

Working Paper Summary

JICA-RI Working Paper No. 160

(2018年1月刊行)

Determinants of Firm's Capital Structure Decision in Highly Dollarized Economies: Evidence from Cambodia

Hidenobu Okuda and Daiju Aiba

Research Project: [カンボジアにおける自国通貨利用促進に関する実証研究](#)

■ プロジェクトの概要

近年、グローバル化に伴い多くの途上国で自国通貨に加えて外国通貨が流通してしまう「ドル化」と呼ばれる現象が起こっている。中でもカンボジアは銀行預金のうちの外貨預金の比率は90%以上となっており、隣国の水準と比較すると非常に高度にドル化が進行している。さらに、カンボジアにおける企業融資の主な担い手である商業銀行に注目すると、1行を除いて自国通貨での貸出を行っている銀行はなく、カンボジア企業にとって銀行借入は外貨（特にUSドル）に限定されている状況となっている。金融取引の極端なドル化が起こった場合、カンボジア政府や中央銀行にとって有効な金融政策手段が限定的となる可能性があり、貨幣供給量のコントロールが困難になる。加えて、ドル化は株式市場や銀行間市場を含む金融市場の発展を阻害し、また、現地通貨（リエル）建て国債への需要を押し下げ政府や中央銀行のマクロ金融政策も限定的なものとしうる。そこで、本研究プロジェクトでは、カンボジア都市・農村において、金融機関・企業調査及び家計調査とその解析を行い、カンボジアで進展する経済のドル化の背景は何であるか明らかにした上で、自国通貨流通促進に向けて有効な施策を検討することを目標としている。

■ 本稿の付加価値

本稿では、2014年度にカンボジア中央銀行とJICA研究所が共同で行ったカンボジアの企業調査で得られたデータを使用し、高度にドル化しているカンボジア経済における企業の資本構成（ドル建て銀行負債比率）の決定要因を分析した。本研究の付加価値は、カンボジアでは、収益性が高い企業ほど収入のうちの外貨比率が強く銀行負債比率に影響を与えることを発見したことである。つまり、銀行借入がドル建てでしか利用できないという経営環境においては、収入と負債の間の通貨ミスマッチリスクが企業の資本構成に影響を与えており、その影響の程度は内部資金の制約によって異なることのエビデンスを提供したことにある。また、資本構成の決定要因の研究は先進国の上場企業を対象としたものがほとんどで開発途上国の非上場企業に関する研究の蓄積は少なく、本研究はこの分野における先駆的な研究といえる。

■ リサーチ・デザイン

実証分析には、2014年10月から2015年1月の間にカンボジアの全25州を対象として行われたインタビュー調査で収集されたデータを用いた。この調査における各地域の調査対象企業数はカンボジア政府が2011年に実施した企業センサスに基づく各地域の経済規模に比例するように決定されており、各地域の大規模企業、中規模企業、小規模企業、零細企業の調査対象企業数も同センサスの企業規模分布に基づいて決められている。対象となった856社については売上、支出、負債などの水準が通貨別で把握できる。実証分析では標準的な資本構成の決定理論であるトレードオフ理論、エージェンシーコスト理論、ペッキングオーダー理論に基づき、

ドル建て銀行負債比率を被説明変数とした回帰分析を行った。回帰分析では、途上国で問題となる企業の銀行アクセスの制約によるバイアスを考慮して、Heckman のサンプルセクションモデルを用いた推定を行った。

■主な結論（政策的含意を含む）

データの記述統計を見ると、カンボジアの企業の資金調達では銀行借入が主要な資金ソースであり、銀行借入は全て US ドル建てであることがわかった。回帰分析の結果からは、カンボジアの企業の資金調達行動はトレードオフ理論、エージェンシーコスト理論、ペッキングオーダー理論の仮説と整合的であることが分かった。具体的には、事業リスクに関する保険契約を持っている企業ほど、また担保となりえる資産が大きい企業ほど銀行負債比率が高くなるが、潤沢な内部資金を持つ企業ほど銀行負債比率が低くなることが確認された。また、潤沢な内部資金を持つ企業ほど通貨ミスマッチリスクを調整する傾向があり、企業の外貨収入比率の高さと企業の銀行アクセスとが正の相関を持つことも観察された。これらの分析結果から、カンボジア企業の資金調達では情報の非対称性が大きな障害となっており、銀行の審査能力の強化や担保となる土地の所有権の帰属を公示する登記制度の整備を進めて情報の非対称性による問題が解消できれば、企業の外部資金調達を促進する効果が期待できるだろう。また、自国通貨建ての収入比率の高い企業にとって、銀行借入がドル建てに限定されているという制約が借入抑制要因となっていることから、自国通貨による銀行貸出市場を整備することは自国通貨の促進効果だけでなく、これらの企業が負担する為替リスクが低下し外部資金調達を促進する効果も期待できるだろう。