

法政大学比較経済研究所 胥鵬 編
『日本、アジアの債券市場』(仮題)
法政大学出版社 (2007年刊行予定)

東アジア企業の社債による資金調達は拡大しているか：
企業財務データからの考察

三重野文晴

1. はじめに

アジア地域金融協力の中心課題の一つとして、債券市場の育成への取り組みが本格化している。第(『清水』)章、(『永野』)章でも論じられているように、育成への取り組みの重点は、国債・公社債による債券市場の規模拡大と信用格付け制度の拡充から、本丸である企業の資金調達手段としての機能化、すなわち社債市場の育成に徐々に移りつつある。また、各国金融当局やアジア開発銀行等の公表する集計数値によると、債券市場の規模は社債を含めてここ数年堅実な拡大傾向にあるように見える。しかし、企業の資金調達という観点からみて社債発行は本当に拡大しているのだろうか。あるいは、社債発行という資金調達手段は、企業にとって現実にはどの程度の重要性をもつ段階にあるのだろうか。このような企業のミクロ面からの検討はこれまでほとんどされてこなかった。本稿は、近年不完全ながらも整備されてきたアジア諸国の上場企業財務データを、その限界に留意しながら利用・検討することで、この疑問への答えの手がかりを得ることを狙いとしている。検討の対象は、アジア諸国の中で中規模の人口・経済をもち、債券市場の成長が比較的順調とされているタイ、マレーシア、韓国であり、第『清水』章の議論に対応している。

企業レベルによるアジアの債券市場の実証研究は、その一部が本書第(『永野』)章で要約されている永野(2005)を例外として、現在のところ、ほとんど存在していないのが現状である。それにはいくつかの理由が考えられる。第1に、対象となる各国について、比較分析に耐え得るほどの企業データベースの整備が未だに不十分なことである。後述されるように、大手のデータベンダーが供給するクロス・カントリーの企業データは学術研究にとっては高価であることに加え、対象諸国についてはカバレッジ、データ精度とも未だ信頼性に問題がある。各国の証券取引所等で整備・公表されている個票の財務諸表は、実は意外と詳細な内容をカバーしているが、これを実証分析のためのデータセットに起こすことは容易ではない。第2に、企業の債券発行の選択に関する研究は、先進国を対象とする研究も含めて理論研究が盛んなほどには実証分析の蓄積は多くはない。そもそも、先進国間でも社債による資金調達の比重には差があり、その要因の解明すら論争の中にある。企業の社債による資金調達動機についての解明の遅れ一般が、アジアの債券市場についての分析の困難さの、より根本的な事情であろう。

永野（2005）は、東アジア5カ国に関して、企業の起債行動の情報をもとに、社債を発行する企業がどのような特性をもっているかを検討し、資産規模の大きい企業や上場後年数の長い企業が社債を発行する傾向を確認して、情報の非対称性の低さの観点から解釈を行っている。それに対し、本稿の特徴は、第1に、社債の発行額そのものを整理・検討し、近年の集計量との整合性を吟味する点にある。特に、負債ファイナンスの全般的な傾向を観察し、社債による資金調達的位置づけをその関係の中で考察する。第2に、社債の発行需要を、日本企業の社債発行の要因について分析を試みた福田（2003）の仮説設定を手がかりに、社債発行需要の質を検討することにある。利用するデータの不完全性に対しては、データをできるだけ詳細に吟味して、問題の所在と分析の限界をあらかじめ把握することで対処したい。

アジア地域金融協力における社債市場の育成のロジックは、金融危機の原因となったとされる資金需要と資金調達との間の「通貨ミスマッチ」と「期間ミスマッチ」の解消の手段として、成立している。このうち、前者はやや長期的な課題としてさておくとして、後者の「期間ミスマッチ」のロジックにはどの程度の妥当性があるのだろうか。筆者は三重野（2006）、Mieno(2006)などにおいて、タイ、マレーシアに関する限り、アジア金融危機以前の時期に負債ファイナンスへの依存が深刻なほどに高かった、あるいは急速に高まる傾向をもっていたという事実は、全般的な傾向としては必ずしも確認されないことを指摘してきた。本稿では、この認識を前提に、金融危機を挟んだ時期に、負債ファイナンスの他の調達手段へのシフトや、負債の期間構造の変化などがどのように生じていたのかを整理し、そうした資金調達構造の全体構造を踏まえて社債による調達へのシフトの現状とその意味合いを考察する。

集計量としての社債の増加とマイクロ面の構造変化について、注意しなければならない点のひとつは、東アジア諸国では、企業部門の主要プレーヤーが必ずしも上場企業ではないことである。タイ、マレーシアの主要企業の比較をおこなった三重野・半田（2006）は、両国において主要企業の過半が未上場企業であること、上場企業にはかなり小規模の企業が含まれること、また未上場企業のかなりの部分が海外多国籍企業の現地法人・子会社・関連会社であることを指摘している。上場企業は各国の付加価値生産の中核に位置するものでは必ずしもない。また、そのデータは未上場企業による社債の私募発行をカバーしていない。組織された証券市場を経由しないこのような資金調達の存在の可能性にも注意が必要であろう。

本稿の第2節では、使用するデータベースの問題点を吟味し、近年の社債発行企業数や発行額の全体傾向の把握を試みる。その上で、資本構成から、企業の資金調達全般の特徴とトレンド、そして社債の発行に関する傾向を整理する。第3節では、福田（2003）の社債発行の選択に関する仮説設定を援用して、社債発行の決定要因に関する実証分析を試みる。第4節で観察をまとめる。

2. 企業の資金調達と社債発行の実態

(1) 資料・データ

本稿の分析では、*Bureau van Dijk*社の企業データベース OSIRIS(2005年12月版)を利用する。このデータベースは、世界各国の上場企業の財務諸表、企業プロフィール、主要株主などの情報をカバーしている。幸いなことに非経常負債の一項目として社債の残高の情報が提供されており、観察が可能である。ただし、この項目が欠損値(n.a.)になっている企業も多く、残高が正でない場合、それがゼロであるのか、単に情報が入手できなかったのかの識別ができておらず、その点でデータにはノイズが含まれているという問題がある。

タイについては、より一次資料に近いデータの所在が確認できる。1998年以降、タイ証券取引所は全上場企業の財務データを個票の形で、整理・提供している。CD-ROMで提供された1998年の試行版は1991年以降の個票がカバーされており、逐次公開されてきたデータを揃えれば、1991年以降のパネル・サンプルを作成することが可能である。項目の詳細は年次により変化があるが、社債残高に関するデータも利用可能である。このデータは各企業が取引所に提出する年次報告書の一次加工であり、信頼性は高い。筆者はタイに関する既存研究において、この個票をデータセットに整理してきた。ただし、2002年に行われた項目基準の大幅な改訂への対応が遅れているため、利用可能な期間は2001年までに限られる(以下 SET と呼ぶ)。そこで、タイを事例にこのデータセットを OSIRIS と比較することで、その信頼性を確認することとしたい。

表1は、各国の社債発行企業数、資産負債表の社債残高の合計額の変化をまとめたものである。まず、タイ(OSIRIS)を見てみると、非金融部門で社債残高が正である企業の数は2003、4年に急増している。ただし、サンプル企業数自体も増加しており、企業数全体に占める比率は1998年に19.7%であったものが、2004年には11.0%とむしろ低下している。残高総額は2000年代から堅調な増加を見せており、2001年には1009億バーツ、2004年には1973億バーツに至っている。

ここで、データベースの信頼性を吟味するために、SET データベース(1992-2002)の同様の集計と比較してみよう。前述の通り、SET データベースは非金融部門の上場企業のほぼすべてをカバーしている。これと比較すると OSIRIS データベースは、98年では、対象となるべき企業の39.8%(122/306)のカバー率に留まるのに対し、2001年では87.4%(271/310)に改善している。一方、社債発行企業数についてみると98年には SET 33社に対し OSIRIS 24社(カバー率72.7%)であるが、2001年には49社に対し27社(同55.1%)と、カバー率はかえって低下している。

以上のことから、財務データの合計として計算される社債残高の絶対額の信頼性は、かなり低いと言わざるを得ない。事実、OSIRIS における2002、04年の社債残高総額は、それぞれ1036億バーツと1973億バーツであり、これは集計量での公表額(第『清

水』章、第6表)の5381億バーツ、5483億バーツと比較して、20%、36%程度の水準に過ぎない。また、表にあるように、銀行等の金融企業の社債残高は、98年に降急減少しており、2004年にはゼロとなっているが、これを計算に入れても、カバー率の低さはほとんど改善しない。

問題は、SETデータベースの社債残高の合計値においても、集計量と比較した場合のカバー率はかなり低く留まるということである。すなわち、同データベースから集計される2001年の社債残高総額は1905億バーツであり、OSIRISデータベースよりも大きいものの、それでも集計量の残高の35%に過ぎない。このことは、このギャップがOSIRISのカバレッジの問題だけに起因するものではないことを示唆している。三重野・半田(2006)の計算にあるように、タイでは主要企業における未上場企業の比重が高く、さらに未上場企業には多国籍企業の子会社・関連会社が含まれる。このような企業の私募債は、上記データベースには含まれていない¹。勿論、このギャップのより確実な解明のためには、集計量側の定義との詳細な突き合わせが必要であるが、公表される社債残高には、「期間ミスマッチ」の解消という政策課題において本来問題の焦点となっているはずの、市場を通じた社債発行とは異なる起債行動の部分が、相当含まれている可能性があるように考えられる。

マレーシア、韓国(OSIRIS)についても同様にカバレッジの低さが観察される。マレーシアではサンプル企業数に対する社債残高が正である企業の全企業数に占める比率は最大年で5.3%(2004年)と非常に低いが、比重自体は継続的に上昇している。残高総額は、集計量(第『清水』章表6)の9.5%と極めて低い²。韓国では、社債残高が正である企業の比率は30%前後とかなり高いが、1998年以降一貫して低下しているのが特徴である³。集計量との比較を2004年についてみれば第『清水』章、表3の153兆ウォン(金融債を除く)に対し、55兆ウォンと33%のカバー率に留まる。

以上の問題に留意しながらも、各国の社債残高の絶対額の推移を見ていくと、タイ、マレーシアでは残高は近年確かに増加している。一方、韓国ではむしろ低下傾向にあることが示されている。この傾向は金融企業の債券残高を計算に入れてもほとんど変わらない。勿論、絶対額の増加はサンプルのカバー率の年次バイアスを反映している可能性が大いにある。一般にカバー率は年々改善していくものと考えられるので、タイ、マレーシアについてはそれが反映されている可能性が高いが、韓国では、カバー率の上昇にも関わらず社債残高は低下しており、この傾向の蓋然性は高いのである。以下ではこうした年次バイアスの問題を回避するために、総資産を分母とする資本構成を観察によって、社債によるファイナンスの傾向を見てみよう。

¹ 三重野・半田(2006)によると、2000-04年におけるタイ、マレーシアの主要非上場企業の総資産に占めるその他非流動負債は、それぞれ2.4-4.0%、3.5-5.3%の水準であり、この中には私募による社債が含まれている可能性がある。

² マレーシアでは、金融企業の社債残高は観察されなかった。

³ しかもこの低下傾向は危機以前の時期から観察される。

(2) 社債による資金調達の傾向観察

表2は、OSIRS データベースのサンプル企業全体の資本構成の推移を表したものである。社債による資金調達の比重を検討するために、最初に、金融危機以降、各国における上場企業の資金調達構造がどのように変化してきたかを簡単に整理したい。

資金調達全般に各国に共通する特徴は、第1に、筆者が複数の既存研究で指摘しているように、各国の負債比率は金融危機以前の時期も含めて、比較的低い水準にある、ということである。タイの負債比率は危機以前の時期は50%前後であり、危機に直面して50%代後半に上昇したに過ぎない。マレーシアでは危機以前に若干の上昇傾向が見られるが、もともと40%代半ばと極めて低い。韓国は60%代後半とかなり高いが、危機以前の段階における上昇はほとんど見受けられない。

第2に、負債比率は危機時にタイ、マレーシアでは上昇したが、3カ国ともその後一貫して低下傾向にある点である。三重野(2002)が指摘するように、少なくとも2000年頃までのタイでは、これは内部留保に依存した自己金融への回帰を反映したものであり⁴、必ずしも株式ファイナンスが活発化したことを意味していない。この事情は国によって異なるかもしれないが、国内の金融システムが機能不全に陥る中で、負債比率の低下の少なくとも一部は、自己金融への回帰を要因とするものであると見ることはできよう。第3に、負債の期間構造の変化には、各国でバラツキがあるという点である。流動負債と非流動負債を比較すると、タイと韓国は危機からの回復過程で非流動負債の比重が急速に低下している。逆にマレーシアでは、顕著で傾向的な長期負債の比重の上昇が見られる。

危機以前に、負債比率への際だった高さや急激な上昇が観察されない以上、そもそも危機を招いた脆弱性の要因としての「期間ミスマッチ」が実態としてどの程度深刻であったかにははっきりしない点が残るのである⁵。いずれにせよ危機以降は、自己金融への回帰によって、負債ファイナンスは抑制された。タイと韓国について言えば、銀行借入を中心とする負債はますます短期化し、自己金融が投資のための長期資金として重要度を増してきた。マレーシアでは、自己資本への回帰が限定的に留まる一方で、銀行貸出の長期化が投資をファイナンスする形に変容してきたと見ることができよう。

以上を踏まえて、社債比率の特徴を整理してみよう。第1に、危機以後の社債比率は、タイでは、社債比率は金融危機前後にやや高くなるものの、その後1%台前半に低下している。負債に占める社債の比重も同様に低下しており、このことは負債から自己資本への回帰という負債ファイナンスの停滞以上に、社債発行が不活発になっていることを意味している。マレーシアでは1999年頃から微増するものの、その勢いはきわめて弱く、2004年でも1.9%の水準に留まっている。韓国では、危機以後の負債比率の急低下に平

⁴ 危機以後2003年までは、タイの証券取引所の売買額、上場企業数とも収縮しており、この時期に、株式ファイナンスが活発化したとは考えにくい。

⁵ タイに関するこの問題については三重野(2003)、Mieno(2006)も参照。

行して社債比率も90年代はじめの5%から4%台に低下している。負債に占める社債の比重は、2000-01年頃に微増する時期もあるが、強い上昇傾向は観察されない。すなわち、金融危機以降、企業の資金調達に負債ファイナンスから自己資本へシフトしてきたことを背景として、社債による資金調達はやや停滞する方向にあるのである。タイ、韓国では2000-01年頃を境に縮小する傾向すら見受けられる。また、マレーシアではわずかに観察されるものの、その比率は極めて低く、社債発行が活発化していると捉えることには無理があろう。

サンプル自体や社債項目のカバー率の年次によるバイアスを最小限にするために、表3によって、社債残高がいずれかの年次に正である企業だけの資本構成の推移を観察してみよう。社債発行企業における社債比率は、各国ともさすがに相当の水準に上る。しかし、傾向としては、マレーシアにおいて拡大傾向が観察されるものの、タイ、韓国においてはやはり減少傾向が看取される。

以上のように、近年指摘される社債ファイナンスの拡大と整合的な傾向は、企業レベルのミクロ面からは、ほとんど確認することができず、ここ数年は縮小する傾向すら見受けられた。絶対額における集計量との非整合の一部は、データベースのカバレッジ不足と解釈することができる。また、上場企業以外の企業の私募による起債をカバーしていないことを反映しているのかもしれない。しかし、時系列的な傾向においても拡大が観察されないことは、何らかの構造的要因があることを疑わせるのである。次節では、その構造の解明の手がかりを得ることを視野に、負債比率を用いて企業の社債発行選択の要因を観察しよう。

3. 実証的検討

(1) 仮説設定：福田(2003)の援用

本稿では、企業の社債発行行動の決定要因について、福田(2003)が展開した2種類の仮説設定を参考に考察を進めたい。福田(2003)は、プロジェクトの成功確率に関する情報の非対称性下で、プロジェクトの途中清算の可能性があるもとでの企業の短期資金、長期資金の選択問題として社債の選好モデルを示している。ここでは、①長期プロジェクトの収益率が高い企業ほど、②経営者のエージェンシー・コストが高い企業ほど、③総負債額が大きい企業ほど、長期資金を選好することが示されている。これは、長期プロジェクトによる収益が見込める企業は途中清算のコストが相対的に高く、また株主に対する立証が不可能な利得をもつ経営者はやはり途中清算のコストが高くなる、そして、これらの問題は他人資本の利用が多いほど、深刻化するからである。

福田(2003)は、一方で、プロジェクトの質の選択に関するモラルハザードが存在する下で銀行と社債購入者のモニタリング・コストの違いを背景に、経営者の銀行借入と社債発行が選択されるモデルとして社債発行の定式化を行っており、①プロジェクトの平均収益が大きい企業ほど、②負債額が小さい企業ほど、社債を選好するとの結論を導いている。

債権者によるモニタリングが困難な社債発行では、社債購入者が経営者のモラルハザードの可能性を折り込んで高い利率を設定するため、収益の低い企業は、発行条件を満たすことができず、モニタリング・コストを支払って収益に見合った利率で銀行から借りることを選択するからである。また、モラルハザードは他人資本の利用の比重が高い場合ほど生じやすくなるため、負債比率の高い企業はより高い利率に直面して、発行が実現しないからである。

以上の定式化から、福田（2003）は、社債比率が、営業利益率（収益率の代理変数、想定符号は+）、株価純資産倍率（株主と経営者の間のエージェンシー・コスト、-）、負債比率（他人資本の利用度合い、+ or -）、の3つを説明変数として、社債比率の決定要因を検討している。この場合、負債比率は正に有意である場合には、モニタリングの観点から社債発行を選択していると解釈でき、負に有意である場合には、プロジェクトの途中清算を回避するために長期資金への選好をもっているという解釈ができる。

以上の仮説設定を援用して、本稿では、以下のような定式化のもとに推定をおこなう。

$$Bond = \alpha_0 + \alpha_1 \text{Log}(\text{Asset}) + \alpha_2 \text{ROA} + \alpha_3 \text{RISK} + \alpha_4 \text{Debt}$$

ここで、Bond は社債比率、Asset は総資産、ROA は総資産利益率、Debt は負債比率をあらわす。また RISK は収益率のリスク指標であり、ここでは総資産利益率の変動係数を用いる。定数項を除く3説明変数は福田(2002)の定式化に沿ったものである、総資産は理論的な根拠は曖昧であるが、負債ファイナンスに際して支払い能力や担保能力を表す指標として、正に利くことが経験的に知られている。収益率のリスクを示す変動係数は、負に利くと想定される。株価純資産倍率はデータの入手が困難であるため説明変数から除外した。

また、社債市場が拡大しているとされる近年の過程で以上の説明変数の効果に時系列的变化が生じているか否かを検討するために、負債比率、総資産に対するタイムトレンド t の交差項も説明変数に導入した推計も試みる。すなわち、

$$\alpha_1(1 + \beta t) \text{Log}(\text{Asset}), \text{あるいは} \alpha_4(1 + \beta t) \text{Debt}$$

例えば α が正に有意で、 β や γ が正（負）に有意である場合、 α が示す負債比率、総資産の効果は年々強（弱）まっていることを意味している。

最後に、各国で共通して入手可能であった外資の出資のある企業を示すダミー変数も導入して、その傾向の把握を試みる⁶。

⁶ OSIRISデータベースの株主リストにおいて、主要株主が特定でき、かつその国籍に関する情報がとれる場合で、それが外国である時、1とした。マレーシアについては日系企業リストの利用が可能であったため、そのリストから識別できる企業も外資系企業として追加した。

(2) 実証結果と解釈

前述のように、社債残高が正であるサンプルは限られていることに留意して、推定モデルにはトービットモデルを採用した。推定対象期間は1998-2004年である。表4は、各国の推定結果である。基本的な説明変数については、3国には共通した特徴を読みとることができる。第1に、総資産（対数値）は社債比率に強く正に利いている。この結果は、永野（2005）の結果の再現であり、大規模な企業ほど社債発行を行う傾向があることが示されている。社債発行に際して、企業の返済能力や担保能力が重要であるという、もっとも一般的な構造が確認された。

第2に、総資産利益率、利益率の変動係数はタイ、マレーシアにおいては全く利いておらず、韓国においては両説明変数とも、想定と逆の結果となっている。この結果は、正に有意と計測された日本の製造業部門の上場企業についての福田（2003）の推定結果と、好対照を成している。仮説設定に沿って解釈すれば、この結果は、3国においては、収益率の高い企業が途中清算の可能性を忌避して長期資金を志向するという傾向はなく、また、高い収益率によって社債発行の実現可能性に影響を与える程度に均衡利子率が変化するような状況にもないことを意味している。このうち後者の解釈は、社債発行市場における格付けや価格形成が未だ不完全であるとの解釈と矛盾しない。また、企業の収益率の違いによってもたらされる均衡利子率の違いが、発行のアーベイラビリティにクルーシャルに影響を与えている状況にはないという解釈も可能である。資本コストに関わる価格形成や価格の機能が不完全であることを示唆する結果である。

第3に、負債比率はすべての国で正に強く有意であり、これは福田（2003）の結果と全く逆である。仮説設定に従えば、この結果は、日本とは異なって、東アジア3国では、他人資本に比較的強く依存している企業が、プロジェクトの途中清算の可能性を忌避して長期資金の性格をもつ社債を志向することによって、社債を発行すると、解釈することができる。企業による社債の発行が、モラルハザードに起因する均衡利子率（資金コスト）の高低によるものではなく、プロジェクトの中途清算の可能性の忌避からくる長期資金への志向によるものであることは、長期資金の調達手段として社債発行の需要が存在することを示している。前節では、金融危機以降、各国で全般的に負債比率が低下し、自己資本に回帰する傾向があることが指摘された。推定結果は、そのような全般的な傾向と逆の行動をとり負債比率を高め維持した企業において、社債発行の志向が強いことを意味している。金融危機以降の企業の資金調達戦略の変化のなかで、自己資本への回帰と社債の発行が選択的、代替的な問題であったと見ることができる。

次に、時系列的变化について見てみよう。総資産と年次交差項の係数は、すべての国で有意でない。担保能力や返済能力を背景に大規模な企業ほど社債を発行しやすいという特徴には、変化の兆しが見られない。このことは、社債の発行が、年々より規模の小さい企業の裾野まで広がっていく傾向にはないことを意味しており、前節における観察と整合的

である。

負債比率と年次交差項の係数はタイにおいて負、マレーシア、韓国において正に有意であった。すなわち、自己資金への回帰と代替的な手段として、社債によって長期資金を調達するという傾向は、タイでは収束する傾向を見せてきて来ている一方で、マレーシア、韓国では逆に、そのような代替性が近年、強まってきたことが示されている。

最後に、外資ダミーの効果に注目すると、タイでは正に、韓国では負に有意であった。タイでは外国企業に、韓国では国内企業に社債発行の志向がより強いことが示されている。この結果は、各国の外資系企業の進出の構造的特徴などと密接に関係することと考えられ、ここでは、観測された結果の指摘だけにとどめたい。

4. まとめ

本稿では、タイ、マレーシア、韓国の3国について、上場企業の財務データから、近年の社債市場の傾向と社債発行の決定要因を分析した。利用できるマイクロデータに大きな限界があるものの、それを考慮しても、企業財務データから観察された傾向は、集計量の観察から指摘される社債市場の拡大という近年の認識と、大きなギャップがあることが明らかになった。社債による資金調達は、資本構成の比重では極めて小さな水準であり、危機以降、中期的には多少の拡大傾向が観察されるもののここ数年（2002-04）はむしろ縮小傾向にあり、安定的に拡大しているとはできなかった。そして、このような社債による資金調達の選択問題の背景に、金融危機以降すべての国で負債ファイナンスから自己資本への回帰という企業金融の構造的変化が存在することも観察された。

なおまた、上場企業のマイクロ財務データの集計と公表ベースの集計データのギャップは、財務データのカバー率の低さとは別の問題が存在することを示唆しており、その点からも、慎重な検討が必要であることが看取された。

このような、社債発行の一般的な低調さの背景を探るために、企業の社債発行要因を探ったところ、以下のような結果を得た。第1に、社債発行は、いわば伝統的な返済能力の要因である総資産規模に強く規定される一方、企業の収益性とはほとんど相関をもたず、社債発行の場で、かならずしも市場による価格メカニズムが機能してはいない。第2に、企業の社債発行の動機としては、資本コスト面の利点よりも、長期資金の調達という側面が強いことが示唆された。これは、金融危機以降、全体として企業の資金調達が負債ファイナンスから自己資本へ回帰する傾向がある中で、社債の発行が自己資本への回帰に対する選択的な手法として選ばれてきたことを示唆している。さらにそのような傾向自体が、ここ数年、拡大的（マレーシア、韓国）あるいは縮小的（タイ）に変化する傾向にあることも観察され、負債比率の低下傾向と併せ考えれば、各国において企業の資金調達構造そのものが、過渡期的な状況にあることが示唆されている。

総じて、2004年までの段階では、負債比率の低下という資金調達構造の変容の中で、社債という形式による長期資金の潜在的需要は窺われるものの、市場育成に各国政府が懸

命に取り組んできたとされるわりには、力強い社債市場の拡大や市場メカニズムの機能化の兆候は明瞭ではない。さらにいえば、「社債市場の育成が『期間ミスマッチ』の問題を解決・緩和する」というロジックとの関係で現状を評価するとすれば、その評価はより消極的なものとならざるを得ない。そもそも、金融危機以前において負債ファイナンスへの依存の拡大、資金の短期化は3カ国において強く観察される現象ではない。危機後も負債の長期化の傾向ははっきりもしないし、資金の長期化に社債が果たす役割は小さいままであるからである。『期間ミスマッチ』の問題は、単に社債市場の成長との関係だけで論じられるべきではなく、危機以前から負債ファイナンスが総体的に低調であった事実を踏まえて、長期貸出を含めた銀行の金融仲介能力や内部資本市場の構造を含めた全体的な構造の中で整理される必要がある、といえよう。

本稿は、いうまでもなく、現段階で利用可能なマイクロ財務データを用いて、試論的に観察を進めてきたに過ぎない。今後のもっとも基本的でかつ最重要の課題は、社債残高についての集計量と財務データの集計額の深刻なギャップの原因の解明であろう。おそらくはそれによって看取されることになる企業の社債発行の構造や特徴を踏まえることで、より多様な仮説設定と実証モデルの構築を意味のあるものとし、また、政策的インプリケーションの導出することが、可能になるとと思われる。本稿の意義は、そうした作業の前段階として、いくつかの問題点を指摘したことに留まる。

参考文献

- 永野護 2005 『新アジア金融アーキテクチャ』 日本評論社
- 福田慎一 2003 『日本の長期金融』 有斐閣
- 三重野文晴 2006 「東南アジアの工業化、直接投資と企業の資金調達」『経済研究』 第 57 卷 2 号 一橋大学経済研究所
- 三重野文晴 2004 「形成期の証券市場と企業の市場参加－金融危機前後のタイ証券市場の評価－」 国宗浩三・久保公二編 『金融グローバル化と途上国』 アジア経済研究所
- 三重野文晴 2002 「コーポレート・ファイナンス－金融システムの機能後退と企業の対応」 末廣昭編 『タイの制度改革と企業再編－危機から再建へ』 アジア経済研究所 215-249 頁 2002 年 5 月
- 三重野文晴、半田晋也 2006 「タイ、マレーシアにおける主要企業の属性別分布と資金調達構造：日系・外資系企業の位置づけ」 開発金融研究所報 第 3 1 号 国際協力銀行 開発金融研究所
- Fumiharu Mieno 2006 “Fund Mobilization and Investment Behavior in Thai Manufacturing Firms in the Early 1990s.” Asian Economic Journal Vol.20.No.1

表1 サンプル企業数、社債発行企業数および社債残高
1-1 タイ (OSIRIS)

	サンプル企業総数	社債発行企業数	社債発行企業数比率	社債残高		
				非金融企業	金融企業	合計
2004	374	41	11.0%	197,316	0	197,316
2003	353	32	9.1%	147,550	653	148,203
2002	316	26	8.2%	103,603	684	104,287
2001	271	27	10.0%	100,949	738	101,687
2000	211	29	13.7%	80,921	18,738	99,659
1999	132	21	15.9%	75,423	16,219	91,642
1998	122	24	19.7%	76,848	24,636	101,484
1997	109	23	21.1%	92,185	35,455	127,640
1996	96	19	19.8%	48,317	n.a.	n.a.
1995	87	11	12.6%	15,871	n.a.	n.a.
1994	65	6	9.2%	3,153	n.a.	n.a.
1993	45	5	11.1%	2,155	n.a.	n.a.
1992	36	4	11.1%	623	n.a.	n.a.

単位:社債発行残高:百万パーツ

1-2 タイ (SET)

	サンプル企業総数	社債発行企業数	社債発行企業数比率	社債残高
				非金融企業
2001	310	49	15.8%	190,457
2000	292	51	17.5%	162,119
1999	297	46	15.5%	113,601
1998	306	33	10.8%	45,002
1997	335	40	11.9%	66,196
1996	375	52	13.9%	215,236
1995	370	51	13.8%	149,564
1994	370	42	11.4%	103,687
1993	366	24	6.6%	52,991
1992	161	6	3.7%	18,086

単位:社債残高:百万パーツ

1-3 マレーシア(OSIRIS)

	サンプル企業総数	社債発行企業数	社債発行企業数比率	社債残高		
				非金融企業	金融企業	合計
2004	906	48	5.3%	15,369,715	0	15,369,715
2003	878	44	5.0%	12,200,224	0	12,200,224
2002	796	41	5.2%	13,093,559	0	13,093,559
2001	687	34	4.9%	11,101,361	0	11,101,361
2000	657	23	3.5%	9,678,943	0	9,678,943
1999	610	15	2.5%	3,761,203	0	3,761,203
1998	544	10	1.8%	4,905,412	0	4,905,412
1997	518	10	1.9%	5,453,652	0	5,453,652
1996	480	5	1.0%	2,028,588	n.a.	n.a.
1995	404	4	1.0%	1,510,940	n.a.	n.a.
1994	293	4	1.4%	1,120,570	n.a.	n.a.
1993	179	3	1.7%	55,492	n.a.	n.a.
1992	166	5	3.0%	249,051	n.a.	n.a.

単位:社債残高:千リンギット

1-4 韓国 (OSIRIS)

	サンプル企業総数	社債発行企業数	社債発行企業数比率	社債残高		
				非金融企業	金融企業	合計
2004	1326	396	29.9%	55,137	13,858	68,995
2003	1447	390	27.0%	56,735	13,183	69,918
2002	1440	439	30.5%	65,099	9,403	74,502
2001	1423	458	32.2%	67,572	5,544	73,116
2000	1352	399	29.5%	58,140	13,078	71,218
1999	1329	405	30.5%	69,213	7,577	76,789
1998	1255	442	35.2%	77,158	8,904	86,062
1997	1203	492	40.9%	57,448	8,037	65,485
1996	1117	498	44.6%	42,659	n.a.	n.a.
1995	1033	479	46.4%	31,020	n.a.	n.a.
1994	929	473	50.9%	24,390	n.a.	n.a.
1993	868	487	56.1%	21,333	n.a.	n.a.
1992	834	456	54.7%	16,447	n.a.	n.a.

単位:社債残高:百万ウォン

表2 資本構成と社債比率の推移（全サンプル）
タイ

	サンプル数	負債	流動負債	非流動負債			資本勘定	社債／負債	非流動負債 ／流動負債	
				長期借入金	社債	その他非流 動負債				
2004	357	46.9%	31.1%	15.8%	11.7%	1.3%	2.8%	53.1%	2.8%	50.8%
2003	334	48.1%	30.6%	17.4%	13.2%	1.3%	2.9%	51.9%	2.7%	56.9%
2002	285	49.4%	31.5%	17.9%	13.6%	1.2%	3.2%	50.6%	2.3%	57.1%
2001	240	51.9%	31.3%	20.7%	15.8%	1.4%	3.5%	48.1%	2.7%	66.1%
2000	184	52.8%	33.4%	19.4%	14.4%	2.0%	2.9%	47.2%	3.9%	58.0%
1999	124	55.1%	35.7%	19.4%	14.3%	2.6%	2.5%	44.9%	4.7%	54.5%
1998	117	56.6%	37.3%	19.2%	13.7%	2.9%	2.6%	43.4%	5.1%	51.6%
1997	107	57.6%	36.7%	20.9%	13.8%	4.1%	3.0%	42.4%	7.1%	57.1%
1996	96	52.9%	35.5%	17.4%	11.3%	2.8%	3.2%	47.1%	5.4%	49.1%
1995	86	51.2%	35.3%	16.0%	11.7%	1.3%	3.0%	48.8%	2.6%	45.3%
1994	65	49.5%	35.2%	14.4%	11.5%	0.9%	2.0%	50.5%	1.7%	40.8%
1993	45	50.2%	36.2%	14.0%	10.7%	1.2%	2.1%	49.8%	2.5%	38.7%
1992	36	52.2%	36.7%	15.5%	11.8%	1.0%	2.7%	47.8%	1.8%	42.4%

マレーシア

	サンプル数	負債	流動負債	非流動負債			資本勘定	社債／負債	非流動負債 ／流動負債	
				長期借入金	社債	その他非流 動負債				
2004	308	49.2%	25.9%	23.2%	13.2%	1.9%	8.2%	50.8%	3.9%	89.5%
2003	300	48.5%	25.4%	23.2%	13.1%	1.6%	8.5%	51.5%	3.2%	91.3%
2002	278	46.2%	25.5%	20.7%	12.2%	1.5%	7.0%	53.8%	3.2%	81.4%
2001	267	45.8%	27.9%	18.0%	10.0%	1.5%	6.5%	54.2%	3.2%	64.4%
2000	259	48.0%	30.6%	17.4%	9.4%	1.3%	6.7%	52.0%	2.7%	56.9%
1999	259	49.3%	32.0%	17.3%	10.7%	0.4%	6.1%	50.7%	0.9%	53.9%
1998	241	52.0%	32.8%	19.2%	12.8%	0.4%	6.0%	48.0%	0.8%	58.5%
1997	236	49.4%	31.3%	18.2%	12.1%	0.4%	5.7%	50.6%	0.8%	58.2%
1996	233	46.2%	30.4%	15.8%	10.4%	0.2%	5.2%	53.8%	0.4%	51.9%
1995	221	46.5%	31.8%	14.7%	9.3%	0.1%	5.2%	53.5%	0.3%	46.3%
1994	174	45.2%	31.3%	13.9%	8.5%	0.1%	5.2%	54.8%	0.3%	44.5%
1993	130	42.2%	29.0%	13.3%	7.4%	0.0%	5.9%	57.8%	0.1%	45.9%
1992	121	41.6%	29.6%	12.0%	6.2%	0.2%	5.6%	58.4%	0.6%	40.5%

韓国

	サンプル数	負債	流動負債	非流動負債			資本勘定	社債／負債	非流動負債 ／流動負債	
				長期借入金	社債	その他非流 動負債				
2004	1306	43.0%	31.8%	11.1%	4.0%	3.1%	4.0%	57.0%	7.3%	35.0%
2003	1437	43.6%	31.8%	11.8%	4.4%	3.1%	4.2%	56.4%	7.2%	37.2%
2002	1427	45.1%	31.4%	13.7%	5.0%	4.3%	4.5%	54.9%	9.5%	43.7%
2001	1397	45.4%	30.2%	15.2%	5.9%	4.7%	4.6%	54.6%	10.3%	50.2%
2000	1307	47.2%	32.3%	14.9%	6.2%	3.9%	4.9%	52.8%	8.2%	46.3%
1999	1269	52.9%	35.5%	17.4%	8.7%	3.7%	5.0%	47.1%	7.0%	49.0%
1998	1176	61.5%	40.2%	21.3%	11.9%	4.1%	5.4%	38.5%	6.6%	53.0%
1997	1158	67.4%	45.5%	22.0%	12.2%	4.4%	5.4%	32.6%	6.5%	48.4%
1996	1085	67.7%	45.1%	22.7%	11.3%	5.4%	6.0%	32.3%	8.0%	50.3%
1995	999	68.6%	46.5%	22.1%	10.5%	5.3%	6.3%	31.4%	7.7%	47.6%
1994	904	68.4%	45.9%	22.5%	9.9%	6.0%	6.7%	31.6%	8.7%	49.1%
1993	853	68.2%	44.4%	23.8%	10.4%	6.6%	6.8%	31.8%	9.6%	53.6%
1992	822	68.9%	44.9%	24.1%	11.0%	6.3%	6.8%	31.1%	9.2%	53.6%

表3 資本構成と社債比率の推移（社債発行企業）
タイ

	サンプル数	負債	流動負債	非流動負債	その他非流動負債			資本勘定	社債／負債	非流動負債／流動負債
					長期借入金	社債	流動負債			
2004	63	57.3%	28.1%	29.2%	18.3%	7.4%	3.5%	42.7%	12.9%	103.8%
2003	61	56.6%	26.4%	30.2%	19.3%	7.0%	3.9%	43.4%	12.4%	114.5%
2002	53	60.4%	28.4%	32.0%	21.8%	6.2%	4.0%	39.6%	10.3%	112.7%
2001	51	65.5%	28.7%	36.8%	25.3%	6.7%	4.8%	34.5%	10.2%	128.1%
2000	44	66.3%	28.7%	37.6%	24.2%	8.5%	4.9%	33.7%	12.9%	131.0%
1999	39	66.6%	32.4%	34.1%	21.4%	8.2%	4.6%	33.4%	12.3%	105.3%
1998	40	68.6%	38.6%	30.1%	17.8%	8.4%	3.8%	31.4%	12.2%	78.0%
1997	37	67.9%	31.7%	36.2%	20.0%	11.9%	4.3%	32.1%	17.5%	114.1%
1996	35	61.3%	33.2%	28.1%	16.0%	7.8%	4.3%	38.7%	12.7%	84.7%
1995	33	60.9%	36.3%	24.5%	16.6%	3.5%	4.5%	39.1%	5.7%	67.4%
1994	25	59.3%	34.8%	24.4%	20.0%	2.2%	2.3%	40.7%	3.7%	70.1%
1993	16	61.7%	38.4%	23.3%	16.9%	3.5%	2.8%	38.3%	5.7%	60.6%
1992	14	64.2%	37.1%	27.1%	21.3%	2.5%	3.3%	35.8%	3.8%	72.9%

マレーシア

	サンプル数	負債	流動負債	非流動負債	その他非流動負債			資本勘定	社債／負債	非流動負債／流動負債
					長期借入金	社債	流動負債			
2004	78	57.9%	27.9%	30.0%	14.4%	8.7%	6.9%	42.1%	15.1%	107.3%
2003	76	57.7%	29.8%	27.9%	12.9%	7.9%	7.1%	42.3%	13.6%	93.7%
2002	73	57.0%	30.3%	26.7%	13.9%	6.5%	6.3%	43.0%	11.4%	88.2%
2001	71	55.5%	31.1%	24.4%	10.3%	7.4%	6.7%	44.5%	13.4%	78.3%
2000	67	53.2%	32.4%	20.8%	9.3%	5.1%	6.4%	46.8%	9.7%	64.2%
1999	63	56.6%	37.8%	18.8%	10.4%	1.8%	6.6%	43.4%	3.2%	49.8%
1998	59	59.9%	38.1%	21.8%	12.7%	2.2%	7.0%	40.1%	3.6%	57.1%
1997	63	56.2%	36.0%	20.3%	12.1%	1.7%	6.5%	43.8%	3.0%	56.3%
1996	61	50.9%	32.7%	18.7%	12.5%	0.7%	5.4%	49.1%	1.5%	57.2%
1995	59	50.6%	34.2%	16.3%	10.9%	0.5%	5.0%	49.4%	1.0%	47.7%
1994	40	46.2%	30.8%	15.4%	9.6%	0.6%	5.3%	53.8%	1.2%	50.1%
1993	31	44.7%	30.1%	14.6%	9.6%	0.2%	4.8%	55.3%	0.5%	48.4%
1992	30	46.9%	32.6%	14.3%	8.3%	1.0%	5.0%	53.1%	2.0%	43.8%

韓国

	サンプル数	負債	流動負債	非流動負債	その他非流動負債			資本勘定	社債／負債	非流動負債／流動負債
					長期借入金	社債	流動負債			
2004	862	47.5%	34.2%	13.3%	4.3%	4.7%	4.2%	52.5%	10.0%	38.7%
2003	939	48.7%	34.7%	14.1%	4.7%	4.8%	4.6%	51.3%	9.8%	40.6%
2002	934	50.4%	33.5%	16.9%	5.6%	6.5%	4.8%	49.6%	13.0%	50.5%
2001	913	50.5%	31.9%	18.6%	6.5%	7.1%	5.0%	49.5%	14.1%	58.2%
2000	872	51.5%	33.4%	18.1%	6.9%	5.8%	5.4%	48.5%	11.3%	54.3%
1999	847	54.6%	34.8%	19.8%	9.1%	5.6%	5.1%	45.4%	10.2%	56.8%
1998	808	63.2%	40.6%	22.6%	11.2%	5.9%	5.5%	36.8%	9.3%	55.6%
1997	823	69.4%	46.0%	23.5%	11.8%	6.2%	5.4%	30.6%	8.9%	51.0%
1996	795	69.0%	44.8%	24.3%	10.8%	7.4%	6.1%	31.0%	10.7%	54.2%
1995	750	69.5%	46.4%	23.1%	9.9%	7.1%	6.2%	30.5%	10.2%	49.9%
1994	707	69.9%	46.3%	23.6%	9.5%	7.6%	6.5%	30.1%	10.9%	51.0%
1993	683	69.8%	44.6%	25.2%	10.4%	8.2%	6.6%	30.2%	11.7%	56.4%
1992	667	70.4%	45.2%	25.2%	11.0%	7.8%	6.4%	29.6%	11.1%	55.8%

表4 推定結果
タイ

	係数	t値	係数	t値	係数	t値	係数	t値
定数項	-1.7569	-12.2362 ***	-1.7408	-12.1910 ***	-1.7549	-12.2309 ***	-1.7360	-12.1824 ***
log(総資産)	0.0897	10.7445 ***	0.0879	10.5504 ***	0.0897	10.7465 ***	0.0890	10.7196 ***
ROA	0.0720	1.6257 *	0.0655	1.4855	0.0834	1.6314 *	0.0727	1.6491 *
ROAの変動係数	-0.0074	-1.1522	-0.0061	-0.9502	-0.0075	-1.1606	-0.0078	-1.2066
負債比率	0.1968	3.9682 ***	0.1959	3.9628 ***	0.1951	3.9278 ***	0.2490	4.3471 ***
外資ダミー			0.0336	1.6350 *				
log(総資産)・時間項					-0.0028	-0.4487		
負債比率・時間項							-0.0150	-1.8252 **

マレーシア

	係数	t値	係数	t値	係数	t値	係数	t値
定数項	-1.9676	-12.7004 ***	0.1543	-12.7011 ***	0.1555	-12.6940 ***	-1.9631	-12.7529 ***
log(総資産)	0.0900	9.6583 ***	0.0093	9.6324 ***	0.0094	9.6735 ***	0.0900	9.7220 ***
ROA	0.0022	0.2205	0.0097	0.2057	0.1202	-1.3211	0.0006	0.0594
ROAの変動係数	-0.0008	-0.2617	0.0032	-0.2462	0.0030	-0.0970	-0.0004	-0.1158
負債比率	0.4602	7.9605 ***	0.0577	7.9775 ***	0.0579	7.8184 ***	0.2428	3.5660 ***
外資ダミー			0.0857	1.3002				
log(総資産)・時間項					0.0169	1.3459		
負債比率・時間項							0.0496	5.2070 ***

韓国

	係数	t値	係数	t値	係数	t値	係数	t値
定数項	-1.1148	-39.9331 ***	-1.1092	-39.8073 ***	-1.1148	-39.9329 ***	-1.1120	-39.7806 ***
log(総資産)	0.0475	33.4633 ***	0.0480	33.6153 ***	0.0475	33.4541 ***	0.0473	33.1257 ***
ROA	-0.2509	-12.2948 ***	-0.2393	-11.6217 ***	-0.2682	-5.6776 ***	-0.2481	-12.1222 ***
ROAの変動係数	0.0024	4.7579 ***	0.0024	4.7011 ***	0.0024	4.7272 ***	0.0024	4.6743 ***
負債比率	0.3317	27.1593 ***	0.3302	27.0841 ***	0.3321	27.1093 ***	0.3196	23.8089 ***
外資ダミー			-0.0185	-3.5677 ***				
log(総資産)・時間項					0.0042	0.4060		
負債比率・時間項							0.0042	2.1519 ***

注: ***,**はそれぞれ、10%、5%、1%の水準で有意であることを表す。