

今井健一・渡邊真理子著

## 『企業の成長と金融制度』

梶谷 懐

民営化を視野に入れた国有企業の改革は現代中国において最も激しい議論が戦わされているテーマの一つである。2004年には香港中文大学の郎咸平教授が、一部の大型国有企業について企業経営者がMBOなどの手段を用いて国有資産の「収奪」を行っていると言っていると警鐘を慣らし、それが張維迎や呉敬連をはじめとした多くの著名エコノミストを巻き込み国有企業改革の方向性をめぐる一大論戦に発展したことは記憶に新しい（興梠2005など）。

一方、近年におけるアメリカなどからの人民元切り上げ圧力や国内の経済過熱の発生を受けて、中国政府によるマクロ経済政策の運用にますます関心が高まっている中、国有商業銀行を中心とした金融機関は依然として十分な市場競争圧力の下におかれているとはいえ、国有企業への融資の焦付きにより多額の不良債権を抱えており、その経営の効率化は緊急の課題である。

このようにもともと変化がめまぐるしい中国経済の中でも、政治的な要因の影響を受けやすい国有企業あるいは金融制度の改革の問題は、研究対象として固有の困難さを抱えているといつてよい。単に制度変化のフォローだけではなく、それらのある一定の理論的な枠組みの中で整理するとなるとその困難さは一層増すだろう。

本書の著者たちは、このような企業・金融改革という、現代中国における経済成長のダイナミズムを体現した分野において、現地でのフィールドワークを精力的にこなしてきた第一線の研究者である。本書ではそれに加え、プリンシパル・エージェント理論をはじめとした企業の契約理論や、新制度派経済学などの理論的な研究成果をふまえ、それらをできるだけ多様な現実と整合的な形で整理するという丹念でかつ力量の間われる作業が行われている。このような困難な課題に取り組んだ本書は、まさしく待望の出版であったといえよう。

### I 内容の紹介

では、本書の内容を各章ごとに紹介していこう。本書は、第I部「企業制度の改革」と第II部「金融制度の発展」という二部構成となっている。所有形態、歴史、改革の課題な

どの点について中国企業のプロフィールを概観した第1章から始まる第I部では、国家の「退出」のプロセス、新たな企業統治の確立、そして産業の発展に及ぼす影響、といった観点を中心に、企業改革に関する議論が豊富な事例をあげながらまとめられている。

第2章「国有企業改革：市場経済化の中のジレンマ」では、1980年代に始まった国有企業改革の流れが大きく二段階に分けて整理されている。その第一段階は、それまで大きく制限されていた経営者の自主裁量権を次第に拡大することであった。しかし、効率的なコーポレート・ガバナンスの仕組みや予算制約のハード化を伴わないままの経営自主権の拡大は、次第に限界に突き当たるようになる。

このため1990年代に入ると、所有権改革を含む「現代企業制度の確立」を中心にすえた改革の第二ラウンドがはじまった。この段階の初期には国有持株会社による資本管理などが試みられたが、こうした政府が株主として企業経営に関与するやり方では、株主と経営者の間のプリンシパル・エージェント問題を十分に解決することができなかった。そこで、政府が国有資産に対するコントロール権を企業にゆだね（＝「授権」）、企業に対する経営者の支配権を強化することによってプリンシパル・エージェント問題を回避しようとする方法が次第に多くの企業に採用されるようになった。

しかし、このような会社経営者への「授権」が行われた後でも、政府が「国家株」の所有者としてその企業に対する人事面などでの支配力を残している限り、経営者と企業との関係は「事実上の支配」にとどまらざるを得ない。このような「企業統治の二重構造」ともいべき不安定な企業統治の枠組みから抜け出すためには、国家による株式所有自体を見直すことが必要になってくる（第4章参照）。

第3章「企業家の企業：非国有企業の勃興」では、国有企業に比べ良好なパフォーマンスをあげてきたとされる郷鎮企業と民営企業の発展の軌跡について、企業発展を支えた「企業家」にスポットを当てる形で改めて検討するという試みが行われている。

例えば「蘇南モデル」の郷鎮企業について、従来はその「コーポラティズム」的性格、すなわち地域の雇用創出や財政収入の増加を通じて地域の発展に寄与する一方、地方政府から物資や資金の調達などさまざまな面で便宜の供与を受けるという、政府との密接な関係が強調されてきた。しかし著者は、むしろ郷鎮企業の経営者が国有企業などに比べてはるかに「企業家」としての性質を備えた存在であり、「所有と経営の分離」に伴うプリンシパル・エージェント問題がそれほど深刻ではなかったことこそが成功の原因であったと主張している。

民営企業の場合、「企業家」の能力はより重要な意味を持つ。しかし、一部の民営企業では一部の経営者に意思決定の権限が集中する結果、例えば企業が無秩序な多角化に走ることにに対するチェック機能が働かず、経営破綻に追い込まれるというケースも生じている。また経営者に対する報酬が総じて低く、「経営者の市場」が有効に機能しない状況の下で、有能な人材は慢性的に不足気味であることも指摘されている。つまり、民営化＝所有権の

明確化さえ行われれば効率的な経営が行われるというわけではないのである。

第4章「企業所有の収斂：民営化への途」では、1990年代になり本格化した国有企業の民営化の問題に焦点が当てられる。このうち中小の国有企業については、1997年以降、その多くが民営化の道を歩み始めたが、その方法として一般的なのはMBO（マネジメント・バイアウト；経営陣による企業買収）あるいはMEBO（従業員による買収）を通じて、企業の内部者に株式を所有させるやり方であった。しかし、著者によれば、このような形で企業の「所有者」となったインサイダーに対し、企業経営をきちんと監視するインセンティブが働くかどうかは大いに疑問である。特に、従業員の発言力が強い形でMBOが行われた場合には、十分な水準の経営者報酬が保証されず、優秀な経営者が育たないという問題がある。

一方、政府は大型国有企業の民営化については依然としてより慎重な態度を崩していない。大型企業の民営化の場合、国家株の市場流通という社会主義の根本を揺るがすような政策の実施を伴っており、党内の強い反対などによってそれがなかなか進まない状態にあるためである。このため、大型企業についても中小企業のケースと同じく、MBOなどにより民営化を実現しようという動きが出てきている。ただし、それと同時に急速な国有企業の民営化を警戒する立場から、企業に対する政府や党の監督機能を強化する一連の制度の導入も行われており、必ずしも今後の企業経営に対する国家の「退場」がスムーズに進むとは考えられないのが現状である。

第II部では、企業の発展と密接な関係を持つ金融制度の改革の経緯と現状分析について、企業金融の実態や銀行制度の改革といったミクロの面と、金融政策の運営や地域間の資金分配といったマクロの面の二つの視点から論じられている。

第5章「行政による配分から市場による調整へ：金融機能の復活のプロセス」では、市場化の進展に従い、政府＝財政中心から民間＝金融中心へと大きく変化してきた経済全体の資金の流れについて、先行する実証研究の結果を踏まえながら詳しく論じられている。まず大まかな動きとしては、部門間の資金過不足に関する状況の変化があげられる。すなわち、1970年代には政府部門が資金の最大の出し手として、資金の受け取り手である企業部門をファイナンスしていたのが、1980年代以降は資金の供給部門として家計が圧倒的に重要な役割を果たすようになった。

同時に、地域間の資金再配分をめぐる状況も、計画経済期の財政中心の分配システムから、次第に金融システムが中心的な役割を果たすように変化した。これに関して、国際間の資金移動の不完全性（いわゆる「ホーム・バイアス」）に関する議論を省間の資金移動に応用した実証研究がいくつか行われている。そこでは改革開放期を通じて各省の貯蓄率と投資率との間に強い相関、すなわち「ホーム・バイアス」が観測され、金融メカニズムを通じた地域間の資金移動が必ずしも十分に行われていないことが示唆される。

さらに、別の実証研究では、GDPに占める金融ストックの比率など、各省の金融仲介の発展度を示す指標を説明変数に加えた成長回帰分析を行ったところ、金融仲介の発展は経済成長率に対しむしろ負の影響を与えているという結果が得られている。

これらの実証研究の結果は、経済全体の資金循環が金融システム中心に変化したといっても、必ずしもそこで市場メカニズムに基づいた効率的な資金配分が行われているわけではないことを示しているといえよう。

第6章「ミクロの問題（I）：企業金融と企業行動」では、中国独特の商慣習ともいえるべき企業間の債務の付回し（「三角債」）の問題から、「現代企業制度」の導入後におけるコーポレート・ガバナンスの実態まで、改革が進む中での企業の資金調達に焦点を当て、その現状と問題点が整理されている。

1980年代には、「利改税」や「撥改貸」など経営者の金銭的なインセンティブを高めるための一連の改革が導入されたが、内部資本の運用方法に関する意思決定権をあいまいにしたままだったため、経営の規律付けの仕組みが働かず、過剰な投資行動を誘発した（第2章参照）。

このため、1990年代に入ると改革の焦点は近代的な法・会計制度の導入や所有権の明確化を盛り込んだ「現代企業制度」の導入へと移行していく。しかし、所有権の明確化が行われた後でも、内部資金比率の低さにもかかわらず過剰投資に走る、という企業の経営体質はそれほど変わっていないことが指摘される。また、資金不足を解消するために債務支払いの延滞などの手段に頼る事態も依然として多くみられる。また、所有権が明確化されたといっても、多くの企業で政府機関が支配株主として圧倒的な影響力を保っている状況では、利益の分配や破たん処理において少数株主の利益が保護されないなど、必ずしも社会全体の厚生を高める形での意思決定がなされないという問題も存在している。

第7章「ミクロの問題（II）：金融機関の再生と成長」では、改革開放以降の金融機関に関する制度変化とそれらが現在なお抱えている問題点について詳しく論じられている。改革開放後、中国はそれまでのモノ・バンクシステムから国有専門銀行を担い手とした間接金融中心のシステムへと移行するが、この時期には預金・貸出金利間の利ざやがほとんど存在しないかあるいは「逆ざや」であり、各行が利潤追求主体＝企業として競争を行う、という状況にはほど遠かった。

1990年代に入り、金利体系の調整などをはじめとしたいくつかの改革が行われたが、銀行が利益追求主体として市場競争に参画できるための環境づくりとしては不十分だった。著者は、ヘルマン＝マードック＝スティグリッツの「金融抑制」論に依拠し、改革開放後の中国の金融機関に保証された「フランチャイズ・バリュー」（政府の規制による金融機関に獲得機会が与えられるレントの期待価値）を推計することによってこの点を明らかにしようと試みている。

また、1980年代の国有企業の野放図な融資拡大によって膨れ上がった不良債権の存在も

金融機関が純粋な利益追求主体として行動することを妨げている。1998年以降本格的にスタートし、現在まで一定の成果をあげている不良債権処理は、金融機関のフランチャイズ・バリューを再生し、経営の規律付けを図るという点からもその成果が期待されている。

第8章「マクロの問題：市場経済化と金融政策手段の変質」では、改革開放期以降の政府のマクロ金融政策の変遷とその実行手段、およびそれを支える制度の変化について論じられている。

中国のマクロ金融政策をめぐる状況は、改革開放後いくつかの変化を経てきた。まず1990年代前半まで行われた「貸付枠管理」政策の下では、地方政府の圧力により国有企業に対するローンが強制されやすく、たびたび過剰なマネーサプライの伸びを引き起こした。

1990年代半ばになると、度重なるインフレの発生に危機感を抱いた政府により、外国為替制度の改革や政策系金融機関の設立などを含む一連の金融制度改革が行われた。その後の中国のマクロ経済状況は、1990年代前半から98年までの「高成長＋インフレ」の時期、1998年から2002年までの「高成長＋デフレ」の時期、そして2003年以降の「高成長＋安定的な物価」の時期と大きく三つに分けられる。この中でも解釈が難しいのが、1998年から2002年までの「高成長率の下でのデフレ」という現象である。これを説明するために著者は「低金利政策による期待インフレ率の低下」という要因を強調している(第8章284ページ以下)が、この点については、次節で詳しく検討したい。

さて、2002年の朱鎔基の退陣後、2003年に入ると再び投資の過熱がみられるようになるが、それに対しても政府は金利の引き上げによる引き締めではなく、実質的な銀行貸出による数量規制により対処せざるを得なかった。このことは、制度的な整備がある程度進められた現在もなお、市場メカニズムを利用した金融のマクロコントロールが政府にとって依然として困難な課題であることを示していると言えよう。

## II 評価と批判

本書は、扱うトピックが多岐にわたっている上、豊富な現地調査に裏付けられた興味深い指摘が数多くちりばめられている。このような現実の複雑さ・多様性を重視する場合得てして記述が散漫になりがちであるが、本書の場合企業と金融制度の発展についていくつかの明確な論点を設定し、一定の枠組みの下で整理を試みている点が最大の特長といえよう。

そのような本書全体を貫く論点のうちの一つが市場経済化の中での「政府」の役割、であろう。中国の企業改革は、基本的に政府の企業経営からの「退出」を目指して行われてきた。しかし、例えば大規模国有企業の場合、株式化を行った後も国家資本による圧倒的な支配が続き、株式上場を通じた市場による企業統治のメカニズムは働いていない。一方、金融システムの改革においてはフランチャイズ・バリューの創出を可能にするため適度な政府規制をとどめたままでの市場競争の育成が望ましいとされている。このように、政府

による必要な関与は残しながら、それ以外の部分ではいかにその影響力を排していくか、ということが今後の中国の企業・金融改革において最大の課題であると言っていだろう。

もう一つの論点として、企業統治を取り巻くさまざまな「制度」の重要性があげられる。英米における企業改革に関する理論・実証研究では、企業経営の効率化にあたる所有制の改革の影響が重視される傾向がある。しかし、実際には所有制度のみが変化しても、「ソフトな予算制約」などの効率的な企業経営を妨げる制度的な歪みが続く限り、経営の効率化は望めない。第4章で取り上げられているMBO、MEBOを通じた国有企業の民営化の問題点や、第6章で指摘されている、株式化後の支配株主による少数株主の利益の収奪などはその典型的なケースであろう。

また、本書のもうひとつ大きな特長として、企業改革やコーポレート・ガバナンス、そして企業の資金調達といったミクロの問題と、銀行制度の改革や部門・地域間の資金移動、そして金融・財政政策の効果といったマクロの問題の双方がバランスよく論じられていることがあげられる。細分化が進む経済学の世界では、この二つは専門を異にする研究者の間で「すみわけ」が行われることが多い。しかし、変動の激しい中国の状況を理解するためには、ミクロ的な現象への理解を深めると同時に、そのマクロ的な状況との相互作用に対しても考慮することがますます必要になってくると評者は考えている。その意味で、本書の姿勢は賞賛に値するといっておきたい。

ただし、このようなマクロとミクロの問題相互の関連を論じる、という点について、本書の記述には若干の物足りなさも感じたのも事実である。たとえばヘルマン＝マードック＝スティグリッツによる「金融抑制」説は、金融機関のレント獲得可能性というミクロの市場構造の要因によって、良好なマクロ経済のパフォーマンスを説明しようという試みであった。一方、これまでの中国の金融市場における金融機関のレント獲得可能性、すなわち「フランチャイズ・バリュー」の存在について、本書の記述はおおむね否定的である。しかし、もしそうだとしたら、それは「金融抑制」説では改革開放後の中国における持続する高い経済成長率を十分に説明できないことを示しているのではないだろうか。中国が一貫してミクロ的な金融市場の効率性が低く、「金融抑圧」に近い状態であったにもかかわらず、マクロ的な経済パフォーマンスが一貫して好調だったという「パラドクス」について、より整合的な説明が望まれるところである。

また、本書では主に企業の行動と金融市場との相互の関連に焦点が当てられているが、このほかに家計の消費・貯蓄行動とマクロの金融政策との関連なども今後本格的な分析が必要とされるトピックの一つであろう。言うまでもなく、こういった分野の研究はマクロ経済学のミクロ的基礎付けとの関連で近年理論・実証面的にも研究が進んでいるところであり、中国においても今後家計のミクロデータの整備・公開が進めば、この方面での研究が急速に進むことが期待される。

さらに、1998年から2002年までの「デフレのもとでの高成長」という現象について、著

者は標準的なマンデル＝フレミング・モデルの枠組みを用いて、「低金利政策による期待インフレ率の低下」という観点からの説明を試みているが、評者の見るところそれは必ずしも説得的なものになっていない。以下、この点に関してやや詳しい検討を行ってみたい。著者によれば、この時期の中国においては、積極的な財政政策によって財市場における実質金利の上昇が生じていた。しかし当時から現在までの中国において名目金利は政府により規制されており、特に90年代後半以降は一貫して低水準のもとに固定されていた。このような低金利政策の下で、フィッシャー方程式（名目利子率＝実質利子率＋期待インフレ率）が成立するように、期待インフレ率が実質・名目利子率のギャップを埋める形で低下していき、結果的にマイナス（デフレ）の水準を示すようになった。このようなメカニズムによって、持続する高成長とデフレの並存という現象が説明できる、というわけである。

著者は、日本のデフレ経済を分析した齊藤誠の議論に依拠しつつ（齊藤2000a, 2000b）、インフレ期待の調整が働く長期においては、フィッシャー方程式で表される経済主体の「期待実質金利」（＝名目利子率－期待インフレ率）が、実物経済において投資と貯蓄を均衡させる金利水準である「実質自然利子率（均衡実質金利）」に一致する、と考えているように思われる。

しかし、この齊藤の議論に関しては、岩田規久男による次のような批判がある（岩田2000）。岩田によれば、デフレ期の日本のように、たとえ長期にわたって低金利状態が続いていても国内の完全雇用が実現されていない状況では、フィッシャー方程式における「期待実質利子率」と、完全雇用を実現する「実質自然利子率」は一致しておらず、後者が前者を上回っている。この状況では、投資需要が完全雇用を実現する水準以下に抑制され、経済にデフレ・ギャップが生じるが、このようなデフレの存在は人々の期待実質利子率を一層上昇させてしまう。岩田は、このような悪循環（＝デフレ・スパイラル）を断ち切るため、インフレ・ターゲット政策などの拡張的な金融政策により期待インフレ率を上昇させるべきだ、という主張を行っている。

このように、金利が市場均衡水準に決定されたとしても、ヴィクセルのいわゆる「不均衡の累積過程」のメカニズムが働く場合には、期待実質金利と実質均衡利子率は長期においても必ずしも一致せず、持続的な需給ギャップと物価水準の累積的な変化が生じると考えられる。中国のように金利が規制された状況の下では、なおさらこの二つの実質利子率は一致しないものと考えたほうが自然である。このことは、中国におけるデフレの発生を本書のようにフィッシャー方程式を用いたロジックで説明することが、必ずしも適当でないことを意味していよう。

評者自身は、この1998年から2002年までのデフレ現象は、この時期に金利が引き下げられる一方で、金融機関の信用供与についてはそれまでの「適度な引き締め政策」の延長で厳しい規制が行われたこと、および1997年のアジア金融危機によって海外からの資金流入が大きく減少したこと、などといったマネタリーな要因によって説明可能と考えてい

る。この観点からは、「名目金利を規制していることが、貨幣供給の動きとは独立して、デフレ的な効果をもたらす点は、金利を規制していた当時の中国の状況に非常に示唆的である(本書 292 ページ)」という本書の記述は、かなりミスリーディングであると言わざるを得ない<sup>1)</sup>。

以上のような注文や批判点はあるが、冒頭に述べたように本書が困難な課題に真正面から取り組んだ力作であることは間違いない。本書は、日本における現代中国の企業と金融に関する研究が乗りこえなければならぬハードルとして今後も存在感を示していくだろう(名古屋大学出版会、2006年7月、353p、2940円(税込み))。

(かじたに かい・神戸学院大学)

### 【参考文献】

興梠一郎(2005),『中国激流—13億のゆくえ』岩波書店

齊藤誠(2000),『金融技術の考え方・使い方』有斐閣

齊藤誠(2000),「昨今の金融政策について」(『エコノミックス 2』東洋経済新報社)

岩田規久男(2000),「日本経済は完全雇用ではない」(『エコノミックス 2』東洋経済新報社)

---

<sup>1)</sup>もし低金利政策こそが低いインフレ率の原因なのであれば、2003年から04年にかけて金利が低いままに据え置かれたにもかかわらず、5%前後のCPIの上昇を伴う経済過熱が生じたことが全く説明できない。