

高成長期の台湾における株式市場の役割

葉 剛

はじめに

周知のように戦後台湾は、香港、シンガポール、韓国と並んでかつてない経済の高成長を成し遂げており、「新興経済工業地域」（「新興工業国」）と呼ばれるようになった。台湾経済のような高成長過程においては、従来の経済システムの変容が避けられない。特に、人、金、物、技術などのような経済資源の配分システムが変化せずに工業化の猛進に対応しえなくなるはずである。

こうした台湾経済の高成長を成し遂げた諸要因としては、主に外国の直接投資を積極的に受け入れることと、外資による工業製品の輸出とよく指摘されている¹。そのため、国内の資金調達がそれほど重要ではなかったと思われるがちである。ここでは、台湾の工業化にとっての株式市場の役割を考察することにする。そこで、株式市場が経済成長、あるいは工業化の進展に決定要因をもたらしたか否かを分析することによって、後発工業国としての台湾の株式市場成立の意味を明らかにする。

1. 直接融資要請の増大

1) 初期の証券取引

台湾の株式の発行と売買は1950年代初頭に遡ることができる。当時の経済再編期（1949～1952年）には、国民党が大陸で実現できなかった土地改革を遂行していた。その結果として、10万6000戸の地主の所有した農地が台湾政府に買い上げられてから、19万5000戸の小作農に配分された。土地の買い上げ総価格は約21億元にのぼった。それは7割が実物（もみ、いも）で、3割が「官営企業」計4社（台湾セメント、台湾製紙、台湾工鋳、台湾農林）の債券で地主に支払われたという²。土地の買い上げ代金として支払われた「官営企業」の債券が約63万株で、6億6000万元³である。しかし、地主は「官営企業」の経営自体をあまり知らない。また、「官営企業」債券の将来を期待しなかったため、「官営企業」の債券より、もみやいものような実物をむしろ選好していた。地主が「官営企業」の債券をどんどん売却していった。

こうして、「官営企業」の債券が「国債」とともに店頭販売されるようになった。実際は、これらの「官営企業」の債券や「国債」の売買業務を担っていたのは証券会社と個人ブローカーである。54年3月に「官営企業」4社の債券が店頭で売り出されてから、証券取引会社が相次いで設立していった。同年半ばになると、台湾全体において証券会社が約300社にのぼった。そのほか、個人ブロー

カーが数千人もいたという⁴。56年に台北市証券商業同業公会（証券業協会）に登録した証券業者は32社ある。そのうち、27社は証券取引会社であり、5社は個人ブローカーである⁵。しかし、未登録証券業者は台北市だけでも100社にも達した。当時の台湾においてこれほどの多くの証券会社、個人証券ブローカーによってこれらの債券売買が盛んに行われていた。

ところで、1957年上半年期から証券取引市況は売買高が激減し、証券価格が下落する一方で、衰退を見せはじめた。また空売り、引渡し不履行がむしろ常態となり、証券取引が極めて混乱な状態に陥った。このように台湾の初期証券取引市場が法制、規制の欠如などの原因⁶でわずか3、4年の間に「繁栄」から「衰退」へと変わった。

しかし、証券の取引規模は急速に縮小してきたにもかかわらず、1959年に入ってからもかなりの金額の企業債券が発行されつつある。これらの企業債券がほとんど少額預金者に購入されてから、退職された⁷。市場での流通が極めて少なかったという。そのため、1959年以降企業債券の発行が続いていったが、証券取引市場にとっての大きなインパクトがみられない。61年末まで合計で17社の企業が企業債券を発行した。債券の累積発行回数は27回である。調達した資金総額は約3億5000万元である。61年末に流通中の企業債券の残高総額は1億600万元に達している⁸。

こうした企業債券の発行の動きを見ると、50年代末期から国民経済の再生産活動に長期的資金がますます必要とされている。わずかでありながら一部の企業が債券の発行を通して、直接に社会的遊休資金を調達することできたといつてよい。

2)株式公開発行の制度化

1958年には台湾当局は『改革財経19点計画』（経済の再建計画）に健全な証券市場の樹立を盛り込んだ。翌年の59年3月に経済部に「建立証券取引市場研究小組」（証券取引市場ワーキンググループ）が設置され、証券取引所の設立、証券取引市場の秩序の再建などに関する検討を行っていた。まもなく経済部管轄下の「証券管理委員会」が発足した。「証券管理委員会」が主に証券取引市場の監督、管理を担うと定められた。60年6月22日に交通銀行、中央信託局、中華開発信託会社が発起人として証券取引所の設立に関する一回目の発起人会議を開催した。同年10月末、台湾証券交易所（台湾証券取引所）株式会社が設立し、翌年の1962年2月9日に台湾証券取引所が正式に開業した。

現には、台湾証券取引所は台湾の唯一の証券取引所である。台湾証券取引所は証券取引の場所（市場）はいうまでもなく、証券の集中取引が潤滑に行われるために情報関連施設を顧客に提供している。それに証券取引規定の制定などの業務を担っている。

それと同時に、証券取引などに関する法制度の構築も急がれていた。61年に制定された『証券管理弁法』は行政条例として打ち出された。それによって①アンダーライター制度を導入すること、②委託売買と自己販売の兼業を認めないが、引受業務と委託売買、自己売買、補完業務との兼業を

認めること、③アンダーライターを許可制、ブローカーを登録制としたことが定められた。これは68年に成立した『証券交易法』によって①証券商をアンダーライター、ディーラー、ブローカーの3種に分けること、②証券商の設立を許可制とすること、③証券商を金融機関が兼業を行うほかは専業に限ること、④証券商を、各業務を原則とし兼業できないこととされた⁹。つまり、証券取引に関する法の整備がようやく一段落完成したといえる。

1973年に市場の活性化を図るために、台湾当局は台湾銀行、交通銀行、土地銀行（いずれも政府系銀行）が証券金融業務を開始することを認めた。その後政府系台湾銀行、交通銀行、土地銀行は証券購入者に融資業務をはじめた。さらに、80年には復華証券金融会社が光華投資公司、台湾銀行、土地銀行、中国信託公司、台湾証券取引所の共同出資¹⁰で設立した。復華証券金融公司是、最初は貸株の業務から始まったが、翌年債権券、株券の保管業務をも行うようになった。また、「証券管理委員会」が所属関係を改められ、經濟部管轄下から財政部管轄下へ移された。80年まで、さらに証券投資信託会社、証券市場発展基金、証券コンサルタント会社などのような証券関連サービス会社が相次いで設立し、ようやく台湾の証券取引システムができあがった。

台湾においては、公開発行された株式が2種類ある。それらは普通株と優先株である。但し、普通株は圧倒的に多い。台湾証券取引所の開業当時、上場企業が18社である。これらの企業によって発行された株種類が全部で25種類ある。そのうち、普通株は17種類で、優先株は8種類である¹¹。

最初上場企業について台湾当局は、「証券商管理弁法」を公布する前に、既に会社債券を発行し、しかも依然に債券の売買されている企業が台湾証券取引所に上場できると定めた。こうして、これらの16社の上場企業の株が店頭売買から証券取引所の場内集中売買へと変わっており、台湾の証券集中取引の雛形が形成した。ちなみに、16社のうち、台湾セメント、台湾製紙、台湾工鋳、台湾農林の4社は前述のように土地改革の際、債券を発行した「官営企業」である。

これによって、企業の長期資金の需要が年々増えているのに、証券市場が機能を十分果たしえないことは証券市場の再建、株式公開発行の認可、証券取引所の成立に拍車をかけたといえる。

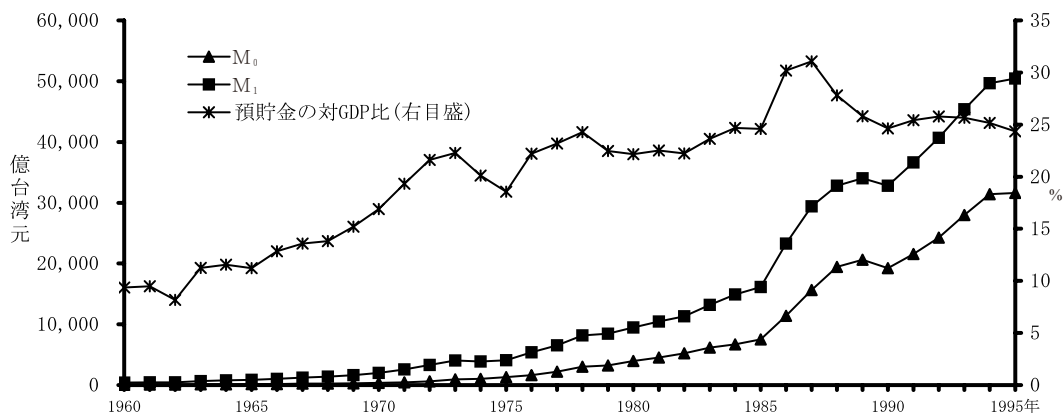
2. 資産の拡大と直接金融の変化

1)金融資産の拡大

図1に示されているように、経済復興期後の台湾にはマネーサプライの転換点が90年代半ばまで2度ほどあった。一回目は1965年ごろにマネーサプライが急上昇し始めた。二回目はその20年後の1985年ごろにマネーサプライがさらに飛躍的に上昇した。具体的にその変化趨勢を分析してみると、 M_0 よりも M_1 の伸びが高く、つまり預金通貨の伸びが現金通貨のそれを遥かに上回っていることがわかる。この趨勢は狭い意味での通貨（現金通貨）よりも通貨に近い金融資産（預金通貨）が比重を徐々に高めてきていることを表している。

金融資産の比重が高まってきたことは M_1 の対GDPの比率と純預金総額の対GDPの比率をみる

図1 台湾のマネーサプライの推移



出所：Taiwan Statistical Data Book により筆者が作成。

注：M₀は現金通貨で、M₁はM₀に預金通貨を加えるもの。

とより明らかになる。すなわち、M₁の対GDPの比率と純預金総額の対GDPの比率が大きいことは実物生産活動に比べて、金融の実質残高が大きいことを意味する。いいかえれば、この比率が大きいことはフローの取引総額に比べて、ストックとしての金融資産の貯蓄総額が大きいことを示している。さて、台湾のそれらは如何に変動しているかをみてみよう。60年代初頭から純預金総額の対GDPの比率は10%より上昇し始め、その10年後の70年代初頭には25%に達しており、さらに80年代半ばに30%を超えるようになった(図1)。これに対して、M₁は60年代初頭にはGDPの半分にも及ばなかったが、80年代半ばになると、その比率は約2倍へと伸びた(図1)。

復興期以降の経済は順調に成長し、なおかつ経済活動の環境もかわったため、台湾当局は金融システムの再編に迫られた¹²。1959年末、政府の公布した『改革財経19点計画』のなかでは経済成長の加速化が目標とされている。その重要な一環として金融機関の活性化(商業化、大衆化、効率化)を図るために、金融機関による支店、営業所の設立が緩和された。また、75年には『銀行法』の改正に伴って、台湾の銀行が商業銀行、中長期銀行、貿易銀行、信託投資会社の4種の金融機関に分かれるようになり、各銀行の機能も明確にされた。さらに特殊な分野に対応する銀行(工業銀行、農業銀行、中小銀行、土地(不動産)銀行)も相次いで設立した。

経済の復興期における台湾の金融機関は接収した日本系銀行と移転してきた大陸系民族銀行から構成されている。その後、従来の金融機関の会社数は変わっていないが、その支店、支所の数が飛躍的に増えていった。これらの規制緩和によって、金融機関の本社・支店の数は59年の721社(支店)から72年の3563社(支店)へと約5倍も拡大した¹³。そのうち、商業銀行の支店数は260箇所から567箇所へ、相互銀行(中小企業銀行)のそれは85箇所から191箇所へ、信用組合のそれは150箇所

所から301箇所へ、農業信用組合のそれは293から764へと増えてきた。そのほか、外資系銀行が1社から25社に増えた¹⁴。むろん、こうした金融機関やその営業ネットワークの増設は間接証券の保有と新しい金融商品の保有を促す¹⁵ことができるといえる。

この間、台湾において金融機関の支社・支店の数が急速に増えたばかりではなく、銀行の資産、貸出総額も急速に拡大していた。61年から83年にかけての間、金融機関資産総額の年平均伸び率は23%であり、貸出総額の年平均伸び率は22.5%である¹⁶。いずれも台湾経済(GDP)の伸び率を上回っている。

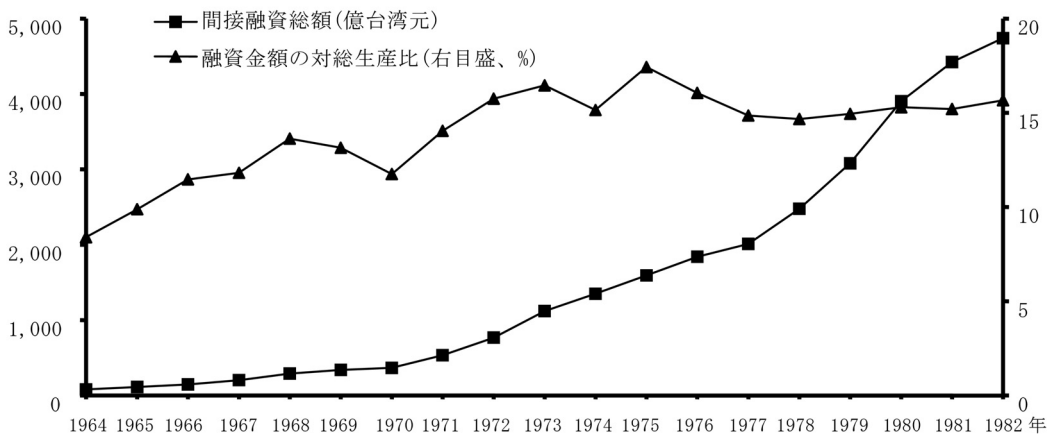
他方、民間企業の間接融資が60年代に入ると急速に増えていった。特に71年と78年は民間企業の間接融資が転換点を経て、更なる増大をみせた(図2)。64年から82年まで民間企業の間接融資総額は約62倍と拡大した。その融資金額の対総生産比をみると、民間企業の資本集約志向が高まってきたことがわかる。すなわち、64年にはその比率はわずか8%強であったのに対して、10年後の74年にはその比率は2倍と伸びており、16%強に達している。この勢いは82年まで続いた。

しかし、金融機関の金利は比較的高く、60年代には年平均金利率で15%である。70年代にはいるとやや下がったが、12%にもものぼっている¹⁷。これに対して、民間の闇金利はさらに高く、年平均ではほぼ30%にも達している。こうした高金利の下で企業は生産拡大、技術の改善・革新を行うのに大きなコストを負担せざるをえなかった。

2)証券市場と直接金融の変動

工業化の進展、あるいは国民経済の高成長につれて、金融資産、あるいは間接金融の拡大ばかりではなく、証券資産、あるいは直接金融の拡大も増大していった。まずは、企業債券の発行総額をみよう。62年から86年にかけて、台湾においては企業債券の発行総額は970億元である。そのうち、「官営企業」の発行総額は680億元であり、民間企業の発行総額は290億元である。24年間で「官営

図2 台湾の企業融資の変化



出所：許嘉棟ほか(1986)、29~30頁の表14により筆者が作成。

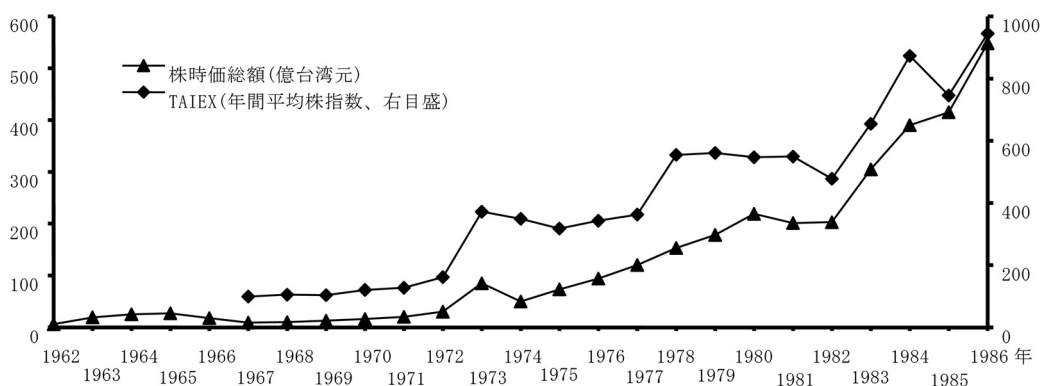
企業」の発行総額は民間企業のその2.3倍となっている¹⁸。しかし、台湾においては企業の債券発行は伸び悩んでおり、企業にとって重要な資金調達手段となっていないといわざるをえない。その原因は資本コスト節約の低効果、債券発行手続きの煩雑さ、企業財務理念の欠如などに帰されている¹⁹。

このような企業債券の発行より株式の発行が遥かに拡大していった。62年に初めての企業上場によって、約2億7000万株が発行された。その10年後の72年には株の発行総枚数は約5倍増えており、14億2000万株に達している。さらに82年の株の発行枚数は72年のその10倍となっている²⁰。株式取引の開始後の20年間、株式が絶え間なく増発されていた。しかし、台湾の株式市場は真の成長が80年代末を待たなければならなかった。つまり、台湾の株式市場は80年代末を境として、極めて著しく拡大していった。だが、本文は工業化による経済の高成長期を対象としているため²¹、80年代末以降の株式市場に関する分析を割愛する。

1962年から1988年まで株売買高が三つの急増時期があった。まずは、株式上場取引開始後の翌々年（1964年）の株売買高は初めて100億元を超えて、62年のその90倍となっている。1975年には株売買高はさらに1000億元台に乗り、1300億元に達している。その10年後の1987年には株売買高は初めて兆元を超えて、約2兆7000億元に達している²²。こうして、1962年から1987年まで株売買高はわずかの25年間で約5万倍も拡大している。株式市場規模の拡大は株時価総額にも現れている。1962年から1986年まで株時価総額が多少下落したりする場合がある。だが、全体をみると大きく拡大していることがわかる（図3）。1986年の株時価総額は1962年のその100倍に相当する。また、台湾証券取引所総合指数も1967年から1986年にかけての間、約10倍も上昇した。

ところで、株式市場の成立以来、個人投資家が急速に増えてきており、1980年代半ばまでは台湾の株取引市場においては株式の個人投資家は圧倒的に多い。65年には上場企業の株の所持者は16万人に達しており、平均80人当りで一人が企業の株を持っている。その20年後の85年には上場企業の株の所持者がさらに増えてきて、約60万人に達しており、平均29人当りで一人が企業の株をもっ

図3 台湾株時価総額と株指数の変動(1962~86年)



出所：台湾証券交易所『暦年股票市場概況表』1999年より筆者が作成。

ている²³。

しかし、これほど個人投資家がいるといっても、その多くは小口の株購入者ばかりである。73年までは1万元の株購入者は約8割に占めている。その10年後の83年には1万元以下の株購入者が半分以下に減ってきた。国民所得水準の上昇を考えると、それは当然のことだと思われる。しかし、10万元以下の株購入者が8割以上に占めていることは10数年間もほとんど変わっていない。これに対して85年までは100万元以上の株購入者が1%未満である²⁴。これによって、台湾の上場企業が株式市場から広く深く社会の零細遊休資金を調達できたと判断された。

3. 台湾の工業化と株式市場

1) 上場企業の変化

1962年に台湾水泥（セメント）、味全食品工業、台湾糖業、台湾紙業、台湾中興紙業、台湾製鉄、大同製鋼機械、台湾肥料、台湾工硯、台湾機械、台湾電力、中華開発信託、彰化商業銀行、第一商業銀行、華南商業銀行、台湾農林、中国化学製薬、計18社が株式市場の上場を果たした。当初、これらの18社は25種の株式を発行した。そのうち、普通株は17種類、優先株は8種類であった。総発行株枚数は2億4000千株にのぼった。普通株は総発行株枚数の76%を占めている。特に、台湾セメント、台湾肥料、台湾糖業、台湾電力4社は普通株の主役となっており、合計で普通株枚数の約60%を占めている²⁵。

翌年の1963年にはさらにアジアセメント、新竹ガラスなど5社が上場しており、株式の総発行枚数は335万株となった。64年には中国人造繊維、南港タイヤ、台湾日光燈、太平洋電線電纜、士林紙業など8社が新規上場をした。65年には、中華毛紡織、味新食品、台湾火柴（マッチ）、台湾塑料（プラスチック）、中国醃酵、津津味素など6社が新規上場を果たした。この間、既存上場企業の株の増発もみられた。例えば、63年には、大同製鋼機械、味全食品工業、64年には、味全食品工業、大同、65年には台湾セメント、味全食品工業、台湾肥料、アジアセメント、新竹ガラス、太平洋電線電纜、台湾日光燈、士林紙業、台湾製鉄は2次、3次の株増発を行った。上述のように1960年代の上場会社はセメント、紙、プラスチック、布、砂糖、肥料などの基本素材を生産する企業が圧倒的に多いと特徴付けられる。

こうして、1969年には上場企業が42社となり、株の総発行枚数は9億枚に達しており、株式時価総額は約80億元にのぼった。実際、企業の調達資金総額は約80億元である²⁶。しかし、株の総発行枚数が約3倍増えたのに対して、株式上場による調達資金総額、株式時価総額はそれほど増えていない。つまり、63年から69年までの上場企業は最初の上場企業より調達資金額がかなり少ないといえる。

1970年代に入ると、上場企業数が60年代のその2倍ほど増えてきており、96社となった。株の総発行枚数は60年代のその10倍と拡大し、100億枚に達した。調達資金総額、株式時価総額はそ

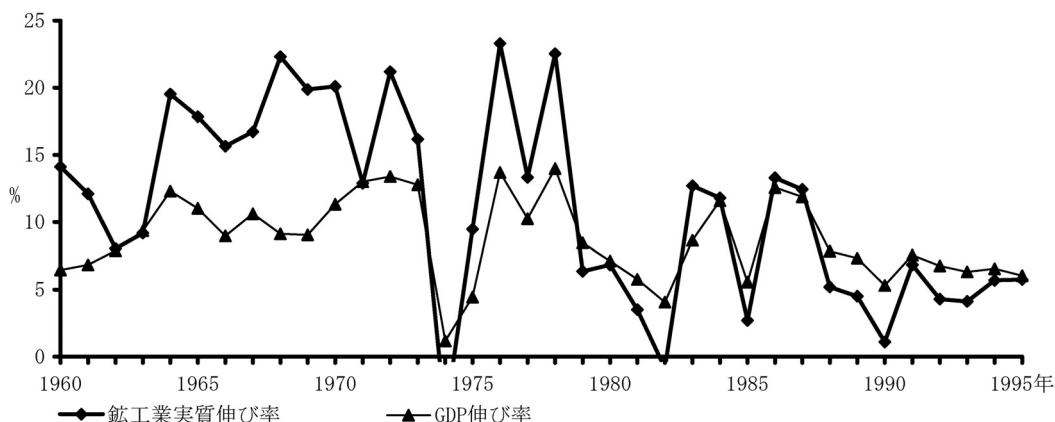
れぞれが約880億元、860億元にのぼった。また、80年代の上場企業数が70年代より倍とさらに増えており、181社となった。もちろん、株の総発行枚数、調達資金総額、株式時価総額も70年代のそれらの約5倍と拡大した²⁷。また、70年代、80年代の上場企業は60年代のそれと異なって、自動車製造、石油化学、鋼材のような重化学工業の企業が増えている。こうした上場企業の性格の変化は台湾の工業化が基本素材工業化の段階から重化学工業化の段階へと進展しつつあることを物語っているといえる。

2)工業化の進展

図4によって示されているように、台湾の経済は60年に入ってから持続的に成長していった。64年には台湾経済は二桁の成長率を経験してから、高成長が70年代前半まで続いた。この時期においては、鉱工業生産は急速に伸びていって、その伸び率はGDPのそれを上回るようになった(図4)。つまり、鉱工業の成長はGDPの成長に多く貢献している。このような高成長は74年に一回減速してから、75年以降台湾の経済が再び伸び始め、80年にまで続いた。もちろん、この間鉱工業生産の伸び率はGDPのそれを上回っている(図4)。80年代後半から経済の成長がゆっくりと減速していった。それにしても、台湾はGDPの5%の伸び率が保っていた。しかし、80年代半ばから鉱工業生産の伸び率はGDPのそれを下回るようになった。これによって、鉱工業生産は成長の主役の座をほかの産業(サービス業)へ譲らざるを得なくなったといえる。

鉱工業生産の構成比からみると、60年には20数%から伸び始め、74年には約45%というピークに達した。その後、少々下がってから、鉱工業生産の構成比が再び伸び始め、86年には2回目のピーク(約48%)に達した。つまり、この時期においては鉱工業は次第に農業に取って代わって、経済

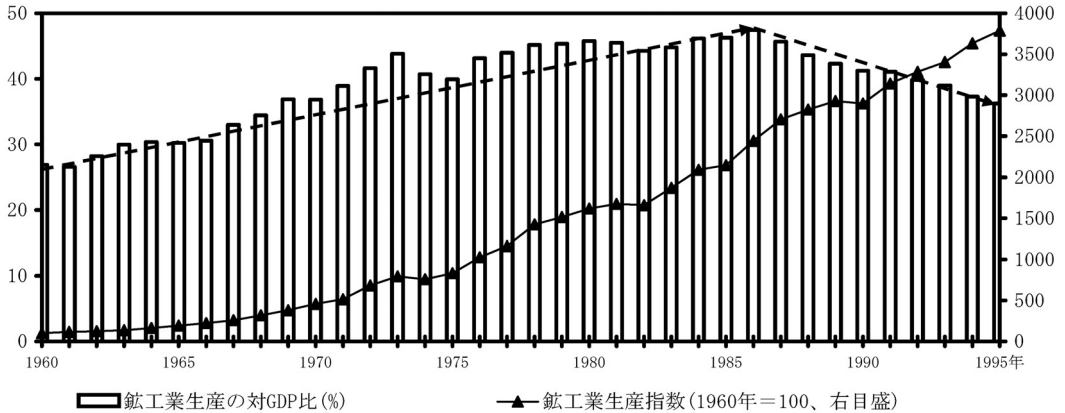
図4 台湾鉱工業実質伸び率の推移



出所：台湾經濟部統計處『台湾経済統計年報』各年版、台湾經濟部工業局『工業発展年鑑』各年版より筆者が作成。

発展の牽引役となっていた。この時期は台湾工業化の高度な進展期だといっても過言ではない。しかし、80年代末から95年にかけて鉱工業生産構成比はきわめて緩やかに低減していった（図5）。

図5 台湾鉱工業生産指数



出所：台湾經濟部統計處『経済統計年報』各年版、台湾經濟部工業局『工業發展年鑑』各年版より筆者が作成。

さらに鉱工業生産指数の変化からみると、60年代から80年代にかけて台湾の鉱工業生産指数はほぼ一直線で伸びてきた（図5）。つまり、鉱工業総生産額の絶対値も拡大しつつあった。この時期において、台湾の労働生産性の向上も極めて著しい。59年と比べると、89年の労働生産性が約16倍に拡大した²⁸。こうした鉱工業総生産額の増大には、実は工業製品の輸出が大きく貢献していたとよくいわれる²⁹。

こうした経済の高成長、または工業化の急進展にとっては外資と鉱工業生産技術の積極的な導入と、低賃金の良質な労働が非常に大きな要因となっている。しかし、外資の進出が集中した電子産業のみならず、台湾系の企業が多くの工業製品を輸出するようになったのは無視できない事実である。これらの工業製品輸出の拡大に関して今までの「外資導入論」だけでは説得力が弱いと思われる。実際には、台湾系の企業は経済高成長期において開業率が非常に高かった。しかも、多くの企業は台湾の工業製品輸出を担っていた。「台湾資本自身による内生的発展の要因も重要である」³⁰というべきである。

3) 株式市場を取り巻く工業化の回帰分析

上述のように、台湾の工業化にとって外資の積極的な導入が重要な役割を果たしていた。しかし、国内要素の拡大を無視するわけにはいかない。つまり、台湾系企業は台湾の金融市場、資本市場から資金調達を行っているのがその発展の内生的要因の一つである。その中では、資本市場（証券市場、株式市場）が企業にとって、重要な融資の源泉となっていた。表1によって、示されているように

証券市場と株式市場の資金調達割合は82年には最大となり、23.5%である。株式市場だけでも、企業の資金調達割合は76年から82年にかけての間、二桁であった。確かに、中小零細企業が株式市場にほとんど無縁といえる。しかし、前述のように牽引車役を演じている鉱工業企業が株式市場の上場を果たすことができたため、多くの資金を調達することができたといえる。

表1 台湾企業融資の源泉

単位：百万台湾元、%

年次	金融機関		証券市場		株式市場		民間	
	金額	割合	金額	割合	金額	割合	金額	割合
1976	252,236	64.5	2,207	0.6	48,714	12.5	88,050	22.5
1977	281,041	61.2	7,949	1.7	63,085	13.7	107,502	23.4
1978	337,606	57.7	17,373	2.9	81,166	13.9	148,803	25.4
1979	425,321	55.5	46,417	6.1	104,789	13.7	189,495	24.7
1980	563,918	56.2	65,914	6.6	133,667	13.3	240,170	23.9
1981	650,168	53.1	109,258	8.9	158,080	12.9	305,304	24.9
1982	721,206	52.9	133,258	9.8	186,622	13.7	322,124	23.6

出所：許嘉棟ほか(1986)、9頁、表2による。

これから台湾における工業化の急進展と株式市場との関係を検証し、工業化にとっての株式市場の役割を明らかにする。ここでは、Levine & Zervos³¹の推定式

$$Y = \beta_0 + \beta_1(\text{Bank Credit}) + \beta_2(\text{Stock Market Indicator}) + \beta_3 Xz + \delta$$

を用いて、上述の検証を行う。式中のYは1962年～1990年間の鉱工業生産指数である。金融市場発達(Bank Credit)は銀行の第2次産業部門への貸出総額である。Xzはその以外の産業発展に強く影響を与えていることが予測された説明変数である。ここでは、特許登録件数、労働生産性を導入する。

また、株式市場規模を表す指標として、上場企業の株式時価総額を鉱工業の総生産額で割った値で定義する。株式市場流動性1は株式売買高を株式時価総額で割った値である。株式市場流動性2は株式売買高を鉱工業の総生産額で割った値である。

表2はその計算結果を示している。すなわち、式1($Y = \beta_1(\text{Bank Credit}) + \beta_2(\text{Stock Market Indicator}) + \beta_3(\text{Turnover—株式市場流動性1}) + \beta_4 Xz$)と式2($Y = \beta_1(\text{Bank Credit}) + \beta_2(\text{Stock Market Indicator}) + \beta_4(\text{Value Traded—株式市場流動性2}) + \beta_5 Xz$)とも金融市場の発達と株式市場の流動性の高さが工業化の進展にプラスの影響を及ぼしており、なおかつ、株式市場の流動性がより大きな効果をもたらしていることを表している。式3($Y = \beta_1(\text{Bank Credit}) + \beta_2(\text{Stock Market Indicator}) + \beta_4(\text{Value Traded—株式市場流動性2}) + \beta_5(\text{Capitalization—株式市場規模}) + \beta_6 Xz$)は式2に説明変数として、株式市場規模を加えたもので、株式市場流動性2の効果を助長していることを表している。しかしながら、式4($Y = \beta_1(\text{Bank Credit}) + \beta_2(\text{Stock Market Indicator}) + \beta_5(\text{Capitali-$

zation—株式市場規模) $+\beta zXz$)から株式市場規模は直接的に工業化の進展にそれほど大きな影響を及ぼしていないことが見て取れる。

表2 株式市場を取り巻く工業化の回帰分析

説明変数	式1	式2	式3	式4
金融市場発達	0.8569 (1.2241)	0.1984 (0.5433)	0.3489 (0.3572)	0.5896 (1.8499)
株式市場流動性1	0.3573 (2.6368)			
株式市場流動性2		0.0987 (4.0065)	0.0456 (2.1003)	
株式市場規模			0.0002 (1.5600)	0.0001 (2.2351)
R^2	0.9558	0.9811	0.9926	0.9678

注：カッコ内の値はt値。サンプル期間：1962～1990年。

以上の検証によって、このような結論をえることができた。つまり、台湾の株式市場は金融市場とともに台湾の工業化の進展に無視できない寄与をなしている。株式市場からの資金調達は特に鉱工業部門での効果が大きいといえる。

むすび

台湾においては土地改革をきっかけとして、証券市場が発達し始めた。特にその後、株式市場の成立に伴って、企業にとって資金調達の選択肢が増えた。60年代以降、経済の高成長が目立つようになり、工業化も急速に進展していた。こうした経済の発展によって、企業の資金調達は内部資金から外部資金、特に社会的遊休資金に対する依存への転換が迫られている。前述の検証によると、株式市場が鉱工業の成長にとって役割を十分に果たしている結論が得られた。つまり、株式市場はこうした企業の資金需要に応えようとしており、株式市場は鉱工業部門の経済活動と社会的遊休資金との有効的な結合を働きかけたといえる。

ところが、台湾の工業化には大企業より、数多くの中小零細企業が重要な役割を果たしつつある。当時は、これらの中小零細企業は株式市場の上場がまったく不可能であった。そのため、台湾において中小零細企業が如何に資金調達を行っているかを解明するのは台湾経済研究の重要な課題であろう。

参考文献：

Alice H. Amsden, 2001, *The Rise of "The Rest: Challenges to the West from Late-industrializing Economies*, New York, Oxford University Press.

- 伊東和久（1988）「金融システムと資金調達」（谷浦孝雄編『台湾の工業化 国際加工基地の形成』アジア経済研究所、1988年）。
- 大阪市立大学経済研究所・濱田博男編（1993）『アジアの証券市場』東京大学出版会、1993年。
- 許嘉棟ほか（1986）「台湾金融体制現状」（中華経済研究院『経済専論 台湾金融体制之研究』1986年）。
- 世界銀行（1994）『東アジアの奇跡』（白鳥正喜監訳）東洋経済新報社、1994年。
- 隅谷三喜男・劉進慶・涂照彦著（1992）『台湾の経済』東京大学出版会、1992年。
- 邢慕寰著（1993）『台湾経済策論』三民書局、1993年。
- 台湾銀行経済研究室編（1966）『台湾之証券交易』1966年。
- 館龍一郎・鎌倉昇編（1968）『金融経済講座 I 経済成長と金融』東洋経済新報社、1968年。
- 谷浦孝雄編（1988）『台湾の工業化 国際加工基地の形成』（アジア工業化シリーズ）アジア経済研究所、1988年。
- 中華徵信所（1992）『台湾地区産業年報 証券業』1992年。
- 寺西重郎著（1991）『工業化と金融システム』東洋経済新報社、1991年。
- 平川均（1997）「東アジア工業化ダイナミズムの論理」（法政大学比較経済研究所・粕谷誠編『東アジア工業化ダイナミズム』法政大学出版会、1997年）
- 林煜宗（1984）「台湾証券市場之検討」（中華経済研究院『経済專題研討会系列之十五 台湾金融発展会議 1984年12月23～25日』1984年12月）。
- 梁永滄（1989）「国産、党産、私産不分？」（台湾『財訊』1989年5月）。

1 これについて平川均(1997)、Alice H. Amsden(2001)などをあげることができる。

2 隅谷三喜男・劉進慶・涂照彦著（1992）、23頁を参照され。

3 中華徵信所（1992）、46頁。

4 台湾銀行経済研究室編（1966）、2頁。

5 林煜宗（1984）、228頁。

6 証券取引、証券会社に関する法制や規制などは全くないと決していえない。例えば、1953年1月に台湾政府は『台湾省証券商管理弁法』を公布し、証券を取り扱う会社、証券の取引方法、証券の発行などに関して、監督、管理について明確に定めた。また、翌年7月に同『台湾省証券商管理弁法』の修正の際、証券を取り扱う会社に関する監督、監視を強化しようとして、当局が証券を取り扱う会社が財政庁に財務報告を行わなければならないことを新たに定めた（林煜宗（1984）、228頁）。また、55年と56年には『証券交易税条例』と『証券行紀不得自行買売証券』が相次いで打ち出された(台湾銀行経済研究室編（1966）、3頁）。

7 台湾銀行経済研究室編（1966）、3頁。

8 中華徵信所（1992）、34頁。

9 大阪市立大学経済研究所・濱田博男編（1993）、54頁。

10 主要株主の持ち株比率では、光華投資公司是47.2%で、台湾銀行、土地銀行、中国信託公司是それぞれ15.2%で、台湾証券取引所は2.4%である（梁永滄（1989）、60頁）。

11 台湾銀行経済研究室編（1966）、7頁。

12 伊東和久（1988）、83頁。

13 許嘉棟ほか（1986）、16頁。

- 14 前掲論文、17頁の表 7。
- 15 寺西重郎（1991）、52頁。
- 16 許嘉棟ほか（1986）、18頁。
- 17 前掲論文、15頁の表 6。
- 18 中華徵信所（1992）、35頁の表 2-11、37頁の表 2-12。
- 19 詳しくは林煜宗（1984）をみよう。
- 20 台湾証券交易所『暦年股票市場概況表』1999年。
- 21 その要因については本文の 3 節をみよう。
- 22 台湾証券交易所『暦年股票市場概況表』1999年。
- 23 中華徵信所（1992）、64頁の表 2-24。
- 24 同上。
- 25 台湾銀行經濟研究室編（1966）、7 頁。
- 26 中華徵信所（1992）、48頁の表2-15。
- 27 同上、48頁の表 2-15。
- 28 台湾行政院主計處『台湾地區薪資與生產力統計年鑑』各年版による。
- 29 隅谷三喜男・劉進慶・涂照彦著（1992）、39～43頁を参照され。
- 30 隅谷三喜男・劉進慶・涂照彦著（1992）、40 頁。
- 31 Levine, R. and Zervos, S. 'Stock Market banks, and Economic Development', *American Economic Review*, 1998, No.88, pp.537-558。