

金融システムの経済的機能と中国の金融改革

王 京 濱

要 旨

世界各国の金融システムはそれぞれの国の発展経路に適応して形成されているため、常にあい異なる特徴を呈している。それゆえに、国際比較研究において制度上の違いが強調されるあまり、一国の金融制度は往々にして直接的に他国の制度変革を促すことができなかった。蠟山昌一〔1982〕はこうした国際比較研究の限界を指摘し、「金融の経済的機能」という概念を提示した。つまり、比較研究は形式上の制度に対する考察に止まらず、金融システムの果たす効率性についても視野に入れねばならない。そこでは、「金融の経済的機能」は「貸手と借手それぞれの互いに相反する欲求を全体として調整すること」と「社会的相対価値ないしどの機能が重要かの順序付け」という「次元の異なるいくつかの種類」（蠟山〔1982〕、31頁）と定義された。しかし、それに関しては更なる具体化がされておらず、その後の研究蓄積は見せていない。本稿では、上の蠟山氏の定義に従い、金融システムの「経済的機能」について資本コストおよび企業統治等の点において定量化し、効率面における金融システムの国際比較を可能にする。

本稿では多くの先行研究について考察を行った。その結果、先進諸国の金融システムは「形」の上において異なっているにもかかわらず、果たしている経済的機能は、似通っていて、究極的に市場原理そのものに強く規定されている、という結論に至った。この結論は先進国の金融制度を参考に金融改革を行う発展途上国にとってきわめて重要な意味を持つ。

中国はそうした発展途上国のひとつである。「金融の経済的機能」の視点からは中国の金融改革において「市場経済発展促進的アプローチ」（石川〔1997〕）はきわめて重要であることを示唆する。本稿では現在の中国金融システムはいかなる発展経路で形成されたかをめぐって、中国の金融改革における金融組織の再編、金融調節方式の変革および投融資制度改革の三つの側面より検討し、その流れと経路依存性の特徴を整理する。また、中国金融システムの経済的機能である

資本コストとコーポレート・ガバナンスについて考察した結果、先進諸国と同様の特徴が見られた。さらに実質負債コスト、実質株主資本コストと実質総資本コストの三者がともに下落しつつ、収斂する傾向にあった。コーポレート・ガバナンスにおいては、上海株式取引所に上場する製造業企業を対象に1997年度と2000年度について回帰分析を行った。推計結果は中国の金融システムが確実に先進諸国に見られる方向に変わりつつあることを示している。1998年以降において、市場化の進展は金融システムの経済的機能の先進諸国への接近という図式を読みとることができる。と考える。

目 次

- | | |
|-------------------------------|-----------------------------|
| I. はじめに | 4. 中国金融システムの経路依存性の特徴 |
| II. 日本・ドイツ型および英米型金融システムの経済的機能 | IV. 中国金融システムの経済的機能 |
| III. 中国の金融改革 | 1. 資本コストの国際比較 |
| 1. 金融組織の再編 | 2. 中国における資本コストの計測 |
| 2. マクロ金融調節方式の変化 | 3. 中国におけるコーポレート・ガバナンスのメカニズム |
| 3. 投融資制度の改革 | V. おわりに |

I. はじめに

本稿では金融システムの果たす経済的機能に注目し、日本・ドイツ型および英米型の金融システムの経済的機能を検討し、中国における金融改革と金融システムの経済的機能について考察する。

これまでの金融システムをめぐる比較研究においては金融制度に対する単純な紹介を主旨とするものが多数を占めた。これらの研究は国際経済制度や慣行などを理解するために、または国際間の相互信頼関係を築く上で極めて重要である。しかし、観察された制度の違いは往々にして他国の制度の変革を促すものにならなかった。それは、一国内において発達してきた制度には強い経路依存効果があり、他国の異なる歴

史的、経済的環境に必ずしも円滑に融合されないからである。しかし、観察される各国の金融制度が部分的に異なるにしても、金融システムの果たしている「経済的機能」が比較可能であれば、効率性の側面から金融制度を評価することができる。そして、「経済的機能」の効率性を最大限に引き出すための制度改革は自国の発展経路に適応するような形で行うことができるのではないかと考えられる。「金融の経済的機能」は、蠟山 [1982] によれば、「貸手と借手それぞれの互いに相反する欲求を全体として調整すること」と「社会的相対価値ないしどの機能が重要かの順序付け」という「次元の異なるいくつかの種類」として定義されうる (蠟山 [1982] 31頁)。金融システムが「貸手と借手それぞれの互いに相反する欲求」をいかに調節し、借手である企業に安定的でコストの低い資

金を供給しうるかの問題は、企業の資本コストの問題である。また、企業の経営活動を統治し、最終的貸手の金融資産をいかに運用するかの問題はコーポレート・ガバナンスの問題である。そのため、本稿では企業の資本コストとコーポレート・ガバナンスの問題を金融システムの経済的機能として考察する。

中国は経済改革を打ち出してから、既存の計画経済制度を漸進的に廃止しつつ、欧米や日本などの市場経済システムを取り入れてきた。中国の金融制度についていえば、財政金融の未分離状態から、中央銀行制度の確立、さらに市場メカニズムを重視する間接的金融調節の金融政策の実施まで、めまぐるしい改革が行われてきた。ここから、中国の金融システムの果たしている経済的機能はどのようなものであるのか、また、金融システムの経済的機能の視点で、中国の金融改革に対してはどのような評価が可能なのか、といった問題が浮上してくる。こうした問題に対する考察は中国の金融改革を理解する上で極めて重要であるが、これまで、あまり検討されずにきた。そこで、本稿では、金融システムの経済的機能の国際比較を通して、中国の金融改革についてその性格付けを行う。

本稿の構成と主な結論を示すと次のようになる。まず、第Ⅱ節では金融システムにおける日本・ドイツ型と英米型の果たしている経済的機能をめぐる先行研究について検討する。結論として多くの先行研究が指摘したように、金融システムのコーポレート・ガバナンス機能については、両種の金融システムの特色とされてきたものが、いずれも限定的で、うまく機能しておらず、また、資本コストは同一の水準に収束する傾向を見せているというものであった。この結果は金融システムの経済的機能が結局その経

済のマーケット・メカニズムによって強く規定されるため、発展途上国の金融改革において「市場経済発展促進的アプローチ」（石川〔1997〕）がきわめて重要であることを示唆する。第Ⅲ節では現在の中国金融システムはいかなる発展経路で形成されたかをめぐって、中国の金融改革における金融組織の再編、金融調節方式の変革および投融资制度改革の三つの側面より検討し、その流れと経路依存性の特徴を整理する。第Ⅳ節では中国金融システムの経済的機能である資本コストとコーポレート・ガバナンスについて考察する。中国と比較するために、先進四カ国の1991～1999年にわたる期間における資本コストについて推計を行った。その結果は既存研究の指摘した収束傾向を否定するものではなかった。また、中国の資本コストにおいては実質負債コストが実質株主資本コストに比べ低い水準にあり、先進諸国と同様の特徴が見られた。さらに実質負債コスト、実質株主資本コストと実質総資本コストの三者がともに下落しつつ、収束する傾向にあった。コーポレート・ガバナンスにおいては、上海株式取引所に上場する製造業企業を対象に1997年度と2000年度について回帰分析を行った。推計結果は中国の金融システムが確実に先進諸国に見られる方向に変わりつつあることを示している。1998年以降において、市場化の進展は金融システムの経済的機能の先進諸国への接近という図式を読みとることが可能であろう。

Ⅱ. 日本・ドイツ型および英米型 金融システムの経済的機能

先進国の金融システムはその国の金融構造如何によって、日本・ドイツ型と英米型に分類さ

れてきた。それは主として企業の資金調達構造および個人の金融資産所有構造における日本・ドイツと英国・米国間の異なる特徴によって類型化された。ガーレイ＝ショウ (Gurley and Shaw [1960]) の間接金融と直接金融の概念を援用すると、日本やドイツでは間接金融優位であるのに対し、英国や米国では直接金融優位であるという特徴である。1990年代の数値を考察しても、企業資金調達構造においては日本・ドイツにおける間接金融の割合が4割に達するのに対し、英米におけるそれは2割前後にとどまる。一方、個人の金融資産所有構造においては日本では銀行預金などの金融機関資産が8割を占めているのに対して、米国におけるそれは5割強にとどまっている¹⁾。

近年では、Frankel [1992] や Rybczynski [1995] は、経済発展初期の国における金融システムは、最初の段階では銀行を中心とする特徴が強く現れるが、経済の発展に伴い、最終的には証券市場を中心とする市場型のものに变化していくことを指摘し、日本・ドイツ型の金融システムが英米型の金融システムに収束する可能性が高いことを示唆した。ところが、日本において、蠟山 [1982] はかなり早い時期から、「相対交渉」型と「公開市場」型の概念を提示し、金融システムを「間接金融と直接金融を縦軸とし、相対交渉と公開市場を横軸とする四象限で複眼的に捉えるべきだ」と主張し、実証研究の結果を示しながら、日本型金融システムが米国型金融システムへ移行するという1970年代後期から80年代の初期の研究に対して強い疑問を投げかけた。さらに、比較制度分析の角度から、Aoki [1994] は日本のメインバンクの機能に注目して、企業経営を規律付けるメカニズムとしてのコーポレート・ガバナンスにおいて

日本型間接金融システムは特有の強みを持っていると主張した。

金融システムが将来においてどの方向に収斂するかの議論²⁾は本稿の問題意識を超えるが、先進国金融システムの経済的機能の一つである資本コストは、90年代の初期まで、同一の水準に平準化する傾向がある (McCauley and Zimmer [1992])。既存研究における資本コストの実質化問題を考慮し、本稿の第IV節では、先進四カ国における1999年までの資本コストについて推計を行った。その結果はこうした平準化の結論を支持するものである。

一方、金融システムのいま一つの経済的機能であるコーポレート・ガバナンスにおいて、日本では企業の外部資金提供者であるメインバンク、ドイツではハウスバンクが企業に貸付を行うと同時に企業の株式も大量に保有するという共通の特徴が見られる。しかもメインバンクやハウスバンクは企業と緊密かつ長期安定的な関係を有しているため、かれらは企業の経営情報に関して他の利害関係者に対し優位にあり、常に経営者の行動を監視できる立場にあるとされてきた。英国・米国では企業が主に資本市場から資金を調達し、経営者が経営努力を惜しんだことにより企業の実質価値が市場価値に比して低くなった場合、経営権をめぐる市場競争メカニズムが働き、結局、テークオーバーされるという脅威により、経営者が規律付けられる。S. Prowse [1994] は日本・ドイツでは企業の負債とりわけ銀行借入れによる資金調達が大きいのに対して米国・英国では企業の株式による資金調達が大きいことから、コーポレート・ガバナンスを日本・ドイツ型とアングロ・サクソン型に分けて考察した。このような分類によって日本・ドイツ型では債権者とりわけメインバ

バンクのモニタリングによる企業経営の規律付け機能が、アングロ・サクソン型では資本市場による敵対買収機能が強調された。日本・ドイツ型のコーポレート・ガバナンスについては、Aoki [1994] が「財務状態依存型ガバナンス」のモデルを提示し、主にメインバンクのモニタリングを通したメカニズムという説を精緻化した。しかし、実証分析の結果はこのような理論に必ずしも沿ったものではなかった。

日本のメインバンクのコーポレート・ガバナンスにおけるモニタリング機能について、広田 [1996] は、日本の企業金融・財務と経営の効率性との関係に、竹内・花崎 [1997]、堀内・花崎 [2000] はキャッシュ・フローの設備投資に与える効果³⁾にそれぞれ注目して検証を行った結果、日本のメインバンクのモニタリング機能の存在が検出されなかった。シャー [1997]、広田 [1999] はインタビューによる研究方法から日本メインバンクのモニタリング機能を棄却した⁴⁾。斎藤・須藤 [1999] は保険機能が重視されるという、「リスク回避」の議論を展開し、モニタリング機能について否定的な見方を提示した。吉田 [2001] はアサヒビールのケーススタディーを通して企業融資手段の変化は住友銀行のメインバンクの地位を揺るがしたのではないにもかかわらず、アサヒビールの財務内容の悪化が食い止められなかったのは従来のメインバンクのモニタリング機能論では説明の付かないところがあると指摘した。そして、大瀧 [2000] は理論的に「過剰債務問題」⁵⁾を考える上ではAoki-Patrickのメインバンクのモニタリングメカニズムが働いていないと指摘している。

以上が近年における日本のコーポレート・ガバナンスに関する実証研究の主だったものであ

る。上記の結果考察からはメインバンク制を特徴とする日本型金融システムが企業経営の規律付けの面において必ずしも機能していないことが伺える。もっとも注目すべきは、こうした実証結果に対して、米国に本拠地を置くメインバンク機能擁護論の論者は、いままで反論をしていないところであろう。

一方、英米型金融システムの特色とされる株式市場からの「企業買収」圧力によるコーポレート・ガバナンスについても実証研究の多くはそうした論理を支持するものではなかった⁶⁾。Mueller [1980] は英米の企業買収合併効果について合併企業の個別株式データをとって、株価変動を考察した。その結果、英米ともに合併企業は合併経験のない企業より、株主へのリターンが合併直前と直後において高くなるが、合併3年後から有意な差が認められなくなる。Dodds and Quek [1985] は英国の1974～1976年の期間における70社の買収ケースについて分析した。合併企業の株価のパフォーマンスは合併公告後の25ヶ月間において一般企業より優れているが、CAR (cumulative abnormal residual) は合併5年目からマイナスに転じるというMuellerに類似した結果が出された。また、Firth [1980] は英国の1972～74年の期間における224の買収ケースおよび1969～1975年の期間における434の買収ケースについて分析した。結論としては買収・合併の株主の富に対する影響は中立的かマイナスであった⁷⁾。米国では、Jensen and Ruback [1983] の研究で明らかにしたように、被買収企業のアブノーマル・リターン（株式市場一般の株価変化からの影響を除いたあとの株式収益）は極めて大きいもので30%に上るが、買収企業のそれはわずか4%（合併の場合は0%しかない）とほとんど

プラスが見られなかった。

また、現実の経営者の企業支配権をめぐる企業買収においては経営者と株主の間における利害の不一致という企業内部のメカニズムも看過出来ない(村松 [1993])。敵対買収行動は常に被買収企業の経営者に抵抗され、その抵抗手段もますます多様化を見せている。最近米国では経営者の政治圧力により買収・合併に対する規制が多く出され、敵対買収も急激に減少している。1980年代以降の議論から企業支配権を取引する場としての株式市場の果たす役割について画一的な判断は困難である。Jensen [1993] では成功例を挙げつつも全般として否定的な見解を示した。また、胥 [1998] が指摘するように、米国における敵対買収の比率が決して高くなく、喧伝されているほど驚異的ではなく、その機能も限定的だと考えるべきである。

英米における企業買収の歴史は時期をほぼ同じくして四つの波を経験してきた⁸⁾。こうした一連の企業買収は企業の経営を規律付けるものであれば、非効率または無能な経営者が市場から排除され、資本市場が一層効率的になり、企業価値ひいては株価が上昇するに違いない。しかし、米国を例に取れば、1909年の恐慌、1929年大恐慌、1987年のブラックマンデー等のような一連の株価下落による経済不況はいずれも企業買収ブームの直後またはその真中で起きていた。この現象と買収による経営規律づけ機能との間の不整合性は英米型コーポレート・ガバナンスを強調する議論からは解答を求められない。

このように日本・ドイツ型にしても、英米型にしても、これまで特徴とされてきたコーポレート・ガバナンス機能はいずれもうまく働いていないことが分かる。多くの実証研究が指摘したように、洋の東西を問わず、業績の不振に

陥ったときに企業のトップ経営者や取締役が解任される確率は高まる(例えばKaplan [1994])。もしこれが企業経営を規律付ける主要因と言えるのであれば、金融システムの果たす経済的機能は市場経済において「内生的」(胥 [1998]) に生成された共通の機能に違いない。

こうして金融制度や金融構造において異なる特徴を有している先進国の金融システムはその経済的機能において、資本コストにおける平準化やコーポレート・ガバナンスにおける市場経済に「内生的」な共通の機能を持っている。この結論は英米型金融システムまたは日本・ドイツ型金融システムのどちらが効率の面において優位であるかは判断しがたいことを示唆する。同時に中国のような開発途上国に対して金融改革の際に制度設計モデルが提示されることの難しさをも示唆している。

しかしながら、金融システムの経済的機能という視点において、中国の金融改革は経済の発展経路に適合的であるだけでなく、市場メカニズムに対し促進的でなければならない。この意味で石川 [1997] の提示した「市場経済発展促進的アプローチ」は中国の金融システム改革においても応用可能である。そこで、中国の金融システム改革の実際はどのような発展経路を経て、いかに市場メカニズムに対して促進的に行われてきたのか、そして中国の金融システムの経済的機能は先進国のそれにどれほど接近してきたのか、以下の節で順次に考察していく。

Ⅲ. 中国の金融改革

中国における金融システム改革は1979年からの計画経済から市場経済へ転換する「大実験」

と同調しながら行われてきた。その過程において日本や米国等の先進国の金融システムを導入した経緯がある。一方で、本節第4項において検討するような中国の特徴も強く現れる。本節では、中国金融システムの経済的機能を検討するための予備研究として、これまでの中国の金融改革について理解するに必要な簡潔なフレームワークを描く。それは金融組織の改革、マクロ金融調節方式の改革および投融資制度の改革、という三つの側面から描くことができる。

1. 金融組織の再編

現在の中国の中央銀行である中国人民銀行は、1948年12月石家荘市に設立され、翌年に新中国の誕生とともに北京に移転された。その主な役目は既存する中国の民間銀行を国有化し、外国銀行を駆逐することにあった。経済におけるすべての預金と貸出活動を行うような中国人民銀行の一元的な金融システムは、1952年までにできたが、その後「文化大革命」や「改革開放」が行われたため、わずか十数年しか機能せず、安定的な成長を経験することができなかった。このことはその後の金融改革が大きく展開されることを必至とした重要な要因の一つではないかと考えられる。

1978～1984年の間は、中国金融改革が第一歩を踏み出した時期である。この期間において国有銀行とその他のノンバンクが相次いで設立され、中国人民銀行対国有専門銀行の関係を主とし、他の金融機関がこれを補完するという金融組織構造が端緒的に形成された。

1985年から1994にかけての期間は、中国現行金融システムの確立期とも言える時期であり、金融組織が数量的にも、形態的にも増えた時期

である。多様な民間金融組織および「日本モデル」を参考に政策銀行も設立された。なお、この時期は外国金融機関の中国進出が活発となった時期でもある。1994年までに、中国の保険会社は25社、信託会社は391社、信用組合は5万7,000社近く、その他のノンバンクは200社近く、それぞれ創設された。また、1986年に郵便貯金が再開され、現存する郵便網を利用し、国民の貯蓄動員に大きく貢献している⁹⁾。

1995～1997年の間は、各種金融組織が安定的な成長段階に入り、国有専門銀行の商業銀行化改革が進められ、中国人民銀行が中央銀行として機能し始める時期である。1995年に「中国人民銀行法」が公布され、中央銀行としての金融政策の制定や施行、金融機関の監督などの主要機能が明文化された。しかし、中央銀行として機能するために必要な金融調節手段について考察すると、公開市場操作¹⁰⁾および公定歩合の調節¹¹⁾はいずれも期待できるほどの効果を持たなかった。金融調節は主に中央銀行の市中銀行への直接貸出および準備率操作¹²⁾によって行われた。

1998年から現在までの間は、中国の金融改革にとって激変の時代であり、中国人研究者の言葉を借りれば、「大突破」と呼ばれる時期である。まず、1998年6月に中国共産党中央金融工作委員会が設立され、中国の金融業全般に関する最高の権力機関となった。同年、国務院証券委員会（1992年に設立）が撤廃され、すべての業務は中国証券監督管理委員会に委譲された。また、中国人民銀行の証券会社に対する管理権限も同時に中国証券監督管理委員会に委譲された。同年11月に中国保険監督管理委員会が設立され、その名のとおり保険業への管理、監督が任された。中国人民銀行の改革も1998年に行わ

れ、一元的中央銀行制度がここで幕を降ろし、米国連銀方式のように、九つの地域に中央銀行の支店が設置された¹³⁾。これにより、中国金融制度の銀行、証券と保険の分業経営、分業管理体制が形成された。

中国の金融改革においては、市場メカニズムに適応するような中央銀行制度の確立が改革以来のもっとも重要な中心課題として進められてきた。中国は計画経済体制であるから、「中央集権的」と思われがちであるが¹⁴⁾、事実はその逆である。田島 [2000] が示唆するように、中国の財政金融システムは「属地的性格」を帯び、地方分権的な特徴を強く持っている。つまり、金融システムは絶えず「横系統」(地方の利益団体、地方政府)の介入を受け、マクロ金融政策においては常に予想外の攪乱が生じている。上述した中国人民銀行の中央銀行化過程は、まさに分権的な「横系統」から集権的な「縦系統」への収束過程である。中央銀行の行政区画を打破して設置する改革は地方介入を排除し、中央銀行の集権を強化する目的が明確である。国有商業銀行においても支店の信用貸出権限の本店への譲渡などの改革を通して、「縦系統」への中央集権が進められた。

2. マクロ金融調節方式の変化

マクロ金融調節方式の変容過程は金融機関の資金供給メカニズムの変容過程でもあり、1998年を境に、この前後を直接コントロール方式の段階と間接コントロール方式の段階の二つの時期に分けて考察することができる。

直接コントロール方式が採用されていた1950年～1998年の期間における全体的な特徴は、国有銀行の貸出規模(年間貸出総量と貸出構造)に対する厳しい割当制管理が行われたことであ

る。この時期において、金融調節方式はいくつかの変容段階を経験した。

1950年から1978年にかけての期間においては「統存統貸」方式が採用された¹⁵⁾。つまり、中国人民銀行は全国各支店の集めた預金(「存款」)をすべて吸い上げ、割当計画を作成し、それに基づいて貸付を行う方式である。1979年から1983年にかけての期間においては「差額包干」(「包干」は保証の意味)の時期である¹⁶⁾。これは、中国人民銀行を含む各銀行およびその支店がそれぞれの資金調達と資金運用の差額部分について請負契約を結ぶものである。資金の調達(集められた預金)が運用(貸出)を上回り、しかも預金超過(「存差」)部分が請負額を超える場合、その超過部分だけ銀行の意思決定により企業の流動資金向けに貸し付けられ、逆に資金の運用が調達を上回り、貸出超過(「借差」)になった場合は、請負額を超えない範囲内の超過部分(資金不足)が本店(「総行」)から補填される、という方式である。これにより、長期にわたって政府機関と同様に扱われてきた銀行は資金供給および信用創造メカニズムにおいて初めて機能しはじめ、企業として歩みだした。1984年以降、中国人民銀行が中央銀行として機能しはじめ、「実貸実存」方式が採用された。これは、市中銀行は準備金を中央銀行に納め、集められた預金量に見合う資金額が貸出可能となるものである。実際に使用総資本を超えて貸出を行った場合は中央銀行からの借入れ、またはインターバンク市場において不足資金を調達しうる、という方式がとられた。1998年までに続いていた貸出規模への直接コントロール方式には、「実貸実存」方式に内在的な矛盾が存在した。いわば銀行は使用総資本(預金+自己資本)が充足しているにもかかわらず

ず、貸出が中央銀行からの割当額の上限に達したときは、自ら貸出活動を中止しなければならない（「実存」>「実貸」という矛盾）、並びに使用総資本に不足があっても貸出は割当額の限度につかない限り、中央銀行から借入れを行い、貸出活動を継続しうる（「実貸」>「実存」という矛盾）。そして、より重要なのは、貸出規模が制限されるもとでは、国有銀行の合理的企業経営が望まれない問題も存在した。しかし、1990年代の後半から中国経済の市場化が進み、各種金融機関の成長、企業の資金調達ルートの多様化、経常収支と資本収支の「双子の黒字」の定着等の要因により、貸出規模に対する直接コントロールという方式は、漸次機能しなくなり、撤廃される局面を迎えた。

1998年1月1日に中国人民銀行は国有商業銀行に対する貸出規模規制を撤廃する政策を実施した。これによって、中国の金融調節方式は「計画指導、自求平衡、比例管理、間接調控」の時期に入る。要するに、中央銀行は貸出計画を指令的なものから指導的なものに切り替え、「窓口指導」という間接コントロール手段を強化するという方式である。国有商業銀行は各自が一法人企業として資金の調達と運用を企画し、資産・負債の総合管理（ALM方式）が求められた¹⁷⁾。1998年の金融調節方式の改革は、市場原理に基づく資金供給メカニズムを定着させるための極めて重要な出来事であった。

3. 投融資制度の改革

中国における投融資制度は国有企業改革の進展とともに変化してきたといえる。それは主に投融資主体の変化および企業の資金調達ルートの変化という二つの側面から確認できる。

1978年以前では、国有企業が主形態であった

中国において投資主体は、おおむね政府であった。しかし、1979年に国有企業改革が始まり、現在にいたるまでに投資主体は政府から企業に変わってきた。この間の改革過程は三つの期間に分けることができる。第一は1979年～86年までの企業経営自主権の拡大期、第二は1987年～1991年までの経営請負制の時期、第三は1992年～現在までの近代企業制度の確立期である。

第一期においては、更に「利潤留成」時期（1978～81年、すべての利潤を国に上納するのではなく、営利状況をもとに一定額の利潤を企業に留保させる）、「経済責任制」時期（1981～84年、企業が獲得利潤について請け負い、請負額だけ国に上納し、残される利潤を全額留保する）および「利改税」時期（1984～87、利潤の上納体制から税収体制に変わる）などの改革を通して、企業の営利インセンティブを刺激する方策が講じられた。その結果、国有企業は内部資本に対する意思決定権を部分的にもつようになり、拡大投資に走った。こうして資金の需要メカニズムが、（完全ではないが）投資主体の営利目的により生じた資金不足へと変わった。資金供給においては、流動資金の不足は、銀行の借入れ、短期債券および企業間信用等の形により調達され、固定資産投資は、中国人民建設銀行の貸出により賄われた。これが「撥改貸」と呼ばれる投融資制度の改革である（「撥」は配分の意味¹⁸⁾）。また、1986年から上海、深圳、重慶等の大都市における大中型国有企業に対して、試験的に株式制が導入された。翌年、株式制の試験対象となった国有企業は各地において大幅に増加し、株式発行総額が100億元を超えた（常 [1994], 235頁）。

第二期においては、所有と経営の分離を原則

とし、経営活動は企業に任せた。1988年に「全民所有制工業企業法」が公布され、国有企業に対し1984年5月に公布された「關於進一步擴大国有工業企業自主權的暫定規定」(国営工業企業の自主權を一層拡大することに関する暫定規定)により与えられた生産、販売および資産、資金をめぐる意思決定権が更に拡大された。しかし、投融資制度改革の一環として推進されてきた株式制は大きく挫折した。1990年5月、國務院は「在治理整頓中深化企業改革的意見」

(整理整頓を行いつつ、企業改革を推進する意見)を公布し、それまで行われた国有企業の株式制の導入が見直された。その後1992年まで、株式制改革に新しい進展が見られなかった。いずれにせよ、1988年の「企業法」の多くの項目において政府に裁量権を与え、政府の都合により企業に譲渡した自主權が撤廃されることもしばしばあり、実際問題としては企業運営において依然として政府が強く企業活動に介入していた。

第三期においては、株式市場をはじめとする長期資本市場の育成が強調され、国有企業の投融資制度における政府投資の退出と企業自主融資の全面的実施が促進された。1992年の「全民所有制工業企業轉換經營機制条例」(全人民所有制工業企業經營システム轉換条例)を契機に、1993年の「中華人民共和国公司法」(会社法)の制定が加えられ、企業は法人としての地位が与えられた。その後、1995年に生産要素の大量投入方式による成長様式を是正し、企業の「抓大放小」(大型企業は国を維持し、小型企業は民営化する)政策が取られた。1997年以降、県下中小企業の「改制」(所有制改革、民営化)が行われるようになり、現在ではその80%¹⁹⁾の企業が株式制、個人による購入、他法人

企業による買収、合併などの形で民営化されている。

このように中国では20数年間にわたり国有企業に対し、さまざまな改革が試みられてきた。そして、金融市場においては、資金の需要メカニズムが企業の営利目的による資金調達に変わり、定着しつつある。

4. 中国金融システムの経路依存性の特徴

本項では先進諸国の金融システムに比較して、中国の金融システムの確立過程における特徴、つまり、その経路依存性について政治制度との関連および経済状況の変化との二つの側面より考察してみる。

一国の金融システムは大きく分けて「法制度」、「経済政策」および「商慣習」などによって構成される。そのうち、法制度と経済政策と言うまでもなく政治制度の如何に強く規定される。日本を含む先進資本主義国家における政治制度では「国民国家」、つまり「支配層と被支配層という層構成が解消され、身分制が廃止され」、「国民一体のイメージと国民自治のイメージ」(京極 [1983] 7頁)が作られた。それを表現する制度としては国民主権と代議制度がある。こうした政治制度のもとで諸制度が形成される過程では膨大な法典を持つことが特徴であり、制度自体が「行動の定型であり、自他の行動について認知、評価、指令の基準」(京極 [1983] 79頁)である。これに対して中国では中国共産党と国家との癒着関係から発生する「共産党の代行主義」(毛里 [1990])や、「実質的のみならず形式的にも党が国家を直接指導する一元的な指導システム」(田中 [1993])が取られている。中国にも代議制度(「全国人民

大会)が存在しているが、実際は中国共産党による「一党体制」である(小島[1999])。中国共産党の内部およびその指導のもとに置かれる政府においては幹部の階級性が取られ、下級幹部の昇進に対する上級幹部の絶大なる決定権を有している。それは実質的に「支配層と被支配層」また「身分制」のもとにおける機能と共通していると考えられる。中国共産党が政策の決定において決定的な役割を果たしている。国分良成が指摘しているように、そうした政策の決定過程はおおむね「エリート主義モデル」

(①個人独裁・権威主義モデル、②派閥・権力闘争モデル、③党組織モデル等を含む)を主とし、「多元主義モデル」(①利益集団モデル、②国家-社会モデル、③世界システム・モデル)を補とするモデルによって説明されうる(国分[1999])。こうして形成される制度は法典によらず、中国共産党の決議やそれに基づく政令によるものが主要である。そこにおいて、制度は「行動の定型」としての機能が弱く、先行して試験的に行われる改革行動を事後的に正当化するものとして機能する、という特徴が強い。

「行動の定型」としての制度からして、中国の金融システムにおける経路依存性は、「鄧小平時代」と「江沢民時代」との両時期において異なる特徴を呈している。1979年から90年代の初め頃にかけての「鄧小平時代」では、金融システムの形成において極めて重要な「撥改貸」(1980年頃)や「利改税」(1983年頃)、また中央銀行の確立(1984年頃)、銀行組織の再編等の制度はすべて共産党の決議を経て国务院と各省庁の政令によって確立されている。こうして確立された金融システムは当然中国共産党の発想法を反映している。すなわち、中国共産党はその基本方針である「事実求是」(事実から真

理を求める)や「実践は真理の基準」から伺わせるように、「状況の発想法」をしている。それによって形成された諸制度は「直接現場」で、ないし、「間接見聞の事実を前に、状況の中」にいる「渦中の当事者」にそのまま同一化して、個別、具体的の局面に即して、認知、評価、指令と進行(京極[1983] 88頁)する制度としての特徴が強く持ったため、制度の執行者に多大な裁量権が賦与されることになる。事実、1980年代の末から1990年代の初めにかけて発生した「金融三乱」(①すべての経済主体が資金集めに腐心したこと、②銀行が子会社に優先的に資金を流したこと、③銀行がノンバンクに乱脈な融資を行ったことをさす)は、こうした制度執行者の裁量権が大きいことに起因していることが否定できない。しかし、その反面、先進資本主義国家における法体制に比べて、制度の修正や進化が柔軟に行われる点も看過できない。

1990年代に入り、「江沢民時代」においては法典に基づく制度形成が金融システムの経路依存性の大きな特徴となった。1995年以降、「中国人民銀行法」(中央銀行法)、「票据法」(手形などの決済証券に関する法)、「商業銀行法」、「証券法」などが次々と公布された。これは江沢民の「個人威信」の不足による統治手段として解釈できるが、実体経済面における非共産党組織の郷鎮企業などの突起により共産党の決議が通達されにくい集団が増えたため、共産党の決議が制度としての機能が相対的に低下した必然の帰結とも言えよう。最も、「鄧小平時代」に比べ、「制度の遵守-制度の違反」を以って局面を認知する「制度の発想法」が徐々に確立される面において特徴的である。

一方、経済状況の変化からして、中国における金融組織の改革、マクロ金融調節方式の改革

および投融資制度の改革、という三つの側面は独立的に進められたものではない。三者の間における相互依存関係には中国金融システムの経路依存性の特徴が規定される。とりわけ企業投融资体制の改革はマクロの資金循環構造を変化させ、金融組織および金融調節方式の変革を促したと考えられる。

1979年の経済改革以前においては、投資主体は政府である一方で、国民に対する強制貯蓄の結果、貯蓄主体も政府となった。金融システムを通して効率的に資金を配分する経済メカニズムが存在しないため、金融組織において中国人民銀行は一元的に財政資金を計画どおりに配分するだけである。言うまでもなく、金融調節方式は重要な意味を持たなかった。その後、投融资体制改革が行われ、国有企業が投資主体となり、個人部門が主な貯蓄主体として育成された。「最終的借手」と「最終的貸手」との分離は金融システムの持つ資金配分機能の重要性を突出させた。1983年までの時期に、国有専門銀行の設立を特徴とする専門金融機関制度が確立され、国有企業の拡大投資を中心に資金配分がなされた。金融機関の多様化は必然的に1984年の中国人民銀行の中央銀行化への改革につながった。マクロの金融調節方式において各銀行に資金運用の均衡が求められ、経営インセンティブを促すような「差額包干」が採用された。その結果として1983年までの各年度において国有銀行における預金と貸出の増加額はほぼ均衡していた。

1984年以降、国有企業において実験的に行われた後、すべての企業に適用された「利改税」制度の確立および国有企業に対する「撥改貸」制度の進展は、投資需要の量的拡大と多様化をもたらした。特に非国有企業の成長は投資主体の多

様化をもたらし、資金循環構造を複雑化させた。これに対応して四大国有專業銀行以外の各種金融機関が設立された。しかし、この時期において依然として短期金融市場が未発達のため、金融調節方式は直接コントロールの「実貸実存」および準備率操作に限られていた。1997年までに投融资制度において市場主義的な特徴を強く持つ会社法の整備等によって、投資主体はほぼ政府から企業への転換が実現した。短期金融市場および長期資本市場の発展もあり、資金循環構造は大きく変化した。間接コントロールによる金融調節方式は可能となったのである。

このように、中国金融システムが試行錯誤の過程を通して確立され、そうした制度は実施後に経済行動を規律付けるだけでなく、それまでに行われてきた経済行動を一般化・正当化する色彩が強い。また、投融资制度改革は自然に中央銀行制度や金融組織制度のようなシステムに変革を引き起こし、そうしたシステム間における相互作用を通して、新しい金融制度が確立された。この特徴は投融资制度、中央銀行制度および金融組織等の変化過程において確認される。このような特徴を持つ中国の金融システムが企業融資やコーポレート・ガバナンスにおいて果たしている経済的機能は先進国のそれに比べていかなる特徴をもつのか、節を改めて検討する。

IV. 中国金融システムの 経済的機能

1. 資本コストの国際比較

資本コストは企業が資金を調達する際に、資本提供者に対して見返りに供与しなければなら

ない最低の収益率のことを指す。それをどれだけ上回る付加価値を企業が作り出せるかという視点において、資本コストの大小は企業の国際競争上の大きな差別化要因である。負債と株式資本（自己資本）で資金を調達し、営利を目的とする法人企業は、債権者と株主の要求する利率ないし配当性向で報酬を払わなければならない。負債に対して払うべき利息は負債コストと呼ばれ、株主資本に対して払うべきものは株主資本コストと呼ばれる。両者の資産負債比率による加重平均が資本総コストになる。

問題は資本コストを推定する際の実質化過程にある。異時点間または異国間のインフレ率が異なるため、時系列もしくは国際間の比較を可能にするには、資本コストの実質値が求められなければならない。既存研究での実質資本コストの推定においてはGDPデフレーターまたは消費者物価の上昇率（CPI）がインフレ率の代理変数として使われた。しかし、それによって実質化される資本コストは明らかに資本提供者の側を重視した実質報酬率と同じになる。つまり、資金を提供する債権者や株主にとっては、消費者物価の上昇は保有する資産価値の目減り要因となるため、それを除去しなければならない。しかし、資本を調達する企業側にとっては、GDPデフレーターやCPIによる実質化は必ずしも妥当とは言えない。企業にとっては他の要因（生産、市場戦略など）が一定の場合に、インフレ率の影響は企業の収益（言い換えれば、売上高）に与える変動のことを指す。このような変動を除去するには、企業の製品出荷価格の期待上昇率でなければならない。何故ならば、GDPデフレーターやCPIには流通段階までの物価上昇要因も含まれており、それがゼロでない限り、企業収益の変動が過大評価される

からである。従って、資金調達者の立場から見た実質資本コストは資金提供者の立場から見たそれと必ずしも一致しない。そこで、本稿では企業の資金調達費用として資本コスト概念を捉えるため、企業側から見た実質資本コストを企業収益に変動を与える出荷価格上昇率を用いて実質化する。これは資金の供給側と需要側を、明確に区別する目的をもっている。

ここで企業の資金調達費用を比較する目的で、実質総資本コストを推計し比較を行う。実質総資本コストが実質負債コストと実質株主資本コストの資産負債比率による加重平均で計算される²⁰⁾。

日本の資本コストについては、深尾・森田〔1997〕は、1975～1993年において全体的に、実質株主資本コスト>実質総資本コスト>実質負債コスト、という関係を検出し、90年代の初期に三者が急速に同じ水準に収斂する傾向があると検証した。国際比較では、McCauley and Zimmer〔1992〕は先進国の資本コストについて、90年代の初期まで同一の水準に平準化する傾向があることを検証した。

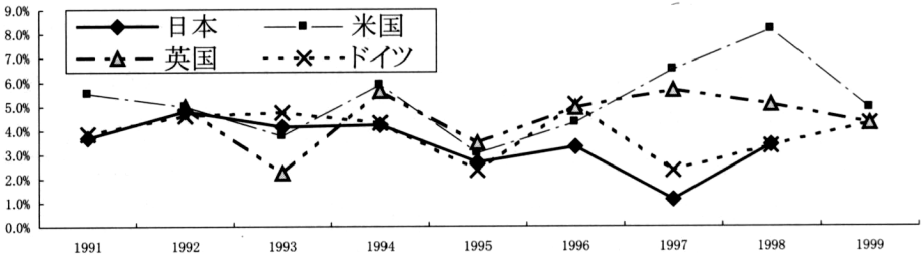
そこで、90年代を通して、先進諸国の資本コストにはこうした収斂傾向が依然存在するのであれば、各国間における資本コストの格差が縮小し、似たような水準に定着するはずである。この仮説が正しいならば、日本・ドイツ型金融システムと英米型金融システムは金融仲介構造が異なるにしても、実際に働く経済的機能は同じものだと言えよう。上述の仮説を検証するため、ここで各国の資本コストについて推定して、表1、図1にまとめた。

表1に示すように、先進国において実質負債コストは、平均値が2～3%台に集中していて、標準偏差も比較的に大きいものではなく、

表1 1991～1999年における先進四カ国の資本コスト

	実質負債コスト				実質株主資本コスト			
	日本	ドイツ	英国	米国	日本	ドイツ	英国	米国
平均値	2.6%	2.4%	2.2%	3.0%	7.1%	11.3%	8.7%	9.0%
標準偏差	1.0%	1.0%	1.1%	1.5%	3.1%	3.7%	1.4%	1.8%
変動係数	0.40	0.41	0.48	0.51	0.43	0.33	0.16	0.20

図1 各国の実質総資本コスト



- (注) 1) 実質総資本コスト＝資産負債比率× r_d ＋自己資本比率× r_e 。
(データ：日銀『国際比較統計2000』111頁, Financial Statistics, No. 463, p. 201)
- 2) 負債コストにおける名目長期金利＝10年物国債最長期物の金利
(データ：日銀『国際比較統計2000』47頁)
- 3) 株主資本コストにおける企業収益成長率(g)＝名目 GDP 成長率三年移動平均
(データ：日銀『国際比較統計2000』8-9頁)
- 4) 日本の株主資本コストに $(1 - \text{持合比率} \times \text{配当性向}) / (1 - \text{持合比率})$ という係数をかけ調整したものである。(データ：『東証要覧2000』77頁, 深尾 [1999] 158頁)
- 5) 実質化におけるインフレ率は調整後生産者物価上昇率を用いた。調整後生産者物価上昇率＝ $(1 - \text{在庫増加} / \text{GDP}) \times \text{生産者物価上昇率}$ 。(データ：日銀『国際比較統計2000』4-7頁, 98頁)
- 6) 実効税率について、大蔵省『財政金融統計月報』No. 481四尾 74-75頁, No. 564 78-79頁。

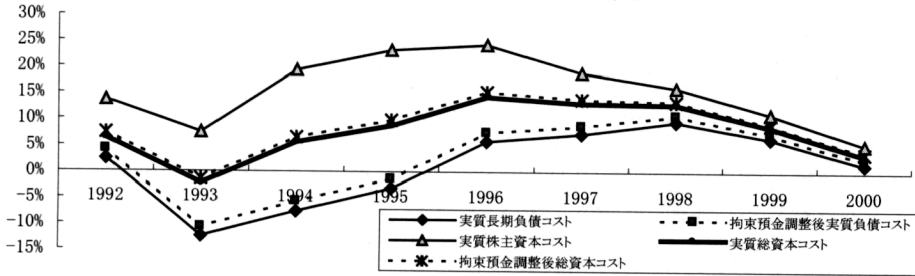
四カ国における変動も似たようなものである。実質株主資本コストは、平均値がドイツでは相対的に高いが、他の三カ国では格差が小さい。また、実質負債コストの動きと違って、四カ国における変動が一樣ではなく、日本、ドイツにおいて変動が大きく、英国と米国において比較的小さい。図1に示した実質総資本コストの値と比較すると、実質株主資本コスト>実質総資本コスト>実質負債コスト、という関係が確かめられる。

各国の実質総資本コストは、図1に示したように、少なくとも1996年まで同じ傾向で似たような水準で推移した。97、98年に日本、ドイツのそれに比べて、英国、米国は高くなり、格差

を広げたが、1999年に再び同じ水準に収斂する傾向を見せている。こうした事実は前述した各国金融システムの企業の資本調達において果たす経済的機能が類似するという仮説を基本的に支持するものと思われる。

以上のように先進国における資本コストは低い水準（平均4％）で安定的に推移するというのが共通した特徴である。各国における金融制度や金融構造が異なるもとで、このような共通の特徴を生成させる内生的要因として、経済の「市場原理」が機能しているという共通条件が考えられる。これを市場メカニズムにより生成される「真」の金融システムの経済的機能として考える場合、中国の市場促進的な金融改革

図2 中国における資本コストの推移



- (注) 1) 名目負債コストは5年以上貸出金利を使用する。
 2) 拘束預金調整後実質負債コスト = $(1 + 20\%) \times$ 実質負債コスト
 3) 実効税率が33%を使用する。

〔出所〕『中国統計年鑑』2000, 『中国統計摘要』2001, 『中国上市公司基本分析』2001, 中国证券监督管理委员会のホームページ (<http://www.csrc.gov.cn/>)

は、資本コストに現れる金融システムの経済的機能を先進国における水準に接近させたものになるのだろうか。この問題に答えるには中国の資本コストに対する考察を行わなければならない。

2. 中国における資本コストの計測

中国における資本コストを推定するにあたって、実質化過程におけるインフレ率については製品出荷価格の上昇率を用いる。その際に、在庫に関する調整を行わなければならないのは、在庫分がインフレ率による売上に与える影響がないからである。中国のGDPにおける在庫増加の比率は経済改革が行われてから1997年まで一貫して二桁以上の高いものであったため（1999年から3%台に落ちてきた）、在庫の実質資本コストに対する影響は無視し得ない。また、企業は銀行から資金を借入れる際に、資金の一部あるいは利息分が前もって引かれる、いわゆる拘束預金の慣習が存在する。2001年4月から5月にかけて、筆者が実施した調査によれば、企業側は拘束預金の存在を認め、おおよそ借入税額の20%という比率を示したのに対して、国有銀行側は存在事実を否定した。本項では、参考として拘束預金が存在する場合の負債

コストについても推定をおこなった。次の図2に中国における資本コストに関する推定結果をまとめた。

図2に示すように、中国においても、実質株主資本コスト > 実質総資本コスト > 実質長期負債コスト、という関係が先進諸国と同じように存在する。この関係から、中国において資金の金融機関による配分が株式市場による配分より効率的だと解釈しうるが、しかし、かなりの留保が必要であろう。株主資本コストの推定における「収益割引モデル」が中国の株価形成において、どの程度適用可能かという問題に関わるからである。中国の株式市場においては「国家股」（国家株）、「法人股」（法人株）などの流通しない株式が約65%を占め²¹⁾、他方で貯蓄率は世界で最も高い。すなわち中国では、貯蓄に対し流通株式が量的に不足しているため、株式発行市場においては常に超過需要の圧力が強く、株価形成に投機の影響が反映されるのである²²⁾。

実質負債コストは、1993年の20%を超えるインフレーションの影響で大きくマイナスになってから、1998年まで上昇し続けた。とりわけ1995年以降プラスに転じ、1998年に11%前後になった。中国の金融システムの経済的機能を表

す実質総資本コストは、先進四カ国のそれに比べると、きわめて不安定でしかも高位水準で推移している。1996～98年において、およそ14%の高い水準を記録する一方、1993年においてマイナス2%という低い水準も経験した。全推定期間の平均は8%であり、先進四カ国の2倍近い水準にある。こうした資本コストの不安定性および高水準の特徴は、先進国のそれと異なり、中国の金融システムの果たす経済的機能が低いことを示唆する。しかし、中国における資本コストは1998年から低下傾向をたどり、2000年において4%弱の水準（先進国の平均水準）に低下した事実も看過しえない。将来にわたって安定的に推移するかどうかの問題は依然残されているが、中国における金融システムの経済的機能は市場原理に基づく「真」のものに変身しつつあるといえる。これは、1998年に「大突破」といわれる金融改革が行われた事実ときわめて整合的である。中国の金融改革は確実に市場促進的なものであり、金融システムの経済的機能を高めたと考えられる。

3. 中国におけるコーポレート・ガバナンスのメカニズム

異なる金融システムのもとで形成される企業の金融構造は、企業を取り巻く利害関係者の企業経営に対する力関係を規定し、それが各国のコーポレート・ガバナンスのメカニズムをさまざまな形態に生成させた。大規模生産を特徴とする20世紀の経済システムにおいては、オーナーの資金だけでは、大規模な企業生産はもはや組織しえず、民間の零細資金をプールする金融市場の発達をそれを成立させる大きな要因となった。これによって所有と経営が分離し、企業は資金提供者に対して、要求されるリターン

を提供する義務を負うこととなる。しかし、企業は必ずしも新古典派的な企業価値最大化のもとで経営活動を行っていないため、資金提供者は利益を受け取れる保証がない。そこで、いかに企業の経営活動を規律付けるかという、いわゆるコーポレート・ガバナンスに関する研究が80年代から発展してきた。

しかし、Ⅱ節で考察したように、日本・ドイツ型金融システムの特徴とされたメインバンクのモニタリング機能や英米型金融システムの特徴とされた敵対的買収による企業経営に対する規律付けは、実際には両方ともうまく機能しておらず、結局、企業経営を規律付けるのは、市場原理そのものであり、破産という経営者にとっての不効用である。先進四カ国において、負債コストが株主資本コストより低位にあるにもかかわらず、負債による資金調達が無限大に継続しないのは、まさに財務リスクによる破産の脅威が存在するからである。負債による経営の規律付けは、日本をはじめ、欧米等の市場経済において広範に存在するメカニズムとしてすでに実証済みの事実である。また、株式による資金調達を行う企業に対して、多くの実証研究は株式市場からはコーポレート・ガバナンスの機能が期待できないという結論を出している。

それでは、中国金融システムのコーポレート・ガバナンスのメカニズムは、どのような特徴をもっているのだろうか。この問題について検討するため、本項では負債の規律付けと株式所有構造の規律付けの考え方に従い、企業財務データに基づいて推計を試みる。1998年の中国における「大突破」と呼ばれる金融改革の効果を評価するために、改革前の1997年度および改革後の2000年度についてそれぞれ計測を行

表2 各変数の平均値と標準偏差

(単位 %)

	1997年度	2000年度
ROA	7.33(6.94)	11.12(6.50)
DEBT	45.02(16.99)	43.60(20.70)
GOST	32.42(27.35)	30.00(27.60)
FIST	40.04(28.86)	36.42(32.67)
MAST	27.54(16.10)	33.58(66.98)
GSAL	25.12(101.73)	19.34(51.87)
LOAN	31.63(17.32)	33.78(66.99)
LOGA	1138.58(95.20)	1173.75(87.76)
サンプル数	159	274

() 内が標準偏差。

う。推計にあたっては、中国の上場株式会社の効率性が、どれだけ企業の負債構造と株式所有構造によって説明されるかという設問を立てる。企業の効率性は、データの制約を考慮し、営業利益の総資産額に対する比率（ROA＝営業利益／総資産額）の三年間平均値（1997年度および2000年度のROAについては、それぞれ1995、1996、1997年の三年と1998、1999、2000年の三年間の平均値）で近似し、被説明変数とする。そして、負債による規律付けの效果を見るために、負債の総資産額に対する比率（DEBT＝負債額／総資産額）を用い、株式市場による規律付け效果を見るために、国家株比率（GOST＝国家株／全株式数）、法人企業の法人株比率（FIST＝法人株／全株式数）、市場流通株式比率（MST＝流通株／全株式数）を用いる。中国の上場企業の多くは国有大規模企業であるため、国有銀行と上場企業の間において、企業の効率性が低下し金融面において緊迫した状態にある場合は、銀行融資が増加するというメカニズムが存在すると考えられる。こうしたメカニズムを考察するために、推定式に銀行融資比率（LOAN＝銀行借入金額／融資総額、ただし、融資総額＝借入額＋自己資本）を加える。また、企業の効率性は、すべて金融面における要因によって決定されるわけではないので、産業構造や企業の成長性、資産規模などの要因も考慮しなければならない。そのため、他産業に比べて業績変動の少ない製造業にサンプルを限定した。企業成長性要因として、売上高の前年比成長率（GSAL＝（前年度売上高－今年度売上高）／前年度売上高）、資産規模要因として、総資産の対数値（LOGA＝log（総資産額））を推定式に追加する。また、企業の効率性が企業の財務金融面に与える効果、いわば本

分析と逆の因果関係が存在するため、それをコントロールすべく、説明変数にそれぞれ1997年度および2000年度のROAを加える。

データは、申銀万国証券研究所編の『1997年股票年報』および中国誠信証券評估有限公司編の『中国上市公司基本分析2001』から上海株式取引所に上場する製造業企業の財務データを用いる。ただし、上場企業が市場に認識されるにはある程度の時間を要するため、1997年のサンプルでは1996年以前に上場する企業を対象とし、2000年のサンプルでは1999年以前に上場する企業を対象とした。

上述した各変数において、国家株比率（GOST）と法人株比率（FIST）との間に強いマイナスの相関関係（相関係数は1997年度－0.84、2000年度－0.70）が存在し、また負債比率（DEBT）と銀行借入比率（LOAN）との間に強いプラスの相関関係（相関係数は1997年度0.88、2000年度0.72）が存在するため、多重共線性の問題を回避すべく、法人株比率を説明変数からはずし、負債比率または銀行借入比率のどちらかを用いた二つの回帰式についてコラン・オーカット法により推定した（表3）。

中国の上場企業において、金融・財務面から

表3 中国上場企業の金融・財務面の構成と経営の効率性

	1997年度		2000年度	
	1 式	2 式	1 式	2 式
定数項 (C)	-0.028 (-0.51)	-0.027 (-0.49)	-0.012 (-0.44)	-0.015 (-0.53)
負債比率 (DEBT)	-0.150* (-6.11)	—	-0.042* (-4.18)	—
銀行借入比率 (LOAN)	—	-0.146* (-5.89)	—	-0.012* (-4.04)
国家株比率 (GOST)	-0.005 (-0.32)	-0.004 (-0.28)	-0.019* (-2.40)	-0.021* (-2.74)
市場流通株比率 (MAST)	0.010 (0.35)	0.006 (0.24)	0.010 (0.48)	0.001 (0.59)
コントロール変数 (GSAL, LOGA, 当年度 ROA)				
F-Statistic	31.70*	30.99*	131.90*	131.71*
R ²	0.55	0.54	0.73	0.74
サンプル数 (N)	159		274	

(注) 1 式は負債比率による回帰式, 2 式は銀行借入比率による回帰式。

() 内は t 値。*は 1 %水準で有意。

の、経営への規律付けメカニズムが果たして存在しているのだろうか。この仮説を検定すべく、表3に示した各回帰式の係数に対して、ゼロ制約をかけるF検定を行った。すべての係数が0である帰無仮説は、回帰式において1%の水準で棄却された。すなわち、中国企業の金融・財務面の構成は企業の経営効率性に何らかの影響を与えているといえる。

さらに、それぞれの係数のt値にt検定をかけて、係数の有意性を検討したところ、負債比率の係数は1997年および2000年の両年度においては1%水準での有意が確認された。銀行借入比率についても同様の結果が得られた。そこで、有意と判明された係数の経営効率性に対する弾力性（ここで、平均値のまわりの弾力性＝係数×被説明変数の平均値／説明変数の平均値、山本 [1995] 130頁参照）を計算すると、1997年度の負債比率のそれが-0.024、銀行借入比率のそれが-0.034、2000年度の負債比率のそれが-0.011、銀行借入比率のそれが-0.004、国家株比率のそれが0.007となる。これは、負債比率が2倍になると、企業の効率性が

1997年度において約2.4%、2000年度において約1%、それぞれ低下することになる。負債比率と銀行借入比率の間の強いプラスの相関関係が示唆するように、負債比率の上昇は、主に資金調達における銀行借入比率の上昇によるものであり、その銀行借入比率が2倍になると企業の経営効率性は1997年度および2000年度ではそれぞれ3.4%、0.7%ほど低下することになる。しかし、中国企業の負債比率のマイナスの符号条件は、負債による企業経営の規律付けメカニズムが理論上想定されるプラスの符号条件とは逆である。これは日本や米国などの市場経済国において負債比率係数がプラスという実証研究の結果とも逆である。負債比率係数がマイナスであるという結果から、中国において上場企業は、経営効率性が低下した場合に、銀行借入による資金調達が行われ、負債による経営の規律付けメカニズムが存在しないということがいえる。しかし、看過してはならないのは、こうした現象は1997年度においてはより強く現れ、2000年度においてはかなり緩和されたということである。2000年度における負債比率の企業経

営効率性への弾力性は1997年度の -0.024 から -0.011 までに緩和され、銀行借入比率のそのの変動幅が一層大きかった。こうした傾向から2000年度において企業の予算制約は「ソフト」なものから「ハード」なものになりつつあると言える。

一方、株式所有構造の諸係数は1997年度において有意ではなく、2000年度において国家株だけが1%有意で経営効率性に対するマイナスの効果が検出された。ここに示さなかったが、国家株比率の代わりに、法人株比率を用いた推定も行った。しかし、結果としてその係数は有意ではなかった。この結論は既存研究における周[1999]での法人株、陳・江[2000]での法人株および市場流通株が経営効率性に対するプラスの規律付けメカニズムが検出された検証結果と異なる。これは周[1999]では国家株比率と法人株比率の間の多重共線性の問題が十分に考慮されず、推定係数の有意性自体が疑わしい。陳・江[2000]では対象サンプルをいくつかの産業（半導体、家電、商業と公共事業）に集中させたため、特定産業の有する産業特殊性が推定結果に対してバイアスを持つと考えられる。いずれにせよ、本稿と同じく、国有持株が放出され、株式所有構造が多元化することは中国上場企業のコーポレート・ガバナンスにとってきわめて重要である点において共通の認識を持つ。

コントロール変数においては、1997年度および2000年度の両方において、売上高の前年比成長率は、経営の効率性に対して有意の結果が検出されず、企業規模や当年度ROAはいずれも有意な結果が検出された。この結果は、中国企業の規模拡大を追求する行動は経営効率性につながりうることを示唆する。

通常、成長期にある企業に対して、経営の規律付けというコーポレート・ガバナンスの問題はさほど重要ではない。企業が成熟・衰退期に入ると、経営者の利害関心は必ずしもほかの債権者や株主のそれと一致しくなくなり、企業全体としての効率的な経営を求める規律付けが必要となる。そのため、企業を低成長企業と高成長企業にグループ化して、財務・金融面から経営規律付けメカニズムを検証しなければならない。日本では、低成長企業において負債の規律付けメカニズムが経営の効率性に対して働くが、高成長企業においては金融面からの規律付けは検証されなかった（広田[1996]）。そこで、上述した中国企業について効率性指標の平均値を超えるものを「高成長企業」とし、超えないものを「低成長企業」として、二つのグループに対して、それぞれ検証を行った。推計結果は表4に示した。

表4に示した推計結果から分かるように、すべての企業において、企業の財務金融面から経営効率性への規律付けをするメカニズムが存在すると考えられる。しかし、低成長企業と高成長企業との間における経営規律付けの働き方の違いは、1997年度に比べて2000年度において明確に現れた。1997年度のそれが表3に示す上場企業全体の結果とほぼ変わらず、いわば負債の上昇は企業の経営効率性を低下させる効果を持つ。こうしたメカニズムは2000年度では低成長企業において存在し、高成長企業において存在しないようになった。また、1997年度に比べて2000年度において、市場流通株の経営効率性に対するプラスの規律付けメカニズムが検出された。なお、国家持ち株比率の代わりに、法人株比率を用いた検定を行った結果は、すべてのケースにおいて有意の係数が検出されなかつ

表 4 高成長企業と低成長企業における金融・財務面からの規律付け (推定結果)

	1997年度				2000年度			
	低成長企業		高成長企業		低成長企業		高成長企業	
	1 式	2 式	1 式	2 式	1 式	2 式	1 式	2 式
定数項 (C)	-0.069 (-1.32)	-0.085 (-1.56)	0.021 (0.23)	0.038 (0.42)	-0.049 (-2.12)	-0.044 (-1.94)	0.053 (1.08)	0.057 (1.16)
負債比率 (DEBT)	-0.134** (-5.76)	—	-0.089* (-2.07)	—	-0.031** (-4.21)	—	-0.007 (-0.30)	—
銀行借入比率 (LOAN)	—	-0.112** (-4.59)	—	-0.107* (-2.46)	—	-0.009** (4.99)	—	-0.013 (-0.63)
国家株比率 (GOST)	-0.060 (-0.41)	-0.016 (-1.09)	-0.026 (-1.07)	-0.020 (-0.84)	-0.002 (-0.34)	-0.005 (-0.83)	-0.024* (-2.08)	-0.024* (-2.10)
市場流通株比率 (MAST)	0.064 (0.31)	0.003 (0.16)	0.053 (0.68)	0.052 (0.04)	0.043** (3.64)	0.035** (3.10)	0.050* (1.99)	0.051* (2.01)

コントロール変数 (GSAL, LOGA, 当年度 ROA)

F-Statistic	16.58**	13.51**	2.32*	2.64*	39.09**	41.70**	26.94**	27.01**
R ²	0.54	0.48	0.17	0.11	0.60	0.62	0.57	0.57
サンプル数 (N)	84		75		154		120	

(注) 1 式は負債比率による回帰式, 2 式は銀行借入比率による回帰式。
() 内は t 値。*, **, はそれぞれ 5%, 1% 水準で有意。

た。こうした検証結果は中国経済の市場化が進展していることを示唆し, 1998年の「大突破」の金融改革が成果があったということを示していよう。一方, コントロール変数について, 売上高の前年比成長率は, いずれのケースにおいても有意な結果が検出されなかった。総資産の対数値および当年度 ROA は有意のプラス係数が検出された。

中国の上場企業の役員構造において政府組織を代表する経営者が多数を占め, しかも企業内部からの昇進が多いため, コーポレート・ガバナンスのメカニズムは旧国有企業と共通する側面が多く存在する (王東明 [2000])。いわば中国企業はインサイダーコントロール企業の特徴を強く持つ。そうした特徴を考慮する場合, 上場企業における負債および借入れの経営効率性に対するマイナスの効果, すなわち, 企業が経営効率が悪化する際に負債 (主に銀行借入れ)

をより多く増やして資金不足を補填するというメカニズムは, これまで指摘されてきた国有企業のそれと同様である。また, 経済体制の移行中における中国の上場企業は全体としては成長期にあり, 成熟・衰退期に入っているとは考えにくい。そのため, コーポレート・ガバナンスのあり方も激しく変動するに違いない。インサイダーコントロール企業は従業員の利益を最大化するインセンティブを強く持つと考えられるため, 企業経営効率性の指標として従業員の賃金も含まれる付加価値の比率が望ましい。統計データが利用可能となる将来において, それを用いる推計が待たれる。いずれにせよ, 本項の考察から, 中国企業に対する金融証券市場からのコーポレート・ガバナンスのメカニズムは, 非市場的なものから市場的なものに変わりつつあるということができよう。

V. おわりに

本稿では日本・ドイツ型および英・米型の金融システムの果たす経済的機能について資本コストおよびコーポレート・ガバナンスに絞り、考察を試みた。その主な結果として、まず、金融制度や金融構造上の違いが存在しているにもかかわらず、資本コストは平準化する傾向があり、先進国の金融システムは結果として似たような経済的機能を果たしている。また、コーポレート・ガバナンスにおける2つのモデルの特徴とされるメインバンクのモニタリング機能と敵対買収的機能はいずれも限定的なものであり、従来強調されてきた違いが大きくは認められない。従って、金融システムの経済的機能は究極的に市場メカニズムそのものにかかわると考える。この結論は中国のような開発途上国に対し金融改革の際に市場促進的なアプローチが極めて重要であることを示唆する。中国の金融改革はまさに市場を重視する変革過程であり、その過程において金融の経済的機能は徐々に向上してきていると考えられる。勿論、全体的に中国の金融システムが先進国に比べるとまだ未成熟なもので、金融の経済的機能の働き方も異なっている。

しかし、中国の経験は途上国において政府が規制を緩和し、市場メカニズムを導入すれば、改革がすべてうまく運べることを意味しない。それは金融危機の脅威が存在するからである。金融システムが金融危機に対してどれほどの「免疫力」を持つかは、銀行を始めとする諸経済主体の行動をいかに安定化させるか、という点に集約しうる。その意味で、金融危機への対応能力は、金融システムの果たすもう一つ重要

な「経済的機能」であると考えられる。本稿ではこれらに関する考察は行えなかったが、伊藤[2000 a]では、「金融危機は、いずれの場合も、金融システムにおける自由化、市場化、規制緩和の、直後ないししばらく後に勃発している」、しかも、「危機の結果として市場化や自由化、規制緩和が推進されるのではなく、その逆である」、という指摘がなされた。さらに1990年代日本の金融システム危機を洞察深く分析した後、伊藤[2000 b]は、「金融機関の非市場的行動や金融市場の非市場的枠組みの広範な残存がバブルとバブル後の危機を引き起こしたのではなく、遅れてしかも短期間の急激な「証券化」と「国際化」の同時進行こそが金融危機の原因」であると指摘した。こうした先進国に関する議論とあわせて考えると、中国の市場促進的な金融改革が推進されたにもかかわらず、中国は1997年のアジア金融危機に「感染」しなかった。その原因について、為替制度における管理フロート制や経済全体として開放度が低位にある等の要因は言うまでもないが、金融改革の進め方も極めて重要な一要因ではないかと考えられる。つまり、「急激」ではなく「緩慢」な改革、しかも常に「保守」と「改革」の両勢力のバランスの取れた改革が行われてきたからであろう。

注

- 1) 日本銀行『日本経済を中心とする国際比較統計』2000(第37号)を参照。
- 2) M.Schaberg [1999] が詳しい。
- 3) エージェンシー問題が存在する場合にキャッシュフローより外部資金のコストが高くなるため、キャッシュフローの豊富な企業ほど設備投資が活発になるが、メインバンクがモニターを行う企業に関しては外部資金調達に伴うエージェンシーコストが低くなるはずであり、キャッシュフローの多寡が設備投資に影響する度合いも低くなる、という考え方である。
- 4) シャーは各業態の銀行、銀行業態の実務担当者71名に

対して251時間以上に及ぶインタビューから捉えた定性的データに基づき、銀行の企業への役員派遣は取引先企業の経営コントロールやモニタリングを行う目的ではなく、銀行の高給の年配管理職をできるだけ早く外に出そうという人事上の必要があるからだという結論を導いた。広田では「銀行は融資を行った場合には企業経営のモニタリングを行うが、株式を保有する場合には企業経営をまったく監視しない」という銀行担当者の回答が紹介され、日本のメインバンクは同時に企業の大株主との事実とあわせて考えると、メインバンクのモニタリング機能が働くとは断定できない。

- 5) 「過剰債務問題」とは新規投資収益から既存負債をすべて返済すると、新規投資の費用を賄うことができない場合に新規投資が断念される、という問題を言う。この問題は既存の債権が新規のそれに比べ返済義務で優先されることによって発生した問題である。既存債務の返済優先化は企業経営における「負債による規律付け」そのものである。大瀧モデルでは企業の既存債務が銀行の貸し付けと区別されていないのはおそらくその不備であろうが、しかし、日本企業の既存債務に占める銀行貸し付けの割合が大きい事実を考えると、一応妥当な結論といえよう。
- 6) 株式市場が企業支配権の市場として機能する見解を支持する研究は例えば、Asquith [1983], Martin and Macconell [1991] がある。いずれも買収企業の株価や企業価値、企業収益率などミクロの側面に注目するものが多い。Asquith [1983] では買収合併企業の株価および累積超過収益率 (cumulative excess returns) に注目して分析を行った結果、買収計画の成功する企業においては計画公表日から株価も徐々に上昇し、CER も徐々に15%まで上昇する、買収計画の失敗する企業においては公表日からCER が徐々に10%まで上昇するが、その後0%に戻るといった現象を突き止めた。また、Martin and Macconell [1991] では米国の1958~1984年の間における公開買付けによる720件の企業買収を分析し、買収される企業の経営パフォーマンスが買収前では同業他社より悪く、買収後では経営パフォーマンスの悪い企業経営者ほど更迭される傾向があるという現象を発見し、企業買収によるコーポレート・ガバナンス機能の観点を支持した。
- 7) これに対してFrank and Harris [1989] では1955~1985年の期間における1898の企業をサンプルにとり、合併・買収は株主の富の純増をもたらすという結論が出された。
- 8) 英米における企業買収の歴史を振り返ってみると、時期をほぼ同じくして四つの波を経験してきた。米国では1895年から1905年の間において全製造業における雇用および資産の約15%を巻き込んだ買収ブームはその第一の波として知られている。ほぼ同じ時期に米国においても企業の合併ブームが起きていた。1920年から1929年の間に米国ではおよそ1万社の企業が買収・合併されて消えていった。英国では1920年代の後半から1930年の間に1千社を超える企業が米国のそれと同じ運命に遭った。いわゆる第二の波である。これらの二回の波によって今日英米の産業界の基本的な構造が作り上げられたと言われ

る。第三の波は米国では1968, 1969年をピークに、英国では1964, 1965年をピークに迎えた60年代の後半から70年代の初頭にかかる間での買収ブームである。今回の波において米国では年間1万社、英国では年間1千社近くの企業は買収・合併された。第四の波は両国ともに1970年代の後半から特に88, 89年をピークに迎えて90年代の初頭に終焉を見せたブームである。第四の波の始まる1970年ごろに敵対的買収が公然に行われた（詳しくは佐藤隆三『M&Aの経済学』の第三章、TBSブリタニカ1987, 村松司叙『英国のM&A』の第一章、同文館1993を参照されたい）。

- 9) しかし、日本の郵便貯金と違い、中国に資金運用部への預託制度が存在せず、郵便貯金は全額中央銀行への委譲が義務付けられている。
- 10) 1996年に、中国人民銀行は初めて流通国債を商業銀行から買い取る、「買いオペレーション」が行われたが、51回の取引で計43億円の規模にとどまった。li [1998] が43億円の買いオペが同年末中央銀行の総資産額の2兆2,754億元に比べると無視しうほどの規模であると指摘しているが、筆者はこの比較自体が無意味だと思う。中国人民銀行が商業銀行と相対的な買いオペを行ったことで、商業銀行の準備が増加し、貸出供給の増加につながる。この意味で、買いオペは中国人民銀行が銀行に対して貸出を行うのと同様の効果をもっている。1996年に、中央銀行の銀行に対する純貸出額（中央銀行の対金融機関貸出金マイナス金融機関預り金）が281.2億元であり（王 [2000] 表8）、買いオペレーションの43億元がその15.3%になり、決して無視できるものではない。
- 11) 1993年から中国人民銀行の再割引業務が全国範囲で開始されたが、その割引率は、中央銀行の商業銀行に対する貸出金利より5~10%低い水準で適用されていた。1994年においても再割引は限られた数の銀行と、割り当てで行われていた。割当先銀行はそれぞれ、中国工商银行、中国農業銀行、中国銀行、中国人民建設銀行、交通銀行の各社である。一回あたりの再割引額は1,000万元以下であることが義務付けられた（鄧智毅 [1997] 48頁）。こうしてすべての金利が中国人民銀行により政策的に決定される状況のもとでは公定歩合操作によるアナウンスメント効果は期待できなかった。
- 12) 中国の準備制度は市場経済の諸国のそれと大きく異なっている。1984年の中国人民銀行の中央銀行化に伴い、預金準備金制度が設けられ、銀行と預金の種類別にそれぞれの準備率が適用された。1985年から、銀行は預金準備のほかに支払準備金（「備付金」）を中央銀行に積み上げることが義務付けられた。1995年に支払準備率が1989年以後の5~7%から5~11%までに引き上げられ、1997年にいたっている。この時期において、24%の高い準備率（預金準備率+支払準備率）が金融調節手段としてかなり弾力的に使われていた。先進諸国の0準備に近い現状に比べると、中国のそれがいかに高いかが分かる。なお、「中国の特色」ともいえるのは準備金に対して中央銀行が利息を支払うことである。その金利は一年満期の預金金利より低く、六ヶ月満期の預金金利より高い水準に設定されている。随 [1999] が指摘したように、中国の準備制度は金融システムの安定性をはかる市

場経済諸国のそれとは性格が異なり、むしろ「マクロ的金融調節手段の維持・確保すること」に重点を置いている。ちなみに、預金準備率について、1984年に、中国工商银行、中国農業銀行および中国銀行の3社に対して同じ比率が適用され、企業預金に20%、都市個人預金に40%、農村預金に25%の高い準備率が課された。1985年に一律に準備率が10%までに下げられたが、固定資産投資専門の中国建設銀行に対して30%の準備率が適用された。翌年に中国建設銀行の預金準備率も10%に下げられた。1987年に預金準備率が一律に12%までに、更に1989年に13%にあげられた（鄧智毅 [1997] p. 85）。

- 13) 九つの中央銀行支店の所在地は、天津、沈陽、上海、南京、済南、武漢、広州、成都および西安である。
- 14) 例えば、堀内 [1993] では「中国のみならず、中央集権的な計画経済から分権的な市場経済への移行を目指している経済は…4頁」、「中国の経済改革の大きな方向が市場を基盤とする分権化された計画経済を目指すものであると考えると…9頁」のような記述がある。
- 15) しかし、この方式も最初から確立されたものではなく、1958年からの「大躍進」と「農村人民公社」運動により、地方分権が進められ、1959年に地方に対して預金の20%を農業貸付に使用する権限が与えられた。その後1960年まで、「存貸下放、計画包干、差額管理、統一調度」方式が採用された。要するに、中央財政預金と中央国有企業の貸付以外の預金と貸付に対する管理権限が各地方に委譲され、地方が貸付額と預金額の差額部分だけを請負い、貸付計画を上回って預金を吸収した地方がその超過した部分だけ余分に貸付けられる。1962年後に中国人民銀行の中央集権が図られたが、文化大革命運動により長く続かなかった。
- 16) 1979～80年において「差額控制」という方式も取られたが、基本的に81年以降の「差額包干」との違いが小さく、ここで紹介を省略する。
- 17) 資産・負債のバランス管理については、例えば貸出残高対預金残高の比率は75%を超えないこと、流動資産残高対流動負債残高の比率は25%を下回らないことなどが挙げられる。
- 18) すなわち、「基本建設投資」（固定資産投資の一種）における今までの財政資金の無償投入が中国人民建設銀行の貸出に切り替える改革である。「撥改貸」は1980年から全面的に広げられたが、1984年までテンポが緩慢で、国家予算内投資（企業投資＋非営利事業投資）に占める割合がわずかに10%前後であった。1985年に国家予算内投資の95.3%の部分について「撥改貸」が適用され、利率も以前の3%前後から、2.4～12%の利率に変えた。但し、非営利事業においては借入れ返済の見込まれないものに対して財政からの無償投資体制が継続していた。（数字は董 [1999]、下、183頁より）
- 19) 数字は劉 [2001] 165頁より
- 20) 計測方法について深尾光洋・森田泰子 [1997] 『企業ガバナンス構造の国際比較』日本経済新聞社、第四章を参照されたい。
- 21) 数字は中国誠信証券評估有限公司編『中国上市公司基本分析』2001、68-69頁より
- 22) 王 [2002] は上海証券取引所に上場する会社から40社

をランダムに抽出し、新規株主の選抜における当選確率を調べた。1996年10月以降に株式公募を行った27社においてデータが確認され、平均で1.14%であった。これは株式資金の一単位の募集に対して、100単位近くの応募可能資金が存在することを意味する。更に、近年では当該当選確率は0.2%前後が一般的になり、株式資金の一単位の募集に対応可能な民間資金が500倍に跳ね上がった。このことは端的に民間貯蓄資金に対する株式の量的不足を示している。

参考文献

- 青木昌彦・奥野正寛編著 [1996], 『経済システムの比較制度分析』東京大学出版会。
- 石川滋 [1997], 「市場経済発展促進的アプローチ——理論的位置づけと応用——」『開発援助研究』1997, vol. 4 No. 1。
- 伊藤修 [1999], 「コーポレートガバナンス論と経済システム論」『証券経済研究』第22号（1999. 11）, 日本証券経済研究所。
- 伊藤正直 [2000 a], 「1990年代の金融システム危機——国際比較からの論点提示——」, 伊藤・つる見・浅井編著『金融危機と革新——歴史から現代へ』所収, 日本経済評論社。
- [2000 b], 「1990年代日本の金融システム危機」, つる見誠良編『アジアの金融危機とシステム改革』所収, 法政大学出版局。
- 王京濱 [2000], 「現代中国の金融構造」『経済学研究』42号, 東京大学。
- [2002], 「中国国有企業の株式会社化は「社会主義」を強化するものなのか」『中国研究月報』(中国研究所) vol. 56 No. 2。
- 王東明 [2000], 「中国上場企業の株式所有構造とコーポレート・ガバナンスの実態」『証券経済研究』(日本証券経済研究所) 第23号 (2000. 1)。
- 大瀧雅之 [2000], 「銀行に監視能力は存在したか? ——過剰債務問題の視点から——」宇沢弘文・花崎正晴編『金融システムの経済学』所収, 東京大学出版会。
- 京極純一 [1983], 『日本の政治』東京大学出版会。
- 国文良成 [1999], 「中国の政策決定モデル試論」,

- 小島朋之・家近亮子編『歴史の中の中国の政治——近代と現代——』所収、勁草書房。
- 小島朋之 [1999], 『現代中国の政治——その理論と実践』慶応義塾大学出版会。
- 斉藤美彦・須藤時仁 [1999], 「メインバンクとコーポレート・ガバナンス——都市銀行による企業審査・モニタリングの実際について——」『証券経済研究』第22号 (1999. 11), 日本証券経済研究所。
- 胥鵬 [1998], 「日本企業のコーポレート・ガバナンス」『社会科学研究』50巻第1号東京大学社会科学研究所。
- 随清遠 [1999], 「金融改革と金融市場」南亮進・牧野文夫編『大国への試練』所収, 日本評論社。
- 鈴木博 [1996], 「主要先進国にみる金融仲介構造の変容——日・米・独・英4カ国の比較研究——」『金融経済研究』第10号 (1996. 1), 金融学会。
- 竹内朱恵・花崎正晴 [1997], 「設備投資行動の国際比較——日米仏企業データに基づく実証研究」『調査』No. 222, 日本開発銀行。
- 田中信行 [1993], 「中国——『党政分離』と法治の課題」, 近藤邦康・和田春樹編『ペレストロイカと改革・開放』所収, 東京大学出版会。
- 田島俊雄 [2000], 「中国の財政金融制度改革——属地的経済システムの形成と変容——」, 中兼和津次編『現代中国の構造変動2, 経済——構造変動と市場化』所収, 東京大学出版会。
- 広田真一 [1996], 「日本の金融・証券市場とコーポレート・ガバナンス」, 橋本俊昭・筒井義郎編『日本の資本市場』所収, 日本評論社。
- [1999], 「銀行中心の金融システムは変化していくのか? : インタビュー結果を中心にした考察」『日本における企業金融の潮流』報告書, 財団法人トラスト60。
- 深尾光洋・森田泰子 [1997], 『企業ガバナンス構造の国際比較』日本経済新聞社。
- 深尾光洋 [1999], 「日本の金融システム不安とコーポレート・ガバナンス構造の弱点」, 青木・奥野・岡崎編著『市場の役割, 国家の役割』所収, 東洋経済新報社。
- 堀内昭義編 [1993], 『累積債務と財政金融』アジア経済研究所。
- [2000], 「企業経営コントロールの視点から見た金融制度」, 福田・堀内・岩田編『マクロ経済と金融システム』所収, 東京大学出版会。
- ・花崎正晴 [2000], 「金融システムと企業経営統治」, 吉川洋・大瀧雅之編『循環と成長のマクロ経済学』所収, 東京大学出版会。
- ポール・シェアード [1997], 『メインバンク資本主義の危機』東洋経済新報社。
- McCauley, R.N & Zimmer, S.A [1992], 「資本コストの国際比較」『証券アナリストジャーナル』第30巻第3号。
- 三輪芳朗 [1985], 「メインバンクとその機能」中村・西川・香西編『現代日本の経済システム』所収, 東京大学出版会。
- 村松司叙 [1993], 『英国のM & A』同文館。
- 毛里和子編 [1990], 『現代中国論1 毛沢東時代の中国』日本国際問題研究所。
- 戴下史郎 [1992], 「メインバンクと情報の理論」, 堀内・吉野編『現代日本の金融分析』所収, 東京大学出版会。
- 山本拓 [1995], 『計量経済学』新世社。
- 吉田美樹子 [2001], 「アサヒビールの財務構造の変化とメインバンクによるモニタリング」『証券経済研究』第29号 (2001. 1), 日本証券経済研究所。
- 蠟山昌一 [1982], 『日本の金融システム』東洋経済新報社。
- Aoki, M, and H. Patrick (eds) [1994], *The Japanese Main Bank System: Its Relevance for Developing and Transforming Economics*, Oxford University Press. (青木・パトリック編『日本のメインバンク・システム』白鳥正喜監訳 東洋経済新報社)
- Asquith, P. [1983], "Merger Bids, Uncertainty, and Stockholder Returns," *Journal of Finan-*

- cial Economics*, 11, pp. 51-83.
- Aghion, P. and P. Bolton [1992], "An 'Incomplete Contracts' Approach to Financial Contracting," *Review of Economics Studies*, 59, pp. 473-494.
- Diamond, D. [1984], "Financial Intermediation and Delegated Monitoring," *Review of Economics Studies*, 51, pp. 393-414.
- Dodds, J. and J. Quek [1985], "Effect of Mergers on the Share Price Movement of the Acquiring Firm: A UK Study," *Journal of Business Finance and Accounting*, Summers 1985, pp. 285-296.
- Fama, E.F. [1980], "Agency Problems and the Theory of the Firm," *Journal of Political Economy*, 88(2), pp. 288-307.
- and M. Jensen [1983], "Agency Problems and Residual Claim," *Journal of Law and Economics*, 26, pp. 327-349.
- Firth, M. [1980], "Takeovers, Shareholder Returns and the Theory of the Firm," *Quarterly Journal of Economics*, March 1980, pp. 235-260.
- Frankel, J. [1992], "The Evolving Japanese Financial System and the Cost of Capital," *Univ. of California at Berkeley Working Paper*, No. C92-002.
- Franks, J.R. and Harris, R.S. [1989], "Shareholder Wealth Effects of Corporate Takeovers: The U.K. Experience 1955-1985," *Journal of Financial Economics*, 23, pp. 225-249.
- Gurley, J.G. and Shaw, E.S. [1960], *Money in a Theory of Finance*, The Brookings Institution. (櫻井欣一郎訳, 『貨幣と金融』, 1963, 至誠堂)
- Jensen, M. [1993], "The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems," *Journal of Finance*, 48(3), pp. 831-880.
- and W. Meckling [1976], "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics*, 3, pp. 305-360.
- and K. Murphy [1990], "Performance Pay and Top-Management Incentives," *Journal of Political Economy*, 98, pp. 225-264.
- and R. Ruback [1983], "The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence," *Journal of Financial Economics*, 11, pp. 5-40.
- Kaplan, S. [1989], "The Effects of Management Buyouts on Operating Performance and Value," *Journal of Financial Economics*, 24, pp. 581-618.
- Martin, K.J. and J.J. McConnell [1991], "Corporate Performance, Corporate Takeovers, and Management Turnover," *Journal of Finance*, 46, pp. 671-688.
- Mueller, D. [1980], "A Cross-National Comparison of the Results," in Mueller, D. (eds), *The Determinants and Effects of Mergers: An International Comparison*, Oelgeschlager, Gunn & Hain.
- Paul, S. [1994], "Main Banks and the Governance of Financial Distress," in Aoki, M. and H. Patrick (eds) [1994], *The Japanese Main Bank System: Its Relevance for Developing and Transforming Economics*, Oxford University Press.
- Prowse, S. [1994], *Corporate Governance in an International Perspective*, BIS Economic Papers, No. 41-July 1994.
- Rybczynski, T.M. [1985], "Financial System Risk and Public Policy," *Royal Bank of Scotland Review*, December. 35-45.
- Scher, M.J. [1997], *Japanese Interfirm Networks and Their Main Banks*, (奥村宏監訳『メインバンク神話の崩壊』1998, 東洋経済新報社).
- Schaberg, M [1999], Globalization and the Ero-

- sion of National Financial System: Is Declining Autonomy Inevitable?, Edward Elgar Publishing (藤田隆一訳, 『現代金融システムの構造と動態——国際比較と「収れん仮説」の検証』2000, 日本經濟評論社).
- Shleifer, A. and R.W. Vishny [1997], "A Survey of Corporate Governance," *Journal of Finance*, 52, pp. 737-738.
- 常修沢 [1994], 『現代企業創新論——中国企業制度創新論研究』天津人民出版社。
- 陳曉・江東 [2000], 「股權多元化, 公司業績与行業競争性」『經濟研究』2000. 8 (中国社会科学院)。
- 鄧智毅 [1997], 『中国再貼現政策理論与实践』中国金融出版社。
- 董輔初編 [1999], 『中華人民共和國經濟史』(上, 下) 經濟科学出版社。
- 厲以寧等編 [1998], 『中国資本市場發展的理論和实践』北京大学出版社。
- 方曉霞 [1999], 『中国企業融資: 制度變遷与行為分析』北京大学出版社。
- 劉小玄編著 [2001], 『中国企業發展報告1990~2000』社会科学文献出版社。
- 汪小亞・李振江・袁德法編著 [1999], 『大突破』中国金融出版社。
- 張曉惠 [1995], 『軌軌中的中国金融宏觀調控』遼寧人民出版社。
- 周業安 [1999], 「金融抑制对中国企業融資能力影響的實証研究」『經濟研究』1999. 2。
- (東京大学インテリジェント・モデリング・ラボラトリー中核的研究機関研究員)