経済研究
Vol. 56, No. 2, Apr. 2005

東アジア企業のガバナンスと設備投資*

——家族支配型企業に関する実証分析——

花崎正晴・劉　群

本稿では，東アジアのコーポレート・ガバナンスを特徴づける家族支配型の構造に焦点を当て，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か国の企業データを用いて設備投資関数を推計し，家族支配が企業の設備投資行動に及ぼす影響を，定量的に分析した．その結果，全体の過半を占める家族支配型企業は，家族支配から独立している企業に比べて，設備投資の内部資金制約が厳しいことなどが明らかになった．この事実は，東アジアの家族支配型企業グループ内で，各傘下企業が円滑なグループ内金融を通じて設備投資資金を融通し合うなどのメカニズムが有効に働いているとは言い難く，加えて外部資金調達が量的あるいは質的な面で必ずしも容易ではなく，結果として設備投資が内部資金にかなりの程度制約を受けていることを示すものであると解釈できる．

1. はじめに

長期に渡って奇跡的ともいえる経済発展を続けてきた東アジア地域は，1997年に深刻な金融危機を経験した．そのアジア危機を契機に，同地域のコーポレート・ガバナンスの構造が危機発生と何らかの関係があるのではないかとの見方が広まり，企業のガバナンスに関連した研究が盛んになっている．

企業の所有構造を丹念に解明したいくつかの研究によって，東アジアの多くの企業は，ある特定の家族によって実質的に所有かつ支配されていることが明らかになっている．そのような家族支配型企業においては，株主と経営者との間の利害不一致の問題は軽微である一方で，実質的な支配権を有する家族とそのほかの一般投資家との利害は相反するという問題が存在する．そのような状況においては，外部投資家が本来的に稼得すべき利得が，支配株主によって搾取(expropriation)される可能性があることが指摘されている．

もっとも，家族支配型企業グループは，伝統的には必ずしもネガティブに評価されていたわけではない．むしろ，日本の戦前の財閥に関しては，強い工業化志向を有し，産業発展を牽引してきたとみなされ，コーポレート・ガバナンスの構造の面でも，財閥本社機構としての持株会社が傘下企業を有効にモニタリングするとともに，そのモニタリングに基づき当該企業に対する主要な資金提供者として機能していたというポジティブな評価がみられる．さらに，戦後の財閥解体後に形成された大銀行を中核とする企業系列が，系列に属する企業の投資を促進する役割を果たしてきたという通説もある．

本稿では，家族支配型企業に関するネガティブとポジティブという二つの仮説を踏まえ，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か国の企業データを用いて設備投資関数を推計し，家族支配が企業の設備投資行動に及ぼす影響を，定量的に分析しようとするものである．サンプル企業を家族支配型と家族に支配されない独立型とに分類して比較すると，キャッシュフローの係数が，家族支配型では有意にプラスであるが，独立型では有意性が乏しいか有意であるとしても家族支配型に比べて小さな値となっている．また，アジア危機前後で比較すると，家族支配型企業が独立型企業に比べて厳しい内部資金制約に直面しているという特徴が，一層鮮明となる．

これらの計測結果は，東アジアの家族支配型企業においては，同じ企業グループ内の金融機関や有力企業が，グループ企業の設備投資を円滑にファイナンスして，内部資金制約を緩和するという効果を十分に発揮しているとは言い難いことを示唆している．逆に，独立型企業は，銀行融資や資本市場調達を積極的に推し進め，設備投資の際の内部資金制約をかなりの程度解消していると解釈できる．

表1. 企業支配構造の国際比較　（単位：%）

	分散所有	家族支配	国営	分散所有の金融機関	分散所有の非金融法人	その他
Argentina	0.00	0.65	0.15	0.05	0.15	0.00
Australia	0.65	0.05	0.05	0.00	0.25	0.00
Austria	0.05	0.15	0.70	0.00	0.00	0.10
Belgium	0.05	0.50	0.05	0.30	0.00	0.10
Canada	0.60	0.25	0.00	0.00	0.15	0.00
Denmark	0.40	0.35	0.15	0.00	0.00	0.10
Finland	0.35	0.10	0.35	0.05	0.05	0.10
France	0.60	0.20	0.15	0.05	0.00	0.00
Germany	0.50	0.10	0.25	0.15	0.00	0.00
Greece	0.10	0.50	0.30	0.10	0.00	0.00
Hong Kong	0.10	0.70	0.05	0.05	0.00	0.10
Ireland	0.65	0.10	0.00	0.00	0.10	0.15
Israel	0.05	0.50	0.40	0.00	0.05	0.00
Italy	0.20	0.15	0.40	0.05	0.10	0.10
Japan	0.90	0.05	0.05	0.00	0.00	0.00
Mexico	0.00	1.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Netherlands	0.30	0.20	0.05	0.00	0.10	0.35
New Zealand	0.30	0.25	0.25	0.00	0.20	0.00
Norway	0.25	0.25	0.35	0.05	0.00	0.10
Portugal	0.10	0.45	0.25	0.15	0.00	0.05
Singapore	0.15	0.30	0.45	0.05	0.05	0.00
South Korea	0.55	0.20	0.15	0.00	0.05	0.05
Spain	0.35	0.15	0.30	0.10	0.10	0.00
Sweden	0.25	0.45	0.10	0.15	0.00	0.05
Switzerland	0.60	0.30	0.00	0.05	0.00	0.05
United Kingdom	1.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
United States	0.80	0.20	0.00	0.00	0.00	0.00
計	0.36	0.30	0.18	0.05	0.05	0.05

注）1995年末時点で各国における上場企業のうち時価総額の上位20社をサンプルとして抽出し，直接および間接保有の議決権が20%を上回る支配株主（あるいは究極的な所有者）が誰であるかによって分類したもの．

出所）La Porta, Lepez-de-Silanes and Shleifer (1999).

2. 東アジアのコーポレート・ガバナンス

2.1 企業組織を巡るエージェンシー問題

一般にある経済主体が，何らかのサービスを別の経済主体に依頼する状況は，エージェンシー関係と呼ばれる．サービスを発注する主体が依頼人(principal)，依頼人の要請に応じてサービスを代行する主体が代理人(agent)である．

エージェンシー関係は，社会全般に幅広く観察されるが，企業組織を巡る問題を考察する際にも，エージェンシー理論を応用したアプローチが有用である．つまり，企業組織では，株主が依頼人，また経営者が代理人というエージェンシー関係として捉えることができる．

株主と経営者との間のエージェンシー関係においては，株主は経営者の行動を常時把握することはできないので，経営者は最善の努力をするよりは，なまける(shirk)ことを選択し，あるいはperks(または，perquisites)という形で，自分自身の利得(private benefits)を引き上げようとするかもしれない．

これは，社会的にみて資源の非効率な浪費であり，エージェンシー関係から派生する典型的なエージェンシー・コストである．コーポレート・ガバナンスを巡る議論の出発点は，このように株主と経営者との間に潜在するエージェンシー問題をいかに緩和して，株主利益に合致した経営を実現させる仕組みを整えるかということである．

2.2 企業の家族支配

もっとも，株主と経営者との間のエージェンシー関係を巡って発生するコーポレート・ガバナンスの問題は，アメリカや日本の大企業において典型的にみられるように，企業の株式が比較的多数の株主によって分散所有されているケースを前提としている．ところが，世界的にみると，たとえ大企業であっても，その株式がある特定の家族（あるいは，一族）によって集中的に所有され，その結果その企業が実質的にその家族によって支配されているケースが広範にみられる．

La Porta, Lopez-de-Silanes and Shleifer (1999)は，その事実を体系的に明らかにした最初の研究である．彼らは，世界の27の国と地域に存在する700の企業の所有構造を丹念に調べ，究極的な支配株主が誰であるのかを特定することによって，各企業を6グループに分類した．それらの6つとは，支配株主が存在しない分散所有(widely held)，家族支配(family)，国営(state)，分散所有の金融機関による支配(widely held financial institution)，分散所有

表2. 東アジアにおける企業支配構造 (単位：%)

	企業数	分散所有	家族支配	国営	分散所有の金融機関	分散所有の非金融法人
Hong Kong	330(56.6)	7.0	66.7	1.4	5.2	19.8
Indonesia	178(70.1)	5.1	71.5	8.2	2.0	13.2
Japan	1,240(70.9)	79.8	9.7	0.8	6.5	3.2
Korea	345(45.4)	43.2	48.4	1.6	0.7	6.1
Malaysia	238(38.3)	10.3	67.2	13.4	2.3	6.7
The Philippines	120(55.6)	19.2	44.6	2.1	7.5	26.7
Singapore	221(83.1)	5.4	55.4	23.5	4.1	11.5
Taiwan	141(36.9)	26.2	48.2	2.8	5.3	17.4
Thailand	167(36.8)	6.6	61.6	8.0	8.6	15.3

注) 各国および地域の企業の1996年(または，その近傍)時点での所有構造をもとに，直接および間接保有の議決権が20%を上回る支配株主(あるいは究極的な所有者)が誰であるかによって分類したもの．
企業数の欄の括弧内は，上場企業に占める割合．
出所) Claessens, Djankov, and Lang (2000).

の非金融法人による支配(widely held non-financial corporation)，その他(miscellaneous)[1]である．

彼らの調査結果のうち大企業[2]を対象とし，かつ支配株主の持株比率の最低水準を20%とした場合のものが，表1に整理されている．同表から，イギリスでは，20%を上回る株式を保有する支配株主は存在せず，20社すべての企業が分散所有に分類されるのをはじめ，日本とアメリカでも，分散所有が圧倒的に高いウェイトを占めていることがわかる．

一方，メキシコでは，すべてのサンプル企業が家族によって支配されているのをはじめ，香港，アルゼンチン，ベルギー，ギリシャ，イスラエルで，少なくとも半数の企業が家族支配の形態を有している．27か国の合計でみると，家族支配企業は3割と分散所有(36%)に比肩する高いウェイトを示していることがみてとれる[3]．

2.3 東アジア企業における家族支配

La Porta, Lopez-de-Silanes and Shleifer(1999)による全世界の企業の支配構造に関する研究に触発されて，東アジアの企業を対象に所有構造を詳細に分析したのが，Claessens, Djankov and Lang (2000)である．彼らは，東アジアの9つの国と地域に存在するおよそ3千社にも及ぶ上場企業の所有構造を1996年度末(または，その近辺)時点の情報をもとに調べ，支配株主が誰であるのかを特定化することに成功した[4]．彼らのサンプル企業は，社数ベースで9地域の全上場企業の過半を占め，また時価総額ベースでは，タイの64%からシンガポールの96%に至るまで高いレンジに分布していることから，この地域の上場企業の特性をかなりの程度反映していると考えられる．

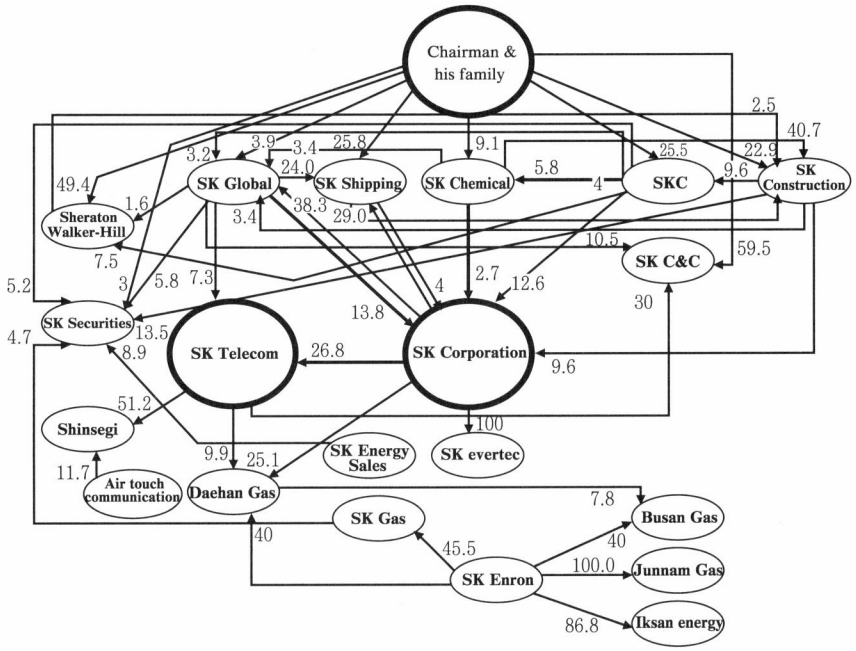
その結果を整理した表2を概観すると，日本では分散所有の企業が全体の8割という高いウェイトを占め，逆に家族支配の割合は1割という低率にとどまっている．もっとも，東アジア地域において，日本企業は所有構造の面ではむしろアウトサイダーであることがみてとれる．すなわち，日本以外の国や地域では，いずれも家族支配のウェイトが5つのグループのなかで最も高く，インドネシアの7割強を筆頭に，多くの場合には5割を超えている．このように，日本を除く東アジア地域においては，上場企業においても家族支配が一般化していることがわかる[5]．

2.4 家族支配の構造

前述の通り，ある家族が支配株主となっている企業が，家族支配型企業である．その家族が，複数の企業の支配株主となっているケースもまれではなく，またそれらの企業が別のいくつかの企業(いわば，孫会社)の大株主となっているケースも多々みられる．そのような状況では，それらの孫会社を実質的に支配しているのは，その家族であるとみなすことができる．

また，ある家族が多くの企業を支配下に置いて，いわゆる企業グループ(business group)を形成しているケースでは，そのグループに属する各企業がピラミッド型の所有構造(pyramid ownership structure)を通じて連関していることが多い．加えて，グループ企業間で株式の相互持合(cross-shareholdings)がなされているケースもある[6]．

図1. SK グループの所有構造



注)　2000年末時点.
出所)　Korea Investor's Service および People's solidarity of participatory democracy ほか.

図1は，韓国財閥(chebol)のなかで第4位(2001年時点)を占めるSKグループの所有構造を示している．同グループの系列企業数は50を上回るといわれているが，図1ではそのなかで主要なものを抽出している．同図によって，家族支配構造のもとにある各企業が，ピラミッド型や相互持合を通して，複雑に絡み合っていることがみてとれる．

家族支配に基づくこのように複雑な所有構造を前提とすると，企業の表面的あるいは直接的な所有構造(immediate ownership structure)をみるだけでは，その企業の支配者が誰であるのかを捉えることはできない．かわりに，企業グループが形成するピラミッド型や相互持合の所有構造の連鎖を丹念に辿り，企業の究極的な所有構造(ultimate ownership structure)を明らかにすることによってようやく，真の支配株主を突き止めることが可能となる．

家族支配の構造には，もう1つ重要な側面がある．それは，実質的な支配権を表すvoting rights(議決権)が，キャッシュフロー・ベースの所有権を意味するcash-flow rights(収益受け取り権)を上回るという問題である[7]．

voting rightsとcash-flow rightsが乖離している企業では，支配株主による外部投資家の搾取が生じやすくなると考えられる．なぜならば，前者が後者を上回る企業では，支配株主の支配権は相対的に高度である一方で，当該企業が損失を発生させた際に支配株主が蒙る金銭的な損失は相対的に低度にとどまるからである．

2.5　家族支配の非効率性

このような家族支配構造は，果たしてコーポレート・ガバナンスの観点からどのように評価されるべきであろうか．この問題に関する関心は，近年高まりをみせているものの，未だ定説といわれるものは存在しない．現時点では，方向性の異なる二つの見方がある．

その一つは，支配株主の立場にある家族が，そのほかの株主や債権者といった外部投資家(outside investors)が本来稼得すべき利得を搾取するというものである．

上述の通り，コーポレート・ガバナンスの問題の核心は，株主と経営者との間の利害対立をどのように調整していくことができるのかということである．事実日本やアメリカの大企業のように，企業の株式が分散所有され所有と経営とが分離されている場合には，株主と経営者の利害は相反する傾向にあり，

その調整の問題は企業運営上重要である．

しかしながら，東アジアの家族支配型企業の場合には，この議論は成り立たない．なぜならば，家族支配型企業の場合には，当該家族は企業の実質的な支配権を確保し，かつ経営陣にその家族から有力者が送り込まれている場合も多いことから，株主と経営者との間の利害対立の問題は基本的には存在しない．むしろこの場合の問題の本質は，Shleifer and Vishny(1997)が指摘するように，支配株主と外部投資家との間の利害不一致にある．その結果，支配株主の支配力が高まれば高まるほど，外部投資家に帰属すべき利得が支配株主によって搾取される可能性が高まる．

このように，この第一の考え方は，支配株主と外部投資家との間のエージェンシー関係に着目して，家族支配の問題点や非効率性を強調するものである．

2.6 投資家保護の脆弱性に関する実証分析

東アジア地域でこのような家族支配型企業システムの問題点が噴出したのは，1997年7月のアジア危機を契機とするものであったと考えられている．さらにいえば，東アジア地域では，家族支配構造と脆弱な外部投資家保護といった制度的要素に象徴されるコーポレート・ガバナンスの弱さ(weak corporate governance)が，危機の引き金となり，危機の影響を増幅したという仮説がある．そして，そのような仮説を，実際のデータにより検証しようとする試みが，いくつかの研究によってなされている．

Johnson, Boone, Breach and Friedman(2000)は，投資家保護とアジア危機との間に次のような仮説を設定している．すなわち，企業を支配する家族は，経済の先行きが明るい限りにおいては外部投資家を厚遇し，外部資金調達に努める．しかしながら，投資家保護が十分ではない国々では，経済環境がひとたび悪化しはじめると，内部者は外部投資家を搾取し，結果としてそのような国々の株式価値や通貨価値は，投資家が十分に保護されている国々に比べてより大幅に下落する．

この仮説を検証するために，彼らは，1997年から98年にかけてのアジア危機の時期を対象に，25の新興市場国(emerging markets)の外国為替相場と株式市場の動向を実証分析した．その結果，投資家保護に関連するコーポレート・ガバナンス変数[8]が，危機発生時における各国のクロスセクションの通貨価値や株価の下落の程度を有効に説明し，それらの説明力は，対外収支，財政赤字，累積債務などのマクロ変数の説明力に比べても，全般的に高いことが明らかにされている．

また，投資家保護の問題と東アジアにおけるピラミッド型の企業グループの機能の関係を考察したのが，Obata(2002)である．財務危機に陥った企業の株式価値を，その企業が独立系企業である場合とその企業がピラミッド型の企業グループに属している場合とで比較すると，投資家が十分に保護されている国々では，両者には有意な差異はみられない．しかしながら，投資家保護が脆弱な国々では，独立系企業である場合に比べて企業グループに属している企業では，総じて株式価値が高くなる．ただし，その関係はその企業が企業グループのどこに位置しているかによって異なり，ピラミッドの低位に位置する企業では，むしろ逆に企業価値が低くなる．

このような事実からObata(2002)は，東アジアの企業グループは，必ずしも各企業間でリスクをシェアする保険機能を果たしているわけではなく，支配株主によって都合の良い形で収益の移転がなされ，結果的にピラミッドの低位企業の収益が上位企業によって吸い取られる傾向にあると解釈している．

2.7 家族支配とアジア危機

続いて，家族支配に代表される企業支配の集中化傾向とアジア危機との関係を実証的に分析した研究を概観してみよう．Lemmon and Lins(2003)は，企業の支配構造のなかで，次の二つの要素に着目している．第一は，voting rightsとcash-flow rightsとが乖離しているか否か，第二は，経営陣が実質的に企業の支配権を有しているか否かである．彼らは，東アジアの8地域を対象に，1997年7月1日から1998年8月1日までの危機の期間に，それらの要素が企業の株式収益率にいかなる効果を及ぼしたのかを分析している．

800社をサンプルとする計測によると，voting rightsがcash-flow rightsを上回る企業では，そうでない企業に比べて株式収益率が12%ポイント低く，とりわけ経営者が企業の支配権を有している企業では株式収益率の悪化幅は20%ポイントに拡大することが明らかになっている．それらの結果は，アジア危機によって企業の投資環境が悪化し，支配株主が零細株主を搾取しようとするインセンティブが高まったこと，voting rightsとcash-flow rightsとが乖離している場合には，内部者が外部者を搾取

するインセンティブがより高いことを示唆している[9]．

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か国の564の企業を対象に，1994年から2000年の期間で，支配構造と企業パフォーマンスとの関係を分析したのが，花崎・劉(2003)である．

彼らは，voting rightsによって表される支配株主の支配レベルが高まれば高まるほど，あるいはvoting rightsとcash-flow rightsとの乖離幅が広がれば広がるほど，支配株主が外部投資家を搾取するインセンティブが強まり，結果として企業経営は非効率となる．したがって，そのような非効率性の高い企業は，アジア危機の影響をより強く受けるという仮説を立てている．

そして，企業の収益性をそれらの企業支配構造を示す変数で回帰させる手法でその仮説を検証し，家族支配の特徴である企業支配の集中化や支配と所有の分離が進んでいる企業ほど，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という当該仮説を支持する実証結果を導いている．

2.8　crony capitalismの可能性

さらに，Claessens, Djankov and Lang(2000)では，インドネシアのスハルト一族やフィリピンのイメルダ・マルコス一族など，大規模な企業グループを実質的に支配する家族のなかには，取引関係の範囲を超えて一国経済全体や政府の経済政策自体に影響を及ぼすものがあることを指摘している．その影響力が及ぶ領域としては，貿易および為替管理政策，マクロの財政金融政策，公共投資や公共支出の発注プロセスなどに加え，独占禁止法や会社法などの法体系にまで及んでいる可能性がある．

そのような企業グループは，政府や役人に積極的なロビー活動を展開することによって，自分たちの収益機会を直接，間接に高めることができる．一方，政府の立場からしても大きな企業グループに何らかの便宜を与えることによって，政権の支持基盤が固まることに効果があるとすれば，そのような干渉を受け入れるであろう．つまり，企業グループと政府のもたれ合いの構造は，双方にとっての高いインセンティブ・メカニズムのもとに成立していると解釈することができる．

crony capitalismとしての性格を色濃く有している東アジアにおけるこのような家族支配型企業グループと政府部門との癒着の構造は，資源配分や所得分配を歪め，経済が危機的状況に陥った際の混迷を一層深めるものであるかもしれない．

2.9　家族支配型企業システムの成長促進効果

もっとも，市場原理に基づくものではない家族支配型企業グループと政府との協調的あるいは一体的な意思決定は，従来はそれほどネガティブに捉えられていたものではない．むしろ，World Bank (1993)では，官民の情報交換や協調が，東アジアの奇跡的な経済発展を実現するうえでの重要な制度的基盤の一つとして指摘されている．

また，日本においても，かつて大規模な家族支配型企業グループは存在した．明治時代から第二次大戦期まで日本の産業に大きな影響力を及ぼした，いわゆる財閥である．その同族色の強い封建的な性格についての評価は分かれるところであるが，財閥が強い工業化志向を有し，産業発展を牽引したという点では概ね評価は一致している(森川(1980)，橘川(1996)など)．

さらに，日本の財閥に関しては，コーポレート・ガバナンスの構造の面でも，ポジティブな評価がみられる．例えば，岡崎(1997, 1999)は，財閥本社機構としての持株会社が傘下企業を有効にモニタリングする[10]とともに，そのモニタリングに基づき当該企業に対する主要な資金提供者として機能していたと述べている[11]．また，寺西(2003)は，財閥による傘下企業のガバナンスの方法として，当初は財閥家族ないしは番頭とよばれる人々が中心的役割を果たしたが，次第に専門経営者が利用され，また事業部制や持株会社などに基づき組織内の情報システムに依拠した経営者モニタリング・システムが重視されるようになったことを指摘している．

東アジア危機直後の混乱期に，支配株主である家族が経営困難に陥ったグループ企業を，私財を投じて資金的に支援(propping)した実例があることを指摘して，その背景を分析したのが，Friedman, Johnson and Mitton(2003)である．彼らによると，投資家保護の制度が脆弱なもとでは，propping と支配株主が社内の資源を社外に流出させる行為であるtunneling(Johnson, La Porta, Lopez-de-Silanes and Shleifer, 2000)とは表裏一体の関係にあり，外的なマイナスのショックが当該企業にとってそれほど大きくはない限りにおいては，その企業が事業を継続することが支配株主にとって利益となることから，propping が生じる可能性があると論じている．

2.10 企業系列の投資促進効果

日本の財閥は，敗戦後のGHQの占領政策の一環として，速やかに解体された．そのプロセスで，財閥家族や持株会社が保有していた旧財閥系企業の多額の株式が，個人部門等へ移転した．これは旧財閥系企業にとっては，安定株主が突如として消失したことを意味し，経営の自主性が脅かされるのではないかとの懸念が高まった．その対処法として進展したのが，旧財閥系企業グループ内における株式の相互持合である[12]．戦後，こうして三井，三菱，住友，富士，一勧，三和のいわゆる六大企業集団が誕生し，大銀行を中核とする企業系列が形成された．

このような企業系列に着目して，企業金融の観点から定量的な分析を実施したのが，Hoshi, Kashyap and Scharfstein(1990, 1991)である．このうち，Hoshi, Kashyap and Scharfstein(1990)は，財務危機企業と企業系列およびメインバンクとの関係を分析している．125の財務危機企

表3. 主要変数の基本統計量　（単位：%）

			94	95	96	97	98	99	2000
インドネシア	企業数		79	83	111	127	133	136	161
	I/K	平均値	30.55	25.87	31.51	30.40	15.23	6.51	11.60
		最小値	0.14	0.22	0.16	0.47	0.00	0.00	0.00
		最大値	202.35	226.06	246.02	187.87	191.99	94.53	121.83
		中央値	17.26	19.46	20.60	21.41	7.80	2.85	5.18
		標準偏差	36.80	32.34	40.17	31.95	23.48	10.45	18.77
	CASH/K	平均値	52.15	45.12	48.69	4.66	−10.90	33.45	26.48
		最小値	3.10	−0.92	−15.53	−341.21	−420.03	−401.78	−46.45
		最大値	504.87	398.26	844.52	352.84	486.92	746.21	121.86
		中央値	39.84	33.41	29.88	13.81	1.24	23.59	13.59
		標準偏差	68.67	46.76	88.15	71.40	81.99	90.14	61.05
	DEBT	平均値	26.78	27.07	32.22	34.57	48.03	59.68	46.83
		最小値	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
		最大値	77.80	76.28	81.78	96.69	113.17	251.67	218.39
		中央値	24.43	27.21	31.89	33.96	51.18	58.89	46.23
		標準偏差	18.02	18.76	19.05	20.01	24.90	42.98	39.67
韓国	企業数		136	172	190	222	242	258	348
	I/K	平均値	16.16	21.74	21.99	20.17	11.91	10.86	17.20
		最小値	0.06	0.43	0.19	0.16	0.00	0.00	0.00
		最大値	106.09	130.30	140.59	250.16	207.31	233.43	291.31
		中央値	11.29	15.94	15.44	13.58	6.98	5.39	7.25
		標準偏差	17.80	20.18	21.05	22.04	21.99	19.31	34.74
	CASH/K	平均値	28.73	22.10	14.86	8.84	−1.62	17.65	31.50
		最小値	0.41	−104.49	−103.89	−132.48	−414.72	−477.48	−403.22
		最大値	244.53	276.87	97.75	138.60	227.70	404.36	679.51
		中央値	19.62	17.08	14.81	11.29	11.47	18.00	18.32
		標準偏差	37.91	29.57	21.29	28.46	58.15	59.87	91.26
	DEBT	平均値	42.23	40.73	42.89	44.32	48.71	45.73	35.93
		最小値	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
		最大値	92.82	86.69	247.95	267.23	109.97	195.06	191.13
		中央値	42.96	42.69	44.24	45.27	50.75	44.49	32.30
		標準偏差	17.75	17.60	22.06	23.23	20.76	28.76	27.25
マレーシア	企業数		191	204	287	344	378	379	395
	I/K	平均値	23.52	23.05	29.40	22.33	16.61	8.90	6.53
		最小値	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
		最大値	223.70	192.65	294.86	200.05	276.14	225.65	117.13
		中央値	12.50	12.93	15.87	13.21	8.43	3.96	3.53
		標準偏差	33.57	30.74	42.06	28.15	31.36	18.65	10.64
	CASH/K	平均値	65.61	57.61	53.27	34.40	−2.83	11.25	13.81
		最小値	−28.80	−176.73	−119.96	−209.57	−453.72	−398.34	−203.73
		最大値	915.31	759.40	822.47	618.21	392.16	565.57	410.86
		中央値	27.84	30.93	29.06	22.07	10.03	12.69	11.43
		標準偏差	135.86	100.99	96.85	75.02	71.88	75.71	43.71
	DEBT	平均値	15.23	18.32	20.62	22.83	26.99	32.12	33.78
		最小値	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
		最大値	73.86	92.07	84.56	80.91	286.94	173.26	277.65
		中央値	9.80	14.38	18.26	21.65	26.40	29.62	26.80
		標準偏差	15.54	17.40	17.43	18.31	23.37	26.73	35.80
フィリピン	企業数		44	46	72	81	86	84	88
	I/K	平均値	24.35	18.98	31.83	35.57	14.98	8.17	10.24
		最小値	0.00	0.84	0.00	0.01	0.00	0.00	0.00
		最大値	203.23	77.63	120.93	246.65	251.24	120.17	155.68
		中央値	12.16	13.77	23.61	24.67	9.23	4.21	3.74
		標準偏差	38.70	17.89	29.48	44.83	28.62	14.53	20.19
	CASH/K	平均値	78.16	62.56	66.92	76.18	40.52	38.94	34.20
		最小値	−48.49	−251.72	−402.02	−244.87	−149.39	−175.72	−356.20
		最大値	734.21	243.09	267.10	942.71	679.90	713.82	515.61
		中央値	46.78	52.05	51.46	39.52	25.83	25.01	22.93
		標準偏差	120.84	75.88	85.69	136.04	89.74	94.55	90.35
	DEBT	平均値	16.05	14.98	18.60	21.37	25.78	23.96	25.22
		最小値	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
		最大値	67.03	64.84	69.06	65.82	76.93	70.32	105.16
		中央値	10.00	12.18	16.12	18.77	22.97	20.33	20.83
		標準偏差	17.37	15.45	16.42	18.35	19.16	19.42	22.62

	企業数		132	150	163	183	184	187	191
タイ	I/K	平均値	29.93	24.57	20.37	17.89	8.38	6.16	7.13
		最小値	0.12	0.00	0.00	0.21	0.00	0.00	0.00
		最大値	287.32	115.45	101.58	264.74	152.31	97.21	71.94
		中央値	17.06	17.57	12.50	8.20	2.80	2.88	3.30
		標準偏差	39.58	23.73	22.15	28.37	17.91	10.78	10.61
	CASH/K	平均値	57.15	49.38	52.00	30.49	38.29	27.51	26.81
		最小値	−19.78	−21.05	−140.66	−145.45	−277.19	−335.93	−226.77
		最大値	387.75	396.17	973.16	787.74	789.92	995.78	493.05
		中央値	38.35	31.95	29.51	20.48	25.37	20.54	23.51
		標準偏差	59.33	63.70	100.10	80.43	107.67	113.03	72.02
	DEBT	平均値	31.11	32.40	36.38	38.14	48.02	42.71	43.02
		最小値	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
		最大値	83.71	88.43	112.87	86.19	126.65	129.91	221.15
		中央値	32.66	33.21	37.63	41.61	52.99	45.08	39.02
		標準偏差	19.63	19.82	20.64	21.17	30.43	31.43	39.51

資料）　Worldscope データベース.

業[13] を対象にした設備投資分析により，企業系列に属している企業ほど，そして最大融資銀行からの借り入れ割合が高い企業ほど，それぞれ財務危機から脱した直後の投資水準が高まることが明らかにされている．彼らは，これらの結果を，系列やメインバンク・システムが財務危機に伴うコストを引き下げているためであると解釈している．

また，Hoshi, Kashyap and Scharfstein (1991) では，設備投資の内部資金制約の観点から，企業系列の意義および効果が分析されている．彼らは，東証上場の製造業企業を系列企業と独立企業とに分類してトービンの q 型投資関数を推計し，独立企業が系列企業に比べて内部資金制約がきついことを明らかにしている．系列企業の場合には，それぞれの系列において中核的存在である銀行が投資のファイナンスを円滑に実施しているため，系列企業の投資が企業内部の流動性に制約されないというのが彼らの主張である．

このように，Hoshi, Kashyap and Scharfstein (1990, 1991) は，戦後の日本の企業グループが，平時のみならず財務危機に陥った際にも，投資を促進する役割を果たしてきたことを明らかにしている．

3. 設備投資関数に基づく実証分析

3.1 二つの仮説

家族支配型企業グループに象徴される東アジアのコーポレート・ガバナンスには，上述の通り，支配株主が外部投資家を搾取するというネガティブな側面を強調する仮説と，企業グループ内の円滑な金融などを通じて投資や成長を促進するというポジティブな観点を強調する仮説とがある．

もっとも両者は，現状では果たして決定的に相対立するものであるとは言えないという側面がある．なぜならば，第一に，前者がアジア危機前後の東アジアを対象とする研究であるのに対し，後者は主に戦前および戦後の日本を研究対象としていること，第二に，前者が多くの場合，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計測したものであるのに対して，後者は投資関数などの計測結果を拠り所としていることなど，対象や手法が異なるため，直接的に比較可能とは言えないからである．

換言すれば，東アジアのコーポレート・ガバナンスに関する研究については，この二つの仮説の関係を明らかにするほど，十分な蓄積がなされているわけではない．本稿は，東アジアの企業データを用いて設備投資関数を計測することによって，家族支配に代表される東アジアのコーポレート・ガバナンスがどのような経済学的な意味を持ち，上述のいずれの仮説がサポートされるものであるのかを検証しようとするものである．

3.2 データと基本モデル

本稿で我々が用いる企業データは，Worldscope データベースから抽出したものである．東アジアのインドネシア，韓国，マレーシア，フィリピンおよびタイの5か国を分析対象として，1994年から2000年までの7年間を分析対象期間としている．サンプル企業数は，国および年によって区々であるが，2000年時点でみると，最多がマレーシアの395社，最少がフィリピンの88社である（企業数は，表3参照）．なお，金融機関は分析対象から除外している．

我々の設備投資関数の基本モデルは，次式の通りである．

$$I = F(ROA, R, CASH, DEBT, K) \qquad (1)$$

ただし，I：設備投資
ROA：資本収益率
R：資金コスト
$CASH$：キャッシュフロー
$DEBT$：負債比率

表 4. 設備投資関数の推計結果

モデルI(被説明変数：I_{it}/K_{it-1})

	I—A	I—B	I—C	I—D
$ROA_{it-1}-R_{it-1}$	0.103***	0.090***	0.108***	0.093***
$CASH_{it}/K_{it-1}$	0.062***	0.068***	0.065***	0.071***
$DEBT_{it-1}$	−0.097***	−0.110***	−0.097***	−0.108***
インドネシア・ダミー		2.927*		3.286**
マレーシア・ダミー		−3.920***		−3.553**
フィリピン・ダミー		−4.872**		−4.750**
タイ・ダミー		−3.676**		−3.315**
総資産			0.468**	0.414**
決定係数	0.0928	0.1053	0.0965	0.1084
データ数	2303	2303	2179	2179

モデルII(被説明変数：$\ln(I)_{it}$)

	II—A	II—B
$ROA_{it-1}-R_{it-1}$	0.007***	0.008***
$\ln(CASH)_{it}$	0.252***	0.258***
$DEBT_{it-1}$	−0.018***	−0.017***
$\ln(K)_{it-1}$	0.822***	0.772***
インドネシア・ダミー		−0.343***
マレーシア・ダミー		−0.435*
フィリピン・ダミー		−0.543**
タイ・ダミー		−0.523***
決定係数	0.9004	0.9010
データ数	1959	1959

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．
2) ***，**，* は，それぞれ 1%，5%，10% の有意水準を示す．

K：資本ストック

である．

(1)式の右辺の説明変数の意味を概観すると，資本収益率と資金コストは，ケインズの投資理論[14]以来，最も標準的に用いられる要素である．

また，キャッシュフローは，金融市場の不完全性のもとでの資金調達の問題を考慮して用いられている．すなわち，モディリアーニ—ミラーの分離定理が示す通り，キャッシュフローと外部から調達した資金にコスト差がなければ，設備投資は資金調達方法から独立に決定される．しかしながら，資金の貸し手と借り手との間にエージェンシー・プロブレム(Jensen and Meckling, 1976)が存在する場合を想定すると，外部資金がキャッシュフローに比べて割高となり，設備投資が相対的に低コストであるキャッシュフローの水準に影響されることになる．つまり，キャッシュフローが豊富な企業とそうでない企業とでは，設備投資の規模に違いが生じる可能性がある[15]．我々は，このアプローチに基づき，コーポレート・ガバナンスの要素が，設備投資の内部資金制約の問題とどのような関わり合いがあるのかを，キャッシュフローと設備投資との関係から考察する．

さらに，負債比率は，企業の信用リスクをコントロールするために導入されている[16]．つまり，負債比率の高い企業は財務リスクが高いことから，外部資金調達の困難性が高まり，その分設備投資が制約をうける可能性が指摘できる．最後に，資本ストックの変数は，既存の資本ストックが部分的に更新されるという考え方に基づいているが，一般的に規模の大きい企業は設備投資も高水準であることから，企業規模の要素を表す変数であると解釈することもできる．

3.3 計測モデル

実際の推定式としては，(1)式の基本型から，次の二つのモデルを導出している．

$$I_{it}/K_{it-1} = a_i + b^*(ROA_{it-1}-R_{it-1}) + c^*(CASH_{it}/K_{it-1}) + d^*DEBT_{it-1} \quad (2)$$

$$ln(I)_{it} = a_i + b^*(ROA_{it-1}-R_{it-1}) + c^*\ln(CASH)_{it} + d^*DEBT_{it-1} + e^*\ln(K)_{it-1} \quad (3)$$

すなわち，(2)式は I および $CASH$ を K で標準化したもの(以下，モデルIと呼ぶ．)であり，(3)式は I，$CASH$ および K を対数変換したもの(以下，モデルIIと呼ぶ．)である．

それぞれの変数に関して，企業の財務データから抽出した項目は，次の通りである．

I：有形固定資産取得額
ROA：営業利益／有形固定資産
R：支払利息／有利子負債残高
$CASH$：社内留保利益＋減価償却費
$DEBT$：負債／総資産
K：有形固定資産

このうち，設備投資と有形固定資産については設備投資デフレータ，また営業利益，資金コストおよびキャッシュフローについてはGDPデフレータで，それぞれ実質化している．なお，実際の推計に際しては，すべてのケースで産業ダミー(57分類)を，また一部のケースでは国ダミーを，さらに，モデルIの一部のケースではドル建て総資産[17]を，それぞれ説明変数に加えている．

上式の下添字 t は時系列要素を，また i はクロス

表5. 家族支配型と独立型との比較　（単位：%）

	期間	家族支配型		独立型		t 検定
		平均値	標準偏差	平均値	標準偏差	
I/K	1994～1996	24.13	29.17	20.84	19.19	**
	1997～2000	12.72	19.63	11.87	17.88	
	全期間	16.80	24.11	15.08	18.85	**
ROA	1994～1996	21.19	25.99	25.83	31.72	**
	1997～2000	13.26	27.16	14.98	36.36	
	全期間	15.79	27.04	18.52	35.27	**
R	1994～1996	3.05	7.85	1.97	5.32	**
	1997～2000	2.51	17.34	1.20	16.14	
	全期間	2.70	14.74	1.47	13.40	**
CASH/K	1994～1996	39.89	67.16	48.25	84.28	
	1997～2000	16.35	70.72	24.96	74.42	**
	全期間	24.98	70.34	33.53	78.95	***
DEBT	1994～1996	32.67	20.75	29.36	20.25	**
	1997～2000	42.32	29.69	38.73	30.04	**
	全期間	38.91	27.26	35.37	27.31	***

注）***, **, * は，家族支配型と独立型の平均値がそれぞれ1%，5%，10% の有意水準で異なることを示す．

セクション要素を示しており，推定手法としては両要素のデータをプールするパネル分析(random effects model)が使われている．なお，上述の通り，各年のサンプル企業数は異なることから，計測の際のデータセットは unbalanced panel となっている．

ここで，主要な変数である投資率(*I/K*)，キャッシュフロー率(*CASH/K*)および負債比率(*DEBT*)に関して，各国ごとに基本統計量を整理してみよう(表3)．最初に，投資率についてみると，1997年のアジア危機を境に大きな変化がみられる．すなわち，94年から97年までの期間においては，投資率の平均値は概ね20%から30%程度に達していたが，98年以降にはせいぜい15%程度から10%を割り込む水準にまで低下している．

次に，キャッシュフロー率の推移をみると，平均値と中央値の両方で，韓国の平均値を除いて，94年にピークを示している．その後総じて低下傾向を辿り，アジア危機直後の98年には，企業収益の大幅悪化を反映して，インドネシア，韓国およびマレーシアにおいて，平均値ベースで，マイナスとなっている．

最後に，負債比率の平均値および中央値は，概ね20%弱から50%強の範囲に分布しており，先進国に比べて高いとは言えない[18]．しかしながら，40%から50%程度の範囲で推移している韓国を除くと，総じて上昇基調を辿っていることがみてとれる．2000年時点でみると，インドネシアとタイが40%台，韓国とマレーシアが30%程度，そしてフィリピンが20%台である[19]．

3.4　推定結果

対象5か国の全データをプールして，(2)式(モデルI)と(3)式(モデルII)を推定した結果が，表4に示されている．同表から明らかな通り，いずれのモデルにおいても，純収益率(*ROA*−*R*)とキャッシュフローの係数はプラス，また負債比率の係数はマイナスという符号条件に合致した結果が得られている．これらの事実から，東アジアの5か国において，企業レベルの設備投資が経済理論と整合的に決定されていることを，うかがい知ることができる．

とりわけ，キャッシュフローの係数が有意性の高いプラスの値を示しているということは，金融市場の不完全性の問題によって外部資金の調達コストが内部資金に比べて割高となり，その結果内部資金のアベイラビリティーが，設備投資の水準に無視しえない影響を及ぼしていることを示唆している．モデルIIから，キャッシュフローの変化が設備投資に及ぼす影響を弾性値によってみると，その値はおよそ0.25であることがわかる．

3.5　家族支配型ガバナンスの効果

次に，東アジアのコーポレート・ガバナンスの特徴である家族支配が，企業の設備投資行動に及ぼす影響を，定量的に分析してみよう．本稿で我々が用いる手法は，サンプル企業を家族支配型と独立型とに分類して，それぞれの設備投資関数を推計し，比較するというものである．

家族支配型企業と独立型企業との分類に際して我々が用いたのが，Claessens, Djankov and Lang (2000)で収集された各企業の所有構造に関する基礎データである[20]．彼らの個別企業に関する情報のなかで，直接および間接保有の議決権が20%を上回る支配株主が家族である企業を家族支配型，また分散所有されている企業や企業グループに属さない企業によって支配されている企業など家族支配型以外の企業を独立型と，それぞれ定義した．その結果，我々が分析対象としている5か国に関してみると，

表 6. 家族支配型と独立型の投資関数

1. 家族支配型企業

モデルI(被説明変数：I_{it}/K_{it-1})

	I—A	I—B	I—C	I—D
$ROA_{it-1}-R_{it-1}$	0.118***	0.099***	0.120***	0.098***
$CASH_{it}/K_{it-1}$	0.086***	0.092***	0.082***	0.088***
$DEBT_{it-1}$	−0.076***	−0.094***	−0.080***	−0.093***
インドネシア・ダミー		4.499**		5.485***
マレーシア・ダミー		−3.867**		−2.784
フィリピン・ダミー		−4.794		−3.824
タイ・ダミー		−3.574		−2.582
総資産			1.321***	1.314***
決定係数	0.1050	0.1187	0.1044	0.1179
データ数	1642	1642	1576	1576

モデルII(被説明変数：$\ln(I)_{it}$)

	II—A	II—B
$ROA_{it-1}-R_{it-1}$	0.007***	0.008***
$\ln(CASH)_{it}$	0.301***	0.302***
$DEBT_{it-1}$	−0.016***	−0.015***
$\ln(K)_{it-1}$	0.766***	0.710***
インドネシア・ダミー		−0.273*
マレーシア・ダミー		−0.530*
フィリピン・ダミー		−0.524*
タイ・ダミー		−0.556**
決定係数	0.8984	0.8984
データ数	1376	1376

2. 独立型企業

モデルI(被説明変数：I_{it}/K_{it-1})

	I—A	I—B	I—C	I—D
$ROA_{it-1}-R_{it-1}$	0.080***	0.077***	0.091***	0.091***
$CASH_{it}/K_{it-1}$	0.009	0.013	0.016	0.018
$DEBT_{it-1}$	−0.154***	−0.152***	−0.169***	−0.168***
インドネシア・ダミー		−2.204		−3.355
マレーシア・ダミー		−5.919***		−6.079***
フィリピン・ダミー		−5.572**		−5.530**
タイ・ダミー		−5.889***		−6.064***
総資産			0.234	0.140
決定係数	0.2274	0.2486	0.2581	0.2785
データ数	661	661	603	603

モデルII(被説明変数：$\ln(I)_{it}$)

	II- A	II—B
$ROA_{it-1}-R_{it-1}$	0.008***	0.009***
$\ln(CASH)_{it}$	0.111**	0.119**
$DEBT_{it-1}$	−0.023***	−0.022***
$\ln(K)_{it-1}$	0.979***	0.939***
インドネシア・ダミー		−0.425*
マレーシア・ダミー		−0.243
フィリピン・ダミー		−0.465
タイ・ダミー		−0.664**
決定係数	0.9221	0.9245
データ数	583	583

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．
2) ***，**，*は，それぞれ1%，5%，10%の有意水準を示す．

全サンプルのうち，およそ7割が家族支配型で約3割が独立型となり，あらためて家族支配型企業の広範な浸透ぶりを裏付ける結果となった．

家族支配型と独立型とを主要な指標で比較すると(表5)，家族支配型は独立型に比べて，投資率，負債比率および資金コストが高く，収益率とキャッシュフロー率が低いという傾向がうかがわれる．

家族支配型と独立型とに分けて設備投資関数を計測した結果が，表6に整理されている．まず，純収益率($ROA-R$)の係数についてみると，家族支配型および独立型の両者のすべてのケースで有意にプラスとなっている．係数の大きさ自体も，両者間で大きな格差は観察されないことから，純収益率が設備投資に及ぼす影響という面では，両者は比較的類似しており，家族支配が何らかの特殊な効果を発揮しているとは言い難い．

一方，キャッシュフローの係数は，両者で大きく異なる．まず，モデルIでは，家族支配型で有意にプラスとなっているのに対して，独立型では有意性の高い結果は得られていない．また，モデルIIでは，両者とも有意にプラスの係数が導かれているものの，その値は家族支配型で0.30であるのに対して，独立型では0.11とかなりの格差が観察される．

この計測結果は，Hoshi, Kashyap and Scharfstein(1991)の日本の系列企業に関する分析結果とは対照的に，家族支配型企業が独立型企業に比べて設備投資の内部資金制約が厳しいことを示唆している．

その背景としては，表5で示されている通り，家族支配型は，独立型に比べてキャッシュフローが少ない割に投資は活発であり，結果として投資は外部資金に大きく依存し，負債比率が高い．そのなかで，その外部資金の資金コストが割高となっていることから，結果的に投資が内部資金に大きく制約されると解釈される．

表7. 収益性の高い企業と低い企業との比較

1. 高収益企業

モデルI(被説明変数：I_{it}/K_{it-1})

	全企業	家族支配型	独立型
$ROA_{it-1}-R_{it-1}$	0.126***	0.171***	0.069**
$CASH_{it}/K_{it-1}$	0.049***	0.071***	0.011
$DEBT_{it-1}$	−0.104***	−0.050	−0.226***
インドネシア・ダミー	−5.690	−9.181*	−2.453
マレーシア・ダミー	−4.049	−2.821	−14.394**
フィリピン・ダミー	−6.895	−8.922	−9.994
タイ・ダミー	−14.429***	−18.430***	−17.031***
総資産	0.222	0.263	3.752
決定係数	0.1527	0.1653	0.3834
データ数	607	425	182

モデルII(被説明変数：$\ln(I)_{it}$)

	全企業	家族支配型	独立型
$ROA_{it-1}-R_{it-1}$	0.009***	0.008***	0.012***
$\ln(CASH)_{it}$	0.158***	0.218***	0.050
$DEBT_{it-1}$	−0.013***	−0.010***	−0.018***
$\ln(K)_{it-1}$	0.701***	0.659***	1.052***
インドネシア・ダミー	−0.545**	−0.418	−1.133
マレーシア・ダミー	−1.059**	−0.734	−0.709
フィリピン・ダミー	−1.359***	−1.112**	−0.893
タイ・ダミー	−1.712***	−1.564***	−1.182
決定係数	0.8765	0.8908	0.9036
データ数	548	382	166

2. 低収益企業

モデルI(被説明変数：I_{it}/K_{it-1})

	全企業	家族支配型	独立型
$ROA_{it-1}-R_{it-1}$	0.055*	0.050	0.102***
$CASH_{it}/K_{it-1}$	0.146***	0.164***	0.071**
$DEBT_{it-1}$	−0.103***	−0.094**	−0.187***
インドネシア・ダミー	6.578**	10.692***	−0.494
マレーシア・ダミー	−2.737	−1.521	−5.086
フィリピン・ダミー	−4.224	−1.575	−8.080*
タイ・ダミー	−3.163	−1.551	−5.662
総資産	0.167	0.556	0.020
決定係数	0.2255	0.2594	0.3276
データ数	721	515	206

モデルII(被説明変数：$\ln(I)_{it}$)

	全企業	家族支配型	独立型
$ROA_{it-1}-R_{it-1}$	0.007***	0.007**	0.010**
$\ln(CASH)_{it}$	0.268***	0.248***	0.198*
$DEBT_{it-1}$	−0.020***	−0.017***	−0.030***
$\ln(K)_{it-1}$	0.745***	0.628***	0.871***
インドネシア・ダミー	0.059	0.271	0.227
マレーシア・ダミー	−0.348	−1.037*	0.013
フィリピン・ダミー	−0.483	−0.517	−0.073
タイ・ダミー	−0.565	−1.134**	0.065
決定係数	0.9158	0.9147	0.9380
データ数	610	413	197

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．
2)　***，**，*は，それぞれ1%，5%，10%の有意水準を示す．

3.6　debt-overhang に関する一考察

設備投資の資金調達問題に関連して，もう一つ重要な検討すべき仮説が，debt-overhang である．debt-overhang とは，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資金調達が滞り，当該投資が実行されない状況のことである[21]．

東アジアで debt-overhang の問題が発生しているか否かを直接的に検証することは容易ではないから，本稿では収益性の指標に着目して，debt-overhang の可能性を検討しよう．つまり，収益性の高低は投資機会の多寡と対応関係にあるという前提のもと，高収益企業の設備投資が低収益企業のそれに比べて，内部資金制約が強い，あるいは信用リスクに対する負の感応度が大きい場合には，debt-overhang の問題に直面している可能性があると判断する．

本稿では，*ROA* の指標でみて，概ね上位3割程度と下位3割程度の企業を，それぞれ高収益企業および低収益企業と呼び，それらのサブサンプルに基づいて投資関数を推計した(表7)．その結果，キャッシュフローの係数は，いずれのモデルにおいてもまた家族支配型と独立型の双方で，低収益企業で大きくかつ有意であった．また，信用リスクを表す負債比率のマイナスの係数は，高収益企業と低収益企業でほぼ同程度かあるいは低収益企業が大きなマイナス値を示す結果となっている．さらに，高収益企業では，純収益率の係数が，全サンプルベースのそれ(表4参照)に比べて大きいという特徴がある．

これらの計測結果から推察するに，潜在的な投資機会が多い高収益企業が，いわゆる過剰債務問題によってその投資機会を失ってしまっているとは必ずしも言えず，むしろ設備投資に影響を及ぼす最も基本的な要素である収益性に基づいて，投資が決定されている傾向が強いことが示唆されている．

3.7　アジア危機前後の比較

1997年夏に勃発したアジア危機によって，東アジア諸国の企業部門は深刻な打撃を蒙った．そして，先に概観した通り，その打撃の深刻度合いが，それぞれの国あるいは企業のコーポレート・ガバナンスの脆弱性の程度とリンクしていることが，いくつかの先行研究によって明らかにされている．

ここでは，アジア危機発生以前(1994年～1996

表 8. アジア危機前後の比較

1. アジア危機以前(1994～1996)

モデルI(被説明変数：I_{it}/K_{it-1})

	全企業	家族支配型	独立型
$ROA_{it-1}-R_{it-1}$	−0.063	−0.061	0.004
$CASH_{it}/K_{it-1}$	0.364***	0.398***	0.145*
$DEBT_{it-1}$	−0.007	0.027	−0.189**
インドネシア・ダミー	0.507	3.914	−8.246*
マレーシア・ダミー	−2.093	0.503	−11.819**
フィリピン・ダミー	−12.561**	−13.882	−14.033**
タイ・ダミー	−3.755	−1.911	−9.827**
総資産	1.171**	1.774**	1.670**
決定係数	0.2326	0.2490	0.4922
データ数	710	512	198

モデルII(被説明変数：$\ln(I)_{it}$)

	全企業	家族支配型	独立型
$ROA_{it-1}-R_{it-1}$	0.003**	0.001	0.005
$\ln(CASH)_{it}$	0.511***	0.632***	0.186**
$DEBT_{it-1}$	−0.001	0.003	−0.016***
$\ln(K)_{it-1}$	0.576***	0.405***	1.000***
インドネシア・ダミー	−0.387***	−0.341**	−0.693**
マレーシア・ダミー	0.271	0.126	0.214
フィリピン・ダミー	−0.437	−0.782**	0.105
タイ・ダミー	−0.063	−0.201	−0.147
決定係数	0.9367	0.9398	0.9559
データ数	730	513	217

2. アジア危機以降(1997～2000)

モデルI(被説明変数：I_{it}/K_{it-1})

	全企業	家族支配型	独立型
$ROA_{it-1}-R_{it-1}$	0.071***	0.075***	0.063***
$CASH_{it}/K_{it-1}$	0.031***	0.044***	−0.007
$DEBT_{it-1}$	−0.078***	−0.076***	−0.107***
インドネシア・ダミー	2.615	3.862*	−0.863
マレーシア・ダミー	−2.860*	−3.151	−2.908
フィリピン・ダミー	−0.806	−0.729	−1.906
タイ・ダミー	−4.746***	−4.999**	−4.587**
総資産	0.164	0.683	0.083
決定係数	0.1042	0.1052	0.2744
データ数	1469	1064	405

モデルII(被説明変数：$\ln(I)_{it}$)

	全企業	家族支配型	独立型
$ROA_{it-1}-R_{it-1}$	0.007***	0.007***	0.008***
$\ln(CASH)_{it}$	0.147***	0.175***	0.052
$DEBT_{it-1}$	−0.016***	−0.016***	−0.016***
$\ln(K)_{it-1}$	0.918***	0.880***	0.989***
インドネシア・ダミー	−0.395**	−0.315	−0.435
マレーシア・ダミー	−0.056	−0.155	−0.048
フィリピン・ダミー	−0.001	0.019	−0.309
タイ・ダミー	−0.449*	−0.507	−0.733*
決定係数	0.9064	0.9022	0.9279
データ数	1229	863	366

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．
2) ***，**，*は，それぞれ1%，5%，10%の有意水準を示す．

年)と以降(1997年～2000年)とに計測期間を分けることによって，設備投資の内部資金制約がどのように変化しているのかを考察する．

計測結果を示す表8のなかで，まず危機以前をみると，キャッシュフローの係数は，いずれのモデルにおいても有意にプラスの値を示している．ただし，その大きさを比較すると，家族支配型が独立型を大きく上回っている．一方，アジア危機後の計測では，家族支配型のキャッシュフローの係数は，プラスで有意な値を示しているが，独立型のそれらは，有意性が低い．

このように，アジア危機前後で期間を分けて計測すると，家族支配型企業と独立型企業との内部資金制約の違いが，一層浮き彫りにされた．これらの計測結果を総合すると，東アジアの家族支配型企業においては，同じ企業グループ内の金融機関や有力企業が，グループ企業の設備投資を円滑にファイナンスして，内部資金制約を緩和するという効果を十分に発揮しているとは言えない．逆に，同地域では少数派である独立型企業は，銀行融資や資本市場調達を積極的に推し進め，設備投資の際の内部資金制約をかなりの程度解消していると解釈できる．

また，アジア危機後の期間においては危機前に比べて，家族支配型では内部資金制約が緩和され，独立型では制約が解消されているという結果が得られている．アジア危機後の金融の混乱期には，むしろ内部資金制約が強まることが予想されるにもかかわらず，結果は逆である．そのパラドックスを解明するために，設備投資とキャッシュフローの比率を算出すると(表9)，いずれの国においても危機前に比べて危機後には，同比率の中央値は大幅に低下していることがみてとれる．つまり，キャッシュフローの減少幅に比べて，設備投資の落ち込み度合いは格段に大きいのである．

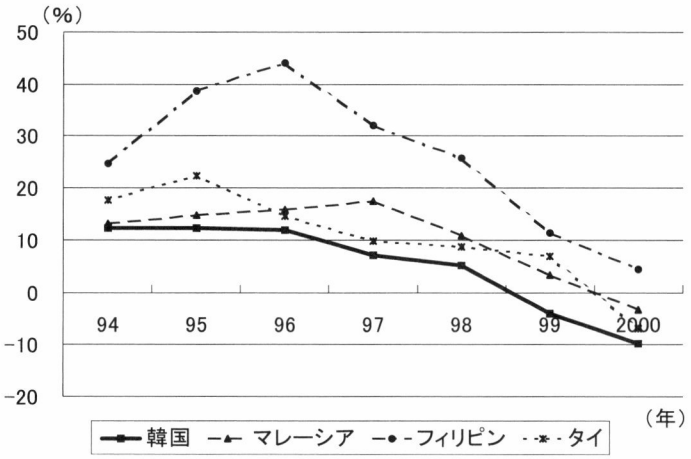
その背景としては，設備投資を左右する基礎的な要素である純収益率が，アジア危機後に大幅に低下したことを指摘することができる(図2)．図2の4か国とも，危機以降その水準は急落し，2000年には韓国，マレーシアおよびタイではマイナスに落ち込んでいる[22]．

この事実から，危機後の設備投資の落ち込みには，内部資金制約の要素よりはむしろ，経済環境の悪化に伴い投資機会が激減したことが大きく影響していたと解釈することができる．

表 9. 設備投資対キャッシュフロー比率の推移　（単位：%）

		94	95	96	97	98	99	2000	危機前	危機後	全期間
インドネシア	平均値	0.16	0.88	1.23	0.75	−0.82	0.33	0.54	0.83	0.27	0.44
	最小値	−64.36	−0.06	−0.58	−13.64	−101.99	−6.40	−18.16	−64.36	−101.99	−101.99
	最大値	4.53	4.70	11.76	20.63	15.91	15.55	34.27	11.76	34.27	34.27
	中央値	0.56	0.52	0.81	0.23	−0.01	0.13	0.03	0.63	0.07	0.23
	標準偏差	7.20	0.98	1.49	4.04	9.34	1.48	3.79	3.81	5.12	4.75
韓国	平均値	0.71	1.14	−2.02	12.20	1.26	0.69	0.62	−0.33	2.36	1.76
	最小値	−21.05	−54.66	−874.65	−32.43	−15.91	−19.63	−98.32	−874.65	−98.32	−874.65
	最大値	6.49	16.77	54.51	2613.84	64.31	36.99	68.07	54.51	2613.84	2613.84
	中央値	0.84	1.26	1.44	1.00	0.29	0.33	0.41	1.21	0.38	0.52
	標準偏差	3.30	4.89	58.50	166.74	6.16	2.45	5.47	38.84	62.23	57.80
マレーシア	平均値	0.61	1.63	1.27	1.01	0.04	0.66	0.73	1.23	0.62	0.82
	最小値	−80.50	−19.48	−162.91	−15.87	−448.67	−23.56	−27.65	−162.91	−448.67	−448.67
	最大値	57.68	91.90	140.13	37.98	79.46	58.22	234.49	140.13	234.49	234.49
	中央値	0.50	0.55	0.61	0.49	0.20	0.15	0.19	0.55	0.23	0.33
	標準偏差	7.32	7.11	13.04	3.44	23.51	3.82	9.94	10.03	12.60	11.83
フィリピン	平均値	0.28	0.54	−1.08	0.49	0.26	−0.10	0.15	−0.20	0.19	0.06
	最小値	−1.95	−1.11	−147.03	−54.06	−9.84	−11.47	−20.81	−147.03	−54.06	−147.03
	最大値	3.34	6.34	12.18	24.55	14.43	1.72	11.37	12.18	24.55	24.55
	中央値	0.20	0.31	0.34	0.45	0.16	0.11	0.03	0.28	0.14	0.20
	標準偏差	0.69	0.88	15.54	6.61	2.16	1.55	2.20	10.08	3.50	6.42
タイ	平均値	0.81	−0.11	0.18	−0.87	1.03	−0.70	0.33	0.27	−0.01	0.09
	最小値	−10.97	−150.07	−64.48	−260.33	−9.98	−147.57	−7.82	−150.07	−260.33	−260.33
	最大値	5.86	10.53	19.24	55.22	150.01	6.00	54.18	19.24	150.01	150.01
	中央値	0.51	0.50	0.45	0.21	0.05	0.06	0.11	0.49	0.09	0.19
	標準偏差	1.49	11.48	5.78	19.19	10.86	10.54	3.12	7.52	11.57	10.28

図 2. 純収益率（*ROA-R*）の推移



4. おわりに

1997年にアジア危機を経験してから，東アジアのコーポレート・ガバナンスについての関心が高まっている．東アジアの企業では，その株式が特定の家族によって集中的に保有され，実質的にその家族の支配を受けている場合が多い．そのような状況においては，株主と経営者の間の利害は基本的には一致する一方で，支配権を持った家族とそのほかの一般投資家との利害が対立し，そのほかの株主が本来稼得すべき利得が支配株主によって搾取される可能性がある．

もっとも，家族支配型企業グループは，伝統的には必ずしもネガティブに捉えられていたわけではない．むしろ，日本の戦前の財閥は，強い工業化志向を有し，産業発展を牽引してきたとみなされ，コーポレート・ガバナンスの構造の面でも，財閥本社機構としての持株会社が傘下企業を有効にモニタリングするとともに，そのモニタリングに基づき当該企業に対する主要な資金提供者として機能していたとの有力説もある．

本稿では，このような二つの仮説を踏まえ，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か国の企業データを用いて設備投資関数を推計し，家族支配が企業の設備投資行動に及ぼす影響を，定量的に分析した．その結果，次の4点の定型化された事実が確認された．第一に，東アジアの設備投資行動は，収益性，キャッシュフローおよび信用リスクなどの諸要素によって，経済理論と整合的に説明されうる．第二に，家族支配型企業は，独立

型企業に比べて設備投資の内部資金制約が厳しい．第三に，潜在的な投資機会が多い高収益企業は，低収益企業に比べて内部資金制約が緩く純収益率への感応度が高いことから，debt-overhang 仮説は妥当しない．第四に，アジア危機前後で比較すると，家族支配型企業が独立型企業に比べて厳しい内部資金制約に直面しているという特徴が，一層鮮明になる．もっとも，内部資金制約そのものは，危機以降に比べて危機以前の期間の方が，むしろ深刻であった．

以上のような事実は，東アジアの家族支配型企業グループ内で，各傘下企業がグループ内金融などを通じて弱体企業を支え，あるいはリスクをシェアするなどのメカニズムが有効に働いているとは言い難く，加えて外部資金調達が量的あるいは質的な面で必ずしも容易ではなく，結果として設備投資がキャッシュフローにかなりの程度制約を受けていると解釈することができる．

（日本政策投資銀行設備投資研究所・一橋大学経済研究所）

注

＊ 本稿の作成過程で，一橋大学経済研究所定例研究会の参加者の方々から，多くの有益なコメントをいただいたことに，深く感謝の意を表したい．

1) 年金基金，ミューチュアル・ファンド，議決権信託などによって支配されている企業，非営利団体，従業員持株型企業などが，このグループに含まれる．

2) 1995 年末時点で各国における普通株式の時価総額の上位 20 社を指す．

3) 彼らは，中堅企業に対しても支配構造の分析をしている．それによると，27 か国全体で，家族支配のウェイトは 45% を占め，分散所有(24%)を大きく上回っている．

4) 株式持合のケースの分類は，La Porta, Lopez-de-Silanes and Shleifer(1999)と Claessens, Djankov and Lang(2000)とでは異なる．すなわち，前者ではそれらを基本的には分散所有として分類しているのに対して，後者では，持合の主体に応じて家族支配などに分類している．

5) なお，タイの非金融企業に関しては Khanthavit, Polsiri and Wiwattanakantang(2004)，またタイの金融機関に関してはアヌチットウォラウォン・相馬・ウィワッタナカンタン(2003)が，企業の支配構造を詳細に分析している．

6) Claessens, Djankov and Lang(2000)のサンプル企業のなかで，ピラミッド型の所有構造を有している企業は 39%，またグループ企業間で株式の相互持合の状態にある企業は 10% ある．

7) Claessens, Djankov and Lang(2000)の調査によると，東アジア地域のサンプル企業において，cash-flow rights は voting rights を 1～2 割程度下回っていることが明らかにされている．もっとも，サンプル企業の中央値は 1.0 を記録している国や地域も多いことから，cash-flow rights と voting rights が全く乖離していない企業が過半を占めていることをうかがい知ることができる．

8) 彼らが採用している変数は，次の通りである．司法面での効率性(judicial efficiency)，汚職(corruption)，法の支配(rule of law)，強制力のある零細株主の権利(enforceable minority shareholder rights)，株主の取締役への対抗的権利(anti-directors rights)，債権者の権利(creditors rights)，1990 年時点の会計基準(accounting standards, 1990)．なお，これらの変数に関する各国ごとの具体的データの多くは，La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer and Vishny(1998)によっている．

9) Mitton(2002)は，企業の所有集中度がアジア危機の最中の企業パフォーマンスにいかなる影響を及ぼしたのかを考察している．筆頭株主の cash-flow rights でみた持株比率を所有集中度の尺度として採用した計測によると，10% 持株比率が上昇するごとに 2.6% 株式収益率が向上するとの結果が得られている．この結果は，Lemmon and Lins(2003)とは異なり，支配株主の支配力をむしろポジティブに捉えるものである．Mitton (2002)は，その背景として，経営に関与していない支配株主の場合には必ずしも零細株主と利害が不一致であるわけではなく，むしろそのような株主の影響力が強く出て，搾取が防がれていると解釈している．

10) 岡崎(1997, 1999)は，財閥本社によるモニタリングを有効にするための仕組みとして，財閥本社から傘下企業への役員派遣，傘下企業の重要案件の本社への事前報告，本社による傘下企業の重要ポストの人事権の掌握などをあげている．

11) もっとも，宮島(2004)は，岡崎(1997, 1999)が指摘するようなベネフィットを認めつつも，財閥家族がリスク回避的で，かつ封建的所有形態を堅持したいという選好が強いことから，傘下企業の投資行動がその流動性や負債水準に強く制約されるというコストを伴ったものであったことを明らかにしている．

12) なお，寺西(2003)は，株式持合が，財閥系企業の間で戦前期の 1930 年代から広範囲に浸透したことを指摘している．

13) 彼らは，利払能力(営業損益／支払利息)が 2 期連続で 1 を下回る企業を，財務危機企業と定義している．なお，分析対象企業は東証上場企業である．

14) ケインズは，『雇用・利子および貨幣の一般理論』のなかで，「当期の現実の投資額が，現行利子率を超える限界効率をもついかなる種類の資本資産ももはや存在しない点まで推し進められることは明らかである．いいかえれば，投資額は投資需要表の上の資本一般の限界効率が市場利子率に等しくなる点まで推し進められるであろう．」(第四編第 11 章)と述べている．

15) このような考え方を定式化して，企業が直面する資金制約と設備投資との関係を実証分析した最初の試みが，Fazzari, Hubbard and Petersen(1988)である．彼らは，調達資金の種類によって資金コストが異なることから，企業は設備投資のファイナンスにおいて資金コ

ストの安いほうから順に調達していくという“Financing Hierarchies”の概念を導入し，最も資金コストが安いと考えられるキャッシュフローの増減が設備投資の水準に影響を及ぼすことを明らかにした．また，すでに紹介したHoshi, Kashyap and Scharfstein(1991)も，同様なアプローチに基づく日本企業に関する実証研究であり，系列企業の設備投資は独立企業に比べてキャッシュフローの感応度が低いことを示した．

16)　なお，負債比率に関しては，負債契約が企業経営に規律付けのメカニズムを作用させるという仮説もある．すなわち，多額の債務を負っている企業は，債権者から効果的にモニターされることによってはじめて，効率的な経営が可能になるという考え方である(Jensen, 1986, 1989)．そして，効率経営が設備投資を促進すると解釈すれば，負債比率のパラメータはプラスとなるであろう．しかしながら，後述の通り，本稿での計測結果によると，その係数はマイナスを示しており，信用リスクを表すという本稿での仮説が妥当していると解釈できる．

17)　現地通貨建てからドル建てへの変換には，各年度末の為替レートが使われている．なお，総資産の単位は10億ドルである．

18)　花崎・Thuy(2003)によると，1980年代から90年代前半の期間における日本，アメリカおよびフランスの大企業の負債比率の平均値は，それぞれ61%，52%，56%である．

19)　いくつかの変数に関しては，異常値の除去作業が施されている．除去対象とされた異常値の範囲は，次の通りである(単位：%)．$I/K>300$, $ROA>200$, $ROA<-200$, $CASH/K>1000$, $CASH/K<-500$.

20)　基礎データを快く提供してくださったJoseph P. H. Fan氏に深く感謝する．

21)　Myers(1977)，Myers and Majluf(1984)を参照．また，日本を対象とするdebt-overhangの分析としては，大瀧(2000)，蟻川・宮島・齊藤(2003)を参照．

22)　インドネシアは，高インフレ体質でかつアジア危機後の98年のインフレ率が75%に達するなどにより，実質金利の測定が困難であるため，図2から省かれている．

参考文献

アヌチットウォラウォン，チャイヤシット・相馬利行・ウィワッタナカンタン，ユパナ(2003)「タイの金融機関――アジア金融危機後に家族所有は残るのか？――」花崎正晴・寺西重郎(編)『コーポレート・ガバナンスの経済分析――変革期の日本と金融危機後の東アジア――』第15章 東京大学出版会，pp. 397-420.

蟻川靖浩・宮島英昭・齊藤直(2003)「金融危機前後の投資行動と企業統治――過剰債務問題とメインバンク――」花崎正晴・寺西重郎(編)『コーポレート・ガバナンスの経済分析―変革期の日本と金融危機後の東アジア―』第10章 東京大学出版会，pp. 261-289.

花崎正晴・劉群 (2003)「アジア危機とコーポレート・ガバナンス」花崎正晴・寺西重郎(編)『コーポレート・ガバナンスの経済分析――変革期の日本と金融危機後の東アジア』第13章 東京大学出版会，pp. 339-368.

花崎正晴・Tran Thi Thu Thuy(2003)「日米仏の設備投資行動の国際比較――日本的特徴に関する分析――」『経済研究』第54巻第1号，pp. 33-46.

橘川武郎(1996)『日本の企業集団―財閥との連続と断絶』有斐閣．

宮島英昭(2004)『産業政策と企業統治の経済史――日本経済発展のミクロ分析』有斐閣．

森川英正(1980)『財閥の経営史的研究』東洋経済新報社．

岡崎哲二(1997)『工業化の軌跡――経済大国前史』読売新聞社．

岡崎哲二(1999)『持株会社の歴史――財閥と企業統治』筑摩書房．

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，pp. 113-127.

寺西重郎(2003)『日本の経済システム』岩波書店．

Claessens, Stijn, Simeon Djankov and Larry H. P. Lang (2000) “The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations,” *Journal of Financial Economics*, Vol. 58, No. 1-2, pp. 81-112.

Fazzari, Steven M., R. Glenn Hubbard and Bruce C. Petersen (1988) “Financing Constraints and Corporate Investment,” *Brookings Papers on Economic Activity*, 1: 1988, Brookings Institution, pp. 141-195.

Friedman, Eric, Simon Johnson and Todd Mitton (2003) “Propping and Tunneling,” *Journal of Comparative Economics*, Vol. 31, Issue4, pp. 732-750.

Hoshi, Takeo, Anil Kashyap and David Scharfstein (1990) “The Role of Banks in Reducing the Costs of Financial Distress in Japan,” *Journal of Financial Economics*, Vol. 27, No. 1, pp. 67-88.

Hoshi, Takeo, Anil Kashyap and David Scharfstein (1991) ”Corporate Structure, Liquidity, and Investment: Evidence from Japanese Industrial Groups,” *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 106, No. 1, February, pp. 33-60.

Jensen, Michael C. (1986) “Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers,” *American Economic Review*, Vol. 76, No. 2, pp. 323-329.

Jensen, Michael C. (1989) “Eclipse of the Public Corporation,” *Harvard Business Review*, Sept.-Oct., Vol. 67, No. 5, pp. 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*, Vol. 3, No. 4, pp. 305-360.

Johnson, Simon, Peter Boone, Alasdair Breach and Eric Friedman (2000) “Corporate Governance in the Asian Financial Crisis,” *Journal of Financial Economics*, Vol. 58, No. 1-2, pp. 141-186.

Johnson, Simon, Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes and Andrei Shleifer (2000) “Tunneling,” *American Economic Review*, Vol. 90, No. 2, pp. 22-27.

Keynes, John Maynard (1936) *The General Theory of Employment, Interest and Money*, Macmillan Press. (塩野谷祐一訳『雇用・利子および貨幣の一般理論』ケインズ全集第7巻 東洋経済新報社, 1983.)

Khanthavit, Anya, Piruna Polsiri and Yupana Wiwattanakantang (2004) "Did Families Lose or Gain Control after the East Asian Financial Crisis?" in Joseph P. H. Fan, Masaharu Hanazaki and Juro Teranishi eds., *Designing Financial Systems in East Asia and Japan*, Chapter 10, Routledge Curzon, pp. 247-272.

La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer and Robert W. Vishny (1998) "Law and Finance," *Journal of Political Economy*, Vol. 106, No. 6, pp. 1113-1155.

La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes and Andrei Shleifer (1999) "Corporate Ownership around the World," *Journal of Finance*, Vol. 54, No. 2, pp. 471-517.

Lemmon, Michael L. and Karl V. Lins (2003) "Ownership Structure, Corporate Governance, and Firm Value: Evidence from the East Asian Financial Crisis," *Journal of Finance*, Vol. 58, No. 4, pp. 1445-1468.

Mitton, Todd (2002) "A Cross-Firm Analysis of the Impact of Corporate Governance on the East Asian Financial Crisis", *Journal of Financial Economics*, Vol. 64, No. 2, pp. 215-241.

Myers, Stewart C. (1977), "Determinants of Corporate Borrowing," *Journal of Financial Economics*, Vol. 5, No. 2, pp. 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*, Vol. 13, No. 2, pp. 187-221.

Obata, Seki (2002) "Pyramid Business Groups in East Asia: Insurance or Tunneling?" Center for Economic Institutions Working Paper Series, No. 2002-13.

Shleifer, Andrei and Robert W. Vishny (1997) "A Survey of Corporate Governance," *Journal of Finance*, Vol. 52, No. 2, pp. 737-783.

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

農業経済研究 第76巻第4号 (発売中)

《報 告》
環境保全型農業経営体の形成と推進効果分析……胡 柏
カリフォルニア商業的稲作黎明期の移民日本人……立岩寿一
都市農地における区画単位の期待所得土地分級……八木洋憲
——外部不経済と移動効率の影響を考慮して——
西アフリカにおける低湿地の土地所有制度と水管理技術への投資……櫻井武司

《書 評》
新山陽子編『食品安全システムの実践理論』……豊 智行
田中夏子著『イタリア社会的経済の地域展開』……村田 武
田代洋一編『日本農業の主体形成』……渡部岳陽

《会 報》
編集委員会だより

B5判・48頁・定価1280円(本体価格1219円) **日本農業経済学会編集・発行/岩波書店発売**