

# 財界観測

1996年10月

---

〔論 文〕

ASEAN で活躍する

日本の機械メーカー

～成長市場に取り組む四つの動き～

○ 中欧：直接投資の動向と

民営化の現状

〔資 料〕

四半期経済予測資料

企業収益見通し

---

**NRI 野村総合研究所**

# 中欧：直接投資の動向と民営化の現状

## 目 次

はじめに

I. 直接投資の概観

II. 直接投資推計上の問題

1. データ乖離の源泉と要因

2. ハンガリー

3. ポーランド

4. チェコ

III. 直接投資の現状

1. ハンガリー

2. ポーランド

3. チェコ

IV. 民営化の現段階

1. 概観

2. エネルギー産業の民営化：ハンガリー

3. 国営ファンドによる民営化：ポーランド

盛田 常夫

## 要 約

1. 中欧3国（ハンガリー、ポーランド、チェコ）への1995年の直接投資は、94億ドルを記録した。「体制転換」以降、これら3国へ流入した投資総額は260億ドルに達し、今世紀末までに更に500億ドル以上の投資が予測されている。
2. 旧東欧諸国への日本からの直接投資は低水準のまま推移してきたが、95年より日本企業の投資活動が活発化し、家電メーカーは相次いで中欧での生産拠点建設を開始した。いまだ旧「東欧」に進出している日本企業は限られているが、欧米企業の中欧への投資が本格化するに従い、それに追従する動きが顕著になってきている。
3. 直接投資残高データの確度は国によって異なる。統計主体、捕捉範囲が異なるために、同じ国についても複数のデータが存在する。国際比較にあたってはデータの集計方法の検討が不可欠である。
4. ハンガリーは依然として、この地域への投資をリードしており、中欧への投資の4割強を受け入れている。ポーランドでは、乗用車生産分野への大型投資が相次いでおり、数年のうちにハンガリーを追い越して、中欧最大の投資受入国になるという予想も立てられている。
5. 中欧3国の民営化手法はそれぞれ異なっているが、少なくとも中小規模の企業の民営化、及び優良大企業の民営化を終えている。残されているのは、売れ残った企業の処理と、戦略的企業・産業の民営化、形式的に民営化された企業の「第二次民営化」による民営化の実質化である。

ハンガリーの電力・ガス事業の民営化の経験は今後のこの地域におけるインフラ産業民営化の一つのモデルになろう。ポーランドは500余の大・中規模の企業について、国営ファンド設立による民営化の新しい手法を採用した。チェコはバウチャー民営化を終了した。株式の形式的な配分が終わり、「真の所有者」を見つけて行く、いわば第二次民営化の段階に入った。

## はじめに

いわゆる1989年の「東欧革命」以後、欧米企業による旧東欧諸国への直接投資が開始された。日本企業もヨーロッパの新興市場として、旧東欧諸国に熱い視線を送ってきたが、アジアブームに圧倒されてしまい、実際の投資活動は極めて低調に推移してきた。「体制転換」の熱狂が冷めるに従い、一時の「東欧ブーム」も完全に消滅したかにみえた。ところが、昨年来、家電メーカーを中心として、中欧での生産拠点建設の動きが活発化し、既にTDK、ソニー、松下電器産業が工場建設を開始しており、日本電産、住友電気工業も進出を決定している。ヨーロッパの家電メーカーが、より低いコストでヨーロッパ市場での競争力を確保しようとする戦略が明瞭になってきたことに加え、旧「東欧」市場のみならず巨大なロシア市場を狙ったヨーロッパ市場拡大戦略がますます現実化するに従い、日本の家電メーカーもこの競争に加わることが至上命令となっているからである。

他方、中欧諸国の民営化は順調に進行しており、95年にはチェコとハンガリーでテレコムの民営化が実施され、更にハンガリーでは電気・ガス・石油の公益産業の民営化が開始され、中欧の民営化絡みの投資は新たな段階を迎えている。これによって、95年1年間に直接投資の形態で中欧諸国に流れ込んだ資本

は100億ドル近くに上り、「体制転換」以後の記録を達成した。中欧への直接投資ブームはこれから本格的な時期を迎える様相をみせている。

既にチェコ、ハンガリー、ポーランドは昨年から今年にかけてOECD加盟を達成し、基本的な経済活動規則を先進国基準に改訂する作業を終了した。今後、中欧3国はEU加盟の先陣を切るべく、経済成長と経済パフォーマンスの改善に努力することになる。これまで中欧に進出した欧米企業は、それぞれの製造拠点の国内市場の獲得もさることながら、それ以上にヨーロッパ市場での競争力確保のために中欧諸国へ生産拠点のシフトを進めており、この流れはますます大きくなる勢いである。

ところで、旧ソ連・東欧諸国のなかで、中欧諸国が特別の位置をもっていることについては、拙著（『体制転換の経済学』新世社、1994年）と前稿（『財界観測』1995年2月号）において分析した。やや誇張していえば、ヨーロッパにおける20世紀最後の5年はEU加盟を控えた中欧の時代だと言えよう。従って、我々として、中欧経済の可能性を明瞭にし、有効な投資戦略を立てることが重要になっている。

本稿ではOECD加盟を実現した中欧3国に焦点を当て、直接投資と民営化の現状を明らかにし、この地域経済の重要性を喚起したい。

## I. 直接投資の概観

西側経済から鎖国状態にあった旧ソ連・東欧世界は、その50年近い歴史の中で世界の工業生産技術水準から取り残されることになった。他方、旧社会主義世界、特にヨーロッパの社会主義国は理工系統の教育に力を注いできた歴史があり、一般に基礎理論の分野では数学や物理学のみならず、工学や化学の分野でも世界的な水準にあった。しかし、世界の企業競争から隔離されていた旧社会主義世界では、理論水準の高さに比べて、理論と基礎技術の応用分野ははるかに低い水準にとどまったままであった。研究と技術開発は企業活動から独立したアカデミーの研究所で、生産は競争による技術革新の必要性がない国営企業で行われていたがゆえに、理論と応用は相互の有機的連関を欠いたまま独立して存在してきたのである。

「体制転換」によって、こうした理論と技術のアンバランスな状況が露呈され、工業技術の立ち遅れが明瞭なほとんどの工業企業は倒産を余儀なくされた。この過程のなかで、ヨーロッパの旧社会主義国でも工業生産の4割から5割の減少を経験し、「体制転換恐慌」状態に陥ったことは既に前稿で指摘した。このような理論的水準と応用力水準の格差は、当然のことながら、技術の移転によってのみ解決される。明らかに他のエマージング経済

と同様に、直接投資による技術、資本、経営の移転が、旧ソ連・東欧の「体制転換」の成否の鍵を握っている。ただ、アジアのエマージングと違い、ヨーロッパの旧社会主義国は発達した技術を理解し、これを自国の技術として更に発展させる能力と教育体制を持っている。これがヨーロッパ、特に中欧諸国を他の諸国から区別する最大の特質である。

このようにみれば、「体制転換」途上にある経済にとって、直接投資の規模が国民経済の世界経済への統合を握っているといっても、誇張ではない。逆にいえば、直接投資の魅力に欠ける国民経済はますます世界の先端から取り残されることになる。

既に「体制転換」6年を経過した現在、直接投資の流入動向が明瞭になっている。今春、Economist グループの分析として、旧「ソ連・東欧」諸国の直接投資データと2000年までの予測数値が発表された。このデータの信頼性については、後に詳しく分析するが、とりあえずこのデータを一つの参考資料として、全般的な動向をみてみたい。

表1から次のことが言えるだろう。

(1) 旧ソ連・東欧に投資された7割が中欧に集中しており、それもハンガリー、ポーランド、チェコの3国に集中している。旧東欧世界は中欧とバルカンに二分され、中欧の体制転換がスムーズに進行していることをうかがわせる。

(2) 中欧が選好される理由は、先端技術、

経営ノウハウを受け入れ、それに適応する能力を備えていること、ソ連経済への依存度が相対的に低かったことから西側経済への適応が容易だったこと、教育・文化水準が高く市場経済制度の構築が進んだこと、所得水準が高く国内市場を計算できること、政治的な安定度が高く、投資のリスクが低いことが挙げられる。これらは中欧が西側世界と東側世界の中継基地として利用可能な理由でもある。

(3) 地域内部の状況をみると、中欧のなかでも市場経済が実質的に進んでいるハンガリーに最も多くの投資がなされており、ハンガリーは依然としてこの地域の投資のリード役である。特に、歴史的にドイツ、オーストリア経済との関係が深いハンガリーは、「体制転換」直後からこれらの国から投資を受け入

れたことが、突出した投資額となって表れている。

また、バルカン地域ではエネルギー資源を抱えるルーマニアが、資源開発関連の投資を受け入れている関係で、この地域のなかで際立っているが、投資規模そのものは小さい。

旧ソ連のなかでは、いうまでもなくロシアが最大の投資受け入れ国であるが、現在までのところ、国民経済の規模に比べて、投資残高は極めて小さい。これまでのところ、中央アジアの資源関連投資が目立っているが、まだ本格的なものでないことはその絶対額から明らかである。

(4) 今後5年の予想に関して、Economist予想は単純な想定に立っている。一つはロシアへの投資の急増、二つにはポーランドが中

表1 旧ソ連・東欧への直接投資動向

(単位:百万ドル)

|            | 94    | 95     | 90~95  | 構成比<br>(域内、%)  | 96~2000年予想<br>(構成比、%) |
|------------|-------|--------|--------|----------------|-----------------------|
| ハンガリー      | 1,146 | 4,400  | 11,200 | 31.38(44.29)   | 12,968(13.07)         |
| ポーランド      | 1,875 | 2,500  | 7,148  | 20.03(28.26)   | 21,969(22.15)         |
| チェコ        | 878   | 2,500  | 5,666  | 15.87(22.40)   | 15,466(15.59)         |
| スロバキア      | 187   | 200    | 775    | 2.17(3.06)     | 2,150(2.17)           |
| スロベニア      | 87    | 150    | 501    | 1.40(1.98)     | 3,052(3.08)           |
| 中欧合計       | 4,173 | 9,750  | 25,290 | 70.85(100.00)  | 55,605(56.06)         |
| アルバニア      | 53    | 75     | 205    | 0.57(11.08)    | 583(0.59)             |
| ブルガリア      | 105   | 150    | 412    | 1.15(22.27)    | 1,428(1.44)           |
| ルーマニア      | 340   | 400    | 933    | 2.61(50.43)    | 4,017(4.05)           |
| その他のバルカン諸国 | 120   | 100    | 300    | 0.84(16.22)    | 2,210(2.23)           |
| 旧「東欧」合計    | 4,791 | 10,475 | 27,140 | 76.03(100.00)  | 63,847(64.37)         |
| バルト3国      | 430   | 400    | 1,280  | 3.59(14.96)    | 1,890(1.91)           |
| ロシア        | 1,000 | 2,000  | 4,400  | 12.33(51.44)   | 26,960(27.18)         |
| ウクライナ      | 91    | 113    | 574    | 1.61(6.71)     | 1,400(1.41)           |
| その他のCIS    | 640   | 800    | 2,300  | 6.44(26.89)    | 5,085(5.13)           |
| 旧「ソ連・東欧」合計 | 6,952 | 13,788 | 35,694 | 100.00(100.00) | 99,186(100.00)        |

(出所) Economist Intelligence Unit資料よりNRIヨーロッパ作成。

欧で直接投資の最大の受け入れ国になるという前提である。

ロシアの場合は経済規模や戦略的な重要性からみて、ヨーロッパの小国との比較は意味がないであろう。21世紀にはロシアへの投資が大きなブームになるであろうが、「体制転換」プロセスの混乱はまだまだ続く様相を呈しており、今世紀中に大量の直接投資を呼び込めるかどうか、疑問である。

ポーランドへの投資の拡大は大方の予想でもあるが、Economist 予想は独自の投資戦略展望によってバイアスがかかっていると判断される。この点はデータの信頼性から再度検討したいが、やや過大評価された数値になっていることは否めない。

チェコとハンガリーとの比較で言えば、チェコへの投資がどれほど増えるか、かなり不確実である。なぜなら、ポーランドは4,000万人の国内市場とバルト3国、ベラルーシ、ロシアの市場を背後に持っているし、ハンガリーは東のルーマニア、北東のウクライナ、南の旧ユーゴスラビアに将来の市場を抱えていることが、投資の魅力になっている。これに対して、例えばこの地域では最も経済発展水準が高いスロベニアの場合、国内市場の小ささと賃金水準の高さ、戦略的市場の欠如が、直接投資の低い水準となって表れているが、チェコの将来を考えてみた場合にも、スロベニアと同様な条件が投資の制限要因となって働く可能性を否定できない。ヨーロッパの内

陸の小国がヨーロッパの平均的な所得水準国へ移行するのに障害はないが、背後に大きな市場が存在しない場合、地域市場の拠点となるような戦略的投資は期待できない。この点がポーランドやハンガリーと決定的に異なる条件で、これまでこれら両国への投資が先行してきたことは偶然ではない。また、チェコの場合、政府が直接投資の呼び込みにそれほど熱心ではなく、民族資本による自立的な投資を優先していることも、投資家の判断に影響を与えている。

中欧の直接投資においてポーランドのウェートがますます高まるという予測は間違いないだろうが、ハンガリーとチェコのウェートが逆転するような要因は見当たらない。

(5) Economist 予想によれば、今後5年間に旧ソ連・東欧諸国に流入する直接投資は1,000億ドル、そのうちの6割は旧東欧、4割は旧ソ連である。中欧への556億ドルの予想の前提には、EU加盟が日程に上ってくるに従い、投資が加速されるという前提がある。この前提が正しければ、今後5年間で500億ドル水準の投資規模は十分に実現可能な水準だと言えよう。

(6) このEconomist 予想が正しければ、20世紀最後の5年のヨーロッパは中欧経済ブームとして特徴づけることができよう。既にこのブームの幕は切って落とされた。

## II. 直接投資推計上の問題

### 1. データ乖離の源泉と要因

さて、これまで Economist のデータを前提に分析を進めてきたが、実は直接投資の集計を巡っては、同じ国について複数のデータが存在するし、データの確度もさまざまである。ポーランドの場合のように、データ間で40億ドルもの相違がみられる国もある。表2は、中欧諸国について、国際収支表に揭示されるキャッシュフローでとらえた直接投資額と、それに現物での投資を加えたデータ（カッコ内の数値）を比較したものである。

表1と表2を比較すれば分かるように、Economist データはポーランドの数値を意識的に高くする操作を行っていることが分かる。すなわち、ポーランドについては現物の投資を加えた投資額を、それも公式データに若干の上乗せをして表示し、ポーランド以外の国については現物投資を含まない国際収支表データを表示するという不可解な操作を行っている。このような操作の意図を探るのは

本稿の目的ではない。ただ、この事例のように、直接投資額を巡っては、複数のデータがあることに、前もって読者の注意を喚起しておきたい。

もちろん、中欧のどの国も、直接投資の一般的な定義については IMF の国際収支要綱を前提としているが、実際の統計処理ではかなり異なった集計方法をとっており、そのことが複数のデータの存在となって表れる。特に、中欧諸国の中では、ポーランドのそれは要取扱注意データである。先に指摘したように、ポーランド国立銀行が発表している国際収支表ベースの直接投資額（95年末残高26.5億ドル）と、ポーランド外国投資庁（PAIZ: Polish Foreign Investment Agency）の集計額（95年末残高68.3億ドル）とでは、40億ドルもの違いがある。これほどの違いがみられるのはポーランドのみであり、特殊な集計方法の採用を予想させるが、具体的な数値の比較に入る前に、投資の集計方法に関して検討しておくことは無駄ではなからう。

直接投資の統計処理においては、四つの要

表2 中欧の直接投資残高の推移（各年末）

（単位：百万ドル）

|       | 90         | 91           | 92           | 93           | 94           | 95             |
|-------|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|----------------|
| ハンガリー | 569(1,450) | 2,107(3,150) | 3,424(4,850) | 5,576(7,400) | 7,087(8,700) | 11,919(13,270) |
| ポーランド | -2(353)    | 115(600)     | 399(1,500)   | 979(2,979)   | 1,521(4,321) | 2,655(6,832)   |
| チェコ   | 72(72)     | 595(595)     | 1,555(1,555) | 2,053(2,153) | 3,077(3,191) | 5,797(5,916)   |
| スロバキア | —          | —            | 163(231)     | 323(366)     | 531(552)     | 728(733)       |
| スロベニア | 7(501)     | 72(827)      | 183(1,044)   | 294(859)     | 378(1,254)   | 528(1,450)     |

（注）数値はキャッシュフロー残高。カッコ内はそれに現物での投資を加えたもの。スロベニアの集計方法は93年に改訂。現物投資を含むポーランドの数値には企業が取得した外国からの長期借入金も含む。

（出所）WIIW（ウィーン国際比較経済研究所）データベースよりNRIヨーロッパ作成。

因を考慮しなければならない。

第一の要因は、集計主体である。大きく分けて、国立銀行（国際収支表基準のデータ）、中央統計局（会社登記データ、税務統計、あるいはサンプル調査から推計された集計値）、投資促進庁あるいはそれに類似した公的機関（外資企業の登録票、ないし独自のアンケート調査などに基づいて集計されたデータ）の三つが考えられる。これらの主体はそれぞれ独自の目的に応じて投資データを収集しており、従ってそれぞれの集計データは内容的にも集計数値でも異なるのが普通である。直接投資の統計に関する限り、ハンガリーは統計分権化原則を崩していないのに対し、チェコは国立銀行が集権的にデータの収集を行っている。他方、ポーランドは国立銀行が国際収支表ベースのデータ集計を行い、投資促進庁が企業登記ベースで投資の把握を行っている。

第二の要因は、投資として算入される項目、範囲に関するものである。ほとんどの国では直接投資残高の中に、キャッシュで流れ込んだ資本のほかに、現物で持ち込まれた資本財を算入するのが一般的であり、更に外資企業の利潤からの再投資も含めるのも一般的である。これに加えて、経営への関与を前提にした株式取得を含めるが、国際的基準では登録資本の10%を超える株式取得を戦略的投資として直接投資に含め、それ以下の株式取得をポートフォリオ投資として分けるのが慣例になっている。この場合でも、実際の処理は国

ごとに異なる。

更に、もう一つの重要な項目として、外資企業が国外の金融機関あるいは親会社から調達した借入金の処理がある。ポーランドの場合、PAIZはこれをすべて直接投資額に含めていることが、国際収支表データとの大きな差となって表れている。

もう一つのありうべき第三の要因は、実際の投資額に加え、コミットメント額を加えて投資データとして発表する場合である。普通、政治家が投資額を大きく見せるために、こうした手法を使うことがあり、この点は旧ソ連・東欧の直接投資データを比較する場合に十分に注意すべきである。ポーランドでも、つい最近まで、実際の投資額とコミットメントを区別しないで発表するのが慣例になっていたが、現在では明瞭に区別されている。

しかし、実際問題として、どの国でも個別企業の投資を継続的に追跡できる体制にはないので、個別企業の数値がコミットメント込みの数値か否かは、定かでない場合が多い。従って、国際収支表データ以外の数値は、さまざまな要因を勘案して推計された推定値とみなすべきである。

第四にテクニカルな要因として、為替レートによる国内通貨やドル単位への換算の問題がある。国際的な慣例では月別データは月の平均為替レートで換算され、累積年間投資額は年末の為替レートで換算される。ハンガリーとチェコの場合にはすべての投資はいった

ん国内通貨に換算された後、月平均為替レートでドル換算される。累積データについては国内通貨の累積額を年末の為替レートでドル換算する方式をとっている。これに対して、ポーランドの累積投資額の計算では単純に月々のドル単位投資額を加算する方法をとっている。

ハンガリー、ポーランド、チェコの3国を比較すると、最も明瞭な基準で集計されているのはハンガリーで、ポーランドの集計データは不明瞭なところが多い。そこで、少し詳しくこれら3国の実際の手法を比較してみよう。

## 2. ハンガリー

ハンガリー国立銀行が発表する国際収支ベースの直接投資データは、商業銀行からの毎月の資本流入報告に基づく。ハンガリーに法人を設立する外国企業は、商業銀行に資本金口座を開設し、そこに資本金相当分の為替を振り込む。本国への利潤送金も、同じ口座を経由することになり、この口座の出入りが実際の資本フローとなる。従って、このデータは払い込みが済んでいない資本金や現物での投資を含んでおらず、純粋にキャッシュでの資本フローのみを捕捉するものである。ただし、国際収支表の構成上、利潤からの再投資部分はいったん国際収支の経常勘定を通して支払いとして処理された上で、資本勘定の直接投資の受け取りとして記録される。

これまで国際収支表データには外国からの借入金とは短期と長期とにかかわらず直接投資には含められなかったが、96年1月1日より、IMF基準に基づき、親会社からの借入金のみを投資に算入して表示している。しかし、遡っての数値の訂正はなされていない。

中央銀行に対する商業銀行からの月報には、それぞれの会社が外国の金融機関から調達した借入金のデータも含まれているので、ポーランドのデータと比較可能なように、1年以上の長期の借入金を加えることもできる。

また、会社の資産として、外国から現物で持ち込まれた資本財は現物投資として処理されているが、このデータは関税統計を担当している工業・商業省が推計し、国立銀行にデータを渡している。

国立銀行のデータはその性格上、当該企業の活動や国籍をとらえることを目的にしたものではなく、従ってこの種のデータは別の集計主体とデータ源によらなければならない。これを担当しているのが、ハンガリーでは中央統計局である。統計局は商登録裁判所の企業設立データ、税関統計、税務統計などに基づき、外資企業の各種情報を提供している。ただし、統計局の分析データは加工処理に時間がかかり、かなりのタイムラグがある。

このほか、APV Rt.（現国家民営化資産管理会社、旧国家資産管理庁）は民営化からんだ資本の流れを抑えており、この数値を月報で報告している。

ハンガリーの投資促進機関である ITD (The Hungarian Investment and Trade Development Agency) は、特に独自のデータ集計を行っておらず、既存のデータを加工し、投資向けの資料を作成したり、各種の投資相談・アドバイスを行う機関であるが、個別の外資系企業の情報提供を行うこともある。

以上のように、ハンガリーの外資に関する統計は分権化方式をとっているもので、資本の国籍、業種、投資額をすべて適時的に処理している機関は存在せず、従って直接投資に関する完全データは存在しない。ハンガリーの場合、国立銀行の月報に掲載される国際収支速報の直接投資項目が公式のデータであり、直接投資額のミニマムを示している。直接投資額に関して、これ以外の「公式」データは存在せず、存在するのはサンプル調査に基づく各種推計データである。

### 3. ポーランド

ハンガリーと同様に、中央銀行、中央統計局、投資促進の役割を担当する PAIZ の三つの組織が、直接投資データの集計と加工に当たっている。しかし、ハンガリーの ITD と異なり、PAIZ は外資企業のデータを統括する機関としても位置付けられており、資本金、外国からの借入金、現物投資データを一括して保有する機関である。

ポーランドの場合、中央銀行の国際収支表に揭示される投資額と、PAIZ のデータに大

きな違いがあることが、常に問題となっている。既述したように、95年末でこの相違は40億ドルに上り、データの信頼性の問題が提起されている。

ハンガリーと同様に、中央銀行のデータはキャッシュフローをとらえており、その意味では確実に流入した資金を押さえている。これに対して、PAIZ のデータは各外資系企業のバランス・シートに基づき、現物投資分を投資に含めているだけでなく、外国の金融機関及び親会社から借り入れた資金（1年以上の長期融資）をも直接投資分として算定する手法を採用しており、その分だけ国際収支表データを膨らませることになる。もっとも、PAIZ のデータは100万ドル以上の投資を対象としており、ハンガリーの国際収支表データのようにあらゆる規模の投資を含むものではない。ポーランドに関する Economist のデータが PAIZ のデータよりも大きくなっているのは、この100万ドル以下の投資を推計して付加したものと推測される。

このように、ポーランドの公表データはそのままの形では比較可能ではない。チェコとハンガリーの国際収支表データに、長期の民間借入金を加えるか、あるいはポーランドのデータから長期借入金を差し引くかの操作を加えて初めて、比較可能になる。また、PAIZ がデータ処理の集権的権限をもっているため、直接投資集計に関しては、ハンガリーに比べて投資の内容捕捉が広く、データ処

理が早い。ただし、データの正確性に関して、問題があることは既述した通りである。

#### 4. チェコ

ポーランドやハンガリーとも異なるやり方をとっている。直接投資に関するデータは国立銀行の情報が唯一の情報源である。チェコでITDやPAIZの役割を担っているのはCzechInvestであるが、ポーランドのように独自のデータベースをもっているわけではなく、その意味で役割はハンガリーのITDと同じである。

チェコ国立銀行は四半期ごとに全企業に調査表を送付し、これに基づいて国際収支表の直接投資額を算定している。この質問表には外国からの新規の資産・負債を記す項があり、国立銀行はキャッシュでの資本流入だけでなく、現物投資、ノウハウの形態での投資をすべて投資として算入し、これを国際収支表データとして発表している。従って、チェコ国立銀行の国際収支表データはハンガリーのそれより捕捉範囲が広い。

チェコの直接投資統計は集権的体制をとっており、統計主体が国立銀行になっていることで、銀行を経由するキャッシュフローと、企業登記上の払込資本の差異を最小限に処理できる点で、ポーランドのような二つの主要な集計値の大きな差異は生まれない。

### III. 直接投資の現状

中欧3国への直接投資は国ごとに異なる特徴がみられる。アメリカの多国籍企業は3国それぞれに進出しているが、特にポーランドでのウエートが高い。他方、チェコへの直接投資の3割はドイツからで、国境を接しているドイツとの経済的なつながりが特徴である。政治的にはそれほど良好な関係にあるわけではないが、ドイツ企業は自動車産業を中心にチェコに進出している。これに対して、ハンガリーの場合は、歴史的にオーストリアとの関係が深く、オーストリア企業がドイツ企業とほぼ同じ規模（それぞれ2割）で進出している。アメリカ企業のプレゼンスも小さくなく（15%）、市場経済化と対外開放が早かった分だけ、各国企業の競争が激しいことをうかがわせる。

以下、国ごとに直接投資の現況をみることにする。

#### 1. ハンガリー

95年末現在、ハンガリーにはおよそ130億ドルの直接投資残高がある。しかし、国立銀行には130億ドルについて、通貨別の払い込み記録は残されているが、それ以上の内容（資本の国籍や業種）についての記録はない。前章で説明したように、ハンガリーの直接投資の統計システムの性格上、130億ドルの全

容を知ることが不可能であるが、旧民営化庁（現 APV Rt.）には民営化絡みの外資の記録は蓄積されており、中央統計局には税務資料から推計したサンプル調査がある。これらの資料をもとに、およその傾向や概観を得ることができる。

まず、民営化絡みで流入した資本については、毎月 APV Rt. よりその累計額が国別に報告されている。表 3 がそれであり、この表は 130 億ドルの投資のうちおよそ 52 億ドル程度を説明している。

次章で詳しく扱うが、ハンガリーの民営化関連の投資は電力・ガス事業などの公益産業の民営化の段階に入っており、これに関連したディールが 95 年末に一挙に 32 億ドルまとまったことで、旧来の国別構成に大きな変化が生じている。公益産業の民営化に積極的に参

表 3 民営化関連の直接投資(90年1月～96年3月)

| 投資の国籍  | 案件数<br>(実数) | 投資総額<br>(億 Ft) | 構成比<br>(%) |
|--------|-------------|----------------|------------|
| ドイツ    | 99          | 2,810.6        | 36.89      |
| アメリカ   | 34          | 1,431.4        | 18.81      |
| フランス   | 41          | 1,020.0        | 13.40      |
| オーストリア | 115         | 476.4          | 6.26       |
| ベルギー   | 9           | 339.3          | 4.46       |
| イタリア   | 24          | 320.4          | 4.21       |
| オランダ   | 15          | 243.6          | 3.20       |
| イギリス   | 33          | 196.4          | 2.58       |
| CIS    | 16          | 104.5          | 1.37       |
| スウェーデン | 11          | 100.4          | 1.32       |
| スイス    | 16          | 78.6           | 1.03       |
| その他    | 49          | 488.4          | 6.42       |
| 合 計    | 462         | 7,610          | 100.00     |

(注) グリーンフィールドの投資は含まない。

96年3月末、1USD=146.72HUF。

(出所) APV Rt.

加したドイツ、イタリアのウエートが上がり、それに参加しなかったアメリカとオーストリアのウエートが下がった。特にオーストリアのウエートは半分以下に下がった。

表 4 新設会社の資本金の国別構成  
92～95年

| 国 名    | 構成比(%) |
|--------|--------|
| ドイツ    | 14.0   |
| オーストリア | 13.9   |
| フランス   | 10.5   |
| オランダ   | 9.4    |
| ベルギー   | 8.3    |
| アメリカ   | 8.2    |
| イギリス   | 5.9    |
| スイス    | 4.7    |
| CIS    | 3.1    |
| イタリア   | 3.0    |
| 中国     | 2.0    |
| 日本     | 1.3    |
| その他    | 15.7   |
| 合 計    | 100.0  |

(出所) CSO, *Foreign Direct Investment in Hungary 1994*, Budapest, 1996.

表 5 直接投資の産業別構成 (94年末現在)

| 産業部門       | 投資構成比(%) |
|------------|----------|
| 農林水産業      | 1.2      |
| 鉱業         | 1.1      |
| 加工業        | 48.6     |
| 電気・ガス・水道   | 0.5      |
| 建設業        | 4.7      |
| 商業・修理・補修   | 14.1     |
| 旅館・食堂      | 3.6      |
| 運輸・通信・倉庫   | 7.9      |
| 金融業        | 8.9      |
| 不動産業       | 8.5      |
| 教育         | 0.0      |
| 保健サービス     | 0.2      |
| その他の公共サービス | 0.6      |
| 合 計        | 100.0    |

(出所) COS, *Foreign Direct Investment in Hungary 1994*, Budapest, 1996.

中央統計局は新設企業の登記データより、国別構成の表を作成している。表4は92年から94年までに新設された企業1万6,538社について、払込済み資本金総額1,486億フォリント（およそ10億ドル）の国別内訳をみたものである。これはあくまで資本金の払い込みに基づくデータであり、実際の投資額全体をカバーするものではない。また、民営化投資とグリーンフィールド投資を区別しないサンプル調査結果である。ちなみに、同じ調査で94

年の日系企業の新設はゼロであるのに対し、95年1年だけの資本金データでは5%の構成比を占めている。日系企業の目が次第に中欧に向いてきたことを反映している。

また、同じサンプル（ただし、対象年次は92～94年）を産業別にみたものが、表5である。既に指摘したように、95年末に公益事業の民営化ディールが成立していることから、投資の産業別構成には大きな変化が生じているが、表5は公益産業民営化以前のハンガリ

表6 主要な直接投資トップ20（95年5月現在）

|    | 会社名                      | 投資額<br>百万ドル | 業種        | 国籍          |
|----|--------------------------|-------------|-----------|-------------|
| 1  | Magyar Com               | 875         | テレコム      | ドイツ、アメリカ    |
| 2  | GE                       | 600         | 照明器具      | アメリカ        |
| 3  | Audi                     | 530         | エンジン製造    | ドイツ         |
| 4  | GM                       | 283         | 乗用車製造     | アメリカ        |
| 5  | Suzuki                   | 280         | 乗用車製造     | 日本          |
| 6  | Sara Lee/Douwe           | 150         | 食品        | アメリカ、オランダ   |
| 7  | Unilever.                | 150         | 食品        | オランダ        |
| 8  | Alcoa                    | 146         | アルミニウム半製品 | アメリカ        |
| 9  | Pepsi-Cola               | 135         | 飲料        | アメリカ        |
| 10 | Aegon International      | 134         | 保険        | オランダ        |
| 11 | Coca-Cola Amatil         | 120         | 飲料        | オーストラリア     |
| 12 | Ford Motor               | 120         | 乗用車部品     | アメリカ        |
| 13 | ING Group                | 120         | 金融        | オランダ        |
| 14 | Sanofi                   | 100         | 製薬        | フランス        |
| 15 | Kempinski Hotels         | 93          | ホテル業      | ドイツ         |
| 16 | US West                  | 80          | 携帯電話      | アメリカ        |
| 17 | Alitalia                 | 77          | 航空旅客      | イタリア        |
| 18 | Host Marriott/Girocredit | 77          | ホテル業      | アメリカ、オーストリア |
| 19 | Guardian Glass           | 71          | ガラス製造     | アメリカ        |
| 20 | Interbrew                | 70          | ビール醸造     | ベルギー        |

(注) MagyarComはハンガリー・テレコム(MATAV)の民営化に参加したDeutsch TelecomとAmeritechのコンソーシウム。本表は週刊紙が95年5月に実施した企業へのアンケート調査に基づいている。その時点までに投資された実額を表示している。これ以外に、ハンガリーには投資ランキングをまとめたデータはない。なお、95年末に電力・ガス事業の民営化ディールが成立したことで、このランキングに大きな変化が生じている。これらの投資額については、表14及び表16を参照されたい。

(出所) Budapest Business Journal 及びITDデータよりNRIヨーロッパ作成。

一の投資状況を示していることに注意したい。

ハンガリーに進出している主な企業をまとめたものが表6であるが、ハンガリーのみならず、他の諸国の同種の表の場合も、表中に記載されている投資データは正確なものではない。コミットメントを含むものがあつたり、既に増資がなされているが、古い数字がそのまま残っているものがあり、この種の表は一つの例示としてとらえておくべきである。

なお、このハンガリーの企業リストには95年の公益事業の民営化に参加した企業が含まれていないことに注意したい。

表6より明らかなように、ハンガリーではテレコムの民営化が他の中・東欧諸国に先駆けて実施されたこと、また携帯電話の普及が早かったことで、テレコム関係の投資が大きくなっている。また、GM, Suzuki, Audi, Fordに代表されるように、乗用車製造及びエンジン生産などの自動車関連投資が大きいのもハンガリーの特徴である。

このほか、食品加工業や医薬品工業への投資もハンガリーへの代表的な投資になっている。

## 2. ポーランド

95年末の投資残高68.32億ドルの国別構成、産業別構成は、表7及び表8の通りである。

表7の多国籍はEBRDやIFCなどのプロジェクト融資及びポートフォリオ的性格の強い資本参加が大きな部分を占める。国際収支

表データとPAIZのデータの違いの一つの源泉でもある。95年よりフランス企業の進出が活発になっており、95年1年で3億ドルの投資がなされている。また、昨年来、アジア資本の進出のニュースが話題となっており、特に大宇自動車によるポーランド国営自動車の買収はポーランドにおける最大規模の投資として注目されている。買収契約が今年にずれ込んだことで、韓国はまだ投資ランキングの下位に位置しているが、投資が本格化するに従い、上位に上がってくる。

同じアジア資本として、ソニー、松下の投資発表も注目されているが、日本企業のプレゼンスは依然として小さい。

業種からみると、各種工業が圧倒的に多く、次いで金融業への投資が目立っている。これにはいくつかの理由があるが、対外債務の削減交渉のなかで欧米の債権銀行がポーランド

表7 直接投資の国別構成（95年末残高）

|         | 投資額<br>百万ドル | 構成比<br>% |
|---------|-------------|----------|
| アメリカ    | 1,698       | 24.9     |
| 多国籍     | 1,101       | 16.1     |
| ドイツ     | 683         | 10.0     |
| フランス    | 574         | 8.4      |
| イタリア    | 459         | 6.7      |
| オランダ    | 408         | 6.0      |
| イギリス    | 368         | 5.4      |
| オーストラリア | 298         | 4.4      |
| オーストリア  | 248         | 3.6      |
| スイス     | 196         | 2.9      |
| その他     | 799         | 11.7     |
| 合 計     | 6,832       | 100.0    |

(注) 多国籍の主なもの、EBRD及びIFCの投資及び融資。

(出所) PAIZ。

市場に積極的に入ることで、累積損失の早期回収を図ろうとしたからであろう。明らかに、Economist 予測の背後にはポーランドに債権をもつ欧米金融機関の意向が見え隠れしており、直接投資に関連するプロジェクト融資や M & A に積極的にかかわることによって、大きな国内市場を抱えるポーランド経済を活性化し、これまでの損失を挽回しようとする意気込みがうかがえる。邦銀各行がポーランド市場を敬遠する姿勢をとり、消極的に対応しているのと対照的である。

表 8 を見ただけではポーランドへの直接投資の明瞭な動向をうかがうことはできないが、最近では乗用車投資が大きなブームとなりつつある。従来合併関係にあった FIAT のほかに、大字が国営自動車 (FSO) とトラック製造会社 (FSL) を買収したことで、GM は既存の会社の買収をあきらめ、新規に製造ラインを建設することを決定している。このように、大字、FIAT、GM がそれぞれ自前

の製造工場の建設で、ポーランド市場の獲得競争を開始しており、今後、これに関連した投資が急増することが予想される。

ポーランドの乗用車市場は、年間の新車需要は35万台前後と推定されている。現在の乗用車保有台数はおよそ700万台で、平均年齢が10年を超していることから、所得水準の上昇に従って新車需要は急速に伸びるものと予測されている。今年に入って、上半期の新車販売台数は20万台と、昨年同期を30%上回っており、今後15年のうちに乗用車保有台数は2,000万台に接近するとも予想されている。

こうした状況のなかで、特に大字はポーランドのみならず、旧ソ連・東欧圏で活発な投資計画を発表している。表 9 は中・東欧及びウズベギスタンにおける大字の投資計画である。表中に記載されている投資に関連して、部品供給の体制を確立するために、中・東欧全域にわたって、部品製造会社の買収を展開している。部品供給会社の買収まで含めると、これだけで40億ドルに近い投資になる。

このほかに、大字は今年5月にロシアのトラックメーカー (ZIL) の20億ドルに上る買

表 8 直接投資の産業別構成 (95年末)

|      | 投資額<br>百万ドル | 構成比<br>% |
|------|-------------|----------|
| 工業   | 4,325.6     | 63.3     |
| 建設   | 496.2       | 7.3      |
| 農業   | 9.0         | 0.1      |
| 運輸   | 29.0        | 0.4      |
| 通信   | 289.7       | 4.2      |
| 商業   | 364.3       | 5.3      |
| サービス | 22.8        | 0.3      |
| 金融   | 1,278.6     | 18.7     |
| 保険   | 16.1        | 0.2      |
| 合 計  | 6,832.2     | 100.0    |

(出所) PAIZ。

表 9 大字自動車の投資計画

| 対象国     | 投資額<br>百万ドル | 合併パートナー     | 持ち分 |
|---------|-------------|-------------|-----|
| チェコ     | 361         | Avia trucks | 80% |
| ポーランド   | 1,100       | FSO         | 70% |
|         | 340         | FSL trucks  | 61% |
| ルーマニア   | 900         | Rodae       | 51% |
| ウズベギスタン | 658         | 新規          | 50% |

(注) 投資額はコミットメント・ベース。

(出所) *Business Central Europe*, July/August, 1996

収計画を発表しており、極めてアグレッシブな経営戦略が明瞭になっている。

表10は PAIZ が発表している投資ランキングである。投資額とコミットメントの実際の区別は個別企業の調査なしには不可能であり、ハンガリーやチェコと同様に、投資ランキングは大まかな順位を示したものと考えべきである。

今年第1四半期の直接投資データをみると、PAIZ 発表の10億5,430万ドルに対して、国立銀行の国際収支表データは7億6,300万

ドルのキャッシュフローを記録しており、二つの数値の開きは狭まっている。

現在のところ、特定の業種の特定のプロジェクトに関連した資本流入で、産業全般にわたって直接投資が活性化しているわけではないが、今後、この資本流入のペースがどこまで持続するか注目に値しよう。

### 3. チェコ

95年末の直接投資残高57億9,700万ドルのうち、およそ44%にあたる25.59億ドルは95

表10 投資額トップ20企業 (96年3月末現在)

|    | 会社名                      | 投資額<br>百万ドル | 業 種        | 国籍              |
|----|--------------------------|-------------|------------|-----------------|
| 1  | EBRD                     | 531.60      | 銀行及び各業種    | 多国籍             |
| 2  | American Enterprise Fund | 316.00      | 民間企業への出資   | アメリカ            |
| 3  | IPC                      | 292.00      | 製紙         | アメリカ            |
| 4  | IFC                      | 277.30      | 民間企業への出資   | 多国籍             |
| 5  | Coca-Cola Amatil         | 275.00      | 飲料         | オーストラリア         |
| 6  | FIAT                     | 260.00      | 乗用車製造      | イタリア            |
| 7  | Philip Morris            | 227.00      | たばこ        | アメリカ            |
| 8  | Thomson Consumer Elec.   | 185.00      | テレビ受像機     | フランス            |
| 9  | Pikington                | 166.00      | ガラス製造      | イギリス            |
| 10 | ABB                      | 161.00      | 電力供給システム   | 多国籍(スウェーデン、スイス) |
| 11 | ING Group                | 140.00      | 銀行         | オランダ            |
| 12 | Unilever                 | 137.70      | 洗濯粉・食品加工   | 多国籍(オランダ、イギリス)  |
| 13 | Procter & Gampel         | 131.00      | 衛生製品       | アメリカ            |
| 14 | Reemtsma Cigaretten      | 131.00      | たばこ        | ドイツ             |
| 15 | Nestle                   | 125.90      | 菓子製造       | スイス             |
| 16 | Michelin                 | 112.00      | タイヤ製造      | フランス            |
| 17 | Curtis                   | 100.00      | 電子・建設      | アメリカ            |
| 18 | Philips                  | 98.10       | 電気機器       | オランダ            |
| 19 | Pepsico                  | 91.50       | 飲料         | アメリカ            |
| 20 | Daewoo                   | 91.50       | 電気機器・乗用車製造 | 韓国              |

(注) 投資額には長期ローンを含むが、コミットメントは含まれない。ただし、実際問題として、実際の投資額とコミットメントを仕分けする作業は難しく、コミットメント額を計画期間に従って配分する方法が、部分的に採用されていると思われる。

(出所) PAIZデータよりNRIヨーロッパ作成。

年中に流入した資本で、そのうち、13.5億ドルはテレコム会社 SPT の民営化に絡んで流入した資本である。91年から94年まで、チェコへの直接投資は年額で5—10億ドルの水準で推移しており、大きいとは言えない。このテレコム民営化の資本流入を除いた95年の数値は12億ドルであり、まだ外資の流入が本格化しているとは言えないだろう。

既述したように、チェコ政府は外国企業の誘致に対して、特に積極的な姿勢をとっており、また背後に潜在的に大きな市場を抱えていないことも、チェコへの投資を遅らせている原因であると考えられる。欧米の調査機関の中にはチェコの経済パフォーマンスの良さに比べ投資水準が低すぎることから、将来の投資急増を予測するところが多いが、これまでのところ、チェコ経済の安定性や中進経済発展国への転換の速度と、直接投資の規模との相関は高くない。表11と表12は95年末の国別、産業別の投資構成である。

チェコの首都プラハはウィーンよりもドイツ

表11 直接投資の国別構成 (95年末残高)

|        | 投資額<br>百万ドル | 構成比<br>% |
|--------|-------------|----------|
| ドイツ    | 1,739.5     | 30.0     |
| スイス    | 821.1       | 14.2     |
| アメリカ   | 787.4       | 13.6     |
| オランダ   | 786.9       | 13.6     |
| フランス   | 542.0       | 9.3      |
| オーストリア | 315.6       | 5.4      |
| その他    | 804.6       | 13.9     |
| 合 計    | 5,797.0     | 100.0    |

(出所) The Czech National Bank Monthly Bulletin, 3/1996.

ツの都市に近い。従って、オーストリアと長い国境線を有していても、直接投資の関係は希薄である。チェコ人のドイツに対する国民感情は良くないが、最大の投資の一つが Volkswagen による Skoda 買収であることに見られるように、ドイツとの経済関係は深い。また、スイスとオランダはテレコムの SPT 民営化の国際コンソーシウムを組んだ関係で、投資額の上位に位置している。

チェコへの直接投資の4割強は、ドイツからの乗用車製造への投資と、オランダとスイスによるテレコム民営化参加によって説明される。それに、セメント、たばこ、ビール会社の買収が続く、投資の6割はこれらの産業部門に集中している。その意味で、投資の業種間の広がりには、まだ小さいと言える。

新しい動きとして、今年に入って、松下電器産業がカラー TV 受像機の生産拠点として、チェコを選定した。当初の投資総額は6,600万ドルになる模様で、中・東欧ではス

表12 直接投資の産業別構成 (95年末)

|         | 投資額<br>百万ドル | 構成比<br>% |
|---------|-------------|----------|
| 運輸・通信   | 1,414.8     | 24.4     |
| 輸送機器    | 1,064.1     | 18.4     |
| 消費材・たばこ | 843.0       | 14.5     |
| 建設      | 480.8       | 8.3      |
| 銀行・保険   | 443.0       | 7.6      |
| 食品加工    | 424.5       | 7.3      |
| その他     | 1,126.7     | 19.4     |
| 合 計     | 5,797.0     | 100.0    |

(出所) The Czech National Bank Monthly Bulletin, 3/1996.

ズギに次いで大きな投資案件である。これが更に新たな投資を喚起するか、注目される。

表13はチェコに投資した外国企業の投資ランキングである。CzechInvestは実際の投資額とコミットメントの区別が難しいことから、コミットメントで順位を表示している。従って、上位に位置する企業の投資計画はドル換算で10億ドルを超えるものもあるが、あくまでコミットメント・ベースであることに注意したい。

96年第1四半期の直接投資データによれば、

3億1,900万ドルの資本流入が記録されている。ハンガリーのそれよりも1億5,000万ドル少なく、ポーランドの4割程度の流入となっている。総選挙によって小数連立政府になったために、公益事業の民営化が一時中断することが予想され、CzechInvestは96年の直接投資を6～8億ドルの水準にとどまると予想している。

表13 投資額トップ20企業（96年3月末現在）

|    | 会社名                         | コミットメント<br>億コロナ | 業種     | 国籍       |
|----|-----------------------------|-----------------|--------|----------|
| 1  | Tel Source                  | 370             | テレコム   | オランダ、スイス |
| 2  | Volkswagen                  | 250             | 乗用車製造  | ドイツ      |
| 3  | IOC                         | 160             | 石油精製   | 多国籍      |
| 4  | Phillip Morris              | 130             | たばこ    | アメリカ     |
| 5  | Daewoo                      | 100             | トラック製造 | 韓国       |
| 6  | IFC Kaiser                  | 60              | 鉄鋼     | アメリカ     |
| 7  | Glaverbel                   | 57              | 自動車ガラス | ベルギー（日本） |
| 8  | T Mobile                    | 51              | 携帯電話   | ドイツ、イタリア |
| 9  | Linde AG                    | 40              | 工業用ガラス | ドイツ      |
| 10 | Consortium of Combustion    | 40              | エネルギー  | アメリカ     |
| 11 | Siemens AG                  | 35              | 各種電機製品 | ドイツ      |
| 12 | CBR Brussel                 | N.A.            | セメント   | ベルギー     |
| 13 | Lafarge Coppee              | N.A.            | セメント   | フランス     |
| 14 | Pepsi-Cola International    | 31              | 飲料     | アメリカ     |
| 15 | R.J. Reynolds Tobacco       | 29              | たばこ    | アメリカ     |
| 16 | Italcement                  | 29              | セメント   | イタリア     |
| 17 | Cabot International Capital | 27              | タール製造  | アメリカ     |
| 18 | Bass Breweries              | 27              | ビール醸造  | イギリス     |
| 19 | Atlantic West               | 24              | 携帯電話   | アメリカ     |
| 20 | Dupont-Conoco CS            | 22              | ガソリン販売 | アメリカ     |

（注）Tel Sourceは、PTT NetherlandとSwiss Telecomの合弁会社。Glaverbelは旭ガラスのベルギー子会社。T Mobileの84.55%はDeutsch Telekom Mobileの所有。10位のConsortiumの正式名称は、Consortium of Advanced Combustion Technologies and Nations Energy Corp.。Siemensのコミットメントは各種10工場を合わせたもの。96年3月末現在、1USD=27.21CZK。

（出所）Czech Invest資料よりNRIヨーロッパ作成。

## IV. 民営化の現段階

### 1. 概観

中欧3カ国はそれぞれ異なった民営化手法を採用しているが、それはそれぞれの経済事情によるところが大きい。

チェコの場合、対外債務が小さく、財政的にもゆとりがあったことで、株式会社化された国営企業の株式との交換を保証したクーポンを国民に配布する方式によって、国営企業資産の国民への配分が実行された。既にクーポン民営化は96年春に終了しており、チェコの「形式的な民営化」=「第一次民営化」は終わっている。

ハンガリーの場合、対外債務が大きく、外資導入を積極的に図る政策によって、民営化が推進された。ハンガリーが最も多くの外資を受け入れている背景には、このような事情がある。また、ハンガリーの市場経済制度の構築が進んでおり、外国企業が旧「東欧」進出の足掛かりとして、まずハンガリーを選択したという理由も大きい。

これに対して、ポーランドは対外債務の返済停止を行ったために、外国からのフレッシュ・マネーの流入が途絶え、限定された国内資本による民営化を追求せざるをえず、そのことが民営化のテンポを遅らせることになった。93～94年に債務削減交渉がまとまったことや、ポーランド経済の回復が始まったこと

で、大きな国内市場をもつポーランド経済への関心が高まり、次第に外資の流入が増えていく。こうした条件の変化のなかで、94年末より、ポーランド政府は従来から延び延びになっていた大衆民営化プログラムによる大規模民営化の実行に踏み切った。これが国営ファンド（NIF: National Investment Fund）による民営化プログラムである。

既に中欧3国では小規模企業の民営化は完了している。戦略的企業を除き、即時に売却可能な会社はほぼ売却が済んでおり、現在は戦略的企業、銀行・保険、インフラ産業の民営化に焦点が移ってきているが、依然として3国の民営化の中心テーマはそれぞれ異なっている。

まず、チェコの場合には、形式的な民営化は終了したが、「実質的な民営化」=「真の民営化」の課題が残されている。つまり、クーポン民営化はあくまで形式的な民営化で、再度、企業の所有者・経営者を変える実質的な民営化がこれからの課題である。いわばクーポン民営化の終了によって、「第二次民営化」が始まったと考えるべきであろう。

ハンガリーの場合には、形式的な民営化では若干チェコに遅れているが、実質的な民営化ははるかに進んでいる。直接売却形式をとったハンガリーの民営化では、所有と経営の転換を同時に解決しているからである。既にテレコム、商業銀行、ホテルの民営化を終えており、現在は電力・ガスの公益事業の民営

化の段階に入っている。

現在までのところ、この2カ国に比べて、ポーランドの民営化はやや遅れていると言える。そのことが、国営ファンド設立による大衆民営化プログラムによる民営化推進政策を生み出すことになった。

以下、本論文ではハンガリーの公益事業の民営化の現状と、ポーランドの国営ファンドを紹介する。

## 2. エネルギー産業の民営化：ハンガリー

ハンガリーは旧「東欧」世界の先陣を切って、95年にエネルギーセクターの民営化を開始した。今後、中・東欧ではエネルギーを含めたインフラ産業の民営化が本格化することが予想され、ハンガリーの経験は他の諸国に一つの規範を示すものとして重要である。ここではやや詳しく、そのプロセスを見ることにする。

### (1) 電力セクターの民営化

旧体制において、ハンガリーではハンガリー電力(MVM: Magyar Villamos Muvek)が発電と電力の卸・小売りの配給を一手に引き受けており、また国家電力配電会社(OVIT: Országos Villamos Távezeték)が需給の調整と配電管理を行っていた。MVMには、八つの発電所(うち一つは原子力発電所)と六つの地域配給所が属していた。

民営化プロセスにおいて、まずMVMが

株式会社化されると同時に、それぞれの発電所と配給所が独立した株式会社形態に転換された。その際、政府持株会社である国家民営化資産管理株式会社(APV Rt.)がMVMの99.8%を所有し(残り0.2%は自治体所有)、各発電会社と配給会社の株式はAPV Rt., MVM, 自治体の三者が所有する形態をとった。

次に、APV Rt.は民営化に着手する前に、MVMが所有する電力配給会社の株式をすべて引き取り、その代償としてパクス原子力発電会社とOVITの株式を引き渡すという株式交換を行った。これによって、MVMは電力配給会社の持ち分を失い、いわば電力の小売部門から撤退することになった。その代わりに、パクス原子力発電会社の99.84%、OVITの92.7%の所有者となったのである。こうした取引によって、MVMは発電の一部と電力の卸売事業に専念する会社となったのである。

こうした準備を終えたAPV Rt.は、95年9月に、自らの政府持ち分の売却に関する入札を開始した。それによれば、MVMの持ち株24%、原子力発電会社を除く七つの発電会社の持ち株のうち34~49.71%、配給会社の持ち株のうち46.15~49.23%を、戦略的投資家とポートフォリオ投資家に販売するというものであった。11月末に締め切られたこの入札結果は次の通りである。

まず、MVM株については、Bayernwerk

(ドイツ)、EDF (フランス)、Atel (スイス) のコンソーシウムが額面価額の72.5%を提案したが、APV Rt.はこれを受け入れず、この入札は流れた。

次に、七つの発電会社のうち、石炭発電を行っている Peccsi 発電と Vertesi 発電には応募がなく、また Bakonyi 発電は額面価額の14.9%、Budapesti 発電は額面価額の58.1%の応募で、入札が流れた。比較的設備の状況が良い三つの発電会社のディールが成立した。他方、地域の電力配給会社については、6社とも額面価額以上の値が付き、ディールは成立した。

これをまとめたものが、表14である。

今後の電力セクターの第二次、第三次の民営化は次のようなプロセスをとる。

まず、戦略的投資家が見つからなかった四つの発電会社につき、96年中に APV Rt. 所有の34～41.6%の株式を順次、投資家に売却

する。場合によっては、MVM が所有する各発電会社の株式を合わせて売却し、一挙にマジョリティを引き渡すこともありうる。

同時に、APV Rt.が所有する MVM のマジョリティのうち、96年中に40%の株式を売却する。売却の方式はまだ決定されていない。

次に、既に戦略的投資家の手に渡った六つの配給会社のマジョリティは、依然として APV Rt. が持っている。その所有分50%すべてを98年中に売却する。

更に、98年末までに、MVM が保有する各発電会社の持ち分を売却する。

MVM 株の売却はあくまで小数株に限定され、MVM は長期的にマジョリティが政府所有のままに維持される。従って MVM が所有するパクシ原子力発電会社と OVIT もまた長期的に政府所有にとどまる。

こうした民営化の結果、MVM は国内の発電会社の電力及び外国からの輸入電力を各

表14 電力セクターの民営化 (96年6月末現在)

| 会社名                     | 投資家                   | 購入価額 (対額面比)<br>百万ドル (%) | 売却比率<br>(%) |
|-------------------------|-----------------------|-------------------------|-------------|
| Dunamenti 発電            | Powerfin/Tarctebel    | 141 (118.0)             | 48.76       |
| Matrai 発電               | RWE/EVS AG            | 74 (77.7)               | 38.09       |
| Tiszai 発電               | AES                   | 110 (60.0)              | 80.80       |
| Budapesti 配給            | RWE/EVS AG            | 358 (174.9)             | 46.15       |
| Del-dunantuli 配給        | Bayerwerk AG          | 108 (105.1)             | 47.25       |
| Del-magyarorszag 配給     | Electricite de France | 155 (119.5)             | 47.71       |
| Eszaki-dunantuli 配給     | Electricite de France | 197 (121.1)             | 47.55       |
| Eszaki-magyarorszagi 配給 | RWE/EVS AG            | 164 (150.9)             | 48.81       |
| Tiszatuli 配給            | Isar-Amperwerke       | 132 (106.1)             | 49.23       |

(注) Powerfin S.A./Tractebelはベルギーのコンソーシウム。RWE/EVS Schwabenはドイツのコンソーシウム。AESはイギリスのAES Electric Ltd.。

(出所) Vilaggazdasag,1996年7月17日号よりNRIヨーロッパ作成。

配給会社に販売する、国内で唯一の電力卸売会社となる。もっとも、ハンガリー・エネルギー庁の認可と MVM への通告があれば、配給会社が直接に別の生産者から電力を購入する道は開かれている。他方、MVM は独占的な卸売事業を営む代わりに、電力需給の調整と配電施設の維持管理の義務を負う。また、国外からの電力輸入は MVM が独占的にこれを行う。

(2) ガスセクターの民営化

ハンガリーで石油・天然ガスの生産（精製）と輸入を行っているのは、旧石油・ガス公団から設立された MOL (Magyar Olaj es Gazipari Rt.) である。現在でも、MOL は天然ガス供給の唯一の卸売業者である。

MOL の部分的な民営化は95年11月に株式公開の形で実行された。APV Rt. 所有の株式総数9,840万株のうち、GDS として1,850万株が公開され、ハンガリー国内では普通株309万1,516株が公開された。また、公開に先

立ち、従業員と経営者におよそ5.5%に当たる株式が売却された。このほかに、地方自治体への資産分与として、0.8%の株式が引き渡されている。なお、従業員への売却は売出価格の50%割引になっており、既に払い込みが終了した従業員株主で売却を希望する者は、会社が売出価格で買い取った。MOL 所有分の株式は議決権と配当権を失うが、3年以内に再売却するか、消却することが義務づけられている。

なお、MOL の株式公開にあたって、株式取得に制限が加えられており、いかなる投資家ないし投資家グループも直接・間接に25%を超える株式を取得してはならないことになっている。また、議決権の行使においては、いかなる株主も10%を超える議決権を行使できないことになっており、25%の株式を保有する場合でも、議決権は10%に限定される。ただし、ハンガリー政府と APV Rt. にはこの制限事項は及ばない。

表15 発電会社の所有構造 (96年7月末現在) (単位：%)

| 発電会社名        | 発電能力<br>MW | 戦略的<br>投資家 | APV Rt. | MVM   | 自治体  | その他   |
|--------------|------------|------------|---------|-------|------|-------|
| Paksi 原発     | 1,840      | なし         | なし      | 99.84 | 0.16 | なし    |
| Tisza 発電     | 1,281      | 80.81      | 3.90    | 15.00 | 0.29 | なし    |
| Dunamenti 発電 | 1,965      | 48.76      | 1株      | 50.00 | 1.24 | なし    |
| Matral 発電    | 800        | 38.09      | 1株      | 38.24 | 0.15 | 23.52 |
| Vertesi 発電   | 335        | なし         | 38.71   | 39.50 | 0.80 | 20.99 |
| Budapesti 発電 | 294        | なし         | 41.65   | 50.00 | 8.35 | なし    |
| Bakonyi 発電   | 354        | なし         | 34.00   | 34.69 | 0.69 | 30.62 |
| Pecsi 発電     | 220        | なし         | 40.58   | 43.82 | 3.22 | 12.38 |

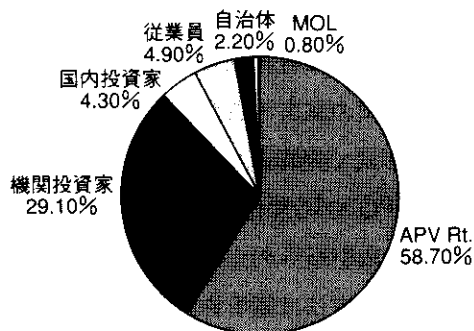
(注) Paksi原発は発電能力からみれば、全体の25%を占めるに過ぎないが、年間の電力生産量でみると40%のシェアを占めている。

(出所) HVG, 1996年8月10日号よりNRIヨーロッパ作成。

95年の株式公開の結果、MOLの所有構造は図1のようにになっている。APV Rt. は引き続き所有株の放出を計画しており、最終的に25%+1株が政府所有になるまで放出が続けられるが、その時期についてはいまだ決定されていない。

MOLの民営化と並行して、ハンガリー全土をカバーする五つの地域ガス供給会社(100% APV Rt. 所有)と首都ブダペストのガス供給会社(Főgaz: 100%ブダペスト市所有)の民営化が実行された。地域ガス供給会社については50%+1株を、Főgazについては32%の株を戦略的投資家に売却する入

図1 MOLの所有構造(95年末)



(出所) NRIヨーロッパ

札が実行された。

95年11月に締め切られた入札結果は表16の通りであるが、入札に当たって、複数の会社に応募する投資家への規制が設けられた。

まず、地域供給会社の最大手のTigazのマジョリティを取得した投資家は他の供給会社の所有権を取得できないが、それ以外の四つの供給会社を選択する場合には最大二つの会社までマジョリティを取得できる。

また、Tigazのマジョリティを取得した投資家は、Főgazの25%以下の株式しか取得できないが、Tigaz以外の四つの供給会社のマジョリティを取得した投資家はFőgazの25%以上の株式を保有することができる。

ハンガリーでは表16にある地域ガス供給会社がそれぞれの地域の天然ガス供給を独占しているが、わずかにTigaz供給地域に別の小さな民間供給会社がエネルギー庁からの許可を得て、天然ガスの供給サービスを行っている。

また、ハンガリーの天然ガスの普及率はおよそ全400万世帯の半分と推定されており、

表16 地域ガス供給会社の民営化(95年12月末現在)

| 供給会社名 | 投資家            | 購入価額<br>百万ドル | 取得割合   | コミットメント    |
|-------|----------------|--------------|--------|------------|
| Főgaz | Ruhras/VEW     | 95.584       | 32%    | 3年間で100億Ft |
| Tigaz | Italgas/SNAM   | 171.887      | 50%+1株 | 5年間で350億Ft |
| Degaz | Gaz de France  | 92.000       | 50%+1株 | N.A.       |
| Egaz  | Gaz de France  | 77.000       | 50%+1株 | N.A.       |
| Ddgaz | Ruhras/VEW     | 52.000       | 50%+1株 | 8年間で180億Ft |
| Kogaz | Bayernwerk/EVN | 47.840       | 50%+1株 | 年間8億Ft     |

(出所) 各種資料より、野村総合研究所作成。

今後、地域供給会社は天然ガス網の拡張投資を行うことになるが、天然ガスの配管がない地域にはプロパンガスの供給が行われている。現在、ハンガリーには家庭用プロパンガスの供給を行う民間会社が3社あり、うち1社(Primagaz)はブダペスト取引所の上場会社である。

以上のように、ハンガリーのエネルギー産業の民営化が進行している。その結果、電力・ガスの双方について、小売事業が完全に外国の戦略的投資家の手に渡った。エネルギー産業を外国資本にゆだねることについて、与党社会党内部で激しい議論はあったが、設備の近代化と天然ガスの普及を優先するという配慮が働き、最終的に卸売を政府が抑えるというコンセプトでまとまった。

今後はMOLの政府持ち株の放出に関しては再度、マジョリティの確保か、25%+1株かの論議が予想され、電力・ガスの料金決定制度の改変を巡ってはハンガリー政府と投資家との間の綱引きが予想される。

### 3. 国営ファンドによる民営化：ポーランド

#### (1) 民営化の概観

ポーランドがこれまで採用してきた民営化手法には、大きく分けて、二つの方法がある。

一つは、Capital Privatizationと呼ばれている手法で、即時に売却可能な国営企業を民営化するケースに採用されるものである。

従って、語義的には「直接民営化」に近い。これはまず、国営企業を政府所有の株式会社に転換し、株式の75%を売却するものである。残りの25%は法律によって、5%を旧所有者からのクレームへの準備として控除し、20%を従業員に売却価格の50%割引で優先的に配布するように規定されている。

90年から95年末までに、このCapital Privatizationの対象企業として指定された企業は958社で、95年末までに160社(17%)が各種の方法で投資家に売却された。実際には企業分割があり、160社から167社が生まれ、民営化省の資料によれば、その売却の内訳は次のようになっている。

|                 |     |
|-----------------|-----|
| 外国の投資家に直接売却     | 67社 |
| 国内の投資家に直接売却     | 62社 |
| 国内と外国の双方の投資家に売却 | 10社 |
| IPOの形式で売却されたもの  | 28社 |

なお、IPOで民営化された企業はすべてワルシャワ取引所への上場が済んでいる。

もう一つの方法は国有株式会社への形態転換なしで、従業員のイニシアティブで会社資産の全部あるいは一部を一挙に売却(従業員が設立した新会社に、あるいは外国の投資家に)、ないしリリースする方法である。95年末までにこの手法による民営化対象になった企業は1,149社で、同時点までに1,055社(92%)の売却が済んでいる。対象企業のうち、788社は従業員あるいは経営者への売却、215社は一般の売却、65社は合併企業への売却、

81社は混合的手法による売却が済んでいるか、予定されている。これらの企業はほぼ中小企業と考えて間違いない。

このほか、95年末までに破産対象になった企業が1,358社あり、うち同時点までに396社(29%)の清算が済んでいる。

以上の概要からは詳しい内容を知ることができないが、全体として民営化の動きが鈍い状況が見えてくる。また、破産による清算措置の進行状況も遅々としている様子がうかがえる。

## (2) NIF：国営ファンドの枠組み

こうした膠着状態を一挙に打開するスキームとして考案されたのが、NIF（国営ファンド）構想である。これは政府が民営化対象として決定した政府所有企業を、15の国営ファンドに振り分け、入札で選定した各ファンド運用会社にそれぞれの企業ポートフォリオの管理・運用を任せるものである。ファンド運用会社は、自らのポートフォリオに入った企業の経営に影響力を行使し、経営陣を一新したり、技術提携先や資本参加企業を探りながらリストラを図り、企業資産の維持・増加を実現し、NIF自体をワルシャワ取引所へ上場させることを当面の目的とする。他方で、政府はNIFのワルシャワ取引所への上場に先立ち、NIFの株式と交換可能な証書を、すべての成人ポーランド国民に名目的な価格で販売する。

いわば、チェコのクーポン民営化の発想を

利用しながら、かつチェコ方式で解決できなかった企業のリストラを同時に解決できる民営化スキームとして、ポーランド政府が自賛しているスキームである。

この構想は次のような枠組みで構成されている。

まず、政府は民営化対象企業を選択する。96年第1四半期までにこの構想に組み入れられた企業数は512社で、大・中規模の企業から構成される。

政府はまた、これらの民営化対象企業の資産の維持・増加を目的とする15のファンドを設定し、それぞれのファンド（会社資産）の運用を任せるファンド運用会社を入札によって決定した。入札に当たり、ファンド運用会社として、ポーランド国内のコンサルティング会社あるいは投資会社と、外国のコンサルティング会社あるいは投資会社との合弁形態が望ましいとされた。

15のファンド運用会社の指名は95年春までに終了し、その後、断続的に512社のファンドへの配属が実行された。ファンドへの割り当てはファンド運用会社間でウェーバー方式を用いて実行されたが、割り当ての原則として、それぞれの企業につき、33%の株式はリードとなるNIFに、更に27%は残りの14のNIFに配分する方法が採用されている。ちなみに、残りの15%は従業員に無料配布分としてリザーブされ、また25%はいずれ社会保障基金へ引き渡される部分として国庫にリザ

ープされる。

他方、政府は95年11月より1年の期間にわたり、ポーランドの成人（94年12月31日までに満18歳に達し、ポーランド国内に居住する者）に、20ズロチ（およそ8ドル）でNIF株式引換証の配布を開始した。この証書は15のNIFがワルシャワ取引所に上場された以降、15のNIFそれぞれの1株との交換を保証するもので、最大でおよそ2,740万枚の証書が発行される。対象企業512社の94年末の純資産額はおよそ30億ドル弱と推定されており、512企業の純資産うち、NIF所有分はリードNIF所有の33%とサブ・リードNIF所有の27%の合計60%であるから、最大発行の場合、1証書当たりの純資産価値は60ドル強ということになる。証書購入者が少なければ少ないほど、証書の価値が上がることになる。もっとも、企業資産価値はポーランド会計基準による数値で、94年末の価額は既に92年のその34%減になっており、資産価値の目減りのテンポは小さくない。また、ファンド運用会社は成功報酬として、NIF株の売却額から10年間で最大15%（年間1.0%、10年後に5%ボーナス）を取得できることになっているので、実際の引換証の資産価値（簿価）は94年末の時点で50ドル前後である。

現在のところ、NIF株の引換証は自由に売買可能であり、一部の引換証はワルシャワ取引所においても取引されている。ほぼ37ドル前後で取引されてきたが、8月末の時点で

33ドル前後の値が付いている。この水準でも過大に評価されているというのが、大方の見方である。

また、NIFのポートフォリオに入った個別企業も、可能なものから取引所への上場が期待されている。

### (3) NIFとファンド運用会社

NIFは100%国庫所有の株式会社の形態をとったクローズド・エンド型のファンドである。形式的には民営化大臣が国庫を代表して、NIFの所有権の維持・執行に当たる。各NIF組織は監査委員会、経営委員会、株主総会から構成される。監査委員の3分の2以上がポーランド人であることが義務付けられており、かつ委員構成はそれぞれのNIFがリードになっている会社の代表、サブ・リードになっている会社の代表、従業員代表、国庫代表と細かく規定されている。経営委員会の長は監査委員会が指名し、経営委員は経営委員長の任命による。

NIFは一応無限存続の会社形態をとっているが、10年を経過した段階で、以後の毎年の株主総会で存廃あるいは別の形態への転換が決定できることになっている。つまり、10年が一つの区切りとされており、それまでに運用会社がNIF自体の上場のほかに、個別企業のIPOや直接売却を通して企業の民営化を促進し、ファンドの収益を上げ、資産価値を高めることが要請されている。

最初の監査委員の選定にあたっては、政府

表17 NIFファンド運用会社の所有構造 (95年末現在)

| NIF名     | 運 用 会 社 所 有 関 係                                                                                                                                             |
|----------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| I NIF    | Bank Rozwoju Eksportu S.A. (ポーランド、51%)、Girocredit Merger & Acquisition (オーストリア、49%)                                                                         |
| II NIF   | International UNP Holding (ポーランド、50%)、Bank Gdansk S.A. (ポーランド、40%)、Murray Jhonstone (イギリス、10%)                                                              |
| III NIF  | Barclays de Zoete Wedd International Holding (イギリス、33 1/3%)、Bank Polska Kasa Opieki S.A. (ポーランド、33 1/3%)、Company Assistance (ポーランド、33 1/3%)                 |
| IV NIF   | Riffeisen Investment (オーストリア、26%)、Raiffeisen Centrobank (ポーランド、25%)、WS Atkins (イギリス、25%)、その他ポーランド 3 社24%                                                    |
| V NIF    | Kleinwort Benson (イギリス、50.1%)、Polski Bank Rozwoju (ポーランド、49.9%)                                                                                             |
| VI NIF   | Chase Manhattan/Gemina (アメリカ・イタリア、51%)、Wielkopolski Bank Kredytowy (ポーランド、29%)、Nicom Consulting (ポーランド、20%)                                                 |
| VII NIF  | GICC Capital Corporation (アメリカ、33 1/3%)、Lazard Freres et Cie (フランス、33 1/3%)、Bank Gospodarstwa Krajowego (ポーランド、33 1/3%)                                     |
| VIII NIF | Barents/Kennedy Associates/York Trust (アメリカ・アメリカ・イギリス、60%)、Bank Handlowy w Warszawie (ポーランド、20%)、Paine Webber (アメリカ、20%)                                    |
| IX NIF   | 未定                                                                                                                                                          |
| X NIF    | Banque Arjil (フランス、60%)、その他ポーランド 3 社40%                                                                                                                     |
| XI NIF   | KNK Finance & Investment (ポーランド、50%)、Wasserstein Perella Emerging Market (アメリカ、30%)、New England Investment (アメリカ、20%)                                       |
| XII NIF  | Banque National de Paris (フランス、75%)、Polski Bank Inwestycyjny (ポーランド、25%)                                                                                    |
| XIII NIF | Yamaichi International (日本、54%)、Regent Pacific Group (香港、36%)、ABC Constulting (ポーランド、10%)                                                                   |
| XIV NIF  | Bank Zahodni S.A. (ポーランド、33 2/3%)、Central Europe Trust (イギリス、33%)、Chaterhouse Development Capital (イギリス、22 2/9%)、Credit Commercial de France (フランス、11 1/9%) |
| XV NIF   | Creditanstalt Investment Bank (オーストリア、49.9%)、SCG St. Gallen Investment Holding (スイス、49.9%)、その他個人 2 名が0.2%                                                   |

(注) IX NIFはファンド発足直前になって、INGが撤退を決めたために、ファンド運用会社は空席になっている。96年夏の時点でも、空席の状態が続いている。いくつかのファンド運用会社とNIF監査委員会との間で、ファンドの運用・管理方針、準備体制を巡って利害関係が対立しており、XI NIFの監査委員会は96年4月にファンド運用会社を解雇する決定を出している。同様の動きは山一証券が参画しているXIII NIFでもあり、ここでは逆に民営化大臣が監査委員会を解散させるなどの措置をとっている。また、VII NIFではGICCが運用会社から撤退し、運用会社の持ち分をフランスのコンサルティング会社VHFに売却したが、運用会社にはマネージング・フィーでカバーできない債務が残っており、運用会社の所在地であるスイスの裁判所に対して、イギリス人のリーガル・アドバイザーが未払いの報酬を請求する訴訟を起こしている。XI及びXIII NIFのケースでは、監査委員会は運用会社の体制が十分に確立しておらず、必要な報告が的確になされていないことを理由に、解雇の決定を行っている。

いくつかのNIFは独自のファンド名称を使用しているが、ここでは便宜のために当初から採用されている通し番号による表示を使っている。

(出所) *National Investment Fund Program*, Ministry of Privatisation-Poland, Nov.1995よりNRIヨーロッパ作成。

内に設置された選考委員会がショート・リストを作成し、首相の承認を得るという手続きをとっている。

各 NIF のファンド運用会社入札によって決定され、表17のようになっている。ファンド運用会社は NIF の所有者（国庫）に代わって、リードになっている企業に対して所有者機能を果たすことが期待されている。NIF の資産運用にはいくつかの制限が課せられており、一般にリードになっている企業の IPO あるいは戦略的投資家への一括売却を除く、所有株式の売却や自己勘定によるポートフォリオ投資には厳しい制限がある。

また、ファンド運用会社は外国企業と現地企業の共同事業体になっているが、ほとんどの場合、以前にはパートナーシップをもっていない主体同士の連合体である。そうした混成部隊という弱点に加え、運用・管理対象になっている企業のポートフォリオが業績や業種の観点から玉石混交であり、リストラ案の作成だけでもかなりの時間と労力が費やされることは不可避であり、NIF のスキームの整合性に比べて、NIF 設立の目的である実際のリストラの進捗状況はそれほど芳しくないものと思われる。

更に、監査委員会のメンバーについても、経験のない人々がほとんどで、既に監査委員会と運用会社との間で対立関係が頻発しており、表17の注釈に記したように、民営化大臣が直接に調停に乗り出しているケースもある。

NIF 内部は監査委員会とファンド運用会社の典型的な対立のほかに、株主相互間（国庫、従業員、社会保険基金）の利害対立、あるいは株主と監査委員会、経営委員会とファンド運用会社との対立関係も内包しており、利害調整は簡単ではない。

もっとも、監査委員会が頑張るには理由がある。一つのファンド運用会社に支払われる固定の年間フィーが平均で280万ドルで、NIF プログラムに入っている企業の業績からみて、このフィー水準は決して低くなく、任命を受けた監査人が張り切る大きな原因になっている。しかし、30余の企業をリードする個別ファンドのマネジメントには、平均で20名前後のスタッフが必要だと言われており、ファンド運用会社としてはコストを辛うじてカバーする程度のフィーで、うるさく急かされてたまらないという不満はある。なお、既述したように、ファンド運用会社は年間の NIF 株のアロケーションの1%分を成功報酬として受け取る権利を持ち、かつ10年後には5%の報酬が入ることになっている。ただし、報酬の具体的な算定方式は公開されていない。

今後とも、NIF 内部で利害対立が続くことが予想され、それが NIF の効率的な経営を妨げることが考えられる。ポーランド政府が自画自賛するほど、NIF のスキームが有効に機能するか疑問であるが、ともかく97年初めには NIF 株の上場が開始される。

#### (4) NIFの企業ポートフォリオ

各 NIF は1997年の早い時期での取引所上場を目指して、上場準備チームを組んでおり、各企業ポートフォリオの精査を行っている段階である。上場に当たっては、各 NIF 株価が資産の簿価からどれほどディスカウントされるかが、大きな焦点になっている。チェコの経験ではクーポン民営化企業の上場後のディスカウントは平均で52%であったが、このディスカウント幅をいかに小さくするかで、最初のファンド運用の成否が測られる。とはいえ、短期間で企業業績を向上させることは不可能で、NIF 内部の抗争が一段落し、企業のリストラが開始されるまで、ディスカウントが続くと予想される。従って、とりあえず NIF の上場によって、資産の市場評価が定まり、そこから本格的なリストラによる資産の管理・運用が始まると考えるべきであろう。

民営化省の予測でも、NIF 株は上場後に簿価の15~20%のディスカウントになるのは確実と見られており、最悪のケースではチェコの場合と同程度のディスカウントになることも考えられる。この予想が正しければ、引換証へ投資するよりは、ディスカウントされた NIF 株へ投資する方がベターだということになる。

個別企業のデータが公表されていない段階で、NIF の価値評価を行うのは難しいが、全体的な特徴は次のようになっている。

まず、NIF プログラムに組み入れられた企業の業種別構成は表18のようにになっている。これに見られるように、電気関連の工業企業が数で圧倒的に多いが、次いで中規模の軽工業、建設業、食品加工の順になっている。

また、同じく民営化省発表のデータによれば、全512社の94年の課税前利益で見ると、31%の企業が赤字企業であり、利益が100万ズロチ（およそ40万ドル）以下の企業まで広げると、全体の6割がこの中に入る。ちなみに、500万ズロチ（およそ230万ドル）以上の利益を上げた企業は全体の10%、200万ズロチから500万ズロチの利益を上げた企業は19%となっている。つまり、赤字企業が3割、赤字ではないがほとんど収益のない企業が3割、利益が上がっている企業が3割という構成になっている。

表18 NIFプログラムの企業構成

| 業種    | 企業数 | 売上シェア(%) |
|-------|-----|----------|
| 金属加工  | 8   | 5.0      |
| 電気・機械 | 150 | 15.8     |
| 化学    | 42  | 20.9     |
| 鉱工業   | 43  | 21.4     |
| 木工・製紙 | 33  | 16.8     |
| 軽工業   | 67  | 23.9     |
| 食品加工  | 62  | 8.3      |
| 建設    | 69  | 10.0     |
| 運輸    | 9   | 1.8      |
| 商業    | 16  | 0.7      |
| その他   | 13  | 17.1     |
|       | 512 | 8.1      |

(注) 売上シェアは93年のデータで、各業種内でのウェイト。合計欄のシェアは国民経済全体に占めるシェア。

(出所) 前掲、National Investment Fund Program よりNRIヨーロッパ作成。

表19 VI NIFリード企業一覧

| No. | 会社名                                | 業種        | 94年純益<br>1,000PLN | 95年純益<br>1,000PLN | 雇用者数<br>人 |
|-----|------------------------------------|-----------|-------------------|-------------------|-----------|
| 1   | Zakłady Chemiczne Blachownia S.A.  | 化学        | 1,015             | 5,342             | 2,360     |
| 2   | Zakłady Chemiczne Wizow S.A.       | 化学        | 994               | 3,341             | 580       |
| 3   | Z. Ch. Hajduki S.A.                | 塗料        | 1,215             | 2,194             | 330       |
| 4   | Polifarb Kalisz S.A.               | 塗料        | -438              | -170              | 88        |
| 5   | Pollena Jawor S.A.                 | トイレタリー    | -740              | -608              | 250       |
| 6   | Fabryka Amortyzatorów S.A.         | 緩衝機器      | 2,987             | 6,425             | 2,000     |
| 7   | Wytwornia Spzretu Mechanicznego K. | エンジン部品    | 2,450             | 5,379             | N.A.      |
| 8   | Polmozbyt Krakow S.A.              | 車両ディーラー   | -235              | -95               | 352       |
| 9   | Bielski Zakłady Wyrobów Filcowych  | フェルト品プラント | -181              | 198               | 270       |
| 10  | Welux S.A.                         | ウール繊維     | 40                | 15                | 530       |
| 11  | Zakłady Lniarskie Orzel S.A.       | リンネル繊維    | 1,744             | 1,235             | 1,030     |
| 12  | Modus S.A.                         | 服飾製品      | -395              | -1,344            | 530       |
| 13  | Bonitex S.A.                       | 人工繊維      | 422               | 115               | 244       |
| 14  | Chodzież S.A.                      | 陶器        | -1,016            | 257               | 530       |
| 15  | Tulowice S.A.                      | 家庭用セラミック  | 443               | 141               | 1,050     |
| 16  | Zabkowice S.A.                     | ガラス製品     | 530               | 500               | 360       |
| 17  | Jarocinskie Fabryki Mebli S.A.     | 家具製造      | 1,632             | 1,460             | 1,780     |
| 18  | Kolejowe Zakłady Automatyki S.A.   | 鉄道管理      | 1,596             | 1,214             | 360       |
| 19  | Kontakt S.A.                       | 電気器具      | 520               | 842               | 750       |
| 20  | Dehak S.A.                         | 掘削機器      | 1,870             | 1,426             | N.A.      |
| 21  | Chzmo S.A.                         | 耐火レンガ     | -4,316            | 3,379             | 278       |
| 22  | Spomasz S.A.                       | 農機具       | 129               | 529               | 400       |
| 23  | Gryf S.A.                          | 甘味原料      | 4,757             | 3,687             | 490       |
| 24  | PZZ Kalisz S.A.                    | 製粉        | -2,687            | -3,029            | 148       |
| 25  | PZZ Włocławek S.A.                 | 製粉        | -1,840            | -774              | 215       |
| 26  | Dwikozy S.A.                       | 農産物加工     | -394              | -7,527            | 350       |
| 27  | PPCh Ciechanów S.A.                | 冷凍食品      | 161               | 94                | N.A.      |
| 28  | Z.M. Kepno S.A.                    | 食肉加工      | -354              | 36                | 200       |
| 29  | Z.M. Chojnice S.A.                 | 食肉加工      | -1,978            | -920              | 195       |
| 30  | Garbarnia Brzeg S.A.               | 皮革製品      | 1,117             | 1,112             | 370       |
| 31  | Centrala Nasienna S.A.             | 飼料製造      | 131               | 46                | N.A.      |
| 32  | Rzeszowskie Przedsiębiorstwo Bud.  | 建設        | -434              | -76               | N.A.      |
| 33  | Wojewódzkie Przedsiębiorstwo R.L.  | 建設        | -393              | -311              | 350       |
| 34  | Metalplast Zamost S.A.             | 戸口構造物     | -1,965            | -1,708            | 230       |
| 合 計 |                                    |           | 6,387             | 22,405            | 16,620    |

(注) 1USD=2.195PLN (94年末)、1USD=2.467PLN (95年末)。

95年の純益は11カ月分のみ。

(出所) 第VI NIF公表資料よりNRIヨーロッパ作成。

個別の NIF の企業ポートフォリオの詳細なデータは公表されていないが、今年春に、第 VI NIF がリードとなっている企業34社の簡単な損益計算書を発表して話題になった。第 VI NIF は一般のルールに従って企業ポートフォリオを獲得しており、34社の株を一律33%ずつ保有し、残り477社各社について1.93%の株式を保有している。NIF ポートフォリオの一つの典型例として、リードとなっている企業をまとめたものが表19である。

表から見られるように、従業員88名の小企業から2,360名までの大企業までを含む。29社の平均従業員数は573名であるから、平均的には中規模企業が対象となっている。94年の純益で見ると、損失企業が34社中15社で、実に4割以上の企業が赤字企業である。95年のデータでは10社が赤字企業と経営改善はみられるものの、実に多種多様な企業がポートフォリオに入っていることが分かる。

既述したように、民営化省は512社の94年末の純資産（簿価）はおおよそ30億ドル（ポーランド会計基準）と計算しており、そのうち NIF 所有分になるのは6割であるから、18億ドルが NIF 株の簿価ということになる。現在、各種機関がバリュエーションを試算しているが、18億ドルを基準にとると、最悪のケースでは8割ディスカウントの3億7,000万ドル、最良のケースでも3割ディスカウントの13億ドルと、極めて幅の大きな試算が公表されている。上場の準備が進み、各企業の

精査が終了するまでまだ時間がかかろう。現在の試算はあくまで大雑把な推計にすぎないが、それでもかなり大きなディスカウントは確実な見通しである。

いずれにしても、96年から97年にかけての中欧株式市場の大きな話題は、ポーランドの NIF の上場と価格動向となろう。民営化が遅れている旧東欧・ソ連諸国にとっても、ポーランドの NIF プログラムの成否は大きな関心事であり、我々も今後の動向を注視したい。