

中国上場企業のジレンマ：規模の拡大と収益の低下*

翟 林 瑜

要 旨

中国の経済成長を牽引する中国企業は、「投資飢餓症」や「工場乱立」等の言葉に形容されるように投資と生産の拡大志向が強く、そのおかげで「世界の工場」と呼ばれるような存在までになった。他方、「利益なき成長」や「豊作貧乏」といった言葉にも象徴されるように、ここ10年間、中国企業の収益性が一貫して低下してきた。規模の拡大と収益性の低下というジレンマからなかなか脱却できない中国企業の行動をモデルで接近し、上場企業の財務データで検証することが本稿の目的である。

中国企業の経営者行動をモデルで記述した後に上場企業の財務データで検証した結果、中国企業は規模の拡大と収益性の低下というジレンマに陥っており、企業のエージェンシー・コストが極めて大きいということを明らかにした。また、生産物、原材料や中間財といった実物財の市場競争だけでは、資本という希少資源の配分効率性を上げることができず、資本市場とくに銀行によるコーポレート・ガバナンスのメカニズムを早急に確立することが中国企業と中国経済の成長を健全で効率的なものにするために必要である、ということも結論づけた。

目 次

- | | |
|-------------|-----------------|
| I. はじめに | III. 実証分析 |
| II. モデル分析 | 1. モデル分析から回帰分析へ |
| 1. 仮定 | 2. データと分析結果 |
| 2. 経営者の意思決定 | IV. おわりに |
| 3. モデルの含意 | 参考文献 |

* 本稿は文部科学省科学研究費助成金による研究課題「中国企業の国際競争力」と日本証券奨学財団の研究助成による研究課題「中国の大型国有企業のコーポレート・ガバナンス」の研究成果の一部である。本稿の作成にあたっては、両研究課題の参加メンバー、摂南大学の王東明氏および日本証券経済研究所の福田徹氏から助言をいただいた。大阪市立大学大学院経営学研究科の船岡健太氏に校正の労を煩わした。記して感謝を表したい。しかし、本稿のありうる誤謬はすべて私の責任である。

I. はじめに

中国経済が急速に成長する中で、その成長を牽引する中国企業も大きく注目されるようになった。中国企業は「投資飢餓症」や「工場乱立」等の言葉に形容されるように投資と生産の拡大志向を強く持ち、そのおかげで「世界の工場」とまで呼ばれるような存在になった。他方、「利益なき成長」や「豊作貧乏」といった言葉にも象徴されるように、ここ10年間、中国企業の収益性が一貫して低下してきた。規模の拡大と収益性の低下というジレンマからなかなか脱却できない中国企業の行動をモデルで接近し、上場企業の財務データで検証することが本稿の目的である。

周知のように、企業の行動とその行動の結果であるパフォーマンスは、企業のアウトプットである生産物、企業の生産要素である原材料、労働と資本という4つの財の市場のあり方に規定されている。生産物、原材料と労働といった実物財の市場が競争的であるほど、財の限界価格が財の限界費用に近づき、企業の利潤も低下するということは普遍的な現象であり、市場競争メカニズムの所以でもある。しかしながら、資本市場は、生産物や他の生産要素市場とは異なり、投資家が利益を実現させるために資本の使用権を一時的または永久的に経営者に預けなければならない、という特徴を持っている。企業の所有と経営の分離度および所有者と経営者間の情報非対称性が高いとき、投資家の代理人で投資の実質的意思決定者である経営者は必ずしも投資家の要求した利益率（投資家資本コスト）を実現するよう最善の努力をすることは限らない。そればかりではなく、経営者は、自分の

支配下にある資源の増加を选好し、投資の利益率が投資家資本コストを下回るところまで投資を行いがちである。投資家が事前に要求した投資利益率と経営者が事後的に実現した投資利益率（経営者資本コスト）との差がエージェンシー・コストとして定義することができる。

確かに、資本市場にはこのエージェンシー・コストを小さくするメカニズムがある程度機能しており、このメカニズムに関する研究も数多く行われてきた。コーポレート・ファイナンスの分野における契約理論的アプローチがこの研究の代表的なものである。ここ30年余りの間盛んに行われてきた契約理論は、株主と経営者間の役割分担による分業の経済を実現し、維持していくためには、投資家が契約または法的手段で経営者の行動を事前的な動機づけとモニタリングおよび事後的なディシプリンでコントロールするか、経営者が自ら情報開示に努め、自己抑制的な行動をとるかといういずれかを前提にしている。前者には、負債比率に代表されるような請求権構造で経営者の行動をコントロールするという Hart and Moore [1995]、Harris and Raviv [1990] と Stulz [1990] の資本構造仮説や企業間買収による経営者への規律づけを重視する Jensen [1986] の経営者市場重視仮説等がある。後者には、経営者が自らシグナルを投資家に送ることによってエージェンシー問題を軽減することができるとする Ross [1977] と Leland and Pyle [1977] のシグナリング仮説、経営者が自分の地位を不動なものにするために自らの行動を律すると見る Zwiebel [1996] の経営者自己抑制仮説等がある。これらの理論研究に触発されたかのように仮説検証または仮説確認のための実証研究も枚挙に暇がないくらい数多く行われてきた。

しかしながら、これらの契約理論的アプローチのいずれも、情報の非対称性のみが資本市場の効率性を妨げる要因で、他の要因、例えば法制度や契約等はすべて効率的に機能していることを前提としている。したがって、これらの理論は、アメリカの資本市場のようなよく整備されている資本市場を想定しているに過ぎず、他の国とくに発展途上国の資本市場にも当てはまるとは考えにくい。中国の資本市場は、アメリカの発達した資本市場と比べると、その歴史がまだ浅く法整備も整っていない上、上場企業の国家所有と法人所有、ギャンプル性の高い株式市場および不良債権比率が極めて高い国有銀行独占型金融システムに特徴づけられている。このような中国の資本市場はアメリカの資本市場を想定して得られた研究の知見では捉えきれず、別のアプローチから接近する必要がある。本稿は、中国の資本市場の未発達性と特殊性に照らして、投資家による選別や経営者によるシグナリングといった情報に関する均衡を想定せず、契約理論的なアプローチとは異なる事実描写的方法とデータによる検証で、株主の代理人である経営者の行動様式を分析しようとするものである。

他方、中国企業のパフォーマンスの規定要因に関する研究は、中国の大企業や上場企業の大多数が旧国有企業の株式会社化や上場等の改造でできあがったことや、中国では依然として国家と法人企業による株式所有が大きなウェイトを占めていることを背景に、所有とパフォーマンスの関係から分析するものがほとんどである。これらの研究は2つのパターンに大別することができる。1つ目は、国有企業と非国有企業の比較で所有とパフォーマンスの関係を明らかにしようとする研究である。例えば、Zhang

et al. [2002]は、中国国家统计局のデータを使って上海地域の鉱工業企業に対する実証分析を行った結果、1996-1998年の間、国有企業は生産性に上昇が見られたが、収益性は非国有企業より大きく劣り、ソフト予算の問題を国有企業は依然として解決できずにいると分析している。

2つ目は、企業の所有構造とパフォーマンスの関係に焦点を当てる研究である。Xu and Wang [1999]は、1993-1995年度の中国の上場企業のデータを使って、株式保有の集中度と構成が企業の収益性や労働生産性に与える影響を調べた結果、企業の収益性は集中度と法人株主保有比率とはプラスの関係にあるが、国家直接保有比率や個人株主保有比率とは負の関係か無関係であることを検出した。Sun and Tong [2003]も、中国の1994-1998年の上場企業についてその上場前後のパフォーマンスの比較を行い、上場後、金額ベースでは企業の利益と売上高は確かに上昇するが、利益率ベースではむしろ低下していることを明らかにした上で、上場企業のパフォーマンスには国家による株式の直接所有がマイナスに、法人による所有がプラスに働く、といったことを示した。

本稿では、われわれは、上記の諸研究を踏まえたうえで、経営者の裁量範囲が大きい中国企業の行動をモデルで記述した後に、中国の株式市場が創設される1990年から2002年までの13年間の非金融業企業の財務諸表データを用いてそのモデルを検証する。中国の上場企業は、世界の工場と化しつつある中国の代表的な企業であり、これらの企業の行動を分析することによって、中国企業と中国経済を特徴づける高成長性と低収益性の背後にあるメカニズムを捉えることができる。

モデルで中国企業の経営者の行動を記述した

後に、株式市場が創設されてからの財務データでその行動を検証する、という研究アプローチに本稿の方法論上の特徴を見出すことができる。中国の実状に適合するモデルによる記述と網羅的なデータによる検証で中国企業の特徴や中国経済の背後にあるメカニズムを体系的に描き出すことができる。また、単に中国上場企業のパフォーマンスの時間的推移やその影響要因を考察するのにとどまらず、果たして原材料、部品と生産物等の実物財の市場の競争だけで企業の収益性を高めることができるか、資本市場の整備やコーポレート・ガバナンス・メカニズムの確立は中国を含める発展途上国の経済にとってどれだけ重要かについても分析を試みる。

II. モデル分析

1. 仮定

企業は、ゴーイング・コンサーン企業で、連続時間 t において、投資家の提供する資本ストック K_t 、労働市場から調達する労働 L_t と経営者の払う経営努力 E_t という3つのインプットを用いてある生産物を生産する。企業の金額ベースの生産高 Q_t は、コブ・ダグラス型生産関数

$$(1) Q_t = AK_t^\alpha L_t^\beta E_t^\gamma$$

で与えられるとする¹⁾。ただし、 A は定数で、 K_t 、 L_t 、 E_t と Q_t はいずれも時間 t に関して微分可能な連続変数である。 K_t はすべて投資家の持分になっており、負債による資金調達はしないと仮定する。 α 、 β と γ はそれぞれ資本、労働と経営努力の生産高に対する弾性値を表わし、 $0 < \alpha < 1$ 、 $0 < \beta < 1$ 、 $0 < \gamma < 1$ とする。(1)式の生産関数は定常モデルになってお

り、表記を簡単にするために、これから以降は各変数の下付き文字 t を省略し、例えば、次式は(1)式と同じ意味合いを持つものとする。

$$(1') Q = AK^\alpha L^\beta E^\gamma$$

企業の行う総投資（減価償却費による再生産投資を含む）に必要な資金は企業のキャッシュ・フローまたは投資家からの新たな出資で賄われるが、企業の資本ストックが純投資額（減価償却費による再生産投資を除く）だけ増える。 t における総投資額を I とすると、総投資額 I とストック K の変化分の中に、

$$(2) I - \delta K = \dot{K}$$

が成り立つ。ただし、 δ は減価償却率で、 $\dot{K} = dK/dt$ は資本ストックの変化分である。

投資家と経営者のいずれもリスク中立者で、それぞれ自分の期待現在価値の最大化を目的とするが、投資家による所有と経営者による経営が完全に分離しており、企業のあらゆる意思決定は、投資家とは別の人格を持つ職業経営者によって行われる²⁾。

経営者の報酬は、固定報酬のほかに、自分の裁量でコントロールできる資源の量に比例する役得報酬もあるとする。この資源の量を企業の総収入、

$$(3) R = (1 - \tau)(Q - \omega L) + \delta \tau K$$

で表わし、経営者の役得報酬はこの総収入に λ 分だけ比例すると仮定する³⁾。ただし、 ω が賃金率、 τ が法人税率である。

持分の形で企業に出資した投資家は、株式市場で投資の成果を確認したり実現したりすることはできるが、投資家と経営者を繋ぐ株式市場には情報の非対称性が高く、所有に基づく事前的なモニタリングはできない、とする。他方、経営者は、自己裁量的に意思決定を行うことができるが、事後的なパフォーマンスによっては

投資家から株式の一斉売却や経営者交替の要求を突きつけられる形でディシプリンを受ける可能性がある、とする。このディシプリンのために、経営者の期待現在価値は、経営者が投資家の忠実なエージェントであるならば株主の現在価値

$$(4) \quad V = \int_0^{\infty} (F - \nu E) e^{-rt} dt$$

を最大化したところの V^* と経営者の手によって実際に実現されたの差である $(V^* - V)$ の θ 分だけ減少する、とする。定数 θ は $(V^* - V)$ という投資家の機会損失のうち経営者が事後的に補償しなければならない確率と補償の割合の積として理解することができる。 r は概念的には投資家の時間選好に規定される、投資家が経営者に要求する投資利益率すなわち投資家資本コストである。 ν は、経営努力の負の効用を単位当たりの金銭的損失に換算した場合の経営努力等価費用である⁴⁾。 F は、企業のキャッシュ・フローで

$$(5) \quad F = (1 - \tau)(Q - \omega L) + \delta \tau K - \phi I$$

で与えられる。(5)式のなかの ϕ ($\phi \geq 1$) は投資の単位当たりの調整費用である。

以上の諸仮定のもとでは、経営者の期待現在価値は、

$$(6) \quad U = W_0 + \int_0^{\infty} (\lambda R - \nu E) e^{-it} dt - \theta (V^* - V)$$

で表わすことができる。ただし、 W_0 は固定報酬の期待現在価値で、 i は経営者が投資の採否の意思決定に使われる切捨率すなわち経営者資本コストである。上式の右辺の第2項は、企業の毎期の総収入に比例する報酬から経営努力の等価費用を引いた正味のベネフィットの期待現在価値で、第3項は、経営者が事後的に受ける価値最大化ディシプリンの期待現在価値である。なお、経営者資本コスト i は経営者が意思

決定の際に意識的または無意識的に使う切捨率で、投資家と経営者を繋ぐ株式市場が効率的には機能しない場合、 $i < r$ が成り立つ。これは、本稿が想定している状況である⁵⁾。

(6)式の λ と θ は、それぞれ経営者のコントロール可能な資源に占める追求可能な役得の割合と投資家から受ける価値最大化ディシプリンの程度を意味するので、それぞれ役得追求度と価値最大化ディシプリン度で呼ぶことにする。所有と経営の分離で経営者がかなりの程度役得を追求できる一方、投資家からの事後的なディシプリンもある程度機能している現実を考えると、 $0 \leq \lambda < 1$ 、 $0 < \theta \leq 1$ と仮定しておくことが妥当であろう。なお、便宜上、役得追求度 λ と価値最大化ディシプリン度 θ に経営者と投資家の資本コスト i と r を加えた4つのパラメータを企業のコーポレート・ガバナンス要因と呼ぶことにする。

2. 経営者の意思決定

経営者は、自分の目標関数を最大化するよう、今から、各時点の資本ストック K 、労働 L と自分の努力度 E を決めると考えられる。(1') ~ (5)式を次々と(6)式に代入した後に、(6)式を最大化する資本ストック K 、労働 L と経営努力 E を求めると、

$$(7-1) \quad Q_K \equiv \frac{\partial Q}{\partial K} = \alpha \frac{Q}{K} = \frac{\phi(r + \delta)}{(1 - \tau) \left(1 + \frac{\lambda}{\theta} e^{(r-i)t}\right)} - \frac{\delta \tau}{(1 - \tau)}$$

$$(7-2) \quad Q_L \equiv \frac{\partial Q}{\partial L} = \beta \frac{Q}{L} = \omega$$

$$(7-3) \quad Q_E \equiv \frac{\partial Q}{\partial E} = \gamma \frac{Q}{E} \\ = \frac{\nu}{1-\tau} \left(1 + \frac{(1-\lambda)e^{(r-\delta)t}}{\theta + \lambda e^{(r-\delta)t}} \right)$$

が得られる⁶⁾。上の式の左辺はそれぞれ、資本ストック K 、労働 L と経営努力 E の限界生産高を表わしており、右辺は、それぞれに対応する限界コストを表わしている。本稿の関心は企業のコーポレート・ガバナンスと企業のパフォーマンス間の関係に向けられているので、以下では、税制度等の共通要因を捨象し、企業のコーポレート・ガバナンスを表わす λ 、 θ 、 i と r という4つのパラメータに焦点を当てることにする。

(7-2)式から分かるように、労働の投入に関する意思決定には企業のコーポレート・ガバナンスが直接的には影響を与えない。換言すると、所有と経営が分離し、経営者の役得の追求が許されている場合でも、労働の限界生産高が労働の限界コストである賃金率に等しくなるまで労働を投入すべきである。もちろん、(7)式よりは一定の生産高を保つような L と K の代替率 dL/dK の存在を確かめることはできるが、ここでは、労働力市場が十分競争的な市場で、しかも労働力が極めて豊富な中国の労働力市場を念頭に置いており、労働の投入に関する意思決定は、付随的な意思決定として捉えることができる。つまり、企業の経営者は、まず自己裁量的に資本と努力の投入に関する意思決定を行った後、(7-2)式という市場制約条件と企業の技術条件(労働と資本の代替率等)に基づいて労働の投入に関する意思決定を行えばよい。いずれにせよ、投資理論や生産関数の技術的な側面を検討することが本稿の目的ではないので、これ以降では、労働に関する分析をせず

に、資本ストックと経営努力に関する意思決定の結果である(7-1)と(7-3)式だけを取り上げることにする。

3. モデルの含意

(7-1)式より、資本ストックの限界生産高 Q_K は、企業の技術的、税制度的条件のほかに、 $\frac{\lambda}{\theta} e^{(r-\delta)t}$ というコーポレート・ガバナンスの総合要因にも依存していることが分かる。 Q は K に関して単調増加の凹関数で、資本ストックの限界生産高 Q_K と資本ストック1単位当たりの生産高すなわち総資産回転率 Q/K との間には $Q_K = \alpha Q/K$ が成り立つことに注意しながらコーポレート・ガバナンスの諸要因に関する比較静学分析を行うと、以下の結論を下すことができる。

結論 I : 経営者の決める資本ストックとそれに伴う生産高は次のいずれかの条件で小さく(大きく)なる。換言すると、総資産回転率は次のいずれかの条件で大きく(小さく)なる。

- i) 経営者の役得追求度 λ が小さく(大きく)なる;
- ii) 投資家による価値最大化ディシプリン度 θ が大きく(小さく)なる;
- iii) 投資家資本コスト r と経営者資本コスト θ の差が小さく(大きく)なる;
- iv) 投資の時間視野 t が近い(遠い)将来である。

価値最大化ディシプリンが少しでも機能し、役得の追求がまったく許されない場合(すなわち $\theta > 0$ 、 $\lambda = 0$ の場合)、(7-1)式は、

$$(7-1') \quad Q_K \equiv \frac{\partial Q}{\partial K} = \alpha \frac{Q}{K} \\ = \frac{\phi(r+\delta) - \delta\tau}{(1-\tau)}$$

となり、資本ストックと生産高に関する経営者の意思決定は投資家が自ら行う意思決定と等価となる。経営者の私的効用の追求がまったくないこの極端なケースはまさに効率的資本市場仮説が想定している状況である。この場合、一定の技術条件と税制度のもとでは、企業の資本ストックの限界生産高、したがって生産高と資本ストックは資本コスト r にも依存し、資本ストックに関する新古典派経済理論の結論と一致することになる。

以上は企業のコーポレート・ガバナンスが生産高や総資産回転率の決定に与える影響を検討したが、次は、コーポレート・ガバナンスが企業の収益性に与える影響を見てみる。そのために、(7-1)式の両辺を(7-3)式の両辺で割り、整理すると、

$$(8) \quad \frac{E}{K} = \frac{\gamma}{\alpha \nu} \left(\frac{\phi(r+\delta) - \delta \tau}{1 + \frac{e^{(r-\hat{\nu})t}}{\theta}} - \frac{\delta \tau \lambda e^{(r-\hat{\nu})t}}{\theta + e^{(r-\hat{\nu})t}} \right)$$

が得られる。生産高 Q が一定のとき、より多くの経営努力がより高い収益性につながるので、 E/K は、企業の資本収益性を示す指標として使うことが可能である。(8)式の右辺の括弧内の第1項が収益性の主な項目で、この項目からは、企業の収益性が投資家資本コスト r 以外に、コーポレート・ガバナンスの要因である価値最大化ディシプリン度 θ および、投資家資本コストと経営者資本コストの差の影響である $e^{(r-\hat{\nu})t}$ にも依存している、ということが分かる。これに対し、括弧内の第2項は税制度的要因とコーポレート・ガバナンス要因の複合項であるが、経営者の役得追求度 λ が収益性に一定の影響を与えることを示している。上述したことを念頭に、(8)式に対する比較静学分析を行う

と、以下の結論を下すことができる。

結論Ⅱ：経営者の決める資本ストックと経営努力の両方に規定される収益性は、次のいずれかの条件で大きく（小さく）なる。

- i) 経営者の役得追求度 λ が小さく（大きく）なる；
- ii) 投資家による価値最大化ディシプリン度 θ が大きく（小さく）なる；
- iii) 投資家資本コスト r と経営者資本コスト i の差が小さく（大きく）なる；
- iv) 投資の時間視野 t が近い（遠い）将来である。

$\theta = 1$, $i = r$, $\lambda = 0$ という完全効率的な資本市場の下では、

$$\frac{E}{K} = \frac{\gamma}{\alpha \nu} \left(\frac{\phi(r+\delta) - \delta \tau}{2} \right)$$

となり、収益性は最も高くなる。

総資産回転率と収益性に関する以上の分析から分かるように、企業の過大投資を抑止し、収益性を上げるためには、経営者の役得追求を抑え、投資家からのディシプリンを強化することが必要であるが、(7-1)式と(8)式がそれぞれ示唆するように、過大投資の抑止には役得追求の抑止がとくに重要で、収益性の向上には投資家からのディシプリンの強化がとくに重要である。

Ⅲ. 実証分析

この節では、上のモデル分析から得た含意をもとに、中国上場企業のコーポレート・ガバナンスが総資産回転率と収益性にどんな影響を与えるかを実証分析で検討する。

1. モデル分析から回帰分析へ

(7-1)式をコーポレート・ガバナンスの総合

要因 $\frac{\lambda}{\theta} e^{(r-\delta)t}$ について1階テイラー展開をすると、

$$\alpha \frac{Q}{K} \approx \frac{\phi(r+\delta)}{(1-\tau)} \left(1 - \frac{\lambda}{\theta} e^{(r-\delta)t}\right) - \frac{\delta \tau}{(1-\tau)}$$

が得られる。式の両辺を α で割り、整理すると、資本ストック単位当たりの生産高すなわち総資産回転率 q が得られる。

$$(9) \quad q = \frac{Q}{K} \approx -\frac{\delta \tau}{\alpha(1-\tau)} - \frac{\phi(r+\delta)}{\alpha(1-\tau)} \frac{\lambda}{\theta} e^{(r-\delta)t} + \frac{r+\delta}{1-\tau} \frac{\phi}{\alpha}$$

さらに、各企業に対して投資家の要求する収益率 r 、各企業の生産高に対する資本の弾性値 α 、各企業に適用される減価償却率 δ と税率 τ といった要因には企業間の差異がないと仮定する。そうすると、企業の総資産回転率はその技術条件の代理変数である ϕ とその企業のコーポレート・ガバナンスの総合要因に線形的に依存すると近似的に考えることができる。すなわち、

$$-\frac{\delta \tau}{\alpha(1-\tau)} = a, \quad -\frac{\phi(r+\delta)}{\alpha(1-\tau)} \approx b, \\ \frac{\lambda}{\theta} e^{(r-\delta)t} = x, \quad \frac{r+\delta}{\alpha(1-\tau)} = c, \quad \phi = z$$

と置くと、(9)式は

$$(10) \quad q = a + bx + cz$$

と書き直すことができる⁷⁾。この式はこれから行う総資産回転率に関する回帰分析の理論的な拠り所である。

(10)式の中の x がコーポレート・ガバナンスの総合要因で、コーポレート・ガバナンスの弱さの程度を示している。 $b < 0$ より、(10)式は、コーポレート・ガバナンスの機能度が小さくな

る(弱い程度が大きくなる)につれて総資産回転率が低下することを意味している。 $x=0$ ときの q を q^* で表わすと、 $q^* = \frac{Q^*}{K^*} > q = \frac{Q}{K}$ より、 $Q-Q^* > 0$ 、 $K-K^* > 0$ が分かり、その差はそれぞれ投資家の立場から見た場合の過大生産と過大資本ストックになる。

実証分析をするにあたっては、(10)式の右辺の説明変数を代理変数に置き換えなければならない。コーポレート・ガバナンス要因の代理変数としては、前述した契約理論を参考にしながら、配当対株主に分配可能利益比率、長期投資比率と負債比率を使うことにする。

株主に分配可能利益のうち実際に株主へ現金配当として還元した割合で定義される配当対株主に分配可能利益比率は、経営者の裁量に大きく依存し、経営者がどれだけ投資家の利益を重視するかを示すパラメータである。この比率が高いほど、経営者の役得選好度が低下すると考えられる。これに対し、関連企業への株式投資と債権投資等からなる長期投資の総資産に占める割合で定義される長期投資比率は、企業の資金的な余裕度や経営者行動の自由度を示し、企業がどれだけ経営努力を投資家価値の最大化から規模の拡大にそらすことができるかを示すパラメータである⁸⁾。この比率が高いほど、経営者はより自由に役得の追求に走ることができる。このように、配当対株主に分配可能利益比率と長期投資比率は、それぞれ経営者の意志と自由度の角度から経営者の役得追求度を示す尺度であると考えられる。

債権という返済期限付きの優先請求権は、株式という返済義務のない残余請求権に比べ、企業にとってはハードな予算制約条件であり、債務不履行の際の倒産で経営者に規律を与えると

いうディシプリン効果が期待されうる。したがって、コーポレート・ガバナンスの強化につながる負債比率は、価値最大化ディシプリン度の尺度として捉えることができる⁹⁾。

企業のコーポレート・ガバナンスが企業の投資と生産活動に与える影響を検出するためには、5つのコントロール変数をも導入する。1つ目は各企業の投資と生産を特徴づける技術条件変数として考えられる、建設中資産比率と対数化した総資産である。建設中資産比率は企業の建設仮勘定にある資産の固定資産に占める割合であり、モデルに組み込まれていた投資調整費用の代理変数として考えることができる。この比率が高いほど投資から生産までの所要時間が長く、投資と生産の調整が難しくなると考えられる。総資産は、生産に関する規模の経済を示すものである。

2つ目のコントロール変数は、電力、ガスと供水という公益企業を0とする業種ダミーである。公益企業は規制に保護されている典型的な非競争業種の企業なので、この業種ダミーの導入からは、競争の有無が総資産回転率にどのような影響を与えるかについても示唆的なものを得ることができるかもしれない。3つ目は、年度間の差異を制御するためのGDP実質対前年比という年度ダミーに近い変数である。4つ目は、上場している証券取引所が上海証券取引所である場合を0とする証券取引所ダミーである。このダミー変数は証券取引所間に存在する上場基準等の差異を除去するために導入されたものである。5つ目は、1998年に会計制度改革の重要な一歩として位置づけられる国際会計基準（IAS）の部分的導入は財務データに影響を与える可能性が高いと判断して国際会計基準導入前の8年間を0とする国際会計基準導入ダ

ミーである¹⁰⁾。

以上を要約すると、企業*i*の*t*年度における総資産回転率 q_{it} は以下の式で説明される。

$$(11) \quad q_{it} \equiv \frac{Q_{it}}{K_{it}} = A + BX_{it} + CZ_{it} + DM_{it} + \varepsilon_{it}$$

ただし、 A は上記の説明変数のもとでの定数項である。 X_{it} 、 Z_{it} と M_{it} はそれぞれ上述したコーポレート・ガバナンス代理変数、技術条件の代理変数とコントロール変数の列ベクトルで、 B 、 C 、 D はそれぞれの変数に対応する回帰係数の行ベクトルである。 ε_{it} は誤差項である。

以上でわれわれは企業の生産性の尺度である総資産回転率を被説明変数とする回帰式を用意したが、次は、(8)式をもとに企業の収益性に関する回帰分析を考えたい。そのために、(8)式の左辺を企業の収益性指標 y に置き換え、企業の収益性に対するコーポレート・ガバナンスの諸要因の影響と技術条件の影響が線形的であると仮定すれば、われわれは、直接に、回帰式(11)に類似する次式、

$$(12) \quad y_{it} = A' + B'X_{it} + C'Z_{it} + D'M_{it} + \varepsilon'_{it}$$

を得ることができる。ただし、 A' は定数項、 B' 、 C' と D' はそれぞれ列ベクトル X_{it} 、 Z_{it} と M_{it} に対応する回帰係数の行ベクトルである。 ε'_{it} は誤差項である。回帰分析においては、企業の収益性 y_{it} の指標としては、総資本営業利益率と株主資本利益率ROEの両方を使うことにした。総資本営業利益率が会計的に操作しにくい収益性指標なので、企業の収益性に関する回帰分析では、総資本営業利益率の方をとくに重視することにする。

2. データと分析結果

上記の(11)と(12)式の実証分析で使う上場企業の

財務データは、深圳市国泰安情報技術公司与香港理工大学中国会计・金融研究センターが合同で作成した「中国上場企業財務データベース」によるものである。このデータベースは、それぞれ1990年と1991年に上海と深圳で証券取引所が創設されて以来のA株企業の財務諸表を網羅している。本稿では、1990～2002年度の非金融業企業の計7,173個のパネルデータが用いられている¹¹⁾。なお、2000年度以降、年度末では本年度の財務諸表以外に前年度の財務諸表の確定版の公表も義務づけられているが、データの連続性を保つために、その確定版を無視することにした¹²⁾。また、年度別、企業別の財務比率に関するパネルデータを用いて回帰分析を行うので、データの実質化と会計データの連結・単独別の考慮をしなかった。図表1のAとBはそれぞれ実証分析で使う主要比率と主要データの時間的推移を示している¹³⁾。図表2は、総資産回転率を被説明変数とする回帰分析の結果であり、図表3は、総資本営業利益率とROEを被説明変数とする分析の結果である。ただし、図表1では、 $0 \leq \text{負債比率} < 1$ 、 $0 \leq \text{配当対株主に分配可能利益比率} \leq 1$ と $0 \leq \text{長期投資対総資産比率} < 1$ という3つの条件をすべて満たす6,945個のデータを正常値と見なし、それ以外の228個のデータを異常値と見なししている。なお、図表2と図表3は、6,945個の正常値データを用いた回帰分析の結果を示している。

図表1のAからは次のことを読み取ることができよう。非金融業企業の総資産回転率、総資本営業利益率とROEといった経営パフォーマンス指標は、90年代半ばからは総じて低下する傾向にある。実現した利益率で経営者資本コストを見積もると、平均的にはせいぜい3%ぐらいである¹⁴⁾。一方、投資家資本コストについて

は、1978～2003年の26年間における米国製造業企業の年平均ROEが12.4%であるということ¹⁵⁾を比較の基準にしながら、さらに中国の経済発展のレベルと資本の希少性を加味すると、それを12%ぐらいと見積もっても高すぎないであろう。この少なくとも9%ぐらいの開きは、コーポレート・ガバナンス・メカニズムの欠如によるエージェンシー・コストとして理解できる。

配当対株主に分配可能利益比率は、1995年までは変動の激しい中国経済と歩調を合わせたかのようにかなり不安定な動きをしていたが、1996年からは20%台の低位に安定している。長期投資比率も90年代半ばからは7%前後で推移している。

企業の負債比率は、1998年までは年々低下してきたが、1999年からは上昇に転じ、直近では50%の水準で推移している。これは、企業がなるべく経営者資本コストの低い資本を調達したがることの結果であると解釈できるかもしれない。というのは、株価による投資家の評価を気にし始めた経営者が政府の近年の低金利政策と銀行貸出の大企業や上場企業への集中に乗じて、再び国有銀行からの資金調達に回帰しつつある傾向があるからである。

図表2の総資産回転率に関する回帰分析の結果と図表3の収益性に関する回帰分析の結果を説明変数の性格別にまとめると、以下の通りである¹⁶⁾。

1つ目は本稿が注目しているコーポレート・ガバナンスの代理変数の影響である。配当対株主に分配可能利益比率は、本稿のモデル分析の結論IとIIのi)の通り、総資産回転率と収益性のいずれに対しても有意にプラスに作用している。このことは、経営者が投資家の利益を重

図表 1 非金融上場企業の基本統計量

A：企業数と主要比率（単純平均）の推移

（下段の括弧内は異常値除去後の値）

年度	企業数	総資産回転率	総資本営業 利益率	ROE	配当対株主に 分配可能利益 比率	長期投資対 総資産比率	負債比率	建設中資産対 固定資産比率
1990	8 (3)	1.600 (1.906)	0.417 (1.113)	0.046 (0.052)	0.000 (0.000)	0.072 (0.062)	0.623 (0.765)	0.141 (0.375)
1991	11 (4)	0.849 (0.398)	0.027 (0.052)	0.048 (0.051)	0.002 (0.002)	0.076 (0.048)	0.494 (0.634)	0.317 (0.267)
1992	52 (49)	0.525 (0.546)	0.069 (0.072)	0.006 (0.006)	0.378 (0.378)	0.122 (0.127)	0.474 (0.456)	0.313 (0.324)
1993	176 (151)	0.618 (0.602)	0.079 (0.076)	0.007 (0.007)	0.127 (0.128)	0.111 (0.117)	0.382 (0.386)	0.325 (0.328)
1994	283 (279)	0.599 (0.604)	0.067 (0.068)	0.073 (0.074)	0.282 (0.278)	0.100 (0.098)	0.400 (0.398)	0.328 (0.326)
1995	307 (301)	0.575 (0.579)	0.046 (0.047)	0.049 (0.050)	0.612 (0.580)	0.087 (0.088)	0.458 (0.459)	0.288 (0.291) 1996
1996	510 (503)	0.561 (0.564)	0.047 (0.047)	0.053 (0.054)	0.247 (0.246)	0.076 (0.076)	0.440 (0.440)	0.246 (0.245)
1997	715 (706)	0.556 (0.559)	0.056 (0.057)	0.058 (0.059)	0.235 (0.264)	0.066 (0.066)	0.415 (0.415)	0.226 (0.225)
1998	821 (806)	0.504 (0.506)	0.042 (0.044)	0.043 (0.046)	0.131 (0.146)	0.063 (0.063)	0.419 (0.414)	0.181 (0.183)
1999	918 (893)	0.499 (0.503)	0.035 (0.040)	0.037 (0.043)	0.168 (0.152)	0.068 (0.068)	0.437 (0.423)	0.155 (0.156)
2000	1,054 (1,022)	0.503 (0.509)	0.030 (0.037)	0.029 (0.036)	0.222 (0.225)	0.074 (0.073)	0.447 (0.426)	0.151 (0.152)
2001	1,131 (1,083)	0.509 (0.513)	0.003 (0.022)	-0.017 (0.018)	0.237 (0.229)	0.073 (0.074)	0.493 (0.437)	0.137 (0.138)
2002	1,187 (1,145)	0.540 (0.541)	0.008 (0.024)	-0.016 (0.015)	0.202 (0.202)	0.072 (0.073)	0.505 (0.455)	0.135 (0.136)
合計または平均	7,173 (6,945)	0.531 (0.532)	0.032 (0.040)	0.023 (0.037)	0.224 (0.225)	0.074 (0.074)	0.453 (0.431)	0.183 (0.184)

B: 1社当たり主要データ(単純平均)の推移(単位:百万円)

(下段の括弧内は異常値除去後の値)

年度	総資産	固定資産	長期投資	負債	主要業務 売上高	営業利益	純利益	株主に分配 可能利益	配当
1990	184 (443)	73 (187)	21 (54)	136 (332)	117 (267)	30 (81)	4 (10)	3 (7)	0 (0)
1991	352 (746)	148 (332)	14 (27)	235 (492)	181 (251)	15 (30)	15 (28)	10 (27)	0 (0)
1992	718 (727)	218 (221)	68 (70)	394 (391)	358 (374)	42 (44)	2 (2)	36 (38)	8 (8)
1993	966 (1,012)	296 (317)	107 (115)	440 (462)	529 (518)	72 (74)	8 (8)	64 (74)	10 (12)
1994	1,086 (1,092)	347 (349)	107 (106)	496 (498)	574 (579)	72 (73)	74 (75)	102 (104)	34 (35)
1995	1,283 (1,246)	429 (404)	111 (112)	641 (627)	689 (666)	65 (62)	64 (62)	65 (62)	38 (37)
1996	1,132 (1,107)	383 (367)	90 (89)	554 (547)	611 (604)	48 (47)	51 (50)	52 (52)	19 (18)
1997	1,243 (1,221)	446 (434)	80 (81)	581 (571)	679 (673)	61 (62)	61 (62)	73 (74)	27 (27)
1998	1,404 (1,397)	526 (521)	85 (85)	643 (636)	734 (732)	54 (58)	53 (57)	74 (79)	20 (20)
1999	1,546 (1,558)	589 (596)	96 (98)	710 (705)	839 (852)	65 (70)	64 (69)	71 (82)	22 (22)
2000	1,752 (1,780)	647 (657)	116 (118)	788 (788)	987 (1,008)	74 (79)	69 (74)	87 (101)	32 (32)
2001	2,270 (2,317)	992 (1,014)	140 (144)	1,072 (1,078)	1,334 (1,368)	81 (89)	59 (69)	80 (103)	39 (40)
2002	2,552 (2,599)	1,183 (1,206)	155 (160)	1,255 (1,264)	1,549 (1,571)	102 (108)	66 (75)	85 (109)	39 (40)
平均	1,728 (1,744)	696 (702)	113 (116)	816 (815)	982 (994)	72 (76)	60 (65)	77 (89)	30 (30)

図表2 総資産回転率を被説明変数とする回帰分析
(非金融業, 1990-2002年)

説明変数		回帰係数	標準化後 回帰係数	有意確率
	(定数)	-2.400		0.000
コーポレート・ガバナンス代理変数	配当対株主に分配可能利益比率	0.109	0.077	0.000
	長期投資対総資産比率	-0.405	-0.088	0.000
	負債比率	0.020	0.009	0.452
技術条件代理変数	建設中資産対固定資産比率	-0.201	-0.098	0.000
	LN 総資産	0.044	0.096	0.000
業種ダミー (公益企業 = 0)	農業	0.106	0.036	0.005
	採掘業	0.115	0.026	0.026
	食品	0.255	0.123	0.000
	紡績	0.281	0.131	0.000
	製紙・家具	0.091	0.028	0.028
	石油化学	0.264	0.195	0.000
	電子	0.279	0.111	0.000
	金属	0.230	0.154	0.000
	機械	0.240	0.206	0.000
	医薬	0.205	0.114	0.000
	その他製造業	0.064	0.016	0.171
	建設	0.254	0.072	0.000
	交通運輸	-0.040	-0.017	0.222
	情報通信	0.327	0.191	0.000
	商業	0.729	0.508	0.000
	不動産	0.028	0.015	0.335
	サービス	0.029	0.012	0.375
	文化	0.040	0.010	0.386
	総合	0.126	0.085	0.000
	不明業種	0.145	0.055	0.000
その他のコントロール変数	GDP 実質対前年比	1.726	0.064	0.000
	深圳証券取引所	-0.041	-0.049	0.000
	98年国際会計基準導入以降	-0.041	-0.044	0.010

有効データ数：6,945 R^2 ：0.234 調整済み R^2 ：0.230 F値：75.25 F値に対する有意水準：0.000

図表3 総資本営業利益率と ROE を被説明変数とする回帰分析
(非金融業, 1990-2002年)

(括弧内は ROE)

説明変数		回帰係数	標準化後回帰係数	有意確率	
	(定数)	-0.129 (0.425)		0.238 (0.000)	
コーポレート・ガバナンス代理変数	配当対株主に分配可能利益比率	0.033 (0.034)	0.116 (0.128)	0.000 (0.000)	
	長期投資対総資産比率	-0.098 (-0.019)	-0.107 (-0.022)	0.000 (0.049)	
	負債比率	-0.153 (-0.153)	-0.323 (-0.346)	0.000 (0.000)	
技術条件代理変数	建設中資産対固定資産比率	0.013 (0.020)	0.030 (0.053)	0.009 (0.000)	
	LN 総資産	0.009 (0.010)	0.099 (0.114)	0.000 (0.000)	
業種ダミー (公益企業 = 0)	農業	-0.016 (-0.009)	-0.027 (-0.017)	0.041 (0.211)	
	採掘業	0.016 (0.005)	0.018 (0.006)	0.143 (0.592)	
	食品	-0.004 (-0.002)	-0.010 (-0.006)	0.529 (0.673)	
	紡績	-0.030 (-0.025)	-0.069 (-0.062)	0.000 (0.000)	
	製紙・家具	-0.010 (-0.004)	-0.014 (-0.007)	0.267 (0.605)	
	石油化学	-0.010 (-0.007)	-0.036 (-0.028)	0.066 (0.159)	
	電子	-0.007 (-0.002)	-0.013 (-0.004)	0.354 (0.765)	
	金属	-0.010 (-0.007)	-0.032 (-0.025)	0.082 (0.168)	
	機械	-0.017 (-0.011)	-0.072 (-0.052)	0.001 (0.018)	
	医薬	-0.005 (-0.003)	-0.013 (-0.009)	0.436 (0.569)	
	その他製造業	-0.014 (-0.006)	-0.018 (-0.008)	0.144 (0.489)	
	建設	-0.002 (0.004)	-0.003 (0.006)	0.818 (0.613)	
	交通運輸	-0.002 (-0.002)	-0.005 (-0.005)	0.725 (0.736)	
	情報通信	-0.006 (0.005)	-0.017 (0.015)	0.315 (0.387)	
	商業	-0.004 (-0.002)	-0.013 (-0.007)	0.486 (0.706)	
	不動産	-0.007 (-0.006)	-0.017 (-0.016)	0.288 (0.315)	
	サービス	-0.020 (-0.015)	-0.042 (-0.034)	0.004 (0.017)	
	文化	-0.026 (-0.022)	-0.033 (-0.030)	0.008 (0.014)	
	総合	-0.019 (-0.009)	-0.062 (-0.032)	0.001 (0.084)	
不明業種	-0.032 (-0.032)	-0.060 (-0.064)	0.000 (0.000)		
その他のコントロール変数	GDP 実質対前年比	0.067 (-0.465)	0.012 (-0.091)	0.489 (0.000)	
	深圳証券取引所	-0.001 (0.000)	-0.005 (-0.002)	0.682 (0.888)	
	98年国際会計基準導入以降	-0.024 (-0.034)	-0.131 (-0.196)	0.000 (0.000)	

有効データ数 : 6,945 R^2 : 0.175 (0.186) 調整済み R^2 : 0.171 (0.183)

F 値 : 52.33 (56.39) F 値に対する有意水準 : 0.000 (0.000)

視するほど生産性と収益性が高くなること、中国においても経営者の投資家利益重視姿勢が企業のパフォーマンスを左右していることを意味している。加えて、この結果は経営者が株式市場における投資家の評価を気にすることの現れとして捉えられるかもしれない。

経営者の自由度のパロメータである長期投資比率も、本稿のモデル分析の結論ⅠとⅡのi)の通り、総資産回転率と収益性のいずれに対しても有意にマイナスに作用している。関連企業への投融資が生産性と収益性のいずれにもマイナスであることを意味するこの分析結果は、他の法人企業から投融資を受けている側の企業にとっては、他の法人からの投融資例えば法人による株式保有が収益性にプラスに働くというSun and Tong [2003]等の結論とは対照的である。

負債比率は、本稿のモデル分析の結論ⅠとⅡのii)とは違って、総資産回転率に対して有意な影響がないが、収益性に対しては有意なマイナスの影響が検出されている¹⁷⁾。また、コーポレート・ファイナンス理論によれば、収益性の高い企業ほど、株主資本利益率(ROE)を大きくするために負債比率を高めるべきだが、中国の上場企業の財務データはむしろこの理論的な予測とは逆の動きを示している。これらのことは、中国においては、負債比率が借手手のモラル・ハザードを抑止するディシプリンの手段やROEを向上させるためのレバレッジになっていない可能性を強く示唆しているばかりではなく、企業の収益性と負債比率の関係が(12)式の因果関係ではなく、収益性の低い企業ほど多くの負債に頼っている、という逆選択的な企業行動をも示唆しているかもしれない。

2つ目は技術条件の代理変数の影響である。

投資調整費用の代理変数である建設中資産対固定資産比率は、総資産回転率と収益性に対してそれぞれ有意にマイナスとプラスに作用している。規模の経済を示す総資産は総資産回転率と収益性のいずれに対してもプラスに作用しており、規模の経済の存在を示唆している。

3つ目は業種ダミーの影響である。業種ダミーに関しては、有意水準はまちまちだが、交通運輸を除くすべての業種の総資産回転率が公益企業のそれを上回っているのに対して、収益性に関しては、ほとんどすべての業種は公益企業を下回っている。このことは、生産物市場での競争が企業の生産性を押し上げているが、その収益性を押し下げていることを示唆している。この相反する二つの効果は、原材料、部品と生産物等の実物財市場での競争だけでは収益性すなわち投資効率を高めることができないことを物語っている。

業種ダミーに関する上述の回帰分析の結果が示唆するように、実物財市場における競争は、生産性の改善につながるが、収益性の向上につながるとは限らない。その原因は、投資家が自分の意思を経営者に伝え、自分の目標を経営者に実現させることができるような資本市場がないと、経営者は投資家の利益を犠牲にしてまで過大投資をしたり、過当競争に走ったりするからである。もし実物財市場の競争と資本市場の競争を経営者の直面する前後両方の圧力とするならば、実物財市場のみの競争という片方だけの圧力では、経営者は投資家の利益を踏みにじてまで、実物財市場の競争に勝ち抜こうとするであろう。図表1のAとBから読み取れる上場企業の収益性低下と規模拡大の傾向および先ほど述べた銀行と企業間のモラル・ハザードや逆選択の問題に合わせると、企業の経

営者を意識的または無意識的に規模の競争や過大投資に走らせるのは、投資家の「圧力」が足りない非効率的な資本市場なのである。

要するに、実物財市場の競争は、企業の収益性を向上させるための十分条件ではない。実物財市場の競争性と資本財市場の効率性が同時に確保されてはじめて企業レベルの収益性とマクロ経済レベルの資源配分の効率性が達成されるのである。

4つ目は、業種以外のコントロール変数の影響である。GDP 実質対前年比は総資産回転率に対してはプラスに作用しているが、総資本営業利益率には有意な影響がなく、ROE に対しては有意なマイナスの影響を与えている。このことは、マクロレベルの経済成長が企業の生産性を押し上げるが、収益性の向上には寄与しないことを示唆しているかもしれない。

取引所ダミーは総資産回転率に対しては深圳証券取引所の劣位を示しているが、収益性に対しては有意な影響を与えていない。98年国際会計基準導入以降ダミーは、総資産回転率と収益性のいずれに対してもマイナスに働いている。これは、会計基準の厳格化に一因があると思われるが、1998年度以降の実質のパフォーマンスがさらに悪くなった可能性をも示唆している。

なお、本実証分析においては、代理変数の選定等が困難なため、モデル分析の結論 I および II の iii) と iv) に関する検証はしなかったが、投資家資本コストと経営者資本コストの差に関しては、前述したように、投資家資本コストと経営者資本コストをそれぞれ米国製造業企業の ROE の実現値と中国非金融上場企業の ROE の実現値で近似的に捉えると、両者の差を 9% ぐらいと見積もることができよう。この差はコーポレート・ガバナンスがあまり機能しないことに

起因しているエージェンシー・コストでもあり、投資と生産の拡大に支えられる中国の高度経済成長を可能にした「原動力」でもあろう。

IV. おわりに

本稿は、中国経済を高度成長に導き、「世界の工場」とまで言わせた中国企業をモデルで記述した後、モデル分析の結果を踏まえて上場企業のパネル財務データを用いて実証分析を行った。これらの分析結果をもとに次の2点を指摘する形で本稿を締めくくりたい。

第1点は中国企業の行動パターンとコーポレート・ガバナンスのあり方との関係に関するものである。企業の行動およびその行動の結果である生産性や収益性上のパフォーマンスは、所有と経営の分離やコーポレート・ガバナンスのあり方に強く規定される。先進諸国の歩んできた道を振り返ると、所有と経営の分離が職業経営者の出現と大規模生産を可能にし、19世紀の産業革命や現在の経済発展に決定的な役割を果たしてきたことは頷ける。とくに日本経済の発展と日本企業の隆盛が示しているように、投資家の権利をある程度制限し、経営者に一定の裁量権を与えた方が企業の成長、雇用の拡大と実物資本の形成に寄与する。しかし同時に忘れてはならないのは、先進諸国が先進国になれた理由は、これらの国々は私的所有権を制度の根幹にしながらかつて絶えず所有と経営の分離の副作用の克服に力を注いできたからだという事実である。アメリカは1930年代の大恐慌や2001年のエンロンやワールド・コム事件を契機に、日本は1980年代末のバブル経済の崩壊やその後の一連の企業不祥事を契機に、韓国は1997年のアジア金融危機を契機に、それぞれ、投資家利益に対

する保護の強化に軌道修正したことはそのよい例である。

中国の上場企業のほとんどは以前の国有企業である。これらの企業は、上場後も公的所有を維持してきたが、上場後の所有と経営の分離で経営者は大きな裁量権を手に入れたと同時に、投資家や銀行の利益をあまり顧みずに資本市場から多くの資金を調達でき、その資金を生産規模の拡大や事業の多角化に投資できた。投資家が暗黙のうちに要求している利益率（投資家資本コスト）と経営者が実際に実現した利益率（経営者資本コスト）との間のギャップこそ、中国企業を成長させた原因でもあり、規模の拡大と収益性の低下というジレンマに陥らせた所以でもある。

アメリカ、日本、韓国と中国等の経験や教訓が示唆しているように、私的所有権等による投資家利益に対する保護は、投資そのものの必要条件ではないが、効率的な投資の必要かつ十分条件である。投資家利益に対する保護の度合いは、投資の利益率には単調増加の影響を与えるが、利益率と投資額の積である投資成果には逆U字型の影響を与え、投資成果を最大化するような最適な投資家保護の度合いはその国の置かれる賦存条件に依存する、ということができる。

中国は、社会主義経済から市場経済へ移行する初期の段階では、投資の促進でパイを大きくすることが重要なので、最適な投資家利益保護の度合いが低かったかもしれないが、経済が供給不足の経済から需要不足の経済にシフトし、投資のフロンティアが減少するにしたがって、投資家利益に対する保護の度合いも右の方にシフトすべき（つまり強化すべき）である。もし投資家の利益がないがしろにされ、資源が無駄に使われる状態がそのまま放置されると、銀行

には不良債権がさらに堆積し、株式市場には投機家しか参加しなくなり、その結果、企業成長と経済の発展が早くも頭打ちになる恐れがある。中国は、1980年代末のバブル崩壊までの日本企業の行動パターンや1997年の金融危機までの東南アジア諸国の粗放型生産拡大に勝るとも劣らない今現在の成長パターン¹⁸⁾を改め、経済を長期的に持続可能な成長軌道に乗せ、個別企業というミクロレベルと経済全体というマクロレベルの資源配分効率を高めるためには、法整備を通して私的所有権に基づくコーポレート・ガバナンス・メカニズムの確立を急がなければならない¹⁹⁾。

第2点は、間接金融と直接金融の関係に関するものである。一国の経済の発展には間接金融と直接金融からなる資本市場が重要な役割を果たしているが、間接金融と直接金融の比重も含める資本市場のあり方は、その国の発展経路や経済発展の諸条件によって異なる²⁰⁾。目下の中国では、企業に対する銀行からの監視や規律づけは以前よりよくなったとはいえ、銀行借入にまつわるモラル・ハザードや逆選択等の問題は依然として深刻なままである。株式市場においても、投資家の企業評価は無言の圧力としてある程度機能しはじめているとはいえ、投機性の高い株式市場から調達される資金を資本コストゼロの資金として考えている経営者が依然として多い²¹⁾。コーポレート・ガバナンスのメカニズムがともに欠如しているこのような間接金融と直接金融に対して、中国はどちらかという制度整備の重点を株式市場の方に置いてきた。上場基準の厳格化、上場企業の“退場”ルールの制定と国際会計基準の導入といった改革がそれを象徴している。しかし、本稿が示唆する銀行によるコーポレート・ガバナンスの不在と、

国有銀行を経由して企業に供給される国民の資産の大半が不良債権として銀行に堆積されるといふ現状を考えると、銀行制度の抜本的な改革も急務であろう²²⁾。

注

- 1) 原材料や部品といったインプットを無視しているの
で、この生産関数の生産高は原材料費用控除後の生産高
に相当すると考えられる。また、ここで考えている経営
努力は生産高を上げるための努力になっているが、生産
高が一定のとき、経営努力が高ければ、企業の収益性も
高くなることが考えられる。
- 2) 中国国有企業の場合、経営者の多くは、旧所管政府部
門から派遣された現職の役人または天下りしてきた元役
人である。彼らは大株主の政府を代表しているとはい
え、職業経営者には程遠く官僚型経営者といった方が
より適切である。劉 [2002] を参照。
- 3) 中国では、会計業績に連動する報酬および株価に連動
する経営者持株やストックオプションがまだ普及してい
ない。官僚型経営者の名残が未だに強い中国では、経営
者の非金銭的な役得をも含む報酬はかなりの程度経営者
のコントロールできる資源の量に比例していると考えら
れる。
- 4) 経営者の払う経営努力は、無形資産に近い形で企業の
生産に寄与すると同時に、経営者に負の効用をもたら
す。ここでは、この負の効用が努力度に正比例すると仮
定している。
- 5) 資本市場が完全効率的な場合、投資家が資本提供のと
きに要求する投資利益率(投資家資本コスト)と、経営者
が投資の意思決定のときに用いる投資採否の切捨率(経
営者資本コスト)と一致するが、現実の資本市場ではこ
の一致はほとんど期待できない。第1、企業の所有と経
営が分離している場合、経営者は往々にして資金の調達
コストを投資の切捨率として使うからである。優れた経
営者として知られる日本の大企業の経営者でさえ、高度
成長期やバブル経済期には、株主から調達された資本の
コストとして額面配当率ぐらゐしか意識していなかつ
た。第2、投資家が要求している本当の投資利益率を経
営者は事前知ることが極めて困難であるからである。
投資家本人でさえ、自分の効用関数に合致する資本化率
を自覚できるケースがまれであるし、投機的な思惑で短
期の株式売買を繰り返しがちな投資家の場合、過小な投
資家資本コストを経営者にシグナルすることにもなる。
- 6) この極大化は、一見すると、経営者が何の予算制約も
受けることなく意思決定をすることができるように見え
るが、そうではない。 $\theta > 0$ である限り、投資家の資本
コストと目標の両方が盛り込まれている(6式)の第3項は
経営者に課される制約条件として捉えることができる。
なお、この極大化問題には K が入っているため、汎関
数の極値を求める際に用いる変分法で簡単に求まる。糞
谷千風彦『経済分析のための微・積分入門』多賀出版
[1991]、または Tai L. Chow 著、鈴木増雄その他訳
『科学技術者のための数学ハンドブック』朝倉書店

[2002] を参照。

- 7) θ には ϕ が入っているが、その影響を無視すること
にする。
- 8) これをフリー・キャッシュ・フローの代理変数として
捉えることもできる。もちろん、フリー・キャッシュ・
フローの代理変数としては、総資産に占める貨幣資産
(現金と貨幣性資産)の比率を使ってもいい。しかし、
貨幣資産比率が同時に企業の事後的なパフォーマンスで
ある資金余裕度をも示しているのに対して、長期投資比
率は、経営者の事前的な意図と裁量性を反映するもので
あろう。
- 9) この点に関しては、負債比率を事前的なコントロール
手段と見なす前述の資本構造仮説とは違う。
- 10) 1997年までは中国の上場企業が中国会計基準を採用し
たが、1998年度からは国際会計基準 (IAS) を部分的に
導入した。この会計基準改革の主な内容は、キャッ
シュ・フロー報告書の導入、連結会計の義務づけと時価
会計の部分的実施であった。この改革は中国の会計慣行
を IAS に接近させ、会計データの信用性を高めたと思
われる。
- 11) データベースには7,176個のデータがあったが、マイ
ナスの売上高になっているデータ2つと、総資本と総資
産が一致しないデータ1つを除外している。なお、この
誤りはデータベースの入力ミスではなく、企業の財務報
告書に元々そう記載されていた。
- 12) その確定版を用いて同じ分析を試したが、本稿の結論
は変わらなかった。
- 13) もちろん、図表1のAの第2列に示されるように毎年
多くの企業が新規に上場しているため、図表1のBの1
社あたり主要データを年度間で単純に比較することがで
きず、その平均値もあまり意味を持たない。しかしなが
ら、図表1のBからは上場企業の各年度のプロフィール
をつかむことができるであろう。
- 14) ここでは、株式の現在価値を将来の配当の期待現在価
値と見なすような Fama and French [1999] の資本コ
スト計測の方法 (内部収益率法) を採用しない。その理
由は、冒頭で述べたように中国の株式市場は新古典派
ファイナンス理論が適用できるほど効率的な市場ではな
いいうえ、ここでは投下資本1単位当たりに対して毎年ど
れだけの利益が生まれているのかを重視しているからで
ある。
- 15) 米国商務省“Quarterly Financial Report for Manu-
facturing Corporations”各年度版による。
- 16) 回帰分析に使われた変数間の相関係数については後の
付図表を参照。
- 17) これは、付図表にある負債比率と収益性指標との相関
係数でも確認することができる。なお、1996-1999年の
深圳証券取引所上場のA株企業のデータで実証分析をし
た陳と徐 [2001] も類似の結果を出している。
- 18) 韓その他 [2002] は、中国の39業種の1990年代のパネ
ルデータを使って、投資の増加は利潤の増加で説明する
ことができず、経済成長は投資主導の粗放型成長で、資
本市場による資源配分効率が低いという結論を下した。
張 [2002] は、中国のマクロデータを使い、1995年から
は中国経済の成長率が低下してきており、この低下は長

付図表：回帰分析で使う変数間の相関係数

(有効データ数：6,945)

	総資産 回転率	総資本営業 利益率	ROE	配当対株主 に分配可能 利益比率	長期投資対 総資産比率	負債比率
総資本営業利益率	0.260**	1				
ROE	0.161**	0.812**	1			
配当対株主に分配可能利益比率	0.096**	0.196**	0.208**	1		
長期投資対総資産比率	-0.108**	-0.097**	-0.017	-0.005	1	
負債比率	0.064**	-0.325**	-0.347**	-0.131**	-0.034**	1
建設中資産対固定資産比率	-0.034**	0.079**	0.090**	0.057**	-0.035**	-0.027*

**：1%水準で有意（両側）；*：5%水準で有意（両側）。

期的な傾向になる可能性が高いと指摘したうえで、この低下は、有効需要の不足よりも粗放型投資による投資収益の悪化に起因すると論じた。

- 19) 翟 [1999] を参照。なお、投資家保護等に関する法制度と経済の長期的な発展の関係については La Porta et al. [1997] と Demircuc-Kunt and Maksimovic [1998]、旧ソ連と東欧の旧社会主義国が市場経済に移行した後の私的所有権と企業の投資行動の関係については Johnson et al. [2002] を参照。
- 20) 資本市場の整備や金融制度の確立といった金融の発展が、企業の生産性、収益性および経済全体の健全で持続可能な成長性にどれだけ重要かは古くから金融論や開発経済学における論争の1つである。Rajan and Zingales [1998] は、金融の発展と経済の発展の因果関係を特定することの難しさを認めためたうえで、金融の発展は、企業のモラル・ハザードや逆選択といった機会主義的な行動を抑制することによって外部金融のコストを小さくすることができるというファイナンス理論の命題を理論的な根拠とし、41カ国のデータを用いて、「金融の発展は起業とイノベーションを促進し、経済の成長に寄与する」という実証分析の結果を導いた。Levine and Zervos [1998] は、47カ国の1976-1993年のマクロデータを利用して、「金融仲介機関と株式市場の発展はともに経済成長、資本の蓄積と生産性に寄与する」という結果を示した。しかしながら、流動性の高い株式市場に関しては流動性のミクロ経済への影響を重視する Shleifer and Vishny [1986]、Bhide [1993] と翟 [2000] が、株式市場の過剰流動性は株主による経営者監視のインセンティブを減退させ、コーポレート・ガバナンスを弱め、したがって資源配分の効率性を低下させる恐れがあるとしている。中国の金融の発展と経済の成長に関しては、談 [1999] は、中国の1993-1998年のマクロ経済の四半期データを使って簡単な回帰分析をした結果、金融仲介機関の発展は経済成長を促進するが、株式市場の規模と流動性は経済成長に寄与しない可能性が高いということを示した。
- 21) 「借金の規律」があまり機能しないとはいえ、元利の返済がハードな制約条件である負債による資金調達に比

べ、返済が不要の株式の発行による資金調達の方がより企業に選好されるであろう。中国企業の強い株式発行による資金調達選好を分析する研究には、黄と張 [2001] および陸と叶 [2004] がある。株式発行による資金調達後、企業がその資金を流動資金や負債の返済に当てたり、財テクに回したりする行動を分析する研究には劉と戴 [2004] がある。

- 22) これに関する詳しい分析は翟 [1999] と Shleifer and Vishny [1997] を参照。

参考文献

中国語と日本語：

- 陳小悦・徐曉東 [2001] 「股權結構、企業績效与投資者利益保護」中国社会科学院『經濟研究』2001年第11期，3-11。
- 韓立岩・蔡紅艷・鄒東 [2002] 「基於面板数据的中國資本配置效率研究」北京大学『經濟学（季刊）』Vol. 1, No. 3, 541-552。
- 黄少安・張崗 [2001] 「中国上市公司股權融資偏好分析」中国社会科学院『經濟研究』2001年第11期，12-20。
- 劉德強 [2002] 「国有企業的經營者：是能力不足還是努力不足—關於鋼鐵工業的實証研究」北京大学『經濟学（季刊）』Vol. 1, No. 2, 419-434。
- 劉少波・戴文慧 [2004] 「我国上市公司募集資金投向變更研究」中国社会科学院『經濟研究』2004年第5期，88-97。
- 陸正飛・叶康涛 [2004] 「中国上市公司股權融資偏

- 好解析」中国社会科学院『経済研究』2004年第4期, 50-59.
- 談儒勇 [1999]「中国金融発展和經濟增長關係の实证研究」中国社会科学院『経済研究』1999年第10期, 53-61.
- 張軍 [2002]「増長, 資本形成与技術選択: 解釈中国經濟增長下降的長期因素」北京大学『経済学(季刊)』Vol. 1, No. 2, 301-338.
- 翟林瑜 [1999]『資本市場と企業金融』多賀出版。
- [2000]「企業資産と株式市場の流動性に対する一考察—流動性の価値とコストについて—」大阪市立大学『経営研究』Vol. 51 No. 1, 39-54.
- 英語:
- Bhide, A. [1993], The Hidden Costs of Stock Market Liquidity, *Journal of Financial Economics* 34, 31-51.
- Demirguc-Kunt, A. and V. Maksimovic [1998], Law, Finance, and Firm Growth, *Journal of Finance* 53, 6, 2107-2137.
- Fama, E. and K. French [1999], The Corporate Cost of Capital and the Return on Corporate Investment, *Journal of Finance*, 54, 6, 1939-1967.
- Harris, M. and A. Raviv [1990], Capital Structure and the Information Role of Debt, *Journal of Finance* 45, 2, 321-349.
- Hart, O. and J. Moore [1995], Debt and Seniority: An Analysis of the Role of Hard Claims in Constraining Management, *American Economic Review* 85, 3, 567-585.
- Jensen, M. [1986], The Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers, *American Economic Review* 76, 2, 323-329.
- Johnson, S., J. McMillan and C. Woodruff [2002], Property Rights and Finance, *American Economic Review* 92, 5, 1335-1356.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer and R. Vishny [1997], Legal Determinants of External Finance, *Journal of Finance* 52, 3, 1131-1150.
- Leland, H. and D. Pyle [1977], Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation, *Journal of Finance* 32, 2, 371-387.
- Levine, R. and S. Zervos [1998], Stock Markets, Banks, and Economic Growth, *American Economic Review* 88, 3, 537-558.
- Rajan, R. and L. Zingales [1998], Financial Dependence and Growth, *American Economic Review* 88, 3, 559-586.
- Ross, S. [1977], The Determination of Financial Structures: the Incentive-signaling Approach, *Bell Journal of Economics* 8, 23-40.
- Shleifer, A. and R. Vishny [1997], A Survey of Corporate Governance, *Journal of Finance* 52, 2, 737-783.
- Stulz, R. [1990], Managerial Discretion and Optimal Financial Policies, *Journal of Financial Economics* 26, 3-27.
- Sun, Q. and W. Tong [2003], China Share Issue Privatization: the Extent of its Success, *Journal of Financial Economics* 70, 183-222.
- Xu, X. and Y. Wang [1999], Ownership Structure and Corporate Governance in Chinese Stock Companies, *China Economic Review* 10, 1, 75-98.
- Zhang, A, Y. Zhang and R. Zhao [2002], Profitability and Productivity of Chinese Industrial Firms: Measurement and Ownership Implications, *China Economic Review* 13, 1, 65-88.
- Zwiebel, J. [1996], Dynamic Capital Structure under Managerial Entrenchment, *American Economic Review* 86, 5, 1197-1215.

(大阪市立大学商学部教授)