対象としていなかった。つまり国営銀行に関しては当初、民営化や外資へ売却する方針であったが、これらの計画が頓挫して以降、具体的な処理政策がとられず、問題が悪化していったのである。

第2節 通貨危機後の経済関連法整備

1. コーポレート・ガバナンス

今回の通貨危機の原因として金融制度の未整備とならんで指摘されている問題は、タイにおけるコーポレート・ガバナンスの未熟さである。すなわち所有と経営が分離していない多くのタイ企業グループでは、役員会が一族とその関係者で占められ、外部からのモニタリングが機能せず、基準に達した財務監査も行われていなかったため、企業経営がきわめて非効率に陥っていた（World Bank [1998: 67-68]）。タイの企業は資金調達を金融機関に依存して、レバレッジを過度に高め、資金をグループ子会社に横流しして非効率な経営を行っていたことが、危機を招く原因となったのである⁽²⁰⁾。そこで企業経営の効率性を改善するには、説明責任や透明性を重視したコーポレー

ト・ガバナンスの導入が不可欠の課題となった。

通貨危機後にIMF・世銀が導入を迫ったコーポレート・ガバナンスとは、英米流の株主価値の最大化を理念としている。タイの1992年公開株式会社法では、株主の権利保護が不十分として、次の点が指摘された (La Porta et al. [1998], Deunden and Racitkanok [2001: 192-193])。①株主の郵送による投票権が認められていない、②1株1票の決議方法を強制していない、③株主による株主総会招集の要請には、発行株式総数の20%以上が必要⁽²¹⁾で、きわめて要件が高い。これらは少数株主の保護に関わる事柄であり、③は発行株式の5%に引き下げる法律修正が検討されている。公開株式会社法の改正作業では、少数株主の保護とならんで取締役の責任強化に焦点が当てられており、コーポレート・ガバナンスの強化を念頭においている。

タイ側でも1997年以降、タイ証券取引所 (SET) およびタイ証券取引等監督委員会 (SEC) が主導して、上場企業へコーポレート・ガバナンスの導入を図る検討を独自に進めてきた。ただ本格的な導入は、通貨危機後にIMFの勧告を受けて、SETが1998年1月に布告したガイドラインにより実施された⁽²²⁾。この布告で重要な点は、すべての上場企業に対して、最低2人の社外取締役の任命、所有者や経営者から独立した最低3人の監査委員の任命、基準を満たした年次活動報告書の提出などを、1999年末までに義務づけ、達成できない企業には罰則規定を設けた点にある (本書第2章を参照)。

タイ企業のほとんどの取締役は、大株主とつながりがあるため、大株主が任命した執行役の経営状況を監督したり、経営方針にあえて反対する役割を果たせていない問題があった。実際に公開株式会社のなかには、証券市場で調達した資金を大株主の所有するグループ企業へ回した事例、株式市場でインサイダー取引を行った例などがあり、他方で少数株主は利益を確保する手段として、取締役会の経営監督や監査委員会の役割に依存せざるをえなかった。そこで上場企業に上記の義務づけを行い、企業経営のモニタリングおよび株主に対する説明責任を、早急に改善する必要に迫られたのである。

企業経営の監督を実効あるものにするためには、会計・監査の水準を高め

て審査を行える制度を確立しておかなければならない。タイ企業はもともと一族経営が中心なため、財務内容の公開には消極的で、税金対策からも、二重帳簿や三重帳簿は当たり前といわれてきた。また企業の財務を審査する公認会計士も、1990年代前半の経済成長期に不足が深刻化し、一人が担当する企業数が膨大な数に及んで、監査の質の低下が心配されていた。世界銀行は企業経営の透明性を確保するために、1998年5月タイ大蔵省財政経済局へ会計・監査制度の改革を指示し、タイ公認会計士・監査人協会と商務省の会計監査業務管理委員会が協力して、会計基準および公認会計士認可制度の抜本的な見直しを実施した（末廣・ネートナバー [2000]）。2000年8月には改正会計法が施行され、公開株式会社へは国際会計基準あるいはアメリカ財務会計基準にもとづいた財務会計報告の作成を求め、すべての会社に公認会計士による監査を義務づけている。

通貨危機後にタイで進められてきたコーポレート・ガバナンスの導入は、従来のメリット・ベースによる上場認可から、企業経営の説明責任や透明性を要求する情報開示ベースへの転換を方針に掲げてきた（Tarrin, Pichet and Phisit [2001: 101]）。グローバルスタンダードにもとづいた企業の情報開示はまた、資金調達の極端な間接金融依存を是正し、資本市場の育成を図るうえでも欠かせない点である。さらに制度改革の進展と併せて、企業の取締役や株主自体の意識改革も必要となつてこよう。新しく組織されたタイ取締役協会では⁽²³⁾、ガバナンスの重要性を啓蒙する役割を担って、グローバル化に対応した企業人の育成を図っている。

2. 破産法の改正

株主の権利保護とならんでIMF・世銀がタイに対する企業改革で掲げた柱は、債権者の権利を保証した迅速な倒産処理制度の整備であった。IMFとの第二次政策協定合意書（LOI2）（1997年11月）では、破産法の改正と担保権の施行に関する法改正が明記されている。すなわち金融機関の不良債権処理を

表7 中央破産裁判所の

	1998年4月10日～ 1998年10月10日	1998年10月11日～ 1999年4月21日	1999年4月22日～ 1999年10月31日	1999年11月1日～ 2000年4月30日
更生手続き申請(件)	9	9	12	36
更生手続き取り下げ(件)				5
更生手続き適用命令(件)	3	7	12	31
更生計画認可(件)	3	4	11	29
更生計画不承認(件)	0	3	1	1
更生計画策定中(件)	0	0	0	1
資産総額(100万バーツ)	51,596	39,638	187,158	1,066,481
債務総額(100万バーツ)	44,312	11,573	180,192	1,159,084

(注) 2001年5月～2001年12月の10件は、中央破産裁判所で更生手続きの適用を審査中。

(出所) タイ法務省会社更生事務所。

進めるには、過剰債務の返済に直面した企業の倒産あるいは会社更生のルールを明確にして、経済再建に必要な資金を効率的に市場に流入させる必要がある。このIMFの勧告に従い、1998年3月に改正破産法が国会で成立し(同年4月施行)、新たに再建型の会社更生手続きが導入された。

この再建型の会社更生手続きの導入により、同手続きが裁判所に申請されると債務弁済、財産譲渡、訴訟提起は自動的に停止し、保全管財官の管理下におかれる。更生計画策定人の選定に関しては、一般に(1)一時的に経営者を変更する方法、(2)債務者が引き続き経営に携われる方法の2通りがあり、イギリスやシンガポールなど大多数は前者で、モラトリアムの期間は債権者側が主導権を握る。タイの破産法も5年間は、更生計画人が経営を掌握する。後者に該当するのはアメリカの連邦破産法第11条(Chapter 11)で、経営陣が更生計画の策定にあたる(Sutee [1999: 211-213])。タイの破産法の基本はイギリス式であるが、裁判所が更生計画人を任命する場合、経営再建に熟達した人材の不足という難点があった。そこで経営者が事業内容を熟知していることを考慮して、債務者が経営の実権を失わずに更生計画を進められる機会を開いた⁽²⁴⁾。

事業更生手続き

2000年5月1日～ 2000年10月31日	2000年11月1日～ 2001年4月30日	2001年5月1日～ 2001年12月31日	合 計
83	44	58	251
8	11	6	30
75	33	42	203
58	19	4	128
10	0	0	15
7	14	38	60
341,730	139,173	195,233	2,021,009
836,243	10,596,440	35,053	12,862,897

ところが破産法改正後も会社更生が進捗しなかったため、CDRAC監督下の私的整理の整備と並行して、迅速な法的処理を進めるうえの障害を取り除く目的で、破産法の再改正に着手した。IMFの勧告は、大蔵省財政経済局をとおして法務省に伝えられており、法務省では経済問題解決のための法律検討委員会を設置して、現行破産法の不備な点に関し、関係者を集めて検討を進めた。法務省では1987年から破産法改正の草案作成に取り組んで準備を進めており、IMFの勧告を取り入れた改正案が、法制委員会での調整を経て閣議決定の後、国会に送付された。国会の審議では、上院で反対派の抵抗を受けて大幅に時間を費やしたものの、草案の骨格に大きな変更はないまま1999年3月に改正案が成立している⁽²⁵⁾。

倒産手続きの迅速化を図るために、まず破産および会社更生事件を専門に取り扱う破産裁判所設置法を施行した。次に1999年4月に施行された再改正破産法の重要点として、(1)救済融資の促進、(2)債権者の組分けと更生計画承認条件の緩和があげられる。(1)は債務者の資金繰りに問題があることを知りながら行われた融資でも、債務者の事業継続が目的の場合は、破綻したときに債権者への返済が可能となった(第94条2号)。(2)は更生計画の承認には債

表8 中央破産裁判所の審理状況

(単位：件、100万パーツ)

	破 産 訴 訟			事 業 更 生 手 続 き		
	申請件数	債務総額	適用命令	申請件数	債務総額	適用命令
1999年6～12月	416	10,148.7	210	25	153,796.9	21
2000年1～6月	464	28,550.7	443	65	418,164.6	50
2000年7～12月	522	48,504.7	485	69	253,847.5	66
2001年1～6月	510	198,711.7	456	34	153,715.2	44
2001年7～11月	909	298,620.9	525	45	173,176.9	44
合 計	2,821	584,536.7	2,119	238	1,152,701.1	225

(出所) 中央破産裁判所。

権者集会で、決議参加者の債権総額75%以上および過半数の賛成が必要であったが、債権者を大口担保債権者（債権総額の15%以上を保有）、他の担保債権者、一般債権者、劣後債権者に組分けし（第90/42条の2）、いずれかの組で75%以上の賛成が得られ、かつ全体の賛成票が決議参加者の債権総額50%以上に達していれば承認されるようになり（第90/46条）、多数債権者の合意を少数債権者に受け入れさせる制度となった。

再改正破産法が施行され、破産裁判所が1999年6月に開設されると、迅速な倒産処理が進んで、2000年末までに会社更生申立は159件、債務総額は8258億パーツに達した（表7、表8）。そのうち137件に更生手続きが適用され、多くは更生計画の策定を進めているところで、55件はすでに計画が認可されている⁽²⁶⁾。CDRAC傘下の私的整理で債務者側が交渉に協力しない場合、債権者側の金融機関は法的処理に訴える取り決めとなっており、2000年に入って申立件数が急増している。法的処理の長所は、債権額に応じた債権者の権利を保証する一方、保全処分後に個々の債権者は訴訟を起こせなくなり、非協力的な債権者による法廷外の交渉を防止する点あげられる。他方で短所として、多数派の債権者が合意した計画を、少数派の債権者に強制できるため、中小の債権者は場合によって債権放棄を求められる可能性が高くなる。

タイで整備された債務再構築の制度は、次のような特徴を備えているとま

とめられよう。債務再構築に関して裁判を通じてのみ処理することは、債務件数や総額が膨大で裁判所の処理能力を超えていた。そこで債務処理問題に直面した経済団体は、私的整理に関する認識を深め、その長所を活用するために、官民協力でCDRACという制度を構築した。私的整理では法的処理と同じ枠組みを採用し、まず私的整理で更生計画の効率的な策定を目指している。そして私的整理で合意に至らない場合は、自動的に法的処理に移行することになった。また私的整理で合意した場合でも、更生計画の強制力をもたせるために法的処理へ移行することもある。このようにタイで債務再構築が徐々に進展してきたのは、私的整理と法的処理の相互補完的な役割によるところが大きいと考えられる。

3. 外資参入の促進

金融機関の不良債権処理や企業の債務再構築とならび、タイ政府が経済回復を図る法制度改革で重点をおいた柱は、外資参入を中心とした投資促進の環境整備であった。タイ企業の多くは通貨危機後、為替の切り下げで外貨建て債務が膨らみ、他方では銀行の貸し渋りによって運転資金の調達にも事欠く状態に陥っていたのである。タイ企業の財務体質を改善するためには、外資の参入を仰いで増資することが不可欠となっていた。また中長期的にもタイ企業のみで技術やノウハウが不足している事業分野では、外国企業と合弁企業を設立して技術移転などを進め、製品やサービスの競争力を向上させる必要がある。

まず今回の通貨危機の引き金となった金融機関の経営悪化に対して、政府は商業銀行の経営の健全性を確保するために、自己資本の増強など国際基準の適用を求めた。その際に、自助努力で増資を達成できない銀行を考慮して、従来は25%に制限されていた地場金融機関への外資参入を、向こう10年間にわたって撤廃し、外国金融機関の資本参加による増資を可能にした。その結果、現存しているタイ民間商業銀行9行のうち、4行は外国銀行が過半数株

式を取得して、外資の経営手法を導入している。また上位5行も、過半数まではいかないが、外国人投資家の持株を引き上げて増資した(表2)。外資参入行は、従来のリテール業務に新たなノウハウを導入するとともに、大規模な情報通信技術(IT)投資を行って経営改革に取り組んでおり、この影響は上位行にも及んで、競争が激しくなっている。

投資委員会(BOI)は1997年12月に、バンコク周辺のゾーン1,2に立地する投資奨励企業に関して、タイ側出資者の同意があれば、外資の過半数出資を認める布告を発表した⁽²⁷⁾。通貨危機以降、タイ企業は深刻な流動性不足に直面しており、提携外資に出資比率引き上げを要請して、運転資金や資本不足をまかなう必要が生じたためである。この措置の適用を受けて増資に応じた外資は、1997年11月から1年間で180件、実際に流入した資本は200億バーツに達している。日系の自動車部品企業が、資金繰りの悪化したタイ側出資者の要請に応じて増資する例が多い。また1998年の投資認可企業は、登録資本金で外国資本が初めてタイ資本を上回っている。BOIは1998年12月にも外資出資規制を緩和する布告を出し⁽²⁸⁾、流通業を初めて投資奨励業種に指定して、外資の100%出資を認めた。

BOIがタイへの投資の振興を目的に、投資奨励企業へ恩典(税の減免など)を付与する機関であるのと反対に、タイにおける外資規制を定めた法律が外国人事業法である⁽²⁹⁾。外国人事業法は経済ナショナリズムが高揚していた1972年に、軍事政権によって制定された規制色の強い法律であった(正式名称は革命団布告第281号)。外国人商工会議所が規制業種の緩和を強く要望し、1980年代後半以降の経済成長により投資促進に政府の政策の重点がおかれるようになって、1993年にチュアン政権が、革命団布告の改正作業の一環として、改正草案の作成に着手した。しかしその後も政権交代が頻繁に起こって法案は成立せず、20年以上前の外資規制が続くことになった。

通貨危機後によく、第2次チュアン政権が投資促進を図る法整備の一環として、外国人事業法の本格的な改正を実施した⁽³⁰⁾。改正の目的は、次の3点である。(1)現在の経済、投資、貿易の状況に、条文の項目を適合させ、

(2)国内および海外との事業の競争を促進して、経済的な利益を高め、(3)国際協定との整合性を図るためである。政府は1998年10月に閣議決定して改正案を国会に送付したが、外国人事業法は経済制度改革関連法案のなかでも、ナショナリズムの問題が絡み、もっとも国会での審議に時間を費やした法案のひとつであった。大幅な規制緩和を目指した政府案に対して、破産法改正で明確に抵抗の姿勢を示した上院だけでなく、下院においても条件や制限を加える修正が施されたためである。1999年4月に下院を通過した法案は、上院が修正して8月に可決したが、修正部分を下院が否決したため、両院合同委員会が開かれ、ほぼ下院可決案どおりの法案が10月に成立した。

外国人事業法改正により「外国人」の定義は、株主構成の規定を削除し、株式を半数以上保有しているという資本構成のみで行われることになった(第4条)。またタイ法人の株式を過半数保有している外国人が、他のタイ法人の3分の1を超える株式を取得できないという規定も廃止されている。これらの改正は、企業活動の実態に適合させたものであり、実質的な変更ではなかった。企業支配という観点から重要な基準は、取締役の構成や議決権に関する規定である。上院における審議で、「外国人」が議決権の過半数を獲得したり、取締役の任命権を掌握できるように取り決められている法人を「外国人」とみなす、という規定が検討されたが、政府や下院の反対で削除された。

規制業種に関しては、63項目から43項目へ大幅に削減されている⁽³¹⁾。ただし製造業の多くに関しては、従来から規制の対象外であり、日系企業が事業を営むうえでは実質的な障害は少なかった。規制緩和業種では、建設業、仲介・代理業、小売業、卸売業について、限定的ではあるが開放されている。小売業では、1億パーツ以上のプロジェクトで、1店舗の最低資本金が200万パーツ以上の場合は、外資規制の対象でなくなった⁽³²⁾。また審査手続きは大幅に改善されており、申請から60日以内に参入可否の判断が下され、承認の場合は15日以内の許可書発行が明記されている(第17条)。規制業種は毎年、外国人事業委員会において見直されることになった(第9条)。

第3節 自由化・グローバル化の進展と産業再編

1. 自由化・情報化の進展

タイでは1990年代初頭以降、金融および産業において保護政策から自由化・規制緩和政策へ転換が図られ経済成長を達成してきたが、この流れは1997年の通貨危機以後も変わらず、さらに自由化が進んでいる。

まず金融の自由化は、1990年5月にIMF 8 条国への移行を宣言して、本格的に着手された⁽³⁴⁾。第1次金融制度開発三カ年計画（1990～92年）では、金利自由化、外為管理の緩和、金融機関の監督管理、金融調達手段と金融資産運用の多様化、決済システムの開発などが進められた。続いて第2次三カ年計画（1993～95年）では、積立基金や公務員年金などによる貯蓄奨励、地方への融資拡大、オフショア金融市場の創設などを実行に移している⁽³⁵⁾。対外的な資本取引に限ってみると、1990年5月に商業銀行の貿易にかかわる為替取引が自由化され、1991年4月と1994年2月に、居住者の外貨預金、外貨貸付け、海外投資などの資本取引が段階的に自由化された。1993年3月のバンコク・オフショア市場（BIBF）の開設により、銀行は海外から低コストで資金を調達し、競って国内の不動産や消費者金融などに融資を展開したため、バブル経済崩壊後に金融危機を招くことになったのである。

1997年7月の管理フロート制導入以後も、基本的には外国為替取引の需給均衡で為替相場が決まる制度であるので、資本取引の自由化は続いている。ただし中央銀行は投機的な取引に対しては資本規制を実施し、金融機関へ実需をともしない非居住者に5000万バーツ以上融通しないよう通達を出している⁽³⁶⁾。つまり自由化政策をあくまで堅持しているが、短期資本の急速な流出には一時的な規制措置を施して、通貨危機の再発を防ぎ、国内金融政策の自由度を確保するのが目的である。

産業の自由化も、1990年から段階的に進んでいる。タイは1980年代後半よ

り外国直接投資が急増して、輸出主導型の経済成長を達成した。経済成長はさらに国内市場を急速な勢いで広げ、これまで市場が狭いゆえに停滞していた輸入代替型産業の構成を大きく変えて、産業構造を高度化させたのである。1980年代までは国内産業を育成するために、対外的に保護関税を設定し、輸入を禁止または制限するとともに、産業ごとに参入できる事業者の数を制限していた。しかし国内市場の拡大を受け、政府は非効率な資源配分を是正することにより、競争原理の導入を目指して、自由化政策への転換を図った（東 [2000a]）。まず主要製品の輸入規制を廃止して関税措置に置き換え、輸入関税も段階的に引き下げている。参入制限の緩和は、国内で自立して効率的な生産が可能になると判断され、国内外の新規参入希望者が政府に対して強い働きかけを行った産業で実施されてきた。また事業者に対し国内部品や原料の使用を義務づけていた国産化規定も、WTOの取り決めに従って2000年までに廃止された。

このような自由化政策の流れのなかで、1990年代後半から情報通信技術が急速に進展し、もはや一国単位ではなく、企業はグローバルな世界で激しい競争に直面する時代に突入している点が重要である。タイで通貨危機が発生したのは、為替や資本取引の規制を緩和したところへ、情報技術の発達により、瞬時に国境を越えた資本移動が可能になった点が大きかった。グローバルな資本市場と直接結びつくことによって、企業はコーポレート・ガバナンスの考え方を導入し、投資家や株主の評価に合わせるために、経営改革や組織改革を迫られることになった。この企業改革を進める過程で、企業は事業の再構築に着手し、世界的規模で企業合併や統合、事業提携が加速して、産業再編が急速に展開している。

企業はグローバルな競争を勝ち抜くために、情報通信技術を導入して事業の再編成に取り組んでいる。事業の効率化を図るうえで、急速に普及しているのが電子商取引であろう。また製品のライフサイクルが短くなり、顧客の要望に対応するために、サプライ・チェーン・マネジメントを活用する企業が増えている。これらコンピュータを利用した経営システムを構築できるか

どうか、企業の競争力で差をつける決め手となっており、対応できない企業の淘汰も始まった。タイの金融機関は、競ってネット・バンキング、電子商取引、電子決済を導入する一方、支店の統廃合や人員の削減を行ってリストラを進めている。CPグループはサイアムセメント・グループなどと事業提携し、共同で企業間電子商取引を運営する企業を設立した⁽³⁷⁾。また流通業では、参入外資がロジスティックス・センターを開設して、物流配送で強みを発揮し、既存の小売店舗の経営を脅かしている。

2. 外資参入による産業再編

自由化や情報化の進展により、本国の市場がすでに飽和状態にある先進国の大企業は、経済成長を達成して国民所得が上昇し、さらに将来の有望な市場と期待されるタイなど東南アジア地域に進出してきた。通貨危機以前から外資企業による投資競争が展開されてきたが、危機以後は外資の進出がますます強まっている。タイ企業は為替の下落により債務が増大して財務内容を悪化させ、外資への事業の部分的売却や戦略的な事業提携を迫られていた。

表9 タイのセメント

企 業 名	設 立 年	資 本 金 (100万バツ)	従業員数 (人)	セメント
				生 産 量 (1,000トン/年)
Siam Cement Industry	1913(1998)	8,600	3,185	23,360
Siam City Cement Industry	1969	3,000	2,816	12,300
Jalaprathan Cement	1956	1,200	741	2,348
Asia Cement	1989	7,800	753	4,800
TPI Polene	1987	5,307	3,000	9,000
Saraburi Cement	1990	700	440	480
Samukkee Cement	1991	300	40	125
合 計				52,413

(出所) タイ工業連盟セメント部会資料ほかより筆者作成。

政府は規制緩和を進めたため、タイへの投資に興味を示していた外資企業にとっては、格好の買収対象となったのである。他方で主要産業において、規模の拡大を求めた世界的規模での合併や統合が進んでおり、各企業連合の市場獲得競争の影響は、当然タイにも及んできた。ここでは外資参入が顕著にみられるセメント、流通、情報通信産業の事例を紹介しよう。

セメント生産は輸送コストがかさむため、国内産業として発達してきた。政府は供給過剰に陥らないように工場の新設や事業者の参入を制限して、長らく3社による寡占体制が続いていたのである。しかし高度成長期の建設ブームで供給不足に対応するため、1989年から参入制限が緩和され、1991年には完全に自由化された。現在では7社が生産して、生産能力も1992年の2270万トンから、1997年には4360万トンへ拡大している(表9)。他方で1996年の国内消費量は3680万トンであるので、通貨危機以前にすでに供給過剰を引き起こしていた。危機後は国内需要の急速な落ち込みにより、設備能力過剰が深刻な問題となった。各社は工場の生産性引き上げを図るとともに、価格競争力の増した輸出に力を入れている。

生産能力第2位のサイアムシティセメント社は、1998年に25%の株式を世

生産能力 (1999年)

生産能力 比率(%)	クリンカー生産能力		キルン数	外資参入状況
	生産量 (トン/日)	比率(%)		
44.6	60,940	42.4	16	
23.5	38,500	26.8	6	Holderbank (25%)
4.5	6,100	4.2	3	Ciments Francais (54%)
9.2	13,000	9.0	2	Ciments Francais
17.2	23,500	16.3	3	Cemex or Holderbank ?
0.9	1,400	1.0	3	Cemex
0.2	320	0.2	2	
100.0	143,760	100.0	35	

界最大のセメント企業であるスイスのホールダーバンク社（2001年に社名をホルシム社に改称）に売却した（Phu Chatkan [2000a]）。タイ側最大株主のラッタナラック一族は、アユタヤ銀行の経営再建を図るために増資金を必要としており、カラット・サニタリーウェア社の保有株式を売却するなど非中核事業からの撤退を進めていた⁽³⁸⁾。ホールダーバンク社は1億6000万ドルの資金で、1200万トンの生産能力をもつサイアムシティセメント社のセメント3工場を買収でき⁽³⁹⁾、経営執行役員7人のうち社長を含む4人を送り込んで、経営の主導権を完全に掌握した⁽⁴⁰⁾。同社はグループ内の商社を活用して、西アフリカやアメリカなどへの輸出を強化するとともに、タイをアジア・オセアニア地域の事業拡張拠点と位置づけ、ベトナムやフィリピンでも合弁会社を設立している。

3社寡占体制時に最下位のチョンラプラターンセメント社も、1998年に54%の株式をシメン・フランセ社（イタリアのイタルチェメンチ社傘下）に売却した（Phu Chatkan [2000a]）。シメン・フランセ社は経営方針・財務担当の上級執行役員を派遣し、経営改革に努めている。チョンラプラターンセメント社は生産能力が小規模なため、大手に対抗するには戦略の重点をニッチ市場におき、輸出の強化も目標に掲げている。ほかにも世界第3位のセメント企業であるメキシコのセメックス社は、すでにサラブリセメントを買収し、会社更生中のTPIポリーン社への資本参加にも関心を示している⁽⁴¹⁾。外資参入により産業再編が進展する流れは、買収の恐れのない業界1位のサイアムセメント社でさえ、アメリカ合衆国向け輸出はセメックス社の商社を通じた販売に依存している点にも現れている⁽⁴²⁾。

タイの流通業では、CPグループとセントラル・グループが出店競争を展開してきたが、通貨危機以後はともに、主要事業を外資へ売却して経営戦略を立て直している。CPグループは巨額な債務返済のため、飼料、プロイラー、エビなどのアグリビジネスに事業を集約するリストラを進めており、流通部門ではセブン-イレブンのコンビニエンスストア事業を除いて撤退を決めた（後述）。CPグループのスーパーセンター事業を担ったロータスは、

表10 タイ流通業界の再編

	危機前の株主構成	出店数 (1996年)	危機後の株主構成	出店数 (2000年)
ロータス	CPグループ 100%	6	CPグループ 6.8% テスコ (英) 93.2%	24
ビッグC	ジラティワット一族 32.63% ロビンソン 14.55% ランド&ハウス 10.80% その他 12.02%	11	ジラティワット一族 13.4% カジノグループ (仏) 41.0% サウワニーホールディング 27.0% その他 18.6%	23
カルフル	セントラル 40% カルフル (仏) 40% SSCPホールディング 20%	5	SSCPホールディング 60% カルフル (仏) 40%	11
トップス	セントラルリテール 51% ロイヤルアホールド(蘭) 49%	31	ロイヤルアホールド (蘭) 100%	40
フード ライオン	ザモール 45% デレーズグループ (ベルギー) 45% サハグループ 10%	—	デレーズグループ (ベルギー) 49% フードライオンインク 51%	20

(注) サウワニーホールディングは、カジノグループのタイ現地法人。

SSCPホールディングは、カルフルグループの傘下企業。

フードライオンは、デレーズグループの店舗名。

(出所) タイ新聞情報、遠藤氏の情報提供により作成。

イギリスのテスコ社へ売却され、現在はテスコ社が完全に経営の実権を握って店舗網を広げている。同様にスーパーマーケット事業のサニーズも、ベルギーのデレーズ・グループが買収した(表10)。

セントラル・グループも伝統的な百貨店を事業の中核とする道を選択し、その他の小売事業は外資に売却している(本書第6章を参照)。オランダのロイヤルアホールド社との合弁会社であったスーパーマーケットのトップス、またハイパーマーケットの合弁事業カルフル(フランス)と、相次いで持株を提携先に売却したのに続き、スーパーセンター事業のビッグCも、フランスのカジノ・グループが68%の株式を買収し、セントラル・グループは少数株主に転落した。CPグループとテスコ社、セントラル・グループとカジノ社はともに提携関係を維持し、前者は中国市場への共同進出、後者はインドシナ地域へ共同で事業拡大を目指すとしているが、増資のたびにタイ側の

表11 タイ情報通信業界への外資参入

〈携帯電話企業〉

企業名	事業	事業開始	市場シェア	参入外資	現在の投資額
AIS	NMT900	1990	48.3%	シンガポールテレコム (1999年2月)	82.8億バーツ (20%)
	GSM900	1994			
TAC	AMPS800	1991	39.2%	テレノール (2000年5月)	99.56億バーツ (30%)
	PCN1800	1994			
DPC	GSM1800	1997	7.1%	テレコムマレーシア (1997年6月)	48%
TOT	NMT470	1986	2.8%		
CAT	AMPS800	1987	2.6%		
	CDMA	1998			

〈情報通信企業グループ〉

企業グループ	子会社株式所有	外資参入	現在の投資額
シン・コーポレーションズ	Advanced Info Service (AIS) 41.87%	シンガポールテレコム (1990年)	5.4% (市場価格)
UCOM	Total Access Com- munication (TAC) 65.29%	テレノール (2000年5月)	101.84億バーツ (24.8%)
スマート・コーポレーション		テレコムマレーシア	24.99%
CPグループ	Telecom Asia Corporation (TA)	ベルアトランティック	
ジャスミン・グループ	Thai Telephone and Telecommunications (TT & T)	NTT西日本	

(出所) タイ新聞情報, 各社Annual Reportより筆者作成。

持株比率は減少しており、もはやタイ側が実権を取り戻すのは不可能であろう。流通業界は外資による低価格を武器としたスーパーセンター事業の積極展開で、百貨店など伝統的な小売事業は窮地に立たされている。

情報通信産業も完全自由化後のグローバルな競争を控えて、地場企業グループは外資と戦略提携を結び、資金調達やノウハウの習得、経営改革を進めているが、通貨危機後はますます外資との提携が競争力を左右する要素と

なっている⁽⁴³⁾。携帯電話事業は地場企業グループが国営企業からコンセッションを取得し、シン・コーポレーションズ（チナワット・グループ）のアドバンスト・インフォ・サービス（AIS）社とUCOMグループのトータル・アクセス・コミュニケーション（TAC）社の寡占状態が続いていた。スマート・コーポレーションはGSM1800方式の携帯電話事業のコンセッションを新たに獲得してデジタルフォン（DPC）社を設立したが、事業開始前にテレコム・マレーシアの出資を受け入れた。既存のTACは2年かけて外貨建て債務のリストラに目処をつけ、経営支援パートナーとしてノルウェーのテレノール社の資本参加が2000年5月に実現した（後述）。他方でAIS社は債務処理問題を抱えていないものの、ネットワーク拡張の資金調達を図るため、シンガポール・テレコムと提携している（表11）。シン・コーポレーションズはさらに、DPCを傘下においている。

3. 設備能力過剰による産業再編

産業の自由化政策により、成長が見込める分野への企業の新規参入が相次いだため、重工業分野などでは通貨危機前の時点ですでに供給過剰の恐れが出ていた。通貨危機後の消費の落ち込みは、設備能力過剰を一気に顕在化させており、産業の再生を図るためには供給量を調整する必要が出てきた。BOIは1999年後半に、鉄鋼、石油化学、セラミック、紙・パルプ、繊維の5業種を対象に、産業の支援策に乗り出している（Board of Investment [1999: 12-13]）。これらの業種はいずれも、投資に占めるタイ企業の割合が高く、各企業は深刻な債務処理問題を抱えていた。BOIでは5業種に共通する解決策として、原材料や機械に賦課される輸入税を引き下げ、コスト削減による競争力の強化を提言したが、鉄鋼業に関してはさらに、合併や統合を指導して、産業を再編することを掲げた。

棒鋼の生産は需要の拡大に対応するために、1988年から参入制限が緩和され、1991年にはビレットを原料に製造する工場の新設や拡張が原則自由化さ

図1 タイの鉄

鉄 源		熱 延		冷 延	
粗鋼生産能力	680				
2000年生産実績	210				
電炉鋼生産能力 680					
スラブ生産能力	330	ホットコイルおよび厚板生産能力	620	冷延コイル生産能力	
2000年生産実績	45	2000年生産実績	224	2000年生産実績	
		Sahaviriya Steel '94	240	Thai Cold Rolled Steel Sheet	
Nakornthai Strip Mill '98	150	Nakornthai Strip Mill '98	150	Nakornthai Strip Mill	
Siam Strip Mill '99	180	Siam Strip Mill '99	180	Siam Integrated Cold Rolled Steel	
		LPN Plate Mill (厚板) '95	30	BHP	
		Sahaviriya Plate Mill (厚板) '97	20	Siam United Steel	
ブルーム・ビレット生産能力	350	棒鋼・線材生産能力	610	ステンレス生産能力	
2000年生産実績	165	2000年生産実績	172	2000年生産実績	
Siam Iron and Steel '66	40	Siam Iron and Steel '66	40	Thainox Steel	
Bangkok Iron & Steel Works '67	30	Bangkok Iron & Steel Works '67	50		
Bangkok Steel Industry '90	20	Bangkok Steel Industry '90	143		
Nakornthai Steel '93	50	Nakornthai Steel '93	50		
Siam Construction Steel '93	58	Siam Construction Steel '93	50		
Namheng Steel '98	20	Namheng Steel '98	20		
その他	52	Bangsaphan Bar Mill '96	40		
		Thai Special Steel Industry '98	50		
		Tycoon Steel '99	50		
		その他	117		
		形鋼生産能力	135		
		2000年生産実績	49		
Triumph Steel '74	20	Triumph Steel '74	20		
Siam Yamato Steel '94	60	Siam Yamato Steel '94	60		

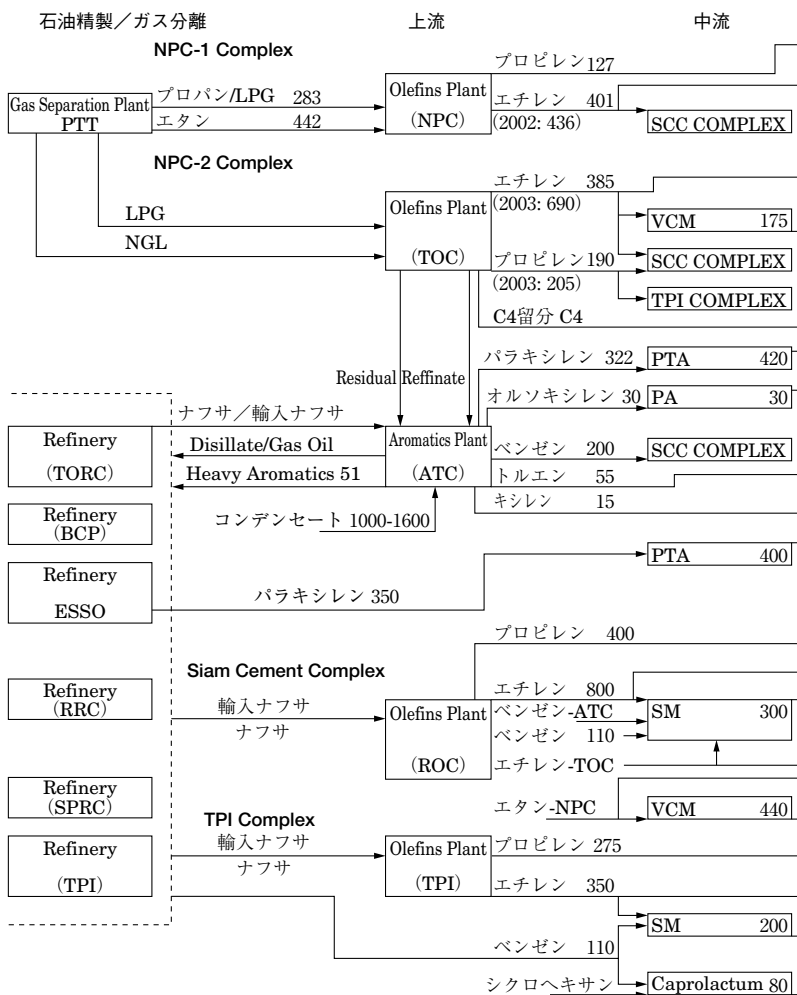
(出所) 鉄鋼メーカーA社資料をもとに筆者作成。

鋼業（2001年）

（単位：稼働年，生産能力は万トン/年）

		表 面 処 理		バ イ プ	
230		車輪メッキ及びカラー鋼板生産能力	84	パイプ生産能力	148
142		2000年生産実績	57	2000年生産実績	90
'97	100	Thai Coated Steel Sheet (EGL)	'97 14	Thai Steel Pipe Industry (ERW)	'63 6
未	80	Nakornthai Strip Mill	未 80	Saha Thai Steel Pipe (ERW)	'66 24
未	50	Siam Integrated Cold Rolled Steel	未 25	Thai Union Steel (ERW)	'68 10
'98	30	BHP ガルバリウム	'98 15	First Steel Industry (ERW)	'80 61
		CCL	'98 5	Siam Matsushita Steel (ERW)	'87 6
'98	100	メナム会5社 CGL	40	Siam Nippon Steel Pipe (ERW)	'96 6
		CCL	10	その他	35
16		ブリキ及びティンフリー生産能力	48		
12		2000年生産実績	31		
'93	16	Thai Tinplate	'73 36		
		Siam Tinplate	'92 12		

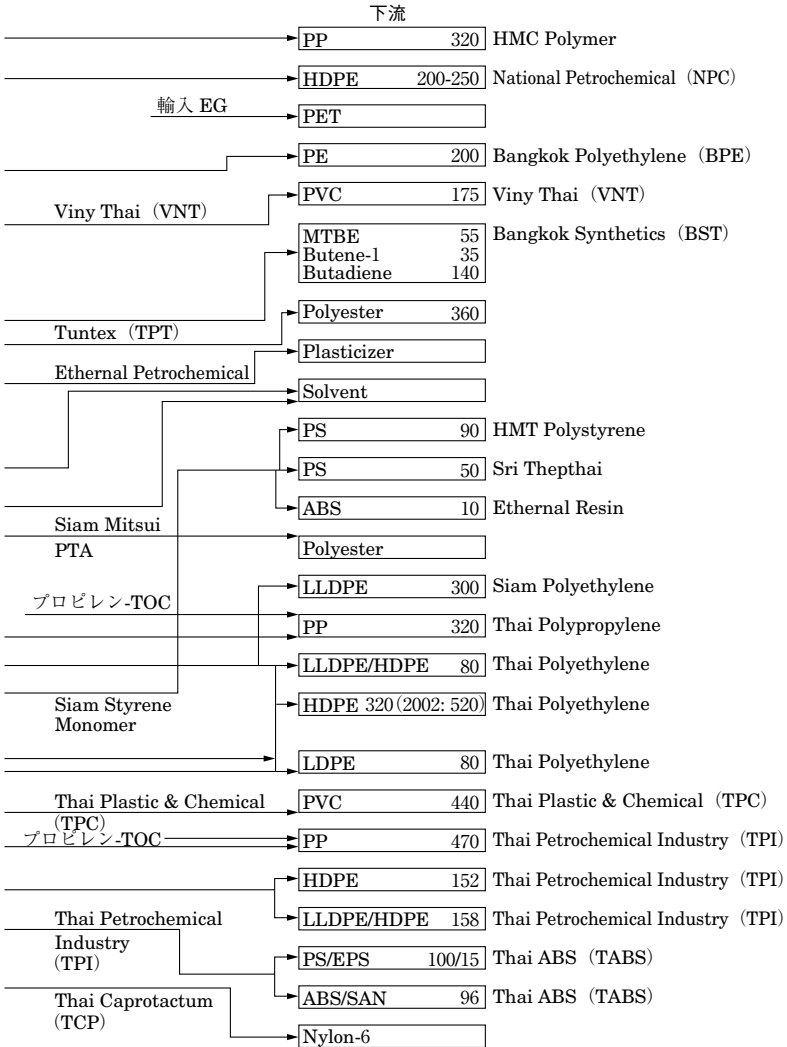
図2 タイの石油



(出所) Thai Petroleum Institute of Thailand資料をもとに筆者作成。

化学産業（2000年）

（単位：1,000万トン/年）



れた。その結果、新規参入者による投資が拡大して、棒鋼（線材を含む）の生産能力は1991年の150万トンから1996年には499万トンに増加する一方、1997年の国内販売は237万トンにとどまっていた。通貨危機後に事態はさらに深刻化して、電炉により棒鋼を製造する企業は15社稼働し、2000年には生産能力が488万トンに達しているが、生産実績は181万トンにすぎない⁽⁴⁴⁾。この棒鋼生産の設備能力過剰を解消するために、サイアムセメント・グループ、NTSグループ、バンコクスチール・グループによる電炉ミルの合併が進められている⁽⁴⁵⁾。グループを超えた合併により既存設備を集約して、各工場は特定製品の製造に特化する計画で、BOIは取引競争法に抵触しないよう、商務省の委員会に働きかけている。ただし民間企業同士の交渉の進展に、政府がどこまで仲裁者として影響力を行使できるかは、タイ政府がこれまで産業の需給調整に大きな役割を果たしてこなかった点から疑問である。

鋼板の生産も同様に、経済成長で需要が急速に拡大し、また新規参入者が政府に対して規制緩和を働きかけたため、BOIは1994年に自由化へ政策を転換した。それまで鋼板圧延事業は、多額の投資が必要なため、1989年にサハウィリヤー・グループへ独占的な事業運営権が与えられていた。ところが熱延・冷延鋼板事業への新規参入解禁を受けて、地場企業による新規参入が相次いだ（図1）。とくに熱延（薄板）事業は、既存のサハウィリヤー・グループ以外に、NTSグループ、サイアムスチールパイプ（SSP）グループがミニ・ミル方式で参入して、3工場の生産能力は570万トンに達し、2000年の生産実績200万トンを大きく上回っている⁽⁴⁶⁾。このような設備能力過剰に加え、後発の2社は通貨危機後に過剰債務を抱えて会社更生計画を進めており⁽⁴⁷⁾、設備過剰を解消する合併や統合などの改革案が、今後浮上する可能性がある。

鋼板市況は2001年に入り、国内需要の落ち込み、アメリカ向け輸出の減少、輸入材の価格下落が顕著となり、これらの影響を受けて国内事業者は経営の悪化に直面したため、安価な輸入品およびアメリカ市場への対策に乗り出している。まず熱延事業者は共同で、輸入規制措置を政府に要請した。BOIは

関係4省庁で作業チームを設置して検討を重ね、輸入鋼板に課徴金を1年間賦課する決定を11月に発表した⁽⁴⁸⁾。これとは別に商務省では、輸入品による国内事業者への被害が認定でき、事業者が競争力向上策を打ち出せば、3年間のセーフガードを発動する準備を進めている。また冷延鋼板事業のThai Cold Rolled Steel Sheet社は安値輸入品により被害を受けたとして、ロシア、カザフスタン、アルゼンチンに対してダンピング提訴を行った⁽⁴⁹⁾。商務省は7月に提訴状を受理し、反ダンピング関税を適用するかどうかの調査を開始している。他方でタイ製の冷延鋼板は輸出市場のアメリカで、通商法201条にもとづき反ダンピングおよび相殺関税を適用される恐れがあるため、国内事業者は共同で弁護士を雇い、情報収集をしている。BOIによる輸入課徴金賦課のための資料準備、アメリカ市場対策の弁護士雇用などでは、新しく発足した鉄鋼インスティテュートが役割を果たし、官民が連携して産業発展の問題解決に取り組んでいる⁽⁵⁰⁾。

石油化学産業でも、経済成長ともない主要産業の素材となる合成樹脂の需要拡大を受けて、政府は1992年から段階的に自由化政策を進め、1995年には上流下流を問わず工場の新設と拡張を承認したため、石化メーカーの投資計画が相次いで発表された(図2)。上流部門のプラント建設には多額の投資を要するため、これまで国営企業が主導して運営(NPC社、TOC社など)してきたが⁽⁵¹⁾、下流部門のプラントを有する民間資本が、独自のオレフィンプラントを建設するなど上流部門にも進出し、垂直統合化によりコスト削減を目指した⁽⁵²⁾。ところが通貨危機の発生で、各社は為替切り下げによる債務負担の増加が深刻となり⁽⁵³⁾、なかでもタイペトロケミカルインダストリー(TPI)社は、38億ドルの負債を抱えて、2000年に破産裁判所において会社更生計画の実施が決まっている(後述)。

危機直後は国内需要が伸び悩んだため、石油化学プラントも設備能力過剰が問題となり、既存設備の集約により規模の経済を生かして生産原価を引き下げる合併や統合が話題にのぼった⁽⁵⁴⁾。NPC社とTOC社は、ともに国策で設立されたオレフィンプラントであり、タイ石油公団(PTT)が最大株主で

あることから、合併が効率的と評された。またNPC社は独自に下流部門のポリエチレン製造へ進出する代わりに、上流部門に参入計画のないバンコク銀行グループのBPE社と事業統合して、無駄な投資を省く計画を提案した⁽⁵⁵⁾。しかしこれらの合併・統合計画はいずれも、一方の会社が債務処理問題を抱えていたり、あるいは合併時の株式交換比率で合意に達せず棚上げとなっている。石油化学製品の市況は1999年に一時的に回復したことや、各社が輸出に力を入れたため、鉄鋼業ほどには経営が深刻化していないためであった。しかし設備能力過剰は依然として解消しておらず、アジア周辺諸国でも大型プラントが新たに稼働することから、合併や統合の現実化は十分に予想される。

第4節 通貨危機後のタイ企業の再編成

1. 経営資源の集中

通貨危機前は、タイ経済の成長を見込んで投資競争が繰り広げられ、タイの企業グループは垂直統合や事業多角化を進めていた。しかし経済の停滞により、国内向け産業では供給過剰が明らかとなって、事業の縮小や中止に追い込まれ、為替下落による過剰債務問題を抱えることになった。タイの企業グループのなかには危機後にいち早く、これまで蓄積してきた技術やノウハウを生かせる特定事業に経営資源を集中し、他の事業は売却して経営を譲渡する事業再構築や機構改革に取り組んでいる優良企業がある。これらの企業はまた財務体質を改善するために、社債を発行して既存の債務を借り換え、外貨建て借入金への依存体質から脱却し、直接金融による資金調達を図っている。

サイアムセメント・グループは、危機後に過剰債務問題に直面したため、大幅な事業再構築と機構改革を実施することになった。コンサルタント企業

のマッキンゼー社に事業再編成の計画作成を依頼するとともに、自社内にも作業チームを組織して検討を進めた結果、1998年末に次のような組織再編を発表した(Siam Cement [1999], Phu Chatkan [1999])。まず売上げの60%を占めるセメント、石油化学、紙パルプの3事業をコアビジネスに、また建設資材、セラミック、石膏、物流の4事業を潜在的可能性のある事業と位置づけ、各事業会社8社とグループ全体の調整を担当する持株会社(本社)で構成する組織に変更する⁽⁵⁶⁾。各事業会社には各事業の経営権限を大幅に委譲する一方、人材開発などは本社が集中管理し効率化を図る。他方で鉄鋼、自動車部品、電機・金属など他の事業はノンコアと判断して撤退し、提携外資へ持株を売却してリストラを進める(本書第2章を参照)。

この事業再構築計画の発表に際してサイアムセメント・グループは、すでに自由化が進展している経営環境では、経営内容を公開して透明性や企業統治を確保し、株主価値の最大化を図る企業方針を、投資家に広く理解してもらう点が重要であるという考え方にもとづいて、実際に世界各地で説明会を開催した(Wirat [2000: 197-201])。1998年12月上旬に、シンガポール、香港、イギリス、アメリカを回り、のべ50回以上の会議を開いて102の投資家に、事業再構築を説明している⁽⁵⁷⁾。このような経営姿勢が評価されて、同社は1999年に総額500億バーツの社債を発行する資金調達に成功している⁽⁵⁸⁾。社債発行により、外貨建て債務や短期債務の圧縮が進み、財務内容は大幅に改善してきている。

サイアムセメント・グループは2000年末に、次のような事業再構築を再び発表した(Siam Cement [2001], Phu Chatkan [2000h: 68])。まず事業を6グループに再編し、セメント、石油化学、紙パルプの主3事業、および建設資材(石膏も含む)、セラミック、物流の副3事業で構成する。ほかに非中核部門と不動産を担当する二つの事業会社をおき、前者は引き続き提携外資に持株を売却して撤退を図り、後者も提携先を探して持株の譲渡を進め、比重を低下させる計画である。この機構改革により、組織運営を透明化して、経営資源の効率的な運用を行い、事業の競争力向上を目指している。

CPグループも同様に、マッキンゼー社に事業再編成の計画作成を依頼し、事業の集約化に取り組んでいる。CPグループはもともと飼料、プロイラー、養殖エビなどのアグリビジネスで急成長を遂げた企業であるが、経済成長期に流通、情報通信、石油化学などに事業を多角化し、さらに中国への投資を拡大していた。しかし通貨危機で過剰債務問題に直面することになり、事業基盤を立て直すために、アグリビジネスに回帰する方針を掲げていた。ところがアグリビジネス関連のグループ企業は十数社におよび、各社の資本関係や事業内容が入り組んでいて、外部の目からきわめてわかりにくい組織構造であった。そこで上場企業であるチャーン・ポーカパン・フーズ（CPF）社が、関連企業の大部分の株式を所有して統括する組織構造に再編している⁽⁵⁹⁾（本書第2章を参照）。

この組織再編は、アグリビジネスの営業など間接部門をCPF社に集約して、経営資源の集中を図ると同時に、CPF社の経営改革により情報開示を進めて、投資家の評価を高め、資金調達を容易にすることを意図している（Phu Chatkan [2000i: 113]）。これらの改革が功を奏して、CPF社は2000年に社債の発行および増資に成功し、既存債務の借り換えやアグリビジネスの事業拡張を実施するための資金調達が可能となった。

中核のアグリビジネス以外でCPグループが重点をおいている事業は、流通業と情報通信産業である。流通業では経営資源の集中化を図るために、ロータス・スーパーセンターなどセブン-イレブン以外の事業はすべて、持株の大部分を提携外資に売却した。セブン-イレブンは1000店以上に店舗網を拡張して、自社のアグロ製品を販売するだけでなく、インターネット時代に対応した顧客サービスを行う戦略を立てている。情報通信産業は従来と同様、首都圏260万回線の電話を敷設しているテレコム・エイシア（TA）社、ケーブルテレビ事業のユナイテッド・ブロードキャスティング（UBC）社の上場企業2社が核となっている。

2. 債務の再構築

通貨危機の発生で直面することになった過剰債務問題に、自力で事業の再構築を実施して解決できているタイ企業はわずかな優良企業に限られ、大部分の企業は多額の有利子負債を抱えて債権者との間で債務の再構築交渉を行った。債務の再構築交渉は、まず私的整理の枠組みであるCDRACのもとで実施され、それでも合意にいたらない場合、また計画に強制力をもたせる場合は法的処理に移行し、破産裁判所で会社更生手続きが進められた。債務の再構築計画の内容は、返済繰り延べ、元本や未払い利子の減免、返済猶予、債務の株式化などの方法の組み合わせであるが、債権者との合意を導くためには、事業を将来的に競争力のある部門に絞り込み、経営陣（大株主）の責任を明確にすることが前提である。以下では、債務および事業の再構築を進めている5社の例をみていこう。

情報通信大手UCOMグループの携帯電話企業TAC社は、1998年に50の債権者との間で、5億3800万ドルの債務を6年間返済繰り延べすることで合意した⁽⁶⁰⁾。ただし同社は2001年に約4億ドルの社債の償還期限が迫り、またデジタル方式携帯電話の通話地域を拡大するために40億パーツの設備投資が急務であった。さらに将来の第三世代携帯電話へ対応するためには巨額の投資資金が必要であり、外資と事業提携を模索していた。2001年5月にノルウェーのテレノール社が、5億3000万ドルを投資してTAC社に30%資本参加することになり、自由化に備えた基盤構築が可能となった⁽⁶¹⁾。

CPグループで首都圏260万回線の電話敷設事業を行うTA社は、通貨危機により資金繰りが難しくなり、1998年5月に借入元本の返済を停止していた⁽⁶²⁾。CDRACのもとで債務再構築交渉が続けられ、1999年12月に45の債権者と617億9000万パーツの借入金を550億5000万パーツに圧縮する合意に達している。有担保債権者は、485億パーツの債務返済繰り延べに応じ、2002年第2四半期から6年で元本を弁済する。また無担保債権132億9000万パーツ

のなかで、即座に現金を必要としている債権者には約50%削減で債務の買い戻しに応じ、残りの65億5000万パーツは約束手形で支払う。有担保最大債権者のドイツ復興金融公庫（KfW）が1億5000万ドルでTA社の優先株を取得し、この資本注入は無担保債権者への支払いに充てられる。KfWは24%出資することになり、持株が36%から27.36%に低下するCPグループに次ぎ第2位となるが、TAは向こう8年間KfWから株式を買い戻す権利をもっている（Phu Chatkan [2000b]）。

分譲住宅など不動産開発大手企業Land & House社は、経済成長の波に乗って事業を拡大し、タウンハウス、コンドミニウム、ゴルフ場、ショッピングセンター、金融保険業、さらにはインドネシアやフィリピンへも海外投資を展開していた。しかし為替の下落により、対外債務が40%膨れ上がり、1997年は1989年に上場して以来初めて赤字決算に転落した。また引き締め政策により、金利負担も重くのしかかった。そこで事業の再構築に取り組んで、20社を超えていたグループ企業を合弁会社5社と出資会社6社に絞り込み⁽⁶³⁾、本社の事業も住宅建設に特化している。その結果、赤字幅は徐々に縮小し、2000年には黒字決算に戻った。同社のアナン社長は、資金繰りが悪化していたときに、自社への外資の資本参加を決断し、シンガポール政府投資庁（GIC）が19.33%の株式を所有し、アナン氏の23.38%に次ぐ第2位の株主となっている（Phu Chatkan [2001a]）。

石油精製大手企業のタイオイル社も、巨額の有利子負債を抱えていたが、CDRACの私的整理の枠組みで債務リストラの合意が得られ、2000年3月に破産裁判所で事業更生計画が認可された⁽⁶⁴⁾。計画の内容は次のとおりである。債権放棄と債務株式化により、債務総額は22億9000万ドルから14億1200万ドルに圧縮されて、タイオイル社が3年据え置き後、14年かけて債務を弁済することになった。49%の株式を保有するタイ石油公団（PTT）と債権銀行団は、いずれも2億5000万ドルを出資して増資を実施し、債務株式化やリスケジュールリングに応じない3億1500万ドルの債権者には、45%削減で即座に債務の買い戻しに応じる。また電力事業子会社の株式も売却して、事業を

再構築する。タイオイル社の債務再構築は、国営企業のPTTが資金注入や未払い原油代金の債務を株式化する形で支援体制を明確にしたため、合意につながった。

パソコン販売から情報関連の事業を多角化していたサハウィリヤーOA (SVOA) 社は、債権者の香港上海銀行から債務超過の提訴を受け、破産裁判所において会社更生手続きが実施されることになった。1999年12月に債権者集会で承認された、同社の77億8000万パーツにのぼる債務再構築計画は次のとおりである。まず台湾のエイサー社との合弁企業の持株45%をエイサー社に譲渡し、約2億5000万パーツの債務を圧縮する。続いて債権者が全額出資する特別目的会社に、SVOA社が所有する土地や建物を譲渡し、債務支払いの一部に充てる。SVOA社は登録資本金を3億パーツから2億パーツに減資して、株主の責任を明確にする。その後債権者が債務の株式転換に応じて新たに18億パーツを出資し、債権者の持株比率を90%に変更した。残りの債務は、事業を進めやすくするために放棄に応じ、債権放棄は67.71%に達している。事業が軌道に乗り配当が可能になった段階で、累積損失を一掃するために、再び資本金を20億パーツから5億パーツに減資する。SVOA社の株式取引は、1998年4月にタイ証券取引所の整理ポスト (REHABCO) に移動しているが、上記の更生計画が終了した後に、元通り売買が再開できるように申請する (Phu Chatkan [2001b: 82-83])。

3. 一族支配の限界

最後に創業者一族が築き上げた事業を最後まで手放そうとせず、経営改革や事業の再構築に自身の決断で取り組まないで、結局経営破綻に追い込まれた企業としてTPIグループの例をとりあげよう。

石油化学大手企業のTPI社は、1982年に東南アジアで最初にポリエチレンの生産を開始して以来、石油化学製品の事業を拡張し、1990年代に政府が自由化政策へ転換すると、上流部門のオレフィンプラント、さらには製油事業

に参入して、1997年には原料の調達から石油化学製品の一貫生産が可能なコンプレックスの建設を完了した。しかしまさに同年に通貨危機が発生し、事業拡大の設備資金の多くを外貨建ての借入でまかなってきたために、対外債務残高が1600億バーツに増加して、1997年第3四半期の為替差損額は約145億バーツにのぼっている。TPI社は1997年8月に利払いを停止したため、148の債権者と34億7800万ドルの債務再構築交渉を進めることになった。ところが創業者のプラチャイ・リアウパイラット社長は、一族で築いてきたTPI社の経営保持に固執して、債権者との交渉は難航を重ね、結局は経営権を手放さざるをえなくなってしまった。

プラチャイ社長（長男）は当初、潮州系華僑二代目である父ポーンの事業を引き継いで、米輸出商として手腕を発揮していた。1978年にTPI社を設立した出発点は、弟のプラムアン（三男）がマサチューセッツ工科大学で石油化学の学位を修得して帰国し、プラスチック需要の拡大にともなう石油化学産業の重要性を見込んで、プラチャイとプラティープ（次男）に石化事業への参入を働きかけたことによる（東 [1996]）。操業開始後に、サイアムセメント・グループも石化事業に参入したため、両者は石化分野で激しく競合し、TPIグループも逆にTPIポリーン社を設立してセメント事業に参入した。1994年にASEAN自由貿易地域（AFTA）の輸入関税引き下げ計画前倒しが発表されると⁽⁶⁵⁾、TPIグループはプラントを早く操業したほうが競争力で優位に立てるという考え方から、石油化学コンプレックスの建設に乗り出し、垂直統合化による生産コスト低減を目指した（Thai Petrochemical Industry [1995]）。この拡張計画において、主要事業は外資と合弁せずリアウパイラット一族単独で行い⁽⁶⁶⁾、短期間に各分野へ進出したため技術の蓄積不足が懸念されていた。

通貨危機後に難航していた債務再構築交渉は、ようやく1999年2月に計画がいったんまとまったが、同年12月になってTPI社は一方的に10億ドルの増資計画を発表し、再び債権者の反発を招くことになった。2月の合意案では、債権者が債務の減額に応じず、一部の債務を株式化する内容で、リアウパイ

ラット一族の出資比率が57%から低下するのは確実であった。一方プラチャイ社長は、1999年に石油化学製品の価格が上昇したため、再び実権を取り戻そうとの意を強くし、債権銀行団により経営権を奪われることを恐れたのである。TPI側は債務の減額など有利な条件を引き出そうとして交渉を引き延ばし、債権者側は監査法人プライスウォーターハウスクーパーズ社の調査結果で、TPI社から関連会社へ融資金の横流しの実態が知れわたると不信感を強め、両者の信頼関係は全く失われていた (Phu Chatkan [2000f])。

債権銀行団の一社である国際金融公社 (IFC) は、2000年1月までにTPI側が合意に契約しない場合は、破産訴訟を起こすと迫ったため、タイ政府のBOIの仲介もあり、やっと破産裁判所で会社更生手続きが開始されるとみられた。しかし債権銀行団の更生申立に対し、TPI側は反発して債務超過に陥っていないと主張したため、今度は更生申立の要件である支払い不能かどうか争われることになった⁽⁶⁷⁾。結局3月に破産裁判所は、TPI側の異議申立を退け債務超過と認定し、4月には更生計画案策定人に債権銀行団が推薦するエフェクティブ・プランナーズ社 (フェリエ・ホッジソンの子会社) が、TPIプランナー社を退けて債権総額の3分の2以上で選出された。

エフェクティブ・プランナーズ社は2000年9月に、次のような更生計画案を発表した (Phu Chatkan [2000g: 56])。まず未払い利子の債務7億5600万ドルは株式に転換し、債権者が登録資本金の75%を保有する。ただしこの株式は4年間売却できず、旧株主 (プラチャイ氏) が元の価格に金利の1.5倍を加えて買い戻す権利を有する。残りの債務は4年間支払いを繰り延べる。また2001年に電力事業や埠頭施設などの非中核事業やTPIポリーン社の所有株式49%も一部売却して、2億ドルを債務支払いに充てる。TPI側は計画案に対して、株式買い戻し条件の緩和や電力事業売却の延期を修正要求し、拒否されると、従業員を破産裁判所前に動員して抗議運動を展開した。このような債務者の抵抗を受けながらも、11月に更生計画案が債権者集会で承認されている⁽⁶⁸⁾。

TPI社の更生計画はようやくエフェクティブ・プランナーズ社のもつて遂

行段階に入り、2001年6月にはトンチャット元PTT総裁がTPI社の新社長に就任し、同年第3四半期には危機後初めて黒字決算に転換した。これからは既存のコンプレックス設備を活用しながら、事業提携を模索して、事業の再構築を図っていくものと思われる⁽⁶⁹⁾。プラチャイ氏ら一族の株式は16%に低下し、経営にはほとんど携われなくなった。旧経営陣は最後まで一族で築き上げてきた事業を手放すことを拒絶し、自由化が進んだ現状を直視できず、事業提携を受け入れるなど事業の再構築を自身で決断できなかった点が、経営を失敗に追い込んだのである。

おわりに

本章では通貨危機後にタイ政府が実施してきた、金融と企業の再構築に関わる制度改革や法律の整備状況を説明し、これらの状況変化に対応してタイの企業グループが、いかに債務や事業の再構築に取り組んでいるかについて事例をあげて紹介してきた。最後にタイにおける経済制度改革と企業グループの再編成に関して、経済の回復や企業の競争力強化にどの程度まで効果があったのか、また何が問題点として残されているのかを考えていきたい。

通貨危機後の経済制度改革や法律整備において主要な論点となった、上場企業へのコーポレート・ガバナンスの導入、会社更生手続きを加えた破産法の改正、投資促進を図るための外国人事業法の改正などは、危機以前からタイ側の関係機関により制度改革への準備作業が進められていた。このようにタイでは事前に受け皿が整備されていた点が、危機後の改革への取り組みを比較的スムーズに進展させたと評価できよう。しかし改革の流れを加速したのは、IMFや世界銀行の勧告があったからであり、この圧力がなければ改革が早期に実現していなかったのも事実である。

それでは経済制度改革をタイへ適用する際に、改革の内容や方向性がタイの経済社会に適合するものであったかどうかを検討したい。IMFや世界銀行

が目指した改革は、英米的制度の導入であった。すなわちコーポレート・ガバナンスについては株主価値の最大化、企業の資金調達における直接金融の重視、また破産法改正では債権者の権利確保を重点においていた。確かに自由化がグローバルに進展している状況下では、このような改革の方向性は避けて通れないといえよう。ただタイにも経済成長の過程で、独自に築いた企業文化や経営風土などがあり、創業者一族が経営の実権を握っている企業の組織を変えることは容易ではない。自由化の流れは原則としながらも、これらタイ企業の経営を監視し、競争力の向上を図る効率的な制度作りが必要となってくるのではないか。取引先や従業員など利害関係者も重視した企業経営、企業の将来性を考慮した適切な融資審査制度の導入などは検討に値しよう。

次に制度改革へのタイ企業グループの対応であるが、事業の再構築や経営改革に自身の決断で取り組んでいるかどうかで、優良企業と破綻企業に二分化しつつある。サイアムセメント・グループやCPグループは、経営資源を特定事業に集中して、非中核事業を外資に売却するとともに、投資家を重視した組織改革を断行している。また危機後に多額の有利子負債を抱えた企業でも、非中核事業の売却や外資との事業提携に踏み切れば、営業利益が回復した将来時に株式を買い戻す機会もあるのであり、制度改革を利用して企業再生の道を切り開いている企業も多い。逆にTPIグループが典型であるが、一族で築き上げてきた事業を最後まで手放すのを拒み、企業再生の機会も自ら閉ざして、結局経営権を失ってしまい破綻する例もある。

タイ企業グループの多くは危機後の制度改革を活用して、事業の再構築やコーポレート・ガバナンスの導入を図っており、この点で制度改革は企業再生に道筋をつける役割を果たしたといえる。しかしそれが企業の業績回復や競争力向上に、どの程度まで貢献しているのかに関しては、社債の発行や機関投資家の資本参加が実現している点までは評価できて、株式市況や景気が低迷している現状では、企業の経営指標の改善にはつながっておらず、結論を下すのは早計であろう。ただ自由化や情報化、また多国籍企業の合併や

統合が世界的規模で進展している状況下では、投資家を重視した経営改革、技術導入を図る事業提携、規模の経済を目指す合併は、避けて通れない戦略となっている。

最後に自由化や情報化が急速に進展するなかで、タイにおいて進みつつある産業再編を展望しておこう。自由化により外資の参入規制が緩和され、他方で情報通信技術の発達により新たなビジネスモデルの構築が進んでいるため、過剰債務や過剰設備の処理問題に直面しているタイ企業グループは、事業再構築や競争力の向上策に取り組まなければ淘汰されることは明らかとなっている。セメント産業では、世界規模の売上高上位3社が物流の強みを生かしてタイで企業買収を行い、流通業でも先進国のディスカウントストアが業態変化の波に乗って、タイで店舗を拡張してきた。また銀行では外資買収行が新たなノウハウでリテールビジネスを進め、情報通信業では電気通信業と情報産業という従来の境界がなくなって業界再編が進んでいる。他方で鉄鋼業や石油化学産業では、タイ国内にとどまらず、世界規模で過剰設備が問題となっており、国境を越えた企業合併や事業統合の進展が予想され、この影響はタイにも及んでくるであろう。これらの動きは進展中でもあり、本章では必ずしも十分にとりあげられなかった。今後の課題としたい。

[注] _____

- (1) タイにおいて金融危機が発生した原因と経過に関しては、末廣編 [1998]、東 [2000b]などを参照。
- (2) 不良債権の定義は、従来の延滞期間1年以上から、1998年1月より6カ月以上となり、同年7月からは3カ月以上に変更する。債権は延滞期間1カ月未満、1～3カ月、3～6カ月、6カ月～1年、1年以上に5分類し（後三つが不良債権）、それぞれ1%、2%、20%、50%、100%の貸倒引当率を設定した。この基準にもとづいて商業銀行は、1998年12月末までに20%、1999年6月末までに40%、1999年12月末までに60%、2000年6月末までに80%、2000年12月末までに100%と、段階的に引当金を積み増し、最終段階でBIS基準を上回る自己資本比率8.5%を達成しなければならない。
- (3) 外銀への売却を予定していた3行のうち、バンコクメトロポリタン銀行とサイアムシティ銀行の2行は、条件面で折り合いがつかず、外銀への売却は

実現していない。なお残りの1行であるナコントン銀行、および破綻FC56社の優良資産の受け皿銀行として新設され、レームトーン銀行を吸収合併した国営のラッタナシン銀行は、競争入札を実施して外銀への譲渡が決定した。

- (4) まず基本的項目 (Tier1) の自己資本強化策として、金融機関に対し経営改善計画の提出を求め、不良債権の厳格な評価や貸倒引当金の積み増しを前倒しで実施する場合は、金融機関の優先株を譲渡性国債と交換して、2.5%まで政府単独で資本注入し、それを上回る部分は民間の増資と同額まで資本注入に応じる。次に補完的項目 (Tier2) へは、金融機関が融資先企業との間で債務再構築に合意し、実際に3カ月以上債務支払いが継続した場合、金融機関の劣後債を非譲渡性国債と交換して、債務償却額または新規融資額の20%まで公的資金の注入を認める。政府は合計3000億バーツの国債発行枠を設けて金融機関に引き受けさせ、利子補給は国家財政からまかなう (Tarrin, Pichet and Phisit [2001: 87])。
- (5) 債務再構築の合意内容では、債務の繰り延べが全体の47%を占めており、債務の株式転換は16%にとどまっている。債務繰り延べや利子の減免といった方法は、経済成長率の低下や金利の上昇が将来起これば、企業は再び債務支払い不能に陥り、完全な解決策とはいえない。債務者の債務返済能力を考慮すれば、債務元本の削減や債務の株式化などの措置が望ましいが、債務再構築全体に占める割合は低い (Bank of Thailand [1999:19], 東 [2001a:181])。
- (6) 経済問題解決のための官民連絡調整委員会 (コーローオー) に関しては、末廣・東 [2000: 41-43] を参照。
- (7) CDRAC (英語名はCorporate Debt Restructuring Advisory Committee) は独立機関で、政府委員3名 (うち中銀総裁は委員長)、民間代表5名 (タイ商業会議所連合会長、タイ工業連盟会長、タイ銀行協会会長、ファイナンスカンパニー (FC) 協会会長、外国銀行協会会長) からなり、任務は債務再構築を促進するための政策を決定することと、当事者間の交渉が難航した場合に中立機関として交渉を促すことである。また小委員会は政府委員3名、民間代表代理5名、学識経験者1名からなり、毎週会議を開いて、債務処理実行のための提言や問題点の把握と改善策の検討を行う。事務局は中銀内に設置され、債務再構築の進捗状況把握と分析、政府・民間機関との調整 (税制上の恩典など) を担当する。なおCDRAC設立に至った経緯に関しては、東 [2001b: 172-174] を参照。CDRACの組織や目的に関しては、CDRAC事務局タムノン (Tumnong Dasri) 課長からの聞き取りによる。
- (8) 中小企業の債務処理は、銀行ごとに債務者リストを提出し、簡易手続 (SA) を用いて60~90日で合意を目指す。なお大企業の債務処理では、合意までに5~7カ月を要する。
- (9) 債務処理協議中の債務総額は全体の2.3%にすぎず、交渉の峠は越えた。他

方で11.6%の債務は、債務者がCDRACの仲介による協定に署名しない、あるいは債務再構築交渉に失敗したため、法的処理への移行が準備され、また34.3%の債務は同様の理由ですでに法的処理に移行している。

- (10) 中央資産管理会社設立委員会（タノン委員長）は3月に発足し、官民の代表も参加して、設立の方向性、形態、構成、運営などの検討を進めた。さらに詳細を詰めるため、次の4作業部会を発足させている。(1)運営一般（部会長：チャカティップ中銀総裁補佐）、(2)資産管理（ジュラゴン銀行協会会長）、(3)価格評価（チャトモンコン中銀総裁）、(4)法律（サティット大蔵省財政経済局長）。設立委員会では公的資産管理会社をTAMCと命名し、不良債権処理を迅速に進めるため、国営企業ではない政府機関として設立することを決定した。
- (11) 法律改革委員会は、タクシン政権が首相直属の顧問委員会として組織した委員会のひとつで、ミーチャイ氏が委員長、法制局が事務局となっている。
- (12) TMAC設立の経緯や目的に関しては、大蔵省財政経済局法務課グリッサダー（Krisada Cjinavicharana）課長からの聞き取りによる。
- (13) 理事会は、政府および民間の債権者、債務者の代表12名で構成。運営委員会は債権者、債務者の代表5名で構成。監査委員会は3名で構成。
- (14) タイ民間商業銀行のTAMCへの対応に関しては、タイ銀行協会タワッチャイ（Twatchai Yongkittikul）事務局長からの聞き取りによる。
- (15) 民間銀行からTAMCへ不良債権の移管後、すでに担保をもたない銀行が債務者へ運転資金の融資を続ける場合、優先担保返済権を求めるなど、いくつかの問題が指摘されている。なお国営銀行の不良債権の移管は、FIDF出資の機関を債権が移動するだけである。
- (16) 2000年末時点を不良債権の基準にするが、2001年7月9日までに解決した債権、その後の不良債権は移管できない。これは債務者が、TAMCに債務の削減を期待することを防ぐためである。また移管できる不良債権は、裁判所がまだ判決を下していないもののみ。
- (17) TAMCへの不良債権移管後の処理方法に関しては、TAMCにおける聞き取りによる。
- (18) TAMCの発表（2002年1月17日）。
- (19) TAMCにおける不良債権の処理は、債権銀行2名、TAMC職員2名、有識者1名で構成する小委員会が担当する。最大債権者の銀行は、5、10年後の損失を最小限に食い止めるため、また汚職を防止するために、精力的に処理を進めざるをえない。小委員会ではガイドラインにもとづいて計画案を作成し、債権者会議の了承を得る。
- (20) タイ企業の負債・自己資本比率は1988年の1.6から1996年には2.4に上昇する一方で、ROA（総資産に対する収益率）は同期間に10.8%から7.4%に低下

している。その結果、キャッシュフローから企業価値を示す指標であるEBITDA（金利・税金・償却前利益）をみると、アジア9カ国のなかで、タイ企業は韓国企業とならんで最も悪い（Claessens, Djankov and Lang [1998: 4, 8-9, 13-14], Ammar [2001: 17]）。

- 21) あるいは保有株式が全体の10%であっても25人以上の株主を有する必要がある。
- 22) Code of Best Practice for Directors of Listed CompaniesおよびBest Practice Guidelines for the Audit Committee
- 23) タイ取締役協会の英語名は、Thai Institute of Directors Association (IOD)。
- 24) ただし債権者の3分の2の賛成により、債権者主導で更生計画人を任命できる。石油化学大手タイ・ペトロケミカル・インダストリー（TPI）社の会社更生手続きでは、経営権を奪われることを恐れた創業者（債務者）が、有利な条件を引き出そうと交渉を引き延ばす戦術に出て抵抗したため、債権銀行団主導で更生計画策定人が選出されている（後述）。破産法の改正過程に関しては、法務省民事執行局会社更生事務所ウィシット（Wisit Wisitsora-At）所長からの聞き取り。
- 25) 上院で経済制度改革関連法案の審議を担当する特別委員会のメンバーが反対派の中心で、その論拠として法改正がIMFの押しつけである点、倒産が増加して社会に悪影響を及ぼす点などをあげ、外国資本の投資促進に便宜を図るのみであり、国を売り渡すものだと主張する者も現れた。当時の上院議員は任命制で実業界出身の議員が多くおり、債務返済問題を抱えて事業が行き詰まっていた経営者の意見を反映していた。これに対して政府側は、経済関連法の多くはIMFが要求する以前から改正の検討を積み重ねてきている点、不良債権問題を解決して経済回復を導くためには、破産法改正による手続きの迅速化が不可欠である点をあげ、倒産の増加や外資の優遇にはつながらないと反論した。なおタイ法務省における破産法改正の準備や国会における法案審議に関しては、東 [2001b: 175-177] を参照。
- 26) 法務省会社更生事務所および中央破産裁判所における聞き取り。
- 27) 投資委員会布告1997年第10号（97年12月3日発表）。なお適用は、1997年10月27日から。
- 28) 投資委員会布告1998年第15号（98年12月30日発表）。なお適用は、1998年11月23日からで、1999年12月末までの時限措置。
- 29) 外国人事業法は外資規制の一般法であり、金融、保険業など特定業種の法律が外資の参入を規制している場合は、その法律が外国人事業法に優先して適用される。またBOIによる投資奨励事業や工業団地公社の認可を受けた事業は、外国人事業法の適用除外となる（第12条）。さらに外国人事業法が規制

していない業種でも、土地を保有する必要のある事業は、外国人の土地保有を実質的に禁止している土地法の規制がある（BOIや工業団地公社認可事業は例外）。

- (30) 改正外国人事業法の日本語による解説として、榎本 [2000]、小野 [2000]、阿部 [2001] を参照。
- (31) 改正法では、規制業種が三つに分類された（第8条）。(1)外国人には営業が許可されない事業（9事業）、(2)国家安全保障、芸術文化、天然資源に関する事業で、内閣の承認を得て商務相の許可を得れば営める事業（13事業）、(3)タイ人の競争力が十分でない事業で、外国人事業委員会の承認を得て商務省登記局長の許可を得れば営める事業（21事業）。なお(1)は政府案になかったが、下院の修正で追加された。BOIの投資奨励事業は(2)および(3)でも、登記局長の許可を得れば可能であるため、運用次第で許可業種は拡大している（第12条）。
- (32) 最低資本金の規定は、タイ人が経営する中小の小売業者を保護するために導入された。他方で外国人個人投資家ではなく、技術やノウハウを有する外国企業の投資を促進するためという解釈もある。
- (33) 外国人事業委員会は、商務省次官を委員長とし、政府関係者や民間の代表で構成される（第23条）。政治に左右されることを防ぐため、修正過程で民間経済界の代表や経済官庁以外の政府代表も委員に追加された。
- (34) タイにおける金融自由化に関しては、Aroonsri and Pongpanu [1993]、田坂 [1996]、東 [2000b]などを参照。
- (35) ただし地場商業銀行の新規開設およびファイナンス・カンパニーの商業銀行への昇格に関するライセンス交付は最後まで持ち越され、通貨危機の発生により実現しなかった。
- (36) この通達を厳格に運用するために、投資家の最終目的に応じた対策を施行し、違反した金融機関には制裁措置を発動することになった。すなわち非居住者がタイの株式市場や債券市場に投資する手段として、非居住者パーツ建て預金が活用されているので、他通貨とスワップ取引をするためのパーツ建て預金の移動を禁止し、パーツの投機売買を防いでいる（1999年10月タイ中央銀行発表）。
- (37) CPグループは、サイアムセメント・グループ、バンコク銀行、サイアム商業銀行、UCOMグループ、テレコムエイシア社と2001年1月に合弁企業を設立し、企業間電子商取引の仮想モールを開発することになった。このバンタワニット社は6月から、インターネット上でマーケットプレースを開設している。
- (38) サイアムシティセメント社は1999年9月に、63の債権者との間で、外貨建て債務5億180万ドル、パーツ建て債務15億パーツの債務再構築の合意に達し

ている。またホルダーバンク社の資本参加により、事業の再構築にも目処を立てたことから、1999年11月に2億4000万ドルの長期シンジケートローンを受け、50億バーツの社債も発行して、資金調達や融資の借り換えが可能となった。

- (39) 新たにセメント工場を建設するには、投資資金が最低でも1億2000万～2億ドル必要といわれており、ホルダーバンク社による既存設備の買収は、タイでセメント生産の基盤を築くにはきわめて効率的な買収であった。
- (40) ホルダーバンク社出身の経営執行役員4名は、社長、セメント事業担当副社長、財務運営担当、情報技術担当を占めている。また取締役10名のうち、4名を派遣している。
- (41) TPIポリレン社は、石油化学大手TPIグループのセメント会社であり、448億バーツの債務再構築は私的整理の枠組みで、44の債権者と1999年12月に合意に達し、強制力をもたせるために法的処理に移行した。2001年2月には破産裁判所において、会社更生にもとづく債務再構築計画が承認されている。同年10月にセメックス社が72.67%の株式を買収する計画を発表したが、条件面で債権銀行団と折り合いがつかず、合意に達していない。
- (42) サイアムセメント社における聞き取り。
- (43) タイの情報通信産業に関しては、Rawadee and Apirudee [2001]などを参照。
- (44) タイの鉄鋼業に関しては、Bunyana [2001]などを参照。また新日鐵バンコク事務所、NKKバンコク事務所で行った。
- (45) サイアムセメント・グループのSiam Iron and Steel社とSiam Construction Steel社、およびNTSグループのNakornthai Steel社が2001年末までに先行合併し、バンコクスチール・グループの棒鋼部門が債務処理終了後に加わる方向で進展している。なお当初参加の予定であったNamheng Steel社は、債務処理が難航して、加わらない見込み。
- (46) サハウィリヤー・グループのSahaviriya Steel Industry社（年産能力240万トン）は1994年に操業を開始し、海外からスラブを購入して製造。他方NTSグループのNakornthai Strip Mill社（同150万トン）とサイアムスチールパイプ・グループのSiam Strip Mill社（同180万トン）はミニ・ミル方式で、原料のスクラップを安く購入でき稼働率を上げればコストが下がる。しかし後発2社は設備補修やスクラップ調達に問題があり、過剰債務を抱えて、設備はほとんど停止状態。
- (47) 2社とも破産裁判所で、会社更生計画を進めており、Nakornthai Strip Mill社は、2001年6月に378億バーツの債務再構築計画が債権者集会において承認された。他方Siam Strip Mill社の更生計画人による計画案は、2001年11月に否決されている。

- (48) 作業チームは、大蔵省、商務省、工業省、BOIの4省庁で構成する。輸入課徴金はあくまで国内産業保護の過渡的な措置で、WTO違反の可能性がある。
- (49) ダumping提訴は、訴える側が国内販売で被害を受けた点を立証する必要がある。タイの冷延鋼板事業は、Thai Cold Rolled Steel Sheet社(NKK, サハウィリヤー・グループなどが出資)が1997年に操業を開始し、後発のSiam United Steel社(新日鐵, サイアムセメント・グループなどが出資)とBHP社(オーストラリア)は操業後間がなかった。冷延鋼板事業に関しては、Thai Cold Rolled Steel Sheet社およびSiam United Steel社において聞き取りを行った。
- (50) 鉄鋼インスティテュートにおける聞き取りによる。
- (51) タイの石油化学開発は、天然ガスの採掘がきっかけとなり、1982年から政府主導で第1次計画が進められた。国営企業のタイ石油公団(PTT)が49%出資して、National Petrochemical Corporation(NPC)社を設立し、オレフィンセンターが1990年に操業を開始した。続いて1987年に第2期計画が発表され、PTTなどが出資し軽質ナフサ部門を担当するThai Olefins(TOC)社、重質ナフサ部門を担当するAromatics(Thailand)Plc.(ATC)が設立され、TOC社のナフサクラッカーは1995年に稼働し、TAC社のアロマティックプラントが1997年に操業を始めている。
- (52) Thai Petrochemical Industry(TPI)グループは、ラヨン県に精油所も含めた独自の石油化学コンプレックスを建設した。1997年にはオレフィンプラントが操業を開始し、垂直統合が完成している(後述)。またサイアムセメント・グループもRayong Olefins(ROC)を設立し、オレフィンプラントが1999年に稼働した。同グループもまた、ポリ塩化ビニールを製造するThai Plastic and Chemicals(TPC)社に資本参加するなどグループ化を形成している。
- (53) ATC社は3億7000万ドルの債務再構築で債権者と合意し、2年間の返済猶予が認められ、TOC社も3億3200万ドルの返済リスケジュールで債権銀行団と合意に達した。ともにPTTが、増資やキャッシュフローで支援していくことが前提となっている。またNPC社は、原料のエタンをPTTからネットバック価格で購入する契約を結んでいるため、他社に比べて経営が安定している(NPC社における聞き取りによる)。
- (54) タイの石油化学産業に関しては、Dusadee [2001]などを参照。なおNPC社およびサイアムセメント・グループのCementhai Chemicals社において聞き取りを行った。
- (55) バンコク銀行グループ(Bangkok Polyethylene(BPE)社など)は、当初は独自に、その後はサイアムセメント・グループと共同でオレフィンプラントを建設する計画であったが、いずれも成功しなかった。NPC社はBPE社との統合計画で合意に達しなかったことから、独自にHDPEプラントを建設す

る計画を発表した。

- 56) 事業会社8社は、セメント（傘下企業数は10）、石油化学（23）、紙パルプ（20）、建設資材（15）、セラミック（13）、石膏（6）、物流（7）の7社とノンコア事業（50社）を傘下におく1社。この事業会社8社とタイヤ会社1社が、持株会社（本社）のもとにおかれる組織となった。なお機構改革以前はセメント事業兼持株会社であった本社、紙パルプ会社、タイヤ会社はすでに公開株式会社であった。
- 57) 事業再構築に関する世界各地での説明会開催は、顧問契約を結んだ投資銀行ゴールドマンサックス社のアドバイスによる。この説明会は、とくに株式や社債の発行を意図して実施されたものではなく、サイアムセメント・グループの事業再構築に関して、投資家の理解を深める目的のためだけに開催された。
- 58) ただし登録資本金の増資計画に関しては、新株の割当価格が十分な水準に達せず、延期となっている。
- 59) CPグループのアグリビジネス関連の上場企業は、Charoen Pokphand Feedmill (CPF) 社, Bangkok Agro-industrial Products社, Bangkok Produce Merchandising社, Charoen Pokphand Northeastern社の4社あり、CPF社が後3社の株式を所有して統括する組織再編を実施した。なおCPF社は1999年12月にCharoen Pokphand Foods社に社名を変更し、社の戦略としてKitchen of the Worldというキャッチフレーズを掲げている(Phu Chatkan [2000d])。
- 60) UCOMグループとTAC社に関しては、Phu Chatkan [2000b] [2000e] を参照。
- 61) テレノール社は1億8900万ドルを投資して、TAC社の親企業UCOM社にも24.9%資本参加する。
- 62) ただし、金利の支払いは続けていた。
- 63) 合弁会社の出資比率は30~40%、また出資会社の出資比率は1社を除き10%未満。
- 64) タイオイル社の債権者は124にのぼり、1999年11月に開かれたCDRAC監督下の債権者集会には、債権総額で74%の債権者が出席し、出席した債権者の94%が債務再構築計画を承認した。しかし計画案に反対の少数債権者による破産訴訟を防ぐため、改正破産法にもとづく事業更生の適用を申請し、法的処理に移行した。タイオイル社の債務再構築に関しては、Phu Chatkan [2000c] を参照。
- 65) 1992年1月のASEAN首脳会議では、域内貿易を拡大する目的で、ASEAN自由貿易地域(AFTA)の共通実行特惠関税(CEPT)スキームにより、工業製品の関税率を段階的に引き下げて、2008年までに0~5%にすることで合

- 意した。1994年9月のASEAN経済閣僚会議では、この計画を5年短縮し2003年に達成することを決定した。その後計画は、さらに1年短縮されている。
- (66) サイアムセメント・グループもその後同様に、垂直統合化による石化事業拡張計画を進めているが、アメリカのダウケミカル社や三井化学などと、資本参加や技術援助で提携関係を結んでいる。
- (67) 改正破産法においても、支払い不能の定義が明確でなく、提訴した債権者がTPI社の債務超過を立証する必要がある。破産裁判所は審理の結果、債権者側の立証を支持し、TPI社のキャッシュフロー状況をもとに資産価値を再評価して債務超過と認定したが、このような判事の解釈ではなく、条文に規定すべきという意見が出ている。
- (68) 破産裁判所は2000年12月15日に会社更生計画案を承認したが、ブラチャイ氏側はこの決定を不服として最高裁に抗告している。またブラチャイ氏側は、更生計画の遂行を妨害するために、エフェクティブ・プランナーズ社のノーマン会長を外国人就業許可違反で提訴したり、最大債権者のバンコク銀行に対しても訴訟合戦に臨んでいる。その後エフェクティブ・プランナーズ社の会長にはシッパノン元工業相が就任した。
- (69) TPI社は2001年11月、非中核事業である電力会社のバンプー社への売却を決定した。

〔参考文献〕

〈日本語文献〉

- 阿部道明 [2001] 「タイ外国人事業法の改正」(国際商事仲裁協会『JCAジャーナル』第48巻第4号, 4月)。
- 今泉慎也 [2000] 「タイの市場化と立法の動向」(小林昌之編『アジア諸国の市場経済化と企業法』アジア経済研究所)。
- 榎本啓一郎 [2000] 「改正された外国人企業規制法とその評価」(盤国日本人商工会議所『所報』第456号, 3月)。
- 小野吉則 [2000] 「タイの外国人事業法について」(国際商事法研究所『国際商事法務』第28巻第4号, 4月)。
- 末廣昭編 [1998] 『タイ：経済ブーム・経済危機・構造調整』日本タイ協会。
- ・ネートナバー・ワイラートサック [2000] 「タイの会計・監査制度と経済改革」(盤国日本人商工会議所『所報』第460号, 7月)。
- ・東茂樹 [2000] 「タイ研究の新潮流と経済政策論」(末廣昭・東茂樹編『タイの経済政策—制度・組織・アクター—』アジア経済研究所)。
- ・東茂樹編 [2001] 『タイ経済危機と企業改革』アジア経済研究所調査研究報

告書。

田坂敏雄 [1996] 『パーツ経済と金融自由化』 御茶ノ水書房。

東茂樹 [1996] 「石油化学・鉄鋼業におけるタイ地場資本の成長」(『アジア研ワールド・トレンド』第16号, 9-10月, アジア経済研究所)。

—— [2000a] 「産業政策—経済構造の変化と政府・企業間関係—」(末廣昭・東茂樹編『タイの経済政策—制度・組織・アクター—』アジア経済研究所)。

—— [2000b] 「タイの経済開発と金融制度—金融セクターにおける経済安定化政策と経済成長政策—」(東茂樹編『発展途上国の国家と経済』アジア経済研究所)。

—— [2001a] 「タイの制度改革と経済再建—金融・企業の再構築は進展するのか—」(末廣昭・山影進編『アジア政治経済論—アジアの中の日本をめざして—』NTT出版)。

—— [2001b] 「タイ通貨危機後の経済社会政策—政策決定過程の政治経済分析—」(佐藤幸人編『新興民主主義国の経済・社会政策』アジア経済研究所)。

〈英語・タイ語文献〉

Ammar Siamwalla [2001] *Picking up the Pieces: Bank and Corporate Restructuring in Post-1997 Thailand*, Bangkok: Thailand Development Research Institute Foundation.

Aroonsri Tivakul and Pongpanu Svetarundra [1993] “Financial Innovation and Modernization of the Thai Financial Market,” in Bank of Thailand, *Quarterly Bulletin*, Vol. 33, No. 4, December.

Bank of Thailand [1999] *Raingan Pracam Pii 2542: Kan Prapprung Khroongsang Nii* [1999年年次報告：債務再構築], Bangkok: The Corporate Debt Restructuring Group.

—— [2000a], *Siti Prayot Kan Prapprung Khroongsang Nii* [債務再構築の恩典], Bangkok: The Corporate Debt Restructuring Group, (第2版, 初版は1999年)。

—— [2000b] *Luknii dai Arai chak Sanya rawang Chaonii, Sanya rawang Luknii-Chaonii nai Kan Prapprung Khroongsang Nii* [債務再構築の債権者間および債務者・債権者間の協定で, 債務者は何を得られるか], Bangkok: The Corporate Debt Restructuring Group, (第2版, 初版は1999年)。

Board of Investment [1999] “BOI Prasan 3 Krasuwang Sethakit Ku Utsahakam Lak Fun Wikrit [BOI 経済関連3省と協力して危機克服のための主要産業支援に乗り出す],” *Thailand’s Investment Promotion Journal*, Vol. 10, No. 12, December.

Bunyana Hasitphanitkun [2001] “Utsahakam Lek [鉄鋼業],” in articles of

- Bank of Thailand.
- Claessens, Stijn, Simeon Djankov and Larry Lang [1998] “East Asian Corporates: Growth, Financing and Risks over the Last Decade,” World Bank Policy Research Working Paper No. 2017, Washington, D.C.: The World Bank, November.
- Claessens, Stijn, Simeon Djankov and Daniela Klingbeil [1999] *Financial Restructuring in East Asia: Halfway There?*, Financial Sector Discussion Paper No. 3, The World Bank.
- Deunden Nikomborirak and Somkiat Tangkitvanich [2000] “Corporate Governance in Thailand: From Crisis to Recovery,” in Seiichi Masuyama, Donna Vandenbrink and Chia Siow Yue eds., *Restoring East Asia's Dynamism*, Institute of Southeast Asian Studies.
- Deunden Nikomborirak and Racitkanok Citmanchaitham [2001] “Kan Korapchon nai Phak Thurakit kap Bansatphiban nai Pratet Thai [タイにおける経済界の汚職とコーポレート・ガバナンス],” in Kanoksak Kaethep and Nuanno Trirat 2540 *Cut Pliean Pratet Thai* [1997年：タイの転換点], eds., Bangkok: Political Economy Research Center, Faculty of Economics, Chulalongkorn University.
- Dusadee Chareonchitswad [2001] “Petrochemicals Review and Outlook,” *PTIT Focus*, special annual issue 2000, The Petroleum Institute of Thailand.
- La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer and Robert W. Vishny [1998] “Law and Finance,” *Journal of Political Economy*, The University of Chicago, Vol. 106, No. 6, December.
- Nipon Poapongsakorn [2000] “Kan Prap Kongsang Nii khong Phak Thurakit: Kan SangSataban ti mi Prasitiphap [企業分野の債務再構築：効率的な制度の構築],” in Kan Sammana thang Wichakan Pracham pi 2543 *ruang Setthakit Thai lee pai Khang Na* [タイ経済の先を見る], Bangkok: Faculty of Economics, Thammasat University.
- and Somkiat Tangkitvanich [2001] “Industrial Restructuring in Thailand: A Critical Assessment,” in Seiichi Masuyama, Donna Vandenbrink and Chia Siow Yue eds., *Industrial Restructuring in East Asia*, Institute of Southeast Asian Studies.
- Phu Chatkan Rai-duan ed. [1999] “Chumpol NaLamlieng: Phom phen Phiang Lukcang [チュムボン・ナ・ラムリアン：私は従業員にすぎない],” *Phu Chatkan Rai-duan*, Vol. 16, No. 190, July.
- ed. [2000a] “Pun Cement Ro Demand Fun Tau [需要の回復を待つセメン

- ト産業),” *Phu Chatkan Rai-duan*, Vol. 17, No. 196, January.
- ed. [2000b] “Pi Heng Kan Pranom Ni [債務再構築の年],” *Phu Chatkan Rai-duan*, Vol. 17, No. 196, January.
- ed. [2000c] “Caoni Tham Hair cut 45% Thai Oil Tong Cai Pai duai Rakha Sung [債務者は45%のヘアカット：タイオイル社は高価格で支払い],” *Phu Chatkan Rai-duan*, Vol. 17, No. 196, January.
- ed. [2000d] “CP Satawat thi 21 Phara Sutthai Dhanin Chearavanont [21世紀のCP：タニン・ジアラワノンの最後の責務],” *Phu Chatkan Rai-duan*, Vol. 17, No. 197, February.
- ed. [2000e] “Boonchai Bencharongkul Last Chance [ブンチャイ・ベンチャロンクン：ラストチャンス],” *Phu Chatkan Rai-duan*, Vol. 17, No. 197, February.
- ed. [2000f] “Prachai Leophairatana Local Hero [プラチャイ・リアウパイラット：ローカルヒーロー],” *Phu Chatkan Rai-duan*, Vol. 17, No. 200, May.
- ed. [2000g] “Phen Fun Fu TPI Dai Kho Yuti Leaw [TPI会社更生計画：合意に至る],” *Phu Chatkan Rai-duan*, Vol. 18, No. 205, October.
- ed. [2000h] “Pun Yai: Beng Krum Trakit Mai Ik Khrang [サイアムセメント：再び事業再編],” *Phu Chatkan Rai-duan*, Vol. 18, No. 207, December.
- ed. [2000i] “CP Tong Praptua phua Yu Roat [CP：生き延びるための自己改革],” *Phu Chatkan Rai-duan*, Vol. 18, No. 207, December.
- ed. [2001a] “L&H Strike Back ?” *Phu Chatkan Rai-duan*, Vol. 18, No. 213, June.
- ed. [2001b] “Jack Min Intanate: The Outsider,” *Phu Chatkan Rai-duan*, Vol. 19, No. 218, November.
- Rawadee Rattananubal and Apirudee Somboontanon [2001] “Thai Telecommunications,” Bank of Thailand, *Quarterly Bulletin*, Vol. 41, No. 1.
- Siam Cement PLC ed. [1999] *The Siam Cement Public Company Limited Annual Report 1998*, Bangkok.
- ed. [2001] *The Siam Cement Public Company Limited Annual Report 2000*, Bangkok.
- Supharat Khawatkun [1999] “Kan Damnoen Nayobai Kan-khlang nai chuang Wikrit Sethakit [経済危機時の財政政策運営],” in Nipon Poapongsakorn ed., *Chak Wikrit Sethakit su Pracha Sangkom, Nangsu thi Raluk Khrop Rop 60 pi Archan Ammar Siamwalla* [経済危機から市民社会へ：アンマー・サヤームワラー先生還暦記念本], Faculty of Economics,

- Thammasat University.
- Sutee Supanit [1999] *Lak Kotmai: Lomlalai lae Kan FunFu Kichakan* [法原則：破産および事業更生], Bangkok: Winyuchon Publication House.
- Tarrin Nimmanhaeminda, Pichet Panvichartkul and Phisit Lee-atham [2001] *Naewthang Karn Kae Khai Wikrit Setthakit Thai khong Rattaban Chuan 2* [第2次チュアン政権におけるタイ経済危機解決策の方向性], Bangkok, Ministry of Finance.
- Thai Petrochemical Industry PLC ed. [1995] *Thai Petrochemical Industry Public Company Limited Annual Report 1994*, Bangkok.
- Tumnong Dasri [1999] “Out-of-Court Corporate Debt Restructuring in Thailand,” in Bank of Thailand, *Quarterly Bulletin*, Vol. 39, No. 4. December.
- [2001a] “Policies and Practices of Corporate Restructuring in East Asia: A Case of Thailand,” in Bank of Thailand, *Quarterly Bulletin*, Vol. 41, No. 3, September.
- [2001b] “Botrien cak kan Prapprung Kongsong Nii Nok Saan khong Thai [タイにおける法廷外債務再構築からの教訓],” in Bank of Thailand, *Monthly Bulletin*, Vol. 41, No. 11, November.
- Wirat Sengthongtam [2000] *Yuthasat Khwam Yai Khrua Cement Thai* [サイアムセメント・グループの大戦略], Bangkok: P. Press.
- World Bank [1998] *East Asia: The Road to Recovery*, Washington, D.C.: The World Bank.
- [1999] *Global Economic Prospects and the Developing Countries 1998/99: Beyond Financial Crisis*, Washington, D.C.: The World Bank.
- [2000] *East Asia: Recovery and Beyond*, Washington, D.C.: The World Bank.

(東 茂樹)