

第6章

マレーシアの金融危機への対応

はじめに

1998年9月、マレーシアは通貨危機への対応策として、為替管理制度を導入した。通貨危機に陥った国の多くがIMFの支援を受けて経済再建を目指すなか、独自路線をとったマレーシアに対しては、当初、批判的な見方が多かった。しかし、その後、大きな混乱もなくマレーシア経済が順調に回復していることから、マレーシア型の通貨危機への対応は国際社会からも一定の評価を得つつある。

為替管理制度をアジア通貨危機の処方箋として提案していたMITのクルーグマン教授は、マハティール首相に宛てた公開書簡(<http://web.mit.edu/krugman/www/mahathir.html>) のなかで「為替管理を金融改革の代替策にしてはならない」と助言を送った。その助言どおり、これまでのところ、マレーシアの金融改革はIMFの支援を受けた他の国と比べても、むしろ進んでいるようにみえる。

マレーシア政府の金融危機への対応は、あくまでも自国主導で行われている。自国主導の対応が可能であった理由としては、(1)早い時期に自国通貨の買い支えを放棄し、外貨準備が枯渇しなかったこと、(2)金融部門、企業部門とも海外からの借入が少なく、不良債権問題が国内問題にとどまったこと、(3)金融システムの不良債権比率が比較的低く、国内資金での問題解決が可能だったこと、などがあげられるだろう。

本章では、マレーシア政府がどのような金融危機への対応を行ったのかを跡づけ、それらが効果的なものであったのかを検証する。結論からいえば、マレーシア政府は金融危機に迅速に対応し、政策の多くは効果的であったということになる。続いて、マレーシア政府が強いリーダーシップを発揮して自国主導の金融危機への対応を行った背景として、金融システムとブミプトラ政策(マレー人などに対する優遇政策)の関係をとりあげる。マレーシア政府は、金融危機に際して、ブミプトラ政策の重要な実行主体としての金融システムを守ることを重視したといえる。したがって、中・長期的にみた場合、マレーシアの金融システムはブミプトラ政策による金融システムの歪みという構造的な問題を抱えたままである。

本章の構成は次のとおりである。第1節では、マレーシア政府の金融危機への対処を検討するための枠組みを示す。第2節では、マレーシア政府の金融システム不安への対応を検証し、第3節では金融機関のバランスシートの健全化策を検証する。第4節では金融業界の健全化策を検証する。第5節では、第4節までで明らかになった、政府主導の金融危機への対応と外資導入に対する慎重さの背景として、ブミプトラ政策と金融システムの関係についてとりあげ、マレーシアの金融システムの課題を指摘する。第6節は本章のまとめとなっている。

第1節 金融危機への対応の時間的区分と評価基準

金融危機への対応を分析する際には、政策目標の達成期限について時間的区分を明確に行う必要がある。緊急事態に対処する政策は実施が遅れば無意味になるし、中長期的な改革のなかには金融危機の最中に実施することで事態を悪化させる可能性があるものもある。

本章では、政策目標の達成期限を「緊急」「短期」「中長期」の三つに分類している。金融危機に対処するうえでの「緊急」に達成することが必要な政

策目標としては、「金融システム不安の払拭」があげられるだろう。金融システム不安が広がると、金融システム全体が機能不全を起し、実体経済に重大な影響を与える。これを防ぐためには、預金者や債権者の不安を払拭する措置をとり、金融機関に対して十分な流動性を供給しなければならない。

「短期」の政策目標としては「金融機関のバランスシートの健全化」があげられる。金融機関のバランスシートが悪化した状態が長引けば、貸出の減少などを通じて実体経済にも悪影響が及ぶ。不良債権の正確な認識、引き当ての促進、不良債権の買い取り、資本注入などを行う必要がある。

「中長期」の政策目標としては「金融業界の健全化」があげられるだろう。一時的に金融機関のバランスシートが改善されたとしても、金融危機が将来的に繰り返されるようでは意味がない。金融機関の再編や監督の強化を通じて健全な銀行システムを育成し、金融危機の再発を防ぐ必要がある。

本章では、上記の政策目標が達成されたかどうかに加えて、「政策を迅速に実施する」「必要な財政コストを抑える」「金融機関や企業がモラル・ハザード問題を起こさないようにする」といった二次的な目標が達成されているかについても検討する。主たる政策目標を達成する際に、これら二次的な政策目標もすべて達成できればよいが、通常、これらの二次的な目標の間にはトレードオフがあり、すべてを同時に達成するような政策を実施することは難しい (World Bank [1998])。

第2節以降では、マレーシア政府およびマレーシア中央銀行 (バンクヌガラ: Bank Negara Malaysia) が金融危機に対処するためにどのような政策を実施したのかを跡づける。さらに、上記の基準を念頭に置きながら、それぞれの政策を評価するとともに、マレーシア政府がどのような基準を重視して政策を選択したのかを検証する。

第2節 緊急の目標：金融システム不安の払拭

本節では、マレーシア政府およびバンクヌガラが金融システム不安払拭のために行った政策として、(1)預金の保護、(2)経営が悪化した金融機関への対応、(3)金融機関への流動性供給、をとりあげる。マレーシア政府は預金の全額保護を行い、経営が悪化した金融機関は健全行と合併させるという方針をとった。一方、流動性の供給については為替レートの維持が優先されたため、1998年9月の為替管理導入以前は十分に行うことができなかった。

1. 預金の保護

マレーシアの場合、金融機関の不良債権比率は比較的低く、経営状況はタイやインドネシアほど悪化していなかった。しかし、1997年9月には、会長の重病説が流れたことをきっかけにMBfファイナンス (MBf Finance Bhd.) に取り付け騒ぎが発生していた。1998年1月20日、バンクヌガラは銀行、ファイナンス会社、マーチャント・バンクに対する預金の完全な保護を発表した。マレーシアには預金保険機構が存在しないため、預金者の不安を払拭するために中央銀行がこのような措置をとる必要があった。バンクヌガラが預金の保護を発表した結果、取り付け騒ぎの発生は防止できた。

マレーシアで銀行の経営不安が拡大したのは1998年3月以降であるから、バンクヌガラによる預金保護は予防的なものであった。スピードの点からはバンクヌガラの政策は評価できるだろう。取り付け騒ぎを防止できたことで、財政負担は不要となったため、財政コスト抑制の観点からも評価できる。

一方、モラル・ハザード防止の観点からは中央銀行による完全な預金の保護には問題がある。金融機関の経営者は、経営に失敗しても中央銀行から預金の払い戻しのために補填を受けることができるため、よりリスクの高い貸出を選好するようになる。また、預金者にもモラル・ハザードが生じる可能

性がある。どの金融機関に預けても預金が保証されるのであれば、預金者は金融機関の経営を監視するインセンティブをもたなくなる。

2. 経営が悪化した金融機関への対応

マレーシアではタイやインドネシアのように経営が悪化した金融機関の閉鎖を行わず、健全な金融機関との合併や中央銀行による一時的な管理を行った。1998年3月3日、バンクヌガラは、商業銀行のサイム・バンク(Sime Bank Bhd.)のリスク加重自己資本比率が2.9%にまで低下しており、これを8%に保つためには12億リンギの資本注入が必要であることを公表した。その1週間後、RHBバンク(RHB Bank Bhd.)がサイム・バンクの買収を決定し、買収は1999年6月29日に完了した。この買収により、RHBバンクは資産規模で国内第3位の商業銀行となった。

一方、1998年3月期決算で巨額の赤字を計上し、不良債権比率が15%を上回った政府系商業銀行バンク・プミプトラ(Bank Bumiputra Malaysia Bhd.)は、1998年9月初旬までに政府投資会社のカザナ・ナショナル社(Khazanah Nasional Bhd.)から資本注入を受け、9月17日にバンク・オブ・コマーンス(Bank of Commerce Malaysia Bhd.)の親会社であるコマーンス・アセット・ホールディング(Commerce Asset Holdings Bhd.: CAHB)社と合併の覚え書きに調印した。CAHBはバンク・プミプトラの株式を大蔵省持ち株会社(Ministry of Finance Inc.)とカザナから買い取り、買い取りの代金の一部を自社株式で支払った。その結果、大蔵省持ち株会社とカザナはCAHBの株式の32.6%を保有することになった。合併は1999年9月30日に完了し、資産規模で国内第2位のプミプトラ・コマーンス・バンク(Bumiputra-Commerce Bank Bhd.)として再出発した。

また、バンクヌガラは経営難に陥ったファイナンス・カンパニーとマーチャント・バンクを一時的に管理下に置いた。バンクヌガラは1999年1月4日にMBfファイナンスとクワンガン・ブルサトゥ(Kewangan Bersatu Bhd.)の

2社を、6月25日にサイム・マーチャント・バンカーズ (Sime Merchant Bankers Bhd.) とサバ・ファイナンス (Sabah Finance Bhd.) の2社を管理下に置いた。これらの金融機関の預金・債権は政府によって全額保護されることが発表され、新しい経営者が任命された。これらの金融機関の業務は、通常どおり継続された。

銀行の閉鎖を行ったインドネシアで金融システム不安が拡大したことを考えれば、金融機関の閉鎖を行わず、健全行と合併させるか、一時中央銀行の監督下に置くというマレーシア政府の方針は、金融システム不安の拡大防止に貢献したといえるだろう。

バンクヌガラへの対応はスピードの点からも評価できる。RHBバンクによるサイム・バンクの買収が決定されたのは、経営危機の発表のわずか1週間後であった。迅速に事態を收拾するため、水面下で買収の交渉が進められていたものと思われる。バンク・ブミプトラのケースでは、同行が政府系であったため、信用不安が起こる可能性は小さく、合併を急ぐ必要はなかったと考えられる。

一方、財政コストの観点からは、バンクヌガラへの対応には問題がある。旧サイム・バンクと旧バンク・ブミプトラの不良債権については、政府によるコスト負担を前提に後述する不良債権管理機構が管理することになった。これら2行の不良債権は合わせて264億リングに達し、このうちの半分を回収できたとしても、政府による負担は約130億リングとなる。

また、経営状態が悪化した銀行の不良債権処理のコストを政府が負担することによって、健全行との合併を促進する手法には、モラル・ハザードの点からも問題がある。バンク・ブミプトラについては、株主である政府が不良債権処理のコストを負担するのはやむをえないとしても⁽¹⁾、サイム・バンクについては民間企業の経営の失敗を政府のコストで救済したことになる。経営状態が悪化した場合に政府が不良債権処理のコストを負担してくれるのであれば、銀行はリスクの高い投資を選好するようになるだろう。

3. 金融機関への流動性供給

金融機関に対する流動性の供給については、金融危機と同時に通貨危機に対応する必要があったため、バンクヌガラは難しい対応を迫られた。バンクヌガラは、1997年中は主に中央銀行貸出によって流動性を供給していた。バンクヌガラから銀行への貸出は、1997年1月の18億リングから1998年1月には347億リングに急増している。

1998年2月、バンクヌガラは預金準備率を13.5%から10.0%へ引き下げることで約150億リングの流動性を銀行システムに供給した。しかし、一方で、銀行への貸出を回収することでこれを完全に相殺し、同時に銀行間市場3カ月物の介入金利を10%から11%に引き上げるなど、金融引き締めスタンスが維持された。

マレーシアの場合、金融機関の多くは経営状態がさほど悪化していなかったため、中央銀行が十分な流動性を供給しても、それが回収不能になる可能性は低かったといえるだろう。このような金融引き締め策は、金融危機に対する対処としては適切であったとはいえない。

しかし、通貨防衛の観点からは金融引き締め策が必要であったと考えられる。バンクヌガラは通貨の安定と流動性の供給という方向性の異なる目標の達成を迫られ、前者を優先したといえる。本格的な金融緩和は1998年9月の為替管理制度導入を待たねばならなかった。

4. 第2節のまとめ

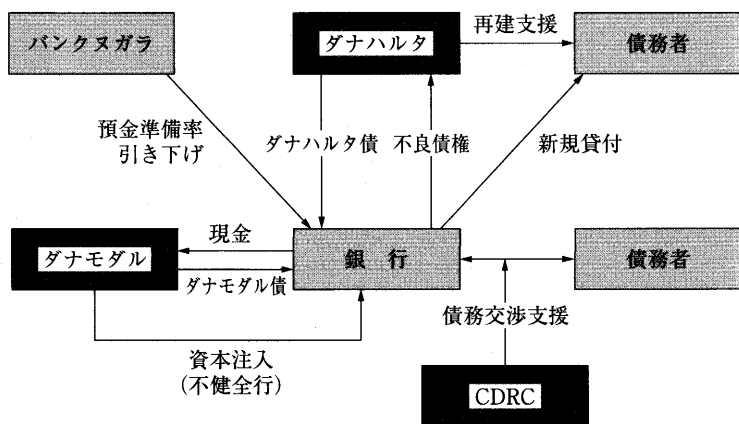
以上のようにみえてくると、通貨防衛という上位目標に制約された流動性の供給を除いて、マレーシア政府は金融システム不安の払拭のための政策を成功裏に実施したといえる。預金の全額保護や、政府によるコスト負担を前提に不良債権を切り離し、経営難の銀行を健全行と合併させるという政策から

は、政策実施のスピードを重視し、財政コストの負担やモラル・ハザードの危険性はやむをえないとした政府の方針がみてとれる。

第3節 短期的目標：金融機関のバランスシートの健全化

1998年6月以降、マレーシア政府は金融機関と企業部門のバランスシートを健全化するために、三つの公的機関を相次いで設立した。(1)不良債権の買い取り・管理を行う「ダナハルタ」、(2)金融機関に資本注入を行う「ダナモダル」、(3)不良債権問題の解決に向けた債務者と債権者の調整を行う「企業債務処理委員会」(CDRC)、である(図1)。これらの3機関は互いに補完しながら不良債権処理を進めている。本節ではこれらの機関について検討するとともに、CDRCによる債務処理仲裁の事例として、プミプトラ系コングロマリットのレノン・グループの企業再編について検討する。

図1 マレーシアの不良債権処理スキーム



(出所) 各種資料より筆者作成。

1. ダナハルタ

(1) ダナハルタの概要

不良債権管理・買い取り機関ダナハルタ・ナショナル (Pengurusan Danaharta Nasional Bhd.) は、1998年6月に政府の100%出資会社として設立された。「(1)マレーシアの金融機関を不良債権管理の混乱から解放し、(2)買い取った資産の価値を最大限回復させること」(ダナハルタ発表資料)を目的としている。不良債権買い取りに必要な原資は、(1)政府の出資による15億リンギ、(2)雇用者年金基金 (EPF) からのローンによる15億リンギ、(3)カザナ社のローンによる20億リンギ、(4)ゼロ・クーポン債の発行による100億リンギ、計150億リンギを調達することになっていた。なお、ローン・債券については政府が全額保証している。ダナハルタは投資銀行のJPモルガンと監査法人のアーサー・アンダーセンをファイナンシャル・アドバイザーとして任命している。不良債権処理の流れは以下のとおりである。

(i) 不良債権の買い取り

ダナハルタが金融機関から不良債権を買い取る。この際、買い取りの対象となるのは500万リンギ以上の債権・資産で、ダナハルタが価値を高めることが可能なものに限られる。不良債権の買い取りはダナハルタと金融機関の合意にもとづいて行われ、強制的なものではない。買い取り価格は、(1)担保付き債権の場合は担保の評価額、(2)無担保債権の場合は債権額の10%の価格、(3)特定の大口債権の場合はダナハルタと金融機関の間で個別の交渉にもとづくリスク・シェア、となっている。また、債権の価値が回復した場合には、金融機関とダナハルタが80:20の割合で利益を分配することになっている。

(ii) 対価の支払い

不良債権買い取りの対価として、金融機関は原則としてダナハルタ債を受け取る⁽²⁾。当初の資金調達計画では、ダナハルタ債を海外で起債し、

そこで得た現金で不良債権を買い取るようになっていた。しかし、ムーディーズが1998年7月にマレーシア国債の格下げを行ったことで海外での起債が難しくなり、次善の策としてダナハルタ債と不良債権を交換することになった。

ダナハルタ債は、(1)政府保証付き、(2)自己資本に関するBIS規制においてリスク・ゼロの資産として扱われる、(3)5年満期、最長10年までのロールオーバーオプション付き、(4)ゼロ・クーポン債、(5)マレーシア国債をベンチマークとした価格決定、(6)売買可能、などの特徴をもつ。

(iii) 不良債権の処理

買い取られた不良債権は存続可能な (viable) 債権と存続不可能な (non-viable) 債権に分類される。存続可能な債権については、企業再建やリスクスケジュール、デット・エクイティ・スワップなど「ローン管理」を行い、長期的に債権の回収を進めてゆく。存続不可能な債権については「資産管理」に移行する。事業に価値があると見なされた場合、特別管理人 (Special Administrator: SA) が任命され、12カ月の債権保全が行われる。この間にSAは企業のリストラを行う。事業に価値がないと見なされた場合は、担保が第三者に売却される。もし、良い条件での売却が不可能な場合は、いったんダナハルタの子会社に売却され、担保価値の改善が行われる。

1999年12月末時点で、ダナハルタは約191億リングの不良債権を買い取り、サイム・バンクとバンク・ブミプトラ関連の不良債権約264億リングを管理している (表1)。買い取り価格は簿価に対して平均で56%の割引となっている。同時点で銀行システムが保有している不良債権額は658億リング (3カ月基準) となっており、ダナハルタはマレーシア不良債権総額のうちの約40%を買い取り・管理していることになる。

銀行システムの不良債権比率は1998年11月の14.9% (3カ月基準) をピークに、1999年12月には11.1%にまで低下してきている (図2)。ダナハルタは銀行システムの不良債権比率が10%程度になるまで不良債権を買い取ることに

表1 ダナハルタ管理下の不良債権 (1999年12月末現在)

	額面価格 (10億リンギ)	口 座 数
管理下		
ダナハルタによる買い取り	19.127	770
政府負担を前提とした管理	26.394	1,896
計	45.521	2,666
評価済み		
金融機関による売却拒絶	7.290	274
ペンディング	1.794	111
計	9.084	385
合 計	54.605	3,051

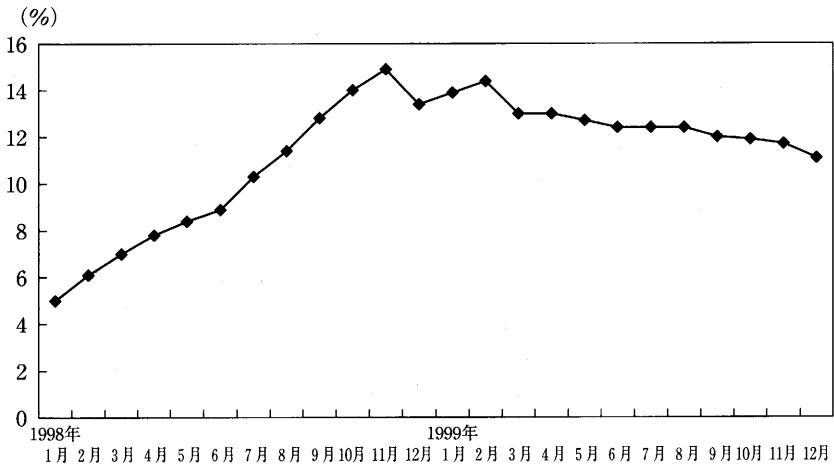
(出所) Danaharta Nasional Bhd. [2000]より作成。

表2 ダナハルタによる債券発行

発 行 日	額 面 (100万リンギ)	利 率 (%)	満 期 日
1998年11月20日	1,022	7.15	2003年12月31日
1998年12月30日	1,580	6.67	2003年12月31日
1999年 1 月29日	1,105	6.65	2004年 3 月31日
1999年 2 月26日	1,242	6.48	2004年 3 月31日
1999年 3 月26日	1,393	6.45	2004年 3 月31日
1999年 4 月29日	1,050	5.49	2004年 6 月30日
1999年 5 月27日	511	5.40	2004年 6 月30日
1999年 6 月29日	744	5.33	2004年 6 月30日
1999年 7 月29日	527	5.32	2004年 9 月30日
1999年 8 月26日	204	6.11	2004年 9 月30日
1999年10月29日	575	5.28	2004年12月31日
1999年12月29日	392	5.19	2004年12月31日
合 計	10,345		

(出所) Danaharta Nasional Bhd. [2000]より作成。

図2 銀行システムの不良債権比率（3カ月基準）



(出所) Bank Negara Malaysia, *Monthly Statistical Bulletin*より作成。

なっており、2000年3月までに不良債権の買い取りを完了した。

不良債権の実質的な処理については、まだ初期の段階にある。「ローン管理」については、1999年12月末現在、ダナハルタが管理している2345社の約7割（金額ベースでは約9割）にあたる1659社について、債務処理に向けた手続きが開始されている。完全に債務処理が完了した企業は全体の9%（金額ベースでは11%）にあたる208社となっている。

「資産管理」については、2000年1月23日までに53社に対して特別管理人を任命し、企業のリストラにあっている。担保の売却については1999年11月19日から12月9日にかけて第1回目の競売が行われた⁽³⁾。入札は44物件（1億2260万リンギ）について行われ、24物件（1648万リンギ）が買い取り価格の平均8%増しで入札者に売却され、残った20物件（1億610万リンギ）はダナハルタの子会社に移管された。

(2) 集中型AMCの特徴

政府がダナハルタのような資産管理会社 (Asset Management Company: AMC) を設立して集中的に不良債権処理を行うことにはどのようなメリット、デメリットがあるのだろうか。AMCのメリットとしては、集中的な管理によって不良債権の価値を改善できることがあげられるだろう。不良債権の価値の改善方法としては、「事業リスクの改善」と「担保価値の改善」が考えられる。事業のリスクが低くなれば、貸出が返済される可能性は高まるから、債権の価値は高まる。また、担保の価値が高いほど、貸出が回収できない場合に担保を売却することで回収できる金額が高くなるため、債権の価値は高まる。

「事業リスクの改善」については、AMCが個別の企業の経営を改善する能力が金融機関よりも高い場合には期待できるが、一般的にはそのようなケースは多くない。一方、「担保価値の改善」については、AMCによる管理の方が個別の金融機関よりも期待できるといえる。例えば、隣接する複数の土地区画が、別々の金融機関によって担保に取られていたとする。このような場合、AMCが土地をまとめて管理した方が、その価値は高まるだろう。

債権価値を高めるその他の方法としては、「代理費用の削減」をあげることができる。負債の代理費用は、(1)債権者の機会主義的な行動による債権価値の下落、(2)防衛のためのボンディング・コストやモニタリング・コスト、(3)倒産コスト、に分類できる (Jensen and Meckling [1976])。こうした代理費用を削減することでも、債権の価値は高まる。

代理費用のうちのモニタリング・コストについては、公的なAMCによって一概に削減されるとはいえない。AMCが公的な機関であることによって、企業の財務情報などへのアクセスが容易になったり、契約違反時の処罰執行能力が高まるのであれば、モニタリング・コストは低下するであろう。一方で、モニタリングが金融機関によって行われていた場合、それらの情報を債権買い取りの際にAMCに対して移転できなければ、AMCによるモニタリングに

は余分なコストがかかることになる。

代理費用のうちの倒産コストについては、AMCに債権を集約することで改善される可能性がある。企業の清算や担保を売却する場合、債権者間の対立によって時間が浪費されれば、企業価値や担保価値が棄損する。このような場合、債権をAMCに集約することで、債権者間の調整の問題を回避することができる。また、AMCが公的な主体である場合、企業の清算や担保の売却に関する法整備など、政府からの支援が期待できる。

AMCによる不良債権処理のデメリットとしては、金融機関と債務者という不良債権問題の当事者に対して、第三者であるAMCが損失を負担する可能性が生じる点があげられる。不良債権を金融機関が保有したまま処理する場合、損失の負担の問題は、金融機関と債務者の当事者間の問題にとどまる。一方で、AMCが不良債権処理を行う場合には、債権者からの債権回収額が、金融機関からの債権の買い取り額を下回れば、その損失はAMCが負担することになる。したがって、AMCが不良債権処理を行う場合、(1)金融機関からの不良債権の買い取りが適切な価格で行われるか、(2)買い取った不良債権の回収を適切に行うことができるか、という二つの問題がともに重要になってくる。

不良債権の買い取りが金融機関とAMCの合意にもとづくものであるかぎり、金融機関からAMCに債権が移転されるということは、金融機関にとっての債権の価値よりもAMCが評価した債権の価値が高いことを意味している。もしこれが、AMCによる債権管理によって、債権価値が高まる見込みにもとづいているのであれば問題はない。しかし、AMCの債権に対する評価額の高さが、金融機関とAMCの情報の非対称性にもとづくものであったり⁽⁴⁾、AMCが恣意的に評価額を高く設定したような場合には、AMCが事後的に損失を被る可能性が高くなる。

不良債権の買い取り価格が適切であったとしても、AMCによる債権回収の努力が十分でなく、債権回収額が買い取り額を下回った場合、AMCは損失を被ることになる。AMCが公的な機関である場合、損失を負担するのは最終的には国民であり、AMC自体ではない。したがって、AMCに適切なインセン

タイプを与えないかぎり、AMCの債権回収の努力水準が過小になる可能性が高い。

このようにみえてくると、AMCによる不良債権管理は、担保価値の改善や担保の効率的な処分については、個別の金融機関による管理よりも有利な点が多い一方で、適切な買い取り価格を設定できるか、債権回収を十分行えるか、といった問題を抱えていることがわかる。

(3) ダナハルタに対する評価

以上の議論をふまえると、ダナハルタはAMCとしてのメリットを生かすスキームとなっていることがわかる。ダナハルタは不良債権買い取りの条件として「ダナハルタによる債権価値の改善が可能なもの」という項目を掲げるとともに、債権価値を改善するための仕組みを整えている。例えば、事業リスクの改善については、ダナハルタ法 (Danaharta Act 1998) によって、債務者の企業に対して必要な場合は特別管理人を任命し、再建計画を立案する権利を与えられている。担保価値の改善については、ダナハルタは不動産管理のための子会社をもっており、担保価値の改善を行っている。担保の処分効率の改善については、国家土地規定 (National Land Code) が改正されたことによって、ダナハルタは通常必要とされる裁判手続きをバイパスして担保の競売を行うことが認められ、民間主体よりも効率的に担保の処分を行うことができる可能性が高まった。

AMCの課題である不良債権の買い取り価格設定については、ダナハルタは担保付き債権の買い取り価格を算定する際に、外部機関による担保価値の見積もりを実施している。これは、買い取り価格の適正化に役立つといえる。一方、無担保の債権については、買い取り価格を一律簿価の10%に設定している。このような定額の買い取りを行った場合、情報の非対称性から、金融機関は劣悪な債権だけをダナハルタに売却する可能性がある。しかしこれは、企業の事業価値を個別に算定するには時間がかかるため、あえてそれをせず、買い取りのスピードを優先した結果であるという。

AMCのもう一つの課題である不良債権の回収については、ダナモデルはローン・リストラクチャリングのガイドラインを設定し、適正化に努めている。ガイドラインでは、債務者である企業の株主が減資などを行って損失を負担することを求め、企業がゼロ・クーポン債を発行することを禁じ⁽⁵⁾、キャッシュ・フローに応じた利払いを行うことなどが掲げられている。また、ダナハルタは、債権価値が改善した場合の利益を、金融機関80、ダナハルタ20の割合でシェアすることになっているため、債権価値を改善するインセンティブをもっている。ただし、金融機関自身が回収を行った場合、債権価値が改善した際の利益のすべてを得られることを考えると、ダナハルタによる回収努力が過小になる可能性は残っている。

このようにみえてくると、ダナハルタはAMC型の不良債権処理スキームのメリットを生かし、完全ではないにせよデメリットを軽減するための注意を払って設計されたスキームであるといえる。実際にも、不良債権の買い取りは予定どおり進行しており、ダナハルタは金融機関のバランスシート健全化のために機能しているといえるだろう。スピードの点でもダナハルタの設立時期とその後の活動は評価できる。ダナハルタが設立された1998年6月の時点での銀行システムの不良債権比率(3カ月基準)は8.9%で、不良債権問題は初期の段階にあった。財政コストの面でも、不良債権の買い取りのほとんどをダナハルタ債で賄っており、政府の負担は現在のところ、初期出資分の15億リングにとどまっている。ただし、ダナハルタ債には政府保証が付いており、追加的な財政コストが必要となる可能性がある。また、政府による負担を前提に管理している旧サイム・バンクと旧バンク・ブミプトラの不良債権処理にどの程度のコストがかかるかも現時点では不透明である。

マレーシア政府がAMC型の不良債権処理スキームを選択した理由としては、不良債権の処理を政府主導で迅速に進めようとしたことがあげられる。マレーシアの金融機関は、1980年代後半にも金融危機を経験している。このときには、金融システム全体を対象とした不良債権処理は行われなかった。その結果、1988年に30%を超えていた銀行システムの不良債権比率が10%を

切るまでに6年を要している。今回の金融危機の場合、ダナハルタの設立から約2年で銀行システムの不良債権比率は10%程度にまで低下している。

2. ダナモダル

(1) ダナモダルの概要

資本注入機関ダナモダル・ナショナル (Danamodal Nasional Bhd.) は1998年8月に設立された。「(1)銀行部門の資本注入と強化のための資本を調達し、(2)将来の経済成長をサポートするために健全で競争力のある銀行システムを支援する」(ダナモダル資料)ことを目的としている。資本注入に必要な資金の調達計画は、(1)バンクヌガラ出資の資本金30億リング、(2)ゼロ・クーポン債の発行100億リング、計130億リングとなっている。ダナモダルは投資銀行のソロモン・スミス・バーニーとゴールドマン・サックスをファイナンシャル・アドバイザーに任命している。

資本注入の流れは以下のとおりである。

(i) 対象金融機関の選定

資本注入の対象となる金融機関を選定する。このとき、金融機関のリスク加重自己資本比率(RWCR)を9%以上に維持することを目標とする。なお、資本注入の対象とされた金融機関が自主的に市場で資金を調達し、資本を強化することを妨げない。

(ii) 資本注入

資本注入の対象となった金融機関からは普通株式、優先株、劣後債のいずれかを取得する。資本注入に必要な資金については、当初は資本金を利用し、後にダナモダル債を発行することで調達する。ダナモダル債は、(1)自己資本に関するBIS規制においてリスク・ゼロの資産として分類される、(2)5年満期、最長10年までのロールオーバーオプション付き、(3)ゼロ・クーポン債、(4)売買可能などの特徴をもつ。

(iii) 金融機関の経営監視

資本注入が行われた金融機関については、ダナハルタが株主および債権者の立場から日常業務や経営のパフォーマンスを監視する。また、金融機関の整理統合やリストラクチャリングを促進してゆく。

(iv) ダナモダルの解散

ダナモダルは5年間から10年程度存続した後、解散することになっている。解散に際しては保持している資産を、(1)IPO (Initial Public Offering) を行う、(2)M&Aなどの形で戦略的に売却する、(3)直接市場で売却する、といういずれかの方法で処分し、利潤を株主（現在のところはバンクヌガラ）に分配することになっている。

ダナモダルは2000年5月末までに、金融機関10行に合計約76億リングを注入している（表3）。資金調達については、ダナハルタと同様にマレーシア国債格下げの影響で海外での起債が困難になったため、1998年10月に額面価格110億リングのダナモダル債（利率7.25%，5年債）を国内で起債し、57の金融機関がそれを引き受けた。ダナモダル債の引き受けには、バンクヌガラが1998

表3 ダナモダルによる資本注入（2000年5月末現在）

（単位：100万リング）

	当初の注入額	返済額	現在の注入額	派遣役員数
MBf Finance	2,280		2,280	5
RHB/Sime Bank	1,500	500	1,000	3
Arab-Malaysian Bank	800	340	460	4
Oriental Bank	700		700	2
BSN Commercial Bank Malaysia	420		420	3
United Merchant Finance	800	800	0	0
Arab-Malaysian Finance	500	500	0	0
Arab-Malaysian Merchant Bank	400	400	0	0
Sabah Bank	140	140	0	0
Perdana Merchant Bankers	50	50	0	0
合 計	7,590	2,730	4,860	17

（出所）ダナモダル発表資料より作成。

年9月16日に預金準備率を6%から4%に引き下げたことで生まれた資金などが充てられた。

資本注入を受けた金融機関のリスク加重自己資本比率は1998年8月の9.8%から1999年4月には14.1%へと大幅に上昇した。また、資本注入を受けた金融機関のうち5行については、すでにダナモダルに対して資本注入分の返済を完了している。ダナモダルの業務の中心は、株主および債権者としての立場を生かして金融機関の業務改善を監視する段階へと移っている。

(2) 公的資金による資本注入の特徴

金融機関が市場を通じて自己資本強化を行うのではなく、公的な資金によって資本注入を行うことにはどのようなメリット、デメリットがあるのだろうか。資本注入が行われるためには、まず、金融機関と資本注入主体の間で株価と経営権の2点での合意が必要である。株価が低すぎると、既存の株主が資本注入を受け入れない可能性がある一方、株価が高すぎると、資本注入を行う主体が現れないか、資本注入を行った主体が損失を被る可能性が高まる。また、経営権をもつ既存株主は、それを失うことを望まない一方で、新たに資本注入を行う主体は自らが経営権を握ることを望む可能性がある。

企業の株価は企業価値と代理費用にもとづいて決まるとされる (Jensen and Meckling [1976])。公的資本と民間資本では、企業価値の見積もりと代理費用の両方が異なってくる可能性がある。例えば、資本注入を受ける金融機関が不良債権をどの程度抱えているのか、それが今後どの程度まで増加するのか、といった情報が少ない場合、市場の企業価値の見積もりは慎重なものにならざるをえない。政府が金融機関の経営状況について市場よりも詳細な情報を得ることができる立場にある場合には、政府による企業価値の見積もりの方が適正なものとなる可能性がある。ただし、逆に政府が政治的な理由から、金融機関の企業価値を恣意的に評価する可能性も存在する。代理費用については、政府が株主となることによって削減される可能性がある。政府が民間の主体よりも銀行の経営状態について正確な情報を得られる場合や、

ボンディングやモニタリングを法制度で補完できる場合には、代理費用が削減できる。

経営権については、民間による資本注入の場合、新たに資本注入を行う主体が経営権を握ることを望む可能性がある。このような場合、既存の株主が経営権にこだわれれば資本注入は実現しない。政府による資本注入の場合、政府が資本注入の当初から経営権を握ることは一般的ではなく、その点では既存の株主にとっては資本注入を受け入れやすいといえる。ただし、経営に失敗しても経営権を失うことなく資本注入を受けられるとすれば、経営権をもつ株主はリスクの高い経営を行う可能性がある。経営の改善という点からは、民間の主体による資本注入の方が適していると考えられる。経営状態の良い銀行が経営の悪化した銀行に対して資本注入を行った場合、経営技術の移転が期待できるのに対し、政府による資本注入では、そのような経営技術の移転が期待しにくい。

このようにみえてくると、政府による資本注入のメリットとしては、金融機関の経営状況の正確な把握を通じて、金融危機下でも適正な価格で資本注入を行える可能性があること、経営権の移転を求めないことで、既存株主に資本注入を受け入れさせやすいこと、があげられる。一方で、デメリットとしては、政府が恣意的な企業価値の評価を行う可能性や、経営権を失わずに資本注入を受けられることで、経営権をもつ株主がモラル・ハザードを起こす可能性があること、資本注入を通じた経営技術の移転が望めないことがあげられるだろう。

(3) ダナモデルの評価

以上の議論をふまえて検討すると、ダナハルタはよく考えられたスキームであることがわかる。ダナモデルは、資本注入時の株価の算定について、ファイナンシャル・アドバイザーによる査定を行っている。これは、政府による企業価値の判断が恣意的にならないための措置として評価できる。一方、資本注入後の金融機関の経営改善については、1999年5月末の時点で、金融機

関8社に21人の役員を派遣して経営の監視を行っている。ダナモダルが派遣した役員の多くは、バンクヌガラや商業銀行での役員経験者であり、銀行経営を改善する能力をもっているといえる。

現在までの活動状況をみると、ダナモダルは自己資本が過小な金融機関の自己資本比率を高めるという目標は達成したといえる。1998年8月に設立されてから約2カ月で金融機関10行と資本注入の合意に至っていることから、スピードの点でも評価できるだろう。資本注入に必要とされた財政コストは、現在のところバンクヌガラ出資分の30億リングで、債券発行によって110億リングが調達されている。これらすべてが返済不能となった場合、財政コストは140億リング(1999年GDPの4.7%)となる。しかし、すでに資本注入を受けた金融機関からダナモダルに対する返済が相次いでおり、そうした可能性は低いといえる。

マレーシア政府が公的機関による資本注入を選択した理由としては、金融機関の再編において、ダナモダルを通じて影響力を行使しようとする意図があったことがあげられる。第4節でとりあげる政府主導の6グループへの金融機関再編案では、ダナモダルによって資本注入を受けた金融機関10行のうち、4行がマルチ・パーパス銀行(Multi-Purpose Bank Bhd.)傘下に、同じく4行がプルウィラ・アフィン銀行(Perwira Affin Bank Bhd.)の傘下に入ることになっており、政府がこの2行を強化するために影響力を行使しようとしたことが読みとれる。この点については、第5節で再びとりあげる。

3. 企業債務再建委員会(CDRC)

(1) CDRCの概要

金融危機に際して、マレーシアでは経営難に陥った企業が日本の和議にあたる会社法176条第10項の適用を裁判所に求めるケースが相次いでいた。会社法176条の適用が認められた場合、金融機関は通常6カ月間、企業に対して債権の回収のための法的行為を行うことができなくなる。企業が金融機関に通

知することなく突然会社法176条の申請を行い、金融機関が不意を衝かれるケースも相次いでいた⁽⁶⁾。このような「敵対的」な再建スキームに対して、企業と金融機関が協調して再建計画を立案・執行するための調停役となることを目指して企業債務処理委員会 (Corporate Debt Restructuring Committee: CDRC) が設立された。

CDRCは「(1)自発的な協力によって債権者、株主、他の利害関係者の損失を最小限にとどめ、(2)現在の経済状況に苦しむ存続可能なビジネス、ひいては雇用を守り、(3)債務処理の包括的なフレームワークを適用し、(4)債務処理の『ベスト・プラクティス』を導入する」(CDRC発表資料) ことを目的とする。ダナハルタと異なり、CDRCは自らの資金を用いて債務を処理することは行わず、債務者と債権者を仲裁する役割を果たす。CDRCは5000万リリングを超える大口の債務のみにかかわることになっている。CDRCは監査法人のアーサー・アンダーセンをアドバイザーとして任命している。

CDRCによる債務問題の調停の流れは以下のとおりである。

(i) 第1ステージ (10日間：各ステージの標準的な期間)

債権者、または債務者からの債務処理仲裁の申請を受けて、CDRC事務局が債務者と任意の債権者の会合を設定し、両者の間で債務状況の確認を行う。そこで、債権者が債務処理に同意すれば、事務局は債務処理のコンセンサスを得るために他のすべての債権者を招いて会合を開く。債務処理を開始するためには、すべての債権者が一定期間、非公式の財産保全 (standstill) に合意しなければならない⁽⁷⁾。

(ii) 第2ステージ (7日間)

債権者によって債務処理開始の合意が得られた場合、必要に応じて債権者委員会が組織され、筆頭債権者 (lead creditor) が選ばれる。債権者委員会は、債務処理の範囲を決定し、債務者の状況を査定するコンサルタントを任命する。コンサルタントに関わる費用は債務者の負担となる。

(iii) 第3ステージ (35日間)

コンサルタントは債権者委員会に対し、債務者の事業が存続可能であ

るかを調査し、リストラ計画を勧告する初期レポートを提出する。債権者委員会はコンサルタントの勧告を検討し、リストラ計画を進める合意が得られれば次のステージに進む。

(iv) 第4ステージ (21日間)

債権者が債務処理の続行について合意した場合、公式の財産保全の合意が行われる。その後、債権者委員会が債務者やコンサルタントと相談しながら最終的なリストラ計画をまとめる。債権者委員会内でリストラ計画が承認された場合、それを他のすべての債権者に呈示し、合意を得る。

(v) 第5ステージ

債権者がリストラ計画に合意した場合、株主や他の関係省庁などの合意を得ながら計画を実施に移す。

CDRCには1999年12月10日までに66件(357億リング相当)の債務処理案件が持ち込まれている。15件(114億リング相当)の債務処理案がまとめられ、15件(35億リング相当)については処理案が却下され、28件(167億リング相当)については交渉中となっている。また、8件(28億リング相当)はダナハルタによって処理されたが、これは、再建計画に同意できない金融機関が債権をダナハルタに売却したものである。CDRCによれば債務処理仲裁の申請は1998年第4四半期以降急減しており、2000年中には業務の大半を終える予定になっている。

4. 事例：レノン・グループの債務処理

CDRCは仲裁のための組織であり、それ自体が債務処理を行うわけではない。したがって、CDRCが有効に機能しているかを検証するためには、仲裁の結果をみる必要がある。以下では、マレーシアの代表的なプミプトラ系コングロマリットであるレノン・グループの債務処理について、CDRCがまとめた債務処理案を事例として検討する。

(1) CDRC以前の債務処理案

レノン・グループは1980年代末に代表的な民営化プロジェクトである南北ハイウェイの建設・運営を受注して以降、急速に規模を拡大したブミプトラ系の企業グループである。通貨危機前までは子会社を通じて建設、運輸、不動産、通信、金融など幅広い分野への投資を進めていた。しかし、通貨危機による内需の落ち込みなどにより、経営不安が表面化した。

1997年11月、レノン・グループの優良企業であるユナイテッド・エンジニアズ・マレーシア社 (United Engineers Malaysia Bhd.: UEM) が、親会社であるレノン社 (Renong Bhd.) 株式の32.6%を短期の銀行借入で買い取ったことで、レノン・グループに何らかの問題が生じているのではないかと観測が広がった。1998年7月には、そのUEMの子会社であるタイム・エンジニアリング社 (Time Engineering Bhd.: TE) が会社法176条の適用を受けて会社再建手続きに入った。傘下に通信会社タイム・テレコム社 (Time Telecommunications Sdn. Bhd.) をもつTEは光ファイバー敷設の費用として34億リングものの負債を抱えていた。

こうした事態に直面し、1998年10月、レノン・グループは200億リング (マレーシアの銀行システムの貸出残高の約5%) に上るグループ企業の債務軽減のため、政府による債務保証を組み込んだ以下のような再建案を発表した (図3)。

- (i) 政府が設立したインフラストラクチャ開発公社 (Infrastructure Development Corporation: IDC) が105億リングの政府保障付きIDC債を発行する。
- (ii) UEMは資産管理会社 (Asset Management Company: AMC) を子会社として設立し、AMCはUEMが保有する南北高速道路運営会社 (Projek Lebuharaya Utara-Selatan Bhd.: PLUS) の未公開株式を担保として60億リングのIDC債を受け取る。このIDC債はレノン/UEM両社の債務返済に当てられ、IDCへの60億リング返済はPLUSが上げる利益やレノン/

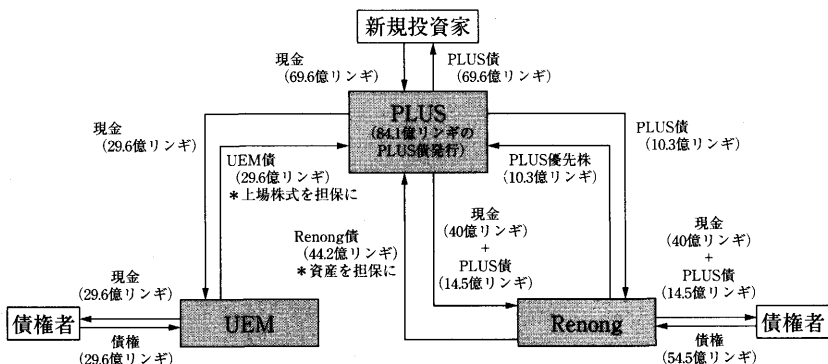
に、レノン・グループの債務を政府補償付きIDC債で置き換えるものである。また、PLUSに対しては政府から免税や債務返済繰り延べなどの優遇措置が与えられた。政府は最低でもPLUSに対する納税免除分の45億リンギのコストを支払うことになり、レノン・グループからの将来の返済が滞れば最大で113億2400万リンギを負担することになる。

このスキームは、債務者であるレノン・グループと債権者である金融機関の双方にモラル・ハザードを生じさせる可能性がある。たとえ経営危機に陥っても政府による支援が期待できるのであれば、レノン・グループはよりリスクの高い事業を行うインセンティブをもつであろう。また、金融機関にとっては、政府の支援が期待できるレノン・グループに対する貸出は、事実上の政府保証が付いたリスクの低いものとなる。金融機関はレノン・グループに優先的に貸出を行い、十分なモニタリングを行わない可能性がある。

(2) CDRCによる債務処理案

結局、この再建案は政府によるレノン・グループ救済であるとして強い批判を浴び、実現しなかった。レノン・グループはCDRCに仲裁を求め、1999年

図4 レノン・グループの再建案（1999年3月発表）



(出所) *Business Times*, 1999年3月9日付。

3月に以下のような再建案(図4)が発表された。

- (i) PLUSがゼロ・クーポン債84億1000万リンギ(額面160億リンギ, 利率10%, 7年債)を発行する。そのうち, 69億6000万リンギを投資家に販売する。
- (ii) レノンは, 保有するPLUSの優先株と交換に, PLUS債10億3000万リンギを得る。また, 不動産などを担保に現金40億リンギとPLUS債4億2000万リンギをPLUSから借り入れる。合計40億リンギの現金と14億5000万リンギのPLUS債を自社の債務返済に充てる。
- (iii) UEMは自社の株式を担保にPLUSから29億6000万リンギの現金を借り入れ, 自社の債務返済に充てる。

この再建案では, PLUS社債によるレノン・グループの債務返済がスキームの中心となっており, 政府からの援助は行われていない。69億6000万リンギという巨額のPLUS債については国内金融機関が引き受け, 1999年9月15日に無事起債が完了した。

CDRCによる新しい再建案は, 政府によるレノン・グループの救済という問題点が解消されている一方で, バランスシートの改善という面で問題が生じている。レノンの場合, 債務の削減はPLUSの優先株との相殺による10億3000万リンギにとどまり, 残りの44億2000万リンギについては, PLUSに債務を付け替えただけである。UEMについては, 100%子会社のPLUS社が巨額の債券を発行したため, 連結ベースでの負債は大幅に増加している。結局, このスキームはレノン・グループに対して債務返済の猶予を与えただけであり, 実質的な債務返済は今後の同グループの事業再編次第といえる。

(3) CDRCに対する評価

CDRCによって, レノン・グループに対する政府の援助が取り消されたことは, モラル・ハザード防止と財政コスト圧縮の観点から前進であるし, マレーシアで最大の民間債務問題に解決の道筋をつけたことは評価できる。しかし, CDRCによる債務処理案にも, バランスシートの実質的な改善が進んでいな

いなど、依然として問題が残されている⁽⁸⁾。

6. 第3節のまとめ

以上のように、金融機関と企業部門のバランスシートの改善においても、マレーシア政府はスピードを重視した政策を政府主導で進めたといえる。マレーシアの不良債権処理スキームの特徴は、政府が市場の役割を代替する形となっていることである。公的機関が不良債権買い取りや資本注入を行うことで、不良債権処理や銀行経営が効率化を図ることができるとすれば、それは社会的にもプラスになる。しかし、単に市場よりも甘い見積もりで不良債権処理や資本注入を行ったのであれば、金融機関や企業にモラル・ハザードが発生したり、国民が将来的に追加負担を求められる可能性が高くなる。

マレーシア政府は不良債権の買い取り価格や資本注入時の株価の見積もりにも市場価格を反映させる努力を行っている。これらの見積もりが正しかったかどうかは、ダナハルタやダナモダルが将来的に利益を上げることができるかどうか、また、損失を出した場合、それが「社会的メリット」で相殺される規模にとどまるかどうかで判断されることになるだろう。

第4節 中長期的目標：金融業界の健全化

本節では、マレーシア政府が実施した金融業界の健全化策のなかで、(1)金融機関の再編、(2)金融機関に対する監督の強化、をとりあげる。自主的な金融機関の再編が進まないのをみたマレーシア政府とバンクヌガラは、政府主導の業界再編を推し進めた。一方、金融監督の強化については、景気刺激との兼ね合いから中途半端なものにとどまっている。

1. 金融機関の再編

1998年3月31日、バンクヌガラは39社のファイナンス・カンパニーを8社に統合する案を打ち出した。この案では、14社がグループ内の商業銀行に吸収され、残りが合併によって8グループに再編されることになっていた。しかし、1999年6月末までに12社のファイナンス・カンパニーが商業銀行に吸収されたものの、合併については、2社が他のファイナンス・カンパニーに合併されたにとどまった。一方、商業銀行の再編については経営難に陥ったサイム・バンクとバンク・プミプトラの2行が他行に合併されただけであった。

1999年7月29日、バンクヌガラは半ば強制的に銀行業界の再編を加速するため、商業銀行21行、ファイナンス・カンパニー25行、マーチャント・バンク12行、合計58行の国内金融機関を商業銀行6行を中核としたグループに再編する計画を打ち出した(表4)。各銀行は、9月までに合併の覚え書きに調印するよう求められた。国の規模と比較して多すぎるとされる銀行数を絞り込む方向性については市場関係者から評価されたものの、中核銀行6行の選定については、どのような基準で選ばれたのかが不透明であったため批判が高まった。

1999年9月末までに予定どおりすべての金融機関が合併の覚え書きに署名したものの、中核行の選定に漏れた有力行からの強い抵抗により、政府は銀行再編に柔軟な姿勢を示さざるをえなくなった。バンクヌガラは1999年10月20日に銀行合併の新しいガイドラインを発表し、2000年1月末までに銀行は自主的に選んだ相手と合併の覚え書きに調印することとした。

2000年1月31日、バンクヌガラはすべての金融機関が合併の合意に達したと発表した。2000年2月15日に自主的な再編計画が公表され、中核行は当初の6行から10行へと増加した(表5)。金融機関の再編は2000年12月末までに完了する予定となっている。

表4 6 グループへの銀行再編案

中 核 行	商 業 銀 行	ファイナンス・カンパニー	マーチャント・バンク
Malayan Banking	Pacific Bank EON Bank	Mayban Fainance Kewangan Bersatu Sime Finance Delta Finance Amanah Finance	Aseambankers MIMB Amanah Merchant Bank
Multi-Purpose Bank	RHB Bank (Sime Bank)○ Philleo Allied Bank Oriental Bank○ Sabah Bank○ International Bank Malaysia	MBf Finance○ Bolton Finance Oriental Finance Sabah Finance	RHB Sakura Merchant Bumiputra Merchant Bankers
Bumiputra-Commerce Bank	Hong Leong Bank	BBMB Kewangan Hong Leong Finance Creedit Corp. Malaysia	Commerce International
Perwira Affin Bank	Arab-Malaysian Bank○ BSN Commercial Bank○ Bank Utama	Affin Finance Arab-Malaysian Finance○ BSN Finance Asia Commercial Finance	Perwira Affin Merchant Arab-Malaysian Merchant○ Utama Merchant Bank BSN Merchant
Public Bank	Hock Hua Bank Wah Tat Bank	Public Finance Interfinance Advance Finance	Sime Merchant Bankers
Southern Bank	Ban Hin Lee Bank	United Merchan finance○ Cepaka Finance City Finance Perdana Finance Perkasa Finance	Perdana Merchant Bankers○

(注) ○はダナモダルによって資本注入を受けた金融機関。

(出所) DIR Asia Pacific Weekly, 1999年11月26日付を基に作成。

表5 10グループへの銀行再編案

中 核 銀 行	商 業 銀 行	ファイナンス会社	マーチャント・バンク
(1)Malayan Banking	Pacific Bank Philileo Allied Bank (2)	Mayban Finance Kewangan Bersatu Sime Finance	Aseambankers Malaysia
(2)Multi-Purpose Bank	Sabah Bank International Bank Malaysia	MBf Finance Sabah Finance Bolton Finance	Amanah Merchant Bank (1) Bumiputra Merchant Bankers
(3)Bumiputra-Commerce Bank		Bumiputra-Commerce Finance	Commerce International Merchant Bankers
(4)Perwira Affin Bank	BSN Commercial Bank	Affin Finance BSN Finance	Perwira Affin Merchant Bankers BSN Merchant Bank
(5)Public Bank	Hock Hua Bank	Public Finance Advance Finance	Sime Merchant Bankers
(6)Southern Bank	Ban Hin Lee Bank	United Merchant Finance Cepaka Finance Perdana Finance	Perdana Merchant Bankers
RHB Bank (2)		Delta Finance (1) Interfinance (5)	RHB Sakura Merchant Bankers (2)
Hong Leong Bank (3)	Wah Tat Bank (5)	Hong Leong Finance (3) Credit Corp. Malaysia (3)	
Arab-Malaysian Bank (4)	Bank Utama Malaysia (4)	Arab-Malaysian Finance (4)	Arab-Malaysian Merchant Bankers (4) Utama Merchant Bank (4)
EON Bank (1)	Oriental Bank (2)	EON Finance (1) City Finance (6) Perkasa Finance (6)	Malaysian Int'l Merchant Bankers (1)

(注) かつこの数字は1999年9月末時点での6グループ。

(出所) Bank Negara Malaysia, 2000年2月15日発表資料などより作成。

当初目指した「上からの合併」が強行された場合、金融機関の経営者が健全な経営を行うインセンティブを失う可能性があった。金融機関の存続が政府の意向によって決定されるとすれば、経営者は健全な経営を行うよりも、政府に対する働きかけを強めるインセンティブをもつことになる。したがって、バンクヌガラが各金融機関の自主性を考慮する形の再編を認めたことは望ましいといえる。

10グループという数については依然として多すぎるとの指摘もあり、再再編が行われる可能性もあるが、金融危機を経験したアジア各国のなかで、いち早く業界の大規模な再編に乗り出したことは評価できるだろう。今後は、金融機関の合併とそれに続くリストラがスムーズに行えるかが課題となる。合併の際には、合併される側の金融機関の企業価値の見積もりが公正なものになるかが課題となる。合併後は、支店の統廃合や人員の削減で経営コストをいかに削減できるかが課題となるだろう。

2. 金融機関に対する監督の強化

バンクヌガラの金融機関に対する規制は、強化と緩和を繰り返している。通貨危機直前の1997年3月末、バンクヌガラは商業銀行の不動産向け貸出と株式購入向け貸出を、貸出全体のそれぞれ20%、15%以下に抑えることを求めるガイドラインを発表した⁽⁹⁾。通貨危機がマレーシアにも波及した1997年10月には、不良債権の基準を6カ月延滞から3カ月へと厳格化することなどを発表している。また、1998年3月25日には、ファイナンス・カンパニーの自己資本比率を8%から将来的に10%に引き上げること、単一顧客への貸出上限を金融機関の総資本の30%から25%へと引き下げること、金融機関のディスクロージャーの推進など金融機関に対する健全化規制が発表された。

しかし、1998年9月の為替管理制度導入によって経済政策が引き締めから緩和へと転換されると、金融機関に対する規制が一部緩和に転じた。9月7日には25万リンギ以下の住宅建設・購入用ローンを1997年3月の不動産向け

貸出規制から除外することが発表された。9月23日には不良債権分類を3月から6カ月に戻すことや、株式や投資信託購入用途の貸出の上限を15%から20%へ引き上げることが発表された。

1999年に入ると、金融機関に対する健全性の規制は再び強化に転じたかにみえた。1月6日には、リゾート、ホテル、ゴルフコースなどに対する融資の凍結が発表され、4月13日にはバンクヌガラによる金融機関に対する監督の強化や2-Tier規制システムの廃止、将来的な預金保険機構の設立、リング建て債券市場の育成など総合的な金融システムの強化策が発表された。

ところが、1999年8月4日、バンクヌガラは、「株式・投資信託購入のための貸出は貸出全体の7%にすぎず、上限に達するまでにはあと540億リングの融資が可能」と発表し、不良債権増加の一因となった株式・投資信託購入のための貸出を奨励した。

このような金融機関に対する規制の変遷をみると、バンクヌガラには金融システムの健全化という目標だけでなく、政府から景気刺激という目標も課されているように思われる。銀行セクター全体としても、当然このような政府の景気刺激策に応じることを求められる。金融機関が上記のような政府の要請に従って、株式・投資信託購入のための貸出を増加させ、その結果、景気後退時に不良債権が増加しても、政府は金融機関の責任を迫及することはできないだろう。マレーシアの金融システム健全化のためには、中央銀行の政策目標の明確化や政府からの独立性の確保も将来的な課題としてあげられるだろう⁽¹⁰⁾。

3. 第4節のまとめ

銀行再編についても、マレーシア政府は、政府主導で迅速な対応を行ったといえる。金融危機に見舞われたアジア諸国のなかで、いち早く業界再編への道筋がついたことは評価できる。今後は、銀行の合併がスムーズに行われるかどうか、合併後のリストラが順調に進むかが課題となる。一方で、

金融機関の健全性に関する規制については、景気刺激のために緩和されるなど、中央銀行の政府からの独立性の確保が将来的な課題として残されている。

第5節 マレーシアの金融システムとブミプトラ政策

第4節までで明らかになったように、マレーシアにおける金融危機への対応は、一貫して政府主導で行われてきた。また、不良債権処理や資本注入、金融部門の再編において外国資本の果たす役割が小さかった点もマレーシアの特徴である。本節では、これらの背景として、金融システムとブミプトラ政策の関連をとりあげる。マレーシア政府が政府主導で外資に頼らない金融危機への対応を行ったのは、国内資金のみでの対処が可能であったというだけでなく、ブミプトラ政策の実行主体としての金融システムを守る意図があったと考えられる。

1. 政府主導の金融危機への対応

マレーシア政府の金融危機への対応は、一貫して政府主導で行われてきた。金融システム不安を払拭するために実施された政策からは、スピードを重視し、財政コストの負担やモラル・ハザード発生の危険性はやむをえないとした政府の方針がみてとれる。金融機関バランスシートの健全化を達成する際にも、政府はスピードを重視し、公的な機関を通して不良債権処理を進めた。また、金融業界の健全化についても、政府は政府主導の銀行再編を迅速に進めようとした。

マレーシア政府は金融危機への対応において、一貫して強いリーダーシップを発揮し、スピードを重視した政策を実行したことがわかる。また、「金融システム不安の払拭」、「バランスシートの健全化」といった主な政策目標を達成することに成功してきており⁽¹¹⁾、マレーシア政府が実施した政策は有効

であったということができる。

2. 外資に頼らない金融・企業部門の再編

政府の強力なリーダーシップと迅速な政策実施に加えて、マレーシアの金融危機への対応において特徴的だったのは、不良債権処理や資本注入、金融・企業部門の再編において外国資本の果たす役割が小さかった点である。これは、タイやインドネシア、韓国といったIMFの監督下で経済再建を目指した国において、金融部門・企業部門の再編に外資が重要な役割を果たしたのと同対照的である。マレーシアで行われた外資に頼らない企業再編の代表例としては、第3節でもとりあげたレノン・グループと、国民車メーカーのプロトン擁するDRB-HICOMグループの再編があげられる。

レノン・グループは、債務の実質的な処理の第一弾として、タイム・テレコムなどの通信関連企業をタイム・ドットコム社（Time dotCom Bhd.: TdC）として再編し、技術支援を受けるためのパートナーを募り、その後、KLSEに上場することで資金を調達するという計画を発表した。

TdCのパートナーとして名乗りを上げたのはシンガポール・テレコム社（SingTel）であった。2000年4月7日、SingTelがTdC株式の20%を15億リンギで取得、加えて6億5000万リンギで親会社のタイム・エンジニアリング社（TE）株式の14.5%を取得することを軸に、1カ月間の優先交渉に入った。

当初、交渉は順調に進むものと思われたが、4月末になってプミプトラ系通信機器メーカーのサプラ（Sapura Holdings Sdn. Bhd.）社がTdCへの資本参加を申し入れたことで、状況が一変した。サプラの提案はTEにとって好ましいものではなかった。SingTelの提案ではTEがTdC株式の55%を保持することになっていたのに対し、サプラの提案ではTEの持ち分はわずか20%となっていた。TEはTdCの経営権を譲るつもりはないとしてサプラの提案を拒絶した。その一方で、TEにとって好条件であると考えられていたSingTelとの交渉も決裂に終わった。

なぜ、SingTelのTdCへの出資が実現しなかったのだろうか。また、なぜTEにとってより条件の劣るサブラの資本参加が対案として浮上したのか。その背景には、TdCに対する外資の資本参加に、政府・与党が難色を示したことがあったといわれている。それを裏付けるように、5月15日、政府系投資会社のカザナ・ナショナル社がTdCに30%出資することが発表され、後にそのうち5%をサブラが取得することが明らかになった。

一方、代表的なプミプトラ系企業グループの一つであるDRB-HICOMグループ傘下の国民車メーカー・プロトン(Perusahaan Otomobil Nasional Bhd.: Proton)は、国営石油会社のペトロナス社(Petroleum Nasional Bhd.: Petronas)によって約10億リングで買収されることが決定された。これについては、ペトロナス側には明確なメリットはないとする見方が一般的である。石油会社が自動車会社を保有するという形態は世界に例をみないものであり、強いシナジー効果が生まれるようにはみえない。

それでは、プロトン買収はペトロナスの資金を用いたDRB-HICOMグループの救済かといえ、そうとも言い切れない。プロトンは自動車関連事業を営むグループの中核企業であり、それを失うことは、グループの収益に重大な影響を及ぼす。したがって、DRB-HICOMはプロトン売却の一方的な受益者とはいえない⁽¹²⁾。

結局、この取引で最も利益を得るのはプロトン自体であることがわかる。マレーシア政府がAFTAによる自動車関税引き下げを2003年から2005年に先送りした背景には、プロトンの競争力が未だ十分でないことがある。ペトロナスのバックアップによって、プロトンは競争力強化のためにさまざまな投資を行うことができる。

二つの企業グループの再編を通じて見えてくるのは、プミプトラ企業への外資の資本参加に対するマレーシア政府の慎重な姿勢である。プロトンにしても、TdCにしても、自動車業界や通信業界の国際的な情勢を考えれば、資本力や技術力のある外資への売却を選択してもおかしくない。しかし、プロトンのマハリール社長は、「政府にプロトンを売却する意図はない。しかし、

技術面に関しては我々は過去4年間多くの人々と話をしている」(*The Star*, 2000年3月11日付)と語っている。TdCの場合もSingTelの資本参加が白紙となった後、外資系通信会社との技術提携を模索している。

マレーシア政府の外資導入に対する慎重な姿勢は、通貨危機によって一時的に減価した自国資産のファイヤーセールを防ぐためとも受け取れる。しかし、SingTelの提案が金銭的にも好条件であったことを考えれば、むしろ、マレーシア政府は「戦略的産業への外資導入は経営に関与しない技術的パートナーにとどめる」という方針を、はっきりもっているように思われる。タイやインドネシアと異なり、マレーシアにはペトロナスやカザナなど、豊富な政府系資金が存在するため、政府がその意思をもてば外資に頼らない資金の手当てが可能なのである。

外資の資本参加によって、無条件に企業の競争力が改善するとはかぎらないにしても、国内で民間の買い手が見つからない企業に対して、外資の出資を拒んでまで政府系資本が出資する意味はあるのだろうか。その背景には、マレーシア特有のブミプトラ政策の存在がある。マレーシア政府にとって、ブミプトラ系の有力企業はブミプトラ政策の重要な成果である。ブミプトラ系企業が外資に買収されることは、マレーシア政府からみれば、ブミプトラ政策に対する逆行である。

2. 金融セクターとブミプトラ政策

ブミプトラ政策とは、1971年から20年間にわたって実施された国家経済政策(National Economic Policy: NEP)や、それを引き継ぐ国家開発政策(National Development Policy: NDP)など、マレー系住民などに対するさまざまな優遇措置に対する総称である。NEPはマレー系住民と華人系住民の経済格差が政治的対立に転化したために発生した1969年の人種暴動を教訓に、(1)貧困の除去、(2)人種・地域間の所得格差・就業構造を均等化する社会構造の再編成を目標として開始された。マレーシアの金融システムは、このブミ

プトラ政策の実施において重要な役割を果たしてきた。

マハティール首相は、自著のなかで、プミプトラ政策以前の銀行システムについて次のように述べている。「当時、マレーシアの銀行システムは社会的・経済的目標を支援しようとしなかった。銀行は純粹に金を貸す機関であり、社会の再編成に何ら役割を果たそうとしなかった。プミプトラが資本にアクセスするために設立されたバンク・プミプトラを除いて、意欲をもつプミプトラのビジネスマンに対し、貸出を行うことを義務であるとは考えていなかった」(Mahathir [1998] pp. 9-10)。

マレーシア政府とバンクヌガラは、商業ベースではなかなかマレー系の企業に資金が流れなかったことを教訓に、銀行業界への介入を強めてきた。当初、バンクヌガラはモラルにもとづく要請を通じて、プミプトラ・コミュニティへの銀行貸出の促進を行っていた。しかし、1974年からは銀行業界として総与信残高の少なくとも12%をプミプトラ・コミュニティに振り向けるよう命令が出され、1976年からはそれぞれの金融機関に対して、総与信残高の一定割合をプミプトラ・コミュニティに対して貸し出すよう、毎年ガイドラインが定められた。例えば、1983年のガイドラインでは、1982年の総与信残高の18%をプミプトラ・コミュニティに対して貸し出すよう要請されている(Bank Negara [1984])。このプミプトラ・コミュニティに対する貸出ガイドラインは現在まで継続されており、最新のガイドラインによれば、金融機関は2000年3月31日までに1996年の総与信残高の30%をプミプトラ・コミュニティに対して貸し出すよう要請されている。

その他、金融機関に対してはマレーシア信用保証公社(Credit Guarantee Corporation Malaysia Bhd.)を通じた中小企業向け貸出や、低価格住宅向けの貸出についてガイドラインが定められており、それぞれの最低50%はプミプトラに対して貸し出すことが義務づけられている。

プミプトラ向けの貸出に対してガイドラインが定められているということは、純粹な商業ベースの貸出だけではプミプトラ向け貸出が不足することを意味している。また、プミプトラは製造業への進出が遅れているため、プミ

プトラ向けの貸出は建設や不動産のような分野に偏ることになる。1997年末のプミプトラ・コミュニティに対する貸出のうち、46.5%が不動産向けとなっているが、これは、非プミプトラ向け貸出に占める不動産向けの割合30.5%と比較して高い。また、プミプトラ・コミュニティに対する貸出のうち、株式購入目的のものは16.5%であるが、これは、非プミプトラ向け貸出に占める株式購入目的の割合5.4%と比較して高くなっている。このように、プミプトラ・コミュニティに対する貸出はリスクの高い分野に偏っているといえる。

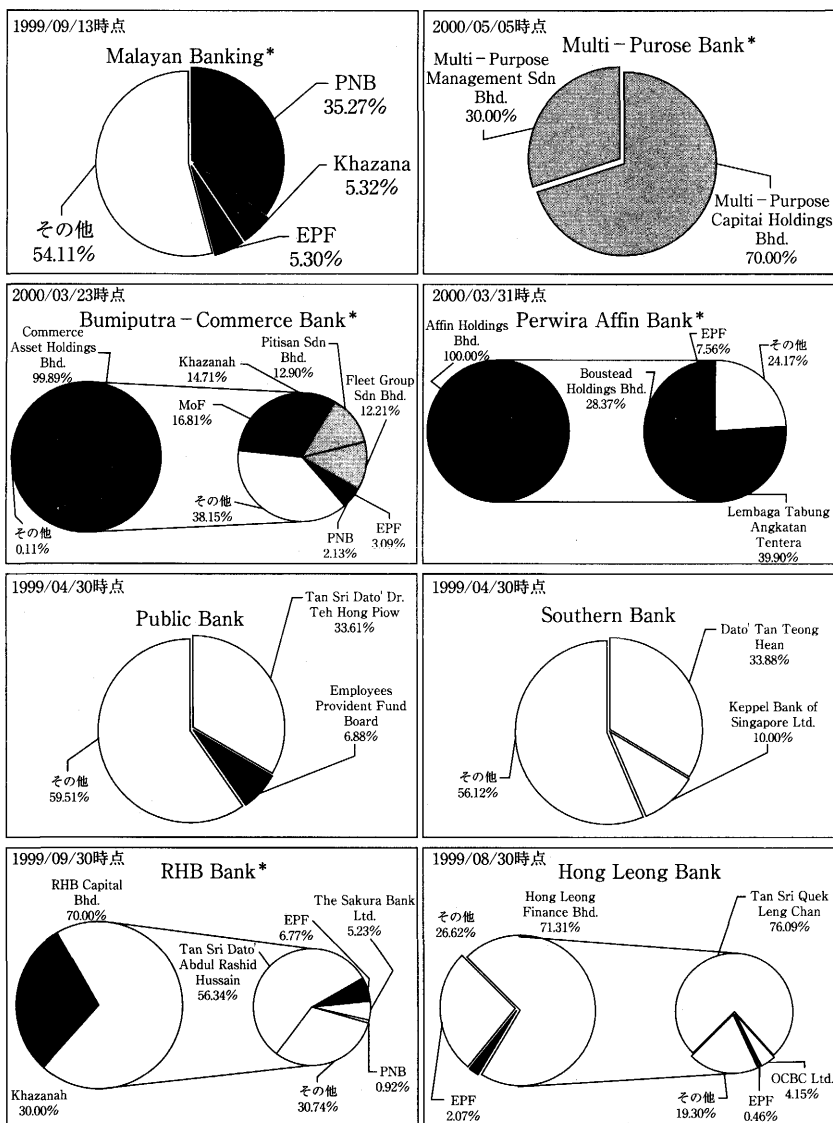
2000年4月12日に行われた金融機関との年次会合で、バンクヌガラのアリ・アブ・ハッサン総裁は、「効率的な銀行システムを構築する緊急性にくわえて、我々の社会経済的目標（プミプトラ政策など）を決して忘れてはならない」と訴えている。これは、金融機関に課された社会的な役割が通貨危機後も変わっていないことを端的に示している。

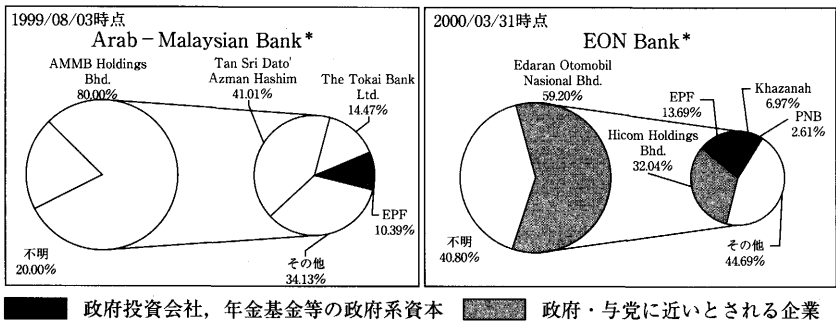
どの国でも金融機関には多かれ少なかれ社会的な役割が求められることは確かであるが、プミプトラ政策への協力と経営の効率性という目標が著しく相反するとすれば、赤字金融機関に対して経営責任を問うことは難しくなる。

3. 銀行業界への政府系資本の影響力

銀行業界に対する政府の影響力行使は、貸出ガイドラインを通じたものだけでなく、より直接的な金融機関への資本参加を通じても行われている。プミプトラ政策以前のマレーシアの銀行業界は、外国銀行と華人系銀行が大きなシェアを占めていた。1970年の時点での銀行・保険業界におけるプミプトラの資本保有比率はわずか3.3%で、華人系が24.3%、外資が52.2%を占めていた。その後、政府系資本やプミプトラ系企業家による買収によって、1990年には国内銀行の資産規模で上位10行のうち、8行までが政府およびプミプトラ資本がコントロールする銀行となった（Gomez and Jomo [1997] pp. 60-66）。

図5 マレーシアの中核銀行の資本構成





(注) *は政府／プミプトラ系の銀行。

(出所) KLSE-RISシステムデータなどにより筆者作成。

1999年7月に政府が打ち出した6グループへの金融再編の中核行となった6行の資本構成をみると、プミプトラ系4行のすべてが、政府または政府系企業がコントロールする銀行であった。2000年2月に最終的に決定された民間主導の再編案においても、プミプトラ系中核行7行のうち、5行までが政府系資本または政府に近いとされる企業グループのコントロール下にある(図5)。今回の銀行再編によってマレーシアの金融業界に対する政府系資本のプレゼンスはさらに大きくなったといえる。政府の資本が入った金融機関には、株主としての政府の意向も働くことになる。政府の意向で行った貸出が不良債権化したのであれば、政府が銀行の経営責任を問うことはできないだろう。

以上のように、マレーシアでは、金融機関の再編において政府系資本や政府に近い企業グループが中心的な役割を果たし、外資は目立った役割を果たさなかった。これは、マレーシアの金融業界が外資系銀行に頼っていた状態から、政府の意向によって政府系・プミプトラ系の銀行を増加させてきた経緯を考えれば、当然の判断であったともいえる。

4. マレーシアの企業部門と金融部門の構造的問題

マレーシアでは企業部門と金融部門の再編の両方にブミプトラ政策の影響が及んでいる。ブミプトラ政策そのものについては、多種族社会の融和という切実な課題を抱えるマレーシアの事情に鑑みれば、経済的な観点のみから批判を行うことは適切ではない。しかし、マハティール政権下のブミプトラ企業育成の手法は、金融機関への政府の直接・間接の介入と相まって、構造的な問題を引き起こしている。

マハティール政権下の企業育成の一つの特色は、企業自体よりも企業家の育成という側面が強いことである。有望視される企業家には政府関連のプロジェクトが与えられ、企業家はその事業を軸に、企業買収によって短期間に有力な企業グループを形成してゆく。

このような企業育成の「近道」には、いくつかの問題がある。第1に、政府プロジェクトの民営化は「民間による独占」に転じやすいという点である。レノン・グループの南北高速道路はその典型であるし、国民車のプロトンにしても、高関税や優遇措置によって競争を回避することで国内市場で高いシェアを維持している。このような保護された領域では競争原理が働かず、企業はレントを確保できるため、経営効率を高めるインセンティブが弱まる。

さらに、グループ内に独占的なプロジェクトを抱える企業は、リスクの高い投資に走りやすい。投資に成功した場合の利益は企業に属する一方で、投資に失敗した場合は、グループ内の独占的な企業からの利潤によって、それを補填できるためである。一方、金融機関の方もグループ内の独占的な企業からの利潤で債務返済を期待できるため、個別の投資のリスクを判断することなく貸出を行うインセンティブをもつ。

マハティール政権下の企業育成のもう一つの問題は、企業家の人選である。マハティール首相は、民営化プロジェクトを与える企業家を政府が選ぶことについて、次のように述べている。

「このようなアプローチは非常にリスクが高い。プミプトラの候補者は、適切に選択される必要がある。……これは、ひいきによって与えることができるような機会ではなく、よくいわれるように、身内を富ませるためのものでもない。政府の目的と信用の双方に鑑みて、代償が高すぎる。……ひいきであるとの批判を受けるリスクは承知のうえで、政府は今後も(政府プロジェクトを付与する企業家について)非常に選択的であり続けるであろう。」(Mahathir [1998] p. 29)

このような認識にもとづけば、企業家の失敗は政府による企業家の選択の失敗を意味する。したがって、政府は、自らが選んだ企業家を失敗させることはできない。このような状況においては、企業家が政府による救済を期待してリスクの高い投資に走る可能性があるし、金融機関も政府による救済を期待して、そのような企業に対して貸出を行うだろう。

加えて、金融機関にはプミプトラ企業への貸出枠が設定されているため、プミプトラ企業に対して一定の割合で貸出を行わざるをえない。同じ貸出を行うのであれば、政府による救済が期待できる政府系のプミプトラ企業に対する貸出の方が金融機関にとって望ましいことは十分に考えられる。また、金融機関は政府の方針に従った貸出を増やすことで、金融危機に陥った際に自らに対する政府の救済を期待できる。政府系資本が参加した金融機関であればなおさら、金融危機の際に政府系資金による救済を期待するだろう。

このように、マレーシアの企業と金融機関は、ともに政府による救済を期待してモラル・ハザードを起こしやすい構造になっている。今回の金融危機への対応でも、企業や金融機関は政府による救済についての期待を高めたと考えられる。たとえ、金融業界健全化のために、政府による金融機関の救済を否定する方針が発表されたとしても、プミプトラ政策が実施されるかぎり、モラル・ハザードの問題は残るだろう。

まとめ

マレーシアの金融危機への対応からは、二つのことが指摘できるだろう。第一に、金融不安の払拭や、金融機関のバランスシートの健全化については、マレーシア政府は強いイニシアティブをもって迅速に問題に取り組み、目標を達成したといえる。この点については、評価できるだろう。

第二に、中長期的な課題としての金融業界の健全化については、大きな課題が残っている。業界の再編によって、銀行の資本・資産規模は大きくなったものの、資本構成からは、政府系資本の役割がますます強まったといえる。また、政府はモラル・ハザードの問題よりも、金融システム自体を守ることを優先させたため、企業や金融機関は政府による救済についての期待を高めたと考えられる。

マレーシア政府は、マレーシア型の、プミプトラ政策を前提とした金融システムを守ることに成功したといえる。しかし、一方で、金融機関と企業のモラル・ハザードの問題や、金融自由化に対してどのように取り組むのかという課題は残された。とくに、民営化プロジェクトの付与を通じた政府によるプミプトラ企業家の育成、それに対する銀行貸出、政府による救済を期待したモラル・ハザードの危険性については重大な問題であると考えられる。これについては、金融部門を超えて、マレーシア全体の政治・経済・社会的構造の問題であるだけに、その解決は非常に難しいといわざるをえない。

〔注〕

- (1) バンク・プミプトラについてもモラル・ハザードの点から別の問題がある。経営が政府の意向で行われるのに対し、経営が失敗した場合にコストを負担するのは国民である。
- (2) Banking and Banking and Financial Institutions Act 1989の対象外である金融機関（政府系開発金融機関など）や現金で受け取ることが必要なイスラム金融機関はこのかぎりではない。

- (3) 外貨建ての資産については、1999年7月と12月に競売が行われている。
- (4) 不良債権買い取りの時点で、金融機関は貸出先の企業についての情報をもっており、AMCがそうでないことを考えれば、金融機関とAMCの間には債権についてある程度の情報の非対称性が存在すると考える方が自然である。金融機関は、AMCから提示された買い取り価格が同じなら、私的な情報にもとづいて不良債権を劣悪なほうから売却するインセンティブをもつ。これは、金融機関のバランスシートの改善には役立つが、AMCはより価値の低い不良債権を買い取ることであり、事後的に損失を被る可能性が増大する。
- (5) ゼロ・クーポン債は満期日まで支払いを行わずにすむため、債務の先延ばしに利用される恐れがある。
- (6) 1999年11月1日付で法が改正され、企業は176条適用の申請に際して少なくとも債権者の50%以上の同意を得ることが義務化された。
- (7) もし、債権者が債務処理の開始に合意しない場合には、ダナハルタがその債権を買い取ることも考えられる。
- (8) 根本的な問題はCDRCのスキームにあるのではなく、南北高速道路という独占的なインフラをレノン・グループ傘下の非上場企業であるPLUS社が運営している点にある。PLUS社とレノン・グループの経営が一体であるかぎり、グループ各社がリスクの高い投資を行い、投資に失敗した場合のコストを高速道路利用者に転嫁するインセンティブが生じる。
- (9) マーチャント・バンクの株式購入向け貸出については、貸出全体の30%に規制。
- (10) バンクヌガラ政府からの独立性については木村〔1999〕を参照。
- (11) 中長期的な課題である「金融業界の健全化」が達成されるかについては、現時点で判断することはできない。
- (12) DRB-HICOMグループは、2000年7月、ホンダと乗用車生産の合弁企業設立で合意し、プロトンの抜けた穴を埋めることに成功した。

〔参考文献〕

〈日本語文献〉

- 今岡日出紀〔1990〕「財政・金融と工業化」（堀井健三編『マレーシアの工業化：多民族国家の工業化の展開』アジア経済研究所）。
- 木村陸夫〔1999〕「マレーシア/通貨管理体制と中央銀行の独立性」（『アジア研究・ワールド・トレンド』第47号、日本貿易振興会アジア経済研究所）。
- 日下部元雄・堀本善雄〔1999〕『アジアの金融危機は終わったのか：経済再生への道』日本評論社。

〈外国語文献〉

- Bank Negara Malaysia [1984] *Money and Banking in Malaysia 1959-1984*.
 — [1999] *The Central Bank and the Financeal System in Malaysia: A Decade of Change 1989-1999*.
 Danaharta Nasional Bhd. [2000] *Danaharta Operations Report: Six Months Ended 31, Dec. 1999*.
 Gomez, E.T. and K.S. Jomo [1997] *Malaysia's Political Economy: Politics, Patronage and Profit*, Cambridge Unibersity Press.
 Jensen, M.C. and W.H. Meckling [1976] "Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics*, (3), pp. 305-360.
 Lindgren, C.J., T.J.T. Balino, C. Enoch, A.M. Gulde, M. Quintyn and L. Teo [1999] "Financial Sector Crisis and Restructuringtozi," IMF Occasionally Paper 188, International Monetary Fund.
 Mahathir, Mohamed [1998] *The Way Forward*, Weidenfeild & Nicolson.
 World Bank [1998] *East Asia: The Road to Recovery*.