

# 日本の民営化の経験から見た 中国の国有企業改革と示唆

2011年5月28日

株式会社 野村資本市場研究所  
北京事務所 首席代表 関根 栄一  
研究部 副主任研究員 鶴川 和之

## 要約と結論

- 国有企業に関する世界の経験では、ガバナンスやインセンティブの欠如から非効率な経営がなされるという問題点があるため、政府以外の外部株主を導入する民営化により、企業経営に規律を与える試みがなされてきた。国有企業の民営化は、政府の財源強化や資本市場の発展にも貢献する。
- 中国では、改革開放以降、段階的に国有企業改革と民営化が進められ、同時に国民経済における民営企業の役割が高められてきた。一方、国有企業の収益性や中央国有企業の経営状況を見ると、企業経営の効率性向上に向け、更なる民営化の余地がある。
- 日本では、財政悪化や貿易摩擦に伴う国内市場の規制緩和の要請を背景に、1980年代後半から国有企業の民営化が進められた。この結果、政府が保有持分の売却代金を獲得するとともに、対象企業・事業に競争原理が導入され、ガバナンスも強化された。
- 日本の民営化では、政府保有割合の段階的引き下げによる対象企業・事業への急激な変化の回避や、地域・機能を切り口にした会社・事業分割といった工夫が行われており、中国国有企業の民営化においても参照しうる仕掛けがある。また日本では、民営化後にグローバル化が大きく進展した企業もある。
- 日本の民営化の経験からは、中国の国有企業改革にとって、①企業グループ全体での上場、②行為規制と出資規制の切り分けによる更なる外部株主の容認、③民営化後の成長戦略におけるグローバル化の推進、④内外証券会社の貢献、が示唆される。民営化においては投資家の裾野を広げることも重要であり、外資系証券会社との協働作業を通じ、国内証券会社ビジネスのグローバル化にも貢献しよう。

# そもそも民営化とは？

- 国有企業に関する世界の経験では、一般的に、①経営自主権とインセンティブの不足、②ソフトな予算制約、③政策的任務の負担、④公的所有の非効率性が指摘されてきた。
- 民営化は、上記の非効率性を解消するために、政府以外の外部株主（民間、外資）を導入して、企業経営の規律付けを働かせようとするもの。
- 外部株主を導入するために、株式会社化と株式公開・上場を行う。民営化は、政府の財源強化や資本市場の発展にも貢献する。

## 民営化における主なメリット

主体	メリット
国	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 株式売却による財政収入</li> <li>✓ 事業運営の効率化による税収拡大</li> <li>✓ 経営面でも財政面でも行政の負担軽減</li> <li>✓ 競争原理の導入による経済活性化</li> <li>✓ 資本市場の発展への貢献（民営化企業による株式・社債発行、投資家層の拡大等）</li> </ul>
企業	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ ガバナンスの強化</li> <li>✓ 業績連動型報酬体系の導入と役職員のインセンティブ向上</li> <li>✓ 円滑な資金調達と自社株式を利用したM&amp;Aが可能に</li> <li>✓ 経営自由度の向上により、コスト削減や成長分野への積極的な投資が可能となり、効率的な事業運営を実現</li> </ul>
国民・投資家	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 規制緩和による競争原理の導入で、料金を含めたサービスが向上</li> <li>✓ 企業投資に伴うイノベーションの恩恵享受</li> <li>✓ 上場に伴う情報開示の強化と経営規律の強化</li> </ul>

本資料は、ご参考のために株式会社野村資本市場研究所が独自に作成したものです。本資料に関する事項について貴社が意思決定を行う場合には、事前に貴社の弁護士、会計士、税理士等にご確認いただきますようお願い申し上げます。本資料は、新聞その他の情報メディアによる報道、民間調査機関等による各種刊行物、インターネットホームページ、有価証券報告書及びプレスリリース等の情報に基づいて作成しておりますが、株式会社野村資本市場研究所はそれらの情報を、独自の検証を行うことなく、そのまま利用しており、その正確性及び完全性に関して責任を負うものではありません。また、本資料のいかなる部分も一切の権利は株式会社野村資本市場研究所に属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願い致します。

# 中国の国有企業改革の変遷

- 改革開放以降、市場経済への移行と国有企業改革が進められてきた。

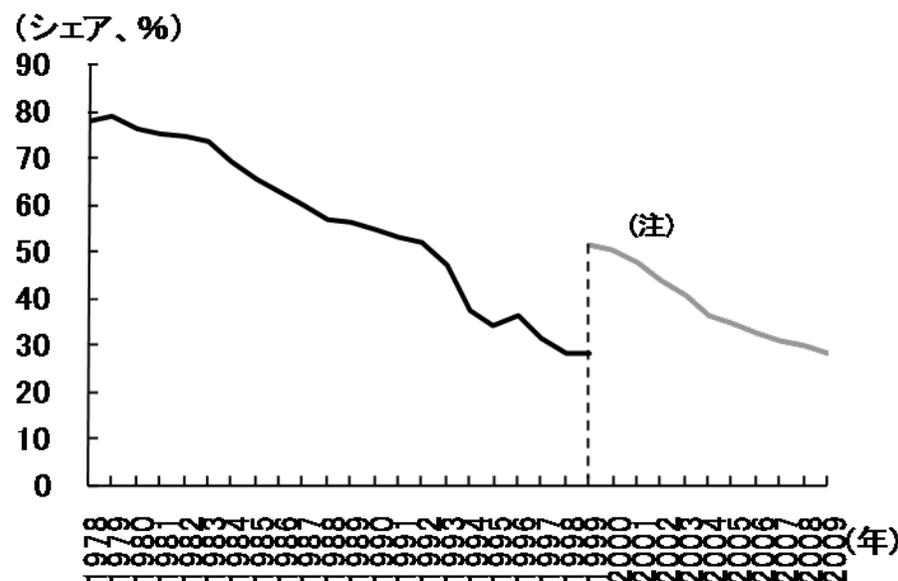
## 国有企業改革の変遷

- 改革開放(1978年)以降:「放権譲利」、「経営請負制」による**経営自主権拡大と内部留保の容認**
  - 経済全体に活力をもたらしたが、計画経済が中心の経済システムでは、損失に対する責任が不明確。
- 南巡講話(1992年)以降: **社会主義市場経済を目標とした現代企業制度への移行**
  - 市場経済への移行の中で、生産性や収益性ともに外資系企業・民営企業の優位性が明らか。
- 「抓大放小」に続く「**国有経済の戦略的再編**」(1997年)以降: 民営化の進展
  - 大型国有企業を含め株式会社化を基本とした民営化が推進。
- **非流通株改革**(2005年)以降: 法制度整備も含めた資本市場改革の実施
  - 大型国有企業の民営化と民営企業の成長により、経済全体の生産性の向上に寄与する結果となった。

## 中国の国有企業改革の成果

- 国有企業改革の進展に伴い、**工業生産に占める国有企業のシェアは確実に減少**しており、大きな成果を上げている。
- 特に1999年に実施された「**国有経済の戦略的再編**」では、以下の4分野を除き、**企業規模に関係なく民営化**の対象とされた。①国家安全に関する産業(軍事・石油備蓄等)、②自然独占・寡占産業(郵政・電気通信等)、③重要な公共財・サービス提供産業(水道・ガス等)、④基幹産業・ハイテク産業(鉄鋼・自動車等)
- 一方で、足元でも国有企業が**20~30%程度のシェア**を占めていることから、更なる民営化によって、市場経済への移行を促す余地がある。

### 工業生産に占める国有企業のシェア



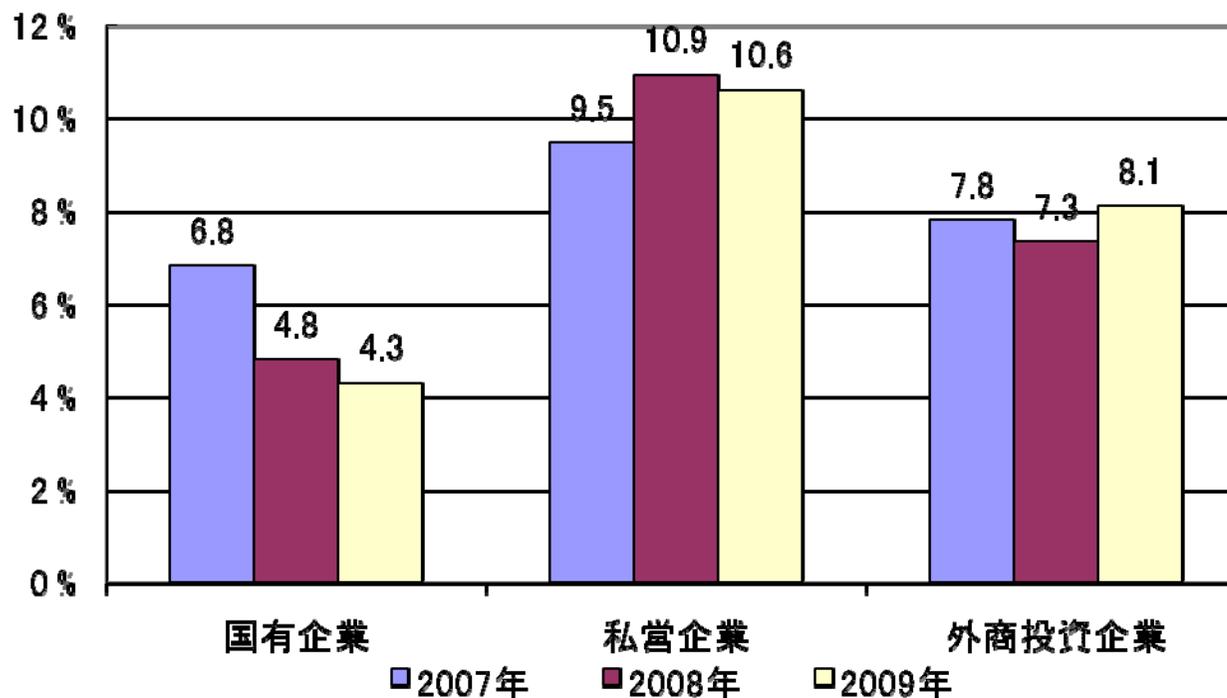
(注) 統計の対象は、1999年以降、従来の全ての企業から国有企業と一定規模(年間売り上げ500万元以上)の非国有企業のみに変更された。これにより、計算上、国有企業のシェアが高くなった。なお、1999年以降は主要営業収入で代用。

(出所) 中国国家统计局『中国統計年鑑』、『中国統計摘要』各年版より作成

## 中国の国有企業改革と民営企業の収益性比較

- 国有企業の収益性は、私営企業や外商投資企業に比べて低い。
- 更なる民営化の推進により、国有企業の効率性を高め、収益性の向上に結び付けていくことが可能ではないか。

ROA(総資産利益率)の比較(全業種平均)



(注) 企業の種類毎に、利潤総額を資産額で除して算出。

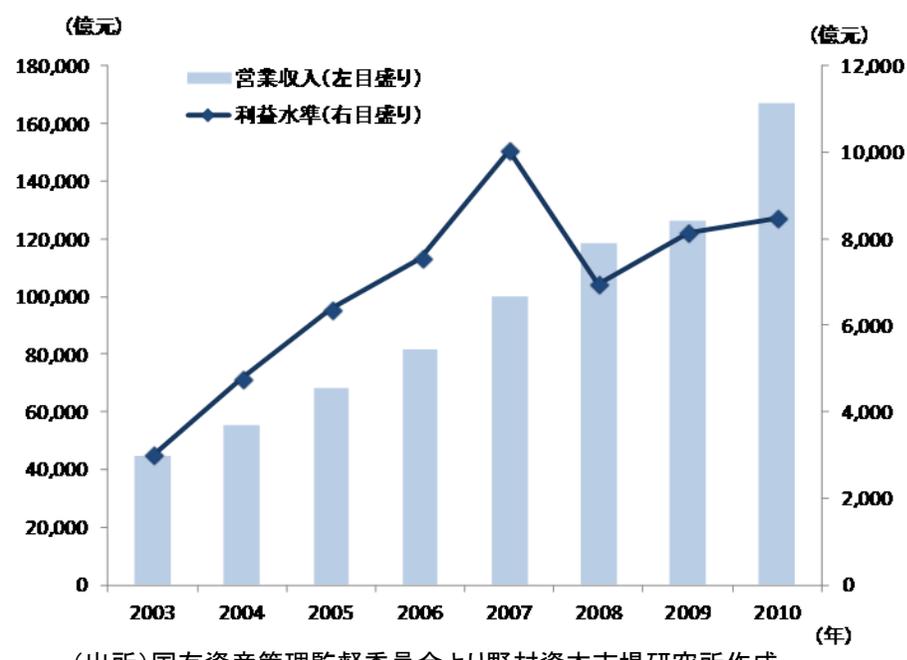
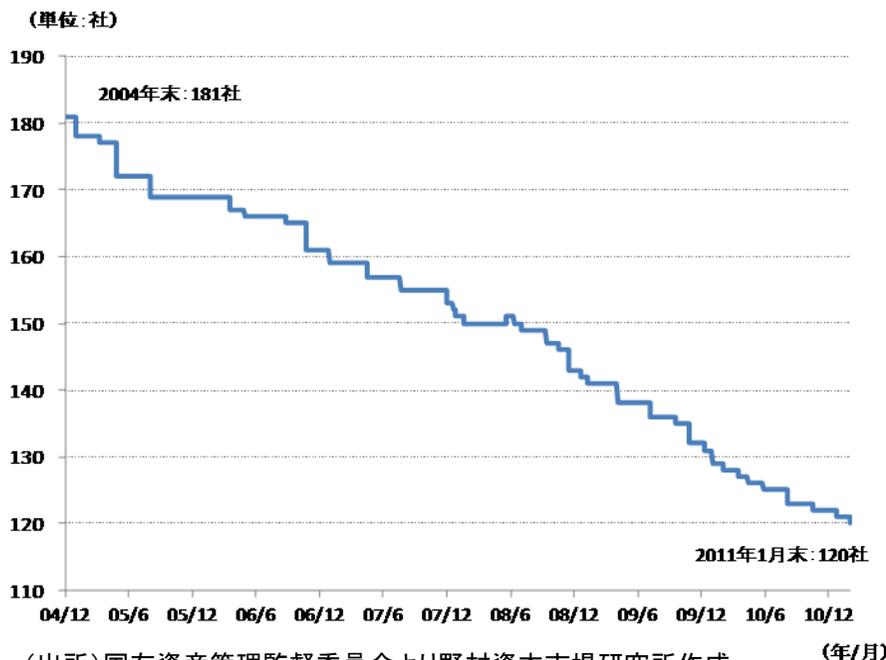
(出所) 中国統計年鑑より野村資本市場研究所作成

# 中国の中央国有企業の状況

- 中央政府(国有資産監督管理委員会、国資委)が管理する中央国有企業は、2011年1月末時点には120社にまで集約されているが、**利益水準は2008年の世界的金融危機以前の水準には戻っていない**。
- 政府の**景気対策や企業再編の支援も国有企業、特に中央国有企業に集中している**とされる。
- 一方で、中央国有企業の政府に対する配当金は引き上げ傾向にあるものの、現状でも15%が上限となっており、その収益による**政府の財源確保に対する貢献は限定的**。
- 国有企業改革、中でも国有企業の民営化は改革開放以来、着実に成果を上げているが、更なる進展が必要。

国有資産監督管理委員会が管理する中央国有企業数

中央国有企業数の営業収入と利益水準

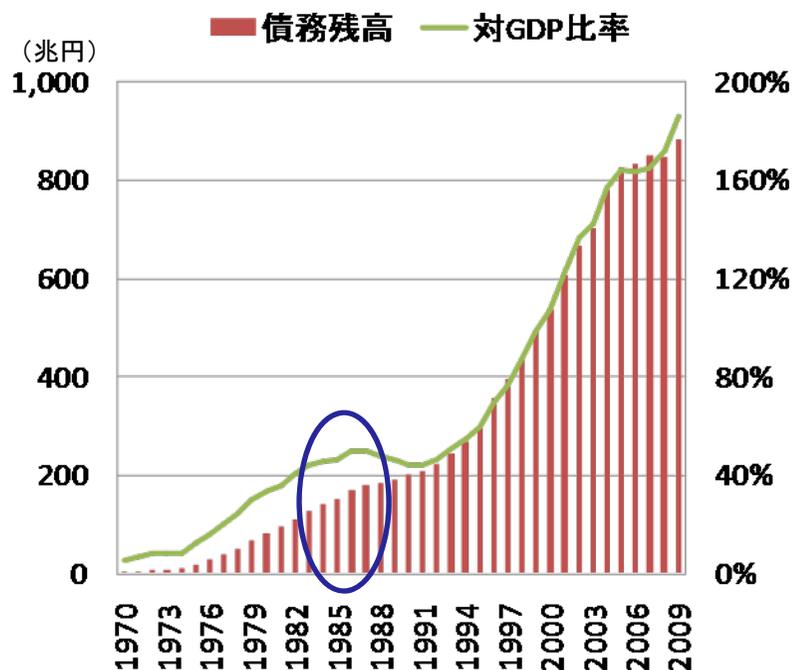


本資料は、ご参考のために株式会社野村資本市場研究所が独自に作成したものです。本資料に関する事項について貴社が意思決定を行う場合には、事前に貴社の弁護士、会計士、税理士等にご確認いただきますようお願い申し上げます。本資料は、新聞その他の情報メディアによる報道、民間調査機関等による各種刊行物、インターネットホームページ、有価証券報告書及びプレスリリース等の情報に基づいて作成しておりますが、株式会社野村資本市場研究所はそれらの情報を、独自の検証を行うことなく、そのまま利用しており、その正確性及び完全性に関して責任を負うものではありません。また、本資料のいかなる部分も一切の権利は株式会社野村資本市場研究所に属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願い致します。

# 日本で民営化が進められた背景

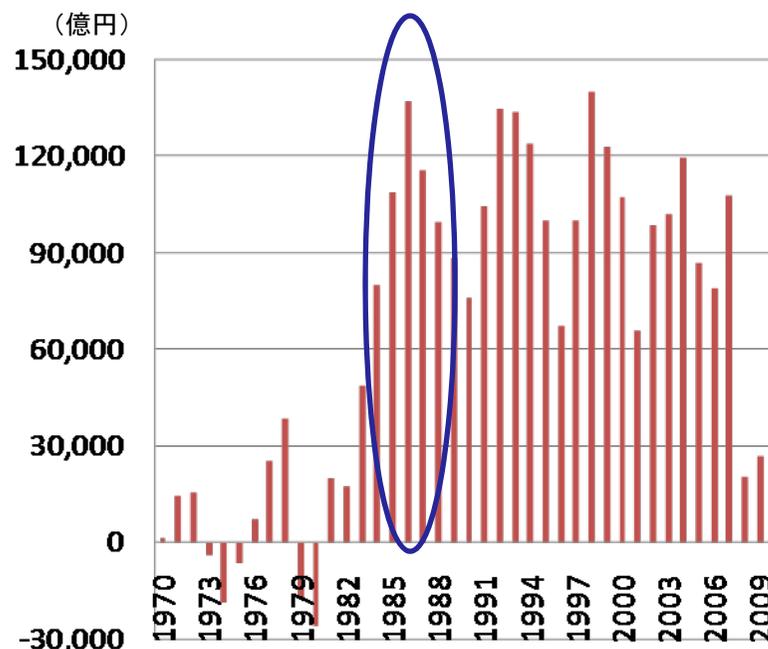
- 日本では1980年代半ばから民営化が進められた。この背景には、1970年代の二度の石油危機に伴う**財政悪化や経済成長の鈍化、貿易摩擦による国内市場の規制緩和の要請**があった。また、当時の日本政府がリーダーシップを発揮したことも大きな要因の1つと言える。
- 2000年代前半にも、財政再建や行政改革(官民役割分担の見直し)の観点から、政府系金融機関を含めた民営化や政府保有株式の売却が試みられた。

政府の債務残高とその対GDP比率の推移



(出所) 財務省及び内閣府HP資料より作成

貿易収支の推移



(出所) 財務省HP資料より作成

本資料は、ご参考のために株式会社野村資本市場研究所が独自に作成したものです。本資料に関する事項について貴社が意思決定を行う場合には、事前に貴社の弁護士、会計士、税理士等にご確認いただきますようお願い申し上げます。本資料は、新聞その他の情報メディアによる報道、民間調査機関等による各種刊行物、インターネットホームページ、有価証券報告書及びプレスリリース等の情報に基づいて作成しておりますが、株式会社野村資本市場研究所はそれらの情報を、独自の検証を行うことなく、そのまま利用しており、その正確性及び完全性に関して責任を負うものではありません。また、本資料のいかなる部分も一切の権利は株式会社野村資本市場研究所に属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願い致します。

## 民営化企業株式の政府保有の考え方

- 1980年代以降に行われた民営化において、日本国有鉄道や日本航空のように完全民営化された事例もある一方で、事業の公共性確保の観点から、法令により株式の**政府保有義務を設定している企業もある**。
- この場合でも、政府による株式保有割合の**段階的な引き下げ**により、事業に与える影響を吟味しながら民営化を進めることが可能。
- 政府保有が残るものの、後述する日本電信電話や日本たばこ産業の事例では、収益力の向上等の成果も見られる。

2010年3月末時点で日本政府が保有する株式

会社名	政府保有義務	保有割合	会社名	政府保有義務	保有割合
日本郵政	1/3超	100%	東京地下鉄	—	53.4%
日本政策金融公庫	総数	100%	産業革新機構	—	89.1%
日本政策投資銀行	—	100%	日本アルコール産業	—	33.3%
商工組合中央金庫	—	46.5%	輸出入・港湾関連情報処理センター	1/2超	100%
日本電信電話【上場】	1/3以上	33.7%	日本環境安全事業	1/2超	100%
日本たばこ産業【上場】	1/3超	50%	国際石油開発帝石【上場】	—	29.4%
高速道路6社	1/3以上	50～100%	石油資源開発【上場】	—	34%
国際空港3社	関空のみ1/2超	40～100%	旧石油公団から承継した非上場会社16社	—	※

※旧石油公団から承継した非上場会社16社における政府保有割合は各社により異なっている。

(出所)財務書HP資料より作成

本資料は、ご参考のために株式会社野村資本市場研究所が独自に作成したものです。本資料に関する事項について貴社が意思決定を行う場合には、事前に貴社の弁護士、会計士、税理士等にご確認いただきますようお願い申し上げます。本資料は、新聞その他の情報メディアによる報道、民間調査機関等による各種刊行物、インターネットホームページ、有価証券報告書及びプレスリリース等の情報に基づいて作成しておりますが、株式会社野村資本市場研究所はそれらの情報を、独自の検証を行うことなく、そのまま利用しており、その正確性及び完全性に関して責任を負うものではありません。また、本資料のいかなる部分も一切の権利は株式会社野村資本市場研究所に属しており、電子的または機械的方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願い致します。

# 制度設計の工夫：分割承継による効率性向上

- 分割承継を行うことで、**効率的な運営や競争促進によるサービス向上**を図っている。
- 分割承継には、地域分割と機能分割があり、業種の特性やメリット・デメリットを勘案して実施されている。

## 統合・分割比較

	分割			統合
	長短所	地域分割	機能分割	
形態	—	✓ 営業区域に応じて分割	✓ 機能・役割に応じて分割	—
事例	—	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ JRの6旅客鉄道会社</li> <li>✓ 9電力会社</li> <li>✓ NTT(東日本、西日本)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ JR(旅客鉄道会社、貨物会社)</li> <li>✓ NTT(持株会社、地域固定、長距離、データ通信システム開発、移動体通信)</li> </ul>	—
組織管理	メリット	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 規模抑制による機動的な組織運営</li> <li>✓ 地域ごとに柔軟な事業展開</li> <li>✓ 地域間の過大な内部補助の抑制</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 規模抑制による機動的な組織運営</li> <li>✓ 公的事業が含まれる場合、国等による支援をしやすい</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ コスト削減(管理部門等)</li> <li>✓ 全域で均一なサービス提供</li> <li>✓ 機能の相互補完による、一貫した的確な経営判断が可能</li> <li>✓ 地域間格差の縮小</li> </ul>
	デメリット	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 管理部門の増大</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 管理部門の増大</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 意思決定の遅延</li> <li>✓ ガバナンスが困難</li> </ul>
競争環境	メリット	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 会社間競争によるサービス向上</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 新規参入者との競争促進</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 特になし</li> </ul>
	デメリット	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 地域間格差と不採算エリアの発生</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 特になし</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 競争原理が働かない</li> <li>✓ (既存事業者への影響)</li> </ul>

本資料は、ご参考のために株式会社野村資本市場研究所が独自に作成したものです。本資料に関する事項について貴社が意思決定を行う場合には、事前に貴社の弁護士、会計士、税理士等にご確認いただきますようお願い申し上げます。本資料は、新聞その他の情報メディアによる報道、民間調査機関等による各種刊行物、インターネットホームページ、有価証券報告書及びプレスリリース等の情報に基づいて作成しておりますが、株式会社野村資本市場研究所はそれらの情報を、独自の検証を行うことなく、そのまま利用しており、その正確性及び完全性に関して責任を負うものではありません。また、本資料のいかなる部分も一切の権利は株式会社野村資本市場研究所に属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願い致します。

# 民営化の事例①: 日本電信電話公社(現: 日本電信電話(NTT))

- 経営の自主性による創意工夫と**事業運営の効率化**、電気通信事業への**参入自由化**による競争の導入を目的として1985年に株式会社化し、**1987年に株式上場**
- 発行済株式総数の3分の1に当たる株式の**政府保有義務**及び議決権の3分の1を越える株式の**外資保有禁止**を規定
- 2005年までに徐々に政府保有株式を売却し、**売却代金は約14兆円に及んだ**
- 民営化後の主な施策として、抜本的な組織形態の変更、人事制度の見直しと人員削減、新規事業投資の拡大、アウトソーシング等の活用による効率化の促進、が挙げられる
- NTTグループは1999年から2000年にかけて**2兆円近い資金を海外でのM&Aに投資**し、2002年にはそのほとんどを**減損処理**した。この要因は主に、**通信バブルの崩壊**や**マイノリティー出資による経営管理の未徹底**が指摘される。

## 民営化後の連結経常利益及び連結経常利益率の推移



(出所) 有価証券報告書から作成

## NTTグループによる民営化後の主な買収・出資案件

※1985年以降に公表された、公表時取引額が1,000万ドル以上の案件を抽出

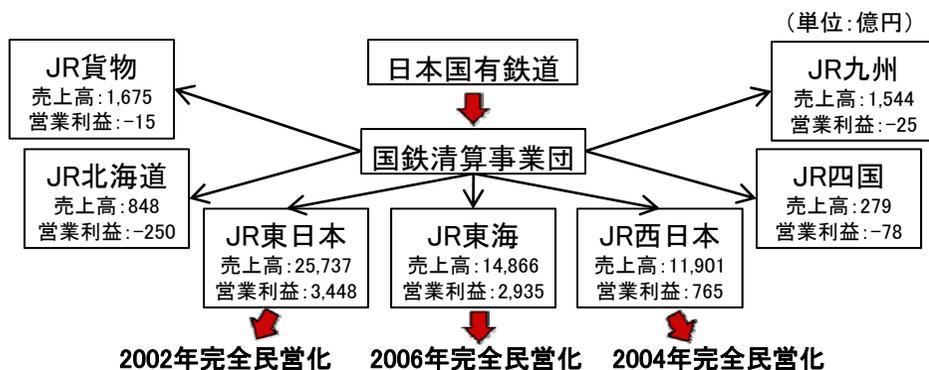
公表日	対象会社		取得持分	買収後持分	ブックバリュー (純負債含む) (百万ドル)
	会社名	所在国			
10/29/2010	Keane International Inc	米国	100	100	1,368
07/15/2010	Dimension Data Holdings PLC	南アフリカ	100	100	2,730
11/12/2008	Tata Teleservices Ltd	インド	26	26	2,655
11/30/2000	AT&T Wireless Group	米国	16	16	9,805
07/12/2000	Hutchison 3G UK Holdings Ltd	英国	20	20	1,808
05/09/2000	KPN Mobile NV	オランダ	15	15	3,596
05/05/2000	Verio Inc	米国	93	100	6,321

(出所) Thomson Reutersから作成

## 民営化の事例②：日本国有鉄道（現：JR各社）

- **巨額の債務解消**及び地域ごとの実態に合わせた経営戦略による収支の改善を目的として1987年に株式会社化し、**1993年にJR東日本、1996年にJR西日本、1997年にJR東海が株式上場**
- 上記3社については、既に全ての政府保有株式が売却され、その**売却代金は約4兆円**に及んだ
- 民営化に際して、**地域別の旅客鉄道会社6社と貨物鉄道会社1社**を中心とした、12承継法人への分割という形態で行われた
- 非常に力を持った労働組合が存在していたため、**労務対策**が最も重要なポイントの1つであり、国鉄分割民営化はそのための手法としても利用された。なお民営化に伴い、**30万人強の従業員が20万人弱まで削減**された
- 民営化後の主な施策として、社員教育システムの構築による従業員のモラルと能力の向上、設備投資の増加による設備強化や新技術の開発、組織改革や機械化等による効率化、が挙げられる。

国鉄分割民営化の概要図（一部略）

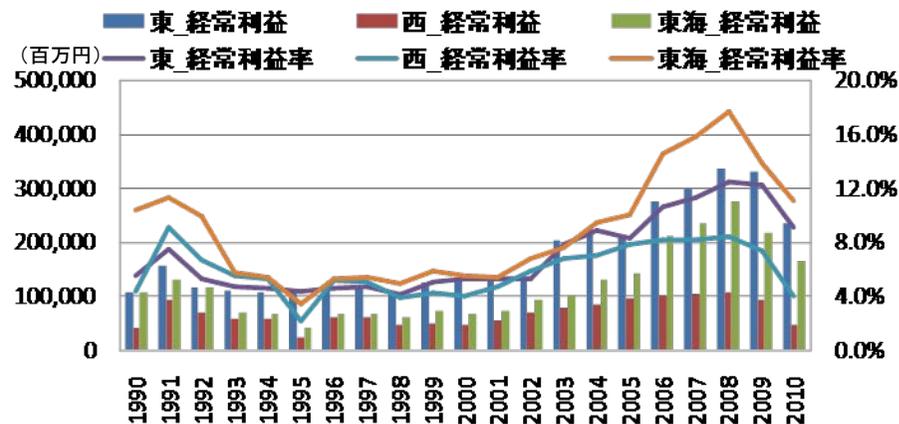


※2010年3月末時点のデータを使用

※JR貨物、北海道、四国、九州は単体の数字を使用

(出所) 有価証券報告書及び各社HPから作成

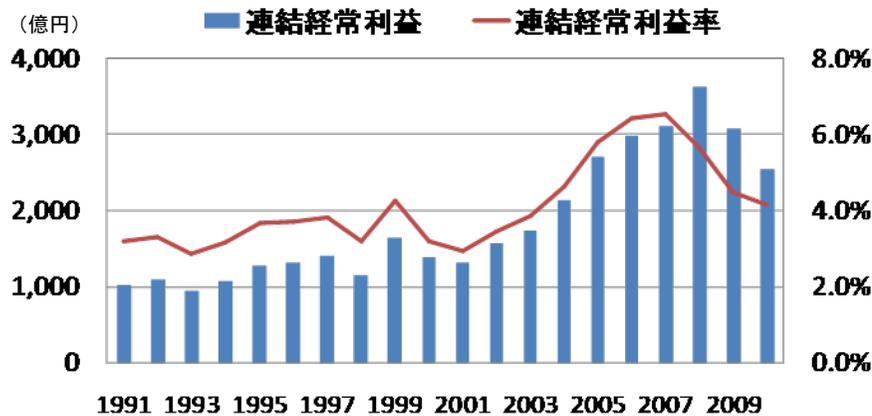
民営化後の連結経常利益及び連結経常利益率の推移



## 民営化の事例③：日本専売公社（現：日本たばこ産業（JT））

- 欧米各国からの市場開放の要請に伴う規制緩和や経営の効率化及び財政再建等を目的として1985年に株式会社化し、1994年に株式上場
- 発行済株式総数の3分の1に当たる株式の政府保有義務が規定されているが、これは国産葉たばこ問題に起因するところが多い
- 2004年までに徐々に政府保有株式を売却し、売却代金は約1兆円に及んだ
- 民営化後の主な施策として、事業運営の効率化に伴う人員削減やM&Aが行われた
- 1999年にRJRナビスコの米国外事業、2006年に英国のガラハーといった大型買収を行った。これらは海外企業の買収として成功事例と言われており、目的の明確化と全株式の買収による経営権の取得が功を奏したと思われる。

### 民営化後の連結経常利益及び連結経常利益率の推移



(出所)有価証券報告書から作成

### JTによる民営化後の主な買収・出資案件

※1985年以降に公表された、公表時取引金額が100万ドル以上の案件を抽出

公表日	対象会社		取得持分	買収後持分	ランクバリュー (純負債含む) (百万ドル)
	会社名	所在国			
11/22/2007	加ト吉	日本	89	94	1,317
12/15/2006	Gallaher Group PLC	英国	100	100	18,800
08/30/1999	Korea Tobacco & Ginseng Corp	韓国	18	18	783
06/30/1999	Asahi Chemical Ind-Food Op	日本	100	100	198
05/12/1999	RJ Reynolds Bhd	マレーシア	100	100	279
03/08/1999	RJ Reynolds International	オランダ	100	100	7,832
01/27/1999	Asahi Chem Industry-Food Bus	日本	100	100	194
10/31/1998	島居薬品	日本	53	53	369

(出所)Thomson Reutersから作成

# 事例各社における行為規制

- 事例で見た各社については公共性を有するものもあるため、民営化後も主務大臣による行為規制が定められている。
- 各社を比較すると、**既に完全民営化しているJR本州3社の行為規制が限定的**であることが分かる。

## 民営化が実施された企業に対する行為規制

	NTT	JR(本州3社)	JT
事業範囲の法定	○	×	○
資金調達に係る主務大臣認可 (新株発行、社債募集、長期借入)	△ (新株発行、社債募集のみ)	×	△ (新株発行、社債募集のみ)
役員の選任・解任に係る主務大臣認可	○	×	○
毎年度の事業計画の主務大臣認可	○	△ (事業許可申請時に提出し、 変更の際に認可が必要)	○
重要な財産譲渡等に係る主務大臣認可	○	×	○
定款変更決議に係る主務大臣認可	○	×	○
財務諸表の提出	○	×	○
監督命令、報告徴収、立入検査	○	○	○
備考	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ ユニバーサル・サービスや研究開発の推進等の責務あり</li> <li>✓ 料金決定には主務大臣の認可が必要</li> <li>✓ 主務大臣は総務大臣</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 料金決定には主務大臣の認可が必要</li> <li>✓ 主務大臣は国土交通大臣</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 国内産業たばこの全量買入義務あり</li> <li>✓ 最高販売価格の決定には主務大臣の認可が必要</li> <li>✓ 主務大臣は財務大臣</li> </ul>

本資料は、ご参考のために株式会社野村資本市場研究所が独自に作成したものです。本資料に関する事項について貴社が意思決定を行う場合には、事前に貴社の弁護士、会計士、税理士等にご確認いただきますようお願い申し上げます。本資料は、新聞その他の情報メディアによる報道、民間調査機関等による各種刊行物、インターネットホームページ、有価証券報告書及びプレスリリース等の情報に基づいて作成しておりますが、株式会社野村資本市場研究所はそれらの情報を、独自の検証を行うことなく、そのまま利用しており、その正確性及び完全性に関して責任を負うものではありません。また、本資料のいかなる部分も一切の権利は株式会社野村資本市場研究所に属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願い致します。

## 民営化後に各社が行った施策の例

- 各社とも人件費等の削減やアウトソーシングによる効率化や、従業員にインセンティブを与えるような人事制度の改定を行うことで、収益性の向上を実現している。

### 各社が行った施策例

- **経営効率化による費用削減**
  - 組織変更やアウトソーシングの活用等の経営効率化により、人件費等の費用を削減。
- **株式上場に伴う情報開示の強化**
  - コーポレート・ガバナンスを強化するとともに、経営に関する情報を十分提供することで、ステークホルダーの監視機能を強化した。
- **M&Aや新規投資**
  - 出資規制がなくなることで積極的なM&Aを実施した。また経営の自主性を獲得することで、不採算部門の投資を縮小し、成長分野へ集中投資することが可能になった。
- **人事制度の見直し**
  - 民間企業となることで従業員の待遇への規制が緩和されるため、インセンティブを与えることで、役職員のモチベーションを向上させた。
- **従業員教育の強化**
  - 長年、国の庇護の下にいたことでサービスの質が低下していたため、徹底的な従業員教育により、従業員の質の向上と業務に取り組む姿勢を改善し、サービスの向上につなげた。

# 日本の民営化の経験と中国への示唆(1)

## 企業再編方法の違い

- 日本の民営化では、株式公開・上場にあたり、連結グループ全体での上場が行われた。一方、中国の場合、過去の経緯や当時の資本市場の制約から、親会社は非上場のままで子会社上場が推進された。
- 親会社(非上場)ー子会社(上場)の場合、国・市場を問わず、親子間で不適切な取引が行われるリスクがあるため、非上場の親会社に関する情報開示義務の強化がポイントとなる。
- 中国の場合は、親子間の組織・事業再編を進め、グループ全体を上場させ、企業ガバナンスを外部株主から見て分かりやすくしていくことが中長期的な課題。

## 行為規制と出資規制の切り分け

- 中国では、外資導入政策上、外国事業者の参入を外資保有規制によってコントロールしてきた経緯があり、上場企業の株式保有についても、その考え方が踏襲されている。
- 日本もOECD加盟に伴う1960年代の「資本の自由化」では、出資規制を段階的に緩和することで、外国事業者の日本市場への参入を容認してきた。一方で、上記の国際ルールに基づいた外為法による規制や、個別法による出資規制を行っている産業も存在する。但し、外為法の規制は、特定の外資の大口保有による公益への弊害を防止するものであり、一般の外部株主の導入を妨げるものではない。NTT等の一部の公益企業を除き、日本の民営化では、行為に対する管理監督と株式保有に対する考え方は切り離されており、こうした考え方が民営化企業への外部株主の導入を容易にした。
- 中国でも、行為規制と出資規制との関係を見直すことが重要。また、QFII(適格外国機関投資家)の運用枠の拡大により、QFIIの投資対象先となることによって「外国人投資家も投資対象として評価している」といった企業自身のレピュテーションを高めていくことも重要ではないか。

## 日本の民営化の経験と中国への示唆(2)

### 民営化企業のグローバル化への経験

- 前述のように、民営化後のNTTグループやJTは、M&Aを活用して積極的に海外展開を推進した。
- NTTグループに関しては、2000年前後に海外企業との資本提携に取り組んだが、多くはマイノリティ出資であったために対象企業の経営を徹底できなかったことに加え、通信バブルの崩壊により、巨額の損失を計上した。
- 一方でJTに関しては、1999年及び2006年に大型のクロスボーダーM&Aを実施しており、国内市場縮小の厳しい環境下でありながら、成長を維持している。これはたばこ事業に特化し、且つ全株式を買収することにより経営権を掌握していることによるものである。

### 内外証券会社の貢献

- 1980年代に実施された政府保有のNTT株式売却においては、国内投資家だけを対象にしたこともあり、主幹事証券会社は国内の大手証券4社であった。
- 1996年に行われたJTの政府保有株式の第2次売却において初めてグローバル・オファリングが導入され、ゴールドマン・サックスが共同主幹事となり、JT株式の海外機関投資家への売却に貢献した。
- その後もNTTの政府保有株式の売却やNTTドコモの株式上場等の大型案件において、多くの外資系証券会社が海外投資家への売却を中心に重要な役割を果たした。
- 大型企業の民営化において、より円滑に株式の売却を行ったり、投資家の裾野を広げるためには、世界中の投資家に対して投資機会を与える必要がある。日本においても、当初は外資系証券会社とその中心的役割を果たし、国内証券市場や国内証券会社ビジネスのグローバル化の進展に貢献した。
- 現在の中国においても、国内証券会社ビジネスはグローバル化への転換を遂げる途中段階にあり、大型企業の民営化等においては、外資系証券会社との協働作業が鍵となろう。