

アジア危機とコーポレート・ガバナンス

一橋大学 花崎正晴

一橋大学大学院 劉 群

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

しかしながら、東アジア地域の企業データを用いた我々の分析によれば、アジア危機勃発後、企業のパフォーマンスの全般的な悪化傾向に加え、企業間のパフォーマンスのばらつきが拡大していることが明らかとなった。この事実は、必ずしもアジア危機が企業部門に一様な影響を及ぼしたわけではなく、各企業の idiosyncratic な要素がパフォーマンスに無視し得ない影響を及ぼしている可能性があることを示唆するものである。

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

第二に、負債の役割に関しては、二つの仮説が検討される。ひとつは、free-cash-flow 仮説であり、もう一つは debt-overhang 仮説である。我々のデータ分析によると、debt-overhang 仮説は極めて限定的な計測ケースで支持されるのみであり、またアジア危機を契機として free-cash-flow 仮説が主張する負債の規律付けのメカニズムとは反対に、むしろ負債が企業パフォーマンスを悪化させている効果が表れた。この事実は、銀行による借入企業のモニタリングが有効に働かず、貸出がいわゆる crony lending の性格を有することを示唆するものといえる。

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