

アジア危機前後でのインドネシア上場企業の資金調達構造の変化： 金融改革は企業行動に影響を与えたか？

一橋大学 奥田 英信

一橋大学大学院 竹 康至

《報告要旨》

インドネシアにおいては、クローニー・キャピタリズムや、癒着による過剰借入構造が、金融危機の原因とされてきた。これらの問題に対応して、金融危機後、プルーデンシャル規制の改善や、コーポレート・ガバナンスの強化のための法的整備が行われてきているが、これらの政策効果について十分な研究はされてきていない。

本稿では、金融危機前 1994 年からの 4 年間と、金融危機後 2000 年からの 4 年間のインドネシア上場企業の財務データと企業属性データをもとに、最適資本構成の理論による法人税や事業リスクと、エージェンシー・コストによる影響をあらわす代理変数を用いて負債比率決定要因を回帰分析し、アジア危機前後の資金調達構造に変化が無いかを検討した。

また、エージェンシー・コストが先進国よりも大きいと考えられるインドネシア経済では、企業グループ内での役割や、華人系企業などの、企業所有者の出身民族グループなどの企業属性がエージェンシー・コストを緩和する効果が予想される。本稿は、これら企業属性の負債比率への影響をも検討した、最初の研究である。

本稿の推計結果によれば、危機前後による上場企業の資金調達行動は、概ね経済合理性によって説明できるものであり、従来指摘されてきた企業グループや特定の社会的・政治的背景を利用した過剰借入構造は確認できなかった。また、他の地域における先行研究と概ね傾向が一致しており、インドネシア企業の特殊性は観察できなかった。

しかしながら、経済危機によって担保力や知名度などの変数の説明力や係数に変化が見られたことから、金融危機によってエージェンシー・コストやその性質が変化したことが観察された。また、企業属性の影響も金融危機前後で変化しており、インドネシア企業特有の経済的慣習にも変化が現われている可能性が示唆された。

これらの推計結果は、アジア危機後にインドネシアの経済的環境が変化したことを示しており、また全般的に、より経済合理性を持つ行動を取るようになった傾向が得られていることから、アジア危機後の金融・企業改革が一定の成果を挙げつつあることを示唆している。