東アジア・ビジネス・グループのファイナンスに関する一考察

——リスク・シェアリング効果は存在するか——

永野　護

要　旨

本稿では東アジアのビジネス・グループに属する企業が，企業グループを形成することにより，事業面での便益を享受していたか否かについて，1994年から2000年までの企業パネルデータを用いて実証分析を行った。インドネシア，マレーシア，タイ，韓国4カ国について，グループに所属する企業，独立系企業それぞれのデータセットを用いた実証分析の結果，本稿が分析対象とする4カ国全ての国々において，ビジネス・グループを形成する企業のグループ内企業間信用が財務リスクを緩和している傾向が検出された。このことから東アジアのグループ内ファイナンスは，情報コストが外部資金よりも小さい資金調達手段のひとつとして，内部資金に次いで各国の企業金融に貢献してきたことが示された。一方で，こうした内部資金と外部資金との間の中間的な資金調達手段を活用できない独立系企業は，自らの財務安全性を維持するため，負債と資本の構成比をコントロールすることにより潜在的な金融困難性のリスクに対処している傾向が見られた。

目　次

Ⅰ．はじめに
Ⅱ．財閥グループのファイナンスに関する先行研究
Ⅲ．東アジアの財閥グループ・ファイナンス
　—検証すべき仮説—
Ⅳ．データ
　1．財閥系企業と独立系企業の標本抽出
　2．記述統計
Ⅴ．パネルデータによる実証分析
　1．推計方法
　2．推計結果の考察
Ⅵ．結語
参考文献

Ⅰ．はじめに

新興国の企業金融が，先進諸国のそれとは異なる特徴のひとつに財閥グループの存在がある。多くの新興国諸国では企業部門において財閥グループが形成され，あるグループは政治との結びつきを強めながら自国経済におけるプレゼンスを高め，またあるグループは国内から海外へと拠点を広げ，多国籍化を計っている。財閥グループに所属する企業は国内市場において高い市場シェアを有するケースが多く，グループ内企業間取引という内部市場の存在により財市場で事業リスクを軽減しながら，企業間信用，配当政策などのグループ内ファイナンスを用い，資金調達面でのリスクを軽減してきたと考えられている。

しかし東アジアではこうしたグループ内企業間でのリスクシェアリングは，高い経済成長率をマクロ経済が維持している時代には有効に機能していたが，そうではない時代には逆により財務リスクを高めていた可能性が近年，指摘されている。財閥グループを形成することないしは維持することがその国の企業システムのひとつとして是であるか非であるかはファイナンス面のみならず様々な観点からの検討が必要である。本稿はこの点について，東アジア諸国上場企業の財務データを用いて上位主要財閥グループを採り上げ，ファイナンス面からの検討を行った。

本稿の実証分析では，資本構成が財閥グループに所属する企業と所属しない独立系企業との間で統計的に有意に異なっていたかを検証するため，財閥系企業と独立系企業それぞれにおいて，いかなる要因が，収益性，財務安全性に影響を与えていたのかについて考察した。財閥グループの規模が大きければ，あるいはグループが網羅する業種が広範囲にわたっていれば，独立系企業に比較して収益性が高かったか，あるいは財務安全性が高かったかを確認し，同時に財閥系企業の収益性と財務安全性に影響を与える要因をグループ属性，企業間信用と配当政策の３つの点から分析を行っている。

Ⅱ．財閥グループのファイナンスに関する先行研究

これまでWeinstein and Yafej［1998］，Hoshi et. al.［1990］など，これまでビジネス・グループの金融を巡る研究については，日本のメインバンク制度と財閥グループの関係がひとつの研究対象として注目されてきた。ここではメインバンクから供与される貸出金という負債が借り手にもたらす効用として，グループ内企業の経営規律付け効果や，資金調達面で困難に陥った場合の救済措置など，多方面から焦点が充てられてきた。このことから東アジア諸国のビジネス・グループを金融面から分析する場合，日本のビジネス・グループとの比較対照がなされることが多い。しかしこうした財閥グループと企業の資金調達に関する東アジアにおける先行研究は絶対数自体が少なく，またKhanna and Yafeh［1999］で指摘されるように，東アジアを初めとする新興国のビジネス・グループは日本のそれとも異質性が高い。

日本の場合はグループ内企業の資本面，事業面での連携は東アジア諸国で見られる状況に比べてかなりの程度緩く，またメインバンクと財閥グループは銀行法上資本関係を持つことが制

約されている。このため，メインバンク制度は，資本面で互いの関与がない状況下で貸し手が債権者として負債面から借り手に経営上の規律をもたらすというものである。一方，東アジアにおける財閥グループには主として次の3パターンが存在する。第一にインドネシアのように金融自由化の過程で国内法制度に抵触することなくグループ内に商業銀行を設立することが可能となり，グループ内ファイナンスを容易化させたケース，第二にフィリピンのように銀行法上，商業銀行の株式保有上限が設定されていながらも財閥グループ内にブロックホルダーとして存在し，グループ企業のファイナンスに貢献するケース，第三に韓国やタイのようにグループと商業銀行間の保有規制が有効に機能して分離されているため，グループ内ノンバンクや企業間信用が発達したケース，の3パターンである。

最近の東アジアのビジネス・グループに関する研究を大別すれば，Fisman［2001］やChui et. at［2001］，Khanna and Palepu［2000］のように，ビジネス・グループ所属企業と独立系企業との比較研究を一カ国について取り上げるケースと，Claessens et. al.［1998］，Claessens et. al.［1999］，Ghatak et. al.［2001］，Khanna and Yafeh［1999］のように個別国の歴史的経緯や制度的背景を捨象し，国家横断的に実証分析を行う類の研究の大別すれば2種類が存在する。Fisman［2001］はインドネシア・スハルト元大統領政権下で発生した，国内政治力をバックアップに急成長した企業グループがどの程度のメリットを享受していたかを証券市場データを用い，標本企業の4分の1に相当する企業が株価収益率とスハルト元大統領関連ニュースに因果関係を持っていたと結論付けている。韓国を取り上げた論文では，例えばMahmood and Lee［2001］が韓国の財閥グループに着目し，財閥グループが技術革新を行う上でいかなるファイナンス上のメリットを享受していたかに焦点を充てている。彼らの研究では財閥企業が市場において高い占有率を有する産業ほど財閥系企業が持つ特許件数が多いことから金融面，技術面双方においてメリットを享受していると述べている。またShin and Park［1999］では韓国財閥グループ内に内部市場が存在する可能性を指摘し，この内部市場の存在ゆえに独立系企業のほうがキャッシュフローが増加した際に短期的に投資を拡大する傾向があることを示唆している。CMIE社データによりインド企業を取り上げたKhanna and Palepu［2000］では，一グループが抱える業種が多い場合，そうではないビジネス・グループに比して何かしらのメリットを享受していたか否かを実証的に分析している。彼らは，Berger and Ofek［1995］，Comment and Jarrell［1994］等，従来は先進諸国のビジネス・グループにおいて焦点が充てられてきた企業グループの形成と企業価値，企業金融の考え方を踏襲し，インドのビジネス・グループにおいて，グループがより多様な企業業種を抱えていることが収益性にプラスの効果をもたらしたことを示している。

一方，後者の国家横断的な分析については，Khanna and Yafeh［1999］，Chang and Choi［1988］，Weinstein and Yafeh［1995］等，幾つか文献は見られるものの，アジア通貨危機発生後の企業データを標本に含めた分析は少ない。もともとビジネス・グループのリスクシェアリングの考え方は，Leff［1978］，Aoki［1988］で述べられるように，資本市場が不完全である

場合に，個々の企業が事業リスクをシェアし，相互に保険を掛ける仕組みとしての適応結果であるというものである。Khanna and Yafeh［1999］は，この考え方を新興国へ応用し，先進国よりも資本市場が未発達である新興国のグループ内でのリスクシェアリング効果に焦点を充てている。チリ，インドをとりあげたKhanna and Palepu［1999 a，b］，韓国，中国をとりあげたKeister［1998］等の文献を総合すると，新興国に関する先行研究は少なくとも特定銀行とその顧客であるビジネス・グループとの関係については言及せず，グループ全体により資本を適切に配分して個々の企業の事業リスクを軽減する，あるいは意図的な配当政策により営業利益を平準化してきたか否かについて議論されている。これらの研究の成果を総合すると，中長期的に見ればビジネス・グループに所属する企業の事業パフォーマンスは独立系企業よりも優れており，市場の不完全性が著しい新興国においてビジネス・グループの形成

図表1　近年のアジア諸国企業グループに関する先行実証研究の概要

	分析対象国	系列関連データの出所	企業数	分析目的と手段	結果
Fisman［2000］	インドネシア	Kompass Indonesia 1996	55社（1996－1997年）	ジャカルタ総合指数収益率，Castle社スハルト依存指数と他市場要因等から政治的癒着と市場収益率の関係を検定	標本中4分の1の企業は左記に因果関係を有する
Khanna and Yafeh［1999］	ブラジル，台湾，タイ，韓国，アルゼンチン，コロンビア，インドネシア，ペルー，フィリピン，チリ，イスラエル，メキシコ，トルコ，インド，ベネズエラ，日本	インドネシア－Komapass社，フィリピン－アヤラ・グループ年次報告書等，韓国－韓国会社年報等	インドネシア153社（93－95社），韓国427社（91－95年），フィリピン148社（92－97年）	新興国15カ国と日本の戦前戦後においてビジネス・グループの形成は互いにグループ内でリスクをシェアすることに成功していたか否かを実証。	リスクシェアによる保険的な機能が多くの国々で検出されるが，その効果は大きくない
Mahmood and Lee［2001］	韓国	韓国30大財閥財務分析，韓国会社年報等	39社1980－85，86－91，92－96の3データセット	韓国財閥グループの形成が金融面，技術面において効用をもたらしているか否か，財閥グループの市場シェアと特許件数の関係を分析	財閥企業がより多くシェアを持つ産業ほど特許数は多い。
Claessens et. al.［1999］	香港，インドネシア，日本，韓国，マレーシア，フィリピン，シンガポール，台湾，タイ	香港 -HongKong Company Handbook1998，インドネシア－インドスエズ社，インドビジネス社，韓国－公正取引委員会「30大財閥企業」1997等	7,337社（1991－1996年）	ビジネス・グループの形成により利用される内部市場がグループ企業により高い企業価値をもたらしているかを分析	グループの形成は経済合理性を有するが，株主の残余請求権と議決権が分離されている国では上記の仮説は棄却される。
Khanna and Palepu［2000］	インド	CMIE社データ	1,309社（1993年）	インド企業の収益性がグループ企業と独立企業で有意に異なるか，またグループが抱える業種数がこれに影響を与えているかを実証。	グループの業種数は一定の数まで増加するとグループ企業のパフォーマンスは低下するが，一定レベルを超えると収益性は好転する。
Ghemawat and Khanna［1998］	インド	CMIE社データ	ビジネス・グループ上位2グループ	インドにおける主要2ビジネスグループが1991年以降の政府の競争政策の変化にいかなる対応を施してきたかについて考案。	競争政策の変化に対する対応において多様な事業を有するビジネス・グループは適応性が高い。
Shin and Park［1998］	韓国	韓国30大財閥財務分析，韓国会社年報他	韓国財閥グループ所属企業	財閥企業と独立系企業との間で投資のキャッシュフローに対する感応度を計測，比較検証。	財閥グループ内に内部資本市場が存在する可能性から財閥企業は同率系企業よりも投資のキャッシュフローに対する感応度は低い。

〔出所〕筆者作成。

が，外部環境への適応の結果であることが支持されている。

Ⅲ．東アジアの財閥グループ・ファイナンス－検証すべき仮説－

前節で概観したこれまでの新興国の財閥グループの先行研究の多くは，1990年代に頻発した通貨危機の影響が軽微であった国か，危機発生以前のデータを用いた分析がなされている。そこでは財閥グループの形成が個々の企業にとってグループ内部市場等の存在により収益性の面でメリットをもたらしてきたか，あるいは互いに何かしらのリスク・シェアリングを行うことによって安全面でメリットを享受していたかに分析の視点が置かれている。本稿ではこれらの新興国財閥グループのファイナンスに関わる研究を東アジア企業へ応用するに際し，次のことを考慮に入れることとする。第一に過去にファイナンス上，メリットを享受した期間と危機以降にデメリットを蒙った期間の双方を含めることとした。第二に標本として選択した上位財閥グループが，具体的にどのような属性によりファイナンス上の利点を有していたのかを検討するための説明変数を加えることとした。

上記の第一の点，Khanna and Yafeh［1999］で検証された財閥グループのリスクシェアリングの東アジア企業への応用について，本稿では次のような進め方により実証分析を行う。Khanna and Yafeh［1999］で用いられた手法は，営業利益とその標準偏差を識別可能な2つの推計式によって表し，これを二段階最小二乗法により推計，営業利益の水準と変動がどの程度，財閥グループの属性変数により説明されるかというものであった。しかしこの場合，インド企業自体が通貨危機を経験していないことから，リスクシェアリングを行うことによるデメリットは検出されにくい。このため，本稿ではパネル・データを用いることにより，収益性と安全性の2種類の被説明変数を用い，財閥グループの属性要因がプラスの影響を与えていたのか否かを検証する。標本期間は1994年から2000年の7年間であるため，1994年から1996年の前半3年間はグループの形成が収益性，安全性にプラスに寄与した可能性が高い。これに対して通貨危機発生後はこのグループ形成が独立系企業に比べてデメリットとして働いた可能性がある。本稿ではこのようにそれまで収益性，安全性にメリットとして機能していた仕組みが通貨危機以降デメリットに転じたことを検証する点が先行研究にはない点である。

第二に，これまでの先行研究では財閥グループのリスクシェアリングがどのようなファイナンス上の手段により賄われてきたのかについて焦点を充てた研究は少ない。本稿では財閥グループ所属企業と独立系企業の配当と企業間信用の代理変数を用い，グループ企業が配当政策や企業間信用によりキャッシュフローをグループ全体で平準化し，それが収益性や財務安全性に貢献していたか否かを検証する。売掛金を企業間信用の代理変数として用いる理由には，買掛金，売掛金を用いたグループ内取引により内部市場取引を円滑化した，ないしはファクタリング等，売掛金を用いた短期金融手段によって資金繰りが円滑化されていたか否かを検証する目的もある。これらの変数が収益性，安全性にプラスの影響を与えていたのか否か，独立系企業と比較することで，財閥グループのファイナンスを確認するものである。

Ⅳ. データ

1. 財閥系企業と独立系企業の標本抽出

東アジアにおいてある特定のビジネス・グループに属しているか否かの判断は，先進国においてもそうであるように難しい。前節で述べたようにこれまで財閥グループに帰属している企業と独立系企業のファイナンスを比較した研究には多数の先行事例が存在するが，財閥グループ，独立系企業の定義に関してはいずれも曖昧，ないしは同一論文においても国家間で異なっている。例えばインドネシアのビジネス・グループに関する過去の実証研究では，Khanna and Yafeh［1999］ではKompass社，"Companies and Big Groups in Indonesia"が用いられ，Claessens et. al.［1999］ではインドビジネス社"Ranking of Indonesian Largest Conglomerates"が用いられている。先行研究間でのビジネス・グループに関する情報源の違いはタイ，マレーシアにおいても見られ，東アジアの中で比較的企業情報の開示度が高い韓国でさえも，財閥グループの情報は新産業経営院『韓国30大財閥財務分析』や現代証券『韓国企業ハンドブック』，公正取引委員会資料など，論文により異なる。

これら財閥企業の定義は文献が異なれば必ずしも一致しているわけではなく，さらに独立系企業と財閥系企業を比較する場合には，独立系企業の定義という困難な問題が生じてくる。実際，独立系企業の定義は，東アジア企業では50％以上の保有率を持つ筆頭個人株主の存在や情報が開示されない持株会社が多数見られることから，独立系企業が真に独立的か否かの判断は難しい。そこで本稿では標本抽出基準を客観的に明確化する目的から，その定義を次のように設定することとした。第一に財閥系企業の選択については原則として各国上位5大財閥グループの中から，企業グループが発行する年次報告書ないしは証券監督当局提出資料に含まれるディスクロージャー誌の中でグループ内企業を記述している企業のみを抽出した。実証分析に用いる財閥系企業の財務データは，こうして選択された企業のうち，上場企業について1994年から2000年までの財務データを用い，これらの企業に，グループ内企業数，業種カバレッジを初めとするグループ属性情報を与え，収益性と安全性への影響の有無を検証することとした[1)]。

第二に独立系企業については，上記のように財閥系企業との関係が不明瞭な個人株主が数多く存在することから，①筆頭株主の株式保有比率が20％を超えない企業，②2000年度決算時点においてブルームバーグの企業目論見書において関連企業数が「なし」と表示される企業かつ東洋経済新報社 *Asian Company Handbook*, 1996年版から1999年版（掲載財務会計年度1994～1997年度）においてこの期間，連結決算対象企業数（Number of Consolidated Firms）が1である企業を選択した。また①の筆頭株主の保有比率は通貨危機後，劇的に変化しているため，*Asian Company Handbook*, 1996年版から1999年版の4年度と直近の2000年度の株主構成の5時点においていずれも筆頭株主が20％を超えない企業を選択した。このため選択される独立系上場企業は *Asian Company Handbook*, 1996－1999年版に記載される企業のみを選択している。ただしインドネシアのみ，独立系企業がこの抽出方法では標本数が極端に少なかった

図表２　標本財閥グループ企業と独立系企業

		財閥系企業		独立系企業	
インドネシア	アストラ・グループ	Astra International. Inc	自動車，一般機械他	Aneka Tambang	鉱業
		Astra Aqro Lestari Tbk	アグリビジネス	Branta Mulia Tbk	タイヤ
		Astra Otoparts Tbk	自動車部品	Cahaya Kalbar	食品
		United Tractors Tbk	工作機械	Citra Marga Nusapheala Persada	都市開発
		Komatsu Indonesia	工作機械	Fiskaragung Perkasa	食品
		Sumalindo Lestari Java	製材	Gudang Garam	たばこ
		Astra Graphia Tbk	精密機械	Hanson Industri Utama Tbk	衣料品
	バクリ・グループ	Bakrie & Brothers	総合商社	Inter Delta Tbk	精密機械
		Bakrie Sumatera Plantatio	プランテーション	Japfa Comfeed Indonesia Tbk	ペット用食品
		Bakrieland Development Tbk	不動産	Java Pari Steel Tbk	鉄鋼
	サリム・グループ	Indofood Sukses Mak Tbk	食品	Kumia Kapuas Utama Glue Industrines Tbk	化学
		Indocement Tunggal Prakarsa	セメント	Metrodata Electronics Tbk	精密機械
		Citra Marga Nusaphala Per	建設	Pan Brothers Tex Tbk	繊維
		Indomobil Sukses Tbk	自動車販売	PP London Sumatra Indonesia	プランテーション
		Eterindo Wahanatama Tbk		Suba Indah Tbk	食品
				Texmaco Java	繊維
	シナルマス・グループ	Sinar Mas Agro Res & Tech	アグロビジネス	Toba Pulp Lestari Tbk	パルプ・レイヨン
		Duta Pertiwi Tbk	不動産	Trafindo Perkasa Tbk	一般機械
		Polvta Indonesia Tbk	化学	Voksel Electric Tbk	ケーブル
		Kimia Farma Tbk	紙パルプ		
マレーシア	DRB-ハイコム・	DRB-Hicom	自動車，建設，金融他	Amway	流通
	サイム・ダービー・グループ	Sime Darby Berhad	プランテーション	Cerlsberg Brewery Malaysia	飲料
		DMIB Berhad	自動車部品（タイヤ製造）	IGB	不動産
		Tractors Malaysia Holdings Berhad	重機・自動車販売	Gamuda	道路
		Sime UEP Properties Berhad	不動産開発	Golden Hope Plantations	プランテーション
	ゲンティン・グループ	Genting Berhad	ホテル・プランテーション，不動産	Guiness Anchor	ビール
		Resorts World Bhd	観光	Java Tiasa Holding	プラスチック
		Asiatic Development Berhad	ホテル，リゾート開発	Lingui Developments	化学
		Genting International PLC	ホテル，リゾート開発，商社	Magnum	観光
	ホン・リョン・グループ	Hume Cemboard Berhad	建設資材，流通	Malaysia International Shipping	造船
		Hume Industries Bhd.	セメント，鉄鋼	Malaysian Oxygen	薬品
		Hong Leong Property Management	建設，不動産	Malakoff	プランテーション
	ベルジャヤ・グループ	Cosway Corporateion Berhad	流通，製造，不動産開発	Multi-Purpose Holdings	不動産
		Unza Holdings Berhad	流通，製造	Powertek	電力
		Prime Gaming Philippies, Inc.	ゲーム・くじ	Puncak Niaga Holdings	廃棄処理
		Beriaya Land Berhad	くじ，ホテル，リゾート開発	RJ Reynolds	たばこ
		Beriaya Sports Toto Berhad	くじ	Ramatex	繊維
		Beriaya Holdings	持株会社	Taniong	自動車
		Carloye	流通，製造	Uniteed Engineers	建設
				YTL Power International	電力
タイ	サイアム・セメント・グループ	The Siam Cement Public Company	セメント	Berli Jucker	卸売
		The Siam Pulp and Paper Plc.	紙パルプ	Central Plaza Hotel	ホテル
	TPI グループ	Thai Petrochemical Industry PCL	石油化学	Charoong Thai Wire & Cable	一般機械
	CPグループ	Charone Pokphand Foods PCL	アグロビジネス	GSS Array Technology	精密機械
		TelecomAsia Corporation PCL.	通信	Haad Thip	流通
		Siam Makro PCL	小売	K.R.Precision	精密機械
		Vinythai PCL	石油化学	Krisda Mahanakorm	不動産
	シナワトラ・グループ	Shin Corporations PLC	情報通信	Minor	化学
		Advanced Info Service PLC	情報通信	Modemform Group	OA 機器
		Shin Satellite PLC	情報通信	Pranda Jewelry	貴金属
				S&P Syndicate	食品
				Sahamitr Pressure Container	液化ガス
				Tanayong	不動産
韓国	現代グループ	Hynix Semiconductor	半導体，精密機械	Anam Semiconductor	精密機械
		Hyundai Elevator	建設	Asia Cement	セメント
		Hyundai Eng & Const.	建設	Chong Kun Dang	製薬
		Hyndai Heaw Industry	造船他	Choong Wae Pharmaceuticals	製薬
		Hyndai Information Tech.	情報通信	Dae Duck Electronics	精密機械
		Hyndai Merchant Marine	船舶	DaeRung Industries	精密機械
		Hyndai Mipo Dockyard	修船	Dong Ah Constructin Industrial	建設
		Hyundai Corporation	総合商社	Donf Kuk Industries	建設
	三星グループ	Samsung Corporation	総合商社	Hanil Cement Manufacturing	セメント
		Samsung-Electro-Mechanics	精密機械	Hung Chang	通信機器
		Samsung Electronics	精密機械	Korea Green Cross	医療機器
		Samsung Engineering	プラント他	Korea Polyol	化学
		Samsung Fine Chemicals	化学	Kuk Do Chemical	化学
		Samsung Heavy Industries	造船	Kumho Electric	照明器具
		Samsung SDI	精密機械	Mirae	半導体
		Samsung Techwin	精密機械	Nong Shim	食品
	LG グループ	LG Ad	広告	Oriental Chemical	化学
		LG Cable	ケーブル	Pacific	化粧品
		LG Chemical Investment	化学	Poong-Lim Industrial	建設
		LG Chemical	化学	Pulmuone	食品
		LG Construction	建設	Sam Bu Construction	建設
		LG Electronics	精密機械	Seondo Elecric	一般機械
		LG Home Shopping	流通	STC	化学
		LG Industrial Systems	精密機械	Woongiin.com	出版
		LG International	総合商社		
		LG Micron	精密機械		
		LG Telecom	通信機器		
		Dacom	情報通信		
	SK グループ	SK	石油		
		SK Chemicals	化学		
		SK Gas	ガス		
		SK Global	総合商社		
		SK Telecom	通信		

ため，ECFIN社 *Indonesian Capital Market Directory*，1998－2001年版より，上記と同様の方法で標本の抽出を行った。また韓国の企業グループ情報については上記の定義とは異なる標本抽出を行った。韓国については現代証券が発行する *Korea Company Guide*（2001年秋号まで日本語版『上場企業情報』）に記載される企業グループの定義を用いた。

このように抽出した5カ国企業の概要は次の通りである。まずインドネシアからはアストラ・グループ，バクリ・グループの年次報告書からこれらのグループ内企業を財閥系企業として採用した。またマレーシアについてはDRBハイコム・グループ，サイム・ダービー・グループ，ゲンティン・グループ，ホン・リョン・グループ，ベルジャヤ・グループ上位5グループ全てが各ホームページ上においてグループ内企業情報を公開していたことからここで記載される企業を採用した。タイについてもサイアム・セメント・グループ，TPIグループ，CPグループ，チナワット・グループの4グループが年次報告書内でグループ内企業情報を公開しているためこれを用いた。一方，フィリピンについてはアヤラ・グループのみがグループ企業の情報公開を行っていたため，このグループのみではフィリピンの財閥グループのファイナンス行動を一般化することが困難であると考え，標本から除外した。

通貨危機を経験したこれらの国々では，その前後でグループの規模，参加企業，グループ間序列が大きく変化している。インドネシアでは旧サリム・グループ内のサブグループであったインドセメント・グループ，インドモービル・グループが，財閥グループの再編により通貨危機後は完全に単独グループとして位置付けられるようになった。また同様の状況は韓国財閥グループにおいても見られ，韓国では大宇グループが解体し，現代グループも現代自動車グループ等，サブグループが単独グループとして分離することとなった。データセットの作成に際しては，こうした通貨危機前後のグループ再編を考慮に入れ，上記グループについては通貨危機前後ともにサブグループとしてのグループ属性情報を用いることとした。

2. 記述統計

実証分析に入る前に標本企業のデータを自己資本比率面，売掛金，その他の変数について国別に概観すると次のような傾向が見られる。第一に自己資本比率について，マレーシア，韓国，タイ3カ国について次のような傾向が窺われる。まずマレーシアの1994年から1997年までの比率が高位に推移しており，逆に言えば負債比率が低いことを示している。これは財閥系企業，独立系企業双方に見られる特徴であるが，財閥系企業の方は1998年以降緩やかに低下したものの独立系企業は2000年時点においても高い比率を維持している。韓国企業の自己資本比率は特に財閥企業のそれが低位であり，これはマレーシア企業とは逆に高い負債比率を意味している。特にこの傾向は通貨危機時により顕著となっており，自己資本比率面で財閥系企業と独立系企業との違いが顕著となっている。

タイでは独立系企業の自己資本比率は1994年から1995年までは50％台から60％台で推移していたものの，1997年以降は緩やかに低下し，1999年には一時的に上昇しているが2000年には30％台へ再び低下している。しかし財閥系企業に比べればこの傾向は緩やかであり，財閥系企業は1995年までは100％を超える高い自己資本

図表3　標本データの概要

	財閥系企業									独立系企業						
		自己資本比率	売掛金	ICR	CFPS	DPS	ROA	グループ内企業数	グループ内業種		自己資本比率	売掛金	ICR	CFPS	DPS	ROA
インドネシア	1994年	68.9	20.4	6.7	139.6	31.7	6.7	22.5	8.9	1994年	58.9	18.5	3.2	4.9	24.4	5.4
	1995年	63.5	22.2	7.9	320.8	28.2	7.1	22.7	8.9	1995年	48.7	21.0	4.8	▲17.9	27.3	3.6
	1996年	69.5	19.3	5.0	442.2	16.0	7.0	24.0	8.8	1996年	94.9	16.2	6.3	72.0	10.8	2.2
	1997年	30.5	15.5	4.1	▲150.3	33.6	0.6	23.8	8.8	1997年	52.4	15.3	2.9	▲203.8	34.8	▲4.8
	1998年	30.6	14.1	2.3	221.4	7.9	▲4.0	24.2	8.7	1998年	50.6	11.6	▲3.9	▲140.8	16.3	▲14.6
	1999年	68.8	16.0	11.1	1,285.6	14.9	4.0	24.3	8.7	1999年	89.6	14.0	9.1	269.8	33.5	3.6
	2000年	41.3	12.9	32.8	2,608.6	4.9	4.0	25.8	8.7	2000年	38.7	12.2	5.1	24.8	2.9	3.6

	財閥系企業									独立系企業						
		自己資本比率	売掛金	ICR	CFPS	DPS	ROA	グループ内企業数	グループ内業種		自己資本比率	売掛金	ICR	CFPS	DPS	ROA
マレーシア	1994年	200.2	12.4	19.2	0.6	NA	7.8	108.9	6.6	1994年	261.2	10.8	72.4	0.4	NA	16.6
	1995年	161.7	12.1	118.7	0.3	0.1	8.0	110.3	6.6	1995年	217.9	10.9	84.7	0.4	0.1	13.4
	1996年	153.5	10.0	223.0	0.4	0.2	9.3	110.8	6.6	1996年	259.0	8.4	26.9	0.4	0.1	12.4
	1997年	119.7	9.9	61.1	0.6	0.1	8.6	109.8	6.6	1997年	175.9	8.3	52.8	0.3	0.1	10.7
	1998年	61.6	8.4	17.8	0.5	0.1	3.8	110.8	6.6	1998年	95.7	7.7	10.6	0.4	0.1	7.2
	1999年	71.4	7.2	54.9	0.6	0.1	4.9	111.0	6.6	1999年	132.8	6.5	12.4	0.5	0.1	11.2
	2000年	70.1	8.8	51.6	0.5	0.1	4.9	113.5	6.6	2000年	133.6	8.8	12.1	0.4	0.1	11.2

	財閥系企業									独立系企業						
		自己資本比率	売掛金	ICR	CFPS	DPS	ROA	グループ内企業数	グループ内業種		自己資本比率	売掛金	ICR	CFPS	DPS	ROA
タイ	1994年	162.9	6.7	4.9	9.5	3.1	6.0	16.0	6.7	1994年	69.9	9.3	10.2	2.8	2.4	7.7
	1995年	147.4	5.4	7.2	10.0	3.8	5.9	15.4	6.7	1995年	56.0	8.3	5.7	5.3	2.0	6.8
	1996年	82.6	5.5	6.4	21.2	0.2	4.3	14.7	6.7	1996年	44.8	7.7	4.3	9.2	0.5	4.1
	1997年	34.5	5.6	1.4	1.5	3.0	▲18.6	14.9	6.7	1997年	27.9	7.9	▲0.2	8.3	1.2	▲4.4
	1998年	44.6	5.8	4.9	21.8	0.1	9.9	15.0	6.7	1998年	28.2	8.4	2.1	5.9	0.8	▲0.7
	1999年	120.7	6.6	3.1	9.6	0.1	5.7	15.7	6.7	1999年	46.6	9.0	3.9	3.8	1.0	3.8
	2000年	64.7	7.2	3.2	16.1	1.9	5.7	16.0	6.7	2000年	34.3	10.1	0.8	5.9	1.0	3.8

	財閥系企業									独立系企業						
		自己資本比率	売掛金	ICR	CFPS	DPS	ROA	グループ内企業数	グループ内業種		自己資本比率	売掛金	ICR	CFPS	DPS	ROA
韓国	1994年	39.1	28.7	2.6	6,323	437.5	2.7	20.8	6.5	1994年	60.0	28.7	11.8	3,336	260.0	3.3
	1995年	24.1	22.7	1.9	3,145	370.0	3.3	20.9	6.5	1995年	35.5	20.9	3.6	1,673	376.2	2.3
	1996年	13.2	24.7	3.0	▲1,734	211.6	0.7	20.6	6.5	1996年	73.8	20.7	5.3	1,557	212.3	3.2
	1997年	8.8	22.1	1.0	▲6,958	375.9	▲0.4	19.9	6.5	1997年	49.7	18.3	3.4	1,768	301.3	2.1
	1998年	13.5	20.4	7.5	16,717	267.0	▲0.2	19.2	6.6	1998年	43.9	20.2	3.7	3,069	264.6	0.0
	1999年	49.1	19.9	2.6	8,255	435.8	2.6	19.4	6.6	1999年	63.7	17.1	4.8	4,678	388.6	3.1
	2000年	13.8	18.0	2.1	7,704	556.3	2.6	19.4	6.6	2000年	24.6	15.4	8.4	3,888	406.2	3.1

（単位）自己資本比率，売掛金（対総資産比），ROA：%，ICR：倍，CFPS，DPS は各国通貨建て，グループ内企業数：社，グループ内業種数：業種。

〔出所〕ECFIN 社 "Indonesian Capital Market Directory" 1998-2001年版，現代証券『上場企業情報』，Bloomberg，Asian Company Handbook, CEIC Corporate Handbook 各年度版他より筆者作成。

比率を維持していたものの1996年以降急落し，1999年には著増となるが2000年には再び低下している。こうしてみるとタイの場合には財閥系企業の自己資本比率は独立系企業が安定的であるのに比べて大きな変動を経験していることがわかる。

グループ内での企業間信用や他の短期金融手段の源泉の代理変数として売掛金を見てみると，次の２つの点が主な特徴としてあげられよう。第一にインドネシア，マレーシア，韓国の３カ国では，売掛金対総資産比は1994年以降，緩やかに低下傾向にある。韓国では例えば，標本期間中，金融監督委員会が債権者である商業銀行を通じて財閥グループに事業再構築を促す，または企業間信用に対して監視を強めていることも一因であると考えられる。他の２カ国についても，この期間，資金調達環境が不安定化，その後の金融システム再編の結果，次第に企業間の依存度を低下させているものと見られる。第二にタイでは財閥系企業と独立系企業との間でその水準に大きな差異が存在し，他の３カ国のような明白な低下傾向は見られない。財別系企業では1994年の6.7%から一時５%台に低下したものの，2000年には7.2%へ上昇している。またタイの独立系企業では財閥系企業よりも一般的に高い水準でこの比率が推移し，直近では10%を超える比率を示している。

本稿では実証分析の被説明変数である収益性に総資産利益率（ROA），安全性にインタレスト・カバレッジ・レシオ（ICR）を採用しているが，インドネシアではROAは財閥系企業の方が標本期間中を通じて高く，通貨危機時の落ち込みも小さい。逆に韓国，マレーシアでは独立系企業の方が収益性は高く，タイに関しては決算年度によって異なっている。インタレスト・カバレッジ・レシオは国によりその水準が大きく異なっており，国家間での比較は難しく，また韓国以外の３カ国は標本企業の平均値を比較する限りでは財閥系企業と独立系企業との間で安全性に大きな違いがあるとは断言し難い。唯一その傾向が明白である韓国については独立系企業のインタレスト・カバレッジ・レシオの方が全般的に高い。

V．パネルデータによる実証分析

1．推計方法

前節で記述したように，本稿の東アジアの財閥グループに係る研究において検証する事項は，企業グループに帰属していた企業が享受したメリットと蒙ったデメリットの有無を統計的に検証することである。入手可能であった財閥系企業，独立系企業の財務データ及びグループの属性情報から本稿では次の（1.1），（1.2）式を推計することによりこの仮説の検証を試みた。

$$\Pi^1_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Sales_{it} + \alpha_2 Age_{it} + \alpha_3 Affil_{it} + \alpha_4 Inst_{it} + \alpha_5 AR_{it} + \alpha_6 DPS_{it} + \nu^1_{it} + \mu^1_{it} \quad \cdots\cdots (1.1)$$

$$\Pi^2_{it} = \beta_0 + \beta_1 Sales_{it} + \beta_2 Age_{it} + \beta_3 Affil_{it} + \beta_4 Inst_{it} + \beta_5 AR_{it} + \beta_6 DPS_{it} + \nu^2_{it} + \mu^2_{it}$$

Π^1_{it}：総資産利益率，Π^2_{it}：インタレスト・カバレッジ・レシオ，$Sales_{it}$：売上高，Age_{it}：設立後経過年数，$Affil_{it}$：グループ内企業数，$Inst_{it}$：グループ内業種数，AR_{it}：売掛金総資産比，DPS_{it}：一株当たり配当額

$$\cdots\cdots (1.2)$$

Khanna and Yafeh［1999］ではクロスセク

ションデータにより，収益率の標準偏差をリスクの代理変数として採用していることから，推計式は識別可能な企業の収益率と収益率の変動を表す2式を二段階最小二乗法により推定している。しかしパネルデータを用いる本稿では，（1.1）式と（1.2）式が同時決定しないことを前提に収益性と安全性の代理変数を個々に被説明変数として推計することとした。

収益性の代理変数は総資産利益率（ROA）を採用し，リスクの逆数である安全性の指標もインタレスト・カバレッジ・レシオ（ICR）を採用した。また売上高（自然対数）は企業の規模を示すプロキシであり，企業規模が収益性と安全性に影響を及ぼしているか否かを検証することを目的としている。売掛金総資産比，一株当たり配当額は，前者はグループ内部市場規模が大きくこれがグループ内企業の収益の安定化をもたらしているか否かを財閥系企業のパネルデータと独立系企業のパネルデータ間で比較するために採用した。上記に掲げた変数は全て期待される符号条件はプラスであり，規模が大きい，業暦が長い企業ほど収益的であり，安全性が高ければ符号は正となる。また売掛金総資産比，一株当たり配当額も同様であり，グループ内で売掛金残高，言い換えれば企業間信用の規模が収益性，財務安全性の改善に寄与し，キャッシュフローの平準化がグループ全体での配当政策を通じて行われているのであれば，これらの変数に期待される係数値の符号は正となる。

また本稿では，設立後経過年数は企業規模同様，業暦が古い企業ほど財市場，資本市場における信認が高い可能性を踏まえ，説明変数として推計式に加えた。グループ内企業数，グループ内業種数はグループ全体の属性を表す変数であり，同グループに所属している企業であればこの数値は等しくなっている。推計に際しては，年次ダミー変数を加え，企業固有の効果が与える影響を考慮し，併せて固定効果モデル，変量効果モデルを用いた。Hausumanのχ^2検定により変量効果が棄却できない場合のみ，変量効果モデルにより推計結果を確認することとした。また内生性問題を除去するため，ダミー変数以外の全ての説明変数は一期前の値を用いている。

2. 推計結果の考察

インドネシアの推計結果を見てみると，財閥系企業の収益性は資本構成（自己資本比率），売掛金，DPSから影響を受けているのに対して，独立系企業は資本構成と売掛金のみが係数値の検定が有意水準を満たしている。このことからインドネシアでは財閥系企業はグループ内配当と企業間信用が自らの収益性の改善に寄与していたことが独立系企業との違いとしてあげられる。一方，財務安全性へ影響を与える要因については，財閥系グループはDPSのみが有意に影響を及ぼしていることを示しているが，係数の符号がマイナスである。一方で独立系企業の場合には資本構成，売掛金，DPSが少なくとも有意水準5％以上でプラスの係数値を示している。このことから独立系企業の方が財閥系企業よりも資本構成，売掛金，配当政策においてより財務安全的な企業経営を行ってきた，逆に言えば財閥系企業は独立系企業よりも財務面で収益性を指向する経営環境にあったと解釈することができる。

マレーシアの推計結果では財閥系企業は企業規模（売上高），売掛金の2つの変数が収益性に影響を与えるとの結果が得られている。これ

図表4　インドネシア企業の推計結果

説明変数／被説明変数	財閥系企業	独立系企業
	変量効果モデル	変量効果モデル
定数項	2. 445	▲10. 346
	(0. 407)	(▲1. 066)
売上高	▲0. 726	0. 361
	(▲1. 838)	(0. 429)
自己資本比率	0. 092***	0. 051**
	(4. 331)	(2. 398)
売掛金／総資産	0. 204***	0. 300***
	(3. 211)	(2. 920)
DPS	0. 090***	0. 034
	(2. 771)	(1. 194)
設立後経過年数	0. 025	▲0. 161
	(0. 622)	(▲0. 755)
グループ内企業数	0. 089	−
	(1. 283)	
業種数	▲0. 197	−
	(▲0. 396)	(0. 407)
標本数	106	99
LM 統計量	21. 401***	41. 859***
Hausman× 2 検定	7. 111	8. 229
自由度調整済決定係数	0. 318	0. 180

説明変数／被説明変数	財閥系企業	独立系企業
	固定効果モデル	固定効果モデル
定数項	−	−
	−	−
売上高	▲6. 329	▲4. 221
	(▲0. 532)	(▲1. 436)
自己資本比率	0. 108	0. 031**
	(0. 928)	(2. 071)
売掛金／総資産	▲0. 017	0. 215**
	(▲0. 018)	(2. 126)
DPS	▲0. 516**	0. 101***
	(▲2. 350)	(6. 003)
設立後経過年数	▲2. 959	0. 818
	(▲1. 352)	(1. 167)
グループ内企業数	4. 603	−
	(1. 425)	
業種数	−	−
標本数	80	70
LM 統計量	39. 333***	37. 377***
Hausman× 2 検定	15. 100*	27. 400***
自由度調整済決定係数	0. 162	0. 620

図表5　マレーシア企業の推計結果

説明変数／被説明変数	財閥系企業	独立系企業
	固定効果モデル	変量効果モデル
定数項	−	▲3. 431
	−	(▲1. 037)
売上高	6. 108**	0. 888*
	(2. 116)	(1. 879)
自己資本比率	0. 009	0. 028***
	(0. 805)	(5. 621)
売掛金／総資産	0. 352*	0. 019
	(1. 781)	(0. 163)
DPS	9. 561	35. 447***
	(0. 824)	(5. 271)
設立後経過年数	▲0. 527	▲0. 035
	(▲1. 065)	(▲0. 756)
グループ内企業数	▲0. 374	
	(▲1. 455)	
業種数	−	
	−	
標本数	90	81
LM 統計量	21. 299***	17. 482***
Hausman× 2 検定	20. 626***	3. 493
自由度調整済決定係数	0. 541	0. 598

説明変数／被説明変数	財閥系企業	独立系企業
	変量効果モデル	変量効果モデル
定数項	760. 657	▲33. 317
	(0. 975)	(0. 658)
売上高	▲6. 981	6. 361
	(▲0. 105)	(0. 860)
自己資本比率	▲0. 313	0. 258***
	(▲0. 039)	(3. 515)
売掛金／総資産	11. 150***	▲1. 294
	(7. 029)	(▲0. 632)
DPS	510. 598***	79. 452
	(11. 648)	(0. 599)
設立後経過年数	▲27. 331*	▲0. 548
	(▲1. 770)	(▲0. 670)
グループ内企業数	▲0. 076	
	(▲0. 065)	
業種数	12. 124	
	(0. 280)	
標本数	88	70
LM 統計量	8. 876***	8. 355***
Hausman× 2 検定	9. 681	2. 468
自由度調整済決定係数	0. 011	0. 136

図表6　タイ企業の推計結果

説明変数／被説明変数	財閥系企業	独立系企業
	固定効果モデル	固定効果モデル
定数項	－	－
	－	－
売上高	2.118	1.263
	(▲0.318)	(0.675)
自己資本比率	0.072**	0.126***
	(2.580)	(2.951)
売掛金／総資産	0.149***	0.325
	(4.149)	(0.932)
DPS	0.476*	0.802
	(1.972)	(0.773)
設立後経過年数	0.800	0.315
	(0.649)	(0.583)
グループ内企業数	▲2.238	
	(▲0.732)	
業種数	－	
	－	
標本数	56	56
LM 統計量	49.857***	30.144***
Hausman× 2 検定	28.757***	18.811*
自由度調整済決定係数	0.125	0.266

説明変数／被説明変数	財閥系企業	独立系企業
	固定効果モデル	固定効果モデル
定数項	－	－
	－	－
売上高	▲219.2	▲0.892
	(▲1.002)	(▲0.410)
自己資本比率	▲1.055	0.148***
	(▲1.147)	(2.993)
売掛金／総資産	4.841***	0.443
	(4.147)	(1.093)
DPS	9.025	0.569
	(0.560)	(1.083)
設立後経過年数	58.545	1.336**
	(1.446)	(2.138)
グループ内企業数	144.937	
	(1.443)	
業種数	－	
	－	
標本数	56	62
LM 統計量	26.320***	37.927***
Hausman× 2 検定	26.442***	35.421***
自由度調整済決定係数	0.240	0.212

図表7　韓国企業の推計結果

説明変数／被説明変数	財閥系企業	独立系企業
	固定効果モデル	変量効果モデル
定数項	－	1.147
	－	(0.178)
売上高	▲0.695*	0.249
	(▲1.762)	(0.487)
自己資本比率	0.004	0.015
	(0.718)	(2.681)
売掛金／総資産	0.062*	0.001
	(1.814)	(0.681)
DPS	0.003***	0.003
	(4.232)	(1.252)
設立後経過年数	▲0.017	▲0.105**
	(▲0.094)	(▲2.080)
グループ内企業数	▲0.434	
	(▲1.252)	
業種数	－	
	－	
標本数	153	129
LM 統計量	21.644***	23.857***
Hausman× 2 検定	27.485***	7.269
自由度調整済決定係数	0.385	0.176

説明変数／被説明変数	財閥系企業	独立系企業
	固定効果モデル	固定効果モデル
定数項	－	－
	－	－
売上高	0.1	0.169
	(0.179)	(0.151)
自己資本比率	0.006	▲0.019**
	(1.181)	(▲2.237)
売掛金／総資産	0.023*	0.045
	(2.257)	(0.419)
DPS	0.002***	0.007***
	(3.842)	(3.162)
設立後経過年数	▲0.066	0.547
	(▲0.468)	(1.565)
グループ内企業数	0.156	
	(0.617)	
業種数	－	
	－	
標本数	154	125
LM 統計量	39.711***	37.417***
Hausman× 2 検定	39.001***	24.719***
自由度調整済決定係数	0.331	0.496

に対して独立系企業は企業規模，資本構成，DPSの3変数がプラスの有意な係数値を示しており，この両者の間で，収益的にビジネス・グループを形成するのに有益であったと思われる情況は見出しにくい。他方，被説明変数がインタレスト・カバレッジの場合には，財閥系企業は，売掛金，DPSの2つの面でリスクヘッジがなされていたとの結果が得られている。このことからマレーシア企業の場合には，企業間信用が企業グループ内市場の代理変数として適切であるとすれば，企業間信用残高を利用した短期金融とグループ内配当政策によりグループ内での資金繰りを安定化させていた可能性がある。

タイにおいてもビジネス・グループを形成する企業は，売掛金，DPSの増加により収益性を改善していた傾向が検出されている。財務安全性についても，タイのビジネス・グループ所属企業は財務安全性の改善に売掛金残高が寄与していたとの結果が得られている。タイ企業のリスクヘッジ行動は，極めて明白な推計結果として表れている。財閥系企業は上記のように企業間信用を用いてグループ内企業のキャッシュフローの平準化を計り，独立系企業は資本構成と設立後経過年数が影響を及ぼしている。換言すれば，グループ他社からのサポートがなく，業暦が短い独立系企業は負債の比率を低下させることにより，自らの財務安全性を担保していたものと考えられる。

韓国の財閥系企業では，売上高，売掛金，DPSが収益性の改善に対して有意な結果を示しており，独立系企業は業暦が短い企業ほど収益的であるが，財閥系企業では有意に影響を与えていた変数からの影響は皆無であった。財務安全性に影響を与える諸要因については，DPSは財閥系企業，独立系企業の双方において有意にインタレスト・カバレッジへ影響を及ぼしているが，企業間信用の代理変数である売掛金は財閥企業のみが有意に正の符号を示している。財閥系企業で企業間信用が財務面でのリスクヘッジ機能を示していた一方で，韓国においても独立系企業のみが自己資本比率がインタレスト・カバレッジに有意な係数を示している。しかし韓国の場合にはこの係数の符号は負であり，高い負債比率がインタレスト・カバレッジを改善させるという点で，損益計算書上は安全性が改善するものの，バランスシート上は逆の傾向へ向かっていたことが示されている。

Ⅵ. 結　語

本稿の実証分析を通じて得られた含意は，本稿の分析対象4カ国全ての国々において企業間信用あるいは高い配当性向がその国の企業の収益性にプラスの影響をもたらしていることである。しかしこの影響は，タイや韓国では財閥系企業のみが持つ現象であったが，マレーシアの場合には独立系企業の間でも見られている。このことから，企業グループの形成により活発化される企業間信用やグループ内配当政策の収益改善効果は，必ずしも本稿で採り上げた4カ国においては，普遍的な結果が得られていないと解釈するべきであろう。

他方，財閥系企業の企業間信用やグループ内配当政策いずれかのリスクヘッジ機能は，4カ国全般的に見られる現象である。また企業間信用の代替変数である売掛金は4カ国すべての財閥系企業において財務安全性にプラスの効果を及ぼすとの結果が得られている。またこうした

キャッシュフロー安定化機能がない独立系企業は，自らの財務安全性を保持するため，資本構成が財務安全性に影響を与えている傾向が一部見られた。独立系企業が企業外部からのサポートを享受し難い中で，自ら負債と資本の構成比をコントロールすることにより対処している傾向が見られた。

日本，インド，チリ，一部の東アジア諸国を対象とした過去の実証研究では，多くのケースにおいて企業グループの形成は，所属企業個々の業績ないしは事業リスクに対してプラスの貢献を果たしているとの結果が得られている。本稿では，企業グループの形成は，収益面では貢献度にばらつきがあるものの，財務リスクのヘッジ機能は企業間信用の代理変数である売掛金／総資産比を通じて4カ国で存在することが確認された。分析の対象を東アジア個々の国々4カ国で分析を行い，企業間信用というツールを通じてリスクヘッジを行っているという傾向が検出された点が，今回，新たに検出された事象としてあげられる。

注

1) 各国財閥グループ企業のデータは，次のような手順によりデータセットを作成した。第一に各国の5大財閥グループについて，グループとしてのホームページをインターネット上で公開している財閥グループを，グループ企業の情報をそのホームページ内から直接，ないしは年次報告書より収集した。ここにおいて記載される企業群を財閥グループ所属企業と断定し，グループが網羅する業種や事業規模を特定化した。企業数についてはBloombergによりグループ内中核企業の年次報告書から2000年から1994年まで遡及した。年次報告書が入手できないグループ，1994年までの遡及が難しい企業についてはBloombergに表示される証券取引委員会（ないしはそれに該当する市場監督当局）提出書類よりグループ内中核企業資料の提携企業，子会社情報を入手する，ないしは連結決算対象企業数値を用いた。

参考文献

Aoki, M. [1982], "Business Groups in a Market Economy," *European Economic Review,* 19: pp. 3-70.

——— [1990], "Toward an Economic Model of the Japanese Firm," *Journal of Economic Literature,* 28, pp. 1-27.

Berger, P. and Ofek, E. [1995], "Diversification's Effect of Firm Value," *Journal of Financial Economics,* 37, pp. 39-65.

Berglof, E. and Perotti, E. [1994], "The Governance Structure of the Japanese Financial Keiretsu," *Journal of Financial Economics,* 36, pp. 259-284.

Gorton, G., and Winton, A. [1998], "Banking in Transition Economies: Does Efficiency Require Instability?" *Journal of Money, Credit, and Banking,* Vol. 30, No. 3.

Hoshi, T., Kashyap and Sharfstein, D. [1990 a], "Bank, Monitoring and Investment: Evidence from the Changing Structure of Japanese Corporate Banking Relationships, in Hubbard, R. (ed), *Asymmetric Information, Corporate Finance, and Investment,* University of Chicago Press.

——— [1990 b], "The Role of Banks in Reducing the Costs of Financial Distress in Japan," *Journal of Financial Economics,* 27, pp. 67-88.

Khanna, T. [2000], "Business Groups and Social welfare in Emerging Markets: Existing Evidence and Unanswered Questions", *European Economic Review* 44, pp. 748-761.

Khanna, T. and Palepu, K. [1998], "Emerging Market Business Groups Foreign Investors and Corporate Governance," *NBER Working Paper* 6955, Cambridge, Massachusetts.

——— [1999], "Is Group Affiliation Profitable in Emerging Markets? An Analysis of Diversified Indian Business Groups," *Journal of Finance,* Vol. LV, No. 2, April.

——— [2000], "Emerging Market Business Groups, Foreign Intermediaries, and Corporate Governance," Morck, R. K., (ed.) *Concentrated Corporate Ownership,* National Bureau of Economic Research.

Khanna, T. and Yafeh, Y. [1999], "Business Groups and Risk Sharing around the World.," mimeo., Harvard Business School and Hebrew University.

La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F. and Sleifer, A. [1999], "Corporate Ownership Around the World," *Journal of Finance,* Vol. 54, No. 2, pp. 471-517.

Mayer, C. [1988], "New Issues in Corporate Finance," *European Economic Review,* 32.

——— [1990], "Financial Systems, Corporate Finance and economic Development," in R.G. Hubbard(ed.), *Asymmetric Information, Corporate Finance, and Investment,* University of Chicago Press.

Shin, H. H. and Park, Y. S. [1998], "Financing Constraints and Internal Capital Markets: Evidence from Korean Chaebols," *Journal of Corporate Finance,* 5, pp. 169-191., August 1998.

Shleifer, A. and Vishny, R. [1997], "A Survey of Corporate Governance," *Journal of Finance,* 52: pp. 737-783.

Weinstein, D., and Yafeh, Y. [1998], "On the Costs of a Bank-Centered Financial System: Evidence from the Changing Main Bank Relations in Japan", *The Journal of Finance,* Vol. LIII, No. 2, April.

青木昌彦［1995］,『経済システムの進化と多元性－比較制度分析序説』東洋経済新報社。

青木昌彦・奥野正寛編［1996］,『経済システムの比較制度分析』東京大学出版会。

（三菱総合研究所政策・経済研究センター主任研究員）