

第7章

政府関連企業（GLC）改革とブミプトラ政策

——コーポレートガバナンスの視点から——

熊谷 聡

はじめに

本章は、ブミプトラ政策の中心的課題である、ブミプトラによる資本保有と経営参加の促進¹⁾について、マハティール時代とポスト・マハティール時代を対比させながら特徴づけることを目的とする。ブミプトラ政策には、経済に加えて教育や言語など多様な側面がある。また、ブミプトラの経済活動への参加といっても、その役割には資本家、経営者、労働者の3つの側面がある。本章では議論を明確にするために、「ブミプトラ政策」を「ブミプトラによる実質的な資本所有と経営参加を促進する政策」に限定して分析する。

マハティール時代のブミプトラ政策が、公企業を払い下げる民営化を通じたブミプトラ企業家の育成として特徴づけられる一方、ポスト・マハティール時代には、資本は国が所有しつつブミプトラの専門経営者が経営を行うというスタイルが主流となる。本章では、新経済政策（NEP）以降のブミプトラ政策を振り返り、現在のかたちにかにしていたどり着いたのかを跡づける。また、資本と経営に関する経済理論を援用しながら、ポスト・マハティール期のブミプトラ政策について妥当性を検討する。

本章は以下のように構成される。第1節では、先行研究を概観しつつ、公企業を分析するための分析枠組みを提示する。第2節では、NEPからマハ

テール時代の公企業民営化を通じたブミプトラ企業家育成策、1997～1998年のアジア通貨危機を期に民営化企業が再国有化され、現在の政府関連企業（Government-Linked Companies: GLCs）がかたちづくられた経緯について概観する。第3節では、各時代のブミプトラの資本所有・経営参加促進政策がどのような特徴をもっているのかを、ゲーム理論を援用しながら分析する。第4節では、現在のGLC中心のブミプトラ政策が抱えている問題を検討する。

第1節 公企業についての分析枠組み

本論に入る前に、公企業（Public Enterprises）とそれに関連する用語について整理しておきたい。公企業の分析でより一般的に用いられる国有企業（State Owned Enterprises: SOEs）とは、文字どおり解釈すれば国・中央政府が所有する企業ということになる。また、国が所有するだけでなく経営を主導する場合には「国営企業」（State Run Enterprises）の呼称が相応しい。一方で、国有か国営かの議論は容易ではなく、さらに州政府など国・中央政府以外の公的主体が保有する企業も本質的には国有企業と同様の性質をもつ。したがって、ここでは企業を保有するのが国かその他の自治体かを問わず、また国営か国有かも厳密に区別せず、すべて「公企業」の呼称を用いることにする。

公企業をめぐる議論は、長らくその非効率性に関するものが中心であった。1980年代初頭からのイギリス・サッチャー政権下での公企業の民営化政策は、主として公企業の経営の非効率性を解消することを目的に行われ、その後、世界各国に広がった。1990年代には、ソ連・東欧の社会主義体制が市場経済へ移行する際に公企業の私有化が課題となり、2000年代に入っても、中国やベトナムなどアジアの社会主義国については、公企業改革は重要なテーマであり続けている（丸川 2002; 坂田 2009）⁽²⁾。

本節では、公企業の非効率性に関連する先行研究をレビューしつつ、マレーシアにおける公企業の定義や位置づけを明らかにする。

1. 公企業の利点・欠点についての論点整理

そもそも、なぜ民間企業が中心となる市場経済体制において、公企業が必要となるのか。公企業の存在を正当化する議論の根源には経済学における「市場の失敗」の概念がある。規模の経済や情報の非対称性の存在、公共財の提供、不確実な大規模投資など、市場メカニズムのなかで最適な均衡が達成できない状況に対処するために、政府の介入が必要とされ、その一形態が公企業ということになる。

しかし、市場の失敗を是正するための政府の介入は、別の問題を引き起こす。Sheshinski and López-Calva（2003）では、民間企業と比較した場合の公企業の欠点を「経営的視点」（managerial perspective）と「政治的視点」（political perspective）の2点に整理している。経営的視点からの議論は、公企業は民間企業に比べて経営者を監視する外部からのモニタリングが欠如する傾向があるために（端的には株主の不在）、経営者が効率性を追求するインセンティブが低くなるとする。一方で、政治的視点からの議論では、公企業の経営者が追求するのは経営効率ではなく、雇用の最大化や政治的名声であるとする。

くわえて公企業では「ソフトな予算制約」（Kornai 1986）と呼ばれる状況が発生し、経営を規律づけることが難しいとされる。「ソフトな予算制約」とは、通常の企業が収入の枠内で支出を行うのに対し、補助金や贈与などのかたちで追加的資金が与えられる場合、企業の支出について規律が失われることを指す⁽³⁾。

本章第3節では、この「ソフトな予算制約」の概念を用いて、マレーシアの公企業における経営の規律について分析していく。次項で述べるように、マレーシアの「公企業」はその後、民営化されたり再国有化されたりと所有形態が変化している。しかし、問題の中心は一貫して民間企業に比べて業績が思わしくないことであり、その根本原因は「プミプトラ政策下ではプミプ

トラ企業が経営に失敗することは政治的に容認し難い」点にある。ブミプトラ企業の失敗は、ブミプトラの資本保有比率を30%に高めるというNEPの数値目標に対する後退でもあり、ブミプトラの実質的経営参加という点でも望ましくない。したがって、本章では、ブミプトラ政策の問題は、本質的にはブミプトラ企業の失敗時の政治コストの高さに起因しており、これは、「ソフトな予算制約」の概念によって一般化できると考えて分析を行う。

2. 公企業と政府優遇企業

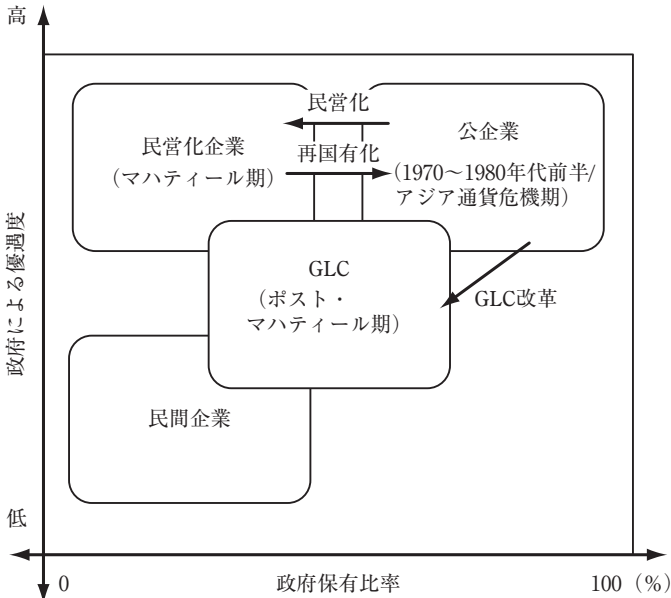
Kowalski et al. (2013) では公企業についての議論を整理するために、「公企業」と、政府によって特別な優遇を受ける「政府優遇企業」を区別する考え方を示している。一般に公企業と政府優遇企業はおおむね重なる傾向にあるが、完全に一致しているわけではない。公企業であっても民間企業と完全に同等の扱いを受けている企業が存在する一方で、民間企業であっても政府によるさまざまな優遇を受けている企業も存在する。Kowalski et al. (2013) は便宜上、両者は一致するとして分析を進めているが、マレーシアの場合、両者のズレが大きく、また時代によっても大きく変わっているため、両者を区別する方が理解しやすい。

マレーシアの公企業を、政府の資本保有比率と政府からの優遇の度合いの2つの軸で整理すると、図7-1のようになる。これは、第2節で論じるマレーシアの公企業の所有・経営形態の変遷をみる際の「見取り図」となる。縦軸は企業に対する政府による優遇の度合いを示し、上に行くほど優遇の度合いが高くなる。横軸は企業に対する政府の資本保有比率を示しており、左端が完全な民間企業、右端が完全な公企業となる。

マレーシアでは1971年のNEP実施以降、おもにブミプトラの商工業部門への進出を促進する目的で多くの公企業が設立された。この時期のマレーシアの公企業は、政府による資本保有比率が高く、政府による優遇の度合いも大きい右上の領域に位置づけられる。マハティール期には、こうした公企業

を与党に近い企業家に売却することで民営化し、それを核として有力なプミプトラ系企業グループが生まれた。この時期の民営化企業は、政府の保有比率は低下したものの、依然として政府による優遇の度合いが大きい左上の領域に位置づけられる。こうした企業のうち主要なものはアジア通貨危機期に経営難に陥って再国有化され、再び右上の領域に戻った。ポスト・マハティール期には、再国有化された企業について、国有のまままで経営改革を進めるGLC改革プログラムが実施され、資本保有比率は中程度で、政府による優遇を減らす方向にある。しかし、GLCを完全に民間企業と同等に扱うまでには至っておらず、現在のGLCは資本保有の面でも政府による優遇の面でも公企業と民間企業の間中に位置づけられる。

図7-1 マレーシアの国有企業の変遷



(出所) 筆者作成。

3. マレーシアにおける GLC の定義と位置づけ

2005年の時点で、GLC はマレーシアの雇用者数の5%を占め、KL証券取引所(Bursa Malaysia)の時価総額の36%を占めていた(PCG 2015a, 16)。マレーシアは、世界のなかでも政府系企業のプレゼンスが大きな国のひとつとされている。Kowalski et al. (2013)によれば、政府系企業が経済活動に占めるシェアについて、マレーシアは主要国38カ国中5位となっている⁽⁴⁾。

マレーシアの場合、公企業に相当する事業体は、歴史的には予算規制枠外機関(OBA)または非金融公企業(NFPE)と呼ばれてきた(堀井 1990, 134)。GLCの呼称は1990年代まではもっぱらシンガポールで用いられており、マレーシアで政府系企業に対して用いられるようになったのは2004年に開始されたGLC改革プログラム以降である。GLC改革プログラムの中核機関となった「GLCの好業績のためのプトラジャヤ委員会」(PCG)によるGLCの定義は以下のとおりである。

- ・ GLCは一義的に商業目的をもちマレーシア政府が直接の支配権(Control Stake)をもつ企業と定義される
- ・ 支配権とは、直接または政府投資機関(GLIC)を通じて取締役や経営幹部の任命、GLCにとっての主要な意思決定(例:契約付与、戦略、リストラや資金調達、買収や売却)を行う政府の能力(単なる持ち分比率ではなく)を指す
- ・ カザナ・ナショナル社や財務大臣持株会社(MoF Inc.)、公務員年金基金(KWAP)やバンク・ネガラを通じてマレーシア政府が直接支配するGLCが含まれる。また、GLICや他の連邦政府機関が共同で支配権をもつGLCが含まれる
- ・ 子会社や系列会社などGLC自身が支配権をもつGLCが含まれる

(PCG ウェブサイトより抜粋)

「公企業」の定義は世界的にも決まったものがなく、近年では通商交渉においてもその定義自体が交渉の対象となっている。マレーシアが参加した環太平洋パートナーシップ協定（TPP）では、国有企業（SOEs）は「商業的活動に従事し、かつ国が①50%を直接所有するか、又は②議決権の過半数を支配するか、又は③取締役会などの構成員の過半数の任命権を保有する企業を指す」（川瀬・川島 2016）と定義されている。また、ソブリン・ウェルス・ファンド（Sovereign Wealth Fund: SWF）や独立年金基金の所有する企業については原則 TPP の対象外となる。マレーシアの GLC については、さまざまな条文によって多くが対象外となり、TPP の対象となるのはおもにカザナ・ナショナル社と財務大臣持株会社傘下の大企業に限られる⁽⁵⁾。

ただし、これは TPP の交渉において国有企業（SOEs）の範囲が相当程度狭められたことによるもので、前述の PCG による定義にあるように、マレーシアの GLC は商業目的をもち、政府が直接の支配権を有していることから、一般的な意味で国有企業あるいは公企業に含まれるといえる。

マレーシアの GLC は連邦・州レベルを含めて445社存在するが（NEAC 2010, 18）、GLC 改革プログラムの対象になったのは5つの GLIC と20社の GLC である⁽⁶⁾。以下に、それぞれの概要を示す⁽⁷⁾。

（1）政府投資機関（GLIC）

• PNB 社

PNB 社はおもにプミプトラが購入できる国営投資信託の運営を行う会社で、NEP の目標であるプミプトラの資本保有比率30%の達成を支援する機関として1978年に設立された。2015年末時点で1100万人が口座をもち、資産額は約2000億リングとなっている。PNB 社が株主となっている企業は200社以上に及び、おもな企業としてはマレーシア最大の金融グループであるメイバンク、第2国民車メーカー・プロドゥア社を傘下にもつ複合企業 UMW 社、プランテーションを中心とした複合企業サイム・ダービー社が挙げられる。1978年の設立にあたり、国営企業公社（PERNAS）からサイム・ダービー社

などの優良企業の株式が移転され、傘下の ASNB 社を通じて投資信託のかたちでプミプトラに販売、資本保有を促すスキームができあがった。PNB 社の GLC 主要20社 (G20) に対する株式持ち分は概算で980億リングとなっている⁽⁸⁾。PNB 社の投資戦略を決定するプミプトラ投資基金 (YPB) は首相、副首相、通産相、財務相 (第二大臣) および PNB 社会長から構成されている。

• カザナ・ナショナル社

カザナ・ナショナル社はマハティール期の1993年に、財務大臣持株会社を株主として設立された。カザナ・ナショナル社の目的は、既存の政府関連企業のマネージメントと新規分野への戦略的投資である。しかし、GLC 改革プログラム開始以前の10年間は活動の透明性が低く、企業救済のための首相直轄の資金であると批判されてきた⁽⁹⁾。カザナ・ナショナル社は純粋に経済的な利益を最大化する SWF ではなく、マレーシア国家にとっての戦略性を意識した投資を行っている⁽¹⁰⁾。2016年末時点で1451億リングの資産をもち、主要な投資先としてはマレーシア第2位の金融グループで ASEAN 展開を積極的に行っている CIMB グループ、インフラ建設・運営を中心とする複合企業 UEM 社、アジア最大の病院経営企業である IHH ヘルスケア、マレーシア最大の電力企業であるテナガ・ナショナル、ASEAN を中心に展開する移動体通信企業アクシアタ・グループなどがある。カザナ・ナショナル社の G20 に対する株式持ち分は概算で680億リングとなっている。カザナ・ナショナル社会長は首相が務め、取締役会には財務相 (第二大臣)・財務事務次官が含まれる。

• 従業員積立基金 (EPF)

従業員積立基金 (EPF) は1951年に設立された、マレーシアの年金制度の中核を担う主体である。EPF はその名前のおり積立方式の年金基金で、従業員と雇用主が共同で積み立てた資金を本人が受け取る方式となっている。2015年末時点で679万人が積立を行っている。EPF の総資産額は6845億リン

ギで GDP 比59.2%と巨額である。マレーシアの株式市場や債券市場における存在感は GLIC のなかでもとくに大きい。投資先には金融・不動産を中心事業とする MBSB 社、建設・不動産を手がける複合企業の MRCB 社がある。EPF の G20 についての株式持ち分は概算で580億リングとなっている。EPF の取締役会には、人的資源省事務次官、公共サービス局事務次官補、財務省事務次官補などの官僚と、労使の代表として、マレーシア労働組合会議（MTUC）議長およびマレーシア経営者連盟（MEF）議長が含まれる。

- 巡礼基金（LTH）

巡礼基金はムスリムがメッカ巡礼を行うための貯蓄スキームとして1962年に設立された。利子が禁止されているムスリムの貯蓄を促進するためのスキームとして、マラヤ大学ウルク・アジズ名誉教授の提言に沿って設立された。資金の運用はイスラームの教義に沿って行われる。2015年末時点の資産は595億リング、885万人が貯蓄を行っている。投資先にはマレーシア・イスラーム銀行、おもにパームオイルを生産する TH プランテーションなどがある。巡礼基金の G20 に対する株式持ち分は概算で70億リングとなっている。2016年末時点で巡礼基金の会長は UMNO 所属の国会議員が務めており、取締役には首相府と財務省の代表が含まれる。

- 軍人年金基金（LTAT）

軍人年金基金は士官以外の軍人に年金および貯蓄スキームを提供するために1972年に設立された。2015年末の資産額は94億リングで、おもな投資先はマレーシアの中堅銀行グループであるアフィン社と不動産から重工業までを手がける複合企業ボーステッド社である。軍人年金基金の G20 に対する株式持ち分は概算で50億リングとなっている。同基金の取締役会には陸海空軍の代表のほか、国防省と財務省の代表が含まれる。

(2) G20

表7-1は G20のそれぞれについて5つの GLIC との関係を整理したものである。G20は、GLC 改革プログラム開始当初は G15と呼ばれ15社であったが、その後、新規の指定／合併／分社化／売却などにより、2016年12月末時点で17社となっている。業種別では、金融や不動産、インフラ関連企業が多くなっている。企業規模については、時価総額でみて最大のメイバンクと最小のマレーシア化学社では、ほぼ200倍の差があり、大小まちまちである。

GLIC との関係では、カザナ・ナショナル社が筆頭株主となっている企業が7社、PNB社が4社、EPF、LTAT、LTHがそれぞれ2社となっている。カザナ・ナショナル社は投資している企業のすべてで筆頭株主となっており、投資先企業の経営に関与する姿勢が明確である。一方で、EPFはG20のうち13社に投資しているものの筆頭株主は2社に限られ、投資ファンドとしての性格が強い。PNBは両者の中間的な性格をもっており、LTATとLTHは投資規模が小さいものの、それぞれ特定の2社について株式持ち分が高い。

G20には多くの主要な GLC が含まれる一方で、いくつかの有力な GLC が対象外となっている。そのうち最大のものは国有石油会社ペトロナスである。これについて、カザナ・ナショナル社のアズマン・モクター社長は、ペトロナスはマレーシアで唯一の Fortune Global 500企業であり、GLC 改革のベスト・プラクティスを策定する際に支援を受けたと述べている (PCG 2015b, 10)。その他、2017年6月になって経営問題が発覚したフェルダ・グローバル・ベンチャーズ社 (FGV) も G20には含まれない。FGV社は2007年設立、2012年上場で、2004年開始の GLC 改革のスケジュールとかみ合わなかったともいえるが、連邦土地開発公社 (FELDA) および FGV社は入植者の票にもとづく政治力をもつ組織で、何らかの政治的意図があって、GLC 改革プログラムに加わらなかったという説明も成り立つ。

一方、GLC 改革プログラムの対象外になっている主要な GLIC としては、MoF Inc. や公務員年金基金、のちに経営問題が発覚するワン・マレーシア開発公社 (IMDB) がある。MoF Inc. 傘下の企業はインフラ関連の公共性の

表7-1 GLC20社（G20）一覧

企業名（略称）*	業種	株式保有比率（%）					時価総額 （100万 リンギ）
		PNB	カザナ	EPF	LTH	LTAT	
メイバンク（MYBK）	金融	47		16			86,612
テナガ・ナショナル社 （TNB）	電力	11	29	15	1		69,078
アクシアタ・グループ （TMAX）	通信	17	38	15	2		54,826
サイム・ダービー社 （SMDB）	複合企業	52		11			52,857
CIMB グループ（CIMB）	金融		29	15			45,251
テレコム・マレーシア社 （TMAX）	通信	12	26	15			24,614
UMW 社（UMW）	複合企業	56		16		0.3	11,660
マレーシア・エアポート 社（MAPT）	空港運営	18	37	12		1	9,773
マレーシア・イスラーム 銀行（BIMB）	金融	7		13	53		6,416
アフィン社（AFIN）	金融			7		48	4,993
MBSB 社（MBSB）	金融・不動産			65			4,854
マレーシア航空（MAS）	航空		100				4,428
ボーステッド社（BSTD）	複合企業					60	4,137
MRCB 社（MRCB）	建設・不動産			35	10		1,965
TH プランテーション （THPB）	プランテーション			8	73		1,282
マレーシア化学社 （CCMB）	化学	70			5		477
UEM 社（UEM）	建設・不動産		100				NA
ゴールデンホープ・プラ ンテーション社	プランテーション	（2007年にサイム・ダービー社に 統合）					
クンプラン・ガスリー社	プランテーション	（2007年にサイム・ダービー社に 統合）					
ポス・マレーシア社	郵便事業	（2011年に売却され除外）					
プロトン社	自動車	（2012年に売却で除外）					

（出所） PCG（2015）、各社 Annual Report 等から作成。

（注） 株式保有比率は2015～2016年において入手可能な最新時点のもの。時価総額は2015年7月28日時点、ただしマレーシア航空のみ2014年12月19日時点。

*カッコ内の略称は図7-2、7-3、7-4で使用している。

強い企業が中心となっているため、改革プログラムの対象外となるのも理解できる。一方で、公務員年金基金が対象外となった理由は不明である。1MDBについては、設立が2009年であり、改革プログラムの実施とタイミングが合わなかったともいえるが、その後の経緯からは政治的な意図をもって対象外となったという説明も成り立つ。

第2節 マレーシアにおけるブミプトラ政策の変遷

1. マハティール期以前

1960年代までのマレーシアの公企業は、電力や鉄道を除いては農業分野に限られていた。しかしNEPの実施以降、マレーシア政府はこの方針を転換し、より積極的に商工業部門に公企業を設立していくことになる（堀井1990, 128-131）。

ブミプトラの資本保有と経営参加を実現する直接的な方法としては、1975年工業調整法（ICA）がある。ICAでは製造業については事業の実施にライセンスの発給が必要で、ライセンスは「国家の経済政策に沿う」ことを条件に発給されることとされた。ICAにはより詳細なガイドラインが付随しており、資本・雇用の両面でのブミプトラの参加を、実質的に個別企業レベルで要求するものであった。ICAのガイドラインでは、1) 資本は原則100%マレーシア人所有で、うち30%をブミプトラが保有する必要がある、2) 取締役会は資本持ち分に従った民族比率で構成される必要がある、3) 人口の民族比率に従った雇用を行うこと、が各職位で求められた（アジア経済研究所1976, 414-416）。

ICAはそれまで華人系企業や外資系企業を中心に営まれてきたマレーシアの製造業に大きな影響を及ぼすため、即座に強い反対が起こった。こうした反対意見に配慮して、ICAは1977年に修正を受けて施行され、その後もICA

の対象となる資本金の下限を引き上げるなどの修正が加えられていった。また、ICA への対応として、ブミプトラが形式的に資本を保有する一方で経営にはほとんど関与しないとか、ブミプトラ向けに優先的に発給される各種ライセンスを華人が買い取るといった、いわゆる「アリ・ババ」ビジネスが横行した。

ICA のように、華人資本や外資を中心とした既存の民間企業へのブミプトラの参加を、企業レベルで強いることの限界は明らかであった。したがって、マレーシア政府は ICA と並行して、既存企業を買収したり、連邦および州政府が新規に企業を設立する、というかたちで直接的な経済活動への関与を強めていった。

政府資本による既存企業の買収の典型例は国営企業公社 PERNAS である。PERNAS が買収した企業はのちに PNB 社に譲渡され、ブミプトラ向けの国営投資信託スキーム ASN など通じて幅広い層のブミプトラによる資本の所有が実現した¹¹⁾。

政府による公企業設立の例としては、古くは国民福祉評議会（MARA）や州経済開発公社（SEDC）および関連会社、のちにはマレーシア重工業公社（HICOM）が挙げられる。政府が直接的に経済活動に関与するというアイデアは新経済政策以前からみられ、1965年のブミプトラ経済会議では「政府による直接的な支援を行うべきである。それはブミプトラ育成のための公社を設立しかつ既存の公営企業を通じて新規工業に着手し、それがうまく軌道に乗ったらブミプトラに払い下げるという方式である」と認識されていた（小野沢 1989, 143）。

しかし、こうした直接的な政府のビジネスへの関与は、ブミプトラの資本保有比率引き上げには一定の成果を上げる一方で、その経営については芳しくなく、1970年代末から1980年代初頭にかけて公企業の経営不振や倒産が相次いだ（原 1980）。Jomo and Tan（2011, 335）は公企業を通じた政府による経済活動への直接的な関与が全体として失敗した理由として、不明確・相反する目的、業績に関する基準の不在、「社会的」目的、官庁間・連邦と州のあ

いでの調整不足などを挙げている。また、1980年代を通じて45～50%の政府系企業が赤字で運営されており、また赤字企業の半数が債務超過の状態になっていたことが示されている。

2. マハティール期

1980年代中盤、政府系企業の業績が振るわないなかで、一次産品価格の下落などからマレーシア経済は不況に突入する。これに対して、マハティール政権は民営化政策と輸出指向の外資誘致へと舵を切り、政府が公企業を設立してブミプトラの商工業への進出を支援する方式は、事実上頓挫する。このような背景から、マレーシアの民営化政策は当初、経営効率化・財政赤字解消を目的とし開始されたが、1991年の「民営化マスタープラン」発表以降は、民営化を手段としたブミプトラ企業グループ育成へと重点が移っていった(熊谷2006)。

公企業や公営事業を民営化する際の受け皿としては、おもにマハティール首相(1981～2003年)、アンワル副首相(1993～1998年)・財務相(1991～1998年)、ダイム財務相(1984～1991年)の三者に近いとされる企業家が選定され、1990年代前半から中盤にかけて、企業グループを急拡大させた。そうしたブミプトラ企業グループの代表として、ハリム・サアドのレノン・グループ、タジュディン・ラムリのナルリ・グループ、ヤハヤ・アハマッドのDRB-HICOMグループなどが挙げられる。こうしたブミプトラ企業家育成の方法については縁故資本主義的であるとして、しばしば批判されてきた(Gomez and Jomo 1999)。

一方で、こうしたブミプトラ企業グループの育成は、1990年代中盤までは一定の成功を納めたようにみえた。たとえば、国民車メーカー・プロトン社を傘下にもつDRB-HICOMグループは1996年にイギリスの名門スポーツカーメーカーのロータス社を傘下に納め世界を驚かせた。また、南北高速道路やクアラルンプール国際空港(KLIA)などの主要なインフラが民営化ス

キームにより建設され、つぎつぎと完成していったのもこの時期であった。

3. 通貨危機期

1997年7月のタイ・バーツ切り下げに端を発したアジア通貨危機はマレーシア経済にも大きな影響を与えた。当時のマハティール首相とアンワル副首相の対立から経済政策は一貫性を欠くものとなり、1998年の経済危機へとつながった。この時期、主要なプミプトラ企業グループは債券発行や株式交換、銀行からの借入で企業規模を拡大する手法を採用していた。その結果、通貨危機の影響で株価が下落、金利が上昇すると苦境に直面し、経営破綻の危機に直面した。

マレーシア政府は、こうした不良債権問題に対し、企業債務再編委員会（CDRC）、不良債権を管理するダナハルタ、銀行に資本注入を行うダナモダルの3機関を連携させることで解決をはかった（熊谷2000a）。

2000年には、DRB-HICOM グループ傘下にあった国民車メーカー・プロトン社の株式を国営石油会社ペトロナスが買い取り、のちにカザナ・ナショナル社が株主となることでプロトン社は再国有化された。また、民営化プロジェクトを数多く受注していたレノン・グループは解体され、傘下のUEM社がカザナ・ナショナル社によって再国有化された。また、同じく民営化プロジェクトであるマレーシア航空（MAS）も財務大臣持株会社によって再国有化された。

4. ポスト・マハティール期

このようにして再国有化された企業は、その後「再民営化」の方向には進まず、2004年からは政府保有のまま各企業の業績を改善していく GLC 改革プログラムが実施された。GLC 改革プログラムの最大のポイントは、GLC がもつ「公的機関」としての役割を限定し、基本的には民間企業として利益

を追求する体制を確立する点にある。GLC 改革プログラムでは、以下の3つの原則が打ち出された。

1. GLC は何よりもまず業績 (Performance) に集中すべきである
2. 業績と結果によってのみ、GLC は国の発展に資する「解決策の一部」になることができる
3. 上記2つを実行するにあたり、GLC は明確なガバナンス構造のなかで経営され、利害関係者の利益のために奉仕することが求められる

(PCG 2015a, 7)

GLC 改革プログラム以前の公企業や民営化企業は、政府や政治家から国家の発展への貢献を明示的・暗黙のうちに求められ、営利企業としての利益追求との相反に苦しむケースがみられた。この3つの原則によって、GLC の経営の第1の目標は企業としての利益追求であることが明示され、理念上は優先順位が明確になった。

GLC 改革プログラムでは、GLC 改革のために、以下の4つの手法がおもに用いられた。

- 重要業績評価指標 (KPI) と業績連動報酬 (PLC)
- 上級幹部に対する業績にもとづく契約
- 取締役会の構成を改革
- カザナ・ナショナル社の強化

(PCG 2015a, 26)

さらに、こうした手法を実施可能なルールに落とし込むために、カラー・ブック (colored book) と呼ばれる10種類のマニュアルが順次作成されていた。すなわち、①取締役会の効率性向上 (緑本)、②経営幹部の人材育成 (MINDA)、③GLIC による監督・経営フレームワーク (GLIC M&M)、④業績

管理実務強化（青本）、⑤調達ガイドライン・ベストプラクティス（赤本）、⑥経営効率・実効性改善（黄本）、⑦社会貢献による価値向上（銀本）、⑧リーダーシップ開発強化（橙本）、⑨資本管理の最適化（紫本）、⑩規制管理を通じた価値創造（白本）、である（PCG 2015a, 11）。

GLC 改革プログラムの中核には、企業統治の向上がある。マハティール期のマレーシアの民営化企業は、オーナー経営者の影響力が大きすぎ、また、それ以前の公営企業はビジネス経験のない官僚が取締役会のポストを占めることが多かった。GLC 改革プログラムによって、取締役会の役割、人選、評価指標などが定められたことは、経営パフォーマンスの改善に大きく貢献すると考えられた。また、経営者の報酬や再契約が政治的な意図ではなく、当該企業の経営パフォーマンスに従うように、KPI や PLC が導入され、仕組み上は能力のある経営者が GLC の幹部に任用されることが担保された。

5. GLC 改革プログラムの成果

10年間の GLC 改革プログラムは、マレーシア政府によって大きな成功として位置づけられている。PCG は2015年8月7日に「GLC 改革プログラム卒業式」(Graduation Ceremony) を開催し、プレスリリースのなかで GLC 改革の成果として以下のような項目を挙げた。

- ・ G20の時価総額は2004年から2015年のあいだに約3倍の3860億リングギとなった。純利益は2004年から2014年にかけて年平均10.2%で成長し262億リングギに達した。G20は42カ国で事業を展開しており、総収入に占める海外事業の比率は2004年の28%から2014年には34%に、総資産に占める海外資産の比率は11%から26%に増加した。
- ・ G20は2004年から2014年にかけて1539億リングギの国内投資を行い、2014年時点で22万5050人のマレーシア人を雇用している。また、G20のプミプトラ企業からの調達額は2014年には439億リングギに達した。

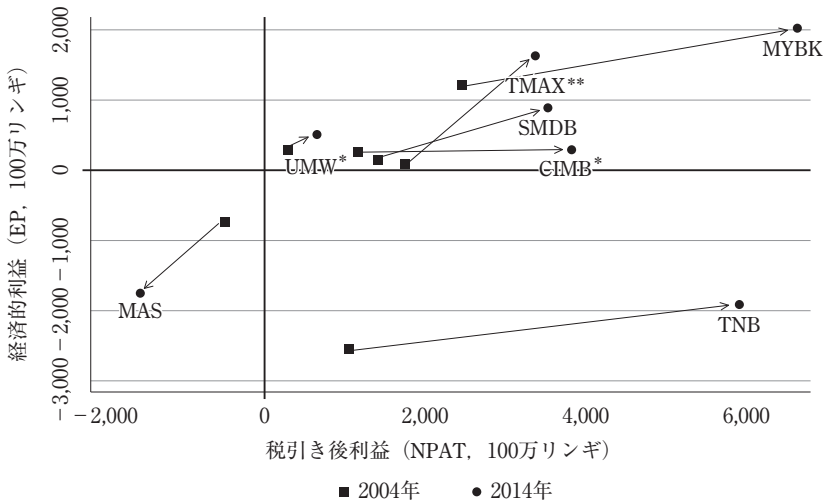
・G20は2004年から2014年にかけて累計で1083億リングの配当（EPF や PNB 社への配当を含む）を実現し、635億リングの税金を納めた。

マレーシア政府が強調するように、GLC 改革プログラムは G20 全体としては成果を上げたといつてよいだろう。

一方で、個別の企業の業績についてはどうだったのか。ここでは、G20のうち2004～2005年と2013～2014年の両方についてデータが入手できる16社について、業績を比較する¹²⁾。

GLC 改革プログラムでは、経常利益などの通常の財務指標に加えて経済的利益（Economic Profit: EP）を用いて業績を評価してきた。EP は一般的には EVA（Economic Value Added）とも呼ばれ、税引き後営業利益-資本コスト¹³⁾として算出される。EP を用いることで、資本提供者が一般に期待する収益を上回る経済的価値を生み出せているかを確認することができる。

図7-2 GLC のパフォーマンスの変化（大規模企業）



(出所) 筆者作成。

(注) *は2005～2006年の平均。

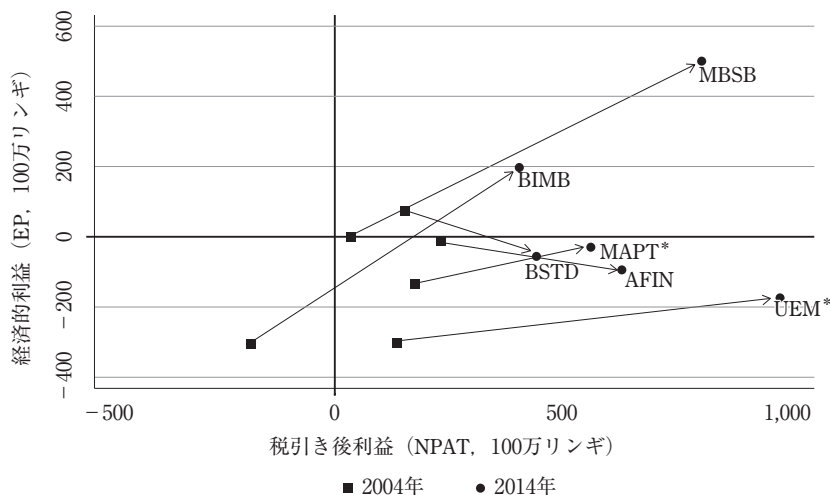
**テレコム・マレーシア社と分社化されたアクシアタ・グループを合計したもの。

図7-2・7-3・7-4では、縦軸にEP、横軸に税引き後利益（NPAT）をとって、GLC改革プログラム前後の値を示したものである。第1象限に位置する企業はEPとNPATがともに正であるから、問題は少ない。第3象限の位置する企業はEPとNPATがともに負であるから経営に問題がある。第4象限はNPATは正であるがEPが負の領域で、ここに位置する企業は資本コストが高いために、それを考慮すると十分な利益を出せていないことを示している。

図7-2は、GLCのうち時価総額が100億リングを超える大企業群について、GLC改革プログラム前後の経営パフォーマンスの変化をみたものである¹⁴⁾。経営が悪化して2014年に再び完全国有化されたマレーシア航空を除いて、おおむねEPとNPATがともに向上している。電力会社テナガ・ナショナルについては第3象限にとどまっており、資本コストが高くなっていることがわかる。

図7-3は、GLCのうち時価総額が30億から100億リングの中堅企業群につ

図7-3 GLCのパフォーマンスの変化（中規模企業）



(出所) 筆者作成。

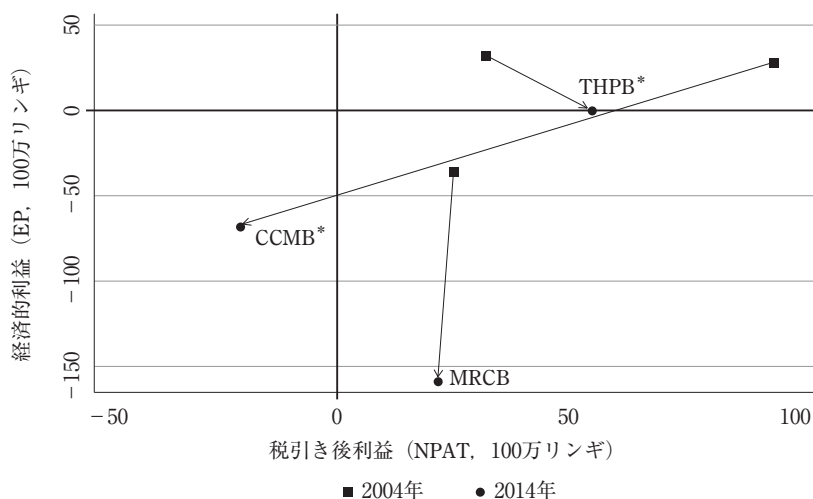
(注) *は2005～2006年の平均。

いて、GLC改革プログラム前後の経営パフォーマンスの変化をみたものである⁽¹⁵⁾。マレーシア・イスラーム銀行は両方の指標が負の領域から正の領域に移動し、改革が成功しているほか、MBSB社も経営が改善している。ポーステッド社とアフィン社は税引き後利益は増加しているものの、EPは負の領域に落ち込んでいる。マレーシア・エアポート社とUEM社については経営が改善しているものの、EPは負の領域にあり、資本コストが高いことを示している。

図7-4は、GLCのうち時価総額が30億リング未満の比較的小規模の企業について、GLC改革プログラム前後のパフォーマンスの変化をみたものである。3社ともEPが減少し、0付近または負の領域に落ち込んでいる。MRCB社とマレーシア化学社についてはNPATも減少している。

このようにみえてくると、大まかな傾向として、規模の大きなGLCについてはマレーシア航空を除いてEPとNPATがともに増加する傾向にある。一方で、企業規模が小さくなるほどEPとNPATのいずれか、または両方が減

図7-4 GLCのパフォーマンスの変化（小規模企業）



(出所) 筆者作成。

(注) *は2005～2006年の平均。

少するなど、経営が順調ではないことをうかがわせる。GLC改革プログラムは、大企業についてはマレーシア政府が主張するような成果を上げているとあってよいが、規模の小さなGLCにまでは改革の成果が十分に行きわたっていないように思われる。

第3節 公企業の資本所有・経営参加についての理論的分析

本節では、ゲーム理論を用いた「ソフトな予算制約」の基礎的な分析フレームワークを拡張して、各時代のマレーシアの公企業の所有・経営形態がどのような特徴をもっていたのかを分析する。ここで分析する公企業の「ソフトな予算制約」とは、典型的には、公企業が非効率な経営などによって赤字を計上していたとしても、補助金などのかたちでそれが補填されることで、企業が存続していく状況を指す。

こうした状況が生じる構造はつぎのように説明できる。まず、政府にとって政治的に重要で、破綻させることができない公企業があると想定する。政府は、この公企業の経営者に対して、「事業に失敗し、企業が破綻の危機に直面しても救済しない」と事前に宣言することで、規律ある経営を求めよう。しかし、実際に公企業が破綻に直面した場合、政府への批判などの政治的コストを考慮すると、事後的には政府は公企業を救済せざるをえない。このことを経営者は見抜いているから、政府の事前の宣言は「信用できない脅し」(incredible threat)となり、経営者を規律づけることはできないのである。こうした状況は、ゲーム理論の枠組みで簡潔に表現できる (Sheshinski and López-Calva 1998; Kornai et al. 2003)。

本節において、プミプトラ政策と公企業の分析に「ソフトな予算制約」の概念を用いるのは、マレーシアで公企業や民営化企業の経営の規律づけが何故難しいかを説明する際に、この概念が高い分析力を提供するためである。プミプトラ政策にはさまざまな側面があるが、とくに資本保有比率の目標が

設定されていることで、対象企業が失敗した際の政治的コストが高くなり、一般的な国有企業と比較してもソフトな予算制約が生じやすくなる。

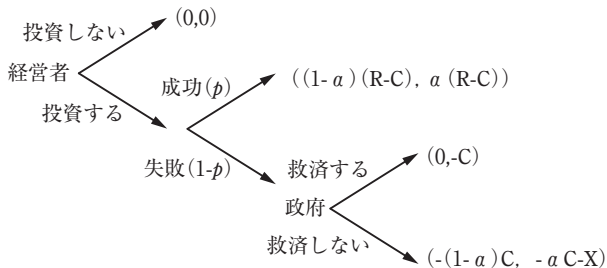
本節では「ソフトな予算制約」を説明するためのゲーム理論の基本的なモデルに、政府と経営者がある比率で企業の資本を共同保有しており、事業の利益やコストはそれぞれの資本保有比率に従って分配されるという設定を導入する。これによって、政府と経営者の資本の持ち分が、政府や経営者の行動にどのように影響するのかを分析することができる。

本節のモデルのポイントは2つあり、第1のポイントは、どのような場合に政府は企業を救済するのかという点である。第2のポイントは、経営者が政府の救済をあてにする場合としない場合で、経営者の行動はどのように変化するのか、という点である。この2点から、マレーシアの公企業・民営化企業の所有と経営について分析していく。

1. ゲームの枠組み

本節では図7-5のようなゲームを想定して分析を行う。ここでは、企業経営者と政府の2者をプレイヤーとして想定する。また、経営者と政府は企業の資本を共同で保有していて、政府の持ち分を a 、民間の持ち分を $1-a$ とする。つまり、ここで想定される経営者はオーナー経営者である。括弧内は

図7-5 経営者と政府のゲーム



(出所) 筆者作成。

前が経営者の利得、後が政府の利得となっている。ゲームは以下のような手順で進む。

1. 経営者はある事業について、実施するかしないか決定する。事業を実施しない場合、経営者・政府ともに利得は0となる
2. 事業の実施を選択した場合、事業が成功するか失敗するかは、ある確率 (p) にもとづいて外生的に決定される
3. 事業が成功した場合、経営者と政府は事業収入 (R) から事業コスト (C) を引いた利得をそれぞれの資本の持ち分に比例したかたちで分け合う
4. 事業が失敗した場合、事業コスト (C) がかかる一方で事業からの収入は0となる。政府は当該企業を救済するか救済しないかを決定する
5. 政府が企業を救済した場合、政府が事業コスト (C) をすべて負担する
6. 政府が企業を救済しない場合、経営者と政府は資本の持ち分に比例するかたちで事業コスト (C) を負担する。政府はさらに、企業破綻にともなう政治コスト (X) を負担する

2. 企業救済の決定要因

ここではまず、政府がどのような場合に企業を救済するのかを分析する。このゲームを後ろ向き推論 (backward induction) で解くと、政府が企業を救済するのは、以下の式が成り立つときであることがわかる。

$$-aC - X < -C$$

変形して次式を得る。

$$(1-a)C < X \quad \dots (1)$$

すなわち、企業の破綻にともなって政府が肩代わりする経営者分の事業コスト（左辺）と比較して、企業を破綻させる政治コスト（右辺）が上回る時、政府は企業を救済する。事業コストが小さいほど⁶⁶、政治コストが大きいほど、政府が企業を救済する可能性は高まる。

つぎに、政府が企業を救済するかどうかを判断するときに、政府の資本保有比率がどのように影響するかをみる。(1)式を考えると、政府の資本保有比率（ a ）が大きくなるほど左辺が小さくなるから、政治コストを一定とすれば政府が企業を救済する可能性は高くなることがわかる。逆に、民営化などによって政府の資本保有比率が下がれば、政府が破綻時に企業を救済する可能性は低くなるといえる。

一般的に、先進国における民営化では国が保有していた株式は民間に幅広く売却されるとともに、民営化された企業と政府の資本関係は薄れ、当該企業が破綻した場合の政治コストも下がっていく。これは(1)式に当てはめると、政府の持ち分（ a ）が減少して左辺が大きくなるとともに政治コスト（ X ）が低下して右辺が小さくなるために、(1)式が成り立ちにくくなることを意味する。これにより、政府が破綻時に民営化した企業を救済する可能性が減少し「ソフトな予算制約」の問題は解消に向かう。

マレーシアの場合は、マハティール期に公企業の民営化が進んだものの、通貨危機後の主要企業の経営破綻をみると、経営の規律が改善したとは考えられない。これは、主要な民営化企業が与党 UMNO に近い企業家に対して払い下げられたため⁶⁷に企業破綻の政治コストが低下せず、ソフトな予算制約が解消しなかったためであると理解することができる。政権与党ときわめて密接なオーナー経営者が民営化企業を所有・経営しているのだから、そうした企業が破綻した際の政治コストはむしろ大きくなる可能性すらある。(1)式でみるならば、民営化によって、政府にとって破綻した企業を救済す

る際の金銭的コスト¹⁸⁾ = 左辺が増加したにもかかわらず、政治コスト = 右辺がそれ以上に大きくなったため、(1) 式が成立する状況が続いたと理解できる。

それでは、ポスト・マハティール期の GLC 改革によって、こうした状況は変化したのだろうか。通貨危機期に再国有化されたことにより、民営化企業よりも GLC は政府の株式保有比率（ a ）は大きくなっている。つまり、(1) 式の左辺は小さくなっている。一方で、破綻時の政府の政治コストについてはどうか。GLC 改革プログラムのなかで、GLC が破綻した場合には政府による救済を行わないとする方針は示されていない。実際、経営が悪化したマレーシア航空は2014年8月からカザナ・ナショナル社の100%子会社となって、政府主導で再建をめざしている。つまり、GLC 改革プログラムによって企業破綻の政治コストが大幅に低くなったとは想定できない。結局、(1) 式が成り立つ可能性は明確に下がっているとはいえ、GLC 改革によっても「ソフトな予算制約」の問題は解消していない。

このようにしてみると、マレーシア政府がブミプトラ政策を実施しているかぎりにおいて、公企業やブミプトラ系の民営化企業を破綻時に救済しない状況をつくり出すことは難しいといわざるをえない。GLC の資本が民間の主体に分有されて、政府との関係も希薄になれば、ソフトな予算制約は解消されるかもしれない。しかし、このような場合、ブミプトラが資本を他民族や海外資本に転売することを防ぐことはできず、ブミプトラの資本保有比率を30%引き上げる NEP は実効性をもたなくなってしまう。つまり、ブミプトラ政策の実施を前提とするならば、公企業やブミプトラ系民営化企業の「ソフトな予算制約」もまた所与とせざるをえないのである。

3. 経営者の意思決定

それでは、経営者が政府の救済を想定する場合としない場合で、経営にはどのようなちがいが出てくるのだろうか。ここではまず、このモデルにおけ

る経営者の「望ましい意思決定」を定義し、政府の救済の有無でそれとのズレがどのように生じるかをみていく。意思決定の望ましさには多数の基準がありうるが、ここでは経済学的な意味で合理的な意思決定を望ましいと規定する。具体的には、事業の期待利得が正の場合にのみ事業を行い、負の場合には行わないような意思決定を望ましい意思決定とする⁹⁹。このモデルでは、 $0 < pR - C$ が成り立つ場合に事業を行う経営者が望ましいことになる。これを變形し次式を得る。

$$R > \frac{1}{p} C \quad \dots (2)$$

この状況を、横軸に事業コスト (C)、縦軸に事業が成功した場合の収入 (R) をとって示すと図7-6のようになる。実施することが合理的な事業は、式 (2) に従い、線分 Ox より上側の R と C の組み合わせ (灰色の領域) となり、合理的でない事業は線分 Ox の下側 (白色の領域) となる。

政府が破綻時に企業を救済しない (NBO) ことを前提とすれば、経営者が事業を実施するのは下記の式が成立する場合である。すなわち、事業を実施した際の経営者にとっての期待利得 (右辺) が事業を実施しないときの利得 0 を上回る場合である。

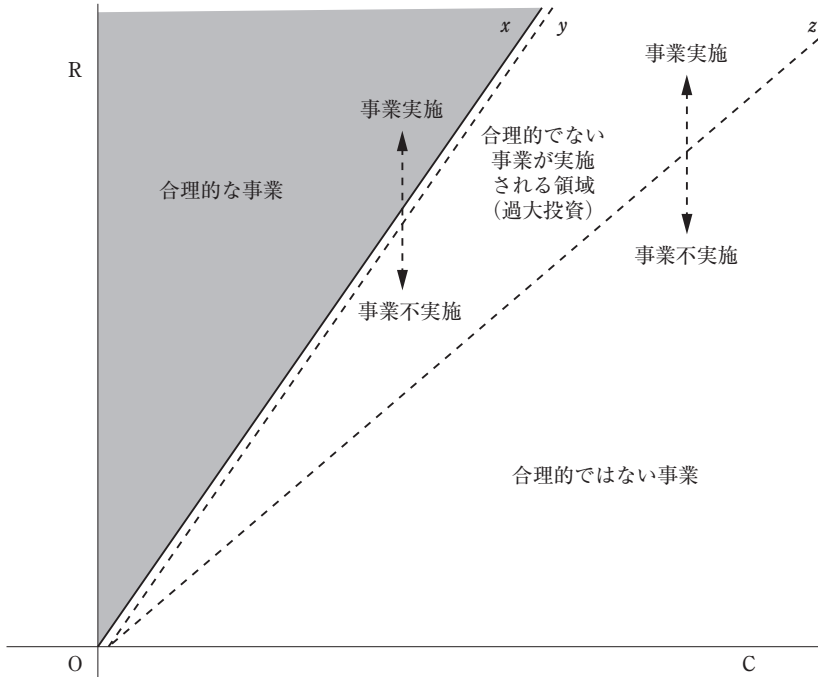
$$0 < p((1-a)(R-C)) + (1-p)(-(1-a)C)$$

變形して次式を得る。

$$R > \frac{1}{p} C \quad \dots (3)$$

(3) 式は (2) 式と同一である。図7-6では、経営者は (3) 式に従い線分 Oy より上側の事業を実施し、下側の事業は実施しない。つまり、合理的な事業の領域と経営者が実施する事業の領域は完全に一致する。すなわち、政

図7-6 経営者の意思決定に政府による救済が与える影響



(出所) 筆者作成。

府が企業を救済しない場合，経営者の事業実施の基準は合理的な意思決定の基準と同一になることがわかる。

一方で，政府が破綻した企業を救済する（BO）ことが予見される場合，経営者が事業を実施するか否かは下記の式が成立するかによる。

$$0 < p((1 - a)(R - C))$$

変形して次式を得る。

$$R > C \quad \dots (4)$$

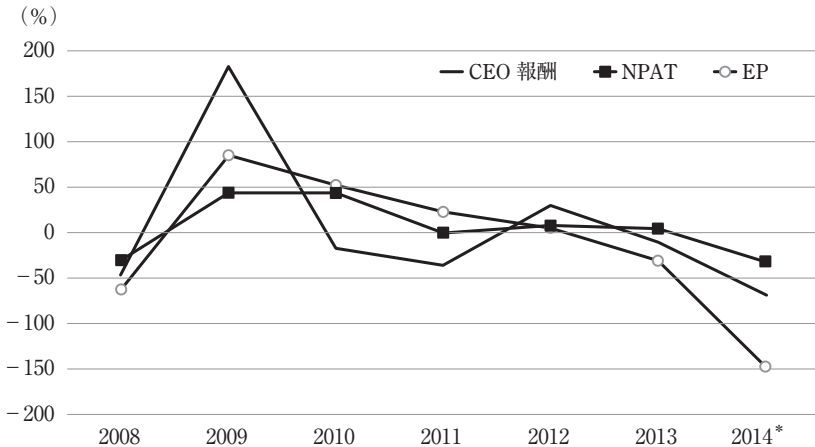
(4) 式は、(2) 式と比較すると、右辺に事業の成功確率 p が入っていないことがわかる。図7-6では、経営者は式 (4) に従い、線分 Oz より上側の事業を実施し、下側の事業は実施しない。この場合、線分 Ox と線分 Oz のあいだに「実施が合理的でないにもかかわらず経営者によって実施される」事業の領域、いいかえれば過大投資の領域が発生することになる。また、この過大投資の領域は、リスクの低い事業 (p が1に近い) では小さくなる一方、リスクの高い事業では大きくなる。ハイリスク・ハイリターン原則を想定するならば、この場合、経営者はリスクも高いがリターンも高い事業を実施する傾向が強くなる。

ここまでの経営者の意思決定をめぐる議論を、マレーシアの状況に当てはめて確認してみる。マハティール期には公企業の民営化が行われたが、政権与党に近い企業家に払い下げられたために「ソフトな予算制約」が解消しなかったと理解できることをすでに述べた。この場合、事業判断に用いられるのは式 (4) となり、民営化企業の経営者は事業のリスクを考慮しない過大投資を行う可能性が高いことになる。実際、この次期のプミプトラ系民営化企業グループは株式交換や債券発行、銀行からの借入によって拡張的な経営を行っていたため、アジア通貨危機によって経営が悪化した。

これに対して、ポスト・マハティール期の GLC については、経営者が規律ある経営を行うように直接的に経営者のインセンティブを適正化しようとしているように思われる。具体的には、GLC 改革プログラムでは経営者に対する業績連動報酬という指針が示されている。業績連動報酬を上記モデルに当てはめて解釈するならば、ソフトな予算制約によって式 (4) となっている経営者の事業実施判断基準を、事業の成功時と失敗時の報酬に差をつけることによって、擬似的に式 (3) となるようにすることで、経営者を規律づけていることになる。

それでは、GLC の経営者の報酬は、GLC 改革プログラムの方針どおりに、実際に業績と連動しているのだろうか²⁰。図7-7は長期にわたって GLC の CEO を務め、その期間の報酬が明確になっているナジル・ラザク CIMB グ

図7-7 CIMB グループの CEO 報酬と業績の変化率（2008～2014年）



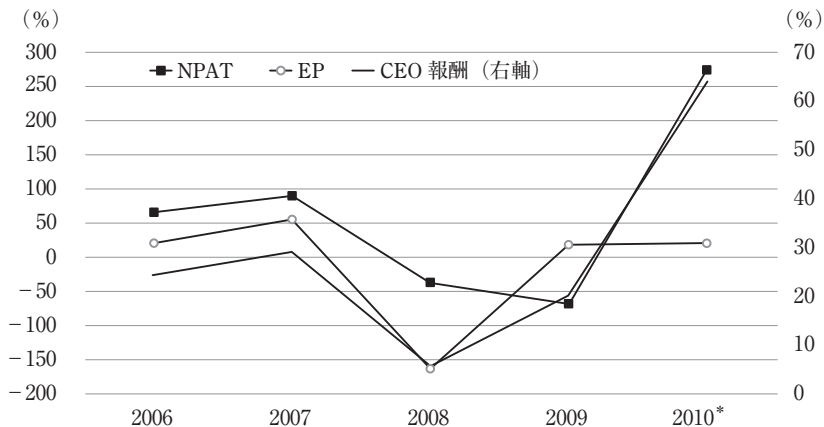
（出所） CIMB Group Annual Report 各年版, および Annual Financial Statement 各年版より筆者作成。

（注） *2014年は8月末にCEOが退任したため、12カ月分に換算して調整。

ループ CEO（2006年11月～2014年8月）の報酬の増減を税引き後純利益（NPAT）および経済的利益（EP）の増減と比較したものである。同 CEO の報酬は、CIMB グループの NPAT および EP とおおむね類似した動きとなっていることがわかる。変化率としては、CEO の報酬の方が NPAT および EP よりも大きい傾向があり、NPAT や EP やそれに関連した KPI をベースにした業績連動報酬制度が導入されている可能性が高い。

一方で、図7-8はテナガ・ナショナルのチェ・カリブ CEO（2004年7月～2010年4月）の報酬の増減を税引き後純利益（NPAT）および経済的利益（EP）の増減と比較したものである。同 CEO の報酬もテナガ・ナショナルの EP や NPAT を反映した動きになっているが、変動幅が数分の1になっている点と、報酬が減額されたことはなく、増額されるなかでの変動である点が CIMB グループの場合と異なっている。テナガ・ナショナルは独占的な電力会社であり、企業の KPI には平均停電時間なども含まれるため、CEO の報酬と NPAT や EP の関係は CIMB グループほど直接的ではない。しかし、

図7-8 テナガ・ナショナル CEO 報酬と業績の変化率（2006～2010年）



(出所) Tenaga Nasional Annual Report 各年版より筆者作成。

(注) *2010年は会計年度途中でCEOが退任したため、12カ月分に換算して調整。EPはつねに負で推移しているために、絶対値をとって変化を算出。

CEOの報酬は、やはり業績と連動しているとみることができるだろう。

このようにGLC改革プログラムの方向性は、ソフトな予算制約を解消するのではなくそれを前提としたうえで、経営者のインセンティブ体系をより合理的な意思決定ができるように契約で設定するものと考えられる。

企業統治の観点からは、マハティール期の民営化企業の払い下げによるプミプトラ企業家育成政策は、企業の所有と経営を一致させることで、オーナー経営者が自らの企業の経営を適切に行うことを期待するものであった。しかし、これまで述べたように「ソフトな予算制約」の問題を解消することができず、結果として経営者の規律づけに失敗した。

GLC改革プログラムは、政府は株主として企業を保有し、プロフェッショナル経営者を雇用して所有と経営を分離し、経営者に株式の所有を通じたインセンティブ付けをすることをやめ、業績連動報酬のような契約によって経営の規律づけを行う試みとして理解できる。また、「業績」の内容についてあいまいにならないようにKPIが設定され、経営者はKPIにもとづく目標

の達成度で評価される。

ブミプトラ政策を実施している以上、政府やブミプトラ企業家が保有する企業について「破綻時に救済しない」という政府の宣言は、信用できない脅しにならざるをえない。ブミプトラ企業が破綻することは、ブミプトラの資本保有比率の低下＝ブミプトラ政策の後退を意味するから、政府がブミプトラ政策の資本保有比率の目標を強く打ち出すほど、ブミプトラ企業の経営の規律が効かなくなるというジレンマがある。一方で、株式の所有と経営を分離することで、政府は事前に契約を定めて、業績悪化時に経営者が不利益を負うことを事前に確定できる。政府は、業績不振が続けば経営者を解雇することも可能である。

こうした措置は、マハティール期のオーナー経営者に対してはほとんど不可能であった。もし、経営者が退任してもなお圧倒的な筆頭株主にとどまるとすれば、依然として経営に強い影響を与えることができる。したがって、経営者を交代させようとするれば、経営者をもつ企業の株式についても売却させる必要がある。実際、アジア通貨危機後にこうした民営化企業を再国有化する際には、オーナー経営者に株式を手放させることになったが、マレーシア航空については価格が下落した株式を民営化時と同額で買い取ったり（熊谷 2001, 335-336）、レノン・グループの再国有化では、オーナー経営者であったハリム・サアドがのちに政府に対して裁判を起こすなど²¹⁾、大きな問題が生じている。

第4節 GLC 中心経済の今後

第3節の分析で確認したように、GLC改革プログラムでは、ソフトな予算制約を前提としつつも、業績連動報酬などによって経営者の意思決定をより合理的なものに近づける改革が実施された。この方式で、これまでのマレーシアの公企業・民営化企業で生じていた経営者の意思決定にまつわる問

題を解決できる可能性がある。

一方で、10年間の GLC 改革プログラムを実施してもなお、いくつかの問題が残る。これから挙げる問題は相互に関連しており明確に切り分けることが難しいが、5点に整理して順次挙げていく。

1. GLC 改革プログラムの不徹底

第2節の分析で判明したように、GLC 改革プログラムの成果は企業によってまちまちである。大まかな傾向をみると、G20のなかでも大企業ほど改革の成果が出ている一方で、相対的に規模が小さい企業については業績が改善していないものも見受けられる。また、大企業についても経営難のマレーシア航空は再・再国有化され、G20に当初含まれていた国民車メーカー・プロトン社は DRB-HICOM グループに再び払い下げられたが、経営は深刻な状態が続いている。

さらに、GLC 改革プログラムの対象は5つの GLIC と G20に限定され、改革プログラムの対象となっていない GLC や GLIC も多数存在する。より規模の小さい GLC や州政府管轄の GLC は改革プログラムの対象外である。財務上のスキャンダルが発生した1MDB 社や経営が混乱している FGV 社とともに改革プログラムの対象外であることは示唆的である。今後、GLC 改革プログラムの対象企業以外に、いかにして GLC 改革プログラムと同様の改革を広げていくかが課題となる。

2. 継続する「ソフトな予算制約」

第2に、GLC の破綻に関して標準的な処理手順が定められておらず、「ソフトな予算制約」が根本部分で解決していない点である。経営者を業績連動給で規律づけても、「破綻時には救済される」という認識が経営層以外の社員の行動に影響を与え、結果として、効率性が犠牲になる可能性はある。関

連して、GLCの「ソフトな予算制約」は、競合する民間企業の経営効率化を阻害する可能性がある。たとえ民間企業が、GLCとの競争で優位に立っても、そのつどGLCが政府の支援を受けて存続するのであれば、公正な競争とはいえない。

3. GLCと民間企業の公正な競争

第3に、上記の点も含めて、GLCと民間企業が公正な条件のもとで競争できる環境を担保することは難しい。政府は競争のルールを定めたり、その適用について裁量をもっており、GLCと民間企業が公正に扱われるかどうかは疑わしい。これは、GLCの取締役会に官僚・元官僚が多いことを考えるとより深刻な問題となる。また、GLCは政府系ではあるものの、さまざまな面で「ブミプトラ系企業」として扱われている点も、GLCが政府に優遇される可能性を高めている。

4. 業績優先原則の後退

第4に、ナジブ政権下でGLCは政府への協力をより多く求められるようになり、業績優先の原則が崩れつつある点である。政府は財政赤字削減目標が厳しいため、連邦政府予算外となるGLCや特別目的会社などを通じて大規模な開発事業を実施するようになっている。2010年から2020年にかけて実施される経済改革プログラム（ETP）の総予算のうち、公共セクターの支出が340億リンギ（8%）なのに対し、GLCによる投資は1440億リンギ（32%）に上ると見込まれている²²。2013年のブミプトラ経済活性化アジェンダ発表後、ブミプトラ企業からの調達に関連するKPIがGLCに対して設定されるなど、ブミプトラ政策への協力要請も高まっている。商業的な考慮を逸脱して政府の要請に応じると、GLCの側も経営危機に際して政府の支援を当然に期待するようになる。これでは、マハティール期の政府と民営化企業の関

係に逆戻りすることになりかねない。

5. GLC と華人ファミリービジネスへの二分化

最後に、マレーシアにおける大企業が GLC と、おもに華人系ファミリービジネスに二分化しつつある状況について懸念がある。華人系大企業の幹部が華人、とくに創業者の血縁で占められる一方で、GLC の経営者についてはプミプトラがの比率が高く、従業員レベルでも同様である²³⁾。プミプトラ政策実施以前の、人種と職業や居住地が固定化された状態と比較すれば、民族にかかわらず大企業を経営する現状は大きな進歩である。しかし、各企業が明らかに人種と結び付き、一方が政府系であるという状態には問題が残る。

おわりに

本章では、マハティール期とポスト・マハティール期のプミプトラ政策のちがいを企業統治の観点から整理した。前者が民営化企業の払い下げを通じたプミプトラ系大企業グループの育成を特徴としている一方、後者は公企業をプミプトラの専門経営者に経営させるという手法を特徴としている。2004年から2015年にかけて実施された GLC 改革プログラムによって、G20の大企業を中心に GLC の経営は改善したとあってよい。一方で、G20のなかでも規模の小さい GLC については改革の成果がはっきりしないものがあり、また、G20に指定されていない連邦政府管轄の企業および州政府管轄の企業については、現状を把握することが難しい。

それでもなお、公企業を専門経営者に経営させ、パフォーマンスを監視する現在の GLC 改革の方向性は、プミプトラの資本保有比率を向上させ、実質的にプミプトラを企業経営に参画させるという政府の目標を所与とするのであれば、ほとんど最善の策であるように思われる。先進国のように、国民

に幅広く株式を売り出し、政府の関与を最小限にするような民営化政策は、マレーシアでは実施することが困難である²⁴。GLC改革プログラムでは、企業破綻時の政府による救済を前提とせざるをえないなかで、GLCの所有と経営を分離し、経営者を業績連動報酬などで直接的に規律づける努力が行われてきた。

ただし、GLCが国有である以上、いくつかの問題は残される。すなわち、民間企業との公正な競争、破綻しないことが前提の企業で非経営者層を規律づける難しさ、政府から加わる政策への協力の圧力などである。くわえて、マレーシアにおいてはGLCが実質的にブミプトラ企業として振る舞っており、雇用者におけるブミプトラの比率が高く、各種調達でもブミプトラ枠が設定され、ファミリービジネスの形態をとる華人系大企業グループと相容れないかたちで別の経済システムを構成する可能性がある点が懸念される。GLC改革が示した方向性はブミプトラ政策の実施を前提にすれば最善に近い策であるが、長期的には問題の種を抱えたままであり、多民族国家マレーシアの難しさがここにも表れている。

[注] _____

- (1) 新経済政策に先立つ1965年に開催されたブミプトラ経済会議では、「ブミプトラによる企業部門への参加とはブミプトラの役員が非ブミプトラ会社に送り込まれることや多数のブミプトラ労働者が非ブミプトラ会社にいることを意味するのではなく、ブミプトラが会社の資本所有と経営に参加することで初めて意味を持つ」と指摘されており（小野沢 1989, 143）、ブミプトラによる実質的な資本所有と経営参加が重要な課題として認識されていたことがわかる。
- (2) 一方、近年、国際貿易と国有企業のあり方について関心が高まっている（川瀬 2014）。これまでおもに国内市場を中心に活動していた国有企業が積極的に国際的事業展開を始めたことが背景となっており、財・サービス市場で国有企業と民間企業の公正な競争をいかにして担保するかが議論の焦点となっている。
- (3) Kornai (1986, 4) は「予算制約の『ソフト化』は、収入に対して過大な支出が、他の組織、典型的には政府によって支払われるために、支出と収入の密

な関係が緩和される際に現れる」としている。

- (4) 政府系企業が経済活動に占めるシェアは、各国の売上・資産・時価総額上位10社に占める政府系企業のシェアとして計算される。上位から、中国、UAE、ロシア、インドネシア、マレーシアの順となっている。
- (5) くわえて、カザナ・ナショナル社傘下の企業についても、TPP 発効後2年間は紛争解決手続きの対象外となっている（川瀬・川島 2016）。
- (6) 本論における GLC の分析は、必ずしも大規模な GLC にのみ当てはまるものではない。しかし、プミプトラの資本所有と経営への参加という視点から、インパクトの大きい連邦政府管轄の大企業を念頭に分析を行う。
- (7) 下記の GLIC・GLC の概要は、特記されないかぎり、PCG (2015a) および各社年報やウェブサイト掲載情報などにもとづくものである。
- (8) 各 GLIC の G20 についての株式持ち分は、表7-1の時価総額に各 GLIC の持ち株比率をかけて合計したものである。
- (9) *Malaysian Business*, “Uncovering Khazanah: A Peek into the Government’s Investment Arm,” January 16, 2004.
- (10) カザナ・ナショナル社はビジョンとして「グローバルに競争力あるマレーシアのために、持続可能な価値を生み出す、地域をリードする戦略投資家になること」を掲げている。
- (11) 国営投資信託のスキームは、取得された企業が短期間で転売され、プミプトラの株式保有比率向上につながらなかった反省にもとづいて設計された（堀井 1990, 136）。
- (12) テレコム・マレーシア社とアクシアタ社は2004年時点では分社化していないため合算している。サイム・ダービー社についても、2004年時点では合併前であったゴールデンホープ・プランテーション社とクンプラン・ガスリー社を合算して計算を行っている。
- (13) 資本コストは加重平均資本コスト×投下資本額で計算され、加重平均資本コストは借入については利率、自己資本については期待収益率を用いて投下資本の構成に従って加重平均することで算出される。
- (14) マレーシア航空については時価総額が上場廃止時点で100億リングを下回っているが、経営に問題がなければそれを上回る企業規模であるためこのカテゴリーに入れている。
- (15) UEM 社については非上場であるため時価総額が不明であるが、利益水準などからこの分類に入れている。
- (16) 政治コストが事業コストの増加関数になっている場合には、事業規模と救済可能性の関係はより複雑なものになる。
- (17) さまざまな報道・研究からも明らかになっているように、民営化というよりも「党有化」に近いといつてよいだろう (*Malaysia Today*, March 3-6, 2013)。

- (18) 実際、民営化企業で最大級の規模をもつレノン・グループの救済パッケージは額面で160億リングという巨額の債券発行をとまなうものであった（熊谷 2000b, 327-328）。
- (19) ここではモデルの単純化のために経営者のリスク選好度は中立的であるとする。
- (20) GLC の Annual Report や Financial Statement には、必ずしも CEO や役員のリ報酬が、個人を特定できるかたちで明示されている訳ではない。また、CEO が短期で交代している場合には、GLC の業績と CEO の経営責任の関係が明確でなく、また個人間での比較ができないなどの問題が生じる。
- (21) *The Sun Daily*, “Halim Saad fails in appeal to reinstate RM1.8 bil suit,” August 27, 2014.
- (22) 民間企業の資金として2560億リング（60%）が見込まれているが、こちらはあくまで見込みである一方で、GLC については政府との協議によって割り当てられているとみられる。
- (23) GLC の雇用者に占めるプミプトラの比率は経営層（Executive）が73%、非経営層（Non-Executive）が86%、非熟練労働者（non Skilled workers）が50%となっている（PCG 2015, 112）。
- (24) PNB 傘下の国営投資信託スキーム（ASN）は政府系企業の株式をプミプトラに幅広く割り当てて試みであり、一定の成功を収めている。しかし、この方式を無制限に拡大することはできない。なぜなら、投資信託が任意のスキームである以上、投資に見合う配当を実現できなければプミプトラはそれを購入しないためである。NEP 以来の目標である株式の30%という規模を投資信託スキームで実現し、市場平均を上回るリターンを上げることはきわめて難しい。

〔参考文献〕

<日本語文献>

- アジア経済研究所 1976. 「1975年のマレーシア：強まる国権・深まる権力闘争」『アジア動向年報』アジア経済研究所 383-426.
- 小野沢純 1989. 「マレーシアの新経済政策（1971～1990年）形成の背景とエスニシティ問題」『東京外国語大学論集』（39）3月 139-158.
- 2012. 「プミプトラ政策：多民族国家マレーシアの開発ジレンマ」『マレーシア研究』（1）2-36.
- 川瀬剛志 2014. 「TPP 交渉と国有企業（SOE）規制のルール策定」独立行政法人経済産業研究所. (http://www.rieti.go.jp/jp/special/special_report/067.html)

- 2017.2.1アクセス).
- 川瀬剛志・川島富士雄 2016.「17.1 国有企業及び指定独占企業（本則）」『独立行政法人経済産業研究所 Web 解説 TPP 協定』（ver.1）経済産業研究所。（http://www.rieti.go.jp/projects/tpp/pdf/17.1_soe_v1.pdf 2017.5.1アクセス）.
- 木村陸男 1992.「マレーシアにおける『民活』政策の展開」木村陸男編『アジア諸国における民活政策の展開』アジア経済研究所 133-168.
- 熊谷聡 2000a.「マレーシアの金融危機への対応」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 147-192.
- 2000b.「1999年のマレーシア：景気回復するもマレー人内部に亀裂」『アジア動向年報』アジア経済研究所 313-342.
- 2001.「2000年のマレーシア：ソフトランディングへの苦闘」『アジア動向年報』アジア経済研究所 319-350.
- 2006.「民営化政策と主要企業グループへのインパクト」鳥居高編『マハティール政権下のマレーシア——「イスラーム先進国」をめざした22年』アジア経済研究所 139-178.
- 2016.「17.2 国有企業留保表（附属書 IV）マレーシア」『独立行政法人経済産業研究所 Web 解説 TPP 協定』（ver.1.1）経済産業研究所 1-7.（http://www.rieti.go.jp/projects/tpp/pdf/17.2_soe_annex-iv_mal_v1.1.pdf 2017.1.1アクセス）.
- 坂田正三 2009.『変容するベトナムの経済主体』アジア経済研究所.
- 原不二雄 1980.「1979年のマレーシア：公営企業に正念場」『アジア動向年報』アジア経済研究所 377-422.
- 堀井健三 1990.「公企業とプミプトラ」堀井健三編『マレーシアの工業化——多民族国家と工業化の展開』アジア経済研究所 127-158.
- 丸川知雄 2002.「中国企業の所有と経営」アジア経済研究所.

<英語文献>

- Gomez, E. T. and K.S. Jomo. 1999. *Malaysia's political economy: Politics, patronage and profits*, 2nd ed. Cambridge: Cambridge University Press.
- Jomo, K. S. and Tan, J. 2011. "Lessons from Privatization." In *Malaysia: Policies and Issues in Economic Development*, edited by Institute of Strategic and International Studies Malaysia. Kuala Lumpur: Institute of Strategic and International Studies (ISIS) Malaysia, 329-364.
- Kornai, J. 1986. "The soft budget constraint." *Kyklos* 39(1): 3-30.
- Kornai, J., Maskin E. and G. Roland. 2003. "Understanding the Soft Budget Constraint." *Journal of Economic Literature* 41(4): 1095-1136.
- Kowalski, P., Büge M., Sztajerowska M. and M. Egeland. 2013. "State-Owned Enter-

- prises: Trade Effects and Policy Implications.” OECD Trade Policy Paper 147. Paris: OECD Publishing.
- NEAC (National Economic Advisory Council). 2010. *New Economic Mechanism for Malaysia, Concluding Part*. Kuala Lumpur: Percetakan Nasional Malaysia Berhad.
- PCG (Putrajaya Committee of GLC High Performance). 2015a. *GLC Transformation Programme Graduation Report*, Vol. 1.
- 2015b. *GLC Transformation Programme Graduation Report*, Vol. 2.
- Qian, Y. and G. Roland. 1998. “Federalism and the Soft Budget Constraint.” *American Economic Review* 88(5): 1143-1162.
- Raja Petra Kamarudin. 2013. “UMNO Incorporated Part1-4.” *Malaysia Today*, 3-6 March. (<http://www.malaysia-today.net/umno-incorporated-part-1/> 2017.2.6 アクセス).
- Sheshinski, E. and L. F. López-Calva. 1998. “Privatization and Its Benefits: Theory and Evidence.” *mimeo*. Harvard Institute of International Development.
- 2003. “Privatization and Its Benefits: Theory and Evidence.” *CESifo Economic Studies* 49(3): 429-459.

<新聞, 雑誌, インターネット・メディア>

Malaysian Business

Malaysia Today (<http://www.malaysia-today.net/>)

The Sun Daily (<http://www.thesundaily.my/>)

