

中国国有企業の企業金融

—— 工業企業を中心に ——

洪 恩 東

要 旨

序 文

本研究の焦点は国有(工業)企業に絞り、企業金融を中心に、中国の国有工業企業の企業金融の変容を実証的に解明することにある。これまでの中国を対象とする国有企業の研究にコーポレート・ガバナンス的な視点を含めながら、企業の資金調達と資金運用との関連性をいっそう明確にしたことが最大の特色である。

以上の課題設定は、以下の二つの問題関心に基づいている。まずは、先進諸国の経済成長を支えてきた民間企業と違って、今までの中国の経済成長に大きな役割を果たしたのは、中国の国有(工業)企業である。次の理由としては、工業部門における国有企業の発展、歴史的役割と意義に関する検討は、途上国の一員である中国の経済成長を多角的に考察する上で最も重要な鍵であり、その考察もこれからの中国経済の“未来”を予測するには大変重要なことではないかと思われる。

第一章 「資本形成における企業部門の位置付け」

本章は中国の国有工業の企業金融を理解するための基礎的な部分で、1978年以降の中国の資金循環の分析によって、資本形成における企業部門の位置付けを明確にすることは目的である。

ここ20年来、中国経済が年間約10%の速いスピードで成長し、“世界の製造工場”と言われるほど発展してきた。中国の高い経済成長の一つの表現として、高い投資率があった。

このような投資率の上昇に伴い、投資・貯蓄主体の多様化も進められている。1978年以降、家計部門は政府部門の代わりに基本的に黒字部門となり、その資金余剰が金融システムを通じて、ほかの部門に対して安定的な資金供給源となっている。企業部門は一貫して最大の投資超過(資金不足)部門であり、ここ20年来、中国の投資率(資本形成率)が右上がりの形で上昇していて、この企業部門の活発な投資を支えてきたのは家計部門の豊かな資金余剰である。これは各部門間の資金過不足の特徴である。

第二章 「中国における国有(工業)企業の固定資産投資」

本章では国有工業企業の資金調達・運用の特徴とその業績変動を中心に議論を展開した。

まずは国有工業の長期資金の構成に関しては、資金源は財政給付、銀行貸付、外資、自己資金に分けられている。その中に、財政給付で賄う長期投資資金のシェアは80年代から年々減少し、銀行貸付けと企業の自己資金は、国有企業にとっては、安定的な長期資金源となって、国有企業の新プロジェクトの展開と技術革新を支えてきたことが指摘される。

その長期資金の投入先として、一貫して重工業を中心に投入してきた。もし固定資産投資を地域別に分ければ、80年代当時、生産能力の拡大を目指し、各

省・自治区が競って工業に投資した結果、全国範囲での生産能力の過剰問題が生じた。そして 90 年代以降、市場一体化に伴い、工業投資においては特定の地域に集中する動きが芽生えるようになってきた。つまり、80 年代の中国全土の各地域における工業投資は同質化傾向にあり、90 年代以降は特定の地域に集中するようになったこと、を指摘する。

第三章 「国有工業企業の業績変動—赤字原因の究明を中心に」

本章では、固定資産投資の結果である国有工業の業績を検討の対象とし、その収益赤字の原因を解明することを試みた。

企業業績の指標の一つとして、国有工業の赤字額は 80 年代においては金額的には少なかった。価格統制による石油、石炭、電力といったエネルギー供給産業の赤字額が国有赤字全体の大半を占めていた。90 年代に入ってから、国有工業の赤字は初めて大幅に増加し、企業業績も 90 年代の後半まで持続的に悪化していた。そのきっかけは 89 年からの緊縮政策である。94 年以降、国有工業の中でも赤字と黒字企業との“二極化”が進みながら、赤字の多く存在している“負け組”の中小国有企業が事実上民営化されるようになった。

国有工業の収益赤字を議論する際には、よく取り上げられるのは“ソフトな予算制約”の問題である。ここでいうソフトな予算制約は、現在の中国においては、国有工業が業績の悪い局面で、政府(銀行)が“節度のない”資金供給や補助金などによって企業が助けられることを指している。

しかし、“ソフトな予算制約”説の問題点を指摘すれば、次のようになる：

第一、国有工業と政府との間の“ソフトな予算制約”は 50 年代から長期にわたって存在しているもので、決して 80 年代に生じた新しい問題ではない。80 年代末に国有工業の業績が急に悪化し赤字の激増に伴い、“ソフトな予算制約”に関する議論が浮上するようになった。80 年代の前半と後半においては、同じく“ソフトな予算制約”に置かれている国有工業で、なぜ 80 年代後半に

赤字がいきなり増えたのか、そして 1997 年を境に赤字額が下落してきたのか、について、今までの先行研究では詳しい説明はしていない。

第二、その言い方の不明確さと単純さにある。予算制約の“ソフト”さに対応する言葉は制約の“ハード”さである。しかし、どのような段階で“ハード”な予算制約の範疇に入れられるのか、“ハード”と“ソフト”の境目がどこにあるのか、に関しては、先行研究では同じく妥当な言及をしていない。

第三に、ほとんどの先行研究では、国有工業の収益赤字の原因を“ソフトな予算制約”に帰している。この結論の暗黙な意味合いは、“ソフトな予算制約”の国有工業に比べて、当時、“ハードな予算制約”をとっている非国有企業の業績のほうがいい、ということである。しかし、このような推論はデータの支持を得ていない。80 年代半ばの価格改革を経て、国有工業の赤字は特定の産業ではなく、すべての 40 の産業に存在していた。国有赤字が産業全体の 20% 以上を占める産業は 11 の産業もあった。残りの 29 の産業においては、非国有企業は赤字の大半を占めていた。収益赤字は必ずしも国有工業に限って発生するわけではなく、国有・非国有の境界を超えて発生していたと思われる。

第四に、“ソフトな予算制約”の政策提言に問題がある。具体的に、“ソフトな予算制約”の対策として、国有工業を“政府の企業”から“市場の企業”へ転換させ、“ハードな予算制約”を実行させることは、企業の収益赤字を解決することができる、という認識が定着している。しかし、計画経済時代に、政府はリスクに対する保証を提供する形で、企業側は抱えるべきリスクと不確実性の大半を一身に引き受ける代わりに、企業は税金と特別費を上納するわけである。にもかかわらず、市場経済への移行期においては、“ソフトな予算制約”を“ハード”に換えることは事実上、政府が企業から今までと同じく多額な上納金を受け取ったまま、抱えてきたリスクと不確実性をすべて企業側に転嫁していく。つまり、“ソフトな予算制約”の政策提言は企業にとっても政府にとっても義務と権利のアンバランス化が生じることが指摘される。

そして、政府(地方政府)にとっては、企業が赤字になっても、資金を提供し続けるインセンティブは、政府の財政事情にある、と主張する。1994年の“分税制”改革の後、多くの地方政府が財政赤字に陥ったため、既存の国有企業から高額な上納金を求めてきた。つまり、特定の年度を除いて、税金の増加率はほとんど総利潤の増加率を上回って、非常に“硬直的”であった。したがって、国有(工業)企業から上納される企業収入が政府の重大な資金源であり、今までの政府の改革開放策を支えてきた反面、高い税金も中国の国有工業企業の業績を大いに圧迫し、税引き後の企業赤字を導いたことが考えられる。

したがって、国有工業の赤字問題の全体を見てみると、“ソフトな予算制約”は80年代においては、それなりの役割を果たしていたと言える。90年代の市場一体化の進行につれて、各地の国有工業にとっては、今までの分断市場による独占的な利益ではなく、全国範囲での統一市場に直面しなければならない。予算制約も次第に厳格化されるようになった。しかし、重要な財源として、政府は国有工業に対して、依然として高い税金をかけている。そこで、国有工業の赤字問題を全般的に考える際に、もう一つの要素である利潤上納と結びつけることは重要で、たんに一方的に企業の予算厳格化、または企業の自己責任を強調することは、赤字問題に関する議論を更なるアンバランスの方向へ導く、と主張する。

第四章 「国有工業の流動資産」

本章では、国有工業の短期資金調達と運用の歴史的変容と特徴を明らかにすることを試みた。これまで、国有工業企業の流動資金は国の財政および国家銀行の管理の下に置かれていた。このような企業の流動資金の供給体制は1983年の7月から、従来の財政供給から中国人民銀行による貸付けに変更されることになった。

しかし、このような資金供給制度に欠陥があり、それは資金供給の上限を設

けることにある。まず、この流動資金の事前査定方式はこの先の景気変動に対応できない。また、80年代に、中国の商品価格の設定に関する政府の指導価格決定プロセスにはかなりの時間がかかるため、インフレの場合、期末に回収された出荷代金がインフレなしの場合に比べて、実際にインフレ分だけ減少することになり、次の生産に支障が出る。さらに、政府からの定額流動資金の拠出分は変動幅が小さく、企業の売上げの変動に応じて供給されていない。これは資金供給の上限を設けることと同じことである。こうした硬直的な資金提供が企業に流動資金不足の事態に陥らせる原因になったこと、を指摘する。

1993年7月1日から、従来の企業の運転資金を新たに流動資産と流動負債の二部に分けて分類するようになった。この時期に国有工業企業の一つの大きな特徴は運転資金の資金繰り難である。国有工業の資金繰り難に、流動資産の減少と流動負債の増加という二つの原因が考えられる。国有工業企業の流動資産の減少を導いた原因は企業間の非正常な代金の支払い遅延であり、流動負債が増加した原因はまず、80年代初頭に企業の融資体制改革の時に形成された銀行の流動負債を利用する慣行にあり、結果的に企業の高い負債率がもたらされることになったのである。また、短期負債増加のもう一つの要因は短期貸付の長期投資への流用である。国有企業の固定資産の増加額と長期負債の増加額との間には大きなギャップが存在しており、数多くの国有工業企業にとっては、短期資金からの調達でギャップを埋める一つの選択肢となる。なぜなら、銀行による短期貸付は手続上、簡単に繰越しできるからである。さらに、短期貸付けの利子率がほとんどの年度において、長期のそれより低いことから、資金コストの観点から考えて、貸付制度の欠陥を利用して、短期資金の長期運用に拍車をかけたのではないかと思われる。最後に、1993-95年の間に中国経済が2桁のインフレを経験しており、その結果、実質利子率がマイナスになったこともあり、これも企業の短期貸付への需要が増加した一因となったと言える。

第五章 「民間中小企業の企業金融」

本章では国有工業の資金調達・運用との比較として、資金調達・運用の順に中小企業の企業金融を取り上げた。中国の中小企業の資金調達では、日米の中小企業に比べて、まず、親友の貸借、従業員の内部出資、および民間の貸借といったインフォーマルなルートの重要な役割を果たしている。全体的に、インフォーマルなルートによる資金調達が沿海地域より内陸部のほうが盛んに行われる傾向がある。次は、資金提供が流動資金に集中し、中小企業が遍く長期間の安定的な資金源に不足していて、長期資金の支持を獲得しにくい、ということが指摘される。

したがって、民間の中小企業は国有工業と同じように、流動負債が流動資産を大きく上回り、短期資金の繰越して長期投資に運用する結果、企業の資金繰り難を導いた。このような融資難に対して、民間企業はそれぞれ採った行動が異なっている：大午グループは地元の零細資金に長期資金の提供を求めることに対して、徳隆グループは国有の株式企業に参入する方式を通じて、銀行から短期貸付を借入れ、固定資産プロジェクトに投資しながら、新会社の買収を株式市場で繰り返してきた。

第六章 「中国の金融システムの変容」

本章では、企業の資金調達と運用に関連して、金融機能の視点から、中国の金融システムの変容を再検討する。中国における改革以前の金融システムの役割は非常に限定的で、銀行部門は政府の単なる付属物に過ぎなかったのである。1978年の政策転換後、企業と家計の多様な金融ニーズに応ずるために、中国金融システムには機能の多様化が求められてきた。零細資金の吸収手段として、中国の家計部門の資金余剰は結局、銀行部門を通じて、銀行貸付の形で企業に資金を供給するというパターンが定着されるようになった。一方、90年代以来、

可処分所得の増加により、個人の投資意識が変化し、衣食住の生活必需品のみならず、株式購入などに積極的に投資がなされるようになってきた。そこで、株式市場が急速な発展を成し遂げた。

中国の金融連関比率(FIR)を推計し、日本のFIRとの比較を試みた。

金融連関比率(FIR) = 金融資産総額 / 実物資産(国富 national wealth)

FIRは金融資産総額と実物資産との比率であり、一国の金融システムの発達度を考察するうえで便利な目安となる。しかし、このFIR指数に関しては、ゴールド・スミス氏自身も認めるように、二重計算のバイアスが生じるという問題がある。つまり、複式簿記の原則のもとで、銀行や保険会社といった金融仲介機関の貸借対照表に貸付が資産として計上されると同時に、貸付の源泉である預金はすでにほかの経済主体の資産として計上されていた。にもかかわらず、この指標は計算結果の精度に若干問題があるとはいえ、ある国の金融システムの歴史的な推移を大まかに捉えるうえでは役に立つのではないかと考えられる。

ところで、FIRの分子である金融資産に関しては、中国の家計は現・預金を最も多く保有しているが、近年においては、債券、株式、保険などのシェアも緩やかに増加してきている。一方、分母の実物資産は『中国統計年鑑』と世界銀行の報告に基づいて作成した推計値である。本章の最後に、金融資産と実物資産との合成として、中国の金融連関比率(1978-2001年)が日本の同比率の1/3にしか過ぎないことから、中国の金融システムが日本の金融システムと比べて経験的にまだ未成熟であり、資金移転、リスク分散といった金融諸機能がまだ十分に発揮されていないことを意味すると考えられる。ただし、中国の金融資産と実物資産との両方の評価額が拡大することによって、FIRが上昇してきてい

ることはアメリカの 50 年代のケースに似た現象であり、これは日本の同時期の金融資産の増額、実物資産の減額とは対照的である、が実証される。