

第6章

タイ金融システムの変容

——国際経済環境の変化，成長戦略との相互関係——

三重野 文晴・布田 功治

はじめに

タイでは，アジア金融危機の発端となり，金融システムの大規模な混乱と実物経済の急激な収縮に見舞われた1997年の経済危機から十有余年，金融部門においても，実物部門においても幾段階かの改革が取り組まれ，今日に至っている。実物経済においては，輸出部門の成長をエンジンとして，少なくとも2008年9月の世界経済危機以前までは，良好なパフォーマンスを回復していた。それに伴い，国際収支面でも資本収支，経常収支が恒常的な黒字構造に転換するなど，堅調な回復をみせてきた。

一方，この間，国内の金融システムでは別の事態が進行していた。何度かの金融機関再編にもかかわらず金融仲介の機能回復は遅く，とくに輸出製造業など成長部門への関与はなかなか深まらなかった。負債ファイナンスへの過度な依存への反省のもとで，さまざまな観点から強調されてきた証券市場の機能強化も，実質的な成果には乏しいまま推移した。結果として，企業の資金調達，金融仲介の機能回復でも，証券市場へのシフトでもなく，自己金融への回帰を深めている。

最近の世界経済危機がタイ国内の金融システムに軽微な損傷しかもたらさなかったこと，しかしその一方で，輸出の収縮によって実物部門に甚大なダ

メージを受けたことは、タイ経済の十有余年にわたるこのような構造的変容の帰結でもあったのである。

本稿は、タイ経済の、とくに金融システムの側面におけるこのような変容を跡づけるとともに、それと実物経済成長との間で深まる乖離が、どのような要因によって進行したのかを整理することを目的としている。

本稿が着目するのは、以下の3つの要素の相互関係である。

第1は、アジア金融危機以降のタイの成長戦略と金融改革との関係である。1997年の経済危機の後、その危機対応に追われた4、5年間は、国際金融機関の支援のもとに、政府支出による景気の下支え、不良債権処理、金融機関再編など危機への対処に追われてきた。しかし、2001年2月に登場したタクシン政権は、経済政策の主導権を取り戻し、マクロ経済構造の変換を伴う包括的な経済改革を打ち出した。その軸は「デュアル・トラック政策」として知られる新しい成長戦略であった。これが実質的に何を指向し、いかなる影響を経済構造に対してもたらしたのか、そして、これが金融システムの改革とどのようにかかわってきたのか、これが1つめの要素である。

第2は、東アジアへの国際的な資金フローの変化とタイ経済・国内金融システムとの関係である。1997年のアジア金融危機により、海外資金は流動性の高い銀行信用やポートフォリオ投資を中心に、急激に流出するものの、直接投資の流出は限定的なものにとどまった。東アジアは、その後2002年ごろから、むしろ世界の生産拠点としての位置を獲得し、外資製造業の集積度を強めて、地域全体として力強い成長を回復する。タイは、中国を除く東アジアのなかでは、成長過程におけるこのような構造が際立っていた。2004年ごろからは、このような実物経済の成長を受けて、ポートフォリオ投資も再流入を始める。国際収支面では、1997年の危機前とは違う、堅実な資本流入が回復してきたのである。こうした資金フローの変容は、タイの経済成長へのファイナンスとしてはどのような機能を果たしてきたのか、とくに国内金融システムとはどのような関係になっているのか、この点が2つめの要素である。

第3は、金融システムについて、タイ中央銀行、証券取引所、財務省などで指向されてきたテクノクラティックな改革取り組みの流れと、その帰結である。テクノクラートの政策思潮は、戦後のあらゆる時期において世界的な政策潮流の影響を強く受けてきた。とりわけ1997年のアジア金融危機後は、支援側の国際金融機関がかかわる主流の政策思潮（ワシントン・コンセンサス）からの直接的な影響が強まった。危機直後から2000年ごろまで強調されたコーポレート・ガバナンス改革などはその典型である。2004年に公表された金融改革マスタープランも、バーゼルⅡを基調とする健全性規制の強化、外資規制の緩和、資本市場との間の役割の峻別など、この時点での世界的な政策思潮に沿った「ベスト・プラクティス」であった。これらはしかし、具体的な策定過程や実施過程においては、より広い経済政策——第1の要素——からの介入を部分的に受けている。こうした取り組みがどのような性格を持っていたか、そしてその効果はいかなるものであったのか、これが3つめの要素である。

本稿の構成は以下のとおりである。第1節では実物経済の概要、国際資金フローの推移を整理する。第2節では、タクシン政権下のとくに「デュアル・トラック政策」の特徴を整理し、それが国内金融システムに与えた影響について、とくに財政改革と証券市場との関係、および2004年の金融改革マスタープランの特徴を捉える。第3節では、こうした取り組みにもかかわらず（あるいは、それ故に）、国内金融システムは好調な実物経済の回復過程に小さな関与しかしていないことを具体的に確認する。最後に、本稿のロジックをいまいちど整理し、議論をまとめる。

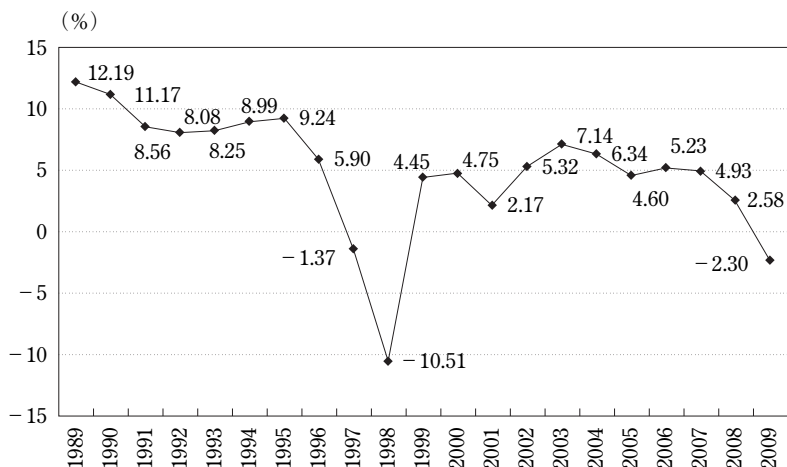
第1節 マクロ経済と国際金融環境

1. 実物経済の成長と経常収支

タイの実物経済は、1999年以降、波はあるものの堅調な成長を達成してきた。図1にあるように、1999～2006年の平均成長率は4.1%であり、2007年のリーマン・ショック以前には、ほぼ年5%程度以上の成長率を維持してきた。ただし、たとえば1989～95年で平均9.5%を維持していた経済危機以前と比較すると、成長率は明らかに低下しており、潜在成長率の構造的な低下が示唆されている。

構造変化のおおまかな傾向は、表1から捉えることができる。すなわち、需要面からみれば、危機以降、投資率は40%程度から20%台へと大きく低下しており、それを政府消費の拡大と純輸出の黒字化が補完するかたちとなっ

図1 実質 GDP 成長率の推移（1988年価格）



（出所） 1989～2008年は、Asian Development Bank, *Key Indicators 2008*。2009年は、Bank of Thailand, *Key Indicators*。

表1 タイ経済の構造変化

GDE の構成比（実質，1988年価格）

（％）

	個人消費	政府消費	粗資本形成	純輸出	その他
1990	56.6	9.4	40.4	-7.5	1.2
1995	53.2	9.9	41.1	-6.7	2.6
2000	56.1	11.3	22.0	8.6	1.9
2006	56.1	11.6	28.6	3.9	-0.2

GDP の産業構成（実質，1988年価格）

（％）

		農業	鉱業・建設業	製造業	サービス業
GDP 構成比	1990	12.1	10.0	29.2	48.6
	1995	9.4	10.4	32.6	47.6
	2000	10.3	7.9	36.4	45.3
	2005	8.6	8.1	38.9	44.4
成長への寄与度	1990～95	4.6	11.1	37.3	45.9
	1995～2000	48.2	-115.8	197.5	-53.8
	2000～05	2.8	8.7	46.5	41.2

（出所） *Economic Intelligence Unit, Country Data. Asian Development Bank, Key Indicators.*

ている。政府消費の拡大は、アジア経済危機後の財政出動からタクシン政権下の積極財政につらなる政策変化に対応しており、純輸出の黒字化は輸出・輸入面における貿易構造の構造変化に対応している。また、貯蓄率は全体として30%前後⁽¹⁾と危機前後で大きな変化はないので、投資率の低下はマクロ経済全体では構造的な貯蓄超過をもたらしたことになる。

供給面からみれば、経済危機後、製造業の付加価値比率が高まる一方、サービス産業の比重は傾向的に低下している。各産業の成長への寄与度をみても、1990年代前半には、サービス業が45.9%と製造業を上回っており、鉱業・建設業もかなり高い水準なのに対し、経済危機を挟む1990年代後半には両産業ともマイナスに陥るといふ急激な調整が進んだ末、2000年代前半には製造業の寄与度が、サービス業を逆転するに至っている。危機後の成長をお

もに牽引したのは製造業のいっそうの深化・拡大であり、ときに言及される経済のサービス産業化あるいは消費経済化は、他の要素との比較のうえでは必ずしも明確に観察されるものではない。

貿易収支に目を転じてみれば、表2にあるように、その変化は非常に特徴的である。経済危機以前も対GDP輸出比率は堅調に上昇する傾向にあったが、これを上回る勢いで輸入の比率が上昇し、貿易収支は赤字基調が続いていた。これに対し、危機以降には輸出比率は格段に上昇し、傾向的に輸入を上回る水準が定着した。2000年代に入ってから輸出比率は継続的に上昇傾向を示してきた。

輸出の拡大は、経済危機以降の為替レート的大幅な減価によって、輸出競争力が格段に高まったことがひとつの背景であることは明白である。一方、貿易黒字傾向の定着は、部品などの中間投入財や消費財の輸入依存度の低下を意味しており、新しい貿易環境のなかで、中間財の国産化が進行したことを示唆している。

そのような傾向変化は、貿易商品の構成の側からも確認することができる。表2の主要輸出品の比重を観察すると、危機以前に主要輸出品とされてきた食品、基礎製造業製品、その他製造業製品などの比重が顕著な低下をみせる一方で、機械・輸送設備が突出してその比重を上げており、2006年の時点では全輸出品目の45%程度を占めるに至っている。主要輸出商品をもても、電機・電子機械および輸送機械関係の製品の比重が大きくかつ堅調に拡大している。一方、主要輸入品の側では、これに対応するように機械・輸送設備の輸入比率が堅調に低下している。また、石油・天然ガスを表す鉱物燃料の比重が急拡大している。

2003年ごろを境とする製造業の世界的再編の過程で、タイは自動車産業の世界的な集積地のひとつとしての地歩を固めてきた。タイの自動車産業は危機以前の国内市場向け製品の製造から、輸出製品の拠点として生産能力を拡大させ、それに伴って、部品などの裾野産業の集積をさらに加速させてきた。また、ハードディスクなどの電子製品の製造拠点としても堅調な成長をみせ

表2 貿易構造の変化

(1) 貿易・サービス収支 (GDP に対する比率) (%)

	1990	1995	2000	2006
輸出	27.0	33.6	56.3	63.3
輸入	38.7	42.1	50.7	62.4
貿易収支	-11.7	-8.5	5.7	1.0

(2) 輸出品目の推移 (総輸出額に対する比率) (%)

	1990	1995	2000	2006
SITC 区分別				
食品など	28.2	19.1	14.1	10.8
飲料・たばこ	0.4	0.3	0.2	0.2
鉱産物 (燃料を除く)	5.7	5.8	3.7	5.9
鉱物燃料	0.8	0.6	2.7	5.0
動物・野菜・油脂類	0.0	0.0	0.1	0.2
化学製品	1.4	3.1	5.7	8.0
基礎製造業製品	18.3	18.1	15.4	12.6
機械・輸送設備	22.2	33.8	43.7	44.7
その他製造業製品	21.4	18.2	11.3	11.0
分類不能	1.2	0.9	2.8	1.6
再輸出	0.3	0.2	0.1	0.0
主要輸出品別				
1. コンピューターおよび部品	6.6	9.1	12.2	11.2
2. 車両部品および車両関連製品	0.6	1.2	3.7	7.7
3. 電子製品	5.5	7.3	7.6	7.5
4. 集積回路および部品	3.7	4.1	6.5	5.4
5. プラスチック製品	1.5	4.4	4.0	5.0

(3) 輸入品目の推移 (総輸入額に対する比率) (%)

	1990	1995	2000	2006
SITC 区分別				
食品など	4.0	2.9	3.0	3.2
飲料・たばこ	0.6	0.4	0.4	0.2
鉱産物 (燃料を除く)	6.4	5.4	4.8	3.0
鉱物燃料	9.3	6.5	11.0	19.9
動物・野菜・油脂類	0.1	0.1	0.1	0.1
化学製品	10.1	10.1	11.4	10.3
基礎製造業製品	22.1	20.6	18.3	16.8
機械・輸送設備	41.2	49.0	46.1	36.3
その他製造業製品	2.9	2.6	2.7	6.2
分類不能	3.2	2.4	2.3	3.9

(出所) Asian Development Bank, *Key Indicators*。

てきた。機械輸出の拡大と輸入の縮小は、こうしたタイ製造業の構造的な深化を反映したものであると考えられる。部品の現地調達拡大や、電子機械や輸送機械など最終財の国内供給の拡大が、輸入依存の相対的な低下と、貿易黒字基調の定着に貢献しているものと考えられる。そのなかで、エネルギーの輸入が顕著な拡大をみせているが、これをカバーできるだけの輸出の増加により、全体として輸入依存からの脱却が進んできたことになる。

深刻な投資率の低下を補って経済成長を牽引してきた主役は、このような製造業の構造変化を伴う輸出の成長であったのである。

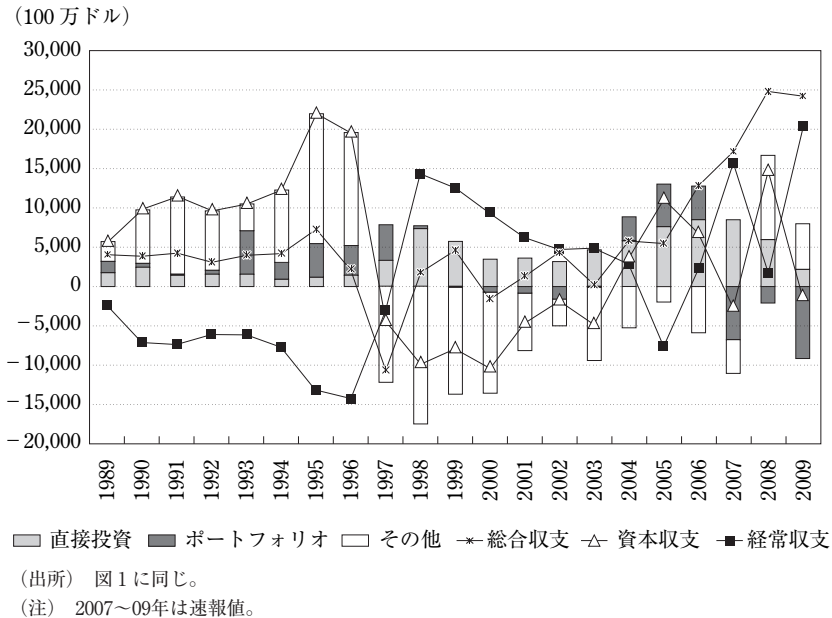
2. 国際資金フロー

この10年間で、タイに対する国際資金フローも大きな変動を経験してきた。図2は、資本純流入の構成を中心に、国際収支の趨勢をまとめたものである。経済危機時の資本流出を反映して、1997年に資本収支は一気にマイナスに転落する。資本収支の大幅な赤字傾向は2000年から徐々に回復しつつ2003年まで持続するが、2004年以降は純流入が再開する。リーマン・ショック直前の2005～06年の資本収支の水準は1990年代前半と同等であり、資本流入のレベルは、大雑把に言って危機前の水準を回復していたといえることができる。

しかし、その構成には大きな変化がみられる。まず、おもに銀行債務を指すとされる「その他」項目は危機を境に大幅なマイナスに落ち込んでいる。アジア経済危機のきっかけとなったタイの金融混乱が、海外からの短期借入資金の急激な流出であったことを裏打ちする事実である。この「その他」項目の流出傾向は2008年のリーマン・ショックまで持続してきた。

他方、直接投資の流入は危機以降それが持続されるだけでなく、むしろ拡大してきた。危機以降のすべての期間を通じて、直接投資の流入額は危機以前よりも大きく、とりわけ1998～99年と、2004年以降の2つの時期に高い水準を示してきた。前者は、金融混乱への対応の時期であり、破綻した企業や商業銀行の買収などが多く含まれている⁽²⁾。それに対して後者の時期は、輸

図2 国際収支の趨勢



出製造業の堅調な集積の再開に対応したものであり、継続的な拡大傾向が特徴となっている。

ポートフォリオ投資は、経済危機の後、2002年ごろまで小さな流出が続くが、2004年ごろから流入に転じる。製造業に牽引された景気の回復と、それに伴う証券市場の活性化を背景にしていたものと考えられる。サブプライム問題が深刻化する2007年以降は再び流出に転じている。

東アジアでは、2000年代に入っの資本流入の再開は全体として共通しているものの、その具体的な内訳は国ごとに大きく異なる。たとえばマレーシアでは、アジア経済危機後、直接投資は減少傾向にあり、ポートフォリオ投資の流入だけが增加しているし、韓国では海外銀行による商業銀行の大規模な買収を背景に、早い時期から「その他」項目（銀行債務）の流入が再開している。

これに対し、タイにおける資本流入の再開は、まずは製造業を中心とする直接投資の維持と再加速に特徴づけられ、2004年以降これにポートフォリオ投資が加わって、2本立ての流入となっていたのである。直接投資は、経済成長を牽引した輸出製造業の成長と直接的な関係を持つものとして理解することができる。一方のポートフォリオ投資はどこに向かっていたのか、これについてはあとでみていきたい。

第2節 タクシン政権の改革と金融システム

1. デュアル・トラック政策——貿易政策と介入の実質——

経済危機後のチャワリット、チュアン政権が、破綻銀行の整理と不良債権の処理、そしてマクロ経済の落ち込みへの対処に追われたことと好対照に、2001年2月に誕生して2006年10月まで続いたタクシン政権は、経済の多方面にわたる政策転換を試みた。この時期を通じて、タイ経済は、製造業を中心に本格的な経済の回復を経験する。以前の政権が、IMF・世界銀行との合意によって、金融機関の一時国有化や外資導入、コーポレート・ガバナンス改革、高金利政策など、「標準化された」改革を強いられてきたのに対し、タクシン政権は政策の主体性を取り戻して、積極財政、特定国内セクターの保護、都市・農村間のバランスへの腐心など、国内事情への配慮に思い切って踏み込んだ政策を展開した。

タクシン政権下の経済政策の全体的な特徴を象徴しているのが、いわゆる「デュアル・トラック政策」の提唱である。タイ経済を国内部門と外資主導部門に大別し、国内部門による国内需要の拡大と、輸出部門のいっそうの振興の、2つともを牽引力として成長を目指すことを意味する、政策スローガンである。

前者の内需拡大策としては、おもに以下のような政策が段階的に実施され

た。すなわち、①特産品の商品を奨励する「一村一品プロジェクト」、②公的医療保険の非対象者について、指定病院にて1回当たり一律30パーツで診療を保証する「30パーツ医療制度」、③低所得世帯への低価格住宅販売もしくは低利住宅ローン融資を核とする「低所得者向け住宅政策」、④全国7万4000の行政村と都市自治体に対し、住民への低利融資を目的に100万パーツの原資を一律供与して設立された「村落基金」、⑤農民の露天商権などを担保として融資を行う「資産資本化転換政策」、⑥農家への「小額負債返済猶予政策」、⑦政府貯蓄銀行（GSB）を通じた都市貧困者への無担保少額融資である「マイクロクレジット事業」、⑧「インフォーマル金融からの零細借り入れの借り換え促進」、⑨中小企業向け融資の拡充を目指した「タイ中小企業銀行の設立」、などである⁽³⁾。

一方、後者の外資誘致ないし輸出促進を目的とする政策は、具体的には、①製品差別化を通じた輸出戦略、②地域統括本部（Regional Headquarter）の誘致、③中小企業の投資振興などが実施された。①「製品差別化を通じた輸出戦略」においては、タイ政府は自動車産業、ファッション産業、食品産業、観光業、ソフトウェア産業の5分野を指定し、積極的に支援した。そこでは「ニッチ市場」というコンセプトが強調され、たとえば自動車産業では、ピックアップ・トラックが「ニッチ分野」と認識され、それへの特化が提唱された。具体的には、3～8年間の法人所得税および機械・設備輸入税の半額または全額免除などの優遇措置が取られた。②「地域統括本部の誘致」では、地域統括本部をタイに設置した多国籍企業に対して、所得税を30%から10%へ減税するなどの措置が取られた。③「中小企業の投資振興」としては、投資委員会認可の投資における法人所得税の8年間免除、機械・設備の輸入税免除などの優遇措置が、従来の投資額100万パーツ以上から、50万パーツ以上に引き下げられ、中小規模の外資の投資促進が図られた⁽⁴⁾。

この「デュアル・トラック政策」の提唱において注意すべきことは、後者の外資主導・輸出産業の高度化の側面では、従来の輸出産業のいっそうの促進と高度化をどのように図るかというかたちでの政策理念の輪郭がはっきり

しているのに対し、前者の国内部門の重視と内需拡大の側面では、その定義が曖昧にとどまっていることである。「国内」や「内需」が意味する範囲は、地方や農村部の経済振興を指すこともあるし、ときに流通業など非貿易部門の取り扱いを意味する場合もあった。また貧困層を受益者に想定した公共サービスや社会保障の充実を意味する場合もあった。

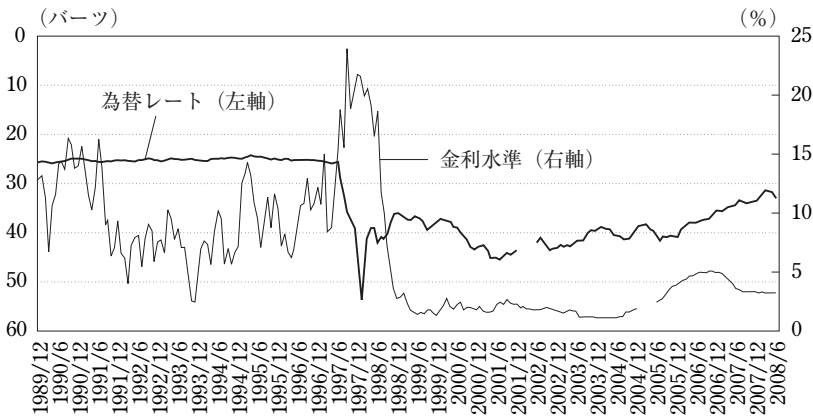
「デュアル・トラック政策」の2つの柱は、その意味で、同質なものが並立しているわけではない。従来路線である外資主導の輸出産業の振興強化という成長戦略と、そうして生じた余剰の国内各部門への再分配という、2つの異質な政策の混合なのである。そして、国内部門の所得再分配を実施するうへでは、当然ながら財政が鍵となった。「デュアル・トラック政策」は、その前提として必然的に大規模な財政拡大を伴うものであり、そうして、財政の改革はタクシン政権の経済政策のなかで最大の位置を占める課題となる⁽⁵⁾⁽⁶⁾。

2. タクシン政権下の金融・為替政策

財政の問題に入る前に、ここで金融・為替政策の傾向を確認しておきたい。図3にあるように、対ドル為替レートは、通貨危機の発生後、1998年上半年に1ドル40バーツ程度に落ち着いた後、2000年ごろまで緩やかに減価して45バーツ程度の水準に至る。その後は、国内経済の回復と2003年以降の資本・為替規制の緩和に伴って増価傾向に転じ、2007年末には1ドル33バーツにまで至っている。この間、2006年12月には急激な増価を警戒する金融当局による緊急の短期資金取引規制などが行われている⁽⁷⁾。

国内金利の水準は、危機発生時に資金流出への緊急対応として銀行間取引金利で20～24%程度という大幅な利上げが試みられたが、1998年後半には利下げに転じ、その後2～3%程度の低金利が維持されてきた。中央銀行は変動為替レート制度への移行に伴って、マネタリーベースに管理の重点を移した後、2000年5月よりインフレターゲット政策を適用し、政策の重点を、物

図3 対ドル為替レートと金利の推移



(出所) Asian Development Bank, *Key Indicators 2008*.

価を基準とした貨幣供給量のコントロールに置いた。このような環境のもとで、2005年以降は、景気の過熱、物価の上昇などを背景に、金利水準は銀行間取引金利で4.8%程度と、上昇傾向をみせてきた。

国内部門と輸出部門とともに重視する「デュアル・トラック政策」は、貿易政策としては本来、原理的に相矛盾する要素を持っている。しかし、為替レートの傾向をみる限り、輸入価格の引き下げに関心を持つ国内部門に配慮して積極的に増価を図った形跡はみられず、むしろ経常黒字と資本流入のもとでの増価圧力のなかで、輸出競争力の確保のためにその抑制に努めてきたというのが実態であるようである。「デュアル・トラック政策」は貿易にかかわる価格政策としては、一貫して安定的な輸出の側に立ってきたとみることができる。

一方、国内の金融政策も、政治介入からの自律性を確保しつつけてきた。タクシン政権の当初には、金融政策の主導権をめぐる当時の中央銀行総裁との対立が報じられた。また、通貨危機の責任論と相まって、中央銀行総裁の解任権への関心を中心とする中銀の独立性論議が取りざたされてきた。しかし、政権側の圧力が金利の切り上げであったことからわかるように、こう

した対立のなかに「デュアル・トラック政策」の政策趣旨との関連性は認めがたい⁽⁸⁾。政権期には、中央銀行のあり方についての介入はあっても、金融政策自体はテクノクラートによるコントロールがよく維持され、政治介入は最小限にとどめられたとみることができよう。

3. 財政改革, 国営企業民営化, 証券市場

「デュアル・トラック政策」の鍵であり、また金融システムとの関係でも重要な影響を与えたのが財政の問題である。金融システムとの関係では、証券市場の活性化という 이슈が重要である。

デュアル・トラック政策のうち、国内産業向けの政策の財源として、とくに政権の初期に着手されたのは、徴税方法の効率化による捕捉率の向上であった⁽⁹⁾。財政改革は、その後、国有企業の積極的な民営化や国有資産の効率的運用を通じた資金調達といった手段にまで拡大する。国有企業の民営化は巨大企業の証券市場への上場というかたちで、国有資産の運用は土地と物的資産の「証券化」という手法を通じて、直接的に証券市場の活用と関係するものであった。さらに、国内産業向け政策の柱のひとつである社会保険制度の導入は、皆保険制度へのステップというよりは、民間主導の任意保険制度の普及に力点を置いたものであり⁽¹⁰⁾、そこには資本市場における機関投資家の育成の観点が強く意識されていたといわれている（末廣 [2008: 272]）。

国営企業は、タクシン政権の初期には、財政赤字の主要原因として認識されていた。政府は国営企業の民営化によって、これらを財政負担から切り離すとともに、より効率的な経営が実現することを期待していた。また、証券市場への上場による、これら企業の株式売却益の財源としての貢献への期待もあったといわれる⁽¹¹⁾。

国営企業民営化の主な事例としては、以下のようなものがある。

第1に、石油化学事業を営む巨大国営企業、タイ石油公社（PTT）の上場である。タイ石油公社は、国営企業部門改革の一環として従来から民営化促

進が重点的に進められてきたが、2001年12月に新規公開され、いくつかの子会社も続いて上場された¹²⁾。PTT グループの株式時価総額の合計額は、株式市場全体の約3割程度に達している。第2に、テレコム事業に関して、国内通信事業を営むタイ電話公団が2002年7月に民営化され（TOT コーポレーション）、国際通信事業を営むタイ通信公団は、2003年8月にCAT テレコム株式会社とタイランドポスト社に分割民営化された（いずれも未上場）。第3に、テレビ放送事業のタイマスコミュニケーション公社（MCOT）が2005年8月に株式会社化され、同年11月にはSETへ上場している。第4に、タイ発電公社（EGAT）の上場問題がある。タイ発電公社は、2005年6月に株式会社化され、同11月には上場して、おもに発電設備建設投資の資金の調達を図ることを目指していた。しかし、上場阻止を意図する土地収用問題の訴訟に敗訴し、結局、頓挫している¹³⁾。

一方、証券市場の改革自体は、1990年代初頭から継続的に進められてきた。アジア経済危機直後には、IMF・世界銀行の支援、指導のもとで、コーポレート・ガバナンスを重視する観点からのディスクロージャーの向上などの改革が進められてきた。しかし、その効果が必ずしも芳しくないなかで、2000年半ば以降、改革はより直接的に証券市場の活性化を視野に入れたものに重点を移す。このようなテクノクラティックな改革は、国営企業民営化の観点からも証券市場に関心を持つタクシン政権のもとで、基本的な支持を受けてきた。

2000年代に行われた主な取り組みとしては、①証券取引委員会（SEC）による株式売買委託手数料の完全自由化（2000年1月）や2001年9月のベンチャー企業を主体とする新興株式市場（MAI）の創設といった株式取引の自由化・規制緩和、②2002年9月のタイ中銀の商業銀行に対する債券のアンダーライティングやディーリングの認可など債券取引の自由化・規制緩和、③上場企業の法人所得税減税（30%→25%、2001年5月）、タイ証券取引所（SET）による新規上場条件4項目¹⁴⁾の緩和（2008年1月）などの上場促進策を挙げることができる¹⁵⁾。

こうした改革の実際の効果をどのようにみることができるだろうか。表3は、タイ証券市場の主要指標をまとめたものである。表によると危機以降、証券市場はコーポレート・ガバナンス改革期に、小さな回復をみせるものの、2000年ごろには早くも、株価、時価総額、上場企業数などが再び低迷する事態に陥っている。それ以降の直接的な活性化策への転換は、このような事態への対応であったと理解することができよう。株式市場は2003年から回復傾向を示しはじめ、海外からのポートフォリオ投資が回復する2004年以降には活況を取り戻す。証券市場への規制緩和政策や上場促進策は、全体としてみた場合、ある程度の効果があったようにもみえる。

一方、このような証券市場の活性化策と大型上場の過程で、企業上場をめぐるスキャンダルや論争が数多く取りざたされ、上場を通じた不正な利益取得など、証券市場に対する負のイメージが大衆に広がっていく。タイ発電公社（EGAT）の上場頓挫も、このような世論を背景としているのである。民間企業の上場事案でも、東南アジアでの酒類の最大手企業であるタイビバレッジ社などのように、当初、株式市場活性化のためにタイ証券取引所から上場を要請されたにもかかわらず、宗教上の嫌悪感から世論の反対にあい、頓挫するケースも現れた¹⁶⁾。タクシン政権が突然にして命脈を絶たれるきっかけとなったシン・コーポレーション株の売却問題が、やはり証券市場にかかわるスキャンダルであったことも、タクシン政権の証券市場への関心・関係のあり方を象徴している¹⁷⁾。

証券市場の活性化は、テクノクラティックな政策論としては1990年代から重視されてきたが、とくに経済危機後は、負債への代替的なファイナンス手段として、一貫して取り組みが強化されてきた。「デュアル・トラック政策」掲げるタクシン政権も、国営企業民営化などを主な接点として、証券市場には強い関心を持ちつづけてきた。しかし、実態としての証券市場の活性化は、政治的背景も絡んだ国営企業や一部の巨大企業の上場事案の頻出などが前面に出ることにより、企業の一般的な資金調達手段としては大きな偏りを持ったものにとどまってきた。それに対する世論の反発もあって、証券市場

は代替的なファイナンス手段の場としての機能は、成熟にはほど遠い段階にとどまっている。

表3 証券市場の主要指標の推移

	上場企業数	時価総額 (1,000バーツ)	年取引総額 (1,000バーツ)	株価 (SET index) (1974=100)
1985	97	49,457	15,438	135
1986	93	75,200	29,807	207
1987	109	138,170	119,179	285
1988	141	221,958	141,473	387
1989	175	656,842	344,778	879
1990	214	604,566	584,154	613
1991	276	897,159	767,056	711
1992	305	1,485,019	1,830,026	893
1993	347	3,325,393	2,201,148	1,683
1994	389	3,300,800	2,113,900	1,360
1995	416	3,564,500	1,534,900	1,281
1996	454	2,559,558	1,303,144	832
1997	431	1,133,344	929,600	373
1998	418	1,268,198	855,170	356
1999	392	2,193,070	1,609,790	482
2000	381	1,279,220	923,697	269
2001	382	1,607,310	1,577,758	304
2002	389	1,986,240	2,047,442	367
2003	407	4,789,860	4,670,281	772
2004	464	4,534,000	5,024,399	668
2005	468	5,105,113	3,811,372	714
2006	476	5,078,705	3,780,796	680
2007	475	6,636,069	3,965,896	858

(出所) Securities Exchange of Thailand / The Stock Exchange of Thailand, *Fact book* 各年版および同, *Annual Report* 各年版。

(注) 新興企業向け取引市場 (MAI) を除く。

4. 商業銀行部門の改革

1997年の金融危機に際して直面した金融機関の破綻と不良債権への緊急的な取り組みは、おおむねタクシン政権初期の2001年ごろまで続く。破綻した金融機関に対しては国有化あるいは外資買収によって処理、再編が進められた。概して、中規模行は国有化を経て外資への売却が進められ、小規模行は外資による直接的な買収というかたちで進められた。1998年の最悪期で資産比率46%にもものぼった不良債権については、民間債務再編推進委員会(CDRAC)主導の私的整理や、破産裁判所による調停・法的整理処理、あるいは銀行別の資産管理会社による処理などが進められた。タクシン政権下では政府主導のタイ資産管理会社(TAMC)への一括移管などが行われ、2001年末の段階で不良債権比率はようやく10.5%まで改善する。

経済危機後の金融機関経営と不良債権問題の一応の解決の見通しがみえはじめると、政府・中央銀行は2004年に金融システムの大局的な方針を示した金融セクター・マスタープランを発表する。その重点は、新しいバーゼル協定(バーゼルⅡ)に対応した健全性規制の強化と金融機関の機能別再編にあった(高安[2008])。

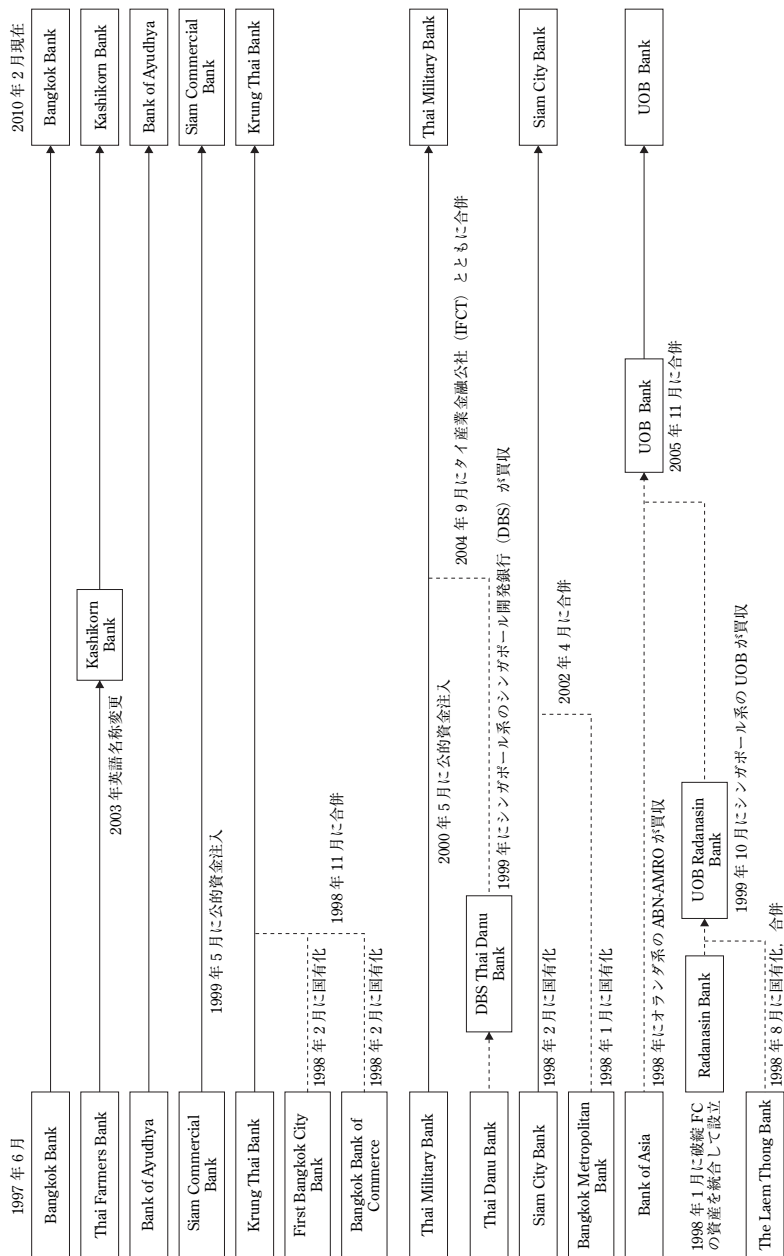
このうち後者の金融機関の機能別再編には、多様な方向性が含まれている。第1は、商業銀行と系列のファイナンス・カンパニーを分離することによる金融グループ形成の抑制である。これによって、1980年代以降進んできた、有力ファイナンス・カンパニーを商業銀行が傘下に持つという、金融ビジネスの寡占的な構造が是正される道が開けた。第2は、外資系銀行の参入の余地の拡大である。外資系銀行は、タイ法人に転換することが認められ、それによって支店展開の自由度をある程度確保できるようになった。第3は、小規模事業者、低所得者層の配慮であり、民間からの小規模貸出の金融機関の育成が重視され、従来の商業銀行と区別して、「リテール銀行」の業態が設定された。

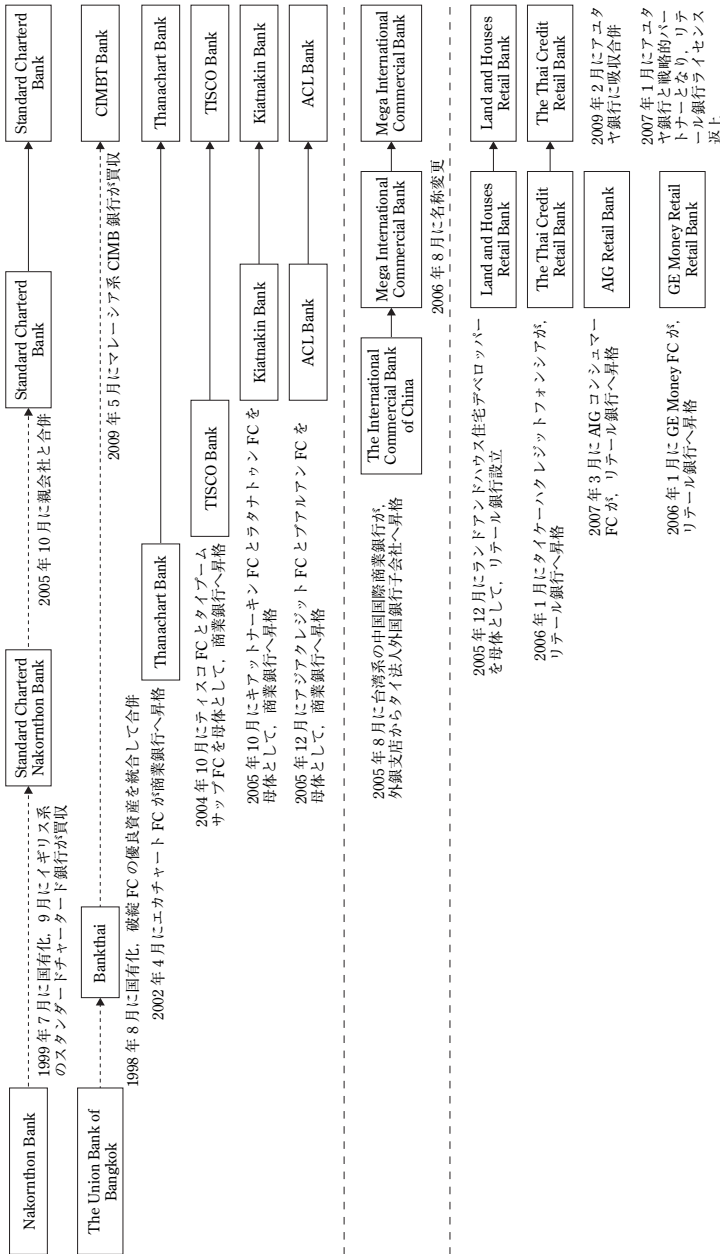
この金融セクター・マスタープランは、この時期における「ベスト・プラクティス」を求めたテクノクラティックな改革の側面と、「デュアル・トラック政策」とかわる政策的側面が入り交じった性格を持っている。2000年の段階では、中央銀行内部で金融改革は、「金融システム・マスタープラン」として、国内金融機関の競争促進による国際競争力の強化とバーゼル規制タイプの健全性規制の強化の2つの要素が重視されていた¹⁸⁾。2004年の金融セクター・マスタープランの段階では、これに加えて「デュアル・トラック政策」の国内経済側の趣旨に沿った「リテール銀行」の構想が付け加えられ、商業銀行とファイナンス・カンパニーの所有分離という金融コングロマリットへの規制が前面に出ることとなる。

さらに、このマスタープランには国際競争力の強化の観点において、見落とされがちな特徴がある。すなわち、ここでは競争の強化が重視される一方で、合併による金融機関の規模の拡大にはほとんど触れられていないのである¹⁹⁾。この点に関して、財務省は、金融セクター・マスタープラン施行直前の2004年1月、地場商業銀行13行を数年間で3～4行程度のメガバンクへ整理統合する方針を立てていた形跡がある²⁰⁾。規模の経済による国際競争力の向上という視点は、テクノクラートの側にはあったものの、マスタープランの段階では盛り込まれることはなかったのである。図4にあるように、実態としても2005年までに生じた銀行合併は、国有化された中規模銀行の整理過程での合併か、外資に買収された小規模銀行の売却による再編が計3件にとどまり、大規模行上位5行においては合併統合の動きはほとんどなかった²¹⁾。

マスタープラン以降に進んだ銀行業の再編は、ノンバンク（ファイナンス・カンパニーとクレジット・フォンシア）の再編・減少と、外資銀行の再編と再参入（とくにアジア系の銀行資本）の2つである。マスタープランの参入促進と金融コングロマリット規制によってノンバンクの一部は3つの「商業銀行」と4つの「リテール銀行」に昇格するかたちで銀行業への参入が実現し²²⁾、一方、その他の多くが親会社へ合併されるなどして消滅した。2010年2月現在でファイナンス・カンパニーはわずか6社のみとなっている。また、

図4 タイ商業銀行の再編 (1997年～2010年)





(出所) 各銀行ウェブサイトならびにアニュアルレポート、中央銀行ウェブサイト、財務省ウェブサイト、*Commercial Banks in Thailand* 各年版 (1998-2008)、末廣昭 [2002] 「金融制度改革と金融再編——金融コングロマリットを中心に——」 (末廣昭編「タイの制度改革と企業再編——危機から再建へ——」研究双書 No.524 アジア経済研究所)、週刊タイ経済2004年12月6日、2008年8月25日より、筆者作成。

バンコク・オフショア市場（BIBF）の廃止（2006年）に伴って、BIBF ライセンス外国銀行において現地法人化、フルブランチへの昇格あるいは撤退、また重複出資の解消など整理が進んだ。他方、危機直後の外資の参入と一部入れ替わるかたちで、中小規模行においてシンガポール²³⁾（2件）、マレーシアなどアジア系の銀行資本のフルブランチでの参入が進行している²⁴⁾。

第3節 金融システムの機能の現状

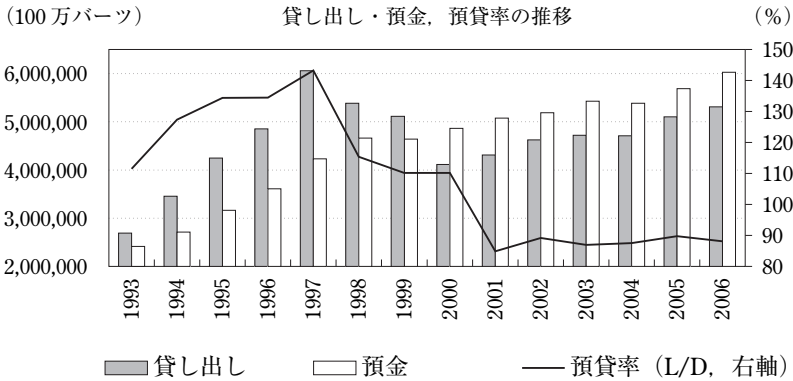
以上のように、過去10年、タイでは経済政策全般の転換のなかで証券市場、金融部門の改革が進められてきた。そして、タイ経済は実物面でかなりの成長を遂げ、また資金フローの再流入を経験してきた。ここでは、こうした改革や実物経済、海外資金フローの変化が、成長のファイナンスという意味での金融システムの機能面において、実際にどのような変化をもたらしたか考えてみたい。

1. 商業銀行の業態変化

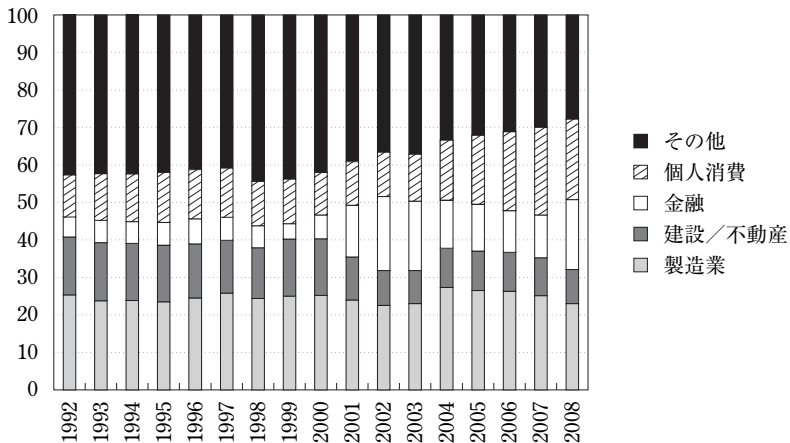
金融セクター・マスタープラン後の金融機関の再編がそれなりに進行する一方で、金融部門の金融仲介としての機能は目にみえて活性化してはいない。図5は、タイ銀行の預貸率と産業別貸し出しの比重の傾向をみたものである。商業銀行貸し出しの総額は経済危機後には激しく落ち込んだものの、2000年には増加傾向に転じる。この時期以降は、預金が恒常的に貸し出しを上回るようになっていく。商業銀行のバランスシートは、預金に強く依存し、しかも預貸率の低い状態、つまり、かなりの手元資金あるいは国債などの安全資産を保有するようになっていく。再編後の商業銀行は相当に保守的な経営体質に変化しているのである²⁵⁾。

こうしたなかで、産業別貸し出しには特徴的な傾向をみいだすことができ

図5 商業銀行の業務の変容



(%) 産業別貸し出しの推移 (全貸し出しに対する比率)



(出所) Bank of Thailand, website.

る。図5によると、危機以前に大きな比率を占めた不動産・建設部門（1995年で15.1%）がかなり縮小していることは理解しやすいが、一方で、2000年代を通じて高い成長を見せたはずの製造業部門への貸出比率が頭打ちの傾向にある。貸出比率が急伸しているのは個人消費と金融部門向けである。これは具体的には、金融再編に伴うファイナンス・カンパニー、リース会社のな

どへの貸し出し、個人消費向けはカード・ローン、自動車ローンなどへの貸し出しなどであると考えられる。商業銀行は、金融業としてのホールセールの性格を強めるとともに、国内消費の成長に対応するビジネスへとシフトを遂げてきたことになる。

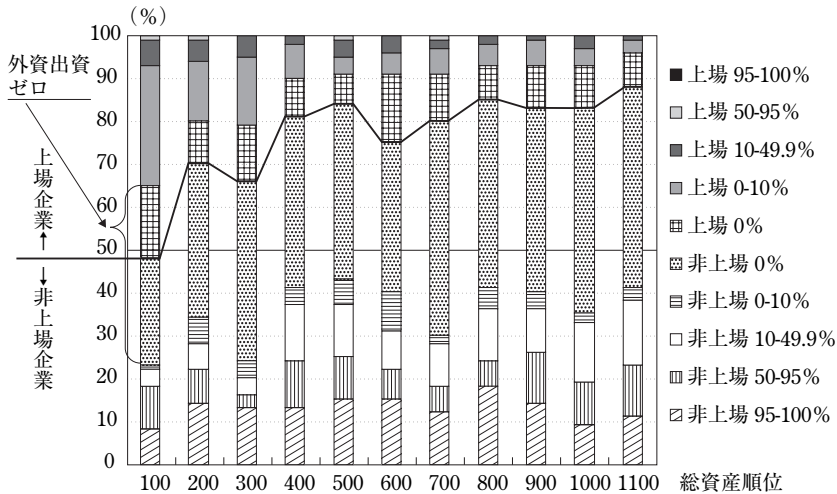
「デュアル・トラック政策」との関係でみれば、金融部門は、この時期に成長を牽引した輸出製造業部門への積極的な関与を深めるのではなく、むしろ、その余剰の再分配によって一定の成長を遂げた国内・内需部門に収益活動の軸足を移してきたことになる。ただし、同様の傾向は、実は近隣諸国に共通しており、比較のうえではタイでは製造業への貸出比率がまだしもよく維持されているようにも見える²⁸⁾。タイにおける商業銀行貸し出しの成長部門である製造業からの乖離が、タイの国内経済の構造や金融規制によるものなのか、あるいは健全性規制の強化（バーゼルⅡ）といった国際的に共通の要素によるものであるのか、この点は即断が難しい。

2. 直接投資と企業の資金調達、証券市場

では、商業銀行が製造業貸し出しを抑制するなかで、回復と成長を牽引した外資主導の輸出製造業は、代替的な資金調達手段として証券市場へのシフトを進めてきたのだろうか。答えは否である。確かに、証券市場は2003年以降、景気の拡大に伴って活況を呈してきた。一方で、証券市場の機能には巨大企業の上場などがもっぱら注目されるように、重大な偏りがあったことはすでにみてきた。より重要な問題は、こうした機能面での限定性が、企業側の証券市場への参加の問題として、より広範にみられること、そして、そうした限定性が、成長を牽引した外資主導の輸出製造業において著しいことである。

証券市場における株式ファイナンスの限定性を、三重野 [2009]、Mieno [2009] に依拠して確認しておきたい。図6は、主要企業（非金融部門）の上場比重、総資産規模、外資の出資比率を鳥瞰したものである。横軸は、総資

図6 タイ企業の分布：総資産規模・上場・外資出資

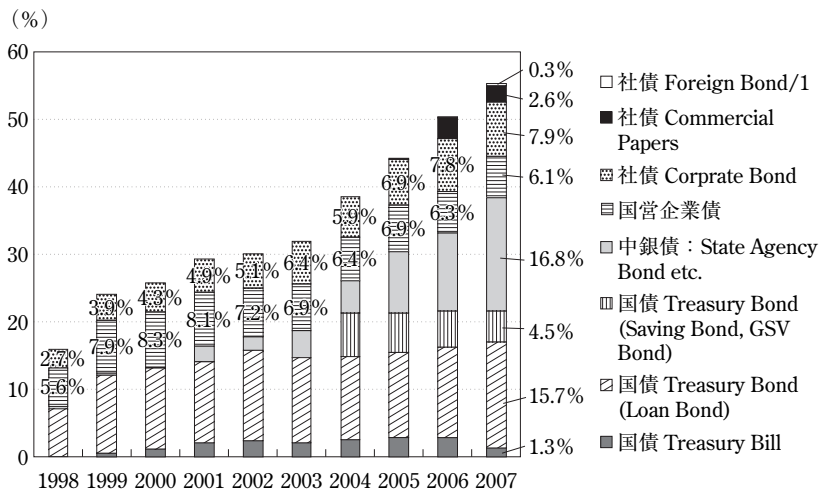


(出所) Mieno [2008], *Foreign Ownership, Listed Status and Financial System in East Asia: Evidence from Thailand and Malaysia*, 原データはタイ証券取引所および Business on Line Ltd., (2005年時点)。

産で測った企業規模の順位を表し、各棒グラフは左から規模の大きい順に100社ごとに整理されている。それぞれの棒グラフの上側を上場企業、下側を非上場企業にわけ、さらに外資の出資比率によって分類している。各棒グラフを分断する折れ線の上側が上場企業、下側が非上場企業であり、折れ線の上下近傍は100%の地場資本、そこから上下に離れるほど、外資の出資比率が高いクラスの企業を示している⁽²⁷⁾。

一見してわかるように、きわめて規模の大きな企業階層においても、非上場企業の比重が過半を超え、上場企業数の数は相当に限られていることがわかる⁽²⁸⁾。そもそも大企業の相当の部分が証券市場に参加自体していないのである。外資出資との関係でみると、上場企業のうちで外資出資のあるものは、そのほとんどが10%未満の出資比率にとどまっている。一方、外資出資比率が50%を超える合併企業や100%に近い外資現地法人のほとんどが、非上場企業側に分布していることが確認できる。すなわち、輸出製造業を主導して

図7 債券残高（対 GDP 比）



（出所） Thai Bond Market Association, Thai Bond Market 各年版より集計。

いる合併企業や現地法人などの外資系企業のほとんどは、市場を通じた株式ファイナンスとは縁遠い環境にいるのである。

次に、最近整備への取り組みが進められているとされる、債券市場を通じたファイナンスの成長はどの程度であろうか。図7は、1998年以降の債券残高の対 GDP 比の推移を整理したものである。債券市場全体では、一見、1998年の15.9%から2007年には55.4%へとかなり大きな成長をみせているように見受けられる。しかし、債権残高の伸びのほとんどは公債によるものであり、とくに2004年以降、外貨準備の増加に対応する不胎化政策のための中央銀行債の発行増加によるところが大きい。社債は8.3%から16.9%への伸びにとどまっております²⁹⁾、債券全体に占める比率も31%程度（2007年）である。さらには、社債残高の約半分は国営企業の発行によるものであり、民間企業の社債発行は対 GDP 比で8%程度（2007年）にとどまる³⁰⁾。

タイ債券協会ダイレクトリーの個票データに依拠して、社債の発行体をより詳細にみたものが、表4である。2007年末時点で、民間企業の社債発行残

表4 社債残高の業種、企業形態別分布（2007年末）

国営企業	民間企業			総計
	上場企業	非上場 地場企業	非上場 外資系企業	

社債残高（100万バーツ）

非製造業	356,448	318,802	297,418	20,585	800	675,251
金融	163,260	159,765	121,967	24,700	13,099	323,025
製造業	0	155,694	133,157	3,500	19,038	155,694
SPV	0	49,161	14,176	34,985	0	49,161
合計	519,708	683,423	566,717	83,769	32,936	1,203,131

発行体の業種、業態別比重（全社債に対する比率）

（%）

非製造業	29.6	26.5	24.7	1.7	0.1	57.6
金融	13.6	13.3	10.1	2.1	1.1	26.3
製造業	0.0	12.9	11.1	0.3	1.6	12.7
SPV	0.0	4.1	1.2	2.9	0.0	3.4
合計	43.2	56.8	47.1	7.0	2.7	100

発行体の業種、業態別比重（民間企業社債に対する比率）

（%）

非製造業		46.6	43.5	3.0	0.1	
金融		23.4	17.8	3.6	1.9	
製造業		22.8	19.5	0.5	2.8	
SPV		7.2	2.1	5.1	0.0	
合計		100.0	82.9	12.3	4.8	

（出所） Thai Bond Market Association, *Thai Bond Market* 2008, pp. 364-373 (Appendix 1, List of ThaiBMA Registered Bonds) より筆者計算。

- （注）（1） 産業分類は以下のとおり。非製造業：Commerce, Energy & Utilities, Information & Communication Technology, Media & Publishing, Property Development, Tourism & Leisure, Transportation & Logistics。金融：Banking, Finance & Securities。製造業：Agribusiness, Automotive, Construction。
- （2） 外資系企業で上場している以下の企業の社債は、上場企業のカテゴリーに分類した。
Easy Buy Plc. 625,500万バーツ、Aromatics (Thailand) Plc. 242,735万バーツ。

高のある企業数は20、その残高は6830億バーツである。これに対し、15の国営企業が5200億バーツの社債残高を有しており、全社債残高の43.2%を占めている。民間企業社債の業種構成は非製造業が全体の46.6%と最も大きく、金融業、製造業がその半分の23%程度となっている。民間企業の発行体のほとんどは上場企業であり、外資系企業の発行は例外的なほどに限定的である⁽³¹⁾。

総括すれば、株式にせよ債券にせよ、証券市場を通じて資金調達に依存する企業は、タイの主要企業一般のなかで、きわめて偏在しているのである。さらには、外資を中心とする輸出製造業は、このような資金調達手段からもっとも疎遠なところに位置している。2004年から海外からのポートフォリオ投資が回復し、海外資金の流入が生じてきた。しかし、以上の観察を総合すると、これらの資金は、企業の資金調達手段としては、きわめて限定された部分にしか役割を果たしていないことになる⁽³²⁾。

この10年、商業銀行部門の金融仲介が製造業に対する関与を弱めてきた一方で、証券市場はそれに代わる役割を強めるには至っていない。とくに、外資主導の輸出製造業は、そうした資金調達手段からもっとも遠い位置にあり、もっぱら自己資金的な株式資本と内部留保による資金調達に依存する構造を強めていると考えられるのである。

まとめ

以上のように、タイではこの10年の間、結局のところ、証券市場の活性化も金融仲介の機能回復も十分には進まず、その結果として、企業の資金調達は自己金融に回帰してきた。それは、冒頭の「はじめに」で述べた3つの要素、すなわち①成長戦略と金融改革、②国際資金フローの流入再開、③金融システムについてのテクノクラティックな行政運営、の各要素が相互に影響しあった結果として理解することができる。

第1に、「①成長戦略と金融改革」の関係では、タクシン政権の「デュアル・トラック政策」は、結果としては、内需の大幅な拡大をもたらしたというよりは、直接投資のさらなる流入と輸出の拡大という輸出主導型構造を強めた。このような形態の資本流入は、企業の資金調達構造が自己金融への依存を強める前提環境となった。

第2に、「デュアル・トラック政策」の過程で、政権は財政の健全化・機能拡充と関係した国営企業の民営化・上場に意欲を示し、その文脈において証券市場の積極的利用に強い関心を持った。これとある程度共闘的な関係を保ちながら、「③テクノクラティックな行政運営」からの証券市場の改革、すなわち、アジア経済危機直後のコーポレート・ガバナンス改革やその後の証券市場への規制緩和・税制優遇などが継続的に進められた。

しかし、「②海外からの資金フローの再開」の過程では、高い収益性を持ち、タイ経済の成長の主役となった大企業のかなりの部分が直接投資として参入したこともあり、資金需要主体側の証券市場への参加はごく低位にとどまった。結果として、2004年ごろから増加したポートフォリオ投資での資金流入は、ごく一部の上場企業に向かったにすぎず、きわめて偏在性を持つものであった。社債市場については、その偏在性はさらに著しい。

このような証券市場の偏在性のもとで、もっぱら国営企業などの巨大企業の上場が推進された結果、おそらくは価格形成機能上の歪みを深刻化させ、上場益の配分過程の不透明さもあって、証券市場に対する世論の不信感が醸成される。その結果、いくつかの大型上場が頓挫するなど、証券市場の発展に障害となる事態まで発生している。そのようにして、証券市場の活性化は隘路に陥っている。

第3に、商業銀行の再編と健全性規制への取り組みは、基本的には「③金融システムに関するテクノクラティックな行政運営」側の主導によって進められてきた。2004年の金融セクター・マスタープランは、競争環境の整備と金融業の適正規模化という、世界潮流のなかではオーソドックスな性質を持つものであった。一方、「①成長戦略と金融改革」の要素において、タクシ

ン政権は国内部門への介入手段として政策金融機関の利用を重視したこともあって、商業銀行部門への態度は、証券市場に対するものとは異なり、冷淡であった。金融セクター・マスタープランは結果として、「デュアル・トラック政策」の国内向けの政策思想が付け加えられることで性格が曖昧になり、さらにその実施過程も緩慢で、商業銀行の機能の抜本的な改善をもたらすものとしては機能していない。結果として、商業銀行に対する金融行政は、将来の銀行業のあり方を見据えた改革としてよりは、バーゼル規制（バーゼルⅡ）への対応など、規制色の強いものとなった。このような背景のなかで、実態としての商業銀行の貸し出しには明確な機能改善はみられず、逆に貸し出し活動の関与を、この10年の主要な成長部門であった製造業などの生産部門ではなく、金融・消費という国内部門への貸し出しにシフトさせてきた。

結果として、タイではこの10年、直接投資によって輸出依存度を高める実物部門が自己金融への依存を強める一方で、商業銀行はもっぱら国内の消費経済に関与を深め、証券市場は資金仲介機能としては矮小なかたちにとどまっている。そのようなかたちで、金融システムは十分な機能を果たさずにいる。いわば「実物と金融の乖離」がより進行してきたのである。

2008年9月に全世界が直面した世界金融危機に際して、タイでは国内金融システムへの影響は最小限にとどまってきた。これは、国際資金フローと国内金融システムとの連関が弱かったことの帰結である。一方で、その後に続く世界的な需要後退では、タイの実物部門は深刻な脆弱性を示した。これも、この10年間の実物経済における輸出依存の強まりがもたらした、もう一方の帰結として、理解することができる。

[注] _____

- (1) タイの貯蓄率は、経済危機以前の1990年代には31～35%程度の水準を維持し、経済危機後はやや低下したものの、ほぼ30%を維持している。タイのマクロ経済環境の鳥瞰としては、たとえば石川・仲山 [2006]。
- (2) 中央銀行の統計によると、1998年には製造業の投資額も増加を持続しているが、金融業への投資額の増加も著しい（1997年：1億1167万ドル→98年：

- 8億4214万ドル)。1999年には不動産業への投資も急増している。
- (3) なお、タクシン政権下では、小売業に対する外資規制が強化された。このようなサービス部門に対する国内資本の保護も、「デュアル・トラック政策」における国内部門の保護に位置づけて理解することもできよう。
 - (4) デュアル・トラック政策の詳細については、国際協力機構 [2003]、日本貿易新興機構海外調査部 [2004]、辻井 [2004]、国際協力銀行中堅・中小企業支援室 [2006]、石井 [2007] などによる。
 - (5) タクシン政権下の財政改革については、末廣 [2008] が詳細に分析している。
 - (6) なお、タクシン政権での経済政策については、「財政に準ずる手段」として政策金融を多用したことがしばしば指摘されている。農村へのクレジット供与などの政策が政府貯蓄銀行 (GSB) や政府住宅銀行 (GHB) といった政策金融を通じて行われたことがこれに対応する。
 - (7) クーデター後のスラユット政権下での対処。
 - (8) タクシン政権の発足直後、資本流出防止を重視する政権は高金利を、経済立て直しを重視するチャトモンコン中銀総裁は低金利を主張して対立し、2001年5月に同総裁は更迭された。その後、プリディヤトーン新総裁は金利を引き上げている (*Bangkok Post*)。また、中央銀行の独立性強化を基調とする中銀法改正が進展したのはタクシン政権崩壊後であったが、スラユット政権下では、中銀総裁の人事権は、当初案 (院任命の有識者委員会) から後退して、財務相権限のもとに据え置かれている (週刊タイ経済, 2007年5月21日)。このように中銀の独立性論議は、タクシンの新政策に直接的に影響を受けたものではないと考えるべきであろう。
 - (9) 末廣 [2008] によれば、捕捉率の向上など税収の効率化はそれ自体大きな成果を上げたといわれている。
 - (10) 国民年金基本法案は2005年9月に公表されている (末廣 [2008], 大泉 [2008])。
 - (11) 著者による複数の政権関係者へインタビュー (2009年11月) による。
 - (12) PTT グループの上場会社には、PTT Exploration & Production (石油探鉱・生産)、PTT Chemical (石油化学)、IRPC (石油化学)、Thai Oil (石油精製)、Bangchak Petroleum (石油精製)、Bangkok Aviation fuel Services (空中給油サービス)、Dhipaya Insurance (保険) がある。
 - (13) このとき、民営化推進委員の1人が、タクシン首相一族のシン・コーレーションの役員であったことも問題視された。
 - (14) 具体的には、以下の4項目を指す。① MAI 新規上場時の株式時価総額の最低基準を引き下げ (15億バーツから10億バーツへ)。② MAI 新規上場認可のパフォーマンス基準を、純利益から営業利益に変更。③ SET 新規上場時、登

録資本金が30億バーツ以上の上場企業に対して、大株主の株式保有割合上限を引き上げ（75%から80%へ）。④大株主の持ち株放出規制の緩和（対象株主の出資比率の引き下げ、65%から55%以上へ）と期間の短縮（1年半から1年へ）。

- (15) ほかに、2007年11月のSECによる証券業界の完全自由化（業者の新規参入や2012年までの委託売買手数料の自由化）決定など、さまざまな証券市場の活性化策が実施されている。
- (16) 結局、この企業は2006年5月にシンガポール証券取引所に上場した。
- (17) 2006年にタクシン首相一族の財閥企業であるシン・コーポレーション株のシンガポール国営ファンドへの売却について、タイ証券取引所を通じた個人取引のかたちをとって所得税を免れたことなどが問題となって、同年のクーデターにつながる、世論の反発が広がった。
- (18) Bank of Thailand, Financial Supervisory Report 2000。また、金融システム・マスタープランの策定にあたっては、初期の草案はコンサルタント会社のマッキンゼーに依頼したものであったとされていることから、議論は、比較的標準的な（すなわち「ベスト・プラクティス」の）案から始まっていると考えられる（中央銀行における筆者による聞き取り調査、2009年11月）。
- (19) 当時商業銀行をめぐる政策の基調として、証券市場との競合のなかで、金融機関の規模拡大の必要性が、世界的に認識されていた。先進国のみならず東アジアでも、たとえば韓国、マレーシアなどでは国内銀行の合併が積極的に進められてきた。タイの金融改革においてこの観点が抜け落ちていることは、逆にその特徴をなしているといえるのである。
- (20) “Thai Mergers to Create Super Banks,” *Bangkok Post*, Jan. 1, 2004。同誌によると、当時のスチャート財務相は「銀行システムが合併を通じて4行以下に、場合により3行にまで減少することを望んでいる」と述べている。
- (21) 国営クルンタイ銀行の一時国営化銀行の合併や、TMB銀行によるタイ産業金融公社（IFCT）の吸収合併がわずかな例外であるが、いずれも吸収合併であり、所有構造に大きな変化はない。
- (22) 詳細は図4のとおりである。「リテール銀行」のうち2つはその後、アユタヤ銀行に吸収された。
- (23) シンガポール資本のうちの1件は（DBS Thai Danu Bank）、2004年9月にTMBに売却された。
- (24) しかし、外国銀行支店型の銀行数は結果としては15（2010年2月現在）と変動が少ない。
- (25) なお、国際収支ではこの10年間、「その他」項目（銀行債務）の資本流出は持続していることから、銀行の海外借り入れは低下していると考えられる。したがって預金への依存の強まりは、国内貯蓄へのそれを意味している。

- (26) たとえば、マレーシアでは商業銀行貸し出しに占める製造業向け貸し出しの比率は、1999年をピーク（約18.6%）に傾向的に低下し、2006年時点で約10.9%にまで落ち込んでいる。代わって大幅に比率が伸びている部門は不動産・建設（22.5%→32.3%）、個人消費（6.4%→22.4%）である。韓国でも製造業向け貸し出しの比率は同時期に45.6%から36.1%にまで落ち込み、不動産・建設向けの貸し出しが増加（10.7%→22.9%）する傾向にある（いずれも各国中央銀行公表資料から計算）。
- (27) 外資の比重は上位10株主の国籍によって定義されている。
- (28) 総資産順位上位447社でみた場合、上場企業の数の比率は33.3%である。
- (29) 年次カバレッジが曖昧なCPおよび海外企業債を除く。
- (30) 図7は、アジア開発銀行、タイ中央銀行の公表データに、タイ証券協会のダイレクトリーの情報を照合して作成したものである。この3種類の情報の照合によって、アジア開発銀行のAsian Bonds Online上の公表値における社債残高には、国営企業債が含まれていることがわかった。
- (31) タイ債券協会ダイレクトリーの社債発行企業リストより、おもに企業名を基に識別した。なお、上場企業には外資系上場企業の2社が含まれている。
- (32) なお、外資の出資と商業銀行借入の関係については、Mieno [2009] は上場・非上場を含めた外資系企業のうち、とくにジョイント・ベンチャー型の企業においては、商業銀行借入れが相対的に不活発であることをみいだしている。

〔参考文献〕

<日本語文献>

- 石井優子 [2007] 「タイの地域開発政策におけるデュアルトラックポリシーの意義に関する考察」（『日通総合研究所論集』第2号 同研究所）。
- 石川純生・仲山里美 [2006] 「タイ：貯蓄・投資バランスから見た更なる成長の可能性」（『開発金融研究所報』第32号 国際協力銀行開発金融研究所）。
- 浦出隆行 [2005] 「タイの為替・資本取引規制を巡る最近の動き」（『資本市場クォーターリー』2005 summer）。
- 大泉啓一郎 [2008] 「社会福祉制度改革——国家介入なき福祉戦略——」（玉田芳史・船津鶴代編『タイ政治・行政の改革 1991-2006年』研究双書 No.568 アジア経済研究所）。
- 国際協力機構 [2003] 『タイ国別援助研究会報告書——「援助」から「新しい協力関係」へ——』同機構国際協力研修所。

国際協力銀行 中堅・中小企業支援室 [2006]『タイの投資環境』同銀行投資環境資料。

末廣昭 [2002]「証券市場改革とコーポレート・ガバナンス——情報開示ベースの企業淘汰システム——」(末廣昭編『タイの制度改革と企業再編——危機から再建へ——』研究双書 No.524 アジア経済研究所)。

—— [2003a]『進化する多国籍企業——いま、アジアでなにが起きているのか——』岩波書店。

—— [2003b]「「タンボン計画」と「村落基金」(国際協力機構『タイ国別援助研究会報告書——「援助」から「新しい協力関係」へ——』国際協力機構国際協力研修所)。

—— [2008]「経済社会政策と予算制度改革——タックシン首相の『タイ王国の現代化計画』——」(玉田芳史・船津鶴代編『タイ政治・行政の改革 1991-2006年』研究双書 No.568 アジア経済研究所)。

高安健一 [2004]『アジア金融再生——危機克服の戦略と政策』勁草書房。

—— [2008]「タイにおける金融改革の評価と政策課題」(『アジア研究』54巻 2号 アジア政経学会)。

玉田芳史・船津鶴代編 [2008]『タイ政治・行政の改革 1991-2006年』(研究双書 No.568 アジア経済研究所)。

辻井博 [2004]「タイのデュアル・トラック経済発展戦略の発展パラダイム転換と経済発展への好影響」(農林水産省編『主要国の農業情報調査分析報告書 平成16年度 アジア・大洋州地域』)。

日本貿易振興機構海外調査部 [2004]『ASEAN 各国の発展戦略とビジネス環境の変化』JETRO 調査レポート。

三重野文晴 [2008a]「東南アジアのコーポレート・ファイナンスの基底構造について——タイ・マレーシアを観察事例に」(『アジア研究』54巻 2号, アジア政経学会)。

—— [2008b]「自由化・改革から育成へ：東アジアの金融システムをめぐる政策論とその変転」(武田康裕・丸川知雄・巖善平編『現代アジア研究叢書：政策編』慶応大学出版会)。

—— [2009]「タイ、マレーシアにおける企業の分布と資金調達——上場／非上場、外資系・日系企業を焦点に」(日本政策金融公庫 国際協力銀行 国際情報調査室報 第2号)。

<英文献>

Mieno, Fumiharu [2009] "Foreign Ownership, Listed Status and Financial System in East Asia: Evidence from Thailand and Malaysia," Discussion Paper No.64, APEC Study Center, Columbia University.