

## 第5章

# 香港の工業化と金融市場 ——「自由放任」の下の企業金融——

はじめに——問題意識——

香港経済の高度成長の要因は何かと問われたとき、まず指摘されるのは「政府の自由放任政策」とその下で精力的に活動する「豊富な企業家精神」である<sup>(1)</sup>。しかし、この二つの要因が必ずしも望ましい経済成長をもたらすとは限らない。すなわち、自由放任政策の結果、資本の集中が進み、「企業家精神」の資本へのアクセスが制限されることもありえる。しかし、香港ではこうした矛盾の存在は指摘されてこなかった。

香港の高度成長を担ったのは、無数の中小企業である。日本や韓国において、大企業と中小企業の二重構造の産業組織が形成されたのとは異なり、香港では大企業と呼べる企業がほとんど存在しない。香港には、「資本家のパラダイス<sup>(2)</sup>」の形成によって高度成長を遂げ、政府の「無策」による資本や富の分配の極端な不平等という事態は出現しなかったのである<sup>(3)</sup>。なぜ、多くの「企業家精神」が資本と出会うことができ、その一方で極端な分配の不平等に陥らずにも済んだのだろうか。また、大企業が合併によって企業数が減少するのではなく、中小企業が無数に発生し、経済成長を担うという経済構造が出現した条件は何なのだろうか。なぜこれほど多くの中小企業の発生とその発展が可能であったのだろうか。

そこで本章では、こうした疑問を解明するための視座として、具体的には企業の資金調達をめぐる条件を取り上げる。工業化期の香港企業が、必要な資金をどうまかになったのか。(1)企業家個人とその他企業活動にかかわる人が貯えた富によるのか(出資と内部資金)、(2)それとも外部からの導入に依存してきたのか。企業家が資本にどのような形でアクセスしたのかを示すものとして、この資本構造は重要な情報である。しかし、資料面の制約のため、この点について香港企業を対象とした先行研究は残念ながら少ない。また本章で行った分析も十分なものではない。しかし、香港の工業化の金融面の特徴を類推する手がかりとはなった。

本章の構成は以下のとおりである。まず第1節では、記述的な資料に基づき、香港の工業化の歴史を振り返りながら、企業金融構造の特徴を追う。第2節では、企業の資金調達をめぐる環境条件を、統計の利用可能な範囲で検証する。まずマクロの条件として、貯蓄と投資のバランスを見る。次にミクロの条件として、香港企業がどのような形態を選択したか、そして資本金額での規模およびマクロでの企業のコスト構造がどのように変化したかを検討する。最後に第3節では、マクロ・データを用いて、投資がどのようにファイナンスされたのか、調達源別の比率の推計を行う。

## 第1節 戦後の工業化と企業金融の構造

本節では、戦後香港の工業化過程を概観しながら、企業金融に関して指摘されてきた問題点を整理する<sup>(4)</sup>。

### 1. 工業化勃興期(1940~50年代)

製造業が香港経済の中心を占めるようになったのは、1940年代以降である。第2次大戦終了から中華人民共和国の成立にかけての混乱期に、中継貿易が

衰退する一方で、上海から亡命してきた資本家によって紡績業が興され、製造業の主導による経済成長が本格化した。この勃興期の工業化を担ったのは繊維産業であり、その規模は韓国や日本の高度成長を担った重厚長大産業に比べ小さなものであった。

1950年代に香港経済の包括的な分析を行ったスツェパニク (Szczepanik, E.) は、当時の企業の資金調達行動について次のような指摘をしている<sup>(5)</sup>。

企業が必要とする資金を、(1)設備投資のための長期資金、(2)賃金支払いや在庫投資のための短期資金とに分けた場合、まず前者については、証券市場(株式市場)と親類・縁者の出資が主な調達源であった。当時の株式市場の構造は、銀行・保険会社などの金融機関が投資家として参加し、トラム、フェリー、電力、電信電話などの公益企業の株式に投資する、というのが基本的な構図であった。公的性格の強いこうした公益企業株のほかに、新興産業企業の株式の上場が始まり、これが余剰資金の運用の場として、株式市場への投資を刺激する材料となっていた。こうした企業は、セメントや繊維などの企業であった。しかし、香港における伝統的な企業といえる貿易商社は、なかなかパートナーシップ形態<sup>(6)</sup>から脱却しようせず、香港経済全体からみて直接金融のプレゼンスが急速に拡大したわけではなかった。当時、株式市場は資産運用の場として勃興しはじめていたが、企業の資金調達の場としての証券市場の利用は、公益企業およびごく少数の新興製造業に限られていた。

また短期資金については、銀行をはじめとする金融機関信用および親戚知人からの資金融通である「私的信用」が主な調達源であった。なかでも、当時の銀行は、短期の資金不足に対する融資は行うが、投資資金などの長期資金の融資には応じないという商業銀行原則 (Commercial Banking Principle) を厳しく守っていた。金融機関からの信用および資本にアクセスできない企業は、企業内部に留保されたキャッシュおよび人間関係を基礎とした無担保信用の限度額のなかで経営を行っていたと推測できる。

当時の香港の企業金融の実態を示す資料として、産業銀行委員会の報告書がある。産業銀行委員会は、1959年に組織され60年に報告書を提出した。こ

の報告書もまた、当時の企業金融が内部資金およびインフォーマルな金融機能に依存する割合が高かったことを指摘している。まず、企業への出資に関しては、スツェパニックの見解と同様、株式市場を利用できる企業は限られ、銀行からの長期信用も利用できなかったとしている。このため、中小企業の資本金は、個人の貯蓄もしくは、知人・親戚からの出資に頼っていた。そして、外部からは、銀行、インフォーマル金融機関から短期資金需要に対しての信用供与を受けるとというのが基本的な状況であった。

この報告書は同時に、銀行および企業側の代表に対して行った、銀行の融資政策に関する聞き取り調査の結果も示している。これによると、銀行は安全性を重視して、リスクの少ない貿易業者向けに融資を集中する原則を取っていた。しかし、1950年代には繊維産業が成長するにつれ、銀行は有担保を原則としながらも、製造業に対する融資に応じるようになったが、90日から100日の短期融資が中心であった。とはいえ、企業の経営状況が良い場合には、銀行は当座貸越に応じ、実質的には長期融資を行っているケースもあった。委員会の調査によれば、当座貸越による融資の期間は平均5年、長いもので10年というものもあった。

また、個人間の資金融通を行うインフォーマル市場については、組織化の進んだ市場であったことを報告書は指摘している。ブローカーが市場を組織しており、基本的に有担保融資を行っていたが、まれに無担保の場合もあった。担保としては、不動産抵当権、または機械設備が一般的で、融資にあたって証書を発行することが多かった。この担保価値の動向が企業の資金調達にも影響を与えていた。当時の香港には、「遊資」と呼ばれる資金が東南アジアから流れこみ、香港の不動産や証券の価格を押し上げていた。この結果、これらの資産を担保とする融資が拡大し、資本動員を加速させていた、と報告書は指摘している。こうしたインフォーマルな融資の貸し手となったのは、企業活動から上がった利益の内部留保や個人貯蓄の余剰分を回す余裕のある業者、土地の売却などによって多額の資金を手にした個人・企業だった。個人の余剰資金を、インフォーマル市場が吸収し、この市場が香港の工業化資

金の供給源として一定の役割を担っていたのである<sup>(7)</sup>。

## 2. 工業化期（1960年代）

### (1) 製造業の比重の拡大

1960年代に入り、香港の工業化は本格化した。この時期の特徴は、例えば鉄鋼などの特定産業がエンジンとなって経済全体の成長を主導する形ではなく、そのときどきの「ブーム商品の盛衰の包絡線上の工業成長<sup>(8)</sup>」と形容されるようなメカニズムにある。55年から60年にかけては、アメリカを主な市場とするアパレルが紡績を上回る成長を遂げて、大幅な雇用吸収を行った。60年代に入ると、玩具・造花・雑貨などからなるプラスチック工業が主力産業となった65年から70年にかけては、アパレル製品が盛り返すと同時に、電子工業の成長が始まり、またかつらがブームに乗って拡大した。このように香港は、次々とブーム商品を発掘し商品化を行う、という過程の積み重ねによって、工業化による成長を遂げてきたのである。

### (2) 企業金融に関連する動き

#### (a) 製造業融資の拡大

1960年代の企業金融の出し手は、50年代と比べ大きな変化はなかった。しかし、銀行の姿勢に変化がみられた。この時期の製造業の急速な発展を反映して、製造業向け融資は銀行にとっての重要な運用項目となった。55年から60年にかけて香港の銀行は、争うように中小商工業者の多い九龍半島の支店の開設をすすめ、61年には各行合わせて63支店が開設された。62年に東亜銀行、63年に香港上海銀行が九龍半島の旺角に支店を拡充し、預金収集と製造業融資の拠点とした<sup>(9)</sup>。

こうした銀行の姿勢の転換の要因として、先の産業銀行問題報告書は、次の2点を指摘している。(1)香港企業の利益の源泉が、域外（貿易）から域内（製造業）へ転換し、製造業が主力産業となってきたこと、また(2)銀行の資

産のうち、域内からの預金が外国貿易からのそれを上回り、香港ドル融資の形で運用が収益・安全性の両面で合理的になってきたこと、である。

#### (b) 銀行融資への依存度

以上のように銀行の資産運用先に変化がみられる一方で、1966、67年には銀行への取付騒ぎが頻発し、金融システムの見直しへの関心も高まった。こうしたなかで、金融システム全体と関連づける形で、製造業への資金供給や企業金融の現状に関する議論が多く見られるようになった<sup>(10)</sup>。こうした議論のうち、企業金融の構造に関する指摘を取り上げると以下ようになる。

製造業の資金調達のうち、銀行融資への依存度をいくつかの資料が推計している、1966年のソーンドース (Saunders, J. A. H.) の小論では、繊維産業の投資資金の5分の3が銀行借入であった<sup>(11)</sup>。また、62年の Economic Intelligent Unit のレポートによると、イギリス系主要銀行の融資のうち、4分の3が製造業向けであった<sup>(12)</sup>。このように、60年代には銀行が製造業への融資に積極的になっていた。香港上海銀行のカルーザース (Carruthers, M. G.) によれば、こうした製造業向け融資の拡大するなか、数多い香港の金融機関のなかで製造業向けの融資を実施することができたのは、香港上海銀行、チャータード銀行、恒生銀行といった預金量の多い英系・地場系の有力行のみであった。この理由としてカルーザースは、製造業融資の収益性は、不動産・株式などへの投資に劣っていたため、高金利で預金を集める中小の金融機関にとって、製造業融資への参入は不合理であった、という点を指摘している。この結果、香港上海銀行が製造業向け融資の大半を担っていた<sup>(13)</sup>。

しかし、香港上海銀行との関係が特に強かったのは、香港の製造業のなかでは長い歴史をもち、規模も相対的に大きい紡績産業のみであったという指摘もある。当該銀行の融資の60%は繊維向けに集中していた。そして、より資本規模が小さく、非公開形態をとるアパレルなどの企業については、地場系、それも中小の非銀行金融機関への依存が高かった<sup>(14)</sup>。

#### (c) 有限化の進展

この時期は、企業の側にも変化がみられた。企業形態の有限化が進みはじ

めたのである。もともと個人もしくは知人からの出資を募って設立された企業が、個人企業からパートナーシップ形態を経て、有限会社化へという形で転換を進めた。グラハム (Grahams, P. A.) は、有限化を決断する個人企業が増えてきたことが1960年代の新しい傾向であり、資本金が100万から500万ドルの企業がこの決断を行うことが多い、と指摘している<sup>(15)</sup>。

ただし、この有限化の方向が、株式公開や債券発行などの直接金融での資金調達に結びついたわけではなかった。企業の証券発行は進まず、香港の資本市場は企業の資金調達市場としては、未発達であった。この要因として前出のグラハムは次の3点を指摘している<sup>(16)</sup>。債券に関しては、(1)香港政庁が財政黒字を維持していたため、企業債発行の際の基準とされるべき政庁債の発行がまれであった。(2)証券市場は域外に完全にオープンであった結果、固定利率の債券に対する需要がなく、買い手の見通しが立たなかった。また、(3)香港の政治的な不安定性からもまた、長期の証券に対する需要も少なかった。すなわち、当時企業の側には変化が見られたが、証券市場は中小企業が簡単に資金調達の場として利用できる水準には成熟していなかった。

### 3. 模索期 (1971~83年)

#### (1) 工業化の方向の模索

1970年代に入ると、それまでの「ブーム商品の盛衰の包絡線上の工業成長」の好循環が機能しなくなった。欧米先進国向けの繊維製品の輸出自主規制が定着、ニクソンショック、香港ドルの為替制度の相次ぐ変更、74年の第1次石油ショックなどの国際的な環境が悪化したうえに、賃金の高騰と産業の高度化・多角化の遅れが、香港製品の国際競争力の低下につながり、製造業の輸出そして経済成長の伸びは鈍化した。

産業の高度化・多角化の遅れに対する懸念は、産業界だけではなく香港政庁にも強く認識されていた。業種転換の速さを身上とした香港製造業の成長パターンは、新たなブーム商品の発掘に失敗すると、事業拡大の方向を見失

う傾向があった。また資本や技術の蓄積という高度化の基盤を整備する方向とは相反するものであった。これが、同時期に成長軌道に乗りはじめた台湾や韓国と比較した場合の香港の劣位であるという認識が、政庁の側にもあった。

## (2) 政策金融の試み

従来の「包絡線上の成長」と呼ばれた急速な業種転換の背景には、香港資本の短期回収志向があった。この傾向を生む要因として指摘されたのは、香港の政治的地位の不安定性の他に、企業、特に中小企業の資金基盤の弱さがあった。中小企業は、劣悪な資金繰りの状況を改善するために、資金の回収の速い特定のブーム産業に参入せざるをえない、という構造的な問題を指摘する論者もいた<sup>(17)</sup>。

当時の香港政庁は、マクルホーズ総督の下、まったくの自由放任主義から、企業家の自己責任を前提とした範囲での支援策の模索へと、政策スタンスの移動を試みていた<sup>(18)</sup>。そして製造業支援策を導入することで政庁は香港企業の短期回収志向を改善し、多角化の遅れを取り戻そうと試みた。こうした姿勢のあらわれが、1972年から76年にかけて実施された中小企業融資計画（「小型企業貸款計画」）と、79年に報告書がまとめられた多角化問題検討委員会（「多元化問題諮問委員会」）の設立である。

中小企業融資計画は、規模が小さく資金余力の弱い企業に対し、中期資金の融資を有利な条件で行うものであったが、計画が企業側のニーズに十分に対応したものでなかったため応募者が少なく、不人気のまま1976年に終わった<sup>(19)</sup>。この特別融資による産業多角化の推進に失敗した政庁は、その後多角化問題委員会を組織し、現状の調査と分析および展望の検討を行った。この報告書においても、香港企業の短期志向に関する金融面からの改善に関しては、具体的な手段は提示されなかった<sup>(20)</sup>。

その後、欧米向け輸出の減退とサービス産業への構造転換によって1981年から香港経済は停滞し、香港の製造業は大きな打撃を受けた。輸出の減退に



より受注が減り、売上げ収入、銀行借入が共に期待できなくなり運転資金の資金繰りに困る、という香港企業のかかえる問題が露呈したのである。このときも、政庁は具体的な支援を行わなかった。幸いにして、不動産市場の軟化により資産の運用先を失った民間銀行が、製造業への融資を積極的に行ったのである。

### (3) 企業金融をめぐる環境の変化

産業の多角化をめぐる一連の議論と政庁の試みのなかで、1979年の多角化問題報告書は香港の金融制度の評価を行っている。以下はここでの議論に沿って、当時の企業金融をめぐる環境を概観する。

#### (a) 証券市場：株式公開化の進展

この時期も証券市場が企業の資金調達を牽引する場とはならなかった。確かに、1969年から73年にかけての株式市場への投機的資金の流入が、企業の公開化を一定程度促し、上場企業数は、69年の73社から73年には322社と、この期間に新たに250社も増加した(表1)。これは、60年代の企業の有限化の流れがいちだんと進み、株式の公開による資金調達というチャンネルが、一定レベル以上の規模の企業の資金調達的手段として利用可能なものになってきたことを意味した。しかし、香港企業全体として的大幅な企業金融構造の変化にまではいたらなかった。

また、こうした上場した企業の株式の大半は、企業側が上場基準の下限である発行済み株式の25%のみの公開に抑え、また上場後の取引もそれほど活発ではなかった<sup>(21)</sup>。企業の側が、株式公開に消極的であった理由としては、次の3点が挙げられる。つまり、(1)家族の経営権を保持したい、という意味が強い。(2)株式公開・債券発行を行った企業は、内部留保の薄い、つまり経営状態の良くない企業と市場で解釈される。(3)多くの企業にとっては、証券発行よりも銀行融資のほうが、コストが安価であった。以上の点から、株式市場の利用もそれほど広がらなかったのである<sup>(22)</sup>。また、債券市場は、株式市場に比べいっそう未発達な段階で、企業の資金調達に果たす役割は小さか

表1 登記会社数と上場会社数

	上場会社数 (Listed Company) (a)	登記会社数 (b)	(a)/(b) (%)		上場会社数 (Listed Company) (a)	登記会社数 (b)	(a)/(b) (%)
1961	0	5,417	0.000	1978	265	59,076	0.449
1962	69	6,402	1.078	1979	262	68,698	0.381
1963	71	7,575	0.937	1980	262	82,604	0.317
1964	70	8,908	0.786	1981	269	97,808	0.275
1965	71	10,069	0.705	1982	273	110,001	0.248
1966	69	11,234	0.614	1983	277	120,552	0.230
1967	59	12,230	0.482	1984	278	132,727	0.209
1968	71	13,536	0.525	1985	279	149,728	0.186
1969	73	15,806	0.462	1986	253	164,224	0.154
1970	71	18,925	0.375	1987	276	187,877	0.147
1971	114	22,385	0.509	1988	304	215,863	0.141
1972	212	26,899	0.788	1989	298	245,173	0.122
1973	322	32,145	1.002	1990	299	268,087	0.112
1974	326	36,286	0.898	1991	357	307,366	0.116
1975	308	39,877	0.772	1992	413	361,322	0.114
1976	295	44,819	0.658	1993	436	419,455	0.104
1977	284	50,905	0.558	1994	508	441,998	0.115

(出所) *Hong Kong Annual Digest of Statistics*, various issues; Census & Statistics Dep., *Fact Book*, various issues, The Stock Exchange of Hong Kong Ltd., Hong Kong. 『香港経済年鑑』各年版, 経済導報社。

った。

#### (b) 信用市場

信用市場のうち、銀行信用については、すでに指摘したとおり、短期資金の融資のみに応ずる原則が堅持され、銀行は中長期の投資資金の供給には消極的であった。しかし、当座貸越による中長期の融資に実質的に応じるケースが多いという指摘は、1960年の産業銀行問題委員会報告書と同様である。そして、多角化委員会もこの当座貸越による実質的な中長期融資を、香港の工業化の資金供給に関して主導的な役割を果たしたのものとして評価している<sup>(23/24)</sup>。

その他企業間信用として、後日付小切手 (post dated cheques) による在庫投資資金の手当てが一般的に行われていた。これが特にさかんに用いられたのは、繊維や宝石業、小売業や建設業である<sup>(25)</sup>。この後日付小切手は、中小企業の資金調達手段として、その簡便さなどから重要なものであったと思わ

れるが、その歴史、使用量の推移に関しては、正確なことがわからない。

(c) 香港の企業金融のかかえる問題点

以上の現状分析をもとに、多角化問題委員会報告書は、企業金融がかかえる問題点を次のように指摘した。(1)長期資金の供給主体の不在と(2)利子率変動リスクの大きさである。

長期資金の供給主体が存在しなかったことの原因は、需要側・供給側のそれぞれに求められる。多角化問題委員会の認識は、1970年代までの香港経済は、労働集約産業に比較優位があり、多額の固定・長期資本を必要とする資本集約産業の成立が、資金供給メカニズムの欠陥により阻まれたとは考えにくい、というものであった<sup>(26)</sup>。この見解は、産業銀行問題報告書以来、政庁の態度に一貫してみられるもので、70年に当時の財務長官コパーズウェイト(Sir John Coperthwaite)は、香港の比較優位は少ない資本で多くの産出を生み出す効率性の高さにあり、量的に投資を拡大する必要はない、つまり、企業部門への資金供給制度を強化する必要はない、という趣旨の発言をしている<sup>(27)</sup>。しかし、多角化問題委員会は、この長期資金の不在が香港経済の多角化を阻んだ原因であり、将来的には多角化を目的として長期資金の供給制度の整備を進めなければならない、としている。

労働集約産業の比較優位以外に、長期資金の不在をもたらした制度的要因として、報告書は会計上の問題を指摘している。まず、(1)当時の会計規則によると、企業の投資の償却期限は、企業の所在地の土地のリース期限とすることが求められている。このため、1997年を期限とする中国からの借地である九龍・新界の企業にとっては、減価償却額はわずかししか認められず、長期投資は魅力的ではない。これに加え、(2)税務当局である内陸収入局は、設備投資に関しても、資産の寿命より早い減価償却を認めていない。企業家にとって、長期投資によるキャッシュフローの悪化は自分で負担せざるをえない。日本やその他の途上国では、早期の減価償却を認めることで、長期投資を促進させる政策がとられてきた。しかし、香港ではこうした政策は導入されず、企業家にとって長期投資を避けることが合理的な行動となった。

もうひとつの問題点である固定利率の資金の不在については、この委員会のほか、多くの機会に問題としてとりあげられてきた。多角化問題報告書は、企業の金融面での安定性のためにも、固定利率での外部資金の取入れを可能にすることは、重要な検討項目であるとしている。実際、1981年の不況期に、中小企業の金融的な基盤の弱さが問題となり、為替と利率の変動リスクの負担を軽減するため、公的資金の導入を求める声が上がっていた。その具体的な方法として、すでに議論された産業銀行の設立や中小企業向け融資計画のほかに、海外からの資本調達の際の保証や、利子や為替の変動をヘッジする工業基金の設立などが提案されていた<sup>(28)</sup>。また、83年に香港青年商工会議所は、香港経済の多角化戦略に関する報告書をまとめている<sup>(29)</sup>。ここで商工会議所は、この変動リスクを製造業者から投資家へ移転する仕組み、例えば、先物市場の育成を提言している。

香港の金融市場の特長である自由な資本市場の特性がこうした資金の貸し手の出現を阻んできた、というメカニズムも指摘されている。香港の資本市場は、為替や資本移動の管理がまったくない自由な市場であるため、投資家の側からみれば、収益の確定した資産の魅力は薄い。また、株式保有の非課税に対し、債券保有には課税するという税体系の非対称性も、投資家の債券保有を妨げる要因となっていた。こうした要因が、固定利率資金の供給を阻んできたのである。

結局、こうしたいくつかの提案が、すぐに利率や為替の変動をヘッジする機能の創設という具体的な行動には結びつくことはなかった<sup>(30)</sup>。

以上が1980年代初めまでの香港の工業化と、製造業を中心とする香港の中小企業の資金調達の動向である。その後、中国の改革・開放政策を受けて香港経済はサービス化が一挙に進み、製造業のGDPに占める比率は低下を続ける。製造業は、大規模化の道を進むことなく、香港経済の主役の座を降りたのである。

## 第2節 マクロ経済の環境と企業

香港では、企業の資金調達の変動を理解するために必要な資金循環表をはじめとする統計数値や継続的な調査が存在しない。しかし、断片的な調査や経験に基づいた推論は、数多く発表されている。そこで、本節では、既存の議論に加え、入手可能な統計を整理することによって、香港企業の資金調達に関連する条件と構造を概観したい。まず、マクロ経済の環境を検討する。次に、資金調達手段の可能性を示すものとして企業形態の変遷を分析する。また資金需要へ影響を与える要因として、資本金の規模および企業のコスト構造の変化を検討する。

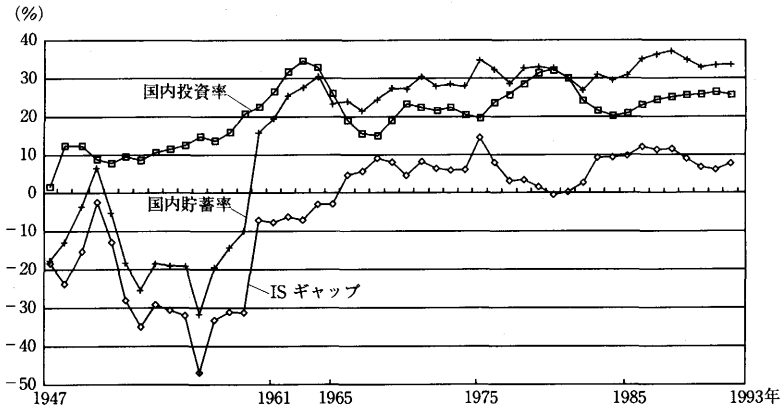
### 1. マクロ条件

#### (1) 貯蓄—投資バランス

戦後から高度成長期にかけてのマクロ経済のバランスは、図1の貯蓄—投資ギャップに示したとおりである<sup>(31)</sup>。このバランスは事後的な結果であり、企業の資金調達行動の直接的な制約条件として作用する要因ではない。けれども、財・金融市場の関係の基本的な動向を示すものである。

まず投資率については、1950年代前半に1桁台に落ち込むものの、それ以外の時期は2桁となっている。工業化の萌芽期にあたる50年代は徐々に投資率が上昇したことがわかる。そして60年代前半は、27%から36%にかけての高水準の投資率を遂げている。ちょうどこれは、めまぐるしい業種転換の「包絡線上の成長」が進展した時期に当たる。そして、この時期と同水準の投資率を記録したのが、78年から82年にかけてである。この時期は、中国の改革開放政策の転換後、香港の中継貿易港としての機能が復活し、返還が決定されるまでの時期にあたる。また、67年から70年にかけては、投資率が10%台に落ち込んでいる。この時期は、香港・九龍暴動が発生し、社会不安

図1 香港のマクロ経済均衡（対GDP比）



(出所) 1947-61: K. R. Chou, *The Hong Kong Economy: A miracle Growth*, Academic Publication, 1966, Table 10, 21, 25.  
 1961-93: *Revised Estimates of Gross Domestic Products, 1961-93*, August 1984, Census & Statistics Department.

が広がった時期に相当する。そして、48年から93年までの平均で21.7%、61年から93年までで25.3%の投資率を達成しており、決して低い水準にはなかった。一方の貯蓄率であるが、データの不連続性の影響が強く、60年以前が一貫して負であるのに対し、61年以降は正に転じ、それ以降は2桁台を維持し、61年から93年までの平均は30.3%の高水準となっている。

この貯蓄率と投資率の差である貯蓄—投資バランスは、67年に正に転じて以来、一貫して貯蓄が投資を上回って推移している。まず、工業化勃興期の45年から50年代にかけては、投資率が上昇する一方で、貯蓄率は一貫して負であり、その差はなんらかの形で海外からの資金流入でまかなったと考えられる。この時期の海外からの資金流入に関しては、スツェパニックが当時の経常収支の推計を行っている<sup>32)</sup>。彼の推計の結果によると、海外からの純投資が1947年から55年にかけての平均でGDPの40%に及ぶ額が流入していた。そしてスツェパニックは、域内投資の3分の2をこれらの海外からの資金流入がまかっていたとしている<sup>33)</sup>。これらの資金の中身は、中華人民共

共和国成立直後の49年から51年にかけては、中国からの逃避資金、その後はアメリカや日本からの繊維産業などへの海外直接投資が考えられる。このように、60年代は基本的に旺盛な投資が貯蓄を上回り、貯蓄－投資バランスが負となる時期が66年まで続いたのである。

ところが、1960年代後半に投資率が低下したのを機に、貯蓄超過に転じる。その後70年代の模索期に入ると、投資率は20%前後で安定するようになる。一方、貯蓄率は90年代にいたるまで投資率を上回る30%前後を安定的に推移し、香港経済は貯蓄超過基調で推移してきた<sup>(34)</sup>。

## (2) 金利と資産価格

### (a) 金利

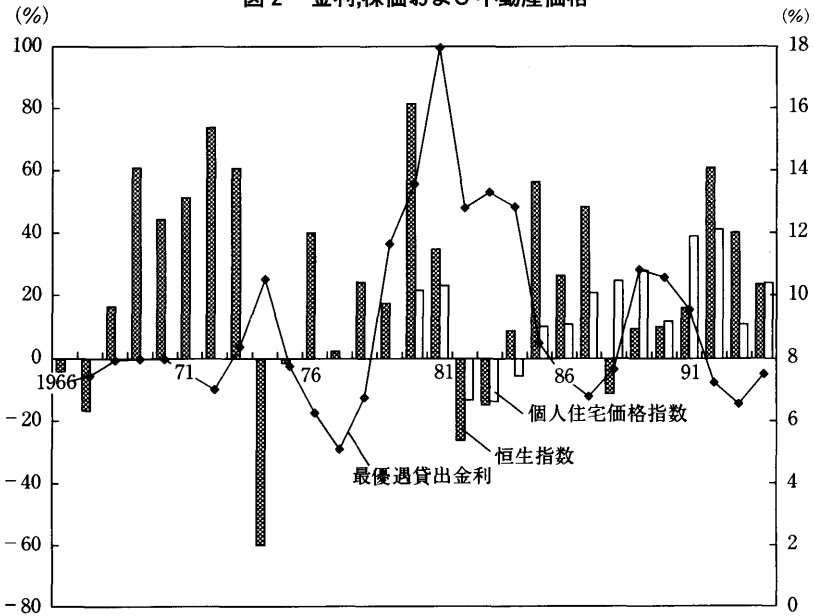
それでは資本の価格である金利はどのように推移したのであろうか。図2は、1965年からの最優遇貸出金利を追ったものである。74年、82年、そして88年にピークがある。この図から、金利の上昇が資産価格の上昇を追いかける形になっているのがうかがえる。74年は石油ショックによる輸入インフレに対抗するため、81年は資産インフレに対抗するために、金利が大幅に引き上げられた。この最優遇貸出金利は、60年代後半以降、銀行の業界団体である香港銀行協会が政策的に決定するようになっている。また固定為替レート制度の下、金利の動向は60年代から70年代にかけてはイギリスのプライムレート、83年以降はアメリカのフェデラル・ファンド・レートの制約を受けるようになっている。

### (b) 資産価格

原材料価格や金利とは異なり、担保として受け入れられる資産の価格はその上昇局面では企業の資金調達・投資を拡大させる性格ももっている。資産価格の上昇が担保価値の上昇を意味し、借入能力を拡大させるからである。

図2の不動産価格と株価の対前年比の伸び率を見ると、81年、87年にピークに達し、89、90年に一度停滞したあと、92年に再び高騰に転じている。不動産については、担保価値の増加とコストの上昇のどちらの面が作用したか

図2 金利、株価および不動産価格



(出所) Census & Statistics Dep., *Hong Kong Annual Digest of Statistics*, various issues.

は、それぞれの時点での詳細な検討が必要であるが、前項で述べた82年からの不況の際には、需要の停滞と同時に不動産価格の上昇が企業のコスト増となり、中小企業を苦しめた。これは、資産価格の上昇が地代コスト増につながった局面であったと推測される。

## 2. ミクロ条件

### (1) 企業形態

経済成長の過程において、企業の形態も変化を遂げると考えられる。すなわち、一定規模以上に資金需要が拡大したときに、企業は一定のコストをはらっても会社化や株式公開化を選択する可能性がある<sup>(35)</sup>。香港では、資金調



達を目的とした会社形態の変化は起きたのだろうか。

香港の企業は、会社条例 (Company Ordinance) もしくはパートナーシップ条例 (Partnership Ordinance) に基づいて登記される。会社は、さらに有限会社 (Limited Company with Share, Guarantee) と無限会社 (Unlimited Company) に分類される。この会社とパートナーシップの二つの企業形態の主な違いは、前者が有限責任であるのに対し後者が無限責任という点にある。有限責任化によって、企業家は企業経営の悪化の影響が個人の資産にまで及ばないようにすることができる。たとえ、企業が倒産しても、企業家は個人の資産を負債の返済にあてる必要はない。しかし無限責任の場合は、このような個人と企業の資産の区別が認められない。この性格が逆に、企業家にインセンティブを与えることになる、という見方もできる。

またこの責任形態の差は、先の仮説のように資金調達方法の差につながる。有限責任制には、出資者は事業の結果に対し出資分に対応する責任のみを負うため、企業は出資者を幅広く募ることができる。公開会社として債券を発行、株式を上場・公開した場合も、また私会社として出資者を募るとしても、責任の有限性は出資者を保護することになる。

その他有限責任制には、事業の継続性の点での優位性もある。パートナーシップにおいては、パートナー自身の健康や個人としての破産などの理由で事業にかかわるのが困難となったときには、パートナーシップ名での事業も解散せざるをえない。しかし、会社形態をとった場合には、企業名で事業を遂行しているかぎり構成員の変化があったとしても事業に影響を与えることなく、そのままの形で継続することが可能である。

一方、会社化のコストとしては、情報開示の義務づけがまず挙げられる。この情報開示のための事務、登記・帳簿公開費、そして監査費がかかる<sup>(36)</sup>。こうした金銭面でのコストに加え、企業の競争力にかかわる情報や資金調達・資金使途の公開といった情報の開示そのものを嫌う企業もある。特に一家族の支配が強い企業はこの傾向が強い。

実際には、香港では有限責任化が進む一方で、公開会社化はなかなか進ま

なかった。まず、登記会社 (registered company) が全企業・事業所 (business unit) に占める割合を示したのが表2である。これによると、会社形態をとる企業の割合は一貫して上昇している。これは、有限責任化という流れが香港においても進んだことを示している。しかし、その割合はけっして高いとはいえない。1950年代には1割にも満たず、株式上場ブームと言われた92年にもやっと3割を超えたという水準である。企業数を基準にした場合、会社が企業形態の主流にはいたっていない。

では、その会社形態をとる企業のうち実際に証券市場に上場している企業の割合はどのくらいになるだろうか。表1では三つあった証券取引所が一つに統合された1976年以降の上場会社数のみを示した。これによると、会社 (company) のうち証券市場に上場している企業は、90年代にいたるまで1%に満たない。92年は「歴史的な上場ブーム」といわれ100社以上の企業が上場したが、全体の企業数に占める比率はむしろ低下している。いずれにせよ、証券市場での資金調達が可能で会社形態をとっている企業のうち、実際に上場している企業はごく少数である。したがって表1と照らしあわせると、資金調達を目的として会社形態を選択する傾向が、香港で主流になったとはいえない。

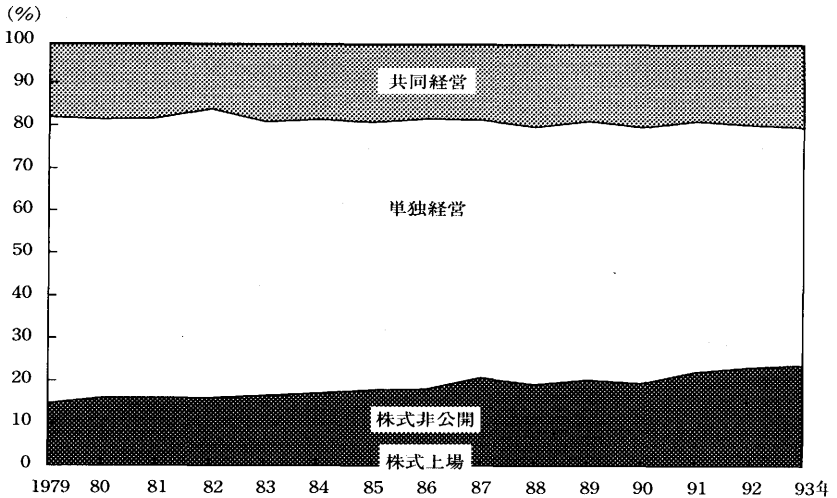
以上の動きを産業別に見てみよう<sup>37)</sup>。ここでは1977年以降の動きを追うことができる。まず、製造業で最大のシェアを占めているのは単独経営形態であり、6割近い水準を維持している (図3)。会社形態をとっているのは、公開・私会社合わせても2割弱であり、公開会社は0.1%前後の割合である。同様に商業について見ると、最大のシェアを占めているのは単独経営形態で、77年の約7割から93年の5割へと緩やかに低下している (図4)。また、パートナーシップ形態は、77年には17%と私会社を若干上回っていたが、単独形態同様に徐々に縮小している。一方、会社形態は増加傾向にあり、93年には3割を占めるにいたっている。しかし、公開会社はやはり少なく0.1%にも満たない。ファイナンス会社・保険会社 (図5)、セクターで目立つのは、非公開会社の比率が他に比べ高く、最大のシェアである5割近くを占めてい

表2 企業全体に占める株式会社の割合

	登記会社数 (a)	登記企業数 (b)	(a)/(b) (%)
1957	3,346		
1958	3,632	50,371	7.2
1959	4,029	51,678	7.8
1960	4,605	59,343	7.8
1961	5,417	68,045	8.0
1962	6,402	78,026	8.2
1963	7,575	87,678	8.6
1964	8,908	95,371	9.3
1965	10,069	103,938	9.7
1966	11,234	108,141	10.4
1967	12,230	115,092	10.6
1968	13,536	129,974	10.4
1969	15,806	146,788	10.8
1970	18,925	163,525	11.6
1971	22,385	182,955	12.2
1972	26,899	202,319	13.3
1973	32,145	222,752	14.4
1974	36,286	244,297	14.9
1975	39,877	267,687	14.9
1976	44,819	296,449	15.1
1977	50,905	330,096	15.4
1978	59,076	356,057	16.6
1979	68,698	388,041	17.7
1980	82,604	420,935	19.6
1981	97,808	456,799	21.4
1982	110,001	494,628	22.2
1983	120,552	531,509	22.7
1984	132,727	568,951	23.3
1985	149,728	625,564	23.9
1986	164,224	690,397	23.8
1987	187,877	750,130	25.0
1988	215,863	781,858	27.6
1989	245,173	835,658	29.3
1990	268,087	893,254	30.0
1991	307,366	964,298	31.9
1992	361,322	1,040,843	34.7

(出所) Census & Statistics Dep., *Annual Digests of Statistics*, various issues;  
1947-1968 *Hong Kong Statistics*.

図3 企業形態別シェア：製造業

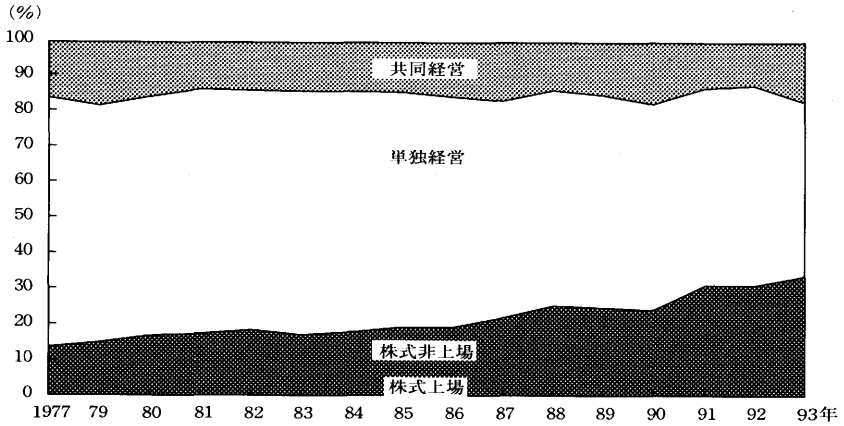


(出所) *Survey of Storage, Communication, Financing, Insurance & Business Services, various issues.*  
*Survey of Industrial Production, various issues.*  
*Survey of Wholesale, Retail and Import/Export Trades, Restaurants, Hotels, various issues.*  
*1977 Census of Wholesale, Retail and Import/Export Trades, Restaurants and Hotels.*  
 Census & Statistics Department, *Survey of Transport and Related Services, various issues.*

ることである。次いで、単独経営が4割前後、パートナーシップが1割前後で推移している。公開会社は、87、90年に1%台に乗るが、それ以外は1%未満となっている。

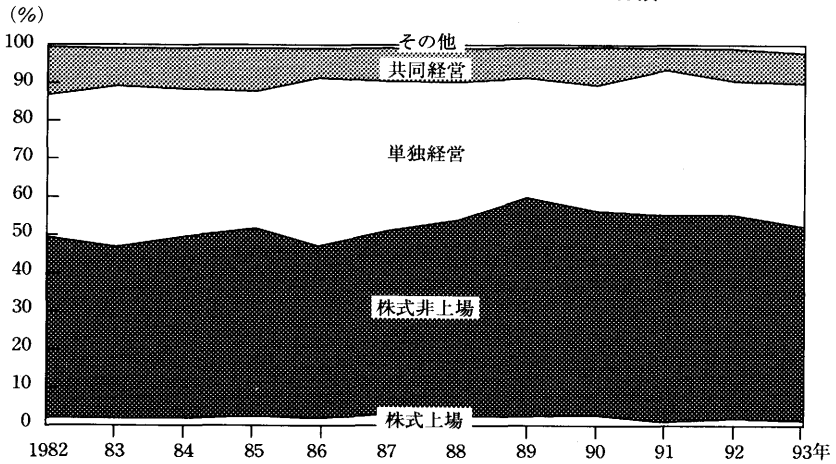
不動産・建設業以外の全産業を総計した<sup>38)</sup>表3によると、公開会社の比率は0.1%前後と、かなり小さい。その他の形態について見ると、単独経営は最大のシェアとなっているが、6割から40%台へ低下している。パートナーシップは30%前後を推移し、期間を通じてシェアに大きな変化はない。一方、会社形態は増加傾向にあり、私会社(非上場会社<sup>39)</sup>)は1983年の10%から91年の26%へと増加している。ここでも、香港企業の形態は、有限責任化の傾向にあるものの、上場はごく一部の企業に限られているということがわかる。

図4 企業形態別シェア：商業



(出所) 図3に同じ。

図5 企業形態別シェア：ファイナンス・保険



(出所) 図3に同じ。

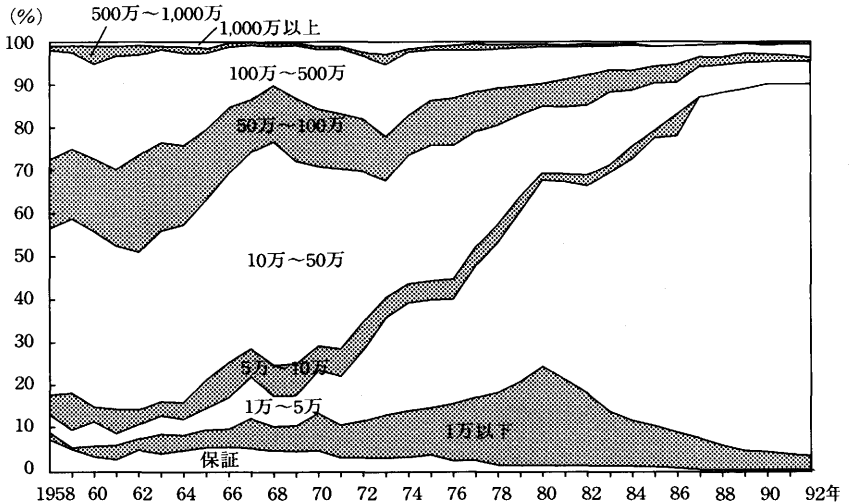
表3 企業形態別分布（製造業・商業・サービス・運輸）

（単位：企業数）

	株式上場		株式非公開		単独経営		共同経営		その他		総計
	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)		
1977	71	0.1	9,849	10.4	54,942	58.2	29,355	31.1	107	0.11	94,324
1979	65	0.1	13,467	12.5	60,579	56.3	33,331	31.0	100	0.09	107,542
1980	63	0.1	16,578	13.7	67,012	55.4	37,317	30.8	99	0.08	121,069
1981	94	0.1	21,624	12.4	104,555	59.7	48,631	27.8	101	0.06	175,005
1982	96	0.1	11,685	10.7	61,593	56.2	36,061	32.9	99	0.09	109,534
1983	111	0.1	27,405	13.9	118,329	60.2	50,655	25.8	127	0.06	196,627
1984	134	0.1	28,486	13.7	125,964	60.6	53,314	25.6	105	0.05	208,003
1985	144	0.1	32,384	15.0	127,779	59.1	55,887	25.8	131	0.06	216,325
1986	143	0.1	34,973	15.5	134,129	59.4	56,506	25.0	106	0.05	225,857
1987	174	0.1	39,407	17.2	130,825	57.1	58,651	25.6	241	0.11	229,298
1988	229	0.1	47,469	18.9	137,871	54.9	65,552	26.1	125	0.05	251,246
1989	282	0.1	52,877	19.8	141,992	53.1	71,861	26.9	145	0.05	267,157
1990	330	0.1	55,396	20.1	147,979	53.6	72,341	26.2	139	0.05	276,185
1991	186	0.1	70,887	22.8	156,665	50.4	82,700	26.6	145	0.05	310,583
1992	189	0.1	78,115	23.9	160,965	49.2	88,019	26.9	31	0.01	327,319
1993	215	0.1	86,782	26.3	153,699	46.6	89,004	27.0	457	0.14	330,157

(出所) 図3に同じ。

図6 登記資本金別企業数分布



(出所) Census Statistics Dept., *Hong Kong Annual Digest of Statistics*, various issues, Hong Kong.  
 Census Statistics Dept., *Hong Kong Statistics 1947-69*, Hong Kong.

以上は、企業数の割合であるため、公開会社の比率が非常に少ないのは避けられない面がある。しかし、有限責任化が進む一方で、公開会社化はなかなか進んでいないことは確認できる。香港では、証券市場からの資金調達を可能にする企業制度が法律的には用意されており、証券市場自体の歴史も長い。しかし、これを企業の資金調達の経路として利用する動きは、企業数で見るとかぎり拡大していないのである。

## (2) 企業規模

### (a) 資本金

次に、資金需要の指標として、企業の規模別の分布を資本に見てみよう。

企業の登記資本金額（名目）の分布について、戦後の変動を示したのが図6である。これによると、企業形態の分布と異なり、目立った変化が見られる。まず、最大のシェアを占める資本金額帯が低額帯へ移る傾向が見られる。1958年に最大のシェアを占めていたのは、10万～50万香港ドルのグループで38.7%、次が100万～500万香港ドルのグループで25.4%、50万～100万ドルのグループが16.2%だった。

ところが最大層である10万～50万グループは、1968年には51.4%を占めるにいたるが、その後急速にシェアが低下しはじめる。そして、その他の2グループのシェアも低下する一方で、1万～5万ドル、1万以下のグループのシェアが拡大しはじめる。77年には1万～5万ドル帯は最大シェアを占めるようになる。さらに、80年代に入って1万以下のグループが低下しはじめ、その後は1万～5万ドル帯が拡大し90年代には80%台を占めるようになった<sup>(40)</sup>。

この統計は当該年に登記された会社の資本金額であり、企業が事業を遂行する過程での資本金の変化とはとらえられていない。つまり、新規に設立される企業に必要な資本金額の動向を示す指標と考えるべきだろう。図6からわかることは、1968年を境に香港企業の資本金額は低額化傾向に転じ、80年代には1万～5万ドル帯に収斂していった<sup>(41)</sup>。つまり、香港において、70年代

表4 製造業企業

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
変動費用・総費用比率	95.6	96.2	96.5	96.9	96.8	96.5	95.5
変動費用・売上高比率	70.1	70.5	66.7	70.8	60.8	58.7	61.6
利潤・売上高比率	8.3	9.6	13.0	11.1	21.9	21.9	19.9
労働分配率	70.2	66.0	66.9	63.6	62.4	67.7	63.2
付加価値・売上高比率	26.5	26.6	27.6	26.1	25.7	26.3	25.6

(注) 変動費用 = 原材料購入 + 在庫  
 労働分配率 = 賃金総支払い / 付加価値額  
 固定費用 = 賃金支払い + 運転費用

(出所) *Survey of Industrial Production*, various issues, Census and Statistics

以降は企業の新規設立時の必要資本額は低下し、企業の資金調達は経済の発展に伴い量的に拡大する、という一般的な議論とは反対の動きを示していたのである。

#### (b) コスト構造

次に資金需要と関連するもうひとつの指標、製造業企業の財務諸表で見よう。この動きは企業形態の場合と同じく企業サーベイからとったもので、1980年代の動きがわかる。この時期、香港の製造業は大きな変化を経験していた。まず、企業経営の「柔軟性」を示す、コスト全体に占める変動費用の割合を見ると、95%前後で一定しており、固定費用を抑える経営をしていることがわかる。

しかし、次の変動費用・売上高比率を見ると、1980年代前半には7割近くを占めていたものが、90年代には50%台に落ち込んでいる。一方で、固定費用と変動費用の割合が一定していることから、当時の製造業がコスト高に苦しんでいたことがわかる。その結果として、83年までの利潤率は極端に低くなっている。この原因は、労働分配率が高いことから、主に賃金支払い総額の上昇によるものであったと推測できる。そして、付加価値・売上高比率が26%から24%前後へ緩やかに減少していることから、80年代初期には利潤率の低下と併せて、資本の受取りが極端に減り、再投資も減少していたと考えられる。

以上の事実が企業の資金需要へ与えた影響は、次のように考えられる。ま



## の財務指標

(% )

1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993
95.8	95.1	95.7	95.4	95.8	95.3	95.9
60.5	60.9	56.8	53.6	54.3	52.8	51.6
23.2	22.4	27.0	30.0	30.0	31.0	33.0
60.1	59.0	59.0	59.1	57.3	55.7	56.9
24.2	23.8	24.2	24.4	24.6	25.3	24.5

Department.

ず高いコストにもかかわらず付加価値率が一定であった、ということから、市場での競争力を確保するためには、この付加価値率を維持する必要がある、かつコストを削減する方法を見つけられずにいたということになる。また、コスト構造に変化がないことから、企業内での加工技術自体には大きな変化はなく、香港の企業行動の特徴とされる高い固定費用を嫌う傾向は一貫していた<sup>42)</sup>。

## 3. まとめ

以上の統計の動きをまとめると以下のようにいえるだろう。まず、表2から企業形態に関しては有限化が一貫して進んでいるが、証券市場の利用を選択する企業数は限られている。これはもちろん、証券市場を利用できるのは一定規模以上の企業に限られており、このレベルに達する企業数が限られているということになる。しかし、一方で会社化はするものの、公開はせず私会社を選択する企業は増加している。公開の要件を備えながら公開を選ばない企業が確実に増えている。

また、一方で図5に見られるように登記資本金額の分布を見ると規模が小さくなる傾向があり、特に1980年代に入って、非常に小さいレベルに収束する傾向があった。これは固定資金の必要性がますます低下しつつあったことをある程度示しているだろう。80年代に関しては、コスト構造を見た場合、

変動費用と固定費用の間には変化がなかったことから、固定設備の需要にも変化がなかったと推測できる。

以上から香港の企業は、一定規模の資本規模を与件として、その範囲での技術もしくはコスト構造を変えない範囲で経営を行ってきた、ということが出来る。これは第1節で見た、企業が一定の資本を用いて生産する製品を次々と変えながら、経済全体が成長していく「包絡線上の成長」という形と整合的である。すなわち、規模の拡大よりも資本の回転によって成長をする道を香港企業は選択してきた。また、有限化の一方で公開化が進まないということから、企業の側に資金需要があるにもかかわらず拡大できなかった、というよりも、企業自身が規模拡大の方向を選ばなかったのではないかと推測できる。

### 第3節 マクロ・データによる資金調達構造の推計

本節では、香港企業の資金調達手段の基本的な性格について整理し、それぞれがどのような割合で構成されていたかを推計する。企業の資金調達手段は、大きく内部資金と外部資金に区別される。前者には、企業家自身の自己資金、出資者による資本金、内部留保があり、後者には証券発行による直接金融、金融機関からの借入による間接金融、がある。これらの手段が香港において、どのような特徴をもっていたかを整理し、そのうえで、投資資金がどのように調達されたのかを、証券市場・銀行信用そして内部資金の割合をマクロレベルで推計し、その性格を概観する<sup>(43)</sup>。

## 1. 外部資金の特徴

### (1) 証券市場

#### (a) 株式

香港の株式市場の歴史は長いですが、証券市場が企業の資金調達的手段として意味をもつようになるのは、1969年以降である<sup>(44)</sup>。第1節で述べたように、69年から70年の初めにかけて、株式ブームが起きた。表1に示したように、69年から73年にかけては上場ラッシュで、それまで70企業前後を推移していた上場企業数に、新たに251企業が加わったのである。この新上場企業の大半は不動産業であったが、その他当時の新興産業である、繊維・造船・金融・製造業・貿易商社などの上場も見られた。しかし、こうした新規上場企業の大半は規模の小さなもので、その株式は上場後取り引きされることもあまりなかった。

この時期の株式ブームの原因は、香港の政治的不安の沈静化、国際金融危機による海外からの資金流入、そしてこうした資金の受け皿として、遠東(1969年)・金銀(71年)・九龍(72年)の三つの株式市場が新たに設立されたことにあった。この三つの株式市場の間では、銘柄がほとんど重複し、このため株価の低迷が予測できた状況にもかかわらず、香港政庁はこの設立を認可していた。こうした判断がなされた背景には、既存の香港株式取引所は、地場系企業の上場に消極的であり、この頃資金需要を拡大しはじめてきた地場企業は、彼らの上場が可能な市場の設立を強く求めている状況があった<sup>(45)</sup>。

その後、1970年代の後半(1975~79年, 79~81年)にも再び株式ブームが起きたが、このときは上場企業数はむしろ減少していた。これらのブームは、不動産需要の拡大を反映したものだ。海外から香港に流入した「遊資」が、不動産市場に流れ込み、この結果、不動産企業株の収益率が上昇、株式市場への資金流入も促すことになった。

この時期、不動産市場が活況を呈したのは、海外からの遊資が運用先を求

めていたことに加え、香港が国際金融センターとなり不動産に対する実需が拡大したことがある。しかし、不動産業以外の企業については、上場企業数は低下していた。そして、不動産市場が軟化しはじめた1982年には、金融機関の倒産が相次ぎ、また83年に香港返還をめぐる中英交渉が始まり、政治不安も広がったのである。こうしたなか、86年に香港政庁は、四つに分かれていた証券取引市場を一つに統一したのである。

これによって株式市場は活況を呈し、上場企業数は回復しはじめる。発行株式高・資金調達額は共に増大したのである。1990年代に入ってからには拡大基調に戻り、92年には香港地場企業の上場ラッシュをむかえた。現在では、香港企業の直接金融化を促進するため、店頭市場や非上場証券市場の設立が議論されている。しかし、同族企業が主流を占める香港では、上場企業のディスクロージャーがなかなか進まない<sup>46)</sup>。また、90年代に続々上場した企業も、一部の企業は市場で調達した資金を有効に利用できず、財務状況を悪化させ株価を低迷させている。

香港の株式市場が工業化もしくは経済成長に果たした役割は、限定的なものであり、牽引的な役割を果たしたという強い証拠は見当たらない<sup>47)</sup>。

## (b) 社 債

第1節でふれたように、社債については、株式に比べ市場の発達が進まなかった。この理由としては、以下の4点が挙げられる。投資家の資金運用先としては、(1)株式市場がその役割を十分果たしていた。(2)香港政庁の堅実な財政運営を反映して、政庁債の発行はまれであった。このため、債券市場の基準銘柄が形成されなかった。(3)1983年の香港ドルの米ドルへのペッグ以降、香港政庁は香港ドル金利への圧力がかかる要因を排除する姿勢を強く出すようになってきた。このため、香港ドル債が広く流通して、その金利が国際的な要因を受けやすくなることを嫌い債券発行の許可に消極的であった。例えば、世界銀行の香港ドル建て債の発行も、香港政庁は認可しなかったのである。また、(4)短期市場においても、60年代の金融危機の際導入された金利協定の存在が、債券・手形・コマーシャルペーパーの発行を妨げてきた。戦後

の工業化の過程においては、社債市場が企業金融に果たした役割は小さかったといえよう。

ただし1987年から香港政庁は債券市場の整備に着手している。まず、為替レートの安定化をはかるため、短期市場への介入手段の整備のために債券市場の発行を始めた。香港政庁は、短期の為替基金証書を発行し、この証書の売買によりインターバンク市場へ介入し、金利の安定化のための手段とした。また、第1節で指摘した、債券市場の発達を妨げたひとつの要因である金融機関と非金融機関のそれぞれが発行した債券から生じる利子所得に対する課税の非対称性は89年に解消した<sup>(48)</sup>。さらに長期債券の発行も認可しはじめるようになった。為替基金証書の発行量の増大、償還期限の延長につれて、債券市場の環境整備も整い、90年代に入って社債発行は拡大している。しかしこうした傾向は、ごく最近のことである。

## (2) 信用市場

### (a) 銀行信用

工業化期に証券市場が果たした役割は、前述のようにごく限られたものであった。このため香港企業の資金調達は、金融機関の融資に依存度が高かった。しかし、基本的に香港の銀行は、金融システムの安全性を重視し、有担保融資を原則としていた。そして、産業化を振興するため長期資金の供給を積極的に行うというスタンスからはほど遠かった。

逆に金融機関から見た場合、香港は貿易港としての発展が先行していたため、金融機関の主な収益は貿易金融からのものであった。製造業向けの融資が金融機関にとって収益性をもつようになったのは1960年代に入ってからであり、工業化の進展とともに拡大したが、工業化を牽引したものとはいえない。金融機関は安全性を重視し、ハイリスクを負って産業振興を進めるという融資行動はとらなかった<sup>(49)</sup>。

また、長期資金の融資を行う産業銀行の設立を企業家の側が要求することはあったが、実際には制度化されなかった<sup>(50)</sup>。長期資金の供給を行う投資銀

行については、1970年代に預金引受け会社が投資銀行としての業務も行うようになったが、企業金融の出し手の主役となることはなかった。

短期資金信用については、有担保融資が原則であり、製造業の多くの産業に関して輸出が予定される注文やそのための原材料を担保とすることが多い。もちろん前述のように、一定期間を経て銀行との間に信頼関係を築いた企業は、銀行からクレジットラインの拡大・当座貸越などの形での信用を確保することができる。こうした短期融資も、当座貸し越しとして運用されることによって、実質的には中長期資金の供給チャネルになっていたと指摘されている。しかし、この点については、実態を示す資料は限られ、具体的にどの程度の規模があったのかは不明である<sup>(51)</sup>。

#### (b) ファクタリング

貿易業者の資産の大半を占める売掛金（帳簿上の債権）を担保とした融資は、通常銀行は行わない。こうした債権を買い取り、流動性を供給するのがファクターと呼ばれる金融業者である。彼らは、インボイスや後日付小切手の割引も行うことがある。香港では1970年代に導入され、93年には20億香港ドル相当の債務の買取りがなされたという推計もある<sup>(52)</sup>。

しかしながら、香港でのファクタリング業務は、目覚ましい発展をみなかった。この理由としては、(1)企業側がファクターの要求する全面的な情報開示を嫌ったことが挙げられる。「一国の主」である中小企業の企業家は、経営内容を公開するのに抵抗感がある、という状況が一般的だった。(2)借手のリスク関連情報を集中的に管理するシステムがない。このため、ファクターの側から見るとモラル・ハザードを防ぐコストが高くなっている、という点が指摘されている<sup>(53)</sup>。

#### (c) 企業間信用

以上から銀行が企業にとって重要な資金供給者であったことがうかがえる。しかし、日本におけるメインバンクと企業の関係のような強いコミットメントは見られない。こうした環境の下で、不可避的に発生する資金繰りの変動を、企業はどのように吸収していたのだろうか。一定期間を経て銀行と

の間に信頼関係を築いた企業は、既述のように銀行からクレジットラインの拡大・当座貸越しなどの形での信用を確保することができる。しかし、こうした銀行からの信用ですべての資金需要がまかなえるわけではないと思われる。これを補完する機能として考えられるのが、企業間信用である。

工業化期の中小企業は、商社や卸をとおして海外市場から注文を受けていた。そして、この商社を中心に複数の中小企業が注文を分けあうネットワークを形成し、需要の変動に対応しあっていた。こうしたシステムのなかで、まず注文もしくは原材料を担保として銀行から直接信用を受けることができた。これ以外にも、こうした商社など卸、そして規模の相対的に大きい企業などが出し手となる形式の、ネットワーク内での信用供与という形も存在した<sup>(54)</sup>。

#### (d) 私的信用

ここでの私的信用とは、家族・知人からの信用供与を指す。突発的な短期の資金需要については、家族・知人個人からもしくは彼らの所有・経営する企業からの信用を受けることが多い、としばしば指摘される。この点に関する詳細な研究は存在しないが、この貸し手となる個人・企業との間に取引関係があり、そうした財を担保とした信用とまったくの信用貸しの双方を指しているようである。前者はすなわち企業間信用であるが、後者についてもかなり普遍的な現象であると指摘されることが多い。しかし、実態に関しては十分な情報が得られない。筆者のヒアリングによれば、この信用の利率にも相場があり、ファクタリング会社のそれに比べて安く、かつ機動性のある信用である、という答えがあった<sup>(55)</sup>。そしてこれは、単に家族のひとつの財布を自由に共有するという程度ではなく、企業にとっては制度化された慣行であるようである。

## 2. 内部資金の特徴

### (1) 企業家の自己資金

企業を設立する際の起業資金は、企業家の自己資金でまかなわれる。香港

の中小企業に関して調査を行ったシット、ウォン、キアン (Sit, Wong and Kiang: 1979), シット、ウォン (Sit and Wong: 1988) は、中小企業の資金面の性格に関する質問で、起業資金の調達方法について尋ねている。これによれば、回答者のうち1978年には88.2%, 87年にも84.6%が、起業資金は貯蓄などの自己資金のみである、と答えている<sup>(56)</sup>。そして残りについては、若干の借入を親戚か知人から行う、と答えており、金融機関からの借入を行っているとは答えた企業家はほとんどいなかった。企業家の準備できる自己資金の範囲が、企業の起業資金の限界であるといえる。

## (2) 内部留保

香港の政策担当者は、香港では法人税率が低く、また資本当たりの利益率が高いため、香港企業の利潤率は他の経済の企業に比べ高い、という主張を繰り返している<sup>(57)</sup>。資本生産比率 (付加価値/資本ストック) で測った利潤率が、他国に比べて高い水準にあったのかどうかについては、データの制約から確認できない。しかし、企業税率の低さが、企業から政府の間への所得移転を抑えたという意味で、企業利潤率を高めた、という点は確かだろう。

また第2節で見たように、企業形態は有限化形態を選好する方向に進む一方で、株式の公開化は極力さける方向にある。つまり、企業外への配当支払いという形での資金の流出を必要としない企業形態が1980年代までは主流であった。こうした企業の経営形態の選択も、企業の内部の資金余剰を高く保つようにはたらいた。

## (3) 減価償却

日本およびいくつかの途上国では減価償却に対する税制の優遇が有力な資金調達源となったことがしばしば指摘される。しかし、香港においては第1節で指摘したように、有力な資金調達源としては機能しなかった。香港の会計原則によれば、減価償却の対象となる固定資産には、通常の機械設備、不動産 (建物) に加え、土地の使用権も含まれる。この土地の使用権の扱いが、



他の経済にはない特殊な要因である。通常、土地の取得は永久的な所有権の確保を意味するため、償却可能な資産の対象とはされない。しかし、香港においては土地の所有権は、すべてイギリス女王に帰す形となっている。このため、市場で売買されるのは占有期間が有限の土地使用権となっている。また、香港は1997年に中国への返還を控えており、それ以降の土地使用権の保護が不安視されてきた。このため、土地使用権についても、償却対象とするべきであるという認識が広がっていた。実際、97年を限度とする償却資産として会計処理されていたこともある。しかし、一般的には決算時に50年以上のリース期限のある土地に関しては償却されない。土地使用権の償却は、それほど一般的ではなかったが、これが企業のキャッシュ・フローを拡大させる、香港独特の一つの方法であったとはいえる。しかし、第1節で指摘したとおり、償却期間が長くキャッシュフロー拡大の効果も薄かった、と推測される。

この点については、第1節でふれた多角化問題報告書に同様の指摘がある。ここでは、この土地使用権が有限であることは、企業のキャッシュフローを圧縮させるように作用している。イギリスから中国への租借地である新界・九龍に所在する企業は、回収に時間のかかる長期・大額投資を避ける傾向が強かったという<sup>58)</sup>。ただし、これは1984年に香港の中国への返還が決定される以前の状況である。中英合意およびその後制定された香港基本法では、土地契約の継続性について1節をもうけ、返還後50年間の不変を確認している。

### 3. 資金調達構造の推計

#### (1) 過去の推計

香港企業の財務構造に関する研究は、データ上の制約のため、限られたものになっている。このため、これに替わるものとして、財務構造自体の推計がこれまで試みられている。

企業の資金調達がどのような調達源からまかなわれているかについて、フ

ローのレベルでの推計が以下のようにいくつか試みられている。フレリス (Freris: 1991) は、恒生指数を構成する33企業について、財務諸表から資金調達構造を推計している。ここで扱った産業は、(1)商業・製造業、(2)不動産業、(3)公益企業、および(4)全体の四つの分類について、期間は1983年から87年にかけての平均について、借入・内部留保・増資の三つの資金調達方法の構成を推計している (表5)。

これによると、借入の役割に関しては産業ごとに異なる性格が見られた。商業・製造業のグループにとっては、借入は全体の約4割を構成する重要な資金調達手段であるのに対し、不動産業はこの時期、債務は負の値、つまり返済額が借入額を上回っていた。また、公益企業の借入依存度は約2割である。「借入」が産業ごとに異なる特徴が見られるのに対し、「内部留保」の役割が大きく、どの産業に関しても資金調達の3割以上を占めている。また増資は相対的に重要度が低い<sup>(59)</sup>。

また、ストックのレベルでの資本構成については、総資本または総資産に占める借入の比率についての推計がある。フレリスは、上記のフローの推計と同時に、長期借入金に占める比率を計算している (表5)。これによれば、負債資本比率が最も高いのは、フローレベルでは返済が上回っている不動産業である。そして、公用企業の負債比率が最も低く、平均で25.1%となっている。

また、イップ・ホープウェル (Ip and Hopewell: 1987) は、上場企業123社

表5 恒生指数構成企業の資金調達源 (1983~87年の平均)

	フロー							負債資本比率 (%)
	調達総額	金融機関借入	内部留保		増資			
			(%)	(%)	(%)	(%)		
商業・製造業	43,976.5	16,978.4	38.6	15,340.6	34.9	11,657.7	26.5	28.4
不動産業	11,657.7	-22,773.2	-195.3	9,254.1	79.4	25,176.8	216.0	30.9
公用企業	13,712.0	2,654.6	19.4	6,729.0	49.1	4,328.4	31.6	12.6
合計	69,346.4	-3,140.2	-4.5	31,323.7	45.2	41,162.9	59.4	25.1

(注) 負債資本比率は、長期借入金/総資本額。

(出所) Freris, A. F., *The Financial Markets of Hong Kong*, Table 4.14, p.121.

の財務諸表を用い、1970年から84年の14年間にわたる負債/資本比率の推計を行っている<sup>(60)</sup>。この研究によれば、負債資本比率は70年の34%から84年の46%へと増加している。この時期、上場企業は外部資金への依存度を高めていたのである。

ブラウン (Brown: 1981) もこれと同じ考え方で、マクロ・レベルでの推計を行っている。ブラウンは、産業センサスの資本ストックとそれに対応する銀行融資残高の比率をとり、負債資本残高として推計した。これによれば、平均で銀行融資は3割、自己資本は7割となっている。ブラウンはこの自己資本比率の高さを、香港人の企業家精神の高さと低い税率とが、内部留保など内部資金を高水準に引き上げた結果、と解釈している。また、こうした内部資金の一部として親戚・知人からの出資・借入の役割も見逃せないと指摘している<sup>(61)</sup>。

以上の推計の結果によれば、香港企業の資本負債比率はおおよそ3割前後ということになる。これは、戦後の日本経済において、自己資本・総資本比率(1-資本負債比率)が3割前後で推移してきたのと対照的である。

以上は、財務データの入手可能な上場企業に限られている。中小企業に関しては、信頼できるデータは不在であるという前提から、数量的な分析の試みはほとんど行われていない。したがって、香港人企業の特色として、よくいわれる「所有と経営の一体化(未分離)」、家族経営的な特徴が強い、また、短期志向経営である」といった性格がどれほど一般性のある議論なのかについては、企業数のうえで圧倒的多数を占める非公開企業の動向を知る必要がある。しかし、前述のように中小企業個々のレベルでのデータは入手困難である。このため、本章ではマクロレベルでの動向を推計する。

## (2) 推計方法と結果

ここでは、フレリスがフローの調達源の構成の推計に用いた考え方を援用し、マクロレベルでの投資資金の調達源別の構成比率を推計する。したがって、香港経済全体の資金需給表のうち、供給側だけを見ることになる。具体

的には、国民所得統計での投資額を総計額として、外部資金である証券市場、銀行融資、その残差となる内部資金および非金融機関信用の三つの経路からの調達額を推計し、各要素の構成比率を採るものである。

データは次のものを用いた。まず、全体の総和と仮定する（コントロールトータルとする）投資総額としては、国民所得統計の総固定資本形成と在庫投資を足し、さらに公共投資を引いたものを用いた。外部資金のうち、証券市場からの資金調達額の推計は、発行済み証券残高について、期末値（翌年期初値）から期初値を引いたものを用いた。1976年の香港証券取引所統合後について、発行済み証券残高の連続的な統計が得られる。それ以前については、ガオ（Gao: 1992）の推計による隔年の新規発行・増資額の系列の3年移動平均を用いた<sup>62</sup>。銀行融資額に関しては、公式に発表されている銀行部門の融資残高から、金融機関間融資、証券ブローカー向け融資そして消費性の強いクレジット・カードおよび個人消費目的の融資の残高を差し引いたものについて、証券市場の場合と同様に、期末残高から期首残高を引いたものを用いた<sup>63</sup>。

この方法に関しては、いくつかの点に留意しなければならない。第1に銀行融資に関してであるが、1年間の融資残高の差を採っているため、短期に回転する融資は計上されていない。一方で、コントロールトータルである投資総額には在庫投資を加えている。このため、銀行融資額の比率が過少推計になる可能性がある。

第2に、海外直接投資の形で流入する資金は、以上の資金源とされる項目には含まれない。この海外直接投資資金に関する系列もまた入手できない。第2節で見たように、香港の貯蓄—投資バランスは1967年以降、貯蓄超過で推移している。このため、ここでは67年以降は海外直接投資は、資金供給源としての重要性が相対的に低く無視することができるとした。

第3に、また前述のように知人・親戚からの資金供給の役割が大きかったことも常に指摘されている。しかし、こうした非金融機関からの信用については把握できない。ここでは内部資金とともに残差のなかに含まれている。

表6 マクロの投資額とその資金調達割合の推計

	総投資 (100万HKドル)	調達方法					
		外部資金				内部資金 (残差)	
		証券市場 (100万HKドル)	(%)	銀行融資 (100万HKドル)	(%)	(100万HKドル)	(%)
1966	3,429	70	2.0	337	10	3,022	88
1967	2,699	68	2.5	-74	-3	2,705	100
1968	2,394	117	4.9	568	24	1,709	71
1969	2,854	312	10.9	1,737	61	805	28
1970	4,332	636	14.7	1,434	33	2,262	52
1971	5,926	1,462	24.7	1,657	28	2,807	47
1972	6,858	1,948	28.4	3,983	58	928	14
1973	8,388	1,691	20.2	5,041	60	1,656	20
1974	9,737	1,108	11.4	6,771	70	1,858	19
1975	9,743	1,284	13.2	-4,916	-50	13,375	137
1976	13,123	1,207	9.2	3,451	26	8,465	65
1977	16,487	857	5.2	6,229	38	9,401	57
1978	20,338	0	0.0	8,614	42	11,724	58
1979	30,962	7,203	23.3	11,573	37	12,186	39
1980	43,033	8,027	18.7	22,071	51	12,935	30
1981	52,051	8,605	16.5	32,299	62	11,147	21
1982	48,717	8,618	17.7	34,087	70	6,012	12
1983	45,146	7,831	17.3	13,697	30	23,618	52
1984	51,954	2,767	5.3	7,931	15	41,256	79
1985	50,060	5,430	10.8	3,664	7	40,966	82
1986	65,299	7,655	11.7	16,817	26	40,827	63
1987	90,581	6,692	7.4	44,468	49	39,421	44
1988	116,878	7,315	6.3	74,082	63	35,481	30
1989	122,265	8,888	7.3	94,091	77	19,286	16
1990	140,073	9,080	6.5	71,355	51	59,638	43
1991	161,528	11,570	7.2	96,222	60	53,736	33
1992	200,201	14,833	7.4	76,790	38	108,578	54
1993	235,763	13,752	5.8	111,353	47	110,658	47

(注) 総投資 = 総固定資本形成 + 在庫投資 - 公共投資。

銀行融資 = [総融資額 - (金融機関 + 証券ブローカー + クレジットカード + 私用 + その他)]  
の増分。

銀行の定義の範囲によって三つの時期に分かれる。

証券市場 = (1976年以前)Gaoの推計, (1977年以降)発行済み証券の増加分の3年移動平均。

(出所) *Revised Estimates of Gross Domestic Products 1961 to 1993*, August 1994.

*Hong Kong Annual Digests of Statistics*, various issues.

Gao, Sheldon Chaosheng, *An Analysis of the Hong Kong Stock Market*, Ph. D., Thesis at Cornell University, 1992. (Gaoの推計の原典) 『香港経済年鑑』香港: 経済導報社。『香港年鑑』華僑日報, 香港。

*Fact Book*, 1986, 87, 88, 89, 92, 93, 94年版, The Stock Exchange of Hong Kong Ltd., Hong Kong.

推計結果については、表6に示したとおりである。証券市場、銀行融資、内部資金と非金融機関信用のそれぞれの構成比率は安定的とはいえない。そこで、表7に示したように、各項目の構成比率についていくつかの期間に関して、平均と変動係数を採った。

ここから、次の2点が明らかになった。まず、(1)時代とともに、内部資金などへの依存度が低下し、外部資金のうち、銀行からの借入に対する依存度が高まってきた。構成比率の平均については時代の変遷による変化が見られる。1966年から76年にかけては、内部資金および非金融機関信用が6割近くを占め、それに次ぐのは銀行融資であった。77年以降になると、銀行融資の比率が拡大し、内部資金などとほぼ同じ比率となっている。そして、株式市場からの調達比率はわずかではあるが低下しているのである。

一方、(2)変動係数の動向から、内部資金はここで検討した三つの資金調達源のうち、最も安定的な資金源であったことがうかがえる。変動係数はそれぞれの調達源の安定性を示していると考えられたが、ここではすべての時期に関して、内部資金および非金融機関信用の変動係数が最も低いことがわかる。

この2点から、1966年から76年にかけては、その占める割合、調達額の安定性ともに、内部資金および非金融機関信用の役割は非常に大きなものだった。

表7 資金調達手段の構成比率とその変動

		外部資金		内部資金
		証券市場	銀行融資	その他
標準偏差	1966-93	0.0712	0.2646	0.2854
	1966-76	0.0823	0.3332	0.3716
	1977-93	0.0607	0.1820	0.1938
平均(%)	1966-93	11.3	38.6	50.1
	1966-76	12.9	28.8	58.3
	1977-93	10.3	45.0	44.7
変動係数	1966-93	0.6298	0.6852	0.5699
	1966-76	0.6371	1.1588	0.6370
	1977-93	0.5920	0.4045	0.4332

(出所) 表6をもとに筆者が計算。

たといえる。これが、77年以降になると、銀行融資への依存度とその安定性が共に上昇し、内部資金とほぼ同じになっていた。そして、証券市場からの資金調達も、10%強の比率で推移している。

#### 4. まとめ——安全志向の信用市場と自己資金・ 個人間信用への依存——

結局、工業化の過程で香港企業はどのように資金調達をしてきたと考えられるのだろうか。これまでの検討から以下のように結論づけられる。

まず、香港では成熟した金融市場が工業化以前から発達していた。しかし、企業への資金供給に関しては安全性を重視し、担保の弱い案件には資金を回さない、という保守的な融資原則が貫かれてきた。金融システムの安全性の維持が優先され、工業化による成長を促進する作用は果たさなかった。

こうした金融システムの姿勢に対して、企業側はどのように対応したのだろうか。本節の簡便な推計から、次のような特徴がうかがえる。まず、香港では工業化開始以降も、企業の資金調達においては企業内部の資金および非金融機関間の信用に大きく依存した。これは、額の大きさだけでなく、調達源としての安定性についても、内部資金と非金融機関信用への依存度は高かった。また、銀行融資に関しては、まず1960年代から70年代にかけては、その依存度が小さかっただけでなく、安定性を欠いた資金調達手段であったといえる。これは、前2節でふれたように、香港の銀行が商業銀行原則を維持し、企業の投資資金の融資の拡大には制限的な姿勢を貫いてきた、という事実と整合的である。

しかし1970年代以降銀行融資の性格は大きく変わり、安定的で相対的に大きな額を供給する資金調達源になったのである。証券市場については、1割前後の比率を維持しており、企業にとっては追加的な資金調達の場であったといってよいだろう。すなわち、香港経済においては、その急速な成長にもかかわらず、企業の成長の原資は自己資金で、という原則が維持されてきて

いた。

## おわりに

最後に以上の検討から香港企業の資金調達の特徴として明らかになった点を整理する。

まず、香港の金融システムと工業化の関係である。香港の金融市場の発展は早く、工業化に先んじて成熟していた。しかし、金融システムの安全性が優先され、工業化を支援する形には作用してこなかった。その結果、企業家がアクセスできた資本は、自分自身の資産と信頼関係とによって可能になる範囲であった。そして、自分の資本の範囲で経営を行い、なるべく資金を固定化させるような投資は避け、自分の資本の範囲内で経営を行う、行動パターンが強くみられた。これは、60年代の「包絡線上の成長」というパターンに典型的に現れていた。企業家は、金融市場からも「自由放任」され、自分の持っている資産の範囲で信用を受けることができたのである。とはいっても、企業内部でまかないきれない額の資金が必要になったとき、家族や知人、または取引関係にある企業からの信用がそれを補完していた。

中小企業が無数に発生することができた要因としては、次の2点を検討する必要があるだろう。まずは、起業の際に必要な資本額の小ささである。これは、製品の市場とそれを作るための技術的な制約によって決まってくる。もうひとつは、どのように最初の資産を手に入れたかである。ここではふれなかったが、香港の企業は、資本と経営が一致し、経営の目標は、企業の所有者である家族の効用を最大化するという性格が強く見受けられる。証券市場への上場に消極的な理由も家族の資産に関して情報のディスクロージャーを嫌うためによる面が強い。この中小企業の活動の背後にある家族・家計への資産の蓄積メカニズムが、自由放任の下での資本家のパラダイスを作った要因として見逃せない役割を果たしていた。



- 注(1) 「自由放任」と形容される、香港政庁の経済政策が果たした役割については、本書第4章、大橋英夫論文を参照されたい。
- (2) Worronof, Jon., *Hong Kong-Capitalist Paradise*, Hong Kong: Heinemann Asia, 1980.
- (3) 家計の所得分布の変化をジニ係数で見ると、1990年代初めまでは、次のように平等化の傾向が見られる。1966年に0.48, 76年に0.44, 86年0.43, 91年に0.43。Chau, L. C., *The Lesson of East Asia: Hong Kong A Unique Case of Development*, World Bank, 1993, Table 1.
- (4) 香港の工業化の過程を概観したものとしては以下がある。小島麗逸編「香港の工業化：アジアの結節点」アジア経済研究所、1989年；宮田満「香港工業の発展と構造」所内資料、経済協力調査室No.51-3, アジア経済研究所、1976年。
- (5) Szczepanik, E. F., “Financing the Post-war Economic Growth of Hong Kong,” *Far Eastern Economic Review*, Dec. 20, 1956, pp.781-783; Szczepanik, *Economic Growth of Hong Kong*, London: Oxford University Press, 1958.
- (6) 香港の企業形態は、英米法のそれに習っている。具体的には、会社法 (Company Law) の規制を受ける公開会社 (Public Company) と私会社 (Private Company), パートナーシップ法の規制を受けるパートナーシップ (Partnership), および個人企業 (Sole Proprietorship) がある。パートナーシップは日本の合名会社に近い。
- (7) Committee on the Industrial Bank, *Report of Industrial Bank*, Hong Kong: Hong Kong Government, 1960, p.5.
- (8) 宮田満「香港工業の……」6～8ページ。このなかの第2図は、この包絡線を見事に図示している。
- (9) 東亜銀行については、Sinn, E., *The Bank of East Asia 1919-1994*, Hong Kong: 1994, pp.97-103. 香港上海銀行については、King, F. H. H., *The History of Hong Kong and Shanghai Banking Corporation*, Cambridge: Cambridge University Press, 1991, Vol. 4; Jao, Y. C., “Financing Hong Kong’s Early Postwar industrialization: The Role of Hong Kong and Shanghai Banking Corporation,” King, F. H. H. ed., *Eastern Banking*, London: Athlone Press, 1983, pp.545-574.
- (10) 当時の製造業向け金融を論じたものとして、以下がある。Carruthers, M.G. “Financing Industry,” *Far Eastern Economic Review*, February 24, 1966, pp.367-376; Grahams, P. A., “Financing Hong Kong Business,” *Far Eastern Economic Review*, April 17, 1969, pp.144-154; Grahams, “Hong Kong’s Banks and Financial Institutions,” *The Banker*, Vol. 120, July 1970, pp.747-

752; Jao, Y. C., *The Banking and Currency in Hong Kong*, Macmillan, 1974. また香港上海銀行の製造業融資の果たした役割については、既述の、Jao, “Financing Hong Kong’s……”; Grahams, “Financing Hong Kong ……”; Grahams, “Hong Kong’s Banks……”; Saunders, J. A. H., “The Hong Kong and Shanghai Banking Corporation,” によっている。ちなみに、Saunders, Carruthers は香港上海銀行の役員、Grahamsはチャータード銀行の役員というように、以上の分析は銀行関係者自身のものである。

- (11) Saunders, “The Hong Kong…….”
- (12) Jao, *The Banking*……, p.344, n.28.
- (13) Carruthers, “Financing Industry.”
- (14) Jao, *The Banking*……, p210.
- (15) Grahams, “Financing Hong Kong…….” 資本金の規模別分布の変化については次節を参照。
- (16) Grahams, “Hong Kong’s Banks…….”
- (17) 中華廠商連合会名誉会長の莊重文は、製造業者への資金供給を専門に行う恒常的な組織の必要性を訴える演説のなかで、次のような指摘をしている。「香港の製造業が特定の産業に集中しがちなのは、短期運転資金への供給が不安定なために起きている。つまり、運転資金の不足に悩む中小企業は、資金回収を早めるために利潤率・回転率の高い業種に盲目的に集中してしまう。製造業専門銀行の融資によって、この運転資金の供給が安定化すれば、香港の製造業の多角化も可能になる」。「経済導報」総1462期、1976年3月31日、29ページ。
- (18) 香港政庁の公共政策の歴史におけるマクルホーズ期の特徴に関しては、本書の第4章大橋英夫論文を参照されたい。
- (19) この中小企業融資計画の経緯と失敗の原因については、次を参照されたい。渡辺真理子「香港における政策金融の試み——1945～96年——」未発表稿、「アジア経済」掲載予定。
- (20) Advisory Committee on Diversification, *The Report of the Advisory Committee on Diversification 1979*, Hong Kong Government Printer, 1979.
- (21) Kie Ann, Wong, “The Hong Kong Stock Market,” Ho, Scott and Wong eds., *The Hong Kong Financial System*, Oxford University Press, 1991, p.219.
- (22) Advisory Committee on Diversification, *The Report of*……, 229パラグラフ.
- (23) *Ibid.*, 189パラグラフ.
- (24) 銀行以外の金融機関としては、貯金受入会社 (Deposit Taking Company) その他の金融会社がある。貯金受入会社のなかには、1970年代の企業の株式公開化に対応して、証券引受け、シンジケートローンのアレンジ、財務顧問、投資やリースのアレンジなどを行うマーチャント・バンク機能を果たすものが

増えた。また後者は、預金者から定期預金を集め、株式や不動産などの資産市場で運用する業態が主であった。こうした金融機関は、株式公開化を進めた企業は全体の比重からみれば少数にすぎなかったこと、非金融企業への直接融資は行わなかったことから、ここで対象としている中小企業の資金調達に与えた影響は限られたものだったといえる。

- (25) Advisory Committee on Diversification, *The Report of……*, 280パラグラフ。
- (26) *Ibid.*, 317パラグラフ。
- (27) *The Banker*, Vol. 120, July 1970, pp.739-740.
- (28) 洪川「香港小型工業資金信貸の問題」(『経済導報』総1813期, 1983年5月16日), 11~13ページ。具体的には利子率と為替の変動を平準化するための基金を、政庁・銀行・工業界の出資によって作り、工業部門へ低利の融資を行う、というものであった。しかし、この案に対して銀行は、製造業融資は季節性が強く、少額の案件が多い、ということからリスクが大きいとして、出資を渋り結局導入は見送られた。
- (29) Hong Kong Junior Chamber of Commerce, *A Survey on the Diversification of the Hong Kong Economy*, Hong Kong, 1983.
- (30) 固定利率資金の利用が不可能であった、という問題は、一貫して存在していたと考えられる。しかし、この時期より以前にこの点について触れた記述はなかった。
- (31) これは、1947年から60年までは香港政庁の推計、61年以降は、香港政庁統計処の発表したGDP統計から計算したものである。Chou, K. R., *The Hong Kong Economy - A Miracle of Growth*, Hong Kong: Academic Press, 1966, Table 10, 21から推計; Census and Statistics Department, *Estimates of Gross Domestic Products 1961-94*, Hong Kong, 1995.
- (32) Sczcepanik, "Financing the Post-war……," pp.140-143およびTable 46.
- (33) *Ibid.*, p.143.
- (34) 企業・家計・政府・外国貯蓄の部門別の投資・貯蓄バランスが得られれば、より正確な資金循環の動向がつかめるが、ここでは検討できなかった。
- (35) この点について検討した研究として以下のものがある。工業化を支える形の金融システムとはどのようなものか、という視点から論じたものに、寺西重郎『工業化と金融システム』東洋経済新報社、1991年、第2章がある。また、高橋亀吉『日本近代経済発達史』東洋経済新報社、1973年、第2巻第4章第5節では、西欧の資本蓄積の主体が「個人企業」であったのに対し、日本では「会社企業」であったという対比をしている。香港の場合は、後述のように企業は個人もしくは企業の代理人という性格が強い。
- (36) 会社とパートナーシップの差については、Stott, V., *Hong Kong Company Law*, 2nd ed., London: Pitman Publishing, 1988, p.13.

- (37) 香港政庁は1970年代後半から産業サーベイを行っている。ここから企業を、(1)証券市場上場が可能な公開会社(public company), (2)情報開示に一定の免除規定がある私会社 (private company), (3)単独経営 (sole proprietorship), (4)パートナーシップ (共同経営) の四つの形態に分類した統計が得られる。この調査が対象とする産業は、製造業 (manufacturing), 商業 (wholesale, retail, import/export trades, restaurants, hotels), サービス (storage, communication, financing, insurance, business service), 運輸 (Transport and Related Services), 建設・不動産 (building, construction, real estate) である。Survey of Industrial Production, Hong Kong: Census and Statistics Department, various issues; Survey of wholesale, retail, import/export trades, restaurants, hotels, Hong Kong: Census and Statistics Department, various issues; Survey of storage, communication, financing, insurance, business service, Hong Kong: Census and Statistics Department, various issues; Survey of Transport and Related Services; Survey of building, construction, real estate, Hong Kong: Census and Statistics Department, various issues.
- (38) 建設・不動産業に関しては、企業形態別のデータが利用できない。このため、ここには含められなかった。
- (39) 私会社は、会社形態をとるものの、株式を公開しない形態をいう。株式の譲渡および販売に制限があり、年度収益の帳簿を公開する義務が免除される。Stott, V., *Hong Kong Company*……, p.5.
- (40) この変化については、母数となる企業数の性格の影響も考慮したほうがよい。香港は企業登記が非常に簡便で、ペーパーカンパニーの設立が多い。1980年代以降、小規模企業が増えていることの大きな原因として、この中国進出その他の需要からのペーパーカンパニーの増加があると考えられる。
- (41) この理由としては、例えば、1960年代までの繊維産業主導の工業化期に一定レベル以上必要とされていた資本金が、60年代末以降は繊維産業よりも低額資本の産業に転換したか、資本節約的な技術変化が起こったとも考えられる。しかし本章では検討しない。
- (42) 利潤の上昇およびコストの低下の原因としては、中国への進出による労働コストの削減が存在すると思われる。しかし、この際も企業の加工度 (付加価値の付加率) には変化がなかったため、付加価値率・コスト構造に大きな変化がなかったと想像される。
- (43) 香港の金融市場については、以下を参考にした。Jao, *The Banking*……, 第8章; Freris, A. F., *The Financial Markets of Hong Kong*, London: Routledge, 1991; Ho, Scott and Wong, *The Hong Kong Financial System*, Hong Kong: Oxford University Press, 1991; Ghose, T. K., *The Banking System of Hong Kong, 2nd ed.*, Hong Kong: Butterworth, 1995.

- (44) Kie Ann, Wong, "The Hong Kong Stock……," Chapter 10, pp.216-219.
- (45) Gao, Sheldon Chaosheng, *An Analysis of the Hong Kong Stock Markets*, p.25, n.13.
- (46) この点を改善するために1988年に証券法改正によって、次の点が求められるようになった。(1)全発行株式の10%以上を所有する株主の名前の公開, (2)同じく1%以上が取り引きされる場合には、株主から会社へ通告する, (3)会社の役員およびその家族は、自社株の取り引き内容を公開する, (3)会社は、独自に自社株主の内容を調査することができる。藤井則彦「香港の会計について(3)」(『経済経営論叢(京都産業大学)』第25巻第4号)4ページ。
- (47) この点については、以下の研究も同様の結論を示している。香港においては、株式市場の発展はあくまで、需要つまり投資家側の条件の変化に左右されていた。そして、企業の資金調達を支えるという形での経済成長の必要条件としては機能していなかった、としている。He, Dong, *The Stock Market and Industrial Finance in Economic Development: The Case of Hong Kong*, unpublished Ph. D Thesis, Cambridge: University of Cambridge, 1993.
- (48) 金融機関の発行する債券からの利子所得が非課税であるのに対し、非金融機関の発行する債券に対しては課税され、特に機関投資家が非金融機関債券の保有を嫌っていた。しかし、香港政庁は、1989年には非金融機関債券からの利子所得に対する源泉課税を廃止し、債券発行を促進させる姿勢をとったのである。
- (49) 経済発展において金融機関が果たす役割としては、二つの相反する機能がある。まず、金融機関として金融システムの安全性を確保する。もう一つが、産業化の源資となる資本もしくは信用を供与するという役割である。日本・韓国をはじめとする後発国では、後者の役割がクローズアップされることが多い。しかし、こうした産業振興型の融資は金融システムのなかでの資金の固定化を意味し、往々にして金融システムの安全性を脅かす。  
Jaoは、香港上海銀行の融資内容について、それが産業銀行的なものであったか否かを検討している。彼の結論は、当該銀行は1960年代後半より産業融資に積極的ではあったが、これはあくまで商業銀行の信用供与の延長の範囲での融資であり、長期産業銀行と呼べるような姿勢の転換はなかったとしている。Jao, "Financing Hong Kong's……," pp. 545-574.
- (50) これについては、渡辺真理子「香港における政策金融の試み……」を参照されたい。
- (51) 長期融資に関しては、不動産などの担保がある場合に限られていた。中小企業に対しては、住宅・工場などの取得のための融資を行い、その物件を担保に事業に対しても信用をつけるということもあった、という。
- (52) Ghose, T. K, *The Banking System of Hong Kong*, 2nd ed., 1995, Butter-

- worth, p.22.
- (53) Ibid., p.227.
- (54) Sit and Wong, *Small and Medium Industries in a Export Oriented Economy: The Case of Hong Kong*, Hong Kong: Centre of Asia Studies, University of Hong Kong, 1989, Table 13. 2.
- (55) 1996年6月3日, 中堅プラスチック企業の董事へのヒアリングより。この時点での「私的信用」の利率は1か月1%が平均的な水準で、このときファクタリングの相場では1.5%であった。この企業は相対的に長い歴史をもち、董事自身は、製造業者の代表的な業界団体である中華廠商連合会の会董もつとめている。こうした私的信用は、経営技量の未熟な企業の応急措置的なものとはいえない、と推測できる。
- (56) Sit, V. F. S., Wong S. L. and Kiang, T. S., *Small Scale Industry in a Laissez-faire Economy*, 1979; Sit and Wong, *Changes in the Industrial Structure and the Role of Small and Medium Industries in Asian Countries: The Case of Hong Kong*, Tokyo: Institute of Developing Economies, 1988.
- (57) 例えば、1970年代初期の財政長官であるコパースウェイト (Sir John Cowperthwaite) の発言。 *The Banker*, Vol. 120, July 1970, pp.739-740.
- (58) Advisory Committee on Diversification, *The Report of……*, 318パラグラフ。
- (59) Freris, A. F., *The Financial Markets of Hong Kong*, London: Routledge, 1991, pp.119-126.
- (60) Ibid., Chapter 4 およびp.120, n. 25. 原論文は、Ip, Y. K. and M. I. Hopewell, "Corporate Financial Structure in Hong Kong," *Hong Kong Journal of Business Management*, No.5, pp.21-31, 1987.
- (61) Brown, H. W. C. L., "Finance for Industry in Hong Kong - Past Experience and Future Prospects," *Hong Kong Manager*, May 1981, pp.8-13.
- (62) Gao, *An Analysis of……*, Table 2. 3.
- (63) 銀行融資残高の系列に関しては、制度改革の影響で1978, 81年の2時点では不連続になっている。78年以前に関しては、銀行から貯蓄受入会社への融資を分離することができない。また、貯金受入会社からの融資は計上されていない。78年からは貯金受入会社向けの融資を分離することが可能になり、81年からは貯金受入会社自体の融資残高が全体に加えられている。(Census & Statistics Department, *Annual Digest of Statistics 1983*, p.113および1978, Table 9-5)