

中国における政府関与が銀行と企業に与える影響

The Effect of Government Participation on Banks and
Corporates in China

(要 旨)

郎 霊

第1章 はじめに

本論文の目的は、株式会社化以降の中国の企業と銀行に焦点をあてて、政府による株式所有及び政府からの取締役派遣が銀行の業績に与える影響、銀行の流動性の変換機能に与える影響、さらには政府による企業への関与（株式所有）と市場への関与が企業の外部資金に与える影響について実証的に明らかにすることである。

1993年に開催された中国共産党第十四次全国代表大会において、株式会社の設立に関する法的正当性が正式に承認された。採択された《社会主義市場経済体制の建立に関する若干問題の決定》（以下《市場経済に関する決定》と呼ぶ）では、「明確な国有資産権と企業の法人財産権（産権清晰）」、「政府の企業経営への不介入（政企分離）」、「出資者と企業の権益と責任の明確化（権責明確）」及び「科学的な経営管理制度（管理科学）」が株式会社化の基本的な方針として明記された。

株式会社化は、1993年から本格的に展開され、2003年の国有資産管理委員会（以下国資委員会と呼ぶ）と中央匯金投資有限責任公司（以下「匯金公司」と呼ぶ）の設立までに完了した。株式会社化以前の国有企業においては、政府によって任命された経営陣による直接的な企業経営への関与（政府の直接関与）が行われていたが、株式会社化されたのちは、政府による株式所有と派遣取締役を通じた企業経営への関与（政府の間接関与）に転換された。特に、株式会社化以降の政府系株主に対しては、「国家の代表として…（政府の）出資者の権益を守り…国有資産の管理維持に関する責任を持つ」として、株主としての利益を最大化する姿勢が強調されている。

株式会社化以前の国有企業にあっては、企業経営に直接的に関与する政府の方針に従うことが求められ、企業の経済的利益よりも政府の利益が優先される傾向が強く、企業の業績が悪くなっていた。国有企業は、社会的利益を優先するという政府の方針に従い、しばしば社会安定と失業軽減のため過剰な雇用を行った。さらに政治家の利益誘導のために、事業活動が妨害されることもあった。以上のように、国有企業は企業の経済的利益を犠牲にして社会的利益と政治的利益を優先することが求められた。

政府は経営難に陥った国有企業を支援するため、国有銀行に国有企業への貸出を行わせた。しかし、国有企業が企業の経済的利益を犠牲にして、社会的利益や政治的利益を優先する限り、銀行の追加融資によってもその業績の改善は期待できない。そのため、国有銀行は不良債権が多くなり、収益性が低下して業績が悪化した。

株式会社化以前の国有企業において、政府の直接関与がもたらした国有企業・国有銀行の業績悪化は重大な社会経済問題となり、それが株式会社化を進める要因でもあった。

すでに述べたように株式会社化の目的は、国有企業と国有銀行による経済的利益の追求を可能とすることである。《市場経済に関する決定》によれば、政府は（企業や銀行の）経営への不必要な介入をせず、（政府）出資者の権益を守り、国有資産を管理維持する責任を政府系株主に委ねる。政府の経営への不介入によって、企業や銀行は経済的利益を優先して経営に専念することができる。さらに、政府は（政府）出資者の権益を明確化して、企業や銀行が経済的利益を追求する行動を求める。

株式会社の企業と銀行においては、取締役会が設立され、政府や国有企業での勤務経歴がある者が政府系取締役就任している。政府系取締役は、政府との関係が強いが、株式

会社化以前の企業や銀行の経営陣と比べてその動機と行動が異なっている。株式会社化以前の経営陣は、社会的利益と政治的利益を優先する政府の方針に従い、経済的利益を犠牲にする動機があった。企業や銀行の業績が悪化しても、経営陣の責任が追究されることはほとんどなかった。株式会社化の後には、業績悪化の責任が政府系取締役役に帰属され、政府系取締役は業績悪化のため職を喪失する可能性が高くなる。さらに、政府系取締役は自らのキャリアを考えながら勤務している。政府系取締役にとって業績の改善はより良いキャリアを実現する最善の方法である。

上記の議論をまとめると、株式会社化された企業や銀行においては、政府系株主と政府系取締役を通じて株式会社化の目的を実現し、企業や銀行の業績を改善させる可能性がある。本論文では、株式会社化が完成したのちの期間を対象として、政府関与の程度と企業や銀行の価値の関係を実証的な観点から分析することを通じて、株式会社化の目的が確実に達成されているか否かを明らかにすることに狙いがある。

中国の銀行に対する政府の関与がそのパフォーマンスに与える影響に関する実証的先行研究は多数ある。ただし、先行研究の大多数は銀行の効率性に焦点を当てている。一部の先行研究は、主成分分析など数量的方法を用いてパフォーマンス評価指標を作成して政府関与の影響を検証している。銀行の収益性、健全性と危険負担行動に焦点を当てる先行研究はあるが、その多くは株式会社化以前の銀行を対象にして検証がされている。

さらに、銀行と企業の資金繰りに焦点を当てる先行研究もあるが、政府が国有企業に優越的な市場地位を与えるために、企業の事業活動に関する審査・拒否の権限を行使する市場への関与が銀行からの借入に与える影響に関する研究は、筆者の知る限り、いまだ存在していない。

要するに、株式会社化以前の政府関与が銀行のパフォーマンスに与える不利な影響は先行研究によって明らかにされているが、株式会社化の後の政府関与が企業や銀行の株主価値を上げるという問題意識については、また明白にはなっていないのが実状である。

そこで本論文では、銀行の収益性と健全性、銀行の流動性の変換機能および企業の資金繰りなど3つの側面に焦点を当てて、株式会社化の後の政府関与の効果を考察・検証する。

第2章 政府関与が銀行の業績に与える影響

第一の分析として、政府による株式所有と政府からの取締役派遣が銀行の収益性と健全性に与える影響について検証している。

政府による株式所有が銀行の収益性と健全性に与える影響について、業態別での比較を通じて検証した先行研究は多い。政府持株比率の変化、政府系筆頭株主が銀行の収益性と健全性に与える影響を検証する先行研究もある。他方、政府からの取締役派遣が銀行の収益性と健全性に与える影響に関する先行研究は少ない。

本論文では、株式会社化の目標が達成されているかについて検証するため、株式会社化以前の銀行と後の銀行を対象として含んだ先行研究と異なり、株式会社化の後の銀行行動のみに焦点を当てている。検証方法については Dong, Meng, Firth and Hou (2014) と Liang, Xu and Jiraporn (2013) を踏まえて、政府持株比率と政府系取締役比率が銀行の収益性と健全性に与える影響について検証する。

ただし、上位 3 大株主のデータに基づいて政府筆頭株主ダミー変数を使う Dong, Meng, Firth and Hou (2014) と比べて本論文は、上位 10 大株主の政府持株比率のデータを用いている。また、Liang, Xu and Jiraporn (2013) においては、政府での勤務経歴がある取締役を政府系取締役としているのに対して本論文では、政府と国有企業での勤務経歴がある取締役を政府系取締役として定義している。理由として、国有企業とは、50%超の株式保有を通じて政府がほぼ完全に支配している企業であるため、そこからの派遣役員も政府の影響を強く受け、政府系取締役とほとんど同等と考えられるからである。

先行研究が示したように、株式会社化以前の国有銀行は経営難に陥った国有企業への貸出を行うため、大量な不良債権を抱えており、総資産収益率と自己資本収益率が低くなった。

株式会社化の後、政府は株式会社の企業の経営に直接的な介入はせず、企業に経済的利益を追求する動機を与えている。銀行における（政府）出資者の権益を守る責任を政府系株主に任せ、経済的利益を追求する動機を銀行の政府系株主に与えている。そのため、政府系株主は銀行の収益性と健全性に正の影響を与える可能性がある。

株式会社化の後の政府系取締役は、株式会社化以前の経営陣とは異なる。業績悪化が政府系取締役のミスマネジメントに帰属され、政府系取締役は業績悪化の責任を取って、最悪の場合には職を喪失する。それに対して、業績改善を達成した政府系取締役はその後のより良いキャリアを実現することができる。そのため、政府系取締役は銀行の収益性と健全性に正の影響を与える可能性がある。

銀行に対する政府による直接的な株式保有および国有企業を通じた間接的な株式保有があるため、政府による株式所有比率および政府と国有企業による株式所有比率両方を政府持株比率として使う。同様に、取締役における政府出身者の比率および政府と国有企業出身者の比率両方を政府系取締役比率として使う。

また、政府持株の効果は、政府持株比率の量ではなく、政府持株比率がある程度の限界値を超える場合に有意な結果が出る可能性がある。このような可能性を考慮するため、政府支配株主ダミー変数（政府持株比率が 50%を超える場合に 1、ほかの場合に 0 になる）および政府筆頭株主ダミー変数（政府系株主が筆頭株主の場合に 1、ほかの場合に 0 になる）を作成して検証する。政府系取締役の効果について同じ可能性もある。このような可能性を検証するため、政府系取締役過半数ダミー変数（政府系取締役人数が過半数の場合に 1、ほかの場合に 0 になる）を作成して検証する。

検証の結果、政府系株主は銀行の健全性に負の影響を与えているが、政府系取締役の関与の程度は銀行の収益性と健全性に正の影響を与えていることが分かった。

このような結果に対しては、次のような解釈が可能である。

業績悪化の責任は政府系株主に特定することができないため、政府系株主においては健全性を犠牲にする傾向がある。政府系株主を通じて政府の出資者の権益を守るという株式会社化の目的が実現することができない。一方、業績悪化の責任は特定の政府系取締役に帰属させることができる。そのため、政府系取締役は自らの職の維持やより良いキャリアの実現のために収益性と健全性を重視する傾向がある。

本論文は国有企業出身者の取締役をも政府系取締役に含めて検証を行い、政府関与が収益性と健全性に与える影響をより正確に捉えた。

第3章 政府関与が銀行の流動性変換機能に与える影響

第二の分析として、政府による株式所有と政府からの取締役派遣が銀行の流動性変換機能に与える影響を検証している。

銀行は、最終的借り手が発行する本源的証券を保有し、最終的貸し手に対して間接証券を発行する金融仲介機関である。資金は、このような流動性の変換活動と同時に、最終的貸し手から銀行を介して最終的借り手に到達する。

自己資本が銀行の流動性の変換機能に与える影響については、二つの理論枠組みがある。

預金の引出による銀行への規律付け機能によれば、預金が高いほど銀行への規律付けが強くて銀行の企業への監督の怠りが抑えられる。銀行の企業への監督が強くなると貸出の期待損失が少なくなり貸出が増える。それに対して、銀行の株主は、業績の悪化に気づいて株式を売ろうとした途端に株価が暴落して損失を被る。それに加えて、銀行の株主が株主総会を通じて経営者に対する規律付け機能を加えるのは時間を要し、適切なタイミングで随時に行うことはできない。そのため、株主からの銀行の経営者に対する規律付け機能は預金の規律付け機能より弱くなる。結局、自己資本が高いほど規律付け機能が弱いから銀行の企業への監督が弱くなり、貸出の期待損失が高くなるため、企業への貸出は減少する。このような見解は「金融脆弱性・クラウディングアウト仮説」と呼ばれる。

それとは対照的に、次のような見解も存在している。自己資本が高い銀行は、健全性が高く貸出の損失による倒産のリスクが低い。一方、貸出が多い銀行は、貸出による損失の確率と規模は大きくなる。銀行の倒産リスクは、自己資本が多いほど低くなるため、より多く貸出を行うことが可能となる。このような見解は「リスク吸収仮説」と呼ばれる。

中国の銀行における自己資本がその流動性変換機能に与える影響に関する実証的先行研究としては Lei and Song (2013) があげられる。Lei and Song (2013) は、自己資本が流動性の変換機能に与える負の影響は政府関与（政府による持株の有無）によって強くなったことを示したが、政府関与が銀行の流動性の変換機能に与える影響は明白にされていない。

本論文では、前章と同じく、株式会社化の後の銀行に焦点をあてて、Lei and Song (2013) とは異なり、政府による持株の有無ではなく、銀行の流動性変換機能に対する自己資本の影響が、政府持株比率と政府系取締役比率によってどのように変化するかについて検証する。

流動性変換指標として銀行のオンバランスシートの事業活動に関わる資産、負債および自己資本を現金化の容易さに準じて作成される指標を用いる。政府持株比率と政府系取締役比率に関する変数の作成方法は、第2章と同様である。

検証の結果、自己資本の大きさが銀行の流動性変換の程度に負の影響を与えることが示されていた。この結果は Lei and Song (2013) と一致している。

さらに、自己資本が流動性変換に与える負の影響は、政府系株主の存在によって弱くなっていることが分かった。ただし、政府系株主の効果は、政府持株比率の量ではなく、政府持株比率がある程度の限界値を超える場合に有意な結果を表した。

政府出身の取締役比率と自己資本の交差項を用いる検証結果、自己資本が流動性変換に与える負の影響は政府系取締役比率によってより一層強くなることが分かった。

第2章では、政府系株主は健全性に負の影響を与えるのに対して、政府系取締役は健全性に正の影響を与えることが示された。この一見矛盾している結果は、政府系株主と政府系取締役との立場が異なり、彼らの利益が実質上一致していないことを意味している。

第3章の結果は第2章の結果と同様である。このことは、前章で考察したような政府系株主と政府系取締役の間の利益に関する相違の存在をより強化するものである。政府持株が高いほど政府の保証があるため、銀行は過剰なリスクを負担してより多く貸出を行う。そのため、政府系株主が流動性の変換機能に正の影響を与えている。自己資本が流動性の変換機能に与える負の影響は、政府系株主の影響と相殺して弱くなることが示された。それに対して、業績悪化の責任が政府系取締役に追及されるため、政府系取締役は健全性を重視する。政府系取締役比率が高い銀行はリスクを回避して貸出を抑える傾向がある。そのため、政府系取締役が流動性の変換機能に負の影響を与える。自己資本が流動性の変換機能に与える負の影響は、政府系取締役の影響と相乗してより一層強くなることが示された。

第4章 政府関与が企業の負債比率に与える影響

第三の分析として、政府による企業への関与（株式所有）と政府による市場への関与が企業の負債比率に与える影響について検証している。

中国では銀行からの借入は企業にとって最も重要な資金調達手段である。《2015年度中国人民银行年度報告書》より、2014年の中国における家計と非金融企業の資金調達（社会融資規模という）残高は122.86兆元、その中に銀行からの借入が86.3%を占めている。それに対して、株式と社債による資金調達残高はそれぞれ3.1%と9.5%を占めている。その故、企業の負債比率が銀行から企業への貸出に大きく依存している。

国有企業はいざという時に政府からの支援が期待できる。負債が返済不能になった場合でも、政府が支援する可能性が高く、企業は実質上倒産しにくい。銀行にとって国有企業は負債の実質デフォルト率が低い。銀行が低収益性の国有企業に貸出を行う傾向があるため、国有企業は負債比率が高くなる。

方(2007)、Firth, Lin, Liu and Wong (2009)、Dong, Lin, Shen and Sun (2016)によれば、銀行は政府関与が強い企業へ貸出を行う傾向がある。政府による企業への関与は企業の負債比率に正の影響を与えている。銀行の貸出に関する情報の入手が困難のため、本論文は銀行の視点から企業の視点に移して政府による企業への関与（政府による株式所有）および政府による市場への関与が企業の負債比率に与える影響について検証する。

中国では、政府は、工場新設、設備投資及び製品販売など様々な企業の事業活動に関して審査権と許否権を有している。政府はこれらの権限を行使することによって市場における企業の事業活動に影響を与えることができる。本論文では政府のこのような行動を政府による市場への関与と呼ぶ。それに対して、政府が企業の株式を保有することを政府による企業への関与と呼ぶ。

政府は市場への関与を通じて、一部の企業に優越的な地位を与える。中国では政府は国有企業に優越的な地位を与える傾向がある。国有企業は市場上の優越的な地位を利用して市場を押さえ、売上が高くなる。国有企業は政府が株式の保有を通じてコントロールして

いる企業である。本論文では国有企業の売上を市場での集中度と呼ぶ。市場売上に対する国有企業の売上比率が高いほど国有企業の市場での集中度は高い。一般的に、集中度が高いほど国有企業の収益性は高くなる。

しかし、上記の政府による市場への関与を通じて国有企業の収益性が高くなる場合、国有企業の負債比率はどのように変化するかについてはまだ明らかにされていない。

国有企業と負債比率の関係について、方(2007)は、国有企業への貸出が暗黙的な政府保証付きの貸出と考えられるため、国有企業においては負債比率が高いと指摘した。そして、中国における国有企業と外国企業の比較で国有企業が負債を利用する傾向を検証した。劉(2003)は、規模経済性がある場合、集中度が収益性に正の影響を与えることを指摘した。そのため、政府の市場への関与により国有企業の集中度が高くなった場合に市場における全企業の収益性は高くなる。劉(2003)は、国有企業の集中度が市場における全企業の収益性に正の影響を与えることを検証した。

本論文では、方(2007)と劉(2003)の先行研究を踏まえて、政府による企業への関与（株式所有）と市場への関与が企業の負債比率に与える影響を明らかにする。具体的に、企業の資本金に対する国有資本金の割合を政府の株式所有の代理変数とする。そして市場売上に対する国有企業の売上の割合を国有企業の集中度の代理変数とする。これにより、国有資本金を用いる方法は方(2007)で使われた業態別の比較と比べて、政府の株式所有の効果をより正確に捉えることができると考えられる。

企業の資本金に対する国有資本金の比率を政府による企業への関与の代理変数として、市場における全企業の売上に対する国有企業の売上の比率を政府による市場への関与の代理変数として使う。

2000年から2014年の期間における製造業及び石油、石炭、鉱産、天然ガス、供水、電力など45市場を対象に、国有企業、民間企業と外国企業の三種類企業の集計値データを用いて、国有資本比率と国有企業売上比率が負債比率に与える影響を検証する。

検証の結果、国有資本比率が高いほど負債比率は高くなることが分かった。この結果は、方(2007)と一致している。

次に、国有企業に関する検証の結果、売上が高いほど負債比率は低くなることが分かった。その理由は、国有企業は政府の市場への関与によって優越的地位を維持できることである。市場での優越的地位が高いほど売上が高く、収益性が高くなる。先行研究 Chen and Strange (2005)によれば、中国において企業は債権者からの規律付けを避ける傾向があるため、企業の収益性が負債比率に負の影響を与えている。

さらに、国有資本比率が負債比率に与える正の影響は、国有企業の売上の増加によって弱くなることが分かった。政府による企業への関与が負債比率に与える正の影響は、市場への関与が負債比率に与える負の影響と相殺して弱くなることが示された。

第5章 結論

本論文の目的は、1993年の全国代表大会において提示された株式会社化の目的が達成されているか否かについて、政府の関与が銀行の収益性、健全性及び流動性の変換機能と企業の負債比率などに与える影響に着目して実証的分析を行い、株式会社化以降の中国にお

ける政府系株主、政府系取締役および政府による市場への関与など政府関与の役割に関する知見を得ることである。

すでに述べた本論文の結果によれば、株式会社化の目的は部分的に達成されたといえることができる。政府系取締役は政府系株主と比べて（政府）出資者の権益を守る責任を忠実に執行している。

政府系株主と政府系取締役は、立場の違いによって異なる行動をとっている。政府による株式所有が多い企業においては、株式会社化の後においても、いざという時に政府から支援を受ける保証があると考えられる。それに加えて、銀行の業績悪化（健全性が低い）の責任は政府系株主においては特定の個人の責任に帰属させることができない。そのため、政府系株主は健全性を犠牲にする傾向がある（小さくなることはない）と考えられる。それに対して、政府系取締役の場合、業績悪化の責任の所在を特定の個人に帰属させることができる。そのため、政府系取締役においては、業績の悪化が失職に結びついたり、と業績の改善がよりよいキャリアの実現を達成したりというインセンティブが与えられるため、政府系取締役は銀行の経済的利益を重視することとなる。

株式会社化の後、国有企業は株式会社となり、政府は株式の所有を通じて企業へ関与している。政府による企業の株式所有が高いほど企業の負債比率は高くなることが分かった。一方、株式会社化の後、政府による市場への関与を通じて政府は政府持株比率（国有資本金比率）が高い企業へ優勢的市場地位を与えている。政府による市場への関与が強いほど企業の負債比率は低くなることが分かった。

本論文は、上記のような株式会社化以降の中国において、政府関与が銀行と企業の事業活動に与える影響は政府関与の具体的な形に依存することを新たな知見として提示した。この結論は、中国における金融改革と企業制度改革について政府による株式所有と政府による取締役派遣の間、そして政府による企業の株式所有と政府による市場への関与の間に違いがあることを示した点に価値がある。特に、政府からの取締役派遣は政府による株式所有と比べて、株式会社化の目的を達成に寄与していることは、本論文における重要かつオリジナルな発見であり、本論文の重要な貢献である。