

東アジア諸国企業における資本構成の決定要因  
インドネシア、韓国、マレーシア、フィリピン、タイ5カ国の実証分析

永野 護（三菱総合研究所）

<報告要旨>

本研究ではインドネシア、韓国、マレーシア、フィリピン、タイ5カ国企業の負債と資本の比率が、どのような要因により定められているかについて法制度面、実証面の双方から検証を行った。破綻法制度体系と実証分析結果の双方を互いに照らし合わせれば次のような結論が導かれる。

第一に実証分析の結果から、これらの国々の金融機関にとって貸出担保価値のひとつの指標となる借り手の有形固定資産（対総資産比）は、資本と負債の選択に全く寄与していない。そしてこれはよく指摘されている、通貨危機直前の不動産価格の上昇が担保価値を高め、銀行貸出を増やしたという仮説が否定されることにつながる。このように債務者の信用リスクを補完するための担保融資制度の前提は、債権者が企業外債務不履行に陥り清算を余儀なくされた場合に、金融機関側の債権の損失を可能な限り最小化することである。しかし本稿でとりあげた五カ国のうち、たとえばインドネシア、タイ、マレーシアでは借り手が倒産してから担保処分まで数年かかる等の事情により、金融機関に無担保高金利融資を増加させたものと考えられる。

第二に、例えば会社更生手続関連法がないインドネシアにおいて破産宣告の事例がないということは貸し手も借り手も和議手続に依存するという状況であり、またタイでは1940年破産法以来、清算手続きのみを規定した法律のみが存在した時代が長く続いた。このような法制度のもとでは破産法制度は法的手続が時間とコストを要するものとして私的交渉へ解決の道を託す結果、規模が大きくて潰せない高い負債比率の企業が存続している結果になった可能性がある。また東アジア諸国の多くのビジネスグループでは事業の多角化の程度はともかく、上位数社とその他の企業とでは資本金規模、従業員規模、売上高規模あらゆる面で、大きな格差が生じている。したがって企業規模と負債について有意な関係が得られた韓国、マレーシア、フィリピンのうち、韓国では明らかに和議に依存する債権者と債務者の交渉が規模と負債の強い関係を育んだものと考えられる。マレーシア、フィリピンの2カ国の破産法制度は他の3ヶ国に比べれば実績は多いものの、金融自由化の過程で借り手が貸し手に比べて優位にあった状況も、上記の実証結果につながる要因となったものと考えられる。

第三に本稿ではインドネシア、マレーシアの2カ国において、実質為替レート変動が有意に企業の資本構成に影響を与えるという結果が検出されている。この通貨制度も法制度のひとつと解釈すれば、東アジア諸国企業のバランスシートは、破産法以外に固定連動的な法制度の影響を受けていたと解釈することができる。したがって金融システムの脆弱性というテーマを借り手である企業側から考察すると、短期資本の流入という観点以外に、様々な制度的要因の合成の誤謬であったと結論付けることができる。

< 討論者のコメント > 国宗浩三 (アジア経済研究所)

報告者の分析を総括すると次のようになる。第一に報告者はRajan and Zingales (1995)の分析の枠組みを踏襲し、東アジア諸国5ヶ国企業がどのような要因により彼らの資本構成が決定されているかを分析した。第二にこれらの国々の企業を取り巻く法制度、その他がいかなる状況にあるか、またこれが上記の企業の資本構成にいかなる影響を与えているかを考察している。この法制度の枠組みの分析の中では破産法制度と銀行法上限規制、中央銀行通達など様々な枠組みの法制度を捉え、企業の資金調達活動に与える影響を考察している。

実証分析の結果についてまずコメントすると、負債の規模効果等、Rajan and Zingales (1995)が行った先進国における分析と同様に、東アジアにおいても同様の傾向が存在することが検出されたことは興味深い。しかしながら一方で、先行研究と比べると有意な推計結果が少なく、この点は考慮の余地があるのではないかと思われる。例えば、DEレシオではRajan and Zingales (1995)は買掛金、売掛金を負債残高から差し引きするなど、様々な工夫がなされている。こうした施しにより、推計結果はより改善の方向へ向かうのではないかと思う。

第二に法制度の環境と実証分析結果との整合性がひまひとつであったように思われる。破産法のみならず資金調達にかかる法制度についても詳細述べられているので、これを何かしらの形でより実証分析へ反映させることができればより有用な研究となるのではないかと思う。

< フロアからの質問 > 首藤 恵 (中央大学)

報告者が行った実証分析の計測期間は金融危機を内包しており、この期間は明らかな構造変化が存在すると思われることから、計測期間について再考する必要があるのではないか。また仮説と検証すべきモデルとの関係が不明瞭である。仮説・検証モデルの解釈の対応関係も再考すべきである。

< 報告者の回答 >

本研究では Rajan and Zingales (1995)の実証結果に比べて指摘のとおり、有意な推計結果は少ない。本報告時まではこれは東アジア特有の財務データの変動が大きいことによるものと理解していたが、討論者が指摘されるように、データの改善の余地も残されていると思う。またフロアからの質問にもあるとおり、この再推計に際しては通貨危機の期間を取り除くことでパフォーマンスの改善も見られる可能性もある。法制度と資金調達に係る規制と推計モデルの対応を含めて今後の課題としたい。