

2014年7月25日中国・アジア研究会要旨

設備投資研究所

日時：2014年7月25日（金）15:00～17:00

講師：一橋大学大学院商学研究科 花崎正晴教授

演題：東アジア企業のガバナンス構造とアジア危機

家族支配型企业では、直接的な株主ではなく、究極的な所有構造を見極めることが重要となる。その特徴は所有者である家族が、企業グループ全体を実質的に支配していることである。また、実質的な支配権を表す議決権(voting rights)とキャッシュフローベースの所有権を意味する収益受け取り権(cash-flow rights)が乖離する場合があります、内部者としての支配家族による外部投資家への搾取が生じやすくなると考えられる。

先行研究ではこういった家族支配型企業のガバナンスが1997年のアジア危機の際に企業パフォーマンスの悪化を招いたという仮説を設定し、各種の実証分析が行われた。しかし、企業所有構造と企業パフォーマンスとの相互関係のメカニズムは十分に解明されないままである。本研究は、家族支配型企業のガバナンスについて、東アジアの家族支配型企業を対象にした、設備投資関数に基づく実証分析である。分析の結果は次のようになる。

まず、東アジアの設備投資行動は、収益性、キャッシュフロー及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ということが明らかになった。

また、家族支配型企业と家族支配から独立している企業の設備投資行動を比較すると、家族支配型企業のほうは設備投資の内部資金制約が厳しいことが分かった。

さらに、高収益企業は、低収益企業に比べ、内部資金制約が緩く、純収益への感応度が高いことから、debt-overhang 仮説は妥当しないと解釈できる。

最後に、アジア危機前後で比較すると、家族支配型企业が独立型企业に比べ、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。内部資金制約そのものは危機以前の期間のほうが、むしろ深刻であることが明らかになった。

これらの結果からみると、東アジアの家族支配型企业グループ内で、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機能しているとは言い難く、加えて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と評価できる。

以上