

ベトナム上場企業の資金調達構造の決定要因：
政府支配の影響とハノイ・ホーチミン証券取引所の違い

奥田 英信*

Lai Thi Phuong Nhung**

2009年7月17日

ドイモイ政策の下で進められた積極的な経済改革によって、近年、ベトナム企業は大きな変化を遂げつつある。本論文の目的は、ベトナム企業改革の最終段階に位置付けられるホーチミンおよびハノイ証券取引所上場企業について、その資金調達構造の特徴を明らかにし、内包されている問題点を検討することである。

2006年から2008年まで3年間のデータを利用した、両証券取引所上場企業の負債比率の推計結果によれば、(1) 上場企業の資金調達構造にはエージェンシー・コスト・アプローチが概ね妥当すること、(2) ベトナムを代表する優良企業である上場企業でも長期資金の調達においては担保の提供が重要であること、(3) 政府支配企業は外部借入に対する担保の効果が小さいこと、(4) 政府支配企業は負債を利用したる節税の意欲が弱いこと、(5) ホーチミン証券取引所上場企業はハノイ証券取引所上場企業よりも借入に対する担保の効果が小さく、負債を利用したる節税の意欲も弱いこと、が観察された。また、(6) Nguyen (2006)および Biger et al. (2008)によるベトナム中小企業の分析結果と比較すると、上場企業の資金調達構造は、経済理論の予想により合致していることが観察された。

これらの観察結果は、(1) 市場経済化を目指したベトナム政府の経済改革が企業金融面で既に一定の成果を達成しているが、その一方で、(2) 企業情報の開示や債権者保護が一層進められるべきであり、(3) 銀行部門の民間開放や競争促進が必要である、という政策上の含意を示唆している。

JEL Categories: G32, O16

Keywords: ベトナム, 企業金融, 上場企業

* 一橋大学大学院経済学研究科所属 (hokuda@econ.hit-u.ac.jp)

** 一橋大学大学院経済学研究科博士課程在籍

The Determinants of Fund Raising Structures of Listed Companies in Vietnam:
The Distinct Effects of Government Ownership and
Differences between the Hanoi and Ho Chi Minh Stock Markets

Hidenobu Okuda (Department of Economics, Hitotsubashi University)

Lai Thi Phuong Nhung(Ph.D. Program, Hitotsubashi University)

Summery

This study investigates the factors determining the debt-ratios of listed companies in the Hanoi and Ho Chi Minh stock exchange markets. Estimation analysis using panel data covering the three-year period from 2006 to 2008 reveals the following results: (1) the debt-ratios of listed companies may be well explained by adjusted MM theory combined with agency cost theory, (2) in order to borrow outside funds in the long-term, the ability to provide collateral is very important even for qualified and listed companies, (3) the debt-ratios of government controlled companies are less affected by their ability to provide collateral, (4) government controlled companies have weak incentives to save corporate tax payments by using debt financing, (5) the debt-ratios of listed companies at the Ho Chi Minh stock exchange are less affected by the amount of their collaterals as well as their corporate tax ratio, and (6) compared to the fund raising activities of small and medium sized companies analyzed by Nguyen (2006) and Biger et al. (2008), those of listed companies could be better explained by using standardized corporate financing theory.

These observations suggest several policy implications. (1) Economic reform (Doi moi) policies have successfully built up market based corporate financing systems for listed companies in Vietnam, however, (2) the protection of outside creditors should be further enhanced, as should be the disclosure of corporate information. (3) The further liberalization and privatization of the banking sector is urgently needed.

第1節 イン트로ダクション

1986年に「ドイモイ政策」(刷新政策)が開始されて以来、ベトナムでは経済の市場化が一貫して進められた。この間、所有形態の多角化、市場メカニズムの導入、経済の対外開放を目的として、民間企業法(1990)、国営企業の株式化の徹底(1990)、企業法(2000)、外国投資法(2001)、利子率の自由化(2002)、競争法(2005)など、一連の基盤的な法律制度整備が急速に進められた¹。

ドイモイ政策では、経済発展で重要な役割を担う企業組織を整備するため、国有企業の民営化と民間企業の株式会社化が積極的に行われてきた。更に、中長期資金を調達できる証券市場が必要であるとの認識に基づいて、2000年7月14日にホーチミン証券取引所(略称HOSE)が、また2005年7月28日にハノイ証券取引所(略称HASE)が開所された。改革開始前に約5,000社あったベトナム国営企業は、2008年までに3,000社程度が株式化され、証券取引所上場企業数も2008年末で340社となった。

移行期経済において、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は、市場経済化の鍵を握る重要な課題である。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ついては、企業の資金調達活動について多くの研究が行われてきた²。これに対して、ベトナム経済改革に関しては、ベトナム企業の金融活動の実態を検討した経済学研究は未だ極めて少ない。Nguyen(2006)はこの分野の先駆的研究であり、1998年から2001年までのデータを利用してベトナム中小企業の資金調達構造の実証分析を行った。また、N.Biger, N.V. Nguyen, Q.X. Hoang(2008)は、2002年と2003年の企業調査データを使用して、ベトナム企業の資金調達構造を考察した。これらの研究は主として中小企業を分析対象としてものものであり、未整備な制度的環境の下における企業の金融活動の一端が始めて明らかにされた。

本論文の課題は、過去20年に渡るドイモイ政策によってベトナムの企業金融がどこまで市場化したのかを検討することである。そのために、本論文では、N.Biger, N.V. Nguyen, Q.X. Hoang(2008)とは対称的に、ベトナムの企業改革の最終形態として位置付けられ、最も整備された金融制度環境資金調達を行っているホーチミンとハノイ証券取引所上場企業を分析対象とする。具体的には、移行経済であるベトナムにおいて、現在の標準的な企業金融理論が上場企業の資金調達構造にどの程度まで当て嵌まるのかを確認し、ベトナム企業金融の特異性がどのように説明されるのかについて議論する。その上で、ベトナムの企業改革の成果を評価し、残された今後の政策課題についても言及する。

本論文の実証分析によれば、ベトナム上場企業の資金調達構造には修正MM理論とエー

¹ ベトナム経済は2000年以降好調に転じ2006年までの7年間に、経済成長率は7%以上、投資の成長率は10%以上の高水準を持続している。また、2007年のベトナム統計局のサーベイ結果によると、企業数は2000年の4.2万企業から、2006年には13.1万企業に増加した(ベトナム統計局ウェブページ(<http://www.gso.gov.vn/>)より)。

² 中欧諸国や中国に関する先行研究については、第3節で説明する。

ジェンシー・コスト・アプローチが妥当し、Nguyen (2006)および Biger et al. (2008)の中小企業の資金調達構造の分析結果と比較すると、企業金融理論の予想により合致したものであった。また、政府支配企業とホーチミン証券取引所上場企業の資金調達構造は、他の企業と異なる特徴を持ち、外部借入に対する担保の重要性が低く法人税の影響も弱いことが分かった。本論文で明らかになったベトナム上場企業の特徴は、市場経済化を目指したベトナム政府の経済改革が、企業金融面で既に一定の成果を達成していることを示唆している。その一方で、情報の非対称性を改善し適切な企業金融を実現するためには、企業情報の開示強化や債権者保護の徹底と並んで、銀行部門の民間開放と競争促進政策が一層進められるべきことが示唆された。

本論文の構成は次の通りである。第2節ではベトナムの企業改革の展開を説明する。第3節では、ベトナムの上場企業の資金調達構造を検討ための理論的分析枠組みを整理し、検証すべき仮説を設定する。第4節ではベトナムの上場企業の経営行動についてその特徴を概観する。第5節では実証分析方法や推定式について説明し、第6節では実証分析の結果について検討し、Nguyen (2006)および Biger et al. (2008)らの先行研究との比較も行う。第7節では、本論文の内容を要約し、今後の研究課題について言及する。

第2節： ベトナム企業改革と上場企業

2. 1 ベトナム企業改革の展開

ベトナムでは1986年にドイモイ政策が開始されて以来、経済発展で重要な役割を担う企業組織を整備するため、国有企業の民営化と民間企業の株式会社化が積極的に行われてきた。1992年6月から国営企業の民営化が開始された、続いて2004年11月16日に定められた「国営企業株式化に関する政令 (Nghị định của chính phủ về việc chuyển công ty nhà nước thành công ty cổ phần)」に基づいて、国営企業の株式化が開始された。

表2-1 ベトナム国営企業の株式化

国営企業の株式化は、政府支配が必要とされる特定産業分野を除外した上で、企業経営の効率化に目処が立った比較的規模が大きい国営企業から、順次を実施された。その後、(表2-1)の通り、政府支配が必要とされる産業分野は次第に縮小され、株式化対象企業の対象は拡大してきた。改革開始前に約5,000社あったベトナム国営企業は、2008年10月までに3,000社程度が株式化され、残りの2,000社も2010年までに民営化が計画されている。

ベトナムでは、国営企業が株式化された後でも、多くの企業で、政府が企業の支配株主になり、企業の活動を支配している。2003年11月26日に制定された最新の国営企業法 (Luật doanh nghiệp nhà nước) の規定によれば、政府が100%出資している企業だけでなく、政府が50%以上出資している株式企業 (以下、政府支配企業と呼称する) が、国営企業に分類

されている。

ドイモイ政策に基づく企業改革と平行して、(補表1)のように、ベトナムでは銀行改革、金利自由化、証券市場の外資開放など、経済の市場化を目指した一連の関連する改革が進められてきた。ドイモイ政策開始前の銀行部門は、モノバンク制度の下で金利規制が敷かれ実質金利が状态的にマイナスになっていたが、改革の進展によって、国営銀行と商業銀行との機能が分化され、金利制度も次第に自由化が進んできている。証券市場の対外開放は比較的早い時期から進められ、外国投資家の市場参加は制限付きではあるが認められ、市場で重要な役割を果たしている。

2. 2 ベトナムの証券取引所と上場企業

ベトナムにおける国営企業の民営化プロセスでは、その最終段階として株式上場が位置付けられている。1998年7月10日には、企業が中長期資金を調達するための証券市場として、ハノイ市とホーチミン市に証券取引所を設立することが決定された。ホーチミン証券取引所(HOSE)は2000年7月14日に、ハノイ証券取引所(HASE)は2005年7月28日に開所された。

ホーチミン証券取引所とハノイ証券取引所の上場条件は、2007年1月19日に制定された証券法(Luật Chứng khoán)によって、(表2-1)のように定められている。ホーチミン証券取引所の上場基準はハノイ証券取引所よりも厳格で、同取引所に上場するためには、より多くの最低資本金、より優れた営業実績、より多くの株主に分散した株式所有構造が求められる。

表2-2 ハノイ証券取引所とホーチミン証券取引所の上場基準

ホーチミン証券取引所とハノイ証券取引所の上場企業数、売買高、売買代金、時価総額は、(表2-3)にまとめられている。証券取引所の開設後、上場企業数は暫く伸び悩んだ。ホーチミン証券取引所の開設当初には、上場企業数はわずか5社しかなく、その後ハノイ証券取引所が設立されたものの、2005年末になっても上場企業数は両市場合わせて41社に留まった。

表2-3 上場企業数、売買高、売買代金、時価総額の推移

証券市場の開設に当たって、企業の上場を促進するため、(表2-4)のように、上場企業には法人税の優遇措置が設けられたが、企業の反応は思わしくなかった。ところが2006年10月に、ベトナムが国際貿易機関(WTO)に加盟するのに伴って、従来の上場企業に対する税優遇制度(上場後の最初の2年間、法人税が半減される)が2007年1月1日から破棄されることが告示されると、これを契機として、優遇税制の適用を希望する企業の上場

が急増し、2006 年末には上場社数が 187 社に達した³。さらに、上場社数の急増と株式市場の急成長が注目され、海外からも資金が市場に流入した。2007 年には、このような市場環境を好感して多くの企業が新規株式を発行して増資をした結果、年末の時価総額は対 GDP 比率で 43.7%となった。両市場合わせた上場企業数は、2008 年末で約 340 社となった。

表 2-4 ベトナム上場企業に関する法人税

ベトナム上場企業の産業別の内訳（2008 年の年末値）をまとめたのが、（表 2-5）である。ベトナム上場企業の産業分野は主に製造業と建設業であり、それぞれ全体 36%と 28%を占めている。残りは農水業、鉱業、電力業、サービス業、運輸業、金融業、通信業、不動産業、商業などの企業である。ホーチミン証券取引所では製造業の比率が高く、運輸業、商業、農水業、なども相当の比率を占めているのに対して、ハノイ証券取引所では最も大きな建設業が 4 割、次いで製造業比率が 3 割を占め、その他の産業は少ない。また、所有構造別で見れば、政府支配企業は 2006 年に 49 社、2007 年に 40 社、それ以外の非政府支配企業は 2006 年に 95 社、2007 年に 104 社であった。

表 2-5 ベトナム上場企業の産業別内訳（2008 年末値）

2. 3 上場企業の資金調達を巡る問題点

一連の企業改革の最終形態と位置付けられている上場企業は、市場を通じて効率的な資金調達を行うことが期待されている。しかし、上場企業を取り巻く金融環境には、近年の急速な経済改革にもかかわらず、幾つかの課題が残されている。

その 1 つは、ベトナムでは依然として政府による企業部門への強い影響力が残されていることである。ホーチミン証券取引所とハノイ証券取引所の上場企業についてみても、政府が株式の過半数を所有する政府支配企業が、全上場企業の 30%以上を占めている⁴。これらの企業では、政府との密接な関係を利用して有利な条件で資金調達を行う可能性がある反面で、過剰借入など非効率な資金調達が発生する危険性が存在する。

第 2 に、銀行部門の改革がまだ十分ではなことが挙げられる。ベトナムでは、企業改革

³ 2006 年末に優遇税制の適用を希望する企業の上場が急増した。従って、2006 年後半に上場した企業の大半は、2006 年と 2007 年の 2 年間に優遇税制による法人税半減の適用を受けたと考えられる。このことから、2006 年と 2007 年の 2 年間については、ベトナム上場企業の平均的な法人税率は、通常の税率である 28%よりも低かったと考えられる。2006 年末までにハノイ証券取引所とホーチミン証券取引所に上場した 187 社のうち 144 社について、法人税率の平均値とそれの標準偏差を計算してみた結果、2006 年と 2007 年の平均法人税率は 10.86%で、標準偏差は 8.74%となった。

⁴ ハノイ証券取引所およびホーチミン証券取引所のウェブページより筆者作成。（表 4-2）によれば、2006 年末までに上場した企業のうち、政府支配企業は 2006 年に 49 社、2007 年に 40 社である。

と並行して銀行改革も進められ、国営銀行と商業銀行との機能の分化、金利の自由化が着実に実施されてきた（(補表1)を参照）。この結果、銀行部門においても市場化が進み、融資先の選別や融資条件の設定なども融資先企業の収益性とリスクを反映した合理的なものになりつつある。しかしながら、国内資金の供給の大半を占める銀行部門では依然として政府系銀行が支配的であり、政府支配企業と国営銀行との癒着が取り沙汰されている。即ち、資金調達面に関して政府支配企業が非政府支配企業よりも有利な立場に立ち、経済的な合理性とは関係なく優先的に資金供給を受ける恐れが残っている。

第3は、企業の情報開示が不十分であり、上場企業の資金調達においても、その悪影響が懸念されることである。ベトナムの株式市場は、優良企業が中長期資金を容易に調達できるようにすることを目的として設立された。しかし、市場で適切な資金配分がされるためには、投資家に対して十分な企業情報開示がされていなければならない。Nguyen (2006) および Biger et al. (2008)によれば、ベトナム中小企業の資金調達では、企業の情報開示不足によって著しい情報の非対称性発生している可能性が指摘されている。上場企業についても、同様な問題が発生している可能性がある。

第4は、ベトナム証券市場における機関投資家の未発達である。株式市場が中長期資金の供給という本来の機能を果たすためには、長期的な視点で投資を行う機関投資家の存在が不可欠である。ベトナムの証券取引所では、外国人投資家の参加も認められるなど、大幅な自由化が進んでいる。しかし、ベトナムでは、生命保険・年金基金など機関投資家が未だ発達していない。このために、株式市場の取引が短期的視点から取引を行う市場参加者が多く、長期的な視点からの合理的な資源配分がされなくなる恐れが残っている⁵。

第3節 ベトナム上場企業の資金調達構造の分析視角

3.1 移行期経済の企業金融に関する先行研究

移行経済の企業資金構造については、東欧諸国や中国について少なからぬ実証研究が存在している。これらの研究も、修正MM理論、エージェンシー・コスト・アプローチ、ペッキング・オーダー・アプローチを基本とした上で、移行経済に特有の政府による市場・企業への様々な影響に特に注目して、企業行動を検討している。東欧諸国の企業についてみると、例えば、Delcours(2007)はチェコ、ポーランド、ロシア、スロバキアの上場企業を分析し、これらの企業の資金構造は、修正ペッキング・オーダー・トレード・オフ理論によって説明され、内部留保、株式発行、銀行借入、債券という優先順位付けを持つことを示した。Bauer (2004)はチェコ上場企業を分析し、その資産構造の決定要因はG7諸国と同様に先進諸国の経済要因によって説明可能であると結論付けた。Hussain and Nivorozhkin (1997)はポーラン

⁵ ベトナム証券市場では、ベトナム人個人投資家が主要な取引をしており、売買高の大部分(60%~70%)を占めている。外国投資家が長期的な視点から投資しているのに対して、ベトナム個人投資家の投資は、外国投資家と比較して資金規模が小さく、その投資は短期的で売買回転率が高い(ホーチミンおよびハノイ証券取引所ウェブページによる)。

ト上場企業について分析し、株主の集中は企業の負債比率に有利に影響を及ぼすこと、また、大企業、新規企業、外資系企業がより高い負債比率を持つ傾向があることを明らかにした。Colombo (2001)はハンガリー上場企業について分析し、その資金構造はペッキング・オーダー理論に従うことを示した。

アジアにおける移行期経済についてみると、中国について研究が進んでいる⁶。Chen(2003)は中国上場企業の資金構造の決定要因を考察し、その資金構造には内部留保、株式発行、長期借入金という優先順を持つペッキング・オーダー理論が妥当することを示した。また、Huang and Song (2006)は、先進国や途上国の企業資金調達決定要因が中国上場企業についても適用可能であることを示した。同時に、政府所有かどうかは中国の企業資金構造に影響を与えないこと、中国企業の長期借入に関しては税制の影響が強いことを明らかにした。

ベトナムの企業金融に関する、計量経済学分析は極めて少ない。Nguyen (2006)は、ベトナム企業の資金調達構造の実証分析を行った先駆的業績である。Nguyen (2006)は従業員が300人以下かつ資本金が100億ドン以下の中小企業558社に関する1998年から2001年までの4年間データを利用して、これらの企業の負債比率、短期負債比率、銀行借入を除いた短期負債比率の決定要因を推計した⁷。分析の結果によれば、第1に、ベトナム中小企業の平均負債比率は43.9%であり、その大部分は短期負債であることが明らかになった。第2に、負債比率の決定要因に関しては、国営企業はそうでない企業より負債比率が高いこと、規模が大きい企業ほど負債比率が高くなることが分かった。また、成長率が高い企業かつ経営リスクが高い企業ほど負債比率が高いこと、固定資産は負債比率とは逆相関があること、そして、企業の収益性は企業の負債比率とは関係がないことが明らかになった。第3に、企業の持つネットワークの影響については、経営者の銀行やネットワークとの関係は企業の負債比率の大切な決定要因であること、経営者の銀行やネットワークとの関係は強いほど資金調達が容易になることが確認された。

Biger et al. (2008)は、ベトナム統計総局が収集した2002年と2003年の企業調査データを使用して、企業の資金調達構造を考察した。従業員数が10人を上回る3778社のデータを利用した分析結果によれば、第1に、ベトナム企業の長期負債比率は20%に留まり長期投

⁶ 東南アジアの企業金融についての実証研究は必ずしも多くは無いが、アジア危機後の代表的な研究としてYupana (1999)、Mitton (2002)、Suto (2003)、奥田・竹(2005, 2008)、永野(2005)、Mieno (2007)があげられる。それらの研究は、修正MM理論、エージェンシー・アプローチ、ペッキング・オーダー・アプローチなど先進諸国の企業金融の実証研究で利用される企業金融理論を基本とした上で、途上国企業の経営環境を取り巻く固有の所有構造や社会的・制度的な制約の影響を分析枠組みに組み込むことによって、東南アジア企業の金融行動を説明しようと試みている。また、Boot et al. (2001)は途上国10カ国の企業資金構造を検証し、先進国の企業資金調達の決定要因は途上国にも当てはまることを示した。

⁷ 分析対象企業は、計画投資省の企業登録局のデータからランダムに抽出されたハノイ市、ダーナン市、ホーチミン市の中小企業である。銀行、保険会社、信用組合、外資系中小企業は、サンプル企業から除かれている。これらの中小企業の財務データは上記の3県の計画投資局より、また企業の銀行とネットワーク関係の情報は訪問調査によって入手された。各種の負債比率は、1998年から2001年までの4年間の平均値を使用して、OLSで推計された。

資が少なく長期収益が低いこと、第2に、企業の負債比率は、経営規模と経営者による企業所有比率とは正の相関があり、収益率と減価償却比率とは負の相関があること、第3に、負債比率は、固定資産と法人税率と負の相関があり、成長機会とは正の相関があることが、観察された。

3.2 ベトナム上場企業の分析枠組み

Nguyen (2006)と Biger et al. (2008)は、制度未整備な環境に在って中小企業の資金調達構造に関する多くの知見をもたらした。しかしながら、過去20年に渡るドイモイ政策によってベトナムの企業金融がどこまで市場化したのかを知るためには、移行経済であるベトナムにおいて、現在の標準的な企業金融理論が上場企業の資金調達構造にどの程度まで当て嵌まるのかを確認する必要がある。本論文では、多くの移行経済の先行研究と同様に、修正MM理論にエージェンシー・コスト・アプローチを組み合わせて、標準的な企業金融理論の枠組みを設定する。その上で、移行経済であるベトナムに固有の構造について、その影響を検討する。

(1) 修正MM理論

Modigliani and Miller (1958, 1963)の議論（以下MM理論）によれば、完備資本市場、法人税なし、対象情報、取引コストなし、企業収益が外生であるとき、企業価値は資本構成に依存せず、企業の資金調達は企業価値に影響を及ぼさない。しかし現実には、MM理論の前提となる条件は成立しない。

法人税：企業に法人税が課せられている場合、株式で資金調達を行うよりも、債券や銀行融資などの負債による資金調達を行う方が、法人税の支払いを節約できるので、その分だけ企業価値を高める事ができる。ベトナムでは、2007年以前の新規上場企業向け法人税の優遇措置や、またこれとは別に2003年制定の法人税法規定による優遇措置が存在する(第2節参照)。このため同じ上場企業であっても、企業毎に実行税率には相当違いがある。このため、実行税率の高い上場企業ほど、債券や銀行融資などの負債による資金調達を選好する傾向があると予想される。

倒産リスク：他方、企業の負債比率が高まると、企業倒産の可能性が高まるので、負債資金の調達に伴うリスクプレミアムの支払いが上昇する。倒産リスクの高い企業ほど負債による資金調達は高コストになるので、負債比率は低くなると予想される。一般に、企業が大きいほど、外生的なショックによる経営の打撃が小さくなり、倒産リスクが低くなるといわれる。従って、企業規模が大きく倒産リスクが小さい企業ほど、その負債比率が高くなる傾向があると考えられる。

以上から、修正MM理論に基づく検証仮説として次が導かれる。

仮説1：上場企業の負債比率は、実行税率が高くなるほど、高くなる。

仮説2：上場企業の負債比率は、企業の規模が大きいほど、高くなる。

(2) エージェンシー・コストに係わる経済的要因

修正 MM 理論で考慮された法人税と倒産リスクの2要素に加えて、情報非対称性の存在する場合には、企業の最適資本構成の決定に対して、エージェンシー・コストが重要な影響を与える⁸。エージェンシー・コストの発生要因として、Jensen and Meckling (1976)以来、株主=依頼人と経営者=代理人の間に生じる利害の不一致と、債権者=依頼人と株主=代理人の間に生じる利害の不一致の問題が注目されてきた⁹。

株主=依頼人と経営者=代理人の間のエージェンシー問題は、株主が企業価値の最大化を望むのに対して、経営者は自己の私的利益を追求することから生じる。この問題は、企業の負債比率を高め、経営者が利用できるフリー・キャッシュ・フローを低下させることで改善できる。ただし、ベトナムでは、上場企業でも所有の集中度は高く、大口株主による経営者の監視は十分で、株主=依頼人と経営者=代理人の間のエージェンシー問題は大きくないと考えられる。

内部資金：一方、債権者=依頼人と株主=代理人の間のエージェンシー問題は、株主が借入金を配当に充当したり、有限責任制の下でハイリスク・ハイリターン投資を行ない高配当を獲得しようとするモラル・ハザードから生じる。この場合は、企業の負債比率を引き下げることが、問題を改善し企業価値を高めるために望ましい。従って、内部資金が豊富な企業は、外部借入への依存を減らす傾向が生まれるであろう。内部資金は、企業の営業収益率が高いほど大きくなると考えられるので、その様な企業の負債比率は低くなると予想される。

担保：外部借入の調達において、企業の経営者と外部債権者との間の情報非対称性が大きいほど、負債による資金調達に係わるエージェンシー・コストが高くなる。ここで、外部からの負債資金調達のエージェンシー・コストを軽減するための有力な方法が、債権者に担保を提供することである。担保を多く提供することができる企業ほど、負債資金調達のエージェンシー・コストを低くすることができるので、企業の負債比率はより高くなると予想される。このことから、企業の提供できる担保が大きいほど、その負債比率は高くなると

⁸ 経営者、株主、債権者間の利害対立から生じ、それを調整するために必要となるコストに注目したエージェンシー・コスト・アプローチが知られている。他にも、負債増加が企業に与えるメリットとデメリットとに注目して MM 理論を改良したトレードオフ・アプローチ、情報の経済学 of 枠組みで資本構成問題を分析したシグナリング理論やペッキング・オーダー理論がある。詳細は田村(1997)、辻(2002)を参照。

⁹ エージェンシー問題の深刻さは、企業を取り巻く経営環境の違いによって影響を受ける。経営者の行動が外部から観察困難な場合、企業の成長・投資機会が少ない場合、企業のフリー・キャッシュ・フローが大きい場合、企業の清算価値が大きい場合には、株主=依頼人と経営者=代理人の間に生じる利害の不一致が悪化する。逆に、企業の倒産コストが高い場合、株主が企業の資産内容や配当政策を自分に有利になるように簡単に変更できる場合には、債権者=依頼人と株主=代理人の間の利害不一致が深刻になる。企業情報の開示度と企業経営に関する情報の非対称性も、エージェンシー・コストに大きな影響を与える。詳細は Hart et al. (1995) Myers (1977) Myers et al.(1984)を参照。

予想される。

以上から、エージェンシー・コストに係わる検証仮説として次が導かれる。

仮説3：上場企業の負債比率は、営業収益率が高いほど、低くなる。

仮説4：上場企業の負債比率は、提供できる担保の額が大きいほど、高くなる。

(3) 企業の特性的影響

政府支配企業：ベトナム上場企業は、上場後も政府の株持ち率が50%以上の政府支配企業が多く存在する。これらの企業は、非政府支配企業と比較して、資金調達構造に違いがあると考えられる。例えば、政府支配企業は、暗黙のうちに政府によって経営に保証がされているならば、政府支配企業の経営リスクは他の企業と比較して小さいと考えられる。従って、倒産リスクの小さい政府支配企業の負債比率は、他の企業よりも高くなるであろう。

また、政府支配企業は節税のために負債比率を調整するインセンティブは弱くなる可能性が考えられる。政府は民間投資家と異なり、企業からの税収を収入として獲得できるので、政府にとっての企業の価値（即ち、将来の企業収入の割引現在価値）は、法人税があっても大きくは変わらないからである¹⁰。

仮説5：政府支配企業は、非政府支配企業と比べて倒産リスクが小さいと判断されるので、負債比率は高くなる。また、政府支配企業の負債比率は、実効税率によって大きな影響を受けない。

政府支配企業は株式化後も政府の株持ち率が高い国策企業としての性格が強く、他の企業よりも国営銀行と密接な関係を保持しているといわれる。実際に、ベトナムの4大國営銀行の融資額は総銀行融資額の78%を占めて、その大半は国営企業に供給されている(Nguyen(2006))。このような関係にあるため、政府支配企業は担保の多寡に係わらず、国営銀行からの借入にアクセスしやすく、担保の水準が負債比率に与える影響は他の企業よりも小さいと思われる。また、政府支配企業にとって外部負債と内部資金とのエージェンシー・コストの違いは小さいので、内部留保の水準が、負債比率に与える影響も他の企業と比較すると小さいと考えられる。

仮説6：政府支配企業の負債比率は、他の企業に比べて、担保や内部留保の水準によって大きな影響を受けない。

上場される取引所の違い：ホーチミン証券取引所とハノイ証券取引所は、上場基準が異なっている（第2節参照）。ホーチミン証券取引所上場企業はハノイ証券取引所上場企業よ

¹⁰ 100%政府所有であれば、法人税の企業価値に与える影響は無くなる。

り資本規模が大きく、その結果として売上高や固定資産規模で比較しても、前者の方が後者よりも大きい（第4節参照）。修正MM理論によれば、倒産リスクの高い企業ほど負債比率を低くすることが予想される。従って、倒産リスクが低いホーチミン証券取引所上場企業は、ハノイ証券取引所上場企業に比較して、負債比率が高くなると考えられる。

仮説7：ホーチミン証券取引所上場企業は、ハノイ証券取引所上場企業と比べて倒産リスクが小さいと判断されるので、負債比率は高くなる。

ホーチミン証券取引所への上場基準は、ハノイ証券取引所への上場基準よりも厳しい。ホーチミン証券取引所上場企業は、ハノイ証券取引所上場企業よりも、経営規模が大きく経営業績も優れているとして、市場で高く信任されている。このため、ホーチミン証券取引所上場企業は、提供できる担保の多寡にかかわらず外部債権者から容易に資金を調達することができるので、担保の水準が負債比率に与える影響は、ハノイ証券取引所上場企業よりも小さいと予想される。また、ホーチミン証券取引所上場企業にとって、外部債権者からの借入金と内部資金とのエージェンシー・コストの違いは小さいので、内部留保の水準が、負債比率に与える影響もハノイ証券取引所上場企業と比較すると小さいと考えられる。

仮説8：ホーチミン証券取引所上場企業の負債比率は、ハノイ証券取引所上場企業と比較して、担保や内部留保の水準によって大きな影響を受けない。

第4節 サンプル上場企業の概観

次節では、2006年までにホーチミン証券取引所とハノイ証券取引所に上場した非金融企業のうち、2006年から2008年までに経常利益が正であった131社について、資金調達構造の計量分析を行う。次節における計量分析の準備として、これらの企業がどのような経営および資金調達面での特徴を持っていたのか、予め概観しておきたい。

上場企業サンプルについて、産業別の内訳と政府支配企業の数をまとめたのが、（表4-1）である。サンプル企業は主に製造業と建設業の企業であり、それぞれ全体の37%と24%を占めている。その他は、商業、サービス業、農水業の順になっている。ホーチミン証券取引所では、製造業の比率が39%と高く、続いて建設業、運輸業の比率が高い。一方、ハノイ証券取引所では、建設業が39%、次いで製造業比率が34%を占め、その他の産業は少ない。また、2006年末の政府支配企業は、ホーチミン証券取引所上場のサンプル企業のうち25社、ハノイ証券取引所上場のサンプル企業うち23社、合計で48社であった。

表4-1 ベトナム上場企業の内訳

次節で計量分析するサンプル企業 131 社を、計量分析で利用する主要な変数について比較したのが、(表 4-2) である。サンプル企業は、証券取引所の違いと政府支配の影響に注目して、4 分類に分類されている。

(1) 負債比率

まず初めに負債比率についてみると、ハノイ取引所上場企業はホーチミン取引所上場企業より高かった。負債比率が最も高かったのは、ハノイ証券取引所上場の政府支配企業であり、続いて同市場に上場された非政府支配企業であった。ホーチミン証券取引所でも、政府支配企業は非政府支配企業よりも負債比率が高かったが、その差は小さくほぼ同水準であった。

表 4-2 証券市場別にみた政府支配企業と非政府支配企業

(2) 長期負債比率

長期負債比率についても、ハノイ取引所上場企業はホーチミン取引所上場企業より高かった。長期負債比率が最も高かったのは、ハノイ証券取引所上場の政府支配企業であり、続いて同市場に上場された非政府支配企業であった。またホーチミン証券取引所でも、政府支配企業の長期負債比率は非政府支配企業よりも高かった。ハノイ証券取引所上場の非政府支配企業の長期負債比率は、ホーチミン証券取引所上場の政府支配企業よりもわずかに高かったが、その差は殆ど無くほぼ同水準であった。

(3) 総資産規模

企業規模を表わす総資産をみると、ホーチミン証券取引所上場企業はハノイ証券取引所上場企業より総資産が大きかった。総資産規模が最も高かったのは、ホーチミン証券取引所上場の政府支配企業であり、続いて同市場の非政府支配企業であった。ハノイ証券取引所上場では、政府支配企業の総資産規模の方が非政府支配企業よりも大きかった。

(4) 固定資産の対総資産比率

担保力を表わす固定資産の対総資産比率が最も高かったのは、ホーチミン証券取引所上場の政府支配企業であった。これに続いて、ハノイ証券取引所上場の政府支配企業、同取引所上場の非政府支配企業の順に高かった。最も低いのは、ホーチミン証券取引所上場の非政府支配企業であった。

(5) 営業利益率

企業のフリー・キャッシュ・フロー水準の代理変数となる営業利益率をみると、ホーチミン証券取引所の上場企業の方が、ハノイ証券取引所上場企業よりも相当に高かった。最も営業利益率が高かったのは、ホーチミン証券取引所に上場された政府支配企業であり、次に高いのは同取引所上場の非政府支配企業であった。ハノイ証券取引所上場企業の中では、非政府支配企業の営業利益率がわずかに政府支配企業を上回るが、その差はわずかでほぼ同水準であった。

(7) 実効法人税率

実効法人税率についてみると、ホーチミン証券取引所とハノイ証券取引所の双方で、政府支配企業の税率の方が非政府支配企業よりも低かった。最も実効法人税率が高かったのは、ホーチミン証券取引所上場の非政府支配企業で、これに続くのは、ハノイ証券取引所上場の非政府支配企業と政府支配企業であった。ホーチミン証券取引所上場の政府支配企業は、営業利益率が最も高かったにも係わらず、実効法人税率は最も低かった。政府支配企業の実効税率が低いのは、政府支配企業が法人税の優遇措置対象となっていることを暗示している。

第5節 実証分析の方法

5.1 推計式

本研究では、Rajan and Zingales (1995)と同様に、企業の資本構造を表わす最も基本的な指標である負債比率について推計を行った。 Y_{it} は被説明変数、 X_{jit} は説明変数 ($j=1,2,\dots,k$)、 $STATE$ は政府支配企業ダミー、 $HOSE$ はホーチミン証券取引所上場企業ダミーを表す。 α は固定効果、 β_j 、 γ_j 、 ϕ_j は係数 ($j=1,2,\dots,k$)、 ε は誤差項をあらわす行列で、 i は企業、 t は時点を表す添字である。

$$Y_{it} = \alpha_i + \sum_{j=1}^k \beta_j X_{jit-1} + STATE \cdot \sum_{j=1}^k \gamma_j X_{jit-1} + HOSE \cdot \sum_{j=1}^k \phi_j X_{jit-1} + \varepsilon_{it}$$

(1)

(1) 被説明変数

被説明変数として、負債比率 (DR)、長期負債率 (LDR) の2種類の負債比率を用いた¹¹。

負債比率 (DR)：負債比率は、債務性の資金が企業の調達した資金の全体に占める割合を表わしており、最も基本的な資金調達構造の指標である。負債の利用による節税効果や倒産リスクは、負債全体の影響を与える。従ってこのような要因が資金調達構造に与える影響を観察するためには、負債比率を用いるのが適切である。負債比率は総負債額を総資産額で割った比率で計算した。

長期負債比率 (LDR)：短期の資金繰りの手段として利用される買掛金や手形が含まれる短期負債と、設備投資などを行うために長期的な視点から決定される長期負債は、自ずと性質が異なる。買掛金や手形といった短期負債は取引先企業が提供するもので、商品の取引活動を通じて互いの情報が伝わるため、債権者と債務者との間で情報の非対称性が比較的小さい。また、金融取引以外に関係を持たない銀行などが提供する短期負債でも、回

¹¹ 長期銀行借入比率(1年超銀行借入金の対総資産比率)についても参考として推計した。ランダム効果による推計結果は、補表3に纏められている。

取期間が短いため、不渡りとなる危険性が比較的小さい。一方、金融取引以外に関係を持たない銀行などが提供する長期負債は、企業と債権者との間で情報の非対称性が大きい。このため、情報の非対称性に起因するエージェンシー・コストの資本構造への影響は、短期負債よりも長期負債の方に強く表れる。長期負債比率は長期負債額（1年超返済期間）を総資産額で割った比率として計算した¹²。

（2）説明変数

説明変数として含まれるのは、経済変数（企業規模、固定資産率、営業利益率、法人税率）と、ベトナム企業の属性を現す変数（政府支配企業ダミー、ホーチミン上場企業ダミー）、およびその他のコントロール変数（年次ダミー、産業ダミー）である。

企業規模（*SIZE*）：企業規模を市場で認知度の代理変数として用いた。社会的な認知度が高ければ高いほど、外部債権者と企業との情報の非対称性が低くなり、エージェンシー・コストが低下し、企業は負債を増加しやすくなる¹³。企業規模は企業の総資産額の自然対数値として計測した¹⁴。

固定資産比率（*TANG*）：固定資産率を担保力の代理変数として用いた。固定資産はスクリーニングやモニタリングが比較的容易であるため、その他の資産よりも担保として適切である。固定資産が担保として使われるならば、負債資金調達に係わるエージェンシー・コストが低下し、企業は負債での資金調達をし易くなる。固定資産比率は固定資産額を総資産額で割った比率として定義した。ただし、固定資産額は有形固定資産額と無形固定資産額の合計である¹⁵。

営業利益率（*PROF*）：企業の営業利益率をフリー・キャッシュ・フローの代理変数として用いた。フリー・キャッシュ・フローはエージェンシー・コストが最も低い資金であるため、企業に優先的に使われる。従ってこれを豊富に持っている企業ほど負債比率は低くなる。営業利益率は営業利益額を総資産額で割った比率として定義した。ただし、ベトナムでは企業の決算報告書に営業利益の項目がないため、税引き前利益額に利子払い額を加えて営業利益額とした¹⁶。

企業の実効税率（*TAX*）：企業の有効法人税率を負債の節税効果の影響を見るために用いた。実際に支払った法人税額が高い企業ほど、負債を利用した節税効果は大きいはずであり、負債比率が高くなると予想される。企業の有実効法人税率は法人税支払額を営業利益額で割った比率として定義した¹⁷。

¹² ベトナムでは負債を債務期間で区別するならば、短期負債（債務期間の1年間以下）、中期負債（債務期間の1～3年間）、長期負債（債務期間の3年間以上）がある。

¹³ 企業規模は企業規模を企業の倒産リスクの代理変数としても解釈できる。企業規模が大きいほど、事業を多様化でき、リスクを分散することができるため、負債による倒産リスクが低く、負債を増加しやすくなると考えられる。

¹⁴ 例えば Chen (2004)。企業規模の代理変数として、売上げの自然対数値もよく利用される。

¹⁵ Rajan and Zingales (1995)、Yupana (1999)も同じ変数を用いている。

¹⁶ Huang and Song (2006)、Yupana (1999) が同じ変数を用いている。

¹⁷ Huang and Song (2006) が同じ変数を用いている。

政府支配企業ダミー (*STATE*) : 政府支配企業ダミーはベトナム企業属性を表わすダミー変数の一つとして用いた。第2節に述べたように、政府支配企業は政府の暗黙の保障によって経営リスクが低く、国営銀行と密接な関係を持つことか負債資金調達のエージェンシー・コストが小さいといわれる。これとは別に、政府は民間投資家と異なり、企業からの税収を収入として獲得できるので、政府支配企業が節税のために負債比率を調整するインセンティブは民間企業と比較して弱いと考えられる。このような特質から、政府支配企業は、他の企業とは異なった資本構造を持つと考えられる。政府支配企業ダミーは、政府の株持ち率が50%以上なら1、そうでないなら0として定義した。

ホーチミン証券取引所上場企業ダミー (*HOSE*) : 第2節に述べたように、ホーチミン証券取引所上場企業は、ハノイ証券取引所上場企業と比較して、倒産リスクや負債調達のエージェンシー・コストが低い。従ってホーチミン証券取引所上場企業は、ハノイ証券取引所上場企業とは異なった資本構造を持つと考えられる。ホーチミン証券取引所上場企業ダミーは、ホーチミン証券取引所上場企業ならば1、ハノイ証券取引所上場企業ならば0として定義した。

年次ダミー : 2006年にベトナムでは上場が急増し、国内外投資家に注目されて市場流動性が高くなった。そのため、2007年にはベトナム上場企業は積極的に新規株発行による資金調達を行った。一方、2008年にはベトナム経済が不安定化したことと、サブプライム問題による世界経済の停滞の影響から、株式市場の市況は悪化した。このようなマクロ経済の影響をコントロールするため、年次ダミー (*YD2007*、*YD2008*) を変数に加える。

産業ダミー : 産業ごとに法規制や情報開示の程度などが異なるため、負債のエージェンシー・コストにも違いが生じ得る。産業に特有な資金調達への影響をコントロールするために、産業ダミーを加えた。各ダミー変数は、それぞれの産業に該当する場合は1、そうでない場合0として定義した。

5. 2 データセット

計量分析に利用したサンプル企業は、2006年までにハノイ証券取引場あるいはホーチミン証券取引所に上場した企業である。これらの企業の財務データは、両証券取引所ウェブページから取得した2004年から2008年までの年次報告書から作成した。なお2005年までのサンプルは、2006年以降に比べて著しく社数が少なく推計結果にバイアスがかかるため分析においては除外した。また、金融機関の財務構造は、非金融機関とは異なる決定要因を持ちうるため、本研究では金融機関は分析から除外し、非金融上場企業のみを分析の対象としている。更に、2006年から2008年までの3年間で、営業利益が負となった企業もサンプルから除外した。

2006年までに上場した企業数は、ハノイ証券取引場が81社、ホーチミン証券取引所が112社、合計で193社であった。分析条件を満たして2006年から2008年までの3年間の必要なデータが取得できたサンプル企業数は、ハノイ証券取引場とホーチミン証券取引所の合

計 131 社であった。

5. 3 推計方法

被説明変数である負債比率と各種財務データの説明変数は、理論的には同時決定されるので、推計結果に誤差が入る可能性がある。そこで、この問題を回避するため、被説明変数と説明変数で1期のラグを取った。一方、本研究と同様の推計モデルを利用した先行研究では、同時性の問題を見逃しているものも少なくない。例えば、Boot et al. (2001)、Yupana (1999)、Lee(2000)は、被説明・説明変数が同時点のデータで推定を行っており、Rajan and Zingales(1995)は企業ごとの4年間の平均値データを用いているので、被説明・説明変数にラグは無い。また、ラグ無しの推計式を利用すれば、同時性の問題が内在する恐れがあるが、企業ごとの固有効果を計測することができる利点もある。本研究では、ラグ無し推計式を利用して、ラグ付き推計式の推計結果の頑強性を確認した。

推計は、プーリング最小二乗法（以下、OLS）、変量効果モデル、固定効果モデルの3通りで行い、北村(2005)に従って、どのモデルが適切かを選択した。まず、OLSと固定効果モデルのどちらを選択するかについて、OLSを帰無仮説としたF検定を行う。次に、OLSと変量効果モデルのどちらを選択するかについて、OLSを帰無仮説としたLagrange Multiplier Test（以下、LM test）を行う。以上の結果から、WithinモデルとRandomモデルの両方がそれぞれ選択された場合は、Hausman検定を行って、どちらのモデルを選択するかを決定した。

5. 4 基本統計量

主要な変数の基本統計量は（表5-1）の通りである。ベトナム上場企業の負債比率の平均値は47%で、同じ移行経済である中国の上場企業負債比率の50%（Huang and Song (2006)）とほぼ同水準である。ただし、ベトナム上場企業の負債比率の分散は大きく、企業によって大きな違いがある。ベトナム上場企業の平均長期負債率は10%未満であり、中国の7%未満とほぼ同水準である（Chen(2004)）。ベトナム上場企業の平均固定資産率は30%であり、中国の34%よりわずかに低い（Huang and Song (2006)）。またベトナム上場企業の平均営業利益率は10%であり、中国の5.7%と比較すると、かなり大きいといえる（Huang and Song (2006)）。最後に、ベトナム上場企業の平均実効法人税率は11%で、法規定の法人税率の28%よりはるかに小さく、ベトナム上場企業の多くは税優遇を享受している点が注目される。

表5-1 各変数の基本統計量

5. 5 相関係数

各説明変数間には、(表5-2)が示すように、強い相関が見られなかった。*SIZE*と*TANG*、

SIZE と *STATE*、*PROF* と *TAX*、*TAX* と *HOSE* の相関係数の絶対値は低く、0.1 以下であった。*SIZE* と *HOSE*、*TAX* と *STATE* の間には、絶対値 0.22 程度の相関関係が観察されたが、以下では、各説明変数間に深刻な多重共線性がないと仮定して計量分析を行った。

表 5-2 各変数の相関係数

第 6 節 推定結果と解釈

6. 1 ラグ付きモデルによる推定結果

(1) 負債比率の推計結果

ラグ付き変量効果モデルによる負債比率の推定結果は(表 6-1)にまとめられる¹⁸。自由修正済み決定係数は 0.178 で高いとはいえないが、F 値は 3.354 であり推計式の設定は概ね妥当といえよう。

表 6-1 ラグ付きモデルによる負債比率と長期負債比率の推計結果

修正 MM 理論に基づく経済的な要因が負債比率に与える影響についてみると、企業規模 *SIZE* は修正 MM 理論の予想の通りに正の符号を持ったが、統計的には有意とならなかった。また、法人税率 *TAX* は論の予想とは逆に負の符号となったが、統計的には有意とならなかった。これらの推計結果は、修正 MM 理論と異なり、企業のリスクや法人税による節税効果は、負債比率の決定に重用ではないことを示唆している。

エージェンシー・コストに係わる項目についてみると、営業利益率 *PROF* は 5%の有意水準で負の符号を持ち、固定資産比率 *TANG* も 5%の有意水準で正の符号を持った。このことは、エージェンシー・コスト・アプローチが予想した通り、最もエージェンシー・コストの小さい資金である内部留保が潤沢にある企業は外部負債を縮小する傾向があること、一方、担保力が大きい企業は外部負債の調達を拡大する傾向があることを、示している。

政府支配が負債比率に与える影響についてみると、政府支配企業ダミー *STATE* の影響は統計的に有意でなかったが、政府支配企業ダミーと企業規模との交差項 *STATE*SIZE* の係数は 10%の有意水準で正となり、総合的な係数値は $0.292+0.003>0$ となった。このことは、他の企業とは異なり、政府支配企業はリスクが低下すると負債性資金の調達が容易になること

¹⁸推計方法の選択は次のように行った。最初に、Pool OLS Model を帰無仮説とし固定効果モデルを対立仮説として F 検定を行った。その結果、(補表 2a)のように、自由度(143,131)のF値は 8.100 なので、帰無仮説は有意水準 1%で棄却された。次に、Pool OLS Model を帰無仮説とし変量効果モデルを対立仮説として LM test を行った。この結果、自由度 143 のカイ二乗検定量は 658.561 なので、帰無仮説は有意水準 1%で棄却された。最後に、変量効果モデルを帰無仮説とし固定効果モデルを対立仮説として、Hausman 検定を行った。その結果、自由度 13 のカイ二乗検定量は 17.242 なので、帰無仮説は有意水準 10%でも棄却されなかった。以上の結果から、変量効果モデルを利用して推計を行った。

を示している。

上場基準の違いが負債比率に与える影響についてみると、ホーチミン取引所上場企業ダミー *HOSE* は統計的に有意ではなかった。しかし、ホーチミン取引所上場企業ダミーと固定資産比率との交差項 *HOSE * TANG* の係数値は 10% の統計的な有意水準で負となり、固定資産比率の総合的な係数値は $0.281 - 0.246 > 0$ となった。この結果は、上場基準が厳しいホーチミン取引所の上場企業は、市場での信頼が高いので、他の企業と比較してより少ない担保力でも、負債性資金を調達できることを示している。

その他のダミー変数については、2007 年の年次ダミーと建設業の産業ダミーが共に正の係数値を持ち、それぞれ 1% と 5% の水準で統計的に有意となった。このことは、2008 年には経済環境の悪化から上場企業が負債資金を調達することが難しくなったことと、ベトナム上場企業の中で建設業企業は負債比率が高くなる特性を持っていることを示している。

(2) 長期負債比率の推計結果

ラグ付きモデルによる長期負債比率の推定結果は (表 6-1) のとおりである¹⁹。自由修正済み決定係数は 0.325 で F 値は 6.245 であり、推定式の設定は妥当なものといえよう。また、負債比率の推計結果と比較して、長期負債比率の推計結果は理論的な予想により合致することが分かった。

修正 MM 理論に基づく変数が負債比率に与える影響についてみると、企業規模 *SIZE* と法人税率 *TAX* の係数は共に正であり、それぞれ 1% と 5% の水準で統計的に有意となった。このことは、修正 MM 理論の予想のとおり、経営規模の大きい企業は経営リスクが小さいため、長期借入がし易いこと、また、法人税率が大きいと企業は節税のため長期借入を増加させることを示している。

エージェンシー・コストに係わる項目の影響についてみると、エージェンシー・コスト・アプローチが予想するように、固定資産率 *TANG* の係数が 1% の有意水準で正となった。このことは、固定資産が大きい企業は担保力が高いので、負債のエージェンシー・コストが小さくなり、長期借入を増やすことが容易になることを示している。一方、営業利益率変数 *PROF* は長期負債比率と統計的に有意な関係が観察できなかった。

政府支配が長期負債比率に与える影響についてみると、政府支配企業ダミーと固定資産率 *TANG* との交差項 *STATE * TANG* は 5% の有意水準で負とり、固定資産率の総合的な係数値

¹⁹ 推計方法の選択は次のように行った。最初に、Pool OLS Model を帰無仮説とし固定効果モデルを対立仮説として F-test を行った。その結果、(補表 2b) のように、自由度 (143, 131) の F 値は 8.100 なので、帰無仮説は有意水準 1% で棄却された。次に、Pool OLS Model を帰無仮説とし変量効果モデルを対立仮説として LM test を行った。この結果、自由度 143 のカイ二乗検定量は 658.561 なので、帰無仮説は有意水準 1% で棄却された。最後に、変量効果モデルを帰無仮説とし固定効果モデルを対立仮説として、Hausman test を行った。その結果、自由度 13 のカイ二乗検定量は 17.242 なので、帰無仮説は有意水準 10% でも棄却されなかった。以上の結果から、変量効果モデルを利用して推計を行った。

は $0.457 - 0.166 > 0$ となった。このことは、政府支配企業は高い信用力を持っているので、担保力が弱くても、長期負債を容易に調達することができることを示している。一方、政府支配企業ダミーと法人税率との交差項 $STATE * TAX$ は 10%の有意水準で負となり、法人税率の総合的な係数値は $0.538 - 0.414 > 0$ となった。このことは、政府支配企業も節税のため長期負債を増やす傾向があるが、節税は政府にとっては歳入減少をもたらすことになるため、負債による節税の意欲は他の企業より弱いことを示している。

上場基準の違いが負債比率に与える影響についてみると、ホーチミン取引所上場企業ダミーと固定資産率との交差項 $HOSE * TANG$ は 1%の有意水準で負となり、ホーチミン取引所上場企業にとって固定資産率に関する総合的な係数値は $0.456 - 0.330 > 0$ となった。このことは、ホーチミン取引所上場企業はもともと市場での信用力が十分に大きいので、ハノイ市場上場企業と比較すると、固定資産が小さくても長期負債を容易に調達できることを示している。また、ホーチミン取引所上場企業ダミーと法人税率との交差項 $HOSE * TAX$ は 5%の有意水準で負となり、ホーチミン取引所上場企業にとって法人税率に関する総合的な係数値は $0.497 - 0.415 > 0$ となった。この結果は、ホーチミン取引所上場企業も節税のために負債を増加するが、ハノイ市場上場企業と比較すると、節税の意欲が弱いことを示している。

6. 2 ラグ無し推計式による頑健性の検討

(1) ラグ無し推計式による負債比率の推定結果

6. 1の推計結果の頑健性を確認するため、ラグ無し推計式を用いて負債比率の推計を推計した。変量効果モデルを用いた推定結果は(表6-2)にまとめられている²⁰。推定結果をみると、F値と自由修正済み決定係数はそれぞれ 6.297 と 0.253 であり、推定式の設定は妥当といえる。

表6-2 ラグ無し推計式による負債比率と長期負債比率の推定結果

ラグ付き推定式による推計結果で統計的に有意な水準となった変数は、固定資産比率 $TANG$ 、営業利益率 $PROF$ 、政府支配企業ダミーと企業規模 $STATE * SIZE$ との交差項、ホーチミン取引所上場企業ダミーと固定資産比率との交差項 $HOSE * TANG$ 、であった。ラグ無

²⁰ 推計方法の選択は次のように行った。初めに、Pool OLS モデルを帰無仮説とし固定効果モデルを対立仮説としてF検定を行った。この結果、推計方法の選択は次のように行った。(補表2c)のとおり、自由度(130,250)のF値は 6.011 となり、帰無仮説は有意水準 1%で棄却された。次に、Pool OLS モデルを帰無仮説とし変量効果モデルを対立仮説として、LM 検定を行った結果、自由度 130 のカイ二乗検定量は 556.981 となり、帰無仮説は有意水準 1%で棄却された。最後に、変量効果モデルを帰無仮説とし固定効果モデルを対立仮説として Hausman 検定を行った結果、自由度 15 のカイ二乗検定量は 0.000 となり、帰無仮説は有意棄却されなかった。従って、変量効果モデルを利用することが適切であると判断された。

し推計式による推計結果では、これらの変数について、統計的に有意な水準で、係数値の符号が逆になったものは無かった。

一方、ラグ無し推計式による推計結果で統計的に有意な水準となった変数は、企業規模 *SIZE*、営業利益率 *PROF*、政府支配企業ダミーと固定資産率 *STATE*TANG* との交差項、取引所上場企業ダミーと企業規模の考查項 *HOSE*SIZE*、であった。これらの変数のうちで、ラグ付き推計式による推計結果における係数の符号が、統計的に有意な水準で、ラグ無し推計式による推計結果と逆になっているものは無かった。以上の様に、ラグ付き推計式による推計結果には、ラグ無し推計式による推計結果と決定的に食い違う点は発見されなかった。

(2) ラグ無し推計式による長期負債比率の推定結果

変量効果モデルを用いて行った、ラグ無し推計式による長期負債比率推定結果は、(表 6-2) の通りである²¹。F 値は 10.950 で自由修正済み決定係数は 0.388 であり、推定式の設定は概ね妥当と言える。

ラグ付き推定式による推計結果で統計的に有意な水準となった変数は、企業規模 *SIZE*、法人税率 *TAX*、固定資産比率 *TANG*、政府支配企業ダミーと固定資産率 *STATE*TANG* との交差項、政府支配企業ダミーと法人税率との交差項 *STATE*TAX*、ホーチミン取引所上場企業ダミーと固定資産比率との交差項 *HOSE*TANG*、ホーチミン取引所上場企業ダミーと法人税率との交差項 *HOSE* TAX*、であった。ラグ無し推計式による推計結果では、これらの変数について、統計的に有意な水準で、係数値の符号が逆になったものは無かった。

一方、ラグ無し推計式による推計結果で統計的に有意な水準となった変数は、企業規模 *SIZE*、固定資産比率 *TANG*、政府支配企業ダミーと固定資産率との交差項 *STATE*TANG*、ホーチミン取引所上場企業ダミーと固定資産率との交差項 *HOSE* TANG* であった。これらの説明変数のうちで、ラグ付き推計式による推計結果における係数の符号が、統計的に有意な水準で、ラグ無し推計式による推計結果と逆になっているものは無かった。以上の様に、ラグ付き推計式による推計結果がラグ無し推計式による推計結果と決定的に食い違う点は発見されなかった。

6. 3 推計結果からみたベトナム上場企業の資金調達の特徴

²¹ 推計方法の選択は、次のように行った。初めに、Pool OLS モデルを帰無仮説とし固定効果モデルを対立仮説として F 検定を行った結果、推計方法の選択は次のように行った。(補表 2d) のとおり、自由度(130,250)のF値は 5.860 となり、帰無仮説は有意水準 1%で棄却された。次に、Pool OLS モデルを帰無仮説とし変量効果モデルを対立仮説として LM 検定を行った結果、自由度 130 のカイ二乗検定量は 549.456 となり、帰無仮説は有意水準 1%で棄却された。最後に、変量効果モデルを帰無仮説とし固定効果モデルを対立仮説として Hausman 検定を行った。その結果、自由度 15 のカイ二乗検定量は 0 となり、帰無仮説は棄却されなかった。従って、変量効果モデルを利用することが適切であると判断された。

ラグ付き推計式による推計結果（表6-1）および（表6-2）から判断すると、ベトナム上場企業は次のような特徴を持っている²²。第1に、ベトナム上場企業の資金調達構造には、修正MM理論とエージェンシー・コスト・アプローチが概ね妥当した。修正MM理論についてみると、ベトナム上場企業の長期負債比率は、理論的に予想される様に、企業規模が大きく従って経営の安定的な企業ほど、また、法人税が高くなり借入による資金調達の節税効果が強くなるほど、高まった。一方、ベトナム上場企業の負債比率についても、修正MM理論の予想とは異なる結果が、統計的に有意な水準で確認されることはなかった。

エージェンシー・コスト・アプローチについてみると、ベトナム上場企業の長期負債比率は、理論的な予想の通り、固定資産比率が高く担保力が高い企業ほど高くなった。一方、ベトナム上場企業の負債比率も、エージェンシー・コスト・アプローチが予想する様に、固定資産比率が高く担保力が高い企業ほど、また、収益率が高く内部資金が潤沢な企業ほど高まった。

第2に、短期と長期の両方の資金調達を表す負債比率の決定要因と、長期資金の調達を表すベトナム上場企業の長期負債比率の決定要因には、違いが観察される。法人税と企業規模は、長期負債比率の決定に影響を与えるが、短期負債も含む負債比率の決定には影響を与えない。長期資金の調達には、企業の経営リスクや長期的な観点からの法人税の節税効果が重要な決定要素となるのに対して、短期資金の調達には、これらの要素は重要性が低いと考えられる。逆に、直近時点における内部資金の潤沢さは、短期的な資金調達にとって重要な影響を与えるが、長期資金調達の決定にとっては、重要な要素とならない。企業の担保力は、短期的な資金調達にとっても、長期的資金調達にとっても、常に重要な要素であり、外部からの負債性資金の調達の鍵となるのが、企業の担保力であった。

第3に、ベトナムでは政府支配企業は、他の企業と比較して、資金調達の決定要因に違いが観察された。一つ目の違いは、同じ経営規模の政府支配企業と非政府支配企業を比較すると、他の条件が等しい場合、政府支配企業の負債比率がより高くなることである。ただし、同様の関係は、長期負債比率に関しては観察されなかった。このことは、同じ経営規模の政府支配企業と非政府支配企業を比較すると、短期的には政府支配企業の方が倒産確率が低いと評価されていることを示している。二つ目の違いは、長期負債比率に関して、政府支配企業の固定資産比率の係数値が、非政府支配企業よりも小さいことである。これは、非政府支配企業と比較して、外部債権者と政府支配企業との間の情報の非対称性が小さく、長期負債の調達に当たって担保力の果たす役割が小さいことを示している。三番目の違いは、同じ法人税率が課せられた政府支配企業と非政府支配企業を比較すると、他の条件が等しい場合、政府支配企業の長期負債比率がより低くなることである。政府支配企業にとって、法人税の節税は、配当金を通じた非政府株式保有者への政府税収の漏出であ

²² これらの特徴の他に、業種別の上場企業の資金調達構造をみてみると、建設業企業は、他産業の企業と比較して、長期負債が少ない傾向が観察された。ただし、このことがどのような産業特性を意味するのか不明である。

ることから、負債を利用することによる節税への意欲が低いと考える事ができる²³。

第4に、ホーチミン証券取引所上場企業は、ハノイ証券取引所上場企業と異なる資金調達行動をしている。負債比率に関して、ホーチミン証券取引所上場企業の固定資産比率の係数値が、ハノイ証券取引所上場企業よりも小さいことである。同様の関係は、長期負債比率に関しても、観察された。これらのことは、ホーチミン証券取引所の上場企業は、優良企業として市場から良く認知されており、外部債権者との間の情報の非対称性が小さく、企業規模や担保力に余り関係なく負債資金を外部から調達できることを示している。また、ホーチミン証券取引所上場企業は、ハノイ証券取引所上場企業よりも、法人税率が増加しても、長期負債比率が大きくなる。このことは、ハノイ証券取引所の上場企業は経営規模が小さく経営が不安定であり、より積極的に負債による節税効果を利用しようという意欲が強いことを示していると解釈できる。

本論文の推計結果を、Nguyen (2006) および Biger et al. (2008)の中小企業の資金調達構造の分析結果と比較すると、幾つかの興味深い相違点が見出される。第1は、上場企業の負債比率は、中小企業の負債比率よりも遥かに高い。上場企業は、市場における信任度が高く、情報の開示度も高いため、負債による資金調達のエージェンシー・コストが中小企業よりも低いと考えられる。この事が、中小企業と比較して、上場企業がより容易に外部債務性資金にアクセスでき、負債比率が高くなる原因と思われる。

第2に、Nguyen (2006) および Biger et al. (2008)の中小企業の推計結果と比較すると、上場企業の資金調達構造は、修正MM理論およびエージェンシー理論により適合的であった。中小企業の推計結果では、本研究と同様に、規模が大きいかほど高くなるほど負債比率が高くなった。しかしながら、本研究における上場企業の推計結果であれば、エージェンシー理論が予想する通り、固定資産が増加するほど上場企業の負債比率は増加し、収益性が高くなるほど上場企業の負債比率は減少した。一方、中小企業の推計結果では、固定資産が増加するほど中小企業の負債比率は減少し、収益性の高さは中小企業の負債比率の水準に影響を与えない。上場企業をとりまく制度的環境は、中小企業と比較して、遥かに整備されており、企業情報の開示や企業統治はより市場に適合的になっていると思われる。このことが、上場企業にエージェンシー理論がより妥当する背景と思われる。

第3に、Nguyen (2006) および Biger et al. (2008)の中小企業の推計結果とは異なり、本研究においては、政府支配企業ないし国営企業が他の企業よりも負債比率が高いという事実は観察されなかった。しかしながら、政府支配企業は、他の企業と比較して、外部債権者との情報の非対称性が小さく、負債による資金調達のエージェンシー・コストがより低くなるという事实在観察された。このことは、Nguyen (2006)が指摘している様に、ベトナムの企業にとって、銀行に強い関係を持つことが、外部負債の調達が容易になるということ

²³ 政府支配企業の産業分野は各種の優遇税制の対象となっており、実効法人税率が低く法人税の負担が小さい。このため、負債性資金の利用による節税への意欲が小さくなったという解釈もあり得る。

を別の形で裏付けるものといえる。

第7節 結論

本論文は、ベトナムを代表する企業であり、企業改革の最終段階に位置付けられるホーチミンおよびハノイ証券取引所上場企業について、その資金調達構造の特徴を明らかにし、内包されている問題点を検討した。2006年から2008年まで3年間のデータを利用した、両証券取引所上場企業131社の負債比率の推計結果によれば、(1)上場企業の資金調達構造には修正MM理論とエージェンシー・コスト・アプローチが概ね妥当すること、(2)ベトナムを代表する優良企業である上場企業でも長期資金の調達においては担保の提供が重要であること、(3)政府支配企業は他の企業と比較して外部債権者との情報の非対称性が小さいこと、(4)政府支配企業は負債の利用による節税への意欲が弱いこと、(5)ホーチミン証券取引所上場企業は、ハノイ証券取引所上場企業と比べて外部債権者との情報の非対称性が小さく、同時に負債の利用による節税への意欲が弱いこと、が観察された。

本論文の推計結果を、Nguyen (2006)およびBiger et al. (2008)による中小企業の資金調達構造の分析結果と比較すると、(1)上場企業の負債比率は、中小企業の負債比率よりも遥かに高いこと、(2)上場企業の資金調達構造は、中小企業の資金調達構造よりも、標準的な企業金融理論の予想により合致すること、(3)中小企業の場合と同様に、銀行と密接な関係を持つ企業ほど、外部負債の調達が容易になること、が明らかになった。

以上のような本論文の分析結果から、2つの政策的な含意を導くことができる。第1に、本論文の推定結果より、ベトナム上場企業の資金調達構造の決定要因はエージェンシー・コスト・アプローチが概ね妥当し、ベトナム上場企業の資金調達行動は先進国で一般に観察されるような経済合理性に基づいて概ね説明することができることと示された。Nguyen (2006)およびBiger et al. (2008)の分析対象となった殆どの企業は、情報の開示が低く、外部債権者あるいは外部の出資者と企業との情報の非対称性は非常に大きいと考えられる。一方、上場企業を取り巻く制度環境は、中小企業と比較して、遥かに整備されており、企業情報の開示や企業統治はより市場を通じた資金調達により適したものになっていると考えられる。このことは市場経済化を目指したベトナム政府の経済改革が企業金融面で既に一定の成果を達成していることを含意している。

第2に、本論文の推定結果より、ベトナムを代表する優良企業である上場企業でも長期資金の調達においては担保の提供が重要であることと、政府支配企業の方がその他の企業よりも外部負債資金を容易に調達でき、政府系銀行が政府支配企業と密着した関係を維持していることが示された。このことは、企業情報の開示強化や債権者保護の徹底が進められるべきことと、銀行部門の民間開放と競争政策の促進が進められるべきことなど、移行経済であるベトナムの残している問題を示している。

最後に、本論文の限界とわれわれに残されている課題について述べたい。第1に、本論

文の分析対象は、2006 年末までにハノイとホーチミン証券取引所に上場した 143 社に限定されている。しかし、ベトナム経済は急速な成長に伴って、2007 年以降も上場企業数は大幅に増加しており、今後もその数は増加することが見込まれる。ベトナム上場企業の資金調達構造について、より幅広い知見を得るためには、本論文で対象とできなかった 2007 年以降の上場企業についても、アンバランスト・パネル・データによる分析を行う必要がある。第 2 に、本論文の計量的分析の内容は、総負債比率と長期負債比率という資金調達指標を使った大雑把な分析に留まっている。このため、ベトナム上場企業にとって最も重要な外部資金である銀行借入について直接的な分析がされていない。この点を解明するために、個別上場企業の銀行借入についてのデータを整理して、上場企業と銀行との関係を明確にする必要がある。これらの課題については、稿を改めて実証分析を掘り下げて行きたい。

参考文献

[英語文献]

- (1) Biger, Nahum, Nam V. Nguyen, Quyen X. Hoang (2008) “The determinants of capital structure: Evidence from Vietnam”, *International Finance Review*, Volume 8, P307-326
- (2) Booth, L., V. Aivazian, A. Kunt-Demirguc, and V. Maksimovic, 2001, Capital structure in developing countries. *Journal of Finance*, 56, pp.87-130.
- (3) Bauer, P. (2004) “Determinants of Capital Structure Empirical Evidence from the Czech Republic”, *Czech Journal of Economics and Finance*, 54, 2004, 1-2
- (4) Chen, J. Jean (2004) “Determinants of capital structure of Chinese-listed companies”, *Journal of Business research*, Vol. 57, No. 12, pp. 1341-1351
- (5) Colombo, E. (2001) “Determinants of corporate capital structure: evidence from Hungarian Firms”, *Applied Economics*, 2001, 33, 1689± 1701
- (6) Delcours, N. (2007) “The determinants of capital structure in transitional economies”, *International Review of Economics and Finance*, 16, 2007, 400–415.
- (7) Huang, S. Gui hai, and Frank, M. Song. (2006) “The determinants of capital structure: Evidence from China”, *The China Economic Review*, Vol. 17, No. 1, pp. 14-36
- (8) Hart, O. And J. Moore (1995) “Debt and Seniority: An Analysis of the Role of Hard Claims in Constraining Management,” *The American Economic Review*, Vol. 85(3), pp. 567-585.
- (9) Hussain, Q. and E. Nivorozhkin (1997) “The capital structure of listed companies in Poland”, IMF Working Paper.
- (10) Jensen, M. And W.H. Meckling, (1976) “Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure,” *Journal of Financial Economics*, Vol.3, pp.305-360.
- (11) Mieno, Fumiharu (2006) “Fund Mobilization and Investment Behavior in Thai Manufacturing Firms in the Early 1990s,” *Asian Economic Journal*, Vol.20 (1), pp. 95-122.
- (12) Mitton, Todd (2002) “A cross-firm analysis of the impact of corporate governance on the East Asian Financial Crisis,” *Journal of Financial Economics*, Vol. 64, No.2, pp. 215-241.
- (13) Modigliani, F. and M.H. Miller (1958) “The Cost of Capital, Corporate Finance, and the Theory of Investment,” *American Economic Review*, Vol.48, pp. 261-275.
- (14) Modigliani, F. and M.H. Miller (1963) “Corporate Income Taxes and the Cost of Capital- A Correction,” *American Economic Review*, Vol.53, pp. 276-298.
- (15) Myers, S. C. (1977) “Determinants of Corporate Borrowing,” *Journal of Financial Economics*, Vol.5, pp.147-175.
- (16) Myers, S.C. and N. Majluf (1984) “Corporate financing and Investment decisions when firms have information that investors do not have,” *Journal of Financial Economics*, Vol.13, pp. 187-221.

- (17) Nguyen, Tran Dinh Khoi. (2006) "Capital structure in small and medium-sized enterprises: the case of Vietnam", *ASEAN Economic Bulletin*, Vol. 23, No.2, pp. 192-211
- (18) Rajan, R.G. and L. Zingales (1995) "What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data," *The Journal of Finance*, Vol.50 (5), pp. 1421-1460.
- (19) Suto, Megumi (2003) "Capital Structure and Investment Behavior of Malaysia Firms in the 1990s: a study of corporate governance before the crisis," *Corporate Governance and International Review*, Vol. 11(1), pp. 25-39.
- (20) Yupana, Wiwattanakantang. (1999) "An empirical study on the determinants of the capital structure of Thai firms", *Pacific Basin Finance Journal*, Vol. 7, No. 3-4, pp. 371-403

[日本語文献]

- (1) 奥田英信・竹康至(2005)「アジア危機後の経済改革とインドネシア上場企業の資金調達構造」, 国際協力銀行開発金融研究所『開発金融研究所報』, 第25号, pp.109-135.
- (2) 奥田英信・竹康至(2008)「フィリピン上場企業の資本構造— ビジネスグループ企業の資金調達の特徴 —」, 一橋大学大学院経済学研究科ディスカッション・ペーパーNo.2008-7.
- (3) 北村行伸(2005)『パネルデータ分析』(一橋大学経済研究叢書53)岩波書店.
- (4) 田村茂(1997)「資本構成理論の発展と最適資本構成概念の変化」『商学論纂』(中央大学) 第38巻第2・3号、pp.1-21。
- (5) 辻幸民(2002)『企業金融の理論』創成社
- (6) 永野護(2005)『新アジア金融アーキテクチャ』日本評論社

表 2-1 ベトナムの国営企業改革

<p>(1996年5月7日) 国営企業の株式化についての規定 適用企業:①中小企業、②政府が100%所有権を持つ必要がない、③効率的な投資計画案がある、の3条件を満たす国営企業。 株式化の方法:①政府の提供した資金を株式化し全額政府が保有する。同時に企業の資金を増やすために新規株発行を発行して増資を行う。②政府の提供した資金を株式化しその一部売却する。③企業を分割し、株式化条件を満たす部分を株式化する。</p>
<p>(1998年6月29日) 国営企業の株式化についての規定(改訂) 適用企業:政府が100%の所有権を持つ必要がない国営企業。 株式化の方法:①政府の提供した資金を株式化し全額政府が保有する。同時に企業の資金を増やすために新規株発行を発行して増資を行う。②政府の提供した資金を株式化しその一部売却する。③政府の提供した資金を株式化しその全て売却する。④企業を分割し、株式化条件を満たす部分を株式化する。</p>
<p>(2002年6月19日) 国営企業の株式化についての規定(改訂) 適用企業:変更なし。 株式化の方法:①政府の提供した資金を株式化し全額政府が保有する。同時に企業の資金を増やすために新規株発行を発行して増資を行う。②政府の提供した資金を株式化しその一部売却する。③政府の提供した資金を株式化しその一部売却し、同時に企業の資金を増やすために新規株発行を発行して増資を行う。④政府の提供した資金を株式化しその全て売却する。⑤政府の提供した資金を株式化しその全て売却し、同時に企業の資金を増やすために新規株発行を発行して増資を行う。 新規所有構造の優先順:①政府(政府所有を残す必要がある場合)、②社内労働者、③原材料の供給者や生産者(農業・林業・水業の企業のみ)、④社外投資家(最少30%)、その内技術・市場・資金・管理技術を持っている投資家を優先する。</p>
<p>(2003年4月15日) 外資系会社の株式化についての規定 適用企業:最短で3年間の営業期間があり、株式化申請の直前年に経営利益がある外資系企業。 株式化後の条件:設立者に外国人が最少一人含まれ、その出資率が少なくとも資本金の30%であること。</p>
<p>(2004年11月16日) 国営企業の株式化についての規定(改訂) 適用企業:変更なし。 株式化の方法:変更なし。 新規所有構造の優先順:①政府(政府所有を残す必要がある場合)、②社内労働者、③戦略的投資家(最大で資本金の20%)、④公開競売(最少で資本金の20%)。</p>
<p>(2005年8月4日) 国営企業の株式化と上場の同時化 ホーチミンまたはハノイ証券取引所の上場条件を満たす国営企業は、株式化と同時に上場を可能にする。</p>
<p>(2006年5月19日) 社債発行の規定 適用企業:株式会社、株式会社、または有限会社となる国営企業、外資系企業。</p>
<p>(2007年6月26日) 国営企業の株式化についての規定(改訂) 株式仕方:変更なし。 新規所有構造の優先順:①政府(政府所有を残す必要がある場合)、②戦略的投資家とその他投資家(合計で最少で資本金の25%、その内で少なくとも50%はその他投資家に売却)、③社内労働組合(最大で資本金の3%)、④社内労働者。</p>

出所: 商工省ホームページから筆者作成

表 2-2 ハノイ証券取引所とホーチミン証券取引所の上場基準

	ハノイ証券取引所上場企業	ホーチミン証券取引所上場企業
資本金	100 億ドン以上	800 億ドン以上
営業実績	上場直前1年利益がある。(国営企業から株式化された企業、インフラ産業とハイテク産業の新規株式企業は除く。)	上場直前の2年間、利益がある。上場時に累計損益がない。
議決株	議決株は少なくとも 100 株主に所有される。	議決株の最小 20%は、少なくとも 100 株主に保有される。

出典：証券法 (Luật Chứng khoán) より筆者作成。

注：2009年7月時点で、100億ドンは約0.7億円。800億ドンは約5.7億円。

表 2-3 上場企業数、売買高、売買代金、時価総額の推移

	上場社数		売買高 (億株)		売買代金 (兆ドン)		時価総額	
	HASE	HOSE	HASE	HOSE	HASE	HOSE	兆ドン	%GDP
2000年	0	5	0	3	0	90	na	na
2001年	0	11	0	19	0	964	na	na
2002年	0	20	0	35	0	959	na	na
2003年	0	22	0	28	0	502	na	na
2004年	0	28	0	73	0	1,971	4	0.6
2005年	6	35	0.20	94	0.26	2,784	10	1.2
2006年	81	106	0.95	538	3.91	35,472	221	22.7
2007年	110	141	6.12	1,814	63.42	217,835	491	43.7
2008年	168	172	1.53	2,977	57.12	124,576	210	17.0

出典：ハノイ証券取引所とホーチミン証券取引所のウェブページより筆者作成。

注：いずれも年末値。HASEはハノイ証券取引所、HOSEはホーチミン証券取引所を指す。

表 2-4 ベトナム上場企業に関する法人税

(2003年6月17日) 法人税法

(1) 法人税率:28%

(2) 税優遇対象 ①優遇産業、優遇地区での新規企業を対象として、税率 20%、15%、10%を適用。②優遇地区に移動する新規企業を対象として、法人税の免税(最大4年間)と半減(最大次の9年間)措置。③新製造ラインまたは技術を導入する企業を対象として、増加利益に対する法人税の免税(最大4年間)と半減(最大次の7年間)措置。

(2004年10月20日) 上場企業に対する税優遇についての規定

①新規上場企業を対象として、上場年より2年間の免税措置。②上場時点が年頭でない場合、上場年の翌年より2年間を免税とする申請が可能。③法人税法の優遇措置を受けている場合、その優遇期間終了後に本優遇を利用することが可能。

(2006年9月8日) 上場企業に対する税優遇規定の破棄

①2007年1月1日以降に上場した企業に対して、上場企業税優遇規定を破棄。②2007年1月1日前に上場した企業に対して、上場企業税優遇規定を適用。

出典：ハノイ証券取引所とホーチミン証券取引所のウェブページより筆者作成。

表 2-5 ベトナム上場企業の産業別内訳 (2008年末値)

産業	ハノイ証券取引所		ホーチミン証券取引所		全体	
	企業数	割合(%)	企業数	割合(%)	企業数	割合(%)
農水	4	2.38	15	8.77	19	5.60
建設	67	39.88	27	15.79	94	27.73
製造	54	32.14	68	39.77	122	35.99
鉱業	8	4.76	4	2.34	12	3.54
電力	4	2.38	5	2.92	9	2.65
サービス	11	6.55	7	4.09	18	5.31
運輸	8	4.76	19	11.11	27	7.96
金融	6	3.57	4	2.34	10	2.95
通信	3	1.79	2	1.17	5	1.47
不動産	1	0.60	6	3.51	7	2.06
商業	2	1.19	14	8.19	16	4.72
合計	168	100	172	100	340	100

出典：ハノイ証券取引とホーチミン証券取引所のウェブページより筆者作成。

表 4-1 証券市場別にみた政府支配企業と非政府支配企業の比較

	ハノイ証券取引所		ホーチミン証券取引所	
	政府支配企業	非政府支配企業	政府支配企業	非政府支配企業
負債比率	0.5855	0.5318	0.4158	0.4073
長期負債比率	0.1443	0.1121	0.1097	0.0698
総資産規模	179.1127	106.3919	303.5624	80.1134
固定資産比率	0.3330	0.3199	0.3608	0.2825
営業利益率	0.1201	0.1284	0.3608	0.2825
実効税率	0.0827	0.0906	0.0630	0.1176

出典：ホーチミン証券取引所とハノイ証券取引所のウェブページより筆者が作成。

注：2006年から2008年まで3年間の平均値。総資産規模の単位は億ドン。

表 4-2 サンプル企業に占める産業別の政府支配企業の内訳

産業	ハノイ証券取引所	ホーチミン証券取引所	全体
	企業数(政府支配企業数)	企業数(政府支配企業数)	企業数(政府支配企業数)
農水	0 (0)	7 (0)	7 (0)
建設	16 (9)	15 (2)	31 (11)
製造	14 (8)	35 (11)	49 (19)
鉱業	0 (0)	2 (1)	2 (1)
電力	2 (2)	4 (3)	6 (5)
サービス	5 (1)	4 (0)	9 (1)
運輸	3 (3)	11 (6)	14 (9)
通信	0 (0)	1 (0)	1 (0)
不動産	0 (0)	1 (0)	1 (0)
商業	1 (0)	10 (2)	11 (2)
合計	41 (23)	90 (25)	131 (48)

出典：ハノイ証券取引とホーチミン証券取引所のウェブページより筆者作成。

表 5 - 1 説明・被説明変数の基本統計量

	<i>DR</i>	<i>LDR</i>	<i>SIZE</i>	<i>TANG</i>	<i>PROF</i>	<i>TAX</i>
Mean	0.455	0.094	26.025	0.309	0.131	0.099
Median	0.475	0.028	25.992	0.273	0.114	0.097
Maximum	0.951	0.670	29.786	0.938	0.591	0.361
Minimum	0.034	0.000	22.844	0.010	0.007	0.000
Std. Dev.	0.225	0.137	1.279	0.197	0.077	0.077
Observations	393	393	393	393	393	393

表 5 - 2 説明変数の相関係数

	<i>SIZE</i>	<i>TANG</i>	<i>PROF</i>	<i>TAX</i>	<i>STATE</i>	<i>HOSE</i>
<i>SIZE</i> (企業規模)	1					
<i>TANG</i> (固定資産比率)	0.008	1				
<i>PROF</i> (営業利益率)	-0.266	0.009	1			
<i>TAX</i> (有効法人税率)	-0.172	-0.141	0.143	1		
<i>STATE</i> (政府支配企業ダミー)	-0.024	0.131	0.092	-0.232	1	
<i>HOSE</i> (ホーチミン証券取引所 上場企業ダミー)	0.268	-0.056	0.055	0.103	-0.203	1

表6-1 ラグ付きモデルによる負債比率・長期負債比率の推計結果

Variable	負債比率 (DR)		長期負債比率 (LDR)	
	Coefficient	Prob.	Coefficient	Prob.
<i>C</i>	-0.301414	0.6355	-1.029462	0.0036
<i>SIZE</i>	0.029246	0.2097	0.036325	0.0050 ***
<i>TAX</i>	-0.042301	0.9001	0.497494	0.0101 **
<i>TANG</i>	0.281019	0.0336 **	0.456519	0.0000 ***
<i>PROF</i>	-0.854820	0.0170 **	-0.075760	0.7026
<i>STATE</i>	-0.778091	0.1400	0.017306	0.9534
<i>STATE*SIZE</i>	0.033062	0.0958 *	0.003015	0.7863
<i>STATE*TANG</i>	-0.152550	0.2122	-0.165826	0.0163 **
<i>STATE*PROF</i>	-0.181475	0.5826	-0.210594	0.2564
<i>STATE*TAX</i>	-0.339961	0.2765	-0.341291	0.0557 *
<i>HOSE</i>	0.634469	0.3609	0.574930	0.1331
<i>HOSE*SIZE</i>	-0.029077	0.2585	-0.018989	0.1796
<i>HOSE*TANG</i>	-0.246619	0.0810 *	-0.329855	0.0000 ***
<i>HOSE*PROF</i>	0.437620	0.2549	0.028474	0.8948
<i>HOSE*TAX</i>	0.013409	0.9692	-0.415427	0.0364 **
<i>YD2007</i>	0.039349	0.0013 ***	0.010264	0.1417
<i>YD2008</i>	0.144588	0.0482 **	0.044631	0.2515
<i>CONS</i>	0.076873	0.2658	0.012650	0.7310
<i>MANU</i>	-0.071683	0.6150	0.039707	0.6030
<i>MIN</i>	0.140118	0.1876	0.274501	0.0000 ***
<i>POWE</i>	0.033462	0.7060	0.037639	0.4272
<i>SERV</i>	0.092581	0.2544	0.072362	0.0964 *
<i>CARR</i>	0.272068	0.1487	-0.062756	0.5319
<i>COMM</i>	-0.001277	0.9944	0.101733	0.2924
<i>REAL</i>	0.058425	0.4740	0.013325	0.7593
<i>COM</i>	0.066961	0.3590	0.024669	0.5289
Adjusted R-squared	0.177964		0.325387	
F-statistic (Prob)	3.354342 (0.000001)		6.245355 (0.000000)	
Observations	393			

注：***, **, * はそれぞれそれぞれ1%、5%、10%の有意水準を示す。

表 6-2 ラグ無しモデルによる負債比率・長期負債比率の推計結果

Variable	負債比率 (DR)		長期負債比率 (LDR)	
	Coefficient	Prob.	Coefficient	Prob.
<i>C</i>	-0.836923	0.1094	-1.038612	0.0003 ***
<i>SIZE</i>	0.055637	0.0045 ***	0.039691	0.0002 ***
<i>TAX</i>	-0.319425	0.1827	0.098954	0.4528
<i>TANG</i>	0.088370	0.4219	0.428826	0.0000 ***
<i>PROF</i>	-0.728487	0.0014 ***	-0.176455	0.1547
<i>STATE</i>	-0.526023	0.2539	-0.236407	0.3488
<i>STATE*SIZE</i>	0.024352	0.1645	0.010407	0.2772
<i>STATE*TANG</i>	-0.190310	0.0762 *	-0.153085	0.0093 ***
<i>STATE*PROF</i>	0.055112	0.8045	0.068891	0.5734
<i>STATE*TAX</i>	-0.141304	0.5699	0.047324	0.7295
<i>HOSE</i>	0.872148	0.1344	0.423614	0.1803
<i>HOSE*SIZE</i>	-0.041784	0.0563 *	-0.016405	0.1667
<i>HOSE*TANG</i>	0.066417	0.5770	-0.134778	0.0382 **
<i>HOSE*PROF</i>	0.350374	0.1706	0.032544	0.8162
<i>HOSE*TAX</i>	0.144377	0.5782	-0.163166	0.2536
<i>YD2007</i>	-0.064956	0.0000 ***	-0.019502	0.0146 **
<i>YD2008</i>	-0.093129	0.0000 ***	-0.032938	0.0001 ***
<i>CONS</i>	0.167154	0.0104 **	0.054371	0.1194
<i>MANU</i>	0.062170	0.3126	0.016892	0.6091
<i>MIN</i>	-0.150313	0.2232	0.010466	0.8744
<i>POWE</i>	0.090860	0.3260	0.245572	0.0000 ***
<i>SERV</i>	0.058339	0.4608	0.041775	0.3255
<i>CARR</i>	0.063972	0.3737	0.047260	0.2215
<i>COMM</i>	0.227691	0.1743	-0.040948	0.6488
<i>REAL</i>	0.031741	0.8452	0.165241	0.0590 *
<i>COM</i>	0.066961	0.3590	0.024669	0.5289
Adjusted R-squared	0.252527		0.388191	
F-statistic (Prob)	6.297340 (0.000000)		10.94892 (0.000000)	
Observations	393		393	

注：***, **, * はそれぞれそれぞれ 1%、5%、10%の有意水準を示す。

補表 1 a ベトナムの証券市場の外資開放

(1999年6月28日) 外国人所有枠についての規定

外国人投資家が所有する株式総額は資本金の30%を超えないこと。30%を超える場合は、競売すること。

(2003年4月15日) 外資系会社の株式化についての規定

株式化の条件: 最短で3年間の営業期間があり、株式化申請の直前年に経営利益があること。

株式後の条件: 設立者の内、外国人が少なくとも一人いること。外国人設立者の出資率は最少でも企業資本金の30%を占めること。

(2003年7月17日) 外国人所有枠についての規定

外国人投資家(個人または組織)が所有する株式総額は上場株式の30%を超えないこと。ベトナム証券会社における外国証券会社の出資率は、資本金の49%を超えないこと。債券については規制がない。

(2005年9月29日) 外国人所有枠についての規定(改訂)

外国人投資家(個人または組織)が所有する株式総額は上場株式の49%を超えないこと。ベトナム証券会社に対する外国証券会社の出資率は、資本金の49%を超えないこと。債券については規制がない。

(2007年4月20日) ベトナム商業銀行に関する外国人所有枠についての規定

適用銀行: 未上場の株式化された国営商業銀行と株式商業銀行(ベトナム商業銀行と呼称)。上場しているベトナム商業銀行に関しては、この規定に加えて証券市場における外国人所有枠の規定にも従うこと。

内容: ①外国人投資家が保有する株式総額は資本金の30%を超えないこと。②金融機関でない外国人投資家が保有する株式総額は資本金の5%を超えないこと。③金融機関である外国人投資家が保有する株式総額は資本金の10%を超えないこと。④戦略的外国人投資家が保有する株式総額は資本金の15%を超えないこと(15%を超える場合は、首相の決裁が必要。ただし20%を超えないこと)。

出所: 国家証券機構のウェブページから筆者作成

補表 1b ベトナムの銀行改革

(2001年9月4日) 株式商業銀行についての規定

①最少35株主が出資。ただし、農業株式商業銀行の場合、最少25株主が出資。国営企業や政府出資率が30%以上の株式企業が、株主であること。②外国人投資家(法人または個人)がベトナム株式商業銀行の株式を購入するためには、政府銀行(State Bank)の許可が必要。

(2004年6月24日) 株式商業銀行の上場と増資発行についての規定

上場条件:①最短で5年間の営業期間があり、申請直前の2年間に於いて利益があること。②不良債権率は申請直前の2年間に於いて3%以下であること。③所有構造についての規定を守る。④申請直前の2年間に中央銀行による格付がAランクであること。

(2006年2月28日) 外国銀行支店、外国銀行現地法人(100%外資)についての規定

①ベトナムで支店を設立するため、外国銀行の資本金は200億ドル以上であること。②ベトナムで100%外国銀行を設立するためには、外国銀行の資本金は100億ドル以上であること。

(2007年4月20日) ベトナム商業銀行における外国人投資家所有株の規定

適用銀行:未上場の株式化された国営商業銀行または株式商業銀行(ベトナム商業銀行と呼称)。上場しているベトナム商業銀行に対しては、この規定に加えて、証券市場における外国人所有株の規定にも従うこと。

①外国人投資家の所有する株式総額はベトナム商業銀行の資本金の30%を超えないこと。②金融機関でない外国人投資家に持たれる株式総額は資本金の5%を超えないこと。③金融機関である外国人投資家の所有する株式総額は資本金の10%を超えないこと。④戦略的外国人投資家の所有する株式総額は資本金の15%を超えないこと(15%を超える場合は、首相の決裁が必要。その場合も資本金の20%を超えないこと)。

(2007年6月7日) 株式商業銀行の設立と運営についての規定

①2008年12月31日までに設立される銀行の資本金は最小1兆ドン、その後設立される銀行の資本金は3兆ドン以上でなければならない。②外国人投資家は新設銀行に出資できない。外国人投資家は、最短2年間営業した国内株式商業銀行だけに、30%まで出資できる。③最少100株主が出資し、その中に資産が2兆ドン以上、資本金が0.5兆ドン以上の法人株主が3株主以上いること。設立者が銀行である場合、その銀行の資産は10兆ドン以上、資本金は1兆ドン以上、不良債権率は2%以下でなければならない。④法人株主は最大で銀行の資本金の20%、個人株主は最大で銀行の資本金の10%を所有できる。

出所:国家銀行のウェブページから筆者作成

補表 1c ベトナムにおける金利自由化

期 間	内 容
1988 年前 (ドイモイ政策前)	モノバンク・システム(金融機関の機能分化がない) 海外金利とは独立の規制金利。名目金利がインフレ率より低く負の実質金利が常態化
1988 年 3 月 26 日	国家銀行と商業銀行の役割と機能を分化 53/HDBT 政令に基づく措置
1989 年 ～1992 年 5 月	固定金利制度 金利は価格指標の変動と合わせて調整される。 外貨金利は世界市場の金利を適用する。
1992 年 6 月 ～1995 年	金利枠制度 国家銀行が預金金利の下限と貸出金利の上限を設定し、商業銀行はそれに基づいて自らの適切な金利を決める。
1996 年 ～2000 年 7 月	上限金利制度 預金金利が自由化され、貸出金利の上限が規定される。
2000 年 8 月 ～2002 年 5 月	基本金利と変動率制度 基本金利と許容変動率が毎月定期的に発表される。必要に応じて国家銀行が適切な調整基準を発表する。商業銀行はその変動率の範囲内で顧客と交渉して貸出金利を決定。
2001 年 5 月～現在	外貨建融資金利の自由化 外貨建融資金利を世界市場の金利と外貨の国内需給に基づいて決定。
2002 年 6 月～現在	預金金利と貸出金利の自由化拡大 ドン建貸出金利および預金金利が自由化 企業の米ドル預金金利には上限が設定されるが、個人の米ドル預金金利は自由化

出所: 国家銀行のウェブページから筆者作成

補表 2 a ラグ付き負債比率推計モデルの選択

(i) F-test : Pool OLS vs. Fixed Effect	F- statistic = 7.878	d.f. = (130,119)	Prob.=0.000
(ii) LM-test : Pool OLS vs. Random Effect	Chi-square-statistic = 592.759	d.f. =130	Prob.=0.000
(iii) Hausman-test : Fixed Effect vs Random Effect	Chi-square-statistic = 0.000	d.f. = 14	Prob.=1.000

補表 2 b ラグ付き長期負債比率推計モデルの選択

(i) F-test : Pool OLS vs. Fixed Effect	F- statistic = 7.878	d.f. = (130,119)	Prob.=0.000
(ii) LM-test : Pool OLS vs. Random Effect	Chi-square-statistic = 592.759	d.f. =130	Prob.=0.000
(iii) Hausman-test : Fixed Effect vs Random Effect	Chi-square-statistic = 0.000	d.f. = 14	Prob.=1.000

補表 2 c ラグ無し負債比率推計モデルの選択

(i) F-test : Pool OLS vs. Fixed Effect	F- statistic = 6.011	d.f. = (130,250)	Prob.=0.000
(ii) LM-test : Pool OLS vs. Random Effect	Chi-square-statistic = 556.981	d.f. =130	Prob.=0.000
(iii) Hausman-test : Fixed Effect vs Random Effect	Chi-square-statistic = 0.000	d.f. = 15	Prob.=1.000

補表 2 d ラグ無し長期負債比率推計モデルの選択

(i) F-test : Pool OLS vs. Fixed Effect	F- statistic = 5.860	d.f. = (130,250)	Prob.=0.000
(ii) LM-test : Pool OLS vs. Random Effect	Chi-square-statistic = 549.456	d.f. =130	Prob.=0.000
(iii) Hausman-test : Fixed Effect vs Random Effect	Chi-square-statistic = 0.000	d.f. = 15	Prob.=1.000

補表3 ラグ付きモデルによる長期銀行借入比率（LBR）の推計結果

Variable	Coefficient	Prob.
<i>C</i>	-0.702468	0.0115 ***
<i>SIZE</i> (-1)	0.025649	0.0119 ***
<i>TAX</i> (-1)	0.170610	0.2210
<i>TANG</i> (-1)	0.234004	0.0000 ***
<i>PROF</i> (-1)	0.137653	0.3647
<i>STATE</i> (-1)	0.004472	0.9838
<i>STATE</i> (-1)* <i>SIZE</i> (-1)	0.001993	0.8108
<i>STATE</i> (-1)* <i>TANG</i> (-1)	-0.033853	0.5096
<i>STATE</i> (-1)* <i>PROF</i> (-1)	-0.273356	0.0503 *
<i>STATE</i> (-1)* <i>TAX</i> (-1)	-0.234739	0.0691 *
<i>HOSE</i>	0.480560	0.1128
<i>HOSE</i> * <i>SIZE</i> (-1)	-0.017521	0.1193
<i>HOSE</i> * <i>TANG</i> (-1)	-0.160973	0.0085 ***
<i>HOSE</i> * <i>PROF</i> (-1)	-0.076341	0.6380
<i>HOSE</i> * <i>TAX</i> (-1)	-0.089173	0.5345
<i>YD2007</i>	0.003460	0.4817
<i>CONS</i>	0.027955	0.4049
<i>MANU</i>	0.005168	0.8707
<i>MIN</i>	0.032642	0.6162
<i>POWE</i>	0.050731	0.2924
<i>SERV</i>	0.016575	0.6840
<i>CARR</i>	0.063810	0.0868 *
<i>COMM</i>	-0.041303	0.6324
<i>REAL</i>	-0.002309	0.9779
<i>COM</i>	-0.007152	0.8489
R-squared	0.178399	
Adjusted R-squared	0.095199	
S.E. of regression	0.035925	
F-statistic	2.144216	
Prob(F-statistic)	0.002079	

注：***, **, * はそれぞれそれぞれ 1%、5%、10%の有意水準を示す。