

中国における資本市場と国有企業の改革事例

－河南銀鴿高新紙産股份有限公司の場合－

黄 孝 春 四 宮 俊 之

中国における国有改革の重心は1980年代の「分権譲利」や「経営請負責任制」を経て、1990年代以降に株式制への改組を中心とする現代企業制度の確立に移った。つまり、「資本と負債の未分離」状態にある実物形態の国有資産を株式資本化することによって、国有企業の改革を資本市場に結びつけ、新たな資金調達の容易化やリスクの分散など資本市場の機能を活用しながら、多元的な所有主体のもとでの会社制の形成、そして所有権と経営権の分離に基づく会社統治機構の構築を目指すとするシナリオが描かれていた。

実際、ここ10年間に国有企業の株式制への改組が急速に進み、その株式の一部が公開されるようになってきている。上海、深圳両株式取引所に上場している約1100の企業で国有持株会社の形態を取っているものが90%に達し、全株式数の約60%が国有株で占められていることからわかるように、上場企業の大半は国有企業が改組されたものである。

これに対して資本市場を国有企業改革の手段とするアプローチは間違っているとの批判がある。社会保障や余剰人員などにみられる政策的負担からくるソフトな予算制約の解消こそが国有企業改革の根本問題であるので、その政策的負担を国有企業から分離することが先決であろうとする¹。

こうした論争は今後もしばらく続くであろうが、問題は改組した企業の経営パフォーマンスがよくなったのかどうかである。言い換えれば、株式市場と企業統治と経営業績の関係を明らかにすることが要請されているのである²。しかし、上場企業が発表する財務資料の信憑性が問われている現在、経営が好転した企業と経営が悪化した企業に関する事例研究が真実に迫る有効な研究方法の一つであるとする。そこで河南銀鴿高新紙産股份有限公司の事例研究を通して一つの失敗例を明らかにしてみたい。同会社の前身である河南省漯河市第一造紙廠は1993年に株式制への改組を行ない、漯河製漿造紙股份有限公司となり、97年に株式の公開を果たすとともに、名称を漯河銀鴿製漿造紙股份有限公司に変更した。その後、さらに河南銀鴿実業投資股份有限公司(1999年)、河南銀鴿

¹ その代表的論者は林毅夫である。林は国有企業が社会保障や余剰人員などを抱える社会的負担と重化学工業化の国家戦略を実行する戦略的負担という二重の政策的負担を負っているとしている。林他著『中国の経済発展』日本評論社、1997年。

² 最近上場企業をめぐるさまざまな数量分析が行われている。これについて今井健一「上場企業の所有構造と企業統治」を参照せよ。(丸川知雄編『中国企業の所有と経営』アジア経済研究所、2002年)。

高新紙産股份有限公司(2002年)へと二度にわたり名称を変更してきた。同会社は、そうして株式を公開し、資本市場にアクセスしてきたものの、その過程において失敗を重ね、今日経営危機に立たされているのである³。

① 改組前の河南省漯河市第一造紙廠

1967年に設立された河南省漯河市第一造紙廠は麦草を原料にパルプと製紙を主要な業務とする地方国有企業である。内陸に位置する同廠はいくつかの条件に恵まれていた。まず、原料の麦草は麦を栽培する周囲の農村から購入できる。次に同廠は工場の付近に流れる淮河に専用の取水施設を持っており、紙パルプ企業が大量に必要とする水の供給を確保している。また同廠は熱電自給のための自家発電や、污水处理施設を持ち、燃料の石炭も120キロメートルほど離れた平頂山炭坑から低価格で調達しているという。

1993年の時点で同廠における麦草の年間使用量は約24万トン（水分15%を含む）、同じく水の使用量が約1900万トンであった。また水、それと補助材料の苛性ソーダや液体塩素などの化学品が原材料コストに占める比率はそれぞれ16%と40%であったという。

麦草を原料とする紙の繊維が硬いため、同廠の商品販売先は浙江、江蘇、江西、安徽、湖北、湖南など湿度が高い南部に集中している。約6000社が競う中国のパルプ製紙業界において中規模企業であるものの、草パルプ業界では屈指の有力企業となっていた。

漯河市第一造紙廠には二つの経営課題があった。一つは麦草を原料とすることが同社の特徴であるが、そのためにパルプや紙の品質に関して中級以下のものが多く、企業戦略において草パルプの位置付けを明確にする必要があった。もう一つは製紙産業における中小企業の乱立とそれに伴う環境汚染に対して、政府が中小企業の閉鎖と污水处理基準の規制強化に乗り出したことであった。事実1995年までは漯河市に47のパルプ製紙廠があったものの、98年まで政府が年間生産能力1万トン以下の企業39社を閉鎖した。そこで生産規模の拡大と污水处理への集中投資が同廠の存続を左右する要素となったのである。

② 株式制企業への改組と株式の公開発行

漯河市第一造紙廠が株式制企業への改組を行ったのは1993年4月であった。同廠の株式募集説明書によれば、漯河市第一造紙廠を発起人として設立された漯河製漿造紙股份有限公司の株式は、国家株、法人株と従業員持ち株によって構成されていた(第1表左欄)。具体的には約2221.68万元とされた1986年末までにおける同廠の純資産を222.16万株の国有株に、同じく約2946.48万元とされた1987年以降に自己資金で形成された固定資産と現金を294.64万株の法人株に、また1982年以降

³ 筆者は弘前大学学術国際振興基金の助成事業研究（平成12年度）として2001年10月22-23日に河南銀鶴実業投資股份有限公司(当時)を訪問・調査した。本論は、その研究調査による成果の一部である。調査に協力してくださった同会社の馮七評常務副総裁（当時）と鄭州大学の孫新雷、咎廷全両教授に謝意を表したい。

に留保された約840万円の給与基金、奨励基金、福祉基金を84万株の従業員持ち株にそれぞれ置き換えた。このようにして同廠は約6000万円の純資産を1株10元の比率で国家（国有株）、集団（法人株）と個人（従業員持ち株）の所有する株式資本に組み替えたのである。地方国有企業の漯河市第一造紙廠は改組に際して純資産の持分をすべて国家にではなく、国家のほかに集団と個人にも帰属させたのである。そのうちの法人株は企業そのものの所有とされ、企業に関係するすべての人々の所有、いわば集団所有になった。一方、従業員持ち株は勤続年数や職階などを考慮した基準で配分され、従業員個人の所有になったのである。

ところで、株式改組を行なった漯河製漿造紙股份有限公司は、それから4年後の1997年に草パルプ業界企業の第1号として株式の公開発行を行い、上海証券取引所への上場をはたした。それに先立って同年1月には社名を漯河銀鴿製漿造紙股份有限公司に改称した。そのときの「株式募集説明書」によると、漯河銀鴿製漿造紙股份有限公司は漯河市第一造紙廠、舞陽県冠軍集団公司、舞陽県明宇塩化集団公司、舞陽雲鵬集団公司、漯河市彩色造紙有限公司の5社を發起人に1993年3月に設立されたとなっている。第1表右欄に示されるように1株1元の価格で漯河市第一造紙廠の純資産6394.4万元が6394.4万株の国家株に置き換えられて、漯河市国有資産管理局によって所有された。そのほかに4社の發起人が造紙に関連する現物資産としてそれぞれ1078.8万元、832.8万元、680.4万元、1413.6万元の合計4005.6万元を漯河製漿造紙股份有限公司に出資し、同じく1株1元の価格で4005.6万株の社会法人株を所有した。それに1600万株の従業員株を加えると、同社の株式総数は1億2000万株となっていた。

このように上述した二つの株式募集説明書に記載された内容はいくつかの点で大きく異なっていた。一つは1993年の改組時における發起人が漯河市第一造紙廠1社から同廠を中心とする5社に変わったことである。それにもなつて株式の所有構造も大きく変化し、具体的には国有株が過半数を占め、同公司自らの集団權益としての法人株が消え、かわつて従業員持ち株が倍増したほか、發起人として現物出資したとされる外部事業法人が株式の3分の1を持つことになった。また純資産額も約6394万元から1億2000万元に倍増した。

では、なぜ株式公開にあつて株式改組時の株主数を増やし、資産の増加をはからなければならなかったのか。それは株式公開に関する政府の政策変更と関連があつた。

周知のように1990年代初頭における上海証券取引所と深圳証券取引所の開設は中国企業に資本市場から資金調達する道を開いた。しかし、取引所への上場には地方政府の推薦と中国証券監督管理委員會の許可が必要であつた。その許可を得られた企業は最大株式総数の25%を公開発行できるようになっていた。最初、各地方政府では中国証券監督管理委員會から割当られた株式総数の範囲内で上場する企業を推薦するしかなかつたが、1996年から地方政府への割当が株式総数から企業数に変わったため、それに対応して小規模の企業を数多く上場させるやり方でなく、逆に大規模企業を推薦して株式市場からより多くの資金を調達する方針に転換した。中にいくつかの企業をまとめて一つの企業として「連合上場」する現象もしばしば見られたのである。

漯河銀鴿製漿造紙股份有限公司の場合も、この「連合上場」方法が用いられた。漯河製漿造紙股份有限公司の資産を主体とし、それに4社の関連資産を加え、純資産と株式総数が拡張されて、公開可能な株式数が増やされ、資本市場から調達できる資金量の増大がはかられた。そうして同公司では予定通り国内投資家向けの人民元A股4000万株を公開発行し、1億7810.4万円の資金を調達したのである。ただし、上場直前に他の4社の関連資産を取り込むことはいかにも不自然であったため、漯河市第一造紙廠の株式制改組（1993年）にさかのぼって、この4社が発起人であったと想定し、一連の会計資料の改ざんをあえて行ったのである。その結果、集団株としての法人株が消滅したが、国有株と従業員持ち株はともに大幅に増加したので、関係者からの異議がなかったとみられる。

なお、上場1年後の1998年11月に同公司は全株主を対象に10：3の比率で1株7元の価格による株主割当増資を実施した。その際に社会法人株所有の4社は割当増資の権利のすべてを放棄し、また漯河市国家資産管理局も権利の一部しか行使しなかったため、実際に割当てられた株式は2580万株で、そのうち漯河国有資産管理局が900万株、社会公衆投資家が1200万株、内部従業員が480万株を取得し、それによって調達された資金は1億7800万円にのぼった⁴。

③ 株主構成の変化

株式の公開発行に伴って漯河銀鴿製漿造紙股份有限公司（以下銀鴿とよぶ）の株主構成とその比率は第2表に示されるように変化した。「社会公衆株」は一般投資家が所有する株式のことで市場に流通され、また従業員持ち株は上場3年後に流通できるようになっている。これに対して国有株と社会法人株は取引所で売買できない非流通株である。ただし、国有株は地方政府と中国証券監督管理委員会の許可が、また社会法人株は取締役会にあたる董事会と株主総会の承認があれば、非公開の形で譲渡することができるようになっている。

銀鴿の社会法人株を所有している4つの発起人は、上述した「連合上場」の経緯からして、そのまま株主として会社の経営に関与する意思をもともと持たなかった。上場後の翌年に行なわれた株主割当増資に応じなかったのもそのためと推測される。これら4社は名義貸しの対価を貰って株主からの退出時期を伺っていたのである。

1998年度報告（日本の有価証券報告書に相当）によると、同年4月に4社では所有する4005.6万株の社会法人株を協議の上、漯河市経済発展投資総公司に譲渡した。また、6月25日に開催された銀鴿の董事会では、第2、3、4分工場と彩紙分工場の「売却」を決定したという。この株式譲渡と分工場の「売却」は、一見すると別々の出来事であるが、それらは連動して行なわれたのではないかと考えられる。すなわち銀鴿は連合上場のために現物出資とされた4つの分工場を4社に返却する代りに、4社が所有する同公司の株式を手放してもらった。結局、銀鴿は漯河市第一造紙廠（第一

⁴ 中国では上場企業の増資は中国証券監督管理委員会の許可が必要である。多くの上場企業は同委員会の設定した増資の条件（たとえば、1997年の規定では純資産利益率が3年連続して10%を超えなければならない）をクリアするため、粉飾決算を行ったといわれている。

分工場)だけになり、上場前の原状に戻ったのである⁵。資産売却の理由は「汚水の集中的処理のため」という一言にとどまり、売却先も明らかにされていない。ただ売却資産2億0630万9511.41元と負債1億4027万2573.64元の相殺で2419万3040.42元の純収入を得たとの報告があるのみである。一方、4社が所持した社会法人株の譲渡を受けたとされる漯河市経済発展投資総公司是政府系経済組織であるため、一時便宜的に社会法人株を預かった可能性が高い。これは地方政府が「連合上場」と株式の譲渡に深く関与したことを示唆している。

実際、上述した株式譲渡から7か月後の1998年11月に河南開祥電力実業股份有限公司は、漯河市経済発展投資総公司から社会法人株を一括して譲受け、持ち株数上位2番目の株主に躍進した。ただし、その譲渡価格は明らかではない。「分工場」の返却で資産の裏付がなくなった株式は本来売却されるべきものであったが、再度譲渡されることになったのである。この資産の「穴」が後の会社経営に大きな災いを残したことは後で述べる。なお河南開祥電力実業股份有限公司では、漯河市国有資産管理局との間にも国有株の一部(2920.32万株)を買取る協議書を結んでいた。それが実現すれば同社による株式の所有比率が37%に上昇し、最大株主に変身することが予想されたが、中国証券監督管理委員会の許可を得られなかったため、その協議書は2000年4月30日に無効となった。

漯河市国有資産管理局の所有する銀鴿の国有株の譲渡が再度協議されたのは2001年5月のことである。深圳凱地投資管理公司与河南豫美実業発展有限公司は同管理局からそれぞれ国有株9290万株と3441万株を1株1.73元の価格で譲受け、銀鴿の総株式の25%と9%を所有するとしたが、河南豫美実業発展有限公司が凱地投資管理公司の資本系列企業であるため、後者の公司が実質的持ち株比率34%を超す最大株主になるというものであった。ただし、この段階での協議は地方政府の同意を取付けたものの、中国証券監督管理委員会の許可が得られるかどうか未知数であったため、両者は申し合わせを取決めた。これによると、許可されると株式の譲渡が正式に成立するが、逆の場合は協議内容が破棄される。ただし、結論がはっきりするまで凱地投資管理公司が漯河市国有資産管理局より授權して、銀鴿の委託管理を行うというものであった。こうして凱地投資管理公司は、委託管理を実施したが、それから7ヶ月後の2001年12月に銀鴿の財務的失敗が明るみになり、同公司は一方向的にその委託管理を終結させたのである。

④ 投資予定事業の実施状況

銀鴿が1997年の株式公開によって調達した資金は第3表に示される9事業に投資される予定であった。総投資額は2億6422万元であるのに対して、募集資金は1億7810万元であったため、不足

⁵ 連合上場が行なわれた時、銀鴿の社員数が4000人を超えていたが、資産の「売却」で1000人程度になった。また同社の発表によると、1998年における売上高と売上高総利益は前年度に比べ、それぞれ半分、 $\frac{1}{3}$ にまで減少し、さらに1998年の製紙生産量は3.3万トンで上場時に自称年産生産能力10.5万トンの $\frac{1}{3}$ にも達しなかった。

分は銀行融資等で賄われる見通しであったという。第1-7の事業は製品構造の調整、具体的には製品の多様化と品質の向上を図るための投資項目で、第8は生産規模の拡大に伴う熱電設備の拡大、第9は1995年に建設された1日100トンの黒液（廃液）処理、薬品回収工程において凝集・沈殿させた「白泥」の再利用事業である。

ところが、新設する製紙ラインの最小生産規模は年産10万トン以上でなければならないとする政府の産業調整政策を受け、銀鴿は、1998年3月に開催された董事会で第3表での年産4万トン原紙と年産4万トン塗工紙という二つの予定事業を合併して年産10万トンの塗工紙事業とし、また第3-7の投資事業を一括して5万トン的高级文化紙事業に投資事業を変更するとともに、改めて10:3の比率で株主割当増資を行い、その増資資金を投資することが決定された。ところが、2ヶ月後の株主総会では、その増資資金の用途が上述の製紙事業でなく、3.4万トン漂泊麦草パルプ生産ラインの拡張へ振り向けることになった。増資説明書によると、同公司には年産3.4万トンの麦草パルプ生産ラインがあるが、それを拡張するとともに、さらに麦草パルプの生産能力を3.4万トン増やすというもので総事業費は2億7228万元を予定していた。増資資金は1億7800万元であり、不足分は日本協力基金(約16億円)などの借り入れによって賄うとしていた。

それでは、次に株式市場で調達された資金（上場募集資金1億7810万元と増資資金1億7800万元）が如何に予定投資事業に使われたのかを年度報告にしたがって検証してみよう。

- ・1997年12月31日現在、募集資金の使用額は1700万元にとどまっている。投資が進んでいないのは、銀鴿が投資家の利益を守るために買手市場という状況を利用して関連施設の建設費と設備費の支払いを引き延ばしているからである。残りの資金はすべて銀行に預金されている。

- ・1998年12月31日現在、合計募集資金1億3827万元が投下された。うち7167.4万元が5万トン的高级文化紙事業向けであった。長網多筒式抄紙機（300メートル/分）2台のうち、1台は生産を始めたが、残りの1台は据付中である。長網多筒式抄紙機（500メートル/分）1台は注文金を支払済みである。なおコンピュータ用紙を製造するために漯河市が200 km離れた河南省の中心都市である鄭州市に1998年8月に鄭州紙業有限公司を他社との合弁で設立した。

また自家熱電廠の拡張工事については3924.5万元、白泥総合再利用については2736万元の投資が行なわれた。総投資額が7億元とされる年産10万トンの塗工紙事業については、政府の主管部門が許可するまで当面凍結することになった。増資資金を含む残りの2億元の募集資金は銀行に預けられている。

- ・1999年12月30日現在、3.4万トン漂泊麦草パルプ生産ラインの拡張と5万トン高级文化紙事業に投資した資金は合計8005.80万元で、うち鄭州紙業有限公司に2407.75万元が投下され、日本から購入した11色高速商業伝票印刷機が1999年10月に生産を開始した。残りの募集資金1億2936万元が銀行に預金されている。

- ・2000年12月30日現在、3.4万トン漂泊麦草パルプ生産ラインの拡張工事に投下した資金は3488万元で、残りの募集資金9448万元が銀行に預金されている。同拡張工事が遅れたのは、日本

協力基金による16億円の資金貸付が2000年12月31日現在で2.13億円にとどまっていたためである⁶。

以上、銀鴿によって公表された募集資金の使用状況からいくつかのことが読み取れる。まず、株式公開時に予定していた二つの主要投資事業（のちに10万トン塗工紙投資事業へ変更）が中止されたことである。産業政策の変更がそのきっかけになったとされているが、予定投資額が大幅に引き上げられ、投資計画のずさんさを露呈している。次に、投資事業は予定より遅れがちで、巨額の募集資金が銀行に預金されていることである。最後に投資の重点を原料段階のパルプ事業に置くべきか、製品段階の製紙事業に置くべきか、迷いがあったことである。すでに述べたように同会社はパルプから製紙までの一貫生産と、自家熱電供給を絡めての廃液や排水の処理までを行う企業である。株式の上場に至るまでパルプと紙の年産能力（漯河第一製紙廠）はそれぞれ3.4万トン、5万トンであった。製紙品目の多様化と品質の向上をはかるために募集資金を製紙設備の増強に重点的に投入し、長網多筒式抄紙機（300メートル／分）2台と長網多筒式抄紙機（500メートル／分）1台を導入し、年生産能力は8.5万トンに達した。しかし、その結果、製紙能力とパルプ生産能力、それと熱電供給能力の間にアンバランスが生じ、せっかく導入した長網多筒式抄紙機（500メートル／分）がほとんど稼働できない状況にあった。パルプ生産能力を増強して製紙能力とのバランスを取り戻すか、それとも製紙能力の一層の拡大をはかり、原料を輸入木材パルプに切り替えるのか、今後の経営方針に関わる判断を迫られているように見える。

⑤ その他投資への検証

銀鴿は株式上場後、上述の予定投資事業（本業）以外にもほかの会社への出資など、いわゆる資本投資を積極的に行ってきた。各年度報告に記載されている投資内容をみよう。

- ・1997年8月河南省証券会社に1000万元を出資した。出資比率は9.09%である。
- ・1999年11月焦作丹河発電有限公司の株式の42%を5344万元で譲受けた。
- ・2000年度に入ると、第4表に示されるように各種の投資会社に資金の運用を任せる「委託理財」が急増した。それ以外に、2000年度期末の短期投資金額は4000万元で、そのうち3000万元は10月に上海慧智投資管理有限公司に委託し（委託期間14ヶ月）、その他1000万元は銀鴿自身が株式に投資している。
- ・2001年1月上海慧智投資管理有限公司に3000万元の資金運用を委託した（同年12月22日まで）。前年度の3000万元を入れると、同会社に委託した運用資金は6000万元に達する。
- ・2001年2月北京中徳邦資産控股有限公司に3000万元（12月11日まで）、続く3月に同会社に3000万元（翌年の3月20日まで）、合計6000万元の資産運用を委託した。

⁶ 2001年度報告によると、年産3.4万トン漂泊麦草パルプ生産ライン拡張工事は2001年度末現在60%しか完成せず、また実際に貸し付けられた日本協力基金の資金は10.95億円であった。

・2001年8月上海新延中文化伝播有限公司に3000万元を出資し、同会社の23%の株式を所有した⁷。

以上のように銀鴿の資本投資は他社の株式の取得と「委託理財」に分けられ、また株式取得は証券、電力、メディアなどの分野にわたっている。残念なことにこれらの投資はほぼすべて失敗に終わっている。

(1) 河南省証券公司への1000万元の出資は一度も配当を受け取ることがなかった。2001年末に同証券会社が減資を行なったため、銀鴿の出資金は10分の1にまで減った。

(2) 1999年に焦作丹河発電有限公司42%の株式を5344万元で譲受けたが、これまで投資収益がまったくなかった。その投資からの撤退を2001年6月15日に決めたが、資金回収の実質的な進展はまだない。

(3) 2000年末から合計1.2億元の資金運営を任せられた2つの投資基金はそのすべてを銀広厦という上場企業の株式の購入に使われた(1株36元の価格)。2002年3月11日にそれを1株5.6元の価格で全部売却し、2026万元を回収したが、損失金額は9974万元に達した。

(4) 銀鴿自身も株式市場で株式の売買を行っていた。2002年3月に保有する株式はすべて処分されたが、購入価格906万元に対して売却価格は368万元であった。そのうち、620円で購入した銀広厦の19万株式が含まれていた。

(5) 上海新延中文化伝播有限公司への出資自体に含み損があるかないか不明だが、そもそもこの投資は銀鴿が手がけている輸入木材パルプの国内販売と関係がある。両社の協定によれば、銀鴿は輸入木材パルプの国内販売とその販売代金の回収を同会社に任せたとする。このことの是非について後に述べるが、輸入木材パルプの国内販売ビジネスについて言えば、2001年末に行なわれた倉庫資産整理の結果、1048万元の損失が計上された。

以上の資本投資の内容については2000年度まで各年度報告に記載されたものの、不完全なものが多く、またその投資損益については一切触れられていなかった。より深刻なのはそれまで隠されていた「簿外投資」の存在であった。2001年末に委託理財の損失と凱地投資の出資撤退が相次いで発表されるにつれ、ベールに包まれた銀鴿の資本投資の損失と「簿外投資」の実態が一举に明るみに出されたのである。

簿外投資の主役は銀鴿の鄭州分公司で、株式の上場直後に鄭州に設立した連絡事務所とされる。1997年に2億0346万元(うち銀行借入れは3000万元)と1998年に2億3670万元(うち銀行借入れは9000万元)を投資して、それぞれ4606万元、3048万元の利益を得ていた。その後1999年に3億2000万元(うち銀行借入れ6000万元、銀行支払保証借入れ2億6000万元)、2000年に1億8500万元(うち銀行借入れ1億6500万元、銀行支払保証借入れ2000万元)、2001年に3100万元(すべてが銀行支払保証借入れ)の簿外投資を続行したが、累積1380万元の投資損失

⁷ 上海新延中文化伝播有限公司が2001年12月に増資を行ったため、銀鴿の持ち株比率は10%になった。

を計上した。鄭州分公司の存在およびその投資活動は年度報告書に一切掲載されなかった。ほとんどは先物と株式、とくに自社株式の売買など違法な投資に向けられたといわれている。また最初の2年間に得た簿外投資利益は営業外利益として計上されず、全部が売上増加やコストの減少などといった会計データの操作で各年度の営業利益の増加として処理された⁸。

鄭州分公司の簿外投資がうまく行かなくなったこともあってか、2000年度からは「委託理財」が急増して最初それなりの収益があげたものの、やがて大きな破局を迎えることになった。上海慧智投資管理有限公司と中徳邦資産控股有限公司に委託した資金の運用はほとんど管理・監督されず、またそれに関する情報の公開もまったく不完全なものであった⁹。

ともあれ、予定投資事業以外にこれだけの資本投資が行なわれた背景には、銀鴿が株式市場から調達した巨額資金の存在があることを指摘しなければならない。簿外投資はとくに最初の2年間この資金を流用した。そして簿外投資は明らかに発起人4社の出資資産の「売却」からできた資産の「穴」と、上場と増資を実現するために行なわれた粉飾決算で生み出された利益の「穴」を補填するため組織的に行なったものと見られる。結局、予定投資事業の失敗で売上総利益が年々減少し、2001年度にそれがわずかになり、営業利益は8734万円の赤字に転換した。それに資本投資の失敗で粉飾決算が続けられなくなり、純利益が一举に2億2千万元以上の赤字に膨らみ、財務内容は大幅に悪化したのである(第5表)。

⑥ 経営組織と意思決定

ところで、このような銀鴿の投資決定はどのような組織の下で行われてきたのか。以下、3つの時期に分けて検証してみよう。

(1) 1997年4月から1998年11月まで：株式上場時の董事会は漯河市第一造紙廠の出身者7名、社会法人(発起人)の出身者4名(1社1人ずつ)のほか、地元河南省の役人出身者1名と学者1名の合計13名で構成されていた。4つの社会法人からの董事(役員)が一律8000株を持っていたのに対して、第一造紙廠出身者の持ち株数はさまざまであった。最年長(1997年現在61才)の董事長(会長)韓国忠は24,000株を所有していたが、董事の中で彼よりも多く持ち株している者が3人もいた。就職年数などの基準にしたがって従業員持ち株として機械的に配分したものと考えられる。外部から

⁸ 具体的には簿外利益の7653万円は1997年に3290万円、98年に2612万円、99年に1750万円のように各年度の営業利益として計上された。

⁹ 上海証券取引所は2002年1月に委託理財の情報を正確に開示しなかった銀鴿の経営者を非難し、中国証券監督管理委員会は委託理財の実態調査に乗り出したという。巨額の資金を特定の会社の株式を投機的に購入するなど、投資管理会社のリスク管理には問題が多いし、また巨額の資金運用を委託した銀鴿側の監督責任も大きい。2001年3月中徳邦資産控股有限公司に3000万円の資金運用を委託する際に同会社が持つ鄭州紙業有限公司の株式(25%、資本金2000万円で換算すると500万円)を担保に取っているが、同公司にしてみれば、500万円の担保資金で3000万円の資金運用権を得たことになる。しかも、この鄭州紙業有限公司は銀鴿の子会社で、2001年末現在銀鴿に対して2500万円の負債を負っている。

の董事2人は持ち株がゼロであった。なお、社会法人出身の董事4名と学者出身の董事1名、合計5名は他に職をもって兼任となるが、残りの8名は専任であった。

1997年4月の株式上場から1998年6月の4法人からの出資資産の「売却」まで臨時も含めて合計7回の董事会が開催されたが、4名の董事がその全部に欠席している。この4人は4法人からの役員と推測されるが、それが事実とすれば、彼らは最初から上場企業の経営に関与せず、4社持ち株の譲渡や分工場の「売却」など自社に直接関係する事柄を討議した董事会にすら参加しなかったことになる。多数決のために出席しても意味がないから欠席したのか、それとも名義貸しの条件（対価）は株式上場前に双方がすでに合意しており、改めて討議する必要がなかったか、詳細が不明である。ただし、銀鴿の年度報告（1997年度）に「1997年会社は引き続き汚水の処理に力をいれ、自分で調達した資金と銀行融資を1-5分工場にそれぞれ1734.7万元、412.8万元、41.6万元、647.6万元、712.9万元と投入した」という記載がある。2-5の分工場は4社の出資資産とされるが、5分工場(彩色紙分工場)をのぞく3社は製紙企業ではないので、汚水処理がありえないことから判断して、いわゆる汚水処理に投入した1814.9万元の資金は名義貸しの対価であったのではないかと推測される。

このように内部出身者と役人出身者1名、合計8名の専任董事が銀鴿の実質的意思決定者であった。董事長の韓忠国は漯河市第一造紙廠時代の技術員からスタートして工場長を経て現在の地位に昇格した、いわばたたき上げの内部出身者であった。「全国優秀経営管理者」、「全国軽工業優秀企業家」などの表彰を受け、社内では人望が厚く生産管理の専門家といわれた。一方、外部資本市場とのかかわりや株主工作、対外投資などについては副董事長の王也難が任されていた。王は地元河南省の役人出身で河南省政協弁公室秘書処副処長、河南省遂平県委副書記を歴任した後、河南省中原経済開発公司副総経理など経済界に転身し、1997年に41才で銀鴿の副董事長兼董事会秘書に就任した。彼は投資先の河南省証券公司（のちに河南証券有限公司に改称）の董事や鄭州紙業有限公司の法人代表を兼任し、また1998年の株主割当増資に際しての責任者であった。鄭州分公司の簿外会計や委託理財などを仕切った核心人物と見られる。ただし、それらの投資についての意思決定は董事会とまったく別に独立して行なわれたというより、董事会がチェック機能を果たせず、彼の独走を許したというべきであろう。もともと外部出身者の王を登用したのは、漯河市の閉鎖的地理位置からくる不利な経営環境を補い、彼の持つ政治的人脈などを利用しようとしたためであろう。

理論的にはこれらの内部出身経営者が最大株主の漯河市国有資産管理局の委任を受けて、その代理人として国有資産の運営に当たっていたのであるが、その経営活動が株主の利益に合致するかどうかをチェックするのは、漯河市国有資産管理局または漯河市政府であった。しかし、両者の関係はこのような代理関係とは一味違っていた。

まず、1997年に地方政府の主導で行なわれた「連合上場」が後の会社経営にさまざまな災いを残したことはすでに述べた通りである。次に1998年の株主割当増資に際して、政府は割当増資分の1918.32万株のうち、900万株の買入れを承諾し、1993年以降銀鴿に残した国有株の配当金を購

入資金(6300万元)にあて、不足分については現金で支弁することとした。しかし、2000年度報告によると、漯河市国有資産管理局は不足分の3118.80万元を2000年12月4日まで支払わなかったという。現在の中国で問題になっている大株主による上場企業の資金流用はこのような形でも現れている。

一方、漯河市国有資産管理局は最大株主の地位からの脱退を急いだようである。開祥電力実業股份有限公司と凱地投資管理有限公司への国有株譲渡協議はその一端を示している。2度の協議も失敗に終わったが、銀鴿の経営に与えた影響が甚大であった。

(2) 1998年12月から2001年5月まで：1998年末に開祥電力実業股份有限公司（以下開祥電力と呼ぶ）は、漯河市經濟發展投資総公司からの株式譲渡を得て漯河市国有資産管理局に次ぐ銀鴿の大株主となった。それにともない、董事会の構成は13名から9名にかわり、うち銀鴿側が5名、開祥電力側が4名であった。開祥電力からの董事は株式を持たず、報酬も得ていない。

なぜ開祥電力が銀鴿の株式を取得することになったのか。同社は漯河市經濟發展投資総公司からの株式譲渡とは別に、国有株の譲受けを計画していた。その意図は1999年4月11日に開催された株主総会と臨時株主総会の決議から窺える。

1999年4月における1998年度株主総会では、董事会による部分的な資金用途の変更が認められ、また河南省電力関係の優良資産の購入案が決議された。続く同年11月に開催された第2回臨時株主総会では焦作丹河発電有限公司の株式の42%を5344万元で譲受け、それと同会社の持つ債権を9928万元で購入する決議案が通った。また社名を銀鴿製漿造紙股份有限公司から銀鴿実業投資股份有限公司へ変更し、定款に自営輸出入業務が追加された。

明らかに開祥電力は大株主の地位を行使して、銀鴿の経営組織と投資戦略を変更しようとした。豊富な現金資金という銀鴿の内部事情を事前に熟知した上での行動と考えられる。銀鴿が河南省証券公司に出資し、役員（王也難）を派遣していることはすでに述べたが、この証券公司には開祥電力も出資していた。役員同士の接触があったとみられる。

開祥電力の提案が董事会の賛成を得るには内部出身者の董事の同意、また株主総会の賛成を得るには、漯河市政府の同意を取り付けることが不可欠であって、その結果から見て事前の説得（根回し）があったと思われる。しかし、双方は社名の変更と他分野への投資に意見の一致を見たものの、電力産業を主要な投資分野にする方針の集約が容易なことではなかった。実際、電力産業への投資が本業のパルプ製紙事業の弱体化につながりかねないのを心配した経営者は、開祥電力との間に焦作丹河発電有限公司の債権9928万元の購入棚上げと製紙事業への重点投資をめぐって確執が生じさせ、それを表面化させたのが2000年6月に開催された臨時株主総会であった。「年産10万トン軽量塗工紙投資事業に関する決議案」と「年産10万トン軽量塗工紙投資事業に固定資産を抵当に2億元の融資に関する決議案」という二つの提案に開祥電力が反対票を投じ、また開祥電力からの董事4名はそれに先立ち召集された董事会にも欠席した。なお、上述した年産10万トン軽量塗工紙投資事業

案は株主総会の了承を得たものの、政府の低利息貸付申請が不調に終わり、また担保を申し出た会社の資格審査も不合格となって頓挫した。

(3) 2001年5月以降：銀鴿の投資方向をめぐる騒動が拮抗している間に、漯河市国有資産管理局は国有株の譲渡先を探していた。2001年5月16日に深圳凱地投資管理有限公司（以下凱地投資とよぶ）と国有株の譲渡についての協議を締結した。その直前の5月10日に開催された銀鴿臨時董事会は焦作丹河発電有限公司への投資を撤回するとの決定を下した。これは明らかに凱地投資が国有株を受け入れるための前提条件であったと思われる。

凱地投資は数人の従業員をもつ投資会社である。深圳を根拠地としていながら、それまでに株式の買取りなどで5つの上場企業を傘下に収めた¹⁰。銀鴿国有株の譲渡は同社による資本経営の一環として考えられる。

凱地投資は漯河市政府に委託管理を授権され、銀鴿を接収すると同時に董事長を含む5名の董事を新たに派遣して董事会において多数派を形成した。その上で7月に銀鴿の本部を漯河市から高速道路を車で2時間ほど離れた鄭州市に移転させた。次に8月の臨時株主総会で2つ重要な議案を提出した。その一つは3億3522万元と評価された製紙関連の固定資産から2億7000万元を出資金として現物出資し、上海交通大学連合科技有限公司と共同で河南銀鴿紙業有限公司を設立し、銀鴿が90%の株式を持つというものであった。

以上の議案からもわかるように凱地投資は銀鴿の主要な営業分野を製紙業に置いていた。同社は銀鴿を中心にいくつかの製紙企業を吸収して一大製紙グループを形成する将来構想を持っていた。また、上海交通大学連合科技有限公司との合弁企業の設立は銀鴿の組織再編を推し進め、純粹持株会社となった銀鴿実業投資股份有限公司が「資本経営」に専念することになるとした。

凱地投資の参入は当初株式市場でも歓迎され、銀鴿の株価が一時急上昇した。しかし、問題は資本運営に長けている凱地投資側の経営者が銀鴿の工業経営にコミットするノウハウをもつのか、あるいは気長に取り組む意識があるのかであった¹¹。これは8月の臨時株主総会におけるもう一つの提案である会社定款第4条の改正に現れていた。「董事会は会社資産の運用やリスクのある投資を行う権限について確定し、また厳格な審査と意思決定手続きを決めるべきである。重大な投資は専門家が審査した上で株主総会の許可を得なければならない。投資金額が直近に評価された純資産15%以

¹⁰ 凱地投資に支配される上場企業は方正科技、中国高科、飛亜達、銀鴿などである。凱地投資に出資しているのは中国航空技術進出口総公司である。凱地投資は2002年1月傘下にある浙江国際投資信託公司を通じて中国民族系飲料企業「健力宝」の株式80%を買収し、注目された。その中心人物は弱冠28才の張海である。「凱地系」「張海系」と呼ばれている。『南方都市報』2002年2月4日特別報道「凱地神話」参照。今日の中国の資本市場では、このような投資会社が「資本経営」という名の下で企業を買収などを大々的に展開している。これらの投資会社の動きや実際の企業経営に与える影響などは今後注目する必要がある。

¹¹ 筆者が現地調査していたとき銀鴿の社員と凱地投資の派遣経営者の気風の違いや意思の疎通に問題を感じた。

内に限り、董事会は株主総会の授権により全権決定を行うことができるが、これを超えた投資項目と資産処理については株主総会の許可を得なければならない。」という第4条の規定を、凱地投資は次のような内容の規定に改正することを提案した。すなわち「董事会は会社の経営方針と投資計画に基づき投資法案を審議決定する。そのために厳格な審査と意思決定手続きを決めなければならない。董事会は純資産の40%以内の投資項目、または総資産20%以内の資産処理、または資産負債比率が60%以内の融資およびそのための各形式の担保と相互担保について全権決定することができる」。銀鴿の董事会における凱地投資側の多数派形成を想起すれば、この定款改正の目的に疑念を抱かざるを得ない。結局、この改正案は賛成35.46%、反対0%、棄権64.54%で否決された¹²。凱地投資の経営行動に対する警戒心が滲ませた意思表示であった。もっとも、その後不幸か凱地投資が早々と銀鴿へのコミットメントから撤退していくため、そうした警戒心の真偽を示す場がなかった。そもそも銀鴿に着目したのは、銀鴿が持つ豊富な現金と低い資産負債比率であって、その資本運営に将来的なメリットを見越していたといわれている。それでも銀鴿の将来を予想させる事がひとつあった。それは輸入木材パルプの国内販売をめぐる動きであった。上海新延中文化传播有限公司が凱地投資グループを中心に設立した会社で、銀鴿もそれに出資し、また輸入木材パルプの国内販売と販売代金の回収を同会社に任せていた。その結果、同会社は2001年末に1.2億元にのぼる流動資金を手にしたという。投資会社の本性の一端を窺わせる出来事である。

なお、資本市場における苦みを舐めてきた銀鴿は凱地投資による経営関与からの退出を受け、今年の1月に外部から新しい董事長を迎えると同時に今後長期間にわたって株主の変更による資産の再編は行なわず、製紙・パルプの経営に専念していく声明を出した。その第一歩として鄭州にある会社の本部を漯河市に戻し、また社名から投資という2文字を削除した。企業の身売りによる経営への打撃と従業員への心理的影響は今後しばらく続くものと思われる。

むすび

以上、中国における国有企業の改革と資本市場の関係を、銀鴿の事例を通して見てきた。同会社は株式制への改組までパルプ・製紙産業に属する中規模地方国有企業であった。草パルプの製造・販売において一定の優位を持つ同会社は製紙品目の増加と品質の向上を図るため、株式の公開が行われ、資本市場から多額の資金を調達できた。しかし、それは結果的には考えられたほどの成果に結びつけず、逆に大きな失敗を誘発することになったのである。

まず、予定投資事業は予定通りに進まず、予定事業そのものや投資金額の変更が頻繁に行われた。また新設の製紙生産ラインはパルプや熱電の供給不足でほとんど稼働できない状況にあった。そこで急遽パルプ生産ラインの拡充に投資を決定したが、工事の完成は予定より大幅に遅れている。銀

¹² 凱地投資側が賛成、残りのほとんどの株主が棄権に投じたと思われるが、一般投資家を含む株主の議決権をどのように確保したのか、明らかではない。

銀鴿にとって製品品質を高めるため、新しい製紙設備を導入し、原料を輸入木材パルプに切り替えるのか、それともあくまでも自前の草パルプを原料に製紙するか、の選択があったが、前者を取った場合、外国の輸入品または輸入木材パルプを原料とする沿海地方の大規模製紙工場との競争になる。後者を取った場合、いかにして麦草を確保し、また生産過程に伴う污水处理を低コストで行うか、そして製紙の品種増加と品質の向上を図るか、の課題が多い。銀鴿の経営者はこの意思決定のタイミングを失い、その結果、投資戦略が一貫性を欠き、営業利益の低下を招いたのである。

次に銀鴿の経営者は多額の募集資金とそれを担保とする銀行融資を大量に資本投資に注ぎ、結果的に会社に巨額の投資損失をもたらした。経営者に責任があるのはいうまでもないが、経営者の経営進路にレールを敷いたのは地方政府である。「連合上場」という地方政府の人的関与方針はたしかに資本市場から所轄の企業に大量の資金をもたらしたが、株式上場のために行われた粉飾決算と純資産の水増しは上場企業の経営者を苦しめることになった。資産の「穴」は経営者を投機的、違法的な投資へ奔走させたといわねばならない。

さらに、地方政府は経営者への監督を怠り、国有株の売却に熱心で企業の利益を軽視していた。そして国有株の真の所有者が誰であるか明確ではなかった。その結果、新しい大株主またはその予定者は自己利益を追求するための主張を銀鴿に押し付けた。数回にわたる株式の譲渡は銀鴿の所有構造に変化をきたしたとともに、その経営にも混乱をもたらした。

ところで、経済学者のシュンペーターがかつて主張したように企業組織を分析するには法的所有と経済的支配を区別することが重要で、経営の合理性は会社という組織をダイナミックに活動させる経済的支配との相互作用によって可能になる。銀鴿の場合、国家所有についてのあいまいさと大株主の一方的な利益追求は経営の合理性を阻害していると同時に、経済的支配を行う経営者は市場経営に不慣れか、経営能力を持たないものであった。その相互作用は成立しなかったのである。

いずれにせよ、国有企業から市場企業への経営システムの移行過程において生じたさまざまな出来事は中国の企業経営における多くの矛盾を露呈していった。銀鴿の事例は資本市場が国有企業の改革を進化させたというよりも、むしろ新たな不安定要素を持ち込んだことを示唆している。他方、政策的負担を切り離して国有企業改革の前提条件とする考えがあるが、銀鴿はもともと社会保障などの政策的負担が重くなかったし、また国家的発展戦略の負担を背負っていたわけではなかった。したがって、政策的負担の切り離しは銀鴿のような国有企業生き残りの必要条件であっても十分条件ではないと思われる。

第1表 1993年改組時の株式所有に関する二つの説明バージョン

1993年株式募集説明書（改組時）		1997年株式募集説明書（上場時）	
(1993年、1株10元)		(1993年、1株1元)	
国有株	222.16万株	国有株	6394.4万株
法人株	294.64万株	社会法人株(4社)	4005.6万株
従業員持ち株	84.00万株	従業員持ち株	1600万株
合計	600.80万株	合計	12,000万株

第2表 株式総数と株主構成の推移

単位：万株 括弧内は比率

1993年	1997年	1998年	1999年	2000年度
国資局 6394.4 (53.29)	国資局 6394.4 (39.96)	国資局 6394.4 (39.96)	国資局 7294.4 (39.26)	国資局 14,588.8 (39.26)
その他4社 4005.6 (33.38)	その他4社 4005.6 (25.03)	経済発展投資 4005.6 (25.03)	開祥電力 4005.6 (21.56)	開祥電力 8011.2 (21.56)
従業員持ち株 1600.0 (13.33)	従業員持ち株 1600.0 (10.00)	従業員持ち株 1600.0 (10.00)	従業員持ち株 2080.0 (11.19)	
	社会公衆株 4000.0 (25.00)	社会公衆株 4000.0 (25.00)	社会公衆株 5200.0 (27.99)	社会公衆株 14,560 (39.18)
合計 12,000	合計16,000	合計16,000	合計18,580	合計37,160.0

注) 国資局は漯河市国有資産管理局、その他4社は漯河市彩色造紙有限公司、舞陽県冠軍集団公司、舞陽県明宇塩化集団公司、舞陽雲鵬集団公司、経済発展投資は漯河市経済発展投資総公司、開祥電力は河南開祥電力実業股份有限公司のことを指している。

資料出所) 年度報告各年版より作成。

第3表 投資予定事業と予定投資金額およびその変更

投資予定事業	予定投資額	投資事業の変更	投資金額の変更
1. 年産4万トン原紙	2978万元	1. 年産10万トン 塗工紙事業	70,000万元
2. 年産4万トン塗工紙	2969万元		
3. 年産2万トン銅板原紙	2753万元	2. 年産5万トン 高級文化用紙事業	14,362万元
4. 年産2万トン高級銅板紙	2933万元		
5. 1万トン軽量塗工紙	2856万元		
6. 年産8000トン静電コピー紙	2831万元		
7. 年産5000トン電子計算機用紙	2989万元		
8. 自家用発電所1×12MW熱供給 設備拡張	3840万元	3. 自家用発電所1× 12MW熱供給設備拡張	5000万元
9. 白泥総合利用事業	2293万元	4. 白泥総合利用事業	2293万元
合 計	26,442万元	合計	91,655万元

資料出所) 1997年度報告より作成。

第4表 2000年度における委託理財の推移

委託時期	委託先	委託金額	回収時期	収益
2000年1月	上海慧智投資管理有限公司	2000万元	同年6月	198.75万元
2000年3月	海南港澳国際信託投資有限公司	5000万元	同年12月	103.69万元
2000年4月	中科創業投資有限公司	2000万元	同年12月	173.00万元
2000年7月	上海金爾頓投資發展有限公司	6000万元	同年12月	421.00万元

資料出所) 2000年度報告より作成。

第5表 主要財務指標の推移

単位：万元、%

	1996年度	1997年度	1998年度	1999年度	2000年度	2001年度
売上高	24,979	24,617	11,200	14,028	15,424	18,310
売上総利益	5810	8196	2836	2899	2134	118
純利益	5222	5235	5591	1148	1044	- 22,781
総資産	45,185	73,538	82,263	82,987	91,335	96,070
純資産利益率	25.06	11.93	8.96	1.81	1.62	- 60.26
負債比率	53.88	39.99	23.57	22.73	29.46	60.64

資料出所) 年度報告各年版より作成。