

新興市場国企業の企業属性による資金調達構造の分析

- アジア危機前後におけるフィリピン製造業企業負債比率の推計 -

一橋大学院経済学研究科博士課程 齋藤純

はじめに

アジア通貨危機以降、危機を発生させさらに深刻化させた要因となった ASEAN 諸国の企業金融システムの抱える問題点が議論されてきた。なかでも ASEAN 諸国企業の負債依存度の高さや、財閥グループが抱える関連銀行と関連企業間の癒着関係といった問題が指摘されてきた。しかし、企業の資金調達構造に関する研究はこれまでのところ先進国を分析対象としたものが主であり、新興市場国企業を分析対象とし企業の個別の財務データを用いた詳細な分析は依然として少ない。

新興市場国においては一般的に企業を取り巻く環境は未整備であり、企業開示の程度が低く経営者と投資家間の情報の非対称性が大きく、資金調達を行う上で困難を抱えていると考えられる。有望な投資機会を持つ新興国企業が成長し、新興市場国自体の牽引する働きをさせていくためには、円滑な資金調達を行なうことができるシステムを整備することが必要であると思われる。そこで本稿では、新興市場国企業が資金調達を行う際に抱えている困難を解決する代替的なシステムとして財閥グループが果たす役割に注目している。企業金融を取り巻く環境が未整備な新興市場国のような場合には、財閥グループ内での長期的な取引関係が経営者と債権者間の情報の非対称性の問題を緩和し、関連銀行からの融資や財閥グループ内の内部資本市場の活用によって状況に応じたフレキシブルな資金調達構造をとることができると考えている。

より具体的には、フィリピン経済において中心的な働きをしているフィリピン製造業企業の財務データを用いて、フィリピン企業の資金調達構造についてエージェンシー・コスト・アプローチを用いた計量分析を行なうのが目的である。分析対象とした 1991 年から 2003 年の 13 年間は、アキノ政権による経済活性化プログラム（1990 年）などにより経済の回復が目指された 1991 - 1992 年、ラモス政権のもとで最大 5.6% の GDP 成長率を記録した成長期にあたる 1993 - 1996 年、1997 年のアジア通貨危機を受けダメージを受けた

直後の 1998 - 1999 年、エストラダ・アロヨ政権下で経済の回復を目指した 2000 - 2003 年というように企業金融を取り巻く環境が大きく変化している時期である。それぞれの時期において、外資系企業・上場企業・財閥系企業といった企業属性を持った製造業企業がどのように資金調達構造を変化させてきたかを分析することは、新興市場国にとって有効な金融システムを構築する上で重要なことであると考えている。具体的には、特に、業種、株式市場へのアクセスの程度、国際市場へのアクセスのし易さ、内部資本市場の存在などの企業属性の違いによって企業の資金調達構造がどのように変化するのかを負債比率に注目することで明らかにする。その結果、資本市場の整備が未発達で、国内に有効な資金調達手段を持たない新興市場国企業に対しては、財閥グループ内の内部資本市場が有効に機能しうることを明らかにしたいと考えている。

本稿の構成は以下の通りである。第 I 節では、企業の資金調達構造の理論的背景、フィリピンにおける企業金融についての先行研究の整理を行なう。第 II 節では、負債比率・利潤率・企業規模の推移を観察し、企業属性ごとの特徴を整理する。第 III 節では、先行研究での成果を基に検証仮説の設定を行なう。第 IV 節では、推計モデルの定式化と推計に用いる変数の定義を行なう。第 V 節では、負債比率の決定要因についての推計結果を示す。おわりにでは、分析結果のまとめを行なう。

本稿の実証研究によって得られた結果は以下の通りである。(1) 負債比率の決定要因について先行研究と同様、利潤率と企業規模による説明をすることが出来た。(2) 外資系企業については、好況時においては一般企業と同様に自己資本と負債のどちらでも資金調達を行っていたが、一旦危機に陥ると、収益性の高さが信用力を生み負債による資金調達が可能になる。(3) 上場企業については、危機前の好況期にあっても、株式市場からの資金調達は十分には行うことが出来なかった。危機後については、利潤率の高い上場企業であっても危機の影響を強く受けており、十分な情報開示が行なわれていないために負債による資金調達が困難になった。(4) 財閥系企業については、好況期においては内部資本市場を利用した資本金による資金調達を行っていた。しかし、危機時には利潤率が高い財閥系企業において、同一グループ内の関連銀行などからの借入に頼る可能性があることが分かった。したがって、新興市場のような資金調達手段が未発達で、投資需要に対応することが困難な状況下では、母国親企業のような有望な資金調達手段を持つ外資系企業を除くと、財閥グループによって構成されている内部資本市場・関連銀行が有効に機能することが考えられる。国内の一般投資家や投資機関が未発達である場合では、特に危機後の調整

過程において資本市場が有効に機能しない可能性も示唆される。

I 先行研究の整理

1. エージェンシー・コスト・アプローチ

モディリアーニ・ミラー (Modigliani and Miller, 1958)において、資本市場が完全市場であるとの仮定の下では、資本構成は企業の価値評価に影響しないことが示されて以降、理論・実証両面から MM 理論に対する数多くの改良・再構成がなされてきた。その中で、企業の資金調達を説明する代表的な理論として、経営者、株主、債権者間の利害対立から生じ、それを調整するために必要となるコストに注目したものがエージェンシー・コスト・アプローチである¹⁾。

ジェンセン・メックリング (Jensen and Meckling, 1976)は、まず株主 = 依頼人と経営者 = 代理人の間に請じる利害の不一致に注目する。両者の利害の不一致は、株主が企業価値の最大化を望むのに対して、経営者は自己の私的利益を追求することが生じており、株主が経営者の自己利益追及を防止できないと、企業価値の低下 = エージェンシー・コストが発生することになる。このようなエージェンシー・コストは、負債利用を増加させ、経営者が利用できる企業のフリー・キャッシュ・フローを低下させることができれば、減少させることが可能である。その意味において、internal equity を一定として自己資本のエージェンシー・コストは負債依存度の減少関数であるといえる。

一方、債権者 = 依頼人と株主 = 代理人の間の利害不一致からも、エージェンシー・コストが発生する。株主は借入金を配当に充当したり、有限責任制を利用して経営者にハイリスク・ハイリターンの投資を行わせたりして高配当を獲得しようとする可能性があるからである。この時に発生するエージェンシー・コストは、負債が増加する程増加するから、負債のエージェンシー・コストは負債依存度の増加関数となる。

¹⁾ その他にも、負債増加が企業に与えるメリットとデメリットとに注目して MM 理論を改良したトレードオフ・アプローチ、情報の経済学の枠組みの中で資本構成問題を分析したシグナリング理論やペッキング・オーダー理論がある。詳細は田村(1997)を参照。

以上のように、負債比率を増加させると、株主 = 依頼人と経営者 = 代理人の間のエージェンシー・コストは低下するが、一方で債権者 = 依頼人と株主 = 代理人の間のエージェンシー・コストは増加する。従って、両者の相反するトレード・オフ関係の下で、全体としてのエージェンシー・コストを最小にする最適な負債比率が決定されることになるのである。

野間(2000)によれば、経営者の行動が外部から観察困難な場合、成長・投資機会が少ない場合、企業のフリー・キャッシュ・フローが大きい時、企業の精算価値が大きい場合などでは負債を増加させることによって企業全体としてエージェンシー・コストの改善が期待できる。逆に、倒産コストが高い場合、株主が容易に資産代替できる場合、配当政策が簡単に変更できる場合などでは負債を増加させると企業全体としてエージェンシー・コストの悪化が懸念されることになる。

また、特定の資金調達方法に関する情報の非対称性が改善するなら、その調達方法に関わるエージェンシー・コストは低下する。例えば、銀行と企業とが継続的な取引関係を持てば、両者の情報の非対称性が改善し、企業にとって銀行借入れのエージェンシー・コストは低下する。自己資本のエージェンシー・コストが低下するような変化が生じれば負債比率を低下させるのが企業にとって望ましいし、逆に負債のエージェンシー・コストが低下するような変化が生じれば負債比率を上昇させるのが望ましい。

2. フィリピンの企業金融について

ASEAN 諸国企業を対象とした研究は、最近になってようやく行なわれてきつつあり、クラッセンら (Claessen et al.,2000)、花崎・劉[2003]、永野[2002]など新興市場国を中心としたクロス・カンントリー分析を行なったものがある。しかし、その分析対象は一部の大企業のデータによるものであり企業属性に注目して行なわれたものは依然として少ない。フィリピン企業の経営について分析している研究として、マルコス期のフィリピン企業経営についての米川・小池[1986]がある。マルコス期の最大の経済問題となったクローニー・キャピタリズム、つまりマルコスのクローニーたちの企業集団の急速な成長と破綻について考察を行なっている。アジア金融危機時において、コーポレート・ガバナンスがフィリピン企業の資金調達と家族所有の企業コングロマリットに与えた影響を分析している研究に、サルダーニャ (Saldana,2001b) がある。その分析対象は、フィリピン企業の歴史的

発展・政府による規制・所有構造のパターン・企業のコントロール主体・資金調達構造・危機への対応など多岐に渡っている。次に、企業フィリピン企業金融とコーポレート・ガバナンスについて包括的な議論を行なっているものにランベルテ（Lamberte,2002）がある。ランベルテ（Lamberte,2002）によれば、フィリピンの企業で最も一般的なものは家族所有・家族経営の企業であり、財閥系企業がフィリピン企業の大半を占めていることを指摘している。ただし、同族から選ばれた経営者が必ずしも専門的な経営手腕を持っていないとは限らず、財閥系企業が必ずしも非効率的な経営を行っていないということは出来ない。また、オカンポ（Ocampo,2000）は、フィリピンの企業所有とコーポレート・ガバナンスについての問題点を指摘している。さらに、フィリピン企業に関して、コーポレート・ガバナンスと政策が企業パフォーマンスや資金調達構造に与えた影響を記述統計と実証分析によって分析したものにサルダーニャ（Saldana,2001a）がある。1997年の売上高上位1000社を対象とした研究であり、そのなかで上位39企業グループの存在が認められた。そして、これらのグループ企業がフィリピン企業上位1000社のうち25.6%を占め、売上高で31.0%を占め、フィリピン企業の中で大きな地位を占めていることが確認できる。また、これらの企業グループは資本を集め、それを関連企業間の内部資本市場に配分しており、外部資金による資金調達をスムーズに行なうために、大商業銀行の大株主になっていることが指摘されている。負債比率を被説明変数とした実証分析結果からはグループ企業ダミーが負債比率に対して負の影響を与える結果が得られており、その説明として、企業グループは過剰な借入を行なっていないこと、効率的な内部資本市場を保有していること、関連銀行によるサポートが確保されていることを挙げている。

II 負債比率・利潤率・売上高の推移について

第3節では、負債比率の決定要因について推計を行なう前に、外資系企業・上場企業・財閥系企業が1991 - 2003年の期間において、資本構成・利潤率・企業規模についてどのように変化してきたかを観察することによって、それらの企業属性が企業を取り巻く環境の変化に応じて、どのような資金調達行動をとり、収益性に反映させ企業規模を拡大してきたかを記述統計から読み取ることとする。

まず（図1 - 1）から、外資系企業の負債比率について非外資系企業のそれと比較して

一貫して低いことがわかる。危機後、外資系企業の負債比率が非外資系企業に接近しているのは、危機後外資系企業が総負債を増加させたことによるものである。外資系企業は危機の影響を受けて負債による資金調達を増加させたものの基本的には自己資本による資金調達が中心的であるということが分かった。利潤率について見てみると(図2 - 1)、危機後、外資系企業の利潤率が低下、非外資系企業の利潤率と接近している。外資系企業は危機の影響を受けて収益性を低下させながらも、非外資系企業と比較して収益性の優位をほぼ保っていたことが分かる。非外資系企業については危機前後を通じて収益性の大きな変化が見られなかった。企業規模(実質売上高)について見てみよう(図3 - 1)。外資系企業の企業規模は非外資系企業と比較して一貫して大きいことが読み取れる。また、非外資系企業の企業規模は危機以降も増加しているが、外資系企業の企業規模の増加のほうが大きいことがわかる。企業規模を見る限りにおいては、どちらの属性の企業も危機の影響で一時的に規模の拡大が停滞するが、ほぼ増加の一途を辿っているといえる。

上場企業と非上場企業について見てみよう。上場企業の負債比率も一貫して非上場企業よりも低いことが分かる(図1 - 2)。1994 - 1996年の上場企業の負債比率が低下しているのは、自己資本による資金調達が増加したためである。その後、危機を迎えて上場企業は負債による資金調達に頼らざるを得なくなり、負債比率が非上場企業に接近している。利潤率を見てみると(図2 - 2)、危機以前の期間においては上場企業の利潤率が高いが、危機以降収益性が大きく低下し、非上場企業よりも低くなっており、さらに危機後の回復期においても低下を続けている。上場企業の収益性については危機の影響が最も大きく、危機以降も回復していないことが特徴である。企業規模についても上場企業は特異な推移をしている(図3 - 2)。危機直前までの好調期においては、上場企業の企業規模は大きく拡大しているが、危機以降縮小し2003年には非上場企業よりも低い水準にまで落ち込んでいる。上場企業の企業規模は経営環境の影響を大きく受け、その変動の大きさが特徴であると言えるだろう。

最後に、財閥系企業と非財閥系企業を比較する。負債比率については、ほぼ財閥系企業のほうが非財閥系企業よりも低くなっている(図1 - 3)。1994 - 1995年の財閥系企業の負債比率が低下しているのは、この時期に自己資本による資金調達を積極的に行なったことによるものである。また、危機以降財閥系企業の負債比率が増加しているのは、負債による資金調達を積極的に行うことが出来たためである。利潤率について見てみると(図2 - 3)、危機以前は収益性の面で非財閥系企業よりも有意を保っていることが多く、危機を

受けて危機直後収益性が大きく低下するものの、回復に向かっていることが特徴であろう。企業規模については(図3-3)、非財閥系企業の売上高が上昇傾向にあるのに対して、財閥系企業の売上高は低下傾向にある²⁾。観察期間において財閥系企業が危機以前から企業規模を縮小してきたことは注目に値する。

III 仮説の設定

負債のエージェンシー・コストに関わる要因として利潤率(税引後利益/総資産額)がある³⁾。利潤率が高い企業はフリー・キャッシュ・フローが潤沢であり、株主と経営者の間に深刻なエージェンシー問題が存在する場合には、このことは負債を増加させる要因となる。しかし、フィリピンではどのタイプの企業であっても、株主は経営に対して強い支配力を持っていると考えられるので、株主と経営者の間に深刻なエージェンシー問題は存在しない。むしろ、フィリピンでは自己資本のエージェンシー・コストは借入金よりも低いと考えられるので、利潤率が高く内部留保が豊富な企業ほど、外部からの借入を減らす傾向があると予想される⁴⁾。

仮説1：内部剰余金が最もエージェンシー・コストの低い資金調達手段であり、利潤率が高い企業は負債比率が低い。

負債のエージェンシー・コストに関わる第2の要因は企業の規模である。理論的な構造は必ずしも明確ではないが、既存の研究では企業がリスクへの負担力を持っている程、負債比率が高いという関係が観察されている⁵⁾。その一つの解釈としては、資産規模の大きい企業では、必要な借入金額に比較し担保として提供できる資産の規模が大きいと考えられ

²⁾ 2001年の財閥系企業の売上高の急落が見られるが、2001年の財閥系企業は4社しか得られておらず、サンプル企業の少なさが原因であると予想される。

³⁾ 負債比率と収益性の関係については、情報の非対称性を基礎にしたレーランド・パイル(Leland and Pyle, 1977)とエージェンシー理論によるチャン(Chang, 1987)とでは結論が相反する。実証研究結果も確定的でない。

⁴⁾ これはペッキング・オーダーの理論と整合的である。

⁵⁾ 多くの実証研究で企業規模を説明変数として採用されているが、理論的説明は明確でなく推計結果も一致しない。ハリス・ラヴィヴ(Harris and Raviv, 1991)を参照。

る。ここでは、リスク負担余力の代理変数としては、資産規模を利用する。資産規模が大きい企業ではリスク負担余力が高くなるため、負債依存度が高まると期待されることになる。

仮説 2：十分な担保能力の存在が、債権者と株主間のエージェンシー・コストを低下させ、負債比率が高くなる。

負債のエージェンシー・コストに関わる第 3 の要因は外資系企業であるかどうかである。外資系企業は債権者・株主との情報の非対称性が大きいと予想される現地の資本市場や地場銀行から資金調達を行うよりも、母国親企業の内部資金という資金調達手段を持っていることが予想される。母国親企業の内部資金は、情報の非対称性の問題が小さくエージェンシー・コストの小さな資金調達手段として活用できる。また、現地の経済がたとえショックを受けたとしても母国親企業の資金力と信用力は豊富であるために、多様な資金調達手段を有することが予想される。

仮説 3：外資系企業は、好調期については母国親企業からの豊富な内部資金からも高い信用力があるならば、負債による資金調達を行うことができる。危機後の調整過程にあって内部資金による資金調達が困難な状況下でも、高い収益性と企業担保能力を発揮することができるのなら負債による資金調達が可能になる。

負債のエージェンシー・コストに関わる第 4 の要因は上場企業であるかどうかである。多くの新興市場国にとって株式市場の整備は重要な課題である。国内に十分な投資家が存在し、企業情報の十分な開示によって株主と経営者間の情報の非対称性が緩和されるのであれば、株式市場からの資金調達が可能であり、有望な投資機会があるにも関わらず資金面で困難に陥っている上場企業については有効な資金調達先となるであろう。しかし、株式市場の整備が未整備であり国内の投資家も十分には育成されていない場合や、新興市場国経済全体がダメージを受け株式市場での資金調達が困難な場合には、株式市場本来の資金調達先としての役割を果たすことが出来ない可能性がある。特に危機時には、株式市場からの資金調達が困難になり、消極的な情報開示への姿勢が原因でエージェンシー・コストの高い負債による資金調達も困難な状況が生じてくるかもしれない。

仮説 4：新興市場国の上場企業にとっては、投資家・資本市場が十分に育成されていないのなら、資本市場は有効な資金調達先にならず好況期においても負債による資金調達に頼らざるを得ない。一方、危機時には投資家・債権者に対し情報開示が十分に行なわれていないのなら、負債による資金調達も困難になる可能性がある。

財閥系企業には、二つの有効な資金調達先があると考えられる。まずは財閥グループ内の内部資本市場の存在である。関連企業・関連銀行からなるこの内部資本市場は豊富な資金力と信用力を持ち、財閥グループ内の企業・銀行間では情報の非対称性の問題が小さいと考えられるため、経営環境が改善され投資機会が豊富な場合には、エージェンシー・コストの小さい内部資本市場からの資金による調達が積極的に行われることが予想される。また、危機時にあって自己資本による資金調達が困難な場合でも、関連銀行からの比較的低コストな緊急融資を受けることができると予想される。

仮説 5：財閥系企業は、好調期には内部資本市場が有効に機能しているのであれば、自己資本による資金調達を積極的に行い、危機後の調整過程にあって内部資金による資金調達が困難な場合でも、関連銀行からの負債による資金調達が可能になり、負債比率が上昇する。

IV 推計式

第 4 節で設定した仮説を検証するために、本節では推計式とそれに用いる変数の定義を行い利用するデータの説明も行なう。負債比率の決定要因についての推計を行なうにあたって、以下のような変数を用いる。

被説明変数：負債比率（＝総負債額 / 総資産額）

説明変数：

利潤率（＝税引後利益 / 総資産額）

企業規模（＝売上高の自然対数値）

産業ダミー（食料品、衣料・皮革、製紙・紙製品、化学製品、非金属製品、
鉄鋼・一次金属、機械工業製品、IT関連製品）

外資系企業ダミー

上場企業ダミー

財閥系企業ダミー

利潤率と企業属性ダミー（外資系・上場・財閥系企業）との交差項

企業規模と企業属性ダミー（外資系・上場・財閥系企業）との交差項

推計作業には、Philippine Company Profile & Perspectives, Inc.発行の *Business Profiles: Top 7000 Corporations* の 1991 - 2003 年のデータから、上位 1000 社のうち製造業部門に属する企業のデータを利用した。上場企業と外資系企業の選別については、それぞれ Philippine Stock Exchange 発行の *ANNUAL REPORT* と Commercial Intelligence Service の *The Foreign Companies in the Philippines Yearbook* を利用した。財閥系企業としては、Securities and Exchange Commission に各企業から提出されている財務データを利用して、総売上高上位 20 グループに所属する製造業企業を選別した。産業ダミーについては 2003 年の *Business Profiles* に基づいて産業を 9 業種に分類し、他年度もこれに準拠して産業分類を行った。

推計方法としては、危機前（1991 - 1996 年）と危機後（1999 - 2003 年）の 2 期間に分割し、それぞれについて固定効果モデルによってパネルデータ分析を行なう。危機前と危機後に期間を分割したのは、危機前後でフィリピン製造業企業の資金調達手段が大きく変化しているからである。危機前の特に好況期（1994 - 1996 年）は自己資本による資金調達が盛んで可能な限り自己資本で資金調達を行い負債比率を低下させた企業が多かったのに対して、危機以降は全体的に負債による資金調達が縮小したことが原因で負債比率が低下している企業が多いのが特徴である。同じ負債比率が低下する局面であっても、企業が置かれている資金調達環境が大きく異なるため、危機前と危機後の 2 期間に分けた。

V 推計結果

1. パネルデータによる推計結果（危機前）

(表1)が危機前の負債比率の決定要因についての推計結果である。調整済み決定係数を見ると80.3%と、モデルの当てはまりは良好である。第一に、利潤率は有意に負の効果が見られた。これは利潤率の高い企業ほど負債比率が低くなることを示している。その理由として以下のような説明ができるかも知れない。フィリピンでは、上場企業・非上場企業・外資系企業のいかなるタイプの企業においても少数の大口株主による支配が一般的であり、そうした状況では経営者と株主間の利害の相反が小さいと考えられる。従って、内部剰余金は最もエージェンシー・コストが低い資金であり、利潤率の高い企業は負債に頼らない傾向があると考えられる。

第二に、企業規模(売上高)については負債比率に対して正に有意な結果が得られた。企業規模の大きな企業は負債比率が高くなる。必要な資金を借入で行なう際に、借入金に見合うだけの十分な担保を提供することが条件になっていると予想される。十分な担保能力の存在が、債権者と株主間のエージェンシー・コストを低下させることができると考えられる⁶⁾。

第三に、産業ダミーについては、機械工業製品企業についても有意に正の効果が見られた。機械工業製品企業は設備投資を行なう際に多額の投資資金が必要となるため、自己資本による資金調達だけでは賄いきれず負債による資金調達を行わざるを得ないと考えられる。リスク変数を説明変数として入れていないので、産業固有のリスク要因とも解釈できる。

第四に、外資系企業ダミーについては、有意な結果が得られなかった。外資系企業は、一般企業と比較して負債比率が高くもなく低くもなかったことが分かる。危機前のような好況期には内部資金が豊富であるが借入も容易にでき、情報開示に積極的な外資系企業は負債のエージェンシー・コストもそれほど高くなかったのかもしれない。また外資系企業については、利潤率が高い企業も、企業規模が大きな企業でも負債比率について大きな違いが見られなかった。

第五に、上場企業ダミーについては、有意に正の効果が観察された。危機前の好況期にあっても、株式市場からの資金調達は十分には行うことが出来ず、負債による資金調達に頼らざるを得なかったことが予想される。上場企業にとっては好況期においても資金調達

⁶⁾ 総資産と負債比率との正の相関は Suto (2001)と三重野(2000)の推計結果と整合する。

面で困難に直面していたと考えられる。また、利潤率の高い企業ほど負債比率が高いとの結果が得られている。債権者にとって、上場企業の収益率の高さは信用力を上げることに繋がっており、負債のエージェンシー・コストを低下させるため、負債比率が高くなっていったと考えられる。

第六に、財閥系企業ダミーについては、まず利潤率の高い財閥系企業において負債比率が低いとの推計結果が得られた。好況期においては内部資本市場において内部留保も豊富であり、収益性の高い企業はエージェンシー・コストの最も低い資本金による資金調達を行っていたと推測される。また、企業規模の大きな財閥系企業は負債比率が高いという結果が得られている。財閥系企業が借入を行なう際には、企業担保能力が重要視され、豊富な担保能力を持つ企業ほど負債のエージェンシー・コストが低下し、負債による資金調達が容易になると予想される。

最後に、1993年から1996年の年次ダミーについて有意に負の結果が得られている。危機前のこの時期は好況期にあたり、自己資本による資金調達が一般的であったため、負債比率が低くなったと考えられる。

2. パネルデータによる推計結果（危機後）

危機後の負債比率の決定要因についての推計結果は（表2）に示してある。モデルの当てはまりについては、危機後においても調整済み決定係数が80.8%と良好である。第一に、危機後においても利潤率は有意に負の効果が認められた。危機の影響を受けてフィリピン製造業企業は収益性の面でダメージを受けたが、そのような局面においても利潤率の高い企業ほど負債比率が低くなることを示している。フィリピン企業の特徴である少数の大口株主による支配は危機後も依然として維持されており、経営者と株主間の利害の相反が小さいと考えられる。内部余剰金は最もエージェンシー・コストが低い資金であると考えられる。

第二に、企業規模についても有意に正の効果が観察された。危機以後においても負債による資金調達を行う際には、企業担保能力が重要な判断材料になっており、企業担保能力が高い企業ほど、債権者と株主間のエージェンシー・コストを低下させ、負債による資金調達が容易であることが分かった。

第三に、産業ダミーについてはいずれの産業についても負債比率に大きな違いは観察さ

れなかった。危機後の時期はいずれの産業においても危機のダメージを受けており、設備投資を控えていた時期であり、危機直後過大になっていた負債による資金調達を縮小していた時期でもある。

第四に、外資系企業については、利潤率の高い外資系企業は負債比率が高いとの結果が得られている。外資系企業も危機によって収益性の面でダメージを受け、自己資本による資金調達が困難になったため、負債による資金調達を行わざるを得なかったと考えられる。また、企業規模が大きな外資系企業については、危機以後も負債比率について大きな違いが見られなかった。

第五に、上場企業については、利潤率の高い上場企業は負債比率が低いという結果が得られている。上場企業の中でも利潤率の高い企業は内部留保が豊富なために、自己資本による資金調達を積極的に行うことが出来たというよりも、上場企業は利潤率が高くても危機の影響を強く受けており、内部留保が減少したため負債による資金調達を行おうとしたが、上場企業であっても十分な情報開示が行なわれていないために負債のエージェンシー・コストが上昇したことが原因で負債による資金調達が困難になったと考えられる。

第六に、財閥系企業については、危機前に観察された利潤率が高い財閥系企業は負債比率が低いということは、危機後には観察されなかった。危機時は、利潤率が高い財閥系企業においても、同一グループ内の関連銀行などからの借入に頼る可能性が示唆された。同様に、企業規模の大きな財閥系企業については負債比率が高いという結果は得られなかった。財閥系企業は危機に陥ると担保能力が十分にあったとしても、負債による資金調達を控える傾向があると考えられる。

最後に、2001年から2003年の負債比率が有意に低いという結果が得られた。一般企業・外資系企業・上場企業・財閥系企業問わず、全体的に危機の影響を受けて負債による資金調達を縮小していた時期だと考えることができる。

おわりに

以上の推計結果から以下の4つのことが言えるだろう。第一に、フィリピン製造業企業の資金調達構造が、エージェンシー理論によって説明できた。先行研究によると負債比率の決定要因として利潤率を企業規模が用いられており、第4節で設定したエージェンシー・コ

ストについての仮説 1 と仮説 2 が検証された。これは、先進国や他の新興市場国で適用されてきたエージェンシー・コスト・アプローチがフィリピンの製造業企業についても適用可能であることが示された。

第二に、外資系企業については、好況時においては自己資本のエージェンシー・コストも負債のエージェンシー・コストも一般企業と比較して大きな違いが見られなかったが、一旦危機に陥ると、収益性の高さが信用力を生み負債のエージェンシー・コストが低下するために負債による資金調達が可能になると考えられる。

第三に、上場企業については、危機前の好況期にあっても、株式市場からの資金調達は十分には行うことが出来ず、負債による資金調達に頼らざるを得なかった。また、上場企業の収益率の高さは債権者に対して信用力を上げ、負債比率が高くなっていったと考えられる。危機後については、利潤率の高い上場企業であっても危機の影響を強く受けており、十分な情報開示が行なわれていないために負債のエージェンシー・コストが上昇したことが原因で負債による資金調達が困難になったと考えられる。

第四に、財閥系企業については、好況期においては内部留保も豊富であり、収益性の高い企業はエージェンシー・コストの最も低い資本金による資金調達を行っていた。また、財閥系企業が借入を行なう際には、豊富な担保能力を持つ企業ほど負債による資金調達が容易になると予想される。しかし、危機時には利潤率が高い財閥系企業においても、同一グループ内の関連銀行などからの借入に頼る可能性があることが分かった。また、財閥系企業は危機に陥ると担保能力が十分にあったとしても、負債による資金調達を控える傾向があると考えられる。

したがって、新興市場のような資金調達手段が未発達で、投資需要に対応することが困難な状況下では、母国親企業のような有望な資金調達手段を持つ外資系企業を除くと、財閥グループによって構成されている内部資本市場や関連銀行が有効に機能することが考えられる。国内の一般投資家や投資機関が未発達である場合では、特に危機後の調整過程において資本市場が有効に機能しない可能性も示唆される。

【参考文献】

井上隆一郎（1991）、『アジアの財閥と企業』日本経済新聞社。

奥田英信・齋藤純(2003)、「エージェンシー・コスト・アプローチによるフィリピン企業の資金調達構造の分析」『開発金融研究所報』2003年6月、第16号。

齋藤純(2006)、「財閥系企業における過剰投資問題の検証 - フィリピン上場企業の投資の負債感応度 - 」『アジア経済』(2006年5月掲載予定)。

野間敏克(2000)、「日本の企業金融」筒井義郎編『金融分析の最先端』東洋経済新報社。

三重野文晴(2002)、「途上国における企業資本構成の決定構造 エージェンシー・コスト・アプローチの金融紀伊以前タイへの適用 」『経済志林』第70巻第3号、pp.1-28。

Chang, Chun (1987) "Capital Structure as Optimal Contracts," *Working Paper*, Carlson School of Management, University of Minnesota.

Claessens, Stijn, Djancov, Simeon, and Larry H. P. Lang(1999), "The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporation," *Journal of Financial Economics*, 58, pp.81-112.

Harris and Raviv (1991), "Theory of Capital Structure," *Journal of Finance* 46(1), pp.297-355.

Jensen, Michael C. and William Meckling (1976), "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics*, 3, pp.110-120.

Modigliani, Franco and Merton H. Miller (1958) "The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment," *American Economic Review*, pp.261-927.

Ocampo, Roberto F. (2000), "Corporate Ownership and Corporate Governance: Issues and Concerns in the Philippines," Asian Center for Corporate Social Responsibility, OECD.

Lamberte, Mario B. (2002), "Recent Developments in Corporate Governance in the Philippines," Lamberte, Mario B.(eds.) *Economic Crisis ... Once More*, PIDS.

Leland, H. P. and D.H. Pyle (1977), "Informational Asymmetries, Financial Structure and Financial Intermediation," *Journal of Finance* Vol. 32, pp.371-387.

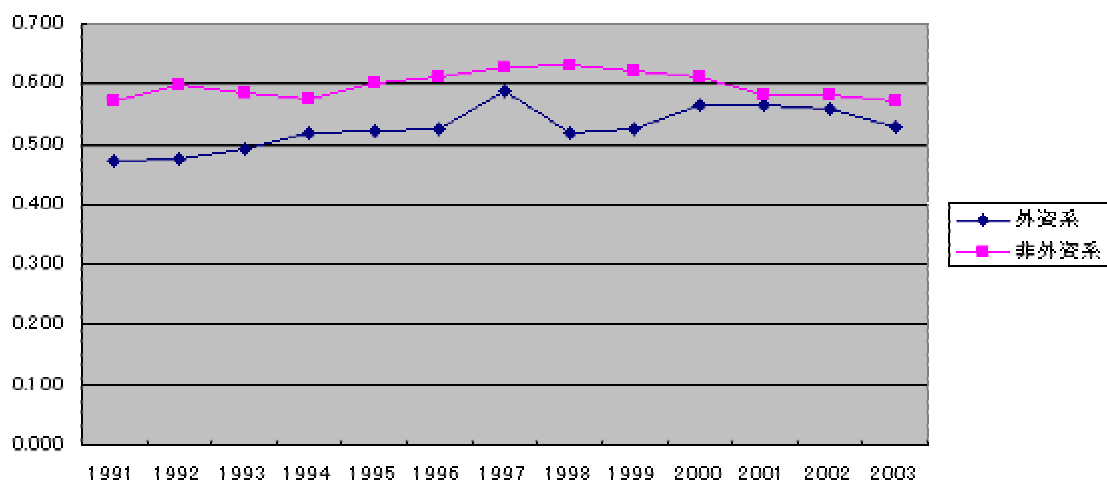
Saldana, Cesar G. (2001a), "Corporate Governance Environment and Policy : Their Impact on Corporate Performance and Finance in the Philippines," in *Corporate Governance in Asia*, OECD.

Saldana, Cesar G. (2001b), "3 The Philippines," Zhuang J., Edwards, D., and Capulong, Ma. Viginita eds. *Corporate Governance and Finance in East Asia - A Study of Indonesia, Republic of Korea, Malaysia, Philippines, and Thailand*, Asian

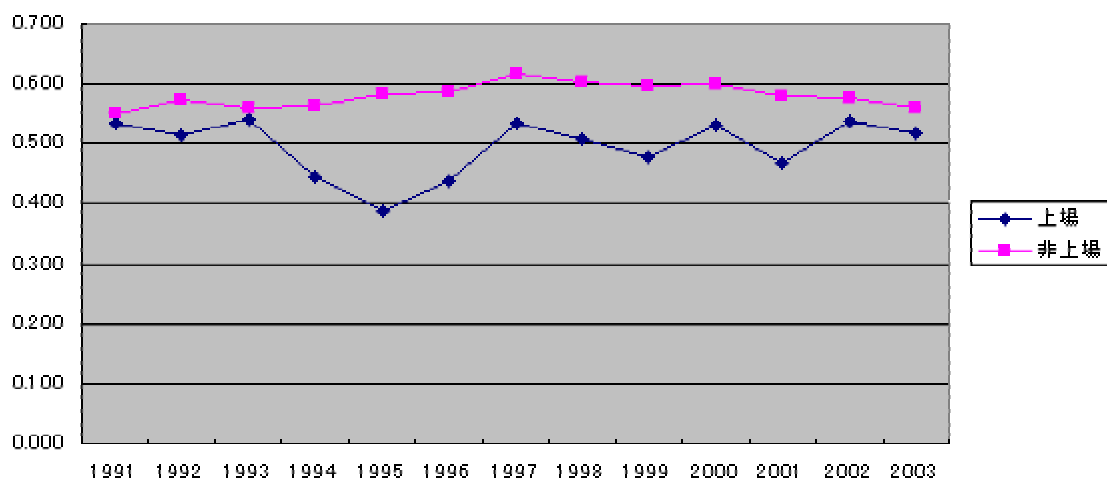
Development Bank, pp.155-228.

Suto, Megumi (2001),“Capital Structure and Investment Behavior of the Malaysian Firms –A Study on Corporate Governance before the Crisis–,” a preliminary paper for 2nd International Convention of Asia Scholars, Berlin, 9-12 August.

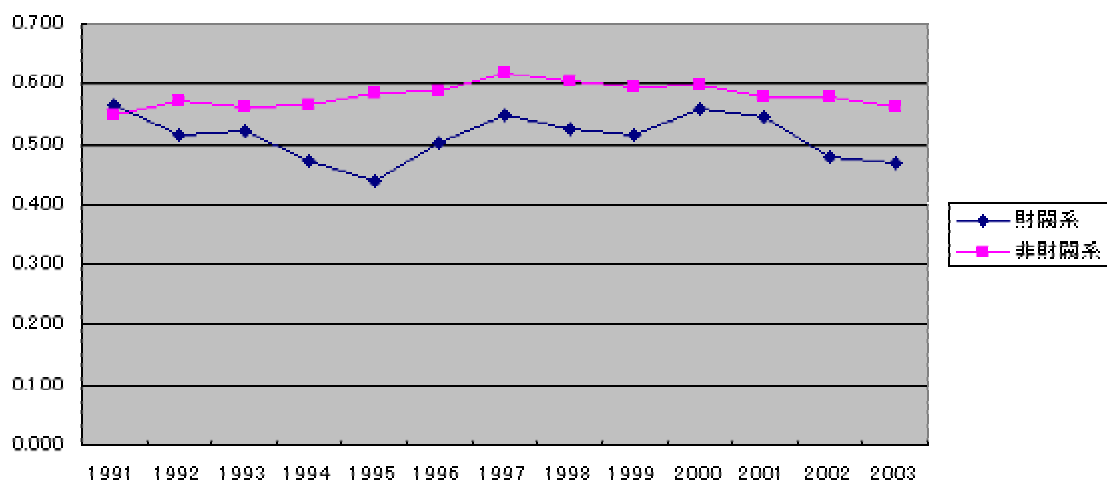
(圖1-1)負債比率(外資系と非外資系)



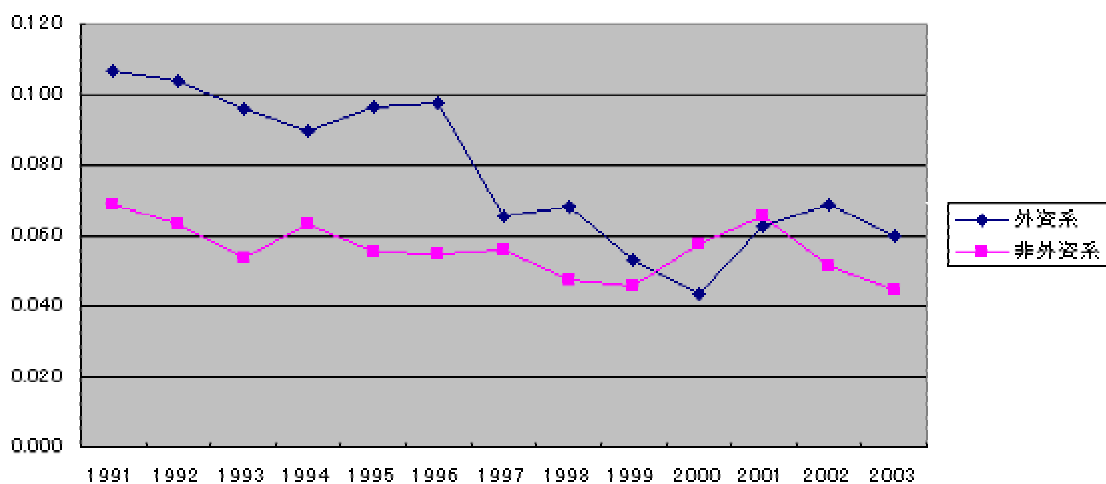
(圖1-2)負債比率(上場と非上場)



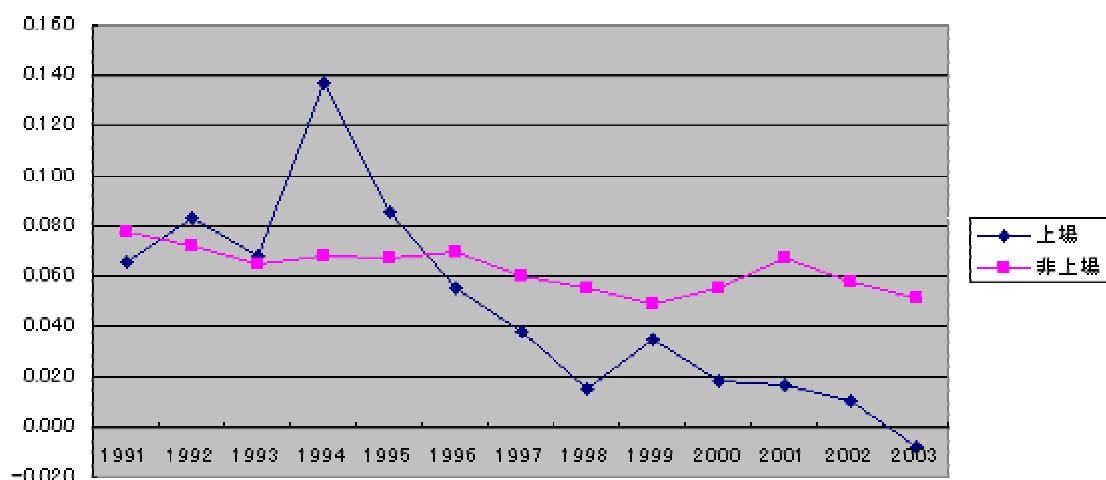
(圖1-3)負債比率(財關係と非財關係)



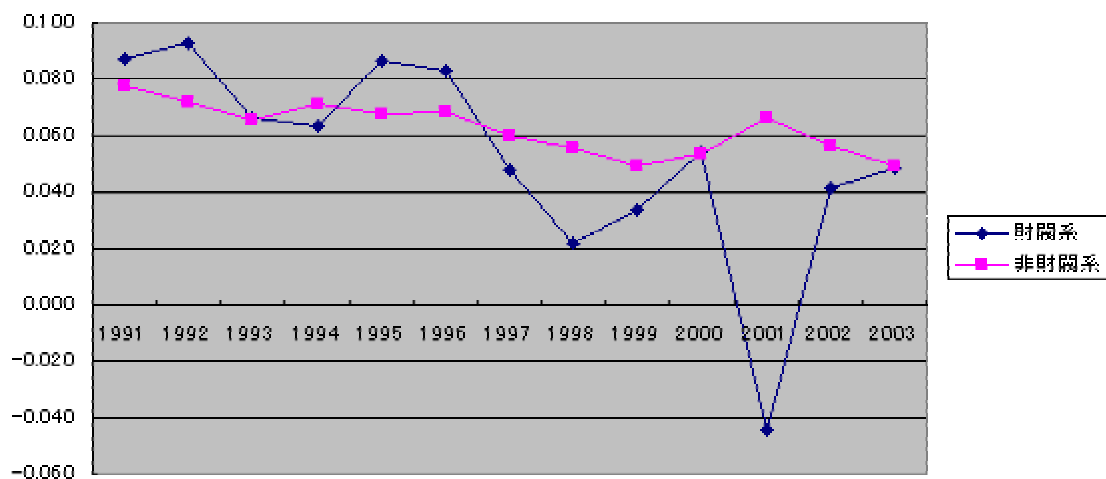
(圖2-1) 利潤率(外資系と非外資系)



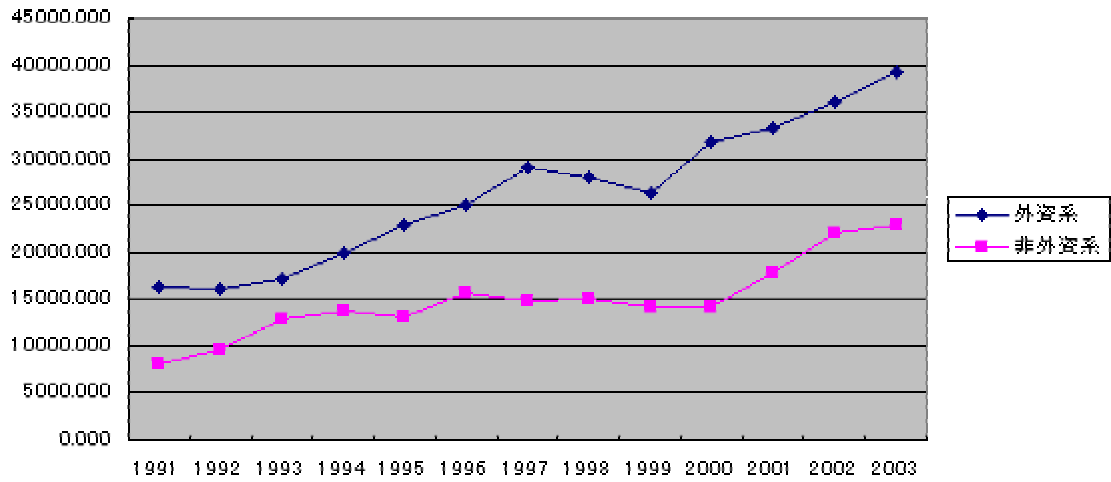
(圖2-2) 利潤率(上場と非上場)



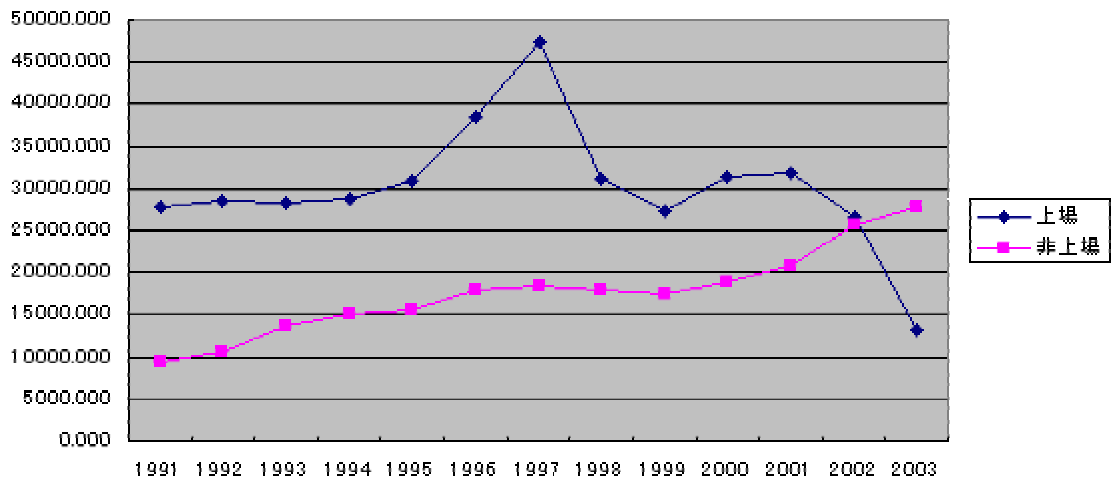
(圖2-3) 利潤率(財関係と非財関係)



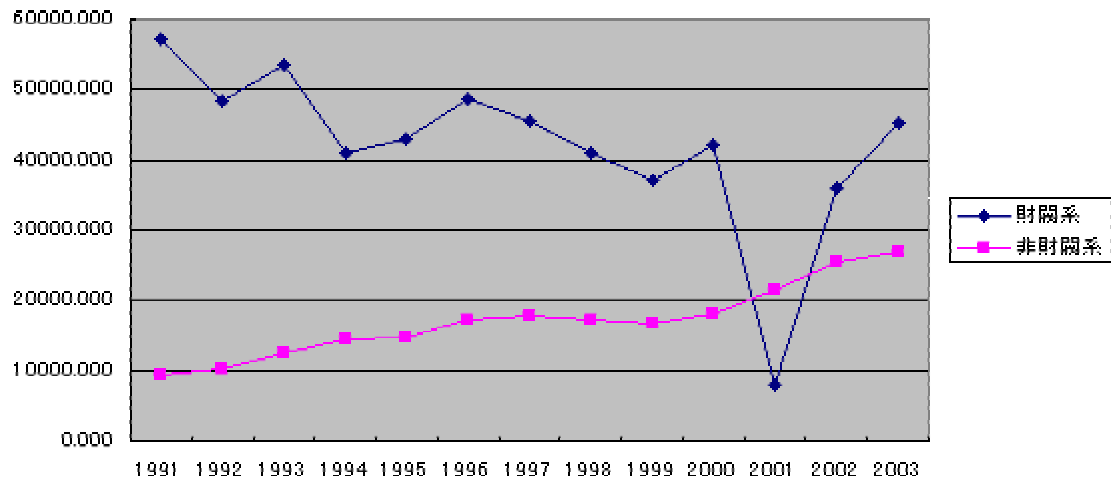
(図3-1) 実質売上高(外資系と非外資系)



(図3-2) 実質売上高(上場と非上場)



(図3-3) 実質売上高(財関係と非財関係)



(表1)推計結果(1991 - 1996年)

説明変数	推計値	t 値	推計値	t 値
利潤率	-0.274	-7.225 ***	-0.247	-5.368 ***
売上高	0.030	4.068 ***	0.025	2.870 ***
食料品	-0.024	-0.208	-0.003	-0.026
衣料・皮革	0.014	0.223	0.007	0.113
製紙・紙製品	0.073	1.008	0.052	0.717
化学製品	-0.004	-0.065	0.014	0.220
非金属製品	-0.079	-0.839	-0.077	-0.817
鉄鋼・一次金属	0.066	1.099	0.071	1.190
機械工業製品	0.113	2.073 **	0.119	2.186 **
IT 関連製品	0.113	0.857	0.102	0.782
外資系企業	-0.013	-0.130	-0.210	-1.250
上場企業	0.317	2.826 ***	0.896	2.153 **
財閥系企業				
利潤率・外資系企業			-0.083	-0.921
利潤率・上場企業			0.241	1.749 *
利潤率・財閥系企業			-1.178	-4.666 ***
売上高・外資系企業			0.023	1.474
売上高・上場企業			-0.069	-1.532
売上高・財閥系企業			0.106	2.264 **
1992年ダミー	-0.002	-0.229	-0.002	-0.262
1993年ダミー	-0.018	-2.158 **	-0.018	-2.244 **
1994年ダミー	-0.019	-2.301 **	-0.021	-2.542 **
1995年ダミー	-0.019	-2.033 **	-0.019	-2.088 **
1996年ダミー	-0.017	-1.861 *	-0.018	-1.959 *
サンプル数	2361		2361	
調整済み決定係数	0.801		0.803	

(表 2) 推計結果 (1999 - 2003 年)

説明変数	推計値	t 値	推計値	t 値
利潤率	-0.175	-5.572 ***	-0.346	-8.258 ***
売上高	0.035	2.732 ***	0.049	3.094 ***
食料品				
衣料・皮革				
製紙・紙製品				
化学製品				
非金属製品				
鉄鋼・一次金属				
機械工業製品	0.084	1.774 *	0.068	1.483
IT 関連製品				
外資系企業	-0.026	-0.296	-0.075	-0.313
上場企業				
財閥系企業				
利潤率・外資系企業			0.422	6.838 ***
利潤率・上場企業			-0.930	-3.741 ***
利潤率・財閥系企業			0.153	0.683
売上高・外資系企業			0.002	0.060
売上高・上場企業			-0.006	-0.094
売上高・財閥系企業			-0.034	-0.481
2000 年ダミー	0.006	0.555	0.005	0.476
2001 年ダミー	-0.023	-2.069 **	-0.029	-2.617 ***
2002 年ダミー	-0.027	-2.580 ***	-0.036	-3.466 ***
2003 年ダミー	-0.049	-4.419 ***	-0.060	-5.492 ***
サンプル数	1836		1836	
調整済み決定係数	0.795		0.808	