



Privatization and Financial Sector Development in Egypt: Bank-Based and Market-Based Finance

Ashraf Samir Anwar Ahmed Elsayed

(Degree)

博士 (学術)

(Date of Degree)

2013-09-04

(Date of Publication)

2014-09-01

(Resource Type)

doctoral thesis

(Report Number)

乙第3225号

(URL)

<https://hdl.handle.net/20.500.14094/D2003225>

※ 当コンテンツは神戸大学の学術成果です。無断複製・不正使用等を禁じます。著作権法で認められている範囲内で、適切にご利用ください。



学位請求論文審査結果報告要旨

博士學位論文

論文内容の要旨および審査結果の要旨

氏 名 Ashraf Samir Anwar Ahmed Elsayed

学 位 の 種 類 博 士 (学術)

学位授与の条件 神戸大学学位規程第13条第2項該当

学位論文の題目 Privatization and Financial Sector Development in Egypt:
Bank-based and Market-based Finance
(エジプトにおける民営化と金融セクターの発展：銀行型金融システムと市場型金融システムの観点から)

審 査 委 員 主査 教 授 内田 雄一郎
教 授 高橋 基樹
教 授 松永 宣明

論文内容の要旨

本論文はエジプトにおける国営企業の民営化が金融セクターの発展に貢献したのか否かを主に銀行部門と証券市場の業績を分析することにより明らかにした研究である。この分析は3つの実証研究から構成され、最初の実証研究では研究対象国をデータが入手可能な全ての発展途上国とし、続く2つの実証研究ではエジプトを対象に研究を行った。各章ごとの具体的な内容は以下の通りである。

第1章から第4章について、まず第1章では4つの主要な研究目的を明示している。それは第1に国営企業の民営化が金融セクターの全体構造に如何なる影響をもたらしたか、第2に民営化が銀行部門と証券市場にそれぞれどのような影響を及ぼしたか、第3に民営化された企業、民営企業、国営企業が如何にして資金調達を銀行部門あるいは証券市場で行っているか、最後に民営化された金融関連企業がどの様に資金を流通させているか、である。第2章では本研究に関係する先行研究の詳細な検討がなされ、特に実証研究の基盤となる新ケインズ学派の理論を入念に調べることににより、本研究ではなぜ新ケインズ学派の理論を使って分析を進めていくのかを明確にした。そして第3章では発展途上国およびエジプトにおける民営化の傾向と事実関係が詳述され、エジプトの民営化では結果として金融関連企業数が減少したが、これらの企業による資金供給および金融関連以外の事業への参入が増加傾向にあるということを明らかにした。第4章では本論文での実証研究の基礎となる理論、計量経済学的手法、データについて詳細に述べ、如何なる理論をもとにどの計量経済学の推定法を用いてどのようなデータを分析するのかを明確にした。

最初の実証研究である第5章では、1988年から2009年のデータを用いて、発展途上国での国営企業の民営化の結果として金融セクターの構造、銀行部門、証券市場がどのような影響を受けたのかをGMMの手法を用いて分析した。分析結果から、国営企業の民営化は金融セクター全体、特に証券市場を活性化させる重要な要因の一つであり、民営化によってもたらされた経済成長が民間部門を活性化させ、これが金融セクターの活性化にもつながったことを明らかにした。また、民営化の成功にはマクロ経済政策、特に貿易の自由化と金融市場の自由化が重要な鍵となり、貿易の自由化が金融市場の自由化よりも重要であるということも明らかにした。以上が第5章での分析結果であるが、一方で多くの先行研究の結果と違い、株式時価総額と国内信用増加額との間に統計的に有意な関係が見出せなかったとしている。

第6章における実証研究では2004年から2009年までのデータを用いて、定量分析および定性分析の手法により、エジプトにおいて民営化された企業がどの様に金融市場から資金調達をしているかを分析し、またこの点について民営化された企業を除く民間企業と国営企業についても分析し、民営化された企業の資金調達の方法に何か違いがあるかを明らかにした。分析結果から、民営化された企業は投資のための資金を銀行から調達する傾向が一般民間企業より強く、また民営化された企業は必要とする様々な資金を銀行や証券市場といった外部から調達するのではなく内部資金に頼る傾向が国営企業に比べて強いことが判明した。他方、民営化された企業ではエージェンシーコストの問題を回避するため外部資金調達先として証券市場より銀行を選ぶ傾向が強く、売上高の上昇に伴い資金調達先として銀行に頼る傾向が強くなることも判明した。そして、研究対象の企業の所有形態の違いに加えて、企業の規模、設立年数、資本支出、収益、といった各企業の個別の特徴が資金調達の方法の違いを説明する重要な要因であることが明らかにされた。

最後の実証研究である第7章では2000年から2009年のデータを用いて、エジプトの民間および民営化された金融関連企業の業績を特に融資とリスクテイクの点から企業別に主に統計学と定性分析の手法を使って分析した。分析結果から、民営化された銀行は一般の民間銀行に比べ債権残高や資産が少ないという特徴が明らかにされ、また民営化された銀行は他の銀行に比べ営業費が高む傾向が強く、また倒産件数も多いことが判明した。そして民営化された銀行は他の銀行に比べ債権や証券等からの収入よりも利子からの収入が多く、金融資産は主に政府の各種国債でポートフォリオが組まれていることを明らかにした。他方、民営化された銀行は他の銀行に比べて積極的に融資をしているとは言えず、また営業効率も悪いが、規模の大きい民営化された銀行では資産を効率よく運用していることを明らかにした。最後に民営化された金融関連企業全体では他の金融関連企業に比べ収益とリスクテイクの点で後れを取っている一方、負債を縮小するという点では他の企業より優れていることが判明した。

第8章の結論では、本論文の主要な結論として、発展途上国全体では国営企業の民営化は金融セクターの発展に貢献しており、特に証券市場の発展にこれが認められる一方、銀行部門の発展に関してはマイナスの影響があった可能性がある事、そしてエジプトにおいては民営化された企業は銀行から資金を調達する傾向が他の企業より強く、また民営化された銀行では資産や債権の運用効率や多くの業績指標において他の銀行より劣るが負債を削減するという点では他の企業より優れていると結論している。

論文審査の結果要旨

本論文の審査結果については、本論文の問題点あるいは本論文の著者が今後の研究を通じて改善すべきと考えられる点から述べた後に、審査結果を報告する。

まず第2章において先行研究を調べることにより、なぜ本論文が新ケインズ学派の理論のみを使い実証研究を進めていくかを正当化しているが、一般論文と違い紙幅の余裕がある博士論文において、経済学の一派のみの理論を骨子に研究を進めたことは、本研究の視野を狭めてしまった感がある。つまり、マネタリストといった他の学派の理論にも十分に注意を払い、新ケインズ学派の理論から導き出した実証研究結果と他の学派の理論より導き出した結果を比較することにより、新ケインズ学派の理論あるいは他の学派の理論を批判的に議論するということができ、より興味深い研究となる可能性が狭められてしまったということである。この点は、一学派の理論にのみ従うことなく、今後著者の研究の中で改善されるべき点であろう。

第5章における実証研究については3つの問題点が指摘できる。まず第1に、サンプル数を多くするためデータのある全ての発展途上国を研究対象としたが、その際に旧東欧諸国や中国といった国を含めてしまった。これらの国は資本主義国とは違った経済体制にあり、他の発展途上国と一緒に分析するのは不適切である。この点について著者は審査委員の指摘を受けて再計算を行い改善の対応をしている。第2はGMMを推定手法として使い分析結果を出したが、上記第1で指摘した国々を含めてもサンプル数がGMMを使って有意義に推定するには少なすぎるという問題である。この問題に加えて、GMMを使うにもサンプル国数が操作変数の数を下回ったためGMMでの推定が困難となり、操作変数の数を減らして推定した。したがってGMMでの推定で本来必要とされる操作変数を全て使って推定していないためGMMの特徴であるデータの異質性(heterogeneity)をコントロールし説明変数の内生性(endogeneity)を考慮するといった点が有効に働いているかが不明なため、推定結果がどれほど有効かについて疑問が残る。この点については、今後の研究で他の推定方法の結果と比べるといった工夫が必要であろう。第3は、推定結果の解釈の一つに民営化は発展途上国の経済成長に貢献したというサンプル数の限られた1990年代の先行研究の楽観的見方と同様の結論が導かれているが、近年の研究の多くはこの90年代の楽観論に疑問を呈している。この点については、上記の第2で指摘した問題も含めて全ての説明変数の結果を再検証する必要がある。

第6章と第7章ではエジプトの企業に焦点を当て、またこれらの企業を3種類（民営化された企業、創業時より民営の企業、国営企業）に分け様々な手法を使って分析を進めたが、最後の実証研究である第7章において、本論文のサブタイトルにある「銀行型金融システムと市場型金融システム」について十分な分析が出来ていない点が問題として挙げられる。第7章では銀行については多くの事を分析したが、証券市場については極めて限定的で、結果としてこの「銀行型金融システムと市場型金融システム」というテーマに対する結論が弱いものとなってしまった。エジプトの証券市場についての分析が不十分であった理由はエジプトにおける諸事情によりデータが不足した為ではあるが、今後の研究でこの点を改善していくことを期待したい。

上記のように本論文にはいくつかの問題があるが、現在までに英語の論文でエジプトの民営化された企業、民営企業、国営企業を同時に分析した論文は皆無に等しい。この点から、本論文はエジプトに関するこの種の研究テーマのいわばパイオニア的業績と考えられ、上記に挙げた問題は本論文の学問的価値を下げるというよりは、今後研究を進めていく上での指針となる問題として捉えることが出来よう。また、特筆すべきは本論文の著者が散在する現地のデータを収集し、通常この種の研究を行う場合に使用される Thomson 社のデータベースである Worldscope から得られるエジプト企業の約135社のデータを超えて約350社のデータを含むデータベースを作り上げたことである。エジプトの今後の状況によるが、このデータを公開することができれば価値の高いものとなり、本論文もそれ相応の評価を得るであろう。すなわち、本論文の著者が日本や欧米の研究者が入手困難なデータを用いて、エジプトの民営化された企業のみならず他のエジプト企業も含めて、それぞれの企業の業績や財務状況の特徴を明らかにし、また如何なる形態で資金調達を行っているかということを実証的に明らかにしたことは高く評価できる。また同様に、エジプトの民営化された銀行が、直ちに民営化の効率化効果を楽しんでいるのではなく、依然として高コスト体質であり、資産内容も国債保有の比率が高いなどの特徴があることを指摘したことは、エジプトの銀行民営化が現在どのような段階にあり、またどのような問題を内包しているのかを明らかにした論文として高い価値を有すると考えられる。

したがって、所定の口述試問の結果と上記の論文評価に鑑み、審査委員は、本論文の著者である Ashraf Samir Anwar Ahmed Elsayed 氏が博士（学術）の学位を授与されるに十分な資格を有するものと認定する。

平成25年 8月 8日

審 査 委 員

教 授 内田 雄一郎

教 授 高橋 基樹

教 授 松永 宣明