

タイ、マレーシアにおける主要企業の属性別分布と 資金調達構造、日系・外資系企業の位置づけ

神戸大学大学院 国際協力研究科助教授 **三重野文晴**
開発金融研究所 国際金融グループ **半田 晋也**

第1章 はじめに

東南アジアの金融システムに関する研究は、金融危機以降の10年で大きな進捗を見せてきた。これまでコーポレート・ガバナンスを基礎におき、金融危機の原因の本質を現地の金融システムの脆弱性にもとめる諸議論が広く受け入れられる一方、ミクロ・データを用いた各国ごとの資金調達の実態分析もそれなりの知見を積み重ねてきた。

ところが、実態としての東南アジア経済は、2003年頃から、多国籍製造業企業の生産拠点として製造業の再編が進んだタイ、マレーシアを中心として回復をはじめた。そして、長引いた金融部門の機能不全は、結局こうした実物部門の成長に牽引される形で収束に向かっている。

このような現実とは、東南アジア経済の病巣として危機以降糾弾されてきたコーポレート・ガバナンスや金融部門の問題が、結局のところ成長の阻害要因としてどの程度重要であったのかについて、われわれに再考をもとめているように感じられる。ふり返ってみると、危機を端緒に繰り広げられてきた金融問題の議論には、この地域の成長を牽引してきた工業化への視点や、それと金融問題との論理的連関への関心が希薄であった。その点で、こうした議論は、この地域の経済成長を見通す知的基盤として重大な弱点があったようにも思われる。

タイ、マレーシアの工業化は、80年代半ば以降、直接投資によって進出した外資系企業が大きな役割を果たしてきた。製造業を中心として両国の付加価値生産の多くの部分が、多国籍企業の現地法人によって担われていると一般に理解されている。また、2000年代には、タイの自動車産業、マレーシアのエレクトロニクス産業といった形で、

それぞれの国が特定産業の世界的な拠点として再形成されることによって、その構造はより強まっていることが指摘されている。このような経済構造は、主に企業の資金調達面から、各国の金融システムを強く規定している可能性が高い。また、そうした企業の資金調達の効率性は、直接的に成長に影響を与えていると考えられる。

ところが、タイ、マレーシアを対象としてこのような視点からの実証分析に取り組んでみると、すぐに大きな壁につきあたる。成長のあるいは金融危機の当事者であり、分析の対象となるべき主要企業が、そもそも両国においていったいどのように分布しているのか、また、直接投資によって進出した外資系企業の比重は両国の代表的企業のどの程度の比重を占めるのかといった、基本的情報自体の整理が、実はきわめて困難なのである。先進国企業を対象とした研究では、一般に、実証的分析は、各国の上場企業を対象にその開示データを用いてなされている。そこでは上場企業が主要企業であることが暗黙のうちに前提とされている。しかし、東南アジアの場合、その前提はきわめて怪しい。そのことは、例えば、巷間で著名な有力企業の多くが未上場企業であったり、新卒者の人気就職先の定番企業が日系を中心とする外資系多国籍企業の100%子会社であったりすることから、垣間見ることができる。両国において実物経済、工業化との関係で企業金融をとらえるためには、その前提として、そもそも主要企業がどのように分布しているかを整理し、それを十分に代表するサンプルを収集する作業が必要なのである。

本稿の目的は、東南アジアの工業化、外資系企業と金融システムとの関係を企業金融レベルで解明することを視野に入れながら、タイ、マレーシアを事例として、各国

の主要企業の分布構造、とりわけ日系・外資系企業の比重と上場（地場証券取引所への参加）の度合いを吟味すること、そして、そうした分布構造を踏まえて企業の資金調達構造の特徴を記述的に観察することにある。そのために、従来は、入手・整理されてこなかった未上場の主要企業を、両国の登記局ベースの資料から収集し、上場企業と併せることで、企業分布の総体的なイメージの把握を試みた。

本稿の作業はその意味でモノグラフ的なものであるが、以下のような政策的課題の分析のための基礎的整理として位置づけられる。第1に、地場の金融システムの構造とそのあるべき方向性についてである。奥田・三重野（2004）、三重野（2006a）で指摘されているように、東南アジアの金融システムは、貿易金融と結びついた銀行セクターの成長が、工業化より早い段階で進行する一方で、工業化資金における銀行の役割は限られたものであった。他方で、証券市場の整備も遅く、その結果、工業化過程で自己資本による調達が重要な比重を占めてきた。このような構造は、いっそうの工業化が、海外に資金チャンネルを確保する外資系企業に担われることで、より強まっていると考えられる。銀行による金融仲介や資本市場を通じた資金調達といった外部金融を機能化させ、効率的な金融システムを実現することに関して、あるいは近年議論となっている社債市場の育成に関して、現状の何が問題となっているのか、本稿はそうした疑問に答えるための基礎的作業である。

第2に、そうした地場の金融システムの中に進出した海外企業、特に日系企業の直面する問題に関わる政策問題の解明のための基礎的作業でもある。日系企業の現地法人、子会社はどのような資金調達手段を持ち、それらをどのように選択しているのかという点は、既存の研究では必ずしも明らかにはなっていない。日系企業が内部留保や日本国内からの企業間信用に強く依存し

ている場合、資金調達の効率性の観点からみて、それはどのように評価されるべきか。さらには、両国に進出している一次、二次の下請け企業はどのような資金問題に直面しているか、それは市場の失敗や効率性の観点からどのように評価できるか。本稿は、こうした現実の政策課題を考察するために不可欠な前提情報を構築することを目ざしている。

本稿の構成は以下である。第2章では近年のタイ、マレーシアの成長と両国における日系、外資系企業の展開について議論される。第3章では、タイ、マレーシアにおける日系・外資系企業の資金調達手段が整理される。第4章ではデータ特徴と整理手順について詳述される。第5章では集計されたデータから両国の主要企業の分布構造が観察される。第6章ではそれを踏まえて、属性別の資本構成を観察することで企業の資金調達の構造を検討する。第7章で論点を整理する。第8章はまとめである。

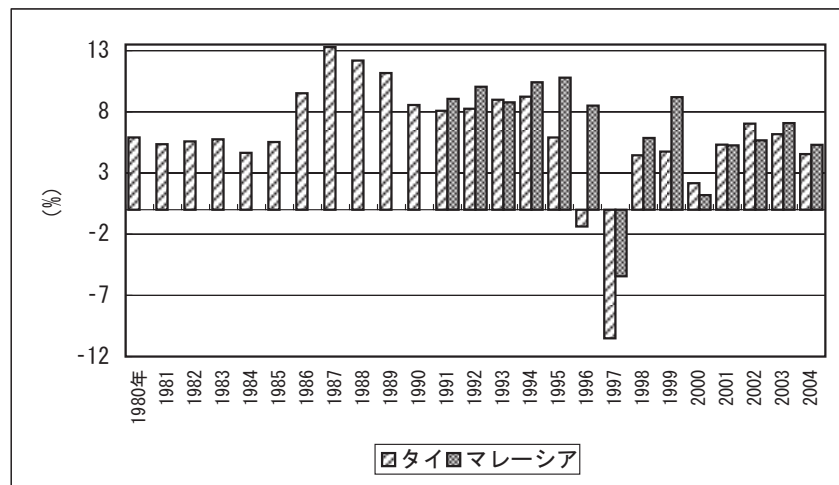
第2章 タイ、マレーシアの日系企業の概況

1. タイ、マレーシアの経済概況

図表1は、タイ及びマレーシアの各年の実質GDP成長率である。タイ経済は1987年に13.3%を記録し急速な経済成長を遂げていたが、1990年代に入るとその成長速度はやや低下し、1997年の金融危機時にはマイナス10.5%を記録した。2001年以降、タイ経済は成長を回復し、金融危機の深刻な状況を脱して、あらたな成長軌道に乗りつつある。一方、マレーシア経済は、1990年代は全般的にタイ経済より成長率が高く、金融危機によるマイナス影響もより軽微であった。そして、タイと同様、2001年以降は、成長を回復し、金融危機の深刻な状況を脱して、あらたな成長軌道に乗っている。

タイ、マレーシアの産業構造について簡

図表1 タイ・マレーシア実質国内総生産（GDP）成長率



出所) EIU Country Data

図表2 近年の GDP 及び各産業の成長率と比重（実質値）

(1)タイ						
		農業	鉱業・建設業	製造業	サービス業	GDP
(1)実数 〔単位:10億バーツ〕 〔1988年価格〕	1990年	235.69	194.50	568.85	946.33	1945.37
	1995	276.59	307.40	958.37	1399.37	2941.74
	2000	309.95	238.13	1096.17	1364.16	3008.40
	2005	331.57	312.06	1496.27	1705.87	3845.78
(2)成長率	1990-1995年	0.0325	0.0959	0.1100	0.0814	0.0862
	1995-2000	0.0230	-0.0498	0.0272	-0.0051	0.0045
	2000-2005	0.0136	0.0556	0.0642	0.0457	0.0503
(3)構成比	1990年	0.1212	0.1000	0.2924	0.4865	1.0000
	1995	0.0940	0.1045	0.3258	0.4757	1.0000
	2000	0.1030	0.0792	0.3644	0.4534	1.0000
	2005	0.0862	0.0811	0.3891	0.4436	1.0000
(4)寄与 (2)×(3)	1990-1995年	0.0039	0.0096	0.0322	0.0396	0.0862
	1995-2000	0.0022	-0.0052	0.0089	-0.0024	0.0045
	2000-2005	0.0014	0.0044	0.0234	0.0207	0.0503
(5)寄与率(%)	1990-1995年	4.6	11.1	37.3	45.9	100.0
	1995-2000	48.2	-115.8	197.5	-53.8	100.0
	2000-2005	2.8	8.7	46.5	41.2	100.0

(2)マレーシア						
		農業	鉱業・建設業	製造業	サービス業	GDP
(1)実数 〔単位:10億リンギ〕 〔1988年価格〕	1991年	17.29	17.60	29.71	52.42	117.03
	1995	17.12	26.93	45.17	79.47	168.69
	2000	18.66	30.63	67.25	105.13	221.67
	2005	21.98	35.46	82.49	141.40	281.33
(2)成長率	1991-1995年	-0.0026	0.1121	0.1105	0.1096	0.0957
	1995-2000	0.0175	0.0261	0.0828	0.0576	0.0561
	2000-2005	0.0333	0.0297	0.0417	0.0611	0.0488
(3)構成比	1991年	0.1478	0.1504	0.2539	0.4479	1.0000
	1995	0.1015	0.1596	0.2678	0.4711	1.0000
	2000	0.0842	0.1382	0.3034	0.4743	1.0000
	2005	0.0781	0.1260	0.2932	0.5026	1.0000
(4)寄与 (2)×(3)	1991-1995年	-0.0004	0.0169	0.0280	0.0491	0.0957
	1995-2000	0.0018	0.0042	0.0222	0.0271	0.0561
	2000-2005	0.0028	0.0041	0.0126	0.0290	0.0488
(5)寄与率(%)	1991-1995年	-0.4	17.6	29.3	51.3	100.0
	1995-2000	3.2	7.4	39.5	48.3	100.0
	2000-2005	5.7	8.4	25.9	59.3	100.0

出所) EIU Country Data

単に確認したい。図表2は、近年のタイ、マレーシアの各産業の成長率と寄与率を整理したものである。タイのGDP構成比に着目すると、1990年から2005年にかけて、農業（12%→9%）、サービス業（48%→44%）と低下している一方で、製造業は約29%から約39%まで10ポイントも上昇している。2000年以降は、製造業の寄与率がサービス業の寄与率を上回っており、製造業が、近年のタイ経済成長の中核的な存在となっていることがわかる。マレーシアのGDP構成比をみると、1991年から2005年にかけて、農業が大幅に低下している（15%→8%）一方で、サービス業は上昇（44%→50%）しており、タイとは異なる状況が観測される。そして製造業は約25%から約29%まで4ポイント上昇しているが、タイと比較するとその上昇は緩やかである。そして、サー

ビス業の寄与率は2000年以降では59.3%と高く、サービス業が近年のマレーシアの経済成長にとって重要になっていることがわかる。このように2000年以降の経済成長は、タイでは製造業によって強く牽引されているのに対し、マレーシアではサービス業が主役である点が特徴的である。

2. 事業所統計から見た日系企業の企業分布

以上のように、タイ経済における製造業の重要性は際だっているが、マレーシアにおいても製造業はGDPの3割近くを構成しており、サービス業について重要な産業ではあることは確かである。ここでは、タイ、マレーシアの製造業における日系企業の進出状況を観察しよう。図表3は、2000年の

図表3 タイ、マレーシアの製造業と日系企業の従業員数（2000年）

(1) タイ

	従業員数(単位:人)		日系従業員数の比率
	タイ全体	日系企業	
繊維	485,536	22,972	0.047
その他製造業	1,038,704	46,669	0.045
化学工業	86,204	19,046	0.221
一次金属	38,591	24,965	0.647
金属製品	104,250	6,042	0.058
一般機械	143,971	31,857	0.221
電気機械・情報通信機器	266,550	120,187	0.451
輸送機械	126,738	72,954	0.576
精密機械	28,209	16,913	0.600
製造業全体	2,318,753	361,606	0.156

出所) Report of the 2001 Manufacturing Industry Survey, Whole Kingdom. National Statistical Office, Office of the Prime Minister.

RIETI 海外直接投資データベース

注) 2000年のタイ企業調査は、10名以上の従業員のいる製造業を対象としている。

産業分類は、海外直接投資データベースの「統一産業コード」を使用。

(2) マレーシア

	従業員数(単位:人)		日系従業員数の比率
	マレーシア全体	日系企業	
繊維	132,247	4,762	0.036
その他製造業	665,379	31,550	0.047
化学工業	47,489	6,931	0.146
一次金属	42,133	10,678	0.253
金属製品	68,500	3,784	0.055
一般機械	125,027	6,776	0.054
電気機械・情報通信機器	408,643	166,572	0.408
輸送機械	56,396	23,312	0.413
精密機械	28,983	6,134	0.212
製造業全体	1,574,797	260,499	0.165

出所) Census of Manufacturing Industries, Malaysia 2001. Department of Statistics, Malaysia.

RIETI 海外直接投資データベース

注) 2000年のマレーシア企業調査は、すべての製造業を対象としている。

産業分類は、海外直接投資データベースの「統一産業コード」を使用。

タイ、マレーシアの製造業と日系企業の従業員数をまとめたものである*¹。タイの表をみると、2000年には、タイ製造業全体のうち約16%の労働者が日系企業に雇用されており、タイ経済にとって、日系企業は雇用面からみて無視できない大きさであることがわかる。タイ製造業の中では、その他の製造業（食料品関係、木材関係、石油製品）を除くと、従業員数は、繊維産業が485,536人と最も多く、次いで電気機械・情報通信機器産業の266,550人が雇用吸収力の高い産業となっている。日系企業の従業員数は電気機械・情報通信機器産業の120,187人が最も多く、次いで輸送機械産業の72,954人と

なっている。タイ製造業に占める日系従業員数の比率でみても、電気機械・情報通信機器産業の約45%、輸送機械産業の約58%と半数近くを日系企業の従業員が占めており、タイの電気機械・情報通信機器及び輸送機械産業にとって日系企業は雇用吸収力という意味から重要な意味を持つ。

マレーシアの2000年の従業員数をみるとマレーシア製造業全体のうち約17%が日系企業に雇用されており、マレーシア経済にとっても、日系企業は雇用面からみて無視できない存在であることがわかる。マレーシア製造業にとって、その他の製造業（食料品関係、木材関係、石油製品）を除く

図表4 タイ、マレーシアの製造業と日系企業の売上げ（2000年）

(1)タイ

	売上げ(単位:百万USD)		日系企業売上げ比率
	タイ全体	日系企業	
繊維	11,341.53	979.79	0.086
その他製造業	39,383.67	2,516.46	0.064
化学工業	7,903.80	2,436.70	0.308
一次金属	3,467.51	2,499.77	0.721
金属製品	2,873.52	530.17	0.185
一般機械	7,703.22	2,615.80	0.340
電気機械・情報通信機器	9,932.52	9,195.46	0.926
輸送機械	12,448.55	10,099.60	0.811
精密機械	773.15	677.45	0.876
製造業全体	95,827.46	31,551.20	0.329

出所) Report of the 2001 Manufacturing Industry Survey, Whole Kingdom. National Statistical Office, Office of the Prime Minister.

RIETI 海外直接投資データベース

注) 2000年のタイ企業調査は、10名以上の従業員がいる製造業を対象としている。

産業分類は、海外直接投資データベースの「統一産業コード」を使用。

(2)マレーシア

	売上げ(単位:百万USD)		日系企業売上げ比率
	マレーシア全体	日系企業	
繊維	3,559.16	445.35	0.125
その他製造業	40,512.27	2,216.92	0.055
化学工業	7,117.97	1,898.88	0.267
一次金属	4,134.90	1,287.87	0.311
金属製品	3,130.66	208.15	0.066
一般機械	13,516.90	761.93	0.056
電気機械・情報通信機器	37,808.78	15,838.53	0.419
輸送機械	4,723.97	4,165.01	0.882
精密機械	1,286.12	492.02	0.383
製造業全体	115,790.71	27,314.65	0.236

出所) Census of Manufacturing Industries, Malaysia 2001. Department of Statistics, Malaysia.

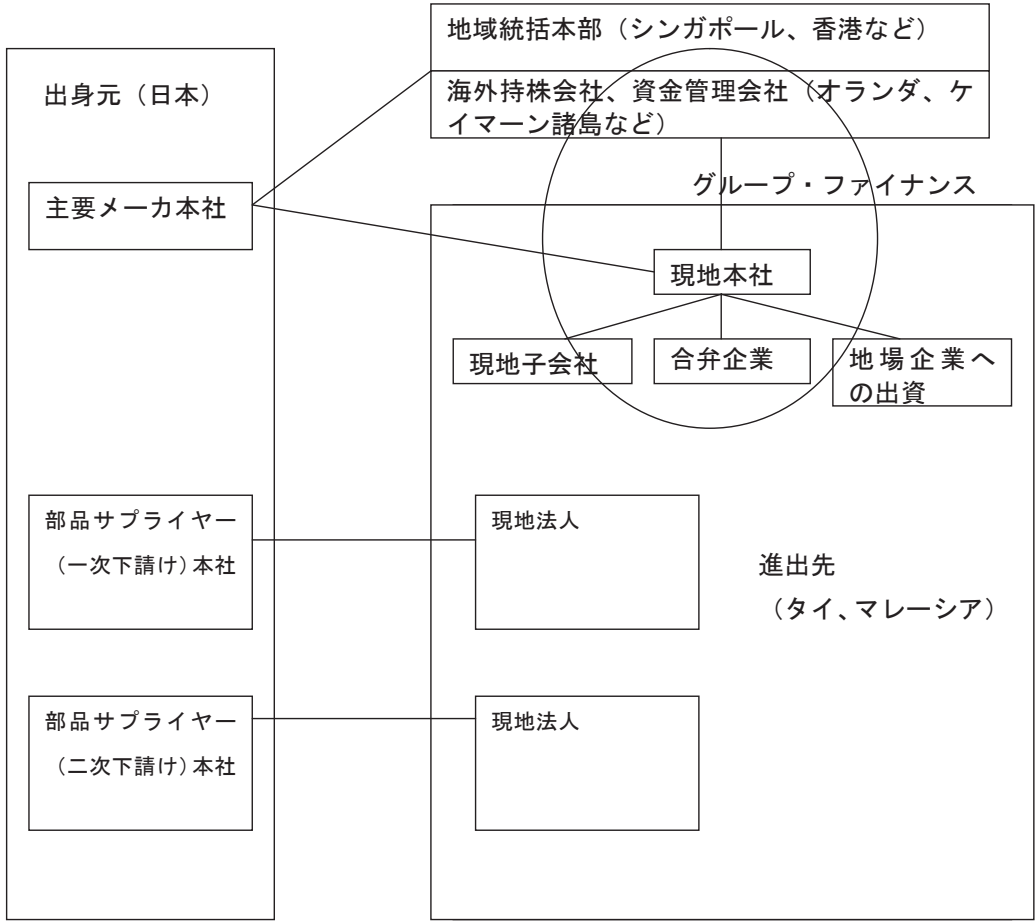
RIETI 海外直接投資データベース

注) 2000年のマレーシア企業調査は、すべての製造業を対象としている。

産業分類は、海外直接投資データベースの「統一産業コード」を使用。

* 1 タイ製造業のデータは Report of the 2001 Manufacturing Industry Survey, Whole Kingdom による。2000年の本調査は、10名以上の従業員がいる製造業を対象に行っている。マレーシア製造業のデータは Census of Manufacturing Industries, Malaysia 2001 による。日系企業のデータは、RIETI の海外直接投資データベースによる。尚、産業分類は松浦(2004)が、海外直接投資データベース作成の際に用いた「集計用業種コード」から、卸小売、その他サービス業を除いたものを用いた。

図表5 日系企業の東南アジアへの展開



出所) シンガポール、タイ、マレーシア日系企業聞き取り調査（2005年12月）より著者作成

と、電気機械・情報通信機器産業の従業員数が408,643人と最も多く、次いで繊維産業の132,247人、一般機械産業の125,027人と雇用吸収力が高い産業になっている。日系企業の従業員数は電気機械・情報通信機器産業の166,572人で最も多く、次いで輸送機械産業の23,312人となっている。マレーシア製造業に占める日系従業員数の比率でみても、電気機械・情報通信機器産業の約41%、輸送機械産業の約41%と、各々4割以上を日系企業の従業員が占めており、マレーシアの電気機械・情報通信機器及び輸送機械産業にとって日系企業は雇用吸収力という意味から重要になっていることがわかる。

図表4は、2000年のタイ、マレーシアの製造業と日系企業の売上げを比較したもの

である。タイ製造業の中では、その他の製造業（食料品関係、木材関係、石油製品）を除くと、輸送機械の売上げが最も多く、次いで繊維産業、電気機械・情報通信機器産業となっている。また日系企業では、輸送機械産業の売上げが最も多く、次いで電気機械・情報通信機器産業となっている。繊維産業における日系企業の売上げ比率は、約9%と非常に小さいため、繊維産業では、日系以外の企業が主な担い手となっていると考えられる。しかし、日系企業売上げ比率が輸送機械、電気機械・情報通信機器の両産業で80%以上であることから、タイ製造業全体にとって日系企業の比重は非常に大きいものであることがわかる。

マレーシア製造業では、その他の製造業

(食料品関係、木材関係、石油製品)を除くと、電気機械・情報通信機器産業の売上げが最も多く、次いで一般機械産業、輸送機械産業になっている。また日系企業の売上げは、電気機械・情報通信機器産業の売上げが最も多く、次いで輸送産業になっている。一般機械産業では日系企業の売上げ比率は約6%と小さいため、日系以外の企業が一般機械産業の主な担い手になっていると考えられる。しかし、日系企業売上げ比率は電気機械・情報通信機器産業では約42%であることから、タイ製造業ほどではないが、日系企業がマレーシア製造業に重要な役割を果たしていることが確認できる。

第3章 日系・外資系企業の展開： 聞き取り調査から

1. 一般的形態

前章の観察により、外資系企業のプレゼンスは日系企業だけでも相当な比重になることが確認された。ここで、ミクロ・データによる企業分布、資本構成の観察に入る前に、2005年12月に実施した聞き取り調査に基づいて、進出した外資系企業が具体的にどのように展開し、いかなる資金調達手段を保持し、選択しているか、整理してみたい。図表5は、日系製造業企業のタイ、マレーシアにおける展開と階層構造を模式的に表したものである^{*2}。日系製造業企業は、タイでは自動車産業を中心に617社（自動車および関連165社）、マレーシアでは電機・電子産業を中心に729社（電機電子関連310社）が進出している^{*3}。両国ともそれぞれの産業の大手メーカーの数社の現地法人が日系製造業の中核となっている。大手メーカーの現地法人は、自動車産業の場合

には中核となる現地法人が統括的役割をもち、その他の子会社・合併企業（関連会社）、特に販売子会社を展開している。電機・電子産業では製品種別ごとの現地法人・関連会社が多く並立し、統括的役割は国内あるいは海外（シンガポールなど）の特定の法人が持つケースが多い。また、しばしば現地本社の中に、あるいは独立の現地法人として、グループの金融機能を持つ部門を抱えている。金融機能をもつ企業は、進出先国内のグループ企業へ低利での短期資金の供給を行うものから、グループ間の決済支援（いわゆる Cash Management System : CMS）の役割にとどまるものまで多様である。

こうした最終財メーカーとは別に、日本国内の部品サプライヤー企業（一次下請け、二次下請け）も進出している。部品サプライヤー企業は、多くの場合、100%に近い現地法人を設立し、日本本社によって経営統括されているケースが多い。

2. 日系・外資系企業の資金調達手段の種類と特徴

図表6は、聞き取り調査から、日系・外資系企業が保有していると考えられる独特の資金調達手段の性質を整理したものである。第1に、日本国内の本社（親会社）と現地法人・合併会社との資金関係がある。もっとも基本的なパターンは、親会社によって調達された資金をもとに資本形成や増資を行うことがある。特に進出の最初の段階での現地法人、合併企業の設立ではこの方法が一般的である。また、親会社から現地法人・合併会社に信用を供与する（いわゆる親子ローン）方法も多用されている。前者の場合、形式上、株式ファイナンスとなるのに対し、後者では負債ファイナンスの

*2 シンガポール、タイ、マレーシアでの聞き取り調査（2005年12月）による。

*3 以上の数値はタイについてはタイ日本人商工会議所資料、マレーシアはジェトロ・マレーシア資料による。

形を取る。こうした、日本国内の本社との資金関係では、融資元の銀行の審査の中心は親会社となるといわれている。また、親会社にとっては、バランスシートの資産・負債の両方が膨らむため財務上の評価が低下するデメリットがあるとされる。また、外貨による調達になるため、為替に関する取引コストが発生していると考えられる。

第2は、進出先における銀行借入である、日系企業の現地法人、合併企業は地場銀行との取引機会に加え、日系銀行支店との取引チャンネルを保持していると考えられる。日系銀行からの借入には、聞き取り調査では、親会社の保証が要求されることが多かった。日系銀行支店は日系企業の情報が比較的豊富であることに加え、外国人土地保有の制限や転売市場の不備から、土地担保が有効でないことがその重要な理由である。現地支店からの借入でも、オフショア市場を通じた外貨取引の場合には、為替に関する取引コストが発生する。

第3に、大手メーカーの現地法人、子会社の場合、グループ・ファイナンスも資金調達の一つの手段となりうる。一つの国に多くの現地法人、子会社を設立する傾向のある電機・電子産業の最終財メーカーを中心に、グループ（メーカー）全体として、資金管理を統括しておこなう傾向がある。グループ向けの金融会社を国内および地域

拠点（シンガポールなど）に設置し、全体の資金過不足の調整を行っているメーカーもある。この場合、個々の現地法人・合併会社にとっては、銀行借入以外の負債が資金調達手段として重要な役割を果たしており、またグループ全体としては内部留保に依存した資金調達行動を行っていることになる*⁴。こうした企業間信用は、情報の非対称性のきわめて低い、キャッシュ・フローに近い性質を持つ負債であると考えられる。

第4章 データの収集とサンプル選択

本研究では①両国の非金融企業について総資産を基準に上位企業の情報を整理し、②財務諸表、国籍情報を含むデータセットを作成した。図表7にまとめられているように、最初に、企業分布の観察の基本情報として、総資産順1400位程度までの企業の基本情報（企業名、総資産額または流動資産額、業種、国籍－いずれも2004年時点の情報）のリストを整理した。まず、地場のコンサルタント会社が保有する情報から作成された未上場企業の上位1000社のリストをベースとし、Bureau van Dijk社のデータベース、OSIRISから上場企業の同様の情報を抽出して、併せて整理を行った。その結

図表6 外資系企業の資金調達手段の類型

	計上先の勘定	借入の主な評価対象	取引費用の主な要素
親会社が主導			
増資	資本勘定	親会社	為替コスト、親会社資金・調達余力
親子ローン	その他負債(有利子)	親会社	為替コスト、親会社資金・調達余力
グループ・ファイナンス	その他負債(有利子)	—	現地の業務規制、為替コスト
現地法人が主導			
現地外銀からの借入(現地通貨建て)	銀行借入(負債)	親会社・現法・親会社保証	親会社の情報への依存
現地外銀からの借入(外貨建て)	銀行借入(負債)	親会社・現法・親会社保証	親会社の情報への依存
地場銀行からの借入	銀行借入(負債)	親会社・現法・親会社保証	親会社と銀行の情報の非対称性
現地証券市場			
増資	資本勘定	—	現地証券市場の効率性
債券発行	社債(負債)	—	現地証券市場の効率性

シンガポール、タイ、マレーシア日系企業聞き取り調査（2005年12月）より筆者作成

* 4 安積（2005）は、東南アジアの外資系企業が、利益を国内の内部留保あるいは国内・地域統括会社への配当にとどめる傾向が強い理由が、法人税および配当金課税の国際的な格差にあると指摘している。

果、未上場企業1000社の総資産の範囲に対応する上場企業は、タイでは全上場企業367中267社、マレーシアでは761社中420社であることが判明したため、それより資産規模の小さい企業をサンプルから除外した。最終的に、上場企業と未上場企業を併せた資産順位のリストは、タイで1190社、マレーシアで1420社をカバーしている。

これを踏まえて、2000-04年の5カ年に

ついで財務構造分析のためのデータセットを作成した。まず、上記の未上場の上位企業から、基本的な企業プロフィール、財務諸表、主要株主の情報を入手する対象として、タイについては上位300社、マレーシアは上位250社までを範囲とし、両国の登記局届け出ベースの情報を収集した。データの入手が困難な企業はスキップし、全体として300社、250社となるまで収

図表7 サンプル収集の設計—企業の分布

(1) タイ

総資産順位	上場企業	未上場企業	総資産額	
1位			501,721	
	164社 (35.3%)	300社		
464位			2,586	↑ 主要企業サンプル
	103社 (14.2%)	623社		
1190位			1,040	↑ 上位企業リスト
	100社			
合計	367社			

注) 総資産額は2004年。単位は100万バーツ
括弧内のパーセンテージは上場企業数の比率を示す

(2) マレーシア

流動資産順位	上場企業	未上場企業	流動資産額	
1位			12,521,700	
	262社 (32.8%)	538社*		
800位			161,890	↑ 主要企業サンプル
	158社 (25.5%)	462社		
1420位			86,650	↑ 上位企業リスト
	341社			
合計	761社			

注) 総流動額は2004年。単位は1000リンギット
*:財務データの収集が可能であった企業の最後である250社目が、流動資産順位538位目に相当する。
括弧内のパーセンテージは上場企業数の比率を示す

集を行った*⁵。さらに、上場企業の財務諸表、国籍、主要株主についての情報を、同様に Bureau van Dijk 社のデータベース、OSIRIS から収集整理し、未上場企業のデータと統合した。その結果、タイの未上場企業300社の総資産範囲に対応する上場企業は164社（上場企業全体の35.3%）、マレーシアの未上場企業250社に対しては、262社（同32.8%）にすぎないことが判明したため、その他の企業をサンプルから除外した。最終的に、上場企業、未上場企業を併せて、タイで規模順位464位までの464社、マレーシアで812位までの512社についての5年間のパネルデータを得ることができた。

第5章 主要企業の分布

1. 主要企業の分布

図表7は、両国の企業の分布についての基本的な情報としてもみることができる。ここから看取できる特徴は、第1に、上位企業のグループでも未上場企業の比率がかなり高いことである。本研究で財務分析の対象とする上位企業（タイ：464社、マレーシア：512社）では、上場企業は32～35%を占めるに過ぎず、未上場企業上位1000社を基準に作成した企業リスト（タイ：1190社、マレーシア1420社）では、20%台に留まる。このことは、東南アジアの主要企業の財務分析一般に、上場企業データに偏ることが、深刻なサンプルバイアスを生む可能性のあることを意味している。第2に、上場企業は大規模企業から小規模な企業にまで広く

分布しており、上場企業は必ずしも主要企業と見なすことはできないことである。上位企業リストの最下位の資産規模より小さい上場企業は、タイでは100社（全上場企業数の27.2%）、マレーシアでは実に341社（同、44.8%）に及んでいる。企業の上場は規模に規定される要素が少なく、上場企業には多くの中小規模企業が含まれているのである。

図表8は、企業分布を製造業、非製造業別に分けて、より詳しく見たものである。分析対象の上位企業では、タイでは製造業、非製造業がほぼ同数、マレーシアでは製造業が、非製造業よりも若干多い。上場企業の比率は、サンプルのレベルの上位企業では両国とも非製造業企業の方が若干高い傾向がある。特に、マレーシアでは上位800社の中で製造業は、上場企業数が26.9%に留まるのに対し、非製造業では40%弱の企業が上場企業となっている。

2. 日系・外資系企業の分布

国籍、すなわち日系・外資系企業の識別は上場企業、未上場企業のそれぞれのソースに依拠している。上場企業については、使用したデータベースにおいて国籍が識別可能な企業から地場系、日系とそれ以外の外資系の3種類に分類した*⁶。ただし、株主およびその国籍について「識別不能」と記された企業が数多くあった。そこで、日系企業については、両国の日系商工会議所から発行されている名簿をもちいて追加的に識別作業を行うことで補足した。したがって、日系企業の識別は幅広くカバーしていると考えられるが、その他の外資系企業に

* 5 未上場企業の上位1000社のリスト入手と上位300社、250社の財務データの収集は、タイは Business on Line 社、マレーシアは Infocredit D&B (Malaysia) 社を通じて行われた。データのソースは、タイは未上場企業が商務省登記局へ毎年届け出ている報告書、マレーシアについては、クアラルンプール特別市およびネグリシビンラン州登記局に毎年届け出ている報告書である。タイの1000社リストのうち利用可能なものは、923社に留まった。また、マレーシアでは上位1000社のリストにおいて総資産額の情報が入手可能でなかったため、流動資産を企業規模の基準として採用した。

* 6 上場企業のデータベースは、各企業に対して株主構成から判断される所有の集中度合いのランクを与えており、究極所有者 (Ultimate Ownership) が特定できる場合には、主要株主から国籍を判断している。

図表8 製造業／非製造業別のサンプル分布

(1) タイ

総資産順位	製造業			非製造業		
		上場企業	未上場企業		上場企業	未上場企業
1位	240社	75社 (31.3%)	165社	244社	89社 (36.5%)	135社
464位						
1190位	346社	57社 (16.6%)	289社	360社	46社 (12.8%)	334社

注) 括弧内のパーセンテージは上場企業数の比率を示す

(2) マレーシア

流動資産順位	製造業			非製造業		
		上場企業	未上場企業		上場企業	未上場企業
1位	428社	115社 (26.9%)	313社	372社	147社 (39.5%)	225社
800位						
1420位	373社	93社 (25.0%)	280社	247社	65社 (26.3%)	182社

注) 括弧内のパーセンテージは上場企業数の比率を示す

については、漏れがかなり残る可能性があることに留意が必要である^{*7}。未上場企業については、委託先のコンサルタント会社の保有する株主・その他の情報をもとに「地場」、「日系」、「その他外資」に分類を行った。

図表9、10は、各順位ランクに占める日系・外資系企業の比率を図示したものである。第2章の観察と同様に、両国における日系・外資系企業の高い比重が確認できる。上位企業リストの企業の中で、外資系企業は全体でタイでは30%半ば、マレーシアでは20%半ばの数を占めている。日系企業の比重はタイとマレーシアでは若干異なり、タイでは日系企業だけで、その他の外資系

企業の過半数近くを占めているのに対し、マレーシアでは、30%程度に留まっている。

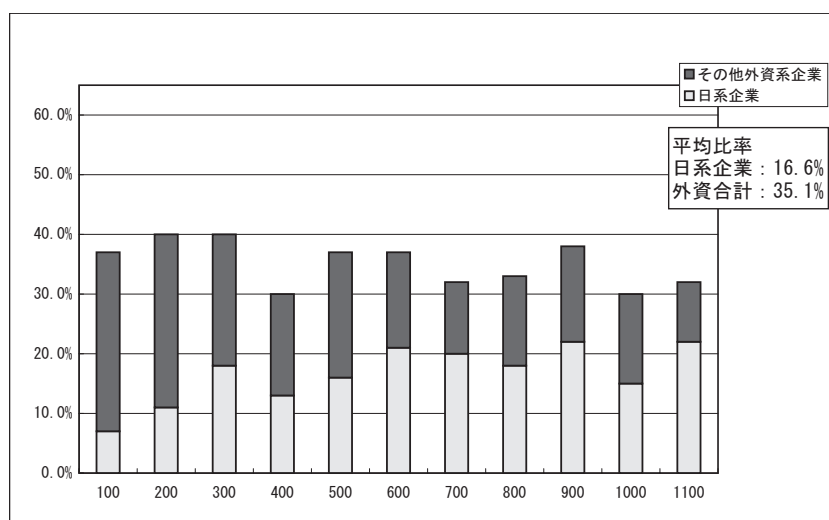
規模別に見ると、外資系企業全体としてはタイでは規模に関わらず広く分布しているように見受けられるが、マレーシアではむしろ大規模企業では外資系企業が少なく、小規模な順位ランクに外資系企業が多い傾向がある^{*8}。ただし、日系企業については、タイについて、規模が小さな順位ランクにおいてむしろ比重が高い傾向が見いだされる。

図表11、12は、製造業に絞って同様の観察を行ったものである。タイについては、製造業における外資系企業の比率は過半を超えており、製造業における外資系企業の

*7 上場企業における外資系企業で代表的な国籍は、タイでは、シンガポール（46社）、日本（23社）、アメリカ（19社）、香港（14社）、マレーシアでは、シンガポール（11社）、イギリス（9社）などである。

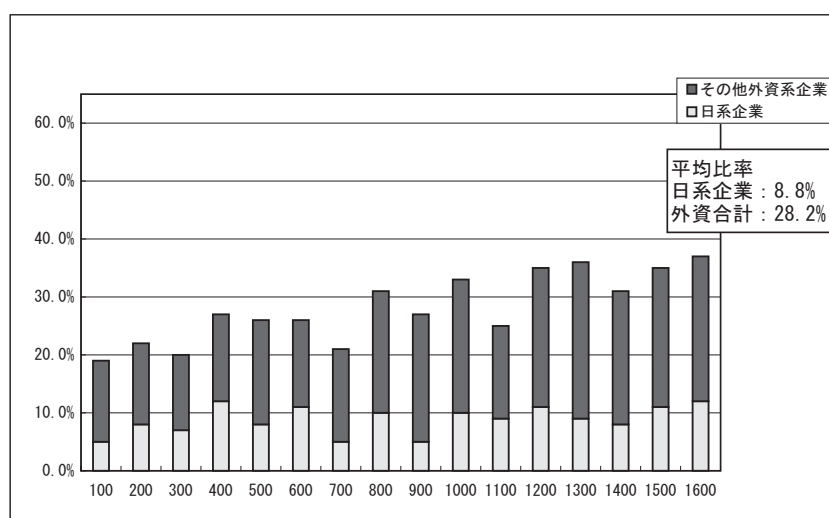
*8 このことはマレーシアでは華人、外資への対抗を基調としたブミプトラ政策のもとで育成された政府系の大企業が多く存在する事実と、整合的である。

図表9 日系・外資系企業の比率－タイ



注) 横軸は順位ランク

図表10 日系・外資系企業の比率－マレーシア



注) 横軸は順位ランク

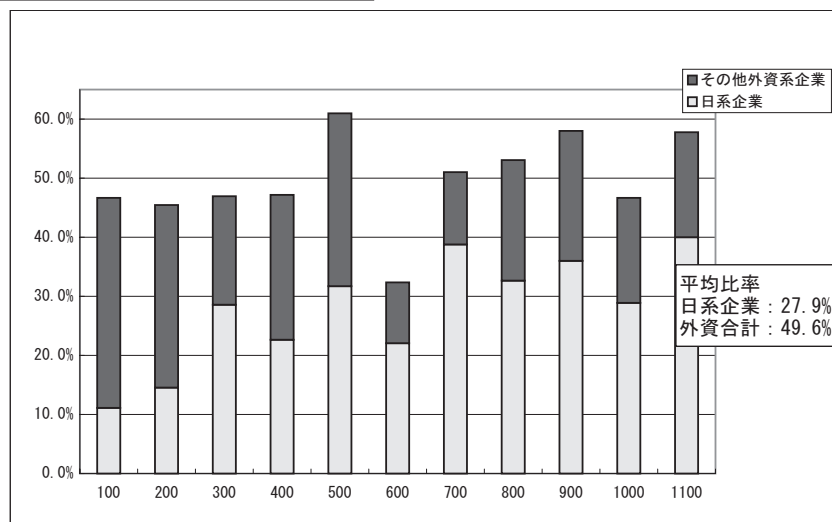
著しい比重の高さを示している。その中でも日系企業の比率は、全産業以上に、他の外資系企業を圧倒している。なおまた、日系企業の比重は、上位200社程度のクラスでは必ずしも高くはなく、それ以下の企業で比重が高い。以上の傾向は、タイにおける日系企業が自動車産業などの一般機械、輸送機械を中心として形成されていること、そのために多くの裾野産業に日系企業が参加している、という現状と整合的である。

マレーシアでは、製造業における外資系企業の比重は若干高いが、タイと比較して

それほど差はみられない。このことは、マレーシアにおける外資系企業が特定産業に偏っているのではなく、非製造業をふくめた広い範囲に活動していることを意味している。

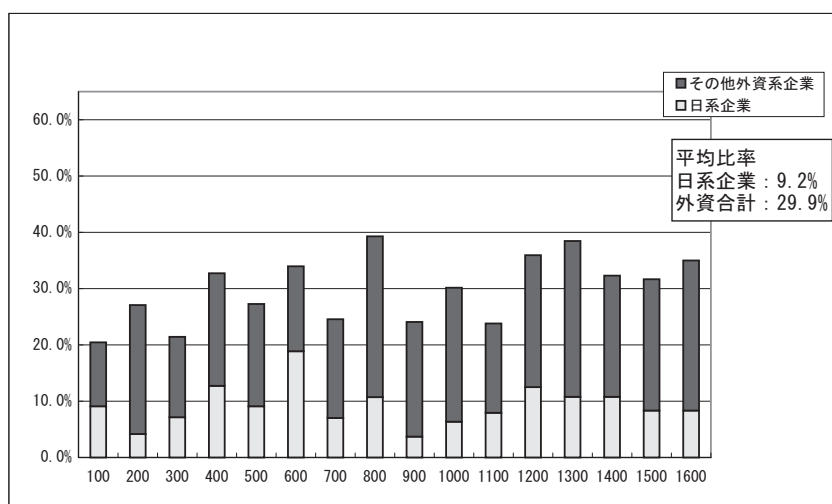
最後に図表13は、日系・外資系企業の上場企業の比率を順位ランク別に整理したものである。タイにおいても、マレーシアにおいても外資系企業は地場の証券取引所に上場する傾向が低いこと、また、特に日系企業はその傾向が極端に低いことが看取できる。

図表 11 日系・外資系企業の比率(製造業)ータイ



注) 横軸は順位ランク

図表 12 日系・外資系企業の比率(製造業)ーマレーシア



注) 横軸は順位ランク

第 6 章 主要企業と日系・外資系企業の資金調達構造

1. 企業の資金調達構造の特徴

(1) 負債比率

図表14、15は、両国の上位企業サンプルから、上場、未上場の企業の資本構成を計算したものである。計算にあたっては、深刻な欠損値のあるサンプルや債務超過に

陥っているサンプルを除外した。負債比率を見るとタイでは上場企業、未上場企業でそれぞれ55.7%、55.3%であり、大きな差は認められなかった。Mieno (2006)、三重野 (2002) の観察によると、タイ企業の負債比率は1990年代前半では未上場企業と上場企業では大きな差があり、金融危機以降、負債比率は急上昇するとともにその差は縮小した*⁹。図表14の観察は、2000年代の経済の回復に伴って、両者の負債比率が近い水

* 9 たとえば、1993年の製造業企業の負債比率は未上場企業で78.2%に対し、上場企業で57.1%であった (Mieno 2006) が、1997-99年の平均では、未上場企業78.4%、上場企業72.7%の水準 (三重野 (2002)) となっている

図表 13 上場企業数と比率

(1) タイ						
順位ランク	全企業		日系企業		その他外資系企業	
100	59	59.0%	2	28.6%	24	80.0%
200	93	46.5%	5	27.8%	42	71.2%
300	113	37.7%	11	30.6%	56	69.1%
400	153	38.3%	12	24.5%	60	61.2%
500	168	33.6%	12	18.5%	68	57.1%
600	195	32.5%	13	15.1%	77	57.0%
700	209	29.9%	14	13.2%	83	56.5%
800	224	28.0%	14	11.3%	88	54.3%
900	234	26.0%	16	11.0%	91	51.1%
1000	250	25.0%	16	9.9%	96	49.7%
1100	261	23.7%	18	9.8%	97	47.8%

注) 企業数は累計。比率はそれぞれのグループの総数に対する比率

(2) マレーシア						
順位ランク	全企業		日系企業		その他外資系企業	
100	59	59.0%	0	0.0%	6	42.9%
200	114	57.0%	0	0.0%	11	39.3%
300	168	56.0%	1	5.0%	14	34.1%
400	214	53.5%	4	12.5%	18	32.1%
500	259	51.8%	4	10.0%	21	28.4%
600	299	49.8%	5	9.8%	23	25.8%
700	342	48.9%	5	8.9%	25	23.8%
800	381	47.6%	5	7.6%	26	20.6%
900	423	47.0%	5	7.0%	28	18.9%
1000	460	46.0%	6	7.4%	29	17.0%
1100	496	45.1%	6	6.7%	29	15.5%
1200	532	44.3%	6	5.9%	31	14.7%
1300	558	42.9%	7	6.4%	32	13.4%
1400	582	41.6%	8	6.8%	33	12.6%
1500	604	40.3%	8	6.2%	33	11.6%
1600	625	39.1%	8	5.7%	34	11.0%

注) 企業数は累計。比率はそれぞれのグループの総数に対する比率

準のまま低下してきたことを示している^{*10}。金融危機時の上場企業の負債比率の大幅な上昇は、外貨建て負債の評価増によるものであると考えられるが、その後上場、未上場企業ともに負債比率が大幅に低下している事実は、企業が経済の回復過程で資金調達を自己金融へ強くシフトさせた可能性を意味している^{*11}。マレーシアの負債比

率は、上場企業、未上場企業でそれぞれ47.5%、53.6%であり、両者の間に差が認められる^{*12}。

マレーシア企業の負債比率は、タイ企業の負債比率より若干低いが、全体として50%前後の範囲であり、この水準は、先進国と比較して著しく高い。奥田他(2006, ch.6)にまとめられているように、先進国の

*10 なお、全上場企業のサンプルで負債比率を計算すると48.9%となり、サンプルの未上場企業のそれと大きな差があると見誤る危険がある。これは主に規模との相関が要因であると考えられる。企業規模によるサンプル選択の一つの成果である。

*11 なお、上場企業の低下傾向の方がより強く、2003年を境に上場企業の負債比率の水準は未上場企業を下回っている。金融危機以前には、上場企業の負債比率の水準が明らかに低かったことを考慮すると、この傾向は、金融危機時の異常な水準から従来の構造への回帰を意味しているのかもしれない。

*12 タイと同様に全上場企業サンプルで負債比率を計算すると43.2%である。

図表 14 タイ企業の資本構成

上場企業						
	全サンプル	2000	2001	2002	2003	2004
サンプル数	600	87	106	122	140	145
負債	55.7%	59.9%	58.2%	55.9%	53.3%	53.3%
流動負債	30.4%	32.6%	29.9%	31.7%	28.3%	30.5%
買掛金・支払手形	7.2%	7.1%	6.7%	8.4%	6.7%	7.0%
銀行短期借入金	4.3%	5.7%	4.3%	4.3%	3.5%	4.0%
その他流動負債	19.0%	19.8%	18.9%	19.0%	18.1%	19.5%
非流動負債	25.2%	27.3%	28.3%	24.2%	25.0%	22.9%
長期負債	17.9%	19.0%	20.1%	17.1%	18.0%	16.1%
社債	2.6%	3.9%	2.6%	2.1%	2.3%	2.6%
その他固定負債	4.7%	4.4%	5.6%	5.0%	4.6%	4.2%
資本勘定	44.3%	40.1%	41.8%	44.1%	46.7%	46.7%
払込資本金	33.7%	22.9%	25.1%	23.3%	64.6%	25.2%
内部留保	3.5%	-7.1%	-3.0%	5.2%	6.6%	10.1%
資本剰余金/準備金	7.2%	24.3%	19.7%	15.6%	-24.5%	11.4%
銀行借入合計	22.1%	24.7%	24.4%	21.4%	21.5%	20.1%

未上場企業						
	全サンプル	2000	2001	2002	2003	2004
サンプル数	1278	225	236	258	276	283
負債	55.3%	57.4%	55.0%	54.8%	55.2%	54.5%
流動負債	38.4%	39.0%	37.0%	38.1%	38.2%	39.7%
買掛金・支払手形	11.5%	10.3%	10.4%	11.3%	12.5%	12.6%
短期銀行借入	11.2%	12.2%	11.6%	11.2%	10.5%	10.8%
その他流動負債	13.3%	13.1%	11.6%	13.7%	13.9%	14.1%
固定負債	16.9%	18.3%	18.0%	16.7%	16.9%	14.8%
長期銀行借入	6.6%	5.7%	7.1%	6.7%	6.9%	6.7%
その他固定負債	3.2%	4.0%	4.0%	3.0%	3.1%	2.4%
資本勘定	44.7%	42.6%	45.0%	45.2%	44.8%	45.5%
払込資本金	34.3%	39.4%	38.8%	39.3%	29.8%	26.6%
内部留保	4.5%	-2.6%	-0.6%	0.5%	9.1%	13.7%
資本剰余金/準備金等	5.8%	5.9%	6.8%	5.3%	6.0%	5.3%
銀行借入合計	17.9%	17.9%	18.8%	17.9%	17.4%	17.5%

主要企業の負債比率は、日・仏・伊・独で70%前後（大陸ヨーロッパ型）、米・英・加で50%台半ば（アングロサクソン型）と2分される^{*13}。タイ、マレーシア両国の負債比率はアングロサクソン型と同等の水準か、それよりさらに低いのである。このことは、アジア金融危機を招いた要因が負債への過度な依存にあったという一般的な批判に照らしてみた場合、意外な事実である。また、アングロサクソン型の企業金融が、負債比率が低い特徴をもつ要因が、資本市場からの資金調達に強く依存していることなのに対して、タイ、マレーシアでは、前章の企業分布をみても資本市場は明らかに未発達であり、これは別のところに要因があると考えられる。

（2）銀行借入

銀行借入の水準は、タイでは上場企業の22.1%に対して、未上場企業は17.9%であり、上場企業の水準が若干高い。上場企業には、社債による資金調達と併せて、負債のなかでもフォーマルな資金調達手段に依存する傾向があることが示されている。ただし、上場企業では、経済の回復にともなって銀行借入の比率が低下しており、このことは、企業の資金調達が自己金融や企業間信用などのインフォーマルな手段にシフトが生じていることを示唆している^{*14}。マレーシアの銀行借入の水準は、上場企業、未上場企業でそれぞれ14.1%、15.4%であり、両者の間で大きな違いは見受けられない。また、時系列的に大きな動きは観察されない。

両国の銀行借入比率はきわめて低い水準

*13 ただし、数値は1991年時点のものである。

*14 銀行借入への依存は1990年代と比較しても明らかに弱まっている（三重野（2006）参照）

図表 15 マレーシア企業の資本構成

上場企業						
	全サンプル	2000	2001	2002	2003	2004
サンプル数	1417	260	268	279	301	309
負債	47.5%	47.9%	45.6%	46.1%	48.5%	49.2%
流動負債	26.9%	30.5%	27.8%	25.5%	25.3%	25.9%
買掛金・支払手形	6.5%	6.7%	6.1%	6.1%	6.6%	6.8%
銀行短期借入金	2.5%	2.6%	2.2%	2.4%	2.7%	2.6%
その他流動負債	18.0%	21.3%	19.5%	16.9%	16.1%	16.5%
非流動負債	20.6%	17.3%	17.9%	20.7%	23.1%	23.3%
長期負債	11.6%	9.4%	9.9%	12.2%	13.1%	13.2%
社債	1.5%	1.3%	1.4%	1.5%	1.6%	1.9%
その他固定負債	7.4%	6.7%	6.5%	7.0%	8.5%	8.2%
資本勘定	52.5%	52.1%	54.4%	53.9%	51.5%	50.8%
払込資本金	26.2%	23.2%	26.0%	26.6%	27.4%	27.4%
内部留保	11.3%	14.4%	11.9%	11.5%	9.7%	9.5%
資本剰余金/準備金	15.0%	14.5%	16.4%	15.8%	14.4%	13.9%
銀行借入合計	14.1%	11.9%	12.1%	14.6%	15.7%	15.8%

未上場企業						
	全サンプル	2000	2001	2002	2003	2004
サンプル数	1002	175	216	216	216	179
負債	53.6%	55.9%	54.2%	53.0%	52.7%	52.6%
流動負債	43.5%	46.3%	44.4%	42.6%	42.7%	41.8%
買掛金・支払手形	23.7%	23.8%	23.6%	23.2%	24.2%	23.8%
短期銀行借入	9.6%	9.1%	9.9%	9.5%	9.5%	9.9%
関連企業借入	6.9%	9.1%	6.9%	6.5%	6.3%	6.1%
その他流動負債	3.3%	4.3%	4.0%	3.4%	2.7%	2.0%
固定負債	10.1%	9.6%	9.8%	10.4%	10.0%	10.8%
長期銀行借入	5.9%	7.0%	6.2%	5.8%	5.3%	5.1%
その他固定負債	4.5%	5.3%	4.9%	4.7%	4.2%	3.5%
資本勘定	46.4%	44.1%	45.8%	47.0%	47.3%	47.4%
払込資本金	17.4%	18.6%	18.2%	17.7%	16.5%	16.1%
内部留保	16.2%	11.9%	14.0%	16.4%	19.0%	19.3%
資本剰余金/準備金等	12.8%	13.6%	13.7%	12.9%	11.9%	11.9%
銀行借入合計	15.4%	16.1%	16.1%	15.3%	14.8%	15.0%

にある。特にマレーシアの水準は際だっており、企業の資金調達の大衆が、負債の中でも銀行借入以外のインフォーマルな調達に依存していることは、特徴的である。このことは、金融危機の原因論として理解されている通念と全く逆の事実である。

(3) 流動負債

未上場企業と上場企業の資本構成における最大の違いは、負債に占める流動負債の大きさである。タイでは未上場企業の流動負債の比率は総資産比38.4%であり、そのなかでもとりわけ買掛金・支払手形への依存が強い。このことは、未上場企業は資金調達を企業間信用に依存する傾向がより強いことを示しており、上場企業が銀行借入や社債といったフォーマルな負債手段に依存していることと対照的である。

マレーシアでも、未上場企業は流動負債の比率は高く、対総資産比43.5%に及ぶ。そ

の中の企業間信用の指標である「その他流動負債」と「買掛金・支払手形」は合計で27.0%にも及び、未上場企業が企業間信用などのインフォーマルな資金調達手段に依存する傾向にあることが理解できる。前述のように、上場企業の銀行借入の水準は未上場企業と比較してむしろ低く、また、負債比率自体が低い（資本比率が高い）。つまり、このように未上場企業がインフォーマルな資金調達手段に依存しているのに対して、上場企業は、タイとは異なって銀行借入に依存するのではなく、自己資本または資本ファイナンスにより強く依存する構造となっている。

(4) 製造業と非製造業

図表16は、製造業と非製造業の資本構成における違いを見るために、その資本構成の主要指標をまとめたものである。この表からは両国に共通する傾向を必ずしも多く

見いだすことはできないが、全体として負債比率、銀行借入比率は非製造業において高い傾向がある。すなわち、タイでは、一般的に非製造業の負債比率が高い。また、マレーシアでは未上場企業については非製造業の負債比率が高く、銀行借入比率については全般的に非製造業が高い。ただし、流動負債には共通した傾向を見いだすことはできない。

製造業と非製造業には企業の分布面においても著しい偏りは認められなかったが、資本構成の水準も、全体として、分離して

取り扱わなければならないほどの決定的な違いは見いだされないということができよう。

2. 日系、外資系企業の資金調達構造

(1) 日系企業

以上のような両国の資本構成の基本的特色のもとで、日系・外資系企業がいかなる傾向をもっているかを確認したい。図表17、18は、図表14、15と同じ資本構成を国籍別に分類して計算したものである。先に見た

図表16 資本構成の主要指標－製造業／非製造業別

タイ						
	全サンプル	2000	2001	2002	2003	2004
製造業 上場企業						
負債	54.1%	58.0%	55.8%	53.4%	52.0%	53.0%
銀行借入	18.8%	22.6%	19.7%	18.4%	18.0%	16.8%
流動負債	33.7%	36.2%	33.7%	34.2%	30.4%	34.9%
未上場企業						
負債	54.1%	57.6%	53.9%	53.7%	52.6%	53.3%
銀行借入	18.9%	19.7%	19.8%	18.7%	18.1%	18.4%
流動負債	38.9%	41.5%	37.6%	37.9%	37.6%	39.9%
非製造業 上場企業						
負債	57.1%	61.7%	60.5%	58.3%	54.5%	53.7%
銀行借入	25.3%	26.8%	28.9%	24.3%	24.7%	23.1%
流動負債	27.4%	28.9%	26.3%	29.3%	26.5%	26.5%
未上場企業						
負債	57.3%	56.9%	56.8%	56.6%	59.5%	56.5%
銀行借入	16.1%	14.3%	17.0%	16.6%	16.3%	15.9%
流動負債	37.7%	34.3%	35.9%	38.5%	39.3%	39.2%

マレーシア						
	全サンプル	2000	2001	2002	2003	2004
製造業 上場企業						
負債	47.9%	50.0%	47.3%	45.8%	47.5%	49.1%
銀行借入	18.3%	17.9%	19.4%	19.0%	17.6%	17.4%
流動負債	30.2%	34.0%	31.2%	28.3%	28.6%	28.9%
未上場企業						
負債	48.8%	51.5%	50.6%	49.3%	47.6%	44.9%
銀行借入	14.9%	15.7%	16.7%	15.7%	14.0%	12.4%
流動負債	39.4%	42.5%	41.2%	39.4%	38.5%	35.4%
非製造業 上場企業						
負債	47.3%	46.8%	44.8%	46.3%	48.9%	49.2%
銀行借入	15.5%	13.1%	13.1%	16.4%	17.3%	16.8%
流動負債	25.4%	28.7%	26.0%	24.2%	23.9%	24.6%
未上場企業						
負債	63.9%	65.7%	62.3%	61.6%	62.9%	67.9%
銀行借入	17.4%	18.3%	16.2%	15.7%	17.1%	20.7%
流動負債	52.1%	54.4%	51.5%	49.7%	51.3%	54.3%

ように、日系企業の大宗は未上場にとどまっているので、未上場企業を中心に観察しよう。両国に共通して、日系企業はそれ以外の企業と比較して負債比率と銀行借入の水準がより低く、流動負債の水準がより高いことが特徴として挙げられる。タイでは、負債比率は地場企業と比較して若干低いもので、その中で銀行借入は地場企業の19.7%に対して、日系企業では15.4%、逆に流動負債は地場37.9%に対して、日系は41.2%となっている。また、マレーシアでは、負債比率が地場企業と比較してかなり低い中で、銀行借入の比率はそれを反映して地場の19.4%と比較して14.4%と低いが、流動負債比率は、45.1%に対して44.6%と逆に若干高い。負債比率の低さは、資金調達における資本への依存を意味している。また、負債比率、銀行借入の水準が低い中で、流動負債の水準が高いことは、日系企業がフォーマルな銀行借入を回避し、とりわけ企業間信用に強く依存する傾向があることを意味している。このことは、第3節で見たように、日系企業が親会社や親子ローン、グループ・ファイナンスなどの資本や企業間信用を通じた資金調達に依存していると考えられることと、整合的である。

上場企業については両国ともサンプル数が限られるため、確定的なことは言えないが、負債比率は他の上場企業と比較してむしろ高く、未上場企業と比較して資本ファイナンスへの依存を高めてはいないことが示されている。そして、その他負債の水準が高く、このことはやはり企業間信用への依存がより強まっていることを示唆している。日系企業で地場証券取引所への上場を選択する場合には、外資系企業がもつ独特の資金調達手段の中で資本を通じたものはむしろ弱まり、その分、負債を通じた手段

が大きくなっていることが示唆される。

(2) その他の外資系企業

同じ図表17、18からは、日系以外の外資系企業の資本構成の特徴もみることができる。日系以外の外資系企業は、タイとマレーシアではかなり異なった特徴をもっている。タイでは上場企業、未上場企業の双方とも、負債比率は地場企業と大きな違いはない。しかし、その中で、銀行借入は日系企業なみに低く（地場企業19.7%に対して16.1%）、また同様に流動負債の比率は日系企業以上に高い（同、37.9%に対して55.0%）。このことは、日系以外の外資系企業は、企業間信用の利用という点では日系企業と共通した性格を持っているものの、資本を通じた資金調達をより多用していると考えられる^{*15}。

マレーシアでは、未上場企業、上場企業とも負債比率の比率が極端に低く、資本を通じたファイナンスがきわめて活発であることが示唆される。一方、銀行借入の水準は未上場企業ではきわめて低く、フォーマルな負債ファイナンスの利用が地場企業以上に低調であることを示している。他方で、銀行借入は上場企業では平均的な水準であり、上場した企業は資本によるファイナンスに加えて、フォーマルな負債の利用を高めていくと考えられる。全体として、日系以外の外資系企業は、企業間信用に依存する傾向がより低いように見受けられる。

第7章 観察のまとめ

ここまで見てきた観察を要約すれば以下のようなになる。第1に、タイ、マレーシアにおいては資金調達行動の観察対象となるべき主要企業の非常に多くの割合（概ね3

*15 これは親会社を通じた増資が主であると考えられるが、上場企業の場合は市場を通じた資本ファイナンスである可能性もある。

図表17 タイ企業の資本構成：国籍グループ別

上場企業			
	地場	日系	その他外資
企業数			
サンプル数	140	46	239
負債	55.3%	59.3%	55.0%
流動負債	27.5%	48.2%	28.6%
買掛金・支払手形	5.5%	6.7%	7.7%
銀行短期借入金	5.1%	2.3%	3.7%
その他流動負債	16.8%	39.1%	17.2%
非流動負債	27.9%	11.1%	26.4%
長期負債	20.7%	7.8%	17.0%
社債	1.6%	0.7%	4.1%
その他固定負債	5.5%	2.6%	5.3%
資本勘定	44.7%	40.7%	45.0%
払込資本金	23.4%	13.0%	23.9%
内部留保	4.0%	11.0%	3.8%
資本剰余金/準備金	17.2%	16.8%	17.3%
銀行借入合計	25.8%	10.1%	20.8%

未上場企業			
	地場	日系	その他外資
サンプル数	1013	324	283
負債	56.9%	53.3%	55.0%
流動負債	37.9%	41.2%	41.4%
買掛金・支払手形	9.3%	14.6%	15.6%
短期銀行借入	13.0%	7.7%	10.2%
その他流動負債	13.1%	16.1%	13.7%
固定負債	19.0%	12.1%	13.6%
長期銀行借入*	6.7%	7.7%	5.8%
その他固定負債	3.8%	0.5%	3.2%
資本勘定	43.1%	46.7%	45.0%
払込資本金	39.2%	28.2%	21.3%
内部留保	-2.8%	16.4%	19.4%
資本剰余金/準備金等	6.7%	2.1%	4.3%
銀行借入合計	19.7%	15.4%	16.1%

図表18 マレーシア企業の資本構成：国籍グループ別

上場企業			
	地場	日系	その他外資
企業数			
サンプル数	566	20	104
負債	47.6%	56.3%	44.7%
流動負債	25.9%	33.6%	24.9%
買掛金・支払手形	6.3%	16.1%	5.6%
銀行短期借入金	2.3%	2.0%	1.3%
その他流動負債	17.3%	15.6%	18.0%
非流動負債	21.7%	22.7%	19.8%
長期負債	11.6%	12.1%	12.0%
社債	1.2%	5.1%	1.2%
その他固定負債	8.8%	5.5%	6.6%
資本勘定	52.4%	43.7%	55.3%
払込資本金	25.2%	22.6%	23.2%
内部留保	15.0%	12.2%	12.7%
資本剰余金/準備金	12.2%	8.9%	19.4%
銀行借入合計	13.9%	14.0%	13.4%

未上場企業			
	地場	日系	その他外資
サンプル数	522	139	337
負債	58.9%	53.2%	45.7%
流動負債	45.1%	46.6%	39.8%
買掛金・支払手形	22.6%	30.1%	23.0%
短期銀行借入	11.7%	8.7%	6.7%
関連企業借入	7.9%	4.5%	6.5%
その他流動負債	3.0%	3.3%	3.8%
固定負債	13.8%	6.6%	5.9%
長期銀行借入	7.8%	5.7%	2.9%
その他固定負債	4.7%	3.6%	4.6%
資本勘定	41.1%	46.8%	54.3%
払込資本金	13.6%	22.2%	21.2%
内部留保	14.7%	15.2%	18.8%
資本剰余金/準備金等	12.8%	9.5%	14.2%
銀行借入合計	19.4%	14.4%	9.6%

分の2)が、未上場企業である。そして、未上場企業と上場企業との間には、資本構成について基本的な構造の違いがある。一般的に、未上場企業は企業間信用などのインフォーマルな負債による資金調達にかなり依存しているのに対し、上場企業は、銀行借入と資本ファイナンスへの依存が強い。東南アジアのコーポレート・ファイナンス、ガバナンスについてのほとんどの既存研究は、データの入手が容易な上場企業に依拠して議論されてきた。しかし、そうした研究は、それぞれの国の金融システムの特徴を探る作業としては、マジョリティーを占めるサンプルを除外しており、それによるバイアスが深刻であることになる。

第2に、未上場企業の存在を考慮し、その情報を明示的に補足することによって、それぞれの国の主要企業の中で、外資系企業を占める比重は際めて大きく、またその中でも日系企業の比重が顕著であることが確認された。この傾向はとりわけ製造業において強く、特にタイでは上位1100社の中で日系企業だけで27.9%、外資系企業全体で49.6%もの比率を占めている。この事実自体は、近年の東南アジアの工業化と成長が外資系企業の主導された性格を強く持つという一般的理解と整合的であるが、その比重の大きさは、やはり驚くべきものであるといえよう。

第3に、資本構成の観察によって、両国において一般に負債ファイナンス、とりわけ銀行借入の比重が非常に低い点が確認された。この点は、三重野(2006a)、奥田他(2006, ch.6)の観察・指摘を確認するものである。東南アジア諸国のコーポレート・ファイナンス、コーポレート・ガバナンスに関する既存研究では、一般に負債ファイナンスへの依存の大きさが、金融危機の前提要因として議論されることが多く^{*16}、水準そのもの

のは実は著しく低い、という事実は指摘されることは少ない^{*17}。この特徴の再確認は、金融危機のこの側面についての分析や、金融システムの特徴の考察の、出発点として重要である。

なおまた、タイ企業の資金調達については、90年代からの大きな構造変化があることが見いだされた。金融危機によって未上場企業、上場企業ともに90年代末に一時的に跳ね上がった負債比率や銀行借入比率は、2000年代をつうじて急速に低下しており、しかも危機以前の時期には顕著であった、未上場、上場企業の差がほとんど見られなくなっている。このことは、2000年代の回復過程において、タイ企業が全般的に、銀行借入などの負債ファイナンスから、伝統的な自己金融や企業間信用に回帰してきた可能性を強く示唆するものである。

そして、最後に、主要企業の相当部分を占める日系・外資系企業は、地場企業とは明らかに異なる資金調達構造をもっていることが確認された。日系・外資系企業の大宗は未上場企業であり、負債比率の低さ、銀行借入比率の極端な低さ(特に日系企業)、流動負債への依存が特徴として見られた。これは日系・外資系企業が、親子ローン、グループ・ファイナンス、親会社からの増資といった独特の資金調達手段を多用している可能性を示している。両国において、銀行による金融仲介が一般に低調であり、また地場の資本市場と距離を保った一般的環境の中で、外資系企業はそうした市場を回避する形で、資金を調達する傾向にある、とみることができよう。

第8章 むすび

導入節で述べられたように、東南アジア

*16 たとえば、Claessens et.al (1998) や同じ著者による一連の研究。あるいは World Bank(1998)

*17 Sudo(2003) などの研究は、計算数値としてはきわめて低い負債比率を示しているが、この問題についての指摘はない。

における日系・外資系企業の資金調達の構造とそれらの企業が直面する問題を考察することが、本研究の本来的な目的である。しかし、基本データの収集・整理の作業自体が思いのほか困難であったこともあり、本稿の段階ではモノグラフ的な基礎的事実の観察に留まっている。導入節にある基本的な疑問点の解明との関係では本稿はその準備段階に過ぎない。しかし、それでも多少の輪郭が見てきたようにも思われる。第1に、タイ、マレーシアの金融システムとの関係である。全般的な傾向としてのフォーマルな負債ファイナンスの低調さ、すなわち銀行の金融仲介の低調さに加え、相当な比重を占める日系・外資系企業の市場回避的な資金調達手段の選択は、金融システムの核になるべき金融仲介や資本市場の成長の遅れを生み出している。それを規定する要因はなにか、またそのことで生じている効率性のロスをもどのように評価すべきかが、といった問題が、この観察の先に進められるべき課題である。

第2に、政策支援としての日系の中小企業問題については、分布面での数量的な輪郭の把握に留まっている。企業数から見た場合、日系企業の比重は大規模企業よりはむしろ、中小企業あるいは裾野産業において高いことが看取された。しかし同時に、作業の過程で、現在のサンプル設計では、これらの企業の資金調達問題に実証的にアプローチすることは難しいことも判明しつつある。サンプルサイズの拡張、あるいはここで得られた情報を前提にケーススタディーに進めることなどが、次段階の研究戦略となる。

観察の作業面や分析手法面での課題も多い。特に、企業の国籍の判定の基準は、作業の便宜上ややアドホックな方法を採用せざるを得なかった。本来、企業の「国籍」とは厳密な定義を必要とする概念であり、主に株主の集中度合いと主要株主の属性から判断されるべきものであろう。また、それは、企業が外資系の現地法人(subsidiary)

であるか、合併会社であるか、あるいは少数株主としての出資であるか、といった区別と関係するものでもある。この点の整理は、今後の重要な課題である。

また、いうまでもなく、資本構成の構造の違いや、それが投資の制約要因になっているか否かの判断は、実証分析の手順にもとづく統計的検定によらなければならない。その主要な分析手法は、エージェンシー理論を考慮した資本構成の決定モデルと設備投資関数であるが、今回の作業はその前提を成すものである。次段階の作業課題には、そうした実証的分析に進めることも、含まれている。

<参考文献>

[和文文献]

- 安積敏政 (2005) 『21c アジア経営戦略ガイド』 社団法人企業研究会
- 奥田英信、三重野文晴、生島靖久 (2006) 『開発金融論』、日本評論社
- 奥田英信、三重野文晴 (2004) 「東南アジアの金融発展：開発金融パラダイムの変容と多様性」『国際協力論集』第12巻 第1号 神戸大学国際協力研究科
- 松浦寿幸 (2004) 「日系海外現地法人の経済活動規模、および販売・調達動向の推計－「海外事業活動基本調査」による母集団推計の試み－」『経済統計研究』第32巻 IV号 経済産業統計協会
- 三重野文晴 (2006a) 「東南アジアの工業化、直接投資と企業の資金調達」『経済研究』第57巻2号 一橋大学経済研究所
- 三重野文晴 (2002) 「コーポレート・ファイナンス－金融システムの機能後退と企業の対応」末廣昭編『タイの制度改革と企業再編－危機から再建へ』アジア経済研究所

[英文文献]

- Claessens, Stijin, Simeon Djankov and Larry Lang (1998) "Corporate Growth, Financing, and Risks in the Decade before

East Asia's Financial Crisis” , Policy Research Working Paper, WPS2017, World Bank

Mieno, Fumiharu (2006) “Fund Mobilization and Investment Behavior in Thai Manufacturing Firms in the Early 1990s” Asian Economic Journal 20.1

Suto, Megumi (2003) “Capital Structure and Investment Behaviour of Malaysian Firms in the 1990s: a Study of Corporate Governance before the Crisis” Corporate Governance: An International Review, 11.1

World Bank (1998) East Asia: The Road to Recovery, World Bank