

博士学位請求論文審査報告書

申請者：ライ・ティフーン・ニュン

論文題目：Corporate Finance and State Ownership in Vietnam Capital Structure, Investment Behavior and Profitability of Listed Companies

1. 論文の主題と構成

ライ・ティフーン・ニュン氏が提出した博士学位請求論文「Corporate Finance and State Ownership in Vietnam Capital Structure, Investment Behavior and Profitability of Listed Companies」は、「ドイモイ」と呼ばれる改革が1986年に開始されて以来、経済の市場化が進むベトナムにおいて、移行経済国の上場企業の金融・投資行動がどのような特徴を持っているのかを、企業の国家所有が与える影響に焦点を合わせて実証研究を試みたものである。

移行経済国においては、国内投資の主たる担い手である企業部門が、効率的に資金調達を行えるかどうか、市場経済化を成功させるための重要な政策課題となる。このような観点から、市場経済への移行で先行した中欧諸国や中国に関して、企業の金融・投資活動について既に多くの研究が存在する。ベトナム企業についても、各種の企業アンケート調査を基礎データとして、企業行動の計量経済学分析が近年進んでいる。しかしながら、これらの研究はアンケート調査を基礎データとしているため、調査対象が限定的であること、基礎データが一般には公開されたものでないこと、回答が自己申告によるため必ずしも統一性や信頼性が十分とは言えないことなど、問題も少なくない。このため、経済改革の進むベトナム企業の金融・投資行動の実態は未解明なまま残されている部分が多い。

ライ氏の論文の特徴は、アンケート調査を利用して中小企業に焦点を当てた先行研究とは対称的に、ベトナムでは市場制度環境が最も整っており詳細で客観的な公開情報が利用できるホーチミンとハノイ証券取引所の上場企業を分析対象として、これらの企業金融がどの程度まで市場経済で合理的と考えられる特徴をもっているのかを丁寧に検討したことである。具体的には、2006年から2013年までの期間における両証券取引所上場企業のパネルデータを利用して、上場企業の資金調達構造、投資水準、収益性を推計し、これらの決定要因と国家支配企業や国家銀行などの移行経済特有の要素が企業金融に与えている特徴について検討している。

ライ氏の博士学位請求論文は、6章からなっており、このうち第1章“Economic reform, equitization and corporate finance in Vietnam”と第2章“Corporate finance and corporate governance of listed companies in Vietnam”は、ベトナムの経済改革と企業改革の展開と、ベトナム上場企業のコーポレート・ガバナンス構造の整理にそれぞれ当てられている。ニュン氏の博士学位請求論文の中核となるのは第3章から第6章までの4つの章で、第3章“Literature review, hypotheses and models”では、理論的と実証的な視点から先行研究がまとめられた後、次章以降の実証分析を行うための仮説とモデルが設定され、分析手法と利用するデータセットについても説明がなされる。続く第4章

“Capital structure and investment behavior of listed companies in Vietnam”、第5章“Effects of the Vietnamese government’s institutional reforms on companies’ capital structure and profitability: Before and after the Lehman shock”、および第6章“The Impact of leverage on investment and growth opportunities of state-controlled companies in Vietnam: An analysis of listed companies by 3SLS”では、第3章で設定された3つのモデルの回帰分析が行われ、ベトナム上場企業の資金調達構造の特徴と国家所有による影響が検討される。最期の第7章“Conclusion”は本論文の総括である。各章の分析は、個別企業データ利用して計量

経済学を使った丁寧な分析となっており、地域経済研究の分野における応用経済学の優れた成果となっている。

2. 各章の概要

第1章 “Economic reform, equitization and corporate finance in Vietnam” では、第4章から第6章で計量分析を行うベトナム上場企業を取り巻く制度環境の全体像を説明するため、1986年に始まった「ドイモイ」以降のベトナムの経済改革および企業改革の展開について、経済改革全般、企業改革、国有企業の株式化、証券市場の整備、銀行制度の各項目に分けて整理している。それによれば、ベトナムでは経済の市場化に向けて、貿易・投資の対外開放、金利など価格体系の自由化、国有企業の民営化・株式化が漸進的ではあるが着実に進んできた。また株式市場の成長も目覚ましいものがあり、外国人投資家のプレゼンスも大きい。しかしながらその一方で、国家がまだ多くの株式会社で支配的な所有権を保持していること、国営銀行が依然として大きな市場占有率を持つこと、国家支配企業と国営銀行との密接な関係があることなど、改革の問題点があることが指摘されている。

第2章 “Corporate finance and corporate governance of listed companies in Vietnam” では、ベトナム上場企業の金融・投資活動を理解するために不可欠の所有構造、資金調達構造、コーポレート・ガバナンス構造について、その現状と特徴を明らかにしている。それによれば、ベトナムでは依然として少なからぬ上場企業において、政府は支配的な所有権を保持しており、企業の資金調達、投資行動、収益性、コーポレート・ガバナンスに影響を与えていると考えられるとしている。その一方で、株式市場は対外開放が進んでおり、外国人投資家の所有比率も大きく、株式を通じるガバナンスがある程度は有効に機能しているという見方もあることが指摘される。

第3章 “Literature review, hypotheses and models” では、理論面と実証面から移行経済国における企業の資金調達・投資行動に関する先行研究をまとめ、第1章で説明したベトナムの経済改革と企業改革といったマクロ的特徴と第2章で説明したベトナム上場企業の企業金融とコーポレート・ガバナンスといったミクロ的特徴を踏まえて、第4章から第6章で行なう実証分析の仮説とモデルの設定、分析手法とデータセットの説明を行っている。実証分析のモデルとしては、資金調達構造、投資行動、収益性および企業成長性の4本の推定式の組み合わせを変えることで、資金調達構造と投資活動のモデル、資金調達構造と収益性のモデルと、資金調達構造、投資活動と企業の成長性のモデルの合計3つが設定される。また、分析手法としては、各モデルについて各推計式を別々に推計するOLSと2SLSの手法と、それぞれのモデルの各推計式を同時に推計する3SLSの3つの手法を用いることが想定される。その際に、2SLSと3SLSを用いる時は弱操作変数テストであるCragg-Donald statisticテスト、3SLSを用いる時は内生性テストであるDurbin-Wu-Hausmanテストを行ない、手法選択が決定されている。

第4章 “Capital structure and investment behavior of listed companies in Vietnam” では、ベトナム上場企業の資金調達構造と投資活動の特性を検討している。使用するデータは、2009年までにホーチミンおよびハノイ証券取引場に上場した非金融部門435企業の2006年～2011年のデータである。資金調達構造の推定式では、総負債比率、長期負債比率、長期銀行借入れ比率の3つの負債比率を被説明変数とし、法人税率、企業規模、固定資産比率、収益性、政府支配企業ダミー、ホーチミン証券取引場上場企業ダミー、外国所有企業ダミーを説明変数とする。投資行動の推計式では、投資比率を被説明変数とし、企業の成長性を表すトービンの q 、キャッシュ・フロー、総負債比率、長期負債

比率、長期銀行借入れ比率、政府支配企業ダミー、ホーチミン証券取引場上市場企業ダミー、外国所有企業ダミーを説明変数とする。

推計結果によれば、ベトナム上場企業は市場経済において合理的な企業が選択すると想定される資金調達構造を実現していることが観察された。しかし同時に、他の企業と比較して、国家支配企業は担保力が同等であっても国営銀行から有利に資金調達ができる反面で投資活動は活発でないという傾向が見られ、経済改革の遅れと問題点が指摘されるとしている。

第5章 “Effects of the Vietnamese government’s institutional reforms on companies’ capital structure and profitability: Before and after the Lehman shock” では、データセットをホーチミン証券取引場上市場企業とハノイ証券取引場上市場企業をわけ、またリーマンショック前の2006年～2008年の3年間とショックの後の2009年～2011年の3年間をわけ、ベトナム上場企業の資金調達構造と収益性を検討している。資金調達構造の推定式では、総負債比率、長期負債比率、長期銀行借入れ比率の3つの負債比率を被説明変数とし、非負債節税枠、企業規模、固定資産比率、収益性、政府支配企業ダミー、外国所有企業ダミーを説明変数とする。収益性の推計式では、ROAを被説明変数とし、企業規模、企業の成長率、投資比率、総負債比率、長期負債比率、長期銀行借入れ比率、政府支配企業ダミー、外国所有企業ダミーを説明変数とする。

推計結果によれば、リーマンショック後の企業改革によって上場企業の資金調達行動の合理性が高まったことが観察された。しかし、危機の前後を通じて、ベトナム上場企業は過剰負債問題を抱えており、その理由として銀行のモニタリング機能が弱くコーポレート・ガバナンスも不十分なことが指摘されている。また、ホーチミン証券取引場上市場の国家支配企業は、他の企業より有利に外部資金にアクセスすることができ、収益性も高い傾向がみられた。このことは、コーポレート・ガバナンスや銀行を含む国営企業の株式化をより強化する必要があると指摘している。

第6章 “The Impact of leverage on investment and growth opportunities of state-controlled companies in Vietnam: An analysis of listed companies by 3SLS” ではデータセットをホーチミン証券取引場上市場企業とハノイ証券取引場上市場企業をわけ、ベトナム上場企業の資金調達構造、投資行動と企業の成長性を検討している。資金調達構造の推定式では、総負債比率、長期負債比率、長期銀行借入れ比率の3つの負債比率を被説明変数とし、非負債節税枠、企業規模、固定資産比率、収益性、政府支配企業ダミー、外国所有企業ダミーを説明変数として、投資行動の推計式では、投資比率を被説明変数とし、企業の成長性を表すトービンの q 、キャッシュ・フロー、総負債比率、長期負債比率、長期銀行借入れ比率、政府支配企業ダミー、外国所有企業ダミーを説明変数として、企業の成長性の推計式では、企業の成長性を表すトービンの q を被説明変数とし、企業規模、ROA、総負債比率、長期負債比率、長期銀行借入れ比率、政府支配企業ダミー、外国所有企業ダミーを説明変数とする。

推計結果によれば、ベトナム上場企業は過剰投資問題を抱えており、負債はその問題を緩和する役割を果たしていることを示している。また、政府支配企業は移行期経済で良く観察されるソフト・バジレットの問題を抱えていることも観察され、その理由として、国営銀行のモニタリングが他の企業と比べても国家支配企業に対して一層弱いことが考えられるとする。以上の観察結果から、銀行部門と国営企業部門の改革と上場公開をもっと実行する必要があることを指摘している。

7章 “Conclusion” は本論文の結論である。ベトナム上場企業は市場経済において合理的な企業が選択すると想定される資金調達構造を概ね実現しているが、銀行の弱いモニタリング機能の下で過剰負債問題や国家所有企業のソフト・バジレット問題が存在する

ことなどが観察されたことを述べ、コーポレート・ガバナンスや銀行を含む国営企業の株式化をより強化する必要などを指摘している。

3. 全体の評価

本論文は、移行経済国ベトナムの企業行動をミクロレベルのデータで分析した貴重な労作である。また、本論文の各章の元になった論文は、国内外の学会で報告された後に学会誌に投稿され、その一部は『アジア研究』と *Journal of Asian Economics* に掲載されている。本論文の優れた点としては、第1に、本研究が市場制度が最も整備され企業情報の開示度も高いベトナム上場企業を研究対象として、詳細な計量分析を行ったことである。これまで、ベトナム企業の金融・投資行動については、政府アンケート調査を基礎データとした先行研究が近年進んでいるが、対象が中小零細企業に偏っていることやデータ公開が制約していることもあって、大規模・優良企業の行動については未解明なままであった。本研究によって、上場企業の行動が明らかになり、国家支配企業の問題点も客観的に分析されたことは、大きな成果である。第2に、本研究では、ベトナムの経済・企業改革の歴史展開を法制度の変化を含めて詳細に調べ、その上で丁寧な計量分析を行った点である。地域研究で障害となる言語面の問題が無かったこともあり、現地制度の実態を理解した上で、適切な経済分析が行われ、結果として説得的な実証結果が得られている。

他方で、本論文には、問題点が存在している。その一つは、本論文の基本的なアプローチは、東欧諸国と中国を中心とする文献サーベイを基にして、そこから導かれる形で各種の仮説が提示され、それを実証分析で確認するという方法が取られている。しかし、仮説がベトナムにおいても厳密に成立するのかについて議論が不十分であり、データの選別についても曖昧な部分が残っている。このため、実証分析の検証結果が、仮説を正確に検証したと断言し切れない部分もある。

また、計量経済学も、広範に用いられている手法を比較検討することで、推定の頑強性や結果の適切さはある程度確保されているが、理論モデルの検証という意識は低い。移行経済国ベトナムの経済分析を行うために必要な計量経済学の手法を用いるという意識もほとんど見られず、先進国経済で用いられた計量モデルを無批判に適用しているという側面がある。

以上の意味において、移行経済における国営企業の分析としては、本論文は出発点にあるに過ぎない。上場企業の政府保有比率や民間側資本の性格など、所有構造についてより細かな情報を利用することによって、コーポレート・ガバナンスと企業業績について更に掘り下げた分析ができるはずであり、移行経済における国営企業改革問題の中核はここにこそ存在する。また、コーポレート・ガバナンス等の制度的な側面で、ほかのASEAN諸国等との比較がなされると、ベトナムの特徴がより鮮明に明らかになるはずである。今後、本論文を足場としてそのような方向へ一層研究を進めることが期待される。

以上の問題点はあるものの、各章の研究は未解明であったベトナム上場企業の行動を系統立てて詳細に分析し、納得できる実証結果と説得的な政策提言を引き出すことに成功しており、既に研究の一部が公刊されていることも合わせて、ライ・ティ・フーン・ニュン氏が独立した研究者として十分な能力を備えていることを示している。ライ氏の今後の研究によって、以上の問題点に対して適切な回答が与えられ、ベトナムの経済と企業に対して理解がさらに深まることが大きいに期待できる。一連のプロセスでの審査を踏まえ、審査一同の総意として、ライ・ティ・フーン・ニュ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。

2015年6月3日

審査委員（五十音順）

奥田 英信（委員長）

北村 行伸

佐藤 宏

花崎 正晴

三重野 文晴