

## 【平成24年4月-12月授与分】博士學位論文内容の要旨及び審査の結果の要旨

<https://hdl.handle.net/2324/26191>

---

出版情報：2013-03-29. 九州大学  
バージョン：  
権利関係：

氏名・(本籍・国籍)	リュウ シュンエン 劉 春 燕 (中国)
学位の種類	博士(経済学)
学位記番号	経済博甲第168号
学位授与の日付	平成24年9月24日
学位授与の要件	学位規則第4条第1項該当 経済学府 経済工学専攻
学位論文題目	Essays on Corporate Governance in China (中国のコーポレート・ガバナンスに関する実証研究)
論文調査委員	(主査) 准教授 内田 交 謹 (副査) 教授 久原 正 治 准教授 堀 宣 昭

## 論 文 内 容 の 要 旨

Corporate governance is a topic that has received high attention from scholars and practitioners. However, most research has paid much attention to matured economies in western countries. An important issue regarding corporate governance is how to mitigate expropriation of minority shareholders' wealth by controlling shareholders, which is evident in emerging markets that typically have weak legal protection of minority shareholder rights. China is a typical country in which severe expropriation problems exist due to concentrated corporate ownership structures and the existence of non-publicly tradable shares (NPTS). This thesis investigates how corporate governance mechanisms protect minority shareholder wealth by using Chinese data. Specifically, this study explores: (1) the influence of corporate governance mechanisms on firm stock performance during the global financial crisis; (2) long-term stock performance following top executive turnover; (3) the linkage between cash dividend payment and ownership structure.

There are some previous studies on the effect of Chinese corporate governance on firm performance. I reexamine this issue in a research environment that is less subject to endogeneity problems. Using data during the global financial crisis, which is an unpredictable event for individual companies, we can avoid endogeneity problems to examine the effect of

governance mechanisms on firm performance. The analyses find that state-owned enterprises (SOEs) that show poor performance during the pre-crisis period experience better performance during the crisis, especially when they rely on bank debt and have high ownership concentration. The result suggests that state ownership mitigates financial constraints during times of financial crisis. We also find that managerial ownership is positively associated with the crisis-period performance for SOEs after controlling for various firm characteristics. This result suggests that managerial ownership mitigates expropriation problems in SOEs. Finally, Chinese firms that adopt a reputable accounting auditor experience a small reduction in firm value during the global financial crisis.

In 2005, the China Securities Regulatory Commission (CSRC) launched Split-share structure reform program, which will substantially change the Chinese corporate governance structure, with the aim of eliminating NPTS. I separately examine stock performance following Chief Executive Officer (CEO) turnover before and after the Split-share structure reform. The results suggest that CEO turnover before split-share reform results in no significant improvement in stock performance. After split-share reform, however, there is a significant improvement in stock performance following CEO turnover when the firm have exhibited negative prior stock return. The post-reform result suggests that after split-share reform controlling shareholders have an incentive to discipline their CEOs that show poor stock performance.

Finally, I explore the expropriation problem associated with cash dividend payments in Chinese listed companies. We investigated the relation between changes in cash dividend payments, non-public tradable shares, and the percentage ownership of the controlling shareholder before and after the Split-share structure reform. We found a significant reduction in cash dividends before and after the reform. Importantly, the reduction in cash dividends was significantly related to the reduction in the largest shareholder's ownership; however, not significantly associated with the decline in non-publicly tradable shares. These results suggest that Chinese controlling shareholders' preferences for cash dividends is attributable to the inherent illiquidity of their shares rather than non-tradability of shares.

Our studies suggest that an incentive of controlling shareholders is particularly important in China that has weak minority shareholder protection and concentrated ownership structures. We also find that the split-share structure reform aligns the interests of controlling and minority shareholders, to a certain extent. However, as long as controlling shareholders have an incentive to keep sufficient equity stakes to achieve their own goals, the conflict of interests between controlling-minority shareholders will not be eliminated.

#### 論文審査の結果の要旨

近年、支配株主・少数株主の利害対立に焦点を当てた新興市場のコーポレート・ガバナンス研究が盛んである。所有構造が集中的であり、譲渡禁止株式 (non-tradable share) が発行されている中国を対象とした研究も増えているが、本論文の重要な特徴として、企業にとって予測不可能な金融危機時の研究を行うことで、コーポレート・ガバナンス構造自体が選択変数であることから生じる内生性の問題に対処するとともに、国家所有のパフォーマンスへの影響に関して通常の状態では観察できない側

面を分析したこと、分割株式構造 (split-share structure) 改革の影響を分析することで、自然実験に近い形で譲渡禁止株式の影響を分析した点が挙げられる。

1章ではコーポレート・ガバナンスの概念的整理が提示される。2章では先行研究を整理し、本論文の意義が説明される。3章では金融危機時の株式収益率とコーポレート・ガバナンス構造の関係を分析し、金融危機時には国家所有が金融制約の緩和によってポジティブな影響を持つと主張している。4章では分割株式構造改革完了後には、事前の株式リターンが負の政府コントロール企業が経営者を交代させた場合、事後の株式収益率が高くなると主張している。5章では、分割株式改革以降の現金配当の減少が譲渡禁止株式ではなく最大株主の持株比率の低下に起因すると主張している。6章は要約と結論である。

以上の結果は、国家所有が状況によって正のパフォーマンス効果を持つこと、近年注目を集めている分割株式構造改革が一定のガバナンス効果を持つこと、株式の譲渡禁止よりも支配株主の保有株式の非流動性が重要な問題であることを示した点において、重要な貢献を果たしている。

以上の点から、本論文調査会は、劉春燕氏より提出された論文 *Essays on Corporate Governance in China* を博士（経済学）の学位を授与するに値するものと認める。

氏名・(本籍・国籍)	チン 陳	スイ 帥 (中国)
学位の種類	博士 (経済学)	
学位記番号	経済博甲第169号	
学位授与の日付	平成24年9月24日	
学位授与の要件	学位規則第4条第1項該当 経済学府 経済工学専攻	
学位論文題目	Econometric Analysis on Natural Resources and Economic Growth in China (中国における天然資源と経済成長の計量経済分析)	
論文調査委員	(主査) 教授 佐伯親良	(副査) 准教授 瀧本太郎
		准教授 浦川邦夫

## 論文内容の要旨

Today, the role of natural resource in the promotion of economic growth has been among the core issues of development theory and practice. Firstly, the present economic growth theory does not attach enough importance to the role of natural resource. Secondly, natural resource has different impact on economic growth over different development stages for a country. Thirdly, the increasing regional disparities are closely related to the natural resource-growth nexus, which attracts more and more attention in theory and practice. Finally, for some typical resources of a country, they are going hand in hand with the country's economic fluctuations. In order to avoid the loss of natural resource shocks, we need to understand the significant impact of typical resources on economic growth. What is important is that all these arguments have to be explained and analyzed with econometric instruments that have been developed recently to derive the convinced evidence.

China's economic growth is very fast over the past 30 years, but is usually considered as the resource-driven model by many scholars. Great amount of natural resource input promotes the economy effectively, whereas the growth efficiency is quite low. The high growth rate also causes large demand for natural resources from different sectors. As a result, we often observe that small changes of resource consumptions often take significantly effect on the country's

economy, due to high dependence on natural resources. Furthermore, in recent years, it has begun to constraint the economic growth for resource risk and environmental problems. And the resulting regional disparities are becoming worse and worse across China. Based on these, the study of the dissertation is useful for explaining principles of natural resource economics and economic growth theory, and also designing effective policies to solve the existing problems in China. This dissertation conducts econometric analysis on natural resources and economic growth in China mainly from the following structures, and derives conclusions and policy implications including some innovation points.

Chapter 1 introduces background, significance and objective of the dissertation, and points out its innovations and limitations. Methodology, data and organizational structure of the dissertation are also depicted.

Chapter 2 reviews relevant literature, theory and model in detail on natural resource and economic growth. It introduces concept of natural resource curse, mechanism of natural resource on growth, and relevant resource management policies. It presents main models, variables, indices, and data used in previous studies, and focuses on the evaluation of the econometric methodologies. At the end of this part, it summarizes experiences and examples of main literatures, finds out their deficiency especially in econometrical methods, and discusses scopes for the study.

Chapter 3 conducts an empirical analysis on the relationship between natural resource abundance, transmission mechanisms and economic growth over the period 1997-2007, using cross-sectional dataset of China's 31 provinces. The empirical results support the convergence hypothesis of economic growth that regions with lower initial income would have higher growth rate. It also shows that natural resource hampers economic growth mainly through crowding-out effect on the investment on manufacturing, and inductive effect of resource policies in comparison with the United States' case.

Chapter 4 is conducted to explore the long-run and short-run relationship between energy consumption and economic growth over 1995 to 2010 using the panel time-series techniques under a multivariate framework. The results reveal that there is a long-run co-integration relationship among real GDP, energy consumption, capital formation and labor force. Moreover, based on panel VEC model and joint F-test, there is bidirectional causality between energy consumption and economic growth, which is consistent with the growth hypothesis in terms of the energy consumption-growth nexus. The unidirectional causality from capital formation to energy consumption reveals that energy consumption cannot affect economic growth through capital formation. Additionally, each variable responds to short-run deviations from long-run equilibrium with a slow adjustment speed. Finally, by estimating panel VAR model and impulse response functions, it is found that the responses of real GDP to a shock of energy consumption are negative, whereas the shock of real GDP changes is positive with most of the energy consumption response being absorbed during six years. By variance decompositions derived from the orthogonalized impulse-response coefficient matrices, a shock in the energy consumption has the biggest impact among all the variables on real GDP in both long-run and short-run.

In Chapter 5, we calculate Malmquist index of total factor productivity (TFP), test natural resource curse hypothesis, and estimate natural resource consumption equation, using dynamic panel data models for the country and the integral regions. Firstly, TFP index calculations show that China's high economic growth is less efficient and interior provinces have large disparities. Secondly, from the estimation results, natural resource sector's investment and employment promote GDP growth for the whole country, namely no natural resource curse exists in China. But integral three regions have different situations. The east region has been constrained by

resource curse effect since 2007, but the middle and the west are not troubled by resources due to their lower resource consumptions. Thirdly, TFP takes significantly negative effect on natural resource consumptions for the country. And three regions' TFP is all negatively correlated with resource consumptions, owing to fast technological progress in resource exploitation and utilization these years.

In Chapter 6, we take iron ore resource as instance, which is representative among China's natural resource sectors, and analyzes the impact of the fluctuation of iron ore's import price and tariff on China's macro-economy, by building a computable general equilibrium (CGE) model. We derive several findings as follows: (i) it is a vital factor for the value  $\phi$  (the substitution elasticity between domestic and export demand for iron ore) to determine the changes of macro-economy. The bigger  $\phi$  takes, the better simulation result becomes; (ii) the iron ore import price has impact on the macro-economy, mainly from quantities and structures of real GDP. It takes the most significant effect on gross export and gross import, but slightly changes the proportions of gross investment and gross consumption in real GDP; (iii) it has different impact for tariff reduction, when  $\phi$  takes different value. The tariff policy only plays an insignificant role in easing the economic shock, which cannot reduce macro-economic loss radically.

Chapter 7 summarizes the whole dissertation, and highlights the policy implications derived from econometric results. Prospects for further research are also presented.

#### 論文審査の結果の要旨

本研究は、天然資源が経済成長に及ぼす影響について、最近の計量経済分析の方法を積極的に応用し、研究を進めたものである。Natural Resource Curse については、Sacks & Warner の研究に触発され、天然資源が豊富にあることが経済発展に関して Curse なのか、Blessing なのかを検証することが広く行われてきている。本研究は、これらの研究の線上に位置づけられるものである。

本論文では、第2章において、Natural Resource Curse の統計的検証についてのサーベイを行い、基本的なモデル、利用されるデータの定義、天然資源が経済成長に及ぼす影響の理論的背景について論じ後の章の基礎づけを行っている。また、第3章から第5章までは中国における最近の経済発展と天然資源との関係を分析したものである。本研究では、分析期間を経済成長が著しい1998年から2009年までとし、31地域のパネルデータを作成した上で、最新のパネルデータ分析手法に基づく多角的な分析を行っている。パネル分析の結果では、中国経済で Natural Resource Curse は見られない点、より資源豊富な中、西部地域と東部の地域の3地域比較においては、資源部門に対する投資効果には相違があり、中、西部地域では GDP に対してプラスの効果があるのに対して、東部地域ではむしろマイナスの効果しかないことを指摘している。また、経済成長と資源、エネルギー消費の関係については、計量経済学の先端的方法を利用して、因果関係、共和分関係等の検証を行い、経済成長がエネルギー消費に大きな影響を及ぼしていることを明らかにし、よりエネルギー効率の高い生産へのシフトが重要なことを指摘している。CGE モデルによるシミュレーション分析では、中国経済における天然資源(鉄鉱石)価格の安定化が政策上重要であることを導出しており興味深い。

Natural Resource Curse を検証する上ではどのようなデータに基づくかが重要な点として指摘されている。利用されるデータの定義、どのような代理変数を利用するかについても細心の注意が望まれるところである。本研究では利用されている Natural Resource Curse をより広義に定義しており、Sacks 等の先駆的研究の定義とは若干異なっているので直接的に比較を行うことはできない。このような点で推定結果の解釈には注意が必要であるが、本研究では、積極的に計量経済学の

最新の手法を取り入れたより詳細な分析を進めることにより、Natural Resource Curseの問題を考慮しつつ、中国の経済成長と資源、エネルギーの関係を明らかにしている点で貴重なものであり高く評価される。

以上の点から、本論文調査会は、陳 帥氏より提出された論文「Econometric Analysis on Natural Resources and Economic Growth in China」(中国における天然資源と経済成長の計量経済分析)を博士(経済学)の学位を授与するに値するものと認める。

氏名・(本籍・国籍)	ウ            セイ ヒ 禹            静 菲 (中国)
学位の種類	博士(経済学)
学位記番号	経済博甲第170号
学位授与の日付	平成24年9月24日
学位授与の要件	学位規則第4条第1項該当 経済学府 経済システム専攻
学位論文題目	東アジアの貿易構造の実証分析 ～中国からみた分業構造の変化を中心に～
論文調査委員	(主査) 准教授 石田 修 (副査) 准教授 加河 茂美      准教授 堀井 伸浩

## 論 文 内 容 の 要 旨

現代世界経済を議論する際に、「グローバル化」と「成長」はキーワードである。また、その二側面を分析するに当たり、「構造変化」は分析視点として中心の役割を果たしている。さらに、世界経済のエンジンとして、東アジア経済の成長は特筆に値する。なかでも、中国は、「投資・輸出主導型」成長パターンによって、著しく成長してきた。しかし、リーマンショック以降、従来型の成長パターンは需要の制約に直面している。このような世界経済の動向を念頭に置くなかで、本論文では、東アジアの貿易構造を分析対象とし、とりわけ中国からみた域内分業構造に焦点を当てることから、世界経済におけるグローバル化・成長・構造変化を考察する。

本論文の課題は三つある。第一に、東アジアの貿易構造変化を明らかにする。特に、地域経済における中国のプレゼンス向上から、中国を着眼点とし、東アジア諸国間の貿易関係を捉える。つまり、世界における東アジア、さらに、東アジアにおける中国の位置づけを明確にすることで、域内分業構造の変化を解明する。第二に、東アジア貿易構造変化の原因を明確にする。構造変化に影響を与える要因を明らかにすることで、東アジア、そして中国の経済を急速に成長させた理論根拠となる要因を模索する。その上で、地域経済の現状を十分に認識し、今後の行方を展望する。第三に、詳細な貿易データで、新たな指標に基づき、東アジアの貿易構造変化に関する説明要因の考察を行う。つまり、従来の経済理論や分析手法では現代世界経済の構造を把握するには限界があり、

本論で試みた新たな貿易構造の実証分析は、今後の貿易分析フレームワークの構築に重要な理論的意義があると考えられる。

本論文の分析方法は以下の三つである。第一に、貿易データをもとに、新たな計測指標を構築・改善した上で統計を行う。さらに、貿易統計を国・産業・品目別、用途別に細分化し、地域内貿易関係を二国間レベルで考察し、従来の全体像分析では把握できない内部構造の変化を注目する。第二に、計量手法によって、回帰分布図から世界における諸国の特性の確認を行い、同時に、要因分析や相関性を検証する。第三に、集計手法に基づいた分析ではなく、二国間貿易関係の比較分析を行う。

さらに、東アジアの貿易構造を見る基本的視点は、「産業内貿易」・「輸出多様化」・「輸出高度化」という、現代の貿易構造変化を反映する三つの分析フロンティアである。本論文では、三つの視点から導かれた構造を、「東アジア貿易構造の三側面」と呼ぶことにする。

各章の要旨は以下の通りである。第一章では、「東アジア貿易構造の三側面」について、それぞれ定義・計測指標・理論モデル・計量手法による要因分析という四つの部分の先行研究をレビューし、評価を行い、本論文で採用する視点を明確にした。第二章は、産業内貿易と生産工程の国際的分散の視点から、東アジア、特に中国対東アジア地域各国の貿易構造及び変化を議論した。その結果、世界貿易の中で、東アジアの域内貿易は拡大し、域内諸国の貿易関係は深まり、緊密な地域生産ネットワークを形成した。とりわけ、中国の貿易相手国として、日本やNIEs4ヶ国は主役であるものの、ASEAN4ヶ国からの輸入プレゼンス拡大は、新たな傾向である。そして、産業内貿易構造においては、中国やASEAN4は地域内との中間財貿易を拡大させ、域内工程間分業構造を深化させつつ、日本やNIEs4へキャッチアップしていくことが確認できた。第三章では、輸出多様化の側面から東アジア、及び地域内諸国間の貿易構造を分析した。その結果、世界75ヶ国でみた輸出構造においては、東アジア各国は輸出多様化段階でも、再集中化段階でも、自身の所得水準が対応する標準輸出多様化レベルより進んでいる。さらに、産業や用途別で確認した結果、中国やASEAN4は日本やNIEs4に類似するようになり、輸出多様化構造上のキャッチアップを示した。そして、計量で検証した結果、域内での中間財貿易は輸出多様化を促進し、産業内貿易構造を深化させていくことが分かった。最後に第四章では、輸出多様化の一段階でもある輸出高度化の側面から東アジアの貿易構造を分析した。その結果、東アジア途上国は所得水準が対応した輸出高度化水準より高い「上方乖離性」を持ち、輸出高度化構造における東アジア途上国のキャッチアップを反映した。そして、高い「上方乖離性」を持った東アジアの貿易構造は速い経済成長に繋がった。



以上のように、本論文は「東アジア貿易構造の三側面」から出発し、貿易データに基づく実証的な分析手法を通して、地域内の分業構造及び変化を確認し、更にそのような貿易構造と東アジアの速い経済成長の関係を明らかにした。

### 論文審査の結果の要旨

本論文は、中国を中心とした東アジアの貿易構造変化を、産業内貿易、輸出多様化、輸出高度化という3つの側面から分析した体系的な研究として高く評価される。

まず、先行研究のレビューを行い、貿易の3つの側面に関する理論的な背景を確認するとともに、それらの定義と計測方法を検討・修正することによって、経済のグローバル化を包括的に分析することができる貿易構造アプローチを提案した。

その上で、以下の点を解明した。第1に、中国の貿易相手国として、依然として日本やNIEs4ヶ国は大きい、ASEAN4（インドネシア、マレーシア、フィリピン、タイ）からの輸入が拡大しているという特徴がみられる。第2に、産業内貿易構造の側面においては、中国やASEAN4は地域内における中間財貿易を拡大させ、域内工程間分業構造を深化させている。第3に、輸出多様化の側面では、東アジア各国は輸出財の多様化段階の局面でも、さらに輸出財の再集中化段階の局面でも、自身の所得水準に対応する標準輸出多様化レベルより進んでいる。第4に、とりわけ、域内での中間財貿易は輸出多様化を促進し、産業内貿易構造を深化させている。第5に、輸出多様化の一段階でもある輸出高度化の側面がみられる。つまり、輸出高度化は貿易構造の側面からみた東アジア途上国のキャッチアップを反映している。第6に、輸出高度化した東アジアの貿易構造は速い経済成長に繋がった。

このように、本論文は、中国を中心として東アジアの貿易構造を、貿易分析のフロンティアである3つの側面から、体系的に分析しているという特徴をもつ。さらに、計量分析を用いて、輸出多様化と産業内貿易の関係、輸出高度化と経済成長との関係を検証することで、貿易の3つの側面の相互関係の分析にも踏み込んでいる点に独創性がある。

以上の理由から、本論文調査委員会は、禹静菲氏が提出した論文『東アジアの貿易構造の実証分析- 中国からみた分業構造の変化を中心に-』を博士（経済学）の学位を授与するに値すると認める。

氏名・(本籍・国籍)	リ　　ギョク　カ 李　　玉　花 (中国)
学位の種類	博士(経済学)
学位記番号	経済博甲第171号
学位授与の日付	平成24年9月24日
学位授与の要件	学位規則第4条第1項該当　経済学府　経済システム専攻
学位論文題目	Foreign Strategic Investment in China's Banking Sector: Causes and Consequences (中国銀行業に対する外国銀行の戦略投資：その要因と影響)
論文調査委員	(主査) 教授　久原正治 (副査) 准教授　石田　修　　准教授　内田交謹 福岡女子大学　教授　塩次喜代明

### 論文内容の要旨

#### 1. Motivation

Foreign bank entry in emerging countries is a sensitive issue since many immature financial systems in

emerging countries rely heavily on banks to channel financial resources to development priorities. Empirical evidence on the impact of foreign bank entry into emerging countries has both with positive and negative results, and the evidence from China is important to understand the impact of foreign bank entry. Foreign strategic investment in China's banking sector has been in the form of minority equity investment which not only reflects the degree of banking privatization but also the degree of foreign bank entry into Chinese market. In addition, for foreign banks, strategic investment is an important entry mode compared with branches and subsidiaries, and for Chinese banks, it is also an important reform strategy in terms of China's banking liberalization and privatization. Because of these reasons, this study investigates the motivation of foreign bank strategic investment and its effects.

This paper will be the first of kinds focused both investment and divestment side of strategic investment into Chinese banking industry. Foreign strategic investments in China's banking sector are very specific in terms of foreign minority ownership investment and business cooperation, and this research will enrich the scope of foreign bank entry choice and studies of foreign bank entry in terms of foreign minority ownership.

## 2. Research method and findings

This study uses both a quantitative and qualitative research approach using the secondary data and substantial hand-collected archive data. Previous studies are reviewed in Chapter 2, and the structure and development of China's banking system and the history of foreign bank entry are detailed in Chapter 3. The main research questions in this study are explained in three parts and developed in Chapters 4, 5, and 6.

Chapter 4 investigates the motivation of foreign banks undertaking strategic investment and the motivation of Chinese banks introducing strategic investment. The anecdotal evidence suggests that foreign banks are likely to use the strategic investment to get access to local resources, such as distribution networks and local customer base, to expand into the Chinese banking market, and to gain return from the investment. Chinese banks are primarily motivated to improve their efficiency and to get access to foreign banks' financial resources and other intangible resources, such as technology and experience.

Chapter 5 examines the impact of foreign strategic investment on the performance (profit efficiency, cost efficiency, return on asset, and cost to income ratio) of Chinese banks. This chapter presents mixed results. Chinese banks do not experience performance improvements on average, however, assistance in

management systems and business cooperation accompanied with foreign strategic investment improves performance, e.g., bank cost efficiency significantly improves when the foreign strategic investment provides local banks with assistance on internal control.

Chapter 6 investigates the causes of the divestment of foreign strategic investment and then examines the impact of that divestment on Chinese banks which also reflects the effects of foreign strategic investment. The results show that the poor financial performance of foreign banks caused by the 2008 financial crisis is the main causes of the divestment. Chinese banks' stock price responses negatively to the announcement of the divestment, and the business cooperation with whole divesting foreign banks tend to stop. Those results illustrate that foreign strategic investments created a substantial shareholder value before the divestment, and are consistent with the contention that business cooperation improves the performance of Chinese banks.

This unique analysis of covering both investment and divestment of foreign banks' strategic investment contributes to the analysis of foreign entry into the Chinese banking market and gives us some implications for opening financial markets in emerging countries.

#### 論文審査の結果の要旨

本論文は、途上国への外資進出に関する先行研究を精力的にレビュー（第2章）した上で、急速な経済発展の過程で外国銀行の参入を活用してきた中国銀行業の事例を、入手が難しい個別進出に関する定性的データと、業績や株価への影響といった定量的データの両側面から収集分析し、参入等の成果を実証的に明らかにしたものである。

中国は国有銀行の民営化に外国銀行による出資を活用する目的で、少数持分による外資導入を進めた。そこで本論文では、改革開放以降の中国銀行業の発展と外資導入政策の変遷をまずレビューする（第3章）。次に、支店や現地法人ではなく戦略投資を選択した外国銀行の進出動機（第4章）とそれを解消した退出動機（第6章）、戦略投資を受け入れた中国銀行側の動機（第5章）について実証的に分析解明している。外国銀行は、投資リターンだけでなく中国市場の顧客やネットワークへのアクセスを求める一方で、中国の銀行は外国銀行の持つ先進的な金融技術や経験といった無形の金融資源へのアクセスを目指したことを明らかにしたうえで、戦略投資に具体的な業務提携が伴った場合に、受け入れ行のコスト効率性が向上していること、退出については、金融危機による外国銀行の業績悪化が主因であり、外国銀行は投資に対し十分なリターンを得たが、退出に伴い業務提携が解消された場合は株価が低下していること、などの重要な発見事実を得た。

政府主導型で外資への開放を進めた中国銀行業について、これまで研究のあまりなかった戦略投資を取り上げ分析することで、参入と退出の両面にわたりその要因と影響について独自の知見を得ており、途上国が将来採るべき金融部門への外資導入政策に関する含意を含めて、本研究の独自性と重要な貢献が認められる。

以上の調査結果を踏まえ、本論文調査委員会は、李玉花氏より提出された本論文が博士（経済学）の学位を授与するに値するものと認める。

氏名・(本籍・国籍)	リュウ テツ イ 刘 哲 怡 (中国)
学位の種類	博士(経済学)
学位記番号	経済博甲第172号
学位授与の日付	平成24年12月31日
学位授与の要件	学位規則第4条第1項該当 経済学府 経済システム専攻
学位論文題目	The Influence of Financial Development on Economic Growth in China — From the Perspective of Efficient Resource Distribution — (中国の経済成長に対する金融発展の影響—効率的資金配分の観点から—)
論文調査委員	(主査) 教授 稲富信博 (副査) 教授 山本健兒 教授 川波洋一 准教授 加河茂美

## 論文内容の要旨

After the reform and openness policy in 1978, China's economic growth entered a new phase. Between 1978 and 2010, China's average real GDP growth rate reaches 10%. What are the causes for China's rapid economic growth? Based on the causes raised in the previous studies, this paper investigates their contributions to the real GDP growth during different time spans and among regions in China. Then the author analyzes the influence of financial development on China's economic growth by exploring whether China's financial system has efficiently allocated the financial resources to the different economic sectors. If not, what are the main reasons leading to this inefficient function of China's financial system? To answer these questions is the objectives of this research, which is organized into five chapters.

*Chapter 1: Introduction.* This chapter introduces the research background and motivations, research objectives and contents.

*Chapter 2: Causes of Economic Growth in China.* This chapter examines the important causes for China's economic growth after the reform and openness policy in 1978. In the literature, the widely admitted and discussed important factors in China's economic growth are: FDI inflow, fast growing exports, domestic investment, and high saving rate. Firstly, the expenditure approach has been employed to analyze the importance of consumption expenditure, capital formation and net exports in the real GDP growth at five year interval. Both of the composition rate and contribution rate of capital formation and exports show an increasing importance in China's fast economic growth process. Then, in the regional analysis, this paper finds that FDI is 2-4 percent of GDP, it has not been a key source of financing in China's capital formation, but FDI-led exports, especially processing trades, are the main source to the economic growth of the eastern coastal provinces; for the middle and west areas, capital formation contributes to their growth. Through analyzing the flow of funds accounts, the author finds that the saving-investment surplus of China's households sector provides the funds for domestic investment in China. However, China's large amount of domestic saving suggests that one of the functions of the financial system, which is channelling savings to non-financial enterprises sector, seems not well-developed. The role of the financial system in supporting China's economic growth needs further detailed investigation.

*Chapter 3: Financial Development in China.* This chapter comprehensively analyzes China's financial development at the macro level as well as examines the current status of China's financial system. Firstly, China's financial development indicators at the macro level have been studied. The results suggest that China's financial development does not have a correlation with economic growth. Meanwhile, most of financial resources are agglomerated in the east area of China. Both of the financial development indicators

and allocation of financial resources seem to be correlated with government policy-related factors other than market-oriented incentives. Secondly, descriptive analysis has been applied to investigate the current status of China's financial system. The distribution of the bank loans has been analyzed and the outcome shows that most of the loans have been issued to less efficient state-owned enterprises (SOEs), while more profitable non-SOEs could not obtain enough funds. This leads to an inefficient allocation of bank loans. Through studying the shareholders of all types of banks in China's banking sector, the first reason for the above inefficient funds allocation has been revealed: Chinese governments still control the banking sector directly or indirectly; state-owned banks (SOBs) still remain in a monopoly position and the state still has the majority equity stake of these banks; other minor banks are controlled by SOEs or correlated with local governments. Therefore, most of bank loans have been extended to SOEs other than small and medium-sized enterprises (SMEs). Although Chinese security market experienced huge development, it is still in its infancy: neither the share market nor the bond market effectively solves SMEs financial difficulty.

*Chapter 4: Local Government Behaviour: Influence of Fiscal Reform in China.* Besides the governments control over the banking sector, in this chapter the motives of local governments to intervene in local financial sectors, which further worsen the efficiency of funds allocation, has also been discovered. China is now transitioning from a centrally planned economy to a market-oriented economy, and this transition requires all the institutions to cooperate. This paper finds that, in the fiscal system, the 1994 tax sharing reform cuts down the balance between fiscal expenditure and revenue, and brings a heavy fiscal burden to local governments. The increasing fiscal pressure inevitably leads to the intervention behaviour of local governments to the loan extending procedure of banking sector, through absorbing from the financial system to make up its fiscal expenditure. Meanwhile, local protectionism and officials' political ambition for promotion strengthen local governments' intervention to the financial sector, which is not favourable for financial system allocating capital efficiently and thus not beneficial for local economic growth.

*Chapter 5: Conclusion.* By the above analyses, the reasons for the current inefficient allocation of capital by China's financial system have been cleared: governments still control the banking sector of China directly or indirectly, which leads to large proportion of the bank loans issue to state-owned sector preferentially, while more efficient non-state owned sector (mainly SMEs) could not get enough funds from financial system; meanwhile, due to the 1994 tax sharing reform in China's fiscal system, local governments under a heavy fiscal pressure intervene in local financial sector and further worsen the performance of financial system in China. These problems during China's financial development provide a valuable experience for other transition countries.

## 論文審査の結果の要旨

中国は1978年以降、諸制度の改革実行を通じて10%の経済成長を継続してきた。金融面でも、モノバンク制度から、多層的な金融制度を構築している。本論文は、このような金融発展が経済成長にどのような影響を与えてきたかを、効率的資金配分の視点から分析している。

まず、経済成長について、輸出主導型経済成長は90年代以降の沿岸部に当てはまるが、内陸部では固定資本投資が経済成長の主因であり、次いで、その固定資本投資が銀行貸出に依存していると指摘する。さらに、銀行貸出が効率性の高い民間の中小企業ではなく、効率性の劣る国有企業等に主として向かっている事実を、金融制度の非効率性と捉え、その原因解明を本論文の課題とする。

第1に、国有商業銀行ばかりでなく、株式制商業銀行、都市商業銀行の株主は中央・地方政府、国有企業であることを、年次報告書の丹念な分析によって解明し、株主圧力が国有企業への融資を

優遇させていると指摘する。第 2 に、1994 年の「分税制」が地方政府の歳入を削減したにも拘わらず、地方政府は地方経済の維持と役人の利害のため、銀行からの融資に依存しつつ歳出を拡大させた。こうした地方政府の活動が銀行の資金配分機能を歪め、経済成長にネガティブに影響していることを、1980-2009 年間の省別の地域内総生産、融資、政府支出データを利用したパネルデータ分析によって実証している。

このように、本論文は、資料の制約による課題を残すとはいえ、銀行の株式所有構造ばかりでなく、財政制度という金融制度外の改革が中国の金融制度に影響していることを的確に摘出している。

以上のことから、本論文調査委員会は、刘哲怡氏より提出された論文「The Influence of Financial Development on Economic Growth in China---- From the Perspective of Efficient Resource Distribution----」を博士（経済学）の学位を授与するに値するものと認める。