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－

齋藤　純

一橋大学

博士（経済学）学位論文

2014 年9月

目次

目次 i

図表一覧 vii

序章　財閥経済としてのフィリピン 1

1.　ファミリービジネス論 1

（1）　近年のファミリービジネス・財閥論の展開 1

（2）　後発工業国におけるファミリービジネスの目的と役割 3

2.　フィリピンにおけるファミリービジネスと財閥 4

（1）　フィリピンの企業グループ 4

（2）　スペイン系財閥 6

（3）　華人系財閥 9

3.　フィリピン財閥における企業部門・金融部門・内部資本市場 18

（1）　財閥における企業部門 18

（2）　財閥における金融部門 19

（3）　財閥における内部資本市場 19

4.　本論文の構成と概要 21

第 1 章　　フィリピンの経済発展と金融部門の成長 23

1.　はじめに 23

2.　フィリピンの経済発展 24

（1）　1990 年代：アキノ・ラモス政権の経済自由化政策 25

（2）　1999-2004 年：エストラーダ政権の貧困削減政策とアロヨ政権の経済再建 .. 27

（3） 2000 年代後半:アロヨ政権の退陣とアキノ III 世政権の登場 33
3. 2000 年代フィリピンの金融部門 35
（1） 金融部門の発展と現状 35
（2） 中心的な役割を担う銀行部門 36
（3） 発展途上の資本市場 37
4. フィリピンの産業と企業 38
（1） フィリピン産業構造の推移と製造業部門 38
（2） フィリピン企業部門の特徴 39
（3） フィリピン銀行部門と企業部門の関係 40
5. 本章のまとめ 42

第 2 章 財閥系銀行の銀行再編と経営効率性 45
1. はじめに 45
2. 2000 年代フィリピン銀行部門の拡大と銀行再編 46
（1） 銀行部門の拡大と銀行業務の特徴 46
（2） 2000 年代フィリピン銀行部門の再編 48
3. 仮説設定:なにが経営効率性を決定づけるのか 50
（1） 経営効率性の決定要因についての先行研究 50
（2） 財閥系銀行の経営効率性についての検証仮説 51
4. 分析方法:マルムクィスト DEA と経営効率性の決定要因分析 52
（1） 包絡分析法（DEA ： Data Envelopment Analysis）とマルムクィスト生産性指数（Malmquist productivity indexes） 52
（2） 経営効率性の決定要因の分析手法 57
5. 経営効率性の計測結果と決定要因分析 57
（1） マルムクィスト生産性指数の計測結果 57

（2） 経営効率性の決定要因 61
6．おわりに：本章のまとめ 66
Appendix: 経営効率性の決定要因（マルムクィスト生産性指数、生産フロンティア・シフト、規模経済性変化） 68

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 71
1 はじめに 71
2 1992-1996 年の大手財閥銀行の状況 72
3 先行研究の整理 74
4 利潤効率性分析のフレームワーク 76
（1）費用関数アプローチと利潤関数アプローチ 76
（2）銀行の利潤最大化行動のモデル化 77
（3）利潤効率性の定義 80
（4）可変利潤関数の特定化 81
5 データの設定 82
6 推計結果と考察 82
（1）ユーザー・コストの計算結果 83
（2）利潤関数 86
（3）利潤効率性 88
（4）考察 93
7 終わりに 94
Appendix：ユーザー・コストの計算方法 96

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 101
1. はじめに 101

2. フィリピンのコーポレート・ガバナンスと負債の役割 103
(1) 負債のガバナンス機能 103
(2) 企業属性と債権者のモニタリング機能 105
(3) デット・オーバーハング仮説 108
3. フィリピン製造業企業の企業収益率の推計 108
(1) 変数と推計式 108
(2) 使用するデータと推計方法 111
4. 収益性指標の決定要因についての推計結果 113
(1) クロスセクションデータによる推計結果(危機前) 113
(2) クロスセクションデータによる推計結果(危機後) 118
(3) アジア通貨危機後のデッド・オーバーハング仮説の検証 120
5. 結論と今後の研究課題 122

第 4 章 企業ガバナンスと資本構成 127
1. はじめに 127
2. フィリピンの企業金融の構造 128
(1) エージェンシー・コスト・アプローチ 128
(2) フィリピンの企業ガバナンス構造の特徴 131
(3) フィリピン企業の資金調達行動:7つの企業タイプ 132
3. フィリピン製造業の企業金融の概観 136
(1) フィリピン製造業の企業金融の概観 136
(2) アジア危機前後の企業金融の変化 138
4. エージェンシー理論によるフィリピン企業金融の特徴 141
(1) 企業の資金調達構造の基本的決定要因 141
(2) フィリピン企業の資金調達構造決定に関わる特徴的要因 142

5. 製造業企業の負債比率決定要因の推計方法 144
6. 推計結果 146
(1) 期間全体(1991-2003 年)による推計結果 146
(2) 危機前・危機後のサンプルによる推計結果 148
7. 結論と今後の研究課題 153

第 5 章 上場企業における資金調達構造、設備投資行動 157
1. はじめに 157
2. 先行研究の整理 158
(1) 企業の資金調達と設備投資との関係 158
(2) 財閥グループ形成の便益と費用 160
(3) フィリピンにおける財閥と企業経営 162
3. 検証仮説の設定 164
4. 推計モデルと変数 167
(1) 推計モデル 167
(2) 企業データと変数の設定 168
(3) 財閥系企業と非財閥系企業の比較 168
5. 推計結果 170
(1) 企業の資本構成と設備投資の関係 170
(2) 財閥系企業の負債感応度 171
(3) 財閥系企業の過剰投資問題の検証 171
(4) 大株主持株比率と情報の非対称性の問題 173
(5) 社歴と情報の非対称性の問題 175
6. まとめと政策的インプリケーション、今後の課題 176
(1) 分析結果のまとめ 176

（2） 政策的インプリケーション 177
（3） 今後の課題.....178
Appendix:サブサンプル（成長企業と成熟企業）による推計結果 179

第 6 章 結論－財閥型企業金融システムとは 181
1. 各論の整理 181
2. フィリピン企業金融システムの全体像..... 187
3. インプリケーション..... 191
4. 今後の研究課題 192

参考文献..... 193
謝辞 205

図表一覧

表 0-1 主要企業グループと傘下企業・金融機関（2000 年時点）.....5
表 1-1 アキノ・ラモス政権下（1993-1998 年）のマクロ経済指標.....26
表 1-2 1999-2004 年のマクロ経済指標.....27
表 1-3 2005-2011 年のマクロ経済指標.....29
表 1-4 耐久設備投資の構成（2011 年）.....31
表 1-5 フィリピンの貿易構造（2007 年）.....32
表 1-6 フィリピン金融部門の成長率（1999-2010 年、%）.....35
表 1-7 フィリピンの産業構造の推移（1998-2010 年、%）.....38
表 1-8 フィリピンの産業部門別実質成長率（1998－2010 年、%）.....39
表 1-9 フィリピン企業売上高上位 20 社の変遷（1998-2008 年）.....40
表 1-10 商業銀行の貸出先別比率の推移（1993 年 12 月－1998 年 12 月、%）.....41
表 1-11 ユニバーサル銀行と商業銀行の貸出先別比率の推移（2001 年 12 月－2012 年 12 月、%）.....41
表 2-1 フィリピン銀行の収益構造と財務構造（2007 年）.....47
表 2-2 銀行の投入物と産出物.....55
表 2-3 マルムクィスト生産性指数変化の計測結果.....58
表 2-4 生産フロンティアのシフトの計測結果.....59
表 2-5 規模経済性の変化の計測結果.....60
表 2-6 純技術効率性の変化の計測結果.....60
表 2-7 経営効率性の決定要因（被説明変数＝純技術効率性変化）.....63
表 2-8 財閥系銀行の統合合併経験による純技術効率性変化への影響（モデル V）.....65
表 2.5-1 ユーザー・コスト計算結果.....84
表 2.5-2 ユーザー・コスト計算結果（続き）.....85
表 2.5-3 利潤関数推計結果.....87
表 2.5-4 利潤効率性計算結果.....88
表 2.5-5 利潤効率性計算結果（続き）.....89
表 3-1 製造業企業の経営指標についての記述統計量（1992-2000 年）.....112
表 3-2 自己資本利益率の推計結果.....114
表 3-3 総資産純利益率の推計結果.....115
表 3-4 利払い前総遺産利益率に対する負債比率の効果.....115
表 3-5 総資産売上高比率の推計結果（危機前）.....116
表 3-6 高負債企業と低負債企業の自己資本利益率の推計結果.....121

表 3-7 高負債企業と低負債企業の総資産利益率の推計結果 122
表 4-1 負債増加と企業への影響 129
表 4-2 資金調達のエージェンシー・コスト 133
表 4-3 製造業企業における企業属性による産業分布（2003 年） 137
表 4-4 負債比率、利潤率と実質売上高の企業属性別比較（1991-2003 年平均） 138
表 4-5 企業属性による負債比率の推移（1991-2003 年） 139
表 4-6 企業属性による利潤率の推移（1991-2003 年、単位：%） 140
表 4-7 企業属性による企業規模の推移（1991-2003 年、実質値：1991 年基準） 141
表 4-8 負債比率決定要因の推計結果（期間全体：1991-2003 年） 146
表 4-9 負債比率決定要因の推計結果（危機前：1991-1997 年） 148
表 4-10 負債比率決定要因の推計結果（危機後：1998-2003 年） 149
表 5-1 企業属性と投資行動についての仮説 167
表 5-2 財閥系企業と非財閥系企業の変数の比較 169
表 5-3 財閥系企業と非財閥系企業の所有主体の比較 169
表 5-4 財閥系企業ダミーによる投資関数の推計結果（全企業） 170
表 5-5 大株主持株比率による投資関数の推計結果（全企業） 174
表 5-6 社歴による投資関数の推計結果（全企業） 175

図 0-1 アヤラ財閥の資本関係（2010 年 12 月時点） 8
図 0-2 ロペス財閥の資本関係（2011 年 3 月） 9
図 0-3 ジョン・ゴコンウェイ JR. 財閥の資本関係（1997 年） 11
図 0-4 ヘンリー・シィ・グループの資本関係(2012 年 2 月末) 13
図 0-5 設立当初のコファンコ・グループ（1938 年） 14
図 0-6 コファンコ・グループ分裂期の資本関係（1964 年ごろ） 15
図 0-7 ダンディン系コファンコ・グループの資本関係(2010 年末) 17
図 1-1 ASEAN 諸国の実質 GDP 成長率の推移（2000-2011 年、%） 25
図 1-2 フィリピンの失業率の推移（1993-2010 年、%） 28
図 1-3 ASEAN 諸国の国内総資本形成（対 GDP 比、%）の推移 30
図 2-1 フィリピン主要地場銀行の再編状況（2000-2007 年） 49
図 2-2 マルムクィスト生産性指数の分解 56
図 2.5-1 預貸金利スプレッド（上位行） 73
図 2.5-2 預貸金利スプレッド（中位行） 74
図 2.5-3 預貸金利スプレッド（下位行） 74
図 2.5-4 利潤効率性合計の変化 90
図 2.5-5 銀行業全体の利潤効率性の変化 91

図 2.5-6 時間を通じて不変の生産性 92
図 2.5-7 攪乱項の変化 93
図 6-1 財閥グループを中心とした企業金融システム（通常時） 189
図 6-2 財閥グループを中心とした企業金融システム（危機後） 190

補表 3-1 財閥系グループとグループ企業 125
補表 5-1 財閥系企業ダミーによる投資関数の推計結果（成長企業、HQ） 179
補表 5-2 財閥系企業ダミーによる投資関数の推計結果（成熟企業、LQ） 179
補表 5-3 大株主持株比率による投資関数の推計結果（成長企業、HQ） 179
補表 5-4 大株主持株比率による投資関数の推計結果（成熟企業、LQ） 179
補表 5-5 社歴による投資関数の推計結果（成長企業、HQ） 180
補表 5-6 社歴による投資関数の推計結果（成熟企業、LQ） 180

序章　財閥経済としてのフィリピン

本章のねらいは、次章以降で明らかにしようとする財閥を中心とするフィリピンの企業と金融の全体像を把握する上で、財閥についての問題と課題を提起することである。次章以降で、財閥経済としてのフィリピン経済全体、金融部門、企業部門の実態分析を行うが、本章で試みるのは、本書全体をつらぬくメッセージを示すことにある。

1. ファミリービジネス論

(1)　近年のファミリービジネス・財閥論の展開

経済発展におけるファミリービジネス(家族所有企業)の存在と役割については、従来の Berle and Means[1932]による株式会社支配論や、Chandler[1977]による経営者資本主義論だけでなく、企業法の整備状況と企業組織のあり方の相互関係を問うコーポレート・ガバナンスの議論でも近年、注目されつつある。しかしこれらの議論では、ファミリービジネスを経済発展と企業の成長によって衰退してゆく存在であると消極的なものとして捉えてきた(末廣[2006])。

一方で、後発工業国におけるファミリービジネスの役割は、近年、一定の評価をされつつある。すでにある程度の産業発展を実現している韓国、メキシコ、ブラジル、インドなどでもファミリービジネスがこれまでの経済発展を主導する役割を担ってきており、また現在においても産業部門での中心的な存在となっているからである。クラッセンらによるアジア 9 カ国・地域の上場企業の所有構造についての分析(Classens, *et al*.[1999])や世界各国の上場企業の所有形態を企業法制との関係について整理したラポルタらによる研究(La Porta, *et al*.[1999])により、ファミリービジネスはアジア・中南米に限らずヨーロッパ諸国にも一般的に見られるビジネス形態であり、工業化が進展した経済発展段階にいたっても、ファミリービジネスは存在し続けている。

また、アジアのファミリービジネスについては、1997 年のアジア通貨危機以降、二つの点で大きな変化が見られている。第 1 に、経営破綻や多国籍企業による買収が多発して

おり、各国の支配的なファミリービジネスの顔ぶれに変化が起こっているという点である。第 2 に、コーポレート・ガバナンス改革の圧力により、ファミリービジネス内部に事業再編、経営組織再編が行われているという点である（星野編[2004]）。1997 年以降のファミリービジネスを取り巻く変化についても分析対象となっており、定時的なファミリービジネスの評価だけでなく、外部環境の変化に伴うファミリービジネス自体の変化についてもさらなる分析が必要である。

ファミリービジネス論の発展とファミリービジネス自体の変容に伴い、ファミリービジネスの形態も変化もしくは多様化を見せつつある。ファミリービジネスの定義[1]については末廣[2006]で、ファミリービジネスを以下二つの類型からなるものと定義している。第 1 に、「家族・同族支配企業＝特定の家族・同族が事業の所有と経営の双方を排他的に支配し、それらが生み出す成果を家族・同族成員に止めようとする企業組織」、第 2 に、「パートナーシップ型企業＝複数の家族が、同郷、同業、同窓などの人的つながりを契機に共同で出資し、その成果を出資額に応じて配分するパートナーシップ型の企業組織」である[2]。

さらに末廣[2006]は、家族・同族支配企業の事業が世代を超えて継承され、その事業規模・範囲・構成が巨大化し、多角化し、垂直統合的にグループ化していったものを、「財閥型ファミリービジネス」と定義している。つまり「家族所有」という性質を根源とするファミリービジネスが、経営の規模拡大とグループの成長、そして外部環境の変化にともない、狭義の「家族」という枠組みから拡大・逸脱し人的なネットワークを中心としたビジネス形態に変質しつつあるのが現状である。

こうした「ファミリービジネス進化論」に対して、星野編[2004]が指摘するような「ファミリービジネス衰退論」の展開も存在する。その論拠は、第 1 に、グローバリゼーションの進行に伴い、ファミリービジネスの存続を支えてきた経済の安定的成長、政府の政策的保護といった環境が失われていったという点、第 2 に、ファミリービジネスが成長に伴いファミリー内部から資金、人材、技術など経営資源の調達についての制約に瀕し、その調達先を外部に頼らざるを得なくなるという解釈である。

---

[1] 星野[2004]では、ファミリービジネスを「創業者一族に連なる親族の所有・経営支配のもとにある企業群」と定義し、「財閥」、「グループ」を大規模なファミリービジネスとして位置づけている。

[2] さらに、末廣［2006］では「パートナーシップ型企業」において、複数の出資家族が事業を拡大させ、水平的なつながりをもった企業群を「ネットワーク型企業グループ」と定義している。この形態は台湾の「関連企業」や戦前日本の企業グループ、インドネシアの同窓を基盤とする企業グループで観察される。

（2） 後発工業国におけるファミリービジネスの目的と役割

工業化の発展段階におけるファミリービジネスの目的について議論する際には、後発工業国で顕著である市場の未発達、特に集中的な市場構造と情報の非対称性から生じる取引費用についての議論が必要であろう。まず、市場が未発達な後発工業国では、市場構造の観点からは競争的寡占市場が支配的になることが考えられる。競争的寡占市場では、一般的に既存企業の高コスト体質や低生産量が観察され、原則的な利潤最大化行動が企業の行動原理となるとは考えにくい。

利潤最大化仮説が適用されない競争的寡占市場では以下のような別の行動原理が働いているものと考えられる（岩崎[2003]）。第 1 に、経営者効用最大化仮説である。所有と経営の分離によって経営者に一定の自由裁量の余地が与えられると、経営者が株主の目標である利潤の一部を犠牲にして、自分自身の効用を高めるような行動をとる。具体的な経営者の行動例を挙げれば、経営者の経営判断を支援する大規模なスタッフ陣の上に君臨することは、企業経営者にとってその効用を高めることがある。

第 2 に、Baumol[1959]による売上高極大化仮説である。経営者の報酬や名声は、企業が上げる利潤より企業規模に大きく依存。株式が求める要求利潤の制約のもとで、経営者は売上高極大化を追求。短期の利潤は若干犠牲にしても、長期的に有利な地位を占めることを目指す傾向がある。

第 3 に、Marris[1964]の成長率極大化仮説では、物的、人的、資源の蓄積速度が速いほど、企業成長は加速されるが、成長速度が急になると、次第に投資効率が下落、やがて企業利潤を圧迫し企業価値を引き下げる可能性がある。

こうした後発工業国で顕著な集中的な市場構造という特徴に加えて、情報の非対称性から生じる取引費用の問題は、ファミリービジネス企業の目的を純粋な利潤最大化行動から遠ざける可能性がある。情報の非対称性が支配的な市場では、裏を返せばさまざまな情報を緊密に交換する場を有することが市場内で優位な立場を得るために重要な要素になる。

このように情報の非対称性が支配的な市場では、ファミリー企業は、経営の多角化を行い、それぞれの事業で同族や近親者をその事業をコントロールさせることによって、各事業についての市場での情報を収集し、グループ内である程度の情報の共有化を図ることが可能である。また、グループが経営規模を拡大することにより、経済全体に対する影響力を増強することができる。経済全体に対する影響力が増すに連れて、政策担当者も無視できず政府とファミリーグループ間の綿密な連携を求めることも可能であろう。後発工業国では、急速な成長と激しい経済変動に直面することが多い。その急速な変動に対し、迅速で機動的な意思決定と柔軟な資金導員の双方が可能なファミリー企業は、工業化の一定の過程で優位に立つことができる（中川［1991］）。さらに、市場が未発達であるために経済の不確

実性やリスクの高い環境では、特定の家族が所有支配する「多角的な企業集団」の形成は、稀少な人的資本や投資資金を最大限に活用するという面で、合理的な企業組織である（Leff [1978]）。財閥グループ形成の便益と費用については、第 5 章にて改めて詳しく述べる。

このように、後発工業国では、工業化の過程でファミリーによる企業支配をし、ファミリービジネスの形態を存続させることによって、国内市場の企業間競争において優位な立場を取ることができる。実際に、アジア・ラテンアメリカ諸国のファミリービジネス企業では、しばしば所有・経営支配への強い執着が指摘される。これらの国々では、優先株の発行、ピラミッド型所有構造、株式持ち合い構造など、多様な手段により経営支配を維持しようするファミリーグループの姿勢が伺える（星野編[2004]）。

2. フィリピンにおけるファミリービジネスと財閥

（1） フィリピンの企業グループ

フィリピンにおける企業グループは、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持ちながら発展してきた。例えば、マルコス政権下（1965-1986 年）では、コファンコ・グループがクローニーと呼ばれる取り巻き実業家として、クローニー優先の経済運営（crony capitalism）と引き換えにマルコス政権の支持基盤となった。マルコス・クローニーの清算政策を進めたアキノ政権においても、マルコス・クローニーのコファンコに替わり、復活したロペスを始めアヤラ、ソリアノなどの伝統的企業グループを政権運営の支柱として近づけてきた（小池［1993］）。

フィリピンの企業グループは、スペイン系企業グループと華人系企業グループに大別することができる。スペイン系企業グループは伝統的な大地主であり、所有する農地や土地を元にした不動産開発を主軸として成長し、その後事業の多角化を進め現在では多くの事業を傘下にもつコングロマリットとなっているケースが多い（**表 0-1**）。

表 0-1 主要企業グループと傘下企業・金融機関（2000 年時点）

財閥グループ	傘下企業	傘下金融機関
SANMIGUEL CORP.		
	SAN MIGUEL BREWING INTERATIONAL LTD.	United Coconuts Planters Bank
	LA TONDENA DISTILLERS,INC.	
	SAN MIGUEL PUREFOODS INC.	
	SAN MIGUEL PROPERTIES INC.	
AYALA CORPORATION		
	AYALA LAND INC.	BANK OF THE PHILIPPINE ISLADS
	GLOBE TELECOM INC.	
JG SUMMIT HOLDINGS INC.(John Gokongwei Jr.)		
	DIGITAL TELECOMMUNICATIONS PHILIPPIN	JG SUMMIT HOLDINGS INC.
	ROBINSONS LAND CORP.	
	UNIVRSAL ROBINA CORP.	
LOPEZ GROUP		
	ABS-CBN BROADCASTING CORP.	
	FIRST PHILIPPINE HOLDINGS CORP.	
SM INVESTMENTS INC.(Henry Sy)		
	SM DEVELOPMENT CORP.	BANCO DE ORO UNIVERSAL BANK
	ASIA-PACIFIC COMPUTER TECHNOLOGY CEN	SM PRIME HOLDINGS
LUCIO TAN GROUP OF COMPANIES		
		ALLIED BANKING CORP. AND SUBSIDIARIES
A.SORIANO CORP.		
METROBANK GROUP OF COMPANIES(GeorgeTy)		
		METROPOLITAN BANK
		FIRST METRO INVESTMENT CORP.
YUCHENGCO GROUP OF COMPANIES		
		RIZAL COMMERCIAL BANKING CORP.
ABOITIZ EQUITY VENTURES INC.		
		Union Bank of the Philippines
FILINVEST DEVELOPMENT CORPORATION(ANDREW GOTIANUM)		
	Filinvest Land Inc.	East West Banking Corporation
METRO PACIFIC CORPORATION		
	Negros Navigation Co. Inc.	First e-Bank (formerly PDCP Development Bank)
RFM CORPORATION		
		Cosumer Bank(Saving Bank)
RAMON OJUANGCO FIRMILY GROUP		
		Bank of Commerce
BRIMO FARMILY GROUP		
		International Exchage Bank
GUOCO GROUP		
		Dao Heng Bank
JOSE GO		
		Orient Bank
GERARDO LANUZA		
		International Exchage Bank
ALFREDO C.RAMOS		
		International Exchage Bank
GAISANO FARMILY GROUP		
		Philbanking Corp.
KEPPEL GROUP		
		Keppel-Monte Bank
ANDREW TAN		
		Megaworld Properties & Holding
JAIME GOW		
		Ecology Bank(Saving Bank)

（出所）フィリピン証券取引所資料より筆者作成。

（注）傘下企業については、スペースの関係上上場企業のみを掲載した。

また、フィリピンにおける財閥グループは、特定の家族所有が維持されていることも特徴である。タイの財閥グループと同様に、世代交代を終えたグループの半数以上が、長男を中心に事業を継承し、家族間の対立や事業の分裂を比較的回避してきた（末廣[2003]）。その結果。フィリピン財閥グループの多くは、世代を超えて事業を継承する「同族支配企業」である。末廣[2003]のタイの事例と同じく、後継者の多くを海外の大学等に

留学させ経営学等を学ばせている。加えて、長男に事業を譲渡することで、ファミリービジネスの事業の継続と発展を図る。

以下では、フィリピンの財閥の所有構造ツリーを観察することで、ファミリー企業から開始した財閥グループがどのように発展し、事業を多角化することで現在の「財閥」としての形態を獲得してきたかを示す。また、フィリピンの代表的な複数の財閥の発展過程を比較することによって、財閥の所有構造の違いと財閥運営の特色を叙述的に説明することにする。

（2） スペイン系財閥

ここでは、フィリピン財閥のなかでもスペイン系とみられるアヤラ家、ロペス家の企業グループを取り上げ、その財閥の所有構造を略史を示し、各財閥の経営の特徴を明らかにすることを試みる。

アヤラ財閥

アヤラ財閥は、持株会社であるアヤラ・コーポレーション（Ayala Corporation）を中核とするフィリピンで最大かつ長い歴史を持つ財閥である（**図 0-1**）。アヤラ・コーポレーションの年次報告書によると、アヤラ財閥の歴史は、1834 年にドン・ドミンゴ・ロハス（Domingo Roxas、ロハス商会当主）とアントニオ・デ・アヤラ（Antonio de Ayala）の二人が、「カサ・ロハス（Casa Roxas）」という合名会社を設立し、綿花と砂糖の栽培・取引、酒造業（後のサンミゲル社）からスタートしたことに遡る。その後、「アヤラ・イ・コンパニア（Ayala y Compania）」と改称し、マニラ郊外（現在のマカティ）の農場開拓（1851 年）、フィリピン初の路面電車敷設（1888 年）など、事業の拡大・多角化を進めてきた。

アヤラ財閥の事業の拡大と多角化は20世紀に入り加速する。1948年に発表された都市開発プログラムの一環としてホテル・インターコンチネンタル・マニラ（1969 年開業）を開業し、1988 年にはセブ島で大型都市開発を開始している。1968 年には、「アヤラ・イ・コンパニア」は、近代的な株式会社へと移行し、「アヤラ・コーポレーション」となった。

また、1851 年にはスペイン国王令に基づいて銀行業にも着手し、後のフィリピン・アイランド銀行（Bank of Philippine Islands；以下 BPI）へ発展させた、1910年には、他のパートナーと共同でフィリピン初の生命保険会社であるインスラー生命保険会社（Insular Life Assurance Company）を設立、さらに 1933 年にはフィリピン生命保険会社（Filipinas Life Assurance Company）を設立し、後のアヤラ生命保険会社（Ayala Life Assurance）となった。

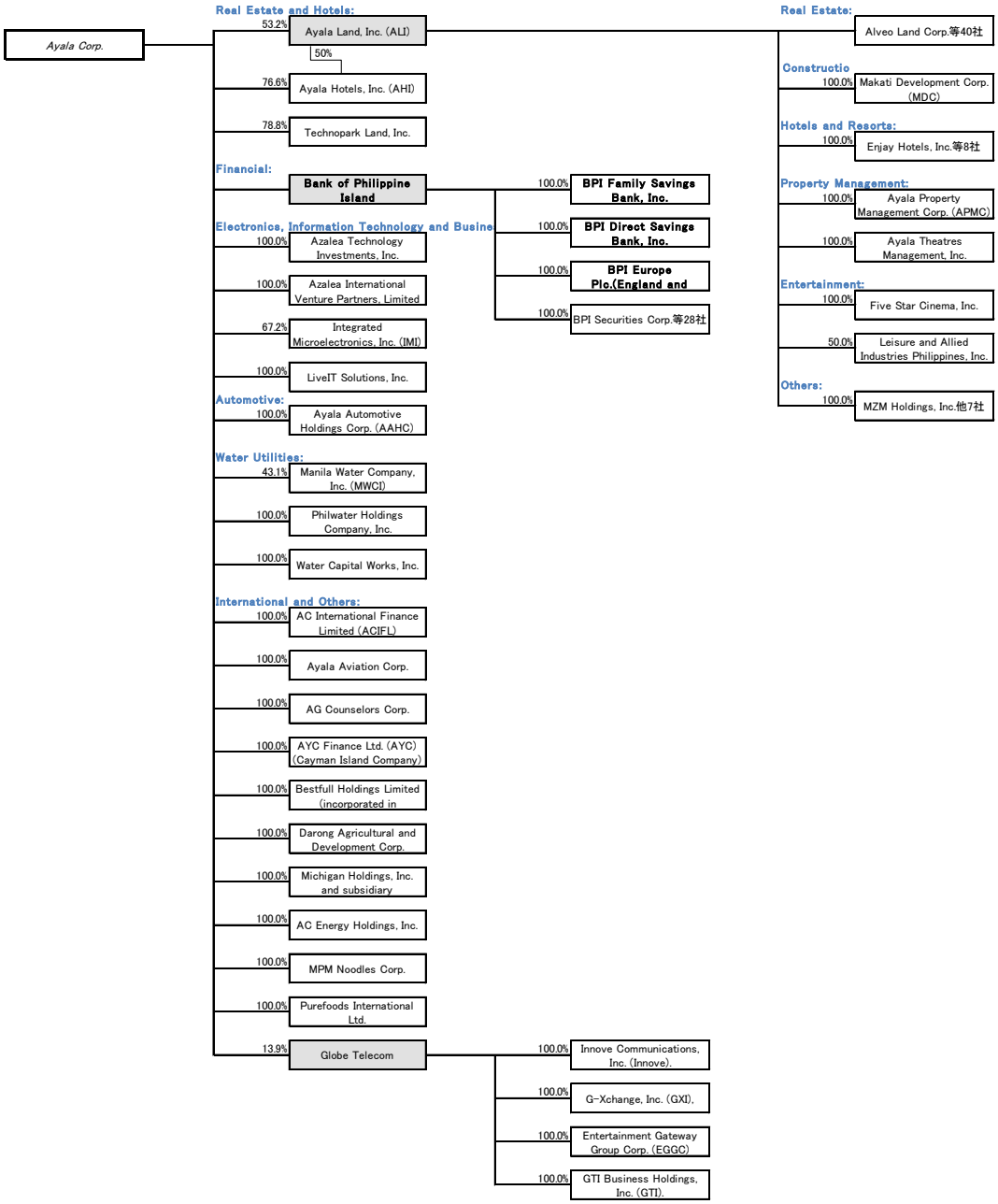
アヤラ・コーポレーションは 1980 年には、ミクロ電子工学会社（Integrated Microelectronics）を設立し、他の財閥に先駆けてエレクトロニクス製品の製造分野にも

進出した。1988 年には、アヤラ・コーポレーションは、BPI と三菱と共同でアヤラシステムテクノロジー社（Ayala Systems Technology）を設立し、ソフトウェア開発事業に参入している。

近年のアヤラ財閥の動向で印象的なのは、社会インフラ整備事業への参入である。1993 年には、シンガポール・テレコムと合弁で、グローブ・テレコム社を設立し、フィリピンの IT 推進の一翼を担うことになった。1997 年に、アヤラは政府のインフラストラクチャー民営化プログラムに参加し、メトロマニラの水利サービスのオークションを勝ち取り、マニラ水道会社（Manila Water Company）を設立した。

アヤラ財閥は、初代のアントニオ・デ・アヤラが当時の政権と反対の立場を取り、危険視された教訓から、常に時の政権との親密な関係を維持する傾向が強い。特に、マルコス政権とアキノ政権には政権成立とその維持に協力的であったとされ、財閥の安定性を強固なものとしてきた。また、アヤラ家は、ソリアノ家やロハス家等のスペイン系の「名家」と婚姻関係を結んでおり、両グループとの協力関係も強力であると言われ、フィリピン国内の権力や大財閥と比較的友好的な立場を取り続けていることが伺える。

図 0-1 アヤラ財閥の資本関係（2010 年 12 月時点）



（注）網掛けは上場企業、金融機関はゴシック、持株会社はイタリックで示している。

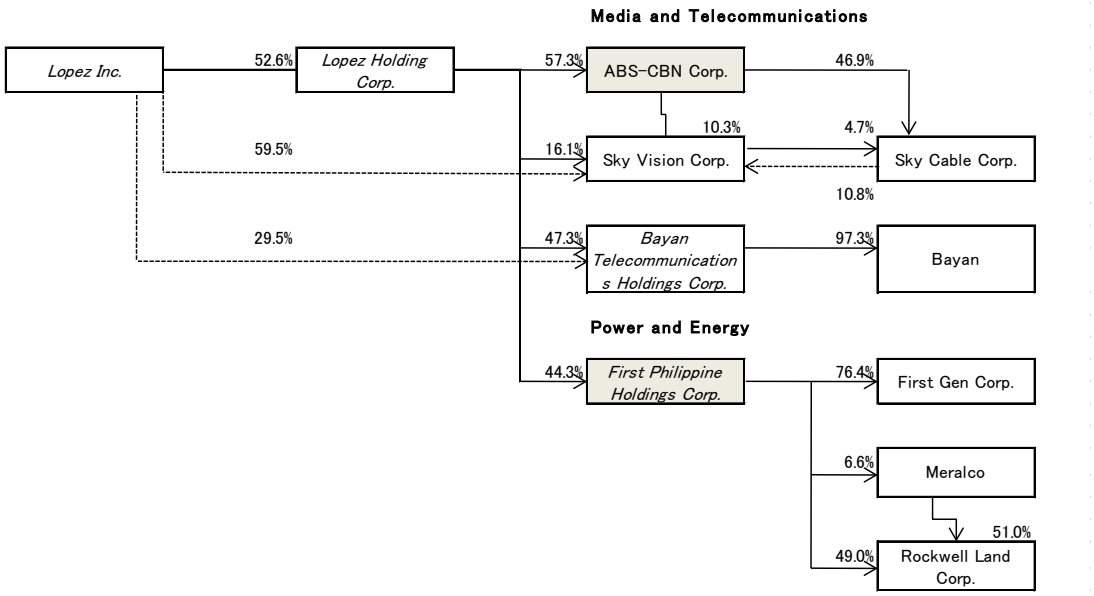
（出所）Ayala Corp.,Bank of Philippine Island 等傘下企業の年次報告書より筆者作成

ロペス財閥

ロペス財閥はロペス一族によって所有されている財閥である。1800 年代初頭にユーヘニオ・ロペス・シニア（Eugenio Lopez, Sr.）が、イロイロ（Iloilo）で事業を開始したことに由

来する。その後、長男のユーヘニオ・ロペス・ジュニア(Eugenio Lopez, Jr.)に継承され時の政権と対立と接近を繰り返しながら発展してきた(**図 0-2**)。現在、オスカー・M・ロペス(Oscar M. Lopez)は名誉会長であり、彼の兄弟であるマヌエル・M・ロペス(Manuel M. Lopez)はロペス財閥の現在の会長兼最高経営責任者になっている。

図 0-2 ロペス財閥の資本関係(2011 年 3 月)



(注)網掛けは上場企業、金融機関はゴシック、持株会社はイタリックで示している。

(出所)Lopez Holding Corp.等の年次報告書より筆者作成

ロペス財閥は、1961 年に米国資本の電力会社メラルコ社(Meralco)を買収し、さらに製造業事業(1970 年)、建築事業に多角化することによって財閥化していった。しかし、1972 年の戒厳令下にマルコス大統領の義兄ベンハミン・ロムアルデスによりロペス財閥は買収され、所有と経営を奪取される。ロムアルデスによる放漫経営と事実上の破綻の末、ロペス家による経営の回復が行われてきた(小池[1993])。

ロペス財閥の持株会社ロペス社(Lopez, Inc.)は、ロペス家に所有されており、通信、放送、発電・送電、土地開発、インフラストラクチャー等の傘下事業からあげられる収益を再投資している。

(3) 華人系財閥

近年のフィリピンにおける企業グループの中心は、華人系の財閥になっているが、その発展過程は必ずしも順風満帆なものではなかった。第 2 次大戦そしてフィリピン独立以降、フィリピンにおける外国人居留者の中で圧倒的な多数を占めていたのは華人系であった。華人系企業の発展が顕著なものになっていくことになるが、フィリピン政府は、華人の経済活動に対して制限と排斥を目的とする一連の「フィリピン化」政策を実施してきた（朱[2000]）。

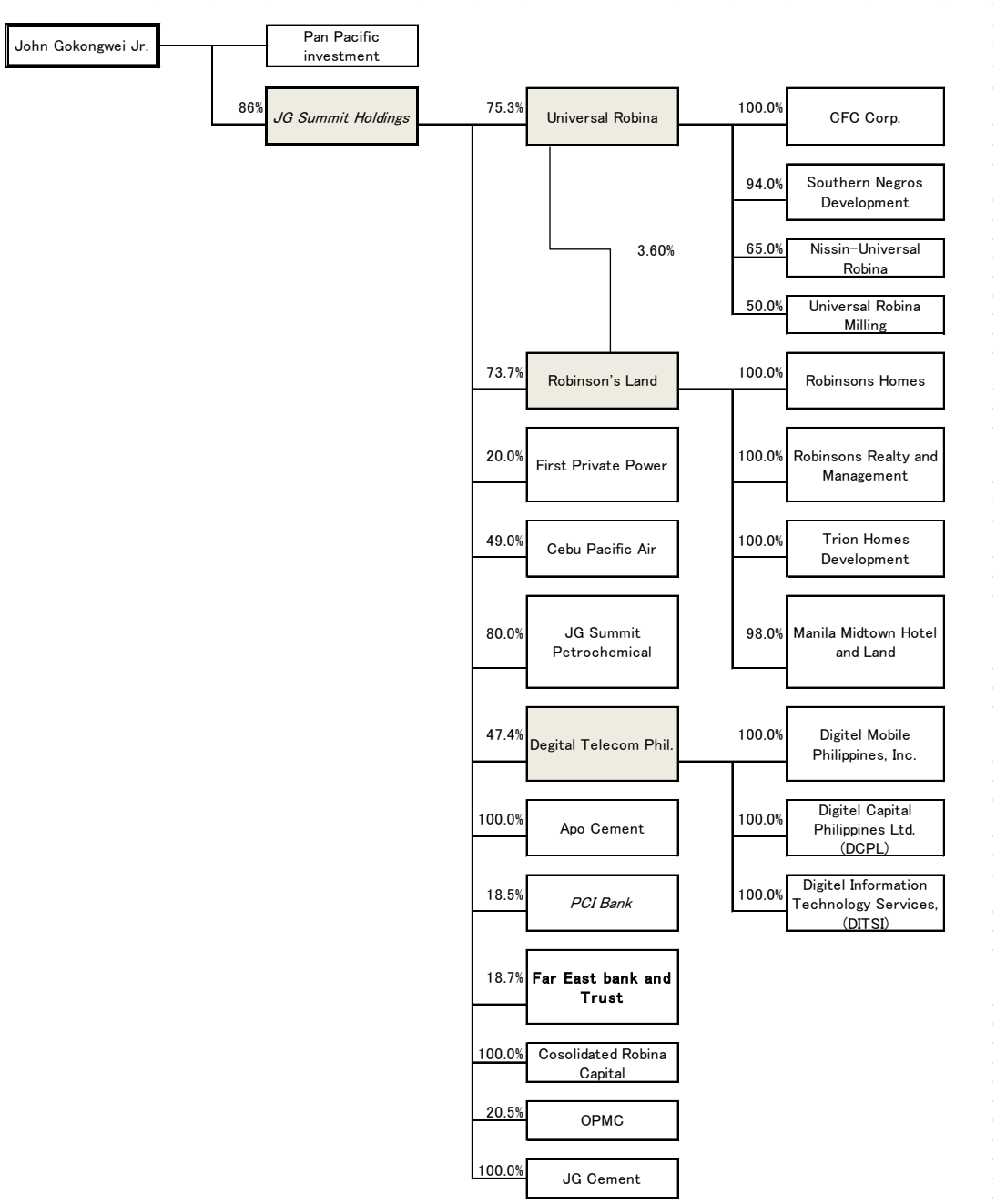
末廣[2003]によれば、一般的に中国人社会における伝統的な相続は均等分割とされる。こうした「家族の論理」によって財閥グループを分割することは、事業の分割継承や敵対的な分散・分裂を伴う。その結果、ファミリー全体の経済的利益を損なうことになると考えられる。現在、フィリピンで存続しているジョン・ゴコンウェイ Jr.財閥やヘンリー・シー財閥は、財閥内事業を分割相続するのではなく、グループの上位に位置する持株会社を分割所有し、グループ全体の維持・発展を図っている。こうしたフィリピンの華人系財閥では、タイや韓国の事例（末廣[2003]、安部[2004]）で指摘されたような財閥グループの顕著な衰退は見られていない。

ジョン・ゴコンウェイ・ジュニア（John Gokongwei Jr.）財閥

曽祖父に 19 世紀におけるセブの華人豪商ドン・ペドロ・ゴチアオコを持つジョン・ゴコンウェイ（呉突輝、別名：呉光輝、John Gokongwei）は、セブで果物の卸売商を経営していたが、1950 年にマニラに進出し布取引に事業を拡大してからグループの急速な拡大は開始する。トウモロコシ加工製品を生産するユニバーサル・コーン製造会社（Universal Cone Products）を設立、のちにユニバーサル・ロビーナ社（Universal Robina、1954 年設立、1994 年上場）へ発展し、グループの中核企業となっている（朱［2000］）。

現在、ゴコンウェイ財閥の事業は、JG・サミット持株会社（JG Summit Holdings）を頂点に、畜産、飼料、紡織、食品、銀行、デパート、ホテル、不動産、航空、石油、石油化学工業など幅広い分野におよんでいる（**図 0-3**）。JG・サミット持株会社は、2001－02 年に純収益を 23.1 億ペソから 23.6 億ペソへ 2.1％増加させているが、収入増加に寄与したのは、食品、航空、不動産、石油化学、紡績産業への投資収益である（*BizNews Asia*、April 28-May5,2003、pp.34）。ジョン・ゴコンウェイ Jr.は、JG・サミット持株会社の大株主として君臨しており、同財閥の実質的支配者となっている。

図 0-3 ジョン・ゴコンウェイ Jr. 財閥の資本関係（1997 年）



（注）二重枠は個人、網掛けは上場企業、金融機関はゴシック、持株会社はイタリックで示している。

（出所）各社年次報告書より筆者作成。

ゴコンウェイ財閥の経営の特徴の一つは、財閥内の企業のみならず他の財閥や海外企業と協力して経営の多角化とともに財閥の発展を進めてきたことである。1987 年には、

ロペスグループとの協力によりフィリピン商業国際銀行（Philippine International Commercial Bank、のちの Equitable PCI Bank）の株式 52%を買収し、銀行業に参入した。食品部門では日清食品と三菱商事、石油化学では丸紅と協力して事業（Nissin-Universal Robina）を進めている（朱［2000］）。

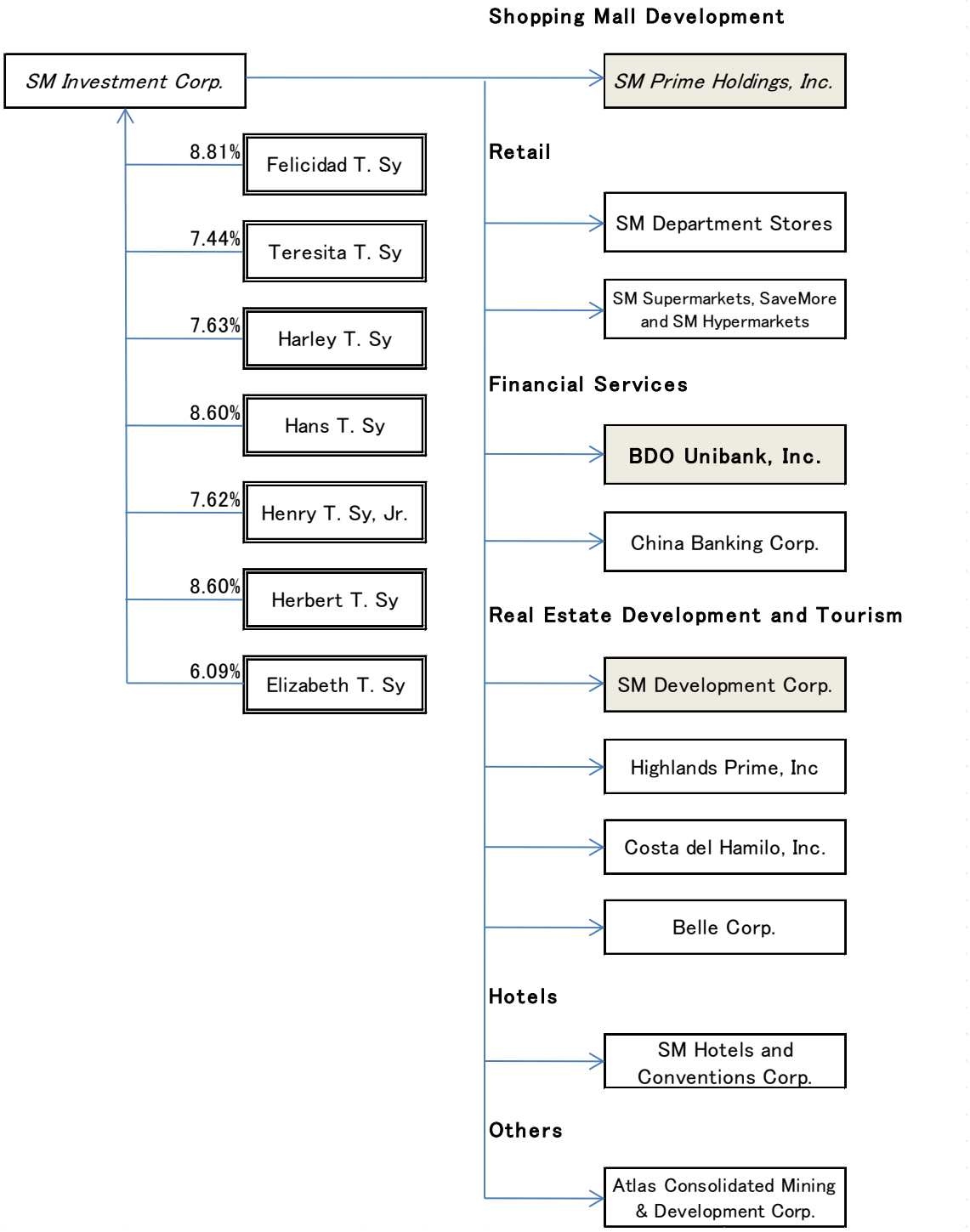
ヘンリー・シー財閥

ヘンリー・シー財閥は、小売とデパート事業を中核事業とする財閥である。ヘンリー・シー（Henry Sy）は、1958 年にマニラで靴屋シュー・マート（Shoemart）を開店し、順調に成長しマニラのマカティに大規模店舗を展開し、その後、デパート、ショッピング・モールにまで拡大している（**図 0-4**）。

主要持株会社 SM 投資会社（SM Investment Corp.）をシー一族で所有し、ショッピング・モール事業（SM Premire Holdings）、複数の華人系銀行（Metropolitan Bank、BDO Unibank、China Banking Corp.）、不動産事業（SM Development Corp.）、ホテル事業（SM Hotels and Conertings Corp.）にも出資を行なっている。

特に 2000 年代に入って、ヘンリー・シー財閥傘下の銀行 BDO ユニバンク（BDO Unibank）の躍進が顕著である（第 2 章を参照）。フィリピン国立銀行（Philippine National Bank）のロレンツォ V. タン（Lorenzo V.Tan、2003 年当時、最高経営責任者兼頭取。2013 年 2 月現在 Rizal Commercial Banking Corp.最高経営責任者）の発言によると、BDO Unibank は華人系顧客を中心に市場を開拓し、支店網を拡大していった（*BizNews Asia*、June 2-9,2003、pp.25）。

図 0-4 ヘンリー・シィ・グループの資本関係(2012 年 2 月末)



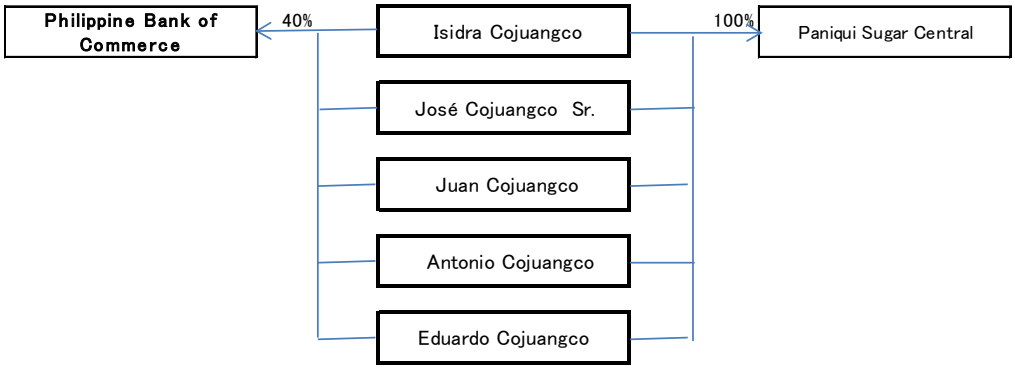
(注)二重枠は個人、網掛けは上場企業、金融機関はゴシック、持株会社はイタリックで示している。

(出所)SM Investment Corp.等の年次報告書より筆者作成。

コファンコ財閥とその成長過程

サンミゲル社（San Miguel Corp.）を基幹企業とし、アグリビジネスを展開するコファンコ財閥の起源は、中国福建出身華人の血を引く腕利きの大工インコン・ホセ（José Cojuangco I、ホセ・コファンコ1世）が、1860年代以降にブラカン州マロロスで米の売買と金貸業を始めたことにさかのぼる。1928 年には、インコン・ホセの娘イシドラ（Isidra Cojuangco）と孫たちによりパニキ製糖工場株式会社（Paniqui Sugar Central）を設立し、コファンコ一族による初の本格的事業が開始された。1938 年には、第三世代のホセ・シニア（José Cojuangco Sr.、通称ペペ）らはフィリピン商業銀行（Philippine Bank of Commerce）を立ち上げた（パレーニョ[2005]、西村［2007］、小池[1993]）。こうしてアグリビジネスと銀行業を成長の両輪とするコファンコ財閥の基本形が準備された（図 0-5）。

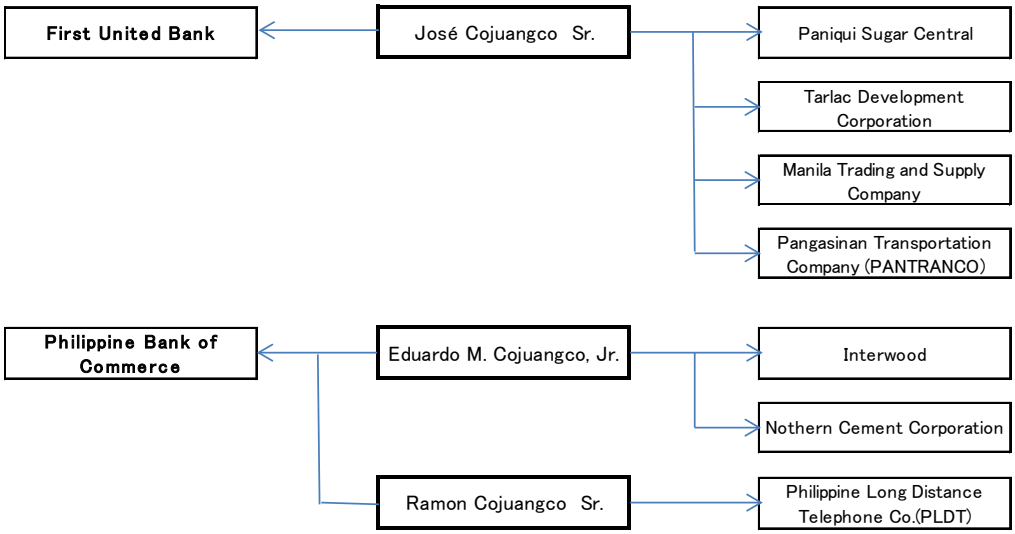
図 0-5 設立当初のコファンコ・グループ（1938 年）



（注）太枠は個人、金融機関はゴシックで示している。
（出所）パレーニョ[2006]より筆者作成。

ホセ・シニアを筆頭とするコファンコ第三世代によるファミリービジネスは、1942 年の日本軍のマニラ入城まで比較的結束した形で行われていった。しかし、戦時下のホセ・シニアの独善的行動は、コファンコ・ファミリーの結束に亀裂を作る結果となった。この一族内の軋轢は1963年に第四世代エドアルド・ジュニア（Eduardo M. Cojuangco, Jr.、通称ダンディン）とラモン・シニア（Ramon Cojuangco Sr.）が伯父のホセ・シニアをフィリピン商業銀行（Philippine Bank of Commerce）の経営から追い出したことで決定的なものになった。ホセ・シニアは、甥たちによる追い出し工作後にファースト・ユナイテッド銀行（First United Bank）を設立した（パレーニョ[2005]）。その結果、コファンコ財閥はホセ・シニア家、ダンディン家、ラモン・シニア家に分裂した（図 0-6）。

図 0-6 コファンコ・グループ分裂期の資本関係（1964 年ごろ）



（注）太枠は個人、金融機関はゴシックで示している。

（出所）パレーニョ[2006]より筆者作成。

マルコス政権下（任期：1965 年 12 月 30 日 - 1986 年 2 月 25 日）において、ダンディン系コファンコ財閥は多くの拡大の機会を与えられた。1960 年代のフィリピン国内や周辺アジア諸国における建設ブームは、ダンディンが所有するインターウッド社（Interwood、ベニヤ・合板工場）やノーザン・セメント社（Nothern Cement）に収益の拡大を促した。彼のビジネスの成功はマルコス政権にとっても利用価値のあるものとしてとらえられ、政権との距離を縮める機会にも恵まれた。たとえば、大統領の指示の下、フィリピン開発銀行（Development Bank of the Philippines）の頭取に就任したダンディンは、公的資金を自社のノーザン・セメント社に優先的に融資（1980 年 11 月時点で 3.86 億ペソの債務残高）するなど、彼の財閥の成長拡大のために公的立場を最大限利用していた [3]（パレーニョ[2005]、ハッチクラフト[2007]）。

[3] そのほかにも、1973 年 1 月には、マルコスとダンディンの間で、農地改革の対象とされたコメとサトウキビ農地について、ダンディン所有の土地1ヘクタールと引き換えに未開拓の土地 10 ヘクタールを交換できる証書が発行された。この証書によって、ダンディンのコファンコ財閥は、開拓可能な農地を獲得し、アグリビジネスの拡大をさらに進めることが可能になったとされる。ダンディンが行った強引な土地取得は、原住民を土着の土地から切り離し農園労働者の貧困を深刻化させたとの批判がある一方で、大規模資本による農地開拓と大規模農園形成による生産性の向上が、地域経済とフィリピン経済全体に活況を与えたという功績は無視できない（パレーニョ[2005]）。

1970 年代にココナツ・オイルがフィリピンの主要輸出品目になったこともアグリビジネスを展開するダンディン系コファンコ財閥にとって、さらなる飛躍の追い風になった。ダンディンは、1975 年に、経営が悪化したホセ・シニア所有のファースト・ユナイテッド銀行を買収し、のちのユナイテッド・ココナッツ・プランタ-ズ銀行（United Coconut Planters Bank；以下UCPB）を再編した。ダンディン系コファンコ財閥は、ココナツ・オイルの価格高騰による豊富な資金力を背景に、UCPBを通じてレガスピ・オイル社（Legaspi Oil Co., Inc.）[4]などココナツ・オイル関連の企業を次々と買収していった。

さらに、ダンディン系コファンコ財閥にとって、大きな契機になったのは 1983 年 2 月の食料関連大企業サンミゲル社（San Miguel Corporation）の買収であった[5]。この大型買収に関わる手順や資金源については不透明な部分が多分にあったものの、結果的にダンディン系財閥がサンミゲル社の 47%の株式を所有することとなった。

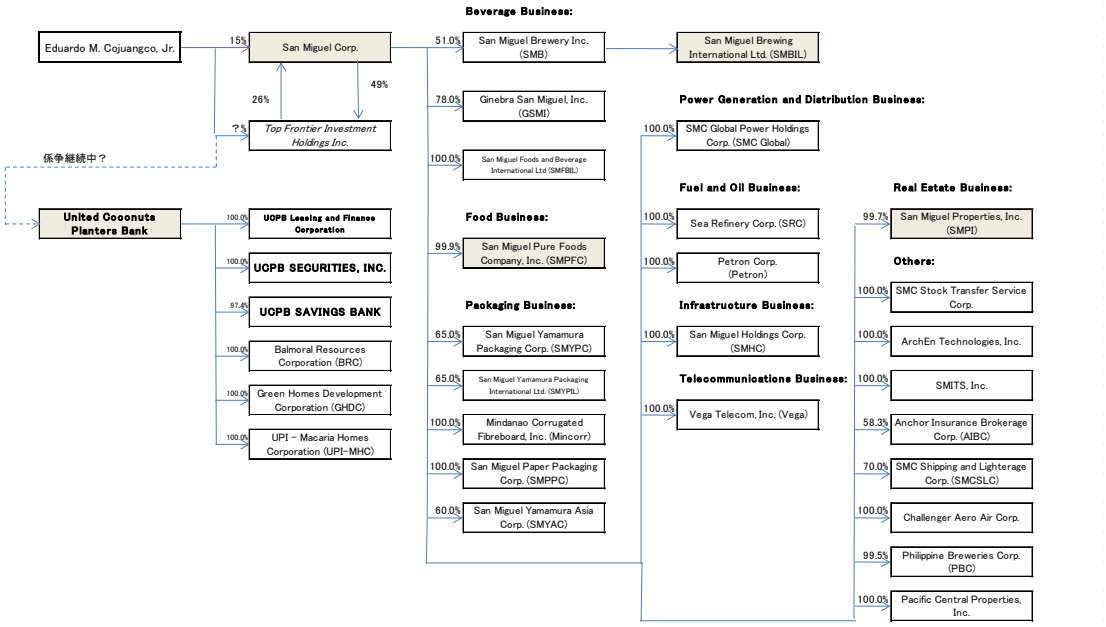
1986 年にアキノ大統領（任期：1986 年 2 月 25 日 - 1992 年 6 月 29 日）が就任すると、ダンディン系グループのうち 244 社が没収の対象となったが（小池[1993]）、ダンディンは 1998 年にはエストラーダ政権（任期：1998 年 6 月 30 日 - 2001 年 1 月 20 日）からサンミゲル社と UCPB の支配権を取り戻すことに成功している。2003 年 7 月には、汚職裁判所の判決の結果、ダンディンは UCPB の支配権を再び失うことになったが、汚職裁判所に対して UCPB の財務内容の調査の動議申請や本件に関わる複数の裁定が決着していない（**図 0-7**）。

---

[4] 1978 年当時、レガスピ・オイル社はアヤラ財閥と三菱グループによって所有されていたフィリピン最大の製油会社の一つであった。しかし、高いプレミアム税と世界市場における競争力の低下で収益性が低下していた（パレーニョ[2005]）。この買収案件はダンディン系グループにとって、ココナツ・オイル産業の集約につながるものであった一方で、アヤラ財閥と三菱グループにとってはリストラのために比較的好条件の案件であったと考えられる。

[5] 1983 年当時、サンミゲル社はソリアノ財閥とアヤラ財閥が共同で所有する両家のシンボル的存在であった。しかし、同社の支配権問題を巡ってアヤラ家のエンリケ・ゾベルとアンドレアス・ソリアノ・ジュニアが対立しており、ゾベル側からダンディンに対してサンミゲル株の 16%の売却の申し出があったとされる（パレーニョ[2005]）。他財閥グループと婚姻関係を通じた友好関係を重視するアヤラ財閥が、ソリアノ家との対立関係を緩和するために、ダンディンとの買収交渉に踏み切ったという見方もできる。

図 0-7 ダンディン系コファンコ・グループの資本関係(2010 年末)



(注)太枠は個人、網掛けは上場企業、金融機関はゴシック、持株会社はイタリックで示している。

(出所)San Miguel Corp.等の年次報告書より筆者作成。

これまで、スペイン系財閥と華人系財閥を例に取り、資本関係と経営内容について概略を示してきた。これらの分析から導出できることは以下の3つである。第 1 に、財閥によって発展のスタートとなる事業は異なるものの、家族支配を通じて元来の事業以外にも積極的に参入を行い事業の多角化を進めてきた。したがって、フィリピンのファミリービジネスは、成長と拡大とともに、「財閥型ファミリービジネス(末廣[2006])」、いわゆる「財閥」として解釈することに問題はないと考える。第 2 に、多くのフィリピンの財閥は、持株会社をトップとする所有構造ツリーを持っており、傘下企業の大多数を所有しているという点である。第 3 に、フィリピンの財閥の多くは、傘下に銀行を有しているという点である。

次に、フィリピンの財閥を構成する企業部門、銀行部門、そして持株会社を通じた内部資本市場について、先行研究の蓄積からこれらの構成要素の特徴を簡潔にまとめることを試みる。

3. フィリピン財閥における企業部門・金融部門・内部資本市場

（1） 財閥における企業部門

クラッセンらによるアジア 9 カ国・地域の上場企業の所有構造についての分析（Classens, *et al*.［1999］）では、フィリピン上場企業 120 社のうち、株式の 20%以上をファミリーによって所有されている（「究極の所有主」がファミリー）企業が 44.6%を占めている（1997/98 年）[6]。株式を 20%所有するような大口株主のいない分散所有型企業は 19.2%であり、フィリピンの上場企業の所有構造のなかで中心的な存在はファミリーであった。

詳細については第 5 章に譲るが、Lamberte[2002]によれば、フィリピンの企業の最も一般的なものは家族所有・家族経営の企業であり、財閥系企業がフィリピン企業の大半を占めていることを指摘している。ただし、同族から選ばれた経営者が必ずしも専門的な経営手腕を持たないとは限らず、財閥系企業が効率的な経営を行っている可能性を指摘している。また、分散所有・専門的経営者による経営は銀行などの一部の企業に見られ一般的ではない。

フィリピン企業に関して、コーポレート・ガバナンスと政策が企業パフォーマンスや資金調達構造に与えた影響を記述統計と実証分析によって分析したものに Saldaña[2001a]がある。1997 年の売上高上位 1000 社を対象とした研究であり、そのなかで上位 39 企業グループの存在が認められた。そのうち 25 グループが関連銀行を有していることが指摘されており、ほとんどの財閥グループには関連銀行という有効な資金調達先を保有していることが分かる。そして、これらのグループ企業がフィリピン企業上位 1000 社のうち 25.6%を占め、売上高で 31.0%を占め、フィリピン企業の中で大きな地位を占めていることが確認できる。また、これらの企業グループは資本を集め、それを関連企業間の内部資本市場に配分しており、外部資金による資金調達をスムーズに行なうために、大商業銀行の大株主になっていることが指摘されている。負債比率を被説明変数とした実証分析結果からはグループ企業ダミーが負債比率に対して負の影響を与える結果が得られており、その説明として、企業グループは過剰な借入を行なっていないこと、効率的な内部資本市場を保有していること、関連銀行によるサポートが確保されていることを挙げて

---

[6] なお、比較としてファミリーが「究極の所有主」になっている企業比率は、韓国 48.4%、香港 66.7%、台湾 48.2%、タイ 61.6%、マレーシア 67.2%、シンガポール 55.4%、インドネシア 71.5%であった。Faccio and Lang[1999]による欧州先進国の同様の分析ではフランス、ドイツ、イタリア、スペインではファミリー所有の企業比率は、55.8－64.8%となっており、後発工業国で特に家族所有が中心的であるとは言いがたい。

いる。また他の説明変数には総資産純利益率（ROA）があり、負債比率に対して負の効果があることが分った。すなわち、上場企業全体では非効率な投資が行われていることも指摘されている。

（2） 財閥における金融部門

フィリピンの金融部門においてもファミリービジネスは支配的である。Lamberte[2002]によれば、フィリピンの企業と銀行は家族所有・家族経営が最も一般的であり、財閥グループがフィリピン企業・銀行の大半を占めていることを指摘している。総資産額で見たフィリピンの上位 10 銀行（2007 年）のうち、6 行が表 0-1で挙げた大手財閥の傘下にある。主要財閥以外でもフィリピン・ユニオン銀行（Union Bank of the Philippines）はアボイティス（Aboitiz）財閥の傘下にあり、メトロポリタン銀行（Metropolitan Bank & Trust Company）についてもジョージ・ティ（GeorgeTy）財閥の影響を強く受けている。したがって、実質的にフィリピンの大手銀行はファミリービジネスの発展型である財閥グループに含まれると言ってよい。

（3） 財閥における内部資本市場

企業グループもしくは多角化した企業における内部資本市場についての議論は、日本の財閥を初めとして複数の研究蓄積がある。武田 [1993]は、持株会社を頂点とする日本の財閥内の資金配分のメカニズムを「内部資本市場」と定義している。財閥を支配するファミリーは、「出資者」であり「資金供給者」であり、傘下企業から上げられた収益を内部留保し、持株会社を通じて再投資を行う。

武田 [1993]はまた、資本市場の発展と財閥の内部資本市場の補完性についても指摘している。資本市場が株式発行市場だけでなく、流通市場が発達するにしたがって多数の小株主からも資金調達が可能な場所になる可能性を持っている。しかし、資本市場が未発達であり国内の遊休資金を効率的に集積できないような発展途上国では、財閥内の内部資本市場が有効に機能しうる [7]。さらに成長機会の多い発展途上国企業の投資計画はハイリスクかつハイリターンであることが多いが、こうした危険性の高い投資計画

[7] さらに武田[1993]は、財閥の資金運用は自己金融と捉えられており，それは財閥内の各子会社が独占的地位につくことによって自己金融化すると同時に，財閥本社を「司令室」として財閥内の資金の過不足を調整しつつ内部的に所要資金が調達され，財閥外の資本市場・資金市場への依存度が低いと考えられている。

のために一般的な銀行部門から資金調達を行うには金利が高騰することが考えられる。したがって、財閥傘下企業にとっても、財閥内の内部資本市場から低い調達コストで資金を融通することのメリットは大きい。

財閥における内部資本市場の有効性についての実証分析は複数存在している。M&A と内部資本市場との関係を扱ったものとしては、 Doukas and Kan[2008]がある。コア事業が非コア事業よりも成長性で劣る企業は非コア事業の買収による多角化を行い、コア事業が成長性の高い業界にある企業は多角化につながらない買収を行うとしている。一方で、買収による多角化を行う企業においては、収益性の低いコア事業から、収益性の高い非コア事業への資金の移転が行われているが、買収による多角化を行わない企業においても、収益性の高いコア事業から収益性の低い非コア事業への資金の移転が行われている。

他方で、財閥系企業のように多角化した企業では、経営資源配分の効率性が低く、業績が低いことが示されている。Berger and Ofek[1995]は、多角化した企業では、収益性の低い事業に経営資源が配分され、内部資本市場の効率が低下し、企業価値の按損が生じる可能性があることが示されている。1986－1991 年のデータを使った超過企業価値に基づく分析を行い、多角化企業の株式価値は、それぞれの部門と同等な単独企業のポートフォリオに対応した価値よりも 13%から 15%低い。そうした企業価値の低下「多角化によるディスカウント」は、トービンの Q（企業が保有する資本ストックを財市場における評価価値で割った値）が低い事業への資本支出額が大きいほど、大きくなる傾向が確認されている。

企業の多角化にともなう非効率性は、「非効率的な内部補助」(inefficient cross-subsidies)の存在にもとづき説明されている（Scharfstein[1998]、Scharfstein and Stein [2000]）。財閥内の内部資本市場においては、投資機会の少ない部門に資金が流れ、逆に投資機会の多いところに資金が流れないことになり非効率を引き起こす。

山田・蜂谷 [2009]は、M&A の実施による内部資本市場の効率性と財務業績の変化を分析した結果、 M&A を行うことにより、内部資本市場の効率が低下するほど財務業績も低下することが明らかにしている。また、 M&A によって多角化度合が増加するほど内部資本市場の効率が低下すること、 M&A を実施する前の内部資本市場の効率が高いほど実施後に効率が低下することがわかった。さらに、 M&A の実施により、事業の多角化度合が高まり、内部資本市場の効率は低下し、財務業績が悪化する。

4. 本論文の構成と概要

まず、第1章「フィリピンの経済発展と金融部門の成長」では、主にマクロ経済データから、フィリピン経済、企業部門、金融部門の特徴と問題点を明らかにすることを試みる。1980 年代以降、経済自由化政策がとられてきたフィリピンの、実物経済は約 30 年経た現在においても良好とは言い難い。一方で、銀行を中心とするフィリピンの金融部門は拡大を続けており、実物部門とは対照的である。

続く、第 2 章「フィリピン財閥系銀行の銀行再編と経営効率性－マルムクィスト DEA によるフィリピン銀行の経営効率性の計測とその決定要因－」では、多くの先行研究で金融危機前後を通じて、相対的に効率的な経営を行ってきたと指摘される財閥系銀行を中心とするフィリピン銀行業について、経営効率性の計測と、経営効率性の構造、そしてその決定要因の計量分析を行う。先に述べたようにフィリピンの銀行の多くはファミリービジネスグループの傘下にあり、2000 年以降の統合・合併の奔流にさらされたフィリピン銀行業についても、ファミリーの意思決定が存在したと考えるのが自然である。具体的にはフィリピン銀行業の経営効率性を計測し、経営効率性の変化が銀行業全体の技術進歩によるものであるのか、銀行の規模経済性の変化によるものであるのか、または個別銀行独自の経営努力によるものであるのかを分析する。さらに、それらの経営効率化もしくは経営非効率化が、銀行の健全性、成長性、収益安定性などの経営体質、また人件費や物件費、金利収入、手数料収入などの経営活動内容、そして、2000 年代に頻発した銀行間の統合・合併など、どのような要因によってもたらされたかを分析する。

さらに、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、アジア通貨危機前の1992-1996年の期間を対象に、フィリピン地場商業銀行の利潤効率性を推計し、利潤効率性をもたらす要因を解析し、銀行の資産規模による利潤効率性の違いを分析する。

次に企業部門についての分析を行う。第3章「フィリピン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、フィリピン製造業企業の企業レベルデータを利用して、債務がコーポレート・ガバナンスに果たした役割について検討をおこなう。具体的には、以下3つの問題：①金融制度の未整備なフィリピンの様な途上国において、債権者によるモニタリング機能を基盤とした負債によるガバナンスがどの程度働いているかという問題、②外資系企業、上場企業、財閥系企業は、債権者によるモニタリング機能が何らかの形で一般企業と異なるため、負債によるガバナンス機能に違いが見られるのではないかという問題、③アジア通貨危機によってフィリピンのコーポレート・ガバナンスにおける負債の役割がどう変化したのかについての問題、について検証を行う。

第 4 章「フィリピンの企業ガバナンスと資本構成－エージェンシー・コスト・アプローチによる製造業企業負債比率の推計」は、フィリピン企業の資金調達構造についてエージェンシー・アプローチを用いた計量分析を行おうという最初の試みである。本章では検討の対象を製造業企業に絞り、アジア通貨危機前の好景気（1993－1995 年）と危機後の不況（1998－2000 年）を跨ぐ6年間について、企業レベルのミクロ・データを利用して計量分析を行う。

第 5 章「フィリピン上場企業における資金調達構造、設備投資行動」では、途上国企業が円滑な資金調達を行うための手段として、財閥グループの果たす役割に注目し、借入を中心的とするフィリピン企業について、主要な借入先である銀行が企業の設備投資行動をどのように規律付けもしくは抑制しているかどうかを検証するために、フィリピン企業の資金調達構造と設備投資行動との関係を分析する。

最後に、第6章ではこれまでの議論を要約・整理する。そして今後の課題について論ずる。

第1章　フィリピンの経済発展と金融部門の成長

1. はじめに

フィリピンは 1950-1960 年代には、発達した製造業部門と訓練された労働力を有する東南アジアの経済発展における先駆者であった。しかし、これらの初期条件にもかかわらずその後、半世紀の間に、他の東南アジア諸国が高度成長していく一方で、フィリピンは周辺国の後塵を拝する水準で停滞を続けてきた。東南アジアにおけるフィリピン経済の後進性の要因はいまだ重要な研究関心である（Usui[2012]）。

言うまでもなく、フィリピン経済の後進性を説明する要因を一言で表すことは困難である。これまで、人口増加と深刻な貧困問題、国内資本の未成熟から生じる国内投資の不足、消費志向性の高さ、サービス業偏重などの産業構造、貿易構造や海外送金依存から生じる海外ショックに対する国内経済の脆弱性など、様々な観点からフィリピン経済の問題点が指摘され、分析が行われてきた。しかし、フィリピン経済の金融的側面、とりわけ国内銀行がフィリピン経済において果たす役割については十分な分析は行われてこなかった。とりわけ製造業をはじめとした企業部門が、資金調達に際してどのような環境におかれているか、そしてもし金融部門が未発達であるならば企業部門がどのような影響を受けるのかといった分析は、筆者の知るところほとんど存在しない。

一般的に、発展途上国が持続可能な経済成長を続けていくためには、企業部門の発展が必要不可欠である。これらの国々では、国民の所得水準が低く、十分な資本蓄積を行うことが困難である場合が多い。同時に、法制度の未整備により企業情報の開示の程度が低く、投資家と経営者間の情報の非対称性が大きいため、零細投資家からの長期的な資金供給が困難になってしまう。このような状況下では、有望な投資機会を持つ優良企業においても、資金調達面での困難に陥る可能性が大きい。したがって、途上国の経済発展の中心的役割を担う企業部門が成長をしていくためには、投資家と企業間の円滑な資金移動を行う金融部門の発達が平行して行われなければならない。

フィリピンでは、低調な実物経済と対照的に、金融部門の健全性や発達が指摘される。実物部門と金融部門が互いを刺激しあいながら成長していくという相互依存の想定とは相容れない状況がフィリピンでは観察される。実物部門に対する金融部門のこうした比較優位性は、

金融機関の利潤最大化行動に基づいた合理的経営の結果なのか、それとも金融機関に関係する財閥グループ存続をさせるために金融機関を利用しているにすぎないのか。

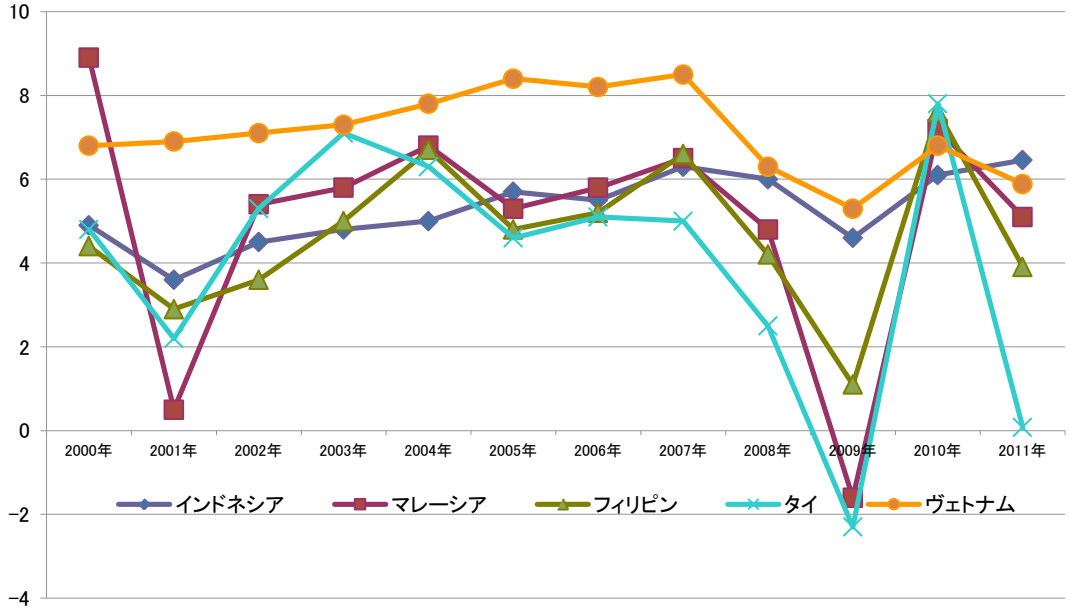
このような実物部門と金融部門のギャップについての問題関心に基づいて、本章では、主にマクロ経済データから、フィリピン経済、企業部門、金融部門の特徴と問題点を明らかにすることを目的としている。そして、本論文の中心的な関心である金融部門がフィリピン経済の中でどのような役割を果たしてきているかについて論じる。

本章の構成は以下の通りである。第 1 節では、フィリピンの新興市場国としての側面をとらえ、主に 1990 年代以降のマクロ経済の発展状況を整理し、フィリピンのマクロ経済の構造的な特徴を浮かび上がらせる。第 2 節では、低調なマクロ経済の中で、金融部門がどのように成長してきているか、金融部門の現状について述べる。第 3 節では、産業構造と主要な企業を取り上げ、フィリピン産業の現状と特徴を整理する。第 4 節では、フィリピンにおける金融部門と企業部門の関係を理解するために、産業別の銀行貸出残高を示し、フィリピンの銀行部門がどのような分野に資金供給を行っているかを整理する。最後に、これまでの議論を整理し、まとめとする。

2. フィリピンの経済発展

1997 年のアジア通貨・経済危機発生以後、過剰な国際資本移動に対する懸念と同時に、ASEAN 金融システムの脆弱性が指摘されてきた（World Bank [2001]）。フィリピンでは、他の ASEAN 諸国に先駆けて 1980 年代初めから金利全面自由化を含む金融自由化政策が実施されてきた。金融自由化論の基本的な枠組みに従えば、金融自由化により、市場メカニズムによる効率的資源分配が達成され、投資の生産性が向上、経済成長の促進につながる。しかしフィリピンでは、金融自由化を受けて、実質金利の上昇、金融機関による貸出額増など金融仲介の拡大は見られたが、国内貯蓄、国内投資は共に低下傾向にあり、マクロ情勢も悪化していった。1980 年代半ばにはマイナス成長を記録している。金融自由化開始から 30 年経た現在においても安定的な経済成長を続けているとは言い難い（図 1-1）。

図 1-1　ASEAN 諸国の実質 GDP 成長率の推移（2000-2011 年、%）



（出所）ADB Key Indicators of Developing Asian Pacific Countries,2012 より筆者作成。

フィリピン実物経済の不振の要因には、貧困・失業問題、国内投資の不足、そして対外貿易構造の問題が大きく関わっている。Tolo[2011]も発展途上国 23 か国の中でのフィリピンの経済発展の後進性を指摘しており、1985-2008 年のパネルデータを用いた実証分析から、フィリピンの経済成長率の低さの要因が①農産物輸出の不足、②国内投資の不足、③研究開発の不足、④人口増加圧力、⑤政治の不安定性にあると結論づけた。以下、緊縮財政を強いる要因となっている貧困・失業問題と、工業化を妨げている国内投資の伸び悩み、外需に依存して影響を受けざるを得ない貿易構造について以下で整理する。

（1）　1990 年代：アキノ・ラモス政権の経済自由化政策

1986 年 2 月のマルコス政権（Ferdinand Edralin Marcos、任期：1965 年 12 月 30 日 - 1986 年 2 月 25 日）崩壊後に登場したアキノ政権（Corazón Aquino、任期：1986 年 2 月 25 日 - 1992 年）は、財政再建とクローニーの癒着の清算と経済自由化の推進に重点を置いた一連の経済改革を行った。その結果、1988 年には実質 6.8%の経済成長にまで回復した。アキノ政権下では、金融部門の自由化が推進され、1989 年には銀行間の競争促進措置 [8]、商業

8　新規店舗開設規制の優先的農村地域で廃止や法定準備率の一律化などが行われた。

銀行最低払込資本金引き上げが行われ、1990 年には国内銀行の新規参入に対する一次規制が廃止され、貯蓄銀行の最低払込資本金の引き上げや店舗外ATMの設置許可などの措置が行われた。

1992 年のアキノ大統領の任期満了に伴い、アキノ政権の経済政策を基本的に継承したラモス政権(Fidel Valdez Ramos、任期:1992 年 6 月 30 日 - 1998 年 6 月 30 日)においても、規制緩和と市場自由化政策が行われてきた[9]。しかし、必ずしも 1990 年代のマクロ経済のパフォーマンスは良好とは言えなかった(表 1-1)。実質GDP成長率を見ると回復傾向にあるものの、同時期(1990 年代)のタイ(平均 8.2%)、マレーシア(同 9.0%)と比較しても低水準にあった。財政収支については、恒常的に財政収支赤字であったが 1994 年にようやく黒字に転じている。1997 年にはアジア通貨危機の影響を受け、1998 年のGDP成長率はマイナス 0.6%まで低下している[10]。

表 1-1 アキノ・ラモス政権下(1993-1998 年)のマクロ経済指標

	1993年	1994年	1995年	1996年	1997年	1998年
名目GDP(10億ペソ)		1,693	1,906	2,172	2,427	2,953
実質GDP成長率(%)	2.1	4.4	4.7	5.9	5.2	-0.6
名目GNP(10億ペソ)		1,736	1,958	2,261	2,528	3,378
経常収支(対GDP比、%)	-5.5	-4.6	-4.4	-4.8	-5.3	2.4
財政収支(対GDP比、%)	-1.5	1.0	0.6	0.3	0.1	-1.7
国内総資本形成(対GDP比、%)		24.1	22.5	24.0	24.8	23.4
CPI変化率(%)	5.6	8.3	6.7	7.5	5.6	9.3
失業率(%)		9.5	9.5	8.6	8.8	10.3
対ドル相場(ペソ,年末値)	27.7	24.4	26.2	26.3	40.0	39.1
対外債務(100万ドル)	36,142	40,257	39,379	44,001	50,706	53,608

(出所)ADB Key Indicators of Developing Asian Pacific Countries,2010 より筆者作成。

フィリピンでは、1980－1990 年代に貿易と投資の自由化方針がとられてきた。その目的は、過去の保護貿易主義から生じていた国内工業の非効率性を取り除くためであった(Austria[2001])。同時に、1980 年代初めから金利全面自由化を含む金融自由化政策が実施されてきた。しかし、プルーデンス規制が不十分なままの規制緩和と強力な政府介入による輸入代替工業化の継続は、1980年代前半のマクロ経済情勢の急速な悪化・停滞を導いた。

9 ハッチクラフト[2007]によれば、ラモス政権の経済改革戦略は、フィリピンの政治経済の「競争の場を整備する」ことを意図したものであった。各経済部門をより競争的な環境にすることで、数多くのレント・ヘブンを小さくし、個別利益的な便益の奪い合いを抑制することを目指していた。

10 アジア通貨危機によるフィリピンのマクロ経済への影響は、ASEAN 諸国のなかでは比較小さかったとしばしば指摘される。それまで長期間の高度成長がなかったため、外国からの資金流入が抑制され、結果として対外債務の激増や不動産市場・株式市場価格の暴騰が抑制されたと説明される(ハッチクラフト[2007])。

当時、多数の製造業企業が規制の枠組みの変更を受けて輸入代替工業化事業に進出したものの、政府機関内部の不統一と中央銀行による企業会計に対する不適切な監督能力が要因で、産業計画を妨げられたと指摘される（ハッチクラフト[2007]）。

（2） 1999-2004 年：エストラーダ政権の貧困削減政策とアロヨ政権の経済再建

アジア通貨危機以降、通貨危機のダメージからの回復や財政赤字問題の解消に取り組んできたフィリピン経済であったが、2000 年代に入ってからも好調な経済成長を遂げているとは言いがたい。2000 年から 2004 年にかけて 2.9－6.7%の実質 GDP 成長率を記録しているが（表 1-2）、フィリピンの高い人口成長率（年率 2%前後）を考慮すると十分とは言えない。

表 1-2 1999-2004 年のマクロ経済指標

	1999年	2000年	2001年	2002年	2003年	2004年
名目GDP（10億ペソ）	3,244	3,581	3,889	4,198	4,548	5,120
実質GDP成長率（%）	3.1	4.4	2.9	3.6	5.0	6.7
名目GNP（10億ペソ）	3,692	4,197	4,594	4,979	5,571	6,305
経常収支（対GDP比、%）	−3.5	−2.7	−2.3	−0.3	0.3	1.8
財政収支（対GDP比、%）	−3.4	−3.7	−3.8	−5.0	−4.4	−3.7
国内総資本形成（対GDP比、%）	19.0	18.4	22.1	24.5	23.0	21.6
CPI変化率（%）	5.9	4.0	6.8	3.0	3.5	6.0
失業率(%)	9.8	11.2	11.1	11.4	11.4	11.8
対ドル相場（ペソ,年末値）	40.3	50.0	51.4	53.1	55.6	56.3
対外債務（100万ドル）	58,321	58,304	58,252	59,906	62,589	60,968

（出所）ADB Key Indicators of Developing Asian Pacific Countries,2010 より筆者作成。

貧困・失業問題と財政政策

フィリピン経済にとって、貧困問題は深刻な課題の一つである。国連『人間開発報告』（Human Development Report、2009 年度版）の統計によると、1 日 2 米ドル以下で生活する貧困者の割合は 45.0%、1.25 米ドル以下は 22.6%（いずれも 2000-2007 年内の最新データ）にのぼる[11]。1991-1997 年にかけては、貧困者の割合が低下傾向にあったが、アジア通貨危機以降やや増加傾向にある[12]。

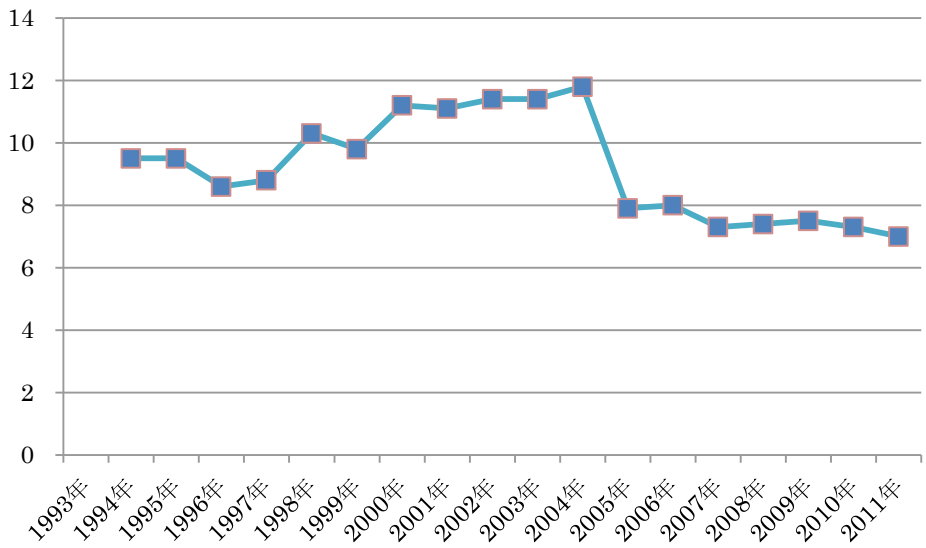
[11] 比較として、1 日 2 米ドル以下の所得の人口比率（同時期）は、マレーシア 7.8%、タイ 11.5%、ベトナム 48.4%である。

[12] Vos and Yap[1996]によると、1971－1988 年にかけて 1 米ドル/日の貧困ライン（poverty line）以下の家計は、全家計の 52.0%から 40.2%へ低下していた。しかし、1988-1991 年にかけて同比率は、40.1%から 40.7%に増加した（都市部：30.1%から 32.2%、農村部：30.1%から 32.2%）。1991 年のイラクによるクウェート侵攻に伴う原油価格の高騰が、フィリピン経済全体と国民生活にダメージを与えたと考えられる。

さらに、マニラ首都圏と農村部の所得格差も指摘されてきた。国家統計局（National Statistics Office：NSO）の統計によると、マニラ首都圏の平均家計所得は 31.1 万ペソ（2006年）に対し、西部のミマロパ地方（Mimaropa）[13]では 10.9 万ペソと 3 倍近い差がある。2003-2006年の所得増加率もマニラ首都圏が16.7%に対し、ミマロパ地方では5.8%と所得格差が拡大する傾向にある。労働者の約半数が農村部に存在し、36.1%が農業に従事（2007年）していることを考慮すると、農業部門への投資と農業生産性の改善がフィリピンの貧困問題を解決する有効な手段である。

失業問題もフィリピン経済が抱えるもう一つの深刻な課題である。2000 年に農業部門の不振などから失業率が 11.2%を記録し、2004 年までも 11%代で推移している（**図 1-2**）。マニラ首都圏の失業率は13.7%（2005年）、全国平均の約2倍であり、農村部から都市部へ労働移動が主な要因となっている。また、サービス部門では1993年の44%から2010年の58%にまで雇用が増進している。さらに海外就労者は 1999 年で 290 万人、全労働力の 9%。海外就労労働者からの本国への送金額は 12 億ドル以下（1990 年）から 107 億ドル（2005 年）に拡大している。

図 1-2 フィリピンの失業率の推移（1993-2010 年、%）



（出所）Asian Development Bank[2011]“Key Indicators for Asia and the Pacific”より筆者作成。

アジア通貨危機後に発足したエストラーダ政権（Joseph Estrada、任期：1998年6月30日 - 2001年1月20日）のもとで行われた、貧困削減を目的とするいわゆるバラマキ政策は、回復

[13] ミマロパ地方（Mimaropa）とは、ミンドロ（Mindoro）・マリンドゥク（Marinduque）・ロンブロン（Romblon）・パラワン（Palawan）のフィリピン西部州の頭文字をとって呼ばる名称である。

しつつあったフィリピンの財政問題を悪化させることとなった[14]。1999年には当初の赤字目標を上回る1,136億ペソの財政赤字を記録し、2000年には1,361億ペソに拡大した[15]。結果的にエストラーダ政権は、不正蓄財疑惑により議会から弾劾の訴追を受け、2000年11月13日に弾劾動議が成立し、退陣に追い込まれた。

アロヨ政権による財政赤字の削減

フィリピンの財政問題は、アロヨ政権下（María Gloria Macaraeg Macapagal-Arroyo、任期：2001年1月20日－2010年6月30日）で大幅に改善した。2006年4月以降3ヶ月連続で黒字を記録し、通年で対GDP比1.0%の赤字にまで縮小した（**表 1-3**）。アロヨ政権は財政赤字の縮小のために、内国税務庁と関税庁の更迭等による綱紀粛正を行い、徴税機能の強化を指示した（世界経済情報サービス[2007]）。その結果、税収は2004年の6,050億ペソから2006年の8,597億ペソまで拡大した。その一方で、付加価値税（Value Added Tax）の引き上げや、Health部門への歳出削減（2004年の140億ペソから2006年の135億ペソ）など、国民生活に負担を強いておりアロヨ政権維持への不安も指摘されていた。

表 1-3 2005-2011年のマクロ経済指標

	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年
名目GDP（10億ペソ）	5,678	6,271	6,893	7,721	8,026	9,004	9735.5
実質GDP成長率（%）	4.8	5.2	6.6	4.2	1.1	7.6	3.9
名目GNP（10億ペソ）	7,150	7,883	8,634	9,776	10,653	11,996	12,878
経常収支（対GDP比、%）	1.9	4.4	4.8	2.1	5.6	4.5	3.1
財政収支（対GDP比、%）	−2.6	−1.0	−0.2	−0.9	−3.7	−3.5	−2.0
国内総資本形成（対GDP比、%）	21.6	18.0	17.3	19.3	16.6	20.5	21.7
CPI変化率（%）	7.6	6.2	2.8	9.3	3.2	3.8	4.6
失業率(%)	7.9	8.0	7.3	7.4	7.5	7.3	7.0
対ドル相場（ペソ,年末値）	53.1	49.1	41.4	47.5	46.4	43.9	43.9
対外債務（100万ドル）	61,658	60,412	66,040	64,995	63,116	72,337	na

（出所）ADB Key Indicators of Developing Asian Pacific Countries,2012より筆者作成。

アロヨ政権では深刻な貧困問題と失業問題に対する対策として、「中期開発計画（Medium Term Philippine Development Plan, 2004-2010）」の目標を設定し、①雇用の1000万人創出と貧困削減、②児童教育の改善、③歳出削減による均衡財政、④交通・通信網整備による中央と地方間の関係強化、⑤電力・水の安定供給、⑥マニラ首都圏の交通渋滞解

14 エストラーダ政権下の1999-2000年の対GDP国内総資本形成は、20%以下に低下している。エストラーダ政権によるバラマキ政策は、国家財政を悪化させただけでなく国内投資を圧迫した可能性がある。

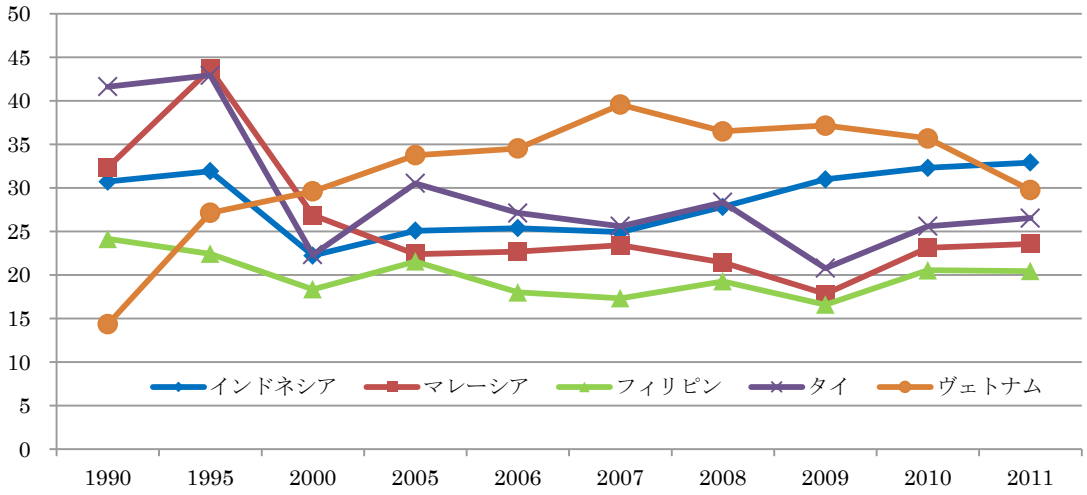
15 この財政赤字の拡大の要因はバラマキ政策の他にも、非効率的な徴税システムと進まない民営化（フィリピン国立銀行やフィリピン国立建設会社、マニラ電力会社等が対象）にあった（川中[2001]）。

消、地方への政府機構とビジネスセンター分散、⑦米軍から返還された軍事基地スービックとクラーク地域を ASEAN の物流センター化などに取り組んできた。

国内投資の不足

フィリピンの経済発展にとって、国内投資の不足は長年のボトルネックの一つであった（Tolo[2011]）。ASEAN諸国の国内総資本形成の対GDP比率を比較すると、フィリピンは1990 年以降 25%以下で低迷しており、他のASEAN諸国の中でも低い水準である（**図 1-3**）[16]。経済自由化を掲げたラモス政権後期（1995-1997 年）の国内総資本形成はGDPの 22.5%から24.8%に増大するものの、1997 年のアジア通貨危機を機に再び低下し、1999-2000 年には20%を下回る水準にまで落ち込む（表 1-1）。対GDP国内総資本形成比率は、通貨危機後の経済回復に伴い、2001-2002 年に一時的に回復するが、その後もまた低調を続けてきた [17]。

図 1-3　ASEAN 諸国の国内総資本形成（対 GDP 比、%）の推移



（出所）ADB[2013]Key Indicators for Asia and the Pacific 2013 より筆者作成。

16 1981 年代初期の国内総資本形成はGDPの 30%近くあったが、1984 年第 3 四半期以降下落し、1998 年第 2 四半期ごろまで 25%前後で推移してきた。いずれにせよ同時期の他のASEAN諸国よりもフィリピンの国内総資本形成の比率は低い。

17 フィリピン政府発表のマクロデータに関しては、しばしば信頼性の問題を指摘される。特に良好なパフォーマンスを示す指標をそのままに評価する際には注意を要する。たとえばフィリピンの国内投資額の対 GDP 比率については、IMF の World Economic Outlook でも発表されており、国家統計調整委員会のデータと比較すると上下2%程度の違いが存在する。しかし、1990 年代以降の国内投資額の対 GDP 比率の増減傾向については、IMF と国家統計調整委員会のデータは概ね一致している。

フィリピン企業部門にとっても、設備投資の不足が課題となっている（第 6 章参照）。国家統計調整委員会（National Statistical Coordination Board；以下NSCB）の統計によれば、企業部門の固定資本への設備投資が含まれる耐久設備（Durable Equipment）投資の対GDP比率は 2003 年に 9.6%、2011 年に 9.3%であり、耐久設備投資についても伸び悩んでいる[18]。2011 年の耐久設備への投資残高 6,987 万ペソのうち、特定産業向けの特殊機械への設備投資は 25.8%、一般産業向け機械・装置への設備投資は 15.0%に過ぎない（表 1-4）。耐久設備への投資のうち、道路車両などの輸送設備、通信・音響機械への設備投資額が相対的に大きく、成長産業である運輸・通信部門（本章第 4 節を参照）における関連設備への設備投資が大きなシェアを占めており、製造業企業等の生産設備拡大のための設備投資は十分に行われているとは言えない[19]。

表 1-4 耐久設備投資の構成（2011 年）

	2011年	
	100万ペソ	%
特定産業向け特殊機械	180,345	25.8
農業機械	1,519	0.2
蒸気以外のトラクター	575	0.1
鉱業建築機械	14,993	2.1
織物機械	2,167	0.3
製材・ロギング機械	1	0.0
精糖機械	20	0.0
紙・パルプ機械	864	0.1
金属加工機械	11,151	1.6
通信・音響機械	92,466	13.2
その他特殊産業機械	56,589	8.1
一般産業向け機械・装置	104,867	15.0
エアコン・冷凍装置	13,375	1.9
ポンプ・コンプレッサー	10,724	1.5
その他電気機器	36,604	5.2
その他一般産業機械	44,164	6.3
輸送設備	286,244	41.0
道路車両	253,181	36.2
鉄道輸送	66	0.0
航空輸送	23,090	3.3
水上輸送	9,906	1.4
その他機器	127,289	18.2
オフィス機器・データ処理	28,527	4.1
その他耐久機器	98,762	14.1
耐久設備合計	**698,745**	**100.0**

（出所）Philippine Statistics Authority資料より筆者作成。

18 国家統計調整委員会（NSCB）の統計では、フィリピンの国内総資本形成は、固定総資本形成（建設、耐久設備、種蓄・農園開発）、知的財産、在庫変動に分類される。

19 フィリピン上場企業のための適切な設備投資を増加させるために、主に金融的側面からどのような方策が可能かについては第 5 章で詳しく述べる。

機械加工貿易中心の海外貿易

フィリピンの貿易構造は基本的に原油等のエネルギー燃料と中間生産財である機械類を輸入し、現地で加工したあと機械製品を輸出する加工貿易の形を採っている [20]。1990 年代以降フィリピンの輸出総額が大きく増加してきたが、その要因は電気・電子製品の輸出による「モノカルチャー的な輸出構造」によるものであった（森澤[2004]）。こうした貿易構造は 2000 年代になっても大きな変化がない。2007 年におけるフィリピンの貿易構造を示したのが表 1-5 である。

表 1-5 フィリピンの貿易構造（2007 年）

産品（SITC分類）	輸入			輸出		
	2007年		平均成長率（2003-2007年）	2007年		平均成長率（2003-2007年）
	輸入額（100万USD）	シェア（%）		輸出額（100万USD）	シェア（%）	
Total	57,995.7	100.0	8	50,465.7	100.0	8.6
Food,beverages and tobacco	3,959.1	6.8	11.2	2,212.3	4.4	7.8
Crude materials(excluding fuels),oils,fats	1,324.2	2.3	5.6	2,012.0	4.0	19.1
Mineral fuels,lubricants and related materials	9,883.0	17.0	25.5	1,196.1	2.4	20.6
Chemicals and related products	4,200.5	7.2	6.9	1,019.3	2.0	25.8
Manufactured goods classified chiefly by material	4,442.0	7.7	3.4	3,738.1	7.4	31.3
Machinery and transport equipment	18,233.1	31.4	−8.5	19,714.0	39.1	−7.7
Miscellaneous manufactured articles	1,478.2	2.5	−3.6	2,844.0	5.6	−8.9
Commodities and transactions not classified elsewhere in SITC	14,475.6	25.0	248.5	17,729.9	35.1	237.1

（出所）United Nations[2009]"International Trade Statistics Yearbook 2009"より筆者作成

輸入品については、機械・輸送機器が全輸入額の 31.4%、鉱物燃料・潤滑油および関連材料が 17.0%と主要輸入品である。より具体的な輸入産品として、原油：58.3 億米ドル、集積回路・超小型組立回路：58.1 億米ドル、そして機械部品及び付属品（機械で使用するための部品及び付属品）：31.7 億米ドルが挙げられる。

輸出品を見ると、機械・輸送機器が主要輸出品であり輸出額の 39.1%（同年）のシェアを持っている [21]。その中でも集積回路・超小型組立回路：55.4 億米ドル、自動情報処理機械及び

[20] フィリピンの場合、原料の一部を海外委託者から受け，これを国内の受託者が加工輸出する委託加工貿易が主要な加工貿易形態である。2007 年のフィリピンの全輸出額に占める HS98 分類（委託加工貿易、特殊取扱品を含む）の輸出比率は 34.8%、輸入部門では 25.7%を占める（増田[2010]）。

[21] これらの輸出品の主要輸出先は米国と日本であり、対米輸出額 86.0 億米ドルのうち 47.5%、対日輸出額 73.0 億米ドルのうち 42.8%を占めている。

装置：39.4 億米ドルが上位を占める。この委託加工を含む加工貿易を中心としたフィリピンの貿易構造は、外需の影響を強く受けざるをえない。フィリピンの貿易収支ついては経常収支を不安定にさせる（表 1-3）要因は、外需依存の貿易構造にあると考えられる [22]。

（3） 2000 年代後半：アロヨ政権の退陣とアキノ III 世政権の登場

2007 年には 2004 年以来の 6%以上の実質GDP成長率を記録した（表 1-3）。この高成長率を支えたのは、フィリピンの主要産業であるサービス業（前年比 8.1%増）と鉱業、建設業などの産業であった。また、個人消費 [23]と国内総資本形成が需要面で貢献したことも指摘されている（日本貿易振興機構[2008]）。

その後、フィリピン経済は2010 年を除き実質GDP成長率は 5%以下の低成長を記録してきた。2007 年の国際金融危機の影響が、製品輸出に依存するフィリピン経済にダメージを与えていることは想像に難くない。海外労働者からの送金が国内経済の下支えをしていたものの [24]、主要輸出品の電気機器・部品、委託加工品などの輸出額が大きく減額した（日本貿易振興機構[2009、2010]）。フィリピンにとって積年の懸案問題である財政赤字も 2007 年には対GDP比 0.2%の赤字にまで縮小しているもの、2006-2011 年を通じて財政赤字は解消されていない。また対外債務についても期間を通じて 600 億ドル前後で推移しており、大幅な回復は見られない。

その一方で、アロヨ政権は、さらなる貿易増進のために、輸出企業に対する優遇政策、自動車産業の育成、農産物の関税率の引き下げ等の施策を実行してきた。アロヨ政権末期である 2010 年の経済成長は顕著なものでああった。実質GDP成長率は、7.6%と大きく増進し

---

22 Furuoka [2007]は、1985-2002 年のフィリピン・マレーシア・インドネシアのマクロ経済データを使用して、輸出額とGDP 規模の Granger causality の検定を行っている。観察期間においてフィリピンの輸出額は拡大している。しかし、フィリピンの輸出額の増加が経済規模を拡大させたという因果関係は観察されなかった。フィリピン経済の拡大は、輸出によるものでなく国内消費や政府支出によるものであると指摘されている。

23 拡大した個人消費の背景には、海外出稼ぎ労働者による送金（144 億米ドル、2007 年）の増大などがあげられる（日本貿易振興機構［2008］）。

24 海外労働者による送金は、フィリピン経済の基盤の一つであり政府も重要視している。アロヨ大統領は 2009 年 4 月に UAE など湾岸アラブ産油国を歴訪し、就職先を確保するための合意を取り付けている（日本貿易振興機構［2009］）。近年の在外フィリピン人の主要就労先はサウジアラビア・カタール・UAE・クウェート・香港である（日本貿易振興機構［2010］）。香港以外の湾岸アラブ産油国では、高騰する原油価格に支えられ国際金融危機の影響が比較的軽微であった。その結果、これらの国におけるフィリピン人の雇用は維持された。

た（表 1-3）。海外からの送金に支えられた国内消費が増大したと同時に、アジア市場の回復に伴い輸出製造業を中心に設備投資も回復し、GDPに占める総固定資本形成比率が20.5%にまで拡大した（表 1-3）。この輸出増進の背景には、2010 年 1 月に発効したASEAN・オーストラリア・ニュージーランド自由貿易協定（AANZFAT）、同年 7 月に発効した日本・ASEAN経済連携協定（AJCEP）などの通商政策の推進があると考えられる（日本貿易振興機構［2011］）[25]。

アロヨ大統領の任期満了 [26]に伴い行われた大統領選挙で当選したのは、アキノIII世（Benigno Simeon Cojuangco Aquino III、任期：2010 年 6 月 30 日－現在）であった。彼は大統領就任演説以来、貧困対策、教育政策、インフラ整備、医療サービス充実を最優先に取り組むことを強調してきた。

その成果は現在のところ十分に現れているとは言いがたい。2011 年の実質GDP成長率は、3.9％と前年の 7.6％を大幅に下回った（表 1-3）。この要因として、先進国諸国の景気低迷、原油高、東日本大震災の影響などが挙げられているが、低投資や財政支出増加による財政赤字、輸入超過による貿易赤字 [27]といった構造的な要因がある。2011 年のフィリピン向け直接投資額（日本が最大の投資元）は、2,561 億ペソ（約 58.7 億米ドル）となり、過去最高額を記録したものの、2012 年上半期には前年同期比 0.4%増の 625.7 億ペソ（約 14.5 米ドル）とほぼ横ばいになった [28]。

---

25 実際に、フィリピンの輸出企業はこれらの FTA を利用して、海外へ販路を拡大している。Wignaraja,*et al.* [2009]は、フィリピンの製造業製品輸出企業 155 社を対象に FTA の利用状況を調査している。彼らは、サンプル企業のうち 20％以上の企業が AFTA を利用していると報告している。また、今後、41％の企業が FTA を利用することを予想している。

26 アロヨ大統領の 2004 年再選後に噴出した大統領選挙不正疑惑、農業省の資金流用疑惑などの問題は、アロヨ政権の支持基盤を大きく揺るがす結果となった。アロヨ大統領は憲法改正による任期延長などにより政権維持を図ったが、2010 年 8 月に憲法改正に強く反対していたコラソン・アキノ元大統領の死去と、故人の葬儀に参集した多数の市民の参集は、アロヨ大統領による憲法改正の推進を困難にすることになった（鈴木[2010]）。

27 国家統計局（National Statistics Office、以下 NSO）によると、輸出不振により貿易赤字額は 2010 年の 32.9 億米ドルから 2011 年に 121.2 億米ドルに拡大した。

28 国家統計調整委員会（NSCB）は、2012 年第 3 四半期の実質 GDP 成長率を前年同期比 7.1%と発表した。この数値は政府の通年目標である 5-6％を上回り、アキノ III 世政権の経済政策の成果と見る向きも多い。また、2012 年 7 月に行われた施政方針演説で、アキノ III 世大統領は「アロヨ前政権下における負の遺産の清算」を課題として掲げ、公務員改革、外資誘致政策、前年度踏襲を排した予算の抜本的見直し、増収・財政赤字の縮小を通じた財政健全化、ミンダナオ和平交渉を推進することを強調した（知花[2013]）。

3. 2000 年代フィリピンの金融部門

(1) 金融部門の発展と現状

一般的に金融部門の拡大と実物経済の成長は正の相関があることが指摘されている。King and Levine [1993]は、一人当たり GDP と金融仲介の指標と正の相関をもつと報告している。金融部門を育成し金融深化を進める方法として、インフレ許容と預金金利の抑制による貨幣の保有抑制 (Tobin[1965])、一方で、高金利政策の経済成長促進とインフレ沈静化(McKinnon[1973]、 Shaw [1973])があげられる(三重野[2010])。

そして、実物部門の未発達と経済・法制度の問題が、金融部門の障害となることも指摘されている(奥田[2006])。第 1 に、所得水準が低いため貯蓄水準や資産蓄積水準が低いこと、第 2 に、零細な資産保有者が多くリスク回避的傾向が強くて長期資金の供給が少ないこと、第 3 に、途上国の産業構造が農鉱業などに偏っており自然環境や世界市況の変化によって、一律かつ大幅な影響を受け易いこと、第 4 に、ファミリー企業が大半で企業の利益がファミリーの利益の犠牲とされる傾向があること、最後に、法律や会計制度に不備があり情報開示が著しく低い。

しかし、前節でみたフィリピン実物部門のマクロ指標とは対照的に、フィリピンの金融部門は相対的に拡大し続けている。GDPベースで比較すると、1990 年代に実質GDP成長率が年率平均 2.8%に対し、金融部門の成長率は 5.1%と高く、2000－2009 年においても実質GDP成長率 4.6%、金融部門成長率が 6.8%と高い水準にある(表 1-6)。マネーサプライ(M2)も 2001 年以降、対GDP比で 40%以上を維持し[29]、年率の成長率も 4.2%から 22.2%の間で拡大を継続している。

表 1-6 フィリピン金融部門の成長率(1999-2010 年、%)

	1999年	2000年	2001年	2002年	2003年	2004年	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年
Agriculture	9.63	3.39	3.44	3.32	4.68	4.31	2.24	3.65	4.72	3.21	−0.72	−0.15
Mining	0.46	2.74	−5.33	64.32	12.86	−4.81	15.96	−0.23	18.62	−1.36	16.11	11.51
Manufacturing	1.70	5.52	2.71	3.03	3.69	5.23	5.04	4.09	3.56	4.31	−4.80	11.16
Electricity,gas,and water	1.41	7.45	3.20	1.99	7.39	7.01	1.39	2.92	5.50	6.81	−0.91	9.95
Construction	−15.27	11.06	−7.26	−4.02	3.20	5.93	−0.10	9.79	14.61	6.98	6.82	14.32
Trade	8.74	6.94	5.32	3.90	5.12	7.43	5.94	5.96	8.61	1.39	1.38	8.35
Transport and communications	4.22	8.14	10.81	10.29	12.24	12.07	7.09	4.29	8.42	3.90	−0.14	1.04
Finance	3.79	1.85	4.12	5.13	6.20	6.99	10.57	11.85	10.18	1.77	5.45	10.11
Public administration	−0.43	0.11	1.84	0.85	3.43	7.50	0.66	3.54	1.41	2.02	6.07	5.85
Others	3.10	0.32	1.42	3.03	3.67	8.00	5.08	5.67	7.00	7.52	5.30	7.96
GDP at 2000 market prices	3.08	4.41	2.89	3.65	4.97	6.70	4.78	5.24	6.62	4.15	1.15	7.63

(出所)Asian Development Bank[2011]"Key Indicators for Asia and the Pacific"より筆者作成

[29] 橋本 [2001]は、フィリピンの金融深化を妨げる要因として、銀行に対しての預金準備率の高さ、フィリピン低所得者層にとって高コストな口座維持手数料、貯蓄性向の低さを挙げている。

この実物部門と金融部門の成長ギャップについては、ASEAN 特有の経済発展経路の存在が指摘されている(奥田[2000])。フィリピンをはじめ ASEAN 型の開発政策は、新規産業の導入を外資系企業が担わせ、国内金融部門が未熟であるという問題を回避してきた。しかしこの結果、成長セクターが国内金融部門と密接な連携を持たないまま経済成長が進むという ASEAN 型特有の構造的な問題が生まれた。

(2) 中心的な役割を担う銀行部門

発展途上国の金融部門の発展にともない、証券市場を中心とする市場型金融システムと、銀行を中心とする銀行型金融システムという対立概念がしばしば議論される(三重野[2010])。まず、銀行は借り手と長期にわたる関係を保ち、内部情報を蓄積しながら金融仲介を行う。証券市場は、公開性の高い情報にもとづき、長期的関係の薄い出資・融資主体との資金取引の場である。一般には、開発途上国においては銀行型システムが優位性をもつと指摘されている。

フィリピン金融部門の中心的な役割を果たすのは銀行部門である。フィリピンの銀行部門には、民間銀行、政府系銀行、外国銀行、貯蓄銀行、農村銀行そしてノン・バンクが存在する。また、中央銀行は、証券業務等まで許可されたユニバーサル銀行と、証券業務等を許可しない商業銀行に区別している。中央銀行の年次報告書によれば、2009 年の金融資産(不良債権を含む)79,543 億ペソのうち銀行部門は 64,215 億ペソ[30]と 80.7%を占めている。それに対し投資会社や金融会社などのノン・バンクは 15,328 億ペソと小規模であり、フィリピンの銀行(特にユニバーサル銀行)中心の金融部門の姿が浮かび上がってくる。

フィリピンの金融機関は 2009 年時点で 23,845 行存在しているが 2003 年の 18,644 行から増加傾向にある。銀行の本店数に限ると 2003 年の 899 行から 2009 年の 785 行と減少傾向にあるものの、フィリピンの実態経済と金融資産の額を考慮し、オーバー・バンキングの状況にあるとしばしば言われる[31]。詳しくは第 4 章で述べるが、事実、フィリピン金融当局は、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、1998 年 3 月に 2000 年末を最終期限とした各業態別の最低資本金の段階的な引上げ措置が導入、

30 この内訳はユニバーサル銀行 56,941 億ペソ、貯蓄銀行 5,561 億ペソ、農村銀行 1,639 億ペソであり、フィリピン銀行部門でユニバーサル銀行は圧倒的なシェアを占める。

31 チン、ジョモ [2007]は、マレーシアの経済発展における国内銀行間の「無駄な」競争の存在を指摘している。一般銀行のみならず貯蓄機関の支店網の拡大による競争も生じてきており、結果として社会的に浪費的な重複が生じている。

さらに 2001 年 3 月にBIS基準による自己資本比率規制導入を決定し、BISの算出基準で10%以上の比率を維持するよう義務付ける等の政策を採ってきた（橋本[2001]）。

（3） 発展途上の資本市場

フィリピン証券取引所（Philippine Stock Exchange: PSE）では、現在普通株、優先株、ワラント等が上場されているが、普通株の取引が中心となっている。フィリピンの株式市場の時価総額は 2009 年には 9,942 億ペソに登る。2003 年の 1,453 億ペソから大きく拡大しているものの、銀行部門と比較するとフィリピンの証券市場は依然として発展途上と言える。

債券市場については、発行・流通市場ともに国債取引が中心である。恒常的な財政赤字を抱えているフィリピンでは、国債発行は政府の重要な資金調達手段である。流通市場取引は低調で、アジア開発銀行(ADB)が四半期ごとに発行する「アジア債券モニター (Asian Bond Monitor)」では売買回転率を 1.3％から 1.4％程度と発表している（柏原[2009]）。

これに対し、周辺諸国と協調して債権市場制度の共通化を図る試みが行われつつある。2008 年、フィリピン証券取引所理事会は約 5 年振りに後場の再開を決定したが、これはASEAN+3 アジア債券市場イニシアティブを構成する市場改革の一段階として、一部加盟国証券取引所間で相互オーダーを実現しようとする計画の現れである（柏原[2009]）[32]。

現時点では、フィリピンを含め、経済発展過程における証券市場の役割を詳細に分析する研究は限られている。発展途上国では主要企業の多くが証券市場に参加せずに未上場企業に留まる（三重野[2010]）がフィリピンでも同様である。経済発展の過程において企業が証券市場の利用するメリットとデメリットについての分析については、今後の研究蓄積が待たれる。

最後に、ASEAN 型金融システムについて整理しておきたい（奥田[2006]）。第 1 に国内金融機関の能力が未熟であったため、新規投資プロジェクトの選別、適切なリスク分散、長期性資金の供給が困難であった。第 2 に企業の所有構造が寡占的で企業情報の開示は限定的であったため、外部投資家と企業との間の情報の非対象性が著しく高くなり、円滑な金融

---

[32] 一方で、1997 年通貨危機後のマレーシアの事例から、発展途上国の証券市場の育成が銀行部門の成長を妨げることも指摘されている（チン、ジョモ[2007]）。彼らの議論によれば、適切な金融抑制（financial restraint）のもとでは、金融部門におけるレント創出が安全性をより高め、預金のためのインフラストラクチャーを改善し、貯蓄を増大させることができる。マレーシアでは、外国企業子会社が現地株式市場での株式発行を行う際に、株式は多くの小規模の投資家に対して販売され、ライセンス契約、マネジメント契約等を通じて、経済余剰の大部分が海外に確実に流出した。その結果、マレーシア金融市場における商業銀行預金の比率は、1990 年の 22.8％から 1994 年の 16.1％へ低下している。フィリピンの金融部門において、銀行部門と証券市場のどちらの育成がより有効であるかについてはさらなる分析が必要である。

活動の障害となった。第3に、法整備や人材育成が遅れたことが、国内企業や金融機関にとって障害となった。最後に金融機関と企業グループとの結託、政府と企業との癒着である。

4. フィリピンの産業と企業

（1） フィリピン産業構造の推移と製造業部門

フィリピンの産業部門において工業部門なかでも製造業の発展は長年の課題である。フィリピンの工業部門は対GDP比で1980年の39%から2009年の32%へ約30年間でむしろ停滞している。製造業部門についても1980年の25.7%から2009年の21.3%へとGDP内のシェアは低下している。このような製造業シェアの低下はASEAN諸国の中では特異的である（Usui[2012]）[33]。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るが、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る。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。1998－2012年のフィリピンの産業構造の推移を（**表 1-7**）に示した。

表 1-7 フィリピンの産業構造の推移（1998-2010年、%）

	1998年	1999年	2000年	2001年	2002年	2003年	2004年	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年
農業	13.3	14.1	14.0	14.0	14.0	14.0	13.6	13.3	13.1	12.9	12.8	12.5	11.6
工業	35.3	33.8	34.5	33.8	33.6	33.3	32.9	32.7	32.5	32.2	32.4	31.5	32.6
製造業	24.5	24.2	24.5	24.4	24.3	24.0	23.7	23.7	23.5	22.8	22.8	21.5	22.2
サービス業	51.4	52.1	51.6	52.2	52.4	52.7	53.5	54.0	54.4	54.9	54.8	56.0	55.8
金融業	5.3	5.4	5.2	5.3	5.4	5.4	5.4	5.7	6.1	6.3	6.2	6.4	6.6
合計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

（出所）ADB Key Indicators of Developing Asian Pacific Countries,2012より筆者作成

この期間で実質成長率が高かったのはサービス部門であるのに対して、工業部門は低迷してきた（**表 1-8**）。製造業についても同様に伸び悩んできた[34]。1998年時点では、農業部門が13.3%、工業部門が35.3%、サービス部門が51.4%を占めていた。その後、サービス業の

[33] Usui[2012]によれば1980-2009年のGDP総額に占める製造業部門の比率は、インドネシアが13.0%から27.4%、マレーシアが21.6%から25.5%、タイが21.5%から34.2%へ順調に拡大している。

[34] フィリピンの電気・電子機器・部品輸出が1980年代から急速に拡大しているにもかかわらず、電気・電子機器・部品製造業など製造業の成長が大きく見られない。その要因として、電気・電子機器・部品輸出の7割以上を半導体が占めていることと、半導体組み立てにおけるローカルコンテントが低いこと、そして後方関連効果が少ないことが指摘されている（森澤[2004]）。

シェアはさらに増加傾向にあり、2010 年には 55.8%まで増加した。一方で、2010 年の農業部門は 11.6%、工業部門は 32.6%、製造業部門については、1998 年の 24.5%から 2010 年の 22.2%にシェアが低下した。フィリピン製造業企業の課題については第 4 章と第 5 章で詳しく述べたい。

表 1-8 フィリピンの産業部門別実質成長率(1998－2010 年、%)

	1999年	2000年	2001年	2002年	2003年	2004年	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年
農業	9.6	3.4	3.4	3.3	4.7	4.3	2.2	3.7	4.7	3.2	−0.7	−0.2
工業	−1.5	6.5	1.0	2.9	4.3	5.2	4.2	4.6	5.8	4.8	−1.9	11.6
製造業	1.7	5.5	2.7	3.0	3.7	5.2	5.0	4.1	3.6	4.3	−4.8	11.2
サービス業	4.5	3.3	4.0	4.2	5.5	8.3	5.8	6.0	7.6	4.0	3.4	7.2
金融業	3.8	1.9	4.1	5.1	6.2	7.0	10.6	11.9	10.2	1.8	5.5	10.1
合計	3.1	4.4	2.9	3.6	5.0	6.7	4.8	5.2	6.6	4.2	1.1	7.6

(出所)ADB Key Indicators of Developing Asian Pacific Countries,2012より筆者作成

(2) フィリピン企業部門の特徴

フィリピンの主要企業のリストをみると、電力・水、運輸・通信関連のインフラ企業と石油関連企業が売上高の上位を占めている(**表 1-9**)。1998－2008 年の売上高上位 20 社の中には、10 社程度の製造業企業がリストアップされるが、ペトロン社(Petron)やフィリピン・シェル石油社(Pilipinas Shell Petroleum)などの石油関連企業や Fujitsu Computer Products 社や Toshiba Information Equipment 社などの外資系(日系)製造業企業が大半を占めているため、地場の製造業企業はサンミゲル社(San Miguel)など財閥系大企業の一部に限られる(詳しくは第 4 章、第 5 章を参照)。

表 1-9 フィリピン企業売上高上位 20 社の変遷(1998-2008 年)

	1998年			2002年			2005年			2008年		
ランキング	企業名	産業分類	売上高(百万ペソ)	企業名	産業分類	売上高(百万ペソ)	企業名	産業分類	売上高(百万ペソ)	企業名	産業分類	売上高(百万ペソ)
1	National Power Corp.	電力/水	98,066	National Power Corp.	電力/水	130,973	National Power Corp.	電力/水	256,610	Petron Corp.	製造	268,817
2	Manila Electric Co.	電力/水	82,968	Toshiba Information Equipment(Philippines),Inc.	製造	129,173	Petron Corp.	製造	191,915	Pilipinas Shell Petroleum Corp.	製造	197,890
3	San Miguel Corp.	製造	69,983	Manila Electric Co.	電力/水	124,456	Manila Electric Co.	電力/水	176,352	Manila Electric Co.	電力/水	188,237
4	Petron Corp.	製造	59,514	TI(Philippines),Inc.	製造	121,041	TI(Philippines),Inc.	製造	157,548	TI(Philippines),Inc.	製造	114,448
5	Texas Instruments(Philippines.),Inc.	製造	56,982	Petron Corp.	製造	92,735	Pilipinas Shell Petroleum Corp.	製造	149,126	Chevron Philippines,Inc.	卸売/小売	96,863
6	Pilipinas Shell Petroleum Corp.	製造	56,029	Pilipinas Shell Petroleum Corp.	製造	86,448	Chevron Philippines,Inc.	卸売/小売	74,659	Nestle Phillipines,Inc.	製造	82,816
7	Philippine Long Distance Telephone Co.	運輸/通信	43,340	Caltex(Philippines.) Inc.	製造	55,829	Philippine Long Distance Telephone Co.	運輸/通信	68,464	Philippine Long Distance Telephone Co.	運輸/通信	78,975
8	Fujitsu Computer Products Corp. of the Philippines.	製造	39,350	Nestle Phillipines,Inc.	製造	51,715	Philippine Airlaines,Inc.	運輸/通信	68,042	Smart Communications,Inc.	運輸/通信	77,695
9	Caltex(Philippines.) Inc.	製造	38,775	Wistron Information(Philippines.) Corp.	製造	51,588	Nestle Phillipines,Inc.	製造	65,379	Philippine Associated Smelting and Refining Corp.	製造	76,642
10	Nestle Phillipines,Inc.	製造	34,398	Philippine Long Distance Telephone Co.	運輸/通信	47,369	Smart Communications,Inc.	運輸/通信	65,229	Philippine Airlaines,Inc.	運輸/通信	72,709
11	Metropolitan Bank and Trust Co.	金融	32,018	Globe Telecom,Inc.	運輸/通信	46,294	Toshiba Information Equipment(Philippines),Inc.	製造	64,298	Mercury Drug Corp.	卸売/小売	70,904
12	Coca-Cola Bottlers Philippines,Inc.	製造	29,322	Philippine Airlaines,Inc.	運輸/通信	44,086	San Miguel Corp.	製造	62,152	Globe Telecom,Inc.	運輸/通信	60,484
13	Philippine National Bank	金融	27,976	San Miguel Corp.	製造	43,057	Panasonic Communications Philippines Corp.	製造	59,344	Toshiba Information Equipment(Philippines),Inc.	製造	59,067
14	National Food Authority	行政/社会保障	25,251	Mercury Drug Corp.	卸売/小売	38,056	Philips Semiconductors Philippines,Inc.	製造	57,423	Zuellig Phama Corp.	卸売/小売	57,632
15	Toshiba Information Equipment(Philippines),Inc.	製造	25,178	Hitachi Global Storage Technologies Philippines. Corp.	製造	37,874	Fujitsu Computer Products Corp. of the Philippines.	製造	57,219	Banco de Oro UniBank,Inc.	金融	54,254
16	Bank of Philippine Islands	金融	23,190	Zuellig Phama Corp.	卸売/小売	35,342	Mercury Drug Corp.	卸売/小売	53,175	Malayan Integrated Industries Corp.	製造	52,597
17	Mercury Drug Corp.	卸売/小売	23,065	Smart Communications,Inc.	運輸/通信	34,651	Globe Telecom,Inc.	運輸/通信	52,616	San Miguel Brewery,Inc.	製造	49,145
18	Land Bank of the Philippines	金融	21,430	Fujitsu Computer Products Corp. of the Philippines.	製造	34,029	Philippine Associated Smelting and Refining Corp.	製造	51,533	Coca-Cola Bottlers Philippines,Inc.	製造	47,101
19	Hitachi Computer Products(Asia) Corp.	製造	20,223	Philips Semiconductors Philippines,Inc.	製造	31,702	Zuellig Phama Corp.	卸売/小売	43,639	Toyota Motor Philippines Corp.	製造	45,088
20	Forture Tabacco Corp.	製造	19,619	Coca-Cola Bottlers Philippines,Inc.	製造	30,639	National Food Authority	行政/社会保障	41,511	San Miguel Foods,Inc.	農林	42,476

(出所)Businss World"Top 1000 Corporations in the Philippines"各年度号から筆者作成。

一方で、サービス業企業については金融業[35]や運輸・通信関連企業を除くと、Mercury Drug社などごくわずかである。フィリピン経済においてサービス業が大きなシェアを占めていること(表 1-7)を考慮すれば、中小規模のサービス企業が多数経営を行っていることが伺える。

(3) フィリピン銀行部門と企業部門の関係

工業部門と製造業部門の未発達の要因の一つに、資金調達面の困難がある。先に見たようにフィリピンの金融システムは銀行部門が中心であるため、外部から資金調達を行おうとするフィリピン企業にとって、銀行が有効な資金調達先となる。銀行の貸出先別残高の内訳の推移を示したのが(表 1-10、表 1-11)である。商業銀行の産業向け貸出残高は、1997 年のア

[35] アジア通貨危機直後の 1998 年には、フィリピンの売上高上位 20 社のうち、メトロポリタン銀行やフィリピン国立銀行など金融機関 4 行がランクインしていたことも特徴的である。

ジア通貨危機を挟んでいるにもかかわらず、1993 年 12 月から 1998 年 12 月まで増加傾向にあった（表 1-11）。

表 1-10 商業銀行の貸出先別比率の推移（1993 年 12 月－1998 年 12 月、%）

	1993年12月	1996年12月	1998年12月
Classified by Economic Activity			
Agriculture, Fisheries & Forestry	10.6	5.7	4.7
Mining and Quarrying	2.5	0.9	1.5
Manufacturing	33.0	32.3	26.5
Electricity, Gas & Water	2.4	2.8	3.5
Construction	3.1	3.9	4.1
Wholesale & Retail Trade	15.7	16.1	15.6
Transportation, Storage & Communication	3.9	6.1	7.3
Fin. Inst., Real Estate & Bus. Services of which RRPs	16.7	21.8	25.8
Community, Social & Personal Services	11.9	10.5	11.1
TOTAL(%)	100.0	100.0	100.0
TOTAL（mil pesos）	432,829.4	1,120,264.5	1,348,191.0

（出所）Bangko Sentral ng Pilipinas HP（http://www.bsp.gov.ph/index.asp、2013年6月15日アクセス）データより筆者作成

フィリピン商業銀行の貸出は、主にサービス部門に集中している。1993 年 12 月には商業銀行の貸出総額 4,328 億ペソのうち、サービス部門向け貸出は 50.6%を占めた。その後、金融・不動産関連部門向け融資を中心に拡大し、1998 年 12 月にはサービス部門向け貸出は 63.3%にまで成長している。その一方で、製造業部門への貸出額は 1993 年 12 月には 1,428 億ペソで産業向け貸出残高の 33.0%を占めていたが、貸出比率は低下傾向にあった。

表 1-11 ユニバーサル銀行と商業銀行の貸出先別比率の推移（2001 年 12 月－2012 年 12 月、%）

	2001年12月	2006年12月	2009年12月	2012年12月
For Production by Economic Activity				
Agriculture, Hunting & Forestry	4.5	10.1	15.5	5.4
Fishing	0.3	0.4	0.2	0.3
Mining and Quarrying	1.4	0.6	0.2	0.4
Manufacturing	27.1	25.2	15.2	17.2
Electricity, Gas & Water	5.1	5.0	6.7	8.7
Construction	3.1	1.7	1.2	1.7
Wholesale & Retail Trade	14.4	12.3	11.1	14.6
Transportation, Storage & Communication	5.3	3.4	7.0	7.4
Financial Intermediation	9.7	7.8	8.8	9.6
Real Estate, Renting & Bus. Services	14.7	14.8	14.8	17.8
Public Administration and Defense	1.6	2.8	3.1	3.3
Education	0.6	0.6	0.5	0.4
Health and Social Work	0.3	0.4	0.5	0.5
Other Community, Social & Personal Services	7.0	6.3	3.3	2.8
Hotels and Restaurants	1.2	0.8	1.3	1.3
For Household Consumption	3.6	7.6	8.2	7.9
Non-Resident	0.0	0.0	2.3	0.8
TOTAL(%)	100.0	100.0	100.0	100.0
TOTAL（mil peso）	1,399,236	1,695,287	2,378,894	3,480,418

（出所）Bangko Sentral ng Pilipinas HP（http://www.bsp.gov.ph/index.asp、2013年6月15日アクセス）データより筆者作成

2000 年以降もフィリピン銀行部門から製造業部門への貸出のシェアは低下し続けている。2012 年 12 月末時点でのフィリピン銀行の貸出残高 34,804 億ペソのうち、5,986 億ペソ（貸出残高合計の 17.2%）が製造業向けであった。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 [36]、主要な調達先になっている銀行特に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 [37]。

5. 本章のまとめ

本章では、後章でフィリピンの企業・金融機関の計量分析を行うための準備として、主にマクロ経済データから、フィリピン経済、企業部門、金融部門の特徴と問題点を概観することを目的とした。本章で得られた知見を整理すると以下のようになる。フィリピンでは、他の ASEAN 諸国に先行する形で 1980 年代初めから金融自由化政策を含む経済自由化政策が推進されてきた。しかしフィリピンでは、銀行部門を中心とする金融部門は相対的に拡大していったものの、国内貯蓄、国内投資は共に低下傾向にあり、マクロ情勢も悪化していった。1980 年代半ばにはマイナス成長を記録している。30 年経た現在においても特に実物経済については良好とは言い難い。

フィリピン経済にとって、深刻な課題は貧困問題と失業問題であり、これらの問題と相互に負の影響を与える長年の財政問題である。また、機械加工貿易中心の海外貿易構造は、海外需要にフィリピンの貿易と経済が大きく影響されることに繋がり、安定的な財政収入の確保の困難にも結びつく。産業構造と企業部門の構成を見ても、地場製造業企業は未発達であり、雇用を吸収するような産業が十分に育成されているとは言いがたい。

一方で、銀行を中心とするフィリピンの金融部門は成長を続けており、実物部門とは対照的である。特に銀行部門については、アジア通貨危機以降も順調に資産規模を拡大させており、フィリピン企業にとって有力な資金調達先の一つとなっている。フィリピンの銀行部門にとって、サービス業企業は主要な融資先となっており、工業部門中でも製造業企業向け融資

---

[36] 柏原 [2009]は、国内直接金融市場の規模が拡大しない要因の一つとして、フィリピン企業の資金需要額の限界を挙げている。また、一般的に製造業は大型の設備投資を必要とするが、フィリピンの製造業は半導体製造などのような中間加工業に集中しており、事業規模が海外市場の影響に大きく左右されることを指摘している。

[37] 先に述べたようにフィリピンの株式市場は企業にとって有効な資金調達先とはなっていないが、2009 年の株式取引総額 5,408 億ペソのうち 409 億ペソが工業部門企業、1,316 億ペソがサービス部門企業に関する取引であった。

は伸び悩んでいる。こうした傾向は1990年代から2000年代にかけてより顕著になってきている。

見方を変えればフィリピンの銀行部門にとって、サービス業企業が主要な融資先であり続けているのは、フィリピンの産業構造が硬直的で有望な新しい融資先が他に見当たらないという理由が指摘できる。2000年代に入って、これらの企業融資を担うユニバーサル銀行や商業銀行が大型の統合・合併のストリームに直面しているという事実から、企業向け銀行貸出市場が飽和状態にあるという見方もできるであろう。詳細な分析は第2章で行うが、成長を続けるフィリピン銀行市場も国内市場では需要不足の状態にあり、伝統的な預金貸出業務以外の収益源が必要な状況に立たされている可能性も指摘できる。

第2章 財閥系銀行の銀行再編と経営効率性

－マルムクィスト DEA によるフィリピン銀行の経営効率性の計測とその決定要因－

1. はじめに

序章で述べたように、フィリピンの銀行部門の中で、財閥グループは中心的な役割を果たしてきた。財閥グループを中心とするフィリピン銀行市場に対して、1997 年に始まるアジア通貨危機以降、銀行システム自体の脆弱性を指摘され続けてきた（World Bank [2001]）。また、フィリピンでは矮小な国内金融市場について、オーバー・バンキング問題が課題の一つとなっている。そこで金融当局は、銀行部門を中心とする金融機関の財務内容の健全化と銀行間の統合合併政策を推進してきた。その結果、アジア通貨危機以降、通じて財閥系銀行を中心とする銀行再編が活発におこなわれてきた。

多くの先行研究で通貨危機前後を通じて、フィリピン銀行が相対的に効率的な経営を行ってきたと指摘されている。その一方で、統合合併推進政策によって、2000 年以降、フィリピンの銀行業が経営面で非効率的になり、最低資本金不足による不健全な経営状態に陥ったとの報告もされている。

本章では、2000 年代に財閥グループの枠組みを超えた統合合併の奔流にさらされたフィリピン銀行業の経営効率性を計測し、経営効率性がどのようなに変化したのかを分析することを第 1 の目的としている。そして、それらの経営効率化もしくは経営非効率化が、銀行経営の健全性などの経営体質、人件費や手数料収入などの経営活動内容、そして、2000 年代に頻発した財閥グループの枠組みを超えた統合合併など、どのような要因によってもたらされたかを分析することを第 2 の目的としている。

本章の構成は以下の通りである。続く第 2 節で、2000 年代のフィリピン銀行部門の拡大と銀行再編の状況について整理する。第 3 節では、銀行経営に関する先行研究と第 2 節の 2000 年代フィリピン銀行業の拡大と銀行再編の観察から、銀行経営についての仮説を設定する。第4節は、マルムクィスト DEA によるフィリピン銀行の経営効率性の計測と、経営効率性の決定要因分析のための方法を提示する。第 5 節は、経営効率性の計測結果と、経営効率性の決定要因の分析結果を示す。最後に、これまでの論点をまとめ、結論と今後の課題について述べる。

2. 2000 年代フィリピン銀行部門の拡大と銀行再編

（1） 銀行部門の拡大と銀行業務の特徴

フィリピンでは、1990 年代初めから金融改革の一環として、競争促進政策と外資規制の緩和が推進されてきた。競争促進政策として、1990 年の国内銀行の新規参入に対する一次規制廃止、1991 年の銀行店舗規制の自由化、銀行の合併・統合の促進措置等が挙げられる。また外資規制の緩和については、1991 年の外国投資法規制改正による外資出資規制の廃止、1993 年の外国為替取引規制緩和、1994 年の外国銀行の参入自由化等の措置がとられてきた（Austria[2001]、Lamberte[1996]）。金融自由化後、競争度の高まったフィリピンの銀行業において、資金の効率的運用と高収益性が観察されている（奥田[2000]）。

フィリピンの銀行部門は、2000 年以降も拡大し続けてきた。2007 年 12 月には銀行資産総計は 5.1 兆ペソを記録し、前年度同月の 4.9 兆ペソから 5.5%の成長をしてきた。フィリピン銀行部門の中心的なアクターは民間地場商業銀行であり、銀行市場の中で民間地場商業銀行の資産規模シェア 60%強の比率を保有していた。また、フィリピン銀行市場は集中的である。上位 5 銀行が全銀行資産の 50.6%（2007 年末）、上位 10 行で 69.9%（2007 年末）を占めていた。

2007 年のフィリピンの銀行業[38]の収益構造と財務構造を表したものが**表 2-1** である。フィリピン銀行業の財務構造を見ると、民間地場商業銀行が銀行業の中心的な存在となっており、銀行数と資産規模ともに最も大きかった。

---

[38] ここでの銀行とはノンバンクを含めない商業銀行と貯蓄銀行とする。フィリピン中央銀行の分類により 2000 年から 2007 年に存在した 51 行を、民間地場商業銀行 27 行（Bank of The Philippine Islands、BDO Private Bank、East West Banking、United Overseas Bank Philippines、Philippine Veterans Bank、Urban Bank、Rizal Commercial Banking、Union Bank of the Philippines、Security Bank、United Coconut Planters Bank、Bank of Commerce、AsianBank、Asia United Bank、Pilipinas Bank、Philtrust Bank、International Exchange Bank、Metropolitan Bank、Allied Banking、Prudential Bank、Philippine Bank of Communications、PCIBank、Philippine National Bank、Far East Bank & Trust、Export & Industry Bank、China Banking、Equitable PCI Bank、Banco de Oro Unibank）、政府系銀行 2 行（Development Bank of the Philippines、Land Bank of the Philippines）、外国商業銀行 4 行（Maybank Philippines、Chinatrust Commercial Bank、ABN AMRO Bank、Bank of Tokyo-Mitsubishi）、貯蓄銀行 18 行（BPI Direct Savings Bank、Allied Savings Bank、UCPB Savings Bank、First Metro Investment、GE Money Bank、RCBC Savings Bank、Citibank Savings、Philippine Savings Bank、Malayan Bank Savings & Mortgage Bank、Robinsons

表 2-1 フィリピン銀行の収益構造と財務構造(2007 年)

	総資産	税引前当期利益	総資本	貸出	投資	預金	金利払い	その他費用
	10億PHP	(対総資産比率、%)						
Metropolitan Bank & Trust Company	716.07	1.09	9.51	55.02	16.02	8.58	2.36	2.97
Bank of The Philippine Islands	637.29	2.04	11.16	49.04	24.48	1.47	2.11	3.63
Banco de Oro Unibank, Inc.	617.42	1.53	9.81	52.80	23.25	5.82	2.62	4.56
Land Bank of the Philippines	385.31	1.31	11.18	45.17	30.86	0.18	1.81	3.26
Development Bank of the Philippines	243.18	1.06	11.43	52.46	23.14	22.38	2.91	2.34
Philippine National Bank	239.71	0.88	12.61	36.06	22.35	2.05	2.22	3.63
Rizal Commercial Banking Corp.	239.10	1.71	9.74	48.71	22.85	5.69	2.72	3.87
Union Bank of the Philippines	188.52	1.57	14.43	60.05	15.16	22.60	2.56	2.77
China Banking Corporation	175.69	2.21	15.22	59.08	20.91	0.47	2.81	2.91
Allied Banking Corporation	147.77	1.52	11.69	47.58	23.73	1.77	2.62	4.58
Security Bank Corporation	128.65	2.52	10.42	44.31	23.41	6.34	3.86	2.92
United Coconut Planters Bank	105.60	−2.52	4.95	40.68	15.30	0.00	3.21	4.59
BPI Family Savings Bank Inc	103.73	1.93	8.00	63.68	22.46	0.00	3.50	3.05
Bank of Commerce	76.82	0.88	6.30	49.92	24.71	0.03	3.45	3.26
Philippine Savings Bank	68.66	1.01	9.61	60.45	21.98	0.54	3.34	5.27
Philippine Trust Company	63.35	2347.13	13.33	36.84	22.68	0.00	3.62	1.90
Philippine Bank of Communications	50.00	2.73	12.22	20.51	31.20	11.18	4.23	3.22
First Metro Investment Corporation	44.85	3.89	18.38	27.98	41.24	7.99	2.45	1.67
Planters Development Bank	43.26	0.93	7.69	70.40	12.21	0.00	4.26	3.49
RCBC Savings Bank Inc	40.39	2.32	13.13	70.91	8.85	0.00	3.12	4.20
East West Banking Corporation	38.72	0.00	11.54	64.87	1.42	0.03	2.87	3.66
Asia United Bank Corporation	38.17	2.76	17.60	61.10	22.51	0.00	2.58	2.38
BDO Private Bank Inc	24.57	2.20	14.54	20.81	45.11	31.48	3.87	1.54
Chinatrust Commercial Bank Corp	19.90	0.79	24.96	51.97	6.91	0.00	4.19	7.17
Maybank Philippines Inc	18.17	−1.59	9.15	61.25	20.38	0.25	3.72	4.74
AIG PhilAm Savings Bank, Inc	13.03	0.56	9.24	87.15	3.46	0.00	4.80	10.39
Robinsons Savings Bank Corporation	12.42	2.88	13.50	60.91	28.30	0.00	3.76	4.66
BDO Leasing and Finance Inc	9.45	4.48	43.83	86.51	0.01	28.50	3.19	4.34
GE Money Bank Inc	7.98	7.33	10.47	77.09	9.33	0.00	3.60	12.37
ABN AMRO Bank Inc	7.71	−2.89	−3.06	46.42	0.10	0.00	4.34	5.45
Citystate Savings Bank, Inc	2.22	0.23	34.33	53.68	0.90	0.00	1.98	8.93
CitisecOnline.com, Inc	1.54	11.32	43.15	0.00	8.43	0.00	0.00	6.03
Macquarie Securities Inc	0.97	16.17	76.19	16.47	0.00	6.58	0.00	11.54

(注1)2007年時点でデータを入手できなかった銀行については掲載していない。
(注2)財閥系銀行はゴシックで表している。。
(出所)Bankscopeデータベースと各銀行の年次報告書より筆者作成

Savings Bank、Traders Royal Bank、Premiere Development Bank、Planters Development Bank、Manila Banking、Citystate Savings Bank、Philippine Business Bank、AIG PhilAm Savings Bank、Asiatrust Development Bank)と分類する。

民間商業銀行の財務構造について対総資産比率でみると、貸出金が 47.4%、預金が 6.5%、投資が 22.2%（いずれも 2007 年）となっていた。外資系商業銀行は貸出金の対総資産比率が 53.2%（2007 年）と相対的に高いのに対して、投資は 9.1%と低く伝統的な預金貸出業務への傾向が強かった。貯蓄銀行については、資産規模は小規模ながらも自己資本比率が高く（関連貯蓄銀行[39]で 10.3%、専業貯蓄銀行で 16.2%、同年）、貸出金の比率が高かったこと（関連貯蓄銀行で 68.0%、専業貯蓄銀行で 68.0%、同年）が特徴である。

また、フィリピン大手銀行の多くはいわゆる財閥系銀行であり、これら財閥系銀行は自己資本比率が高く、総資産純利益率（税引前当期利益/総資産）が高い傾向が見られた。**表 1** で示した 2007 年のフィリピンの上位銀行のリストでは 33 行中 19 行が財閥グループに属していた。全 33 行の総資産の合計は 4.51 兆ペソのうち、財閥系銀行の総資産合計は 3.58 兆ペソで全体の 79.3%を占めた。

なお、サンプルになっている銀行の不良債権比率については、1996-1998 年には 2-9%であったのに対し、2000 年以降は 13-19%と高水準であり 2000 年代の不良債権比率は増加傾向にあった。

（2） 2000 年代フィリピン銀行部門の再編

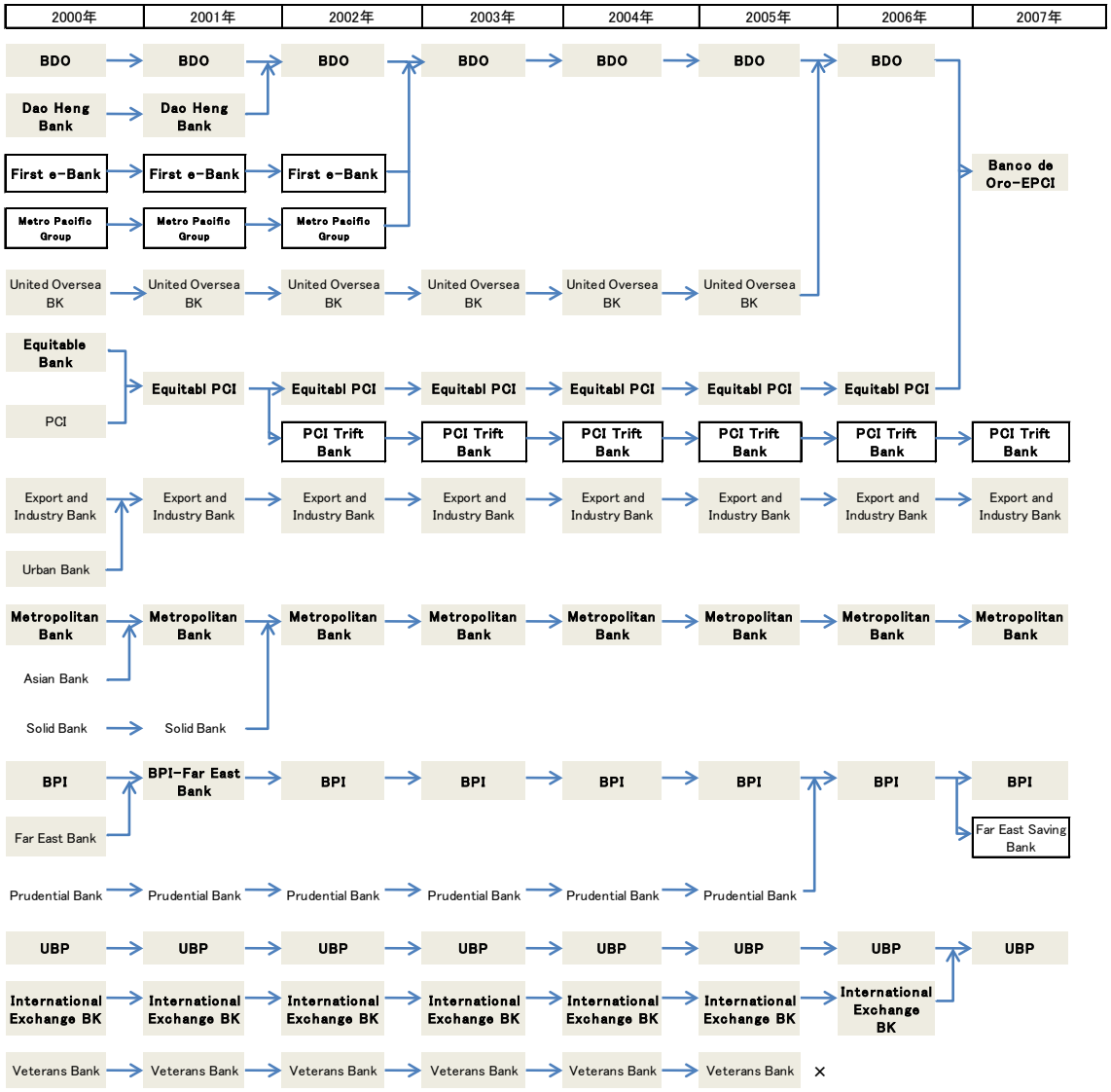
フィリピンでは、矮小な国内金融市場に対して過剰な金融機関の存在、いわゆるオーバー・バンキングの問題が課題の一つとなってきた。フィリピン銀行当局は、さらなる銀行部門の健全化と統合合併を推進するために、1998 年 3 月から 2000 年末にかけて最低資本金の段階的な引上げ措置を導入してきた。また 2000 年 5 月には一般銀行法を改正し、外資系金融機関に対して以後 7 年間の市場参入について 100%までの出資を可能にした。さらに 2001 年 3 月には、共和国法 8791 号（R.A.No.8791）で外国銀行を除く新規銀行参入に関する 3 年間のモラトリアムを制定し、銀行財務のスリム化と健全化を図ってきた。

その結果、最低資本金を達成できない銀行を中心に統合合併が進み、ユニバーサルバンクと商業銀行の合計数は、1997 年 9 月末に 54 行あったのが、2000 年末には 45 行まで減少した（橋本[2001]）。2000 年代の具体的な合併案件を見てみると、Asian 銀行（2000 年）と Solid 銀行（2001 年）それぞれ Metropolitan 銀行に統合、Equitable 銀行と Philippine Commercial（PCI）銀行が 2000 年に統合、同年に Urban 銀行が Export and Industry 銀行に統合、Far East 銀行が Bank of Philippine Island（BPI）と統合するなど、大規模銀行と中堅銀行との統合合併が進んできた（**図 2-1**）。

---

[39] 関連貯蓄銀行とはフィリピン中央銀行の分類で、商業銀行と強い資本関係にある貯蓄銀行を指す。それに対し専業銀行は商業銀行とは独立した貯蓄銀行を指す。

図 2-1 フィリピン主要地場銀行の再編状況(2000-2007 年)



(注)商業銀行は網付、貯蓄銀行は枠付、大手財閥系銀行はゴシック、経営破綻は×で表している。
(出所)Economic Intelligence Unit"Country Finance - Philippines"各年号より筆者作成。

これらの統合合併案件の大半は財閥系銀行によるものであった。また、特徴的なのは財閥グループの枠組みを超えた案件が多かったことであった。Banco De Oro Universal(Henry Syグループ)[40]の統合相手として、2001 年にDao Heng銀行(GUOCOグループ)、2007 年に

40 なお、Banco de Oro Unibank は、2003 年頃から急速に成長する銀行の一つとして注目されていた。2002 年には総資産 1,845 億ペソ(前年比 58%増)、純収益 10.57 億ペソ(前年比 116%増)、預金 924 億ペソ(前年比 68%増)を記録している。最高経営責任者 Nestor V. Tan 氏は、2002 年の

Equitable PCI銀行（John Gokongwei Jrグループ）が選ばれた。2006 年のUnion銀行（ABOITIZグループ）とInternational Exchange銀行（BRIMO FARMILYグループ）との統合・合併でも異なるグループ間での案件であった。

Banco de Oro UnibankとEquitable-PCI銀行との大型合併によって設立された、Banco de Oro-EPCIの総資産額は約 6,289 億ペソに達し、BPIを抜いて、最大手Metropolitan 銀行に迫る業界第 2 位となった。フィリピン主要銀行間の大型統合は、その後一段落を迎えた感がある[41]。

3. 仮説設定：なにが経営効率性を決定づけるのか

（1） 経営効率性の決定要因についての先行研究

本節では、銀行経営に関する先行研究と第 2 節の 2000 年代フィリピン銀行業の拡大と銀行再編の観察から、銀行経営についての仮説を提示する。発展途上国の銀行経営に関する研究は、Bonin, *et al*.[2005]を契機に、新興国研究を分析対象とする実証研究が急増している。なかでも経営効率性の決定要因を推計した先行研究は、近年増加傾向にある。たとえば、アジア金融危機以降の韓国銀行業を対象としたBanker, *et al*.[2010]や、1997 年と2001 年のポーランド銀行業について非効率性の決定要因分析を行った Havrylchyk[2006]、1996-2002 年のインド商業銀行を対象としたDas and Ghosh[2006]などがある。

フィリピン地場銀行の経営に関してはTolentino[1986]や Unite and Sullivan[2003]があり、銀行の利潤関数を用いて規模経済性を計測し、各業態間の比較を行っている。預金・労働・

躍進の要因を「第 1 に主要業務で良好な業績を挙げたこと、第 2 に収入と資金源の多様化、第 3 に自己資本が頑健であること、最後に良好な経営」と発言している。特に、収入と資金源の多様化については、2001-02 年にかけて、国内金利（91 日財務省証券金利）が 9.86%から 5.64%へ低下している中で、伝統的な預金貸出業務からクレジットカードや不動産関連商品などの新商品の開拓に力を入れていた。また、2002 年に行われた First e-Bank の統合、2003 年の新株発行、国際金融公社（International Finance Corp.）からの 2,000 米ドルの借入も Banco de Oro Unibank 急拡大の要因として指摘されている（*BizNews Asia*、June 2-9,2003、pp.22-26）。

[41]一方で 2000 年代には、地方銀行と貯蓄銀行以外、オーバー・バンキングの状況は大きくは改善しなかったとの指摘もある（柏原[2009]）。しかし、フィリピンの矮小な銀行市場（2007 年末時点で総資産額 4.4 兆ペソ）のなかで主要地場銀行の資産規模は圧倒的（例えば、同時点で Metropolitan Bank & Trust Company7,161 億ペソ、Banco de Oro Unibank6,174 億ペソ）であり、その統合合併は件数が少ないとしても、市場全体に与える影響は大きい。

資本財を投入物に、貸出金を産出物と仮定し、利潤関数の説明変数として規模要因（支店数と銀行の資産規模）を入れている。得られた結論の一つは、1980 年代初めにおいて、規模に関する収穫逓増が観察されたのは中小規模行のみであり、銀行業全体としては規模に関する収穫逓減が観察されたことである。1988－96 年については、奥田[2000]と Okuda and Saito[2001]が、クロスセクションデータとパネルデータを用いて費用関数の推計を行っている。規模経済性と範囲経済性が確認され、また観察期間中に労働節約的かつ資金節約的な正の技術進歩が観察されている。さらに、Manlagñit[2011]は、1996-2006 年のフィリピン商業銀行の費用効率性を推計し、リスク指標や銀行属性との相関係数を計測している。フィリピン国内銀行は費用効率性の面で非効率的であり、1997 年アジア通貨危機以降、費用効率性の低下が報告されている。

フィリピン銀行業のこれまでの分析は、規模経済性と範囲経済性の程度や、外資系銀行や政府系銀行の経営効率性を計測することに重点が置かれてきた。しかし、財閥系銀行については、これまで重要性は指摘されながらも分析はほとんど行われてこなかった。また、計測された効率性の値が、銀行の経営活動とどのように関連性があるのかは未だ不明である。

（2） 財閥系銀行の経営効率性についての検証仮説

本章は、2000 年代のフィリピン財閥系銀行の経営効率性を計測し、さらに経営効率性を生む要因を分析することを目的としている。2000 年代前半に統合合併が行われた後も、フィリピン銀行部門が拡大を続けているのは、財務内容の整理と健全化の結果なのか、それとも統合合併のリストラ効果の結果なのかについて分析を試みる。

以下では、資産内容や収益構造、そして 2000 年代に行われた統合合併が、経営効率性に対してどのような影響を及ぼしていたかについていくつかの仮説を提示する。第 1 に、財閥系銀行の経営の健全性は、経営効率性を改善することが考えられる（仮説 1）。シグナリング理論によると、より高いパフォーマンスを持つ銀行は、より高い自己資本比率を通じてこの情報を伝える(Berger[1995])。また、一般に、銀行は自己資本比率を高め経営の健全性の高めることで、資産選択リスクを低下させ、同時に倒産リスクを低下させることができる。経営リスクが低下した銀行は、顧客に対する信用が高めることが出来る。そして、健全な銀行経営は多くの顧客を集めることができ、高い収益を上げることが可能である（Banker et,al.[2010]）。

第 2 に、人件費と経営効率性の関係については、二つの可能性を考えることができる。まず、財閥系銀行は、優秀な人材を集めるために多くの人件費をかけ、高い経営効率性を達成することである（仮説 2-1）。たとえば高学歴でスキルのある銀行経営者に経営された銀行は、経営効率性を高めることができる（Kauko[2009]）。一方で、財閥系銀行が過剰な経営スタッフを雇用し、人件費が銀行経営を圧迫した場合、経営効率性を低下させる可能性がある

（仮説 2-2）。人件費を含む営業費用を増加させることは経営資源の質の低下を招き、経営効率性を低下させることも考えられる(Das and Ghosh[2006])。

第 3 に、収入構造の多様化が経営効率性に与える影響についてである。先行研究では、経営効率性と収入構造の関係性は明確ではない。手数料収益をはじめとする金利収入以外の収益が増えることで、経営効率性が高まる可能性がある。貸出を積極的におこなう金利収入を重視する経営は、銀行の流動性リスクを増加させ技術効率性、分配効率性を低下させる（Havrylchyk[2006]）。反対に投資業務や手数料業務のような非金利収入業務にも従事し、収入源を多様化することで安定的な収入と経営効率性の改善を期待することができる（仮説 3-1）。

一方で、フィリピンの財閥系銀行は、財閥グループ企業の中心的な借入先として機能している。したがって財閥系銀行は、一般銀行と比較して貸出先に対するモニタリング費用を低減することができるため、金利払いやその他費用などの銀行投入物を低減し、より多くの貸出や投資を行うことが可能である。つまり、フィリピンの財閥系銀行にとって、グループ企業に対する貸出のモニタリング費用が低いため、より多くの貸出が可能になり経営効率性を高めることができる（仮説 3-2）。

第 4 に、財閥系銀行間で統合合併を行うことによる、経営効率性に対する効果についてである。銀行間で合併や統合が行うことで支店網や ATM ネットワークの重複を整理し、費用削減を期待できる（Banker et,al.[2010]、Manlagñit[2011]）。また、合併や統合に伴う業務縮小は、良質な顧客のみを残し悪質な顧客を排除する方向に向かいやすい。悪質な顧客のカットオフは経営効率性を改善しうる。統合合併を機に財閥系銀行で費用削減効果が見込めるのであれば、経営効率性は改善する（仮説 4-1）。しかし一方で、Berger[1995]が指摘するように、経営内容が良好でない銀行間で統合合併がおこなわれた場合、費用削減効果以上の収入拡大効果が発揮されず、経営効率性が低下する可能性がある（仮説 4-2）。

4. 分析方法：マルムクィスト DEA と経営効率性の決定要因分析

（1） 包絡分析法（DEA ： Data Envelopment Analysis）とマルムクィスト生産性指数（Malmquist productivity indexes）

包絡分析法

多くの場合、銀行業の経営効率性を計測する際には2つの方法が用いられる。第 1 は、確率的フロンティア分析法（SFA：Stochastic Frontier Analysis）である。特定の費用関数や利潤

関数などの関数を推計し、その推計された関数からの乖離を経営非効率性として定義して計測するものである。

第 2 は、包絡分析法（Data Envelopment Analysis、以下 DEA）である。DEA の利点は、確率的フロンティア分析法のように特定の関数型を設定する必要がないことである。複数の投入財から複数の産出物を生産するような生産主体の生産効率を計測することができる。第 2 節で指摘したとおりフィリピン銀行業のように、伝統的な預金貸出業務だけでなく、投資業務、手数料業務など銀行サービスが多様化している場合、DEA による生産効率の計測は有用性が高い。

さらに DEA では、個別の銀行の投入物と産出物のセットと包括線からの距離を非効率性として評価する。そして、個別の銀行が効率性を改善するためにどの投入物と産出物をどれだけ増減させればよいかということを具体的に計算することができる。たとえばユニバーサル銀行は、預金貸出業務以外にも多様な業務を行うが、効率性面で優位性を獲得するためにどの業務部門を強化すればよいかなどの判断も可能である。以上の理由により、本章では、確率的フロンティア分析法よりも DEA のほうが分析目的との親和性は高いと判断し DEA を利用する。

変数の設定と分析手法

以上の判断により DEA を適用するが、生産に関わる変数の選択は問題の一つである。なぜなら投入物と産出物の設定によって、各銀行の生産セット（投入財と産出物）が決定されるだけでなく、その銀行が最適な経営活動を行っていると判断された場合には、銀行業全体のフロンティア自体を大きくシフトさせるものだからである。投入物と産出物の設定には先行研究に幾つかのアプローチがあり、付加価値アプローチやオペレーティング・アプローチなどがある（Fethi and Pasiouras[2010]）。

前者は、産出物にストック変数である貸出金、投資、預金を充て、投入物にフロー変数である金利払いやその他経費を選択する。後者は、金利収入や非金利収入などのフロー変数産出物に、金利払いやその他経費を投入物とする。本章では、金利払いやその他経費などのコストをかけていかに多様なストックとしての金融商品を生産するかを見るために付加価値アプローチを採用する。

本章では、付加価値アプローチを用いた先行研究（Das and Ghosh[2006]、Berger, *et al*.[1987]）を踏まえ、金融機関を顧客から資金を集め、多様な金融商品を生産する生産機関として解釈する。そして以下のように 3 つの投入物と 3 つの産出物を定義する。投入物は金利払い、人件費、その他費用とし、産出物については貸出金、預金、投資とする。本章では、以上の投入物と産出物を変数として各銀行の生産性を計測する。

次に、銀行業の生産関数が規模に関して収穫一定か収穫可変かを選択する必要がある。個別銀行の資産規模などに大きな差が表れる場合、収穫一定モデルでは特定の銀行のみ

が過大に評価されてしまう。銀行市場が競争的で、全銀行の資産規模に大きな差が見られない場合には収穫一定モデルを選択することも可能である。しかし、発展途上国のように銀行市場が集中的で不完全市場であると判断される場合では、大規模銀行について過剰に効率的であると判断されてしまう。*Bankscope*のデータによると、2007 年のフィリピンの銀行集中度（銀行総資産合計に対する上位 3 銀行の資産が占める比率）は約 40％であり[42]、フィリピン銀行市場が競争的であるとはいえないため、ここでは不完全市場であるとし、収穫可変モデルがより妥当であるとする。

また、産出を所与として投入を最小化する投入指向型か、投入を所与として産出を最大化する産出指向型かによって、生産フロンティアからの距離が異なる。本章では、多くの先行研究で行われている投入指向型を選択する。銀行 k は m 種類の投入物 x_{ik} (i = 1,2,…,m) を生産要素として s 種類の産出物 y_{rk} (r = 1,2,…,s) を生産するとする。銀行 k の経営効率性 θ について収穫可変の生産モデル（かつ投入指向型）の最適化問題を定式化すると以下のように示される（末吉[2007]、Banker,et al.[1984]）;

Min θ

Subject to:

$$-\sum_{j=1}^{n} x_{ij}\lambda_j + \theta\, x_{ik} \geq 0 \qquad (i=1,2,\ldots,m)$$

$$\sum_{j=1}^{n} y_{rj}\lambda_j \geq y_{rk} \qquad (r=1,2,\ldots,s)$$

$$\sum_{j=1}^{n} \lambda_j \geq 1$$

$$\lambda_j \geq 0 \qquad (i=1,2,\ldots,n)$$

θ :制約なし　　式（1）

最後に、DEA による効率性の計測を行うにあたり、異常値の扱いについては注意が必要である。投入物にせよ生産物にせよ異常なデータは生産フロンティアを異常に歪める。そこで本章では、変数ごとに平均値と標準偏差を計算し平均値±3*標準偏差を外れる数値を異常値とみなしサンプルから除去した。除去されたデータの概要を（表 2-2）に示した。

[42] これに対し、シンガポール・香港が 90％以上、韓国・タイ・マレーシアが 50％程度である。アジア諸国の中では、フィリピンの銀行集中度は低く比較的競争的であるといえる。しかし、だからといってフィリピンの銀行部門が競争的で、銀行間に資産規模での差が小さいとはいうことが出来ないため、ここでは他のアジア諸国と同じくフィリピン銀行市場も不完全市場であると考える。

表 2-2 銀行の投入物と産出物

								（10億PHP、2007年基準）	
		2000年	2001年	2002年	2003年	2004年	2005年	2006年	2007年
INPUT1平均	金利払い	16,212,319	14,577,082	15,434,644	15,893,996	15,043,831	16,432,284	22,836,593	30,159,744
INPUT2平均	人件費	588,603	574,421	600,134	663,397	616,528	641,083	853,717	1,121,799
INPUT3平均	その他費用	23,924,790	23,099,582	26,514,840	26,289,636	29,082,995	33,700,016	48,309,960	57,355,986
OUTPUT1平均	貸出金	8,088,601	7,679,175	7,720,463	8,480,245	12,308,476	5,047,948	5,965,316	6,070,046
OUTPUT2平均	預金	2,110,948	2,162,379	1,395,767	1,469,044	1,578,478	1,721,309	2,324,013	2,362,604
OUTPUT3平均	投資	376,239	341,532	266,796	339,122	348,613	153,952	321,616	477,594
銀行数		24	26	34	35	25	34	34	25

（出所）Bankscopeと各銀行の年次報告書より筆者作成

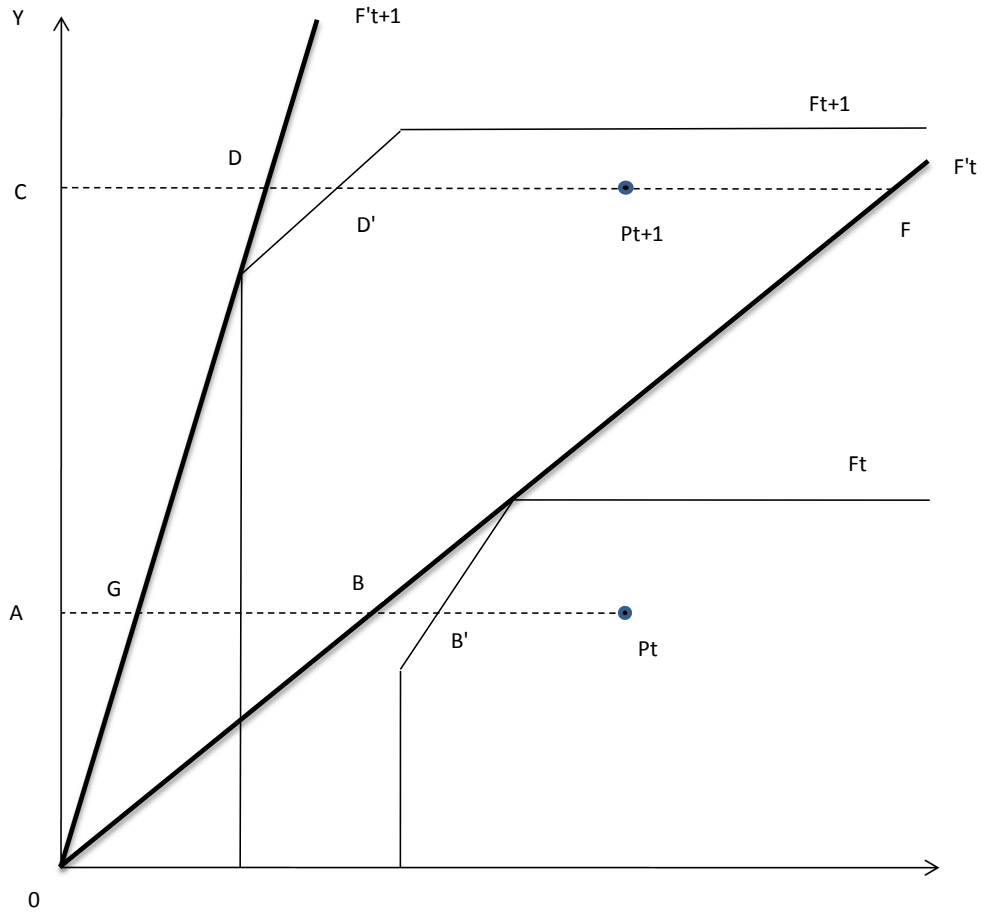
年により銀行数にばらつきがあるのには、2 つ理由がある。まず、図 2-1で示したように2000年代のフィリピン銀行市場では、銀行間の統合合併が盛んに行われた。本章では、統合合併が行われた場合には、統合合併以降、銀行の名称が存続した銀行（もしくは資本関係がより強い銀行）のみのデータを利用している。たとえば、2002 年の Metropolitan 銀行による Solid 銀行の統合後は、Metropolitan 銀行のデータを用いた。2007 年の Banco de Oro UnibankとEquitable PCIとの統合案件では、前者主導で行われたものであったため、統合後 Banco de Oro-EPCI のデータを使用した。また、すべての銀行で投入物と産出物のデータを入手できたわけではない（特に人件費）ことも理由のひとつである。投入物と産出物のいずれかのデータが入手できない銀行の経営効率性は計測することができないため、サンプルから除去した。

マルムクィスト生産性指数（Malmquist productivity indexes）

次に、経営効率性を計測するための指標となる生産性指数を定義する。単年度のクロスセクションデータから DEA により生産性を計測するためには、当該年度の生産フロンティアのみを描写し、そのフロンティアからの乖離を非効率性もしくは非生産性として定義すれば良い。しかし、観察期間が複数年にわたるようなパネルデータにおいては、年によって生産フロンティアがシフトし、効率性を計測するための基準が変化してしまう。そこで、パネルデータによる効率性の変化を計測するためにはマルムクィスト生産性指数（Malmquist productivity indexes）を利用すると良い（Malmquist[1953]、Caves, *et al*.[1982]）。

説明の簡略化のため 1 投入物、1 産出物のケースで簡略化しマルムクィスト生産性指数を図示したのが図 2-2 である。t 期の銀行 P の投入物 x と産出物 y の組み合わせが $P_t(x_t、y_t)$ であり、その時の銀行業全体の収穫可変型の生産フロンティアが F_t、収穫一定型の生産フロンティアが F'_t である。t+1 期において銀行 P の生産投入セットが $P_{t+1}(x_{t+1}、y_{t+1})$ に移動、同時に生産技術が向上し生産フロンティアが F_{t+1} にシフトしたとする。

図 2-2 マルムクィスト生産性指数の分解



（出所）筆者作成。

この銀行 P について t 期から t+1 にかけるマルムクィスト生産性指数 M は以下のように定義することが出来る。

$$M(x_{t+1},y_{t+1},x_t,y_t) = \{(CD/CP_{t+1})/(AB/AP_t)\} \times \{(CF/CP_{t+1})/(CD/CP_{t+1})\} \times \{(AB/AP_t)/(AG/AP_t)\}^{(1/2)}$$

式（2）

さらにマルムクィスト生産性指数は以下のように3つの構成要素に分解することが出来る。

$$M(x_{t+1},y_{t+1},xt,y_t) = \{(CD/CP_{t+1})/(AB/AP_t)\} \times \{(CF/CD) \times (AB/AG)\}^{(1/2)}$$
$$= [\{(CD'/CP_{t+1}) \times (CD/CD')\}/\{(AB'/AP_t) \times (AB/AB')\}]$$

$$\times\{(CF/CD)\times(AB/AG)\}^{(1/2)}$$
$$=\{(CD'/CP_{t+1})\}/\{(AB'/AP_t)\}\times\{(CD/CD')/(AB/AB')\}$$
$$\times\{(CF/CD)\times(AB/AG)\}^{(1/2)}$$
$$=PURE\times SCALE\times SHIFT$$

式(3)

$PURE_{t+1,\,t}$は、真の意味での生産フロンティアからの乖離が、t 期から t+1 期にかけてどの程度変化したかを表わすので、「純技術効率性変化」と定義する。$SCALE_{t+1,\,t}$は収穫一定と収穫可変のフロンティアの乖離の程度がどのくらい変化したかを表わし、「規模経済性の変化」を表わしている。$SHIFT_{t+1,\,t}$は生産フロンティア自体の移動を表わし、「生産フロンティア・シフト」として解釈する。銀行業全体の生産フロンティアのシフトは、業界全体の技術水準の変化を表わしており、「技術進歩」として捉える。なお、「純技術効率性変化」と「規模経済性の変化」を乗じたものは、「キャッチアップ効果」と評価される(Cooper, *et al*.[2007])。

(2) 経営効率性の決定要因の分析手法

第 3 節で設定した仮説を検証するために、以下の回帰式を設定する。まず計測した銀行の純技術効率性変化を被説明変数とする。そして、①対総資産自己資本比率、②対総資産人件費比率、③対純収益手数料収益比率、④財閥系銀行ダミー、⑤統合合併ダミー、⑥年次ダミー、を説明変数とする。さらに、統合合併をする銀行と財閥系銀行が総資産や自己資本などの資産構造や費用構造、収益構造の違いにより、経営効率性を変化させたことを分析するために、それぞれ交差項を作成し説明変数とした。

5. 経営効率性の計測結果と決定要因分析

(1) マルムクィスト生産性指数の計測結果

本節では、フィリピン銀行業についてDEAによる経営効率性の計測を行った結果を示す。まずマルムクィスト生産性指数による銀行属性ごとの比較と期間変化を示す。その後、マルム

クィスト生産性指数を分解して得られる各種指標について、銀行の属性ごとにその値を比較し評価する[43]。

マルムクィスト生産性指数変化の計測結果は表 2-3 に示した。観察期間を通じたマルムクィスト生産性指数変化をみるとサンプルの銀行間で生産性指数変化の幅はあるものの、平均としては 2000 年代を通じてマルムクィスト生産性は改善傾向にあった。2001 年から 2003 年にかけて、全サンプルのマルムクィスト生産性の変化率は 1 以下であり、変化率は低下傾向にあったが、2004-05 年に平均で年間 115.7%の生産性の増加をし、それ以降生産性変化率は回復していた。

表 2-3 マルムクィスト生産性指数変化の計測結果

	2000-2001年	2001-2002年	2002-2003年	2003-2004年	2004-2005年	2005-2006年	2006-2007年
非財閥銀行数	2	4	18	12	11	19	12
財閥系銀行数	2	1	10	12	11	12	10
非財閥系平均	0.710	0.277	0.857	1.196	0.770	1.745	1.002
財閥系平均	0.923	0.000	0.748	1.104	1.545	0.966	1.095
非財閥系標準偏差	1.004	0.555	0.398	0.483	0.316	3.272	0.220
財閥系分散標準偏差	1.305	NA	0.400	0.486	1.356	0.226	0.157
非財閥系最大値	1.420	1.109	1.231	2.425	1.370	15.236	1.267
財閥系最大値	1.845	0.000	1.058	2.587	4.112	1.160	1.283
非財閥系最小値	0.000	0.000	0.000	0.610	0.094	0.635	0.533
財閥系最小値	0.000	0.000	0.000	0.840	0.000	0.336	0.735
非財閥系中央値	0.710	0.000	1.002	1.146	0.734	0.982	1.018
財閥系中央値	0.923	0.000	0.896	0.931	1.006	1.023	1.136
全銀行平均	0.816	0.222	0.818	1.150	1.157	1.443	1.044

（出所）筆者の計算により作成

銀行属性別のマルムクィスト生産性変化を観察すると、財閥系銀行は、平均値で 2000-03 年には年間の生産性は低下するものの、2004 年以降生産性が向上している[44]。中央値で見ると 2004 年以降、非財閥系銀行と比較して生産性変化率は高い。特に、Banco de Oro Unibank、Bank of Commerce、Export & Industry Bank、PCI Bank、Philippine National Bank、Security Bankの生産性向上が貢献している。銀行統合の再編状況（図 2-1）と照らし合わせても、銀行の合併統合とマルムクィスト生産性変化との関係を認めることは難しい。

---

43 齋藤[2012]は、属性間の効率性指標の差の有無についてクラスカル＝ワリス検定（Kruskal-Wallis test）を行っている。その結果、特に 2001-02 年、2003-04 年の期間において、民間商業銀行、政府系銀行、外国銀行、貯蓄銀行間に有意な差異が存在することを示している。

44 同データを用いて銀行属性によるマルムクィスト生産性指数（median）の比較をおこなった結果、民間地場銀行と貯蓄銀行の生産性改善が顕著であった（齋藤,2012）。民間商業銀行は、全期間平均で他の属性と比較しても生産性が高い。また、貯蓄銀行についても生産性が高い。その中でも Planters Development Bank の改善度が顕著である。外資系銀行については、2001 年以降マルムクィスト生産性変化は低下傾向にある。

次に、表 2-4 に生産フロンティアのシフトを表した。生産フロンティアのシフトは観察期間中における銀行業全体の技術進歩を表しており、前期と同額の産出物を生産するために当期においてどれだけ投入物の投入を削減することが出来るかを示している。

表 2-4 生産フロンティアのシフトの計測結果

	2000-2001年	2001-2002年	2002-2003年	2003-2004年	2004-2005年	2005-2006年	2006-2007年
非財閥銀行数	2	11	22	12	11	19	12
財閥系銀行数	4	7	12	12	11	12	10
非財閥系平均	0.710	0.115	0.657	1.066	0.970	0.976	0.916
財閥系平均	0.461	0.000	0.552	1.026	1.220	0.992	1.033
非財閥系標準偏差	1.004	0.381	0.427	0.274	0.184	0.247	0.235
財閥系分散標準偏差	0.923	0.000	0.411	0.348	0.996	0.285	0.085
非財閥系最大値	1.420	1.264	1.085	1.740	1.370	1.754	1.210
財閥系最大値	1.845	0.000	0.924	2.114	3.452	1.433	1.164
非財閥系最小値	0.000	0.000	0.000	0.776	0.790	0.635	0.461
財閥系最小値	0.000	0.000	0.000	0.838	0.000	0.336	0.839
非財閥系中央値	0.710	0.000	0.856	1.027	0.916	0.941	0.938
財閥系中央値	0.000	0.000	0.796	0.906	0.918	1.023	1.034
全銀行平均	0.544	0.070	0.619	1.046	1.095	0.982	0.969

（出所）筆者の計算により作成

2003－05 年の期間に生産フロンティアのシフトは増進したのに対し、それ以外の期間では生産フロンティアのシフトが減退したことがわかる。2003-06 年にかけて、フィリピン銀行業は、インターネット・バンキング、テレフォン・バンキング、SMS バンキングなどの銀行業務の IT 化や、業務のオートメーション化のために設備投資を行っていた（*BizNews Asia*, July 5-July 12, 2004）。こうした分野への投資が銀行業全体の技術効率性の改善につながったのではないか。財閥系銀行の生産フロンティア・シフトについては、2004 年以降、非財閥系銀行よりも高い傾向が見られた。財閥系銀行は資金力もあるため、技術効率性改善のための設備投資にも積極的であったと考えられる。

規模経済性の変化の計算結果を表 2-5 に示した。収穫一定フロンティアと収穫可変フロンティアとの乖離を数値化した規模経済性は、2000-02 年と 2004-05 年を除いて規模の経済性（計測数値が 1 以上）が計測された。2002－03 年には、財閥系銀行と非財閥系銀行ともに規模の不経済化（計測数値が 1 以下）が進行していた。Robinsons 貯蓄銀行や Premiere 開発銀行、Philippine 貯蓄銀行などの貯蓄銀行で特に規模の不経済化が進んでいる。これらの貯蓄銀行は、銀行統合合併の対象になっておらず、仮に経営統合をしても経営効率性の改善につながらなかったと予想される。

表 2-5 規模経済性の変化の計測結果

	2000-2001年	2001-2002年	2002-2003年	2003-2004年	2004-2005年	2005-2006年	2006-2007年
非財閥銀行数	8	7	18	12	11	19	12
財閥系銀行数	6	4	10	12	11	13	12
非財閥系平均	0.440	0.873	1.041	1.019	0.940	0.996	1.087
財閥系平均	0.333	0.767	0.997	1.073	0.979	1.013	1.002
非財閥系標準偏差	0.485	0.387	0.099	0.050	0.088	0.160	0.133
財閥系分散標準偏差	0.516	0.512	0.060	0.096	0.091	0.102	0.084
非財閥系最大値	1.000	1.091	1.348	1.176	1.000	1.516	1.370
財閥系最大値	1.000	1.068	1.095	1.274	1.093	1.340	1.169
非財閥系最小値	0.000	0.000	0.981	1.000	0.780	0.730	0.918
財閥系最小値	0.000	0.000	0.872	0.958	0.764	0.915	0.876
非財閥系中央値	0.309	1.000	1.000	1.000	1.000	0.995	1.011
財閥系中央値	0.000	1.000	1.003	1.055	1.000	1.000	1.000
全銀行平均	0.394	0.835	1.025	1.046	0.959	1.003	1.045

（出所）筆者の計算により作成

最後に、個別銀行が各年において改善させた純技術効率性の変化を表したものが表 2-6 である [45]。これまでと同様、計測数値が1より大きい場合、前年度よりも純技術効率性が改善したことを示している。全銀行の純技術効率性の変化（全銀行平均）の推移を見ると、2004-06 年に 1 以上の値が計測されており、純技術効率性が改善したことが分かる。

表 2-6 純技術効率性の変化の計測結果

	2000-2001年	2001-2002年	2002-2003年	2003-2004年	2004-2005年	2005-2006年	2006-2007年
非財閥銀行数	12	14	22	22	12	20	20
財閥系銀行数	12	12	12	13	13	14	14
非財閥系平均	0.844	0.904	1.036	0.607	0.771	1.748	0.629
財閥系平均	0.888	0.948	1.138	0.918	1.264	0.912	0.893
非財閥系標準偏差	0.405	0.137	0.269	0.625	0.360	3.246	0.563
財閥系分散標準偏差	0.357	0.115	0.176	0.312	1.555	0.281	0.386
非財閥系最大値	1.217	1.072	1.451	2.077	1.007	15.443	1.737
財閥系最大値	1.189	1.084	1.542	1.434	6.279	1.268	1.282
非財閥系最小値	0.000	0.628	0.063	0.000	0.000	0.000	0.000
財閥系最小値	0.000	0.739	1.000	0.000	0.000	0.000	0.000
非財閥系中央値	0.984	0.921	1.032	0.756	1.000	1.000	0.860
財閥系中央値	1.000	1.000	1.074	0.989	1.000	1.000	1.000
全銀行平均	0.866	0.924	1.072	0.722	1.028	1.404	0.738

（出所）筆者の計算により作成

[45] 同データを用いた齋藤[2012]による計測によると、大手地場商業銀行の純技術効率性が増加しており、同じ地場商業銀行の中でも大きなばらつきがある。2000 年代において民間商業銀行と専業貯蓄銀行の純技術効率性は改善したものの、政府系銀行、外国銀行、関連貯蓄銀行については低下傾向にあった。政府系銀行は、フィリピン銀行業の中では非効率的な部門に分類される。外国銀行についても、純技術効率性が低下傾向にある。

財閥系銀行の純技術効率性の変化を見ると、表 2-3 で示したマルムクィスト生産性指数の結果では、銀行業全体の技術変化（表 2-4）や規模経済性変化（表 2-5）が含まれており、財閥系銀行と非財閥系銀行との効率性の差が明確ではない。そこでマルムクィスト生産性指数から銀行業全体の技術変化と規模経済性を取り除いた純技術効率性を見る。財閥系銀行の非財閥系銀行に対する効率性における優位性がより明確になってくる。財閥系銀行の純技術効率性変化率（平均値）は、2005-06 年以外で非財閥系銀行よりも高くなっていた。同様の傾向は中央値で計算した純技術効率性変化率でも観察された。

財閥系銀行の純技術効率性は 2002-03 年と 2004-05 年に改善傾向にあった。この期間は銀行間の統合合併の件数が少ない時期に相当する（図 2-1）。2000 年代のフィリピン銀行の統合合併には、多くの場合財閥系銀行が関与しており、財閥系銀行が統合合併をすることで純技術効率性を高めていたという見方もできる。また、統合合併が頻発した 2000-2002 年には、財閥系銀行の純技術効率性変化の値は負であった。これらのことから、財閥系銀行は 2000 年代前半に統合合併をおこない、短期的には純技術効率性が低下したが、その後、純技術効率性を改善させてきたとも読み取ることができる。

（2） 経営効率性の決定要因

これまでの分析で、銀行属性ごとにマルムクィスト生産性指数を計算し、さらに生産フロンティア・シフト（銀行業全体の技術変化）、規模経済性変化、そして純技術効率性変化に分解し経営効率性の構造を明らかにしてきた。

ここでは第 3 節で設定した仮説を検証するために、推計モデルについて固定効果モデルと変量効果モデルにより純技術効率性の決定要因についての回帰分析を行う。そして、ハウスマン検定（Hausman test）により、二つのモデルのどちらがより適切かを判断する。銀行の経営効率性を被説明変数とし、決定要因の係数を推計する研究では、確率的フロンティア分析法を用いて計測された費用効率性を被説明変数としているもの（Havrylchyk[2006]と Kauko[2009]、Manlagñit[2011]）と、DEA で計測された技術効率性を被説明変数として用いるもの（Banker et,al. [2010]や Das and Ghosh[2006]）がある。

本章では、マルムクィスト DEA により、生産効率性を生産性フロンティア・シフトとキャッチアップ効果（規模経済性変化と純技術効率性変化）に分解した。そしてキャッチアップ効果から、規模経済性変化を除いた純技術効率性変化を計測することができた。そこで、先行研究で選択された一般的な費用効率性や、DEA による技術効率性ではなく、銀行業全体の技術効率性変化や規模経済性変化を除した純技術効率性変化を被説明変数とする。推計結果を表 2-7 に示した。

表 2-7 経営効率性の決定要因(被説明変数＝純技術効率性変化)

被説明変数＝純技術効率性変化															
	変量効果モデルI			変量効果モデルII			変量効果モデルIII			変量効果モデルIV			変量効果モデルV		
	推計値	*p-値*		*推計値*	*p-値*		*推計値*	*p-値*		*推計値*	*p-値*		*推計値*	*p-値*	
定数項	0.887	0.000	***	3.197	0.000	***	3.044	0.000	***	2.592	0.000	***	2.321	0.000	***
自己資本比率	1.148	0.229		1.436	0.128		1.164	0.549		9.232	0.007	***	29.834	0.000	***
人件費	0.000	0.997		0.012	0.617		−0.002	0.934		2.853	0.002	***	5.113	0.000	***
手数料収益	0.121	0.000	***	0.100	0.002	***	0.175	0.000	***	0.095	0.008	***	0.144	0.002	***
財閥ダミー				−0.378	0.209		−0.421	0.163					0.390	0.338	
財閥ダミー･自己資本比率							0.299	0.893					−28.371	0.000	***
財閥ダミー･人件費							0.031	0.556					−5.036	0.005	***
財閥ダミー･手数料収益							−0.047	0.007	***				−0.036	0.037	**
統合合併ダミー				−0.369	0.306					0.051	0.896		0.155	0.782	
統合合併ダミー･自己資本比率										−8.501	0.017	**	−31.985	0.000	***
統合合併ダミー･人件費										−2.843	0.002	***	−5.096	0.000	***
統合合併ダミー･手数料収益										−0.126	0.137		−0.519	0.436	
財閥ダミー･統合合併ダミー													−0.295	0.707	
財閥ダミー･統合合併ダミー･自己資本比率													32.052	0.000	***
財閥ダミー･統合合併ダミー･人件費													5.039	0.005	***
財閥ダミー･統合合併ダミー･手数料収益													0.383	0.567	
2001年ダミー				−2.433	0.000	***	−2.520	0.000	***	−2.502	0.000	***	−2.586	0.000	***
2002年ダミー				−2.440	0.000	***	−2.364	0.000	***	−2.529	0.000	***	−2.534	0.000	***
2003年ダミー				−2.196	0.000	***	−2.143	0.000	***	−2.216	0.000	***	−2.235	0.000	***
2004年ダミー				−2.448	0.000	***	−2.381	0.000	***	−2.320	0.000	***	−2.308	0.000	***
2005年ダミー				−2.369	0.000	***	−2.296	0.000	***	−2.242	0.000	***	−2.253	0.000	***
2006年ダミー				−1.850	0.002	***	−1.773	0.002	***	−1.851	0.001	***	−1.908	0.001	***
2007年ダミー				−2.374	0.000	***	−2.290	0.000	***	−2.322	0.000	***	−2.262	0.000	***
サンプル数	336			336			336			336			336		
Hausman test χ^2統計量	1.891			2.790			6.051			5.257			0.001		
p-値	0.595			0.986			0.944			0.969			0.970		

(注)***:有意水準1%で有意、**:有意水準5%で有意、*:有意水準10%で有意を表す。

固定効果モデル（Fixed Effect model）と変量効果モデル（Random Effect model）の推計値の差がないという帰無仮説について、モデル I からモデル V までハウスマン検定をおこなった結果、棄却できないため、いずれも変量効果モデルが正当化された（北村[2005]）。

推計から得られた結果は以下のとおりである。第 1 に、自己資本比率は純技術効率性変化に対して有意に正の効果を持つことがわかった（仮説 1）。この結果は、韓国の銀行を対象に同様の分析を行った Banker, *et.al*.[2010]の結果と整合的である。モデル IV における自己資本比率についての推計値から、自己資本比率が 1%増加すると、純技術効率性が 9.2%増加すると判断できる。このモデルでは、統合合併ダミーと自己資本比率の交差項について有意な結果が得られなかったため、自己資本比率が純技術効率性変化に与える効果について統合合併を経験した銀行とそうでない銀行で差は見られなかった。モデル V でも、自己資本比率の推計値が 29.8 となり、自己資本比率が純技術効率性変化に対して正の効果を持つことが明らかになった。

しかし、財閥ダミーと自己資本比率との交差項が有意に負の推計値が得られていることから、財閥系銀行と非財閥系銀行で自己資本比率が純技術効率性変化に与える影響に大きな違いがあることが観察された。つまり、自己資本比率が 1%高いと、非財閥系銀行については純技術効率性が 29.8%高くなるのに対して、財閥系銀行は 1.4%（=29.834-28.371）しか高くならなかったと読み取ることができる。

同様に、統合合併ダミーと自己資本比率との交差効果が有意で負として計測された。これは、統合合併を経験しなかった銀行について自己資本比率が高い銀行は純技術効率性が大きくなる（推計値は 29.834）のに対して、統合合併をした銀行については自己資本比率が高い銀行ほど純技術効率性変化が小さい（推計値は-2.151=29.834-31.985）ことを意味する。

加えて、統合合併を経験した財閥系銀行について、自己資本比率が純技術効率性変化に与える効果を計測すると 1.530（=29.834-28.371-31.985+32.052）となる（表 2-8）。この効果は財閥系銀行でも統合合併を経験していない銀行よりも大きかった。また、自己資本比率による純技術効率性に与える効果について、統合合併を経験した非財閥系銀行では負の効果を持っていたのに対して、同じく統合合併を経験した財閥系銀行では正の効果を持っていたことが対照的であった。

表 2-8 財閥系銀行の統合合併経験による純技術効率性変化への影響（モデル V）

		統合合併経験あり	統合合併経験なし
財閥系銀行	自己資本比率	1.530	1.463
	人件費	0.020	0.077
	手数料収益	0.108	0.108
非財閥系銀行	自己資本比率	−2.151	29.834
	人件費	0.017	5.113
	手数料収益	0.144	0.144
（注）本表の数値は、表7モデルVの推計結果に基づいて計算されている。			
（出所）表7の推計結果より筆者作成			

第 2 に、人件費（対総資産比率）は純技術効率性変化に対して有意に正の効果を持つ（モデル IV、V）。これは人件費が高い銀行ほど、純技術効率性が高くなることを示している。Kauko[2009]が指摘したように多くの人件費をかけ、よりスキルの高い銀行経営者に経営させることで経営効率性を改善させるという解釈も可能である。

財閥系銀行ダミーと人件費との交差項を見ると、純技術効率性変化に対して有意に負の効果を持つ（モデル V）。財閥系銀行についても人件費を増加させると純技術効率性が増加するが、一般銀行と比較してその効果は小さくなる（0.077=5.113-5.036、モデル V）。財閥系銀行については、人件費の増加が銀行経営を圧迫し、経営効率性を低下させるという効果（Das and Ghosh[2006]）が経営効率性の改善効果を減じていると考えられる（仮説 2-2）。

さらに、財閥系銀行ダミーと統合合併銀行ダミー、人件費との交差項については、純技術効率性変化に対して有意に正の効果（5.039、モデル V）を持つ。財閥系銀行の中でも統合合併をした銀行は、人件費が高いと純技術効率性変化が高くなる（5.116=5.113-5.036＋5.039）。一方で、財閥系銀行の中でも統合合併をしなかった銀行は、人件費を増加させると純技術効率性を増加（0.077=5.113-5.036＋0）させるが、統合合併をした銀行よりもその効果は小さかった。

第 3 に、手数料収益（対純収益比率）は、純技術効率性変化に対して有意に正の効果を持つことがわかった（モデル I から V）。手数料収益が多い銀行は、純技術効率性を増加させる。この結果は、ポーランド銀行業を対象とした分析結果（Havrylchyk[2006]）と整合的である。また、財閥系銀行ダミーと手数料収益との交差項は、純技術効率性変化に対して有意に正の効果を持っていた（モデル III、V）。財閥系銀行は、総資産に占める手数料収益比率が高いと純技術効率性を増加させるが、一般銀行よりもその効果は小さかった（仮説 3-1）。さらに、財閥系銀行ダミーと統合合併銀行ダミー、手数料収益との交差項は、純技術効率性変化に対して有意な効果を持たなかった。

最後に、2001 年から 2007 年までの年次ダミーについては、すべての年次ダミーについて有意に負の推計値が得られた。

６．おわりに：本章のまとめ

本節では、分析から得られた結果を整理して結論とし、今後の課題を述べる。まず、純技術効率性の決定要因についての推計結果について整理をおこなう。第 1 に、自己資本比率が高く健全性の高い銀行は、純技術効率性を大きく改善することができた（仮説 1）。財閥系銀行の中でも統合合併をした銀行は、自己資本を積みますことで健全性が改善し、非財閥系銀行よりも純技術効率性を増加させることができた。統合合併の当事者になった財閥系銀行は、統合合併相手から有望な対象銀行と見られていたと予想できる。この財閥系銀行は、自己資本を積みますことで健全性を向上させた結果、非統合合併銀行以上に経営効率性を高めることができた。

第 2 に、一般的にフィリピンの銀行は、人件費をかけることで、経営効率性を改善させることができた（仮説 2-1）。2000-2007 年にかけて多くのフィリピン銀行で人件費の増加傾向にあった。フィリピン銀行の人件費は、2000-2007 年に年率平均 11％で増加している（特に 2005-2006 年には 33％、2006-2007 年には 31％）。そして、財閥系銀行の中でも統合合併をした銀行については、非財閥系銀行よりも人件費拡大による経営効率性の改善効果が観察された。一方、統合合併の対象にならなかった財閥系銀行では、非財閥系銀行と比較すると人件費の経営効率性改善効果は小さかった。この統合合併を経験しなかった財閥系銀行では、人件費の増加が経営効率性を改善したものの、人件費の増加が経営を圧迫し、経営効率性の改善効果を減じたと考えられる。

第 3 に、一般的に業務の多角化を進めたフィリピンの銀行については、純技術効率性は増加する。財閥系銀行についても、業務の多角化を進めることで経営効率性は改善したが（仮説 3-1）、改善効果は非財閥系銀行よりも小さくなった。財閥系銀行は、すでに手数料業務などの業務の多角化が進んでおり、観察期間平均の財閥系銀行の対純収益手数料収益比率は 87%であるのに対し、非財閥系銀行は 31%である。財閥系銀行にとって、これ以上の手数料業務への依存度を高めても収益の拡大が見込むことは困難であったことが示唆される。

すなわち、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によって経営効率性を高めることができた。また、フィリピンの銀行市場においては、財閥系銀行であること自体が直接経営効率性を高めることにはならなかった。また、銀行間で統合合併をおこなうことによる、直接的な経営効率性改善も観察されなかった。

ただし、統合合併の対象になった銀行の中でも、当事者が財閥系銀行か否かによって経営効率性の決定要因の影響は異なっていた。統合合併を経験した財閥系銀行は、自己資本を増加させ、人件費をかけることで経営効率性を改善することができた（仮説 4-1）。それ

に対し、統合合併の対象になった非財閥系銀行は、自己資本比率を高めても経営効率性の改善効果は限定的であり、人件費についても経営効率性の改善効果は小さかった。

2000-2007 年においてフィリピン財閥系銀行間で財閥グループの枠を越えた統合合併がおこなわれてきた。財閥系銀行がただ銀行規模の拡大や市場シェアの獲得を目的として統合合併をおこなったことは考えにくい。なぜなら、財閥系銀行は、経営効率性を低下させないように相手先を選別し、一般銀行以上に銀行経営の健全性や人材獲得による経営効率性改善効果を得ているからである。

フィリピン財閥系銀行の統合合併は合理的かつ友好的におこなわれたものであり、経営状態の改善を目的とし、同時に競合銀行に脅威を与えるようなものではなかった。たとえば、2003 年に行われた商業銀行 East West 銀行による貯蓄銀行 Ecology Saving 銀行の統合、Banco de Oro Universal 銀行の外資系商業銀行 Banco Santander Philippines の買収は、海外のフィリピン人労働者の送金ネットワークの拡充や高所得者層向けローン市場の獲得を主要な目的とするものであったと報じられていた（*BizNews Asia*,July 5-July 12,2004）。

また、財閥系銀行による積極的な統合合併は、統合合併後に競合する他の財閥系銀行に脅威意を与えるものではなかったとされている。たとえばヘンリー・シー財閥の傘下銀行 Banco de Oro は、China 銀行,Banco Santander、Equitable PCI などの銀行を次々と買収していった。しかし当時最大手銀行の Metrobank もすでに Asian 銀行,Global 銀行,Solid 銀行,Philippine Banking Corp.などの銀行を統合してきており、統合後も 10%以上の高い収益率を維持していた。そのため、Metrobank は Banco de Oro の急拡大に対しては動じていなかったとの報道がある（*BizNews*,September 14- September 21,2004）。

Appendix: 経営効率性の決定要因（マルムクィスト生産性指数、生産フロンティア・シフト、規模経済性変化）

補表 2-1 経営効率性の決定要因(被説明変数＝マルムクィスト生産性指数)

従属変数＝マルムクィスト生産性指数			
	変量効果モデルI		
	推計値		p値
定数項	−0.216	*	0.069
総資産	0.048	***	0.000
自己資本比率	−0.264	**	0.843
人件費	0.153		0.601
手数料収益	0.007		0.642
統合合併ダミー	0.018		0.909
財閥ダミー	0.036		0.792
財閥ダミー*統合合併ダミー	−0.053		0.830
統合合併ダミー*総資産	0.000		0.987
統合合併ダミー*自己資本比率	0.466		0.740
統合合併ダミー*人件費	−0.148		0.613
統合合併ダミー*手数料収益	0.026		0.850
財閥ダミー*総資産	−0.008		0.522
財閥ダミー*自己資本比率	−0.098		0.950
財閥ダミー*人件費	0.597		0.129
財閥ダミー*手数料収益	0.006		0.738
統合合併ダミー*財閥ダミー*総資産	0.008		0.751
統合合併ダミー*財閥ダミー*自己資本比率	0.594		0.721
統合合併ダミー*財閥ダミー*人件費	−0.596		0.129
統合合併ダミー*財閥ダミー*手数料収益	−0.077		0.580
2001年ダミー	−0.089		0.430
2002年ダミー	−0.252	**	0.028
2003年ダミー	0.280	**	0.015
2004年ダミー	0.474	***	0.000
2005年ダミー	0.311	***	0.008
2006年ダミー	0.485	***	0.000
2007年ダミー	0.348	***	0.003
サンプル数	336		
修正済決定係数	0.349		
Hausman test:χ^2統計量	0.000		
p-値	1.000		
(注)***:有意水準1%で有意、**:有意水準5%で有意、*:有意水準10%で有意を表す。			

補表 2-2 経営効率性の決定要因(被説明変数＝生産フロンティア・シフト)

従属変数＝生産フロンティア・シフト			
	変量効果モデルI		
	推計値		p値
定数項	−0.279	***	0.001
総資産	0.044	***	0.000
自己資本比率	−0.612		0.523
人件費	−0.074		0.726
手数料収益	0.010		0.326
統合合併ダミー	−0.028		0.809
財閥ダミー	0.026		0.796
財閥ダミー*統合合併ダミー	−0.010		0.956
統合合併ダミー*総資産	0.003		0.801
統合合併ダミー*自己資本比率	0.441		0.662
統合合併ダミー*人件費	0.079		0.709
統合合併ダミー*手数料収益	0.057		0.568
財閥ダミー*総資産	−0.007		0.457
財閥ダミー*自己資本比率	0.143		0.900
財閥ダミー*人件費	0.593	**	0.036
財閥ダミー*手数料収益	−0.013		0.281
統合合併ダミー*財閥ダミー*総資産	0.000		0.980
統合合併ダミー*財閥ダミー*自己資本比率	0.216		0.857
統合合併ダミー*財閥ダミー*人件費	−0.590	**	0.037
統合合併ダミー*財閥ダミー*手数料収益	−0.091		0.360
2001年ダミー	0.030		0.710
2002年ダミー	−0.118		0.148
2003年ダミー	0.361	***	0.000
2004年ダミー	0.540	***	0.000
2005年ダミー	0.369	***	0.000
2006年ダミー	0.568	***	0.000
2007年ダミー	0.448	***	0.000
サンプル数	336		
修正済決定係数	0.472		
Hausman test:χ^2統計量	0.000		
p-値	1.000		
(注)***:有意水準1%で有意、**:有意水準5%で有意、*:有意水準10%で有意を表す。			

補表 2-3 経営効率性の決定要因(被説明変数＝規模経済性変化)

従属変数＝規模経済性変化		
	変量効果モデルI	
	推計値	p値
定数項	−0.200 ***	0.019
総資産	0.050 ***	0.000
自己資本比率	0.119	0.900
人件費	0.070	0.737
手数料収益	0.007	0.516
統合合併ダミー	−0.021	0.852
財閥ダミー	0.030	0.760
財閥ダミー*統合合併ダミー	−0.040	0.819
統合合併ダミー*総資産	−0.007	0.610
統合合併ダミー*自己資本比率	−0.687	0.492
統合合併ダミー*人件費	−0.063	0.760
統合合併ダミー*手数料収益	0.048	0.630
財閥ダミー*総資産	−0.001	0.918
財閥ダミー*自己資本比率	−0.585	0.603
財閥ダミー*人件費	0.223	0.425
財閥ダミー*手数料収益	−0.010	0.416
統合合併ダミー*財閥ダミー*総資産	0.003	0.877
統合合併ダミー*財閥ダミー*自己資本比率	1.483	0.210
統合合併ダミー*財閥ダミー*人件費	−0.212	0.449
統合合併ダミー*財閥ダミー*手数料収益	−0.070	0.483
2001年ダミー	−0.066	0.415
2002年ダミー	−0.096	0.237
2003年ダミー	0.363 ***	0.000
2004年ダミー	0.376 ***	0.000
2005年ダミー	0.171 **	0.040
2006年ダミー	0.439 ***	0.000
2007年ダミー	0.382 ***	0.000
サンプル数	336	
修正済決定係数	0.489	
Hausman test:χ^2統計量	0.000	
p−値	1.000	

(注)***:有意水準1%で有意、**:有意水準5%で有意、*:有意水準10%で有意を表す。

補表 2-4 フィリピン主要地場銀行の再編状況(1993-1999 年)

Dominant/Surviving Bank	Merged or Subsidiary/Consolidated Bank
Metropolitan Bank & Trust Co.	Philippine Savings Bank (merged)
	Philippine Banking Corp. (subsidiary)
	Global Business Bank (subsidiary)
	Solid Banking Corp. (merged)
Equitable PCI Bank	Mindanao Development Bank (merged)
	Ecology Bank (merged)
	PCI Bank (consolidated)
Bank of the Philippine Islands	Comtrust (consolidated)
	CityTrust (consolidated)
	Far East Bank & Trust Co. (merged)
Bank of Commerce	Traders Royal Bank (merged)
RCBC	Copital Savings Bank (merged)
PDCP	Producers Bank (merged)
	First Phil. Int'l Bank (merged)
United Overseas Bank	Westmont Bank (merged)
ABN-AMRO	Great Pacific (merged)
Keppel (Singapore)	Monte de Piedad (consolidated)
Union Bank	Interbank (merged)
DBS Bank Phils., Inc.	Bank of Southeast Asia (merged)
	DBS Savings Bank Phils. (merged)

(出所)IBON Databank and Research Center[2003]より筆者作成。

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[46]

ーパラメトリック・アプローチによる利潤効率性の計測

1　はじめに

1997 年に始まるアジア通貨・経済危機発生以後、過剰な国際資本移動に対する懸念と同時に、ASEAN　金融システムの脆弱性が指摘され続けて久しい。フィリピンでは、他のASEAN 諸国に先駆けて 1980 年代初めから金利全面自由化を含む金融自由化政策が実施されてきた。金融自由化論の基本的な枠組みに従えば、金融自由化により、市場メカニズムによる効率的資源分配が達成され、投資の生産性が向上、経済成長の促進につながる。しかしフィリピンでは、金融自由化を受けて、実質金利の上昇、金融機関による貸出額増など金融仲介の拡大は見られたが、国内貯蓄、国内投資は共に低下傾向にあり、マクロ情勢も悪化していった。1980 年代半ばにはマイナス成長を記録している。

金融自由化開始から 30 年経た現在においても良好な経済情勢とは言い難い。その一方で金融自由化後、競争度の高まったフィリピンの銀行業において、資金の効率的運用と高収益性が観察されている（奥田[2000a]）。資源配分上の非効率によるマクロ経済の悪化と、経営効率上の効率によるフィリピン銀行業の高収益性との対比は興味深い。序章で指摘したように、フィリピンの銀行の多くは財閥グループの傘下にある。本章では、フィリピン大手財閥系銀行の利潤効率性を計測し、さらに効率性を生む要因を分析することを課題としている。

また、本章の実証分析で得られた結果をまとめると以下のことが言える：1992-1996 年において、フィリピンの財閥系銀行は全体として利潤効率性を改善する傾向にあるが、もともと利潤効率性の高い傾向を持つ大規模行は益々効率的になる一方で、利潤効率性が低い体質を抱える小規模行はさらに非効率になっている。このことは、この期間の財閥系銀行間の競争激化により、効率性の面で二極化が進み淘汰されつつあることを示唆している。

---

[46]本論は、齋藤 [2000]を加筆修正したものである。

本章の構成は以下の通りである。まず第 2 節で、1990 年代の銀行市場について簡単に概観する。次に第 3 節では、以下フィリピン財閥系銀行の効率性分析をするに当って、必要となる先行研究を整理する。第4節では、本論文の理論的な枠組みとなる利潤関数と利潤効率性の設定をする。利潤関数については、Hancock[1985,1987,1991]の「ユーザー・コスト・アプローチ」を取り上げる。生産物と投入物の設定が恣意的との費用関数分析への指摘に対して、より理論的な説明により貨幣的財・非貨幣的財の分類を行う。また効率性の指標については、通常の TFP 計測では、規模の経済性、規制などによる効果を含んでおり、それらを排除しなければ銀行間、異時点間の技術的変化の厳密な分析はできない。ここでは Baltagi, *et al.*[1995]の「企業固有の技術変化（Firm-specific Technical Change）」アプローチを採用して、各時点の銀行固有の生産性を抽出する。以上二つのアプローチを用いて、利潤関数を特定化し、パネルデータによる推計の準備を行う。第 5 節では、利潤関数の推計を行う際に必要となる各財のユーザー・コストの定義を行う。第 6 節は、利潤関数・利潤効率性の推計結果と考察である。最後に、第 7 節で本分析のまとめと残された課題について整理する。

２　1992-1996 年の大手財閥銀行の状況

図 2.5-1から図 2.5-3 は 1992-1996 年の地場銀行上位 13 行の預貸金利スプレッドを実質値で表したものである [47]。序章で指摘したように、本章で取り上げる地場銀行上位 13 行のうち 11 行は大手財閥グループに属する（序章、表 0-1）。ここでは、残るFar East Bankと Security Bankを非大手財閥系銀行とする。1992 年から 1996 年にかけての財閥系銀行の金利の全体的な特徴は以下の通りである。貸出金利は緩やかに下降をたどっているのに対して、預金金利は上昇している。結果的に預貸金利スプレッドは、緩やかであるが縮小している。このことはこの期間に競争が激化したことを示唆している。実際に、1990 年代初からフィリピンでは、金融改革の一環として、競争促進政策と外資規制の緩和が推進されてきた [48]。金利から判断する限りでは、政府の競争促進政策は功を奏したと見て良い。また、この時期の

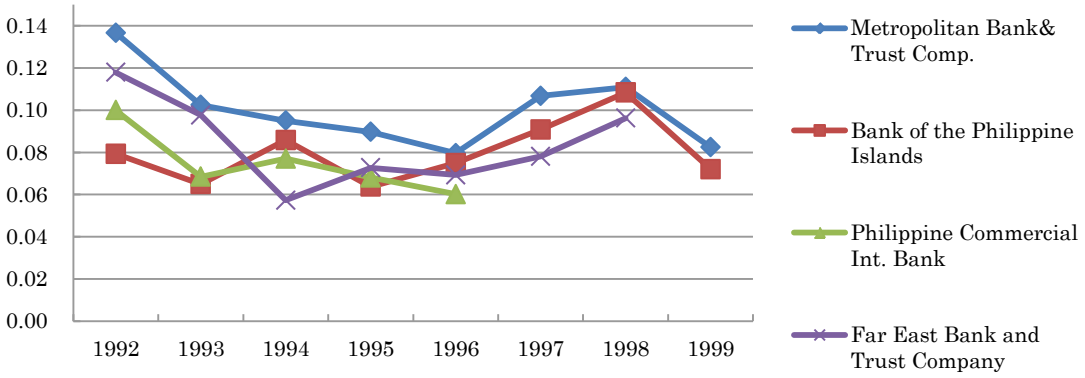
[47] ただし第5節と同様に、貸出金利率と預金利率をそれぞれ、r_L：貸出金利率＝貸付金利息・割引料(Interest Loans + Interest Income)/貸出金(Loans and Discounts)}、r_D：預金利率＝預金債権利息(Interest Expense)/預金(Total Deposits + Total Borrowed Funds)、と定義している。

[48] 競争促進政策として、1990 年の国内銀行の新規参入に対する一次規制廃止、1991 年の銀行店舗規制の自由化、銀行の合併・統合の促進措置、等が挙げられる。また外資規制の緩和についても、1991 年の外国投資法規制改正による外資出資規制の廃止、1993 年の外国為替取引規制緩和、1994 年の外国銀行の参入自由化、等の措置がとられた。

外国銀行進出も盛んに行われている。外国銀行の参入により、ホールセール市場を中心とした市場競争が厳しくなり、同時に地場銀行がリテール部門を重視した結果、広告や店舗網拡大に努力していた（奥田・齋藤[2004]）。

個別銀行を見てみると、Metropolitan Bank and Trust Comp.やBank of the Philippine Islands(PCI)といった大規模行[49]のスプレッドが相対的に大きいのに対し（図 2.5-1）、中位行（Rizal Commercial Banking Corporation、Allied Banking Corporation）のスプレッドが小さい（図 2.5-2）。また、Union Bank of the Philippines、Solidbank Corporation等小規模行の急速なスプレッドの縮小も特徴的である（図 2.5-3）。すなわち、1992-1996 年の競争促進政策の効果は小規模行に特に顕著であり、競争激化によるレントの縮小が予想される。

図 2.5-1 預貸金利スプレッド（上位行）



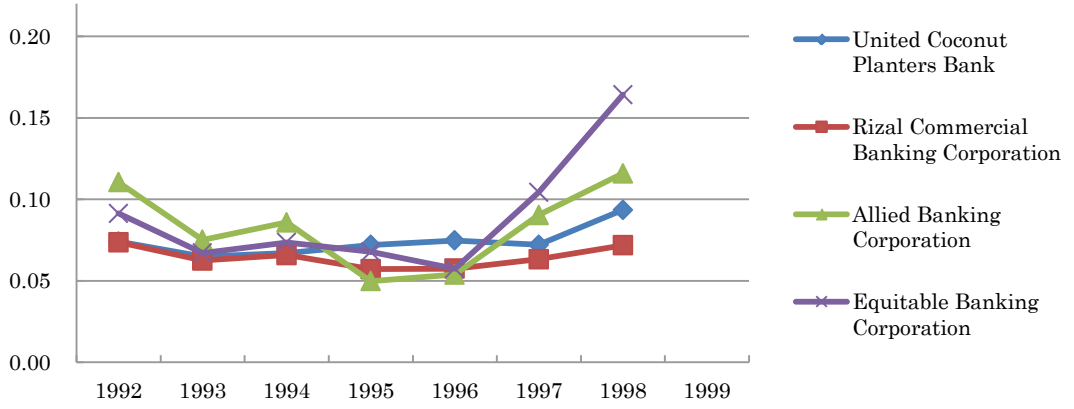
（出所）筆者作成。

預貸金利スプレッドの縮小傾向は1996年を境に拡大に転じている。この時期は銀行業の競争激化に伴い、フィリピンの金融機関の不動産関連企業向け融資と個人向け融資が拡大している。さらに1997年7月のフィリピン・ペソ急落に対応する形で、中央銀行が数回にわたって金利引上げを行ったことに影響を受けている。ここでも小規模行のスプレッドの急速な拡大が観察される。これらのことから、大規模・中規模行は景気の変化に対して比較的、非弾力的な対応をしているのに対し、小規模行の反応は敏感であることが分かる。

[49] 対象銀行の規模による分類は、観察期間（1992-1996 年）の経常利益の平均値を基準にしている。観察期間中に順位の多少の変動が見られることには注意を要する。また、本章で分析の対象にしている 13 行も、フィリピン商業銀行 50 行の中の上位行であるため、そもそもこのような分類が適切では無い可能性がある。しかし、ここでは便宜上規模によって上位から、4 行を大規模行、次の 4 行を中規模行、残りの 5 行を小規模行と呼ぶことにする。

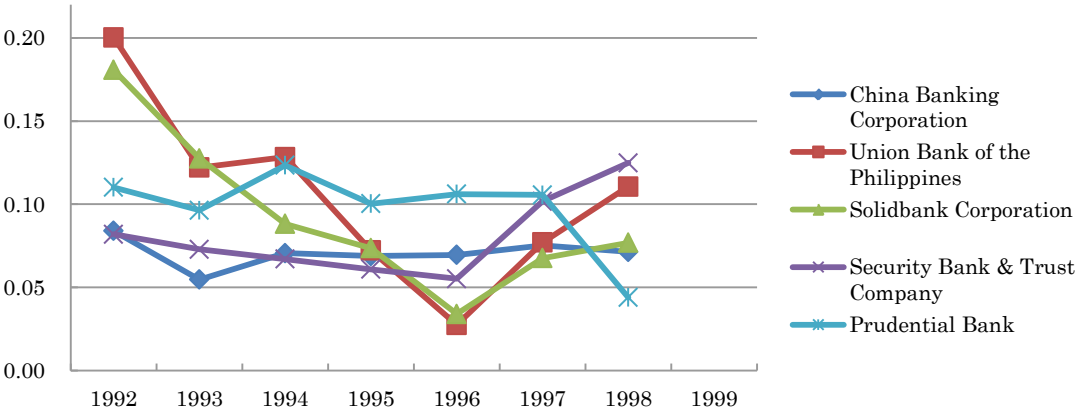
以上から、1980年代後半から1990年代前半にかけての、一連の金融部門の規制緩和と金融安定化装置は、財閥系銀行間の競争環境を育成するという意味では成功といえるが、その恩恵はマクロ経済には強くは現れていないことが分かる。

図 2.5-2 預貸金利スプレッド（中位行）



（出所）筆者作成。

図 2.5-3 預貸金利スプレッド（下位行）



（出所）筆者作成

3　先行研究の整理

1980－1990 年代日本・アジアの金融自由化政策の潮流とそれに続く金融危機・銀行の経営破綻を背景に、銀行経営の効率性に関する実証研究は、対象とする国を問わず重要視されてきたテーマである。特に、1980 年代にアメリカを中心に盛んに行なわれた銀行業の費用構造に関する実証分析は、この分野における一般的な手法になっている。わが国においても、銀行業の生産関数による吉岡[1989]、トランスログ型費用関数を用いて規模経済性を導出した野間・筒井[1987]の他、筒井義郎[1986]がフロンティア費用関数を用いて、規模経済性と銀行業の費用効率性を計測している。また、粕谷[1993]では、確率的フロンティア・モデルとパネル・データを用いて、都市銀行・地方銀行・相互銀行の費用関数を推定し、それぞれに関して平均非効率性と非効率性の分散を比較している。

その一方、エマージング・マーケットの発展途上国の銀行経営に関する研究は、その重要性が指摘されながらも依然として数は少ない。特にフィリピン地場銀行の経営に関しては、Lamberte[1983]、Tolentino[1986]、と限られている。Lamberte[1983]は、商業銀行のバランスシートの主要なアイテムの額を利潤に回帰させ、推計された各アイテムのパラメーターの符号によって投入物と生産物の分類を行なっている。

また、Tolentino[1986]では、銀行の利潤関数を用いて、規模経済性を計測し、各業態間の比較を行っている。預金、労働、資本財を投入物に、貸出金を産出物と仮定し、利潤関数の説明変数としてスケール・ファクター（支店数と銀行のサイズ）を入れていることが特徴である。ここで得られる結論の一つは、80 年代初めにおいて、規模に関する収穫逓増が観察されたのは中小規模行のみであり、銀行業全体としては規模に関する収穫逓減が観察されたことである。1988 年から 96 年については、奥田[1999、2000a]がクロスセクションデータとパネルデータを用いて費用関数の推計を行っている。ここでは、規模経済性と範囲経済性が確認され、また観察期間中に労働節約的かつ資金節約的な正の技術進歩が観察されている。

以上の研究結果を要約すると、銀行経営の効率性分析に関していくつかの問題点が指摘できる。第 1 に、生産物と投入物の分類についての恣意性の問題である。費用関数・利潤関数に関わらず、推計の際に銀行業の生産要素・生産物の定義が必要になる。しかし、上記の費用関数による効率性分析では、それらの財の投入物・生産物の設定についてミクロ経済学的な根拠に説得力が無い。この問題点については、Hancock[1985,1987,1991]が一つの解決策を提示している。すなわち、貸出金・預金などのアイテムを一期間保有することによる純費用・純収入をユーザー・コストと定義し、その符号によってそれらの財を投入物と生産物に分類している。

Hancock のユーザー・コスト・アプローチを用いて、1960 年代日本の銀行業における非効率性を計測したものに、本間哲志、神門善久、寺西重郎[1996]がある。ここではフロンティア利潤関数を推定し、現実の利潤との差を「利潤効率性」と定義して、銀行の効率性を数量的に把握している。また大森・中島[2000]も、1980 年代から 1990 年代前半を対象に、ユーザー・コスト・アプローチを用いて費用関数を推定し、範囲経済性の存在の確認を行っている。

その結果、総資産規模の大きい銀行程、費用の共通化による範囲経済性のメリットを享受している傾向が得られた。また TFP の動向について見ると、大銀行は全体として相対的な効率性が観察されている。

第 2 に、効率性の定義に関する問題である。Baltagi,Griffin,and Rich[1995]は、一般的な TFP による効率性分析の説明力に疑問を投げかけた。TFP 指数による分析では、規模経済性が観察される場合には、規模経済性と厳密な意味での生産性の両方の影響を受けてしまうが、銀行業のように規模に関する収穫一定を仮定できないケースでは、推定された生産性の精度に問題が出てくる点を指摘している。

そこで、異時点間の生産性の変化と企業間の格差を計測する方法として Firm-Specific Index of Technical Change（企業固有の技術変化指数、以下TCI）アプローチを採用し、一般的な TFP との比較を行なっている。武田 [1998]は、この TCI アプローチにより、1970－1980 年代日本の銀行の費用関数分析を行っている。このアプローチを採用することで、それまでの「費用効率性・利潤効率性」から、時間による効果と規模による効果を抽出し、より純度の高い効率性分析が可能になる。

本章では、以上の銀行の効率性分析のこれら二つの問題点をクリアするための分析方法を用いて、フィリピン銀行業の効率性を計測し、さらに効率性を生む要因を分析することを目的としている。

４　利潤効率性分析のフレームワーク

本章では、利潤効率性を計測するための理論的フレームワークとして、利潤関数アプローチ、ユーザー・コスト・アプローチ、企業固有の技術変化指数の3つを紹介する。

（１）費用関数アプローチと利潤関数アプローチ

銀行経営の効率性を計測するに当って、利潤関数によるアプローチを採用するのは、このアプローチの以下の利点を利用するためである。まず利潤関数によるデータ収集上の簡便性が第1の利点である。生産関数や費用関数の推計の際には、価格データと量データを必要とするのに対して、利潤関数とそれから導出される供給関数と要素需要関数は、生産物価格と投入要素価格の関数として表すことができる。一般に、一国全体のマクロ関数の推計はもちろ

ん、一企業の経済関数の推計であっても、投入量や産出量などの量的データよりも生産物価格や投入要素価格といった価格データの方が市場で容易に得られる。

第 2 点は、生産物と投入物の分類上の問題についてである。日本の銀行業に関しては、野間・筒井[1987]、粕谷[1993]、武田[1998]、堀[1998]などの中で、銀行業の費用関数を推計し、規模の経済性、範囲の経済性、銀行経営の効率性を論じている。彼らの費用関数アプローチでは、便宜的に貨幣的財、非貨幣的財が生産物と投入物に分類されている点に問題が残る。金融企業の生産物と投入物の分類についてはコンセンサスを得られていない（Hancock[1991]）。

本節では、この第 2 点の問題をクリアにするために、Hancock[1985,1987,1991]の「ユーザー・コスト・アプローチ」を用いて、毎期における各行の貨幣的財・非貨幣的財をそれぞれ産出物と投入物に分類する。

（２）銀行の利潤最大化行動のモデル化

ユーザー・コストの概念

本節では、Hancock[1985,1987,1991]と本間、神門、寺西[1996]に準拠して、銀行の利潤最大化行動をモデル化する。まず、銀行が投入・産出する財・サービスを、貸出、有価証券投資、預金など貨幣的財・サービス monetary goods and services と、資本財、労働など非貨幣的財・サービス non-monetary goods and services の二つに分類する。

さらに、金融資産、金融負債の保有から発生する利子、配当金、決済手数料などの収入・費用を、保有収入 holding revenue または保有費用 holding cost として定義する。金融資産、金融負債について各財を1期間保有することの純収入、純費用のことである。たとえば、貸付金や有価証券投資の保有収入は、利息 r_i、配当金・キャピタルゲイン c_i、手数料収入 s_i などの合計値から、貸倒準備金などの各種保険プレミアム d_i を引いたものである。同様に、預金の保有費用は、支払利息 r_i、中央銀行への預け金の機会費用 Rk_i（ただし、k_i は準備率）、預金保険料等 d_i を加えたものから、手数料収入 s_i を差し引いたものである。:

$$\text{資産の保有収入：}\ h_i = r_i + c_i + s_i - d_i$$
$$\text{負債の保有費用：}\ h_i = r_i + Rk_i - s_i + d_i$$

貨幣的財のユーザー・コストは、銀行の異時点間生産モデルから導出する。P_t は一般物価指数、$y_{i,t}$ は第 i 貨幣的財の生産量もしくは投入量、$h_{i,t}$ は負債（資産）の単位金額当りの保

有費用（保有収入）と仮定する。負債の純費用と資産の純収入 $Y_{i,t}$ はそれぞれ以下のように表現できる:

$$Y_{i,t}= (1+h_{i,t-1})y_{i,t-1}P_{i,t-1}-y_{i,t}P_{i,t} \quad （負債） \quad 式（1）$$

$$Y_{i,t}=y_{i,t}P_{i,t}-(1+h_{i,t-1})y_{i,t-1}P_{i,t-1} \quad （資産） \quad 式（2）$$

負債の純費用は、期首の負債残高 $y_{i,t-1}P_{t-1}$ に保有費用 $h_{i,t-1}P_{t-1}$ を加え、期末の負債残高 $y_{i,t}P_t$ を引いたものとして定義している。また資産の純収入についても、期末の資産残高 $y_{i,t}Pt$ から、期首の資産残高 $y_{i,t-1}P_{t-1}$ と保有収入 $h_{i,t-1}P_{t-1}$ を引いたものと定義することができる。つぎに、第 i 貨幣的財（預金、貸出等）について i=1,...,L をバランスシート上の負債、i=L+1,...,L+A を資産、第 j 非貨幣的財（資本財、労働等）の価格と投入量を $q_{j,t},x_{j,t}$ とする（j=1,...,M）、を表すとすると、t期における可変利潤は以下のように定義できる:

$$\begin{aligned}\Pi_t &= -\sum_{i=1}^{L+A} b_i[(1+h_{i,t-1})y_{i,t-1}P_{i,t-1}-y_{i,t}P_{i,t}]-\sum_{j=1}^{M} q_{j,t}x_{j,t} \\ &= -\sum_{i=1}^{L}[(1+h_{i,t-1})y_{i,t-1}P_{i,t-1}-y_{i,t}P_{i,t}] \\ &\quad +\sum_{i=L+1}^{L+A}[y_{i,t}P_{i,t}-(1+h_{i,t-1})y_{i,t-1}P_{i,t-1}]-\sum_{j=1}^{M} q_{j,t}x_{j,t}\end{aligned} \quad 式（3）$$

ただし、第i貨幣的財が負債(i=1,...,L)ならば b_i=1、資産(i=L+1,...,L+A)ならば b_i=-1 とする。ここで、t 期間の累積割引率を D_t とし、$D_t=\prod_{s=1}^{t-1}\frac{1}{1+R_s}$ とする。R_s は s 期における割引率である。ただし、s=t のとき R_s=0 とする。t＝2 期からt＝T期にかけての通時的な利潤の現在割引価値 $\prod_T^d$ は、(3)式より、

$$\begin{aligned}\Pi_T^d &= \sum_{t=2}^{T} D_t\Pi_t \\ &= -\sum_{t=2}^{T}\sum_{i=1}^{L+A} D_t b_i[(1+h_{i,t-1})y_{i,t-1}P_{i,t-1}-y_{i,t}P_{i,t}]-\sum_{t=2}^{T}\sum_{j=1}^{M} q_{j,t}x_{j,t} \\ &= -\sum_{t=2}^{T-1}\sum_{i=1}^{L+A} D_t b_i[(1+h_{i,t-1})y_{i,t-1}P_{i,t-1}-\sum_{t=2}^{T}\sum_{j=1}^{M} q_{j,t}x_{j,t} \\ &\quad +(\frac{h_{i,t}-R_t}{1+R_t})y_{i,t}P_{i,t}-y_{i,t+1}P_{i,t+1}]-\sum_{t=2}^{T}\sum_{j=1}^{M} q_{j,t}x_{j,t}\end{aligned}$$

$$= -\sum_{t=2}^{T}\sum_{i=1}^{L+A} D_t P_t b_i \left(\frac{h_{i,t} - R_t}{1+R_t}\right) y_{i,t} - \sum_{t=2}^{T}\sum_{j=1}^{M} D_t q_{j,t} x_{j,t} \qquad \text{式(4)}$$

と表すことができる。ここでは、第 0 期のバランスシート制約と、銀行が第T期には営業を終了し、資産・負債をすべて処理することから、$y_{i,1}=0$, $h_{i,T}=-1$ を仮定している。これを整理すると、t期の即時的利潤が得られる:

$$\Pi_t = -\sum_{i=1}^{L+A} P_t b_i \left(\frac{h_{i,t} - R_t}{1+R_t}\right) y_{i,t} - \sum_{j=1}^{M} q_{j,t} x_{j,t} \qquad \text{式(5)}$$

$y_{i,t}$の係数は第i貨幣的財のユーザー・コストを表している。すなわち、

$$U_{i,t} = P_t b_i \left(\frac{h_{i,t} - R_t}{1+R_t}\right) \qquad \text{式(6)}$$

によって与えられる。第 i 財のユーザー・コストは、その財の保有収入または保有費用と割引利子率との利鞘の現在価値であり、金融資産・金融負債の価格、もしくは貨幣的財 1 単位当りの利潤への効果であると解釈できる。よって、負債・資産それぞれの実質ユーザー・コストは、

$$\text{負債}: U_{it} = P_t \left(\frac{h_{it} - R_t}{1+R_t}\right) \quad , i=1,\cdots,L \qquad \text{式(7)}$$

$$\text{資産}: U_{it} = P_t \left(\frac{R_t - h_{it}}{1+R_t}\right) \quad ,i=L,\ldots,L+A \qquad \text{式(8)}$$

と表すことができる。この実質ユーザー・コストを用いることで、毎期、各行の金融資産、金融負債それぞれについて、その財が投入物であるか生産物であるかの判断が可能である。すなわち、(5)式より、$U_{i,t}>0$ のとき利潤に対してマイナスに働くので、第i財は投入物と判断する。反対に $U_{i,t}<0$ のときは利潤との相関が正になるので、第 i 財は生産物と見なすことができる。本章では、具体的に負債として預金を、資産として貸出金・現金、非貨幣的財として資本財・労働を取り上げ、それぞれのユーザー・コストを計算し、投入物・生産物の判別を行っている。

銀行は、ユーザー・コスト$U_{i,t}$と要素価格$q_{i,t}$を所与として、即時的利潤Π_tを最大化しようとする。この利潤最大化問題を解くことによって以下の利潤関数(9)、貨幣的財の産出物供給関数(10)、貨幣的財の要素需要関数(11)、非貨幣的財の要素需要関数(12)が得られる。

$$\Pi^*(U,Q) = \max_{Y,X} \{UY - QX \mid F(T,X)\} \le 0 \qquad \text{式(9)}$$

$$y_i(U,Q) = \frac{\partial \Pi(U,Q)}{\partial u_i} > 0 \qquad \text{式(10)}$$

$$y_j(U,Q) = \frac{\partial \Pi(U,Q)}{\partial u_j} < 0 \qquad \text{式(11)}$$

$$x_k(U,Q) = \frac{\partial \Pi(U,Q)}{\partial q_k} < 0 \qquad \text{式(12)}$$

（３）利潤効率性の定義

銀行の利潤効率性を計測するに当って、本章では Baltagi et al.[1995]の「企業固有の技術変化（Firm-specific Index of Technical Change、TCI）」を用いる。通常の TFP 指数は、規模の経済性、規制等の効果が含まれており、それらを除かなければ銀行間・異時点間の効率性の厳密な分析はできない。t 期における第 i 銀行の利潤効率性を以下のように分解する。

$$A_{it} = A(t) + \lambda_i + \varepsilon_{it} \qquad \text{式(13)}$$

つまり、第i銀行の利潤効率性 A_{it} は、t 期における銀行業全体の効率性 A(t)、各行の（時間を通じて不変の）効率性 λ_i、ある時点の、ある銀行に固有の効率性の撹乱項 ε_{it} の3つのコンポーネントに分解されると定義する。銀行業全体の効率性 A(t)は、景気変動や規制の効果などが含まれ、全銀行に共通した利潤効率性を表している。また、各行固有の効率性 λ_i とは、銀行規模や経営体質など、個別の銀行の特性から生じる利潤効率性を置き換えたものである。最後に、攪乱項 ε_{it} は、第i銀行の利潤効率性合計 A_{it} から上述の規模効果や景気、規制などの影響を取り除いた部分であり、より厳密な意味で各行毎の毎期の利潤効率性が表されていると言える。

（４）可変利潤関数の特定化

本節では、各貨幣的財のユーザー・コストが各期に変化し場合によっては生産物から投入物へ、もしくは投入物から生産物へ変化する可能性を考慮して、二次形式の利潤関数に特定化する。銀行の費用関数の推計の際にトランスログ型の費用関数が用いられることが多いが、ユーザー・コストのように価格が負値になる可能性がある場合、この方法は適さない。二次形式の利潤関数の利点は、ユーザー・コストが負の場合でも対処できることである。まず、Baltagi et al.[1995]に準拠して利潤関数を以下のように特定化する:

$$\Pi_{i,t} = \alpha_0 + A(t) + \sum_{i=1}^{13} \lambda_i DI_i + \sum_{j=1}^{5} \alpha_j P_j + \sum_{j=1}^{5} \alpha_{jA} P_j A(t) + \frac{1}{2} \sum_{j=1}^{5} \sum_{k=1}^{5} \alpha_{jk} P_j P_k + \varepsilon i,t \qquad \text{式(14)}$$

ただし、$\Pi_{i,t}$はt期における第i行の実質利潤（営業利益）、A(t)は銀行業全体の利潤効率性、 λ_iは各行の時間を通じて不変の効率性、 P_jは貨幣的財の実質ユーザー・コスト、DI_i ,i=1,...,13 は銀行ダミー変数、ε_{it}は攪乱項をそれぞれ表している。４．２．２節で定義した利潤効率性の各コンポーネントを計算するためには、(14)式を推計すれば良いのであるが、A(t)は観察可能でないため推計が不可能である。そこで代わりに時間ダミー変数DT_t (t=1,...,5)を用いて、以下のように、ホテリング・レンマから得られる産出物供給関数と要素需要関数も合わせて推定することによって上記の問題は解決される。可変利潤関数と産出物の供給関数・要素需要関数を以下のように特定化する[50]:

$$\Pi_{i,t} = \sum_{i=1}^{13} \lambda_i DI_i + \sum_{t=1}^{5} \eta_t DT_t + \sum_{j=1}^{5} \sum_{t=1}^{5} \beta_{j,t} P_j DT_t + \frac{1}{2} \sum_{j=1}^{5} \sum_{k=1}^{5} \alpha_{jk} P_j P_k + \varepsilon_{i,t} \qquad \text{式(15)}$$

$$S_j = \sum_{j=1}^{5} \alpha_{j,k} P_k + \sum_{t=1}^{5} \beta_{j,t} DT_t \qquad \text{式(16)}$$

ただし、 $\eta_t = \alpha_0 + A(t)$ 式(17)

[50] Baltagi, *et al.*[1995]、武田 [1998]ともにトランスログ型の費用関数を採用しているため、シェパード・レンマから得られるのは費用シェア式である。それに対して二次形式では、生産物供給量と要素需要を利潤シェアとして直接代入できる。

$$\beta_{j,t} = \alpha_j + \alpha_{jA} A(t) \qquad \text{式(18)}$$

注意すべきは、(17)-(18)式を利潤関数（15）に代入したものと（14）式は同値であることである。よって、利潤効率性の3つのコンポーネントを計算するための推計式として、（15）式を採用することは妥当である。さらに、上記の利潤関数と供給関数・要素需要関数が経済学的に意味を持つために、各式の係数について以下の制約が課されなければならない。

価格に関する対称性　　($\alpha_{mn} = \alpha_{nm}$　,m›n=1,...,5)
価格に関する一次同次性　($\Sigma^5_{j=1} \alpha_j = 1$　,　$\Sigma^5_{k=1} \alpha_{jk} = 0$)
価格に関する単調増加性　($\alpha_j > 0$)

利潤関数の推定は、パラメーターについて対称性と一次同次性の制約を課し、SUR 推定を行う。各行の時間を通じて不変の効率性 λ_i と攪乱項 ε_{it} は、（15）式を推計することから得られる。銀行業全体の利潤効率性 A(t)については、制約(17)-(18)式から計算によって得られる。

５　データの設定

フィリピンの銀行の財務諸表データは、*Bankstat Financial Trend Analysis*から入手できる。本章では、フィリピン地場銀行上位 15 行のうち、比較的データが整合的な 13 行について、1992 年から 1996 年まで 5 年間のデータを用いる。銀行が取り扱う貨幣的財として、貸出金、預金、現金、非貨幣的財として、資本財、労働、の計 5 財をここでは扱う[51]。

６　推計結果と考察

[51] 本間他[1996]では、さらに有価証券を、大森・中島 [2000]は、貨幣的財を決済サービス・金融仲介サービスに分類し加えている。フィリピン商業銀行の場合、特に有価証券の額は無視できず、本来なら分析に含めるべきであるが、ユーザー・コスト定義の際のデータ制約の問題から、今回は除いてある。この点も今後の改善すべき課題である。

（１）ユーザー・コストの計算結果

表2.5-1と表2.5-2は、貨幣的財、非貨幣的財の価格の計算結果である。 全行、全期間において、貸出金と預金のユーザー・コストは負の符号を、現金・資本財・労働に関しては正の符号を示している。この計算結果から、貸出金と預金は生産物、現金・資本財・労働は投入物と判断できる。この場合、生産物のユーザー・コストの絶対値の値が大きいほど高収益、投入物のユーザー・コストの値が大きいほど高費用であるので、貸出金・預金から得られる限界収益よりも現金・資本財にかかる限界費用の方が高いことを読み取ることができる。

表 2.5-1 ユーザー・コスト計算結果

Metropolitan Bank& Trust Comp.	1992年	1993年	1994年	1995年	1996年
割引率:R	0.133	0.096	0.102	0.1	0.097
貸出金ユーザー・コスト:PL	−0.073	−0.055	−0.046	−0.046	−0.041
預金ユーザー・コスト:PD	−0.059	−0.046	−0.043	−0.04	−0.036
現金ユーザー・コスト:PC	0.118	0.087	0.093	0.091	0.089
資本財ユーザー・コスト:PK	0.141	0.186	0.131	0.113	0.121
労働ユーザー・コスト:PW	0.003	0.003	0.002	0.003	0.003
利潤:PAI	16.258	23.266	32.452	40.3	61.272
Bank of the Philippine Islands	**1992年**	**1993年**	**1994年**	**1995年**	**1996年**
割引率:R	0.116	0.088	0.102	0.09	0.101
貸出金ユーザー・コスト:PL	−0.041	−0.034	−0.044	−0.033	−0.038
預金ユーザー・コスト:PD	−0.037	−0.031	−0.038	−0.028	−0.033
現金ユーザー・コスト:PC	0.104	0.081	0.092	0.082	0.092
資本財ユーザー・コスト:PK	0.454	0.41	0.451	0.43	0.463
労働ユーザー・コスト:PW	0.003	0.003	0.002	0.003	0.003
利潤:PAI	22.655	21.03	24.376	35.94	47.623
Philippine Commercial Int. Bank	**1992年**	**1993年**	**1994年**	**1995年**	**1996年**
割引率:R	0.116	0.077	0.076	0.081	0.078
貸出金ユーザー・コスト:PL	−0.053	−0.035	−0.039	−0.034	−0.031
預金ユーザー・コスト:PD	−0.045	−0.032	−0.036	−0.031	−0.028
現金ユーザー・コスト:PC	0.104	0.072	0.071	0.075	0.072
資本財ユーザー・コスト:PK	0.205	0.207	0.168	0.171	0.206
労働ユーザー・コスト:PW	0.003	0.003	0.003	0.003	0.003
利潤:PAI	17.686	17.432	18.624	26.44	30.78
Far East Bank and Trust Company	**1992年**	**1993年**	**1994年**	**1995年**	**1996年**
割引率:R	0.117	0.092	0.073	0.087	0.084
貸出金ユーザー・コスト:PL	−0.067	−0.053	−0.031	−0.037	−0.036
預金ユーザー・コスト:PD	−0.043	−0.037	−0.023	−0.03	−0.03
現金ユーザー・コスト:PC	0.105	0.085	0.068	0.08	0.077
資本財ユーザー・コスト:PK	0.314	0.392	0.281	0.223	0.239
労働ユーザー・コスト:PW	0.002	0.002	0.003	0.003	0.003
利潤:PAI	18.357	17.444	18.086	18.09	23.528
United Coconut Planters Bank	**1992年**	**1993年**	**1994年**	**1995年**	**1996年**
割引率:R	0.091	0.077	0.083	0.091	0.103
貸出金ユーザー・コスト:PL	−0.039	−0.032	−0.035	−0.037	−0.04
預金ユーザー・コスト:PD	−0.027	−0.024	−0.026	−0.029	−0.03
現金ユーザー・コスト:PC	0.084	0.071	0.077	0.084	0.093
資本財ユーザー・コスト:PK	0.265	0.293	0.313	0.38	0.358
労働ユーザー・コスト:PW	0.003	0.003	0.003	0.002	0.003
利潤:PAI	13.843	12.994	16.699	20.1	25.673
Rizal Commercial Banking Corporation	**1992年**	**1993年**	**1994年**	**1995年**	**1996年**
割引率:R	0.127	0.084	0.088	0.09	0.094
貸出金ユーザー・コスト:PL	−0.039	−0.033	−0.034	−0.028	−0.028
預金ユーザー・コスト:PD	−0.027	−0.024	−0.025	−0.027	−0.023
現金ユーザー・コスト:PC	0.112	0.077	0.081	0.083	0.086
資本財ユーザー・コスト:PK	0.267	0.219	0.098	0.115	0.128
労働ユーザー・コスト:PW	0.002	0.002	0.002	0.003	0.003
利潤:PAI	10.114	9.633	10.419	12.23	13.881
Allied Banking Corporation	**1992年**	**1993年**	**1994年**	**1995年**	**1996年**
割引率:R	0.094	0.071	0.075	0.086	0.092
貸出金ユーザー・コスト:PL	−0.059	−0.041	−0.042	−0.025	−0.027
預金ユーザー・コスト:PD	−0.044	−0.03	−0.034	−0.018	−0.02
現金ユーザー・コスト:PC	0.086	0.066	0.07	0.079	0.084
資本財ユーザー・コスト:PK	0.327	0.321	0.323	0.333	0.361
労働ユーザー・コスト:PW	0.002	0.002	0.002	0.002	0.002
利潤:PAI	11.315	9.846	10.129	10.67	10.204

（出所）筆者の計算により導出。

全行についてトレンドを見ると、貸出金・預金の収益性については緩やかな低下傾向が見られ、労働については限界費用（実質平均費用）の上昇が見られる。次に規模別にグループ

分けをして特徴を見る。貸出金・預金・現金のユーザー・コストに関して、小規模行の高収益性と高費用性が観察されるのに対し(表 2.5-2)、労働のユーザー・コストに関しては、大規模行の高費用性が観察された。資本財に関しては、同じ大規模行でも限界費用にばらつきが見られる。また小規模行に関して、貸出金・預金・現金の収益性・費用性が急速に低下し、1996 年には大規模行よりも低くなっていることが特徴である。

表 2.5-2 ユーザー・コスト計算結果(続き)

Equitable Banking Corporation	1992年	1993年	1994年	1995年	1996年
割引率:R	0.117	0.086	0.093	0.085	0.079
貸出金ユーザー・コスト:PL	−0.059	−0.041	−0.042	−0.038	−0.031
預金ユーザー・コスト:PD	−0.039	−0.03	−0.033	−0.031	−0.026
現金ユーザー・コスト:PC	0.105	0.079	0.085	0.078	0.073
資本財ユーザー・コスト:PK	0.358	0.388	0.568	0.245	0.247
労働ユーザー・コスト:PW	0.003	0.002	0.003	0.003	0.003
利潤:PAI	7.965	8.083	6.903	8.69	12.331
China Banking Corporation	**1992年**	**1993年**	**1994年**	**1995年**	**1996年**
割引率:R	0.121	0.092	0.1	0.092	0.1
貸出金ユーザー・コスト:PL	−0.054	−0.035	−0.04	−0.039	−0.038
預金ユーザー・コスト:PD	−0.024	−0.014	−0.022	−0.024	−0.025
現金ユーザー・コスト:PC	0.108	0.084	0.091	0.084	0.091
資本財ユーザー・コスト:PK	0.371	0.476	0.397	0.36	0.133
労働ユーザー・コスト:PW	0.002	0.002	0.002	0.002	0.002
利潤:PAI	7.522	8.047	8.989	7.91	9.916
Union Bank of the Philippines	**1992年**	**1993年**	**1994年**	**1995年**	**1996年**
割引率:R	0.161	0.143	0.095	0.064	0.057
貸出金ユーザー・コスト:PL	−0.099	−0.066	−0.066	−0.035	−0.014
預金ユーザー・コスト:PD	−0.085	−0.049	−0.058	−0.034	−0.013
現金ユーザー・コスト:PC	0.139	0.125	0.087	0.06	0.054
資本財ユーザー・コスト:PK	0.298	0.316	0.325	0.383	0.401
労働ユーザー・コスト:PW	0.002	0.002	0.002	0.002	0.003
利潤:PAI	3.363	2.213	7.323	7.79	10.149
Solidbank Corporation	**1992年**	**1993年**	**1994年**	**1995年**	**1996年**
割引率:R	0.172	0.115	0.093	0.097	0.08
貸出金ユーザー・コスト:PL	−0.126	−0.085	−0.055	−0.041	−0.019
預金ユーザー・コスト:PD	−0.081	−0.059	−0.04	−0.035	−0.015
現金ユーザー・コスト:PC	0.147	0.103	0.085	0.088	0.074
資本財ユーザー・コスト:PK	0.423	0.288	0.453	0.345	0.34
労働ユーザー・コスト:PW	0.003	0.003	0.002	0.003	0.003
利潤:PAI	4.26	4.402	4.043	5.26	7.261
Security Bank & Trust Company	**1992年**	**1993年**	**1994年**	**1995年**	**1996年**
割引率:R	0.101	0.08	0.077	0.085	0.085
貸出金ユーザー・コスト:PL	−0.037	−0.043	−0.042	−0.031	−0.027
預金ユーザー・コスト:PD	−0.036	−0.033	−0.03	−0.028	−0.025
現金ユーザー・コスト:PC	0.091	0.074	0.072	0.078	0.079
資本財ユーザー・コスト:PK	0.247	0.235	0.254	0.128	0.195
労働ユーザー・コスト:PW	0.002	0.002	0.002	0.002	0.002
利潤:PAI	2.212	2.793	3.624	5.63	10.966
Prudential Bank	**1992年**	**1993年**	**1994年**	**1995年**	**1996年**
割引率:R	0.133	0.107	0.124	0.113	0.121
貸出金ユーザー・コスト:PL	−0.054	−0.048	−0.061	−0.05	−0.051
預金ユーザー・コスト:PD	−0.049	−0.044	−0.043	−0.033	−0.034
現金ユーザー・コスト:PC	0.118	0.096	0.111	0.102	0.108
資本財ユーザー・コスト:PK	0.063	0.179	0.061	0.059	0.048
労働ユーザー・コスト:PW	0.003	0.003	0.002	0.002	0.003
利潤:PAI	3.894	3.716	3.538	4.43	4.039

(出所)筆者の計算により導出。

ユーザー・コストの観察から以下のことが推察される。第1に、観察期間において財閥系銀行間の競争激化のために、預金・貸出について収益性の低下が引き起こされたと予想される。第2に、特にその傾向は小規模行において顕著であり、競争激化の影響を最も大きく受けていると考えられる。

（２）利潤関数

表 2.5-3 は、(15)-(18)式から得られる利潤関数の推定結果である。この推計結果で重要なパラメーターは、各行の時間を通じて不変の効率性 λ_i と、銀行業全体の利潤効率性 A(t) を計算するために必要は η_t である。λ_i については、全て5%以下の有意水準で有意な結果が得られており、以下の分析において使用に耐えうる。しかし、η_t に関しては、全てが有意であるとは言えないが（ただし、$\eta_5=0$ と設定）、4 つの η_t のうち 3 つの P 値が比較的高いことから採用することにする。また、各財のユーザー・コストにかかるパラメーター $\alpha_L, \alpha_D, \alpha_C, \alpha_K, \alpha_W$ を計算すると、α_C 以外は正になり、パラメーターにかかる制約も概ねクリアしている。

表 2.5-3 利潤関数推計結果

Parameter	Estimate	Standard Error	t-statistic		P-value
ALPHADW		5230.860			[.446]
ALPHACW		2940.450			[.583]
ALPHAKW	431.335	296.214	1.456	*	[.145]
ALPHAWW	4290.270	7009.510	0.612		[.540]
ALPHADK		258.521			[.602]
ALPHACK		119.810			[.638]
ALPHAKK		29.768		**	[.076]
ALPHADC	1744.070	2209.200	0.789		[.430]
ALPHACC	924.819	1456.250	0.635		[.525]
ALPHADD	356.189	5790.490	0.062		[.951]
LAMDA1	59.112	6.837	8.646	***	[.000]
LAMDA2	46.964	6.669	7.043	***	[.000]
LAMDA3	44.765	6.826	6.558	***	[.000]
LAMDA4	41.466	6.814	6.086	***	[.000]
LAMDA5	30.817	6.731	4.578	***	[.000]
LAMDA6	36.883	6.808	5.418	***	[.000]
LAMDA7	30.424	6.819	4.461	***	[.000]
LAMDA8	29.932	6.664	4.491	***	[.000]
LAMDA9	29.478	6.655	4.430	***	[.000]
LAMDA10	33.359	6.640	5.024	***	[.000]
LAMDA11	31.654	6.656	4.756	***	[.000]
LAMDA12	30.363	6.811	4.458	***	[.000]
LAMDA13	38.465	6.792	5.663	***	[.000]
ETA1		7.665		*	[.149]
ETA2		6.790		***	[.040]
ETA3		6.761			[.208]
ETA4		6.402			[.697]
ETA5	0.000	0.000	0.000		[1.00]
BETAL1	249.743	160.222	1.559	*	[.119]
BETAL2	301.764	137.831	2.189	***	[.029]
BETAL3	358.216	139.561	2.567	***	[.010]
BETAL4	509.595	138.867	3.670	***	[.000]
BETAL5	508.874	138.282	3.680	***	[.000]
BETAD1	198.230	213.696	0.928		[.354]
BETAD2	291.800	187.489	1.556	*	[.120]
BETAD3	367.768	186.538	1.972	**	[.049]
BETAD4	523.339	184.685	2.834	***	[.005]
BETAD5	445.338	185.853	2.396	***	[.017]
BETAC1		117.185			[.516]
BETAC2		97.962			[.621]
BETAC3		97.082			[.602]
BETAC4		96.432			[.694]
BETAC5		98.817			[.539]
BETAK1	13.533	15.397	0.879		[.379]
BETAK2	18.188	14.444	1.259		[.208]
BETAK3	21.436	14.347	1.494	*	[.135]
BETAK4	25.861	13.448	1.923	**	[.054]
BETAK5	21.237	13.418	1.583	*	[.113]
BETAW1	2054.420	421.737	4.871	***	[.000]
BETAW2	2438.380	469.822	5.190	***	[.000]
BETAW3	2922.250	483.260	6.047	***	[.000]
BETAW4	3514.820	519.993	6.759	***	[.000]
BETAW5	2966.230	501.404	5.916	***	[.000]

（注）*=20%,**=10%,***=5%、Number of Observations = 65、R-squared =0 .588

（３）利潤効率性

表 2.5-3 の利潤関数の推定結果をもとに、各行、各期間についての撹乱項を計算し、利潤効率性の定義に基づいて「利潤効率性」を計算したものが表 2.5-4 と表 2.5-5 である。

表 2.5-4 利潤効率性計算結果

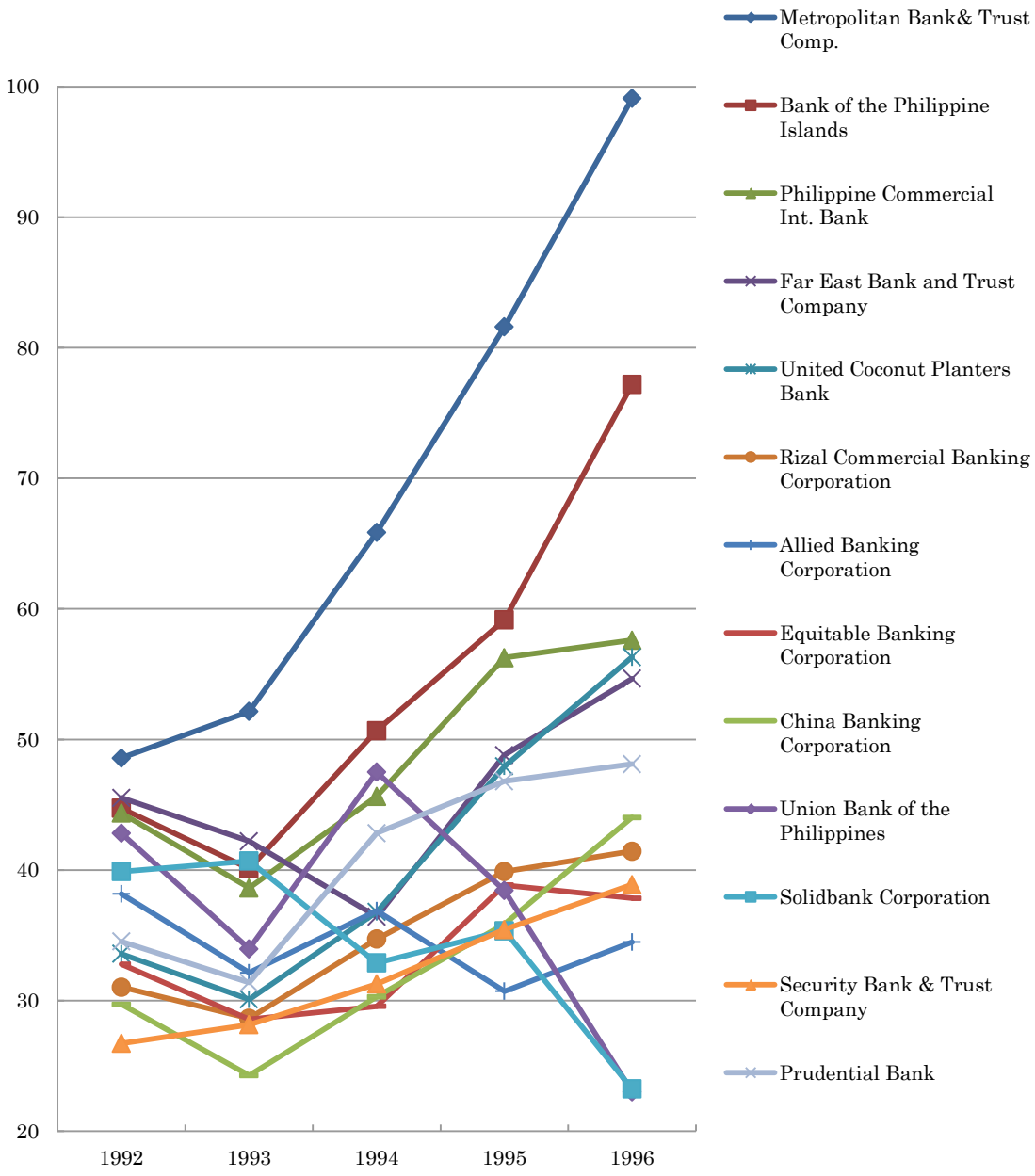
Metropolitan Bank& Trust Comp.	1992年	1993年	1994年	1995年	1996年
銀行業全体の効率性A(t)	0.000	−2.911	2.531	8.555	11.051
時間を通じて不変の生産性 λ	59.112	59.112	59.112	59.112	59.112
撹乱項 ε	−10.531	−4.052	4.215	13.927	28.929
利潤効率性E	48.582	52.149	65.858	81.594	99.092
Bank of the Philippine Islands	1992年	1993年	1994年	1995年	1996年
銀行業全体の効率性A(t)	0.000	−2.911	2.531	8.555	11.051
時間を通じて不変の生産性 λ	46.964	46.964	46.964	46.964	46.964
銀行固有の生産性の撹乱項 ε	−2.225	−3.951	1.181	3.642	19.177
利潤効率性E	44.739	40.102	50.677	59.161	77.192
Philippine Commercial Int. Bank	1992年	1993年	1994年	1995年	1996年
銀行業全体の効率性A(t)	0.000	−2.911	2.531	8.555	11.051
時間を通じて不変の生産性 λ	44.765	44.765	44.765	44.765	44.765
銀行固有の生産性の撹乱項 ε	−0.396	−3.221	−1.650	2.942	1.791
利潤効率性E	44.369	38.633	45.647	56.262	57.607
Far East Bank and Trust Company	1992年	1993年	1994年	1995年	1996年
銀行業全体の効率性A(t)	0.000	−2.911	2.531	8.555	11.051
時間を通じて不変の生産性 λ	41.466	41.466	41.466	41.466	41.466
銀行固有の生産性の撹乱項 ε	4.070	3.655	−7.558	−1.209	2.142
利潤効率性E	45.536	42.210	36.439	48.812	54.659
United Coconut Planters Bank	1992年	1993年	1994年	1995年	1996年
銀行業全体の効率性A(t)	0.000	−2.911	2.531	8.555	11.051
時間を通じて不変の生産性 λ	36.883	36.883	36.883	36.883	36.883
銀行固有の生産性の撹乱項 ε	−3.293	−3.870	−2.615	2.508	8.382
利潤効率性E	33.590	30.101	36.798	47.945	56.316
Rizal Commercial Banking Corporation	1992年	1993年	1994年	1995年	1996年
銀行業全体の効率性A(t)	0.000	−2.911	2.531	8.555	11.051
時間を通じて不変の生産性 λ	30.817	30.817	30.817	30.817	30.817
銀行固有の生産性の撹乱項 ε	0.223	0.743	1.370	0.513	−0.420
利潤効率性E	31.039	28.648	34.718	39.884	41.448
Allied Banking Corporation	1992年	1993年	1994年	1995年	1996年
銀行業全体の効率性A(t)	0.000	−2.911	2.531	8.555	11.051
時間を通じて不変の生産性 λ	30.424	30.424	30.424	30.424	30.424
銀行固有の生産性の撹乱項 ε	7.754	4.629	3.934	−8.254	−6.984
利潤効率性E	38.179	32.142	36.890	30.725	34.492

表 2.5-5 利潤効率性計算結果(続き)

Equitable Banking Corporation	1992年	1993年	1994年	1995年	1996年
銀行業全体の効率性A(t)	0.000	−2.911	2.531	8.555	11.051
時間を通じて不変の生産性 λ	29.932	29.932	29.932	29.932	29.932
銀行固有の生産性の撹乱項 ε	2.852	1.541	−2.891	0.359	−3.137
利潤効率性E	32.784	28.561	29.572	38.845	37.845
China Banking Corporation	**1992年**	**1993年**	**1994年**	**1995年**	**1996年**
銀行業全体の効率性A(t)	0.000	−2.911	2.531	8.555	11.051
時間を通じて不変の生産性 λ	29.478	29.478	29.478	29.478	29.478
銀行固有の生産性の撹乱項 ε	0.242	−2.295	−1.715	−2.170	3.502
利潤効率性E	29.720	24.271	30.295	35.862	44.031
Union Bank of the Philippines	**1992年**	**1993年**	**1994年**	**1995年**	**1996年**
銀行業全体の効率性A(t)	0.000	−2.911	2.531	8.555	11.051
時間を通じて不変の生産性 λ	33.359	33.359	33.359	33.359	33.359
銀行固有の生産性の撹乱項 ε	9.460	3.521	11.609	−3.479	−21.388
利潤効率性E	42.819	33.968	47.499	38.434	23.022
Solidbank Corporation	**1992年**	**1993年**	**1994年**	**1995年**	**1996年**
銀行業全体の効率性A(t)	0.000	−2.911	2.531	8.555	11.051
時間を通じて不変の生産性 λ	31.654	31.654	31.654	31.654	31.654
銀行固有の生産性の撹乱項 ε	8.237	11.956	−1.286	−4.859	−19.461
利潤効率性E	39.891	40.698	32.899	35.350	23.244
Security Bank & Trust Company	**1992年**	**1993年**	**1994年**	**1995年**	**1996年**
銀行業全体の効率性A(t)	0.000	−2.911	2.531	8.555	11.051
時間を通じて不変の生産性 λ	30.363	30.363	30.363	30.363	30.363
銀行固有の生産性の撹乱項 ε	−3.637	0.708	−1.621	−3.471	−2.529
利潤効率性E	26.726	28.160	31.273	35.447	38.884
Prudential Bank	**1992年**	**1993年**	**1994年**	**1995年**	**1996年**
銀行業全体の効率性A(t)	0.000	−2.911	2.531	8.555	11.051
時間を通じて不変の生産性 λ	38.465	38.465	38.465	38.465	38.465
銀行固有の生産性の撹乱項 ε	−3.936	−4.171	1.836	−0.223	−1.404
利潤効率性E	34.529	31.382	42.832	46.796	48.112

表 2.5-4 と表 2.5-5 から以下の 4 つのことを言うことができる。第 1 に、利潤効率性の合計 $A_{i,t}$ を見ると、全体的に効率性が上昇する傾向が見られる。観察期間において、大規模行の利潤効率性のレベル・伸び率はともに、小規模行のそれに比べて大きい。一方、小規模行の中には、Union Bank や Solidbank のように利潤効率性が低下し非効率になりつつある銀行もある(図 2.5-4)。

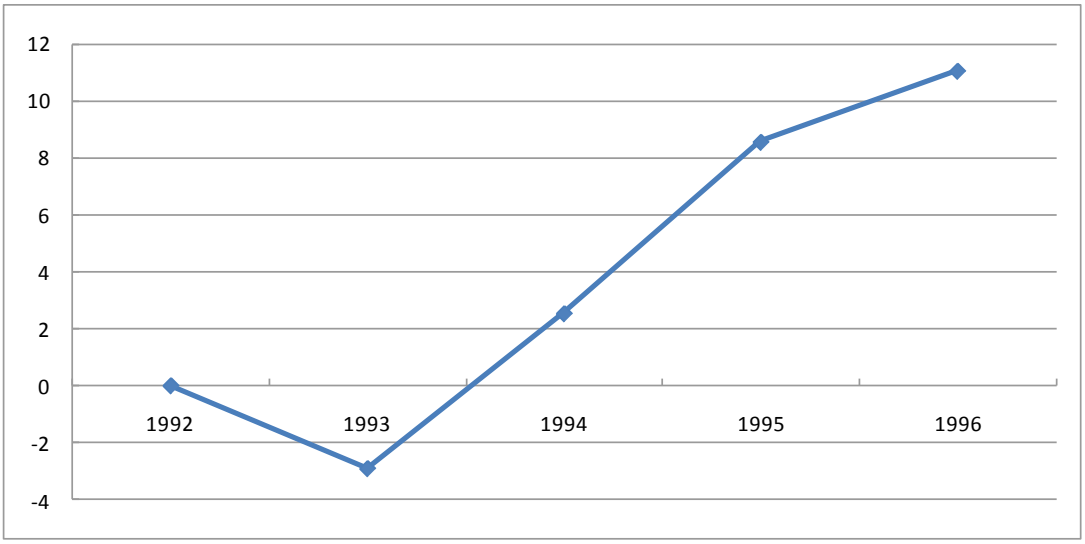
図 2.5-4 利潤効率性合計 $A_{i,t}$ の変化



(出所)筆者作成。

第 2 に、銀行業全体の効率性 A(t)については、1992-1993 年にかけて一度落ち込むが、全体的には上昇傾向にある。この期間は景気の上昇局面に当り(第 1 章を参照)、推計結果は概ねこれを裏付ける結果になっている(図 2.5-5)。

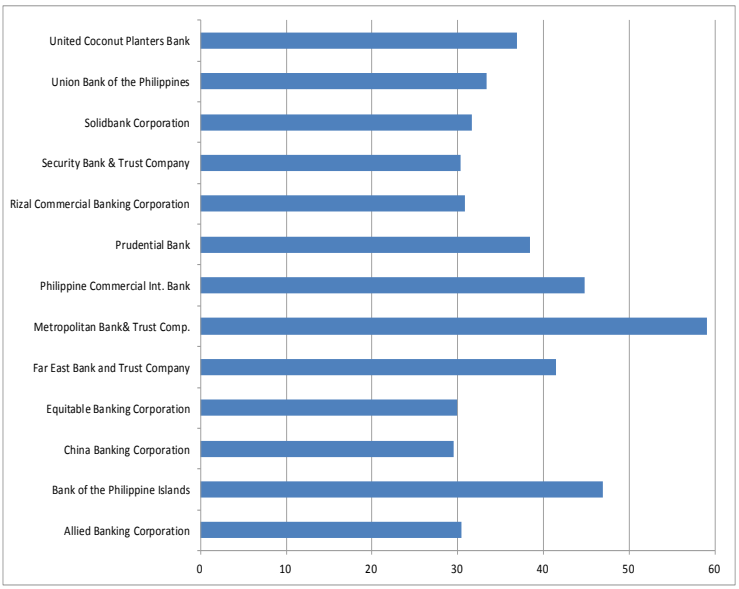
図 2.5-5 銀行業全体の利潤効率性 A(t)の変化



(出所)筆者作成。

第3に、銀行固有の効率性 λ_i を見ると、大規模行の値が大きく、ついで小規模行・中規模行の順になっている(図 2.5-6)。

図 2.5-6 時間を通じて不変の生産性 λ



（出所）筆者作成。

最後に、残差項 $\varepsilon_{i,t}$についてである(図2.5-7)。

図 2.5-7 攪乱項 $\varepsilon_{i,t}$ の変化

（出所）筆者作成。

この項は利潤効率性全体から規模効果や景気の影響を取り除いたものであるから、純粋な意味での利潤効率性が表されている。大規模行、特に上位2行の利潤効率性の改善が著しい。反対に、小規模行の値が大きく低下していることとは対照的である。

（4）考察

本章では、まず各財閥系銀行について貸出金・預金・現金・資本財・労働のユーザー・コストを計算した。ここで観察された、小規模行の貸出金・預金に関する高収益性と現金の高費用性は、この期間に小規模行がハイ・リスクな貸出を行なわざるを得なかったことを示唆している。観察期間の 1992 年から 1996 年の時期は、金融機関を対象に競争促進政策が採用されると同時に、景気の浮揚期に当っていた。その影響で、財閥系銀行間の競争が激化し金利スプレッドの縮小が見られたが、その反面、競争を勝ちぬくために各行が利潤効率性の改善に向けて経営努力を重ねてきたことが予想される。

また、小規模行の利鞘が急速に低下し、貸出金・預金の収益性が低下したことは、主に小規模行の貸出金利の急速な低下が原因と考えられる。貸出金利が低下すれば当然貸出金の限界収益（ユーザー・コストの絶対値）は低下するが、それと同時に貨幣的財の平均収益率（割引率）も低下するので、預金の限界収益も低下する。すなわち初期において高リスク高収益だった小規模行の貸出も、銀行間の競争激化を背景として、急速にリターンを低下させていたことが分かる。

次に、利潤効率性 $A_{i,t}$ の推計結果を観察すると、1992 年から 1996 年の期間においては、銀行業全体として利潤効率性を改善する傾向にあることが分かった。しかし、全体的な利潤効率性の向上は、景気等に代表される A(t)の部分の寄与を無視できず、特に小規模行で A(t)の寄与度は大きかった。大規模行の利潤効率性全体に占める A(t)の比率が 0－20％であるのに対し、小規模行の比率は 5－48％と大きい。すなわち、銀行業全体の効率性の部分を除けば、もともと利潤効率性の高かった大規模行は益々効率的になる一方で、利潤効率性が低かった小規模行はさらに非効率になっていることが分かる。

このことから、利潤に関する収益性だけを見るとどの規模の財閥系銀行も利潤効率性を改善しているように見えるが、実は好景気に支えられたものであって、必ずしも銀行個別の営業努力によるものであるとは言えない。特に小規模行は、好景気による利潤効率性の改善効果以上に、銀行間競争激化による影響が大きく、1996 年には大規模行との差が顕著になっている。この期間の財閥系銀行間の競争激化により、効率性の面で二極化が進み淘汰されつつあることを示唆している。

7　終わりに

他の ASEAN 諸国に先駆けて金融自由化政策を実施し、これまでに自由化を標榜してきたフィリピンが、依然として停滞している事実は示唆すべき点に富んでいる。その中から、本章では根本の問題意識として、経営効率上効率的なフィリピン銀行業が、金融自由化論が期待していたようなマクロ経済での効率的な資源配分をもたらさなかった何故か、と言うテー

マを選択した。この大テーマを解明する第1歩としてまず、財閥系銀行の効率性を計測し、さらに効率性のコンポーネントを分析することで、財閥系銀行の効率的経営の性質を見極めることを課題とした。

本章では、ユーザー・コスト・アプローチと TCI アプローチを用いて、財閥系銀行の貨幣的・非貨幣的アイテムを投入物と生産物に分類した後、利潤効率性を計測し、さらに利潤効率性の構成要素を分析することができた。今回採用した分析方法は、金融部門が不安定でバランスシートのアイテムの価値が大きく変動する不安のある、途上国の銀行経営分析を行なう際に力を十分発揮しうる。また、利潤効率性の構成要素を観察することで、その銀行部門の効率性に対する、景気の動向、規模効果の影響を見ることが可能である。

しかし、残された課題はある。第1に、ユーザー・コストの定義の際に用いた割引率の設定の問題である。投入物・生産物の決定のベンチマークになる割引率の定義には、今回の設定方法でも依然として恣意性の問題が残る。より現実の感覚と適合した指標に置きかえるべきである。第 2 に、堀[1998]が指摘したように、銀行業の生産物の質とリスクに関する問題が解決されていない。たとえば、本章で採用したアプローチでは、貸出金のなかに不良債権が含まれているケースが考慮されていない。第3に、関数形の問題が残る。今回は便宜上二次形式の利潤関数を用いたが、よりフレキシブルな利潤関数で推計を行なう必要がある。

Appendix：ユーザー・コストの計算方法

利潤関数と供給関数、要素需要関数の推定に用いる割引率と各財のユーザー・コストの設定は以下の通りである。なお、各ユーザー・コストの設定に用いたアイテムは *Bankstat Financial Trend Analysis* の貸借対照表（補表 1）と損益計算書（補表 2）を利用した。

補表 2.5-1　Bankstat Financial Trend Analysis の貸借対照表

Balance Sheet	
Assets	*Liabilities*
Cash	Demand Deposits
Central Bank	Saving & Time
Due From Banks	Margin Deposits
Gvt Securities	**Total Deposits**
Money at Call & S/N	
Other Liquid Assets	Due Cent BK/Redisc
Liquid Assets	Due Domestic Banks
	Due Foreign Banks
Bills Discounted	Other Borrowings
Loans and Advances	Bills/Notes/Bonds
Loans to Banks	**Total Borrowed Funds**
Acceptances/Bills	
Unearned Income	Accruals/Deferrals
Non-performing Loans	Other Liabilities
Res for Loss	**Total Liabilities**
Loan and Discounts	
	Capital Stock
Securities-Trade Account	Capital Surplus
Other Securities	Reserve
Deferred Items	**Shareholders Equity**
Accruals/Deferrals	
Other Assets	**Total Capital Funds**
Foreclosures	
Equity in Subs/Affs	**Total Libs & Capital**
Total Risk Assets	
Fixed Assets	
Total Assets	

補表 2.5-2　Bankstat Financial Trend Analysis の損益計算書

Income statement
Interest-Loans
Interest Income
Interest-Securities
Commissions/Fees
Trading A/C Gains
Other Income
Total Revenue
Interest Expense
Salaries & Emp Ben
Occupancy
Provision for Losses
Depreciation & Amort
Taxes & Levies
Other Expenses
Total Expenses
Operating Income

割引率

第(6)式より割引率は、各財のユーザー・コストの符号を決定するためのベンチマークとなるため、その設定には注意を要する。Diewert[1976]によれば、資産運用の面でも用いられる割引率には借入の限界費用が、資金調達の際の割引率として貸付の限界収入が望ましいとしている。フィリピンの場合、最も安全な資産運用の限界費用として 91 日満期の国債利回りのレート、資金調達の際の貸付の限界収入としてオーバー・ナイトのインターバンク・レートがしばしば利用される。しかし本章では、データ収集上の制約から割引率を各貨幣的財の将来の平均収益率と考え、また平均収益率は貸出金利率と預金利率との間に位置するものと想定し、以下のように貸出金利率と預金利率との算術平均を採用する。

$$R = \frac{r_L + r_D}{2}$$

ただし、貸出金利率と預金利率を

r_L: 貸出金利率＝貸付金利息・割引料(Interest Loans + Interest Income)/貸出金(Loans and Discounts)}

r_D: 預金利率＝預金債権利息(Interst Expense)/預金(Total Deposits + Total Borrowed Funds)

と定義する。

貸出金

貸出金の保有収入は貸出による純収入であるため、$h=r_L-d_L$ である。貸出金のユーザー・コストを以下のように定義する:

$$P_L = -P_{GDP}\frac{(r_L - d_L) - R}{1+R}$$

ただし

P_L : user cost for loans

P_{GDP} : GDP deflator index

r_L-d_L : net income from loans＝(Interest-Loans + Interest Income)
/((Loans and Discounts)-(Nonperforming Loans)-(Res for Losses))

y_L : quantity of loans＝(Loans and Discounts)/P_{GDP}

預金

預金の保有費用については正確には、負債の保有費用の式(7)に従うべきであるが、預金保険料と手数料収入のデータが今回は入手できなかったため、より簡略化した保有費用を用いて、以下のようにユーザー・コストを定義する:

$$P_D = P_{GDP}\frac{(r_D - Rk_D) - R}{1+R}$$

ただし

P_D : user cost for deposits

r_D : deposit rate＝(Int Expense)/(Total Deposits + Total Borrowed Funds)

k_D : reserve ratio＝Reserve/(Total Deposits + Total Borrowed Funds)

y_D : quantity of deposits＝(Total Deposits + Total Borrowed Funds)/ P_{GDP}

現金

現金のユーザー・コストを以下のように定義する。現金の保有費用は、現金を保有することで追加的な費用がかからないため、ゼロである。

$$P_C = P_{GDP}\frac{R}{1+R}$$

ただし

P_C : user cost for cash

y_C : quantity of cash＝(Cash)/P_{GDP}

資本財

資本財のユーザー・コストを算出するためには、減価償却率とキャピタルゲイン(ロス)を考慮すべきであるが、やはりデータの制約から以下のように設定する:

$$P_K = P_{GDP}\frac{(\mathrm{Re}\,ntExpenses)}{(FixedAssets)}$$

ただし

P_K : user cost for capital goods

(Rent Expense) : =Occupancy+Depreciation and Amort

y_K : amount of capital goods＝(Fixed Assets)/P_{GDP}

労働

労働ユーザー・コストについては、実質平均賃金を取ることにする。ただし、平均賃金を計算する際に必要な行員数のデータは、SGV の *A Study of Commercial Banks in The Philippines* から収集した。

$$P_W = P_{GDP}(AveragePayroll)$$

ただし

P_W : wages

(Average Payroll) : average wages=(Salaries and Emp Ben)/(Number of Staff)

y_W : labor＝(Number of Staff)

利潤

$$\prod = (OperatingIncome)$$

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[52]

1. はじめに

1997 年に発生したアジア通貨危機では、アジア企業のコーポレート・ガバナンスの未熟さや非効率性が構造的な要因の1つとなったという指摘がなされた。その議論によれば、家族支配を背景とする企業所有の集中化は、支配株主による零細株主の搾取の構造を生み出し、安易な多角化などのための過剰投資を引き起こした。また、企業と銀行の癒着に代表されるような、債権者によるモニタリング機能の欠如は、企業への過剰融資を引き起こすことになった。アジア通貨危機の発生によって経営環境が悪化すると、これらの過剰な負債を抱えた企業は既存負債の返済を優先せざるを得ず、有効な投資機会を逃してしまい企業収益が低下した。その結果、経済危機の長期化の重要な要因となったとされる。

コーポレート・ガバナンスは内部と外部の 2 つのコントロール・メカニズムによって支えられるが、外部コントロール・メカニズムについては株式所有構造を通じたガバナンス・メカニズムと並んで負債による経営への規律付けが重要な役割を果たすものと期待されている（小佐野[2001]）。しかしアジア通貨危機においては、債権者のモニタリング機能に基づく負債のガバナンス・メカニズムの弱さが、危機発生の原因や危機の深刻化に深く関わっているという指摘がされてきた。その議論によれば、金融機関の審査・モニタリング機能の不足、あるいは金融機関と特定企業との癒着構造といった構造的な問題のために不適切な融資が行われ、企業経営への規律付けに失敗したとされている。また企業の負債依存度が高かったことが、危

[52] 本章は奥田・齋藤［2003］を加筆修正したものである。

機後に多くのデット・オーバーハングを発生させアジア通貨危機深刻化の重要原因となったとされる。

以上の議論は、コーポレート・ガバナンスについて 3 つの問題を提起している。第 1 は、アジア企業は歪んだ所有構造をしているため、株式によるガバナンスが正常に機能しなかったという問題である。第 2 は、企業ガバナンスにとって、株式と並んで重要な役割を果たすべき、負債のガバナンスが機能しなかったという問題である。第 3 は、アジア通貨危機がここまで深刻になり長期化した原因として、企業が債務過剰になりいわゆるデッド・オーバーハングに陥ってしまったのではないかという指摘である。

本章では、フィリピン製造業企業の主要 1,000 社を対象として、第 2 と第 3 の問題の課題となっているアジア企業にとって負債がコーポレート・ガバナンスに果たした役割について検討する。検討する期間はアジア通貨危機を挟む 1992 年から 2000 年までの 9 年間とし、アジア通貨危機の前後の時期について以下の 3 つの問題について検証を行う。第 1 は、金融制度の未整備なフィリピンのような途上国において、債権者によるモニタリング機能を基盤とした負債によるガバナンスは機能しているのかという問題である。第 2 は、債権者との関係が一般企業とは異なると考えられる外資系企業、上場企業、財閥系企業について、債権者によるモニタリング機能や負債によるガバナンス機能に違いが見られるのかという問題である。第 3 は、アジア通貨危機後にフィリピンのコーポレート・ガバナンスにおいて負債の役割が変化したのか、そして、広く指摘されている企業のデット・オーバーハングが実際に発生したのかという問題である。

本章の構成は以下の通りである。まず第 2 節では、企業の家族支配や情報開示の遅れ、あるいは債権者の権利の侵害といった途上国企業を取り巻く経営環境を踏まえた上で、フィリピンのコーポレート・ガバナンスにおいて負債や債権者によるモニタリングが果たす役割について、論点を整理し仮説を提示する。これを踏まえて、第 3 節では実証分析で用いる推計式の設定と利用するデータの説明を行い、続く第 4 節ではフィリピン製造業企業における負債の役割について、企業属性の違いに注目しつつ計量分析を行う。最後に第 5 節で、記述統計による検討と計量分析による推計結果について議論を要約し、今後の研究課題に言及する。

2. フィリピンのコーポレート・ガバナンスと負債の役割

本節では、Gochoco-Bautista [1999]、Saldaña [2001]、Ocampo [2002]の先行研究を利用して、フィリピン企業のコントロール・メカニズムの特徴を整理し、債権者のモニタリング機能に注目して、債権者の取引企業への積極的な関与が、企業収益の増加と株主の利益確保のためにどのような規律付け効果を持つかについて実証分析のための仮説の設定を行う[53]。

（1） 負債のガバナンス機能

フィリピン企業は一般的に、債権者と経営者間の情報の非対称性が高く、負債のエージェンシー・コストが高いと考えられる。フィリピン企業の所有構造が著しく集中的であり、少数の大口株主によって企業経営が支配されているということが指摘されている[54]。中小企業のほとんどは典型的なオーナー・カンパニーであると言われており、株主と経営者は基本的に一致している。大企業についても家族所有による株式の集中的な所有構造が一般的である。

上場企業であっても上場基準となる株式の最低公開比率は20%程度に過ぎないため、企業の所有構造は著しく集中的であり少数の大口株主によって企業経営が支配されている[55]。また外資系企業も、海外の親会社および現地パートナーによって所有されており、株式はこの両者によってほぼ完全に所有されている。したがって、フィリピン企業では経営者と大口株主との利害相反の可能性は基本的に小さく、経営と所有の分離によって深刻なエージェンシー問題が生じることはないといえる。

---

[53] フィリピン企業のコントロール・メカニズムについては、現時点においてSaldaña [2001]が最も包括的なサーベイを行っている。これ以外の文献はいずれも断片的な説明に止まっている。邦文では清水[2002]、財務省[2002]がある。

[54] 以下の議論は主として、Saldaña [2001]、Ocampo [2002]、Gochoco-Bautista [1999]、清水[2002]、財務省[2002]を参考にしている。

[55] 清水[2002]によると、上場時に最低必要な公募株式の金額は、株式時価総額が大きくなる程緩やかになる。最も基準が厳しい時価総額が 4 億ペソ以下の場合でも、公募必要額は株式発行残高の33%または 5,000 万ペソのどちらか高い方でよい。時価総額が 100 億ペソを越える場合は最も基準が緩くなり、公募必要額は株式発行残高の 10%または 10 億ペソのどちらか高い方でよい。

一方、フィリピン企業が外部から資金を調達しようとする場合、債権者と企業＝経営者＝大口株主との間で、重大なエージェンシー問題が発生していると言われる。その結果として、株主によるガバナンスはフィリピンでは限定的であり、フィリピン企業にとって債権者による積極的な関与が行われることが、株主＝経営者の利益を必ずしも増加させるとは限らない可能性が示唆される。

債権者と企業間に存在する情報の非対称性から生じるエージェンシー問題を軽減するために、債権者が経営者のモニタリングを行う必要性がある場合が存在する。債権者である銀行が、経営者に対して積極的にモニタリングを行うことで、借り手企業のモラルハザードを回避し、貸借契約が遂行されるよう監視することができる。銀行の目的は、企業に貸し付けた資金を投資プロジェクトの終了後に確実に回収することである。債権者と企業の間に担保契約が行われていない場合、企業から確実に資金を回収するためには、回収額をカバーするために十分な収益をあげなければならない。したがって銀行にとっては、投資プロジェクト終了後の資金回収が確実に行われるかどうかをモニターすることと、投資プロジェクトが確実に高収益を上げるかどうかについてモニターすることは、銀行の目的としてほぼ一致していると考えられる。

しかし、一般的にフィリピン企業の有利子負債の約 9 割が担保付貸付によるものであると言われている。このような場合、債権者である銀行は、積極的にモニタリングを行うインセンティブを持たず、企業が負債による資金調達を増加させたからといって、必ずしも企業収益を増加させるとは限らない。以上から、債権者のモニタリングと企業全体の収益の関係について以下の検証仮説と対立仮説が想定できる。

仮説1a：債権者と企業間で担保契約が行われておらず、債権者によるモニタリング機能が有効に機能するならば、負債を増加は企業収益を増大させる。

仮説1b：債権者と企業間で担保契約が行われており、債権者によるモニタリング機能が有効に機能しないならば、負債の増加は企業収益を増大させる。

また、フィリピンでは銀行の経営方針が保守的でリスク回避的だとされていることも、企業にとって負債に係わるエージェンシー・コストが高くなる理由として重要である（Gochoco-Bautista [1999]、Wells [1999]）。フィリピンの銀行が保守的である理由として、政府に財政的に余裕が無く経営危機に陥った銀行を救済することが難しく、実際に 1980 年代に大手銀行が政府の救済を受けられずに破綻した経験があることが影響しているといわれる。預金保険機構の資金力が乏しいことから、預金者が安全な銀行を選別する傾向が強

いため、銀行も健全性をアピールして預金流失による経営危機を防止する必要があるという指摘もされる。フィリピンでは、債権者の法的権利の保護や倒産制度の整備が遅れており、このこともフィリピンの銀行が保守的でリスク回避的であることの要因となっている。担保債権者の権利に関しても、十分に保護されたものではない（清水[2002]）。

このような状況下では、債権者であるフィリピンの銀行は、資金供給に慎重になり、厳しい担保徴求や高金利を設定し、過剰な利益を獲得していることが予想される。上場企業の様に他の資金調達手段を持っている場合や、財閥系企業の様に内部資本市場を利用できる場合、あるいは銀行との特殊な癒着関係を持っている企業の場合を除いて、一般企業の資金調達は銀行借入に依存せざるをえない。一般企業にとっては、負債による資金調達の依存度を高めることによって、企業収益が増加しても、債権者の取り分が過大になる反面で、株主に帰属する利益が圧迫されると考えられる。以上の議論から以下の仮説が想定できる。

仮説 2：企業の資金需要が旺盛で、債権者が貸出に慎重で超過利潤を得ているならば、企業が負債を増やすことで、企業利潤は増加しても株主利益は増加しない。

（2） 企業属性と債権者のモニタリング機能

仮説1と仮説2において、債権者と経営者間の情報の非対称性の高さと債権者の慎重な貸出姿勢が要因となって、一般的には、債権者による積極的なモニタリングが企業全体の利益を増進させるが、株主の利益を保証するとは限らないという仮説を提示した。しかし、債権者のモニタリング能力は、企業と債権者との間の関係や企業の属性によって大きく異なると思われる。一般企業と比較して、債権者と特殊な関係を持っていると考えられる企業には、外資系企業、財閥系企業、上場企業が挙げられる。

フィリピンに進出している外資系企業には一般に密接な取引を行っている母国銀行があり、金額の大きな長期性資金の調達は母国銀行に依存しているとされる。両者は長期に渡る取引関係を通じて互いに情報の非対称性が低く、銀行のモニタリング能力は高いと考えられる。フィリピンに進出している日系企業と邦銀の関係はその良い例であり、両者は日本における親会社との取引関係を基盤として互いに重要な情報を共有している。また、外資系企業と母

国銀行の長期的な取引関係は、負債による資金調達コストを引き下げ、母国銀行の超過利潤を低減する効果を持つと考えられる。この様な外資系企業の場合には、負債が増加するとむしろ債権者によるガバナンスが効果的に効くようになり、経営の規律付けが高まる可能性がある。このことから次の仮説が考えられる。

> **仮説 3a**：外資系企業と母国銀行は、長期的な取引関係を通じて、情報の非対称性は小さいため、母国銀行のモニタリングが有効に機能し、企業の負債が増加すると、企業の収益が増加し株主利益も増加する。

フィリピン経済で中心的な役割を果たしている財閥系企業も、一般企業と比較して、債権者と特殊な関係を持っていると考えられる。実際に、財閥系企業は同じ財閥グループに属する関連銀行や他の関連企業から、比較的容易に資金調達ができるという多くの指摘がある。もしこのことが、財閥系企業が金融機関と互いに情報を共有しており、負債に係わるエージェンシー・コストが低い結果であるとするなら、財閥系企業は、債権者によるモニタリングが有効に機能して企業収益だけでなく株主利益も増進させることができると考えられる。ただし、これとは逆に、財閥系企業と財閥系銀行とは不明瞭な癒着関係にあり、預金者や他の取引先企業の利益を犠牲にして、財閥系企業は財閥系銀行からの過剰な融資を受けているという指摘も多い。もしこれが事実であるなら、財閥系企業が負債を増加させるとソフト・バジェット問題が悪化して、財閥系銀行が企業グループ全体に帰属する企業収益を増大させることを優先して[56]、株主利益を必ずしも改善させない可能性があると予想される。以上の関係は次の仮説にまとめることができる。

---

56 完全地場企業（国内資本 100%）の月額労働者賃金（賞与・福利厚生を含む）は 7,798 ペソ（2008 年）であるのが、不完全地場企業（外資が含まれる企業）の賃金 10,568 ペソと比較すると低い（NSO[2010]）。完全地場企業の多くが財閥系企業であるとすると、企業利益としての従業員給与は非財閥系企業と比較して低いことが予想される。EIU[2008]によるとフィリピン企業の中間管理職の年間給与（annual total remuneration,賞与・福利厚生を含む）は 1,831,455 ペソ（月額 152,621 ペソ、2007 年）である。日系企業におけるフィリピン人スタッフの給与調査（日経リサーチ[2009]）では、ジュニア・マネジャー（課長クラス）の平均年間総支給額は 650,004 ペソ（月額 54,167 ペソ、2008 年）、シニア・マネジャー（部長クラス）が年間 1,091,478 ペソ（月額 90,957 ペソ）と報告されている。単純に比較することはできないが、中間管理職では、フィリピン地場企業のほうが外資系企業よりも賃金が高い。従業員給与と同様に、完全地場企業の多くが財閥系企業であると仮定すると、中間管理職以上では

仮説 3b：財閥系銀行によるモニタリングが有効に機能するならば、負債の増加は財閥系企業の収益だけでなく株主利益も増進させることができる。しかし、もし財閥系銀行によるモニタリングが機能しないのであれば、財閥系企業が負債を増加させると、企業の収益は増加するが、株主利益は増加しない。

上場企業か非上場企業かの違いも、企業と債権者との関係に影響を与え、相互間のエージェンシー問題に差異をもたらす可能性がある。1つの可能性は、株式市場への上場することによって企業の情報開示度が改善され、債権者にとっても企業の経営内容の把握が容易になることが考えられる。保守的な貸出姿勢を持つフィリピンの銀行にとっても、情報開示が積極的に行われている上場企業は優良な融資先と判断され、相対的に低利で貸付が行われることが予想できる。以上のような場合には、負債の増加によるエージェンシー・コストの上昇が軽減され、債権者によるモニタリングが有効に機能し、企業が負債を増やすことで企業収益を増加させるだけでなく、株主の利益も増加させることができると予想される。

しかし、フィリピンの株式市場ではキャピタルゲインを狙った短期的取引が多く、株式市場の投資家が企業経営に関与しようとする意欲は薄いとされる（Saldana [2001]）。企業を牛耳る大口株主にとって、株式市場は上げ相場を利用して資金を調達する道具に過ぎず、上場企業でも情報開示は十分ではないとも言われる（Sullivan and Unite [2001]）。この場合には、一般企業と同様に債権者の企業に対するモニタリング機能も限定的であるため、負債が増えるとエージェンシー・コストが上昇して必ずしも株主の利益が保証されない可能性がある。以上から、上場企業に対する、債権者のモニタリング機能について以下のようにまとめることができる。

財閥系企業の賃金が非財閥系企業よりも高い可能性がある。産業別・企業属性別の賃金についての包括的な調査は、今後の課題としたい。

仮説 3c:上場企業が情報開示に積極的で、経営者との間の情報の非対称性が小さいならば、債権者によるモニタリングがより効果的に機能し、上場企業では負債が増加すると、企業の収益を増加し、株主の利益も増加する。

(3) デット・オーバーハング仮説

1990 年代前半に好調な経済情勢を背景としてフィリピン企業の業績は順調に拡大していた。しかし、タイで発生したアジア通貨危機の影響は、フィリピン経済にも大きな打撃を与え、企業業績も悪化した。アジア通貨危機による急激な企業業績の悪化とその後の低迷については、上述した様な経営者と債権者間の情報の非対称性の問題や貸出市場の市場構造の影響ではなく、別の説明が必要であるという見方がある。その代表的な見方は、企業の負債が大きい程大きなダメージを蒙ったのではないかというデット・オーバーハング(debt-overhung)仮説である。

この仮説によれば、アジア通貨危機前に負債を多く抱えていた企業ほど、危機の波及によって債務負担が著しく高い状況(デット・オーバーハング)に陥ってしまった。この様な企業は、収益を既存の債権への返済に充てなければならないので、有望な投資機会を活かすことができなくなり企業価値が低下した。デット・オーバーハング仮説がアジア通貨危機に直面したフィリピン企業に妥当するなら、次の仮説が成立する。

仮説 4:アジア通貨危機前に多額の負債を抱えていた企業は、危機後に収益が低下する。

3. フィリピン製造業企業の企業収益率の推計

(1) 変数と推計式

被説明変数

一般にコーポレート・ガバナンスの実証分析では、被説明変数として企業の経営効率性を表す各種の指標を選び、ガバナンス変数を説明変数として回帰分析を行う場合が多い。これまでの実証研究では、コーポレート・ガバナンスの目的が長期的な株主利益の最大化であるという見方に立ち、トービンの q をガバナンスの適切さの指標として利用することが多い。しかし、われわれが分析の対象としている製造業企業のほとんどが非上場企業であり、データの制約から企業の市場価値が評価できない。そこで、本章では自己資本利益率、総資産利益率、総資産売上高比率という企業の経営を表す 3 つの異なったレベルの指標を利用して、コーポレート・ガバナンスの適切さを検討する。

コーポレート・ガバナンスの目的を株主利益の最大化であると考えるならば、株主の所有する資本がどれだけの純利益を上げたのかを示す自己資本利益率（ROE：純利益／自己資本額）は、コーポレート・ガバナンスの適切さを測るための短期的な指標と考えることができる。したがって、仮説2に関しては、債権者のモニタリング機能が株主利益の増加にプラスの貢献をしているならば、債権者の関与が増すほど自己資本利益率が高まると予想される。逆に、債権者が過大な金利払いを要求するなどして株主の利益に損害を与えている場合には、債権者の企業への関与が増すほど自己資本利益率が低下すると予想される。

債権者が企業をモニタリングする直接的な目的は、むしろ企業に貸し付けた債権を管理し安全確実に回収することにある。その場合、総資産利益率（金利払い税差引前利益／総資産残高）が、企業の資産全体が効率良く利用されているか否かを表す指標として重要と考えられる。何故なら、この指標は企業が利用している資産の全体がどれだけの利益を上げているかを表すものだからである。仮説1に関しては、債権者のモニタリング機能によって企業の資産全体の効率的な利用が改善するなら、債権者の関与が増すほど総資産利益率は高まると予想される。逆に、債権者が企業に関与するほど資産の利用効率が損なわれるならば、総資産利益率は低下すると予想される。

しかしフィリピン製造業企業については金利払い税差引前利益のデータが入手できないため、本章では分析指標としては総資産純利益率（ROA：純利益／総資産残高）を利用する。ただしこの場合には、分子の純利益は他人資本への報酬である利息が差し引かれてい

るので、総資産額が同じ企業であれば、負債への依存度が高い程その値が小さくなる[57]。そこで、推計結果を検討する際には、この影響を修正して解釈を行う。

企業の総資産の効率的利用を検証するための指標としては、総資産売上高比率（売上高／総資産残高）も併用する。債権者のモニタリング機能が企業の資産利用を効率化させる効果があるなら、債権者の企業への関与が大きくなる程この比率が高まると予想される。逆に、債権者の関与が資産利用を損なう影響を与えるなら、総資産売上高比率は低下すると考えられる。

説明変数

債権者によるコーポレート・ガバナンスへの貢献を説明するガバナンス変数としては、第1に、債権者の企業への関与の大きさを表す指標として総資産負債比率（総負債残高／総資産残高）を利用する。この比率が大きいほど企業に対する債権者の関与が強まると考えれば、総資産負債比率の係数の推計値が正になるとき上述した意味で債権者のモニタリング機能が企業の経営効率の改善に寄与していることを示す。逆に、係数の推計値が負となれば、債権者が企業に関与するほど企業の経営効率を損ない、企業資産の効率的な利用を妨げていることを示す。

債権者の企業に対するモニタリング機能は、前節で述べたように、企業の属性に応じて異なると考えられる。そこでまず、企業属性の違いを表すため、外資系企業ダミー（外資系企業なら1、それ以外は0）、上場企業ダミー（上場系企業なら1、それ以外は0）、財閥系企業ダミー（財閥系企業なら1、それ以外は0）の3つのダミーを用いる。このとき、企業属性を反映した債権者によるモニタリング機能の効果の違いは、債権者の企業への関与の程度を表す総資産負債比率と各企業ダミーとの交差項についての係数値によって表される。この係数値が正であれば、一般企業と比較して、その企業属性を持つ企業については、債権者によるモニタリング機能が企業効率の改善により強く働くことを意味する。逆にその係数が負であれば、債権者によるモニタリング機能が企業効率を高める効果が一般企業と比較してより低いことを意味することになる。

ガバナンス変数以外が企業の効率性に与える影響を制御するため、コントロール変数を利用する。企業の自己資本や総資産に関する効率性は産業によって大きな違いがある。この違いをコントロールするため、製造業企業の属する産業を 8 つに分類し、産業ダミーを設

[57] ROA＝(金利払い税差引前利益／総資産)－ (総負債／総資産)・(1＋金利)である。したがって、総資産が一定の場合、負債比率＝(総負債／総資産)が高い程、ROA は低くなる。

定する。先進国の実証研究では、企業の規模も企業の経営効率に影響を与えることが多い。この影響をコントロールするため、資産規模を企業規模の代理変数として設定する。

推計式の設定

ここでは先行研究の基本的な推計方法を踏襲し、第 1 節で設定した仮説に基づいて、t期の企業収益性の決定式を以下の(1)式のように設定する。

$$Y_t = a_{1t}X_{t-1} + a_{2t}X_{t-1}D_{Foreign,t-1} + a_{3t}X_{t-1}D_{Group,t-1}$$

$$+ a_{4t-1}X_{t-1}D_{Listed,t-1} + a_{5t}\ln Z_{t-1} + a_{6t}D_{industry,t-1} + u_t \qquad \text{式(1)}$$

各変数は、以下の通りである。

Y_t :企業収益性(＝自己資本利益率、総資産利益率、総資産売上高比率)
X_t :負債比率(＝総負債額／総資産額)
Z_t :企業規模
$D_{Foreign t}$:外資系企業ダミー(外資系企業なら 1、他は 0)
$D_{Group t}$:財閥系企業ダミー(財閥系企業なら 1、他は 0)
$D_{listed t}$:上場企業ダミー(上場企業なら 1、他は 0)
$D_{Industry t}$:産業ダミー
u_t :攪乱項

(2) 使用するデータと推計方法

使用するデータ

推計作業には、Philippine Company Profile & Perspectives, Inc.発行の*Business Profiles 1993-1994*、*1994-1995*、*1998-1999*、*2000-2001: Top 7000 Corporations*、*Business Profiles*と同社発行のCD-ROMデータベースから、上位 1000 社のうち製造業部門に属する企業を抽出した。各企業の売上高・当期純利益額・総負債額・総資産額・自己資本額のデータから、総資産利益率(＝当期純利益額／総資産額)、自己資本利益率(＝当

期純利益額／自己資本額)、総資産売上高比率(＝売上高／総資産額)、負債比率(＝総負債額／総資産額)を計算してデータセットを作成した[58]。

また、上場企業の抽出については、Philippine Stock Exchange発行の*Fact Book 1999-2000*と*Corporate Handbook 2001*に記載されている上場企業のリストを利用した。外資系企業については、Commercial Intelligence Service社出版の*The Foreign Companies in the Philippines Yearbook 1998*からフィリピンで営業活動を行う外資系・合弁企業を外資系企業と定義した。財閥系企業については、CIBI Information ,Inc.の財閥系企業グループの企業リストから、総売上高上位20グループに所属する製造業企業を抽出した[59]。

最後に、産業ダミーについては、データベースが年度により産業分類が統一されてないため、2000年の*Business Profiles*に基づいて産業を8業種に分類し、他年度もこれに統一して産業の分類を行った。以下の推計作業で使用する変数の記述統計量を表 3-1 に示した。

表 3-1 製造業企業の経営指標についての記述統計量(1992-2000年)

	サンプル数	自己資本純利益率				総資産純利益率				総資産売上高				負債比率				総資産額			
		平均値	標準偏差	最大値	最小値	平均値	標準偏差	最大値	最小値	平均値	標準偏差	最大値	最小値	平均値	標準偏差	最大値	最小値	平均値	標準偏差	最大値	最小値
外資系企業	882	0.126	0.726	2.612	−12.491	0.089	0.112	0.845	−0.317	1.501	1.007	16.577	0.022	0.509	0.215	1.000	0.019	16.610	24.939	203.670	401
非外資系企業	1882	0.122	0.920	22.879	−17.494	0.060	0.100	1.719	−0.455	1.680	1.818	35.029	−0.335	0.589	0.234	1.000	0.000	14.002	32.556	399.060	167
上場企業	131	0.118	0.202	1.664	−0.428	0.061	0.101	0.908	−0.115	0.872	0.557	2.993	0.120	0.486	0.170	0.860	0.000	42.953	43.756	205.517	3.656
非上場企業	2633	0.124	0.883	22.879	−17.494	0.061	0.099	1.719	−0.455	1.706	1.814	35.029	−0.335	0.588	0.235	1.000	0.003	12.610	30.735	399.060	167
財閥系企業	136	0.057	0.654	0.656	−7.151	0.062	0.091	0.330	−0.270	1.217	0.729	3.392	0.045	0.508	0.172	0.962	0.075	44.408	58.626	399.060	1.889
非財閥系企業	2638	0.127	0.870	22.879	−17.494	0.070	0.105	1.719	−0.455	1.642	1.633	35.029	−0.335	0.566	0.233	1.000	0.000	13.409	27.451	329.268	167
合計	2764	0.124	0.863	22.879	−17.494	0.069	0.105	1.719	−0.455	1.623	1.606	35.029	−0.335	0.563	0.231	1.000	0.000	14.834	30.354	399.060	167

(注)総資産額については、2000年の物価で調整してある。
(出所)Business Profiles: Top 7000 Corporations 各年版から筆者作成

また、外資系企業・上場企業・財閥系企業の重複については、2000 年時点では、外資系の上場企業が 1 社、上場している財閥系企業は 1 社のみである。したがって、これら 3 つの企業属性は本サンプルにおいてはほぼ独立していると判断してよい。

推計方法

一般的に投資機会が豊富な成長企業と、投資機会が少ない成熟企業とでは、とくに負債の企業収益への影響が異なるとされている。有望な投資機会の少ない産業では、将来収益の割引現在価値が負になるような投資プロジェクトを実行してしまう可能性がある(「過剰投資問題」)。本章では、企業と債権者間に存在する情報の非対称性の大きさに注目し、外部から

58 売上高・総資産利益率・負債比率について、平均値＋3標準偏差以上、平均値－3標準偏差未満の企業を「異常な」企業として排除してある。

59 章末の財閥系企業リスト(補表)を参照。

資金調達をする場合の両者間のエージェンシー・コストが大きいことから発生する「過少投資問題」を検証することを目的としている。よって、対象とする企業は豊富な投資需要に対応して、十分な資金需要をもった企業でなければならず、投資需要の少ない成熟産業については今回の分析ではサンプルから除くこととした。

今回サンプリングした製造業8業種について、1991年から2000年の総資産成長率の平均値（括弧内）を計算すると、食料品（16.9%）・化学製品（19.2%）・非金属製品（28.2%）・機械工業製品（22.8%）・その他製造業（22.9%）の値がとくに危機以前について大きく、他の衣料・皮革（12.9%）・製紙・紙製品・印刷（13.9%）・鉄鋼・一次金属製品企業（1.1%）とは異なる総資産額の推移が観察された。

そこで本章では、総資産成長率の低い3業種を成熟産業と判断し、サンプルから除いて以下分析を行うことにする。結果的に、サンプル数は年によって異なるが、1992年度は323社、1993年度は232社、1994年度は328社、1995年度は213社、1996年度は204社、1997年度は322社、1998年度は175社、1999年度は284社、2000年度は197社の企業データを抽出することができた。

4. 収益性指標の決定要因についての推計結果

本節では、第2節で設定したように、自己資本利益率・総資産純利益率・総資産売上高比率を被説明変数とし、総資産負債比率・各企業属性ダミー変数のガバナンス変数を説明変数として、各収益性指標の決定要因を推計し、その解釈を行う。

とくに、債権者によるモニタリングが債権者・株主といった各ステークホルダーに帰属する利益に対してどのような効果を与えるか、外資系企業・上場企業・財閥系企業といった企業属性の違いによって、債権者によるモニタリング機能に異なる特徴が見られるかどうか、そして危機前に多額の負債を抱えていた企業が危機後にデット・オーバーハングに陥ったかどうかを検証することを目的としている。

（1） クロスセクションデータによる推計結果（危機前）

債権者によるモニタリングの有効性

第1に、債権者によるモニタリングが債権者・株主といった各ステークホルダーに帰属する利益に対してどのような効果を与えるかについて分析を行う。**表3-2**は、1992年－2000年のデータを利用した自己資本利益率の決定要因に関するクロスセクション分析の推計結果で

ある。危機以前の期間の自由度調整済み決定係数を見ると、いずれの年度でも5%以下と極めて低い。しかし、製造業企業全体の負債比率の係数(a_1)は1993年と1994年で有意に負の値を示している。他の年の負債比率について、有意な結果は得られなかった。1993-94 年については、債権者が貸出市場において市場支配力を持ち、企業に対して過大な金利支払い負担を強いることができる場合、債権者が企業へのモニタリングを積極的に行うことでかえって、株主の利益が損なわれるという可能性が示唆されるかも知れない。一般的に、フィリピン企業が資金調達を行う際に、銀行借入に依存することが多い。銀行借入以外の資金調達手段が限られていることと、フィリピン企業に対する貸出のリスクが高いことから、債権者が企業に対して過大な金利負担を課していることが考えられる。

表 3-2 自己資本利益率の推計結果

	1992年		1993年		1994年		1995年		1996年		1997年		1998年		1999年		2000年	
説明変数	推計値	t値	推計値	t値	推計値	t値	推計値	t値	推計値	t値	推計値	t値	推計値	t値	推計値	t値	推計値	t値
負債比率	−0.059	−0.839	−0.290	−3.062 ***	−0.381	−2.189 **	−0.054	−1.019	−0.020	−0.319	0.135	0.513	−0.624	−1.027	−0.061	−0.391	0.259	0.588
総資産額	0.010	1.107	0.015	1.362	0.026	1.176	0.003	0.349	−0.023	−0.766	0.032	1.002	−0.036	−0.590	0.032	1.460	0.015	0.274
食料品	0.099	0.789	0.001	0.009	−0.077	−0.271	0.091	0.848	0.575	1.341	−0.433	−0.973	0.841	1.024	−0.309	−1.029	−0.086	−0.114
化学製品	0.101	0.834	0.138	0.950	−0.068	−0.244	0.169	1.604	0.499	1.169	−0.258	−0.579	0.949	1.165	−0.234	−0.768	0.104	0.139
非金属製品	−0.047	−0.292	−0.111	−0.655	−0.009	−0.027	0.188	1.633	0.523	1.117	−0.244	−0.395	−1.152	−1.117	−0.645	−1.767 *	−1.202	−1.341
機械工業製品	−0.001	−0.005	0.040	0.274	−0.212	−0.750	0.143	1.360	0.610	1.429	0.112	0.258	1.026	1.262	−0.266	−0.879	−0.118	−0.155
外資系企業ダミー＊負債比率	0.033	0.371	0.172	1.938 *	0.359	2.244 **	0.052	1.086	0.108	0.986	−1.029	−2.433 **	−0.014	−0.026	−0.162	−0.981	−0.337	−0.828
上場企業ダミー＊負債比率	0.099	0.254	0.071	0.234	−0.006	−0.013	−0.148	−1.156	−0.271	−0.473	0.033	0.012	2.883	1.240	−0.022	−0.049	−0.113	−0.112
財閥系企業ダミー＊負債比率	0.003	0.008	0.071	0.250	−0.179	−0.371	0.182	1.757 *	−0.062	−0.140	−0.210	−0.227	−1.066	−0.974	0.176	0.657	−0.033	−0.047
サンプル数	322		232		323		210		201		323		179		277		192	
自由度調整済み決定係数	−0.017		0.046		0.000		0.030		−0.023		0.003		0.033		−0.849		0.003	
F値	0.271		2.397 **		1.012		1.807		0.442		1.115		1.769		0.709		1.067	

注：***、**、*はそれぞれ1%、5%、10%水準で有意であることを示す。

次に、債権者によるモニタリング機能が有効に機能し、株主に帰属する利益だけでなく、債権者に帰属する負債返済額が確保できるかどうかを見るためには、利払い前総資産利益率（金利払い税差引前利益／総資産額）の決定要因を推計してやればよい。そこで本章ではまず総資産純利益率（純利益／総資産）による推計を行い、その結果得られた各年の負債比率の係数について金利払い分を調整した値を計算する。具体的には、負債比率の係数の推計値に、各年の財務省証券の金利を加えたものと貸出金利を加えたもので評価することにした[60]。**表 3-3** は総資産純利益率の推計結果が示されている。危機以前の期間の自由度調整済み決定係数は、10.6%から 18.3%と、必ずしも高い値ではない。しかし、いずれの年度においてもF検定量は1%水準で有意であり、モデルの適応度は良好といえる。

60 財務省証券金利と貸出金利については、International Financial Statistics 2002 の 1992 年－2000 年のデータを利用した。

表 3-3 総資産純利益率の推計結果

	1992年		1993年		1994年		1995年		1996年		1997年		1998年		1999年		2000年	
説明変数	推計値	t値	推計値	t値	推計値	t値	推計値	t値	推計値	t値	推計値	t値	推計値	t値	推計値	t値	推計値	t値
負債比率	−0.077	−3.456 ***	−0.146	−5.748 ***	−0.154	−7.022 ***	−0.160	−6.093 ***	−0.155	−4.682 ***	−0.049	−0.873	−0.154	−5.127 ***	−0.070	−2.850 ***	−0.164	−2.409 **
総資産額	0.006	3.125 ***	0.007	2.734 ***	0.008	3.632 ***	0.007	1.865 *	0.003	0.798	0.001	0.246	0.011	3.750 ***	0.010	3.354 ***	0.013	1.552
食料品	0.015	0.602	0.064	2.014 **	0.033	1.156	0.065	1.370	0.099	1.682 *	0.064	1.089	−0.038	−0.957	−0.036	−0.921	0.015	0.135
化学製品	0.066	2.705 ***	0.088	2.814 ***	0.066	2.321 **	0.091	1.944 *	0.118	2.028 **	0.057	0.955	0.007	0.174	−0.034	−0.839	0.001	0.007
非金属製品	0.013	0.391	0.037	1.008	0.027	0.796	0.081	1.566	0.113	1.743 *	0.055	0.667	−0.173	−3.430 ***	−0.130	−2.703 ***	−0.123	−0.928
機械工業製品	0.011	0.437	0.048	1.486	0.024	0.823	0.058	1.274	0.098	1.711 *	0.084	1.484	−0.017	−0.447	−0.048	−1.200	−0.030	−0.266
外資系企業ダミー＊負債比率	0.099	3.884 ***	0.065	2.702 ***	0.037	1.708 *	0.054	2.261 **	0.098	3.354 ***	−0.011	−0.231	0.000	0.001	0.006	0.267	−0.072	−1.225
上場企業ダミー＊負債比率	−0.087	−1.053	−0.061	−0.924	0.018	0.281	−0.088	−1.315	−0.164	−1.835 *	−0.061	−0.331	0.093	1.425	−0.035	−0.578	−0.107	−0.709
財閥系企業ダミー＊負債比率	0.041	0.480	0.008	0.115	−0.063	−1.159	0.067	1.281	0.037	0.550	−0.029	−0.214	−0.133	−2.393 **	−0.063	−1.257	0.004	0.040
サンプル数	323		232		328		213		204		322		175		284		197	
自由度調整済み決定係数	0.106		0.165		0.167		0.183		0.116		−0.018		0.222		0.052		0.027	
F値	5.753 ***		6.646 ***		9.203 ***		6.924 ***		4.330 ***		0.268		7.191 ***		2.933 ***		1.674	

注：***, **, *はそれぞれ1%, 5%, 10%水準で有意であることを示す。

表 3-3 の負債比率の係数の推計値について、金利払い分を調整して計算したものが表 3-4 である。計算された数値の符号については、検定作業はおこなっていないが、1992 年にプラス 10%前後の効果が見られた以外は [61]、負債比率が利払い前総資産利益率に対して、正の効果を持つか負の効果を持つかは明らかでない。企業収益に株主に帰属する純利益だけでなく、債権者に帰属する金利払いを含めた場合、仮説1のような債権者と企業間の情報の非対称性が高いがゆえに、負債による資金調達が企業の投資を抑制し、過少投資問題が発生するという仮説は成立しない可能性がある。むしろ、この計算結果から、債権者の企業への関与が強まるほど、債権者によるモニタリング機能が有効に機能して、株主と債権者の利益の合計が高まる可能性があることを示唆している。

表 3-4 利払い前総遺産利益率に対する負債比率の効果

	1992年	1993年	1994年	1995年	1996年	1997年	1998年	1999年	2000年
ROAによる(a1)の推計値	−0.077	−0.146	−0.154	−0.160	−0.155	−0.049	−0.154	−0.070	−0.164
財務省証券金利で調整	0.083	−0.022	−0.027	−0.042	−0.032	0.080	−0.004	0.030	−0.067
貸出金利で調整	0.118	0.003	−0.003	−0.013	−0.007	0.114	0.014	0.048	−0.055

次に、ステークホルダー全体の資金がいかにステークホルダー全体の利益を効率的に生産しているかを示す代替的な指標として、総資産売上高比率を用いた推計を行う。ただし、この指標には、従業員に帰属する賃金 [62]、政府に帰属する税収が内在しており、その分過大評

[61] 1997 年については、総資産利益率の推計結果(表 3-3)について、説明力がないため無視することにする。

[62] フィリピン製造業部門の従業員賃金ついては、企業別に計測することはデータの不備により困難である。ただし、NSO[2010]などの統計で職業別の従業員賃金のデータを参照することができる。NSO による 2008 年 7 月の調査によると、全産業の平均給与は月額で 12,525 ペソである。まず、製造監督者(production supervisors)は、平均で 13,242 ペソだが、コーラ、石油精製などの製造監督者は 33,651 ペソと高いのに対し、木工製造監督者(家具を除く)は 10,152 ペソと業種により格差が大きい。

価されていることに注意が払われなければならない。表 3-5 は、総資産売上高比率の決定要因について、総資産利益率の推計で用いた推計式を用いて、推計を行った結果である。危機前の時期については、1992－93 年の自由度調整済み決定係数が低いほかは、モデルの適応度はおおむね良好である。製造業企業全体を対象とした負債比率の係数(a_1)は有意に正の値を得られており、負債比率の増加は総資産売上高比率を増加させることが分かった。総資産売上高比率は総資産に対する売上高を表しており、全ステークホルダーから調達した資金がどれだけ効率的に企業全体のパイを増加させるかを表している。つまり、表 3-5 の推計結果を見る限りは、債権者による企業への関与が強まるほど、モニタリングが有効に機能し、企業全体のパイである売上高を増進させたことを示している。債権者である銀行は、貸付債権の確実な回収を目的として、企業のガバナンスに対するモニタリング機能が有効に機能していたと言うことができる。

表 3-5 総資産売上高比率の推計結果(危機前)

	1992年		1993年		1994年		1995年		1996年	
説明変数	推計値	t値	推計値	t値	推計値	t値	推計値	t値	推計値	t値
負債比率	0.306	2.460 **	0.304	1.393	0.422	2.415 **	0.545	2.242 ***	−0.015	−0.220
総資産額	0.066	3.982 ***	0.022	0.848	−0.016	−0.680	−0.064	−1.791	−0.031	−0.938
食料品	0.619	2.731 ***	1.307	3.684 ***	1.630	5.350 ***	2.067	4.206 ***	1.846	3.866 ***
化学製品	0.581	2.673 ***	0.961	2.785 ***	1.461	4.864 ***	2.084	4.293 ***	1.932	4.076 ***
非金属製品	−0.280	−0.982	0.266	0.665	0.761	2.217 **	1.390	2.634 ***	1.081	2.079 **
機械工業製品	0.621	2.762 ***	1.177	3.367 ***	1.507	4.974 ***	2.044	4.229 ***	1.902	4.014 ***
外資系企業ダミー＊負債比率	−0.062	−0.386	−0.124	−0.613	−0.082	−0.514	0.123	0.554	0.255	2.099 **
上場企業ダミー＊負債比率	−0.240	−0.348	0.120	0.173	−0.709	−1.488	−0.820	−1.397	−0.550	−0.866
財閥系企業ダミー＊負債比率	−0.040	−0.060	−0.500	−0.769	−0.095	−0.199	0.492	1.043	0.249	0.508
サンプル数	317		230		312		207		200	
自由度調整済み決定係数	−0.013		0.034		0.065		0.091		0.086	
F値			1.589		3.123 ***		3.417 ***		3.197 ***	

注：***、**、*はそれぞれ1%、5%、10%水準で有意であることを示す。

これらの推計結果から以下のような解釈が可能である。危機前の時期において、フィリピンの銀行は、取引企業に対するモニタリング能力を持っており、企業利益(売上高)の増進のために有効に機能してきたと言える。一方で、貸出市場において債権者である銀行は市場支配力を持ち、債権者・企業間の情報の非対称性を反映して高い貸付金利を設定してきた。その結果、銀行による積極的なモニタリングは、あくまで債権者に帰属する金利払い費用を増大させることを目的として行われたものであり、株主に帰属する純利益を必ずしも保証するものではなかったと言える。

次に、非熟練労働者(unskilled worker)の賃金については、全業種の平均月額賃金は11,823ペソである。非熟練労働者のなかで最低は水利関連産業の 5,587 ペソであった。

表 3-5 総資産売上高比率の推計結果(危機後)

	1997年		1998年		1999年		2000年	
説明変数	推計値	t値	推計値	t値	推計値	t値	推計値	t値
負債比率	0.172	1.297	0.177	0.664	0.314	1.811	0.908	3.594 ***
総資産額	0.109	6.572	0.065	2.406 **	0.026	1.082	−0.003	−0.102
食料品	−0.092	−0.400	0.786	2.165 **	1.238	3.654 ***	1.432	3.287 ***
化学製品	−0.319	−1.402	0.327	0.918	0.659	1.937 *	0.913	2.109 **
非金属製品	−1.013	−3.185	−0.509	−1.104	0.077	0.188	0.463	0.898
機械工業製品	−0.227	−1.022	0.494	1.389	0.947	2.789 ***	1.008	2.300 **
外資系企業ダミー＊負債比率	0.160	0.758	−0.137	−0.578	0.127	0.684	0.125	0.531
上場企業ダミー＊負債比率	−1.822	−1.304	−0.529	−0.518	−0.987	−1.969 **	−1.050	−1.807 *
財閥系企業ダミー＊負債比率	−0.533	−1.154	−0.564	−1.171	−0.327	−1.091	−0.527	−1.329
サンプル数	317		176		274		190	
自由度調整済み決定係数	−0.012		0.006		0.077		0.092	
F値			0.790		3.569 ***		3.225 ***	

注:***、**、*はそれぞれ1%、5%、10%水準で有意であることを示す。

企業属性の違いによる負債のモニタリングの有効性

第 2 に、外資系企業・上場企業・財閥系企業といった企業属性の違いによって、債権者によるモニタリング機能に異なる特徴が見られるかどうかについて分析を行う。まず、危機前の外資系企業ダミーと負債比率のクロス項の係数(a_2)については、収益性の各指標の推計において、債権者のモニタリング機能に関して、非外資系企業とは異なる特徴が観察された。自己資本利益率の推計結果(表 3-2)を見ると、モデル自体の説明力は十分ではないが、1993 年と 1994 年で有意に正の値が得られており、他の年度でも有意性は低いが正の値であった。

また、総資産利益率の推計結果(表 3-3)からは、危機前のほぼ全年度で有意に正の値が得られた。この結果を積極的に解釈すれば、仮説 3a が支持されるであろう。一般的に企業と債権者間の情報の非対称性が高いと思われるフィリピン企業のなかでも、外資系企業は債権者である母国銀行との長期にわたる取引関係を通じて互いの情報の非対称性は低く、債権者による有効なモニタリングが働いていると考えられる。

一方で、総資産売上高比率の推計結果(表 3-5)からは、1996 年で有意に正の値が得られているが 1992 年から 1994 年の時期については、有意ではないが負の値が得られた。1990 年代前半に外資系企業は、非外資系企業と比較して積極的に負債による資金調達を増加させていた。その結果、1990 年代前半に外資系企業と母国銀行間のエージェンシー問題が一時的に深刻化して「過少投資問題」が派生したが、その後母国銀行によるモニタリング機能が回復した可能性を示唆している。アジア通貨危機前の期間においては、外資系企業はおおむね母国銀行によるモニタリング機能が有効に働き、負債によるガバナンスが妥当する状況であったことが示された。

上場企業については、債権者のモニタリング機能に関して、非上場企業ととくに異なった特徴は観察されなかった。仮説 3c の検証についてはまず、表 3-3 の総資産利益率の推計結果において、1996 年の上場企業ダミーと負債比率のクロス項の係数(a_4)のみ有意に負であったが、他の年度については有意でなかった。

また表3-2の自己資本利益率、表3-5の総資産売上高比率のいずれの推計結果においても、上場企業ダミーと負債比率のクロス項の係数(a_4)については有意な結果が得られていない。このことは上場企業が、負債を変化させることによる企業収益の変化に関して、他の企業と大きな違いが見られなかったことを示している。つまり、上場企業についても、企業全体で観察された傾向と同じく、債権者は、上場企業に対するモニタリング能力を有しており、企業利益(売上高)の増進のために有効に機能してきたと言える。しかし、貸出市場において債権者である銀行は市場支配力を持つために、銀行による積極的なモニタリングは、あくまで債権者に帰属する金利払い費用を増大させることを目的として行われたものであり、株主に帰属する純利益が必ずしも保証されるものではなかったと言える。

財閥系企業についても、上場企業と同様、債権者のモニタリング機能に関して、非財閥系企業ととくに異なった特徴は観察されなかった。仮説3bの検証については、自己資本利益率の推計結果(表3-2)において、1995年の財閥系企業ダミーと負債比率のクロス項の係数(a_3)のみ有意に正であった他は、総資産利益率(表 3-3)、総資産売上高比率(表 3-5)のいずれの推計結果についても有意な結果が得られなかった。

つまり、財閥系企業についても、財閥系銀行のグループ企業への関与が強まるほど、財閥系企業による積極的なモニタリングは、株主に帰属する純利益を必ずしも保証するものではなかったが、債権者に帰属する金利払い費用を増大させることを目的として行われたものであり、ステークホルダー全体の利益を改善する効果があったと言える。財閥系企業は財閥系銀行も含めて互いに情報を共有しており、内部資本市場を通じた資金調達を行っていると考えられる。

財閥系企業の資金調達については、仮説 3b の様に、銀行との癒着によって非効率的な資金配分が行われ、債権者によるモニタリング機能が働かないために企業収益を損なうことになるという指摘がされることが多い(清水[2002])。しかしながら、アジア通貨危機前の時期に関しては、財閥系企業では債権者と企業との情報の非対称性は低く、負債に関するエージェンシー・コストが相対的に低くなるため、負債が増加しても企業収益はむしろ改善するという仮説 3b を支持する観察結果が得られた。

(2) クロスセクションデータによる推計結果(危機後)

次に、アジア通貨危機以後の1998－2000年期について、債権者によるモニタリングがステークホルダーに帰属する利益に対してどのような効果を与えるか、企業属性の違いによって、債権者によるモニタリング機能に異なる特徴が見られるかどうかを見てみよう。推計結果によれば、第1に、アジア通貨危機後も一般のフィリピン製造業企業にとって負債の役割はアジア通貨危機以前と基本的に同じであった。自己資本利益率の推計結果(表 3-2)については、

いずれの年度の推計結果もモデルの適応度が低く、負債比率の係数(a_1)についても有意ではないが、1998 年と 1999 年については危機前と同様、負の値が得られている。このことから、危機後においても、債権者のモニタリング機能が株主資本の利益を改善する効果は観察されなかった。

表 3-5 の総資産売上高比率の推計結果から負債比率の係数(a_1)を見ると、危機後の 1999 年と 2000 年についての推計モデルの適応度が高く、2000 年については有意に正の値が得られた。1998 年と 1999 年についても有意性は十分ではないが、正の値が得られた。総資産売上高比率についても危機前と同様、債権者による企業への積極的な関与によって、債権者を含めたステークホルダー全体の利益が改善されることが分かった。

アジア通貨危機後の第 2 の特徴は、外資系企業について、債権者のモニタリング機能が大きく低下したと思われることである。表 3-2 の自己資本利益率の推計結果によれば、外資系企業ダミーと負債比率のクロス項(a_2)は危機後の期間においては有意な結果は得られていない。また、総資産売上高比率の推計結果(表 3-5)からも、外資系企業ダミーと負債比率のクロス項(a_2)について有意な結果は得られなかった。外資系企業ダミーと負債比率のクロス項(a_2)は危機前にはおおむね有意に正であったのに対して、危機後には有意ではなくなった。アジア通貨危機以前は、母国銀行のモニタリング機能が外資系企業の収益性の改善に有効に働き、負債によるガバナンスが機能していたが、危機後にはその機能が働かなくなった。この変化の1つの解釈としては、アジア通貨危機を契機として、外資系銀行と長期的な関係を保ってきた母国銀行にとってもフィリピン経済の将来性に関して不透明感が高まり、外資系企業への貸出姿勢が消極的になったことが考えられる。

外資系企業に関する債権者のモニタリング機能が変化したのに対して、上場企業に対するモニタリング機能はアジア通貨危機以前と変化していない。株主資本利益の推計結果(表 3-2)によると、上場企業ダミーと負債比率のクロス項(a_4)の値は、危機以前と同様に危機後の期間についても正負のいずれについても有意ではない。一方で、表 3-5 の総資産売上高比率の推計結果によれば、1999 年において有意に負の値が得られている以外は有意性が十分ではない。これらの推計結果から以下のような解釈が可能であろう。非上場企業と同様、上場企業はアジア通貨危機後の厳しい経済環境の下でも、債権者による積極的なモニタリングによって、ステークホルダー全体の利益を改善していたが、必ずしも株主利益を確保することには繋がらなかった。

推計結果は、財閥系企業についても、上場企業と同様に、アジア通貨危機後の時期にも、財閥系企業に対するモニタリング機能は変化していないことを示している。株主資本利益の推計結果(表 3-2)と総資産売上高比率の推計結果(表 3-5)のどちらにおいても、財閥系企業ダミーと負債比率のクロス項(a_3)の値は、正負のいずれについても有意ではなかった。このことから、財閥系企業は、非財閥系企業と同じように、アジア通貨危機後の時期においても、財閥系銀行による積極的なモニタリングによって、ステークホルダー全体の利益を改善した

が、必ずしも株主利益を確保することには繋がらなかったと言える。アジア通貨危機後、財閥系企業の負債依存度は高まったが、負債の増加がエージェンシー・コストを高め資金制約から投資を抑制しなければならなくなるという事態は発生しなかった。財閥系企業は、企業同士で情報を共有し内部資本市場を利用できるため、エージェンシー問題の深刻化を回避することができるという見解を裏書するものとも言える。

(3) アジア通貨危機後のデッド・オーバーハング仮説の検証

クロスセクションデータによる自己資本利益率の分析結果(表 3-2)によれば、アジア通貨危機の前後いずれの期間についても、フィリピン製造業全体では負債比率の係数は企業収益に負の影響をあたえることが観察された。前節では、企業と債権者との間の情報の非対称性が高いことを前提として、この関係を「過少投資仮説」に基づいて解釈した。しかしながら、アジア通貨危機後の企業収益率と負債比率との関係については、情報の非対称性とは関係なくアジア通貨危機前に企業が高負債であったかどうかに依存しているというデット・オーバーハング仮説が唱えられている。この説は、アジア通貨危機前に多額の負債を抱えていた企業ほど、アジア通貨危機後の経済情勢の悪化によってデット・オーバーハングに陥り易くなり、一度デット・オーバーハングに陥った企業は、たとえ債権者との間に情報の非対称性がそれ程高くなくても、既存負債の返済義務を優先せざるを得ないため有望な投資機会を逃し企業価値が低下してしまうというものである。

デット・オーバーハング仮説が正しければ、アジア通貨危機前に高負債であった企業と低負債であった企業とは、アジア通貨危機後の時間の経過の中で業績に差が出て来るはずである。高負債企業がデット・オーバーハングに陥り既存負債の返済義務に負われて企業価値が低下すると予想されるのに対して、低負債企業は有望な投資を続けて企業価値に打撃を受けることはないと予想されるからである。

本節では前節までの同企業サンプルを用いて、1996 年時点で高負債企業と低負債企業に分類し[63]、2 つのサブサンプル別に自己資本利益率と総資産利益率で推計を行った。高負債企業と低負債企業それぞれについて自己資本利益率を推計した結果が表 3-6 である。推計結果によれば、高負債企業サンプルと低負債企業サンプルについては、負債比率の係数(a_1)は有意ではなく、また推計値の符号も安定的ではない。

63 本章では、少ない企業サンプル数を考慮して、便宜的に負債比率の上位 50%と下位 50%に分類し、それぞれ高負債企業と低負債企業と定義した。

表 3-6 高負債企業と低負債企業の自己資本利益率の推計結果

高債務企業	1997年		1998年		1999年		2000年	
説明変数	推計値	t値	推計値	t値	推計値	t値	推計値	t値
負債比率	0.028	0.058	−0.333	−0.208	0.026	0.024	0.278	0.299
総資産額	0.053	0.963	−0.105	−0.825	0.030	0.353	0.032	0.387
食料品	−0.739	−1.013	1.228	1.073	−0.480	−0.562	−0.471	−0.423
化学製品	−0.479	−0.605	1.906	1.625	−0.377	−0.440	0.703	0.662
非金属製品	−0.561	−0.335	1.653	0.667	−0.908	−0.537		
機械工業製品	0.331	0.465	2.299	2.147 **	−0.398	−0.498	−0.604	−0.600
外資系企業ダミー＊負債比率	−1.710	−2.291 **	−0.915	−1.050	0.131	0.210	0.079	0.085
上場企業ダミー＊負債比率					0.015	0.006	−0.218	−0.077
財閥系企業ダミー＊負債比率	−0.119	−0.064	1.381	0.676	0.071	0.025	0.005	0.002
サンプル数	161		65		61		44	
自由度調整済み決定係数	−0.374		−0.029		−0.140		−0.088	
F値	0.921		0.772		−0.140		0.564	
低債務企業	1997年		1998年		1999年		2000年	
説明変数	推計値	t値	推計値	t値	推計値	t値	推計値	t値
負債比率	−0.131	−1.118	0.008	0.021	0.187	1.543	−1.804	−1.216
総資産額	−0.008	−0.961	0.004	0.112	−0.003	−0.214	−0.023	−0.161
食料品	0.289	2.665 ***	0.154	0.306	0.069	0.360	1.058	0.540
化学製品	0.275	2.598 **	0.160	0.317	0.135	0.701	0.911	0.459
非金属製品	0.255	2.088 **	−0.068	−0.118	0.078	0.354	−2.431	−1.098
機械工業製品	0.310	2.928 ***	0.106	0.207	0.034	0.176	0.683	0.339
外資系企業ダミー＊負債比率	0.047	0.539	−0.227	−0.748	0.069	0.778	1.142	1.121
上場企業ダミー＊負債比率	0.053	0.170	0.154	0.204	−0.343	−2.069 **	3.295	1.837 *
財閥系企業ダミー＊負債比率	−0.145	−0.983	−1.983	−4.542 ***	−0.219	−2.135 **	1.110	0.839
サンプル数	162		104		99		73	
自由度調整済み決定係数	0.005		0.155		0.067		0.127	
F値	1.082		3.363 ***		1.883		2.310 **	

注：***、**、*はそれぞれ1%、5%、10%水準で有意であることを示す。

しかし、高負債企業と低負債企業について総資産利益率を推計すると、表 3-7 のような結果が得られる。その結果、高負債企業の金利で調整した負債比率の係数は、1998 年から 2000 年まで負の値になるのに対し、低負債企業の負債比率の係数は、有意な結果が得られていない。このことから、高負債企業と低負債企業との間で負債比率の企業収益に対する効果に違いは認められ、アジア通貨危機に関するデッド・オーバーハング仮説が支持される可能性がある（仮説 4）。また、高負債企業と低負債企業の双方において、企業属性についてみると、外資系企業、上場企業、財閥系企業の何れについても、有意な符号は観察されなかった。また、推計式の適応度についても、高負債企業と低負債企業のいずれにおいても大きな違いはみられなかった。

表 3-7 高負債企業と低負債企業の総資産利益率の推計結果

高債務企業	1997年		1998年		1999年		2000年	
説明変数	推計値	t値	推計値	t値	推計値	t値	推計値	t値
負債比率	0.378	2.260 **	−0.280	−4.460 ***	−0.185	−2.305 **	−0.431	−6.371 ***
総資産額	−0.026	−2.154 **	0.016	3.159 ***	0.018	2.697 ***	0.033	5.793 ***
食料品	0.080	0.898	−0.006	−0.115	−0.071	−1.068	−0.117	−1.594
化学製品	0.032	0.333	0.042	0.872	−0.073	−1.117	−0.097	−1.402
非金属製品	0.006	0.030	−0.056	−0.544	−0.326	−2.456 **		
機械工業製品	0.103	1.204	−0.004	−0.081	−0.098	−1.560	−0.124	−1.860 *
外資系企業ダミー＊負債比率	0.022	0.284	0.023	0.692	0.019	0.421	0.040	0.716
上場企業ダミー＊負債比率	−0.006	−0.012	−0.060	−0.734	−0.127	−0.640	−0.113	−0.609
財閥系企業ダミー＊負債比率	0.088	0.246			0.033	0.150	−0.149	−0.696
サンプル数	161		65		64		47	
自由度調整済み決定係数	−0.011		0.207		0.050		0.445	
F値	0.788		3.086 ***		1.413		5.606 ***	
低債務企業	1997年		1998年		1999年		2000年	
説明変数	推計値	t値	推計値	t値	推計値	t値	推計値	t値
負債比率	−0.188	−3.071 ***	−0.100	−1.613	0.037	0.683	0.067	0.877
総資産額	0.001	0.189	0.005	0.738	0.000	0.006	−0.005	−0.646
食料品	0.139	2.248 **	0.020	0.224	0.046	0.564	0.135	1.288
化学製品	0.137	2.268 **	0.079	0.892	0.069	0.849	0.143	1.358
非金属製品	0.120	1.748 *	−0.063	−0.615	0.059	0.629	0.011	0.090
機械工業製品	0.145	2.403 **	0.047	0.530	0.032	0.399	0.102	0.957
外資系企業ダミー＊負債比率	0.020	0.452	−0.024	−0.576	−0.003	−0.075	−0.063	−1.165
上場企業ダミー＊負債比率	−0.114	−1.052	0.054	0.692	−0.130	−1.844 *	−0.096	−0.988
財閥系企業ダミー＊負債比率	−0.026	−0.353	−0.113	−1.833 *	−0.090	−1.593	−0.022	−0.311
サンプル数	161		101		99		75	
自由度調整済み決定係数	0.043		0.156		0.025		0.082	
F値	1.870		3.314 ***		1.317		1.830	

注：***、**、*はそれぞれ1%、5%、10%水準で有意であることを示す。

5. 結論と今後の研究課題

本章では、非上場企業を含むフィリピン製造業企業のミクロデータを利用して、コーポレート・ガバナンスにおける負債の役割について3つの問題を検討した。第 1 は、金融制度の未整備なフィリピンの様な途上国において、債権者によるモニタリング機能を基盤とした負債によるガバナンスがどの程度働いているかという問題である。一般の認識によれば、フィリピン企業は所有の集中度が極めて高く情報開示が低いため、債権者によるモニタリング機能は強い制約を受けている。したがって、フィリピン製造業企業と債権者との間には高い情報の非対称性が存在しており、企業は十分な資金調達が行えない「過少投資問題」が発生しているとされている。しかしながらわれわれの推計結果によれば、債権者の企業への関与が強まる場合、債権者のモニタリング機能が株主資本の収益率を改善する効果は観察できなかったものの、株主資本と他人資本を合計した企業が利用している資本全体への収益率は改善するという観察結果が得られた。われわれの推計結果は債権者によるガバナンスは一定の貢献を企業経営の改善に果たしているといえよう。

第2は、外資系企業、上場企業、財閥系企業は、債権者によるモニタリング機能が何らかの形で一般企業と異なるため、負債によるガバナンス機能に違いが見られるのではないかという問題である。これらの企業は、母国銀行との親密な関係、通常よりも厳しい情報開示の義務、情報の共有と内部資本市場の活用といった一般企業にはない特性を備えているから

である。アジア通貨危機前の期間に関するわれわれの推計結果によれば、外資系企業は、債権者によるモニタリング機能が良く働き負債によるガバナンスが妥当する状況にあったとことが示された。また、上場企業や財閥系企業については、一般企業ととくに異なった特徴は観察されなかった。ただし、上場企業については、急激に資金調達を増やした 1990 年代前半に「過少投資問題」が観察されており、債権者によるモニタリング機能がやや低下したことを示唆する観察結果が得られた。

第3は、アジア通貨危機によってフィリピンのコーポレート・ガバナンスにおける負債の役割がどう変化したのかについての問題である。実証結果によれば、アジア通貨危機前には債権者によるモニタリング機能が有効に機能していた外資系企業については、危機後に債権者によるモニタリング機能が大きく低下した。アジア経済の将来性についての不透明になり債権者の企業にたいする評価が修正された可能性を示唆するものとなった。

アジア通貨危機の企業経営への影響については、アジア通貨危機によりデット・オーバーハングが発生し、これが企業収益の悪化とその長期化をもたらしたとする見解が広く言われている。われわれの実証結果は、アジア通貨危機の後、フィリピン製造業企業においてもデット・オーバーハングが発生し、高負債企業がアジア通貨危機によって集中的に打撃を受けたとする見方（デット・オーバーハング仮説）を裏付けるものとなった[64]。ただし、外資系企業、上場企業、財閥系企業では、一般の企業と異なり高負債企業でもデット・オーバーハング問題は検証できなかった。推計結果は、これらの企業は母国親会社や内部資本市場から、それぞれ金融支援を受け負債負担の増加を乗り切った可能性を伺わせるものとなった。

経済が好調な 1990 年代前半の時期にも、フィリピンの一般企業にとっては債権者との間の高い情報の非対称性が生み出す「過少投資問題」は深刻であり、コーポレート・ガバナンスの問題点であった。アジア通貨危機の発生によって、これらの企業にとっての問題の中心は、「過少投資問題」からデット・オーバーハング問題に移った。しかし、経済情勢の回復とともに、「過少投資問題」が再びコーポレート・ガバナンスにとって重要性を増してくるであろう。今後、「過少投資問題」を改善しコーポレート・ガバナンス機能の強化を図るためには、企業の情報開示義務の強化や金融機関の審査能力向上などを進め、企業と債権者の情報の非対称性を改善する必要があろう。フィリピン企業の「過少投資問題」と「過剰投資問題」については、第 5 章でより詳しく述べる。

本章での分析対象とした企業は製造業に限定されており、今後、分析の内容を更に拡張することが必要である。例えば、本章で取り扱った製造業部門の企業経営と比較してサービス産業ではどの様な相違があるのかは、今後明らかにすべき重要な課題の1つであろう。また、本章では資産規模で上位 1,000 社を分析の対象としたが、より規模の小さな企業にまで分析対象を広げることも考えられる。また、対象期間を延長することも研究課題である。アジ

64 フィリピン上場企業については花崎・劉[2003]を参照。

ア通貨危機を契機として、フィリピンの金融制度改革が進められている。これらの制度改革が債権者によるガバナンスにどの様な影響を与えるのか、将来検討すべき課題であろう。

補表 3-1 財閥系グループとグループ企業

財閥グループ親企業	所属企業
San Miguel Corporation	Coca-Cola Bottlers Inc. La Tondena Distillers,Inc. San Miguel Foods Inc. San Miguel Campo Carne Corp. Philippine Daily Poducts Corp. San Miguel Yamamura Asia Corporation San Miguel Yamamura Ball Corp.
Ayala Corporation	Integrated MicroElectronics Inc. Honda Cars Philippines Inc. Isuzu Philippines Corp.
JG Summit Holding Inc	Universal Robina Corporation JG Summit Petrochemical Corporation
Lucio Tan Group of Companies	Himmel Industries Inc.
A.Soriano Corporation	Phelps Dodge Philippines Energy Products Corp. Phelps Dodge Philippines Inc.
Metrobank Group of Companies	Toyota Motor Philippines Corp.
Aboitiz Equity Ventures Inc.	Philmico Foods Corporation
RFM Corporation	Swift Foods Inc.

(出所)筆者作成。

第4章 企業ガバナンスと資本構成

－エージェンシー・コスト・アプローチによる製造業企業負債比率の推計（1991－2003 年）[65]

1. はじめに

国内金融市場が小規模で、厳しい資金制約にある企業部門が、資金需要を満たすためにどのようにして安定的な資金調達手段を確立するかは途上国の企業金融の重要なテーマであると考える。アジア通貨危機を契機として、危機発生の原因となった ASEAN 諸国の金融システムの構造上の問題点が様々な観点から議論されてきた。ASEAN 諸国の企業金融に関しても、負債依存度の高さや、金融機関と企業との癒着、財閥系企業間での不明朗な資金配分といった問題が指摘されてきた。しかしながら、企業の資本構成に関する研究はこれまで先進国に限定されており、ASEAN 各国の企業金融についてのミクロ・データを利用したフォーマルな分析は、近年ようやく開始された段階にある。

他のASEAN諸国と同様に、フィリピンの企業金融についての本格的な研究蓄積は十分とは言えない [66]。同国の企業金融の構造については、Saldaña [2001]が包括的な説明を行っているが、その内容は記述統計による概説的なものである。他にもOcampo [2000]などの解説があるが、いずれも断片的あるいは観念的な説明に止まっている。筆者の知る範囲では、これまでのところフィリピンの企業金融の構造を厳密に実証研究しようとしたものはない。政策議論の際にも、フィリピン企業が抱える所有構造上の問題や株主・経営者・債権者間の関係の違いによって、資金調達構造にどのような違いがあるかを明らかにしたうえで、それぞれに適した企業金融環境をどのように整備するかを議論することが肝要である。

本章は、フィリピン企業の資金調達構造についてエージェンシー・コスト・アプローチを用いた計量分析を行おうという最初の試みである。本章では検討の対象を製造業企業に絞り、アジア危機前（1991－1997 年）と危機後の不況（1998－2003 年）をまたぐ 13 年間について、

---

65 本章は、奥田・齋藤[2003]、齋藤[2006b]を加筆修正したものある。

66 タイについては、上場非金融企業を分析した Wiwattanakantang [1999]や非上場企業を含む製造業を分析した Mieno[2006]がある。また Suto [2003]はマレーシア上場非金融企業を分析している。

企業レベルのミクロ・データを利用して計量分析を行う。第 1 章で述べたようにフィリピンの製造業部門は、その重要性が指摘されながらも長年停滞を続けている部門のひとつである。本章で分析対象とする製造業企業が、資金調達面でどのような状況に置かれており、その問題解決の端緒になるものは何なのかについて議論することは、フィリピン経済の行方を見通す上でも重要なテーマのひとつであると考える。

以下ではまず、第 2 節で企業の資金調達構造に関する先行研究を踏まえて、フィリピン企業金融の特徴を考慮し、企業の資金調達構造の決定要因について考える。続いて第 3 節では、フィリピンの製造業部門の企業の資金調達活動について、ミクロ・データベースを利用した記述統計分析を行いその特徴を概観する。特に、業種、資本市場へのアクセスの程度、国籍など企業の属性の違いによって企業の資金調達の構造がどう変わるのかを負債比率等に注目しつつ整理する。第 4 節では、先行研究をもとにフィリピン製造業企業を取り巻く資金調達環境についてエージェンシー理論で整理し、その特徴についてまとめる。第 5 節では、第 3 節での観察結果を踏まえて、フィリピン製造業企業の負債比率の推計を行い、企業の資本構造に対して企業の特性あるいはガバナンス構造がどの様に影響を与えているのか計量分析を行う。最後に第 6 節では、記述統計による検討と計量分析による推計結果について議論を要約し、今後の研究課題に言及する。

2. フィリピンの企業金融の構造

(1) エージェンシー・コスト・アプローチ

エージェンシー・コスト・アプローチとは

Modigliani and Miller [1958]が、資本市場が完全市場であるとの仮定の下では、資本構成は企業の価値評価に影響しないこと（MM理論）を示さして以来、理論・実証両面からMM理論に対する数多くの改良・再構成が行われてきた。その中で、企業の資金調達を説明する代表的な理論として、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ものがエージェンシー・コスト・アプローチである[67]。

Jensen and Meckling [1976]は、まず株主（＝依頼人）と経営者（＝代理人）の間に生じる利害の不一致に注目した。両者の利害の不一致は、株主が企業価値の最大化を望むのに対

[67] その他にも、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、情報の経済学の枠組みの中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]、Booth, *et al*.[2001]を参照。

して、経営者は自己の私的利益を追求することから生じており、株主が経営者の自己利益追及を防止できないと、企業価値の低下＝エージェンシー・コストが発生することになる。このようなエージェンシー・コストは、負債利用を増加させ、経営者が利用できる企業のフリー・キャッシュ・フローを低下させることができれば、減少させることが可能である。その意味において、内部資金（internal equity）を一定としたときの自己資本のエージェンシー・コストは負債依存度の減少関数であるといえる。

一方、債権者（＝依頼人）と株主（＝代理人）の間の利害不一致からも、エージェンシー・コストが発生する。株主は借入金を配当に充当したり、有限責任制を利用して経営者にハイリスク・ハイリターンの投資を行わせたりして高配当を獲得しようとする可能性があるからである。この時に発生するエージェンシー・コストは、負債が増加する程増加するため、負債のエージェンシー・コストは負債依存度の増加関数となる。

以上のように、負債比率を増加させると、株主（＝依頼人）と経営者（＝代理人）の間のエージェンシー・コストは低下するが、一方で債権者（＝依頼人）と株主（＝代理人）の間のエージェンシー・コストは増加する。従って、両者の相反するトレード・オフ関係の下で、全体としてのエージェンシー・コストを最小にする最適な負債比率が決定されることになるのである。

エージェンシー理論に基づいて負債の増加が企業に与える効果をまとめると表 4-1のようになる（野間[2000]）。経営者の行動が外部から観察困難な場合、成長・投資機会が少ない場合、企業のフリー・キャッシュ・フローが大きい時、企業の精算価値が大きい場合などでは、負債を増加させることによって企業全体としてエージェンシー・コストの改善が期待できる。逆に、倒産コストが高い場合、株主が容易に資産代替できる場合、配当政策が簡単に変更できる場合などでは、負債を増加させると企業全体としてエージェンシー・コストの上昇が懸念されることになる。

表 4-1 負債増加と企業への影響

負債の増加が企業価値を増価させる場合	負債の増加が企業価値を減価させる場合
経営者の行動が外部から観察困難	企業の倒産コストが高い
企業の成長・投資機会が少ない	株主による資産代替が容易
企業の内部余剰金が大きい	株主が配当政策を簡単に変更できる
企業の精算価値が大きい	

（出所）野間[2000]pp.179より一部修正して転載

また、特定の資金調達方法に関する情報の非対称性が改善するなら、その調達方法に関わるエージェンシー・コストは低下する。例えば、銀行と企業とが継続的な取引関係を持つことができれば、両者の情報の非対称性が改善し、企業にとって銀行借入のエージェンシー・

コストは低下する。自己資本のエージェンシー・コストが低下するような変化が生じれば負債比率を低下させるのが企業にとって望ましいし、逆に負債のエージェンシー・コストが低下するような変化が生じれば負債比率を上昇させるのが望ましい。

資本構造の決定要因－エージェンシー理論による実証研究

エージェンシー理論に基づいて発展途上国の企業の資本構造がどのように決定されるかを研究する試みは、近年急速に行われるようになってきた（Booth, *et al.*[2001]、Wiwattanakantang[1999]、Suto[2003]、Mieno[2006]）。まず、Booth, *et al.*[2001]は、発展途上国と先進国における企業の負債比率の決定要因に違いはあるかどうかを主要なリサーチクエスチョンとして、1980-1991 年の韓国・マレーシア・タイといった東南アジア諸国を含むクロスカントリー分析を行った。分析の結果、収益率が高く企業規模が小さい企業ほど負債比率が低くなることが分かった。

次に、Wiwattanakantang[1999]は、タイの非金融企業 224 社の資本構造の決定要因について、1996 年のクロスセクションデータを用いた回帰分析を行った。企業の収益率や固定資産、成長率が資本構造の決定要因になっており、エージェンシー理論で説明できることを示した。また、政府の関与が強い企業ほど負債による資金調達に依存していた。また、外国人投資比率の高い企業は負債への依存度が低くなった。さらに財閥グループに所属する企業では、負債への高い依存が観察された。

そして、アジア通貨危機を挟む 1995－1999 年のマレーシア非上場企業（金融機関を除く）375 社を対象にした Suto［2003］は、資本構造とコーポレート・ガバナンス構造との関係について、各年の OLS 分析と複数年のパネルデータ分析を行った。その結果によれば、銀行依存度が低く、内部資金が豊富で企業規模が小さな企業ほど負債のエージェンシー・コストが高くなり、負債比率が低くなることが分かった。また、外国人所有比率が高い企業でも、負債比率が低いことが示された。さらにマレーシア人による株式の所有（ブミプトラ株式所有）の増加は、企業の負債比率と資本構造に影響を与えなかった。

最後に、1991-1995 年の非上場企業を含むタイ製造業大企業 320 社（上場企業 111 社と非上場企業 209 社）を対象に資本構成の特徴とそれが投資行動に与える影響について分析を行ったものに Mieno［2006］がある。タイ製造業大企業においても、内部資金が豊富な企業では、内部資金のエージェンシー・コストが銀行借入などの負債のエージェンシー・コストよりも低くなるために、負債比率が低くなる傾向があった。また、タイ企業は株式市場にアクセスすることで、銀行借入やインフォーマルな資金調達のエージェンシー・コストが相対的に増加するため、負債比率が低くなった。さらに、外資系企業は多国籍企業からの海外直接投資によって設立されるために、負債よりもエクイティによる資金調達に頼る傾向を持っていた。加えて、金融機関とのつながりが大きい企業（金融財閥系企業）は、負債のエージェンシー・コストが低いため、短期の銀行借入に依存することが多かった。

（2） フィリピンの企業ガバナンス構造の特徴

エージェンシー・コスト・アプローチによって企業の資本構成を説明するには、東南アジア諸国を対象として行われた先のいくつかの研究同様に、企業を取り巻く経営環境の特徴は何か、そして検討対象となっている企業にどのようなエージェンシー問題が発生しているかを把握する必要があろう。そこで、Harris and Raviv [1991]などから得られる情報を利用して、フィリピン企業にとってどのようなエージェンシー問題が重要であるかリストアップする。

フィリピンの経営環境の特徴として第1に指摘されることは、企業の所有構造が著しく集中的であり、少数の株主によって企業経営が支配されているということである（Saldaña [2001]、Ocampo [2002]、Gochoco-Bautista [1999]、清水[2002]）。フィリピンの企業部門において大多数を占める中小地場企業は典型的なオーナー・カンパニーであると言われており、株主と経営者は基本的に一致している。大地場企業についても、特定のファミリーのメンバーなど少数の株主によって実質的に支配されているといわれる。

さらに上場企業についても集中的な所有構造を持つという傾向は同じであるとされる。企業の上場の条件とされる株式の公開比率は資本金の規模によって異なるが、最小公開比率は大抵の場合 20%程度に過ぎない(清水[2002])。このため、上場企業であっても、企業の所有構造は著しく集中的であり、少数の大口株主によって企業経営は支配されている場合が一般的である。

また、外資系（合弁）企業については、海外の親会社と現地パートナーによって所有されており、この両者が経営を支配している。フィリピンでは、外資系企業が上場されることは稀であるため [68]、その所有構造は分散化されにくく極めて集中的である。

このように地場企業・上場企業・外資系企業のいずれに関しても、フィリピンの企業は大口株主が経営を支配しているため、経営者と大口株主との利害相反は基本的に小さく、自己資本を巡って深刻なエージェンシー問題が生じることはないといえる。したがって企業にとって内部留保と大口株主による増資が、最もエージェンシー・コストの低い資金調達の方法であり、企業金融のペッキング・オーダーにおいて最上位に位置していると考えられる。

フィリピンで次に注意すべきことは、企業の情報開示が進んでいないため、企業が経営者や既存大口株主以外から外部資金を調達しようとすると、そのエージェンシー・コストが大きくなることである。この問題は中小企業だけでなく、大企業や上場企業でも深刻である。大企業でも企業情報の開示は不十分である場合が多いといわれ、有力企業でありながら株式を上場していない場合が多いのは、上場に際して一定の情報開示を要求されことを嫌うためだ

[68] 本章の表 4-3 参照。

という指摘もある。フィリピンの企業が直面する深刻なエージェンシー問題は、企業が既存の関係者以外から外部資金を借り入れる場合に発生すると考えられる。

フィリピンで第3に注意すべきことは、株式市場を通じたガバナンスが有効に機能していないという指摘である。フィリピンの株式市場は上場基準が緩いため、上場企業でも株式の公開比率が低い。このような場合、上場企業が市場でテイクオーバーを掛けられ、既存大口株主が支配権を失うということは起こりにくい。また、企業の情報開示も不十分で一般株主が企業業績を正確に把握することが困難であることから、フィリピンの株式市場ではキャピタル・ゲインを狙った短期的取引が多く、株式市場の投資家が企業経営に関与しようとする意欲は薄いとの指摘がある。以上の状況の下では、大口株主にとって株式市場は上げ相場を利用して資金を調達する道具に過ぎず、市場を通じるガバナンスは期待できないと言われる（Sullivan and Unite [2001]）。

第4に、銀行などの金融機関からの企業の借入が、そのガバナンスに果たす役割も弱いと指摘されている。特に、同国の経済で中心的な役割を果たしている大企業のほとんどは財閥を形成しており、同じ財閥グループ内の銀行からの借入が重要であるといわれる。しかし、財閥の銀行については、その経営の自立性に疑問を投げかける意見も強く、企業ガバナンスに対する影響は限定的であるとの見解も有力である。また、一般的には、フィリピンの銀行は貸出先企業の経営に問題が生じた場合、融資条件の見直しを簡単に行い、融資を継続する場合が多いという指摘もある。このことが事実であれば、債務による企業のガバナンスは働き難い状況にあると予想する向きもある。

ただし、これとは逆に、フィリピンの金融機関特に銀行については、比較的健全な経営が行われているという指摘も多い（Gochoco-Bautista [1999]、Wells [1999]、第2章、エラー! 参照元が見つかりません。補論）。その理由として、1980 年代の経済危機後の金融改革を通じて、国際金融機関の支援を受けて ASEAN 諸国のなかでも厳しいプルーデンシャル規制が導入されてきたことが挙げられる。また、同国の経済情勢は長年に渡って不調であり大きな変動を繰り返してきたため（第1章）、銀行経営方針は保守的（conservative）であり過剰なリスクテイクを避ける傾向が強いとも指摘されている。

さらに、フィリピンでは 1980 年代に大手銀行が破綻した経験があること、また預金保険機構の資金力が乏しく大手銀行が経営不振となった場合に預金が保全されない可能性が高いことから、預金者が銀行を厳しい目で選択する傾向が強く、銀行も健全性をアピールしないと経営が困難であるという事情も指摘されている。以上のような理由から、フィリピンでは銀行が財閥グループの構成メンバーではあっても、グループ企業がメンバー銀行に著しく依存することは難しいと考えることもあり得る。

（3） フィリピン企業の資金調達行動：７つの企業タイプ

以上のようなフィリピンのガバナンス構造を踏まえて、製造業企業のエージェンシー問題を次に考える。ここでは同国の企業を次の 7 タイプに類型化する [69]。それぞれのタイプの企業について、資金調達に関するエージェンシー・コストを比較してまとめたのが（表 4-2）である。

表 4-2 資金調達のエージェンシー・コスト

	内部資金のエージェンシー・コスト 株主：大口株主	外部資金のエージェンシー・コスト 株主：小口株主	借入金のエージェンシー・コスト 債権者（貸し手）
タイプ１　非上場/非財閥系/地場企業	小さい	－	大きい
タイプ２　上場/非財閥系/地場企業	小さい	比較的小さい	必ずしも小さくない
タイプ３　非上場/非財閥系/外資系企業	小さい	－	必ずしも小さくない
タイプ４　上場/非財閥系/外資系企業	小さい	比較的小さい	必ずしも小さくない
タイプ５　非上場/財閥系/地場企業	小さい	－	？
タイプ６　上場/財閥系/地場企業	小さい	比較的小さい	？
タイプ７　非上場/財閥系/外資系企業	小さい	－	？

（注）上場/外資系/財閥系企業については、本章のフィリピン製造業のサンプルでは1社しか存在しないため、本表の分類では削除した。

（出所）筆者作成

第1のタイプは、上場せず大財閥グループに属さないオーナー・カンパニーで、最も典型的なフィリピンの地場企業である [70]。これらの企業では株主と経営者は多分に一致しており、両者の間では自己資本を巡る深刻なエージェンシー問題は生じない。これらの企業でのエージェンシー問題は、主に企業が外部資金を借り入れる場合に発生する。外部の債権者（＝資金の貸し手）にとって企業の経営情報は著しく不透明であり、企業が外部資金を借り入れる場合にはその分の追加的なコストを支払う必要が生じる [71]。

この地場オーナー・カンパニーで見られる借入金に関するエージェンシー問題は、企業規模が大きい大企業でも解消されないと考えられる。フィリピンでは大企業でも企業の経営権は少数の株主もしくはファミリーによって強力に支配されており、その意味では経営者と大口株主との利害相反は小さく、両者に関わるエージェンシー問題は深刻ではない。従って、これらの企業でも資金調達を巡るエージェンシー問題は、既存の大口株主以外から外部資金を調達しようとする場合に生じる。大企業でも企業経営の情報開示は必ずしも透明ではな

69 以下の議論は Saldana [2001]、清水[2002]、Ocampo[2000]を下敷きにしている。

70 表 4-3 に示すように、このタイプの地場オーナー・カンパニーは一般的に売上高の小さい中小企業である。

71 これらの企業が銀行から融資を受ける場合、財務諸表による審査や担保物権の評価に加えて、契約履行を保証するためのある種の社会強制力の裏付け必要であるとされる。華僑社会の顔役の保証によって融資決定がされる仕組みはその一例である。

く、中小企業と同様にこれらの企業が大口株主以外から外部資金を調達しようとすると追加的なコストを支払う必要が生じてくると考えられる。

第 2 のタイプは、財閥グループに属さない上場地場企業である。一般的には上場企業であれば株式が公開され所有が分散されるため、企業の経営と所有が分離し株主と経営者との間でエージェンシー問題が重要になる。しかしながら、フィリピンでは上場企業であっても株式の公開比率は高くないことが多く、上場企業でも大口株主による経営支配が一般的である。その意味で上場企業であっても大口株主と経営者との間における自己資本に関わるエージェンシー・コストは小さいと考えられる。

また、上場企業は上場時に適格基準をクリアしており、上場後も情報開示が義務付けられる。したがって外部資金の借入れに際して債権者と企業との間の情報の非対称性は改善されており、借入れに関わるエージェンシー・コストは非上場企業と比較して小さくなるはずである。しかしながら、フィリピンの上場企業が上場後も所有構造が集中的であり大口株主による企業経営への強い支配力が維持されたままであるとすれば、債権者と株主の間のエージェンシー問題は深刻なまま残り、外部資金の借入に関わるエージェンシー・コストは大きくなると考えられる。

なお、フィリピンでは大規模の優良企業でも必ずしも上場を選択しない場合が多い。同国で上場を選択している企業には、大規模な設備投資のための資金が必要で、事業の収益性は高いもののリスクも高いものが多いと言われる。このような企業は非債務性の資金を大量に必要とするため、株式市場への上場による株式発行を強く望むためである。しかし、すでに述べたように、フィリピンの上場企業と投資家との間のエージェンシー問題は深刻であり、企業が外部資金（external equity）を調達するのは容易ではないであろう。上場企業が市場での株式発行による資金調達を拡大するには、キャピタルゲインが狙える右肩上がりの市況にタイミングを合わせて、高収益をアピールするなど企業業績に関する明確なシグナルを発信する必要があると考えられよう[72]。

第 3 のタイプは、非上場かつ財閥グループに属さない外資系企業である。これらの企業は親会社と現地パートナーによって所有されており、経営もこの両者に委ねられている。その意味では、他のタイプの企業と同様に、経営と所有が一体化しており株主と経営者との間のエージェンシー問題は重要でない。しかし外部資金の借入れに関しては債権者と経営者の間に大きなエージェンシー問題が存在する可能性が高く、外部からの借入金のエージェンシー・コストは高くなる。外資系企業の経営情報は母国親会社と共有されており、両者の間のエージェンシー問題は限定的である。したがって、母国親会社からの資金調達はエージェ

72 フィリピンでは投資家が長期的な視点から企業経営に関与しようとする意欲は薄く、株式市場の取引はキャピタル・ゲインを狙った短期的取引が多い（Wells [1999]）。

ンシー・コストが低く、外資系企業の設備投資資金などが親会社からの出資金によって賄われることも多いと考えられる。

第 4 のタイプは、上場している非財閥系の地場企業である。まず、経営と所有が親会社と現地パートナーによって行われていることから、株主と経営者との間のエージェンシー問題は重要でない。株式市場にアクセスするために（公開比率が高くないながらも）企業情報がある程度公開されることが予想されるため、小口株主からの外部資金調達に関わるエージェンシー・コストは比較的小さくなると考えられる。しかし、経営と所有が一致していることから、債権者と経営者間のエージェンシー問題が生じるので、借入金のエージェンシー・コストは高くなる。

第 5 のタイプは、非上場の財閥系地場企業である。財閥系企業も所有構造が集中的であり、企業経営は大口株主によって支配されている。したがって他の企業と同様に、内部留保や大口株主からの増資が最もエージェンシー・コストが低く、その他以外の外部からの資金調達には追加的なコストが必要となる。

ただし、財閥系企業には幾つかの点でその他の企業との違いがある。財閥系企業は一般に規模が大きくその設備投資の規模も大きい。またその収益率は平均的にみれば非財閥系企業よりも高いが、業績の変動はむしろ大きく事業のリスクは高いといわれる。この指摘が正しいとすれば、財閥系企業は債務比率が高まると他の企業と比較して倒産の危険性が強まるため、債務性の資金での資金調達を手控える傾向があると予想される。

その一方で、財閥系企業が、債務性資金での資金調達を増加させる要因も存在する。財閥グループはその傘下に銀行（より一般的には金融機関）を有しており、財閥系企業は同じ財閥に属する銀行から比較的低いコストで資金を調達することが可能だからである。何故なら、財閥系企業と財閥系銀行との間の情報の非対称性は小さく、また企業の経営が不振になった場合にも銀行からの協力が期待できるため、債務性資金で資金調達する際の困難を回避できるからである。

このことと関連して、財閥系企業はピラミッド型の所有構造を持っており、内部資本市場（序章第 3 節を参照）を活用した資金調達が可能であることも重要であろう。財閥形成の理由として内部資本市場を活用したリスクマネーの調達のメリットがしばしば指摘されている。内部資本市場から供給される資金は、たとえ形態は債務性資金であっても内部資金としての性格が強く、事業リスクを吸収できる資金であると考えられるからである。

第 6 のタイプは、上場している財閥系地場企業ある。このタイプの企業は、株式市場へのアクセスを利用できるため、小口株主からの外部資金を限定的ながらも利用することが出来る。しかし、借入金などの外部資金を利用するためには、経営者と債権者間のエージェンシー問題が支障となる。第 5 のタイプと同様に、倒産リスクを回避するために債務性の資金よりも内部資金を利用するか、もしくは関連銀行からの融資を受けることが可能であれば負債性の外部資金を利用することが可能である。

第 7 のタイプは、非上場かつ外資と提携している財閥系企業である。これらの企業は外国親会社と現地財閥グループによって所有されており、経営もこの両者に委ねられている。一般的な外資系企業と財閥系企業の性質を併せ持つこのタイプの企業は、経営と所有が一体化しており株主と経営者との間のエージェンシー問題は重要でない。

しかし外部資金の借入れに関する債権者と株主の間のエージェンシー問題はやや複雑であると考えられる。第 3 のタイプの非上場かつ財閥グループに属さない外資系企業と同様、外部資金の借り入れを行う場合には、債権者と経営者間に大きなエージェンシー問題が存在する可能性が高く、外部からの借入金のエージェンシー・コストは高くなると考えられるが、財閥グループ内のつながりによって借り入れのコストが加重するか軽減するかによって最終的な借入金のエージェンシー・コストの大きさは変わってくる。第 5 のタイプで指摘したとおり、一方で、財閥系企業の事業リスクが高いのであれば倒産コストが高まるため（表 4-1）、外部からの借入金のエージェンシー・コストは高くなる。他方で、財閥グループ内関連銀行とのリレーションを活用して有利な条件で融資を引き出すことが可能であれば、借入金のエージェンシー・コストを低下させることが出来る。

したがって、非上場かつ外資と提携している財閥系企業についての借入金のエージェンシー・コストは、第一に経営と所有が一致していることから生ずる借入金のエージェンシー・コストの増加と、第二に財閥グループに属することから生じる借入金のエージェンシー・コストの増加もしくは低下との合算によって判断される。

3. フィリピン製造業の企業金融の概観

（1） フィリピン製造業の企業金融の概観

企業属性と産業分布

Philippine Company Profile & Perspectives, Inc.発行の *Top 7000 Corporations* から 1991-2003 年の総収入額上位 1000 社から製造業企業を抽出、これを利用してフィリピン製造業の企業金融を概観する。

上場企業と外資系企業の選別については、それぞれ Philippine Stock Exchange 発行の年次報告書 と Commercial Intelligence Service の *The Foreign Companies in the Philippines Yearbook* を利用した。財閥系企業としては、Securities and Exchange Commission に各企業から提出されている財務データを利用して、総売上高上位 20 グループに所属する製造業企業を選別した。産業ダミーについては 2003 年の *Business Profiles* に基づいて産業を 9 業種に分類し、他年度もこれに準拠して産業分類を行った。

表 4-3は製造業企業を①食料品、②衣料・皮革製品、③製紙・紙製品・印刷、④化学製品（石油精製、ゴム・プラスチック製品）、⑤非金属製品（ガラス製品・セメント）、⑥鉄鋼・一次金属製品、⑦機械工業製品、⑧その他製造業の8業種に分類し、外資系企業・上場企業・財閥系企業の産業別分布を示した。2003 年の時点で、総収入額上位 1000 社のうち製造業企業は 394 社含まれていた。

表 4-3 製造業企業における企業属性による産業分布（2003 年）

	外資系企業	非外資系企業	上場企業	非上場企業	財閥系企業	非財閥系企業	合計
食料品	12	71	3	80	4	79	83
衣料・皮革	5	31	1	35	1	35	36
製紙・紙製品	2	20	2	20	1	21	22
化学製品	20	46	2	64	1	65	66
非金属製品	2	7	1	8	0	9	9
鉄鋼・一次金属	6	23	2	27	1	28	29
機械工業製品	46	57	3	100	5	98	103
IT関連製品	12	21	0	33	0	33	33
その他製造業	3	10	0	13	0	7	13
外資系企業	108	0	1	107	5	103	108
非外資系企業	0	286	13	273	8	278	286
上場企業	1	13	14	0	1	13	14
非上場企業	107	273	0	380	12	368	380
財閥系企業	5	8	1	12	13	0	13
非財閥系企業	103	278	13	368	0	381	381
合計	108	286	14	380	13	381	394

（出所）Business Profiles: Top 7000 Corporations 2003-2004から作成

2003 年のサンプル製造業企業 394 社のうち、103 社が機械工業製品企業（サンプル企業数の 26.1%）で占めている。ついで食料品企業（83 社）と化学製品企業（66 社）が多い。序章第 2 節でも触れたようにフィリピン製造業部門の中で機械製品企業は、有力な加工貿易の主体であり海外輸出の重要な位置にあることを示している。

この企業サンプルには財閥系企業が 13 社含まれている。財閥系企業 13 社のうち、5 社は外資と提携する外資系企業に分類され [73]、それを除く 8 社が外資と提携していない地場外資系企業である。また、財閥系製造業企業の中で上場している企業は 1 社（Swift Food社）のみであった。残りの 12 社は 2003 年当時には上場していない。

負債比率・利潤率・総資産の企業属性別・業種別比較

[73] 外資系企業と提携する財閥系企業は、Honda Cars Philippines 社、Integrated Microelectronics 社、Toyota Motor Philippines 社、Isuzu Philippines 社、San Miguel Yamamura Ball 社の 5 社である。

ここでは、負債比率・利潤率・総資産について企業属性間で比較を行う[74]。まず、上場企業の特徴として、食料品・非金属製品に分類される企業が多いことと(表 4-3)、上場企業が必ずしも売上高上位企業でないことが挙げられる(表 4-4)。上場企業の負債比率は 49.4%であり、非上場企業の 58.0%と比較して低い。上場企業の利潤率は非上場企業に比べるとやや低い傾向がみられる。売上高規模(企業規模)については上場企業の値が大きい。つまり、上場企業は企業規模が大きい大企業であり、負債依存度が低いが、収益性の面では非上場企業と大きな違いは見られないと言える。

表 4-4 負債比率、利潤率と実質売上高の企業属性別比較(1991-2003 年平均)

	サンプル数	負債比率				利潤率				実質売上高			
		平均	標準偏差	最大値	最小値	平均	標準偏差	最大値	最小値	平均	標準偏差	最大値	最小値
食料品	963	0.56	0.23	1.00	0.00	0.06	0.11	1.29	−0.43	22,054	39,679	313,365	178
衣料・皮革	508	0.61	0.20	0.99	0.01	0.05	0.12	1.58	−0.30	5,510	3,579	47,679	−2,824
製紙・紙製品	274	0.60	0.24	0.99	0.02	0.05	0.08	0.33	−0.11	8,362	7,276	46,394	122
化学製品	1,015	0.51	0.24	1.00	0.00	0.09	0.12	1.72	−0.28	21,982	61,953	647,189	282
非金属製品	256	0.50	0.23	1.00	0.00	0.04	0.15	0.45	−1.44	11,060	10,414	103,610	1,606
鉄鋼・一次金属	337	0.70	0.22	1.00	0.01	0.02	0.07	0.33	−0.31	8,996	16,306	127,690	−4,632
機械工業製品	1,199	0.58	0.24	1.00	0.02	0.06	0.16	3.85	−1.38	19,642	35,942	622,730	850
IT関連製品	169	0.59	0.28	1.00	0.02	0.06	0.36	2.94	−2.86	54,384	105,040	928,400	3,201
その他製造業	164	0.70	0.26	1.00	0.00	0.04	0.10	0.48	−0.31	19,074	79,293	752,317	398
外資系企業	1,380	0.53	0.23	1.00	0.02	0.08	0.14	0.85	−2.86	26,121	56,116	752,317	282
非外資系企業	3,492	0.60	0.24	1.00	0.00	0.06	0.14	3.85	−1.44	14,866	39,126	928,400	−4,632
上場企業	201	0.49	0.20	1.00	0.00	0.04	0.10	0.91	−0.43	30,232	32,071	223,613	2,733
非上場企業	4,671	0.58	0.24	1.00	0.00	0.06	0.14	3.85	−2.86	17,530	45,281	928,400	−4,632
財閥系企業	192	0.51	0.18	0.96	0.07	0.06	0.10	0.35	−0.43	43,291	51,836	300,763	2,585
非財閥系企業	4,680	0.58	0.24	1.00	0.00	0.06	0.14	3.85	−2.86	17,018	44,273	928,400	−4,632
合計	4,872	0.58	0.24	1.00	0.00	0.06	0.14	3.85	−2.86	18,054	44,882	928,400	−4,632

(注)売上高については1991年の物価水準で調整してある。
(出所)Business Profiles: Top 7000 Corporations各年版から筆者作成

次に、外資系企業と非外資系企業について比較する。外資系企業にはテレビ・自動車・医療機器などの機械工業製品企業が主であった。外資系企業の負債比率は 52.8%と非外資系企業より低く、高い利潤率と大きな企業規模を持つ傾向が観察された。

最後に、財閥系企業と非財閥系企業について、利潤率について大きな差は見られないが、財閥系企業の負債比率が低い(50.9%)ことと企業規模が大きいことが特徴である。なお、Saldaña[2001]の 1988－1997 年のフィリピン企業部門の分析においても、財閥系企業と非財閥系企業の負債比率・収益性・資産規模について同様の傾向が報告されている。

(2) アジア危機前後の企業金融の変化

74 企業属性の他にも、業種が資本構造や収益性の違いに影響しうる。全サンプル企業の負債比率は平均 57.6%である。これを基準とすると、鉄鋼・一次金属製品(70.4%)、その他製造業企業(69.7)の負債比率が特に高く、化学製品(51.3%)、非金属製品企業(50.3%)の比率が低い。また機械工業製品の負債比率のばらつきが大きい。機械工業製品企業については、8 業種の中でも企業数が最も多くその範囲も精密医療機器から自動車まで多岐に渡る。

ここでは、外資系企業・上場企業・財閥系企業が危機前後の期間において、負債比率・利潤率・企業規模についての推移を観察し、それらの企業属性が企業を取り巻く環境の変化に応じて、どのような資金調達行動をとってきたかを読み取ることにする。

表 4-3 で見たようにフィリピン製造業企業には、外国人所有の有無（外資系か地場か）、株式市場へのアクセスの有無（上場か非上場か）、そして財閥グループとの関係（財閥系か非財閥か）の要素が混在しているため、企業属性について 8 つのタイプに分類（本章の企業サンプルでは 7 つのタイプ）する必要がある（表 4-2）。8 つのタイプ別に負債比率の推移を観察すると、以下の 3 点を指摘することが出来る。第 1 に、最もサンプル数が多い地場/非上場/非財閥系企業（1991 年で 297 社）の比率が期間を通じて相対的に高いことである。年によっては外資系/上場/財閥系企業の負債比率が極めて高くなることがあるが、このタイプの企業は本分析の企業サンプルでは 1 社しか存在しないため、以降の分析の対象から除外することとする。

第 2 に、外資系/非上場/非財閥系企業、地場/非上場/非財閥系企業、地場/非上場/財閥系企業の 3 つのタイプで明確な差がみられたことである（表 4-5）。非上場の非財閥系企業（1991 年で合計 381 社）の中でも外資系企業（同年、84 社）は地場企業（同年、297 社）よりも負債比率が低かったが、危機後（特に 2000 年以降）に負債比率の差が縮小していった。危機後、外資系企業の負債比率が非外資系企業に接近したのは、危機後に外資系企業が総負債を増加させたことによるものであった。外資系企業は危機の影響を受けて負債による資金調達を増加させたことがうかがえる。また、非上場の地場企業（1991 年、合計 300 社）のうち財閥系企業（同年、3 社）の負債比率は、非財閥系企業（同年、297 社）と比較して低かったが、危機後に財閥系企業の総負債が増加し負債比率も増加した。

表 4-5 企業属性による負債比率の推移（1991-2003 年）

			1991年	1992年	1993年	1994年	1995年	1996年	1997年	1998年	1999年	2000年	2001年	2002年	2003年
外資系	上場	財閥系	0.723	0.621	0.557	0.651	0.598	0.670	0.725	0.572	0.498	0.538	na	na	na
		非財閥系	0.474	0.489	0.476	0.423	0.455	0.385	0.564	0.510	0.544	0.548	na	na	na
	非上場	財閥系	0.554	0.439	0.523	0.484	0.425	0.484	0.558	0.652	0.525	0.539	na	na	na
		非財閥系	0.470	0.472	0.491	0.525	0.530	0.534	0.589	0.512	0.525	0.566	0.568	0.564	0.534
地場	上場	財閥系	0.486	0.575	0.573	0.410	0.352	0.534	0.635	0.513	0.460	0.499	0.634	0.487	0.950
		非財閥系	0.636	0.488	0.608	0.447	0.280	0.366	0.387	0.494	0.447	0.531	0.470	0.549	0.481
	非上場	財閥系	0.542	0.498	0.498	0.466	0.484	0.478	0.486	0.462	0.525	0.587	0.514	0.483	0.445
		非財閥系	0.572	0.601	0.588	0.584	0.617	0.622	0.638	0.648	0.637	0.614	0.588	0.584	0.576

（注）naはデータが存在しなかったため計算できなかったことを示す。
（出所）各企業データより筆者作成。

利潤率の推移を見ると、以下の二点を特徴としてあげることが出来る。第 1 に、危機をはさんで全サンプルで利潤率の低下傾向が観察されたが、特に上場企業の利潤率の低下が目立ったことである（表 4-6）。この上場企業の利潤率の低下は、なかでも外資系の非財閥系企業のサブサンプル（1991 年、合計 91 社）で明確に表れ、1998 年から 2000 年には利潤率がマイナスにまで落ち込んでいた。外資系の非財閥系企業のサブサンプルでは、上場企業（同年、6 社）は非上場企業（同年、84 社）よりも全期間で利潤率が低かったが、危機後の上

場企業の利潤率の大幅な低下によって上場企業と非上場企業の利潤率の差が大きくなった。それに対して地場/非上場/非財閥系企業の利潤率については、危機前後で大きな変化が見られなかった。

表 4-6 企業属性による利潤率の推移(1991-2003 年、単位:%)

			1991年	1992年	1993年	1994年	1995年	1996年	1997年	1998年	1999年	2000年	2001年	2002年	2003年
外資系	上場	財閥系	0.069	0.124	0.136	0.059	0.129	0.110	0.024	0.051	0.085	0.092	na	na	na
		非財閥系	0.065	0.065	0.054	0.049	0.071	0.062	0.026	−0.014	−0.023	−0.012	na	na	na
	非上場	財閥系	0.103	0.052	−0.004	0.011	0.143	0.117	0.034	−0.051	0.023	0.022	na	na	na
		非財閥系	0.110	0.107	0.102	0.095	0.096	0.099	0.069	0.081	0.058	0.046	0.062	0.068	0.056
地場	上場	財閥系	0.072	0.054	0.039	0.090	0.057	0.027	−0.012	0.004	0.049	0.037	−0.243	−0.039	−0.429
		非財閥系	0.060	0.126	0.094	0.287	0.132	0.062	0.093	0.032	0.054	0.017	0.032	0.013	0.028
	非上場	財閥系	0.093	0.124	0.102	0.081	0.071	0.086	0.083	0.060	0.030	0.072	0.022	0.037	0.053
		非財閥系	0.069	0.062	0.052	0.058	0.053	0.054	0.055	0.048	0.046	0.059	0.070	0.054	0.047

(注)naはデータが存在しなかったため計算できなかったことを示す。
(出所)各企業データより筆者作成。

第2に、外資系/非上場企業のサブサンプル(1991年、合計85社)では、危機後に財閥系企業の利潤率が低くなるという傾向が観察されたことである[75]。危機前においては財閥系企業のサンプル数が少ないため正確な結果を導くことは出来ないが、危機直後、財閥系企業の利潤率が低下し、1998 年以降持ち直しつつあったことがわかった。しかし他のサブサンプルにおける危機後の財閥系企業の利潤率の動きをみると、危機前の水準まで回復に至ったとは言い難い。

なお、産業別に見ると、危機以前の利潤率はいずれの産業も比較的安定的に推移したが、危機を境にその影響が大きかった業種と小さかった業種で明確な差が現れている。特に、危機以後に収益性の面で大きなダメージを受けたのが非金属製品企業であった[76]。また、製造業企業の中でも食料品関連・機械工業製品企業の危機後の収益性が回復に向かっており、危機以後も収益性の悪化している化学製品・製紙・紙製品・印刷関連企業と対照的である。すなわち、製造業全体では危機直後に他産業と比較して収益性が低下し、その後回復基調にあったと報告されているが(清水[2002])、製造業内でも業種によって危機後の収益性の回復に差がみられたことが分かった。

最後に、企業規模の代理変数として実質売上高の推移を見よう。まず、危機前後で売上高が増加傾向にあった(表 4-7)。特に、外資系/非上場/非財閥系企業や地場/非上場/非財閥系企業は順調に売上を増進させてきた。外資系/上場/非財閥系企業や地場/上場/非財閥

75 ただし、外資系/非上場企業のサブサンプルのうち財閥系企業のサンプル数は 1991 年で 1 社、1996-2000 年の最もサンプル数が多い年でも 5-6 社であることに注意を要する。

76 非金属製品企業の中でもセメント企業を対象(1994−2003 年)とした研究に Aldaba[2008]がある。国内市場の開放(輸入制限撤廃と関税軽減)が、国内セメント企業の収益性にどのような影響を与えたかについて検証している。その結果、フィリピン国内へ競合セメント製品の輸入は増加したが、国内セメント企業の収益性と市場競争に影響しなかった。Aldaba[2008]は、貿易自由化による利益が持たされなかった要因を、国内企業の競争阻止行動と、効果的な政策の不在と説明している。

系企業なども危機直後に大きな変化があるものの、危機前と危機後を比較すると危機後の売上高が高くなっていた。このことから、非財閥系企業の売上高が増加傾向にあったのに対して、財閥系企業の売上高は伸び悩んでいたことがわかる[77]。

表 4-7 企業属性による企業規模の推移(1991-2003 年、実質値:1991 年基準)

			1991年	1992年	1993年	1994年	1995年	1996年	1997年	1998年	1999年	2000年	2001年	2002年	2003年
外資系	上場	財閥系	2,965,318	3,807,445	4,519,337	4,713,469	5,954,963	7,957,117	8,775,288	9,654,012	10,252,335	11,660,885	na	na	na
		非財閥系	1,440,697	1,582,178	1,646,068	1,702,429	1,974,777	2,552,905	5,378,690	3,276,668	2,605,094	4,775,944	na	na	na
	非上場	財閥系	4,116,797	3,029,164	2,740,062	4,002,184	5,866,896	5,971,164	4,943,319	4,785,731	4,454,979	6,294,702	na	na	na
		非財閥系	1,240,308	1,316,112	1,515,294	1,908,514	2,335,893	2,766,236	3,389,536	3,684,369	3,770,953	4,717,380	5,450,206	5,935,827	6,573,828
地場	上場	財閥系	6,215,726	5,660,508	5,401,002	6,978,670	5,147,637	9,328,116	10,975,536	11,500,731	11,906,763	12,126,627	2,481,822	12,626,828	3,875,815
		非財閥系	2,191,159	1,684,717	1,523,276	1,430,663	2,440,955	1,800,319	1,781,044	1,458,687	1,701,490	1,578,154	5,643,050	3,765,643	2,148,001
	非上場	財閥系	4,636,468	4,095,788	5,915,369	2,992,235	3,544,086	3,779,541	3,676,860	3,869,264	3,727,092	4,230,845	854,382	1,162,470	5,948,379
		非財閥系	572,427	749,731	1,013,774	1,267,557	1,235,302	1,648,596	1,618,858	1,834,935	1,844,055	1,984,016	2,717,977	3,657,453	3,956,497

(注)naはデータが存在しなかったため計算できなかったことを示す。
(出所)各企業データより筆者作成。

そして、非上場/非財閥系企業(1991 年、合計 381 社)は、他の企業属性企業と比べれば危機前後で売上高を増加させ続けたが、このサブサンプルの中で外資系企業(同年、84 社)は地場企業(同年、297 社)よりも売上高の増加速度が速かった。そのため外資系企業と地場企業との間の売上高の差は、危機前より危機後に拡大した。

4. エージェンシー理論によるフィリピン企業金融の特徴

本節では、フィリピン企業を取り巻く企業金融の特徴をエージェンシー理論に基づいて説明する。5 節以降の負債比率の決定要因についての計量分析を行うための準備として分析枠組みをここで整理する。

(1) 企業の資金調達構造の基本的決定要因

企業の資金調達構造に関わる第1の要因として利潤率(税引後利益/総資産額)がある。負債比率と収益性の関係については、情報の非対称性を基礎にした Leland and Pyle[1977]とエージェンシー理論による Chang[1987]とでは理論的に結論が相反する。しかし、近年の多くの実証研究で負債比率と収益率との間には負の関係があることが報告されている(Titman and Wessels[1988]、Rajan and Zingales[1995]、Wiwattanakantang[1995] 、Booth, *et al*.[1995] 、Wald[1999])。エージェンシー理論によれば、利潤率が高い企業はフリー・キャッ

[77] 2001 年の財閥系企業の利潤率と売上高の急落が見られるが、2001 年の財閥系企業は 4 社しか得られておらず、サンプル企業の少なさが原因である。

シュ・フローが潤沢であり、株主と経営者の間に深刻なエージェンシー問題が存在する場合には、このことは負債を増加させる要因となる。

一方で、フィリピンではどのタイプの企業であっても、株主は経営に対して強い支配力を持っていると考えられるので、株主と経営者の間に深刻なエージェンシー問題は存在しない（表4-2）。むしろ、フィリピンでは自己資本のエージェンシー・コストは借入金よりも低いと考えられるので、利潤率が高く内部留保が豊富な企業ほど、外部からの借入れを減らす傾向があると予想できる[78]。

負債比率の決定に関わる第 2 の要因は企業の規模である。既存の研究では企業がリスクへの負担力を持っている程、負債比率が高いという関係が観察されている（Harris and Raviv[1991]、Rajan and Zingales[1995]、Booth, *et al*.[1995] 、Wald[1999]、Suto[2003]、Mieno[2006]）。その一つの理論的解釈としては、企業規模の大きい企業では、必要な借入金額に比較し担保として提供できる資産の規模が大きいことが考えられる。Rajan and Zingales[1995]は、企業規模が大きいほど倒産確率が小さくなり負債比率を引き下げる効果があると指摘した。ここでは、リスク負担余力の代理変数としては、実質売上高を利用する。実質売上高が大きく企業規模の大きな企業ではリスク負担余力が高くなるため、負債依存度が高まると期待される。

（2） フィリピン企業の資金調達構造決定に関わる特徴的要因

次に、企業の属性が負債のエージェンシー・コストと企業の資金調達構造に与える影響について論じる。負債のエージェンシー・コストに関わる第 3 の要因は、外資系企業であるかどうかである。外資系企業は、債権者・株主との情報の非対称性が大きいと予想される現地の資本市場や地場銀行からの資金調達に頼らなくとも、母国親企業の内部資金という資金調達手段を有効に利用できる。母国親企業の内部資金は、情報の非対称性の問題が小さくエージェンシー・コストの小さな資金調達手段として活用できる。

また、現地の経済がたとえショックを受けたとしても母国親企業の資金力と信用力は強いために、多様な資金調達手段を有することができると予想できる。フィリピン国内の資金調達環境が悪化し、企業の業績回復のための資金調達が困難になる局面では、地場企業が負債以外に大型外部資金を利用することが困難になるのに対して、外資系企業は母国親企業との資金リンケージという有力なアドバンテージを持ちうる。

負債のエージェンシー・コストに関わる第4の要因は株式市場へのアクセスを持つかどうかである。国内に十分な投資家が存在し、企業情報の十分な開示によって株主と経営者間の情報の非対称性が緩和されるのであれば、株式市場からの資金調達が可能であり、有望な

[78] これはペッキング・オーダーの理論と整合的である（Myers[1989]）。

投資機会がありながら資金面で困難に陥っている上場企業については有効な資金調達先となるであろう。

フィリピン上場企業のような大口株主＝企業経営者の上場目的は、収益性は高いが業績の変動が大きいプロジェクトを行うために投資家から external equity の形態で多額の非債務性の資金を調達することにあると考えられる。したがって、上場企業は非上場企業と比較して、負債による資金調達よりも株式発行による資金調達を優先させ、負債比率が低くなる傾向があると予想される。

しかし、株式市場の整備が未整備であり国内の投資家も十分には育成されていない場合や、フィリピン経済全体が停滞し株式市場での資金調達が困難な場合には、株式市場本来の資金調達先としての役割を果たすことが出来ない可能性がある。特に危機時には、株式市場からの資金調達が困難になり、消極的な情報開示への姿勢が原因でエージェンシー・コストの高い負債による資金調達も困難な状況が生じうる。既に述べた様に、フィリピンでは上場企業といえども公開株式の比率は限定的で大口株主による企業経営への支配は維持されているとい言われる。そうであるならば、株式市場への上場は必ずしも経営と所有の分離によるエージェンシー問題を深刻化させ、株式による資金調達のエージェンシー・コストを著しく高めることにはならない。また、上場によって企業情報の開示がある程度進むとはいえ、大口株主による企業経営の支配が強いため、借入金による資金調達のエージェンシー・コストは必ずしも大幅に低下するとはいえない。

最後に、財閥系企業には、2 つの有効な資金調達先があると考えられる。まずは、財閥グループ内の内部資本市場の存在である。関連企業・関連銀行からなるこの内部資本市場は豊富な資金力と信用力を持ち、財閥グループ内の企業・銀行間では情報の非対称性の問題が小さいと考えられるため、経営環境が改善され投資機会が豊富な場合には、エージェンシー・コストの小さい内部資本市場からの資金による調達が積極的に行われることが予想される。

また、危機にあって自己資本による資金調達が困難な場合でも、関連銀行からの比較的低コストで調達可能な緊急融資を受けることができると予想される。しかし、内部資本市場からの資金調達にせよ、グループ関連銀行からの融資にせよ、危機時に財閥系企業がそれらの特別な資金を利用できるか否か、または出来るとしてもどれほどの額を調達可能になるかについては、本体の財閥グループ自体にどれほど危機のダメージが影響しているかによる。危機時の影響が軽微な財閥グループであれば、傘下の企業に対し経営立て直しのための資金を供給することは可能である。しかし、危機の影響が深刻でグループ全体の存続が危ぶまれる場合には、救済もしくは支援する傘下企業を選別する必要があると考えられる。その際に、倒産確率の低い優良な傘下企業には内部資本市場を活用した出資金による支援を行い、そうでない企業に対しては（企業の存続を望むのであれば）出資金を避け銀行融資による資金援助に切り替えると考えられる。

5. 製造業企業の負債比率決定要因の推計方法

エージェンシー理論の実証研究では、負債比率などの資本構成を表す変数を被説明変数とし、いくつかの説明変数を使って回帰分析を行い、理論的に予想された符号が推計されるかどうかを確かめるという手法が用いられることが多い。Harri and Raviv[1991]によれば、それまでの先行研究で負債比率を決定づける要因として固定資産、負債以外の節税効果(Non-debt tax shield)、投資機会、企業規模、収益のボラティリティ、広告支出、倒産確率、収益率、製品の独自性についてはコンセンサスが得られているとする(Harri and Raviv[1991]、Rajan and Zingale[1995])。先進国企業を対象に同様の推計を行ったRajan and Zingale[1995]も、Harri and Raviv[1991]を下敷きとしながら固定資産、投資機会、企業規模(売上高)、収益率を負債比率の決定要因として分析を行った。

また、東南アジア諸国企業を対象に負債比率の決定要因を分析したWiwattanakantang [1999]、Suto [2001]、Mieno[2006]についても先行研究を踏襲し、負債変数を被説明変数、収益率、固定資産規模、成長率、銀行借入依存度、収益性変動率、負債以外の節税効果をコントロール変数として、説明変数に政府所有比率、財閥グループとの関係、民族資本の参加、外国人所有比率、資本市場への参加などの変数を設定したうえで回帰分析を行っている。

本章では、フィリピンで特徴的な財閥グループによる傘下企業への資金供給や外資系企業の資金調達、資本市場の有効性を分析することが一つの目的ではあるが、負債比率の推計結果を他の東南アジア諸国での結果と比較することももう一つの目的であるため、負債比率の決定要因についてRajan and Zingale[1995]をはじめとする先行研究に基づいてt期における負債比率(TL_{it}/TA_{it})が次の推計式(1)のように決定されると仮定する。

$$(TL_{it}/TA_{it}) = a_1 (NI_{i\,t-1}/TA_{i\,t-1}) + a_2 \ln GR_{i\,t-1} + a_3 D_{foreign} + a_4 D_{listed} + a_5 D_{group} + \Sigma\ a_j D_j + u_{it} \qquad \text{式(1)}$$

ただし、記号についてはそれぞれ第 i 企業の第 t 期における TL_{it}＝総負債額(Total Liabilities)、TA_{it}＝総資産額(Total Assets)、NI_{it}＝税引後収益(Net Income after Tax) 、GR_{it}＝総売上高(Total Revenue、2003 年の物価水準で調整済み)D_j＝産業ダミー(j＝1,2,…, 7)、D_{listed}＝上場企業ダミー(上場企業が 1、他は 0)、$D_{foreign}$＝外資系企業ダミー(外資系企業が 1、他は 0)、D_{group}＝財閥系企業ダミー(財閥系企業が 1、他は 0)を表す。

t 期の負債比率は、利潤率($NI_{i\,t-1}/TA_{i\,t-1}$)、企業規模 $\ln GR_{i\,t-1}$、上場企業・外資系企業・財閥系企業の 3 つの企業属性によって説明されると設定した。しかし、それらの決定要因以外

にも負債比率に影響する要因は存在すると予想できる。業種によって事業の収益率や投資費用などが異なれば適切な負債比率にも差が生じ得る。成長産業でキャッシュフローが豊富であれば、外部資金による資金調達を行う必要性が小さくなり、負債比率が低くなる。逆に、規制業種や成長機会が多くは望めない業種では、経営者が裁量できる範囲が限られており、外部資金調達コストが低くなると考えられる。この様な適切な負債比率の違いや、成長機会の違いに起因する外部資金調達コストの差を表すため、業種ダミーを設定した。

また、本サンプルでは財閥系企業・外資系企業・上場企業の 3 つの企業属性は完全に独立しているわけではない。2003 年時点では、財閥グループに分類される外資系企業は 5 社、上場している財閥系企業 1 社存在する。また、上場している外資系企業も 1 社含まれている。第 2 節で区分したようにフィリピンの製造業企業には 7 つの企業タイプが存在する。推計作業においても 3 つの企業属性のうち複数の属性に含まれる企業について峻別する必要がある。たとえば、財閥系企業の中でも外資系企業と地場企業では、資金調達構造が異なると予想されるからである。そこで、以下のような推計式を設定する。

$$
\begin{aligned}
(TL_{it}/TA_{it}) = {} & a_1 (NI_{i\,t-1}/TA_{i\,t-1}) + a_2 \ln GR_{i\,t-1} \\
& + a_3 D_{foreign} + a_4 D_{listed} + a_5 D_{group} \\
& + a_6 D_{group*} D_{foreign} + a_7 D_{group*} D_{listed} + a_8 D_{foreign*} D_{listed} \\
& + a_9 D_{group*} D_{foreign*} D_{listed} \\
& + \Sigma \; a_j D_j + u_{it}
\end{aligned}
\qquad \text{式(2)}
$$

推計式(2)では、財閥系企業・外資系企業・上場企業のうち複数の属性を保有する製造業企業を峻別するために、それぞれの属性ダミーの交差項を追加している。

推計式(1)や(2)のような負債比率の決定要因の推計に際にしばしば指摘されるのが、説明変数の内生性の問題である。税引後収益NI_{it}、総資産額TA_{it}、そして総売上高GR_{it}は所与として与えられた変数ではないため、外生変数として推計を行うと推計パラメーターにバイアスがかかる(北村[2011])。そこで内生変数(NI_{it}/TA_{it})と$\ln GR_{it}$の操作変数として、各変数の 1 期前の値と産業ダミーなどの先決変数を操作変数として二段階最小二乗法(two stage least squared method: TSLS)によって推計を行う。

まず、観察期間全体(1991-2003 年)について推計式(1)と推計式(2)のパネルデータでのプールド最小二乗法と二段階最小二乗法での推計を行う。通常の最小二乗法による推計を行うのは、Suto[2003]、Mieno[2006]など同様の手法で回帰分析を行った東南アジア諸国企業を対象とした推計結果と比較を行うためである。

次に、危機前(1991－1996 年)と危機後(1998－2002 年)の 2 期間に分割し、それぞれについてパネルデータ分析を行なう。危機前と危機後に期間を分割したのは、危機前後でフィ

リピン製造業企業の資金調達手段が大きく変化しているからである。危機前には自己資本による資金調達が盛んで可能な限り自己資本で資金調達を行い、負債比率を低下させた企業が多かった。それに対して、危機以降は全体的に負債による資金調達を縮小したことが原因で負債比率が低下している企業が多いのが特徴である。同じ負債比率が低下する局面であっても、企業が置かれている資金調達環境が大きく異なるため、危機前と危機後の 2 期間に分けた。

6. 推計結果

(1) 期間全体（1991-2003 年）による推計結果

まず、全期間（1991-2003 年）における負債比率の決定要因についての 2 つの推計式を通常の最小二乗法（Pooled OLS）と二段階最小二乗法で回帰した場合の推計結果を示す。二段階最小二乗法による推計においては、変量効果モデルに定式化の誤りが無いという帰無仮説について Hausman 検定を行った結果、推計式（1）と（2）いずれでも帰無仮説である変量効果モデルが棄却されなかったので、変量効果モデルを採択することにした。全期間について OLS と変量効果モデルでの二段階最小二乗法の推計結果が（表 4-8）である。

表 4-8 負債比率決定要因の推計結果（期間全体：1991-2003 年）

	Pooled OLS						TSLS					
	推計式（1）			推計式（2）			推計式（1）			推計式（2）		
説明変数（意味＊予想される符号）	推計値	*p-value*		推計値	*p-value*		推計値	*p-value*		推計値	*p-value*	
コントロール変数												
定数項	0.567	0.000	***	0.573	0.000	***	0.600	0.000	***	0.608	0.000	***
利潤率（内部余剰金：－）	−0.734	0.000	***	−0.729	0.000	***	−1.311	0.000	***	−1.301	0.000	***
企業規模（リスク負担力：＋）	0.013	0.001	***	0.013	0.001	***	0.011	0.046	**	0.010	0.064	*
説明変数												
外資系企業ダミー	−0.049	0.000	***	−0.056	0.000	***	−0.034	0.001	***	−0.040	0.000	***
上場企業ダミー	−0.063	0.001	***	−0.118	0.000	***	−0.056	0.009	***	−0.095	0.003	***
財閥系企業ダミー	−0.060	0.001	***	−0.104	0.000	***	−0.050	0.020	**	−0.088	0.003	***
外資系/上場企業ダミー				0.083	0.046	**				0.047	0.329	
外資系/財閥系企業ダミー				0.061	0.156					0.057	0.260	
上場/財閥系企業ダミー				0.115	0.034	**				0.068	0.270	
外資系/上場/財閥系企業ダミー				0.065	0.519					0.121	0.277	
産業ダミー												
食料品	−0.069	0.000	***	−0.071	0.000	***	−0.061	0.008	***	−0.063	0.006	***
衣料・皮革	−0.028	0.155		−0.027	0.163		−0.032	0.217		−0.031	0.228	
製紙・紙製品	−0.024	0.262		−0.018	0.410		−0.014	0.599		−0.009	0.752	
化学製品	−0.091	0.000	***	−0.091	0.000	***	−0.064	0.004	***	−0.063	0.005	***
非金属製品	−0.137	0.000	***	−0.141	0.000	***	−0.137	0.000	***	−0.138	0.000	***
鉄鋼・一次金属	0.044	0.035	**	0.042	0.042	**	0.032	0.227		0.031	0.243	
IT関連製品	−0.039	0.020	**	−0.038	0.023	**	−0.021	0.343		−0.020	0.378	
サンプル数	3322			3322			2233			2233		
調整済み決定係数	0.182			0.186			0.190			0.193		

（注）ただし***、**、*はそれぞれ1%、5%、10%水準で有意であることを示す。

コントロール変数の推計結果

まず、コントロール変数についての推計結果をみる。第 1 に、利潤率については、いずれの推計モデル・推計方法でも有意に負の効果が認められた。これは利潤率の高い企業ほど負債比率が低くなることを示している。その理由として以下のような説明ができるかも知れない。フィリピンの製造業大企業は一般的には少数の大口株主による支配が一般的であり、企業情報の開示が十分に行われているとは言い難いと予想される。そうした状況では経営者と株主間の利害の相反が小さいのに対して経営者と外部の債権者間の情報の非対称性が大きくなる。したがって、内部余剰金は最もエージェンシー・コストが低い資金となり、利益率の高い企業は負債を減らす傾向にあると言える。

第2に、企業規模(売上高)については負債比率に対して正に有意な結果が得られた。企業規模の大きな企業は負債比率が高くなった。必要な資金を借入で行なう際に、借入金に見合うだけの十分な担保を提供することが条件になっていると予想される。十分な担保能力の存在が、債権者と株主間のエージェンシー・コストを低下させることができると考えられる。

説明変数と産業ダミーの推計結果

次に説明変数についての推計結果を示す。第 1 に、外資系企業ダミーについては、有意に負の結果が得られた。これは外資系企業の負債比率が、一般企業よりも低いことを意味する。外資系企業は母国親企業の内部資金という資金調達手段を持っており、母国親企業の内部資金は、情報の非対称性の問題が小さくエージェンシー・コストの小さな資金調達手段として活用できる。その結果、外資系企業は一般企業よりも低い負債比率を達成できたと考えられる。

第 2 に、上場企業ダミーについては、どちらの推計式でも有意に負の効果が観察された。上場企業は非上場企業と比較して、負債による資金調達よりも株式発行による資金調達を優先させていたことが示唆できる。また、OLS による推計式(2)の結果からは、外資系企業のなかでも上場企業の負債比率(推計値:-0.091＝-0.056-0.118+0.083)は非上場企業の負債比率(推計値: -0.056)よりも 4.5%低いことが分った。

第3に、財閥系企業ダミーについても、負債比率が有意に低いとの推計結果が得られた。財閥系企業は、内部資本市場が有効に機能しており、負債ではなく自己資本による資金調達を積極的に行っていたことが伺える。OLS による推計式(2)の結果からは、上場企業のなかでも財閥系企業の負債比率(推計値:-0.107＝-0.118-0.104+0.115)は、非財閥系企業の負債比率(推計値: -0.118)と比較して 1.1%高かった。

なお、産業ダミー変数については、TSLS推計の食料品、化学製品、非金属製品企業で有意に負債比率が低いという結果が得られた。これらの製造業部門のうちいくつかは成長産

業に分類され、高い収益率からキャッシュフローが豊富であり外部資金をそれほど必要としていなかった可能性がある[79]。

(2) 危機前・危機後のサンプルによる推計結果

危機前後のコントロール変数の推計値の変化

表 4-9 は危機前(1991-1997年)の負債比率の決定要因についての推計結果である。第 1 に、危機前についても利潤率は有意に負の効果が認められた。内部余剰金はエージェンシー・コストの低い資金調達手段であり、利潤率が高い企業ほど負債比率が低いことがここでも示された。利潤率が負債比率に与える負の効果は、危機後も基本的に変わっていない(表 4-10)。危機の影響を受けてフィリピン製造業企業は収益性の面でダメージを受けたが、そのような局面においても利潤率の高い企業ほど負債比率が低くなることを示している。

表 4-9 負債比率決定要因の推計結果(危機前:1991-1997 年)

		Pooled OLS				TSLS			
		推計式(1)		推計式(2)		推計式(1)		推計式(2)	
	説明変数(意味＊予想される符号)	推計値	*p-value*	推計値	*p-value*	推計値	*p-value*	推計値	*p-value*
説明変数									
	定数項	0.599	0.000 ***	0.599	0.000 ***	0.647	0.000 ***	0.648	0.000 ***
	利潤率(内部余剰金:－)	−0.779	0.000 ***	−0.773	0.000 ***	−1.104	0.000 ***	−1.101	0.000 ***
	企業規模(リスク負担力:＋)	0.012	0.011 **	0.013	0.010 **	0.009	0.153	0.009	0.154
説明変数									
	外資系企業ダミー	−0.048	0.000 ***	−0.053	0.000 ***	−0.034	0.005 ***	−0.038	0.002 ***
	上場企業ダミー	−0.030	0.208	−0.071	0.092 *	−0.030	0.256	−0.054	0.254
	財閥系企業ダミー	−0.055	0.015 **	−0.088	0.005 ***	−0.034	0.170	−0.060	0.081 *
	外資系/上場企業ダミー			0.039	0.483			0.015	0.813
	外資系/財閥系企業ダミー			0.047	0.369			0.032	0.577
	上場/財閥系企業ダミー			0.056	0.424			0.023	0.772
	外資系/上場/財閥系企業ダミー			0.146	0.214			0.184	0.150
産業ダミー									
	食料品	−0.087	0.000 ***	−0.089	0.000 ***	−0.104	0.002 ***	−0.105	0.001 ***
	衣料・皮革	−0.058	0.027 **	−0.057	0.029 **	−0.077	0.024 **	−0.076	0.024 **
	製紙・紙製品	−0.066	0.022 **	−0.061	0.038 **	−0.076	0.040 **	−0.072	0.053 *
	化学製品	−0.118	0.000 ***	−0.117	0.000 ***	−0.114	0.000 ***	−0.114	0.000 ***
	非金属製品	−0.152	0.000 ***	−0.151	0.000 ***	−0.167	0.000 ***	−0.165	0.000 ***
	鉄鋼・一次金属	0.035	0.207	0.035	0.215	0.001	0.972	0.001	0.988
	IT関連製品	−0.062	0.009 ***	−0.061	0.010 **	−0.062	0.048 **	−0.061	0.052 *
サンプル数		2092		2092		1421		1421	
調整済み決定係数		0.210		0.213		0.235		0.237	

(注)ただし***、**、*はそれぞれ1%、5%、10%水準で有意であることを示す。

第 2 に、OLS の結果において、危機前だけでなく危機後でも企業規模が負債比率の決定要因になっていた。負債による資金調達を行う際には、企業担保能力が重要な判断材料になっており、企業担保能力が高い企業ほど、債権者と株主間のエージェンシー・コストを低下

[79] 観察期間は異なるが、2000-2007 年のフィリピンの輸出製造業産品の中で化学製品などの輸出額の成長率が高い(第 1 章の表 1-5)。

させ、負債による資金調達が容易であることが分かった。ただし、TSLS による推計では、企業規模の負債比率への有意な結果は表れなかったため判断には注意を要する。

表 4-10 負債比率決定要因の推計結果(危機後:1998-2003 年)

	Pooled OLS				TSLS			
	推計式(1)		推計式(2)		推計式(1)		推計式(2)	
説明変数(意味＊予想される符号)	推計値	*p-value*	推計値	*p-value*	推計値	*p-value*	推計値	*p-value*
説明変数								
定数項	0.520	0.000 ***	0.538	0.000 ***	0.620	0.000 ***	0.644	0.000 ***
利潤率(内部余剰金:－)	−0.679	0.000 ***	−0.677	0.000 ***	−2.057	0.000 ***	−2.047	0.000 ***
企業規模(リスク負担力:＋)	0.016	0.026 **	0.014	0.048 **	0.012	0.397	0.010	0.511
説明変数								
外資系企業ダミー	−0.049	0.001 ***	−0.055	0.000 ***	−0.053	0.038 **	−0.055	0.035 **
上場企業ダミー	−0.108	0.000 ***	−0.139	0.000 ***	−0.129	0.012 **	−0.140	0.025 **
財閥系企業ダミー	−0.076	0.018 **	−0.124	0.004 ***	−0.100	0.096 *	−0.138	0.068 *
外資系/上場企業ダミー			0.072	0.360			−0.014	0.916
外資系/財閥系企業ダミー			0.078	0.289			0.083	0.602
上場/財閥系企業ダミー			0.147	0.131			0.075	0.637
外資系/上場/財閥系企業ダミー			−0.035	0.865			0.158	0.665
産業ダミー								
食料品	−0.056	0.035 **	−0.058	0.030 **	−0.051	0.271	−0.053	0.256
衣料・皮革	0.010	0.755	0.009	0.766	−0.001	0.980	−0.003	0.954
製紙・紙製品	0.027	0.415	0.030	0.370	0.028	0.620	0.029	0.611
化学製品	−0.057	0.029 **	−0.057	0.028 **	−0.032	0.483	−0.031	0.493
非金属製品	−0.139	0.000 ***	−0.143	0.000 ***	−0.282	0.000 ***	−0.279	0.000 ***
鉄鋼・一次金属	0.042	0.214	0.038	0.257	0.020	0.747	0.017	0.788
IT関連製品	−0.016	0.518	−0.016	0.513	−0.014	0.749	−0.014	0.760
サンプル数	1230		1230		630		630	
調整済み決定係数	0.140		0.140		0.093		0.088	

(注)ただし***、**、*はそれぞれ1%、5%、10%水準で有意であることを示す。

危機前後における企業属性が負債比率に与える影響の変化

次に企業属性が負債比率に与える影響について、危機前後の変化を中心に推計結果を示す。第1に、外資系企業については危機前後において、負債比率が低くなる傾向が認められた。危機前は、製造業企業を取り巻く経営環境が良好とは言えず(第1章、第4節)、外資系企業は地場企業とそれほど変わらない収益率を示していたが(表 4-6)、資金調達構造面では違いがあった。地場製造業企業が負債以外の資金調達に頼ることが難しかったのに対し、外資系製造業企業は、母国親企業から内部資金による資金調達を活用できたことを示唆している。危機後においても、外資系企業の負債比率は有意に低かった。危機に際し、製造業部門全体にダメージがおよび、企業の経営環境が悪化する中で、外資系企業には母国親企業との資金リンクは維持され機能していたと考えられる。

第2に、上場企業については、危機前の推計からは有意な結果を得ることが出来なかった。危機前においては、株式市場からの資金調達を十分にすることが出来ず、非上場企業と同様に資金調達コストの高い負債に頼らざるを得なかったことがわかる。しかし、危機後の推計において負債比率が低いという結果が得られた。Mieno[2006]がタイ企業について指摘したように、フィリピン製造業企業は株式市場に参加することで、内部資金のエージェンシー・コ

ストを引き下げることが出来たため、相対的に負債のエージェンシー・コストが上昇したと解釈できる。

第 3 に、危機前の財閥系企業については、説明力は十分でないものの非財閥系企業よりも負債比率が低かった。TSLS による推計式(2)の回帰結果によれば、負債比率を引き下げる効果は、外資系企業(推計値:-0.038)よりも財閥系企業(推計値:-0.060)の方が大きい。危機前の時期には、停滞を続ける製造業部門に対して財閥グループは内部資本市場を通じた資金供給を行うことが出来たことが考えられる。結果的に、財閥系企業は負債比率を低く抑えることが出来た。危機後についても説明力は改善していないものの、OLS と TSLS による推計で財閥系企業の負債比率は有意に低かった。

産業ダミーについての変化

最後に、産業ダミーについては、危機前の期間に鉄鋼・一次金属製造企業以外について有意に負の効果が見られた。これらの産業では、危機前にキャッシュフローが比較的潤沢であり外部資金をそれほど必要としていなかったことが伺える。危機後の産業ダミーについては、非金属製造企業以外に負債比率に大きな違いは観察されなかった。危機後の時期はこれらの産業において危機のダメージを受けており、設備投資を控えていた時期であり、危機直後過大になっていた負債による資金調達を縮小していた時期でもある。

推計結果のまとめ

本章の推計結果は、決定係数が十分高いとはいえないものの、第 3 節で負債比率の各決定要因に関して想定した企業行動と一致した推定値が得られた。分析結果によれば、第 1 に、一般企業にとっては内部留保が最も優先される調達手段であった。フィリピン製造業企業は、途上国企業の所有構造の特徴の一つである大口株主による所有の集中が一般的であるため、経営者と株主とのエージェンシー問題が深刻でない。また、設備投資のための資金調達が豊富に存在する場合でも、企業情報が十分に開示されているとは限らず、経営者と債権者間の情報の非対称性が大きいために、負債のエージェンシー・コストが高くなってしまうと考えられる。したがって、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の高い企業ほど負債比率が低下することが示唆された。この結果は、Titman and Wessels[1988]をはじめ先行研究と整合的なものであった。

第 2 に、観察期間全体と危機前のサンプルに限られることであるが、債権者との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一つになることが分かった。この企業規模と負債比率との正の相関は、Suto [2001]や Mieno[2006]の推計結果とも整合する。フィリピン製造大企業においても一般的には、企業情報の開示が徹底されておらず、債権者と経営者間のエージェンシー問題が深刻であることが予想される。大規模投資を行う大企業である場合には、十分なリスク負担能力・企業担

保能力を有していれば、負債のエージェンシー・コストを低下させることが可能になり、負債による資金調達が担保能力のない企業に比べて容易になると考えられる。しかし、危機後には、製造業企業の企業規模は、借入れの際の担保能力としての機能が低下したと解釈できる。リスク負担余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ことが伺える。

また、企業属性の違いに関しては、第 1 に、危機前と危機後両方で外資系企業の負債依存度が低かった。外資系企業は、全期間を通じて母国親企業から内部資金による資金調達を活用することができたことが伺える。こうした外資系企業における内部資金の重要性は、なかでも株式市場を利用できない非上場企業でより際立つはずである(**表 4-5**)。実際に、外資系企業と上場企業の交差効果の結果は、外資系企業のなかでも株式市場にアクセスできない非上場企業は、上場している外資系企業よりも負債依存度が高かったことを示した。つまり、フィリピンにおける外資系企業は、母国親企業からの内部資金を利用することが出来るため、一般企業と比べ負債比率は低くなるが、加えて株式市場にアクセス可能になることで債権者との間の情報の非対称性の問題を緩和し、借入金のエージェンシー・コストを低下させることができた。

第2に、上場企業については、全期間と危機後の推計結果で負債比率が有意に低かった。一般的に上場企業は、投資家から external equity の形態で非債務性資金を調達できるため、負債よりも株式発行による資金調達を優先し、負債比率が低くなるはずである。しかし、フィリピンの投資家・資本市場は十分に育成されていないため、企業は上場していても、資本市場は有効な資金調達先にならず、危機前には負債による資金調達に頼らざるを得なかったのではないか。

そして、一旦危機に陥ると、限定的な企業情報の開示が支障となり、負債のエージェンシー・コストが上昇し負債比率が低下する現象が観察された。上場企業は、上場基準をクリアするために企業情報の開示と所有構造の分散化が求められる。ところがフィリピンの場合いずれについても十分には行われていないため、危機のようなショックを受けると、債権者の融資姿勢が慎重化し負債のエージェンシー・コストが増加したと考えられる。

すなわち、フィリピン上場企業は株式市場からの資金調達も限定的であるために、外資系企業のケースとは異なり、危機に対応した場合には、有効な資金調達先を持たず、負債による資金調達を低下させざるを得なかったと考えられる。上場企業にとっては、負債以外の資金調達手段を得ることと、上場企業であり続けることが目的であることが予想される。しかし、フィリピンの株式市場は必ずしも有効な資金調達手段とはなっておらず、危機に直面した企業は、負債を減らすことによるリストラクチャリングで上場企業の基準を満たしていたのではないか。こうした上場企業における負債性資金へのアクセスの困難は、上場企業のなかでも財閥系企業よりも非財閥系企業で深刻であった(表 4-8)。

第3に、財閥系企業については、全期間と危機後において有意に低い負債比率が示された(表 4-8、表 4-10)。財閥系企業は、一般的に内部資本市場を通じて自己資本による資金調達が可能であり、エージェンシー・コストの小さい内部資本市場からの資金を優先的に利用することができる。危機前には、内部資本市場からの出資金による資金調達を行うことが出来るが、同時に財閥系企業にとって大きな企業規模を背景としたリスク負担能力が、負債による資金調達をも可能にしていたと考えられる。

誤解を恐れずに積極的に推計結果を解釈すれば、危機前と比較すると財閥系企業の負債比率引き下げ効果は、危機後に増加していた。これは、危機後に製造業企業の経営環境が悪化し、非財閥系企業が経営立て直しのための資金調達が困難になる一方で、財閥系企業は内部資本市場を通じた資金を調達することが出来た可能性がある。グループ全体が危機に直面したときこそ、財閥系企業は出資金による資金調達に切り替える傾向があるのではないか。

例外として危機後に、非上場の地場の財閥系企業は、負債による資金調達を増加させていた(表 4-5)。これは、財閥グループが限られた内部資本市場の資金をグループ内の外資系/上場企業などの有力企業に優先的に配分していた可能性がある。すなわち、財閥グループは傘下企業の個々の収益性を向上させることよりも、グループ全体での収益に重点が置かれていると予想され、各産業内で傘下企業が市場シェアを確保することが目的であると考えられる(第 1 章)。危機後、財閥グループは自らを存続させるために、優先企業にグループ内部資本市場からの内部資金を融通し、劣後企業に対しては負債による資金調達を依拠させざるを得なかったと考えられる。危機によって収益性を著しく低下させた傘下企業に対して、関連企業・銀行からの救済融資が行われているとすれば、非効率的な資金利用がなされていることになり、長期的に見れば財閥グループ全体の費用非効率性が上昇することになりうる。

以上、フィリピン製造業企業を対象として一般的企業と外資系企業・上場企業・財閥系企業との資金調達手段の違いについて分析してきた。債権者と経営者間の情報の非対称性が大きい一般的企業は、外部からの借入が困難であり、調達手段について厳しい制約が課されているために豊富な内部留保と十分な企業担保能力こそがその制約を緩和させることが出来るのに対して、母国親企業からの出資金という調達手段を持つ外資系企業や、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用達システムを持つ属性企業でないと、危機のような大きなショックに対して、資金調達面で柔軟な対応が出来ないことを示唆している。見方を変えれば、危機に対して特殊な資金調達メカニズムを持たない一般的企業では、危機への対応が困難であり高い負債依存の構造から脱却できないということであり、フィリピンの企業金融システムが依然として未成熟な段階にあることを示唆している。

7. 結論と今後の研究課題

本章の貢献

本章の第 1 の貢献は、未知の領域であるフィリピンの企業金融の構造を、一定の分析枠組みを設定した上で解明しようとしたことにある。従来からフィリピンの企業金融の構造については、同国特有の企業のガバナンス構造と関連付けて、議論が試みられてきた。しかし、これまでの分析は、上場企業や外資系企業といった企業属性や産業別の違いに注目しつつ、記述統計の方法を用いて、企業の金融構造を概観的に説明するという段階に止まっていた。本章では、従来から指摘されてきた企業ガバナンスの特徴を踏まえて資金調達に関わるエージェンシー問題を設定し、ミクロデータを利用して初歩的ではあるが計量分析を行った。

第 2 の貢献は、フィリピン企業の資本構造が、同国のガバナンス構造を前提としたエージェンシー理論によって一応は説明できることを示した点にある。本章の推計結果は、内部余剰金や担保力、あるいは企業属性などが企業の債務比率の決定に関わっていることを確認するものであった。これらの特徴は、アジア諸国に関する先行研究とも概ね一致している。まず、エージェンシー・コストの小さい内部余剰金の代理変数である利潤率が、資本構造の決定において重要な役割を果たすことがフィリピンでも確認することができた。次に、企業規模については、全期間を対象とした推計で、企業担保能力が高い企業ほど、債権者と株主間のエージェンシー・コストを低下させ、負債による資金調達が容易であるという結果が得られた。一方で、フィリピンの債権者から見た製造業企業の担保能力は必ずしも債権者と株主間のエージェンシー・コストを低下させない場合があることが分かった。

第3の貢献は、企業属性別の資金調達構造について、従来の研究とは異なる幾つかの興味深い事実を発見したことである。その1つは、上場企業は非上場企業と比較して、負債比率が低くなる傾向が観察されたことである。この結果は、タイとマレーシアで行われた先行研究と逆の符号を示している（Mieno[2006,2011]）。特に上位企業 600 社の 74%が上場しているマレーシアのケースとは対照的である（Mieno[2011]）。タイやマレーシアと異なり、フィリピンの企業にとって株式市場は有効な資金調達先にならないため、負債による資金調達に頼らざるを得ないという解釈ができる。

また、外資系企業は、経営環境が比較的良好な危機前の時期に母国親企業からの豊富な内部資金を利用できただけでなく、危機後の経営悪化後の回復過程にあっても、地場企業ほど資金調達面の困難に陥らなかったことがわかる。本章のフィリピン外資系企業の低い負債比率の発見は、タイとマレーシアの分析結果（Suto[2001]、Wiwattanakantang[1999]）とも合致している。

さらに、財閥系企業は非財閥系企業と比較して、負債比率が低くなる傾向が観察されたことである。財閥グループに所属していることによる負債比率に引き下げ効果は、タイ金融系財閥についての分析結果（Mieno[2006]）、タイの大規模グループについての結果（Wiwattanakantang[1999]）とも整合的であった。従来、財閥系企業は銀行との密接な関係を持っており、銀行からの借入に強く依存しているという意見が有力であったが、本章の分析結果はこれとむしろ相反するものであった。

政策的インプリケーション

ASEAN諸国は、全体的には1997年の通貨危機直後、著しい景気後退に陥ったが、1998年末以降急速に景気回復を果たしてきた。フィリピン経済についても、危機当初周辺諸国と比較してその影響は軽微であり、その後も低調ながらも安定的な回復をしていた。しかし、危機後の回復の中心となっていたのは、輸出向けを中心とする電気機械や、内需向けでも飲料・衣料などの産業など限られており、フィリピン企業全体を通して明るい見通しであるとはいい難い（第 1 章）。また、経済全体が安定的に推移しているにも関わらず、財政赤字や政府債務の増加が急速であり、海外投資家からの評価についても 2002 年末には格付機関各社がフィリピンの格付け見通しを下方修正するなど、好意的には見られてはいない。これらを背景に、1994 年以降、フィリピン経済の高成長を支えた海外直接投資も、危機以降は低調に推移してきた。本章で対象とした上位製造業企業の財務データからも、収益性面での回復も遅く、負債比率の水準も危機時に上昇したまま高い水準を維持しており、経営状態の回復の遅さが明らかとなった。他の ASEAN 諸国と比較して回復するスピードが遅い原因の一つとして、危機のダメージが比較的軽微であったことが皮肉にも、フィリピン企業ガバナンスの改革を遅らせ、債務のリストラクチャリングと収益性の回復の障害になってしまったのではないか。

World Bank[2002]は、フィリピン企業金融に関する重要な政策課題の一つとして、民間部門開発の強化を挙げた。具体的課題として財産権の保護、コーポレート・ガバナンスの強化、債権者の権利と破産法の整備など、法制度の整備の必要性を指摘した。これらの課題への取り組みは、アジア通貨危機直後からもその必要性が指摘されてきたが、その実施に関しては 2001 年半ばになってようやく企業再建法（Corporate Recovery Act）やコーポレート・ガバナンス法（Corporate Governance Act）が施行されるなど、包括的なガバナンス改革が着手され始めたにすぎない。したがって、フィリピン企業の集中的な所有構造や大口株主による経営権の支配は、危機以後も維持されており、経営者と大口株主間のエージェンシー問題は依然として深刻な問題にはなっていない。

一般的に企業における経営と所有の一致は、企業経営者による恣意的な経営を招きやすい。経営者による企業ないし経営者個人の行き過ぎた利益追求は時に企業犯罪に陥りうる。

フィリピンの企業ガバナンスの改革を促進するためには、企業犯罪防止のための違反者に対する実効性のある制裁を強化することも有効であろう。

一方で、世界銀行が提示した政策課題の中で、銀行部門の強化が挙げられたように、債権者の資金提供能力の強化は、企業部門のガバナンス強化と平行して取り組んでいかなければならない課題である。フィリピン商業銀行の不良債権比率は、危機以降増加の一途をたどり、2000 年代半ばまで 10－20%水準で推移してきた。銀行による資金調達に対する依存が高いフィリピン企業にとって深刻な問題である。銀行部門の強化のための方策として、銀行部門の再構築が挙げられる。経営の優良な銀行から不良債権を切り離し、不良債権整理機関に移転させると同時に、破産法による破産手続きを進める必要がある。銀行から不良債権を切り離すことによって、銀行は企業向けの新規貸出に集中できるからである（スティグリッツ・グリーンワルド[2003]）。

フィリピンにおける不良債権対応は他のアジア諸国の中では遅く、2002 年になってようやく不良債権処理を目的とした特別目的会社（Special Purpose Vehicle；以下 SPV）を規定した SPV 法と 2006 年に SPV 設置期限の延長を定めた改正法が成立した。スティグリッツらが指摘したように、フィリピン銀行部門における不良債権処理の遅れは、通貨危機で傷んだ銀行部門の回復を遅れさせたのみならず、銀行部門を主要な資金調達先とする企業部門の回復も遅らせることになった。

将来に起こりうる不良債権問題に対して、政策当局が取るべき方策は以下の 2 つにあると考える。第 1 に、銀行部門に不良債権問題が発生した場合には、SPVを活用して迅速に銀行部門から不良債権を切り離すことである。第 2 に、銀行内部の不良債権を切り離すことで経済全体に移転される「不良債権」を解消するために、銀行部門のみならず企業部門の再生をはかることである（スティグリッツ・グリーンワルド[2003]）。フィリピン企業金融に関わる政策課題が、企業と銀行両部門の再生であるとはトートロジーに陥りかねない。しかし、企業部門の再生のために政策当局が取り組むべき具体的課題は、通貨危機後の東南アジア諸国の経験をもとにすれば、必ずしも総花的な課題の羅列にはならないと考える。スティグリッツらが指摘するように、危機後に困難な状況に陥った企業に対しては、政府当局は企業財務面への過度の介入は避けるべきである。過剰設備などの資産の過剰な売却は回復時の企業の体力を奪いかねない[80]。

残された課題

しかしながら、本章で見つかった観察結果については、今後検討されるべき課題が残されている。最後にこれらについて言及しておきたい。第1に、本章で分析の対象とした企業のカテゴリーは限定的であり、財閥系企業や外資系企業の資本構成について観察された推計結

[80] 企業部門に関する政策課題については、第 5 章と第 6 章の第 3 節で述べたい。

果から直ちに一般的な結論を導くのは危険である。例えば、本章ではフィリピンの製造業部門の企業金融構造にだけを分析対象としたが、フィリピンではサービス産業部門も経済に大きな比重を占めており、有力な財閥系企業や外資系企業も多く存在する。本章で観察された製造業部門の企業資金調達行動と比較して、サービス産業ではどの様な相違があるのか今後明らかにすべき重要な課題であろう。また、本章では資産規模で上位 1000 社を分析の対象としたが、より規模の小さな企業にまで分析対象を広げることも今後の課題として重要である。

第 2 に、本章の分析では、負債に占める銀行借入の比率や、長期借入と短期借入の比率など重要なデータが入手できなかった。このため財閥グループ内における企業と銀行との特殊な取引関係については直接的に検証出来なかった。フィリピンでもアジア危機後に上場企業に対して情報開示義務が強化され、かなり詳細な企業の財務データが利用可能になってきている。財閥系企業の資金調達行動に関する本章の観察結果については、上場企業のデータを利用したより詳細な検証が改めて行われる必要があろう。

第 3 に、負債比率を決定づける理論的なモデルの構築が必要である。企業規模や収益率など決定要因一つ一つについて、多くの先行研究で負債比率との因果関係が記述的に説明されてきた。利潤率や企業規模、固定資産など内生性の問題をクリアできる理論モデルの検討が必要であろう。これらを今後の課題としたい。

第5章 上場企業における資金調達構造、設備投資行動[81]

1. はじめに

1997 年のアジア通貨危機以降、債権者のモニタリング機能にもとづく債務のガバナンス・メカニズムの弱さが、危機発生の原因や危機の深刻化に深く関わっているという指摘がなされてきた。企業の債務依存度が高かったことが、危機後に多くのデッド・オーバー・ハングを発生させ、アジア危機を深刻化させた要因の一つとされている。しかし、途上国特にアジア地域の企業の資金調達構造とコーポレート・ガバナンス、設備投資行動との関係についての分析は、必ずしも十分に行われているとは言えない。特に、企業情報の開示の程度が低く経営者と投資家間の情報の非対称性が大きいと予想される途上国企業は、資金調達を行う上で困難を抱えていると考えられ、有望な投資機会を持つ途上国企業が円滑な資金調達を行なう手段を保有もしくは、整備することが重要であると考えられる。

そこで本章では、途上国企業が円滑な資金調達を行うための手段として、財閥グループの果たす役割に注目したい。なぜなら、企業金融を取り巻く環境が未整備である状況においては、財閥グループ内での資金調達やグループ企業と関連銀行間での長期的な取引関係が、経営者と債権者間の情報の非対称性の問題を緩和し、負債による規律が過剰投資を抑制する可能性があると予想されるからである。具体的な分析方法として、借入を中心的とするフィリピン企業について、主要な借入先である銀行が企業の設備投資行動をどのように規律付けもしくは抑制しているかどうかを検証するために、フィリピン企業の資金調達構造と設備投資行動との関係を分析する。その際に、債権者と経営者間の情報の非対称が大きいと予想されるフィリピン企業が、財閥グループに所属することで先の問題をどのように緩和し、設備投資のための資金調達を行っているかを明らかにするために財閥系企業に注目することにする。

つまり本章は、フィリピン上場企業の企業レベルデータを利用して、財閥系銀行と財閥系企業との密接な関係が、負債による規律付けを働かせて過剰投資を抑制する可能性を示すことを目的としている。また、財閥系企業の設備投資と負債比率との関係を分析するために、

---

81 本章は、齋藤［2006a］を加筆修正したものである。

まず関連銀行を有する財閥系グループを財閥系企業ダミーとして推計を行なう。さらに、財閥系企業であること自体がどういう意味を持っているのかを明らかにするために、10 大株主の所有比率と社歴をデータとして加え、所有比率が高く社歴が長いと予想される財閥系企業について、投資の負債感応度に表れる違いが何から生じているのかを検証したい。

本章の構成は次の通りである。第 2 節では、企業の資金調達と設備投資の関係、財閥グループ形成の便益と費用、フィリピンにおける財閥についての先行研究の整理を行なう。第3節では、第2節の先行研究での成果を基に検証仮説の設定を行なう。第4節では、推計モデルの定式化とそれに用いる変数の定義を行なう。第 5 節では、負債と設備投資の関係についての推計結果を示す。第6節では、分析結果のまとめを行なうことにする。

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。(1)設備投資の決定要因について、先行研究と同様、負債比率とトービンの Q による説明をすることができた。(2)財閥系企業の負債感応度が相対的に低かった。内部資金・自己資本近似負債の利便性を示唆している。(3)財閥系企業のうち成熟企業で負債による規律付けが働き過剰投資問題を緩和する効果が示された。一方で、成長企業は、財閥系企業・独立企業に関係なく、借入制約に直面しているために設備投資が制約されるということは今回の分析では得られなかった。(4)大株主持株比率を用いた推計結果からは、成熟企業において負債による規律が過剰投資を抑制する効果も、成長企業で借入制約が課されている効果も指摘することが出来なかった。(5)十分な投資機会を持たない老舗企業は、負債による規律付けが働いていた。したがって、十分な投資機会を持たない財閥系企業では、負債による規律が過剰投資を抑制しているとの結果が得られているが、集中的な所有構造から生じているというよりは、長期間経営を行っているために債権者から見て企業情報が得やすいなどの要因で過剰投資抑制効果が見られたと言える。

2. 先行研究の整理

(1) 企業の資金調達と設備投資との関係

経営者と債権者間に情報の非対称性が存在する場合、外部資金による資金調達は内部資金による資金調達より調達コストが高くなる。十分な内部資金が利用可能な場合には、投資プロジェクトの期待収益率が内部資金の調達コストを上回る限り、そのプロジェクトは実行される。情報の非対称性の問題に注目して資金調達方法と設備投資との関係を理論的に説明し、実証した研究はこれまで数多く行なわれている。

負債による資金調達が企業の設備投資行動に与える効果については、一般的には二つの理論的説明がなされてきた。Myers[1977]などで指摘される過少投資問題によれば、企業が過大な負債負担を負っている場合、新規投資による将来収益が正になると予想される場合でも、既存債務の返済に充てられてしまうため、その有望な投資プロジェクトが実行されなくなってしまう。

有望な投資機会を持つような成長途上の企業は、新たな設備投資をするために多額の資金を必要とする。一般的に成長途上の企業は設立間もない新しい企業の場合が多い。こうした企業はその経営年数の短さから、潤沢な内部資金を蓄積しているケースは少ない。したがって新規の投資計画を立案した時点で、深刻な資金不足に陥る可能性が高い。成長企業を取り巻く金融システムが十分に整備されており、銀行や投資機関などの金融機関が成長企業の企画している投資プロジェクトについて適切に評価できるのであれば、これらの金融機関から成長企業に対して資金供給を行うことができる。

しかし、成長企業がそれまでの経営過程で、負債による資金調達に依存し債務の支払いがかさんでいた場合、成長企業が企画している将来収益の高い投資プロジェクトが資金調達の際の困難から実行されなくなってしまう可能性が高くなる（過少投資問題）。したがって過少投資問題に陥っている企業にとって、金融機関から資金調達を行うことは経営上の優先課題となる。仮に、待望の金融機関から投資資金を調達できた成長企業は、調達できた資金を高い将来収益が見込まれる投資プロジェクトに投入することが予想される。

それに対して、Jensen[1986]などの研究は負債の規律効果を指摘し、ある程度の負債による資金調達を負うことで、企業の将来収益にとっては負であるが、経営者にとっては正となるような投資プロジェクトを抑制し、過剰投資問題を回避・緩和することができるとしている。

成長過程にある新興企業とは対照的に、ある程度経営が軌道に乗りつつある企業は、新興企業ほど資金調達面での困難には直面していないと思われる。なぜなら資金の借入先の金融機関との間に長期的取引関係が構築されているため、新興企業よりも容易に融資を引き出せることができ、株式市場にアクセスしているのであれば市場参加者にある程度の企業情報が蓄積されているため、企業の成長のために必要な資金を調達できる。

しかし、企業の成長に伴って経営と所有の分離が進むとすれば、資金調達と設備投資について新たな問題が生じうる。企業の株主が経営者に望むのは基本的に企業の将来収益の最大化であるが、この株主の目的と経営者の目的が一致しない可能性がある。つまり、経営者が調達した資金を将来収益の最大化のための設備投資に使うことなく、自己利益の最大化のために利用する可能性である。こうした経営者と所有者の利害の不一致は、株主や金融機関などの資金供給者によるモニタリングが十分に働いていない場合に起こる可能性が高い。

そのような場合、銀行の負債の増加が経営者の経営行動を規律付けることができる。金融機関は企業に貸出を行うことで、将来の返済確率を低下させないために、金融機関が貸出

先企業の投資行動をはじめとした経営行動をモニターすることを求める。この金融機関による貸出先企業の監視が、本来必要でない（企業の将来収益を増加させない）過剰な投資行動を抑えることにつながる。

また、当該企業が厳しい借入制約に直面し過少投資問題に陥っているのか、または負債による規律付けが働いて過剰投資問題を防止しているのかどうかについては、その企業が有望な投資機会に恵まれ成長機会がどれだけあるかに依存していると考えられる。

情報の非対称性の違いから企業の資金調達構造と設備投資との関係を指摘した実証研究は以下のようなものがある。まず、企業の内部資金と設備投資との関係については、Fazzari, *et al.*[1988]が内部資金制約を投資関数に導入し、低配当企業において投資が内部資金に感応的になるとの結果を得ている。投資の内部資金水準に対する感応を内部資金制約と解釈している。Hoshi, *et al.*[1991]では、日本製造業のパネルデータを用いて、「系列」の存在が企業の資金調達の際に生じる情報の非対称性を緩和するかどうかを分析している。日本企業の設備投資が内部資金に依存していること、系列企業に属する企業については、内部資金への依存度が弱く、資金調達の自由度が高いことを確認している。

松村[2002]は、バブル期前後の日本企業のデータを用いて、負債が企業を規律付けることができるか、またメインバンクは企業をモニタリングできるかどうかを実証的に検証した。分析によって負債による規律付けやメインバンクによるモニタリングは容易ではないとの結果が得られている。また、宮島・蟻川・齊藤[2001]では、バブル経済期の日本企業の投資行動を対象に、トービンのQの他、内部資金を説明変数に追加した投資関数を推計した。投資と内部資金との関係が、内部資金制約による過少投資を示唆するのか、フリー・キャッシュ・フロー問題に起因する過剰投資を示唆するのかを識別している。

一方で、Lang, *et al.*[1995]では、負債比率と企業レベル・産業レベルでの企業成長との負の関係があることを示した。トービンのQが低い企業では負債比率と成長率の負の関係が観察されたが、トービンのQが高い企業では負の関係が観察されなかった。優良な投資機会を持つ企業では、負債比率を高めても成長を低下させない。しかし、成長機会が資本市場に認識されず、デット・オーバーハングの効果を上回らなかった企業では正の相関が見られたとしている。

蟻川・宮島・齊藤[2003]では、Lang, *et al.* [1996]と同様の推計方法を用い、日本のメインバンク関係が特に成熟企業において負債の規律付け機能を増幅していたことを指摘している。これらの先行研究から、債権者・株主と経営者間の情報の非対称性を緩和する装置として、メインバンク関係や企業集団関係が働き、負債や内部資金によって過剰な設備投資を抑制したり内部資金制約による過少投資を引き起こしたりすると考えられる。

（2） 財閥グループ形成の便益と費用

アジア危機を発生・深刻化させた要因の一つとして、企業グループ内の関連企業・取引相手との長期間にわたる癒着関係が、企業のガバナンスを不全なものにし、その後の停滞を招いたと指摘されることがある。その一方で、経済発展の初期段階にあり、企業に関する正確な情報を入手することが困難な状況では、家族経営による財閥形成が、資金調達時における情報の非対称性を緩和し、企業の経営活動と設備投資を円滑にすることができるとの指摘もある。集中的な所有構造をもち、危機前までは比較的有効に機能してきたとされた東アジア・東南アジアの財閥系企業の分析については、近年ようやく開拓されてきたとはいえ、依然として不十分な分野である。ここでは、途上国企業が財閥グループを形成することによる便益と費用をまとめておきたい（白井[2003]、井上[1991]）。

まず、財閥グループ形成の便益としてまず第1に、経営者と債権者間の情報の非対称性の問題と、経営者と株主間で生じる利害の不一致の問題を抑制できることである。特に企業発展の初期段階では、企業のステークホルダーである経営者・債権者・株主が創業者一族に占められていることが多く、一般的に生じるエージェンシー問題が大きな問題にはなりにくいと考えられる。

第 2 に、多くの発展途上国では、資金調達を行うために株式を公開するにも、証券市場や大衆投資家が十分に育成されていない。同時に専門経営者に責任を負わせるにも、信頼できる人材が希少である。こうした資本・技術・人材などの限られた経営資源を効率的・集中的に活用していくための代替的手段として財閥グループが有効に機能しうる。

第 3 に、関連企業が所属グループに多大な損害を与えた場合に、この関連企業の評判や信頼を失墜し制裁措置を受ける可能性がある。このような制裁措置は関連企業の企業経営に規律を与え、資金調達手段や企業パフォーマンスを改善させるインセンティブを持たせると考えられる。

第 4 に、企業が発展に伴い発生する豊富な投資機会に対応するために必要な資金需要に対して、内部資金だけでなく外部資金を調達せざるを得ない場合に、グループ企業は独立企業と比較して、外部資金調達が容易となり、安定的な経営を行うことができると考えられる。

第 5 に、財閥系企業は内部株式として長期にわたり安定的に株式を有しているために、外部株主や経営者と比較して長期的視野に立って投資計画を選択し、最適な設備投資を行う可能性が高いと考えられる。

財閥グループ形成の費用として考えられるのは以下のようなものである。第1に、財閥系企業は独立企業と比較して経営の透明性が不透明であり、財閥内の関連企業や内部株主を利するために、外部の少数株主を犠牲にすることが考えられる。また、支配的な大株主が経営権を持つことが多く、大株主は株式からの配当金以外にも私的便益を得ることができるため、必ずしも大多数の株主にとって最適な投資計画・経営選択が行われない可能性がある。

第 2 に封鎖的な所有の形態をとっているため、事業の急速な発展に対応するだけの資金調達が困難であることが挙げられる。資本市場が未整備で多様な資金調達手段を持たない途上国企業でも、財閥系企業は資金調達手段が限られてしまう可能性がある。

第 3 に、有能な人材や専門的な経営者が育ちにくいことも挙げられる。財閥系企業においては所有と経営の分離が十分に行われてはいないため、関連企業の経営者に同ファミリーの構成員を据えることが予想される。その経営者が専門的な経営知識を持った人物であるとは限らない。

第 4 に、成長途上の財閥にありがちではあるが、借金経営、投機的な活動などを行う傾向があると考えられる。財閥系企業は基本的には、経営者と所有者が一致しているケースが多い。結果として、所有者による経営者のモニタリングが行なわれないため、経営者がハイリスク・ハイリターンの投資を行なうインセンティブを持つと考えられる。このような企業では、収益の分散が大きくなり倒産の可能性も高まると考えられる。

第 5 に、財閥系企業の便益で示したグループ企業の内部規律メカニズムの有効性は、企業が発展し外部資金への依存度が高まるに連れて低下すると考えられる。

企業の情報開示などの法制度が整備され、金融・資本市場が発達し、途上国企業の資金調達手段が多様化するため、外部資金の調達コストが低下すると考えられる。それに伴って、財閥グループ形成の費用が便益を上回り、財閥グループに所属することによるガバナンス機能は低下するものと考えられる。

(3) フィリピンにおける財閥と企業経営

東南アジアの企業を対象とした研究は、そのパフォーマンスに関する研究は比較的行なわれている一方で、その所有構造や所有とコントロールの分離については未だ十分な研究が行なわれているとは言い難い(Claessens, *et al.* [2000])。しかしその中でも、東南アジア地域の幾つかの大ビジネス・グループを対象とした所有とコントロール構造をケース・スタディによって記述したものは幾つか存在している。香港の Li Ka-shing グループを分析した Taylor[1998]、インドネシアの Salim グループを対象とした Sato[1993]、タイの Dhanin Chearavanont グループを対象とした Vitikiotis[1997]などがある。

フィリピン企業の経営について分析している研究として、マルコス政権下のフィリピン企業経営についての米川・小池[1986]がある。マルコス期の最大の経済問題となったクローニー・キャピタリズム、つまりマルコスのクローニーたちの企業集団の急速な成長と破綻について考察を行なっている。アジア通貨危機時において、コーポレート・ガバナンスがフィリピン企業の資金調達と家族所有の企業コングロマリットに与えた影響を分析している研究に、Saldaña[2001b]がある。その分析対象は、フィリピン企業の歴史的発展・政府による規制・所

有構造のパターン・企業のコントロール主体・資金調達構造・危機への対応など多岐に渡っている。

フィリピン財閥グループを対象とした分析には、アヤラ財閥を分析した Koide[1993]とソリアノ財閥の中核企業であるサンミゲル社を分析した大貝[2001]がある。これらのケース・スタディから得られた東南アジアの財閥グループの特徴として、3 つ挙げられている。第 1 に、独占的な輸出入権が与えられていること、第2に、外資系企業との競争から手厚い保護を受けていること、第 3 に国内市場において独占的な地位が保証されていること、第 4 に、各国政府との強力なコネクションを有していることなどが挙げられている。これらの優遇的な地位を与えられている東南アジアの財閥グループは、各国経済のなかで中心的な役割を果たしており、途上国企業の資金調達と設備投資の関係を分析する上で無視できない存在となっている。

次に、企業フィリピン企業金融とコーポレート・ガバナンスについて包括的な議論を行なっているものに Lamberte[2002]がある。Lamberte[2002]によれば、フィリピンの企業は大きく分けると 3 つに分類することが可能であり、(1)家族所有・家族経営の企業、(2)家族所有・専門的経営者による経営、(3)分散所有・専門的経営者による経営、のパターンがあるとしている。多くの最も一般的なものは(1)家族所有・家族経営の企業であり、財閥系企業がフィリピン企業の大半を占めていることを指摘している。ただし、同族から選ばれた経営者が必ずしも専門的な経営手腕を持っていないとは限らず、財閥系企業が必ずしも非効率的な経営を行っていないということは出来ない。また(2)家族所有・専門的経営者による経営や(3)分散所有・専門的経営者による経営は銀行などの一部の企業に見られ一般的ではない。

また、フィリピン企業に関して、コーポレート・ガバナンスと政策が企業パフォーマンスや資金調達構造に与えた影響を記述統計と実証分析によって分析したものに Saldaña[2001a]がある。1997 年の売上高上位 1000 社を対象とした研究であり、そのなかで上位 39 企業グループの存在が認められた。そのうち 25 グループが関連銀行を有していることが指摘されており、ほとんどの財閥グループには関連銀行という有効な資金調達先を保有していることが分かる。

そして、これらのグループ企業がフィリピン企業上位 1000 社のうち 25.6%を占め、売上高で 31.0%を占め、フィリピン企業の中で大きな地位を占めていることが確認できる。また、これらの企業グループは資本を集め、それを関連企業間の内部資本市場に配分しており、外部資金による資金調達をスムーズに行なうために、大商業銀行の大株主になっていることが指摘されている。負債比率を被説明変数とした実証分析結果からはグループ企業ダミーが負債比率に対して負の影響を与える結果が得られており、その説明として、企業グループは過剰な借入を行なっていないこと、効率的な内部資本市場を保有していること、関連銀行によるサポートが確保されていることを挙げている。また他の説明変数には ROA があり、負債比率に対して負の効果があることが分った。すなわち、上場企業全体では非効率な投資が行われていることも指摘されている。

3. 検証仮説の設定

企業グループ内に関連銀行を保有し、外部資金の調達をそこから主に行っているような財閥系企業では、経営者と債権者間の情報の非対称性が小さく、内部資金の調達コストと外部資金の調達コストの差が小さくなると考えられる。もともと内部資金は最も調達コストが低い資金調達手段である(第 4 章)。しかし、関連銀行は関連企業との多面的な関係を通じて、その企業の情報を収集することが可能である。結果的に、企業が関連企業から負債による資金調達をするコストは比較的小さくなる。このような場合、2 つの資金調達手段は無差別になり、設備投資への負債の感応度も小さくなる可能性がある。一方で、非財閥系企業では相対的に有効な資金調達手段を持たず厳しい資金制約が課されていることが予想される。このような企業では、過少投資に陥る傾向が強く負債の感応度が高くなると考えられる。

> **仮説 1-1**:財閥系企業が債権者との間の長期的な取引関係により、情報の非対称性が小さく負債による資金調達のコストが小さいならば、資金調達方法の設備投資への感応度は必ずしも高くならない。
>
> **仮説 1-2**:一方で、非財閥系企業は債権者との情報の非対称性が大きく厳しい借入制約に直面しているならば、負債感応度は高くなる。

Dewatripont and Maskin[1995]で指摘されるように、特定の企業に対して多額の資金を貸し出す銀行の場合、危機に陥った借り手企業を清算した際に被るコストが高くなるために、市場での資金調達手段に比べて清算すべき企業を救済する可能性が高く、それは借り手企業に対してソフトな予算制約の問題を引き起こす可能性が高い。その結果、企業の取引銀行への依存関係は、借り手企業の過剰投資を容易にする可能性がある。

しかしその一方で、企業の取引銀行への依存関係により一定水準の負債が存在することで、将来の企業価値を低下させるが経営者の私的便益に対しては正のプロジェクトへの投資を防ぐことができると考えられる。しばしばメインバンクと取引企業との間で指摘されている負債による規律付け(蟻川他[2003])が同一グループ内の企業と銀行の間でも発生すると予想される。仮説1-1 で設定した財閥系企業の負債感応度の低さの解釈をする際に、負債による規律付けによるものなのかどうかを判断するためには、対象となる財閥系企業が豊富な投資機会に直面しているのか、限られた投資機会に直面しているかどうかによって判断することができると考える。

仮説 2:財閥系企業のように債権者との情報の非対称性が小さく、かつ有望な投資機会に恵まれない場合に、財閥系企業の財閥系銀行への依存関係が両者の情報共有に基づく合理的判断によるものであるならば、過剰投資問題が抑制され、負債の感応度が大きくならない。

フィリピンのような金融・資本市場が未整備で、財閥系企業のような多様な資金調達手段を持たない非財閥系企業は、慢性的な資金不足にあることが予想される。特に投資機会の豊富な非財閥系企業は、ハードな資金制約に直面しており、過少投資問題が発生していると考えられる。

仮説 3-1:非財閥系企業のうち投資機会の豊富な成長企業が慢性的な資金制約に直面しているならば、負債感応度は高くなる。
仮説 3-2:一方で、投資機会の少ない成熟企業が慢性的な資金制約に直面しているならば、負債感応度は高くはならない。

経営と所有の分離が十分には行われておらず、大口の株式を経営者や一族が所有していたり、財閥グループに所属し系列企業が大口の株式を所有したりしているような場合では、企業情報が少数の株主によって経営に関する情報が外部に公開されにくくなるために、所有集中度が高い企業ほど経営者と債権者間の情報の非対称性が高いと考えられる。このため、情報の非対称性が大きい企業ほど、投資資金を内部資金に頼ろうとし、負債への依存度が低くなる(内田・小佐野[2003])。したがって、情報の非対称性が大きい企業ほど、投資額が調達できる負債の額に制約される過少投資問題に直面することになる.

その一方で、大口の株式を主要な資金調達先である系列の金融機関が所有しているような場合[82]には、長期的な取引関係を持つ金融機関が経営に対して常に監視をすると考えられる。Hoshi, *et al*.[1991]は、日本の金融系財閥に属する企業が流動性制約に直面しておらず、企業の投資額が資金調達構造に依存しないことを示した。これらの企業はグループ内の銀行との結びつきが深く、銀行が企業の情報をより多く獲得することができる。

所有集中度が高いほど経営者と債権者間の情報の非対称性が緩和されると考えられる。

[82] 2002 年の上場企業の所有構造の内訳では、持株会社が 14.2%、一般企業が 8.1%、銀行が 5.4%である。

仮説4-1：株式の所有集中度が高く、経営者と債権者間の情報の非対称性が大きい場合には、債権者から十分な資金を調達することが出来ず、たとえ有望な資金調達先を有している企業でも投資が行われないという過少投資問題が発生する。

仮説4-2：一方で、株式の所有集中度が高いが、債権者による所有が集中的で債権者によるモニターが機能している場合には、経営者と債権者間の情報の非対称性が小さくなり、負債による規律付けが機能し過剰投資問題を回避することができる。

社歴が長く知名度もあり、債権者・株主とも長期的な取引関係を保有している老舗企業では新興企業と比較して、負債による資金調達をする際に経営者と債権者間の情報の非対称性が小さくなることが考えられる [83]。多くの財閥系企業は第 2 次世界大戦以前から経営を続けている企業も多く、老舗企業の中に財閥系企業が含まれることが多いと予想される。このような老舗企業では、前節の成熟財閥系企業と財閥系銀行の関係と同じように、安定した成長段階にあり有望な投資機会がそれほど多くないために、投資に対する負債感応度は比較的小さくなると予想される。

一方で、多くの非財閥系企業が含まれると予想される新興企業は成長段階にあるために豊富な投資機会を有していると考えられる。このような企業では投資に対する負債感応度は相対的に大きくなると考えられる。

仮説5-1：老舗企業では、有望な投資機会がそれほど多くないために、投資に対する負債感応度は比較的小さくなる。

仮説5-2：一方で、新興企業では、豊富な投資機会を有しているため、投資に対する負債感応度は相対的に大きくなる。

[83] フィリピン輸出製造業企業を対象に、輸出額の決定要因を分析したDueñas-Caparas[2007]では、エレクトロニクスと衣類部門は、社歴が長いほど生産を拡大し輸出実績が増加することを指摘している。特に、衣類製造業企業の営業年数が長いことで、固定顧客についての深い知識が蓄積されるため、規模の経済が働くと説明している。

表 5-1 企業属性と投資行動についての仮説

		成長企業 (Tobin's Q:高い)	成熟企業 (Tobin's Q:低い)
財閥系企業	・調達のコスト:低い ・ソフトな予算制約 ・負債比率の感応度:低い(**仮説1-1**) ・老舗企業 ・所有集中度:高い	・過剰投資問題は起きにくい ・過少投資問題が発生(**仮説4-1**) ・負債比率の感応度:低い	・過剰投資問題は起きにくい ・負債比率の感応度:低い(**仮説2、仮説4-2、仮説5-1**)
非財閥系企業	・調達コスト:高い ・借入制約に直面 ・負債比率の感応度:高い(**仮説1-2**) ・新興企業 ・所有集中度:低い	・過少投資問題が発生 ・負債の感応度:高い(**仮説3-1、仮説5-2**)	・負債比率の感応度:低い(**仮説3-2**)

(出所)筆者作成。

4. 推計モデルと変数

(1) 推計モデル

投資関数の推計については、Lang, *et al.*[1996]、宮島他[2003]と同様に、トービンのQを主要な説明変数とした投資関数を基本式として推計する。ただし、資金調達方法として本章では負債の役割に注目するために、総負債総資産比率を説明変数に加えた推計を行なう。また、負債による資金調達へのアクセスのし易さと経営者・債権者間の情報の非対称性問題に焦点を当てて、負債と設備投資の関係がそれらの違いによって異なるかどうかを検証する。負債比率と設備投資について以下のような投資関数を特定化する;

$$I_{it}=F(Q_{it-1},\ LR_{it-1},\ DG_i,\ DG_i \cdot LR_{t-1},\ DI_i,\ GDP_t)$$

各変数の定義は以下の通りである。まず、被説明変数は I=(有形固定資産+有形固定資産減価償却)/1 期前有形固定資産である。また、説明変数は、Q:Simple Q=(Year End Market Capital + Total Liabilities)/(Total Assets)[84]、LR:負債比率=(Total Liabilities)/(Total Assets)、DG:企業属性ダミー、DI:産業ダミー、GDP:GDP成長率を用いた。

84 トービンの Q は企業の市場価値を資産の再取得価値で除して計算される。分母となる資産の再取得価値の計算は困難なため、簿価の総資産を利用して計算したものが Perfect and Wiles[1994]の simple Q である。簡略化のため、本章ではこちらを用いる。

（2） 企業データと変数の設定

本章の分析対象は、1990年から2002年までのフィリピン非金融上場157社のパネルデータである。上場企業の財務データについては、各社の *Annual Report* と *Worldscope* のデータベースを用いた。なお財閥系企業と非財閥系企業との分類については、財閥系銀行がグループ内でどのような働きをしているかについて注目するために、Saldaña[2001b]に記されている総売上高上位39財閥グループのうち関連銀行を有している財閥グループに属している企業を「財閥系企業」として定義している。

また、投資機会を表す説明変数としてHQダミーとLQダミーを作成した。判断基準としてトービンのQを用い、上位3分の1に属する企業にHQダミーを、下位3分の1に属する企業にLQダミーを付した。企業属性ダミーについては、まず財閥系企業ダミーを用いた推計を行ない、財閥系企業ダミーの代替的な変数として所有集中度と社歴ダミーを利用している。産業ダミーについては、*Corporate Handbook*にしたがって産業区分[85]（商業・不動産関連・鉱業）を行なった。フィリピン全体のマクロ要因をコントロールするためにGDP成長率を入れている。

（3） 財閥系企業と非財閥系企業の比較

ここでは、フィリピンの財閥系企業と非財閥系企業について記述統計を用いて比較を行ないたい。表5-2は本章で行なう計量分析で用いる各変数について財閥系企業と非財閥系企業の比較を行なったものである。まず上場企業215社のうち財閥グループに属し、かつそのグループに商業銀行を有している企業（財閥系企業と定義している）は71社存在する。残りの144社を非財閥系企業として定義している。投資比率はどちらのグループも約30%で大きな差は認められない。Qについては非財閥系企業のほうが高い値を示している。しかし、負債比率については財閥系企業のほうが高い。また、財閥系企業のほうが老舗企業である確率が高いことも注目に値する。さらに財閥系企業は上位1～20位のどのレベルでも所有の集中度が高いことも特徴的である。つまり、フィリピンの上場財閥系企業は、老舗企業が多く存在し所有の集中度が高く負債による資金調達を積極的に行っているという特徴が見られる。

[85] *Corporate Handbook* 産業区分では、銀行・商業・不動産関連・鉱業・石油関連企業の5分類のみの分類が行なわれている。銀行は一般企業とは財務内容が異なると予想されるため、企業サンプルから除外してある。

表 5-2 財閥系企業と非財閥系企業の変数の比較

		財閥系企業	非財閥系企業
企業数		71	144
投資比率		0.32	0.33
Q		1.20	1.34
負債比率	(%)	45.3	42
老舗企業	(%)	18.3	15.3
新興企業	(%)	25.4	24.3
TOP1所有集中度	(%)	47.7	41.5
TOP5所有集中度	(%)	80.5	74.2
TOP10所有集中度	(%)	86.8	81.6
TOP20所有集中度	(%)	90.6	86.3

(出所)各上場企業の年次報告書より筆者作成

表 5-3 は財閥系企業と非財閥系企業の所有主体について比較を行ったものである。データは上位 20 株主について 2002 年の各上場企業の所有比率を属性毎にまとめたものである。財閥系企業の所有構造については、まず持株会社と証券信託会社 (Nominee Company)による所有比率が高いことが見て取れる。また、非金融企業と商業銀行についてもいずれも非財閥系企業と比較して所有比率が高い。それに対して非財閥系企業は、政府系機関による所有比率が高いことが特徴的である。Saldaña [2001]は上位 5 株主について 1997 年の各上場企業の所有比率について同様の分析を行っているが、本稿での分析結果と比較すると興味深い結果が得られる。Saldaña [2001]によれば、上場非金融企業・上場商業銀行ともに所有比率の中で最も高い比率を示しているのは非金融企業である。これらのことから、商業銀行と上場企業の企業所有に関する相互依存関係は財閥系企業で特に顕著であり、集中的な所有構造という性質を持つ財閥系企業が、関連持株会社と関連銀行からの経営上のコントロールを受けていると考えることができる。

表 5-3 財閥系企業と非財閥系企業の所有主体の比較

		財閥系企業	非財閥系企業
非金融企業	(%)	7.6	7.38
商業銀行	(%)	7.23	5.65
証券会社	(%)	1.43	2.81
持株会社	(%)	17.94	11.63
政府系機関	(%)	7.94	24.22
個人	(%)	7.96	1.43
投資信託	(%)	0.7	4.89
証券信託会社	(%)	4.3	15.75
その他	(%)	2.33	0.97

(出所)各上場企業の年次報告書より筆者作成

5. 推計結果

(1) 企業の資本構成と設備投資の関係

表 5-4 の第 I カラムには、投資関数の基本モデルについての推計結果が示してある [86]。ハウスマン検定の結果、固定効果モデルが支持されるが、pooled ols・変動効果モデルの推計結果と比較しても、有意性の差はあるものの推計された係数の符号条件に変化は見られなかった。モデル自体の適合性についても、調整済み決定係数の値も 15.4%と比較的良好である。

表 5-4 財閥系企業ダミーによる投資関数の推計結果(全企業)

	I		II		III		IV	
	fixed		fixed		fixed		fixed	
説明変数	推計値	t-値	推計値	t-値	推計値	t-値	推計値	t-値
負債比率	−0.701	−4.190 ***	−1.071	−4.086 ***	−0.612	−2.397 **	−0.792	−1.935 *
Q	0.098	4.000 ***	0.094	3.859 ***	0.097	3.906 ***	0.095	3.841 ***
財閥ダミー＊負債比率			0.614	1.830 *			0.296	0.569
HQダミー＊負債比率					−0.130	−0.332	0.148	0.258
LQダミー＊負債比率					−0.186	−0.451	−1.749	−2.435 **
HQダミー＊財閥ダミー＊負債比率							−0.512	−0.657
LQダミー＊財閥ダミー＊負債比率							2.193	2.501 **
GDP成長率	0.602	0.664	0.542	0.597	0.622	0.682	0.750	0.824
サンプル数	784		784		784		784	
調整済み決定係数	0.154		0.156		0.148		0.158	

(出所)筆者推計による。
(注)***、**、*はそれぞれ1%、5%、10%水準で有意であることを示す。

前節で定義した投資関数の主要な説明変数である負債比率については、設備投資に対して負の効果が認められた [87]。この負債比率の高い企業ほど投資比率が小さいという結果からは、フィリピン上場企業が全体的に、高い負債依存度が原因となって新規の設備投資が困難になっていたのか、または債権者による規律付けが有効に機能していて過剰な設備投資を抑制していたのかは分からない。

---

86 表 5-4 では産業ダミーの推計結果が省略してあるが、推計方法を固定効果モデルとしているため、推計値を得られなかった。

87 本章では、企業の資金調達方法の中で銀行借入に注目している。しかし、銀行借入のデータは上場企業 238 企業中 32 社しか記入されておらず、また全ての年度についてのデータが得られるわけではない。ただし、利用できるデータを用いて総負債額と銀行借入額との相関係数を計測すると 59.3%あり、銀行借入額の代わりに総負債額を用いても良いと考える。また、銀行借入については、2000 年の新一般銀行法(the new General Banking Act)によって銀行の関連融資に関する規制と貸出上限が強化されていることも注意しなければならない。関連企業への融資が制限されているため、財閥系企業に仮に豊富な投資需要があっても、十分な銀行融資を得ることが出来ないことが予想される。

トービンの Q についても、他の先行研究と同様、有意に正の関係があることを示している。企業の市場価値が資本購入費用より相対的に高い企業では、設備投資が積極的に行われることを示している。また、フィリピン全体のマクロ要因をコントロールするために入れた GDP 成長率については有意な結果は得られていず、フィリピン上場企業における設備投資に対するマクロ経済的要因の影響は必ずしも大きなものでなかったことが予想される。

（2） 財閥系企業の負債感応度

表 5-4 の第Ⅱカラムには、財閥系企業ダミーと、財閥系企業ダミーと負債比率との交差項を加えた推計結果を示している。主要な説明変数である負債比率とトービンの Q については、設備投資に対してそれぞれ有意に負と正の効果が認められた。また、財閥系企業ダミーと負債比率との交差項については、有意に正になっている。このことから、財閥系企業の投資の負債感応度は-0.457(=-1.071+0.614)となり、上場企業全体の感応度と比較しても小さいことが分かる。このことから、財閥系企業が新規設備投資を行う際に、負債による資金調達よりはよりエージェンシー・コストの低い負債以外の資金調達手段によって資金調達可能であることが予想される。財閥系企業は負債による資金調達のコストが小さいため、資金調達方法の設備投資への感応度は小さくなるとした仮説1-1 を棄却できない結果が得られた。

一方で、非財閥系企業は上場していても恒常的にハードな予算制約に直面しているために、有効な資金調達手段を持たない状況下で負債による資金調達が可能な場合には、積極的に設備投資を行うがゆえに、負債感応度が高くなっていることが予想される。以上から、非財閥系企業では、非財閥系企業ダミーなどを用いた厳密な検証は行なっていないが、仮説1-2 とは矛盾しない推計結果が得られた。

（3） 財閥系企業の過剰投資問題の検証

表 5−4 の第Ⅲカラムは、第Ⅰ・Ⅱカラムの推計式にさらに成長企業ダミーと成熟企業ダミーを加えた推計結果である。ここでは、フィリピンの上場企業が過剰投資問題に直面しているのか、もしくは過少投資問題に直面しているのかについて検証することにする。固定効果モデルで推計された推計結果から以下のことが分かる。まず、負債比率の係数は有意に負であるが、成長企業ダミーと成熟企業ダミーとの交差項については、どちらも有意な結果が得られていない。成長企業と成熟企業に関わらず、負債感応度が同程度に負であったことを表している。

フィリピン上場企業全体を対象とした分析では、成長企業と成熟企業との間に負債感応度に違いが見られず、どちらのグループも同程度に負債が増加することによって設備投資が低

下することが分かった [88]。しかし、この結果からでは、負債比率と設備投資の負の関係が、負債による規律付けが働いたことによる過剰投資問題の緩和によるものであるのか、厳しい借入制約に直面していることによる過少投資を引き起こしていることによるのかは判断することができない。

表 5-4 の第Ⅳカラムは、成長企業ダミーと成熟企業ダミーと財閥系企業ダミーを加えて、負債比率との交差項を説明変数として推計したものである。これまでの分析結果からでは、たとえ財閥系企業ダミーの負債感応度が有意に低いという結果が得られたとしても、それが負債による規律付けが働いたことにより過剰投資を抑制していることを示しているのか、それとも厳しい借入制約に直面していることから過少投資問題を引き起こしていることを示しているのかを判断することが出来なかった。

そこで、成熟企業ダミーと成長企業ダミー・財閥系企業ダミー・負債比率との交差項を説明変数として加えることで、上の二つの効果のうちどちらを示しているのかを明らかにする。有望な投資機会に恵まれない財閥系企業において過剰投資問題が抑制され、負債の感応度が大きくならないとした仮説 2 を検証するためである。成長性の低い成熟企業では、収益性の高い投資機会を持たないために過剰投資問題を引き起こすと考えられる。このような企業では、負債と設備投資との負の関係は、負債による規律付けが働いていることによる結果だと判断することができる。

一方で、豊富な投資機会を有していると考えられる成長企業では、企業の将来性に関する情報の非対称性が大きいと予想され、高負債による過少投資問題に直面していると判断することができる。推計結果を見ると、負債比率に関して、有意性は低いが負の符号が得られている。成熟企業ダミーと負債比率との交差項が有意に負の結果が得られている。また、財閥系企業ダミー・成熟企業ダミー・負債比率との交差項についても、有意に正の結果が得られている [89]。上場企業全体の負債感応度が約-0.792 なのに対し、成熟財閥系企業の負債感応度が-0.348(=-0.792-1.749+2.193)と低い値になっている。このことから、成熟企業に分類された財閥系企業と同グループに属する財閥系銀行は、長期的な取引関係を元に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ると判断することができる。この推計結果より、仮説 2 が検証された。

一方で、成長企業については、負債比率との交差項、負債比率・財閥系企業ダミーとの交差項いずれも有意な結果が得られなかった。フィリピンの成長企業は、財閥系企業・独立企業に関係なく、借入制約に直面しているために設備投資が制約されるということは今回の

---

88 成長企業と成熟企業にサンプルを分割し、表 5-4と同様の推計を行った結果は補表 5-1と補表 5-2 に掲載した。

89 しかし、成熟企業のサブサンプルで行った推計結果（補足、補表 2 第 II カラム）では、この結果を支持する成果は得られなかった。

分析では得られなかった[90]。同時に、投資機会の少ない成熟企業が慢性的な資金制約に直面しているおり、負債感応度は高くはならないということも明らかにはならなかった。非財閥系企業の成長企業と成熟企業についての仮説（仮説 3-1 と仮説 3-2）は、今回の推計からは支持されなかった。

（4） 大株主持株比率と情報の非対称性の問題

表 5-5 は財閥系企業ダミーの代わりに上位 10 株主による所有集中度のデータを用いて、所有集中度が負債による規律付けに与える影響を推計したものである[91]。所有集中度が高いと考えられる財閥系企業で過少投資問題に直面しているのか（仮説 4-1）、それとも負債による規律付けが機能し過剰投資問題を回避しているのか（仮説 4-2）についての検証を目的としたものである。調整済み決定係数を見ると6～10%と必ずしも十分とは言えないが興味深い結果が得られている。表 5-5 の第Ⅰカラムには、投資関数の基本モデルについての推計結果が示してある。ハウスマン検定の結果、固定効果モデルが支持されている。前節で定義した投資関数の主要な説明変数である負債比率については、設備投資に対して負の効果が認められた（第Ⅰ・Ⅲカラム）が、トービンのQについては、いずれのモデルでも十分な説明力が得られなかった。また、フィリピン経済全体の状況を表すGDP成長率に関しても、十分な説明力が得られなかった[92]。

---

90 成長企業のサブサンプルで行った推計結果（補表 5-1 第 II カラム）からも同様の結果が得られた。

91 データについては、企業の所有比率に関する 1996 年から 2002 年までのデータが利用可能である。前節で財閥系企業ダミーを用いた推計は、1990 年から 2002 年までのデータが利用可能なことから、二つの推計が異なるデータサンプルによって行なわれていることには、十分な注意が払われなければならない。

92 これらの傾向は、成長企業と成熟企業のサブサンプルで行った推計結果（補表 5-3 と補表 5-4）でも観察された。

表 5-5 大株主持株比率による投資関数の推計結果（全企業）

	Ⅰ		Ⅱ		Ⅲ		Ⅳ	
	fixed		fixed		fixed		fixed	
説明変数	推計値	t-値	推計値	t-値	推計値	t-値	推計値	t-値
負債比率	−1.411	−4.518 ***	0.088	0.103	−2.219	−3.906 ***	2.911	1.003
Q	0.032	0.903	−0.006	−0.183	−0.001	−0.036	0.003	0.101
上位10所有比率			0.726	1.050	−0.101	−0.228	2.272	1.262
上位10所有比率＊負債比率			−1.902	−1.619			−6.047	−1.790 ＊
HQダミー＊負債比率					1.350	1.915 ＊	−4.237	−1.338
LQダミー＊負債比率					1.319	1.657 ＊	−3.475	−1.001
HQダミー＊上位10所有比率							−3.608	−1.633
LQダミー＊上位10所有比率							−1.369	−0.660
HQダミー＊上位10所有比率＊負債比率							6.799	1.697 ＊
LQダミー＊上位10所有比率＊負債比率							5.432	1.332
GDP成長率	2.769	1.517	0.379	0.214	0.074	0.042	−0.205	−0.114
サンプル数	521		521		521		521	
調整済み決定係数	0.061		0.104		0.101		0.104	

（出所）筆者推計による。
（注）***、**、*はそれぞれ1%、5%、10%水準で有意であることを示す。

第Ⅱカラムは、大株主持株比率と、大株主持株比率と負債比率との交差項を加えた推計結果を示している。主要な説明変数である負債比率とトービンの Q について、十分な説明力が得られていない。したがって、大口株主に支配されていると考えられる企業で上場企業全体の感応度と比較して大きいか小さいかは不明である。

第Ⅲカラムは、第Ⅰ・Ⅱカラムの推計式にさらに成長企業ダミーと成熟企業ダミーを加えたものである。まず、負債比率の係数は有意に負であるが、トービンの Q についてはここでも十分な説明力は得られていない。また、成長企業ダミーと成熟企業ダミーとの交差項については、有意性は高くはないがどちらも有意な結果が得られている。成長企業（-2.219+1.350＝-0.869）と成熟企業（-2.219+1.319＝-0.900）に関わらず、負債感応度は一般企業（-2.219）よりも負債感応度が有意に小さかった。この結果から、成長企業に対して厳しい借入制約からたとえ有望な投資機会があってもそれを実行することができない可能性と、成熟企業に対して負債による規律付けが働いていた可能性の両方の可能性を示唆することができる。

第Ⅳカラムは、さらに成長企業ダミー・成熟企業ダミー・大株主持株比率・負債比率についての交差項を加えたものである。大株主持株比率と負債比率との交差項が有意に負の結果が得られている。また、大株主持株比率・成長企業ダミー・負債比率との交差項については、有意に正の結果が得られている。しかし、ここでは主要な説明変数である負債比率とトービンのQに関して、十分な有意性は得られていない。財閥系企業ダミーの代わりに大株主持株比率を用いた推計結果からでは、成熟企業で負債による規律が過剰投資を抑制する効果も、成長企業で借入制約が課されている効果も指摘することが出来なかった。したがって、所有集中度について、大株主が存在することによる過少投資問題（仮説4-1）も過剰投資問題の抑制効果（仮説4-2）も観察されなかった [93]。すなわち、多くの財閥系企業では、所有の

93 企業サンプルと成長企業と成熟企業に分割して推計を行っても、大株主持株比率と負債比率との交差項について有意な結果が得られなかった（補表 5-3、補表 5-4）。これらの推計結果からも仮説 4 は支持されなかった。

集中度が高いと予想されるが、前節で得られた成熟企業に分類された財閥系企業と同グループに属する財閥系銀行は、長期的な取引関係を元に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るという結果は、必ずしも財閥系企業の特徴でもある高い所有集中度が原因となって得られたものではないと判断することができる。

(5) 社歴と情報の非対称性の問題

表 5-6 は、負債比率とトービンのQを主要な説明変数とした投資関数に、老舗企業ダミーと新興企業ダミーを財閥系企業ダミーの代わりに追加し、それぞれ負債比率との交差項を加えて推計した推計結果を表している。社歴についてのデータはフィリピンの独立(1946 年)以前に設立された企業を「老舗企業」、アキノ政権成立(1986 年)以降を「新興企業」とした[94]。老舗企業では負債感応度は小さく、新興企業では大きくなるとの仮説 5-1 と仮説 5-2 を検証することが目的である。

設立年についての推計結果を見ると、負債比率について有意に負であり、「老舗企業ダミー」と負債比率との交差項についても有意に負の結果が得られた。上場企業全体の負債感応度が-0.938 なのに対して、老舗企業の負債感応度が 0.129(-0.938+0.809)と低い値になっている。これらの結果から、長い社歴を持つ企業は、相対的に負債感応度が高くないことが分かる。

表 5-6 社歴による投資関数の推計結果(全企業)

	fixed	
説明変数	推計値	t-値
負債比率	-0.938	-3.964 ***
Q	0.095	3.835 ***
老舗ダミー＊負債比率	0.809	1.766 *
新興ダミー＊負債比率	0.217	0.577
GDP成長率	0.311	0.337
サンプル数	758	
調整済み決定係数	0.160	

(出所)筆者推計による。
(注)***、**、*はそれぞれ1%、5%、10%水準で有意であることを示す。

つまり、十分な投資機会を持たない老舗企業は、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。その一方で、設立して間もない新興企業については、十分な投資機

94 上場企業のうち老舗企業には 35 社、新興企業には 56 社が含まれている。また、老舗企業には商業企業のほか不動産関連企業が、新興企業には商業企業ほか石油関連企業が多く含まれていたことが特徴である。

会を持っているが厳しい借入制約があるがために過少投資に陥っているという結果は得ることが出来なかった。第III節で設定した仮説については、老舗企業について負債感応度が低くなること(仮説 5-1)については支持されたが、新興企業について負債感応度が大きくなること(仮説 5-2)を支持する結果は得られなかった[95]。

したがって、財閥系企業ダミーの代わりに老舗企業ダミーと新興企業ダミーを用いた推計結果からは、財閥系企業の多くが含まれる老舗企業では、債権者と経営者間の情報の非対称性も小さいと考えられ、負債による規律付けが有効に機能していたと考えられる。財閥系企業ダミーを用いた推計で得られた、主要な債権者である財閥系銀行が、長期的な取引関係を元に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るという結果は、経営年数などの要因によって情報の非対称性の程度が決定されていたのではないか。

6. まとめと政策的インプリケーション、今後の課題

(1) 分析結果のまとめ

本節では、前節の実証分析で得られた結果をまとめておきたい。第1に、設備投資の決定要因について、先行研究と同様、負債比率とトービンの Q による説明をすることができた。これは、先進国・途上国に関係なく過少投資問題や過剰投資問題といった理論が、フィリピンを対象とした分析においても通用することが明らかにされた。

第 2 に、財閥系企業の負債感応度が相対的に低かった(仮説1-1)。財閥系企業は所属グループ内に内部資本市場を有しており、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、内部資金・自己資本近似負債の利便性を示唆している。また、観察期間は通貨危機後の景気の回復期にありながら、商業銀行の貸出額が高止まりしており、所属グループ企業の経営内容をモニターしている関連銀行が、財閥系企業の設備投資需要に対して慎重な姿勢をとっていたことも示唆される。

第 3 に、財閥系企業のうち成熟企業で負債による規律付けが働き、過剰投資問題を緩和する効果が示唆された(仮説 2)。成熟企業に分類された財閥系企業と同グループに属する財閥系銀行とは、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。一方で、成長企業は、財閥系

[95] 成長企業と成熟企業のサブサンプルでの推計からは(補表 5-5 と補表 5-6)、老舗企業と新興企業どちらの負債感応度についても有意な結果は得られなかった。以下の解釈には慎重を要する。

企業・独立企業に関係なく、借入制約に直面していたために設備投資が制約されるということは今回の分析では得られなかった（仮説 3-1）。

第 4 に、財閥系企業ダミーの代わりに大株主持株比率を用いた推計結果からは、成熟企業で負債による規律が過剰投資を抑制する効果（仮説 4-2）も、成長企業で借入制約が課されている効果（仮説 4-1）も指摘することが出来なかった。記述統計による分析から、財閥系企業では所有の集中度が高いという結果が得られたが、投資機会の少ない財閥系企業に過剰投資問題を緩和する効果が現れた原因が、必ずしも所有の集中によるものではないことが示された。

第 5 に、十分な投資機会を持たない老舗企業は、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（仮説 5-1）。財閥系企業は多くの老舗企業を含むが、その老舗企業であること自体が債権者と企業間の情報の非対称性を緩和させ、過剰投資を抑制していたのではないか。

したがって、十分な投資機会を持たない財閥系企業では、負債による規律が過剰投資を抑制しているとの結果が得られたが、集中的な所有構造から生じていたというよりは、長期間経営を行っていたために債権者から見て企業情報が得やすかったなどの要因で過剰投資抑制効果が見られた可能性が示唆される。

（2） 政策的インプリケーション

これらの結果から、フィリピン企業金融環境について 3 つの政策的インプリケーションを導くことが出来よう。第1に、フィリピンの貸出部門の企業に対する審査能力を効果的に活用していくことである。本章の結果から、フィリピンの貸出部門の差出先企業に対するモニタリング機能が比較的機能していたことが分った。フィリピンの成長企業は、借入制約に直面しておらず設備投資が制約されることがなかったことから、貸出部門による投資プロジェクトに対する審査はある程度適切なものであったと考えられる。銀行を中心とするフィリピンの貸出部門は、貸出先企業が成長性のあるものであれば、投資計画に見合った貸出をおこなっていたことが伺える。

第 2 に、豊富な投資機会を持たない一般企業にとっては、債券市場の育成が急がれる点である。これらの上場企業は、小規模な株式市場からの資金調達もままならず、常に厳しい借入制約に直面している状態にある。収益を回収するまでに長期の時間を有するインフラ設備等の重要な産業に対しては、政府機関が保証するような債券発行などが必要になると考えられる。また、これら一般企業が資金調達を可能となるような債券市場を育成するためには、フィリピンの信用評価機関が財閥グループ並みの情報生産を行うことが出来るかどうかが課題となる（永野[2007]）。

第 3 に、将来にわたりフィリピンの財閥グループが存続していくことを仮定する場合、財閥グループを中心とした産業育成政策が有効であることである。本章の分析結果から、投資機会の少ない財閥系企業に対する関連銀行からの貸出が、過剰投資問題を緩和する効果を持つことが分った。財閥系企業は、しばしば所有集中度の高さとそれによる債権者と経営者間の情報の非対称性が問題とされるが、財閥グループ内の資金の融通によって、投資計画がある程度的確に選別され、過剰投資を抑制することができる。したがって、株式市場が小規模で海外直接投資も限界のあるフィリピン経済にとっては、財閥グループが企業に対する有効な資金融通システムであると同時に、適切な投資計画を淘汰する一つのシステムになっていると考えられる。

(3) 今後の課題

最後に今後の課題について述べておきたい。本章では、投資関数の決定要因として負債比率を外生変数と仮定している。しかし、負債比率は企業の先決変数であるため、内生性の問題を考える必要がある。そもそも企業の負債比率と設備投資については同時決定されるものである。企業の資金調達行動と設備投資行動についての同時決定理論モデルには、Osterberg[1989]がある（中村[2003]）。Osterberg[1989]モデルでは、負債の発行に伴いコスト（エージェンシー・コスト）が発生すると仮定し、市場価値最大化を目的とする企業の最適な負債・自己資本比率を導出している。しかし、Osterberg[1989]モデルは、多くの理論モデルと同様に負債比率が瞬時的に最適値に調整されるという強い仮定が置かれている点で注意を要する。中村[2003]は、Osterberg[1989]の企業の資金調達行動と設備投資行動についての同時決定理論モデルに基づきながら、資本蓄積経路とともに負債・資本比率の最適経路を導出し、理論モデルの修正を行った。いずれにせよ、この分野における実証研究を行うにあたって、企業の資金調達行動と設備投資行動の理論モデルについて十分な検討が必要であるが、本章では Lang, *et al*.[1996]や宮島他[2003]など、既存の代表的な実証研究とフィリピン上場企業との比較を行う初歩的な試みであるため、資本構成と投資行動の理論モデルの再検討と説明変数における内生性の問題の検討については優先すべき今後の課題としたい。

Appendix:サブサンプル（成長企業と成熟企業）による推計結果

補表 5-1 財閥系企業ダミーによる投資関数の推計結果(成長企業、HQ)

	I		II	
	fixed		fixed	
説明変数	推計値	t-値	推計値	t-値
負債比率	-0.747	-2.734 ***	-0.724	-2.466 **
SQ	-0.001	-0.054	-0.001	-0.062
財閥ダミー*負債比率			-0.180	-0.220
GDP成長率	1.801	0.947	1.818	0.952
サンプル数	205		205	
調整済決定係数	0.272		0.267	
(出所)筆者推計による。				
(注)***、**、*はそれぞれ1%、5%、10%水準で有意であることを示す。				

補表 5-2 財閥系企業ダミーによる投資関数の推計結果(成熟企業、LQ)

	I		II	
	fixed		fixed	
説明変数	推計値	t-値	推計値	t-値
負債比率	-1.255	-1.984 **	-1.653	-1.257
SQ	0.742	2.639 ***	0.738	2.609 **
財閥ダミー*負債比率			0.513	0.345
GDP成長率	-5.612	-1.548	-5.519	-1.513
サンプル数	185		185	
調整済決定係数	0.123		0.117	
(出所)筆者推計による。				
(注)***、**、*はそれぞれ1%、5%、10%水準で有意であることを示す。				

補表 5-3 大株主持株比率による投資関数の推計結果(成長企業、HQ)

	I		II	
	fixed		fixed	
説明変数	推計値	t-値	推計値	t-値
負債比率	-0.903	-3.422 ***	-1.277	-1.591
SQ	-0.003	-0.133	0.000	-0.014
GDP成長率	0.647	0.312	0.583	0.280
上位10所有比率	-0.903	-1.855 *	-1.238	-1.480
上位10所有比率*負債比率			0.673	0.493
サンプル数	157		157	
調整済決定係数	0.382		0.378	
(出所)筆者推計による。				
(注)***、**、*はそれぞれ1%、5%、10%水準で有意であることを示す。				

補表 5-4 大株主持株比率による投資関数の推計結果(成熟企業、LQ)

	I		II	
	fixed		fixed	
説明変数	推計値	t-値	推計値	t-値
負債比率	-1.394	-2.172 **	-0.619	-0.308
SQ	0.565	1.434	0.588	1.472
GDP成長率	-3.673	-1.039	-3.584	-1.008
上位10所有比率	0.885	1.282	1.263	1.090
上位10所有比率*負債比率			-0.991	-0.407
サンプル数	169		169	
調整済決定係数	0.168		0.161	
(出所)筆者推計による。				
(注)***、**、*はそれぞれ1%、5%、10%水準で有意であることを示す。				

補表 5-5 社歴による投資関数の推計結果(成長企業、HQ)

説明変数	推計値	t-値	
負債比率	-0.566	-0.957	
SQ	-0.001	-0.030	
GDP成長率	1.835	0.958	
老舗ダミー*負債比率	-0.592	-0.427	
新興ダミー*負債比率	-0.208	-0.309	
サンプル数	205		
調整済決定係数	0.263		
(出所)筆者推計による。			
(注)***、**、*はそれぞれ1%、5%、10%水準で有意であることを示す。			

補表 5-6 社歴による投資関数の推計結果(成熟企業、LQ)

説明変数	推計値	t-値	
負債比率	-1.966	-2.112	**
SQ	0.760	2.687	***
GDP成長率	-5.463	-1.504	
老舗ダミー*負債比率	-1.081	-0.491	
新興ダミー*負債比率	1.739	1.349	
サンプル数	183		
調整済決定係数	0.130		
(出所)筆者推計による。			
(注)***、**、*はそれぞれ1%、5%、10%水準で有意であることを示す。			

第6章　結論－財閥型企業金融システムとは

本章では、これまで各章で行なってきた検証仮説と分析結果を要約し、政策的なインプリケーションと今後の研究課題について整理する。

1. 各論の整理

第1章「フィリピンの経済発展と金融部門の成長」では、マクロ経済データを用いて、フィリピン経済、企業部門、金融部門の特徴と問題点を整理した。フィリピン経済にとって、深刻な課題は貧困問題と失業問題であり、これらの問題と相互に負の影響を与える長年の財政問題である。また、機械加工貿易中心の海外貿易構造は、海外需要にフィリピンの貿易と経済が大きく影響されることに繋がり、安定的な財政収入の確保の困難にも結びつく。産業構造と企業部門の構成を見ても、地場製造業企業は未発達であり、雇用を吸収するような産業が十分に育成されているとは言いがたい。

一方で、銀行を中心とするフィリピンの金融部門は拡大を続けており、実物部門とは対照的であった。特に銀行部門については、アジア通貨危機以降も順調に資産規模を拡大させており、フィリピン企業にとって有力な資金調達先の一つとなっている。フィリピンの銀行部門にとって、サービス業企業は主要な融資先となっており、工業部門中でも製造業企業向け融資は伸び悩んでいる。こうした傾向は 1990 年代から 2000 年代にかけてより顕著になってきている。

しかし、見方を変えればフィリピンの銀行部門にとって、サービス業企業が主要な融資先であり続けているのは、フィリピンの産業構造が硬直的で有望な新しい融資先が他に見当たらないという理由が指摘できる。2000 年代に入って、これらの企業融資を担うユニバーサル銀行や商業銀行が大型の統合・合併のストリームに直面しているという事実から、企業向け銀行貸出市場が飽和状態にあるという見方もできる。拡大を続けるフィリピン銀行市場も国内市場では需要不足の状態にあり、伝統的な預金貸出業務のみでは存続が危ぶまれる状況に立たされている。

第 2 章「財閥系銀行の銀行再編と経営効率性」では、多くの先行研究で金融危機前後を通じて、相対的に効率的な経営を行ってきたと指摘されるフィリピン銀行業について、経営効率性の計測と、経営効率性の構造、そしてその決定要因についての計量分析を行った。具体的には、2000 年以降の統合・合併の奔流にさらされたフィリピン銀行業の経営効率性を計測し、経営効率性の変化が銀行業全体の技術進歩によるものであるのか、銀行の規模経済性の変化によるものであるのか、銀行独自の経営努力によるものであるのかを分析することを第 1 の課題とした。

さらに、その経営効率化もしくは経営非効率化が、銀行の健全性、成長性、収益安定性などの経営体質、また人件費や物件費、金利収入、手数料収入などの経営活動内容、そして、2000 年代に頻発した銀行間の統合・合併など、どのような要因によってもたらされたかを分析することを第 2 の課題とした。

マルムクィスト DEA によって得られた計測結果をまとめると以下の通りである。まず、マルムクィスト生産性指数変化をみると、サンプルの銀行間で生産性指数変化の幅はあるものの、平均としては 2000 年代を通じてマルムクィスト生産性は改善している。2001 年から 2003 年にかけて変化率は低下傾向にあったが、2004-2005 年以降生産性変化率は回復している。

次に、生産フロンティアのシフトは 2003－2005 年に増進しているのに対し、それ以外の期間では生産フロンティアのシフトが減退している。財閥系銀行の生産フロンティア・シフトについては、2004 年以降、非財閥系銀行よりも高い傾向が見られる。さらに、2000-2002 年と 2004-2005 年を除いて規模の経済性が計測された。

最後に、財閥系銀行の純技術効率性は 2002-2005 年に改善傾向にあった。この期間は銀行間の統合合併の件数が少ない時期に相当する。財閥系銀行は 2000 年代前半に統合合併をおこなった結果、短期的には純技術効率性が低下した。しかしその後、純技術効率性を改善させてきたと読み取ることができる。

純技術効率性の決定要因についての推計結果について整理をおこなうと以下の通りである。第 1 に、フィリピンの銀行は、総資産を拡大することでわずかに純技術効率性を増加させることができるが、財閥系銀行と統合合併銀行にはこの効果が見られなかった。財閥系銀行は、すでに大きな資産規模を誇り市場シェアを獲得しているために、資産規模拡大による純技術効率性改善効果は限定的であった。

第 2 に、自己資本比率が高く健全性の高い銀行は、純技術効率性を大きく改善することができた。財閥系銀行の中でも統合合併をした銀行は、自己資本を積みますことで健全性が改善し、

一般銀行よりも純技術効率性を増加させた。この財閥系銀行は、自己資本を積みますことで健全性を向上させた結果、非統合合併銀行以上に経営効率性を高めることができた。

第 3 に、フィリピンの銀行は、人件費をかけることで、経営効率性を改善させることができた。財閥系銀行の中でも統合合併をした銀行については、一般銀行と同様に人件費拡大による経営効率性の改善効果が観察された。一方、財閥系銀行の中でも統合合併の対象にならなかった銀行では、人件費の増加は経営効率性を改善されるものの、人件費の増加が経営を圧迫する効果が影響し、経営効率性の改善効果を減じたと考えられる。

第 4 に、業務の多角化を進めたフィリピンの銀行の純技術効率性は増加したが、財閥系銀行はその効果は小さかった。財閥系銀行にとって、これ以上の手数料業務への依存度を高めても収益の拡大が見込むことは困難であった。

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によって経営効率性を高めることができる。また、フィリピンの銀行市場においては、財閥系銀行であること自体が直接経営効率性を高めることにはならない。また、銀行間で統合合併をおこなうことによる、直接的な経営効率性改善も観察されなかった。ただし、財閥系銀行について、統合合併の当事者になる銀行か否かによって経営効率性の決定要因の影響は異なった。統合合併を経験した財閥系銀行は、一般的な銀行と同様に、自己資本を増加させ、人件費をかけることで経営効率性を改善することができた。それに対し、統合合併の対象にならなかった財閥系銀行は、まず自己資本比率を高めても経営効率性の改善効果は限定的である。また、人件費についても同様に、経営効率性の改善効果は小さい。

2000-2007 年においてフィリピン財閥系銀行間で財閥グループの枠を越えた統合合併がおこなわれてきた。財閥系銀行がただ銀行規模の拡大や市場シェアの獲得を目的として統合合併をおこなったことは考えにくい。なぜなら、財閥系銀行は、経営効率性を低下させないように相手先を選別し、一般銀行以上に銀行経営の健全性や人材獲得による経営効率性改善効果を得ているからである。

アジア通貨危機前の 1992-1996 年の期間を対象に、フィリピン地場商業銀行の利潤効率性を推計した第 2 章補論「アジア通貨危機前の財閥系銀行の利潤効率性」からも、1992-1996 年の期間におけるフィリピン地場銀行の利潤効率性の改善傾向は観察されており、実物経済とは対照的に好調なフィリピン銀行部門（特に地場商業銀行）を裏付ける結果となった。

なお、利潤効率性の高い大規模行は益々効率的になる一方で、利潤効率性が低い体質を抱える小規模行はさらに非効率になる傾向も観察されており、この期間の銀行間の競争激化により、効率性の面で二極化が進み淘汰されつつあることを示唆している。通貨危機以前から銀行市場は飽和状態にあり、地場商業銀行間でも市場競争が激化していたことを裏付けている。

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」では、フィリピン製造業企業のミクロデータを利用して、債務がコーポレート・ガバナンスに果たした役割について検討をおこなった。コーポレート・ガバナンスについての議論では、株式所有構造を通じたガバナンス・メカニズムと並んで負債による経営への規律付けが重要な役割を果たすものと期待されている。

しかし 1997 年アジア通貨危機においては、債権者のモニタリング機能に基づく債務のガバナンス・メカニズムの弱さが、危機発生の原因や危機の深刻化に深く関わっているという指摘がされてきた。その議論によれば、金融機関の審査・モニタリング機能の不足、あるいは金融機関と特定企業との癒着構造といった構造的な問題のために、不適切な融資が行われ企業経営への規律付けに失敗したとされている。また企業の債務依存度が高かったことが、危機後に多くのデット・オーバーハングを発生させアジア危機深刻化の重要原因となったとされてきた。

こうした「債権者によるモニタリング不全」の議論がフィリピンの資金調達市場にも当てはまるのかどうか明らかにするために、フィリピン企業部門の中で主導的な役割を担う製造業企業を対象に分析を行った。より具体的には、負債によるガバナンス・メカニズムに関して以下の 3 つの問題を検討した。

第 1 は、金融制度の未整備なフィリピンの様な途上国において、債権者によるモニタリング機能を基盤とした負債によるガバナンスがどの程度働いているかという問題である。一般の認識によれば、フィリピン企業は所有の集中度が極めて高く情報開示が低いため、債権者によるモニタリング機能は強い制約を受けている。したがって、フィリピン製造業企業と債権者との間には高い情報の非対称性が存在しており、企業は十分な資金調達が行えない「過少投資問題」が発生しているとされている。

しかし、推計結果によれば、債権者の企業への関与が強まる場合、債権者のモニタリング機能が株主資本の収益率を改善する効果は観察できなかったものの、株主資本と他人資本を合計した企業が利用している資本全体への収益率は改善するという観察結果が得られた。債権者によるガバナンスは一定の貢献を企業経営の改善に果たしているといえよう。

第 2 は、外資系企業、上場企業、財閥系企業は、債権者によるモニタリング機能が何らかの形で一般企業と異なるため、負債によるガバナンス機能に違いが見られるのではないかという問題である。これらの企業は、母国銀行との親密な関係、通常よりも厳しい情報開示の義務、情報の共有と内部資本市場の活用といった一般企業にはない特性を備えているからである。アジア通貨危機前の期間について、外資系企業は、債権者によるモニタリング機能が良く働き負債によるガバナンスが妥当する状況にあった。また、上場企業や財閥系企業については、一般企業ととくに異なった特徴は観察されなかった。ただし、上場企業については、急激に資金調達を増やした 1990 年代前半に「過少投資問題」が観察されており、債権者によるモニタリング機能がやや低下したことを示唆する観察結果が得られた。

第3は、アジア危機によってフィリピンのコーポレート・ガバナンスにおける負債の役割がどう変化したのかについての問題である。実証結果によれば、アジア通貨危機前には債権者によるモニタリング機能が有効に機能していた外資系企業については、危機後に債権者によるモニタリング機能が大きく低下した。アジア経済の将来性についての不透明になり債権者の企業にたいする評価が修正された可能性を示唆するものとなった。

アジア危機の企業経営への影響については、アジア危機によりデット・オーバーハングが発生し、これが企業収益の悪化とその長期化をもたらしたとする見解が広く言われている。実証結果は、アジア通貨危機の後、フィリピン製造業企業においてもデット・オーバーハングが発生し、高負債企業がアジア通貨危機によって集中的に打撃を受けたとする見方(デット・オーバーハング仮説)を裏付けるものとなった。ただし、外資系企業、上場企業、財閥系企業では、一般の企業と異なり高負債企業でもデット・オーバーハング問題は検証できなかった。これらの企業は母国親会社や内部資本市場から、それぞれ金融支援を受け負債負担の増加を乗り切った可能性を伺わせるものとなった。

さらに、第 4 章「企業ガバナンスと資本構成」では、フィリピン企業の資金調達構造についてエージェンシー・アプローチを用いた計量分析を行った。検討の対象を製造業企業に絞り、アジア危機前(1991－1997 年)と危機後の不況(1998－2003 年)をまたぐ 13 年間について、企業レベルのミクロ・データを利用して計量分析を行った。

製造業企業の資金調達活動の実証分析によれば、第 1 に、一般企業にとっては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の高い企業ほど負債比率が低下することが示唆された。

第 2 に、観察期間全体と危機前のサンプルに限られることであるが、債権者との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一つになることが分かった。

企業属性による資金調達手段の違いについては、母国親企業からの出資金という調達手段を持つ外資系企業や、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用達システムを持つ属性企業でないと、危機のような大きなショックに対して、資金調達面で柔軟な対応が出来ないことを示唆している。見方を変えれば、危機に対して特殊な資金調達メカニズムを持たない一般的企業では、危機への対応が困難であり高い負債依存の構造から脱却できないということであり、フィリピンの企業金融システムが依然として未成熟な段階にあることを示唆している。

最後に、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、途上国企業が円滑な資金調達を行うための手段として、財閥グループの果たす役割に注目した。なぜなら、企業金融を取り巻く環境が未整備である状況においては、財閥グループ内での資金調達、グループ企業と関連銀行間での長期的な取引関係が、経営者と債権者間の情報の非対称性の問題を緩和し、負債による規律が過剰投資を抑制する可能性があると予想されるからである。借入を中心的とするフィリピン企業について、主要な借入先である銀行が企業の設備投資行動をどのように規律付けもしくは抑制しているかどうかを検証するために、フィリピン企業の資金調達構造と設備投資行動との関係を分析した。

実証分析によって得られた結果は以下の通りである。(1)設備投資の決定要因について、負債比率とトービンの Q による説明をすることができた。(2)財閥系企業の負債感応度が相対的に低かった。内部資金・自己資本近似負債の利便性を示唆している。(3)財閥系企業のうち成熟企業で負債による規律付けが働き過剰投資問題を緩和する効果が示唆された。一方で、成長企業は、財閥系企業・独立企業に関係なく、借入制約に直面しているために設備投資が制約されるということは今回の分析では得られなかった。(4)大株主持株比率を用いた推計結果からは、成熟企業で負債による規律が過剰投資を抑制する効果も、成長企業で借入制約が課されている効果も指摘することが出来なかった。(5)十分な投資機会を持たない老舗企業は、負債による規律付けが働いていた。したがって、十分な投資機会を持たない財閥系企業では、負債による規律が過剰投資を抑制する。しかし、この過剰投資抑制効果は、集中的な所有構造から生じてい

るというよりは、長期間経営を行っているために債権者から見て企業情報が得やすいなどの要因によるものである。

2. フィリピン企業金融システムの全体像

以上、各章から得られた知見を元に、以下では、財閥グループを中心としたフィリピンの企業金融システムの全体像を描くことを試みる。平常時の企業金融ステムを図示したものが図 6-1 である。フィリピンの一般的な地場企業は、資本市場と銀行市場からも資金調達の困難を抱えている。フィリピンの資本市場は未発達であるため（第 1 章）、優良な地場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る。さらに、一般的に地場銀行と地場企業の間には、情報の非対称性が存在するため、負債による資金調達も困難である。したがって、一般地場企業が収益を拡大するためには、資金調達のために資産規模を拡大し担保資産を確保する必要がある（第 3 章）。一般地場企業が資産規模を拡大するためには、優良な投資プロジェクトを遂行し市場シェアを獲得することが求められる。したがって、資金調達の困難と、その困難による優良投資プロジェクト実行の困難が、一般地場企業を低水準均衡の罠にとどまらせている（奥田[2006]）。

一般地場企業の中でも優良な企業は、地場銀行からの融資の審査が通過し負債による資金調達が可能になった場合、収益を獲得する可能性の高い投資プロジェクトを実行することができるため、結果的に投資の負債感応度が高くなる（第 5 章）。フィリピン経済全体が好調で、一般地場企業にも成長余地がある場合には、一般地場企業が計画している投資プロジェクトの優良性を地場銀行にアピールすることができるのであれば、地場銀行からの融資を引き出すことが可能である。

一方で、財閥グループに属する企業は、一般地場企業よりも資金調達の面での困難は少ない。まず、財閥系企業は、持株会社を通じた内部資本市場の資金を投資資金として利用することができる。財閥グループは、傘下の財閥系企業の収益を内部資本市場に留保し、持株会社の投資資金の原資とする。持株会社は、財閥内の傘下企業へ再投資を行い、収益を上げることを目的とする。財閥系銀行からの負債も利用可能ではあるが、財閥系企業は、持株会社からの投資資金の利用をより選好する。したがって、財閥系企業は、一般地場企業よりも負債比率が高くなる傾向がある（第 4 章）。

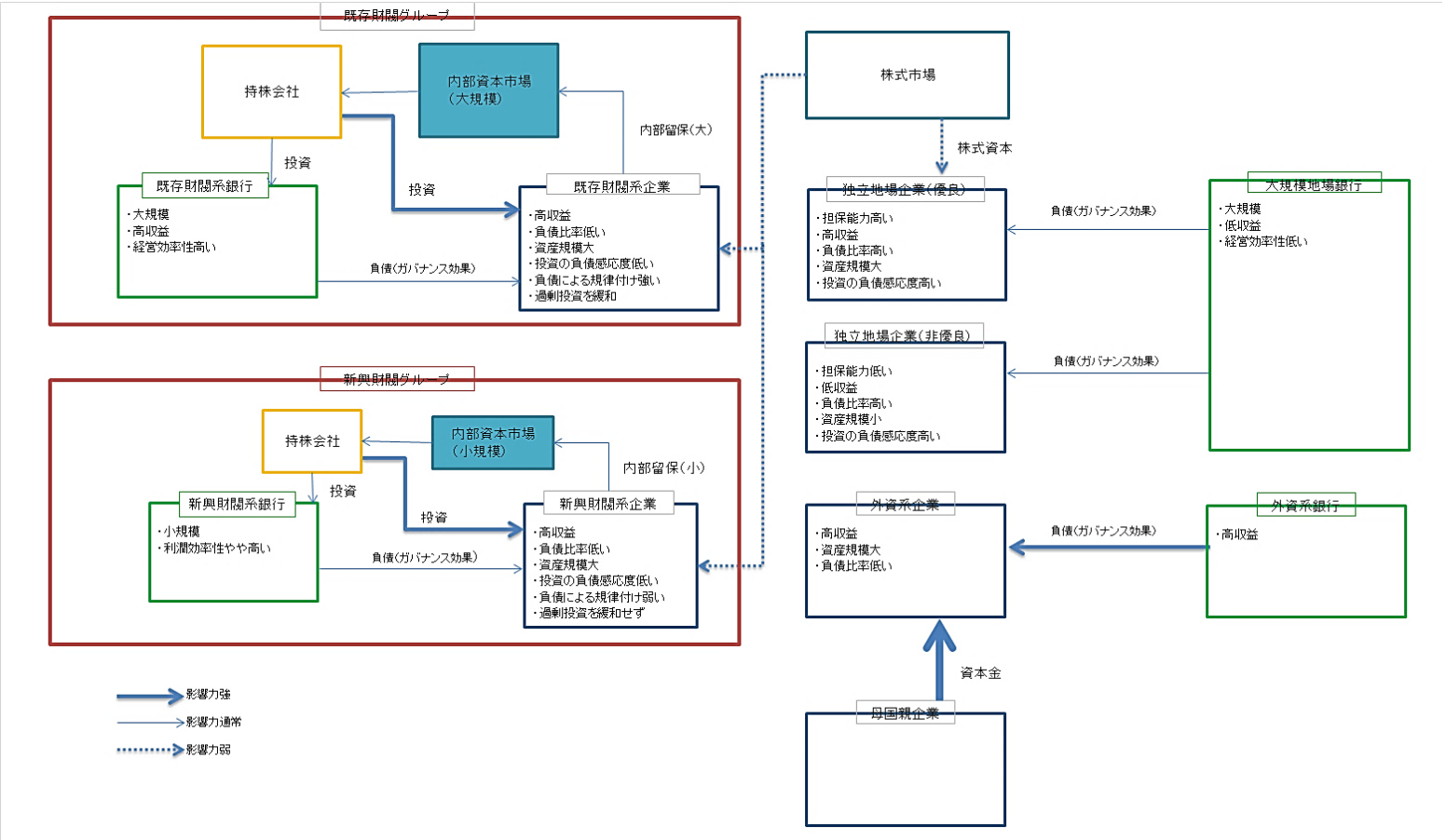
さらに、財閥系企業の中でも、長い歴史を有する既存財閥グループと新興財閥グループでは、投資行動については差異がある。既存財閥グループ傘下の企業は、企業の歴史からすると成熟段階にあり、新興企業と比べると企業成長の余地が小さい。こうした財閥系企業は、十分な投資機会を持たず、負債による規律付けが働き過剰投資を抑制していた。

しかし、フィリピン経済全体にダメージを与えるような事態におちいった場合、通常時から資金調達の困難を抱える一般地場企業の状況は、危機時にはより深刻になる(図 6-2)。危機時には、まず一般地場企業と一般地場銀行の収益が大きく低下する(第 4 章、エラー! 参照元が見つかりません。補論)。したがって、収益が低下した一般地場企業にとっては、一般地場銀行からの負債による資金調達はさらに困難になる。経営面で危機におちいった一般地場銀行は、銀行再編の対象になりやすく、健全な経営を行い優秀な経営陣を備えていた優良な一般地場銀行ほど、既存の財閥系銀行による買収の対象になりやすい(第 2 章)。その結果、再編後の銀行市場に残ったのは、既存の財閥系銀行と買収の対象にならなかった一般地場銀行(小規模、低収益)である。

危機時には、財閥グループ内の内部資本市場が有効に機能し、財閥グループ内の企業と銀行に資金が円滑に融通される。その結果、財閥グループの存続が図られる。まず、危機時には財閥系企業は、一般地場企業と同様に収益が低下する(第 4 章)。しかし、内部資本市場に内部部留保されていた資金が財閥グループの持株会社によって、財閥系企業と財閥系銀行に再配分される。同時に大規模な既存財閥系銀行は、豊富な資金力をもとに財閥系企業に対して緊急融資を行うことができた(第 4 章)。既存財閥系銀行は、危機時にも収益が低下しなかった。だからといって既存財閥系銀行は、同グループ内の財閥系企業に対して広く融資を行ったということではない。利潤率が高い財閥系企業に対して優先的に融資を行っている(第 4 章)。負債による規律付けが働き、過剰投資問題を緩和していた(第 5 章)。

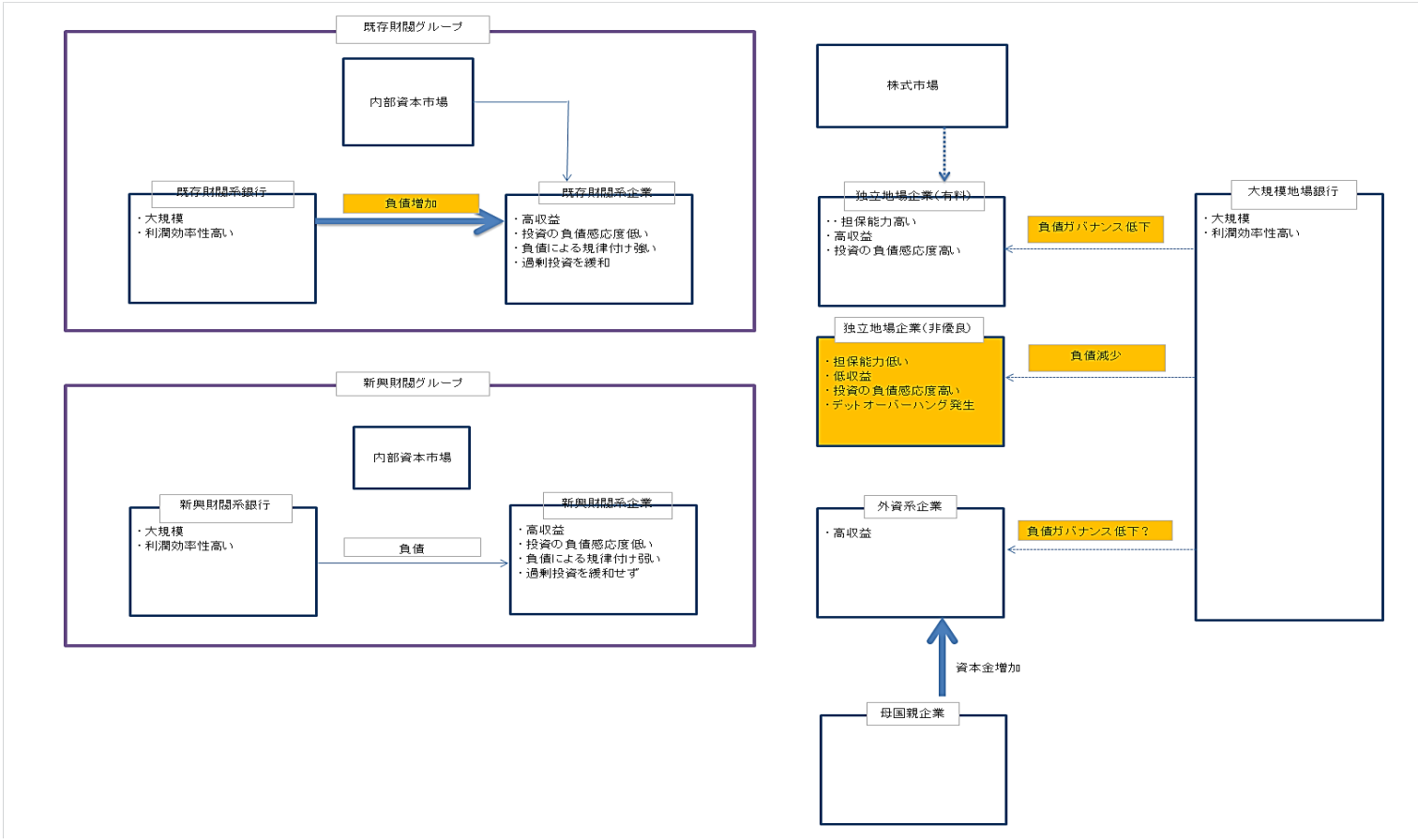
また、危機後、財閥グループの垣根を越えた財閥系銀行の統合合併が行われてきた(第 2 章)。その結果、財閥系銀行の中でも経営効率が悪く収益性の低い銀行は、統合合併の対象となった。統合合併を主導した既存財閥系銀行は、さらに資産規模を拡大した。統合合併直後は、人員や店舗網の整理を行ったため、一時的に収益性が低下した。優良な財閥系銀行は、経営資源を再編成した後、規模経済性と範囲経済性を発揮し収益を拡大していくことが予想される。

図 6-1 財閥グループを中心とした企業金融システム(通常時)



(出所)筆者作成。

図 6-2 財閥グループを中心とした企業金融システム(危機後)



(出所)筆者作成。

3. インプリケーション

これまでの分析から、フィリピンの銀行部門と企業部門が抱える問題点を指摘することができる。第1に、一般地場企業の資金調達環境が十分に整備されてはいないということである。危機時は言うに及ばず平常時でも、一般地場企業は資金調達面で困難を抱えている。その要因は、未発達な資本市場と、モニタリング能力の低い地場銀行の存在である。「ASEAN+3 アジア債券市場イニシアティブ」のさらなる進捗などにより、資本市場の発達が見込まれる。こうした動きは、一般地場銀行の資本市場からの資金調達の困難を改善することができよう。そして、一般地場銀行が地場企業のもつ優良な投資プロジェクトを的確に審査し、適切な融資を提供することが可能になれば、銀行部門と銀行部門双方に収益を上げることができる。しかし、そのための方策は決して容易ではない。一般地場銀行が成長していくためには、財閥系銀行のフィリピン国内の市場シェアを奪取することが必要となる。現在のフィリピンにおいては、財閥系銀行が銀行市場の大部分を支配しており、一般地場銀行単独の経営努力のみではこの現状を打破することは難しい。星野編[2004]が指摘するようにフィリピン経済の発展にともない、財閥グループが衰退していくのであれば、一般地場銀行と一般地場企業の成長の余地は大きくなるものと考える。

第 2 に、フィリピンの財閥は、財閥グループの存続を目的とするため、必ずしも優良な財閥系企業と財閥系銀行が最適な経営行動をとることができないということである。財閥グループに属する企業の利点は、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点である。財閥系企業の中でも優先的に資金融通されるのは、有望な投資プロジェクト（投資資金を回収可能）を高収益である企業が中心である。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」資金融通が有効に機能していると言える。しかし、財閥系銀行が同グループの企業に対する融資を行う際の審査については不透明性が残る。財閥系銀行の資産が不当にこれらの融資に使用される可能性も否定できない。さらなるグローバリゼーションの進展にともない、財閥グループに対する政府の保護（あるいは相互保護）が解消されていった場合、これまで存続してきた財閥系銀行と財閥系企業の経営環境が厳しいものになることが予想される。

4. 今後の研究課題

本稿は、財閥グループを中心としたフィリピンの企業部門と銀行部門を取り巻く企業金融システムの全体像を明らかにすることを試みたものである。しかし、以下の点については今後の研究課題としたい。第 1 に、財閥グループ内の内部資本市場と持株会社の行動については、本稿では十分な分析ができなかった。一般的な持株会社と財閥系持株会社がどのような基準で資金を投資先に提供し、投資資金を回収しているかについては今後の分析を待ちたい。第 2 に、株式市場・社債市場についての議論が十分でない点である。三重野[2006]が指摘するように経済発展過程における資本市場の役割の拡大を分析する議論は限られている。なぜフィリピンの主要企業の多くが株式市場に参加していないのか。フィリピンの経済発展の過程で、企業が株式市場の利用をはじめるインセンティブがどこにあるのか。これらの疑問について、今後の研究によって解き明かすことがもうひとつの課題である。

参考文献

安倍誠［2004］「韓国財閥の持続可能性－継承問題と通貨危機後の事業再編を中心に」星野妙子編『ファミリービジネスの経営と革新』研究双書，No.538，アジア経済研究所，pp.29-68.

蟻川靖浩・宮島英昭・齊藤直［2003］「金融危機前後の投資行動と企業統治－過剰債務問題とメインバンク」花崎正晴・寺西重郎編『コーポレート・ガバナンスの経済分析－変革期の日本と金融危機後の東アジア』東京大学出版会.

池尾和人・広田真一［1992］「企業の資本構成とメインバンク」堀内昭義・吉野直行編『現代日本の金融分析』東京大学出版会，pp. 39-71.

市川恭治編［2002］『日本語－フィリピン語実用辞典』日本地域社会研究所.

井上隆一郎［1991］『アジアの財閥と企業』日本経済新聞社.

内田浩史・小佐野広［2003］「日本における銀行モニタリングのガバナンス機能」*CEI Working Paper Series*, No.2003-5.

大貝威芳［2001］「フィリピンの財閥と多国籍化」竜谷大学経営学論集 41(2), pp.70-77.

大森徹・中島隆信［2000］「日本の銀行業における全要素生産性と仲介・決済サービス」『金融研究』第 19 巻別冊第 1 号，pp.239-287.

奥田英信［2000a］『ASEAN の金融システム－直接投資と開発金融』東洋経済新報社.

奥田英信［2000b］「フィリピンの金融制度改革－その歴史展開と現在の問題点」*Discussion Paper*, No. D99-34，一橋大学経済研究所.

奥田英信［2006］「途上国金融システムの発展とその経路」奥田英信・三重野文晴・生島靖久『開発金融論』日本評論社，pp.19-36.

奥田英信・齋藤純［2003］「フィリピン製造業のコーポレート・ガバナンスと負債の役割：企業属性による違いとアジア危機の影響の検証」花崎正晴・寺西重郎編『コーポレート・ガバナンスの経済分析―変革期の日本と金融危機後の東アジア』東京大学出版会，pp.369-396.

奥田英信・齋藤純［2003］「エージェンシー・コスト・アプローチによるフィリピン企業の資金調達構造の分析」『開発金融研究所報』第 16 号，国際協力銀行開発金融研究所，pp.111-133.

奥田英信・齋藤純［2004］「外国銀行の進出とASEAN銀行業への影響－タイとフィリピンの比較研究」*Working Paper Series* Vol. 2004-33，国際東アジア研究センター.

柏原千英［2009］「フィリピンにおける金融部門の規制緩和－1980 年代～現在、再編なき改革」国宗浩三編『国際資本移動と東アジアの新興市場諸国』調査研究報告書，アジア経済研究所.
粕谷宗久［1993］『日本の金融機関経営－範囲の経済性、非効率性、技術進歩』東洋経済新報社.
川中豪［2001］「エストラーダ政権崩壊への過程－2000 年のフィリピン」『動向分析レポート』アジア経済研究所，pp.291-318.
北村行伸［2005］『パネルデータ分析』一橋大学経済研究叢書，岩波書店.
北村行伸［2011］『ミクロ計量経済学入門』日本評論社.
小池賢治［1984］「フィリピンの企業活動 － ソリアノ財閥の創始者 A・ソリアノを中心として」『アジア経済』第 25 巻第 5/6 号.
小池賢治［1993］「フィリピンの財閥－財閥の政治化現象とその帰結」小池賢治・星野妙子編『発展途上国のビジネスグループ』アジア経済研究所叢書，pp.189-212.
齋藤純［2000］「フィリピン地場銀行経営の計量経済分析」一橋大学大学院修士論文.
齋藤純［2006a］「財閥系企業における過剰投資問題の検証－フィリピン上場企業の投資の負債感応度」『アジア経済』第 47 巻第 5 号，pp.2-16.
齋藤純［2006b］「新興市場国企業の企業属性による資金調達構造の分析－アジア危機前後におけるフィリピン製造業企業負債比率の推計」*Discussion Paper* 2005-15，一橋大学.
齋藤純［2012］「フィリピン銀行部門再編が経営効率性に与える影響－マルムクィスト DEA によるフィリピン銀行の経営効率性の計測とその決定要因」*Hitotsubashi University Repository, Discussion Papers*, No. 2012-04.
清水聡［2002］「フィリピン企業部門の財務状況とコーポレート・ガバナンス」『環太平洋ビジネス情報 RIM』Vol.2, No.5，日本総合研究所環太平洋研究センター，pp.98-128.
朱炎［2000］『アジア華人企業グループの実力』ダイヤモンド社.
白井早百合［2003］「家族経営のグループ企業が企業パフォーマンスに与える効果の分析－インドの事例をもとにして」『アジア研究』第 49 巻第 2 号，pp.26-44.
末廣昭［2003］「ファミリービジネス再論－タイにおける企業の所有と事業の継承」『アジア経済』第 44 巻第 5/6 号，pp.101-127.
末廣昭［2006］『ファミリービジネス論－後発工業化の担い手』名古屋大学出版会.
末吉俊幸［2007］『DEA－経営効率性分析法』朝倉書店.
スティグリッツ，J. E.・B. グリーンワルド［2003］「銀行部門の再構築」『新しい金融論－信用と情報の経済学』東京大学出版会，pp.245-257.
鈴木有理佳［2010］「フィリピン－総選挙に向けて動く」アジア経済研究所編『アジア動向年報 2010』アジア経済研究所，pp.282-299.

世界経済情報サービス［2007］『ARC レポート フィリピン』世界経済情報サービス.
武田浩一［1998］「規制緩和と銀行の生産性変化 － 日本の預金金利規制緩和に関する実証研究」『日本経済研究』第 37 巻, pp.19-57.
武田晴人［1993］「財閥と内部資本市場」大河内暁男・武田晴人編『企業者活動と企業システムー大企業体制の日英比較史』東京大学出版会, pp.34-57.
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.
知花いづみ［2013］「フィリピンー内政安定化と経済成長への布石」アジア経済研究所編『アジア動向年報 2013』アジア経済研究所, pp.294-311.
チン・コック・フェイ［2007］「マレーシア国内における金融部門のレント」カーン,ムスタクH・ジョモ K. サンダラム編『レント、レント・シーキング、経済開発－新しい政治経済学の視点から』人間の科学新社, pp.389-414.
土村宜明・杉浦康之・佐々木隆文［2010］「日本企業の事業多角化と内部資本市場の役割」『現代ファイナンス』第 27 巻, pp.41-57.
筒井義郎［1986］「金融機関の規模の経済性と技術的効率性」『オイコノミカ』第 22 巻第 3/4 号, pp.43-66.
永野護［2007］「東アジア社債市場の発展は可能か？－社債発行決定要因の国際比較分析」『金融経済研究』第 25 号, pp.55-71.
中村保［2003］『設備投資行動の理論』東洋経済新報社.
西村知［2007］「グローバル時代における東南アジア農村住民－フィリピン・ルイシータ農園の社会経済変化と共同性」『経済学論集』(鹿児島大学) 第 68 巻, pp.55-71.
日経リサーチ［2009］「在アジア日系企業における現地スタッフの給料と待遇に関する調査（フィリピン編） 2009」日経リサーチ.
日本貿易振興機構［2008］「フィリピン」『ジェトロ世界貿易投資報告 2008』日本貿易振興機構, pp.215-220.
日本貿易振興機構［2009］「フィリピン」『ジェトロ世界貿易投資報告 2009』日本貿易振興機構, pp.217-222.
日本貿易振興機構［2010］「フィリピン」『ジェトロ世界貿易投資報告 2010』日本貿易振興機構, pp.119-122.
日本貿易振興機構［2011］「フィリピン」『ジェトロ世界貿易投資報告 2011』日本貿易振興機構, pp.1-5.
野間敏克［2000］「日本の企業金融」筒井義郎編『金融分析の最先端』東洋経済新報社, pp. 167-195.
野間敏克・筒井義郎［1987］「わが国銀行業における規模の経済性ートランスログ費用関数および資本レンタル価格の検討」『大阪大学経済学』第 36 巻第 3/4 号, pp.218-229.

橋本将司［2001］「フィリピンの金融システム強化に向けた取り組みと残された課題」『国際経済金融論考』November 15，国際通貨研究所.
ハッチクラフト,ポール・D［2007］「発展を妨げる汚職－フィリピンの特権政治」ムスタク H カーン/ジョモ K.サンダラム編『レント、レント・シーキング、経済開発－新しい政治経済学の視点から』人間の科学新社.
花崎正晴・劉群［2003］「アジア危機とコーポレート・ガバナンス」花崎正晴・寺西重郎編『コーポレート・ガバナンスの経済分析―変革期の日本と金融危機後の東アジア』東京大学出版会，pp.339-368.
パレーニョ,アール・G.［2005］『フィリピンを乗っ取った男－政商ダンディン・コファンコ』太田出版.
福井清一［2010］「経済開発の概観－成長・貧困・構造変化」高橋基樹・福井清一編『開発経済論－研究と実績のフロンティア』勁草書房，pp.1-19.
星野妙子編［2004］『ファミリービジネスの経営と革新－アジアとラテンアメリカ』研究双書，アジア経済研究所.
星野妙子・末廣昭編［2006］『ファミリービジネスのトップマネジメント』アジア経済研究所叢書.
堀敬一［1998］「銀行業の費用構造の実証研究－展望」『金融経済研究』第 15 号，pp.24-51.
本間哲志・神門善久・寺西重郎［1996］「高度成長期の我が国銀行業の効率性」『経済研究』第 47 巻第 3 号，pp.248-269.
増田耕太郎［2010］「フィリピン貿易統計における委託加工貿易」『国際貿易と投資』22(1)，pp.100-102.
松村勝弘［2002］「負債は企業を規律付けるか、メインバンクはモニタリング機能を果たすか」『証券経済研究』第 36 巻，pp.107-127.
三重野文晴［2010］「開発と金融システム」高橋基樹・福井清一編『開発経済論－研究と実績のフロンティア』勁草書房，　pp.179-197.
宮島英昭・蟻川靖浩・齊藤直［2001］「日本型企業統治と過剰投資－過剰流動性期とバブル期の比較分析」『フィナンシャル・レビュー』Vol.60，pp139-168.
森澤恵子［2004］『岐路にたつフィリピン電機産業』勁草書房.
山田方敏・蜂谷豊彦［2009］「内部資本市場の効率性から見た M&A のパフォーマンス」『管理会計学』18(1)，pp.33-48.
吉岡完治［1989］『日本の製造業、金融業の生産性分析』東洋経済新報社.
ヨトポロス，P. A.，・J. B. ヌジェント[1984]『経済発展理論－実証研究』慶應通信.
米川伸一・小池賢治［1986］『アジアを見る眼 No.71 発展途上国の企業経営－担い手と戦略の変遷』アジア経済研究所.

Aldaba, Rafaelita M. [2008] “Can Imports Discipline Collusive Firms? - The Case of the Philippine Cement Industry,” *Philippine Journal of Development*, No.64, Vol. 35(1), pp.1-21.

Austria, Myrna S. [2001] “Liberalization and Regional Integration - The Philippines’ Strategy for Global Competitiveness,” *Philippine Journal of Development*, No.51, Vol. 28(1), pp.55-86.

Baltagi, Griffin and Rich[1995] “The Measurement of Firm-Specific Indexes of Technical Change,” *Review of Economics Statistics*, LXXVII-4.

Banker, Rajiv D., Chanes, A. and Cooper, W. W. [1984] “Some Models for Estimating Technical and Scale Inefficiencies in Data Envelopment Analysis,” *Management Science*, 30, pp.1078-1090.

Banker, Rajiv D., Hsihui Chang and Seok-Young Lee [2010] “Differential Impact of Korean Banking System Reforms on Bank Productivity,” *Journal of Banking & Finance*, 34, pp.1450-1460.

Baumol, William J. [1959] “Business Behavior, Value and Growth,” Macmillan.

Berger, Allen N. [1995] “The Profit-Structure Relationship in Banking : Tests of Market-Power and Efficient-Structure Hypotheses,” *Journal of Money, Credit and Banking*, 27(2), pp.404-431.

Berger, Allen N. [1998] “The Efficiency Effects of Bank Merger-s and Acquisitions - A Preliminary Look at the 1990s Data,” In *Bank Mergers and Acquisitions*, Kluwer Academic Publishers, Boston.

Berger, Allen N., Hanweck, G. A. and Humphrey, D. B. [1987] “Competitive Viability in Banking - Scale, Scope, and Product Mix Economies,” *Journal of Monetary Economics,* 20, pp.501-520.

Berger, Philip G. and Eli Ofek [1995] “Diversification's Effect on Firm Value,” *Journal of Financial Economics*, 37(1), pp. 39–65.

Bonin, J., P. John, I. Hasan and P. Wachtel [2005] “Bank Performance, Efficiency and Ownership in Transition Countries,” *Journal of Banking and Finance*, 29(1), pp.31-33.

Booth, Laurence, Varouj Aivazian, Asli Demirguc-Kunt and Vojislav Maksimovic [2001] “Capital Structures in Developing Countries,” *Journal of Finance* 56 (1), pp.87-130.

Bradlay, M., G. Jarrel and E. H. Kim [1984] "On the Existence of an Optima Capital Structure: Theory and Evidence," *Journal of Finance* 39, pp.857-878.

Caves, D. W., Christensen, L. R. and Diewert, W. E. [1982] "The Theory of Index Numbers and the Measurement of Input, Output, and Productivity," *Econometrica*, 50(6), pp.1393-1414.

Caves, Laurits and Diewert [1982] "Multilateral Comparisons of Output, Input and Productivity Using Superlative Index Number," *Economic Journal*, 92.

Claessens, Stijn, Djancov, Simeon and Larry H. P. Lang [2000] "The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporation," *Journal of Financial Economics*, 58, pp.81-112.

Chang, Chun [1987] "Capital Structure as Optimal Contracts," *Working Paper*, Carlson School of Management, University of Minnesota.

Cooper, William W., Lawrence M. Seiford, and Kaoru Tone [2007] "Data Envelopment Analysis: A Comprehensive Text with Models, Applications, References and DEA-Solver Software," second edition, Springer.

Das, Abhiman and Saibal Ghosh [2006] "Financial Deregulation and Efficiency: An Empirical Analysis of Indian Banks during the Post Reform Period," *Review of Financial Economics*, 15, pp.193-221.

Dewatripont, Mathias and Eric S. Maskin [1995] "Credit and Efficiency in Centralized and Decentralized Economies," *The Review of Economic Studies*, 62(4), pp.541-555.

Doukas, John A. and Ozgur B. Kan [2008] "Investment Decisions and Internal Capital Markets: Evidence from Acquisitions," *Journal of Banking & Financ*e, 32(8), pp.1484-1498.

Dueñas-Caparas, Ma. Teresa S. [2007] "Firm-Level Determinants of Export Performance: Evidence from the Philippines," *Philippine Journal of Development*, No.62, Vol. 34(1), pp.87-201.

Economic Intelligence Unit [2008] "Country Commerce 2008; Philippines," Economic Intelligence Unit, New York.

Farrel, M. J. [1957] "The Mesurement of Productive Efficiency," *Journal of Royal Statistical Society* Vol.120, No.3, pp.253-290.

Fazzari, S. M., R. G. Hubbard and B. C. Petersen [1988] "Financing Constraints and Corporate Investment," *Brookings Papers on Economic Activity,* Vol.1, pp.141-195.

Fethi, Meryem Duygun, and Fotios Pasiouras [2010] “Assessing Bank Efficiency and Performance with Operational Research and Artificial Intelligence Techniques: A Survey,” *European Journal of Operational Research*, Vol. 204(2), pp.189-198.

Furuoka, Fumitaka [2007] “Econometric Analysis of the Export-led Growth Hypothesis: Evidence for BIMP-EAGA Countries,” *Philippine Journal of Development*, Vol. 34(2), pp.25-42.

Gochoco-Bautista, Ma. Socorro [1999] “The Past Performance of the Philippine Banking Sector and Challenges in the Post-crisis Period,” in Asian Development Bank, *Rising to the Challenge in Asia: A Study of Financial Markets*, Vol.10, Philippines, Manila: Asian Development Bank, pp.29-78.

Hancock, Diana [1985] “The Financial Firm: Production with Monetary and Nonmonetary Goods,” *Journal of Political Economy*, Vol.93, No.5, pp.859-880.

Hancock, Diana [1987] “Aggregation of Monetary Goods: A Production Model,” in *New Approaches to Monetary Economics*, eds., Barnett and Singleton, Cambridge University Press, pp.200-218.

Hancock, Diana [1991] “A Theory of Production for the Financial Firm,” Springer Netherlands.

Harris, Milton and Artur Raviv [1991] “The Theory of Capital Structure,” *Journal of Finance* Vol. 46(1), pp.297-355.

Havrylchyk, Olena [2006] “Efficiency of the Polish Banking Industry: Foreign versus Domestic Banks,” *Journal of Banking & Finance*,Vol. 30, pp.1975-1996.

Hoshi, Takeo, Anil Kashyap and David Scharfstein [1991] “Corporate Structure, Liquidity, and Investment: Evidence from Japanese Industrial Groups,” *Quarterly Journal of Economics*, Vol.106(1), pp.30-60.

Jensen, Michael C. [1986] “Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeover,” *American Economic Review*, Vol.76, pp.323-329.

Jensen, Michael C. and William Meckling [1976] “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure,” *Journal of Financial Economics*, Vol.3, pp.110-120.

Kauko, Karlo [2009] “Managers and Efficiency in Banking,” *Journal of Banking & Finance*, Vol.33(3), pp.546-556.

Kawai, M., H. J. Hahm and G. Iarossi [1999] “Corporate Foreign Debt in East Asia: Too Much or Too Little?” The World Bank Conference Asian Corporate Recovery: Corporate Governance and the Role of Governments.

King, Robert. G. and Ross Levine [1993] "Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right," *Quarterly Journal of Economics*, Vol.108(3), pp.717-737.

Koike, Kenji [1993] "The Ayala Group during the Aquino Period: Diversification along with a Changing Ownership and Management Structure," *Developing Economies*, 31, pp.442-463.

Lamberte, Mario B. [1983] "Outputs and Inputs of Philippine Commercial Banks," *Journal of Philippine Development*, pp.129-145.

Lamberte, Mario B. [1996] "Trade in Services in the Philippines," in Intal, Ponciano S., *Emerging World Trading Environment and Developing Asia: The Case of the Philippines*, Asian Development Bank; Manila.

Lamberte, Mario B. [2002] "Recent Developments in Corporate Gogernance in the Philippines," Lamberte, Mario B. eds., *Economic Crisis… Once More*, Philippine Institute for Development Studies.

Lamberte, M. B., C. B. Cororaton, M. F. Guerrero and A. C. Orbeta [1999] "Impacts of the Southeast Asian Financial Crisis on the Philippine Manufacturing Sector,"Philippine Instiute for Development Studies.

Lang, Larry, Eli Ofek and Reńe M. Stulz [1995] "Leverage, Investment, and Firm Growth," *Journal of Financial Economics,* Vol.40, pp.3-29.

Leland, Hayne E. and David H. Pyle [1977] "Informational Asymmetries, Financial Structure and Financial Intermediation," *Journal of Finance,* Vol. 32(2), pp. 371-387.

Malmquist, Sten [1953] "Index Numbers and Indifference Surfaces," *Trabajos de Estadística y de Investigación Operativa*, Vol.4(2), pp.209-242.

Manlagñit, Maria Chelo V. [2011] "Cost Efficiency, Determinants, and Risk Preferences in Banking: A Case of Stochastic Frontier Analysis in the Philippines," *Journal of Asian Economics*, Vol.22(1), pp.23–35.

Marris, R. [1964] "The Economic Theory of 'Managerial' Capitalism," Macmillan.

Marsh, Paul [1982] "The Choice between Equity and Debt: An Empirical Study," *Journal of Finance,* Vol. 37(1), pp.121-144.

McKinnon, Ronald I. [1973] "Money and Capital in Economic Development," Brookings Institution Press; Washington D. C.

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.

Mieno, Fumiharu [2011] “Foreign Ownership, Listed Status and the Financial System in East Asia: Evidence from Thailand and Malaysia,” *Working Paper Series*, Center for Economic Institutions, Hitotsubashi University, No. 2010-14.

Mitton, T. [2002] “A Cross-Firm Analysis of the Impact of Corporate Governance on the East Asian Financial Crisis,” *Journal of Financial Economics* 64, pp. 215-241.

Modigliani, Franco and Merton H. Miller [1958] “The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment,” *American Economic Review*, Vol. 48(3), pp.261-297.

Myers, Stewart C. [1977] “Determinants of Corporate Borrowing,” *Journal of Financial Economics*, Vol. 5(2), pp.147-175.

Myers, Stewart C. and Nicholas S. Majluf [1984] “Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have InformationThat Investors Do Not Have,” *Journal of Financial Economics,* Vol. 13 (2), pp.187-221.

National Statistics Office [2010] “Philippine Yearbook 2010,” Republic of the Philippines, National Statistics Office; Manila.

Ocampo, Roberto F. [2000] “Corporate Ownership and Corporate Governance: Issues and Concerns in the Philippines,” Asian Center for Corporate Social Responsibility, OECD.

Okuda, Hidenobu [1999] “The Financial Deregulation and The Production Technologiy of Philippine Domestic Commercial Banks: Estimation of Cost Functions in the Period of 1990-1996,” Papers at ASEM Regional Economist's Workshop.

Okuda, Hidenobu, and Jun Saito [2001] “The Production Technology of Philippine Domestic Banks in the Pre-Asian Crisis Periods: Estimation of Cost Function in the 1990-96 Period,” *Hitotsubashi Journal of Economics,* Vol. 42(2), pp.81-101.

Osterberg, William P. [1989] “Tobin’s Q, Investment, and the Endogenous Adjustment of Financial Structure,” *Journal of Public Economics,* Vol. 40(3), pp.293-318.

Rajan, Raghuram G. and Luigi Zingales [1995] “What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data,” *Journal of Finance,* Vol. 50, pp. 1421-1460.

Ravid, A. S. and Oded H. S. [1989] “Financial Signaling by Pre-committing to Cash Outflows,” *Working Paper*, Rutgers, The State University of New Jersey.

Ross, S. A. [1977] “The Determination of Financial Structure: The Incentive Signaling Approach,” *Bell Journal of Economics*, pp.23-40.

Saldaña, Cesar G. [2001a] "Corporate Governance Environment and Policy: Their Impact on Corporate Performance and Finance in the Philippines," in *Corporate Governance in Asia*, OECD.

Saldaña, Cesar G. [2001b] "The Philippines," Zhuang J., Edwards, D. and Capulong, Ma. Viginita *eds.*, *Corporate Governance and Finance in East Asia – A Study of Indonesia, Republic of Korea, Malaysia, Philippines, and Thailand*, Asian Development Bank, pp.155-228.

Scharfstein, David S. [1998] "The Dark Side of Internal Capital Markets II: Evidence from Diversified Conglomerates," *NBER Working Paper* 6352.

Scharfstein, David S. and Jeremy C. Stein [2000] "The Dark Side of Internal Capital Markets: Divisional Rent-Seeking and Inefficient Investment," *Journal of Finance,* Vol. 55(6), pp.2537-2564.

Shaw, Edward S. [1973] "Financial Deepening in Economic Development," Oxford University Press.

Shleifer, A. and R. W. Vishny [1997] "A Survey of Corporate Governance," *Journal of Finance* 52, pp.737-783.

Sullivan, Michael J. and Angelo A. Unite [2001] "The Influence of Group Affiliation and the Underwriting Process on Emerging Market IPOs: the case of the Philippines," *Pacific-Basin Finance Journal,* Vol. 9(5), pp.487-512.

Suto, Megumi [2003] "Capital Structure and Investment Behavior of Malaysian Firms in the 1990s: A Study of Corporate Governance before the Crisis," *Corporate Governance and International Review,* Vol. 11(1), pp.25-39.

Titman Sheridan and Roberto Wessels [1988] "The Determinants of Capital Structure Choice," *Journal of Finance,* Vol. 43(1), pp.1-19.

Tobin, James [1965] "Money and Economic Growth," *Econometrica*, Vol. 33(4), pp.671-684.

Tolentino, V. B. J. [1986] "Economies of Scale in Philippine Financial Intermediaries," *Philippine Economic Journal*, Vol. 25(3/4), pp228-275.

Tolo, Willa Boots J. [2011] "The Determinants of Economic Growth in the Philippines - A New Look," *Working Paper*, International Monetary Fund, WP/11/288.

Unite, Angelo A. and Michael J. Sullivan [2003] "The Effect of Foreign Entry and Ownership Structure on the Philippine Domestic Banking Market," *Journal of Banking and Finance*, Vol. 27(12), pp. 2323-2345.

Usui, Norio [2012] “Taking the Right Road to Inclusive Growth: Industrial Upgrading and Diversification in the Philippines,”Manila: Asian Development Bank.

Vos, Rob and Josef T. Yap [1996] “Performance and Structure of the Philippine Economy,” in Vos, Rob and Josef T.Yap, *The Philippine Economy: East Asia's Stray Cat?*, Macmillan Press, pp.11-41.

Wald, John K. [1999] “How Firm Characteristics Affect Capital Structure: An International Comparison,” *Journal of Financial Research,* Vol. 22, pp. 161-187.

Wells, Stephen [1999] “Solid Crust with Soft Center: A Problem of Enforcement in the Philippine Capital Market,” in Asian Development Bank, *Rising to the Challenge in Asia: a study of financial markets*, Vol.10, Philippines, Manila: Asian Development Bank, pp.79-105.

Wignaraja, Ganeshan, Dorothea Lazaro and Genevieve De Guzman [2009] “Factors Affecting Use or Nonuse of Free Trade Agreements in the Philippines,” *Philippine Journal of Development,* Vol. 36(2), pp.69-95.

Wiwattanakantang, Yupana [1999] “An Empirical Study on the Determinants of the Capital Structure of Thai Firms,” *Pacific-Basin Financial Journal,* Vol. 9, pp. 323-363.

World Bank [2001] “Finance for Growth-Policy Choices in a Volatile World,” World Bank and Oxford University Press.

Zhuang, J., D.Edwards and M.V.Capulong (eds.) [2001] “Corporate Governance and Financial in East Asia: A Study of Indonesia, Republic of Korea, Malaysia, Philippines, and Thailand,” Asian Development Bank.

謝辞

本博士論文をまとめるに当たって、これまで本当に多くの先生方のご指導とご助力を賜った。とりわけ大学・大学院時代の指導教官として、また論文審査の主査として、一橋大学経済学研究科教授・奥田英信先生には、公私にわたって常に厳しくも温かいご指導を賜った。そして、現在までたえざる学問的刺激と叱咤激励をいただいている。先生の海外調査にご同行した際に、経験したインタビュー調査の手法について懇切丁寧にご指導していただいたことは、今日の調査活動の大きな糧になっている。ここに記して深謝を申し上げたい。

また、一橋大学経済研究所教授・北村行伸先生には、大変ご多忙の中、本博士論文をご精読頂き有用なコメントをいくつもいただいた。筆者が行った実証分析手法について頂いた的確なコメントには、今後も途上国企業金融の研究を進めていく上でたくさんのアイデアが込められており、心より感謝し今後の課題としたいと考えている。

論文をご精読いただきました一橋大学経済学研究科・佐藤宏教授に感謝いたします。とりわけ、現在の途上国で試行錯誤されている経済政策から、対象国の根深い経済問題を読み解くというアイデアをいただき、論文内での政策議論を深めることが出来た。

さらに、本論文を作成するにあたり懇篤なるご指導とご高閲を承りました京都大学東南アジア研究所・三重野文晴准教授に心より御礼申し上げます。准教授には筆者が大学院在学中から、多くの知見ならびに有益なご助言そして温かい励ましを頂いた。

そして、ご多忙にも関わらず本博士論文の審査委員会審査員のお願いをご快諾下さった東洋大学国際経済学科・中川利香准教授には、原稿を数回にわたりお読み下さり、懇切丁寧にご指導頂いた。心より感謝いたします。

最後に、論文執筆中に私をあたたかく応援してくれた両親と、私を明るく励まし続けてくれた妻 聡子、息子 伸一郎、娘 由奈に心から感謝したい。

2014 年 9 月　アラブ首長国連邦アブダビにて

齋藤　純