

第5章

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——

はじめに

本章の目的は、金融危機後の数年における金融システムの構造変化を、企業の資金調達の側面を軸に観察することによって、短期的な金融システムの再構築の現状と、工業化過程における金融システムの役割にかかわる中長期的な見通しの、二つの点について評価を与えることである。

タイ経済の見通しについては、金融危機以後のここ4年のあいだ、悲観論と楽観論が波のように交代して現れては消えている。危機直後には深刻な金融部門への問題認識とは裏腹に、長期的な輸出競争力に対する自信は維持されていたように感じられた。1998年に実質成長率が-10.4%というかつてない水準に陥ると、実物部門での調整の厳しさが認識される。ところが、1999年になると深刻化する不良債権問題を後目に、実物経済は急回復を示し、直接投資の流入も再開して、タイ経済の見通しについて楽観論が聞かれるようになる。2000年半ば以降認識はさらに反転して、不良債権問題の解決が見かけ上は進む一方で、経済の減速がふたたび明らかとなっている。2001年に入ると国内部門のみならず経常収支の赤字化が懸念される事態となり、悲観的な空気が再び強まっている。

しかし、悲観楽観はともかく、タイ経済にこの数年一貫してみられる特徴は、金融部門と実物部門の間立った関係性の薄さである。理論的には、短期

の経済循環や長期の経済成長に金融部門がもつ影響ないし役割は重大なものがあると考えられているにもかかわらず、タイのマクロ経済の観察からは、金融部門の機能不全は、実物部門とくに製造業の回復や停滞には、初期のマクロショックによる総需要の後退という点を別にすれば、ほとんど影響を与えていないように見受けられる。本章は、このような実物部門と金融部門の相互関係がどのようなものであるのかについて、危機前後の両部門の資金需給関係からひとつの見方を提供し、さらにそれにもとづいて、現在のタイ金融システムについて、短期、中長期の二つの視点から評価を試みるものである。

本章では、銀行・企業のミクロ財務データの観察というアプローチをとる。ここでは観察のために、さまざまなデータソースから、商業銀行と製造業企業の損益決算書および貸借対照表を入手し、整理を行った。データのカバーレッジは、商業銀行については全銀行について1996年から2001年上半期までを、製造業企業については、総資産基準でみた主要企業に関して1991年から1999年までを対象としている。原則として年次データである。

タイのコーポレート・ファイナンスに関する最近の研究には、国際比較の立場から論じたものとしてClaessens, Djankov and Lang [1998] が、企業グループの所有・経営との関係から論じたものとしてYupana [1999] [2000] がある。しかし、これらは観察対象を上場企業に限っており、その点で限定性をもつ。また、三重野 [2000a] [2000b] は1990年代前半期について非上場を含んだ企業の資本構成を分析しているが、危機以降の動きについてはカバーすることができなかった。本章は、観察の対象を主要な非上場企業まで含んで、金融危機以降の動きを銀行部門の機能後退との関係で考察するものであるという点に最大の特徴をもつ（データについては本章補論参照）。

本章の構成は以下のとおりである。第1節では分析の視点について整理する。第2節では企業の資金調達の詳細の現状の評価に先だって予備的観察を行う。最初に、マクロ経済の回復過程について観察し、さらに資金の供給主体である銀行部門の活動および機能を評価する。第3節ではそれをふまえて製造業部

門における企業の資金調達構造を、企業の資本構成の変化を観察することによって考察する。そこでは、資本構成の一般的傾向と危機以後の変化についてみた後、企業グループの特定ケースについて検討し、また外資系企業についても観察する。第4節では、観察された事実をふまえて、金融システムの短期的な機能回復についての評価と、今後の工業化過程にかかわる中長期の視点から金融システムの現状に対する評価を加える。

第1節 分析の視点

1. 途上国における企業の資金調達手段

企業の資金調達手段に関する一般理論として、Modigliani and Miller [1958] は調達手段の効率性および資金コストについての中立性を示し、長い間標準的理解として受け入れられてきた。これに対しMyers and Majluf [1984] などのいわゆるPecking Order 仮説は、資金調達手段には企業にとって選好順序があることを主張している。すなわち、情報の非対称性の存在にともなうエージェンシー・コストの各調達手段による差異によって、各調達手段には資金コストの違いが生じ、企業はそれが低い順に、例えば自己資金、銀行借入、社債、株式発行といった順に、調達手段を選好することを指摘している。この見方によれば、金融仲介の効率性にはエージェンシー・コストの圧縮により、改善される余地が残っている。

しかし、この仮説を金融システムの発展が不十分な途上国の現実に適用する場合にはより根本的な問題に直面する。すなわち、そうしたさまざまな調達手段の存在や生成の問題である。そもそもさまざまな資金調達手段は、金融システムの発展のなかで生じてくる性格のものであり、企業にとってはそれらの手段の選択は、外生的あるいは事前の自己決定による制約幅が課されている。自己資本だけは常に選択可能な手段であるが、銀行借入は金融シス

テムが情報生産機能を発揮し、取引を成立させる程度までエージェンシー・コストが低くなった段階で初めて利用可能となるものである。また、社債や株式発行といった証券市場を通じる調達手段は、整備された証券市場が存在するもとの、企業が証券取引所へ参加することを決定したうえでしか機能しない。

さらに、現実の途上国における資金調達手段にはより曖昧で複雑なものが存在している。第1に、所有者・経営者個人からの直接的な調達方法（「所有者・経営者借入」）や、企業グループ内の子会社・関連会社からの借入（「関連企業借入」）といった自己資本に性格に近い借入手段が存在する。これらを本章では「『内部金融市場』を利用した調達」と呼ぶこととしたい。第2に、社債、株式発行という調達手段を実現するための企業の証券市場への参加（証券取引所への有価証券の上場）は、それ自体が上場時に発生する資本剰余金（上場プレミアム）の獲得による資金調達手段となりうる。一般に東アジアの途上国の構造として間接金融比率、あるいは負債比率が高いことが指摘されている。しかし、タイについて本章で詳しく観察されるように、これらの諸国のコーポレート・ファイナンスは銀行借入すら十分に機能しているとは言いがたいのが実態である。間接金融、負債とされているものかなりの部分は銀行借入ではなく、実際には内部金融市場を利用した負債が占めているのである。

2. 工業化における金融の役割

寺西 [1991] は、実物経済の成長という観点から金融システムを評価し、工業化過程における金融システムの問題点として、(1)産業・企業の成長性を評価し、適切に資金を仲介する審査能力の蓄積の遅れ、(2)長い迂回期間をともなう製造業への長期資金の供給不足、の二つの問題が生じることを指摘している。企業グループ内の「内部金融市場」を多用する東アジアの途上国の金融システムの実態は、金融システムが上のような機能を十分に発揮してい

ないことへの対応として代替的に機能してきたものと捉えることができよう。

工業化過程に際して、金融システムには金融機関の審査（情報生産）能力の蓄積により資金仲介機能が向上していくことが求められる。タイの金融システムの評価を行うには、単に不良債権が処理され金融システムが機能を回復したかどうか、という点だけでなく、金融危機以後の再編過程で金融システムが長期の工業化を支える方向に再編成されつつあるのかどうかといった、中長期的な視点からの議論が重要であろう。

この問題については、二つの論点が補足的に考慮されなければならない。第1は、外資主導工業化過程における資金調達の問題をどう捉えるかという点である。工業化が直接投資による外資を中心に進む場合、地場の金融機関の役割には限界があることが指摘されている（奥田 [2000]）。危機以降のタイにおいてこの点をどう捉えるべきか考慮する必要がある。第2に、証券市場、とりわけ社債市場がどの程度、銀行借入に代替するかが考慮されなければならない。証券市場の危機以後の動きについては、本書第2章で詳しく議論されており、本章では、観察にもとづいてこれに補足的な見通しを加えたい。

3. タイ金融システムの現状への視点

現在、タイの金融システムは金融危機後の大きな変動のなかにあり、金融機関は再建の過程にある。商業銀行は不良債権の処理に取り組み、バランスシートの再構築を試みるとともに、経営戦略の見直しに取り組んでいる（本書第4章）。その過程で、銀行のガバナンス構造も大きく変容し、戦後銀行を中心に形成されてきた金融コングロマリットが解体して、主要銀行に対する外国資本の所有参加が進んでいる。上位行では旧株主・経営者が外資を過半近くまで受け入れ、また下位行では外資による直接的な買収が行われた（本章図1、本書第4章表2）。政府管理銀行も将来民間に売却される過程で外資の参加が増えるとみられる。一方、2000年ごろまでは、証券市場の役割

強化への期待が大きく、さまざまな証券市場改革が進められてきた（本書第2章）。こうしたタイ金融システムの現状を評価するには、二つの視点を分けることが重要であると思われる。第1は短期的視点からの評価である。金融システムは現在、危機によって生じた混乱の最中にある。そこで、短期的には金融システムが資金仲介を中心とする金融機能を回復しつつあるのか否かが、基本的ながら重要な評価の基準となる。その際、比較的好調な製造業が、このような金融環境のなかでどのように資金を調達できたのか、あるいはできないのか、についても考察される必要がある。第2は、中長期的視点からの評価である。今後の工業化過程との関係でみた場合、金融システムは上述のように(1)効率的な資金仲介、(2)長期資金の供給という役割を担う。これが十全に果たされるような方向に金融システムが再構築されつつあるのか否かが、中長期的には重要な評価点である。

第2節 銀行業と金融システムの構造変化

1. 2001年上半期までのマクロ経済状況

最初に、金融危機後4年間のマクロ経済環境を、本書巻末の付表を手がかりに概観しておきたい。1999年にV字回復という用語で表現された急速な景気回復は、2000年半ば以降、明らかに減速する傾向にある。これは、生産面からみれば農業、製造業、商業が比較的堅調であるにもかかわらず、建設業を中心とする国内部門の調整が深刻な段階を迎えていることによる。他方、支出面からみれば、設備投資の伸び率がマイナスに陥り、消費の伸び率も落ち込んでおり、国内需要の落ち込みが響いている。その一方2000年央以降の一段のパーツ下落による輸出競争力を背景に、輸出は堅調に拡大しており、景気を支える形になっている。ただし、同時に輸入も拡大しており、2001年に入り貿易収支は赤字に転落している。

このように2001年上半年期までのマクロ経済の状況は、建設業と金融業といった国内部門の調整を、農業、製造業のとくに輸出部門の成長でかろうじて支えている状況であり、深刻な調整過程のなかにあるといえる。しかも、輸出部門は貿易収支の赤字化にみられるように非常に脆弱であり、下半期以降の米国経済の変調などを勘案すると予断を許さない状況にある。

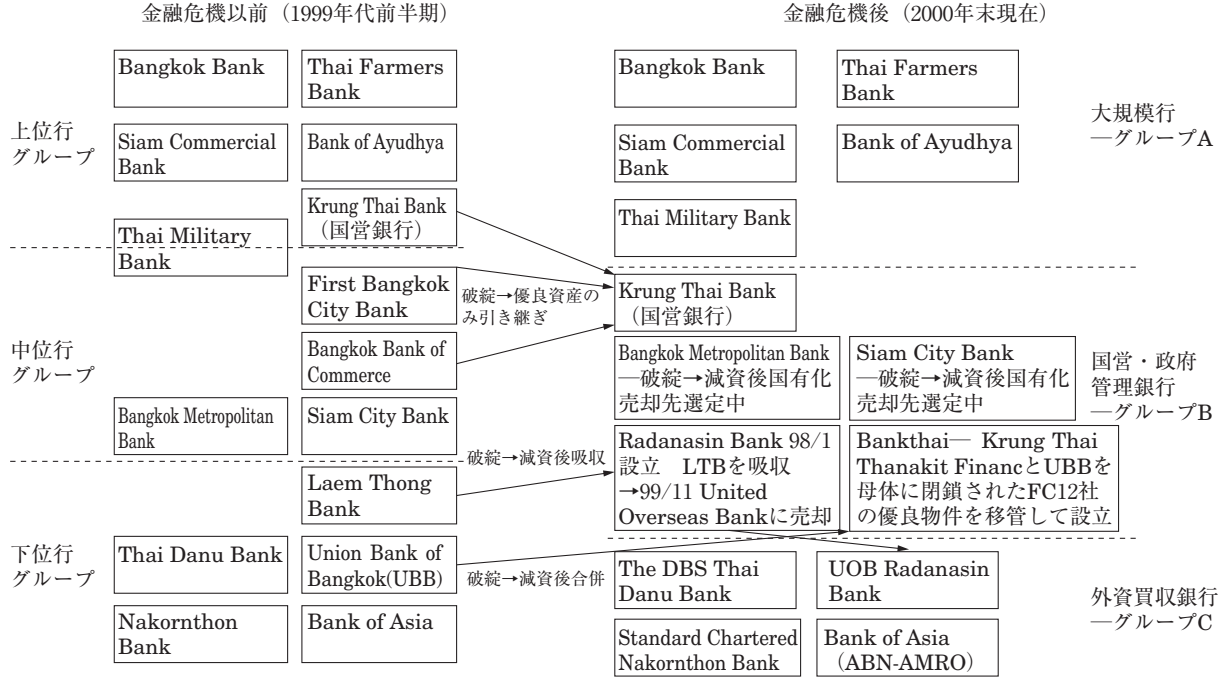
2. 銀行業の機能回復の現状

そのようななか、タイの金融部門の調整は明らかに道半ばにある。不良債権の処理の過程で信用が縮小するなど、金融仲介機能は後退する傾向にあり、銀行の収益力も回復していない。以下、このような金融危機以後の銀行業の現状を全体的な機能面から観察してみよう。

金融危機以降、15行あったタイの銀行業は大きな枠組みの変更を余儀なくされた。図1にあるように、金融危機までの銀行業は、4～6行ごとに上位行、中位行、下位行と分類して扱われることが多かった。上位行は総資産ベースでみて全銀行部門の70%以上の圧倒的な規模をもち、地方の広大な支店網を維持し、また、製造業を含む総合的なコングロマリットを形成していた。中位行は、20%程度の資産比率をもち、流通・不動産部門とのかかわりが深い銀行が多かった。下位行はバンコク周辺に少数の店舗を維持して、主に不動産経営や手数料業務に比重があった。このようなことから、この分類は、単なる規模分類にとどまらず、業態に近い意味あいで使用されてきた。

金融危機の再編過程で、これらの分類は必ずしも有効ではなくなりつつある。図1に大まかにまとめているように⁽¹⁾、上位行のほとんどは、国からの資本注入や、海外銀行の出資を受け入れながら、自力での再建の道を進んでいる。ただし、上位行のうち、大蔵省が株式の大宗を保有するクルンタイ銀行だけは、破綻銀行の受け皿として中核的な役割を担わされている。中位行はほぼすべてが経営破綻し、一部はクルンタイ銀行に吸収され、一部は減資のうえ大蔵省の管理下に入っている。下位行の上位2行はさらに深刻で、破

図1 金融危機以後の商業銀行の再編概要



(出所) 筆者作成。

綻ののち新たに設立された政府管理の受け皿銀行（Bank ThaiおよびRadanasin Bank）に吸収されている。これらの政府管理銀行はすべて、優良・不良資産を分離して、経営を再建のめどを立てたうえで、民間に売却される予定になっている。下位行のうち3行は、破綻に至ることなしに外国銀行に買収されて再建が図られている。

このように、危機以降の再編の過程で、銀行の特徴は旧上位行を主体とする地場大規模行グループ、旧中位行を中心とする国営・政府管理銀行グループ、旧下位行を中心とする「外資買収銀行」グループの3種類に分かれつつある。政府管理銀行は、再建のめどが立った後に民間、主に外資に売却される見通しである。これらの3グループをそれぞれ、グループA、B、Cと呼んで分類し、それぞれの傾向を観察したい⁽²⁾。

不良債権残高の推移は本書第1章表4のとおりである。銀行の不良債権残高は、1999年央の47%をピークに減少に転じた。1999年末以降、政府・銀行・企業の間で債権処理の手続きが整理されるとともに、不良債権処理のための資産管理会社（AMC）の各行による設置と債権の移管が進められたことから、不良債権比率は概ね1年ごとに半減する勢いで減少しており、2001年9月の時点で12.90%となっている。この水準自体は銀行経営が健全化したと判断できるほどには十分に低いものではないが、処理そのものは着実に進んでいるとみることにはできる。AMCへの不良債権の移管は1999年末以降、銀行ごとに断続的に進められそのタイミングごとに不良債権比率は急減している。また、2001年2月に成立したタクシン首相の新政権は、同年7月に政府による資産管理会社（Thai Asset Management Corporation: TAMC）を設置し公的資金利用を含めた不良債権処理を進める計画を打ち出している。

このような不良債権の処理過程で金融システムの機能回復が進んでいるか否かをみる場合のひとつのポイントは、不良債権償却の原資がどこから調達されているかである。大きく分けて、以下の4通りが考えられる。すなわち、(1)当期利益によるもの、(2)内部留保の取り崩しによるもの、(3)資本剰余金などの準備金⁽³⁾の取り崩しによるもの、(4)資本金の取り崩しによるもの、の四

つである。(1)の範囲内で行われる引当てはもっとも健全な方法であり、この場合資本は減少しない。(2)、(3)、(4)の引当てはいずれも資本を取り崩して行われるものである。銀行経営の健全性は(2)、(3)、(4)の順に悪化し、資本金以上の取り崩し(資本が負)の場合が債務超過の状態となる。他方、銀行は取り崩しに備えて、増資によって資本金と資本剰余金を外部から調達する。グループBに属する銀行の政府管理化過程では公的資金による増資には、ほとんどの場合株主の請求権である資本金を圧縮し資本剰余金に転換する減資がともなっている。

タイについてこの問題をみる際の難しさは、当期の営業損失も不良債権への引当ても、その大宗が内部留保にマイナス値を積み増すことで処理され、一見して上の(2)、(3)、(4)のどのレベルまで資本が浸食されているのか、はっきりしない点である。そこで、表1のような形で、銀行の個別バランス・シートを組みなおし、一方で損益決算書から貸倒引当て前の営業利益を計算し、グループごとに集計してみた。この表からは、内部留保が正であれば上述(2)の範囲に、内部留保が負でしかし準備金との和が正であれば(3)の範囲に、内部留保と準備金の和が負でしかし資本勘定が正であれば(4)の範囲に、実質的に資本の浸食が進んでいると読みとることができる。また、下段の内部留保の変化量と営業利益からは利益による引当て余力(1)がどの程度回復してきたかを読みとることができる。

表によると、グループAの銀行については、1998年から2000年にかけて増資によって資本金、準備金の積み増しを進め、1999、2000年には大幅な引当てを行っている。資本の取り崩しは、実質的にも準備金の取り崩しにとどまっている(3)。業務活動も、営業損失は1999年には底を打ち、2000年には営業利益を計上して回復過程に入っており、2001年上半期には小さいながらも内部留保は増加に転じている。

グループBの銀行については、政府管理への移行過程で旧資本金の減資と中央銀行、FIDFによる増資が行われ、払込資本金、準備金とも大幅に積み増されたが、不良債権への引当てがきわめて大きく、2000年の時点では実質

表1 不良債権処理と資本勘定項目の変化

(1) グループA		(単位：100万バーツ)					
		1996	1997	1998	1999	2000	2001
1	払込資本金	36,953	36,955	52,461	98,062	128,037	128,044
2	資本剰余金など準備金	70,055	90,155	183,423	219,182	227,238	226,524
3	内部留保	165,168	160,910	41,577	-155,398	-210,177	-204,711
2 + 3	準備金・内部留保合計	235,223	251,065	225,001	63,784	17,061	21,813
1 + 2 + 3	資本勘定合計	272,176	288,020	277,462	161,847	145,098	149,857
4	内部留保の当期増加		-4,258	-119,333	-196,975	-54,779	5,466
5	うち当期営業利益	595,168	607,759	-88,020	-59,868	171,244	158,082
6	うち当期その他増加		-612,017	-31,313	-137,107	-226,024	-152,615

(2) グループB		(単位：100万バーツ)					
		1996	1997	1998	1999	2000	2001
1	払込資本金	78,573	81,515	214,614	359,682	240,234	205,767
2	資本剰余金など準備金	24,581	24,253	9,221	12,621	10,445	10,734
3	内部留保	23,198	-69,328	-125,595	-240,502	-182,773	-67,645
2 + 3	準備金・内部留保合計	47,779	-45,075	-116,374	-227,880	-172,328	-56,911
1 + 2 + 3	資本勘定合計	126,352	36,440	98,240	131,802	67,906	148,856
4	内部留保の当期増加		-92,526	-56,267	-114,907	57,729	115,128
5	うち当期営業利益	182,400	161,730	-263,320	-181,001	-111,592	-54,320
6	うち当期その他増加		-254,256	207,053	66,094	169,321	169,448

(3) グループC		(単位：100万バーツ)					
		1996	1997	1998	1999	2000	2001
1	払込資本金	8,040	8,077	26,051	49,059	62,280	62,280
2	資本剰余金など準備金	2,984	9,763	9,107	11,132	14,790	14,706
3	内部留保	6,351	4,601	-16,598	-38,000	-57,684	-61,818
2 + 3	準備金・内部留保合計	9,335	14,364	-7,491	-26,868	-42,894	-47,112
1 + 2 + 3	資本勘定合計	17,375	22,440	18,560	22,191	19,386	15,168
4	内部留保の当期増加		-1,751	-21,198	-21,403	-19,684	-4,134
5	うち当期営業利益	43,015	31,387	-38,191	-46,388	-75,630	4,224
6	うち当期その他増加		-33,138	16,993	24,985	55,946	-8,357

(注) 2001年は6月末の数値、営業利益については年率換算値。

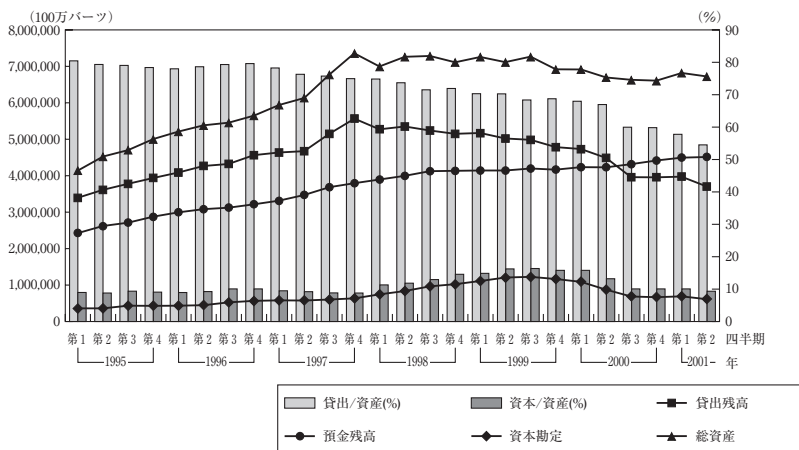
(出所) Listed Company Info, *Stock Exchange Market of Thailand* 各年版より計算。

的に資本金の3分の2程度を取り崩している状態にある(4)。2001年上半年期には資本はかなりの程度回復しているが、業務活動については、2001年上半年期の現在で、営業損失は高いレベルで続いており、回復の方向には未だない。

グループCの銀行も、外資の買収の過程で資本金が大きく積み増されたものの、取り崩しの水準はすでに1998年の段階で実質的に資本金にまで及んでおり(4)、1999年、2000年に大規模な増資が行われ資本金が増加しているにもかかわらず、2001年上半年期現在で実質的には資本の4分の3が不良債権の償却によって浸食される状態にある。営業利益については2000年まで赤字幅が広がっていたが、2001年上半年期には営業利益を計上するまでに回復している。しかしその水準はきわめて小さく、引当て原資の不足が懸念される状況である。

上のような不良債権処理過程での銀行のバランスシートの悪化を背景に、金融システム全体としても金融仲介機能の低下が続いている。図2は商業銀行の総資産、貸出および預金の推移をみたものである。銀行の総資産は1997

図2 銀行貸出、預金および資本



(出所) Bank of Thailand, *Quarterly Bulletin*.

年半ばの危機以降ほぼ横這いに推移している。負債・資本サイドからみれば、借入の減少に対して、預金が着実に増加しており⁽⁴⁾、資本の増減と併せて相殺されていることによる。一方、貸出は、危機以降傾向的に減少しており、とりわけ不良債権を大規模にAMCへ移管した時期に低下が著しい。貸出の減少は不良債権の償却によるものであり、この過程で、新規の貸出は低位にとどまっているようにみられる。

表2によって銀行の資金供給の状況をグループ別に分解してみよう。これによると運用資産と貸出の低下は全グループに共通したものであるが、とりわけグループA、Bの銀行において著しいことがわかる。上位行と政府管理銀行が不良債権の償却を強く進めている結果であると考えられ、金融活動の収縮が不良債権処理を原因とするものであることが確認でき、しかもそれが2001年上半年期の段階でも底打ちしていないことが示されている。

それではこうした貸出の低下はどの産業分野に強く影響を与えているか。表3によって産業別貸出をみてみると、金融部門への貸出比率が2000年に急増している。これは各部門の不良債権をAMCへ移管した結果であると考え

表2 グループの貸出、運用資産

(単位:100万バツツ,%)

		1996	1997	1998	1999	2000	2001
グループA	貸出	2,600,983	2,779,662	2,538,913	2,305,515	2,240,479	2,201,797
	対総資産比率	84.2	76.6	72.2	68.4	64.3	61.9
	運用資産	2,788,746	2,946,885	2,785,939	2,691,789	2,684,115	2,705,651
	対総資産比率	90.2	81.2	79.2	79.8	77.1	76.0
グループB	貸出	1,412,177	1,542,878	1,270,651	1,240,443	845,780	741,556
	対総資産比率	84.9	85.4	77.5	72.1	49.8	40.0
	運用資産	1,501,873	1,599,407	1,350,319	1,350,206	945,571	849,929
	対総資産比率	90.3	88.6	82.4	78.5	55.6	45.8
グループC	貸出	263,873	307,352	272,056	245,752	231,880	231,339
	対総資産比率	85.0	84.8	76.3	74.9	73.6	72.3
	運用資産	285,233	322,052	308,134	287,039	262,901	260,849
	対総資産比率	91.9	88.9	86.4	87.5	83.4	81.5

(注) 2001年は6月末の数値、年率換算値。

(出所) Listed Company Info, *Stock Exchange Market of Thailand* 各年版より計算。

表3 商業銀行産業別貸出比率

(%)

	1996		1997		1998		1999		2000		2001
	6月	12月	6月	12月	6月	12月	6月	12月	6月	12月	6月
農業	3.42	3.38	3.10	2.67	2.65	2.80	2.65	2.63	2.61	2.62	2.39
鉱業	0.48	0.50	0.66	0.59	0.64	0.62	0.61	0.57	0.50	0.48	0.39
製造業	26.84	27.05	27.55	30.90	30.99	30.66	30.69	30.06	30.22	28.68	27.17
建設業	4.60	4.87	4.90	4.51	4.53	4.71	4.64	4.35	4.20	3.54	3.42
貿易業・流通業	25.12	24.97	25.59	23.62	23.10	23.55	23.33	22.19	22.10	20.10	18.41
卸売・小売	17.78	17.92	18.64	17.13	16.79	16.56	16.50	15.34	15.41	14.26	13.16
輸出業	4.16	4.04	3.95	3.61	3.32	3.32	3.16	3.03	2.98	2.76	2.56
輸入業	3.18	3.02	3.00	2.88	2.98	3.67	3.67	3.82	3.71	3.09	2.70
銀行業・その他金融業	7.55	7.11	6.53	8.04	7.15	5.03	4.80	7.64	7.76	14.50	20.17
不動産業	9.08	8.78	8.29	8.09	9.20	9.66	10.40	10.02	9.68	7.37	6.64
公益事業	2.78	2.94	2.93	3.25	3.36	3.62	3.89	3.98	4.08	4.80	4.54
サービス業	7.86	7.78	7.79	7.56	7.66	7.99	7.88	7.51	7.57	6.80	6.35
個人消費部門	12.26	12.62	12.65	10.77	10.72	11.36	11.11	11.05	11.28	11.11	10.51

(出所) Bank of Thailand, *Quarterly Bulletin*.

られる。その見合いとして縮小している産業分野は、停滞部門の建設業、不動産業にかぎらず、比較的好調な製造業にも及ぶものであることがみてとれる。製造業への貸出比率は、1997年まで長期にわたって上昇傾向にあったものが危機以降横這いとなり、2000年に入って大幅な減少に転じている。貸出総額は低下していることから、製造業企業から銀行貸出が急速に引き上げられている現状が明らかであろう。

総じて2000年末時点では、不良債権の処理によって貸出が減少する一方、新規の貸出が十分に行われておらず、とりわけ実物部門を牽引している製造業においてそれが著しい。このことは、銀行は不良債権処理のなかで、収益性の高い部門に資本を仲介するという、本来の金融仲介機能を回復させる状況には未だないことを意味している。

3. 銀行の収益構造と見えてこない将来戦略

それでは、銀行は底の見えない不良債権処理と再構築の過程でどのような

経営戦略を模索しているのだろうか。経費の圧縮と伝統的な貸出業務への回帰によって収益性の改善を目指しているのであろうか。あるいは証券市場にかかわるような投資銀行業務への展開を指向しているのか。そしてそれらは効果を上げているのか否か。この点を検討するために銀行の収益構造を観察してみる。表4は銀行の収益構造を各行の損益決算書から計算し、グループごとに集計したものである。最初に利潤に着目すると、不良債権への貸倒引当て前の営業利益は2000年の時点でグループAの銀行がプラス、グループB、Cの銀行がマイナスであり、2001年上半年期に入ってグループCがわずかにプラスに転じた状態にすぎない。全体として銀行はいわゆる「本業」についての収益性をかろうじて回復する段階にあり、今後の不良債権償却の必要を考えると、償却原資の調達は予断を許さない状況にある。

収益性の問題を経費の側面からみると、1998年以降断続的に進められている人員の削減⁽⁵⁾、支店の統廃合などの経費削減は明確な効果として表れてはいないことがわかる。グループA、Bでは経費率は1999年を境に微減傾向にあるが、そのなかの人件費率については横這いかやや上昇している。グループCでは経費率は上昇傾向にあり、人件費率も上昇している。物件費については、すべてのグループで横這いか微増しており、これは後述するように、支店の削減が比較的小規模にとどまっていることと関係している。経費率の上昇は、経営面からの経費の削減への努力が、不良債権処理にともなう営業規模（運用資産）の著しい縮小によって相殺されてしまっていて、収益性に対して今のところ大きな効果をもたらしていないことを示している。

次に、銀行業の業態変化は進んでいるのかどうかについて、表5によって収入の構造からみてみよう。危機以降、総収入は著しく縮小している。減少は利子収入、非利子収入の双方において生じているが、利子収入の縮小の方がより著しい。これは不良債権の処理過程にあって貸出が低下していること、および金利の低下によるものであろう。これに対し、非利子収入の減少は比較的軽微にとどまっており、その結果、非利子収入の総収入に対する比率が高まって見える。一見すると非貸出業務が相対的に拡大しているように感じ

表4 商業銀行の収益構造

(1) グループA		(総資産に対する比率%)				
	1996	1997	1998	1999	2000	2001
総収入	11.39	11.82	10.41	6.96	6.08	5.65
利子支出	6.89	7.33	8.15	4.91	3.51	3.00
非利子支出 (経費)	1.94	2.22	2.72	2.53	2.17	2.15
人件費	0.83	0.81	0.62	0.75	0.70	0.70
物件費	0.36	0.38	0.35	0.39	0.38	0.39
管理費その他	0.76	1.03	1.75	1.40	1.09	1.06
営業利益	2.56	2.27	-0.46	-0.48	0.40	0.50
不良債権引当て	0.31	1.72	2.41	4.97	3.04	0.34
引当て後利益	2.25	0.55	-2.87	-5.45	-2.64	0.16

(2) グループB		(総資産に対する比率%)				
	1996	1997	1998	1999	2000	2001
総収入	10.16	10.69	9.03	4.28	4.06	3.78
利子支出	7.32	8.50	11.75	4.69	3.60	2.56
非利子支出 (経費)	1.83	2.10	4.23	2.83	2.47	2.29
人件費	0.74	0.78	0.89	0.58	0.63	0.59
物件費	0.33	0.33	0.44	0.40	0.36	0.31
管理費その他	0.77	0.99	2.91	1.85	1.48	1.38
営業利益	1.01	0.09	-6.95	-3.23	-2.02	-1.07
不良債権引当て	2.14	4.56	15.60	-2.24	0.79	1.42
引当て後利益	-1.14	-4.47	-22.55	-0.99	-2.81	-2.48

(3) グループC		(総資産に対する比率%)				
	1996	1997	1998	1999	2000	2001
総収入	10.86	11.81	12.37	6.80	5.83	6.01
利子支出	7.13	8.24	10.94	5.06	3.38	2.84
非利子支出 (経費)	1.81	2.31	2.94	4.14	7.07	3.09
人件費	0.83	0.78	0.73	1.09	1.10	1.14
物件費	0.33	0.33	0.48	0.54	0.51	0.56
管理費その他	0.64	1.20	1.73	2.52	5.46	1.39
営業利益	1.92	1.26	-1.51	-2.40	-4.61	0.07
不良債権引当て	0.31	1.40	4.94	4.31	0.40	2.18
引当て後利益	1.61	-0.14	-6.46	-6.71	-5.01	-2.11

(注) グループB, 1999年の不良債権引当てがマイナスとなっているのは, Laem Thong Bank-Rathanasin Bankの数値である。引き継ぎにともなう会計処理と推察される。

(出所) Listed Company Info, Security Exchange of Thailand 各年版より。

表5 商業銀行収入構造

(%)

	1996	1997	1998	1999	2000	2001
グループA						
利子収入／総資産	9.73	11.51	10.04	4.35	5.38	5.09
非利子収入／総資産	0.95	1.29	1.24	0.74	1.07	1.03
非利子収入／総収入	8.87	10.07	10.74	13.93	15.99	16.61
グループB						
利子収入／総資産	8.62	10.08	8.18	3.89	3.45	3.12
非利子収入／総資産	0.73	0.75	0.10	0.62	0.55	0.88
非利子収入／総収入	7.75	5.86	0.98	12.51	13.94	20.15
グループC						
利子収入／総資産	9.62	12.38	12.72	4.44	4.99	5.00
非利子収入／総資産	0.79	0.75	0.86	0.62	0.53	0.86
非利子収入／総収入	7.67	5.68	6.48	11.62	9.69	14.61

(注) 2001年は6月末の数値、年率換算値。

(出所) Listed Company Info, *Stock Exchange Market of Thailand* 各年版より計算。

られるが、これは上のように減少幅の違いの結果生じたものであり、新しい経営戦略へのシフトを意味するものではない。上位行における外国人保有株式の増加、下位行の外資買収により業務形態の変化が予想されるが、現状ではそれらは現れてきていない。とくに、証券市場の活性化に対応した投資銀行業務の強化といった傾向は、財務面からは確認できない⁽⁶⁾。

最後に、銀行の支店展開 (Branch Banking) の変化を観察しよう。表6は商業銀行各行の支店数の推移をまとめたものである。金融危機以降、商業銀行の支店数は減少に転じ、その傾向は現在も続いている。しかし、全体として支店の統廃合はきわめて緩やかである。グループAは支店数をほぼ横這いで維持しており、バンコク内についてはむしろ支店を増やす傾向がある。グループCは比較的大規模な支店の削減を行っているが、そのほとんどは地方支店であり、グループAと同様にバンコクへの集中度をより高める傾向がある。支店展開についても、収益性が低いと思われる地方の支店を閉鎖し、バンコクに集中するという一般的傾向が確認される程度で、いずれの銀行につ

表6 銀行支店数の推移

	1999			2000			2001/9		
	バンコク	合 計	バンコク 支店比率	バンコク	合 計	バンコク 支店比率	バンコク	合 計	バンコク 支店比率
Bangkok Bank	128	526	24.3%	141	547	25.8%	146	562	26.0%
Siam Commercial Bank	148	496	29.8%	143	478	29.9%	143	476	30.0%
Thai Farmers Bank	158	533	29.6%	158	532	29.7%	158	530	29.8%
Thai Military Bank	111	361	30.7%	113	363	31.1%	115	365	31.5%
Bank of Ayudhya	134	418	32.1%	133	418	31.8%	130	403	32.3%
グループA小計	679	2,334	29.1%	688	2,338	29.4%	692	2,336	29.6%
Bangkok Metropolitan Bank	65	177	36.7%	65	177	36.7%	65	177	36.7%
Krung Thai Bank	150	643	23.3%	143	617	23.2%	144	618	23.3%
Bankthai	45	116	38.8%	46	78	59.0%	47	78	60.3%
UOB Radanasin Bank	31	68	45.6%	31	68	45.6%	23	50	46.0%
Siam City Bank	64	211	30.3%	64	211	30.3%	63	210	30.0%
グループB小計	355	1,215	29.2%	349	1,151	30.3%	342	1,133	30.2%
Bank of Asia	64	121	52.9%	70	128	54.7%	71	118	60.2%
DBS Thai Danu Bank	43	95	45.3%	33	62	53.2%	33	62	53.2%
Standard Chartered Nakornthon Bank	38	67	56.7%	39	67	58.2%	32	44	72.7%
グループC小計	145	283	51.2%	142	257	55.3%	136	224	60.7%
総 計	1,179	3,832	30.8%	1,179	3,746	31.5%	1,170	3,693	31.7%

(出所) Bank of Thailand.

いても経営戦略の抜本的な転換がとられているようにはみられない。

銀行部門についての観察をまとめよう。危機以降、グループA、グループCの各行へは外資が参加し、ガバナンス構造の変化による経営の抜本的な改革が期待されている。また、証券市場の活性化にともなう銀行のあり方が議論されている。しかし、財務面をみるかぎり、商業銀行のこのような方向への動きは全く看取できないのが現状である。銀行は当面、不良債権の処理による伝統的な貸出業務による収益の回復を急務としており、しかもそれは道半ばである。人員、支店などの削減も経費には大きな効果をもたらしてはいない。全体としていえば、新しい経営体制による将来戦略がどのようなものであれ、実体面からは具体的な成果としてはそれらはほとんど現れてきていないのが現状である。

第3節 コーポレート・ファイナンスの構造変化

1. 観察対象とタイ製造業における一般的特徴

前節でみたとおり、金融システムは危機以後の4年を経た2001年半ばで、未だ金融仲介機能を回復するにはいたっていない。では、こうした金融の機能不全に際して、製造業企業はどのような方法によって対処しているのだろうか。本節では金融危機以後のタイ製造業主要企業におけるコーポレート・ファイナンスの構造変化を検討することによってこの点を明らかにしたい。分析の対象は、前述のとおりデータ入手が可能であった非上場および上場の製造業企業の1999年までの数値である。サンプル企業については補論を参照されたい。

表7は全サンプル企業の資本構成の概要を上場企業、非上場企業の別にまとめたものである。時期区分は金融環境の変化とデータの整合性に沿って1991～94年の好況期、1995～96年の変調期、1997～99年の危機以降の3期に

表7 全サンプルにおける資本構成の変化

(1) 非上場企業

	1991～94	1995～96	1997～99
サンプル数		72	77
1 負債比率		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%
対関連企業投融資		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

(2) 上場企業

	1991～94	1995～96	1997～99
サンプル数	79～98	98	84～87
1 負債比率	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%
対関連企業投融資	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

(注) 総資産に対する比率。

(出所) 補論参照。

分けて整理している⁽⁷⁾。また、表8は企業の上場前後2年間の資本構成の変化をみたものである。表7から、上場企業と非上場企業を静学的に比較すると、以下の4点が指摘できる。第1に全般的に負債比率は非上場企業においてより高い。上場企業では資本剰余金と内部留保が大きく、これらが資本比率を高めている要素である⁽⁸⁾。

第2に、上場企業の資本比率の高さは、資本金それ自体よりは上場時に取得した資本剰余金などによるものが大きい。表8によると企業は上場とともに資本剰余金を拡大させ、資本比率を高める傾向がはっきり確認できる。このことは逆にいえば、企業は危機以前の時期には株式公開によってかなりのキャッシュ・フローを手にしており、株式公開が一種の資金調達的手段として機能していたことがうかがわれる。

第3に、上場企業は負債比率が低いにもかかわらず、銀行借入比率はむしろ高い。さらに金融危機以降で、銀行借入比率の格差は広がり、上場企業の

表8 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 負債比率	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%
対関連企業投融資	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、危機(1997年)以前である。

(出所) 補論参照。

銀行借入への依存が相対的に強まっている。表8からも上場の年の前後で銀行借入比率はほとんど横這いであることが確認できる。負債比率が大幅に低下していることから、負債のなかで銀行借入の比重は増加していることになる。企業の株式上場は、負債比率とネガティブな関係がある一方で、銀行借入とはむしろポジティブな相関をもっているのである。

第4に、子会社・関連会社間における信用などの、内部金融市場による資金関係がかなりの程度存在する。表では企業グループ内の信用規模の指標として負債項目に明記された「関連企業借入」(“Borrowing from Affiliated and Related Companies”)と、買掛金、支払い手形などを含んだ「企業間信用」の2通りの指標をとって観察している。後者は、取引先企業からの信用といったグループ内での内部金融市場の範疇からはずれる負債も含んでしまう難点があるが、前者が捉えることのできないグループ企業間の買掛金などを含んだものとしての参考である。両者を観察するとこれらが共に非上場企業において相対的に高く、上場企業において低いことが明瞭である。上場前後の変化をみても、関連企業借入が上場直後から低下することがみてとれる。他面、上場企業は子会社・関連会社への投融資がきわめて高い。すなわち、タイ企業の資金調達においては、内部金融市場を通じた調達がかなりの比重にのぼり、そのなかで上場企業は資金の出し手で、非上場企業は受け手となっている。大雑把に言って、上場企業によって調達された資金が内部金融市場を通じて非上場企業に移転されている傾向を指摘しうる。

金融危機以後の全般的な変化については以下のものである。金融危機後、事業の損失部分は内部留保にマイナスをつけることで積み増されている。実質的には資本の取り崩しが行われていることになるが、内部留保のマイナス値は1999年段階では資本剰余金を上回る水準にはなっておらず資本の劣化は払込資本金の浸食にまで至っていない。しかしいずれにせよこのような資本の取り崩しの結果、上場・非上場企業ともバランスシート上の負債比率は上昇する形となっている。負債のなかで銀行借入については上場・非上場企業とも比率が上昇しているが、前述のとおりこれはとくに後者で顕著である。

また、危機以後、関連企業借入、企業間信用が上昇する傾向がある一方、上場企業では社債による調達が行われはじめている。

2. 製造業財閥系企業の対応

それでは、金融危機以後の銀行業の金融仲介機能の停滞に対応して、製造業を担う財閥企業、外資系企業がどのような対応をとってきたか、企業の属性別に考えていきたい。最初に製造業を中心に成長を遂げてきた製造業財閥 (Industrial Group, Suehiro [1989: ch. 7]) をみてみよう。ここでは、データの利用可能性に鑑み、サハユニオン・グループとサイアムセメント・グループをとりあげる⁽⁹⁾。

(1) サハユニオンのケース

サハユニオン・グループは、事業兼持株会社であるサハユニオン社を中核とする企業グループである。サハユニオン社 (Saha Union PLC) は1972年に設立され、次々と傘下企業を設立しながら、繊維、ケミカル・シューズなどの軽工業品を基幹として急成長を遂げ、1980年代末にはタイを代表する製造業グループとなった。主要生産品が示すように、同グループは伝統的に輸出部門に大きな比重をもっており、1990年代に入り、家電製品、コンピュータなどへの多角化が試みられている。同グループは証券市場への上場に非常に積極的であり、中核会社のサハユニオン社はタイ証券取引所が設立された1975年にただちに上場され、また、グループ関連会社の多くも上場企業となっている。

表9はサハユニオン社 (Saha Union PLC) とグループ子会社・関連会社の一部の資本構成をまとめたものである。これによると、内部留保の増加が示唆するように、グループの事業自体は危機後もきわめて順調に収益をあげているようにみられる。1999年の実物経済の回復は輸出を主導としたものであったが、サハユニオン・グループの事業分野の好調とこの点は整合的であ

表9 サハユニオン・グループ企業における資本構成の変化

(1) Saha Union Plc

	1991～94	1995～96	1997～99
1 負債比率	39.2%	40.5%	47.4%
2 銀行借入	21.7%	27.3%	26.8%
3 関連企業借入	2.3%	2.2%	7.5%
4 社債	0.0%	0.0%	0.0%
5 その他負債	15.2%	11.0%	13.1%
6 資本勘定	60.8%	59.5%	52.6%
7 払込資本金	24.7%	21.1%	18.3%
8 内部留保	19.1%	20.3%	20.9%
9 資本剰余金その他	17.1%	18.1%	13.4%
対関連企業投融資	55.4%	66.1%	70.3%
企業間信用 (3 + 5)	17.4%	13.2%	20.6%
レバレッジ (1/6)	0.6	0.7	0.9

(2) サハユニオン関連会社 (上場企業)

	1991～94	1995～96	1997～99
サンプル数	4	4	4
1 負債比率	44.3%	43.3%	36.5%
2 銀行借入	11.4%	12.4%	6.5%
3 関連企業借入	7.2%	7.8%	2.1%
4 社債	0.0%	0.0%	0.0%
5 その他負債	25.8%	23.1%	27.9%
6 資本勘定	55.7%	56.7%	63.5%
7 払込資本金	24.7%	26.3%	25.7%
8 内部留保	20.7%	23.7%	30.3%
9 資本剰余金その他	10.2%	6.8%	7.5%
対関連企業投融資	4.6%	11.9%	9.4%
企業間信用 (3 + 5)	33.0%	30.9%	30.0%
レバレッジ (1/6)	0.8	0.8	0.6

(注) (1) サハユニオン・グループ子会社・関連会社は以下のとおり。

Pan Asia Footware PLC.

Union Footware PLC.

Union Pioneer Fabric PLC.

Union Textile Industries PLC.

(2) 中核会社、関連会社ともいずれの時期においても、社債の比率はゼロである。

(出所) 補論参照。

る。中核会社であるサハユニオン社を観察すると、同社はもともと総資産の50%以上を子会社・関連会社への投融資に向けており、グループに対する持株・金融機能をもっている。一方で、サハユニオン社、子会社・関連会社とも銀行借入比率が非常に小さく、危機以前から内部金融市場に依存した資金調達構造をもっていることが確認できる。

金融危機以降、同社は負債比率を上昇させ、銀行借入を維持し、そして関連企業借入の比率を上昇させる傾向がある。このような資金調達の維持を背景に、子会社・関連会社への投融資を総資産の70%の水準まで高め、中核会社としての金融機能を強化する傾向にある。一方、子会社・関連会社では負債比率、銀行借入比率が急激に低下しており、金融仲介機能の後退による銀行貸出の収縮のインパクトを強く受けている。それを補っているのは主に内部留保であり、自己金融への依存を強める傾向にある。また同時に関連企業借入の水準を維持している⁽¹⁰⁾。グループの子会社・関連会社は自己金融と内部金融市場を利用した資金調達を強化することで資金を確保していることがうかがわれる。

(2) サイアムセメントのケース

サイアムセメント・グループはタイ最大の製造業グループである。サイアムセメント社 (Siam Cement PLC) は1913年に設立され、戦前、戦後を通じてセメント、煉瓦を中心とする建築資材を主な産業分野として成長を遂げてきた。1970年半ば以降、同グループはさまざまな建築素材、製紙、プラスチックなどの素材部門に多角化している。このように、サイアムセメント・グループの産業分野は伝統的には国内向け素材部門であり、その点でサハユニオン・グループとは伝統的性格が大きく異なっている。1990年代に入り、同グループはさらに家電製品、自動車部品などへの多角化をはかったが、金融危機以後は、グループ事業を見なおし、セメント、石油化学、製紙などの伝統的な中核部門に経営資源を集中する形に再編が試みられている。

サイアムセメント社は王室によって設立され、現在でも王室財産管理局が

最大株主であることはよく知られているが、公開企業としても1975年のタイ証券取引所の設置と同時に上場した長い伝統をもつ会社である。ただし、サハユニオン社と異なり子会社・関連会社は非上場にとどまる傾向が強い。危機以後、同社は大幅な事業再編を行っており、1999年1月にはサイアムセメント社はセメント事業をSiam Cement Industry Co., Ltdに移管し、持株会社としての性格を強めている（本書第2章参照）。

表10はサイアムセメント社と子会社・関連会社の資本構成をまとめたものである。前者については2000年の数値も揃えたうえで、危機以後の時期を事業再編（1999年1月）の前後で二つに分けて示してある。

まず危機以前を基準に観察してみよう。サイアムセメント社は負債および銀行借入の比率が上場企業としてはきわめて高く、銀行借入によって資金を調達しながら、総資産の40～50%程度を関連会社への投融資に振り向けている。中核会社によって調達された資金が企業間信用によって子会社・関連会社に移転されている点は、サハユニオン・グループと共通している。子会社・関連会社については非上場企業としては銀行借入に強く依存し、内部留保が相対的に小さい調達構造となっている。

金融危機以降、子会社・関連会社は内部留保がマイナスに陥っており、収益の悪化が示唆されている。これは、サイアムセメント・グループの関連事業がサハユニオン・グループと異なり内需向けの製品に比重があり、危機以前のセメント事業関連の過剰設備と危機以後の建設不況の影響を大きく受けていることによる。そうしたなかで、子会社・関連会社は銀行借入を低下させており、金融収縮の過程で銀行貸出が引き揚げられる事態が典型的に現れている。これらの企業は関連企業借入への依存を強めている。一方、サイアムセメント社本体については、1999年の事業再編以降、社債による資金調達に比重を大きく移し、銀行借入への依存から脱却しつつある。また、持株会社化もあって、対関連企業投融資を急増させている。同社は、銀行貸出市場、証券市場からの資金調達を行って、その資金をグループ会社に供給するという、金融的な機能を強めつつある。同グループにおいても、やはり銀行の機

表10 サイアムセメントグループにおける資本構成の変化

(1) Siam Cement PLC

	1991～94	1995～96	1997～98	1999～2000
1 負債比率	70.4%	78.2%	82.8%	79.8%
2 銀行借入	61.6%	71.7%	73.6%	36.2%
3 関連企業借入	0.0%	0.0%	6.4%	3.3%
4 社債	0.0%	0.0%	0.0%	38.4%
5 その他負債	8.7%	6.6%	2.8%	40.4%
6 資本勘定	29.6%	21.8%	17.2%	20.2%
7 払込資本金	2.6%	1.5%	0.7%	0.7%
8 内部留保	26.9%	20.2%	-4.8%	0.4%
9 資本剰余金その他	0.1%	0.0%	21.3%	19.1%
対関連企業投融资	43.5%	54.7%	48.3%	87.1%
企業間信用 (3 + 5)	8.7%	6.6%	9.2%	5.2%
レバレッジ (1/6)	2.4	3.6	4.8	3.9

(2) サイアムセメント子会社・関連会社 (非上場企業)

	1991～94	1995～96	1997～98	1999
サンプル数		6	6	6
1 負債比率		65.9%	78.7%	63.7%
2 銀行借入		43.1%	50.2%	21.1%
3 関連企業借入		12.2%	13.0%	16.7%
4 社債		0.0%	0.0%	0.0%
5 その他負債		10.5%	15.6%	25.9%
6 資本勘定		34.1%	21.3%	36.3%
7 払込資本金		13.4%	12.8%	15.7%
8 内部留保		1.8%	-1.8%	-2.2%
9 資本剰余金その他		18.9%	10.3%	22.7%
対関連企業投融资		3.9%	6.5%	7.9%
企業間信用 (3 + 5)		22.7%	7.9%	10.8%
レバレッジ (1/6)		1.9	3.7	1.8

(注) サイアムセメント・グループ子会社・関連会社は以下のとおり。

Siam Kraft Industry Co., Ltd.

Siam Toyota Manufacturing Co., Ltd.

Thai Ceramic Co., Ltd.

Thai CRT Co., Ltd.

Thai Paper Co., Ltd.

Thai Polypropylene Co., Ltd.

(出所) 補論参照。

能不全に対応して、内部金融市場の強化が進んでいるとみることができよう。

二つのケースが語るように、製造業財閥グループは、金融危機以後、各事業会社が銀行借入の減少に直面し、これに対応して、従来から強くもっていたグループ内の内部金融市場に対する依存をより強めている。

3. 金融コングロマリット系企業

タイの金融コングロマリットは金融、不動産、流通業を中心としながらも、工業化の進む1980年代半ばから、製造業へのかかわりを深めてきた。グループ中核会社である銀行本体が大きな再編の波に襲われ、また金融仲介機能が停滞しているなか、これらの銀行グループの製造業企業がどのような資金状況にあるのかを把握するため、ここではバンコク銀行グループの一部企業を例にとって観察したい。

表11はバンコク銀行グループの子会社・関連会社3社の資本構成をまとめたものである⁽¹¹⁾。金融危機以前の特徴として、上場企業にしては銀行借入比率はむしろ低く、企業間信用の比率の高いことが指摘できよう。

金融危機後、これら企業の内部留保はマイナスで急減しており、3社とも輸出部門である繊維業関連の企業であるにもかかわらず、著しく収益が悪化していることが示されている。資本の内訳をみると、危機以後の過程で、増資とみられる資本金と資本剰余金の補充に努めていることがうかがわれるが、内部留保の損失はそうして調達された資本剰余金を上回り、払込資本金を取り崩す水準にまで至っている。このような資本勘定の悪化に対して、負債比率が著しく大きくなり、銀行借入と企業間信用への依存が強まっている。収益の悪化のなかで銀行借入が増加する傾向は製造業財閥系企業グループとは正反対の動きである。これら企業は、収益の悪化のなかで在来的な内部金融市場による調達を強化しつつ、中核会社であるバンコク銀行への資金調達面での依存を深めることで対処していることが看取できる。

表11 バンコク銀行グループ子会社・関連会社

	1991～94	1995～96	1997～99
1 負債比率	49.5%	53.3%	80.2%
2 銀行借入	30.4%	33.7%	47.5%
3 関連企業借入	1.9%	2.5%	2.2%
4 社債	0.0%	0.0%	0.0%
5 その他負債	17.3%	17.1%	30.5%
6 資本勘定	50.5%	46.7%	19.8%
7 払込資本金	24.9%	30.8%	36.4%
8 内部留保	19.8%	10.0%	-28.4%
9 資本剰余金その他	5.7%	5.9%	11.8%
対関連企業投融資	0.3%	0.5%	0.5%
企業間信用 (3 + 5)	19.2%	19.6%	32.7%
レバレッジ (1/6)	1.0	1.1	4.0

(注) 対象としたバンコク銀行グループ子会社・関連会社は以下のとおり。

Thai Durable Textile PLC.

Thai Melon Polyester PLC.

Union Textile Industries PLC.

(出所) 補論参照。

4. 外資系企業

外資系企業はタイの製造業で非常に大きな比重を占める。危機以前、外資系企業の一部は積極的に証券取引所に上場し公開企業化するものがある一方で、直接投資元の親会社との資本関係を重視し、非上場にとどまるものもあった。ここでは、上場と非上場の2種類に分け、観察してみたい。なお、ここでいう外資系企業の定義は、外国企業出資比率が20%以上の企業のことである。

(1) 外資系非上場企業

表12をみると、非上場の外資系企業は、一般の企業と比較して負債比率、

表12 外資系企業における資本構成の変化

(1) 非上場企業

	1990～94	1995～96	1997～99
サンプル数		28～29	29
1 負債比率		60.8%	67.7%
2 銀行借入		29.9%	38.6%
3 関連企業借入		11.4%	4.5%
5 その他負債		19.4%	24.6%
6 資本勘定		39.2%	32.3%
7 払込資本金		17.4%	18.2%
8 内部留保		4.8%	-2.3%
9 資本剰余金その他		17.1%	16.4%
対関連企業投融资		4.8%	6.5%
企業間信用 (3 + 5)		30.9%	29.1%
レバレッジ (1/6)		1.5	2.1

(2) 上場企業

	1990～94	1995～96	1997～99
サンプル数	17～21	22	21
1 負債比率	53.8%	57.0%	66.4%
2 銀行借入	36.8%	42.8%	45.8%
3 関連企業借入	5.0%	1.4%	1.6%
4 社債	0.0%	0.0%	2.4%
5 その他負債	12.0%	12.8%	19.0%
6 資本勘定	46.2%	43.0%	33.6%
7 払込資本金	18.5%	15.8%	17.1%
8 内部留保	14.7%	12.0%	-5.0%
9 資本剰余金その他	13.0%	15.3%	21.4%
対関連企業投融资	14.2%	18.5%	15.9%
企業間信用 (3 + 5)	17.0%	14.2%	20.6%
レバレッジ (1/6)	1.2	1.3	2.0

(出所) 補論参照。

銀行借入比率ともやや低めである。1995～96年の時期では関連企業借入の比率がやや大きく、親会社との企業間信用があることをうかがわせる。内部留保はそれほど大きくはないが、正の水準を維持している。

金融危機以後、全般的に収益は悪化しており、内部留保がマイナスとなっている。ただし、これによる負債比率の上昇および銀行借入への依存の強まりは、非上場企業一般の傾向とかわらない。海外親会社の存在を考慮すれば、危機への対処として内部金融市場への依存、すなわち親会社との企業間信用のチャンネルを拡大するという形の対処が進められることが予想されるが、そうした形跡は認められなかった。

(2) 外資系上場企業

表12に明らかなように、危機以前には、外資系の上場企業における資本構成の構造は一般の上場企業と大差なかった。ただ唯一の点として、表13にあるように、上場の前後での資本勘定の変化は比較的小さいことを指摘しうる。このことは危機以前、外資系企業の上場行動は新規上場による資金調達の側面は比較的小さく、これらの企業の上場動機が一般の企業ほどには上場時のキャッシュ・フローの獲得にはなかったことを示唆している。

金融危機後、内部留保の低下にみられるように収益は明らかに悪化している。しかし、内部留保の低下にもかかわらず、負債比率の低下は上場企業一般と比較して限定的である。これは銀行借入を維持する一方、増資によって資本剰余金をより多く獲得することで資金を確保していることによるものであり、また損失がその程度の範囲にとどまっていることも同時に示唆している。外資系上場企業は、危機以前に上場により比較的多くの資金調達手段を確保し、市場を通じた資金調達を十分に利用することによって、金融危機以後の金融システムの機能不全に対処しているといえることができる。

地場系財閥のコーポレート・ファイナンスは、製造業系財閥についても、金融コングロマリットについても、金融危機以後の銀行業の機能不全に対応して、危機以前から備えていた構造や方向性をより進展・強化させる形での

表13 外資系企業の上場の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	7	8	8	7	8
1 負債比率	68.5%	54.5%	49.8%	53.6%	50.4%
2 銀行借入	32.4%	31.5%	39.1%	36.0%	35.2%
3 関連企業借入	8.8%	7.7%	2.5%	1.5%	2.4%
4 社債	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
5 その他負債	27.2%	15.3%	8.2%	16.0%	12.9%
6 資本勘定	31.5%	45.5%	50.2%	46.4%	49.6%
7 払込資本金	22.8%	28.8%	28.0%	20.6%	17.1%
8 内部留保	4.8%	4.8%	4.5%	8.5%	14.3%
9 資本剰余金その他	3.9%	11.8%	17.7%	17.4%	18.1%
対関連企業投融資	9.0%	5.3%	5.9%	11.1%	10.0%
企業間信用 (3 + 5)	36.1%	23.0%	10.7%	17.6%	15.2%
レバレッジ (1/6)	2.2	1.2	1.0	1.2	1.0

(注) サンプル企業はすべて、危機 (1997年) 以前である。

(出所) 補論参照。

企業側の対応である点で、共通していた。これに対し外資系企業は、金融危機後に逆に銀行貸出の安定的な受け手となり、上場企業は資本市場の利用も含めた、通常の意味での市場取引への依存を強めつつある。

5. まとめ

本節の観察をまとめよう。観察は、銀行の資金仲介機能の後退がコーポレート・ファイナンスに与える影響にはかなりの偏りがあることを示している。すなわち、その影響は非上場企業においては大きく、上場企業において比較的小さい。また、企業グループの特質との関係では、製造業財閥系企業グループにおいて大きく、金融コングロマリット系企業、外資系企業においては小さい。銀行の機能不全の影響を強く受け、銀行借入から相対的に強く排除された製造業財閥系企業は、従来から備えていた内部金融市場の機能を

強化することによって対処している。同様に、金融コングロマリット系企業は従来からの銀行との資金チャンネルを確保することでその影響を最小限におさえている。これに対し外資系企業は危機以後、海外親会社との資金関係を弱め、銀行貸出市場、証券市場の両面の資金調達をひろげている。

第5節 結論

ここまでの観察から、タイ金融システムの現状に対する短期的視点、中長期的視点の両面からの評価を試みてみよう。まず、短期的視点からの評価である。金融機関は現在でも不良債権処理の過程のまっただ中にあり、不良債権総額は低下してきたとはいえさらなる償却原資の調達が予断を許さない状況となっている。そのなかで金融機関の仲介能力は後退しており、金融部門の貸出状況、各銀行の収益構造のいずれの面からも、現状では回復の方向は緒についたばかりである。

そうしたなかで、国内の製造業企業は危機以前に備えていた伝統的な資金調達構造を強化することで、これに対処している。すなわち、製造業財閥系企業は中核会社を中心とする内部金融市場の機能を強化し、金融コングロマリット系企業は銀行からの資金チャンネルを維持している。1999年時点で、金融システムが深刻な不良債権問題を抱えていたにもかかわらず、実物部門で輸出を中心とする急回復が可能であったことの背景には、それを主導した製造業輸出部門の企業が、内部金融市場への依存の強化という伝統的な資金調達手段に回帰してキャッシュ・フローを維持しつつ、通貨切り下げによって回復した輸出競争力を生かすことができたという構造が存在する。このことが、金融の機能不全が実物経済に与えるダメージを最小限にとどめる結果となっており、これは、本章の最初で示された設問に対するひとつの答えである。

しかし、今後の工業化に対応した金融システムの再構築という中長期的な

観点からみると、現状から具体的な方向性を読みとることはできない。タイの金融システムは危機以前においても、市場を通じた金融仲介が十分に機能するものではなかった。すなわち、内部金融市場を利用した取引がかなりの比重をもち、また、証券市場は上場プレミアムの獲得の場としての機能に偏重していた。危機以後、そのような不完全な金融システムはその機能をさらに後退させている。本書第4章にあるように、銀行はガバナンス構造を急速かつ大幅に変容させたにもかかわらず、経営戦略の面で抜本的な変化は、上位行についても、下位行についても成果としては未だ現れてはいない。企業部門が在来的な方法に回帰することで金融仲介の収縮に対処したことは、マクロ・ショックに対する経済構造の短期的な柔軟性を示すものであっても、金融システムの発展による中長期的な資金仲介効率の向上という観点からは、明らかに逆行を示す現象である。

危機以後、証券市場の活性化とその役割の強化がひとつの方策として探られてきた。ただ2000年央以降、証券市場は一貫して停滞しており、この点の評価は今のところ難しい。この問題については、まずは危機以前の時期にタイの証券市場が十分に企業の参加を獲得していたのか否か、企業の資金調達について十分な機能を果たしていたか否か、といった点についての詳細な検討が必要である。

産業構造の高度化を支える高度で多様な金融システムの構築は、1980年代末以降、タイ経済の長期的成長への必要条件として議論されてきた。それが現在でも、具体的な形として現れていない以上、中長期的なタイ経済の成長には、少なくとも危機以前と同程度のボトルネックが相変わらず横たわっていることになる。1999年の景気回復がごく短期に終わり、2000年央以降景気が失速する方向に向かいつつあることは、その意味では自然な帰結であるとみることができる。

ただし、小さなものではあるが、興味深い変化が外資系企業についてみられる。外資系企業は全般的な金融仲介の後退のなかで、銀行からの借入と証券市場からの資金調達をよく維持し、発展させている点で際だっている。外

資系企業は比較的情報の開示が進み、また信用力があることが、こうした行動を可能にした要因であると想像される。今後の金融システムの再構築過程で、外資系企業が銀行貸出市場、証券市場における金融取引の主要なプレーヤーとして、コーポレート・ファイナンスのモデルケースとなる可能性があることは指摘できよう。外資系企業が金融危機以前においてなぜ積極的に上場する動きをみせたのか、また危機以後なぜ親会社からの企業間信用によって危機に対処することを選択しなかったのか、という点は今後の興味深い検討課題である。

補論 商業銀行および企業のサンプル選定とデータソース

1. 商業銀行

1.1. データソース

“Listed Company Info”, The Stock Exchange of Thailand.

1.2. 対象

商業銀行については、1990年代に存在した全銀行を対象として、貸借対照表および損益決算書の数値を、1996～2001年までにおけるフルパネルデータとして整理した。原則として年末時データであるが、2001年のみ上半期末時点での数値である。

2. 製造業企業

2.1. データソース

タイの企業の財務諸表のデータソースとしては、以下のものを用いた。

- ① 1991～94年：Manager Information Service Co., Ltd (磁気媒体)

② 1995～99年：“Bingo Data Base”, Business on Line Co., Ltd

以上，非上場企業

③ 1991～99年：“Listed Company Info”, The Stock Exchange of Thailand

以上，上場企業

2.2. 対象

サンプル企業は総資産基準による上位企業のうち，連続してバランスシート，損益表が入手可能な企業を選択した。ただし，非上場企業については，7年以上入手できるものは選択の範囲に含めた。サンプル範囲は以下の手順で設定した。まず，データソース②から全企業の総資産順位上位2000社の基本台帳を作成し，各企業について，企業ダイレクトリーの“Million Bahts Business in Thailand” (International Business “Co.,” Ltd.)，“Listed Company in Thailand” (Advanced Research “Co.,” Ltd.)をもとに業種種別を特定した。そのなかで，製造業に分類される企業について，非上場企業については二つのデータベースで同時に利用可能なもの限定して，上位200社分までのバランスシート，損益表を上場企業，非上場企業の各データベースから抽出，整理した。

そのうえで整合性を確認したところ，データソース①の数値は，②，③との整合度が非常に悪いことが判明したため，非上場企業については1994年以前の数値は扱わないこととした。結果として，利用可能な企業数は次表のように165社，1389サンプルとなった。

企業数・サンプル数

	フルパネル	その他	合計	サンプル数
製造業				
上場企業	59	29	88	719
非上場企業	53	24	77	670
合計	112	53	165	1,389

2.3. 企業グループ属性の特定化

末廣・南原 [1991], Suehiro [1989], 末廣 [2000] により財閥グループ、特定財閥および外資系企業を特定化した。外資系企業の定義は外国企業の出資比率が20%以上の企業である。

2.4. 製造業主要企業と証券取引所への上場

本章の特徴のひとつは、非上場企業のコーポレート・ファイナンスの観察を行っている点である。上記2000社リストによって、製造業の主要企業と上場・非上場の分布を比較したところ、下記の表のようである。本章がカバーした上位200社については、上場企業は全体の32.5%に限られ、1999年の時点でも半数以上が非上場にとどまっている。上位500社では、上場企業は概ね4分の1程度に限られてしまう。先進国における研究と異なり、タイの製造業について主要企業の行動をとらえる場合には、上場企業をサンプルに限定することは非常に深刻なサンプル・バイアスを招く可能性がある。

〔注〕 _____

- (1) 本書第4章の表1, 2もあわせて参照されたい
- (2) 金融危機後、破綻したLaem Thong Bankの受け皿銀行として発足したRadanasin Bankは、1999年11月にシンガポールのUnited Overseas Bankに売却された。本章ではこの銀行はグループBの類型に入れている。
- (3) 本章で用いたデータソースの貸借対照表には法定準備金、資本準備金の別は明記されていない。ここでは、資本剰余金(Additional Paid in Capital。タイの貸借対照表ではPaid in Capitalと記載されていることが多い)を中心とし、その他の剰余金を含んだものを「準備金」として扱っている。

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

- (4) 金融危機以降も各行は、ATMの拡充やインターネット・バンキングへの展開などを推進しており、預金の持続的な拡大はこのような要因によるものと考えられる。
- (5) 従業員の削減に関しては本書第4章表12も参照されたい。
- (6) ただし、2000年には利子収入、非利子収入ともすべてのグループの銀行で下げ止まっている点は回復の小さな兆しとして、注目に値する。
- (7) ただし、非上場企業については1990～94年の期間についてのデータの整合性が確保できなかったため、この部分は観察に利用していない（補論参照）。
一般的に損失の累積は、金融機関と同様に、貸借対照表上では内部留保にマイナスを付すことで処理されていることに注意されたい。
- (8) 非上場企業では1995～96年段階ですでに内部留保がマイナスとなっており、この時期すでに収益性が悪化していたことがうかがわれる。
- (9) 以下、両社の概要については、末廣・南原 [1991] を中心として、『週刊タイ経済』掲載の関連記事、各社年次報告書などの情報にもとづいている。なお、サイアムセメント・グループの社史および危機以後の再編については、本書第2章により詳しい。
- (10) ただし、関連企業借入の上昇は観察されない。
- (11) バンコク銀行の子会社・関連会社でデータが入手可能なものは、上場企業に限られた。

〔参考文献〕

〈日本語文献〉

- 奥田英信 [2000] 『ASEANの金融システム』 東洋経済新報社。
- 三重野文晴 [2000a] 『タイ製造業における企業の資本構成—エージェンシー・コスト理論の途上国への適用可能性—』 (アジア経済研究合同学会論文集, 東アジア経済学会)。
- [2000b] 「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—アジアの経験—』 アジア経済研究所)。
- 末廣昭 [2000] 「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, 東京大学社会科学研究所)。
- ・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。
- ・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。
- 寺西重郎 [1991] 『工業化と金融システム』 東洋経済新報社。

〈英語文献〉

- Claessens, Stijn, 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.
- Modgiliani, F, and M. H. Miller [1958] “The Cost of Capital, Corporate Finance and the Theory of Investment,” *American Economic Review*, Vol. 43, No. 3, pp. 261–297.
- Myers, S. C. and N. S. Majluf [1984] “The Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investors do not Have,” *Journal of Financial Economics*, Vol. 13, No. 2, pp. 187–221.
- Suehiro, Akira [1989] *Capital Accumulation in Thailand 1855–1985*, Tokyo: The Center for East Asian Cultural Studies.
- Yupana Wiwattanakantang [1999] “An Empirical Study on the Determinants of the Capital Structure of Thai Firms,” *Pacific Basin Finance Journal*, No. 7, pp. 377–403.
- [2000] “The Effects of Ownership Structure and Corporate Governance on the Performance of Thai Firms,” mimeo.

(三重野 文晴)