

今井健一・渡邊真理子著

## 『企業の成長と金融制度』

(シリーズ現代中国経済4)

名古屋大学出版会 2006年 iv+353ページ

かわ い しん いち  
川 井 伸 一

### はじめに

本書は「シリーズ現代中国経済」(監修中兼和津次, 全8巻)の第4巻として刊行された待望の一冊である。近年の国有企業改革は所有制度の再編, 国有株の流通化の取組みなど新たな進展がみられ, また民営企業も急速な成長を遂げつつその存在感を高めている。こうしたなかで中国企業の改革と成長をめぐるさまざまな議論が展開されているが, 本書はこのテーマに正面から取り組んだ意欲的な成果である。著者2人はかねてより現地調査を数多く重ね, 手堅い実証的な検討を進めてきた当該方面での第一人者でもある。本書は, 第1部が「企業制度改革」, 第2部が「金融制度の発展」と2つに分かれ, 今井が前者を, 渡邊が後者をそれぞれ担当している。

### I 本書の概要

序章では, 本書の主要なテーマとして成長のエンジンとしての企業の成長と制度改革および資源配分メカニズムの転換としての金融機能の復活を設定し, そのテーマに対して制度的アプローチと機能的アプローチを採用することを指摘する。第1部は主に制度的アプローチ, 第2部は主に機能的アプローチの観点から分析するとされる。

第1章「中国企業のプロフィール」では, 中国企業のプロフィール(企業規模, 企業形態)とその特徴を整理するとともに, さらに改革以前の歴史を踏まえて, 企業改革の課題として2つの点を指摘する。

すなわち, 第1に旧来の単なる生産「工場」を改め, 企業家を中核とし市場競争の主体としての企業を再生すること, 第2に企業家, 出資者, 従業員などのステーク・ホルダー間の関係を調整する企業統治制度を整備することである。

第2章「国有企業改革——市場経済化のなかのジレンマ——」では, 国有企業改革の進展を政府・企業間関係のありかたに焦点をあてて整理しつつ, その成果と限界を明らかにすることを課題とする。国有企業改革のプロセスに即して, 工場から企業への転換, 所有制改革の契機, 会社化への歩み, 所有改革と企業支配(経営者支配)の帰趨, 株式会社化・株式上場と企業統治の問題などを的確に分析している。要するに企業改革は激化する市場競争のなかでの効率の改善と経営者への集権化をもたらしたものの, 他方で資本の国家所有のもとでの経営者支配は企業の資金制約の緩和のなかで, 政府による恣意的な介入と経営者による私物化の二重のリスクにさらされるというジレンマにあると指摘する。そのジレンマを克服するには, 国家の資本所有という前提自体を見直す必要があるという。

第3章「企業家の企業——非国有企業の勃興——」は非国有企業である郷鎮企業と民営企業の勃興と成長を検討することを課題とする。草創期の差別的な政策環境のなかでこれら企業が飛躍的な成長を遂げることができた要因は, (1) 企業家的才覚をもつ人材が豊富に存在し, 経営機会にかれらが機敏に反応したこと, (2) 非国有企業の勃興の積極的な役割の明確化と政策自体の抑圧から許容・推進への転換にある。企業家個人が支配する所有・経営一致型は多くの民営企業に共通するとともに, 集団所有の郷鎮企業も純粋な民営企業に展開しつつある。所有と経営の一致は萌芽的な市場経済のもとでは効率的な形態であることを示しているが, その規模拡大は固有の不安定要因(個人支配と効率的な組織運営との矛盾, 経営の継続性不安)を孕んでいるという。

第4章「企業所有の収斂——民営化への途——」は, 中国の国有・公有企業の民営化を2つの領域で検討する。まず中小企業の民営化は1990年代半ばから従業員による平等主義的なMEBO(経営陣, 従

業員による買収)が実施されたが、経営効率上の問題(意思決定権、人員削減に消極的、給与利潤配分の摩擦など)に直面し、経営幹部を主体とするMEBOにより所有権の集中が進んだ。他方、大企業の民営化は、企業統治制度の未発達、企業統治を主導する主体の不足という問題など困難を抱えている。近年の国有株売却の試みと民営企業による買収、MBO(経営陣による買収)の試みにみられる民営化の始動は、最も現実的な選択肢であり、国家の「退出」プロセスの最終局面であるという。著者は長期的な将来展望として、東アジアに共通する民間資本、外資、政府による「鼎構造」に収斂していく可能性を指摘する(以上第1部)。

第5章「行政による配分から市場による調整へ——金融機能の復活のプロセス——」は、金融資源の配分メカニズムが「行政による配分」から「市場による調整」へと転換して、金融機能が復活したことを明らかにする。この財政から金融への転換プロセスがどの程度まで到達したのかについて記述統計などを利用して検討し、(1) GDPに占める財政支出の比率は低下したこと、(2) 国有部門の投資に占める比率は無変化または拡大したこと、(3) 地域間の資金フローは完全に統合されていないこと(統合度の低下)、(4) 貨幣ストックの拡大(金融深化の指標の伸び)は経済成長の低下をもたらしたことなどの諸点を明らかにしている。これを踏まえて、中国の市場調整への転換は市場経済国と同程度までに回復しておらず、未完成であるという。

第6章「ミクロの問題(1)——企業金融と企業行動——」では、中国企業にみられる「不可解な」現象(自己資本のない企業、三角債問題、過剰投資、ソフトな予算制約)の背景にある企業金融の制度と企業行動の論理を検討している。内部資金不足における企業の投資行動は、流動性制約を受けているのではなく、むしろソフトな予算制約を投資主体が認識したものと解釈できること、また資金不足を企業間信用の契約の工夫をとおして解決を図っていることを明らかにしている。次に、コーポレート・ガバナンスおよび破綻処理における企業の規律づけの制度設計が試みられているものの、そこにおいて政府

が依然として強い支配力と権限を持っている、かつ政府自身の規律づけが担保されていないために、制度として効率性が保証されていないことが問題であると指摘する。

第7章「ミクロの問題(2)——金融機関の再生と成長——」では、企業としての存在ではなかった金融機関が企業として再生するプロセスを検討する。改革と市場経済化のなかで旧来の「金融抑圧」が解消され、銀行の予算制約はハードなものになった。ただし、旧来の国有銀行は投資額を下回る株式価値(フランチャイズ・バリュー)しか実現できず、したがって民間資本にとって銀行セクターへの参入は魅力的ではなく、政府株主にとっても大きな問題であった。現在は不良債権の処理を進め、銀行が企業として利潤を確保し、フランチャイズ・バリューを創造するための措置をとっている。他方、農村金融、インフォーマル金融のフォーマル化の課題も指摘する。著者は、国有独占の状況にある金融システムを金融規制と競争を通じて自由化するプロセスを考える段階にきているとし、全体として金融システムは「金融抑圧」から「金融抑制」の方向へ進みつつあると主張する。

第8章「マクロの問題——市場経済化と金融政策手段の変質——」は、市場経済化のなかでマクロ的な金融政策の展開とマクロ的な金融調節手段の形成と機能について検討している。とくに、1990年代後半におけるマクロ的財政・金融政策の展開と効果について、例えば実質GDPの高度成長のもとで物価が下落した現象の要因について詳細に分析し、名目金利の規制、名目貨幣供給量の厳しい統制のもとにおいて、実質貨幣需要の伸びは物価の下落によって吸収されたとの仮説を提示している。

## II 本書に対する評価

本書は、改革開放以降における企業改革と金融制度改革の歴史的过程を包括的に論じた業績として高く評価できる。単なる事実や制度の記述に終わることなく、制度とメカニズムの視点から幅広く掘り下げて検討をしている点は本書の大きな強みであ

る。本書は著者たちの長期間にわたる調査・研究活動の賜であり、その論述は示唆に富んでいる。

例えば、評者にとって興味深い重要な論点として以下の点があげられる。第1に、国有株式会社のコーポレート・ガバナンスの不安定性の背景として「二重構造」を指摘している点である。つまり、国有企業の株式会社化・上場化は一面で自主権強化、効率改善の役割を果たすものの、他面で資金制約の緩和等のために経営者と政府当局の非効率的な行動を招くリスクを抱えている。言い換えれば、経営者と国有大株主が企業価値の最大化に反する行動（モラルハザード）をとる危険性を指摘している。この点は評者としても極めて重要な指摘であると思う。この点に関連して本書がガバナンスを改善し、企業業績を改善するための仕組みとして筆頭株主を牽制できる非筆頭大株主の存在が必要であると指摘している点も重要であろう。この点で機関投資家などの複数の法人大株主（外資も含む）は期待されるべき存在であろうが、現実にはまだ一般的な存在とはなっていない。

第2に本書が中国大企業の所有の趨勢について「鼎構造」仮説を提示していることである。著者は、中国の中小企業では「企業家企業」（所有と経営の一致）への回帰がみられるとしつつも、大企業では民間大資本、外資、国有資本による「鼎構造」という、東アジアに共通する所有構造に収斂する可能性を幾度か指摘している。著者はそれを東アジアとの共通性への接近としてだけでなく、民国期中国にみられた所有構造との歴史的類似性にも言及している。極めて興味深い仮説である。現状の所有制の趨勢から推してその傾向の可能性は首肯できるが、果たして最終的に中国大企業の所有が「鼎構造」に帰着するかどうかは、国有大企業の所有構造の帰趨に左右されるだけに、その着地点の推測はなかなか難しい。

第3に本書が、中国企業の「不可解な」行動（自己資本のない企業、三角債問題、過剰投資、ソフトな予算制約）に対して金融機能とその規律づけの観点から分析し、企業行動転換のメカニズムを検証している部分は学ぶところが大きかった。同時に金融による規律付けにおいて多くの問題（銀行自体が企業

化に立ち遅れていること含めて）を依然抱えていることを明らかにしていることも参考になる。

### III 検討課題

次に企業改革とコーポレート・ガバナンスをめぐる課題についていくつか述べてみたい。

第1に企業のステーク・ホルダーについて。本書は株主、政府、経営者、金融機関を主要なステーク・ホルダーとして扱っている（第1部は前者3者に限定）。その把握の仕方は基本的に正当である。中国企業のコーポレート・ガバナンスの課題も基本的に当該ステーク・ホルダーとそれらの間の関係のありかたにあると考えられるからである。しかし、その他のステーク・ホルダーを含めた議論も当然にありうるし、もともと企業改革の対象範囲は、従業員や企業間の取引関係も含んでいる。本書は従業員、労働者の位置・役割については基本的に対象外としており、また企業間の取引関係、提携関係、資源の内部化のありかたなども、金融との関係を除いて言及がほとんどなく、基本的に対象外としている。これらの点は企業の成長発展および市場経済化への転換の観点からも重要な側面であり、検討課題であると思われる。ステーク・ホルダーの対象範囲は次の企業価値にも関連している。

第2に、企業価値の把握について。本書はコーポレート・ガバナンスにおける企業価値の最大化について数多く言及している。ただし、本書の用語法は必ずしも一貫しておらず、その概念も必ずしも明確ではない。例えば、本書は「企業価値の最大化」以外に、「株主価値の最大化」、「企業価値最大化を求める合理的株主」、「企業価値（純資産）」などの表現も使用している。企業価値については一応3つの定義が可能である。すなわち、(1) 株主資本価値としてみるもの、(2) 企業資産価値（株主資本価値＋純有利子負債）としてみるもので、(1)ならば株式市場における株式時価総額の最大化が課題となり、(2)ならば企業価値は株式時価総額と純有利子負債の総和であり、その最大化が課題となる。したがって、株主だけでなく債権者の利益と関わるものとなる。

そして(3)より一般的な定義であるが、将来にわたって生み出すキャッシュフローの現在価値(公式的には現在のキャッシュフローを一定の割引率から成長率を引いた値で割ったもの)としてみるものであり、これは概念的には(1)や(2)を含むといえる。本書は「企業価値(純資産)」などの表現をみると企業価値を株主価値と同義で使っている(上記の(1)の範疇)と解される。そうだとすると、コーポレート・ガバナンス(所有構造)と企業業績との関連で目標とされるべき「企業価値」の最大化の指標はROE(株主資本利益率)であると考えられるが、本書はさらに、ROA(総資産利益率)やMBR(総資産に対する「株式時価総額+総負債」の比率)にも注目している。また本書のいう「資本効率」には複数の指標が設定されているが、例えば、国家株比率と資本効率(図2-7)における資本効率はROAまたはMBR指標も考慮されているようだ。MBR指標は上記の(2)の範疇に入るものである。以上の点では本書のいう企業価値は(1)なのか(2)なのか明確ではない。

第3に企業所有からの政府の退出(民営化)について。企業改革において中小企業から政府が退出することは公式政策としてもかなり進展しており、さらに一部の大企業から政府が退出する試みも始まっていることは本書の指摘のとおりである。問題は国有大企業において政府がどこまで退出するのが最適なのかという点であろう。アルチャン説のように効率性のみから考えれば、政府が大企業所有から完全退出することが最も効率的ということになるが、現在、中国政府にそのような意思はないし、近い将来そのような事態が生じる可能性は極めて低いだろう。公的所有自体の非効率性問題は置くとしても、いわゆる公共財生産に対する政府のコントロールの必要性は十分に考えられる。それは政策的な判断と不可分であろう。その点の選択可能性と妥当性も検討する必要がある。その点から特定領域における公的所有の継続性もやはり考えざるをえない。この点は今後の重要な課題であろうし、そしてそれを明らかにしてこそ、大企業所有の「鼎構造」への収斂の可能性が説得力をもつと思われる。

第4に支配株主の小株主に対する収奪(モラルハザード)に関連して、本書は「機能面に注目した見方をする、支配株主が経営者を通じて、少数株主の利益を侵害する『収奪』を行う決定をしている。つまり、少数株主というプリンシパルのエージェントである支配株主が、プリンシパルの利益を侵害するというタイプのモラルハザードが起こっている」(214ページ)と指摘している。前半は重要な指摘ではあるが、後半は難解である。少数株主=プリンシパル、支配株主=そのエージェントとするのはかなり強引ではなかろうか。むしろ支配株主=支配的プリンシパル、少数株主=従属的プリンシパルとするほうが自然ではなかろうか。

以下、個別的な誤記または誤植について指摘しておく。例えば、歴史的記述に関連して「1952年に始まる第一次五カ年計画」(10ページ)、「全民所有制工業企業経営メカニズム転換条例(1999年)」(40ページ)、「この方式も1999年に申請ベースに変更され」(191ページ)などの年次は誤記であろう。また図5-2に関連して「これは(中国およびアジアの移行諸国において財政支出比率が減少していること一評者)、ヨーロッパ、CIS諸国の多くでは、財政支出比率の低下が見られず、中には上昇している国があることと対照的である」(162ページ)とあるが、図ではハンガリー、ブルガリアなどの同比率も低下しており、対照的であると解するのは困難である。

本書は中国の企業改革が、所有制度の全面的な再編という新しい段階に入りつつあり(32ページ)、国有株売却にみられる国有大企業の民営化は国家の退出プロセスの最終局面である(152ページ)とし、中国の企業改革も最終的な段階に入りつつある(302ページ)と位置づけ評価している。反面、本書の指摘のように、国有企業改革のプロセスはまだ途半ばであり、相変わらず教科書どおりの企業や家計、政府の行動とはほど遠い(302ページ)のであり、理想的な市場経済とのギャップは大きく、多くの問題点を抱えているのが現状であろう。今後の発展プロセスがどうなるか課題として注目されるところである。

本書は、上記のような課題を含みつつも、全体と

してこれまでの内外における中国企業研究の成果を踏まえて企業成長の制度とメカニズムを究明した先端的業績として高く評価される。今後の当該分野の研究を進める上で不可欠な参考文献に違いない。ま

た詳細な解説を付したリーディング・リストは入門者だけでなく研究者にとっても大変参考になる。

(愛知大学経営学部教授)