

エージェンシー理論によるフィリピン企業の資本構造の検討： 企業属性を考慮した製造業企業の負債比率の推計

一橋大学 奥田 英信

一橋大学大学院 齋藤 純

< 報告要旨 >

アジア経済危機を契機として、ASEAN 諸国の企業金融に関して、負債依存度の高さや、金融機関と企業との癒着、財閥企業間での不明朗な資金配分といった問題点が指摘されるようになった。しかしながら、ASEAN 諸国の企業金融に関する計量経済分析は限定的であり、その実態は依然として不明なところが多い。フィリピンの企業金融についても、Saldana (2001)などの研究はあるものの、その内容はいずれも概説的な段階に止まっている。

本稿の目的は、エージェンシー理論の枠組みを用いて、フィリピン製造業企業の資本構造の決定要因を検証することである。分析期間はアジア危機を挟む 1991 年から 2000 年までの 10 年間とし、売上高上位 1000 社に含まれる製造業企業のマイクロ・データを利用して計量経済分析を行う。

本稿ではまず第 1 節で、エージェンシー理論の枠組みを利用して、フィリピン製造業企業の資本構造に関する仮説を設定する。第 2 節では、フィリピン製造業企業の負債比率の推計を行い、企業の資本構造に対して企業特性あるいは企業ガバナンス構造がどの様に影響を与えているのかについて、第 1 節で設定した仮説を検証する。第 3 節では、計量経済分析による推計結果についての議論を要約し、今後の研究課題に言及する。

本稿の実証分析の結果によれば、(1) 利益率の高い企業では負債依存度が低下する、(2) 企業規模が大きいと負債比率が増加する、といった傾向が観察された。また、企業ガバナンス構造に関しては、(3) 外資系企業では負債依存度が低い、(4) 財閥系企業でも負債依存度が低い、という特徴が確認された。更に、(5) 外資系企業・上場企業・財閥系企業が市場で増資を行うため高収益を市場へのシグナルとする必要があること、が示唆された。また、(6) 財閥系企業と外資系企業に対する貸出しは慎重であり、より多くの担保を必要とすること、(7) これらの企業では取引銀行との長期的関係によって情報の非対称性の問題が緩和されることも示唆された。

< 討論者からのコメント >

早稲田大学 蟻川靖浩

本論文は 1990 年代のフィリピンの製造業に関するマイクロデータを用いて、企業の資本構成の決定要因を Pecking-order theory をベースとしながら実証的に検討。上場してい

るか、財閥系か、外資系か、といった企業属性が資本構成にどんな影響を与えるのかをテストしている。

1. 推計では、企業の資金需要をコントロールしている変数がない。ペッキングオーダー仮説を実証する場合には、その企業がどれだけの資金需要があるのかが重要。設備投資額などが候補ではないか。内部留保残高の多い企業には、急成長している企業、低成長で投資機会の少ない、という2種類の企業が存在している。
2. そもそも、株主と経営者間の間にはエージェンシー問題が存在しないことを前提に議論が行われているが、その点は確認する必要はないのか。検証すべき仮説、結果の解釈すべてに影響。
3. 株主 = 経営者と債権者間でのエージェンシー問題の深刻さは企業間で異なるはず。仮説1は、「情報の非対称性の問題の深刻さ」が同じであるなら、との前提がないとそのままでは成立しない。この点は、推計でもあまりコントロールされていない。上場企業かどうか、外資系企業かどうか、がそれに対応するか？
4. 財閥系 = リスクの大きい事業を行う、とするが、これは財閥特有の個性と考えてよいのか。あるいは、財閥系企業は規模が大きい傾向があり、規模の効果がリスク負担能力を高めているのか。フィリピンにおいて財閥に属することが何を意味するのか明確にすべき。
5. 仮説4について、企業が上場することが情報の非対称性の緩和につながり負債の発行量が増えることと、上場の目的が大規模プロジェクトのための資金調達であることは両立可能なストーリーである。同じ仮説内で対立的に扱うのは問題がある。
6. 企業規模と外資系・財閥系企業ダミーの交差項が負であることについて、企業規模が大きいほど情報の非対称性の問題が小さく、外資系や財閥系のほうが容易に株式で資金調達できていると別解釈できるのではないか。
7. 通貨危機前と通貨危機後に分割した推計をおこなってるが、ここから何らかのインプリケーションは得られるのか。
8. 推計方法として、毎年のクロスセクション、平均値での推計、パネル推計の3通り使用しているが、結果について必ずしも一貫していない。ロバストな結果を用いて結果は解釈されるべきである。

< 討論者からのコメントに対するリプライ >

1. ご指摘のとおり、企業の資金需要をコントロールする必要があると考えられる。より短期間を対象にしたものであるが、総収入額の成長率が正の企業のみで分析を行った結果、基本的には本研究の結果と矛盾しなかった。投資機会・資金需要を考慮する際

に、設備投資額によるコントロールは是非検討したい。

2. 本研究での対象となっている企業サンプルは、非上場企業を含めた上位製造業企業であり、詳細な所有構造のデータは入手困難であるため、株主と経営者間の間にはエージェンシー問題が存在しないという前提はやや強い仮定であると考えられる。ただし、上場企業に限って観察すると、非金融企業の上位 1 株主・上位 20 株主の平均所有比率はそれぞれ 40.8%と 75.9%（1997 年）であり、一般的には経営と所有が未分離であると予想される。所有構造データを利用できる上場企業に限った分析が今後必要であると考えている。
3. 利用できるデータの制限から、情報の非対称性を直接コントロールする指標を作成することは困難である。結果的には、産業ダミー・各種企業属性ダミーに対応するものであると考えている。
4. 財閥系企業の総資産純利益率の推移を見てみると、非財閥系企業のそれと比較して変動が大きく、収益性の面で不安定であることから、本研究では財閥系企業がリスクの大きい事業を行っている判断している。ただし、1990 年代と観察期間が限られているものの、フィリピン企業にとっての財閥の意味に関する厳密な分析は必要であり、今後の課題としたいと考えている。
5. ご指摘のように、企業上場が負債に与える効果については、二者択一の問題ではなく、どちらの効果がより強まるかという問題であろう。仮説の設定も含めて再検討していきたい。
6. 企業属性による情報の非対称性の問題の深刻さによるコントロールが必要であると考えている。企業規模と外資系・財閥系企業ダミーの交差項の解釈についても、仮説の設定も含めてさらに検討したい。
7. 通貨危機前と通貨危機後に分割し、当初危機前後で構造的な変化が観察されることを期待して推計を行ったが、明確な変化は観察されなかった。通貨危機に対するフィリピン企業への影響が比較的軽微であったことを裏付けているかもしれない。
8. 複数の推計方法により、結果が必ずしも一貫していないことは問題であると認識している。通貨危機の影響・企業毎の固定効果を顧慮するためにも、パネル推計による厳密な分析が必要であると考えている。