

習近平指導部の下で初めて公表された

中国・国有企業改革の青写真

関根 栄一

■ 要 約 ■

1. 2015年9月13日、中国共産党中央及び国務院は「国有企業改革の深化に関する指導意見」（以下、指導意見）を公表した。2013年11月の第18期3中全会以来、公表まで約2年を要したが、このタイミングでの公表には株式市場対策も背景にあったものと思われる。
2. 指導意見の最大の特徴は、従来の監督当局による国有企業そのものに対する管理モデルから、資本に着目した管理モデルに転換し、資本の効率性を追求する点にある。そのため、国有資本投資・運営会社が国に代わって出資者としての職責を履行するモデルが描かれている。
3. また、資本管理を主体としたモデルを構築することで、商業類・公益類といった国有企業の新分類に応じた資本構成の調整が可能となり、外資などの非国有資本が国有企業改革に参画することが可能となる。そのためには投資促進分野と制限分野（ネガティブリスト）の検討も必要になるだろう。
4. 国有企業改革では、改革のストラクチャー（器）の構築が先行するが、資産や有利子負債のリストラといった中身の議論も今後行われよう。上場会社の合併リストラなど、資本市場の機能を使った改革も中長期的には不可欠であり、指導意見を原則に、その他の関連意見の公布とその内容も待たれる。

I 第18期3中全会後2年近くを経て公表された国有企業改革の指針

2015年9月13日、中国共産党中央及び国務院は「国有企業改革の深化に関する指導意見」（以下、指導意見）を公表した¹。国有企業改革は、約2年前の2013年11月の中国共産党第18期中央委員会第3回全体会議（第18期3中全会）で採択された改革プランの目玉の一つであり、今般、ようやく指針が示された格好になる。

第18期3中全会の改革プランの中で、国有企業改革は、計15分野（計60項目）の中

¹ http://www.mof.gov.cn/zhengwuxinxi/zhengcefabu/201509/t20150914_1458154.htm

の、第2番目の分野の「基本的な経済制度の維持・整備」に盛り込まれている。ここでは、公有制・非公有制という企業の所有制のあり方を示してはいるものの、公有制企業も非公有制企業も同時に発展させる両論併記の内容となっていた²。これは、公有制を代表する国有企業の改革や、非公有制を代表する私営企業・外商投資企業の育成について、双方の利害関係者に配慮したためとも取れるものであり、逆に中国当局の今後の方針を分かりにくいものにしてきた。第18期3中全会後、指導意見の公表まで2年近くを要したのは、こうした利害調整があったためと思われる。

それでも、このタイミングで指導意見が公表されたのは、2015年6月以降動揺している株式市場への対応策として、国有企業の改革を中国当局が市場に打ち出す狙いがあったものと思われる。中国株式市場で上場している上場企業は、優良な資産を切り離して部分上場しているケースが多いとされ、ガバナンス強化の観点から、グループ全体の上場に移行すべきとの議論も、かねてより市場関係者から指摘されていた。

また、第18期3中全会で決定された国有企業改革には、財産権保護制度の整備、混合所有制経済の積極的発展、国有企業の現代企業制度整備の推進、非公有制経済の健全な発展の支援が盛り込まれており、株式市場の動揺が続く中、同年9月下旬の習近平国家主席の公式訪米を機に、中国の改革姿勢を全世界にアピールする狙いもあったと思われる。

続いて本稿では、工業分野の国有企業の位置づけを確認しつつ、指導意見によって、今後、国有企業に対する管理モデルがどのように変わるのか、それが国有企業の業績とどのように関係があるのかを中心に指導意見の内容を確認・分析する。そして最後に、今後の国有企業改革の注目点に触れる。

II 工業分野の国有企業の位置づけ

1. 所有制の定義

工業分野の工業企業の位置づけを見る前に、先ず中国企業の所有制の定義を確認しておく。

中国の企業統計では、工商行政管理機関に登録する企業の所有制別の区分を、内資企業、香港・マカオ・台湾投資企業、外商投資企業に大きく三つに分けている。うち、一つ目の内資企業は、国有企業（全資産が国家に所有）、集体企業（資産が集団に所有）、株式合作企業（従業員の共同出資）、聯営企業（2名以上の法人出資）、有限責任公司（1名以上50名以下の有限責任）、株式有限公司（いわゆる株式会社）、私営企業（自然人（個人）の設立・支配）、その他企業に分かれる。但し、上記の国有企業の中に、有限責任公司の中の国有独資公司は含まれない。

² 「少しも揺るがず公有制経済を打ち固め、発展させ、公有制の主体的地位を堅持し、国有経済の主導的役割を發揮させ、国有経済の活力、支配力、影響力を絶えず強めなければならない」と明記すると同時に、「少しも揺るがず非公有制経済の発展を奨励、支持、指導し、非公有制経済の活力と創造力をほとばしらせなければならない」としていた。

2. 工業分野の所有制別企業の分布状況（2013年末、2013年）

ここでは、中国統計年鑑の全国の一定規模（年間の主要業務収入（売上高）2,000 万元）以上の工業企業の主要経済指標を基に、2013 年末及び 2013 年の国有・国有持株企業、私営企業、外商投資企業の分布状況を見てみる（図表 1）。

工商行政管理機関の企業統計とは異なり、国家統計局が管理する企業統計では、国有企業と国有持株企業を同一の「国有・国有持株企業」に分類して開示している。「国有持株企業」とは、混合所有制経済の下で、「全資産のうち国有資産（または国有株）の割合が他のどんな単独の所有者よりも大きな割合を有する企業」と定義されている。

1) 企業数

国有・国有持株企業の 1 万 8,197 社に対し、私営企業が 19 万 4,945 社、外商投資企業が 3 万 1,200 社となっている。また、全体に占める割合を見てみると、国有・国有持株企業の 5.2%に対し、私営企業が 55.3%、外商投資企業が 8.8%となっている。企業数では、非公有制の私営企業が過半を超えている。

2) 総資産

国有・国有持株企業の 34 兆 2,689 億元に対し、私営企業が 17 兆 4,771 億元、外商投資企業が 11 兆 3,796 億元となっている。また、全体に占める割合を見てみると、国有・国有持株企業の 40.3%に対し、私営企業が 20.5%、外商投資企業が 13.4%となっている。総資産では、公有制の国有・国有持株企業が 4 割を超えている。

3) 主要業務収入（売上高）

国有・国有持株企業の 25 兆 8,243 億元に対し、私営企業が 32 兆 9,694 億元、外商投資企業が 15 兆 3,371 億元となっている。また、全体に占める割合を見てみると、国有・国有持株企業の 25.1%に対し、私営企業が 32.0%、外商投資企業が 14.9%となっている。私営企業は全体の 3 割を占める存在感を示している。

図表 1 工業分野・所有制別企業の分布状況（2013 年末、2013 年）

	企業数 (社)	内訳 (%)	総資産 (億元)	内訳 (%)	主要業務収入 (億元)	内訳 (%)	利潤総額 (億元)	内訳 (%)
国有・国有持株企業	18,197	5.2	342,689	40.3	258,243	25.1	15,194	24.2
私営企業	194,945	55.3	174,771	20.5	329,694	32.0	20,876	33.2
外商投資企業	31,200	8.8	113,796	13.4	153,371	14.9	9,673	15.4
その他企業	108,204	30.7	219,370	25.8	287,842	28.0	17,088	27.2
全体	352,546	100.0	850,626	100.0	1,029,150	100.0	62,831	100.0

- (注) 1. 年間の主要業務収入（売上高）2,000 万元以上の工業企業を対象に集計。
2. 企業分類のうち「国有企業」は「全資産が国家に所属する企業」を指す。また「国有持株企業」は、混合所有制経済の下で、「全資産のうち国有資産（または国有株）の割合が他のどんな単独の所有者よりも大きな割合を有する企業」を指す。

(出所) 『中国統計年鑑 2014』より野村資本市場研究所作成

4) 利潤総額（総利益）

国有・国有持株企業の1兆5,194億元に対し、私営企業が2兆876億元、外商投資企業が9,673億元となっている。また、全体に占める割合を見てみると、国有・国有持株企業の24.2%に対し、私営企業が33.2%、外商投資企業が15.4%となっている。ここでも、私営企業は全体の3割を占める存在感を示している。

III 指導意見の目指すもの—資本管理を主体にしたモデルへの転換

1. 指導意見の概要

1) 指導意見の問題意識

今回公表された指導意見は、冒頭で、国有企業に関する問題を3点指摘している。

第一に、一部の企業で市場の主体としての地位が未確立で、現代企業制度（後述）が不健全で、国有資産の管理監督体制の整備が待たれ、国有資本の運営効率が更に向上する必要があるとしている。

第二に、一部の企業では管理が混乱し、内部者が支配し、利益の移転が行われ、国有資産の流出等の問題が突出しているとしている。また、企業の社会機能・歴史的に残された問題が今なお未解決であるとしている。

第三に、一部の企業の党組織で、党の職責が行われず、党の役割が弱体化しているとしている。

2) 指導意見の構成

続いて、指導意見は、以下の計8分野（計30項目）での国有企業改革の指針を示し、第18期3中全会の改革プランの目標設定時期である2020年までに重点分野で決定的な成果を達成するとしている。

- ① 全体要求
- ② 国有企業改革の分類・推進
- ③ 現代企業制度の整備
- ④ 国有資産管理体制の整備
- ⑤ 混合所有制経済の発展
- ⑥ 国有資産流失の監督・防止の強化
- ⑦ 党の国有企業への指導の強化と改善
- ⑧ 国有企業改革のための良好な環境・条件の創出

2. 資本管理を主体にしたモデルの構築

指導意見の最大の特徴は、国有企業改革のストラクチャー（器）の構築を先行させてい

る点にある。

先ず国有資産管理体制について、従来の監督当局による企業そのものに対する管理モデルから、資本に着目し、国有企業への出資者としての管理モデルに転換すると明記している。具体的には、①資本管理を主体として国有資産管理監督機関の職能転換を推進すること、②資本管理を主体として国有資本の授權経営体制を改革すること、③資本管理を主体として国有資本の合理的な流動と最適な配置を推進すること、④資本管理を主体として、経営性国有資産の集中的・統一的管理監督を推進すること、を明記している。

上記のうち、①と②について、国有資産管理監督機関が、法に基づき改組・設立した国有資本投資・運営会社に授權し、同社傘下の企業の国有資本に対し、（国の）出資者としての職責を履行するモデルを描いている（図表2）。

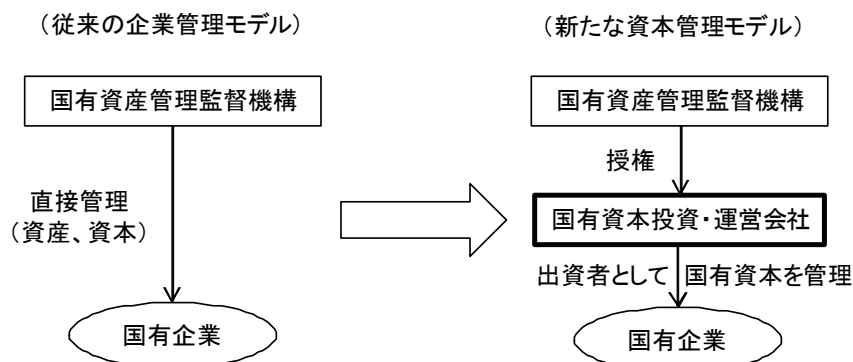
3. 資本管理を主体にしたモデルがなぜ必要なのか

指導意見の冒頭の問題意識で示されている通り、中国の国有企業の管理監督は、資本だけではなく、資産・負債を含む企業全体のオペレーションに及び、国が国有企業を介して市場に干渉する手段となり、国民経済における効率的な資源配分を歪める結果となっていた。具体的には、国有企業の過剰投資、過剰生産につながっていた。

また、国有企業の過剰投資、過剰生産は、国有企業の財務体質を悪化させ、第18期3中全会での改革プランに盛り込まれたように、国有企業からの国への配当収益を将来の社会保障の財源にしようとする構想の実現の成否に関わる問題となっている。

こうした問題を解決するためには、国の国有企業に対する管理のあり方を変え、政府はあくまで出資者として職責を履行することで、国有企業の行為が市場メカニズムで動く一主体となるよう促すというのが指導意見の基本的な考え方と言える。

図表2 国有企業に対する管理モデル



(注) 2015年9月13日公表。

(出所) 中国共産党中央・国務院「国有企業改革の深化に関する指導意見」より
野村資本市場研究所作成

4. 資本管理を主体にしたモデルへの移行は急務

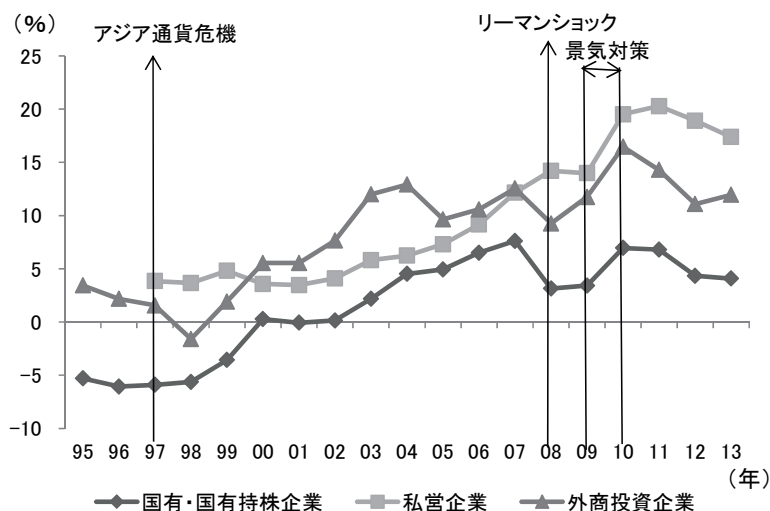
ここで、資本管理を主体にしたモデルへの移行は急務であることを確認するために、上記の工業分野の国有・国有持株企業の資本効率を、他の所有制企業と比較してみる。具体的には、自己資本利益率（Return On Equity、略称 ROE）で比較してみる。

ROE とは、企業の自己資本（株主資本）に対する当期純利益の割合で、株主の持分に対する投資収益率を表す。本稿では、分子の利益を利潤総額から支払増徴税（付加価値税）を控除したものとして、分母の自己資本を所有者權益（Owners' Equity）の前年末と当年末の合計の半分と定義して ROE を算出した（図表 3）。

算出の結果、国有・国有持株企業の ROE は、私営企業や外商投資企業の水準を下回っている。2013 年の ROE は、国有・国有持株企業が 4.1%、私営企業が 17.4%、外商投資企業が 11.9%となっている。

また、国有・国有持株企業及び外商投資企業の ROE はともに、四兆元の景気対策の効果が切れた 2010 年または 2011 年をピークに下降し始めている点で共通している。国有・国有持株企業の ROE は、ピーク時の 2007 年でも 7.0%と、私営企業や外商投資企業の水準を超えた年は無い。ROE は、経営者が株主に対して果たすべき責務を表した指標でもあり、株主に帰属する配当可能利益の源泉として配当能力を測定する指標としても使われる。私営企業や外商投資企業と比較すると、国有・国有持株企業の経営者は、株主（国）に対して十分な配当を行っていない様子が見て取れる。これは、前述のとおり、政府の社会保障の財源確保にも関わる問題でもある。

図表 3 工業分野・所有制別企業の ROE の推移



- (注) 1. 私営企業は 97 年からの数値。
 2. 分子の利益は利潤総額から支払増徴税（付加価値税）を控除したもの。企業所得税（法人税）は横並び比較のため控除せず。
 3. 分母の各年の所有者權益は前年末と当年末の合計の半分。

(出所) CEIC より野村資本市場研究所作成

5. 国有企業の過剰債務も深刻に

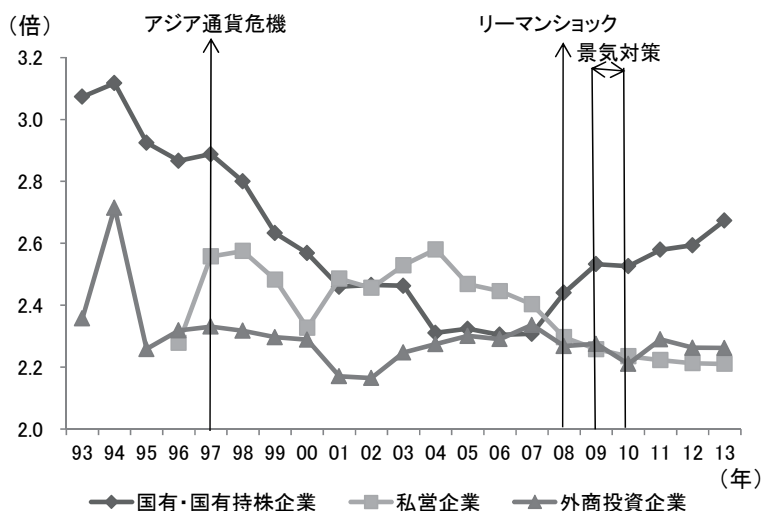
国有企業が国の市場への介入手段となってきたことは、四兆元の景気対策の執行過程での過剰投資・過剰生産の裏側で、過剰債務を抱えたことにも表れている。ここで、上記の工業分野の国有・国有持株企業の過剰債務を、他の所有制企業と比較してみる。具体的には、財務レバレッジで比較してみる。

財務レバレッジとは、自己資本比率の逆数である。すなわち、財務レバレッジが高ければ高いほど、株主資本は同じであっても銀行借入等を活用してより多くの資金を事業に投下しているため事業の効率性は増す一方、有利子負債が増加して自己資本比率が下がり、金利負担、返済負担が増加し、企業の収益性、資金繰りを圧迫することとなる。本稿では、分子を当年末の総資産として、分母を当年末の所有者權益と定義して財務レバレッジを算出した（図表4）。

算出の結果、国有・国有持株企業の財務レバレッジは、私営企業や外商投資企業の水準を上回っている。2013年の財務レバレッジは、国有・国有持株企業が2.67倍、私営企業が2.21倍、外商投資企業が2.26倍となっている。

また、国有・国有持株企業の財務レバレッジは、1990年代以降、2000年代前半にかけて低下しており、有利子負債のリストラが進んできた様子が伺える。この期間は、国内外での上場を控え、商業銀行の不良債権処理が進んだ時期と重なる。ところが、2008年に打ち出された四兆元の景気対策を機に財務レバレッジは再び上昇しており、国有・国有持株企業の有利子負債の増加が見て取れる。実際、銀行貸出（人民元、外貨）は、中国人民銀行の社会融資規模に関する統計によれば、2008年の5兆988億元から2009年には10兆5,207億元に倍増している。

図表4 工業分野・所有制別企業の財務レバレッジの推移



- (注) 1. 私営企業は96年からの数値。
2. 分子は当年末の総資産。
3. 分母は当年末の所有者權益。

(出所) CEICより野村資本市場研究所作成

過剰債務の問題の解決は一朝一夕には進まない。国有企業が市場の一主体として動くよう促すことで徐々に解消していくほかなく、そのためにも国の過剰な干渉を排していく必要がある。

6. 資本管理を主体にしたモデル導入の動き

資本管理を主体にしたモデル導入の動きは、既に始まっている。

先ず、習近平指導部の成立前であるが、中国では、2010年12月、「中国国新持株有限责任公司」（以下、国新ホールディングス）を設立し、国有資産監督管理委員会（国資委）から移管された中央国有企業の株式会社化と資産のリストラ・整理、移管企業のグループ全体の上場を促す仕組みを構築している³。直近では、2015年10月12日付上海證券報によれば、中国の携帯電話の基地局・電波塔を建設・運営する中国鉄塔株式有限公司（以下、中国鉄塔）に、国新ホールディングスが100億元を出資し、国有企業改革を促進するとの情報がある⁴。中国鉄塔の株主は、中国電信、中国聯通、中国移動の通信3社であるが、国新ホールディングスが100億元超を出資すると、同社の出資比率は6%となる。業界関係者によれば、国新ホールディングスの出資により、中国鉄塔の経営の独立性を高め、充電ステーション建設等新業務開拓に役立つとの見方が示されている。

他に前後するが、第18期3中全会後の2014年7月15日、国資委は国有企業の「四項目改革」を公表し、うち国家開発投資会社と中糧集団有限公司の2社を国有資本投資会社のテスト会社に指定している⁵。一年間に亘るテストの経験や成果が、資本管理を主体にしたモデルの構築に向けどのように活かされていくのかが注目される。

IV 国有企業の資本構成の再編を促す制度設計

1. 国有企業の新たな分類と資本構成

上記の通り、資本管理を主体としたモデルを構築することで、国有企業の分類に応じた資本構成を調整できる仕組みを指導意見は想定している。指導意見では、国有企業を「商業類」と「公益類」に分類し、区別した上での改革を進めていく方針を明記している。両者の定義と資本構成、評価基準は以下の通り想定されている（図表5）。

1) 商業類国有企業

商業類国有企業は、市場原理に基づいて商業上の観点からオペレーションを行う。

同企業の主要な目標は、国有経済の活力の増強、国有資本の機能の拡大、国有資産

³ 関根栄一「中国における「産業版CIC」の設立」『季刊中国資本市場研究』2011年春号。

⁴ http://news.cnstock.com/industry/sid_rdjj/201510/3584605.htm

⁵ <http://www.sasac.gov.cn/n1180/n1566/n259730/n264168/15962412.html>

図表5 国有企業の新たな分類と資本構成

大分類	小分類	定義、改革の方向性	資本構成	重点評価基準
商業類	競争性企業	本業が市場競争が十分に進んでいる業界・分野にある企業。 競争性企業は、原則として株式制改革(株式会社化)を実施し、積極的にその他国有資本や非国有資本を導入して株主構成の多様化を実現。	国有資本は、絶対支配でも相対支配でも、また株式保有でも良く、グループ全体の上場を推進。	①経営業績指標、②国有資産の価値増加、③市場競争力。
	特定目的企業	本業が国家安全や国民経済にとって重要な業界・分野にある企業。 自然独占業界に対しては、「政企分離」(行政機能と企業管理の分離)、「政資分離」(行政機能と資本管理の分離)、コンセッション方式(特定範囲での運営権取得)、政府監督を主要内容とする改革(上下分離方式を含む)を実施。 国有全額出資企業に対しては、積極的に他の国有資本を導入。 特殊業務と競争性業務に対しては、本業から分離して、独立オペレーション、独立採算を實行。	国有資本の絶対支配を維持した上で、非国有資本の株式保有を支援。	①経営業績指標、②国有資産の価値増加に加え、③国家戦略サービス、国家安全と国民経済の運営の保障、戦略的新興産業の発展、特殊任務の完遂。
公益類		本業が民生保障、社会サービス、公共品・公共サービスを提供する企業。	国有独資方式を採用することが可能で、条件を満たせば投資主体の多様化を進めることが可能。 サービスの購入、コンセッション方式、委託代理方式等を通じて、非国有資本の経営への参画も可能。	①コスト管理、製品・サービスの質、運営効率、保障能力、②企業ごとに異なる経営業績指標と国有資産の価値増加、③社会評価。

(注) 2015年9月13日公表。

(出所) 中国共産党中央・国務院「国有企業改革の深化に関する指導意見」より野村資本市場研究所作成

の価値増加となる。また、商業類国有企業は、法に基づき、独立して自主的に生産・経営活動を展開し、優勝劣敗を実現し、秩序立てて参入・撤廃する。商業類国有企業は、更に以下の二つに分類される。

(1) 競争性企業

競争性企業とは、本業が、市場競争が十分に進んでいる業界・分野にある企業を指す。

第一に、競争性企業は、原則として株式制改革(株式会社化)を実施し、積極的にその他国有資本や非国有資本を導入して株主構成の多様化を実現する。

第二に、国有資本は、絶対支配でも相対支配でも、また株式保有でも良く、グループ全体の上場を推進する。

第三に、重点評価基準は、①経営業績指標、②国有資産の価値増加、③市場競争力とする。

(2) 特定目的企業

特定目的企業とは、本業が、国家安全や国民経済にとって重要な業界・分野にある企業を指す。

第一に、特定目的企業は、国有資本の絶対支配を維持した上で、非国有資本の株式保有を支援する。

第二に、自然独占業界に対しては、「政企分離」(行政機能と企業管理の分離)、「政資分離」(行政機能と資本管理の分離)、コンセッション方式(特定範囲での運営権取得)、政府監督を主要内容とする改革(上下分離方式を含む)を実施する。国有全額出資企業に対しては、積極的に他の国有資本を導入する。特殊業務と競争性業

務に対しては、本業から分離して、独立オペレーション、独立採算を実行する。

第三に、重点評価基準は、①経營業績指標、②国有資産の価値増加に加え、③国家戦略サービス、国家安全と国民経済の運営の保障、戦略的新興産業の発展、特殊任務の完遂とする。

2) 公益類国有企業

公益類国有企業とは、本業が、民生保障、社会サービス、公共品・公共サービスを提供する企業を指す。

第一に、公益類国有企業は、国有独資方式を採用することが可能で、条件を満たせば投資主体の多様化を進めることが可能である。

第二に、サービスの購入、コンセッション方式、委託代理方式等を通じて、非国有資本の経営への参画も可能である。

第三に、重点評価基準は、①コスト管理、製品・サービスの質、運営効率、保障能力、②企業ごとに異なる経營業績指標と国有資産の価値増加、③社会評価とする。

2. 混合所有制の推進

1) 混合所有制の三類型

指導意見によって、前述の通り、国有企業に対する資本管理を主体とした管理モデルが構築され、かつ商業類や公益類によって国有資本と非国有資本の出資割合が定義されることで、今度は国有資本と非国有資本が相互に乗り入れる混合所有制を推進することが可能となる。指導意見では、混合所有制として以下の三類型を想定している。

(1) 非国有資本を導入した国有企業改革への参画

(指導意見の考え方)

非国有資本を導入した国有企業改革への参画では、第一に、非国有資本が投資主体として、出資、買収、転換社債の購入、株式転換等の多様な方法を通じて、国有企業のリストラや国有持株上場企業の増資及び経営管理に参画する。また、同じ種類の株式であれば、同じ株主としての権利を保障する。

第二に、石油、天然ガス、電力、鉄道、通信、資源開発、公益事業等の分野で、非国有資本に適した産業政策を打ち出す。

第三に、外商投資産業指導目録及び安全審査規定に従って、外資の安全審査業務制度を整備する。

第四に、多様な官民パートナーシップ（PPP）のテストを展開し、PPP モデルを徐々に広める。

(国有企業改革にとっての意味・意義)

非国有資本の国有企業改革への参画の促進は、私営企業や外商投資企業の ROE に見られるように、国有企業の資本効率の改善を促すものとして評価できる。

(2) 国有資本の多様な方式での非国有企業への出資

(指導意見の考え方)

国有資本の多様な方式での非国有企業への出資では、第一に、国有資本投資・運営会社の役割を十分に発揮し、市場化された手法で、公共サービス、ハイテク、環境保護、戦略的産業の重点分野で、発展の潜在力が高く成長性が大きい非国有企業に対する株式投資を行う。

第二に、国有企業が出資、共同投資、リストラ等の多様な方法を通じて、非国有企業と株式の統合、戦略提携等を行う。

(国有企業改革にとっての意味・意義)

国有資本による非国有企業への出資は、第 18 期 3 中全会の改革プランにも盛り込まれたものではあるが、基準や手法次第によっては、国有資本の市場での存在感を必要以上に高めてしまう結果となる。この点は、あくまで限定的に運用されるのが望ましいと言える。

(3) 混合所有制企業での従業員持株制度の検討

(指導意見の考え方)

混合所有制企業での従業員持株制度の導入では、第一に、人的資本と技術要素の割合が大きい科学技術機関、ハイテク企業、科学技術サービス企業での従業員持株制度のテストを優先して支援する。

第二に、企業の経営業績及び持続的成長に直接、または大きな影響を与える技術者、管理者、経営幹部等の株式保有を支援する。

第三に、株式取得方法としては、増資や新株購入を想定する。

(国有企業改革にとっての意味・意義)

中国証券監督管理委員会（証監会）は、2014 年 6 月 20 日、「上場企業による従業員持株計画実施の試行に関する指導意見」を公布・施行しており⁶、上場企業については証監会に認可を経ることなく、開示によって持株制度を導入することが既に可能となっている。これは、上場している国有企業も例外ではないが、国有資本の不当な流出・配分を防止するための細則が別途必要とされてきた。経営者、従業員のインセンティブを高めることとのバランスに配慮した制度設計が今後求められている。

⁶ http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201406/t20140620_256427.html

2) 混合所有制経済とネガティブリスト

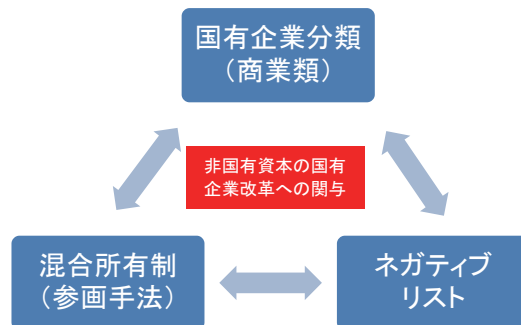
今回の指導意見は、国有企業改革全体の青写真として、今後、同意見をベースにした関連意見が制定される予定である。この関係を当地メディアでは、改革の大原則となる指導意見を「1」、複数の関連意見を「N」として、「1+N」と呼んでいる。

例えば、指導意見の中の上記の混合所有制の指針は、あくまで国有資本-非国有資本間の参入・参画に関する方法論を述べたものである一方、次の段階では、やはり指導意見が取り上げている国有企業の新たな分類と、新たな分類に応じた投資分野との関係を明らかにしていく必要がある。換言すれば、①混合所有制の下で、非国有資本の国有企業改革への参画手法を定義することと、②非国有企業が改革に参画できる国有企業の分類を明らかにすることと（この場合は商業類）、③非国有資本の投資が容認される分野と制限される分野（後者はネガティブリストとして計上）との関係を解決していく必要がある（図表6）。

そこで、2015年9月24日、国務院は計8分野（計29項目）から構成される「国有企業の混合所有制経済発展に関する意見」を公布した⁷。同意見では、国家安全や国民経済にとって重要な業界・分野（商業類の中の特定目的企業）として、①重要な通信インフラ設備、②重要な水資源・森林資源、③石油・天然ガス・電力の輸送網、④原子力発電、⑤軍需産業、⑥その他国の戦略産業の6分野を指定し、分野毎の非国有資本の関与方法を分類した。これは、国家安全や国民経済にとって重要な業界・分野はネガティブリスト（投資制限分野）に指定したことを意味している。

国有企業の新たな分類は、非国有資本の関与の可否や関与の手法にも直結するため、どのような細則に基づき、どのような手順で進めていくかが注目される。また、前述の通り、一定規模の工業分野の国有・国有持株企業だけでも1万8千社に及ぶ中で、新たな分類作業は膨大な事務量となろう。仮に分類作業が遅延した場合は、非国有資本の参画機会もそれだけ遅れることとなろう。

図表6 非国有資本の国有企業改革への関与に必要な三点セット



(注) 2015年9月13日公表。

(出所) 中国共産党中央・国務院「国有企業改革の深化に関する指導意見」より野村資本市場研究所作成

⁷ http://www.gov.cn/zhengce/content/2015-09/24/content_10177.htm

なお、前述の 2014 年 7 月に公表された国有企業の「四項目改革」のうち、混合所有制経済のテスト対象に中国医薬集団総公司と中国建築材料集団公司の 2 社が指定されている。先行テストの経験と成果がやはり注目される。

3. 企業内部の規律付けの強化

資本管理を主体にした管理モデルの下では、企業内部の規律付けの強化が前提条件となる。指導意見ではこれを所有と経営の分離に基づく「現代企業制度の整備」として、国有企業の株式制改革（株式会社化）を進める方針を打ち出している。その上で、指導意見は、①取締役会制度の整備を通じたコーポレート・ガバナンスの構築、②選任制・任用制・委任制等による高級管理職の選抜制度の確立、③（社会主義市場経済に適した）報酬分配制度の実行、④内部登用制度改革の深化、を掲げている。

前述の 2015 年 7 月の「四項目改革」のうち、取締役会による高級管理職の選抜、業績評価、報酬管理のテスト対象として、新興際華集団有限公司、中国节能环保公司、中国医薬集団総公司、中国建築材料集団公司の 4 社が指定されている。先行テストの経験と成果も注目される。

V 国有企業改革の今後の注目点

1. 中国企業の産業競争力強化との関係

国有企業改革だけに限るものではないが、中国では、2011 年から 2015 年の第 12 次 5 年計画での産業競争力強化の方針に合わせて、2010 年に企業再編の促進、新興産業の育成、民間資本の活用、外資の活用に関し、それぞれ国務院から政策が打ち出されている⁸。当該 5 年間の成果はいずれ中国政府から公表されるとして、第 18 期 3 中全会の改革プランの一環としての国有企業改革においても、産業競争力強化の視点・政策はいずれ出てくることとなる。

一方、今般の指導意見は、国有企業改革のストラクチャー（器）を先行させて決定しているものであり、資本管理を主とした管理モデルは、株主（国）による国有企業のガバナンス監視を強化し、ROE の向上への条件整備となる。但し、財務レバレッジの分析でも明らかとなった通り、工業分野の国有・国有持株企業では、有利子負債のリストラが今後必要な状況にある。産業競争力強化に向けた器の「中身」も議論も、今後、業界ごとに行われていくこととなる。

⁸ 関根栄一「本格化する中国の企業再編と新興産業の育成に向けた動き」『野村資本市場クォーターリー』2011 年冬号

2. 外資参入と党の指導強化との関係

外資は、今回の指導意見の文脈では、非国有資本として位置付けられ、競争性の商業型国有企業への投資が可能となっている。外資の国有企業への投資ルートには、直接投資と証券投資がある。いずれも 2018 年を目途に中国全体で導入される外商投資ネガティブリストが、競争性の商業型国有企業への投資分野でどの程度まで設定されるかがポイントとなろう。また、証券投資には、外国人投資家から見て、①外貨建てで投資を行う適格外国機関投資家（QFII）制度と、②人民元建てで投資を行う人民元建て適格外国機関投資家制度（RQFII）制度とがある。東京市場からの証券投資ルートでは、現状は容認されていない RQFII の東京市場への設定も懸案である。

今後、仮に、競争性の商業型国有企業への投資分野の開放度（出資比率、ライセンス）が増したとしても、指導意見に盛り込まれている国有企業に対する党の指導強化との関係が問われてこよう。また、指導意見の 6 番目の国有資産流失の監督・防止の強化は、習近平指導部が進める反腐敗とも関係がある。人事面や反腐敗などで党が企業経営にどこまで関与するのか、あるいは関与できるのかの線引きが、外資が直接投資を行う場合の判断材料になるケースも出てこよう。

3. 中国経済のグローバル化との関係

投資分野のネガティブリストの導入は、2015 年 10 月 5 日に交渉参加 12 カ国で大筋合意された環太平洋パートナーシップ（TPP）協定の市場アクセスの考え方でもある。中国では、交渉参加国ではないが、TPP 協定の交渉の動きもにらみながら、2013 年 10 月から上海で試行した自由貿易試験区（FTZ）で投資分野のネガティブリスト方式を採用している。上海 FTZ のネガティブリストは、2013 年版の 190 項目から 2014 年版では 139 項目にまで圧縮された。また、2015 年 3 月からの FTZ の天津市、福建省、広東省への拡大に伴い、四地域で共通して適用されるネガティブリストは 122 項目まで更に圧縮された。

中国は、米国との間でネガティブリスト方式での投資協定の締結に向けた交渉を進めており、2015 年 9 月の国有企業改革の指導意見の公表は、同月下旬の習近平国家主席の公式訪米の動きとも無縁ではないだろう。

今後も、ネガティブリスト方式を共通して採用する中国の通商政策（米中投資協定等）や中国本土での FTZ の実験の観点から、国有企業改革の進捗を見ていく必要があるだろう。また、金融分野の国有企業改革は、中央（党・国務院）が別途規定する内容に基づき行われるとしており、この面のフォローも引き続き必要である。

4. 資本市場との関係

指導意見が国有企業改革で資本効率に着目したことは、今後、資本市場を活用した改革

を進めていく余地が高まったことを意味している。

折しも、株式市場対策の一環として、2015年8月31日、証監会、財政部、国資委、中国銀行業監督管理委員会の四部門が連名で「上場会社の合併リストラ、現金配当、自社株買いの奨励に関する通知」を出している⁹。同通知では、①（国有企業を含む）上場会社の合併リストラに向けた手続きの簡素化、②上場会社の現金配当の奨励、③上場会社の自社株買いの支援の3点がセットとなっており、併せて関係部門が銀行融資、優先株や債券の発行等必要なファイナンス手段の手当てを支援するとしている。これらの3点セットは、従前から打ち出されている政策ではあるが、このタイミングで出してきた目的は、四部門が共同で公布し、株式市場対策について政府全体で取り組むことを市場関係者に強調する狙いがあったものと見られる。同通知の内容は資本効率に着目した国有企業改革には好材料ではあるため、短期だけでなく、中長期的にも取り組んでいく必要があるだろう。

指導意見の公表後、国有企業改革では、「1+N」の「N」の関連意見が更に公布されていく予定であり、資本市場の活用という観点からも、公布状況とその内容が注目される。

⁹ http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201508/t20150831_283500.html