

中国上場企業の資金調達構造

——製造業における政府支配の影響分析——

ハスビリギ

たけ やす し
竹 康 至

《要 約》

中国では積極的に民営化を進めているが、実際は株式上場後も政府が所有権を維持する方針が取られてきており、上場企業の中に政府が過半数の株式を保有する「国家支配企業」が多く含まれている。その経営には問題が指摘されているものの、資金調達に関しての影響は十分に研究されてこなかった。本稿では上場企業の主要株主の分類・整理を行い、国家支配企業を区分けした上で上場企業の資金調達構造の計量分析を行い、国家支配企業の負債比率は相対的に大きく、投資機会と企業規模が大きい国家支配企業は負債比率が小さく、投資機会が大きい非国家支配企業は負債比率が高い、という結果を得た。このことは、国家支配企業は、負債が大きい傾向がある一方で、市場性資金が調達しやすい規模と投資機会が大きい場合は負債を圧縮し、逆に非国家支配企業は、投資機会が大きい場合でも増資による資金調達が十分に行えていない可能性を示唆している。

はじめに

- I 中国企業の分類と国家支配企業
- II 中国上場企業の外部資金調達先の状況と問題
- III 中国上場企業の資金調達構造の決定要因
- IV 中国上場企業の資金調達構造の推計

おわりに

はじめに

近年、中国では国営企業の民営化が積極的に行われてきた。1992～1993年にかけて社会主義市場経済体制と現代企業制度が提起され、国営企業が国有企業に定義変化したあと、中小・中堅企業の民営化、大企業の株式会社化・株式上

場という二本立ての路線で徐々に国から民間への売却が進められており、経済活動における政府の影響は低下してきている [今井 2002; 座間 2006]。

その一方で、依然として国有企業においては国有銀行などとの癒着構造が指摘され、その経営目的が利潤最大化とは言えないことが指摘されている [橋口 2007]。また、上場後も他の民間企業と経営行動が異なることが指摘されている。例えば Shirai (2002) では上場企業1098社について1994～2000年の財務データを用い、銀行が業績不振の企業、それも国有大企業^(注1)に対してより多くの融資を行うバイアスがあるこ

とを指摘している。

上述の通り、中国では積極的に民营化を進めているが、株式上場後、政府が所有権を維持する方針が取られており、上場企業の中に政府が多数の株式を保有しつづけている国家支配企業^(注2)が多く含まれている。国家支配企業は、企業法による分類や、所有構造において国有企業と異なるものではあるが、多くの先行研究では国有企業の分析を国家支配企業に適応して解釈しており、国家支配企業は近年の中国政府の経済政策の結果として中国上場企業に広く見られるにもかかわらず、国家支配企業そのものを分析した研究は相対的に乏しい。また、中国上場企業の資本構造の分析としてはHuang and Song (2006) が存在し、エージェンシー・コストの代理変数として、法人株比率と経営者持ち株比率などを取り扱っているが、国家支配企業の資金調達構造については十分な分析がなされてきていない。

そこで本稿では、国家支配企業の資金調達構造に関して計量分析を行い、その特徴の分析を行った。2001～2004年の4年間のアンバランスド・パネル・データを用い、代表的な資金調達構造の計量分析の論文であるRajan and Zingales (1995) に準じた主要説明変数を採用しつつ、各社の決算報告書等から国有株の比率を計算して国家支配企業を分類した上で、負債比率の推計を行った。本研究は、国家支配企業の資金調達構造への影響を分析した初の研究となる。

本稿で得られた主な結果は、次の点である。第1に、国家支配企業の負債比率は相対的に大きい。第2に、投資機会と企業規模が大きい国家支配企業は負債比率が小さい。第3に、投資機会が大きい非国家支配企業は負債比率が高い。

本稿の推計結果は、国家支配企業は負債比率が大きい傾向がある一方で、市場性資金が調達しやすい規模と投資機会が大きい国家支配企業は負債を圧縮する可能性を示唆している。また、投資機会が大きくても、非国家支配企業は増資による資金調達が十分に行えていない可能性が示唆された。

続く本稿の構成は以下の通りである。第I節で中国企業の分類を整理し、国家支配企業の定義を明確にする。第II節で中国上場企業の外部資金調達先の状況と問題を整理し、第III節でエージェンシー理論をベースに中国上場企業の資金調達構造の理論的考察を行う。第IV節では、理論的考察を元に中国上場企業のパネル・データを用いて資本構造の決定要因の計量分析を行い、中国上場企業の資金調達構造の特徴を明確化する。その上で「おわりに」では簡単な政策的なインプリケーションを述べたい。

I 中国企業の分類と国家支配企業

本稿では、上場後も政府が強く影響を持つ国家支配企業の分析を行うが、前節で述べたとおり、国有企業と国家支配企業は異なる会社組織であるにもかかわらず、先行研究では国有企業と国家支配企業を明確に区別せずに扱っているケースも見られる。そこで本節では、後の計量分析で用いるため、中国企業の分類、株式の分類などを整理^(注3)した上で、本稿での主な分析対象である「国家支配企業」の定義を行う。

1. 企業の分類

中国企業の所有構造の分類を行うときには、法的に「国有企業」が定義される一方で、上場

企業を含む「有限会社」、「株式会社」が「国有企業」ではない点に留意することが重要である。

中国経済体制の変化に伴い、「企業」の概念は大きく変化している。1978年の改革開放前の中国では「国営企業」^(注4)と「集団所有制企業」の二形態の企業しか存在しなかった。その後改革・開放政策推進の過程で新しい企業制度を導入してきたため、多数の企業形態が並存するようになった(表1)。

中国でも株式市場に上場する企業は全てが株式会社でなくてはならない。従って、国有企業は株式制改革を経てから、諸基準を満たして、市場に上場する必要がある。

2. 投資主体による株式の分類

国有企業に株式制改革を行い、新設した株式会社の株式を「投資主体によって、国家株、法人株、個人株及び外資株に分ける」と規定されており、中国では投資主体の所有制によって株式が明確に分類されている(表2)。つまり、国家支配企業を政府の所有比率において定義することが可能である。

ここでの国家株とは国家投資を代表する権利のある政府部門もしくは機構が国有資産を会社に投資して得た株式である。一方、法人株とは、企業法人が資産を会社に投入して得た株式である。もしくは法人資格の事業単位及び社会団体が、国から経営に用いることを許可された資産を会社に投資して得た株式である。従って、国

表1 中国企業の分類

企業種類		説明
国有企業		企業資産の全部が国家に所有される非会社制経済組織
株式会社	上場	株主が購入した株式に応じて企業に対して責任を負う
	非上場	
有限会社		出資者が出資額に応じて企業に対し責任を負う
その他		集団所有制企業、株式合作制企業、私営企業、合弁・合作・独自資本経営企業などがある

(出所)「企業登記類型の区分に関する規定」から筆者作成。

表2 投資主体による株式の分類

株式種類			説明
非流通株	国家株		政府が保有している株式
	法人株	発起法人株	企業法人が上場企業に投資して得た株式。この中で、国有企業が所有している株式を「国有法人株」という
		募集法人株	
流通株	個人株		個人投資家もしくは内部職員の持つ株式(A株)
	外資株		海外投資家が持つ外貨建て株式(B株など)

(出所)「股份公司国有所有権管理規定」から筆者作成。

有企業法人が所有する株式は国有法人株という。

3. 国有株の定義と株式企業に対する支配度

「股份制試点企業国有資産管理規定」^(注5)の第3条によれば、国家株と国有法人株は国家所有の性格を反映しているため、合わせて国有株^(注6)と称される。株式会社の設立に当たって、国有資産を持って算入した株式は、株式管理の状況によって、国家株と国有法人株に分けられる。

また、ここで重要なのは国有株による支配権の基準である。「股份有限公司国有股权管理暂行办法」^(注7)の11条によると、国有株の支配権を絶対支配と相対支配に分け、絶対支配とは国有株の持ち株比率が50パーセント以上、相対支配とは国有株の比率が30～50パーセントの間と明記している。

国家株と国有法人株は非流通株の主要部分であり、株式市場で自由に売買できない[黄 2006]。ただし、例外ではあるが、政府の許可を条件に企業間の相対取引で売買することも認められている。また、2005年4月から中国政府が非流通株問題の解決策を打ち出して、それから段階的に市場に放出されている。

4. 国家支配企業とは

上述の企業の分類と株式の分類及び諸規定をもとに、本稿では国家支配企業とは「上場株式企業でかつ国家株比率と国有法人株比率を合わせた国有株比率が50パーセント以上である企業」と定義する^(注8)。なお、本稿では上場企業の資金調達行動に対する政府の影響を把握するのが目的であるため、国有株比率が50パーセント以上である、いわゆる絶対支配の状況

にある企業の資金構造分析に焦点を当てている。

II 中国上場企業の外部資金調達先の状況と問題

中国は移行経済であることから、主要な外部資金の調達先である銀行部門や資本市場の状況が先進国や他の開発途上国と大きく異なっており、この点が資本構造に大きく影響を及ぼしうると考えられる。本節では、銀行部門、株式市場、社債市場の状況を俯瞰し、中国上場企業の資金調達における問題点を整理したい。

1. 銀行融資の状況と問題

中国上場企業においても、負債のほぼ半数を銀行融資が占め、主要な資金調達源として依然として銀行融資が重要であることには変わりがないと考えられる^(注9)。しかしながら中国の銀行業は、国有4大銀行を中心に不良債権問題を多く抱えており^(注10)、安定的な資金供給源としては疑問が残る上に、銀行業の金利規制が厳しいために企業がその事業リスクに応じた適切な金利で融資を利用できているのかも疑問が残る。

「人民幣利率管理規定」によると、中国においては、銀行の預金・貸出金利は中国人民銀行によって基準金利が設定されており、各銀行は基準金利の一定の範囲^(注11)でしか融資を行うことができない^(注12) [中国金融学会 2000]。坂下・中山 (2006) では、2002～2004年の上海・深圳証券取引所に上場している企業1385社のパネル・データを用いて、金融政策と企業の借入についての関係を分析し、銀行貸出基準金利の影響が大きくなってきていることを指摘しており、基準金利が企業の借入に与えていると

考えられ、その影響は少なくない。

貸出金利が一定範囲に固定されていると、高リスクな事業を持つ高い金利を設定すべき企業は、中国の銀行からは貸出を受けることができず、低リスクで低い金利を設定すべき企業は、中国の銀行から融資を受けるインセンティブを持たなくなる。図1は、6カ月物短期貸出金利の上限と下限の推移と、CPI上昇率をまとめたものである。許されている上下幅は僅かであり、企業ごとに適切な金利を設定するのが難しいことが分かる。また、インフレ率を考慮した実質金利は大きく変動することになり、ある年に適切な貸出金利で融資を受けることができる企業でも、翌年に適切な融資契約を結べるとは限らない。

このように、銀行の融資は中国上場企業の主要な資金調達源ではあるが、制度的に企業の事業リスクに応じた金利を設定できないことから、

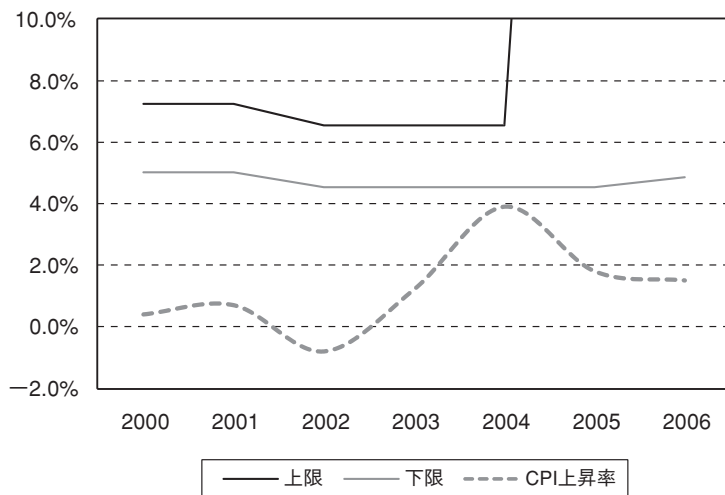
上場企業の資金調達構造に歪みが生じている可能性がある。

2. 株式市場の状況と問題

1990年初めに設立された中国の株式流通市場は僅か十数年の間に大きく成長した。2006年末現在で、上海証券取引所と深圳証券取引所から成り立つ国内証券取引所に上場した企業数は1414社になり、株式時価総額も8兆9403億元に達した(図2)。2007年8月30日付け『人民日報』日本語版では、香港証券取引所を含めた中国企業の時価総額は、日本の株式市場の時価総額よりも多くなり、中国大陸部の証券市場の取引額はアジアの他の証券市場の取引総額を上回るものと報じられている。

厳しい規制下で開始された中国の株式市場ではあるが、市場規模の拡大にあわせて、段階的に改革が実行されてきている。まず、中国人向

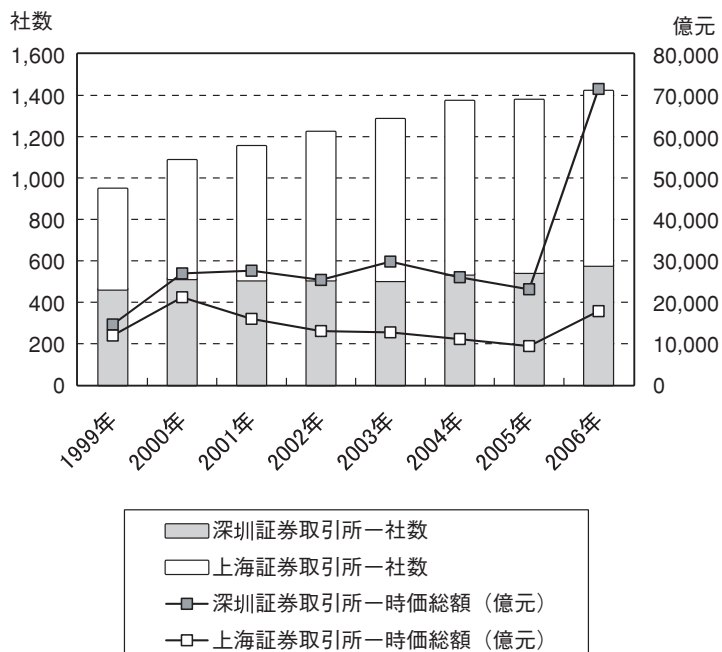
図1 短期貸出(6カ月)金利の上下幅の推移



(出所) 『中国統計年鑑』2006年版、ADB Key Indicatorsから筆者作成。

(注) 金利は各年4月時点の名目値で、中小企業向け利率幅であり、大企業向けは上限がさらに低くなる。CPI上昇率は年平均値。

図2 中国株式市場の規模（時価総額）



（出所）『中国統計年鑑』2000～2007年版から筆者作成。

け株式（A株）と外国人向け株式（B株）の統合があげられる。2001年2月に中国人にB株が開放され、2002年12月に外国人機関投資家にA株が開放された。その後はB株を発行する企業は増加しておらず^(注13)、内外向けの株式による二重構造は事実上解消された。また、新興・中小企業株の流通促進にも配慮しており、1999年11月に香港証券取引所に新興企業向け専用市場を、2004年に深圳取引所に中小企業向けセクターを設置している（表3）。

各種の改革の中で最大の懸案事項は、非流通株の改革である。非流通株の問題は、中国企業の上場経緯によって発生した〔黄 2006〕。中国証券市場そのものが国有企業改革の必要性に応じて誕生しており、市場に上場している多くの企業は元国有企業で、改革改組を経て上場して

いる〔座間 2006〕。これらの元国有企業の中国上場企業は、政府が直接・間接的に株式を所有することで、支配権を維持している^(注14)。発行済み株式の中で、この政府が保有する株式を国有株（国家株と国有法人株）としており、これらは市場に流通しておらず、市場で取引が可能な流通株式と分けて取り扱われている〔白井 2003〕。

非流通株の存在により、財務面と企業統治の面で大きな弊害が発生している可能性が考えられる。まず、非流通株を所有する政府もしくは政府系機関は自由に非流通株を売却できないことから財務上の制約におかれている。つまり、非流通株は証券取引所を通じて売買することができず、純資産価値から取引価格が決められるため、非流通株の所有者は株式価値を向上させ

表3 中国の株式流通市場の歩み

年	月	
1990	12	上海証券取引所, A株市場取引開始
1991	07	深圳証券取引所, A株市場取引開始
1992	02	上海, 深圳両証券取引所にB株市場が開設
1993	07	香港H株第一号「青島ビール」が上場
1999	11	上場基準が緩い新興企業向け市場である香港GEM市場開設, 取引開始
1999	12	第1回国有株売却
2001	02	上海と深圳のB株市場を本土個人投資家に開放
2001	06	第2回国有株売却
2002	12	QFII (適格海外機関投資家) によるA株への投資を, 条件付きで正式開放
2004	05	深圳証券取引所A株式市場に「中小企業セクター」を創設
2005	05	非流通株改革が始まる
2005	06	新規上場一時期凍結 (上海, 深圳)
2006	12	非流通株改革が概ね全ての企業に実施される
2007	05	QDII (適格本土機関投資家) に海外株式への投資を許可

(出所) 上海・深圳各証券取引所ウェブページ, 神宮・李 (2007) から筆者作成。

てキャピタル・ゲインを得ることができない。このため、非流通株の所有者は新株発行を行う際に株式割当権を放棄することが多く [黄 2006], 非流通株は株式資本の増強の阻害要因になってきていると考えられる。また、非流通株の所有者は、流通上の制約から十分に株主利益をあげることができないことから、株主全体の利益につながる企業価値の向上ではなく、自己の便益だけを向上させる経営を企業に強いる潜在的な可能性があり、非流通株には企業統治の面での問題も内在していると言える。これらの非流通株の弊害は、非流通株が過半数を占める国家支配企業において大きく問題となっている可能性が高い。

本稿の分析期間である2001年から2004年の間はマクロ経済が安定した高度成長を維持しているのに、株式市場が低迷していた時期であり、

これらの不健全な企業統治などの問題が発生したため、株式市場の発展の足かせとなり、企業業績及び資本効率の悪化や、株価の低迷を引き起こしたと考えられる [Qu 2003; 今井 2003]。

このような、株式市場の抱えている問題を中国政府も十分認識しており、1999年と2001年に中国政府は全国社会保障基金の財源捻出のためとして非流通株の売却を試みたが、株価の暴落を招き、非流通株の売却は凍結された。その後、市場に混乱を起こさないように証券監督管理委員会の主導で段階的に非流通株の売却が解禁され、2006年末までほぼ全上場企業に及んでいる。しかしながら、売却条件として流通株株主の決議権の3分の2の賛成がいること、市場への放出は1年目は認められず、2年目も発行済株式の5パーセント以内に制限されていること、非流通株の所有者に売却を強制するものでないこ

と [神宮・李 2007] から、依然として非流通株の財務面と企業統治の面における問題は存在していると考えられる。

また、非流通株に起因する問題以外にも、中国上場企業には厳しい増資規制がしかれており、しかもその規制が裁量的に運用されていることを指摘しておきたい。「上場企業再融資条件」によると、上場企業が株式を割増する際に、過去3年間の自己資本収益率 (ROE) が加重平均で10パーセント以上でなければならず、また直近単年度のROEが10パーセント以上である必要があり、これは投資期にあり成長性がある新興企業には厳しい増資規制になりうる^(注15)。この増資規制は重点産業に従事していると位置付けられる企業には条件が緩和されており、結果として国家支配企業には緩い増資規制が適用されている [黄 2007, 48-50]。図3は国家支配企業と非国家支配企業の増資率の平均値の推移であるが、国家支配企業の増資率が高い傾向にあることが分かる。

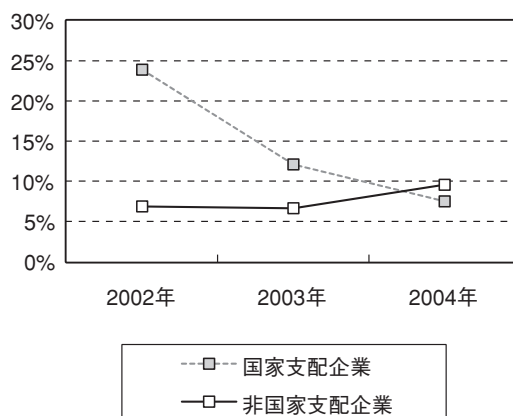
3. 社債市場の状況と問題

中国の債券市場は、起債目的が国の産業政策に合致することが要求され、国务院の定める利率内での起債となるため、社債発行の規模は小さく、社債発行企業も、インフラやエネルギー、情報通信関連等の中国の産業政策に合致した事業を実施する大手国有企業が主となっている [経済産業省 2006]。このため上場企業の間でも、債券は資金調達手段としていまだ一般化しているとは言えない状況である。

Ⅲ 中国上場企業の 資金調達構造の決定要因

Modigliani and Miller (1958) は、完全情報・完備市場で機会費用が存在しないときは、資金調達構造によって企業価値や資金調達コストが異なることはないことを示した (以下、MM理論)。つまり、負債と資本のどちらで資金を調達しても、企業価値に差異はなく、資金調達構造は一意に定まらなくなる。しかしながら、実

図3 株式資本増加率



(出所) Bureau van Dijk Osiris : February (2005) より筆者作成。

際の企業の資金調達には、各種の市場の不完全性によって影響を受けており、MM理論が示唆するような理想的な環境にあるわけではない。特に移行経済である中国上場企業の資本構造の決定は、裁量的な上場基準や、金融機関に対する規制や行政指導などに影響を受けていると考えられるであろう。

本節では、エージェンシー理論に基づく負債比率決定要因から中国上場企業に対する計量分析の適応について考察を行い、推計結果の予測を行う。

1. 株式による資金調達のコスト

株式による資金調達は、二重課税の問題から、負債よりも資金調達コストが高くなることが知られている [Modigliani and Miller 1963]。また、中国に限らず上場企業は、必ず一定以上は経営と所有が分離しているが、株主と経営者間の情報の非対称性が大きい場合は、経営者が自由に処分可能な内部資金を持つことが、不適切な投資を拡大し、過剰投資を招きうることが知られている [Jensen and Meckling 1976]。この経営者が私的便益に用いるコストは、株式のエージェンシー・コストとして知られており、中国上場企業も経営と所有が分離しているため、この影響を受けうる。ほとんどの中国上場企業は、非流通株として政府・政府系機関が過半の株式を握ることで経営権を握る一方で、流通株として一般株主も株式を所有しており、流通・非流通株の制度的な差異から、両者の間には深刻なエージェンシーの問題が発生しうる。なお、成長性の高い企業の場合は、経営者の投資行動をモニタリングしやすい^(注16)ことから、この株式のエージェンシー・コストは低いと考えられて

いる。特に株主の間でも、経営者と姻戚関係や旧知ではない外部株主は、企業の内部情報を十分に持ち得ないだろう。経営者と外部投資家との間の情報の非対称性が特に強い場合は、投資機会が外部投資家に過小評価され、企業の増資コストが高くなるか、増資が不可能になりうることが指摘されている [Myers and Majluf 1984]。

2. 負債による資金調達コスト

負債による資金調達は、企業の倒産確率が高くなり、経営危機を招きやすくなることが知られている。経営危機に陥った企業は、正の収益が予想される投資機会を実行しても、その収益は債権者が優先して得るため、経営者は利益を得ることができない。債権者と経営者間の情報の非対称性が大きい場合、経営者は投資への意欲を失い経営努力を行わなくなる可能性がある^(注17) [Myers 1977]。また、経営危機に陥った企業は、存続のために不適切な投資機会を実行に移す可能性があるため、追加投資の資金を確保できない可能性も考えられる。つまり、負債比率が高い企業は、経営危機時に有望な投資機会を実行しないため、資金調達コストが高くなり企業価値を低下させると考えられる。これらの情報の非対称性に起因するコストは、負債のエージェンシー・コストとして知られている。

3. 中国の制度的特徴と、国家支配企業の資金調達行動

中国上場企業には、株主と経営者、債権者と経営者間の情報の非対称性に大きく影響する、移行経済であることに起因する要因がいくつか存在する。

まず、国家支配企業の影響である。前述のよ

うに、非流通株を保有する政府・政府系機関と、流通株を保有する一般投資家の間にはエージェンシー問題が存在する可能性がある。特に政府・政府系機関が経営決定権を持つ場合、株式の売却が制限されておりキャピタル・ゲインを得られないことから、株式価値を考慮に入らずに政府・政府系機関に便益を計る経営を行う可能性が高い。つまり、国家支配企業は中国の国策により非効率的な経営を強いられており、収益性が低い可能性がある。

一方で、国家支配企業には、政府から優遇措置があると言われており、倒産リスクなどが低いと考えられている。また、国有銀行と親密な関係があり、国有銀行と国家支配企業の利害対立は少ないだろう。つまり、債権者（特に国有銀行）と国家支配企業との負債エージェンシー・コストは、金融機関と非国家支配企業よりも低いと思われる。これらの通説が正しく、国家支配企業のデフォルト・リスクが低く、負債のエージェンシー・コストが低く、収益性が低いのであれば^(注18)、理論的に国家支配企業の負債比率は高くなるだろう。

他方、金融規制の影響も考えられる。中国の金融機関は、貸出金利が規制されているため、借り手のリスクに応じた金利を設定できない。つまり、返済確率が高い優良企業は、倒産リスクやエージェンシー・コストが低くても金融機関から不適切に高い金利を設定されるため、金融機関からの借入を敬遠する可能性がある [Stiglitz and Weiss 1981]。国家支配企業は、中国政府の定める重点産業を担っていることが多い。つまり、その事業内容の将来性において、株式市場の一般投資家との間でも情報の非対称性が低く、資本市場からの資金調達も非国家支

配企業にくらべて容易であると考えられる。特に知名度が高い国家支配企業と一般投資家の間の情報の非対称性は、非国家支配企業よりも顕著に低くなると思われる。また増資においては、国家支配企業は、非国家支配企業よりも制度的に優遇されている面もある。このような金利や増資規制の影響から、増資を積極的に行っている成長性が高い国家支配企業や、規模が大きく知名度がある国家支配企業は、逆に負債比率を減少させると考えられる。

まとめると、国家支配企業の資金調達行動に関して、次のような仮説を立てることができる。

- (1) 将来の収益性が低いと考えられ、知名度が低い国家支配企業は、非国家支配企業よりも負債比率を増加させる。将来収益が低い国家支配企業は、低い負債のエージェンシー・コストや倒産確率を生かして借入を増加させられるためである。
- (2) 将来の収益性が高いと考えられ、知名度が高い国家支配企業は、非国家支配企業よりも負債比率を減少させる。金融機関からの借入金利が一定のため、低い株式のエージェンシー・コストや制度的優遇処置を生かして市場から資金調達を行うほうが、資金調達コストが安くなるためである。

本稿では、以上の仮説に基づいて、計量分析を行う。

IV 中国上場企業の資金調達構造の推計

本節では、今までの議論を踏まえ、中国企業の資金調達行動の計量分析を行い、その特色を述べる。

1. データと推定期間

分析に用いる財務データはBureau van Dijk Osiris: February (2005) から取得した。上海・深圳の株式市場に上場している製造業企業307社の個社財務データを用いた。上場企業の所有構造に関するデータは、2004年度^(注19)の各企業の年次報告書から、第I節の定義に従って作成した。

なお財務データのサンプル期間は中国のWTO加盟年2001年から2004年までの4年間であるが、推定式に年次ラグが付くため、実際の分析対象期間は3年間になる。また、株式剰余金がマイナスになる累積赤字が著しく大きい企業は、異常値として除外した。

2. 利用変数と推定式

(1) 被説明変数

負債比率(総負債額/総資産額)は企業の調達した資金のうち、債務性の資金が全体に占める割合を表しており、もっとも基本的な資金調達構造の指標である。企業は法人税や事業リスク [Modigliani and Miller 1963], 株式のエージェンシー・コスト [Jensen and Meckling 1976], 負債のエージェンシー・コスト [Myers 1977] の影響を考慮した上で、もっとも資金調達コストが安くなる方法で資金調達を行い、企業価値の最大化を行うと考えられる。つまり、企業は資本と負債の組み合わせに(=負債比率)よるコストが最も低い点で資金調達を行っていると考えられており、本稿でも負債比率を被説明変数として採用する。

(2) 説明変数

負債比率の推計に用いる説明変数については多様な変数が用いられてきているが、本稿では、

この分野における代表的な論文であるRajan and Zingales (1995) の手法を踏襲し、以下の4つの説明変数を用いる。

① 担保力

固定資産比率(有形固定資産額/総資産額)を担保力の代理変数として用いた。有形固定資産は担保化が容易なため、担保力の代理変数として適していると考えられることができる。担保力が高いと銀行などの債権者との間の負債のエージェンシー・コストを緩和できるため、負債比率を増加させやすくなる。予想される符号はプラスである。

② 成長機会

トービンQ((発行済み株式時価総額+負債総額)/総資産額)を成長の機会の代理変数として用いた。投資機会が少ない(=低いトービンQ)成熟した産業の企業は、負債比率を高めると考えられる。キャッシュ・フローが大きく成長性が少ない企業は、有望な投資機会がないため、経営者が不適切な投資を拡大し、過剰投資を招く可能性が高くなる。このため、負債比率を高くして内部資金を少なくすることが、債権者の企業のモニタリングの回数や影響力を高め、この負債のガバナンスを通じて企業価値を高めることになる [Jensen 1986]。逆に高い成長機会(=高いトービンQ)の企業は、自己資本を増加させると予想されるため、予想される符号はマイナスである。

③ 企業規模

企業規模(総資産額の対数)を、市場での認知度の代理変数として用いた。社会的な認知度が高いほど、情報の非対称性が少なくなり、負債のエージェンシー・コスト

を低下させると考えることができるため、企業は負債を増加しやすくなる。予想される符号はプラスである。

④ フリー・キャッシュ・フロー

利潤率をフリー・キャッシュ・フローの代理変数として用いた。利潤率が高い企業はフリー・キャッシュ・フローが潤沢であり、内部性資金であるフリー・キャッシュ・フローがもっともエージェンシー・コストの低い資金源であるため、豊富な企業ほど負債比率を減少させると考えられる。予想される符号はマイナスである。

(3) 推定式

本稿では、推計モデル(1)と推計モデル(2)を用いて計量分析を行う。

まずモデル(1)で、within推計で説明変数の負債比率への影響を分析する。within推計では、各サンプルの変数の値を、企業ごとの変数の値の平均値で除算する変換を行った上で推計を行う(within変換)。このため、within変換後のダミー変数の値は必ず0になるため、ダミー変数を単純に推計式に含めることができない。よって、ダミー変数の影響を分析するために、モデル(1)で得られた固定効果を被説明変数とする推定式(2)で、国家支配企業ダミーの影響を分析している。なお、固定効果モデル(within)か、変量効果モデル(random)かの選択は、Hausman検定を行った上で、固定効果モデルを採用している。

モデル(1)式では国家支配企業の資本構造の決定要因を分析するために、前節で説明した企業の有形固定資産比率、企業規模、トービンQ及び企業収益率に、国家支配ダミーと各説明変数との交差項、時系列ダミーを加えた。

$$\begin{aligned} DR_{it} = & \alpha_i + \beta_1 Fix_{it-1} + \beta_2 Size_{it-1} \\ & + \beta_3 Q_{it-1} + \beta_4 ROA_{it-1} \\ & + \beta_5 m50 \cdot Fix_{it-1} + \beta_6 m50 \cdot Size_{it-1} \\ & + \beta_7 m50 \cdot Q_{it-1} + \beta_8 m50 \cdot ROA_{it-1} \\ & + \beta_9 year03 + \beta_{10} year04 + \xi_{it} \end{aligned} \quad (1)$$

各変数の定義は表4の通りである。

モデル(2)式では、企業の固定効果へのダミー変数の影響を分析するために、企業ごとの固定効果をOLSで推計する。つまり、モデル(1)式で得られた切片項部分の国家支配企業と非国家支配企業の差を分析することになる。推定式は以下のようになる。

$$\alpha_i = C + \gamma_1 m50 + \varepsilon_i \quad (2)$$

3. 変数の推移

推計結果の分析に入る前に、サンプル期間中の主要説明変数の推移について説明を行いたい。

図4は、負債比率、総資産収益率、有形固定資産比率の平均値の推移を、国家支配企業と非国家支配企業で分けて図示したものである。単純な平均値で見た場合、国家支配企業は概ね負債比率が低い。また、有形固定資産比率と総資産利益率も高い傾向にあるが、その差は大きくない。

図5は、企業規模と投資機会の平均値の推移を、国家支配企業と非国家支配企業で分けて図示したものである。単純な平均値で見た場合、非国家支配企業と国家支配企業は規模の面では大きな差がないが、国家支配企業は相対的に大きな投資機会を持っていないことが分かる^(注20)。

4. 分析結果

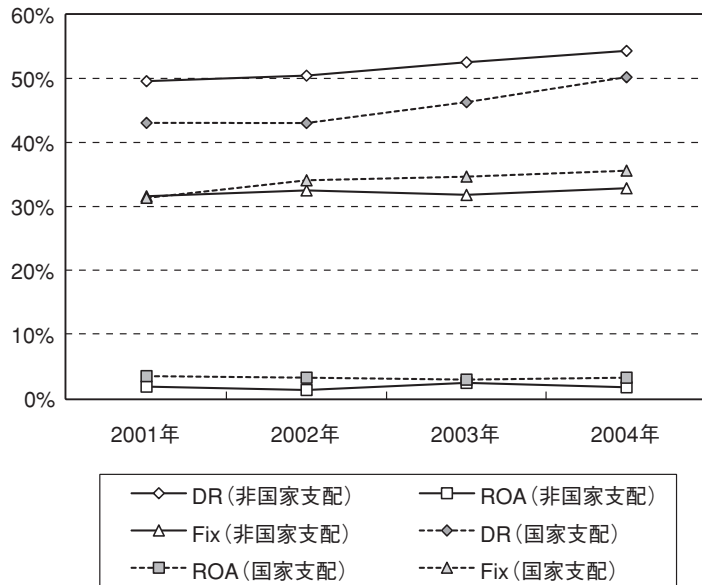
主要説明変数間の相関係数は、表5のとおりである。説明変数間に強い相関は観察されない

表4 各変数の定義

変数	意味	定義
α	固定効果	—
DR	負債比率	総負債額／総資産額
Fix	有形固定資産比率	有形固定資産額／総資産額
$Size$	資産規模	総資産額の自然対数
Q	トービンQ	(株式時価総額＋負債総額)／総資産額
ROA	総資産収益率	税引き前利益／総資産額
$m50$	国家支配度ダミー	国家支配度50%以上なら1, それ以外は0
$Year03$	2003年ダミー	2003年なら1, それ以外0
$Year04$	2004年ダミー	2004年なら1, それ以外0
ξ	攪乱項	—
C	切片項	—
ε	攪乱項	—
i	企業	—
t	期間	—

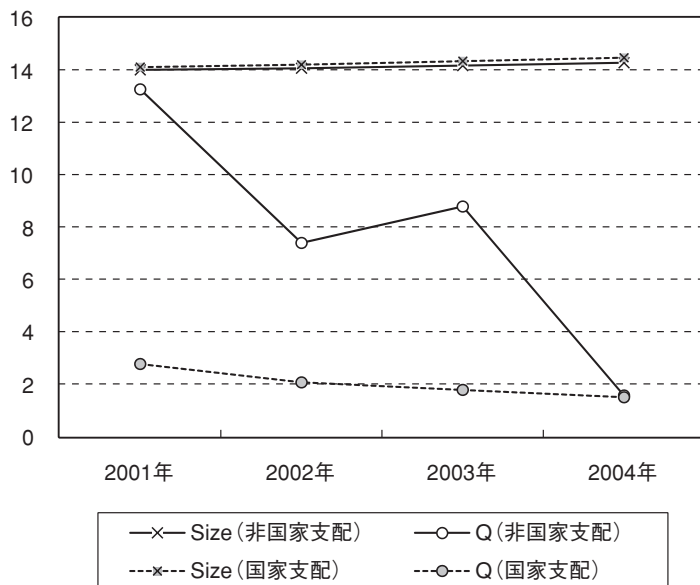
(注) 国家支配度は上場企業の発行済み株式のうち国家株比率と国家法人株比率の合計で計算。

図4 主要変数推移①



(出所) Bureau van Dijk Osiris : February (2005) より筆者作成。

図5 主要変数推移②



(出所) Bureau van Dijk Osiris : February (2005) より筆者作成。

表5 相関係数表

	<i>DR</i>	<i>Fix</i>	<i>Q</i>	<i>Size</i>	<i>ROA</i>
<i>DR</i>	1.000				
<i>Fix</i>	-0.245	1.000			
<i>Q</i>	0.093	-0.006	1.000		
<i>Size</i>	0.070	0.148	-0.026	1.000	
<i>ROA</i>	-0.145	0.056	-0.030	0.128	1.000

ため、変数間に多重共線性はないと仮定して、計量分析を行った。

モデル(1)の推計結果は、表6のようになり、各説明変数の負債比率への影響は次のように推計された。

(1) 担保力

担保力の代理変数である有形固定資産比率は、国家支配企業とそれ以外の企業において、正の相関があったものの、有意性は観測されなかった。一般的に、担保力が高いほど負債のエージ

エンシー問題を緩和できるため、企業は負債で資金調達しやすくなると考えられるのだが、少なくともサンプル期間中の中国上場企業においてその傾向は観測されなかった。

(2) 企業規模

市場における知名度の代理変数である企業規模（総資産額の対数値）は、国家支配企業において有意に負の相関が観測され、それ以外の企業において有意に正の相関が観測された。

一般的に知名度が高い企業は、金融機関から

表6 モデル(1)推計結果

	Coefficient	t-statistic	P-value
<i>Fix</i>	0.06242	1.03	0.305
<i>Size</i>	0.08311	4.26	0.000***
<i>Q</i>	0.00039	3.42	0.001***
<i>ROA</i>	-0.00107	-1.42	0.155
<i>Fix · m50</i>	0.11306	1.05	0.296
<i>Size · m50</i>	-0.09410	-2.79	0.005***
<i>Q · m50</i>	-0.03286	-3.36	0.001***
<i>ROA · m50</i>	-0.00061	-0.33	0.741
<i>Year03</i>	0.00780	1.17	0.243
<i>Year04</i>	0.03276	4.26	0.000***
<i>Adjusted R-squared</i>			0.205
<i>F-statistics</i>			13.8***
<i>Hausman Test</i>		Within	
<i>Number of Observations</i>			837
<i>Number of Groups</i>			307

(注) ***, **, *はそれぞれ1%, 5%, 10%で有意であることを示す。

モニタリングされやすいため、負債による資金調達を愛好しやすいと考えられている。非国家支配企業にはこの傾向が強く見られるが、国家支配企業は逆の傾向を有意に示している。

この現象は、中国の銀行の金利規制に起因すると思われる。中国の銀行は、貸し出し先のリスクに応じて金利を自由に設定することができない。よって、企業の認知度に基づくモニタリングの容易さは、金利などの貸し出し条件にあまり影響を与えていないと考えられる。一方で企業規模が大きく債権者から経営行動を観察されやすい企業は、株式市場の一般投資家からのモニタリングも容易であると考えられる。このため、企業規模が増加すると、増資コストは減少する一方で、金融機関から借り入れるコストは変化しない状況が発生していると考えられる。

この意味では、企業規模の大きい国家支配企業も非国家支配企業も資本を愛好すると考える

ことができるが、非国家支配企業は国家支配企業よりも増資規制が厳しく、増資コストが相対的に高い。このため、非国家支配企業では企業規模が大きくなると負債比率が上昇するが、国家支配企業は企業規模が大きくなると負債比率を減少させていると考えることができる。

(3) 成長機会

成長機会の代理変数であるトービンQは、国家支配企業の場合は有意に負の影響が観察され、非国家支配企業の場合は有意に正な相関が観察された^(注21)。企業に成長機会がある場合は、国家支配企業は負債比率を減少させ、非国家支配企業は増加させる。成長機会がある企業は、資金需要が豊富であると考えられる。つまり、ここでの国家支配企業の負債比率の減少は、自己資本の増加によるものであり、それ以外の企業は負債を増加させていると考えることができる。

一般的に、成長機会がある企業は、負債比率を減少させると考えられる。つまり、成長機会

が高い企業は、投資のエージェンシー・コストが低く^(注22)、株主が資金の用途をモニタリングしやすい。一方で、投資機会が少ない企業は、経営者行動のモニタリングが難しくなる^(注23)ので、情報生産能力の高い銀行など負債で融資を行う金融機関が有利になると考えられてきている。

中国において、投資機会のある国家支配企業の負債比率は他の国のケースと整合的である一方で、驚くべきことに非国家支配企業は逆の行動である。これは中国における、銀行の金利規制と増資の法・制度規制に起因すると考えることができる。中国の銀行は、貸し出し先のリスクに応じて金利を自由に設定することができない。このため、成長機会が高く優良な企業でも、成長機会が低く返済確率の低い企業と同じ金利が設定される。成長機会が高い企業であれば、国家支配企業でもそれ以外の企業でも増資意欲は高いと思われる。しかしながら、中国では増資において厳しい規制が敷かれているため、成長機会がある企業でも、毎年増資を行うことが難しい。

ただし、国家事業^(注24)を保有する企業は、厳しい増資ルールが緩和される。国家支配企業は、国家事業を抱えていることで、相対的に増資が

容易なケースが多い。また、政府と密接なつながりがある企業は、規制の運用面で有利であると言われている。つまり、国家支配企業は増資において、非国家支配企業よりも有利であり、株式による資金調達を行いやすい。一方で、非国家支配企業には相対的に厳しい増資規制が敷かれているため、株式市場での資金調達が難しい状況である。よって非国家支配企業は、投資資金を金融機関等からの負債性資金によってまかなうことしかできず、株主・経営者間のエージェンシー問題や、高い貸し出し金利にもかかわらず、負債による資金調達を選択せざるをえない。

このため、成長機会のある国家支配企業は増資行動によって負債比率を減少させ、非国家支配企業は負債比率を増加させると考えることができる。

(4) 収益性

企業の収益性の代理変数である総資産収益率は国家支配企業とそれ以外の企業において、係数が負であったものの、有意性は観測されなかった。

モデル(2)の推計結果は、表7の通りである。

企業の異質性を把握するため、企業ごとの固定効果をダミー変数で推定してみた結果、国家

表7 モデル(2)推計結果

	Coefficient	t-statistic	P-value
<i>C</i>	-0.4691	-59.55	0.000***
<i>m50</i>	1.3087	99.48	0.000***
<i>Adjusted R-squared</i>			0.922
<i>F-statistics</i>			9895.32***
<i>Number of Observations</i>			837

(注) 表6に同じ。

支配企業の負債比率は他の説明変数の影響を除くと、非国家支配企業に比べて有意に高い。これは、国有企業を母体とする国家支配企業の負債比率はそれ以外の上場企業に比べて明らかに高いことを示唆している。これは中国の国有銀行が国有企業への過剰融資を行っていたという先行研究の主張と一致している [Shirai 2002; 関 2005]。中国の多くの上場企業は政府が元国有企業に資本再編及び株式化改革などを行い、株式市場に送りだされたものである。上場後も株式所有比率を通じて、企業に対し政府の影響力を維持したため、政府が国有銀行に影響力を行使して融資を行っていたと考えられる^(注25)。

5. 分析結果の解釈

表8は、モデル(1)と(2)の推計結果をまとめたものである。

推計結果では、国家支配企業の負債比率が高い傾向を支持する一方で、資産規模が大きく、成長機会が大きい国家支配企業は、負債比率を減らす傾向が示唆された。これは第Ⅲ節で立てた仮説通りの結果である。また、係数は僅かではあるものの、成長機会が大きい非国家支配企業は負債比率を増加させている。中国上場企業における、これらの資産規模と成長機会が負債

比率に及ぼす特色は、前節で述べた通り、銀行規制と資本市場規制の結果だと考えることができるだろう。

以上の本稿の推計結果から解釈されることをまとめると、次のようになる。

- (1) 国家支配企業と非国家支配企業で資金調達行動が異なる。中国において、政府が株式を保有するという事は、企業行動に影響を与えている。
- (2) 非国家支配企業に対して、国家支配企業は負債比率が高い。先行研究で、国家支配企業が高負債であることが指摘されてきているが、それを裏付ける結果である。
- (3) 国家支配企業と国有銀行などの融資における、特殊な利害が一致した関係^(注26)は、観察されなかった。推計結果から、成長性がある国家支配企業は、その他の企業よりも負債を減少させる傾向があることが確認された。成長機会がある国家支配企業は、増資を積極的に行い、負債資金を選好しておらず、銀行からの資金調達の比率を減少させようとしている可能性が高い。また、国家支配企業は企業規模が大きくなると、負債性資金を減少させる傾向があり、巨大な国家支配企業が、国有銀行と密接な関係

表8 推計結果要約

説明変数	記号	非国家支配企業	国家支配企業
切片項	α	低い	高い
有形固定資産比率	<i>Fix</i>	+, 有意性なし	+, 有意性なし
資産規模	<i>Size</i>	+, 有意	-, 有意
成長機会	<i>Q</i>	+, 有意	-, 有意
総資産収益率	<i>ROA</i>	+, 有意性なし	-, 有意性なし

があるとは言えない。もし、国有銀行と国家支配企業が、利害関係が一致した特別な関係にあるとすれば、成長性が低いときのみならず、成長性が高いときも負債に依存した資金調達を行うはずである。なぜならば、成長性が高い国家支配企業は国有銀行にとって有望な貸し出し先であり、それらが資本市場からの資金調達を進めている事実は、国有銀行の貸し出し先の質の劣化を招いていると考えられるからである。企業規模に関しても同様に、規模が大きい企業はそのモニタリングの容易さから国有銀行にとって有望な貸し出し先になりうるが、実際はこの場合においても、国家支配企業は、非国家支配企業と比較して、資本を愛好する傾向がある。つまり、資本市場が利用可能な国家支配企業は、負債ではなく資本を愛好しているという点において、国家支配企業の行動は株主価値の最大化を図っており、国有銀行に利益を誘導するような行動をとっていないと考えられる。

- (4) 非国家支配企業は、投資機会が豊富であっても、増資によって投資資金を賄うことが難しい。

本稿の分析結果は、国家支配企業の経営行動が、エージェンシー理論の文脈でその他の企業と異なっており、その実際の経営行動が、銀行規制と資本市場規制の影響で複雑なものになっていることを示唆していると言える。

おわりに

本稿の推計結果は、非国家支配企業に対して、国家支配企業は負債比率が高く、過去に国有銀行

と密接な関係があった可能性を否定するものではなかった。しかしながら、成長機会がある国家支配企業は、増資を積極的に先行負債資金を愛好しておらず、銀行との関係を継続させようとはしていない可能性が高い。また、国家支配企業は企業規模が大きくなると、負債性資金を減少させる傾向があり、巨大な国家支配企業が、国有銀行と密接な関係があるとも言えない。一方で、本稿の推計結果では、成長性が高い非国家支配企業が、増資を十分に行えていない可能性も示唆されている。

これらの増資行動は、中国における金利規制が不適切であるため、優良企業が負債資金の調達が低いコストで行えないこと、中国における増資規制が不適切であるため、非国家支配企業が増資を行いつらいことに起因していると考えられることができるだろう。

推計結果からは、国有企業の民営化プロセスとして上場企業の資金調達行動を評価したい場合、成長性のある国家支配企業が負債性資金に依存しないようにしている点で、評価することができるだろう。非流通株の問題を解消し、国家支配企業の存在をなくすには、さらに一定の時間がかかると思われることを考慮に入れると、国家支配企業と国有銀行の間に一定の規律が保たれていることは重要である。ただし、中国の複雑な金利規制と増資規制が、企業の資金調達行動に強く影響を与えている可能性も観察され、この点においてはさらなる規制緩和等を検討する余地があると考えられる。

(注1) Shirai (2002) での国有企業は、中国における法制度上の国有企業ではなく、政府の株式所有比率が高い上場企業のことである。

(注2) ここでの「国家支配企業」の定義は、第I節で行う。

(注3) 後述するが、法制度及び通念上、国家支配企業の明確な定義は存在しないため。

(注4) 1993年に、所有と経営を明確にする企業制度改革の過程で「国营企業」の呼び名を「国有企業」と変更した。

(注5) 日本語で、「株式制企業国有資産管理規定」の意味。

(注6) 「股份公司国有所有権管理規定」の第2条でも国有株に関して同じ内容が明記されている。

(注7) 日本語で、「株式会社国有所有権管理規定」の意味。

(注8) 本稿において、国家支配企業を、国有株比率が50パーセント以上としたのは次のような理由による。まず、本稿では政府支配の影響をより明確に識別するために、政府が明確に議決を制御できる企業を抽出する必要がある。先進国では、少数株主が結託して筆頭株主の提案した議決を否決する事例も見受けられる(例えば、日本における2002年の東京スタイルにおける経営陣と投資ファンドの対立があげられる)ことから、必ずしも過半数を占めないブロック・ホルダーが、過半数を占めるブロック・ホルダーと同様の影響力を持つとは言えない。中国上場企業においても筆頭株主が絶対的な支配力を持つ場合と、相対的な支配力を持つ場合では、その影響力は異なると考えられる。本研究でも、国有株比率が30パーセント以上の企業を国家支配企業と定義し推計を行ったが、明確に国家支配の影響を示す推計結果は得られなかった。なお、本稿では国有株比率を50パーセント以上としているため、本稿の政府支配の影響に関する議論は、政府支配の影響がかなり強い企業の特徴を考察していると言える。しかしながら、本稿の分類でも国家支配企業は上場企業のうち約35パーセントを占め、本稿の推計結果は一部の例外的な中国上場企業の特徴を示しているわけではない。

(注9) 袁・元橋(2008)の統計では、2006

年の中国上場企業の負債のうち48パーセントが銀行融資である。

(注10) ただし2000年には不良債権比率は30パーセント超であったが、2005年には10パーセント程度に低下してきている[経済産業省2006]。

(注11) 商業銀行の貸出金利は、大企業で基準金利の90~110パーセント、中小企業で90~130パーセントの範囲とされている。ただし、2004年10月29日に、貸出金利の上限は撤廃された。

(注12) 香港・マカオの銀行は金利規制を受けない。

(注13) 2001年にA株とB株両方を発行する企業は88社、B株のみ発行する企業は24社あったが、2006年にはそれぞれ86社、23社に減少している[『中国統計年鑑』2000~2007年版]。

(注14) 上場時に発行人株を売却するわけではなく、原則として新規募集を行ったため。

(注15) この他にも「上場企業の新株発行管理方法」の一般規定を満たす必要がある。

(注16) 成長性の高い企業は資金需要が豊富なことから、投資家はその投資行動を査定する機会が頻繁に発生するためである[Jensen 1986]。

(注17) この債権者と経営者との間のエージェンシー問題は、経営努力を行わないことから投資水準が低下するため、過小投資問題として知られている。

(注18) 国家支配企業は将来の期待収益が抑えられるため、株式価値が低くなり、株式投資家にとって相対的に魅力的でなくなると考えられる。

(注19) 2001~2004年は第2回国有株売却から非流通株改革の間の期間になるため、国有株・法人株の所有比率に大きな変化がないため、2004年度のデータを全期間で用いた。

(注20) ここで用いているトービンQは、株式市場の株価を元にした投資機会の代理変数である。

(注21) 上場企業全体の傾向を示す非交差項の係数、国家支配企業の傾向を示す交差項の係数ともに検定により有意性を持つため、本稿の推計結果は非国家支配企業、国家支配企業の特

徴を有意に説明するものである。さらに推計結果の頑強性をテストするために、国家支配企業と非国家支配企業のサンプルを分離して推計を行った場合も、プールした場合と同様の傾向が確認できている。

(注22) 成長性のある企業は、将来の期待収益が大きい投資先を抱えているが、現在のキャッシュ・フローは将来と比較して相対的に大きいものではない。経営者が持つ株式の配当や役員報酬が負債に劣後するものだと考えると、経営者自身が利益を得るためには、なるべく期待収益の大きい投資先に投資を行う必要がある [Jensen 1986]。このため、成長性のある企業の投資の方向性は、株式のエージェンシー・コストが抑制される。

(注23) 投資機会が少ない企業は、現在のキャッシュ・フローは大きい、将来の期待収益が大きい投資先を抱えていない。株主価値の最大化のためには、経営者は現在のキャッシュ・フローを投資ではなく配当にまわすべきだが、経営者は自己の便益を最大化するようにキャッシュ・フローを投資するインセンティブを持つため、キャッシュ・フローを使い込むようになる [Jensen and Meckling 1976]。典型的な例としては1970年代の石油産業が知られており、オイル・ショックに伴う膨大な収入を事業の再投資や多角化に費やしたが、1980年代にはそれら拡大的投資が失敗であったことが知られている [Jensen 1986]。

(注24) 国家事業とは中国政府主導で行う経済発展に必要な大型インフラ投資プロジェクトを言う。例えば、三峡ダム建設事業、西気東輸（西部の天然ガスを東部に輸送するプロジェクト）、西電東送（西部の電気を東部に輸送するプロジェクト）など。

(注25) 中国政府が明確に支配権を維持しようとしたのか、2度の非流通株の売却に失敗した結果として支配権が残ったのかは明確ではない。

(注26) 直感的に「癒着」と考えられる関係のことである。

文献リスト

〈日本語文献〉

- 今井健一 2002. 「株式市場を通じた民営化」 今井健一編『中国の公企業民営化』アジア経済研究所。
- 2003. 「中国国有企業所有制度再編——大企業民営化への途——」『社会科学研究』54(3).
- 袁媛・元橋一之 2008. 「銀行の貸出と企業の設備投資——中国の上場企業における投資の負債感応度——」日本金融学会2008年度春季大会報告論文。
- 経済産業省編 2005. 『通商白書2005』ぎょうせい株式会社。
- 編 2006. 『通商白書2006——持続する経済成長に向けて——』ぎょうせい株式会社。
- 黄孝春 2006. 「中国の株式市場における『非流通株』問題の形成」『アジア経済』47(2) : 35-61.
- 坂下栄人・中山興 2006. 『中国における企業借入のパネル分析』日本銀行ワーキングペーパーシリーズ。
- 白井早由里 2003. 「中国の金融・資本市場改革の成果と今後の課題」『開発金融研究所報』第15号 : 82-103.
- 神宮健・李粹蓉 2007. 『季刊中国資本市場研究』春号。
- 座間紘一編 2006. 『中国国有企業の改革と再編』学文社。
- 橋口善浩 2007. 「中国国有企業の経営目的関数の推定」『アジア経済』48(12) : 30-40.

〈中国語文献〉

- 中国金融学会 2000. 『中国金融年鑑』中国金融年鑑編集部。
- 黄格非 2007. 『中国上市公司再融資行為与決策』中国金融出版社。

〈英語文献〉

- Asian Development Bank 2007. *ADB Key Indicators 2007 : Inequality in Asia.*

- Huang, G. and F. M. Song 2006. "The Determinants of Capital Structure: Evidence from China." *The China Economic Review* Vol.17: 14-36.
- Jensen, M. C. 1986. "Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeover." *The American Economic Review* Vol.76: 323-329.
- Jensen, M. and W. H. Meckling 1976. "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure." *Journal of Financial Economics* Vol.3: 305-360.
- Modigliani, F. and M. H. Miller 1958. "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment." *The American Economic Review* Vol. 48(3): 261-297.
- 1963. "Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction." *The American Economic Review* Vol. 53(3): 433-443.
- Myers, S. 1977. "Determinants of Corporate Borrowing." *Journal of Financial Economics* Vol.5: 147-175.
- Myers, S. and N. Majluf 1984. "Corporate Finance and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have." *Journal of Financial Economics* Vol.13: 187-221.
- Qu, Q. 2003. "Corporate Governance and State-owned Shares in China Listed Companies." *Journal of Asian Economics* Vol.14: 771-783.
- Rajan, R. G. and L. Zingales 1995. "What Do We Know about Capital Structure?: Some Evidence from International Data." *Journal of Finance* Vol.50: 1421-1460.
- Shirai, S. 2002. "Banks' Lending Behavior and Firms' Corporate Financing Pattern in the People's Republic of China." *ADB Institute Research Paper* Vol.43.
- Stiglitz, J. E. and A. Weiss 1981. "Credit Rationing in Markets with Imperfect Information." *The American Economic Review* Vol.71(3): 393-410.
- 〈ウェブページ〉
- 関志雄 2005. 『国有商業銀行改革の現状と課題』
<http://www.rieti.go.jp/users/china-tr/jp/050204kaikaku-2.htm>
- 深圳証券取引所ホームページ：<http://www.szse.cn/>
- 上海証券取引所ホームページ：<http://www.sse.com.cn/sseportal/ps/zhs/home.html>
- 中国証券監督管理委員会ホームページ：<http://www.csrc.gov.cn/n575458/index.html>
- 中国司法務ホームページ：<http://www.cncorplaw.com/>（中華人民共和國公司法）
- 中国企業登記ホームページ：http://qyj.saic.gov.cn/viewContent.do?content_id=474（关于划分企业登记注册类型的规定）。
- 『人民日報』日本語版2007年8月30日「記事」：http://www.china.ne.jp/2007/08/30/jp20070830_76094.html
- [付記] 本稿は奥田英信教授（一橋大学）の丁寧な指導のもとで作成した論文である。また、丸川知雄教授（東京大学）、三重野文晴准教授（神戸大学）など多くの方々から有益なアドバイスを頂いた。さらに、3名の匿名の査読者からも適切な指摘を頂いている。ここに記して感謝を申し上げたい。ただし、本稿の内容についての全ての責任は、筆者に帰するものである。
- （ハスビリギ、竹康至ともに一橋大学大学院経済学研究科博士後期課程、2008年7月14日受付、レフェリーの審査を経て2009年3月17日掲載決定）