

投資効率の向上を目指す中国 カギとなる民営化を軸とする企業と金融改革

関 志雄

要 約

1. 改革開放以来、中国は四半世紀にわたって年率 10%に近い高成長を遂げた。しかし、これは投資をはじめとする投入量の拡大によるものであり、生産効率は必ずしも高くないことから、その持続性に疑問が生じている。政府は、これまでの「粗放型」成長から「集約型」成長への転換を目指しているが、そのために、民営化を軸に、効率の悪い国有企業や国有銀行を改革していかなければならない。
2. 中国における民営化のプロセスは、90年代の半ばに中小型企业から始まり、1997年に第15回共産党大会で決めた「国有経済の戦略的再編」という方針を受けて、大型国有企業にも及ぶようになった。その一環として、多くの大型国有企業は、株式制改革を経て上場企業になったが、その発行済株数の三分の二を占める国有株と法人株は市中での流通が認められていないことがネックとなって、証券市場は期待される民営化の受け皿としての役割を果たしていない。幸い、2005年に本格化した非流通株改革により、ようやくこの問題は解決に向けて大きく前進しており、これをきっかけに大型国有企業の民営化が加速するだろう。一方、建設銀行が海外上場を遂げるなど、国有商業銀行も民営化に向けて動き出している。

・投入量の拡大による経済成長の限界

改革開放以来、中国は四半世紀にわたって年率 10%に近い高成長を遂げた。その結果、GDP 規模は米国、日本、ドイツに次いで世界第四位、貿易規模に至っては、日本を抜いて第三位を占めるようになり、世界経済におけるプレゼンスが急速に高まっている。しかし、これまでの中国の高成長は投資をはじめとする投入量の拡大によるものであり、生産効率は必ずしも高くないことから、その持続性に疑問が生じている。

中国における投資の低効率は「資本係数」の国際比較によって確認できる（図表 1）。資本係数は投資比率を実質経済成長率で割ったものであり、この値が小さいほど、投資効率が良いことになる。2001 - 2004 年の平均では、中国は GDP の 40.9%を投資に投じ、8.7%の成長率を遂げたことから、資本係数は $4.7 (40.9 / 8.7)$ と計算される。すなわち、成長率を 1%高めるために、GDP の 4.7%相当を新たに投資しなければならないことになる。1960 年代における日本の成長率は現在の中国を上回る 10.2%に達していたのにもかかわらず、投資比率は 32.6%に留まり、

これを反映して資本係数も 3.2 と低くなっている。1980 年代の韓国と台湾においても、資本係数はそれぞれ 3.2 と 2.7 であり、現在の中国よりはるかに低かったのである。

投資の低効率のもう一つの現れとして、鉄鋼、電解アルミ、コークス、自動車など多くの産業において生産能力が過剰化し、設備の稼働率が低くなっている（図表 2）。国家発展改革委員会の馬凱主任によると、鉄鋼業界では、すでに生産能力が需要を 1.2 億トン上回っている。また、現在建設中の工場の生産能力は 7000 万トン、建設予定の工場の生産能力は 8000 万トンに達している。電解アルミでは、現在の生産能力は 1030 万トンであるが、そのうち 260 万トンが遊休化している。自動車業界では、2005 年の生産台数 570 万台に対して、生産能力が 200 万台分過剰な状態にあり、現在建設中の工場の生産能力は 220 万台、建設を検討中の工場の生産能力は 800 万台に上るといふ。

プリンストン大学のポール・クルーグマン教授は 10 年ほど前に発表した「まぼろしのアジア経済」（『中央公論』、1995 年 1 月号）の中で、「東アジアの奇跡」と呼ばれるようになったアジア各国の高成長が、生産性

の上昇より投入量の拡大によって達成されたものであり、したがって、持続できるものではないと指摘した。その後、予言が的中する形で、タイやインドネシア、韓国を中心にアジア経済危機が起こった。中国としても、危機を回避し、経済成長を持続させるためには、投入量の拡大による「粗放型」成長から生産性の向上による「集約型」成長に転換する必要がある。現に、これは 2006 年から始まる中国の第 11 次五ヵ年計画（規画）の主な目標の一つになっている。

、投資効率の向上のための民営化

中国経済の効率の低さの根本的原因は、国有企業のプレゼンスが、特に投入の面において、いまだに大きいことにある。国有企業の低効率は万国共通の現象であり、中国も例外ではない。実際、改革開放以来、経済成長率は国有企業のシェアの高い地域ほど低いという傾向が見られる（図表 3）。黒龍江、吉林、遼寧からなる東北三省は、他の地域より国有企業のシェアが高いため、成長率が全国平均に及ばない。これに対して、多くの外資系企業が進出している広東省や、民間企業の活動

図表 1 中国の資本係数：
高度成長期の日・韓・台との比較

		投資比率 (対GDP比、%) a	成長率 (%) b	資本係数 a/b
中国	91-95	39.6	12.0	3.3
	96-00	37.6	8.3	4.5
	01-04	40.9	8.7	4.7
	(1991-2004)	39.3	9.7	4.1
日本 (1961-1970)	32.6	10.2	3.2	
韓国 (1981-1990)	29.6	9.2	3.2	
台湾 (1981-1990)	21.9	8.0	2.7	

（出所）各国統計により作成

図表 2 生産能力過剰の実態

鉄鋼産業	2005年の生産能力:4.7億トン 建設中・計画中も含めると6億トン 現在の市場需要:3.5億トン
電解アルミ産業	現在の生産能力:1030万トン 遊休生産能力:260万トン 建設中の生産設備:112万トン相当
コークス業	全国の1400余社の生産能力合計:3億トン うち需要を超える分が1億トン 現在建設中・計画中の生産能力:6000万トン
自動車産業	余剰生産能力:200万台 建設中の生産設備:220万台 計画中・予定中の新規生産設備:800万台
銅精錬産業	現在建設中・計画中の生産能力:205万トン 2007年末に370万トンに達する見込み

（出所）国家発展改革委員会、『人民日報』（2005 年 12 月 5 日）より作成

が活発化している浙江省は、中国の中でももっとも高成長を遂げている。

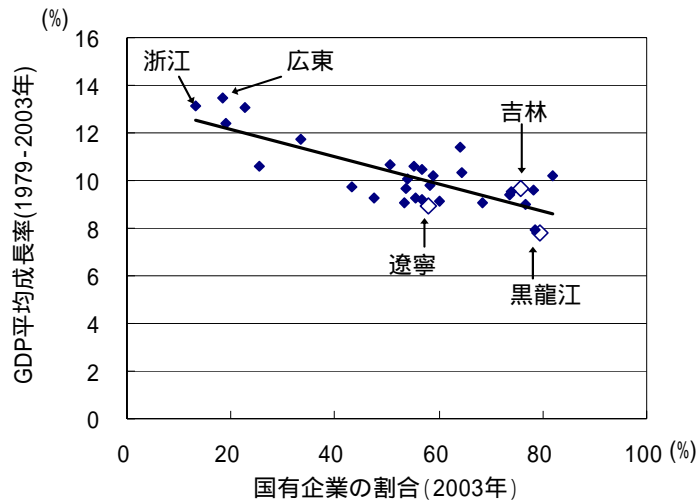
その上、中国の金融システムは、政府による介入が多いために、国民の貯蓄を有効に投資に転換させる役割を果たしていない。

まず、間接金融では、銀行部門の中核になっている四大国有商業銀行は、融資先の大部分を占める国有企業と同様、コーポレート・ガバナンスが不十分のままとなっており、建前としての株主である全国民の利益を最大化するように行動しているわけではない。そもそも、貸出金利は、融資の対象となる国有企業を救済するために低水準に設定されているため、資源を最も収益率の高いプロジェクトへと誘導する役割を果たしていない。また、融資の中から不良債権が発生しても、関係者が責任を取ることもほとんどない。さらに、国有商業銀行は、行政、とりわけ地方政府から、人事や融資の面をはじめ経営活動に対する干渉を受けており、その結果、不良資産が

増え続けた。

一方、経済の高度成長が続いているにもかかわらず、株価が低迷していることに象徴されるように、直接金融の担い手である証券市場も、機能不全に陥っている。これは一部の上場企業による不祥事が相次ぐ中で、投資家の証券市場に対する信頼が低下しているためである。中国の証券市場がこのような異常な状態に陥った背景には、上場企業の大半を国が絶対支配株主となっている国有企業が占めるといふ「中国的特色」がある。上場企業とはいえ、国有企業である以上、その株の大半は流通できない国有株となっている。国（正確に言えば、国の委託を受けた官僚）が、大株主として、多数の議決権をもっており、実質的に株主総会や、取締役、監査役、経営陣の人選をコントロールしている。国有株主はその立場を悪用して、少数株主の権利を侵害する行為が広く行われている。これを反映して、中国の上場企業には、上場後の業績が大

図表 3 国有企業の割合と反比例する各省の GDP 成長率



(注) 回帰分析結果

$$\text{GDP 平均成長率} = 0.1328 - 0.0569 \times (\text{国有企業の割合})$$

(27.66)** (-6.92)**

カッコ内は t 値

修正済み決定係数：0.6098

**：1%水準有意

(出所) 中国統計年鑑各年版にもとづき作成

幅に悪化する、あるいは赤字に転じる会社が多い。

このように、国有企業における低効率は、まさにコーポレート・ガバナンスの欠如を反映するものである。これを改めるためには、民営化を通じて、国有企業の所有権をその業績に強い関心を持つ民間の投資家の手に渡さなければならない。

東欧・ロシアとは対照的に、中国における経済改革の特徴は国有企業の民営化を行わず、社会主義の根幹である公有制を堅持しながら、計画経済から市場経済への移行を押し進めてきたことであるとされてきた。しかし、「公有制の堅持」という政府の建前とは裏腹に、近年では、国有企業の民営化が着々と進んでいる。民営企業や外資系企業の成長も加わり、工業生産に占める国有企業のシェアは低下の一途をたどっている（図表4）。

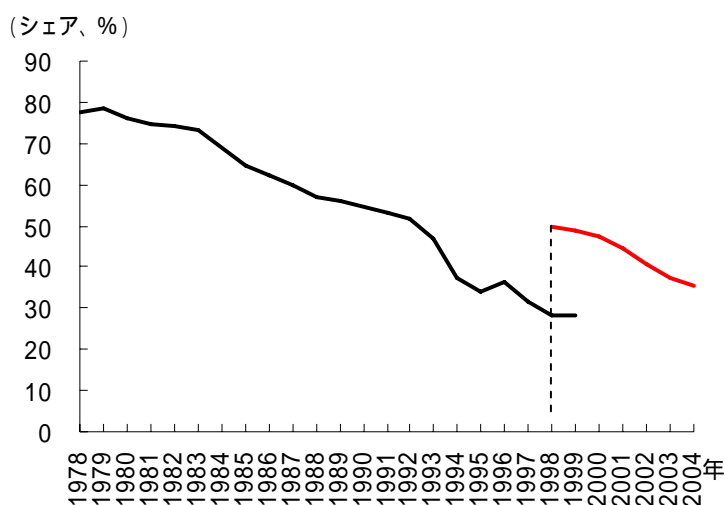
改革開放以前の計画経済のもとでは、政府がほとんどの企業を所有していただけでなく、その経営にも直接参加し、これらの企業は名実ともに「国営企業」であった。しかし、80年代の分権化と、行政機能と企業機能の

分離の結果、政府はあくまでも所有者の役割にとどまり、企業の自主経営権が大幅に拡大した。これを背景に、90年代初め頃から、「国営企業」という名称が「国有企業」に改められた。その後も、政府は、90年代半ば頃から、「抓大放小」（大をつかまえ小を放す）と、「国有経済の戦略的再編」という名のもとで、国有企業の民営化を進めてきた。特に、「国有経済の戦略的再編」では、国家の安全にかかわる産業や、インフラなど重要な公共財とサービス、基幹産業とハイテク産業における中核企業などを除いて、大型を含む国有企業を民間と競合する分野から、全面的に撤退させる方針が打ち出されている。

・大型国有企業の民営化の突破口となる非流通株改革

それ以来、多くの中小型の国有企業がMBOや民営企業による吸収合併などを通じて、民間企業に転換しているが、大型国有企業の民営化を促進するためには、証券市場のいっそうの発展が欠かせない。

図表4 低下する工業生産に占める国有企業のシェア



統計の対象は、1998年以降、従来の全ての企業から国有企業と一定規模（年間売り上げ500万元以上）の非国有企業のみに変更された。これにより、計算上、国有企業のシェアが高くなった。

（出所）『中国統計年鑑』各年版より作成

資本主義の国において、民営化を進める場合、国有企業を株式会社に転換した上で、その株を上場させ、国有の持分を段階的に減らしていく手法が一般的にとられている。日本における NTT や JR 各社の上場はその好例と言えよう。しかし、中国では多くの問題を抱えている証券市場は、期待された民営化の受け皿としての役割を十分に果たしていない。実際、当局は 1999 年と 2001 年の二回にわたり国有株の放出を試みたが、これにより需給関係が悪化するのではないかと懸念から株価が急落し、当局は放出を中止せざるを得なくなった。

こうした教訓を踏まえて、2004 年 2 月に発表され、今後の資本市場改革の青写真となる「資本市場の改革開放と安定発展を促進することに関する国务院の意見」では、非流通株改革の重要性を強調した上で、それに際した非流通株主による流通株主への対価の支払いを義務付けるという方針を盛り込んでいる。この方針に沿って、2005 年 4 月 29 日に「上場会社の株式分断の改革実験に関する問題の通達」が発表され、新たな国有株の売却に向けた実験が始まった。これまでの二回と違って、今回は、「選定された実験の対象となる企業は、自ら非流通株を売却する方法を決める」ことや、「売却案は臨時株主総会で議決されなければならない上、議決に参加する流通株主の議決権の三分の二の賛成が必要である」と規定されるなど、流通株主と非流通株主双方の利益が同時に配慮されている。また、市場の需給関係を配慮して、国有・法人株が流通株に転換されてからも、実際の市場への放出は、最初の 1 年間は一切認められず、2 年目も発行済株数の 5% 以内に制限されている。

実験は、2005 年 5 月 9 日に公告を行った第 1 ラウンドの 4 社から始まり、6 月 19 日には第 2 ラウンドの 42 社が加わった。8 月 19 日に最後の一社の改革案が臨時株式総会

で可決され、市場全体で見ても株価が安定的に推移したことで、今回の実験は成功したと言えよう。これを受けて、8 月下旬から 9 月上旬にかけて、すべての上場企業を対象とする非流通株改革に関するガイドラインとそれを具体化する一連の措置が相次いで発表された。これに沿って、9 月 12 日に新たに 40 社が非流通株改革案を公告し、それ以来、週に 20 社ほどが追随している。このように、非流通株改革は、実験の段階から全面展開の段階に入っており、2006 年中に、その対象がすべての上場企業に及ぶという形で完成する見込みになっている。

当局は、非流通株改革の目的はあくまでも非流通株と流通株に平等な権利を与えることを通じて上場企業のコーポレート・ガバナンスと証券市場の資金仲介機能を改善させることにあり、国有株を市場に放出することではないと説明している。このような慎重なスタンスを取らざるを得ない背景には、株式市場における需給悪化への懸念を払拭する意図がある。しかし、非流通株が流通株に転換されてからも従来通り国によって保有されたままでは、企業のコーポレート・ガバナンスと証券市場の資金仲介機能の向上はとうてい無理である。所期の効果を上げるためには、国有株を放出することを通じて国有企業の民営化を進めていかなければならない。これは、市場経済への移行を目指す中国にとって、避けて通れない道でもある。

・国有商業銀行も民営化の対象に

投資効率の向上をはかるためには、証券市場の改革に加え、間接金融の担い手である銀行部門の改革も急務となる。中国は銀行改革の切り札として、公的資金を導入し、不良債権を処理した上、四大国有商業銀行を株式制銀行に転換し、海外市場に上場させる計画を進めている。その一環として、海外から戦略

的投資家を誘致して経営の効率化を図ろうとしている。一方、外国の金融機関も、四大銀行との資本提携を通じて、中国市場への参入を目指しており、四大銀行に対する出資が相次いでいる（図表 5）。しかし、中国における世論の大勢は外資導入の必要性を認めながらも、国有銀行の外資への株譲渡が国有資産の安売りに当たるのではないかという批判的論調が一部見られる。

「安売論」の根拠として、国有銀行の収益と比べて譲渡価格が割安になっていることが挙げられている。また、これまで政府が四大銀行に対して、不良債権の処理や資本注入のために、すでに多くの公的資金を使ってきたことを考慮すると、外資への「安売り」は、まさに国有資産の流失に当たるという。さらに、国内の投資機関が今回の資本参加から除外されたことが、市場経済の前提である公平性に反するという指摘もある。

このような「安売論」に対して、当局や経済学者の間からは、次のような反論がなされ

ている。まず、戦略的投資家から出資を受け入れる際、その目的は主に相手から経営ノウハウを吸収し、銀行の国際競争力を向上させることにあるため、どうしても国内投資家より先進的技術と豊富な経験を持つ外資金融機関を優先させざるを得ない。また、出資側から見ても、四大銀行の不良債権比率が再び上昇しないかなど、資本参加に伴うリスクが高く、これに見合う収益が見込まれなければ、最初から興味を示さないだろう。さらに、戦略的投資家には長期的協力、3年間の株売却禁止、役員派遣義務など、厳格な規定が設けられていることから、外資による投機的投資が防げたはずであるという。

外資導入の成否は、最終的には、これにより国有銀行の経営が改善され株価が上昇するかによって評価されるべきである。こうした基準から、四大銀行に先駆けて外資の資本参加を経て海外上場を果たした中国第五位の国有商業銀行である交通銀行は成功例だと言える。交通銀行は、2004年にHSBCの

図表 5 外国資本の中国の四大国有商業銀行への出資状況（2006年4月現在）

		出資者	金額	出資比率	合意の時期
四大国有銀行	中国工商銀行	ゴールドマンサックス(米)、アリアンツ(独)、アメリカンエクスプレス(米)	37.8億ドル	10%	2006年1月
	中国銀行	RBS(英)、メリルリンチ(米)、李嘉誠基金会(香港)	31億ドル	10%	2005年8月
		テマセック(シンガポール)	31億ドル	10%	2005年8月
		UBS(スイス)	5億ドル	1.6%	2005年9月
		アジア開発銀行	0.75億ドル	0.24%	2005年10月
		三菱東京UFJ銀行(日)	3億ドル	1%	協議中
	中国建設銀行	バンク・オブ・アメリカ(米)	30億ドル	10%程度	2005年6月
		テマセック(シンガポール)	14億ドル	5.1%	2005年8月
	中国農業銀行	-	-	-	-
参考	交通銀行	HSBC(英)	17.5億ドル	19.9%	2004年8月

(出所) 各種報道より作成

19.9%の出資を受け入れ、2005年6月にH株として香港に上場した。その後の業績の改善を背景に、交通銀行の株価は、上場してから累計で100%ほど高騰している(2006年4月現在)。

交通銀行だけでなく、2005年10月に同じH株として香港に上場した建設銀行も、株価が堅調に推移している。改革の配当としての株価の上昇は、外資以上に、保有率のもっとも高い国有株主に大きな利益をもたらしている。このように、国有銀行と外資系金融機関の資本提携は、双方にとってウィン・ウインの戦略である。

国有銀行改革の行き着くところは、株式上場にとどまらず、政府の所有と経営から段階的に撤退することを意味する民営化であろう。四大銀行に対する株式制改革と株式上場はあくまでもそれに向けた第一歩に過ぎない。株式制改革と株式の上場が実現し、銀行の内部にルール化されたコーポレート・ガバナンスのシステムが形成されたとしても、銀行における実際のインセンティブ・システムと管理監督メカニズムが有効に機能するとは限らない。取締役会、監査会、株主総会と管理機構の形がすべて整った企業に様変わりしたとしても、政府が引き続き最大の株主として、銀行を支配すれば、従来の問題は解決されないだろう。そのため、四大銀行が株式上場を果たしてから、民営化を視野に、国有資本を減らしていくことが望まれる。現状では、銀行への外資出資比率は一社当たり20%以内、合わせて25%未満と制限されているが、将来的には、緩和されることも十分考えられる。現に、香港上場を経て、中国建設銀行の海外投資家の持株比率が25.8%に達している。同行の郭樹清董事長は、外資株25%ルールについて、非上場銀行を対象としたものであり問題ないとしている。

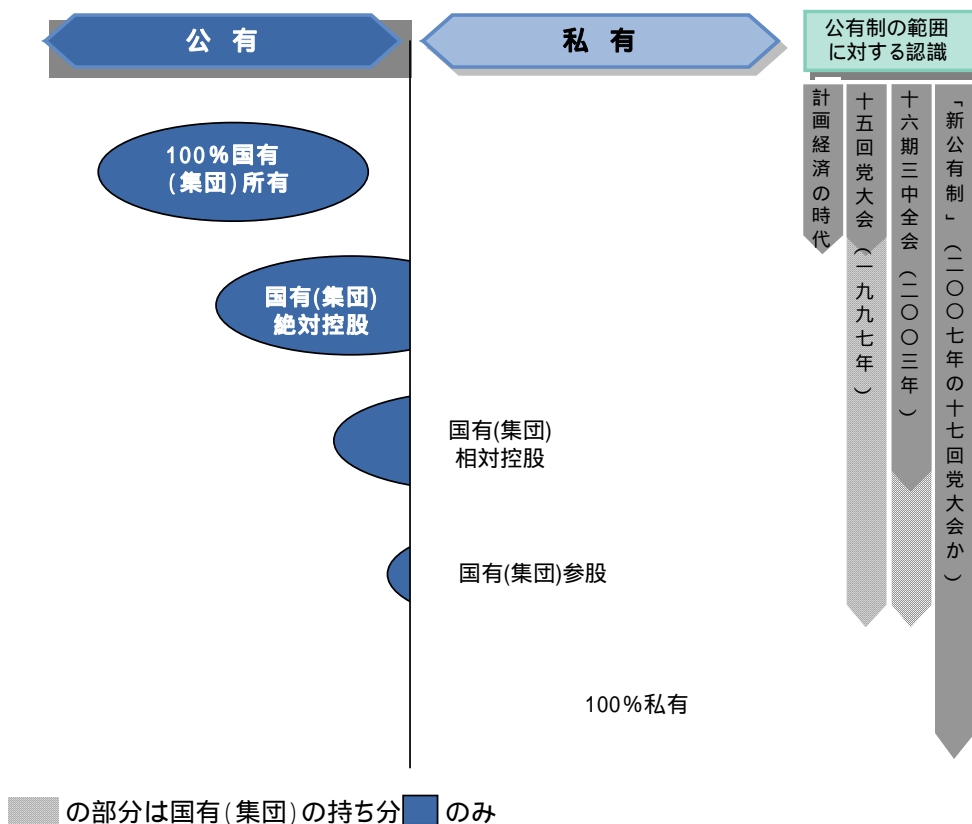
・ 公有制の終焉の向けて

このように、中国は株式制改革を通じて、国有企業と銀行の民営化を図っている。本来、従来のイデオロギーに従えば、これは資本主義の復活に他ならず、社会主義の根幹である生産手段の公有制から逸脱したものである。これに対して政府の公式見解では、株式制は現代企業の形態の一つにすぎず、資本主義国家でも、社会主義国家でも使うことができる(1997年の第15回党大会における江沢民報告)としている。その上、公有制の定義も「時代とともに進化してきた」(図表6)。まず、第15回党大会では、株式制企業の国有(または集団所有)の国(または集団)出資の部分に関しては、公有経済の一部として認められるようになった。さらに、共産党の第16期三中全会では、株式制が公有制の主要な実現形態とされ、国(または集団)が支配している企業なら、国による持ち分が過半数(絶対控股)でなくても、他の出資者より大きければ(相対控股)、その企業全体が公有制経済の一部と見なされるようになった。

これを受けて、経済学者の間では、「公有制」とは何かを巡って、活発な議論が交わされている。その中で、著名な経済学者である北京大学光華管理学院の厲以寧教授による「新公有制論」が話題を呼んだ。厲氏は、中国において株式制を中心に行われている国有企業改革は、「新公有制」への改編・発展であると位置づけた上、純粹に民間資本で構成される株式制企業も、「新公有制」の形態の一つだと主張している。これに対して、公有制を堅持すべきだという立場に立つ一部の経済学者は、「新公有制」の議論が「公」と「私」を混同しており、「公有制」の意味を歪曲しているものだと批判している。

程度の差があるにせよ、同じ批判は、社会主義の本来の意味から乖離してきた政府の公

図表6 拡大解釈された公有制
株式制企業の扱いを中心に



(出所) 筆者作成

式見解にも当てはまる。しかし、中国経済の中心が着々と公有から私有へとシフトし、「経済基礎」とイデオロギーという「上部構造」の矛盾が顕著になるにつれて、「生産手段の公有制」という建前を維持することが困難になってきた。政府は、厲氏の提案に沿って公有制の範囲をいっそう広げることを迫ら

れており、最終的には「公有制」を正式に放棄せざるを得ないだろう。1992年の第14回党大会において「計画経済」が正式に「市場経済」に取って代わられてから、「公有制の堅持」が生産力向上の最大の妨げになっているだけに、その放棄は、中国経済の更なる飛躍のきっかけになるに違いない。