

# 中国石油企業の株式上場について

## The Current State of China's Listed Oil Companies

エネルギー動向分析室 主任研究員 郭 四 志\*  
Kaku Shishi (Guo Si Zhi)

In recent years, the Chinese petroleum industry has undertaken various of reforms, including the aggressive establishment of limited liability companies by listing on the stock exchange, as a means of reforming the incumbent state-owner system. This paper will focus on the three largest Chinese oil companies (CNPC, Sinopec, CNOOC) and analyze the process undertaken up until their listed on the stock exchange, then will assess what significant effect this process has had on these companies financial performance.

**Keywords:** Listed Oil Companies, Reforms, Stock Exchange

### 1. 中国石油企業株式上場の背景

石油企業の株式上場を考察するために、まず中国全体の株式制度導入の目的、背景と上場の特徴に関して、簡単にふれよう。中国では 1990 年 12 月に上海証券取引所を 1991 年 7 月に深圳証券取引所を設立され、国内上場企業数は 1990 年代初期の 53 社から 2002 年 6 月に 1,178 社にも増加している。株式時価総額の国内総生産に占める比率は、1992 年には僅か 4%であったのに対し、2000 年には 54%に達している。2002 年 7 月現在 4.6 兆元に達し、急速に拡大している。政府が株式会社制度・株式市場を導入、発展する目的は、主に以下のようないくつかである。即ち第 1 に株式制度の導入を軸に、企業の所有権、権限及び責任「現代企業経営制度」の確立を目指すことである。第 2 に直接金融により、国有企業が設備投資のための資金調達を促進することである。第 3 に株式市場を通して国有企業の経営業績の改善を促し、採算の取れない国有企業は吸収・合併に取り組むことで淘汰することである。第 4 に国際株式市場への上場により、国有大企業を国際市場・ルール及び IPO への出資する先進国企業の経営手法などを学習させ、相手の経営資源を吸収・活用することである。

中国株式市場はいくつかの中国特有の特徴をもっている。すなわち、まず、上場企業の株式は保有主体の属性により、政府・国家機関が保有する国家株、法人株、市場で流通す

る流通株の三種類に分かれている。中国株の約 3 分の 2 は中央・地方政府及び国務院や政府により保有される「国家株」と上場企業の発起人である母体国有企業が保有する「国有法人株」を合計した「国有株（非流通株）」から構成されていることである。第 2 の特徴は、企業によって A、B と H 株を発行することである。同等な株主権利が付与されている株式を国内投資家と海外投資家向けにそれぞれ人民元建てで取引される A 株とドル建て（上海証券取引所）・香港ドル建て（深圳証券取引所）で取引される B 株及び香港取引に上場する企業の H 株式である。第 3 に上場企業の中に産業別で石油化学、エネルギー、等の基幹産業が多く、全体の 40%を占めている。こうした石油化学などの産業は寡占的で、企業は殆ど大型国有企業で国家の直接の管轄に置かれている。また上場企業の選抜においてこうした企業が優先に選ばれている。

### 2. 中国石油産業の株式上場状況

#### 2.1 石油会社の上場の背景と準備

上述の株式市場の発足・展開した中、経済のグローバル化と市場経済体制転換への要請を加速に対応し、石油会社の株式上場はスタートした。その上場は特に 1998 年 7 月、国营石油会社、CNPC、SINOPEC 2 社の行われた統合再編による影響が大きい。その再編としては、それまで陸上油田開発を中心に操業してきた中国石油天然ガス総公司（CNPC）と石油精製・石油化学を事業中心としてきた中国石油化工総公司（SINOPEC）の資産を再配分し、各々が探鉱・開発から精製・販売を担当する垂直統合型の 2 大グループに改組・構築した。

\*（財）日本エネルギー経済研究所  
〒104-0054 東京都中央区勝どき 1 - 13 - 1  
イヌイビル・カチドキ  
E-mail: kaku@tky.ieej.or.jp

新しい CNPC(中国石油天然ガス集团公司)、SINOPEC(中国石油化工集团公司)の再編・誕生は、その後の株式上場のための企業体質に積極的な影響を与えた。即ち第 1 に従来の上・下流の独占・分断体制を打破し複数企業による競争体制を確立すること、第 2 に複数企業による競争体制を確立した上で、市場原理・メカニズムを導入することで石油産業の活性化を促進すること、第 3 に国際メジャーのような総合的石油企業を創設し、国際競争力を高めることなどである。

こうして上述した中国石油企業の資産再配分が実施され、従来上流・下流部門を各々統括していた CNPC と SINOPEC 2 社が、上流・下流事業を垂直的に統合する 2 大企業体制に編成され、「現代企業経営制度」を目指し、股份公司(株式会社)の設立と石油企業のための株式上場への基礎的準備を敷設した。

1999 年中国国務院が 2 大石油グループの上場に関して、以下のような指示を出した。すなわち、「国民経済動脈に関する CNPC、Sinopec 等のような企業集団は、資本構造の最適化・資本配置を通じ、直接金融を拡大し、自己発展・改革の能力を増強させる」ということである。

また、2 大石油会社のほかに、1983 年に設立された中国海洋石油総公司(CNOOC)は、従来中国石油産業の企業化改革の試み・モデルとしてクローズアップされていた。1990 年代末、市場経済体制への急速に移行する中、いままでの積極的に企業改革を行った上、「資本関係を持って、行政関係を取替えるという主要な企業連結方式とする現代企業経営制度を創設する CNOOC 企業の改革体制目標」を掲げている。そうした背景の下で CNOOC は積極的に株式上場を推進した。

## 2.2 海外上場

こうした改革・再編した下で、中国 3 大石油会社 CNPC、SINOPEC、CNOOC(表 1 参照)は、政府のさらなる機構改革・海外市場への上場指示を受け、2000 年春以後、順次国際株式市場に上場した(表 2 参照)。

CNPC は 1999 年 11 月、前述したグループ再編をきっかけに、CNPC の採算部門を独立させる形で中国石油天然ガス有限公司(PetroChina)を設立した。そして、2000 年 4 月には PetroChina を香港とニューヨークの株式市場に上場した。SINOPEC は 2002 年 2 月に優良資産を有する採算部門を非採算部門から切り離し、株式会社化させ、SINOPEC Corp を設立、同年 10 月に香港、ニューヨーク、ロンドン市場で株式上場し、資金調達額が 34.62 億ドルとなった。その株式構造では、国家株が 23.1%、国有法人株(親会社が 56.9%、その他が 20%となっている。海洋油田の探鉱・開発専門会社である CNOOC は、1999 年 10 月に中国海洋石油有限公司(CNOOC Ltd)を設立し、2001 年 2 月には上述した PetroChina、SINOPEC の上

場を追いかける形で香港、ニューヨークの株式市場に上場している。

表1 中国石油3社概要(2002年)単位:百万トン

| 項目      | SINOPEC      | CNPC         | CNOOC    |
|---------|--------------|--------------|----------|
| 原油生産量   | 38.0         | 117.6        | 32.0     |
| 精製処理量   | 110.0        | 89.5         | -        |
| 石油製品販売量 | 70.0         | 56.7         | -        |
| 小売量     | 34.8         | 12.0         | -        |
| 利益      | 175.8 億<br>元 | 533.7 億<br>元 | 110.5 億元 |

出所:China OGP Vol11No.2 January 17,2003等より作成。

2001 年時点の NYSE(ニューヨーク証券取引所)上場の中国企業は、合計 12 社で、その殆どは石油化学、エネルギー、交通などの基幹産業及びインフラ関連の業種である。そのうち、3 大石油会社等石油企業は 6 社で、半分を占めている。これらの石油関連の企業は、ニューヨーク株式市場での資金調達(IPO)額が、84.06 億ドルと全体調達額(165.07 億ドル)の 51%を占めている。また、近年中国石油企業の NYSE での取引状況について、同上場のほかの業種における中国企業と比べ、情報産業の中国連通を除いて、PetroChina は 5,210 万 ADRs、Sinopec Crop は 1,960 万 ADRs となり、上位にランクしている。また石油業種の取引金額も中国企業の上にランクし、13.74 億ドルと、全体の 25%を占めている。こうして、近年、ニューヨーク上場の中国企業の中で、石油企業のプレゼンスが大きいことは特徴的であったと伺える。

香港株式上場の中国石油企業においても、51 社の中に PetroChina、Sinopec Crop などの 11 社を占め、香港取引所 H 株指数構成銘柄(30 社)の時価総額ウエイトについて、PetroChina、Sinopec Crop 2 大石油会社のその時価総額ウエイトはそれぞれ全体の 40.73%、17.3%を占め、第 1、第 2 位にランクしている。こうした石油企業は中国の将来性のある基幹・支柱産業として、投資家に信頼されている。したがって、香港株式市場での資金調達能力の増強がもたらされた。

上場の石油企業の収益に関して、PetroChina、Sinopec Corp、CNOOC Ltd は上場してから、基本的にその収益は上昇してきた。PetroChina は 1999 年の 0.17 元/株から 2000 年の 0.32 元/株まで上昇し、Sinopec Corp は 1999 年の 0.07 元/株から 2000 年の 0.23 元/株まで上昇し、それぞれ 88.2%、228.6%大幅に増加した。同 2 大会社は 2001 年と 2002 年に少し減少したとはいえ、上場当時より、52.9%、58.8%及び 157.1%、171.4%大きく増加した。なお、CNOOC Ltd は 2002 年の収益は上場当時(2001 年)と比べ 12.4 増の 1.124 元/株となっている。

表 2 三大石油会社上場の概要

| 親企業       | CNPC                 | Sinopec                  | CNOOC                |
|-----------|----------------------|--------------------------|----------------------|
| 上場企業      | PetroChina           | Sinopec Corp             | CNOOC Ltd            |
| 上場時期      | 2000 年 4 月           | 2000 年 10 月              | 2001 年 2 月           |
| 株式発行数     | 175.80 億株 (全株式の 10%) | 180.385 億株 (全株式の 20%)    | 16.4 億株 (全株式の 27.5%) |
| 調達額       | 28.9 億ドル             | 37.385 億ドル               | 12.6 億ドル             |
| ADS 価格    | 16.44 ドル             | 20.645 ドル                | 15.4 ドル              |
| 上場証券取引所   | 香港、ニューヨーク            | 香港、ニューヨーク、ロンドン、          | 香港、ニューヨーク、ロンドン、      |
| 親企業他の持ち株率 | 90%                  | Sinopec が 53% 中国系銀行等 27% | 67.5%                |
| 出資企業      | ExxonMobil           | -                        | IPO の約 20% の 10 億ドル  |
|           | BP                   | IPO の約 20% の 6.2 億ドル     | IPO の 14% の 4.3 億ドル  |
|           | Shell                | -                        | IPO の 13% の 2 億ドル    |
|           | 香港系等                 | -                        | IPO の 14% の 4.3 億ドル  |
|           | 香港系等                 | IPO の約 11% の 3.5 億ドル     | IPO の 20% の 3 億ドル    |
|           |                      | IPO の約 5.3% の 2 億ドル      | -                    |

出所：Sinopec『中国石油石化産業経済年度報告』2002 年等より作成。

### 3. 結びにかえて—上場によりもたらされた効果—

中国三大石油会社は、「現代企業経営制度」の創立を目指し、いくつかの子会社を株式会社化にし、国内外で上場させた。それにより、もたらされた効果・意義が大きい。

第一に、資金調達効果と調達構造の変化がもたらされた。

CNPC は 1970 年代末まで中央政府の財政資金の分配が主要な資金調達源であるが、1980 年代に入ってから「改革・開放」の拡大に伴い、その調達方針が国内銀行からの借り入れに転換してきた。2000 年の海外株式上場での直接金融によるキャピタル・ゲインの獲得は、当時 1990 年代における高金利の国内借款の縮小に寄与し、海外株式上場による資金調達額 31 億ドルが、CNPC の設備投資額（例えば 1996 年の金額 25.7 億ドル）より 21% 大きい。また、経営利益に基づく自己資金と株式市場での「直接金融」を中心とする資金調達構造に発展した。

Sinopec の場合、早くも 1990 年代後半から傘下企業である上海石油石化公司、北京燕山石化公司などの 16 社を積極的に国有母体企業から株式会社に再編させ、海外及び国内株式市場（深圳証券取引所、上海証券取引所）へ上場した。1998 年末で上場した 16 社の総資産額は、親会社(集团公司)の資産額の 19.3% に達している。株式市場への上場での直接金融調達の方式で、230 億元(28 億ドル)をキャピタル・ゲインとして獲得することができた。

こうした株式上場のきっかけで、Sinopec の資金調達構造は国内金融機関の借り入れに頼る方式から、金融機関からの借り入れと株式上場による資金調達と自己資金による賄の多様化した資金調達構造に転換した。

CNOOC も資金調達構造を変化させた。同社は 1980 年代初期から海上油田開発について国際的入札と外資導入方式により、海外資金を積極的に活用している。2001 年以来、国際株式上場により、目標調達額の 20 億ドルを獲得し、資金調達構造がより多様化し、国際的石油企業としての資金調達力を大きく向上させている。

第二に、経営利益が増大している。親会社から分離し、股份有限公司(株式会社)になった PetroChina、Sinopec Corp 及び CNOOC Ltd は大きく増益をもたらした。3 大石油会社は、それぞれ未上場の年と比べ、利益は増大した。CNOOC の 2002 年における利潤総額は 2000 年より 18.1% 増の 116.5 億元、さらに Sinopec と CNOOC はそれぞれ 1999 年より 128% 増の 176 億元、同 206% 増の 536 億元となっている。そのうち、2002 年には PetroChina の利潤は、469 億元と CNPC グループ全体の 87.5% を占め、Sinopec Corp の利潤は 141.2 億元と、Sinopec グループ全体の 79% を占め、CNOOC Ltd の利潤は 92.33 億元と CNOOC グループ全体の 62.6% を占めている。

これはもとの親会社から優良資産(採算の生産部門)が配分された原因以外に、主に以下のようなことによりもたらされた。即ち、余剰人員の減少によるリストラ・生産組織の合理化は経営・生産の効率を向上させたこと、情報開示制度・国際会計基準等の国際慣行・ルール及び投資家からのプレッシャーによって、企業経営は国際的に洗練され、国際市場・企業制度リンクさせ、国際市場での競争に適應させたこと、である。

第三に国内外市場での学習効果がもたらされ、メジャー等の外国企業との提携により、相手の経営資源を吸収・活用することである。国際株式上場により、国際資本市場から資金を調達し、重点的成長分野への取り組みを強化し、投資拡大及び効率的投資実施を行い、国際メジャーを始めとする外資との戦略的提携を図らせたのである。

PetroChina を始めとする 3 社は IPO を通じて、総計 80 億ドルを越す大量的な資金を調達し、その殆どはメジャーによる大規模出資である(表 2)。また、メジャーの IPO への出資により、メジャーと戦略的提携を構築し、石油産業の発展を推進している。たとえば、パイプライン部門では、CNPC は、その IPO へ出資しているシェルと提携し、その資金と技術・運営ノウハウ等を活かし、天然ガスパイプラインの「西気東輸プロジェクト」の建設を進めている。

## IEEJ: 2004 年 1 月掲載

精製部門では、Sinopec はその IPO 取得の際に結ばれた戦略同盟の一つであるエクソンモービルとの提携により、相手の技術・資金を活用し輸入が急増している中東サウー原油処理増強のために、広東における製油所の拡張を計画している。

販売部門においても、中国石油グループがメジャーの資金・ブランド、マーケティングのノウハウ等を導入するのにメジャーと戦略的提携を進んでいる。2001 年 4 月に PertoChina と IPO に出資している BP との合併で石油製品販売会社を設立しており、2002 年時点にすでに Sinopec と BP との合併で浙江省に 45 ヶ所のガソリンスタンドを設置・運営している。そして今後 5 年間以内に Sinopec も BP と提携を通じて同省に 500 ヶ所のガソリンスタンドを設置・運営する予定である。CNOOC はシェルと提携し、先述の石油化学プロジェクト等を通じて、相手の経営資源を活用し、下流分野へ進出し始めている。

こうして、メジャーなどの外国石油企業との提携により、自社の重点的成長分野における資金・技術及び経営・生産の面における戦略同盟を構築し、技術移転を促進し、自分自身の経営体質の強化ももたらした。

### 主要参考文献

- 1) 中国国家発展改革委員会経済運行局、Sinopec 経済技術院『『中国石油石化産業経済研究年度報告 2003 年版』2003 年。
  - 2) 『中国石油天然ガス集团公司年鑑』1999-02 年各年版。
  - 3) 『中国石油化工集团公司年鑑』2000-2002 年版。
- 横井 陽一「中国 CNPC, SINOPEC の経営改革 - NY・香港株式市場への上場で新段階へ - (上) (下)」『化学経済』化学工業日報社 2000 年 6 月号 ; 8 月号。
- 4) 白井 早由里「中国の上場企業の特徴と収益率の分析—中国株式市場の現状と問題点—」『中国研究』02 年、10 月号。
  - 5) 王 東明「中国国有企業のニューヨーク上場によるインパクト」渋谷博史 他『アメリカ企業がバナンス』東京大学出版会 2002 年。
  - 6) 『中国上市公司基本分析』2003 年中国財政経済出版社。

お問い合わせ先: [ieej-info@tky.ieej.or.jp](mailto:ieej-info@tky.ieej.or.jp)