

Center for Economic Institutions
Working Paper Series

CEI Working Paper Series, No. 2003-3

Asian Crisis and Corporate Governance

Masaharu Hanazaki

Qun Liu



Institute of Economic Research
Hitotsubashi University
2-1 Naka, Kunitachi, Tokyo, 186-8603 JAPAN
Tel: +81-42-580-8405
Fax: +81-42-580-8333
e-mail: cei-info@ier.hit-u.ac.jp

アジア危機とコーポレート・ガバナンス*

花崎正晴（一橋大学経済研究所）

劉群（一橋大学大学院経済学研究科博士課程）

1. はじめに

1997年のアジア通貨危機は、世界で最も成長が著しく、奇跡とも呼べる経済発展を遂げてきた東アジア地域¹を襲った。その原因に関しては、従来経済のファンダメンタルズ要因や投資家の心理要因などが指摘されるとともに、危機の結果一国経済が連鎖的な打撃を蒙るメカニズムが強調されてきた。

しかしながら、東アジア地域の企業データを用いた我々の分析によれば、アジア危機勃発後、企業のパフォーマンスの全般的な悪化傾向に加え、企業間のパフォーマンスのばらつきが拡大していることが明らかとなった。この事実は、必ずしもアジア危機が企業部門に一律な影響を及ぼしたわけではなく、各企業の **idiosyncratic** な要素がパフォーマンスに無視し得ない影響を及ぼしている可能性があることを示唆するものである。

我々は、そのような要素のなかでも、コーポレート・ガバナンスの問題、つまりガバナンスの未熟さや非効率性などがアジア危機の発生と密接な関係にあるという基本的な考え方に基づき、議論を展開している。すなわち、深刻なアジア危機を経験したインドネシア、韓国、マレーシア、フィリピンおよびタイの5か国を対象に、各国の企業データに基づきガバナンスに関連する諸要素と企業パフォーマンスとの関係を考察する。具体的には、第一に、東アジア地域企業の所有構造に関して大株主とそれ以外の株主との間のエージェンシー問題に焦点を当て、家族支配を背景とする所有の集中化傾向および企業の支配権に該当する **voting rights** と所有権に相当する **cash flow rights** との乖離の問題を、それぞれ分析する。我々の推定結果によると、それらの要素がアジア危機を境に、企業のパフォーマンスに悪影響を与えているとの仮説が、概ね支持された。

第二に、負債の役割に関しては、二つの仮説が検討される。ひとつは、**free-cash-flow** 仮説であり、もう一つは **debt-overhang** 仮説である。我々のデータ分析によると、**debt-overhang** 仮説は極めて限定的な計測ケースで支持されるのみであり、またアジア危機を契機として **free-cash-flow** 仮説が主張する負債の規律付けのメカニズムとは反対に、むしろ負債が企業パフォーマンスを悪化させている効果が表れた。この事実は、銀行による

* 本稿作成に際しては、寺西重郎教授と福田慎一教授および2002年12月13、14日の三浦海岸コンファランス出席者から有益なコメントを頂戴したことに対し、深く感謝の意を表したい。なお、本研究に対しては、(財) 学術振興野村基金（「東アジアの危機とコーポレート・ガバナンス」）から助成を受けた。ここに記して感謝したい。

¹ World Bank (1993)を参照。また、アジア危機後の再考については、Stiglitz and Yusuf (eds.) (2001) を参照。

借入企業のモニタリングが有効に働かず、貸出がいわゆる **crony lending** の性格を有することを示唆するものといえる。

最後に、事業の多角化の影響を計測すると、アジア危機を契機に過度に拡張主義的な多角化の非効率性が顕在化し、多角化が企業のパフォーマンスを悪化させているとの結果が得られた。

2. アジア危機の影響に関するマクロ的見方とミクロ的見方

2. 1 アジア危機に関する従来の見方

未曾有の高度成長を続けてきた東アジア地域を1997年7月に襲ったアジア通貨危機の原因としては、従来マクロ経済学や国際金融論の立場からの分析が盛んになされてきた。それらには、中期的な公的部門のみならず民間部門の対外債務の累増や96年ごろからの経済のファンダメンタルズの悪化傾向、さらには一部の投資家のパニック的な資金回収行動など、さまざまな説明がなされている²。また、危機発生に際してIMFが課した各種の構造改革を含めたコンディショナリティも、必ずしも適切とは言えず危機の深刻化を招いたとの指摘もある³。

危機発生メカニズム

アジア危機にみられるような通貨危機発生メカニズムを取り扱った理論モデルはさまざまあるが⁴、ここでは通貨危機が広汎に波及する要因に焦点を当てることによって、危機発生メカニズムを考察する。

今次の東アジア通貨危機の際立った特色は、通貨価値の下落と生産の収縮が同時に生じたことである。他の条件が変わらなければ、通貨価値の下落は外需にプラスの効果が期待できるが、今次の危機局面においては、相対価格変化の需要サイドへのプラスの効果が、供給サイドのマイナスの効果によって完全に相殺されてしまったと解釈される。

Kiyotaki and Moore (1997)は、土地などの耐久資産が生産要素であるばかりではなく、貸出に際する担保としての役割をも果たしている経済において、資産の担保価値によって制約される信用量と資産価格とが動学的な相互作用を及ぼし、あるセクターで生じた一時的なショックが、かなりの期間にわたって続き、増幅され、他のセクターに波及するメカニズムを理論的に明らかにした。すなわち、彼らのモデルによると、信用リスクの違いなど各企業が抱える個別 (**idiosyncratic**) の特質を平準化させ、企業の資金調達をスムーズに

² 詳しくは、小川 (1998)、Corsetti, Pesenti and Roubini (1999) および Stiglitz(2000)を参照。

³ 例えば、小川 (2000) を参照。

⁴ Krugman (1979) によるファンダメンタルズに基づくモデル (第一世代モデル)、Obstfeld (1994) による民間部門の期待の変化に起因する自己実現的な投機攻撃モデル (第二世代モデル)、Goldfajn and Valdes (1997) による銀行部門の脆弱性を原因とする危機モデル (第三世代モデル) などがある。

する役割を果たす土地担保制度も、一国全体の地価に及ぶマクロ・ショックに対しては有効な障壁とはなりえないのである。

このような **Kiyotaki and Moore (1997)** の理論モデルを応用して、東アジア危機が深刻化したメカニズムを解明しようとしているのが、**Miller and Stiglitz (1999)**である。彼らのモデルにおいて、**Kiyotaki and Moore (1997)**における土地と類似の役割を果たすのが、現行の破産法とバランスシート悪化の効果である。一般的に破産法は、企業が経営危機に陥った際に経営者の経営手腕や長期的な存続可能性などの経営状態に関する情報に基づいて、債権者が再建を支援したり、あるいは清算手続きに着手したりすることを法的に支えるシステムである。しかしながら、このようなシステムは平時においては有効性が認められるものの、アジア危機のように経済システム全体に影響が及ぶ事象が発生した場合には、有効に機能することを期待することはできない。なぜならば、一国全体の何割もの企業が債務不履行に陥る状況では、破産手続きを進める上で人的あるいは金銭的資源が明らかに不足するばかりではなく、債権債務を有する相手方企業も破産状態にあることから当該企業のバランスシートの状況を正確に把握することは著しく困難となる。このような状況においては、アジア危機のようなマクロ的なショックの結果、自国の通貨価値が著しく減価すると、本来は経営面での問題がない企業でも、多額の外貨建て債務を負っている場合にはバランスシートの急激な悪化が生じ、結果として大規模な連鎖的倒産が発生するリスクが高まる⁵。

このような見方は、アジア危機が当該国の企業部門に一樣かつ深刻な影響を及ぼしたことを示唆するものである。

2. 2 危機の影響は、不偏的か偏向的か？

本節では、実際の企業データを用いて、上述の研究が示唆する通り、アジア通貨危機によって各国の企業部門が一樣な悪影響を受けたのか否かを定量的に分析する。

本稿の分析で用いられる企業データは、一橋大学経済制度研究センターが契約している **Worldscope** のデータベースから抽出したものである。そのデータベースから各企業の代表的なパフォーマンス指標の推移に着目し、それらの指標の各年における企業間のばらつきを算出する。その結果、もしアジア危機の前後で、そのばらつきにあまり変化がないか、アジア危機後にばらつきが小さくなっているとしたら、アジア危機が企業部門に不偏的な影響を及ぼしたという考え方が支持される。逆に、アジア危機ののちに企業間のばらつきが大きくなっているとすれば、各企業の特성에応じてアジア危機が各企業に及ぼす影響度合いが異なっているものと解釈することができるであろう。

対象国は、アジア危機によって国民経済が大きな打撃を蒙ったインドネシア、韓国、マレーシア、フィリピン、タイの5か国である。我々が用いるパフォーマンス指標は、次の

⁵ 彼らは、アジア危機などの状況における危機管理の方法として、債務の強制的なころがし (**rollover**) と債務の一部免除が有効であると論じている。

3つである。

ROA (総資産収益率) : 事業損益 / 前期末総資産

ROE (自己資本収益率) : 当期純利益 / 前期末自己資本

PMA (営業利潤率) : 営業損益 / 売上高

作業手順

我々は、各年における企業間のばらつきを示す尺度として、標準偏差、変動係数（標準偏差/平均値）および標準偏差/中央値という3種類の統計量を用い、それらの推移を観察して総合的にばらつき度合いに関する判断を下している。

検定は、次の手順を踏んで進められる。

第一段階・・・**1989**年から**2000**年の期間で、各国で得られる企業データをすべて抽出して、企業間のばらつきを算出する。

第二段階・・・**1994**年から**2000**年にかけて存在する企業のみを抽出して、企業間のばらつきを算出する。

第三段階・・・異常値（平均値からプラスマイナス3標準偏差を超えるデータ）を削除して、企業間のばらつきを算出する。

第四段階・・・再度異常値を削除して、企業間のばらつきを算出する。

第一段階では、1989年から2000年の期間における **Worldscope** の生の企業データが使われており、年をさかのぼるにつれて企業数が減少するという問題がある。それを改善するために、第二段階では共通会社ベースでばらつきを計算している。期間は、現時点における **Worldscope** データベースの一般的傾向として90年代半ばから収録企業数が大幅に増加することから、1994年以降2000年までに限定している。第三段階は、異常値の処理作業である。極端に大きな値や小さな値は、平均値や標準偏差に大きな影響を及ぼすことから、異常値として除去することが望ましいと考えられる。ここでは、各年の平均値からプラスマイナス3標準偏差を超えるデータを異常値とみなしたうえで、共通会社ベースという基準を保つために、異常値をひとつでも含む企業のデータは、すべて抹消するという作業を実施している。しかしながら、第三段階においても最大値や最小値に極端なものが残っていることから、第四段階として、再度平均値からプラスマイナス3標準偏差を超えるデータを除去する作業を行っている。

拡大するばらつき度合い

以上のような手順を踏んだ第四段階における3つのパフォーマンス指標の基本統計量が、表1に整理されている。まず、1997年のアジア危機の影響を平均値および中央値で見ると、予想通り全般的にみれば危機後にパフォーマンスの悪化傾向が観察される。もっとも、例えば、指標の性格上 **PMA** は **ROA** および **ROE** に比べて悪化度合いが小さいこと、またフィリピン以外の国ではいずれかのパフォーマンス指標がマイナスに落ち込むなどの

大きなショックが観察されるものの、フィリピンでは平均値でも中央値でもマイナスはみられずその意味で比較的安定していることなど、指標や国によって多少の差異が観察されるのもまた事実である。

我々の主たる関心事項である企業間のパフォーマンスのばらつき度合いをみると、国や指標によって程度の違いがみられるものの、全般的には危機後にばらつきが拡大していることがわかる。とりわけ、インドネシア、タイ、韓国では、3種類の統計量のいずれにおいても危機後にばらつきが顕著に拡大していることがみてとれる。一方、マレーシアではばらつきの拡大の程度は比較的緩やかである。さらに、フィリピンの場合には、変動係数と標準偏差 / 中央値ではばらつきの拡大がみられる一方で、標準偏差では危機前後でばらつきに変化は観察されない。

このように若干の例外はあるものの、アジア通貨危機が企業部門に不偏的な影響を及ぼしたという仮説は必ずしも妥当せず、アジア危機が各企業に及ぼした影響度合いは、各企業の特徴(**idiosyncratic factors**)を反映してかなり異なるものであったという対立仮説が、概ね支持される結果が得られたと言えよう。

3. コーポレート・ガバナンスからみたアジア危機の影響

3. 1 家族支配の特徴と問題点

欧米や日本の大手企業の株式が、比較的多くの株主によって分散所有されているのに対して、典型的な東アジアの企業の株式は、たとえ大企業であってもある特定の一族によって集中的に所有あるいは支配されている傾向が強い。また当該企業が、同じ一族によって支配されている企業グループに属することも稀ではない。さらに、そのような一族のなかには、政府や政治家と親密な関係を構築し、国民経済に無視し得ない影響力を及ぼすものもみられる。

Claessens, Djankov and Lang (2000) によれば、インドネシアと韓国では3分の2強、またマレーシアとタイでは過半、さらにフィリピンでは4割強の企業が、家族支配の性格を有するものである⁶。東アジア企業のコーポレート・ガバナンスの問題を考える際には、このような家族支配の問題が中心的な論点となる。

企業所有とエージェンシー問題

経済学的に企業組織を考えるうえでは、情報の非対称性に起因するエージェンシー問題をどのように解決あるいは緩和することができるのかが、一つの重要課題となる⁷。しかし、企業が分散所有されている場合と集中所有されている場合とでは、エージェンシー問題の

⁶ この計算は、少なくとも株主が **10%以上の voting rights** を有するという基準に基づくものである。なお、**20%**の基準に基づく場合も、ほぼ同様な傾向である。

⁷ **Jensen and Meckling (1976)** を参照。

性格が大きく異なる。すなわち、欧米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には、株主と経営者との間の利益相反の問題が主たる関心事項となるが、東アジア地域のように家族支配などにより企業所有の集中度が高い場合には、所有者は企業の実質的な支配権を確保できることから、エージェンシー問題の本質は株主と経営者との関係から、支配権を持った大株主とその他の株主との関係にシフトする。つまり、**Shleifer and Vishny (1997)** が指摘するように、支配株主とその他の株主とは必ずしも利害が一致している保証はなく、支配株主の支配力が高まれば高まるほど、その他の株主が本来稼得すべき利得が支配株主によって搾取 (**expropriation**) される可能性がある⁸。

voting rights と cash flow rights

家族支配によって特徴付けられる東アジア企業の所有構造には、もう一つ重要な観点がある。それは、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示す **cash flow rights** とが乖離している場合がある、という事実である。簡単な数値例で示せば、次の通りとなる。ある一族がA企業の60%の株式を保有し、A企業がB企業の30%の株式を保有しているとする。この場合、その一族は、B企業の30%の **voting rights** を有しているが、その一族が有するB企業の **cash flow rights** は18%にとどまる。

このように **voting rights** と **cash flow rights** が乖離している企業の場合には、支配株主とその他の株主との間のエージェンシー問題が、一層深刻化することが予想される。なぜならば、たとえそのような企業が損失を発生させたとしても、当該一族が蒙る金銭的な損失は損失総額の30%ではなく18%にしか過ぎないからである。

究極的な所有構造

このような特色を持った東アジア地域の支配構造の本質は、企業の直接的な所有構造 (**immediate ownership structure**) をみるだけでは決して捉えることはできない。なぜならば、例えばA企業の大株主としてB企業が存在し、そのB企業がC一族によって支配されているとすると、A企業の実質的な支配者はC一族となるからである。

⁸ 例えば、当該企業にとっては必ずしも利益にならない形で、その企業の支配株主が有するグループ企業と取引関係を結ぶ、あるいは経営者がその支配一族から送り込まれている場合には、その経営者の個人的便益を高めるために企業の利益が非効率的な用途に使われる、さらには当該企業の株式を買い集めてその後その企業自身あるいは関係者に高値で買い取らせる (いわゆる、**greenmail**) などが、零細株主に不利益を及ぼす支配株主の行動である。また、**Johnson, La Porta, Lopez-de-Silanes and Shleifer (2000)** は、支配株主が自分自身の利益のために社内の資源を社外に流出させる行為を **tunneling** と呼び、そのような行為が非合法的のみならず合法的にもなされることを示している。さらに、**La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer and Vishny (2000)** および **Faccio, Lang and Young (2001)** は、搾取の問題と配当との関係に着目し、零細株主が有効に保護されている場合には、配当が高めになるはずであるという考え方に基づき実証分析を展開している。

現実には、東アジア企業の所有構造は、ピラミッド型（**pyramid structures**）や相互持合（**cross-holdings**）を通じて複雑にからみあっており⁹、誰が最も多くの **voting rights** を有しているのか、あるいは **voting rights** と **cash flow rights** はどのような関係になっているのかを解明するためには、このようなピラミッド型や相互持合の所有構造の連鎖を丹念に辿ることによって、企業の究極的な所有構造（**ultimate ownership structure**）を明らかにすることが必要になる¹⁰。

このような考え方にに基づき、東アジア企業の究極的な所有構造の詳細を明らかにしたのが、**Claessens, Djankov and Lang (2000)** である¹¹。我々は、彼らが作成したデータを用いて、アジア通貨危機の影響下で企業の所有構造が企業のパフォーマンスにどのような影響を及ぼしたのかを定量的に分析する¹²。

先行研究

定量分析に入る前に、我々の問題意識と同様に、アジア危機と同地域企業のコーポレート・ガバナンスとの関係に焦点を当てた先行研究を概観する。

まず、**Johnson, Boone, Breach and Friedman (2000)** は、25の新興市場地域のデータを用いて、アジア危機の期間に外部投資家が適切に保護されているかどうかといったコーポレート・ガバナンスに関する要素が、マクロ経済変数に比べて為替レートの変動や株式市場のパフォーマンスをより良く説明することを示している。

また、**Mitton (2001)** は、東アジア5か国の企業データを用いて、1997年7月から98年8月までのアジア危機の期間に、コーポレート・ガバナンスの要素と企業パフォーマンスとの関係を分析している。その結果、企業情報の開示が進んでいる企業ほどパフォーマンスは良好であり、また経営の多角化を進めている企業はパフォーマンスが劣るとの計測結果を得ている。さらに、**Lemmon and Lins (2001)** は、東アジアの8地域を対象に、危機の直前1年と直後1年の企業価値の比較を実施し、企業の所有構造において所有と支配の乖離が大きい企業ほど、企業価値の下落が著しいとの結論を導いている。

3. 2 所有構造に関する仮説の検証

本節以下では、主にコーポレート・ガバナンスに関連する諸要因が、アジア通貨危機に際して企業のパフォーマンスにどのような影響を及ぼしたのかを実証分析する。データソースは、前述の通り **Worldscope** の企業データと **Claessens, Djankov and Lang (2000)** による1996年度末およびその近辺時点での企業の所有構造に関するデータである。それ

⁹ 東アジアにおけるピラミッド型の企業グループの具体例については、**Obata (2001)**を参照。

¹⁰ **La Porta, Lopez-de-Silanes and Shleifer(1999)** は、世界の主要国を対象に、企業の究極的な所有構造を解明した最初の研究である。

¹¹ なお、**Wiwattanakantang (2001)** および **Khanthavit, Polsiri and Wiwattanakantang (2002)** は、タイに関する詳細な分析である。

¹² データ提供を快諾してくださった **Joseph P.H. Fan** 氏に深く感謝する。

らの企業データをもとに、1994年から2000年の期間を対象として前節で作成した第四段階の **balanced panel** データを用いて各国別に推定作業を実施している。推定手法は、**random effects** モデルである。

基本モデルは、次式で表される。

$$\begin{aligned}
 PER_{it} = & a + b_0 \times CG_{it} + b_1 \times CG_{it} \times D95 + b_2 \times CG_{it} \times D96 + b_3 \times CG_{it} \times D97 \\
 & + b_4 \times CG_{it} \times D98 + b_5 \times CG_{it} \times D99 + b_6 \times CG_{it} \times D00 \\
 & + c \times LTA_{it} + \sum d_j \times DIN_j + u_{it}
 \end{aligned} \tag{1}$$

各変数は、次の通りである。

PER: 3種類のパフォーマンス指標（すなわち、**ROA**、**ROE**、**PMA**）。

CG: コーポレート・ガバナンス関連指標、具体的には後述。

D95~D00: 1995年から2000年にかけての年次ダミー変数。

LTA: 総資産の自然対数。

DIN: 産業ダミー変数（**SIC** 4桁コードに基づき作成）。

なお、添え字 t は時系列要素、 i は企業レベルのクロスセクション要素、また j は産業レベルのクロスセクション要素を示している。

(1) 式は、総資産と産業ダミーをコントロール変数としたうえで、コーポレート・ガバナンスに関する変数が企業のパフォーマンスに及ぼす影響度合いを、時間の経過とともに測ることを目的としている。とりわけ、1997年のアジア通貨危機の前後で、ガバナンスに係るパラメータがどのように変化したのかを捉えるのが、主なねらいである¹³。

企業所有の集中度

上述の通り、東アジア企業の所有構造の特徴は、家族支配とそれに伴う所有の集中傾向である。**Claessens, Djankov and Lang (2000)**によると、1996年度末およびその近辺の時点で最も支配的な大口株主が有する **voting rights** が全体に占める比率は、日本では10%にとどまっているのに対して、タイ：35%、インドネシア：34%、マレーシア：28%、フィリピン：24%、そして韓国：18%と、いずれも日本に比べて高率に達している。

このような実質的な支配権を有する大口株主の存在により、その他の株主の本来の利得が搾取されるというエージェンシー問題があるとすれば、次の仮説が導き出される。

仮説1：「企業の実質的な支配株主による究極的な支配レベルが高ければ高いほど、支配株主とその他の株主との間のエージェンシー問題は深刻となり、企業経営は非効率となる。したがって、そのような企業は、アジア危機の影響をより強く受けるはずである。」

¹³ (1)式の構造から明らかのように、 b_0 には94年のCGに関する係数が表れ、 b_1 には95年と94年の同係数の差、 b_2 には96年と94年の同係数の差、・・・、そして b_6 には2000年と94年の同係数の差が、それぞれ表れることとなる。

この仮説を検証するためには、(1) 式の **CG** (コーポレート・ガバナンス関連指標) のところに各企業の **voting rights (VR)** を代入する。その意図は、実質的な支配権を有する大口株主の支配の程度を示す **voting rights** が企業のパフォーマンスに及ぼす影響が、アジア危機の前後でどのように変化したのかを把握することにある。

計測結果は、表 2 に整理されている。まず、アジア危機以前の 1994 年時点での企業所有集中度の係数をみると、韓国、マレーシアおよびタイで有意にプラスの場合がみられるほかは、有意な結果は得られていない。また、95 年の係数は 94 年のそれらと有意には異なる。つまり、元来企業所有の集中度が高まることは、企業のパフォーマンスにとって必ずしもマイナスとはなっていない。

ところが、アジア危機が勃発した 97 年頃からは、企業所有集中度の係数はほとんどの計測モデルにおいて有意にマイナスの方向にシフトしている。全く有意なシフトがみられないのは、インドネシアの **PMA** の計測ケースのみである。また、それらのマイナスのシフト幅は、タイでは 97 年、またインドネシア、韓国およびマレーシアでは 98 年、さらにフィリピンでは 98、99 年頃が、概ねピークとなっている。しかしながら、多くのケースで、2000 年においても依然として有意にマイナス方向へのシフトは続いている。

以上により、所有の集中度合いが高い企業ほど、アジア危機に際してパフォーマンスの悪化の程度が大きいこと、またそのパフォーマンスの悪化はアジア危機直後にとどまらず、総じて 2000 年に至るまで継続していること、などが明らかとなった。したがって、これらの結果は、エージェンシー問題が深刻な企業ほど、危機の悪影響を大きく受けているものと解釈され、仮説 1 が概ね支持された。

所有と支配の乖離

東アジア企業の家族支配構造がもたらすもう一つの帰結が、企業の支配権に該当する **voting rights** と所有権に相当する **cash flow rights** との乖離である。**Claessens, Djankov and Lang (2000)** によると、**cash flow rights** は **voting rights** に比べて、インドネシアで 2 割強、また韓国とマレーシアで 15% 程度、それぞれ下回ることが示されている。もっともその割合は、フィリピンでは 1 割弱、またタイでは 6% と、相対的に低率にとどまっている。

このような所有と支配との乖離が、支配株主とその他の株主との間のエージェンシー問題を一層深刻化させる可能性がある点に着目して、次の仮説を立てることができる。

仮説 2 : 「企業の所有構造において、**voting rights** と **cash flow rights** との乖離が大きくなればなるほど、支配株主がその他の株主を搾取するインセンティブは高まり、企業経営は一層非効率的になる。したがって、そのような企業は、アジア危機の影響をより強く受けるはずである。」

この仮説の検定に際して鍵を握る変数は、**voting rights** と **cash flow rights** との差分(*DI*)である。すなわち、(1) 式の *CG* の代わりに *DI* を用いることによって、所有と支配の乖離が企業のパフォーマンスに及ぼす影響を、アジア危機の前後で比較することができる。なお、**voting rights** と **cash flow rights** が一致している企業は、この面での問題はないと考えられるので、推定作業に際してはデータセットから除外し、家族支配の企業を中心に **voting rights** が **cash flow rights** を上回る企業のみデータセットで、計測作業を実施している。

表3に基づき、計測結果を概観してみよう。まず、アジア危機以前の *DI* の効果については、マレーシアやフィリピンの一部のケースで有意にプラスとなっている以外は、有意な係数は得られていない。つまり、少なくともアジア危機以前には、所有と支配の乖離が企業のパフォーマンスに悪影響を及ぼしていたとの証拠は得られていない。一方、アジア危機以降の *DI* の効果をみると、インドネシア、韓国、マレーシアおよびフィリピンについては、被説明変数が *ROA* の推定モデルを中心に、マイナスで有意な係数が観察される。もっとも韓国では、*ROE* と *PMA* のモデルでは、有意性の高い *DI* の効果は全く観察されず、さらに所有と支配の乖離幅が相対的に小さいタイでは、97年の *ROA* のケースを除いて、*DI* の有意な効果は認められない。

所有と支配の乖離に関する我々の計測結果は、国やパフォーマンス指標によって微妙に異なっており、必ずしも断定的な結論を下すことはできない。しかしながら、所有と支配の乖離が著しい国々を中心に、アジア危機以降その乖離がパフォーマンスの低下を増幅するという仮説2と整合的な計測結果が、多くの計測モデルから得られている¹⁴。

3. 3 負債の役割

以上の分析は、企業の所有構造に着目したものであった。東アジア企業のコーポレート・ガバナンスに関する問題を考える上では、所有構造が中心的な論点であることは疑問の余地がない。しかしながら、コーポレート・ガバナンスには別の視点もあり得る。次には、所有構造から離れて、負債の役割について検討する。

free-cash-flow 仮説

Jensen (1986, 1989)による **free-cash-flow** 仮説は、負債契約が企業経営に及ぼす規律付けのメカニズムを指摘している。すなわち、潤沢なキャッシュフローを有している企業は、それらの資金が経営者にとっての **perquisites** を高めるなどの効率性の乏しい用途に使われる可能性がある。逆に、ある程度の債務を負っている企業は、債権者から効果的にモニ

¹⁴ Obata(2001)は、所有と支配の乖離と企業価値との関係に着目し、前者が後者に及ぼす悪影響は平時には観察されないものの、財務危機に陥った際には顕著であることを示しており、本稿の結果と整合的である。

ターされることから、かえって効率的な経営が実現する。

一般的に、東アジア企業は、借金が少なくキャッシュフローが潤沢にあるというよりはむしろ、ある程度の負債を抱えながら操業している。事実、我々のサンプル企業で負債比率（負債 / 総資産）の平均値を算出すると、1996年末時点でインドネシア：51.3%、韓国：75.0%、マレーシア：44.8%、フィリピン：39.8%、そしてタイ：57.1%という水準に達している¹⁵。

東アジア企業のこのような財務状況を勘案すると、**free-cash-flow** 仮説が示唆するところの負債による企業経営に対する規律付けの効果が期待できる。ただし、そのような規律付けのメカニズムが働くためには、債務者に対する債権者のモニターが効果的になされなければならない。

以上のような見方に基づき、**free-cash-flow** 関連して、次のような仮説が成り立つ。

仮説 3：「債権者の債務者に対するモニターが有効に機能している場合には、債務が多い企業ほど、経営の効率性が高くなる。したがって、そのような企業は、アジア危機の影響をあまり受けないはずである。」

debt-overhang 仮説

もっとも、負債に関しては、別の仮説を立てることができる。その仮説は、**debt-overhang** の問題に関するものである。すなわち、企業が過剰な債務を負っていると、新規の設備投資がプラスの収益を生み出すことが予想される場合でも、その収益が既存債務の返済に優先的に充当されるため新規の融資を受けることができず、当該投資が実行されなくなる状況が、**debt-overhang** の問題である¹⁶。

東アジア企業が **debt-overhang** の状態に陥っているとすると、次の仮説が導きだされる。

仮説 4：「債務が多い企業は **debt-overhang** の問題に陥りやすいため、新規に収益をあげる機会が奪われ、収益基盤が脆弱となる。したがって、そのような企業は、アジア危機の影響をより強く受けるはずである。」

負債に関する代替的ともいえる二つの仮説が意味するところは、**free-cash-flow** 仮説では負債が企業のパフォーマンスにプラスの影響を与え、**debt-overhang** 仮説では逆にマイナスの影響を及ぼすというものである。ただし、後者の仮説でマイナスの効果が出るのは、言うまでもなく債務過多の企業である。

¹⁵ もっとも、日本政策投資銀行の財務データバンクによると、日本の上場企業の1996年度における負債比率の平均は 72.1%に達しており、東アジア企業の負債比率が必ずしも高いとは言えない。

¹⁶ Myers (1977)、Myers and Majluf (1984) を参照。また、**debt-overhang** の問題に対する批判的検討としては、大瀧 (2000) を参照。

我々は、次のような手順で上述の負債に関する二つの仮説の妥当性を検証する。最初に、(1) 式の **CG** に各企業の前期の負債比率（負債 / 総資産）を代入し、負債の規律付けのメカニズムとアジア危機との関係を考察する。続いて、各国のサンプル企業を、負債比率に基づき高債務企業、低債務企業、およびその他企業の3つのグループに分類する¹⁷。そして、高債務企業と低債務企業を対象に(1) 式の計測を実施し、両者の結果を比較する。

負債の効果に関する計測結果は、表4に整理されている。まず全サンプルの計測結果をみると、タイの3通りのケース、フィリピンの2通りのケースおよびマレーシアの **ROE** のケースにおいて、94年時点の負債比率の係数は有意にプラスの符号を示している。これは、負債が及ぼす規律付けのメカニズムの有効性を示唆するものである。しかしながら、インドネシアと韓国などのケースでは、そのような計測結果は得られていない。

一方、アジア危機勃発以降における負債比率の係数の変化をみると、有意にプラスであるような結果は一切観察されず、逆に多くのケースで有意にマイナスとなっている。タイとフィリピンの一部では、アジア危機以前にみられた負債の規律付けのメカニズムがアジア危機以降弱まったとはいえ依然としてわずかながらプラスの効果が散見されるものの、ほとんどの計測ではアジア危機に際してむしろ **free-cash-flow** 仮説の考え方とは逆に、負債が企業パフォーマンスに悪影響を及ぼしているとの結果が得られている¹⁸。

次に **debt-overhang** 仮説に関連して、高債務企業と低債務企業との比較をする。負債比率に関連した係数の大きさや有意性を両者で比較すると、フィリピンの **ROA** と **ROE** のケースで、低債務企業の場合には負債は企業のパフォーマンスに有意な影響を与えていないのに対して、高債務企業では負債が有意にマイナスの影響を及ぼし、しかもそのマイナスの効果はアジア危機を境に強まっている。このフィリピンのケースは、高債務企業において **debt-overhang** の問題が発生していることを示唆するものである。しかしながら、それ以外の国々では、総じて高債務企業と低債務企業との間に顕著な違いは観察されない。すなわち、高債務それ自体が企業パフォーマンスに悪影響を及ぼしているとは考えにくく、**debt-overhang** の問題が顕在化しているとは言い難い。

以上のような負債の役割に関する実証分析から、アジア危機に際して **free-cash-flow** 仮説

¹⁷ 本稿におけるグループ分けの基準では、アジア危機の直前の1996年末時点で債務の多い順に並べた場合に上位20%の企業を高債務、下位20%の企業を低債務、そして中間段階の60%の企業をその他としている。なお、各国の高債務および低債務企業の負債比率の平均値（96年末時点）は、次の通りである。

	高債務企業	低債務企業
インドネシア	74.5%	22.6%
韓国	93.9%	52.4%
マレーシア	76.3%	13.4%
フィリピン	81.9%	4.9%
タイ	83.6%	28.7%

¹⁸ 3つのパフォーマンス指標のなかで **ROE** の場合には分子が利払い後の利益であり、債務水準が直接的に **ROE** に影響を与えるという問題がある。しかしながら、**ROA** および **PMA** の分子は、いずれも利払い前の利益であり、債務水準の直接的な影響はない。

は支持されず、また **debt-overhang** 仮説も部分的にしか支持されていない。これらの結果は、過大な債務が企業パフォーマンスにマイナスの影響を及ぼしているとは必ずしも言えず、むしろ債権者が債務者をモニターする際のシステムやノウハウが未整備または未熟であり、負債の規律付けのメカニズムが有効には働いていないために、かえって負債によって調達された資金が非効率な用途に使われている可能性が高いことを示している。換言すれば、この事実は、銀行貸出がその銀行の大株主である一族によって支配されている企業に向けられることによって **moral hazard** を生む、いわゆる **crony lending** の弊害が露呈されたものと解釈することもできよう¹⁹。

3. 4 事業の多角化の影響

事業の多角化 (**diversification**)は、直接的にはコーポレート・ガバナンスに関するメカニズムを意味するものではない。しかしながら、支配株主によるその他の株主の搾取といったコーポレート・ガバナンスに関するメカニズムや機能は、次に述べるような要因により多角化の影響を受けやすいと考えられる。

まず、多角的な経営を進めている企業は、そうでない企業に比べて一般的に内部補助 (**cross-subsidization**) や過大投資 (**overinvestment**)といった資源配分上のロスを生じさせる機会が多いことから、結果的に搾取につながる余地が大きい。また、多角化企業は組織形態が複雑であり、零細株主などの小規模の投資家にとっては実態把握が難しい。換言すれば、零細株主にとって情報の非対称性の問題はより深刻であり、それだけ搾取の対象とされやすい。一方、多角経営を進めるコングロマリットは、金融市場の発達が遅れている新興国においても内部市場を通じて資金調達が可能であり、投資機会を逃がさず利益を享受することができるという側面も指摘される。つまり、多角化の便益は、金融市場の発達度合いとも密接な関係にあると考えられる。

このように、多角化の問題を広義のコーポレート・ガバナンスに関連する分析の一環として取り扱うことは、十分意味がある。

多角化の功罪

企業が事業を多角化することによって、収益性を高めて企業価値を向上させることができるかどうかは、企業論の主たる関心事項の一つである。**Chandler, Jr. (1977, 1990)** が指摘するように、理論的にはある事業のノウハウが別の事業に生かせる、あるいは複数の事業を営む上で間接部門を共有できる、などの収益面またはコスト面のメリットがある場合には、いわゆる範囲の経済 (**economy of scope**) が存在すると解釈され、事業の多角化が便益をもたらすことになる。また、**Lewellen (1971)** は、企業の結合によるコングロマリット

¹⁹ **crony lending** がもたらす **moral hazard** の問題を取り扱った研究としては、**Laeven(2001)**、**La Porta, Lopez-de-Silanes and Zamarripa (2002)** および **Wiwattanakantang, Kali and Charumillind (2002)** がある。

化は、リスク分散が可能であることから、負債の利用可能性が高まり結果として節税効果も大きくなるという議論を展開している。さらに、**Stein (1997)** は、多角化企業においては本社が内部資本市場を通じて資金を有効に配分することによって、効率的な経営が実現することを理論モデルで示している。

このような多角化の便益を強調する見方に対して、そのマイナス面の影響を指摘する研究も多い。それらは、部門間の内部補助に伴う非効率性に着目したもの（**Berger and Ofek (1995)**、**Rajan, Servaes and Zingales (2000)**）、収益の期待できないプロジェクトへの投資行動の弊害を強調したもの（**Jensen (1986)**）、そして企業内の各部門の長が自らの地位を利用して、私的な利益を追求する行動（**rent-seeking behavior**）をとる結果、内部資本市場に歪みが生じることを指摘したもの（**Scharfstein and Stein (2000)**）など、さまざまである。

実際に、主にアメリカ企業を対象にした実証研究によると、多角的に事業を営んでいる企業は、過大投資や収益部門から不採算部門への内部補助、また内部資本市場の非効率性などの問題があり、単一事業を営む企業に比べて、総じて企業価値や効率性の面で劣るという結論が得られている²⁰。これは、多角化に伴う投資が過度に拡張主義的であり、効率的にはなされていないことを示唆するものである。

アメリカなどでみられるこのような多角化のマイナス面の特徴が、東アジア企業にも同様に存在するとすると、次の仮説が導出されるであろう²¹。

仮説 5：「多角的に事業を営んでいる企業は、単一事業を営む企業に比べて経営の非効率性が高いために、アジア危機の影響をより強く受けるはずである。」

この仮説検定で鍵を握る変数は、企業が営む事業（セグメント）の数（**NS**）である。これを（1）式の **CG** のところに代入し、パフォーマンスへの影響を定量的に捉える。なお、事業数の情報は **Worldscope** のデータベースから得られ、国ごとの平均値はインドネシア：3.5、韓国：3.4、マレーシア：5.0、フィリピン：3.4、タイ：2.7である。

計測結果は、表5に示されている。まず、1994年時点の状況をみると、**NS** はインドネシア、韓国、マレーシアではパフォーマンス指標に対して有意な影響を及ぼしておらず、またフィリピンとタイでは総じて有意にプラスの効果を生んでいる。つまり、その当時には、多角化が企業のパフォーマンスに悪影響を及ぼしているとの証拠はみられない。

ところが、すべての国々において、アジア危機の前後から **NS** は、パフォーマンスに対

²⁰ **Berger and Ofek(1995)**、**Lang and Stulz (1994)**、**Comment and Jarrell (1995)**、**Servaes (1996)**、**Denis, Denis and Sarin (1997)**、**Shin and Stulz (1998)**、**Denis, Denis and Yost (2002)**、**Mansi and Reeb (2002)** を参照。

²¹ **Claessens, Djankov, Fan and Lang (2001)** および **Mitton (2001)** は、東アジア企業を対象に多角化の問題を取り扱った研究であり、ともに多角化が非効率性をもたらし、多角化企業のパフォーマンスは、そうでない企業に比べて劣ることが示されている。

して有意にマイナスの影響を与え、その悪影響は2000年に至るまで続いている。この事実は、仮説5が意味するように、過度に拡張主義的な多角化に伴う弊害や非効率性が、アジア危機に際して顕在化したものと解釈できる。このような多角化の弊害は、バブル期に進められた安易な多角化が、バブル崩壊後に企業経営にとって大きな足枷となった日本の経験とも重なるものである。

4. おわりに

本章で展開された企業レベルのマイクロデータに基づく実証分析により、アジア危機を契機に企業のパフォーマンスのばらつき度合いは拡大し、企業間のパフォーマンスの格差にコーポレート・ガバナンスの要素が、無視し得ない影響を及ぼしていることが明らかとなった。

とりわけ、支配株主によるその他の株主の搾取(**expropriation**)を惹起する企業所有の集中化、債権者によるモニタリングが有効に働かないもとの負債による資金調達、さらに非効率性を生む安易な多角化などの弊害が、アジア危機を境にそのような要素を多分に有する企業の経営を圧迫してきたことが、企業データに基づく分析によって示された。

家族支配や企業グループなど、奇跡的な経済発展を後押ししてきたとみなされていたガバナンス構造が、アジア危機を経験した現在では **crony capitalism**²² の根源とみられるようになった。我々の実証分析からも、概ねその方向を裏付ける結果が得られている。

しかしながら、今後に残された研究課題も多い。第一は、因果関係の問題である。すなわち、アジア危機がガバナンスの問題点を露呈させたのか、ガバナンスの問題が有力な引き金の一つとなり危機が発生したのか、あるいは我々の分析では外生的な諸要因がアジア危機とガバナンスの問題点を同時に顕在化させたのか、我々の分析では必ずしも明らかではない。

第二に、本章では、各国の会社法、破産法、企業会計そして企業金融などの制度的特徴が取り扱われていない。それらは、言うまでもなく、投資家および債権者の権利や行動を規定する重要な要素であり、定量分析に組み込むことが必要であろう。

第三は、第二の点と深く係わる問題であるが、政策的なインプリケーションに関する分析の不十分性である。すなわち、ガバナンス構造に問題があるのであれば、その改革が喫緊の課題となることは言うまでもない。具体的には、企業経営に関するディスクロージャーの積極的な推進、公正かつ効率的な金融資本市場の整備、および所有権に関する法制度の強化などが、改革の候補としてあげられる。しかしながら、これらの改革の定量的効果は現状ほとんど明らかとはいえない²³。これらの課題を効果的に克服することによって、東アジア地域において近年関心が高まりつつあるコーポレート・ガバナンスの問題に対する

²² Krugman (1998)参照。

²³ この方向に沿った研究例としては、ガバナンス構造の一環としての外部監査役制度が、企業パフォーマンスに及ぼす影響を分析した Fan and Wong (2000) がある。

経済学的理解を深めることが、我々の将来的課題である。

参 考 文 献

Berger, Philip G. and Eli Ofek (1995), "Diversification's Effect on Firm Value," *Journal of Financial Economics*, 37, 39-65.

Chandler, JR., Alfred D. (1977), *The Visible Hand -The Managerial Revolution in American Business-*, Belknap Press of Harvard University Press.

Chandler, JR., Alfred D. (1990), *Scale and Scope – The Dynamics of Industrial Capitalism -*, Belknap Press of Harvard University Press.

Claessens, Stijn, Simeon Djankov, Joseph P.H. Fan and Larry H.P. Lang (2001), "The Benefits and Costs of Internal Markets: Evidence from Asia's Financial Crisis," paper presented at the IMF and CEI Conference on Designing Financial Systems in East Asia and Japan – Toward a Twenty-First Century Paradigm – held in Tokyo on September 24-25.

Claessens, Stijn, Simeon Djankov and Larry H. P. Lang (2000), "The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations," *Journal of Financial Economics*, 58, 81-112.

Comment, Robert and Gregg A. Jarrell (1995), "Corporate Focus and Stock Returns," *Journal of Financial Economics*, 37, 67-87.

Corsetti, Giancarlo, Paolo Pesenti and Nouriel Roubini (1999), "The Asian Crisis: An Overview of the Empirical Evidence and Policy Debate," *The Asian Financial Crisis*, Cambridge University Press, Chapter 4, 127-164.

Denis, David J., Diane K. Denis and Atulya Sarin (1997), "Agency Problems, Equity Ownership, and Corporate Diversification," *Journal of Finance*, 52(1), 135-160.

Denis, David J., Diane K. Denis and Keven Yost (2002), "Global Diversification, Industrial Diversification, and Firm Value," *Journal of Finance*, 57(5), 1951-1979.

Faccio, Mara, Larry H. P. Lang and Leslie Young (2001), "Dividends and Expropriation," *American Economic Review*, 91(1), 54-78.

Fan, Joseph P.H. and T.J. Wong (2000), "Do External Auditors Perform a Corporate Governance Role in Emerging Markets? Evidence from East Asia," unpublished manuscript.

Goldfajn, Ilan and Rodrigo O. Valdes. (1997), "Capital Flows and the Twin Crises: The Role of Liquidity," *IMF Working Paper*, 97/87.

Jensen, Michael C. (1986), "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers," *American Economic Review*, 76, 323-329.

Jensen, Michael C. (1989), "Eclipse of the Public Corporation," *Harvard Business Review*, Sept.-Oct., 61-74.

Jensen, Michael C. and William H. Meckling (1976), "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.

Johnson, Simon, Peter Boone, Alasdair Breach and Eric Friedman (2000), "Corporate Governance in the Asian Financial Crisis," *Journal of Financial Economics*, 58, 141-186.

- Johnson, Simon, Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes and Andrei Shleifer (2000), "Tunneling," *American Economic Review*, Vol.90, No.2, 22-27.
- Khanthavit, Anya, Piruna Polsiri and Yupana Wiwattanakantang (2002), "Did Families Lose or Gain Control after the East Asian Financial Crisis?" unpublished manuscript.
- Kiyotaki, Nobuhiro and John Moore (1997), "Credit Cycles," *Journal of Political Economy*, 105(2), 211-248.
- Krugman, Paul (1979), "A Model of Balance-of-Payments Crises," *Journal of Money, Credit, and Banking*, 11, 311-325.
- Krugman, Paul (1998), "Will Asia Bounce Back?" speech for Credit Suisse First Boston, Hong Kong, March.
- Laeven, Luc (2001), "Insider Lending and Bank Ownership – The Case of Russia -," unpublished manuscript.
- Lang, Larry H. P. and Rene M. Stulz (1994), "Tobin's q , Corporate Diversification, and Firm Performance," *Journal of Political Economy*, 102, (6), 1248-1280.
- La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes and Andrei Shleifer (1999), "Corporate Ownership around the World," *Journal of Finance*, 54, 471-517.
- La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer and Robert W. Vishny (2000), "Agency Problems and Dividend Policies around the World," *Journal of Finance*, 55, 1-33.
- La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes and Guillermo Zamarripa (2002), "Related Lending," unpublished manuscript.
- Lemmon, Michael L. and Karl V. Lins (2001), "Ownership Structure, Corporate Governance, And Firm Value: Evidence from the East Asian Financial Crisis," unpublished manuscript.
- Lewellen, Wilbur G. (1971), "A Pure Financial Rationale for the Conglomerate Merger," *Journal of Finance*, 26, 521-537.
- Mansi, Sattar A. and David M. Reeb (2002), "Corporate Diversification: What Gets Discounted?" *Journal of Finance*, 57(5), 2167-2183.
- Miller, Marcus and Joseph E. Stiglitz (1999), "Bankruptcy Protection against Macroeconomic Shocks: the Case for a 'Super Chapter 11'," paper presented at the World Bank Conference on Capital Flows, Financial Crises, and Policies held on April 15.
- Mitton, Todd (2001), "A Cross-Firm Analysis of the Impact of Corporate Governance on the East Asian Financial Crisis," unpublished manuscript.
- Myers, Stewart C. (1977), "Determinants of Corporate Borrowing," *Journal of Financial Economics*, 5, 147-175.
- Myers, Stewart C. and Nicholas S. Majluf (1984), "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investors Do Not Have," *Journal of Financial Economics*, 13, 187-221.

Obata, Seki (2001), "Pyramid Groups, Financial Distress and Investor Protection," unpublished manuscript.

Obstfeld, Maurice (1994), "The Logic of Currency Crises," *Banque de France Cahiers Economiques et Monetaires*, 43, 189-213.

小川英治 (1998) 『国際通貨システムの安定性』 東洋経済新報社

小川英治 (2000) 「アジア通貨危機と IMF の対応」 宇沢弘文・花崎正晴 (編) 『金融システムの経済学—社会的共通資本の視点から—』 第 8 章 東京大学出版会

大瀧雅之 (2000) 「銀行に監視能力は存在したか？」 宇沢弘文・花崎正晴 (編) 『金融システムの経済学—社会的共通資本の視点から—』 第 3 章 東京大学出版会

Rajan, Raghuram, Henri Servaes and Luigi Zingales (2000), "The Cost of Diversity: The Diversification Discount and Inefficient Investment," *Journal of Finance*, 55(1), 35-80.

Scharfstein, David S. and Jeremy C. Stein (2000), "The Dark Side of Internal Capital Markets: Divisional Rent-Seeking and Inefficient Investment," *Journal of Finance*, 55(6), 2537-2564.

Servaes, Henri (1996), "The Value of Diversification During the Conglomerate Merger Wave," *Journal of Finance*, 51(4), 1201-1225.

Shin, Hyun-Han and Rene M. Stulz (1998), "Are Internal Capital Markets Efficient?" *Quarterly Journal of Economics*, 113, 531-552.

Shleifer, Andrei and Robert W. Vishny (1997), "A Survey of Corporate Governance," *Journal of Finance*, 52, 737-783.

Stein, Jeremy C. (1997), "Internal Capital Markets and the Competition for Corporate Resources," *Journal of Finance*, 52(1), 111-133.

Stiglitz, Joseph E. (2000), "Lessons from the Global Financial Crisis," in Joseph R. Bisignano, William C. Hunter and George G. Kaufman (eds.), *Global Financial Crises, Lessons from Recent Events*, Kluwer Academic Publishers, Chapter 9, 89-107.

Stiglitz, Joseph E. and Shahid Yusuf (eds.) (2001), *Rethinking the East Asia Miracle*, World Bank and Oxford University Press.

Wiwattanakantang, Yupana (2001), "Controlling Shareholders and Corporate Value: Evidence from Thailand," *Pacific-Basin Finance Journal*, 9, 323-362.

Wiwattanakantang, Yupana, Raja Kali and Chutatong Charumilind (2002), "Crony Capital? Corporate Debt Maturity in Thailand before the Financial Crisis," paper presented at 2002 FMA Annual Meeting held in San Antonio, Texas on October 16-19.

World Bank (1993), *The East Asian Miracle – Economic Growth and Public Policy –*, Oxford University Press.

表1 パフォーマンス指標の基本統計量

1. ROA

		94	95	96	97	98	99	2000
インドネシア	企業数	73	73	73	73	73	73	73
	平均値	9.35	9.44	7.76	0.56	-2.14	9.22	1.15
	最小値	-2.31	-6.40	-6.87	-32.35	-63.65	-18.94	-43.91
	最大値	26.36	26.14	22.83	26.54	66.91	44.42	42.69
	中央値	8.53	8.92	7.44	3.32	0.79	7.52	3.02
	標準偏差	5.61	5.22	5.17	11.74	23.30	12.05	17.25
	標準偏差/平均値	0.60	0.55	0.67	20.98	-10.90	1.31	15.05
	標準偏差/中央値	0.66	0.58	0.70	3.53	29.63	1.60	5.70
韓国	企業数	136	136	136	136	136	136	136
	平均値	5.27	5.27	3.38	2.56	1.37	4.31	3.60
	最小値	-1.63	-0.09	-6.14	-9.80	-29.29	-18.80	-29.79
	最大値	12.33	12.97	12.57	8.83	16.05	26.76	31.55
	中央値	5.44	5.33	3.97	3.36	4.18	5.09	3.74
	標準偏差	2.62	2.53	3.09	3.43	8.24	6.74	9.66
	標準偏差/平均値	0.50	0.48	0.92	1.34	6.00	1.57	2.69
	標準偏差/中央値	0.48	0.48	0.78	1.02	1.97	1.33	2.58
マレーシア	企業数	159	159	159	159	159	159	159
	平均値	9.29	8.51	8.20	5.55	1.80	3.18	2.46
	最小値	-3.55	-5.82	-6.12	-13.77	-31.46	-35.00	-19.69
	最大値	29.96	29.11	30.21	24.33	28.06	30.92	25.25
	中央値	8.33	8.17	7.50	4.94	2.31	3.28	2.41
	標準偏差	5.89	5.54	5.57	6.26	8.54	8.93	6.08
	標準偏差/平均値	0.63	0.65	0.68	1.13	4.74	2.81	2.47
	標準偏差/中央値	0.71	0.68	0.74	1.27	3.69	2.72	2.52
フィリピン	企業数	46	46	46	46	46	46	46
	平均値	8.41	7.36	6.48	4.89	3.07	1.84	2.29
	最小値	-7.81	-6.44	-9.98	-7.76	-22.41	-10.49	-12.90
	最大値	26.98	27.87	23.99	21.59	24.79	14.22	14.63
	中央値	6.35	5.56	4.29	3.50	2.31	1.00	2.58
	標準偏差	8.28	7.48	7.44	5.02	7.64	5.25	5.21
	標準偏差/平均値	0.98	1.02	1.15	1.03	2.49	2.85	2.28
	標準偏差/中央値	1.30	1.35	1.73	1.44	3.31	5.25	2.02
タイ	企業数	150	150	150	150	150	150	150
	平均値	8.59	7.97	6.09	-8.16	5.41	2.79	4.48
	最小値	-9.27	-4.65	-4.56	-50.73	-24.51	-24.00	-24.92
	最大値	25.88	20.62	19.71	24.25	29.72	24.28	31.41
	中央値	8.19	7.55	5.92	-4.39	5.93	3.38	4.66
	標準偏差	5.75	4.70	4.25	15.84	9.63	8.27	8.76
	標準偏差/平均値	0.67	0.59	0.70	-1.94	1.78	2.97	1.96
	標準偏差/中央値	0.70	0.62	0.72	-3.61	1.62	2.45	1.88

表1 パフォーマンス指標の基本統計量(つづき)

2. ROE

		94	95	96	97	98	99	2000
インドネシア	企業数	57	57	57	57	57	57	57
	平均値	15.33	14.61	13.47	1.07	-22.49	21.36	1.48
	最小値	-5.82	0.74	-12.50	-28.68	-417.62	-244.98	-132.70
	最大値	44.85	39.75	35.09	24.69	89.41	128.30	128.24
	中央値	14.14	13.82	13.03	1.76	-0.80	15.31	7.76
	標準偏差	10.57	8.58	9.76	9.57	83.90	54.04	40.97
	標準偏差/平均値	0.69	0.59	0.72	8.96	-3.73	2.53	27.66
	標準偏差/中央値	0.75	0.62	0.75	5.43	-105.17	3.53	5.28
韓国	企業数	144	144	144	144	144	144	144
	平均値	7.58	6.08	-0.28	-3.99	-15.59	-3.30	-6.49
	最小値	-25.73	-35.54	-30.65	-80.14	-323.06	-426.15	-302.06
	最大値	46.26	44.73	25.70	10.29	502.25	374.82	131.76
	中央値	6.58	6.20	2.39	-0.31	-0.90	7.75	3.39
	標準偏差	7.82	8.87	9.34	12.05	94.60	79.54	59.55
	標準偏差/平均値	1.03	1.46	-33.41	-3.02	-6.07	-24.10	-9.18
	標準偏差/中央値	1.19	1.43	3.92	-38.79	-104.61	10.27	17.57
マレーシア	企業数	166	166	166	166	166	166	166
	平均値	14.34	14.81	13.05	7.70	-0.57	3.58	3.23
	最小値	-7.94	-13.82	-16.97	-31.03	-62.15	-71.87	-111.78
	最大値	47.29	47.96	41.21	40.10	58.65	108.31	109.76
	中央値	12.81	14.24	12.20	7.05	1.42	5.50	3.58
	標準偏差	10.40	9.61	9.68	10.57	13.75	26.72	23.86
	標準偏差/平均値	0.73	0.65	0.74	1.37	-24.33	7.47	7.39
	標準偏差/中央値	0.81	0.67	0.79	1.50	9.67	4.86	6.66
フィリピン	企業数	40	40	40	40	40	40	40
	平均値	15.16	10.71	9.10	4.54	2.09	0.63	2.35
	最小値	-17.36	-11.78	-17.38	-15.05	-51.22	-53.20	-29.23
	最大値	54.18	32.84	34.08	16.97	51.40	39.61	51.17
	中央値	12.19	11.99	10.81	4.17	1.97	2.48	2.17
	標準偏差	15.67	9.75	11.48	7.46	17.66	15.23	12.77
	標準偏差/平均値	1.03	0.91	1.26	1.64	8.45	24.01	5.44
	標準偏差/中央値	1.29	0.81	1.06	1.79	8.97	6.14	5.89
タイ	企業数	151	151	151	151	151	151	151
	平均値	17.91	13.93	10.26	0.65	1.93	1.08	1.76
	最小値	-38.07	-21.87	-21.30	-37.52	-334.84	-290.30	-172.97
	最大値	76.20	51.86	45.52	38.59	264.36	412.36	118.43
	中央値	17.62	13.20	9.37	1.35	7.86	2.97	5.72
	標準偏差	15.00	11.28	10.38	12.74	72.65	76.64	36.02
	標準偏差/平均値	0.84	0.81	1.01	19.66	37.66	70.74	20.41
	標準偏差/中央値	0.85	0.85	1.11	9.47	9.24	25.85	6.30

表1 パフォーマンス指標の基本統計量(つづき)

3. PMA		94	95	96	97	98	99	2000
インドネシア	企業数	69	69	69	69	69	69	69
	平均値	14.95	14.97	13.17	12.47	13.03	10.00	9.75
	最小値	1.29	0.32	-9.33	-14.40	-106.56	-62.28	-60.12
	最大値	34.57	42.02	35.15	36.47	54.07	37.48	37.70
	中央値	13.80	13.72	12.79	12.43	13.72	12.08	11.04
	標準偏差	8.38	9.21	9.42	10.22	19.50	16.88	15.76
	標準偏差/平均値	0.56	0.62	0.71	0.82	1.50	1.69	1.62
	標準偏差/中央値	0.61	0.67	0.74	0.82	1.42	1.40	1.43
韓国	企業数	164	164	164	164	164	164	164
	平均値	7.57	6.62	5.45	5.37	0.89	5.38	5.45
	最小値	-4.42	-1.70	-9.57	-23.96	-118.09	-28.22	-54.27
	最大値	24.00	19.59	18.10	20.93	25.47	32.78	48.35
	中央値	7.12	5.87	5.53	5.89	5.29	5.91	5.95
	標準偏差	4.72	4.49	4.42	6.40	16.62	8.17	10.59
	標準偏差/平均値	0.62	0.68	0.81	1.19	18.75	1.52	1.94
	標準偏差/中央値	0.66	0.77	0.80	1.09	3.14	1.38	1.78
マレーシア	企業数	178	178	178	178	178	178	178
	平均値	15.81	16.57	15.96	14.51	7.34	6.29	6.80
	最小値	-16.49	-25.15	-18.40	-24.44	-69.67	-107.29	-45.12
	最大値	52.64	60.99	62.29	62.40	58.05	61.79	47.64
	中央値	14.02	13.65	13.38	12.14	6.93	7.34	7.17
	標準偏差	11.38	13.12	12.97	12.45	18.09	22.53	15.44
	標準偏差/平均値	0.72	0.79	0.81	0.86	2.46	3.58	2.27
	標準偏差/中央値	0.81	0.96	0.97	1.03	2.61	3.07	2.15
フィリピン	企業数	40	40	40	40	40	40	40
	平均値	21.25	21.39	19.93	19.06	12.26	11.87	13.64
	最小値	1.61	0.20	-0.81	-37.00	-29.71	-31.22	-41.35
	最大値	55.13	51.44	51.79	57.75	57.29	64.59	62.44
	中央値	17.01	17.27	16.44	16.02	10.36	10.33	10.63
	標準偏差	13.55	14.01	15.20	17.71	17.01	19.08	17.36
	標準偏差/平均値	0.64	0.65	0.76	0.93	1.39	1.61	1.27
	標準偏差/中央値	0.80	0.81	0.92	1.11	1.64	1.85	1.63
タイ	企業数	164	164	164	164	164	164	164
	平均値	13.14	12.16	10.09	5.57	1.35	1.38	5.24
	最小値	-22.48	-21.25	-28.09	-36.24	-79.92	-113.10	-45.53
	最大値	47.71	47.29	42.39	48.60	42.80	47.18	67.55
	中央値	12.37	10.24	9.78	6.25	4.15	5.84	5.44
	標準偏差	11.38	11.31	10.82	13.27	19.08	22.77	14.78
	標準偏差/平均値	0.87	0.93	1.07	2.38	14.09	16.51	2.82
	標準偏差/中央値	0.92	1.10	1.11	2.12	4.59	3.90	2.72

表2 企業所有の集中度とパフォーマンス

(1)インドネシア						
被説明変数	ROA		ROE		PMA	
	係数	z 値	係数	z 値	係数	z 値
企業所有集中度(VR)	0.07	0.51	-0.14	-0.08	-0.09	-1.14
VR*D95	0.01	0.24	-0.04	-0.17	-0.01	-0.23
VR*D96	-0.02	-0.32	-0.07	-0.33	-0.02	-0.44
VR*D97	-0.18	-2.88 ***	-0.43	-1.81 *	-0.03	-0.46
VR*D98	-0.20	-3.02 ***	-0.75	-2.93 ***	0.03	0.54
VR*D99	0.09	1.33	0.09	0.36	-0.09	-1.57
VR*D00	-0.13	-1.83 *	-0.54	-2.01 **	-0.08	-1.28
企業規模(LTA)	-1.63	-1.17	2.43	0.41	-1.55	-1.41
定数項	27.11	1.36	-0.75	-0.01	38.07	2.52 **
決定係数	0.441		0.244		0.506	
データ数(企業数)	392(56)		294(42)		336(48)	
(2)韓国						
被説明変数	ROA		ROE		PMA	
	係数	z 値	係数	z 値	係数	z 値
企業所有集中度(VR)	0.12	2.24 **	0.18	0.47	0.17	2.32 **
VR*D95	-0.01	-0.21	-0.05	-0.14	-0.05	-1.17
VR*D96	-0.10	-2.74 ***	-0.32	-0.93	-0.11	-2.34 **
VR*D97	-0.13	-3.63 ***	-0.44	-1.27	-0.10	-2.19 **
VR*D98	-0.16	-4.42 ***	-0.93	-2.68 ***	-0.29	-6.09 ***
VR*D99	-0.05	-1.24	-0.40	-1.15	-0.09	-1.97 **
VR*D00	-0.08	-2.11 **	-0.34	-0.97	-0.07	-1.54
企業規模(LTA)	0.75	2.25 **	-1.43	-0.63	1.49	3.35 ***
定数項	-6.73	-1.15	20.01	0.50	-12.48	-1.62
決定係数	0.206		0.107		0.280	
データ数(企業数)	777(111)		805(115)		812(116)	
(3)マレーシア						
被説明変数	ROA		ROE		PMA	
	係数	z 値	係数	z 値	係数	z 値
企業所有集中度(VR)	0.01	0.09	0.26	2.00 **	0.40	2.28 **
VR*D95	0.01	0.38	0.03	0.42	0.01	0.23
VR*D96	0.02	0.80	0.01	0.10	0.03	0.45
VR*D97	-0.02	-0.81	-0.14	-1.85 *	-0.01	-0.20
VR*D98	-0.13	-4.63 ***	-0.40	-5.22 ***	-0.21	-3.22 ***
VR*D99	-0.11	-3.85 ***	-0.30	-3.95 ***	-0.23	-3.56 ***
VR*D00	-0.11	-3.96 ***	-0.17	-2.19 **	-0.24	-3.66 ***
企業規模(LTA)	-1.74	-2.95 ***	0.46	0.39	1.34	1.02
定数項	27.48	4.73 ***	3.78	0.32	-7.54	-0.50
決定係数	0.432		0.319		0.401	
データ数(企業数)	560(80)		595(85)		602(86)	
(4)フィリピン						
被説明変数	ROA		ROE		PMA	
	係数	z 値	係数	z 値	係数	z 値
企業所有集中度(VR)	0.16	1.10	0.26	1.06	-0.18	-0.62
VR*D95	-0.03	-0.45	-0.20	-1.64	0.03	0.29
VR*D96	-0.09	-1.47	-0.36	-2.91 ***	-0.06	-0.56
VR*D97	-0.15	-2.41 **	-0.54	-4.32 ***	-0.10	-0.96
VR*D98	-0.29	-4.57 ***	-0.72	-5.70 ***	-0.44	-4.01 ***
VR*D99	-0.30	-4.68 ***	-0.71	-5.57 ***	-0.43	-3.93 ***
VR*D00	-0.27	-4.23 ***	-0.68	-5.25 ***	-0.32	-2.81 ***
企業規模(LTA)	-0.02	-0.03	1.75	1.37	-0.75	-0.51
定数項	19.31	2.52 **	-5.97	-0.48	46.78	2.96 ***
決定係数	0.456		0.513		0.644	
データ数(企業数)	280(40)		252(36)		245(35)	
(5)タイ						
被説明変数	ROA		ROE		PMA	
	係数	z 値	係数	z 値	係数	z 値
企業所有集中度(VR)	0.30	2.97 ***	0.21	0.64	0.09	0.70
VR*D95	-0.03	-0.61	-0.09	-0.47	-0.03	-0.40
VR*D96	-0.07	-1.52	-0.14	-0.71	-0.07	-0.97
VR*D97	-0.51	-10.82 ***	-0.46	-2.27 **	-0.16	-2.29 **
VR*D98	-0.10	-2.06 **	-0.19	-0.93	-0.33	-4.66 ***
VR*D99	-0.15	-3.21 ***	-0.68	-3.37 ***	-0.39	-5.44 ***
VR*D00	-0.13	-2.84 ***	-0.33	-1.64	-0.21	-2.93 ***
企業規模(LTA)	0.59	0.56	-1.22	-0.35	-1.93	-1.22
定数項	-14.99	-1.58	12.48	0.36	20.23	1.31
決定係数	0.434		0.202		0.398	
データ数(企業数)	406(58)		427(61)		462(66)	

(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。

(注2)***、**、*は、それぞれ1%、5%、10%の有意水準を示す。

表3 所有と支配の乖離とパフォーマンス

(1)インドネシア						
被説明変数	ROA		ROE		PMA	
	係数	z 値	係数	z 値	係数	z 値
所有と支配の乖離(DI)	-0.09	-0.17	0.06	0.02	0.38	0.92
DI*D95	0.08	0.45	0.10	0.15	-0.00	-0.01
DI*D96	0.09	0.52	0.14	0.21	0.00	0.00
DI*D97	-0.29	-1.54	-0.63	-0.89	0.10	0.55
DI*D98	-0.47	-2.40 **	-1.51	-2.06 **	0.29	1.52
DI*D99	0.35	1.81 *	0.52	0.71	-0.01	-0.05
DI*D00	-0.12	-0.59	-0.77	-1.02	-0.03	-0.14
企業規模(LTA)	-3.05	-1.77 *	-1.69	-0.23	-2.21	-1.37
定数項	50.00	1.69 *	40.89	0.32	29.62	1.10
決定係数	0.404		0.220		0.451	
データ数(企業数)	238(34)		182(26)		196(28)	
(2)韓国						
被説明変数	ROA		ROE		PMA	
	係数	z 値	係数	z 値	係数	z 値
所有と支配の乖離(DI)	0.32	0.90	0.46	0.25	2.82	0.53
DI*D95	-0.03	-0.26	-0.17	-0.17	-0.06	-0.53
DI*D96	-0.25	-1.85 *	-0.86	-0.88	-0.15	-1.27
DI*D97	-0.35	-2.51 **	-1.29	-1.28	-0.09	-0.68
DI*D98	-0.29	-2.01 **	-0.69	-0.68	-0.16	-1.10
DI*D99	-0.03	-0.23	-0.86	-0.84	-0.03	-0.24
DI*D00	-0.27	-1.80 *	-0.44	-0.42	-0.17	-1.17
企業規模(LTA)	2.37	2.21 **	8.08	1.30	2.60	1.60
定数項	-30.15	-1.79 *	-118.42	-1.23	-48.85	-0.75
決定係数	0.152		0.115		0.387	
データ数(企業数)	189(27)		189(27)		161(23)	
(3)マレーシア						
被説明変数	ROA		ROE		PMA	
	係数	z 値	係数	z 値	係数	z 値
所有と支配の乖離(DI)	0.48	1.96 **	1.22	2.87 ***	0.12	0.10
DI*D95	-0.01	-0.11	0.05	0.17	0.11	0.51
DI*D96	0.01	0.05	0.01	0.03	0.06	0.28
DI*D97	-0.06	-0.62	-0.23	-0.76	0.05	0.20
DI*D98	-0.29	-2.68 ***	-0.82	-2.67 ***	-0.48	-2.07 **
DI*D99	-0.27	-2.48 **	-0.80	-2.59 ***	-0.59	-2.53 **
DI*D00	-0.19	-1.77 *	-0.16	-0.51	-0.72	-3.12 ***
企業規模(LTA)	-0.35	-0.33	2.30	1.39	-0.00	-0.00
定数項	2.42	0.21	-19.85	-1.63	6.91	0.15
決定係数	0.414		0.280		0.537	
データ数(企業数)	182(26)		217(31)		210(30)	
(4)フィリピン						
被説明変数	ROA		ROE		PMA	
	係数	z 値	係数	z 値	係数	z 値
所有と支配の乖離(DI)	0.04	0.14	0.62	0.72	2.49	2.46 **
DI*D95	-0.01	-0.07	-0.13	-0.25	-0.24	-0.47
DI*D96	0.18	1.05	-0.07	-0.13	-0.57	-1.05
DI*D97	-0.02	-0.13	-0.78	-1.40	-1.09	-1.82 *
DI*D98	-0.16	-0.81	-1.18	-2.06 **	-1.68	-2.63 ***
DI*D99	-0.46	-2.23 **	-1.22	-2.05 **	-2.19	-3.32 ***
DI*D00	-0.30	-1.32	-1.32	-2.05 **	-1.51	-2.06 **
企業規模(LTA)	-2.29	-1.59	1.99	0.78	12.35	2.70 ***
定数項	37.49	2.24 **	-9.91	-0.35	-110.02	-2.06 **
決定係数	0.728		0.572		0.615	
データ数(企業数)	49(7)		42(6)		49(7)	
(5)タイ						
被説明変数	ROA		ROE		PMA	
	係数	z 値	係数	z 値	係数	z 値
所有と支配の乖離(DI)	0.06	0.33	0.27	0.25	-0.00	-0.00
DI*D95	-0.06	-0.31	-0.30	-0.27	-0.20	-0.33
DI*D96	0.00	0.01	0.15	0.13	-0.36	-0.59
DI*D97	-0.36	-1.73 *	-0.54	-0.48	-0.56	-0.92
DI*D98	-0.16	-0.79	-0.07	-0.06	-0.75	-1.23
DI*D99	0.03	0.15	-0.55	-0.48	-0.67	-1.10
DI*D00	-0.06	-0.30	-0.43	-0.37	-0.28	-0.45
企業規模(LTA)	-0.85	-0.67	-4.98	-0.74	-2.35	-0.53
定数項	10.36	0.83	49.47	0.53	29.20	0.48
決定係数	0.314		0.172		0.109	
データ数(企業数)	42(6)		56(8)		63(9)	

(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。

(注 2)***、**、*は、それぞれ1%、5%、10%の有意水準を示す。

表4 負債とパフォーマンス

(1)インドネシア

A:全サンプル

被説明変数	ROA		ROE		PMA	
	係数	z 値	係数	z 値	係数	z 値
負債比率($DA_{i,t}$)	-13.98	-3.03 ***	11.23	0.57	-2.51	-0.46
$DA_{i,t} * D95$	0.63	0.19	0.11	0.01	0.60	0.15
$DA_{i,t} * D96$	-1.60	-0.48	-4.53	-0.34	-2.92	-0.72
$DA_{i,t} * D97$	-14.17	-4.14 ***	-31.13	-2.25 **	-3.34	-0.77
$DA_{i,t} * D98$	-15.99	-4.77 ***	-69.47	-5.09 ***	-3.10	-0.72
$DA_{i,t} * D99$	3.56	1.07	-2.09	-0.15	-5.71	-1.33
$DA_{i,t} * D00$	-9.59	-2.83 ***	-25.19	-1.81 *	-6.70	-1.53
企業規模(LTA)	0.42	0.50	2.79	0.84	0.43	0.35
定数項	15.08	1.30	-11.61	-0.23	2.50	0.56
決定係数	0.509		0.289		0.417	
データ数(企業数)	455(65)		385(55)		441(63)	

B:高債務企業

被説明変数	ROA		ROE		PMA	
	係数	z 値	係数	z 値	係数	z 値
負債比率($DA_{i,t}$)	-1.83	-0.15	53.88	0.91	11.73	1.02
$DA_{i,t} * D95$	0.56	0.09	3.21	0.11	2.64	0.44
$DA_{i,t} * D96$	-1.31	-0.21	4.68	0.16	-3.30	-0.51
$DA_{i,t} * D97$	-11.90	-1.73 *	-17.39	-0.61	-4.13	-0.54
$DA_{i,t} * D98$	-21.44	-2.85 ***	-100.21	-3.57 ***	-0.76	-0.09
$DA_{i,t} * D99$	-4.83	-0.64	11.19	0.40	-10.89	-1.27
$DA_{i,t} * D00$	-12.06	-1.59	-24.88	-0.88	-9.19	-1.02
企業規模(LTA)	3.89	1.15	-8.45	-2.06 **	2.06	0.53
定数項	-38.58	-0.83	87.82	2.08 **	-22.00	-0.42
決定係数	0.382		0.335		0.493	
データ数(企業数)	91(13)		77(11)		84(12)	

C: 低債務企業

被説明変数	ROA		ROE		PMA	
	係数	z 値	係数	z 値	係数	z 値
負債比率($DA_{i,t}$)	-17.18	-1.28	-11.71	-0.47	-15.25	-0.62
$DA_{i,t} * D95$	-3.07	-0.27	-20.03	-0.65	-1.87	-0.07
$DA_{i,t} * D96$	-2.82	-0.27	-15.82	-0.59	0.48	0.02
$DA_{i,t} * D97$	-13.75	-1.28	-53.51	-1.83 *	-14.85	-0.55
$DA_{i,t} * D98$	-6.20	-0.61	-32.75	-1.30	-23.99	-1.03
$DA_{i,t} * D99$	10.91	1.06	-18.390	-0.76	13.84	0.60
$DA_{i,t} * D00$	-3.45	-0.33	-53.03	-2.10 **	7.16	0.31
企業規模(LTA)	-1.52	-1.64 *	9.67	1.58	2.59	0.42
定数項	33.03	2.76 ***	-110.95	-1.19	-6.40	-0.07
決定係数	0.275		0.520		0.388	
データ数(企業数)	91(13)		77(11)		0.00	

(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。

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

表4 負債とパフォーマンス(つづき)

(2)韓国

A:全サンプル

被説明変数	ROA		ROE		PMA	
	係数	z 値	係数	z 値	係数	z 値
負債比率($DA_{i,t}$)	-2.69	-1.46	18.12	1.11	0.01	0.01
$DA_{i,t} * D95$	-0.16	-0.17	-2.02	-0.24	-1.62	-1.54
$DA_{i,t} * D96$	-2.73	-2.95 ***	-11.03	-1.32	-2.94	-2.79 ***
$DA_{i,t} * D97$	-3.84	-4.16 ***	-17.07	-2.05 **	-2.82	-2.66 ***
$DA_{i,t} * D98$	-5.04	-5.54 ***	-29.04	-3.55 ***	-6.24	-5.95 ***
$DA_{i,t} * D99$	-2.08	-2.26 **	-22.70	-2.73 ***	-2.90	-2.75 ***
$DA_{i,t} * D00$	-3.51	-3.72 ***	-22.85	-2.68 ***	-4.59	-4.29 ***
企業規模(LTA)	0.91	3.82 ***	1.23	0.62	1.38	4.25 ***
定数項	-3.67	-0.87	-24.51	-0.71	-6.86	-1.23
決定係数	0.221		0.116		0.330	
データ数(企業数)	931(133)		973(139)		889(127)	

B:高債務企業

被説明変数	ROA		ROE		PMA	
	係数	z 値	係数	z 値	係数	z 値
負債比率($DA_{i,t}$)	0.03	0.01	120.97	1.31	18.40	2.42 **
$DA_{i,t} * D95$	0.32	0.22	-2.16	-0.09	-3.59	-1.25
$DA_{i,t} * D96$	-0.49	-0.34	-8.33	-0.35	-3.81	-1.31
$DA_{i,t} * D97$	-1.99	-1.37	-20.23	-0.84	-7.80	-2.64 ***
$DA_{i,t} * D98$	-6.33	-4.37 ***	-57.98	-2.39 **	-15.56	-5.35 ***
$DA_{i,t} * D99$	-4.36	-3.01 ***	-37.74	-1.58	-7.62	-2.61 ***
$DA_{i,t} * D00$	-3.62	-2.51 **	-53.92	-2.24 **	-6.92	-2.38 **
企業規模(LTA)	0.38	0.69	0.22	0.02	2.80	2.21 **
定数項	1.51	0.17	-89.53	-0.60	-40.22	-2.04
決定係数	0.428		0.177		0.356	
データ数(企業数)	182(26)		189(27)		175(25)	

C: 低債務企業

被説明変数	ROA		ROE		PMA	
	係数	z 値	係数	z 値	係数	z 値
負債比率($DA_{i,t}$)	-10.22	-1.86 *	-31.64	-1.49	-4.70	-0.92
$DA_{i,t} * D95$	-0.34	-0.11	-5.98	-0.39	-1.86	-0.60
$DA_{i,t} * D96$	-5.08	-1.54	-18.86	-1.24	-5.49	-1.72 *
$DA_{i,t} * D97$	-7.03	-2.11 **	-24.36	-1.62	-3.56	-1.12
$DA_{i,t} * D98$	-6.54	-2.04 **	-22.39	-1.57	-3.89	-1.26
$DA_{i,t} * D99$	-3.57	-1.07	-36.15	-2.51 **	-3.79	-1.19
$DA_{i,t} * D00$	-0.16	-0.05	-9.05	-0.63	-14.59	-4.60 ***
企業規模(LTA)	0.53	0.50	6.30	4.09 ***	2.23	2.76 ***
定数項	2.72	0.14	-57.93	-2.51 **	-16.19	-1.07
決定係数	0.235		0.148		0.475	
データ数(企業数)	182(26)		189(27)		175(25)	

(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。

(注2)***、**、*は、それぞれ1%、5%、10%の有意水準を示す。

表4 負債とパフォーマンス(つづき)

(3)マレーシア

A:全サンプル

被説明変数	ROA		ROE		PMA	
	係数	z 値	係数	z 値	係数	z 値
負債比率($DA_{i,t}$)	-0.44	-0.25	10.31	2.41 **	-6.13	-1.65 *
$DA_{i,t} * D95$	-1.42	-1.05	-0.30	-0.09	0.45	0.17
$DA_{i,t} * D96$	-2.13	-1.54	-5.22	-1.48	-1.39	-0.51
$DA_{i,t} * D97$	-6.78	-4.86 ***	-16.71	-4.76 ***	-4.52	-1.62
$DA_{i,t} * D98$	-13.82	-9.99 ***	-35.09	-10.09 ***	-17.74	-6.44 ***
$DA_{i,t} * D99$	-11.09	-8.17 ***	-28.52	-8.29 ***	-19.94	-7.36 ***
$DA_{i,t} * D00$	-10.34	-7.65 ***	-24.63	-7.17 ***	-15.23	-5.61 ***
企業規模(LTA)	0.16	0.49	1.64	2.44 **	2.61	3.15 ***
定数項	2.25	0.77	0.72	0.11	-0.93	-0.10
決定係数	0.434		0.348		0.439	
データ数(企業数)	1099(157)		1148(164)		1127(161)	

B:高債務企業

被説明変数	ROA		ROE		PMA	
	係数	z 値	係数	z 値	係数	z 値
負債比率($DA_{i,t}$)	-2.54	-0.65	14.25	1.20	-3.14	-0.37
$DA_{i,t} * D95$	-0.13	-0.07	-1.55	-0.27	0.76	0.19
$DA_{i,t} * D96$	-1.56	-0.77	-6.42	-1.08	-1.13	-0.27
$DA_{i,t} * D97$	-2.15	-1.03	-13.06	-2.13 **	-5.33	-1.25
$DA_{i,t} * D98$	-6.70	-3.21 ***	-30.75	-5.01 ***	-16.48	-3.87 ***
$DA_{i,t} * D99$	-7.34	-3.52 ***	-31.17	-5.06 ***	-25.84	-6.05 ***
$DA_{i,t} * D00$	-4.88	-2.37 **	-21.59	-3.56 ***	-13.65	-3.19 ***
企業規模(LTA)	0.19	0.32	3.36	1.82 *	5.29	4.16 ***
定数項	7.28	1.17	-17.12	-1.03	-25.05	-2.11
決定係数	0.293		0.417		0.465	
データ数(企業数)	217(31)		224(32)		224(32)	

C: 低債務企業

被説明変数	ROA		ROE		PMA	
	係数	z 値	係数	z 値	係数	z 値
負債比率($DA_{i,t}$)	5.67	1.20	23.13	1.64	2.48	0.21
$DA_{i,t} * D95$	-2.14	-0.42	-1.18	-0.07	5.23	0.44
$DA_{i,t} * D96$	-4.91	-0.96	-3.41	-0.18	3.02	0.26
$DA_{i,t} * D97$	-8.89	-1.16	-25.14	-1.07	3.64	0.26
$DA_{i,t} * D98$	-23.13	-3.99 ***	-52.12	-3.04 ***	-2.11	-0.18
$DA_{i,t} * D99$	-14.71	-2.79 ***	-42.51	-2.72 ***	-8.19	-0.75
$DA_{i,t} * D00$	-27.17	-5.14 ***	-13.59	-0.91 **	-30.61	-2.79 ***
企業規模(LTA)	2.05	2.99 ***	4.38	2.63 ***	0.29	0.17
定数項	-0.50	-0.19	-26.00	-1.72 *	11.84	0.99
決定係数	0.394		0.203		0.525	
データ数(企業数)	217(31)		224(32)		224(32)	

(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。

(注2)***、**、*は、それぞれ1%、5%、10%の有意水準を示す。

表4 負債とパフォーマンス(つづき)

(4)フィリピン

A:全サンプル

被説明変数	ROA			ROE			PMA	
	係数	z 値		係数	z 値		係数	z 値
負債比率($DA_{i,t}$)	9.62	2.59	***	39.66	5.79	***	9.96	1.16
$DA_{i,t} * D95$	-2.17	-0.89		-9.91	-2.10	**	-0.04	-0.01
$DA_{i,t} * D96$	-2.86	-1.17		-12.40	-2.65	***	-2.06	-0.47
$DA_{i,t} * D97$	-5.63	-2.28	**	-24.11	-5.18	***	-4.32	-0.95
$DA_{i,t} * D98$	-8.42	-3.50	***	-27.80	-6.08	***	-17.45	-3.95 ***
$DA_{i,t} * D99$	-11.19	-4.61	***	-32.81	-7.12	***	-21.17	-4.74 ***
$DA_{i,t} * D00$	-9.24	-3.85	***	-28.04	-6.19	***	-15.34	-3.39 ***
企業規模(LTA)	-0.04	-0.06		1.06	1.02		1.22	0.91
定数項	1.81	0.41		-2.50	-0.32		19.93	1.79 *
決定係数	0.410			0.533			0.616	
データ数(企業数)	322(46)			280(40)			252(36)	

B:高債務企業

被説明変数	ROA			ROE			PMA	
	係数	z 値		係数	z 値		係数	z 値
負債比率($DA_{i,t}$)	-22.54	-4.67	***	32.15	0.69		-135.27	-1.83 *
$DA_{i,t} * D95$	-0.61	-0.75		-9.07	-2.44	**	-1.68	-0.29
$DA_{i,t} * D96$	0.03	0.03		-7.54	-2.00	**	-0.55	-0.10
$DA_{i,t} * D97$	-1.25	-1.49		-18.86	-4.92	***	-3.79	-0.65
$DA_{i,t} * D98$	-2.37	-2.86	***	-20.43	-5.38	***	-16.76	-2.89 ***
$DA_{i,t} * D99$	-3.89	-4.60	***	-25.24	-6.41	***	-20.05	-3.38 ***
$DA_{i,t} * D00$	-3.03	-3.58	***	-20.62	-5.21	***	-11.59	-1.95 *
企業規模(LTA)	-0.22	-1.01		0.84	0.74		-1.32	-0.79
定数項	25.55	6.91	***	-13.27	-0.30		139.79	1.95 *
決定係数	0.596			0.726			0.660	
データ数(企業数)	63(9)			56(8)			49(7)	

C: 低債務企業

被説明変数	ROA			ROE			PMA	
	係数	z 値		係数	z 値		係数	z 値
負債比率($DA_{i,t}$)	-3.38	-0.35		22.58	1.04		8.57	0.34
$DA_{i,t} * D95$	2.54	0.17		14.48	0.53		-7.83	-0.28
$DA_{i,t} * D96$	13.47	0.93		48.43	1.74		-32.65	-1.33
$DA_{i,t} * D97$	16.45	0.72		52.52	1.30		-54.56	-1.73 *
$DA_{i,t} * D98$	3.66	0.26		15.65	0.61		-74.63	-2.95 ***
$DA_{i,t} * D99$	4.00	0.36		8.83	0.38		-35.91	-1.59
$DA_{i,t} * D00$	12.03	1.26		23.87	1.12		-15.81	-0.72
企業規模(LTA)	-2.66	-2.38	**	-3.47	-1.76	*	1.88	1.04
定数項	19.02	2.53	**	24.75	1.84	*	-1.35	-0.08
決定係数	0.647			0.595			0.246	
データ数(企業数)	63(9)			56(8)			49(7)	

(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。

(注2)***、**、*は、それぞれ1%、5%、10%の有意水準を示す。

表4 負債とパフォーマンス(つづき)

(5)タイ

A:全サンプル

被説明変数	ROA			ROE			PMA		
	係数	z 値		係数	z 値		係数	z 値	
負債比率($DA_{i,t}$)	6.36	2.78	***	54.17	4.94	***	17.70	4.63	***
$DA_{i,t} * D95$	-1.32	-0.75		-9.14	-1.08		-2.41	-0.94	
$DA_{i,t} * D96$	-4.72	-2.73	***	-18.50	-2.22	**	-7.19	-2.84	***
$DA_{i,t} * D97$	-31.92	-18.50	***	-37.13	-4.47	***	-15.99	-6.31	***
$DA_{i,t} * D98$	-4.71	-2.88	***	-41.15	-5.22	***	-22.27	-9.14	***
$DA_{i,t} * D99$	-10.04	-6.08	***	-44.21	-5.55	***	-25.30	-10.40	***
$DA_{i,t} * D00$	-7.86	-4.72	***	-37.93	-4.73	***	-17.52	-7.16	***
企業規模(LTA)	0.87	1.86	*	2.45	1.21		1.77	1.86	*
定数項	-2.39	-0.65		-22.22	-1.37		-4.61	-0.61	
決定係数	0.478			0.226			0.408		
データ数(企業数)	1008(144)			1043(149)			1064(152)		

B:高債務企業

被説明変数	ROA			ROE			PMA		
	係数	z 値		係数	z 値		係数	z 値	
負債比率($DA_{i,t}$)	9.41	1.41		116.03	3.06	***	29.44	2.66	***
$DA_{i,t} * D95$	-0.99	-0.26		-5.24	-0.26		-3.97	-0.57	
$DA_{i,t} * D96$	-1.96	-0.52		-13.39	-0.67		-7.11	-1.03	
$DA_{i,t} * D97$	-29.70	-7.97	***	-36.23	-1.81	*	-19.50	-2.85	***
$DA_{i,t} * D98$	-5.09	-1.35		-89.29	-4.50	***	-33.54	-5.00	***
$DA_{i,t} * D99$	-8.86	-2.37	**	-53.20	-2.70	***	-42.99	-6.39	***
$DA_{i,t} * D00$	-8.08	-2.17	**	-35.54	-1.80	*	-22.95	-3.40	***
企業規模(LTA)	-0.43	-1.02		-6.00	-3.02	***	-1.66	-2.44	**
定数項	3.57	0.68		-8.27	-0.31		7.10	0.77	
決定係数	0.354			0.150			0.272		
データ数(企業数)	196(28)			203(29)			210(30)		

C: 低債務企業

被説明変数	ROA			ROE			PMA		
	係数	z 値		係数	z 値		係数	z 値	
負債比率($DA_{i,t}$)	18.41	3.45	***	26.50	1.71	*	25.53	2.59	***
$DA_{i,t} * D95$	-4.12	-0.82		-10.37	-0.72		-5.15	-0.66	
$DA_{i,t} * D96$	-13.00	-2.69	***	-22.04	-1.58		-16.72	-2.24	**
$DA_{i,t} * D97$	-40.33	-7.91	***	-50.50	-3.34	***	-27.00	-3.44	***
$DA_{i,t} * D98$	-15.33	-3.22	***	-60.02	-4.35	***	-37.57	-5.21	***
$DA_{i,t} * D99$	-19.43	-3.79	***	-58.93	-4.00	***	-37.13	-4.96	***
$DA_{i,t} * D00$	-14.29	-2.85	***	-46.83	-3.23	***	-26.96	-3.59	***
企業規模(LTA)	3.24	3.15	***	-1.03	-0.35		2.03	0.96	
定数項	-24.30	-2.42	**	20.29	0.70		-3.60	-0.28	
決定係数	0.577			0.490			0.441		
データ数(企業数)	196(28)			203(29)			210(30)		

(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。

(注2)***、**、*は、それぞれ1%、5%、10%の有意水準を示す。

表5 事業の多角化とパフォーマンス

(1)インドネシア

被説明変数	ROA		ROE		PMA	
	係数	z 値	係数	z 値	係数	z 値
事業数(NS)	-0.20	-0.25	0.01	0.20	1.23	1.50
NS*D95	0.05	0.10	-0.00	-0.08	-0.01	-0.02
NS*D96	-0.30	-0.61	-0.00	-0.25	-0.29	-0.64
NS*D97	-2.15	-4.22 ***	-0.03	-1.65 *	-0.26	-0.51
NS*D98	-1.87	-3.58 ***	-0.06	-2.98 ***	-0.06	-0.12
NS*D99	0.17	0.34	-0.00	-0.04	-0.90	-1.74 *
NS*D00	-1.86	-3.55 ***	-0.03	-1.21	-0.96	-1.81 *
企業規模(LTA)	-1.38	-1.49	-0.01	-0.19	-1.02	-0.89
定数項	31.99	1.97 **	0.46	0.77	22.26	1.36
決定係数	0.388		0.186		0.400	
データ数(企業数)	511(73)		399(57)		483(69)	

(2)韓国

被説明変数	ROA		ROE		PMA	
	係数	z 値	係数	z 値	係数	z 値
事業数(NS)	0.39	1.36	0.01	0.53	0.21	0.64
NS*D95	-0.03	-0.16	-0.00	-0.20	-0.24	-1.13
NS*D96	-0.43	-2.56 ***	-0.02	-1.06	-0.51	-2.36 **
NS*D97	-0.75	-4.36 ***	-0.03	-1.72 *	-0.61	-2.76 ***
NS*D98	-0.91	-5.30 ***	-0.05	-3.15 ***	-1.62	-7.39 ***
NS*D99	-0.27	-1.57	-0.01	-0.96	-0.61	-2.77 ***
NS*D00	-0.71	-4.09 ***	-0.04	-2.47 **	-0.52	-2.37 **
企業規模(LTA)	1.16	4.02 ***	0.01	0.28	1.26	3.81 ***
定数項	-11.43	-2.29 **	-0.07	-0.22	-6.37	-1.08
決定係数	0.196		0.103		0.279	
データ数(企業数)	952(136)		1008(144)		1141(163)	

(3)マレーシア

被説明変数	ROA		ROE		PMA	
	係数	z 値	係数	z 値	係数	z 値
事業数(NS)	0.17	0.62	0.01	1.24	-0.82	-1.10
NS*D95	-0.15	-1.32	0.00	0.23	-0.08	-0.35
NS*D96	-0.26	-2.22 **	-0.00	-1.14	-0.30	-1.31
NS*D97	-0.72	-5.86 ***	-0.01	-4.05 ***	-0.75	-3.12 ***
NS*D98	-1.41	-11.43 ***	-0.03	-8.90 ***	-2.01	-8.30 ***
NS*D99	-1.21	-9.86 ***	-0.02	-6.76 ***	-2.17	-9.03 ***
NS*D00	-1.25	-10.20 ***	-0.02	-7.46 ***	-2.17	-9.03 ***
企業規模(LTA)	0.58	1.41	0.02	2.04 **	3.61	4.38 ***
定数項	2.39	0.66	0.01	0.11	-4.30	-0.45
決定係数	0.437		0.321		0.406	
データ数(企業数)	1106(158)		1155(165)		1246(178)	

(4)フィリピン

被説明変数	ROA		ROE		PMA	
	係数	z 値	係数	z 値	係数	z 値
事業数(NS)	1.43	2.10 **	0.03	2.21 **	3.24	1.42
NS*D95	-0.43	-1.50	-0.01	-2.19 **	0.16	0.27
NS*D96	-0.57	-1.93 *	-0.02	-2.77 ***	-0.31	-0.51
NS*D97	-1.01	-3.33 ***	-0.03	-4.74 ***	-0.48	-0.74
NS*D98	-1.31	-4.28 ***	-0.03	-4.81 ***	-1.76	-2.70 ***
NS*D99	-1.70	-5.51 ***	-0.04	-5.64 ***	-2.07	-3.14 ***
NS*D00	-1.67	-5.39 ***	-0.03	-5.25 ***	-1.60	-2.36 **
企業規模(LTA)	0.18	0.27	0.02	1.28	-0.55	-0.36
定数項	-1.37	-0.22	-0.05	-0.50	26.97	1.61
決定係数	0.447		0.476		0.656	
データ数(企業数)	322(46)		280(40)		280(40)	

(5)タイ

被説明変数	ROA		ROE		PMA	
	係数	z 値	係数	z 値	係数	z 値
事業数(NS)	1.39	3.13 ***	0.06	3.28 ***	0.91	1.24
NS*D95	-0.24	-0.79	-0.01	-0.92	-0.32	-0.69
NS*D96	-0.68	-2.27 **	-0.02	-1.53	-0.87	-1.87 *
NS*D97	-4.66	-15.50 ***	-0.05	-3.22 ***	-2.15	-4.60 ***
NS*D98	-0.83	-2.79 ***	-0.03	-2.10 **	-2.78	-6.00 ***
NS*D99	-1.49	-4.99 ***	-0.02	-1.58	-2.71	-5.85 ***
NS*D00	-1.09	-3.67 ***	-0.04	-2.97 ***	-2.10	-4.54 ***
企業規模(LTA)	0.32	0.51	0.01	0.52	0.74	0.78
定数項	2.04	0.33	-0.06	-0.35	5.29	0.73
決定係数	0.404		0.195		0.367	
データ数(企業数)	1050(150)		1057(151)		1148(164)	

(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。

(注2)***、**、*は、それぞれ1%、5%、10%の有意水準を示す。