

論文審査の結果の要旨および担当者

報告番号	※	第	号
------	---	---	---

氏 名 Miranda Hotmadia Tanjung

論 文 題 目

Empirical Study of the Relationships between Ownership Structure, Corporate Governance Compliance, and Firm Performance in Indonesia: A Mixed-method Analysis

(インドネシアにおける企業所有構造、企業統治の遵守、企業業績の関係に関する実証的研究：複合的方法による分析)

論文審査担当者

主 査	名古屋大学	教授	島田 弦
委員	名古屋大学	教授	大橋厚子
委員	名古屋大学	准教授	石川知子
委員	名古屋大学	准教授	染矢将和

論文審査の結果の要旨

1. 論文の概要と構成

本論文は、インドネシアにおけるコーポレートガバナンスの遵守および実施メカニズムが企業価値に及ぼす影響、ならびにコーポレートガバナンスの遵守に影響を与える要因について、インドネシアにおける上場企業を対象に検討するものである。特に、本論文は、コーポレートガバナンス遵守レベル、企業の所有（株式の所有）、経営の家族支配（取締役会・監査役会）、及び、企業業績としての市場における企業価値の関係について、インドネシア証券市場に上場している 135 企業について、リーマンショックによる経済危機を挟む 2003 年～2013 年の期間、さまざまな指標を組み合わせた独自にデータセットを作成し、さまざまな手法の回帰分析を利用し考察している。

本章の核となるのは、第三章から第六章である。第三章は企業の家族所有および経営への家族参加と企業価値との関係、第 4 章は、コーポレートガバナンス遵守と企業価値との関係、第 5 章は、コーポレートガバナンス遵守と関係を持つ企業の諸要因、そして第 6 章は、インドネシアにおけるコーポレートガバナンスの制度の問題について、それぞれ論じている。

第三章では、家族所有（株式保有率 10%）は企業価値（Tobin's q）に有意な効果を持つが、創業者所有のもつ効果はリーマンショック以降に消えるとしている。その原因として少数株主の囲い込み、弱いコーポレートガバナンスの実行および貧弱な市場の透明性を指摘する。すなわち、弱いコーポレートガバナンスの元で大株主が少数株主の利益を侵害している可能性を示唆している。

第四章はサンプル企業ごとに 15 のコーポレートガバナンス項目の遵守状況をデータ化したインドネシア・コーポレートガバナンス・インディックス(ICGI)を作成した。ICGI と企業価値の回帰分析により、ガバナンスと企業価値と関係を分析した。ICGI が企業価値に影響していることを示すとともに、5 つの項目（内部通報者保護、従業員持株制、高質な監査、取締役数、安定株主）が特に、企業価値に影響していることを発見した。ただし、インドネシアの場合、コーポレートガバナンス遵守率は 50%以下とまだ低いことにも留意する必要がある。

第五章は、ICGI に基づきコーポレートガバナンス遵守レベル上位の企業と下位の企業のプロフィールとの関係を、リーマン危機前後の数値で比較し分析した。その結果、家族企業の場合、企業の市場価値が高く、創業年数が短く、規模の小さい企業がより高いコーポレートガバナンス遵守レベルであった。他方、非家族企業の場合、総資産利益率、資産が、コーポレートガバナンス遵守レベルに相関があったが、創業年数及び規模とは有為な相関がないとした。

第六章は、インドネシアにおけるコーポレートガバナンスルールおよび規制当局の質及び問題について、ケーススタディを含めて議論している。ここでは、規制当局である市場・金融監督局(*Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan, Bapepam*)、金融監督庁 (*Otoritas Jasa Keuangan, OJK*)の制度的独立、規制制定における独立、監督における独立、及び財政的独立が、制

論文審査の結果の要旨

度上および実際にどうなっているかを検討している。そして、インドネシアの監督機関は、アジア地域の同種の規制当局と比較して財政的には十分な予算を持っているものの、規制制定、制度的及び監督における独立性が不十分であり、結果として効果的機能することができていないとしている。

博士論文の結論として、(1) 他の新興国と同様に、インドネシアにおけるコーポレートガバナンスの遵守は、創業者への所有の集中と貧弱な情報公開、エージェンシー問題、規制当局の弱さによって深刻な影響を受けている、(2) インドネシアにおけるコーポレートガバナンス遵守レベルは低いが、遵守レベルは企業価値と、特に家族企業において、正の相関関係がある、(3) リーマン危機以降、遵守レベル高位の企業は、さらにコーポレートガバナンスコードを遵守するようになっている、(4) コーポレートガバナンスコードは存在しているが、その実行と監視は不十分で、少数株主に不利に働いている、ことなどをあげている。

2. 評価

1997年のアジア通貨危機は、1960年代後半以降のスハルト体制下でのインドネシアにおける経済成長とその崩壊が、いわゆる「仲間内資本主義 *crony capitalism*」として、不透明な経済保護政策のもとで高コスト経営を隠蔽していた結果であることを示したと言われている。その結果、多くの国営企業が解体あるいは民営化されるとともに、企業経営・経済市場の透明化がはかられた。その一環として、コーポレートガバナンスの重要性も認識され、2006年にはインドネシア・コーポレートガバナンスコードが定められた。しかし、2008年に起きたリーマン危機においても、インドネシア経済は再度、深刻な影響を被ることになった。本研究は、二つの危機を通じて、インドネシアにおいてコーポレートガバナンスがどの程度根付いたのか、また、インドネシアをはじめとするアジア諸国で伝統的に優勢な企業形態である家族企業（所有及び経営の両方で）が、欧米で発達した所有と経営の分離、少数株主保護を重視するコーポレートガバナンスとどのような関係にあるのかを、実証的データをもとに明らかにしようとするものである。

アジアの新興国におけるコーポレートガバナンスに関する研究は、経済と市場のグローバル化を反映し、増加しつつあるが、まだ非常に限られている。特に、インドネシアに関して実証データに基づく研究はほとんどなされていない。したがって、本論文は、アジア新興国、インドネシアにおけるコーポレートガバナンスに関する研究としての学問的貢献は大きい。

インドネシアにおけるコーポレートガバナンスと市場における企業価値・企業所有に関する研究の困難さは、利用可能なデータ・資料が非常に限られていることも一因である。筆者は、この問題を克服するために独自の膨大なデータセットを作成した。すなわち、インドネシア証券市場に上場されている453企業について、各企業の財務報告、株主向け年次報告、その他の開示情報を、ウェブサイト、規制当局への開示請求、その他のデータベースを駆使して収集し、企業価値（Tobin's *q*、ROAなど）、企業プロフィール（資本金、創業年次）、経営（取締役会、監査役会の人数、構成）、所有（株主、特

論文審査の結果の要旨

に家族株主の有無、割合)、コーポレートガバナンスコードの遵守状況について情報を集めた。このうち、独自に会計基準・報告方法を持つ金融企業をのぞき、さらにデータが不十分である 196 社をのぞいた 135 社について、2003 年から 2013 年までの 11 年間のデータベースを構築し、本実証研究に用いている。135 社の資本総額は 2013 年末時点で上場企業資本総額 51.3%にあたる。

したがって、本研究が、博士論文に求められる研究データの独自性を満たしていることは言うまでもない。

ただし、口述審査において、次の点が研究上の課題として指摘された:

1. 本研究では企業の会計基準を変数としていない。会計方法は銀行融資条件と関連するので、IFRS の採用などを変数としていれることで別の知見が得られるかも知れない。
2. 本研究は、企業価値の指標として Tobin's q、すなわち企業の株式市場価値を採用しているが、Tobin's q はマーケットに反応するが、マーケットは安定性を重視するため、その評価には一定の傾向がある。他の指標、例えば利益回収率などを使うことも検討してよい。
3. 第 2 章で、コーポレートガバナンスの諸理論を検討している一方で、実証分析に関する章では、異なる理論ごとに、実証分析の結果がどのような意味を持つかが十分に説明されていない。また、終章で、政策提言として監督機関の権限強化をあげているが、これも実証分析の結果と理論的にどのようにつながるのかは説明が不十分である。すなわち、コーポレートガバナンスのどの理論に基づき、なぜある変数を採用したのかという説明がさらになされるべきであった。
4. コーポレートガバナンスの遵守は、法的には任意性が高いが、一部では法的拘束力を持つケースも出てきている。インドネシアの経済法・商法体系においてコーポレートガバナンスコードの位置づけがさらに議論されてもよい。

しかし、これらの点は、Miranda Hotmadia Tanjung 君が独立した研究者として研究に取り組んでいく上で望まれる発展的研究課題と言え、本論文の価値や独自性を損ねるものではない。上述のように、本論文は、博士論文としての水準に足りる学術的価値と非常に高いオリジナリティを有していると判断する。

なお、本博士論文の一部は 1 本の学術論文として発表されている (査読あり)、また資料には記載されていないが、本審査終了後に、さらに一本が別の査読付き学術雑誌で採用が決定されている。

3. 判定

以上のような審査の結果を基に、本論文は博士 (国際開発学) の学位に値するものと判定する。