

香港株式市場の中国企業株
(H株)に注目(4)

上海石油化工股份有限公司の事例を中心に

一、はじめに

今まで三回に亘って現在香港株式市場に上場している中国企業株(H株)を紹介し、その特徴、発展状況および海外上場のプロセスを見てきた。今回は中国石油化学業界の最大手である上海石油化工股份有限公司の事例を取り上げ、一企業レベルから国有企業がどのような制度改革を行い株式会社改組して、海外の上場基準および諸制度をクリアし上場に成功したか、その実態と問題点を考察したい。

二、改革前上海石油化工総工場の状況

九三年七月に香港上場を果たした上海石油化工股份有限公司(以下石化有限公司と略称)の前身は全人民所有制の国有企業上海石油化工総工場(以下石化総工場と略称)である。一九七二年に設立された同工場は中国最大の石油化学メーカーであり、石油精製から最終製品まで一貫生産を行なっている。現在年間の原油処理能力は五三〇万トン、エチレンの年間生産量は四五万トンに達している。石化総工場は五六セットの生産装置を持っており、六種類の石油化学製品を生産し、そのなかの主製品は合成繊維(二六%)、合成樹脂・プラスチック(三〇%)、石油製品(一九%)などである。九二年度の売上は五一・七七億元、税引き後利潤は四・四三億元、総

資産は一一五・七八億元であり、企業の設立から九三年に至る二一年間の国家上納利潤と税金の累積額は一六五・三億元にのぼった。石化総工場は最初は元紡績部（廃止された紡績省）に所属していたが、八三年から中国石油化工総公司（國務院の直轄企業）に所属することになった。⁽¹⁾

株式会社に改組する前の石化総工場は、生産工場と生産補充部門の他に独自の水、電力、ガス、汚水処理システムなどインフラ施設をもっており、また専用の港湾・鉄道施設ももっていた。その他、住宅、商店、学校、病院などの生活関連部門を運営し、公安局、人民法院（裁判所）、検査院までも設けていた。工場自体は完全に一つの町（「石化城」）を形成し、六万五千人の従業員数に対して、「石化城」に暮らす工場関連総人口は二一万人もあった。社会保障制度が整備されていない中国では、従業員の福利・厚生費はすべて国有企業が丸ごと負担してきた。石化総工場も例外ではなく、「石化城」内にすべての生活関連施設をもっており、従業員の「生老病死」（出産・退職・病氣・死）の面倒をみた。しかもこれらの福利・厚生費用は年々二五％のスピードで増加し、企業の重い負担となった。

企業制度改革以前の石化総工場は、税引き前利潤の五五％（企業所得税）を中央財政に、二七％（調節税）を石油化学官庁に上納した。また税引き後利潤の中からさらに「両金」（国家エネルギー交通建設基金、国家予算調整基金）を政府に上納する必要があり、企業の留保利潤は全利潤のわずか四・三三％にすぎない。九二年の一年間に、税金と上納金を差し引いた企業の留保利潤はわずか七千万元に止まった。高率の税金および上納金を徴集されたことは工場の企業経営のインセンティブに失わせただけでなく、今後の企業発展の足を引っぱるものであった。また企業には生産自主決定権がないため、生産計画に対して企業側にできることは「聴、等、幹、要」（聴く、待つ、やる、要求すること）だけであった。

第七次五カ年計画期（一九八六年～九〇年）に、石化総工場は米国、日本の技術を導入して三〇万トンエチレンプラント建設を中心に大規模な設備投資を行い、そのため国内・外で大量の企業債を発行し、各種の融資も受けた。これらプロジェクトの完成によって、石化総工場は中国第一位の石化生産能力と最先端の技術を持つことになったが、しかし元本・利息を合わせ五八億人民元⁽²⁾にのぼる内・外の債務を抱え込んだ。平均利率は年一二％であった。

企業改革前、国家と国有企業の資産関係、責任所在は不明確のままに置かれていた。製品の生産、販路および価格は国家計画によってコントロールされ、資産は国家の所有だが、債務だけは企業が負担しなければならなかった。九三年度当時、石化総工場が持っていた外債は四・七億米ドル、企業債は一三・五億人民元、その他の国内債務は三〇億人民元となり、当該年度の返済資金の不足分は一〇億人民元⁽³⁾にのぼった。

石化総工場は他の国有企業と同じように、累積債務の他に企業の社会的負担、余剰人員（二、七〇〇人）に悩まされている⁽³⁾。抜本的な企業制度改革を行なわなにかぎり、経営上の難問は解決できない。難局を打開するため石化総工場は、大胆な企業制度改革を行ない、九三年国有企業から株式会社へ改組し、国内の上海証券取引所（A株）、そして海外の香港証券取引所（H株）に上場を果たした。以下、石化総工場の株式会社化への変革過程を考察し、国有企業海外上場の問題点に接近して見たい。

三、国有企業から海外上場企業へ

企業制度改革以前の石化総工場は、計画経済下の他の国有企業と同じように福利・厚生、生活関連及び生産補充施設などのサービス部門が肥大化し、これらの非生産部門に大量の人員を配置して企業の負担となった。九三

表1 上海石油化工股份有限公司に編入した元石化総工場の部門

精製部	アクリル工場
第一化工工場	ダクロン工場
アレール工場	第二ダクロン工場
エチレン工場	プラスチック工場
油貯蓄・運送工場	電熱工場
第二化工工場	水工場
ピニロン工場	水質浄化工場
実験工場	技術開発部
公用事業公司	精密化学研究所
倉庫・航運公司	機械研究所
鉄道運送公司	触媒研究所
海運港	科学技術研究所
供給販売部	環境保護研究所
新金山新聞社	科学技術情報所
有線テレビ局	情報センター
総工場弁公室	聯合営業部

(出所) (株) 大和証券、大和総研編著「企業重組導論」中国経済出版社、1996年、199~200頁。

表2 上海石油化工股份有限公司の全額出資子会社

1、上海石化聯營開發公司 (設立日: 1984年11月7日、資本金: 100万円人民幣元、業務内容: 投資・管理)
2、上海石化聯營開發公司第二營業部 (設立日: 1988年5月18日、資本金: 25万円人民幣元、業務内容: 石油化学製品の貿易)
3、深圳金山聚脂有限公司 (設立日: 1988年8月17日、資本金: 600万円人民幣元、業務内容: 石油化学製品の貿易)
4、上海石化市場經營開發公司 (設立日: 1992年9月17日、資本金: 100万円人民幣元、業務内容: 石油化学製品の貿易)

(出所) 同上、200頁。

表3 上海石油化工股份有限公司の部分出資子会社

1、金潤石油化工有限公司 (香港) (設立日: 1985年3月22日、資本金: 160万香港ドル、株主の出資比率: 石化有限公司【55%】、華潤石油化工有限公司【45%】、業務内容: 石油・石油製品の生産、販売)
2、上海金山聯合実業公司 (設立日: 1985年4月16日、資本金: 134万米ドル、株主の出資比率: 石化有限公司【51%】、華商実業有限公司【30%】、伊藤忠商事株式会社【19%】、業務内容: プラスチック製品の生産および色染め加工)
3、上海金環石油開發公司 (設立日: 1990年4月24日、資本金: 184万米ドル、株主の出資比率: 石化有限公司【65%】、アメリカWestech国際公司【25%】、上海工業技術創業公司【10%】、業務内容: 石油関連製品の生産)
4、上海石油金山新聯汽車儲運公司 (設立日: 1990年9月3日、資本金: 157.6万円人民幣元、株主の出資比率: 石化有限公司【63%】、金山県経済貿易総公司【37%】、業務内容: 運送サービス)

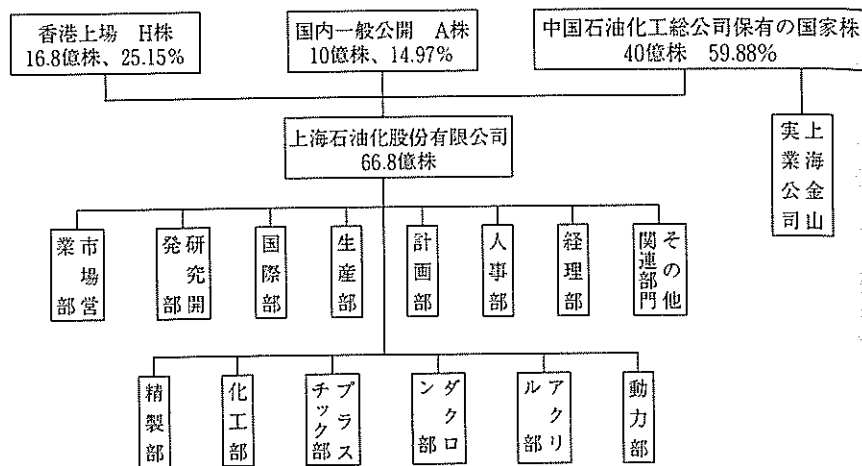
(出所) 同上、200~201頁。

年企業制度改革当時、石化総工場の非生産部門の従業員数は全工場従業員数の四〇% (約二万六千人) に達し、一〇億元以上を上回る資産を持っていた。⁽⁴⁾ 企業制度改革が行われる際、これら非生産部門の従業員と資産をそのまま改革後の株式会社に引き継ぐことになれば、資本構成から見ても、効率から見ても、国内外の上場は不利である。そこで石化総工場は企業の株式会社化改革にあたり「二分法」(分離法) という方法を取った。すなわち石化総工場は生産部門と非生産部門に大きく二分し、生産工場と生産補充部門は上海石油化工股份有限公司 (株式会社) に改組し、残った非生産部門は上海金山実業公司 (中国石油化工総公司全額出資の子会社・全人民所有制企業) に編入するという方策を取った。このような組織改革によって、一つの企業 (石化総工場) は完全に分離して二つの企業法人 (石化有限公司、金山実業公司) に分けることにした。

新しく成立した上海石油化工股份有限公司 (株式会社) は石化総工場の生産・生産補充関連の資産を接收すると同時に、一部の債務も負担するようになった。石化有限公司が接收した石化総工場の部門は (表1) の通りであり、これらの部門が最組織され新しい株式会社の総合管理部門と生産部門となる。その他、石化有限公司は石化総工場の全額出資子会社 (四社) (表2) と部分出資子会社 (四社) (表3) もそれぞれ接收して自分の全額出資子会社と部分出資子会社に編入した。

石化総工場の株式会社化は具体的には (図1) が示すような組織改革が行われた。すなわち上海石油化工股份有限公司は計画部、生産部および市場営業部など七つの管理部門とその他関連部門を有し、それらの管理部門が企業の総合管理を担当する。その下に直接生産を担当する精製部、化工部およびプラスチック部など六つの生産部門を設けている。他に全額出資子会社四社、部分出資子会社四社を持っている。従業員は約三万八千人 (二元企業の五八%) を有する。⁽⁵⁾

図1 上海石油化工総工場株式会社化改革の構図



(注) 国内一般公開される予定の10億A株には、第一次(1993年11月)発行済の株数は5.5億株(法人:1.5億株、個人:4億株)、第二次(1994年4月)発行済の株数は3.2億株(個人)である。
 (出所) (株)大和証券、大和総研編著「企業重組導論」中国経済出版社、1996年、70～71頁より作成。

表5 上海金山実業会社に編入した元石化総工場の部門

機械修理工場	不動産管理部
汽車運送公司	体育館
機電サービス部	金山病院
海堤防指揮部	金山賓館
科学技術協会	療養院
文化センター	行政処
石油化学中学校	地区事務室
設計院	公安局
技術工業学校	建築公司

(出所) (株)大和証券、大和総研「企業重組導論」中国経済出版社、1996年、201～202頁。

表4 上海石油化工股份有限公司発行済株の分布状況

	株数(億株)	比率(%)
国家株	40	61.07
法人株(A株)	1.5	2.29
個人株(A株)	7.2	10.99
H株(外資株)	16.8	25.65
合計	65.5	100

(出所) (株)大和証券、大和総研編著「企業重組導論」中国経済出版社、1996年、71頁より作成。

そして石化有限公司は今まで国から投資した資本(帳面上…三五億人民元の純資産)を四〇億株(一株額面…一人民元)に換算し、国家株として中国石油化工総公司(國務院の直轄企業)に保管することになっている。また香港市場でH株、国内の上海市場でA株をそれぞれ発行し上場した。石化有限公司の株式構成は(表4)の通りになっている。すなわち中国石油化工総公司是発行済株の六一・〇七%(四〇億株)、香港市場に発行したH株は発行済株の二五・六五%(二六・八億株)、国内のA株(一般個人向け)は発行済株の一〇・九九%(七・二億株)、法人株は発行済株の二・二九%(一・五億株)という構成になっている。

さらに石化有限公司は自分の持株会社である中国石油化工総公司と協議し、上海金山実業公司の債務について今後は負担しないという約束に合意した。つまり石化有限公司は上海金山実業公司と完全の分離というかたちを取っている。

一方分離された金山実業公司は、(表5)が示すように石化総工場の非生産部門を接收し、それら非生産部門の総資産は二六億七千三〇〇人民元、純資産でも一九億八千二〇〇人民元に達し、そして元企業(石化総工場)従業員の一五%約一万六千人を正式の社員として企業に編入して中国石油化工総公司全額出資の子会社になっている。⁽⁶⁾

余剰人員の問題は国有企業改革において難問といわれているが、石化総工場の場合、社会サービス部門の元従業員一万一千人(全体の一七%)については、とりあえず金山実業公司が一時的に受け入れ、将来は上海市政府に移管する予定になっている。⁽⁷⁾しかし二千七〇〇人について解雇せざるをえず、彼らは再就職先を探さなければならないという状態になっている。⁽⁸⁾

以上のように石化総工場は大胆な企業リストラを実行し、企業組織を再構成して、生産・販売を中心とする石

化有限公司(株式会社)とサービス運営を中心とする金山実業公司(全人民所有制企業)に完全に二つの企業法人に分かれることとなった。

一九九三年六月二十九日上海石油化工股份有限公司は株式会社として正式に成立し、以前国有企業が持っていたさまざまな社会的負担から自由になり、生産・販売中心の会社に生まれ変わった。それによって、国内外証券市場への上場条件を揃え、九三年七月二十六日香港証券取引所(日株)に上場を果たし、同一一月八日国内の上海証券取引所(A株)にも上場を果たした。

四、上場後上海石油化工股份有限公司の発展状況

香港上場後の上海石油化工股份有限公司は香港の上場基準、会計制度およびディスクロージャー制度に基づいて経営され、企業情報の開示、投資家保護などに努めている。一方持株会社である中国石油化工総公司(国家株として石化有限公司の株六一・〇七%を持つ)との関係については、中国石油化工総公司是石化有限公司の日常経営に干渉しない。経営は石化有限公司の取締役会に任せるとなっている。

中国石油化工総公司是国家持株会社の試行企業として中国最大の石油化学企業グループであり、現在三八社の生産企業(二二社・石油精製、七社・石油化学製品、九社・石油精製および石油化学製品)を持っており、グループ内各企業の石油、その他原材料の配分計画を担当し、生産・販売計画の確認にも努めている。また国家物価局と共同で一部の石油化学製品の価格を設定している。

石化有限公司は同企業グループ内の最大の生産企業で株式会社として生産・投資により大きな自主決定権を持つ。またグループ内他社との取引関係については、中国石油化工総公司と協議して他社と待遇を平等するととな

た。株式会社として経営自主決定権を持つ二方、改革前と同様にグループ内の他社と平等な取引関係をもち、競争により有利な状況に置かれている。また、石化有限公司は上海金山実業公司と協議して、相互にサービスを提供することで合意した。石化総工場から分離したあとも両社はサービス面で緊密な関係を保っている。

石化有限公司は香港上場によって大量の外資を調達し、今まで悩みの種だった投資資金不足の問題をある程度解決でき、企業の設備投資に大いに役立った。また持株会社およびサービス会社とは良好な協力関係を持ち、生産と販売を伸ばし上場後わずか三年余りで優れた企業業績をあげている。

現在石化有限公司は二二・三億株(最初の一六・八億株と最近二回の増資で六・五億株)全発行済株数の三二・四%の日株を発行し、約四〇億香港ドルの外資を調達した⁽¹⁰⁾。改革後石化有限公司

表6 上海石油化工股份有限公司の財務諸表

(単位: 千元)

損益計算書	1992	1993	1994	1995
売上高	5,177,000	7,582,573	9,464,256	12,061,493
税引後利益	443,000	870,094	1,493,466	2,126,796
一株当利益		0.140元	0.228元	0.325元
国際基準調整後利益		0	+134,707	+163,411
一株当利益		870,094	1,628,173	2,290,207
		0.140元	0.249元	0.350元

貸借対照表

	92.12.31	93.12.31	94.12.31	95.12.31
流動資産	3,591,795	5,754,598	5,121,511	5,854,394
固定資産	7,386,733	9,116,947	10,004,196	10,103,470
その他	599,131	490,000	711,843	946,334
資産合計	11,577,659	15,361,545	15,837,550	16,904,198
流動負債	5,346,876	4,502,649	4,432,041	4,539,933
固定負債	3,382,810	3,068,883	2,169,987	1,853,609
資本	2,847,973	7,790,013	9,235,522	10,510,656
負債資本計	11,577,659	15,361,545	15,837,550	16,904,198
自己資本比率	25%	51%	58%	62%
一株当純資産	1.00元	1.25元	1.41元	1.60元

*配当

年度	現金	無償	有償
93	0.050元	0	0
94	0.085元	0.80株(個人)	0
95	0.090元	0	0

(出所) 邱永漢編「中国株会社情報」評伝社、1996、274~275頁。

は売上および純利益などを着実に増加している(表6)。企業改革前の九二年石化総工場の売上は五一・八億元、純利益は四・四億元だった。九三年から九五年までの売上増加率は九三年・四六・五%(売上・七五・二億元)、九四年・二四・八%(売上・九四・六億元)、九五年・二七・四%(売上・一二〇・六億元)と年々増え、純利益の増加率も九三年・九六%(税引後利益・八・七億人民元)、九四年・七二%(税引後利益・一四・九億人民元)、九五年・四二%(税引後利益・二・二億人民元)と大幅に伸ばしている。その他、配当は九三年・〇・〇五〇元/株、九四年・〇・〇八五元/株、無償〇・八〇株(個人)、九五年・〇・〇九〇元/株と上昇し、株主に對して有利な利回りを出している。

昨年末石化有限公司は「Asia Money」誌から九六年度中国優良経営管理企業ランキングの第一位に選ばれた¹²⁾。また国内において九六年度中国工業企業売上ランキングと利益ランキングのベスト一〇位内にそれぞれ入った¹³⁾。さらに香港証券取引所から九六年度のディスクロージャーの進んでいる企業ランキングの第一位に選ばれた。九六年の一年間だけで外国アナリストおよびファンドマネージャーが一五〇回にわたり石化有限公司を訪問し、同社の徹底した経営管理およびディスクロージャーを高く評価している¹⁴⁾。

香港上場後の石化有限公司は海外の諸基準と諸制度を厳しく守り、企業の経営管理に力を入れ好業績を達成して内外から高い評価を受け、中国のモデル企業に成長している。

五、むすびにかえて

以上、上海石油化工股份有限公司の株式会社化への変革過程および幾つかの海外上場の問題点を紹介した。要するに、国有企業の株式会社化および海外上場の最大の問題は、旧計画経済が内包してきたさまざまな社会的

負担(福利・厚生など)、過大な債務および大量の余剰人員をどのように分離・解決するかである。

さまざまな社会的負担から自由になり、生産・販売を主業務とする有限責任制の株式会社に生まれ変わった国有企業を、こんごも海外証券市場に上場させ、積極的に国際市場に参加していくことが、ますますめられている中国国有企業改革の大きな狙いといえよう。

(王)

注

- (1) 「金融時報(毎日証券)」、一九九六年二月一日。邱永漢編「中国株会社情報」評伝社、一九九六年、P274-275頁。
- (2) 「金融時報(毎日証券)」、一九九六年二月一日。
- (3) (株)大和証券、大和総研編著「従国有企業到境外上市公司—理論と実務」中国社会科学出版社、一九九四年、P11頁。
- (4) 範恒山、彭建国主編「現代企業制度全書」中国物価出版社、一九九五年、P2428頁。
- (5) 「The Securities Journal」August 1993. P7-8.
- (6) 「The Securities Journal」August 1993. P7-8.
- (7) 「The Securities Journal」August 1993. P7-8.
- (8) (株)大和証券、株式会社大和総研編著「従国有企業到境外上市公司—理論と実務」中国社会科学出版社、一九九四年、11頁。
- (9) (株)大和証券、大和総研編著「企業重組導論」中国经济出版社、一九九六年、P202-203頁を参照。
- (10) 「中国証券報」一九九五年九月二日、九七年一月七日。「金融時報(毎日証券)」一九九六年八月二四日による計算。

- (11) 邱永漢編『中国株会社情報』評伝社、一九九六年、P274～275頁。
- (12) 『Asia Money』December 1996/January 1997. P23
- (13) 『中国証券報』一九九七年三月一〇日。
- (14) 『中国証券報』一九九七年一月四日。