

博士学位請求論文審査報告書

申請者：齊藤純

論文題目：フィリピン企業金融における財閥グループの役割 ―財閥経済としてのフィリピン―

1. 論文の主題と構成

齊藤純が提出した博士学位請求論文「フィリピン企業金融における財閥グループの役割―財閥経済としてのフィリピン―」は、フィリピンの企業金融システムの構造を、財閥グループの機能を中心として明らかにしようと試みたものである。フィリピンの企業金融あるいは銀行部門については、それぞれに多くの経済学研究がされてきたが、両者を含む金融システムの全体像は十分に把握されていない。また、フィリピン経済については、財閥の与える影響の重要性が常に指摘されてきたものの、経済学の研究手法を利用して財閥の機能を客観的に捕らえたものは殆どない。齊藤氏の研究は、財閥の機能に注目して、ミクロ経済学の視点から銀行行動と企業金融を分析することで、フィリピン金融システムの構造を立体的に把握しようと試みたところに最大の貢献がある。

齊藤氏の博士学位請求論文の中核となるのは第2章から第5章までの4つの章で、第2章「財閥系銀行の銀行再編と経営効率性」およびその補論では、フィリピン銀行業の銀行再編過程で明らかになった財閥系銀行の経営特性が検討される。続く第3章「製造業企業におけるコーポレート・ガバナンスと負債の役割」、第4章「企業属性による資金調達構造の分析」、および第5章「上場企業における資金調達構造と設備投資行動」では、ガバナンス・メカニズムの分析を通じて財閥系企業に固有な金融面での特徴が検討される。各章の分析は、フィリピンの経営風土や銀行文化といった地域固有の要素を熟知した上で、銀行と上場・非上場企業マイクロデータを詳細に分析したもので、地域経済研究の分野における応用経済学のすぐれた成果となっている。

2. 各章の概要

第1章「フィリピンの経済発展と金融部門の成長」では、後に続く各章のフィリピンの企業と金融機関の計量分析の準備として、マクロ経済データを用いてフィリピン経済における企業部門および金融部門の特徴と問題点について整理を行っている。フィリピン経済の特徴として、製造業の構造が硬直的で企業の発展が遅れる一方でサービス業の

拡大が続いていること、銀行を中心とするフィリピンの金融業の収益性は実物部門とは対照的に比較的高く安定的であること、企業向け銀行貸出の成長は長期に渡って低水準であることが指摘されている。

第2章「財閥系銀行の銀行再編と経営効率性」では、2000年代に財閥グループの枠組みを超えた統合合併を経験したフィリピン銀行業について、収益性と効率性の分析を行こない、財閥系銀行の特性を検討している。分析対象は2000-2007年の商業銀行と貯蓄銀行51行で、経営効率性変化を被説明変数とし、総資産・自己資本対総資産比率・人件費対総資産率・手数料収益対純資産比率・財閥系銀行ダミー・統合合併ダミー・年次ダミーを説明変数として、パネルデータによる変量効果モデルで回帰分析を行っている。経営効率変化には、Data Envelopment Analysis を利用して Malmquist index を計測しこれを用いている

推計結果によれば、第1に、フィリピンの銀行の経営効率は、先進諸国の競争的な銀行市場で観察される特徴と同じく、健全性指標、人件費比率、および業務多様化指数に対して正相関が観察された。第2に、財閥系銀行であることや、統合合併の経験だけでは、経営効率を改善する効果はなかった。第3に、財閥系銀行でありかつ統合合併を経験した銀行は、一般的な銀行よりも収益が高まることが観察された。これらの結果は、フィリピンの銀行は財閥系・非財閥系を問わず、銀行業が競争市場で合理的と考えられる経営特性を備えていること、財閥系銀行は一般銀行に対して収奪的な経営特性を持っていたわけではないこと、また財閥系銀行の統合合併は収益性追求の観点から合理的なものであったことを示している。

第3章「製造業企業におけるコーポレート・ガバナンスと負債の役割」は、フィリピンの製造業企業における負債のガバナンスの有効性を分析し、財閥系企業に固有の特徴が存在するかを検討している。分析対象は上場企業と非上場企業の双方を含む主要製造業企業1,000社で、アジア通貨危機前後の9年間のパネルデータを利用して、自己資本純利益率・総資産利益率・総資産売上高比率を被説明変数とし、債権者によるガバナンス変数（負債対総資産比率）、財閥系企業などの企業属性ダミーを説明変数として、クロスセクションおよびパネルデータでの回帰分析を行っている。

推計結果によれば、第1に、債権者の企業への関与が強まると資本全体への収益率が改善することが観察された。第2に、アジア通貨危機前には、財閥系企業において一般企業と異なる負債のガバナンス効果は観察されなかった。第3に、アジア通貨危機後に、一般企業においてはデット・オーバーハングが発生したが、財閥系企業ではそれが発生し

なかったことが観察された。これらは、フィリピン製造業企業では負債のガバナンスが一般的に機能していること、また財閥系企業の金融機能には状況依存的な面があり、平常時にはその特徴が表面に表れないが非常時に顕在化することを示している。

第4章「企業ガバナンスと資本構成」は、製造業企業を対象に、資本構造の決定要因を経営者・株主・債権者間の利害対立に基づくエージェンシー・コストアプローチで説明し、財閥系企業に特有の構造的な要因が存在するか検証を試みている。分析の対象は大手製造業企業394社を対象で、アジア通貨危機前（1991-1997年）と危機後（1998-2003年）をまたぐ13年間について、負債比率を被説明変数とし、利潤率・資産規模・企業属性ダミーなどを説明変数として回帰分析している。

推計結果によれば、第1に、一般企業にとっては内部留保が最もエージェンシー・コストの低い調達手段として選択されていること、第2に企業の担保能力が負債比率の重要な決定要因の一つになることが観察された。第3に、財閥系企業は一般企業よりも負債費率が低くなる傾向が見られ、特にアジア金融危機後には一般企業よりも大幅に低下した。これらは、財閥系企業が一般企業とは異なり、出資金による資金調達を容易に行えること、特に金融危機時のようなショック時ではその傾向が顕著になることを示しており、一般企業に対して優越的な立場を取り得ることを示唆している。

第5章「上場企業における資金調達構造と設備投資行動」は、フィリピン上場企業について、負債のガバナンスの効果を分析し、特に財閥系企業の特徴を探ることを試みている。分析の対象は非金融業上場企業157社で、1990年から2002年までのパネルデータを用い、投資比率（有形固定資産の増加率）を被説明変数、トービンQ・負債比率・企業属性ダミー・産業ダミー・GDP成長率などを説明変数として、投資の負債感応度を回帰分析している。また財閥系企業の特性を明らかにするために、所有集中度が高く社歴が長い財閥系企業について、その他の企業との違いを検証している。

分析結果によれば、第1に、財閥系企業の投資比率に対する負債感応度は一般企業よりも低かった。第2に、財閥系企業の中でも投資機会の少ない成熟企業では、負債のガバナンスが良く働き、過剰投資を抑制する傾向が強かった。第3に、財閥系成熟企業では、所有集中度ではなく社歴の長さが負債のガバナンスを高めるのに効果があった。これらは、財閥系企業の主要債権者が同じ財閥系銀行であることを踏まえて考えると、一般企業と比較すれば財閥系企業は銀行からより自由であるが、財閥系企業でも成熟企業では銀行からの規律付けが強まること、また財閥系企業と銀行の関係は両者の関係が長期になるほど強まることを示唆している。

第6章「結論」では、各章の分析結果を集約し、財閥グループを中心としたフィリピン企業金融システムを次のように描こうとしている。まず初めに、フィリピンの一般企業は、未整備な金融制度の下で大きな情報非対称性と不確かな契約履行に直面しており、外部資金の調達は困難であるとする。このことが一般企業の成長の制約要因の一つであり、この改善には制度整備が必要であると指摘している。

次に、財閥グループについては、一般企業の持たない特性を持っているとする。その例として、傘下企業の収益を内部に留保し互いに融通しあうこと、傘下企業で情報を共有し過剰投資を防止する適切なガバナンスを行うこと、経済全体を覆うショック時には財閥グループ全体の存続を優先課題としてショックを吸収すること、などを挙げている。これらの機能は財閥系企業に一般企業に優越する機能を与え、財閥経済といわれるフィリピン経済の経済構造を基底となっている。

ただし、財閥の保有するこれらの特徴は、未整備な制度を代替・補完する合理的機能であるが、参加者を限定したインフォーマルな制度であり、経済全体が利用可能な存在ではない。そこに、財閥の機能の限界と、フィリピン経済停滞の原因の一端が潜んでいると考えられるとしている。

3. 全体の評価

フィリピン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。フィリピンの企業金融あるいは銀行部門については、それぞれに多くの経済学研究がされてきたが、両者を含む金融システムの全体像は十分に把握されていない。また、フィリピン経済については、財閥の与える影響の重要性が常に指摘されてきたものの、経済学的手法を利用して財閥の機能を客観的に捕らえたものは殆どない。齊藤氏の貢献は、フィリピンの企業金融と銀行行動を、財閥グループの機能に注目してマイクロ経済学の視点から分析することで、フィリピン金融システムの構造を立体的に把握しようと試みたところにある。

また、具体的な計量分析に関しては、齊藤純氏は非上場企業も含むデータベースを作成し、フィリピン経済の特色により則した分析を行った点が高く評価される。また、このデータベースに基づいて、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も成功している。

ただし、博士論文には各章に共通するいくつかの問題点が存在する。その一つは、

本論文での基本的なアプローチは、文献サーベイをした後で、それらから導かれた形で、各種の仮説が提示され、それを実証研究で検討、確認するという方法がとられていることである。このため、仮説がどのような条件の下で成立するのか、逆に言うと仮説が棄却されるときどのような条件が成り立っていないのか、と言う問題が必ずしも厳密には検討されていない。

また、分析対象を拡大し従来取り扱われていなかった非上場企業にサンプルを広げたことによって、例えば第2章の分析では銀行借入等負債の内訳、減価償却や時価の企業価値など細かな情報の取得が不十分となり、回帰分析結果の解釈が困難になっている。この問題を克服するには、理論的な枠組みを厳密にするか副次的な情報を巧妙に利用して検証仮説の設定に工夫をするなど一層の研究が必要であろう。

以上の問題点はあるものの、各章の研究は新しい統計データを作成し計量的手法を用いて未解明であった事象を分析し魅力的な含意を引き出すことに成功しており、齊藤純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。齊藤氏の今後の研究によって、以上の問題点に対して適切な解答が与えられ、フィリピン経済に対する理解がさらに深まることが大いに期待できる。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、齊藤純氏が一橋大学博士（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。

2014年9月25日

奥田英信（委員長）
北村行伸
佐藤 宏
中川利香
三重野文晴