

## 第Ⅱ部

# グローバル化への対応

## 第7章

# 政府-企業間契約の変化と企業価値

——金融契約論から中国の国有企業改革を考える——

渡邊 真理子

### はじめに

中国にとってのグローバリゼーションは、国内で営々と行われてきた企業改革のなかに見いだされる。国有企業改革と呼ばれてきた一連の企業制度改革は、グローバリゼーションのなかで進む「国際基準への擦りあわせ」の過程でもあった。しかし、こうした国際基準への同化が、一義的に効率的な企業体制を保証するわけではない。過渡期中途半端さや「国際基準」そのものが抱えている不完全性を取り込み、非効率性を生む可能性もある。中国は、移行経済のなかでも、漸進的アプローチの代表例とされる。その移行プロセスの特徴は、一般の市場経済の「経験的に望ましいとされている制度」(best practice)に一足飛びに進むのではなく、不可思議にみえる「橋渡的な制度」(transitory institutions)を中期的に利用することである。この漸進的な制度改革が、結果的に安定的なマクロ経済のパフォーマンスを実現したという主張もある (Qian [2003])。

筆者は、渡邊 [2002] において、テレビ企業2社を取り上げ、中国企業の資本構造と企業行動、投資決定に関する事例研究を行った。渡邊 [2002] での問題意識は、こうした投資を可能にしたのはどのような要因だったのか、

またこうした投資は、「適切」であったのか、過小投資もしくは過剰投資ではなかったのか、という点である。本章も、引き続き同様の問題意識から出発する。とくに、国有企業改革の過程で、企業が政府との間に結んでいた金融契約は、名称は通常の市場経済が想定しているものと同じであっても、その機能は大きく異なっていた。そのため、市場経済での制度の理解をそのままに当てはめて考えることはできない。また、渡邊 [2002] では、政府と企業の間で結ばれた利潤分配をめぐる契約のかたちが、企業の投資決定と成長戦略とに影響を与えた可能性が強いことを指摘した。利潤分配をめぐる契約は、企業の統治構造を規定するからである。1990年代の中国企業部門全体の成長を支えた原因として、こうした政府と企業間の契約が、企業価値、企業行動に与えた影響をフォーマルに分析する意義はある。

契約理論を金融に応用した金融契約論と呼ばれる分野では、意思決定権 (control right) の配分が与える影響に関しての理解が進んでいる。基本的なメッセージは、意思決定権を投資家に付与することによって、エージェントである経営者がプリンシパルである外部投資家に対してコミットできる所得 (pledgeable income) が拡大する、もしくは私的利益 (private benefit) を縮小する、などによって、資金調達が可能になる可能性が高まる、というメカニズムである (Tirole [2001])。

実際、中国の企業金融制度の変化は、この意思決定権の配分とその行使をインセンティブづける所得分配権 (cash flow right) の配分に関する改革の歴史でもあった。本章では、この金融契約の議論に依拠して、中国の企業金融制度変化の影響を評価する。企業金融をめぐるのは、調達、投資などのいくつかの決定が行われる。そのうち、本章では、Hart [2001] の金融契約のモデルを援用し、企業にあらがってきたキャッシュフローの処分というアクションに注目した分析を行う。このキャッシュフローの処分に关する意思決定に注目する分析は、Jensen [1986] が負債の役割として指摘した「フリーキャッシュフロー (free cash flow) の削減」と同じ効果に注目したものである。現在価値が負の投資機会しかない状況にある企業において、手持ちの現金は

企業の投資家に返却されるべき資金、フリーキャッシュフローと呼ばれる。このフリーキャッシュフローの処分は、適切に行われているのか、そして、過剰投資、無駄な資源利用を回避できているか。キャッシュフロー分配の決定に関する企業統治 (corporate governance) が適切であったかどうかを評価することになる。

本章の構成は、次のとおりである。まず第1節で、中国の国有企業改革の流れを企業の意思決定権の配分に注目して整理する。第2節で、Hart [2001] のキャッシュフロー処分に関するモデルを紹介し、より現実的な政府の性格に合わせた調整を行う。そのうえで、渡邊 [2002] の事例研究の対象となる二つの企業が、実際に結んだ契約から想定される企業価値を示し、効率性に関する評価を行う。そのうえで、実際の企業パフォーマンスに関する定性的な評価との比較を行う。

## 第1節 国有企業制度改革における意思決定権と キャッシュフロー権の分配

分析に入るまえに、実際に中国の国有企業改革でどのような制度変更が行われてきたのか、その変遷が集計データからどのように把握できるのか、を概観する。ここでは、企業と政府の間での金融的な取引に関するものを中心に紹介する。中国の国有企業改革を、金融契約論の枠組みから検討するにあたって、1994年の会社制度導入前後に分けて整理する。

### 1. 中国の企業制度改革の概観

#### (1) 会社制度本格導入以前 (～1992年)

この時期は、通常会社形態への移行を保留し、折衷的な改革を行った。そのなかでも次の点は、それ以降の企業に影響を残した。

### ① 1983～86年「利潤を税金に改める」(利改税)

計画経済のもとでは、政府は企業に投資をする主体であり、利潤は当然のこととしてすべて政府に納められた。しかし、企業の経営自主権拡大の一環として、政府の取り分を、利潤全額ではなく、利潤に対して賦課する税とする改革が行われた。1983年に正式に55%の所得税のほか、製品税、増値税、営業税などが課されることになった。ただし、さらに利潤の一部を政府に上納する制度も残った。上納後に残った利潤も、政府の規定に従って福利基金、生産発展基金、従業員ボーナス基金、新製品開発基金などの項目に振り分けることを求められた。この時期、資金の利用に関して企業・経営者側の自主権は事実上なかった。

### ② 1985年「補助金から貸付への転換」(抜改貸)

企業の効率性を向上させ、重複投資を抑えるためには、「補助金」(拨款)による資金投入を改め、資本コストを意識させる「借入」(貸款)の規律づけが効果的である。こうした発想から、投資資金の調達を、それまでの無償の財政からの補助金から、有償の貸付に転換する措置がとられた。1979年からモデル企業で実施され、1985年に全国に広められた。

この「抜改貸」政策は、その後の中国の企業改革に二つの問題を残した。第1に、誰が企業の所有者、もしくはその代理として行動するべきなのか、が曖昧になった。政府からの資金調達が「借入」と見なされた結果、企業の出資者を代表する主体が消失してしまった。企業が成功し余剰利潤が出た場合、これをどのように処分、利用すべきかを、誰が決めることができるのか。これが曖昧になり、黒字の場合には使うことのできない資金が企業に滞留し、赤字の場合には責任をとる主体がいなくなった。国有企業だけでなく、郷鎮企業と呼ばれた村、町を出資者とする企業も、同様の問題に直面した。この現象は本質的には、株主が誰かがはっきりしない「所有者不在の問題」として指摘されてきた問題であり、これを解決するために会社化が必要となった。

第2の問題は、多くの過剰債務企業を作り、この結果、経営悪化に追い込まれる企業が増え、後の不良債権問題をもたらす結果となった(丁・李

[1996: 22-24, 69-71]) ことである。また、この時期設立された企業のなかには、全額借入で出発した企業が少なくない。本章で検討するTCLもそうした経緯をもっている。

### ③ 1987～92年請負制の導入

一方、利改税に続き、さらに政府への上納を減らし企業の留保利潤を拡大する改革として、請負制が導入された。これにより、企業が独立採算制で運営されることを期待していた。実際の請負契約の形は多様である。例えば、定額上納制、逓増上納制という基本型に加え、企業の収益性や労働者への賃金支払いなどにリンクさせる請負制も試みられた。一方、請負制の欠陥として、企業側が「利益は自分のものとするが、赤字の責任は取らない(で政府に押し付ける)」行動が広くみられた(丁・李 [1996: 第3章])。

本章で検討する長虹は、この時期、利潤の一部を定額で上納する請負契約によって内部蓄積が可能になり、企業としての発展の契機をつかんだ。

## (2) 会社制度導入以降(1993年～)

以上のように1992年ごろまでの企業会計制度は、減価償却、内部留保、資本の維持を認めず、結果として労働者への分配を優先する制度であった。ただし、こうした制度の欠陥は、1994年の現代企業メカニズム導入、会社化の進展により、改善された。

### ① 企業財務通則(1993年)、企業会計通則の施行(1994年)

市場経済に対応した会計制度が導入された。

### ② 国有企業の会社化の本格化(1994年～)

「全人民所有制企業」から会社法人への改組が断続的に進んだ。2002年現在、非金融企業の会社化はほぼ完了しつつあるといつてよい。

### ③ 国有資産授権経営契約

国有企業の会社化の進行に従い、政府と企業の間関係を改めて規定する必要が生まれた。政府側からみた場合、国有資産の管理強化、国家の出資者としての権益保護を謳い、各地で「国有資産授権経営契約」が結ばれるようにな

った。1994、95年ごろ、政府のうち企業を主管する部門を分離し、資産管理会社とする動きが広まった。この際、資産管理会社は企業の持株会社となるのは明確であったが、政府と資産管理会社の関係を規定するものが必要となった。実際の国有資産の授権契約は、各企業、各所管政府の考え方によって、多様なものが生まれた。

## 2. 集計データでの観察

本章では、後述のように企業の金融契約に関して、意思決定権とキャッシュフロー権の配分に注目する。まず集計データのレベルで、意思決定権がどのように与えられ、資金調達のかたちで現されるキャッシュフロー権がどうなっていたのかを確認しよう。

### (1) 意思決定権：漸進的な企業への意思決定権の委譲

中国の国有企業改革において、計画経済時代に、政府がすべてを計画、決

表1 企業の「経営自主権の獲得時期」(1996年 OECF サーベイ調査)

(%)

経営自主権の内容	～1980	1980～84	1985～89	1990	累計	調査時点で未獲得
生産・販売	4.6	17.7	32.4	31.5	86.2	13.7
価格決定	1.5	11.8	26.5	38.6	78.4	21.9
採用	1	4.5	19.5	37.4	62.4	37.6
解雇	1.1	2.3	14.1	34	51.5	48.5
輸出	0.5	0.9	7.5	16.7	25.6	74.4
輸入	0.4	0.3	6.2	14.8	21.7	78.4
償還期間2年未満の投資	0.3	2.3	5.9	18.2	26.7	73.4
償還期間2年以上の投資	0.3	2	5.2	16.5	24	76.1
資産購入	1	4	7.4	19.2	31.6	68.3
資産売却	0.3	2.4	4.4	17.3	24.4	75.6

(注) この調査は、1996年に吉林（東北部：210社）、四川（内陸部：200社）、湖南（内陸部：200社）、江蘇（華東：186社）の計796社の国有企業を対象として行った。

(出所) 和田 [1997]。

表2 各国の資金調達に占める内部資金と外部資金のシェア (%)

	内部資金		外部資金					
	1994	1997	1994	1997	うち間接金融		うち直接金融	
					1994	1997	1994	1997
中国	19.0	29.0	81.0	71.0	57.0	53.0	1.0	7.0
アメリカ	69.5	65.9	30.5	34.1	12.3	12.7	-2.7	-2.3
イギリス	70.6	49.2	29.4	50.8	0.2	24.2	23.8	26.0
日本	87.4	91.1	12.6	8.9	8	-4	5.6	0.7
ドイツ	54.9	65.3	45.1	34.7	25.5	26.2	14.4	0.6

(出所) 中国：国家統計局編『中国統計年鑑』（各年版）の資金フロー表より作成。

その他：日本銀行『国際比較統計1999』54ページ。

定していた経営に関する事項を企業自身が自由に決定できる範囲は、徐々に拡大してきた。その権限の内容と決定権を賦与された企業の割合の動きを、表1に示した。生産、販売、価格などの決定権が早期に委譲されたのに対し、資金に関する意思決定権限、とくに投資の権限の委譲は遅かったことがわかる。1996年の段階で70%以上の企業について「投資に関する自主権が未獲得」つまり政府が決定権を握っていた。

## (2) キャッシュフロー：内部資金が極端に少ない資金調達構造

一方のキャッシュフローについて、国民経済計算レベルのデータで、企業セクター全体の資金調達の構造をみてみよう（表2）。ここで確認できる特徴は、内部資金の占める必要が極端に少ないことである。金融構造の国際比較を行う場合に、間接金融主導か直接金融主導かに注目されることが多い。しかし、以下の中国のデータをみると、内部資金が極端に少ないことがまず特徴的である。その結果として、外部資金への依存度の高さ、とくに間接金融への依存度の高さが際立っている。



## 第2節 分析

さて、以上のように改革の進行とともに、国有企業と政府の間の契約は漸進的に変化してきた。この契約のかたちは、企業価値にどのような影響を与えたと考えられるのか。これを理解するために、意思決定権の配分と企業価値の関係に注目した Hart [2001] のモデルの枠組みに依拠して分析を行う。

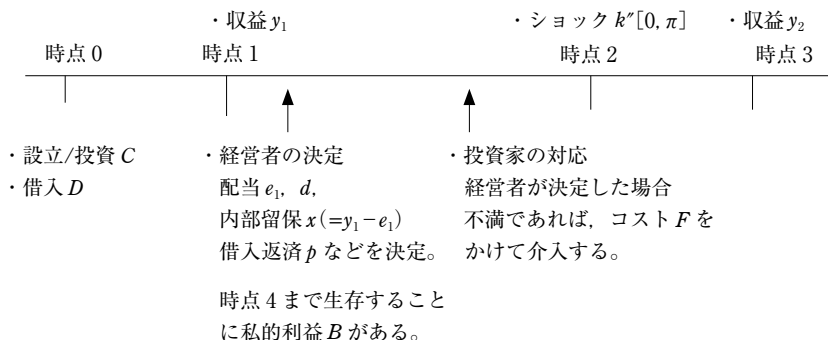
### 1. Hart [2001] のモデルの枠組み

#### (1) 設定

Hart [2001] のモデルは、次のような構成になっている (図1)。

登場するのは、資金をまったくもたない経営者 M と外部投資家 G (さらに債権者 C, 株主 S) である。経営者は、資金提供をしていない場合は、貨幣的な企業価値  $V$  に対しては請求権をもたず、非貨幣的な価値  $B$  のみを得る

図1 Hart [2001] のモデルの時間表



$V$  : 貨幣的企業価値

$B$  : 非貨幣的企業価値

$D$  : 借入 (もしくは、事前に額が確定している支払い)

$C$  : 投資コスト

(出所) Hart [2001] の Figure 1 の時点1 を筆者が時点1, 2に分けて修正。

ことができる。ここでは、非貨幣的価値とは、具体的には、時点4まで企業業が継続することと想定する。

この枠組みで、次のような意思決定が行われる。時点0に企業が設立され、投資Cが実行される。その後時点1で、収益 $y_1$ があがり、経営者がこの利益の処分を決める。この決定の際、(1)時点3で流動性ショックが来ることが予想される（モデル上は、流動性ショックは、0から $\pi$ の間での一様分布を仮定している）、(2)時点4で収益 $y_2$ があがることが期待できる、という状況になっている。この条件のもとで、経営者は、収益 $y_1$ を、外部投資家Iへの配当 $d$ 、および、もしくは、債権者Cへの返済 $p$ の水準と、その結果としての内部留保 $x$ の配分を決定する。

外部資金提供者は、意思決定権が与えられている場合、経営者の判断に不満があれば、経営に介入し、収益の配分方法を変更させることができる。ただしこの際には、コスト $F$ がかかってしまう。

### (1) 貨幣的企業価値 $V$

このとき投資することで得られる企業の貨幣的価値は、時点1に利潤 $y_1$ から配当された利潤の一部と時点4に配当される利潤の期待現在価値の和となる。

時点1の利潤の一部 $\alpha y_1$  ( $1 \leq \alpha \leq 1$ )を内部留保し、 $1 - \alpha y_1$ が配当される利潤となる。時点4で投資家に分配される取り分の期待現在価値は、時点3での流動性ショックの影響により割引かれる。ただし、流動性ショックが内部留保 $\alpha y_1$ と時点4であがってくる利潤 $y_2$ の総和を下回っているかぎり、時点4の収入を担保に流動性 $k$ を借り入れることができるとする。このとき、そのぶん投資家の取り分は減り、 $\alpha y_1 + y_2 - k$ となる。これを流動性ショックが起こる確率 $\pi$ で割引いたものが、時点4で投資家に配当される利潤の期待現在価値となる。このときの価値 $V_\alpha$ は、次のようになる。

$$V_\alpha = (1 - \alpha)y_1 + \frac{1}{\pi} \int_0^{\alpha y_1 + y_2} (\alpha y_1 + y_2 - k) dk = (1 - \alpha)y_1 + \frac{\alpha^2 y_1^2 + 2\alpha y_1 y_2 + y_2^2}{2\pi}$$

ここで、経営者が決定する内部留保の大きさと企業価値の関係を確認しよう。内部留保率  $x$  ( $0 \leq x \leq 1$ : 時点1に外部に支払う額は  $(1-x)y_1$ )、そのときの企業価値を  $V(x)$  とする。

このとき、流動性ショックの最大値  $\pi$  について、

$$\pi > y_2 + y_1 \quad \dots\dots(1)$$

と仮定し<sup>(1)</sup>、 $x \leq 1$  を考慮すると、

$$\frac{dV(x)}{dx} = xy_1 + y_2 - \pi < 0$$

となる。このとき、内部留保率  $x$  が増えるほど、企業価値が単調減少する関係にある<sup>(2)</sup>。このため、企業価値  $V_0$  が最大になるのは、内部留保  $x=0$  のときである。このときの企業価値は、

$$V(0) = y_1 + \frac{1}{\pi} \int_0^{y_2} (y_2 - k) dk = y_1 + \frac{y_2^2}{2\pi}$$

となる<sup>(3)</sup>。

## (2) 非貨幣的企業価値 $B$

一方、非貨幣的価値  $B$  は、このとき、時点3でのショックへの耐久力が高いほどより確実になる。この耐久力をあげるためには、時点1で、たとえ外部への支払いを滞らせても、なるべく多く内部留保しようとする。この意味で、 $B$  も内部留保  $x$  の関数であり、次のように書くことができる。

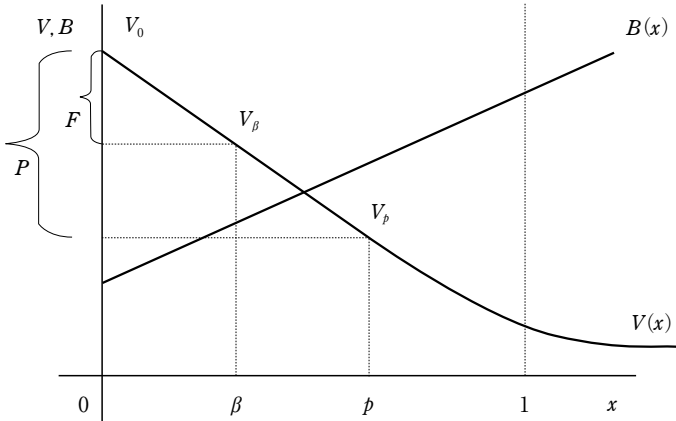
$$B(x) = \frac{xy_1 + y_2}{\pi} B$$

この非貨幣的価値が最大になるのは、すべてを内部留保したとき ( $x=1$ ) であり、そのときの企業価値は、

$$B(1) = \frac{y_1 + y_2}{\pi} B$$

となる。 $V(x)$  と  $B(x)$  の関係は、図2のようになる。

図2 基準ケース：貨幣的企業価値  $V(x)$ ，非貨幣的企業価値  $B(x)$  と内部留保率  $x$



(出所) 筆者作成。

(3) 経営者と外部投資家のゲーム：外部投資家が介入できる場合

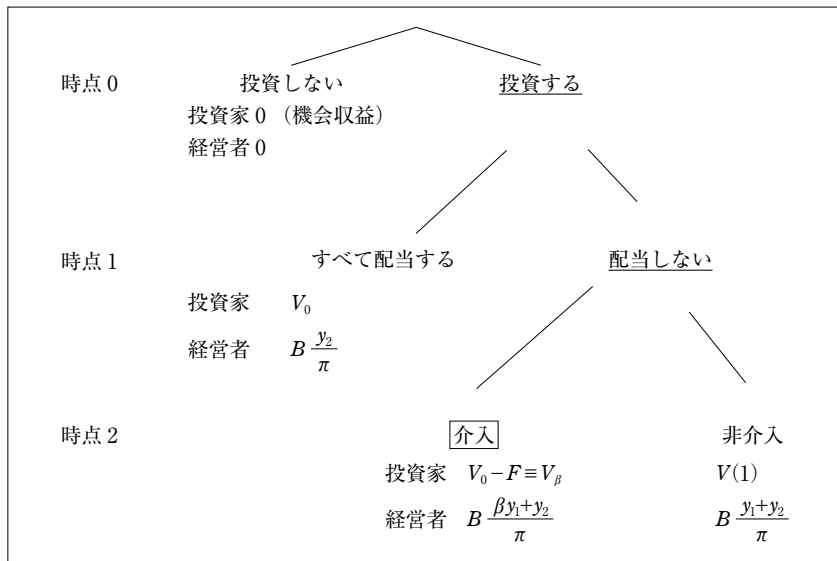
以上のような利得が存在し、経営者は時点1で内部留保率  $x$  (配当率  $= 1 - x$ ) を決定し、外部投資家はその決定に不満であれば、経営に介入し、内部留保率を変更させることができる。ただし、介入をした場合は、コスト  $F$  がかかる。このとき、介入コスト  $F$  は、企業価値の減少という形で吸収され、内部留保率自身は投資家の希望した水準となる。このゲームは、すべてのプレイヤーが行動を選択するとき、それ以前のゲームの結果がみえたと仮定している完全情報ゲームである。このとき、純粋戦略による均衡点が存在し、後ろ向き帰納法に従って導き出せる。

さて、経営者  $M$  の利得は非貨幣的価値のみ、外部投資家  $G$  の利得は、貨幣的価値のみが与えられているとする。まず、経営者  $M$  が配当を決定したあと、外部投資家  $G$  は不満であれば、介入する。

外部投資家  $G$  の最適反応  $R_G(x) \in \arg \max_{0 \leq x \leq 1} V(x)$  は、

$$\begin{aligned}
 V(0) &= \max_{0 \leq x \leq 1} V(x) \quad \text{if } 0 \leq x \leq \beta \\
 V(\beta) &= \max_{0 \leq x \leq 1} V(x) - F \quad \text{if } \beta \leq x \leq 1
 \end{aligned}$$

図3 外部株主に決定権（介入する権利）が与えられているときの均衡



(注) 各手番での最適行動は下線を引いたもの、均衡は□で囲んだ解である。

(出所) 筆者作成。

( $\beta$  は  $V(0) - F \equiv V(\beta)$  となる配当水準)

となる。このとき、外部経営者が受け入れる配当率は、0もしくは $\beta$ となる。

一方、経営者の最適反応は $R_M(x)$ は、

$$B(\beta) = \max_{0 \leq x \leq 1} B(x) \quad \text{if } x=0 \text{ or } \beta$$

となる。これは、 $\partial B(x)/\partial x = y_2/\pi > 0$ より、 $B(x)$ は、 $x$ に対して単純増加となるため、より高い内部留保率が最適となる。ここでは、0と $\beta$ のうち、より大きい内部留保率である $\beta$ を経営者は選択する。こうして、(経営者Mの戦略、Gの戦略) = ( $\beta, V(\beta)$ ) ゲームの均衡になる。以上をゲームの樹で表現すると、図3のようになる。

ここでの利得の配分のもとでは、外部資金提供者は自分の手にする貨幣的価値の取り分を最大化することが目的となる。これと対照的に、経営者は貨幣的価値への取り分をもたず企業の存続に非貨幣的価値を見いだすため、時

点3でのショックへの耐久力をあげるために、時点1で、たとえ約束した外部への支払いを滞らせても、なるべく多く内部留保しようとする（つまり、生存維持条件をなるべくゆるくしようというインセンティブが働く）。

また、意思決定権をどのような利得をもった主体に分配するかによって、内部留保の水準が変化する。その結果、貨幣的価値（ $V$ ）と企業の生存維持条件が内生的にどのように変化するかを捉えることができる。以下で、外部投資家と経営者間の金融契約のかたちが、企業価値にどのような影響を与えるかをいくつかの例で考えてみよう。

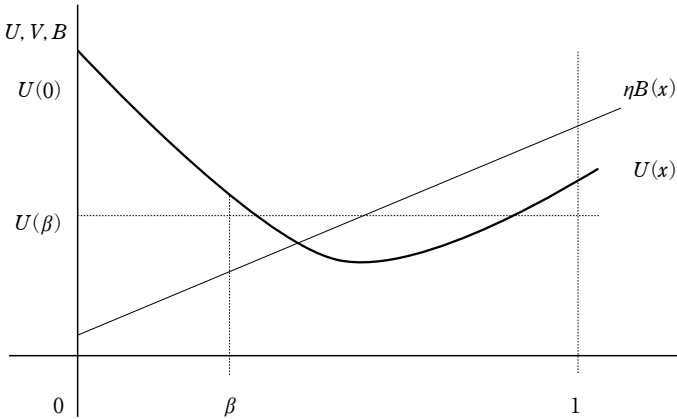
## 2. 外部投資家—経営者間契約と企業価値

(1) ケース1：外部投資家は株主であり、非貨幣的価値も利得となる場合  
本章は、中国の国有企業改革のプロセスにおいて、政府と国有企業間の契約の影響を分析することを目的としている。このとき、Hart [2001] のモデルでの外部株主を政府  $G$ 、国有企業を同様に経営者  $M$  に置き換えて考える。国有企業を管理・監督する政府は、企業の投資計画の策定と認可、そしてその資金調達のため、自ら補助金を与えるか、銀行への貸出を許可するという権限をもっていた。つまり、企業からみた場合、政府は資金提供に関して実質的な決定権を握っており、外部株主に相当する機能を担っていた。

しかし、この政府は純粋な投資家ではない、と考えるのが、より現実的である。政府において意思決定をしている官僚は、共産党や上位政府から規律づけられているが、そのときの評価基準は必ずしも企業の貨幣的価値最大化ではなかった。例えば、その地域の工業生産額の伸びが政府の官僚を評価する基準であれば、企業がすでに在庫を多く抱えていても、企業に対しさらなる生産の拡大を求めるような事態が起こってきた（渡邊 [2002] の長虹の経験）。生産額の拡大のほか、雇用の維持、政治的な安定などを確保することが上位機関から目標として与えられるのが常であり、政府を代表して企業に関する意思決定を行う官僚の行動は、非貨幣的な価値にも左右されていたのが実態

図4 ケース1：貨幣的価値  $V(x)$  と非貨幣的価値  $B(x)$  の和が外部株主の利得  $U(x)$

(1)  $y_2 + \eta B > \pi - y_1 - y_2$   $U(1) > U(\beta)$  の場合



(2)  $y_2 + \eta B > \pi - y_1 - y_2$   $U(1) > U(\beta)$  の場合

内部留保率  $x$  と利得  $U$  の基本的関係は、図1と同じであるため、省略。

(出所) 筆者作成。

である。そこで、本章では、外部株主の利得に非貨幣的価値が加わったときの影響を考慮する。

外部株主と経営者の間で、非貨幣的価値を  $\eta$  ( $0 \leq \eta \leq 1$ ) の割合で分けるとする<sup>(4)</sup>。外部株主の利得を、 $U(x) \equiv V(x) + \eta B(x)$  とする。このとき、 $U''(x) = y_1^2 / \pi > 0$  となるため、 $U'(x) = 0$  となる  $x$  で最小値が存在し、これがゼロから1の範囲になる場合、外部投資家の利得の選択に影響する<sup>(5)</sup> (図4参照)。

外部投資家 G の最適反応  $R_G(x) \in \arg \max_{0 \leq x \leq 1} U(x)$  は、

$$U(0) = \max U(x) \quad \text{if } 0 \leq x \leq \beta$$

$$(*) \quad U(1) = \max U(x) - F \quad \text{if } \beta \leq x \leq 1 \text{ and}$$

$$U(1) > U(\beta) \Leftrightarrow y_2 + \eta B > \pi - y_1 - y_2$$

$$(**) \quad U(\beta) = \max U(x) - F \quad \text{if } \beta \leq x \leq 1 \text{ and}$$

$$U(1) \leq U(\beta) \Leftrightarrow y_2 + \eta B \leq \pi - y_1 - y_2$$

経営者の最適反応は、

$$R_M(x) \in \max_{0 \leq x \leq 1} (1 - \eta)B(x)$$

となる。

(\*) の場合、外部投資家の得る非貨幣的利得がより大きい、もしくは流動性ショックがより小さい場合（正確には、時点2での利得、つまり貨幣的収益  $y_2$  と非貨幣的収益  $\eta B$  の和が、非流動性ショックとリスクがない場合の貨幣的収益  $y_1 + y_2$  との差よりも大きい場合）、外部投資家もすべて内部留保することを選ぶ。このとき、経営者の最適反応は  $B(1)$  となり、すべて内部留保する ( $x=1$ ) ことが均衡解となる。

(\*\*) の場合、すなわち外部投資家の非貨幣的利得がそれほど大きくない場合、もしくは流動性ショックが非常に大きい場合、外部投資家は経営者の決定に介入しぎりぎりまで内部留保を小さくしようとすると予想され、経営者は内部留保率を介入コストと無差別な水準 ( $x=\beta$ ) にする。

以上から、外部投資家が非貨幣的利得をもつようになることで、非効率性が発生することがわかる。

(2) ケース2：外部投資家として、株主と債権者がいる場合

債権者は、介入しなければ、自分のステークが消滅する一方で、介入に成功すれば、介入コストも回収できる。このため、株主よりも、積極的に介入し内部留保を減らそうとするインセンティブをもっている。

ちなみに、短期債権者の最適反応は、

$$R_D \in \arg \max_{0 \leq x \leq 1} [P, 0]$$

株主の最適反応は、

$$R_G(x) \in \arg \max_{0 \leq x \leq 1} V(x) - P$$

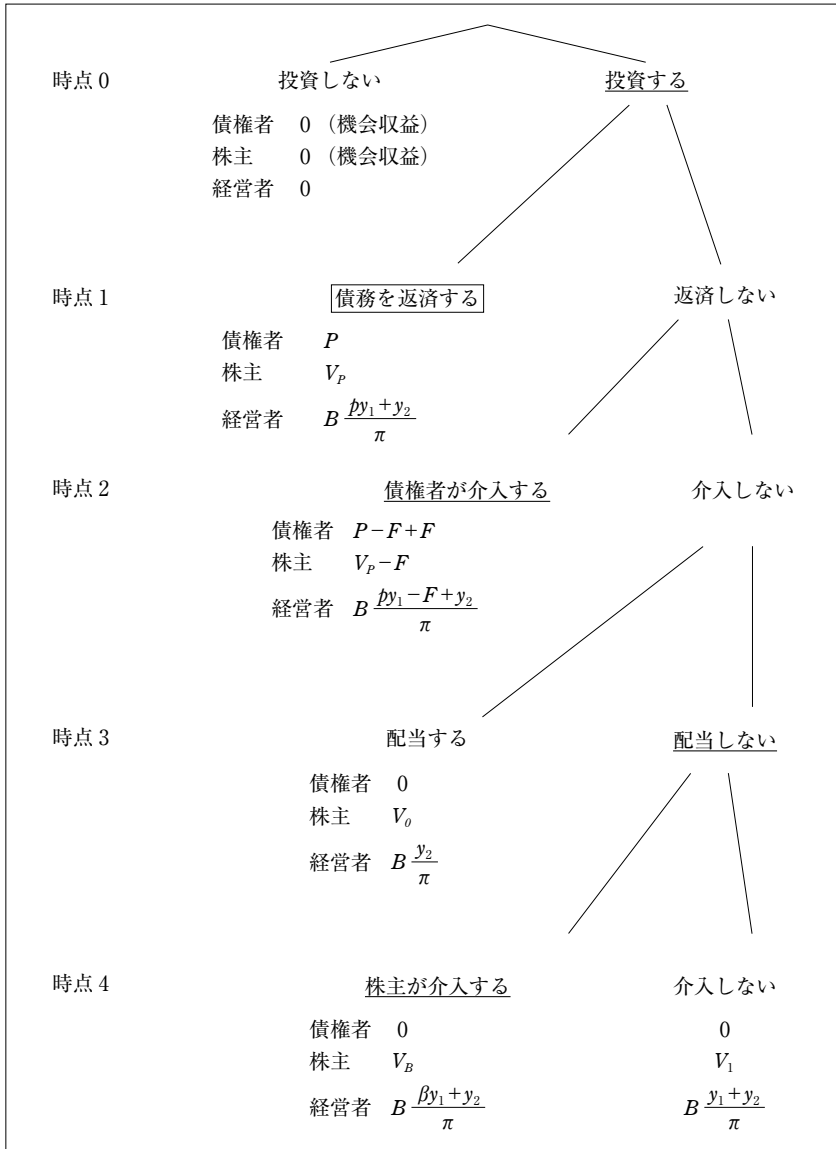
経営者の最適反応は、

$$R_M(x) \in \arg \max_{0 \leq x \leq 1} B(x)$$

$p$  を、債務  $P$  を除いたときの企業価値に対応する内部留保率（図2参照）とすると、均衡は図5のように決まる。このとき、選択される内部留保率は



図5 短期債権者と株主が外部株主の場合の均衡企業価値



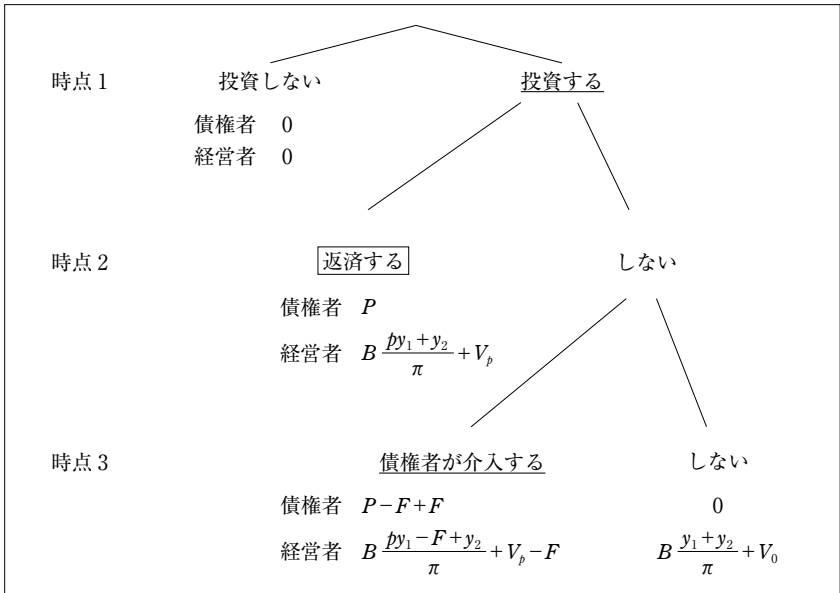
(出所) 筆者作成。

債務返済と無差別な水準 ( $x=p$ ) となる。また、ここで社会全体の貨幣的企業価値は  $V_p + P = V_0$  となる。

(3) ケース3：借入ですべてをファイナンスし、株主がない場合

第1節で示したとおり、会社化導入以前の移行期においては、株主がおらず借入だけでプロジェクトをファイナンスするという現象は、かなり広くみられた。株主がない場合、残余利益および損失の請求権者がはっきりしない、という問題がおきる。このとき、利益がプラスの場合は、誰に帰属するのかがはっきりしない利得が発生し、それが事後的に事実上経営者のものとなる。また赤字に転じた場合は、誰がその負担をするのかが決まっていない。これは、中国において俗に「所有者不在の問題」として指摘されている問題である。結果として、事後的に債権者への返済を行ったあとの残余分が経営

図6 短期債権者のみから資金調達をした場合



(出所) 筆者作成。

者の利得となるのが、この場合の特徴である。

債権者<sup>(6)</sup>（外部投資家）の最適反応は、

$$R_G \in \arg \max_{0 \leq x \leq 1} [P, 0]$$

経営者の最適反応は、

$$R_M(x) \in \arg \max_{0 \leq x \leq 1} B(x) + V(x) - P$$

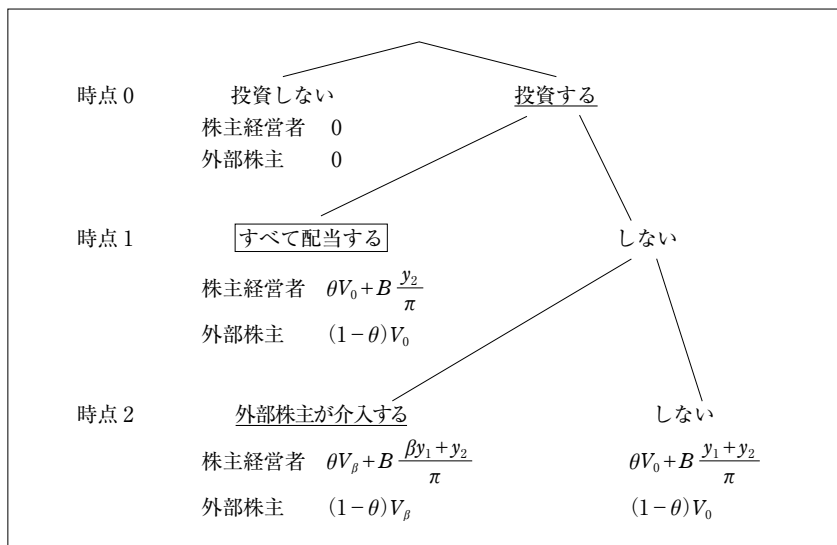
このときの均衡点は、図6のとおりに導かれる。このとき、選択される内部留保率は $p$ であり、社会全体での企業価値は $V_p + P = V_0$ となる。

(4) ケース4：経営者が株式を取得した場合

さらに、経営者が株式を取得した場合も考えられる。これは、中国の文脈では経営者の株式取得による民営化が起こったケースであり、より一般的にはオーナー経営者である場合である。

外部株主Gの最適反応は、

図7 経営者が株式を取得した場合



(出所) 筆者作成。

$$R_G(x) \in \arg \max_{0 \leq x \leq 1} \theta V(x)$$

株主・経営者 MO の最適反応は、

$$R_{MO}(x) \in \arg \max_{0 \leq x \leq 1} (1 - \theta)V(x) + B(x) = W(x)$$

となる。

経営者の利得  $W(x)$  は、ケース 1 の  $U(x)$  とほぼ同じ性格をもち、配当比率  $x$  について最小値をもつ。そのため、配当を拒否し外部株主の介入をもった場合のほうが、最初からすべて配当した場合よりも、利得が大きくなる可能性がある。しかし、ここでのモデルの設定から、 $W(0) > W(\beta)$  が成り立つため<sup>(7)</sup>、時点 1 においてすべて配当することが、外部株主、株主経営者にとって最適となる。

(5) ケース 5：絶対支配株主と少数株主がいる場合

最後に、外部株主として絶対支配株主と少数株主が存在し、両者の間で、経営者の決定に関する介入コストが異なる場合を考える。絶対支配株主の介入コストが従来どおり  $F$ （このときの内部留保率は  $\beta$ ）とする一方、少数株主の介入コスト  $H$  は禁止的に高く企業価値  $V(0)$  を上回っているとする。さらに、外部株主は、非貨幣的価値も利得とすると考える。このとき、

絶対支配株主 LG の最適反応は、

$$R_{LG}(x) \in \arg \max_{0 \leq x \leq 1} Z(x) + \eta B(x) = T(x)$$

少数株主 SG の最適反応は、

$$R_{SG}(x) \in \arg \max_{0 \leq x \leq 1} (1 - \theta)V(x) - X \quad X = [F, H]$$

経営者 M の最適反応は、

$$R_M(x) \in \arg \max_{0 \leq x \leq 1} (1 - \eta)B(x)$$

絶対支配株主は、経営者の判断に介入する場合、配当以外の方法で利得を得るように経営者に強制し、実質的に介入コストを少数株主に全額負担させることができる。このため、介入した場合のほうが得られる利得が高くなる。これは少数株主の利益を損なうという意味で、絶対支配株主のモラル・ハザードによる非効率性である。このとき、 $x^*$  を、 $\theta V(0) = V(x^*)$  となる内部留

保比率とすると、絶対支配株主の貨幣利得  $Z(x)$  は、次のように書ける。

$$Z(x) = \begin{cases} \theta V(0) & 0 \leq x \leq x^* \\ \theta V(x) & x^* \leq x \leq 1 \end{cases} \quad (\text{この範囲で、少数株主の貨幣利得はゼロもしくは負})$$

さらに、 $\eta B(x)$  は、 $x$  の単調増加であるので、 $T(x) = Z(x) + \eta B(x)$  は  $x^*$  で最大値をとる（図8参照）。一方、少数株主はこのような絶対支配株主の決定に介入しようとした場合、介入コストが禁止的に高いため、自分の利得がマイナスになってしまう。このため、介入できない。また経営者は、より内部留保が高い解を選択する。このため、均衡点は絶対支配株主が介入し、 $x^*$  を内部留保する水準となる。

以上の分析をまとめたものが、表3である。ここでわかることは、次の2点である。

第1に、企業価値の最大化が達成されると考えられるのは、外部投資家が貨幣的利得のみをもち、決定権をもっている場合（基準ケース）に加え、短期債権者が存在しているとき（ケース2，3），および経営者が株式の一部を取得した場合（ケース4）となる。

第2に、次のケースでは、非効率性が生じる。つまり、外部投資家が非貨幣的利得も評価する場合（ケース1），株主が絶対支配株主と少数支配株主の2種類が存在し、前者が非貨幣的価値をもち、後者の介入コストが禁止的に高い場合（ケース5）には、非効率な内部留保が選択され、最大の企業価値が選択されない。

なお、ケース1の場合の非効率性とケース5の場合の非効率性のどちらが大きいかは、パラメータによって変化する。例えば、

絶対支配株主の介入コスト  $F <$  最も効率的な場合の少数株主の貨幣的利得  $(1-\theta)V(0)$

が成立している場合、ケース1の非効率性がより小さくなる。これは、絶対支配株主の介入コスト  $F$  がより小さい、もしくは絶対支配株主の支配比率がより小さいとき、絶対支配株主のモラル・ハザードによる非効率性が大き

表3 モデルでの意思決定権の配分, 企業価値, 所得分配

	外部投資家全体	うち		経営者
		株主	債権者	
基本ケース. 外部株主に決定権				
1. 企業価値	$V_\beta$	$V_\beta$	-	$B$
2. 意思決定権	○	○	-	-
3. 初期投資	$C$	$C$	-	-
4. 総企業価値と内部留保比率	$V_\beta, \beta$			
ケース1. 外部投資家が非貨幣的利得もっている場合				
1. 企業価値	$V_\beta + \eta B, V_1 + \eta B$	-	-	$(1-\eta)B$
2. 意思決定権	○	-	-	-
3. 初期投資	$C$	-	-	-
4. 総企業価値と内部留保比率	$V_\beta, \beta (U(1) < U(\beta) \text{ の場合})$ $V_1 + \eta B, 1U(1) \geq U(\beta) \text{ の場合})$			
ケース2. 債権者/株主に決定権				
1. 企業価値	$V_0$	$V_p$	$P$	$B$
2. 意思決定権	○	○	○	-
3. 初期投資	$C$	$C - P$	$D$	-
4. 総企業価値と内部留保率	$V_0 = V_p + P, p$			
ケース3. 外部投資家が債権者のみで, 決定権をもっている場合				
1. 企業価値	$V_0$ (短期)	-	$P$	$V_0 - P + B$
2. 意思決定権	○	-	○	○
3. 初期投資	$C = P$	-	$P$	-
4. 総企業価値と内部留保率	$V_0, p$ (短期債務) $V_1, 1$ (長期債務)			
ケース4. 経営者が株式を取得した場合				
1. 企業価値	$\theta V_0$	-	-	$(1-\theta)V_0 + B$
2. 意思決定権	$\theta$ ○	-	-	$(1-\theta)$ ○
3. 初期投資	$\theta C$	-	-	$(1-\theta)C$
4. 総企業価値と内部留保率	$V_0, 0$			
ケース5. 外部株主が, 決定権をもつ絶対支配株主と決定権のない少数株主の場合				
1. 企業価値	$\theta V_0 + \eta B$	$V_{x^*} - \theta V_0 - F$	-	$(1-\eta)B$
2. 意思決定権	$\theta$ ○	$(1-\theta)$ ○	-	-
3. 初期投資	$\theta C$	$(1-\theta)C$	-	-
4. 総企業価値と内部留保率	$V_{x^*}, x^* (F < (1-\theta)V_0 \text{ の場合})$ $V_\beta, \beta (F \geq (1-\theta)V_0 \text{ の場合})$			

(注) ○: 意思決定権が付与されていることを示す。  
 -: 意思決定権が付与されていないことを示す。

(出所) 本節の分析より, 筆者作成。



実際に行われていた各主体の利得（キャッシュフロー権で示される貨幣的利得のかたちと非貨幣的利得の有無）と意思決定権の配分、および実際の投資資金の負担状況を整理し、その企業統治の枠組みからモデルによって理論的に示される企業価値と内部留保率を整理した。

## 1. 長虹

### (1) 長虹と政府の間の契約

まず、長虹と政府間の金融契約の変遷を、モデルの表記に合わせて書き直したのが、表4である。

以下の契約がどのような企業価値をもたらすと考えられるのか、そしてそれは実際の経験と整合的であったのか、をみていこう。

### (2) 長虹の企業統治構造と企業価値

#### ① CH1：計画経済期

この時期、政府は貨幣的価値のすべてと非貨幣的価値の一部を利得として

表4 長虹の経験：政府-企業間の契約の変化

	政府	外部株主	企業/経営者
第1期計画経済期（～1987：CH1）			
1. 利得	$V + \eta B$	-	$(1 - \eta)B$
2. 意思決定権	○	-	-
3. 初期投資	C	-	-
第2期請負契約期（1987～94：CH2）			
1. 利得	$P + \eta B$	-	$V - P + (1 - \eta)B$
2. 意思決定権	○	-	-
3. 初期投資	-	-	C
第3期会社化+株式発行（1994～：CH3）			
1. 利得	$\theta V + \eta B$	$(1 - \theta)V$	$(1 - \eta)B$
2. 意思決定権	○	-	-
3. 初期投資	$\theta C$	$(1 - \theta)C$	-

（出所）渡邊 [2002] の第3節をもとに、筆者が分類。



もち、また企業の決定に介入する権限をもっていた。この枠組みは、前節のケース2、外部株主が非貨幣的価値も評価する場合と同じである。この場合の均衡での貨幣的価値は  $V_\beta$  もしくは  $V_1$  となる。

## ② CH2：請負契約期

その後、政府は利潤の一部を企業の保有する請負契約を結ぶようになる。請負契約の枠組みで、政府は企業から事前に取り決めた固定額のキャッシュフロー権をもち、企業の決定に不満がある場合は、経営に介入する権限をもっている。また企業からみて、資金調達に政府の意向に従って動く銀行からの借入と、自分の上げた利潤のみによって行われ、このとき、株主は存在しない。つまり、この時期の金融契約は、前節のケース3、借入のみでファイナンスし、債権者は介入する権限をもっているとなる。この金融契約のかたちから予測される社会全体の企業価値は、 $V_0$  となる。つまり、最も効率的な状況が達成されていたといえる。

## ③ CH3：会社化+株式発行

しかし、その後、中国政府が国有企業の会社化を進めるようになる。長虹もこうした国の方針に従って、会社化を行いさらに株式発行を行う。この時期、政府と企業に加え、株式発行により外部株主が、長虹の利害関係者に加わる。この利害関係者のもつ請求権の状況を見ると、政府は、圧倒的に高い持株比率を維持し絶対支配株主となっていた。そして、企業の判断に介入する権限をもち、貨幣的価値および非貨幣的価値の双方に利得をもっている。一方、外部株主は持株比率が小さいため、企業の決定に介入する力がない。この時期の金融契約は、前節のケース5、つまり、外部株主が介入コストの低い絶対的支配株主と、介入コストの高い少数株主の2種類になっている場合である。このとき、絶対支配株主は自身の支配力を使い、他の少数株主の利益を損なう形での介入を行い、均衡点で選択される企業価値は効率性で劣る  $V_x$  もしくは  $V_\beta$  となる。

ちなみに、このCH3の企業統治構造は、現在中国の上場企業の間にも広くみられるものである。そして、政府が利得最大化をするために外部株主の利

表5 長虹と政府間の契約と企業価値の変化

	総企業価値	政府の取り分	外部株主の取り分	長虹の取り分	内部留保率
CH1(1979~87)	$V_\beta(V_1)$	$V_\beta + \eta B \frac{\beta y_1 + y_2}{\pi}$	-	$(1-\eta)B \frac{\beta y_1 + y_2}{\pi}$	$\beta(1)$
CH2(1987~94)	$V_0$	$P + \eta B \frac{\beta y_1 + y_2}{\pi}$	-	$V_\beta + (1-\eta)B \frac{\beta y_1 + y_2}{\pi}$	$\beta$
CH3(1994~)	$V_{x^*}(V_\beta)$	$\theta V_{10} + B \frac{x^* y_1}{\pi}$	$V_{x^*} - \theta V_0 - F$	$(1-\eta)B \frac{x^* y_1}{\pi}$	$x^*(\beta)$

(出所) 筆者作成。

益を損なうような行動が均衡として現れてしまうのが、この統治構造をもたらす弊害である。これは、絶対支配株主のモラル・ハザードの弊害であり、渡邊 [2003] では「集団司リスク」と呼んだものである。この前の請負制の時期において、効率的な企業価値の達成が可能な金融契約、企業統治構造をもっていた長虹は、会社化および株式公開によって、非効率性を発生させるようになった可能性がある。会社化、株式公開という、市場経済において「経験的に望ましいとされる制度 (best practice)」が、その前の「橋渡しの制度 (transitory institution)」よりも非効率である可能性がある、という事例である。

以上の検討結果をまとめたのが、表5である。

## 2. TCL

### (1) TCLと政府の間の契約

TCLと政府の間の金融契約、企業統治構造の変化の経験を、モデルでの変数に整理しなおしたのが表6である。

### (2) TCLの企業統治構造と企業価値

#### ① TCL1：財政借入による設立の時期

TCLは、まず財政からの借入のみで企業が設立された。このとき政府は、

表6 TCLの経験：政府—企業間契約の変化

	政府	外部株主	企業/経営者
第1期 設立、電話事業 (1985～：TCL1)			
1. 利得	$P + \eta B$	-	$V - P + (1 - \eta)B$
2. 意思決定権	○	-	○
3. 初期投資	C	-	-
第2期 テレビ事業への進出 (1993～：TCL2)			
1. 利得	$\eta B$	$0.5V \rightarrow 0.4V$	$(0.5V \rightarrow 0.6V) + (1 - \eta)B$
2. 意思決定権	○	○	○
3. 初期投資	-	0.5C	0.5C
第3期 会社化+国有資産授権経営契約 (1997～2001：TCL3)			
1. 利得	$P + \eta B$	-	$V + P + (1 - \eta)B$
2. 意思決定権	○	-	○
3. 初期投資	-	-	C
第4期 民営化 (2002～：TCL4)			
1. 利得	$0.4V + \eta B$	-	$0.42V + (1 - \eta)B$
2. 意思決定権	○	-	○
3. 初期投資	-	-	C

(出所) 渡邊 [2002] の第3節をもとに、筆者が分類。

貸し付けた固定額に対するキャッシュフロー権と企業の判断に介入する権利をもっていた。これは、前節のケース3（借入のみで投資を行った場合）と同じ企業統治構造である。この借入が短期であったのか、長期であったのか、によって均衡企業価値は異なってくるが、TCLの歴史をみると、1990年に電話機事業を上場させる前に、この財政からの借入は返済していたようである。このため、短期と考えてもよい。このTCL1期の企業統治構造から予測される均衡は、短期債務のみで調達した場合（図6参照）のそれとなり、社会全体での企業価値は $V_0$ となる。

## ② TCL2：外資合併によるテレビ事業への進出期

TCL第2期は、外資との合併で、企業・経営者も意思決定権をもっていた。この時期のTCLの契約は、次のように若干複雑である。まず、TCL自身は、

株式の保有分に応じた比率で貨幣的価値と非貨幣的価値の残りを利得とし、時点1で配当を行うかどうかを決める。配当を行わなかった場合、技術を提供した香港の外資系企業は出資分相当の貨幣的価値を請求する権利と意思決定に介入する権利をもっている。さらに、政府は非貨幣的価値のみを利得として確保しているが、時点3で経営者の意思決定に介入する権限をもっている。このときの均衡は、図9のゲームの樹から、経営者が株式を一部取得した場合と同じである。つまり、時点1でTCLが収益のすべてを配当し、このときの企業価値は $V_0$ となる。

### ③ TCL3：会社化および国有資産授権経営契約

1990年代に入り、TCLも会社化を迫られる。これは、CH3と同じである。しかし、この時期の政府と企業間の関係をより詳しくみると、会社化により政府は株主となったものの、交渉によりさらに、国有資産授権契約というより企業の自立性の高い契約を結んでいた。具体的には、政府は固定額の利得のみを受け取り、残りは企業に渡すことになった。

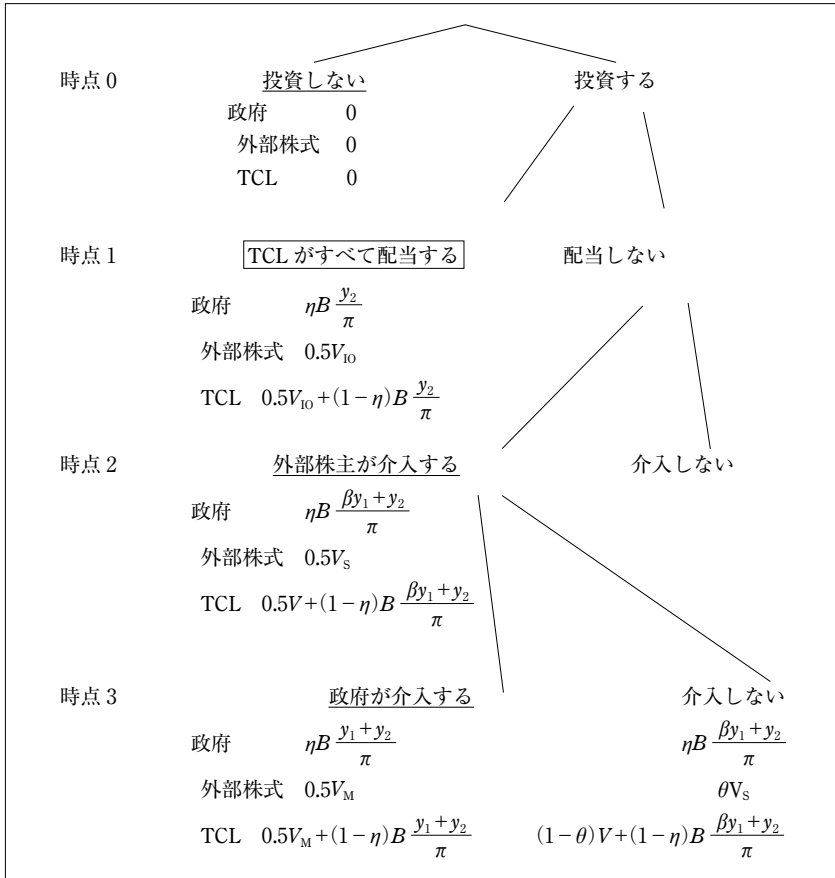
こう考えると、TCL3の企業統治構造は、ケース3（外部投資家が債権者のみの場合）と同じである。この金融契約のもとで、政府の利得は固定額の貨幣価値と非貨幣的価値の一部である。債権者である政府が非貨幣的価値をもっているところが、ケース3と異なるが、債権者の選択を左右することはない。一方、企業/経営者の利得は、全貨幣的企業価値から政府への返済額を引いたものと、非貨幣的価値の一部である。この時期の国有資産授権契約は、経営陣に対し総資産を毎年10%拡大することを義務づけ、それが政府への支払いとなっていた。これは、1年ごとに支払いを求められていた短期債務と解釈できる。

このとき、均衡での企業価値は最も効率的な $V_0$ である。

### ④ TCL4：民営化

TCL第4期には、経営陣が株式の一部を買い取り、民営化を進める。経営陣が相対的支配株主となった時期で、これはまさに前節でのケース4と同じである。このとき、政府は、企業/経営者ともに貨幣価値と非貨幣価値の

図9 TCL2の政府、外部株主、企業間のゲーム構造



(出所) 筆者作成。

一部ずつの和が利得となり、政府は企業に介入できる。政府に非貨幣的利得があることが、ケース4(経営者が株式を取得した場合)と異なるが、政府と企業の利得が同質的になるため、それぞれの選択には影響せず、均衡は同じとなる。

以上の分析の結果をまとめたのが表7となる。TCL1と3の時期において、

表7 契約の変化とTCLの企業価値

	総企業 価値	政府の取り分	外資の 取り分	TCLの取り分	内 部 留保率
TCL1 (1985～)	$V_0$	$P + \eta B \frac{\rho y_1 + y_2}{\pi}$	—	$V_p + \eta B \frac{\rho y_1 + y_2}{\pi}$	$\rho$
TCL2 (1993～)	$V_0$	$\eta B \frac{y_2}{\pi}$	$0.5V_0$	$0.5V_0 + (1 - \eta)B \frac{y_2}{\pi}$	0
TCL3 (1997～01)	$V_0$	$P + \eta B \frac{\rho y_1 + y_2}{\pi}$	—	$V_p + \eta B \frac{\rho y_1 + y_2}{\pi}$	$\rho$
TCL4 (2002～)	$V_0$	$\theta V_0 + \eta B \frac{y_2}{\pi}$	—	$(1 - \theta)V_0 + (1 - \eta)B \frac{y_2}{\pi}$	0

(出所) 筆者作成。

政府に固定的な支払いのみを受ける債権者としての所得分配を受ける一方、TCL2とTCL4テレビ事業の進出の時期および最近の民営化以降をみると、投資比率に応じた企業価値分の請求権をもっていた。このように所得分配の形は異なるものの、TCLは設立以来、社会的に達成される企業価値の最大化が予測される企業統治構造をもっていたことがわかる。

全体として、長虹と比べ、TCLはより高い企業価値の実現が期待できる企業統治構造にあったといえよう。これは、渡邊 [2002] の事例研究の評価とほぼ同じ結論になる。

## おわりに

国全体でみた場合、中国の国有企業改革の過程は三つの段階に分かれる。計画経済体制、請負体制および株式会社化の三つの段階である。その個々のレジームで、政府と企業間の意思決定権とキャッシュフロー権が大きく変化した。このレジームで与えられた意思決定権とキャッシュフロー権の配置は、企業の統治構造を規定し、その結果、企業価値も左右するはずである。

本章では、こうした問題意識から、具体的に二つの企業の経験を取り上げ

て、その企業統治構造から予測される企業価値の効率性を評価する作業を行った。モデル分析が予測する企業統治構造の効率性と実際の企業の経験は、ほぼ整合的であるという印象をもった。とくに、中国の取ってきた漸進的な改革のなかで導入された「橋渡しの制度 (transitory institution)」が、「経験的に優れていると考えられている型 (best practice)」よりも効率的であった可能性が示されていることは、興味深い。たとえば、CH2で取られた請負制は、多くの中国の国有企業の発展を可能にしたと考えられている一方で、過剰投資を生む原因にもなった可能性がある。請負制のもとでは、政府に分配したあとの利潤は、投資をしていないにもかかわらず経営者が意思決定できる余分な資金になっていたからである。請負制は分益型のもの、賃金に連動するもの、など多様であったが、本章のモデル分析では、政府との契約が固定支払い、つまり債務型であれば、効率性を損なわない、という結果になっている。

今後は、このモデル分析を基にした計量的な分析による確認が必要であろう。とくに、上場企業などについて、意思決定権、キャッシュフロー権の配分が企業価値、企業のパフォーマンスに与える関係を確認する作業は必要であろう。また、より現実的な分析を行うためには、非貨幣的価値の扱いを検討することが望ましい。

[注] \_\_\_\_\_

- (1) この仮定は、Hart [2001] の議論にアドホックに筆者が加えたものである。しかし、一定の合理性を次のように説明できる。企業が時点3のショックが起きた場合、経営者は時点4の収益を担保に借入を行うことができる。このとき、もし  $\pi \leq y_2$  が成り立つとすると、時点3で起きるどのレベルのショックに対しても、時点4の収益のみでカバーすることが可能になり、時点3のリスクが消滅し、企業価値は  $y_1 + y_2$  に上昇する。このとき、経営者は時点2において内部留保を行うインセンティブを失う。そうすると、ここで検討するすべてのケースにおいて、経営者にとって、時点1において  $y_1$  を配当するか内部留保するか、が無差別になってしまう。このとき、このモデル分析が目的としている、経営者と外部投資家の行動の変化を説明することができなくな

ってしまう。このため、 $\pi > y_2$ と仮定することは合理的である。

さらに、 $\pi \leq y_1 + y_2$ が成り立つとすると、時点1の利潤をすべて内部留保することで、時点4の収益にリスクがなくなる。とすれば、 $V_1 > V_{MO}$  外部ステークホルダーは、配当や支払いを要求せずに内部留保を認めさえすれば、企業価値が $y_1 + y_2$ に上昇するため、配当や債務の弁済を要求するインセンティブがなくなる。このとき、ここで検討する六つのケースすべてについて、外部ステークホルダーにとって内部留保と外部への支払いが無差別になり、ここでモデル分析が無意味になる。ちなみに、 $\pi > \frac{y_1}{2} + y_2$ を満たせば、 $V_1 > V_{MO}$ は成立する。

- (2) この関係は、企業はすでに正の割引現在価値をもつ投資機会を失っており、内部留保による再投資によって企業価値を高めるという可能性がない、ということの意味している。これが、このモデルの若干厳しい想定である。しかし、ここでの内部留保 $x$ を常識的に必要な現金保有を超えた余剰分、つまりフリーキャッシュフロー (Jensen [1986]) と読み換えれば、十分に現実的な想定であり、実証的な分析にも応用可能であろう。

- (3)  $y_1, y_2 \geq 0$ と仮定した場合、

$$V_0 - V_a = \alpha y_1 + \frac{\alpha^2 y_1^2 + 2\alpha y_1 y_2}{2\pi} > 0$$

が成立する。

- (4) 本章が検討する中国の文脈で、この非貨幣的価値は「官僚が経済的な効率性よりも政治的要因により評価される」などを想定している。この場合、経営者に関して想定される非貨幣的価値（例えば、豪華なビルを建てる、私的目的で会社の財産を使う）との間では、排他的な関係はない。しかし、ここではモデルでの理解をより簡単にするため、外部投資家と経営者の間でシェアをすと仮定した。

- (5) このとき、最小値をとる $x^*$ が、 $0 \leq x^* \leq 1$ となる条件は $\pi - y_2 - y_1 \leq \delta B \leq \pi - y_2$ 。

- (6) 債務のみでプロジェクトをファイナンスする場合も、流動性ショックが発生する前に返済をする短期債務の場合と流動性ショックが発生した後に返済が行われる長期の場合とで、企業価値が異なる（短期の場合の貨幣的企業価値 $V_0$ 、長期の場合の貨幣的企業価値 $V_1 - P$ ）。また短期債務の場合は、企業価値全体はケース2と等しいが、経営者に残余分が帰属することになり、所得分配が異なる。

- (7)  $W(0) \leq W(1)$ が成り立つのは、 $\pi \leq \beta y_1 / 2 + y_2$ のときである。しかし、(1)式のように $\pi > y_1 + y_2$ を仮定しているため、これは成り立たない。このため、本章のモデルの設定では、 $W(0) > W(\beta)$ が常に成り立つ。



## 〔参考文献〕

- 岡田章 [1996] 『ゲーム理論』 有斐閣。
- 和田義郎 [1997] 「中国国有企業改革の分析—経済開発と企業—」 (『開発援助研究』 Vol. 4, No. 4)。
- 渡邊真理子 [2002] 「資本構成と企業行動—テレビ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)。
- [2003] 「進む日中企業の提携に潜むコーポレートガバナンスの問題—上場企業の『集团公司リスク』—」 財務省総合政策研究所中国研究会報告書。
- Hart, Oliver [2001] “Financial Contracting,” *Journal of Economic Literature*, 39 (4), pp. 1079–1100
- Jensen, Michale [1986] “Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers,” *AEA Papers and Proceedings*, 76 (2).
- Li, David [2000] “Insider Control vs. Government Control: A Study of China’s Enterprise Reform” unpublished. (downloadable at <http://home.ust.hk/~davidli/wpapers.htm>)
- Qian, Yingyi [2003] “How Reform Worked in China,” Dani Rodrik ed., *In Search of Prosperity: Analytic Narratives on Economic Growth*, Princeton, New Jersey: Princeton University Press.
- Tenev, Stoyan, Chunlin Zhang and Loup Brefort [2002] *Corporate Governance and Enterprise Reform in China: Building the Institutions of Modern Markets*, World Bank and IFC.
- Tirole, Jean [2001] “Corporate Governance,” *Econometrica*, 69 (1), pp. 1–35.
- 陳劍波 [2000] 「制度変遷と鄉村非正規制度—中国郷鎮企業の財産形成と控制—」 (『経済研究』 2000年第1期)。
- 丁学東・李国忠 [1996] 『中国企業財務改革』 北京：経済科学出版社。