

第2章

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——

はじめに

タイ政府は1997年の通貨危機のあと、IMFや世界銀行の勧告を受けて、経済社会再構築をめざす一連の経済改革もしくは制度改革に乗り出した。その主な内容を整理すると、(1)金融制度改革、(2)企業再構築 (corporate restructuring)、(3)産業構造調整事業 (industrial restructuring plan: IRP)、(4)中小企業育成支援、(5)社会的セイフティネットの強化、(6)行政改革と国営企業の民営化の六つに要約することができる。

このうち(1)、(2)、(5)、(6)については、IMF・世界銀行が改革案の方針やその法的制度的枠組みの設定について強い影響力を及ぼし、(3)、(4)、(5)については、日本政府が積極的な支援を行っている⁽¹⁾。IMF・世界銀行が、今回の通貨・経済危機との関連で強い関心を示したのは、金融制度改革と企業再構築の二つであった⁽²⁾。つまりタイやアジア諸国が通貨経済危機に見舞われたのは、金融の自由化と国際短期資金の急速かつ大量の移動という対外的要因も大きく関係しているが、それ以上に無視できないのは、金融制度の未発達と「コーポレート・ガバナンス」の弱さという国内的要因にある、というのが彼らの主張であった。彼らの主張は次の言葉に集約されている。

「実物経済における急激な構造的変化は、企業のコーポレート・ガバナンスの改善を必要とし、そこでは証券市場が重要な意味をもつはずであった。

ところが、資本市場が十分発達していないところでは、企業のモニタリングをもっぱら商業銀行が担うことになり、他の金融機関が補完することはなかった。……恐らくもっとも重要な（アジア経済の）弱さは、銀行の制度的発達の不十分さにあった」（World Bank [1998: 34-35]）。

「東アジアの危機から得られる主な教訓は、コーポレート・ガバナンスの問題と融資の問題の二つを統合的に捉えることの重要性である。コーポレート・ガバナンスの貧弱なシステムは、商業銀行、金融会社、企業の行動を市場原則から切り離してしまい、結局今回の金融危機を招く原因となった。貧弱なコーポレート・ガバナンスは、内部のチェックを厳格にし、外部によるモニタリングを認めることではなく、非効率な役員会、脆弱な内部管理、信用がおけない財務報告、適切な情報開示の欠如、いいかげんな経営執行ですまそうとする姿勢の跋扈、そしておそまつな監査に特徴づけられる結果となった。そしてこうした問題が報告されない損失や過小評価の負債を生み出した」（World Bank [1998: 57]）。

金融制度の未発達というのは、株式・社債市場の未発達のゆえに企業が資金調達を商業銀行に依存せざるをえず、その結果、企業のレヴァレッジ（債務・自己資本比率）も高くならざるをえない状況を指す⁽⁴⁾。一方、商業銀行はさまざまな融資や金融行政の幼稚さのために、膨大な不良債権（NPLs）を抱えることになり、逆に企業は銀行借入に過度に依存した事業拡大のなかで、不健全な経営に陥ってしまった。また、企業は所有と経営の双方を支配する財閥型ファミリービジネスが中心をなし、事業内容の情報の開示に対しても消極的であったがために、株式市場や社債市場で資金調達を行うことが困難であった。したがって、内部留保を超えて事業を拡張しようとするれば、ますます銀行借入に依存せざるをえない。こうした悪循環が今回の経済危機を招いた本当の原因であり、アジア経済の弱さを露呈させたというのが、国際金融機関の一般的理解であった。要約すれば、金融制度の構造的弱さと企業経営の未成熟さの二つを不可分の関係と捉え、制度的脆弱性（institutional vulnerability）こそがアジア通貨危機の根本的原因であったというのが、彼ら

の基本的認識だったのである⁽⁴⁾。

そこで彼らは、次のような「制度改革」をアジア諸国の政府に指示した。まず金融制度改革については、BIS規制にもとづく自己資本の充実（貸出残高に対する自己資本8%以上）、貸倒引当金の積み増し、経営内容の情報開示、融資審査の厳格化などにより、銀行経営の健全性を確保する。次いで、不良債権問題をすみやかに解決するために、企業倒産法や企業倒産裁判所、企業更生法などの法的整備を図る（金子 [1999]、東 [2001]、本書第1章を参照）。この方針はIMFの法制局が、危機に見舞われたアジア諸国に対して強く要請した原則でもある。そして商業銀行の立て直しと並行して、株式市場や債券市場の整備を図り、間接金融から直接金融へ企業金融の軸足のシフトを図ることを構想した（Nabi and Shivakumar [2001: 45-54]）。

一方、企業再構築については、上場企業を対象として企業経営の健全性を確保するために、一連の「国際基準」を適用する。具体的には、最低2人の独立役員もしくは社外重役の任命、独立の監査委員会の設置、役員任命委員会や役員報酬委員会の新設（本書第4章の事例研究を参照）、国際会計基準協会（International Accounting Standards Committee: IASC）やアメリカ財務会計基準委員会（Financial Accounting Standards Board: FASB）に準拠した会計・監査制度の導入、タイ証券取引所法第56条第1項にしたがった「56/1形式報告書」（Rai-ngan Baep 56/1）にもとづく詳細な株式発行目論書の提出、などがそれである。ひとことでいえば、一般投資家の立場に立ったアメリカ流の企業経営の健全化が、IMF・世界銀行がタイ政府に要請した「企業改革」の骨子であった（Suehiro [2001a]）。

金融制度改革と企業再構築。この二つを結ぶものとしてIMF・世界銀行が強く要請したのが、タイにおける証券市場改革である（Nabi and Shivakumar [2001: 51-52]）。同時に、タイ側でもタイ証券取引所（SET）やタイ証券取引等監督委員会（SEC）の双方がこの動きに連携して、1997年以降一連の改革を実施していく。その狙いは、タイの上場企業に欧米流の「グッド・コーポレート・ガバナンス」の基本原則を適用しつつ、一方で上場基準の敷

居を引き下げること地場企業の商業銀行離れと直接金融への移行を促すと同時に、他方で上場企業が満たすべき要件をいちだんと厳しくして経営の改善を図る、と要約できるだろう（SET [2001]）。それでは、こうした目論見ははたして成功しているのか。いわば、タイ政府が1998年から実行している「制度改革」のもっとも要をなすと思われる「証券市場改革」はどのように策定され、どのような効果をあげているのか。その点を実証的に検討するのが、本章での主な課題である。

そこでまず第1節では、そもそも「証券市場改革」が対象としている上場企業が、タイの大企業や財閥系ファミリービジネスの間でどのような位置を占めているのかを統計的に確認し、第2節ではタイ証券市場の発展とそこにおける特徴を明らかにする。次いで第3節と第4節では、証券市場改革の特徴を、危機以前の「メリット・ベースの企業淘汰システム」と比較しつつ、危機後の「情報開示ベースの企業淘汰システム」に焦点をあてて紹介する。さらに第5節と第6節では、この「情報開示ベースの企業淘汰システム」が具体的に個別企業や企業グループにどのようなインパクトを与えてきたのかを、華人系財閥でアグロインダストリーを基盤とするCPグループと、王室が所有しタイ最大の製造業財閥でもあるサイアムセメント・グループを事例に具体的に検討する。そのうえで実態を重視した場合には、「情報開示ベースの企業淘汰システム」の証券市場改革には限界があることを明らかにしていきたい。

第1節 大企業・財閥系企業と上場企業

国際金融機関やタイ政府が意図する証券市場改革が企業再構築の重要な梃子として働くためには、上場企業がタイの大企業に占める比率が一定の高さに達していることが不可欠の要件である。そこで、この点を検討するために作成したのが表1である。

表1は、アメリカの信用調査会社であるDun & Bradstreet社（シンガポール支店）と、タイのBusiness On-Line社が共同で作成した『企業ダイレクトリー』をもとに、1996年の売上高もしくは収入（金融・保険会社）の上位5000社を、企業形態別・企業所有主別に筆者が整理しなおしたものである。企業形態別は、(1)公開株式会社 (public limited company), (2)非公開株式会社 (private limited company), (3)有限パートナーシップ (limited partnership), (4)登記済み普通パートナーシップ (registered ordinary partnership), (5)外国人

表1 タイ売上高上位5000社の企業形態別分布（1996年）

(1) 企業数の分布

(単位：社，%)

企業形態	合計	タイ人	外国人
Public Limited Company (PLC)	475 (9.5)	407 (10.3)	68 (6.4)
Private Limited Company	3,771 (75.4)	3,100 (78.6)	671 (63.5)
Limited Partnership	726 (14.5)	423 (10.7)	303 (28.7)
Registered Ordinary Partnership	15 (0.3)	14 (0.4)	1 (0.1)
支店，連絡事務所	13 (0.3)	0 (0.0)	13 (1.2)
合計	5,000 (100.0)	3,944 (100.0)	1,056 (100.0)

(2) 売上高合計の分布

(単位：100万バーツ，%)

企業形態	合計	タイ人	外国人
Public Limited Company (PLC)	2,347,186 (32.0)	2,016,468 (39.2)	330,718 (15.1)
Private Limited Company	4,021,034 (54.8)	2,820,908 (54.8)	1,200,126 (54.9)
Limited Partnership	919,360 (12.5)	306,753 (6.0)	612,607 (28.0)
Registered Ordinary Partnership	5,366 (0.1)	5,123 (0.1)	243 (0.0)
支店，連絡事務所	40,428 (0.6)	0 (0.0)	40,428 (1.9)
合計	7,333,374 (100.0)	5,149,252 (100.0)	2,184,122 (100.0)

(注) (1) 外国人所有企業は、払込資本金の30%以上を所有している場合。

(2) 公開株式会社 (Public Limited Company) は事実上の「上場企業」、非公開株式会社もしくは私企業 (Private Limited Company) は非上場企業をさす。

(出所) 次の二つのデータベースより筆者作成。

(1) Dun & Bradstreet (Singapore) Pte. Ltd. and Business On-line eds., *Top 5000 Companies in Thailand 1999/2000 Edition*, Bangkok, October 1999.

(2) 末廣昭「タイ企業データベース1979-99」。

企業支店・連絡事務所を含む五つに分類し、企業所有主別はタイ人の企業と外国人の企業（原則として外国人所有が30%以上）の二つに分類してある⁵⁾。公開株式会社（PLC）は、大半が上場企業と重なるものと考えてよい（本書第3章を参照）。

そこで表1をみると、企業数をみても売上高合計額をみても最大値を誇るのは、非公開株式会社である。一方、公開株式会社（上場企業）は、5000社のうち475社、全体の9.5%であった。ただし、売上高合計額に占める公開株式会社の比率をみると、すでに全体の32%にまで達している。数はいまだ少ないが、「大企業」のかかなりの部分が経済危機前にすでに株式を公開し、もしくは上場していることが判明する。もっとも、対象を外国人企業に限定すると、総数1065社のうち公開株式会社は68社（6.4%）にすぎず、同企業の売上高合計額に占める比率も外国人企業全体の15.1%にとどまっている。これは、タイに進出している欧米系の多国籍企業や日本の電機電子企業、自動車組立企業、総合商社などの大半が、地場の証券市場には上場していないことにもとづいている。

それでは、タイ系大企業の大半が所属する企業グループや財閥型ファミリービジネスの側からみると、証券市場への上場はどの程度進んでいるのだろうか。企業グループやファミリービジネスにおける所有形態と企業の非上場・上場の関係は、本書第7章で詳しくみるので、ここでは上場企業の比重にしぼって検討してみたい。そのために作成したのが表2である。表2は、筆者が1979年から定期的の実施しているタイ大企業のデータベース（約1600社）から売上高合計上位40グループを抽出して整理しなおしたものである。グループは大きく分けて、(1)特定の家族・同族が所有経営するグループ（ファミリービジネス）、(2)王室財産管理局が保有するグループ（Siam Cement Group, Siam Commercial Bank Group）、(3)国営・公企業が保有するグループ（Petroleum Authority of Thailand, Krungthai Bank など）の三つから成っている。

筆者の調査結果では、1996年現在、上位40グループのうち34グループが財

表2 タイの上位40財閥・企業グループと上場企業（1997年データ）
（単位：企業、100万バーツ）

売上高 順位	グループ名	タイプ	グループ傘下企業A)		上場企業B)		B/A (%)
			企業数	売上高合計	企業数	売上高合計	
1	Siam Cement Group	B	49	238,174	3	89,721	37.7
2	Bangkok Bank Group	A	22	194,999	8	170,932	87.7
3	CP Group	A	26	141,145	6	67,585	47.9
4	Thai Farmers/Loxley Group	A	23	139,279	11	120,716	86.7
5	Siam Commercial Bank/CPB	B	16	128,542	8	119,893	93.3
6	Krungthai Bank Group	C	5	127,291	2	125,078	98.3
7	TCC Group	A	23	117,942	2	38,725	32.8
8	PTT Group	C	5	110,825	3	28,297	25.5
9	Ayudhaya Group	A	13	91,741	5	80,730	88.0
10	Thai Airways	C	2	88,307	2	88,307	100.0
11	Boon Rawd Brewery Group	A	6	78,763	2	4,606	5.8
12	TPI/Hong Yiah Seng Group	A	12	67,816	3	49,561	73.1
13	Thai Military Bank	C	4	52,175	2	50,693	97.2
14	Central Department Group	A	14	48,676	5	25,823	53.1
15	SHIN (Shinawatra) Group	A	9	48,584	4	44,351	91.3
16	Saha Group	A	25	46,458	16	36,876	79.4
17	Italthai Group	A	10	40,821	3	27,845	68.2
18	MMC Sittipol Group	A	4	38,555	0	—	—
19	UCOM Group	A	3	37,510	1	21,662	57.7
20	Siam Group	A	18	35,851	0	—	—
21	Metro Group	A	15	35,325	3	19,512	55.2
22	Soon Hua Seng Group	A	8	34,859	1	6,424	18.4
23	COSMO Group	A	2	33,856	1	33,248	98.2
24	BMB Group	A	8	32,971	1	26,371	80.0
25	Osothsapa/Premier Group	A	15	32,227	3	16,566	51.4
26	Phatrasarit Group	A	9	29,458	3	25,245	85.7
27	Saha-Union Group	A	14	26,166	5	20,349	77.8
28	Mitr Phol/Banpu Group	A	10	25,821	4	12,063	46.7
29	Siam City/Limsong	A	5	25,713	3	22,700	88.3
30	Thai Union (TUF) Group	A	3	24,816	2	17,563	70.8
31	Srifuengfung Group	A	13	23,630	3	12,305	52.1
32	Sahaviriya Group	A	6	23,282	2	15,474	66.5
33	Siam Steel Pipe (SSP) Group	A	10	21,537	2	7,830	36.4
34	Thai Life Insurance Group	A	3	18,887	0	—	—
35	Land and House Group	A	9	18,311	6	16,185	88.4
36	Asia/Uachukiat Group	A	2	18,118	1	17,449	96.3
37	Ch. Kanchang Group	A	3	17,106	2	16,199	94.7
38	Betagro Group	A	11	17,096	0	—	—
39	Katindaeng Group	A	4	15,447	0	—	—
40	Serm Suk Group	A	1	13,647	1	13,647	100.0
A	単一、複数家族所有	34	359	1,616,413	109	988,542	61.2
B	王室財産管理局所有	2	65	366,716	11	209,614	57.2
C	国営、半国営企業所有	4	16	378,598	9	292,375	77.2
	合計	40	440	2,361,727	129	1,490,531	63.1

(注) グループの検出と傘下企業数は筆者の企業データベースにもとづく独自の調査。

(出所) 末廣 [2000b] 表4-6のデータを大幅に補充して作成。

閥型ファミリービジネスに所属し、彼らが所有経営する合計359社の傘下企業のうち109社（30%）が、すでに上場済みの企業であった。ただし、109社の上場企業の売上高合計額は、財閥型ファミリービジネス全体の合計額の61%に達している。また、王室財産管理局、国営・公企業のグループも含めた全体では、傘下企業440社のうち129社（29%）が上場企業であり、上場企業の売上高合計額は全体の63%にも達していた。この数字は、上位40グループの中核をなす大企業のかかなりの部分が、すでに上場していることを示している。したがって二つの表をみるかぎり、通貨危機前の1996年の時点で、上場企業の存在は十分重要であったことが判明する。

第2節 証券市場の発展と企業の資金調達構造

1. 経済ブームと証券市場

上記のように上場企業が重要な地位を占めるようになったのは、1988年から始まるタイの「経済ブーム」と1993年から始まる株式投機ブーム（経済のバブル化）、そして1990年代初め以降の政府による積極的な証券市場の整備を目的とした一連の政策があったからであった（末廣編 [1998:第1章]）。そこで、証券市場の発展を確認しておく、表3に整理したとおりである。

さて、タイに証券取引所が開設されたのは1975年である。政府は証券・株式市場の発展を促すために、まず地場の主要商業銀行やサイアムセメント社など有力企業に上場を要請し、少し遅れて外国人企業の一部がこれに追随した。そして、「1978年公開株式会社法」(Public Limited Company Act)の制定と民商法典の改正を経て、不特定多数の投資家を対象とした新株の公募や社債の発行を、この公開株式会社にのみ認めた。その結果、1978年には一時的に株式取引が活発化するが、ラーチャー・ファイナンス社などの破綻による金融不安が生じ、第二次石油危機を引き金とする経済不況も重なって、証

表3 タイ証券市場の発達指標 (1975～2001年)
(単位:企業, 100万バーツ)

年次	合計	新規上場	上場取消	年取引額	時価総額	SET指数
1975/04	9					
1975	21	12		559	5,394	84
1976	25	4		993	7,260	83
1977	39	14		26,282	19,232	182
1978	61	22		57,065	33,088	258
1979	69	8		22,450	28,384	149
1980	77	8		6,549	25,522	125
1981	80	3		2,521	23,471	107
1982	81	1		5,878	29,439	124
1983	88	7		9,120	34,794	134
1984	96	8		10,595	47,432	142
1985	97	1		15,334	49,457	135
1986	93	0	4	24,993	75,200	207
1987	109	16	0	122,138	138,155	285
1988	141	32	0	156,457	223,650	387
1989	175	34	0	377,028	659,493	879
1990	214	39	0	627,233	613,515	613
1991	276	62	0	793,068	897,182	711
1992	320	44	0	1,860,070	1,485,020	893
1993	347	55	1	2,201,148	3,325,390	1,683
1994	389	43	1	2,113,861	3,300,760	1,360
1995	416	28	1	1,534,959	3,564,570	1,281
1996	454	40	2	1,303,144	2,559,580	832
1997	431	5	28	929,600	1,133,340	373
1998	418	1	14	855,170	1,268,200	356
1999	392	0	26	1,609,790	2,193,070	482
2000	381	2	13	923,697	1,279,224	269
2001	382	7	6	1,577,758	1,607,310	304

(出所) (1) The Stock Exchange of Thailand, *Fact Book*, various year, 1985-2001.

(2) The Stock Exchange of Thailand, *Monthly Review*, Vol. 25 No. 9, January 2000, p. 52; do., Vol. 27, No. 9, January 2002.

券市場は1980年代前半を通じて停滞が続いた。

そこで政府は、1984年に「証券取引法」を改正し、それまで債券発行を禁じていた非公開株式会社・私企業（private limited company）に対しても、証券取引所に上場しさえすれば、債券発行を認める方針に転じた。その結果、1980年代後半には上場企業の数が増加し、株式の取引金額も急速に増加していった。早くから株式の公開を行っていたサハユニオン、サハといった地場系企業グループの傘下企業のほか、CPグループなどタイを代表する財閥型グループが株式公開に踏み切っていくのは、1987年ころからである（SET, *Fact Book of SET 1990*）。ほぼ同時期、タイは直接投資ブームを引き金に高成長を迎え、事業拡大を目論む地場企業は、内部留保、銀行借入のほか、株式発行による資金調達やキャピタルゲインにも目を向けるようになる（本書第5章）。この資金調達源の拡充方針にはずみをつけ、さらに証券市場に飛躍をもたらしたのが、1992年5月の「新証券取引法」の制定と、「公開株式会社法」の抜本的な改正であった（本書第3章）。

従来タイ証券取引にかかわる行政・監督業務は、証券業免許付与と監督の権限、上場認可権限などが大蔵省財政経済局（Fiscal Policy Office）に、証券業の監査権限が大蔵省の委託を受けた中央銀行に、不正取引の監視権限がタイ証券取引所（SET）に、それぞれ別途付与されていた⁶⁾。しかし証券取引の活発化のなかで、行政の分散化にともなう混乱に対する批判が高まっていたため、政府は新証券取引法にもとづき、「タイ証券取引等監督委員会」（Securities and Exchange Commission of Thailand: SEC）を新たに設置し、証券業務の行政・監督権限を集中させた（SET [1999: 9]）。それと同時に、上場認可企業を公開株式会社にのみ限定し、あわせて社債発行の制限を公開株式会社に対して大幅に緩和する政策をとった。また同じ1992年には、一般投資家を対象とするミューチュアル・ファンド（投資信託会社）7社の開業認可も行い、直接金融の促進を図っている（末廣編 [1998: 38-39]）。

こうした法・制度の整備と、1990年から開始される金融自由化政策（資本取引や金利、金融業務の自由化）、そして国内における経済ブームが重なっ

て、1992年を境にタイの証券市場は、未曾有の発展を遂げることになる⁽⁷⁾。表3が示すように、年間の売買金額は1986年の250億バーツから、1992年には1兆8600億バーツと80倍近い伸びを示した。また、上場認可企業数も同期間93社から320社へと増加している。同様に、タイ証券取引所指数（SET指数）も、1988年から高値を毎年更新しつづけ、1989年には879（同年7月は1142）にまで上昇した。その後、湾岸戦争の影響で株価が一時崩落したあと、1991年半ばから再び上昇し、1994年1月には1754と最高の高値を記録した。そしてバブル経済が崩壊する1996年6月まで、SET指数は1200以上の水準を維持し、「株式投機ブーム」を実現するのである。

1992年以降の株式売買の急増と株価上昇を引き起こした大きな要因は三つある。第1は、成長産業分野の地場企業による、キャピタルゲインの取得を目的とした新規上場と相次ぐ増資である。1990年の時点では、上場企業175社のうち商業銀行（16社）、金融証券（22社）、繊維・衣類（21社）、商業（16社）などが主流を占めた。ところが、1992、93年あたりから金融・保険業とその他新規分野での上場が続き、1996年には上場企業数は448社に増加した。このうち急増を示したのは金融会社もしくはファイナンスカンパニー（1996年現在、52社）、保険（22社）のほか、不動産（44社）、建設資材（35社）、アグリビジネス（29社）、情報通信（11社）、マスメディアを含む印刷出版（11社）などである。とくに不動産、情報通信、出版印刷の三つは、1993年に政府が政策的に上場を奨励した業種であった⁽⁸⁾。第2は、株価の上昇を前提に活発化した「買収」や「転売」を目的とする株式取引である。こうした取引は、とくに金融証券や商業銀行で生じた（本書第4章を参照）。そして第3は、金融の自由化による外国人投資家（機関投資家）の本格的な参入である。それまで外国人の取引は株式売買総額の15%前後でしかなかったが、1993年を転機にその比率は20～30%の水準にまで上昇した（田坂 [1996: 74-75]）。

2. タイにおける企業金融の特徴

証券市場の発展とともにタイ系企業の資金調達構造も変化を示す。そこで最初に、タイにおける金融構造の主な特徴を簡単に指摘しておきたい。表4はタイ、日本、アメリカにおける1997～98年現在の金融市場構造を、(1)家計レベルにおける金融資産の分布、(2)金融機関の機関別総資産の分布、(3)企業の資金調達源の分布、という三つの側面からみたものである。

まず家計レベルにおける金融資産からみると、株式市場と年金制度が発展しているアメリカでは株式(20%)、年金+生命保険(30%)が中心を占め、貯蓄(12%)はきわめて少ない。これに対して日本は株式(4%)の比重がまだ低く、代わりに生命保険(26%)、そして何より貯蓄(56%)が大きな比重を占める。タイは貯蓄(95%)への依存がもっとはっきりしており、株式は1%にも満たないことが判明する。

この3カ国間における家計レベルでの金融資産の分布の違いは、当然ながら金融機関における商業銀行の比重の違いに反映する。具体的にみると、商業銀行が金融機関全体の総資産額に占める比率は、アメリカの33%に対して、日本は46%、タイは76%にも及んでいる。逆にアメリカの場合には、信託会社、年金基金、保険会社が全体の3分の2を占めている。最後に企業の資金調達源泉をみると、株式(直接金融)重視のアメリカと、銀行借入(間接金融)重視の日本、タイの間で好対照がみられた。なお注意すべきは、タイにおける大企業の資金調達先が、中央銀行のサンプル調査によると、経済危機後ますます銀行借入に依存しているという事実であった(Suehiro [2001a: 64])。

この点を時系列的に確認したのが表5である。表はタイ企業の証券市場での新規資金調達的手段別推移と、資金調達源別の分布をそれぞれ示したものである。後者については正確なデータが入手できないので、各年末の商業銀行の貸出残高、発行株式の時価総額、発行社債の額面総額を、それぞれ当該

表4 タイ、日本、アメリカの金融構造 (1997~98年)

(%)

項目	タイ	日本	アメリカ
(1) 家計の金融資産			
貯蓄	94.5	56.1	11.7
信託/退職金積立金	2.1	5.5	—
投資信託	—	2.4	9.8
生命保険	1.4	26.1	—
年金+生命保険	—	—	29.8
株式	0.3	4.2	20.2
その他	1.7	5.7	28.5
合計	100.0	100.0	100.0
(2) 金融機関の総資産額			
商業銀行	75.5	46.0	33.3
金融会社	8.0	—	3.9
政府系金融機関	14.0	29.1	—
信託会社	—	9.2	21.3
保険会社	2.4	12.2	—
年金基金+保険会社	—	—	41.6
その他	0.1	3.4	—
合計	100.0	100.0	100.0
(3) 企業の資金調達			
銀行借入	68.7	61.5	5.0
株式	17.9	26.4	53.9
社債	11.7	7.8	10.3
CP	—	1.6	1.2
外国債券	—	2.9	—
合計	100.0	100.0	100.0

(注) タイの金融機関の総資産額は1999年末、日本は1998年の数字、アメリカは1997年の数字。

(出所) タイは中央銀行、タイ証券取引等監督委員会、タイ債券取引センターの資料。

日本とアメリカは、通商産業省編『平成11年版通商白書：総論』大蔵省印刷局、1999年、232、260ページより筆者作成。

表5 タイにおける上場企業の資金調達とその源泉（1993～2000年）

(1) 新規資金調達

(単位：100万バーツ)

資金調達方法	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
株式	34,027	82,065	64,565	65,178	15,718	136,353	277,227	72,349
社債	21,455	82,536	70,603	92,327	38,151	31,059	313,304	163,104
株式連動	39,985	27,514	16,132	40,530	2,770	6,715	7,692	7,446
ワラント債	880	2,442	470	2,946	0	1	1,400	18
合計	96,347	194,557	151,770	200,981	56,639	174,129	599,624	242,917

(2) 金融市場構造

(単位：10億バーツ)

資金調達源	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
銀行借入	2,694	3,457	4,231	4,825	5,984	5,372	5,248	4,033
株式（時価）	3,325	3,301	3,565	2,560	1,133	1,268	2,193	1,279
国内債券（額面）	262	339	424	519	547	941	1,389	1,484
社債（額面）	26	86	134	182	188	178	402	n.a.
名目GDP	3,170	3,631	4,186	4,609	4,724	4,665	4,615	4,900

(3) 対GDP比

(%)

資金調達源	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
銀行借入	85	95	101	105	127	115	114	82
株式（時価）	105	91	85	56	24	27	48	26
国内債券（額面）	8	9	10	11	12	20	30	30
社債（額面）	1	2	3	4	4	4	9	n.a.

(注) 新規資金調達は上場企業のみ。銀行借入の残高と名目GDP比は、非上場企業の借入を含む。

(出所) (1) The Securities and Exchange Commission of Thailand, *Capital Market Performance 1999*, Bangkok, 2000.

(2) Bank of Thailand, *Financial Key Indicators December 1998*, Bangkok, 1999.

(3) Thai Bond Dealing Center, *Thai BDC Bond Profile 2000*, Bangkok, April 2000; do., *Thai BDC Bond Profile 2001*, April 2001.

(4) NESDB, *National Income of Thailand 1951-1996 Edition (Revised Version)*, Bangkok, March 1999ほかより筆者作成。

年の名目GDPに対する比率で示すことにした。これによると、経済がバブル化した1993年時点では、株式時価総額の対GDP比率は銀行借入のそれを大きく上回っていた。しかし、1996年を境に銀行借入の比重が増大し、逆に株式の比重が急速に下がっている。一方、証券市場の新規資金調達の分布をみると、危機後1998年から1999年にかけて株式の新規発行が増加し、2000年に再び急減していること、社債の発行が急速に伸びていることがわかる⁽⁹⁾。その結果、1999年までの数字をみて、世界銀行などはタイにおける企業金融の「直接金融へのシフト傾向」を強調したが、現実はそのようには進展していない。そのことの意味についてはあとでみることにしよう。

第3節 経済危機と証券市場改革

1. 経済危機以前のコーポレート・ガバナンス観

1996年から何度か国際ヘッジファンドの攻撃対象となっていたタイのパーツ貨は、1997年5月に激しいパーツ売り・ドル買いに直面し、わずか1カ月で中央銀行が200億ドル以上の外貨準備を使ってパーツ防衛に走るという事態が生じた。その結果、外貨準備を使い切ったタイ政府は、1997年7月2日に為替制度をドル中心の通貨バスケット方式から管理フロート制に切り替える。その結果、パーツの対ドルレートは1ドル=25パーツから40パーツ以上に大幅に低落し、同年8月には、外貨準備の補填のためにIMFなどから緊急の救済融資172億ドルを受け入れた。この救済融資とその後の世界銀行による経済社会再構築のための融資（構造調整融資）を受けるために、大蔵省・中央銀行が合意したいわゆる「コンディショナリティ」が、金融制度改革と企業再構築の抱き合わせによる経済改革方針である。

この経済改革の骨子は、一方で商業銀行や金融会社の融資活動の抜本的な改善を進めると同時に、それまで銀行借入中心であった地場企業の資金調達

を、「間接金融」から「直接金融」(株式と社債)に切り替えることを主たる目的としていた。実際、表5が示すように、1996年時点の銀行貸出残高4兆8250億パーツに対して、株式の時価総額は2兆5600億パーツ、社債の時価総額にいたっては1820億パーツにすぎなかった。また、新規の株式発行額も652億パーツにとどまっていた。ただし、直接金融を促進するためには、国内ではなく海外からの投資家の勧誘がきわめて重要である。そして、海外の投資家を呼び寄せるためには、地場企業の企業経営の透明性と財務の説明責任を制度的に改善することが不可欠の要件となる(Nabi and Shivakumar [2001: 49-50])。その要となるのが、いわゆるアングロ・アメリカ流の「グッド・コーポレート・ガバナンス」概念の導入だった⁽¹⁰⁾。

国際金融機関やタイ政府が導入しようとした「グッド・コーポレート・ガバナンス」の基本要件は、アメリカ流の「株主価値最大化」の原則にもとづく(Claessens, Djankov, Fan and Lang [1999b])。つまり、企業の外からの管理やモニタリング機能の強化と、一般投資家に対する企業経営の透明性の確保(情報開示)の二つを柱とする。より具体的には、(1)支配的株主(controlling shareholder)に対抗する一般株主や少数株主の権限の強化、(2)社外重役の任命と重役の任命やその報酬を決定する独立の委員会の設置、(3)経営陣から独立した監査委員会の設置、(4)グローバル・スタンダードにしたがった会計基準の導入、(5)債権者の権利を保護する企業法の整備、(6)一般投資家に対する企業の情報開示の促進。以上の六つからなる。

興味深いことに、タイ証券取引所(SET)は、バンコクにオフィスを構える4大国際会計事務所のひとつであるPrice Waterhouse Management Consultant社と共同で、経済危機前、つまりIMFや世界銀行がタイ政府に対して強く「企業改革」を主張する前である1996年に、上場企業225社に対して、「コーポレート・ガバナンス」に関するアンケート調査を実施している(SET [1997: 6-16])。この調査は筆者の知るかぎり、タイで実施された「コーポレート・ガバナンス」に関する唯一の調査であり、示唆に富むのでその結果のエッセンスを表6に整理しておいた。表6には、取締役会議の開

表6 SETの企業ガバナンス調査結果（1996年）

(1) 取締役会の開催頻度				
項目	合計	毎月	四半期	その他
実数	225	68	130	27
比率	100.0	30.2	57.9	11.9
(2) 取締役会と経営執行委員会を分離しているかどうか				
項目	合計	分離	未分離	
実数	225	165	60	
比率	100.0	73.3	26.7	
(3) 取締役会会長の性格，所有家族との関係				
項目	合計	社外	内部	回答なし
実数	225	62	160	3
比率	100.0	27.7	71.3	1.0
(4) 企業ガバナンスについて公式の方針をもっているかどうか				
項目	合計	あり	なし	回答なし
実数	225	117	96	12
比率	100.0	52.0	42.6	5.4
(5) 役員報酬決定委員会を別途設置しているかどうか				
項目	合計	あり	なし	回答なし
実数	225	117	106	2
比率	100.0	52.0	47.0	1.0
(6) 経営の情報開示について方針をもっているかどうか				
項目	合計	あり	なし	回答なし
実数	225	173	47	5
比率	100	76.7	20.8	2.5

(注) (1) この調査は、タイ証券取引所 (SET) とPrice Waterhouse Management Consultant Limitedが1996年に合同で行った調査の結果。

(2) 取締役会の開催頻度は、「1978年公開株式会社法」では2カ月に1回であったが、「1992年公開株式会社法」によって、3カ月に1回に緩和された。したがって、四半期ごと以上が公開株式会社法の規定に従っていることになる。

(出所) SET [1997: 6-16] より筆者作成。

催頻度、取締役会と経営執行委員会の分離の有無、役員報酬決定委員会の設置の有無、「コーポレート・ガバナンス」に対する姿勢、企業経営の情報開示に対する姿勢などをまとめておいた。表から、独立の役員報酬決定委員会を設置していない企業が調査企業の47%、「コーポレート・ガバナンス」について明確な方針をもたない企業が43%、企業経営の情報開示に無関心な企業が21%となっており、危機前にはアングロ・アメリカ流の「コーポレート・ガバナンス」概念は、上場企業においてもそれほど一般的ではなかったことが判明する。

より興味深いのは、調査企業に対する「コーポレート・ガバナンス」のより具体的な姿勢に関するアンケート調査の結果である。当時の政府（SET）の規制に対して、現行のままで満足、もしくは若干の改善で十分と答えた企業は調査企業の43%を数え、かなりの改善が必要という回答（34%）、完全な見直しが必要という回答（6%）の合計値を上回っていた。また、コーポレート・ガバナンスとビジネス倫理について「今後かなりの改善が進む」と回答した企業は16%にとどまり、「若干の改善が進む」（35%）、「とくに変化はない」（24%）の回答を合わせた59%を大きく下回った。つまり経済危機前の状況では、タイの上場企業の半数は「コーポレート・ガバナンス」に対して消極的な立場なり見通しをもっていたのである。「グッド・コーポレート・ガバナンス」を原則とする企業改革は、企業による自主的判断ではなく、あくまで国際金融機関が指示する「コンディショナリティ」という外圧や、それを受けたタイ政府、タイ証券取引所（SET）の新たな方針から始まったのである。その点をまず確認しておきたい。

2. 1998年1月のSETガイドライン

通貨危機が生じた直後の1997年11月に、タイ証券取引所（SET）は「上場企業の取締役役員の役割と責任」と題する小冊子を作成し、「コーポレート・ガバナンス」の改善に乗り出した。そして、翌年3月のIMFとの第3回政策

協定合意書（LOI）に向けて、企業経営や会計・監査制度の抜本的な改善にSETが積極的であることを示すために、1998年1月19日に、「グッド・コーポレート・ガバナンスの新ガイドライン」と題する布告（prakat）を、アマレート・シラーオヌ委員長の名前で通達した（表7の年表を参照）。

この新ガイドラインは、“The SET Code of Best Practices of Directors of Listed Companies”と“Audit Committee and Good Practice Guidelines”の二つからなり、前者は、(1)役員の役割、任務、責任の明確化、(2)最低2人の社外重役の任命、(3)所有者や経営陣から独立した監査委員会、役員任命委員会、役員報酬決定委員会の新設を定めていた。そして役員の任務と責任については、アングロ・アメリカ流の概念にならって、企業経営のモニタリング、株主価値の最大化、株主に対する説明責任の三つを明記したのである。他方、後者の独立監査委員会の設置については、国際会計基準に従った財務書類の作成、所有株主と姻戚関係にない最低3人の監査委員の任命、そのうち1人は財務知識をもつことなどを定めた⁽¹¹⁾。

次いで、1年後の1999年2月には、SETは新ガイドラインを普及・徹底させるために、チャワリット・タナチャナン元中央銀行総裁を委員長とする「グッド・コーポレート・ガバナンス開発小委員会」(The Sub-Committee on Good Corporate Governance Development)を設置した。また、タイ証券取引等監督委員会（SEC）事務局のもとに、SET、SEC、大蔵省、商務省、中央銀行、タイ公認会計士・監査人協会（Institute of Certified Public Accountants and Auditors of Thailand: ICAAT）、タイ内部監査人協会（Institute of Internal Auditors of Thailand: IIAT）の代表11人が集まって「スタディ・チーム」を結成し、コーポレート・ガバナンスの改善に関して具体的な指摘と提言を行ったのが、1999年7月であった。この提言は、アメリカやイギリスの事例を紹介しながら、少数株主の権利保護、外部投資家の役割強化、取締役会や監査委員会の重要性を強調している⁽¹²⁾。

さて、1998年1月に公表された新ガイドラインで重要であったのは、SETがすべての上場企業に対して、1999年末までにガイドラインの条件を満たす

表7 タイにおける証券市場・企業制度改革の進展状況（1974～2001年）

年 月 日	事 項
1974年5月	「仏暦2517年タイ証券取引所法」(The Securities Exchange of Thailand Act B.E. 2517 [1974]) を制定。タイ証券取引所 (SET) を開設。
1975年4月	SETがサイアムセンターで株式取引を開始。
1987年9月	外国人投資家の便宜を図るため、外国人ボード (The Foreign Board) を開設。
1988年	商務省商業登記局に「会計監査業務管理委員会」(BSAP: Bureau of Supervision of Auditing Practices; タイ名Ko. Bo. Cho.) を設置する。
1991年1月	SETをThe Stock Exchange of Thailandに改名。
1991年8月	The Stock Exchange of Thailand Information Management System (SIMS) を導入。投資家の情報提供サービスを開始。
1992年1月	「1979年商業銀行法」を改定。銀行の株主に関する規制 (発行済み株主総数の0.6%未満を所有する株主の合計が株式総数の50%を超えて所有すること) を撤廃する。
1992年3月	「仏暦2535年証券取引法」(New Securities & Exchange Act B.E. 2535 [1992]) を制定。
1992年3月29日	同時に資本市場の監督業務のため、タイ証券取引等監督委員会 (SEC: The Securities and Exchange Commission) を新設する。 「仏暦2535年公開株式会社法」を公布。「仏暦2521年 (1978年) 公開株式会社法」を改正。 株主大衆分散化 (第15条) は廃止し、同時に上場企業の公開株式会社登録を義務づける。
1992年5月	SET、企業上場の条件を厳格にする。登録資本金1億バーツ以上、3年間の経営実績で利益を恒常的にあげていることなど。
1994年6月	SETが上場企業の監査に携わる公認会計士として54名のみを認可する。このなかには、SGV Na Thalung (14名)、Ernst Young (4名)、Bunchikit (4名)、Price Waterhouse (3名)、Coopers (3名) などが含まれる。有効期間は5年間。
1995年2月	電子媒体による上場企業情報開示システム (The Electronic Listed Companies Information Disclosure: ELCID) を導入。
1995年10月	公認会計士の資格審査基準を大幅に緩和し、不足する公認会計士の供給増を図る。 ①科目数5、②最低点数は各科目50点以上、③取得までの受験猶予は4回連続から5年間猶予へ緩和、④実習期間は2年間2000時間から1年間1000時間へ短縮。
1995年11月	SETが、Bangkok Stock Dealing Center (BSDC) を開設。債券市場の開発に取り組む。
1996年5月	SETがプライスウォーターハウス社と共同で、上場企業225社に対して「グッド・コーポレート・ガバナンス」に関する質問票調査を実施。1997年1月報告書提出。
1996年9月	SETが、上場企業の産業分類を国連基準に合わせるために、従来の31業種分類から37業種分類へ変更する。同時に「情報開示」に関する規定を強化する。
1997年2月	大蔵大臣がすべての上場企業に対して「56/1形式報告書」(株式発行目論見書: 証券取引法の第56条第1項) の提出を義務づける通達をだす。
1997年11月	SETが、「The Roles and Responsibilities of the Directors of the Listed Companies」を発表。
1998年1月19日	タイ証券取引所 (SET) 委員長名で、すべての上場企業は1999年末までに、「グッド・コーポレート・ガバナンスの新ガイドライン」を満たすことを要求する。 ①上場企業のベスト・プラクティス・コード: ①取締役会役員の役割、任務、責任が「企業のモニタリングと監督」「株主の富の最大化」にあることを明記し、「株主に対する説明責任」を強調する。 ②最低2人の「独立」もしくは「社外」役員を任命すること。 ③独立した監査委員会、役員報酬決定委員会、役員任命委員会の三つを新たに設置すること。 ②監査委員会の設置とグッド・プラクティスのガイドライン: ①会計は国際会計基準協会 (International Accounting Standards Commission: IASC) か、アメリカ財務会計基準委員会 (Financial Accounting Standards Board: FASB) の基準に従うこと。 ②監査委員会は最低3人以上で構成し、このうち1人は財務知識を有していること。 ③監査委員会メンバーは、経営役員、所有株主と姻戚関係にないこと。

年 月 日	事 項
1998年2月	政府が経済改革関連法案11法案の立案、国会審議、制定のタイムリミットを公表する。
1998年3月	IMFとの第3回協定合意書を締結。会計・監査制度の改革を約束する。
1998年5月	世界銀行がタイ大蔵省に会計監査制度の実態調査を指示。大蔵省はタイ公認会計士・監査人協会 (ICPAAT) を通じて、国際会計基準制度に合致した会計基準の見直し作業を命じる。
1998年5月	英文月刊誌 (<i>The SET News Letter</i>) の刊行開始。外国人投資家への便宜を図る。
1998年6月	中央銀行内に債務再構築促進委員会 (CDRAC) を設置し、企業の債務処理の促進を図る。
1998年7月	公認会計士の資格審査基準を強化し、公認会計士の監督を厳しくする。 ①科目数5、②最低点数は各科目60点以上へ引き上げ、③取得までの受験猶予は5年間から3年間猶予へ短縮、④実習期間は1年間1000時間から3年3000時間へ増強。
1998年末	世界銀行がタイの会計・監査制度改革実施のための特別融資を政府に供与。
1999年2月	「グッド・コーポレート・ガバナンス開発委員会」を設置。初代委員長にはチャワリット・タナチャナン元中央銀行総裁を任命。
1999年2月	「タイ企業役員機構開発協会」(the Institute of Directors Association (IOD)) を新設。SET, SEC, 中央銀行などが理事会を構成。初代事務局長に元IBMタイランド社役員、サマート社役員のチャーンチャイ・チャーロットを任命。2000年3月から講習会を開始。2000年に8名の役員にディプロマを授与。
1999年3月	SETとIODが「グッド・コーポレート・ガバナンスのガイドラインと枠組み」についてセミナー開催。
1999年4月21日	改正破産法を公布する。98年4月10日の改正破産法(会社更生法)の再改正。
1999年6月	タイ公認会計士・監査人協会が、新会計基準31項目について公表。
1999年6月	中央破産裁判所が業務を開始する。
1999年7月	タイ証券取引等監督委員会 (SEC) 事務局のもとに、Good Corporate Governance Study Working Groupを設置し、同グループが報告書と提言「Enhancing Good Corporate Governance of Thai Listed Companies」を発表。
1999年12月	SETが、12月までに独立の監査委員会を設置した上場企業は389社のうち336社と発表。
2000年1月	SETが企業の上場基準を大幅に変更する方針を発表。登録資本金は大企業誘致のため現行1億バツから2億バツへ引き上げ。他方、過去の3年間の財務処理と利益計上の要件については大幅に緩和し、上場促進を目論む。
2000年6月	証券市場改正案の草案 (Market Act) を作成。関連機関へ送付。
2000年7月	SECがタイ証券市場活性化のため非議決権株式 (Non-Voting Depository Receipt: NVDR) の発行優遇措置をとる。同時に国営企業 (発電関係)、有力外国企業の上場促進を強調。
2000年7月	国内機関投資家育成のため、退職金投資基金 (Retirement Mutual Fund: RMF) を設置。
2000年8月10日	「仏暦2543年 (2000年) 新会計法」を制定。1972年会計法から28年ぶりの改定。
2000年9月	SECがSETにインターネット取引推進のための子会社設立を認可する。
2000年10月	証券市場活性化のため、Ratchaburi Electricity Generating Power PLCの株式の一部を一般に公開する (5億8000万株)。国営企業の株式公開方針の一環。
2000年12月28日	「新会計基準に関する布告」を發布。国際会計基準協会に準じた基準を導入する。
2001年5月	閣議で証券市場活性化のための緊急措置を承認。上場企業の法人所得税を、2002年1月から向こう3年間30%から25%へ引き下げ。ベンチャー企業 (MAI市場) の場合は、5年間20%へ引き下げ。上場企業の年間手数料の引き下げほか。

(出所) SET, *Annual Report* (various year); *SET Warasan Thalot Laksap* (月報, タイ語); SET文書 (タイ証券取引所公布の通達, 指示書ファイル, SET資料室所蔵); SECインターネット (<http://www.sec.or.th/measurement.html>) などにもとづき筆者作成。

ことを義務づけた点にある。また、1997年2月に大蔵大臣通達として上場企業に命じた、証券取引法第56条第1項にもとづく「株式発行目論見書」(Prospectus:いわゆる「56/1形式報告書」)の提出も再度指示した。この「56/1形式報告書」は、取締役会からのメッセージ、監査委員会の報告、企業の財務報告、企業が従事している産業の競争条件と当該企業の優位性、主要株主一覧と増資の状況、役員と経営執行委員の履歴(年齢、所有株主との姻戚関係、最終学歴、1990年以降の経歴や他会社との役員兼任状況など)、出資比率20%以上(もしくは10%以上)の関連会社の財務状況と連結決算の報告など、合計13項目にわたって、報告すべき項目の内容を詳しく規定していた。一般投資家の権利の保護と情報の開示を目的に、従来の年次報告書よりはるかに厳格な報告を、上場企業に対して求めたわけである。そして、監査委員会の設置や「56/1形式報告書」の提出を怠った企業に対しては、警告やペナルティを科すことを取り決めた。

筆者の調査によると、上場企業383社のうち、1999年度の年次活動報告(タイ語版)をSETに提出した企業は全体の97%、年次活動報告(英語版)を提出した企業は71%、「56/1形式報告書」(タイ語版)を提出した企業は94%に達した⁽¹³⁾。一方、1998年1月のガイドラインに対して、上場企業がもっとも積極的に呼応したのは、独立の監査委員会の設置であった。例えば、1999年初めに国際会計事務所デロイト・トゥーシュ・トーマツ社が行った企業アンケート調査(コーポレート・ガバナンスの改善のために過去1年間に何を実施したかの質問)の複数回答の結果によると、調査企業の44%が監査委員会を新たに設置し、58%が設置を準備しているか、既存の監査委員会の改善を検討していると回答した。反面、役員の役割について具体的な明文化を実施した企業は全体の8%、役員や経営陣の説明責任の強化を具体化した企業も13%にとどまっている。また、役員任命委員会の設置については、実施が46%、実施していないが46%と、ちょうど半々であった⁽¹⁴⁾。

以上のような、監査委員会の設置を何より重視する「コーポレート・ガバナンス」のタイ側の捉え方は、SETがのちに公表した数字にも端的に示さ

れている。すなわち、タイムリミットである1999年12月末までに監査委員会を設置した上場企業は、389社のうちじつに336社にのぼり、株式時価総額でみると全体の93%をカバーしていた。一方、監査委員会をまだ設置していない53社のうち、22社が警告の対象、10社が執行猶予であり、残り21社は「REHABCO」と呼ばれる企業カテゴリーに所属していた⁽¹⁵⁾。ちなみに、「REHABCO」とはRehabilitation Companyの略で、債務再構築のためにSETから証券市場での株式取引を一時的に禁じられている企業を指す。したがって、これを除くとほぼすべての企業が、「とりあえず」監査委員会を設置したことになる。

3. 会計・監査制度の改革

こうした「グッド・コーポレート・ガバナンス」をキー概念とする上場企業改革とともに、政府が同時期に取り組んできたもうひとつの課題が、上場企業の会計基準の改正と国際基準への鞆寄せである。もともとタイの上場企業は、会計監査を国際的に有名な5大会計事務所（のち4大会計事務所）と、地場で最大手であるSGVナターラング社（タイで最古の会計事務所である同社も、実際は国際会計・法律事務所として有名なArthur Andersen社の提携会社である）の6社に委託していた⁽¹⁶⁾。筆者の調査によると、1988年時点で当時上場していた企業138社のうち58社が5大会計事務所に、30社がSGVナターラング社に委託しており、6社の比率は全体の64%に達していた。そして、1992年の証券取引法の改正を受けて、上場企業の会計監査の担当者はSETが免許を与える特定の公認会計士（会計事務所）のみに限定され、その結果、1996年には上場企業448社のうち237社（53%）が5大会計事務所に、84社（19%）がSGVナターラング社に委託し、6社の比率は全体の72%にまで高まった⁽¹⁷⁾。監査の作業についていえば、経済危機以前から国際的な会計事務所が圧倒的地位を占めていたのである。

ところが、会計報告の基準や作成の仕方、内部監査の基準については、

1972年に「会計・監査法」が公布されてから、ほとんど手つかずのままになっていた。そこで、SETは1995年あたりから会計・監査制度の見直しを独自に開始する。そして危機後の1998年3月、タイ政府はIMFとの第3回政策協定合意書のなかで、会計・監査制度の改革を約束するにいたった（表7の年表を参照）。

改革に対する取り組みが本格化したのは、世界銀行が1998年5月に会計・監査基準の調査を大蔵省財政経済局に指示し、34万3000ドルのグラントを供与したときからである。大蔵省はこの調査を、タイ公認会計士・監査人協会（ICAAT）のもとにある国際会計基準策定小委員会に委託し、同小委員会は商務省が管轄する「会計監査業務管理委員会」（Bureau of Supervision of Auditing Practices：タイ名、ゴーボーチョー）と協力して、会計基準や公認会計士の認可制度の全面的な見直しと、会計法・監査法の改定作業に着手した⁽¹⁸⁾。そして、2000年8月には28年ぶりに「1972年会計・監査法」を全面的に改定し、さらに翌2001年3月からは、国際会計基準協会（IASC）、もしくはアメリカ財務会計基準委員会（American FASB）に従って、財務会計報告を作成することを義務づけたのである（Nithitam Publishing House [2000]）。

したがって、国際金融機関が提言した「コーポレート・ガバナンス」を基軸とする企業改革は、1999年末から2000年にかけて、ほぼその法的・制度的枠組みを整備しおえたといえることができる。1998年1月のSET布告を改革の開始とみるならば、その取り組みはきわめて迅速であったと評価できるだろう。ただし制度的枠組みができて、それが効率的に運用され、さらに当事者の意図に従った政策効果を生み出してきたかどうかは、別の問題である。そこで次節ではこの問題を検討してみたい。

第4節 証券市場の企業淘汰システムとその実態

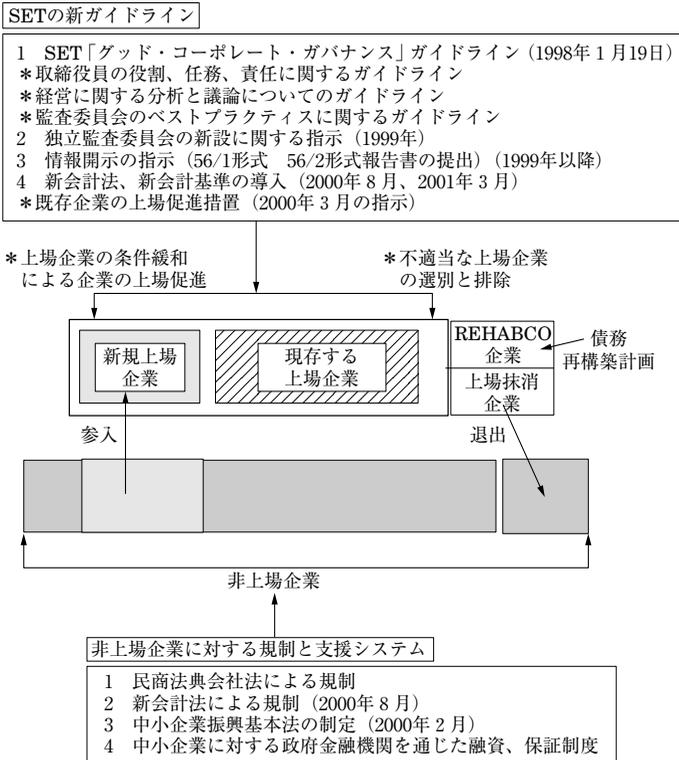
1. 「メリット・ベース」と「情報開示ベース」

SETやSECが構想した証券市場改革は、ひとことでいえば「グッド・コーポレート・ガバナンス」を基本原則にすえながら、情報開示ベースによって上場企業の淘汰を進めていくという方式である。ところが、1997年の危機以前にSETが採用していた企業の上場認可の基準は、「情報開示ベース」ではなく「メリット・ベース」と呼ばれる方式であった。

「メリット・ベース」方式は、次の五つの項目を上場認可の際の重要な条件とする。すなわち、(1)株式発行による資金調達目的、(2)負債・自己資本比率 (debt-equity ratio) などに代表される財務の健全性、(3)当該企業が所属する業種・セクターの国民経済に対する貢献度や重要性、(4)上場申請時までの過去5年間における事業の収益性 (連続した利益の計上など)、(5)企業の経営姿勢にみる健全性 (グループ内企業同士で価格の振替操作を行うといった行為をとっていないかどうかなど) の五つがそれぞれである⁽¹⁹⁾。「メリット・ベース」方式の特徴は、一般株主ではなく、国民経済の成長や株式投資に関心のあるタイ人一般大衆 (the public) の利害の観点から、当該企業が上場に値するかどうか、SETが判定する点にあった。そのため、上記五つのなかでは(3)と(4)がとりわけ重視された。まさにメリット (過去の企業実績) と基盤となる業種の将来性が重要な判断基準とされたのである。SETが1993年以降、アグリビジネス、不動産、情報・電気通信などを戦略的に上場対象業種と捉えたのも、同様の考え方にもとづいている。

これに対して「情報開示ベース」方式は、一般大衆や国民経済ではなく、外部の投資家や一般株主の利害を尊重する。そして、一方では上場企業の「参入」(entry) の敷居を低くして、より多くの企業の上場を促し証券市場の活性化を図ろうとした。実際、2000年1月には、証券市場の取引額の増大

図1 タイ上場企業の「情報開示ベース」による企業淘汰システム



(出所) Suehiro [2001a : 72].

を目的に最低資本金を1億パーツから2億パーツへと引き上げる半面、過去の経営実績、つまり連続した利益の計上や所定の様式に従った財務報告の作成といった、上場申請に障害となる条件を認可の基準から外し、その他の規制も大幅に緩和した⁽²⁰⁾。

他方、いったん上場した場合には、当該企業はSETが定めるもろもろのガイドライン、社外重役の任命や独立の監査委員会の設置などに厳格に従うことを条件づけた。とりわけSETが重視したのは、外部の投資家に対する企業経営の情報開示と財務報告の整備であった(「56/1形式報告書」の提出な

ど)。そして、この条件を満たさない企業はペナルティを科せられ、状況に応じて上場の取り消し、つまり「退出」(exit)を指示する。情報開示を軸に「参入と退出のルール」を定め、証券市場において健全な企業を残していくというのが、SETの構想であったといえよう。この方式をSET自身は「情報開示ベースの企業淘汰システム」(Disclosure-based Screening System)と呼んでいる。また、その考え方を筆者なりに整理し図示したものが図1である。

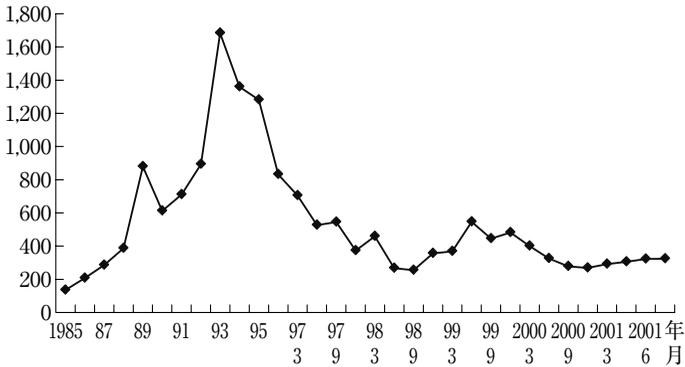
2. 停滞するタイの証券市場

ところで、この「企業淘汰システム」が機能するかどうかの成否は、第1に上場企業が新ガイドラインに忠実に従うかどうか、そして第2に外部の投資家、とりわけ外国人投資家が情報開示の結果を評価して地場企業の株式取得に向かうかどうか、この2点にかかっている。つまり企業の自主的な対応と証券市場の活性化が実現しないかぎり、SETが構想する証券市場改革はその効果を発揮しえないのである。前者については次節以降で具体的事例をもとに検証することにして、ここではまず後者の問題を検討しておこう。

図2は、通貨危機前から2001年までのタイ証券市場のインデックス(SET指数)の推移を示したものである。この図が端的に示しているように、証券市場は危機後、ほとんど改善を示していない。証券市場の停滞は他のアジア諸国における証券市場の動きと比較しても、もっとも低調であった。例えば、証券市場の国際的格付けとして有名なMSCI(Morgan Stanley Capital International Indices)をみても、タイはフィリピンと並んで最低の水準にあった。

ちなみに前掲の表5をみると、タイの新規株式発行は、危機を迎えた1997年の157億バーツから、1998年には1364億バーツ、1999年にはさらに2772億バーツと、一見順調に増加しているかに見える。しかし実際には、この2年間に新規に発行された株式の3分の2が、政府が地場商業銀行に命じたBIS規制にもとづく自己資本の拡充(貸出残高に対して8%以上の自己資本の充実)

図2 タイSET指数の推移（1985～2001年）



(出所) (1) The Stock Exchange of Thailand, *Fact Book*, various year, 1985-2000.

(2) The Stock Exchange of Thailand, *Monthly Review*, 1998-2001.

によって実現したものである⁽²¹⁾。この点は、自己資本の積み増しが一段落した2000年になると、新規株式発行額が再び723億バーツへと、極端に減っていることからもうかがい知ることができるだろう。

『月刊支配人』の調査によると、危機後の1997年度から1999年度の3年間に、一度でも配当を実現したのは上場企業395社のうち129社（33%）、3年連続の配当を実現したのは79社（20%）にすぎなかった（Phu Chatkan ed. [2000a: 162]）。また、不動産、製造業などでは日々の株式売買がまったくなされていない企業が多数存在する。取引が成立している企業数は約200社程度あり、しかも取引額で見ると、商業銀行、金融、人気銘柄の情報・電気通信、発電の4業種で全体の60%から70%近くを占めていたのである。

加えて、1998年から2000年を例にとると、上場企業数は380社から390社であるが、そのうち約40社が債務再構築の交渉のために、株式取引を禁じられている「REHABCO」のカテゴリーに所属する企業であった。しかも、危機以降は証券市場から自ら脱退する企業が増加している事実を看過すべきではない。1997年28社、1998年14社、1999年26社、2000年13社、2001年6社と、

脱退もしくは上場取り消しの企業数が、5年間でじつに87社にも達しているからである（前掲表3）。新規の上場企業があまり増えないまま、退出する企業のみが増えていくという状況が生じているのである。

こうした深刻な事態に対して、SECは2000年7月18日に、証券市場活性化のための六つの対策からなる「緊急支援パッケージ」を公表した。すなわち、(1)発電など大規模な国営企業の上場を促す、(2)投資委員会(BOI)の奨励を受けている優良民間企業の上場を促す、(3)Exchange Traded Fundを設置して、金融債券向け投資の手段を増やす、(4)CPセブン-イレブン社のような高い成長を誇る地場企業や“new economy”分野の企業の上場を促す、(5)インデックスオプションによる株式売買を認可する、(6)議決権のない普通株(NVDR)の発行に対して優遇措置をとる。以上の6点である⁽²²⁾。

次いで2001年5月には、上場企業で利益をあげている企業については、法人所得税を向こう3年間、30%から25%に引き下げ、第2市場(MAI)に上場するベンチャー型企業に対しては、法人所得税をさらに20%まで引き下げるという恩典を決めた(2002年1月から施行)。同時に、向こう3年間に国営企業15社の株式上場(民営化)を実現し、証券市場を活性化することを検討している。

しかし、タクシン新政権のもとでも証券市場の回復はみられず、結局政府は、2001年9月10日にSET事務局長ウィチャラットを、任期2年を残して事実上解任した。代わりに任命された新しい事務局長キティラット・ナラノン(Univenture社社長)は、経済危機前にファイナンスワン・グループ(Fin Group)の総帥ピン・チャッカパーク(背任容疑で裁判中)の側近として名前を馳せた、生粋の投資ブローカーであった⁽²³⁾。この人選は、政府がもはや「情報開示にもとづく企業淘汰システム」ではなく、民間人のノウハウと現場において蓄積された経験に頼って証券市場の活性化を模索しはじめたことを意味していた。それはタイにおける証券市場改革の、理想主義から現実主義への転換と捉えてもよいかもしれない。

第5節 CPグループの事業再編とCPF社の設立

1. CPF社によるアグロインダストリーの統合

SETが証券市場改革に乗り出したとき、これにもっとも迅速かつ組織的に対応したのが、財閥系ファミリービジネスの典型であるCP（チャルンポーカパン）グループであった。そこで以下では、このCPグループを事例としてとりあげて、SETの証券市場改革が個別企業の行動にいかなるインパクトを与えたのか、具体的に検討してみたい。

CPグループは、1980年代以降一貫して、タイの財閥グループのなかでは第3位の売上高合計額を誇り、アジアのなかで最大規模のアグリビジネスを発展させてきたグループである（末廣 [2000b: 54-60]）。1980年代末から経済ブームと投資自由化の波に乗って、事業を従来のアグロインダストリーから石油化学、電気通信、近代流通業、不動産業へと多角化させ、危機前の1997年当時には、九つの事業部（種子・肥料、アグロインダストリー、養殖エビ、貿易、流通小売、石油化学、不動産開発、自動車・機械、電気通信）と二つの準事業部（石油・発電、加工包装食品）を傘下に収めていた（Suehiro [1998: 40]）。文字どおりのコングロマリットへと発展したわけである⁽²⁴⁾。

1997年の通貨危機は、1990年代の事業多角化をプロジェクト・ローンなどの外貨建て借入にもっぱら依存していたCPグループに大きな打撃を与えた。パーツ貨の大幅切り下げで生じた巨額の為替差損と、外貨建て債務の膨張が直撃したからである。これに対してCPグループがとった対応は素早かった。まず事業基盤を二つに、つまり自社の競争力を発揮できるアグロインダストリーと、すでに巨額の設備投資を行い、今後も成長が望める電気通信業の二つに絞り込んだ（downsizing）。そして、石油化学、自動車・機械、不動産開発、セブン-イレブンを除く近代流通業からの撤退を決定し、同時に1990年代に進めた中国への海外投資（ビール、自動車、石油化学、人工衛星事業）

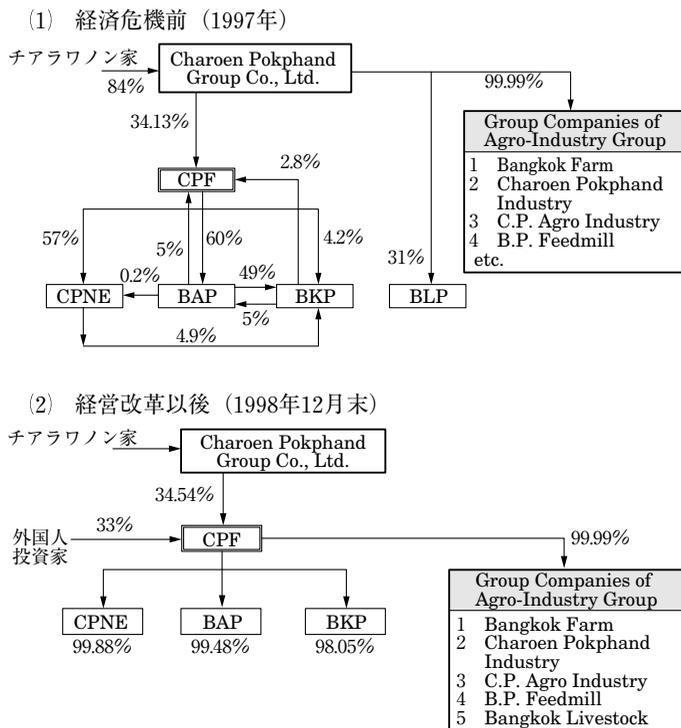
も、主力のアグロ関係を除いてすべて清算した。

その一方でCPグループは、それまで錯綜していたアグロ関係の事業会社
の大半を、上場企業であるCharoen Pokphand Foods PLC (CPF社)に統合
し、このCPF社の機構改革と情報開示を進めることで、海外の投資家を勧
誘する戦略をとった。同様に、電気通信においても既存のTelecomAsia
PLC (TA社)を改組拡充して、国内の電気通信事業をTA社に統合する方針
をとっている (TA社については本書第7章を参照)。その結果、CPグループの
事業は2001年現在、所有家族の持株会社兼グループの本社機能を果たす
Charoen Pokphand Group Company Limited (CPG: 非上場企業)を頂点
に、CPF社とTA社の二つの上場企業が中核企業として、多数の事業会社を
集中的に管理するという体制を整えている (Suehiro [2001a: 84])。

アグロ関連企業の中核に位置するCPF社の前身は、1978年に払込資本金
500万バーツで設立されたCharoen Pokphand Feedmill Co., Ltd. (旧CPF社)
である。同社は、当初南タイ地区の養殖エビ用飼料の製造と販売を目的に設
立され、1988年からは事業を養殖エビ (ブラックタイガー) の加工と輸出に
も拡大した。旧CPF社が株式を公開し上場したのは、1987年12月である。
通貨危機の時点で、CPグループは旧CPF社のほかに、養鶏・養豚を行う
Bangkok Agro-Industrial Products PLC (BAP, 1984年12月上場)、プロイ
ラーの解体処理・輸出を行うBangkok Produce Merchandising PLC
(BKP, 1987年12月上場)、飼料の製造、養鶏・養豚を行うCharoen Pok-
phand Northeastern PLC (CPNE, 1988年9月上場)の計四つの企業を上場
企業として擁していた (SET [1997b])。

1998年にCPグループは、マッキンゼー社 (McKinsey Company) と経営コ
ンサルティングの契約を結び、その協力のもとで6月ごろから本格的な事業
改革に乗り出す。まず1998年9月に、上場企業であるCPNE, BAP, BKPの
3社の資産を、旧CPF社が普通株3億8500万バーツを新規発行して、株式
交換によって買い取ることを決定した。3社の株式と旧CPF社の株式との
交換比率はそれぞれ、CPNE社54株に対して27株、BAP社54株に対して61株、

図3 CPグループのアグロインダストリーの所有構造の再編



注記：CPF Charoen Pokphand Feedmill PLC
 CPNE Charoen Pokphand Northeastern PLC
 BAP Bangkok Agro-Industrial Products PLC
 BKP Bangkok Produce Merchandising PLC
 BLP Bangkok Livestock Co., Ltd.

(出所) CPF PLC 「56/1形式増資目論見書」(タイ語版, 1999年3月)より筆者作成。

BKP社54株に対して22株であった(CPF [1998: 8-9])。その結果, 1998年12月現在には, 図3に示したように, 従来錯綜していた4社間の所有関係が, 旧CPF社が3社の株式の98~99%を保有するという一元的な関係に整理統合された。

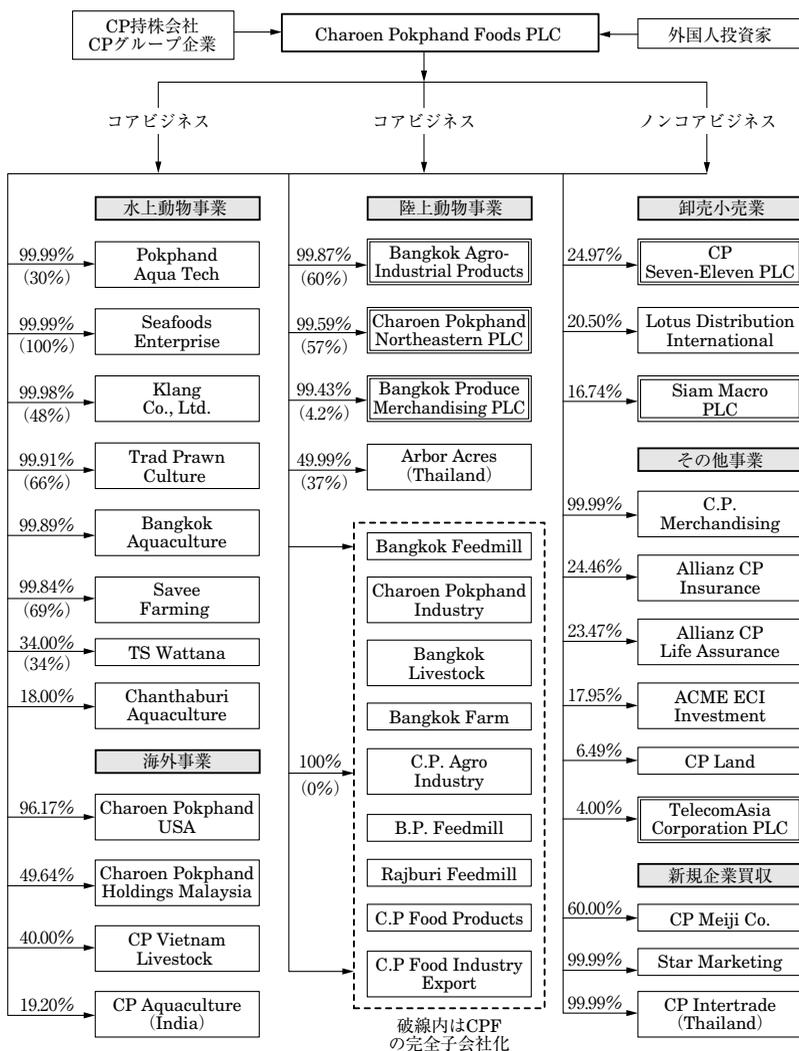
次いで, 1999年1月8日には, Bangkok Farm Co., Ltd., Bangkok Live-

stock Co., Ltd.など非上場企業で、持株会社CPG社の傘下にあった主なアグロ関係会社9社の株式99.99%を、旧CPF社が40億バーツを投入して取得し、これらの企業を完全子会社化した（CPF [1999a: 30-31]）。この時点で、旧CPF社が出資する事業は、「コアビジネス」である(1)養殖エビ飼料、(2)養殖エビ加工事業、(3)飼料プロイラー事業の3大事業と、「ノンコアビジネス」である(4)近代流通業、(5)その他事業の2事業の計五つに再編された。傘下企業の数合計23社である。

アグロ関連事業の再編が一段落を告げた1999年12月に、CPグループは旧CPFの社名を新CPF社、つまりCharoen Pokphand Foods PLCに変更することを決めた（CPF [2001b: 5]）。そして社名変更と並行して、新生CPF社は「世界の台所を目指す企業」（Kitchen of the World）という野心的な戦略を公表したのである（Phu Chatkan [2000b: 60]）。この「世界の台所」というキャッチフレーズは、新CPF社の『2000年年次報告』（タイ語版）のカバータイトルにもなっている。

CPF社の事業の統合化はその後もとどまらず、2000年12月には食品加工部門や冷凍食品部門3社の統合も決定し、牛乳製造のCP-Meiji Co., Ltd. (60%)、Star Marketing Co., Ltd.(100%)、CP Interfood (Thailand) Co., Ltd.(100%)の株式を、計23億バーツを投入して取得している（CP Group [2000c]）。また、食品加工部門の統合に先だって、CPF社は2000年5月に機構改革を実施し、コアビジネスを「水上動物事業」（Thurakit Sat-nam, 旧エビ養殖事業）と「陸上動物事業」（Thurakit Sat-bok, 旧養鶏養豚事業）の二つに再編し、ノンコアビジネスの「卸売小売事業」、「その他事業」と合わせて、「四本柱」とする方針をとっている（CP Group [2000b]）。なお、2000年末現在のCPFグループの機構図とグループ内企業に対する出資関係は、図4に示したとおりである。

図4 CPグループとCPF社(アグロインダストリー)の所有再編(2000年12月以降)



(注) (1) 上段の数字は2000年12月以降, 下段の () 内の数字は1997年現在。

(2) 新規企業買収は, 2000年12月に発表され, 2001年に実行されたもの。

(出所) タイ証券取引所提出, Charoen Pokphand Foods PLC, *Rai-ngan Pracham Pi* 2543, pp. 20-21; *Krungthep Thurakit*, December 16, 2000.

2. CPF社の経営改革とその意義

さてCPグループが、1998年から2001年にかけて積極的にアグロ関連事業をCPF社に統合していった最大の理由は、従来錯綜していた所有関係を上場企業CPF社のもとに統合し、経営資源の集中を図ると同時に、CPF社の情報開示を進めて国内外の投資家たちの信頼を大幅に改善することにあった。事実1998年以降、CPF社は既存の上場企業のなかでは、もっとも詳細な「56/1形式報告書」と「年次報告」を毎年作成してSETに提出している⁽²⁵⁾。また、1999年12月24日には、SETのガイドラインにそって4名の委員からなる独立の監査委員会も設置した(CPF [2001a: 28])。こうした方針が功を奏した結果、CPF社は2000年3月に70億パーツの社債発行、翌2001年3月にも70億パーツの社債発行に、それぞれ成功している。これらの社債発行は、主として外貨建て債務や短期債務の切り替えに使われ、CPF社の財務状況の健全化に貢献した(CPF [2001a])。また、2000年6月には19億パーツの増資も実行している。こうした動きをみるかぎり、SETが目論んだ証券市場改革は、CPF社という個別企業レベルで着実に実行されていったと評価できるだろう。

一方、1998年以降急速に増資を重ねるなかで、CPF社の株主構成はどうか。その点を整理して示したのが表8である。表からわかるように、CPF社の筆頭株主はグループの持株会社であるCPG社が、全体の3分の1を保有しつづけている。なおこのCPG社はグループの所有家族であるチアラワノン家が80%以上支配する非公開株式会社であった(本書第7章を参照)。そして、CPの他のグループ内企業を合わせると、CPF社に対するグループとしての保有比率は65%を超え、残りの約33%を機関投資家や一般投資家の外国人が保有していた。CPF社の外国人保有率の上限は40%であるが、外国人の所有を分散化することで所有家族の支配権の維持を図ってきたわけである。ただし、発行済み株式は1996年の12億パーツから2001年の38億2000

パーツへと3倍以上に増加しており、外国人比率30%を維持することができたという事実は、CPF社が事業統合と情報開示を進めることで、外部投資家の関心を惹きつけることに成功したとみなしえるだろう。

そこで、CPF社の財務諸表の推移を、経済危機以前の1996年から整理したものが、表9である。売上高は1996年の245億パーツから2000年には620億パーツ、2001年には748億パーツへと大幅に増加している。2000年の年次報告によれば、620億パーツのうち77%が国内、23%が輸出であった（CPF [2001a: 1]）。また、「2001年56/1形式報告書」に添付されたCPF社の市場占拠率の数字をみると、家畜飼料が第1位（国内の38%を占有）、エビ飼料が第1位（同70%）、プロイラーチキンの製品輸出が第1位（同31%）、冷凍チキンが第3位（同15%）、養豚が第1位（同29%）、冷凍エビの輸出が第2位（同

表8 CPF社の主要株主の推移（1996～2001年）

(%)

No	株主	2001年1月	1998年12月	1996年12月	備考
1	Charoen Pokphand Group Co., Ltd.	33.2	31.40	33.33	CPグループの持株会社兼グループ全体の本社
2	DBS Securities Singapore Pte. Ltd.	12.3	—	17.05	Development Bank of Singapore
3	Littledown Nominees Limited	3.9	—	—	外国人投資家向け
	Thailand Securities Depository-Foreign	—	29.65	6.52	外国人投資家向けファンド
	Thailand Securities Depository-Local	—	10.01	—	国内投資家向けファンド
4	Charoen Pokphand Holdings Co., Ltd.	4.8	3.88	—	CPグループの投資会社
5	Bangkok Agro-Industrial Products PLC	3.8	3.80	5.18	CPグループの公開事業会社
6	C.T. Progressive (Thailand) Ltd.	3.6	3.61	4.77	CPグループの関連企業
7	Ying Kee Ltd.	2.3	2.29	n.a.	CPグループの関連企業
8	Bangkok Produce Merchandising PLC	2.2	2.16	n.a.	CPグループの公開事業会社
9	Thana Holdings Co., Ltd.	1.8	1.79	n.a.	CPグループの投資会社
10	Bangkok Feedmill Co., Ltd.	1.5	1.52	n.a.	CPグループの非公開事業会社
	外国人所有合計	33.0	37.16	n.a.	
	CPグループの合計(上位10大株主)	53.20	50.45	38.51	
	払込資本金(100万パーツ)	3,820	1,585	1,200	
	総資産額(100万パーツ)	50,922	40,399	21,967	

(出所) (1) タイ証券取引所所蔵。Charoen Pokphand Foods PLC, *Rai-ngan Pracham Pi 2543*, 2001, p. 35.

(2) Charoen Pokphand Foods PLC, *Annual Report 1999*, 2000, p. 37.

(3) SET ed., *Thailand Listed Company 1997*, p. 80.

9%)と、冷凍チキン、冷凍エビの輸出を除くと圧倒的なシェアを誇っていた(CPF [2001b: 33/2-33/9])⁽²⁶⁾。

次に経営指標をみると、純利益額は1997年のマイナスから1998年以降急速に回復し、純利益率、総資産利益率(ROA)、株主資本利益率(ROE)のいずれも、1998、99年と高い数字を示している。同じ時期、負債・自己資本比率も1.18から0.66と大幅な改善を示した。CPグループの方針は、こうした良好な経営指標をもとに、社債と株式を自社に有利に発行し、必要とする資金をより調達コストの低い直接金融で賄うことにあった。

ところが表9が示すように、各経営指標は1999年を境に傾向的に低下を示している。この点は、タイ経済全体そのものの停滞が大きく関係していた。したがって、個別企業レベルでの対応だけでは限界にきているのである。加

表9 CPF社の経営指標(1996~2001年)

(単位:100万パーツ,%)

項目	1996	1997	1998	1999	2000	2001
払込資本金	1,200	1,200	1,585	1,918	3,820	3,820
総資産額	21,967	23,817	29,813	40,924	50,078	51,961
流動負債	7,087	9,073	10,911	15,688	17,412	10,862
負債総額	12,856	15,120	16,063	16,314	27,937	29,438
自己資本	7,747	7,262	13,624	24,575	22,141	22,522
売上高	24,517	28,235	35,670	53,122	61,957	74,827
純利益	1,357	-1,156	3,734	4,141	3,388	3,587
株式時価総額	9,600	6,840	7,015	17,961	14,804	26,934
1株あたり(パーツ)	64.56	60.51	85.94	140.93	57.78	...
負債・自己資本(倍)	1.66	2.08	1.18	0.66	1.27	1.25
純利益率(%)	5.23	-4.13	9.86	7.66	5.36	6.32
総資産利益率(%)	6.18	-5.05	13.93	11.71	7.45	7.03
株主資本利益率(%)	17.53	-15.41	35.76	21.68	14.53	16.10

(注) (1) 負債・自己資本はD/E (debt equity ratio); 総資産利益率はROA (return on assets); 株主資本利益率はROE (return on equity)。

(2) 2000年7月に19億200万パーツの増資を実施。

(3) 2001年はウェブサイトによる情報。

(出所) CPF, *Annual Report 1999*; do., *CPF, Kitchen of the World: Rai-ngan Pracham Pi 2543*; "Thot-som kan Phaen Roadshow CPF," *Krungthep Thurakit*, June 24, 2001より筆者作成。

表10 CPF社の取締役会メンバーの構成(1996年12月,1998年6月,1999年2月現在)

番号	名前	地位	1999/2	1998/6	1996/12	備考
1	パオ サーラシン	名誉会長 独立重役 69歳	×	×	×	タイの名望家。コココーラの製造元オーナー CPグループでは4社の会長を務める。
2	アーサー サーラシン	独立重役	×			パオ・サーラシンの息子。 1999年2月15日に任命。
3	アッタシット ウエーチャチャワー	独立重役	×			1999年2月15日に任命。医学博士。
4	タニン チアラワノン	会長 59歳	×	×	×	CPグループ総帥。創始者謝易初(四男)。 Charoen Pokphand Group Co., Ltd.会長。
5	スメート チアラワノン	副会長 64歳	×	×	×	創始者の息子。タニンの異母兄弟。 1940年代からCPグループの事業に従事。
6*	ミン ティアンウォン	副会長 62歳	×	×	×	1950年からCPグループの経理担当を手伝う。 1958年にCPグループに入社。
7	ウイラワット カンチャナドゥン	副会長 60歳	×	×		CPグループ全体の元投資計画責任者。 1979年に専門経営者としてCPグループに招聘。
8	ブラサート ブングマーン	重役兼CEO 62歳	×	×	×	創始者謝少飛の娘タッサニーの婿。 1954年以降、CPグループの中心人物の一人。
9*	チングチャイ ラオハワッタナゲン	副会長兼社長 59歳	×	×	×	CPグループのエビ養殖事業部の元責任者。 1958年にCPグループに入社。
10*	ティラユット ビッタヤイサーラクン	重役 56歳	×	×	×	CPグループのアグロインダストリー事業部の元責任者。 1965年にCPグループに入社。
11*	タナゴーン セーリーブリー	重役 53歳	×	×	×	CPグループの自動車事業部の元責任者。 1968年にCPグループに入社。
12	ポーンテープ チアラワノン	重役 48歳	×	×	×	タニンの弟。
13*	イアム ンガムダムロン	重役 53歳	×	×		CPグループの外国貿易事業部の元責任者。 1968年にCPグループに入社。
14	アディレック シープラタック	重役 52歳	×	×		1964年にCPグループに入社。
15	ポーング ビセートバイトゥーン	重役 53歳	×	×	×	1968年にCPグループに入社。
16	アムルング サツパシットウォン	重役	×	×		不明

(注) 番号に*が付いている名前は、CPグループに長く奉職する「5名の古株(古い釜)」(Ha Mo Kao)をさす。×は当該役職の就任を示す。年齢は1999年2月現在。

(出所) (1) タイ証券取引所 (SET) 所蔵の企業ファイル。

(2) Charoen Pokphand Foods PLC, *Form 56/1 Report on 25 September 1998*; do., *Annual Report 1999*.

(3) Thanawat Sap-phaiibun, *Thanin Chiarawanon: Phu Kriangkrai nai Yutthachak Nak-thurakit Lok*, Bangkok: Dapbirlnighn, 1999.

(4) Wichai Suwannaban, *C.P. Thurakit Rai Phrom Thaen*, Bangkok: Than Setthakit, 1993.

えて、表10が示すように、CPF社の経営陣は所有家族の一族か、CPグループの古くからの「生えぬき」(ルークモー)で固められていた。こうした経営の閉鎖性が、海外の金融機関や投資家の不信感を引き起こしている点も軽視

すべきではなからう。

第6節 サイアムセメント・グループの機構改革

1. 経済ブーム期の事業多角化と債務の増大

もうひとつの事例は、タイ最大の製造企業財閥を誇るサイアムセメント・グループ（以下、SCCグループと略記）である。SCCグループは、CPグループと同様、通貨危機のあとには合計42億ドルの外貨建て債務と203億バーツに及ぶ為替差損（1997年第3四半期）に直面した（末廣編 [1998: 71-72]）。そこで、マッキンゼー社の協力を得た機構改革、サイアムセメント本社の完全な持株会社化、事業基盤の絞り込み、外貨建て借入から社債・株式発行への資金調達の変更など、CPグループと同様の企業再構築に乗り出した。

ただしCPグループと大きく異なっていたのは、SETが1998年に指示した新ガイドラインのうち、経営の透明性と情報の開示については、SCCグループはすでに実行してきたという本社の認識である。例えば、タイで「会計・監査法」（1972年）が制定される前の1967年から、サイアムセメント本社は国際会計基準協会（IASC）に従った会計方式を採用していたし、1987年にはタイ企業としては初めて「企業倫理コード」（Ethic Code）を作成し、対外にも公表した⁽²⁷⁾。また1990年代以降は、年次活動報告とは別に、グループの事業内容を詳細に紹介する *The Siam Cement Group Fact Book* をほぼ毎年刊行している。したがって、SETが要求する「情報開示」はすでに満たしているというのが本社の判断であり、実際サイアムセメント本社が提出する「56/1形式報告書」は、CPグループのそれと比べるとはるかに簡素であった。むしろサイアムセメント本社が通貨危機後に取り組んだのは、一般投資家の評価を高めるための自主的な機構改革と事業の絞り込み、そして過剰債務の迅速な処理である。以下、そのプロセスをみておこう。

サイアムセメント社はタイ企業のなかではもっとも古い製造企業で、1913年に設立された。同社の上場は早く、バンコクに証券取引所が開設された1975年になされている。主要株主は設立当初から王室財産管理局（Crown Property Bureau）であり、2000年現在の株主構成は、王室財産管理局が35.60%、外国人の機関投資家が24.11%、タイ国内の機関投資家が18.06%である（Siam Cement [2001a: 97]、聞き取り調査）。王室が筆頭株主であり、半数近くが国内外の機関投資家で占められている点は、CPグループのような財閥型ファミリービジネスとは大きく異なる。

さてSCCグループは、建設関連資材の企業として発展を続け、第6代社長のソムマーイ・フントゥラグーンの時代（1976～80年）に、日本との合弁を開始し、紙・パルプへの事業拡大に乗り出した。さらに第8代目社長のパーロン・イッサラセナー・ナアユタヤーの時代（1985～92年）に、セメント部門の生産分野の近代化と一部、自動車関連、機械、家電への事業多角化を開始した⁽²⁸⁾。SCCグループが「経済ブーム」と金融の自由化・産業投資の自由化の波に乗って本格的な事業拡大に乗り出すのは、財務畑出身のチュムボン・ナラムリアングがグループ社長に就任した1992年からである。

チュムボン社長の事業拡大戦略は主に二つの方向で実施された。ひとつはASEAN域内貿易自由化（2003年のAFTA）を見据えたアジア域内での積極的な海外投資の展開である。1980年代まではアメリカにおける支店設立、メキシコでのタイル製造事業の開始などアジア域外での海外投資もあったが、1990年代以降はアジア域内に投資を集中させた。実際、1998年6月現在の数字をみると、海外支店12カ所、製造会社18カ所と計30カ所にのぼっていたが、このうち海外支店9カ所、製造会社16カ所、計25カ所がアジア地域に集中していた。中心を占めたのはフィリピン（6カ所）、インドネシア（6カ所）、中国（4カ所）、ベトナム、カンボジア、ミャンマー（各2カ所ずつ）などである（Siam Cement [1999b: 30-31]）。

もうひとつの方向は、セメント・建設資材から石油化学、鉄鋼、自動車・機械への野心的な事業多角化である。この戦略を支えた背景としては次の三

表11 サイアムセメント・グループの事業多角化

(%)

事業本部別	1995 利益	1995 売上高	1996～99 投資総額
セメント・同販売	41	28	18
建設資材	4	8	1
セラミックス	3	7	5
紙・包装関連	11	15	14
電機・金属加工	28	17	7
機械・自動車関連	16	11	9
石油化学	13	7	32
鉄・鉄鋼	-16	7	14
小計	13	25	55
合計	100	100	100
総額(100万バツ)	26,521	156,243	150,000

(出所) Peregrine, *Equity Research on Thailand Conglomerates: Siam Cement*, October 1996, pp. 19, 21.

つがあげられる。第1に1988年から始まる「経済ブーム」のなかで未曾有の「建設ブーム」が生じ、セメント部門の売上高と利益が急増したことである。タイ国内のセメント生産量は1988年の1150万トンから1994年の2993万トン、1996年の3880万トンへとうなぎ登りに上昇し、トップメーカーであったサイアムセメント社のセメント部門の売上高も同時期、172億バツ、538億バツ、745億バツと上昇していった。第2に1980年代末から始まる自動車関連、石油化学、鉄鋼などに対する産業投資の規制の撤廃が、国内のタイ系財閥の事業多角化と海外の多国籍企業のアジア進出を結び付けたことである⁽²⁹⁾。そして第3に1990年から段階的に始まる金融の自由化と日本など海外の金融機関のアジアへの関心の増大が、海外からの資金調達を容易にしたことである(末廣編 [1998: 第1章])。

以上の三つを背景に、SCCグループは事業多角化を積極的に進めていく。表11が示すように、セメントや電機・金属加工であげた利益と国内外で調達した資金を、集中的に石油化学、鉄鋼、紙・包装の投資に向けていったので

表12 サイアムセメント・グループ連結ベースの業績（1995-2000年）
（単位：100万バーツ，％）

	1995/12	1996/12	1997/12	1998/12A	1998/12B	1999/12	2000/09
売上高合計	101,931	110,708	122,629	113,192	103,004	108,202	105,596
セメント部門	n.a.	32%	25%	22%	24%	21%	17%
石油化学部門	n.a.	7%	10%	15%	15%	26%	28%
紙パルプ部門	n.a.	15%	14%	18%	19%	20%	19%
セミア部門	n.a.	20%	25%	21%	} 42%	33%	36%
ノンコア部門	n.a.	25%	26%	24%			
EBITDA	25,660	28,228	27,547	23,296	23,881	31,401	26,693
EBITDA/売上高比率	25%	26%	23%	21%	23%	29%	25%
総資産額	161,032	180,823	349,758	311,490	290,296	271,482	273,576
総借入額①	91,906	119,052	245,959	196,887	191,782	184,124	186,519
うち短期②	38,724	55,739	91,205	84,233	83,294	40,601	32,923
うち長期	53,182	63,313	154,754	112,654	108,488	143,523	153,596
長短比率②/①	42%	47%	37%	43%	43%	22%	18%
うち外貨建て③	n.a.	n.a.	152,478	103,296	n.a.	67,322	35,579
③/①	n.a.	n.a.	62%	52%	n.a.	37%	19%
ネット為替損益	n.a.	n.a.	-56,296	24,378	24,514	-4,650	-2,388
ネット支払い利息	6,376	6,639	9,351	15,006	13,696	12,995	10,794
負債・自己資本比率(倍)	2.49	3.62	4.31	3.11	3.32	3.48	3.44
自己資本	36,935	32,820	57,103	63,260	57,623	52,835	54,173
当期利益	6,167	6,788	-52,511	19,346	19,301	-4,698	416

（注）（1）1998/12Aは1998年12月期の数値，1998/12Bは99年12月決算時点の改定数値。

（2）EBITDAの対売上高比率を，サイアムセメント社は20%以上に設定している。

（出所）サイアムセメント社の年次報告，タイ証券取引所（SET）への提出書類などにより筆者作成。

ある。このような積極的な事業多角化と海外事業展開は、当然ながらSCCグループの負債を急増させていった。負債総額でみると、1994年の650億バーツから通貨危機直前には2400億バーツと、じつに約4倍に膨れ上がっていた。この点をもう少し詳しくみたのが表12である。総借入額は1995年末の919億バーツから1997年末には2460億バーツへと急増し、そのうち外貨建て債務が占める比率は62%にも達していた。ピーク時の外貨建て債務は54億ドルにもなった。そのため、1997年7月にバーツが管理フロート制に移行し、

米ドルに対して大幅に下落すると、11億8000万ドル（1997年末の財務諸表上は563億バーツ）という巨額の為替差損が発生した。まさに経営危機にSCCグループは直面したのである。

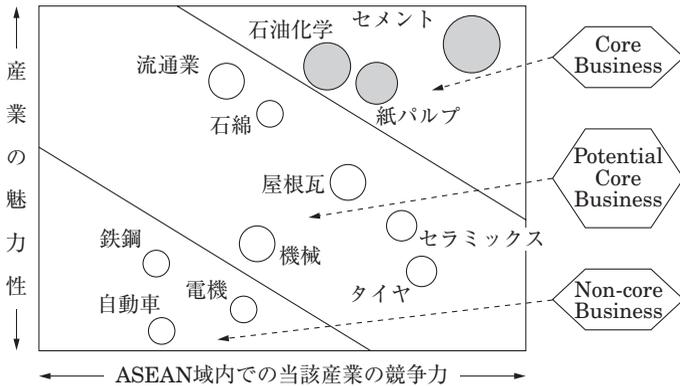
2. 通貨危機後の機構改革と事業の絞り込み

経営危機に直面したチュムボン社長は、通貨危機の直後から迅速かつ組織的に企業の再構築計画に乗り出した。その基本方針は、(1)短期的な危機への対応、(2)企業内部での事業の再検討、すなわちコアとなる事業の判定と非効率な経営資源利用の改善、(3)経営の透明性の確保と情報の開示の三つを組み合わせることで、一般投資家や機関投資家の評価を高めようというのが、その骨子であった。この三つのうち(1)については、通貨危機直前に計画されていた30プロジェクト（投資総額20億ドル）を延期もしくは事実上凍結し、同時に労務費削減のために、グループ内で1万人近くの配置転換、人材派遣会社の臨時被雇用者の契約打ち切り、実績のない従業員の昇給停止を実施した。そして通貨危機の翌1998年半ばから1999年1月にかけて、きわめて大胆な機構改革に着手していく。そのプロセスは次のとおりであった⁽³⁰⁾。

まず1998年8月に、アメリカのマッキンゼー社をコンサルティング会社に指名し、外部からの評価と今後の事業再編の計画案を依頼した。この点は先に紹介したCPグループとまったく同じである。ただしCPグループと違っていたのは、サイアムセメント本社が自社内に企業再構築のための特別チームを結成したことである。このチームは、アメリカ、ヨーロッパ、日本における企業再構築の経験を検討し、マッキンゼー社とは別に独自の報告書を作成した。

一方、マッキンゼー社はほぼ4週間で報告書を提出している（Siam Cement [1999a]）。このときの検討で、彼らは当時SCCグループが傘下に収めていた12業種を、「コアビジネス」、「潜在的なコアビジネス」、「ノンコアビジネス」の三つに分類しなおした。つまり、SCCグループにとって当該産

図5 サイアムセメント・グループの事業再編の概念図



(出所) サイアムセメント社からの聞き取り調査 (2001年6月)。

業が魅力的かどうかを縦軸にとり、当該産業がASEAN域内で今後も競争力を発揮できるかどうかを横軸にとって、図5のように各業種をマッピングしたのである。そして、右上に行くほどSCCグループが競争優位を発揮できると判断し、限られた経営資源を集中的に「コアビジネス」に投入するように提唱した(後述)。また、通貨危機後の国内市場の縮小を念頭に、SCCグループの製品の輸出比率を高めることと、そのための体制整備も強調した。

次いでサイアムセメント本社は、1998年10月に、ドイツ銀行とチェイスマンハッタン銀行の2行に対して、事業再編とは別に財務構造改善のためのアドバイスを依頼した。そして同年10月には、投資銀行ゴールドマンサックス社に、企業再構築全体のプランの点検を依頼したのである。同社の点検をへた最終プランは1998年11月には完了し、これを受けてチュムボン社長は、11月30日から12月15日まで、欧米・日本を回って投資家・債権者に対して企業再構築プランの説明を行い、彼らの理解を求めた。

SCCグループの機構改革が公表されたのは、この世界行脚が終わった翌月、1999年1月である。まずサイアムセメント本社のもとにあった10の事業本部(傘下企業は約170社)を、業種別に九つの独立したグループに再統合し、うちすでに株式を公開しているパルプ(Siam Pulp and Paper PLC)とタイ

ヤ (Siam Tyre PLC) 以外の7業種については、「セメント」を頭文字とする新設の事業グループ会社に再編した⁽³¹⁾。同時に、それまで本社機能プラス持株会社プラス事業会社の三つの機能を兼ねていたサイアムセメント社 (Siam Cement PLC) は、セメント製造部門を新設のSiam Cement Industry Co., Ltd.に移し、役割を投資とグループ内の調整機能に限定した。そしてそれまで社長に直属していた監査委員会 (Audit Committee) を取締役会のもとに置き換えた。

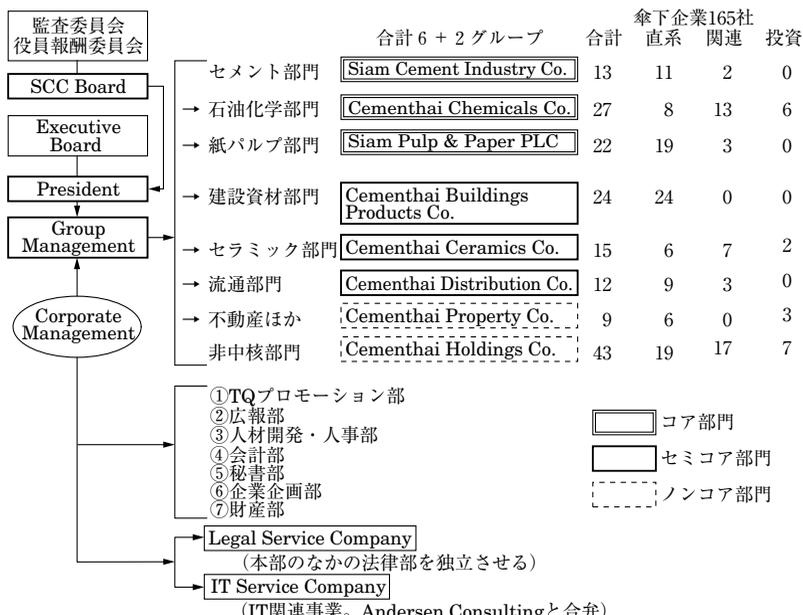
このときの機構改革で、セメント、石油化学、紙パルプの3部門が「コアビジネス」に、建設資材、セラミックス、石綿、流通の4部門が「セミコア」もしくは「潜在的コアビジネス」に、タイヤと今後清算する事業 (Cementhai Holdings Co., Ltd.に移管された事業) の2部門が「ノンコアビジネス」に、それぞれ位置づけられた。なお「コアビジネス」の選定は、マッキンゼー社の業種マッピングを参考にしつつ、より具体的には次の五つの基準によっている。すなわち、(1)他のASEAN諸国と比較して当該産業が強い競争力を持っているかどうか、(2)コスト面で競争力があるか、(3)EBITDA (金利・税金・償却前利益) の面からみて有利かどうか、(4)自分たちで技術を管理・開発できるかどうか (例えば、コンプレッサー分野は高収益であるが、技術面では三菱電機に全面的に依存しているのでコアから外すなど)、(5)過去5年間のマーケットの伸びはどうか。以上の五つがそれであった (聞き取り調査による)。

なおサイアムセメント社は、2001年1月に機構改革を再度実施し、図6のような体制に再編した (Siam Cement [2001a: 6-7])。1999年と比較すると、(1)石綿を建設資材に組み込み、タイヤ部門を切り離し、不動産部門 (Cementhai Property Holding Co., Ltd.) を新設して計8部門に再編したこと、(2)新たに取締役会のもとに役員報酬決定委員会 (Remuneration Committee) を設置したこと、(3)本社本部 (Corporate Function & Services) を12部門から7部門に整理統合し、同時に法律部とIT関連部門を独立の会社として切り離したこと、(4)各事業グループを「グループ経営委員会」の管轄から社長直属に変えたこと、以上の4点が大きな違いである。とくに(4)は重要な改革で、

これによって1999年時点の〈取締役会—（監査委員会）—経営執行委員会—社長—グループ経営委員会—（本社本部）—各事業グループ〉のラインは、2001年には〈取締役会—（監査委員会・役員報酬決定委員会）—社長—（本社本部・経営委員会）—各事業グループ〉へと変更され、社長の権限と責任がより明確に位置づけられることになった（図6を参照）。

第1次機構改革が一段落を告げた1999年初めから、サイアムセメント社は経営改善をめざすいくつかの計画も実施している。例えば、1999年2月から4月には、整理清算の対象となる「ノンコアビジネス」の事業の経営管理職（Mレベル、勤続15年以上）、中間管理職（Sレベル、勤続10年以上）を対象に、経営側・従業員相互納得型の退職勧奨制度（Mutual Separation Plan: MSP）を導入した。一種の早期退職制度であるが、退職金の上積みははるかに厚く、

図6 サイアムセメント・グループの機構改革（2001年3月現在）



（出所） 2001年3月、サイアムセメント本社人材開発部での聞き取り調査にもとづき筆者作成。

この制度を利用して退職した管理職は2000人を超えた（従業員数は全体で2万5000人）。一方、2001年の第2次機構改革のあとには、SCCグループの人材開発計画の全機能を、従来の「人材開発センター」から社長・本社本部のもとに移管し、同年9月からより徹底した人材訓練プログラムの企画に着手している。また同年11月からは事業部ごとに「技術開発センター」の設置について検討を開始し、機構面や財務面だけでなく、人材面や技術面での強化にも乗り出している（以上、聞き取り調査）。

3. 機構改革後の経営と財務の改善

チュムポン社長のきわめて強いリーダーシップと、事業グループの各中核会社の社長（サイアムセメント社の取締役会の役員と副社長を兼任）、そして本社本部の協力を得て急速に進められた一連の経営改革は、一面ではSETが設定したガイドラインに沿うものでもあった。サイアムセメント本社の事業部門の切り離し、監査委員会の独立化、役員報酬決定委員会の新設、社長の権限と責任の明確化などがまさにそうであった。また、社内に新たに「企業倫理コード」を配布し、“Best Practice of Good Corporate Governance”に照らした企業運営の点検も、2000年から実施している。

それでは、機構改革後のサイアムセメント社とSCCグループの経営の実態はどうだったのか。その点をSCCグループの連結決算をベースに整理したのが表12である。まず事業グループごとの実態を売上高の分布でみると、「コアビジネス」の比重は1997年12月の50%から2000年9月には64%にまで上昇している。一方社内資料によると、総資産の分布の方は、「コアビジネス」が全体の57%、「潜在的コアビジネス」が20%をそれぞれ占め、鉄鋼、自動車、ガラス、電機、その他から構成される「ノンコアビジネス」は全体の20%にまで圧縮された。また表13に示したように、整理清算の対象となっている「ノンコアビジネス」は、2000年末までにほぼ40件（合計741億バーツ）について売却先が決まっているか、検討中であった。うち1998年から1999年

表13 サイアムセメント・グループのノンコアビジネスの再編状況(2000年現在)

業 種	企 業 名	経済危機後の方針・再編条件
セラミック	Tile Cera Inc. (USA)	イタリアのFlorim社に全株売却。北米から撤退。売却益は55億4700万パーツ(以下、同様)。
	Lamosa Revestimientos(メキシコ)	撤退を決定。全株を主要株主へ売却。
石 綿	Tianjin Cementhai Gypsum Products Co. (China)	撤退を決定。中国での石綿事業をドイツのKnauf社に譲渡。10億8500万パーツ。
タイヤ関連	Siam Tyre PLC, Michelin Siam Co., Ltd.	1999年7月、上場を抹消。債務再構築に取り組む。SC持分をミシュラン社へ売却。92億パーツ。
	MSF Tire and Rubber Inc. (The Philippines)	パートナーのミシュラン社(仏)が増資に合意。SC持分を25.7%に引き下げ。
	Siam Lemmerz Co.,Ltd.	SC持分を75%から30%に引き下げ。パートナーのHayes Lemmerz社(ドイツ)へ売却。10億3800万パーツ。
	Siam Furukawa Co.,Ltd.	サイアムタイヤ社の全株を古河バッテリーに売却(合意)。
機械機器	Siam-Hitachi Construction Machinery Co.,Ltd.	パートナーの日立建設機械が増資に合意。SC持分を45%から10%へ引下げ。
電機電子	Siam Compressor Industry Co.,Ltd.	三菱電機と投資削減で交渉中。
	Siam NEC Co.,Ltd.	閉鎖。テレビ事業からの撤退をNEC社と合意。
	Thai CRT Co.,Ltd.	三菱電機との合弁事業3社については、ソニー社に売却。
	Thai Electric Gun Co.,Ltd. CRT Display Technology Co.,Ltd.	
金属加工	The Nawaloha Industry Co.,Ltd.	SCグループの持分を29.9%に引き下げることで合意。トヨタ自動車(60%)、いすゞ(10%)が株式引受。
	Siam AT Industry Co.,Ltd.	
	Thai Engineering Products Co.,Ltd.	SC持分を20%へ引き下げ。パートナーのトヨタ自動車へ売却。
	Siam Toyota Manufacturing Co., Ltd.	
	Siam Magotteaux Co.,Ltd.	パートナーのMagotteaux(ベルギー)へ全株売却。
	The Siam Nawaloha Foundry Co.,Ltd.	投資削減による生産引き下げをバイヤーと交渉中。
The Nawaloha Foundry Bang Pakong Co.		
鉄 鋼	Construction Steel	コンサルタント会社を雇用して全面見直し作業中。SC持分をパートナーに売却。77億6900万パーツ。
	Siam Yamato Steel Co.,Ltd.	
	Siam United Steel (1995) Co.,Ltd.	
強化ガラス	Siam Guadian Glass Co.,Ltd.	全持分をパートナーGuadian社(米)へ売却。66億パーツ。
自動車部品	Siam NGK Technocera Co.,Ltd.	SC持分を66%から29%へ引き下げ。パートナーの日本NGKへ譲渡。
印 刷	Siam Printing Co.,Ltd.	持分を日本の凸版印刷へ売却。

(注) 1999年1月から2000年9月までに計21件を整理し、合計422億9200万パーツの売却益を得る。

(出所) (1) The Siam Cement Public Limited Company, *Annual Report 1999*, pp. 9-11.

(2) タイ語新聞 *Krungthep Thurakit* ; 『週刊タイ経済』などから筆者作成。

の2年間の20件(318億パーツ)、2000年の9件(138億パーツ)については、投資パートナーほかに株式持分の売却がすでに完了している。

一方財務面については、サイアムセメント社は、(1)資産運用に対するEBITDAの対売上高比率を20%以上にする、(2)負債・自己資本比率を1.50のレベルにまで下げる、(3)外貨建て債務を可能なかぎり圧縮する、(4)キャッシュフロー管理を強化する、の4点をターゲットとして掲げた。これについても、第1次機構改革が完了した1999年3月に、500億パーツという巨額の社債を発行し、外貨建て債務の切り替えや短期債務の圧縮に成功している。もっとも、この社債発行に続いて、役員会が1999年9月に承認した12億パーツから16億パーツへの増資計画は、証券市場の停滞のもとで断念せざるをえなかった(Siam Cement [2000: 5])。ただし、株式発行にかえて2000年には再度社債を発行し、これに成功している。

以上の結果、SCCグループの経営指標は著しい改善を示した。EBITDAの対売上高比率は常に20%を超えている。懸案の外貨建て債務は、1997年12月末の44億1000万ドルから1999年12月末には18億2000万ドル、2001年3月には遂に9000万ドルにまで縮小し、債務全体に占める外貨建て債務の比率も、1997年12月の62%から2001年3月には10%を切るまでになっている(聞き取り調査)。また、債務に占める短期債務の比率も、1997年12月の37%から2000年12月には9%へと大幅に低下した。当初の目標で達成していないのは、負債・自己資本比率で、その比率は前掲表12にもあるようにいまだ3.00を超えている。

SCCグループが直面しているもっとも大きな問題は、設立以来の基幹事業であるセメント事業における国内不況の回復の遅れと、世界のセメント・メジャーによる買収攻勢であろう。世界のセメント生産は、ホルダーバンク社(のちホルシム社に改称、スイス)、ラファルジュ社(フランス)、セメックス社(メキシコ)、ハイデルベルガー社(ドイツ)、イタルチェメンチ社(イタリア)、ブルーサークル社(のちらファルジュ社に統合、イギリス)、太平洋セメント社(日本)の7大グループが寡占的地位を占め、1999年現在、世界の

生産能力の34%（4億6000万トン）を支配していた。そして通貨危機を契機に、彼らはアジア諸国の地場セメント工場の買収に向かい、1998年から1999年の2年間だけでも、すでに22の工場が彼らの掌中に落ちている（伊藤 [2000]）⁽³²⁾。

タイの場合も例外ではなく、生産能力でみて第2位のサイアムシティセメント社がホルシム社に、第4位のチョンラプラターンセメント社がイタルチェメンチ社に、第6位のサラブリセメント社がセメックス社に、通貨危機後それぞれ買収され、債務再構築で揺れる第3位のTPIポリーン社も、セメックス社などが買収の交渉を開始している（本書第1章）。こうしたセメント・メジャーのアジア戦略と買収攻勢は、サイアムセメント社にも大きな影響を与えており、事実同社は生き残りをかけて、セメント・メジャーとの技術・販売提携の道を模索しつつある。したがって、サイアムセメント社やSCCグループの今後の発展をみていく場合には、同社の「コーポレート・ガバナンス」や財務の健全性を検討するだけでは不十分であろう。世界大企業の間での合同運動と彼らの立地戦略を同時にみていかないかぎり、的確な判断はできないといえよう⁽³³⁾。

むすび：証券市場改革の意義と限界

以上、通貨危機に端を発する企業の経営危機と、政府が推進する証券市場改革の圧力のもとで、タイを代表する二つの企業グループがどのような対応を示したのか具体的にみてきた。ここで強調すべきは、SETが1998年1月以降に指示した「グッド・コーポレート・ガバナンス」のガイドラインに対して、両者ともかなり忠実に従い、その結果として両者とも経営パフォーマンスの改善を実現してきたという事実である。また、SETが指示する社外重役の任命や独立監査委員会の設立、あるいは過剰債務の処理にとどまらず、機構改革をともなった大胆な企業再構築を、欧米系の経営コンサルティング

会社の協力も得て実施していった点も、両者に共通する特徴であった。

なおここでいう「機構改革をともなった企業再構築」とは、(1)経済ブーム期に肥大化し多角化した事業を、グループの競争優位に照らしながら少数のコアビジネスに絞り込むことと、(2)上場した中核会社（CPF社やサイアムセメント社）を純粋持株会社に改組しつつ、他方で、傘下にある関連事業会社（非上場企業）をこの持株会社の100%子会社に再編することで、企業グループの経営資源を特定の上場企業に戦略的に集中させ、一般投資家や機関投資家の関心をとりつけようとする戦略をさす。他方、投資家の立場にたてば、複雑化していた所有関係や事業組織がこの持株会社に統合されるので、よりの確な判断をくだすことが可能となる。CPF社やサイアムセメント社による巨額の社債発行の成功は、その点を裏づけているといえよう。

しかしこうした事例は、タイの財閥型ファミリービジネスのなかでは、いまだきわめて少ない。第4章で紹介する一部の地場系大手商業銀行や、第7章で紹介する電気通信分野の企業を除くと、大半の上場企業は、SETが指示するガイドラインの形式的な充足にとどまっている。それどころか、経済ブーム期に膨れ上がった過剰債務の処理さえ実行できずにいる企業が大半を占めているのが、実情であった。しかもすでにみたように、タイの証券市場は経済回復の遅れもあって停滞しており、海外の投資家を誘引することもできていない。その結果、「情報開示ベースによる企業淘汰システム」は、国際金融機関や政府が期待したような健全な企業や競争力のある企業を多数生み出すまでにはいっていない。

それでは、「機構改革をともなった企業再構築」をCPF社やサイアムセメント社が実現しえた要因は何であったのか。

第1に指摘すべきは、CPグループのタニン、SCCグループのチュムポンといった経営指導者が、危機克服のために強力なリーダーシップを発揮した事実であろう。政府の政策はあったものの、迅速な機構改革に着手しえたのはこのリーダーシップがあったからこそで、この点は第4章で詳しくみるタイ農民銀行の場合も同じであった。

第2に、両者は経済危機が生じる以前からすでにさまざまな形で機構改革、経営改革を実施していた事実である。SCCグループは1970年代末から本格的な機構改革を何度か実施していたし、内部昇進型の若い経営管理者層を育成していた（末廣 [1990]）。一方、CPグループも1950年代末と1970年代末に専門経営者を外部から招聘し、1990年代には人材開発を含めてさまざまな内部改革に取り組んでいた。CPグループは財閥型ファミリービジネスに所属するが、単に所有家族が経営を独占するのではなく、経営環境の変化と事業基盤の拡大ともなって、「イノベーション」を実施してきたのである（末廣 [2000c: 第9章]）。

これに対して、1990年代に急速な成長を遂げたTPI (Thai Petrochemical Industry) グループは、ポーン（廖景暉）の3人の息子（プラチャイ、プラティープ、プラムアン）が傘下企業の重要ポストを排他的に掌握するという、「権威主義的経営体制」をとりつづけてきた。その結果、危機後の債務再構築に失敗し、結局は崩壊することになったのである⁽³⁴⁾。同じ財閥型ファミリービジネスでも、危機前の経営体制の違いがその後の企業再構築の成否を大きく規定したといえる。

最後に、CPグループもSCCグループも、事業基盤を国内に資源を有する産業（アグロインダストリーとセメント）においていた点で共通する。経済ブーム期には両者とも積極的に事業を多角化させたが、危機後の「事業絞り込み戦略」では、タイが競争優位を発揮できる業種に経営資源を集中させる方針をとった。逆にいえば、そうした業種をすでにもっていたがゆえに、危機後の経営再建も可能であったといえる。一方、タイが次第に競争優位を失いつつある繊維、履物の分野では既存のグループが経営危機に陥り、第6章で紹介する流通業の分野でも、外国資本との競争の激化によって地場グループは苦境に立たされている。

したがって、通貨危機後のタイ企業を分析する場合には、過剰債務の処理状況や機構改革だけを追究しても不十分であろう。企業と産業の関係、そして事業基盤とするタイの産業が国際的にみてどのような位置を占めているの

か、その点の検討も必要不可欠だからである。またそうした検討は、経済の自由化・グローバル化のもとでのアジア諸国の企業研究に共通する課題ともいえよう。

[注] _____

- (1) タイで実施されている経済改革、制度改革については、次の文献を参照。末廣 [2000a] [2001a], 東 [2001], Nabi and Shivakumar [2001]。
- (2) この視点は、世界銀行の『グローバル経済展望と発展途上国 1998/99年、金融危機を超えて』の第2章「アジア危機への対応」のなかの「金融ならびに企業再構築と改革」にもっともよく示されている (World Bank [1999: 93-100])。
- (3) 世界銀行のクレッセンズたちは、日本を含むアジア9カ国の企業の経営状況を調査し、危機に襲われた韓国、タイ、インドネシアでは負債・自己資本比率が2.0を超え、しかも1988年から1996年にかけて数字が悪化していること、また負債に占める短期負債の比率が傾向的に上昇していたことを明らかにしている (Claessens, Djankov and Lang [1998: 9-11], Suehiro [2001a: 57-58])。
- (4) 世界銀行の基本的な考え方については、World Bank [1998]のほか、World Bank [1999: Chapter 2] [2000: Chapter 4 and Chapter 5], Suehiro [2001b: 3-5] を参照。
- (5) 5000社のセクター別分布や操業年別分布など、より詳しいデータについては末廣 [2000b: 30-32] を参照。
- (6) SETは、1974年5月20日制定の「タイ証券取引法」によって「The Securities Exchange of Thailand」として設立され、1975年4月30日から活動を開始した。そして、1991年1月1日から「The Stock Exchange of Thailand」に名称を変えている。略記はいずれもSETである (SET [1999: 1-3])。
- (7) タイにおける金融自由化のプロセスについては、末廣・東編 [2000: 第2章], 田坂 [1996]などを参照。
- (8) 業種別の上場企業の分布については、SETが毎年発行している年次報告 (*Annual Report of SET*)、ファクトブック (*Fact Book of SET*)、不定期のハンドブックなどを参照。なお、SETは1996年9月に上場企業の業種別分類をそれまでの31グループから37グループへ拡充し、国連が作成する国際基準への鞅寄せを行っている (SET [1996: 6-12])。
- (9) 通貨・経済危機に襲われた韓国、タイ、マレーシア、インドネシアの4カ国の債券市場を中心とした金融構造と企業金融の特徴と変化については、

- Shirai [2001] を参照。
- (10) コーポレート・ガバナンス概念の国際比較と推移については、稲上ほか編 [2000: 第1章] を参照。
- (11) この二つのガイドラインのタイ語と英語の全文と解説は、SET編『年次別SET配布文書：通達と布告』（タイ語）に収録されている。同書はSETの投資家サービスセンター資料室で閲覧することができる。
- (12) “Enhancing Good Corporate Governance of Thai Listed Companies,” July 1999. この報告書は全部で五つの章からなり、SECのホームページに掲載されている。
- (13) SETの投資家情報センター受付には、各上場企業が年次活動報告書や「56/1形式報告書」を実際に提出したかどうかの有無と、提出している場合にはその提出日を記載したチェックリストが常備されており、簡単に調べることができる。
- (14) 以上の数字は、Deloitte Touche Tohmatsu Jaiyos [1999] にもとづく。資料の存在は本書の共同研究者であるネーナパー氏のご教示による。
- (15) SET, *SET Warasan*, Vol. 3, No. 8, January 2000, p. 6.
- (16) 5大国際会計事務所とは、(1)Deloitte Touche Tomatsu Jaiyos (タイ進出は1939年。タイの大手会計事務所Jaiyosと共同事業)、(2)Ernst & Young (同1959年)、(3)KPMG Peat Marwick Suthee (同1987年、タイのSuthee & Co. と共同事業)、(4)Price Waterhouse Management (同1959年)、(5)Cooper & Lybrandの5社である。なお、Price Waterhouse とCooper & Lybrand は、1998年7月に合併して、国際会計事務所は4大企業に再編された。
- (17) SET [1997b] より筆者が集計。
- (18) タイの会計・監査制度の仕組みとその改革については、末廣・ネートナパー [2000: 6-17] を参照。
- (19) 上場企業の選考にあたっての「メリット・ベース」の条件については、プラサート・トライラットウォラゲンSEC事務局長からの筆者の聞き取り調査の結果にもとづく（バンコク、2000年8月8日）。
- (20) SET, *SET Warasan*, Vol. 3, No. 8, January 2000, pp. 5-6.
- (21) 中央銀行の報告によると、危機後、タイ地場系商業銀行が自己資本の充実のために増資した額は、旧株主への割当てが970億バーツ、新規株主の引受が1600億バーツ、合計2570億バーツに達し、これは1998年から1999年の新規株式発行額の3分の2に相当する（本書第1章参照）。
- (22) 詳しくは次の資料と新聞記事を参照。SEC, *Khao Ko. Lo. To.* [タイ証券取引所委員会ニュース], No. 20/2543, July 18, 2000; “Mai Mi Senthang Sawsawan Samrap Nak-longthun: Phaen Phattana Talat Hun ru tae Tempai Duai [投資家に明るい見通しなし：証券市場の開発計画、もしくはもう限界

- か?], "Phu Chatkan Raisapda [週刊プウチャットガーン], July 31 - August 6, 2000; *Krungthep Thurakit*, August 5, 2000.
- 23 『週刊タイ経済』2001年8月27日号, 3ページ。ウィチャイラット氏は1999年に、クルンタイ銀行の経営執行委員会会長からSET事務局長に就任した。一方、新任のキッティラット氏は、ファイナンスワン・グループ（本書の第4章を参照）のSecurities One社の社長を務め、同グループが1997年末に崩壊したあとは、タイ農民銀行グループの傘下企業であるユニヴェンチャー社の社長を務めた。
- 24 CPグループの危機前までの事業発展については、末廣・南原 [1991], 末廣 [2000c: 第9章], Suehiro [1998], Thanawat [1999], Athiwat [2001] を参照。
- 25 CPF社のタイ語版「56/1形式報告書」は200ページを超え、これまで非公開であった製品別の他企業との競争状況についての内部資料を掲載し、その他増資の目的、今後の展望、グループ内の役員の兼任状況、役員の経歴についても詳しい報告を行っている。従来の年次報告では考えられない経営情報の開示であった。
- 26 ちなみに、CPF社の2000年末現在の生産設備は、家畜飼料が11工場、エビ養殖向け飼料が3工場、種鶏場が15工場、養鶏場が69農場、養豚場が30農場、エビ養殖直営が16農場、ブロイラーの解体処理が3工場、同加工が6工場、エビの加工が3工場となっている（CPF [2001a: 33]）。
- 27 サイアムセメント社関係者からの聞き取り調査（2001年6月、東京）。
- 28 1970年代から1980年代後半までのSCCグループの事業拡大と機構改革の詳細については、末廣 [1990] を参照。
- 29 タイにおける産業投資の自由化のプロセスについては、末廣・東編 [2000] の第3章「産業政策」（東執筆）を参照。
- 30 以下の機構改革のプロセスについては、『月刊支配人』1999年7月号の「サイアムセメント特集」（Phu Chatkan ed. [1999]）のほか、筆者とネーナパー氏によるサイアムセメント本社での数回にわたる聞き取り調査の結果にもとづく。そのほかの記述も同様である（1999年8月6日、2000年8月9日、2001年3月6日、同年8月28日、9月5日、バンコク）。
- 31 Siam Cement Industry（セメント部門）、Cement Thai Chemicals（石油化学部門）、Cement Thai Roofing and Concrete Products（建設資材部門）、Cement Thai Ceramics（セラミックス部門）、Cement Thai Gypsum（石綿部門）、Cement Thai Distribution（流通部門）、Cement Thai Holdings（整理清算事業部門）の七つである。
- 32 ちなみに、セメント・メジャーの東南アジア諸国における1999年7月現在のシェアは、フィリピンが94%、インドネシアが68%、マレーシアが52%、

タイが32%にまで達していた（伊藤 [2000: 2-3]）。

- ③ この点、同じ発展途上国に所属しながら、世界第3位のセメント・メジャーに成長したメキシコのセメックス社の事例は、サイアムセメント社の今後の発展を考えるうえできわめて興味深い。同社の詳細な事例研究については星野 [2002] を参照。
- ④ TPIグループの「権威主義的経営体制」については、Suehiro [2001b: 18-20, 56] を参照。

〔参考文献〕

〈日本語文献〉

- 伊藤公司 [2000] 『セメント巨大企業の世界戦略』 社団法人セメント協会国際部。
- 稲上毅・連合総合生活開発研究所編 [2000] 『現代日本のコーポレート・ガバナンス』 東洋経済新報社。
- 金子由芳 [1999] 「タイ金融構造改革をめぐる制度選択の現状」（『アジア研究』 第45巻第3号） 1～47ページ。
- 末廣昭 [1990] 「タイ産業コングロマリットの経営改革—サイアムセメント・グループの事例研究—」（大阪市立大学経済研究所『季刊経済研究』 第11巻第4号） 1～37ページ。
- [2000a] 「タイの経済改革—産業構造調整事業と中小企業支援—」（東京大学社会科学研究所『社会科学研究』 第51巻第4号， 3月） 25～65ページ。
- [2000b] 『タイ大企業のデータと分析—国営企業・多国籍企業・財閥グループ—』 東京大学社会科学研究所調査報告第28集。
- [2000c] 『キャッチアップ型工業化論—アジア経済の軌跡と展望—』 名古屋大学出版会。
- [2001] 「タイ上場企業とファミリービジネス（1996—2000年）—所有形態と経営パフォーマンス—」（末廣・東編 [2001]） 1～50ページ。
- 編 [1998] 『タイ—経済ブーム・経済危機・構造調整—』（財団法人日本タイ協会『タイ国情報別冊』）。
- ・南原真 [1991] 『タイの財閥—ファミリービジネスと経営改革—』 同文館出版。
- ・ネットナバー・ワイラートサック [2000] 「タイの会計・監査制度と経済改革」（盤谷日本人商工会議所『所報』 第460号， 7月） 6～17ページ。
- ・東茂樹編 [2000] 『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。

- 高安健一 [2000] 「アジアにおける銀行再編」(日本総研調査部環太平洋研究センター『環太平洋ビジネス雑誌RIM』第1巻第1号) 4～25ページ。
- 田坂敏雄 [1996] 『パーツ経済と金融自由化』御茶の水書房。
- 東茂樹 [2001] 「タイの制度改革と経済再建—金融・企業の再構築は進むのか—」(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)。
- 星野妙子 [2002] 「メキシコ・セメックス社の多国籍企業化とセメント産業の世界的再編」(星野妙子編『開発途上国の企業とグローバリゼーション』アジア経済研究所)。

〈英語・タイ語文献〉

- Advanced Research Group Co., Ltd. ed., *Thailand Company Information*, Bangkok, annually, 1992/93 to 2000/2001.
- Asian Development Bank [2000] “Corporate and Financial Sector Reform: Progress and Prospects,” *Asian Development Outlook 2000*, New York: Oxford University Press, pp. 21-40.
- Athiwat Sap-phaithun [2001] *Khamphi ‘Chaosua’ Thanin Chiarawanon* [華人富裕家〈座山〉の経典：タニン・チアラワノン], Bangkok: Supertouch Media Group.
- Claessens, Stijn, Simeon Djankov, Joseph Fan and Larry Lang [1999a] “Expropriation of Minority Shareholders: Evidence from East Asia,” World Bank Policy Research Working Paper No. 2088, Washington, D.C.: The World Bank, March.
- , Simeon Djankov, Joseph Fan and Larry Lang [1999b] “Corporate Diversification in East Asia: The Role of Ultimate Ownership and Group,” World Bank Policy Research Working Paper No. 2089, Washington, D. C.: The World Bank, March.
- , Simeon Djankov and Larry Lang [1998] “East Asian Corporations: Growth, Financing and Risks Over the Last Decade,” World Bank Policy Research Working Paper No. 2017, Washington, D.C.: The World Bank, November.
- , Simeon Djankov and Larry Lang [1999] “Who Controls East Asian Corporations?” World Bank Policy Research Working Paper No. 2054, Washington, D.C.: The World Bank, February.
- CP Group [1999a] “CPF Bon Senthang Si-thao [CPF,事業の4本柱体制に向けて],” *Krungthep Thurakit*, October 31.
- [1999b] “CPF Sue Hun 3 Borisat nai Khrua chak Rai-yoi Samret Thue

- Hun 99% [CPF, グループ内の小規模企業3社を買収後, 99%の株式を保有], *Krungthep Thurakit*, 1 December.
- [2000a] “CPF Thum 6 Phan-lan Khayai Thurakit Lang Phoemthun Khuap 4 Phan-lan Baht [CPF, 40億パーツの増資のあと, さらに60億パーツを注ぎ込んで事業拡大]”, *Krungthep Thurakit*, April 19.
- [2000b] “CPF Kho Pen-nung Thurakit Sat-bok Sat-nam [CPF, 陸生動物・水生動物の事業をコアに]”, *Prachachat Thurakit*, May 8.
- [2000c] “CPF Doen-na Sue 3 Borisat Luk [CPF, さらに子会社3社を買収]”, *Krungthep Thurakit*, December 16.
- [2000d] “CPF Chikso Phonprayot Chuam-to CP Group [CPF, 利害のジグソーパズルを実施し, CPグループをはじめこむ]”, *Krungthep Thurakit*, December 24.
- [2001] “Thot-som Kan Phaen ‘Roadshow’: CPF Wang Pao Rakha Thikha P/E Ratio 7 Thao [ロードショウをいよいよ公開: CPFは株価収益率7倍を目指す]”, *Krungthep Thurakit*, June 24.
- CPF (Charoen Pokphand Feedmill) PLC [1998] *Charoen Pokphand Feedmill Rai-ngan Baep 56/1*, September 25, 1998, Bangkok: SET.
- [1999a] *Charoen Pokphand Feedmill Public Company Limited Annual Report 1998*, Bangkok: SET.
- [1999b] *Rai-ngan Pracham Pi 2542 Baep 56/1* [56/1形式年次報告書: 1999年版], Bangkok: SET.
- CPF (Charoen Pokphand Foods) PLC [2001a] *Rai-ngan Pracham Pi 2543: Kitchen of the World* [年次報告2000年版], Bangkok: SET.
- [2001b] *Rai-ngan Pracham Pi 2543 Baep 56/1* [56/1形式年次報告書: 2000年版], Bangkok: SET.
- Credit Lyonnais Securities Ltd. [1996] *The Thai Cement Sector Underwright*, Bangkok, August.
- Deloitte Touche Tohmatsu Jaiyos [1999] “Survey Results: Corporate Governance & Audit Committee,” *News and Resources*, Bangkok, April 29.
- Dun & Bradstreet (Singapore) Pte Ltd. and Business On-Line eds. [1999] *Top 5000 Companies in Thailand 1999/2000 Edition*, Bangkok.
- IFCT [1999] *Thurakit Utsahakam Pi 2541* [1998年タイ産業概況], Bangkok: IFCT.
- Kan Ngoen Thanakhan ed. [1999] “Tang Chat Klun Setthakit Thai Kwa 6 Saen Lan Baht: Khum Betset Bank/Broker [外国人, タイ経済を併呑: 銀行と投資ブローカー業合わせて6000億パーツ以上の買収]”, *Kan Ngoen Thanakhan*, Vol. 18, No. 208, August, pp.141-150.

- Lang, Larry [2001] "Expropriation," A paper submitted to the ADBI Conference on "Corporate Governance of Family Business in Asia," March 1, 2001, Tokyo.
- Nabi, Ijaz and Jayasankar Shivakumar [2001] *Back From the Brink: Thailand's Response to the 1997 Economic Crisis*, Bangkok: The World Bank Office Bangkok, January.
- Nithitham Publishing House ed. [2000] *Accounting Act. B.E. 2543 (2000) and Phrarachabanyat Kan Banchi Pho. So. 2543*, Bangkok: Nithitham.
- Pasuk Phongpaichit and Chris Baker [2000] *Thailand's Crisis*, Chiang Mai: Silkworm Books.
- Pedro, Alba, Stijn Claessens, and Simeon Djankov [1998] "Thailand's Corporate Financing and Governance Structures," World Bank Policy Research Working Paper No. 2003, Washington, D.C.: The World Bank, November.
- Phiset Setsathian [1999] *Lak Kotmai Borisat Mahachon Chamkat* [公開株式会社法要綱], Bangkok: Nithitham.
- Phu Chatkan Rai-duan ed. [1999] "Cover Story : Chumpol Na Lamlieng, Phom Phen Phiang Lukchang [チュムボン・ナラムリアング：私は従業員にすぎない]," *Phu Chatkan Rai-duan*, July, pp. 34-71.
- ed. [2000a] "Ngoen Phanphon: Sanyan Kan Hun Tua Khong [配当：事業回復のシグナル]," *Phu Chatkan Rai-duan*, Vol. 17, No. 199, Bangkok, April, pp. 162-164.
- ed. [2000b] "CP Satawat thi 21: Phara Sut-thai Thanin Chiarawanon [21世紀のCP：タニン・チャラワノンが最後に残したもの]," *Phu Chatkan Rai-duan*, Vol. 17, No. 206, Bangkok, November, pp. 56-83.
- Securities (Stock) Exchange of Thailand (Talat Laksap haeng Prathet Thai) ed., *Sarup Kho Sonthet: Borisat Chot-Thabian, Borisat Rap-Anuyat* [上場登録企業, 上場認可企業情報集], 1989 edition, 1990 edition, 1992 edition, 1994 edition, Bangkok (in Thai).
- SET (The Stock Exchange of Thailand) [1996] "New Sectors for Industry," *SET Journal*, Vol. 1, No. 2, November, pp. 6-12.
- [1997a] "Corporate Governance Survey in Thailand," *SET Journal*, Vol. 1, No. 7, April, pp. 6-16.
- [1997b] *Thailand Listed Company 1997*, Bangkok: Alpha Research Co., Ltd.
- [1999] *The Stock Market in Thailand*, Bangkok: SET.
- [2000] *CD-ROM Listed Company Info 1999 Q1/Q2 and Q3/Q4*, Bang-

kok: SET.

- [2001a] *CD-ROM Listed Company Info 2000 Q 1/Q 2*, Bangkok: SET.
- [2001b] *Report on Corporate Governance*, Bangkok: SET, August.
- , *Annual Report of SET*, annually, 1990–1999.
- , *Fact Book of SET*, annually, 1987–2002.
- , *SET Warasan* (Journal), monthly, various issues.
- Shirai, Yuri [2001] *Overview of Financial Market Structures in Asia: Cases of the Republic of Korea, Malaysia, Thailand and Indonesia*, ADB Institute Research Paper No. 25, Tokyo: ADBI, September.
- Shleifer, Andrei and Robert W. Vishny [1997] “A Survey of Corporate Governance,” *Journal of Finance*, No. 52, pp. 737–783.
- Siam Cement PLC ed. [1997] *The Siam Cement Group. Annual Report 1996*, Bangkok: Corporate Headquarters.
- ed. [1998] *The Siam Cement Group. Fact Book June 1998*, Bangkok: Corporate Headquarters.
- ed. [1999a] *The Siam Cement Group*, Bangkok: The Siam Cement PLC, December.
- ed. [1999b] *The Siam Cement Public Company Limited. Annual Report 1998*, Bangkok: Corporate Headquarters.
- ed. [2000] *The Siam Cement Public Company Limited. Annual Report 1999*, Bangkok: Corporate Headquarters.
- ed. [2001a] *The Siam Cement Public Company Limited. Annual Report 2000*, Bangkok: Corporate Headquarters.
- ed. [2001b] *The Siam Cement Group. Facts Book September 2001*, Bangkok: Corporate Headquarters.
- Suehiro, Akira [1989] *Capital Accumulation in Thailand 1855–1985*, Tokyo: UNESCO The Centre for East Asian Cultural Studies.
- [1993] “Family Business Reassessed: Corporate Structure and Late-starting Industrialization in Thailand,” *The Developing Economies*, Vol. 31, No 4, pp. 378–407.
- [1998] “Modern Family Business and Corporate Capability in Thailand: A Case Study of the CP Group,” *Japanese Yearbook on Business History*, Vol. 14, pp. 31–58.
- [2001a] “Asian Corporate Governance: Disclosure-Based Screening System and Family Business Restructuring in Thailand,” *Shakai Kagaku Kenkyu* (Institute of Social Science of the University of Tokyo), Vol. 52, No. 5, March, pp. 55–90.

- [2001b] *Family Business Gone Wrong?: Ownership Patterns and Corporate Performance in Thailand*, ADB Institute Research Paper No. 19, Tokyo: ADBI, May.
- Talat Laksap haeng Prathet Thai ed., *Nangsue Wien Talat Laksap haeng Prathet Thai 1990–1999: Khamsang lae Prakat* [SET文書集1990–1999年：通達と布告], Bangkok: SET Library.
- Thai Bond Dealing Centre ed. [2000] *Thai BDC Profile 2000*, Bangkok: BDC.
- [2001] *Thai BDC Profile 2001*, Bangkok: BDC.
- Thanawat Sap-phaiibun [1999] *Thanin Chiarawanon: Phu Kriangkrai nai Yutthachak Nak-thurakit Lok* [タニン・チアラワノン：世界ビジネス戦争の中の大物], Bangkok: Krungthep Thurakit.
- [2000] *55 Trakun Dang, Phak 1* [55有名家族 第1部], Bangkok: Nation Multi Media Group.
- [2001a] *Tamnan Chiwit Chaosua: 55 Trakun Dang, Phak 2* [華人富裕家〈座山〉史略：55有名家族 第2部], Bangkok: Nation Multi Media Group.
- [2001b] *Sutyot Chaosua Thai: Phu Kriangkrai nai Yutthachak Thurakit Kan Kha* [華人富裕家〈座山〉の最高峰：ビジネス戦争の中の大物], Bangkok: Double Nine.
- 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.
- [2001] *World Development Report 2002: Building Institutions for Markets*, Washington, D.C.: The World Bank.

(末廣 昭)