

博士学位請求論文審査報告書

申請者: 劉 群

論文題目: Microanalysis of Corporate Behavior in East Asia --Corporate Governance, Investment, and Financing--

1. 論文の主題と構成

東アジア通貨危機を契機とし、アジア経済への関心がマクロ・金融のみではなく、法制度やコーポレート・ガバナンスの構造にも向けられている。特にアジア諸企業の統治構造はアジア通貨危機を引き起こした主要因と考えられていることから、詳細な企業レベルのデータを用いた分析がなされつつある。しかしながら、株主の投票権と金銭的請求権の乖離等の詳細なマイクロデータ用い、様々な国の法制度を考慮に入れた研究の蓄積は未だ十分とは言えない。本論文の目的はエージェンシー理論に準拠しつつ、とくにアジア通貨危機前後に注目し、東アジア諸国の企業の資金調達や設備投資行動、様々な利益指標と法制度やコーポレート・ガバナンスの関係を、計量的に分析することにある。

論文の第1章は序説であり、論文全体の要約となっている。第2章と第3章はアジア通貨危機におけるアジア企業のコーポレート・ガバナンスと企業パフォーマンスや設備投資の分析を試みており、第4章および第5章では東アジア企業の資金調達パターンの特徴を全世界の上場企業との比較を通して分析している。構成は以下の通りである

第1章 Introduction

第2章 The Asian Crisis and Corporate Governance --Ownership Structure, Debt Financing, and Corporate Diversification--

第3章 Corporate Governance and Investment in East Asian Firms --Empirical Analysis of Family-Controlled Firms--

第4章 Regional Characteristics of Financial Systems in East Asia

第5章 Corporate Financial Structure and Investor Protection

2. 各章の概要と評価

続いて、本論文を構成する各章の主な内容を紹介し、評価する。ただし、第1章は全体の構成を説明する序章に相当するものであるため、第2章から評価することとする。

第 2 章

本章では、アジア金融危機前後において、企業のコーポレート・ガバナンスの状況が、業績にどのような影響を与えているかを分析している。アジアの金融危機に際しては、マクロ経済からみた分析が先行した傾向にあった。これに対して、近年では企業のマイクロデータを用いた分析が行われるようになってきている。本章では、企業のコーポレート・ガバナンスと業績の関係について、定型化された事実を提示しようとしている。

用いられているデータは、Worldscope に掲載されているインドネシア、韓国、マレーシア、フィリピンおよびタイの 1994 年から 2000 年のパネル・データである。バランス・パネルであるために、期間中に倒産した企業、期間中に上場した企業が含まれていない。著者も指摘しているように、このことはバイアスを生む可能性が残される。しかしながら、アジアの企業について安定的なデータセットを作成することが困難であることを考慮すると、著者のアプローチは納得できるものであると考えられる。

本章では、コーポレート・ガバナンスに関する 2 つの重要な観点から分析が行われている。これらは、大株主と少数株主の利害対立に関する問題である。エージェンシー問題を議論する際に、株式所有が比較的分散している国では、株主と経営者の利害対立が研究上の重要な関心となっている一方で、新興工業国においては、大株主と少数株主の利害対立に注目が当てられている。本章においても、大株主の存在が企業の業績にどのような影響を与えるかということが分析されている。Classens, Djankov and Lang(2000)によると、東南アジアの企業において、最大株主は日本などと比較して大きな投票権を持っている。最大株主のもつ投票権はタイにおいて 35%、インドネシアにおいて 34%、マレーシアでは 28%と、日本の 10%と比べて非常に大きい。Shleifer and Vishny (1997)などの研究によると、このように大きな投票権を持つ大株主は、少数株主と異なった利害を持ち、少数株主から利益の移転を図る可能性がある。本章では、大株主の投票権の大きさが業績に与える影響を経年的に分析している。本章の分析によると、1997、98 年のアジア経済危機において、企業の業績は明らかに悪化しているが、経済危機の前には、大株主の存在と業績の間には頑健な関係が確認できない。一方、経済危機の後においては、大株主の存在が業績に有意に正に効いている。例えば、インドネシアにおいては、大株主の投票権が 1%大きい企業では ROA が 0.34%大きいことが示されている。著者によると、これらの結果は大きな投票権をもつ支配株主は、企業が危機にあるときには率先して企業を危機から救済するために努力をすることを示唆している。

本章では、投票権と金銭的請求権の乖離が業績に与える影響をもあわせて分析している。過去の研究によると、投票権と金銭的請求権が乖離している企業ほど、大株主は少数株主の利害を侵害することで利益を得ようとする。しかしながら、逆の見方からすると、投票権と金銭的請求権が乖離している企業は、大株主にとって魅力的であるため、危機に際して救済するインセンティブを持つであろう。ここでの分析の結果は、大株主の分析の結果と整合的である。すなわち通貨危機の前では、乖離と業績の間に確固とした関係は確認できない。一方、危機の後では、投票権と金銭的請求権が乖離している企業ほど業績の下落が小さい。言い換えると、乖離は業績を向上させる効果がある。このことは、大株主にとって、こういった企業は魅力的であるために危機の際に救済

するインセンティブをもつという仮説と整合的である。本章ではまた、企業の多角化が業績に与える影響をもあわせて分析している。多角化を示す指標は、危機の後では有意に負の影響を与えている。言い換えると、危機においては、多角化している企業ほど、業績が悪化する傾向にある。

コーポレート・ガバナンスに関する実証分析は、近年、急速に増加している。しかしながら、定型化された事実はそれほど多くはない。過去のいくつかの研究では、大株主の存在や投票権と金銭的請求権の乖離は業績を悪化させる効果があるとされてきた。しかしながら、本章で示されたように、そのような効果も安定的なものではない。本章は、アジアのコーポレート・ガバナンスに関する新たな事実を提示したという意味で高く評価することができる。

第3章

本章は、東アジアの企業における顕著な特徴である同族所有に着目し、そのコーポレート・ガバナンスや企業業績に対する効果を、設備投資関数の計測によって分析している。同族企業では特定同族による企業支配により少数株主の搾取がなされる可能性があるため、外部資金市場の機能不全が生じることが懸念される反面、日本の財閥のように経営者と所有者のエージェンシー問題を克服し、ダイナミックなグループ拡大戦略がとられる余地もある。分析の目的は、この正負いずれの効果がアジアで見られるかあるいは相対的に強いのかという点を検証するための手がかりを探ることにある。

設備投資関数の計測は、第2章と同じ *Worldscope* データに収録されているインドネシア、韓国、マレーシア、フィリピンおよびタイの5カ国の企業別データに関してなされる。期間は1994年から2000年であり、年次によってサンプルサイズが異なるアンバランス・パネルとなっている。被説明変数は投資・固定資産比率であり、説明変数は、ROA－負債利子率、キャッシュフロー、負債・総資産比率であり、年次・産業・国などのダミー変数がコントロール変数として追加されている。得られた主要な結果は次の4点である。(1)これら諸国の企業の設備投資は上記3つの説明変数によって説明できる。(2)サンプルを同族支配企業とそうでない企業とに分けて計測すると、キャッシュフローの効き方に大きな違いがある。前者でキャッシュフローの係数が大きく、同族企業が内部資金の制約のもとで投資活動を行っていることがわかる。(3)負債比率の係数は負であり、信用リスクが投資を制約しているものと見られる。またサンプルを利潤率の水準で二つに分けて計測した結果では、高い利潤率の企業の投資が負債残高から負の影響を受けているという証左は見出されず、この限りで *debt overhang* は生じているとはいえない。(4)アジア危機の前と後の期間にわけて見ると、危機後に投資水準が大きく低下していることがわかるが、これは主として ROA－負債利子率が大きく低下したことによる。危機後には同族企業の投資のキャッシュフロー依存度は大きく低下しており、キャッシュフローの制約が強まったため投資が低下したという側面は重要ではない。

これらの結果は、いずれも危機前後におけるアジア企業の投資行動の特色を計量的に解析しており興味深い。サンプルの分割を適切に行つての仮説検定、計測結果の解釈など注意深く行われている。ただ、負債比率の係数を信用リスクに関連付けて解釈する場合、その効果は負債金利の効果と重複するのではないかという疑問が残る。また全体として、分析はあくまで設備投資関数の計測にとどまっており、同族企業のポジティブ・ネガティブな効果の析出という基本的問題意識が

らするとその第1歩を踏み出したに過ぎないことも指摘しておきたい。たとえば、本章のファクトファインディングの中で最も斬新なポイントは、危機の後に同族企業の投資のキャッシュフロー弾力性が低下したという点であるが、この点を突き詰めて考える姿勢は本章からはまったく読み取れない。同族企業の行動に就いての本章の理解は、支配株主としての少数株主の搾取と経営者・株主のエージェンシー問題の欠如の2点に立っており、旧来のファイナンス理論でのコーポレート・ガバナンス理論の直訳の域を出ていないといって過言でない。今後の研究の展開に当たっては、金融市場と同族企業のかかわりなどの幅広い視点からの考察と概念的枠組みの整理が不可欠である。

第4章

本章は、東アジア地域の企業の資金調達構造を他の地域と比較して、東アジア地域に共通する特徴を明らかにし、その要因について考察している。分析方法としては、さまざまな指標の地域ごとの平均値の差の検定が行われている。

本章の分析対象は46カ国の非金融部門の約26,000社であり、その多くは上場会社である。対象時期はデータの制約により2002年に限定される。東アジア地域に含まれるのは韓国、台湾、香港、フィリピン、タイ、マレーシア、シンガポール、インドネシアである。東アジア地域の比較対象になるのは、欧米を中心とする先進国（日本を含む）、南アジア、アフリカ・中東、ラテンアメリカである。企業の資金調達構造の指標として、総資産に占める負債総額、長期負債、銀行借入、社債、自己資本、内部留保の比率が用いられる。

資金調達構造の地域間の比較分析の結果は、東アジア地域の企業が先進国の企業よりも低い負債比率（特に長期負債）と高い自己資本比率によって特徴づけられることを示しているが、銀行借入比率については明瞭な違いは検証されなかった。著者はこのような地域差の第一の要因を、平均的な企業規模の違いに求める。すなわち、東アジア地域は近年の国際分業体制の中で部品の製造や対事業所サービスの供給に特化し、その結果として主要企業の平均規模が小さい。小規模な企業ほど負債のコストが高くなるため、東アジア地域では資金調達において負債への依存が低く、自己資本への依存が高いというのである。

著者は、東アジア企業の資金調達構造のもうひとつの要因を、法的制度の特徴に見いだしている。著者は投資家の権利の法的保護について、La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer and Vishny (1998)から引用した4つの指標（株主の権利保護、一株一票原則、債権者の権利保護、法秩序の伝統）に関して地域間の比較を行い、東アジア地域では法律上は投資家の権利が総じて先進国よりも強く保護されているが、そのような法律の履行の質は先進国より明らかに低いことを示す。東アジア地域では投資家を強く保護する法律があるにも拘わらず、それがきちんと履行されていないために、外部の出資者や債権者から資金を調達することが比較的困難であり、企業の資金調達が創業者や支配的な大株主に依存することになる、と議論されている。

本章は、さまざまな国の多数の企業のデータを駆使して、東アジア地域の企業の資金調達の特徴を明らかにしている。本章の分析から得られた知見は興味深く重要なものではある。しかし、国際比較には多くの困難が伴う。企業の資金調達構造は、企業の規模、年齢、業種、上場・未上場の区別等の属性によって大きく異なるが、分析対象企業の属性が国や地域ごとに同一の分布を示

すとは限らない。東アジア地域の資金調達構造の特徴が先進国との平均規模の違いによって説明できるという議論は、まさにこのような分析の制約を示唆するものである。また、分析対象企業がすべての国と地域において同一の採択率・採択基準でデータベースに採択されたという保証はない。従って、本章の分析結果には一定の留保が必要である。

第5章

本章は法制度が企業財務にどのような影響を与えているかを、異なる法制度を持つ46カ国の国際比較を通して分析したものである。この種の研究は La Porta et al.(1997,1998,2000)を嚆矢とするものであり、本章でも多くの変数は La Porta et al.(1997)から転用している。本章が La Porta 達の研究と違うのは、La Porta 達がクロスカントリー分析を行っているのに対して、企業の財務行動が法制度の違いによってどのように説明できるかを、各国の個別企業データを用いて実証した点にある。このような大量のデータを用いて La Porta 達の仮説を再検討した論文は他にはなく、その意義は高く評価できる。

被説明変数として用いられた財務指標は総負債総資産比率、銀行借入総資産比率、株式資本総資産比率、内部留保総資産比率、社債総額総資産比率の5つであり、それを説明する変数として企業の総資産(規模の代理変数)、収益率(ROA)の他に、重要な説明変数として法制度指数、株主権限指標、一株一票法則ダミー、債権者権限指標、法制度の国別起源ダミー(フランス民法、ドイツ市民法、スカンジナビア法、イギリス普通法)を用いている。

得られた結論は、確かに法制度の違いが財務行動に違いをもたらしており、とりわけ、イギリス普通法に従っている企業では、負債比率がフランス・ドイツ民法に従っている企業より低いこと、逆に普通法に従っている企業は内部留保比率が民法に従っている企業より高いことがわかった。

本論文の全体のテーマが東アジアの企業金融行動ということであるので、東アジア諸国、インドネシア、韓国、マレーシア、フィリピン、タイについて同様の分析を行っている。そこでも法制度の違いが企業財務行動に違いを与えていることが確認された。

これらの結果は十分価値のある発見であり、高く評価できるものであるが、いくつかの点で問題が残されている。まず、法制度の内容にまで踏み込んでおらず、基本的に La Porta 他の指標を転用しているにすぎない。実際、学界では彼らの指標の問題点を改善すべく、多くの研究が追加的に行われており、その点に関する比較検討が欠けていることは否めない。また、法律の実際の適用、判例などの検討も必要であると思われる。

計量モデルとして左辺に財務指標として総資産比率を用い、右辺に規模変数として総資産を用いているが、規模変数としては財務規模とは別のもの、例えば、売上総額や総従業員数などを用いるべきであり、推計に大きなバイアスをもたらしている可能性が高い。また、不均一分散整合的なロバスト推定を行うと、多くの場合、係数の有意性が消えている。これは、サンプルの異質性が高いからであると思われるが、それに対処した議論も分析も見られない。また、法制度の起源をダミー変数として扱っているが、場合分けして、それぞれの法制度起源毎にモデルを推定して、その係数の違いを見る必要もあると思われる。

3. 全体的な評価

以上において劉氏の博士論文の概要とその評価について述べたが、各章には劉氏による当該分野に対する独自の貢献が含まれている。論文では、各国の膨大な企業データを用いた実証分析が行われおり、多くの新たな知見が得られている。これらの分析から劉氏の計量分析の力量を十分に窺い知ることができる。

論文を通し劉氏の議論は、既存研究の成果および問題点等を十分に踏まえて展開されており、その内容は従来の研究成果を発展させたものとなっており、その価値は高いものと評価できる。特に、エージェンシー理論に準拠した様々な仮説検定と同時に、ファクトファインディングを行い、データの性質を把握した把握上で、誠実に実証分析の結果を議論している点は好感のもてるものである。

もともと、本論文にまったく問題が見られないわけではない。既に指摘されたように、各章で展開されている様々な仮説は従来の企業統治研究におけるものに準拠しているが、それは、換言すれば、従来の視点を超えるものが提供されていないことを意味する。また、各国の企業データを同一スペックで分析するために生じる問題ではあるが、極めて異質な企業を比較する際に、**within variation** のない変数の効果を正しく識別できているかどうか疑問も残る。

しかし、これらは劉氏の論文の価値を著しく損ねるものではない。アジア企業のコーポレート・ガバナンスに関する新たに視点を得るためには定式化された事実を積み重ねる必要があり、劉氏の博士論文はその第一歩として多くの貢献がなされている。また、データ処理における問題は、発展途上国の企業データを用いる際には避けることの出来ないものである。したがって、本論文は全体として、博士学位論文として認められるに足る高い水準を備えていると考えられる。以上のことから、我々審査員一同は劉群氏が一橋大学博士(経済学)の学位を授与されるに十分な資格を有していると判断する。

2006年7月12日

阿部修人
岡室博之
北村行伸
久保克行
寺西重郎