

中国国有企業改革における

M & A と法人持ち株

——企業外部統治制度の構築——

平 田 光 弘
李 維 安

1 本稿の課題

外部統治とは、企業となんらかの利害関係を持つ外部主体が経営者をモニター（監視・牽制）することである。そのモニタリング方式としてよく知られているのが、英米型と日独型の企業統治モデルである¹⁾。前者の英米型企業統治モデルは、経営権市場による経営者モニタリングである。ここでは、株主は経営者を直接監視・牽制するのではなく、株式市場における取引を通じて監視・牽制する。手短に言えば、経営者のやり方に不満を抱く株主は株式を売却する。株価が下落すれば、賢明な経営者は株主のメッセージを理解する。それでも経営者が非効率な経営をやめなければ、株価はさらに低下して、買収しやすくなった株式に対して第三者が敵対的な株式公開買い付け（経営者が拒絶しても株主が認める）を行なって株を買収し、その企業を乗っ取ることになる。こうしたシステムを支えているのが、株主への財務データの開示制度であり、また、インサイダー取引法の厳格な適用である。

これに対して、後者の日独型企業統治モデルは、メインバンク²⁾による経営者モニタリングである。ここでは、経営権市場としての株式の流動性は比較的軽く扱われ、それに代わって、メインバンクといわれる銀行を通じて経営者に対する監視・牽制がなされる。株主はその企業の株式の相当部分を所有し、それを長期にわたって持ち続け、経営者と密接かつ長期的な関係を築き上げる。ここでは、銀行や企業が株主になっており、しかも株式を保有

する企業とビジネス面でも密接なつながりを持っていることが少なくない。経営者のプランについて株主が情報を得るのは株式市場への財務データの開示ではなく、そうした経営者との関係を通じてである。こうした点で、日独型企業統治モデルには、①銀行が企業の株式の大きな部分を保有し、同時に企業に多額の資金を貸し付けていること、②企業が互いに株式を持ち合っていること、などの共通性が見られるが、相違点も見出される。日本と異なり、ドイツでは、①株式を公開する会社が比較的少ないこと、②三大銀行(ドイッチェ・バンク、ドレスナー・バンク、コメルツ・バンク)が自らの株式保有や寄託議決権の行使により、強大な力を発揮しうることなどがそうである。

近年、英米型と日独型の企業統治モデルの評価をめぐって論争が行なわれている。わけでも、日本とドイツが戦後に目覚ましい経済成長を遂げた背景には、長期的な経営視点を導くメインバンクが重要な役割を果たしたという主張がある。そこでは、メインバンクによるモニタリングの持つ効率性を強調したうえで、その取引費用の節約機能(Hoshi, Kasnyap and Scharfstein「1990」)、安定機能(中谷「1983」、広田「1989」)、情報創出機能(今井「1992」)などの視点から、検討が行なわれてきた³⁾。一方、英米型の企業統治モデルを支持する側は、日本とドイツの企業が株式の非流動性から損失を被っており、資本を調達するうえで、株式発行ではなく、借り入れに頼らざるを得なくなっていると指摘している。こうした論争はとりわけ日米に集中している。日本の論者は、米国の企業統治システムが非効率で、あまりにも短期的見地に立ちすぎていると批判し、また、米国に存在する活発な経営権市場を非効率な帰結をもたらすシステムであるとみなしている。これに対して、米国の論者は、日本の企業統治システムが、かえって取引を抑制し、経営陣の力だけを增強させてしまうと批判している。

ところで、英米では、経営権市場、とりわけ敵対的買収がコーポレート・ガバナンスを改善する力を持っていると評価されていたが、1990年を境としてさしもの敵対的買収の動きは鎮静化し、株主は経営者に対して別の対抗

手段を見い出すようになった。それは、大手機関投資家が登場したことと関連している。つまり、年金基金をはじめとする機関投資家の役割が重視されてきたのである。一方、日本でも、バブル経済崩壊後の低成長、また、金融の空洞化や自由化などといった激しい環境変化のもとで、従来のメインバンクによるモニタリング機構が疑問視されつつある。

ところが、今日の中国では、こうした企業外部統治メカニズムの構築が重要な課題になっている。株式会社制度の導入によって、自主権の拡大する経営者に対する新たなモニタリング機構が必要とされているからである。すでに中国では、英米型の経営権市場によるモニタリングのみならず、日本型の株式相互持ち合いを基にしたメインバンクによるモニタリングも導入されてきている。しかし、それらの統治システムには長所、短所や制度上の整合性があるので、こうした外部統治システムはどのように吸収的選択されるべきか、また、それらのモニタリング機構はどのような機能を果たすべきかが重要な検討課題になっている。そこで、本稿では、比較企業統治制度論の視点から、中国の国有企業改革における外部統治メカニズムの構築を中心として分析を行ない、その問題点を明らかにするとともに、今後の方向について若干の展望を試みることにしたい。

以下、第2節では、M & Aによる経営権市場の誕生を考察する。第3節では、現段階の法人持ち株の実態とメインバンク機能を検討する。そして、最後に、第4節では、外部統治メカニズムの構築に際して山積する問題の改善策を試論として提示することとしたい。

2 M & A

株式会社制度を導入すれば、その当然の帰結として会社の売買、すなわち企業買収が行なわれるようになる。現に米国や英国では、株式の売買によって会社を売買することが日常のビジネスになっている。これに対して、日本では、敵対的な会社買収はほとんど見られない。それは、安定株主工作によってこうした買収を防止しているからである。中国では、株式取引を内資株

(A株)と外資株(B株)とに分離し、外国投資家の投機資本が敵対的買収に向けられるのを防止する一方⁴⁾、友好的買収を国有企業の一つの改革策として奨励している。

こうした会社買収は、「企業兼併」という形で展開されている。「企業兼併」とは、日本語で企業合併と訳されるが⁵⁾、要するにM & Aのことである。周知のように、日本では企業合併(M)、英米では企業買収(A)がそれぞれ特徴的であるが、中国では、非株式会社の場合には企業合併、株式会社の場合には主に企業買収の形態が採用されるケースが多い。

中国企業によるM & Aは、1994年までの累計で261件、95年6月から同8月までの間で52件になっている。さらに政府は、国有企業再構築のモデルに指定した18都市で95年末までに103社の整理を計画する一方、その3倍弱に当たる283件のM & Aを予定している。こうしたM & Aが急増している背景として、(a)市場経済に要求される生産要素の流動性を高め、また、国有資産の閉鎖性及び固定性との矛盾を解決すること、(b)これまで国有企業の一つの改革策として企業整理が進められてきたが、社会保障が未整理であるため、企業の整理・倒産により大量の失業が生じ大きな社会問題になっていることが挙げられる。

(1) 自動車メーカーのケース 1995年2月23日、中国最大の自動車メーカーである第一自動車集団は、商用車メーカーの金杯自動車を買収した。これは中国第1号の大型国有系上場会社の企業買収である。第一自動車は国が所有する金杯株のうち4.95億株を、総額5.69億元で買い取った。その結果、50%を超えていた国の持ち株比率は7.6%に低下し、第一自動車が筆頭株主(発行済み株式の51%)になった。買収後、金杯は「中国第一自動車金杯」に社名変更した。

上海証券市場に上場した金杯は、11.89億元の資本金で、トヨタ自動車から技術供与を受け、商用車「ハイエース」を手掛けるほか、米ゼネラル・モーターズと小型トラックを合併生産している。年産能力は7万台程度である。金杯は企業改革のモデル企業であったが、91年の段階で経営的に行き詰ま

り、また、GM との合併によるトラック生産は市場を読み誤るなどの誤算が加わり、経営の低迷が続いていた。そこで、金杯は第一自動車グループに入ることで、部品の調達や販売面で同グループから支援を受け、経営の改善を図ることになったのだった。一方、金杯の車種構成は第一自動車にとってもメリットがあり、第一自動車は、小型バスなどで実績がある金杯を傘下に加え、年産 100 万台の総合自動車メーカーを目指すこととしたのである。

この買収は政府の支援を受けた。というのも、政府は自動車産業を振興させるために、乱立気味のメーカーの集約化と規模拡大を目指しているからである。第一自動車から金杯の国家株の株主である瀋陽資産経営会社に支払われる買収資金は、双方の取り決めにより金杯に再投資されることになっている。こうした自動車メーカーの再編の核になるのは、第一自動車のほか、東風自動車、上海自動車工業などである。この傾向は、一つの企業グループが最低でも年産百万台の能力を持つような規模への拡大を促進し、いわゆる中国版「ビッグスリー」を育てる構想に一步近づくものと見られている⁶⁾。

(2) 家電メーカーのケース 中国最大の家電メーカーとして上海と香港の証券市場に上場した海爾集団は、95年9月に洗濯機メーカーである紅星電器会社を買収することを決めた。紅星電器会社は中国で最も早く二槽式洗濯機を生産したメーカーで、95年上半期の生産高は国内第6位であったが、販売網の未整備などから売り上げが低迷し、業績不振が続いていた。業容拡大を急ぐ海爾集団は、紅星電器会社を青島海爾洗濯機株式会社という名称に改め、海爾集団の一員として再出発させようとしている⁷⁾。

(3) 外資買収のケース 最近、外国資本による国有企業を買収も進んでいる⁸⁾。その中では、特に香港の中策投資会社による一連の買収が注目されている。中策は、香港の上場会社で、インドネシアの華僑財閥である金光グループ会長の次男、取締役会長黄鴻年が筆頭株主として30.5%、香港の最大財閥である和黄が10%の株式をそれぞれ所有するほか、日本の伊藤忠商事や米国の大手投資銀行であるモルガン・スタンレー、香港財閥の兆亜の3社がそれぞれ2%ずつ所有する国際資本の持ち株会社である。中策は中国の国有

企業を買収するという「大陸戦略」を決めた後、増資のため香港証券市場で大量の新株を発行したほか、香港で所有する大部分の物件も売り出した。この巨大国際資本は、92年5月に初めて国有企業太原ゴム工場を買収してから、同9月には10億円で福建省泉州市の41社の国有企業、そして93年5月には20億円で大連市の101社もの国有企業をそれぞれ手中に収めた⁹⁾。現在も続いているこうした一連の大規模な買収、いわゆる「中策現象」は、研究者達の関心を引きつけている¹⁰⁾。

「中策現象」と呼ばれるこの買収には、以下のような特徴がある。まず、第一の特徴は、国際金融資本によって、例外なく被買収企業の資産の51%以上を取得していることである。中策による買収の資金は、主にインドネシアの金光グループが保証する海外金融機関からの借り入れである。こうした国際金融資本が数百社に対して企業買収を行なったケースを見れば、中策はすべて51%以上の株式を取得したうえで、被買収企業を中策の子会社にし、中策の会長黄鴻年がそれぞれの子会社の取締役会長に就任する。このようにして黄がリーダーを務める「中策の企業王国」は、中国大陸で急速に立ち上がっている。第二の特徴は、買収した企業を「合併」の形で運営することである。中策は、買収した数百社の企業を、すべて38社の新設の「中外合併企業」に変更した。こうした買収は、中国では、政府の国有企業の改革政策に合わせるため、国有企業の「接木」といわれている。つまり、被買収によって、国有系企業に市場経済の経営システムを「接木」するわけである¹¹⁾。実際に「接木」されたほとんどの国有系企業は、経営システムの転換と設備の更新によって経営状況が改善されている。その中でも、特に杭州ゴム工場は、買収された1993年、利潤が前年より4倍に増えた。第三の特徴は、中策が、買収した企業の元従業員の再就職や退職者への年金支給などに対して責任を負っていることである。

以上に見た企業買収ケースにおいては、買収された企業の経営者が解任、降格あるいは転職させられてしまっており、この意味で、従来の官僚型の「万年経営者」に対する市場によるモニタリング機構が誕生しつつあるとい

ってよい。

3 法人持ち株

(1) 法人所有権の確立

法人持ち株の展開の前提条件は、法人所有権を確立することである。これは、市場経済先進国では当たり前のことであるが、市場経済への移行国では新たな企業統治システムを構築するための一つの重要な過程とされている。中国におけるこうした法人所有権の確立には、二つの意味がある。一つは、「財産の最終所有権」(株主権)あるいは「出資者所有権」に対する「法人所有権」を認めるという意味であり、もう一つは、他の法人に対する持ち株等の法人所有権を展開するという意味である。

まず、最初の意味の法人所有権の確立は、国有企業の自立性あるいは独立性の条件をなし、これによって、国の所有権と経営権の分離を実現することが可能になると考えられる。現代会社制度の出現は、財産関係を二つの権利に分裂させる。一つは「財産の最終所有権」(株主権)であり、もう一つは「法人所有権」である。こうした分裂によって、所有権の主体は、前者の「始めの出資者」と「法人」という二つの対等な法律主体になる。出資者は株式を所有しており、資産収益権や経営者の選任や重要な意思決定に参加するという権利を持っている。ここで明らかに変化したことは、出資者が法人財産について直接支配できないということであり、結果として、出資者と経営活動の運営とが分離されている。法人は法律によって法人財産の占有、使用、収益及び処分権を与えられ、独立の財産に対して自立的な経営活動の責任を負う主体になる。法人所有権制度の確立は、従来の単一的な法律主体が分化して「出資者所有権」と「法人所有権」の二つの法律主体を生み出したのである。こうした制度的措置によって、市場主体の独立性の要求を満足させることが可能になり、その意義は極めて大きいと考えられる。この分裂の結果、所有者・経営者・従業員等の諸利害関係者間にバランスのとれた内部統治制度を構築することが可能になるのである。

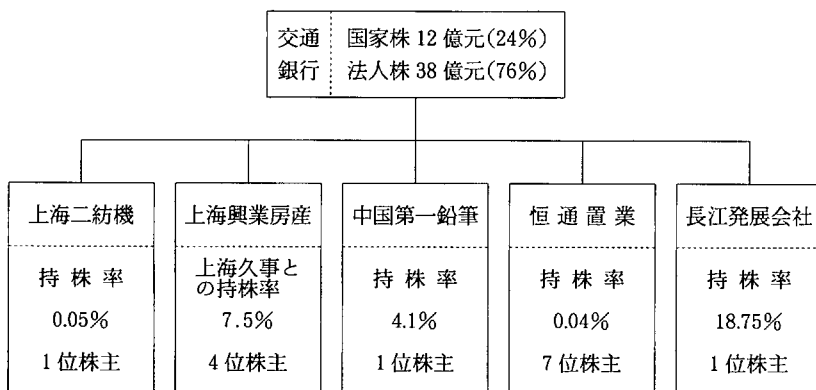
これに対して、二つ目の意味の法人所有権は、上述の意味の法人所有権の展開である。それは、脱国有の株式安定構造、脱官僚の経営者に対するモニタリング、企業組織のネットワークなどの形成を通じて、外部統治制度の構築にとって極めて重要なものになる。以下において、こうした法人所有権に基づく法人持ち株を中心として考察してみよう。

(2) 法人持ち株

中国では、法人には自社株の取得のみならず、他の法人に対する持ち株等の法人所有権も認められてきた。これによって、一般の大手企業を持ち株会社化したことは「現代企業制度」の構築の重要な内容とされている。各地方の法人持ち株に関する「実験」に基づいて、1995 年から全国の大型国有企業 100 社について、現代企業制度の導入を目的とする持ち株会社制度の「実験」が実施されている。1996 年 3 月現在、この 100 社の「実験」会社は、100% の持ち株子会社 584 社、50% 以上の持ち株子会社 437 社、部分的な持ち株関係会社 619 社、をそれぞれ有している¹²⁾。

こうした法人持ち株は、以下のような形で展開されている。第 1 は、金融法人の持ち株会社である。その一例として交通銀行の持ち株事例を考察してみよう。交通銀行は株式会社形態で設立された中国初の銀行である。1991 年末現在の資本金は 50 億元で、その内訳は国有株が 12 億元、226 社の金融法人持ち株が 24 億元、1,554 社の事業法人持ち株が 14 億元になっている。交通銀行は本業の業務を拡大するとともに、その巨大な資金力などによって製造業、不動産業、経済開発業などの企業に対して株式保有を展開している。図 1 に示すように、こうした株式保有によって、交通銀行は、製造業では上海第二紡績会社の第 1 位株主、中国第一鉛筆会社の第 1 位株主、不動産業では上海興業房産会社の第 4 位株主、恒通置業会社の第 7 位株主、経済開発業では長江発展会社の第 1 位株主、にそれぞれなっている。このようにして交通銀行は、各種産業の企業に対する支配力を強化するとともに、持ち株先の企業に対して「メインバンクの機能」をも遂行し始めてきている。

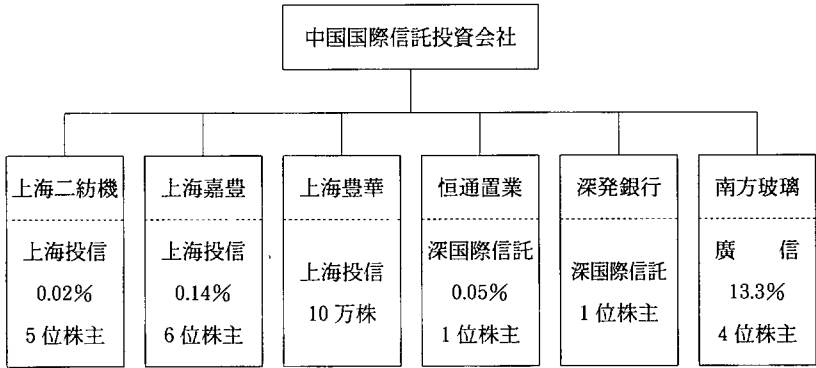
図 1 金融法人のケース：交通銀行の持ち株状況



出所：『証券週刊』（1992年4月6日～1992年11月1日）より作成。

ところが、その後、94年7月に施行された中国の統一会社法は、従来の地方の規定と異なって、英米におけるような銀行の持ち株による企業支配は排除されるべきであるという考え方に基づいて、銀行の企業に対する持ち株を禁止する規制策を採用してきた。こうした転換によって、二つの問題が生じてきた。一つは、上述のような現有の銀行の法人持ち株をどのように処理するかの問題であり、もう一つは、企業グループの中でメインバンク機能という統治メカニズムをどのようにするかの問題である。実際には、前者の問題に対する処理策はまだ出されていないが、後者の問題に対しては、目下、グループ企業間の融資などの需要に応じるために、グループ内の融資などの機能を果たす「財務会社」が次々に設立されている。1996年4月現在、「財務会社」の数は65社に達している¹³⁾。こうした「財務会社」の業務は、企業グループ内部で資金を融通することであり、それには新投資資金も含まれている。また、資金調達手段を拡大するために、中央銀行である中国人民銀行の認可を得て債券と株式を発行することもでき、メインバンクの融資機能を果たしているのである。しかしながら、メインバンクのモニタリングなどの機能をどのように果たすべきかということは、なお残された課題になっている。

図2 機関法人のケース：投資信託会社の持ち株状況

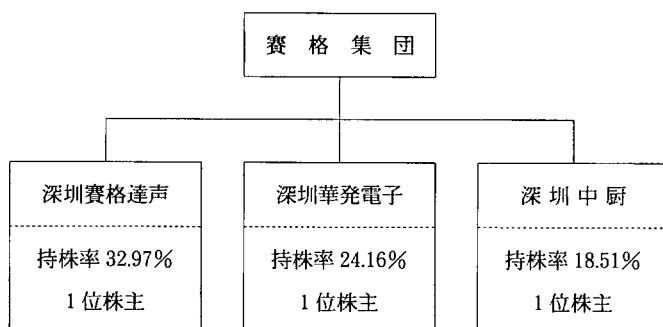


出所：『証券週刊』（1992年4月6日～1992年11月1日）より作成。

第2は、機関法人の持ち株である。その一例として中国国際信託投資会社(CITIC)を取り上げてみよう。1979年に創設されたCITICは、借入れや債券発行による外国からの資金調達と、その資金の国内への投資・貸付を主要な業務とし、それらに付随する様々な業務も含めて、活動を開始した。実際に、1982年以降、香港、東京、ロンドンなどで次々に債券を発行し、資金を調達していった。調達した資金は、北京でのオフィス・ビルの建設、中国での有望な事業への出資や外国企業との合弁会社の設立、さらに香港での株式や不動産の購入などに主として投下された¹⁴⁾。また、国内での持ち株は、図2に示すように、製造業メーカーから銀行、不動産会社にまで及んでいる。こうした持ち株の特徴は、CITICの他の資金運用の場合と同様に、収益権の追求にある。

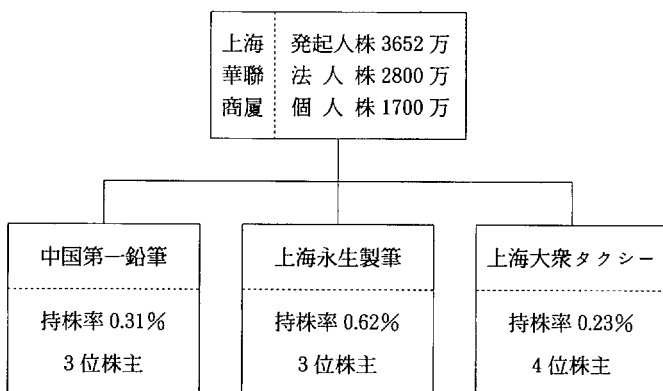
第3は、事業法人の持ち株である。まず、図3に示すような製造業メーカー「賽格集団」の持ち株をみると、深圳賽格達声会社と深圳華発電子会社と深圳中厨会社の3社に対する持ち株は、いずれも第1位株主の座を占めている。これによって、この事業法人は企業支配を主目的として株式を取得していることが明らかになる。つぎに、商業法人の持ち株の一例として上海華聯商厦を取り上げてみよう。図4に示すように、上海華聯商厦は中国第一鉛筆会社と上海永生製筆会社と上海大衆タクシー会社に対して、0.31%、0.62%、

図 3 製造業メーカーのケース：賽格集団の持ち株状況



出所：『深圳証券市場年報（1996）』（海天出版社，1996年）より作成。

図 4 商業法人のケース：上海華聯商厦の持ち株状況



出所：『証券週刊』（1992年4月6日～1992年11月1日）より作成。

0.23%の株式をそれぞれ保有している。こうした持ち株の動機は、主に取引関係の強化と経営の多角化にあると考えられる。

最後は、外国系の「傘型（公司）」である。これは欧米の現地持ち株会社（地域本社）に当たるもので、これにより、中国国内での原材料のまとめ買いや製品の一括流通などができるようになる。例えば、日系の傘型企业には、①日本の本社が100%出資する、②「中国本社」の機能をもつ、③中国企業と直接取り引きする、④傘下企業間で外貨と人民元の交換が可能になる、などの特徴がある。さらに新規に合併会社を設立する際には、地域本社からの

表1 日系の持ち株会社

出資企業(出資比率:%)	現地法人名(所在地)	設立期	資本金 (US \$)
アルプス電気(100)	Alps (China) Co.Ltd. (北京)	95. 6	3000万
いすゞ自動車(100)	五十鈴(中国)投資(有)(北京)	95.11	3500
伊藤忠商事(100)	伊藤忠(中国)集団(有)(北京)	93. 9	3000
NEC(100)	NEC(中国)公司(北京)	96予定	3000
オムロン(100)	欧姆龍(中国)(有)(北京)	94. 5	1070
三洋電機(100)	三洋電機(中国)(有)(北京)	95. 3	3000
住友商事(100)	住友商事(中国)(有)(北京)	95. 9	3000
秩父小野田(100)	秩父小野田(中国)投資(有)(北京)	96. 1	3000
東芝(100)	東芝(中国)(有)(北京)	95. 7	2000
TOTO(100)	東陶機器(中国)(有)(北京)	95.11	3000
富士(50)			
グンゼ産業(30)	中国金虎国際投資(有)(北京)	94. 1	400
現-中信興業信託投資公司(20)			
ニチメン(100)	日綿(中国)(有)(北京)	95.12	3000
丸紅(100)	丸紅(中国)(有)(上海)	95.10	3000
三菱商事(100)	商菱(中国)投資(有)(上海)	95. 4	3000
ヤオハンジャパン(30)			
現-Yaohan International Holdings(70)	八佰伴(上海)(有)(上海)	96. 1	1000
ワダカン食品工業(100)	和田寛(中国)投資公司(北京)	96. 5	3000

出所: 東洋経済新報社 『中国・香港・台湾進出企業総覧'97』

(週刊東洋経済臨時増刊 第5380号) 1996年10月。

投資は外国からの投資とみなされ、その投資額が資本金の25%以上ならば、合併会社は外資企業としての優遇措置を受けられる、などの利点加わる。

例えば、三菱商事の場合(表1参照)、その傘型企業「商菱(中国)投資有限公司」の授権資本は3,000万米ドルで、三菱商事が100%出資している。この傘型企業は、「中国本社」の機能を持ち、中国国内の事業会社を傘下に収めるほか、設立予定のものを含めて、上海、天津、広州、大連の各都市に設置する地域法人をも統括する。商菱に与えられた営業期限は50年間である。商菱による事業会社間の外貨調整も認められ、三菱商事の中国グループ全体として、保有する人民元と外貨の適正バランスがとれるようになる。三

菱商事は、1995年6月現在、すでに中国に57の出資先企業を持つ。既存の事業会社については、一部を商菱からの出資に切り換え、今後設立する事業会社については、基本的に商菱の出資とする方針である¹⁵⁾。また、他の総合商社、伊藤忠商事、丸紅、住友商事も、それぞれの合併会社を統轄する持ち株会社をすでに設立した¹⁶⁾。

オムロンも、1994年5月、中国国内における事業を統括する地域本社を設立した。オムロンは米州、欧州、アジア・太平洋の三極体制をとり、それぞれシカゴ、アムステルダム、シンガポールに地域本社を置いているが、中国におけるその設立は将来、香港、台湾を含む地域を独立させた四極体制にする方針を示したものである。新たな地域本社「オムロン（中国）有限公司」の資本金は1,070万米ドルである。94年5月現在、オムロンは中国国内に五つの現地法人（生産工場、駐在員事務所などを含めて全部で11拠点）を持っており、地域本社がこれを収益管理、顧客サービス、人材育成などの面から統括している¹⁷⁾。

以上の検討から明らかであるように、現段階の中国における法人持ち株の実態は、主に垂直的（単一方向的）な法人持ち株、いわゆる持ち株会社の形態に集中しており、株式の相互持ち合いという形態の法人持ち株ははまだ展開されていない。

4 外部統治制度の構築

以上考察してきたように、中国では、株式取引を内資株（A株）と外資株（B株）に分離することにより、外国投資家の投機資本が敵対的買収に向けられるのを防止する一方、友好的買収を国有企業の一つの改革策として奨励している。買収された企業の経営者が解任、降格あるいは転職させられてしまうという意味で、従来の官僚型の「万年経営者」に対する市場によるモニタリング機構も誕生しつつある。

それと同時に、計画経済の企業統治制度から市場経済の企業統治制度への一番の近道は、法人持ち株による統治システムの構築であると考えられてい

る。こうした法人持ち株の改革は、公有株を年金基金、保険会社、開発基金、金融組織及び企業に分散させ、株式の自由な譲渡を実施し、脱官僚化の経営者に資産の運営を委ねることにある。その第1段階としては、国有資産を政府の国有資産管理部門から分離し、第2段階としては、政府と株式保有者の役割を徹底的に分離し、さらに非政府法人と個人に株式公開し、持ち株の分散化を図ることが必要である。

こうした法人持ち株の構造は、従来の国有統治システムから離脱し、持ち株会社のようなタテの関係と、法人相互持ち合いのようなヨコの関係との有効利用を可能にすると考えられる。持ち株会社については、現段階ではまず、国有資産運営会社のような純粋持ち株会社を設立・運営することが緊要である。つまり、国有資産の運営を行政部門から離脱させる最初の道として、こうした国有資産運営会社に所有者の機能を行使させ、損益を自己負担させることである。

さらに、法人相互持ち合いの展開は、国有行政的な統治システムから離脱する次のステップになる。支配権の相互持ち合いによって、経営者の独立性が維持されるとともに、自主権を有する経営者に対する相互モニタリングも機能しうる。したがって、経営者の短期的志向の問題を改善することも横断的企業組織と情報ネットワークを構築することも可能になると考えられる。前にも触れたように、現段階の中国における法人持ち株の実態は、主に垂直的(単一方向的)な法人持ち株、いわゆる持ち株会社の形態に集中しており、株式の相互持ち合いという形態の法人持ち株がまだまだ展開されていないために、こうした法人相互持ち合いの展開が緊要な課題になっている。その中でも、目下の急務として、メインバンクの機能を育成するためには、少なくとも現有の「財務会社」とグループ企業間の相互持ち合いを認めて、「財務会社」にメインバンクの機能を持たせるべきであると考えている。

ところで、外部統治制度の構築にとっては、こうした株式の法人相互持ち合いの展開は、上述した脱官僚化の経営者に対するモニタリングという点で重要であるのみならず、株式安定構造を達成していくうえでも極めて重要で

ある。すなわち、①脱国有の株式安定構造を構築するための大量の国有株の放出による株価の崩壊の防止策¹⁸⁾、②安定株主の育成、③株式市場の投機化及び投機的な企業買収に対する防衛策、などがそれである。

安定形態としての株式の法人相互持ち合いによる「多数対一」のモニタリング・システムは、従来の持ち株会社の「一对多数」というモニタリング・システムと異なっている。こうした法人の相互持ち合いによる株式の安定化は、敵対的企業買収の防止策や相互モニタリングなどとして極めて有効であるが、浮動株を減少させ、株式需給逼迫や経営権市場の形骸化などを引き起こす大きな要因でもある。だが、ここで重要な点は、それが適度な安定状態にあれば、前者の機能がより拡大され、逆に過剰な安定状態にあれば、後者の機能がより拡大されるということである。これが、株式の安定化それ自体が戦後日本の経済成長の成功と今日のバブル崩壊後の経済低迷のいずれにも関わる大きな要因になっている理由である。

したがって、日本では、焦点は相互持ち合いの過剰な安定を取り除くことである。相互持ち合いが依然強力である場合には、企業買収などの経営権市場が機能する余地がないため、自社株取得のみならず、持ち株会社の形態も十全には展開できないであろう。こうした経緯を踏まえて、中国における外部企業統治システムの構築に当たっては、法人相互持ち合い、持ち株会社、自社株取得などの選択肢が共存できる適当な環境をつくるのが重要であると考えられる。

1) この点については、例えば、ミルシュタイン (1994) 18-23 頁、吉川 (1992) 21-25 頁、Kerster (1993) 60-70 頁、Wymeersch (1993) pp. 1-23、を参照されたい。

2) 寺西によれば、メインバンクという用語は和製英語である。ドイツにも Hausbank という用語があるという事実は、メインバンクの生成を考えるにあたって一つの手がかりとなる。ドイツでは、銀行は、日本の戦後と同じく、商業銀行としてよりも産業銀行として長期設備資金を供給する役割を担ってきたからである。寺西 (1993) 67 頁を参照されたい。

- 3) メインバンク・モニタリング機能に関するサーベイについては、詳しくは、堀内・随(1992)、寺西(1993)64-67頁、を参照されたい。
- 4) この点については、詳しくは、李(1995)、平田・李(1996a)915-919頁、を参照されたい。
- 5) 『日本経済新聞』1995年9月8日付を参照されたい。
- 6) この点については、田島・袁(1995)、周保華(1995)、『人民日報(海外版)』1995年2月24日付、『日本経済新聞』1995年2月23日付を参照されたい。
- 7) 詳しくは、総合開発研究院(1996)を参照されたい。
- 8) 1995年1月、マルハは、中国の国有企業である舟山第二海洋漁業会社を買収した。これは、日本企業による中国国有企業の買収の第1号であった。マルハは、舟山第二海洋漁業会社と共同で、舟山興業有限公司を設立した。マルハは、資本金の70%を拠出し、同会社の設備や営業をすべて受け継いだため、実質的にはマルハによる買収となった。30%を出資した舟山第二海洋漁業会社は廃業した(『産経新聞』1995年1月28日付)。
- 9) 胡舒立(1994)を参照されたい。
- 10) 常(1995)397-399頁を参照されたい。
- 11) 中国では、実際の買収が「接木」といわれる原因は、外資による「買収」のイメージが良くないからであるとも指摘されている。
- 12) 『人民日報(海外版)』1996年3月30日付を参照されたい。
- 13) 『人民日報(海外版)』1996年4月3日付を参照されたい。
- 14) 詳しくは、井上(1994)342-348頁を参照されたい。
- 15) 『日経産業新聞』1995年6月11日付を参照されたい。
- 16) 詳しくは、『朝日新聞』1995年8月5日付、8月26日付を参照されたい。
- 17) 『日本経済新聞』1994年5月31日付を参照されたい。
- 18) 中国では、国有企業の数が多いので、その中の数百の巨大企業の国有株を部分的に放出しても、巨大な供給量となり、現在規模がまだ大きくない株式市場では処理しきれず、市場の崩壊を招来する恐れがある。しかし、もし上場される国有株に対して法人相互持ち合いという安定対策をとれば、こうした問題をある程度解決することができると考えられる。法人相互持ち合いのメカニズムは「資本節約効果」を果たすからである。戦後、日本の財閥解体による大量の株式放出が部分的に法人相互持ち合いの形で吸収された経験は参考になると考えられる。

参考文献

日本語文献

- 青木昌彦 (1992) 「システムとしての日本企業」『季刊理論経済学』第 43 巻第 5 号。
- 青木昌彦 (1993) 「日米の企業統治構造は収斂するか」(平木多賀人編『日本の金融市場とコーポレート・ガバナンス』中央経済社, 第 II 章)。
- 今井賢一 (1992) 『資本主義のシステム間競争』筑摩書房。
- 井上隆一郎 (1994) 『アジアの財閥と企業』日本経済新聞社。
- 植竹晃久 (1995) 「株式所有構造」(高橋俊夫編『コーポレート・ガバナンス—日本とドイツの企業システム—』中央経済社, 第 2 章)。
- 岡崎哲二 (1993) 「企業システム」(岡崎哲二・奥野正寛編『現代日本経済システムの源流』日本経済新聞社, 第 4 章)。
- 奥村 宏 (1995) 「‘所有’とは何か—中国の株式会社が問いかけているもの—」『世界』9 月号。
- W.C. Kerster (1993) 「日本の企業統治 (効率発生源説対取引抑制源説)」(平木多賀人編『日本の金融市場とコーポレート・ガバナンス』中央経済社, 第 V 章)。
- 古賀茂明 (1996) 「持株会社解禁は独禁政策定着の証し」『月刊資本市場』2 月号。
- 呉 徳烈 (1996) 「中国国有企業改革の現状と展望」『中国経済』8 月号。
- 田島俊雄・袁 鋼明 (1995) 「中国自動車産業の再編—金杯汽車股份有限公司の選択—」『中国研究月報』3 月号。
- 寺西重郎 (1993) 「メインバンク・システム」(岡崎哲二・奥野正寛編『現代日本経済システムの源流』日本経済新聞社, 第 3 章)。
- 董 迎・豊島 忠 (1995) 「中日企業集団化の比較」(愛知学泉大学経営研究所・中国国家経済体制改革委員会経済体制管理研究所編『中国の企業改革—日中共同研究—』税務経理協会, 第 6 章)。
- 中谷 巖 (1983) 「企業集団の経済的意味と銀行の役割」『金融経済』10 月号。
- 日本証券経済研究所編 (1995) 『中国の株式会社制度と証券市場の生成』日本証券経済研究所。
- 平田光弘・李 維安 (1996a) 「中国の市場経済移行におけるコーポレート・ガバナンス」『一橋論叢』第 115 巻第 5 号。
- 平田光弘・李 維安 (1996b) 「中国・市場経済移行期の企業統治制度—中国の改革モデルを中心として」『世界経済評論』第 40 巻第 5 号。
- 広田真一 (1989) 「日本におけるメインバンクの保険提供機能について: 実証的分析」『経済学論叢』(同志社大学), 第 41 巻第 3 号。

藤本 昭(1996)「国有資産管理体制の改革」『中国経済』11月号。

堀内昭義・随 清遠(1992)「メインバンク関係の経済分析：展望」東京大学経済学部ディスカッションペーパー, 92-J-1.

李 維安(1995)「中国における株式会社化に関する一考察—A・B株の一本化を中心として—」『三田商学研究』第38巻第2号。

英語文献

A. A. Alchian, and Demsetz, H. (1972) "Production, Information Costs, and Economic Organization", *American Economic Review*, Vol. 62, No. 5, pp. 777-795.

M. Aoki, and Kim, H. (eds.) (1995) *Corporate Governance in Transitional Economies*, Washington.

J. Charkham (1994) *Keeping Good Company, A study of corporate governance in five countries*, Oxford.

T. Hoshi, Kashyap, A., and Scharfstein, D. (1990) "The Role of Banks in Reducing the Costs of Financial Distress in Japan", *Journal of Financial Economics*, Vol. 27, No. 1, pp. 67-88.

E. Malinvaud (1967) "Decentralized Procedures for Planning", *Activity Analysis in the Theory of Growth and Planning*, edited by E. Malinvaud and M. O. L. Bacharach.

P. Milgrom, and Roberts, J. (1992) *Economics, Organization, and Management*, Prentice Hall.

J. Pound (1995) "The Promise of the Governed Corporation", *Harvard Business Review*, March-April, pp. 89-98.

O. K. Tam (1995) "Corporate Governance in China's Listed Companies", *Corporate Governance*, Vol. 3, No. 1, January, pp. 21-29.

O. Williamson (1975) *Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications*, New York (浅沼万里・岩崎晃訳『市場と企業組織』日本評論社, 1980年).

中国語文献

胡 舒立(1994)「中策現象沈思録」『改革』第3期。

吳 敬璉等(1993)『大中型企業改革：建立現代企業制度』天津人民出版社。

國務院研究室工交組等(1994)「中国企業家総合調査報告」『企業家大参考』創刊号。

周 保華(1995)「从‘沈陽金杯’到‘一汽金杯’」『瞭望』第21期。

- 深圳市証券管理弁公室等編 (1996)『深圳証券市場年報 (1996)』海天出版社.
- 世界銀行經濟考察団 (1985)「中国：長期發展の問題和方案 (提要)」『經濟日報』
11月8日付.
- 総合開発研究院 (1996)『上市公司購併与中国証券市場健康發展研討会論文与
資料匯編』総合開発研究院 (中国・深圳), 深圳經濟特区發展 (集团) 公司.
- 中国企業家調査系統 (1994)「对中国股份制企業發展的調查分析 (企業家問卷
調査報告)」『管理世界』4月.
- 中国証券業協會編 (1994)『中国証券市場年報 (1994)』中国金融出版社.
- 李 維安 (1995)『股份制的安定性研究』陝西人民出版社.
- 劉 国光 (1991)「中国国有制經濟改革的探索」『中国經濟体制改革』8月号.

(一橋大学教授)

(南開大学教授・日本學術振興会外国人特別研究員)