

## 第5章 国有企業民営化のゆくえ 「社会主義市場経済」後の展望

著者	今井 健一
権利	Copyrights 日本貿易振興機構（ジェトロ）アジア経済研究所 / Institute of Developing Economies, Japan External Trade Organization (IDE-JETRO) <a href="http://www.ide.go.jp">http://www.ide.go.jp</a>
シリーズタイトル	アジ研トピックリポート[緊急レポート]
シリーズ番号	48
雑誌名	中国新指導部の船出 第十六回党大会の成果と展望
ページ	69-87
発行年	2003
出版者	日本貿易振興会アジア経済研究所
URL	<a href="http://hdl.handle.net/2344/00009384">http://hdl.handle.net/2344/00009384</a>

## 第5章

# 国有企業民営化のゆくえ

## 「社会主義市場経済」後の展望

### はじめに

社会主義の定義とは何だろうか。「生産手段としての資本（全部または主要部分）が国家の所有に帰する体制」というのが、常識的な理解だろう。だが中国は、「発展こそすべてに優先する（発展こそ硬道理）」という鄧小平のプラグマティズムを旗印に、常識的な社会主義の枠を乗り越えて資本所有の多元化を推し進めてきた。

1990年代半ば以来、市場経済への移行が急速に進展して民間企業・外資企業のプレゼンスが高まるなか、資本の国家所有に対する中国共産党のこだわりは明らかに弱まってきた。私営企業家の入党を認めるという第16回党大会の決定は、所有制度をめぐる党の姿勢転換を象徴的に示している。今回党大会によって、所有制度改革への政治的な制約は基本的に解消された<sup>1</sup>。所有制度改革の仕上げとなる国有大企業の民営化も、2001年に具体的な政策として始動した。今後中国の経済改革は、大企業民営化を中心的な課題として展開することになる。

すでに進展している中小企業の民営化の場合と比べて、大企業の民営化は複雑な

---

<sup>1</sup> 国有企業の民営化に関してもう一つ重要であるのは、国有資産の帰属に関する方針の変化である。従来の建て前では国有資産の所有権は国に帰属し、地方政府はあくまで管理権を行使するにとどまるとされていた。だが第16回党大会の総書記報告では、国有資産体制に関して「中央政府と地方政府がそれぞれ国を代表して出資者の職責を履行し、所有者権益を享有する」という表現がとられた。これにより地方政府が所轄の国有企業に対して所有者権限を行使することが認められ、民営化を推進するうえでの裁量権は大幅に拡大する見込みである。

問題を伴っている。なかでも重要なのは、どのような主体が民営化の受け皿となるかという点である。受け皿となる主体は、民営化後の企業経営に対して適切なモニタリングを行う能力を具えている必要がある。

このような問題意識に基づいて本章では、上場企業を中心とする大企業民営化の最近の流れを整理する<sup>2</sup>。国有株の市場売却政策が挫折したことで、大企業民営化の焦点は戦略的投資家による買収に移ってきた。本章では民営化の受け皿となりうる主体として、機関投資家、経営幹部、民間企業、外資企業を検討する。

## 第1節 大企業民営化の潮流

### 1. 国有株売却政策の経緯

#### (1) 株式会社化から完全民営化へ

1990年代初め以降中国では、比較的規模の大きい国有企業を対象に、株式会社化と株式上場を進めてきた。国有大企業の株式会社化が既定路線となった1996年前後を境に、株式上場のテンポは加速した(表1)。現在の上場企業の大多数は、国有企業を改組して設立された株式会社である。

日本の旧電電公社や旧国鉄の民営化にみられるように、通常国有企業の株式会社化と上場は完全民営化の第一ステップと位置づけられる。だが中国の場合は、これとやや事情が異なっていた。建て前はどうか、株式上場の最大の目的は株式市場を通じた資金調達であり、最終目標として完全民営化が想定されていたわけではない。事実、上場企業数が増加しても、政府が保有する国家株の比率はそれほど下がっていない。国有企業が保有する国有法人株を含めれば、広義の国有株は発行済株式の6割前後を占めている。

本章でいう大企業民営化とは、国有企業を母体とする株式会社の国有株を、すべて(あるいは大部分)民間部門に売却することを指す。国有株売却による民営化推進は、前回の第15回党大会(1997年9月開催)を契機として浮上し、党第15期中央委員会第4回全体会議(第15期四中全会/1999年9月開催)決定を経て現実の政策として動き始めた。今回党大会で共産党が所有制度にこだわらない方針を明ら

---

<sup>1</sup> 2001年までの民営化の全体的な流れに関しては今井編[2001]を参照。

表1 株式上場の進展と株式の種別構成 ( % )

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
上場企業数(社)	51	180	290	322	529	744	851	949	1,088	1,160
時価総額(億元)	n.a.	3,531	3,691	3,474	9,842	17,529	19,506	26,471	48,091	43,522
流通株計	31.9	28.8	32.9	41.3	35.2	34.6	34.0	35.2	36.6	36.6
A株	15.4	16.8	20.9	21.0	21.9	23.0	24.1	26.9	29.0	25.7
B株	16.5	6.4	6.1	6.7	6.4	6.4	5.4	4.3	4.2	3.1
H株	0.0	5.7	6.0	7.7	6.9	5.2	4.5	3.9	3.5	6.4
未流通株計	68.1	71.2	67.1	64.6	64.8	65.4	66.0	64.8	63.3	65.3
国家株	44.6	48.1	42.7	38.9	37.7	35.4	34.3	31.6	37.1	46.2
法人株	22.1	21.3	23.1	24.5	24.9	26.7	28.2	29.6	24.9	18.3
その他	1.5	1.7	1.3	1.2	2.2	3.3	3.4	3.6	1.3	0.8
総計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

注) 1990年の上場企業数7、1991年の上場企業数8。

出所) 中誠信国際信用評級有限責任公司等編『中国上市公司基本分析2000』中国科学技術出版社、2000年、及び中国証券監督管理委員会ウェブサイト等。

かにしたことで、完全民営化は事実上の既定路線として確立したといえる。この間の政策の流れを大まかにまとめよう。

1997年の第15回党大会では、総書記報告のなかで「国有経済の戦略的調整」という考え方が初めて提起された。これは、「国民経済の命脈に関わる重要業種・重要分野」では国有資本の支配的地位を維持・強化する一方、その他の非戦略業種・分野からは国有資本の退出を容認するという方針である。戦略分野・非戦略分野の線引きはあいまいであり、解釈しだいでかなりの範囲の国有企業民営化を可能にする内容だった。これを契機として、地方政府が所管する中小・中堅企業の民営化の動きが本格化した。

「戦略的調整」路線をめぐることは、その後も党内部の一部から強い抵抗があったようだ。だが1999年9月に開催された第15期四中全会で党は、「戦略的調整」路線の推進を再確認し、国有資本の支配を維持すべきとする分野を絞り込んだ。さらに「信用度が高く成長潜在力が大きい国家資本支配の上場企業若干数を選択し、国家資本支配の維持を前提として、一部の国有株を適宜売却する」として、国有株売却の方針を初めて公式に明らかにしたのである。党の決定を受けて財政部は、非重点業種に属する上場企業の国有株比率(国有法人株を含む)を第一段階で51%、第

二段階で30%に引き下げるという目標を提示した。これによって国有株売却は、政府方針として推進されることになった。

「戦略的調整」路線では、少なくとも建て前の上では、非戦略分野からの国有資本の退出と非国有資本の参入促進と同時に、戦略分野での国有資本の支配力強化をうたっている。だが現実の政策をみれば、党・政府の意図が広範な民営化の推進にあることは明らかである。2001年10月に国家経貿委が第10次五カ年計画期の産業政策指針として公布した「第十次五カ年計画期工業構造調整ビジョン要綱」では、国有資本の配分に関して四中全会決議よりさらに踏み込んだ方針を打ち出している(表2)。ここでは軍需産業の「核心分野」に限って国家資本による支配が強調されており、全体の基調は非国有資本の参入促進である。

## (2) 国有株売却政策の背景

党・政府が国有株の売却による民営化推進という思い切った政策に踏み切った背景には、二つの重要な目的を同時に達成しようという意図があった。

### コーポレート・ガバナンスのゆがみ是正

中国の上場企業の国有株比率は平均で30~40%に達し、過半を超えることも少なくない。国有株の株主権限はふつう、所管の政府部門か母体の国有企業が行使する。政府部門が株主権限を行使する場合、経営に対する行政介入のリスクが高まる。一方国有株の株主権限が経営陣に授権される場合、経営陣は筆頭株主の代表として事実上企業の最高意志決定を一手に掌握できるため、インサイダー・コントロールのリスクが高まってしまう。このような状況を是正するためには、国有株の比率を引き下げ、第三者株主による経営監視を導入していくことが不可欠である。

### 年金債務処理の原資調達

だが1999年末に国有株売却という大胆な政策が始動したのは、コーポレート・ガバナンスのゆがみ是正という民営化本来の目的よりむしろ、売却による財政資金の調達という差し迫った必要によるところが大きい。

中国は1980年代の末から、年金を中心とする社会保障制度の整備を進めてきた。とりわけ一人っ子政策に伴う急速な高齢化に備えて政府は、年金制度の整備に力を入れてきた。新たな年金制度は、従来の賦課制(現役労働者からの保険料収入によって年金受給者への年金支出をまかなう制度)をあらため、積立制(現役時代からの積立を退職後の年金の原資とする制度)を主体とした。

問題は、賦課制から積立制中心の制度に移行するまでの間、過去に積立を行って

表2 国有資本の配分に関する政策方針の変化

	国有資本の配分に関する方針
(1) 第15回党大会報告 (1997年9月)	国民経済の命脈に関わる重要な業種・分野では、国有経済の支配的地位を保持する。 その他の領域では資産再編と構造調整を通じて、重点を強化し、国有資産の全体的な水準を向上させる。
(2) 第15期四中全会決定 (1999年9月)	国有経済がコントロールすべき業種・分野は主として以下の通りである。国家の安全に関わる業種、自然独占業種、重要な公共財を供給する業種、基幹産業・ハイテク産業に属する重要企業。 その他の領域では資産再編と構造調整を通じて、重点を強化し、国有資産の全体的な水準を向上させる。
(3) “十五”工業構造調整ビジョン要綱 (2001年10月)	国防軍事工業の核心分野では、国有資本は絶対的なコントロールを維持しなければならない。 重要な公共財を供給する分野と自然独占分野では、当面国有資本は支配的な地位を占める必要がある。送電ネットワーク、スチーム供給、水道、ガスなどの業種や木材伐採・輸送、陸上石油、貴金属やレアメタル・レアアース鉱などの分野では、国有資本は重点企業に対して資本支配を維持しつつ、非国有資本の導入を促進し、資本の運営効率を高める。 石油化学、自動車、情報産業、機械設備業やハイテクなど総合的な国力を体現する分野では、少数の重要な国有企業で引き続き国有資本の支配的地位を保持しつつ、さまざまな経済要素の共同の発展を奨励する。 情報技術、バイオ技術、新素材技術、先進的な製造技術など国家の競争力を体現する戦略的分野では、国有資本は先導・誘導・促進の役割を果たす。国家は一般的に資本を投下して工場を設立する参与方式を採らず、プロジェクト資金の調達、基礎研究、応用研究などの方面で支援を提供し、これらの産業政策を通じて一般の投資や国際資本の導入を促進する。 一般的な競争的分野では、主として市場メカニズムにより国有資本の運営効率と全体的な水準を向上させる。(以下略)

注)(1)(2)は関連部分の全訳。(3)は関連部分の抄訳。

出所)(1) 国家経済体制改革委員会編 [1998, 112], (2) 中央財經領導小組弁公室主編 [1999, 128], (3) 国家経済貿易委員会ウェブサイト (<http://www.setc.gov.cn/gjjmwznzn/gyswgh/200206240011.htm>)。

こなかった退職者へ年金給付をどのようにまかなうかということである。国務院の推計によれば、移行期に生じる年金債務はGDPの約4割相当の3.7兆元とされる(『財經』2002年第3/4期合刊, 2月5日号)

東北部など高齢化が急速に進む地域では、すでに年金基金の収支不均衡が表面化している。1997年時点では5都市だった収支不均衡地域は翌1998年には21都市に

増加し、同年には全国レベルの基金収支にも52億元の赤字が発生した。翌年以降全国レベルでの収支は黒字を回復したが、地域レベルでの収支不均衡は引き続き拡大している模様である。1999年には収支不均衡地域は25都市に増加し、天津・吉林など4省・市では、過去に蓄積した基金をほぼ費消してしまった（*Far Eastern Economic Review*, May 30, 2002 報道）

表3 増大する社会保障関連支出

年	社会保障関連予算項目	予算（億元）	決算（億元）	対歳出比（%）
1997	社会 保 障 補 助 支 出	0.0	150.0	1.39
1999	社会 保 障 補 助 支 出	168.2	343.6	
	中央社会保障専用基金	0.0	280.0	
	計	168.2	623.6	4.73
2000	社会 保 障 補 助 支 出	460.0	526.0	
	全国社会保障専用基金	0.0	300.0	
	計	460.0	826.0	5.20
2001	社会 保 障 補 助 支 出	n.a.	672.0	
	全国社会保障専用基金	n.a.	310.0	
	計	0.0	982.0	5.21

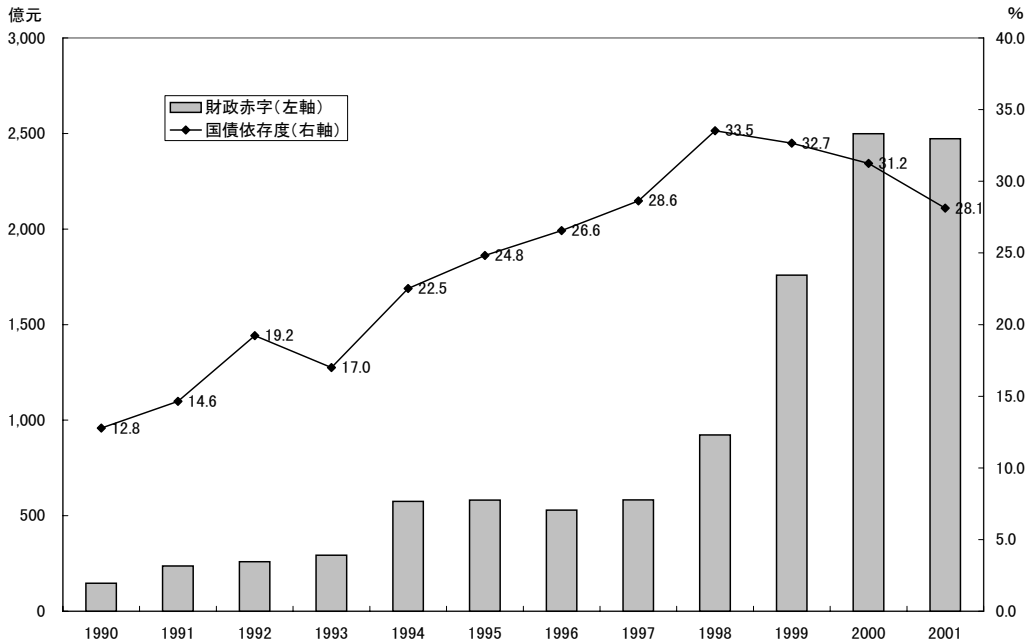
注) 1997年以前は社会保障関連予算項目は存在しなかった。

出所) 『中国財政年鑑』各年版より筆者作成。

こうした状況の下で1998年以降政府は、社会保障関連の支出を拡大してきた（表3）社会保障関連支出が国家財政の支出項目として計上されるようになったのは、1998年の決算からである。同年歳出全体の1.4%を占めるにすぎなかった社会保障関連支出は、2001年までには5%を超える比率を占めるまでに増えてきている。地域の年金基金の収支不均衡を補填するため国務院は、1999年に全国社会保障基金を設立し、以後毎年300億元前後の原資拠出を行っている。

近年景気対策の公共投資支出拡大などのため財政赤字は急速に拡大しており、2,500億元前後の水準に達している（図1）労働・社会保障部の推計では、現行の年金制度を維持し、人口動態に大きな変動がないという前提で、今後30年の間に年金基金に年平均1,000億元程度の赤字が発生するとされる（*Far Eastern Economic Review*, 前掲）

図1 拡大する財政赤字



注) 国債依存度 = 国債収入 / 財政収入  
 出所) 『中国統計年鑑』各年版より筆者作成。

## 2. 国有株売却政策の挫折

### (1) 国有株売却の始動

財政危機のリスク回避という差し迫った問題に後押しされる形で政府は、国有株売却政策の採用に踏み切った。

最初の試みは1999年末に、上場企業2社を対象に先行実施された。だが対象企業の業績と価格設定に問題があったため売れ残りが生じたうえ、売却実施後株価が下落し購入者がキャピタル・ロスを蒙るといった芳しくない結果に終わった。

約1年半後にわたる再検討を経て、2001年6月に国务院は「国有株放出による社会保障資金調達に関する暫定規則」を通達し、国有株売却政策の試行を再開した。同規則では、株式会社に改組した国有企業が株式を公開または増資する際に、資金調達額の10%に相当する国有株を売却し、売却収入を全て全国社会保障基金に納付することを義務づけた。同年5月時点の株式市場は記録的な高値で推移していたおり、計画では国有株売却によって年内に500億元程度の収入を得られる



はずだった。

ところが「暫定規則」に基づく国有株売却政策は、劇的な失敗に終わった。「暫定規則」の公表と前後して株価が急落を開始し、10月までに下落幅は3割以上に及んだ。ついに政府は10月22日、「暫定規則」に基づく国有株売却の一時停止を宣言する事態に追い込まれた。売却額は予定を大幅に下回る122億元にとどまる一方、株式市場の時価総額はピーク時から1兆元近く縮小し、国有株売却政策に対する投資家の懸念を裏付ける結果となってしまった。

## (2) 方針の転換

満を持して開始した国有株売却の試みが挫折に終わったことは、政府に方針の根本的な見直しを余儀なくさせた。2002年6月に政府は、海外上場の場合を除いて「暫定規則」の適用を恒久的に停止し、国内市場での国有株放出を断念するという決定を下したのである。

一連の経過は、国有株の市場売却政策そのものが本質的な問題を抱えていることを示したといえる。家計が保有する株式は家計金融資産の6%程度と比較的低水準であり、潜在的には増加の余地が少なくない。だが中国の株式は国際的にみても値動きが異常に激しく、株式保有には多大なリスクが伴う。このため、現状では家計が積極的に株式を買い増すことは期待できない。マクロ的にみても最大の資金余剰部門である家計の株式購入が拡大しないかぎり、株式市場を通じた国有株売却は容易に進まない。

株式投資のリスクを低減させるためには、上場企業の業績の安定性を高める必要がある。だがそのためには、コーポレート・ガバナンスの改善が不可欠である。国有株比率が高いままでは、コーポレート・ガバナンスのゆがみを抜本的に是正することは難しい。他方、年金基金補填が財政に与える圧力を緩和するためには、時価総額で2兆元を超える国有株から、一定のキャッシュ・フローを確保しなければならない。

不特定多数の投資家を対象とする市場売却によって国有株売却を進めようとするかぎり、このジレンマから抜け出すことはできない。国有株売却の受け皿として、経営の効率化に貢献する能力と意思を具えた主体を、個別に見いだしていく必要がある。

国有株放出の中止に際して国務院は、代替的な方策として、年金基金補填の必要に応じて国有株を全国社会保険基金に移管し、配当または「戦略的投資家」への売

却によってキャッシュ・フローを確保する方向で検討する方針を示した。「戦略的投資家」の役割を担うと期待されているのは、機関投資家、民間企業、そして外資企業である。ことに民間企業は、上場国有企業の買収による民営化の担い手としてすでに存在感を高めている。これに加えて、企業内部の従業員 - 特に経営者・経営幹部が国有株を買収して民営化が実現するケースも増加している。次節では、民営化の担い手としてのそれぞれの主体の可能性と限界を検討しよう。

## 第2節 民営化の担い手

### 1. 国有株売却の受け皿

国有株の新たな受け皿となる主体の要件は、民営化対象企業のコーポレート・ガバナンス改善に貢献する能力を備えていることである。株式が小規模な一般投資家に広く分散することは、経営者に対するモニタリングの欠如を招きやすく、コーポレート・ガバナンスの見地からは必ずしも好ましくない。

### 2. 機関投資家

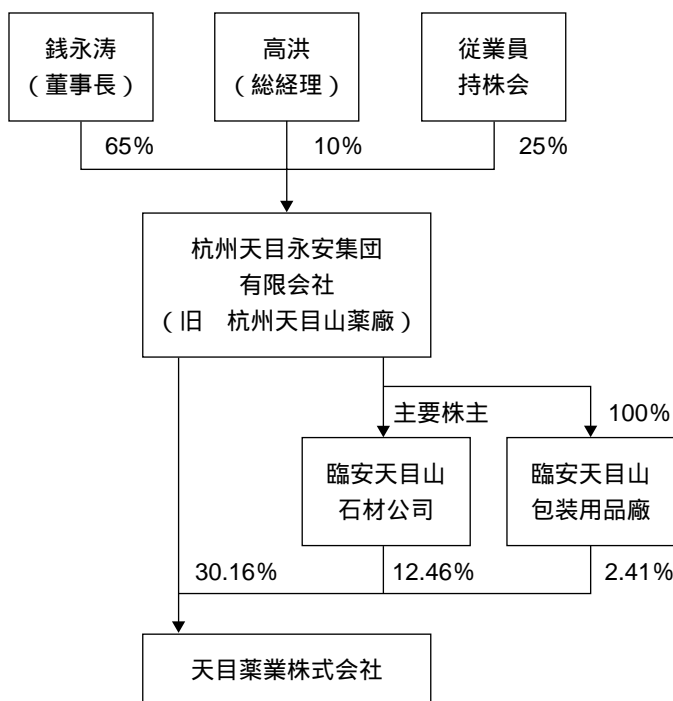
中国政府は上場企業のコーポレート・ガバナンスの担い手として近年、機関投資家の育成を重視してきた。中国人民銀行関係者の推計によれば、非公式なファンドを含めるとすでに流通株式の4割程度が投資ファンドによって保有されているとされる。だが現在のところこれらの投資ファンドは投機的な短期売買を中心としており、コーポレート・ガバナンスの担い手にはほど遠い状況にある。

年金基金や保険会社などの機関投資家は、基金の性格上長期安定的な収益を志向した運用姿勢とならざるをえないため、コーポレート・ガバナンスの健全化に資する可能性が比較的大きい。国務院は全国社会保障基金の運営を基金管理会社に委託する方針を打ち出しており、現在委託先を選定中である。外資の導入によって基金管理の水準向上を図る動きも具体化している（後述）。

### 3. 経営幹部・従業員による買収

中小企業の民営化の場合、経営幹部による買収（Management buyout：MBO）や経営幹部・従業員による買収（Management-employee buyout：MEBO）が

図2 天目製薬のMBO（経営幹部による買収）



注)「董事長」は取締役会長、「総経理」は社長に相当。  
出所)『新財富』2002年8月号及び証券関連ウェブサイトより作成。

広く行われている。比較的規模の大きい企業や上場企業でも、MBOやMEBOを通じて民営化する事例が出てきている<sup>3</sup>。

#### 事例1：天目薬業

上場企業のMBOの典型的事例として、杭州天目薬業株式会社を採り上げよう(図2)。天目薬業の母体は、浙江省臨安市所属の国有漢方薬メーカーの杭州天目山薬廠である。天目薬業は母体企業の天目山薬廠を筆頭株主として、1993年に上海証券取引所に株式上場した。総資産は4億元あまりであり、上場製薬会社のなかでは比較的小規模な企業である。

2000年に筆頭株主の天目山薬廠は、杭州天目永安集団有限公司に改組された。同時に企業の所有は、経営者の銭永涛が65%、経営幹部の高洪が10%、従業員持株会が25%を所有する形式に改められた。これによって天目薬業は、経営者が資

<sup>3</sup> 上場企業のMBO及びMEBOの事例は、『新財富』2002年8月号及び9月号参照。

本支配するオーナー企業に転換したのである。銭永涛は1965年に天目山薬廠に入社し、1980年代半ばに廠長に就任後は、地方の中堅メーカーにすぎなかった天目山薬廠の発展に大きく貢献した。民営化は銭永涛個人による事実上の経営支配という現状を、所有権として法的に確立するという意味を持っていた。筆頭株主企業の買収という間接的な形式をとったのは、買収に要する資金を節減することと、上場企業の出資構造の激変を避けるという意図があったのだろう。

#### 事例2：大衆交通・大衆科技創業

経営者個人ではなく、従業員持株会が受け皿となって民営化が行われる事例も少なくない。なかでも上海大衆タクシーの事例は典型的である（図3）

上海大衆タクシーは1992年に旧市内（浦西地区）の業務を上海大衆タクシー株式会社として改組・上場し、同時に浦東地区の業務を上海大衆タクシー株式会社の子会社である上海浦東大衆タクシー株式会社に改組・上場した。

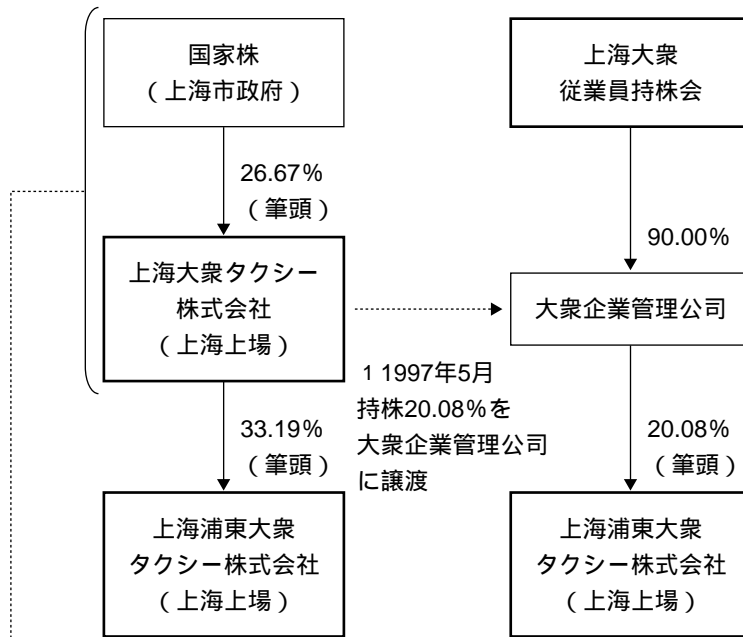
上海のタクシー業界の競争激化に伴って1997年に両社は、所有構造の大幅な再編に踏み切った。まず両社の従業員の7,000万元出資によって、大衆従業員持株会を設立した。中国の現行の規制では従業員持株会は法人格を持たず、株式保有などの経済活動を行うには制約が大きい。このため、組合名義で既存の子会社である大衆企業管理公司の増資を引き受けて資本支配し、従来大衆タクシーが保有していた浦東大衆タクシーの株式33.19%のうち20.08%を大衆企業管理公司に譲渡することで、浦東大衆タクシーの間接的な従業員資本支配化を実現した。

さらに1999年には大衆タクシーを大衆交通に改名したうえ、浦東大衆タクシーを引受先として第三者割り当て増資を行った。これによって浦東大衆タクシー（大衆科技創業と改名）は大衆交通の発行済株式24.74%を占める筆頭株主となり、従来の筆頭株主だった上海市政府は第二株主となった。こうして大衆交通・大衆科技創業2社の事実上の従業員所有による民営化が完成した。

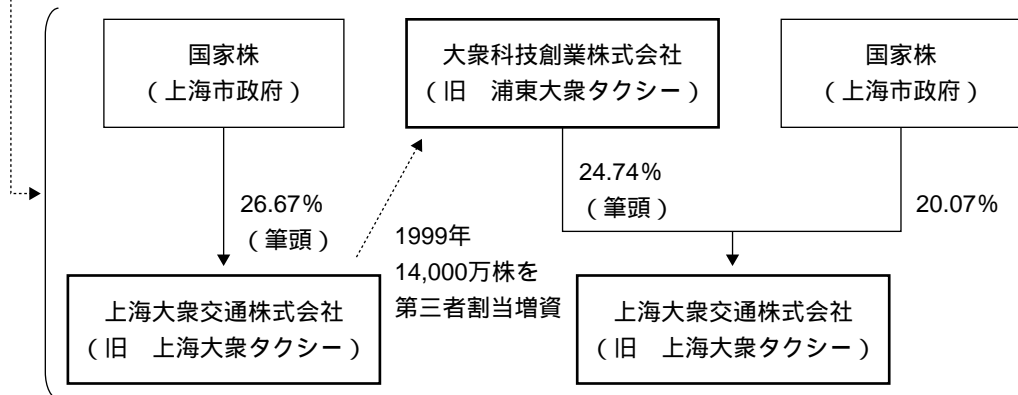
経営業績の良好な企業の場合、経営幹部・従業員による買収は、円滑な民営化を可能にするという点でメリットが大きい。だが外部からの新しい資源の投入が期待できないことや、従業員による買収は大幅な組織再編の阻害要因となりやすいなどのデメリットも存在する。買収資金の制約からみても、MBOやMEBOによる民営化の適用対象は、もっぱら比較的業績の良好な中堅以下の企業に限定されざるをえないだろう<sup>4</sup>。多数の大企業の民営化を推進するためには、企業外部の主体が民営化の受け皿として大きな役割を果たす必要がある。

図3 大衆交通・大衆科技創業のMEBO（経営幹部・従業員による買収）

第1段階：大衆科技創業（旧 上海浦東大衆タクシー）の民営化（1997年）



第2段階：大衆交通（旧 大衆タクシー）の民営化（1999年）



出所)『新財富』2002年8月号及び証券関連ウェブサイトより作成。

4 MBOやMEBOで国有株を経営幹部・従業員に売却する際、企業の発展に対する貢献を勘案するという趣旨で、大幅な割引価格での売却や無償贈与が行われることがある。だが少なくとも第16回党大会以前の段階では、国有資産を所管する財政部は、個人に対する国有株の優遇売却・無償譲渡を原則として認めない方針をとっていた。大企業の場合こうした規制は特に厳しく、エアコン大手の春蘭のMEBO計画はこれにより頓挫を余儀なくされている。

#### 4. 民間企業

民間企業による上場企業の買収は、1997年を境に急速に増加しているとみられる。整理されたデータが存在しないため正確な実態をつかむことは難しいが、国家株の変動状況に基づく推定によれば、1999年1月から2000年9月中旬までの期間、民間企業による上場国有企業の国家株買収とみられるケースは40件前後確認される。国有法人株の買収を含めれば、民間企業による上場国有企業の買収件数は、実際にはこれをかなり上回ると考えられる。

2000年8月以降財政部は、国有株市場売却政策実施に先立って、民間企業への国有株譲渡の新規認可を停止した。財政部による認可は2002年8月に再開し、2002年9月現在で少なくとも40社余りが民間企業による国有株買収の合意に達しているとされる。

民間企業による国有株買収は、従来は上場のハードルが高かった民間企業が上場企業の地位獲得を目的に経営不振企業を買収するケースが多かった。このようなケースは「殻買い上場」と呼ばれる。これに対して、買収先企業の経営資源に着目するケースも、件数は少ないものの現れてきている。

##### 事例1：托普グループ

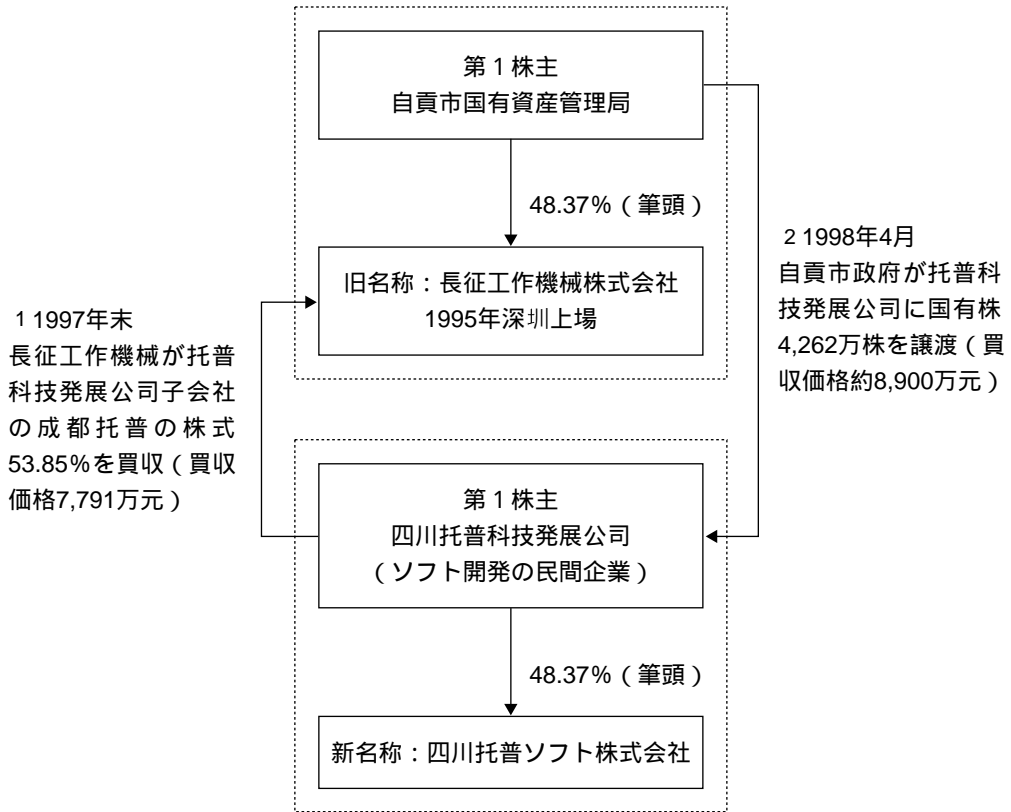
殻買い上場を目的とする民間企業による国有株買収は1998年頃から頻繁に行われるようになった。民生証券研究所の調べによれば、殻買い上場の発生件数は2002年8月までに65件を数える（汪洋証券ウェブサイト，<http://www.wangyang.com/webdata/data08/0829/0829197.html>，2002年11月25日アクセス）。代表的なケースとして、托普グループによる長征工作機械の買収を採り上げよう（図4）

長征工作機械株式会社は四川省自貢市に所属する国有の工作機械メーカーである。1995年に上場を実現したが、以後経営は一貫して悪化し、1997年には来期の赤字転落が危ぶまれる状況に陥った。

買収主体となった四川托普科技发展公司是、コンピューターソフトを主業務とする民間企業である。買収に先立って1997年末に長征工作機械は、托普の子会社である成都托普科技株式会社の株式53.85%を托普から買い取った。買収資金7,791万元は自貢市国有資産管理局が融資した。同時に長征工作機械は主要業務をコンピューターソフトに転換することを決定した。

翌年4月に自貢市国有資産管理局は、長征工作機械の全国家株を約8,900万元で

図4 托普グループによる長征工作機械の買収



出所) 托普ソフト株式会社関係者インタビュー (1999年9月) 及び関連報道による。

托普に譲渡することで合意した。同時に自貢市国有資産管理局は買収資金に相当する約8,900万元を托普に償還期限6年で融資することとなっている。つまり托普は、現金をまったく支出することなく買収を実現したのである。買収に先立つ子会社の売却収入を考慮すれば、最終的な買収費用はわずか1,000万元強にとどまることになる。

国家株の買収によって托普は、長征工作機械の出資比率48.37%の筆頭株主となった。さらに5月には托普の経営者である宗如華が長征工作機械の董事長(取締役会長に相当)に就任し、同時に社名を「四川托普長征ソフト株式会社」に改めた(のちに「四川托普ソフト株式会社」に改称)。買収後実施後の托普ソフトは主業務をソフト製作に改め、工作機械は生産規模を縮小してNC機に重点を絞るなど、大幅な業務の転換を行った<sup>5</sup>。現在では工作機械は売上の10%、収益の3%強を占め

るにすぎない。

競買い上場の場合、民間企業側にとって買収の主な目的はあくまで上場企業としての資格を獲得することにある。このため買収対象となる企業はほぼ例外なく業績が著しく悪化した企業であり、買収後は業務内容の全面的な入れ替えが行われる。托普の場合は工作機械業務も形を変えつつ存続しているが、従来からの業務を完全に廃止する例も少なくない。

#### 事例2：徳隆グループ

一方、買収先企業の経営資源に着目して買収が行われるケースとして、徳隆グループによる上場企業買収のケースをみよう（図5）

徳隆グループは新疆出身の唐万新ら4人の兄弟によって設立され、証券投資等によって資本を蓄積した。1997年以降実業への転換を標榜し、本格的に上場国有企業の買収を展開した。現在では兄弟が資本支配する徳隆国際戦略投資有限会社を通じて、間接的に上場企業4社を資本支配している。計画中の案件を含めれば資本支配する上場企業は5社に及び、民間企業による上場国有企業買収としては最大規模である。

投資対象の業種は多岐にわたっているが、近年徳隆グループが最も重視しているのは自動車産業である。1999年に買収した湘火炬投資株式会社は、自動車エンジン用のスパーク・プラグでは国内シェア4割に達しており、自動車部品業界全体でも国内4位の有力企業である。徳隆グループは湘火炬を通じて複数の自動車部品メーカーを買収し、スパーク・プラグから広範な自動車部品へと湘火炬の多角化を推進している。

現在、徳隆は自動車の完成車製造への進出を図っており、国有の大型トラックメーカーである陝西重型汽車廠・重慶重型汽車廠の2社と合弁事業設立を計画中である。現在の計画では湘火炬が合弁事業の資本51%を支出し、国有2社は生産設備・工場など実物で出資する形をとることになっている。実現すれば大型トラックの国内市場で最大のシェアを占める企業が徳隆グループの傘下に入ることになる。

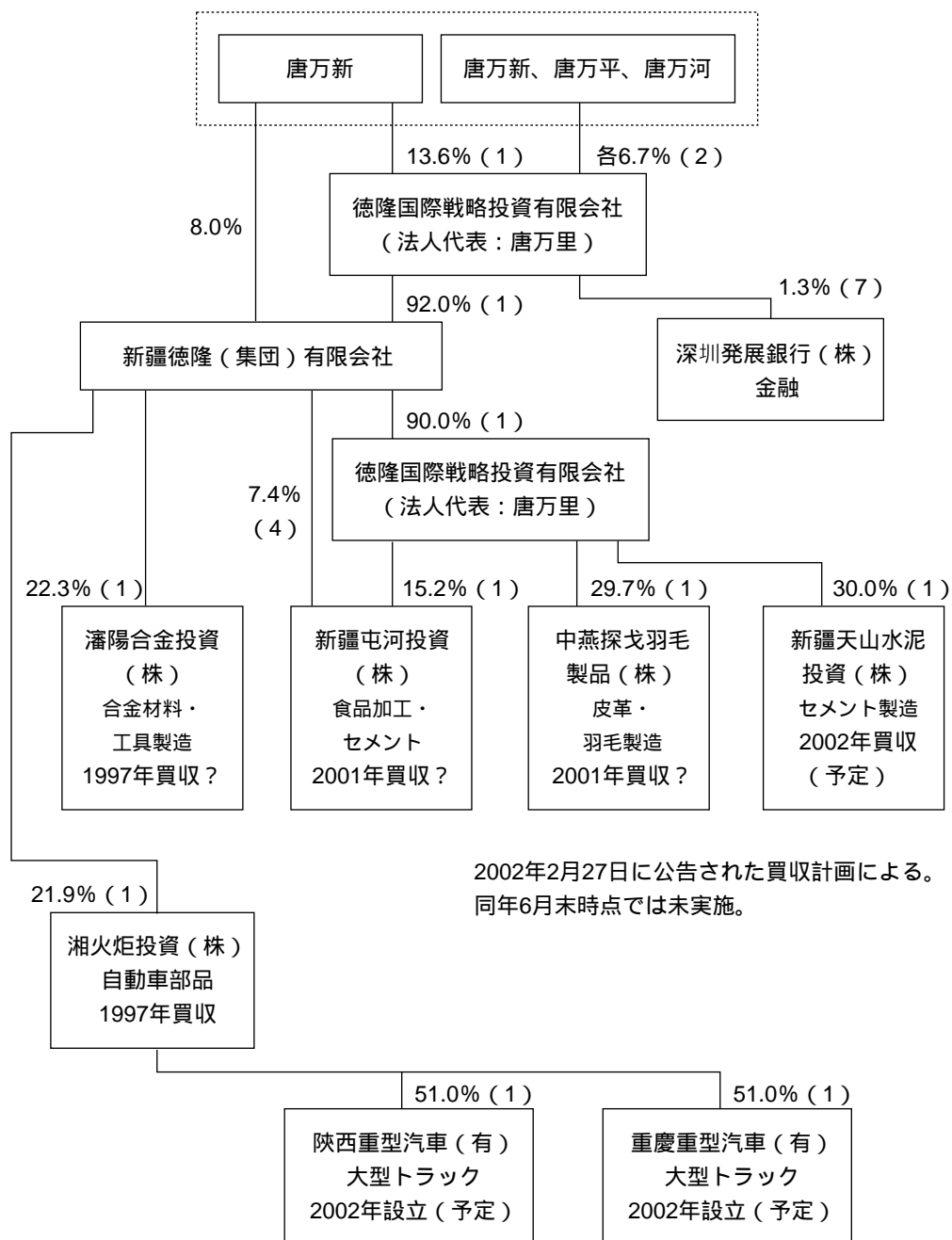
民間企業による上場国有企業買収は活発化してきており、徳隆のケースが示すように、買収先企業の再活性化や業界再編に結びつくケースも現れている。今後民間

---

<sup>5</sup> 従来型の工作機械の業務は、1999年に旧長征工作機械の主要生産機能を分離して設立した自貢長征工作機械有限会社に移管した。



図5 徳隆グループの所有構造（概要）



注) 1) 括弧内は株主中の順位を示す。

2) 買収年は公表資料に基づく推測。

出所) 『新財富』2002年8月号(総第16期) 及び証券関係ウェブサイト等報道に基づき筆者作成。

企業は、国有大企業民営化の担い手として最も重要な役割を果たすと考えられる。

現在のところ問題は、民間企業自体の経営体制がしばしば安定性を欠くことである。殼買い上場の対象となった企業のその後の業績は、全体として低迷する傾向にある。その原因の一端は買収を行った民間企業の側の経営能力不足にあると指摘されている（汪洋証券ウェブサイト，前掲）

上述の托普グループの場合、長征工作機械の買収後も上場企業2社を買収するなど、積極的な投資活動を行ってきた。だが近年収益は低下しており、財務状況の悪化が伝えられている（『南方週末』2002年8月29日報道，<http://www.southern.com/weekend/economic/200208290006.htm>，2002年11月26日アクセス）。徳隆グループの場合は金融投資から実業への転換を標榜しているものの、投機的な株式投資を主業務としてきた過去の経緯からみて、長期的に産業投資を行っていく意思が本当にあるかどうかはまだ不確かである。

## 5. 外資企業

従来中国政府は、大型国有企業の外資への売却に対して慎重な態度をとってきた。1995年には上海上場の自動車メーカーである北京旅行車株式会社の法人株をいすず自動車と伊藤忠商事が買収し、2社の持株を合わせると事実上の筆頭株主になるという事態が生じた。これは当時自動車産業政策を重視していた中央政府の神経を刺激し、国務院は上場企業株式の外資による買収を原則として禁止する通達を発したという経緯がある。

だがWTO加盟に伴って、外資に対するこうした差別待遇の解消が要請されるようになった。国有株売却政策の転換は、外資の国有企業買収に対する規制緩和の契機となった。2002年9月に政府は、外資の上場企業株式買収を外資投資ガイドラインに基づいて選別的に認可する方針を打ち出した。

国有大企業の外資への売却の動きがもっとも積極的であるのは、上海市と深圳市である。両市では最近、インフラ部門や金融部門など、従来から非国有部門の参入が制限されていた分野でも外資への売却を推進している。インフラ部門では、上海市は国有水道会社である上海水道浦東会社をフランスのヴィヴェンディ社に売却した。深圳市は2002年9月、電力・ガス・水道など公共事業関連国有企業5社の国有株の25%～70%を外資に売却する方針を公表している。

金融部門では上海銀行がすでに1999年に香港上海銀行の出資を受け入れており、

上海浦東發展銀行もシティバンクの8～10%の出資を受け入れる方向で協議中と伝えられる。これらの事例の場合、外資はいずれも資本参加に止まっている。一方、深圳市は関連機関を通じて保有する深圳發展銀行の国有株・法人株の大部分を、米系投資会社のニューブリッジ・キャピタルに売却することですでに合意に達したと伝えられる<sup>6</sup>。実現すれば地方政府系の銀行が外資に買収される初めてのケースとなる。

中国政府は、投資ファンドの分野でも外資の導入に着手している。2002年11月には、海外機関投資家に対して個別認可により国内資本市場への投資を認める、QFII証券投資管理規則（Qualified Foreign Institutional Investor：適格海外機関投資家制度）が導入された。

## おわりに 大企業民営化の展望

第15回党大会から第16回党大会への流れをへて、民営化に対する政治的な制約は基本的に取り払われた。これと前後して、国有大企業民営化の具体的な動きが活発化してきている。これまで本章で検討してきたように、民営化の過程で機関投資家、経営幹部、民間企業、外資企業などの主体が、政府に代わる新たなコーポレート・ガバナンスの担い手として姿を現してきた。

だが中国の市場経済は、未だ発展の途上にある。民営化を担うべき国内の主体は、資金力や経営能力などの面で十分な実力を具えていない。ことに上場国有企業の買収ですでに活発な動きをみせている民間企業は、自らの経営が安定性を欠くという問題を抱えている。中国政府は民営化への外資の参与に期待を寄せているが、外資による買収は収益性・リスクの面で選択的にならざるをえないだろう。

当面民営化の動きは、地方政府が所轄する中堅企業を中心に進展することになるだろう。民営化の潮流は、長期的には中央政府が所轄する最大手企業にも及んでいくと考えられる。だが規模が大きく複雑な組織を有する企業ほど、民営化の困難の

---

<sup>6</sup> 2002年9月末には深圳發展銀行は、買収を前提にニューブリッジの派遣した人員に対して事実上の経営権を委ねる決定を行った（『財経』2002年10月20日号報道）。なお買収実現後も外資側の出資比率は25%以下に止まるので、深圳發展銀行は国内銀行とみなされ、外銀規制の対象にはならない。

度合いは高まり、民営化の進展には時間を要する。国家資本と民間資本が共存する過渡的な混合所有制は、今後相当長期にわたって存続することになるだろう。

(今井健一)

## 参考文献

### 日本語文献

今井健一編 [2002] 『中国の公企業民営化 経済改革の最終課題』トピックリポートNo 47、アジア経済研究所。( <http://www.ide.go.jp/Japanese/Publish/Topics/47.html> )

### 中国語文献

国家経済体制改革委員会編 [1998] 『中国経済体制改革年鑑1998』改革出版社。

中央財經領導小組弁公室他編 [1999] 『中共中央關於国有企業改革和發展若干重大問題的決定學習輔導講座』人民出版社・經濟科学出版社。