

中国国有企業の所有制度再編*

——大企業民営化への途——

今 井 健 一

概 要

中国の国有企業改革は1990年代半ば以来、中小・中堅企業の民営化と大企業の株式会社化・株式上場という二本立ての路線で進められてきた。だが政府あるいは母体国有企業が筆頭株主として君臨する上場企業の資本効率は低い。上場によって直接金融のチャンネルが開けたことは、むしろ非効率な規模拡大を許す結果を招いている。2001年には年金基金補填の原資調達問題を契機として、国有株売却政策が始動した。これは長期的には国有大企業の民営化につながるプロセスである。新たな段階の企業改革は、どのような課題に直面するのだろうか。

こうした問題意識に基づき本稿では、第II節で民営化の流れを概観する。第III節では上場企業に焦点を当て、家電産業に属する国有系・集団所有系上場企業28社をサンプルとする計量分析を行い、所有構造と資本効率の関係を探る。第IV節では今後の国有大企業民営化の方向を展望する。

キーワード

現代中国経済、国有企業、民営化、コーポレート・ガバナンス（企業統治）、上場企業

I. はじめに

中国は1992年の第14回党大会で、資本の国家所有維持を前提とする「社会主義市場経済」への移行を改革の旗印に掲げた。十年を経過した現在も旗印そのものは変わっていない

* 唐成（筑波大学大学院）、劉平（福岡大学大学院）の両氏から本稿草稿に対して貴重なご助言を賜った。また沢田ゆかり氏（東京外国語大学）からは社会保障制度改革についてご教示を賜った。記して謝意を表する。なお誤りは筆者に帰する。

い。だがその内実は今や巨大な変化を遂げようとしている。

第15回党代表大会（1997年9月）以来の数次の政治プロセスを経て中国共産党は、資本の国家所有へのこだわりを放棄しつつある。政治的制約の緩和に対応して、国有企業の広範な民営化への機運が高まってきた。

国有企業の民営化はすでに1997年前後から、中小企業を中心に進展している。一方大企業については、株式会社への改組と株式上場が推進されてきた。だが国有株主が筆頭株主として君臨する上場企業の資本効率はおしなべて低い。株式市場を通じた資本調達の手が開けたことは、むしろ非効率な規模拡大を許す結果を招いている。2001年には、年金基金補充の原資調達を直接の目的として、上場企業国有株の売却政策が始動した。株式市場を舞台とする事実上の大型国有企業民営化の幕開けである。

民営化の歩みは今後確実に加速するだろう。だが規模の大きい企業の場合、資本が誰に帰属するにせよ、企業統治の効率化は容易でない。民営化の進展は、発展途上の市場経済という条件の下でいかに効率的・安定的な企業統治を実現するかという新たな課題を浮かび up させる。このような問題意識に基づいて本稿では、最近の国有企業民営化の動きに焦点を当て、新段階の中国企業改革が直面する課題を探る¹⁾。

II. 民営化の潮流

1. 政策手段としての国有企業

そもそも従来 of 体制の下で、国有企業はなぜ「国有」でなければならなかったのだろうか。民営化始動の背景を理解するには、国有企業の存在意義を振り返る必要がある。

本来の社会主義イデオロギーでは、言うまでもなく生産手段の公有を至高の生産形態とみなす。計画経済期の中国で国有企業が主要な企業形態となったのは、その意味で当然である。だが中国の国有企業は社会主義イデオロギーに基づく「目的」である以上に、政府の政策的意図を実現するための「手段」として機能してきた。

政策手段としての国有企業に期待された機能は、大きく二つに分けられる。第一はフルセット型産業構造の実現といういわば産業政策上の機能であり、第二は都市住民に雇用と福利サービス供給を確保する機能である。政策手段としての国有企業に対する期待は、改革・開放期にも受け継がれた。1980年代の分権化によって地方政府は、所轄の国有企業

1) 2001年までの民営化の流れと個別企業の民営化事例については、今井編2002を参照されたい。

を地方独自の産業政策の手段として利用しようとする意図をかえって強めた²⁾。

政策手段としての機能を担い続けることと、収益追求を第一の目的とする本来の意味での「企業」に転換することは一般に両立しない。このような状況で国有企業の改革が遅々として進まなかったのは当然である。

国有企業は産業政策的意図の実現や雇用の維持などの政治的便益を地方政府にもたらす一方、税収の減免や補助金供与などの費用が発生する。だが企業に対する財政支援の重要性は1980年代以降低下し、代わって国有銀行からの融資が資金面で国有企業を支えた。国有銀行の融資は債務不履行への責任が問われない「ソフトな」融資であり、地方政府は所轄の国有企業のため政治的影響力を行使してその確保に務めた。

2. 民営化への契機

国有企業の民営化は、1990年代前半に一部地域の市・県政府の自発的な政策として始まった。1997年9月の第15回党代表大会で事実上党の公式路線に組み込まれるまで、民営化は地方政府を主体として推進され、対象範囲を広げてきた。民営化推進の契機となったのは、市場経済化の加速によって生じた国有企業をめぐる環境の激変である。

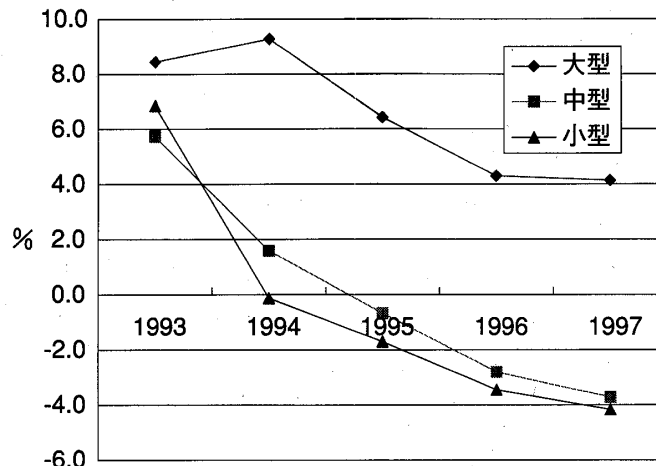
1990年代初以降市場競争が激化すると、国有企業の経營業績は悪化した。これは地方政府にとって、国有企業を「養う」ための費用の上昇を意味する。国有銀行の主要な借り手である国有企業の経営悪化は不良債権の蓄積を招き、マクロ経済の不安定化を懸念した中央政府は、1993年から1995年にかけて金融制度改革を断行した。国有銀行は人民銀行からリスク管理の徹底を強く指導され、債務回収リスクの高い企業への新規融資を極力避けるようになった。これによって地方政府は、国有企業を政策手段として活用するための資金面での拠り所を失った。

環境変化の影響を特に大きく受けたのは、県・市レベルの行政が所轄する中小国有企業である。小型国有企業は1994年以降全体として赤字に転じた(図1)。存続すら危うくなった企業は地方政府にとって重荷にすぎない。売却を通じて民営化すれば少なくとも売却収入が得られる(あるいは補助金などの負担を削減できる)し、民営化が成功して企業が再生すれば、雇用や税収面でプラスの政治的便益を期待できる。

1990年代前半時点では党中央は民営化に対する方針を明確にしていなかったため、地

2) 地方政府の官僚は上級の政府(党組織)から一定の目標を課され、その達成度が人事評価に影響する。筆者が調査した四川省Y県の例では、県長が上級(市政府)から課される主な目標は①GDP、②財政収入、③農民所得、④人口抑制の4項目である(代理県長等へのインタビュー、1999年9月20日)。人事評価は再任やその後の人事異動に影響するため、地方政府官僚は少なくとも自己の任期中これらの指標でよい成績を挙げるインセンティブを持つ。このような制度は1980年代の分権化に伴って導入された可能性が高い。

図1 国有企業の売上高利益率（鉱工業／税引前）



注) 国有企業の規模別財務状況は1998年以降公表されていない。
出所) 『中国統計年鑑』(各年版)より筆者作成

方幹部にとって民営化実施は政治的リスクを伴った。だが党中央は1995年の第14期中央委第五回全体会議（五中全会）でいわゆる「抓大放小」（大企業に重点を置き，中小企業を自由化する）方針を採択し，さらに1997年9月の第15回党代表大会では非戦略的分野からの国有資本の退出と戦略的分野への集中をうたう「国有経済の戦略的調整」路線を決定して，中小国有企業の民営化を事実上容認した。これによってイデオロギー的制約は大幅に低減し，中小企業民営化の潮流は全国に波及した。

中国は旧ソ連や東欧諸国とは異なり，改革当初から民営化が政治的に要求されていたわけではない。民営化への政治的コンセンサスは，競争圧力の激化という現実のなかで形成されてきたのである。もちろんすべての国有企業の経営が一様に悪化したわけではない。だが競争圧力が強まると共に政府は，比較的経営状態がよい企業にも，従来通り政策手段としての役割を押しつけ続けるわけにいかなくなってきた。1996年に行われたサンプル調査によれば，国有企業の経営自主権拡大は1990年代前半に大きく進展したが，投資と従業員の解雇に関する決定権の付与は遅れていた。だが2001年の調査ではほぼすべてのサンプル企業が，投資や従業員の解雇の決定権を有すると答えている（表1）。また1997年以降余剰労働力の分離と社会保障制度の整備が本格化したことも，国有企業から雇用保障機能を切り離す上で大きな前進だった³⁾。さらに，沿海地域を中心として民間企業・外資系企業の成長が加速したことも，雇用・産業振興面での国有企業の重要性低下を招いた。政策手段としての意義が失われれば，あえて企業を抱え込んでいる意味はない。むしろ企業としての価値が残っているうちに民営化してしまった方が合理的である。

3) とはいえ余剰人員の処遇や企業からの社会サービス機能の分離は，依然として企業改革の大きな阻害要因であるが，本稿ではこの問題を詳説しない。

表1 経営決定権の付与状況

1996年調査	権限を有する企業の比率 (%)	2002年調査	権限を有する企業の比率 (%)
長期(2年)投資案件	23.9	重要な投資案件	98.5
従業員の解雇	51.5	従業員の採用・解雇	98

注) 「1996年調査」は海外経済協力基金開発援助研究所(当時)及び中国社会科学院経済研究所により、吉林・四川・湖南・江蘇省の企業800社を対象に実施。「2002年調査」は東京大学社会科学研究所、中国社会科学院経済研究所、大阪市立大学経済研究所により、吉林省の国有企業200社を対象に実施された。調査の詳細については原資料を参照のこと。

出所) 1) 「1996年調査」: 海外経済協力基金開発援助研究所(1997).
2) 「2002年調査」: 袁鋼明(2002).

表2 国有企業数の推移と破産件数(全業種)

	1996	1997	1998	1999	2000
企業数(万社)	27.6	26.2	23.8	21.7	19.1
前年比増減(万社)	-1.5	-1.4	-2.4	-2.1	-2.6
破産件数(社)	3,651	3,060	4,128	2,886	3,926

注) 破産件数は裁判所受理ベース。

出所) 『中国財政年鑑』、『中国法律年鑑』各年版。

民営化推進への政治的コンセンサスは、1999年9月の第15期党中央委第4回全体会議(四中全会)の決議で事実上ほぼ確立した。地方政府の所轄する中規模以下の企業に関しては、民営化に対する政治的制約はおおむね消滅した。これを契機に地方政府による民営化の動きは一層加速する様相を呈している。

民営化の進展について定量的なデータは公表されていないが、国有企業の企業数の変化が手がかりになる。国有企業の企業数は、1998年前後を境に年間10%程度の速度で逡減している(表2)。一方破産件数(裁判所受理ベース)は、減少企業数の1割強から2割を占めるにすぎない。合併など他の要因による変動を差し引いても、企業数の減少の相当部分は民営化によって起きていると考えられる。

中小企業を主な対象に始まった民営化の流れは、近年では比較的規模の大きい中堅企業にも及んでいる。一方、戦略的重要度が高いとみなされる大企業の場合は、株式会社への改組と株式上場が推進されてきた。1999年頃までの企業改革は、中小・中堅企業の民営化と大企業の株式会社化という二本立ての路線で推移してきた。第15期四中全会を境に国有株売却を通じた大企業民営化のプロセスが始動するが、これについては次節で論じる。

3. 国家資本支配企業への移行

中小企業民営化と大企業株式会社化の進展によって、国有企業部門のプレゼンスはどの

ように変わってきたのだろうか。比較的詳しいデータの得られる鉱工業に的を絞って検討しよう（表3）。従来は国有企業のシェアを量る指標として、中間投入を含む概念である総産出額が使われることが多かった。だが2000年以降は年間売上高500万元以下の非国有企業が鉱工業統計の対象外となったため、鉱工業部門全体の総産出額が公表されていない。このため、表3ではGDP計算の一環として推計されている鉱工業粗付加価値額を母数として、付加価値ベースの国有企業シェアを採用した。

1997年から国有企業の新しい定義が適用されていることに注意する必要がある。従来国有企業は国有資本単独出資の企業のみを意味していた。新定義では株式会社・有限会社など混合所有企業の増加に対応して、国有資本を筆頭株主とする混合所有企業を「国家資本支配企業」（国家控股企業）として国有企業に組み入れ、「国有及び国家資本支配企業」（国有及国家控股企業）と表記するようになった。表3ではデータの得られる一部の年次についてのみ、純国有企業と国家資本支配企業を分けた数値を掲げている。ただし、有限会社の特殊形態である国家全額出資会社は統計上「国家資本支配企業」に区分されている。

純国有企業は1997年以降急速に減少してきており、純国有企業のみでみた国有企業シェアは2000年時点ですでに20%を下回った。一方国家資本支配企業は企業数でみて漸増しているうえ、生産規模はきわめて高い伸びを示している。このため国家資本支配企業を含む国有企業全体としての生産規模は年率10%を超える速度で成長している。鉱工業部門に占めるシェアは1998年以降安定し、やや増加する傾向さえ示しているのである。

1997年以降の純国有企業数の大幅な減少は、中小企業の民営化と大企業の株式会社・有限会社への改組の進展を反映したものと考えてよいだろう。だが国家資本支配企業の実産規模は、純国有企業の減少分を大きく上回って伸びている。株式会社・有限会社に改組

表3 国有企業の企業数・シェア・経営効率（鉱工業部門）

	企業数 (社)			粗付加価値 (億元)			国有部門のシェア (粗付加価値ベース, %)			総資本 利潤率 (%)	総資本 回転率 (回/年)
	純国有 (社)	資本支配 (社)		純国有 (億元)	資本支配 (億元)		純国有 (%)	資本支配 (%)			
1993	n.a.	80,586	n.a.	n.a.	7,281	n.a.	n.a.	51.5	n.a.	n.a.	n.a.
1994	87,084	79,731	7,353	n.a.	7,903	n.a.	n.a.	40.8	n.a.	n.a.	n.a.
1995	n.a.	87,905	n.a.	n.a.	8,307	n.a.	n.a.	33.6	n.a.	1.40	0.550
1996	n.a.	86,982	n.a.	n.a.	8,742	n.a.	n.a.	30.1	n.a.	0.78	0.515
1997	84,397	74,388	10,009	11,014	9,193	1,821	34.0	28.4	5.6	0.72	0.473
1998	64,737	n.a.	n.a.	11,077	n.a.	n.a.	33.2	n.a.	n.a.	0.70	0.448
1999	61,301	50,651	10,650	12,132	8,204	3,929	34.6	23.4	11.2	1.24	0.447
2000	53,489	42,426	11,063	13,778	7,213	6,565	35.3	18.5	16.8	2.87	0.502
2001	46,767	34,530	12,237	15,198	n.a.	n.a.	35.7	n.a.	n.a.	2.72	0.506
1997-2001 年平均変化率	-13.7%	-17.5%	5.2%	8.4%	n.a.	n.a.	-	-	-	-	-

注) 「資本支配」は国家資本支配企業（国家全額出資会社を含む）。

出所) 『中国統計年鑑』各年版及び『中国工業経済統計年鑑2001』より作成。

された大型国有企業は、全体として改組前を大きく上回る速度で成長していることになる。

国有企業の株式会社・有限会社への改組には、外部の資源を利用して企業を活性化するというねらいがあった。国家資本支配企業が比較的高い伸びを実現していることは、その意味では企業改革の成果といえるかもしれない。では国有企業の経営効率をはたして改善しているのだろうか。

表3に示したとおり、1997年から1998年にかけて利潤率の低下傾向は底を打ち、以後回復に向かった。2001年には若干低下したが、2002年の収益は再び回復するとみられている。だが経営効率の指標としての利潤率は、マクロ経済環境など外部要因に影響されやすいという大きな欠点がある。2000年以降の収益改善は、原油価格上昇による石油・石化部門の利益増、債務・株式転換政策による財務費用軽減など外部要因の影響が大きいとみられ、改革の成果といえるかどうかは疑問の余地が大きい。

むしろここで注目する必要があるのは、資本効率を示す指標の一つである総資本回転率（売上高／総資産）が、きわめて低い水準にとどまっているという事実である⁴⁾。国有部門全体の総資本回転率は1997年まで、経済成長の減速を反映して低下する傾向にあった。1997年以降の数値は国家資本支配企業を含んでいるが、総資本回転率の低さには変化がない⁵⁾。改善傾向が現れるのは景気が回復に向かった2000年以降である。

1999年と2000年については、『中国工業経済統計年鑑2001』により企業形態別の経営指標のデータが得られる（表4）。国有部門の総資本回転率は、民間企業や外資系企業を大幅に下回っている。国家資本支配企業の総資本回転率は純国有企業よりは高く、また若干改善する傾向がみられるが、それでも0.56回／年程度に止まる。国家資本支配企業から国家全額出資会社を除外した数値も0.62回／年と高くない⁶⁾。

もちろん総資本回転率の平均的な水準には、業種ごとにかかなりのばらつきがある。国有部門（国家資本支配企業を含む）のシェアが比較的高い素材産業では、総資本回転率は一般に低い。だが業種別に比較しても国有部門の総資本回転率は一部の例外を除いて他の企業形態を大きく下回っており、業種別構成の違いを斟酌しても、国有部門の資本効率の低さは明らかである（表5）。

4) 異なる形態の企業間の経営効率を比較する手法としては、全要素生産性の計測がよく用いられる（近年の例として Jefferson et al. 2000）。在庫の存在を捨象すれば、総資本回転率は総産出ベースの資本生産性（＝総産出／資本）に対応する。

5) 総資産の過大評価は総資本回転率の異常な低さの一つの要因と考えられる。財政部統計によれば、国有企業（全業種）の「不良資産」（定義は示されていないが、主に回収不能の売掛債権等と思われる）は総資産の約11%に相当する（『中国財政年鑑2001』, p.391）。だが仮に総資産を11%圧縮したとしても総資本回転率は0.6程度であり、依然として低い。

6) 日本企業の総資本回転率は欧米と比べて低い傾向がある。だが製造業法人企業の総資本回転率は、1949年以降1980年代に至るまで常に1を上回っている（日本統計協会1987）。

表4 企業形態別の総資本回転率

	総資本回転率 (回/年)	
	1999年	2000年
国有・国家資本支配企業	0.447	0.502
純国有(国家全額出資会社を除く)	0.426	0.460
国家資本支配(国家全額出資会社を含む)	0.487	0.557
国家資本支配(国家全額出資会社を除く)	0.530	0.616
有限会社 ¹⁾	0.548	0.620
株式会社 ²⁾	0.542	0.657
外資系企業 ³⁾	0.781	0.877
民間企業 ⁴⁾	1.276	1.235

注) 1) 国家全額出資会社・外資系企業を含まない。

2) 外資系企業を含まない。

3) 香港・マカオ・台湾系企業を含む。

4) 有限会社・株式会社形態の民間企業を含む。

出所) 『中国工業経済統計年鑑2001』より作成。

表5 主要業種の総資本回転率(所有形態別・2000年)

	国有・国家資本支配	集団所有	外資系
繊維	0.59	0.99	0.83
鉄鋼	0.46	1.19	0.74
石油化学	1.22	1.02	1.45
一般機械	0.39	1.09	0.68
電機	0.48	1.17	0.96

出所) 表4に同じ。

国有企業を有限会社・株式会社に改組して外部の出資を導入しても、政府や母体企業が最大の出資者の座に留まるかぎり、資本効率の低さには顕著な改善がみられないことになる。なお有限会社・株式会社は統計上国家資本支配企業との重複が大きく、総資本回転率も国家資本支配企業に近い低水準にある⁷⁾。

大企業の混合所有化の途として近年特に重視されているのは、株式の上場である。国有企業を母体とする上場企業は、推定で国家資本支配企業の売上高総計の3分の1前後を占める。企業形態としての上場企業の重要性は、今後さらに増大する可能性が高い。株式上場によって新たな資金調達の手をえた上場企業の資本効率は、マクロ的な資本効率に大きく影響するだろう。このため次節では、上場企業の所有形態と資本効率に焦点を当てよう。

7) 鉱工業部門の国家資本支配企業(国家全額出資会社を除く)は、企業数で有限会社・株式会社の47%、総生産額で87%に相当する(『中国統計年鑑2001』より計算)。国家資本支配企業のうち一部は有限会社・株式会社でない可能性があるが、比率としては小さいと思われる。

III. 上場企業の企業統治と民営化

1. 国有企業の株式上場

1990年代半ば以来党中央は、大企業の株式会社・有限会社への改組による混合所有化を推進してきた。ことに近年は株式の上場が重視されており、上場企業数は1990年代後半に飛躍的に増加した(表6)。

近年では中国石化や宝山鋼鉄など最主力国有企業の上場も相次いでおり、企業形態としての上場企業の重要性は増大している。主要大企業の上場状況をみると、2000年時点の企業グループ売上高上位100社のうち、株式を直接・間接に上場しているグループは78社に上る。だがそのうちグループの中核企業本体が直接上場しているケースは3社のみである⁸⁾。他の75社は本体の中核資産を分離して株式会社化した上で上場する間接上場か、グループ内の子会社を株式会社に改組して上場させる部分上場形式をとっている(海外上場を含む)。前者は一般に事業会社を中核として発展した企業グループであり、後者は行

表6 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に基づき作成。

8) 上位100社のうち純粋な民間企業は三箭(不動産)と正泰(電機)の2社のみであり、いずれも未上場である(グループ企業を含む)。直接上場は美的(家電)、中国国際海運集装箱(コンテナ製造)、常柴(農業機械)の3社。うち美的の前身は集団所有制企業であるが、2001年に経営陣による買収を通じて民営化した。

政的機能を有する（あるいは行政機関を前身とする）総会社の改組によって成立した企業グループに多い。いずれの場合にも、改組後さらに上場企業へ事業資産を移転し、中核会社の純粋持株会社化が進む傾向がある。

上場企業の株式は保有主体の属性により、政府が直接保有する国家株、法人が保有する法人株、市場で流通する流通株の三種類に分かれる。国家株・法人株は原則として市場での流通を認められず、当局の認可を経た相対取引での譲渡のみ可能である。国家株・法人株を合わせた非流通株は、発行済株式の約3分の2を占める（前掲表6）。国家株の構成比は長期的に低下する傾向にあったが、2000年以降は国家株比率の高い基盤産業部門の大型企業上場が相次いだため、再び上昇する傾向を示している。

法人株のなかでも国有企業が保有する株式は国有法人株と呼ばれ、国家株と合わせて国有株と総称される。証券統計上の法人株のうち国有法人株は6割前後を占めると推定される⁹⁾。国家株と国有法人株は、定義上前者は政府が直接保有する株式、後者は国有企業が保有する株式と区別されるが、実態としては両者の区別はかなり恣意的に行われている。国家株の株主名義が母体国有企業であったり、株主名義が変わらないのに国家株・国有法人株の区分がある年に突然変更されたりする例も少なくない。国家株にせよ国有法人株にせよ、上場企業の母体である国有企業に株主権限が授権されるケースが増えている。

従来株式上場は国有企業が優先されてきたため、上場企業の大多数は国有企業を母体とする。国有株の出資比率が50%を超える企業は上場企業の約4割、30%を超える企業は上場企業の約3分の2を占める（表7）。国有株主は大半の上場企業で、筆頭株主として上場企業の経営に圧倒的な支配力を行使できるのである。株式集中度の高さは集団所有制企業など非国有企業を母体とする企業にも共通する傾向である。筆頭株主の出資比率は上場企業平均で44%に達する（王中傑他編，p.34）。

前節では、総資本回転率でみた国家資本支配企業の資本効率が、非国有企業と比較して低いことを指摘した。それでは上場企業の資本効率はどうだろうか。

表8に上場企業全体の経営指標をまとめた。上場企業平均の総資本回転率は1999年まで低下したのち、2000年以降は改善傾向を示しているが、

表7 上場企業の国有株出資比率
(2001年決算時点)

国有株出資比率	企業数	構成比
70%以上	105	9.3%
50%~70%	356	31.4%
30%~50%	284	25.0%
30%~0%	390	34.4%
合計	1,135	100.0%

出所) 王中傑他編(2002),p.29.

9) 『中国上市公司基本分析』掲載の証券統計によれば、1999年末時点の発行済国家株は974億株、法人株は912億株だった。一方財政部が2000年に行った国有株基礎データ調査によれば、2000年3月末時点の発行済国有株（国家株と国有法人株の合計）は1,540億株だった（中国財政年鑑編輯委員会編2001，p.111）。統計時点のずれを度外視すれば国有法人株は1,540億株—974億株=566億株となり、法人株全体の約6割に相当する。

表8 上場企業の経営指標

	1996	1997	1998	1999	2000	2001
総資産 (億元)	6,311	9,718	12,415	16,107	18,767	25,843
純資産 (億元)	2,912	4,800	6,233	7,624	9,731	12,727
売上高 (億元)	3,265	5,154	6,255	7,967	10,398	15,209
売上高総利益 (億元)	277	457	464	632	731	680
売上高収益率 (%)	8.49	8.87	7.42	7.93	7.03	4.47
総資本収益率 (%)	4.39	4.71	3.74	3.92	3.90	2.63
株主資本収益率 (%)	9.52	9.53	7.45	8.29	7.52	5.34
総資本回転率 (回/年)	0.52	0.53	0.50	0.49	0.55	0.59
一株あたり純資産 (元)	2.69	2.47	2.47	2.48	2.60	2.47
平均株価 (元)	8.09	9.01	7.73	8.60	12.84	8.45

出所) 表6に同じ。

0.49~0.59回/年の範囲に収まっている。これは表4に掲げた国家資本支配企業の水準とほぼ同じであり、民間企業と比較して著しく低い。売上高は年平均36%という高い伸びを示しているにもかかわらず総資本回転率が低水準に留まっているのは、売上高の伸びに近い速度で総資産が拡大しているために他ならない。

2. 資本効率の決定要因

国有企業を母体とする株式会社は、設立時の資産再編を通じて資本効率を改善したうえで上場するのが通例である。総資本回転率の低さは、上場企業の企業統治に問題があることを示している。

上場企業の経営行動は、どのような要因によって決定されるだろうか。株式所有の集中度の高さからみて、明らかに筆頭株主は意思決定上大きな影響力を有する。国有企業・集団所有制企業を母体とする上場企業の場合、筆頭株の究極の所有者である政府の経営動機は、収益追求と一致するとは限らない。一方、一定規模の非筆頭株主の存在は、筆頭株主の意図に牽制を加える役割を果たす可能性がある。

筆頭株主の出資比率がきわめて高い場合でも、それが経営に対する実際の支配力の強さを意味しない場合もある。企業の発展に対する経営者（経営幹部）の貢献が非常に大きい場合、経営者は経営に対して強力な支配力を行使する傾向がある。この場合、経営者の直面するインセンティブと制約は、経営行動に重要な影響を与えるだろう。

経営行動に規律を与えるうえで、財市場の競争が果たす役割は一般に大きい。上海証券取引所が上場企業の経営幹部を対象に行った調査では、経営行動を律する主要な外部要因として、8割強の回答者が財市場または消費者を挙げている。株式市場を主要な外部要因

とみなす回答者は対照的に5%にすぎない(上海証券交易所 2000)。また王東明が四川省所在の上場企業 22 社を対象に行った調査では、経営者がもっとも重視する利害関係者として消費者・ユーザーを挙げた企業は 11 社と回答企業中最多であり、株主を挙げた企業(7社)を上回った(王 2002)。

市場競争によって収益が低下すれば、経営者報酬の源泉となる剰余の減少や企業そのものの存続可能性の低下を招く。だがこのような形で経営者が競争圧力の影響を直接に受けるのは、業績が極度に悪化した状況である。業績の悪化は、通常はむしろ株主の行動を経由して間接的に経営者への圧力となると考えられる。その意味で財市場による規律メカニズムは、部分的には株主の行動に依存している。

中国の上場企業の所有と業績の関係を数量的に分析したこれまでの研究の多くは、所有形態と経營業績の間に一定の関係を見いだしている。代表的な結論は、国家株(または国有株)の出資比率と経營業績の間に負の関係、法人株の出資比率と経營業績の間には正の関係が存在するというものである。一方株式集中度と経營業績の関係については、結論が比較的分かれている¹⁰⁾。以下ではこれらの点を念頭において、主として所有と資本効率の関係を対象に分析を行う。

計量分析：家電産業の上場企業

先行研究では、経營業績の指標として株主資本収益率(ROE: return on equity)などの利潤率や株価純資産倍率(PBR: price book-value ratio)などが採用されている。だが利潤率は会計操作の対象になりやすい。株価純資産倍率を経營業績の指標とするには株価形成が合理的に行われていることが前提となるが、中国の現状ではこの前提の妥当性は疑わしい。このためここでは前節の分析と同様、利潤率と比較して会計操作や景気変動の影響を受けにくい総資本回転率に着目しよう(以下では TTA [turnover of total assets] と略記する)。

先行研究が指摘するように、所有形態と経營業績の間関係は業種により大きく異なることが予想される。ここでは市場経済化の進展と激しい市場競争という点で代表的な業種である家電産業に焦点を当てた¹¹⁾。中国上市公司資詢網(www.cnlist.com)の業種区分に基づき、家電産業に属する上場企業 28 社をサンプルとして採用した(2000 年上場の 1 社と 2001 年上場廃止の 1 社をサンプルから除いた)。母体企業の属性別では国有 24 社、集団

10) 中国の上場企業に関する実証研究は近年『経済研究』、『管理世界』、『上市公司』などの研究誌に多数発表されている(『上市公司』論文は <http://www.people.com.cn/GB/paper/87/>にてダウンロード可能)。2001 年までの研究サーベイとして今井 2002 参照。

11) 家電産業の上場企業をサンプルとする先行研究として、陳・江(2000)及び朱・宋(2001)参照。

所有4社である(表9)¹²⁾。

先行研究に共通する問題点として、国家株と法人株の対比にのみ着目し、法人株内部の

表9 サンプル企業の概要

株式番号	企業名(略称)	上場年数	上場時点				直近年				総資本回転率の変化 (年平均)
			所有構成(流通株を除く)				財務指標		財務指標		
			国有株 (%)	非国有 法人株 (%)	筆頭株 (%)	非筆頭 法人株 (%)	総資本 回転率 (回/年)	総資本 利益率 (%)	総資本 回転率 (回/年)	総資本 利益率 (%)	
000016	深康佳A	8	36.3	34.8	36.3	34.8	2.21	16.48	0.96	0.08	-0.16
000020	深華発A	8	48.3	24.2	24.2	48.3	1.21	8.80	0.26	1.14	-0.12
000404	華意圧縮	4	75.0	0.0	75.0	0.0	0.53	7.14	0.23	2.82	-0.08
000418	小天鵝A	3	32.4	24.9	27.8	29.4	0.73	10.39	0.74	4.24	0.01
000521	美菱電器	7	71.3	0.0	58.8	12.5	1.37	13.43	0.54	-3.76	-0.12
000527	粵美的A*	7	0.0	52.5	44.3	8.2	0.60	7.14	1.30	15.80	0.10
000530	大冷股份	7	50.5	19.8	50.1	20.2	0.48	3.34	0.46	4.55	0.00
000533	ST 万家樂	6	61.3	3.3	57.4	7.2	0.70	6.94	0.33	-7.81	-0.06
000541	仏山照明	7	37.5	22.5	37.5	22.5	0.62	13.91	0.36	8.39	-0.04
000542	TCL 通訊	7	20.3	39.7	23.0	37.0	0.77	10.00	1.11	-3.63	0.05
000561	陝長嶺A	6	50.0	0.0	35.5	14.5	1.01	8.82	0.35	-10.03	-0.11
000651	格力電器	4	70.0	2.0	60.0	12.0	1.55	10.12	1.06	4.69	-0.12
000801	四川湖山*	2	0.0	70.2	39.7	30.5	0.79	13.42	0.34	2.51	-0.23
000811	煙台氷輪	2	56.2	18.3	56.3	18.2	0.49	17.28	0.52	4.78	0.01
000828	福地科技	3	56.3	25.0	53.8	27.5	0.70	11.54	0.65	1.79	-0.02
000893	ST 冷機	2	74.3	0.0	74.3	0.0	0.35	5.32	0.26	-6.02	-0.05
000921	ST 科龍*	1	0.0	38.3	38.3	0.0	0.51	5.13	0.66	-7.50	0.15
000951	小鴨電器	1	64.6	0.0	47.9	16.7	0.41	2.88	0.40	-0.67	-0.01
600060	海信電器	3	74.1	0.0	74.1	0.0	1.05	6.71	1.21	2.46	0.05
600202	哈空調	1	59.0	0.0	59.0	0.0	0.27	6.08	0.36	9.05	0.09
600619	海立股份	8	66.6	25.0	66.6	25.0	0.55	8.81	0.66	2.43	0.01
600690	青島海爾*	7	0.0	65.2	61.8	3.5	0.92	9.35	1.37	9.16	0.06
600724	寧波富達	4	66.6	5.1	30.0	41.7	0.68	8.85	0.76	7.25	0.02
600753	ST 氷熊	4	75.0	0.0	75.0	0.0	0.39	4.27	0.24	-3.01	-0.04
600835	上菱電器	6	64.6	3.3	64.6	3.3	1.00	11.12	0.51	3.59	-0.08
600839	四川長虹	6	71.4	0.0	71.4	0.0	1.37	22.73	0.60	1.75	-0.13
600854	春蘭股份	6	74.0	1.0	74.0	1.0	1.80	22.62	0.62	8.48	-0.20
600870	ST 廈華	5	75.0	0.0	73.4	1.6	2.05	9.25	0.79	-4.60	-0.25
平均		4.8	51.1	17.0	53.2	31.9	0.90	10.07	0.63	1.71	-0.04
母体企業=国有		4.9	59.6	10.4	50.3	32.7	0.93	10.28	0.58	1.17	-0.06
母体企業=集団所有		4.3	0.0	56.6	70.8	27.7	0.71	8.76	0.92	4.99	0.02

注) 1) 「直近年」は1999年～2001年の平均値。

2) *を付した企業は母体企業が集団所有(無印はすべて国有)。

3) 下線を付した企業は上場企業または母体企業の経営者(法人代表)が上場以後直近年まで交代していない企業。

4) 上場年は2000年末時点(個別企業の数値は1年未満切り上げ)。

出所) 各社年次報告・ウェブサイト及び『中国上市公司基本分析』(各年版)等の資料に基づき筆者作成。

12) ただし美的と科龍はいずれも2001年に、それぞれMBO(経営陣による買収)と外部民間資本による買収を通じて民営化されている。

差異に十分注意を払わない傾向がある¹³⁾。法人株のなかでも発起人株を保有する国有法人は、一般に上場企業の母体企業あるいはその関連企業であり、インサイダー的傾向が強いと考えられる。前述のように、国家株と国有法人株には一応明確な定義があるが、実態では両者の区別はかなりあいまいである。このためここでは法人株を国有法人株と非国有法人株に分け、前者を国家株と一括して国有株とした¹⁴⁾。売上高・総資産の短期的な変動の影響を避けるため、1999年～2001年の三カ年の平均値に基づいて TTA を計算した。

直近年の TTA の平均値は0.63である。これは日本の上場家電企業の平均水準（1960年代末～直近年）を大きく下回る¹⁵⁾。総資本回転率と国有株比率（2000年時点）の間には負の相関関係がみられる（-0.3345）。TTA が1を超える5社のうち3社は集団所有制企業を母体としており、伝統的な国有企業を母体とする企業は1社のみである¹⁶⁾。

国有企業の資本効率の低さには、非生産関連部門を抱えていることなど歴史的要因が影響している。だが上場企業の場合、一般に上場の段階で不採算資産を分離する方法がとられるため、資本効率の低さを歴史的要因に帰することは妥当ではない。事実、国有企業を母体企業とする24社の TTA の平均値は、上場時点では0.93という比較的高い水準であり、集団所有制企業を母体とする4社の平均値を上回っていた。しかし上場後は国有系の TTA が年平均0.06ポイント低下してきたのに対して集団所有系は年平均0.02ポイント上昇しており、直近年では国有系の平均値は集団所有系を大きく下回っている（前掲表9）。この間ほとんどの企業の総資産は高い伸びを示している（平均で3.29倍）。家電産業のサンプルでみるかぎり、主要な問題は上場後の経営行動にある。

カラーテレビ最大手の長虹の例をみよう。1994年上場当初の長虹の TTA は1.37と高水準だった。その後1998年までの5年間に総資産が急速に拡大する一方、売上高の伸びはこれを下回った（1998年以降は減少）ため、TTA は大幅に低下した¹⁷⁾。

13 例外として劉（2001）では、江蘇省所在の上場企業（工業部門）をサンプルとして筆頭株主の属性を①国家株、②国有法人株、③非国有法人株に分けて利潤率の比較を行い、国有法人株を筆頭株主とする企業の利潤率が三区分中もっとも低いと指摘している。

14) 上場企業の年次報告書には法人株主の属性が記載されていないことがある。他の情報源によっても国有法人株主であるかどうか判明しない場合は非国有法人株主とみなした。なお春蘭の母体企業は国有企業と集団所有制企業の合併により成立しており、所有権の帰属はあいまいである。だが行政的には国有企業として扱われることが多いため、国有株に区分した。

15) 日本の上場家電企業の総資本回転率は1960年代末から1980年代まで1.4前後の水準を維持していた（日本開発銀行編 各年版）。

16) 5社は美的、海爾、格力、TCL、海信。TCLの母体企業は形式上国有だが実際には政府（広東省惠州市）投資はわずかであり、事実上民間企業に近い。伝統的な国有企業を母体とする企業は海信1社にとどまる。

17) 長虹の経営戦略と企業統治の問題についてはすでに多くの研究がある。郝（2000）、大原（2002）、渡邊（2002）など参照。

表10 重回帰分析の結果

(1) 所有主体の属性

重回帰式	従属変数：TTAの年平均変化幅			
	偏回帰係数			
説明変数	(a)	(b)	(c)	(d)
定数項	0.2246* (2.3630)	0.1183* (3.2830)	0.0607* (1.9378)	0.0473* (2.4634)
国有株比率	-0.0025* (-1.8174)	-0.0010* (-1.7816)		
非国有法人株比率	-0.0020 (-1.2068)		0.0008 (1.1264)	
非国有法人株比率/国有株比率				0.0497* (2.4009)
初期 TTA	-0.1224* (-4.5821)	-0.1265* (-4.7350)	-0.1311* (-4.7745)	-0.1250* (-7.2391)
自由度修正済み決定係数	0.5084	0.4994	0.4631	0.7063

注) カッコ内の数値はt値。*は5%水準で有意。

(1) 所有主体の属性

国有株比率と資本効率の変化の間の関係を検証するため、上場年から直近年(1999~2001年平均)までのTTAの年平均変化幅を被説明変数、国有株比率、非国有法人株比率(いずれも上場時点)、上場時点のTTAを説明変数として、最小2乗法による重回帰分析を行った。以下、回帰分析の結果はすべて表10にまとめた(表10-(1))。

推定式(a)~(c)の結果をみると、国有株比率の係数は5%有意でいずれもマイナスである。つまり、国有株比率が高い上場企業ほど上場後のTTAの低下幅が大きいという負の相関関係にある。国有株比率が資本効率にマイナスに働くという点は、先行研究からもほぼ同じ結果が得られている。他方、非国有法人株比率に関しては、資本効率との間に有意な関係は見いだされない。

国有株主に対する非国有法人株主の牽制作用という問題に焦点を絞るため、集団所有系の4社をサンプルから除外し、非国有法人株と国有株の出資比率の比(非国有法人株/国有株)と上場時点のTTAの2変数を説明変数とする回帰分析を(d)式で行った(非説明変数は不変)。非国有法人株/国有株比率の係数は有意に正であり、非国有法人株主による牽制という仮説を支持している。

(2) 筆頭株主の支配と経営者の役割

株式の集中度と経営業績の間の関係に関しては、先行研究の見解は分かれている。適度

な集中は企業統治上有利であるとされる一方、近年では筆頭株主への過度の集中は、筆頭株主の機会主義的行動を招くという見方が強い。

サンプル企業の筆頭株主の出資率は平均で53%ときわめて高い。筆頭株主の支配力は過剰であり、資本効率にマイナスの影響を与えることが予想される。一方、筆頭株主を牽制しうる法人株主の存在は資本効率にプラスの影響を与えると予想される。また、経営者による経営支配も資本効率に影響を与える可能性がある。

ここでは説明変数として筆頭株主と非筆頭法人株主の出資比率（いずれも上場時点）、上場時点のTTAのほか、上場時の経営者（法人代表）が2002年時点で在任している場合を1、経営者の入れ換えが行われた場合を0とするダミー変数を加えた回帰分析を行った（表10-(2)の(e)式¹⁸⁾。また同様に流通株比率を説明変数とする分析を行った（同(f)式）。なお筆頭株主と非筆頭法人株主の出資比率の和は定義上非流通株の出資比率に等しい（従業員株は非流通株の一種であるが、比率がきわめて小さいためここでは流通株と区別していない）。非説明変数は前述の分析と同様である。

推定式(e)の結果が示すように、TTAの変化と筆頭株主の出資率の関係は、予想通り5%有意でマイナスとなっている。非筆頭法人株の出資比率は予想と異なり、TTAの変化

(2) 筆頭株主の支配と経営者の役割

重回帰式	従属変数：(1)と同じ	
	偏回帰係数	
説明変数	(e)	(f)
定数項	0.2175* (2.4741)	-0.0275 (-0.5357)
筆頭株比率	-0.0024* (-1.8957)	
非筆頭法人株比率	-0.0025 (-1.6858)	
流通株比率		0.0024* (1.9557)
経営者継続ダミー	0.0477* (1.7778)	0.0477* (1.8148)
初期TTA	-0.1246* (-4.8218)	-0.1247* (-4.9278)
自由度修正済み決定係数	0.5391	0.5582

注) カッコ内の数値はt値。*は5%水準で有意

18) 上海証券取引所の調査によれば、取締役会構成員の平均在任年数は約3年である（上海証券交易所2000）。本稿のサンプル企業は2002年時点ですべて上場後3年を経過している。

にマイナスの影響を与えている（ただし非有意）。推定式(f)の結果が示すように、流通株の出資比率は有意にプラスである。(e)と(f)いずれの場合も、経営者の継続は TTA の変化と有意にプラスの関係がある。

国有株の場合と同様、筆頭株主に対する非筆頭法人株の牽制作用を検証するため、非筆頭法人株主と筆頭株主の出資比率の比（非筆頭法人株／筆頭株）と上場時点の TTA の 2 変数を説明変数とする回帰分析を行ったところ、非筆頭法人株／筆頭株比率の係数はプラスとなったが有意ではなかった。サンプルを国有系のみ絞っても結果は同様だった。

3. 所有形態とコーポレート・ガバナンス

(1) 財市場による規律とその限界

以上の分析で注目されるのは、説明変数のうち上場時点の TTA の有意性がきわめて高いという点である。TTA を説明変数から外して回帰分析を行った場合、決定係数と各変数の有意性は大幅に低下する。

上場時点の TTA が高いほどその後の低下傾向が大きいという事実は、中国家電産業の市場競争の厳しさを反映していると考えられる。中国の家電業界では 1990 年代以降、市場競争が激化した。1990 年代末には供給超過と価格競争により業界全体の収益が著しく悪化し、2001 年には上場企業 11 社が赤字に陥っている（最終損益ベース）。

中国家電産業の発展過程に市場競争が大きな役割を果たしてきたことは疑いない。だが上場後の TTA の顕著な低下からみて、サンプル企業の平均的な傾向として、経営者が資本効率を低下させるような経営行動をとっている（あるいは資本効率の低下を防ぐような経営行動を十分にとっていない）可能性がある¹⁹⁾。財市場の競争による規律が企業統治の効率化に果たす役割には、限界があると考えられる。

(2) 国有株主の影響

TTA の変化に対する株式所有の影響は、どのように解釈するべきだろうか。家電産業の主力企業の所有形態が多様であることからみても、所有形態が経営行動に与える影響は決定的ではない。だが分析結果は、上場時の国有株出資比率が TTA の変化にマイナスの影響を与えている可能性があることを示している。

国有株比率と資本効率の間の因果関係を決定する要因としては、国有株の究極の所有者である政府の動機が重要である。市場競争の激化と共に政府も所轄企業の収益性を重視す

19) 日本の家電上場企業の例では、バブル期の 1980 年代後半に総資産が売上高を大きく上回って伸び、TTA の急速な低下が生じている（日本開発銀行編 各年版）。

るようになり、直接的な経営介入を行うことは少なくなってきた。だが政府は依然として産業規模の拡大や雇用維持などの目標実現を企業への介入を通じて促進しようとする意図を、捨てたわけではない。上場企業は一般の国有企業と異なり、株式市場を通じた資金調達が可能であるため、政策手段としての有用性を未だ失っていない。このため政府は経営業績の維持とのバランスを意識しながら、必要な場合には株主としての権限を行使して経営に介入する。直接的な経営介入を行わない場合でも、経営幹部の人事・報酬決定には株主としての政府の選好が反映される²⁰⁾。

経営幹部の報酬が業績よりも規模に関係しているという傾向は、多くの研究によって指摘されている。上場企業 748 社を対象とする李増泉の分析によれば、経営幹部の報酬と経営業績 (ROE) の間に有意な相関関係は見いだされない。一方、企業規模 (総資産) が大きいほど収益性は低く、経営幹部の報酬は高いという傾向がある (李 1999)。魏剛と上海榮正投資諮詢有限公司の分析もほぼ同様の結論を示している (魏 2000, 劉平 2003)。この傾向は経営規模への政府の選好を反映したものである可能性がある²¹⁾。

もちろん、株主としての政府は企業業績にも関心を払う。彭の分析によれば、経営業績 (ROE, ROA) の低下した場合は経営者の更迭が行われる確率が有意に上昇する (彭 1999)。業績悪化が顕著になった場合には、筆頭株主としての政府は人事権を発動して経営者の入れ換えを行うのである。

(3) 非筆頭法人株主の役割

筆頭株主としての政府と経営陣による過剰な規模拡大を牽制する役割を果たしうると考えられるのは、その他の法人株主である。ここでの分析では、非国有法人株/国有株比率が TTA の変化に有意にプラスに働く一方、非筆頭法人株主/筆頭株主比率の係数は有意でなかった。つまり筆頭株主以外の法人株主のなかでも、筆頭株主への牽制作用という仮説が支持されるのは非国有株主の場合のみである。

国有企業を母体として株式会社を設立する際、同一の行政部門に属する企業や取引先な

20) 浙江省に属するある上場貿易会社の例では、省政府は上場企業経営陣に対し、直接の国有株主である持株会社を通じて、主として①税引前利益、②輸出規模という二つの目標を課す。政府側は従来から輸出規模を重視する傾向があった。この傾向は弱まってきていたが、1998年にアジア通貨危機の影響で輸出が落ち込んだ際には、再び輸出目標の達成を重視した。輸出目標はガイドライン的目標ではあるものの、大幅な未達成は経営者の報酬に影響する (2000年3月21日、同社財務総監に対するヒヤリング)。

21) ただし経営幹部の報酬が業績より規模の影響を受けるという傾向は、日米欧の上場企業にも存在するようである。ある規模の企業の経営幹部に任命されること自体がある水準の経営能力を具備していることを意味しており、短期の経営業績がマクロ経済変動など外的ショックの影響を受けやすいと考えれば、このような傾向は必ずしも不合理とは言い切れない。しかしこれが経営者による過度の規模拡大を誘発しやすいことも事実である。中国の場合こうした上場企業一般に共通する要因と、資本の公有制という中国固有の要因が重なって、規模拡張志向が強化されていると考えられる。

どの関連企業に出資を仰ぐ場合がある。サンプル企業の国有非筆頭株主がこうした関連企業であるとすれば、筆頭国有株主と経営陣に対して強い牽制作用を持たないことは理解できる。

TTA の変化に対する流通株比率の係数は、有意にプラスである。同様に家電上場企業をサンプルとする陳・江の分析でも、流通株比率が経營業績 (MBR) に正の影響を与えらるという結果が示されている (陳・江 2000)。だが流通株の保有主体は大多数が零細な個人株主であり、企業統治に直接貢献しうるとは考えられない。サンプル企業の筆頭株比率は高く (最低でも 24%)、流通株を対象とする敵対的買収の現実的可能性は低い²²⁾。非流通株比率が高い (流通株比率が低い) 場合、公募増資による筆頭株主の支配力の稀釈効果が相対的に小さいため、増資による経営規模拡大が行われやすい可能性がある。回帰分析の結果はこうした傾向を反映しているのかもしれない。

(4) 経営者によるコントロール

株主としての政府が経営に対してどの程度影響力を行使しうるかは、政府と経営者の力関係によっても大きく左右される。中国の優良国有・公有企業では、企業の発展に対して経営者が決定的な役割を果たしているともみなされる例が少なくない。この場合政府による人事権発動は業績の著しい低下というリスクを伴うため、企業経営に対する経営者の事実上の支配権はきわめて強くなる。政府を満足させる業績を維持できるかぎり、経営者は事実上上場企業の国有 (公有) 株主—つまり筆頭株主としての権限行使を委ねられる。

だが、筆頭株主としての経営支配権が経営者に委ねられることは、経営者による機会主義的行動のリスクを高めるという側面がある²³⁾。経営者の機会主義的行動を抑制すると考えられるのは、経営者の企業特殊的人的投資の存在である。ここでいう企業特殊的人的投資は、二つの意味を持つ。第一に過去の企業の発展に対する経営者個人の貢献であり、国有 (公有) 制の下で貨幣報酬が低位に抑制されてきたことを前提とすれば、将来の収益からその対価が支払われることが期待される。第二に、経営者が経験を通じて蓄積してきた、企業の組織・経営についての暗黙の知識である。こうした「投資」を回収するためには経営者は長期的な発展にコミットする必要があるため、機会主義的行動のリスクは低下する。

だが経営者にとって政府が究極の株主として人事権を掌握しているかぎり、経営・人事への不合理な行政介入のリスクは常に存在する。個別企業の事例に基づく一般的な傾向と

22) 上海証券取引所の調査 (有効サンプル数 235 社) では、流通株の買収を通じた新たな大株主の出現によって取締役会の改選が行われた事例は皆無だった (上海証券交易所 2000, p.15)。近年敵対的買収の件数は増加しているが、絶対数としてはまだ少ない。

23) ここでいう機会主義的行動とは、短期的収益を過度に重視したりリスクを軽視して企業の長期的発展を損なうような経営行動や、横領など直接の背任行為を意味する。

して、一般に計画経済期の国家投資によって設立された伝統的な国有企業ほどこうしたリスクが高く、財政投資の恩恵が少ない集団所有制企業やいわゆる「計画外」国有企業（正規の計画の枠外で予算外資金等により設立された国有企業）ほど低い。行政介入のリスクの存在が経営者の視野を短期化し、結果として企業発展にマイナスの影響を与えるのであれば、経営者の支配を確定する手段として MBO (Management buyout: 経営者・経営幹部による買収) による民営化を行うことが政府・経営者にとって有利になる。だが伝統的な国有企業ほど、民営化が政治的な理由によって阻害される可能性が大きい。民営化が困難を伴うという予見は、機会主義的行動のリスクを高める方向に働くだろう。

サンプルでは集団所有系は4社と少ないが、国有系と異なって TTA の変化は平均でプラスであり、過度の規模拡張という傾向は顕著でない。典型的な「計画外」国有企業を母体とする TCL 通説も、TTA の絶対値・変化幅ともに国有系の平均値を大きく上回る。集団所有系（及び「計画外」国有系）と国有系の平均的なパフォーマンスの格差は、経営者が直面するインセンティブの差異を反映していると考えられる。

決定係数の低さからみても、個別企業の事例からみても、企業行動が経営者個人の資質・選好など、ここで説明要因に含められていない要因に大きく影響されることは明らかである。だが家電業界では国有・集団所有・民間・外資などさまざまな形態の企業が激しい競争を展開しており、所有形態が企業行動に与える影響が比較的鮮明に現れやすいと考えられる。ここでの分析は国有企業を母体とする上場企業の資本効率が平均的に低いという現象を説明するうえで、一定の有効性を持つとみてよいだろう。

4. 国有株売却による大企業民営化

(1) 国有株市場売却政策の動揺

国有株比率の高さが上場企業の企業統治にもたらす弊害は、1997年前後から公に議論されるようになった。だが最終的に国有株比率の引き下げが具体的な政策として動き出したのは、社会保障制度改革に伴う年金基金補充財源の調達という、党・政府にとって一層切迫した問題が表面化したためである。

中国では急速に進む高齢化に具え、従来の企業別賦課方式の年金から積立方式を主体とする地域別年金保険制度への移行を進めてきた。賦課方式から積立方式への移行期には、保険料積立のない旧制度世代への年金支給財源の確保といういわゆる年金の潜在債務問題が生じる²⁴⁾。国務院経済体制改革弁公室の推計によれば、制度移行に伴って年金基金の補填に必要な財政支出額は年間約1,000億元とされる（2001年国家歳入の6%に相当）。

24) 国務院経済体制改革弁公室の推計では、3兆元～4兆元という見解を示している（新浪網ウェブサイト）

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党・政府は、国有株売却政策の採用に踏み切った。1999年の第15期四中全会で党は初めて、年金基金補填を目的とする国有株売却の必要性に言及した。同年年末の小規模な試行を経て2001年6月、国務院は「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、本格的な国有株売却政策を始動した。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、売却収入を全額全国社会保障基金に納付することを義務づけた。

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割以上に及んだため、政府は「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。結局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。

(2) 大企業民営化のゆくえ

国有株の市場売却政策が失敗に終わった最大の原因は、企業改革よりも財政資金の調達を優先的に考慮し、不特定多数の投資家への売却という方法を採用したことである。中国の株式市場は投機性がきわめて強く、売買回転率（期間売買高/年末流通株式数）は世界主要市場の10~20倍の平均500%前後に達する（高2002）。一株当たり純資産は2.47~2.69元の範囲で変動を繰り返しており、ファンダメンタルズは株価の長期的上昇を支持していない（前掲表8）。長期保有の期待収益が小さいのであれば、短期売買による投機利益の追求が投資家の市場行動を支配するのは当然である。国有株が部分的に売却されて一般投資家の保有株に変わっても、上場企業の企業価値増大に貢献する可能性はきわめて小さい。このような条件の下で投資家は国有株の大量売却による需給バランスの変化のみに着目し、一斉に売りに走った²⁵⁾。

国有株の受け皿となる購買力は、必ずしも不足しているわけではない。家計の株式保有は家計金融資産の6%程度を占めるにすぎず、増加の余地が少なくない²⁶⁾。株式投資のリスクを引き下げて家計による株式保有増加を促進するためには、上場企業が過度に不安定

[<http://finance.sina.com.cn/g/20021204/0819285902.shtml>], 2002年12月26日アクセス。世界銀行は1996年に潜在債務の規模を1994年GDP（4兆6,759億元）の46~69%と推計したが、2000年の新推計では割引率を大幅に下方改訂し、1998年GDP（8兆2,068億元）の94%という結果を得た（World Bank 1997及びJames 2001）。

25) ただしこの時期銀行融資を利用した株式投機に対する規制が強化されたことも、株価暴落の大きな要因だったとされる。

26) 高度成長期の日本では家計の株式保有比率が10~20%の範囲で推移していた（1960年代後半の証券不況期を除く）。

に変動する状況を改めていくことが前提となる。そのためには企業統治上積極的な役割を果たす能力とインセンティブを持つ株主が、国有株主に代わって企業統治の主体となっていくことが必要である。

国有株・公有株の買収による上場企業の民営化は、すでに数多く発生している。民間企業による買収事例は2002年上半期までに80件発生しており、うち大部分が国有株の買収であるとみられる。民営企業による上場企業買収の主流は上場資格の獲得を目的とするいわゆる「殻買い上場」であるが、近年は産業投資を目的とする買収も発生している。民間投資会社の徳隆はその一例である。株式投資を通じて原資を蓄積した徳隆は、1990年代末から産業投資への進出を開始した。1999年には有力自動車部品メーカーの湘火炬を買収し、以来同社を通じて複数の自動車部品メーカーを買収することによって、国内自動車部品市場でのシェアを拡大している。だが徳隆のような成功とみなされる事例は少数であり、多くの場合民営化後の業績には顕著な回復がみられない。民間企業によって買収された上場企業の2001年の一株当たり収益は-0.08元に留まり、上場企業平均を大きく下回っている（『財經時報』2002年8月23日報道）。

優良企業の完全民営化の方法として注目されるのが、MBOによる民営化である。家電業界の国有系企業では、2001年にTCL通信の親会社であるTCL集団の経営幹部・従業員グループが政府（惠州市）株の譲渡を受けて筆頭株主となった。中央政府は従来大型国有企業のMBOを規制する姿勢をとってきた²⁷⁾。だが第16回党大会を契機として、MBOに対する制限を緩和する動きがみられる。海信の親会社である海信集団公司是家電最有力企業のなかでは数少ない純国有企業であるが、目下MBOによる民営化を計画中与伝えられる（『財經』2003年1月20日号報道）。

民間企業による買収とMBOには共に、筆頭株主と経営陣を事実上一致させる（あるいは所有と経営の一致度を高める）ことによって、所有者と経営者の間のエージェンシー問題を排除するという意味合いがある。だがこの場合、筆頭株主による少数株主の搾取という問題が生じる可能性は依然として大きい。民間企業自体の未成熟性が、筆頭株主としての機会主義的行動のリスクを高めるという側面もある。一層安定した企業統治の実現のためには、筆頭株主の経営行動を監督する能力を具えた有力株主の存在が望ましい²⁸⁾。國務院は国有株の市場売却に替わる方策としていわゆる戦略的投資家（企業経営に参与する意図を有する投資家）への売却を推進する方針を示しており、その一環として2002年11月

27) 春蘭の親会社である春蘭集団公司是2000年にMBOによる民営化を計画したが、中央政府により差し止められたとされる。同様の事例としては、上場の最有力アパレルメーカーである美爾雅を有する美爾雅集団公司も経営者主導のMBOの実施を計画したが、主管の湖北省政府に差し止められ断念した（黄2002）。

28) TCLの民営化にあたっては同時に政府株の20%前後が日系等外資系企業複数社に譲渡されており、国有大企業の資本構造の多元化という点で、注目すべき事例であると言える（詳細は渡邊2002参照）。

には、海外機関投資家の国内A株市場への参入を部分的に認める QFII 制度 (Qualified Foreign Institutional Investors; 海外適格機関投資家) を発足させている。

IV. 展望—移行過渡期の企業統治制度

1990年代半ば以降中国の国有企業改革は、中小企業の民営化と大企業の株式会社化・株式上場という二本立ての路線で進展してきた。だが国有株主を筆頭株主とする上場企業への転換は必ずしも資本効率の向上に結びつかず、直接金融による資金調達が開けたことで、かえって非効率な規模拡大を可能にしているという側面がある。1999年に始動した国有株売却政策は、社会保障原資の調達という動機に基づくものであるにせよ、国有大企業の完全民営化に向かう契機を含んでいる。

だが木崎 (2002) が指摘するように、市場諸制度の発展の初期段階にある中国で、効率的な企業統治が短期間に実現可能であると考えるのは現実的ではない。1,200社を越える上場企業に対して、経営監督を行う能力とインセンティブを有する投資主体が不足していることは明らかである。

すでに指摘したように、国有大型企業グループの株式上場は間接上場・部分上場が主流である。国有株売却によって上場企業の民営化が進展しても、大規模な (そして往々にして非効率な) 事業資産を抱える中核持株会社の再編は依然として残された課題である。また国有大型企業グループが党支配のチャンネルとして持つ重要性は失われておらず、党がこれらの企業の完全民営化を容認するまでには、相当の政治的変革が必要となるだろう。

効率性を基本原理とする中国の企業制度改革は、資本の公有制のフェイドアウトを促す方向に向かいつつある。だが党・政府が企業統治の舞台から完全に退出するまでには、長い道程を経ることになるだろう。

参考文献

- 今井健一編 (2002) 『中国の公企業民営化——経済改革の最終課題』 アジア経済研究所 (<http://www.ide.go.jp/Japanese/Publish/Topics/47.html>).
- 今井健一 (2002) 「上場企業の所有構造と企業統治」 (丸川知雄編『中国企業の所有と経営』 アジア経済研究所).
- 袁鋼明 (2002) 「中国における国有企業改革の現状と課題——吉林省 200 企業調査の分析」 (東京大学社会科学研究所スタッフセミナー報告論文 [10月29日]).
- 王東明 (2002) 「中国の株式所有構造とコーポレート・ガバナンス」 (井村進哉・福光寛・王東明編『コーポレート・ガバナンスの社会的視座』 日本経済評論社).

特集 WTO 加盟後の中国

- 大原盛樹 (2002) 「経営戦略と企業家の役割——海爾と長虹のケース」(丸川編, 前掲書).
- 海外経済協力基金開発援助研究所編 (1997) 「特集: 東アジア移行経済 (中国とベトナム) の国有企業改革」(『開発援助研究』vol.4 no.4).
- 郝燕書 (2000) 「国有企業の成長と衰退による産業構造変化への影響——テレビ産業の事例を中心に」(財団法人国際貿易投資研究所編『中国の経済構造調整と金融・財政問題』日本貿易振興会受託調査).
- 木崎翠 (2002) 「中国型市場経済に関する考察——企業所有の将来像」(国分良成編『グローバル化時代の中国』財団法人国際問題研究所).
- 黄孝春 (2002) 「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」(今井編 (2002) 所収).
- 劉平 (2003) 「中国企業の経営者報酬制度」(『中国研究月報』659号).
- 渡邊真理子 (2002) 「「政府リスク」回避の手段としての民営化——中国家電企業の資本構造と企業行動」(今井編 (2002) 所収).
- 日本開発銀行 [現 日本政策投資銀行] 編 (各年版) 『産業別財務データハンドブック』財団法人日本経済研究所.
- 日本統計協会 (1988) 『日本長期統計総覧 第4巻』日本統計協会.
(中国語)
- 陳曉・江東 (2000) 「股権多元化, 公司業績与行業競争性」(『経済研究』第8期).
- 高潮生 (2002) 「破解股市迷思」(『財経』2002年7月20日号).
- 劉小玄 (2001) 「上市公司的股権結構与績効的分析」(劉小玄編『中国企業發展報告 (1990~2000年)』社会科学文献出版社).
- 上海証券交易所 (2000) 「上市公司治理問卷調查結果与分析」(『上市公司』第12期).
- 李增泉 (1999) 「激励機制与公司績効——一項実証研究」(『上市公司』第10期).
- 彭睿 (1999) 「上市公司經營者選抜機制分析」(『上市公司』第10期).
- 王中傑他編 (2002) 『2002年上市公司董事会治理藍皮書』中国経済出版社.
- 魏剛 (2000) 「高級管理層激励与上市公司經營績効」(『経済研究』第3期).
- 朱武祥・宋勇 (2001) 「股権結構与企業価値——対家電行業上市公司実証分析」(『経済研究』第12期).
- 中国財政年鑑編輯委員会編 (2001) 『中国財政年鑑 2001』中国財政雜誌社.
- 中国誠信証券評估有限公司他編 (各年版) 『中国上市公司基本分析』中国財政經濟出版社.
- James Estelle (2001), "How can China solve its old age security problem?: The interaction between pension, SOE and financial market reform," Center for Research on Pension and Welfare Policies Working Paper, 15/01.
- Jefferson Gray H. et al. (2000), "Ownership, productivity change, and financial performance in Chinese industry," Journal of Comparative Economics, 28, pp.786-813.
- World Bank (1997), Old Age Security: Pension Reform in China, Washington D.C., World Bank.