

## 論文の内容の要旨

### 論文題目

Empirical Essays on Emergence of Economic Transaction Mechanism: Case of Trade Credit in China (経済取引メカニズム形成に関する実証研究：中国の企業間信用の事例)

氏名 渡邊 真理子 (わたなべ まりこ)

本研究は、経済取引を支える統治メカニズムの実態を把握し、実証的に分析したものである。

企業が行う取引のうち、商品の購入とその代金の支払いは、もともと基礎的な経済行為である。そして、商品の購入と代金の支払いの時点をずらすことで、企業間で与信という金融取引も発生させることができる。この代金の支払いを履行させるメカニズムが十分に機能することで、経済取引を効率化し、経済成長を促す、と考えられる。そして、この経済取引を安定的にするメカニズムを理解することは、開発途上国、移行経済国の経済成長を可能にする要因のひとつを理解することにもつながる。

中国では、1978年に計画経済から市場経済への転換をスタートさせた際に、この企業間取引を統治するメカニズムが一度完全に崩壊した。この結果、1980年代の末には、企業は商品を販売しても代金を回収できず、資金繰りが滞ったために生産活動が停止し、経済活動全体も停滞するという事態にまで陥った。1990年代から2000年にかけて、中国をはじめとする移行経済国の全てで、代金の回収をめぐる混乱が発生していた。筆者は、当時市場経済の移行プロセスの実態を調査する中でこの混乱した事態を中国各地で目にし、その後当事者がどのように対応していくのかを観察することができた。この経験が筆者の本研究を始める動機となり、本研究の分析の対象となった。その後、観察を続ける中で、通常の発展途上国、先進国では目にすることのできない、統治メカニズムが再構築されるプロセスを、自分が観察していたを感じるようになっていた。

経済学の分野でもこうした現象に注目した研究が現れてきた。先行文献をみると、まずこの企業間取引を統治するメカニズムの実態を把握しよう、という実証研究が多く行われた。McMillan and Woodruff(1999)は、同じく移行経済であるベトナムで、新規参入者である民営企業が取引をどのように統治しようとしていたのかをサーベイを行い分析している。Johnson, McMillan and Woodruff(2002)は、ロシアおよび東欧の移行経済国を対象にサーベイを行い、経済取引の統治 (governance)、執行 (enforcement) において、通常理論分析が履行者として想定している裁判所がはたして機能をしているのかを確認している。こうした

実証分析に刺激を受け、理論分析も多く現れた。Dixit(2003a)(2003b)(2009)などの一連の理論分析では、契約の執行、取引の統治が当事者間のインセンティブの設計で機能する範囲は狭く、第三者や制度によって取引の安全が担保されると、経済取引の全体の規模が拡大することを論証している。

中国では、1990年代の半ばに政府は関連法規など制度を導入したものの、企業間取引が混乱する事態は、その後2000年頃までほぼ20年にわたって続いていた。結局のところ、法制度の導入だけでは十分に機能せず、企業間で取引メカニズムを再構築していくことで初めて、代金の支払いの履行がスムーズに行われるようになったのである。筆者は、テレビやエアコンを生産する家電企業において、この代金回収リスクという問題にどのように対応したのか、について、聞き取り調査を行った。そこで筆者が目にしたのは、多くのメーカーが代金回収リスクを回避するために、さまざまな流通のしくみを考えだし、よりよい取引メカニズムの構築を目指して試行錯誤を重ねる姿であった。本研究の論文(1)は、代金回収リスクの回避のために企業が取った戦略をモデル化し、それぞれの戦略が競争した結果、市場にどのような均衡が現れるかを観察したものである。として観察できた4つタイプの戦略が競争した結果、代金回収率の引き上げと販売数量の拡大へのインセンティブを組み合わせた流通契約が、同時に最も安い小売価格を達成し、市場での競争の結果生き残るものであることを確認した。代金回収のリスクという問題に関しては、法制度整備よりも、企業が多様な戦略を立てて競争することで、社会厚生も含めて最適な状態が生み出されたことが確認された。

企業間の交渉で決定される企業間信用が、法などの制度の影響を受けにくいという、という性質は、株式市場における上場企業の規律をやぶる手段となっていた。企業統治制度は、経営者のインセンティブを適切にコントロールすることで(外部)投資家の利益を守ることを目指している。この企業への規律づけの抜け穴として、経営者や支配株主が資源を私的に流用する手段として使われた。本来一株一議決権の株式のみが存在する場合、支配株主の意志決定は少数株主へも利益を公平に分配する効果をもつため、支配株主による私的利益の流用は起こらないと考えられている。しかし、議決権がないもしくは制限された株式と一株一議決権の株式が併存している(dual class share)、持ち株会社が何重にも垂直投資して上場会社を支配している(pyramiding)などの構造が存在している場合、支配株主が少数株主の利益を侵害することが可能になることが指摘されている。中国においては、この異質な株式の併存とピラミッド化の両方が起きていた。会社法上は一株一議決権のみが認められているが、市場経済への移行過程の経過措置として、流通を認められるが事実上非常に小さな割合での保有しか認められず、議決権のない株とブロックでの保有が認められる議決権が併存する状態が、2006年の株式制度改革まで続いていた。また、上場企業の多くがピラミッド構造を持っており、上場企業全体の8割の企業の最終的な支配株主が中央・地方の政府であり、「国有上場企業」となっている。こうした上場企業の支配株主が、子会社である上場企業の資源を利用するときには、すべて情報を開示せねばならず、

通常の配当支払いは公平に行わなければならない。しかし、企業間信用を用いて、支配株主が上場企業の資源を私的に流用することも可能であった。上場企業から関連会社への企業間信用、売掛金の残高を拡大させ、持ち株会社が私的な資源流用の支払いを行うかたちにする。この流用が起きている場合には、この売掛金の残高が過大に増え、過剰投資を行っていることになる。本研究の論文(2)では、中国の上場企業のデータを用い、以上の関係が存在するのかを検証する実証分析をおこなった。ここでは、次のような結果が確認された。まず、①支配株主が中央・地方の政府の場合、この売掛金の残高をふくらませて過剰投資を行っている企業は存在している。②この支配株主である政府と、中央と具体的な地方の別を特定して推計した場合、特定の地方政府の参加の上場企業で過剰投資が見られた。③支配株主が個人などの民営企業の場合、過剰投資は見られなかった。制度改正によって異質な株式の併存状態は解消されたものの、以上の分析からピラミッド化した企業統治制度のもと、企業間信用を通じた資源の流用が確認されており、株式市場のゆがみは完全に解消されたとはいえない。

本研究の論文(3)は、そもそも企業間の取引において、どのような条件のもとで企業間信用が提供されるのか、他のメカニズムとの関係はどうなっているのかを分析することを目指した。McMillan and Woodruff(1999)などの先行研究は、企業の売掛金の残高などを企業間信用と定義し、分析を行っている。しかし、これは取引そのものの構造を明らかにしていない。このため、筆者たちは、企業がおこなっている取引のうち、特定のものに関して、販売額、与信額、その他取引相手の属性などを記述してもらう形のサーベイを行った。法律など制度による代金回収の履行に問題のある中国では、各地の政府の権限の行使のような恣意的な履行強制力がより有効である、と考えられていた。そのため、地方政府の履行強制力の効果を確かめるために、企業に記述してもらう取引を①自社と同じ行政区域内に位置する企業との取引、②自社とは異なる行政区域に位置する企業との取引の2つを選び記述してもらった。これにより、地方政府による履行強制力の違いが把握できる、と考えたためである。このデータを分析した結果、次のような事実が確認できた。①代金の回収確率を左右する要因として、次の傾向が確認できた。異なる行政区分にある取引先からの回収確率は低い、所有は民営企業の回収確率は高い、政府との関係が強い、たとえば政府で働いていた人間を社長に迎えた企業の回収確率は高い、取り扱われる財に独占力がある、競争相手が少ない場合には回収確率が高い、などである。政府との関係は、企業間取引の統治を効率的にするプラスの要因として機能していた。移行プロセスの中で政府の機能が麻痺してしまったロシアなどとは異なり、政府による履行強制力が機能していたことが、取引が混乱しながらも中国の経済が成長することを可能にしたといえる。②ある取引で企業間信用が提供される比率が高くなるのは、買い手の手持ち資金などの流動性に余裕がある、売り手の回収確率が高いときである。③この売り手の回収確率の高さは、その他の取引も拡大させる外部性を持っている。④買い手の手持ち資金、売り手の回収確率の高さはともに、企業間信用の比率、企業間の取引の規模を拡大させる関係にある。つま

り、経済全体から見た場合、現金の残高と代金回収の履行確率は代替的な関係にある。このため、代金回収に関するメカニズムが混乱していた移行経済では現金の需要が大きく、十分な現金の供給が行われれば、代金回収メカニズムが混乱していたとしても、経済活動の拡大が可能であったことがわかった。