

【代表研究者】ヤルナゾフ ディミター サボフ

IALNAZOV Dimiter Savov

(助成決定時) 京都大学大学院 経済学研究科 講師

【共同研究者】溝端 佐登史

京都大学 経済研究所 教授

【研究題目】

市場経済移行諸国における資本市場の発展についての比較研究

ハンガリー、ブルガリア、およびロシアを中心に

【研究の目的】

本研究の目的は、市場経済移行速度が異なる3ヵ国（ハンガリー、ブルガリア、ロシア）における資本市場の発展を、制度論・進化論の視点から、理論的・実証的に分析することである。市場移行開始から10年以上が経過した現在、株式時価総額や株式売買高などの指標からみれば、資本市場をある程度発展させることができた国は中東欧のチェコ、ハンガリー、ポーランドのみである。しかし、「移行先進国」とも呼ばれるこういった中東欧諸国でさえ、企業は、資本市場で長期資金を調達するよりも、内部留保や外国直接投資（FDI）に頼っているのが実情である。

本研究では、旧社会主義諸国において、資本市場が期待されたほど発展しなかったのはなぜなのか、また、移行経済諸国間の資本市場発展度の差異はなぜ生じてきたのかといった課題に取り組む。その課題を考える際に、資本市場を支える（または補完する）諸制度の構築や進化、旧国有企業の民営化方式、およびEU加盟の展望といった要因の考察は不可欠である。

【研究の内容・方法】

本研究は、市場を支える（または補完する）諸制度の重要性を主張する制度論的・進化論的アプローチを採用する。この場合、諸制度とは、公式・非公式ルールおよびルールが施行されるメカニズムのことであり、各国政府によって制定された新しい法規（公式ルール）の効果は、その施行方式、政府の能力および各国社会の規範・信念・行動様式（非公式ルール）に大きく依存している。さらに、市場経済移行諸国における資本市場の発展を各国とEU間の関係に結び付けることが、本研究で採用される理論的枠組みのもう一つの特徴である。例えば、今年5月に（他の旧社会主義諸国7ヵ国と一緒に）EUに加盟したハンガリーにおいて、EU法規（*acquis communautaire*）の導入による資本市場への影響は、本研究対象諸国の中で最も強いであろう。ロシアは、EU加盟ではなく、WTO加盟を目指しているが、ハンガリーとブルガリアといった小規模開放経済とはまた異なる独自の資本

市場発展路線を歩むと予想できよう。

本研究は、市場を支える（または補完する）諸制度の重要性を主張する制度論的・進化論的アプローチを採用する。この場合、諸制度とは、公式・非公式ルールおよびルールが施行されるメカニズムのことであり、各国政府によって制定された新しい法規（公式ルール）の効果は、その施行方式、政府の能力および各国社会の規範・信念・行動様式（非公式ルール）に大きく依存している。さらに、市場経済移行諸国における資本市場の発展を各国と EU 間の関係に結び付けることが、本研究で採用される理論的枠組みのもう一つの特徴である。例えば、今年 5 月に（他の旧社会主義諸国 7 カ国と一緒に）EU に加盟したハンガリーにおいて、EU 法規（*acquis communautaire*）の導入による資本市場への影響は、本研究対象諸国の中で最も強いであろう。ロシアは、EU 加盟ではなく、WTO 加盟を目指しているが、ハンガリーとブルガリアといった小規模開放経済とはまた異なる独自の資本市場発展路線を歩むと予想できよう。

本研究の内容は、次の 3 点に総括できる。(1) 投資家権利の保護は資本市場の発展にどのような影響を与えるかは検討されている。投資家権利を保護できない国における資本市場は発展しないという説は有力である（La Porta et al., 1997, 1998）。また、こうした国の企業の所有は、大株主に集中している。(2) 本研究対象諸国が採用した旧国有企業の民営化方式によって、資本市場の発展度は異なるのかについての分析が行われている。大衆民営化（またはバウチャ民営化）を実施すれば、企業の所有は多数の少数株主に分散し、資本市場が発展するという説がある。この説が成り立つのであれば、大衆民営化を実施したブルガリアやロシアにおける資本市場は、旧国有企業を外国企業に現金で売却したハンガリーより発展度が高いであろう。(3) 外国直接投資 (FDI) が資本市場の発展を妨げるという説は検証されている。多額の外国直接投資を受けた国の企業は、海外にある本社から長期資金を調達できるようになるため、続々と上場廃止となり、国内証券市場は空洞化してしまう。従って、本研究対象諸国の中で外国直接投資が最も多いハンガリーの資本市場は、他国と比べれば、未発達であろう。

【結論・考察】

前述した説を検証するために、理論的考察に加えて、代表・共同研究者が、2004 年の夏に、ハンガリー、ブルガリア、およびロシアの証券市場関係者、学者や企業経営者を対象に聞き取り・アンケート調査を行った。その結果は、以下の通りである。

(1) 投資家権利の保護と資本市場の発展度間の相関関係は証明された。EU 加盟を果たすために、ハンガリーは、投資家権利の保護規定を早急に先進国並みにする必要があった。また、ハンガリー企業の所有は大株主に集中しているにもかかわらず、コーポレート・ガバナンス（企業統治）は高い評価を受けている（World Bank&IMF, 2003）。それは少数株主権利の侵害が多発するブルガリアやロシアとは対照的である。一方で、本研究対象諸国の中で外国直接投資が最も多いハンガリーでは、前述の証券市場空洞化がみられるため、

資本市場は十分に発展しているとは言えない。

(2) 旧国有企業の民営化方式が資本市場の発展路線を大きく左右したと言える。しかし、大衆民営化（またはパウチャ 民営化）の実施が活発な証券市場の発展に寄与したと言えず、大衆民営化終了後に多数の企業が上場していたものの、多くの上場企業の株式は実際売買されていなかった。それは、企業が自らの意志で株式を公開したのではなく、政府によって強制的に上場させられたためだと思われる。

さらに、大衆民営化の結果として、企業の所有は多数の少数株主に分散したどころか、大衆民営化を実施したブルガリアとロシアにおいて、所有の大株主への集中度がハンガリーのそれを上回る。また、ブルガリアとロシアでは、少数株主権利の保護が弱く、大株主による投資家権利の侵害が多発したため、株式市場への不信が高まった。それは資本市場の発展を妨げた主な要因だと考えられる。

(3) 上で述べたように、ハンガリー、ブルガリア、およびロシアにおける資本市場は、市場移行開始から 10 年以上が経過した現在も十分に発展していないが、その原因は様々である。ハンガリーでは、多額の外国直接投資が流入したため、証券市場の空洞化が起こった。ブルガリアとロシアでは、旧国有企業の民営化が終了した後、政府が少数株主の権利を保護できなかったため、投資家の資本市場離れがみられる。しかし、ブルガリアは EU 加盟、またロシアは WTO 加盟の展望が開かれたため、両国の当局が投資家権利の保護や上場企業のコーポレート・ガバナンス（企業統治）の改善という難しい課題に直面している。