

博士論文審査報告

題目 : Empirical Essays on Emergence of Economic Transaction Mechanism:
Case of Trade Credit in China
(経済取引メカニズム形成に関する実証研究 : 中国の企業間信用の事例)

氏名 渡邊 真理子 (わたなべ まりこ)

渡邊真理子氏は、中国における企業間信用や企業統治の問題を実証事例として、発展途上国における経済取引メカニズムという現実的にも理論的にも重要な課題に対して、独自に収集したマイクロデータを用い、中国経済に関する深い洞察力をもった理論的・実証的分析をおこなった。中国経済は世界的にも重要な分析対象であるが、特に企業間信用等に関する個別データについては収集が困難な面もある。このように研究上の制約があるものの、学術的に重要な研究課題に対して、渡邊真理子氏は、産業組織論および契約理論のフレームワークを用いて優れた学術的貢献を行った。よって、提出された渡邊真理子氏の博士論文が博士学位授与に値するものであると審査委員は全員一致で判断した。

本博士論文は、序論と三つの章から構成されている。それぞれの章は少しずつ異なったアプローチで構成されているものの、いずれも中国のデータを用いて、分析が行われている。

序章 Introduction to Empirical Essays on Emergence of Economic Transaction Mechanisms in transition China
第1章 Ex Ante Bargaining and Ex Post Enforcement in Trade Credit Supply: Theory and Evidence from China
第2章 Competition of Mechanisms: How Chinese Firms Coped with Trade Credit Default?
第3章 Control Rights, Pyramids and Expropriation of State-owned Listed Enterprises: Evidence from the dual class share reform in China

以下において各章の内容を概観し、評価を述べる。

第1章 Ex Ante Bargaining and Ex Post Enforcement in Trade Credit Supply: Theory and Evidence from China

この章では、中国の企業間信用に関するサーベイ調査を基に、企業間信用がどのような要因によって影響を受けているのかを理論的・実証的に検討している。サーベイ調査が行われた2003年時点の中国においては、経済取引に関するエンフォースメント（履行強制）が十分には機能していなかったと考えられる。このようにエンフォースメントに関する制度的基盤が弱い移行経済において、企業間信用がどのような要因によって決まり、どのようなメカニズムによって返済されてきたのかを明らかにすることが、本論文の主要目的の一つである。

発展途上国における企業間信用の問題については、McMillan and Woodruff(1999)やJohnson, McMillan and Woodruff(2002)等の先行研究があり、その後も多くの論文が書かれている。本章の分析が、これらの既存文献と大きく異なっている特徴は、個別の取引情報に関する詳細なサーベイ調査を基に分析が行われている点である。その結果、今までの分析では十分には検討することができなかった、より詳細な構造に関する分析が可能になっている。

特に、本章においては、売り手の履行強制能力（enforcement power）という点に焦点を当てて実証分析を行っている点に特徴がある。この当時の中国のように制度的基盤が未整備な国においては、法制度的なエンフォースメントが十分ではなかったと考えられる。そのため、資金があるのに返済しない戦略的債務不履行の可能性がかなりあり、その点が企業間信用に影響を与えていたと考えられる。

ただし、債務不履行を起こせばその後の取引は困難になることから、ある程度独占力のある売り手は、買い手側に返済のインセンティブを与えることができる。つまり、売り手には履行回収能力があり、この能力の違いが企業間信用額や企業間信用比率に影響を与えている。このような推論の下に、本章では理論モデルを構築し、それに基づいて構造推計を行っている。

既存文献においては、このような事後的な履行強制能力についてのデータが入手困難だったこともあり、この点について焦点を当てた分析が行われてこなかった。しかしながら本研究においては、サーベイ調査によって、この点についての詳細なデータを入手できたことから、実証的に履行強制能力の影響を分析することができたのは大きな貢献であろう。

また、今までの文献では、貸し手側の交渉力の大きさが、企業間信用の比率にどのような影響を与えるかを分析したものが多かった。しかしながら、貸し手側の交渉力の大きさは、事前の取引金額や取引条件に影響するだけでなく、事後的な履行強制能力にも影響すると考えられる。このような履行強制能力への影響というルートを通じた、貸し手側交渉力の影響を分析することができたという点も本章の貢献と考えられる。

履行強制能力は、売り手（貸し手）側の交渉力だけでなく、中国の制度整備の状況によ

っても影響を受ける。このような分析を通じて、エンフォースメントに関する制度整備がどの程度、企業間信用および取引の拡大に寄与するかをシミュレーションしている点は政策分析面での本章の貢献といえる。

さらには、借り手側の現金保有額が増加すれば、乗数効果を通じて企業間信用を拡大させる効果があるため、履行強制能力が比較的低い場合には、借り手側の現金保有が相対的に重要な要素となることが示された。

このように、本論文は中国という移行経済における企業間信用の実態とそれに与える構造的な影響を明快な形で明らかにしている。が、その分析がサーベイ調査でのデータに基づいて行われているため、その情報の客観性・信頼性とそうしたデータに基づいた計量経済学的分析結果のバイアスについてはいくつかの課題が残されている。もちろん、移行経済において詳細な取引に関する完璧な客観データを入手するのは極めて困難であり、仕方がない面もある。だからこそ、より慎重なデータの取り扱いおよび統計処理が求められよう。

また、企業間信用の実態については、日本に関する詳細な研究が既に行われていることから、日本の実態と比較検討することで、さらに豊かな含意が得られると考えられる。

第2章 Competition of Mechanisms:

How Chinese Firms Coped with Trade Credit Default?

この章では、中国の企業間信用に関する契約の変遷を理論的・実証的に検証している。前章である程度説明されているように、中国では1990年代半ばに取引関係に関する法制度が導入されたものの、戦略的債務不履行の可能性などもあり、実際の取引現場においては、企業間信用および企業間取引に関する混乱は、ほぼ20年近く続いてきた。この間、企業側では、代金回収のリスクをいかに減らすかが大きな問題となり、取引契約上の工夫がさまざまな工夫がなされることになった。

著者は、テレビやエアコンを生産する家電業界に対して独自のヒアリング調査を行うことで、この代金回収リスクに対してどのように対応しようとしてきたか、どのような工夫をしてきたかを調査、分析してきた。この章では、それらの経験を踏まえて、企業間信用取引契約の変遷を分析している。

まず、理論的な検討として、現実に行われてきた取引契約をいくつかのパターンに分類し、それらについてそれぞれ理論モデルを構築した。そのあとで、それらの取引契約のパターンが相互に競争しあったときに、どの契約パターンが生き残るかを理論的に分析した。そこでは、取引数量に関するリベートを伴った契約が一番実質コストを低くすることが可能になり、競争に生き残ることが示された。

そして、実証分析では、このリベートを伴う契約が実際大きくシェアを伸ばし、この契約に全体が収束していくことが示されている。さらに、構造モデルに基づいた推計を行い、このリベートを伴う契約のほうが、市場価格が一番低くなることが示されている。

ここでの分析結果は、中国で実際さまざまに工夫されてきた取引パターンの変遷をうまく記述することに成功しているという意味で魅力的な結果になっている。

ただし、ここで述べられているリベートを伴う契約は、事実上の現金払いをある程度する契約パターンになっている。エンフォースメントが不完全で、代金回収のリスクが存在する場合には、できるだけ現金払いをしたほうが、代金回収リスクは小さくすることができる。この点は、理論的構造から考えれば比較的明らかなものであり、なぜただちにすべての企業がその契約パターンを採用しなかったのかについては、疑問点として残る。

ひとつの可能性としては、当初、借り手はみな規模が小さくそれだけの現金を保有したり、あるいは金融機関等から借り入れたりする能力がなかった。そのために、当初はリベート契約を採用することができなかった。しかし、時代の変遷により規模が大きくなってくると、ある程度借入をしたり現金を保有することが可能になったために、リベート契約が可能になったとも考えられる。

これらの点から考えると、かなりデータの制約はあるものの、契約パターンが変遷していく理由について、もう少し踏み込んだ分析が行えれば、本章の内容はより大きな学術的含意をもってくると考えられる。

第3章 Control Rights, Pyramids and Expropriation of State-owned Listed Enterprises: Evidence from the dual class share reform in China

この章は、主に中国企業に関する企業統治の問題を扱っている。支配株主が少数株主を搾取して利益を得ようとする可能性は、企業統治の大きな問題として認識されている。特に、一株一議決権が守られておらず、議決権が異なる株式が流通している場合（**dual class share**）や、株式保有構造がピラミッド型になっている場合には、この問題が顕著になる可能性があることが知られている。また、当然のことながら、法制度が十分に機能していない場合には、問題が大きくなる可能性がある。

中国では、この **dual class share** の問題が 2005 年の制度改革まで存在しており、また上場会社の多くが、ピラミッド構造をもっていた。特に上場企業全体の 8 割は支配株主が中央・地方政府であり、「国有上場企業」となっていた。このような企業においては、企業間信用を悪用することで、支配株主が上場企業の資源を私的に流用することが可能な構造になっていた。

そこで、この論文では、エージェンシー理論モデルを用いて、この搾取の可能性を理論的に分析するとともに、構造推計モデルを用いて、実際にどのような搾取が生じているかを

検討している。

その結果、この論文では、支配株主が中央・地方の政府の場合、売掛金の残高を膨らませる過剰投資を行っている企業が存在すること、支配株主が個人などの民営企業の場合には、過剰投資は観察されないという結果を得た。

さらに構造モデルに基づいた推計によって、搾取の規模は、平均で総資産の7、8%にも上ること、もし一株一議決権の原則が実現していたならば、資産インフレはおよそ13%抑えられたであろうと推測している。

移行経済におけるこのような企業統治上の問題は、多く指摘されているものの、データ上の制約もあり、その実態に関する実証分析はあまり多くない。そのような中で、本論文は中国の実態に即した形で実証分析を行い、構造推計を行っている点は、評価できよう。また、このような実証の積み重ねが企業統治の実態を把握するうえで、重要なことであろう。

記述上の改善点としては、Private Firm と State-Owned Firm とでは、実質上どのような点で違うのか、それが企業統治上どのような影響をもたらすのかについて、もう少し丁寧な記述があったほうが良いのではという意見が出された。

また、この章の結論では、企業統治に関する制度上、法律上の整備の必要性が強調されている。しかし、制度がどこまでここで記述されている実態をどこまで変えられるのかについて、もう少し踏み込んだ議論が展開されるとより望ましいという意見も出された。

以上みてきたように、本論文は、データの観測誤差にかかわる計量経済学的分析のバイアスや、計量分析結果の理論的解釈と更なる分析の拡張などにおいて、いくつか課題が残されており、改善の余地がある。とはいえ、現状での様々なデータの制約を出来る限り克服し、理論的な枠組みに基づきながら丁寧な分析を行っている点で、本論文は中国の企業間信用と企業統治の実態を知るうえで極めて意義のある研究であることに間違いはなく、博士学位授与に値するものであると審査委員は全員一致で判断した。

審査委員

主査	柳川 範之
	伊藤 元重
	小枝 淳子
	澤田 康幸
	三輪 芳朗