

## 第8章

# 形成期の証券市場と企業の市場参加

——金融危機前後のタイ証券市場の評価<sup>(1)</sup>——

三重野 文晴

### はじめに

アジア危機の要因とされているものは多岐にわたるが、そのひとつとして、負債ファイナンスないし銀行借入に過度に依存した金融システムの脆弱性がしばしば指摘される。危機後の構造改革論議でも、多くの東アジア諸国で、証券市場をつうじた株式・社債ファイナンスの拡大などによる資金調達手段の多様化と、それによる企業ガバナンスの向上についての議論が目立っている<sup>(2)</sup>。そこには、グローバル化の流れのなかで、東アジア諸国においても十分に機能した証券市場を基礎とする、「標準的な」金融システムへの収束と海外資金の積極的導入が速やかに図られるべきであり、そもそも危機はその遅れが招いた悲劇なのだという先験的な認識があるかのように、ときに感じられさえする。

しかし、現実の東アジア諸国では、証券市場は数々の政策努力にもかかわらず、長きにわたって十分に機能してこなかった。このことには相応の理由があるはずである。東アジア諸国で証券市場での取引が比較的活発になされはじめたのは、実物経済が好調となった1980年代半ば以降であり、その意味で現在でも市場は形成期にあるといえる。この形成過程という視点から問題

を捉えることは、グローバル化のなかで、どの段階でどのような金融システムや証券市場が構想可能であるかを考えるうえで重要であろう。

ここでは証券市場の形成を規定する要素を、三つの側面に分けて考える。第1に、資金供給者の形成と参加の問題がある。リスク資産の保有が選択される程度にまで家計の資産水準が拡大し、あるいは保険業・年金制度などの機関投資家が成長することが、証券市場が機能するための前提的な要素である。La Porta et al. [1997] が指摘するように、資金供給者側の権利の法的保護の度合いもこの問題に関わる重要な要素である。

第2に、資金需要主体の企業の側からの証券取引への参加の問題がある。すなわち、企業が内部金融や銀行借入のみならず、株式や社債によるファイナンスを需要するようになる契機が何であるのか、またその対価として発生する企業のコントロール権の放棄をどの段階でどの程度許容するのか、という問題である。

第3に、証券市場の効率性の問題がある。すなわち、情報開示制度の整備や証券仲業、債券格付業などの発展によって情報の非対称性の遁減や取引の効率向上がどの程度まで進むと、ほかの資金調達手段に代替的なものとして利用されるようになるか、という点である。ここでは、証券取引の特性として情報や決済の面で働く規模の利益や集積の利益といった要素が重要である<sup>(3)</sup>。また、どの証券取引所が企業から選択されるか、という国内的・国際的な証券取引所間の競争の問題もこれに関連するものである。

タイの証券市場の歴史は浅い。証券取引所が設置されたのは1975年であるが、1980年代には証券市場への企業の参加や取引規模はきわめて限られたものであった。1990年代には金融自由化と過剰流動性の環境のもとで、証券取引は参加企業数、取引規模、株価のどの側面からみても爆発的に拡大した。そして1997年7月の金融危機以降は、証券市場の活動は急激に縮小する。危機後の金融改革では、企業の銀行借入への過度の依存や企業・銀行間の不透明な取引関係が問題とされ、資金調達の多様化と企業がバランスの向上の必要性が強調されるもと、証券制度や会社法の改革による証券市場の育成に力

点がおかれてきた。しかし、証券市場は1998～2002年までの間、長い停滞を経験し、これらの改革が実効的であったと判断するには疑念がある。

本章の目的は、金融危機以降のタイ証券市場の推移を踏まえて、証券市場の形成・機能化の契機を、企業の市場への参加誘因の問題に焦点をあてて、考察することにある。すなわち、金融危機以前の上場企業のデータによって、いかなる企業が証券市場に参加したのか、参加した企業にそれによってどのような変化があったか、を分析することで危機以前に機能していた証券市場の特徴を捉えようとするものである。さらにそれをふまえて危機以後の改革の評価を行い、それが実効的でなかったことのひとつの説明を試みたい。

本章の構成は以下のとおりである。第1節では、タイ証券市場の沿革と特徴について整理する。第2節では既存研究を含めてタイのコーポレート・ファイナンスの特徴を数値によって確認する。第3節では、途上国企業の資金調達についての見方、企業の上場行動に関する既存研究を整理・吟味することで、本章の分析視点と手法を整理する。第4節では上場が企業の財務指標にもたらす効果を、第5節では企業が上場を決定する要因を、それぞれ計量的に推定する。第6節で結論を導く。

## 第1節 タイの証券市場

### 1. タイの証券市場の形成——1970～80年代の特徴

表1は、タイの証券市場制度の沿革をまとめたものである。タイの証券市場の整備は、1974年の証券取引法の施行によって翌1975年にタイ証券取引所（英語標記：Security Exchange of Thailand、のちThe Stock Exchange of Thailand、略称SET）が設立されたことに始まる。3年後の1978年には公開株式会社法の施行によって、上場企業の公開化が図られたが、これは既存会社には適用されないなど実効性に乏しかった。そこで、1984年、証券取引法の改正によ

表1 タイ会社法、証券市場法制の沿革

- 
- 1928 民商法典第3編「契約各論」の公布。
- 1935 民商法典の全面施行。  
〔中略〕
- 1974 タイ証券取引法 (Security Exchange of Thailand Act), 1975年タイ証券取引所開設。  
既存会社の上場基準を定める (基準の詳細は大蔵省通達によって逐次変化)。
- 1978 公開株式会社法の制定。  
以後、同法による会社を「公開会社」、民商法典上の会社を「私会社」として区別。  
・民商法典の改正により (新規の)「私会社」による株式公募・社債発行を禁止。  
・小規模株主の比率要件の規定。  
・従業員100人以上かつ資本金500万バーツ以上で新たに設立される会社は、公開株式会社法が適用される (既存「私会社」には適用されない)。
- 1984 証券取引法の改正 (Security Exchange of Thailand Act (No.2), BE2527)。  
・証券取引所に上場していれば「私会社」でも株式公募・社債発行が認められる。  
—第5次国家社会開発5カ年計画 (1982~86年)における企業の所有権拡散、投資家育成の目標に沿った措置。
- 1992 証券三法の改正・導入。  
①証券取引法の改正 (以後, Security and Exchange Act)。  
②公開株式会社法の改正——少数株主の比率要件は①に集約。  
③証券取引委員会の設置。
- 

(出所) 各種資料から筆者作成。

り、従来の会社法に基づく株式会社 (「私企業」) のまま上場する道が開かれた。金融改革の進む1992年には、証券取引法、公開株式会社法の改定および証券監視法の施行が一括して行われ、相互の不整合が整理されて、原則として公開株式会社が株式を上場する資格をもつものとされた。

表2および図1は、1975~2001年の間の、上場企業数、新規上場数、その他の取引指標を整理したものである。証券市場は、当初10年間は新規上場企業が毎年1~5社と、きわめて緩やかにしか拡大していない。1980年代には証券取引所への企業上場に関する基準は、証券取引所による規定と公開株式会社法の両者にあつたと考えられるが、限られた資料から把握できる範囲で

表2 タイ証券取引所の主要指標

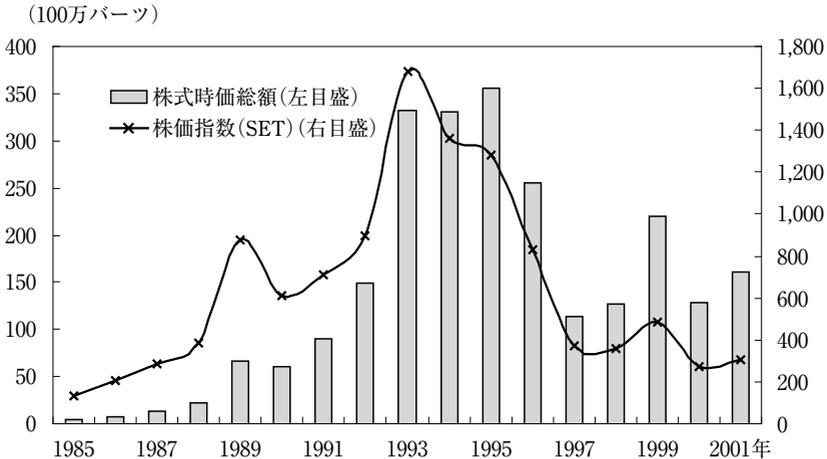
	上場会社数	株式時価総額 (1,000バーツ)	株式年間売買高 (1,000バーツ)	株価指数 (1974年 = 100)
1975	21	5,390	560	84
1976	25	7,260	990	82
1977	39	19,230	26,280	182
1978	61	33,090	57,070	258
1979	69	28,380	22,450	149
1980	77	24,884	6,302	125
1981	80	23,058	2,358	107
1982	81	28,970	5,481	124
1983	88	34,222	8,757	135
1984	96	46,710	10,258	142
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

(注) 1984～91年については上場企業は証券取引法に定める「上場会社」と「承認会社」の合計。

(出所) The Stock Exchange of Thailand, *Fact Book*; Securities Exchange of Thailand, *Annual Report*. 各年版より筆者作成。

は、両方の規定において株式上場企業には相当程度の少数株主を含むことが義務づけられている<sup>(4)</sup>のに対し、上場によって企業が得られる利点としては、法人税の減税などに限られていた。このメリットの少なさが、証券市場への

図1 証券市場の主要指標の推移



(出所) The Stock Exchange of Thailand, *Fact Book*; Securities Exchange of Thailand, *Annual Report*, 各年版より筆者作成。

参加が緩やかにしか進まなかった原因のひとつと考えられる。

## 2. 1990年代のタイ証券市場

1980年代末から、タイの証券市場は著しい活況を呈しはじめる。証券関連法の改正が行われた1992年には上場企業数は300社を越し、1993年には株価指数、株式売買高がピークをつけ、ともに1985年の10倍以上の数値となった。その後の金融危機に直面するまでの5年間、証券取引は拡大を続け、上場企業数は1996年(454社)に、株式時価総額は1995年に最大となる。

しばしば指摘されるように、タイの実物成長は、直接投資が拡大する1980年代末をそのピークとし、その後緩やかに下降しているが、危機以前の1990年代をつうじて比較的高い水準で持続していた。この要因のひとつは、金融改革における業務規制の緩和と海外資金の導入によって流動性が拡大し、それにもなって国内消費が拡大を続けたことである<sup>(5)</sup>。一方で貿易収支は、

輸出の鈍化と輸入の増加によって徐々に悪化し、実物経済での競争力低下が進んでいた。1990年代の証券市場の活況は、このようなマクロ経済環境を背景に、過剰流動性と楽観的な期待に基づく自己実現的な性格をもっていた可能性が高い。

### 3. 金融危機後の証券市場改革

金融危機以後、タイ政府はIMF緊急融資および世界銀行融資を受け入れ、経済構造改革への取り組みを始めた。とりわけ1998年3月のIMFとの第3回政策合意書がまとまると、金融システムの包括的な改革に着手した。証券市場については、公開株式会社法の改正、証券取引所、証券取引委員会によるガイドラインの作成などが進められた。その骨子は、過度な負債ファイナンスへの依存による金融システムの脆弱性を克服するために、社債、株式などの証券市場をつうじた資金調達活性化を目指すものであった。そして上場企業に対する、少数株主の権利保護などのコーポレート・ガバナンスの向上と情報開示の徹底のための基準・制度作りが、その手法として重視された<sup>(6)</sup>。1999年半ばまでに、証券取引所、証券取引委員会の主導によって、取締役の責任の明確化、監査の強化と財務報告書の標準化、会計制度の整備などが進められる一方、少数株主の権利保護と取締役の責任強化を軸とする公開株式会社法の改正案が示された。

しかしながら、このような方策の成果は一時的なものにとどまった。タイ経済は実質10%を超えるマイナス成長を記録した1998年を経て、1999年に入るとやや回復する傾向を示した。これを背景に、証券市場でも、外国人投資を中心に1999年には証券市場はやや回復する。しかし1999年後半以降、取引は明らかに停滞し、2001年には株価は1988年の水準にまで落ち込み、証券市場からの上場廃止も相次いだ。

そして、このような企業ガバナンス、情報公開性に力点を置いた証券市場改革の方向は、1999年半ば以降、かなりの変質を余儀なくされている。すな

わち、2000年7月には証券委員会は、証券市場に対する「緊急支援パッケージ」によって、国営企業や優良企業の上場を支援する方策を打ち出し、2001年5月には上場企業の法人税減税措置が閣議承認された。1999年6月に閣議承認された公開株式会社法の改正案は、その後成立への手続きが進まないまま放置され、2000年9月には大幅に趣旨の異なる法案として閣議決定された。すなわち2001年6月の成立段階では、ごく部分的な8項目の改正にとどまることとなり、その内容は、額面の廃止、債務返済のための株式発行の許可、自己株式買収の承認など、株式市場の取引拡大と企業債務再構築に焦点が絞られたものとなっている。証券市場改革は1999年を境に、企業ガバナンス、情報公開といった投資環境の整備から、証券市場の取引拡大のための直接的な政策支援に、その重点を移してきている。

#### 4. 論点

危機以後の証券市場改革の効果が、非常に限定的なものであったことの原因を探るためには、こうした改革が、危機以前にタイで機能していた金融システムや証券市場の役割とどのような関係になっているのか、検証される必要がある。そのためには、1990年代に資本調達場として証券市場がどのように機能していたのかを把握することが重要となる。

最初に確認されるべきことは、タイ主要企業による証券市場の利用のされ方であり、端的には主要企業のうちどの程度が証券取引所に株式、社債を上場し、また実際に発行しているか、という点である。さらに、どのような企業がどのような理由・目的で証券市場に参加してきたのか、を探ることが重要であろう。

## 第2節 タイ企業のコーポレート・ファイナンス

### 1. 既存研究

近年、金融システムの多様性についての議論が盛んになっており<sup>(7)</sup>、主に先進国間のコーポレート・ファイナンス構造の違いについての説明が試みられるようになってきている。途上国を含む比較研究としては、例えば、La Porta et al. [1999]、Booth et al. [2001] などがあるが、研究間での不整合やサンプルの問題などが残り、共有される認識が形成されているとは言い難い。表3は、タイのコーポレート・ファイナンスの問題を扱った既存研究について、代表的企業の負債比率についてまとめてみたものである。Singh [1985]、Booth et al. [2001] は、途上国ないし東アジア諸国の比較研究であり、データセットについては明記されていないが同種のものが用いられていると考えられる。前者は1980年代を対象にクロス・カントリーで観察したものであり、この種の研究の先駆的なものである。観察によって、負債比率の低さ（タイの場合50%台）をもって、途上国では一般にequityによるファイナンスが盛んであるとの見解を示している<sup>(8)</sup>。これに対し、Claessens et al. [1998] は、1990年代のタイ企業の負債比率が60~70%台と高く、しかも金融危機に向かうなかでは明らかにそれが上昇傾向にあったことを指摘し、過度な負債ファイナンスへの依存を金融危機の原因のひとつとみている。

両者の違いはどこから来るのか。そのことはタイに絞って観察を行った研究と併せ比べることで、推論することができる。Wiwattanakantang [1999] は、タイ上場企業のうち270社を対象として計算したものであるが、この数値はSingh [1985]、Booth et al. [2001] などの観察に近い。一方、三重野 [2000] [2002a] [2002b] は、製造業について上場企業と非上場企業を区別してまとめたものである。ここでは上場企業の負債比率はSingh [1985] などの数値に近いが、非上場企業のそれは約70%とかなり高く計算される。タ

表3 既存研究におけるタイ企業の負債比率の水準

研究	研究の対象	負債比率 Debt/Total Asset	レバレッジ Debt/Equity	サンプル			
				期間	企業数	属性	Data Source
Singh [1985]	途上国比較	55.8%	1.262	1980~90	50~100社	上位製造業	明記なし
Booth et al. [2001]	途上国比較/ サーベイ	49.4%	0.976	1983~90	64社	上位企業	明記なし
		50.9%	1.037	1985~87	64社	上位企業	明記なし
Claessens et al. [1998]	東アジア間 比較	61.6%	1.602	1988	564社 (非	非金融上位企業	SET-Anu.Rep.,
		64.8%	1.837	1992	バランス・		Worldscope,
		70.2%	2.361	1996	パネル)		Financial Times Extel
Wiwattanakantang [1999]	タイ	51.4%	1.056	1996	270社	非金融上場企業	Listed Company Info, SET
三重野 [2000] [2002b]	タイ	55.3%	1.237	1994	105社	上場・上位製造業	Manager Info.
		70.9%	2.436	1994	182社	非上場・上位製造業	Service Co.,Ltd
三重野 [2002a]	タイ	72.7%	2.663	1997~99	72~77社	上場・上位製造業	Business on
		78.4%	3.630	1997~99	84~98社	非上場・上位製造業	Thailand Co.,Ltd

## 参考. 先進国企業の負債比率

日本	74.0%	2.846	1991	514社	資本金10億円以上 資本金1000万-4900万円	野間他(1992)-法人 企業統計季報
	85.0%	5.667	1991			
	69.0%	2.226	1991			
アメリカ	58.0%	1.381	1991	2,580社	主要企業(上場企業)	Booth et al. [2001 : 90, Table I]
フランス	71.0%	2.448	1991	225社		
イタリア	70.0%	2.333	1991	118社		
イギリス	54.0%	1.174	1991	608社		
カナダ	56.0%	1.273	1991	318社		

(出所) 筆者作成。

イの上場企業数は1996年が最大で454社、それ以前は概ね300社台の後半である(表2参照)。ところがClaessens et al. [1998]は、サンプルを非バランス・パネルで564社としているから、時期によってはかなりの部分非上場企業のデータが含まれていると考えられる。その意味である種のサンプル・バイアスがある可能性が高い。

総合すると、タイ主要企業の負債比率は、1980年代後半から危機前まで、上場企業で50%台、非上場企業で70%前後であった、とみることができよう。

この水準は、上場企業についても、非上場企業についても先進国より低いと判断できる<sup>(9)</sup>。

## 2. より詳細な検討

この点をより詳細に理解するために、資本構成をいくつかの角度からみてみたい<sup>(10)</sup>。

表4の(1)、(2)は上場、非上場企業の時期別の資本構成を計算したものである。金融危機以前のタイ企業の負債比率は、上場企業の方が、非上場企業よりも明らかに低いが、資本部分の違いは主に「資本剰余金その他」の項目によっていることがわかる。表4の(3)は、上場の前後での平均的な資本構成の変化を観察したものであるが、「資本剰余金その他」が上場時に極端に大きくなることが確認できる。上場、非上場企業の負債比率、あるいはequity

表4 タイ企業の資本構成

### (1) 非上場企業

		1991~94	1995~96	1997~99
	サンプル数		72	77
1	負債		70.2%	78.4%
2	銀行借入		36.4%	40.9%
3	関連企業借入		7.7%	9.4%
4	社債		0.0%	0.0%
5	その他負債		26.1%	28.1%
6	資本勘定		29.8%	21.6%
7	払込資本金		29.1%	21.2%
8	内部留保		-8.3%	-4.6%
9	資本剰余金その他		9.0%	5.0%
	対関連企業投融资		6.5%	7.8%
	企業間信用 (3+5)		33.8%	37.5%
	レバレッジ (1/6)		2.4	3.6

(出所) 三重野 [2002a: 234], データの出所は Business on Thailand, Co., Ltd.

## (2) 上場企業

		1991～94	1995～96	1997～99
	サンプル数	79-98	98	84-87
1	負債	54.2%	56.4%	72.7%
2	銀行借入	37.1%	40.5%	51.0%
3	関連企業借入	3.1%	1.4%	1.7%
4	社債	0.0%	0.0%	2.0%
5	その他負債	14.0%	14.4%	18.0%
6	資本勘定	45.8%	43.6%	27.3%
7	払込資本金	17.6%	16.5%	18.1%
8	内部留保	14.3%	12.9%	-10.5%
9	資本剰余金その他	13.9%	14.4%	14.4%
	対関連企業投融资	11.7%	13.0%	14.8%
	企業間信用 (3+5)	17.1%	15.9%	19.7%
	レバレッジ (1/6)	1.2	1.3	2.7

(出所) 三重野 [2002a: 234], データの出所は Business on Thailand, Co., Ltd.

## (3) 企業の上場タイミングと資本構成の変化

		- 2年	- 1年	0	+ 1年	+ 2年
	サンプル数	23	33	42	37	37
1	負債	64.6%	59.1%	50.3%	53.6%	53.4%
2	銀行借入	40.8%	37.7%	37.1%	36.7%	37.0%
3	関連企業借入	5.9%	4.8%	2.0%	1.1%	1.6%
4	社債	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
5	その他負債	18.0%	16.7%	11.2%	15.8%	14.8%
6	資本勘定	35.4%	40.9%	49.7%	46.4%	46.6%
7	払込資本金	26.3%	24.6%	21.3%	17.6%	15.8%
8	内部留保	5.9%	7.3%	8.9%	8.8%	11.7%
9	資本剰余金その他	3.2%	9.0%	19.5%	20.0%	19.2%
	対関連企業投融资	8.2%	7.3%	6.6%	7.9%	7.7%
	企業間信用 (3+5)	23.8%	21.5%	13.2%	16.9%	16.4%
	レバレッジ (1/6)	1.8	1.4	1.0	1.2	1.1

(注) サンプル企業はすべて、金融危機 (1997年) 以前である。

(出所) 三重野 [2002a: 235], データの出所は Business on Thailand, Co., Ltd.

表5 主要製造業企業の上場傾向

総資産順位	上場企業数	上場企業の比率
100	38	38.0%
200	65	32.5%
300	82	27.3%
400	105	26.3%
500	117	23.4%

(出所) Bingo, Bussiness on Line Ltd. の総資産表より作成。

への依存の違いは、上場時に獲得する上場プレミアムによるところが大きいように見受けられる。

表5は、2000年11月時点でのタイの主要企業に占める上場企業と非上場企業の比重を比較したものである。企業ダイレクトリーの情報から、総資産を基準に、上位100位から500位までの複数の段階で整理した。この表から主要企業にも非上場に留まるものが非常に多いことがわかる。上位100社をとってみても、上場企業の比率は38%にすぎず、上位300社では、上場企業は3分の1を下回る数しかない。タイのコルポレート・ファイナンスや、証券市場の機能を議論するうえで、非上場企業を検討対象に含むこと、さらにはそれら企業の証券市場への参加（証券取引所への株式の上場）の問題に着目することは、決定的に重要であることが理解できよう。

### 3. 本章のデータセットによる観察

本章では後半の実証に用いるデータとして、タイ証券取引所が発行している“Listed Company Info.”各期版からデータセットを作成した。この資料には概ね1992年以降の全上場企業の資産負債表、損益決算書が掲載されている。本章では、これらのうち、非金融企業332社、1992～97年の6年間のデータを観察対象として整理した。データセットは、全体として非バランス・パネルで1747サンプルである<sup>11)</sup>。

表6 サンプル企業の基本的指標

	全期間	1993	1994	1995	1996	1997
サンプル数	1,667	307	307	307	307	307
負債比率	54.4%	50.0%	48.1%	49.8%	52.7%	74.0%
	0.3260	0.1968	0.1936	0.1975	0.2739	0.5682
(レバレッジ)	1.1913	1.0015	0.9261	0.9932	1.1139	2.8486
銀行借入金比率	36.9%	33.1%	31.6%	33.4%	35.8%	53.5%
	0.2735	0.1916	0.1880	0.1933	0.2349	0.4377
借入金負債比率	40.0%	35.9%	34.9%	37.2%	39.9%	55.3%
	0.2745	0.1918	0.1895	0.1968	0.2405	0.4404
長期負債比率	14.8%	13.0%	12.5%	13.5%	13.7%	21.7%
	0.1529	0.1245	0.1172	0.1263	0.1266	0.2263
内部留保比率	6.8%	13.9%	13.0%	11.5%	8.2%	-16.5%
	0.3662	0.1454	0.1542	0.1731	0.3369	0.6860
金融投資比率	27.1%	23.7%	27.4%	29.7%	29.6%	26.6%
	0.2348	0.2239	0.2273	0.2382	0.2417	0.2400

(注) 上段は平均, 下段は標準偏差。

表6は、このデータセットのなかから1993～97年のフル・パネルの企業307社についての負債比率などの基本的指標を集計したものである。負債比率は平均50%台半ばであり、経時的に上昇しているようには見受けられない。この点は、Claessens et al. [1998] と相反し、Singh [1985]、Booth et al. [2001] と整合的な観察である。銀行借入の水準、短期性資金の推移についても同様に一定である。ただ、内部留保はこの時期傾向的に低下しており、また、金融投資も若干上昇しているように見受けられる。

### 第3節 分析の視点と手法

#### 1. Pecking Order Hypothesis の適用の問題点

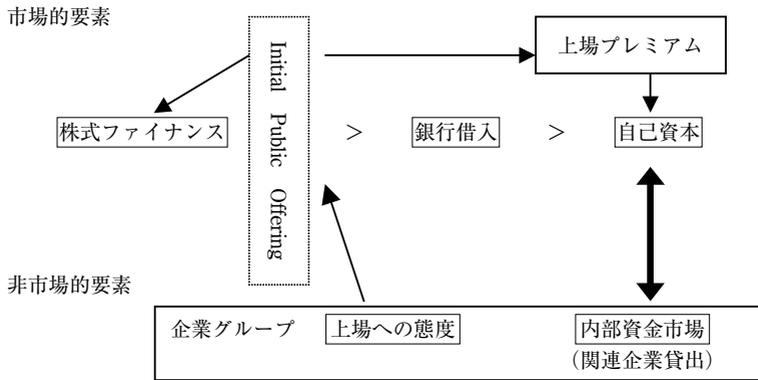
タイ企業の資本構成の決定要因を分析した研究としては、三重野 [2002b]

や Wiwattanakantang [1999] などがある。三重野 [2002b] は、金融危機以前の非上場、上場の製造業を対象として、負債比率、銀行借入比率、企業間信用の決定要因を推定し、上場企業は負債比率が低い一方で、銀行借入比率はむしろ高いこと、外資系企業は企業間信用に依存する傾向があること、金融コングロマリット系企業は銀行借入への依存よりは、むしろ企業間信用に依存する傾向があることなどを見いだした。Wiwattanakantang [1999] は、非金融業の上場企業を対象に、企業の所有構造が負債比率に与える影響を分析し、株式の集中度が高い企業ほど負債比率が低いこと、その一方で単一家族に所有が集中している企業は負債比率が高いこと、などを見いだしている。そこでは、前者の事実を、大株主によるモニタリングによって、キャッシュフロー仮説的な負債の需要が抑えられていると、後者の事実を、家族経営の場合には前者の傾向にもかかわらず、コントロール権の確保のために負債が選好されることによるもの、と解釈している。

これらの研究は基本的に、エージェンシー・コストとそれに起因する Pecking Order Hypothesis の視点からなされたものである。すなわち、Myers [1984]、Myers and Majluf [1984] などのいわゆる Pecking Order Hypothesis は、自己金融、負債ファイナンス、株式ファイナンスの間のエージェンシー・コストの違いに着目して、企業による資金調達手段の選好順序の存在を指摘する。上の研究では、先進国を対象とした先行研究に倣い、実証結果を、さまざまな側面におけるエージェンシー・コストの問題として、解釈している。

しかし、現実の途上国経済の複雑な金融構造の解釈に際して、このようによく機能した証券市場や金融仲介を前提とした見方だけを適用することには、重大な陥穽があると考えられる。図2は、途上国経済における企業の資金調達の構造的特徴を、市場的・非市場的要素に分けて整理してみたものである。市場的要素の部分では、第1に、株式ファイナンスは企業にとって最初から利用可能な調達手段ではなく、企業はその前段階で自らを公開化する（証券取引所に上場する）必要がある。その意味で、株式ファイナンスは2段階に

図2 途上国の金融市場と Pecking Order Hypothesis



(出所) 筆者作成。

選択的な問題である。新規上場 (Initial Public Offering: IPO) のためには、通常、証券取引法や証券取引所規則によって規定されている所有構造、経営パフォーマンスその他のさまざまな要件を満たさねばならない。第2に、新規上場によって、企業は通常、相当の上場利益 (上場の時価・簿価差益、上場プレミアム) を得ることができる。そして、現実にはこれが重要な資金調達となる場合があり、新規上場はそれ自体が資金調達手段にもなりうる。

さらに、非市場的要素がこれに複雑に関わっている。第1に、途上国の主要企業のかなりの部分は企業グループの一翼をなし、上場の決定は企業グループの所有者による経営上の選択となる場合が多い。外資系の合弁企業の場合も同様に、公開化は出資元の親会社の経営判断である。第2に、企業グループ内では、グループ企業間での企業間信用および債務保証関係といった「内部資本市場」 (Internal Capital Market) における取引が、かなりの比重をもっている。第3に、それゆえにグループ企業の上場は、内部資本市場を通じて企業グループ全体の資金調達問題としての意味をもつ可能性がある。企業グループの傘下企業の上場はこのような要素のなかで決定されていると考えられる。

## 2. 企業の上場行動の要因と効果

上のような諸特徴は、形成期の証券市場における途上国のコーポレート・ファイナンスを分析するためには、まず前段階として企業の証券市場への参加度合いとその誘因を分析することが重要であることを、意味している。

こうした形成期の証券市場の問題に適用可能な、企業の上場行動に関する既存研究としては、いくつかの理論研究と主に欧州企業を対象とした実証研究がある。Pagano et al. [1996] は、理論・実証の包括的なサーベイを行い、企業の証券取引所への上場と企業のパフォーマンスとの関係について分類・整理している。上場の利益としては、モニタリングの効率化、株式の取引コストの低減、リスク分散などが指摘されている。一方、上場のコストとしては、情報の非対称性の深刻化によるパフォーマンスの低下、上場に伴う事務費用、情報開示による競争力の低下などがあげられる。

理論面での主要な研究としては、Zingales [1995] は既存所有者が企業の公開にあたって、市場の不完全性を利用して上場利益を最大化する行動をとる可能性があることを指摘し、Hölmstrom and Tirole [1993] は上場による市場の規律付けが経営パフォーマンスを改善する可能性を指摘している。

実証研究では、Pagano et al. [1996] [1998] はイタリア企業のケースについて二つの側面からの検討を行っている。第1は、イベント・スタディーの手法を用いて、企業の上場後の経営パフォーマンスの変化を捉える作業であり、これによって、(1)上場によって経営パフォーマンスは低下すること、(2)上場後に負債の返済や金融資産の増加がみられる一方、必ずしも設備投資の増加はみられないこと、(3)銀行との交渉力の向上によって、資本調達コストが低減すること、(4)上場後、既存株主による企業売却行動がみられること、が観察されている。

第2は、質的選択モデル（プロビット・モデル）を用いた企業の上場行動要因の推定であり、これによって、(1)資金需要が大きい企業ほど上場する傾

向が強いこと、(2)銀行との交渉力が弱い企業ほど上場する傾向にあること、(3)企業規模や利潤率が上場行動と正の相関をもっていること、などが見いだされている。

長瀬 [2002] は、日本の証券取引所の上場企業70社について、前半の分析を行い、Pagano et al. [1996] がイタリア企業について見いだした傾向は、日本企業についても同様に当てはまることを確認し、さらにそれ以外に日本企業の場合、上場後(1)銀行との融資関係の維持、(2)手元流動性の拡大、(3)社債の発行などの行動がみられることを指摘している。米国については、Corwin and Harris [2001] が、主にニューヨーク証券取引所とNASDAQの市場間競争の視点から、後者のタイプの推定を行っている。

## 第4節 上場前後の経営パフォーマンス、資金調達の変化

### 1. 観察の手法

ここでは上のPagano et al. [1996]、長瀬 [2002] にならい、イベント・スタディーによって上場後の経営パフォーマンスと資金調達構造の変化の観察を行う。ここでの作業は、対象サンプルを上場前後3年の計七つのグループに分け、それぞれのサンプルで集計した計数が、全体のサンプル平均と有意な差があるかどうかを検討するものである。

既存研究とタイにおける主要論点を勘案して、観察の観点を四つに整理した。第1は、経営パフォーマンスについての指標であり、総資本金利潤率、売上高成長率、設備投資率によってこれを測る。これは、上場による経営規律の改善が経営パフォーマンスの改善をもたらすというHölmstrom and Tirole [1993] の仮説を検討するとともに、上場によって調達された資金が設備投資に利用されているか否かを検討するものである。第2は、負債および銀行借入への効果である。証券市場への参加が、銀行借入を中心とする負債ファ

表7 上場前後の計数変化——結果の要約

論点	計測指標	計測結果	イタリア Pagano et al. [1996]	日本 長瀬 [2002]
1. 経営規律の改善	ROA	1期前, 当年に低下, のち回復	-	-
	設備投資率	2年後に低下傾向	(-)	-
	売上高成長率	上場後低下傾向		
2. 負債・銀行借入 への効果	負債比率	当年に低下, のち回復傾向	-	+
	銀行借入比率	当年に低下, のち回復		
	銀行借入/負債	当年に低下, のち回復		+
	長期借入金比率	当年に低下		
3. 借入交渉力	平均資金調達費用	上場後低下	-	-
4. 内部資本市場の 資金調達先	金融資産比率	上場後上昇	+ → -	+
	関連企業投融资	1期後以降上昇		

(注) 有意ではないが係数が一定の方向性を示しているものを「傾向」と表記した。

(出所) 筆者作成。

イナンスと代替的であるのか、補完的であるのか、が主要な検討点である。ここでは、表7のように、負債比率、銀行借入比率、銀行借入/負債、長期借入金比率という四つの指標によって検討が行われる。第3は、第2の点と関連して、企業の上場が銀行への交渉力を強める結果となっているか否か、という点を平均資金調達費用の推移によって観察する。これは、Pagano et al. [1996] の仮説や二つの既存研究の推定作業に沿うものである。第4は、上場時あるいは上場後に調達された資金が、設備投資以外にどのように利用されているかを、検討する。すなわち、企業の金融資産の保有比率と関連企業への投融资の比率の変化によって、資金の流れの傾向を把握する。

## 2. 観察結果

計測の結果は、表8のとおりである。正規検定でも有意な変化が多くみとめられ、概ね良好な計測結果となっている。主な観察結果は、既存研究の結果とともに、表7にまとめられている。

表8 上場前後の経営パフォーマンス、資本調達の数値変化—観察結果

年		-3	-2	-1	0	1	2	3
設備投資率	平均	0.163***	0.044**	0.032**	0.037***	0.032***	0.007	0.001
	標準偏差	0.249	0.134	0.127	0.088	0.107	0.084	0.126
	P値	0.000	0.014	0.012	0.001	0.001	0.255	0.466
売上高成長率	平均	-0.202	-0.202	-0.202*	-0.202*	-0.202**	-0.202**	-0.202**
	標準偏差	0.635	0.959	0.439	3.605	0.700	0.590	0.349
	P値	0.301	0.168	0.085	0.053	0.028	0.028	0.020
総資産経常利益率	平均	0.686***	0.653***	0.498***	0.424***	0.500***	0.536***	0.600***
	標準偏差	0.113	0.090	0.068	0.072	0.130	0.136	0.278
	P値	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
負債比率	平均	0.117	0.084*	-0.071**	-0.144***	-0.069**	-0.032	0.031
	標準偏差	0.159	0.167	0.193	0.187	0.208	0.224	0.357
	P値	0.142	0.078	0.045	0.000	0.011	0.142	0.133
銀行借入金比率	平均	0.035	-0.011	-0.077**	-0.101***	-0.043**	-0.028	0.011
	標準偏差	0.203	0.187	0.166	0.179	0.201	0.226	0.244
	P値	0.348	0.414	0.013	0.000	0.040	0.126	0.323
借入金負債比率	平均	0.031	-0.013	-0.100***	-0.120***	-0.042**	-0.007	0.026
	標準偏差	0.178	0.188	0.163	0.186	0.205	0.228	0.248
	P値	0.367	0.398	0.002	0.000	0.044	0.382	0.129
長期負債比率	平均	-0.011	-0.004	-0.010	-0.023*	-0.002	0.008	0.008
	標準偏差	0.128	0.108	0.130	0.133	0.153	0.174	0.155
	P値	0.412	0.444	0.297	0.081	0.430	0.285	0.268
内部留保比率	平均	0.064	0.087	0.096**	0.082**	0.052*	0.038	-0.026
	標準偏差	0.129	0.129	0.099	0.091	0.146	0.169	0.350
	P値	0.311	0.108	0.026	0.025	0.073	0.143	0.215
利子費用	平均	0.010	-0.003	0.013***	-0.010**	-0.021***	-0.014***	-0.004
	標準偏差	0.057	0.045	0.082	0.041	0.036	0.036	0.040
	P値	0.257	0.368	0.009	0.018	0.000	0.000	0.173
金融投資比率	平均	-0.063	-0.106***	-0.071***	-0.034*	-0.032*	-0.011	-0.025*
	標準偏差	0.222	0.202	0.213	0.198	0.204	0.223	0.230
	P値	0.200	0.005	0.006	0.082	0.059	0.302	0.092
関連企業投融资	平均	-0.093*	-0.121***	-0.102***	-0.084***	-0.282***	-0.282***	-0.282***
	標準偏差	0.222	0.222	0.222	0.222	0.222	0.222	0.222
	P値	0.088	0.001	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
サンプル数		10	34	69	96	133	133	154

(注) 上場時とその前後の各指標とサンプル全体の平均との差。上場時を0とし、その前後の3年間について指標を示している。仮説検定は各時点の指標とサンプル全体の平均との差がゼロであるとする帰無仮説を片側検定した。

\*, \*\*, \*\*\*は、係数がゼロとする帰無仮説をそれぞれ10%, 5%, 1%基準で棄却することを示す。

その概要は以下のとおりである。まず、第1の観点については、企業は上場後有意に経営パフォーマンスを悪化させている。設備投資率もむしろ低下する傾向がある。これらは、二つの既存研究とほぼ同じ結果である<sup>12)</sup>。

第2の観点については、負債、銀行借入、長期借入金とも上場時には低下するものの、その後緩やかに回復する傾向がみとれる。上場時の低下は、上場プレミアムの獲得によってequityが増加することが原因と考えられるが、その後徐々に回復していることは、企業は上場後、むしろ銀行との取引を活発化させていることを意味している。長期負債についても同様の傾向があり、全体として銀行借入と上場および上場後の証券市場を通じた資金調達、相互に代替的というよりは、補完的な関係をもっていることを示している。

この点は、上場後負債比率や銀行借入と負債比率の双方が傾向的に上昇する日本のケースとも、負債比率が低下するイタリアのケースとも明らかに異なるものである。タイの場合、上場による上場プレミアムの獲得とその後の銀行との取引の拡大の双方ともが、相当の規模にのぼるため、と考えられる。

第3の観点については、上場後の平均資金調達費用の低下が確認され、証券市場への参加による資金調達手段の多様化が銀行との交渉力を強める、という仮説と整合的な結果を得た。

第4の観点については、まず、上場後金融資産比率が上昇する傾向が有意に観察された。イタリアのケースでは上場後、いったん上昇した後、緩やかに低下し、日本のケースでは上昇することが確認されているが、タイの計測結果は日本と同じものである。またこの結果は、設備投資比率が上場後むしろ低下していることと、対照をなすものである。次に、関連企業への投融資の比率については、上場後明らかに上昇している。上場プレミアムによって獲得された資金は、その企業の設備投資に利用されるのではなく金融資産として保有され、そのうちの一部は関連企業への投資、企業間信用として利用されていると考えられる。

## 第5節 企業の上場行動の決定要因

### 1. 推定の手法

二つめの実証的検討は、企業の上場行動の決定要因についての推定である。推定方法は、基本的に Pagano et al. [1996] を踏襲する。推定は、以下のようなプロビット・モデルによって行う。

$$\Pr(\text{IPO}=1)=F(\text{Independent Variables})$$

被説明変数である IPO は、上場サンプルの場合に 1 を、非上場サンプルの場合に 0 をとるダミー変数である。

説明変数は、前節にほぼ対応する形で四つの観点で検討される。第1は、上場基準に関わると考えられる経営上の基本的な指標である。Pagano[1993]などが指摘するように、企業規模が大きいほど資金需要が大きく、調達手段の多様化のために上場する可能性が高いと考える。ここでは企業規模の代理変数として売上高を利用する。また、利潤率は上場基準に関わる最も基礎的な指標であり、一定以上の水準を確保していないと上場が認められない。その一方、利潤率の高い企業ほどキャッシュフローが潤沢であり、それゆえに資金調達を目的とした証券市場への参加の必要性は低いとも考えられる。ここでは利潤率の代理変数として総資本利益率をとる。第2は、資金需要に関するものである。資金需要は企業が証券市場への参加を決断する最も基本的な要因と考えられる。ここでは、表9のように、資金需要を表す要素として売上高成長率、設備投資率、負債比率、銀行借入比率の四つを想定し、それに対応する指標を作成した。第3は、銀行との交渉力に関わるものである。資金チャンネルが銀行借入に限られる企業は、銀行との関係で交渉力が弱く、双方独占の市場のもとで借入契約は相対的に不利な条件になると考えられる。企業は、証券市場に参加して資金調達手段を多様化することで、そのような立場を改善することができるので、このことは上場を決断するひとつの要素

表9 企業の上場決定の要因——結果の要約

論点	説明変数	先験的想定	推定結果	イタリア Pagano et al. [1996]
1. 上場の基礎要件：企業規模 利潤率	売上高	+	+	+
	ROA	+, -	-	+
2. 資金需要：企業の成長 投資 負債比率 銀行借入比率	売上高成長率	+	-	(+)
	設備投資率	+	-	(+)
	負債比率	+		
	銀行借入比率	+	(-)	
3. 銀行への交渉力	平均資金調達費用	+	-	

(注) 網がけは有意でないことを、空欄は検討対象に入っていないことを表す。

(出所) 筆者作成。

として考えることができる。ここでは交渉力の指標として、前節と同様に平均資金調達費用を用いる。

## 2. 推定結果

推定結果は表10であり、表9に説明変数、先験的想定、Pagano et al. [1996] のイタリアのケースと並べて推定結果を要約した。決定係数は0.1～0.3程度で、推定結果の信頼性は全体としてまずまずと判断されるが、各説明変数は先験的想定と大きく異なる結果となっており、この結果を信頼するには、より詳細な吟味が必要であろう。そのことに留意したうえで、各変数の効果をみていきたい。

各説明変数の係数の推定結果は以下のとおりである。第1に、経営上の基本的な指標については、概ね妥当な結果を得た。売上高は正に、総資産利益率は負に有意に利いている。後者はイタリアのケースとは逆の結果である。総資産利益率の推定結果は、利潤率が高い企業は十分なキャッシュフローを確保しているため、資金調達の多様化の必要性が低い、と解釈できる。

第2に、資金需要は先験的想定やイタリアのケースと全く逆の結果を得た。

表10 企業の上場決定要因の結果

係数

変数	Eq. 1	Eq. 2	Eq. 3	Eq. 4	Eq. 5	Eq. 6	Eq. 7	Eq. 8
定数項	0.806*	3.365***	0.984**	-0.531	0.480	1.068**	0.935**	0.984**
	1.657	9.828	2.025	-1.320	1.023	2.175	2.516	1.988
設備投資		-1.671***	-1.447**	-1.524***	-1.579***	-1.483**	-1.646***	-1.447**
		-3.080	-2.464	-3.205	-2.778	-2.532	-3.490	-2.463
売上高	0.428***		0.419***	0.308***	0.338***	0.414***	0.357***	0.419***
	6.466		6.373	5.425	5.386	6.201	6.449	6.271
売上高成長率	0.001	-0.054		-0.012	-0.004	0.000	-0.023	0.000
	0.036	-1.434		-0.352	-0.106	0.006	-0.647	0.007
ROA	-10.606***	-9.389***	-10.505***		-9.192***	-10.779***	-8.838***	-10.505***
	-7.992	-7.529	-7.853		-7.206	-8.142	-9.816	-7.852
Leverage	-3.408***	-2.368***	-3.352***	-0.949**		-2.874***	-2.857***	-3.352***
	-5.459	-3.963	-5.322	-2.456		-5.836	-7.355	-5.322
銀行借入	0.810	0.400	0.743	1.563***	-1.537***		0.505	0.743
	1.343	0.682	1.214	3.144	-3.188		1.081	1.214
金利費用	-2.772**	-3.648***	-3.414***	-1.217	-3.363***	-3.658***		-3.414***
	-2.307	-3.011	-2.744	-1.037	-2.639	-2.955		-2.741

Marginal Effects

	Eq. 1	Eq. 2	Eq. 3	Eq. 4	Eq. 5	Eq. 6	Eq. 7	Eq. 8
定数項	0.092	0.412	0.111	-0.073	0.058	0.121	0.106	0.111
設備投資		-0.205	-0.163	-0.210	-0.189	-0.168	-0.186	-0.163
売上高	0.049		0.047	0.042	0.041	0.047	0.040	0.047
売上高成長率	0.000	-0.007		-0.002	-0.001	0.000	-0.003	0.000
ROA	-1.214	-1.150	-1.186		-1.103	-1.224	-0.999	-1.186
Leverage	-0.390	-0.290	-0.378	-0.131		-0.326	-0.323	-0.378
銀行借入	0.093	0.049	0.084	0.216	-0.185		0.057	0.084
金利費用	-0.317	-0.447	-0.385	-0.168	-0.404	-0.415		-0.385
サンプル数	982	982	981	981	981	981	1408	981
Pseudo-R-sq	0.277	0.207	0.287	0.102	0.236	0.285	0.259	0.287

(注) 上場行動のProbit推定。従属変数は、上場した場合を1、していない場合を0とするダミー変数。「設備投資」は、設備資産の変化と総資産の比率。「売上高」は、売上高の対数値の1期ラグ。ROAは、純収益を総資産で除したもの。Leverageは、負債と資本を足したもので総負債を割ったもの。「銀行借入」は、銀行借入を総資産で除したもの。「金利費用」は、利子支出を有利子負債で割ったもの。係数の下の値はt値。

\*, \*\*, \*\*\*は、係数がゼロとする帰無仮説をそれぞれ10%, 5%, 1%で棄却することを示す。

すなわち、売上高成長率は有意ではなく、設備投資率、負債比率では有意に負である。この結果をそのまま解釈すれば、上場行動は企業の成長に伴う資金需要との関係は薄く、また、設備投資が旺盛な企業は大きな資金需要があると考えられるにもかかわらず、むしろ上場を忌避する傾向があること、さらに、負債への依存が大きい企業も、そのことを理由として、証券市場からの資金調達を志向することはないこと、を意味している。全体として、設備投資、企業成長などの一般的な資金需要要因は、上場とは関係が薄いことが示唆されている。

第3に、平均資金調達費用は、ほとんどの推定式で有意ではなかった。銀行貸出市場における交渉力の獲得が、証券市場への参加の動機であるという結果は得られなかった。

### 3. 観察の総括

本節と前節での実証結果は、以下のように総括することができる。1990年代のタイにおいて、証券取引所へ上場した企業は、主に三つの行動を示している。すなわち、上場プレミアムの獲得によって直接的な資金調達を行い、これを設備投資ではなく、グループ企業への投資・融資を含む金融投資に用いる傾向がある。企業の上場行動の誘因の側からみても、企業単体としての資金需要が上場に影響を与えている可能性は見いだせていない。企業の証券市場への参加は、その企業自体の設備投資などの資金需要との関わりは薄く、全体としての資金の確保がその特徴となっている。そして、それらの資金は企業グループのなかでの「内部資本市場」を通じた資金の動きと連動している。

他方で、上場した企業は、銀行貸出市場では調達コストを低下させながら、取引をむしろ活発化させる傾向が確認されている。これは、証券市場への参加という行動が情報の開示などを通じて、銀行貸出市場を含む金融取引全体への外部効果をもっていることを示唆している。

## おわりに

本章では、途上国における証券市場の形成の視点から、タイの証券市場の特性について検討を行った。この結果をふまえて、金融危機以後の証券市場改革の意義について、評価を試みたい。タイ証券市場の概観や実証結果からは、タイにおいてはそもそも企業の証券市場への参加自体が完全ではないこと、証券市場への参加行動は企業グループ内の「内部資本市場」と関係があること、証券市場は企業の資金需要に対する継続的な資金調達の間としての機能が限定的であること、などが見いだされた。危機後にとられた証券市場改革では、情報の開示、企業ガバナンスの向上の義務づけなどが基本的に上場企業に限定されている。それらは投資家にとって権利保護を強化するものであっても、企業にとっては証券市場への参加の魅力を削ぐ要素を本来内包している。実証結果から解釈すれば、証券市場は実物面の資金需要の主要な調達手段として機能しているとは言い難く、上場企業側への規制は市場への参加を控えさせる結果を招きかねない。これらの改革が2000年以降実効的な効果をあまり発揮していないことのひとつの理由は、ここにあると考えられる。

実証で見いだされた証券市場と「内部資本市場」との関係、上場行動の間接金融市場への正の波及効果などを勘案すると、途上国における証券市場の機能は、金融システム全体の総合的な問題として取り扱われ評価されることの重要性が浮かび上がる。タイの証券市場改革も、そのような視点から、企業の証券市場への参加の魅力を高めるような方向がとられる必要がある。

本章で残された課題は多い。とくに、今回は企業データを単体として取り扱う形に限られた。企業グループの資金調達としてみるならば、企業グループの連結決算を利用して設備投資行動などを観察することで、内部資本市場における資金の動きをより明確に捉えることができると考えられる。このためには、企業グループや外資系企業の識別・分類の作業が必要である。これ

にはデータの制約もあるが、今後の研究での大きな課題である。タイ証券取引所についての基本的な情報についての整理も十分ではない。とくに1980年代に証券取引所への上場を実効的に規定していた制度的要因は何であるのかについては、さらなる資料発掘が必要である。また、実証的手法についても、本章では非常に初歩的なものにとどまっている。イベント・スタディーは同産業の非上場企業との比較によって、その傾向をより明確にできる余地があり、同様に、プロビット・モデルでもより現実に即したサンプル選択によって推定結果の精度を上げることができるとも思われる。これらは、今後の研究の課題としたい。

[注] \_\_\_\_\_

- (1) 本章の作成にあたって郡司大志氏（学術振興会特別研究員〈法政大学〉）の助力を得た。
- (2) 例えば、Claessens et al. [1998] はタイを含む東アジア諸国の企業の1990年代の特徴が、低い経営パフォーマンスと高い投資水準にあったとし、その必然的結果として、負債ファイナンスに偏重したことが金融システムの脆弱性を招いたとしている。また、World Bank [1998: ch.4, ch.5] でも、同様の認識のもとで、危機後の金融改革における証券市場の役割強化について、具体的に指摘を行っている。
- (3) 日向野 [1995: ch.3] は、証券取引所の機能として、取引上運営に関する規模の利益と、裁定に関する規模の利益の存在を指摘している。
- (4) 公開株式会社法では、保有率0.6%以下の株主による株式が全体の株式数の50%以上であることを要件としており（第15条第2項）、証券取引所への上場基準は1980年代には大蔵省から通達され、やはり少数株主を50%以上確保することが求められていた（的手・御園 [1992]）。
- (5) この点についてはさまざまな傍証があるが、例えば、耐久消費財と資産を兼ねた性格をもつ自動車の販売台数は、実物成長と直接投資受入れの鈍化が決定的になった1992、3年から水準を急速に上げている。
- (6) 金融危機以降、2001年半ばまでの証券市場改革の概要については、末廣 [2002] に詳しい。大泉 [2002] は同様に公開株式会社制度の改革についてまとめている。本節の内容は、多くをこれらに依存している。
- (7) 例えば Allen and Gale [2000]。
- (8) 表1の下段では、主に Booth et al. [2001] に依拠して先進国の例を整理し

ているが、ここでは、先進国は大まかに負債比率の低いイギリス、アメリカ、カナダ型と比較的高いイタリア、フランス、日本型に二分することができることがわかる。そのなかで、タイの上場企業は前者のグループより負債比率が低めとみることができる。

- (9) 例えば表の下段にあるように、法人企業統計による日本企業の負債比率は、上場企業と非上場企業の両者が含まれると考えられる資本金10億円以上の大企業でも74%、ほぼすべてが非上場企業と考えられる資本金1000万～4900万円の中小企業では85%にもものぼる。非上場企業で負債比率70%の水準はかなり低いと判断できる。
- (10) 以下の部分は三重野 [2002a] によっている。
- (11) 年次ごとのサンプル企業数は以下のとおり。1992年135、1993年317、1994年321、1995年319、1996年328、1997年327。
- (12) 利潤率については上場基準を満たす必要から、上場まで売上の拡大や会計上計上する費用の圧縮を行っていたことが、上場後に逆の効果として現れたとも解釈できる。

### 〔参考文献〕

- 大泉啓一郎 [2002] 「通貨危機と会社法制度改革—公開株式会社法改正の意義と限界—」(末廣昭編『タイの制度改革と企業再編』アジア経済研究所)。
- 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』アジア経済研究所)。
- 長瀬毅 [2002] 「株式上場に伴う効果の計測—イベントスタディーによる統計的整理—」(『証券経済研究』第37号、証券経済研究所)。
- 野間敏克・花枝英樹・米澤康博 [1997] 『基本テキスト：企業金融』東洋経済新報社。
- 的手美与子・御園恵 [1992] 『タイ・マレーシアの会計・開示制度』中央経済社。
- 日向野幹也 [1995] 『金融・証券市場—情報化と審査能力—』新世社。
- 三重野文晴 [2000] 「タイにおける企業金融構造と金融危機」(国宗浩三編『金融と企業の再構築』アジア経済研究所)。
- [2002a] 「コーポレート・ファイナンス—金融システムの機能後退と企業の対応—」(末廣昭編『タイの制度改革と企業再編』アジア経済研究所)。
- [2002b] 「途上国における企業資本構成の決定構造—エージェンシー・コスト・アプローチの金融危機以前タイへの応用—」(『経済志林』第70巻第3号、

法政大学経済学会)。

- Allen, Franklin and Douglas Gale [2000] *Comparing Financial Systems*, London: MIT Press.
- Booth, Laurence, Varouj Aivazian, Asli Demircug-Kunt and Vojislav Maksimovic [2001] “Capital Structures in Developing Countries,” *Journal of Finance*, 56 (1), pp. 87–130.
- Claessens, Stijn, Simeon Djankov and Larry H. P. Lang [1998] “Corporate Growth, Financing, and Risks in the Decade before East Asia’s Financial Crisis,” Policy Research Working Paper, WPS2017, World Bank.
- Corwin, Shane A. and Jeffrey H. Harris [2001] “The Initial Listing Decisions of Firms that Go Public,” *Financial Management*, 30 (1).
- Hölmstrom, B. and Jean Tirole [1993] “Market Liquidity and Performance Monitoring,” *Journal of Political Economy*, 106, pp. 1–40.
- La Porta, Rafael, F. Lopez-de-Silanes and A. Shleifer [1999] , “Corporate Ownership around the World,” *Journal of Finance*, 54 (2), pp. 471–517.
- La Porta, Rafael, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer and R. Vishny [1997] “Legal Determinants of External Finance,” *Journal of Finance*, 52, pp. 1131–1150.
- Myers, Stewart C. [1984] “The Capital Structure Puzzle,” *Journal of Finance*, 39, pp. 575–592.
- and Nicholas S. Majluf [1984] “Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have,” *Journal of Financial Economics*, 13, pp. 187–221.
- Pagano, Marco [1993] “The Flotation of Companies on the Stock Market: A Coordination Failure Model,” *European Economic Review*, 37.
- , Fabio Panetta and Luigi Zingales [1996] “The Stock Market as a Source of Capital: Some Lessons from Initial Public Offerings in Italy,” *European Economic Review*, 40, pp. 1057–1069.
- , Fabio Panetta and Luigi Zingales [1998] “Why Do Companies Go Public? An Empirical Analysis,” *Journal of Finance*, 53 (1), pp. 27–64.
- Roell, Ailsa [1996] “The Decision to Go Public: An Overview,” *European Economic Review*, 40, pp. 1071–1081.
- Singh, Ajit [1985] “Corporate Financial Patterns in Industrializing Economies: A Comparative International Study,” International Finance Corporation Technical Paper, No. 2.
- and Javed Hamid [1992] “Corporate Financial Structures in Developing Countries,” International Finance Corporation Technical Paper, No. 1.

- Wiwattanakantang, Yupana [1999] "An Empirical Study on the Determinants of the Capital Structure of Thai Firms," *Pacific-Basin Finance Journal*, 7 (3-4), pp. 371-403.
- World Bank [1998] *East Asia: The Road to Recovery*, Washington, D. C.: World Bank.
- [2001] *Finance for Growth: Policy Choices in a Volatile World*, Washington, D. C.: World Bank; New York: Oxford University Press.
- Zingales, Luigi [1995] "Insider Ownership and the Decision to Go Public," *Review of Economic Studies*, 62, pp. 425-448.