

タイ製造業における企業の資本構成

- エージェンシーコスト・アプローチの途上国への適用可能性 -

法政大学 三重野文晴

報告要旨

本稿は、タイの製造業企業に対する実証分析によって、企業の資本構成の要因に関するエージェンシーコスト・アプローチの途上国への適用可能性を検証し、同時にタイにおけるその構造の特徴を検討するものである。

途上国企業の資本構成の特徴としては、以下の3点を指摘することができる。第1に、資本市場の未発達性を背景に、企業の資本市場への参加程度が資本構成に重要な影響を与えらる。第2に、インフォーマル借入への依存が相対的に重要であると考えられる。第3に、企業所有者や関連企業からの借入といった「自己資本近似負債」も相対的に重要性を持っている。

本稿では、Jensen and Meckling 流の資本構成決定モデルを、途上国企業にとって重要と考えられる上のような特徴を取り込むかたちに拡張した。その上で、290社の財務データに、ビジネス・グループの種類（金融財閥系、製造業財閥系、外資系）についての情報を付加したデータセットを作成し、これらの要因が企業の資本構成に与える影響について実証的検討をおこなった。

分析の結果、確認することができた事実は以下の通りである。第1に、途上国企業の分析においてもエージェンシーコスト・アプローチによるモデルの回帰分析が整合的な結果となり、このような分析方法が一定の妥当性をもつことが確認できた。しかしながら、企業のインフォーマル借入への依存については、エージェンシーコスト・アプローチからは解釈が難しい事実が観察され、この点で、モデルの妥当性には限定性が残る結果となった。

第2に、タイにおいて企業の資本市場への参加が、均衡における銀行借入の比率をむしろ上昇させる傾向があることが観察された。これは、エージェンシー・コストの視点からは、企業の資本市場への上場が、同時に負債の中の銀行借入のエージェンシー・コストを引き下げる何らかの効果を持ったと解釈できる。企業の公開が、金融仲介機関に情報面での効果をもたらしたと見ることもできる。第3に、タイの「金融財閥」系企業は、むしろインフォーマル借入への依存が大きいことが確認された。

討論者：岸真清氏（中央大学）からのコメント

1. 推定に関して、リスクファクターとして利潤変動係数が用いられているが、インフレ

率等のマクロ要因を考慮する必要があるのではないか。

回答

本研究における分析はクロスセクション・データを用いたものであるため、マクロの要因は取り入れる必要性は低いと考えられる。今後、分析をパネルデータに拡張する場合に参考にしたい。

2．資本調達を、運転資本と固定資本に分けて分析する必要があるのではないか。

回答

この点は、決定的に重要であると考えられるが、入手できたマイクロデータのレベルで両者を峻別することは残念ながらできない。短期・長期の分離は可能であるのでこれを近似的指標とすることはできる。今後の検討課題としたい。ただ、本研究は、途上国の資金調達の問題が、長期・短期以前のレベルであるフォーマル・インフォーマルの違いの重要性に着目したものであり、長短問題は別個の研究課題となると考える。

3．ファイナンス・カンパニーの役割を考慮すべきではないか。特に、「金融財閥系」企業におけるファンナンス・カンパニーを通じた迂回融資は、非生産的な融資の資金経路として重要性をもつのではないか。

回答

同感です。本研究の財務データではファイナンス・カンパニーからの借入を把握することができないので、今後のより精密なデータベースの整理を待つことにならうと思われる。

4．大企業と中小企業との間の資金関係はどのように想定すべきか。

回答

今回は大企業を対象とした分析作業であり、回答できる断定的な材料があまりない。作業過程で感じた傾向としては、中小企業以下（総資産10億パーツ以下）の企業となると財閥への所属の識別がきわめて困難になる、ほとんどが非上場企業となる、企業間信用の重要性は大企業とくらべてむしろ低く、かわって経営者借入の比率が高くなる、といった点が挙げられる。いずれにせよ、中小企業金融の問題は非常に大きな課題であり、別個の検討課題であると考えられる。

フロアーからの質問

三宅武雄氏からの質問

1．王室および軍の企業活動における役割をどう考えるか。

回答

その比重の重要性は認識しているが、企業活動に関する限り一部企業における相対的な大株主に過ぎないように見受けられる。王室、軍が所有していると一般に考えられている銀行も最近では株式所有の分散が大きく進展している。

2．製造業における日本企業の地位について

回答

他の東南アジア諸国と比べても高い。それでも地場企業、米系企業を圧倒するものではない。