

(続紙 1)

京都大学	博士（経済学）	氏名	張 冬 洋
論文題目	The Relationship between Financial Intermediations and Firm Performance: An Empirical Study on Financial Constraints of Chinese Firms （金融仲介と企業パフォーマンス—中国企業の資本制約に関する実証分析）		
(論文内容の要旨)			
金融発展と経済成長の関係は経済成長理論における一つの重要な研究課題であり、金融の発展は経済の成長を促進するものと一般的に認められている。しかし、中国経済は30年以上にわたる高い経済成長を実現したにもかかわらず、金融の発展は大きく遅れていると指摘されている。そのため、中国経済はこの両者の関係を表す1つの反例とされてきているが、この問題に関する理論的、実証的な研究は非常に少ないのが現状である。 本研究では、金融仲介—財務制約—企業パフォーマンスの視点から、財務制約が存在する中で、企業は如何に金融仲介を通じて成長してきたかについて、企業レベルのデータを利用し、計量経済学的手法を用いて分析を行い、解明することを試みた。それによって、以下のような結論が得られた。 1. 金融仲介は中国企業の財務制約、制度の不完全性及び金融市場の未発達を緩和し、企業の成長を促進する重要な手段である。2. 中国企業における企業間信用とネットの流動資金は非正規金融手段として非国有企業の全要素生産性（TFP）や営業収益率（ROS）に対して有意に貢献しているが、国有企業に対してはほとんど影響しなかった。3. 企業パフォーマンスの1つと考えられるイノベーション投資は、国有企業の場合は銀行融資に強く依存するが、私有企業や外資企業はキャッシュフローやネットの流動資金に依存している。さらに、4. 私有企業は銀行融資を利用してイノベーション投資をする際に、銀行や政府との政治的なつながりが重要である。 各章の具体的な内容は以下の通りである。 第2章では、企業の全要素生産性と企業の負債比率との関係について研究した。既存の研究では、営業利益率が企業の負債比率を決定する重要な要因とされているが、中国では、利益の指標は様々な政策的、人為的な要因によって影響されるため、必ずしも適切に企業の経営パフォーマンスを反映していない可能性がある。そのため、この章ではより客観的な指標である全要素生産性を用いて分析を行った。分析結果によると、全要素生産性は私有企業や外資系企業の負債比率との間に有意な正の関係があるが、国有企業においては、そのような関係が存在しなかった。全要素生産性が企業の負債比率への影響は企業の直面する財務制約が強くなるに伴って強くなる傾向がある。 第3章では、全要素生産性と企業間信用との関係を所有形態別に分析した。分析結果によると、企業間信用は企業の生産性に強く影響し、深刻な財務制約を受けている企業ほど企業間信用の役割が大きい。また、所有形態別にみると、私有企業と外資系企業においては、企業間信用と企業の生産性との間には強い正の相関関係があるが、国			

有企業においてはそのような傾向が見られなかった。

第4章では、企業のネットの流動資金と全要素生産性や営業利益率との関係について分析した。それによると、私有企業と外資系企業においては、企業の生産性や利益率はネットの流動資金と有意な相関関係が見られるが、国有企業においてはそのような傾向が見られない。また、企業のネットの流動資金が正か負かによって、企業の生産性や利益率に与える影響が異なる。このようなことから、財務制約が強く存在する状況の中で、企業はネットの流動資金を利用して全要素生産性や営業利益率を高めていることが分かった。

第5章では、キャッシュフローと技術革新との関係を研究した。研究結果によると、私有企業と外資系企業においては、技術革新は企業のキャッシュフローに対して有意に反応し、銀行の短期貸付とネットの流動資金の増減が企業の技術革新を高める効果があるが、これに対して、国有企業は銀行から容易に融資を受けることができるため、短期融資だけではなく、長期の融資も企業の技術革新に影響することを明らかにした。

第6章では、腐敗と銀行貸付、R&D投資との関係を分析した。それによると、企業は政府系の中華全国交渉連合会（ACFIC）のメンバーであることよりも、銀行や政府との個別的なつながりの方が企業の技術革新や銀行融資への影響が強い。また、弱い財務制約を受けている企業ほど、また、金融や市場が発達する地域ほど、腐敗の働きがより強くなることが明らかになった。

第7章は論文全体のまとめである。各章の分析を踏まえて、中国経済のさらなる発展を図っていくためには、金融システムの発展と制度環境の改善が必要不可欠であることを示した。

(論文審査の結果の要旨)

近年、中国経済における金融発展と経済成長の関係が大いに注目されているが、この問題に関する厳密な実証研究は未だ少ないのが現状である。本論文は、中国における金融発展と企業成長をテーマに取り上げ、様々な角度からこの問題を分析した大変優れた研究として高く評価されるべきである。具体的には以下の通りである。

第1に、分析の範囲が広く、様々な側面からこの問題を分析し、説得力のある結論が得られていること。本論文は7つの章から構成されており、そのうち、単独の学術論文となりうるのは5つの章に及ぶ。この中では、企業の負債率と全要素生産性の関係(第2章)、全要素生産性と企業間信用の関係(第3章)、ネットの流動資金と全要素生産性、営業利益率の関係(第4章)、キャッシュフローと技術革新の関係(第5章)、腐敗と銀行融資、R&D投資の関係(第6章)など、この問題に関連する多くの側面について幅広く分析され、いずれも興味深く、しかも、説得的な結果が得られている。

第2に、本研究で用いられているデータの規模は膨大なものであり、中国企業の全体像を反映しているため、分析結果の信頼性は極めて高い。この研究に用いられている中国非上場企業データベース(1998-2009年)は名前通り上場企業を除くすべての工業企業(最大年次27万社)をカバーしており、この12年間に於ける企業の詳細な情報が含まれている。この膨大な情報を一定の基準で整理したうえで分析した。この他にも、2009-2014年の上場企業データベース、そして、2004-2012年中国私営企業調査データも整理して分析に用いた。このような膨大な企業レベルの情報をを用いてこの問題を分析したのは著者が初めてであり、高く評価されるべきである。

第3に、厳密な計量経済学的手法を用いて、中国の企業金融について分析されたことが高く評価されるべきである。各章では、分析の必要に応じて、OLS、プロビット、トービットなどの基本的な分析を行ったうえ、内生性の問題やサンプリングバイアスの問題を解決するために、様々な計量分析の手法が用いられた。いずれの分析においても、適切な分析方法が採用されているため、分析結果の信ぴょう性と頑健性が一層強化されていると評価できる。

以上のことからわかるように、本研究は、分析範囲の広さ、利用されるデータの質の良さと大きさ、そして分析方法の適切さ及び結論の説得性などからして、きわめて優れた研究成果であり、高く評価されるべきである。

一方、本研究にはいくつかの問題点が存在することは否定できない。1つは、一部の章の中にやや内容を詰め込みすぎている印象がある。そのため、分析の焦点がやや不明瞭になっている場合もある。本研究では、数多くの先行研究をサーベイしているが、それらとの違いはどこにあるかを明確に打ち出すことによって、本研究の価値を一層高く示すことが可能であろう。

しかしながら、以上の諸問題は、本論文の意義をいささかも損なうものではない。よって本論文は博士(経済学)の学位論文として価値あるものと認定する。なお平成28年7月29日に論文内容とそれに関連した口頭試問を行った結果、合格と認めた。