

科学研究費助成事業（科学研究費補助金）研究成果報告書

平成 24 年 5 月 31 日現在

機関番号：12613

研究種目：基盤研究（C）

研究期間：2009～2011

課題番号：21530293

研究課題名（和文）東南アジア企業金融における社会的・制度的要素の推計

研究課題名（英文）Estimation of Social and Institutional Factors in Southeast Asian Corporate Financing

研究代表者

奥田 英信（OKUDA HIDENOBU）

一橋大学・大学院経済学研究科・教授

研究者番号：00233461

研究成果の概要（和文）：本研究では、途上国でフォーマルな制度を補完するために機能しているといわれる社会的・文化的強制力や財閥制度の機能を捉えるため、これらの諸要素がアジア諸国の企業金融活動に与える影響をミクロレベルのデータを利用して計量分析を行った。分析結果によれば、これらの要素はフォーマルな制度が劣弱であるときにそれを代替する機能を持っているが、フォーマルな制度が近代化され強化されると共にその影響力が弱まったことが観察された。

研究成果の概要（英文）：In developing countries, informal socio-cultural networks as well as business conglomerates are recognized to complement the formal economic system. We estimated the influence of these informal factors on business activities of Asian companies by using the micro level data. Our estimation results suggested that informal networks functioned as substitutes for formal system when legal and economic system was underdeveloped. However, as the formal system was modernized and strengthened, the influence of the socio-cultural elements on business operations of companies weakened.

交付決定額

（金額単位：円）

	直接経費	間接経費	合計
2009年度	1,700,000	510,000	2,210,000
2010年度	1,000,000	300,000	1,300,000
2011年度	700,000	210,000	910,000
年度			
年度			
総計	3,400,000	1,020,000	4,420,000

研究分野：開発経済学

科研費の分科・細目：経済学、財政学・金融論

キーワード：金融論

1. 研究開始当初の背景

(1) 1997年のアジア金融危機の結果、アジア各国の企業は、財務構造や企業統治の脆弱さを Claessens et al. [1998]らによって厳しく指摘された。これを契機としてアジア諸国の企業金融への関心が高まり、多くの計量経済分析が現れた。

(2) しかしながら、従来の研究では、データベースが整備された韓国・マレーシア・タ

イに研究事例が偏りがちであった。また分析手法についても、先進国企業の研究手法を機械的に応用したものが多かった。このため、特に企業を取り巻くアジア特有の社会的構造（財閥の機能、民族・文化的背景、政府の影響力、等）が企業金融に与える役割については、未解明のまま残されてきた。

(3) アジア特有の社会的構造が企業に与える影響については、社会学的な視角からの事

例研究が積み上げられている。しかしながら、これらの研究は事例に固有の事情が重視され恣意的な解釈が行われ易いという問題点があった。

(4) 以上の意味から、アジアにおいて社会的・制度的な要因が企業活動に与える影響について、計量的分析を用いて合理的な経済学の分析を行うことが必要であると考えられた。

2. 研究の目的

(1) 本研究では、東南アジア企業の経営を的確に捉えるため、企業を取り巻く社会的要素（所有者家族との特殊な関係、特定の民族・文化的背景、政府との特別の関係、等）を明示的に組み込んで、アジア企業の資金調達行動・投資行動を分析することを目的とした。

(2) 本研究では、東南アジア企業の金融活動を恣意的に解釈するのではなく、できるだけ普遍性のある合理的な分析枠組みで捉えることを目的としている。特に情報の役割に注目して、企業金融におけるエージェンシー理論を利用して、企業を取り巻く経営環境や社会的・文化的な構造を、統一的に説明することを目標とした。

(3) 本研究は、社会的・制度的問題を扱った研究が事例研究で、個別事例に特殊な情報に偏りがちであったことを避けるため、多数のサンプル企業の観察結果に基づき標準化された確度の高い情報を提供することを目的とした。

3. 研究の方法

(1) 分析視角の設定：先進国の企業金融モデルを利用して、途上国の企業の属性に配慮した企業の資金調達、投資行動、収益性の分析枠組みを設定した。具体的には、資金調達についてはエージェンシー・コスト問題、投資行動については過剰投資問題・過少投資問題・資金制約問題、収益性については負債・株式のガバナンス問題に着目した分析枠組みを利用した。

(2) 社会的・制度的要因：東南アジア企業の経営に大きな影響を与えている社会的・制度的要因として、「民族・文化的背景」、「家族所有関係に基づく財閥制度」、「政府との特別の関係」を対象として検討を行った。

(3) 研究対象国：社会的・制度的要因のうちで「民族・文化的背景」と「家族所有関係に基づく財閥制度」の分析対象としては、インドネシアとフィリピンの企業の資金調達構造について計量分析を行った。また、「政府との特別の関係」の分析対象としては、移行経済であるベトナムの企業金融についても計量分析を行った。

(4) 制度変化と社会的要因：社会的・制度的要因が企業活動に与える影響は、制度改革

が行われるときに、大きく変化すると考えられる。そこで、本研究では、アジア危機後のインドネシアの制度改革に着目して、社会的要因が企業に与える影響の大きさが制度改革の前後でどう変化したのかを計測した。

(5) 財閥の機能：フォーマルな経済制度が劣弱な場合、フォーマルな制度へのある種の代替的制度として財閥が機能する可能性がある。企業の家族所有を基盤とする財閥の機能については、フィリピンを対象として企業の計量分析を行った。

(6) 政府の影響力：政府と企業との特殊な関係が企業経営に与える影響については、ドイモイ政策後のベトナム企業の行動について計量分析を行った。

4. 研究成果

本研究では、社会的・制度的要素が東南アジア企業の金融活動に与える影響について実証研究を行った。これらの研究は、インドネシア、フィリピン、ベトナムに関する一連の事例研究（後述の(1)(2)(3)）と、これらを総合的に取り纏めて今後のアジア金融制度の課題を検討した政策指向的研究（後述の(4)）に纏められている。また、研究課題に付随する問題として、東南アジア債券市場についての検討（後述の(5)）も行った。

(1) インドネシア企業資金調達行動（雑誌論文①、学会報告④、⑦）：インドネシア経済が好調であったアジア経済危機前の5年間（1994-1998年）と、アジア経済危機後の6年間（2000-2005年）について、インドネシア上場企業の各種負債比率の決定要因を推計した。

推計結果によれば、経済改革後の上場企業の資金調達行動は、経済危機前と比較して、標準的な企業金融理論により良く合致するものに変化した。また、アジア経済危機前には、企業の資金調達行動に対して社会的・政治的要素の影響が大きな影響力を持っていたが、経済改革を経てこれら要素の影響力は大幅に低下した。これらの観察結果から、アジア経済危機後に実施された経済改革によって、インドネシア上場企業の資金調達行動がフォーマルな制度に基盤を置くものになり、文化的・政治的な要素を裏づけとするインフォーマルな行動規範や仕組みの影響力が大幅に後退したことが示唆された。

(2) フィリピン企業資金調達行動（雑誌論文①）：2001-2006年の年次データを用いてフィリピン上場企業の負債比率を推計し、ビジネスグループ企業の資金調達構造の特徴について検討した。推計結果によれば、フィリピン上場企業の資本構造は概ねエージェンシーコスト・アプローチが妥当することが確認された。同時に、成長性のある企業ほど負債性資金に依存すること、大規模企業の中で

もビジネスグループ企業の負債比率が特に大きくなることが観察された。これらの観察結果から、フィリピンの資本市場に深刻な情報の非対称性問題が残っており、ビジネスグループが内部資本市場を利用して資金配分を行っている可能性が示唆された。

(3) ベトナム企業資金調達・投資行動（学会報告①、③、⑤、⑥）：2006-2010年のホーチミンおよびハノイ証券取引所上場企業のパネルデータを利用して資金調達行動と投資行動を多面的に分析した。具体的には、資本構造と投資行動の単回帰分析、資本構造と収益性との連立3段階最少二乗法推計、資本構造と収益性と投資行動との3連立3段階最少二乗法推計を行った。

一連の推計結果によれば、ホーチミンとハノイの両証券取引所の上場企業の資金調達構造は、経済理論の予想により良く妥当し市場経済に対応した特徴を備えているが、長期負債資金の調達は担保力に強く依存していること、上場企業は過剰債務問題に直面しており資金調達に制約が生じていることが観察された。その一方で、ホーチミンとハノイの両証券取引所において、政府支配企業は外部負債の調達する上での信用力に関して他の企業よりも有利な評価を受けており資金調達し易いこと、ホーチミン証券取引所では、その他の企業と比較して、政府支配企業は収益面でも何らかの優越性を備えていること、外資所有企業は経営手法や生産技術に優れ同時に情報開示が高く市場で高い信認を受けているため、出資形態での資金調達に優越性を持ち収益性も高いこと、が明らかになった。また両証券取引所を比較すると、ハノイ証券取引所上場企業はホーチミン証券取引所上場企業と比較すると内部資金の制約が強いことも観察された。

これらの結果は、市場経済化を目指したベトナム政府の経済改革が企業金融面で既に一定の成果を達成していること、しかしながら長期資金の調達には依然として担保力が決定的に重要であり、情報の非対称性や債権者保護に関して改善の余地が大きいこと、またベトナムで最も制度整備が進んでいると考えられるホーチミン証券市場においても、政府支配企業と政府系銀行との親密な関係を背景として民間企業よりも有利な立場を維持している可能性があることを示している。これらの事実は、ベトナム市場改革のためには、情報開示のための市場制度の整備と銀行部門も含めた政府系企業の一層の民営化が必要であるという政策上の含意を示唆している。市場経済化を目指した改革が企業

金融面で一定の成果を達成しているものの、ベトナムで最も制度整備が進んでいると考えられるホーチミン証券市場においても政府支配企業と政府系銀行との親密な関係を背景として民間企業よりも有利な立場を維持している可能性があることが観察された。これらの事実は、ベトナム市場改革には、情報開示のための整備と銀行部門の一層の民営化が必要であるという政策上の含意を示唆している。

(4) 東南アジア開発金融政策（図書①、②）：

日本の金融ビジネスは、古くからアジアに一定の進出を果たしているものの、そのカバーしている領域は専ら日系企業向けビジネスに著しく偏っており、現地企業への浸透は非常に限定的であった。例えば、邦銀は日系企業向けサービスにほぼ業務を絞ってきたが、その経営構造は同じ東南アジアに進出している欧米銀行とは著しく異なっていた。

そのようなビジネス選択は合理的な判断であった。何故なら、金融活動の基盤となるべき制度インフラが未整備であったため、現地企業情報の生産は困難であり、現地企業との契約は履行の強制力が十分に担保できなかった。従って、現地企業への金融サービスの提供はハイコストかつハイリスクであったからである。

しかし、アジア諸国の発展構造が大きく転換しつつある中で、日系企業の活動領域は次第に現地経済との連関性を高めており、現地から隔離された形での金融サービスの提供は難しくなりつつある。日系企業はアジアに緊密で厚い生産ネットワークを張っている。近年は、小売業・飲食業などのサービス産業も、アジアへの進出が進んでいる。東南アジアの発展パターンが、内需重視＝現地化型になるにつれて、日系企業の求めるサービス内容もより現地通貨に関連したビジネスが増えていくと見込まれ、これに対応するには現地により根ざした営業が求められる。

上述した(1)(2)(3)のインドネシア、フィリピン、ベトナムの事例研究は、東南アジア諸国の企業行動において、社会的な要素や財閥組織、また政府との特殊な関係が、未発達な経済制度を補完する機能を果たしてきたこと、しかし制度整備の進展とともにこれらの要素や関係が企業行動に与える影響力が弱まりフォーマルな制度に代替されつつあることを明らかにした。この事実は、我が国の民間金融が今後東南アジアで果たすべき役割について、重要な意味を持っている。即ち、東南アジア諸国の制度インフラの進展に伴って、現地企業や家計向けに我が国金融

機関がサービスを提供することのリスクとコストは明らかに低下しつつあると考えられるからである。これらのニーズに応えることは、我国の金融ビジネスにとっても発展のチャンスである。

(5) その他東南アジア債券市場（学会報告②）：1997年のアジア通貨金融危機を契機として、アジア各国では従来の銀行に依存しすぎた金融構造を転換し、銀行以外のチャンネルを通じた長期資金の調達手段を強化するため、証券市場の育成が積極的に進められて来た。この結果、発達の遅れていた債券市場でも着実な成長が見られ、特に国公債市場は各国で急成長を遂げた。アジア諸国は堅調な経済成長を続けており、概ね財政規律も健全に維持されているところから、現在のところ国公債市場に深刻な問題は顕在化していない。しかし、一部の国々では政府債務の持続可能性に懸念が存在しており、他方では金融機関による大量の国公債保有が民間資金のディスインターミディエーションを引き起こしていると指摘される国々もある。また金融グローバル化の下で、アジア諸国でも国公債市場への海外資金流入が拡大しており、マクロ金融を不安定化させる危険性も常に指摘されている。各国政府は、これらの問題を制御しながら今後の債券市場の発展をどう進めるか、微妙な舵取りが求められているといえる。

5. 主な発表論文等

（研究代表者、研究分担者及び連携研究者には下線）

〔雑誌論文〕（計1件）

①奥田英信・竹康至、フィリピンにおけるビジネスグループ企業の資金調達の特徴－上場企業の資本構造の推計－、一橋経済学、査読無、5巻、2012、101-128

〔学会発表〕（計7件）

①奥田英信、ライ・ティーン・フン・ニョン、政府支配はベトナム上場企業の経営にどう影響を与えているか－3SLSによる資本構造と収益性の同時推計－、日本金融学会、2011年9月18日、近畿大学

②奥田英信、アジア諸国のソブリン債市場－現状と課題－、日本証券経済学会、2011年6月25日、日本大学

③Hidenobu Okuda・Lai Thi Phuong Nhung、The Determinants of the Fundraising Structure of Listed Companies in Vietnam: Estimation of the Effects of Government Ownership、East Asian Economic Association、2010年10月2日、Ewha Womans University (Seoul, Korea)

ty (Seoul, Korea)

④Hidenobu Okuda・Yasushi Take、What Happened to Corporate Financing in Asia before the Sub-Prime Shock? A Case Study of Institutional Change in Indonesia、Hitotsubashi Policy Forum、2010年4月30日、Hitotsubashi University (Tokyo)

⑤奥田英信、ライ・ティーン・フン・ニョン、ベトナム上場企業の資金調達構造の決定要因：政府支配の影響とハノイ・ホーチミン証券取引所の違い、日本金融学会（秋季大会）、2009年11月7日、香川大学

⑥奥田英信、ライ・ティーン・フン・ニョン、ベトナム上場企業の資金調達行動：移行期経済における政府支配と証券取引所上場基準の影響、アジア政経学会（全国大会）、2009年10月10日、法政大学（東京）

⑦奥田英信、竹康至、アジア危機前後のインドネシア上場企業の資本構造：経済改革による社会的ネットワークの影響力の変化、日本金融学会（関東部会）、2009年9月19日、中央大学（東京）

〔図書〕（計2件）

①奥田英信、他（一橋大学東アジア政策研究プロジェクト編）、東洋経済新報社、『東アジアの未来』、2012、305（第5章、115-144）

②奥田英信、他、日本評論社、新版開発金融論、2011、251（第1章～第5章、3-85）

6. 研究組織

(1) 研究代表者

奥田 英信 (OKUDA HIDENOBU)

一橋大学・大学院経済学研究科・教授

研究者番号：00233461