

## 第3章

# 新興国有大企業の民営化

## 美爾雅集团公司の事例を中心に

### はじめに

アメリカの『フォーブス』誌で、羅日炎が2001年中国長者番付けの47番目にランクづけされた（合計資産9.5億元、約1.5億ドル）。羅日炎は美爾雅紡織服装実業集团公司の総裁である。その美爾雅紡織服装実業集团公司は湖北省黄石市に本部を置き、美爾雅股份有限公司（上海株式取引所に1997年上場）を含む20数社の傘下企業を擁する純粋の国有親企業である。同社の前身は改革・開放前に設立された地方国有小企業であったが、1980年代後半に外国資本との合併を通じ、今日では中国有数の繊維（紡織・縫製）企業の一つとして、対日本繊維製品輸出の一大生産基地となっている。

長者番付にランクづけされた感想を聞かれて羅は次のように答えている。「私は美爾雅の経営者であるが、所有者（中国語では「老板」）ではない。また国有企業の法人代表であると同時に国有企業の一介の従業員でもある。たしかに、美爾雅には1.5億ドルの資産があり、私はこの資産の用途を決定・変更する権限を持っているが、占有する権限はない。『企業の資産を私個人のものとするのはフォーブス社の思い違いである。おそらく美爾雅は合併企業の名義で経営を行ってきたので、外国人が合併企業の資産を経営者のものと勘違いしたのではないか』<sup>1</sup>。

<sup>1</sup> 『黄石日報』2001年10月30日。

国有企業の一介の従業員で法人代表、また合併企業の名義で国有資産を経営し、しかもその資産を自由に移動・配置する権限を持つ経営者など、多面的な顔を持つ羅日炎と美爾雅の資産との関係をどう見るべきか。羅日炎のランク入りはたんなるフォース社の思い違いか、あるいは本質を見ぬいた判断か。このことは中国における国有企業の改革と民営化に累積してきた矛盾を表していると同時に、所有と経営、民営化および経営者の役割など理論的研究にも問題を提起している。

本章は上述の設問に答えるための準備として美爾雅紡織服装実業集团公司の成長過程と民営化の実態を明らかにしたい。まずその成長パターンを明らかにしたうえで、次に経営の多角化に伴うグループの形成および企業組織構造の変遷、続いて国有資産の再編、政府の役割および民営化の動向など、の順に検討していくことにする。最後に新興国有大企業の民営化という見地から総括を行う。

## 第1節 合併に伴う経営モデルの構築

### 「借船出海」(船を借りて海に出よう)

#### 1. 合併企業の設立

美爾雅紡織服装実業集团公司(以下美爾雅集团公司と呼ぶ)の前身は1966年に黄石市民生局によって設立されたシーツ製造工場にまでさかのぼれる。1978年7月に黄石市第一床单廠へと改称し、市紡績工業局に従属する地方全民所有制企業(地方国有企業)となった。1980年代初期における全国的なシーツの生産過剰を受け、同廠は当時市場需要量が増えつつある紳士服の製造に着目し、1985年6月に湖北省国際信託投資公司与香港中協投資公司とともに合併企業としての「美爾雅服飾有限公司」(以下、美爾雅服飾と呼ぶ)の設立に踏み切った。また、それと同時に美爾雅服飾は日本関市のサンテイ衣料(株)(以下サンテイと呼ぶ)と大丸百貨貿易公司との交渉の結果、同年12月サンテイに技術指導、また大丸百貨貿易公司に製品の海外販売を委託する契約を結んだ。

このように黄石市第一床单廠が紳士服の製造を行う合併企業の設立に踏み切ったのは、いうまでもなくシーツ生産における赤字とそれを挽回する独自の経営資源を持たなかったからである。事実、合併直前の同廠は固定資産191万元に対し、負債

は500万元で、いわば倒産すべきものであった。当時国有企業の改革はまだ「分権譲利」の段階で、同廠によるこのような画期的選択は所有権の変更に絡むため、内陸の黄石市では市政府だけでなく、湖北省政府の直接承諾が必要であった。登録資本は100万ドルで黄石市第一床单廠が現物65万ドル（45万ドルに相当する生産設備と56万元に相当する補助設備）湖北省国際信託投資公司与香港中協投資公司がそれぞれ現金10万ドル、25万ドルを出資した<sup>2</sup>。

## 2. 合併企業における経営管理体制の構築

ところで、発足した美爾雅服飾は1986年3月から紳士服の生産を開始したものの、経営の好転を見せなかった。問題は会社内部における旧態依然の経営管理体制にあった。中国側経営者は独自の意思決定権を持たず、政府主管部門に裁定を仰わなければならなかったし、国有企業労働者の資格を持つ余剰人員の整理もできなかった。また製品の85%を日本側が日本に持ち帰り輸入することになっていたため、日本市場にも通じる高い品質のものが要求されたが、製品の品質に対する経営者と従業員の意識が薄く、日本人技術指導員がしばらく現場を離れると、合併前の状態に戻ってしまうという始末であった。外国資本に対する警戒、経営への不理解あるいは売国奴と言われないうえにも中国側経営者は頑なになり、合併側への協力に消極的であった。このような状態では経営の成功が見込めないと判断したサンテイ社長（当時）常川公男は1986年5月中旬に協定の中止を申し入れ、技術指導員一行を上海まで引き上げたのである。

今日から見れば、合併企業の経営に転機が訪れてきたのはこのときである。技術の指導がなければ合併企業の存在も危ういことから、合併企業の存続を賭けて技術指導の継続を求めるために、中国側は常川一行が泊まる上海のホテルにやってきた。そのときの様子について次のような記録が残されている<sup>3</sup>。

上海に引き揚げた翌日の夕方、黄石から羅日炎という男が息せききって駆けつけてきた。常川先生に会いたいという。羅日炎は、まだ四十歳そこそこの小太りの男である。湖北省省長の指示で常川を追って、上海にきたのだという。

<sup>2</sup> 美爾雅集团公司編『美爾雅簡誌1985—1999』2000年参照。

<sup>3</sup> 正木義也『中国への挑戦』綜合法令、1995年、112—114ページ。

彼は省長から美爾雅のことはすべて一任されていると、まずはっきりさせたいので、「もう一度黄石に戻ってください」と常川に頼みこむ。

「駄目だ」と常川は、即座にそれを拒否した。「昨年11月の美爾雅とサンテイとの契約は、守られていない。協定では、従業員はすべてサンテイの技術指導に無条件にしたがう、となっている。だが、工場のなかに別の命令系統があって、従業員がわれわれの指揮にしたがうことを妨害している。このまま、作業を開始しても、また同じことが起こるだけだ」

「いや、大丈夫です」と、羅日炎が激しくさえぎった。「命令にしたがわない者は、クビにしてもらって結構です。…私は省長の許可を得ています。…私が、董事長になったのですから、私のいうことが美爾雅を代表します」

常川はいぶかしげにもう一度、羅日炎の額や薄くなった頭髪を見やった。よし、もういっぺんだまされてみるか。乗りかかった舟だ。問題の工場幹部を刷新できる可能性が出てきたんや。工場に戻ろう。

このように日本側の引き上げに慌てた地方政府は、旧経営陣に代えて新たに黄石市紡織局の羅日炎（弁公室主任）を董事長（取締役会会長）兼総経理（社長）に任命し、人事権を含む大幅な権限委譲を行った。経営不振に喘ぐ国有企業の再建を最優先とする政府は彼への権限移譲を通して技術力と販売力の優位性をもつ日本側に譲歩したのである。

新任の羅は黄石市に戻った日本側の経営要求を全面的に受け入れ、600人にも上る社員を半分程度にまで削減し、また日本人の技術指導を貫徹させるための現場中心の経営体制を構築し始めた。朝礼の実施、ユニホームとスリッパの着用など日本の企業文化と言われるものまで持ちこみ、日本市場に通用する高品質のものを作るのに必要とされる技術、制度、経営ノウハウを貪欲に吸収しようとした。「頭が柔らかい」といわれる羅日炎が先頭になって進めた結果、羅を頂点とする集権的経営体制が出来上がり、次第に中国側経営者と日本側経営者の間における信頼関係が醸成されるようになったのである。

このような合弁双方による必死の努力が報われ、美爾雅服飾は1987年末に初めて赤字が消え、翌年から利潤が急増した<sup>4</sup>。1988年3月香港中協投資会社が所有する美爾雅服飾の25%の株式をサンテイに譲渡し、美爾雅服飾は名実ともに日本と

---

<sup>4</sup> 美爾雅服飾の利潤は1987年9.8万元であったが、1988年と1989年はそれぞれ460万元、834万元に増加した。

中国の合弁企業になった（縫製業界における最初の日中合弁企業といわれる）次いで1988年11月に同社はハルピンから設備を購入し、第二の紳士服生産ラインを設立した。これによって紳士服の生産量が年間の10万着から20万着に倍増した。1990年末に同社は従業員473名、年生産量30万着、年生産高3,000万元、外貨獲得高300万ドルの規模に達し、湖北省の縫製業界において一躍有名になった。

### 3. 利潤の分配方式

ところで、こうして急増した利潤については、その分配が改めて課題となった。『中外合弁企業法実施条例』（1983年9月）によると、所得税を納めた後の利潤分配については、企業生産発展基金、従業員報奨基金および従業員福利基金、予備基金という三つの基金を留保したあとの可処分利潤に対して董事会（取締役会）が分配を決定した場合、合弁各方の出資比率に基づいて分配すべきとなっている。美爾雅服飾は合弁企業として3年間の免税措置を受けられたため、利潤のすべてが分配の対象になった。

1989年の分配案を見ると、まず総利潤834万元の20%が上述の3つの基金として留保されている。次に合弁双方の出資比率に応じて総額100万ドルの増資を行ったが、そのための増資資金は総利潤から控除された。そして最後に残った利潤については合弁双方出資者に現金配当が行なわれた<sup>5</sup>。

いうまでもなく注目の焦点は増資資金の100万ドル（約472万元）を利潤から控除したことである。成長軌道に乗った美爾雅服飾は生産設備の拡大や関連諸施設の整備が急務となってそのための資金需要が高まったが、政府に新たな出資や、銀行に新たな融資を求めることが非常に困難であった。また合弁企業の損失を補填するために企業の利潤から控除した予備基金を審査・許可機関の許可を得て当該企業の増資や生産拡大に使ったり、企業生産発展基金を固定資産の購入、運転資金の増加、企業の生産経営規模の拡大に使用することも可能であったが、これらの項目の留保比率の変更幅には制限があった。したがって美爾雅服飾としてはできるだけ現金配当を少なくして利潤を株式配当による増資にあてる誘因が強かったと考えられる。

なお、配当金についてサンテイは合弁企業の投資資金と従業員の福利厚生資金と

<sup>5</sup> 「美爾雅服飾第9回董事会紀要」1990年5月17日。

して合併企業に留保してよいとした。一方、第一床单廠に対する配当金については1988年と同程度に設定し、その中から第一床单廠が所有する合併企業の建物の増改築に美爾雅服飾が肩代わりした費用を毎年控除するとし、その代わりに美爾雅服飾は1990年5月から毎月第一床单廠に8万元の家賃を払うことにした。

いずれも配当金の社外流出を減少させるために意図されたもので、言い換えれば合併企業本位の分配方針である。当然これには投資者の同意がなくてはならないが、サンテイ側は配当を採らない方針であるので問題はなかった。一方、中国政府は投資者利得を現金の形で受け取るか、それとも何らかの形で投資先の企業に残すかの判断に迫られ、美爾雅服飾側との駆け引きが避けられなかった。ただ株式配当の形で投資先に現金を残すということは国有資産の維持・拡大を意味し、また同社の成長は雇用の拡大や税収の増加にもつながり、さらに地方役人の行政上の成績にもなるので政府として一概に拒否できなかった。

## 第2節 グループ経営への模索

### 「発展才是硬道理」(成長こそ唯一の選択である)

#### 1. 合併経営のパターン

美爾雅服飾の経営パターンは第一床单廠とサンテイの間に締結される契約によくあられ、次の4点に要約される。

(1) 紳士服の加工に必要な原材料(生地と副資材)を日本から輸入し、美爾雅服飾で加工し、出来あがった製品の85%を日本に輸出する。ただし日本市場への一手販売権は日本側が持つ。(2) 製品の企画は日本側が行い、毎年10種類以上の紳士服型を提供する。(3) 会社の日常的管理は中国側に任せるが、日本側は技術指導のために日本人社員を現地に駐在させる。(4) 双方の出資比率は中国側75%(そのうち、黄石市第一床单廠が65%、湖北省国際信託投資会社が10%)、サンテイ25%である。

日本側にとって合併形態の核心をなしたのは25%の出資、日本人駐在員による技術指導および日本向け製品販売権の掌握という3点だろう。明らかにサンテイは同社を中国の安い工賃を利用し、加工したものを日本に「持ち帰り輸入」するた

めの加工基地として位置付けていた。この経営パターンはのちに次々と設立される合併企業の手本になり、また黄石市第一床单廠の経営進路に決定的な影響を与えたのである。

## 2. 美島の設立

ところで、すでに述べたように第一床单廠は美爾雅服飾の中国側出資者で国有資産の保有者である。同廠は土地と建物を除いた生産設備や人員をすべて美爾雅服飾に移していた。社名こそ残していたものの、実質的には生産手段を持たず、その管理機構も美爾雅服飾に付随しており、有名無実な存在であった。合併企業への国家出資金の管理を代理とする同廠長は美爾雅服飾の董事長兼総経理の羅日炎であった。

第一床单廠の存在形態に転機をもたらしたのは美島服装有限公司の設立であった。サンテイの経営者は美爾雅服飾の経営が軌道に乗るのを見て、関市を中心とする岐阜県内における他の縫製加工企業に黄石市での投資を勧誘した。その投資の先陣を切ったのは小島衣料で1991年2月に婦人服の加工を中心とする美島服装有限公司（以下美島と呼ぶ）を設立した。小島衣料を紹介したのはサンテイ会長の常川で、その準備作業を行ったのは美爾雅服飾であった。当時美爾雅服飾内外で美島に出資したのは美爾雅服飾と誤解する人が多かった。しかし、美島に出資したのは美爾雅服飾ではなく、第一床单廠であった。有名無実であった第一床单廠は2番目の合併企業にも出資したのである。

## 3. グループ経営の模索

こうして第一床单廠の出資先は複数になり、しかも営業内容が類似していたことから、両社を統括するグループ経営が必要になった。事実上本社の機能を担ってきた美爾雅服飾にとってはグループ内企業による管理コストの分担が問題であった。たとえば、統一した対外業務（宣伝、広告、法務など）の執行や輸送手段の利用、さらに国内販売、投資政策の策定などで、両社とは独立した管理機構の導入が不可欠との認識が強まった。そこで抜殻であった第一床单廠は各関係会社を生産活動に専念させるため、統一した対外的事務機構を設けるとともに、全社的に統一した輸送、国内販売を行うための美爾雅運輸会社と美爾雅経済貿易会社を設立した。そして「1991年8月25日に黄石市経済委員会は第一床单廠の名を美爾雅服装総廠（以

下総廠と呼ぶ)に改称することに同意した。企業の性質は全民所有制で同廠名義で二つの合弁企業に投資した株式の権利は総廠に所有<sup>6</sup>された。また本社の機能の強化に伴う費用の増大に対応して総廠は管理スタッフの給料や福祉費用およびその他支出を傘下各企業に分担させ、売上高の1%をその管理費として徴収することにした。

美島の成立後も合弁企業の設立が相次いだ。もともと中小企業が多い日本の縫製加工産業では海外進出の際に資本節約のため少数出資による合弁のほか、補償貿易(生産設備を提供してその代金を縫製加工賃で回収する)や、専用ラインの借用(工場の一部ラインを排他的に借り切るもの)委託加工(糸、生地を日本より持ちこみ、縫製加工賃を払うもの)などさまざまな形態が取られていた。また大手繊維商社も海外生産を始める際にリスクを避けるため、上述の形態を選択する傾向があった。そこで合弁企業の先駆者で紳士服の加工に実績のある美爾雅服飾は中国に進出してくる日本の同業者の提携先として選ばれるようになった。岐阜の中小縫製加工企業、たとえば小島衣料や服良、桜井縫製、また大手繊維商社の丸紅、瀧定が相次いで美爾雅服飾に生産ラインを確保し、技術指導員を派遣して生産を行い、中国側との合弁が有望と判断すると、次に直接出資して独立した合弁企業をつくるようになった。また、生産ラインの借入による生産の段階を経験しないで直接中国側と合弁に踏み切る企業も続出した。

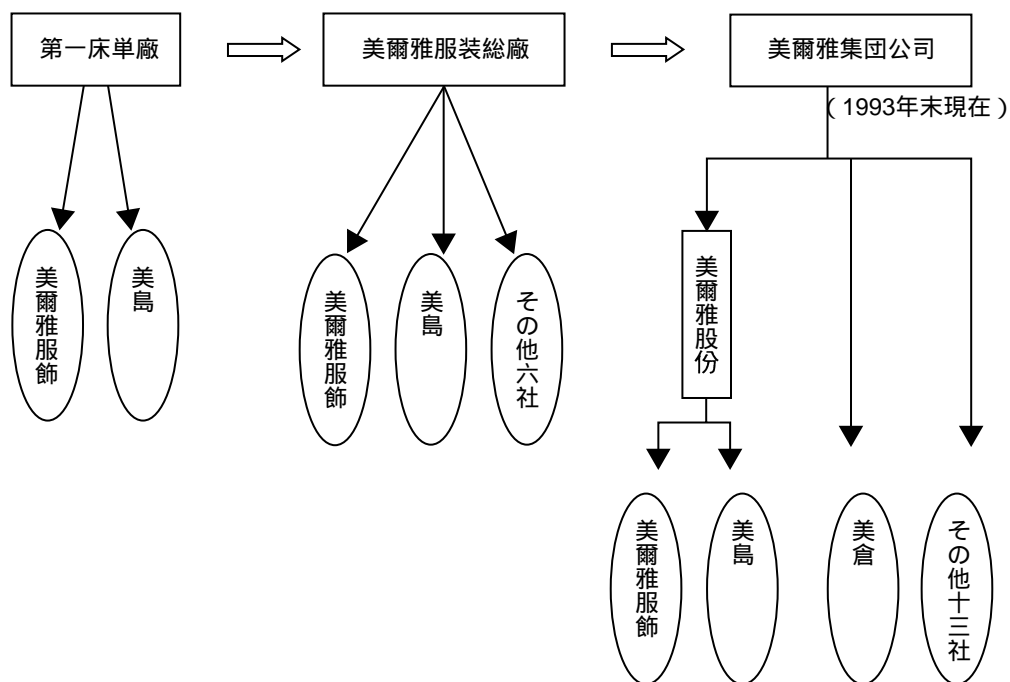
以上の合弁企業はすべて縫製加工関係であるが、美爾雅服飾が紳士服の加工、美島が婦人服の加工を目的とするように水平的分業が進んだ。また1993年には倉敷紡績との合弁で毛紡織の生産を行う美倉毛紡織有限公司(以下美倉と呼ぶ)、1997年には韓国の鮮京財閥との合弁で合織生地の織染を行う美京繊維有限公司(以下美京と呼ぶ)など紡織関係の企業が設立された。そのほか主にグループ内企業向けにサービスを提供する合弁企業(たとえば食品や娯楽、通信関係)も設立された。また全額出資の企業や国内企業、研究所との提携で作られた会社もいくつか現れた。グループの投資分野は大きく紡織、縫製と製薬の3つに分けられた。

いずれにしても、第一床単廠の再生を図るため美爾雅服飾が1985年に設立されたのを契機に数多くの企業が誕生し、一大企業グループが形成されたのである(図1)。このように総廠は多数の傘下企業を擁する本社となり、各傘下企業が生産活

<sup>6</sup> 前掲『美爾雅簡誌』12ページ。



図1 美爾雅グループにおける企業組織の変遷概念図



出所) 美爾雅集团公司社内資料より作成。

動の中心になるという一種の純粋持ち株会社の組織形態ができあがったのである。その特徴として挙げられるのは中国側出資母体は同一の組織であるのに対して日本側出資者は多数に上っていること、グループの中核をなしているのは岐阜県、とくに関市の縫製加工企業との間に設立した合弁企業群でサンテイが中心的な役割を果たしていることである。日本向け輸出生産、中国側による日常的経営管理と日本人による技術指導、そして日本側による少額出資など美爾雅服飾の経営パターンがグループ各合弁企業の手本となっている。25%出資というのは『中外合弁企業法』(1979年7月)によって定められた外資側の最低投資比率である。美爾雅グループの場合、縫製関係の合弁企業では美島(小島衣料は50%の出資)を除けば日本側の出資がすべて25%であった。なお、美倉の場合、倉敷紡績の出資比率も25%でスタートしたが、1997年には55%に引き上げられた。

#### 4 . 美爾雅集團公司の誕生

ところで、総廠はこのような多角的投資の結果、その名称が次第に経営の実態に合わなくなった。また総廠という呼称も「中華人民共和国全民所有制工業企業法」(1988年)に沿って設立されているため次第に古臭くなっていった。そこで折からの株式会社ブームに影響され、総廠の所有形態を含めてさまざまな検討が行われたが、結局1993年に「美爾雅紡織服装実業集团公司」がかわって設立されることになった。「当時の管理体制と構造は企業発展の状況に合わなくなった。そこで縫製業界における管理、技術、品質の優勢を發揮し、對外合弁協力の領域を拡大し、また多角化経営による市場競争力を高めるために集団化の路線が不可欠とされ、1993年2月24日国家工商行政管理局は正式に湖北美爾雅紡織服装実業(集団)公司の成立を許可し、同3月28日湖北省經濟委員會は湖北美爾雅紡織服装実業(集団)公司の設立に同意」した<sup>7</sup>。なお「中華人民共和国会社法」が実施されたのは1994年7月であり、その前年に設立された美爾雅紡織服装集团公司は「公司」の名称を冠しているが、100%国家所有の企業法企業であって、「会社法」に沿って設立される国家全額出資公司(有限責任公司の特殊形態)ではなかった。

### 第3節 美爾雅(集団)股份有限公司の設立とその株式公開 「梱綁上市」(連合上場)

#### 1 . 美爾雅(集団)股份有限公司の成立経緯

既述のように美爾雅服飾は第一床单廠、サンテイと湖北省国際投資信託公司の出資によって設立された有限会社である。90年代初頭中国經濟改革の加速に伴う株式会社の設立ブームの中において美爾雅服飾では有限会社から株式会社に再編する

<sup>7</sup> 前掲『美爾雅簡誌』15 16ページ。なお1993年9月16日に黄石市經濟委員會が総廠の法人資格の取り消しに同意したというが、総廠の債務処理で黄石市編制委員會が正式に美爾雅服装総廠を湖北美爾雅紡織服装実業(集団)公司に改称するのを許可したのは1995年末のことである。それもあってか一時期、社内に総廠と集团公司の名称が共存し、その使用が混乱していた。

ことが検討された。つまり、三つの株主によって構成される同有限会社の所有構造では事業の急速の拡大に伴う資金需要が満たされるには限界があるので、社会資金の調達できる株式会社制度に注目するようになったが、日本側が難色を示したために断念された。

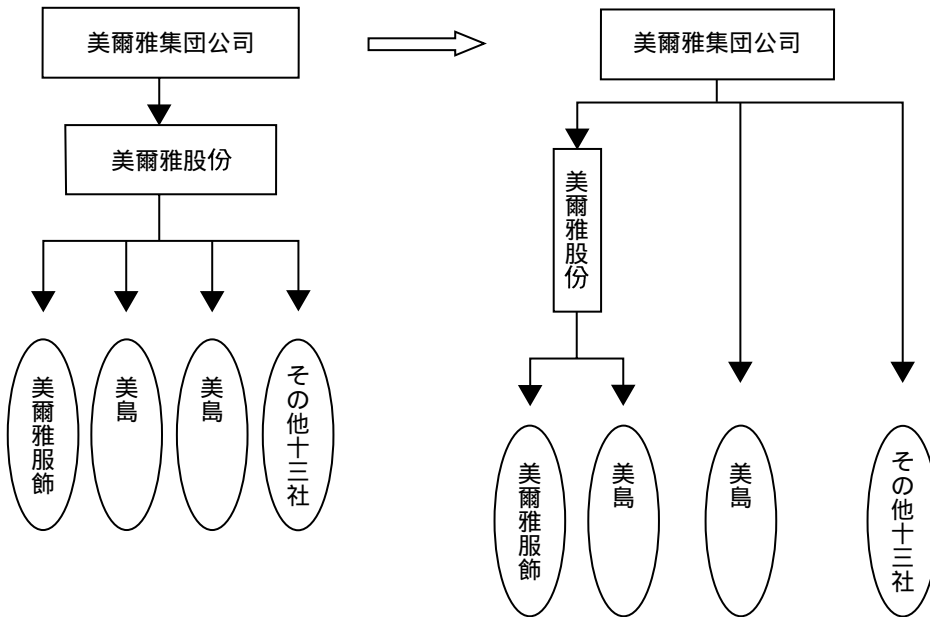
そこで第一床单廠から変身した総廠に焦点を当て企業形態の改革が模索された。まず総廠を国有企業から合併企業に変身させる案が検討された。具体的には当時同社の傘下にあった全子会社の固定資産をプールして作るか、あるいは全子会社がそれぞれ一部の資金（各企業の配当金）を拠出して作るかである。どちらの形態にしても総廠を純粹の国有企業から合併双方の資産を含む合併企業へ変えるのが目的で、国有資産の実際の所有者である政府と日本側出資者の同意がなければできなかった。この合併企業案は企業レベルでの構想にとどまっていたので当時政府の反応を知るすべがないが、日本側にとって合併本来の目的とは無関係であり、しかも必要以上にリスクを負わされるもので、利害関係の異なる多数の日本側企業を一つの会社にまとめるには無理があった。

総廠は、そこで仕方なく日本側を巻き込まない株式会社改組案を構想したのである。具体的には総廠の全投資先の国有資産をプールして、それに社会法人や従業員など外部の資金を限定募集する非公開の株式会社に総廠全体を改組し、合計8,000万株（そのうち国家株2,132万、社会法人株4,268万、従業員持ち株1,600万）を発行する予定であった<sup>8</sup>。しかし、1993年末に設立された美爾雅股份（集団）有限公司（以下美爾雅股份と呼ぶ）は総廠全体ではなく美爾雅服飾と美島の国有資産のみを対象に社会法人<sup>9</sup>と従業員の資本を加えた限定募集公司であった（図2）。また表1に示されるように実際に発行した株式は5,000万株で、そのうち国家株が2,132万株、社会法人株が2,197.50万株、従業員持ち株が670.63万株であった。つまり改組の対象と範囲が縮小したのに、国有資産の評価額及びそれに基づく国有株数は変わらなかったのである。またその国有株は黄石市国有資産管理局ではなく、その国有資産の管理を代理する美爾雅集团公司が預かっていた。他方、社会法

<sup>8</sup> 湖北美爾雅（集団）股份有限公司『招股説明書』1993年10月8日。

<sup>9</sup> 中国では、国有企業等が株式制企業に改組する際に外部の法人（企業・事業体など）は出資を行うことができる。その外部の法人が所有する他社の株式を社会法人株と呼んでいる。

図2 美爾雅グループにおける株式制改組概念図（1993年末現在）



出所) 美爾雅集团公司社内資料より作成。

人株と従業員持ち株の実際発行数は予定発行数を大幅に下回り、とくに社会法人株については2つの発起人（銀行）がそれぞれ現金600万元で1,200万株を引き受けた以外、残りのほとんどは美爾雅集团公司によって所有されていたとみられる<sup>10</sup>。

## 2. グループ内部における資産再編の試み

こうして限定募集方式で設立した美爾雅股份は、続いて株式の公開発行を目指すことになった。1995年3月の第2回株主総会で海外投資家向けB株の発行を決め、その上場基準と条件に合わせて1996年に幹事会社の華夏証券と上場に伴う企業形態の改組について検討した。これによると美爾雅服飾は全資産（中国側と日本側双方）を現在の美爾雅股份に移し、株式会社形態での一子会社の地位から逆に実質的な本社、いわば事業持ち株式会社に転身する一方、サンテイは新たに美爾雅股份の

<sup>10</sup> 美爾雅股份は新株を発行していないのに中国銀行は1995年2月に美爾雅股份の700万株を取得している。美爾雅集团公司が所有していた美爾雅股份の社会法人株を譲ったものと思われる。湖北美爾雅（集団）股份有限公司『第3次股東大会文件』1996年5月16日。

表1 美爾雅股份の株式と株主構成推移

単位 万株 ( )内は比率

時期 株式	1993年10月 (予定)	1993年11月 (実際)	1993年11月 (変更)	1996年12月 (株式配当)	1997年11月 (上場後)	1999年12月 (資本組入)
国家株	2132.00 (26.65)	2132.00 (42.64)	2599.37 (32.49)	4873.82 (32.49)	4873.82 (24.37)	8772.87 (24.37)
社会法人株 合計	4268.00 (53.35)	2197.50 (43.95)	4120.63 (51.51)	7726.18 (51.51)	7726.18 (38.63)	13907.12 (38.63)
その内		建行 600.00 (12.00)	建行 600.00 (7.50)	同興 1125.00 (7.50)	同興 1125.00 (5.62)	同興 2025.00 (5.62)
		農行 600.00 (12.00)	農行 600.00 (7.50)	南天 1125.00 (7.50)	南天 1125.00 (5.62)	南天 2025.00 (5.62)
			中行 700.00 (8.75)	物業 1312.50 (8.75)	物業 1312.50 (6.56)	物業 2362.50 (6.56)
			黄電 200.00 (2.50)	黄電 375.00 (2.50)	黄電 375.00 (1.88)	黄電 675.00 (1.88)
			蒲紡 1600.00 (20.00)	蒲紡 3000.00 (20.00)	蒲紡 3000.00 (15.00)	蒲紡 5400.00 (15.00)
			その他 420.60 (5.26)	長印 281.25 (1.87)	長印 281.25 (1.40)	長印 506.25 (1.40)
				紡織 250.00 (1.68)	紡織 250.00 (1.25)	紡織 450.00 (1.25)
				中南 93.75 (0.62)	中南 93.75 (0.47)	中南 168.70 (0.47)
				漢陽 93.75 (0.62)	漢陽 93.75 (0.47)	漢陽 168.70 (0.47)
				その他 69.93 (0.47)	その他 69.93 (0.35)	その他 125.97 (0.35)
従業員持株	1600.00 (20.00)	670.63 (13.41)	1280.00 (16.00)	2400.00 (16.00)	2400.00 (12.00)	4320.00 (12.00)
社会公衆株				5000.00 (25.00)	9000.00 (25.00)	9000.00 (25.00)
合計	8000 (100)	5000 (100)	8000 (100)	15000 (100)	20000 (100)	36000 (100)

注) 1. 「1993年10月(予定)」は予定発行数。「1993年11月(実際)」は実際の発行数。「1993年11月(変更)」は上場前さかのぼって変更された数字。「1996年12月(株式配当)」は1995年5月と96年5月に2回さかのぼって株式配当が実施とされた後の数字。「1997年11月(上場後)」は上場直後の数字。「99年12月(資本組入れ)」は99年12月末に10:8の比率で行われた配当可能利益の資本組入れの結果である。

2. 建行は中国人民建設銀行湖北省信託投資公司、農行は黄石市郊区農村信用合作社聯社、中行は中国銀行の略称である。3社の持ち株は1996年12月にそれぞれ湖北同興置地發展有限公司、黄石市南天經貿有限公司、武漢中銀物業有限公司などの関連企業に名義転換した。なお、黄電は黄石電力実業有限公司、蒲紡は蒲圻紡織集団有限公司、長印は武漢長印(集団)股份有限公司、紡織は湖北紡織実業發展公司、中南は中南商業股份有限公司、漢陽は漢陽商業股份有限公司の略称である。

出所) 湖北美爾雅(集団)股份有限公司『招股説明書』(1993年10月8日)、同『招股説明書』(普通股、1997年7月25日)、同『99年度報告』などより作成。

株主になり、その持ち株比率が美爾雅服飾の場合より減少するものの、競争相手になりつつある美島や原料生地を供給する美倉の経営に株主として影響力を行使することができる<sup>11</sup>。このようにB株の公開発行においても日本側の参加を企図していたことがわかる。美爾雅服飾の株式会社案に比べると、サンテイの参加をとりつけるための配慮などに工夫が凝らされていたが、会社の所有と支配関係を変える重大な事柄であったため、日本側の慎重姿勢を崩すまでに至らなかった。

それと同時に美爾雅集团公司は傘下に国有資産を含まない非国有の会社の創設を試みた。たとえば1992年末外国資本と従業員の共同出資による美紅に続き、1995年3月に集団各労働組合の出資による美日時装有限公司など非国有の会社の新設を構想する一方、美爾雅グループ所属の子会社間の資産交換、具体的にはA社の国有資産をB社の同額の非国有資産（たとえば従業員持ち株）と交換して、既存のA社から国有資産を移出させる実験も行われた。いずれも国有親企業としての美爾雅集团公司のもとでの非国有企業の創出に向けた試みであったが、同社における奇想天外な非国有化精神の一端が窺える。

### 3．美爾雅股份の株式上場

ところで、B株の公開発行を断念した美爾雅股份は国内投資家向けA株の公開発行の申請に専念することになった。実際の上場を果たしたのは1997年11月で、それが大幅に遅れたのは政府の政策と関連があるといわれる。地方企業の上場は所在地政府の推薦が不可欠であるが、その推薦できる会社数は中央政府が各省に割り当てた株式資本総額の「額度」(＝枠)に制約される<sup>12</sup>。当時湖北省に割り当てられた「額度」が小さかったので湖北省政府はできるだけ多くの省内企業を上場させるために美爾雅股份のような株式総数の比較的大きい会社を推薦しない方針を採った。しかし中国証券監督管理委員会が1996年7月に各地方への割り当て原則を株式発行額から上場会社数に変えたので、株式総数の大きい美爾雅股份が一転して申請において有利になった。これを受け、同社は1997年年初からA株の一般公開に絞って、株式の構成や発行株数など具体的な準備を進めるようになった。

<sup>11</sup> 美爾雅股份「湖北美爾雅股份有限公司關於發行人民幣特種股票的申請報告」1995年11月。

<sup>12</sup> 「額度」に関連する政策的背景について戴園農の論文が詳しい。「股市泡沫生成機理以及由大弁論引發的深層思考」(『經濟研究』2001年第4期)。

ところが、省内企業の上場推薦権を持つ湖北省政府は、省内企業の上場をきっかけに当該企業だけでなく、当該企業所属産業の再編成と活性化を図るべく、1997年4月に「連合上場」<sup>13</sup>の原則、つまり湖北省内の蒲圻紡織集团公司と湖北省紡織実業発展公司との連合上場を条件に美爾雅股份を推薦することを決定した。具体的には美爾雅股份は蒲圻紡織集団に属する糸織廠、針織廠（合わせて美寧針紡公司となる）と、湖北省紡織実業発展公司の美蘭服飾有限公司を合併して上場しなければならないとされた。しかし美爾雅股份は上場直前にこの2つの企業との変則的な合併が自身の上場ないし上場後の株価に悪影響を与えかねないと危惧し、政府案に抵抗したものの、結局上場を最優先課題と考え、「連合上場」に踏み切らざるをえなかったのである。

「連合上場」の政府案を受け入れた美爾雅股份は、投資家に美寧と美蘭に関する情報、また美爾雅股份の株式構成の変更とその根拠を開示しなければならないという困難な作業を抱えるようになった。つまり美寧と美蘭という二つの会社は「連合上場」のために1997年に美爾雅股份に合体されるのではなく、1993年に同社設立される当時からその一部であったと見せかけ、そのための財務諸表を新たに作成しなければならなかった。具体的には表1に示されるようにまず1993年会社成立時実際発行済みの株式総数5,000万株を申請時の8,000万株に戻した上で美寧、美蘭は1993年美爾雅股份成立時からすでに株式会社の一部、換言すれば蒲圻紡織集团公司と湖北省紡織実業発展公司は最初から美爾雅股份の株主であるとした。次に同社の株式資本総額をさらに拡大させるため、1995年5月と1996年5月に連続して2回の株式配当（10：2と10：2.5の比例）と1回の株主割当増資（10：3の比例、1株2.8元の割当価格）を行ったとし、各株主の持ち株も比例的に増加され、総株数もそれぞれ12,000万、15,000万に増やされた。

この一連の財務的操作はいくつかの結果をもたらした。まず株式総数の25%を上限に一般投資家に公開發行するという政府の規定により、株式総数の増大は株式市場からより多くの資金を調達できることになった。次に成立時の総株数を5,000万株から3000万株を増やし、8,000万株になったが、国家株は467万株増えたものの、全株に占める比率は42.64%から32.49%に下げられた。逆に社会法人株は2,000万弱の株が増え、全株に占める所有比率も43.95%から51.51%と過半数を

<sup>13</sup> 中国では俗に「捆綁上市」という。各地方で同じような現象が伝えられている。

超えた。そのうち蒲圻紡織集団公司はその純資産の一部1,760万元を出資金とし、1,600万株、全株の20%を所有するようになった。このように株式所有構造にも大きな変化が生じたのである。

結局美爾雅股份は1997年11月に上海証券取引所に上場し、人民元普通株（A株）5,000万（額面価格1株1元、発行価格は1株8.1元）を公開発行することによって株式市場から3.9億元の資金を調達できたのである。

#### 第4節 集団公司与上場企業の間における関連取引

##### 「大股東掏空美爾雅」（大株主が美爾雅を食いつぶす）

#### 1. 美爾雅グループにおける組織構造の特徴

以上のように美爾雅服飾 総廠 美爾雅集団公司 美爾雅股份のように国有資産や組織構造が再編され、重層化されていったが、企業の意味決定はむしろ集権化の方向に向った。美爾雅服飾の董事長兼總經理であった羅日炎は総廠の設立にともない、美爾雅服飾總經理を辞し総廠廠長（社長）の座に就くと同時に美爾雅服飾と美島の董事長を兼任し、自分によって抜擢されてきた内部出身幹部を両子会社の總經理に任命した。また総廠の廠長から美爾雅集団公司の總經理に横滑りした羅は各子会社の董事長を兼任すると同時に美爾雅股份の董事長と總經理にも就任し、グループ経営の全権を一身に集中するようになった。

美爾雅グループの経営構造の最大特徴は、羅を中心とする経営支配、多数の傘下企業を統括する一種の純粹持ち株会社である親会社は国家全額出資の所有形態を維持していること、さらにグループのコア業務を担う企業の株式会社への改組と上場という3点に集約できる。これは中国多くの新興国有大企業に共通する経営構造として注目に値する<sup>14</sup>。

集団公司の中核資産を改組してできた上場企業は集団公司との間に切っても切れ

<sup>14</sup> 今井健一は早くから主要国有企業におけるこの経営構造の存在を指摘している。「国有企業のコーポレート・ガバナンスをめぐる諸問題」（財団法人日中経済協会『中国国有企業改革研究会報告書』1999年）。



ない関係をもっている。多くの場合、集团公司はこうした上場企業の大株主で国家株の持ち主である。よく「看板は二つあるが、実体は一つ」といわれるように上場企業と集团公司の間に資産や人員、財務の境界線があいまいで上場企業の独立性が弱い。

集团公司と上場企業のこうしたあいまいな関係は両者における不正取引の温床になるおそれがあるので、大株主から中小投資家の利益を守るという立場から中国証券監督管理委員会は上場企業に対して人員、資産及び財務において集团公司との関連をはっきり整理させなければならないという「三分離」の原則を設け、それに基づき両者間の取引ルールを明確化させ、集团公司からの自立を促してきたのである。

美爾雅グループでは集团公司（親会社）と美爾雅服飾、美島（子会社）の関係が美爾雅股份の設立によって組織図的には集团公司（親会社）美爾雅股份（子会社）

美爾雅服飾、美島（孫会社）の3層関係にかわった。しかし経営の実態は従前のように親子関係で美爾雅股份は半ば架空に近い存在とされる。会社内部でも美爾雅股份と集团公司を区別しないで同一視する向きがあった。グループ全体が株式制に改組されたとの思いこみが強く、株式会社の社名「美爾雅（集団）股份有限公司」にある「集団」という2文字がその錯覚を深めたようである。また従業員持ち株は株式会社に改組される美爾雅服飾、美島に所属する従業員にとどまらず、グループ全体に広がっていたといわれる。さらに美爾雅股份の第1回董事会メンバー7名のうち5名が集団内部の出身である。美爾雅股份は独自の組織機構もなく集团公司のそれに付随していた。同株式会社にとって集团公司と重複する組織機構を設けることが不必要であったし、また非合理的であった。

## 2. 集团公司と上場企業における取引協定

1997年上場前後から中国証券監督管理委員会の監視強化を受けるようになった美爾雅股份はその関係の整理にやっと動き出した。まず組織の整備について。羅は美爾雅股份の総経理を辞して集団出身の幹部を任命したほか、同社に財務部や投資部など独自の財務組織を設けさせた。また1998年5月の株主総会で社名「湖北美爾雅（集団）股份有限公司」から（集団）という二文字を削除して「湖北美爾雅股份有限公司」に改めた。美爾雅集团公司との関係をはっきりさせ、名称の混乱を避けるためと見られる。

次に取引ルールを明確化するために両者の間にさまざまな取引協定が結ばれた。その主なものは以下のとおりである。

「各種サービス協定」美爾雅股份は集团公司に水と蒸気を提供するが、集团公司は同社に通勤・輸送サービス、オフィスを提供し、またその職員に対して宿舍や食堂を提供する。諸サービスは国家標準価格を利用するが、国家標準価格のないものは市場価格を適用する。市場価格のないものは実際のコストを持って価格を決める。

「土地リース協議書」1997年1月から2007年1月までの間、美爾雅服飾は集团公司から6,275 m<sup>2</sup>の土地使用権を年123,501円で、美島は集团公司から11,250m<sup>2</sup>の土地使用権を年225,101円でリースする。中国では土地所有権は政府のもので企業には使用権しか与えないので、合併企業は発足時からその土地使用権を第一床单廠からリースする形になっている。

「商標使用協定」1997年の同協定によると、美爾雅股份は美爾雅集団から協定期間（1997年1月から2007年1月まで）において「美爾雅」の商標使用許可を与えられ、その使用料は売上高の1%とする。

「販売協定」1998年に締結した販売協定によると、美爾雅股份は工場出荷価格で国内向け紳士服を美爾雅集団銷售有限公司に販売するという。

「資金有償使用協議書」1999年に締結された同協議書では双方の間における資金の貸借は銀行預金利率を適用する。

以上の土地使用権や商標の使用、商品の販売、資金の有償使用にかかわる諸協定は形式的には集团公司と美爾雅股份の間に結ばれているとされたが、実質的には集团公司と美爾雅服飾、美島との間における取引契約と見たほうが理解しやすい。土地使用権の規定や諸サービスの相互提供は美爾雅股份の成立前から存在し、また商標の使用や製品の国内販売については婦人服を加工する美島が国内販売をほとんど手掛けず、また別の商標を使用していたので、美爾雅股份全体の事柄よりも集团公司と美爾雅服飾の間の契約と見るべきだろう。

### 3. 最近の資産取引について

ところが、美爾雅股份の上場にともない、表2に示されるように美爾雅集团公司との間に資産取引が多くなったが、さまざまな理由から従来のように集团公司と美爾雅服飾、美島の関係に還元されなくなった。美爾雅股份が真の取引主体として

表2 美爾雅股份有限公司と美爾雅集团公司における資産取引

年 別	内 容
1997年	資産購入協議書 1. 美爾雅股份は集团公司の年産2,800トン複合超微細紡糸生産ラインを購入、購入予定価格は18,213万元 2. 美爾雅股份は集团公司の年産2100万メートル化繊織染生産ライン（プリント部分）を購入、購入予定価格は15,213万元 3. 美爾雅股份は集团公司の年産120万メートル高級毛紡織生産ラインを購入、購入予定価格は14,620万元
1998年	美寧は集团公司に現金4,573.60万元で売却 美爾雅股份は集团公司の年産2100万メートル化繊織染生産ライン（プリント部分）を15,083万元、また集团公司の年産120万メートル高級毛紡織生産ラインを12,903万元で購入
1999年	資産リース協議書 美爾雅股份は年産2100万メートル化繊織染生産ライン（プリント部分）を美京、また年産120万メートル高級毛紡織生産ラインを美倉に資産総額8%のレントでリース 美爾雅股份は所有する美宝日化の50%の株式、上海美香の75%の株式を集团公司にそれぞれ500万元、5,473,427.94元の価格で譲渡
2000年	美爾雅股份は集团公司から「美爾雅」商標の所有権を1.2億元で購入
2001年	集团公司は滋湖山荘（資産評価額1.6596億元）を美爾雅股份の120万メートル高級毛紡織生産ライン（資産評価額6,736万元）と入れ替え

登場せざるを得なくなったのである。いくつかの例を見てみよう。

美寧の処置。すでにのべたように美爾雅股份の上場に際して、地方政府（湖北省）は蒲圻紡織集团公司所属の二つの工場（合わせて美寧という）との「連合上場」を上場推薦の条件とした。その結果、同公司も美爾雅股份の社会法人株5400万株をもつ大株主に変身した。しかし、資産状況と経営状況がはっきりしない（相当悪化しているといわれる）美寧がそのまま美爾雅股份に残ることとなれば、上場企業の営業業績を悪化させかねないので、美寧を一日も早く上場企業から追い出し、また蒲圻紡織集团公司が所有する株式を取り戻す必要があった。そこで美爾雅股份が上場した翌月、美爾雅集团公司と蒲圻紡織集团公司の間で前者が6000万元の現金を後者に渡すかわりに、後者が所有する株式を前者に返し、また美寧を引き取るという協議書が結ばれた。実際、美爾雅股份は美寧を1998年美爾雅集团公司

に現金4,573.60万円で売却し、また美爾雅集团公司は2000年に蒲圻紡織集团公司から5400万株を譲受けていたとされる。なお美爾雅集团公司に売却されたとされる美寧はその後同会社の組織図から消えている。

上場募集資金の使途。上場時の株式募集説明書によると、募集資金は4つの項目に使われる予定という。(1)年産2800トン複合超微細紡糸生産ラインの購入。購入予定価格は18,213万元。(2)年産2100万メートル化繊織染生産ライン(プリント部分)の購入。購入予定価格は15,213万元。(3)年産120万メートル高級毛紡織生産ラインの購入。購入予定価格は14,620万元。(4)年産10万着高級紳士服生産ラインの拡張工事。投資予定金額は1448万元。

以上のように美爾雅股份が上記4つの項目に投資する予定金額合計は49,494万元になっていたが、実際募集した資金は39,063万元で、約1億円の不足分があった。不足分は銀行融資によって賄わされるとされた。

なお、注目すべきなのは(4)以外はすべて集团公司からの購入となっている。国有企業的美爾雅集团公司はこれらの3つのプロジェクトについて政府から事業許可をもらい、上場前にすでに一部の工事が着工していた。美爾雅股份は株式市場で調達した資金をもってこれらの生産ラインを集团公司から購入する旨を株式募集説明書に盛り込んだのである。

ところが、日本輸出入銀行の融資を当てにした年産2800トン複合超微細紡糸プロジェクトは融資の不発で断念せざるを得なくなった。そのため、美爾雅股份が1998年末に実際に集团公司から購入したのは年産2100万メートル化繊織染生産ライン(プリント部分)と年産120万メートル高級毛紡織生産ラインでそれぞれの購入価格は15,083万元、12,903万元であったという。予定購入金額より若干安かった。しかし、集团公司の子会社である美京と美倉に所属されていた二つの生産ラインは結局美爾雅股份に購入されても直接経営する組織も人材もないため、結局上記2社に年間資産総額8%の資産リース料で経営を任せることになった。

「美爾雅」商標権の購入。無形資産の商標「美爾雅」が美爾雅集团公司の所有とされ、美爾雅股份から売上高の1%を商標使用料として徴収する協定であったが、2000年に美爾雅股份は集团公司から美爾雅商標の所有権を1.2億円で購入した<sup>15</sup>。

集团公司と美爾雅股份の資産入れ替え。2001年8月22日に120万メートル高級毛紡織生産ライン(資産評価額6,736万元)が集团公司のホテル(滋湖山荘、資

産評価額1.6596億元)と入れ替えられ、資産差額の9,859万元は美爾雅股份に対する集团公司の巨額債務の相殺に当てられた。120万メートル高級毛紡織生産ラインの価格は1998年末に集团公司から購入したときの半値とされる一方、滋湖山荘の資産評価額は帳簿価格より60%も高くなっていたという。

こうした巨額な資産取引に注目した中国証券監督管理委員会は、集团公司が大株主の地位を利用して上場企業から大量の現金を横取りし、中小投資家の利益を損なった典型的事例として2001年9月に全国へ通告し、美爾雅集团公司とその経営者を非難した。それを裏付けるかのように経済月刊誌の「新財富」は2001年9月号に「大株主が美爾雅を食いつぶす」という特別レポートを掲載し、集团公司が大株主の地位を利用して資産の売却と入れ替え、商標の売却などで美爾雅股份が上場してから合計5億元を越す現金を略奪したと報じた。

たしかに美爾雅集团公司と美爾雅股份の間に恣意的な資産取引が頻繁に行われ、その経営者が糾弾されるのも当然であった。しかし、このような多くの上場企業にもみられる現象は中国の株式市場における制度的問題を示唆しているように思われる。なぜこのような資産取引が安易に行なわれえたのか、またなぜ企業はこのような資産取引を行わなければならなかったのか。

すでに明らかにしたように多くの上場企業と同様、美爾雅股份は美爾雅集团公司の主要な資産の改組から出来たものである。したがって成立当時から両者の間に関連取引の存在が避けられず、市場的取引が期待できない構造になっていた。つまり、グループ内部におけるこのような非市場的取引はグループの所有構造と経営構造に根ざしているのである。

もともと中国では株式市場は国有企業の資金難を解決するための一道具として位置付けられてきたといわれるように、美爾雅集团公司はもっぱら資金調達のための美爾雅股份の設立と上場を計画してきたし、またその道具でありつづけることを願っていた。事実、美爾雅集团公司は1998年以降株主割当て増資を実現するために中国証券監督管理委員会が設けた高いハードル(純資産収益率は3年連続して

---

<sup>15</sup> 紳士服の商標「美爾雅」は美爾雅服飾に所有されるべきものと考えられるが、商標の登録をしたのは集团公司なので所有主になったという。2000年4月に同商標の価値が2.3億元と評価されたが、美爾雅服飾の同商標価値への貢献を考慮して売却価格を1.2億元にしたという。

表3 美爾雅股份有限公司における売掛金と棚卸資産の推移

単位：元

	1997年末		1998年末		1999年末		2000年末	
売掛金	金額	比率	金額	比率	金額	比率	金額	比率
1年以内	154,390,142	74.84)	146,211,531	(81.10)	58,164,333	(27.48)	30,601,555	(30.62)
1 - 2年	49,401,891	(23.95)	23,509,423	(13.04)	147,281,400	(69.58)	1,468,047	(1.47)
2 - 3年	1,768,465	(0.86)	10,575,287	(5.86)			58,477,695	(58.52)
3年以上	730,902	(0.35)			6,232,679	(2.94)	9,387,618	(9.39)
合計	206,291,400	(100.00)	180,296,242	(100.00)	211,678,420	(100.00)	99,934,916	(100.00)
その他売掛金	金額	比率	金額	比率	金額	比率	金額	比率
1年以内	146,275,892	(76.09)	239,018,089	(63.43)	342,822,003	(91.94)	41,440,984	(11.79)
1 - 2年	36,569,659	(19.02)	121,274,359	(32.18)	13,672,625	(3.67)	108,610,437	(30.90)
2 - 3年	8,268,565	(4.30)	16,537,412	(4.39)	9,155,682	(2.46)	195,204,387	(55.54)
3年以上	1,122,124	(0.59)			7,194,475	(1.93)	6,182,305	(1.77)
合計	192,236,241	(100.00)	376,829,862	(100.00)	372,844,787	(100.00)	351,438,115	(100.00)
棚卸資産	金額	比率	金額	比率	金額	比率	金額	比率
原材料	18,897,515	(11.41)	11,586,903	(61.88)	16,030,732	(50.59)	19,555,504	(22.46)
製品	135,418,312	(81.82)	387,746	(2.07)	719,008	(2.27)	67,254,782	(77.23)
仕掛品	9,567,997	(5.78)	6,307,217	(33.68)	14,939,368	(47.14)	256,263	(0.30)
その他	1,625,283	(0.09)	442,38	(2.37)			13,256	(0.00)
合計	165,509,109	(100.00)	18,724,248	(100.00)	31,689,109	(100.00)	87,079,806	(100.00)

出所) 美爾雅股份有限公司が株主総会に提出される各年度報告より作成。

1999年末における売掛金の対象企業(上位5名まで)

売掛金		その他売掛金	
美爾雅销售有限公司	185,352,600元	美爾雅销售有限公司	227,487,477元
サンテイ衣料	10,962,765	美爾雅集团公司	88,236,478
伊藤忠商事	1,453,719	サンテイ衣料	9,102,707
美丹	1,006,307	美倉	7,182,499
小島衣料	877,341	美京	5,606,153

10%以上)をクリアすべく上場企業の業績をよく見せるための工夫を凝らしていたのである。

表3に示されるように美爾雅股份の売掛金とその他売掛金が1997年末以降きわめて高い水準に達し、その大半は集团公司とその子会社が占めていた。たとえば1999年末現在美爾雅集团公司及びその子会社の美爾雅销售有限公司(販売会社)への売掛およびその他売掛金の合計は5億元にも達し、全体の80%を超えてい

<sup>16</sup> 売掛金とその他売掛金の定義は明確ではない。営業報告書に記載している数字は年によって甚だしく異なるので、人為的に操作している痕跡がみられる。

る<sup>16</sup>。とくに美爾雅銷售有限公司へのものが目立っている。

美爾雅服飾はもともと加工される紳士服の85%を日本向け輸出していたが、日本側の了解を得て中国国内で確立しつつあるブランド名と合併を通じて蓄積された技術力を生かして国内事業部を設け、増えつつある国内需要に対応した。一時その利益は輸出向けの加工収入を大きく上回ったが、国内競争の激化と国内販売力の不足から売上が伸び悩み、1997年末に完成品の在庫が1.35億元に達した。1998年末から完成品の在庫が非常に少なくなったが、これは販売協定により完成品をほとんどすべて美爾雅銷售有限公司に売り渡したからである。そのため、美爾雅股份は会計上利益を計上しつづけることができたのである。逆に美爾雅銷售有限公司は大量な売れ残りを抱えることになり、当然ながら美爾雅股份に代金の支払いができず、売掛金、またはその他売掛金として計上する以外に方法がなかった。

ところが、1999年に予定した株主割当増資計画が挫折した。売掛金の操作と利益のごまかしがもはやそれ以上続けられなくなった美爾雅股份は、2000年4月に集团公司から1.2億元の巨額で美爾雅商標を購入し、また美爾雅銷售有限公司から一旦売却した紳士服（約6000万元分）を買い戻し、そして滋湖山荘と120万メートル高級毛紡生産ラインの資産を入れ替えるなど、集团公司との不正取引を清算せざるを得なくなったのである。中国証券監督管理委員会と「新財富」誌はこうした側面を見落したと言わなければならない。

## 第5節 企業成長と政府機能

### 政府は審判であり、プレーヤーでもある

羅を中心とする経営陣は美爾雅集团内部において経営の自主権を確立し、外部からの行政干渉を排除し、政府の所有者としての権益の一部を空洞化させることに成功した。しかし美爾雅グループは、所定のビジネス範囲を超えて成長戦略を選択した時に、政治や経済および社会の各方面に絶大の権限を持つ政府との関係に直面せざるを得なかった。それを典型的に示したのは合併などで資産の取引などが伴った場合である。

表4に示されるように美爾雅グループの発展において、主要関係企業のほとん

表4 美爾雅グループにおける主要な合併活動

分野	時期	主要な買収・合併
紡績	1992年12月 1996年11月 1997年4月	黄石市天鳳毛紡織有限公司を合併して美倉を設立 黄石市毛紡廠を合併して美京を設立 美爾雅股份は美寧を合併して「連合上場」
服装	1991年1月 1995年4月	黄石市第二家具廠を合併して美島を設立 黄石市毛毯廠を合併して美島第二工場を設立
製薬	1996年12月	黄石市第二製薬廠が黄石市から移管され、のちに美昇を設立
ホテル	1999年1月	黄石市政府から建設途中の滋湖山荘を移管される

出所) 美爾雅集团公司社内資料より作成。

どが他企業との吸収合併を経験していたが、そこには政府の意図が影響していることが多い。まず天鳳公司与黄石市毛紡総廠との合併は、紡績・縫製一貫生産を目指していた美爾雅集团公司と、国有企業の救済などの政策課題を抱える黄石市政府との間における思惑が一致したためであった。良質の素材を供給する紡織工場の設立は、輸入代替の産業政策に一致したばかりでなく、美爾雅グループにとっても素材の日本からの輸入依存を脱却し、また高級化しつつある巨大な国内消費市場の動向を先取る戦略に基づくものであった。美爾雅グループは天鳳公司との合併で同公司のもつ毛紡織製造加工の設備や土地使用権、建物を手に入れ、倉敷紡績との合併を成功させた反面、同公司のもつ7000万元にのぼる負債を受け継いだ。そのため同集团公司は後に重い負担を感じ、政府に負債利息の軽減や免除、負債の国家資本金への転換、一定期間の免税などの優遇政策を要求するようになった。こうして天鳳公司の債務問題を引きずるようになった美爾雅集团公司は、1997年になると負債の一部を処理するため、美倉に対する75%の出資比率を45%へ下げ、第一出資者の地位を倉敷紡績に譲った。

美爾雅集团公司と黄石市毛紡総廠との合併は、1994年に市政府の要請を受け、合織生地製造への進出を決めた同集团公司が市政府の指示で土地と建物を確保するために行われた。この合併は韓国の鮮京財閥との合併企業である美京の誕生へ有利に作用したが、毛紡総廠の従業員の再配置などに2,000万元、債務返済に1,000万元、合計3,000万元の負担を強いられた。

また黄石市第二家具廠の買収で設立された美島は、黄石市毛毯廠の買収で生産規模の拡大に必要な土地使用権と関連施設を取得した。買収の価格が比較的安かった



ことと、被買収側の債務と従業員の処置を引き継がなかったことが、美島の飛躍的成長を遂げる重要な条件になったといわれている。

黄石市第二製薬廠の移管は、黄石市と美爾雅グループの間に行われた資産取引のもうひとつの例である。同製薬廠の全資産（固定資産、流動資産及び無形資産の経営管理権と土地使用権）が美爾雅集团公司に移管された一方、同社の債権債務（500万元の不良債権と600万元の債務）及び従業員（退職された従業員を含む）を同集团公司が受け継ぐことになった。またこの移管にあたって美爾雅集团公司は政府に1997年から3年間の同製薬廠に対する定額税制の実施を求めた。のちに同集团公司は傘下の美誠を第二製薬廠と合併させ、美昇を設立した。第二製薬廠の移管は、同集团公司の多角化戦略にとって重要な一環となっていた。

一方、美爾雅股份の「連合上場」にみられる政府と企業の関係は複雑であった。中国では会社の上場は所在地政府の推薦が必要であるが、地方政府の推薦できる数は国家証券監督管理委員会の政策によって制限されていた。湖北省政府は地域経済の活性化という公共政策の立場から美爾雅股份の上場を推薦するかわりに、同社に経営状況の悪い蒲圻紡織集团公司傘下の美寧との合併を要求した。結局上場を目指した美爾雅股份は、この条件を受け入れ、美寧を美爾雅股份の100%出資子会社とした。具体的には美爾雅股份は美寧の資産、債務と従業員を受け継ぎ、かわりに総株式の20%を蒲圻紡織集团公司に渡した。一方、美爾雅股份は政府の意向を受け、株式総数を5,000万株から15,000万株に拡大させた上で公開発行株数を5,000万株と設定した。これは「連合上場」の前に同社が計画した2,000万株の公開発行株数よりはるかに多かった。

また滋湖山荘の移管はまったくの政府のなせるわざであった。黄石市はイメージを向上させるため高級ホテル滋湖山荘の建設に着工したが、工事途中で予算が狂い、中断せざるを得なくなった。そこで市政府は工事の継続とその後の経営を引き継ぐことを条件にそれまで投下された資本（約6000万元及び土地使用権）を無償譲渡するとする交渉内容を半ば強制的に美爾雅集团公司に押し付けてきた。美爾雅集团公司は約6000万元の資産増加が得られ、また政府から減税や開業後の利用客の確保などの条件を引き出したが、それ以上の追加投資が必要でかつ開業後の経営リスクを負わなければならなかった。事実、当ホテル2000年の営業収入は1075万元にすぎず、売上の増加には現在の40室のホテル規模を大幅に増やす必要があるが、それには一層の投資が避けられない。

以上のことからわかるように、国有資産の譲渡について政府は所有者と行政機関という2つの立場から美爾雅集団の経営に介入した。その介入は企業としての戦略に沿って合意のもとに行われたものもあれば、一方的に押し付けたものもある。また合併の内容を見ても非合併側の債務と従業員の処置や免税と利息の減額の有無など企業に有利なもの、不利なものが混じっていた。政府の行政機能と所有機能の不分離が往々にして国有企業の経営不振の元凶とされているが、政府との交渉に比較的強い立場にある美爾雅集団のように政府の足元を見透かして駆引きを展開し、政府から有利な政策を引き出す場面もしばしば見られ、相互利用の様相を呈している。このことは長期的には同社の完全民営化に負の遺産を残していくものと考えられる。

## 第6節 民営化の行方

### 「Ownership Structure Matters (所有構造はやはり問題だ)」

#### 1. 経営者支配と国有資産の「授権経営」

1985年国有企業を救済するためにはじまった合併企業としての美爾雅服飾の経営は民営化への第一歩であった。国家出資が大半を占めていたが、経営の実権は日中双方の経営者に握られた。また1993年の株式制への改組にともない、合併企業の国家出資分が株式会社への持ち株にかわる一方、新設される株式会社の国有株は半数にも満たず、法人株と従業員持ち株が過半数を上回った。そして1997年の株式公開によって個人投資家に株式が分散化し、国有株の比率は25%まで下がった。他方、国家を代表して当初の合併企業に出資したとされる第一床单廠は最初実体のないものであったが、必要に応じて実体に伴う合併企業の国有親企業に変身したのである。中国では国有企業を改組するときには国有資本を国有資産管理局のような政府機関か、または国有資産の管理運営を「授権」された集团公司に委託することになっているが、美爾雅グループの場合は後者が選択された。その集团公司はグループを統括する純粹の国有親企業で、それまでに合併企業か、株式会社への再編が試みられたが、失敗に終わっている。1993年に美爾雅集团公司という名称に変更して現在に至るが、中国会社法上の国家全額出資有限公司ではなく、董事会を設け

ず、羅という国有企業の法人代表に国有資産の管理運営を委託している状態であった。

そこで美爾雅集团公司は美爾雅股份の上場に合わせて自身の改組案「美爾雅集団建立現代企業制度实施方案」を市政府に提出した。まず同社を国家全額出資有限公司に改組し、「投資主体権」、つまり企業収益の再投資権の獲得を政府に要求した。これは改組後の美爾雅集团公司に国有資産の事実上の所有者の地位を与える「授權経営」にほかならなかった。次に美爾雅股份の国有株についても美爾雅集团公司名義の社会法人株への変換を政府に要求した<sup>17</sup>。いうまでもなく国有株の名義転換は法律的に同株式会社から国家資本が消えることを意味する。いずれも画期的な内容なので当時の政府の同意をとりつけ得なかった。

ところで美爾雅グループの場合、国有企業、株式会社、合併企業などの企業形態を揃えている。このような所有構造は同グループ発展に有利に働いたと考えられる。たとえば政府の優遇政策への対応がその一例である。国有企業、とくに政府によって選定された大企業に対して融資、税金の面においてさまざまな優遇措置が実施されている。一方、合併企業に対する3年間の免税、また上場した株式会社に対する所得税の軽減（通常の33%から15%に引き下げ）などの政策的メリットも大きかった。

ところが、羅のリーダーシップのもとで成長してきた美爾雅グループにとって一つのアキレス腱があった。国有企業における最高経営者の人事制度である。そのひとつは60才定年制度で、いまひとつは政府の人事任免権であった。美爾雅グルー

---

<sup>17</sup> 美爾雅股份の国家資本は国有資産管理局、あるいは国有資産投資公司ではなく美爾雅集団公司的管理運営に任せている。中国では国家資本を国家株と国有法人株に分けているが、同集团公司の持ち株は国家株とされてきた。しかし、一部の社内資料や1999年度株主割当て増資説明書の中ではこの国家株が国有法人株に名称変更されている。

なお、2000年に蒲紡集团公司から譲り受けた5400万株は美爾雅集团公司に所有される国有法人株になっている。2種類の国家資本の権利義務がどう違うか、はっきりしないが、美爾雅集团公司は国家株、国有法人株をわざと区別して同時に所有していることがたしかである。

また中国建設銀行に所有された美爾雅股份の1464万株が、2000年武漢聚科技投資有限公司に譲渡することになった。この武漢聚科技投資有限公司は美爾雅集团公司によって設立されたペーパー会社であるが、同社の所有株式は社会法人株となっている。

プの成長にもっとも寄与してきた羅は必ずしもそれにふさわしい収入をえたわけではなく、また2000年末現在株式会社での持ち株は16,875株にすぎない。経営者にとって現職から外れることはいままで勝ち取った権益を一挙に失うことを意味するが、政府にとってもリスクがあると考えられる。経営者中心の組織構造となっているので、経営者の交代は企業経営の基盤に打撃を与えかねないし、職権による経営者の定年前資産略奪、いわゆる「59才現象」が起こる可能性がある。そこで政府と経営者の思惑が一致し、定年制度に特例が設けられ、いまのところ65才まで現職にとどまってよいとされている。

しかし、定年の延長だけではこのジレンマを解消することが難しい。人事権が政府にある限り、企業業績の悪化などのときに人事権の発動がありうる。企業への全権支配にはやはり所有権の変更が不可欠だろう。しかし、それは経営的問題であると同時に政治的問題でもあった。

## 2. 所有権改革 最後の砦

1999年9月に開催された中国共産党第15期中全会が経営者にとって見逃しがたいタイミングであった。そこで採択された「国有企業改革と発展の若干の重大問題に関する決定」は競争産業における国有企業の戦略的撤退の方針を打ち出した。紡織・縫製産業に属する美爾雅集团公司は、その方針を受けてただちにグループの中層以上の幹部を集め、全員一致で民営化の方針を決めた。10月に社内特別プロジェクト・チームを発足させ、市政府に「美爾雅集団産権制度改革法案」を提出した。これによると、グループの総資産を再評価し、集团公司総裁の羅日炎個人か、経営者層がグループの純資産を5,000万元で買い取るとした。いずれの場合も、羅が大株主として経営を支配するのに十分な持ち株比率を想定していた。これはいうまでもなく集団全体の私有化であった。市政府との交渉は10月以降数回にわたって行われ、2000年3月28日に双方が「国有資産売却協議書」に署名する直前まで至ったが、湖北省政府は土壇場でストップをかけたといわれる。同集团公司は国家経済貿易委員会に選定される512社の大型国有企業のひとつで、またその傘下企業的美爾雅股份が上場企業であるなど、規模の巨大さが理由とされた。結局、国有親

---

<sup>18</sup> その知らせを聞いたサンテイの常川会長は黄石市に行き、羅との単独会談を行った。失意する羅に「企業を大きくする必要がなかった」と述べたという。

大企業の私有化は全国的にも初めてのケースになるということで、一部の市と省の主要政治家達が政治的リスクを恐れていたためといわれている<sup>18</sup>。

こうして集団全体の私有化が挫折すると、今度はグループ内企業の私有化が模索されるようになった。従業員数が3,000人以上で集団最大の関係会社である美島が対象に選ばれ、美爾雅股份有限公司に所有される美島の50%の株式を6,600万元で黄石市裕隆紡織服装有限公司に譲渡する協議が2000年10月31日に結ばれた。実はこの裕隆紡織服装有限公司は株式譲渡のために設立されたペーパー・カンパニーで、その出資比率は李萍40%、羅日炎30%（株主の名義は後に彼の娘に変わったという）、主要経営幹部20%、従業員10%となっていた。最大株主の李萍は美島の総経理、また美爾雅股份有限公司の取締役兼副総経理であった。また大株主の羅日炎は美爾雅集团公司の総裁で美爾雅股份有限公司の取締役会長を務めている。同社が美島の50%株式を買い取ることは、言い換えるとこれらの出資者が美爾雅股份有限公司にかわって間接的に美島の株主になるというものである。だが、面白いことに、この裕隆紡織服装有限公司の登録資本は110万元にすぎず、買い取る資産の2倍に当たる資金がなければならないという政府規定を満たさなかったので、12月の臨時株主総会で上述の株式譲渡案がいったん否決された。緊急増資の結果、2001年2月8日に臨時株主大会が再度召集され、株式譲渡案が承認されたという。注目すべきなのは市政府が今度の美島の私有化を積極的に支持し、裕隆の緊急増資にも手を貸したということである。

## おわりに

美爾雅集团公司のようにわずかな資本ないし無資本の企業が、きわめて短期間に大企業までの上がった事例は、20年も高度経済成長を続けてきた中国では決して珍しくない。いまもてはやされている大企業の多くは、このような成長コースをたどってきた。これらの大企業には同じく飛躍的に成長を遂げてきた私有・郷鎮大企業のほかに、さまざまな経緯から依然国有企業と称するものがかかり含まれることで、最近しばしば日本でも紹介され、中国企業の競争力の象徴として注目されている<sup>19</sup>。

美爾雅の事例から明らかになったように親企業が支配力を維持したままで傘下企業を上場させること、またその親企業が純国有で傘下企業には外資の影響力がかなり入っていること、そしてその親企業を実効支配しているのは所有権を持たない経営者であること、などはこのような新興国有大企業に見られる共通の特徴である。たしかにこれら新興国有大企業のサクセス・ストーリーの背後に必ずカリスマ的経営者がいて、その存在は企業規模の急速な拡大と切っても切れない関係にある。また企業の経営は、集権的経営組織のもとで経営者によるトップダウン方式がとられ、パーソナル経営の色彩が強い。『フォーブス』誌が美爾雅を羅日炎の個人企業と見なしたのはそのためと思われる。

ともあれ、新興国有大企業の経営者は資本主義企業の創業者に当たる存在である。その経営に所有権を付与するかどうか、いま大きな課題となっている。これら企業の民営化に経営者個人または経営者層に所有権を移譲するというやり方で現行の経営体制の維持がはかられる場合、家族企業への移行が現実となり、家族企業としていかに競争力を強化していくかが今後の経営課題となる。他方、あくまでも国家所有を堅持する場合、政府は人事権を行使して経営者を交代するか、または経営者を続投させるかの選択に迫られている。前者の選択は経営体制の混乱を招くおそれがあるが、後者の選択は経営者による資産の再配置（国有資産の流出）などによって国有集団会社が抜殻か、不良資産の坩堝に化けするリスクが高いと考えられる。それまで優良企業とされてきたものがある日突然経営不安に襲われる事例の多くは、国家所有の構造と関連しているといわれる。新興国有大企業をめぐる改革のジレンマはここにある。

（黄 孝春）

---

<sup>19</sup> たとえば『日経ビジネス』2001年10月15日号の特集「翔ぶ 世界の工場中国」。