

研究論文

東アジア企業の経営志向について

金融機関の評価（信用格付）と企業の対応から見る各国企業の相違について

山澤 正之（大阪大学大学院）

要 旨

本稿は国際経営比較という広義の国際経営論の領域において、東アジア諸国の経営志向の特徴を分析しようとしたものである。従前各国の経営比較を実施した先行研究については、企業内等でのアンケート調査を中心に分析したものが大半を占めた。本稿では、比較分析の対象を各国の経営者とし、経営者と利害関係者の関係から分析を実施する点が斬新な点である。

具体的な分析方法は、上場企業の財務データである Moody's International Company Data^① を利用し、信用格付という民間金融機関が取引先のデフォルト率を算出し点数化をおこなう手法を基にしている。具体的には、各企業の会計年度毎の信用格付を算出し各国の信用格付の時系列的な変化と、信用格付^②と翌期の借入増減^③の関連から経営志向の国別の特徴を分析したものである。

東アジア諸国の経済と企業は各国とも大きな発展を遂げた^④。しかし、90年代のアジアミラクルと言われる経済成長の内容や、その後のアジア通貨危機の影響度は各国毎に大きな違いがある。本稿では、各国のデフォルト率の時系列的な相違や、借入増減との関連性の相違は、各国のミクロ的要因や文化・価値構造の違いによるものと仮定し、その特徴を数値的に分析する。また分析結果により、文化人類学によるパーソンズとベラーの分類方法により対象国を米国型、日本型、中国型に分類した。

分析の結果、デフォルト率の分布や平均については、国別の特徴が発見できた。また1991年より1998年までの時系列分析においては、年次が進行するとともにデフォルト率が高まること。またアジア通貨危機の影響が大きかった国ほどその進行度合いが高いことが明らかになった。

また信用格付の借入金増減には、一般化できる形態はあるものの、各国ごとに特徴があることが明らかになり、華僑の影響力が強いと言われる国についても早期に経済発展が進むにつれ、米国型の特徴が見られることが明らかになった。

1. はじめに アジアの文化価値構造に関する 先行研究

世銀が1993年に「東アジアの奇跡（East Asian Miracle）」と評したように、1980年代以降、東アジア諸国の経済的な発展は特筆すべきものがある。その成長は各国ごとに特徴があり1997年の東アジア通貨・金融危機の状況にも各国ごとに特徴がある。その要因としては、経済成長率やインフレ率や外貨準備高といったマクロ的要因だけではない。丹野勲（1994）「国際経営比較論」では財閥の存在や資本と

経営の分離度合いなどミクロ的要因に加えて、東アジア諸国の、宗教や文化や民族が多様性や、華僑の影響力など文化価値構造の違いなど企業経営のありかたを指摘している。

また文化人類学の領域では、パーソンズとベラーは文化価値構造を業績主義か所属主義のどちらを重視するのか、また、普遍主義と個別主義のどちらを重視するのかによって、国や地域の分類を試みている。

各国の企業経営のありかたを理解することは、東アジア諸国向けの直接投資など経済的関係が強くな

東アジア企業の経営志向について（山澤）

る中、極めて重要なテーマであるが、各国の企業経営のありかたを数値的に分析することは極めて困難なことである。この論文の目的は、数値的に各国企業の特徴を分析するため、各企業の年度別のデフォルト率と借入増減から分析している。数値的に各国の経営意識を分析するため、設定した仮定は以下の2点である。

- ① 金融機関の行動原則は、各国とも同一であり、利潤最大化を目標とし信用格付で貸出先を選別している。
- ② マクロ的要因で説明できない企業行動の特性は各国の経営者の経営志向によるものである。

これら2つの仮説に基づき企業の経営指標と金融機関の信用格付変化を時系列的な分析する。

(1) アジアの文化価値構造分類の先行研究

企業経営とは何か。それは企業の所有者である株主から委託を受けた経営者が、その目的の実現の為、意思決定を行い、実行に移すことを総称している。そして企業経営は、以下各種の影響を受けている。

- ①マクロ的要因 経済成長率やインフレ率、個人所得の水準、金融市場の需給関係、外貨準備高
- ②ミクロ的要因 収益状況、財閥の存在や資本と経営の分離度
- ③文化・価値構造 宗教や民族の多様性や華僑の影響力

マクロ的要因とは、その企業のおかれた環境であり、基本的にその国に属する企業はすべて同じ環境下にある。企業経営への影響として特徴として挙げられることは、過去については、その状況を数値化できることであり、現在と将来については、予測することができないものである。経営者は過去の数値的に、現在の状況を観念的に、将来の状況を経験に基づいて予想し意思決定を行う。その意思決定時期における、経済成長率やインフレ率は企業経営に大きな影響をあたえることは当然のことである。

ミクロ的要因とはその企業毎に個別の項目である。つまり収益が良好であるか否か、業界自体の景況感、経営者と株主の密接度、企業自身が財閥やグループに属するかどうか等、個社別に異なるものである。これらの項目については、企業の財務データや株主状況などを基に数値的に分析することは可能であるが、財務指標的に同じデータであっても経営者や株主の認識は相違すると考えられること、経営者と株主の密接度、企業自身が財閥やグループに属するかなど利害関係者に関する項目は各社毎に異なる。また各国の資本規制や税制などの相違により、他国間比較を実施するには統一性がないなど、一部数値的な分析は可能であるものの、マクロ的要因ほど数値的に明らかになるものではない。

文化・価値構造については、それ自体広範な内容をもっているが、東アジア地域において経営志向を論ずる際に重要な項目は、宗教や民族の多様性や華僑の影響力などが主要な項目である。特に華僑については、その特殊性から、多くの研究がなされている。

企業経営に大きな影響を与える文化・価値構造としてパーソンズ (Persons) は業績主義と所属主義を挙げている⁶⁾。業績主義とは、人を評価する際、その人の本来持っている資質、属性よりも業績達成、遂行をより重視する価値観である。

これに対して所属主義とは、人を評価する際、期待される業績や遂行とは無関係に、その人の資質や属性を重視する価値観である。端的に言えば業績主義は、能力や業績を優位に持つ価値観であり、所属主義は、血縁、地縁、階層、コネといった所属や属性を優位に持つ価値観と考えることができる。

またパーソンズは普遍主義と個別主義という分類もおこなっている。普遍主義とは、自己との関係(親、兄弟等親族であるか否か、自己が認知しているかどうか等)を考慮に入れずに価値判断を実施することであり、個別主義とは、自己との関係を考慮に入れて価値判断することである。ベラー (Bellah) はこのパーソンズの4つの類型に基づいて各国の文化

表1 パーソンズとベラーの4つの分類の整理

		日本	中国	米国	華僑
業績主義	目標に対する業績、達成を評価	○		○	
所属主義	所属や属性を重視して評価		○		○
普遍主義	自己との関係を考慮せず評価			○	
個別主義	自己との関係を考慮して評価	○	○		○

丹野勲（1994）『国際比較経営論』同文館より

価値を分類しようとしている。

それによれば、日本は業績主義と個別主義を重視し、中国は所属主義と個別主義を重視している。業績主義と普遍主義を重視するパターンを経済価値とベラーは呼び、米国型のモデルと説明した。また華僑については、所属主義と個別主義が優位であるとされた。

各国の社会を僅か2×2の体系で分類するのは極めて短絡的であるが、この論文においては、パーソンズとベラーの4つの分類に各国企業を類別していく。

また各国の文化・価値構造は、固定化されたものではなく時代の変遷とともに変化するものである。代表的な理論は収斂仮説（Convergence Theory）である。これは従前、社会構造や価値観が独自性が強い（拡散）していたものが、社会が近代化されるに従って、社会構造の仕組みが同一化していくというものである。この論文では、米国型への収斂が経済発展の時期と相関があるかどうかについても検証を実施する。

2. 文化価値構造から分類する経営者の選好の特色

前章では、普遍主義か個別主義か業績主義か個別主義かというパーソンズとベラーの分類を中心に考察をおこなった。本章では、各国の企業の財務データに基づく実証研究の結果を分類するため、各分類の重視する利害関係者について考察と定義をおこなう。

○普遍主義と個別主義

経営者は、企業がその所有者が株主である限りは、株主の選好を第一として認識し、株主の利潤最大化つまり、ROEやCFの最大化あるいは、それから発生する株価の増価を最大の目的とするはずである。しかしすべての企業がそれを至上目標にしているわけではないことは周知の事実である。

なぜ企業や経営者の重視する利害関係者が相違するのであろうか。それは、法的に利害関係者の権利が相違するとのいうことも考えられるが、経営者自体の選好に差があるからとも考えられる。仮に国ごとに経営者の重視する利害関係者が違うのであれば、それを分析することにより、各国の経営志向の相違が抽出されると考えることができる。

経営者にとって企業を取巻く利害関係者を2種に分類すると外部利害関係者と内部利害関係者に分類できる。外部利害関係者は株主と金融機関であり、内部利害関係者は従業員と既存の仕入先や顧客や地域社会である。外部利害関係者の株主と金融機関の特徴は、これらは根本的に普遍的なものであり代替可能であるということである。経営者の意思によらず株式は売買され、資金調達、経済性が優先される。経営者から見て、属性や過去の関係が重視されるものでない。それに対し内部利害関係者は、それ以外の存在とその企業体に所属するという個別的に認識される。自社の従業員の利害を優先することが個別主義的な発想である。

東アジア企業の経営志向について（山澤）

○業績主義と所属主義

経営者であり従業員であれ、企業という組織の中に存在している。組織の為という概念には、組織そのものの発展や継続といった、組織の目的に貢献するという概念と組織の中での個人の地位や利益の発展や継続という2つの概念が含有する。業績主義とは、人を評価する際、その人の本来持っている資質、属性よりも業績達成、遂行をより重視する価値観であり、所属主義とは、人を評価する際、その人の資質や属性を重視する価値観である。つまり自己の関係する組織を他の組織を区別する個別主義的概念の中に組織の個人の利益を優先する所属主義優位とその組織の目的の達成を重視する業績主義があることになる。経営者の選好においても、企業の中の自己の所得や地位や名誉といった、個人の利益を優先する概念と企業そのものの継続や発展といった独自に定めた目的を優先する2つの概念が存在する。

結論として、普遍主義を重視しているのであれば外部利害関係者を優先し、個別主義であれば、内部利害関係者を優先することになる。具体的な行動としては、普遍主義重視であれば、配当や拡大成長することを重視し個別主義であれば、雇用や取引関係を重視することになる。また業績主義を重視するのであれば、組織の目的や使命への貢献度を優先し、所属主義であれば、集団の中での自己の立場を優先することになる。この論文では、この定義に基づき、金融機関が取引先に対するデフォルト率を算出する手法である信用格付と企業の対応から、国毎の特徴を分析しようとするものである。

3. 金融機関の信用格付

この論文では、各国の企業を共通の存在である、金融機関との関係で分析しようとしている。その為、各国の企業を同一の尺度でデフォルト率を算出している。本章では、金融機関のデフォルト率算出指標である信用格付について概説する。

(1) 金融機関の利潤最大化行動と信用格付

この論文における金融機関とは貨幣市場の均衡を重視するIS-LM分析的なマクロ経済と金融機関を問題にしたものではなく銀行の貸出行動が企業や地域の経済にどのように影響するかを主眼におくものである。安孫子・吉岡（2003）や堀江（2001）など不良債権問題に苦しむ日本の金融業界の近年の研究では金融機関の貸出の役割を「クレジットビュー」が提唱されている。上記の論文では貸出行動と国や地域のマクロ的指標との関連を考察している。本論文では東アジア諸国に拡大させ、金融機関は利益最大化が目標でありその為貸出額の増加と信用リスクの減少をはかる為に行動しているという安孫子・吉岡（2003）や堀江（2001）の先行研究の前提を踏襲している。

つまり各国の金融機関が常に貸出元本の安定性だけに着目して、貸出先を選定しているのではなく、本論文では、各国の金融機関の行動基準は債務不履行リスクを勘案した利潤最大化行動をとるという仮定を設定しており、自己資本比率という制約が無く貸出金利と預金金利が外生変数である（競合する他の金融機関が存在する）のであれば貸出部門の収益を最大化するためには、貸出資産の増加と信用リスクの減少に注力するはずでありその両者を合体させれば優良貸出資産（金利が高く、リスクの低い貸出資産）を増強させようと努力することになる。その為貸出の信用リスクを統計的にかつ平等に評価する必要が発生しその結果として、顧社別の格付が作成され利潤最大化のため貸出残高を最大化し信用リスク最小化することが、利潤最大化となる。金融機関の貸出部門に特化して利潤最大化を考えれば各貸出先への対応は以下の3点を実行することになる。

- ① 貸出利鞘－信用リスク率 >0 の貸出を増加
- ② 貸出利鞘－信用リスク率 <0 の貸出を減少
- ③ 貸出利鞘の増大を図る

この実現の為、金融機関は既存貸出先に影響力を行使し、①に該当する新規の貸出先を得ようとする

のである。次に金融機関の実施する信用格付について論述する。

(2) 各金融機関の実施する信用格付制度の実際と共通性

金融機関の格付算出の方法として“信用リスクの高度化にむけた自己査定を活用”日本銀行(1999)や“信用格付を活用した信用リスクの管理体制の整備”日本銀行(2001)に詳しい。この2論文においては、信用格付とは借入のある企業を財務諸表などによって統一かつ平等に評価しレーティングすることと定義している。本論文における信用格付の定義については、この2論文を準用している。前者の論文は、邦銀に対し信用格付について邦銀に対しアンケート調査を実施したものであり、それによれば信用格付は一般に10段階程度に細分化され財務的な指標として規模指標として自己資本額 純資産額 安全性指標として流動比率 自己資本比率 経常収支比率 収益性指標として総資本経常利益率 売上高経常利益率 有利子負債返済年数 インタレストカバレッジレシオ その他として増収率 増益率などが採用されている。また格付の見直しについては年度決算を基に年1回が大半である。金融機関の個別企業の評価方法については一般に企業秘密であり公開されていない。しかし一般的な特徴として挙げられるのは前述の通り投資家の評価が企業価値や収益額をベースに株価の変動予想を目的におこなわれるのに対して金融機関の場合貸出債権の回収のリスクを測ることを目的にしており安全性を主眼において評価されている点に大きな違いがあることである。

金融機関の信用格付において簿価と時価との相違については時価会計導入企業については個別の時価設定内容を検証の上原則帳簿価格を使用し時価会計未導入企業においては主要資産を個別に査定しその結果を反映させて自己資本比率、自己資本額 内部留保額を算出するのが一般的である。この論文の対象となる国の上場会社においては時価会計を導入済

表2 今回利用した信用格付採点表

項目名	最高点	最低点
自己資本額	10	-5
剰余金	10	-5
自己資本比率	20	-5
総資本経常利益率直近期	10	-5
総資本経常利益率3年平均	10	0
有利子負債返済年数 直近	10	0
有利子負債返済年数3年平均	10	0
インタレストカバレッジレシオ	10	0
調達余力	10	0
合計	100	-20

みであり簿価=時価として分析をおこなう⁶⁾。

金融機関の信用格付手法では、ROAやEVAが高い企業より、総資本経常利益率の高い企業が信用格付が高くなる。また有利子負債返済年数を重視している点に特徴がある。

4. 分析方法とその結果

本章では実際の分析方法とその結果について論述する。分析は①各国企業の信用格付の平均や分散の時系列分析と②各国のt-1期信用格付とt期の貸出増減より経営者の重視する利害関係者を決定し、それにより第二章で分類した3つの文化価値体系に各国をあてはめることの二つに大別できる。

(1) サンプルの特色

使用したデータはMoody's International Company Data 98年度版である。対象とした国は韓国、台湾、香港、フィリピン、タイ、マレーシア、インドネシア、シンガポールの8カ国である。中国については、データのサンプル社数が少ないため割愛した。決算年度は1991年より1998年までの8期間であり、対象企業数は1740社、決算の合計は、12,096件である。

東アジア企業の経営志向について（山澤）

各国の上場企業数に対する抽出率は、表3の通り。

抽出率は、最高のマレーシア94.2%から最低の韓国9.8%まで大きくわかれている。この要因は、データは民間ベースの資料であるので、証券市場が上場企業の財務情報をデータ化しており、広く開放している国については高く、開放していない国については、低い抽出率になっている。しかし抽出率の低い台湾と韓国について、個別に調べると社数ベースの抽出率は低くでも時価総額ベースで推定すると、抽出企業の企業規模は大きく、概ね70%の抽出率となった。

(2) 各国の信用格付の平均と分散

次に金融機関の格付制度を活用した、デフォルト率による各国の特徴を分析について解説する。デフォルト率の算出は、各期の各企業の財務データを基に100点満点でスコアリングしたものである。

1991年から1998年の全期間を通じての、各国の平均格付は61.6点である。全体を通じて注目すべき点は、1990年代においては、各国企業のデフォルト率の国別の差異が見られることである。各国の抽出期間の平均デフォルト率は、低い方から（信用格付の高いほうから）順に、台湾、香港、フィリピン、シンガポール、マレーシア、インドネシア、タイ、韓国の順となり、各国の上場企業の信用格付と上場企業数、時価総額、年間売買代金などの相関係数は低い。しかし、韓国とフィリピンを除外して考えるとGDPや時価総額との相関係数は、高まる傾向にある。これは、韓国においては、韓国経済の規模に比べてデフォルト率が高く、フィリピンは、低いということを示している。またこの2国は、標本標準偏

差が小さく、全体に低いということが見出せる。

特に韓国においては、GDPなどから見る国の経済規模も大きく、抽出された企業を個別に見ると、他国比規模が大きく、信用格付の採点上、自己資本額や剰余金といった指標（100点満点中20点）で他国企業比、優位にたつにもかかわらず、デフォルト率は、対象国のなかで最下位となっている。

韓国経済や通貨危機の要因については、財閥の影響力の強さや資本と経営の未分離を指摘しているが、この論文の結果はそれを雄弁に説明している。

フィリピンについては、歴史的に米国や欧州との関係が深く、他国に比べ華僑の経済にあたる影響力が低いことが考えられる。香港とシンガポールという、経済規模や体制が近似し、歴史的に英国の影響が強く、華僑中心の経済という共通する2国を比較すると、香港の方がデフォルト率が低い。これは、法環境や制度の問題、具体的には、上場基準の違い（シンガポールの方が上場基準が甘い）が考えられる。

マレーシア、タイ、インドネシアの3国を比較すると、デフォルト率はマレーシア、インドネシア、タイの順に低い。3国とも、財閥の影響力が強いといわれているが、この結果は、財閥の影響力が強い場合、デフォルト率が高いという韓国と同様の結果を表している。

(3) 各国の信用格付の時系列な変化

次に対象期間である1991年から1998年までの時系列の変化について分析する。

1991年度から1997年度までの信用格付の推移を全体で見ると、最高は1992年度の64.7であり最低は、1997年の55.4である。特に1997年度の格付の

表3 国別の抽出社数と全上場企業に占める割合 (抽出率 %)

	香港	シンガポール	台湾	韓国	マレーシア	タイ	インドネシア	フィリピン	合計
社数	230	234	96	66	516	335	195	68	1740
抽出率	29.1	60.0	16.1	9.8	94.2	87.2	58.7	28.8	44.0

大和総研 アジアの証券市場 2002年度版より

表4 信用格付の各国平均

1 国別平均

国名	香港	シンガポール	台湾	韓国	マレーシア	タイ	インドネシア	フィリピン	総計
データの個数	1,600	1,632	652	458	3,606	2,324	1,348	476	12,096
信用格付の平均	66.7	62.2	68.3	53.7	62.0	56.4	60.4	66.3	61.6
標本標準偏差	20.5	19.9	15.0	14.3	21.3	21.6	18.8	16.5	20.6

2 決算年度別平均

国名	決算年度	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	平均
香港	社数	150	229	230	230	230	230	222	79	200
	平均	64.4	67.8	67.2	67.5	67.4	66.4	65.5	65.0	66.4
インドネシア	社数	195	195	195	195	195	195	178	0	193
	平均	59.8	62.4	54.5	67.0	66.4	64.3	46.4		60.1
韓国	社数	61	66	66	66	66	66	62	5	57
	平均	59.2	58.9	53.5	55.3	55.2	51.7	47.8	52.0	54.2
マレーシア	社数	345	516	516	516	516	516	509	172	451
	平均	63.0	64.6	61.6	61.7	63.1	63.5	60.2	55.4	61.6
フィリピン	社数	67	68	68	68	68	68	68	1	60
	平均	65.3	66.6	61.5	67.8	69.6	66.9	64.9	88.0	68.8
シンガポール	社数	176	234	234	234	234	234	228	58	204
	平均	62.6	63.6	61.3	62.9	62.9	62.4	59.9	63.3	62.4
台湾	社数	95	96	96	96	96	96	76	1	82
	平均	68.4	72.3	60.8	68.1	69.6	70.3	69.2	50.0	66.1
タイ	社数	328	335	335	335	335	335	314	7	291
	平均	65.8	63.6	58.8	58.9	59.1	56.8	37.4	49.4	56.2
全体	社数	1417	1739	1740	1740	1740	1740	1657	323	1,512
	平均	63.6	65.0	59.9	63.7	64.1	62.8	56.4	52.9	62.0

低下が大きい。このことは、1998年のアジア通貨危機への誘因であったと考えられる。また各国のトレンドが近似しているのも特筆すべき点であり、これは1990年代における東アジア経済の一体化を雄弁に指し示している。

各国を見ても、1997年度を除きシンガポールと香

港とマレーシアは、比較的変動幅が小さい。これは、時価総額の大きさなど証券市場の成熟度がマクロ的側面として考えられる。また、文化価値構造的な要因から考察すれば、信用格付の低下を招く可能性がある、借入による大規模な投資よりも、デフォルト率の悪化の可能性が低い安定的な経営志向や、増資

東アジア企業の経営志向について（山澤）

による調達を好む傾向があると分析することができる。

台湾と韓国については、台湾は1993年に大幅に悪化するものの以後ほぼ格付は向上する傾向がある。それに対し韓国はほぼ全期間にわたり低下を続け、1991年と1997年の両国の信用格付の差は大幅に増大している。

インドネシアに関しては、各期ごとの変動幅が大きい事、タイに関しては1997年度の低下幅が極めて大きいことが特徴として上げられる。

この論文の趣旨ではないが、このアジア各国の時系列的な変化は、1998年のアジア通貨危機の各国の影響度や深刻さと強い関連が見出せ、極めて興味深い結果となった。

(4) 各国の t-1 期の信用格付と t 期の借入増減

次に各国の t-1 期の信用格付と t 期の借入増減について分析したい。t-1 期の信用格付と t 期の借入金増減の関係は、以下の関係をもっていると考えられる。t 期における t-1 期の信用格付 (デフォルト率) は、経

営者は当然として、金融機関は、その決算情報を基に、信用格付を実施し利潤最大化のため、対象企業に対する取引方針を作成する。

X 軸に信用格付 (デフォルト率) の高さ、Y 軸に借入金の増減 (t-1 期と t 期) を取り、金融機関の利潤最大化の為、どのような形態となるかを考えたものが図 2 である。

まず金融機関の利潤最大化志向が経営に影響を与え、且つ信用格付によるデフォルト率の算出により貸出を実行していると考え、信用格付と借入の増減は、右上がりになるはずである。(図 2①) そして、貸出利鞘 - 信用リスク率 = 0 の点で、貸出増減は 0 となるはずである。

貸出の増大は、信用格付の悪化を招く可能性があり、信用格付が高ければその許容範囲は、大きくなるからである。また貸出利鞘 - 信用リスク率 < 0 であれば、貸出の増大は、貸出利鞘を増大させない限り金融機関の利潤は減少するからである。また貸出利鞘 - 信用リスク < 0 の場合でも、信用格付が高い

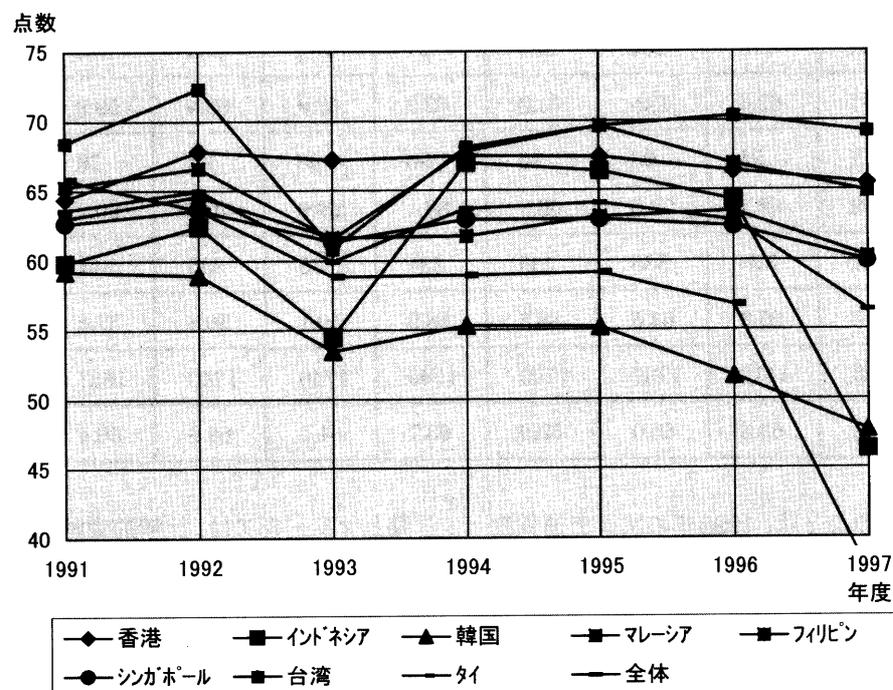


図1 各国企業の信用格付の時系列推移

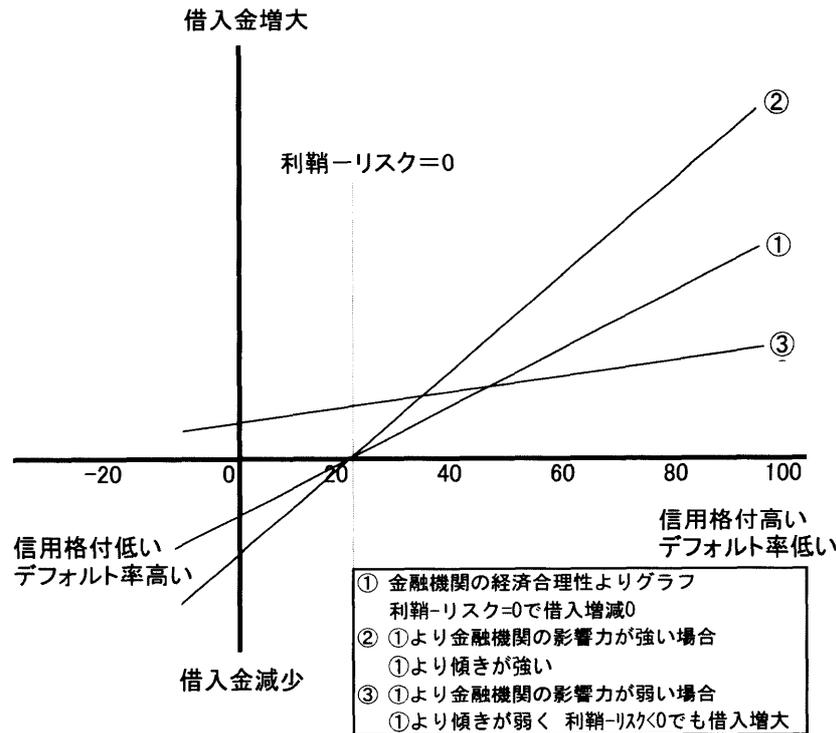


図2 信用格付と借入金の増減関係

ほうが、貸出を減少させようとする意欲は小さいからである。

図2は貸出利鞘の変化を考慮に入れないモデルであるが、この①の線を基準に金融機関の影響力の強弱による違いについて考えると以下のようなになる。もし金融機関の影響力が強い場合、貸出利鞘-信用リスク率 <0 であれば、金融機関は、強い影響力を行使して、より大きく貸出を回収しようとし、貸出利鞘-信用リスク率 >0 であれば、より多く貸出を増大させることになる。つまり傾きは、大きくなることになる。また、貸出利鞘が変化しないという前提では、貸出利鞘-信用リスク $=0$ の点で、貸出増減は0となるはずで②の曲線のようになる。

次に金融機関の影響力が弱い場合は③のように②と逆に傾きが小さくなり、また貸出利鞘-信用リスク率 <0 の領域においても、貸出が増加する④のような傾きが小さく①よりも上に直線は、存在することになる。

今回抽出した企業の、 $t-1$ 期の信用格付と t 期の借入増減を国毎と業種別と年次別に線形回帰を取ると以下のような結果となった。図2に当てはめれば切片は、格付0点の企業の借入増加率の推定、 X 値は、全体の傾きを表し格付1点の増減に対する、借入増減率を推定していることになる。

まず年度別の推移から年度ごとの対象国全体での金融機関の影響力の変化について分析すると以下の通りである。92年度は、切片が低く借入金の増加は低い。93年度より95年度までは、切片は高く、借入金の増加が高いことを示している。またこの期間は、 X 値は、負の値を示しており、借入金は大幅に増大しているが、金融機関の利潤最大化の為の影響力は、低いと判断できる。96年度以降は、切片は大きく低下し、傾きは正の値を取るようになり、金融引き締めと金融機関の影響力が高まっていることを示している。傾きと切片の相関係数は、 -0.8891 と高い相関を示すが、傾きと格付、切片と格付の相関

東アジア企業の経営志向について（山澤）

係数は、0.03438 - 0.0781 と低い相関であり年度ごとの変化は、格付変化の影響であるとは考えにくい。年度別の推移では、93年度から95年度にかけては、借入金の増大に伴い、金融機関の影響力は低いが、96年度以降は、借入金が増大率が下がり、それについて金融機関の企業に対する影響力が増大していったと考えることができる。

次に国ごとの特徴について分析すると以下の通りとなった。国別に見るとマレーシアは、切片が最高でありまた、傾きは唯一負をとっている。インドネシア、タイと比較すると、マレーシアがインドネシア、タイと比較して金融機関の影響力が低いことを示している。

シンガポールと香港は、切片はシンガポールが高いものの、ほぼ同一の数値を示し傾きは、正の値を取っている。

台湾、韓国、フィリピンは、切片が負で韓国、フィリピン、台湾の順の低く、傾きは0.007である。しかし、韓国は平均格付は54.2点、フィリピンは68.8点、台湾は、66.1点と14点以上の差が存在し、韓国における、金融機関の影響力は低いと考えることができる。

結論として、タイ、マレーシア、韓国においては、

金融機関の利潤最大化に対する影響力は低く、インドネシア、シンガポールが中位で、台湾、フィリピンが高いと考えることができる。

(5) 格付分類毎の各国の特性から見る、経営志向の分析

本節では、t-1期の信用格付とt期の借入増減を基に1. (1) で概説したパーソンズとベラーの2×2のモデルに分類を試みる。高格付企業と低格付企業の借入増減の国毎の違いとそれを決定する要因が経営者の重視する、利害関係者が普遍的であるか個別的であるか、あるいは、業績を重視するか所属を重視するかによって分類を試みるものである。

今回抽出した1700社の企業の1991年度から1998年度までの信用格付毎の借入金の増減率の曲線回帰は、図2の曲線のようになった。これは、高格付と低格付において傾きが強く、利潤最大化を志向する金融機関の影響力が強く中間では、傾きが弱く金融機関の影響力が弱いという結果が現れた。しかし金融機関の影響力は、各企業に対して同等ではなく、各企業にとって資金調達可能な金融機関は複数存在し、競争原理に基づいているはずである。高格付企業は、複数の金融機関から資金が調達可能であり、

表5 信用格付と借入増減の線形回帰

1 年度別集計

年 度	1992	1993	1994	1995	1996	1997
切 片	0.049	0.339	0.328	0.451	0.156	0.113
X 値	0.0025	- 0.0004	- 0.0000	- 0.0009	0.0029	0.0046
格 付	63.6	65.0	59.9	63.7	64.1	62.8

2 国別集計

国 別	香港	シンガポール	台湾	韓国	インドネシア	マレーシア	タイ	フィリピン
切 片	0.112	0.142	- 0.161	- 0.051	0.151	0.453	0.162	- 0.106
X 値	0.002	0.002	0.007	0.007	0.006	- 0.001	0.003	0.007
格 付	66.4	62.4	66.1	54.2	60.1	61.6	56.2	68.8

高格付であればあるほど、金融機関の企業に与える影響力は低下するはずである。借入金の増減は、経営者の経営志向が強く反映されていることになる。つまり経営者は、借入の増大が信用格付の低下（デフォルト率の増大）をもたらすことを認識しつつ、借入増加による経営拡大をはかろうと拡大志向であれば借入金は増大し、デフォルトによる企業組織の崩壊や、それによる、自己の組織内での地位や収入を維持しようとするなど、安定志向であれば借入金は減少する。

この志向の相違は、(2) 論述の通り、業績主義か所属主義かに分別できる志向の相違と考えられる。業績主義とは、人を評価する際その人の本来持っている資質、属性よりも業績達成、遂行をより重視する価値観であり、所属主義とは、人を評価する際、期待される、業績や遂行とは無関係にその人の資質や属性を重視する価値観である。つまり高格付企業において、借入金の増加水準が高ければ、企業の売上や利益や、従業員数など、信用格付で計測できない経営指標の向上に注力しており、その業績の向上の貢献度により自己や他人を評価しようとしており業績主義的であると考えられる。逆に借入金の増減が低い場合は、その企業の経営指標の向上ではなく、自己や既存組織の人々の組織内での地位や処遇の維持を優先している所属主義的志向が高いと考えることができる。

要約すると、高格付企業における借入金の増減は、経営者が業績主義的志向が強いのか、所属主義的志向が強いかを表していると考えられることができる。

尚、高格付企業の経営者は、新規設備投資に対し、借入だけでなく内部留保の取り崩し（資産サイドから見れば現預金等の取り崩し）や増資による調達も可能である場合もある。しかし、サンプルとなった1990年代の東アジア企業においては、新規投資による総資本の増大が極めて大きく、その大半を借入で調達し内部留保のウエイトは小さい。また1990年代の東アジア諸国においては、証券市場の整備が進ん

だが、経営者が自由に増資できる環境ではなく借入による調達为主体であり、本稿では、増資による資金調達については、考慮に入れていない。

低格付企業においては、高格付企業より、経営者の裁量部分が少ないと考えられる。借入できる金融機関は限定される為、外部利害関係者である金融機関は、企業の経営に対してより強い影響力を持つ。また、3. (1) の金融機関の利潤最大化で説明している通り、金融機関にとって低格付企業の場合、貸出利鞘－信用リスク率<0になっている可能性が高く、金融機関は、利潤最大化の為当該企業向けの貸出を圧縮しようとする。低格付企業においては、経営の改善の為、拡大より縮小路線をとる可能性が高く、従業員や取引先といった内部利害関係者の抵抗も大きく強く影響力を持つ。当然外部利害関係者と内部利害関係者の要求は一致せず、経営者はどちらかを優先する必要がある、本稿ではどちらを優先しているかは、前述の通り借入金比率の変化で測っている。具体的には借入金の減少が大きければ、外部利害関係者である金融機関を優先し、普遍主義重視であり、借入金の減少が小さければ、内部利害関係である従業員や既存取引先を優先しており個別主義を重視しているはずである。

以上を簡単に図表化すると以下の通りとなる⁷⁾。

企業の経営は変化し、企業の格付も変化する。各国とも高格付企業と低格付企業があり、経営者の根本的な選好は、格付の変化によって変化しないと考えるのが妥当である。

つまり、高格付と低格付の選好の合算がその国の経営者に選好と考えることができる。

表5は、国別のt-1期の格付とt期の借入金の増減の線形回帰をとったものである。前述の通り切片、X値ともに各国毎に特徴が見られる。これを低格付（-20点から29点）高格付（60点から100点）に分類し残差の平均を取ると表7のようになる。これは、各国の低格付企業、高格付企業の借入増減が、予想値より高いか低いかを示したものである。図2で示

東アジア企業の経営志向について（山澤）

表6 借入金の増減と利害関係者との影響力の関係

高格付

	経営者		金融機関（外部利害関係者）
増大率が高い	拡大志向	業績主義重視	影響力大
増大率が低い	安定志向	所属主義重視	影響力小

低格付

	経営者	内部利害関係者	金融機関（外部利害関係者）
減少率が高い	革新志向	影響力小	影響力大 普遍主義重視
減少率が低い	保守的	影響力大 個別主義重視	影響力小

太字部分が重視している部分

表7 国別格付グループ別残差

国	全体	香港	シンガポール	台湾	韓国	インドネシア	マレーシア	タイ	フィリピン
低格付	-0.077	-0.005	-0.072	0.098	-0.014	0.012	-0.190	0.018	-0.143
中格付	0.016	-0.033	0.012	-0.020	-0.033	0.018	0.062	0.000	0.045
高格付	-0.001	0.015	0.003	0.007	0.058	-0.011	-0.020	-0.002	-0.001

表8 表7よりパーソンズとベラーの分類による各国のタイプ

国	全体	香港	シンガポール	台湾	韓国	インドネシア	マレーシア	タイ	フィリピン
低格付	H	H	L	H	L	H	L	H	L
	個別	個別	普遍	個別	普遍	個別	普遍	個別	普遍
高格付	H	H	H	H	H	L	L	L	L
	業績	業績	業績	業績	業績	所属	所属	所属	所属
分別	日本	日本	米国	日本	米国	華僑	NA	華僑	NA

Hは借入金増大が高い。Lは借入金増大が低いまたは負を指す。

したように全体としては、低格付では残差は負に、高格付では、残差は正となるはずであるが、各国の低格付、高格付の残差の平均は、相違が見られる。これを平均より高い国を増大率が高い、平均より低い国を増大率が低いとして各国を上記図表に当てはめると、以下の様に分類できた。

この分別は、対象8カ国の中で普遍主義か個別主義か、業績主義か所属主義かどちらが優位かを分析したものである。またそれを基にパーソンズとベ

ラーの3タイプに分別したものである。

対象国の中で華僑系の人口比率が高ても比較的早期に経済発展を遂げた香港とシンガポールについては、華僑的特徴とされる所属主義が優位とならず、業績主義が優位となっている。また低格付は、香港は、個別主義が優位となり結果として日本型となっているのに対し、シンガポールは普遍主義が優位となり米国型となっている。台湾は、個別主義と業績主義が優位となる日本型となった。対象国の中では、

比較的早期に経済発展を遂げたが、地理的、歴史的に日本との関係が強いことが要因と考えられる。

他方、比較的経済成長が遅かったインドネシア、タイについては、人口比は低くとも経済界における華僑の影響力が高いといわれる通り、個別主義、所属主義が優位となる華僑型となった。

フィリピンとマレーシアについては、どの型にも該当しなかった。

1. では、収斂仮説について論述した。収斂仮説 (Convergence Theory) は、従前、社会構造や価値観において独自性が強かったものが、社会が近代化されるに従って、社会構造の仕組みが同一化していくというものである。華僑人口比率が高い香港やシンガポールは、対象国の中では比較的早期に経済成長を遂げたため、本来あるべき華僑的志向が薄れ、米国型に移行していったと考えるとこの分析の結果は、収斂仮説と整合的である。

5. 結論と成果、分析の限界と問題点、今後の発展

(1) 結論と成果

この論文は、東アジア諸国の経営志向について、財閥の存在や資本と経営の分離度などミクロ的要因や、宗教や民族の多様性や華僑の影響力といった文化・価値的要因を数値的に分析することを目的としている。分析の結果以下の3点を明らかにすることができた。

- ① 1991年から1997年までの対象8カ国の信用格付(デフォルト率)の時系列の推移は一定の関連性を持ちながら各国に個別の特徴があること。期間全体の信用格付の平均においては、フィリピン、香港、台湾が高い一方、韓国、タイ、インドネシアが低く、その格差は年を経る毎に高まっていく事。また、格付の平均と金融危機の深刻さには、強い相関があること。
- ② $t-1$ 期の信用格付と t 期の借入金の増減より金融機関の企業に対する影響力を分析の結果、1991年から1998年においては、台湾、フィリ

ピンについては、影響力が強く、タイ、マレーシア、韓国においては、影響力が弱いという結果が見出せたこと。

- ③ 低格付と高格付において各国の借入行動パターン分析により、シンガポールと韓国は米国型、香港、台湾は日本型、インドネシア、タイは華僑型と分類できたこと。

以上の3点に集約できる。

また各国の分析を通じて、デフォルト率の特徴や時系列での変化は、各国経済情勢や経営特性を分析した先行研究と共通する結論が見出せ、抽出期間の最終期に発生したアジア通貨危機の各国への影響もある程度説明できた。

このことは、金融機関の信用格付を模範とした、デフォルト率算出の手法とそれを活用した分析は、経済・経営の両面で極めて有益な手法であることを意味している。

また、パーソンズとベラーの研究に基づいた各国の分類は、華僑人口比率が高くとも経済発展が早期に進んだシンガポールと香港については、華僑型とならず、収斂仮説と整合的な結果となった。

(2) 分析の限界と問題点

しかしながら今回の研究には、いくつかの限界と問題点がある。

まずデータについては、9年間にわたる1700社あまりの決算データを利用しているが、国別格付グループ別に分類すると、低格付部分は、サンプル数が少なくなったことである。また、期間中の倒産企業については、データに含まれていない点も問題である。

また、東アジアを比較分析の対象としながら、中国についてはサンプル数がすくなく、割愛せざるを得なかった点と、対象国内での比較にとどまっておき、米国や日本や欧州諸国も比較対象に入れるべきであったと考える。また、1998年度までのデータしか入手できず、分析が新鮮味を欠いた。

東アジア企業の経営志向について（山澤）

これらの問題は、いずれにしてもデータベースの整備により解決できうる問題であると考ええる。

(3) 研究の発展

この論文では、信用格付を模範としたデフォルト率の算出により各国の経営志向を数値的に分析することを目的としたが、今後の研究課題は、経済学の領域と国際比較経営の両面にあると考えられる。

経済学の領域では、経済発展や通貨危機と企業のデフォルト率との関連付けの研究が挙げられる。またこの論文では、金融機関の行動を各国共通であるという仮説に基づいて分析や研究を展開したが、逆に企業の選好を各国共通として、金融機関行動の多国間比較といった研究も可能であると考えられる。

また、この論文では、株価について分析をしていないが、株価とデフォルト率の相関についても興味深い課題であると考ええる。

【注】

- (1) Moody's International Company Dataについては、関西大学図書館のご厚意により利用させていただいた。
- (2) この論文での信用格付とは、デフォルト率を点数化したものである。点数が高くなるほどデフォルト率は低くなる。
- (3) 本稿でいう借入は、短期借入金+長期借入金+社債であり、いわゆる有利子負債である。しかし金利を支払を実施しているかどうかはデータ上不明であり、無利子の可能性がある関連会社借入等も含有している。
- (4) この論文では東アジア諸国とは韓国、台湾、香港、タイ、シンガポール、マレーシア、インドネシア、フィリピンを対象としている。中国は香港のみ。国ではなく国と地域と表記すべきで

国際経営比較の見地からは、この論文では、他国間比較を前提とし、各々の企業を財閥系や華僑系との区分を実施していないが、近年は、東アジア諸国の比較経営の研究が進展し、国ごとに企業を財閥や華僑などに分類した研究もみられる。その分類とデフォルト率との関連の分析についてや、ガバナンスの国別の特徴など、経営比較の領域においても、多くの研究課題を残しているように考える。

***謝 辞**

本論文の作成にあたり、大阪大学国際公共政策研究科 高阪章先生 同経済学研究科 浅田孝幸先生 安孫子勇一先生 金井一頼先生には、貴重なご指導をいただきました。深く感謝申し上げます。また国際ビジネス研究学会編集委員会のレフェリーの先生方には、貴重なコメントを頂戴いたしました。深く感謝申し上げます。

あるが全体を諸国とするため、便宜的に国と表記している。

- (5) 文化・価値構造の分類については丹野勲『国際比較経営論』に詳しく研究されている。
- (6) 有利子負債返済年数算出のキャッシュフローについては、減価償却を加算するのが一般的であるが、データに減価償却の欠落しているものが多く減価償却を勘案せず算出した。
- (7) 本節では、株主という利害関係者をモデルの単純化のため除外している。株主の企業に対する影響力は、格付の変化と相関のないものと考えるのが妥当である。財閥やグループ企業でなければ、金融機関と同様に経営者にとって普遍的な存在であり、財閥やグループ企業であれば個別的な存在である。

【参考文献】

- 安孫子勇一 吉岡孝昭 (2003) 「パネルデータを用いた地域経済と地域金融に関する実証分析」『Discussion Papers In Economic and Business 大阪大学』。
- Claessens, Stijn, Simeon, Djankov and Tatiana Nenova (1999), "Corporate Risk around the World," Policy research Working Paper No.2271, *The World Bank*.
- Claessens, Stijn, Simeon Djankov and Larry Lang (1998), "East Asian Corporate: Growth, Financing and Risk over the Last Decade," *Policy Research Working Paper, NO.2017 The World Bank*.
- 大和総研 (2002) 『アジアの証券市場2002年度版』大和総研株式会社。
- Demirguc-Kunt, Asli and Vojislav Maksimovic(1998), "Law ,Finance, and Firm Growth" pp.177-186 *Journal of Finance*.
- Harris, M.andA. Raviv (1991) "The Theory of Capital Structure" *Journal of Finance* 46, pp.297-355.
- 慶応義塾大学地域研究センター編 (2000) 『アジアの金融・資本市場 危機の内層』。
- 三重野文晴 (2000) 「タイ製造業における企業の資本構成－エージェントコスト理論の途上国への適用可能性」『アジア経済研究合同学会報告書』 88-105 ページ。
- Myer,S.,(1977) "Determination of corporate borrowing," *Journal of Financial economics* 5, pp.147-175.
- Lee, Jong-Wha, Young Soo Lee, Byung-Sun Lee (2000), "Determination of Corporate debt in Korea," For the Coming Economic Journal.
- 日本銀行 (2001) 「信用格付を活用した信用リスク管理体制の整備」『日本銀行調査月報』 2001年10月号。
- 日本銀行検査局 (1999) 「信用リスク管理の高度化に向けた自己査定の活用について」『日本銀行月報』 1999年10月号。
- 塩谷雅弘 (2000) 「東アジアにおける企業金融行動：金融システムおよび法環境に関する実証分析」 大坂大学国債公共政策研究科。Discussion Paper00-11, September2000.
- 末廣昭編 (2002) 『タイの制度改革と企業再編』アジア経済研究所。
- 鈴木典比古 (2000) 『国際経営政治学』 文眞堂。
- 丹野勲 (1994) 『国際経営比較論』 同文館。
- Yupana Wiwattanakantang, (1999) "Aneempirical Study on the Determinants of the Capital Structure of Thai Firms," *Pacific-basin Finance Journal* 7371-403.

【2004年8月4日受理】