

東アジア企業のガバナンス構造とアジア危機

2014年7月25日

DBJ設備投資研究所
中国・アジア研究会

一橋大学大学院商学研究科
花崎正晴



家族支配型企业 (family-controlled firms) とは。

東アジアにおける家族支配型企业と企業グループ

(単位: 百万ドル %)

企業名	グループ名	国および地域	時価総額	売上高	税引後利益	ROE
SAMSUNG ELECTRONICS	Samsung	韓国	44,188	33,592	5,847	29.0
TAIWAN SEMICONDUCTOR MFG.	TSMC	台湾	28,713	4,639	623	7.6
SK TELECOM	SK	韓国	13,343	7,159	1,253	27.3
UNITED MICROELECTRONICS	United Microelectronics	台湾	9,722	1,943	204	3.3
CATHAY FINANCIAL HOLDINGS	Cathay	香港	9,696	NA	377	13.1
HON HAI PRECISION INDUSTRIES	Hon Hai	台湾	6,903	7,061	487	24.3
FUBON FINANCIAL HOLDING	Fubon	台湾	6,475	NA	271	6.8
NAN YA PLASTIC	Formosa	台湾	6,465	2,987	398	10.0
HYUNDAI MOTOR	Hyundai Motor	韓国	5,992	21,838	1,197	13.8
FORMOSA PLASTICS	Formosa	台湾	5,946	1,894	285	10.2
LG ELECTRONICS	LG	韓国	4,971	11,530	231	12.3
QUANTA COMPUTER	Quanta	台湾	4,931	4,135	313	22.5
ASUSTEK COMPUTER	Asustek	台湾	4,666	2,435	289	15.1
FORMOSA CHEMICALS&FIBRE	Formosa	台湾	4,494	2,511	316	11.2
CHINATRUST FINANCIAL HOLDINGS	China Trust	台湾	3,869	NA	190	8.3
MAXIS COMMUNICATIONS	T.Ananda Krishnan	マレーシア	3,709	992	250	31.2
ADVANCED INFO SERVICE	Shinnawatra	タイ	3,551	1,949	274	22.4

(単位:百万ドル、%)

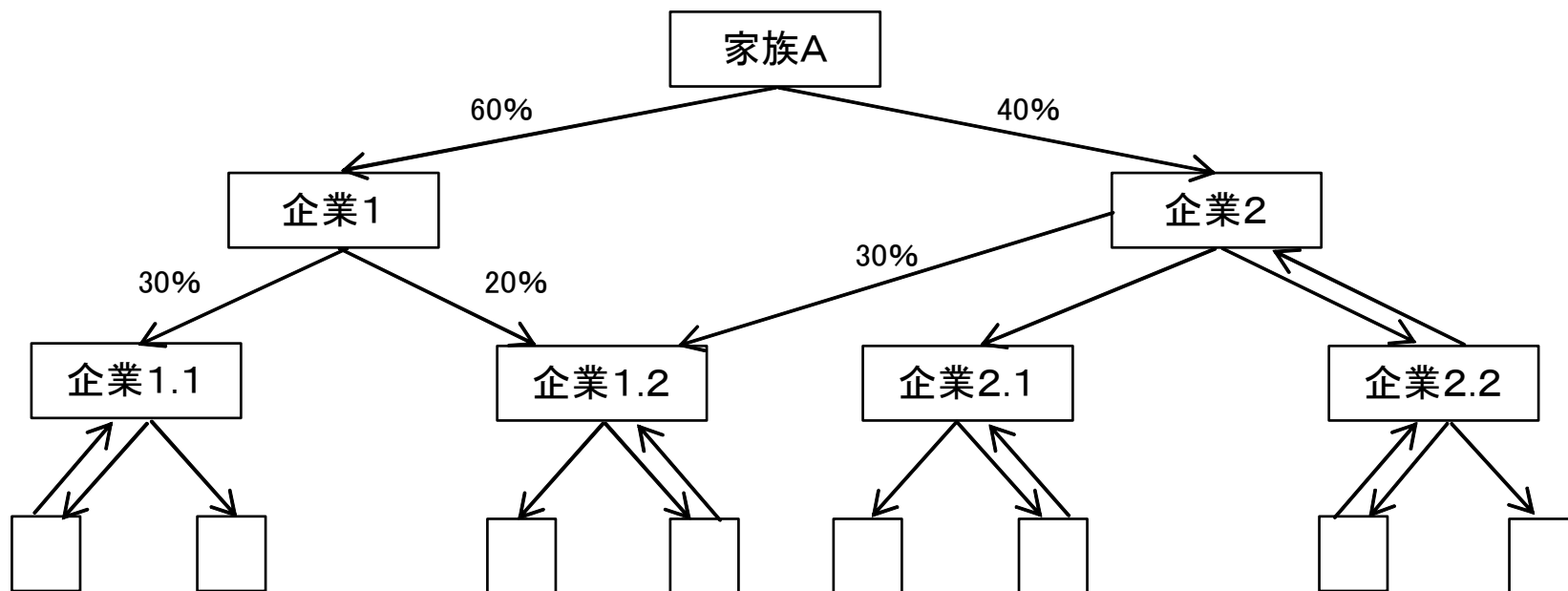
企業名	グループ名	国および地域	時価総額	売上高	税引後利益	ROE
TAIWAN CELLULAR	Pacific Electric Wire&Cable	台湾	3,231	1,328	430	23.3
PUBLIC BANK	The Hiong Piow	マレーシア	3,127	NA	203	11.3
SAMSUNG SDI	Samsung	韓国	3,036	3,797	486	18.3
COMPAL ELECTRONICS	Kinpo	台湾	2,922	3,356	228	16.9
SAMSUNG FIRE&MARINE INSURANCE	Samsung	韓国	2,756	3,393	228	15.7
KIA MOTORS	Hyundai Motor	韓国	2,722	11,655	532	15.7
SIAM COMMERCIAL BANK	Crown Property Bureau	タイ	2,652	NA	-299	NEG
LG CHEM	LG	韓国	2,451	4,505	286	24.4
RESORTS WORLD	Lim Gog Tong	マレーシア	2,528	732	169	16.8
SHINSEGAE	Shinsegae	韓国	2,517	5,169	204	17.8
AU OPTRONICS	Benq	台湾	2,504	2,176	174	7.7
GENTING	Lim Goh Tong	マレーシア	2,484	930	200	11.8
GUDANG GARAM	Gudang Garam	インドネシア	2,315	2,520	251	20.2
SAMSUNG ELECTRO-MECHANICS	Samsung	韓国	2,259	2,724	173	11.2
CHINA MOTOR(CMC)	Yulon	台湾	2,243	1,578	168	16.2
ACER	Acer	台湾	2,127	1,214	248	7.8
WINBOND ELECTRONICS	Walsin	台湾	2,117	925	-121	NEG
YULON MOTOR	Yulon	台湾	2,114	1,019	157	13.3
NANYA TECHNOLOGY	Formosa	台湾	2,090	857	67	NEG
HM SAMPOERNA	Sampoerna	インドネシア	2,085	1,821	201	31.6
BANGKOK BANK	Sophonpanich	タイ	2,003	NA	150	11.3
BENQ	Benq	台湾	1,981	2,687	213	17.9
HYUNDAI MOBIS	Hyundai Motor	韓国	1,967	3,428	334	29.1
LITE-ON TECHNOLOGY	liteon	台湾	1,942	1,420	148	12.5
KASIKORNBANK	Lamsam	タイ	1,902	NA	160	19.1

注)時価総額は2003年5月末時点、収益指標は2002年時点。

NA:データなし NEG:リターンがマイナス

出所) *Business Week's* The Top 200 Emerging-Market Companies(2003年7月14日号)ほか

図4.1 家族支配型企业グループの基本構造



ピラミッド型の所有構造 (pyramid ownership structure)
グループ企業間での株式の相互持合 (cross-shareholdings)

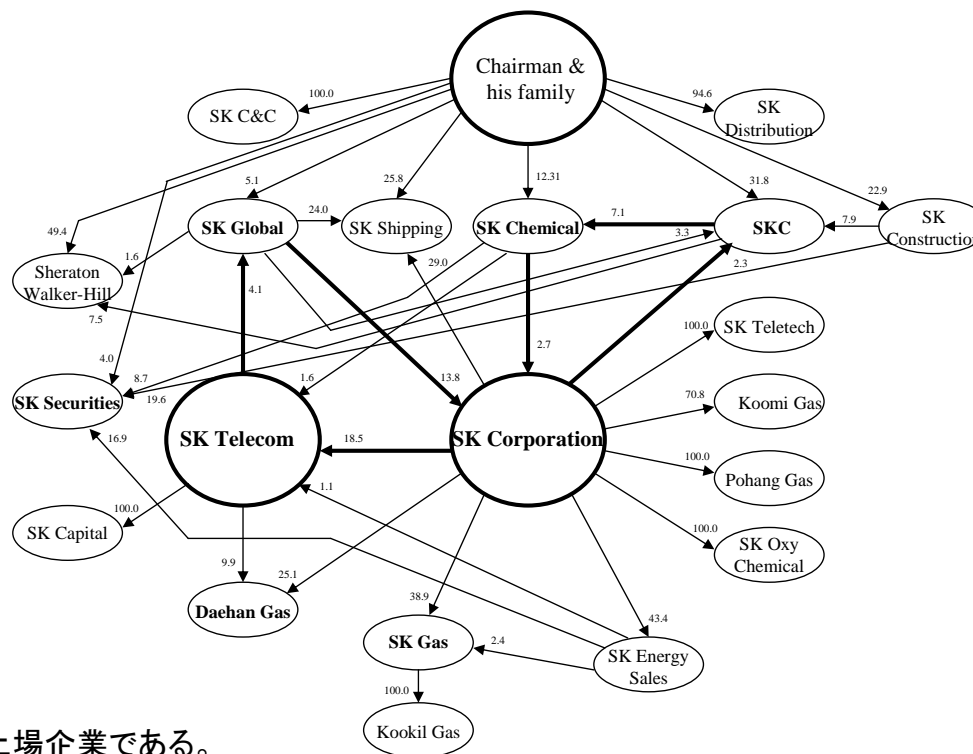
企業の表面的あるいは直接的な所有構造 (immediate ownership structure)



企業の究極的な所有構造 (ultimate ownership structure)

韓国財閥(chebol)企業の具体例

SKグループの所有構造



注) 1997年時点

太枠で囲われた企業は、上場企業である。

出所) Chang(2001)

韓国5大財閥の内部者による株式所有状況(1997年12月末時点)

(単位:10億ウォン,%)

	株式価値	一族	財団	系列企業	自己所有	計	経営者	従業員
Hyundai	11,843	13.8 (19.9)	0.6	28.5	2.2	45.1	0.1	3.4
Samsung	14,539	3.6 (4.8)	0.6	23.4	2.3	29.9	1.3	3.8
Daewoo	10,278	2.6 (3.5)	2.5	25.2	1.4	31.7	0.3	0.6
LG	9,903	4.1 (6.0)	0.3	31.1	0.3	35.7	0.0	1.6
SK	5,466	4.6 (6.1)	0.2	23.3	1.6	29.7	0.3	2.8
計	52,029	5.9 (8.2)	0.9	26.4	1.6	34.8	0.5	2.5

注)一族の欄の数字は、直接所有分。ただし、括弧内は間接保有を含めた究極的な所有分。

出所)Kim(2001)

東アジア企業のガバナンス構造

所有構造の国際比較

La Porta, Lopez-de-Silanes and Shleifer (1999)

企業の究極的な所有構造を、丹念な作業を通じて体系的に明らかにした最初の研究。

企業支配構造の国際比較

(単位: %)

	分散所有	家族支配	国営	分散所有の 金融機関	分散所有の 非金融法人	その他
北南米						
アルゼンチン	0	65	15	5	15	0
カナダ	60	25	0	0	15	0
メキシコ	0	100	0	0	0	0
アメリカ	80	20	0	0	0	0
ヨーロッパ						
オーストリア	5	15	70	0	0	10
ベルギー	5	50	5	30	0	10
デンマーク	40	35	15	0	0	10
フィンランド	35	10	35	5	5	10
フランス	60	20	15	5	0	0
ドイツ	50	10	25	15	0	0
ギリシャ	10	50	30	10	0	0
アイルランド	65	10	0	0	10	15
イタリア	20	15	40	5	10	10
オランダ	30	20	5	0	10	35
ノルウェイ	25	25	35	5	0	10
ポルトガル	10	45	25	15	0	5
スペイン	35	15	30	10	10	0
スウェーデン	25	45	10	15	0	5
スイス	60	30	0	5	0	5
イギリス	100	0	0	0	0	0
オセアニア						
オーストラリア	65	5	5	0	25	0
ニュージーランド	30	25	25	0	20	0
アジア						
香港	10	70	5	5	0	10
イスラエル	5	50	40	0	5	0
日本	90	5	5	0	0	0
シンガポール	15	30	45	5	5	0
韓国	55	20	15	0	5	5
計	36	30	18	5	5	5

注) 1995年末時点で各国における上場企業のうち時価総額の上位20社をサンプルとして抽出し、直接および間接保有の議決権が20%を上回る支配株主(あるいは究極的な所有者)が誰であるかによって分類したもの。

出所) La Porta, Lopez-de-Silanes and Shleifer (1999)

東アジア企業の所有構造

Claessens, Djankov and Lang (2000)
 東アジアの企業を対象に、La Porta, Lopez-de-Silanes and Shleifer (1999)と同様な手法で所有構造を詳細に分析したもの。

東アジアにおける企業支配構造 (単位:%)						
	企業数	分散所有	家族支配	国営	分散所有の 金融機関	分散所有の 非金融法人
10% cutoff						
香港	330	0.6	64.7	3.7	7.1	23.9
インドネシア	178	0.6	68.6	10.2	3.8	16.8
日本	1,240	42.0	13.1	1.1	38.5	5.3
韓国	345	14.3	67.9	5.1	3.5	9.2
マレーシア	238	1.0	57.5	18.2	12.1	11.2
フィリピン	120	1.7	42.1	3.6	16.8	35.9
シンガポール	221	1.4	52.0	23.6	10.8	12.2
台湾	141	2.9	65.6	3.0	10.4	18.1
タイ	167	2.2	56.5	7.5	12.8	21.1
20% cutoff						
香港	330	7.0	66.7	1.4	5.2	19.8
インドネシア	178	5.1	71.5	8.2	2.0	13.2
日本	1,240	79.8	9.7	0.8	6.5	3.2
韓国	345	43.2	48.4	1.6	0.7	6.1
マレーシア	238	10.3	67.2	13.4	2.3	6.7
フィリピン	120	19.2	44.6	2.1	7.5	26.7
シンガポール	221	5.4	55.4	23.5	4.1	11.5
台湾	141	26.2	48.2	2.8	5.3	17.4
タイ	167	6.6	61.6	8.0	8.6	15.3

注) 各国および地域の企業の1996年(または、その近傍)時点での所有構造をもとに、それぞれの支配構造を明らかにし、5形態に分類したもの。
 10%(20%) cutoffとは、支配構造を特定化する際のvoting rights(議決権)の最低水準が、10%(または20%)であることを意味する。
 出所) Claessens, Djankov, and Lang (2000)

家族支配とエージェンシー問題

日本やアメリカの大企業で主にみられるように、企業の株式が分散所有されている場合：プリンシパルである株主や債権者とエージェントである企業経営者との間の利害対立の問題

東アジアの家族支配型企業の場合には、究極的な所有者である家族は多くの企業によって構成される企業グループ全体の実質的な支配権を確保。また、家族支配型企業では、その家族の誰かが経営陣に送り込まれていることも稀ではない。



株主と経営者とは一体同然の関係にあり、エージェンシー問題は生じない。むしろこの場合のエージェンシー問題の本質は、支配権を持った大株主とそのほかの株主や債権者といった外部投資家 (outside investors) との関係へとシフト。

つまり、支配株主の支配力が高まれば高まるほど、外部投資家が本来稼得すべき利得が支配株主によって搾取 (expropriation) される可能性が高まる。

その具体的なメカニズムとしては、

- ある家族が企業グループを実質的に支配している場合には、グループに属するそれぞれの企業の経営状態を勘案しつつ、ある企業には不利益となるが別の企業には利益が出るようにグループ内の企業間の取引を作為的に設定するかもしれない。
- 家族支配型企业では、しばしば最高経営者(top manager)が、その家族から送り込まれている。そのような経営者がperks という形で、自分自身の利得(private benefits)を高めるために行動するかもしれない。

voting rights とcash-flow rights

実質的な支配権を表す voting rights (議決権)
と キャッシュフローベースの所有権を意味する cash-flow rights
(収益受け取り権)とが乖離

図4.1の具体例で示すと、

家族A、企業1および企業1.1の関係

家族Aは企業1.1 に対して30%のvoting rightsを有する一方で、
cash-flow rightsは18% (すなわち、 $60\% \times 30\%$)となる。

家族Aと企業1.2 (企業1と企業2が重複して株主)との関係

家族Aが企業1.2 に対して有するvoting rightsとcash-flow rights
は、それぞれの連鎖を合算したもの。つまり、voting rightsは
50% (すなわち、 $20\% + 30\%$)、またcash-flow rightsは24% (すな
わち、 $12\% + 12\%$)。

Cash-flow rights と Voting rights

(単位:%)

	企業数	平均値	標準偏差	中央値
Cash-flow rights (A)				
香港	330	24.30	11.43	18.67
インドネシア	178	26.61	12.54	24.00
日本	1,117	6.90	8.51	4.00
韓国	211	13.96	9.36	10.10
マレーシア	238	23.89	11.68	19.68
フィリピン	99	21.34	11.52	19.22
シンガポール	211	20.19	10.82	20.00
台湾	92	15.98	8.76	14.42
タイ	135	32.84	13.51	30.00
Voting rights (B)				
香港	330	28.08	11.73	19.64
インドネシア	178	33.68	11.93	30.19
日本	1,117	10.33	7.98	9.71
韓国	211	17.78	10.74	20.00
マレーシア	238	28.32	11.42	29.72
フィリピン	99	24.36	11.58	21.00
シンガポール	211	27.52	11.12	29.35
台湾	92	18.96	8.57	21.28
タイ	135	35.25	13.36	39.52
A/B比率				
香港	330	0.882	0.214	1.000
インドネシア	178	0.784	0.241	0.858
日本	1,117	0.602	0.376	0.600
韓国	211	0.858	0.229	1.000
マレーシア	238	0.853	0.215	1.000
フィリピン	99	0.908	0.201	1.000
シンガポール	211	0.794	0.211	0.800
台湾	92	0.832	0.198	0.975
タイ	135	0.941	0.164	1.000

出所) Claessens, Djankov, and Lang (2000)

voting rights とcash-flow rightsが乖離している企業では、支配株主による外部投資家の搾取が生じやすくなると考えられる。なぜならば、両者が乖離している企業に対する支配株主の支配権は相対的に強固である一方で、当該企業が損失を発生させた際に支配株主が蒙る金銭的な損失は、相対的に低度にとどまるから。

東アジアと西欧の比較

東アジアと西欧の企業支配構造の比較

	20% cutoff			10% cutoff	
	西欧	東アジア	全世界	西欧	東アジア
A: 支配構造 (%)					
分散所有	39.01	43.60	36.48	15.60	20.28
家族支配	43.13	37.86	30.00	55.90	45.05
国営	3.30	4.58	18.33	3.49	6.26
分散所有の金融機関	10.12	4.94	5.00	19.64	17.80
分散所有の非金融法人	2.38	9.02	5.00	1.46	10.61
その他	2.06	0.00	5.19	3.91	0.00
B: 家族支配体制を強固にする要素 (%)					
最高経営者の派遣	68.12	57.10	68.59	66.04	54.55
他の有力株主なし	54.69	67.80	75.48	54.91	62.26
C: 支配形成 (%)					
企業グループ	46.30	48.48	n.a.	49.24	63.93
うち、ピラミッド型支配	15.33	39.60	25.75	18.41	45.68
株式持合	6.01	10.12	3.15	6.27	11.02
うち、相互支配	0.90	n.a.	n.a.	0.69	n.a.
D: cash-flow rights と voting rights (%)					
cash-flow rights (a)	34.60	15.70			
voting rights (b)	37.75	19.77			
a/b 比率	0.877	0.746			

出所) Faccio, Lang and Young (2001)

アジア危機とコーポレート・ガバナンス

World Bank(1993)によれば、
東アジア地域は、長期に渡って奇跡的ともいえる
経済発展を成し遂げてきており、将来的にも
確固たる発展が持続。

1997年7月のタイ・バーツの危機を発端として、
通貨危機が東アジア諸国に蔓延。

マクロ経済学的あるいは国際金融論的アプローチ 経済のファンダメンタルズの悪化、対外債務の累増、投 機資金の役割

コーポレート・ガバナンスに基づくアプローチ weak corporate governance

- 外部投資家保護という制度的側面に焦点を当てるもの。
- 家族支配という企業の所有構造の特色に着目するもの。

投資家保護の意義



投資家は、一般に株主や債権者の立場で企業に資金を拠出する際には、法律や規則の強制力(enforcement)に裏付けられた権利や権限を獲得。このうち株主の権利としては、企業収益に見合った配当を受け取る権利や株主総会への出席、株主総会での議案の提出、取締役の選出、取締役の経営責任を追及するための訴訟(株主代表訴訟)、株式の売買などの判断を下すための情報の取得などがある。また、債権者は、債務者に対して債務の履行を請求することができるが、債務者が任意に債務を履行しないときには、裁判所に訴えて強制的に履行させることができる。とりわけ、債権者の権利が法規によって保護されているか否かという点で重要性が高いのは、主に企業破綻や企業再生の手続きに関係したものだ。すなわち、担保付き債権者が担保権の実行によって資金回収が可能か、抵当権における優先権が保護されているか、債権者が新たな経営者を任命することができるか、など。

法規の強制力の問題は、法規の中味の問題と同等に重要。そのような強制力は、本来的には裁判制度によって保障されるべきものであるが、裁判所による判決が、何年もの長期を要したり、政治的圧力にさらされるなどの弊害があるケースあり。

外部投資家にとっては、強制力を伴った権利の存在は、適正な収益を確保するうえで必要不可欠。なぜならば、それらが欠如していると、内部者としての支配株主や経営者は、債権者への返済や一般の株主への利益配分を積極的に実施しようとはせず、搾取が深刻化。

東アジア企業のガバナンスに関する先行研究

La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer and Vishny (1998)

一般的に大陸法(civil laws)は、英米法(common laws)に比べて投資家に対して与えている法的な権利が脆弱である。投資家保護の程度を比較すると、英米法に基づく国々(英、米、タイ、マレーシアなど)は、相対的に株主に対しても債権者に対しても最も強い保護を与え、逆にフランスcivil lawに基づく国々(仏、インドネシア、フィリピンなど)では保護が最も弱く、ドイツcivil lawに基づく国々(独、日本、韓国など)とスカンジナビアcivil lawに基づく国々(北欧諸国)は両者の中間に位置する。一方、法律や規則の強制力の面では、スカンジナビアcivil lawとドイツcivil lawの国々で最も強く、英米法の国々がそれに続き、フランスcivil lawの国々で再び最も脆弱である。

投資家保護の実証分析



Johnson, Boone, Breach and Friedman (2000)

仮説: 支配株主や経営者などの内部者は、経済の先行きが明るい限りにおいては外部投資家を厚遇し、外部資金調達を継続しようと努める。しかしながら、経済環境がひとたび悪化しはじめると、内部者は外部投資家を搾取しようとする。その場合、投資家保護が脆弱な国々では、外部者は内部者による搾取に対抗することができず搾取が広がることによって、投資家保護が脆弱な国々の株式価値や通貨価値は、そうでない国々に比べてより大幅に下落する。

実証: 1997年から98年にかけてのアジア危機の時期を対象に、25の新興市場国(emerging markets)の外国為替相場と株式市場の動向を分析。その結果、投資家保護に関連するコーポレート・ガバナンス変数が、危機発生時における各国の通貨価値や株価の下落の程度を有効に説明し、それらの説明力は、対外収支、財政赤字、累積債務などのマクロ変数の説明力に比べても、全般的に高い。

La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer and Vishny (2000a)

仮説：全般的な投資家保護の有効性は、企業の配当状況に表れる。すなわち、企業活動を通じて生み出される利得は、本来はすべての投資家に出資割合に応じて帰属すべきものであるが、内部者がその利得を外部株主から搾取しようとする可能性がある。そして、投資家保護制度が有効に機能していれば、その利得は適正な配当を通じて無事に外部株主にも配分されるものの、投資家保護が不十分であれば、内部者によってその利得は搾取され、結果として配当は低率にとどまる。

実証：33か国に渡る4千社の企業データに基づく分析。投資家保護の面で優れているとみられる英米法に基づく国々では、日独仏などの大陸法に基づく国々に比べて、企業の配当が総じて高いという彼らの仮説と整合的な結果。

情報開示と所有構造の効果

Mitton (2002): 東アジア5か国(インドネシア、韓国、マレーシア、フィリピンおよびタイ)の情報開示の質などの要素を企業別に捉えて、1997年7月から98年8月までのアジア危機の期間における企業パフォーマンスとの関係を分析。

情報開示の質を示す具体的尺度

- 企業がアメリカ預託証券(American depository receipt: ADR)を発行しているか否か。NYSE やNasdaq に上場することを目的にADRを発行する企業は、アメリカの一般会計原則(generally accepted accounting principles: US GAAP)や証券法にしたがうとともに、証券取引委員会(SEC)への登録や報告を施さなければならない。

- 企業が6大国際会計事務所のいずれかの監査を受けているか否か。これらの監査法人は、東アジアの現地の監査法人に比べて、監査の質や業務の独立性の面で優れており、それらの監査を受けている企業は、粉飾決算が有効に除去され、経営の透明性が確保されている？

Mitton (2002)によれば、このような情報開示の質を表す変数は、企業パフォーマンスと密接に関連。すなわち、ADRを発行している企業と6大監査法人の監査を受けている企業のアジア危機の最中における株式収益率は、そうでない企業に比べて10.8%および8.1%、それぞれ高め。

所有構造に着目した実証研究

Lemmon and Lins (2003)

企業の所有構造のなかでも次の二つの要素に着目。

- voting rightsとcash-flow rightsとの乖離。
- 経営陣が実質的に企業の支配権を有しているか否か。

彼らは、東アジアの8地域を対象に、1997年7月1日から1998年8月1日までの危機発生直後の期間に、それらの要素が企業の株式収益率にいかなる効果を及ぼしたのかを分析。

800社をサンプルとする計測によると、voting rightsとcash-flow rightsとが乖離している企業では、そうでない企業に比べて株式収益率が12%ポイントも低く、とりわけ経営者が企業の支配権を有している企業では株式収益率の悪化幅は20%ポイントに拡大することが明らかになっている。それらの背景としては、アジア危機によって企業の投資環境が悪化し、経営者を送り込んでいた支配株主が零細株主を搾取しようとするインセンティブが高まったこと、voting rightsとcash-flow rightsとが乖離している場合には、内部者が外部者を搾取するインセンティブが一層高まり、搾取がなされやすい状況であった。

東アジアのガバナンスと設備投資

問題意識

アジア的な企業システムおよびガバナンスに対する関心の高まり(1997年のアジア危機)



企業システムと企業パフォーマンスとの関係に関する各種実証分析

ただし、具体的なメカニズムの解明が不十分



設備投資関数に基づく分析

家族支配型企業の成長促進効果

- 日本の財閥に関する見方
森川(1980)、橘川(1996)、岡崎(1997, 1999)、
寺西(2003)
- World Bank (1993)
- Friedman, Johnson and Mitton (2003)
propping と tunneling

企業系列の投資促進効果

- Hoshi, Kashyap and Scharfstein (1990, 1991)

設備投資関数に基づく実証分析

データ: Worldscope の企業データおよび

Claessens, Djankov and Lang (2000)の企業の所有
構造に関するデータ

対象国: インドネシア、韓国、マレーシア、フィリピンお
よびタイ

計測期間: 1994～2000

基本モデル

$$I = F(\text{ROA}, R, \text{CASH}, \text{DEBT}, K)$$

ただし、I: 設備投資

ROA: 資本収益率

R: 資金コスト

CASH: キャッシュフロー

DEBT: 負債比率

K: 資本ストック

計測モデル

$$\text{モデル I : } I_{it} / K_{it-1} = a_i + b * (ROA_{it-1} - R_{it-1}) \\ + c * (CASH_{it} / K_{it-1}) + d * DEBT_{it-1}$$

$$\text{モデル II : } \ln(I)_{it} = a_i + b * (ROA_{it-1} - R_{it-1}) \\ + c * \ln(CASH)_{it} + d * DEBT_{it-1} + e * \ln(K)_{it-1}$$

I: 有形固定資産取得額

ROA: 営業利益／有形固定資産

R: 支払利息／有利子負債残高

CASH: 社内留保利益＋減価償却費

DEBT: 負債／総資産

K: 有形固定資産

これらの変数に加えて、産業ダミーおよび国ダミー等。

表4 設備投資関数の推計結果

モデル I (被説明変数: I_{it} / K_{it-1})

	I - A	I - B	I - C	I - D
$ROA_{it-1} - R_{it-1}$	0.103***	0.090***	0.108***	0.093***
$CASH_{it} / K_{it-1}$	0.062***	0.068***	0.065***	0.071***
$DEBT_{it-1}$	-0.097***	-0.110***	-0.097***	-0.108***
インドネシア・ダミー		2.927*		3.286**
マレーシア・ダミー		-3.920***		-3.553**
フィリピン・ダミー		-4.872**		-4.750**
タイ・ダミー		-3.676**		-3.315**
総資産			0.468**	0.414**
決定係数	0.0928	0.1053	0.0965	0.1084
データ数	2303	2303	2179	2179

モデルⅡ（被説明変数： $\ln(I)_{it}$ ）

	Ⅱ - A	Ⅱ - B
$ROA_{it-1} - R_{it-1}$	0.007***	0.008***
$\ln(CASH)_{it}$	0.252***	0.258***
$DEBT_{it-1}$	-0.018***	-0.017***
$\ln(K)_{it-1}$	0.822***	0.772***
インドネシア・ダミー		-0.343***
マレーシア・ダミー		-0.435*
フィリピン・ダミー		-0.543**
タイ・ダミー		-0.523***
決定係数	0.9004	0.9010
データ数	1959	1959

注 1) 説明変数のうち、産業ダミーの推定結果は省略している。

2) ***, **, *は、それぞれ1%、5%、10%の有意水準を示す。

表5 家族支配型と独立型との比較

(単位: %)

	期間	家族支配型		独立型		t検定
		平均値	標準偏差	平均値	標準偏差	
I/K	1994～1996	24.13	29.17	20.84	19.19	**
	1997～2000	12.72	19.63	11.87	17.88	
	全期間	16.80	24.11	15.08	18.85	**
ROA	1994～1996	21.19	25.99	25.83	31.72	**
	1997～2000	13.26	27.16	14.98	36.36	
	全期間	15.79	27.04	18.52	35.27	**
R	1994～1996	3.05	7.85	1.97	5.32	**
	1997～2000	2.51	17.34	1.20	16.14	
	全期間	2.70	14.74	1.47	13.40	**
CASH/K	1994～1996	39.89	67.16	48.25	84.28	
	1997～2000	16.35	70.72	24.96	74.42	**
	全期間	24.98	70.34	33.53	78.95	***
DEBT	1994～1996	32.67	20.75	29.36	20.25	**
	1997～2000	42.32	29.69	38.73	30.04	**
	全期間	38.91	27.26	35.37	27.31	***

注) ***、**、* は、家族支配型と独立型の平均値がそれぞれ1%、5%、10%の有意水準で異なることを示す

表6 家族支配型と独立型の投資関数

1. 家族支配型企业

モデル I (被説明変数: I_{it} / K_{it-1})

	I - A	I - B	I - C	I - D
$ROA_{it-1} - R_{it-1}$	0.118***	0.099***	0.120***	0.098***
$CASH_{it} / K_{it-1}$	0.086***	0.092***	0.082***	0.088***
$DEBT_{it-1}$	-0.076***	-0.094***	-0.080***	-0.093***
インドネシア・ダミー		4.499**		5.485***
マレーシア・ダミー		-3.867**		-2.784
フィリピン・ダミー		-4.794		-3.824
タイ・ダミー		-3.574		-2.582
総資産			1.321***	1.314***
決定係数	0.1050	0.1187	0.1044	0.1179
データ数	1642	1642	1576	1576

2. 独立型企业

モデル I (被説明変数: I_{it} / K_{it-1})

	I - A	I - B	I - C	I - D
$ROA_{it-1} - R_{it-1}$	0.080***	0.077***	0.091***	0.091***
$CASH_{it} / K_{it-1}$	0.009	0.013	0.016	0.018
$DEBT_{it-1}$	-0.154***	-0.152***	-0.169***	-0.168***
インドネシア・ダミー		-2.204		-3.355
マレーシア・ダミー		-5.919***		-6.079***
フィリピン・ダミー		-5.572**		-5.530**
タイ・ダミー		-5.889***		-6.064***
総資産			0.234	0.140
決定係数	0.2274	0.2486	0.2581	0.2785
データ数	661	661	603	603

1. 家族支配型企业

モデルⅡ（被説明変数： $\ln(I)_{it}$ ）

	Ⅱ－A	Ⅱ－B
$ROA_{it-1} - R_{it-1}$	0.007***	0.008***
$\ln(CASH)_{it}$	0.301***	0.302***
$DEBT_{it-1}$	-0.016***	-0.015***
$\ln(K)_{it-1}$	0.766***	0.710***
インドネシア・ダミー		-0.273*
マレーシア・ダミー		-0.530*
フィリピン・ダミー		-0.524*
タイ・ダミー		-0.556**
決定係数	0.8984	0.8984
データ数	1376	1376

2. 独立型企业

モデルⅡ（被説明変数： $\ln(I)_{it}$ ）

	Ⅱ－A	Ⅱ－B
$ROA_{it-1} - R_{it-1}$	0.008***	0.009***
$\ln(CASH)_{it}$	0.111**	0.119**
$DEBT_{it-1}$	-0.023***	-0.022***
$\ln(K)_{it-1}$	0.979***	0.939***
インドネシア・ダミー		-0.425*
マレーシア・ダミー		-0.243
フィリピン・ダミー		-0.465
タイ・ダミー		-0.664**
決定係数	0.9221	0.9245
データ数	583	583

注 1) 説明変数のうち、産業ダミーの推定結果は省略している。

2) ***、**、*は、それぞれ1%、5%、10%の有意水準を示す。

表7 収益性の高い企業と低い企業との比較

1. 高収益企業

モデル I (被説明変数: I_{it} / K_{it-1})

	全企業	家族支配型	独立型
$ROA_{it-1} - R_{it-1}$	0.126***	0.171***	0.069**
$CASH_{it} / K_{it-1}$	0.049***	0.071***	0.011
$DEBT_{it-1}$	-0.104***	-0.050	-0.226***
インドネシア・ダミー	-5.690	-9.181*	-2.453
マレーシア・ダミー	-4.049	-2.821	-14.394**
フィリピン・ダミー	-6.895	-8.922	-9.994
タイ・ダミー	-14.429***	-18.430***	-17.031***
総資産	0.222	0.263	3.752
決定係数	0.1527	0.1653	0.3834
データ数	607	425	182

2. 低収益企業

モデル I (被説明変数: I_{it} / K_{it-1})

	全企業	家族支配型	独立型
$ROA_{it-1} - R_{it-1}$	0.055*	0.050	0.102***
$CASH_{it} / K_{it-1}$	0.146***	0.164***	0.071**
$DEBT_{it-1}$	-0.103***	-0.094**	-0.187***
インドネシア・ダミー	6.578**	10.692***	-0.494
マレーシア・ダミー	-2.737	-1.521	-5.086
フィリピン・ダミー	-4.224	-1.575	-8.080*
タイ・ダミー	-3.163	-1.551	-5.662
総資産	0.167	0.556	0.020
決定係数	0.2255	0.2594	0.3276
データ数	721	515	206

1. 高収益企業

モデルⅡ (被説明変数: $\ln(I)_{it}$)

	全企業	家族支配型	独立型
$ROA_{it-1} - R_{it-1}$	0.009***	0.008***	0.012***
$\ln(\text{CASH})_{it}$	0.158***	0.218***	0.050
DEBT_{it-1}	-0.013***	-0.010***	-0.018***
$\ln(K)_{it-1}$	0.701***	0.659***	1.052***
インドネシア・ダミー	-0.545**	-0.418	-1.133
マレーシア・ダミー	-1.059**	-0.734	-0.709
フィリピン・ダミー	-1.359***	-1.112**	-0.893
タイ・ダミー	-1.712***	-1.564***	-1.182
決定係数	0.8765	0.8908	0.9036
データ数	548	382	166

2. 低収益企業

モデルⅡ (被説明変数: $\ln(I)_{it}$)

	全企業	家族支配型	独立型
$ROA_{it-1} - R_{it-1}$	0.007***	0.007**	0.010**
$\ln(\text{CASH})_{it}$	0.268***	0.248***	0.198*
DEBT_{it-1}	-0.020***	-0.017***	-0.030***
$\ln(K)_{it-1}$	0.745***	0.628***	0.871***
インドネシア・ダミー	0.059	0.271	0.227
マレーシア・ダミー	-0.348	-1.037*	0.013
フィリピン・ダミー	-0.483	-0.517	-0.073
タイ・ダミー	-0.565	-1.134**	0.065
決定係数	0.9158	0.9147	0.9380
データ数	610	413	197

注 1) 説明変数のうち、産業ダミーの推定結果は省略している。

2) ***, **, *は、それぞれ1%、5%、10%の有意水準を示す。

表8 アジア危機前後の比較

1. アジア危機以前(1994~1996)

モデル I (被説明変数: I_{it} / K_{it-1})

	全企業	家族支配型	独立型
$ROA_{it-1} - R_{it-1}$	-0.063	-0.061	0.004
$CASH_{it} / K_{it-1}$	0.364***	0.398***	0.145*
$DEBT_{it-1}$	-0.007	0.027	-0.189**
インドネシア・ダミー	0.507	3.914	-8.246*
マレーシア・ダミー	-2.093	0.503	-11.819**
フィリピン・ダミー	-12.561**	-13.882	-14.033**
タイ・ダミー	-3.755	-1.911	-9.827**
総資産	1.171**	1.774**	1.670**
決定係数	0.2326	0.2490	0.4922
データ数	710	512	198

2. アジア危機以降(1997~2000)

モデル I (被説明変数: I_{it} / K_{it-1})

	全企業	家族支配型	独立型
$ROA_{it-1} - R_{it-1}$	0.071***	0.075***	0.063***
$CASH_{it} / K_{it-1}$	0.031***	0.044***	-0.007
$DEBT_{it-1}$	-0.078***	-0.076***	-0.107***
インドネシア・ダミー	2.615	3.862*	-0.863
マレーシア・ダミー	-2.860*	-3.151	-2.908
フィリピン・ダミー	-0.806	-0.729	-1.906
タイ・ダミー	-4.746***	-4.999**	-4.587**
総資産	0.164	0.683	0.083
決定係数	0.1042	0.1052	0.2744
データ数	1469	1064	405

1. アジア危機以前(1994~1996)

モデルⅡ(被説明変数: $\ln(I)_{it}$)

	全企業	家族支配型	独立型
$ROA_{it-1} - R_{it-1}$	0.003**	0.001	0.005
$\ln(CASH)_{it}$	0.511***	0.632***	0.186**
$DEBT_{it-1}$	-0.001	0.003	-0.016***
$\ln(K)_{it-1}$	0.576***	0.405***	1.000***
インドネシア・ダミー	-0.387***	-0.341**	-0.693**
マレーシア・ダミー	0.271	0.126	0.214
フィリピン・ダミー	-0.437	-0.782**	0.105
タイ・ダミー	-0.063	-0.201	-0.147
決定係数	0.9367	0.9398	0.9559
データ数	730	513	217

2. アジア危機以降(1997~2000)

モデルⅡ(被説明変数: $\ln(I)_{it}$)

	全企業	家族支配型	独立型
$ROA_{it-1} - R_{it-1}$	0.007***	0.007***	0.008***
$\ln(CASH)_{it}$	0.147***	0.175***	0.052
$DEBT_{it-1}$	-0.016***	-0.016***	-0.016***
$\ln(K)_{it-1}$	0.918***	0.880***	0.989***
インドネシア・ダミー	-0.395**	-0.315	-0.435
マレーシア・ダミー	-0.056	-0.155	-0.048
フィリピン・ダミー	-0.001	0.019	-0.309
タイ・ダミー	-0.449*	-0.507	-0.733*
決定係数	0.9064	0.9022	0.9279
データ数	1229	863	366

注 1) 説明変数のうち、産業ダミーの推定結果は省略している。

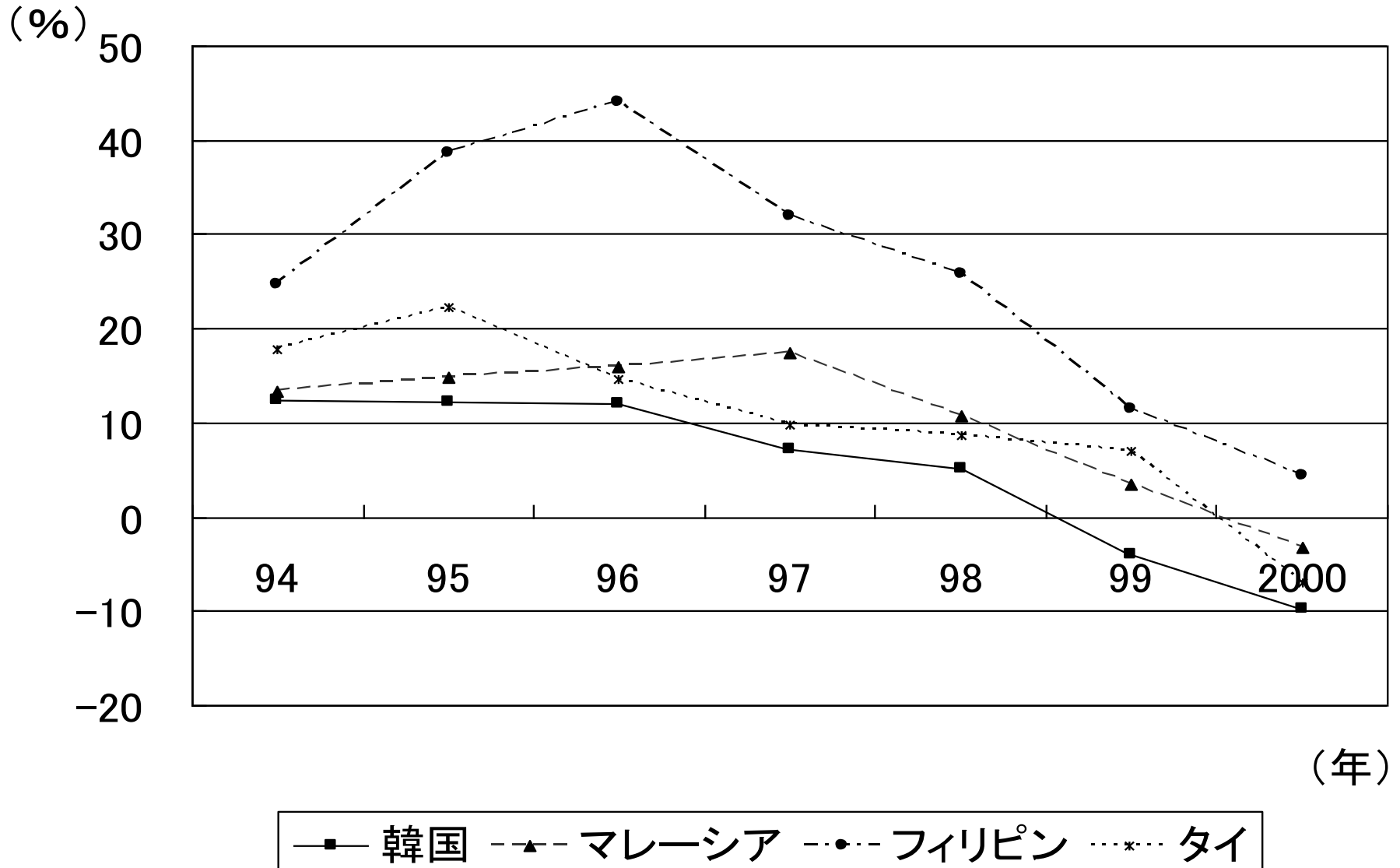
2) ***, **, *は、それぞれ1%、5%、10%の有意水準を示す。

表9 設備投資対キャッシュフロー比率の推移

(単位:倍)

		94	95	96	97	98	99	2000	危機前	危機後	全期間
インドネシア	平均値	0.16	0.88	1.23	0.75	-0.82	0.33	0.54	0.83	0.27	0.44
	最小値	-64.36	-0.06	-0.58	-13.64	-101.99	-6.40	-18.16	-64.36	-101.99	-101.99
	最大値	4.53	4.70	11.76	20.63	15.91	15.55	34.27	11.76	34.27	34.27
	中央値	0.56	0.52	0.81	0.23	-0.01	0.13	0.03	0.63	0.07	0.23
	標準偏差	7.20	0.98	1.49	4.04	9.34	1.48	3.79	3.81	5.12	4.75
韓国	平均値	0.71	1.14	-2.02	12.20	1.26	0.69	0.62	-0.33	2.36	1.76
	最小値	-21.05	-54.66	-874.65	-32.43	-15.91	-19.63	-98.32	-874.65	-98.32	-874.65
	最大値	6.49	16.77	54.51	2613.84	64.31	36.99	68.07	54.51	2613.84	2613.84
	中央値	0.84	1.26	1.44	1.00	0.29	0.33	0.41	1.21	0.38	0.52
	標準偏差	3.30	4.89	58.50	166.74	6.16	2.45	5.47	38.84	62.23	57.80
マレーシア	平均値	0.61	1.63	1.27	1.01	0.04	0.66	0.73	1.23	0.62	0.82
	最小値	-80.50	-19.48	-162.91	-15.87	-448.67	-23.56	-27.65	-162.91	-448.67	-448.67
	最大値	57.68	91.90	140.13	37.98	79.46	58.22	234.49	140.13	234.49	234.49
	中央値	0.50	0.55	0.61	0.49	0.20	0.15	0.19	0.55	0.23	0.33
	標準偏差	7.32	7.11	13.04	3.44	23.51	3.82	9.94	10.03	12.60	11.83
フィリピン	平均値	0.28	0.54	-1.08	0.49	0.26	-0.10	0.15	-0.20	0.19	0.06
	最小値	-1.95	-1.11	-147.03	-54.06	-9.84	-11.47	-20.81	-147.03	-54.06	-147.03
	最大値	3.34	6.34	12.18	24.55	14.43	1.72	11.37	12.18	24.55	24.55
	中央値	0.20	0.31	0.34	0.45	0.16	0.11	0.03	0.28	0.14	0.20
	標準偏差	0.69	0.88	15.54	6.61	2.16	1.55	2.20	10.08	3.50	6.42
タイ	平均値	0.81	-0.11	0.18	-0.87	1.03	-0.70	0.33	0.27	-0.01	0.09
	最小値	-10.97	-150.07	-64.48	-260.33	-9.98	-147.57	-7.82	-150.07	-260.33	-260.33
	最大値	5.86	10.53	19.24	55.22	150.01	6.00	54.18	19.24	150.01	150.01
	中央値	0.51	0.50	0.45	0.21	0.05	0.06	0.11	0.49	0.09	0.19
	標準偏差	1.49	11.48	5.78	19.19	10.86	10.54	3.12	7.52	11.57	10.28

図2 純収益率(ROA-R)の推移



計測結果のまとめ



1. 東アジアの設備投資行動は、収益性、キャッシュフローおよび信用リスクなどの諸要素によって、経済理論と整合的に説明されうる。
2. 家族支配型企业は、独立型企业に比べて設備投資の内部資金制約が厳しい。
3. 潜在的な投資機会が多い高収益企業は、低収益企業に比べて内部資金制約が緩く純収益率への感応度が高いことから、debt-overhang 仮説は妥当しない。

4. アジア危機前後で比較すると、家族支配型企業が独立型企业に比べて厳しい内部資金制約に直面しているという特徴が、一層鮮明になる。もっとも、内部資金制約そのものは、危機以降に比べて危機以前の期間の方が、むしろ深刻であった。

家族支配型企業の評価

東アジアの家族支配型企業グループ内で、各傘下企業がグループ内金融などを通じて弱体企業を支え、あるいはリスクをシェアするなどのメカニズムが有効に働いているとは言い難く、逆に外部資金調達が量的あるいは質的な面で必ずしも容易ではなく、結果として設備投資がキャッシュフローにかなりの程度制約を受けている。