

令和 3 年 6 月 9 日現在

機関番号：32629

研究種目：基盤研究(C)（一般）

研究期間：2018～2020

課題番号：18K01701

研究課題名（和文）新興国企業の直接金融選択と金融発展の研究

研究課題名（英文）What Promotes Financial and Capital Market Development in Emerging Economies?

研究代表者

永野 護（Nagano, Mamoru）

成蹊大学・経済学部・教授

研究者番号：20508858

交付決定額（研究期間全体）：（直接経費） 2,600,000円

研究成果の概要（和文）：本研究では、新興国と銀行危機・過剰債務問題のメカニズムについて研究を行った研究課題15K03550に続き、新たに「新興国の直接金融マーケット発展の決定要因」について分析を行っている。2000年から2017年の新興国の企業データ、株価データ、証券発行データ、法制度評点データなどを用い、仮説検証を行い解明した。研究では第一に、どのような要因が新興国の社債市場、株式市場を発展させ、また妨げるのか、その要因を特定化した。第二に、なぜイスラム金融は、新興国において拡大と成長を続けるのか、普通社債市場や株式市場との違いを明らかにすることで、新興国と国際金融市場の望ましい関係についての政策的含意を検証した。

研究成果の学術的意義や社会的意義

現代ファイナンス理論における企業金融論は、先進国企業の資金調達活動を前提とする理論的枠組みを提示してきた。これに対し、本研究では実証研究を通じて、新興国では、社債市場、株式市場が発展途上にあるため、ファイナンス理論に非整合的な資金調達活動が行われていることを明らかにした。多くの企業が銀行借入にその資金調達を依存する中、一部の市場アクセス性が高い企業群は、先進国企業同様、直接金融市場を活用するという、企業の二層構造が存在する。これらの研究成果により、海外からの投資家から事業内容が見えにくい新興国企業に、公募増資を促すことで、この二層構造が解消へ向かうことが本研究により明らかにされている。

研究成果の概要（英文）：This study investigates the factors that promoted and prevented issue of debt securities and equities by firms in emerging markets during 2000-2017. First, I find that borrowers in emerging economies are more likely to approach the debt security market and equity market as the funding size grows quickly. Second, I find that firm information asymmetry, a common feature of emerging markets, moderates the negative relationship between the firm's financial constraints and debt security issuance. Consequently, I conclude that a borrower with a fast-growing funding demand desires debt security issuance, but firm information asymmetry limits access to the debt security market in emerging economies.

研究分野：ファイナンス

キーワード：新興国市場 社債発行 株式発行 情報非対称性 イスラム金融 市場アクセス性 エージェンシーコスト

科研費による研究は、研究者の自覚と責任において実施するものです。そのため、研究の実施や研究成果の公表等については、国の要請等に基づくものではなく、その研究成果に関する見解や責任は、研究者個人に帰属します。

## 1. 研究開始当初の背景

Shaw (1972)や Mckinnon (1973)の理論的研究以降、多くの研究が、企業のファイナンス活動と所在国・地域の金融発展が、いかなる相互依存関係にあるのかについて、研究成果を報告してきた。これらの研究は、かつては、直接金融市場の利用経験が少ない先進国企業の社債発行、株式発行を促す要因に焦点が当てられてきたが、近年は、Levine (2005)や Mizen and Tsoukas (2013)など、金融発展が遅れる国・地域での企業の資金調達手段選択に着目する研究も多い。

企業の資金調達活動は、まず創業まもない初期段階では内部資金に依存し、事業規模の拡大とともに主取引銀行との間で取引関係を形成する発展段階を経ることが多い。銀行—企業関係の下で成長が続き、さらに巨額の設備投資が必要となる場合、主取引銀行の融資上限額ではもはや資金需要を充足できないケースが発生しうる。Bolton and Freixas (2008)の理論モデルでは、新興国固有の特徴として、企業の資金需要規模の成長率が高いため、地場取引銀行の自己資本強化が追い付かず、借り手企業がより早期に、社債・株式市場へ向かうことを余儀なくされると結論付けている。

この理論モデルの結論が正しいとすれば、多くの新興国企業は本来、先進国企業よりも、資金調達活動における直接金融市場の利用意向が強いことになる。しかし、実際には、新興国企業の社債発行、株式発行実績は、主要先進国企業に比べ著しく少ない(Mizen and Tsoukas, 2013)。この長らく分析がなされなかった、理論モデルによる結論と現実の新興国資金調達市場との乖離の原因の解明が、本研究の問題意識ならびに研究背景である。

## 2. 研究の目的

本研究の目的は、どのような要因が、経済発展の過程で、新興国企業に直接金融手段選択させることを促進・抑制し、一方で、なぜ今日の金融資本市場の発展が滞るのかを、実証分析を通じ、立証することにある。

本研究はまず、経済発展の過程で形成された銀行—企業関係の存在が、企業の直接金融化を後押しするのか、妨げる要因であるのかを検証した。本研究は、新興国企業の資金調達データと主取引銀行の財務データをマッチングし、銀行借入額・社債発行額・株式発行額と、それぞれの主取引銀行の資本の規模との大小関係をまず確認する。そして、それぞれの大小関係が、銀行借入、社債発行、株式発行の3つの選択確率にもたらす影響を統計的に検証し、Bolton and Freixas (2008)の理論モデルの妥当性に関する結論を導出した。

本研究では第二に、上記において確認された資金需要規模の大きい新興国企業が、他にどのような条件を充足する場合、結果的に直接金融手段の選択確率を高めているのかを分析した。具体的には、銀行借入—社債発行間の選択（負債選択）、社債発行—株式発行間の選択（証券発行選択）の2つの選択パターンを取り上げ、これらの資金調達手段選択を決定する要因を分析した。本研究では、負債選択において、ホールドアップ仮説、流動性制約仮説が、新興国において整合するための追加的条件を探索し、検証した。さらに、新興国の特徴として、企業の多くが政府や財閥グループに所有される所有構造に着目し、新興国における証券発行選択が、いかなる追加的条件を充足する場合に、市

場タイミング理論、調達序列理論に整合するのを実証分析を通じ明らかにした。

調達序列理論を巡る一連の研究では、個々の企業が持つ情報コストの大小の順に内部資金、銀行借入、普通社債、株式発行が選択する、と解釈されてきた。しかし、Shen (2014)をはじめとする近年の研究では、新興国の中でも情報非対称性の低い企業のみが社債発行を積極的に行っているとの、従来の結論を覆す報告が相次いでいる。本研究は、Amihud (2002)や Bharath et al. (2009)らの手法を用い、個々の企業の情報非対称性の度合いを計測することで、新興国では、情報非対称性の低い企業のみ、社債・株式発行の選択肢が与えられ、結果的に利用頻度が一部の企業に偏ることを立証した。

### 3. 研究の方法

本研究では、2018年度にデータセット作成を行った。データセットは、4種類のデータを突合し、統合データセットを作成した。標本期間は2000年から2017年、対象国・地域は、インドネシア、マレーシア、フィリピン、タイ、ベトナム、中国、香港、台湾、韓国、インド、パキスタン、トルコ、チェコ、ハンガリー、ポーランド、ロシア、メキシコ、ブラジル、アルゼンチン、チリの20カ国・地域である。

第一のデータセットとして、トムソンロイター社 *Eikon*、*ThomsonOne* より、分析対象とする新興国・地域の上場企業財務データ、日次株価データを入手した。第二のデータセットとして、ビューロ・バンダイク社 *OSIRIS* より収録上場企業の「主取引銀行」名を銀行財務データとともに抽出し、トムソンロイター社から入手する第一のデータとマッチングした。第三のデータセットとして、新興国20カ国・地域の上場企業の情報非対称性の程度を、2000年から2017年の日次株価、売買高、株式売値・買値データを用いて計測し、第一、第二のデータセットにマッチングした。

最後に、第四のデータセットとして、これらの企業マイクロデータセットに、20カ国・地域の、マクロ経済データ、法制度関連データを突合した。一人当たり所得水準、人口規模、金融深化度・競合度等のマクロ経済データは、国際通貨基金 *International Financial Statistics Yearbook* 等より、銀行・借り手企業のファイナンス活動に関わる諸規制、調達市場の発展度、金融規制・自由化度は、スイス経営大学院 (IMD) *World Competitiveness* に掲載される金融関連項目の評点を用いた。

2019年度は、前年度に作成したデータセットを用い、新興国企業に直接金融手段選択を促す要因、新興国企業の直接金融手段選択とファイナンス理論の整合性、新興国企業の直接金融手段利用を妨げる要因、の実証分析をそれぞれ行った。2019年度下期には、実証分析における推計結果の頑健性を確認し、本研究が設定する仮説に実証分析結果が整合するか否かの結論を導出し、実証分析結果を学術論文のドラフト版として取りまとめた。

### 4. 研究成果

本研究では、新興国企業の直接金融選択と金融発展について、下記の点を実証的に明らかにした。

- (A) 新興国企業の資金調達規模が、主取引銀行の資本拡大テンポを大きく超えて成長する場合、これらの企業の資金調達における直接金融手段選択の確率が高まる。
- (B) (A) の要件を充たす場合も、新興国企業の社債発行選択は、政治的混乱や外需

減速等の事業環境急変に耐えうる、複数の異なる事業を持つ高収益企業に限られる。

- (C) (A) の要件を充たす場合においても、新興国企業の株式発行選択は、企業経営者、株主の企業の将来価値についての見解が一致する場合にのみその選択確率が高まる。
- (D) 新興国企業の情報非対称性の程度は、全般的に先進国企業よりも大きく、社債・株式発行の選択は、(A) に加え、情報非対称性が低い一部の企業のみが可能となる。

「新興国向け直接投資とクロスボーダーM&A」の分析を行った研究課題24530357、「新興国と銀行危機・過剰債務問題のメカニズム」について研究を行った研究課題15K03550に加え、新たに本課題研究の成果「新興国の直接金融市場発展の決定要因」を取り纏め、2019年4月に中央経済社より『新興国市場のファイナンス分析』(単著)として、学術書を刊行した。また、学術書による成果公表に加え、2018年度に2点、2021年度1点、国際学術誌から研究成果を発表した。

5. 主な発表論文等

〔雑誌論文〕 計2件（うち査読付論文 2件 / うち国際共著 0件 / うちオープンアクセス 0件）

1. 著者名 永野 護	4. 巻 56
2. 論文標題 What promotes/prevents firm bond issuance in emerging economies: Bank-firm relationship or information asymmetry?	5. 発行年 2018年
3. 雑誌名 International Reivew of Economics and Finance	6. 最初と最後の頁 161-177
掲載論文のDOI (デジタルオブジェクト識別子) 10.1016/j.ieref.2017.10.022	査読の有無 有
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

1. 著者名 永野 護	4. 巻 18
2. 論文標題 What Drives Interregional Bank Branch Closure? The Case of Japan's Regional Banks in the Post Deregulation Period	5. 発行年 2018年
3. 雑誌名 International Review of Finance	6. 最初と最後の頁 595-635
掲載論文のDOI (デジタルオブジェクト識別子) 10.1111/irfi.12167	査読の有無 有
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

〔学会発表〕 計8件（うち招待講演 4件 / うち国際学会 4件）

1. 発表者名 永野 護
2. 発表標題 Bank Business Model and Branching Strategies
3. 学会等名 SAFE Brawn Bag Seminar, Goethe University Frankfurt, April 17, 2019 (国際学会)
4. 発表年 2019年

1. 発表者名 永野 護
2. 発表標題 Bank Business Model and Branching Strategies
3. 学会等名 The 29th International Trade and Finance Association Annual Conference, The University Pisa, May 31, 2019 (国際学会)
4. 発表年 2019年

1. 発表者名 永野 護
2. 発表標題 Bank Business Model and Branching Strategies
3. 学会等名 早稲田大学政治経済学部セミナー、早稲田大学、2019年12月3日（招待講演）
4. 発表年 2019年

1. 発表者名 永野 護
2. 発表標題 Does Islamic Finance Follow a Financial Hierarchy?: Evidence from the Sukuk Primary Market
3. 学会等名 横浜市立大学国際総合科学部セミナー、2019年12月20日（招待講演）
4. 発表年 2019年

1. 発表者名 永野 護
2. 発表標題 Japanese Economy 1945-2020: High Growth, Lost Decade, and Abenomics
3. 学会等名 University of Malaya Business School Seminar, University of Malaya, March 9, 2020（招待講演）
4. 発表年 2020年

1. 発表者名 永野 護
2. 発表標題 Geographic Information System for Empirical Finance
3. 学会等名 University of Malaya Business School Seminar, University of Malaya, March 12, 2020（招待講演）
4. 発表年 2020年

1. 発表者名 永野 護
2. 発表標題 Does Islamic Finance Follow a Financial Hierarchy?: Evidence from the Sukuk Primary Market
3. 学会等名 6th ASEAN Universities International Conference on Islamic FinanceE (国際学会)
4. 発表年 2018年

1. 発表者名 永野 護
2. 発表標題 Does Islamic Finance Follow a Financial Hierarchy?: Evidence from the Sukuk Primary Market
3. 学会等名 The 14th International Conference on Asian Financial Market and Economic Development (国際学会)
4. 発表年 2018年

〔図書〕 計1件

1. 著者名 永野 護	4. 発行年 2019年
2. 出版社 中央経済社	5. 総ページ数 328
3. 書名 新興国市場のファイナンス分析	

〔産業財産権〕

〔その他〕

<p>成蹊大学経済学部永野研究室ホームページ  <a href="http://sun.econ.seikei.ac.jp/~magano/research.html">http://sun.econ.seikei.ac.jp/~magano/research.html</a></p>
---

## 6. 研究組織

	氏名 (ローマ字氏名) (研究者番号)	所属研究機関・部局・職 (機関番号)	備考
研究 分 担 者	内田 雄貴  (Uchida Yuki)  (30805495)	成蹊大学・経済学部・准教授    (32629)	

## 7. 科研費を使用して開催した国際研究集会

〔国際研究集会〕 計0件

## 8. 本研究に関連して実施した国際共同研究の実施状況

共同研究相手国	相手方研究機関			
ドイツ	ゲーテ大学SAFEライブニッツ研究所			
マレーシア	マラヤ大学経営会計学部			