

第 2 部

混合所有下のコーポレート・ガバナンス

第4章

「政府リスク」回避の手段としての 民営化

中国家電企業の資本構造と企業行動

はじめに 中国企業のガバナンスは大丈夫か？

唐突であるが、最初に中国以外の国の事情に触れてみたい。1997年のアジア通貨危機以降、危機を経験した国について、危機の原因を探る動きからも、そこで企業統治がいかに行われているかに対する関心は高まった。特に欧米の投資家が、アジア通貨危機によって大きな痛手を受けたこともあり、欧米の研究者の研究成果がつぎつぎと発表されている。その結果、アジアの企業、特にインドネシアなどの東南アジア企業の資本構造は「特殊」であったという指摘がなされるようになってい¹。こうした研究は、上場企業の同じ株主でありながら、創業者家族（＝オーナー経営者）が、少数株主を「収奪」していると指摘している。

以上の研究成果を紹介したEconomist誌は、「(しかし、)海外投資家は、楽観的である。というのは、中国大陆の企業は、東南アジアの華人企業とまったく異なる。中国大陆の国有企業については、創業者一族が経営権を手放すのを拒否することを心配する必要がないからである。なにしろ国有企業は「全人民」に所有されて

¹ Classens, Djankov, Lang, “The separation of ownership and control in East Asian corporations,” *Journal of Financial Economics*, 58, 2000, pp.81-112. Faccio, Lang and Young, “Dividends and expropriation,” *American Economic Review*, Vol.91, No.1, 2001.

² *The Economist*, “Asian Business Survey,” April 7, 2001

いるからである」という²。本当にそう言えるのであろうか。この点を本稿では考えてみたい。

中国の国有企業改革の歴史は、全人民所有制から、請負制、所有権の確定、民営化などと、資本構造に関わる制度の変更の歴史でもある。本稿では、こうした制度の変更は、企業の資本構造を通じて企業のパフォーマンスに影響を与えたのではないかと考える。企業の資本構造とは、第一義的には企業は誰から資金を調達しているかを示すものである。しかし、実際には資金の出し手には、どのように利益を分配するか、それがプロジェクトが失敗した場合にはどのような責任や意思決定権を持つか、という権利が与えられている。これにより、企業、経営者の行動を統治（governance）する機能を持っている。

この点を具体的に見るために、競争激しい家電業界の3社の事例を検討する。

第1節 企業統治と経営戦略の関係

企業の優劣や経営の問題点を論ずるとき、さまざまな視角がある。ここで取り上げる企業統治の問題の他にも、経営戦略の問題、経営者の資質、組織の問題などの論点がある。こうしたいくつかの要因の相互の関係について、本稿ではバランスシートに沿って次のように整理したい。

企業が収益を確保するためには、設備や無形資産への投資、従業員の雇用や配置をしなければいけない。どのような投資を行い、どのように従業員を配置するか、という経営戦略の結果は、どのような形で資産を持つかに集約される。そしてこの結果は理想的には、バランスシートの資産側で表現されているはずである。経営戦略とは、企業がどのように収益を確保するかを示すものである。

一方そうした資産を保有するためには、資金が必要である。その資金がどのような形で調達され、誰にどのような義務を負っているかを示しているのが、バランスシートの調達側に表現されている資本構造（capital structure）である。資本構造とは、すでに書いたように、第一義的には誰から、どのような形で、たとえば資本か負債か、資金を調達したのか、単純に示したものである。しかし、こうした調達方法を表現する、資本や負債という証券には、どのように所得を分配するか（キ

キャッシュフロー権、cash flow right) どのような場合に意志決定ができるか(意思決定権、control right)を配分するが埋め込まれている。この二つの権利にしたがって、企業の行動を取り仕切る経営者に規律づけを与える。この意味で、資本構造には、企業統治のしくみが埋め込まれていることになる。そして、この資本構造、企業統治の役割は、資産側に表現されている経営戦略、またそれを決定している経営者が、利害関係者の利益を損なっていないか、をチェックすることである。資本構造は、誰が資金を提供しているのか、と同時に、誰が経営者と企業の行動をチェックすることができるのか、を示しているともいえる。

以上のように、経営戦略はバランスシートの資産側、企業統治はバランスシートの調達側に表現されている、と考えることで、企業の行動をどのように評価するべきかが明確になる。経営戦略がたとえうまくいっていても、そこに利害関係を持つひとびとの間の関係、つまり企業統治に問題があれば、やがて適切な経営戦略が選択されないようになり、企業は没落する。本稿で検討する、长虹や科龍はそうした事例である。また、当然のことながら、企業統治がまともでも、優れた経営戦略がなければ収益を確保できない。

こうした視角から、中国の家電企業3社の事例を分析する。その前に、この3社が活動している中国の家電業界の状況を整理してみよう。

第2節 大競争時代の中国家電業界

1. 大量参入から淘汰へ: 「定点生産」方式による業界管理の崩壊

中国の家電業界は、市場経済化の進む中国において、もっとも激しい競争が繰り広げられている業界のひとつである。1980年代には、冷蔵庫・洗濯機・扇風機が「新三種の神器」と呼ばれたように、一般大衆の家電製品への需要は根強くあり、普及率も急速に上昇していた。こうした家電市場の利潤率は高く、地方企業そして彼らを支持していた地方政府は家電業界への参入にどこも積極的であり、雨後のタケノコのように家電企業が設立された。しかし、中央政府はこれを「重複投資」として問題視し、なんとか管理しようとした。

具体的には、「定点生産」方式から「生産許可証制度」方式へと締め付けを強める

表1 テレビの生産・販売の推移

(単位:万台)

	生産量	販売量	在庫	生産能力	企業数(社)
1995	1898	1752	212	3700	97
1996	2075	1933	273		
1997	2520	1701	262		
1998	3268	2160	300		
1999	3528	3497	556	5000	87
2000(1-10月)	2271	2902	約600		

出所)生産量、販売量、在庫量は、『人民日報』(海外版)2000年12月31日。原出所は信息产业部の統計。生産能力、企業数は、王垂平・李凱凡「關於我国彩电工業發展的思考」(未発表稿)および新聞報道。1995年統計の原出所は、第三次工業センサス。

表2 カラーテレビの平均価格

	1996年1月	2000年6月
21インチ	2996.07元	1224元
25インチ	5252.03元	2043元
29インチ	8607.78元	3403元

出所)『人民日報』(海外版)2000年12月31日。

形をとったが、管理が完全に浸透するどころか、大量の参入と激しい競争を招く結果に終わった。1978年以降の家電生産が急激に拡大し始めた第一段階の時期、中央政府はある製品を生産する企業を特定する「定点生産」と呼ばれる方法を採用した。こうして選ばれた企業に対しては、投資資金の調達のアレンジも政府がおこなった。国家自身が投資したり、銀行の貸付枠を回したりと、具体的なプロジェクトの資金調達に直接政府が関与することで、家電市場をなんとか管理をしようとしたのである。また、基幹部品などの生産・購入も、政府が統一的な計画生産をめざして、部品における「定点生産」を奨励し、部品メーカーとアセンブリーメーカーの間の受注会議も取り仕切ったのである³。それでも、利益率の高い家電企業への参入熱を冷やすことはできず、1984年ごろには「重複建設」が最高潮に達したという。それに対抗するため、政府は「定点生産」による管理以外に、「生産許可証制度」を導入し、これに反するプロジェクトは行政的に停止させるという方式をとったのである。これが第二段階である。しかし、こうした行政的措置も実際には完全

³ 靳双良・劉世錦「我国家電工業生産拡張和集中途径的実証分析」(未発表稿)。

表3 家電企業の販売方式の変遷

	事 件	備 考
1991	自社卸網方式：広東・TCLが始める。 100キロ毎1拠点と言う販売網を構築。	当時、家電流通の大半は、国有流通企業が担っていた。国有流通企業は、(1)マーケティングもせず、(2)商品の決済は売り上げ後に行い、リスクはすべてメーカーが負担。その上メーカーに対する支払を滞らせ、「三角債」の発生源となっていた。
1997	山東・海爾：エアコン、深圳・康佳；TVがの卸網の建設を始める。大規模代理商方式（四川・長虹：TV、珠海・格力：エアコン、広東・科龍：エアコン冷蔵庫）製造特化（OEM）型（広東・格蘭仕・電子レンジ）の3つの形態が主流になる。	の長虹は、鄭百文・建設銀行と組み、鄭百文の請求書を書きメーカーが納入する「帳合」方式を取る。鄭百文は手形で商品を買ひ、メーカーのリスクは小さくなった。 のOEM型は国内での販売網の建設とブランド構築を放棄し、製造に特化する。
1998 2000	鄭百文の破綻。長虹の在庫拡大。 家電流通小売チェーンが勃興、直接取引を求める；北京・国美、江蘇・蘇寧、山東・三聯など。 流通企業によるメーカー買収（深圳・高路華）	日本の「コジマ電器」に相当する家電流通企業が、小売店チェーンを構築をもくろむ。メーカーに対しては、それまでの卸を外し、直接取引を求め、これまでメーカーが構築してきた流通ネットワークを否定。流通側が商品を買いきり、もしくはリベート方式でリスクを負担する点が新しい。 テレビメーカー・高路華は、激しい価格競争に敗れ、経営が悪化していた。卸売商が1億元あまりを出資し、新たなブランドを構築し建て直しを図っている。
2001	複数メーカーが共同で流通拠点を構築（広東・科龍と江蘇・小天鷺）	広東TCLは、一部農村部の販売網を撤収し始める。

出所) 董明珠『棋行天下』花城出版社、2000年、丸川知雄編『中国産業ハンドブック2001-02』蒼蒼社、2001年、呉阿崙「家電流通渠道博弈」(『財經』2001年10月5日号) その他新聞報道およびヒアリングをもとに、筆者作成。

に浸透させることができなかった。そして皮肉なことに、政府自身が業界を管理する意思を失った1990年代後半以降から現在にいたるまで、今度は市場が過剰生産能力の淘汰を急激に進めている。本稿でとりあげる、長虹、TCLそして科龍は、テレビ、冷蔵庫、エアコンという家電製品の市場で、この参入と淘汰の歴史を経験してきた。

2．1990年代の経営戦略の焦点：販売をめぐる模索と合従連衡

中国の家電企業の激しい競争をよくみると、その競争のポイント、戦略の焦点も徐々に変化してきている。1980年代の後半から1990年代前半にかけては、長虹が採ったように生産能力の拡大が、市場シェアと利益の拡大に結びついた。しかし、1990年代後半にかけて、「生産能力は過剰になった」と言われている。この環境の変化の中で、企業の採るべき戦略の焦点も変化した。企業が利益を上げて生き残っていくためには、企業の多方面にわたる活動のうち、特に販売をいかに効率的に行うかが中心的な課題になったのである。

2001年現在に至るまで、中国の家電企業の販売方式は、さまざまな形態について試行錯誤が重ねられてきている。現在、筆者が知る限りでは、6つの形態が確認されている（表3参照）。21世紀に入り、家電の流通の分野でも有力な企業が現われるようになっている。こうした変化により、家電企業の戦略の焦点は、より専門に特化した形での分業を進めることに移り始めているようである⁴。

3．「世界の工場」化とともに進行する中国の家電業界再編

このように中国の家電業界では、激しい競争が進行し、企業の淘汰が始まっている。この淘汰は、「勝ち組」「負け組」への二極化というよりも、一度トップを極めた企業ですら、戦略に誤りがあれば、つぎつぎと衰退していくという激しいものである。最近、とみに中国を「世界の工場」と賞賛し、世界市場を席卷する脅威のように語られることが多い。しかし、中国国内の家電産業もまた厳しい状況に置かれている。工場としての中国へ進出してくる外国資本や顧客の勢いを借りて、中国自身の家電業界も大規模な再編の時期を迎えている⁵。

こうした状況の中で、企業は重要な意思決定を迫られる状況が増えている。どのような経営モデルを採用するのかという戦略決定、それに関する投資決定、そして

⁴ この状況を指して、家電業界は「第3次ダイエット」が必要だという議論もある（青島新聞網、2001年11月10日付）。国有企業改革という枠組みの中で行われた、病院や食堂、学校といった非経営性資産の分離を第一次ダイエットとすると、第二次ダイエットは上で触れた小売流通業の台頭による販売方式の再編、そして第三次ダイエットは、アフターサービス網の切り離しであるという。1997年頃に家電業界の戦略の焦点であったアフターサービス競争が、すでに否定されはじめている。

⁵ 『北京青年報』ウェブサイト、2001年11月2日付。

表4 長虹、科龍、TCLのプロフィール

	長 虹	科 龍	TCL
設立年	1958	1984	1980
設立時の名称	第四機械工業部780廠、その後国営長虹機器廠に改称。	順徳珠江冷蔵庫廠	惠陽区電子工業公司
設立時の所有制度	国有企業	郷鎮企業	国有企業
主管部門 / 所有者の代表	設立時：第四機械工業部 1985年四川省 1987年綿陽市	順徳市容奇鎮（のちに容桂鎮）政府	設立時：惠陽区機械局 その後、惠州市工業局
所有制改革	1993年A株発行。所有権を確定。このとき、国家株は70%であったが、その後徐々に低下。	2001年鎮政府保有株34%のうち20%を民営企業に売却	1994年A株発行後、国有独資、合併、上場企業、など多様な所有制に。 1997年国有資産の授權經營となる。この時、従業員持株も確定。
集团公司の名称とその株主構成	・四川長虹電子集团公司 ・国有100%。四川省政府もしくは綿陽市政府が管理。	・広東科龍（容声）集团公司 ・鎮政府100%保有。	・TCL集团公司 ・惠州市政府90%（注1） ／惠州市政府59%、従業員が41%（注2）。そのうち、李東生5.758%、袁信成1.048%（注3）
上場企業	四川長虹電器股份有限公司（上海・A株発行）	広東科龍電器（香港株および深圳A株）	TCL通信設備股份有限公司（深圳・A株発行） TCL国際（香港上場。いわゆるレッドチップ）
上場企業の株主構成	国家株70.9%、法人株3.82%、個人株25.22%、総資本14.7億元。	広東科龍（容声）集団が14%、格林柯爾が20%、流通株	TCL通信設備：主に電話機事業 TCL国際：主にテレビ事業
集団全体の業績	売上高130億元、利潤10億元（1999）	売上高81.7億元（1999）	売上高206億元、うちテレビが118億、通信が12億、情報機器が22億、スイッチなど弱電が3億。（2000年）

出所）『中国電子工業年鑑』（各年版）各社の財務報告など。

注1 劉魯魚・楊修友「深圳TCL」（中国改革と発展報告専門家組『成長の経験 中国績優大企業案例研究』上海遠東出版社、1999年、p.250）

注2 インタビュー：TCL集団 李東生・総裁、2001年2月13日。この株主構成比の違いは、おそらく1999年TCL国際の香港上場の際に、変動があったためと推測される。

注3 TCL国際股份有限公司 2001年1月9日取締役会への報告。

経営者の交代など、いくつかの課題がある。こうした重要な意思決定は、最終的にはだれがどのように行っているのか。はたしてその意思決定は合理的なものなのか。こうした意思決定の結果の合理性と、そこへいたるまでのプロセスを誰がどのように決定しているのかに注目しながら、中国企業のガバナンスがどのように行われているのかを検討する。このとき、特に注目するのは企業の資金を誰がどのような形で出しており、その結果企業に対する意思決定と企業からの収益に対する権利をどのように分配され、そのうえで誰がどのように企業にとっての重要な意思決定をしているのか、という枠組みで考える。

事例検討の対象として、中国の家電業界の有力メーカー 3 社を取り上げる。つまり、四川・長虹（四川長虹電子集団有限公司を持株会社とし、上場会社として四川長虹電器株式会社を持つ企業グループ。以下「長虹」と総称）広東・TCL（広東TCL集団有限公司を持株会社とし、上場会社としてTCL通信設備株式会社〔略称「TCL通信」〕TCL国際ホールディングス〔略称「TCL国際」〕を持つ企業グループ。以下「TCL」と総称）広東・科龍（広東・科龍（容声）集団有限公司を持株会社とし、広東科龍電器株式会社を上場会社として持つ企業グループ。以下、「科龍」と総称する）である⁶。

第3節 長 虹

四川省綿陽市に本部を置く長虹は、カラーテレビの中国トップのメーカーである。典型的な国有企業として地方政府と密接な関わりを持ちながら発展してきた。1980年代後半から90年代に破竹の勢いで発展したのち、2000年代に入り成長が停滞し、経営者の変動があった。しかし2001年2月末現在、民営化の予定はないようである⁷。

⁶ 長虹およびTCLの事例の分析は、渡邊真理子「資本構造と企業行動 テレビ企業2社の比較から」（丸川知雄編『中国企業の所有と経営』アジア経済研究所、2002年）の議論を元に行っている。

1. 民族企業の英雄・長虹

1990年代、長虹は中国の家電企業、民族企業の雄であった。1989年8月、長虹は「反逆者」として規制価格を破ってテレビの安売りを仕掛けた。いわゆる第一次テレビ価格戦争である。当時インフレが進む中、1988年に政府が景気過熱を抑えるために、900元のテレビ消費税を導入していた。しかし、所得水準が上昇し、よりよい生活を求める一般庶民のテレビへの需要は大きかった。そこで、長虹は国家による統制価格を無視し、一台当たり350元の値下げを行った。こうして長虹は庶民の味方、民族企業の雄となった。もっとも、長虹は20万台、32億元の在庫を抱えて、現金わずか千元あまりという状態に陥っていた。運転資金を銀行から借り入れることもできず、いくらかでも現金を得るために値下げを断行したと言われている。このようにテレビメーカーが大規模な在庫を抱えている状況は、全国共通であり、結局政府も長虹の値下げを容認せざるをえなかった⁷。

このように市場の状況にあわせ、大幅な値下げを実行できた背景には、長虹が急速に生産能力の拡大を進めていたこともある。長虹は、国内のテレビメーカーで初めて、1988年に年産能力が100万台に達し、1992年には実際の生産も100万台を突破するなど、規模で国内をリードする企業となった。これは、当時の絶対的な供給不足という市場の状況に即応した対応であった。

2. 在庫の拡大と倪潤峰の去就

ところが、この長虹の快進撃も1990年代後半に変調を来す。テレビの供給と需要の関係が逆転し、市場は供給過多に転換する。表1に示したように1995年には、生産能力は販売量の2倍近くに達しており、この状況の変化は、各メーカーに戦略の転換を求めることになった。販売方式の構築に経営資源を投入する必要性に迫られるようになったのである。

長虹は、この状況に変化にも関わらず、販売に関しての明確な対応は遅れた。後

⁷ 本節の長虹についての記述は、主に次の資料に基づく。四川長虹電器有限公司年度報告（1998～2000年の各年版／同社ウェブサイト、<http://www.changhong.com>より）およびインタビュー、劉体斌・四川長虹電子集団副総経理（2000年9月16日）。

⁸ 郝燕書「国有企業の成長と衰退による産業構造変化への影響—テレビ産業の事例を中心にして」（『中国の経済構造調整と金融・財政問題』国際貿易投資研究所、2000年）。

述するように販売戦略に競争優位を求めたTCLが、1991年にはすでに独自の卸拠点網の構築を始めたのと対照的に、長虹は1996年ようやく新興の流通企業・河南鄭州百貨文化用品店（鄭百文）と提携関係を結んだ。鄭百文は、中国建設銀行鄭州支店の保証を受けた手形を振り出し、長虹の製品を買付け、小売店に対しては卸が請求書を書き、メーカーが納入する「帳合方式」で取引する戦略を取った。この三者の間で固定的な「信用三角形」を形成し、鄭百文は、長虹の生産能力のもつ規模の経済を背景に価格競争力を付けよう、という戦略だった。この提携によって、1997年には鄭百文は長虹のテレビ生産ライン 5 本分、当時の生産量の 3 割にあたる製品を買いつけ、互いに深くコミットすることになった。長虹は、その後も生産能力の拡張を続け、1997年には年産1200万台の能力を抱えるにいたったと噂された。当時の長虹としては、販売は鄭百文に任せ、自身は経営資源を生産能力の拡大に集中する戦略を取ったと考えていたのかもしれない。

しかし、この戦略は破綻する。1998年鄭百文の経営悪化が進み、99年には破綻にいたり、長虹も大幅な在庫の拡大と資金繰りの悪化に直面したのである。1998年が終わったとき、鄭百文の売上高は56%減少しており、異変に気づいた長虹および建設銀行は慌てて取引を停止した。長虹電器（上場企業）の年度報告書によると、1998年初手元にあった60億元あまりの売掛手形のうち、17億が鄭百文向けであった。しかし、年末にはこれを1億元にまで減らしている。一方、長虹自身の在庫は3500億元から7000億へと倍増した。この年、長虹電器のキャッシュフローは、136億2100万元の純流出（1998年長虹電器年度報告）となった。これは、同じの営業収入を上回り、流動資産を若干下回る規模の資金であり、極度に資金繰りが悪化したことが伺える。こうした経営悪化の責任を取ってか、倪潤峰は2000年6月に総経理を辞している⁹。

3．請負制時代の資本構造と企業統治構造の変化

長虹の発展の歴史をみると、積極的な規模の拡大が企業の成長を助けた1980年代後半から1990年代前半の「市場に即応した拡大期」、その後市場が供給過多に転換したあとも生産能力の拡大に突き進んだ1990年代後半以降の「市場の変動と乖

⁹ 渡邊真理子「中国の家電企業のビジネスモデル」（『アジア研ワールドトレンド』、2001年3月号）。

離した拡大期」に分けられる。なぜ、このような行動の変化があったのか。特に、1990年代後半以降の「過剰投資」は、なぜ起こったのであろうか。原因は多岐にわたるだろう。しかし、問題が過剰投資にあるとすれば、その投資決定に対する企業統治に何か問題があった可能性がある。こうした観点からみると、企業統治のかたちを規定する資本構成がどうなっていたのか、その関わったステークホルダーがどういう決定をしたのかが問題になる。

長虹の資本構成の変遷を整理してみよう。設立期から1980年代の半ばまでは、計画経済のもとで、企業に対して投資機会と資金がセットで分配されていた。このため、企業の投資行動を適切に導く、という意味での、企業のガバナンスという概念も存在しなかった。その後、徐々に企業の自己資金、内部資金と外部資金が分かれるようになってくる。

そして、1987年に導入された請負制は、擬似負債契約とも呼べる性格をもっていたと考えられる¹⁰。長虹は、1987年企業自主権の拡大という改革の一環として、所有者を代表する綿陽市政府との間で、利潤上納を請け負う契約を結んだ。この請負制は、企業・経営者と出資者である政府との間で、政府（出資者）に定額の利潤の支払を約束し、企業・経営者が収益の剰余を分配するという契約であった。これは、通常の株主と企業の間での契約とは異なる。通常の株主は、企業の経営が順調である限り、議決権や経営者の任命権などの意思決定権を持つ代わりに、事前に額の確定しない配当という形で所得を得る。しかし、この請負契約のもとでの政府は定額の支払を受け取る「キャッシュフロー権」とともに、企業の経営が悪化した場合には、経営者の任免権などの「意思決定権」を持っていた。長虹が綿陽市政府との間で結んだ請負契約は、キャッシュフロー権と意思決定権の形から、負債契約に近いものであったといえる。通常の負債契約は、剰余利益の処分権を企業・経営者に与える一方で、一定額のキャッシュフローの支払を固定させるというものである。こうして企業・経営者に対し、将来の支払を固定化させることで、経営者による過剰投資¹¹を許す余分な資金（フリーキャッシュフロー）を削減する効果があ

¹⁰ 渡邊、前掲書（注6参照）。

¹¹ 過剰投資とは、割引現在価値がマイナスの投資プロジェクトにまで投資をしてしまう状況を指す。一方、過少投資とは割引現在価値がプラスの投資機会のうち、資金の制約などから、投資が見送られる状況を指す。

る。そして、長虹と綿陽市政府の間の請負契約は、擬似「負債」的な機能を果たしていた可能性がある。そうだとすれば、請負制は非効率な投資を防ぐ機能を果たしていたといえる。

一方、長虹が1987年から93年にかけて、大規模な投資をおこなうことが可能になったのは、1987年に請負契約を結び、内部資金を確保できるようになったからである。この請負契約について、つぎのようなエピソードがある。請負制に移行した2年目にあたる1988年、長虹は1.97億元の利益を上げた。この年、年初の請負契約では政府への上納は4000万元で、残りの1.57億元が企業の内部留保となるはずだった。しかしこれに対して、綿陽市財政局は、「国家が大をとり、企業が中をとり、従業員が小をとる」という当時の国家の原則に照らせば、この請負契約を、国家への上納が1.57億元、企業への内部留保が4000万元に変更すべきだ、と言い出したのである。長虹側は、請負契約は法律적으로는有効であり、恣意的に変えられないとつっぱね、結局綿陽市共産党委員会、綿陽市政府に処理が委ねられることになった。そして、市委員会と市政府は、請負契約は有効であることを認めて長虹を支持する結論に達したのである。その上、請負契約の基準額を4000万元とし、その後7年間、毎年の上増率を7.2%に固定する長期契約を結んだのである。これにより、長虹は内部資金を安定的に確保することができ、生産能力の拡大が可能になった¹²。

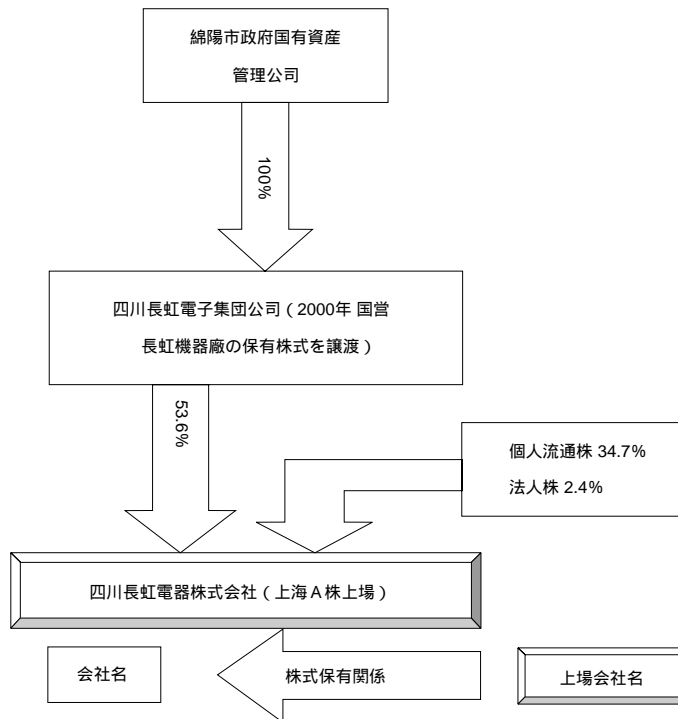
請負制が実施された1987年から1993年にかけて、長虹の生産能力は100万台を突破し、生産量は42.3万台から159.3万台に拡大している。今から振り返ってみると、その後の急速なテレビ市場の拡大をみると、この範囲での生産能力の拡大は、合理的な行動であったといえる。そして、請負契約によって、内部資金が確保でき、せっきくの投資機会を逃すことが無かった（より少なかった）という意味で、少なくとも過少投資は防ぐことができたといえる。

4. 上場後の企業統治構造の変化と政府

しかし、1994年に株式を上場して以降、統治構造が大きく変化する。そして、適切なガバナンスの主体が消滅したように見える。上場によって、政府の機能は、

¹² 陳永忠・王君邁・裴厚勤「四川長虹」(中国改革と発展報告専門家組『成長の経験 中国 績優大企業案例研究』上海遠東出版社、1999年)。p. 216

図1 長虹電器の所有構造（2000年末）



出所）筆者作成。

擬似的な債権者から通常の株主に変化した。このため、まず「負債の役割」を果たす主体が消えた。上場会社の資本構成をみると、負債比率は低く、しかも買掛金・買掛手形などの企業間信用が主である。このため、負債、特に銀行からの借入によって生じる、債権者によるガバナンスのチャンネルも消えたことになる。一方、株主の構成をみると、国家株を代表する集団会社が最大株主であり、この集団会社に株式が集中している（図1）。この最大株主に集中した所有構造、債権者が分散化し負債額がごく小さいことを考慮した資本全体の構造をみると、長虹の行動をコントロールできる発言権を持っているのは、最大株主である集団公司、およびその背景にある政府ということになる。

このとき、政府の意向が企業価値の最大化に沿ったものである限り、この体制は問題がない。しかし、長虹では、政府の意向が企業価値を減らす、もしくは少数株主の利益を損なったと思われる出来事が起きている。第一の点は、経営者の選定の問題、具体的には倪潤峰の処遇に関連する。集中した所有構造のもとで、最大株主

は、企業価値の最大化を達成するという目標に即した行動を採っているかを基準に経営者を任免する力を持つことになる。この原則は、株主自身も企業価値の最大化を目標としているときには問題がない。しかし、長虹の場合、最大株主は政府でもあり、政府としての動機が企業価値を損なう決断が行われてしまった。

前述のように、2000年6月、長虹の中興の祖である倪潤峰は総経理を辞任する。これは、おそらく鄭百文との提携が失敗したあと、在庫の拡大、資金繰りの悪化に対する責任をとったものと推測される。これは、企業価値の最大化という原則にも沿った判断であったといえる。その後、趙勇という1960年代生まれの若い経営者は、生産の調整、在庫の削減に着手した。これは、在庫の積みあがりによる資金繰りの悪化に対して、当然取られるべき対応であった。しかし、この在庫の削減が、最大株主である四川省もしくは綿陽市政府の怒りを買うことになったという。長虹の在庫調整のための減産が、四川省の工業総生産額の減少をもたらし、政府の官僚の成績を傷つけるものになったため、と噂されている。そして、2001年4月、突如倪潤峰が総経理として復帰し、追って趙勇は綿陽市政府での官職に異動になった。その後、倪潤峰はブラウン管の更なる買占め、生産拡大路線を主張していると言われている。これは、製品価格の下落、過剰設備を考えると、これは、非効率な投資、企業価値の消耗をもたらす意思決定のように見える。そして2001年は赤字転落が予想されている（2002年1月25日公告）

第二の問題は、最大株主が少数株主・外部株主に損失を与えて、みずからの利益を確保する行動を取る可能性があることである。長虹は1998年の経営困難の時期、情報の非対称性を利用し、外部から増資という形で資金を調達する一方、最大株主である集团公司に対して巨額の与信を行っている¹³。つまり、外部から調達した資金を、最大株主に流してしまっている。この操作によって1998年の経営悪化により1株あたり総資産は大きく減少しているが、最大株主に対してはこの損失に対する補填が行われたようにも見えるのである¹⁴。

¹³ 詳細は渡邊、前掲論文（注6参照）に譲る。

¹⁴ 株主としては、上場会社の資産の減少と巨額のキャッシュフローの流出により、1株あたりの資産価値が減少し、経営悪化のリスクを負っている。しかし、最大株主である集团公司は、別途関連取引を通じて、利益補填とも取れる行動が見られるのである。こうした利益補填は、もちろん一般株主には行われていない。その意味で、少数株主の利益が放置、もしくは「収奪」されたといえる。

以上のように政府が最大株主であることは、つぎのような問題をもたらした。まず政府としての目的と企業価値最大化の目標が矛盾する可能性がある。そして、所有構造が集中しているとき一般に起こり易い問題として、大規模株主が少数株主、外部株主に損失を与えて、みずからの利益を確保しようとする可能である。これらの問題を回避するためには、企業に対する政府のコミットを少なくすることが必要になる。特に第一のケースのように、株主としての政府と政府自身のインセンティブに矛盾があるとき、政府の株式保有を解消すること、つまり民営化が必要となる。

しかし、長虹については2002年2月末現在、民営化に関する動きは報道されていない。

第4節 科 龍

冷蔵庫のトップメーカーである科龍においても、1998年以降経営層の変動が続き、経営が安定しなかった。そして2001年11月には、政府保有株式の売却、つまり民営化が決定された¹⁵。

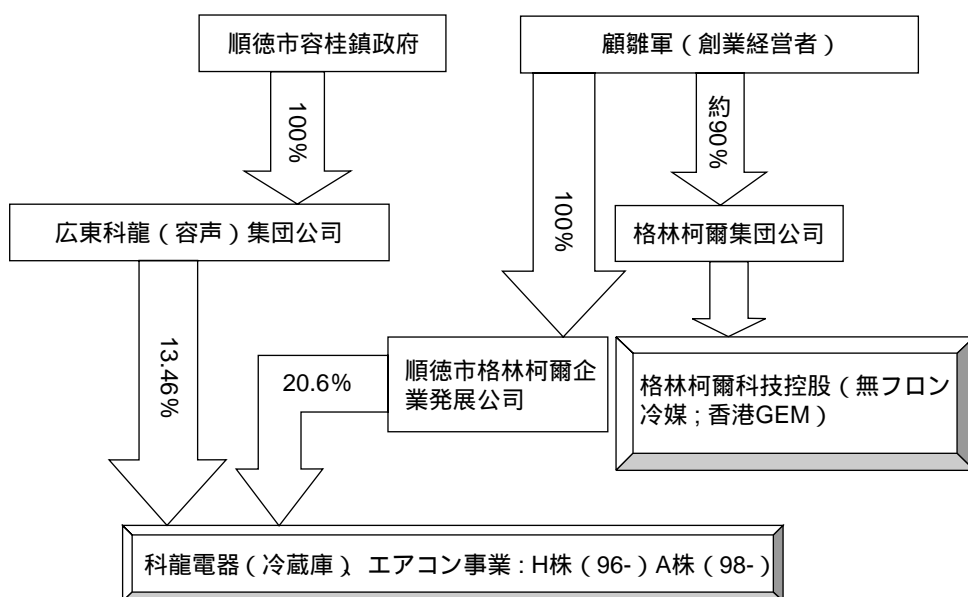
1. 科龍の創業者潘寧から王国瑞へ

広東省順徳市に本部を置く科龍は、冷蔵庫、エアコンなど冷蔵機器を得意とする家電企業である。特に冷蔵庫の市場シェアは大きく、山東・海爾とトップシェアを争う企業である。1984年、順徳市容奇鎮機械工業局の役人であったが創業者の潘寧は、同僚・友人とともに、科龍の前身にあたる企業を起した。科龍は、1992年1月の「南巡講話」の際、鄧小平が視察に訪れ、約40分間の重要講話を行い、いわゆる郷鎮企業の代表と目されてきた企業である。

科龍の発展の基礎を築いたのは、1989年の天安門事件を景気に需要が急速に落

¹⁵ 本節の科龍についての記述は、主に次の資料に基づく。広東科龍電器股份有限公司年度報告（1999～2000年の各年版／同社ウェブサイト、<http://kelon/news/news-stock.jsp>より）、およびインタビュー、賴雪暉・順徳市人民政府弁公室（2001年9月18日）。

図2 科龍の所有構造（2001年11月1日：政府持株の売却実施後の構成）



注）図1と同じ。

出所）筆者作成。

ち込んだ時期の投資判断であったといわれている¹⁶。前述のように、1980年代後半には、家電産業への参入企業が相次ぎ、供給過多ではないかという認識もあった。そして、天安門事件後のこの時期、多くの郷鎮企業は経営不振に陥り、冷蔵庫メーカーの多くは生産ラインの縮小に走った。しかし、このとき潘寧は中国の潜在需要はまだ大きく供給能力は不足していると主張し、科龍は時流に反して生産設備の拡大を続けた。そして、1992年1月の「南巡講話」以降はじまった景気拡大期に、この投資の成果が現れた。生産能力の拡大によって獲得した規模の経済をフルに活かし、1990年から99年までの9年間、冷蔵庫の国内シェア第1位の地位を維持することになったのである¹⁷。相対的にブランドへの要求が安定している農村部には「容声」、高級機の需要が強くモデルチェンジの需要が強い沿海部の都市向けに「科龍」というようにブランドを分け、それぞれの市場に即した対応を取った。こうし

¹⁶ 『北京青年報』ウェブサイト、2001年11月9日付、「科龍：為什麼又折騰（一）、（二）」。

¹⁷ インタビュー：習徳健・日本科龍代表処（1998年9月24日および1999年10月19日）、徐鉄峰・広東科龍電器股份有限公司総裁（2001年2月12日）。

たブランド戦略も、これが潘寧期の科龍の発展を支えたといわれている¹⁸。

科龍の資金調達は、以下のように形で行われてきた。1984年、潘寧以下起業者が共同で450万元を投資し、容奇鎮の企業として設立した。その後、1992年、従業員に対して8000万元の割当増資をおこない、その後広東科龍電器株式会社を設立した。その株式の公開にあたって、国内市場での公開ではなく、1996年に香港で広東科龍電器の株式公開という道を選んだ。いわゆるH株として上場したのである。香港の株式市場・金融市場で、かなりの好感をもって受け入れられ、優良な中国企業の代名詞となったのである。H株の発行の際には、欧米の金融機関からも強力な支持を得、シティバンク（6.16%：1999年5月末の持株比率、以下同様。）スタンダード・チャータード（12.31%）香港上海銀行（12.04%）チェースマンハッタン（10.19%）などがH株の主要株主に名を連ねた。シティバンクは、非執行役員も送り込んでいる。また、1997年にアジア通貨危機の影響を受けて他のH株が大幅に下落し、発行価格を割り込んだなかで、科龍は唯一発行価格以上の株価を保った。郷鎮企業であることから「政府の影響が薄く」、香港への機能移転やその他投資家とのコミュニケーションに積極的なことから「現代的な経営を行っている」「財務主導の企業（それが何を意味するかはともかく）」というイメージをもたれていたのである。

一方、冷蔵庫市場では1996年の科龍の上場とほぼ時を同じくして、外国ブランドの進撃が始まっていた。日本の松下、シャープ、アメリカのワールプールなどが進撃し、科龍の販売は苦戦を強いられるようになった。また、成都、営口に生産基地を拡大し、生産能力を拡大した一方で、それに見合う販売能力がついていかなかったのである。こうして、科龍も、長虹と同様に、生産能力と販売能力のアンバランスという問題に直面した。そこで、科龍は旧来の酒席での商談や人間関係をベースにした販売を合理的なものに組み替え、市場の変化に対応しようとする。しかし、移行の途中で旧来の営業部隊の成績が、新規部隊に勝る事態を目にした潘寧は、自分が引退することで、科龍をより合理的な企業組織に改組する動きを加速させようという決断を下した¹⁹。

こうして、創業者の潘寧は、1998年A株の上場前夜に集団総裁を、99年頭に集

¹⁸ 『北京青年報』ウェブサイト、2001年11月9日付。

¹⁹ 『北京青年報』ウェブサイト、2001年11月9日付。

団董事長も辞任する。一般に改革開放後に発展し始めた中国企業は「寿命」が短く、成功した経営者の交代はまれである。この科龍の「創業者の引退」は他の企業に先んじたものであった。そしてこのとき潘寧のあとを引き継いだのは、創業時から潘寧の右腕として14年間科龍で仕事をしてきた王国瑞である。王国瑞は就任にあたって、まず潘寧の「10年計画」の残された半分である華宝の買収、A株発行を完成させることを目標とした²⁰。

2．科龍、美的、華宝の合併話とその後

1990年代後半、国内経済全般について供給不足から供給過多へと状況が変化した。この状況に対応できなかった企業は経営不振に陥っていた。1997年ごろ、順徳でエアコンを生産していた華宝および扇風機や温水器などの小型家電からエアコン生産を開始していた美的もこの問題に直面していた。このとき、順徳市政府は、華宝・美的の2社を科龍に合併させ、大物から小物にいたる白物家電を擁する総合家電メーカーをつくらうとした。しかし、美的は、これに強く反発し、この話を蹴った。そして、事業部制の導入など徹底した改革を進める。

結局、1998年8月、科龍は華宝のみを買収し、エアコン生産能力150万台と当時中国最大の生産能力を擁するようになった。しかし、これによって科龍の販売力の弱さがより鮮鋭化し、問題となったのである。当時科龍もエアコンの生産を開始し、科龍ブランドをもっていた。華宝ブランドも一定の市場シェアを持っていたため、二つのブランドを並立させることを決めた。しかし、このブランドの区分けがはっきりしなかったため、流通部分が混乱し、代理店は赤字に転落した²¹。これが、科龍に対する流通業者の不信感を生み、さらに科龍自身の販売、利潤に影響を与えるという悪循環に陥ったのである。以降、科龍の経営が不安定化する原因のひとつとなった。

3．順徳市政府

順徳市は、広東省の古くからの商業地にあり市場経済の雰囲気の高い土地柄である。しかしながら、一方で計画経済の影響が強い土地でもあった。改革・開放政策

²⁰ 王曉冰・艾倫「科龍衰落」(『財經』2001年2月号)。

²¹ 『広州日報』ウェブサイト、2001年11月9日付、「科龍尽力安撫經銷商」。

への転換後、「順徳市は計画経済の優位点を利用して、地場の経済を振興しようとした（順徳市政府インタビュー）」という。税の請負制が導入された当時、政府は財政収入の3分の1を上級部門に上納し、3分の1を内部に留保し、（免税などを通して）3分の1を企業に投資する原則を定めた。つまり、政府が企業に対して積極的に資源配分を行い、「政府が企業を経営する」状況をつくったのである²²。科龍は、順徳市容奇鎮から発展した企業である。前述のように、鎮政府の機械工業局からスピンアウトして設立され、免税や資金投入面での優遇を鎮政府から受けてきた。こうした経緯から、順徳市政府は市内の企業経営に強くコミットする権利（過去の投資）があったともいえる。これが科龍の経営に大きな影響を与えることになる。

4. 王国瑞から徐鉄峰へ

潘寧から科龍の経営を引き継いで1999年はまずまずの成績で終わった。つづく、2000年3月に王国瑞は大規模な経営陣の刷新をおこなった。潘寧ともに科龍を発展させてきた5人の副総裁を退陣させ、香港上場などを成功させ香港の投資家と科龍をつないできた李国明を財務の総責任者に、マーケティング専門のコンサルタントであった屈雲波を販売担当に、同じくコンサルタントであった宗新宇を戦略担当になど、外部からの専門家5名を「落下傘部隊」として経営陣に据えた。しかし、こうした組織再編、製品の多元化、販売方式の転換などあまりに急激に企業の方角を変化しようとした結果、内部からの反発、地元の代理店などの販売業者、金型などの部品業者からの反発は強く、経営は混乱する²³。そして、2000年6月末王国瑞は突如、みずからは総裁を辞して董事長に就任し、後任の総裁に容奇鎮副鎮長である徐鉄峰が就任することを発表した。そして、財務主導の科龍というイメージを築いた李国明もこの年10月に科龍を離れ、2001年には5名の「落下傘部隊」すべてが辞職する。徐鉄峰は就任後、混乱した事態を収拾するよりも、新機軸を出すためか、コーポレート・アイデンティティ（CI）の変更、小型家電への進出など、更なる投資を必要とする拡張的な戦略を示している。

²² 魯利玲「広東順徳：以産権改革為基礎的政府職能轉換」（中国改革与発展報告專家組『現実的選択：国有小企業改革実践的初步總結』上海遠東出版社、1997年）。

²³ 王・艾前掲記事。

1998年末の潘氏の引退以降、科龍においては、経営陣の人事変動が続いた。これは、継承した人間の資質の問題というよりは、経営者とその他利害関係者の間の利害調整に必要な適切な制度が欠けているためと考えられる。この状況で、強力なリーダーがいなくなったとき、社内の意思決定が政治化してしまいやすい。その結果発生した科龍の度重なる人事変動を、中国のメディアは「革命行動」と揶揄している²⁴。

5．経営者の交代の難しさと政府の介入

科龍の直面した問題は、つぎの二つに分けられる。第一は、経営者の交代という内部のガバナンスの調整が難しかった点である。第二は、経営に対する政府の関わり方、という外部からのガバナンスが、かならずしも適切ではなかった点である。

科龍の主要業務である冷蔵庫の販売量は1990年から99年まで全国第1位、エアコンは全国第5位と、製造・販売は基本的に順調であった。2001年現在でも、売上高・販売量・ブランド力が、大きく減少してしまったわけではない。しかし、現在から振り返ってみると、より成長することが可能であったにもかかわらず、そのチャンスを逃してしまっている、もしくは今後の成長に必要な投資をすることができずに来ている可能性がある。1990年代後半の中国の家電業界においては、より企業が成長するために、共通した戦略転換が必要となっていた。つまり、先行していた生産能力の拡大に比して、販売能力が不足していた。この問題を克服するために、販売能力の拡大に資源配分の重心を移すという課題である。

この戦略転換を迫られたとき、科龍は販売部門の再編を行うと同時に、古い文化を代表する創業者が引退し、組織を刷新するやりかたを選択した。これにより、戦略転換という企業の事業上の改革と、企業をだれがリードするのかというガバナンスの改革とを同時に手をつけなければいけなくなった。王国瑞は、経営陣の人事を刷新する方法で、この問題を解決しようとしたが、その他の利害関係者から反発が出、失敗する。そして、2000年に科龍は初めて赤字を計上し、その赤字幅は連結ベースで6億7千万にのぼった²⁵。

こうして戦略転換とガバナンスの転換を同時に進めることに失敗した結果、科龍

²⁴ 『南方週末』ウェブサイト、2001年11月5日付、「科龍革命重新開幕（上）（下）」。

²⁵ 広東科龍電器股份有限公司の2001年中期報告。

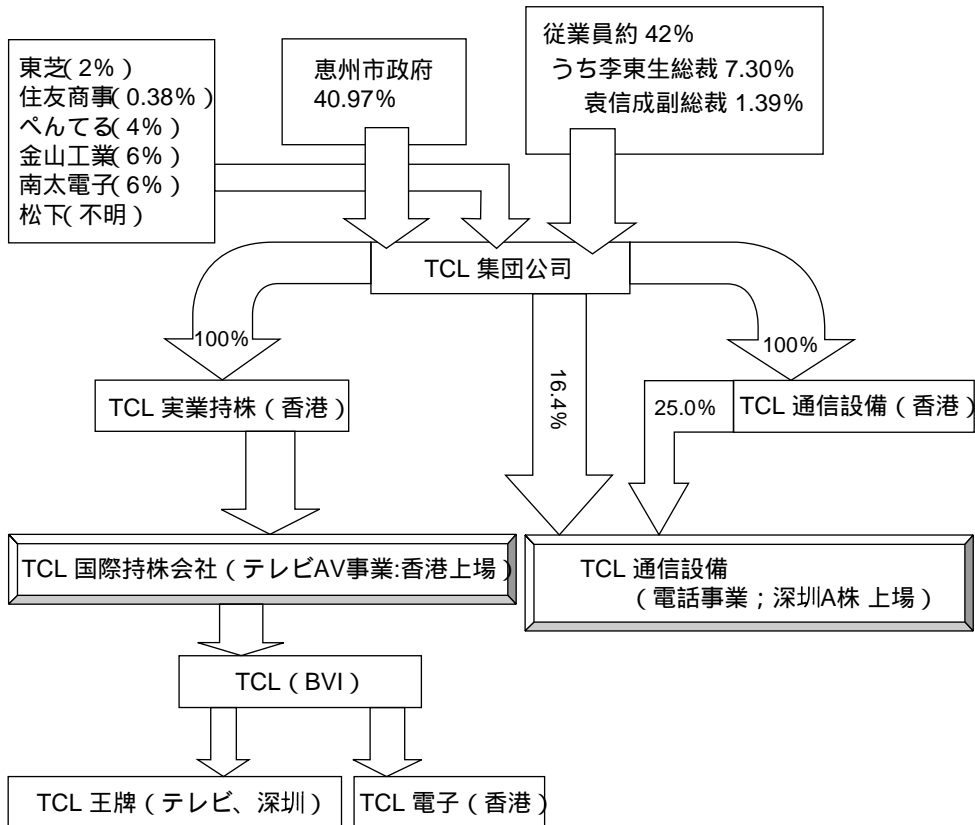
の経営は混乱した。通常こうした状況に陥った場合、最大株主や債権者など主要なステークホルダーが自体の收拾に乗り出すことが想定されている。科龍の資本を提供している主要なステークホルダーはつぎのような行動をとった。シティバンクを始めとする有力な金融機関で構成される主要外部投資家は、ガバナンス主体として積極的に経営に介入する代わりに、1999年から2001年3月にかけて、保有株式の売却を進めた。この結果株価が減少し、科龍は2001年10月にはH株の自社株買いを行って株価を維持する対応を取った。一方、負債の大半は流動負債、つまり企業間信用で、銀行債権の額は小さく、有力な債権者はいなかった。結果として、最大株主である容奇鎮政府の発言権が強くなったのである。この最大株主の意向を代表するように、元の鎮長である徐鉄峰が、王国瑞に代って総裁に就任することになる。政府の官僚は上場企業のトップとして最も適切な人選であったのかどうか、という疑問を呈する声はあった。

科龍は、戦略上の転換が必要なとき、急速なガバナンス上の転換も同時に行おうとし、経営が不安定化してしまった。そして、有力なステークホルダー、つまりガバナンス主体が政府であり、今度はそちらの論理に引っ張られてしまった。その結果、科龍の経営全体が揺らいでしまったといえる。一連の混乱を收拾するかのようになり、2001年11月1日、容桂鎮政府（2000年に容奇鎮と桂州鎮が合併し、容桂鎮となった）は、保有する広東科龍電器の株式34.6%のうち、20.6%を順徳市格林柯爾企業發展公司に売却することを発表した。これにより、最大株主は政府から民営企業に移り、科龍は民営化されることとなった。この点は後述する。

第5節 TCL

TCLは、固定電話機の生産で頭角をあらわしたあと、テレビ生産に参入し、中国で1,2位を争うトップメーカーになっている。国有企業ながら資本金ゼロからスタートするなど、政府からの資金投入はなく、政府との実質的な関係は薄いといわれている。そのため外部からの資金調達には難しく、代わりに資金効率を最優先した戦略を採ることで、成長資金を確保してきた。そして、従業員買取方式による民営化を早い時期に達成し、政府との間の距離を一層拡大しようとしている²⁶。

図3 TCLの所有構造（2002年4月16日発表）



注) 図1と同じ。
出所) 筆者作成。

1. 「定点生産」外と無自己資本からの出発

現在TCLと呼ばれる企業グループは、1980年に財政からの借入5000万元、国家資本金ゼロで設立された恵陽区電子工業公司としてスタートした。恵陽区機械局電子科から改組された企業が母体である。1981年にこの恵陽区電子工業公司が香港企業と合併で設立したTTK家庭電器公司是、録音テープを生産していた。このテ

²⁶ 本節のTCLについての記述は、主に次の資料に基づく。TCL通信設備股份有限公司年度報告（1999～2000年の各年版／同社ウェブサイト、<http://www.tclcomm.com>より）およびインタビュー、楊建航TCL集团行政部主任（1999年12月2日）。

ープは当時よく売れ、輸入物の日本のTDKとシェアを争うまでになっていた。しかし、日本のTDKの知的所有権を侵していると訴えられて、新たに香港資本と合併で電話機の生産を手がける「TCL通信設備有限公司」を設立した²⁷。

電話機市場で一定のシェアを確保した1992年、TCLはテレビ業界への参入を決断する。当時のテレビ業界は、ちょうど緩やかな規制価格のもとで、高利潤が保証され、多くの企業の参入が相次いだ時期であった。しかし、TCLは定点生産企業の指定から外れ、政府の指示を得られなかったため銀行借入が不可能になり、参入に必要な設備投資のための資金調達が困難になった。そこで、TCLは、本格参入にあたって特異な方法をとった。自社で工場を設立するのではなく、他社へOEMに出し、TCLブランドのテレビを量産する方法をとったのである。1995年4月、香港の長城電子集団との合併で、惠州王牌視聽電子株式会社を設立し、自社ブランドと固定電話機の販売で構築していた販売ネットワークという無形資産を提供することで、カラーテレビ生産能力120万台を確保したのである²⁸。その後、販売能力の高さを武器に、テレビ市場でのシェアを確実に伸ばし、1996年のテレビ価格戦争の後、国内シェア3位以内に食い込むようになった。

2. 資金不足から編み出した経営モデル

TCLは、国有企業でありながら、実際には資金的には国家の支持が薄かった。設立時、テレビ生産への参入時ともに、政府の出資もしくは銀行借入への優先権を得ることができなかった。その状況でも、企業としての成長に必要な投資を行うことができたのは、独特の経営戦略に依るところが大きい。

TCLの独特の戦略とは、販売へ優先的に経営資源を投入するものである。そして、製品の市場への投入にあたっては、自社ブランド製品をOEMで外注して生産し、自身の販売網を通じて市場を確保する。そして、一定の市場シェアが確保できたところで、初めて生産設備への投資を行い、自社生産に踏み切るものである。この戦略は、まずテレビで実践し、その後その他のオーディオ製品、洗濯機、冷蔵庫、エアコン、弱電スイッチ、携帯電話などに応用している。

²⁷ 周善「為 万多員工打 TCL總裁・李東生不做“企業官”」(『新周刊』1998年6月)。

²⁸ 劉魯魚・楊修友「深圳TCL」(中国改革与發展報告專家組『成長的經驗 中国績優大企業案例研究』上海遠東出版社、1999年、上海、p 250)。

TCLは、1990年と国内の他の家電メーカーと比較して、最も早い時期に自社の卸販売網の構築に着手している。販売網の構築は、TCLにとって二重の意味をもっていた。第一の意味は、当然のことながら、自社製品を確実に販売し、代金を回収するための装置である。これは、企業の資金調達源としてもっとも重要な内部資金を確保することに貢献した。第二に、この投資自体が価値を生み、他社、特に技術をもった海外企業との合併を可能にする資産となった。1985年のTCL通信設立の際、TCL側は技術も資金もなく、海外に頼るしかなかった。このとき、TCL側のもっていた比較優位は、当時の親会社である恵陽電子工業総公司の国有流通企業の国内販売網で、この比較優位を売り込んで、合併を勝ち取ったのである。

現在のTCLの事業をみると、最初に成功した 電話機、テレビのAV機器。電話機は2000年末現在、中国国内市場のシェア第1位、全体の5割近い。カラーテレビは金額ベースで第1位、住宅用スイッチなどの弱电部門（TCL国際電工：市場シェア第1位）、洗濯機・冷蔵庫・エアコンの白物家電、PC（市場シェア第4位）となっている²⁹。こうしたシェアをもつ製品のほとんどは、もともとは自社の技術ではなく、事業の拡大はひとつの「方程式」にしたがって達成されてきた。新製品を投入する際、みずからの構築した販売網に、まずOEMで自社ブランドを市場に流す。そして一定の市場シェアを確保してから初めて、OEM先の買収などで、自社生産を始めるという方法である。この、まずOEMから始め自社生産に移行する方法は、最初にテレビで成功し、その後、1999年以降白物家電の分野で応用されている³⁰。

3．政府との距離

以上のように、TCLは、成長に必要な投資資金を、自社の営業キャッシュフローからまかなう形で発展してきた。また、このように自社キャッシュフローでの成長は、過剰な投資を許す余地がなかったといえる。外部の利害関係者の利益を損なうような意思決定を行う余地がなかったともいえる³¹。この自社キャッシュフローによる成長は、政府からの支持が弱かったために採った戦略であるが、その代わり

²⁹ インタビュー：TCL集団・李東生・総裁（2001年2月13日）。

³⁰ インタビュー：TCL集団・李東生・総裁、袁信成・常務副総裁、山根親雄・技術総監（2001年2月13日）。

に、現在の経営に対して、政府の介入が起こりにくくなっている要因ともいえる。そして、全国的に国有株の減少が認められるようになると、いち早く惠州市政府の保有するTCL集団の株式を従業員が買い取る形での民営化を進めている。

第6節 「政府リスク」の回避 手段としての民営化

以上、中国の家電トップ企業3社について、株主としての政府との関係、そして企業の戦略との関係、そして民営化の状況についてみてきた。企業の視点から見た場合、国家株の売却すなわち民営化はどのような意味を持つのだろうか。以下で整理してみたい。

1. 「所有権の確定」と「民営化」の間の距離

中国の企業改革のうち、所有権に関わる措置は次の二段階からなる。第一段階は、所有権の確定である。計画経済期に生れた企業は、その所有が全人民の所有とだけ規定され、具体的な所有権、持ち分が確定されていなかった。この場合、企業が儲かった場合、損失を出した場合の両方で問題が生じる。所有者がはっきりしない企業が儲かって利潤が出た場合、この利潤をどう処分するかを、誰が決められるのかがはっきりしない。その企業にとって、現在価値が正の投資機会が豊富にある場合は、そこへの投資を継続していればよい。しかし、こうした正の現在価値をもつ投資機会が無くなった場合、所有者がはっきりしている場合には、所有者に対し配当として分配すべきである。しかし、所有者がはっきりしないために、外部に配当することはできない。そして、企業内にいたずらに蓄積するか、無駄な投資や浪費につかわれる資金（フリーキャッシュフロー）になってしまう。一方、企業の経営が悪化した場合にもまた問題が生じる。たとえば、借入債務が総資産を上回る債務超過になった場合を考えよう。このとき、株主は出資金をから負債を弁済することで責任を取るべきであるが、その株主が誰かがはっきりしていない場合、その意

³¹ 過小投資の可能性はあるが、現在のTCLの規模を考えれば、その程度は軽微であったといえる。

思決定ができなくなってしまう、債権者は本来守られるはずの利益も保護されなくなってしまう。株主の利益、責任を誰に帰属させるかが、はっきりしないために発生する問題である。そして、これは、国有企業だけでなく、郷鎮企業、集団所有制企業に共通した問題であった。これを克服するために、1990年代前半、所有権の確定が、中国の企業改革の焦点となったのである。

2. 「政府リスク」

所有権に関わる改革の第二段階は国家の保有する株式の売却である。これは、1997年の第15回党大会によって政治的に認められ、現在議論と実施が重ねられてきている措置である。この国家株の売却が進められる理由はいくつかある。その中でも、特に企業側の視点、経営上の都合からみた最大の理由は、3社の例に現われているように、「政府が株主であることのリスク」である。つまり、株主としての政府の決定、政府の目的と企業価値の最大化が、往々にして相矛盾することである。長虹、科龍の例でみられるように、経営者の交代には、最大株主である政府の発言権は大きい。この発言権の大きさ自体は、政府が最大株主であるところから来ており、公司法の規定に従ったものである。しかし、政府は政府としての目的があり、それを企業に押し付けようとした場合、企業の経営自体が傾く。長虹の場合は、噂が本当であれば、四川省政府は省の統計数字のために、在庫削減を推進した経営者を交代させてしまったことになる。また、科龍において、第二世代の王国瑞が、会社を地方企業から、全国級の企業に拡大するため、経営陣と取引先の再編をし、地場の取引先と摩擦を起した結果、最大株主である容奇鎮政府はみずから総裁を送り込む判断をした、といわれている。これらの理由が本当であれば、四川省政府および容奇鎮政府の決定は、あきらかに企業価値の最大化に反した目的で行われたことになる。

政府には政府の目的がある。そしてそれは往々にして企業経営のそれとは異なるものになるのは当たり前である。しかし、その政府が株主であることは、現在の中国においては、企業の価値を損なうリスクをはらんだものであると考えられる。政府が最大株主である企業には、以上の意味での「政府リスク」がある。このリスクを回避するためには、政府保有株の放出、つまり民営化が望ましいことになるのである。

3. 各社の民営化の事情とその方法

本稿で取り上げた3社のうち、科龍とTCLについては、すでに民営化が実施され、具体的な内容についても、中国国内で報道されている。民営化の方法は、株式市場での売却だけではない。実際には、私的な交渉を通じた株式の売却が多いと考えられる。これは、企業側の視点から見た場合、売却後のガバナンスの型や経営戦略上有利な場合もあるからである。

(1) 長虹

長虹は、倪潤峰が総裁に復活して以降最初の決算である2001年の中期業績報告で、赤字を計上した。しかし、2001年11月末現在、グループ全体の持ち株会社にあたる四川長虹電子集団公司の民営化についての発表はない。

(2) TCL

TCLの民営化は、TCL集団公司の株式を従業員が買い取る形で実施された。1997年3月、TCL集団は、惠州市の国有資産授權公司に指定され、それにつづく5月、3つの専門集団をTCL集団有限公司に改組した。この際、TCL集団の株式について、惠州市政府の持ち分を59%、経営陣および従業員の持ち分を41%とした。ちなみに、2001年1月現在、経営陣のうち総裁の李東生は5.758%、副総裁袁信成は1.048%の株式を保有している³²。そののち、TCLは香港で「TCL国際持株会社(TCL国際)」を上場させ、テレビ事業をその傘下に移した。TCL集団の下に、中国国内での上場会社である「TCL通信」と香港での上場会社「TCL国際」の二つの上場会社を持つようになった。その後、主要な子会社の株式をTCLに譲渡し、支配権を移転させているが、グループ全体の持ち株会社にあたるTCL集団に、2上場会社の株式を集中させている。

(3) 科龍

1999年から2001年にかけて、創業者潘寧から王国瑞、徐鉄峰とトップの変動が続いた科龍では、2001年11月1日、容桂鎮政府が保有しているか広東科龍電器の株式34.6%のうち、20.4%を民営の冷媒メーカー・格林柯爾(Green Cool)へ売却することを発表した。その翌日、徐鉄峰を始めとする8名の董事(取締役)が辞表提出したことが報じられた。残りの政府保有株についても、政府はすべて売

³² TCL国際の2001年1月9日付公告「Anglo Chinese Corporate Finance (コンサルタント会社) から取締役会への報告」。

り払う意思がある、という報道に対し、格林柯爾は全体で29.9%まで保有比率を引き上げる可能性がある、とコメントしている。

格林柯爾は、環境保全型の冷媒生産の特許をもつ民営企業で、湖北・天津その他の各地に製造工場を持ち、本部は北京にある。今回、科龍の買収のために、順徳に順徳格林柯爾企業發展公司を設立し、ここが直接株式を保有することとした。格林柯爾側からみて、科龍の買収は、冷媒から冷蔵庫・エアコンといった冷蔵機械までの一貫生産が可能になり、環境保全型の冷蔵庫・エアコンを供給することで、競争力を確保することをねらったものという。この買収により、科龍の経営権は、創業期の経営者から外部の民営企業家の手に渡ることになることになった、とみられる。これは、同じく順徳の他の家電企業である美的や格蘭仕の民営化とは異なる方法である。美的、格蘭仕は、ともに現在の経営陣および従業員による株式買取方式を採った。経営体制の強固さの差が、民営化方式の違いをもたらし、と推測できる。

また、民営化決定後、「集团公司」が総額4億元以上、つまり政府の株式売却額5.6億元に近い銀行負債の返済を求められていることが報道された（『南方周末』2001年11月30日）。

おわりに 企業からみた民営化の意義

最後に、中国企業のガバナンスは大丈夫か、という問題に戻って考えてみよう。以上で検討してきた家電企業トップ3社の事例から、つぎの点を指摘することができる。

中国の企業の資本構造、つまり債権者や株式保有者などの構造をみると、圧倒的に政府のプレゼンスが大きい。まず、上場企業の場合は、多くの場合上場による資金調達が可能になった段階で、総資産・負債比率は低下する。のこる負債は、必ずしも銀行などの金融機関からの借入ではなく、買掛金などの企業間信用の場合が大きい。このため、相対的には債権者のプレゼンスは薄い。また、企業グループの持ち株会社である「集团公司」の株式保有者の構造をみると、最大株主に株式が相対的に集中している。国有企業・郷鎮企業の場合は、多くの場合この最大株主は、国

家株、つまり政府が所有者になっており、100%政府保有の例もある。そして、この「集团公司」はまた、「上場会社」の最大株主であるケースが多い。つまり、中国の「上場企業」にとっては、政府とその強いコントロールを受ける「集团公司」が最大の内部株主で、その判断に企業経営は強く左右されるのである。

この構造のもとでは、政府の影響の強い「集团公司」は、「上場会社」の少数外部株主を収奪する行動を採る可能性がある。つまり、中国の「集团公司」は、東南アジアの財閥の創業者家族と同様の行動を採ることができる構造になっているのである。この点は、「証券投資先」として見た場合、注意する必要がある点である。

さらには、政府が企業の最大株主であることの問題がある。政府が企業の株主であることは、中国の会社法上は矛盾しない。しかし、政府の目的と企業の目的は、本来あいれない点が多い。このため、企業から見た場合、政府が暴走するリスクをいかに排除できるかは問題となる。この問題へのもっとも直接的な対応は、政府の持株比率を落すこと、すなわち民営化となる。そして、経営状況のうまく行っている企業ほど、政府の持株比率をなるべく早く低下させ、「政府リスク」を回避したいというインセンティブが強い。こうした企業では、企業主導の民営化を進めようという動きが強まるであろう。

(渡邊真理子)

【付記】

2002年4月9日、TCL集団は松下電器産業との包括提携にむけた意向書に調印した。また、4月16日、TCL集团公司を有限責任公司から株式会社へ改造し、新株式会社を設立する総会を行った。この場で、惠州市政府保有のTCL集团公司の株式58%のうち、18.38%を東芝(2%)、住友商事(0.38%)、ぺんてる(4%)、そして香港系電池メーカーである金山工業(6%)、香港系家電受託生産会社で米国・ナスダックに上場している南太電子(6%)に売却したことを発表した。これで、惠州市政府の持ち株比率は40.97%となり、絶対的株主から相対的株主に変わった。また、包括提携の協議を始めた松下もTCL集团公司の株式を購入する予定であること(『日経ビジネス』2002年4月22号)その上で、集团公司自身の上場に向けて中国国際金融財務会社がアドバイザーとして準備を進めていることが報道されている(『南方週末』2002年3月15日付)。

現在、こうした株式の民営化を急いだ背景には、1997年に惠州市政府との間で

結んだ「国有資産授權經營契約」の5年の契約期間がまもなく終了するにあたり、会社のコントロール権を現經營陣が確保するためであるという。授權契約は、TCLの純資産の伸びが10%を超えた場合、超過部分について、一定の比率で増資し經營陣に分配する、もしくは優遇価格で買い取ることができる条項が入っており、これにしたがって經營陣は保有株式比率を拡大させてきた。