

## 第5章

# 株式市場を通じた民営化

## 大企業民営化への途

### はじめに

地方中小企業から開始した中国の公企業民営化は、1990年代後半以降には比較的規模の大きい企業にも及んできた。美爾雅グループ（第3章）やTCL（第4章）の事例にみられるように、一部の大企業では経営者のイニシアティブによって民営化を進める動きが表面化している。

だが全体としてみれば、大企業の場合は直接的な民営化の動きは例外に属する。大企業の民営化は主として（１）株式会社への改組と株式上場、（２）国有株（または公有株）の出資比率引き下げという二段階方式によって展開する可能性が高い。1990年代後半以降の企業改革の結果として、すでに多数の大型国有企業が第一段階の株式会社化・株式上場を実現している。第二段階の国有株の出資比率引き下げは2001年に入ってようやく公式の政策として本格的に始動した。だが株価の下落や有力な企業統治主体の欠如などさまざまな制約に直面しており、進展にはかなりの時間を要すると予想される。

本章では中国公企業民営化の最終段階にあたる大企業民営化への途として、株式市場を通じた国有企業の民営化に焦点を当てる。

## 第1節 株式上場から国有株売却へ

### 1. 企業改革の場としての株式市場

第1章で検討したように、中小企業の民営化は従業員所有への転換や経営者・外部の企業など少数の主体による買収を主な形態として進められてきた。銀行融資やインフォーマル金融によって買収資金を調達することが可能になると共に、比較的規模の大きい企業でも同様の形態の民営化が行われるようになってきている。

だが企業の規模が大きくなるほど、従業員所有化や経営者・外部企業など少数の主体による買収を通じて民営化を進めることは難しくなる。巨大な資産を有する大企業の民営化を進めるうえでもっとも重要な役割を果たすと期待されるのは、株式を細分化して流通可能にすることで多数の投資主体による資本所有を実現する株式市場である。

### 国有企業の株式上場

中国では1990年に上海証券取引所、1991年に深圳証券取引所が設立されて株式の上場取引が開始した。株式市場は1990年代後半に本格的な発展期に入った（表1）。株価がピークを迎えた2001年5月には時価総額は5兆元（約80兆円）を越え、香港市場を上回って東証に次ぐアジア第二の規模となった。2001年末時点で上場企業数1,160社、証券化率（時価総額/GDP）約44%に達している。当初は実験的性格が強かったため上場対象は中堅以下の企業が中心だったが、1990年代後半以降は有力国有企業の上場が推進されるようになった。近年では宝山鋼鉄、中国石化など最主力国有企業の上場が相次いでいる。

株式市場導入の当初は、銀行融資に代わる新たな資金調達チャンネルを整備するという意味合いが強く、株式市場を利用して民営化を進めるという意図は存在しなかった。1990年代半ば頃までは、株式会社への転換にあたって政府出資比率51%以上を維持するよう国務院の指導が行われていたとされる<sup>1</sup>。

株式の種類は大きく流通株と非流通株に分けられる。流通株は株式市場での自由

---

<sup>1</sup> 国家経済体制改革委員会関係者へのインタビューによる（1995年8月）。

表1 上海・深圳株式市場上場企業の株式構成 ( % )

	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。

な流通を認められる株式であり、内貨建のA株、外貨建のB株、海外市場上場のH株の三種に分かれる。一方、政府の保有する国家株や企業等法人の保有する法人株は自由な流通を認められていない。従来法人株の大部分は国有企業が保有する国有法人株であるとみなされてきた。国家株と国有法人株を合わせて「国有株」と称する<sup>2</sup>。

国家株・法人株の流通禁止の本来の目的は、上場企業の国有株比率を維持することにあった。国家株比率は1990年代初頭から90年代末にかけて低下してきたが、法人株比率は上昇しており、非流通株比率は小幅の低下に留まっている。法人株の中で国有法人株・非国有法人株の別については統計が公表されていない。このため法人株の正確な内訳は不明だが、依然として国有法人株が大部分を占めるとみられる。株式市場の急速な発達にもかかわらず、国家株と国有法人株を合わせた国有株比率は小幅の低下に留まっている可能性が高い。

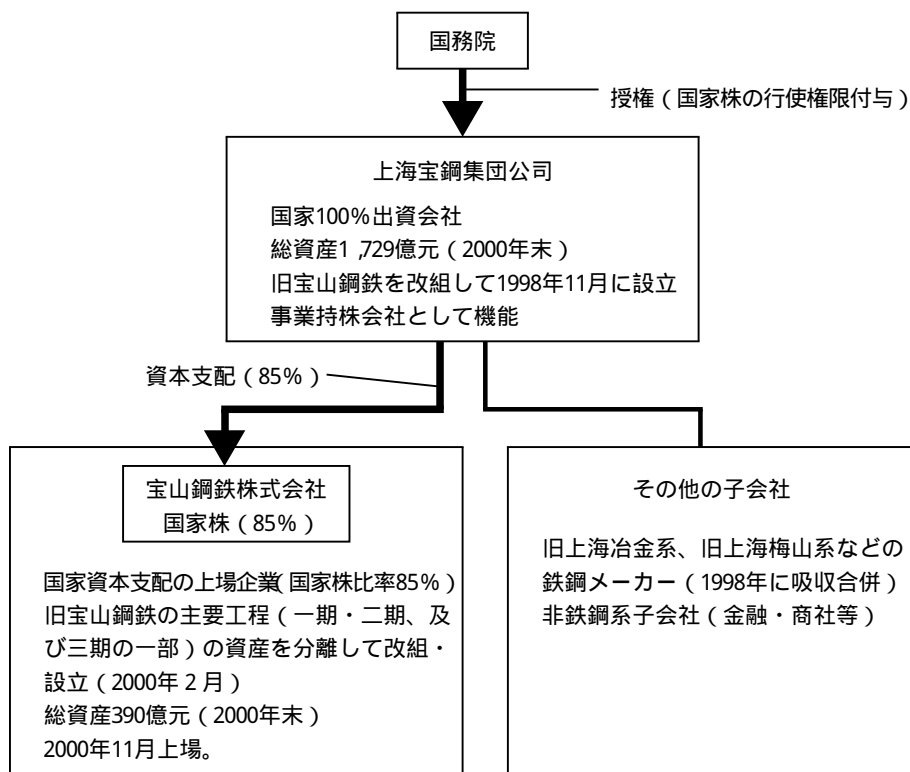
<sup>2</sup> 中国の株式区分については今井健一「上場企業の所有構造と企業統治」(丸川知雄『中国企業の所有と経営』アジア経済研究所、2001年、第3章)参照。

## 分離型上場の意義と限界

国有企業が株式会社に改組して上場する場合には通常、母体企業の優良資産を分離して株式会社に再編し、母体企業は一種の持株会社として存続するという形式が採用される。ここではこれを分離型上場と呼ぶことにする。

2000年に国有企業の国内上場として最大規模の上場を実現した宝山鋼鉄も、分離型上場の一例である。宝山鋼鉄では主要生産設備の大部分を上場企業として再編した（図1）。母体企業である集团公司は国務院の授権により、上場企業株式の85%を占める国家株の株主としての権限を行使する。上場企業である宝山鋼鉄株式会社は、総資産ベースでは集团公司の2割強程度の規模にすぎない。だが集团公司のその他の子会社は大部分が赤字であるか低収益であるため、集团公司全体の

図1 国有企業の株式上場 宝山鋼鉄の事例



出所）上海宝钢集团公司年報、宝山鋼鉄株式会社年報（いずれも2000年版）に基づく。

<sup>3</sup> 2001年には中国石化が宝山鋼鉄を上回る規模の上場を実現している。

利潤は上場企業より9億元ほど少ない35億元にとどまっている（2000年の税引き前利潤）

分離型上場は実施当初の時点では、いわば元の会社の勘定を「よい勘定」と「悪い勘定」に分けただけであり、必ずしも実質的な変化を意味しない。だがほとんどの国有大企業が過剰な設備や労働力を抱える中国では、分離型上場は現実的な方法であることも事実である。「勘定を分ける」ことによって初めて採算部門の外部資金導入（株式上場）が可能になるうえ、採算部門・不採算部門共に経営改善へのインセンティブは強化されるだろう<sup>4</sup>。

同時に分離型上場には、経営体制の改革という観点からは明らかな限界が認められる。国家株比率が85%に達する宝山の事例はやや極端であるにせよ、一般に上場国有企業の国家株または国有株の出資比率は数十%を占める。その結果母体企業は他の株主を圧倒する筆頭株主となり、事実上上場企業の経営をコントロールできることになる。このことは、母体企業を監督する行政当局も、筆頭株主である母体企業を通じて上場企業の経営に介入できるということを意味する。

株式市場の規模が拡大すると共に、母体企業やその背後の行政当局が、筆頭株主としての力を利用して上場企業からの不当な利益移転を行うケースが頻発するようになった（第4章参照）。2000年には国家重点企業である猴王集団が、上場子会社の猴王株式会社に対して9億元以上の債務を負ったまま破産するという事件が発生した。集団会社の破産に関する調査の過程で、筆頭株主である猴王集団（出資比率23.9%）が株式会社の経営を牛耳って集団への巨額の利益移転を行っていたことが判明し、当局や市場関係者・投資家に大きな衝撃を与えた<sup>5</sup>。

## 国有株流通化への動き

政策当局は従来株式市場の整備を進めるにあたって、国有大企業の資金調達チャ

<sup>4</sup> 日本のJRの分割民営化でも同様の効果がみられる。採算部門であるJR東海やJR東日本は、他の不採算部門から切り離されて独立の会社となることで株式上場が可能になり、また経営効率の改善を実現している。

<sup>5</sup> 猴王株式会社の前身は湖北省宜昌市の国有溶接材料メーカーである。1993年の上場当初国家株の代表者は宜昌市国有資産管理局だったが、1997年に母体企業の猴王集団公司に変更された。猴王集団は上場企業の資金を利用して無謀な企業買収を展開し、経営が悪化して破産に至った。

ンネルとしての側面のみを重視する傾向にあった。株式上場に伴う国有企業の経営体制の変革は建て前としては掲げられていたものの、実態を伴っていなかった。母体企業による不正の頻発はその結果であるといえる。

健全な企業統治の欠如した株式市場は、「ギャンブルの場」以上のものになりえない。市場の不安定性は投資家の信認を損ない、やがては市場の資金調達機能をも破壊しかねない。このような文脈の下で、1990年代末から2000年にかけて中国では、上場企業の企業統治健全化の必要性が強く意識されるようになった。その一環として浮上したのが、国有株の流通問題である。

## 2. 国有株譲渡による民営化

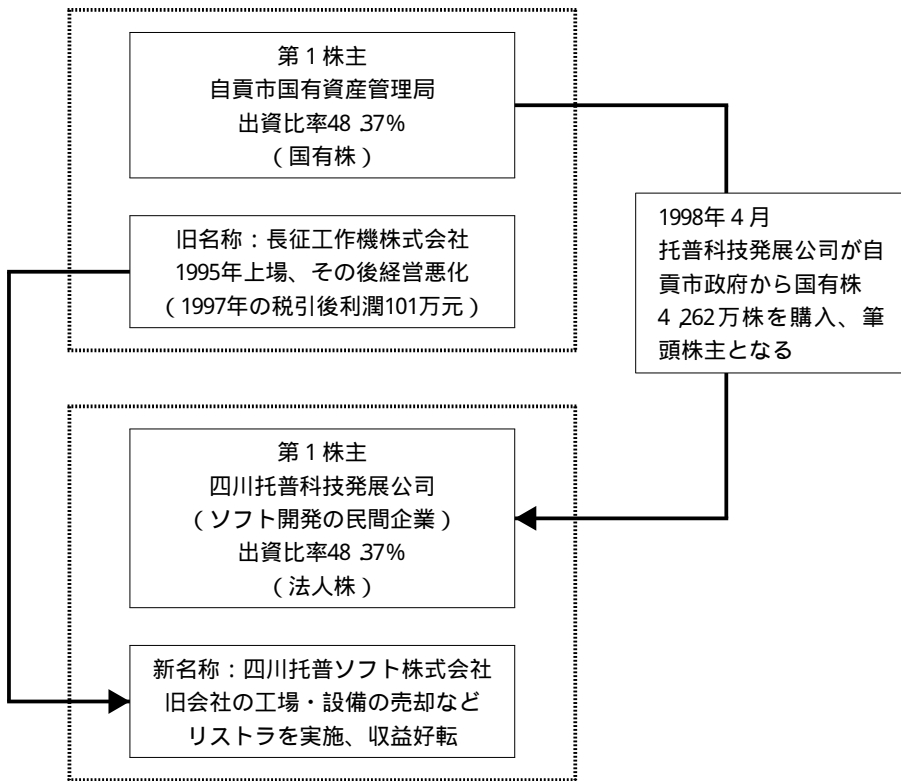
国有株（国家株及び国有法人株）は現在株式市場での自由な流通を認められていないが、相対取引ベースでの譲渡は当局の認可があれば可能である。従来民間企業は株式市場への上場を容易に認められなかったため、経営の悪化した上場国有企業を買収する「殻買い上場」と呼ばれる手法で間接的な上場を果たそうとする民間企業が現れるようになった。1997年の15回党大会以後民間企業に対する政治的制約が緩和したことを契機に、「殻買い上場」を目的とする民間企業による上場国有企業を買収がしだいに増加してきた。

### 増加する「殻買い上場」

典型的なケースとして、民間ソフト会社托普による長征工作機株式会社の買収を挙げる（図2）。長征工作機は四川省自貢市に属する国有企業であり、1995年に株式を上場した。だが上場後経営が悪化し、1997年の税引き後利潤は上場前の十分の一以下の100万元に落ち込んでいた。1998年に同じ四川省の有力民間ソフト会社である托普が自貢市の有する国家株（出資比率48.4%）を全額購入して筆頭株主となり、社名を四川托普ソフト株式会社に改称し、主業務をソフト開発に転換した。

上場企業の買収が1997年以降急速に増加していることは明らかであるが、民間企業による上場国有企業を買収に関して統計は公表されておらず、正確な実態をつかむことは難しい。国家株の変動状況に基づく推定によれば、1999年1月～11月末及び2000年1月～9月中旬の二期間には民間企業による上場国有企業对国家株買収とみられるケースが、それぞれ17件及び24件確認される<sup>6</sup>。買収対象が国有法

図2 民間企業による「殻買い上場」「長征工作機」の事例



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。

人株である場合はこれには含まれない。法人株の譲渡は近年きわめて頻繁に発生していることから、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こで挙げた件数をかなり上回って増加している可能性が高い。非国有法人株や一般株を買い集めることで民間企業が上場国有企業の敵対的買収を試みるケースも発生している。

<sup>6</sup> 上場企業に関するウェブサイト『中国証券在線』(<http://www.f10.com.cn/>)掲載のデータ(1999年1月1日~11月25日の「殻買い上場」実施情況、2000年1月1日~9月25日の国有株譲渡実施・予定状況)に基づき、国家株が民間企業と推定される企業に買収されたケースを特定した。

## 政策当局の動き

上場企業の国有株売却は当初、所轄の行政当局の認可があれば可能であり、地方所轄の上場国有企業の場合は省政府レベルの国有資産管理局の認可によって実施できた。だがこの場合、「国有」株であるにもかかわらずその売却収入が中央財政にまったく還元されないという問題があった。そもそも国有株の売却収入の帰属については明確な規定が存在しない。中央の財政部は、地方行政がなし崩し的に国有株を売却することで中央の将来の財源が失われることと避けるため、主要発起人（通常は母体企業または地方政府）が保有する国有株の譲渡に際しては一律に財政部の審査を義務づける措置をとった。さらに2000年に入って国有株買収の認可を制限する方針を打ち出した。この措置は2001年下半期にようやく緩和されたが、民間企業による国有株買収に対して財政部は依然慎重な姿勢をとっていると伝えられる。

民間企業による上場国有企業買収の動きは、市場メカニズムに基づく大企業民営化のステップの一つとして重要である。だが民間企業が急速に発展しているとはいえその資金力には限界があり、買収対象となる企業はほぼ例外なく経営の悪化した中堅以下の企業である。分散した資金の集中化という株式市場の機能を生かして大企業の民営化を進めるためには、株式市場での不特定の投資家を対象とする国有株売却を制度的に実施していく必要がある。国有株の市場売却の動きは、2000年に入って具体化し始めた（表2参照）。

## 3．国有株売却政策の始動

序章で論じたように、1997年の第15回党大会は党中央の方針が国有企業民営化に向かう分水嶺となった。だが社会主義経済体制の根幹に関わる大企業の所有制度改革に関して、党中央は依然として慎重な姿勢をとっていた。党中央が国有株の市場売却推進に踏み切る契機となったのは、むしろ財政危機のリスクという差し迫った問題への対応である。

## 年金債務のリスク

1997年以降中央政府は国有企業改革の一環として、年金を中心とする社会保障制度の整備を進めてきた。年金制度改革の中心は賦課方式から積立方式への転換であるが、転換の過渡期でこれまで十分な積立を行ってこなかった退職者への給付を



表2 国有株の市場売却への動き

1997年 9月	中国共産党第15回代表大会 「国有経済の戦略的調整」方針を打ち出す
1999年 9月	上場国有企業複数社で国有自社株買い入れ消却の動き 中国共産党第15期中央委員会第4回全体会議 - 「戦略的調整」方針を再確認、 国有株売却推進を初めて公式に表明
11月	中国証券監督管理委、上場企業10社を選定し国有株売却試行を決定 国有資本の一般業種からの撤退と戦略業種への集中に関する国家統計局報告 内容公表
12月	中国嘉陵、貴州タイヤの国有株部分売却実施 財政部幹部、上場国有企業の国有株比率引き下げ目標を言明
2001年 6月	国务院「国有株放出による社会保障資金調達に関する暫定規則」通達・ 施行
6月～ 10月	株価が急速に下落（10月までに3割下落） 中国証券監督管理委、「暫定規則」の国有株放出関連条項の執行を停止
11月	中国証券監督管理委、国有株売却方式の一般公募開始
2002年 1月	国有株売却方式の提案を8類型に集約

出所）筆者作成。

確保する必要が生じる。在職者に対する退職者の比率が高く、かつ経済が低迷する東北地域などでは、地域単位の年金基金が早くも枯渇する状況が1997年頃から発生し始めた。これに対し中央財政では1998年から不足額の補填を開始した。補填支出は1998年時点では20億元余りだったが、1999年には100億元余り、2000年には300億元余りと急速に増加してきた<sup>7</sup>。2001年の補填支出は342億元に達した。同年の年間年金支出額は約2,050億元であり、年金支出額の約17%を中央財政補填によってまかなっていることになる<sup>8</sup>。

賦課方式から積立方式への過渡期に生じる年金基金不足は一般に政府の「隠れ債務」と称される。「隠れ債務」の規模については前提の置き方により大きく異なる推計が行われているが、一般に2兆元から3兆元の規模とみられている<sup>9</sup>。現在の

<sup>7</sup> 年金制度改革と「隠れ債務」の問題については、趙小剣・朱曉超「中国養老制度転軌」（『財経』2001年6月19日号）に詳しい。

<sup>8</sup> 労働・社会保障部ウェブサイト（<http://www.molss.gov.cn/news/2002/2062.htm>）。

<sup>9</sup> 世界銀行が1997年に実施した推計ではGDPの46～69%に達するとされる。2000年に国务院経済体制改革弁公室が行った推計では債務額は最高12兆元に達するとされる（趙小剣・朱曉超、前掲記事）。

### コラム1 四中全会「決定」の「国有経済が掌握すべき業種と領域」(抜粋)

国有経済が掌握すべき業種と領域は、主として以下を含む：国家の安全に関わる業種、自然独占の業種、重要な公共財・サービスを提供する業種、支柱産業とハイテク産業のうち重要な主力企業。その他の業種と領域では……(中略)……国有・集団など公有制経済主体の前提を堅持しつつ、個人、私営など非公有制経済の発展を奨励し、誘導する。 [筆者訳]

ところ年金支出が中央財政に占める比重は比較的小さいが、中国では今後20年のうちに世界的にみてもきわめて急速な高齢化が進展するとみられており、財政危機の潜在的なリスクは無視できない<sup>10</sup>。1998年以降公共投資による内需拡大政策が導入され、財政赤字補填のための国債発行が急拡大してきたことも、将来の財政危機に対する懸念を一層醸成した。

1999年9月に開催された中国共産党第15期中央委員会第4回全体会議(15期四中全会)の党決定では、第15回党大会(1997年)の「国有経済の戦略的調整」路線を再確認し、国家資本が掌握すべき分野を従来より明確に特定した(コラム1)。同時に上場企業について、「適宜に一般流通株の比重を引き上げるべきであり、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。これを受けて、社会保障基金の補填を直接の目的に、国務院の主導による上場企業の国有株売却政策が始動した。

### 国有株売却の試行開始

15期四中全会決定直後の1999年11月、中国証券監督管理委員会は国有株市場売却の最初の試みとして、国有株比率が60~70%に達する上場国有企業10社をテストケース対象企業に指定した。これら10社のうち中国嘉陵、貴州タイヤの2社を対象に、同年末に国有株の一部売却が実施された。

実施対象となった2社はいずれも業績が良好ではないにも関わらず売却価格は市場価格にかなり近い水準に設定されたため、市場の評価は芳しくなく、売却予定

<sup>10</sup> 世界銀行の推計では2020年の高齢者比率は1995年時点の約2倍の10.8%に達するとされる(World Bank, *China 2020: Development Challenges in the New Century*, Washington D.C., the World Bank, Chapter 4, 1997)。

価格の2割程度が売れ残るという結果に終わった<sup>11</sup>。売却決定時に一時的に急騰した2社の株価が売却実施後に急落したことも、国有株売却政策に対する株式市場の警戒感を深める結果となった。このため当初2000年に実施を予定していた残り8社については実施が事実上中止され、主として政府・証券管理当局内部で国有株売却方式の再検討が進められた。

最初の試行が不首尾に終わったにもかかわらず、国有株売却を進める政府方針はむしろ強化された。1999年12月には財政部幹部が、国有株売却政策の第一段階として非重点業種に属する上場企業の国有株比率（法人株を含む広義の国有株）を現在の62%から51%に引き下げるという目標を初めて明らかにした<sup>12</sup>。その後2000年9月には、第二段階では国有株比率を30%に引き下げるという目標が伝えられた<sup>13</sup>。また、同年11月には、鉱工業196業種のうち146業種から国家資本の段階的退出を進め、エネルギー・航空宇宙・ハイテク・石化・自動車など戦略的重要性を有する50業種への集中を進めるべきであるとする国家統計局の報告が発表された<sup>14</sup>。国務院は本格的な国有株売却の準備を進めると同時に、地方政府による所轄上場企業の国有株売却規制に乗りだした（前節参照）。

一年半に及ぶ売却方式の検討を経て、ようやく2001年6月に国務院は、「国有株放出による社会保障資金調達の管理に関する暫定規則」を通達した。証券管理当局を主体として進められた前回の売却の場合と比較して同規則は、国務院の正式通達という形式をとっており、「暫定」とは称するものの本格的な国有株売却政策の前触れであることを明らかに示している。同規則では、株式会社に改組した国有企業が株式を新規に公開発行または増資する際に、発行・増資による調達額の10%に相当する国有株を市場価格により売却することを義務づけた。さらに、売却収入全

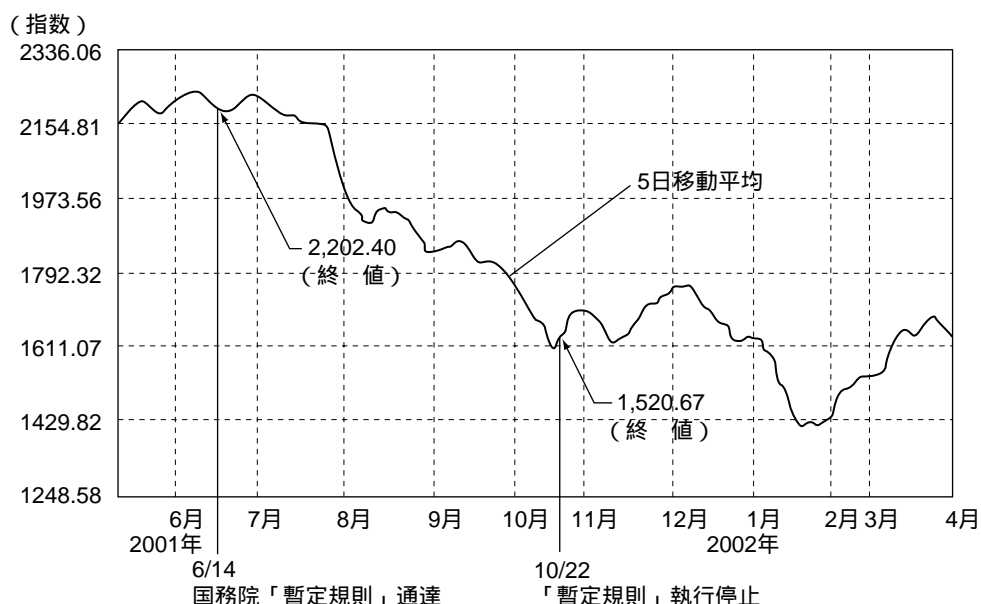
<sup>11</sup> 国有株売却により中国嘉陵と貴州タイヤの国有株比率はそれぞれ74.76%から53.7%、57.7%から51.0%に低下した。

<sup>12</sup> 新浪網ウェブサイト引用された朱志剛・財政部部長補佐の発言による（<http://finance.sina.com.cn/stock/marketMsg/1999-12-07/14369.html>）。

<sup>13</sup> 新浪網ウェブサイトによる（<http://finance.sina.com.cn/2000-09-16/12528.html>）。

<sup>14</sup> 新華社＝中国通信報道、2000年11月8日。同報道は同日付『中国証券報』報道に基づいており、報告そのものの原文は公表されていない。50業種はさらに国有資本が「独占する必要はないが一定の支配力を維持すべき」35の業種と「独占するか独占を中心としなければならない」15業種に分けられている。

図3 上海証券取引所株価指数の推移（2001年5月14日～）



注）横軸の月目盛りの間隔は取引日数に対応しているため等間隔ではない。  
出所）『証券之星』ウェブサイト（<http://www.stockster.com/>）により作成。

額を、中央財政による社会保障基金補填を目的に2000年に設立された全国社会保障基金に納付することとした。

### 国有株売却をめぐる摩擦

政府は「暫定規則」に基づく国有株売却により2001年内に200億元程度の調達を意図していたと伝えられ、史上最大の上場となった中国石化をはじめ10社前後で実施に移された。だが国有株売却に対する株式市場の警戒感は、政府の予想をはるかに上回るものがあった。5月まで記録的な高値で推移していた株式市場は、同規則の公表と前後して急落を開始した（図3）、10月までに下落幅は3割以上に及び、証券監督管理委は10月22日に同規則に基づく国有株売却の執行停止を宣言する事態に追い込まれた。売却による調達額は計画の1割程度に止まった模様である。1兆元近い時価総額の縮小が生じたことで、国有株売却政策に対する投資家の恐慌心理をかえって煽り立てる結果となってしまった。

国有株売却推進にあたって政府がもっとも注意を払ってきたのは、株式市場への

影響である。国有株売却額を株式発行・増資額の10%に留めたのも、売却を漸進的に進めることで株式市場への衝撃を抑制するという意図を反映している。こうした慎重な配慮にもかかわらず株式市場が劇的な反応を示し、政策停止のやむなきに至ったことは、政府にとっては大きな衝撃だった。このため政府・証券監督管理委は「暫定規則」執行停止翌月の11月にインターネットを通じて国有株売却のスキームを広く公募するという、前例のない思い切った措置を採用するに至った。これに対しては数千件に及ぶ反響が寄せられ、証券監督管理委は12月に各種の提案をいったん集約し、8類型に整理して2002年1月に公表した<sup>15</sup>。2002年3月現在、依然として売却方式の検討作業が継続中である。

「暫定規則」による国有株売却失敗の原因の一つとして批判の対象となっているのは、売却価格を一律市場価格によると規定した点である。この規定は国有株売却政策を所管する財政部の売却収入を最大化しようとする意図を反映している。だが発行済株式のうち3分の1の株式しか市場での流通を認められていないという特殊な条件の下で形成されている現在の市場価格は、企業業績からみて大幅に割高であるとみなされている。このような状況で市場価格による売却を行うことは市場の不安定化を招くと批判されているが、財政部は依然として市場価格による売却に執着する姿勢を崩していない。

## 第2節 上場企業民営化の制約要因

### 1. マクロ的側面 売却の受け皿としての家計貯蓄

1990年代後半の党の路線転換により、上場企業を中心とする大企業民営化に対する政治的制約は事実上大幅に緩和された。1999年と2001年の二度にわたる国有株売却政策の挫折が示すように、上場企業の民営化が目下直面する困難は、アジア有数の規模に成長した株式市場に如何にして過大な衝撃を与えることを回避しつつ国有株の売却を進めるかという、高度に技術的な問題である。ここではマクロ及びミクロの側面から、上場企業民営化の直面する制約要因を検討しよう。

<sup>15</sup> 新浪網ウェブサイト（<http://finance.sina.com.cn/y/20020127/168111.html>）参照。

## 国有株売却の規模と株式市場の資金調達能力

現在の発行済株のうち広義の国有株（国家株＋国有法人株）は6割に達するとされる（前掲表1）。2001年末時点の時価総額に基づいて計算すると、広義の国有株の価額は2兆6,000億元前後となる。国有株比率を第一段階で51%、第二段階で30%に引き下げるという目標を前提とすると、売却対象株式の時価総額は第一段階で4,300億元前後、第二段階で8,600億元前後となり、合計で1兆3,000億元程度の国有株売却が必要ということになる。一方、株式市場を通じて調達可能な資金規模は経験的に流通株式総額の15%程度（2001年の場合約2,500億元）とされる<sup>16</sup>。近年の資金調達需要は年間1,000～2,000億元程度であることから、通常の資金需要を満たすことを前提とすると、株式市場が一年で消化できる国有株は数百億元程度にしかない。これによれば第二段階の終了には十年以上を要することになる。

前節で触れたように、中央財政による補填を要する年金債務は少なくとも2～3兆元の規模に達するとされる。現在の株式市場の規模を前提とするかぎり、国有株売却によって年金債務への支出を賄うことには大きな困難が伴う。国有株売却推進のためには、株式市場の資金調達能力を拡大する方策が不可欠であるといえる。

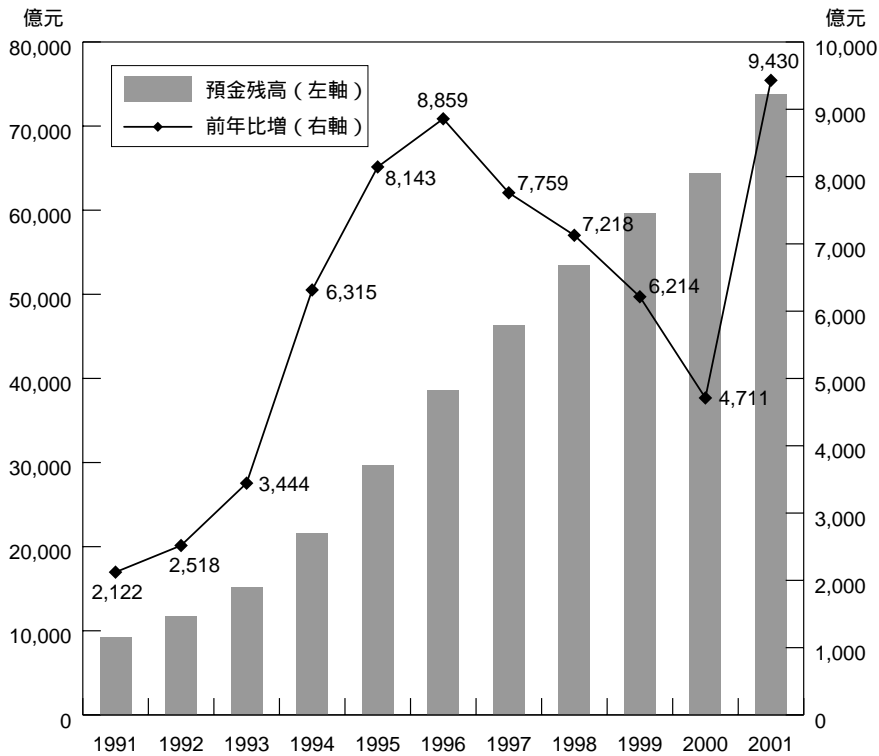
## 家計資産配分の貯蓄から株式投資へのシフト

マクロ的にみれば、株式市場の資金調達能力拡大を可能にする条件を見いだすことができる。すなわち、7兆元を超える家計貯蓄の存在である（図4）。家計貯蓄の増加幅は1996年にピークを示したのち2000年まで低下してきたが、それでも貯蓄残高は毎年5,000億元近くかそれ以上の伸びを示してきた。中国人民銀行が実施した1999年末時点での家計金融資産の推計では、家計金融資産総額8兆1,674億元のうち預金資産は5兆9,622億元に達し、7割強を占める（表3）。一方株券等の株式資産の占める比率は6%にすぎない。

2000年前後から、株式市場が長期の低迷を脱すると共に、株式投資への意欲は高まってきている。2001年第1四半期に実施された中国人民銀行の都市家計貯蓄

<sup>16</sup> 顧頤他「国有股減持の關鍵」（江蘇省産権交易中心ウェブサイト[<http://www.jscq.com.cn/>]）

図4 家計貯蓄の成長（1991～2001年）



出所)『中国金融年鑑2000』及び『中国人民銀行統計季報』(2002-1)。

意向調査では、株式を主要な金融資産とみなす家計の比率は1999年第4四半期の6.8%から12.0%へと、一年余りでほぼ倍増した。株式投資口座数は2001年1年で850万口座増加して6,650万口座に達した。

家計金融資産に占める株式資産の低さからみれば、今後家計が株式保有を拡大する可能性は十分にある。その鍵となるのは、株式投資に伴うリスクを如何に低減するかである<sup>17</sup>。中国の株式市場は、依然として投機的色彩がきわめて強い。売買回

<sup>17</sup> 日本ではバブル崩壊に伴う株式投資の高リスク化のため、家計金融資産に占めるリスク資産（主として株式）の比重は1990年代後半以来10%を大きく下回っている。だが株価指数が全体として上昇傾向を維持した高度成長期には、リスク資産の比重は20～30%に達していた（中川忍・片桐智子「日本の家計の金融資産選択行動 - 日本の家計はなぜリスク資産投資に消極的であるのか」『日銀調査月報』1999年11月号参照）。

表3 家計金融資産の構成（1999年末時点）

	残高 (億元)	構成比 (%)
家計金融資産総額	81,674	100.0
預金資産	59,622	73.0
手持現金	5,717	7.0
債 券	9,802	12.0
株券等株式資産	4,900	6.0
保険資産	1,633	2.0

出所) <http://www.dtjww.gov.cn/dtjw/guoneiwaixw/002.htm> (原資料は中国人民銀行推計)。ただし「債券」の原数字(89,840)は明らかに誤りとみられるため合計から各項目を減じて算出した。

転率(期間売買高/年末流通株式数)は500%前後に達しており、欧米や日本の成熟した株式市場の10~15倍に相当する。株式の平均保有期間は2カ月に満たない。一般投資家からみた投資リスクは高く、サンプル調査によれば、近年の株価指数高騰にもかかわらず中小投資家の8割以上が損失を出しているとされる(2000年のみ7割以上が黒字)。こうした高リスクの状況を改めないかぎり、家計資産配分の貯蓄から株式投資への一層のシフトは望めない。

市場の投機的性格の重要な原因の一つは、上場企業経営の不安定性である。中国の上場企業は上場時の好業績を安定的に維持できない傾向が強い。粉飾決算が依然として深刻であることも相まって、企業業績を合理的に予想することは著しく困難である。このため投資家の側でも長期的な収益を追求するよりは短期のさや取りにのみ関心を払うことになる。こうした投資家の短期利益志向は市場の値動きを大きくし、結果としてさらに市場の投機的性格を強める効果を持つ。

株式市場の安定化を進めるためには、現在株式投資の主体である個人投資家に代わって、上場企業経営に対して効果的なモニタリングを行う能力を具えた投資主体を育てていく必要がある。このような観点から近年政策当局は、機関投資家の育成に力を入れている。

## 2. ミクロ的側面 企業統治の主体としての機関投資家

従来中国の株式市場は小規模な個人投資家が圧倒的な比重を占めてきた。だがこ



れら個人投資家は一般に上場企業経営に対して効果的なモニタリングを行う能力が不足している。株式市場の企業統治機能を強化して株式投資のリスクを低減させていくためには、個人投資家の小規模な投資をモニタリング能力のある機関投資家に集中していくことが重要である。

### 機関投資家の成長

1999年以降、株式市場への機関投資家の参入が政策的に奨励されると共に、機関投資家のプレゼンスは急速に増大しているとみられる。2001年に中国人民銀行関係者が行った推計によれば、機関投資家の保有する株式はすでに流通株式価額の3割～4割に達する。うち85%前後は主として企業を顧客とする私募ファンド、15%前後は公募の投資ファンドが保有しているとされる<sup>18</sup>。

だが目下のところ、機関投資家の急速な成長は必ずしも株式市場の安定化に貢献していない。むしろ機関投資家の側では株式市場の投機性に適応し、投資規模の相対的な大きさを利用して相場操作による収益を計る傾向すらある。2000年10月には証券ファンドによる不正な相場操作が普遍的に行われていることを証券取引所関係者が暴露して関係者に衝撃を与えた<sup>19</sup>。

機関投資家の成長と株式市場の安定化の間には、一種のジレンマが存在する。株式市場に参与する投資家の選好がハイリスク・ハイリターン志向であるかぎり、その信託を受ける機関投資家が投機的な投資行動を行うことは避けがたい。

### 年金ファンド・保険ファンドの株式市場参入

株式市場安定化を担う機関投資家としては、一般の投資ファンドよりむしろ年金ファンド・保険ファンドが有望であると思われる。これらのファンドはその性格上、長期に安定した収益を上げることが重視すると期待される。現在整備が進められている公的年金に加え、企業による補充年金や個人の貯蓄性年金などの商業年金も成長しつつある。当局も年金・保険ファンドによる株式直接投資の容認、株式投資比率の引き上げなど、年金・保険ファンドの株式市場参入を促す措置を実施している<sup>20</sup>。

<sup>18</sup> 夏斌「中国私募基金報告」(『財經』2001年7月6日号)。

<sup>19</sup> 平湖・李青「基金黑幕 關於基金行為的研究報告解析」(『財經』2000年10月19日号)。

## おわりに 大企業民営化の展望

1990年代後半以来政策当局は国有大企業の株式上場を促進し、さらに2001年には国有株の市場売却政策を本格的に始動させた。これらは長期的には国有大企業の実質的な民営化につながる可能性を持っており、その意味で中国の経済体制改革の画期をなす重要な動きである。

だが本章で論じたようにこれらの政策は、株式市場に関わる市場制度や市場主体の未発達というきわめて現実的な制約に直面している。今後株式市場を通じた大企業民営化を推進する上で、市場制度の整備を着実に進めていくことが不可欠である。こうした市場制度の整備は一朝一夕に実現しうるものでないことは言うまでもない。機関投資家が株式市場で効率的なコーポレート・ガバナンスの主体としての役割を果たせるようになるまでは、相当の時間を要するだろう。結局のところ中国の大企業民営化は、長期にわたって展開する漸進的なプロセスとなることが予想される。

このことは同時に、政府あるいは政府の授権を受けた母体国有企業が上場企業の筆頭株主である状況が長期的に存続することを意味する。そのかぎりでは政府は、引き続き企業統治上一定の役割を果たさざるをえない。この問題については次章で論じよう。

(今井健一)

---

<sup>20</sup> 外資系金融機関の参入も株式市場の企業統治機能を高めるうえで有益であるとみられる。アジア経済危機以来中国は資本市場の対外開放には基本的に慎重な姿勢をとっているが、外資系金融機関の株式市場参入を段階的に認める措置を実施してきている。