

Articles

論文

アジア経済回復の力を握る企業の経営再建 － ミクロレベルの経済回復及び日本支援の有り方

主任研究員

朱 炎



目次

- | | |
|---|---|
| <ul style="list-style-type: none"> ・ 通貨危機がアジア企業に与えた打撃 1. 通貨危機後の企業経営環境の悪化 2. 企業の多くは経営危機に陥った ・ 経営再建への努力と政策支援 1. 企業の危機対策：徹底的なリストラを早期に実施 2. 危機を逆にチャンスに利用 3. 政府の企業再建への支援策 ・ 外国企業がアジアで行っている M&A 1. M&A の概況 2. 各国企業の異なる M&A 戦略 | <ul style="list-style-type: none"> ・ 経営再建の進展と将来展望 1. 経営再建の進展：経営危機から脱出できたか 2. 解決すべき問題点と課題 3. 経営再建に必要な条件と外部環境 4. 今後の展望 ・ 日本の役割：対アジア支援を効率的に 1. 日本企業のリストラへの示唆 2. 民間企業のアジア支援 3. 政府の対アジア支援は企業の経営再建に活用すべき |
|---|---|

要旨

1. 通貨危機の発生によって、アジア経済は深刻な不況に見舞われ、アジア企業の多くも深刻な経営危機に陥り、経営再建を余儀なくされた。現在、アジア経済は危機から脱出しつつあり、回復の兆しが見え始めた。しかし、経済の主体である企業が活力を取り戻さない限り、マクロ経済の抜本的な好転も望めない。企業の経営再建の成否が経済の本格的な回復の力を握っているといっても過言ではない。
2. 通貨危機のなか、アジア企業の多くは収益の悪化、債務返済の負担増に苦しめられ、深刻な経営危機に陥っている。企業は危機から脱出するため、資産・事業・子会社の売却、事業の整理と再構築、債務の再編、増資や外資導入などを通じて、経営再建を図った。また、危機を逆にチャンスとして利用し、事業の拡大を図った企業もある。企業の経営再建を支援するため、各国政府は債務交渉の仲介、制度作りと規制緩和、外資導入の促進など、さまざまな政策措置をとっている。
3. 一方、企業の経営再建は、外資にアジア進出のよいチャンスを提供した。通貨危機後、外資による企業買収、出資などの M&A が急増した。これは、アジア企業の経営再建を支援する効果もある。しかし、国によって外国企業の M&A の目的や手法も大きく異なる。日本企業の場合は、これまでの合併事業の拠点維持や、パートナー救済のための出資が多い。
4. アジア企業の努力と各国政府の政策支援により、経営再建は既にある程度の効果をあげた。しかし、金融機関の不良債権処理に比べ、企業の経営再建が遅れており、債務返済は依然として厳しい状況にある。経営再建の更なる進展には、債務・債権者の責任の明確化、政府の政策介入ないし公的資金投入、長期的な視点での構造調整などの課題への取り組みが不可欠である。また、マクロ経済の好転、外資の動き及び金融市場の回復などの外部環境も経営再建の条件である。
5. 日本とアジアとの経済的相互依存関係を考慮すれば、アジア経済の回復、そして企業の経営再建を支援することは日本の利益にもつながる。日本の金融機関と企業は、債務処理への協力や M&A を通じて、アジア企業の経営再建を支援できる。日本政府の対アジア資金支援は、信用収縮の解消には大きく貢献したが、経済回復の緊急課題である不良債権処理、企業の経営再建への直接的な支援がまだ少ない。今後、日本のアジアに対する公的資金支援は各国政府、政府系企業、内外の民間企業を経由して、対象分野を企業の経営再建にも拡大すべきである。ちなみに、アジア企業の経営再建は、日本企業のリストラにとっても参考となる。

The Key to Asia's Economic Recovery: Corporate Restructuring

— Micro Level Economic Recovery and the Optimal Japanese Support

Senior Economist **Zhu Yan**

CONTENTS

- . Impact of the Currency Crisis on Asian Companies
- . Corporate Restructuring Efforts and Policy Support
- . Foreign Corporations' M&A Activities in Asia
- . Progress of Corporate Restructuring and Outlook for the Future
- . Japan's Role: Effective Support and Assistance to Asia

SUMMARY

1. As a result of currency crises, Asia was impacted by a serious economic downturn, and many Asian companies experienced serious management crises, forcing them to undergo restructuring. The Asian economy is now steadily emerging from these crises, and signs of recovery are beginning to be seen. As long as corporations, the main component of the economy, do not regain their vitality, however, basic macroeconomic improvements can not be expected. It is not an exaggeration to say that the success or failure of corporate restructuring is the key to fundamental recovery in the economy.
2. During the currency crises, many Asian companies experienced lower profits and suffered from the increased burden of debt repayment, resulting in serious management crises. In order to recover from these crises, companies carried out corporate restructuring by selling assets, businesses, and subsidiaries, making adjustments and reorganizing business operations, restructuring debt, increasing capital and introducing foreign capital. Also, by actually using the crises as an opportunity, some companies were able to increase business results. In an effort to facilitate corporate restructuring, governments of the various countries are taking steps such as mediating debt negotiations, implementing systems and easing regulations, and promoting foreign investment.
3. At the same time, corporate restructuring offered good opportunities for foreign investment in Asia. Following the currency crises, foreign investment mergers and acquisitions increased rapidly. This result has also provided support for the corporate restructuring of Asian companies. The objectives and methods of the mergers and acquisitions of foreign companies, however, differ greatly depending on the country. In the case of Japanese companies, much of the investment has been made in order to maintain joint venture business bases and in order to aid business partners.
4. Due to the efforts of Asian companies and policy support from the governments of the various countries, corporate restructuring is already beginning to show results. Corporate restructuring, however, lags behind financial institutions' efforts to get rid of bad debt, and the situation for debt repayment continues to be severe. To achieve further restructuring, it is absolutely essential that issues such as clarification of debt and debtor responsibilities, government intervention or injection of public funds, and structural changes for the long-term be tackled. Moreover, external factors such as improved macroeconomic conditions, movement of foreign capital, and recovery in the financial markets are also conditions for corporate restructuring.
5. When we consider the relationship of mutual interdependence enjoyed by Japan and the countries of Asia, it is clear that supporting economic recovery in Asia and corporate restructuring will benefit Japan as well. Through M&A activities and cancellation of bad debt, Japan's financial institutions and companies will be able to support and assist corporate restructuring in Asia. The Japanese government's capital assistance for Asia has contributed significantly to the restoration of trust, but support for issues urgent to the economic recovery such as disposal of bad debt and direct support for corporate restructuring remains insubstantial. From now on, Japan's assistance to Asia should be expanded to include support for corporate restructuring in cooperation with the governments of the various countries, state-owned enterprises, and foreign and domestic private companies. Incidentally, the corporate restructuring of Asian companies should provide a good example for Japanese companies' restructuring as well.

通貨危機の発生によって、アジア経済は深刻な不況に見舞われ、アジア企業の多くは深刻な経営危機に陥り、経営再建を余儀なくされた。アジア経済はいつ、どのように回復するのが関心を集めているが、通貨危機からの回復に関する研究と分析はマクロレベルで行われることが多く、ミクロレベル、すなわち企業の角度から分析するものがまだ少ない。しかし、実際、経済の主体である企業が活力を取り戻さない限り、マクロ経済の抜本的な好転も望めない。すなわち、企業のリストラ、債務返済に不可欠な資金調達など、経営再建というミクロレベルの対策と企業業績の回復は、経済全体の回復を左右すると考えられる。

現在、アジア諸国は通貨危機に端を発した経済危機から脱出しつつあり、マクロ経済には回復の兆しが見え始めた。経済回復の重点課題は通貨の安定、景気刺激から次第に金融機関の不良債権処理、企業の債務処理に移ってきている。企業の経営再建の成否が経済の本格的な回復のカギを握っているといっても過言ではない。

そのため、本論文は企業の経営再建を通じて、ミクロレベルでアジア経済の回復に関して検討を試みる。具体的には、通貨危機によるアジア企業に与えた打撃を概観したうえで、事業の再編、債務返済のための資金調達など、企業及び政府がとった対策の是非と効果を検討する。同時に、アジア企業の経営再建に大きな促進効果のある外国企業がアジアで行っている M&A の実態も把握する。このような対策の進展と効果を検討し、企業の経営再建の今後の課題や条件としての外部環境も確認することによって、アジア経済の回復を予測する。このような分析を踏まえて、新しい情勢に対応して、日本企業の対アジア投資、日本の対アジア支援のあり方も考える。

ただし、通貨危機による悪影響はまだすべて表面化しておらず、また、企業がとった対応策の効果も十分に現われていない。加えて、企業の動き

は情報収集にも限界があり、それを完全に把握することが難しい。そのため、本論文は、一部の典型的な企業行動を通じて、全体の動きを判断する方法で分析を進めたい。

・通貨危機がアジア企業に与えた打撃

通貨危機の発生により、アジア諸国は深刻な経済危機に見舞われ、そこにある企業の多くも深刻な経営危機に陥った。ここでは、まず、以下の面において、通貨危機から打撃を受けたアジア企業の現状を検討する。

1. 通貨危機後の企業経営環境の悪化

通貨危機後、アジア諸国の経済は停滞し、深刻な不況に突入した。このような状況のもとで、経営環境が急激に悪化し、企業は経営困難、業績の悪化を免れることができない。マクロ経済の環境悪化の状況をまず確認する。

(1) 深刻な不況

通貨危機の発生後、台湾を除けば、アジアのほとんどの国は軒並みマイナス経済成長に転落した。タイは通貨危機発生のおきから、インドネシア、韓国、マレーシア、香港は1998年第1四半期から、フィリピンは第2四半期から、シンガポールさえ第3四半期からマイナス成長に転落した。99年に入ると、多くの国はマイナス成長からプラス成長に転じ、経済回復の兆しが見われ始めたが、経済情勢が依然として厳しい。マイナス成長あるいは低成長が続くと、需要の低迷などの形で企業の経営に影を落とした。

(2) 金融システムの混乱

通貨危機後、通貨の為替レートと株価の暴落や、金融引き締めと高金利、更に銀行などの金融機関が巨額の不良債権に悩まされたなどの原因により、金融システムは混乱に陥った。これにより、企業の資金調達と資金繰りには大きな障害が生じた。

例えば、各国通貨の対ドルレートは、香港を除けば、いずれも大幅に下落した。通貨危機後の最安値と通貨危機前の97年6月平均値と比べ、下落幅が小さい台湾とシンガポールは約2割、最大のインドネシアは85.5%にも達した。これは、企業の外貨建ての債務返済負担増をもたらした。また、株式市場も3～7割下落し、企業の株式市場での資金調達が難しくなった。更に、高金利と金融機関の経営危機は、企業の新規借入れを困難にさせた。このように、金融システムの混乱は、企業の経営に大きな影響を及ぼした。

(3) 生産の停滞

需要の低迷や、金融システムの混乱により、正常な生産活動もできなくなった。工業生産の低迷は、企業の業績を直撃した。98年に入ると、ほとんどの国では前年同月比の工業生産指数はマイナスになった。99年に入ってから、一部の国は工業生産が上昇に転じ、5月前後によく危機前の水準に回復した。ただし、タイは依然として危機前の水準を下回っている。また、企業の稼働率も大幅に低下した。タイの場合、通貨危機前に約70%台で推移していた製造業の稼働率は、98年以降50%前後に低下した。

(4) 輸出の伸び悩み

本来、通貨危機がもたらした通貨の下落は輸出の促進要因である。しかし、通貨危機後、各国の対外的信用が低下し、金融システムが機能不全に陥ったため、輸出のための資金調達もできず、輸出金融などのサポートも得られない。結局、企業は輸出の受注が得られず、受注ができて資金調達ができないため生産できない。また、輸出に必要な部品・原材料の輸入もできない。このような状況のもとで、フィリピンを除けば、通貨危機から大きなマイナス影響を受けたアジア諸国の輸出はいずれも通貨危機前より大幅に減少した。輸出の大幅減少は、アジア諸国の企業の業績悪化を更に深刻化させた。

2. 企業の多くは経営危機に陥った

こうしたマクロ経済情勢の悪化は、当然企業の業績、収益の悪化に反映される。債務返済の負担増などにより、営業停止ないし倒産に追い込まれる企業も少なくない。

(1) 収益の悪化

通貨危機後、ほとんどの企業は減益や赤字を強いられた。不良債権により巨額の貸倒れ引き当て金を計上した金融機関と不動産市場の暴落に翻弄された不動産企業の赤字増加が特に目立つ。また、黒字を計上した場合にも以下のような特別な事情によるものが多い。例えば、急激に下落したあとの為替レートの回復により、為替差益が計上されたり、資産の売却、投資の中止なども収益に貢献した。すなわち、こうした特殊要因を除けば、多くの企業は依然として赤字から脱出していない。

企業の収益悪化を各国の上場企業の98年12月期決算からみてみよう。98年、韓国の459社の上場企業は合計12.1兆ウォンの赤字を計上し、前年度と比べ赤字額が4倍も増えた。そのうち、19社の金融機関の赤字は赤字額全体の97%を占めた¹⁾。タイの378社の上場企業は98年に2,480億バーツの赤字を計上したが、赤字額は前年比57.8%減少した。セクター別にみれば、銀行部門の赤字は3,377億バーツに達し、前年の11.6倍となった。金融と不動産を除けば、他のセクターはほとんど前年の赤字から黒字に転換した²⁾。シンガポールの193社の上場企業の98年の利益は前年比9割減の5.8億シンガポールドルにとどまった。そのうち、約3分の1の企業は赤字であり、残り3分の2の黒字企業の利益も前年比半減した³⁾。香港の上場企業の収益も大幅に減少した(図表1)。

このように、通貨危機後、大不況が訪れたアジア諸国においては、企業が需要の低迷に悩まされ、業績の悪化と経営困難を免れなかった。しかし、収益の悪化は最も軽い被害ともいえよう。

図表1 アジア諸国の上場企業の収益状況（98年12月期決算）

	対象企業数	損益金額	対前年比
韓国	459	-121,460億ウォン	前年比赤字額4倍増
タイ	378	-2,480億バーツ	前年比赤字額57.8%減
シンガポール	193	5.8億SG\$	前年比88.9%減
香港	17	744.87億HK\$	前年に33.8%減

（資料）各種資料により筆者まとめ。

（2）債務危機に陥り

通貨危機の直前まで、アジア諸国は好景気に恵まれ、多くの企業は銀行借入れや債券発行で資金を調達し、大規模な投資を行った。このような借入れのなかでは外貨建てのものが多かった。国際決済銀行（BIS）の統計によると、通貨危機直前の97年6月末時点において、韓国、タイ、インドネシア、マレーシアとフィリピンの5カ国の企業と銀行の対外国銀行債務残高は合計2,577億ドルにのぼり、そのうち、返済期限が1年未満のものが63.8%を占めた。また、アジア企業の対内債務、すなわち国内の銀行などの金融機関に対する債務は対外債務をはるかに上回ったとみられた。

しかし、通貨危機後、経営困難と業績の悪化により、多くの企業は資金繰りの悪化に見舞われた。一方、金融システムの混乱や高金利により、企業は金融機関からの新規融資が得られないのみならず、経営困難に陥った金融機関から既存の融資さえ回収された。加えて、各国の株式市場は低迷し、株価が大幅に下落し、企業の株式市場での資金調達もできなくなった。このような資金難に直面している時期に、通貨危機前に借入れた債務の返済は、企業にとって大きな負担になった。特に外貨建ての債務返済負担は、自国通貨の下落により、大きく膨らんでしまった。各国通貨の対ドルレートをみると、いずれも大幅に下落し、この分、企業の外貨建て債務の返済負担を重くさせた。

資金繰りの悪化と債務返済負担の増加により、多くの企業は資金面で危機的な状況に陥り、窮地に追い込まれた。債務返済の繰り延べを申し入れた企業

が続出し、返済不能で破綻した企業も少なくない。大きな債務返済負担は、アジアの企業にとっては、業績の悪化よりも致命的な打撃である。

（3）営業停止ないし倒産

業績の悪化や巨額の債務返済負担などにより、一部の企業が営業停止

ないし倒産に追い込まれた。最初に通貨危機に見舞われたタイでは97年8月以降、マレーシアは98年に入ってから企業の営業中止や倒産の件数は急増した。ちなみに、タイとインドネシアでは企業の倒産に関する法律の不備などにより、経営破綻した企業の倒産もできず、産業再編、経営再建の障害にもなっていた。

また、収益の悪化、債務超過によって経営困難に陥った金融機関は政府によって閉鎖された例も多い。例えば、タイ政府は97年8月に56社のノンバンクを閉鎖した。インドネシアでは、97年11月に16行の民間商業銀行が閉鎖され、98年8月に7行の商業銀行が国有化されたことに続いて、99年3月には、自己資本比率が4%を下回り、再建不能と判断された37行が閉鎖され、15行が国有化された。

倒産及び業績の悪化で上場が取り消されたことにより、上場企業の数も減っている。タイの場合、バンコク証券市場に上場する企業数は通貨危機前の97年6月に455社もあったが、99年5月に409社にまで減少した。409社のなかには、「整理・再建ポスト（REHABCO）」に移された51社も含まれる。こうした上場企業は年末まで再建計画をまとめなければ、上場が廃止される⁴⁾。そのため、タイの上場企業数は更に減少するであろう。インドネシアでは、99年3月に、上場廃止リストに入った問題企業47社のうち、10社が上場廃止された。また、54社の上場企業は自己資本がマイナスとなっている⁵⁾。今後も上場廃止が増えるであろう。韓国にも上場企業の減少という現象が現れた。

・経営再建への努力と政策支援

通貨危機によってもたらされた経営困難に対応して、危機を乗り越えるために、アジア諸国の企業はさまざまな対策をとり、経営再建を図った。また、一部の被害が軽い企業は危機を逆にチャンスに利用し、事業の拡大を図った。一方、政府もさまざまな面で企業の経営再建を支援している。

1. 企業の危機対策：徹底的なリストラを早期に実施

通貨危機の発生後、経営困難や財務危機に陥った企業の多くは、早い時期からリストラに入った。リストラは主に資産・事業・子会社の売却、事業の整理と再構築、債務の再編、増資や外資導入という4つの方法に集中している。

(1) 資産の売却

多くの企業、特に大手企業グループは、通貨危機がもたらした経営困難を乗り越えるために、傘下に持つ一部の資産、事業及び子企業を売却した。売却で得た資金は主に債務返済に充てるが、手元流動性を確保し、将来の債務返済あるいは新たな

企業買収に備えることもある。売却の際、株式市場、不動産市場の低迷、及び企業の経営状況の悪化を考慮し、なるべく早い段階、すなわち資産価値がまだ大幅に下落する前に売却する。しかし、現状では、資産を売却したくても買い手を見付けない企業がまだ多い。

(2) 事業の再構築

従来、アジアの企業の多くは、経営の多角化とグローバル化を図ってきた。しかし、通貨危機後、経営困難に直面する企業は広い分野、広い地域にわたる事業を維持できなくなった。そのため、以下の3つの方向で事業の再編成が行われた。1つは、多角化から撤退し、中核事業に集中する。中核事業と関係ない分野、採算が悪い分野を切り捨てて売却し、あるいは合併することを通じて、経営資源を競争力が強く、比較優位がある中核事業に集中する。もう1つは、海外展開を整理して国内事業に回帰する。特に通貨危機の影響をあまり受けていない地域において、事業や資産を高値で売却し、資金を本国に引き上げて国内にある中核事業の強化に使う。図表2は、通貨危機後アジア企業が海外資産を売却した事例である。第3には、

図表2 アジア企業の海外資産売却の大型案件

(単位：億ドル)

売却された企業・資産（所在地）	業種	親会社	売却額
Hagemeyer（蘭）	商社	イ・香：ファースト・パシフィック	17.1
Symbios Inc.（米）	半導体	韓：現代電子	7.8
発電プロジェクトの50%（印）	インフラ	韓：大宇	6.5
リジン事業（独）	化学	韓：大象	6.0
コカコーラ飲料の2.1億株（英）	食品	比：サンミゲル	5.5
Pacific Link（香）	通信	イ・香：ファースト・パシフィック	3.4
6軒のホテルと不動産多数（米）	不動産	イ：シナルマスグループ	2.7
East West Bank（米）	銀行	イ：ガジャトオンガルグループ	2.5
Tech Pacific（豪）	情報	イ・香：ファースト・パシフィック	2.5
United Commucial Bank of Carifornia（米）	銀行	イ：サリムグループ	1.7
Sandestin Resorts Inc.（加）	不動産	マ：サイム・ダービー	1.3
Riverside Cement Co.（米）	セメント	韓：双龍セメント	1.2

（注）1997年末から98年7月の間にまとまった案件。イはインドネシア、マはマレーシア。

（資料）UNCTAD: World Investment Report 1998などにより作成。

企業グループ間の傘下企業の合併や、事業交換も経営再建の1つの手段として活用されている。

例えば、タイの最大のコングロマリットであり、多国籍業でもある CP グループは、いままで積極的に多角化と海外展開を進めてきたため、多額の負債を抱えるようになった。そして、債務返済のため、CP グループは事業の再構築を行った⁶⁾。タイ国内では、経営資源を本業であるアグリビジネスに集中するため、事業の再編成を行った。98年5月に、同グループは3社の上場企業を含むアグリビジネス関連の傘下企業12社を中核社である CP フィードミルに統合した。小売業に関しては、タイ国内13店舗を持つディスカウント・ストアを経営するロータス社の75%の株式を1.8億ドルでイギリスのTesco社に売却した。また、8月に、CP は、国有のタイ石油公社及び中国の石油企業との合併のペトロ・アジアをタイ石油公社に売却した。通信分野においては、アジア・テレコム社の有料テレビ子会社の UTV は、チナワトラグループ傘下の UBC 社と合併した。一方、海外でも資産を売却し、資金を本国に引き上げる。CP グループの対外投資は主に中国に集中し、いままで20年間で170の企業を設立し、その資産総額は430億ドルにも達した。CP グループは97年末に中国にある衛星通信事業の株式を、オートバイメーカーの上海易初モーターサイクルの株式を98年5月に中国側のパートナーに売却した。99年に入ってから更に医薬品、ビールなど6社を売却し、大型ショッピングセンター、自動車部品事業に関して、売却先を探している。中国事業に関して、CP グループは優位にあるアグリビジネスを除けば、他の事業を今後整理する方針を決定した⁷⁾。このような一連の売却と合併で、CP グループは債務返済の資金を調達したのみならず、再生への第一歩を踏み出した。

競争力の強化、過剰設備の処理を目的とする企業同士の合併も数多く行われた。99年6月に、タ

イでは、合計市場シェアが5割を超え、異なるグループに所属する大手棒鋼メーカー5社が合併に向けて事業調査を始めた。この合併が実現できれば、タイの史上最大規模の合併になる⁸⁾。

もう1つの典型例は、韓国の財閥企業の事業整理である。韓国の財閥企業はいままで、さまざまな分野で急速に成長してきたが、事業の分野が広すぎる、経営効率が悪い、負債が多い、などの問題点を抱えている。通貨危機後、多額の対外債務を持つ財閥企業は相次いで経営困難に陥ってしまった。韓国政府の主導のもとで、財閥企業の事業再編が98年に入ってから動き始めた。98年12月、5大財閥は2000年までに実施すべき事業再編計画を作成し、債権者の合意を取り付けた(図表3)。その主な内容は3つある。その1、合併、売却などを通じて系列会社を整理する。その2、財務体質を改善するため、負債比率を適正水準まで引き下げる。その3、多角化経営を改め、主力事業に集中する。また、「ビッグ・ディール」といわれる財閥企業間の事業交換、傘下企業の合併も政府主導のもとで合意し、実施に移した(図表4)。大部分の事業統合の計画実施は順調であり、なかでも、精油と鉄道車両の2部門では、事業統合後の新会社が99年7月に発足した。しかし一方では、合意が達成しても、合併同士の主導権争い、労働組合の人員削減への抵抗などにより、実際の合併作業は難航し、白紙に戻った事例もある。例えば、ビッグ・ディールの目玉とみられるサムスン自動車と大宇電子の事業交換は事実上白紙に戻った。これに関して、韓国国内には「政府の失策だ」という批判の声もある⁹⁾。

(3) 債務の再編

巨額の債務を抱えている企業は、債務危機から脱却するため、さまざまな方法で債務のリスケジューリングに努力した。企業は資産売却と事業整理を含む包括的なリストラ計画を策定し、債務返済の資金を捻出する一方、債権者あるいは債権者

図表 3 韓国の 5 大財閥の事業再編

	系列企業の整理		負債比率 (%) の引下げ			整理後の主力事業
	1998年末 現在	2000年 目標	1997年末 実績	1998年末 実績	2000年 目標	
現代	63社	32社	578.7	482.8	199.7	自動車、建設、電子、重化学、 金融・サービス
サムスン	65社	40社	370.9	252.1	184.0	電子、金融、貿易・サービス
大宇	41社	10社	472.0	354.9	184.0	自動車、重工業(造船)、貿易・建 設、金融・サービス
L G	53社	32社	505.8	314.5	199.8	化学・エネルギー、電子・通信、 サービス、金融
S K	49社	22社	468.0	240.3	199.7	エネルギー、情報通信、建設・物 流、金融

(注) 1998年12月に決定、債権者と合意、2000年まで実施。負債比率は長短の負債対資本金の比率。

(資料) 各種資料により筆者まとめ。

図表 4 韓国財閥企業間のビッグ・ディール

事業分野	内 容	方 法	進捗状況
自動車	サムスン自動車 大宇自動車	事業交換	白紙撤回
電子	大宇電子 サムスン電子		
半導体	LG 半導体 現代電子産業	売却	7 月中契約
精油	ハンファの精油部門 現代精油	売却	完了
石油化学	現代石油化学・サムスン総合化学	統合	難航
航空機	現代宇宙航空・サムスン航空・大宇重工業の航空 部門	統合	難航
鉄道車両	現代精工・大宇重工業・韓進重工業	統合	完了
発電設備	サムスンと現代重工業の発電設備 韓国重工業	譲渡	7 月中完了
船舶用エンジン	サムスンの船舶エンジン 韓国重工業	譲渡	7 月中完了

(注) 1998年12月に合意、2000年まで実施。進捗状況は99年7月初旬現在の状況。

(資料) 各種資料により筆者まとめ。

銀行団と交渉し、債務返済の延期、一部の債務の削減などを求めた。企業によって債権者に提示したリストラ計画はさまざまであるが、一般的にいうと、上記の資産売却と事業の再編成のほかに、増資、新規の債券発行、債務の株式転換などの方法も含まれる。

韓国では、資産の売却と債務の株式転換を中心に債務再編を進めている。金融監督委員会は昨年末から88社を選定し、資産売却を前提に銀行融資

の株式転換による債務処理を進めた。99年4月まで、81社は合計4.5兆ウォンの資産売却と0.9兆ウォンの外資導入を条件に、債権銀行と合計3.7兆ウォンの債務株式化に合意した。そのうち、8社の合計1兆ウォンの債務の株式転換が既に実施された。今後、この方法は5大財閥の債務再編にも適用される¹⁰⁾。一方、タイでは、企業の債務再編が主に債券の新規発行や新株発行という方法で行われている。99年1～4月、タイの国内民間企業

図表5 韓国企業の増資と社債発行（99年上半期）

（単位：兆ウォン、％）

	国内企業全体		うち：5大財閥		5大財閥 のシェア
	金額	前年同期比	金額	前年同期比	
直接金融での調達額	39.31	95.2	15.90	40.5	40.5
株式発行での増資	18.70	249.3	9.29	249.9	49.7
社債発行	20.61	39.4	6.61	-43.1	32.1

（注）直接金融を通じて行った資金調達額。

（資料）韓国金融監督院発表（『日刊ニューズネットアジア』99年7月9日号）により作成。

が発行した社債総額は400億パーツに達した¹¹⁾。

しかし、債権者である各国の銀行はいずれも巨額の不良債権を抱え、債権の放棄や、株式転換になかなか応じない。現状では、債権者銀行団と返済計画に合意した企業はまだ少数である。

（4）増資と外資導入

経営困難に陥っている企業を再建するため、多くの企業は外部に支援を求め、株式の新規発行を通じて、国内外の企業による増資を受け入れる。場合によって、企業の破綻を避けるため、株式のマジョリティー、経営権も譲る。しかし、実際、通貨危機の被害が大きい国では、ほとんどの国内企業は資金的な余裕がなく、増資を引き受ける企業は外資が多い。すなわち、資本金の充実は外資に依存している。

例えば、タイの15行の商業銀行は、通貨危機後いずれも多額の不良債権に悩まれ、経営危機に直面し、98年にはすべて赤字に転落し、不良債権比率は年末に平均で48.3%にものぼった。98年に入ってから、いずれも政府あるいは内外の民間企業を相手に、増資を行った。そのうち、国営の1行を除けば、大手の民間5行は増資により、外資の持ち分が40%を超えたが、従来銀行を所有する企業グループあるいは家族は依然として筆頭株主の地位を維持し、銀行の存続に成功した。中・下位行の多くも増資を行ったが、失敗したため、国有化され、あるいは国有銀行に吸収合併された。下位の3行は増資により、倒産を免れたが、外資

に買収された。増資、特に外国資本の受入に成功した銀行は、資本金の強化により、経営状況が著しく改善され。ただし、商業銀行の不良債権比率は依然として高い水準にとどまっている。タイの中央銀行の発表によると、99年5月末に生き残った民間商業銀行8行が抱えている不良債権は合計1.3兆パーツ、不良債権比率は42.8%であり、国営銀行と一時国有化された銀行は同1.2兆パーツ、69.4%である¹²⁾。

韓国企業、特に財閥企業も負債比率を引き下げ、財務改善のため増資を計画したが、株式市場が回復した99年に入ってから、一斉に増資に踏み切った。99年上半期に、韓国企業が直接金融を通じて行った資金調達額は39.3兆ウォンに達し、前年同期比より95.2%も増えた。なかでも、新株発行による増資額は249.3%も増えた。5大財閥の増資活動は特に活発である（図表5）。

（5）政府系企業も民営化を計画

通貨危機の影響により、各国の国有企業あるいは政府系企業も例外なく通貨危機の影響を受け、その多くは経営困難に陥った。このような状況に対応して、各国政府は相次いで政府系企業の整理、民営化による経営再建の計画を策定し、実施した（図表6）。民営化、特に外資の導入により経営の再建を図ることが主要な目的であるが、政府が保有する株式を売却することにより財政収入を増やそうとすることも目的の1つである。しかし、民間企業による大規模な資産売却、増資、外資導

図表 6 各国政府の民営化計画

	政府が発表した民営化措置の主要内容
韓国	<ul style="list-style-type: none"> ・ 98年 7 月発表：11社の公営企業を民営化、5 社（含む系列21社）が年内完成、6 社が段階的实施、60～80億ドルを調達 ・ 98年 8 月発表：第2次民営化計画、19社の系列56社のうち、40社を2002年まで株式売却で民営化、6 社を廃止、9 社を残す。全部の公営企業24社と系列企業76社を最終的にそれぞれ13社と 9 社に縮小
タイ	<ul style="list-style-type: none"> ・ 98年 9 月発表：通信、エネルギー、運輸、水道の 4 分野において、56社の国有企業の民営化を99年から実施、2005年に完成
フィリピン	<ul style="list-style-type: none"> ・ 98年 9 月発表：国有企業の民営化を加速、株式放出で98年に20億ペソ、99年に108億ペソの財政収入を期待
インドネシア	<ul style="list-style-type: none"> ・ 98年 7 月発表：国有企業12社を売却（セメント、港湾など）99年 3 月完成、15億ドルの財政収入の獲得を計画 ・ 98年11月発表：99年 3 月まで 6 社売却、10億ドルに目標修正。10年間150以上の国営企業を民営化 ・ 99年 4 月発表、98年度の売却実績は5.5億ドル、99年度は11社の民営化で15億ドルを調達と計画 ・ 98年 8 月発表：戦略企業10社を持株会社で統合、民営化で再建 ・ 99年 5 月発表：国営企業160社を12～15の持株会社の傘下に再編

（資料）各種資料により筆者作成。

入を図る時期と重なり、政府系企業の民営化や株式の売却は難航し、その進展はいずれも政府の計画より遅れている。

インドネシアを例にとると。国有企業は合計160社、97年末に総資産額588.7億ドル、税引き前利益は15.1億ドルに達し、その納税額は法人税全体の10%を占めるほど、プレゼンスが大きい、効率性が悪い。国有企業の民営化という IMF の融資条件を受け入れ、政府は数回にわたって民営化計画を発表した。しかし、政情不安や株式市場の低迷などにより、民営化計画が進まず、規模縮小を余儀なくされた。98年度（98年 4 月～99年 3 月）の実施額は、3 月末の数件の駆け込み売却を含めても5.5億ドル、当初計画の36.7%、修正後計画の55%しか完成できなかった¹³⁾。

2 . 危機を逆にチャンスに利用

通貨危機の影響でアジア企業は総じてダメージを受けたが、通貨危機の被害が比較的軽い企業は、

通貨危機を逆にチャンスとして利用し、アジアにおいて新規投資、新たな企業買収などを通じて事業の拡大を図った。

(1) 企業買収で事業を拡大

逆風のなかで、アジアにおいて対外投資、企業買収を最も積極的に行っているのは、通貨危機の被害が最も軽い台湾企業とシンガポール企業、及び香港企業である。

台湾企業の場合、国民党系の中華開発が中心となり、大手企業グループの統一、新光、和信、国泰などとの共同出資で、東南アジアで上場企業の買収を専門とする投資会社である「東南アジア投資控股」を設立した。同社は、既にタイの商業銀行のなかの上位 4 行、大手金融会社 1 社に出資した。国民党系の中華開発は、通貨危機後東南アジアで数件の買収案件をまとめ、投資額が 2 億ドルを超えた¹⁴⁾。和信グループの投資会社である凱基投資は、98年2月にタイの証券最大手であるセキユリティーズ・ワンを買収し、49%の株式を保有

図表7 シンガポール発展銀行（DBS）の買収攻撃

買収時期	買収先	買収の対象・内容
97年 5 月	インドネシア	東京三菱銀行から三菱ブアナ銀行の株式85%を取得
98年 4 月	タイ	タイ・ダヌ銀行の株式50.27%を取得
98年	フィリピン	サウスイースト・アジア銀行の株式60%を取得
98年 7 月	シンガポール	政府系の郵便貯蓄銀行（POSB）を吸収合併、16億 SG\$（約9.4億 US\$）
99年 1 月	香港	富士銀行系であった広安銀行の株式65%を取得、23.1億 HK\$（約3億 US\$）

（資料）各種資料により筆者作成。

する筆頭株主になったのに続き、99年7月に韓国では朝興証券の51%の株式購入で朝興銀行と合意した¹⁵⁾。香港には、台湾の金融機関の進出が目立ち、撤退する日系金融機関とは対照的である。威京グループは、98年1月に経営破綻した山一証券の香港子会社である山一国際を買収した。第一証券は破綻した三洋証券の香港法人を99年1月に買収した。政府系の台北銀行、台湾土地銀行、民間の玉山銀行、台新銀行などの台湾系銀行は98年に香港での事務所開設の認可を取り付け、99年3月に駐在員事務所を相次いでオープンした¹⁶⁾。

シンガポール企業、特に政府系企業も、通貨危機後のアジアで積極的な企業買収を展開している。シンガポール・テレコムは、98年にマレーシアの通信大手のピナリアン社への買収を仕掛け、イギリスのブリティッシュ・テレコムに敗れたが、タイの通信最大手であるアドバスト社に5.9億シンガポールドル、20%の出資を決定した¹⁷⁾。資産額でシンガポール最大の銀行であるシンガポール発展銀行（DBS）は、アジアの大手銀行を目指して、域内での経営ネットワークを構築するため、通貨危機後アジア各国で銀行を相次いで買収した（図表7）。

香港の一部の大企業グループもこの企業買収の好機を見逃していない。香港ベースの英系香港上海銀行は、99年2月に、一時国有化されたソウル銀行の70%株式を9億ドルで取得することで韓国

政府と合意した¹⁸⁾。これは、通貨危機後アジアにおける最大規模の国際的買収案件である。スタンダード・チャータード銀行は、99年4月にタイのナコントン銀行に68.4%出資で同行を買収し、インドネシアのバリ銀行にも20%を出資した。トップ財閥の李嘉誠グループも内外に頻繁に出撃した。長江実業は98年3月に政府が放出した2カ所の建設用地を低価格で落札した。李嘉誠の次男のデビット・リが率いるセンチュリー・パシフィック社は、99年3月に香港政府と共同でサイバー・ポートの建設事業を獲得した。同事業は、世界中の情報通信大企業を誘致するハイテク産業団地の建設、関連不動産開発を含む超大型プロジェクトであり、同社は80億香港ドル（約10.3億ドル）を出資する。また、同グループのハチソン・ワンポアは、傘下企業を通じて99年3月にインドネシアの国営港湾会社のJITCの民営化事業に2.2億ドル出資し、51%の株式を獲得し、港湾事業の20年間の経営権を得た¹⁹⁾。

（2）通貨危機を機に戦略転換

また、通貨危機で大きなダメージを受けながらも、事業を整理しながらも、企業買収、新規事業などを拡張し続け、戦略的調整を行っている企業グループもある。インドネシア最大の企業グループであるサリムを例にみると、通貨危機への対応策は、内外の経営環境の変化に応じて2段階に分けて異なる作戦を実施した。

サリムグループの通貨危機への対応は通貨危機発生直後からも始まった。97年12月、同グループの香港法人、海外事業の統括会社であるファースト・パシフィックは、傘下に持っていた香港4位の通信会社のパシフィック・リンクを3.4億ドルで売却し、98年3月に、保有するオランダにある総合商社、ハゲメヤー社の38.1%の株式を17.1億ドルで売却した。この2件の売却により、ファースト・パシフィックは負債をすべて返済し、手元に9億ドルの現金を持ち、新たな買収チャンスに備えることができた。その後、フィリピン、タイ及びインドネシア国内に数社の上場企業を買収した。しかし、インドネシア国内にあるグループ本体が、通貨危機後の政治・経済情勢の激しい変動により、大きなダメージを受けた。98年5月の大暴動のなか、傘下に持つインドネシア最大の民間銀行であったセントラル・アジア銀行は、大統領ファミリーも株式の30%を保有するため、本社と支店が襲撃され、政権交代後には預金が多量に引出された。中央銀行から資本金の2倍に相当する30兆ルピアの特別融資を受けため、同行は銀行再建庁（IBRA）の管理下に入った。特別融資と同行の対グループ内企業融資が合わせて合計48兆ルピアの債務を返済するという政府の命令に対して、サリムグループは、27兆ルピアしか返済できなかった。結果として、9月に、サリムが保有していたインドフード、インドセメントなどの中核企業を含む傘下企業104社の株式の一部あるいは大部分が政府に取り上げられた。

傘下企業が政府に接收されたことを境に、同グループは、国内での経営環境が悪化したと判断し、事業の重点を国内から海外にシフトする戦略的転換を図り始めた。海外にプールした資金を国内にあるグループ企業の救済に使わず、海外での新たな企業買収を始めた。98年11月に、ファースト・パシフィックは7.5億ドルを注ぎ込み、フィリピン最大の通信会社である PLDT 社の17.2%の株式

を購入し、同社の経営権を獲得した。従来グループ傘下にあるフィリピンで移動通信を運営するスマート社と合わせると、サリムグループはフィリピン通信市場の8～9割を支配できるようになった。99年2月に、PLDT はスマート社の株式を56%取得し、同社を子会社にすると発表した。同時に、サリムグループが自らの所有分及び新規発行したスマート社の株式の22%を約2.1億ドルで NTT に売却した。6月に、PLDT は、新株発行（約4億ドル）及びスマートの株式との交換で、PLDT の15%株式を NTT に譲った²⁰⁾。これで、サリムグループはフィリピンでの通信事業に NTT をパートナーに迎え、PLDT の買収費用の8割に相当する6.1億ドルの資金を NTT から調達した。また、ファースト・パシフィックは、98年12月に、日清食品と共同で折半出資し、グループの中核企業であるインドフードの60%の株式を5.7億ドルで取得する計画を発表した。しかし、債権者の反対で、日清食品は99年4月に出資を断念し、ファースト・パシフィックの単独買収となり、6月に8億ドルでインドフードの40%の株式を取得した²¹⁾。

このように、サリムグループは、インドネシア国内のビジネス環境の悪化に対応し、国内から海外へ、特にフィリピンへの資産移転を内容とする戦略的転換に踏み切った。

3. 政府の企業再建への支援策

企業が自力で経営再建に励むと同時に、各国政府もさまざまな政策措置をとり、企業を支援している。このような支援政策として、民間の債務交渉に参加し、経営再建を促進できる制度作りと規制緩和、及び外資導入への促進策などがあげられる。

(1) 企業の債務処理を支援

企業の債務問題の解決を促進するため、各国政府は国内企業と内外債権者の間の債務交渉に仲介役として乗り出し、債務者の企業にリストラや資

産売却を促す一方、債権者の内外の銀行に対しても債務返済の繰り延べ、債権の一部放棄などを求めている。

インドネシア政府の企業債務処理への介入は以下のように行われている。例えば、インドネシア政府は世界銀行と共同で98年11月にジャカルタで「債務会議」を開き、国内企業と海外の債権者の交渉を行った。政府の指導により、多くの債務企業に関して企業ごとの債権銀行団が結成された。IMFの協力のもとで、インドネシア政府が推進する「ジャカルタ・イニシアティブ」計画は、98年9月からスタートし、99年2月現在、110社が参加し、参加企業が抱える債務額は合計外貨建てで133.2億ドルとルピア建てで6.9兆ルピアであり、民間の対外債務の19%を占めた²²⁾。99年5月現在、「ジャカルタ・イニシアティブ」に参加した企業はさらに181社に増加し、その債務総額は208億ドルと11.6兆ルピアに達した。既に20社、総額26億ドルと1.9兆ルピアの債務が再編について債権者の合意を取り付けた²³⁾。また、政府に移管した企業債務に関して、政府が銀行再建庁（IBRA）が推進役とする債務処理策を4月末にまとめた。これは、国営銀行や閉鎖された民間銀行、資本再構成計画に参加した銀行及び銀行再建庁の管理下にある銀行に対して債務を抱えている企業、合計440社を4つのカテゴリーに分類し、それぞれに対して再編、取り押さえ若しくは破産などの措置をとり、年内に125社の再編を終了させる計画である。ちなみに、そのうち、借入額1兆ルピアを超える大型債務者の20社のほとんどがスハルト前大統領ファミリーと関係ある企業であり、この20社の合計債務額は87兆ルピア、全体の70%を超えた²⁴⁾。更に、債務再編庁（INDRA）は企業の対外債務をルピアで返済させ、為替リスクを軽減させることに協力する事業も行っている。しかし、適用レートが実勢より低いため、99年7月現在、同事業に登録した企業は1社にとどまっている²⁵⁾。

タイでは、政府は企業債務の解消を促進する「バンコク・イニシアティブ」計画を98年9月からスタートした。官民合同の企業債務リストラ顧問委員会（CDRAC）も設立された。中央銀行は98年6月から債権者・債務者間の返済計画作りに関与し始めたが、8月末までに、まとめた債務返済計画は153社と117億バーツにとどまっていた²⁶⁾。98年末から、中央銀行は総裁直轄の債務処理組織である「債務構造改革促進室」を設立し、総額6,740億バーツを抱える合計200社のなかから債務返済が困難な状況になっている企業を選んで、債務処理に積極的に介入し始めた。99年3月時点で、債務総額の18%に相当する56社が抱える1,200億バーツの債務処理を終えたが、200グループ（351社）の債務処理は取り組み中にある。また、99年3月に、中銀は内外の65の金融機関と「債権者間の協定」に調印し、企業の債務返済計画に関して、債権者の半分以上、債権額の75%以上の金融機関が承認した場合、他の債権者がそれを従うという同意を取り付けた²⁷⁾。これは、企業の経営再建に大きな支援効果があるとみられる。

マレーシアでは、政府が民間企業の債務問題を解決させるため、98年10月に企業債務処理委員会（CDRC）を発足させ、債務企業と債権者の間の仲裁を行い始めた。99年3月まで、合計47社から総額250億リンギの債務処理申請を受けた。そのうち、負債額が最も多いレノン・グループの再建計画が99年3月に発表された。その主な内容は社債の発行に政府が保証することであり、事実上の公的資金投入である。同グループは、マレーシアの国策企業であり、最大の複合企業でもある。グループ全体の負債は200億リンギ（約53億ドル）にのぼり、年間売上20倍以上、民間債務全体の5%に相当するといわれた²⁸⁾。また、マレー人系企業を救済するために、政府は98年4月に、約30年間実施してきた民間企業の株式の一部をマレー人に譲渡しなければならないという規制を緩和し

図表 8 政府主導の金融機関整理と不良債権処理策

韓国 (7.4%、98年末)	<ul style="list-style-type: none"> ・ 30の総合金融会社のうち16社を閉鎖。26の商業銀行のうち 2 行を国有化（既に外資に売却済み） 5 行は合併、 7 行が経営改善 ・ 不良債権処理の専門機関を設立、政府保証債の発行で資金調達、銀行部門の不良債権を買い取る ・ 銀行の自己資本強化に公的資金を投入 ・ 金融部門の再建のため、公的資金投入を総額64兆ウォン用意。不良債権の買い取り、自己資本の増強、合併行の損失補填などに使う
タイ (46.8%、99年 5 月)	<ul style="list-style-type: none"> ・ 72の金融会社のうち56社を閉鎖。15の商業銀行のうち 6 行を国有化・ 国有銀行と合併（今後民営化） 3 行を外資に売却 ・ 金融機関の資本強化を促し、国債、優先株及び劣後債との交換で公的資金を注入、総額3,000億バーツを用意 ・ 資産管理会社を設立、不良債権を買い取り、資産を競売 ・ 不良債権処理の法整備、中銀が企業債務再編のため債権・ 債務者間に関与
マレーシア (14.5%、99年 3 月)	<ul style="list-style-type: none"> ・ 39の金融会社を 8 社に統合、銀行の合併を 2 件実施 ・ 不良債権処理の専門機関を設立、政府保証債との交換で金融機関から不良債権を買い取り、合計150億リンギの予定 ・ 公的資金注入の専門機関を設立、債券発行で資金を調達し、銀行への資金注入を行い、合計160億リンギの予定 ・ 企業と金融機関の債務交渉を仲裁する専門機関を設立し、債務再編を促進
インドネシア (25%、98年 8 月)	<ul style="list-style-type: none"> ・ 問題銀行に対して数回にわたって閉鎖、業務停止、IBRA の管理下に、国有化、国営銀行と合併の措置を取り、公的資金注入などの方法で金融機関を再編 ・ 自己資本比率 4 %未満の 9 銀行に対して、資本増強のため公的資金を注入（増資必要分の20%を自己調達が条件） 合計300兆ルピアが必要 ・ 資産管理機構を設立、閉鎖された銀行の資産を移行、売却へ

（注）括弧内は銀行の不良債権比率と時期。

（資料）各種資料により筆者整理。

た。これによって、華人系企業や外資系企業によるマレー人企業への出資も可能になった。

このように、企業の経営再建、特に債務の再構築に対して、政府がさまざまな手段で推進している。

(2) 金融機関の整理と不良債権の処理

金融機関の整理と不良債権の処理は、本論文の研究対象ではないが、企業の債務問題と裏と表の関係にあるため、政府の対策と処理措置を紹介しておき、企業の債務処理への影響も概観する必要がある。

通貨危機後、各国政府にとって金融システムの機能回復は重要な政策目標となった。そのため、

金融機関の整理と不良債権の処理に政府が積極的に関与してきた。実施された主な政策措置として、金融機関の再編、不良債権の買い取り、公的資金投入で資本金の増強などを進めている(図表 8)。そのなかでは、金融機関の不良債権を処理するために、民間企業の債務返済にも関与した。以上でみた企業の債務処理への支援は、基本的に金融機関の不良債権処理の一環として行われてきた。

(3) 法整備と規制緩和

企業の経営再建を進めることに当たって、経済制度と関連法律の整備、特に破産、合併と買収などに関する制度作りと規制緩和が不可欠である。各国政府もこのニーズに応じて、制度の改正と規

図表9 各国への外国直接投資

	件数			金額（億ドル）		
	1996年	97年	98年	1996年	97年	98年
インドネシア	959	790	1,035	299.3	338.3	135.6
韓国	968	1,055	1,398	32.0	69.7	88.5
タイ	519	576	551	131.2	106.2	65.6
フィリピン					89.0	42.0
マレーシア	571	478		68.1	40.8	33.2

（注） インドネシアは投資調整庁発表、外国投資（PMA）に対する認可額（石油ガス・金融を除く）。韓国は財政経済省発表、外国人投資（増資、長期借款も含む）の申告受理ベース。タイは投資委員会（BOI）発表、外国直接投資認可額。フィリピンは国家統計調整局（NSCB）発表、外国直接投資認可額、年平均為替レートで換算。マレーシアは工業開発庁（MIDA）発表、製造業への外国投資認可額（払込み資本金＋ローン）年平均為替レートで換算。

（資料）各国統計により作成。

制緩和を積極的に進めてきている。例えば、インドネシア政府が98年8月に新破産法を発効させ、99年2月に独禁法も採択された。これによって、企業の再編への法的環境整備がほぼ整った。また、タイ政府は、経済改革の総仕上げとして11の関連法案を作成した。上院での抵抗もあったが、3月現在、最も重要な破産法、抵当権回収法などの4方案が採択され、4月には外国人投資規制法も下院で通過した²⁹⁾。韓国では、通貨危機の被害の真最中に当選した金大中政権は、企業のリストラに不可欠な整理解雇法を成立させた。

このような制度の整備と規制緩和により、企業の経営再建に有利な環境が築き上げられつつある。

（4）外資導入への促進策

アジア各国企業の経営再建には、資産の売却と増資が不可欠な手段である。しかし、国内企業は程度の差があるが、いずれも資金不足に悩まされている。そのため、買い手はほとんど外資に依存している。また、通貨危機後、国内企業は設備投資も控えたため、新規投資も外国直接投資に期待している。しかし実際、通貨危機後の各国の外資導入額をみると、大幅に増加した韓国を除けば、ほとんど大幅の減少となった（図表9）。ただし、98年のインドネシアへの投資件数は前年比31%増

加し、98年のマレーシアの製造業への外国投資はドル建ては前年比18.6%減であるが、リング建てでは14%増となった。

したがって、如何にして外資を導入し、国内企業の買収を促進するのかは、企業の経営再建に重要な意味を持つ。各国政府は、外資の国内企業への買収、外国直接投資を促進するために、2種類の政策をとっている。1つは、外資の投資分野と参入条件などの規制緩和を行った。例えば、金融業、資源開発、サービス業に対する外国投資及びその出資比率への規制を緩和した。もう1つは、外国直接投資に新たに優遇措置を付与した。例えば、98年12月に開催されたASEAN緊急首脳会議は、金融経済対策として、外資導入の優遇策を決定し、ASEAN地域に新規進出する製造業企業に対しては最低3年間の法人税免税、投資関連の税制上の優遇、外資による100%の出資を認めるなどの措置をとった³⁰⁾。各国の外資導入に関する新しい政策として、以下のようにその動きをまとめることができる（図表10）。各国の外資導入に関する政策措置が実施されたこともあり、通貨危機後、外資による企業買収がかなり増えた。

図表10 各国の新しい外資導入政策

ASEAN 共通	・ 製造業への投資に対して最低 3 年間の法人税免税、投資関連の税金優遇、100% 出資の外資を認める
タイ	・ 輸出比率が80%以上の外資に 3 ~ 5 年の法人税免税、機械輸入が免税 ・ 輸出仲介業への外資参入を許可、不動産への投資を認可
マレーシア	・ マレー人企業への株式譲渡の措置を凍結 ・ 外資の出資比率規制を緩和：小売・卸売業は30%から51%に、通信業は49%から61%に、製造業（一部を除く）は2000年まで撤廃
インドネシア	・ 製造業、金融業への外資出資規制を撤廃 ・ 小売・卸売業などは、20%以上の出資を条件に外資の参入を認める ・ 外資の持ち株会社設立を解禁
フィリピン	・ 貿易、観光、海運、情報通信、小売などへの投資の規制を撤廃 ・ 銀行への出資比率を従来の40%未満から51%に、買収の場合に100%の出資も認める ・ 土地のリース期間を現行75年から99年に延長
韓国	・ 外資の出資比率は従来の26%から原則自由化に ・ 防衛産業を除けば企業の合併・買収は従来の出資10%以下から自由化 ・ 外資規制業種を従来の42業種から29業種に

（資料）各国の資料により筆者作成。

・ 外国企業がアジアで行っている M&A

アジア企業の経営再建は、事業の再構築や、債務返済負担の軽減及び資本力の増強に依存する。これは、いずれも外資に大きな期待をかけている。一方、外国企業の視点からみると、通貨危機後のアジアへの投資は、既存企業の買収、出資などを含む M&A などの形で行うことが有利になった。外国企業による M&A は、客観的にアジア企業の経営再建を支援する効果がある。そのため、アジアにおける外国企業による M&A の状況を検討する必要がある。

1 . M&A の概況

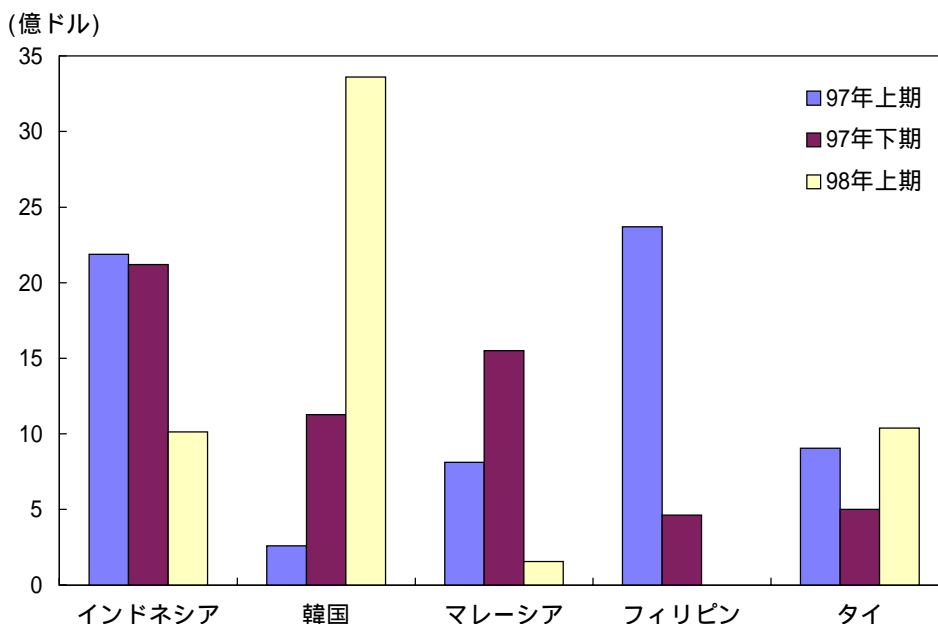
外国企業にとって、通貨危機後のアジア諸国で M&A を行うことは、さまざまなメリットを享受できる。まず、通貨危機後、経営困難に陥ったアジア企業の多くは子会社・事業・資産の売却を余儀なくされ、投げ売りの状況もあった。これは、外国企業に企業買収の良いチャンスを提供し、買

収、出資の対象を選ぶ際に有利な立場に立てる。次に、通貨危機後、アジア諸国通貨の為替レートが急落し、株価や不動産価格も大幅に下落した。そのため、通貨危機前に比べると、外国企業は買収のコストをかなり低い水準に抑えることができる。

外国企業による M&A は主に以下の目的のもとで行われた。その1つは、通貨危機のなかで低価格で企業を買収し、あるいは企業の株式を取得したあと、経済回復に伴って株価などの資産価格も回復した際に高値で売却できる、すなわち資産価値を狙える。もう1つは、アジア経済の中長期的なポテンシャルに注目し、アジア市場でのシェア拡大、生産拠点の確保や、世界的生産・販売ネットワークの構築、及び市場への新規参入などを図ることである。

実際、通貨危機が発生した直後の97年下半年から、外国企業による M&A の活動は活発になり、98年に入ると更に規模を拡大した。国連の UNCTAD の統計によると、アジアにおける外国

図表11 アジアで行われた外国企業による M&A (対象国別)



(資料) UNCTAD: World Investment Report 1998により作成。

企業による M&A (Cross-Border M&A) は、通貨危機後拡大傾向にある。韓国、マレーシアとタイには、M&A の規模拡大が著しい (図表11)。例えば、韓国で行われた M&A の金額は、通貨危機前の97年上期には2.6億ドルしかなかったが、97年下期に11.3億ドル、98年上期には更に33.6億ドルに拡大した。

UNCTAD の統計には98年下期及び99年に入ってからの方が状況が反映されていない。ここでは、各国の統計や推計を用い、M&A の規模拡大の状況を確認する。各種の統計と推計は、必ずしも整合性がないが、少なくとも M&A の規模拡大の傾向がうかがえる。例えば、マレーシアでは、98年から99年4月の間に、外国企業に売却された企業資産が合計70億リンギ (約18億ドル) を超えると推計された³¹⁾。タイの中央銀行と投資委員会の統計によると、98年の外国企業によるエクイティ投資 (タイ企業の株式購入、出資比率10%以上) は1,580億バーツ (約38.2億ドル) バーツ建てで計算すると前年比40.1%増加した³²⁾。韓国財政経済

省の発表によると、98年の外国直接投資は88.5億ドルに達し、前年比27%も伸びた。そのうち、合併会社の株式買い取りなどの M&A 型投資は47億ドル、全体の53.1%を占めた³³⁾。また、米国の調査会社であるセキュリティーズ・データが行った調査によると、日本とオセアニアを除くアジアにおける99年上半期の M&A の取引規模は326.6億万ドルに達した³⁴⁾。

外国企業による M&A はさまざまな形で行われている。既存企業への出資、第三者割当の増資を受け入れ、株式を一部取得し、保有することもあるが、マジョリティーを確保することで経営権を獲得することも少なくない。また、M&A の対象業種は幅広いが、銀行・証券などの金融業、通信・電力などのインフラ部門が多い。製造業への投資も少なくないが、そのうち、セメント業界における買収が特に目立つ。ASEAN でのセメント生産能力で計算すると、97年に欧米企業は5%のシェアしか持っていなかったが、98年末には45.6%まで拡大した³⁵⁾。更に、1外国企業がアジアにおけ

図表12 アジアでの M&A の買収・出資者国別構成

(単位: 億ドル)

	1997年上期	97年下期	98年上期	3 期合計
米国	5.4	20.7	19.6	45.6
シンガポール	1.5	20.0	3.1	24.5
ドイツ	5.6	9.0	8.7	23.3
台湾	8.3	2.7	0.6	11.7
日本	6.5	2.2	2.4	11.1
英国	6.2	0.1	2.5	8.8
香港	4.6	1.8	0.5	6.9
その他	27.3	1.1	18.3	46.8
合 計	65.3	57.6	55.7	178.6

(注) インドネシア、韓国、マレーシア、フィリピンとタイの5カ国合計。

(資料) UNCTAD: World Investment Report 1998により作成。

る異なる国で複数以上の企業を買収し、あるいは出資するケースも少なくない。

2. 各国企業の異なる M&A 戦略

アジアでの M&A の規模をみると、アメリカ企業によるものが最も多く、欧州企業の多くはドイツとイギリス企業であり、アジア企業のなかではシンガポール企業が最も積極的である(図表12)。ちなみに、98年下半期以降、台湾企業と香港企業による M&A の規模も拡大する傾向にある。

しかし、M&A の目的と手法は国ごとに大きく異なっている。アメリカ企業は主に資産価値と市場確保を狙って、経営権を獲得できるシェアまで株式を取得することが多い。ちなみに、アメリカ企業のもう1つの注目すべき行動として、投資銀行や証券会社などは未回収債権や不動産などの不良債権を低値で積極的に買い漁っていることである³⁶⁾。一方、欧州企業はアジア市場への新規参入を目的とするものが多い。シンガポール企業による企業買収には、アジア域内の経営ネットワークの構築と拡大を目的とし、政府系企業が中心に行い、アジア諸国で金融、通信などの企業を買収するなどの特徴がみられる。

比較すると、日本企業が行った M&A は他国の企業の行動と対照的に、現地企業の経営権を取得するまで買収攻撃を積極的に仕掛けることよりも、いままでの合併事業を守り、拠点を維持するための出資が多い。実際、日本企業が行った M&A をみると、既存の合併企業への出資分を増やし、合併企業を100%出資の子会社にし、あるいは合併企業のパートナーの親会社による増資を受けるという方法がほとんどである。すなわち、通貨危機後、現地の合併パートナーの親会社が経営不振に陥り、日本の合併企業の経営も影響されかねないため、日本企業は、いままでアジアで築き上げた生産拠点と経営ネットワークを守るために、合併企業及びそのパートナーへの救済に乗り出さなければならなかった。そのため、パートナーが保有する合併企業の株式を譲り受け、あるいはパートナーの親会社への出資要請などに応じた。例えば、タイでは、98年の1年間、投資委員会(BOI)が認可した日本企業による合併相手から株式買い取る案件は551件にものぼった³⁷⁾。通貨危機後に外資側の追加出資を受けた合併企業のうち、企業数の52.9%、出資額の62.6%は日本企業であった³⁸⁾。

・経営再建の進展と将来展望

以上の分析をまとめて、ここでは、企業のリストラ策と政府の支援策がどのような効果を発揮したのか、企業の経営再建はどこまで進んだのか、どのような課題を解決しなければならないのか、また、企業の経営再建の条件としての外部環境などを検証する。更に、通貨危機を経験したアジアの企業は、今後、どのような方向に発展していくのかについても展望する。

1. 経営再建の進展：経営危機から脱出できたか

上述した企業と政府がとったさまざまな措置により、アジア各国企業は経営再建の最初の一步を踏み出した。経営再建の進展は以下の面から確認できる。

まず、一部の企業は思い切ってリストラ策を実施したことにより、子会社・事業・資産の売却を進め、債務返済の資金を調達した。また、多角化からの撤退や、海外事業からの撤退などの措置によって、本業あるいは得意分野を強化し、経営資

源と資金の集中を図った。

また、一部の企業は経営実績も好転し始めている。例えば、タイの378社の上場企業の98年12月期決算をみると、赤字の金融、不動産及び再建中の企業を除けば、すべてのセクターにおいて前年の赤字から黒字への転換に成功した。その合計黒字額は1,633億バーツであり、97年の合計4,205億バーツの赤字とは対照的である³⁹⁾。また、韓国の上場企業523社の99年上半期中間決算は合計6.07兆ウォンの純益を計上し、半期ベースの利益では過去最高であり、昨年同期では合計9.71兆ウォンの赤字であった。ただし、523社のうち、119社がなお赤字の状態にある⁴⁰⁾。

更に、債務、特に対外債務の返済もある程度進展した。例えば、国際決済銀行（BIS）の発表によると、98年末時点のアジア諸国の対 BIS 報告銀行の債務残高は通貨危機前の97年6月に比べると大幅に減少した（図表13）。その減少幅から、銀行、企業の対外債務返済の進展の度合いがうかがえる。ただし、企業の債務残高の減少幅は銀行のそれより小さい。すなわち、企業の債務処理がなお遅れているといえよう。

図表13 対外国銀行債務残高の減少

（単位：億ドル、％）

		韓国	タイ	インドネシア	マレーシア	4 カ国合計
銀行	1997年央	673.3	260.9	123.9	104.9	1,163.0
	97年末	555.6	174.9	114.8	96.4	941.8
	98年央	405.3	121.1	66.3	70.2	662.9
	98年末	371.5	88.3	51.7	57.5	569.0
	減少幅	44.8	66.2	58.3	45.2	51.1
民間企業	1997年央	316.5	412.8	397.6	164.6	1,291.5
	97年末	341.1	391.4	396.7	158.9	1,288.0
	98年央	262.1	322.9	342.2	142.5	1,069.7
	98年末	226.7	300.1	329.9	132.4	989.0
	減少幅	28.4	27.3	17.0	19.6	23.4

（注）対 BIS 報告銀行の債務残高。減少幅は98年末残高の97年6月末残高との比である。

（資料）BIS 発表。

このように、現段階には、企業の経営再建がある程度進んでいるといえよう。しかし、経営再建の完成、業績の抜本的な好転までには、なお長い道のりが必要である。特に企業の債務返済は依然として厳しい状況にある。タイ証券取引委員会（SEC）の発表によると、99年4月現在、上場企業のなか、経営が健全であり、自力で債務リストラを行え、「優良」と分類された企業は、全体の4分の1に相当する100社に過ぎず、ほかの企業は債務リストラのため公的支援が必要となる⁴¹⁾。また、中央銀行が返済に関与している企業債務全体に占める交渉が終了した債務額のシェアは、98年11月末時点に12%であったが、99年3月末時点には25%に過ぎない⁴²⁾。インドネシアの場合、「ジャカルタ・イニシアティブ」計画に参加した企業の債務処理の進捗状況を見ると、99年5月現在債権者と合意した企業は全体の11%、債務額はドル建てで12.5%、ルピア建てで16.4%にとどまっている⁴³⁾。政府管理の銀行に対する企業債務の処理に関しては、99年内の完成目標でも440社のなかで28.4%の125社に過ぎない⁴⁴⁾。こうした状況から判断すれば、債務処理の進展が大幅に遅れているといわざるをえない。他の国でも同じ状況にある。ただし、韓国は銀行の不良債権処理と同様に、企業の債務処理も比較的進んでいるとみられる。

2. 解決すべき問題点と課題

業績の回復、債務の返済など、経営の立ち直りを図るためには、企業の経営再建にはなお多数の問題を解決しなければならない。

(1) 債務・債権者の責任の明確化

企業の経営再建、及びその重要な一環としての債務処理は、基本的に企業の自助努力及び債務・債権者間の話し合うで解決すべきことであり、政策的介入はあくまでも補助的な手段に過ぎない。

企業は、経営困難を乗り越えるためには、まず事業の整理など、リストラを徹底的に行い、資産

の売却などを通じて自らの力で資金を調達しなければならない。経営者、あるいはオーナーも経営失敗の責任をとり、辞任、保有する株式の放出、場合によっては私財を抛出することも覚悟しなければならない。債権者に債権放棄を、政府に救済を安易に求めることは、モラルの欠如としかいえない。

しかし実際には、資産の売却に十分な努力をせず、所有者家族は依然として株式のマジョリティーと経営権を手放さず、銀行に債権の放棄、債務の株式転換のみ求める企業がまだ多く存在している。支払能力がありながら、救済、債務のカットを期待する企業は「戦略的不良債務者」と呼ばれることもある。私財を投げる経営者が極めて少ない。タイでは、公的資金の注入を申請する銀行がまだ少ないのは、経営責任の追及に恐れているという背景があるといわれている。既得利益を守るため、企業の経営再建と買収・合併に不可欠な法整備を阻害する動きもある。経済改革の関連法案の採択が遅れたには、上院で多数を占めている実業家議員が倒産や財産の喪失を防ぎたいため反対に回したことが原因だといわれた。

一方、債権者の銀行側もリスク管理と審査が甘かったという責任をとるべきである。債務者の企業が資産売却、株式の譲渡など十分に努力したという前提のもとに、債権者もある程度の債権の放棄、債務の株式転換に応じるべきである。

債務者と債権者の双方による努力のうえ、政府も政策介入、公的資金の投入を考慮すべきであろう。

(2) 政府の積極的な関与と強力な指導力の発揮

通貨危機直後の時期に、各国の経済政策は、通貨の安定と国際収支の均衡を取り戻すことに重点を置いていた。その後、政策の重点は景気刺激と金融システムの安定に移り、金融機関の信用創造機能を回復させるため、公的資金の投入で銀行の不良債権処理に注力した。景気回復の兆しが既に

現われ、金融機関の整理と不良債権の処理もある程度進展した現在は、次なる課題として、経済成長の主体である企業の活力を取り戻すために、企業の経営再建へのより強力な政策的バックアップが求められている。債務・債権者間の交渉への介入のみならず、ある程度の公的資金投入も不可欠であろう。

しかし、この場合には2つの問題が生じる。その1、企業の債務返済にまで政府が介入すれば、企業の経営失敗への救済になり、経営責任を追及せず、市場経済の原理原則に反するものであり、モラルハザード（倫理の欠如）という問題を招きかねない。その2、財源としての資金調達という問題である。各国政府は金融機関への公的資金投入のため、国債の発行など既に大きな財政負担を抱えるようになっている。それ以上の公的資金投入は資金調達に制限される。しかし実際、前者は必要性和重要性に対する認識と考え方の問題である。経営困難に陥った銀行、不良債権の処理に公的資金を投入する論理は、金融の安定と金融システムの機能回復に不可欠だという認識にある。同様に、企業の経営再建も経済全体の活力に関わる問題として認識すべきである。また、債務処理に公的資金の投入は、資産売却など債務者側の企業による努力、債権の放棄や株式化にある程度応じた債権者側の金融機関による努力を前提条件にしなければならない。後者は、実施の方法論の問題である。もともと銀行の不良債権処理と企業の債務処理はコインの表と裏の関係があると理解しなければならない。すなわち、企業の債務処理を銀行の不良債権処理と合わせて行い、不良債権処理の政策措置の適用範囲を若干広げれば、十分に対応できるであろう。

(3) 長期的な構造調整に配慮

企業の経営再建は、単なる経営困難から脱出という短期的な危機対策だけではなく、長期的な構造転換にも生かすべきである。以下の3つの面か

ら考えられる。

まず、金融市場の整備である。金融市場の不健全性はもともと通貨危機を招いた原因の1つである。金融機関の不良債権処理や企業の債務処理の過程には、不良債権の流動化、証券化、債券の発行など、金融市場から新たな資金調達の需要が高まっている。しかし、これを単なる短期的な資金需要を満たすこととして対処することではなく、長期の視点から健全化、多様化などを含む金融市場の整備を積極的に取り込まなければならない。なかでも、アジア諸国の金融市場のウィークポイントでもある債券市場の整備が特に重要である。

次に、産業構造の調整である。経営再建の一環としての事業整理は、経済全体における産業構造の高度化のトレンド、過剰設備と過剰生産能力の調整というニーズに合わせて行う必要がある。長期的な発展の見込のない事業から思い切って撤退、売却で切り捨てて、将来性のある事業を守って強化する。その際、政府は産業政策を通じて、企業のリストラを指導ないし強制すべきである。

更に、経営再建を通じて企業経営の有り方も考え直すべきである。利益団体や政府との癒着関係、独占、閉鎖・排他的な企業組織などの慣行は、通貨危機を招いた遠因でもある。アジア各国における経営再建は、オープンな、グローバル的な経済環境に合致するコーポレートガバナンスを確立させる好機でもある。その際、OECDが採択したコーポレートガバナンスの基準原則が参考になる⁴⁵⁾。ちなみに、企業の買収と合併、事業交換などにより、国内市場における特定企業のシェアが更に大きくなるという問題が新たに発生し、独占禁止という新しい課題にも対処しなければならない。例えば、韓国では、経済のさまざまな面における5大財閥のシェアは通貨危機後逆に拡大する傾向にある。金融当局は財閥の資金独占を防ぐため、98年から財閥による社債発行を制限し始めた⁴⁶⁾。

3. 経営再建に必要な条件と外部環境

企業の経営再建の進展、業績の回復は、企業自身の努力のほか、マクロ経済の動向など、経済環境の変化などとも密接な関係がある。ここでは、外部環境の視点から企業の経営再建に必要な条件を検討する。

企業の経営再建と業績の回復は、第1に、所在国のマクロ経済の回復に依存する。マクロ経済が好転しない限り、需要の回復も望めない。実際、アジア諸国経済は98年にマイナス成長を経験したが、99年に入ってから回復の兆しが見え始めた。韓国、シンガポール、フィリピンとタイは第1四半期から、マレーシア、香港及びインドネシアは第2四半期からGDP成長率がマイナスからプラスに転じた⁴⁷⁾。今後、マクロ経済の回復が更に進めば、企業の経営再建も大きく促進されるであろう。

第2に、政府主導の債務交渉の進展である。企業の債務問題は基本的に自助努力で解決すべきであるが、企業と債権者との協議、金融機関の不良債権の処理などには、政府の関与が必要となる。特に外国の債権者との交渉には、自国政府と債権者の所在国政府の協力が不可欠である。既に述べたが、各国政府は金融機関の不良債権処理、企業の債務返済に専門機関を設立し、さまざまな措置をとった。しかし実際、金融機関の不良債権処理にはある程度の進展がみられているが、企業の債務処理がかなり遅れている。その原因はさまざまあるが、国内の金融機関の体力が衰退したため、債権の放棄、債務の証券化にはなかなか応じられないことが一因である。また、外国の銀行との交渉にも自国政府、そして自国政府を通じて外国政府の協力を仰ぐ必要がある。企業の経営再建は、金融機関の不良債権処理と同様に、増資、債券発行で資金を調達する際に、一時的な公的資金投入も行わざるをえなくなるであろう。したがって、

企業の債務問題の解決は、ある程度政府の動きに依存するであろう。

第3に、外国企業の投資に依存する。企業のリスストラの過程に、売りに出された企業、資産と事業の買手、及び増資の引き受け者はほとんど外国企業である。すなわち、企業の経営再建はある程度外資によるM&Aに依存する。しかし、買手の外国企業からみると、M&Aの対象となる企業の価値などのほかに、外資に対する優遇策や規制なども考慮の内容になる。したがって、外国企業の投資に有利な環境を整備することは、企業の経営再建を成功させるポイントの1つであろう。また、外国企業のM&Aは、所在国や世界全体の景気動向にも左右される。

第4に、金融・資本市場の回復である。通貨危機後、アジア諸国の通貨の為替レート、株式市況、不動産価格などが急落した。アジア各国の金融機関の不良債権、企業の債務負担増加の多くは、このような資産価値の下落から生じたものである。しかし、98年秋口以降、景気の底入り感が広がり、金融機関の不良債権処理がある程度進展したことなどを反映して、アジア各国の為替、株価が回復し始めた。為替相場の場合、直近の99年6月平均値が通貨危機前の97年上期平均と比べると、3割強にとどまったインドネシアを除けば、概ね7～8割の水準まで回復した。株式市場をみると、株価の回復は著しい。マレーシアは7割弱で低いが、他の国は8～9割の水準まで回復した。韓国、シンガポールと台湾の株価指数は、既に通貨危機前のレベルを超え、香港とインドネシアは危機前の水準に接近した。金融・資本市場の回復は、資産価値の回復をもたらし、アジア企業の経営再建にとってはさまざまなメリットを享受できる。その1、企業の債務、特に対外債務の返済負担が軽減できる。その2、一部の不良債権と不良資産が復活できる。その3、株式市場での資金調達の再開が可能になった。今後、経済の回復に伴って、ア

アジア諸国の為替レートと株価、及び不動産市況はさらに回復していくとみられ、企業の経営再建には追い風となろう。ただし、為替レートと株価の回復は、M&A を行おうとする外国企業にとっては買収コストの上昇を意味し、マイナスの方向に影響を受けるかもしれないが、資産価値の上昇を示すプラスの影響もある。

また、注目しなければならないのは、マクロ経済の回復や金融・資本市場の回復は企業にとって、経営困難をある程度解消できる一方、リストラへの圧力を相当和らげる効果もあることである。これにより、進行途中にある事業再編、資産売却などのリストラを中断し、あるいは怠る傾向も現われてくるかもしれない。例えば、99年5月に、韓国の景気回復を受けて、一部の財閥企業は資産売却計画を相次いで撤回した⁴⁸⁾。企業側の立場で考えると、安価での資産売却で新たな損失を避けたい思惑もあり、当たり前の経営判断ともいえる。しかしリストラを放棄すれば、長期的な構造調整、競争力強化にはプラスにならず、せっかくのチャンス逃してしまう恐れがある。こうした動きは、警戒すべきものであろう。

4. 今後の展望

以上でみたように、アジア企業の経営再建はまだ進行途中にあり、ある程度の進展がみられるが、依然として厳しい状況から脱出していない。今後、企業の更なる努力に加えて、以上で指摘した問題点の解決が進展すれば、また外部環境も経営再建に有利な方向に変化すれば、企業の経営再建がさらに進展するであろう。いずれにしても、アジア企業が通貨危機の傷口を癒し、経営困難からの脱却、経営業績の抜本的な好転までには、少なくとも2、3年かかるであろう。

通貨危機を経験し、経営再建を図ったアジア企業は、今後の行動パターンにどのような変化を起すのか、今後、どのような方向に発展していく

のかについては以下のように考えられる。

通貨危機のなか、多くのアジア企業は多大な損害を受けたが、一部の企業は逆に拡張できた。その原因は、やはりいずれもこれまでの経営パターンと経営手法に関連する。通貨危機から、アジア企業はいままでの経営を反省し、さまざまなことを学ぶことができる。

例えば、堅実な経営を堅持し、自己資金を重視し、自らの能力に見合った事業展開をし、盲目的に拡張しないということが、アジアの企業が学んだ教訓の1つである。通貨危機が発生する前の時期に、経済の高成長、金融市場の整備により、企業の資金調達環境が大きく改善された。一部の企業、特に大手グループは、野心的な事業計画を展開するため、銀行融資、債券発行などで巨額の資金を調達した。しかも外貨建ての資金調達が多かった。金融危機によって、こうした負債は大きな負担になってしまった。通貨危機で経営困難に陥った企業をみると、ほとんど大きな債務負担が原因である。通貨危機を経験し、リストラを余儀なくされ、生き残ったアジア企業は、今後、より堅実な経営を展開するようになるであろう。

また、アジア諸国の構造改革、企業のリストラ及び外国企業とのM&Aにより、従来の企業の経営方法、組織構造の面において、例えば家族主義、独占、情報の非公開、政界との癒着などの慣行がある程度変化が生じるであろう。そして、今後のアジア企業は全体的によりオープンになり、ディスクロージャーも進んでいく。すなわち、企業経営はより近代化するであろう。

事業再編などのリストラにより、多くの企業、特に大手グループは多角経営、グローバル経営から撤退し、得意な分野・地域に経営資源を集中するようになった。これは、短期的には、経営規模が従来の拡張から縮小へ、経営戦略も攻めから守りへの転換を余儀なくされる。アジアにおけるプレゼンスも大きく後退する。しかし、長期的にみ

れば、経営再建が成功すれば、競争力の強化が期待できよう。

・日本の役割：対アジア支援を効率的に

日本はアジアと密接な経済関係があるため、アジア経済の通貨危機からの回復は、日本経済の回復にも大きなプラス要因になるはずである。日本にとって、アジア企業の通貨危機後の経営再建は2つの面で重要な意味を持つ。1つは、日本企業もアジア企業と同様にリストラという大きな課題に直面しているため、アジア企業の経営再建に関する成功の経験や失敗の教訓が参考になる。もう1つ、アジア企業の経営再建に対して、日本の民間企業及び政府は積極的に協力することができる。日本とアジアとの経済的相互依存関係を考慮すれば、アジア諸国の通貨危機からの経済回復を支援することは、日本の利益にもつながる。冒頭で述べたが、ミクロレベルの経済回復、すなわち企業の経営再建が進展しなければ、マクロ経済の回復も望めない。したがって、アジア経済への支援対象分野には、企業の経営再建も含まれべきである。

1．日本企業のリストラへの示唆

バブル経済崩壊後、日本経済は長い不況を経験し、今なお脱出していない。日本企業の多くも、事業の再編成や、余剰生産能力と余剰人員及び余剰債務の整理を強いられている。しかし、数年間経っても、企業のリストラが思ったほど進まず、日本の景気回復の足を引っ張る一因にもなった。

比較すると、アジア企業は通貨危機の打撃を受け、経営が急速に悪化し、債務の返済負担が急増したなど、窮地に追い込まれたため、リストラは死活に関わる緊急課題になり、短期間に断行せざるをえなくなった。リストラを早期に、一斉に行ったため、企業業績の落ち込みが激しいが、立ち直りが比較的速いであろう。日本企業は、バブ

ル崩壊後に経営業績が悪化しても、直ちに経営困難に陥り、倒産する恐れがないため、リストラの圧力を感じず、その実施も数年間怠った。すなわち、日本企業はアジア企業ほどの危機感を持っておらず、リストラの実施に踏み切ることも遅い。したがって、危機感を持って、迅速かつ徹底的なリストラを早期に実施することは、日本企業がアジア企業に学ぶべきことの1つである。

また、アジア企業が進めている経営再建の方法も日本企業の参考になる。例えば、金融機関の不良債権処理、企業の事業再編、子会社・資産・事業の売却、債務の再編、増資、外資導入などがあげられる。

2．民間企業のアジア支援

アジアは、日本企業にとって最も重要な投資先であり、日本の金融機関をみても、アジアは最大の貸付先である。アジア企業の経営再建が進展すれば、当然、現地に進出した日系企業、アジアと取引関係のある日本企業に大きな利益をもたらせる。そのため、日本の民間企業、金融機関もさまざまな手段でアジア企業の経営再建を支援すべき、また、民間のアジア支援を政府は促進させるべきである。

(1) 邦銀はアジア企業の債務処理に協力すべき

邦銀はアジアの企業・銀行にとって最大の債権者である。アジア諸国の外国銀行に対する債務残高のうち、邦銀は最大なシェアを占めており、平均で3分の1強、タイでは55.1%と高い。通貨危機後、邦銀は最も影響を受けたアジア5ヵ国から融資額の3分の1に相当する325億ドルの資金を引き上げたが、なお約650億ドルの債権を持っている(図表14)。

邦銀は国内に大きな不良債権を抱え、アジアでも通貨危機により不良債権が増えているため、体力が弱い。そのため、アジア企業の要求に応じて、返済の延滞、債務の株式化及び債務の削減などの

図表14 邦銀の対アジア諸国融資残高とそのシェア

(単位: 億ドル、%)

		外国銀行からの借入額	内: 邦銀からの借入額	邦銀のシェア (%)
タイ	97年央	693.8	377.5	54.4
	98年末	407.5	224.4	55.1
韓国	97年央	1,034.3	237.3	22.9
	98年末	652.9	169.3	25.9
インドネシア	97年央	587.3	231.5	39.4
	98年末	448.3	164.0	36.6
マレーシア	97年央	288.2	104.9	36.4
	98年末	208.3	66.2	31.8
フィリピン	97年央	114.2	21.1	14.9
	98年末	161.6	23.2	14.4
5カ国合計	97年央	2,744.8	972.3	35.4
	98年末	1,878.6	647.1	34.4

(注) 各国対 BIS 報告銀行の債務残高。

(資料) BIS: BIS consolidated international banking statistics により作成。

措置を含む債務返済計画、リストラ策に積極的に受け入れることができない。邦銀のアジアにおける債権の回収や、返済の繰り延べ、債権の放棄は基本的にそれぞれの経営状況に基づいて判断するものであるが、アジアでの長期的な経営戦略を考えると、顧客であるアジア企業の経営再建を支援する責任もあり、積極的に支援すべきである。一方、アジアへの支援という観点から、邦銀のアジアでの不良債権処理に対して、日本政府は邦銀への政策的な支援策を講じる必要がある。

(2) 企業買収の好機を逃さず

既に述べたが、アジアで行われている外国企業による M&A のうち、日本企業のプレゼンスは小さく、しかも合併パートナーへの救済というパターンが多い。実際、日本企業にとって、通貨危機後のアジア企業の経営困難、事業再編は、アジアでの事業を拡大させる絶好のチャンスでもある。ただし、このような企業買収は単に安物の買い漁りではなく、日本国内における事業の再編、生産

拠点の海外への移転、アジアでの生産・販売ネットワークの構築などを考慮して、戦略的に行うべきである。また、日本企業による企業買収が現地にナショナリズムの高揚を刺激するのではないかという懸念もある。しかし実際、欧米企業、アジア企業による企業買収は歓迎されている。現地では、国内企業に対する買収と出資を企業の経営再建への協力、経済回復への促進要因とみなし、大きく期待している。したがって、日本企業は、経営権の取得も含む企業の買収を積極的に、堂々と仕掛けてよいと考えられる。

かつての円高の時期に、生産拠点の移転などを含む企業の対外投資、特にアジア投資に対して、政府は資金調達などの面でさまざまな支援措置を講じた。現在も、企業の将来の発展や、アジアでのネットワーク構築及びアジア企業への支援などを考慮すれば、アジアでの企業買収を資金、税制、規制緩和などの面で促進しなければならない。ちなみに、日本輸出入銀行は97年7月から99年3月

図表15 「新宮沢構想」の実施状況

(単位: 億ドル)

対象国別			拠出元別		
	件数	金額		件数	金額
韓国	5	83.5	輸銀	18	99.0
マレーシア	6	31.6	OECD	6	38.0
フィリピン	6	30.0	外為特別会計	1	50.0
タイ	6	28.5	貿易保険	2	10.6
インドネシア	4	24.0			
合 計	27	197.6	合 計	27	197.6

(注) 1999年5月末までに調印した案件。

(資料) 各種資料により筆者まとめ。

の間に、アジアへの資金支援は合計3.5兆円に達した。そのうち、現地の日系企業向けの支援は1.4兆円、全体の38.9%を占めた⁴⁹⁾。投資資金や運転資金に使われることがほとんどであるが、M&A用資金としても使うべきではないかと思う。

3. 政府の対アジア支援は企業の経営再建に活用すべき

通貨危機が発生した直後から「新宮沢構想」まで、日本政府はアジア諸国に対して、IMFの支援プログラムの参加、独自の資金支援など合計440億ドルの支援をコミットメントした⁵⁰⁾。支援先のアジア諸国に大いに歓迎された。98年10月に日本政府は新しい資金支援として、300億ドルにものぼる「アジア通貨危機支援に関する新構想」、すなわち「新宮沢構想」を打ち出した。ここでは、日本政府の対アジア支援のうち、最も重要な「新宮沢構想」の支援内容とその効果をまず確認しておきたい。「新宮沢構想」を評価することは本論文の目的ではないが、「新宮沢構想」の実施状況から、より効率的な支援方法、すなわちアジア企業の経営再建に直接支援できるかどうかを検討したい。

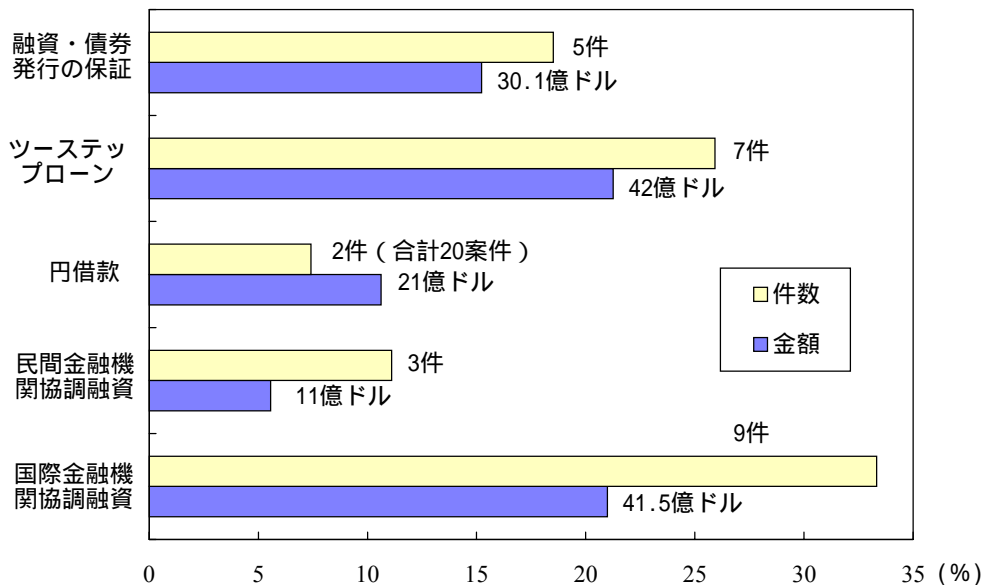
(1) 「新宮沢構想」の支援内容とその効果

「新宮沢構想」は、アジア5ヵ国の中長期的な資金需要と短期的な資金需要を満たすため、合計300億ドルにものぼる資金供与枠を設定し、輸銀とOECDなどを通じて支援計画を実施した。99年5月末現在、既に197.6億ドルを消化し、合計27案件について支援先と調印した(図表15)。

資金支援の主な内容をみると、4つの種類に分けられる。1つは、電力、交通、社会福祉、環境などの長期的な投資プロジェクトへの融資及び円借款であり、従来のODAの域を出ていないが、通貨危機により各国は長期投資への財源不足を補う効果がある。もう1つは、信用収縮の解消に手伝い、貿易金融や産業への融資を支援するための短期的流動性供与として、政府系金融機関に融資の原資を提供するツーステップローンである。3つ目は、国際資本市場からの資金調達に対する信用保証である。その対象は各国政府及び国有企業に限っている。4つ目は、経済・金融改革を支援する融資であるが、わずかの金額に止まっている。

また、支援案件の具体的な実施方法をみると、以下のような特徴がある。まず、件数の21%、金額の3分の1を占める案件は国際金融機関(世界銀行、ADBとIMF)との協調融資である(図表16)。

図表16 「新宮沢構想」融資案件の種類別シェア



(注) 件数と金額全体に占めるシェア、複数計算もある。全体国際金融機関協調融資は、世界銀行、ADB との協調融資、IMF との並行（パラレル）融資が含まれる。

(資料) 各種資料により作成。

すなわち、日本の独自の支援よりも、既存の国際的な支援プログラムに日本が参加した。第2に、件数の25.9%、金額の21.3%を占めるツーステップローンは、対象国の政府系金融機関を通じて、特定の産業を支援する融資である。そのうち、内外の民間金融機関との協調融資（同11.1%、5.6%）も含まれる。ツーステップローンは民間企業の資金不足の解消に大きな役割を果たせるが、実際の効果を援助側が把握し難い。第3に、融資や債券発行への保証は件数の18.5%、金額の15.2%を占めた。これは、いずれも政府と政府系企業を対象としている。

(2) 資金支援を効率的に

「新宮沢構想」による信用枠の供与は、アジア諸国の信用拡大に大きな役割を果たし、信用収縮に悩まされていた援助対象国に大いに歓迎されている。

実際、通貨危機から大きな打撃を受けたアジア諸国の資金需要は、主に3つの面に集中している。

1つ目は、信用収縮を打開するための短期的な資金需要である。2つ目は、長期的な発展に不可欠なインフラ整備、環境保護、社会保障の充実に必要な投資需要である。3つ目は、通貨危機による傷口を癒すための資金需要、すなわち金融機関の不良債権処理と企業の債務処理を行うことに必要な資金である。

アジア諸国の資金需要に照らしてみると、日本の対アジア支援、特に「新宮沢構想」の支援内容には、以下のような面で不足しているといえる。第1に、信用収縮を解消する短期的な資金需要とインフラ投資などの長期的な資金需要を相当の程度満たしたが、経済回復の最も重要な課題である不良債権の処理、企業の債務処理などの経営再建に直接支援できる融資が極めて少ない。第2に、資金支援の対象はほとんど政府自身、政府系企業に限っており、民間企業がまだ支援から直接恩恵を受けていない。資金調達への保証も政府を対象としている。マレーシア政府は「よその国の政府

の保証を受けなければ外債を発行できないというのはメンツにかかる」とし、日本政府による保証を断ってきた⁵¹⁾。ちなみに、実際に供与した支援枠の一部もさまざまな原因で利用されていない。例えば、タイへの資金支援のうち、中小企業融資と起債の保証の2分野における10億ドルの枠に関して、合計5.1億ドルの資金が宙に浮いているといわれた⁵²⁾。

「新宮沢構想」は3分の1強の枠がなお消化されていない。同構想はもともとアジアへの「資金還流」という性格もある。通貨危機後、日本の民間金融機関がアジアから巨額の資金を引き上げた。「新宮沢構想」は官の資金でその穴を埋める目的があるという指摘もある⁵³⁾。そのため、日本政府は対アジア資金支援を続けて行う必要がある。アジアへの公的資金支援を続けるなら、アジア諸国のニーズを考えて、より効率的に行わなければならないであろう。

経済回復の兆しが既にみえた現在、アジア諸国の資金需要の優先順位は次第に短期から長期へ、さらに不良債権処理と企業の経営再建のための資金調達に移ってきている。したがって、今後、日本は、アジア諸国が最も必要となる企業の経営再建を直接促進する分野への資金支援を増やすべきである。「新宮沢構想」にも、「民間企業債務等のリストラ策」に関する資金需要を支援の対象と決めていた。また、同構想の第2ステージは「不良債権の克服」を支援の重点として取り上げている。すなわち、「新宮沢構想」の既存の枠組みでも、アジア企業の経営再建を支援することができる。ただし、既に述べたが、企業の経営再建は基本的に自助努力と市場の自律調整に委ねなければならず、自国政府の政策介入でさえ補助的な手段に過ぎない。外国政府によるアジア企業の経営再建に対する支援は間接的、しかも対象国政府、あるいは民間経由で行うべきである。

日本の対アジア公的資金支援はどのようにアジ

ア企業の経営再建に利用させるのか、具体的な方法や分野よりも、考え方と大きな方向を提示しておきたい。

まず、アジア企業への支援は、直接ではなく、ツーステップあるいはスリーステップを経て、所在国政府、政府系金融機関及び内外の民間金融機関と民間企業を経由して間接的に行う。例えば、融資の枠、ファンド、専門会社の設立などが考えられる。すなわち、各国政府が実施する企業の経営再建の支援プラン及び民間企業の対アジア投資に、日本政府が資金的にバックアップすることである。

次に、アジア諸国の事情とニーズを考慮し、企業の増資、融資・債券発行の保証、不良債務の買い取り、引いては企業の株式の買い取りや一時保有などの方法も考えられる。

第3に、日本政府、アジア支援を担当する公的金融機関は、支援対象のリストラ計画、資金計画などの審査、資金の運用などを内外の民間金融機関、民間企業に委託する。すなわち、支援をビジネスとして行うべきである。

いずれにしても、日本はアジア経済の本格的な経済回復を支援するためには、アジア企業の経営再建を積極的に支援しなければならない。

【注】

- 1) 『日経金融新聞』99年3月18日、『日本経済新聞』99年3月29日。
- 2) 『月刊ニュースネットアジア』99年3月号 p.21。
- 3) 『月刊ニュースネットアジア』99年4月号 p.4。
- 4) 『日本経済新聞』99年5月17日。
- 5) 『月刊ニュースネットアジア』99年3月号 p.185、4月号 p.35。
- 6) CP グループの通貨危機後の動きに関しては、拙稿「アジア通貨危機で変容する華人ネットワーク」(『日中経協ジャーナル』99年3月号)を参照。

- 7) 『日刊ニュースネットアジア』 99年 6 月25日、 6 月29日号。
- 8) 『日刊ニュースネットアジア』 99年 7 月 1 日。
- 9) 『日本経済新聞』 99年 7 月 1 日。
- 10) 『日本経済新聞』 99年 4 月14日。
- 11) 『日刊ニュースネットアジア』 99年 6 月25日号。
- 12) 『日刊ニュースネットアジア』 99年 7 月26日号。
- 13) 『通商弘報』 99年 1 月22日、『月刊ニュースネットアジア』 99年 4 月号 p.34。
- 14) 『日刊ニュースネットアジア』 99年 6 月 7 日号。
- 15) 『日刊ニュースネットアジア』 99年 7 月 5 日号。
- 16) 『亜洲週刊』 99年 1 月11～17日号、3 月 8 ～14日号。
- 17) 『日本経済新聞』 99年 2 月 6 日。
- 18) 『信報』 99年 2 月23日。
- 19) Far Eastern Economic Review, January 28, 1999、『月刊ニュースネットアジア』 99年 4 月号 p.244。
- 20) 『日本経済新聞』 99年 2 月28日、 6 月 7 日。
- 21) 『日経産業新聞』 99年 4 月29日、『日刊ニュースネットアジア』 99年 6 月23日号。
- 22) 『日本経済新聞』 98年 9 月10日、11月21日、11月30 日、『月刊ニュースネットアジア』 99年 2 月号 p.151。
- 23) 『月刊ニュースネットアジア』 99年 5 月号 p.176。
- 24) 『月刊ニュースネットアジア』 99年 5 月号 p.167。
- 25) 『日刊ニュースネットアジア』 99年 7 月 6 日号。
- 26) 『日経金融新聞』 98年10月14日。
- 27) 『日経金融新聞』 99年 1 月 6 日、『日本経済新聞』 99年 3 月20日。
- 28) 『日本経済新聞』 98年11月30日、『日経産業新聞』 99 年 3 月12日、 3 月30日。
- 29) 『読売新聞』 99年 3 月12日、『日本経済新聞』 99年 3 月12日、『月刊ニュースネットアジア』 99年 4 月 号 p.122。
- 30) 『朝日新聞』 98年12月17日、『日本経済新聞』 98年 12月16日、『読売新聞』 98年12月14日。
- 31) Far Eastern Economic Review, May 13, 1999。
- 32) 『日刊ニュースネットアジア』 99年 2 月23日号。
- 33) 『日本工業新聞』 99年 1 月26日号。
- 34) Hong Kong Standard, July 6, 1999。
- 35) 『日経産業新聞』 99年 1 月12日。
- 36) アメリカの大手会計事務所のアーンスト&ヤング の調査によると、98年に米投資家はアジア向けの不 動産投資は過去最高の100億ドルに達し、全世界向 けの不動産投資の 3 分の 1 を占めた。アジア向け投 資のうち、日本は 6 割、他のアジア諸国は 4 割を占 めた(『日経産業新聞』 99年 1 月21日)。GE キャピ タルは、タイの金融再編機構(FRA)が競売にかけ た債権を212億バーツ(約5.3億ドル)で購入した(『日 刊ニュースネットアジア』 99年 3 月 3 日号、『月刊 ニュースネットアジア』 99年 5 月号 p.18)。
- 37) 『日刊工業新聞』 99年 3 月17日。
- 38) 『日本経済新聞』 99年 6 月10日。
- 39) 『月刊ニュースネットアジア』 99年 3 月号 p.21。
- 40) 『日本経済新聞』 99年 8 月17日。
- 41) 『月刊ニュースネットアジア』 99年 4 月号 p.152。
- 42) 『日本経済新聞』 99年 1 月23日、『月刊ニュースネ ットアジア』 99年 5 月号 p.15。
- 43) 『月刊ニュースネットアジア』 99年 5 月号 p.176。
- 44) 『月刊ニュースネットアジア』 99年 5 月号 p.167。
- 45) 『日本経済新聞』 99年 3 月 4 日。
- 46) 『日刊ニュースネットアジア』 99年 7 月 9 日号。
- 47) 『日本経済新聞』 99年7月1日、『日刊ニュースネッ トアジア』 99年 7 月 5 日号など。
- 48) 『月刊ニュースネットアジア』 99年 5 月号 p.36。
- 49) 時事通信配信、99年 7 月 8 日。
- 50) 「新宮沢構想の使命とアジア通貨基金」、『ファイ ナンス』 99年 5 月号。
- 51) 『日本経済新聞』 99年 5 月31日。
- 52) 『日本経済新聞』 99年 4 月22日。
- 53) 『日本経済新聞』 99年 5 月31日。