

博士学位請求論文審査報告書

Suvadee Rungsomboon

Banks and Firms in Financial Crisis: The Thai Experience in the late 1990s

1. 論文の要約

Suvadee Rungsomboon (スワディー・ルンソンブーン) 氏の博士学位請求論文の中心課題は、情報の非対称性が著しい途上国において、企業の資金調達活動や金融機関の情報生産活動がどのように行われているかを、東アジア通貨危機前後のタイのマイクロデータを利用して、実証的に検討することにある。東アジア通貨危機の影響については既に多くの研究が発表されているが、その大半はマクロ的な視点からのものであり、ミクロ的な視点からの検討は少ない。ルンソンブーン氏の研究は、このギャップを埋めようとするものである。

博士学位請求論文は大きく分けて3つのパートから構成される。第1のパートは、情報の非対称性が強い途上国経済において、企業の資本構造の変化が投資行動に与える影響を検討したものである(第2章)。この研究は、東アジア通貨危機によって生じた企業の資本毀損が、その後の企業の投資行動にどのような影響を及ぼしたかを検証しようとするものである。

第2のパートは、情報生産機能の違いが、タイ地場銀行と外国銀行との経営構造にどのような違いをもたらすのかを検討したものである(第3章と第4章)。この2つの章における研究は、タイ地場銀行と外国銀行の経営構造の違いを情報生産機能の違いと関連付けて検討したものである。

第3のパートは、銀行とノンバンク(ファイナンス・カンパニー)における情報生産機能の違いが金融機関と顧客の関係にどのような影響を与えるのかを検討したものである(第5章と第6章)。ここでは、情報生産機能の観点から銀行とファイナンス・カンパニーがどのように異なるのか、金融機関の経営悪化が取引先企業の価値にどのように影響を与えるのかが、企業の資金調達行動に関する実証分析を通じて検討されている。

2. 各章の詳細な評価

第2章

第2章は、1992年から2002年までのタイ上場企業のパネルデータを利用して、情報の非対称性が強い途上国経済において、企業の資本構造の変化が投資行動に与える影響を検討している。具体的には、企業規模、流動性制約の強さ、社債発行能力の有

無，銀行借入への依存度に応じて企業を分類し，これらの要素が企業の投資行動にどの程度の影響を与えているのか，またアジア危機の前後で影響に違いが見られるのか，GMM（system GMM）を利用して分析している。分析結果によれば，タイ企業は強い情報の非対称性の下にあるため投資活動が流動性制約に直面しており，アジア危機後にはその程度がより強まった。また，アジア危機による銀行の資金供給能力低下の悪影響は，大規模企業や社債発行企業に比較して，小規模企業や銀行借入への依存度の高い企業により深刻なものとなったことが観察された。

本章の特徴は，情報の非対称性が高いといわれる途上国の企業の投資行動について，タイを事例として取り上げ，企業レベル・データを利用した厳密な計量分析に成功している点にある。また，用いられている計量分析の手法も手堅く堅実で，推計結果の解析も信頼性の高いものといえる。

1997年に発生したアジア危機がタイの投資行動に与えた影響を，企業レベルのデータを利用して厳密に計量分析した初めての研究であり，タイのみならず東南アジアに関するこの分野の研究の先駆的業績である。また，アジア危機によって銀行の資金供給能力が打撃を受けた結果，銀行借入への依存度が高い企業ほど投資活動により大きな悪影響が生じたことを明らかにした点は，銀行の情報生産機能が企業の投資行動を促進するという正常時の関係が，危機時には逆転してしまうことを示す興味深い発見であるといえる。

本章の分析からは，このように重要な知見が得られているがいくつかの課題も残されている。特に，銀行借入だけを銀行の情報生産機能と関連付け，社債発行を銀行借入以外の資金調達手段と読み替えるのに，問題はないのか疑問が残る。アジア危機後の実態としては，発行された社債を銀行が購入しているということはないのだろうか。例えば，自行の貸出債権を社債に繰替えしているケースや，外銀などが社債を購入しているケースが考えられる。銀行が社債を購入している場合に銀行の情報生産機能がどう理解されるのかといった点について今後一層検討を深めることが期待される。

第3章及び第4章

タイでは1997年の通貨危機後，銀行産業への外国資本の参入制限が大幅に緩和された。第3章と第4章の目的は，外資の参入がタイの銀行産業に及ぼした影響を定量的に把握することである。外資参入の効果については中南米などで実証的な検討がなされているが東アジア諸国については十分な研究の蓄積がなく，これをどう評価すべきか明らかでない。ルンソンブーン氏の研究はこのギャップを埋めようとするもので，野心的なものである。

第3章でタイの外資参入規制について概観した後，第4章で実証的な検討がなされている。具体的には，28の商業銀行の1990年から2002年までのデータを用いて銀行の費用関数を推計している。その際，外資の関与の度合いがそのコスト構造にどのような影響をもつかを調べている。費用関数の推計からは，（1）外国資本の入っている

銀行とそうでない銀行の間でビジネスモデルの違いを反映して費用構造が大きく異なること、(2) 通貨危機後に外資比率が高まった銀行では支店の統廃合や人員整理を通じてコストが削減され経営効率が顕著に高まっていること、などが主要な結論として得られている。これらの結論は、**Anecdotal evidence** としてこれまでも指摘されていた点であり、常識を覆すような新しいものではないが、実証的な検証を通じてそうした事実を手堅く確認したことは高く評価できる。

外資参入の影響に関する第4章の分析は先駆的なものであり、その点でも評価に値する。しかし先駆的な研究であるが故にいくつか分析が不十分な点もある。例えば、通貨危機後に外資が参入した銀行では総コストが必ずしも低くないという結果が報告されている。このことは、経営状態の悪い銀行が売りに出されていた可能性を示唆している。もしその推測が正しいとすれば、本章では外資の参入による費用削減効果を過小評価している可能性がある。また、外資参入による経営効率の変化を評価するには銀行株価の変化を調べるなど費用関数の推計以外の方法も考えられるので、そうした視点からの分析も望まれる。さらには外資参入が銀行産業の競争状態の変化を通じて純粋国内資本の銀行の経営にどのような影響を及ぼしたのかも興味のある点である。今後これらの点についていっそう検討を深めることを期待したい。

第5章

第5章は、タイの上場企業250社の1996年から2001年までの借入れデータを用いて、自国の銀行、自国のノンバンク、外国の銀行という3種類の金融機関が、異なる情報問題を持つ借り手に対して同様の役割を持つかどうかを検証している。タイの国内銀行が、預金口座の管理等を通じて国内ノンバンクや外国銀行に対して情報上の優位性を持つという前提に立って、情報問題を持つ企業は国内ノンバンクや外国銀行よりも国内銀行を主たる貸し手（借入残高の半分以上を占める金融機関）とする可能性が高いという仮説を検証する。2種類の入れ子型ロジット分析の結果、企業がどのタイプの金融機関から主に資金を借りるかは、その企業の持つ情報問題よりもむしろ信用リスクには依存することが明らかにされた。すなわち、リスクの高い企業は外国の銀行よりも国内の銀行、国内の銀行よりもノンバンクから主に借入れを行う傾向がある。

本章の分析は、間接金融とくにノンバンクからの借入れが重要な意味を持つ発展途上国の企業を対象にしている点、推計に入れ子型ロジットモデルを用いている点、自国と外国の金融機関の役割を明示的に対比している点において、先行研究と異なる独自の特徴を持つ。本章の分析の大きな貢献は、タイの金融市場における貸し手が、借り手の情報問題ではなく、信用リスクの程度に応じて棲み分けを行っていることを明らかにした点にある。

本章の分析には、いくつかの制約もある。ひとつは、主にどの金融機関から借りるかは借り手が決定すると暗黙のうちに前提されていて、貸し手の意思決定が明示的に考慮されていないことである。また、新規借入額ではなく借入残高によって主たる貸

し手を区別しているため、結果的に過去の貸し手選択を現在の企業属性で説明している可能性があるということである。これらはデータの制約のためやむを得ないことであり、今後改善を要する点であると言える。

第6章

本章では銀行と企業間の貸出関係を従来とはちがった観点から分析している。すなわち、従来は企業の経営が悪化した時に銀行が企業を救済するかどうかという観点から分析されてきたが、ここではアジア金融危機下で銀行およびノンバンク（ファイナンス・カンパニー）の経営悪化した時に、それらの金融機関と取引関係にあった企業の企業価値がどのように変化したかをイベントスタディーの手法を用いて分析したものである。特に企業への影響が銀行とその他のファイナンス・カンパニーとで、いかに違うのかということをはっきりとすることが分析の中心となっている。

結果として、国営化された銀行は企業価値を引き下げたが、外国銀行に合併された銀行は企業価値を引き上げたこと、また、ファイナンス・カンパニーの閉鎖は企業価値に影響は与えなかったということが報告されている。

これらの発見は、銀行経営の悪化をどのような形で収束させるかによって株式市場のとらえ方が違うということ、そして、銀行とファイナンス・カンパニーでは企業に与える影響が異なっているということが明らかになった。このことは、企業金融にとって、資金調達先を分散化させることの重要性を示唆している。

これらの結果は非常に興味深いものであり、新しい知見を与えてくれるものであるが、幾つかの問題点が残っている。イベントの発行日の前後の累積異常収益率の図からも明らかのように、ニュースはすでに事前に漏れていたか、あるいは逆にその後の株価にもほとんど有意な影響を与えていないケースが多く、幾つかのケースではイベントとして捉えること自体に問題があると考えられる。この点に関しては、もう少し丁寧な実態分析が必要である。また、イベントスタディーは短期的な金融市場の対応を追うことはできるが、取引金融機関の経営問題が取引先企業の企業価値にどのような影響を与えるかという問題は短期の株価変動だけで分析されるべきものではなく、より長期的なデータによって補完的分析をする必要がある。また、イベントスタディーの限界として、特定のイベントに焦点を絞っているがゆえに、分析期間中に発生した他のイベントの効果（他社の破綻や金融市場全体の変動）が排除されていない可能性も残っており、その面でも対応する必要がある。

3. 全体の評価

タイのような新興市場経済では企業や銀行の財務に関する十分なマイクロデータの蓄積がなされておらず、それが研究上の大きな障壁となっている。ルンソンブーン氏は独自データの作成によってこの問題を克服している。この点が本研究の最も重要な貢

献である。また、統計手法を用いて新たな知見や魅力的な含意を引き出すことに成功しており、ルンソンブーン氏が独立した研究者として十分な資質の能力を持つことを示している。一連のプロセスでの審査を踏まえ、審査委員一同の総意として、スワディー・ルンソンブーン氏が一橋大学博士（経済学）を授与されるべき資格を十分有していると判断する。

2006年5月17日

加納 悟
奥田英信
北村行伸
岡室博之
渡辺 努