

アジアにおける上場企業の所有構造と生産性

—90年代のインドネシア, マレーシア, 台湾, 香港を対象に—

紀 平 良 昭

キーワード

所有構造	ownership structure
生産性	productivity
上場企業	listed company
コーポレート・ガバナンス	corporate governance
インドネシア	Indonesia
マレーシア	Malaysia
台湾	Taiwan, Province of China
香港	China, Hong Kong SAR

はじめに

1997年, アジア通貨危機が発生した。世界銀行(2000)は, その原因の一つをコーポレート・ガバナンスの脆弱性に求めた¹⁾。それによれば, 企業の所有集中が過剰債務体質や企業に対する監督体制の弱さを生み出し、結果的に企業の効率性低下につながったとしている²⁾。しかし, Suehiro(2001)は, タ

イの家族所有企業について、相対的に高い所有集中度であるにもかかわらず、必ずしも業績が悪かったとはいえないと指摘し、企業所有の集中がアジア通貨危機発生的主要原因であったとは限らないという仮説を提示した³⁾。また、佐藤(2004)は、Suehiro(2001)と同様の関心から、インドネシア企業について分析し、企業の所有集中と効率低下が無関係であると指摘している⁴⁾。このように既存研究の中には、世界銀行の指摘と異なるものが存在する。果たして世界銀行の指摘は本当に正しかったといえるのだろうか。本稿では分析対象国を拡大して、全要素生産性の観点から、コーポレート・ガバナンスの構造について検討するとともに、企業の所有集中と高負債比率の関係を分析し、世界銀行の指摘が正しかったのか検討する。

本稿の構成は以下のとおりである。1 節で本稿の位置付けを述べ、分析課題を提示する。2 節で分析モデルについて述べる。3 節で所有主体別にみた所有の集中と企業の生産性との関係について述べる。4 節で経営者の所有比率と企業の生産性との関係について述べる。そして、5 節で本稿の分析結果をまとめる。

1. 本稿の位置付けと分析課題の提示

(1) 本稿の位置付け

コーポレート・ガバナンスをめぐる議論における本稿の位置付けは以下の通りである。Berlie and Means(1933)以降、コーポレート・ガバナンスをめぐって多くの研究が、特に欧米を中心に蓄積されている。欧米企業を対象にした既存研究は、企業業績を表す指標として株価関連データを主に利用している。一方、アジアの企業を分析対象とした研究は、90年代に限ってみれば、株式市場の整備が不十分であるため、財務データを利用することが多い。たとえば、世界銀行(2000)、佐藤(2004)、Suehiro(2001)は、総資本利益率(ROA)や株主資本利益率(ROE)などを利用して、所有の集中と企業業績の関係を分

析している。

本稿の分析においても、財務データを利用するが、本稿は全要素生産性に着目して、企業の所有構造と生産性の関係を分析する。そして、ステークホルダーが企業の生産性改善にどのような影響を与えているのかを検討する。このような枠組みの下で、90年代のアジアにおける上場企業を対象にした既存研究には、永野(2001)がある。永野(2001)は、90年代の韓国とタイの上場企業を対象に、筆頭株主(および上位3位株主)、経営者的所有者、機関投資家、外国人投資家、事業会社など、所有の構造および各所有主体による企業の所有集中化が企業の生産性に与える影響について分析した。結果は、韓国とタイで大きく異なり、韓国で機関投資家と事業会社による所有集中が、また、タイで経営者による所有集中が、それぞれ企業の生産性にプラスの影響を与えていた。

本稿は、永野(2001)と同様に全要素生産性による分析を試みるが、分析対象国・地域の状況を考慮して、所有主体の分類をより細かくする。機関投資家や事業会社の中には、安定株主として存在するものもあるはずだが、永野(2001)はこうした所有主体を想定していない⁵⁾。これらの所有主体は、一般に想定される機関投資家や事業会社とは経営に対する規律付けという面で異なる性質を持つと考えられる。したがって、本稿では、株式持ち合いの関係にある関連会社や企業グループの保有する系列投資会社などを新たに分類し、安定株主の所有集中が企業の生産性に与える影響を分析する。

さらに、世界銀行の指摘が妥当なものであったのか検討するため、経営者の所有集中度が高い企業において、企業の資本構成(DE レシオ=負債/資本比率)と生産性の改善がどのような関係にあるのか分析する。そして、これらの企業で、高いDE レシオに陥りやすかったのか、企業の生産性低下をもたらしていたのかどうか検討する。

なお、分析対象国・地域は、Claessens, Djankov and Lang (1999)が扱った9カ国・地域⁶⁾で、永野(2001)では取り上げられなかった、インドネシア、マレーシア、台湾、香港とした。

(2) 分析課題

ここでは、本稿の分析課題を述べる。なお、この部分の記述は、永野(2001)に依拠するところが大きい⁷⁾。

1) Berle and Means(1932)によれば、多数の株主によって株式が分散保有されると、所有と経営の分離状態が実質的に作り出される。その結果、個々の株主は経営者の経営をモニタリングするインセンティブを失い、また、経営者も所有者の利益を第一に考えて経営を行うインセンティブを失う⁸⁾。永野(2001)は、Berle and Means(1932)の説を援用し、韓国とタイの上場企業で株式所有の分散化が企業の生産性に与える影響を分析したが、タイ企業でBerle and Means(1932)の主張するような結果を確認できなかった。本稿は、永野(2001)と同様の問題関心から、企業所有の分散化が企業の生産性に与える影響を分析し、分析対象国・地域の企業においてBerle and Means(1932)の主張するような結果がみられるのか検証する。

2) Jensen and Meckling(1976)は、所有者による経営のモニタリングが不完全になることで、経営者のインセンティブが低下することに注目した。エージェンシー理論によれば、経営者の所有比率が低くなるほど、経営者が企業の適正規模を超えた無駄な投資をしたり、必要以上のフリンジ・ベネフィットを享受したり、自らの報酬を高く設定したりするなどして、経営者と所有者との利害対立が激しくなる⁹⁾。永野(2001)は、Jensen and Meckling(1976)の説を援用し、経営者の所有集中化が企業の生産性に与える影響を分析し、タイ企業で経営者所有比率が上昇するにつれて、所有者と経営者間の利害対立が収まる傾向にあったと指摘している。本稿は、永野(2001)と同様の問題関心から、経営者の所有集中化¹⁰⁾が企業の生産性に与える影響を分析し、分析対象国・地域の企業においてJensen and Meckling(1976)の主張するような結果がみられるのか検証する。

3) Pound(1988)は、企業や機関投資家の所有と企業業績の関係について、以下のような3つの仮説を提示した¹¹⁾。第一に、企業や機関投資家が経営を効率的にモニタリングするため、所有される企業の業績にはプラスの効果を

持つ。第二に、企業や機関投資家が他の取引関係を重視し、経営者を支持するため、所有される企業の業績にはマイナスの効果を持つ。そして、第三に、企業や機関投資家が経営者と相互に協力することに利害を見出し、両者が戦略的同盟を結ぶため、所有される企業の業績にはマイナスの効果を持つ。以上の 3 つの仮説は、順に「効率的モニタリング仮説(‘efficient monitoring’ hypothesis)」、「利益相反仮説(conflict-of-interest hypothesis)」、「戦略的提携仮説(strategic alignment hypothesis)」と呼ばれる。永野(2001)は、Pound(1988)の仮説をもとに、韓国とタイの上場企業について機関投資家や事業会社などによる所有集中が企業の生産性に与える影響を分析し、そして、各所有主体の行動が Pound(1988)によって提示された 3 つの仮説のどれに当てはまるのか検証した¹²⁾。ここで想定される関係は、以下のとおりである。すなわち、機関投資家による企業の所有集中化により、機関投資家が経営者の経営を効率的にモニタリングするため、企業の生産性にプラスの影響を与えると考えられる¹³⁾。一方、機関投資家が効率的に経営をモニタリングしていなければ、企業の生産性にマイナスの影響を与えると考えられ、利益相反仮説あるいは戦略的提携仮説が当てはまるかもしれない。なお、永野(2001)の分析結果によれば、韓国において機関投資家や事業会社による効率的モニタリング仮説が存在する。本稿は、永野(2001)と同様の問題関心から、機関投資家や系列投資会社¹⁴⁾などによる所有の集中が、企業の生産性に与える影響を分析し、分析対象国・地域の企業において、各所有主体が Pound(1988)のいずれの仮説に当てはまるのか検証する。

4) この他、永野(2001)は、外国人投資家(外資)による所有の集中が企業の生産性に与える影響を分析した¹⁵⁾。それによれば、韓国とタイが企業の所有集中により経営を効率的にモニタリングするという明確な関係性は明らかにされなかった。一般的に、外資による企業の所有集中は、所有者(外資)が経営者の経営を効率的にモニタリングし、企業の生産性にプラスの影響を与えると考えられる。しかし、所有者(外資)と他の国内ステークホルダーとの間で利害の対立がある場合には、所有者(外資)によって効率的な経営モニタリ

ングがされず、結果的に企業の生産性にマイナスの影響を与えるかもしれない。本稿の分析対象国・地域には、外資の存在が比較的大きい国・地域も含まれるため、永野(2001)と同様の問題関心から、外資による所有集中が企業の生産性に与える影響を分析する。そして、分析対象国・地域の外資が経営を効率的にモニタリングしているのか検証する。

また、本稿では、安定株主(関連会社、系列投資会社)および政府・公企業による企業所有の集中が、企業の生産性に与える影響について分析する¹⁶⁾。

5) 事業会社の中には、乗っ取りや敵対的買収を避けるため、また、戦略的な提携関係や重要な取引関係を維持するために株式を保有する場合がある¹⁷⁾。こうした企業は、株式の安定的な所有を通じて、エージェンシー・コストを低く抑えているかもしれない。一方で、株式の安定的な所有は、株式価値の最大化を必ずしも目的としていないため¹⁸⁾、経営者が所有者による経営のモニタリングをうまく逃れ、効率的な経営を行うインセンティブに欠けているかもしれない。本稿では、事業会社のうち安定株主が企業の生産性に与える影響について分析する。そのため、株式の保有比率および安定的に保有した期間を基準に、関連会社による所有として分類し、それらの所有集中が企業の生産性に与える影響をみることで、関連会社が効率的に経営をモニタリングしているのか検証する。

6) 企業グループ傘下の投資会社は、グループの親会社や中核企業から投資など経営意思の決定に影響を受けているかもしれない。また、ある程度まとまった比率の株式を中長期にわたり安定的に保有する機関投資家は、企業グループの親会社や中核企業などと戦略的パートナーの関係を持っているかもしれない。こうした企業グループ傘下の投資会社や戦略的パートナー関係にある機関投資家の投資行動は、一般の機関投資家のそれとは異なると考えられる。たとえば、系列投資会社は、株式価値の最大化を目指した投資行動をせず、投資先企業の経営を効率的にモニタリングするインセンティブに欠け、企業の生産性にマイナスの影響を与えているかもしれない。また、企業グループの親会社や中核企業および戦略的パートナー関係を持つ機関投資家が、

投資先の企業価値や業績を重視しているのであれば、経営を効率的にモニタリングし、企業の生産性にプラスの影響を与えられると思われる。このため、本稿では企業グループ傘下の投資会社や一定比率以上の株式を中長期にわたり安定的に保有する機関投資家を、ともに系列投資会社として分類し、系列投資会社による所有の集中が企業の生産性に与える影響を分析する。そして、系列投資会社と経営との関係が、すでに紹介した Pound(1988)の仮説のどれに当てはまるのか検証する。

7) Claessens, Djankov and Lang (1999)は、マレーシアの上場企業に「政府による企業のコントロール」が存在すると指摘した¹⁹⁾。周知のように、マレーシアではブミプトラ政策により、政府・公企業が上場企業の所有面から関わりをもっている²⁰⁾。本稿は、マレーシア上場企業における所有面での特殊性を考慮し、政府・公企業が企業の生産性に与える影響を分析する。

さらに、世界銀行の指摘が妥当なものであったのか検討するため、企業の資本構成と生産性との関係について分析する。なお、本稿は、全要素生産性による分析をするので、以下に述べる分析課題も含める。

8) Jensen(1986)は、経営者と所有者間の利害対立について、フリー・キャッシュ・フローの存在に注目した。エージェンシー理論によれば、企業に多額のフリー・キャッシュ・フローがある場合、所有者は増配や自社株の買戻しを要求するが、経営者は新規投資に使うことを望むため、経営者と所有者間で利害の対立が発生する²¹⁾。このため、両者の利害対立を回避する一つの方法として、所有者は経営者に対して企業のフリー・キャッシュ・フローを少なくし、新規投資に必要な資金を銀行など外部から調達することを要求する。外部資金の調達によって、企業の外部から経営に対する規律付けがはたらくため、経営者の生産・投資行動をある程度制約できる²²⁾。一方、マネジメント・バイアウトを実行する場合、企業の負債比率を高めることは、経営者にプラスのインセンティブを与える場合もある。つまり、企業の負債を増加させ、経営者の所有比率を高める場合、経営者に企業のコントロール権を集中させることができる²³⁾。

永野(2001)は、Jensen(1986)の議論を踏まえ、全要素生産性の推計において資本構成 (DE レシオ)を説明変数に加えた。分析の結果、韓国で DE レシオが企業の生産性におおむねプラスの影響を与えており、韓国では DE レシオの増加によって、企業外部からの経営規律付けが効率的に機能していたと指摘する。本稿は、永野(2001)と同様の問題関心から、企業の資本構成が生産性に与える影響を分析し、企業外部から経営に対する規律付けがはたらいっているのか検証する。

また、世界銀行(2000)は、企業の所有集中度の高さと DE レシオの高さに正の相関関係があるとした²⁴⁾。本稿(4 節)では、経営者の所有集中度が高い企業に分析対象を絞り、これらの企業について DE レシオと生産性の改善との関係を見る。つまり、経営者の所有集中度が高い企業は、高い DE レシオに陥りやすかったのか、企業の効率低下をもたらしていたのかどうかをみることで、世界銀行の指摘が妥当なものであったのか検討する。

以上のような課題の下で、本稿の分析を進めていく。

2. 分析モデル, 利用データ

(1) 分析モデル

生産関数の推定にあたり、本稿では以下のような 2 要素の生産関数を仮定する。

$$Y = AK^{\alpha}L^{\beta} \quad (1)$$

ここで Y は生産量(売上高), K は資本投入量(固定資本), L は労働投入量(労働者数)であり, A は総要素生産性を表すパラメータである。また, α は資本生産弾力性であり, β は労働生産弾力性である。(1)式の両辺を対数化し, 時間に関して微分して整理しなおすと(2)式のように表すことができる。

アジアにおける上場企業の所有構造と生産性

表1 インドネシア企業の各種変数の平均値

単位：100万リンギ

年	企業数 (社)	従業員数 (人)	固定資産	売上高	負債	株式保有比率 (%)					
						上位3大株主	外資	機関投資家	経営者の所有者	系列投資会社	関連企業
1993	45	3,737	267,907	585,268	551,288	64.5	34.7	5.3	14.2	0.4	42.3
1994	42	3,945	333,726	791,847	606,900	66.4	34.6	5.6	15.2	0.6	42.3
1995	33	5,462	504,589	1,237,907	822,472	66.7	38.1	4.9	9.7	0.7	50.6
1996											
1997	45	7,582	880,077	1,581,912	2,410,556	64.7	35.8	7.6	3.8	2.8	44.5

(出所) Asian Company Handbook (東洋経済新報社) 各年度版。

表2 マレーシア企業の各種変数の平均値

単位：100万ルピア

年	企業数 (社)	従業員数 (人)	固定資産	売上高	負債	株式保有比率 (%)						
						上位3大株主	外資	機関投資家	経営者の所有者	系列投資会社	関連企業	政府・公企業
1990	53	3,691	546	335	313	38.7	14.7	9.1	4.7	0.8	30.4	12.3
1991	65	3,442	670	420	331	42.2	11.8	11.9	2.5	0.3	30.8	11.0
1992	76	3,806	752	451	473	38.2	7.0	12.9	4.0	1.9	29.7	10.0
1993	52	4,263	776	705	581	42.1	5.2	13.8	8.7	1.2	23.6	10.5
1994	75	4,135	864	756	644	47.1	8.2	12.3	6.5	1.7	27.0	10.0
1995	77	3,910	1,194	765	776	40.3	16.2	12.5	8.5	3.4	27.4	9.4
1996												
1997	61	4,240	1,543	1,165	1,926	44.1	25.4	21.5	2.5	2.5	25.8	10.2

(出所) Asian Company Handbook (東洋経済新報社) 各年度版。

$$\ln Y = \ln A + \alpha \ln K + \beta \ln L \quad (2)$$

$\ln Y$, $\ln K$, $\ln L$ は、順に生産量増加率 ($\Delta Y/Y$), 資本投入量増加率 ($\Delta K/K$), 労働投入量増加率 ($\Delta L/L$) であり, $\ln A$ は総要素生産性の上昇率 ($\Delta A/A$) である。さらに, 企業の所有構造が生産性に与える影響をみるため, 総要素生産性に影響を与える要因として株式の所有構造と資本構成を加える。

次に, (2)式の生産関数を推計するために定式化を行う。確立項を含む2要素生産関数を仮定すると, 以下のように(3)式のように表すことができる。

$$Y_{ij} = K_{ij}^{\alpha} L_{ij}^{\beta} e^{A+\varepsilon} \quad (3)$$

(3)式の対数を取ると(4)式のようになる。

$$\ln Y_{ij} = A + \alpha \ln K_{ij} + \beta \ln L_{ij} + \varepsilon \quad (4)$$

ここで A は技術係数, ε は平均 0 で正規分布を仮定した攪乱項, \ln は自然対数を表す。添え字の ij は, 第 i 番目(企業の ID 番号)の第 j 年を表す。

ここで技術係数 A について, 各企業の生産効率を表す変数として次のよう

表3 台湾企業の各種変数の平均値

単位: 100万台湾ドル

年	企業数 (社)	従業員数 (人)	固定資産	売上高	負債	株式保有比率 (%)					
						上位3大株 主	外資	機関投資 家	経営者の 所有者	系列投資 会社	関連企業
1989	106	1,921	3,852	6,028	3,611	27.1	9.2	3.7	12.8	4.7	8.2
1990	117	1,713	3,796	6,683	3,478	25.7	7.6	2.7	12.9	4.4	8.0
1991	120	1,717	4,307	6,909	4,209	23.7	7.3	2.2	12.2	4.0	7.6
1992	118	1,723	4,616	8,644	4,664	23.2	7.8	1.8	11.7	3.8	7.9
1993	116	2,029	4,845	9,999	8,175	22.9	8.0	2.0	11.3	3.7	7.7
1994	119	2,105	5,261	11,805	9,488	20.7	10.9	1.7	10.2	3.7	6.9
1995	117	2,234	5,745	11,943	11,305	20.7	12.7	2.0	9.7	3.6	7.0
1996	48	2,192	6,414	25,471	12,513	47.4	31.2	4.7	20.6	8.6	16.5

(出所) Asian Company Handbook (東洋経済新報社) 各年度版。

表4 香港企業の各種変数の平均値

単位: 100万香港ドル

年	企業数 (社)	従業員数 (人)	固定資産	売上高	負債	株式保有比率 (%)					
						上位3大株 主	外資	機関投資 家	経営者の 所有者	系列投資 会社	関連企業
1990	12	8,691	4,857	5,456	3,730	57.0	11.8	12.3	0.0	21.5	32.4
1991	15	5,872	4,679	4,806	3,280	53.6	13.1	12.8	3.8	20.6	24.2
1992	16	7,328	6,555	4,712	3,196	53.6	16.6	14.1	0.0	21.3	26.9
1993	18	7,353	5,375	5,720	3,950	57.6	18.7	12.4	3.7	14.6	34.5
1994	22	9,135	15,216	8,541	8,287	55.9	11.8	1.5	10.0	4.9	38.3
1995	37	7,430	8,377	5,497	5,931	57.7	18.5	1.1	8.6	2.5	43.3
1996	32	8,876	14,990	6,724	8,504	55.3	8.6	1.7	15.8	3.1	35.5
1997	46	8,642	15,278	7,678	9,976	54.7	9.8	1.5	10.9	2.1	40.9

(出所) Asian Company Handbook (東洋経済新報社) 各年度版。

な形でさらにいくつかの変数の影響下にあると仮定する。

$$A = \alpha_0 + \sum aT_{ij} + \sum aR_{ij} + \sum aP_y + \sum aD_z + \varepsilon \quad (5)$$

(5)式の第2項の変数Tは所有主体別の所有比率を表している。これにより所有構造が生産性に影響を与えるかどうか検証する。第3項の変数RはDEレシオである。第4項のダミー変数Pは産業ダミーである。産業によって財務構造が異なると考えられるため、製造業と非製造業を区別して扱い、製造業ダミーを設けた。また、同様の理由から、国営企業や政府系の投資機関が所有する企業は、私企業と経営目的や行動が異なると考えられるため、国営・政府系企業ダミーを設けた。さらに、マレーシアでは、プランテーションを経営する企業について、プランテーション・ダミーを設けた²⁵⁾。そして、第5項のダミー変数Dは年の違いを表している。年によって景気変動があり、それが企業効率に影響すると考えるためである²⁶⁾。

なお、生産関数の推計では内生性の問題を考慮するため、企業の生産要素

表5 インドネシア企業の実証結果

説明変数						
労働		0.388 *** (11.12)	0.438 *** (7.06)	0.387 *** (4.47)	0.605 *** (6.86)	0.399 *** (5.57)
資本		0.368 *** (10.49)	0.335 *** (5.65)	0.230 *** (2.84)	0.407 *** (4.22)	0.257 *** (3.87)
上位3位の持ち株比率		0.006 *** (2.65)				
外資持ち株比率			0.003 (0.86)			
所有構造	機関投資家			0.009 (1.10)		
	経営者的所有者				0.003 (0.75)	
	関連企業					-0.008 ** (-1.97)
DEレシオ		0.107 *** (4.18)	0.118 *** (4.54)	0.079 ** (2.50)	0.243 *** (3.07)	0.194 *** (4.80)
自由度調整済決定係数		0.64	0.62	0.72	0.76	0.63
F 値		32.91	30.48	21.42	21.17	24.10
企業数		164	162	73	59	124

(注) *, **, ***はそれぞれ10%, 5%, 1%有意水準を示す。

を表す説明変数(K と L)、所有比率、DE レシオは、すべて1期前のデータを利用した。以上のような定式化の下で、国・地域別に生産関数を推計し、所有構造が生産に与える影響などを分析する。

(2) 使用データ

分析に使用したデータは、『Asian Company Handbook』(各年版)から得られた²⁷⁾。各種変数の平均値を表1～4に示した。これらのデータは、いずれも現地通貨建てで表示されている財務データである。インドネシアのデータは93年から97年、マレーシアと香港のデータは90年から97年、そして、台湾のデータは89年から96年まで得られた²⁸⁾。いずれの国・地域についても、アジア通貨危機の影響を考慮して97年7月以降の売上高データは利用しなかった。

「経営者的所有者」の所有比率は、「会長」、「社長」の所有比率を足した。

表6 マレーシア企業の実証結果

説 明 変 数								
労働		0.388 *** (11.12)	0.341 *** (5.31)	0.392 *** (9.01)	0.359 *** (4.61)	0.480 *** (9.16)	0.187 (1.77)	0.348 *** (6.26)
資本		0.368 *** (10.49)	0.389 *** (7.36)	0.385 *** (8.28)	0.334 *** (4.07)	0.354 *** (6.65)	0.241 (1.57)	0.416 *** (8.63)
上位3位の持ち株比率		0.006 *** (2.65)						
外資持ち株比率			0.008 *** (2.61)					
所有構造	機関投資家			-0.008 ** (-2.53)				
	経営者の所有者				0.002 (0.36)			
	政府・公企業					-0.001 (-0.88)		
	系列投資会社						0.002 (0.24)	
	関連企業							0.010 *** (2.94)
DEレシオ		0.047 ** (2.28)	0.039 (1.54)	0.068 *** (2.70)	0.095 (1.42)	0.107 * (1.84)	0.026 (0.15)	0.048 (1.09)
自由度調整済決定係数		0.59	0.58	0.58	0.56	0.72	0.44	0.55
F 値		57.05	23.02	37.75	10.63	43.16	2.54	28.96
企業数		459	194	314	83	201	23	279

(注) *, **, ***はそれぞれ10%, 5%, 1%有意水準を示す。

「外資」の所有比率は「Foreign Ownership」の比率である²⁹⁾。「機関投資家」の所有比率は保険会社、投資信託会社などの所有比率を足した。「系列投資会社」は、20%以上の株式を4年以上安定的に保有する機関投資家、および、企業グループの銀行などに所有されている株式所有比率を足した。「関連企業」の所有比率は、20%以上の株式を4年以上安定的に保有する企業や取引関係欄に掲載されている企業の所有比率を足した。なお、マレーシアについては、ブミプトラ政策の影響等を考慮して、「政府・公企業」による所有比率を加えた。

3. 所有主体別にみた生産関数の推計結果

(1) 各国・地域別にみた推計結果

インドネシアについて(表5・参照)、分析対象は73企業、有効サンプルは

アジアにおける上場企業の所有構造と生産性

表7 台湾企業の実証結果

説明変数							
労働		0.582 *** (22.51)	0.597 *** (19.00)	0.702 *** (17.16)	0.553 *** (21.31)	0.527 *** (10.95)	0.348 *** (6.26)
資本		0.284 *** (11.48)	0.274 *** (9.30)	0.153 *** (4.02)	0.369 *** (13.89)	0.384 *** (6.96)	0.416 *** (8.63)
上位3位の持ち株比率		0.004 *** (2.72)					
外資持ち株比率			0.004 ** (2.22)				
所有構造	機関投資家			0.017 *** (2.63)			
	経営者的所有者				-0.007 *** (-3.93)		
	系列投資会社					-0.007 ** (-2.16)	
	関連企業						0.010 *** (2.94)
DEレシオ		0.703 *** (5.00)	0.651 *** (3.49)	0.408 * (1.72)	0.504 *** (3.45)	0.552 ** (2.02)	0.048 (1.09)
自由度調整済決定係数		0.73	0.74	0.70	0.76	0.78	0.55
F 値		216.65	130.01	51.09	185.33	83.38	28.96
企業数		861	605	304	773	314	279

(注) *, **, ***はそれぞれ10%, 5%, 1%有意水準を示す。

164 個であった。所有の集中が企業の生産性に与える影響は以下の通りである。少数の株主による所有集中化は、企業の生産性にプラスの影響を与えている。関連企業による株式所有の集中は企業の生産性にマイナスの影響を与えている。経営者、外資および機関投資家による所有の集中は、企業の生産性に影響を与えていない。また、いずれの推計においても、DE レシオが企業の生産性にプラスの影響を与えている。

マレーシアについて(表 6・参照)、分析対象は 120 企業、有効サンプルは 459 個であった。所有の集中が企業の生産性に与える影響は以下の通りである。少数の株主、外資および関連企業による所有の集中化は、企業の生産性にプラスの影響を与えている。機関投資家による所有の集中化は企業の生産性にマイナスの影響を与えている。経営者および政府・公企業による所有集中と企業の生産性には関係はない。また、少数の大株主、機関投資家、政府・公企業による所有集中がみられる企業で、DE レシオが企業の生産性にプラスの影響を与えている。

表8 香港企業の実証結果

説明変数							
労働		0.409 *** (10.89)	0.326 *** (3.17)	0.427 *** (6.89)	0.422 *** (6.39)	0.448 *** (3.55)	0.420 *** (9.82)
資本		0.264 *** (9.35)	0.445 *** (6.39)	0.250 *** (5.67)	0.251 *** (6.20)	0.476 *** (7.18)	0.298 *** (8.57)
上位3位の持ち株比率		0.003 (1.18)					
外資持ち株比率			0.002 (0.33)				
所有構造	機関投資家			0.032 ** (2.17)			
	経営者的所有者				0.006 * (1.80)		
	系列投資会社					-0.024 *** (-2.93)	
	関連企業						0.003 (0.97)
DEレシオ		0.006 (0.34)	0.096 (0.87)	0.036 (0.50)	-0.009 (-0.10)	0.113 (1.00)	0.007 (0.41)
自由度調整済決定係数		0.72	0.85	0.69	0.71	0.67	0.73
F値		36.59	21.41	19.27	20.44	12.22	30.31
企業数		198	49	110	89	66	149

(注) *, **, ***はそれぞれ10%, 5%, 1%有意水準を示す。

台湾について(表7・参照), 分析対象は124企業, 有効サンプルは861個であった。所有の集中が企業の生産性に与える影響は以下の通りである。少数の株主, 機関投資家, 外資および関連企業による所有の集中化は企業の生産性にプラスの影響を与えている。経営者および系列投資会社による所有の集中化は企業の生産性にマイナスの影響を与えている。また, 関連企業を除いて, いずれの推計においても, DEレシオが企業の生産性にプラスの影響を与えている。

香港について(表8・参照), 分析対象は55企業, 有効サンプルは198個であった。推計結果から株式保有の集中が企業の生産性に与える影響は, 以下の通りである。少数の株主, 外資, 関連企業による所有の集中は企業の生産性に関係ない。経営者および機関投資家による所有の集中は企業の生産性にプラスの影響を与えている。系列投資会社による所有の集中は, 企業の生産性にマイナスの影響を与えている。また, いずれの推計においても, DEレシオが企業の生産性に影響を与えていない。

アジアにおける上場企業の所有構造と生産性

表9 経営者所有比率別記述統計（インドネシア）

単位：100万ルピア

経営者保有比率	企業数(社)		従業員数(人)	固定資産	売上高	負債	経営者保有比率(%)
0～10%	17	平均	12,767	425,556	1,320,969	751,364	4.5
		最大値	52,000	2,108,980	6,558,296	2,258,263	9.5
		最小値	58	26,864	42,901	6,218	0.1
		標準偏差	18,576	487,757	1,814,071	692,136	3.2
10～20%	14	平均	8,836	250,784	836,879	382,335	14.7
		最大値	47,771	682,194	4,783,722	1,425,674	20.0
		最小値	420	19,950	27,283	2,821	10.5
		標準偏差	15,428	209,494	1,426,771	491,633	3.6
20～50%	16	平均	9,536	1,184,384	1,292,152	1,394,386	38.2
		最大値	29,670	4,950,109	4,271,231	5,807,861	50.0
		最小値	775	32,374	65,345	63,699	24.1
		標準偏差	9,277	1,495,532	1,417,814	1,582,100	9.7
50%以上	13	平均	3,978	222,763	645,953	466,903	66.0
		最大値	15,050	813,306	1,687,786	1,174,646	84.4
		最小値	750	57,837	51,511	40,664	50.3
		標準偏差	4,786	200,280	503,291	336,690	11.9

(出所) Asian Company Handbook (東洋経済新報社) 各年度版。

(2) 設定した検討課題に対する結果

1) 上位株主への所有の集中は、インドネシア、マレーシア、台湾で生産性にプラスの関係であったが、香港では両者に関係はなかった。インドネシア、台湾では、少数の大株主による企業経営のモニタリングがうまく機能していると思われる。特に、インドネシアでは、上位3大株主への集中度は相対的に高く(表1・参照)、その傾向は顕著であるといえよう。一方、香港では、上位3大株主への集中度は一貫して高い(表4・参照)が、少数の大株主による効率的な経営のモニタリングは必ずしもうまく機能していなかったと考えられる。そして、企業所有が分散することにより企業経営をモニターする能力が弱まるとした Berle and Means(1933)の議論は、香港の上場企業において確認できなかった。

2) 経営者による企業所有の集中と企業の生産性との関係は以下のようになっている。香港では経営者の所有集中が、企業の生産性にプラスの影響を与えている。香港では、経営者所有比率の平均値は相対的にそれほど高くな

表10 経営者所有比率別記述統計 (マレーシア)

単位: 100万リンギ

経営者保有比率	企業数(社)		従業員数(人)	固定資産	売上高	負債	経営者保有比率 (%)
0~30%	43	平均	1,475	150	301	330	13.9
		最大値	7,500	542	1,391	4,172	28.7
		最小値	29	12	35	15	0.2
		標準偏差	1,843	144	283	701	8.4
30~40%	15	平均	1,862	325	711	1,215	35.7
		最大値	5,240	821	2,067	11,697	39.9
		最小値	30	9	36	31	31.7
		標準偏差	1,531	248	637	2,830	2.6
40~50%	12	平均	4,659	544	1,216	963	44.3
		最大値	11,767	1,815	4,119	3,218	49.9
		最小値	157	49	94	30	40.2
		標準偏差	4,577	555	1,246	894	3.5
50%以上	9	平均	3,188	155	614	326	62.5
		最大値	16,149	498	3,190	1,073	90.4
		最小値	330	29	35	2	50.2
		標準偏差	4,245	158	835	317	12.7

(出所) Asian Company Handbook (東洋経済新報社) 各年度版。

く(表4・参照), 経営者は他の主要な株主によって経営を効率的にモニタリングされていると考えられる。一方, 台湾では経営者の所有集中が, 企業の生産性にマイナスの影響を与えている。台湾では経営者と所有者間で利害対立を引き起こしているのではないかと。また, マレーシア, インドネシアでは経営者の所有集中と企業の生産性に関係はなかった。

3) 機関投資家による所有の集中は, 香港と台湾で生産性にプラスの関係, マレーシアで生産性にマイナスの関係であったが, インドネシアでは両者の関係はみられなかった。香港と台湾では, 機関投資家による所有集中化によって, 経営を効率的にモニタリングしていたと考えられる。つまり, 香港と台湾では機関投資家の所有集中化による, 効率的モニタリング仮説が存在するのではないかと³⁰⁾。一方, マレーシアの機関投資家には, 利益相反仮説か戦略的提携仮説が存在するのではないかと。同国はブミプトラ政策など特殊な経済政策を推進しており, 機関投資家の投資行動が政策の影響を受けているものと思われる。

4) 外資による所有の集中は, マレーシアと台湾で生産性にプラスの関係で

アジアにおける上場企業の所有構造と生産性

表11 経営者所有比率別記述統計 (台湾)

単位: 100万台湾ドル

経営者保有比率	企業数(社)		従業員数(人)	固定資産	売上高	負債	経営者保有比率 (%)
0~10%	431	平均	2,332	4,223	10,714	11,015	4.4
		最大値	37,799	29,154	278,320	678,023	9.8
		最小値	42	12	136	82	0.0
		標準偏差	4,832	5,212	23,999	53,114	2.9
10~20%	182	平均	2,091	5,535	9,543	5,534	14.8
		最大値	21,300	53,499	94,827	89,726	20.0
		最小値	127	231	572	58	10.0
		標準偏差	3,591	8,410	16,649	10,496	2.9
20~30%	99	平均	1,246	2,900	5,072	3,086	24.8
		最大値	10,180	24,304	31,612	19,154	29.9
		最小値	108	183	369	123	20.2
		標準偏差	1,337	3,818	5,674	3,859	2.6
30%以上	61	平均	1,177	3,327	5,014	4,853	40.8
		最大値	4,229	25,098	27,900	36,368	60.7
		最小値	250	246	318	35	30.1
		標準偏差	1,048	3,533	4,951	7,487	8.4

(出所) Asian Company Handbook (東洋経済新報社) 各年度版。

あったが、インドネシアと香港では両者に関係はなかった。マレーシアと台湾では外資と国内のステークホルダーとで利害の対立を抑えていたと考えられる。一方、インドネシアと香港では、このような経路を通じた企業の生産性改善はみられない。特に、インドネシアでは、外資の株式保有比率が平均的に高いこともあり(表1・参照)、企業が効率的な経営をするために、外資と国内のステークホルダー間で何らかの利害の調整をしなければならないのではないかと考えられる。

5) 関連企業による所有の集中化は、マレーシア、台湾で企業の生産性にプラスの関係、インドネシアで企業の生産性にマイナスの関係であった。マレーシア、台湾では取引先企業などの関連企業が安定的な所有を通じて、エージェンシー・コストを低く抑えていたと考えられる。一方、インドネシアでは関連企業の平均所有比率が相対的に高い(表1・参照)が、関連企業による所有は、株式価値の最大化を目指さない株式持ち合いのためか、経営者が効率的な経営を行うインセンティブを欠いていたと考えられる。

6) 系列投資会社による所有の集中は、香港と台湾で企業の生産性にマイナスの関係であった。香港と台湾の系列投資会社は、株式価値の最大化を目指

表12 経営者所有比率別記述統計（香港）

単位：100万香港ドル

経営者保有比率	企業数(社)		従業員数(人)	固定資産	売上高	負債	経営者保有比率(%)
0～10%	43	平均	4,999	11,409	5,242	6,518	1.9
		最大値	40,000	63,188	44,590	62,680	8.4
		最小値	29	88	365	116	0.1
		標準偏差	7,806	15,336	8,616	11,797	2.0
10～30%	19	平均	11,750	13,202	8,783	8,970	19.6
		最大値	45,000	99,883	47,627	67,051	27.2
		最小値	341	343	378	437	12.1
		標準偏差	12,609	25,992	12,222	17,154	4.7
30%以上	20	平均	4,000	21,561	5,712	8,534	48.2
		最大値	11,000	103,881	28,960	32,664	66.3
		最小値	280	36	458	175	31.2
		標準偏差	3,186	32,308	7,690	10,471	9.6

(出所) Asian Company Handbook (東洋経済新報社) 各年度版。

した投資行動をしておらず、投資先企業の経営を効率的にモニタリングするインセンティブに欠けていたのではないか。香港と台湾の系列投資会社は、Pound(1988)の提示した仮説のうち、利益相反仮説ないし戦略的提携仮説に当てはまるかもしれない。

7) マレーシアでは政府・公企業による所有集中度が企業の生産性に影響を与えていない。政府・公企業による所有の集中がみられる企業では、生産性を改善するようなコーポレート・ガバナンス構造の構築が一つの課題といえよう。

8) 企業の財務構造(DE レシオ)が生産性に与える影響は、おおむね企業の生産性にプラスの影響を持っていたが、香港では両者に関係がなかった。インドネシア、マレーシア、台湾では DE レシオの増加により、企業外部からの経営規律付けが効率的に機能していたと考えられる。

4. 経営者の所有比率別でみた生産関数の推計結果

ここでは、オーナー経営者が所有者との利害対立を抑えて、企業の生産性

アジアにおける上場企業の所有構造と生産性

表13 経営者所有比率別推計結果（インドネシア）

経営者所有比率	0～10%	10～20%	20～30%	30～40%	40～50%	50%以上
労働	0.361 *** (4.73)	0.934 *** (6.51)		0.387 * (1.97)		0.643 *** (4.30)
資本	0.481 *** (3.59)	0.222 (0.67)		0.653 *** (5.38)		0.527 ** (2.42)
経営者所有	-0.220 *** (-4.85)	0.125 * (2.21)		0.035 ** (2.36)		-0.007 (-0.65)
DEレシオ	-0.216 (-0.82)	0.741 (0.96)		-0.051 (-0.19)		0.324 *** (5.51)
自由度調整済決定係数	0.92	0.89		0.83		0.89
F値	23.69	26.59		19.29		13.11
企業数	17	14		16		13

(注) *, **, ***はそれぞれ10%, 5%, 1%有意水準を示す。

表14 経営者所有比率別推計結果（マレーシア）

経営者所有比率	0～10%	10～20%	20～30%	30～40%	40～50%	50%以上
労働		0.239 *** (2.81)		0.479 * (2.22)	0.216 (1.61)	1.039 *** (2.29)
資本		0.199 *** (1.74)		0.311 (1.27)	1.212 ** (3.40)	0.520 *** (2.79)
経営者所有		0.064 (0.74)		0.332 ** (3.54)	0.229 * (2.15)	0.019 (0.57)
DEレシオ		-0.022 (-1.52)		0.368 ** (3.07)	0.243 (0.97)	0.135 (0.28)
自由度調整済決定係数		0.31		0.73	0.88	0.83
F値		5.64		4.81	17.18	10.99
企業数		43		15	12	9

(注) *, **, ***はそれぞれ10%, 5%, 1%有意水準を示す。

を改善しているかどうか検証する。また、世界銀行(2000)の指摘との相違点についても検討する。

このため、経営者による所有が確認できる企業に生産関数の推計対象を絞り、経営者所有比率を 3, 4 分位に分割した。各分位で経営者の所有比率と企業の生産性がどのような関係にあるのかをみることで、経営者による所有が、経営者と所有者の利害対立を抑制し、モニタリング・コストの低下をもたらしているのかを検証する。また、これらの企業において、DE レシオと生産性の改善との関係を分析し、所有集中度の高い企業と DE レシオの高さに正の相関関係があるとした世界銀行の指摘が妥当であるといえるのか検討する。なお、国・地域により、利用可能な標本数に限りがあったため、経営者所有比率の分位区分は異なっている(表 9～12・参照)。

表15 経営者所有比率別推計結果（台湾）

経営者所有比率	0～10%	10～20%	20～30%	30～40%	40～50%	50%以上
労働	0.570 *** (14.93)	0.426 *** (10.64)	0.876 *** (9.85)		0.577 *** (5.14)	
資本	0.309 *** (6.96)	0.542 *** (14.44)	0.184 *** (2.24)		0.328 *** (2.78)	
経営者所有	-0.025 *** (-2.26)	0.006 (0.54)	-0.043 * (-1.94)		0.018 * (1.91)	
DEレシオ	0.641 *** (2.75)	0.006 (1.23)	0.719 * (1.73)		0.860 (1.56)	
自由度調整済決定係数	0.73	0.88	0.71		0.65	
F値	89.52	115.04	20.61		11.15	
企業数	431	182	99		61	

(注) *, **, ***はそれぞれ10%, 5%, 1%有意水準を示す。

表16 経営者所有比率別推計結果（香港）

経営者所有比率	0～10%	10～20%	20～30%	30～40%	40～50%	50%以上
労働	0.519 *** (11.19)		0.348 (1.40)		0.284 (1.27)	
資本	0.319 *** (8.87)		0.557 *** (3.17)		0.235 ** (2.58)	
経営者所有	0.077 *** (2.68)		-0.020 (-0.66)		-0.043 ** (-2.16)	
DEレシオ	0.090 (0.59)		0.196 (0.95)		0.926 ** (2.13)	
自由度調整済決定係数	0.90		0.79		0.71	
F値	37.34		18.00		8.06	
企業数	43		19		24	

(注) *, **, ***はそれぞれ10%, 5%, 1%有意水準を示す。

(1) 各国・地域別にみた推計結果

インドネシア(表13・参照)では、10～30%の経営者所有比率で、企業の生産性にプラスの影響を与えている。しかし、経営者所有比率が10%を下回ると、企業の生産性にマイナスの影響を与えている。また、経営者による所有集中が特に大きい企業では、DEレシオが生産性の改善に寄与している。

マレーシア(表14・参照)では、30～50%の経営者所有比率で、企業の生産性にプラスの影響を与えている。しかし、経営者所有比率が30%を下回ると、企業の生産性にマイナスの影響を与えている。

台湾(表 15・参照)では、経営者による所有比率が比較的高い分位で、企業の生産性にプラスの影響を与えている。しかし、経営者所有比率が比較的低い分位では、企業の生産性にマイナスの影響を与えるか少なくともプラスの影響を与えていない。また、これらの分位では、DE レシオが企業の生産性にもたらす影響はプラスを示唆している。

香港(表 16・参照)では、経営者所有比率が 30%を上回ると、企業の生産性にマイナスの影響を与えている。また、これらの分位では、DE レシオが生産性の改善に寄与している。

(2) 経営者による企業所有の集中化と所有者、債権者との関係

マレーシア(経営者所有比率 30~50%)、インドネシア(同 10~50%)、台湾(同 30%以上)では、経営者の所有集中が比較的高い企業で、経営者の所有が企業の生産性向上につながっている。こうした企業では、オーナー経営者と所有者(少数株主)の利害が対立せず、モニタリング・コストを低く抑えていたと考えられる。この結果は、Jensen and Meckling(1976)の主張するような関係、すなわち、経営者所有比率の高い企業では所有者と経営者間の利害対立が少ないという関係に基本的に符合しているといえよう³¹⁾。一方、香港では、経営者の所有集中が比較的高い企業で、経営者と所有者(少数株主)間で利害が対立し、企業の生産性に悪い影響を与えていたと考えられる。

また、DE レシオが企業の生産性にプラスの影響を与えている経営者所有比率は、台湾では比較的低い企業であり、一方、マレーシア、インドネシア、香港では比較的高い企業であった。後者の企業では、経営に対する外部からの規律付けが効率的に機能していたと考えられる。

(3) 世界銀行の指摘との相違点

世界銀行(2000)の指摘との相違点について検討しよう。すでに述べたように、世界銀行は、所有集中度の高い企業と DE レシオの高さに正の相関関係があると指摘した³²⁾。表 13~16 をみると、経営者所有比率 50%以上におい

て、インドネシアと香港で DE レシオがプラスで有意を示しており、経営者所有比率がかなり高い企業において、DE レシオが高まるほど企業の生産性により影響を与えている。つまり、アジア通貨危機以前のインドネシアと香港では、経営者所有比率が比較的高い企業において、DE レシオを高めやすかった。このことから、少なくともインドネシアと香港について、所有集中度が高い企業において高負債比率の財務構造に陥っていたという世界銀行の指摘と本稿の分析結果は符合している。しかし、マレーシアと台湾について、本稿の分析結果は世界銀行の指摘と符合していない³³⁾。つまり、所有集中度の高い企業と DE レシオの高さに正の相関関係があるという世界銀行の指摘は、一部の国・地域についてのみ当てはまるかも知れないが、アジアの企業全体についていえるものではないといえよう³⁴⁾。

5. 分析結果のまとめ

本稿は、90年代のインドネシア、マレーシア、台湾、香港の上場企業を対象に、全要素生産性の観点から、企業の所有構造、所有形態および財務構造が生産性に与える影響について分析した。その際、安定株主(関連会社、系列投資会社)による企業の所有集中が生産性に与える影響を考慮した。分析の結果、香港と台湾では、機関投資家が経営を効率的にモニタリングし、企業の生産性を向上させていたが、系列投資会社は企業の生産性を悪化させる要因になっていた。つまり、香港と台湾では、Pound(1988)の提示した仮説のうち、機関投資家に効率的モニタリング仮説が、また、系列投資会社に利益相反仮説ないし戦略的提携仮説が、それぞれ当てはまるかもしれない。

次に、経営者による所有集中と企業の生産性の関係を分析した。分析の結果、香港では所有者が経営を効率的にモニタリングしているため、企業の生産性にプラスの影響を与えていたが、台湾では経営者と所有者間で利害の対立があるためか、企業の生産性にマイナスの影響を与えていた。さらに、経

営者所有比率を細分化して分析し、経営者が所有者と利害を一致させ、企業価値や業績を押し上げているのかどうか検証した。分析の結果、マレーシア、インドネシア、台湾では、経営者の所有比率が比較的高い企業において、オーナー経営者と所有者(少数株主)の利害が対立せず、モニタリング・コストを低く抑えて、企業の生産性にプラスの影響を与えていたものと思われる。この結果は、Jensen and Meckling(1976)の主張するような関係、すなわち、経営者所有比率の高い企業では所有者と経営者間の利害対立が少ないという関係に基本的に符合しているといえよう。一方、香港では、経営者の所有比率が比較的高い企業で、オーナー経営者と所有者(少数株主)の間に利害が対立し、企業の生産性にマイナスの影響を与えていたと考えられる。

最後に、世界銀行(2000)で示された指摘との相違点をみた。その結果、インドネシアと香港について、経営者の所有集中度が高い企業で高負債比率の財務構造に陥る傾向にあり、世界銀行の指摘と符合したが、マレーシア、台湾について、本稿の分析結果は世界銀行の指摘と符合しなかった。つまり、所有集中度の高い企業と DE レシオの高さに正の相関関係があるという世界銀行の指摘は、一部の国・地域についてのみ当てはまるかも知れないが、アジアの企業全体についていえるものではないと思われる。

おわりに

本稿は、90年代のアジア(インドネシア、マレーシア、台湾、香港)の上場企業を対象に、コーポレート・ガバナンスの構造と世界銀行の指摘について検討した。分析結果はすでに詳しく述べたので、ここでは繰り返さない。

アジア各国・地域のコーポレート・ガバナンスについて今後解明すべき課題を簡単に述べておこう。資本市場が必ずしも効率的に運営されていないと考えられる発展途上国では、株価が企業価値を正確に反映されていないケースが少なくない。株価関連データを使った研究を補完する意味でも、全要素

生産性に注目した分析をする必要があるだろう。また、本稿では、安定株主の存在について考慮したが、企業の所有者がどのようなベネフィットを得ているのか、所有者と経営者の関係がどのような性質を持っているのかなど、ステークホルダーを形成する各主体の質的な相違について、さらに考慮した研究をする必要があるだろう。これらの点については、今後の研究課題としたい。

注

- 1) 世界銀行(2000) xi-xii 頁を参照。
- 2) 世界銀行(2000) 104-105 頁を参照。
- 3) Suehiro(2001) pp. 21 を参照。
- 4) 佐藤(2004) 243 頁を参照。
- 5) 永野(2001) 238 頁を参照。
- 6) 9 カ国・地域は、フィリピン、台湾、タイ、シンガポール、マレーシア、日本、韓国、インドネシア、香港である。
- 7) 永野(2001) 220-224 頁を参照。なお、コーポレート・ガバナンスをめぐる議論の包括的なサーベイは、ミルグラム、ロバーツ「組織の経済学」(1997)を参照。
- 8) ミルグラム、ロバーツ「組織の経済学」(1997) 197 頁を参照。
- 9) ミルグラム、ロバーツ「組織の経済学」(1997) 550-551 頁、広田・池尾(1996) 53 頁を参照。
- 10) 本稿では、「経営者的所有者(managerial ownership)」に注目する。経営者的所有者の識別方法は、永野(2001) 239 頁を参照。
- 11) Pound(1988) pp.242-243 を参照。この部分は、主として永野(2001) 221-222 頁に依拠する。
- 12) ただし、Pound(1988)と分析モデルが異なるため、Pound(1988)の分析結果と直接的に比較をしたわけではない。

- 13) つまり、効率的モニタリング仮説が当てはまる。
- 14) 系列投資会社の具体的内容については後述する。
- 15) 永野(2001) 222 頁を参照。
- 16) ただし、政府・公企業については、マレーシアのみを分析の対象とする。
- 17) 株式持ち合いもこれに含まれる。
- 18) Matsuura(2003) pp.6 を参照。
- 19) Claessens, Djankov and Lang (1999) pp.3 を参照。
- 20) 公企業の定義は、堀井(1989) iv-v 頁を参照。また、政府・公企業による所有面からの関わりについて、その歴史的背景および具体的な展開過程は、小野沢(1989) に詳しい。
- 21) ミルグラム、ロバーツ「組織の経済学」(1997) 551 頁を参照。
- 22) 広田・池尾(1996) 53 頁を参照。
- 23) ミルグラム、ロバーツ「組織の経済学」(1997) 591 頁を参照。ただし、マネジメント・バイアウトは、資本市場が整備されていなければ、それほど頻繁に実行されるわけではない。本稿の分析対象国は、マネジメント・バイアウトが頻繁に実効されるほど、資本市場が整備されていない国・地域も存在しているため、マネジメント・バイアウトの可能性について考慮しない。
- 24) 世界銀行(2000) 104-105 頁を参照。
- 25) 国営企業や政府系の投資機関が所有する企業には、マレーシアの公企業などが含まれる。また、プランテーションを経営する企業には、政府や民間所有の各種農園などが含まれる。国営・政府系企業ダミーとプランテーション・ダミーに該当する企業はそれほど多くないため、推計に当たっては、推計の自由度を確保するため、これらのダミーを合わせた。推計に利用される産業ダミーは、製造業ダミー、国営・政府系企業とプランテーションの合同ダミーの 2 種類である。
- 26) ダミー変数の推計結果は、紙幅の関係から省略した。
- 27) 収録データの出所は、以下の通りである。インドネシアは、PT HSBC Securities Indonesia, マレーシアは、Mayban Securities Sdn. Bhd., 台湾は、Info Times - Databank Center, 香港は、Wardley Data Services, Ltd.である。

- 28) ただし、インドネシア、マレーシアについては 96 年のデータが、また、台湾については 97 年のデータが得られなかった。
- 29) 所有者区分の一般的な定義は永野(2001) 239 頁を参照。また、永野(2001)の分類方法との相違点は、本稿 2 節を参照。なお、一部の欠損値や異常値は補正をした。
- 30) すでに述べたように、Pound(1988)と分析モデルが異なるため、直接的な比較はできない。
- 31) また、前節で述べたように、台湾では経営者の所有集中によって、経営者と所有者間で利害対立を引き起こしていると考えられるが、本節の分析結果から、企業数全体の 8 割を占める(表 11・参照)、経営者保有比率 0~20%の 2 分位に属する企業において、経営者と所有者間で利害対立を引き起こしていたものと考えられる。
- 32) 世界銀行(2000) 104-105 頁を参照。
- 33) ちなみに、永野(2001)の分析結果によれば、韓国とタイの経営者所有比率が比較的高い企業において、経営者への所有集中や DE レシオが生産性に影響を与えていない。韓国とタイについても、企業の所有集中と負債/資本比率の高さには関係がなかったといえるのではないか。
- 34) 本稿の分析結果と Suehiro(2001)、佐藤(2004)のそれとは分析方法が異なるため直接的に比較することはできない。しかし、インドネシアについて分析した佐藤(2004)の分析結果と本稿のそれとは異なっている。佐藤(2004)の分析結果は世界銀行の指摘と異なるものであったが、本稿におけるインドネシアの分析結果は、世界銀行の指摘に符合するものであった。

参考文献

- Asian Company Handbook 1999. 1998. 1997. 1995/96. 1994. 1993. 1992. 1991. 1990. Toyo Keizai Shinposha, Tokyo, Japan.
- Bebchuk et.al. (2000) "Stock Pyramids, Cross-Ownership and Dual Class Equity: The Mechanisms and Agency Costs of Separating Control from Cash-Flow

- Right,” R. K. Morck ed, Concentrated Corporate Ownership, University of Chicago Press.
- Berle, A. A. and G.C. Means (1933) The Modern Corporation and Private Property, New York: Macmillan.
- Claessens, Stijn, Simeon Djankov and Larry H. P. Lang (1999) “Who Controls East Asian Corporations ?” World Bank Policy Research Working Paper No.2054, Washington, D.C.: World Bank.
- Jensen, M. C., Meckling, W. H. (1976) “Theory of the firm: Managerial Behavior – Agency Costs and Ownership Structure”, Journal of Financial Economics 3, pp.305-360.
- Matsuura Katsumi (2003) “Changes in Ownership Structures and Their Impacts upon Corporate Performance in Japan”, CEI Working Paper Series, No. 2003-11.
- McConnell, J. J. and H. Servaes (1990) “Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value”, Journal of Financial Economics, 27, pp.595-612.
- Milgrom, P. and Roberts, J. (1992) Economics, Organization & Management, New Jersey: Prentice Hall. (ポール・ミルグロム, ジョン・ロバーツ著(奥野正寛, 伊藤秀史, 今井晴雄, 西村理, 八木甫訳) 『組織の経済学』 NTT 出版, 1997 年)
- Morck, R., A. Shleifer and R. W. Vishny (1988) “Management Ownership and Market Valuation”, Journal of Financial Economics, 20, pp.293-315.
- Pound, J. (1988) “Proxy Contests and the Efficiency of Shareholder Oversight,” Journal of Financial Economics, 20, pp.237-265.
- Suehiro, Akira (2001) “Family Business Gone Wrong? : Ownership Patterns and Corporate Performance in Thailand,” ADB Institute Working Paper No.19, Tokyo: ADBI.
- World Bank (1998) East Asia: The Road to Recovery, New York: Oxford Press. (世界銀行著(柳原透訳) 『東アジア 再生への途』 東洋経済出版社 2000 年).
- 小野沢純 (1989) 「新経済政策下のブミプトラ資本の再編と進展」, 堀井健三編 『マレーシアの社会再編と種族問題』, アジア経済研究所, p.75-113.

- 佐藤百合 (2004) 「企業ガバナンス改革と企業の所有経営」p.205-260, 佐藤百合編『インドネシアの経済再編』, アジア経済研究所.
- 永野護 (2000) 「アジア地域におけるコーポレートガバナンスの現状と展望」pp.78-91, 三菱総合研究所所報第 37 号.
- 永野護 (2001) 「新興国企業における所有構造と生産性」, 国宗浩三編『アジア諸国金融改革の論点』, 日本貿易振興会・アジア経済研究所, p.211-242.
- 広田真一・池尾和人 (1996) 「企業金融と経営の効率性」, 伊藤秀史 『日本の企業システム』, 東京大学出版会, p.49-79.
- 堀井健三(1989) 『マレーシアの社会再編と種族問題』, アジア経済研究所.