

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

—1993—2000年期における製造業企業負債比率の推計*1—

一橋大学経済学部教授
一橋大学大学院経済学研究科博士課程

奥田 英信
齋藤 純

要 旨

本稿は、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の最初の試みである。1993年度から2000年度までのアジア危機前後を対象に、売上高上位1,000社のフィリピン製造業企業について、負債比率の決定要因の回帰分析を行い、企業の特徴やガバナンス構造が、資金調達構造に与える影響を明らかにすることを目的としている。

実証結果によれば、フィリピン製造業企業についても、他のアジア諸国の先行研究と同様、エージェンシー・コスト・アプローチが一定の説明力を持つことが確認された。フィリピン製造業企業にとって、債務者とのエージェンシー問題は深刻であり、内部剰余金がエージェンシー・コストの低い資金調達手段として好まれること、負債による資金調達を行なう際には企業の資産規模がリスク負担能力としてシグナルとなることが示唆された。また、財閥企業はグループ内に銀行を保有していても負債が必ずしもエージェンシー・コストの低い調達手段にはならないことが分かった。上場企業については、上場によって情報開示が行なわれても、大口株主による経営支配力が強いいため、負債のエージェンシー・コストが必ずしも低下しないことが示された。外資系企業については、母国親会社からの出資金が相対的にエージェンシー・コストの低い調達手段として選択される可能性が高いことが示唆された。

Abstract

This study is the pioneering effort to use the agency cost approach in investigating the capital structure of the Philippine corporate sector. Using firm data from 1993 to 2000 of the top 1,000 Philippine companies for gross revenue, we estimate the determinants of leverage ratio in order to analyze how a company's characteristics and governance structure affects its capital structure.

The empirical results suggest that the agency cost approach is applicable to the Philippine industry as it is in other Asian countries. Agency problem with debt holders troubles the Philippine manufacturing firms, making self-financing with reserves, which bears lower agency cost, more preferable. When a firm is to be financed from lenders, its asset scale becomes a criterion of its risk bearing ability. Furthermore, even for combined corporate groups that own banks, agency costs involved in debt financing are not necessarily low. Similarly, even for listed companies whose information is offered to the market, agency costs are not always low due to strong dominance over the companies by some large shareholders. As for foreign companies, it has been suggested that financing from their parent companies is preferred as agency-cost-saving means for acquiring funds.

*1 本稿作成に際して、マニラ駐在員事務所をはじめとして国際協力銀行より多大のご助力を頂いた。また本稿のベースとなったアジア政経学会秋季大会（2002年11月13—14日）および一橋大学経済制度研究センター主催「東アジアと日本のコーポレート・ガバナンス」コンファレンス（2002年12月13—14日）の報告に対しては、藤田春男教授（神戸大学）、宮尾雄二教授（早稲田大学）をはじめ参加者より有益なコメントを頂いた。記して謝意を表します。

はじめに

アジア経済危機を契機として、危機発生の原因となったASEAN諸国の金融システムの構造上の問題点が様々な観点から議論されてきた。ASEAN諸国の企業金融に関しても、負債依存度の高さや、金融機関と企業との癒着、財閥企業間での不明朗な資金配分といった問題が指摘されてきた。しかしながら、企業の資本構成に関する研究はこれまで先進国に限定されており、ASEAN各国の企業金融についてのマイクロ・データを利用したフォーマルな分析は、近年ようやく開始された段階にある。

他のASEAN諸国と同様に、フィリピンの企業金融についての本格的な研究は立ち遅れている^{*2}。同国の企業金融の構造については、Saldana (2001) が包括的な説明を行っているが、その内容は記述統計による概観的なものであり、何らかの仮説を検証しようとしたものではない。この他にもOcampo (2000) などの解説があるが、いずれも断片的あるいは観念的な説明に止まっている。筆者の知る範囲では、これまでのところフィリピンの企業金融の構造を厳密に実証研究しようとしたものはない。

本稿は、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・アプローチを用いた計量分析を行おうという最初の試みである。本稿では検討の対象を製造業企業に絞り、アジア危機前の好景気と危機後の不況を跨ぐ1993年から2000年までの8年間について、企業レベルのマイクロ・データを利用して計量分析を行う。

以下ではまず、第1章で企業の資金調達構造に関する先行研究を踏まえて、フィリピン企業金融の特徴を考慮して、企業の資金調達構造の決定要因について考える。続いて第2章では、フィリピンの製造業部門の企業の資金調達活動について、マイクロ・データベースを利用してその特徴を概観する。特に、業種、資本市場へのアクセスの程度、国籍など企業の属性の違いによって企業の資金調達の構造がどう変わるのかを負債比率等に注

目しつつ整理する。第3章では、フィリピン製造業企業の負債比率を決定すると考えられる要因を指摘し、次章で行なう推計のための推計式の設定をする。

第4章では、第2章での観察結果を踏まえて、フィリピン製造業企業の負債比率の推計を行い、企業の資本構造に対して企業の特性あるいはガバナンス構造がどの様に影響を与えているのか計量分析を行う。製造業企業の資金調達活動の実証分析の結果、(1)利益率の高い企業では負債依存度が低下する、(2)企業規模が大きいと負債比率が増加する、といった傾向が観察された。また、企業のガバナンス構造については、(3)外資系企業では負債依存度が低い、(4)上場企業や財閥系企業でも負債依存度が低い、という特徴が確認された。さらに、推計結果からは、(5)上場企業が市場で増資を行うため高収益を市場へのシグナルとする必要があるのに対して、(6)財閥企業が内部資本市場で増資を行う場合には高収益をシグナルとする必要がないこと、が示唆された。また、財閥系企業で債務比率が低いという結果は、フィリピンでは財閥内部に銀行を保有していても、資金調達において必ずしもこれに依存していないことを示唆しており興味深い。最後に第5章では、記述統計による検討と計量分析による推計結果について議論を要約し、今後の研究課題に言及する。

第1章 フィリピンの企業金融の構造

1.1 エージェンシー・コスト・アプローチ

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

^{*2} タイについては、上場非金融企業を分析したWiwattanakantang (1999) や非上場企業を含む製造業を分析した三重野 (2000) がある。またSuto (2003) はマレーシア上場非金融企業を分析している。

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*3。

Jensen and Meckling (1976) は、まず株主=依頼人と経営者=代理人の間に生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。

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、エージェンシー理論に基づいて負債の増加が企業に与える効果をまとめると表1のようになる。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

表1 負債増加と企業への影響

負債の増加が企業価値を増価させる場合	負債の増加が企業価値を減価させる場合
経営者の行動が外部から観察困難 企業の成長・投資機会が少ない 企業の内部余剰金が多い 企業の精算価値が多い	企業の倒産コストが高い 株主による資産代替が容易 株主が配当政策を簡単に変更できる

出所) 野間 (2000) pp. 179より一部修正して転載

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を改善するなら、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され、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。

1.2 フィリピンの企業ガバナンス構造の特徴

エージェンシー・コスト・アプローチによって企業の資本構成を説明するには、まず検討対象となっている企業にとって、どのようなエージェンシー問題が発生しているかを把握しなければならない*4。そこで、既存文献から得られる情報を利用して、フィリピン企業にとってどのようなエー

*3 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、情報の経済学の様相の中で資本構成問題を分析したシグナリング理論やベッキング・オーダー理論がある。詳細は田村(1997)を参照。

ジェンシー問題が重要であるか、同国の企業を取り巻く経営環境の特徴をリストアップしてみよう。

フィリピンの経営環境の特徴として第1に指摘されることは、企業の所有構造が著しく集中的であり、少数の株主によって企業経営が支配されているということである^{*5}。中小企業の殆どは典型的なオーナー・カンパニーであると言われており、株主と経営者は基本的に一致している。大企業についても、特定のファミリーのメンバーなど少数の株主によって実質的に支配されているといわれる。さらに上場企業についてもこの傾向は同じであるとされる。企業の上場の条件とされる株式の公開比率は資本金の規模によって異なるが、最小公開比率は大抵の場合20%程度に過ぎない^{*6}。このため、上場企業であっても、企業の所有構造は著しく集中的であり、少数の大口株主によって企業経営は支配されている場合が一般的である。また、外資系（合弁）企業については、海外の親会社と現地パートナーによって所有されており、この両者によって経営が支配されている。外資系企業が上場することは稀であり、その所有構造は極めて集中的であるといえる。

中小企業・大企業・上場企業・外資系企業のいずれに関しても、フィリピンの企業は大口株主が経営を支配しているため、経営者と大口株主との利害相反は基本的に小さく、自己資本を巡って深刻なエージェンシー問題が生じることはないといえる。従って企業にとって内部留保と大口株主による増資が、最もエージェンシー・コストの低い資金調達の方法であり、企業金融のペッキング・オーダーにおいて最上位に位置していると考えられる。

フィリピンで次に注意すべきことは、企業の情報開示が低いため、企業が経営者や既存大口株主以外から外部資金を調達しようとする、そのエージェンシー・コストが相当に大きなものとなるとされていることである。この問題は中小企業

だけでなく、大企業や上場企業でも深刻である。大企業でも企業情報の開示は不十分である場合が多いといわれ、有力企業でありながら株式を上場していない場合が多いのも、上場に際して一定の情報開示を要求されることを嫌うためだという指摘もある。フィリピンの企業が直面する深刻なエージェンシー問題とは、企業が既存の関係者以外から外部資金を借り入れる場合に発生すると考えられる。

フィリピンで第3に注意すべきことは、株式市場を通じたガバナンスが有効に機能していないという指摘である。同国の株式市場は上場基準が緩いため、上場企業でも株式の公開比率が低く、上場企業が市場でテイクオーバーを掛けられ、既存大口株主が支配権を失うということは考えられない。また、企業の情報開示も不十分で一般株主が企業業績を正確に把握することが困難であることから、フィリピンの株式市場ではキャピタル・ゲインを狙った短期的取引が多く、株式市場の投資家が企業経営に関与しようとする意欲は薄いと指摘がある。以上のような状況下で、企業を牛耳る大口株主にとって、株式市場は上げ相場を利用して資金を調達する道具に過ぎず、市場を通じるガバナンスは期待できないと言われる^{*7}。

フィリピンでは、第4に、銀行などの金融機関からの企業の借入が、そのガバナンスに果たす役割も弱いと指摘されている。特に、同国の経済で中心的な役割を果たしている大企業は財閥を形成しており、同じ財閥の銀行からの借入が重要であるといわれる。しかし、財閥の銀行については、その経営の自立性に疑問を指摘する意見も強く、企業ガバナンスに対する影響は限定的であるとの見解も有力である。また、一般的にもフィリピンの銀行は貸出先企業の経営に問題が生じた場合、融資条件の見直しを簡単に行い、融資を継続する場合が多いという指摘もある。このことが事実であれば、債務による企業のガバナンスは働き難い状況にあると予想する向きもある。

*4 エージェンシー理論に基づく資本構造決定の実証分析については、Harris and Raviv (1991) のサーベイがある。

*5 以下の議論は、Saldana (2001)、Ocampo (2002)、Gochoco-Bautista (1999)、清水 (2002)、財務省 (2002) を参考にして
いる。

*6 清水 (2002) を参照した。

*7 株式市場への新規上場に関するSullivan and Unite (2001) を参照。

ただし、これとは逆にフィリピンの金融機関特に銀行については、比較的健全な経営が行われているという指摘も強い*8。その理由として、1980年代の経済危機後の金融改革を通じて、国際金融機関の支援を受けて域内諸国としては厳しいブルーデンシヤル規制が導入されてきたことが挙げられる。また、同国の経済情勢は長年に渡って不調であり大きな変動を繰り返してきたため、銀行経営方針は保守的（conservative）であり過剰なリスクテイクを避ける傾向が強いとも指摘されている。更に、フィリピンでは80年代に大手銀行が破綻した経験があること、また預金保険機構の資金力が乏しく大手銀行が経営不振となった場合に預金が保全されない可能性が高いことから、預金者が銀行を選別する傾向が強く、銀行も健全性をアピールしないと経営が困難であるという事情も指摘されている。以上のような総合的な理由から、フィリピンでは銀行が財閥グループの構成メンバーではあっても、グループ企業がメンバー銀行に著しく依存することは難しいと考えることも十分にあり得る。

1.3 フィリピン企業の資金調達行動

以上のようなフィリピンのガバナンス構造を踏まえて、製造業企業のエージェンシー問題を次に考えてみよう。ここでは同国の企業を次の5タイプに類型化しよう*9。それぞれのタイプの企業について、資金調達に関するエージェンシー・コストを比較してまとめたのが表2である。

第1のタイプは中小規模のオーナー・カンパニーで、最も典型的なフィリピンの地場中小企業である。これらの企業では株主と経営者は多分に一致しており、両者の間では自己資本を巡る深刻なエージェンシー問題は生じない。これらの企業でのエージェンシー問題は、企業が外部資金を借り入れる場合に発生する。外部の債権者＝資金の貸し手にとって企業の経営情報は著しく不透明であり、企業が外部資金を借り入れる場合にはその分の追加的なコストを支払う必要が生じる*10。

第2のタイプは非上場の地場大企業である。日・米の大企業では経営と所有の分離が一般的であるが、フィリピンでは大企業でも企業の経営権は少数の株主もしくはファミリーによって強力に支配されており、その意味では経営者と大口株主との利害相反は小さく、両者に関わるエージェンシー問題は深刻ではない。従って、これらの企業でも資金調達を巡るエージェンシー問題は、既存の大口株主以外から外部資金を調達しようとする場合に生じる。大企業でも企業経営の情報開示は必ずしも透明ではなく、中小企業と同様にこれらの企業が大口株主以外から外部資金を調達しようすると追加的なコストを支払う必要が生じてくると考えられる。

第3のタイプは財閥グループに属する企業である。財閥系企業も所有構造が集中的であり、企業経営は大口株主によって支配されている。従って他の企業と同様に、資金調達に関して内部留保や大口株主からの増資が最もエージェンシー・コストが低く、それ以外の外部からの資金調達には追

表2 資金調達のエージェンシー・コスト

	Internal equityの エージェンシー・コスト	External equityの エージェンシー・コスト	借入金の エージェンシー・コスト
	株主：大口株主	株主：小口株主	債権者（貸し手）
タイプ1 中小企業	小さい	—	非常に大きい
タイプ2 大企業	小さい	—	大きい
タイプ3 上場企業	小さい	比較的小さい	必ずしも小さくない
タイプ4 外資系企業	小さい	—	必ずしも小さくない

*8 Sullivan and Unite (2001) を参照した。

*9 Gochoco-Bautista (1999) およびWells (1999) を参照した。

*10 以下の議論はSaldana (2001)、清水 (2002)、Ocampo (2000) を利用している。

加的なコストが必要となる。

ただし、財閥系企業には幾つかの点でその他の企業との違いがある。財閥系企業は一般に規模が大きくその設備投資の規模も大きい。またその収益率は平均的にみれば非財閥系企業よりも高いが、業績の変動はむしろ大きく事業のリスクは高いといわれる。従って、財閥系企業は、債務比率が高まると他の企業と比較して倒産の危険性が強まるため、債務性の資金での資金調達を手控える傾向があると予想される。

その一方で、財閥系企業が、債務性資金での資金調達を増加させる要因も存在する。財閥グループはそのメンバーに銀行（より一般的には金融機関）を有しており、財閥系企業は同じ財閥に属する銀行から比較的低いエージェンシー・コストで資金を調達することが可能だからである。なぜなら、財閥系企業と財閥銀行との間の情報の非対称性は弱く、また企業の経営が不振になった場合にも銀行からの協力が期待できるため、債務性資金で資金調達することの問題は回避できるからである。

このことと関連して、財閥系企業はピラミッド型の所有構造を持っており、内部資本市場を活用した資金調達が可能であることも重要であろう。財閥形成の理由として内部資本市場を活用したリスクマネーの調達のメリットがしばしば指摘されている。内部資本市場から供給される資金は、たとえ形態は債務性資金であっても内部資金としての性格が強く、事業リスクを吸収できる資金であると考えられるからである。

第4のタイプは上場企業である。一般には上場企業であれば株式が公開され所有が分散されるため、企業の経営と所有が分離し株主と経営者との間でエージェンシー問題が重要になる。しかしながら、フィリピンでは上場企業であっても株式の公開比率は高くなくことが多く、上場企業でも大口株主による経営支配が一般的である。その意味で上場企業であっても大口株主と経営者との間における自己資本に関わるエージェンシー・コストは小さいと考えられる。

上場企業は上場時に適格基準をクリアしており、上場後も情報開示が義務付けられる。従って外部資金の借入に際して債権者と企業との間の情報の非対称性は改善されており、借入に関わるエージェンシー・コストは非上場企業と比較して小さくなるであろう。しかしながら、フィリピンの上場企業が上場後も所有構造が集中的であり大口株主による企業経営への強い支配力が維持されたままであるとすれば、債権者と株主との間のエージェンシー問題は深刻なまま残り、外部資金の借入に関わるエージェンシー・コストは大きいと考えられる。

フィリピンでは大規模の優良企業でも必ずしも上場を選択しない場合が多い。同国で上場を選択している企業には、大規模な設備投資のための資金が必要で、事業の収益性は高いもののリスクも高いものが多いと言われる。このような企業は非債務性の資金を大量に必要とするため、株式市場への上場による株式発行を強く望むためである。しかし、すでに述べたように、フィリピンの上場企業と投資家との間のエージェンシー問題は深刻であり、企業がexternal equityを調達するのは容易ではないであろう。上場企業が市場での株式発行による資金調達を拡大するには、キャピタルゲインを狙える右肩上がりの市況にタイミングを合わせて、高収益をアピールするなど企業業績に関する明確なシグナルを発信する必要があると考えられよう^{*11}。

第5のタイプは外資系企業である。これらの企業は親会社と現地パートナーによって所有されており、経営もこの両者に委ねられている。その意味では、他のタイプの企業と同様に、経営と所有が一体化しており株主と経営者との間のエージェンシー問題は重要でない。しかし外部資金の借入に関しては債権者と株主・債権者の間に大きなエージェンシー問題が存在する可能性が高く、外部からの借入金のエージェンシー・コストは高いと考えられる。外資系企業の経営情報は母国親会社と共有されており、両者間のエージェンシー問題は限定的である。従って、母国親会社からの

*11 これらの企業が銀行から融資を受ける場合、財務諸表による審査や担保物権の評価に加えて、契約履行を保証するためのある種の社会強制力の裏付けが必要であるとされる。華僑社会の顔役の保証によって融資決定がされる仕組みはその一例である。

資金調達はエージェンシー・コストが低く、外資系企業の設備投資資金などが親会社からの出資金によって賄われることも多いと考えられる。

第2章 フィリピン製造業の企業金融の概観

2.1 フィリピン製造業の企業金融の概観

Philippine Company Profile & Perspectives, Inc. 発行の*Top 7000 Corporations*から1993—95年と1998—2000年の製造業部門の上位1,000社を抽出、これを利用してフィリピン製造業の企業金融を概観してみよう。

表3は製造業企業を①食料品、②衣料・皮革製品、③製紙・紙製品・印刷、④化学製品（石油精製、ゴム・プラスチック製品）、⑤非金属製品（ガラス製品・セメント）、⑥鉄鋼・一次金属製品、⑦機械工業製品、⑧その他製造業の8業種に分類し、負債比率・利潤率・総資産について業種間で比較したものである。全サンプル企業の負債比率は平均60.2%である。これを基準とすると、鉄

鋼・一次金属製品、その他製造業企業の負債比率が特に高く、化学製品、非金属製品企業の比率が低くなっている。また機械工業製品の負債比率のばらつきが大きい。機械工業製品企業については、8業種の中でも企業数が最も多くその範囲も精密医療機器から自動車まで多岐に渡っている。利潤率についても業種毎に差が見られ、化学製品の企業の値が大きく観察期間を通じて平均的に高い収益率を保っていたことが分かる。それに対して鉄鋼・一次金属製品企業の利潤率が低いことが特徴的である。負債比率が高い業種（鉄鋼・一次金属製品、その他製造業等）で利潤率が低くなる傾向があるように見える。資産規模については、非金属製品、食料品企業の値が大きい。また非金属製品の総資産の標準偏差値が大きい。

次に、上場企業と非上場企業について比較したものが表4である。上位1,000社の製造業企業の中で上場企業は決して多くなく、例えば2000年のデータでは、全413社のうち17社に過ぎない。上場企業の特徴として、主に食料品・化学製品・非金属製品に分類される企業が含まれていたことと、上場企業が必ずしも上位企業でないことが挙げられる。上場企業の負債比率は48.4%であ

表3 産業別比較

	サンプル数	負債比率		利潤率		総資産*	
		平均値	標準偏差	平均値	標準偏差	平均値	標準偏差
全企業	2,413	0.602	0.262	0.055	0.111	1,783,671	3,833,261
食料品	485	0.591	0.248	0.057	0.116	2,155,794	4,526,775
衣料・皮革製品	257	0.627	0.199	0.046	0.099	583,134	774,908
製紙・紙製品・印刷	134	0.619	0.264	0.060	0.084	1,234,708	1,581,545
化学製品	502	0.523	0.256	0.089	0.118	1,736,107	4,005,793
非金属製品	149	0.530	0.253	0.026	0.102	3,744,195	4,949,501
鉄鋼・一次金属製品	196	0.732	0.244	0.013	0.076	1,459,217	4,816,309
機械工業製品	645	0.623	0.276	0.050	0.115	1,774,424	3,124,505
その他製造業	45	0.806	0.313	0.028	0.111	1,848,902	5,817,832

出所) Business Profiles: Top 7000 Corporationsから作成

* 単位: 1,000peso

表4 上場企業と非上場企業の比較

	サンプル数	負債比率		利潤率		総資産	
		平均値	標準偏差	平均値	標準偏差	平均値	標準偏差
上場企業	100	0.484	0.175	0.057	0.109	5,902,960	6,735,181
非上場企業	2,313	0.608	0.264	0.055	0.111	1,605,578	3,552,652

出所) Business Profiles: Top 7000 Corporationsから作成

表5 外資系企業と非外資系企業の比較

	サンプル数	負債比率		利潤率		総資産	
		平均値	標準偏差	平均値	標準偏差	平均値	標準偏差
外資系企業	540	0.541	0.256	0.078	0.120	2,113,955	3,751,598
非外資系企業	1,873	0.620	0.262	0.048	0.108	1,688,447	3,852,212

出所) Business Profiles: Top 7000 Corporationsから作成

表6 財閥系企業と非財閥系企業の比較

	サンプル数	負債比率		利潤率		総資産	
		平均値	標準偏差	平均値	標準偏差	平均値	標準偏差
財閥系企業	112	0.510	0.205	0.052	0.092	5,372,310	7,793,166
非財閥系企業	2,301	0.607	0.264	0.055	0.112	1,608,996	3,438,128

出所) Business Profiles: Top 7000 Corporationsから作成

り、非上場企業の60.8%と比較して低い。上場企業の利潤率に非上場企業との大きな差は見られないが、資産規模については上場企業の値が大きい。つまり一般的には、上場企業は資産規模が大きい大企業であり、負債依存度が低い、収益性の面では非上場企業と大きな違いは見られないと読み取ることができる。

表5は外資系企業と非外資系企業について比較したものである。本稿では、フィリピン製造業への進出が盛んな日本・米国・英国企業を外資系企業と定義した。また、外資系企業にはテレビ・自動車・医療機器などの機械工業製品企業が主であった。外資系企業の負債比率は54.1%と非外資系企業より低く、高い利潤率と豊富な資産を持つ傾向が観察された。

表6は、財閥系企業と非財閥系企業について比較している。利潤率について大きな差は見られないが、財閥系企業の負債比率が低いことと資産規模が大きいことが特徴である。なお、Saldana (2001)において1988—97年のフィリピン企業部門の分析においても、財閥系企業と非財閥系企業の負債比率・収益性・資産規模について同様の傾向が報告されている。

2.2 アジア危機前後の企業金融の変化

次に、アジア危機前後の資本構成の推移を見てみよう。表7は産業別に負債比率の平均値の変化について集計したものである。衣料・皮革製品以

外の業種で負債比率が危機後に上昇していることが分かる。各業種の総負債を見ると、多くの業種で危機後に減少しているなかで非金属製品と機械工業製品の増加額が大きい。資本を見ると、非金属製品の危機後の増加が顕著である。多くの業種で総負債と資本の変動係数が危機後に低下する一方で、機械工業製品の変動係数が上昇している。

外資系企業と非外資系企業の負債比率の推移を比較すると、一貫して外資系企業の負債比率が低く、外資系企業の負債比率が危機前後で大きくは変化していないのに対して、非外資系企業の負債比率は危機後に増加している。資本構成の推移を詳細に見てみると危機後の外資系企業の総資産の増加が目立つが、負債の増加というよりも資本金の増加によるものであることが分かる。また、危機後に総資産・総負債・資本の変動係数が上昇している。一方、非外資系企業の総資産と総負債は危機後に増加しているが、資本金は危機前後での変化は小さい。外資系企業とは対照的に総資産・総負債・資本の変動係数は危機後に低下している。これらのことから、非外資系企業が危機後に負債を増加させ負債比率が上昇したのに対して、外資系企業は危機後に負債も増加したがそれ以上に増資を行ったために結果的に負債比率の変化が小さかったことが読み取れる。

上場企業と非上場企業の負債比率の推移については、上場企業の負債比率は危機前(1995年)に低下傾向にあったが危機を境に上昇している。上場企業の資本金は95年に急増しており、好況期

表7 資本構成の推移

		1993年	1994年	1995年	1998年	1999年	2000年
全企業	総負債	9,973	9,850	12,083	15,338	14,068	14,451
	資本	9,326	9,462	11,892	9,423	10,444	9,536
	負債比率	0.517	0.510	0.504	0.619	0.574	0.602
産業別							
食料品	総負債	13,767	11,087	13,038	16,823	16,016	15,886
	資本	12,215	11,373	16,143	12,537	12,034	15,078
	負債比率	0.530	0.494	0.447	0.573	0.571	0.513
衣料・皮革	総負債	4,339	4,489	6,699	3,175	3,662	3,815
	資本	3,090	3,391	4,137	2,756	4,668	2,536
	負債比率	0.584	0.570	0.618	0.535	0.440	0.601
製紙・紙製品	総負債	6,731	7,088	9,715	8,799	8,892	9,474
	資本	6,799	7,636	12,353	6,929	7,105	5,210
	負債比率	0.497	0.481	0.440	0.559	0.556	0.645
化学製品	総負債	12,012	12,921	13,656	8,448	9,059	13,687
	資本	10,761	11,613	16,848	7,953	11,690	8,761
	負債比率	0.527	0.527	0.448	0.515	0.437	0.610
非金属製品	総負債	9,651	9,892	14,477	47,024	34,337	29,890
	資本	10,430	12,353	17,649	31,492	29,837	34,563
	負債比率	0.481	0.445	0.451	0.599	0.535	0.464
鉄鋼・一次金属	総負債	14,160	13,305	14,039	11,996	10,984	7,211
	資本	8,747	8,356	11,904	7,953	5,069	2,035
	負債比率	0.618	0.614	0.541	0.601	0.684	0.780
機械工業製品	総負債	7,601	8,737	12,106	17,897	16,260	17,911
	資本	5,626	5,321	7,123	6,842	8,426	8,282
	負債比率	0.575	0.622	0.630	0.723	0.659	0.684
外資系・非外資系							
外資系企業	総負債	10,971	11,971	14,531	18,524	17,220	19,128
	資本	9,497	9,186	11,076	9,932	14,127	9,352
	負債比率	0.536	0.566	0.567	0.651	0.549	0.672
非外資系企業	総負債	9,729	9,330	11,289	14,326	13,068	13,035
	資本	9,284	9,529	12,157	9,261	9,276	9,591
	負債比率	0.512	0.495	0.481	0.607	0.585	0.576
上場・非上場							
上場企業	総負債	26,235	21,936	34,740	51,020	43,427	42,543
	資本	19,639	31,905	59,391	33,731	32,385	32,756
	負債比率	0.572	0.407	0.369	0.602	0.573	0.565
非上場企業	総負債	9,408	9,430	10,943	13,615	12,532	13,245
	資本	8,968	8,682	9,503	8,249	9,295	8,539
	負債比率	0.512	0.521	0.535	0.623	0.574	0.608
財閥系・非財閥系							
財閥系企業	総負債	38,803	23,567	38,242	33,867	30,321	33,395
	資本	42,634	32,401	54,427	31,034	26,767	28,493
	負債比率	0.476	0.421	0.413	0.522	0.531	0.540
非財閥系企業	総負債	8,833	9,341	10,604	14,332	13,075	13,538
	資本	8,009	8,610	9,487	8,250	9,446	8,621
	負債比率	0.524	0.520	0.528	0.635	0.581	0.611

出所) Business Profiles: Top 7000 Corporationsから作成

に上場企業が大幅な資本増強を行っている。危機後、資金調達手段の中心が資本から負債に変化している。また危機後の総負債の変動係数が上昇していることも特徴である。非上場企業については、危機前後で総資産・総負債・資本がほぼ一定で、負債比率も危機後にやや上昇するものの約60%で安定している。非上場企業の総資産・総負債・資本の変動係数が低下している。これらのことから、上場企業は1995年の好況時に資本増強を行い、危機後負債による資金調達を積極的に行っていたことが分かる。一方、非上場企業の資本構成は危機前後で大きな変化がなかった。

財閥系企業の負債比率は非財閥系企業と比較して一貫して低くなっているが、どちらの負債比率も危機後に上昇している。財閥系企業は危機前は出資金による資金調達が主体であったが、危機後に負債主体に変化している。特に1995年の資本の増加が特徴的である。非財閥系企業については、危機前後を通じて資本は安定的だが、総負債がやや上昇しているため、負債比率が危機後に上

昇している。また、各変動係数は危機後に低下している。これらのことから、財閥系企業は、危機前には資本による資金調達への依存度が高かったが、危機後非財閥系企業と同様に負債への依存度が高まったことが分かる。

次に、表8において利潤率の推移について比較を行う。産業別に見ると、危機以前の利潤率はいずれの産業も比較的安定的に推移しているが、危機を境にその影響が大きかった業種と小さかった業種で明確な差が現れている。特に、危機以後に収益性の面で大きなダメージを受けたのが非金属製品企業であることが見て取れる。また、製造業企業の中でも食料品関連・機械工業製品企業の危機後の収益性が回復に向かっており、危機以後も収益性の悪化している化学製品・製紙・紙製品・印刷関連企業と対照的である。すなわち、製造業全体では危機直後に他産業と比較して収益性が低下し、その後回復基調にあったと報告されているが^{*12}、製造業内でも業種によって危機後の収益性の回復に差がみられることが分かる。

表8 利潤率の推移

	1993年	1994年	1995年	1998年	1999年	2000年
全企業	0.060	0.065	0.066	0.040	0.043	0.051
産業別						
食料品	0.059	0.056	0.065	0.030	0.050	0.080
衣料・皮革製品	0.033	0.059	0.035	0.061	0.036	0.055
製紙・紙製品・印刷	0.068	0.079	0.071	0.062	0.052	0.032
化学製品	0.100	0.111	0.115	0.077	0.061	0.060
非金属製品	0.058	0.064	0.091	-0.035	-0.017	-0.031
鉄鋼・一次金属製品	0.027	0.021	0.015	0.004	0.003	0.007
機械工業製品	0.048	0.049	0.060	0.041	0.050	0.055
その他製造業	0.021	0.006	0.009	0.017	0.106	0.039
外資系・非外資系						
外資系企業	0.103	0.092	0.102	0.055	0.059	0.059
非外資系企業	0.049	0.059	0.055	0.035	0.038	0.049
上場・非上場						
上場企業	0.066	0.137	0.085	0.015	0.035	0.018
非上場企業	0.060	0.063	0.065	0.041	0.044	0.053
財閥系・非財閥系						
財閥系企業	0.057	0.064	0.086	0.022	0.034	0.054
非財閥系企業	0.060	0.066	0.065	0.041	0.044	0.051

出所) Business Profiles: Top 7000 Corporationsから作成

*12 Wells (1999)によれば、フィリピンでは投資家が長期的な視点から企業経営に関与しようとする意欲は薄く、株式市場の取引はキャピタル・ゲインを狙った短期的取引が多い。

外資系企業の利潤率は1995年に上昇し、非外資系企業との利潤率の差が拡大したが、危機を境に大きく低下し、非外資系企業との差が縮小したことが観察される。また、危機直後からどちらのグループも回復傾向にある。これらのことから、危機による収益性の面でのダメージは、外資系企業で特に大きく非外資系企業で比較的軽微であったことが分かる。

上場企業の収益性については、まず1994年に大きく上昇していることが特徴である。危機前後を通じて非上場企業の収益性がほぼ一定であるのに対して、危機後の上場企業の収益性が非上場企業のそれを下回っており、その後も上場企業の収益性は回復していない。危機以後、他のASEAN諸国上場企業の収益性が改善に向かったのに対して、フィリピン上場企業の収益性は悪化しているとの報告がなされているが、製造業に限定したデータにおいてもそれを裏付ける結果が得られた。

財閥系企業の収益性については、全体的には財閥系企業の負債比率が非財閥系企業より低い傾向が見られる。1995年の財閥系企業の収益性は一時的に非財閥系企業を上回るが、危機直後大きく低下し非財閥系企業よりも速い速度で改善している。2000年には、非財閥系企業と同水準にまで回復させている。これらより、財閥系企業が好況期（1995年）には収益性を高めることができたものの、危機の収益性へのダメージが大きく、その後順調に収益性を改善することができたことが分かる。

第3章 製造業企業の負債比率決定要因の推計方法

3.1 推計式

エージェンシー理論の実証研究では、負債比率

などの資本構成を表す変数を被説明変数とし、これをエージェンシー理論の文脈に沿った幾つかの説明変数を使って回帰分析を行い、理論的に予想された符号が推計されるかどうかを確かめるという手法が用いられることが多い^{*13}。本稿でもこの手法を踏襲し、次の様に推計式を設定しよう。

被説明変数

本稿の実証分析では、負債比率（総負債額/総資産額）を被説明変数とし、資本構成を決定すると予想されるいくつかの変数を説明変数として分析を行う。ここでは、負債比率を総資産額に対する総負債額の比率として定義する^{*14}。

説明変数

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^{*15}。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^{*16}。

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^{*17}。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

*13 清水（2002）参照

*14 Wiwattanakantang（1999）、Suto（2001）、三重野（2000）と同様の手法である。

*15 借入額の内訳についてはデータが入手できない。

*16 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としたLeland and Pyle（1977）とエージェンシー理論による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。

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。

負債比率に関わる第3の決定要因は、企業が上場か非上場かに関わるものである。既に述べた様に、フィリピンでは上場企業といえども公開株式の比率は限定的で大口株主による企業経営への支配は維持されているといわれる。従って株式市場への上場は必ずしも経営と所有の分離によるエージェンシー問題を深刻化させ、株式による資金調達のエージェンシー・コストを著しく高めるとはいえない。また、上場によって企業情報の開示がある程度進むとはいえ、大口株主による企業経営の支配が強いため、借入金による資金調達のエージェンシー・コストは必ずしも大幅に低下するとはいえない。

大口株主＝企業経営者の上場目的は、収益性は高いが業績の変動が大きいプロジェクトを行うため、投資家からexternal equityの形態で多額の非債務性の資金を調達することにあると考えられる。従って、上場企業は非上場企業と比較して、負債による資金調達よりも株式発行による資金調達を優先させ、負債比率が低くなる傾向があると予想される。

財閥系企業であるかどうか、企業の負債比率に影響を与える第4の要因である。財閥企業も収益性は高いが業績の変動が大きいプロジェクトを行うため、多額の非債務性の資金を調達することが必要であると考えられる。また、内部資本市場を利用して財閥内部で増資を行い多額の非債務性資金を調達することも可能であると考えられる。これらの要因は、非財閥系企業と比較して、財閥系企業の債務比率を低下させる効果を持つ。しかし他方では、財閥系企業は同じ財閥に属する銀行から、融資を受け易いとも考えられる。このことは、非財閥系企業と比較して、財閥系企業の債務比率を高める効果があろう。従って、全体的に見て財閥系企業の債務比率が非財閥系企業よりも高いか低いかは予想ができない。

負債比率に関わる第5の決定要因は、企業が外資系企業かそうでないかの違いに関わるものである。外資系企業は母国親会社と現地パートナーを主要な株主としこれらの間では経営情報はほぼ共有されている。このため大口株主である母国親会社と現地パートナーが出資する場合には、外部資金の借入れなど他の資金調達方法と比較して、そのエージェンシー・コストは最も小さいと考えられる。従って、外資系企業である場合、その他の企業と比べて、資金調達に占める資本金の比率が高くなり、逆に負債比率は低くなる傾向が観察されるものと予想される。

負債比率に関わる第6の決定要因は、業種の違いである。業種によって事業の収益率や変動幅が異なれば適切な負債比率にも差が生じ得る。成長産業でキャッシュフローが豊富であれば、外部資金による資金調達を行う必要性が小さくなり、負債比率が低くなる。逆に、規制業種や成長機会が多くは望めない業種では、経営者が裁量できる範囲が限られており、外部資金のエージェンシー・コストが低くなると考えられる。このような適切な負債比率の違いや、成長機会の違いに起因するエージェンシー・コストの差を表すため、業種ダミーを利用する。

3.2 使用するデータ

推計作業には、Philippine Company Profile & Perspectives, Inc.発行の*Business Profiles 1995-1996: Top 7000 Corporations*、*Profiles 2000-2001: Top 7000 Corporations*から、上位1,000社のうち製造業部門に属する企業のデータを利用した^{*18}。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ダ

*17 これはベッキング・オーダーの理論と整合的である。

*18 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。Harris and Raviv (1991) を参照。

ループに所属する製造業企業を選別した*¹⁹。産業ダミーについては1994年の*Business Profiles*に基づいて産業を8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*²⁰。

エージェンシー・コスト・アプローチの前提として、資金需要がある程度旺盛な成長率の高い企業を対象に分析を行うということが必要である。たとえば負債比率が低い原因として、資金需要が低く借入りに消極的であるケースと、資金需要が旺盛で内部余剰金などが豊富であるためこれ以上の借入りの必要がないケースの2つが混同されてしまうからである。資金需要が低く借入りに消極的であるような企業では、資金需要がある程度旺盛な成長率の高い企業とは異なる資金調達構造を持っている可能性がある。そこで企業の資金需要により企業サンプルを分割し、総収入の成長率が正の企業を「成長企業」、負の企業を「低成長企業」とした。「成長企業」は、ある程度資金需要

が旺盛で、内部余剰金が豊富な企業を想定している。一方「低成長企業」は資金需要が低く借入りに消極的な企業を想定している。具体的には、このようにサンプルを分割することで、資金需要が旺盛な「成長企業」、資金需要が低く借入りに消極的な「低成長企業」の間に資金調達構造の違いが現れることが期待される。

実際の推計作業は、まず各年ごとのクロスセクション分析を行い、企業の資本構成決定要因が90年代にどう変わっていたのかを観察する(4.1節と4.2節)。続いて企業サンプルを財閥系企業と全企業とに分けて別々に推計し両者の違いを観察する(4.3節)。再度アジア危機の前後で推計期間を2つに分け、それぞれの期間について平均値を利用して推計を行い、アジア危機の前後で企業の資本構成の決定要因に変化があったかどうかを観察する(4.4節)。

表9 クロスセクション・データによる推計結果(全企業)

説明変数	1994年		1995年		1999年		2000年	
	推計値	t 値	推計値	t 値	推計値	t 値	推計値	t 値
利潤率	-1.047	-8.096***	-0.907	-7.204***	-0.942	-7.769***	-1.028	-5.568***
総資産	0.039	8.137***	0.022	3.454***	0.025	3.804***	0.036	3.447***
食料品	0.143	2.139**	0.338	3.753***	0.343	3.711***	0.146	0.990
衣料・皮革	0.179	2.689***	0.434	4.950***	0.323	3.337***	0.202	1.364
製紙・紙製品	0.209	2.719***	0.443	4.519***	0.378	3.618***	0.233	1.506
化学製品	0.093	1.382	0.310	3.461***	0.302	3.166***	0.172	1.151
非金属製品	0.048	0.616	0.238	2.358**	0.213	1.893*	0.127	0.746
鉄鋼・一次金属	0.243	3.300***	0.435	4.657***	0.433	4.426***	0.307	2.005**
機械工業製品	0.158	2.349**	0.397	4.500***	0.352	3.742***	0.208	1.379
外資系	-0.020	-0.642	-0.043	-1.377	-0.098	-3.024***	-0.102	-2.515**
上場	-0.119	-1.809*	-0.093	-1.396	-0.155	-2.396**	-0.123	-1.658*
財閥	-0.153	-2.508**	-0.107	-1.830*	-0.108	-1.800*	-0.080	-1.186
サンプル数	448		300		367		255	
調整済み決定係数	0.114		0.190		0.156		0.114	
F 値	5.097***		7.091***		6.918***		3.854***	

注) ただし、***、**、*はそれぞれ1%、5%、10%水準で有意であることを示す。

*¹⁹ サンプル数は447社(93年)、447社(94年)、355社(95年)、369社(98年)、382社(99年)、413社(2000年)である。

*²⁰ 企業グループ別の企業名は以下の通り。San Miguel Corporation (Coca-Cola Bottlers Inc., La Tondena Distillers, Inc., San Miguel Foods Inc., San Miguel Campo Carne Corp., Philippine Daily Products Corp., San Miguel Yamamura Asia Corporation, San Miguel Yamamura Ball Corp.), Ayala Corporation (Integrated MicroElectronics Inc., Honda Cars Philippines Inc., Isuzu Philippines Corp.), JG Summit Holding Inc (Universal Robina Corporation, Litton Mills Inc., Westpoint Industrial Mills Corporation/JG Summit Petrochemical Corporation), Lucio Tan Group of Companies (Himmel Industries Inc.), A. Soriano Corporation (Phelps Dodge Philippines Energy Products Corp., Phelps Dodge Philippines Inc.), Metrobank Group of Companies (Toyota Motor Philippines Corp.), Aboitiz Equity Ventures Inc. (Philmic Foods Corporation), RFM Corporation (Swift Foods Inc.)

第4章 推計結果

4.1 クロスセクション・データによる推計結果（危機前）

表9は、1993—95年、1998—2000年のデータを利用した全企業サンプルによるクロスセクション分析の推計結果である*21。表10は、総収入の成長率が正の企業のサブサンプル（成長企業）による推計結果である。成長企業は、総収入の成長率は前年度を基準として計算した。両表において、各年度の自由度調整済み決定係数を見てみると必ずしも高い値ではない。しかし、いずれの年度においてもF検定により1%もしくは5%有

意で帰無仮説は棄却されず、負債比率と負債比率の各決定要因との関係を説明するという意味ではモデルの適応度は良好である。

第1に、利潤率はどちらのグループについても有意に負の効果認められた。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、内部余剰金は最もエージェンシー・コストが低い資金であり、利益率の高い企業は負債を減らす傾向にあることが分かる。

*21 尚、1999年の*Business Profiles*の産業分類に基く推計結果については補足表1を参照。全22業種について産業ダミーを付したものを「ケース1」、表3より負債比率が相対的に大きい10業種のみ産業ダミーを付したものを「ケース2」としている。

補足表1 22業種分類による推計結果

説明変数	ケース1		ケース2	
	推 計 値	t 値	推 計 値	t 値
利潤率	-0.8720	-7.357***	-0.9277	-8.130***
総資産	0.0066	0.626	0.0442	29.905***
上場企業ダミー	-0.1682	-2.808***	-0.2449	-4.352***
日系企業ダミー	-0.0517	-1.083	-0.0491	-1.109
産業ダミー				
食料・飲料	0.5940	4.095***	0.0914	2.601***
タバコ製品	0.4632	1.917*		
織物	0.5500	3.321***	0.0407	0.477
衣類	0.6085	4.192**	0.1496	2.177**
皮革製品	0.3907	1.962**		
木工製品	0.5657	2.818***		
製紙・紙製品	0.5386	3.407***	0.0241	0.370
印刷	0.6592	4.006***	0.1655	1.841**
石油精製	0.5711	2.866***	0.0177	0.140
化学製品	0.5408	3.608***		
ゴム・プラスチック製品	0.5327	3.271***		
非金属製品	0.4948	3.007***		
一次金属	0.7275	4.761***	0.2169	3.976***
組立て金属製品	0.5573	3.364***	0.0384	0.475
機械製品	0.6452	3.997***	0.1133	1.786*
OA機器	0.5515	3.255***		
電子機器	0.7329	4.633***	0.2202	3.188***
ラジオ・テレビ	0.5702	3.684***		
精密医療機器	0.5368	3.518***		
自動車	0.5403	3.325***		
その他輸送機器	0.5383	3.081***		
決定係数	0.2199		0.1891	

注) ただし、***、**、*はそれぞれ1%、5%、10%水準で有意であることを示す

表10 クロスセクション・データによる推計結果（成長企業）

説明変数	1994年		1995年		1999年		2000年	
	推計値	t 値	推計値	t 値	推計値	t 値	推計値	t 値
利潤率	-0.973	-7.100***	-0.782	-5.810***	-1.042	-7.128***	-0.857	-4.300***
総資産	0.023	3.859***	0.017	2.404**	0.025	3.543***	0.042	3.911***
食料品	0.341	4.100***	0.415	4.203***	0.331	3.272***	0.034	0.220
衣料・皮革	0.363	4.386***	0.463	4.802***	0.354	3.104***	0.137	0.896
製紙・紙製品	0.391	4.198***	0.494	4.710***	0.350	2.810***	0.138	0.855
化学製品	0.270	3.237***	0.382	3.901***	0.325	3.122***	0.087	0.567
非金属製品	0.257	2.734***	0.259	2.359**	0.221	1.647*	-0.017	-0.098
鉄鋼・一次金属	0.424	4.728***	0.494	4.871***	0.488	4.250***	0.189	1.186
機械工業製品	0.375	4.491***	0.445	4.635***	0.350	3.412***	0.142	0.922
外資系	-0.023	-0.735	-0.040	-1.220	-0.076	-1.982**	-0.087	-1.997**
上場	-0.105	-1.637	-0.062	-0.862	-0.174	-2.233**	-0.092	-1.069
財閥	-0.133	-2.264**	-0.099	-1.501	-0.081	-1.107	-0.096	-1.278
サンプル数	354		257		225		205	
調整済み決定係数	0.136		0.155		0.166		0.082	
F 値	5.491***		5.017**		4.925***		2.569**	

注) ただし、***、**、*はそれぞれ1%、5%、10%水準で有意であることを示す。

第2に、総資産についても負債比率に対して正に有意な効果が認められ、総資産の大きな企業は、負債比率が高くなることを示している。資産を豊富に保有することで、必要な借入金に見合うだけの十分な担保を提供することができるために、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、相対的に負債のエージェンシー・コストが低下したと言える^{*22}。

第3に、産業ダミーについて見てみよう。94年には化学製品・非金属製品企業以外の業種で有意に正の結果が得られ、1995年には全ての業種で有意に正の結果が得られた。このことから危機以前の時期において、他の産業と比較して技術の特殊性が存在していて、この技術の特殊性が技術に関する情報の非対称性の違いを生み、相対的に負債のエージェンシー・コストが低かったために負債比率が高かったと考えられる。

第4に、外資系企業ダミーについては、1994年と95年いずれの年も有意な結果を得ることができなかった。このことから、危機以前の時期に関しては、外資系企業と非外資系企業の資本構成に大きな違いが見られなかったことを表している^{*23}。

資金需要が旺盛な外資系企業は、危機前の好調期に高い収益性を背景に、積極的に増資を行ったが同時に負債による資金調達にも頼らざるをえなかったため、負債比率については非外資系企業と同様に比較的安定した資金調達構造を保持していたと考えられる。

第5に、上場企業ダミーについては、危機前には有意な結果が得られないことが分かった。危機前の上場企業は収益性が十分高いために、低い負債比率を上場企業ダミーで説明しなくても他の変数で説明できるために有意ではなかったと予想される。資金需要が旺盛な上場企業は危機前の好調期にあって高い収益性を上げていたため、資本金だけでは豊富な資金需要を賄いきれず負債も増加させたため、負債比率について上場企業と非上場企業との間で有意な差として現れなかったと考えられる。

最後に、財閥系企業については、危機前（1994年）に負に有意な結果が得られている。財閥系企業は、非財閥系企業と比較して負債比率が低いですが、危機前の財閥系企業の収益性はそれほど高くないため、財閥系企業ダミーが有意に効いたこ

*22 表9と表10の推計結果は(1)式を利用して得られた。記号はそれぞれt期の L_t =総負債額、 A_t =総資産額、 I_t =税引後収益、 $D_{i,t}$ =産業ダミー ($i=1, 2, \dots, 7$)、 $D_{listed,t}$ =上場企業ダミー (上場企業が1、他は0)、 $D_{foreign,t}$ =外資系企業ダミー (外資系企業が1、他は0)、 $D_{group,t}$ =財閥系企業ダミー (財閥系企業が1、他は0)を表す。

(1) $(L/A)_t = a_1(I/A)_{t-1} + a_2 \ln A_{t-1} + \sum_{i=1}^7 a_{3i} D_{i,t-1} + a_4 D_{listed,t-1} + a_5 D_{foreign,t-1} + a_6 D_{group,t-1}$

*23 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。

とが予想される。財閥系企業は95年に積極的な増資が行われている一方で、非財閥系企業の資本構成は景気に左右されておらず、財閥系企業は好調期にも関わらず収益性はそれほど高くはなく、よりエージェンシー・コストの低いグループ内からの出資金によって資金調達が行われていたため、負債依存度が有意に低かったと考えられる。

4.2 クロスセクション・データによる推計結果（危機後）

危機後（1998—2000年）の推計結果表9および表10からは、以下の点が指摘できる。第1に、利潤率について危機後の期間でも危機以前の結果と同様、有意に負の関係が得られた。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り、利益率の高い企業は負債を減らすという仮説がここでも支持される。

第2に、総資産は、これまでの結果と同様、いずれのグループについても負債比率に対して有意に正の効果を持つことが分かった。危機後においてもリスク負担力の代理変数としての総資産が豊富な企業は、外部資金のエージェンシー・コストが低くなるために負債比率が高くなることが確認された。

第3に、産業ダミーについては、1999年についてはほぼ全ての業種で有意に正、2000年では鉄鋼・一次金属企業のみが有意に正の結果が得られた。成長企業のみサンプルでは、2000年の産業ダミーはいずれも有意な結果が得られなかった。

第4に、外資系企業ダミーについては、1999年と2000年に負債比率に対する負の効果が観察された。危機後、特に1999年については、外資系企業が積極的に増資を行ったことと外資系企業の総負債・資本金の変動係数が大きいことから、危機後に、一部の外資系企業が危機直後に増資を行ったために、負債比率が有意に小さくなったと考えることができる。外資系企業は相対的に負債のエージェンシー・コストが高かったことを意味

する。

第5に、上場企業ダミーについては、1998年、99年で負債比率に対する負の効果が観察された。このことは、特に危機後にフィリピン上場企業にとって負債による資金調達のエージェンシー・コストが高まったことを意味している。その理由として、危機直後に上場企業の収益性が大きく低下したことを受けて、上場企業に対しても融資姿勢が慎重化され、厳格な融資が行われるように変化した結果であると、考えることができるかも知れない。

最後に、財閥系企業については、危機後については説明力が十分な結果が得られなかった。危機直後、財閥系企業の収益性が著しく低下したことに対応して、出資金による資金調達を縮小し、非財閥系企業と同水準にまで負債比率が上昇したため、非財閥系企業の負債比率との間に有意な差が現れなかったと考えられる。

4.3 クロスセクション・データによる推計結果（企業グループ）

一般的にフィリピン企業で上場企業に分類される企業は、財閥系企業であると言われる^{*24}。そこで前節まで上場企業に分類されていた企業を、財閥系企業に含まれるとし、新たに「企業グループ」ダミーとして、クロスセクションでの推計を行う。「企業グループ」企業に分類される企業は一般的に大企業であり、投資額が大きく好調時には収益性も高いが、収益の変動も大きく、借り入れに依存するとデフォルトによるコストが大きくなるような企業を想定している。よって「企業グループ」企業は負債比率が低くなる傾向があることが予想される。全企業と成長企業を対象とした推計結果はそれぞれ以下の表11と表12に表してある。

利潤率についてみると、全企業・成長企業ともに全期間において有意に負の結果が得られた。総資産についても、どちらのグループにおいても全期間で正に有意な結果が得られた。産業ダミーに

*24 なお日系企業をダミーと非日系外資企業ダミーに分けて同様の推計を行っても、2つのダミーの間に大きな差は観察されなかった。

についても、4.1節、4.2節での結果と同様の推計結果が得られている。外資系企業についても、どちらのグループにおいても危機後に有意に負の効果認められている。

「企業グループ」ダミーについて見てみよう。全企業（表11）については、全期間において有意に負であり、成長企業（表12）については、2000年以外において有意に負の結果が得られている。このことから、収益の変動の大きい「企業グループ」企業は危機前・危機後を問わず、外部資金のエージェンシー・コストが高いために、自己資本

による資金調達を選択する傾向が見られることが分かる。

4.4 危機前・危機後の平均値による推計結果

前節までの推計方法では、各期の企業の負債比率が前年度の各説明変数によって決定されるということを経営者としてきた。しかし経営者は企業の資金調達方法を考える際に、一年という短期間の経営状況のみを見て決定するとは考えにくく、よ

表11 クロスセクション・データによる推計結果（企業グループ・全企業）

説明変数	1994年		1995年		1999年		2000年	
	推計値	t 値	推計値	t 値	推計値	t 値	推計値	t 値
利潤率	-1.048	-8.121***	-0.898	-7.137***	-0.941	-7.745***	-1.021	-5.552***
総資産	0.039	8.147***	0.022	3.448***	0.024	3.655***	0.036	3.492***
食料品	0.141	2.106**	0.335	3.716***	0.354	3.837***	0.140	0.956
衣料・皮革	0.181	2.724***	0.433	4.936***	0.338	3.505***	0.203	1.385
製紙・紙製品	0.214	2.798***	0.447	4.575**	0.394	3.783***	0.233	1.525
化学製品	0.095	1.413	0.310	3.470***	0.314	3.306***	0.179	1.211
非金属製品	0.058	0.748	0.245	2.445**	0.228	2.043**	0.127	0.756
鉄鋼・一次金属	0.244	3.316***	0.435	4.669***	0.449	4.607***	0.308	2.039**
機械工業製品	0.159	2.372**	0.398	4.520***	0.368	3.939***	0.211	1.413
外資系企業	-0.019	-0.609	-0.042	-1.352	-0.097	-2.970***	-0.104	-2.582***
企業グループ	-0.169	-3.548***	-0.124	-2.604***	-0.147	-3.107***	-0.118	-2.159**
サンプル数	448		299		367		254	
調整済み決定係数	0.117		0.192		0.154		0.116	
F 値	5.686***		7.759***		7.379***		4.212***	

注) ただし、***、**、*はそれぞれ1%、5%、10%水準で有意であることを示す。

表12 クロスセクション・データによる推計結果（企業グループ・成長企業）

説明変数	1994年		1995年		1999年		2000年	
	推計値	t 値	推計値	t 値	推計値	t 値	推計値	t 値
利潤率	-0.975	-7.128***	-0.768	-5.748***	-1.048	-7.185***	-0.865	-4.353***
総資産	0.023	3.866***	0.017	2.415**	0.025	3.467***	0.042	3.926***
食料品	0.339	4.086***	0.412	4.178***	0.337	3.346***	0.030	0.195
衣料・皮革	0.366	4.436***	0.463	4.818***	0.369	3.263***	0.139	0.914
製紙・紙製品	0.398	4.292***	0.498	4.758***	0.365	2.945***	0.142	0.885
化学製品	0.273	3.281***	0.381	3.895***	0.335	3.227***	0.090	0.589
非金属製品	0.266	2.855***	0.267	2.447**	0.227	1.715*	-0.009	-0.050
鉄鋼・一次金属	0.424	4.758***	0.494	4.882***	0.497	4.349***	0.191	1.205
機械工業製品	0.377	4.531***	0.444	4.651***	0.363	3.566***	0.145	0.944
外資系企業	-0.022	-0.718	-0.040	-1.227	-0.076	-1.988**	-0.087	-2.011**
企業グループ	-0.151	-3.255***	-0.103	-1.961**	-0.161	-2.809***	-0.115	-1.881*
サンプル数	354		257		225		205	
調整済み決定係数	0.141		0.159		0.168		0.088	
F 値	6.156***		5.561***		5.347***		2.867**	

注) ただし、***、**、*はそれぞれ1%、5%、10%水準で有意であることを示す。

り長期的な視野で投資計画を実行するために最適な資金調達手段を選択するはずである。一般には、収益の変動性が大きい程、負債比率は低くなると想定される。そこで、観察期間を通貨危機前と後の2つに分割し、危機前後それぞれの期間で各変数の平均値をとり、さらに新たな負債比率の決定要因として、収益の変動性を加えて推計を行った。

推計結果が表13と表14である。それぞれ全企業を対象としたものと成長企業を対象としたものである^{*25}。第1に、利潤率については、危機前・危機後ともに前節までの推計結果と同様、負債比率に対して有意に負の効果があることが結果として得られた。成長企業を対象とした推計でも同様の結果が得られた。すなわち、危機前後それぞれの期間で平均値をとっても、内部余剰金が豊富な企業は負債比率が低いことが分かった。

第2に、総資産についても、各年のクロスセクション分析の結果と同様、有意に正の結果が得られた。危機前後ともに、また全企業・成長企業を対象としたどちらの推計でも、総資産が豊富でリスク負担力が豊富な企業ほど、負債比率が高くなることが分かった。

第3に、事業リスクの代理変数である利潤変動性については、有意性が高くはないが危機後のみ負に効いている。多くの企業で危機後に収益性が低下し、その中でも収益の変動が大きくデフォルトの可能性が高いと見られる企業は、外部資金調達のエージェンシー・コストが高くなるので負債比率が低くなったと解釈できる。

第4に、各業種ダミーについては、危機前にほぼ全ての業種で有意に正の結果が得られた。危機以前には、業種毎の技術に関する情報の非対称性が存在し、業種間の負債のエージェンシー・コストの差、負債比率の差として現れたと考えられる。

第5に、外資系企業ダミーについては、どちらのグループについても危機後に有意に負の結果が得られている。これも前節までの推計結果と矛盾せず、一部の外資系企業は危機後に収益性が低下したために、負債による資金調達が困難になり出資金に頼らざるを得なかったため、負債比率が低くなったと言える。

第6に、上場企業ダミーについては、全企業を対象とした場合のみ危機後に負に有意な結果が得られた。3.3節のクロスセクション分析の結果

表13 危機前・危機後の平均値による推計結果（全企業）

説明変数（意味：予想される符号）	1993—1995年		1998—2000年	
	推 計 値	t 値	推 計 値	t 値
利潤率（内部余剰資金：－）	－0.906	－6.178***	－0.659	－4.632***
総資産（リスク負担力：＋）	0.028	4.532***	0.045	3.993***
利潤変動性（事業リスク：－）	－0.030	－1.365	－0.055	－2.089**
食料品	0.282	3.231***	0.044	0.281
衣料・皮革製品	0.336	3.959***	0.093	0.605
製紙・紙製品・印刷	0.324	3.435***	0.111	0.695
化学製品	0.234	2.689***	0.040	0.252
非金属製品	0.188	1.940*	－0.091	－0.457
鉄鋼・一次金属製品	0.382	4.289***	0.142	0.886
機械工業製品	0.327	3.858***	0.089	0.555
外資系ダミー（親会社との情報共有：－）	－0.057	－1.869*	－0.146	－3.822***
上場ダミー（小口株主資金の吸収：－）	－0.079	－1.215	－0.160	－2.038**
財閥ダミー	－0.101	－1.696*	－0.040	－0.545
サンプル数	270		190	
自由度調整済決定係数	0.184		0.189	
F検定量	5.745***		4.637***	

注）ただし、***、**、*はそれぞれ1%、5%、10%水準で有意であることを示す。

*25 Saldana (2001) 参照

表14 危機前・危機後の平均値による推計結果（成長企業）

説明変数（意味：予想される符号）	1993—1995年		1998—2000年	
	推 計 値	t 値	推 計 値	t 値
利潤率（内部余剰資金：－）	-0.894	-5.764***	-0.551	-3.625***
総資産（リスク負担力：＋）	0.029	4.600***	0.049	4.135***
利潤変動性（事業リスク：－）	-0.039	-1.562	-0.053	-1.791*
食料品	0.266	2.933***	-0.018	-0.107
衣料・皮革製品	0.333	3.764***	0.055	0.340
製紙・紙製品・印刷	0.306	3.156***	0.076	0.438
化学製品	0.215	2.381**	-0.034	-0.202
非金属製品	0.170	1.700	-0.150	-0.704
鉄鋼・一次金属製品	0.367	3.999***	0.061	0.341
機械工業製品	0.312	3.559***	0.001	0.008
外資系ダミー（親会社との情報共有：－）	-0.060	-1.812*	-0.106	-2.446**
上場ダミー（小口株主資金の吸収：－）	-0.079	-1.152	-0.154	-1.660*
財閥ダミー	-0.104	-1.677*	-0.031	-0.362
サンプル数	246		148	
自由度調整済決定係数	0.178		0.132	
F検定量	5.130***		2.820***	

注) ただし、***、**、*はそれぞれ1%、5%、10%水準で有意であることを示す。

を見るとどちらのグループも2000年の推計値は有意ではないため、危機後3年間の平均で見た場合に危機後の推計値が有意でなくなる可能性があることは容易に想像できる。

最後に、財閥系企業については、決して有意性は高くないが危機前において負の効果が観察される。3.3節の推計結果でも1995年については有意ではなかったため、危機前の平均値では有意な結果が得られなかったと考えられる。

第5章 要約と今後の研究課題

1. 要 約

本稿では、これまで本格的には取り上げられることのなかったフィリピンの企業金融の構造について、製造業企業の資本構成に注目して計量的な分析を試みた。本稿ではまず、集中度が極めて高い企業の所有構造、株式公開比率が低く情報開示が不十分で投機的な取引が中心の株式市場、財閥による銀行保有構造と銀行と財閥系企業との密接な関係、企業外部からのガバナンスの欠如といった、フィリピン企業のガバナンス構造の特徴を踏まえた上で、エージェンシー理論をベースとして

企業の資金調達活動についての仮説を想定した。次にこの仮説が妥当かどうか、マイクロデータを利用した企業負債比率の決定要因の回帰分析を行うことによって検証した。具体的には、1996年度と97年度を除いた1993年度から2000年度までの6年間を観察期間とし、各年度の上位1,000社の中から製造業部門に属する企業のデータを抽出して、年度別クロスセクションデータ分析により企業資金調達行動の分析を行った。

本稿の推計結果は、決定係数が十分高いとはいえないものの、負債比率の各決定要因に関して概ね想定した企業行動と一致した推定値が得られた。それに拠れば、(1)利益率の高い企業では負債依存度が低下する、(2)企業規模が大きいと負債比率が増加する、という傾向が観察された。また、企業属性の違いに関しては、(3)外資系企業では負債依存度が低い、(4)上場企業や財閥系企業でも負債依存度が低い、という特徴が見られた。このことは、外資系・上場・財閥系のいずれの企業も大規模な設備投資を行い収益性は長期的に見れば高いものの業績のリスクも高いという特徴を持っているため、債務比率が高まるのを避ける傾向がある為だと考えられる。

更に、フィリピン経済が好調で国内企業の増資が活発であったアジア危機前の推計結果からは、

(5)上場企業が市場で増資を行うため高収益を市場へのシグナルとする必要があるのに対して、(6)財閥企業が内部資本市場で増資を行う場合には高収益をシグナルとする必要がないこと、が示唆された。逆に、アジア危機後の経済混乱の時期における推計結果は、(7)財閥系企業がグループ銀行からの支援を受けた結果として負債依存を高めた可能性があること、(8)上場企業は余剰資本を保有していたため債務依存度の上昇を軽減できたこと、を示唆するものであると解釈できるものとなった。

2. 本稿の貢献

本稿の意義は以下の3点である。第1は、未知の領域であるフィリピンの企業金融の構造を、一定の分析枠組みを設定した上で解明しようとしたことにある。従来からフィリピンの企業金融の構造については、同国特有の企業のガバナンス構造と関連付けて、議論が試みられてきた。しかし、これまでの分析は、上場企業や外資系企業といった企業属性や産業別の違いに注目しつつ、記述統計の方法を用いて、企業の金融構造を概観的に説明するという段階に止まっていた。本稿では、従来から指摘されてきた企業ガバナンスの特徴を踏まえて資金調達に関わるエージェンシー問題を設定し、そこから想定される企業の資本構成に関する仮説を、マイクロデータを利用して初歩的ではあるが計量分析を行った。

第2は、フィリピン企業の資本構成が、同国のガバナンス構造を前提としたエージェンシー理論によって一応は説明できることを示した点にある。本稿の推計結果は、内部余剰金や担保力、あるいは企業属性などが企業の債務比率の決定に関わっていることを確認するものであった。これらの特徴は、アジア諸国に関する先行研究とも概ね一致している。

第3は、従来の研究とは異なり、幾つかの興味深い事実を発見したことである。その1つは、財閥系企業は非財閥系企業と比較して、債務比率が

低くなる傾向が観察されたことである。従来は財閥系企業は銀行との密接な関係を持っており、銀行からの借入に強く依存しているという意見が有力であったが、本稿の分析結果はこれとむしろ相反するものであった^{*26}。また、本稿の推計結果によれば、外資系企業も地場企業に比較して債務比率が低くなる傾向が観察されたが、これも従来の理解とはむしろ逆の結果であった。これらの観察結果は、フィリピン製造業部門の企業資本構成の決定要因について、従来とは異なった解釈が必要であることを示唆するものである。

3. 残された課題

しかしながら、本稿で見つかった観察結果については、今後検討されるべき課題が残されている。最後にこれらについて言及しておきたい。第1に本稿で分析の対象とした企業のカテゴリーは限定的であり、財閥系企業や外資系企業の資本構成について観察された推計結果から直ちに一般的な結論を導くのは危険かもしれない。例えば、本稿ではフィリピンの製造業部門の企業金融構造だけを分析対象としたが、フィリピンではサービス産業部門も経済に大きな比重を占めており、有力な財閥系企業や外資系企業も多く存在する。本稿で観察された製造業部門の企業資金調達行動と比較して、サービス産業ではどのような相違があるのか今後明らかにすべき重要な課題であろう。また、本稿では資産規模で上位1,000社を分析の対象としたが、より規模の小さな企業にまで分析対象を広げることも今後の課題として重要であろう。

第2に、本稿の分析では、負債に占める銀行借入の比率や、長期借入と短期借入の比率など重要なデータが入手できなかった。このため財閥グループ内における企業と銀行との特殊な取引関係については直接的に検証出来なかった。フィリピンでもアジア危機後に上場企業に対して情報開示義務が強化され、かなり詳細な企業の財務データ

*26 推計には(2)式を利用してクロスセクション分析を行った。VOL_{*t*}=収益の変動性(税引後収益の変動係数)である。その他の変数の記号は(脚注22)と同じである。

(2) $(L/A)_{i,t} = a_{11}(I/A)_{i,t} + a_{21}lnA_{i,t} + a_{71}VOL_{i,t} + \sum a_{31i}D_{i,t} + a_{41}D_{listed,i,t} + a_{51}D_{foreign,i,t} + a_{61}D_{group,i,t}$

が利用可能になってきている。財閥系企業の資金調達行動に関する本稿の観察結果については、上場企業のデータを利用したより詳細な検証が改めて行われる必要がある^{*27}。

補論 パネルデータによる推計結果

4.4節で用いたデータを使い(A1)式を推計する。DTは危機後ダミー(危機後なら1、危機前なら0)である。

$$(A1) \quad (L/A)_t = a_1(I/A)_t + a_2 \ln A_t + a_7 VOL_t + \sum a_3 D_{i,t} + a_4 D_{listed,t} + a_5 D_{foreign,t} + a_6 D_{group,t} + a_8 DT$$

全企業と成長企業のみをそれぞれサンプルとして、固定効果(fix effect)モデルと変量効果(random effect)モデルで推計した結果が表A1と表A2である。変量効果モデルに定式化の誤りが無いという帰無仮説についてHausman検定を行った結果、いずれの場合でも帰無仮説である変量効果モデルは棄却されなかった^{*28}。

利潤率については全企業・成長企業いずれのグループでも、クロスセクションでの分析と同様、有意に負という第1節の仮説と整合的な結果が得られた。パネルデータにおいても内部余剰金の代理変数としての利潤率が高い企業ほど負債比率が低くなる傾向が観察された。

また、これまでのクロスセクション分析の結果と異なり、総資産についてどちらのグループについても有意な結果が得られなかった。利潤の変動性について見てみると、4節の結果と同様、有意に負であった。外資系企業についてはいずれも有意に負であるほか、上場ダミー・財閥系ダミーについては有意な結果が得られなかった。さらに、この推計では残念ながら危機後ダミーについては有意な結果が得られなかった。

[参考文献]

[和文文献]

清水聡(2002)「フィリピン企業部門の財務状況とコーポレート・ガバナンス」『環太平洋

表A1 パネルデータによる推計結果(全企業)

説明変数(意味:予想される符号)	固定効果モデル		変量効果モデル	
	推計値	t値	推計値	t値
利潤率(内部余剰資金: -)	-0.604	-2.733***	-0.733	-7.978***
総資産(リスク負担力: +)	0.046	1.304	-0.010	-1.108
利潤変動性(事業リスク: -)	-0.022	-0.841	-0.040	-2.753***
食料品			-0.113	-1.212
衣料・皮革製品			-0.101	-1.056
製紙・紙製品・印刷			-0.075	-0.755
化学製品			-0.149	-1.600
非金属製品			-0.197	-1.957
鉄鋼・一次金属製品			-0.024	-0.251
機械工業製品			-0.080	-0.856
外資系ダミー(親会社との情報共有: -)			-0.087	-3.519***
上場ダミー(小口株主資金の吸収: -)	-0.266	-2.170**	-0.084	-1.689*
財閥ダミー			-0.033	-0.696
危機後ダミー	-0.019	-0.631	0.012	0.758
定数項			0.913	5.708***
サンプル数	460		460	
自由度調整済決定係数	0.742		0.242	

Hausman test of H0:RE vs. FE: CHISQ(5)=5.633, P-value=[.3435]

注)ただし、***、**、*はそれぞれ1%、5%、10%水準で有意であることを示す。

*27 三重野(2000)のタイの観察結果とも逆である。

*28 フィリピンでは優良大企業でも上場しないものも多く、上場企業だけを分析することは別の意味ではサンプル企業に偏りが生じる可能性はある。

表A2 パネルデータによる推計結果（成長企業）

説明変数（意味：予想される符号）	固定効果モデル		変量効果モデル	
	推 計 値	t 値	推 計 値	t 値
利潤率（内部余剰資金：－）	－0.611	－1.949*	－0.698	－7.101***
総資産（リスク負担力：＋）	0.049	1.096	－0.012	－1.172
利潤変動性（事業リスク：－）	0.016	0.480	－0.034	－2.103**
食料品			－0.119	－1.271
衣料・皮革製品			－0.092	－0.942
製紙・紙製品・印刷			－0.061	－0.607
化学製品			－0.160	－1.698
非金属製品			－0.196	－1.940
鉄鋼・一次金属製品			－0.025	－0.258
機械工業製品			－0.087	－0.937
外資系ダミー（親会社との情報共有：－）			－0.066	－2.519**
上場ダミー（小口株主資金の吸収：－）	－0.162	－0.894	－0.067	－1.236
財閥ダミー			－0.043	－0.880
危機後ダミー	－0.015	－0.342	0.027	1.450
定数項			0.920	5.495***
サンプル数	394		394	
自由度調整済決定係数	0.732		0.226	

Hausman test of H0:RE vs. FE: CHISQ (2)=4.660, P-value=[.4587]

注) ただし、***、**、*はそれぞれ1%、5%、10%水準で有意であることを示す。

ビジネス情報RIM』（日本総合研究所環太平洋研究センター）Vol. 2 No. 5 pp. 98-128

田村茂（1997）「資本構成理論の発展と最適資本構成概念の変化」『商学論纂』（中央大学）第38巻第2・3号 pp. 1-21

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

福田慎一・河原史和・小原弘嗣（1997）「長期資金の決定メカニズム：1980年以降の日本企業の実証分析」『経済学論集』第63巻第1号 pp. 36-52

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

和合肇・伴金美（1995）『TSPによる経済データの分析』東京大学出版会

[英文文献]

Chang, Chun (1987) "Capital Structure as Optimal Contracts," *Working Paper*, Carlson

School of Management, University of Minnesota.

Gochoco-Bautista, Ma. Socorro (1999) "The Past Performance of the Philippine Banking Sector and Challenges in the Post-crisis Period," in Asian Development Bank, *Rising to the Challenge in Asia: a study of financial markets*, Vol. 10 Philippines, Manila: Asian Development Bank, pp. 29-78.

Harris, Milton and Artur 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.

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

Marsh, Paul (1982) "The Choice Between Eq-

*29 和合・伴（1995）参照。

- uity and Debt: An Empirical Study," *Journal of Finance* 37, pp. 121-144.
- Mitton, Todd (2002) "A Cross-Firm Analysis of the Impact of Corporate Governance on the East Asian Financial Crisis," *Journal of Financial Economics* 64, pp. 215-241.
- Modigliani, Franco and Merton H. Miller (1958) "The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment," *American Economic Review*, pp. 261-927.
- 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 (2), pp. 187-221.
- Ocampo, Roberto F. (2000) "Corporate Ownership and Corporate Governance: Issues and Concerns in the Philippines," Asian Center for Corporate Social Responsibility, OECD.
- Ross, Stephen A. (1977) "The Determination of Financial Structure: The Incentive Signaling Approach," *Bell Journal of Economics*, pp. 23-40.
- Ravid Abraham S. and Oded H. Sarig (1989) "Financial Signaling by Precommitting to Cash Outflows," *Working Paper*, Rutgers, The State University of New Jersey.
- Saldana, Cesar G. (2001) "The Philippines," in Juzhong Zhuang, David Edwards, and Ma Virginita Capulong ed. *Corporate Governance and Finance in East Asia*, Vol. 2, Manila: Asian Development Bank, pp. 155-228.
- Shleifer, Andrei and Robert W. Vishny (1997) "A Survey of Corporate Governance," *Journal of Finance*, 52, pp. 737-783.
- Sullivan, Michael J. and Angelo A. Unite (2001) "The influence of group affiliation and the underwriting process on emerging market IPOs: the case of the Philippines," *Pacific-Basin Finance Journal* No. 14, pp. 115-141.
- 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.
- (2003) "Capital Structure and Investment Behavior of Malaysian Firms in the 1990s: A Study of Corporate Governance before the Crisis," *Corporate Governance And International Review*, Vol. 11, No. 1, pp. 25-39 (forthcoming).
- Titman Sheridan and Roberto Wessels (1988) "The Determinants of Capital Structure Choice," *Journal of Finance* 43, No. 1, 1-19.
- Wells, Stephen (1999) "Solid Crust with Soft Center: A Problem of Enforcement in the Philippine Capital Market," in Asian Development Bank, *Rising to the Challenge in Asia: a study of financial markets*, Vol. 10 Philippines, Manila: Asian Development Bank, pp. 79-105.
- Wiwattanakantang, Yupana (1999) "An Empirical Study on the Determinants of the Capital Structure of Thai Firms," *Pacific-Basin Financial Journal* No. 9, pp. 323-363.