

第Ⅱ部

經 營 論

第6章

資本構成と企業行動

——テレビ企業2社の比較から——

はじめに

中国企業の行動を、とくに財務面から観察すると、「不可思議な」現象がいくつもみられる。たとえば、中国の国有企業は一般に自己資本が非常に少ない。相対的に外部資金の比率が高い現象は他の経済でもみられるが、中国の国有企業のなかには、設立時に資本金がゼロ、すべて借金でスタートしたという異常な企業もある。また、せっかく売った商品の代金を払ってもらえず手元資金がなくなる「三角債」と呼ばれる状態がしばしば発生する。なかには、全国でかなりのシェアを誇った企業が、三角債のために手元に資金がほとんどなくなり、経営危機に陥ることもある。このほかに、「投資飢餓症」と呼ばれるほど投資意欲が強く、過大な生産設備投資をしたり、まったく無駄な巨大なビルを建てたりということも各地でみられる。中国企業の投資決定、資金利用は、「不可思議な」ほど非効率にみえる。

こうした現象がなぜ起きているのか。この問いに答えるために、資金調達と投資決定、ガバナンスを統一的に考える最近のアイデアを援用し考察する。このとき、中国企業がおかれている環境、とくに資本構成に関わる条件が、どのように企業の行動に影響してきたかを、テレビを生産する有力企業2社を取り上げて検討する。このとき、注目するのは株主・所有者の構成 (ownership structure) だけでなく、負債の役割も考慮した資本構成 (capital

structure) である。そして、本章では、中国企業がおかれている環境、とくに資本構成に関わる条件が、どのように企業の行動に影響してきたかをスケッチすることを目標とする。

本章の構成は以下のとおりである。まず第1節で問題意識と分析の枠組みを整理したあとで、第2節では、ケーススタディとして取り上げるテレビ産業の動向を整理する。第3節では、ケーススタディの対象となる2社について、所有権、キャッシュフロー権、意思決定権がどのように与えられていたのかを整理し、それが企業の投資行動、経営モデルとどう関連しているかを整理する。最後に、資本構成が本来もっているガバナンスのメカニズムを基準として、中国企業に関して、この資本構成のガバナンス機能が想定されるように働いてきたのかを整理する。そして、今後、中国企業の投資行動を効率的なものに誘導するためには、つまりよりよいガバナンスを行うためには、どのような対応が必要なのかを考える。

第1節 分析の枠組み

1. 問題意識

「はじめに」で触れたように、中国企業の財務面、投資行動面には多くの不思議な現象、言葉を換えれば、興味深いトピックが多く見られる。しかし、こうした現象を統一的に説明しようとした研究はないように思われる。とくに、企業の資本構成など財務面の特徴と、投資決定や経営戦略などの企業行動の関係に焦点をあてた研究はほとんどない。中国改革与発展報告専門家組 [1999]、北京国民経済研究所 [1999] は、個別企業の経営モデルを分析的に理解しようとしている興味深い試みであるが、企業の資金調達と投資行動、という財務面に焦点を絞ったものではない。一方で、いわゆるファイナンス論、財務論と呼ばれる分野では、資金調達と投資決定、ガバナンスを統一的

に考えようとする試みが重ねられてきている。

2. 分析の視角：資本構造と企業統治

最近の企業金融に関する理論的な業績の発展により、企業金融、資本構造と企業統治の関係に関する理解は深まってきている（Jensen and Meckling [1976], Myers [1977], Myers and Majluf [1984], Zender [1991], 広田・池尾 [1996], 柳川 [2000] など）。こうした成果をもとに、本章では次のような視角からの分析を行う。

(1) 資本構造と所有構造

まず本章では、企業の所有構造（ownership structure）だけではなく、企業に関わりのある多様なステークホルダーの権利関係が現れている資本構造（capital structure）に注目する。これは、企業のバランスシートに即して考えれば、所有構造からみることが貸方（負債・資本側）のうち、資本の内訳のみに注目しているのに対し、資本構造をみることは貸方全体をみることになる。この区別は、Jensen and Meckling [1976] を踏襲したものであるが、企業について存在している多様な利害関係者の間の関係を明示的に捉えようとする意図の現れである。

(2) 企業統治機能の必要性

企業の資本構成は、利害関係者（経営者、株主、債権者、ときには従業員）の間の収益分配、資金フロー（allocation of cash flow）を規定する。企業に対する資金提供者は、一般に株主と債権者に分かれる。株主の提供した資本は全額返却が約束されているわけではなく、出資に対する見返りである配当は事前には金額が確定しない。一方、債権者が提供した資金である負債については、貸し付けた元金とそれに対する利払いを受けることが事前に確定している。

以上の金融契約がそのまま守られれば問題はないが、実際にはいくつかの不確実性がある。まず、事業自体が失敗する可能性である。これは、事前にはコントロールし難いが、実際に失敗した場合は責任に応じて利害関係者が損失を負担すればよいはずである。しかし、何らかの仕組みが設定されていなければ、利害関係者が自発的に責任を分担するはずはない。その仕組みに何らかの問題があり、各関係者のインセンティブに歪みが生じている場合、とるべき責任から逃れる行為が起きるのも自然である。

ここで通常想定される利害関係者は、資金提供者と経営者である。経営者は、外部の資金提供者から預かった資金を運用する形で会社を経営する。このとき、経営者の私的な利益の存在や情報の非対称性が存在していると、経営者は資金提供者に不当に損失を押し付ける行動を取るかもしれない。その結果、無駄な過剰投資を行ったり、十分に投資機会を活かさないといい過小投資に陥る可能性がある。つまり、企業は効率的な投資を行うことができず、資金を無駄にしてしまうかもしれないのである。

こうした非効率な投資が発生するのを防ぎ企業価値を最大化するために、経営者をうまく誘因する仕組み、つまり企業統治の仕組みが必要になるのである。このガバナンスの目的は、利害関係者が公平に利益と責任を分担しつつ、企業価値の最大化を達成することである。

(3) 資本構造と企業統治

それでは、どのような形で企業のガバナンス、企業統治を行うことができるのだろうか。このチャンネルとしては、大きく分けて企業の内外からの二つのチャンネルがある。つまり、(1)企業内部での統治機構によるもの、たとえば取締役会などによる経営者の監視や、経営者への報酬を業績とリンクさせるなどのインセンティブの供与、(2)企業外部の利害関係者からの圧力を利用するもの、たとえば株式保有の構造や、債権者を通じた統治がある。言い換えれば、資本構造を通じたガバナンスである。

外部からの統治、資本構造を通じた統治についても、株式、負債それぞれ

がもつ統治のメカニズムについても分析が重ねられている。たとえば、株式保有構造のみに注目した場合も、保有構造が分散的か集中的かで、統治メカニズムは異なる。たとえば保有構造が分散的な場合、敵対的買収（テイクオーバー）の可能性が経営者に規律を与えるという考え方がある。また、株式保有が集中しているとき、オーナー自身に経営してもらうことで、規律が強まるという考え方もある。

また債権者の存在を視野にいれると、経営状態に応じて株主、債権者の間で意思決定権が移動する仕組み自体が経営者に対する規律づけになっている、という考え方もある。これは、「状態依存ガバナンス」⁽¹⁾と呼ばれる考え方である。このように資本構造の状況に応じて、ガバナンスのチャンネルはいくつか考えられる。とくに、株式と負債が併存しているときには、それ自体が一つのガバナンスの形になっているとも考えられるのである。

一方で、中国の現実をみると、株式や負債といった証券の名前と実態が一致するようになったのはごく最近のことである。企業制度改革の途中で、たとえば名目上は負債であるものの、機能的には完全な負債ではない、といった時期もあった。このため、資本構成が本来もっていると考えられるガバナンス機能が十分に発揮できなかった状況が起きていたことも考えられるのである。

ケーススタディで取り上げる長虹とTCLが活動してきた20年あまりの間に、こうした制度は大きく変化し、企業の行動もそれに大きく左右されてきた。こうした制度変化が、企業の資本構造を通じて、投資行動、経営戦略にどのように影響したかを検討することが、本章の目的である。

第2節 テレビ産業の概況

以上の問題意識に沿った分析を行うために、長虹とTCLというテレビ企業2社を取り上げる。資本構成と企業行動の関係をめぐって個別企業の状況

を検討する前に、テレビ産業の概況を整理する。市場経済化の進む中国において、最も激烈な競争が繰り返されている業界の一つが家電産業である。そのなかでもテレビは、1980年代から競争が激化し、都市においては家庭への普及率が最も早く100%を超えた製品である。激しい企業間競争が、計画経済の枠を切り崩しながら製品の普及率を高めてきた（丸川 [1996], Marukawa [2001], 郝 [1998]）。このテレビ産業の発展は、(1)導入期（1980～85年）、(2)変動期（1986～89年）、(3)安定成長期（1990～95年）、(4)価格競争期（1996年から現在）に分けられる（謝・呉・張 [1999]）。

1. 導入期(1980～85年)、変動期(1986～89年)、安定成長期(1990～95年)

導入期は、テレビの生産ラインが大量に海外から輸入された時期でもある。政府の認可を受けたものだけで113のラインが導入され、同時に多くの企業が参入し、自社ブランドでのテレビ生産を開始した。しかし、技術的には生産ライン、基幹部品ともに輸入に完全に依存していた時期である。長虹も、軍需品から民需品への転換を図って、この時期テレビ産業に参入した。

つづく産業変動期は、政府の販売価格統制が需給調整を阻害し、供給不足や在庫の大量積み上げを繰り返すという大きな変動が続いた時期であった。こうしたなか、1989年8月、長虹が「反逆者」として規制価格を破って安売りを仕掛けた。いわゆる第1次テレビ価格戦争である。当時テレビ消費税が600元から350元に引き下げられるという噂が庶民の間に根強くあったが、実際には、結果として減税は行われなかった。このとき長虹は、「庶民を羨望させるのは良くないと考え」（張 [1999a]）、国家による統制価格を無視し、1台あたり350元の値下げを行った。こうして長虹は庶民の味方であり、長虹の董事長・総経理、倪潤峰は優秀な企業家であると目されるようになった。もっとも、この第1次価格引下げの背景には、別の理由もあったという。1988年に政府が景気過熱を抑えるために導入した900元のテレビ消費税が需要を一気に冷やし、長虹は20万台、3億2000万元の在庫を抱えて会社の銀行

預金がわずか1000元あまりという状態に陥ったという。結局、当時のテレビの販売不振が著しかったため政府は長虹の値下げを容認せざるをえなかった（郝 [2000]）。

1990年から1995年にかけての産業安定成長期には、政府はテレビに課していた国産化発展基金、特別消費税を徐々に撤廃し、価格の自由化が進められたが、政府による統制はまだ残っていた。価格は、コストアップ方式で「適正利潤を乗せたもの」とされていたが、実際には利潤率が高く、この高い利潤が多く企業の参入を招いた。1994年には九つのカラーテレビ・プロジェクト、465万台の生産能力が新たに稼働し始め、1995年にはさらに14のプロジェクト、252万台分の生産能力が新たに増えた。1995年には生産能力は4467万台にもものぼったが、実際の生産台数は2100万台前後で、稼働率は46.1%にすぎなかった（謝・呉・張 [1999]、王・李 [未発表稿]）。TCLがテレビに参入したのは、このころである。

2. 価格競争期（1996年から現在）

こうした緩やかな統制の時期がすぎ、1996年には価格戦争が繰り返される時期に突入した。この1996年の価格戦争の口火を切ったのは、またしても長虹であった。1996年3月、長虹が21インチテレビの価格を100～850元、8～18%を引き下げることが宣言すると、熊猫（値下げ幅15.1%）、金星（同8.7%）、康佳（同18.2～20%）、TCL（同14.1%）、海信（同12%）、創維（同22%）と各社が追随した。この価格戦争は、企業の利幅を引き下げ、各社是对応に迫られた。具体的には、(1)海外輸出へ転換する、(2)コストを切り下げる、(3)アフターサービスに力を入れる、(4)新製品の開発を急ぐ、などが検討された。しかし、こうした対応に失敗し経営不振に陥った企業は多く、他社に買収される運命となった。こうして、テレビ業界の再編が急速に進んだのである。このとき、長虹は江蘇、吉林の国有企業を買収し、TCLも老舗の国有テレビ工場であった河南・美樂集団（旧760廠）を買収した。

表1 カラーテレビ市場の概況

(1) 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	1,898	1,752	212	3,700	97
1996	2,075	1,933	273		
1997	2,520	1,701	262		
1998	3,268	2,160	300		
1999	3,528	3,497	556	5,000	87
2000(1—10月)	2,271	2,902	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。原出所は国家信息产业部の統計。

生産能力, 企業数は, 王・李 [1997] および新聞報道。1995年統計の原出所は, 第3次工業センサス。

(2) カラーテレビの平均価格

(単位：元)

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

(出所) 『人民日報』(海外版) 2000年12月31日。

(3) メーカー別シェア, 販売台数と順位の変化

順位	メーカー別シェア (%)				メーカー別販売台数(万台)							
	1996年3月		1996年5月		1997年12月		1998年12月		1999年12月		2000年12月	
1	松下	18.4	長虹	28.14	長虹	21.8	康佳	17.1	長虹	630	長虹	694
2	長虹	11.1	康佳	11.2	康佳	14.3	TCL	10.5	康佳	591	TCL	586
3	康佳	10.5	松下	10.04	TCL	8.2	長虹	10.3	TCL	503	康佳	550
4	北京	8.1	TCL	8.12	松下	6.9	海爾	9.8	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

(出所) 『中国電子報』1999年。2000年の数値は、『深圳商報』(2001年7月26日) などより。

一方この価格戦争を通じて, 市場シェアのランキングも大きく変化する。テレビ市場では, それまで輸入物への信仰が根強く, なかでも日本の松下電器のPanasonicブランドのシェアは高かった。表1の(3)にあるように, 1996

年3月には、まだPanasonicブランドがトップを占めていた。しかし、同月26日、「輸入物より国産を」というスローガンのもとに、長虹がさらに8～18%の大幅な価格引下げを始め、市場シェアの構造が一気に変化した。5月には長虹がトップにたち、外国ブランドはそのシェアを急激に落としていったのである。長虹はその後、1997年末にもその地位を維持し、1998年株価は最高値を記録する。

しかし、1998年に変化が起こる。康佳、TCLが価格引下げをしかけ、長虹のライバル社がシェアを拡大し始めた。この苦境に対し、長虹はなんとブラウン管の買占めというかたちで対抗しようとしたのである（第7章参照）。

この長虹の行動をみた中央政府は、他メーカーに対し、ブラウン管の輸入枠を広げる政策をとった。この結果、長虹は大量のブラウン管と製品の在庫を抱えることになり、逆に1999年の価格引下げ戦争をみずから開始せざるをえない結果となったのである。1999年には、急激な価格下落に対して、国家経済貿易委員会がブラウン管工場の1カ月の生産停止を命じるに至った。

2000年の春節には、再び価格引下げ圧力が高まり、6月には康佳、TCL、創維、海信、楽華、厦華、熊貓、西湖、金星の9社が、最低価格を決めるカルテルを結んだ。しかし、長虹はこのカルテルに参加せず、8月には価格の引下げを宣言した。また、流通側もこのカルテルを無視し、最低価格を破る安値を仕掛けた。この流通業者の動きに、カルテルに参加していた康佳、熊貓が追随し、再び価格引下げ戦争が始まった。

こうした激しい価格引下げ戦争を経て、中国においてテレビを生産する企業数は1995年の97社から1999年の87社にわずかに減っている。一方で、生産能力は3700万台から5000万台に拡大している。実際の生産台数は、センサスによると1995年2100万台、1999年は3500万台と確実に増えているが、稼働率は6割程度である。一方、1999年の輸出は1000万台に満たず、国内市場でのパイの取り合いが延々と続く、価格引下げ戦争を引き起こしている。

第3節 資本構成と企業行動

——長虹の事例²⁾——

この激しい競争が続くテレビ産業で活躍する企業のなかから、本章では四川・長虹（四川長虹電子集団有限公司を持株会社とする企業グループ。以下、「長虹」と総称）と広東・TCL（広東TCL集団公司を持株会社とする企業グループ。以下、「TCL」と総称）を取り上げる。この2社には、次のような共通点がある。第1に、2000年現在、テレビのシェアで1、2位を争う、テレビ産業で成功した企業である。第2に、どちらも地方政府が主管する国有企業であるが、政府の干渉が比較的少なく、自由な経営をしている点である。所有権の大半を地方政府がもつということは、一方で株式の所有権が明確であることを意味する。第3に企業のトップ、倪潤峰と李東生は、それぞれ影響力の強い著名な経営者であり、比較的長くその地位を占めている。そして実質的に企業の発展期を一人のリーダーが率いてきた企業である。また、奇しくも、倪、李氏は、同じ1985年に総経理に就任している³⁾。第4に、2社間の純粋な技術力の差はあまり大きくないと考えられる。現在の中国のテレビ業界は、半導体、ブラウン管や電子銃といった基幹部品を日本をはじめとする輸入もしくはは在中国の外資系メーカーに頼っている。このため、企業間の技術面での差は小さいと考えられる。

こうした共通した要因から、2社のパフォーマンスに現れる違いは、経営スタイル、制度革新の違いと解釈することができる。とくに、本章で注目しようとしている、資本構成の企業行動への影響についても、比較が可能であると考えられる。分析の方法は、次のとおりである。まず、資本構成 (capital structure) がどうなっていたのかを検討する。ある投資機会をもっているとき、企業はどのようにその資金を調達したのか、その資金は誰からどのような条件で調達したのか。その資金の出し手に対して、どのように収益を分配し、どのような意思決定権が配分されていたのかを整理する。また、労

働者や外部取引先に対し、払うべきものを払わずに負債を抱えていることはないのか、などのポイントから各社の資本構成について整理する。資本構成とは、株式と負債の比率だけではなく、意思決定権の配分、そして所得分配の形を含めた概念である。そのうえで、資本構成が企業行動、経営モデルにどのように影響したかを整理する。

1. 長虹の発展史と資金調達行動

(1) 長虹の概略と発展史

①設立背景，所有構造，主管部門

長虹は、第1次5カ年計画のプロジェクトの軍事工業企業として設立された。1956年に四川省綿陽市に工場の建設が始まり、1958年に操業を開始した。設立時の主管は、中央の第四機械工業部などであったが、1985年に四川省主管に移管され、その後1988年に綿陽市主管となっている。中央直属の企業から、地方政府主管の企業になった。この時期、現在グループの董事長・総経理を務める倪潤峰が、総経理に就任している。彼の就任後の戦略と長虹の歴史は、本書第7章にも詳述されているとおりである。この時期から長虹の急成長が始まっている。1992年には上場の前提として株式会社の設立が必要になった。長虹機器廠が独占発起人として四川長虹股份有限公司を設立し、割当て株式発行を行った。その後、1994年2月に株式上場している。

②テレビ生産の歴史

長虹のテレビ生産は、軍民転換政策として始まった。1979年にテレビの試作と量産を開始し、1985年には、国家プロジェクトとしてカラーテレビ生産を行う認可を受け、松下の生産ラインを導入した。その後技術改造によって、生産ライン6本を独自に設計して生産能力を拡大し、1989年には年産44万台を達成し、このとき第1次価格戦争を仕掛けている。さらに1992年には中国企業で初めて年産100万台を突破するに至った。1999年に、生産能力は1200万台に達したともいわれている（黄 [1999]，長虹・劉副総経理インタビュー）。

表2 中国のテレビ価格戦争

	勃発時	発動者	経過
第1次	1989年8月9日	長虹	長虹がテレビ価格を350元引下げ。その50日後、政府が統制価格の引下げを発表。
第2次	1996年3月26日	長虹	規制価格で超過利潤、大量企業の参入という17～29インチTV価格を8～18%の幅で引下げ。その後、一斉に他社が追随、テレビ業界の再編が進んだ。
第3次	1997年	高路華	超低価格テレビを発売。他社も対抗し、低価格化が進む。
第4次	1998年春節	康佳, TCL	康佳, TCLが特価テレビを発売し、市場シェアを伸ばす。
第5次	1999年4月7日	長虹	前年のブラウン管買占めで、在庫を抱えた長虹がカラーテレビ価格を1台平均1000元引下げ。
第6次	2000年8月	長虹	6月9日, TCL, 康佳など9社のテレビメーカーがカルテルを結成し、対抗しようとしたが、小売が安売りを仕掛け、事実上崩壊。

(出所) 郝 [2000], 新聞報道をもとに, 筆者が加筆。

こうした生産能力の拡充を背景に、長虹は価格引下げ戦争を仕掛けていった。表2にあるように、過去6回といわれるテレビ価格戦争のうち、4回については長虹が価格引下げを仕掛けたとみられている。

(2) 国家資本金の投入を受けた軍需産業時代

長虹の資本構成の変遷は、中国の国有企業改革と軌を一にしており、資金調達面で国家からの資本投入や政策的な優遇がしばしば与えられてきた。テレビ生産を本格的に開始する以前の軍需生産の時期、設立時の1958年に1000万元あまり、1964年に2000万元の国家資本金による投資が行われ、レーダーなどの軍需製品の生産を行ってきた。

(3) テレビ生産ライン導入のための資金調達

長虹は1979年にテレビ生産を開始し、軍民転換を図ってから1994年までの

間に、大きな投資を3回行ったようである。第1回目が1979年の松下電器からのラインの導入、第2回目が1985年の同じく松下からの生産ラインの導入である。第3回目は1987年から1994年にかけてで、独自に技術改造を行い、生産ラインを14本にまで増やしている。この資金をどのように調達したのだろうか。

最初の生産ラインの導入時には、45万米ドルでラインを購入し、松下ブランド・カラーテレビを年産5000台規模で生産し始めた。この資金をどう調達したのかについてははっきりした記述がないものの、四川省政府の支持があったという（姫・尹 [1998: 42-43]、陳・王・裴 [1999: 211]）。このことから、予算内資金が手当てされたのではないかと推測される。

このときの生産ラインは、当時日本ではすでに陳腐化したものであった。また、当時のテレビ市場は導入期で需要が爆発的に拡大し、供給側の稼働率が限界に達していた。生産能力の拡大の必要性を強く感じるようになり、1985年、総経理に就任したばかりの倪潤峰が再び松下の生産ラインを導入する決断をした。その後、中国の国内市場ではテレビ生産ラインの過剰が明らかになり、長虹の松下ラインは政府から輸入許可を獲得した最後のラインとなる。このとき2976万元の投資で、当時の最新式の自動コンベアラインが導入された。資金の手当てについては明確な記述はない。しかし、政府から正式に輸入許可をもらっていることから、資金的にも政府を通じた銀行の支持があったと考えられる。

この政府の認可と支持を受けた2回の投資と比べ、第3回目の生産ライン導入は状況が異なっていた。第3回目の大規模投資は、これまでのような政策的な優遇はなく、技術面でも資金面でも企業が自立的に決定する投資となったのである。1980年代の中頃以降、企業への自主権の拡大が徐々に進み、内部資金の蓄積がすこしずつ認められるようになってきた。1983年には、従業員ヘインセンティブとしてボーナスを与える原資を企業内部に留保することを認める企業基金制度が導入された。しかし、これはあくまで賃金支払いを目的としており、企業の投資資金に回すことはできなかった。その

後、1984～85、86～87年には、政府に対する利潤上納を税金に改め、税引き後利潤の内部留保を認める利改税という制度が導入された。これにより、利潤の1割から2割は企業内部に留保されることが可能になった。

こうした企業自主権の拡大によって認められた内部資金によって、設備投資をファイナンスしたのが1987年以降の第3回目の投資である。1987年に長虹は、政府に利潤のうち予め年初に定めた額を納めて、剰余部分は企業が内部留保することができる請負制を導入した。同時に、生産ラインを独自に開発・設置する技術改造を行った。1987年に請負制によって5150万円の利潤を稼ぎだし、そのうち3250万円を国家に上納利潤と税として納め、内部留保として1900万円を確保した。この資金を使って約2000万円の技術改造を行ったのである（陳・王・裴 [1999: 213]）。その後、1989年から1993年に株式を公開するまでの間に、内部留保によって毎年1億円前後の資金を蓄積することができ、生産ラインを3本から14本にまで拡大することができた。この請負契約は、一定の資金支払いが事前に固定されているという意味で、負債型の契約となっている。この契約のかたちから、請負制は長虹の投資資金をファイナンスする内部資金の確保を可能にただけでなく、企業のフリーキャッシュフロー削減（後述）という負債の機能をもっていたとも考えられる。この点については、後でまた検討する。

一方、こうした内部留保が可能になった反面で、政府から分配される資金も限られるようになり、外部資金調達のコストが意識されるようになった。1985年、倪潤峰が総経理に就任したばかりのとき、政府は18万円のブラウン管輸入の認可を与えた。しかし、政府が手当てした資金は8万円のみで、残りの10万円を長虹みずからがあちこちから調達しなければならなかった。このとき、「倪潤峰は、市場を相手にするのは、政府の実力者と付き合うよりも何倍も大変であると感じた」という（斎・凡 [1998b: 30]）。また、1987年ごろに次々と他社のテレビ生産への参入するのを見たとき、「国家に認定されたプロジェクトがあるからお金が得られるのではなく、市場があるからお金を手にすることができるのだ」と思ったという（斎・凡 [1998b: 43]）。

計画経済の予算内資金が縮小し、資金を外部から取り入れなくてはいけなくなるにつれ、倪潤峰は資金不足を強く感じ、その対応として「一人っ子政策」という戦略をとっていく。この点は後述する。

(4) 請負契約をめぐる政府との再交渉

長虹が1987年から1993年にかけて大規模な投資を行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。しかし、この請負契約は完全ではなかった。翌1988年度のテレビ販売が好調に終了すると、政府が収益の分配ルールの変更を長虹に求めてきたのである。

1988年、長虹は1億9700万円の利益を上げた。この年、年初の請負契約では政府への上納は4000万円で、残りの1億5700万円が企業の内部留保とならずだった。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1億5700万円、企業への内部留保が4000万円に変更すべきだ、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。市委員会と市政府の判断は、請負契約は有効であることを認めて長虹を支持する、という結論に至った。そのうえ、請負契約の基準額を4000万円とし、その後7年間、毎年の上納率を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（陳・王・裴 [1999: 216]）。

(5) 上場会社の設立とその所有構造

1988年に結んだ7年の長期請負契約が切れる以前に、株式公開の準備が始まる。1992年に、国営長虹機器廠が発起人となり、四川長虹電器股份有限公司を設立した。設立時に、株式の割当て発行（相対での出資募集）を行い、

1994年に株式公開をしている。四川長虹電器股份有限公司（上場会社）の株式構成は、表3のように変化してきた。発起人である国営長虹機器廠の持分は、設立・株式発行当初70.96%であったが、その後2000年には53.63%にまで低下している。一方、流通株の比率が3割前後で徐々に増えている。

長虹の所有構造は比較的単純である。設立に際して、国営長虹機器廠が、上場会社である四川長虹電器股份有限公司の発起人であり、国家株を代表する最大株主となった。国営長虹機器廠は、その名称から、所有権の確定されない全人民所有制工業企業法のもとでの企業と考えられる。そして「國務院所有・主管部門を代表する」綿陽市政府もしくは四川省政府の意向が反映される形になっていると推測される。そして、この四川長虹電器股份有限公司の発起人という立場は、公司法の規定に則るもので、市場経済の株式会社の発起人とはほぼ同義である。このとき、政府と長虹の関係は、文字どおりの株主と企業の関係としての形が整えられた。

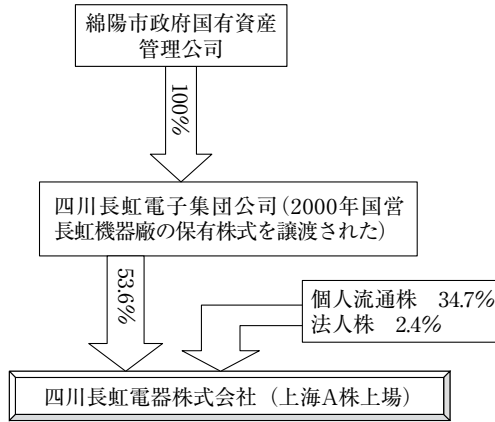
ちなみに、上場会社の国家株を保有し、国家を代表する株主として、集団会社が設立されている例が多い。長虹の場合も、1987年に四川長虹電子集団会社が設立・登記されていたが、実質的には権限も持っていなかった。そして、国営長虹機器廠が長く国家株を代表してきた。2000年になって初めて、国営長虹機器廠保有の上場企業の株式を、四川長虹電子集団有限公司に移す

表3 四川長虹電器股份公司（上海A株発行）の株主構成
(単位：万株，%)

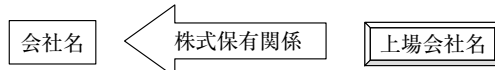
所有者	1992年(会社設立)		1994年(上場直後)		1997年12月31日		2000年6月30日	
	株数	比率	株数	比率	株数	比率	株数	比率
国営長虹機器廠(国家株)	14,062.96	71.0	16,875.55	70.9	87,243.86	57.0	116,068.28	53.6
社会(募集)法人株	757.90	3.8	909.18	3.8	4,035.82	2.6	5,212.62	2.4
個人株	4,997.37	25.2	5,996.84	25.2				
個人非流通株					14,724.01	9.6	141,230.95	6.5
個人流通株					46,993.86	30.2	75,190.18	34.7
総株式数	19,818.15	100	23,801.90	100	153,059.40	100	216,421.11	100

(出所) 陳・王・裴 [1999: 216] および2000年財務報告より。

図1 長虹電器の所有構造（2000年末）



(注)



(出所) 筆者作成。

措置が行われた。四川長虹電子集团有限公司は、国家100%出資企業である。

(6) 上場会社の資本構成

四川長虹電器股份公司（上場会社）の資本構成は、毎年の年度報告で明らかにされる資産負債表（表4）が示すかぎりである。株式と負債というおおまかな資金調達構造でみると、上場会社の総資産・負債比率はそれほど高くない。上場直前の1993年に37%、1996年に65%にまで拡大し、その後1999年には22%にまで下がっている。問題は、この負債の債権者が誰であるかである。負債の構成をみると、1993年から一貫して総負債の9割以上を流動負債が占めている。流動負債自体の構成について、とりあえずわかる1999年については、78億3800万人民元の流動負債のうち、買掛手形50億3100万元、短期借入11億5300万元であった。長期借入はほとんどなく、流動負債のほと

ண்டும்企業間債務である。上場後の長虹の資本構成においては、銀行のプレゼンスは小さく、その結果として銀行によるガバナンスの可能性も小さい。

このように株式上場によって、増資による資金調達が可能になった長虹は、

表4 四川長虹電器股份公司（上海A株発行）の資本構成の概要
(単位：100万人民元)

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000.1H
総資産	1,960	3,112	6,414	11,539	16,785	18,852	16,507	17,056
簿上売掛金	2	130	192	162	2,551	1,208	3,111	2,620
その他売掛金	—	—	—	—	—	105	1,719	1,798
うち母会社向け	—	—	—	—	—	41	1,613	1,658
在庫	90	1,083	1,520	2,716	3,555	7,706	6,313	7,895
流動資産	1,752	2,516	5,596	10,461	14,441	16,343	13,797	14,382
総負債	722	1,643	3,156	7,095	7,811	7,875	3,571	3,873
流動負債	715	1,633	1,229	7,081	7,794	7,839	3,565	3,857
うち短期借入	402	788	3	2,331	2,478	1,153	238	—
長期負債	7	10	3,254	14	17	36	6	6
株主権益	1,238	1,469	6.03	4,444	8,974	10,965	12,925	13,183
(1株あたり純資産)	6.25	6.18	6,764	6.10	5.87	5.51	5.972	6.087
主要営業収入	2,438	4,274	1,346	10,588	15,673	11,603	10,095	—
主要営業利潤	494	829	1,354	1,929	4,061	3,161	1,572	—
利潤総額	505	832	—	1,963	3,051	2,329	621	—
純資金流入	—	—	—	—	—	-13,621	986	—
(母会社への販売比率%)	—	—	—	—	—	5.19	9.96	—
(母会社からの調達比率%)	—	—	2.90	—	—	1.57	3.89	23%
販売債権回転数	1,282.17	8.17	49.3%	1.98	1.88	1.37	—	29%
総資産負債比率	36.9%	52.8%	177.27	61.5%	46.5%	41.8%	22%	3.73
流動比率	244.8	154.14	129.11	147.73	185.29	208.49	387.01	—
速動比率	118.4	87.79	21.11	109.38	139.68	110.19	209.93	—
総資産利潤率(%)	25.74	26.73	19.9	17.01	18.18	12.35	3.76	—
売上高利潤率(%)	20.3	19.4	—	18.2	25.9	27.2	15.6	—

(注) (1) 母会社とは、1999年までは国営長虹機器廠、2000年に保有株式の移転後は四川長虹電子集団公司。

(2) 販売債権回転数 = 販売収入 / 売掛債権。

(3) 1株あたり純資産 = 年度末株主権益 / 年度末普通株株数。

(出所) 『中国上市公司基本分析』1997, 1999年版。上場会社1999年, 2000年度報告, 陳・王・裴 [1999: 表21] より。

銀行借入に依存する必要がなくなり、負債の役割つまり債権者のガバナンス能力は相対的に低下した。このとき、長虹の経営者が効率的な行動を選択するかどうかは、株主からのガバナンスに頼るしかない。株価による企業行動の評価、株主がもつ議決権や経営者の任免権などの運用、敵対的買収などを通じて、経営者を規律づけることが考えられる。この株主からのガバナンスは機能していたのだろうか。どうもそうではなかったようである。1997年から1999年にかけて、上場会社、筆頭株主であり国家株を代表する親会社（国営長虹機器廠のちに四川長虹電子集团公司）、そして流通株を保有している外部株主の関係は、公正なものではなかったように受け取れる。とくに少数株主の利益は十分に保護されておらず、彼らからのガバナンスは効いていなかったようである。

1998年、長虹はブラウン管の買占め戦略の失敗、取引の大きかった卸売商の経営悪化と、多くの困難に見舞われている。その結果、1999年の営業収入は前年比で減少し、営業利潤にいたっては半減し、総資産も減少する事態に陥っている。このとき、一方の株主権益は特異な動きをしている。長虹は、1994年に初めて株式公開で資金調達をしたのち、1997、98、99年と3年続けて増資を行った。その結果、株主権益総額は増えているものの、発行株式数の増加が上回り、1株あたりの純資産、つまり1株あたりの株主利益は、1997、98年と減少している。またキャッシュフローの状況を見ると（純資金流入）、流動資産に相当する額が社外に流出している。資金繰りもかなり厳しくなっていたことがうかがえる。1998年に現れた経営悪化の損失を、株主は1株あたり資産の減少ということで負担した形になっている。

株主利益の減少に対応するためか、1999年には流動負債を1998年の77億元あまりから36億元に減らし、それに対応して総資産が減少した。債務の返済が行われたことから、債権者は債権を保全することができたと考えられる。また1株あたりの純資産も1999年には1996年の水準を回復した。しかしこのために、総資産、つまり企業価値の減少を招いており、企業にとってはマイナスの現象である。

しかしながら筆頭株主である親会社は一般株主が負担した損失をまぬがれているようなのである。1999年には、上場会社の総資産が減少する一方で、売掛金、つまり他社への与信が急速に膨らんでいる。そして、この売掛金の半分近くは、親会社である国営長虹機器廠（2000年からは四川長虹電子集团有限公司）向けのものであった。つまり、上場会社は、自分自身の企業価値を減少させながら、親会社に信用供与を行ったのである。1999年には、1株あたり純資産の上昇という形で株主全体の利益は回復しているが、親会社にはさらに信用供与が行われ、上場会社の資源を吸い取っている形となっている。2000年の年度報告は、この売掛金の増加を「過去の取引がロールオーバーされたものと、親会社への立替払い」とのみ記録しており、詳細は不明である。しかし、このバランスシート上の動きからは、筆頭既存株主である親会社の損失を優先的に補填していると積明することは可能である。

(7) 政府のステークの変質：株主から擬似債権者、そして株主へ

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、計画経済のスタイルのまま、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、投資が適切かどうかという問題は政府の経済計画のレベルで発生し、企業レベルでは過剰投資・過少投資という概念は存在しなかった、といえる。このとき、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。

1980年代にこの関係が変化する。1987年ごろ倪潤峰が、「国家に認定されたから資金がつくのではなく、市場があるから資金が手に入る」という感想をもったというエピソードは、国有企業にとっての資金の性格が変わったことを示している。企業自主権の拡大が進み、請負制に移行する1980年代の半ばごろ、投資機会に自動的に資金が手当てされていた計画経済のスタイルが崩れ始め、投資機会に必要な資金を調達すること自体が企業の役割となったことがわかる。またこのとき、内部資金と外部資金の区別が実質的に生まれたともいえる。1985年のブラウン管購入のケースでいえば、予算内資金とし

て与えられていた8万元は、企業がすでに確保していたという意味で、内部資金に近い性格をもっていた。これに対し、残りの資金の手当てされなかった10万元は、企業の外部から調達しなければいけないという意味で、外部資金であったのである。後者は、統計上「自己調達」と呼ばれる部分である。こうした内部資金、外部資金の区別が発生することで、資金調達をめぐるインセンティブが過剰投資や過小投資を招く可能性が生まれたのである。

その後1987年に導入された請負契約は、どのような金融契約であったのか。請負制は、企業・経営者と出資者である政府との間の契約である。そして、政府（出資者）に定額の支払いを約束し、企業・経営者が収益の剰余を分配するという契約になっている。これは、通常の株主と企業との契約とは異なる。通常の株主は、企業の経営が順調であるかぎり議決権や経営者の任命権などの意思決定権をもつ代わりに、事前には未確定の所得を得る。しかし、この請負契約のもとでの政府は、定額の支払いを受けると同時に、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もっていた。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いを固定させるという契約が負債契約である。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。こうして将来の支払いを固定化することで、経営者が現在価値が負である投資機会にまで投資してしまう余分な資金（フリーキャッシュフロー）を削減する擬似「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。

もし、1988年の時点で、綿陽市財政局の主張がとおり、請負契約が変更され内部資金が減ったとすれば、陳・王・裴 [1999] がいうように、現在の生産規模を誇るテレビ企業としての長虹は存在しなかったであろう（陳・王・裴 [1999: 214]）。現実には結ばれた請負契約は、少なくとも経営者が認識していた正味現在価値がプラスの投資機会を逃すことがなかった、という意味で過少投資を防げたといえる。請負契約のなかでの政府の立場を株主ではなく、

債権者と考えれば、上のエピソードにおける綿陽市財政局の主張は、請負契約の有効性を無視しているだけでなく、「業績が好調なときには債権者は経営に介入しない」という状態依存ガバナンスの原則からも外れていたのである。

しかし、1994年の上場以降、この「負債の役割」を果たす主体が消えてしまったように見える。上場会社の負債比率は低く、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、とくに銀行からの借入によって生じる、債権者、銀行のガバナンスの可能性がなくなっている。その代わり、長虹は銀行借入ではなく、増資によって資金を確保してきた。これは、優先的に国有企業の資金調達を助ける場として資本市場を利用しようとした政府の意図を反映している。こうした目的で設立された資本市場は、適切に企業行動を評価する場にはなっていなかったようである。長虹は1997、98、99年と3年連続して増資を行っている。1998年に長虹の株価は最高値に達したが、上記のように経営面では多くの困難に突き当たっており、1999年には総資産、販売収入、利潤ともに激減している。こうした状態で増資が成功したこと自体、株式市場での投資家の情報収集、株価による企業行動の評価が十分には合理的ではなかった可能性を示している。結果として、1株あたり資産も減少し、配当も行われていない。新規株主は短期的には損失を被ったといわざるをえず、流通株式市場での評価が企業行動を律するよう機能したとはいえなかった。しかし一方で、筆頭株主であり国家株を代表する親会社には、総資産の1割にもあたる信用供与を与えている。また上場会社は流動資産にほぼ相当する現金を外部に流出させている。親会社は、上場会社が経営悪化によって資金が必要なときに、しかも外部から調達した資金を吸い取った形になっている。この時期の長虹では、内部株主である親会社へのキャッシュフローは拡大し、一方で外部株主の意思決定権は縮小していた。これは、内部株主による少数株主の「収奪」とも受け取れる。そして、この親会社による企業価値の減少を許す行動を律する機能がなかった。

(8) ガバナンスの弱体化がもたらした過剰投資と少数株主「収奪」

以上をまとめると、株式公開以降の長虹では、負債による資金調達比率が低下し、負債による規律づけが期待できなくなった。一方、株式市場での企業行動の評価によって、効率的な投資を行うような規律づけにも失敗していたのである。長虹は、経営悪化にもかかわらず、筆頭株主である親会社へ傾斜した利益分配を行う、という非効率な行動をとっていた。

長虹は、国家資本、株式増資という形で、一貫して資本金による資金調達に依存してきた。初期に行われた経済計画に従って行われる国家資本の投入は、投資機会と内部資金がセットで組み込まれるようなものである。外部資金調達の際に発生するインセンティブ上のコストを企業側が負担しなくてすんだ。その後、1997年から3年連続で行われた増資も、結果的に外部株主の利益を損なうなかで行われた。本来、企業が市場での資金調達をしようとするとき、投資家は資金を利用する企業家の行動を完全には読めないために、資金提供を抑制する可能性がある。こうした投資家の疑念を晴らすために、企業側はコストをかけて、自分の行動へのコミットメントを高める必要がある。このコストをJensen and Meckling [1976] は、ボンディング・コストと呼んだ。長虹は、株式市場での評価に応じて負担すべきボンディング・コストを負担しないままに、増資することができたように受け取れるのである。つまり、当時の中国の株式市場は、企業に適切なボンディング・コストを課すことに失敗し、結果として、緩いガバナンスの機能しか果たせなかったのである。

以上のように、長虹は国家投資や株式市場への優先的な上場という形で、政策的に資本型の資金調達を認められてきた。しかし、この政策的優遇をうけた資本型の資金調達は、長虹にボンディングコストを負担させ、企業行動を規律づけるのに失敗した。この点は、一貫して他人資本で経営を行ってきたTCLと対照的である。資本型経営も適切なコントロールが機能しているのであれば問題ない。しかし、長虹の経験をみるかぎり、実際には外部少数

株主は、監視をするどころか内部株主から収奪を受け、この資本型経営は非効率な投資や浪費を許してしまった可能性がある。

2. 長虹の経営モデル：一人っ子・航空母艦（資源集中型）戦略

こうした資本構成をもっていた長虹はどのような行動をとったのだろうか。

(1) 「一人っ子政策」

まず、投資をテレビ製品に集中させ、資源の分散化を防ぐ方式をとった。これを長虹では「一人っ子政策」と呼んでいる。倪潤峰が総経理に就任した1985年ごろである。これについて、倪潤峰は、「資金状況が苦しかったので、一人っ子政策をとった。……少ない資金を『刀の刃の上に集中させ』、主力製品をつくったのである」(斎・凡 [1998b: 36])、と説明している。四川・綿陽に建設された長虹は、国家の重点プロジェクトといってもそれほど重視はされず、政府が認可する銀行貸付も企業の需要を満たすにははるかに及ばなかった。また、社会から資金調達をしようとしても、綿陽は小さな地区でそれほどの余裕資金があったわけでもない。とすると、手持ちの資金を一つの製品に集中し、雪だるま方式に資金を蓄積し、自力で発展するしかなかったのである。この時期は、ちょうど請負制をとっており、擬似的な負債の機能が存在していたと考えられる時期でもある。この一人っ子政策をスタートさせてから10年後の1994年には、長虹の利税は10億元に達し、テレビ企業としては十分規模が大きくなり、その後ようやく「第二子」を検討しはじめた。

(2) 「空母戦略」

テレビに照準を定めた後採った戦略は、規模の経済によってコストを低減させ、価格を引き下げることによって市場シェアを拡大し、それによってまた規模を拡大させる、というものであった。これを長虹では「空母戦略」と呼んでいた。この規模の経済の追求は、長虹にとって非常に重要であった。たとえ

ば29インチのテレビの場合、生産量を300万台から600万台に拡大することで、価格を1台あたり100元安くすることができた。こうした規模の要素は長虹の成長にとって「5割から6割の貢献があった」という（張 [1999a]）。

(3) 内製化志向

規模の拡大と同時に、重要部品の内製化を進め、外製比率を抑えることも目指した。（詳しくは本書第7章参照）

以上をまとめると、長虹の経営モデルは、(1)集中投資（多角化の否定）と(2)規模の経済による価格の引下げによって、初期の段階で赤字が出たとしても、(3)シェアを伸ばすことで利益を確保しようというものだった。いわゆる利益率よりもシェアを重視する経営であった。そして、この経営モデルでは、売り上げを増やすことが主眼になっているが、その代金回収を確実なものにする点にはとくに注意を払っていたふしはない。代金回収による内部資金の確保について、それほど危機感をもった対応をしなかった。これは、後述するTCLと対照的である。

この戦略自体が成功する前提として、市場が供給不足であることがあった。供給不足の環境のもとでは、販売戦略においても、その一環としての代金回収を考慮することの必要性は認識されにくい。そのためか、長虹は、販売については独自のはっきりした戦略を打ち出さなかった。TCLが1991年には独自の販売網を構築し始めたのに対し、長虹は1996年になってようやく河南省の鄭州百貨文化用品公司（以下、鄭百文）との提携という道を選んだ。しかし、それも鄭百文の破綻によって失敗する。

(4) 鄭百文との提携の破綻

鄭百文とは、もとは河南省鄭州を本拠とする国有の鄭州百貨文化用品公司と呼ばれた流通業者である。中国が改革・開放に転じた直後、家電を中国経済のなかで最も成長潜在力のある消費財と見定め、まず家電関連の技術を手手してから、家電メーカーのために修理を行う修理センターとして家電市場

に参入した。そして、本来の百貨店部門とは別に、家電分公司という形で各地に家電卸売りのネットワークを作ろうと試みた（張志雄 [1999b]）。1992年には（1996年という指摘もある）全国規模での卸売網の構築を始め、1997年の段階で40あまりの卸売り拠点を設定していた。鄭百文の急成長は、董事長の李福乾自身の解釈では、彼らの「大規模卸（大批発）」戦略が功を奏したためだという。

この鄭百文の「大規模卸戦略」という経営モデルは、「直接運送、間接決済」という方式（帳合方式）である。メーカーは鄭百文の指示に従って全国各地の卸売り拠点に直接荷を発送する。一方、支払いは銀行保証付きの手形でメーカーに対して行う。そして、銀行が支払いを行うまでの手形のサイトの期間中に、鄭百文は銀行に対して分割払いの形で現金を支払っていく。サイト期間のうちに、すべての販売が完了すれば、この取引はうまくいくはずであった。卸である鄭百文がみずからの信用だけで発行する商業手形ではなく、銀行保証付き手形を利用したのは、現在に至るまで企業の信用だけで振り出される商業手形が禁止されているためであった。結果的には、これによって後に生じた鄭百文破綻のつけは、メーカーではなく銀行に集中することになった。

鄭百文の董事長・李福乾は、「直接運送により運送コストを引き下げ、手形支払いによって資金回転を上げることができる」とその利点を強調していた。その資金利用の実際をみると次のようになる。1996年には、銀行借入1億円で40億円の取引があったが、1997年には取引額が80億円と2倍に膨らんだにもかかわらず、銀行借入は1億円のままだった。またこのとき、総資産・負債比率は80%を超えていたが、そのほとんどが手形で支払われたメーカーに対する買掛金という形の負債だった。破綻後、銀行が鄭百文に対してもっていた債権の9割は、家電メーカー向けに振り出された手形が焦げ付き、メーカーから保証人である銀行に移転したものである。この買掛金の形での負債は、利子が発生せず、表面上の資本コストがゼロである。それゆえに、負債比率は高くても経営上の危険は少ないと鄭百文は考えていたのである。

しかし、実際には鄭百文の買掛金は、銀行保証つき手形の形をとっていたため銀行への支払いが不履行となり、銀行が債権者となった段階で、利払いの必要な債権に転じるのであった。この点では、単純な買掛金では支払い不履行になった場合、債権者に対して何らの保護がないのとは異なり、鄭百文はみずから一定のリスクを負っていたことは確かである（張志雄 [1999b]，新華社 [2000]）。以上の鄭百文のビジネスモデルがうまくいくかどうかは、販売連鎖の最後のチェーンである鄭百文の販売能力、換金能力にかかっていた。

しかし、鄭百文が目指した、メーカー＝卸＝銀行のトライアングルのなかでの資金利用の効率化、資金回転率の向上という目標は、鄭百文内部管理の失敗、とくに各地域の卸売り拠点の管理に失敗し達成されなかった。1998年には、急速に破綻へのプロセスが進んでいった。まず、販売の不振が始まり、1998年の売上高は前年同期比で56.3%の下落となった。こうした状況をみた長虹をはじめとするメーカー側は、鄭百文との取引に慎重になり始める。たとえば、鄭百文は1997年に長虹の21インチ・カラーテレビの生産ライン5本分のテレビを買い付けていた。これは、当時の長虹の総生産量の3割を鄭百文が販売していた計算になる。これほど大きな取引をしていたにもかかわらず、長虹は鄭百文の販売の混乱に気づき、1998年5月には商品の納入を停止したのである（張志雄 [1999b]）。上場会社の年度報告書によると、1998年初め、長虹の手元にあった売掛手形60億7000万円あまりのうち、17億元が鄭百文1社向けのものであった。それが、年末には1億元にまで減少している。この鄭百文との取引を停止した1998年、年度報告によれば長虹電器の在庫は3500億元あまりから7000億元へと倍増している。そして、翌1999年にかけて大規模な在庫に悩み、2000年6月には倪潤峰が総経理を退陣することになったのである。

(5) 戦略転換の失敗

長虹の行動を観察すると、そのビジネスモデルは製造原価の引下げのみをねらったもので、その先の販売などを含めた全体的な戦略がなかったといえ

る。この戦略は、1990年代前半まで、供給が過小であり、またどのライバルも販売面での戦略をもたなかった時期には有効なものであったろう。しかし、1990年代の後半に入り、ライバル企業が販売の重要性に気づき戦略を転換するなか、長虹は戦略の転換を行えなかった。1990年代後半の長虹は、明らかに合理的な戦略への転換に失敗し、在庫を積み上げながらも生産を拡大するという不合理な行動をとりつづけたのである。

問題はおそらく、戦略そのものよりも、こうした環境の変化に適応できなかった転換の失敗が起こったことである。こうした戦略転換の失敗はなぜ起きたのだろうか。いくつかの理由があるだろう。本書第7章においても展開されているように、経営者の思想や戦略に注目した分析がある。こうした要因に加え、本章は、資本構成と企業統治の変化に注目したい。とくに、1993年の株式上場によって起きた資本構成とガバナンスの形の変化が影響したと考える。以下で、その点について検討してみよう。

3. 長虹の資本構成と企業行動

(1) 請負時代のガバナンスの型と企業行動

長虹の資本構成をみると、企業制度改革の進展にしたがって、政府のもつ証券の性格が変質してきたことがわかる。つまり、1987年の請負制以前および1993年の上場以降は、負債に相当する証券を発行していなかった。その後、1987年からの請負制は、とくに1988年に7年間の長期請負契約を結んだ後は、政府の取り分と意思決定権は、ちょうど負債のそれに等しい形になっていた。そして、この請負契約が、いわゆる負債のガバナンスとして機能し、一定の制約を与えたのではないかと、と思われる。

この1987年から1992年の時期、ちょうど長虹はテレビ生産ラインを本格的に導入している。1986、87年と技術改造投資を行い、その後合計14本にまで生産ラインを拡大したのである。そして、このための資金は内部蓄積によっ

てまかなわれていた。このため、外部資金自体が少なく、外部の資金提供者に損失をまわして投資を行うことはなかったと考えられる。つまり、エージェンシー問題が発生する余地は少なく、その結果、投資が非効率になっていた可能性は低い。

(2) 株式上場後のガバナンスの型と企業行動

しかし、1993年以降、資本構成は大きく変化した。長虹の資本構成において負債依存度が低下し、「負債によるガバナンス」は消滅した。そして株式からのガバナンスが緩い現在の中国の資本市場からの資金調達のみとなった。長虹の場合、上場企業（四川長虹電器）がすなわち、長虹グループの主要な業務を担っており、その資本構成が企業全体の状況にある程度反映していると考えられる。この上場会社資本による資金調達が可能になった結果、負債比率が低下し、負債によるガバナンスが行われるチャンネルがなくなった。

一方、株式市場では、企業の行動に対し、株主がみずからの利益を守るための行動、つまり株価による企業の評価が十分に機能していたようにはみえない。長虹の経営状態悪化の兆しが見えたにもかかわらず、1998年から1999年にかけて、長虹の増資は成功し、結果として新規株主は損失を被っている。これは、株式に関して発生する代理費用のうち、通常、企業・経営者側が負担するボンディング・コストを、長虹は負担しなかったことになる。Jensen & Meckling [1976] の議論が想定していたのとは異なり、株式による資金調達をもたらす代理費用は、株式発行額が上昇しても増えない、つまり限界的な代理費用がゼロとなっていたようである。これを内部株主による外部（少数）株主の収奪、と解釈することも可能であろう。いずれにせよ、株価の評価によるガバナンスは機能せず、長虹には資本構成によるガバナンスが効かなくなっていた。

そして、唯一長虹の行動を監視できるのが、最大株主として経営者の任免権をもつ主管部門・綿陽市政府と、その背後にある四川省政府であった⁽⁴⁾。株主であり行政府である政府の意向のみが反映されるガバナンスのシステム

にはまり込み、実際長虹は大きく揺れたようである。2000年6月、倪潤峰は長虹電子集团公司の総経理を辞任する。その理由は明らかではないが、「長虹の不振、減産による省全体のGDP、工業総生産値の目標未達に、政府が業を煮やしたため」と噂されていた。後継者として任じられた趙勇氏をトップとする経営層は、アメリカ式の経営を導入し、在庫の削減に努めた。しかし、企業価値の拡大や利益率の上昇ではなく、統計上の業績を重視する政府には、生産調整による在庫の削減などは、政府の業績を低下させる行為であり、容認できない。こうした政府の意図を反映してか、2001年2月、突然趙勇が辞任、倪潤峰が総経理（CEO）に復活した。そして、倪はブラウン管購入の増大、生産拡大という路線へ長虹をもどそうとしている、と報道されている。これは、現状のテレビ産業の状況を考えると、非効率的な投資、企業価値の消耗をもたらす意思決定のようにみえてしまう。

本来、負債と株式の適切な組み合わせが状態依存ガバナンスを可能にする。このとき、債権者には経営悪化時に意思決定権が移動することが保障され、株式保有者は株価評価によって企業にコストを負担させることができる、よく機能する資本市場が存在していることが条件となる。長虹の場合は、上場によって債権者が実質的に消滅し、状態依存ガバナンスが期待できない状況になった。一方、唯一のガバナンスのチャンネルとなった株式市場での評価が適切でなく、過剰な投資を許してしまったように見える。これとは対照的に、上場以前の請負制の時代は、政府が擬似的な債権者として企業をガバナンスできており、この時期はより効率的な投資を行っていたのではないかと思われる。政府は一貫してステークホルダーとして企業に関わっていたものの、請負制、株式公開といった企業改革によって、政府のもつ証券の性質は変質しており、それによってガバナンスの型も変化したと考えられる。

つぎに、長虹と対照的な経験をもつ広東TCLのケースを見てみよう。広東TCLは、長虹同様に、一貫して国有企業であるが、政策面で常に周辺部にあり、生産および資金調達に関して政府の計画外に置かれてきた。その結果、みずからの力で資金を確保しなければいけない環境に位置していた。ま

た言い換えれば、政府の役割の変化、企業改革の影響からも逃れていた。自立的な資金調達を強いられた環境のもとで、独特の経営戦略を作り上げてきている。

第4節 資本構成と企業行動

——TCLの事例——

1. TCLの発展史と資金調達行動

(1) TCLの概略と発展史

① 設立背景, 所有構成, 主管部門

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年に恵陽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。これは当時よく売れ、日本のTDKの輸入物とシェアを争うまでになっていた。しかし、予想外の出来事から製品を変更せざるをえなくなった。TTKの名称が、日本のTDKの知的所有権を侵していると訴えられたのである。こうして、製品の転換を余儀なくされ、恵陽区電子工業公司是TTKの営業を停止し、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（黄 [1998]）。

こうして1985年にTCLの発展の基礎を築いたプッシュホンの生産が始まり、このとき李東生が総経理に就任した。積極的な営業で郵電局への納入に成功し、電話生産は軌道に乗る。そして、1990年には親会社にあたる惠州市電子通信工業総公司（恵陽区電子工業公司が改名）の負債を引き取り、吸収合併するに至る。惠州市電子通信工業総公司是、多額の負債を抱えて経営が行き詰まっていた。

1993年11月に、TCL通信設備有限公司（電話機生産）がA株を発行し、TCLは国有独資、外資合弁、株式上場など多様な所有構造をもつ企業の集まりとなる。その後、1997年に惠州市国有資産管理局から、国有資産授權経営を行う企業となる。TCL集团公司の株式の9割を惠州市政府が握り、TCL集団が集団内子会社の株式の6割をもつ形となった（劉・張 [1999: 260]）。

② テレビ生産の歴史

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。1992年11月、TCLの技術者が内聯という、資本関係をもたない緩い関連企業を設立し28インチ・カラーテレビ1500台を試作し販売した（斎・凡 [1998b: 170]）。そこで、大型テレビ需要の根強い手応えを感じた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弁で惠州王牌視聽電子股份有限公司を設立し、自社ブランドと販売ネットワークという無形資産を出資することで、カラーテレビ生産能力120万台というプロジェクトの50%の持ち分を得る、合弁という方法を選んだのである（劉・張 [1999: 250]）。このあたりの資金調達と意思決定の関係については後述する。その後、テレビ市場でのシェアを確実に伸ばし、1996年の価格戦争の後、国内シェア3位以内に食い込むようになった。

(2) 無資本・「合弁企業」としての出発

前述のようなTCLの設立の経緯から、TCLの資本構成には次のような二つの特徴がある。第1に、恵陽区電子工業公司（当時）側には資本金がなく、すべて借入という無自己資本状態で出発したことである。企業経営のための資金をすべて負債で調達することは、企業にとっては理想的な方法ではない。負債をもつこと自身が倒産の可能性をもたらすこと（倒産コスト）、そして追

加的な資金調達が難しいことから、企業の経営にとっては追加的なコストを増やす（過少投資の問題）という可能性があるためである。しかし、恵陽区電子工業公司是、結果的にこの資金の問題を回避する形でこの5000万元を用いた。第2の特徴として、その借入資金を、単独で用いるのではなく、香港企業との合弁会社を設立するための資本金とし、相手方の経営・生産技術を利用するという形をとったのである。実際の活動を行う企業は資本金をもち、またその所有権の構造も、中国方の国家所有株と香港方のみという明快な形になっていた（劉・楊 [1999: 242]）。

この時期、全国では長虹が経験したように、国有企業においては企業自主権の拡大と請負制が実施されていた時期である。しかし、恵陽区電子工業公司の企業としての実態はTTK公司与TCLであり、国家資本が合弁企業の形で運用されていた。1990年ごろまで、この明確な所有構造と資本構成のもとでの経営が続いていた。

(3) 電話機事業の資金調達

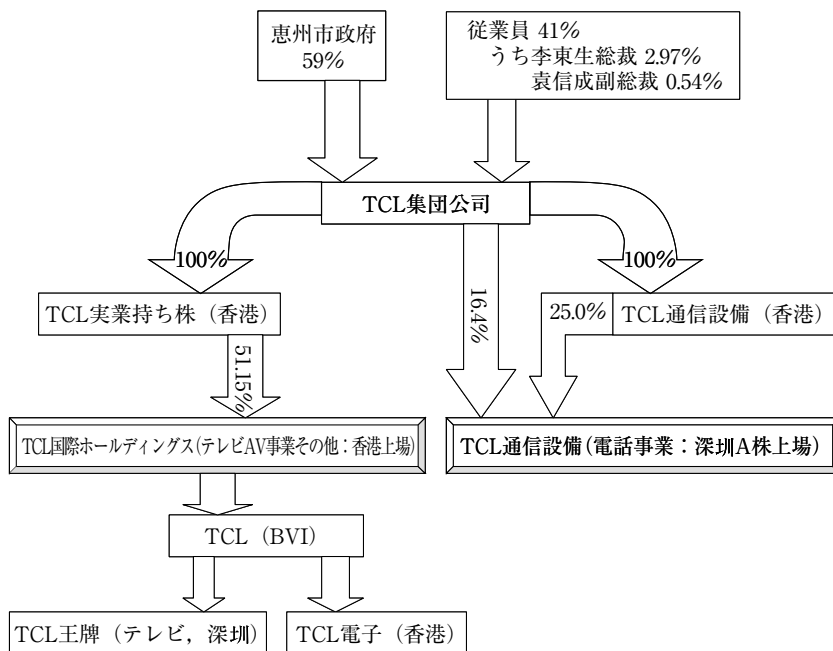
TCLの電話機事業への参入は、TTKに配属されてきた技術者である李東生が指導した。香港で留守番電話を生産する企業を合弁相手として探し出し、恵陽地区電子工業総会社が販売を担当することになった。こうして、1985年恵陽地区電子工業総公司与香港企業の合弁で、TCL通信設備有限公司が設立され、90万元の投資でプッシュホン式電話機の生産をスタートさせた（周善 [1998: 61]）⁶⁾。このとき、新会社の持ち分は、中国方が7、香港方が3であった。のち、1989年にはこの香港方の持ち分を中国方がすべて買い取り、TCL通信設備（香港）は、中国方の100%コントロール会社となる。この電話機事業で成功し、TCLは家庭用電話機の市場シェア1位の企業に成長し、TCL通信設備有限公司は、TCL通信設備股份有限公司（以下、「TCL通信」とする）として1993年に深圳市場での株式発行を果たす。

表5 TCL通信設備股份有限公司（深圳A株発行）の所有構造
（単位：万株，かつこ内%）

	1993（上場）	1996年12月31日	1998年12月31日	2000年12月30日
未流通株	5,340(75)	9,398(60.0)	10,666(56.7)	10,666(56.7)
TCL通信設備(香港)：外資	—(—)	3,916(25.0)	4,703(25.0)	4,703(25.0)
TCL集团有限公司：国家株	—(—)	746(4.8)	1,267(6.7)	3,091(16.4)
惠州市南方有限公司：国家株	—(—)	—(—)	2,602(13.8)	2,602(13.8)
惠州市通信開発公司	—(—)	2,478(15.8)	—(—)	—(—)
惠州市通信發展總公司：募集法人株	—(—)	198(1.3)	—(—)	207(1.1)
A株：公衆株	1,780(25)	6,244(40.0)	8,145(43.3)	8,145(43.3)
総株式数	7,120(100)	15,664(100)	18,811(100)	18,811(100)

(出所) 1993年から1997年までは、『中国上市企業基本分析1997—2000』，1998年から2000年については、『TCL通信設備股份公司年度報告』より。

図2 TCLの所有構造（2000年末）



(注) 図1に同じ。

(出所) 筆者作成。

(4) TCL通信の所有構造

TCL通信の所有構造は、外資系（TCL通信設備〈香港〉）と国家株（TCL集团有限公司〈以下、TCL集団〉と惠州市南方有限公司）とが最大保有比率を占めることとなっている。単独保有比率では、TCL通信（香港）つまり外国資本部分の比率が最も高いとはいえ、TCL通信（香港）は、TCL集団会社の香港子会社であり、実質的には中国企業で、TCL通信の兄弟会社でもある。この香港方の持ち株比率は一貫して25%で変化していないが、国家株・法人株の間での株式の交換が頻繁である。とくに興味深いのは、分散していた法人株をTCL集団に集中させてきている点である。2000年末現在、TCLグループ内企業（TCL通信〈香港〉とTCL集団）による上場会社の持ち株比率は4割を超えており、グループによる上場企業の支配権が強化されている。

しかし、グループの中核となるTCL集団の株式は、惠州市政府が握っている。劉・楊 [1999] によると惠州市政府が90%をもっていると報告している。しかし、その後変動があったらしく、李東生によれば、惠州市政府59%、従業員41%を所有しているという（李東生インタビュー）。またそのうち、総裁の李東生が2.97%、副総裁の袁信成が0.54%の持ち分という（TCL国際1999年度報告）。

(5) TCL通信の資本構成

年度報告に報告されているTCL通信の資本構成は、表6のとおりである。資本と株式の比率を示す総資産・負債比率は、上場した1993年の4割強から1999年にかけて徐々に低下している。負債の構成をみると、流動負債、そのなかでも企業間信用が圧倒的に大きい点では、四川長虹電器以上である。短期借入はほとんどなく、銀行のプレゼンスは低い。

TCL通信は1997年ごろから営業収入が減少する一方で、代金回収の問題にぶつかり、売掛金と在庫が膨らみ、資金繰りが困難になっていた。流動資産と流動負債の比率である流動比率は1997年から急増して200を超え、1999

表6 TCL通信設備股份公司（深圳A株発行）の資本構成
（単位：100万人民元）

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
総資産	498	540	665	696	680	869	686	1,091
簿上売掛金	222	274	348	375	341	328	204	305
その他売掛金							55	73
うちTCL集団向け							12	0.1
在庫	61	48	82	63	86	138	163	342
流動資産	415	387	494	513	487	700	486	849
総負債	237	225	309	298	232	233	240	653
流動負債	237	225	302	289	193	180	208	482
うちTCL集団向け買掛金							0	10
うち短期借入	0	0	10	10	39	53	22	171
長期負債	0	0	8	9	0	0	10	11
株主権益	261	314	356	398	447	636	429	438
主要営業収入	610	569	667	601	542	403	297	932
主要営業利潤	52	102	78	82	125	105	31	217
純利潤	50	90	80	74	48	3	-180	30
純資金流入	—	—	—	—	—	166	-13	-10
在庫回転数	12.47	7.91	8.32	7.14	—	—	—	—
販売債権回転数	3.94	2.28	2.13	1.65	—	—	—	—
総資産負債比率（％）	47.5	41.8	46.5	42.8	34.2	26.8	22.0	59.9
流動比率	175.5	171.6	163.4	177.5	235.2	335.0	234.0	176.2
速動比率	149.9	150.1	136.4	155.7	193.9	266.5	155.4	105.2
総資産利潤率（％）	10.0	16.2	12.1	10.7	7.1	0.4	-26.2	2.8
売上高利潤率（％）	8.6	17.9	11.6	13.6	23.0	26.1	10.5	23.2

（出所） 表5に同じ。

年にはついに赤字を出し、総資産も減少するに至る。この時期、資金繰りの悪化を反映し、短期借入を少しずつ増やしている。また、赤字を出した1999年には長虹の場合と同様、親会社であるTCL集団公司に対して売掛債権もっている。

2000年にTCL通信は、テレビ事業を中核として香港で株式を公開していたTCL国際ホールディングス（以下「TCL国際」）配下の子会社を買収した。これにより、TCL通信の資本構成は電話機事業だけを反映するものではな

くなり、急変している。総資産がほぼ倍増し、負債も2.5倍近くに拡大し、負債比率が一举に5割前後になっている。一方、流動比率は170前後に回復し、TCL集団との信用関係は、買掛金をもつ、つまり集団公司から信用を受ける形に逆転している。

(6) 無形資産出資によるテレビ事業の資金調達

TCLの電話事業は、TCL通信として上場を果たし、一定の成功を収めた。しかし、同時にその将来性には陰りが見え始めていた。新たな支柱事業を模索するため、TCL通信が上場を果たしたころ、TCLはテレビ事業に着手した。テレビ事業の展開は、1992年にTCLの技術者が内聯というかたちで試作・販売したことから始まる。この1992年の試作・販売で、市場の手応えを感じたTCLは、テレビの量産を検討し始める。しかし、当時のフォーマルな経路からの資金調達はできなかった。

当時テレビ業界は、緩やかな価格規制のもとで高利潤が達成されていたため、新規参入が相次いでいた。政府は、投資計画の審査とブラウン管などの基幹部品のコントロールで、産業組織をコントロールしようとしていた。また当時、鄧小平の南巡講話を受けて、改革開放後最大といわれる投資ブームが起きており、政府は銀行融資の抑制を通じて、マクロ経済のコントロールを強めようとしていた。こうした状況のなかで、TCLはカラーテレビ・プロジェクト立ち上げを目的として、銀行借入を申請したが、投資に必要なだけの資金借入の認可を得ることができなかった(劉・楊 [1999: 250])。当時のTCLグループの純資産は3500万元程度であったが、カラーテレビ事業には少なくとも1億元以上が必要であった。TCLがテレビ事業を行うには、どうしても外部資金を調達しなければいけなかった(周 [1998: 61], 斎・凡 [1998b: 171])。

とりあえず、育ち始めたテレビ事業を支えるため、TCLは内部資金の確保に努めることとした。李東生は3600万元の利潤達成を目標に掲げ、失敗した場合には辞任の覚悟を示した。このトップの意気込みを支えるため、集団

会社の財務部はグループ内部の遊休資金を有利子で借り入れ回転させる措置をとった。たとえば400万円の資金を100回回転させれば、のべ4億元分の資金需要を満たすことができる。不完全な統計によると、1993年には97件、のべ4億元、1994年293件、のべ10億7000万円、1995年には331件、のべ21億元の余裕資金を有効利用させたという（斎・凡 [1998b: 171]）。

しかし、これではテレビ事業を本格的に起動させるために必要な資金の絶対額には足りず、海外の企業との合弁の道を探った。当時テレビ事業の合弁を持ち掛けると、相手方のブランドをTCLがOEM生産することを条件とすることが普通であった。しかし、TCL側は自社ブランドでの生産にこだわり、この条件を受け入れたのが、当時TCLの地元・惠州にカラーテレビ生産ラインをもっていた、香港の上場企業・長城電子であった。もとより、資金不足からこの合弁話を始めたのはTCLであった。合弁にあたっては、現金400万円と自社の販売ネットワークという無形資産を評価して出資し、長城の資金・技術に対して5対5の出資比率を合意するに至る。こうして、1995年に販売ネットワークという無形資産を元手として、TCLは「TCL王牌」ブランドを年産120万台生産できる能力を獲得したのである（周 [1998] での李東生の発言）。

こうしてTCLは、ようやくテレビの量産体制を確保したかにみえたが、すぐに困難に直面する。1996年4月、長城電子の董事長が死去し、遺族が合弁会社の株式を売却する意思を示した。当時のTCLには資金がなくこれを買取ることができず、結局他社に売却されてしまったのである。当時、長虹がしかけた第2次テレビ価格戦争の真っ只中で、自社ブランドを守るためには生産を継続し市場に製品を供給しつづける必要があり、そのためにTCLは、至急新たな合弁相手を探す必要に迫られていた。おりしもこのとき、李東生をシンガポールの多国籍企業の現地法人社長として引き抜こうとするスカウトもきた。しかし、それを断り1996年6月には、香港陸氏集団のカラーテレビ事業に1億5000万香港ドルを出資し、それをもとに深圳TCL王牌電子有限公司、惠州TCL王牌有限公司、TCL電子（香港）有限公司の3

社を設立した。TCLの持ち分が60%、陸氏側が40%であった(周 [1998: 64])。

ようやく生産体制を固めると、次に、規模の拡大によって生産コストを引き下げたため、テレビ企業の買収を積極的に進め始める。1997年には伝統ある国有企業、美樂電子公司(旧河南省新郷市電子部760廠)を6000万元で買収した。当時すでに市場シェアでトップを争うようになっていたTCLには、各地の国有企業が買収を希望する商談があり、無償譲渡の話もいくつかあった。生産設備の拡張を安く進める環境にあったのである。結局地理的要因、技術的・経営的要因からTCLは美樂を選択した。当時、TCL製品の広東・惠州から内陸部への移送コストが5000万~6000万元かかっており、それを考えれば、買収金額は高くはなかったという。テレビ事業の拡張は、1998年には実質的に破産していた国有企業、内蒙古の彩虹彩電視機器廠を無償譲渡で合併し、北の拠点を確保している。

以上のようにテレビ事業は、最初に自分で工場をつくり生産を始めるのではなく、既存のメーカーの買収・合併によって生産能力を確保してきた。そして自社ブランドにこだわり、まずOEMで自社ブランド製品をつくることを優先した。そして、すでに構築が進んでいた自社の販売網で製品を販売し、市場シェアを固めたあとで生産ラインを購入するという形をとった。そして買収の際には、販売網やTCLブランドという無形資産で出資する方式をとったのである。

(7) 一貫して「他人資本」経営を行ってきたTCL

TCLのこれまでの発展に必要な資金をどのように調達してきたかについて、李東生自身が次のように語っている。「資金調達の面では、政策的な優遇や国家の資本投入がなく、資本蓄積は遅かった」(李東生インタビュー)。上述したように、TCLはテレビ産業を始めるにあたって中央政府の計画外に置かれ、銀行からの借入もままならなかった。上場企業であるTCL通信はあくまで電話機事業の会社であり、株式市場での資金調達は、テレビ事業のために用いることはできない。いきおい、内部資金もしくは「自己調達」

に依るしかなかったのである。国家の計画の内側にあった長虹と、計画の外に置かれたTCLとの最大の違いである。「TCLは一貫して負債経営をしてきた。この負債経営は、現在のTCLの急速な発展にとって大変大きなリスクを内包している」(周 [1998] での李東生の発言)。以上で検討した範囲では、TCLがどのような負債契約を結んでいたのかに関する具体的な記述がなかった。資金契約の形が、収益が固定し業績悪化時の意思決定権が付与されている負債型に近いのか、収益が全体の業績にリンクし、通常時の経営権を付与されている株式型なのかが不明である。李東生は負債経営といているが、上場企業に関しては、長虹よりもむしろ銀行借入が少ない形になっている。テレビ事業に関しての資金調達は、以上で整理したかぎりでは、外資との合弁という形で行われてきたようである。李東生が上でいっている「負債経営」とは、厳密には「他人資本」ということになるのではないと思われる。そして、負債か株式かという区別では株式に分類される資金でも、厳しく資本コストの負担を求められる他人資本による資金調達は、TCLの経営に一定の規律を与えていたと考えられる。

このため、同じ資本といっても、長虹の国家資本の投入とTCLの合弁には大きな違いがある。前者は、投資資本と収益分配(配当)とが直接リンクしていない。国有企業としての利潤上納制度はあったものの、それは投資資本額と対応したものではなく、また長虹の経験でみられたように上納額は別途交渉されていた。一見、もらいっぱなしの資金であり、収益が確定した事後にすら支払う資本コストが意識されない資金であった。一方TCLが利用した他人資本は投資金額に見合った配当を支払う必要があった。資本コストの負担をきっちりと要求される形の資金調達だったのである。また、李東生自身は、この点について、次のようにいっている。「(国家の投入がなかったためTCLの資本蓄積は遅くなったが)しかし、これは結果的によかった。政府は資金を投入しても責任をもたないからである」(李東生インタビュー)。

企業側からみた場合、受動的に資金調達できる代わりに、投資決定も受動的になり、企業にとっての是非を考慮した判断ができない、ということを示

峻しているようである。

以上の資金調達履歴をみると、TCLは常に資金制約に直面してきたことがわかる。この資金制約を解消するためにとった対応や戦略が、TCLの経営モデルという形で現れたと評価できる。この点について、以下で検討しよう。

2. TCLの経営モデル：資金効率優先戦略

TCLは常に資金制約に悩まされてきたといえる。その最たる例が1996年の長城電子の株式取得に失敗したことであろう。ようやく確保した自社ブランドを生産するOEMメーカーである長城電子との関係を安定させるためには、長城電子の株式取得は絶対に必要であった。しかし、資金を調達することはできず、失敗した。こうした厳しい資金制約を少しでも緩和するためにとった対応が、内部資金確保そして内部資金の蓄積につながる販売網の拡大である。

(1) 資金調達面からみた販売網の意味

販売網の構築と販売戦略は、TCLにとって二重の意味をもっていた。第1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最も重要な内部資金を確保することにもなる。第2に、この投資自体が価値を生み、外部資金を確保するための資産の意味をもっていた。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区電子工業公司の国有流通企業の国内販売網であった。この比較優位が合併を可能にし、資金を確保できることをこのとき学んだと思われる。そして、その後国有流通企業に卸した商品の代金回収がままならないのに業を煮やしたTCLは、1991年AV製品を流通させるため、自社販売ネットワークの構築に乗り出した。そして、

TCLの無形資産として大きな役割を果たした（李東生インタビュー，黄 [1998: 64]）。

現在副総裁を務める袁信成は、湖南省のある無線電子工場の工場長を務め労働模範として表彰された経験もあったが、1990年さらなる発展をもとめてTCLにやってきた。当時、ちょうど李東生が自社販売ネットワークの構築を考えており、袁信成が実行部隊の責任者となった。1990年、TCLはAV機器の販売を始め、当初大連と瀋陽の国有流通企業に3000万元の商品を委託販売した。しかし、1年後にはいきづまり、結局800万元しか回収できず、この流通企業との取引を停止した。そして、自社で販売網を構築する試みを始めたのである。販売網構築は、「計画的な構築」を行った第1期、「細かく耕地を耕した」第2期の2段階を経ている。最初の計画的構築の時期には、1年目に1社、2年目に7社と市場の需要と企業の体力にあわせて徐々に拡大した時期である。1990年ごろには、当時まだ上海が全国の経済の中心で、全国への輻射作用をもっていた。それから5年を経たころには、上海の地位が相対的に低下し、北京と広州の地位が上がっていた。このときにTCLは初めて北京市場に進出し、大型テレビを安値で販売し、TCLというブランドが飛躍する契機となった。こうして全国ブランドの地位を確立した後の1997年から、「細かく耕地を耕す」戦略へ転換した。全国に張った販売網の基盤目を「細かく耕す」、つまり経営部、外部小売店レベルに働きかけを行った。この運動によって、1996年に13億元だったテレビ・AV部門の売上は、1997年に32億元、1998年に52億元、1999年に83億元、2000年に114億元と、ほぼ20億元ずつの増加を達成できたという（袁信成インタビュー）。

こうした販売網の構築に重点を置いた背景には、次のような意識もあったようである。「世界中の国際型大型電子企業はみな100億米ドル以上の規模があるのに、中国最大の電子企業は20億元にみえない。また、現在中国市場にはまだ一定の保護がある。中国企業は数年のうちに急速に成長しなければ、発展の機会を失ってしまうのだ」（周 [1998] での李東生の発言）。

そして、市場シェアを確保するためにとったのが、まずOEMでTCLブラ

ンドを投入し、市場を確保してから自社生産に乗り出す、という戦略である。

(2) OEMから自己生産へ

TCLの事業内容を見ると、2000年末現在、最初に成功した(1)電話機、テレビのAV機器ほか、(2)住宅用スイッチなどの弱電部門（TCL国際電工）、(3)洗濯機・冷蔵庫・エアコンの白物家電、(4)PCの四つが主要業務となっている。電話機は2000年末現在、中国国内市場のシェア第1位で、全体の5割近い。またカラーテレビは金額ベースで第1位、スイッチも第1位、PCは第4位となっている（李東生インタビュー）。こうしたシェアをもつ製品のほとんどは、自社の技術ではない。こうした事業多角化は、一つの「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（李東生、袁信成インタビュー）。

(3) 販売優先志向

自社ブランドをまずOEM生産・販売できることの裏返しとして、販売ネットワークが強力であることがTCLの比較優位であるといえる。こうした歴史的な経緯から、また、2000年末現在、2万人の従業員のうち1万人が販売部門に従事している状況から、販売優先の社風があるといい、社内では販売部門の地位が高く、製造部門の地位が低い。そして、これが製造部門の従業員の士気を低めてきた（山根親雄インタビュー）。

こうした販売優先の社風も、テレビ価格競争の激化により変化を強いられつつあるようである。袁信成によると、2000年の価格競争でTCLが唯一赤字に転落せず売上高比で5%の利益を上げ、そのうちの2%ポイントを小売業者に与えることができた。TCLの価格政策が機能した結果であるという。

しかし、このように競争が厳しいなかで、メーカー側の価格政策が機能するためには、価格面でもスペック面でも「売れる商品」を供給できることが、必要条件になる。つまり、生産部門の効率性が問われることになる。こうした認識から、TCLは生産部門の責任者として、東芝大連のテレビ生産責任者であった日本人技術者、山根親雄を生産総監（生産管理の総責任者）として迎えた。そして、単に生産スピードを競っていたそれまでの生産ラインを、より販売需要を反映して製品の転換ができるように、仕掛かり在庫をなくすような生産ラインに改造しつつあった（山根親雄インタビュー）。

3. TCLの資本構成と企業行動

TCLは、他人資本、それも外資への依存が高い資本構成が一貫して続いていた。そして、この資本構成が一貫して経営に一定の規律づけを与えてきたように思われる。企業グループの最初の前身であるTTK会社は、全額負債、無自己資本によって設立された。そして、無形資産を出資する形で香港資本との合弁企業を立ち上げ、最初の主力事業であった電話機事業をスタートさせている。その後、電話事業はTCL通信として上場されている。このとき、長虹と同じようなガバナンス主体の消滅が起こる可能性があった。しかし、TCLグループ自体は、上場企業の外で設立したテレビ事業に軸足を移しており、株式市場からのガバナンス機能の不全に影響される範囲は限られていた。

その後テレビ事業を始めるとき、十分な資金が手元になく、販売網を出資することで、技術と生産能力を確保している。代理費用が存在するために資本構成が有効なガバナンスを提供する、という議論を援用すると、販売網確立を優先させた戦略は、代理費用の発生しない内部資金の確保に貢献し、インセンティブの問題によって非効率な投資が行われる余地を小さくしていったといえる。負債や株式の発行が発生させる代理費用を調整するのではなく、外部資金調達そのものの必要性をなるべく小さくし、それによって非効率な

投資が発生する余地を小さくする結果になっていたといえる。

その後1999年、テレビ事業もついに、上場持株会社・TCL国際ホールディングス（TCL国際）下の子会社として、株式を公開した。しかし、上場した市場は中国国内ではなく、株式市場の歴史が長く取引の活発な香港である。株式市場によるガバナンス機能は、国内に比べ強いと考えられ、TCL国際はそれなりのボンディング・コストを負担しているはずである。長虹と同様に、株式公開により負債比率は低下し、負債によるガバナンスのチャネルは狭まっている。しかし、株価によるガバナンスを受けているため、長虹に比べ、非効率な投資の発生を抑制するメカニズムがあると考えられる。

一方で、TCL通信の株式はTCL集団に集中されつつある。そして、集团公司自体の株式は59%が政府、残りが幹部などの従業員となっている。この形のもとでは、長虹と同様に、恵州市政府の意向が企業価値の維持に反するものであったときに、それを阻止し企業価値を保全することができない可能性が存在している。現在、集团公司のもとに、中国国内の上場会社であるTCL通信と、香港での上場会社であるTCL国際が並列しており、テレビ事業などの優良資産はTCL国際のもとにある。今後この並列状態がどのように調整されるのがTCLグループ全体のガバナンスの体制を形づくっていくであろう。

おわりに

ここまで長虹とTCLの資本構成とガバナンスの形、それに問題となる点を指摘した。以上から中国の文脈で、適切なガバナンスを実施し、非効率な投資決定が行われるのを防ぐためには、どのような方法が考えられるのだろうか。

第1の考え方は、上場企業についても、負債によるガバナンスを機能させる、というものである。たとえば、負債比率を一定程度まで高めて銀行から

のガバナンス機能を強化するということである。しかし、この選択肢は、すでに上場し、株式発行や増資による資金調達チャンネルをもっている企業については、現実的ではない。上場企業が経営状態に影響されず増資できるかぎり、負債による資金調達を選択させることができない。また、中国の現状をみると、債権者の権利が完全には守られていない。

第2の方法としては、株式調達がもたらす代理費用、ボンディング・コストが企業に負担されるようにすることである。より具体的には、株価に経営状況がよりよく反映されるようにすることであり、株式市場での取引が企業に圧力を与えるようにすることである。このためには、市場が一定規模に拡大し株価操作のコストが上がること、また市場参加者の認識が成熟すること、たとえば財務指標、経営状況の読み方への理解が深まるなど、市場自体の成熟が必要である。こうした株価によるガバナンスを機能させることが、第2にとるべき政策手段である。

第3に、政府と企業の分離が未完成であるために起こる問題を解決する必要がある。中国の国有企業にとって、最大の株主が政府であることは、本章で検討してきた資本構成によるガバナンスに歪みを与えている、と筆者は考えている。負債に関しては、破綻企業処理スキームを政府が主導する原則のもとで、債権者である銀行のリスクは拡大しているし、非効率な企業の存続が選択される可能性を生み出している（渡邊 [2001]）。株式に関しても、政府が企業価値の拡大以外の目標をもっているとき、企業に非効率な投資や行動を選択させることになる。そして政府が間違っただけの場合にそれを抑制することができないというリスクである。これは、上場企業での有力なガバナンス主体が政府のみとなっている場合、より出現しやすい。

この政府の間違っただけを防ぐためにはどうしたらよいのであろうか。資本構成の枠組みから二つの方向が考えられる。第1は、債権者のガバナンスを強化する方向である。しかし、これは前述のようにすでに上場した企業については、あまり現実的な対応ではない。しかし、中堅以下の企業にとっては、債権者の権利を強化し、状態依存ガバナンスが有効に機能するようにす

ることは意味がある。しかし、この場合、企業の資本構成における負債比率を高めるといふ調整が必要になる。

第2の方向は、政府の持ち株比率を制限する、もしくはその他の経済合理性で機能する株主の持ち株比率を増やすという方法である。こうして、つねに株式市場からの株価の評価という形でのガバナンスを受ける仕組みを機能させる必要がある。これは、いわゆる国家株の放出、自社株償却という形で試みられている。ただし、この方式を全面的に自由化するという決定はまだ行われていないようである。

以上、中国企業の行動を、資本構成によるガバナンスの考え方を軸に検討してきた。とくに興味深いのは、企業の発行する証券の性格が状況に応じて変化してきたと推測される点である。請負制の時期の長虹、外資に頼って発展してきたTCLそれぞれには独特の規律づけがあった。しかし、どちらも株式上場後には、負債のガバナンス機能が低下し、替わって期待される株式がもつガバナンスの機能は、まだ十分に機能していないようである。このため、上場後の長虹が行ったように、間違いじみた拡大路線が継続するという「不可思議」な現象が発生し、また内部株主が明らかに少数株主を取奪するがままという状況が起きていると考えられる。いずれにせよ、株式市場のみに注目するのではなく、資本構造全体から企業のガバナンスの方法を考えなければ、中国企業の「不可思議な行動」は今後も続くであろう。

〔注〕

- (1) 以下で、状態依存ガバナンスがどのような考え方を見てもよい。ある投資機会をもっている企業が、資金が足りず、外部の投資家から資金調達することにした。この外部の投資家も1人では必要な資金を提供できず、結局2人の外部投資家の資金提供を仰ぐこととした。そして、資金提供者には、重要な局面での投資決定権を与えることにした。外部投資家Aは、相対的に経営能力があるので、通常の状態、もしくは経営状況のよい場合の投資決定をする権利を与えられた。ただ、それではもう1人の投資家Bは、自分の出資分が保護されない懸念がある。そのため、この投資家Bには、プロジェクトの状況が悪化したときの投資・意思決定権を与えることにする。状況に応じて、意

思決定権を移動させる契約である。このルールのもとで、最適な投資決定が行われるようにするには、投資家A、Bの取り分を次のように設計すればよい。

経営状況のよい場合、そのとき上がってきた利潤を次の投資にまわすか、利益として分配してしまうかを定める権利を投資家Aがもっているとしよう。彼は、この投資に成功すればより多い所得を得られるので、無駄に利益を外部に分配することはせず、最適な投資を行うインセンティブがある。このインセンティブを高めるためには、最終的な投資収益 Y が高ければ高いほど、投資家Aの所得が高くなるようにすればよい。一方、投資家Bには、経営に関与しないこともあり、固定額の支払い F を約束すればよい。このとき投資家Aの取り分は $Y-F$ 、投資家Bの取り分は F となる。

一方、業績が悪くなる兆しが現れた場合、投資家AとBの間の所得分配を、そのまま投資家Aの取り分を $Y-F$ 、投資家Bの取り分を F としたとする。万一、業績の悪化がひどく最終的な収益 Y が F よりも小さくなった場合、本来投資家Aは、自分の私的財産から投資家Bの損失を補填しなければならないはずである。しかし、有限責任の原則がある場合は、投資家Aはその責任を逃れられるので、投資決定をまじめに行わず、わざと Y が F よりも小さくなるようにする誘因が生まれる。この可能性があるかぎり、投資家Bは時点0での資金提供に同意しない。そこで、業績悪化の兆しがみえるとき、投資家Bがその次の投資と利潤の分配を行うように意思決定権を移転させることにしたのである。そしてこのときの所得分配の約束も変更し、投資家Bが最終的な収益 Y を受け取り、投資家Aの所得をゼロとすればよい。

このとき、ちょうど現実の世界で、投資家A、Bのもつ証券は、それぞれ株式と負債に対応するキャッシュフロー権と意思決定権をもっている。そして、株主と債権者の間で、経営状況に応じて、意思決定権を移転させる仕組みを「状態依存ガバナンス」と呼ぶ。

- (2) ここでのケーススタディは、効率的な投資が行われてきたかどうかを検証するのが目的である。本来であれば、2社の財務データをもとに、実質資本コストを計測するという形での検証が考えられるが、そのための財務データの収集ができなかった。しかし、インタビューや事例研究で語られる投資決定のエピソードからも、企業の行動パターンを把握することができる、と考えた。事実関係の確認も不完全である。
- (3) 張 [1999] の行った事例研究も、ちょうどこの2社をとりあげ、「准郷鎮企業型」企業に分類している。また、政府が企業に利益と自由を与える政策をとった点を2社の間の共通点として指摘している。
- (4) 2000年前後の一連の長虹の幹部の人事は、四川省の党工業委員会が管轄した(四川省の研究者インタビューより)。
- (5) 90万円の投資資金の負担割合は分からない。しかし、後のTCLの発展モ

デルからみて、中国国内の販売能力を提供する代わりに、合弁相手から技術と同時に資金も引き出したのではという推測も可能ではないか。しかし、またTTKの録音テープの好調な販売で十分な資金蓄積ができていた可能性がある。

〔付記〕 本稿の作成のための資料収集には多くの方のお世話になった。とくに、長虹、TCLの両社を訪問し、貴重な情報を得ることができたのは、四川省社会科学院楊鋼氏、惠州スミトロニクス林澤松氏のご尽力の賜物である。また、原稿に丁寧に目を通しコメントを下された、本研究会主査・丸川知雄氏、中国社会科学院経済研究所・一橋大学商学部の韓朝華氏のご指摘は、大変貴重であった。しかし、公開されているはずの財務諸表も完全に入手することができず、企業のケーススタディとしては、資料の検討が不十分となったことは否定しえない。本章では、両社の経営モデルと資金調達の関係のスケッチを描くことを目標とした。こうした本章の不完全さ、過ちは、当然のことながら筆者のものである。

〔参考文献〕

1. 全般

〈日本語文献〉

- 大原盛樹 [2001] 「経営戦略と企業家の役割—海爾と長虹の比較—」(本書第7章)。
 郝燕書 [2000] 「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)。
 唐成 [1999] 「家計と政府—マクロ資金フローの変化—」(『中国の不良債権問題』アジア研トビックレポートNo. 36, アジア経済研究所)。
 服部俊治編 [1980] 『中国簿記の研究』同文館。
 広田真一・池尾和人 [1996] 「企業金融と経営の効率性」(伊藤秀史編『日本の企業システム』) 東京大学出版会。
 丸川知雄 [1996] 「市場経済移行のプロセス—中国電子産業の事例から—」(『アジア経済』第37巻第6号)。

- [1999] 『市場発生のダイナミクス—移行期の中国経済—』 アジア経済研究所。
柳川範之 [2000] 『契約と組織の経済学』 東洋経済新報社。
渡邊真理子 [1999] 「企業と銀行—不良債権発生メカニズム—」 (渡邊真理子編
『中国の不良債権問題』アジ研トピックレポートNo. 36, アジア経済研究所)。
—— [2000] 「中国における企業再構築—四川省国有小型企業の事例—」 (国宗浩
三編『金融と企業の再構築—アジアの経験—』 アジア経済研究所)。
—— [2001] 「中国の銀行と企業の関係—負債契約のありかたからの考察—」 (国
宗浩三編, アジア経済研究所研究双書, 2001年刊行予定)。

〈英語文献〉

- Aghion, P. and P. Bolton [1992] “An Incomplete Contracts Approach to Financial Contracting,” *Review of Economic Studies*, 59, pp. 473–494.
Dewartripont, M. and J. Tirole [1994] “A Theory of Debt and Equity: Diversity of Securities and Manager–shareholder Congruence,” *Quarterly Journal of Economics*, November, pp. 1027–1054.
Harris, M. and A. Raviv [1989] “The Design of Securities,” *Journal of Financial Economics*, 24, pp. 255–287.
Hart, O. [1995] *Firms, Contracts and Financial Structure*, Oxford.
Jensen, M. and W. H. Meckling [1976] “Theory of the Firms: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure,” *Journal of Financial Economics*, 3, pp. 305–360.
Mrukawa, Tomoo [2001] “The Chinese Television Industry: An Example of Gradual Transition,” in Jiang Xiaojuan ed., *China’s Industries in Transition: Organizational Change, Efficiency Gains and Growth Dynamics*, Huntington: Nova Science Publishers.
Myers, S. [1977] “Determinants of Corporate Borrowing,” *Journal of Financial Economics*, 5, pp. 147–75.
Myers, S. and N. Majluf [1984] “Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investors Do Not Have,” *Journal of Financial Economics*, 13, pp. 187–221.
Zender, Jaime [1991] “Optimal Financial Instruments,” *Journal of Finance*, 46 (5), pp. 1645–1663.

〈中国語文献〉

- 曹爾階・李敏新・王国強 [1991] 『新中国投資史綱』 中国財政経済出版社。
北京国民経済研究所 [1999] 『中国企業集团的行為和制度』 (アジア経済研究所『通商政策受託調査報告』)。

- 丁学東・李国忠 [1996]『中国企業財務改革』北京：経済科学出版社。
- 方曉霞 [1999]『中国企業融資：制度変遷と行為分析』北京大学出版社。
- 経営系列叢書『与100名老板對話』（1～5）北京：经济管理出版社。
- 黄建忠 [1999]「彩色電視機市場」（『中国機電產品市場報告系列（家用電器与儀器儀表分冊）』北京：機械工業出版社。
- 陸正飛 [1999]『企業發展的財務戰略』東北財經大學出版社。
- 齋暢・凡禹 [1998a]『領袖商論—中国企業首腦的運籌方略—』北京：中華工商連合出版社。
- 王亞平・李凱凡 [未發表稿]「關於我国彩電工業發展的思考」。
- 謝偉・吳貴生・張晶 [1999]「彩電產業的發展及其啓示」（『管理世界』1999年第三期）。
- 徐之河・李令德 [1996]『中国公有制企業管理發展史統編（1966-1992）』上海：上海社会科学院出版社。
- 張維迎 [1998]「產權，治理結構与企業績功—对中国改革的一個評價—」（中国改革与發展報告專家組 [1999]）。
- 中国改革与發展報告專家組 [1999]『成長的經驗—中国積優大企業案例研究—』上海：上海遠東出版社。
- 朱元午 [1999]『企業集團財務實証研究』東北經濟大學出版社。

2. 企業情報

〈長虹〉

- 陳永忠・王君邁・裴厚勤 [1999]（「四川長虹」中国改革与發展報告專家組 [1999]）。
- 郭強 [1999]「企業決策中的理性和理念—兼析四川長虹的三項非理性決策—」（『管理世界』1999年第5期）。
- 郝燕書 [2000]「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—」（『中国の経済構造調整と金融・財政問題』国際貿易研究所）。
- 齋暢・凡禹 [1998b]「思維・境界・目標三維論—倪潤峰・長虹集團總裁—」（齋・凡 [1998a]）。
- 姬旭昇・尹百亨 [1998]『長虹告訴中国』北京：中国青年出版社。
- 四川長虹電器有限公司 1998, 1999, 2000年。ホームページ (<http://www.changhong.com/>) より。
- 渡邊真理子 [2001]「中国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）。
- 新華社 [2000]『假典型巨額虧空背後—鄭百文跌落發出的警示—』新華網，2000年10月30日。

- 張志雄 [1999a] 「中国上市公司反思録之一—長虹有没有長寿的猪—」 (『財經』1999年9月号)。
 —— [1999b] 「中国上市公司反思録之二—鄭州百文：豐碑与墓碑—」 (『財經』1999年10月号)。

〈TCL〉

- 劉魯魚・楊修友 [1999] 「深圳TCL」 (中国改革与發展報告專家組 [1999])。
 斎暢・凡禹 [1998b] 「磁性論—李東生・TCL集团総裁」 (斎・凡 [1998a])。
 鄔柳成 [1999] 「広東TCL集团高速發展の調査」 (『管理世界』1999年第5期)。
 周善 [1998] 「為一万多員工打工—TCL総裁・李東生不做“企業官”—」 (『新周刊』1998年6月)。
 TCL通信設備股份有限公司 財務報告1999年, 2000年
 TCL通信ホームページ (<http://www.tclcomm.com/>) より。
 TCL国際股份有限公司 1999年
 TCL電子 (香港) ホームページ (<http://www.telhk.com/main.html>) より。

3. インタビュー

四川長虹電子集团 劉体斌・副総経理 2000年9月16日/TCL集团 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; 楊建航・行政部主任 1999年12月2日。