

財閥系企業における過剰投資問題の検証 ーフィリピン上場企業の投資の負債感応度ー

一橋大学大学院 齋藤 純

1997年のアジア通貨危機以降、債権者のモニタリング機能にもとづく債務のガバナンス・メカニズムの弱さが、危機発生の原因や危機の深刻化に深く関わっているという指摘がなされてきた。企業の債務依存度が高かったことが、危機後に多くのデッド・オーバー・ハングを発生させ、アジア危機を深刻化させた要因の一つとされている。しかし、途上国特にアジア地域の企業の資金調達構造とコーポレート・ガバナンス、設備投資行動との関係についての分析は、必ずしも十分に行われているとは言えない。特に、企業情報の開示の程度が低く経営者と投資家間の情報の非対称性が大きいと予想される途上国企業は、資金調達を行う上で困難を抱えていると考えられ、有望な投資機会を持つ途上国企業が円滑な資金調達を行なう手段を保有もしくは、整備することが重要であると考えられる。

本稿は、フィリピン上場企業の企業データを利用して、財閥系銀行の財閥系企業に対する密接な関係が、負債による規律付けを働かせて過剰投資を抑制する可能性を示すことを目的としている。さらに、10大株主の所有比率と社歴をデータとして加え、所有比率が高く社歴が長いと予想される財閥系企業について、投資の負債感応度に表れる違いが何から生じているのかを明らかにしたい。本稿の実証分析によって得られた主な結果は、(1)財閥系企業のうち成熟企業で負債による規律付け効果が認められた。(2)大株主持株比率を用いた推計からは、負債による規律効果も借入制約も指摘することが出来なかった。(3)老舗企業は、負債による規律付けが働いていた。つまり、投資機会が少ない財閥系企業では、負債による規律が過剰投資を抑制しているとの結果が得られたが、集中的な所有構造から生じているというよりは、長期間経営を行っているなどの要因によるものと言える。