

パート3：企業の資本構成と企業統治 第7章
新興国企業における所有構造と生産性 タイ、韓
国企業の実証分析

著者	永野 護
権利	Copyrights 日本貿易振興機構（ジェトロ）アジア 経済研究所 / Institute of Developing Economies, Japan External Trade Organization (IDE-JETRO) http://www.ide.go.jp
シリーズタイトル	研究双書
シリーズ番号	519
雑誌名	アジア諸国金融改革の論点：「強固な」金融システム を目指して
ページ	211-242
発行年	2001
出版者	日本貿易振興会アジア経済研究所
URL	http://hdl.handle.net/2344/00012295

第7章

新興国企業における所有構造と生産性

——タイ、韓国企業の実証分析——

はじめに

1997年に発生したアジア通貨危機は、伝播のメカニズムを通じて東アジア諸国を深刻な経済危機へと導いた。こうした金融危機は1990年代を通じて頻発する類のものであり、アジア通貨危機以外では1994年のメキシコ通貨危機、1998年のロシア金融危機があげられる。クロスボーダーでの資本移動の規模が年々膨張するなかで、アジア、中南米などの新興国と呼ばれる国々では資本取引規制の自由化、固定連動型通貨制度の導入国が次第に増加したが、この帰結として金融政策の自由度を失うというトリレンマの問題に直面した。最近、このトリレンマ問題の解決策として指摘されるのが、国内金融セクターの強化であり、先進国を含めたいずれの国においても内外資本取引、国内金融セクターのモニタリングを管理フロート制へ通貨制度を移行する過程において強化しつつある。

この国内金融システムの不安定性に如何に対処するか、また国内金融セクターのサーベイランスの強化をどのように進めてゆくべきかは未だ議論が多岐にわたるところではある。他方、視点をとくに新興諸国のみに限定した場合、新興諸国のほぼすべての国内金融システムは間接金融優位型のシステムをもつということが出来る。したがって金融危機を1990年代に経験したこれ

らの新興国で金融システムが不安定化したということは、それはとりも直さず、銀行部門の脆弱性を意味する。この論理からいえば、通貨金融危機のトリレンマ問題を考慮する際、国内金融部門の強化をまず第1に考えるということは、銀行部門の健全性を確保することにほかならない。

それでは銀行部門の強化とは、単にセーフティー・ネットの構築やサーベイランス機能の強化を意味するだけで十分なのであろうか。1990年代に銀行危機を経験した先進国には米国、スカンジナビア諸国、日本などがあげられるが、新興国が銀行部門の破綻処理やセーフティー・ネットを構築するに際しては、これらの国々の経験が参考とされたといわれている。しかしながら、上記の先進諸国においても分析が十分でなかったのは、貸出市場における需要側、すなわち借り手の健全性がいかにして損なわれていたか、またいかに育むかということである。したがって、今後の新興国にとって、国内金融システムの強化を達成するうえで重要であるのは、貸し手側の健全性を重視することと同時に、いかに借り手を健全ならしめるかというコーポレート・ガバナンスの問題であるといえよう。

本章はこれまで新興国において軽視されがちであった、借り手側の問題をコーポレート・ガバナンスと企業の生産性との関係からタイと韓国の2カ国について言及するものである。コーポレート・ガバナンスに関する従来の研究は、いうまでもなく代表的な先進国である米国、日本などに焦点があてられつづけてきたが、これらの先進国の文献に比べて新興国を扱った研究は非常に少ないのが現状である。むしろ新興国や途上国の経済発展という観点からは、直接投資と国内企業の各種指標という観点にこれまでは主眼がおかれていたように思われる。

米国においてコーポレート・ガバナンスの問題に焦点があてられる契機となった論文はBerle and Means [1933] であるが、ここでは企業の所有集中度と企業の業績パフォーマンスの関係について言及し、それ以降その仮説を検証するべくさまざまな実証研究が進められてきた。Jensen and Meckling [1976] では、こうしたBerle and Means [1933] のアプローチから、経営者

的所有者と企業価値の問題に踏み込み、経営者的所有者の所有の集中度が高まるほど、従来であればプリンシパルとエージェントとの間に発生したはずである利益相反の問題が、収斂するか否かを検証している。このJensen and Meckling [1976] を契機として、Morck et al. [1988] やMcConnell and Servaes [1990], Palia and Lichtenberg [1999] などではこの問題について、それぞれ企業価値を最大化するのにピークとなる経営者の株式保有比率はどの程度の範囲に存在するかなどの分析を行っている。とくにMcConnell and Servaes [1990] では企業の内部所有者に加えて機関投資家の所有集中度と企業価値との関係について、1976年度について1173社、1986年度につき1093社の2時点での検証を行っている。Morck et al. [1988], McConnell and Servaes [1990] 双方において指摘されるように、こうした経営者の所有集中度とトービンのQとの間には、2次的ないしは他の非線形的な関係があるかどうか、論文のなかで検証されている。Hermalin and Weisbach [1991] やHubbard and Palia [1995], Denis and Kenis [1994] ではこうした非線形関係をトービンのQと経営者所有集中度がもつことを前提として、所有者と経営者の利益が収斂する、発散する臨界点の算定を行っている。上記した論文のほかには、Leland and Pyle [1977] が経営者的所有者が所有の議決権を行使しながら、将来の収益に関する見通しのシグナルを資本市場へ送っているか否かについての議論や、Stulz [1988] のように経営者の所有者と株式の買い手の間のゲームとして、テイクオーバーのプロセスや所有構造と所有のインセンティブについて言及する研究もある。

上記したように先進国、とくに米国企業に関する分析は枚挙に暇がないが、これが新興国を対象としたものとなると、その蓄積は心もとない。Chibber and Majumdar [1999] では、企業の外国人所有比率がインドにおける企業の業績パフォーマンスに及ぼす影響を研究している。彼らの論文の主旨は、1991年度に実施された対内証券投資規制の緩和がもたらした影響に分析の視点をおき、1991年時点と1991年以降の201企業の財務データを収集し、それに基づく実証分析を行っている。そして、企業の業績パフォーマンスを売上

高利益率と総資産高利益率として、外国人所有比率が高ければ高いほど企業パフォーマンスも改善するという結論を導出している。

Gibson [1999] では、新興国における企業の経営者交代の頻度と業績パフォーマンスとの関係に着目し、それをもとにコーポレート・ガバナンスが発展途上国において機能するのかどうかについての検証を行っている。中南米諸国から東アジア諸国にかけての1200企業の財務データを使用して、経営者の交代頻度と業績パフォーマンスの関連性を実証した。結論は、業績パフォーマンスを売上高利益率などの収益性を代表する指標を用いて測定してみると、経営者交代頻度と強い関連性があるが、業績パフォーマンスと株価関連収益指標との関係を測定してみると、この関係は弱いということとされている。

アジア諸国企業のコーポレート・ガバナンスに関する研究は、新興国のなかでもさらに数少ないが、Pedro et al. [1998] はタイ企業における企業の所有集中度、収益性、財務レバレッジの関係を分析している。結果は、1992年のクロスセクションデータに基づく分析では、所有集中度と収益性の間に強い関連性があったものの、1996年にはその関係が弱くなっている。また1992年と1996年の両年に財務レバレッジと所有集中度との間に強い関連性がみられるという結論となっている。

本章では、これまで先進国において用いられてきたコーポレート・ガバナンスの手法を踏襲して、アジア域内の韓国、タイに適用する。分析の手法は具体的には、まず最初に全要素生産性 (Total Factor Productivity: TFP) を企業の生産性の測定基準として考え、コブ・ダグラス型生産関数を推計する。この生産関数を推計する過程において、労働と資本という生産要素以外のファクターである、所有構造の違いが、企業の生産性に対して影響を与えているか否かを検証する。ここでは企業の所有構造として、全体的な集中度、経営者、機関投資家、外国人投資家、その他一般事業会社の5種類の相違を考慮することとする。

第1節 韓国，タイのコーポレートガバナンスをめぐる問題

1. 韓国

本章で取り上げる両国は、国内非金融部門がともに通貨危機の影響を深刻に受け、その債務再編が進められてきた国である。韓国においては多くの文献で述べられているように、1997年末より急速な資本流出に見舞われるなかで、その影響は国内金融部門のみならず、企業部門にまで達した。資本流出による外貨準備の急減というマクロ経済上の問題から、商業銀行、総合金融会社の経営破綻、再編へと続いたなかで、企業部門がいまなお深刻な状況に直面している背景には、高負債比率に代表されるコーポレート・ファイナンス上の特異性がある。

韓国では5大財閥と呼ばれる現代、三星、LG（旧ラッキー金星）、大宇、SK（旧鮮京）が1980年代以降、急速に傘下企業の事業規模の拡大ならびに経営の多角化を進めてきた。これらの財閥企業以外の企業の間においても規模の拡大、多角化の波は波及し、企業部門において旺盛な資金需要が長期間、持続的に発生していた。こうした企業部門における資金需要の大半は1980年代には、商業銀行などからの借入によって賄われていたが、1990年代に入り金融自由化が急速に進んだ結果、国内企業の資金調達手段は大幅に多様化した。例えば、1990年代に入るまで韓国国内に6社しか存在しなかった総合金融会社は、通貨危機直前の1996年末時点で30社を超えるまでに増大し、国内企業のファイナンス活動に寄与した。これらの総合金融会社の一部は財閥企業を大株主にもつものであり、かつ金融自由化の流れを受けて、総合金融会社には幅広い金融業務が認められていた。このことから、株主である借り手にとっては、総合金融会社の存在は容易な資金調達手段であると同時に、債権者（総合金融会社）からの規律も商業銀行融資や株式発行に比べて機能しなかったため、結果として借り手の歪な財務構造をもたらすこととなった。

また金融自由化が1990年代に進められるなかで、韓国国内企業の資本構成に歪みをもたらした要因として、このほか、商業銀行の過剰融資、投資信託による調達が増えられる。上に述べたように総合金融会社の私金庫化が歪んだファイナンス構造をもたらした点には疑いはないが、各借り手企業の負債のなかではわずかを占めるにすぎない。高い負債比率をもつ韓国企業の負債の多くは商業銀行からの借入であり、財閥上位企業でさえ株式公開に消極的であったことも、企業の負債選択に大きな影響を及ぼした。

また5大財閥が傘下にもつ投資信託会社は、通貨危機以降、総合金融会社に代わり内部資金調達としての機能を果たすこととなった。通貨危機直後の高金利政策から低金利政策へと移行していた韓国では、現代グループが販売した「バイコリア・ファンド」に代表される投資信託は、1998年末から1999年にかけて爆発的な人気を博した。しかしこれらの投資信託会社の株主にとって、投資信託会社の株式を保有することの利益とは、親会社の業績の源泉となるファイナンスが好転することであり、投資信託会社の業績ではない。こうした構造が1999年の大宇グループの破綻へとつながり、通貨危機以降も韓国企業のファイナンスにいかに規律と秩序をもたらすか、今日においても大きな課題となっている。

韓国の最近の企業部門の改革は、銀行部門のそれと比べれば緩やかではあるが、「ビッグディール」、「ワークアウト」による不採算部門の整理・統合、債務再編が着実に進められている。韓国における企業システムの改革は、高い負債比率をいかに国際標準的な水準へ収斂させてゆくかが課題となっているが、このビッグディールは財閥企業に特定効率事業分野への特化を促し、まず政府主導による健全な企業経営の環境整備を意図している。また「ワークアウト」も政府主導により国内企業の債務再編を促すものであり、金融監督委員会が対象企業を選定したうえで、再編計画を推進するものである。また企業再編調整委員会が、企業債務再編の過程で、債権者と債務者との間で合意がみられない場合の調整についての任に当たっている。

韓国における企業債務再編の最近の動きでは、大宇以外の財閥企業上位4

社、すなわち、現代、三星、LG、SKが資本構成改善計画（Capital Structure Improvement Plan: CSIP）の1999年基準を満たし、順調な回復を示している。また2000年6月には金融監督委員会が32企業のワークアウト・プログラムからの卒業を表明し、これらの企業への貸出債権分類を格上げするよう勧告した。しかし一方で、財閥企業グループの私金庫問題が現代グループにまで波及するという状況も発生している。2000年4月に発生した事態は、現代投資信託証券の経営先行きに関する不安が市場で広まり、5月に現代のロールオーバーされるはずであった短期証券が債権者によって拒絶され、短期資金繰りが困難化したことである。結果的にこの流動性不足分はメインバンクの一行である韓国外換銀行によって供給されることとなったが、これにより政府は現代に対し、さらなる経営改善を迫り、また現代重工業、現代自動車など、これまでグループ内で他企業の財務支援を強いられてきた好業績企業を切り離すこととなった。6月以降、政府の勧告を受けて現代では急速に負債比率の引き下げが進められているが、問題となっているのは、負債の規模はさほど減少しているわけではなく、拡大した資本の内容が問われていることである。こうした例に代表されるように、韓国企業の債務再編が政府主導で進められる一方で、コーポレート・ガバナンスの欠如あるいは改善の遅れが、韓国企業の債務再編の効果を相殺する結果となっている。

2. タイ

金融システム再編が進み、企業債務再編とコーポレート・ガバナンスに焦点が当てられる韓国に比べ、タイは現時点では企業部門よりも貸し手である銀行部門に焦点が当てられているのが実状である。しかし、改革が遅れてはいるものの、特定のファミリーないしは同族が排他的に企業所有と経営を支配し、財閥企業がセクター横断的に事業を展開することから生じるガバナンス上の問題は、不良債権問題の大きな要因となっており、銀行部門の改革後に改善が施されなければならない問題とみなされている。

タイではチュアン政権が当初、1998年10月に改正を実施すると言明していた破産法、担保回収法などの経済関連法の法案が1999年3月に国会を通過した。タイにおける従来の破産法の最大の問題は、企業の清算のみを規定し、会社更正については言及されてこなかったことである。この点、新法では米国破産法を参考としたうえで、再建可能な企業に関しては更正の規定が設けられている。新法制定による最大のメリットは、資金繰りが困難化した企業に対し、債権者ならびに債務者が裁判所への会社更生の申請を行うことができることである。裁判所は申請企業に対して一定の猶予を与えた後に破産法の適用に基づく清算へと移行するか否かの判断を行う。

すでに顕在化した企業債務再編の問題については、1998年6月、タイ銀行の主導により企業債務再建諮問委員会（Corporate Debt Restructuring Advisory Committee: CDRAC）が設立され、債権者—債務者間の交渉仲介役としての機能を果たしている。CDRAC仲介による債務再建の合意は、1998年には14%が再編へと至り、加えて9.4%が合意にこぎつけている。一方で、こうした企業債務再編に決着をみた企業の多くは通貨安による恩恵を受けた輸出企業、ないしはサービス産業であり、最大の懸案である不動産セクター、製造業セクターは銀行部門の再建、破産関連経済法の施行が遅れたこともあり、課題が先送りされている。タイでは最大の財閥グループであるサイアム・セメント・グループの事業再編計画に代表されるように、韓国のような政府主導型ではなく、企業側から推進される形で事業のリストラクチャリングが進められている。このため、銀行部門の不良債権処理が遅れている状況のなかでは、企業側の自発的な改革のペースも遅々としたものとなり、加えて改正された法制度の運用状況を債権者、債務者が適用時に様子見していたという状況も存在した。

タイでは上にあげたサイアム・セメント・グループのほか、タイ最大のアグリビジネスグループであるCPグループ、バンコク銀行グループ、サハ・グループ、セントラル・グループ、TPIグループなどが大手財閥グループとしてあげられる。これらのいずれの財閥グループにおいても、銀行部門再建

が一段落した後は、事業再建を余儀なくされることとなろう。またこうしたタイ国内大企業のみならず中堅企業においても今後は経営資源をいかに収益的な分野へ配分するかが課題となり、企業の再構築において債務再編とガバナンスの問題がクローズアップされつつある。

第2節 新興国企業の生産性計測と企業所有の関係

本章ではPalia and Lichtenberg [1999] において米国企業を対象として分析された考え方を、韓国、タイ企業に適用する。Palia and Lichtenberg [1999] では米国企業が証券取引委員会 (SEC) に提出している企業の所有に関するデータ、ならびにCompustatによる財務データを用いて実証分析を行っている。これらのデータから600社を無作為抽出し、さらにこの600社から製造業社のみを255社について、1982年から1993年までの12年間のパネルデータによるデータセットを作成している。上記のPalia and Lichtenberg [1999] における実証結果では、経営者所有比率の変化は企業の生産性に対して正に有意な関係をもつことが示され、また経営者所有比率の変化率がより高い企業ほど、生産性への影響度が高い傾向が検出されている⁽¹⁾。

本章では、韓国とタイ国内の上場企業について同様の分析を行うが、まずあらかじめPalia and Lichtenberg [1999] において示された、企業の生産性と所有構造の関係についての概念を整理しておこう。企業が単一の生産物を生産すること、ならびに生産関数にコブ・ダグラス型生産関数 (L : 労働投入量, K : 資本投入量) を仮定すると、企業の生産関数は次の式により表される。

$$f(L, K) = L^{\alpha} K^{\beta} \quad \dots\dots(1)$$

ここで γT を全要素生産性、 Y を生産量とすると式(1)の関数は、

$$Y = \gamma T L^{\alpha} K^{\beta} \quad \dots\dots(2)$$

として表される。さらに自然対数による線形変換を行い、

$$\ln Y = \ln \gamma T + a \ln L + \beta \ln K \quad \dots\dots(3)$$

と標記することができる。

ここで式(3)の生産関数は所与の*N*社の企業データセットより推定され、パラメータ a 、 β は標本企业において一定、 γ は企業ごとに異なることを前提とすると、推計される関数は、

$$\ln Y_i = \ln \gamma T_i + a \ln L_i + \beta \ln K_i + u_i \quad \dots\dots(4)$$

として表されるが、所有構造が生産性に影響を与えている場合には、 e_i を独立的誤差項、 $g(\cdot)$ を所有構造を表す関数とすると、式(4)は、

$$\ln Y_i = \ln \gamma T_i + a \ln L_i + \beta \ln K_i + g(\cdot) + e_i \quad \dots\dots(5)$$

として表される。さらに標本企业はそれぞれ観測不能な企業固有の性質をもつため、企業*i*、時間*t*についてそれぞれサンプル企業ごとに異なる定数項を推計する固定効果モデルを採用するものとする。このとき所有構造が生産性に影響を与える関数を、

$$\ln \gamma T_{it} = \theta M_{it} + \varepsilon_{it} \quad \dots\dots(6)$$

とすると、本章において推計される関数は、*N*種類の企業 ($i=1, \dots, N$) について、所有比率を M_{it} 、 σ_{it} を時間ダミー、 ε_{it} を誤差項、 ω_{it} を観測不能な企業別影響とすると改めて次のように記述することができる。

$$\ln Y_{it} = \omega_{it} + a \ln L_{it} + \beta \ln K_{it} + \theta M_{it} + \sigma_{it} + \varepsilon_{it} \quad \dots\dots(7)$$

以下の推計では導出された式(7)に基づく生産関数を推計し、その所有構造が生産に与える影響について考察する。

第3節 企業の所有構造の考え方

本章では国別に韓国、タイの上場企業についてそれぞれ生産関数を推計し、さらに所有構造については、次の所有者別での推計を試みた⁽²⁾。

- (1) 筆頭株主の所有集中度。
- (2) 経営者による所有集中度。

- (3) 機関投資家による所有集中度。
- (4) 一般事業会社による所有集中度。
- (5) 外国人投資家。

Berle and Means [1933] において示されたように、企業の所有構造については株式保有の集中度が高まれば、株主による監視が強まり、経営者に対して企業価値の最大化をより容易に実施ならしめるとの議論が、本テーマにおけるそもそもの始まりである。韓国、タイという東アジアの新興国においてこの点が現状にあてはまるか否かを確認する。本章ではまず第1に、筆頭株主にどの程度の株式所有が集中しているかをみることにより、これが企業の生産性に与える影響を検証する。第2にJensen and Meckling [1976] において指摘された、経営者的所有者の所有の集中度と生産性について分析する。単純な所有集中が所有者と経営者との間に存在する利益の違いを収斂させるとの議論から一步踏み込み、そもそも経営者の株式所有の比率が高まった場合の生産性の影響を確認することがここでの目的である。

第3に機関投資家の影響を考慮する。年金基金などの大規模な運用委託を生業とする機関投資家の株式所有により、経営者が他の所有者に比べてより規律付けされているか否かに着目したのが、Pound [1988], Brickley et al. [1988] とMcConnell and Servaes [1990] である。Pound [1988] では企業内部者に集中しがちな議論の焦点を機関投資家の所有に移し、

- (1) 効率的モニタリング仮説 (the efficient-monitoring hypothesis),
- (2) 利益相反仮説 (the conflict-of-interest hypothesis),
- (3) 戦略的提携仮説 (the strategic-alignment hypothesis),

の三つの仮説を提唱している。(1)の効率的モニタリング仮説とは機関投資家は他の少数株主よりもより低コストで経営者の経営を監視することができ、かつその監視能力もより専門化されていることから、彼らによる所有が企業価値の増大へつながりやすいというものである。(2)の利益相反仮説は逆に、機関投資家自身ないしは他に所有する企業との間に利害関係が生じることから、機関投資家の所有比率の高まりは企業価値に対して負の影響をもたらす

とする仮説である。(3)の戦略的提携仮説は、機関投資家と経営者は互いの協力のもと、2社だけにとって利益的な協力関係を見いだそうとするため、機関投資家所有比率の高まりが企業価値の低下につながるというものである。それぞれの実証結果からは、機関投資家はアンチ・テイクオーバーに対してより積極的な活動を行い、また株主に不利益をもたらす投資プロジェクトに対しては敏感に阻止する行動をとるとの結果が得られている。

第4にその他一般事業会社、外国人の所有がもたらす影響を検証する理由も、第3の機関投資家保有で掲げられる三つの仮説がその他一般事業会社、外国人の所有についてもあてはまるか否かを確認するためである。アジア地域では、とくに日本、欧米先進国企業が労務費その他の理由から積極的な投資を行い、かつ投資受け入れ国政府としては技術移転、経営上のノウハウを期待する側面もあることから、製造業をはじめとするその他一般事業会社の所有が生産性の上昇を促している可能性が期待される。一方で、Pound [1988] において指摘された利益相反仮説、戦略的提携仮説などの理由から、生産性の上昇がもたらされていない可能性も考えられることから、本章での推計では分析の対象として加えることとした。

第4節 新興国企業の負債とガバナンス

1. 負債のガバナンスに関する研究事例

過去の米国、日本などの主要先進国に関する分析では、負債と株式によるガバナンスはそれぞれ別個に実証研究が進められてきた。本章はとくに後者の株式によるガバナンスが企業の生産性に与える影響について焦点をあてるものであるが、同時に、生産関数中に財務レバレッジ (DEレシオ) を含むことにより、これらの国々が資本構成から生産性への影響が及んでいるか否かを同時に検証する。MM理論では企業の資本構成は生産活動に何ら影響を

与えないことが前提とされているが、新興国の場合には次の二つの点で、所有構造に関する分析の際に考察が必要であると考えられる。一つは法制度上の問題である。新興国の多くでは会社更生法、破産法制度に数々の問題を抱えている場合があり、法制度のあり方で企業の資本構成が影響を受けている可能性がある。この場合、極端に高い財務レバレッジのもとで株式からのガバナンスを研究する場合には、債務からのガバナンスに比べて相対的にウェイトが小さいなかでの株式の影響を分析してしまう可能性がある。よって、企業のバランスシート上、資本と同様に貸し方に計上される負債からの影響についても、併せて検証する必要があると考えた。第2に新興国諸国では往々にして上記の要素を取り除いたとしても企業の財務レバレッジは高位に推移している。これは株式が市場価格の変化とともに変動するのに対して、負債の場合はその簿価は市場からの影響を受けることはなく、新興国の場合には企業の（名目）成長性が高いため、インタレスト・カバレッジ（金利負担余力）も高位に推移するためと推測できる。またそれ以外にも企業内部者がフリー・キャッシュ・フローにより私的便益を享受している場合には、財務諸表上よりも利子負担能力は高い可能性がある。先進諸国においても企業内部者と外部者ではあらゆる企業情報に関し、前者と後者で情報の非対称性が生じる場合が多い。この点、本来、企業外部で企業価値を評価する場である「市場」が新興国の場合には未成熟であるため、企業内部者と外部者の情報非対称性はより大きくなりやすい。この負債を通じる情報非対称性が企業経営に何かしらの影響を与えている可能性は高い。

負債による企業へのガバナンスに関する議論は、1980年代にJensen [1986] が議論した負債のフリー・キャッシュ・フローの抑制効果による規律付け、Bolton and Freixas [1994] による銀行貸出の公募社債に対する優位性の議論などが新興国に対しても適用可能である。Jensen [1986] は社債や銀行借入などは利払い負担をとまなうため、企業内部者の自由裁量に委ねられる資金を減少させることができると指摘している。またBolton and Freixas [1994] では社債発行と銀行貸出との相違点に着目し、後者がもつ清算費用

の効率化、ないしは企業救済時のロスを極小化する可能性を指摘している。直接金融市場が発達していないアジア地域では負債の原資は銀行借入に依存している。このことが上記の二つの効果から企業を負債を選択する方向へと誘い、負債の規模にかかわらず事業継続が債権者によって試みられやすい状況となっているものと考えられる。本章ではこうした背景を踏まえたうえで、高位に推移しやすい財務レバレッジが企業の生産性に有意に影響を及ぼしてきたか否かを検証する。

2. 法制度の資本構成に対する影響

企業の債務不履行やそれに続く再交渉では、債権者と債務者は破産法や会社更生法といった法的手続きに乗っ取ったうえで、処理を進めることになる。当事者同士で合意できなかった場合に適用されるこのような法制度は、企業が資金調達行動を行ううえで多大な影響を与えているものと考えられる。上記のフロー面での企業の財務活動への影響のほか、債務残高などストックの面でも、企業がどの程度まで負債をもつことが許容されるか、債権者は会社更生手続きにおいてどのような権利をもつかなど、企業の資本、負債の比率を決定するうえで多大な影響が潜在している。

韓国の倒産法は、破産法と和議法の二つの法制度から構成される点で日本と同様である⁽³⁾。日本の会社更生法に相当する法制度は韓国では会社整理法と呼ばれている。韓国において和議法が問題視されてきたのは、企業の経営者は当然のことながら経営権を失うことを恐れるため、破産の可能性が高まれば和議へ持ち込もうとし、たとえ和議が成立したとしても結果的には和議計画が実行不能になることが多かったためである。日本同様、韓国において法制度上、破産申し立て理由は債務者の支払い不能か債務超過であるが、債権者が債務超過を証明することは不可能であるため、支払い不能により破産申し立てをすることが多い。よってこのような法制度のもとでは、企業が高い負債比率を抱え、債務超過に陥っていたとしても、インタレスト・カバレ

ッジ⁽⁴⁾が高い場合は、その企業はさらに債務を増大させてしまう可能性がある⁽⁵⁾。議論が及ぶ点は、そうした法制度上、肥大化へと向かいやすい負債が増加することで、銀行借入というもともと費用効率的な債権者のモニターがさらに強まり、企業の生産面に影響を与えているか否かである。

一方、タイでは、通貨危機後、破産法が改正されるまでの57年間、上場企業の破産は1件もないという状況がこの国の破産法制度の状況を如実に表している。先にも述べたように、タイでは倒産手続きに関わる法制度として債務者の清算を目的とする破産手続きを規定した法律のみが存在し、再生が可能な企業が更正手続きを行うことが法的には困難であった時代が長く続いた。しかし実際には1998年の第4次破産法改正までは、債務者はあらゆる面で債権者に比べて有利な立場にあったといわれている。例えば通貨危機時の法律のもとでは、金融機関は金利延滞債権に対して法的措置をとることが不可能であったため、返済能力があるにもかかわらず意図的に利払いを延滞する企業が増加していたため、タイの不良債権比率（破綻先債権、延滞債権／総貸出残高）は一時、50%を超える水準となっていた。このような状況に対して金融機関をはじめとする債権者は国内に更正法の存在がないため、選択できる手段は、少なくとも一部の債権放棄を余儀なくされる破産申し立て、清算に限られていた。

タイのように債権者の立場が法制度上、著しく弱い場合、銀行借入をはじめとする負債が、企業経営を監視することに寄与していたか否かは懐疑的である。一方で、貸出市場において資金需要が高まった際には、金融機関は弱い立場ながらもそうした需要に生業として応える必要があり、タイ企業のバランスシートは主に企業側の主導で形成されている側面が強いと考えられる。こうした点を踏まえ、タイにおいても債権者の立場が極端に弱い法制度のもとで、株主からのモニターと併せて負債増大の影響を計測する。

第5節 データ

本章の実証分析に用いたデータは、*Asian Company Handbook*（東洋経済新報社）から、韓国については1991年度から1997年度までの7年度の掲載企業（銀行、保険、証券、投資信託、ノンバンク除く）の財務データを、タイについては1992年度から1997年度までの6年度の掲載企業（銀行、保険、証券会社、その他金融会社除く）の財務データを用いた。*Asian Company Handbook*のそれぞれの国のデータ出所は、韓国はAsia-Pacific Infoserv社、タイはNation Publishing Group社となっている。韓国、タイいずれの国においても掲載上場企業は必ずしも優良企業のみをピックアップしているものではないため、優良企業のみからデータセットが構成されているわけではない。

所有形態の入力に際しては、まず経営者の所有は*Asian Company Handbook*に記載されている「会長」「社長」の所有比率を計上した。また機関投資家による所有比率は国内地場商業銀行の所有は除外し、国内保険会社、信託会社、外資系金融機関の所有比率を足し上げた。外国人所有比率は

表1 韓国企業の各種変数の平均値

(単位：10億ウォン)

年	企業数 (社)	従業員数 (人)	固定 資産	売上高	負債	株式保有比率 (%)						
						筆頭 株主	経営者 的所有者	機関 投資家	政府 その他	個人	一般事 業会社	外国人
1991	319	3,258	472	861	698	21.1	19.5	7.3	17.7	21.0	23.0	6.9
1992	326	2,577	233	451	397	22.0	21.3	8.6	23.9	18.9	24.0	5.7
1993	314	2,647	262	528	421	22.6	20.0	6.1	30.2	20.8	23.7	7.8
1994	306	2,811	312	654	490	21.9	18.2	6.2	39.0	21.3	22.8	7.2
1995	135	4,475	722	1,385	1,066	17.0	16.8	6.3	18.6	29.9	18.7	8.3
1996	132	6,029	1,120	2,190	1,696	16.2	18.8	8.0	9.2	14.5	18.4	10.7
1997	130	5,457	1,900	2,343	2,417	18.5	15.2	5.6	6.5	23.5	11.5	10.4

(出所) *Asian Company Handbook* (東洋経済新報社) 各年度版より筆者算出。

表2 タイ企業の各種変数平均値

(単位：100万パーツ)

年	企業数 (社)	従業員数 (人)	固定 資産	売上高	負債	株式保有比率 (%)					
						上位3 大株主	製造業 他社	機関 投資家	個人	経営者 的所有 者	外国人
1992	86	1,702	1,982	3,004	3,087	57.4	21.4	5.3	7.9	6.7	16.9
1993	88	1,686	2,221	3,669	4,192	59.7	21.1	5.5	10.7	10.3	17.4
1994	88	1,688	2,398	4,247	5,362	60.9	20.3	5.6	10.4	11.1	16.2
1995	87	1,891	2,532	4,828	6,975	67.0	21.5	6.7	11.7	9.5	16.3
1996	100	1,732	3,759	5,608	8,504	66.9	22.4	8.1	15.2	10.6	18.9
1997	75	2,037	4,860	8,790	13,796	68.8	26.3	9.3	12.1	10.1	19.3

(出所) *Asian Company Handbook* (東洋経済新報社) 各年度版より筆者算出。

“Foreign Ownership”として記載されており、一般事業会社については経営者、機関投資家、国内金融機関、個人、政府以外の企業が所有する株式として定義した⁽⁶⁾。

分析対象企業の各種変数の平均値を表1、表2において示しているが、韓国では従業員数の平均値は1991年度から1997年度にかけて3258人から5467人に増大している。一方でタイでは1992年度1702人から1997年度2037人と増加傾向は堅調であるものの、韓国ほどの急速な伸びとはなっていない。韓国企業の場合、従業員数のみならず固定資産、売上高の7年間の増加もタイに比べて著しい。例えば1991年度の韓国319社の売上高平均は8610億ウォンであったが、これが1997年度には2兆3430ウォンに増加している。タイでは1992年度の売上高は30億400万パーツ、1997年度が87億9000万パーツとなっている。

株主の所有構造を比較してみると⁽⁷⁾、韓国(筆頭株主保有比率)が1991年度の21.1%から1997年度に18.5%と緩やかに低下しているのに対して、タイ(上位3位合計)では1992年度の57.4%から1997年度の68.8%と上昇傾向にある。経営者による所有は韓国、タイ両国ともに低下傾向にあり、韓国では1990年代前半の20%台前半から1990年代後半には10%台後半から半ばへ低下している。またタイでは1993年度の10.3%から1997年度には10.1%とほぼ横

ばい傾向が続いている。

外国人、機関投資家の所有比率については、韓国、タイともに外国人所有比率は年々上昇の一途を辿っているが、韓国ではその動きはよりいっそう先鋭的である。機関投資家の所有比率については、韓国では上昇、下落する期間の双方が存在するという点で、これらの所有者が株式市況、企業業績、国内経済ファンダメンタルズにより左右されている可能性をうかがわせる。他方、タイでは緩やかながらも一貫した所有比率の上昇が続いている。

第6節 実証結果

1. 所有構造と生産性

以下では韓国、タイの2カ国の企業の生産関数の推定結果を報告しているが、ここでは両国企業のパネルデータを用いている。また内生性問題を解消するため、企業の生産要素を表す変数、所有比率、DEレシオについては一期のラグを設けることとした。コブ・ダグラス型の生産関数を仮定しているため、説明変数である従業員数と固定資産、非説明変数である売上高の三つの変数については自然対数に変換し推計を行った。推計方法はパネルデータを用いていることから固定効果モデルを選択し、従業員数、固定資産、所有構造、DEレシオの説明変数以外に、韓国、タイともに製造業を1、非製造業を0とする業種別ダミー⁽⁸⁾、および年次ダミー変数を加えている⁽⁹⁾。

推計結果は表3、表4に示されている。

(1) 韓国

韓国の推計結果をみると5種類の株式保有比率が与える影響は、次のようになっている。まず所有者を分類しない筆頭株主への所有集中度は係数の値は小さいが、正の符号のもと有意となっている。よって標本企業の所有構造

表3 韓国企業の実証結果

説明変数						
労働		0.179** (3.378)	-0.221** (-4.934)	0.500 (1.184)	0.100** (4.632)	0.067 (1.317)
資本		2.420** (27.511)	-0.879** (-2.539)	0.934 (0.357)	0.531** (12.723)	0.553** (4.471)
所有構造	筆頭株主	0.099** (4.430)				
	経営者	0.100 (0.343)				
	機関投資家	0.101* (2.143)				
	外国人	-0.100 (-1.365)				
	その他 一般事業会社	0.098** (4.964)				
DEレシオ		0.016** (7.137)	0.152** (3.895)	-0.163 (-1.592)	-0.090 (0.941)	0.090** (3.571)
自由度調整済決定係数		0.910	0.946	0.889	0.914	0.928
F値		17.277	15.648	10.011	8.071	15.022

(注) *, **はそれぞれ5%, 1%有意水準を示す。

(1) 説明変数のうち従業員数(労働), 固定資産(資本), 被説明変数の売上高は自然対数へ換算後推計。

(2) 説明変数は一期ラグにより推計。

(出所) 筆者推計。

において、特定株主による所有の集中化が進むことが生産性にプラスの影響を与えていることを示唆している。しかし経営者による所有と生産性との関係は希薄であり、経営者による所有比率が上昇するとともに所有者と経営者との間に発生しうる利益の相違収斂(Convergence of Interests)が生産性に与える影響もみられないとの結論が導かれる。一方、韓国においては機関投資

表4 タイ企業の実証結果

説明変数						
労働		0.222 (1.011)	0.747** (3.952)	0.222** (4.047)	1.022* (2.012)	0.467** (4.285)
資本		0.188* (2.444)	0.001 (0.987)	0.199 (1.444)	0.171* (2.488)	0.176** (3.331)
所有構造	上位3大株主	0.360 (0.855)				
	経営者	0.082* (2.222)				
	機関投資家	0.011 (1.120)				
	外国人	0.076 (1.358)				
	その他 一般事業会社	0.000* (1.948)				
DEレシオ		0.007 (0.222)	0.001 (0.371)	0.002 (0.794)	0.100 (1.420)	0.0224 (0.998)
自由度調整済決定係数		0.874	0.776	0.889	0.902	0.941
F値		9.524	8.745	11.245	10.447	8.754

(注) 表3に同じ。

(出所) 筆者推計。

家とその他一般事業会社による所有の集中化については、双方ともにそれぞれ5%、1%の有意水準で生産性に対し正の関係をもつことが示された。後者の結果は、かつてのPound [1988], Brickley et al. [1988] による米国企業の分析では本章とは異なり、被説明変数にトービンのQを用いているため、それらの議論を直接的に応用することはできないが、少なくともPound [1988] が掲げた三つの仮説のうち、効率的モニタリング仮説 (the efficient-monitoring hypothesis) の存在の可能性をうかがわせるものといえる。とくに

その他一般事業会社による所有の集中が生産性の向上に寄与するとの実証結果は、韓国における産業組織のなかで、非金融業企業が資本関係をもつ場合に企業のパフォーマンス改善に有効であることを示唆するものである。

(2) タイ

タイにおいても上位3大株主への所有の集中は生産性にほとんど寄与しないとの結果が示されている。一方で経営者による所有の集中化は符号が5%の有意水準で正の係数が得られたことから、経営者的所有者による所有の集中が、企業の生産性改善に寄与するとの結果が得られている。韓国のケースでは、一般事業会社の所有集中は生産性に有意に正の効果をもたらす結果が検出されたが、タイの場合も有意に正の関係をもつことが示された。しかしながら係数値はきわめて小さく、一般事業会社の所有集中が生産性に影響は与えているもののその効果は小さいということが出来る。またタイにおいては、機関投資家による株式保有の集中は生産性の改善に対して有効ではないという結果も併せて得られている。

2. 経営者所有の集中化と生産性

前項では韓国については機関投資家、その他一般事業会社、タイについてはその他一般事業会社による所有の集中化が各国企業の生産性に有意に正の関係をもつことが示された。一方で、前項の分析では韓国において経営者の所有の集中化は生産性との関係が希薄であることが示されたが、以下では両国においてこの経営者の所有と生産性との関係について、いまいちどより詳細な分析を試みる。

米国においてより微細に各方面で経営者の所有集中化と企業のパフォーマンスとの関係が分析されている背景には、両者が必ずしも線形の関係をもつものではないこと、経営者による所有によりエージェンシー・コストの低下がもたらされているのかといった問いがある。韓国、タイの場合には先進諸

国とは異なる意味で、経営者による所有比率が高位に推移しているケースが多い。前項の分析において両国で一般事業会社、機関投資家の所有が正の有意な関係を生産性に対してもつことが示されたが、ビジネスグループの多くがグループ外企業の所有者となっているケースが散見され、またタイの場合には王室関係の所有者が経営者となっているケースもみられる。

上記のような状況を踏まえ、前節における生産関数の推計に用いたデータを、5～6分位の経営者所有比率別に分割し、それぞれの保有率別に生産関数を推計した。本節の目的は、経営者の所有と企業価値が非線型の関係をもつことを指摘したMcConnell and Servaes [1990]などの議論に鑑み、韓国、タイについてもその可能性に言及することにある。

(1) 韓国

まず韓国のデータセットの標本分布と推計結果を考察すると、韓国では分析対象となる標本中、経営者の所有比率が0から10%の企業が最も多く134社、続いて10～20%、20～30%、と所有比率が上昇するにつれて、対象となる企業数は減少しているが、40%を超える分位では再び企業数が上昇しており、所有集中構造に二極化の傾向がうかがえる。この五つのカテゴリーのうち、従業員規模、売上高規模双方でみて平均値で最も大きい企業が従属しているのが、経営者所有比率10～20%のカテゴリーである。

推計結果を見てみると、経営者所有比率が20～30%の分位で、経営者の所有比率は生産性に対して負に有意な関係をもっている。他の分位については全般的に経営者所有比率が企業の生産性に対して影響を有意に与えているという良好な推計結果は得られていない。また財務レバレッジからの影響については経営者所有比率10%未満の分位においてマイナスに有意な関係がみられるが、その他の分位については有意な関係は正負ともにみられない。これらの結果は、韓国企業においては経営者と所有者の利益が一致した場合において、必ずしもエージェンシー・コストを低下させることで生産性が改善していることはない、むしろ経営者が20～30%株式を所有した場合には、経営

表5 経営者所有比率別記述統計（韓国）

（単位：10億ウォン）

経営者 保有比率	企業数 (社)		従業員数 (人)	固定資産	売上高	負債	経営者 保有比率(%)
0～10%	134	平均	4,800	312	986	393	5.6
		最大値	40,995	1,892	19,254	7,281	9.9
		最小値	15	5	19	10	1.1
		標準偏差	6,842	346	2,293	4	2.5
10～20%	95	平均	6,478	593	1,453	367	14.6
		最大値	47,098	4,840	11,490	7,590	19.9
		最小値	141	6	13	8	10.0
		標準偏差	10,688	960	2,560	5	3.2
20～30%	42	平均	3,320	407	837	221	24.0
		最大値	29,551	3,174	5,688	4,983	29.9
		最小値	181	4	13	7	20.0
		標準偏差	5,874	687	1,307	5	3.3
30～40%	39	平均	1,609	317	821	167	35.1
		最大値	8,091	1,856	8,219	2,777	39.9
		最小値	220	2	26	12	30.0
		標準偏差	1,608	456	1,476	5	2.4
40%～	53	平均	1,374	218	429	207	52.5
		最大値	4,467	582	1,511	1,440	76.4
		最小値	185	2	41	18	40.3
		標準偏差	1,084	178	423	3	11.1

（出所）Asian Company Handbook（東洋経済新報社）各年度版より筆者算出。

者が安全性を選好するためか、あるいは生産性以外に経営者の利益を追求するためか、生産性にはマイナスの影響を与えることが明らかとなった。

国際的にみて韓国企業の財務レバレッジは通貨危機時点まできわめて高水準にあったが、Jensen [1986] が米国企業において示唆するようなこの高い財務レバレッジも生産性の改善には寄与しておらず、むしろ10%未満のクラスではマイナスの影響を及ぼしていることが明らかにされた。韓国企業の高いDEレシオの源泉は都市銀行、地方銀行などの商業銀行がほとんどである⁽¹⁰⁾。総合金融会社は、短期的な外国資本流入の発端とはなったものの、

表6 経営者所有比率別推計結果（韓国）

説明変数／経営者所有比率	0～10%	10～20%	20～30%	30～40%	40%以上
労働	0.999** (3.071)	0.959 (1.232)	-2.473 (-0.769)	1.158** (3.611)	1.679* (2.679)
資本	0.991 (0.722)	-2.223 (-0.110)	0.197 (0.662)	0.494 (1.625)	-0.201 (-0.747)
経営者所有比率	-1.048 (-0.333)	0.959 (0.738)	-1.018** (-5.083)	-1.481 (-0.777)	-0.785 (-0.389)
DEレシオ	-1.253** (-2.944)	-0.933 (-0.342)	0.421 (0.802)	-0.972 (-0.660)	1.835 (1.124)
自由度調整済決定係数	0.972	0.982	0.986	0.971	0.993
F値	4.970	3.684	2.272	2.977	2.565

（出所）筆者推計。

規模で見れば銀行に比べて矮小である。韓国の会社倒産法が和議法以外はほぼ一致しており、したがってHoshi et al. [1990] で指摘されるように、日本と同様に債権者数が数社で清算費用を極小化し、企業救済ロスも小さい制度の存在が、高いDEレシオの存在を長期間許容してきたものと考えられる。しかしながらその枠組みのもとで高水準となったDEレシオは、企業の生産面、収益性を規律付けできないことが、ここで示された実証結果である。

(2) タイ

次にタイの分析対象企業の記述統計と推計結果を考察すると、タイでは経営者の所有比率0～10%、10～20%、20～30%、30～40%、40～50%、50%以上の六つのカテゴリーでは、0～10%の企業数が223社で最も多い。続いて10～20%のカテゴリーに64社と、所有比率の上昇につれて企業数は減少しているが、韓国と同様、30～40%、40～50%のカテゴリーの企業数がそれぞれ45社、36社に対して、所有比率50%以上が42社と再び増加している。

従業員規模、売上高規模で企業規模の分布を見てみると、従業員数平均が

表7 経営者所有比率別記述統計(タイ)

(単位:100万バーツ)

経営者 保有比率	企業数 (社)		従業員数 (人)	固定資産	売上高	負債	経営者 保有比率(%)
0~10%	223	平均	2,306	4,949	7,313	2,480	1.6
		最大値	24,000	107,455	110,904	155,175	9.9
		最小値	10	20	15	1	0.0
		標準偏差	3,734	15,284	15,409	5	2.8
10~20%	64	平均	893	688	1,238	983	15.0
		最大値	3,692	1,785	5,142	34,166	19.6
		最小値	97	33	39	145	10.1
		標準偏差	817	478	947	4	2.9
20~30%	44	平均	1,091	1,087	2,943	1,094	24.3
		最大値	4,210	6,656	33,074	27,034	29.9
		最小値	103	71	204	32	20.1
		標準偏差	1,015	1,327	5,580	5	2.4
30~40%	45	平均	1,510	768	4,019	1,461	33.7
		最大値	4,000	3,372	35,670	31,943	39.7
		最小値	85	25	264	116	30.0
		標準偏差	1,234	834	6,201	5	3.1
40~50%	36	平均	2,739	646	2,098	760	45.5
		最大値	16,800	5,227	8,544	7,600	49.9
		最小値	34	33	59	45	40.0
		標準偏差	4,609	883	2,301	4	4.0
50%~	42	平均	1,333	1,100	3,020	1,021	56.2
		最大値	4,856	5,136	32,322	6,790	64.5
		最小値	50	13	332	172	50.2
		標準偏差	1,127	1,508	5,215	3	4.3

(出所) *Asian Company Handbook* (東洋経済新報社) 各年度版より筆者算出。

2306人、売上高73億バーツと経営者所有比率0~10%のカテゴリーに規模が大きい企業が内包されている。他の四つのカテゴリーは、例えば従業員規模でみると平均は1000人から2000人までで推移しており、所有比率と従業員規模の関係は必ずしも明確ではない。

表8 経営者所有比率別記述統計（タイ）

説明変数／経営者所有比率	0～10%	10～20%	20～30%	30～40%	40～50%	50%以上
労働	0.855** (4.177)	1.806* (2.068)	1.190 (0.766)	0.345 (1.040)	0.378* (2.148)	-0.161 (-0.483)
資本	-0.229 (-1.098)	0.627 (0.847)	-0.361 (-1.232)	-1.277** (-3.476)	0.020 (0.952)	0.313 (0.655)
経営者所有比率	-0.170** (-4.108)	0.052 (0.489)	0.029 (0.273)	0.063 (0.754)	0.017 (1.498)	0.042 (0.280)
DEレシオ	0.079** (5.703)	-0.721 (-0.092)	-1.911** (-6.024)	-0.002 (-0.077)	-0.152 (-0.742)	-0.000 (-0.046)
自由度調整済決定係数	0.978	0.827	0.944	0.915	0.936	0.960
F値	9.905	8.460	8.449	3.724	2.454	2.102

（出所）筆者推計。

推計結果を見てみると、まず経営者所有集中度については、0～10%のカテゴリにおいて所有比率と生産性の間に有意な関係が検出されている。しかしながらその符号は負となっており、このカテゴリの企業では経営者による所有比率が上昇すればするほど生産性には負の影響を及ぼすことが示される結果となった。すなわちタイでは経営者の株式所有の集中化はほとんどの場合、企業の生産性とは無関係である。唯一、所有比率が低い0～10%において因果関係が発生するが、それは生産性を低下させる類の効果でしかない。

一方、財務レバレッジが生産性にもたらす影響については、経営者所有比率が0～10%、20～30%の分位において有意な効果が検出された。前者は生産性に対して正の効果を示しており、後者は負の影響を与えている。

第7節 結語

以上、本章では新興国における企業の所有構造と生産性の関係を探求する観点から、韓国、タイの上場企業データを用いて分析を行った。この際、分析の視点を、第1に所有形態別の所有の集中度が、各々の地場企業の生産性にいかなる影響を及ぼしているのかを明らかにすること、第2にこの所有形態のうちとくに経営者による所有と生産性との関係をより詳細に分析すること、の2点におくこととした。

実証分析の結果、検出された結果をいまいちど振り返ると次のようになる。まず上記における第1の視点、所有構造別の所有の集中化と企業の生産性との関係であるが、上位株主への所有の集中度は韓国では生産性に関して有意な関係がみられたが、タイではその影響は希薄であるとの結論が得られた。また所有形態別では、韓国、タイともに一般事業会社による所有の集中化が進むほど、生産性改善に寄与するとの結果が検出された。また韓国では機関投資家による所有集中化も生産性の有意に正の関係をもたらすと結果が得られている。

この第1の視点の韓国、タイの2カ国の結果を考察すると、まず企業所有が分散することにより企業経営をモニターする力が弱まることを提唱した Berle and Means [1933] の議論は、タイでは本章の分析対象企業にはこうした傾向が認められないといえることができる。一方で、機関投資家、その他一般事業会社による所有は、Pound [1988] などが示したように、「効率的モニタリング仮説」が存在することの可能性をうかがわせる。すなわちこうした機関投資家、その他一般事業会社は、所有者には企業を経営する技術、知識はないが、株主であることの権利を通じて、経営を規律付けさせることの技術、知識をもつため、結果として新興国企業の生産性向上に結びついていく可能性が高い。

外国人所有と企業の生産性との関係については、今回分析の対象となった

韓国、タイいずれのケースにおいても関係は希薄であるとの結論が得られた。例えばChhibber and Majumdar [1999] では新興国としてインドを取り上げ、外国人による対内投資が企業業績の改善に寄与しているとの結論が得られている。しかし本章における生産関数を用いた推計では、韓国、タイへの対内直接投資や対内証券投資により技術移転、経営管理の規律付けなどからの生産性を改善するといったパスは、統計上は見受けられないということが結論である。

第2の点、米国における企業の所有形態を考察する際にとくに議論となる経営者による所有と企業価値、企業業績との関係を、本章では生産性との関係について言及した。もともと経営者による所有が企業価値を押し上げる要因として、経営者による株式所有が株主と経営者の利害を一致させる方向へ働くことがこれまで指摘されている。ただし経営者所有の関係もMcConnell and Servaes [1990] では40～50%の所有がトービンのQを最大にする、Morck et al. [1988] では0～5%、25%～が正の関係、5～20%は負の関係といったように、米国における議論では結果にばらつきがあるというのが現状である。本章のケースでは、韓国企業では20～30%、タイ企業では0～10%の分位のみが生産性に対して負の関係をもつことが示された。

最後に本章では言及できなかった点、3点について記述すると以下のとおりである。第1に本章の目的は企業の所有構造と企業経営との関係について、米国を代表とする先進国における議論に鑑み、新興国である韓国、タイへ応用することであった。しかしながらデータ入手の制約があり、株価関連データに基づく企業価値と所有構造との関係が今後明らかにされるべきであると考えられる。第2に米欧の先行研究では触れられていないが、東アジア諸国では所有者との取引関係と所有構造の関係について、とくに外国人所有者との関係について今後は研究が進められるべきであると考え。第3に今回有意な関係が示された機関投資家および製造業者の所有による規律付けの異質性についてである。これら3点の課題はそれぞれ新興国における研究ではデータ面での制約が厳しいものであるが、本章で触れられなかった課題として

今後の研究に託すこととしたい。

〔付記〕 本稿の作成に際し、編者である国宗浩三氏、研究会参加メンバー、匿名の評者より有益なコメントを頂戴した。記して御礼申しあげたい。とくに評者からのコメントは企業パネルデータの計量分析の見落としがちである点についてのものであり、拙稿の改編に大いなる参考とさせていただいた。勿論、文中内に残るありうべき誤りは、筆者の未熟さによるものに他ならない。

〔注〕 _____

- (1) 具体的には経営者所有比率の変化率の中央値よりも高い変化を経験している企業は、この所有構造の変化がより生産性に強く影響を与えているとの結果がもたらされている。詳細はPalia and Lichtenberg [1999] を参照されたい。
- (2) 商業銀行をはじめとする金融機関は、債権者ないしはメインバンクとして経営を規律づけることに寄与するが、株主としては多くの国で所有規制が敷かれていることもあり、本章においても分析対象から除外している。
- (3) 鈴木 [2000] によれば韓国の倒産法体系は条文構成まで酷似していると記述している。
- (4) 例えば実質的な債務超過のもとでの高いインタレスト・カバレッジが生まれやすい状況として、持続的な好景気により国内に高い流動性が発生している場合、新興国の場合、外国資本の流入によりマネタリーベースが増大している場合などがあげられる。
- (5) こうした法制度のもとでは、国内貸出市場に商業銀行やノンバンク（韓国の場合、総合金融会社）が金融自由化のもと、相次いで参入し、競合度が高まっている場合には、さらに企業の負債比率が高まる傾向がある。
- (6) 本章の所有者区分の定義について、詳細は以下のとおりである。
 - ① 経営者的所有者…各企業、会長、社長の持ち株比率。
 - ② 機関投資家…保険会社、信託会社、投資信託会社、年金基金、外資系金融機関の持ち株比率。
 - ③ 製造業他社…①②以外に政府、公的機関、個人、②以外の金融機関を除く一般事業会社。
 - ④ 外国人…原資料Foreign Ownership項目に一致する。
 なお、経営者的所有者については会長、社長と同姓をもつ個人株主についても①に含めている。また①③の所有者をもつ企業の上場子会社は標本中より削除している。
- (7) 原資料では韓国では企業により上位3位株主まで表記されていない標本が

存在したため、韓国では所有の集中度を表す指標として筆頭株主の保有比率を用いている。これに対して、タイでは全企業について分析対象全会計年度第3位までの株主の保有比率が掲載されていたため、上位3位株主合計株式保有比率を用いた。

- (8) 業種の部類は次のとおり。

製造業1…鉄鋼・金属 (Basic Metals), 消費財1 (Consumer, non-Cyclical), 消費財2 (Consumer-Cyclical), 工業製品 (Industrial Goods), 精密機器 (Technology)。

非製造業0…通信 (Communications), エネルギーおよび公益事業 (Energy & Utility)。

- (9) この点、掲載期間の制約からunbalanced panelデータを用いており、企業によりサンプル期間は異なる。また動的パネルデータの分析に通常用いられるGMMによる推計を行わない理由は、説明変数の一期ラグは内生性問題を解消するためのものであり、動的モデルを想定していない、すなわち一期前のみならずそれ以前の説明変数の測定誤差が非説明変数に与える影響はないものと前提しているためである。

標本企業のcensoring mechanismについて、unbalanced panelデータを用いている理由の一つに標本期間中に上場した企業、株式市場から退出した企業、データ供給元であるAsia-Pacific Infoserv社、Nation Multimedia Group Public社、編集・販売元である東洋経済新報社いずれかのプロセスにおいて削除されている企業の存在がある。掲載企業数が全体的に減少しているが、全体的に1996～97年の期間に生産性において下方バイアスが存在する可能性が考えられる。

- (10) 韓国財閥企業のファイナンスについての詳細は、永野護「韓国、台湾における金融自由化と金融システムの変容」(安倍誠・佐藤幸人・永野護編『経済危機と韓国、台湾』アジ研トピックレポート、1999年3月)を参照されたい。

〔参考文献〕

〈日本語文献〉

鈴木康二 [2000] 『アジア諸国の倒産法・動産担保法』中央経済社。

〈英語文献〉

Berle, A. A. Jr. and G. C. Means [1933] *The Modern Corporation and Private Property*, New York: Macmillan.

- Brickley, J., R. C. Lease and C. W. Smith [1988] "Ownership Structure and Voting on Antitakeover Amendments," *Journal of Financial Economics*, 20, pp.267-291.
- Bolton, P. and X. Freixas [1994] "Direct Bond Financing, Financial Intermediation and Investment," Working Paper.
- Chibber, P. K. and S. K. Majumdar [1999] "Foreign Ownership and Profitability: Property Rights, Control, and the Performance of Firms in Indian Industry," *Journal of Law and Economics*, XLII, pp.209-238.
- Demsetz, H. and K. Lehn [1985] "The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences," *Journal of Political Economy*, 93, pp.1155-1177.
- Denis, D. and D. K. Kenis [1994] "Majority Owner-Managers and Organizational Efficiency," *Journal of Corporate Finance*, 1, pp.91-118.
- Jensen, M. C. and W. H. Meckling [1976] "Theory of the firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics*, 3, pp.305-360.
- Jensen, M. C. [1986] "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance of Internal Control Systems," *Journal of Finance*, 48(3), pp.323-329.
- Gibson, M. S. [1999] "Is Corporate Governance Ineffective in Emerging Markets?," mimeo.
- Hermalin, B. E. and M. Weisbach [1991] "The Effects of Board Composition and Direct Incentives on Firm Performance," *Financial Management*, 20(4), pp.101-112.
- Hoshi, T., A. Kashyap and D. Scharfstein [1990] "Bank Monitoring and Investment Evidence from the Changing Structure of Japanese Corporate Banking Relationships," in G. Hubbard ed., *Asymmetric Information, Corporate Finance, and Investment*, Chicago University Press.
- Hubbard, R. G. and D. Palia [1995] "Benefits of Control, Managerial Ownership, and the Stock Returns of Acquiring Firms," *Rand Journal of Economics*, 26, (Winter 1995), pp.782-792.
- Himmelberg, C. P., R. G. Hubbard and D. Palia [1999] "Understanding the Determinants of Managerial Ownership and the Link between Ownership and Performance," *Journal of Financial Economics*, 53, pp.353-384.
- Kaplan, S. N. [1994a] "Top Executive Rewards and Firm Performance: A Comparison of Japan and the United States," *Journal of Political Economy*, 102, pp.510-546.
- Kawai, M., H. J. Hahn and G. Iarossi [1999] "Corporate Foreign Debt in East Asia: Too Much or Too Little?" The World Bank Conference "Asian Corporate Recovery: Corporate Governance and the Role of Governments."

- Kole, S. R. [1995] "Measuring Managerial Equity Ownership: A Comparison of Sources of Ownership Data," *Journal of Corporate Finance*, 1, pp.413-435.
- Lichtenberg, F. and G. M. Pushner [1994] "Ownership Structure and Corporate Performance in Japan," *Japan and World Economy*, 6, pp.239-261.
- McConnell, J. J. and H. Servaes [1990] "Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value," *Journal of Financial Economics*, 27, pp.595-612.
- Morck, R., A. Shleifer and R. W. Vishny [1988] "Management Ownership and Market Valuation," *Journal of Financial Economics*, 20, pp.293-315.
- Murphy, K. J. [1985] "Corporate Performance and Managerial Remuneration: An Empirical Analysis," *Journal of Accounting Economics*, 7, pp.11-42.
- Palia, D. and F. Lichtenberg [1999] "Managerial Ownership and Firm Performance: A Re-Examination Using Productivity Measurement," *Journal of Corporate Finance*, 5, pp.323-339.
- Pedro, A., S. Claessens and S. Djankov [1998] "Thailand's Corporate Financing and Governance Structures," The World Bank, Policy Research Working Paper No.2003.
- Pound, J. [1988] "Proxy Contests and the Efficiency of Shareholder Oversight," *Journal of Financial Economics*, 20, pp.237-265.
- Shleifer, A. and R. W. Vishny [1986] "Large Shareholders and Corporate Control," *Journal of Political Economy*, 94, pp.461-488.
- Stulz, R. M. [1988] "Managerial Control of Voting Rights: Financing Policies and the Market for Corporate Control," *Journal of Financial Economics*, 20, pp.25-54.