

博士学位論文

「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－」 要旨

齋藤 純

I. 本研究の背景と問題意識

本論文の問題意識は、フィリピン経済における財閥支配の現状を踏まえ、財閥グループが企業部門と金融部門でどのような役割を果たし、両部門を内包する企業金融システムにおいて財閥グループによる関与がどう作用してきたかにある。

フィリピンの多くの財閥グループは、建国以来、長年にわたり政権維持と経済政策にも深く関与し、政権と密接な関係を保持しながら発展してきた。そして、特定の家族が代々グループの地盤を継承し、グループの拡大に伴って経営の多角化もしくは垂直統合的にグループを構成してきた。その結果、企業部門や銀行部門において、財閥グループは支配的な地位にあり、ある部分では他財閥系企業との競争をしながら、他の部分では新規参入企業に対して協力して競争阻害的な行動をとりながら、財閥のビジネスを拡大して現在に至る。

これまで多くの経済学研究において、フィリピン経済が他の ASEAN 諸国に比して低成長であったことが指摘され、その要因は貿易構造や国内投資の不足、研究開発の不足、人口増加圧力、政治の不安定性などマクロ経済的要因に求められてきた。その中で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ほとんどない。また、フィリピンの財閥研究については、時の政治権力とどのように関わりあいながら財閥グループを拡大させてきたかなど、政治経済学の観点から多くの研究がなされてきた。

しかし、財閥グループの役割に着目して、グループ内の企業や金融機関の合理的行動などミクロ経済的観点から企業金融システムの構造を検討した研究は極めて少ない。本論文は、発展途上国における財閥グループの役割についての研究蓄積に、フィリピンの事例を加えるということに留まらない。フィリピンの財閥グループに属する企業がいかに資金調達を行い、その調達資金をもとにどのように設備投資を行うか。そして、同じ財閥グループに所属する銀行が、他財閥の銀行との競争において、収益をどのように確保するかについてマイクロデータの計量分析をもとに論じた点が大きな貢献である。

II. 本論の構成と各章の概要

本論の構成及び各章の概要は、以下の通りである。

序章 財閥経済としてのフィリピン

第1章 フィリピンの経済発展と金融部門の成長

第2章 財閥系銀行の銀行再編と経営効率性

第2章補論 アジア通貨危機前の財閥系銀行の利潤効率性

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 企業ガバナンスと資本構成

第5章 上場企業における資金調達構造、設備投資行動

第6章 結論—財閥型企業金融システムとは

本論文の中核となるのは第2章から第5章までの4つの章であり、金融部門についての分析と企業部門についての分析の2部で構成される。第2章「財閥系銀行の銀行再編と経営効率性」および補論で、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を検討した。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「企業ガバナンスと資本構成」、第5章「上場企業における資金調達構造、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の特徴と企業金融面における機能について検討をおこなう。

最初に、序論において、近年のファミリービジネスと財閥研究の展開について論じたうえで、フィリピンにおける財閥の定義を行い、フィリピン財閥の特徴を整理した。そのために財閥グループを構成する企業と金融の所有構造ツリーを示し、財閥が歴史的にどのように拡大してきたかを示した。その結果、フィリピンの財閥は、財閥によって発展のスタートとなる事業は異なるが、家族支配を通じて事業の多角化を行いながら成長する「財閥型ファミリービジネス」であると定義できること、多くの財閥は持株会社を頂点とする所有構造を有すること、そして大部分の財閥は傘下に銀行を保有していることを示すことができた。

第1章「フィリピンの経済発展と金融部門の成長」では、後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、マクロデータからフィリピン経済、企業部門、金融部門の特徴と問題点について整理を行った。分析から以下のことを指摘できた。

第1に、製造業部門の経済全体におけるシェアは硬直的で製造業企業の発展に課題が残る一方で、サービス業企業は拡大してきた。他のASEAN諸国の経済において工業部

門は最大のシェアを占めたが、フィリピン経済において支配的なシェアを占めるのはサービス部門であった。フィリピン経済のサービス部門への偏重は近年さらに加速していることがわかった。

第2に、銀行部門を中心とするフィリピンの金融部門については、実物部門と比べて相対的に拡大してきた。フィリピンの金融システムは、一般的な発展途上国で見られる銀行型システムが優位性を持ち、特に2000年代以降、銀行部門を中心として資産規模を拡大してきた。しばしば、フィリピン銀行市場はオーバー・バンキングの状況にあると指摘され、金融当局は、金融機関の財務内容のより一層の健全化と銀行同士の合併・統合を促進することを目的に自己資本比率規制導入等の政策を推し進めてきた。

第3に、フィリピン銀行部門による企業向け貸出は、主にサービス部門に集中しており、製造業部門への貸出比率は近年低下傾向にあったことがわかった。製造業企業は設備投資のために巨額の資金調達が必要であるが、主要な調達先になっているユニバーサル銀行と商業銀行の融資拡大が製造業企業の成長にとっての重要な課題であることが指摘できた。

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金融機関について、収益性と経営効率性の分析を行った。そして、経営効率性が財閥グループによってどのような影響を受けたかについての推計を行った。経営効率性の計測には、2000-2007年の商業銀行と貯蓄銀行51行を対象に、Malmquist DEAアプローチを用いた。そして、計測された経営効率性変化率を被説明変数とし、総資産・対総資産自己資本比率・対総資産人件費率・対純資産手数料収益比率・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推計を行った。

推計の結果、第1に、フィリピンの一般的な銀行は、自己資本を積むことで健全性を高め、人件費をかけ、業務を多様化することで経営効率性を高めることが出来た。これは、健全性が高い銀行は、高い預金金利と手数料を設定せずとも多くの顧客を獲得することができたこと、人件費をかけ優秀な人材を活用することで銀行の資金運用をより効率的に行うことができたこと、そして伝統的な預金貸出業務に依存した経営は銀行の発展に対し抑制的に働いたことを意味する。

第2に、財閥系銀行であることや、銀行間の統合合併だけでは効率性を改善する効果を持たないことがわかった。そして、財閥グループに属する銀行が統合合併の相手を選別するに当たり、結果的に自身の経営効率性を低下させない相手先を選んでいったことが明らかになった。

すなわち、フィリピンの銀行は、一般的に、競争的な銀行市場において合理的な経営を行っていたことを示唆することができた。そして、財閥系銀行も一般銀行に対して収奪的な行動をとってはならず、財閥銀行の統合合併も収益性と効率性の改善を求めて合

理的な判断の結果であったと考えられる。

第2章補論「アジア通貨危機前の財閥系銀行の利潤効率性」では、1992－1996年の期間を対象に、大手財閥系銀行の利潤効率性の変化についての分析を行った。本章の目的は、1990年代の銀行間の競争の結果、資産規模の違いによって利潤効率性にどのような違いがみられたかを明らかにすることであった。そのためにまず、大手財閥銀行13行についてユーザー・コスト・アプローチを用いた利潤関数を推計し、誤差項としての利潤効率性を計測した。その後、計測された利潤効率性を銀行業全体の効率性、時間を通じて不変の効率性、各期の銀行固有の効率性の3つの要素へ分解し要因分析を行った。

その結果、1992－1996年において財閥系銀行間の競争が激化し預貸金利スプレッドの縮小がみられたが、銀行間競争の過程でもともと利潤効率性の高かった大規模財閥系銀行はますます効率的になった一方で、利潤効率性の低かった銀行はさらに非効率的になったことがわかった。このことは、2000年以降、財閥系銀行の中でも経営効率性の高い大規模銀行が統合合併案件の中心となり、経営効率性を改善したという第2章の結果と整合的な結果となった。

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」では、製造業企業における負債によるガバナンスが企業の収益に与えた影響について検討し、財閥系企業と一般企業の間で負債によるガバナンス機能に違いがみられるかどうかを検討した。そのために、アジア通貨危機をはさむ9年間についてフィリピン製造業企業1000社を対象に、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（総資産負債比率）、財閥系企業などの企業属性ダミーを説明変数、企業資産規模・産業ダミーをコントロール変数と設定して、クロスセクション分析とパネルデータ分析を行った。

推計の結果、以下のことを示すことができた。第1に、負債によるガバナンス機能の強化は、企業の資本全体に対する収益率を改善する効果を持っていた。債権者による企業への関与が強まるほど、負債によるガバナンスが有効に機能し、企業全体の収益を改善することができたと考えられる。

第2に、アジア通貨危機前においては、財閥系企業については、一般企業と異なる負債によるガバナンス効果は発揮されなかった。財閥系企業は、関連銀行によるモニタリングは有効に機能せず、一般企業以上に企業利益を改善することはなかった。財閥グループ内の企業情報の共有が、関連銀行によるモニタリングを有効に機能させ、財閥系企業の企業収益を改善するとの仮説は、ここでは検証されなかった。

第3に、危機の後、一般製造業企業においてデット・オーバーハングが発生したが、財閥系企業では一般企業とは異なりデット・オーバーハングを検出することはできな

った。一般企業は危機の後、負債負担が増加したため収益を拡大することができなかったのに対して、財閥系企業は危機に際しても、財閥グループの内部資本市場を通じた金融支援を受け負債負担を軽減することができたと考えられる。

第4章「企業ガバナンスと資本構成」では、製造業企業を対象に、資金調達構造を経営者・株主・債権者間の利害対立に基づくエージェンシー・コストアプローチから説明し、財閥特有の構造的な要因が存在するか検証を試みた。アジア危機前（1991－1997年）と危機後（1998－2003年）において、大手製造業企業394社を対象に、利潤率・資産規模・財閥系企業などの企業属性ダミーなどの変数から負債比率を回帰した。パネルデータでの最小二乗法と操作変数による二段階最小二乗法による推計から、以下の結果が得られた。

第1に、一般企業にとって、内部留保が最も優先される調達手段であった。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、代理変数である総資産利益率が高い企業ほど負債比率が低くなることが示唆された。一般製造業企業は大口株主によって所有されたオーナー・カンパニーが多く、経営者と債権者の間で企業の経営内容についての情報の非対称性が大きい。

第2に、観察期間全体と危機前のサンプルに限られるが、債権者と経営者間で深刻な情報の非対称性が存在する場合には、企業担保能力が負債比率の重要な決定要因のひとつになることがわかった。危機後には、企業担保能力が高い製造業大企業であっても、負債による資金調達は困難になったと考えられる。

第3に、財閥系企業は一般企業よりも負債比率が低い傾向が観察された。関連企業・銀行からの救済融資という手段を持つ財閥系企業のような特殊な資金調達手段を持つ企業でなければ、危機のような大きなショックに対して、資金調達面で適切に対応することができないことを示唆できた。危機に対して特殊な資金調達手段を持たない一般企業では危機への対応が困難であり、負債依存の調達構造から脱却できないと考えられる。

第5章「上場企業における資金調達構造、設備投資行動」では、フィリピン上場企業を対象に、財閥系銀行と関連企業との密接な関係が、負債による規律付けを働かせて、企業の過剰投資を抑制する可能性を示すことを目的とした。そのために1990－2002年の非金融上場企業157社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、トービンのQ（投資機会）・負債比率・企業属性ダミー・産業ダミー・GDP成長率により説明した。

本章の実証分析によって得られた結果は以下の通りである。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。財閥系企業が必ずしも負債による資金調達に依存しているわけではなく、負債以外の内部資金や自己資本近似負債といった資金調達手段を利用している可能性を指摘できる。

第2に、財閥系企業の中でも投資機会の少ない企業（成熟企業）で、負債による規律付けが働き、過剰投資を抑制することが示された。成熟企業に分類された財閥系企業と関連銀行は、長期的な取引関係を元に両者間の情報の非対称性の問題の程度が小さく、負債による規律が過剰投資を抑制していたと考えられる。

第3に、十分な投資機会を持たない財閥系企業で示された負債による規律付け効果が、財閥系企業のどのような性質に起因するかを明らかにするために、投資比率を所有集中度と社歴で説明することにした。その結果、所有集中度については有意な結果は得られなかったが、長い社歴を持つ企業では負債による規律付けが働いていたことを示す結果が得られた。したがって、銀行からの融資が財閥系企業の過剰投資を抑制するという効果は、財閥系企業の集中的な所有構造から生じたというよりも、長期間にわたる経営により貸出先銀行への企業情報の蓄積が両者間の情報の非対称性を軽減したことによるものと考えられる。

最後に、第6章「結論」では、これまで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の全体像を描くことを試みた。フィリピンの銀行部門と企業部門について以下のインプリケーションを導くことができる。第1に、一般的な企業の資金調達環境が十分に整備されていないことがわかった。投資機会を持つ一般企業であっても株式市場や社債市場からの資金調達は困難であり、また、一般銀行と一般企業間の情報の非対称性が大きいため、負債による資金調達も困難であると考えられる。

第2に、財閥グループの枠組みはフィリピンの企業金融において、効果的に機能することが示された。財閥グループに属する企業は、経済全体が低迷した場合でも、内部資本市場に留保された資金を原資に、財閥系銀行からの金融融資と持株会社からの投資資金を利用できると考えられる。その際に財閥系銀行は、関連企業に対して負債による規律付けを行い、過剰投資を抑制する役割を果たしていたと考えられる。そして、財閥グループの資金調達面でのこれらの利点は、危機後においてより機能しうる。危機後には、財閥系企業も一般企業同様に収益が低下したが、一部の財閥系銀行への収益面での影響は軽微であった。財閥系銀行は、優良な銀行との統合合併を通じて経営資本と収益を確保し、同財閥グループの企業を支援、結果として財閥グループの存続を優先していたことが示唆された。

現在のフィリピンの企業金融の現状を踏まえると、財閥グループ内の「柔軟な」資金融通は、未整備な企業金融システムを代替あるいは補完するものとして、有効に機能していると言える。しかし、この財閥グループの資金融通システムに優先的に組み込まれているのは傘下の財閥系企業であり、一般企業がアクセスするには困難であると考えられる。