

第Ⅲ部

各 国 編

第5章

タイにおける企業金融構造と金融危機

はじめに

アジア金融危機以降、東アジア諸国の国内金融システムの脆弱性について、多くの指摘がなされるようになってきている。こうした指摘は金融システムのさまざまな側面についてされているが、とりわけ、銀行・企業間の資金関係については、クローニー・キャピタリズムという用語が頻用されるように、非近代的な関係にもとづくビジネス・グループを中心とした不明瞭な資金依存関係が危機の遠因・近因になっている、という見方が支持を得ている。

しかし、このような見方は、それが普及しているほどにはその実態についての研究が十分になされていないのが現状である。それゆえに、各国の銀行・企業間関係が本当に共通した問題構造をもっているのか、また、それがクローニー（仲間うち）という比喩が適切なものであるとみることができるのか、そしてそれが、どのように金融危機の原因となっているのか、といった問題は必ずしも実証されているわけではない。

本章では、この問題に取り組むための試みとして、タイにおける銀行・企業間の関係を考察する。考察の中心は、金融自由化の進行した1990年代前半期における、企業の資金調達構造の特徴とその変化についてであり、本章では当該時期の企業マイクロ財務データを用いて観察を行う。それによって、タイではもともと企業の資金調達における銀行借入の比重が必ずしも高くなかったこと、そして、金融自由化にともなう銀行経由の資金量の急速な拡大

下でも、その構造に大きな変化はなく、むしろ銀行による資金仲介が後退する傾向が生じていたこと、などを見いだす。さらに、そうした構造と直前の1980年代の高度成長や金融危機以降の見通しとの関係について、言及する。

本章では、タイにおける上場・非上場の主要企業の財務データによって観察が行われる。ただし、本章の分析にあたって入手可能であったデータのカバレッジは十分なものとはいえない。すなわち、企業分布に関しては比較的小規模な企業までに達しているが(後述)、期間カバレッジは、金融危機以前の1991～95年にとどまっている。残念ながら、本章の観察は、金融危機以前(金融自由化の進行期)に限られ、金融危機以後の構造変化について、実証的な言及をすることはできない。したがって、本章の趣旨は、危機以前の構造を析出することによって、危機以降の構造変化についての政策含意を導き出すことに限られる。

本章の構成は以下のとおりである。第1節では、金融自由化と金融危機という激変を経験した1990年代の金融システムを概観する。第2節では、1980年代後半の高度成長期、および1990年代の金融自由化期におけるタイ金融部門の特徴と変化を整理する。第3節は本章の中心であり、企業財務データにもとづいて1990年代前半の企業の資金調達構造とその変化を詳細に観察する。第4節で、観察から導かれる仮説と政策含意を指摘し、その仮説の一般化を試みて、むすびとする。

第1節 1990年代における金融システム

1. 金融自由化とその効果

1990年代に進行した金融自由化は二つの側面をもっている。第一は、金利規制・業務規制緩和からなる金融業の競争環境の強化であり、これは1990～93年までのいわゆる第一次金融自由化の時期に強調された側面である。金利規

制は1989～92年にかけて段階的に撤廃され、1992年には金融機関に各種の手数料業務が認められるようになった。同様に、支店の出店規制やそれともなう国債の保有義務も全面的に撤廃された。こうした各種の業務規制の緩和は、銀行部門に競争的環境を生み出した。商業銀行の経営構造は、業務の多角化や経営資源（経営規模）に対応した特化など、多様化の傾向を示し、全体として生産性に顕著な改善がみられた。

金融自由化の第二の側面は、海外資金導入についての規制緩和である。これは当初第一次金融自由化の時期に、地場銀行の外貨資産・負債の持ち分制限の緩和によって緩やかに進められたが、1993年以降、バンコクおよび地方都市に「外-内」取引をとまなうオフショア市場（BIBF、PIBF）が開設されてから加速化する。

表1によると、金融自由化の前後では、海外資金の純流入の構造が大きく変化している。流入する海外資金の総量は、金融自由化が第一次自由化（1990年）、第二次自由化（1994年）と進むにつれ急拡大している。しかし、その内訳は、1980年代に実物部門の成長を牽引した直接投資から、銀行を通じた間接資金（1994年以降は主にオフショア勘定）にシフトしており、直接投資は総額としても1990年を境に減少する傾向にある。1990年代にはタイの金融システムでは急速な量的拡大が進むと同時に、直接投資から金融機関を通じた間接金融へと比重が急激にシフトするという形態上の変化が生じていたのである。

一方実物経済は、1996年になると、減速傾向を示し始める。1996年、1997年と輸出は明らかに減少し、貿易赤字は拡大した。こうした実物部門の景気後退を背景に、海外資金によって急増した銀行・金融会社貸出の不良債権化と一部金融会社の経営難が指摘されるようになる。他方で、金融部門の自由化にもかかわらず、為替政策はこの間事実上の対ドル固定制が維持されていたため、1997年に入ると金融部門に不安要素をもつタイの通貨は、海外投機家のターゲットとなってしまふ。7月に入ると、ついに固定レート制の維持が不可能となり、為替の大幅な切り下げとフロート制への移行を余儀なくされた。これを機に海外資金は一気に流出に転じ、金融機関は連鎖的に経営危

表 1 金融自由化期のマクロ経済環境と資金流入の推移

(1) タイの主要マクロ指標

(単位: 100万バーツ)

	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
輸出	298,099	399,167	509,925	583,206	720,545	815,202	921,433	1,118,049	1,381,860	1,378,902
輸入	-342,227	-500,419	-650,101	-838,343	-967,808	-1,020,582	-1,143,108	-1,344,831	-1,755,456	-1,796,549
貿易収支	-44,128	-101,251	-140,176	-255,136	-247,263	-205,380	-221,675	-226,782	-373,796	-417,647
経常収支	-9,656	-40,999	-64,956	-186,184	-193,264	-160,074	-161,129	-203,153	-337,641	-372,159
名目GDP (10億バーツ)	1,253	1,507	1,776	2,184	2,507	2,835	3,180	3,635	4,195	4,690
実質GDP成長率 (%)	14.40%	16.84%	15.15%	17.60%	14.80%	13.10%	12.20%	14.30%	15.40%	11.80%
実質GDP成長率(1988年価格) (%)	9.52%	13.29%	12.19%	11.20%	8.60%	8.20%	8.60%	8.90%	8.70%	6.40%
経常収支/GDP	-0.77%	-2.72%	-3.66%	-8.53%	-7.71%	-5.65%	-5.07%	-5.59%	-8.05%	-7.94%
貿易収支/GDP	-3.52%	-6.72%	-7.89%	-11.68%	-9.86%	-7.25%	-6.97%	-6.24%	-8.91%	-8.91%

(2) 民間部門における海外資金の純流入

	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
銀行部門	6,147	21,496	-7,607	41,021	-6,457	49,050	91,033	349,865	279,673	126,771
商業銀行	6,147	21,496	-7,607	41,021	-6,457	49,050	-102,162	96,426	77,243	10,843
BIBF	—	—	—	—	—	—	193,195	253,439	202,430	115,928
非銀行部門	16,510	74,063	159,912	238,568	268,764	198,980	169,906	-47,996	237,969	333,784
直接投資	4,711	27,349	44,413	61,119	47,110	50,303	36,396	22,659	29,064	36,823
その他借入	-16,006	4,640	46,930	114,889	143,707	69,158	-61,223	-146,690	38,093	138,022
証券投資	12,862	11,185	36,658	11,507	3,848	14,104	122,628	27,303	81,721	88,242
非居住者バーツ預金	10,592	21,718	28,104	34,311	52,433	55,275	67,833	51,143	84,163	73,764
貿易信用	3,704	8,655	3,112	15,160	18,980	7,795	13,634	11,447	6,363	-3,702
その他	647	516	695	1,582	2,686	2,345	-9,362	-14,058	-1,435	635
総計	22,657	95,559	152,305	279,589	262,307	248,030	260,939	301,869	517,642	460,555
銀行部門/総計	27.1%	22.5%	-5.0%	14.7%	-2.5%	19.8%	34.9%	115.9%	54.0%	27.5%
BIBF/総計	—	—	—	—	—	—	74.0%	84.0%	39.1%	25.2%
直接投資/総計	20.8%	28.6%	29.2%	21.9%	18.0%	20.3%	13.9%	7.5%	5.6%	8.0%

(出所) Bank of Thailand, Quarterly Bulletin, 中央銀行資料。

機に陥ることとなる。通常、この1997年7月の通貨切り下げをもって、アジア全域に波及したタイの通貨危機、金融危機が始まるとされる。

2. 金融危機後の推移

(1) 金融システムの混乱と変動

金融危機発生以降、金融システムの構造、とりわけ金融機関の配置・分布は大きく変動した。金融会社は92社中56社が閉鎖に追い込まれ、一部有力会社は破綻銀行の優良債権を吸収する形で、商業銀行に業態転換した。中小規模銀行は危機の波及をうけ、1998年末までに六つの銀行が国営化などの形で事実上経営破綻している。

表2は公表された金融機関の不良債権の比率の推移をまとめたものである。不良債権の実数は、会計基準とともに当初なかなか明らかにならなかったが、会計基準の改定によって公表された不良債権比率は1998年末で46.7%に達し、こうした実態が明らかになるにつれ、大規模銀行においても、経営危機が深刻化した。

政府は、1998年8月に金融再建トータルプランを発表し、資本注入による

表2 不良債権比率の推移

	1997年6月	1997年12月	1998年12月	1999年6月	1999年12月
1. 地場商業銀行	9.0%	23.6%	46.7%	46.5%	42.5%
民間銀行平均	6.9%	14.1%	38.8%	41.0%	30.6%
上位民間銀行5行	7.3%	15.0%	37.8%	—	—
外銀買収銀行3行	6.2%	12.5%	40.5%	—	—
国営・国営化銀行平均	11.3%	34.5%	59.2%	70.2%	62.9%
2. 金融会社・金融証券会社	—	—	—	67.3%	49.2%
3. 外資系銀行	—	—	—	12.6%	9.8%
金融機関総平均	—	—	—	47.4%	38.9%

(出所) 中央銀行資料, Bangkok Bank, *Commercial Bank in Thailand*.

銀行の経営再建と、破産法の改正や民間債務再編促進委員会（CDRAC）による不良債権処理のコーディネーションに乗り出した。不良債権比率は1999年前半期にも高水準のまま推移したが、10月頃からわずかに低下に転じ、ようやくピーク・アウトする徴候をみせている。1999年のうちに経営困難に直面した小規模銀行の外資系銀行による買収と、大規模銀行への資本注入と外資の受け入れも進行し、数行の国営化銀行の売却先も決まりつつある。しかし、銀行業の再編に一定の道筋がみえつつある一方で、不良債権問題、銀行の再建問題には、1999年夏から秋にかけて国営銀行であるKrungthai銀行の不良債権に係わるスキャンダルが生じるなど、国営・国営化銀行を中心に見通しが不透明な部分も残っている。

(2) 企業の構造、資金調達に関する変化

金融危機は、資金需要側の企業にも大きな変化をもたらした。第一に、中小規模銀行が経営破綻したことにともない、それらの銀行を中核として形成されていたいくつかの有力ビジネス・グループが瓦解した。バンコク・メトロポリタン銀行を中核とするグループ（Taechaphaibun Family）などである。これらグループの企業の株式は今後、特定家族の元から離れ、所有の分散が進行すると考えられる。第二に、金融機関による資金供給の機能不全に対応する形で、企業は銀行借入への依存を弱め、キャッシュ・フローを重視した財務構造に変化している。このことは、別の側面では、企業側が返済能力があるにもかかわらず、返済を拒否する「戦略的債務不履行」の行動をもたらしており、不良債権問題を深刻化させる要素となっている。

証券市場については、金融危機によって一時的に縮小したが、その影響は限定的なものにとどまっている。表3によると株価は1993年にいったんピークに達したあと落ち込み、1995年に再びピークをつけるが、それ以降は低下傾向を鮮明にする。1997～98年に底となった後、1998年末にはやや回復している。上場企業数をみると金融自由化期には、証券市場への企業の上場が大幅に増加しているが、1997年には金融危機により破綻企業、上場廃止企業が

発生したため、減少傾向に転じているが、減少数は比較的小さい。

表3 タイ証券取引所-主要指標

	上場会社数		株式時価総額 (1,000バーツ)
		うち製造業	
1975	21		5,390
1976	25		7,260
1977	39		19,230
1978	61		33,090
1979	69		28,380
1980	77		24,884
1981	80		23,058
1982	81		28,970
1983	88		34,222
1984	96		46,710
1985	97		49,457
1986	93		75,200
1987	109		138,170
1988	141		221,958
1989	175	49	656,842
1990	214		604,566
1991	276	81	897,159
1992	305		1,485,019
1993	347	167	3,325,393
1994	389		3,300,800
1995	416	207	3,564,569
1996	454		2,559,558
1997	431	232	1,133,344
1998	481	194*	1,268,198

(注) 上場会社数は証券取引法に定める「上場会社」と「承認会社」の合計。
製造業については、出所資料の「上場企業リスト」の産業分類による。

* 再建中企業を除く。

(出所) *Fact Book*, Security Exchange of Thailand, 各年度版。

第2節 タイの経済成長と金融部門

1. 金融部門の特徴

タイにおける金融システムの形成過程では、1962年の商業銀行法が一つの画期となっている。銀行業は主に1940～50年代に流通・貿易業者によって形成されてきたが、同法とこれにともなう再編によって金融危機まで持続する15、6行の体制が確立した。金融システムはここを起点に1970年代を通じて商業銀行の「金融財閥」(Suehiro [1989])化と金融会社の急増という形で発展を遂げている。

タイの金融部門の伝統的な特徴としては点数をあげることができる。第一は、銀行部門における銀行数の少なさと、著しい寡占性である。前者は、1962年の商業銀行法の施行後、1960年代後半以降は原則として銀行業の新規参入が認められなかったことによる。後者については、1970年代の資本蓄積－金融財閥化の過程で生じた、銀行間の格差が要因と考えられる。1980年代前半期で、商業銀行16行のうち、資産シェアは、最大手のバンコク銀行だけで36% (1985年)、上位3行で64% (1983年)と、著しい寡占性がみられている。

第二は、銀行貸出のサービス業への偏り、製造業からの疎遠さである。銀行業が流通業・貿易業からの参入によって形成されること自体は、先進国を含めても共通した現象であるが、タイの場合、その形成が1940～50年代と比較的最近であり、その貸出行動において、製造業への貸出を中心とするいわば産業銀行への転換が緩やかなものにとどまった点に特徴がある。表4にあるように、1980年代までその貸出の多くが、流通・貿易といったサービス業に偏っており、製造業への貸出は二次的な比重にすぎなかった。

第三は、金融会社の乱立と法的規制の遅れである。銀行への新規参入の制限下で1960年代には、銀行免許をもたない私的性格の強い金融会社が数多く設立された。これらの金融業者に対する法的規制としては、1972年に登録制

表4 商業銀行の産業別貸出と非貸出業務の推移

(%)

	産業別貸出の構成					非利子収入 ／総収入
	製造業	GDPに占める製造業の付加価値比率	貿易・流通業	建設・不動産	消費・金融	
1975	19.9	18.0	46.8	8.7	15.0	...
1976	18.2	18.7	48.5	8.3	13.9	...
1977	19.4	19.0	46.3	8.0	14.0	...
1978	18.4	20.0	46.4	8.0	14.8	...
1979	17.3	21.0	48.4	8.2	14.2	...
1980	18.4	21.3	46.6	7.9	13.9	...
1981	22.6	22.6	42.6	7.8	13.1	...
1982	21.2	21.3	42.2	8.0	13.7	...
1983	21.5	22.1	40.7	8.3	15.1	...
1984	22.0	22.9	39.2	8.9	15.0	...
1985	23.1	21.9	38.0	9.2	14.8	4.64
1986	22.8	23.9	38.3	9.3	14.9	4.31
1987	23.5	24.3	34.7	9.1	18.5	5.76
1988	25.8	25.8	32.6	10.5	16.7	6.33
1989	25.8	26.8	30.3	12.8	16.7	8.84
1990	25.1	27.3	28.3	15.9	15.7	7.12
1991	25.3	28.2	26.6	15.4	16.7	7.75
1992	23.7	27.5	26.4	15.6	18.4	8.29
1993	23.8	28.2	26.1	15.2	18.6	9.24
1994	23.5	28.0	26.5	15.1	19.4	10.35
1995	25.8	28.2	25.4	13.8	12.3	10.75
1996	27.1	28.0	25.0	13.6	12.6	9.46
1997	30.9	29.7	23.6	12.6	10.8	10.07

(出所) Bank of Thailand, *Quarterly Bulletin*, NESDB, *National Income of Thailand*, Bank of Thailand, *Commercial Banks in Thailand*, 各年版。

が導入され、1979年には金融会社法によって健全性規制の枠組みが作られたが、実態に比して対応は十分に速やかではなかった。1980年代初めには、金融会社の破綻が、中小規模銀行までも巻き込んだ金融不安を招くこととなる。金融会社は、1980年代の金融危機のあとも90社程度の数で推移し、1990年代には自由化のなかで不動産・消費部門への業務によって規模を急拡大させ、

1997年の金融危機の主要な主体となっていく。

2. 1980年代の高度成長と金融部門

1980年代後半期にはタイの実質成長率は10%を超え、実物経済における産業構成も、製造業シェアが拡大し(21%から26%)、この点で、高度成長段階の様相を呈した。しかし、この実物部門における高度成長に金融部門がどのように関わったかについては、必ずしも十分な分析がなされているわけではない。この点について、時期を区切って整理してみたい。

金融部門だけに絞った場合、1970～80年代には主に二つの問題が存在していた。第一は、銀行業の財閥化と所有権の集中であり、その実態に加えて、1970年代半ばには社会運動の先鋭化と政治環境の流動化によって重要な政策課題として浮上した。対応として政府は1978年に公開株式会社法、1979年に改正商業銀行法を施行し、企業・銀行の所有権の分散に努めた。この結果、1980年代には、商業銀行の上位株主に占める個人および特定家族の比率は緩やかに低下し、財閥家族の資産管理会社の会社を含む、法人所有の比率が高まる状況にあった。

第二に、金融会社部門の急拡大と規制枠組みの遅れは、1980年代初めに重大な金融システムの不安定化をもたらした。すなわち、第二次オイルショックによる実物経済の混乱のもとで、主要金融会社の経営破綻により1979年、1984年と2度にわたり深刻な金融不安が発生し、新たに設置された金融再建基金(FRDI)を通じて、5行の商業銀行が一時政府管理下に置かれている。このような1980年代の金融不安によって、金融部門には大規模行を中心とする寡占性の強化が進む一方で、中小規模行の所有の分散が進行するという二極化が生じている。

他方、実物部門は1980年代初めの不況から比較的早く回復し、後半期には先進国からの直接投資の拡大によって、高成長を実現する。金融機関の経営不安も、こうした実物経済の好調さのもとで、沈静化した。その意味で、実

物部門は金融部門を下支えする関係となっていた。

逆の方向、すなわち、金融部門から実物部門への関与ないし貢献についてはどうだろうか。表4によると、確かにこの時期には伝統的に関わりの深い貿易・流通業への商業セクターへの貸出シェアが傾向的に低下し、かわって製造業への貸出比率が、GDPに占める製造業の付加価値比率と並行する形で上昇している。全体として商業銀行は従来の商業部門への関与を弱め、産業金融の性質を強める傾向にあったといえる。

しかし、商業銀行による資金供給が、1980年代後半以降急速に製造業への依存を強めるタイの経済への関与・貢献が十分であったかという点については、疑問が残る。高成長を担った製造業企業の資金調達には、銀行借入以外に二つの主要な経路があったと考えられるからである。第一は、海外からの直接投資による資金である。1980年代後半の経済成長は直接投資による外資系企業の輸出によって担われた。これらの外資系企業は、設備資金を出資金、増資、海外親会社からの企業間信用によってファイナンスしている（岸 [1990]）。第二は、自己資本による資金調達である。表6を先取りすると、1990年代初期の段階でも製造業企業の資金調達における自己資本の比率は高い。この傾向は、とくに商業銀行との関わりの薄い外資系企業について顕著である。このことは、高成長の過程でも外資系企業を中心とする製造業企業が間接金融システムに依存した資金調達に十分には移行せず、在来型の資金調達方法に依存し続けていたことを示している。成長する製造業における商業銀行の関与の低さは、当該部門に対する銀行の情報生産能力の蓄積を遅らせる結果となったと考えられる。

3. 1990年代の金融自由化と金融部門

第1節で整理したように1990年代の金融自由化は、金融機関の競争環境の強化と海外資金による金融部門の拡大という、相異なる二つの環境変化をもたらした。前者は、1993年までの自由化の前半期に、後者はその後の後半期

にそれぞれ比重があった。それぞれの環境変化は、金融機関の経営に対し別種の効果をもたらしたと考えられる。

まず、競争環境の強化は、金融機関の経営構造の多様化をもたらした。例えば、表4にあるように、商業銀行の収益における非利子収入の比率は年々増加している。これは商業銀行が業務規制の緩和に対応して伝統的な貸出業務以外の業務に進出するなど、商業銀行の業務の多様化が進んだことを意味している。この多様化は主に大規模行によって担われたものである。商業銀行による国債の保有比率も急激に低下しており、自由化以前に比べ銀行部門は融資・投資活動についてより大きな自由度を得たことがわかる。この面はとくに中規模行において著しい。銀行部門ではこのように競争環境が強化された結果、1990～93年の自由化の初期において相当程度の技術進歩と効率性の改善が生じていた。Okuda and Mieno [1999]によると、タイ銀行部門の技術進歩率⁽¹⁾は1985～89年には-3.2%でマイナスであったものが、自由化の初期の1990～94年には+0.6%とプラスに転じている。また、当該時期において経営効率の改善も観察されている。

つぎに、海外資金の拡大については、量的拡大が銀行業の経営構造に大きな影響を与えたと考えられる。自由化期を通じて、銀行業の規模経済性はクロス・セクション方向にはわずかなものであるのに対し、時系列方向にはきわめて強い傾向が観察される(奥田・三重野 [1997], Okuda and Mieno [1999])。これは、量的拡大の過程で、規模の拡大による利潤機会が発生していたことを示唆している。また、銀行業の技術進歩率は、自由化後半期には低下する傾向がみられている⁽²⁾。後半期における、量的拡大の過程で、前半期に競争環境の強化によってもたらされた多様化、生産性の向上の傾向は、損なわれていたのである。

海外資金の拡大については、単に量的に海外資金が拡大したことだけではなく、その種類が直接投資に代わって、金融仲介機関を通じる間接資金へ大幅にシフトしたことが重要である。直接投資が低迷する一方で、代わって拡大する間接資金を商業銀行によって実物部門に適切に仲介されることの重要

性が、高まっていたのである。それは、タイにおける商業銀行の伝統的な位置づけからすれば、きわめて突然かつ急速な変化であったと考えられる。

第3節 1990年代の企業金融の構造とその変化

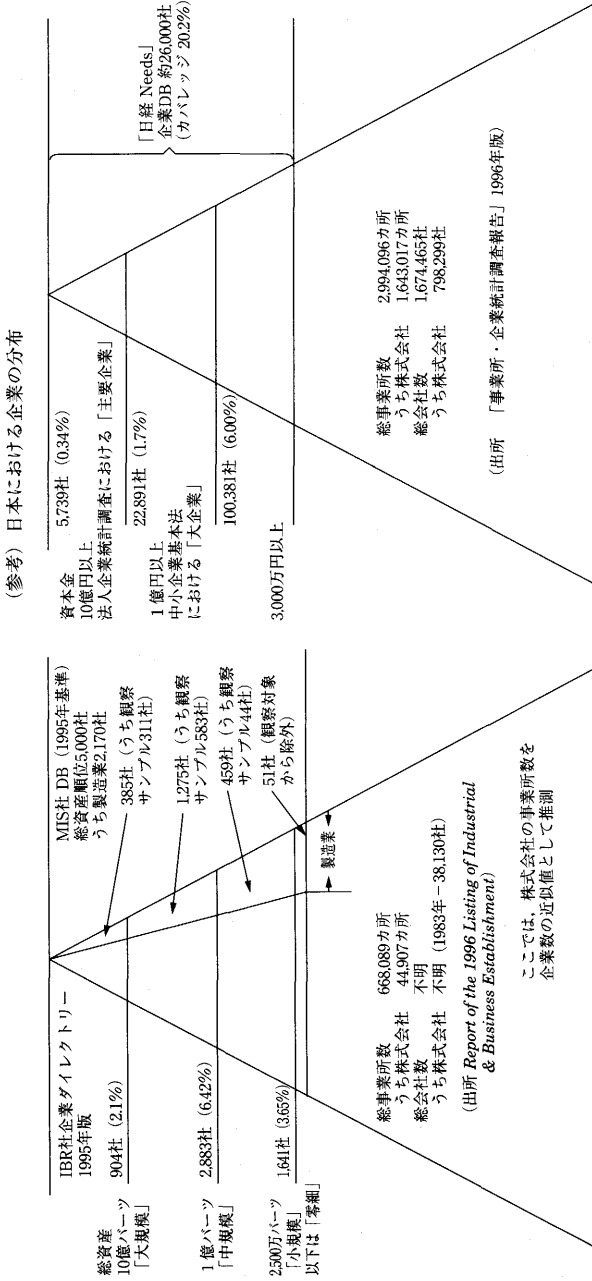
1. タイにおける法人企業の分布の概要とサンプルの性格

本節では、以上のような1990年代の金融システムの変動のなかで、タイ企業の資金調達構造がどのような特徴をもっており、それがどのように変化したかを検討する。また、そうした変化が金融危機、危機以降の金融システムの問題といかなる関係にあるかについても考察する。対象は製造業企業である。このような観察のためには、その前提として、タイにおいていかなる種類の企業が存在し、それが、どのように分布しているかを捉えておく必要がある。ここでは、利用可能な資料から、その概要を把握したい。

(1) タイにおける企業数の推測

タイの政府統計は、企業の総数と種類の分布についての定期的な公表を行っていない。事業所統計調査は、内務省と工業省によって個別に行われているが、調査結果は事業所単位で集計されているだけであり、「名寄せ」による企業統計化は行われていない。一方で、タイにおける各種の企業は、商務省への登録と営業報告書の提出が義務づけられているため、業務統計として集計が比較的容易であると考えられるが、商務省からも企業統計に関する統計類は発行されていない。ただし、商務省統計をベースとした企業統計は、近年民間の企業情報会社から供給されるようになってきている。そうした統計の一部と事業所統計調査とは推測される企業数の数値が大きく異なるように見受けられる。本章で言及される企業数は、きわめておおよっぱな推測であることを断っておきたい。

図1 タイにおける企業の分布



これに関する、限られた断片の情報には以下のようなものがある。図1にまとめられた数値を参考にみていきたい。1996年における株式会社に分類される事業所数は、4万4907社である⁽³⁾。また、Suehiro [1989] p.12によると、1983年におけるタイの株式会社数は3万8130社であったという。1996年の日本における株式会社に分類される事業所数と企業数はそれぞれ、163万9000カ所、79万8297社であるから⁽⁴⁾、単純にその比率0.487をタイ事業所数にかければ、1996年のタイの株式会社数は2万1870社と推測される。しかしこれは、1983年の会社数よりも少なく、1980年代が高成長期で、企業の勃興期であったであろうことを考えると、過小にすぎる印象であり、現実的な数値とは考えにくい。つぎに、日本における企業数を1981年と1996年で比較すると、118万6899社から167万4465社へと1.411倍に増加している。試みに、1983年のタイ株式会社数にこれをかけると、5万3793社となる。同時期の成長率の違いを勘案すると、タイにおける企業の増加率はより高いと想像されるが、それでも、この数値は1996年の事業所数を大きく超えており、企業数が事業所数を超えるというのも現実的ではない。

1996年の事業所調査は比較的最近のものであるから、その数値に信頼性を認めるとすると、企業数はおそらく1983年の会社数3万8130よりはかに多く、1996年の事業所数4万4907よりは少ないと考えられる。その一方、1983年からの常識的な増加率を勘案すれば、事業所数を多少上回る程度にまでなってしまう。少々乱暴ではあるが、大まかにいって、1996年における株式会社数は、後者の数値を超えず、しかしそれに近い数値であろうと、とりあえずは推測できよう。

(2) 主要企業の範囲

つぎに、主要企業の範囲を考えてみたい。タイでは、企業の規模による分類基準は必ずしも確定されていないが、有力な基準の一つとして、タイ産業金融公社(IFCT)は貸出先企業を、総資産を基準に、(1)大規模企業(10億パーツ以上)、(2)中規模企業(1億～10億パーツ未満)、(3)小規模企業(2500万～1億

パーツ未満)、(4)零細企業(2500万パーツ未満)の4種類に分類している。企業ダイレクトリー⁽⁶⁾によると、10億パーツ以上の企業は904社存在する。上述の理由から企業数の代理変数に事業所数を用いて計算すると、これは全企業数の2.01%を構成する。日本の中小企業基本法における大企業の定義は資本金1億円以上⁽⁶⁾であり、これらは全企業数のうち1.7%を構成する。また、大蔵省の法人企業統計調査における、「主要企業」の定義である資本金10億円以上の企業は、5739社で全体の約0.34%を構成するので、IFCT基準における「大規模企業」の範囲はおおむね前者に対応すると考えることができる。

また、小規模企業以上の企業数は5428社⁽⁷⁾(全体の12.08%)である。日本において資本金3000万円以上の企業は12万9011社(全体の8.0%)であり、タイIFCT基準の小規模企業のカバー範囲はこれよりかなり広いことになる。

(3) 観察のサンプル

観察対象となるサンプルは、タイ製造業の1991～95年の企業財務データである。サンプルの母数はManager Information Service社による総資産順位5000社企業のデータであり、このうち製造業企業2170社を整理した。上にあるように、上位5000社は全企業数の12%程度を占めると考えられ、事実、サンプルは「小規模企業」のみならず、一部「零細企業」も含むカバレッジとなっている。日本の国内の主要データベースである「日経needs」の財務データベースのカバレッジが、資本金1億円以下のカテゴリーの中小企業を一部含む程度にすぎないことを勘案すると、本章のサンプルのカバレッジはかなり大きいと判断できる。

ただし、以上のサンプルのうち、5年間継続的に観察でき、かつデータに関して使用に耐えうると判断され、直接観察に用いられた企業数は938社である。

2. 企業の資金調達と証券市場への参加

(1) 企業の分布

サンプル企業の属性別分布は、表5、図1のとおりである。グループ別属性については、後述されるので、ここでは、規模の分類のみをみていきたい。企業数全体の938社のうち、大規模、中規模、小規模企業がそれぞれ311、583、44社となっている。大規模企業のうち、表によると上場企業は三分の一程度であり、主要企業のうち過半は証券市場に上場していないことが示されている。

この数値については、若干の留保が必要である。すなわち、図1にあるように、観察対象企業は全製造業大規模企業のかなりの程度をカバーしているとはいえ、その選別は主にデータのアベイラビリティに依存している。したがって、財務諸表の整理程度の低い非上場企業は、上場企業より多くサンプルから漏れている可能性がある。そこで、企業ダイレクトリー⁽⁸⁾から、「大規模企業」(非製造業を含む)のうちさらに上位300社(企業数全体の0.67%)を確認すると、上場企業数は147社であり、約半数を占めた。これによって上場

表5 サンプル企業数

		大規模	中規模	小規模
全 企 業		311	583	44
	上場	101	52	0
銀行財閥系		24		
	上場	4		
外 資 系		52		
	上場	16		
そ の 他		235		
	上場	81		

企業は「大規模企業」のうちのさらに規模の大きな企業に偏在し、それでも半数は非上場であることが確認できる⁽⁹⁾。

(2) 非上場・上場別の特徴

中規模企業になると上場企業の比率は著しく少ないため、非上場企業と上場企業との間の資金調達と比較については、大企業のみを対象に観察する。表6は、非上場、上場企業の負債の主要項目とその時系列的推移を、それぞれまとめたものである。

両者を比較すると、以下のことが指摘できる。第一に、上場企業の負債比率は、非上場企業と比較して低い。企業の証券取引所への上場は、資本市場への参加とそこを通じた資金調達への関与を強めることを意味することから、この変化は自然である。しかし、第二に、企業はいわば上場によって負債比率を大幅に下げているにもかかわらず、その内訳である銀行借入自体の比率はほとんど変化していない。負債比率の低下は、買掛金、自己資本近似負債、その他負債の低下によるものであり、銀行借入は同等か、むしろ拡大する傾向が見受けられる。証券取引所への上場は、財務諸表をはじめとする企業情報の開示を大幅に促進する。情報の公共財的性格を考慮すると、このような情報は企業の内部者としての情報をもたない金融仲介機関の審査能力の向上に寄与し、それが銀行借入を促進したと考えることができる。第三に、上場企業では、資本勘定のうちの株式プレミアム⁽¹⁰⁾の比率が非常に大きく、負債比率の低下（資本比率の上昇）の主要な要因となっている。数値は、1990年代半ばに、上場行動によって多くの企業が株式プレミアムという形での資金調達を行っていたことを示している。表3にあるように金融自由化期には上場企業数は急増している。その多くの企業にとってこうした上場プレミアムの獲得が上場への誘因であったと考えられる。その意味で、1990年代における証券市場の発展は初期的段階のものにすぎず、それをもって、本来の意味での資本取引の場として機能したと判断するには注意を要する。

(3) 時系列的推移

つぎに、表6によって、この時期の時系列的な推移の特徴を確認してみよう。まず、金融自由化期を通じて、上場・非上場企業とも、銀行借入の比率

表6 負債主要項目の比率—大規模企業、上場・非上場別

非上場企業		(%)				
	1991	1992	1993	1994	1995	
負債	64.2	63.9	63.6	63.1	63.6	
銀行借入	36.4	35.8	35.0	34.9	37.0	
うち長期借入	17.1	14.1	15.0	13.1	11.4	
支払い手形	3.3	2.6	3.7	2.4	2.3	
買掛金	8.6	9.5	10.2	11.1	11.5	
自己資本近似負債	5.3	6.9	6.2	7.6	6.3	
その他	10.7	9.1	8.5	7.1	6.6	
資本勘定	35.8	36.1	36.4	36.9	36.4	
うち株式プレミアム	3.1	4.0	3.4	3.3	2.5	

上場企業		(%)				
	1991	1992	1993	1994	1995	
負債	53.2	50.9	50.1	48.8	51.4	
銀行借入	36.6	36.5	32.5	35.9	37.6	
うち長期借入	12.8	10.2	10.0	8.6	9.4	
支払い手形	1.1	0.8	3.6	0.5	0.5	
買掛金	6.1	5.7	5.4	5.7	6.1	
自己資本近似負債	2.9	1.6	1.8	1.0	1.6	
その他	6.5	6.3	6.8	5.7	5.6	
資本勘定	46.8	49.1	49.9	51.2	48.6	
うち株式プレミアム	15.5	16.8	17.2	16.4	15.2	

(注) 数値はすべて総負債・資本で割った比率。したがって、「負債」とは、負債比率(Leverage)に対応する。「資本勘定」は1からこれを引いた値。ここで、「自己資本近似負債」とは、「関連企業からの借入」、「経営者からの借入」、「従業員からの借入」の合計。

(出所) Manager Information Service社の企業データベース。

は必ずしも上昇してはいない。第1節でみたように金融機関を通じたマクロの間接金融資金がこの時期に急拡大しているにもかかわらず、製造業企業は、銀行借入という形での資金調達を増やす傾向にはないのである。

しかも、銀行借入に占める長期借入の比率は、上場・非上場企業ともむしろ低下する傾向にある。また、非上場企業にかぎっては、買掛金による資金調達の比率が微増傾向にある。これらの傾向は、銀行を中心とする金融機関が、海外借入によって潤沢な資金を調達していたにもかかわらず、期間変換などによって企業の投資資金を提供することに必ずしも成功しておらず、むしろそのような機能が後退していた可能性を示唆している。

3. ビジネス・グループと資金調達

(1) ビジネス・グループの分類と特定

つぎに、企業のビジネス・グループへの所属に関する属性と、資金調達構造との関係について観察しよう。タイの企業経営については、財閥—ビジネス・グループの存在の重要性が頻繁に指摘され、一部ケーススタディなども行われている。しかし、ビジネス・グループの特徴に関する総合的な比較分析は意外に少なく、実態が十分に明らかになっているとは言い難い。そうしたなかで、Suehiro [1989]、末廣・南原 [1991] は、タイのビジネス・グループを歴史的、総合的に比較検討し、タイにおける企業家と企業組織の類型化を試みている。Suehiro [1989] は、工業化を担ったタイ地場企業には(1)金融財閥、(2)製造業財閥、(3)アグリビジネスの3類型があり、他方で、直接投資による外資系企業が一方の主要な担い手であったとしている。

本章では、この議論をより集約する形で、以下の手順で分類を行った。第一に、Suehiro [1989] の分析資料であり、その後更新された末廣昭氏の企業グループ分類リスト(以下、末廣 [1998])にもとづき、主要42グループと所属企業を特定した⁽¹¹⁾。つぎに、これらのグループのなかで、グループ内に商業銀行を擁し、商業銀行がグループの中核的役割を担っていると考えられるグ

グループを「銀行財閥」として、サンプルのなかでそれに属する企業をカテゴリ化した。これはSuehiro [1989], 末廣・南原 [1992] における「金融財閥」に対応する。つぎに、末廣 [1998] および企業ダイレクトリーにもとづいて、外資の出資比率が40%以上である企業を「外資系企業」とみなして特定化した⁽¹²⁾。残りのサンプル企業は、42グループのうち「銀行財閥」ではないグループに属するものと、ビジネス・グループに属さないものに分かれるが、これらは「銀行財閥」、「外資系」に対して「その他企業」として一括化した⁽¹³⁾。ただし、識別作業の過程で、以上の基準によるグループの特定化はおおむね「大規模企業」（とりわけサンプル上位200社程度）に対してのみ有効であるにすぎず、それ以下の規模の企業は、ほとんどがビジネス・グループに該当しないことが判明した。そこで、ビジネス・グループ別分類の比較観察の作業は、「大規模企業」に対してのみ行うこととした。

企業の分布は、表5のとおりである。「大規模企業」311社のサンプルのうち、銀行財閥系企業が24社、外資系企業が52社となった。分布上の特徴としては、外資系企業の上場傾向は平均的である一方、銀行財閥系企業の上場傾向はきわめて低いことが、指摘できる。

(2) グループ別の資金調達構造

3グループ別の負債の主要項目は、表7のとおりである。上場・非上場の違い、時系列的推移とも、おおむね全体と共通した傾向をもっているものの「銀行財閥系」企業と「外資系」企業がそれぞれ独自の特徴をもっていることがわかる。最初に前者については、非上場企業の負債比率は(1995年を除けば)年々上昇しているにもかかわらず、銀行借入の比率は明らかに低下している。とりわけ、長期借入は著しい低下を示しており、買掛金および自己資本近似負債の比率が上昇している。すなわち、これらのインフォーマルな負債の増加が、銀行借入の低下を上回っているのである。「大規模企業」全体への観察にもみられた金融仲介機関を通じたフォーマルな資金調達の後退の傾向が、「銀行財閥系」企業において、より極端に現れているとみることができ

表7 負債主要項目の比率—大規模企業，ビジネス・グループ別，上場・非上場別

(1) 銀行財関係企業

非上場企業

(%)

	1991	1992	1993	1994	1995
負債	69.4	72.4	71.4	74.0	66.7
銀行借入	43.1	33.1	35.5	29.8	34.4
うち長期借入	28.0	16.5	18.7	12.7	11.4
支払い手形	0.6	0.8	1.3	0.8	0.6
買掛金	9.0	9.2	13.4	11.6	13.6
自己資本近似負債	4.7	8.3	6.9	11.1	8.1
その他	12.1	21.1	14.3	20.7	9.9
資本勘定	30.6	27.6	28.6	26.0	33.3
うち株式プレミアム	0.3	0.2	0.3	0.9	0.2

上場企業

(%)

	1991	1992	1993	1994	1995
負債	50.6	58.1	61.6	56.5	53.4
銀行借入	42.9	50.4	42.7	49.0	46.7
うち長期借入	14.0	14.7	8.3	16.6	16.5
支払い手形	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0
買掛金	1.8	4.1	5.7	4.6	3.9
自己資本近似負債	0.0	0.0	0.8	0.0	0.0
その他	5.9	3.5	12.3	2.9	2.8
資本勘定	49.4	41.9	38.4	43.5	46.6
うち株式プレミアム	10.9	8.5	9.7	15.5	14.0

(2) 外資系企業

非上場企業

(%)

	1991	1992	1993	1994	1995
負債	54.5	54.0	56.5	57.2	57.1
銀行借入	28.1	27.2	26.3	26.8	30.7
うち長期借入	7.5	10.1	11.3	10.6	6.3
支払い手形	2.1	1.1	2.9	1.9	0.8
買掛金	7.7	10.1	9.8	13.2	13.6
自己資本近似負債	9.0	8.4	10.6	9.6	5.6
その他	7.6	7.2	6.9	5.7	6.4
資本勘定	45.5	46.0	43.5	42.8	42.9
うち株式プレミアム	0.3	4.1	2.1	2.2	1.9

上場企業

(%)

	1991	1992	1993	1994	1995
負債	60.2	48.4	45.4	44.3	46.6
銀行借入	38.2	28.9	22.5	27.3	29.9
うち長期借入	14.4	8.5	5.5	9.1	9.8
支払い手形	0.6	0.4	2.0	0.1	0.1
買掛金	8.0	6.6	5.4	5.7	5.9
自己資本近似負債	4.2	2.0	3.2	3.3	2.8
その他	9.1	10.5	12.3	7.9	7.9
資本勘定	39.8	51.6	54.6	55.7	53.4
うち株式プレミアム	10.2	14.9	15.8	13.6	12.5

(3) その他の企業

非上場企業

(%)

	1991	1992	1993	1994	1995
負債	68.0	66.6	66.5	64.6	64.2
銀行借入	41.7	39.0	39.1	37.9	40.5
うち長期借入	21.8	17.0	17.6	15.6	14.6
支払い手形	4.6	4.1	4.7	3.6	2.5
買掛金	7.4	8.9	10.9	10.7	9.8
自己資本近似負債	3.0	5.7	5.2	7.4	5.3
その他	11.3	9.0	6.7	5.0	6.1
資本勘定	32.0	33.4	33.5	35.4	35.8
うち株式プレミアム	2.6	3.4	3.2	3.5	2.4

上場企業

(%)

	1991	1992	1993	1994	1995
負債	51.9	51.0	50.7	49.8	52.3
銀行借入	35.8	37.5	34.2	37.4	39.3
うち長期借入	12.3	10.3	11.3	8.3	10.1
支払い手形	1.2	0.9	4.1	0.6	0.7
買掛金	6.0	5.6	5.4	5.9	5.9
自己資本近似負債	2.9	1.6	1.6	0.6	1.0
その他	6.0	5.4	5.4	5.4	5.5
資本勘定	48.1	49.0	49.3	50.2	47.7
うち株式プレミアム	17.0	17.9	17.8	16.7	15.9

(注) 表6に同じ。

(出所) 表6に同じ。

る。商業銀行と密接な関係を維持していると考えられるこれらの企業が、むしろ銀行からの借入を後退させる傾向が強かったことは、意外な事実である。なお、上場企業については、サンプル数が少なく、またそれほど特徴的な傾向も見いだせない。

つぎに、「外資系」企業については、全体傾向とはやや異なった動きがみられる。まず、非上場企業については、負債比率、銀行借入比率が他と比較して低く、負債のうちでは自己資本近似負債の比率が高い。これは、「外資系」企業は銀行借入といった間接資金への依存が相対的に弱く、親会社からの増資や企業間信用によって資金を調達していることを示しているものと思われる。時系列傾向としては、この時期に、負債比率がやや上昇している。その内訳は銀行借入比率と買掛金の比率の両者の上昇であり、マクロの間接金融資金の増加に対応して、各種負債による資金調達が徐々に高まってきたことを意味している。長期借入比率についても他の企業にみられた低下傾向ははっきりせず、1993年まではむしろ上昇する方向にあったようにも見受けられる。このカテゴリーの企業については直接投資から間接金融資金というマクロ面での変化に対して、正方向の対応がみられる。

「外資系」企業のうち、上場企業については、非上場企業とは異なる傾向がみられる。すなわち、負債比率は傾向的に低下しており、銀行借入の動きは明確でないものの、買掛金ははっきりと低下傾向を示している。他方、株式プレミアムの比率は「大規模企業」や「その他企業」と比較して低い。これらのことは、上場企業が、上場によって上場プレミアムを獲得しつつも、資金調達を負債による調達手段から資本市場にシフトさせていく傾向にあったことを示している。

以上から、この時期の「外資系」企業には、従来の増資、企業間信用に依存した資金調達構造を、非上場のまま銀行借入という正規の間接金融資金への依存に変化していくグループと、上場によって資本市場からの資金調達への依存を高めていくグループの2種類があったことが、看取できる。

最後に、「その他企業」の傾向は、「大規模企業」全体から「銀行財閥系」、

「外資系」企業の「ノイズ」を除いたものとみることができる。非上場企業について長期借入比率が低下していること、買掛金の比率が上昇していること、また上場企業についてもやはり長期借入比率が低下しているなど、かなりの部分が全体の傾向と一致している。他方、負債比率は、全体傾向にはないはっきりとした低下傾向を示している。地場の一般的な製造業非上場大企業では、資本による資金調達（おそらくは割当増資）が増えていたのである。これもまた、マクロ面における間接金融資金の拡大傾向と反対の動きである。

4. 規模別分類と資金調達

最後に、企業規模による違いをみておこう。前述のIFCT基準による規模別の負債主要項目は表8のとおりである。ここで、大規模企業は、表6と同様であるが、上場・非上場を区別せずに平均をとったものとなっている。

各表を比較すると、以下の事実がわかる。まず、負債比率は規模が小さいほど大きく、自己資本における株式プレミアムの比率は小さいほど小さい。規模が大きな企業ほど自己資本による資金調達に依存し、小さな企業ほど他人資本に依存する傾向が強いことがわかる。負債の内訳をみると、銀行借入、長期借入ともに規模が大きいほどその比率が高く、これとは逆に買掛金、自己資本近似負債の比率は規模が大きいほど低い。規模が小さいほど、インフォーマルな間接金融資金への依存が大きいというこの傾向は、ごく一般的なものとして理解することができる。

つぎに、中、小規模の企業の時系列的な動きには、それぞれに特色がみられる。中規模企業は年々負債比率が低下する傾向にある。その内訳をみると買掛金の比率は上昇しているが、銀行借入、長期借入の比率は低下している。全体の傾向は「大規模企業」-「その他」企業の構造とほぼ同じものであり、「大規模企業」で観察されてきた金融仲介機関を通じた資金調達の後退の傾向は、「中規模企業」でも同様であるといえる。これに対し、「小規模企業」は、逆に負債比率が年々上昇している。これは買掛金の比率の上昇によるも

表8 負債主要項目の比率—企業規模別

大規模企業		(%)				
	1991	1992	1993	1994	1995	
負債	61.0	60.1	59.1	58.5	59.6	
銀行借入	36.4	36.0	34.2	35.2	37.2	
うち長期借入	15.8	13.0	13.3	11.6	10.8	
支払い手形	2.7	2.1	3.6	1.8	1.7	
買掛金	7.8	8.4	8.6	9.3	9.7	
自己資本近似負債	4.6	5.3	4.7	5.4	4.8	
その他	9.5	8.3	7.9	6.6	6.2	
資本勘定	39.0	39.9	40.9	41.5	40.4	
うち株式プレミアム	6.8	7.7	8.0	7.5	6.6	

中規模企業		(%)				
	1991	1992	1993	1994	1995	
負債	62.9	64.2	63.1	61.5	61.8	
銀行借入	31.3	30.2	29.3	28.6	29.5	
うち長期借入	10.2	7.9	7.7	8.8	6.5	
支払い手形	3.4	2.4	3.5	3.1	2.6	
買掛金	12.9	15.8	14.8	16.4	16.0	
自己資本近似負債	6.2	7.1	6.2	6.0	7.0	
その他	9.2	8.6	9.3	7.4	6.8	
資本勘定	37.1	35.8	36.9	38.5	38.2	
うち株式プレミアム	3.0	2.6	2.5	3.2	2.6	

小規模企業		(%)				
	1991	1992	1993	1994	1995	
負債	64.5	65.7	67.1	67.2	67.4	
銀行借入	20.8	18.5	19.4	21.1	19.7	
うち長期借入	3.2	3.8	4.4	8.3	3.5	
支払い手形	3.6	2.0	1.8	4.5	2.5	
買掛金	17.5	22.4	24.5	24.6	23.4	
自己資本近似負債	13.3	14.2	10.0	7.0	11.6	
その他	9.3	8.6	11.4	10.1	10.2	
資本勘定	35.5	34.3	32.9	32.8	32.6	
うち株式プレミアム	0.0	0.8	1.4	0.0	0.0	

(注) 表6に同じ。

(出所) 表6に同じ。

のであり、銀行借入、長期借入ともはっきりした動きはない。一方で、自己資本近似負債の比率は年々低下する傾向にある。「小規模企業」においては、フォーマルな仲介資金ではないものの、徐々に自己資本近似負債への依存を弱め、間接金融資金による資金調達にシフトする方向にあったと考えられる。

5. 観察の要約

本節で観察された事実のポイントを整理しよう(表9)。1990年代に金融自由化が進行するなかで、マクロ面では1980年代の直接投資にかわって、海外資金による間接金融資金の著しい膨張がみられた。しかしながら、同じ時期に、企業の資金調達構造はこれとは逆方向に変動していた。すなわち、企業の資金調達に占める負債比率と銀行借入比率は全体としてやや低下する傾向を示し、長期借入の比率は明確に低下している。かわって、負債のうちの買掛金の比率が上昇しており、資金の短期化が進行している。全体として、金融機関による仲介機能は後退しているとみることができる。

こうした傾向は、「大規模企業」のうちの「その他企業」および「中規模」企業において典型的であり、さらに「銀行財閥系」企業では、銀行借入が明確に低下し、自己資本近似負債比率が上昇するなど、金融仲介の後退の徴候が極端に現れている。これに対し、非上場の「外資系企業」においては、同時期に間接金融への依存が進んでおり、「小規模企業」でも買掛金などのインフォーマルな形態ながら、負債による資金調達へのシフトがみられる。最後に、上場している「外資系企業」は、間接金融ではなく、資本市場からの資金調達にシフトしている。

表9 主な観察

		基 本 的 特 徴		
		負債比率	銀行借入比率	そ の 他
証券市場への参加	非上場 上 場	高い 低い	— —	資本勘定の差の多くは株式 プレミアムの差によるもの
ビジネス・ グループ	銀行財閥系 (非上場) 外資系 (非上場) 外資系 (上場) その他企業 (非上場) その他企業 (上場)	低い	低い	自己資本近似負債が高い 株式プレミアムがやや低い
規模		規模と逆相関	規模と正相関	株式プレミアムは規模に正相関

(出所) 筆者作成。

第4節 観察の含意

1. タイにおける商業銀行の機能と金融自由化

前節の観察が示すことを、仮説的に整理したい。伝統的に商業部門への関与が強かったタイの商業銀行は、1980年代初めまで金融システムとしての安定性を欠いていたこともあり、1980年代後半の工業化過程への関与は遅れ気味で、低いものとならざるをえなかった。1980年代の工業化は、直接投資の増加を背景にした外資主導の性格をもつため、企業側の資金需要がそもそも大きくなかったこと、また、自生的な経済発展で想定できる地場銀行と企業間の技術や産業に関する情報の流通・共有が、必ずしも十分ではなかったことも、その要因と考えられる。

1990年代の金融自由化は、直接投資が減少するもとで海外の間接金融資金の比率を急速に高め、結果として、成長主導部門の情報生産機能については未成熟であった商業銀行に、国内の金融取引における役割を、過剰にしかも

結果のまとめ

時 系 列 的 推 移			
負債比率	銀行借入	長期借入金	買掛金
—	低下	低下	上昇
—	低下	低下	—
低下	低下	低下	上昇
上昇	上昇	上昇	上昇
低下	低下	低下	低下
低下	低下	低下	上昇
—	上昇	—	—
中規模：低下	—	低下	上昇
小規模：上昇	—	—	上昇

急速に担わせることとなった。このため、商業銀行は、仲介資金が急拡大するなかでいわば機能不全を深刻化させ、主導産業の企業部門への資金供給や期間変換などの金融仲介機能が後退する結果となったと考えられる。拡大する銀行貸出は、不動産・建設、消費などの商業銀行が伝統的に関わり

りの深い分野に流入し、製造業においては、全体として拡大する景気を背景に、買掛金をはじめとするインフォーマルな資金取引の拡大によって資金調達が維持された。

1995年後半期からの景気後退は、単に不動産部門の過熱への警戒によってだけではなく、製造業部門、とりわけ輸出部門の不振によって始まったものであった。金融自由化による金融仲介の後退は、不動産部門などへの過剰な貸出を招いただけではなく、適切な情報生産活動にもとづく設備投資資金の供給機能が後退することにより、製造業部門の生産性向上を遅らせた可能性が高いと考えられる。これが金融危機の重要な側面であると考えられる。

2. 景気回復過程について

1999年前半期から、タイの実物経済は急回復する徴候をみせている。これは、主に輸出部門の回復によるものである。一方で、金融機関の不良債権問題はいつそう深刻化し、不良債券比率は1999年5月の47.7%をもってピーク・アウトしたものの、低下率は同年末までで8.8%程度であり、しかも2000

年3月現在、いくつかの重要な資本再構成交渉が行き詰まりをみせている。

持続する深刻な不良債権問題と、それと全く無関係な実物経済の回復の併立は一見奇妙に見えるが、上に整理された商業銀行と製造業部門との関係を考慮すれば、かなりの程度整合的に解釈することが可能であろう。すなわち、製造業部門、とくに「外資系企業」を中心とする輸出部門は資金調達面での地場商業銀行への依存がもともと高くなかった。それゆえ、逆に危機以降の金融機関の機能不全から受ける財務的なダメージは、比較的軽微なものにとどまったと考えられる。2000年第1四半期現在、輸出部門を中心とする製造業企業は、金融機関の機能不全のもとで、キャッシュ・フローに依存した資金調達構造にシフトしているといわれている。他方、経営状況が良好な企業について、銀行借入の返済能力があるにもかかわらず、返済を拒否する「戦略的不良債権」が多発している問題が、最近指摘されている。これらは、タイにおける製造業企業と金融機関との「距離」を反映するものであり、その点では、1980年代後半からみられた構造と本質的に整合的なものである。

皮肉なことに、現状ではこの企業と金融機関との「距離」が、不良債権問題にもかかわらず景気回復が実現している一つの要因となっている。ただ、このことは逆にみれば、タイにおける金融システムの問題が、危機を経ても本質的には変化してないことを意味していることになる。現状の回復は、基本的には為替レートの下落による輸出競争力の回復によるものであり、1980年代後半や1996年頃に深刻な問題となっていた、賃金上昇や産業高度化の遅れなどの課題は先送りされたにすぎず、産業構造の高度化とそれに対応する金融システムの構築の問題はなお課題として残っている。

3. 危機以降の金融システムの変化と今後の課題

金融危機以降、タイの金融機関は大規模な再編過程にある。危機以前にあった金融会社の半数以上が破綻し、商業銀行も4行が破綻、2行が一時国営化によって事実上解体し、小規模行3行は外資系銀行によって買収された。比

較的健全であるとされる大手行も外資を大幅に受け入れ、所有構造が大きく変動した。さらに、危機以降の経営規模の縮小と金融業の国際的な変容に対応するために、銀行の統合による規模の拡大が今後の重要な課題として浮上りつつある。

このような危機以後の変化は、タイの金融システムの伝統構造を変容させていくと考えられる。第一に、あいつぐ銀行の破綻は、銀行の所有構造の変動をとめない、従来の「銀行財閥」のビジネス・グループとしての結束を著しく弱める結果となった。バンコク・メトロポリタン銀行などの中規模銀行を中核とするグループは事実上崩壊し、バンコク銀行、タイ農民銀行を中心とするグループも、外資の受け入れなどにより従来の財閥組織としての色彩は弱まっていくと考えられる。加えて、小中規模行については今後、外資系銀行の参加が大幅に広まると見込まれ、製造業における外資系企業を中心として、金融仲介機能が高まっていくことになると考えられる。

ただし、これらの過程は、不良債権の処理と銀行の再編（国営銀行の売却、銀行間の統合）の進行と同時並行的な問題である。今後、こうした動きの速度が、タイにおける金融仲介の深化にとって重要な関係をもっていると考えられる。

金融システムにおける今後の見通しに関するもう一つの焦点は、証券市場の機能についてである。証券市場は危機以降、縮小傾向にある。今後上場企業の減少がどの程度まで進むかは現状でははっきりしないが、上場廃止企業は1998年で14社、1999年で26社程度であり（末廣[2000] p.28）、今後の大幅な減少は考えにくく、株価については回復する方向にある。金融自由化期の上場企業の拡大は、「外資系企業」を除けば、上場プレミアムの獲得による資金調達が進むよう、制度整備を行うことであろう。

さらに、証券市場の拡大がタイの金融システムに果たす役割としては、いま一つ、間接金融への外部効果がある。タイの商業銀行は証券市場が整備さ

れた初期から、取引所に上場していたが、長い間、その所有は複雑な形で特定家族やグループに集中する形になっていたといわれている（例えば Chaiyasoot[1993]）。このことは、金融機関としての仲介機能が低位にとどまった原因の一つと考えられる。危機によって流動化する所有権の市場による配分システムの確立如何は、ガバナンスの向上を通じた金融仲介能力の向上の基礎となる点で重要である。また、第4節で観察されたように、タイにおいては資本市場への企業の参加は、フォーマルな間接金融による資金調達と補完的な関係がある。これは、証券市場への上場によって、企業情報の比較可能な形での開示が促進されることと関係があると考えられる⁽¹⁴⁾。証券市場の規模の拡大と活性化は、タイの金融システムの発展にとって、中核的な重要性をもつと考えられる。

むすび

本章では、タイ金融危機の背景にあるタイ金融システムの伝統的構造、とりわけ金融自由化期におけるその特徴を観察してきた。そして結論として、商業銀行が外資に主導される1980年代の工業化過程に十分な関わりをもたず、それゆえに産業銀行化が遅れたことを前提として、1990年代の金融自由化が、一面でタイ金融システムのその欠陥を深刻化させる方向への効果をもったことを、指摘した。

俗に「クローニ・キャピタリズム」と呼ばれる企業・銀行間関係を、このような観点から評価すれば、タイ金融危機における企業・銀行間関係の問題は、単に銀行と大企業が「仲間うち」の関係にあることというよりは、むしろ実物経済を牽引した企業と、金融システムの民間主体となる企業との「疎遠さ」にある、ということができよう。

このような構造は、1980年代後半期に先進国からの直接投資によって経済発展を遂げた他の東アジア諸国にも、ある程度共通したものである可能性が

高い。すなわち、金融機関が商業金融の性格を強くもち、経済発展において外資系企業の活動に強く依存した諸国においては、地場の銀行業と地場の企業、とりわけ製造業企業との有機的な連関が深まりにくい可能性がある(奥田 [2000])。金融機関の活動の本質が情報生産にあるとするなら、産業としての金融業は費用逓減性を強くもつと考えられ(Leland and Pyle [1977])、効率的な資金市場の機能の十全化には、本来、金融機関の産業ないし企業への長期的な関わりが重要であるはずである。金融仲介活動のこうした特徴にとつて、いわゆる「外資主導工業化」は、それを遅らせる要素を本質的に内包している。それゆえ、そこには多くの政策的課題が横たわっているはずである。この点は、より一般的な論点として理論的、実証的に、今後解明されるべき重要な研究課題であると思われる。

[注] _____

- (1) 生産関数(費用関数)の形状変化からとらえた全要素生産性上昇率。
- (2) 平均技術進歩率は1989～93年と1990～94年とを比較すると後者において、明らかに減速している。奥田・三重野 [1997], Okuda and Mieno [1999] を参照。
- (3) Report of the 1996 Listing of Industrial & Business Establishments, National Statistical Office.
- (4) 総務庁『事業所・企業統計調査報告書 1996年版』。
- (5) Million Bahts Business in Thailand, International Business Reserch社。数値は1995年のもの。
- (6) 製造業における資本金基準。なお、非製造業では基準が異なり、また実際には従業員基準との和集合で定義される。
- (7) 注(5)に同じ。
- (8) 注(5)に同じ。
- (9) ただし、この数値の評価は簡単ではない。例えば、日本における「大企業」でみると資本金1億円以上(2万8630社、1.7%)のうち、上場企業は1936社(全取引所、重複を除く。ただし1988年の数値)であるから、6.8%にすぎない。「主要企業」(資本金10億円以上5739社、0.34%)のなかでも高々34.0%にすぎない。この単純な比較からは、タイ企業の上場傾向はむしろ高いと考えることもできる。日本とタイでは、推測される企業数に18倍近い差もあり、これを比較

するためには、企業数だけでなく、企業および証券市場の機能面での指標による比較が必要であると思われる。

- (10) タイ企業のバランスシートの資本勘定項目には、多くの企業で（実現した）株式プレミアムが、内部留保とは別立てで報告されている。これは、公開、売却、増資などにより実現した株式プレミアムのうち企業に帰属した部分であると考えられる。
- (11) 末廣 [1998] では、売上高上位1000社企業を2社以上含む企業を「ビジネス・グループ」として定義している。なお、このデータベースは、2000年3月に追加情報を含んで公開されている（末廣 [2000]）。
- (12) 危機以前は外国人商業法 (Alien Business Act) の規定により、原則として外国資本は50%以上の株式は保有できなかった。このため、いくつかの例外を除いて、先進国の親会社と同じ社名をもつ中核的な現地子会社も親会社による株式保有は40%台にとどまっている。
- (13) すなわち、独立系企業に加えて Suehiro [1989] における「製造業財閥」および「アグリビジネス」のグループがこれに含まれている。
- (14) これは、計量経済学的にも確認される傾向である。三重野 [2000] 参照。

〔参考文献〕

〈日本語文献〉

- 奥田英信 [2000] 『ASEANの金融システム—直接投資と開発金融—』東洋経済新報社。
- 奥田英信・三重野文晴 [1997] 「タイの金融自由化過程における銀行業の生産・費用構造の変化」(『アジア経済』第38巻第6号, 6月)。
- 岸真清 [1990] 『経済発展と金融政策』東洋経済新報社。
- 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。
- 末廣昭・南原真 [1991] 『タイの財閥』同文館。
- 寺西重郎 [1991] 『経済発展と金融システム』東洋経済新報社。
- 三重野文晴 [2000] 「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報告書(学会報告論文集)。

〈外国語文献〉

- Chaiyasoot, Naris [1993] "Commercial Banking," Peter G. Warr ed., *The Thai Economy in Transition*, Cambridge, New York: Cambridge Univer-

sity Press.

Leland, H.E. and D.H. Pyle [1977] "Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation," *Journal of Finance*, Vol. 32, No. 2, May.

Okuda, Hidenobu and Fumiharu Mieno [1999] "What Happened to Thai Commercial Banks During the Pre-Asean Crisis Period," *Hitotsubashi Journal of Economics*, No. 40.

Suehiro, Akira [1989] *Capital Accumulation in Thailand 1855-1985*, The Center for East Asian Cultural Studies, Toyo Bunko.

Wiwattanakantang, Yupana [1999] "An Empirical Study on the Determinants of the Capital Structure of Thai Firms," *Pacific-Basian Financial Journal*.