

## 審査報告

### 1 . 論文の主題と構成

本論文はタイ企業について、所有・財務構造を概観したうえで、所有・財務構造が企業のパフォーマンスにどのような影響を与えたかを、理論的、実証的に分析している。ユパナー氏が独自に整理したタイ上場企業 270 社のマイクロデータを用いて緻密な実証分析を行なっている点が特長であるといえる。

論文の構成は次のとおりである。

まず第 1 章では問題意識が述べられている。第 2 章で説明されたバンコク証券取引所上場企業のデータを利用して、第 3 章以降では実証分析が行なわれる。

第 3 章では、1996 年におけるタイの企業所有構造に関して、記述統計によって、タイ企業における支配的株主の特定化、企業所有と企業経営との分離の程度、企業の同族所有の程度、などが検討される。

第 4 章では、所有構造や統治の仕組み(Governance Mechanisms)が ROA(税引前利益総資産比率)等で計測される各企業のパフォーマンスにどのような影響を与えているのかが検証されている。

第 5 章では、タイ企業の資本構造の決定要因について、情報の非対称性と顧客・代理人関係の視点から実証的な検討が行われている。

最後に第 6 章では本研究で得られた主な結果が要約され、今後に残された課題が述べられている。

### 2 . 各章の内容

第 2 章ではバンコク証券取引所の特徴が概説されたあと、ユパナー氏が作成したバンコク証券取引所上場企業 270 社のデータの出所が説明され、サンプルがタイ企業全体のどの程度をカバーしているかが検討されている。

第 3 章では 1996 年におけるタイの企業所有構造が記述統計によって検討されている。具体的な検討項目は、タイ企業における支配的株主の特定化、企業所有と企業経営との分離の程度、企業の同族所有の程度、などである。

第 3 章の分析結果から、タイの企業所有構造について観察される主要な特徴は、次の 5 つである。

第 1 に、タイ企業の所有構造は非常に集中的である。サンプル企業のうち 42.6%が単一の株主によって所有されている。

第 2 に、所有構造が集中的であることは、25%以上の株式を所有している大口株主を支配的株主 (controlling share holders) として考えると一層明瞭になる。筆頭株主が 25%以上の株式を所有している企業の比率をみると、サンプル企業のうち 82.6%になるからである。またサンプル企業のうち 10.4%では、25%以上の株式を所有している支配的株主が複数存在しているが、これらの株主は主に同一家族に属しているのである。

第 3 に、タイ企業のうちで所有構造が集中的でない企業は僅かである。25%以上の株式を所有している支配的株主が存在しないのは、サンプル企業の 17.4%だけである。10%以上の株式を所有している大口株主が存在しないのは、サンプル企業のうち僅か 4 企業だけに過ぎない。

第 4 に、支配的な株主のいる企業のうち 78.9%は、比較的単純な所有形態をとっている。株主が直接に企業を所有するのではない場合にも、企業同士で株式の持ち合いなどはせず、持株会社や子会社を通じる比較的単純な形態で企業を所有している。

第 5 に、タイの企業所有形態は、株式所有を通じて企業経営をモニターするという米英型のガバナンス・モデルとは異なっている。タイでは支配的株主のいる企業のうち約 70%で、支配的株主は役員として経営に直接携わっている。

第 3 章の目的は、これまで正確に捉えられてこなかったタイの企業所有構造について、その特徴を捉えることである。270 社におよぶ上場企業の個別データを分析することによって、本章は十分その目的を達成しているといえる。本章で指摘された特徴は、一般的に共有されてきた認識と一致しているという意味において妥当な内容といえるし、初めてデータによって正確に特徴を描き出したという意味において評価すべきものである。

第 3 章の分析のひとつの問題点としてサンプルの特殊性があげられる。例えば、タイの上位 100 社のうち、22 社しかサンプルには含まれていない。大企業の大半が上場していないというのは、アジア途上国の重要な特徴であり、タイに限ったことではない。そのことが持つ意味について、ないし問題がないと考える理由について、説明が必要であると考えられる。

第 4 章においては、第 3 章で整理されたタイの上場企業の所有構造を踏まえ、所有構造や統治の仕組み (Governance Mechanisms) が ROA (税引前利益総資産比率) や Tobin の  $q$  で計測される各企業のパフォーマンスにどのような影響を与えているのかが検証されている。

分析の背景には、所有構造が経営権を握っている株主とその他の株主からなっている場合に発生する問題は、経営者と株主の間に発生するエイジェンシー問題とは異なり、

多数派で経営権を握っている株主と少数派で経営権を握っていない株主との間の問題として捉えるべきであるという問題意識がある。

ユパナー氏は所有構造については、まず（グループとしての株式保有比率が25%以上の）支配的な株主(Controlling Shareholder)が存在するかどうかによって企業を2つに分類し、支配的な株主が存在する企業については、さらに支配的な株主が家族の場合、政府の場合、外国人投資家の場合、複数の場合に分類し、そうした所有構造の違いが各企業のパフォーマンスに影響を与えているかどうかを検討している。

統治の仕組みについては、経営者の株式保有の度合いが各企業のパフォーマンスにどのような影響を与えているのかが検討されている。

Shleifer, Andrei, and Robert W. Vishny (1997): “A Survey of Corporate Governance”, *Journal of Finance*, Vol.52, 737-83 が報告しているように、経営者は一般的には株式保有比率が高くなればなるほど自己のリターンにはねかえってくることを念頭において企業のパフォーマンスを向上させようと努力するが、保有比率が高くも低くもない一定の範囲においては企業のパフォーマンスを向上させるよりも私的な便益(Private Benefit)を追求した方が得であると判断するため企業のパフォーマンスは低下する、という非線形の関係が先進国においてはしばしば観察される。ユパナー氏は、タイ企業について経営者の株式保有比率と各企業のパフォーマンスの間にこのような非線形な関係がみられるかどうかを検証している。

検証結果をみると、まず所有構造については、一般的には支配的な株主がそれ以外の株主(Non Controlling Shareholders)の利益を害しているとはいえないことがわかった。また、ROAで企業のパフォーマンスを計測すると外国人投資家が支配的な株主の場合にはパフォーマンスが向上する傾向がみられるが、それ以外の場合には所有構造によってパフォーマンスに有意な差がみられない。その理由としては、外国人投資家が支配的な株主であることによってAgency問題が軽減されるからではないかとしている。

次に、統治の仕組みについては、支配的な株主が経営に参加している企業のROAはそうでない企業よりも平均的に低いことがわかった。また、支配的な株主ではない経営者については株式保有比率が高くなるにつれて企業のパフォーマンスにマイナスの影響を与えるようになる傾向のあることがわかった。さらに、外国または国内金融機関が株主となっている企業のパフォーマンスは平均的に高いことがわかった。これは金融機関がモニターすることによって支配的な株主による私的な便益の追求が制約されるためではないかとしている。また、こうした推計結果がもたらされるのは金融機関がパフォーマンスの良い企業を選択して株式を保有しているからではないかという疑問に対して、外国金融機関の場合にはグランジャーの意味で逆向きの因果関係がみられるが国内金融機関の場合にはみられないことを示している。

タイ企業の行動については、本章の参考文献からも窺えるようにこれまで蓄積が少なく、本章の内容は今後の研究の基礎となることが期待されるものであり、海外での数回の学会報告などの形ですでに発表され、海外でも広く知られるところとなっている。

また、本章の副産物ではあるが、タイ企業の Tobin の  $q$  のメディアンが通貨危機以前の 1996 年に 1 を下回っていたとしている点については、データの制約に留意する必要があるが注目すべきであると考えられる。

なお、本章は 1996 年のデータを用いた実証分析に基づいて議論されているが、他の年についても同様の分析を行うことにより、通貨危機以前に本章で得られた関係が安定的であったかどうか、また通貨危機以降に関係に変化があったかどうか明らかにされることが期待される。また、外国人投資家の出資比率は、タイの対内直接投資に関する規制や対内直接投資を促進するための優遇策に依存して決まる内生変数であると考えられるが、政府の規制・優遇政策に関してはほとんど言及されていない点で問題がある。

第 5 章では、タイ企業の資本構造の決定要因について実証的な検討が行われている。

最初に、資本構造の決定要因に関する既存の文献、特に、情報の非対称性を考慮に入れた文献について短いサーベイが行われている。次に、タイ企業のバランスシートの平均的な姿について簡単に記述されている。続いて、それらの準備作業を踏まえ、タイ企業 244 社の 1996 年のクロスセクションデータを用いた回帰分析が行われている。

この回帰分析からは、いくつかの興味深い事実が発見されている。まず、企業のレバレッジレシオは、収益性、保有有形資産の規模、成長率などの変数との間で、理論が予測するとおりの相関関係をもつことが確認されている。さらに、株主構成の違いとレバレッジレシオの関係についても興味深い結果が報告されている。例えば、政府の関与の度合いが高い企業は借入れが大きい、外人投資比率が高い企業は借入れが小さい、大規模グループのメンバー企業は借入れが少ない、などである。これらの結果については、既存の文献で提示されてきた理論モデルを用いて解釈が付されている。タイのような新興市場国の企業の資本構造については、これまで逸話的な証拠は多数提示されているが、その多くはいくつかの代表的な企業のケーススタディにとどまっていた。

この分野に統計的な分析手法を持ちこんだことは筆者の貢献として高く評価できる。実証分析の結果では、株主構成の違いとレバレッジレシオの間に見出された相関関係は興味深いものである。

しかし、本章の分析にはいくつかの問題点も残されている。第一に、本章で用いられている統計的な手順は、データが未整備という制約を考慮に入れたとしても、必ずしも満足いくものとは言えない。本章での議論は、十分に整理された理論仮説を提示しないままに、様々な説明変数を思いつきで羅列する傾向があり、乱暴にすぎる。特に、説明変数間の相関に全く配慮がなされていないのは問題である。第二に、個々の実証結果については、既存の文献にもとづく解釈が付されているが、そのいくつかについては、「結

果をみてからそれと統合的な理論を探す」と受け取られても仕方のないようなこじつけの議論が目立つ。第三に、企業の資金調達に関連する規制・ルールなどが資本構造に与える影響についての視点が欠落している。タイのような新興市場経済の資本市場は様々な面で先進国とは異なっているのであり、それは企業の資本構造にも大きな影響を及ぼしていると予想される。

今後の課題としては、先進国を対象とした既存の分析からの借り物ではなく、タイ経済の実態を踏まえた理論仮説を構築する一方で、統計的な手順を洗練させ、検証の頑健性を高めることを期待したい。

### 3. 評価

本論文は、経済発展下にある企業の所有構造と財務構造を、タイの上場企業を対象に実証的に分析したものである。

特に評価されるのは、独自に収集・整備した企業レベルのデータに基づき綿密な実証分析を行っている点と、情報の非対称性下における顧客・代理人関係という視点から一貫して問題が分析され、この分野の既存の膨大な理論・実証研究に幅広く目を配ったうえで、研究が行われている点である。上記のような視点からの実証分析は先進国の企業については数多く行われてきたが、途上国企業についてはデータの制約もあり、極めて限られている。ユパナー氏のこの研究は、今回のアジア通貨・金融危機によって明らかになったアジアの途上国における金融構造の脆弱性を理解するうえでも重要な貢献をしていると判断される。

やや残念なのは、これまで先進国企業を対象に行われてきた分析手法が大きな変更なしに、タイ企業に適用されており、途上国の企業を取り巻く特殊な環境、たとえば未発達な直接金融市場や法制度、政府によるさまざまな裁量的な政策等が、理論モデルでも実証分析でも、必ずしも十分に配慮されていない点である。また、ユパナー氏の研究は株式所有構造と株主の支配構造の問題に焦点を合わせ興味深い結果を得ている反面、銀行の企業ガバナンスへの関与、銀行と株主との関係の分析が十分でないことが惜まれる。たとえば、従来、タイの企業は家族所有であるためガバナンスが不適切であると漠然と指摘されてきたのに対し、ユパナー氏は、支配的株主がその大きなステークスのゆえに良好なガバナンスを行っているとの注目すべき実証結果を得ているのであるが、他方で支配的株主が貸し手である銀行に対してはその利益に反した行動を行っている可能性がないかという点については十分な分析がなされていない。

しかしながら、以上の問題点は今後の研究方向への示唆を与えるものであり、論文の価値を否定するものでは決してない。発展途上下の企業の所有・財務構造という魅力的だが経済学的なアプローチの難しいテーマを研究し、データの制約を乗り越えて計量分

析を実現し、興味深い実証結果を得たことは、著者の幅広い分析能力を示しているといえよう。本論文は全体として博士論文にふさわしい水準に達している。

以上より審査員一同は、ウィワッタナカントン ユパナー氏が一橋大学博士(経済学)として十分な資格を有していると判断する。

平成 12 年 2 月 9 日

奥田英信

坪内 浩

寺西重郎

深尾京司

渡辺努