

# 国家資本による支配強化を図る習近平政権

## —混合所有制改革のシナリオを検証する—

調査部

上席主任研究員 三浦 有史

### 要 旨

1. 混合所有制改革（以下、混改）の目的は、出資構造の多元化により、国有企業の収益性と効率性を引き上げ、中国経済の主体に据えることにある。習近平政権は、潜在成長率の趨勢的な低下により、国有企業改革が不可避となる一方で、「一带一路」の実現や「中高速成長」の維持には国有企業が欠かせないと考えているため、歴代政権のなかで混改を最も重視している。混改は国有企業を手放すことなく、収益性と効率性を改善出来る改革手法と考えられている。
2. 浙江省統計局の先行研究に基づき混改の成果を検証すると、混合所有制企業の総資産回転率、流動比率、資産負債比率はいずれも国有企業に近い。混合所有制企業は国有企業と民間企業がそれぞれの強みを生かすのではなく、国有企業の悪い部分を引き継いでいる可能性が高い。
3. 混改には、パフォーマンスの優れた私営独資企業が駆逐されるという副作用がある。「国有」と「私営」という二元論ではなく、もう一つ下のレベルの出資構造の変化に焦点を当てると、中国は密かに、そして、着実に「国進民退」を進めてきたといえる。
4. 混合所有制企業は、国家資本の出し手が経済成長、雇用確保、産業競争力の強化、一带一路の推進といった政策課題を実現しようとする一方、民間資本の出し手は利潤の最大化を追求するという根本的な矛盾を抱えている。経営方針が対立し、経営支配権の争奪という問題に発展した場合、どのように解決するかが不透明であるため、政府の関与を恐れる民間企業は改革に及び腰である。
5. 独占ないし寡占産業に新規参入が相次ぐことで公平な競争条件が創出される、という混改に期待される効果が発現するかも定かではない。混改は大規模国有企業と有力民営企業の組み合わせを意味する「強強連合」で進められており、新規参入を促す規制緩和が進まなければ、中国はロシアのような「縁故資本主義」へ移行せざるをえない。
6. 政府は、資本構造の多元化→企業統治の改善という文脈で混改の効果を宣伝するものの、もの言う株主が増えなければ期待される効果は現れない。国有企業の企業数の減少に歯止めがかかると同時に、国家資本が増強されていることから、習近平政権の混改の真の目的は経済に対する支配力の強化にあると考えられる。

## 目次

### はじめに

#### 1. 混合所有制改革の全体像を把握する

- (1) 混改とは何か—多いのは私営企業との混合
- (2) 混改の「現在地」—国有投資企業の半分が既に混合所有
- (3) 習近平政権の混改—国有企業を強く、優良で、大きくする

#### 2. 混合所有制改革の成果をどうみるか

- (1) 混改の成功例
- (2) 混改の成果検証—混合所有制企業は国有企業に近い
- (3) 「駆逐」される私営独資企業

#### 3. 混合所有制改革の課題

- (1) 鈍い民間資本の動き—「羊入虎口」と「官熱企冷」
- (2) 公平な競争条件の創出に貢献するか—「強強連合」の落とし穴
- (3) 問われる出資構造多元化の効果

### おわりに—わが国企業にとっての混改

### 巻末資料

### はじめに

中国共産党と政府は2016年末の中央経済工作会議において、混合所有制改革（以下、混改）を国有企業改革の「突破口」と位置付けた。混改の目的は、資本構造の多元化により国有企業の企業統治を改善し、収益性と効率性を引き上げることにある。政府は着々と国有企業の株式企業への転換を進めているほか、いくつかの大規模国有企業は民間企業からの出資を受け入れる具体案を公表するなど、改革は進んでいるようにみえる。

その一方、国際通貨基金（IMF）は、参加した民間企業が限られていること、また、国有企業における政治的影響力の排除が進んでいないことから、混改によって企業の収益性や効率性が上昇するか否かは不透明とする慎重な見方を示している（IMF [2017]）。混改が中国経済に与える影響をどのように評価するかについては、中国政府とIMFの間にはかなりの温度差がある。

中国の1～6月期の実質GDP成長率は6.9%であった。2017年は政府目標の6.5%を達成出来ると見込まれているように、足元の経済は好調である。企業の業績も良好で、鉱工業分野の企業の1～7月の売上（主管業務収入）と利益（利潤総額）の伸び率はそれぞれ前年同期比+13.1%、+21.2%と、2016年の前年比+4.9%、+8.5%から目覚ましい回復をみせている。これを支えているのは国有

企業で、1～7月の売上と利潤の伸び率は+16.2%、+44.2%と、私営企業や外資を上回った。

国有企業は鉱工業だけでなく、サービス業でも回復している。財政部は1～7月の金融業を除く国有企業全体の売上と利益の伸び率を前年同期比+16.5%、+23.1%とした。2016年はそれぞれ前年比+2.6%、+1.7%であったことから、サービス業でも国有企業がけん引役となり、企業業績の回復を支えていることがわかる。

これらは、新常态への移行が着実に進み、中国が安定的な成長軌道に入ったことを示しているのであろうか。そうではあるまい。投資によって成長を維持する経済政策のもとで企業業績などのフローのデータが好転するのは当然である。問題は資本ストックからみた効率性である。実際、国有企業の総資産回転率（売上／総資産）をみると、1～7月は2.0と1997年まで遡っても例をみない低い水準に落ち込んでいる。総資産回転率が最も高かった2006年の5.9と比較すると、資本一単位が生み出す売上は3分の1に減少している。

混改は国有企業の効率悪化を食い止めることが出来るであろうか。本稿はこの問題に焦点を当てる。混改は中国メディアでしばしば取り上げられるものの、そのほとんどは断片情報であり、改革の全体像はもちろん、それを定量的に評価した研究も皆無である。本稿では、混改とは何かについて整理したうえで

(1)、その成果を検証し(2)、今後の課題について分析する(3)。そのうえで、最後に、わが国企業が混改にどのように向き合うべきかについて考える。

## 1. 混合所有制改革の全体像を把握する

中国では大規模国有企業が混改へ乗り出すことに注目が集まっている。しかし、それは混改のほんの一部に過ぎない。以下では、混改の実態と進捗状況を整理したうえで、習近平政権が同改革をどのように位置付けているかについて考える。

### (1) 混改とは何か—多いのは私営企業との混合

混改とは、出資構造の多元化により、国有企業を再生することといえる。多元化はあくまで手段であり、改革の目的は国有企業の収益性と効率性を引き上げ、中国経済の主体に据えることにある。混改は国有企業改革の一つであることから、出資構造の多元化とは一般的に国有企業が民間資本を取り入れることを意味する。

これとは別に、成長分野にある民間企業に国家資本が出資する逆方向の資本の動きも混改の一つとされる。その例としては食品最大手の国有企業中糧集团有限公司による内蒙古蒙牛乳業株式会社の買収が挙げられる

---

(三浦 [2012])。また、国家資本同士が混ざることにも混改の一つとされる。ただし、後者が混改に占めるその割合はそれほど多くないと思われる。

国務院発展研究センター企業研究所の調査によれば(注1)、民間資本は出資主体の属性によって、①私営企業、②自然人(個人)、③外資の三つに分けられる(注2)。このうち、個人の出資方法としては、①上場を契機とした個人投資家による株式取得、②従業員持ち株制度、③マネジメント・バイ・アウト(MBO)の三つが想定される。混合とは私営企業、個人、外資の三つが単独あるいは共同で国家資本と混ぜ合わされることから、その組み合わせに応じて合計七つのパターンが存在する。

ただし、混合のパターンには偏りがあり、実際には国内の私営企業との混合が多い。上の企業研究所は、2014年末時点で混合所有制企業は17万社あり、そのうち出資構造が分類可能な11万社について混合パターンを分析している。企業数では私営企業との混合が最も多く38.3%を占め、以下、自然人(36.5%)、私営+自然人(11.6%)とされる。登記資本でもやはり私営との混合が最も多く全体の52.3%を占め、以下、外資(17.1%)、私営+外資(12.8%)となる。

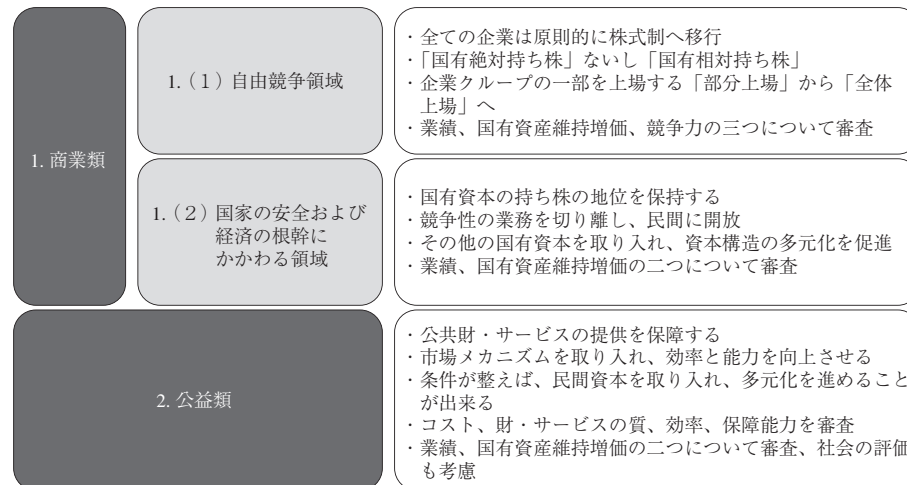
混改の主体である国有企業は、全てが一樣に改革を進めているわけではない。習近平政権の国有企業改革の骨格ともいえる「国有企業改革の深化に関する中共中央と国務院の指

導的意見」によれば、国有企業は所属する領域に応じて三つに分類され、混合の進め方に濃淡がつけられている(図表1)。このうち商業類の自由競争領域に属す国有企業は最も混改に適した企業であり、混合所有制に移行する最初のステップとして株式制への移行が進められている。国有企業のなかには優良資産を集約した一部の企業を上場させる「部分上場」を果たしている企業が少なくないが、混改では企業グループ全体を上場する「全体上場」(中国語では「整体上市」)を目指すと思われる。

また、自由競争領域では実収資本(払込資本金)に占める国家資本の割合が圧倒的に高く、経営を支配することが出来る「国有絶対持ち株」だけでなく、他の単独の出資者を上回るだけでよい「国有相対持ち株」が容認される。理論上は、国家資本が34%、私営企業が33%、外資が33%の出資構造も有り得ることになる。こうした出資構造の企業が直ちに多数現れるとは考えにくい。自由競争領域の国有企業については、出資構造の多元化を積極的に進め、民間企業に近い出資構造にしようというのが政府の狙いである。

商業類でありながら混改に慎重な立場を採るのが、国家の安全および経済の根幹にかかわる領域に属す国有企業である。これらの企業は国家資本持ち株の地位を保持するとされていることから、国家資本が経営を支配出来る割合を割り込むことはない。その一方、市

図表 1 国有企業の分類



(資料)「国有企業改革の深化に関する中共中央と国務院の指導意見」(2015年8月24日)より日本総合研究所作成

場競争に適した業務を切り離し、出資構造の多元化を進めるとされていることから、企業グループ全体の多元化ではなく、子会社への民間資本の出資を募るなど、部分的な多元化が想定されていることがうかがえる。2014年9月、中国石油化工集団(中国石化:Sinopec)が石油製品の販売を手掛ける子会社の株式の3割を売却した事例(三浦[2015b])がこれに該当すると思われる。

公益類に属す国営企業は、混改に対して最も慎重な分野で、電力・水道・熱供給、公共交通、公共施設などの公共財・サービスを提供している企業である。ただし、これらの企業も市場メカニズムを取り入れ、効率と能力の向上を図るとしていることから、条件が整えば混改の対象となる。政府は、個々の国有

企業について商業類と公益類のどちらに属するのかについて明確にしているわけではないが、混改の対象から外れる国有企業はそれほど多くないといえそうである。

## (2) 混改の「現在地」－国有投資企業の半分が既に混合所有

政府は2017年に混改を全面的に推し進めるとしているものの、混合所有制企業がサービスを含む経済全体においてどのように位置付けられるのかを明らかにした資料は少ない。図表2は、先に紹介した企業研究所が調査した唯一ともいえる資料である。やや古いものの、まずこれをもとに企業全体に占める混合所有制企業の割合や改革がどのように進められてきたかについて整理しておこう。

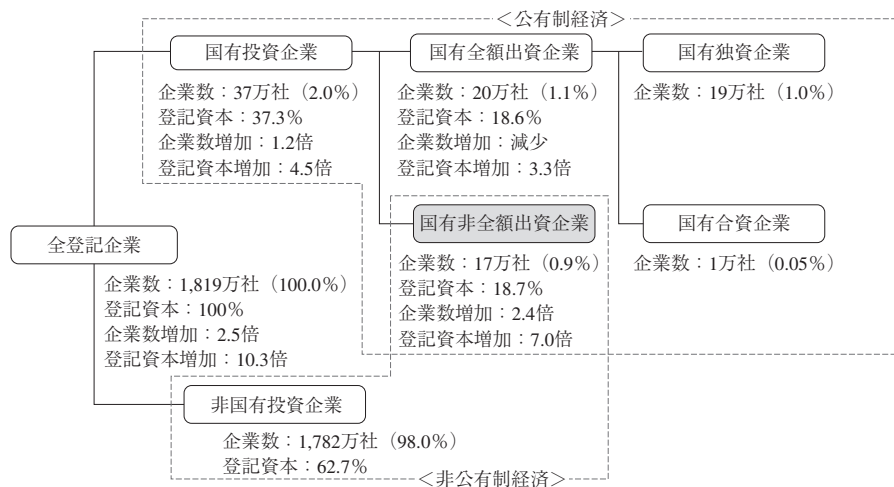
図表2では、出資者の属性によって企業が分類されている。まず、企業を政府ないし国有企業からの出資がある「国有投資企業」とそれらの出資がない「非国有投資企業」に分け、前者をさらに政府ないし国有企業が全額を出資する「国有全額出資企業」と一部に民間資本が入る「国有非全額出資企業」に分ける。この国有非全額出資企業が混合所有制企業に該当する。

出資者の属性による分類は、国有企業や私営企業といった所有形態別の分類とほぼ重なり、国有投資企業を代表する企業として国有企業を、非国有投資企業を代表する企業として私営企業を挙げる事が出来る。ただし、所有形態別の分類では民間企業に分類される

有限責任企業や私営企業は、出資者の属性による分類では国有企業の資本が入っている場合には国有投資企業に、それが入らない場合は非国有投資企業に分けられることに留意する必要がある。

混合所有制企業は17万社と、企業数では全体のわずか0.9%を占めるに過ぎない。2000年代に入り、私営企業が「雨後の筍」のように誕生したことに伴い、非国有投資企業は投資、付加価値、雇用などあらゆる面で存在感を増し、中国経済に占める国有企業の割合は低下の一途にある（三浦 [2015a]）。しかし、改革開放政策を導入して以来、国有企業が常に経済の下押し圧力となり、その改革が最優先課題とされてきたように、企業数が少ない

図表2 登記工商企業の出資主体による分類（2014年末時点）



(注) 増加は2000年から2014年の変化。  
 (資料)「肖慶文：混合所有制企業数量、類型和行業分布」2016年2月1日 國務院發展研究中心 (<http://www.drc.gov.cn/xsyzcfx/20160201/4-4-2890134.htm>) より日本総合研究所作成

ことは必ずしも中国経済における国有企業の重要性が低いことを意味しない。

過剰債務や過剰生産能力の問題に象徴されるように、国家資本が入った37万社の国有投資企業は依然として中国経済に大きな影響を与える存在である。注目されるのは、混合所有制企業が企業数と登記資本の両面で、既に国有投資企業の約半分を占めていることである。しかも、混合所有制企業は企業数と登記資本のいずれにおいても国有全額出資企業を大幅に上回るペースで増加している。国有投資企業に占める混合所有制企業の割合が今後増加するとすれば、国有全額出資企業は次第にマージナルな存在となる。

実際、2017年4月、混改を主導する国家発展改革委員会は、第一および第二のパイロット・プロジェクトを通じて、鉄道、航空、通信、軍需、金融などの中央政府傘下の国有企業19社が混合所有制へ移行する準備を進めていることを明らかにした（注3）。第三のパイロット・プロジェクトでは、石油・天然ガスが対象になる見込みである。国有資産監督管理委員会（国資委）は、2017年7月、金融と文化関連を除く中央政府管轄下の大規模国有企業（央企）の9割が株式企業に移行したとしている（注4）。混合所有制企業の数、これら企業が積極的に株式の譲渡やPPP（Public Private Partnership）を進めることにより、今後も増える見込まれる。

### (3) 習近平政権の混改－国有企業を強く、優良で、大きくする

混改は決して新しい改革手法ではなく、既に20年以上の歴史がある。「混合所有」という言葉が共産党の公式文書に登場したのは、1993年11月、江沢民政権のもとで開催された中国共産党第14期中央委員会第3回全体会議である。同会議で採択された「社会主義市場経済体制確立の若干の問題に関する中共中央の決定」では、公有制を主体とすることを堅持しながらも、財産権の再編を通じて混合所有経済を増やしていくとされた。国有投資企業の半分近くを混合所有制企業が占めるようになった背景には、こうした事情も影響している。

しかし、習近平政権の混改は必ずしも93年当時の決定の延長線上にあるとはいえない。同政権は混合所有制の基本点な概念は引き継いだものの、混改を国有企業改革の突破口と位置付けている点、また、改革の対象に「央企」を組み入れた点において、歴代政権のなかで混改を最も重視している政権といえる。

江沢民政権は、1990年代後半に「抓大放小」（大をつかみ、小を放つ）という方針のもとで、大規模国有企業の株式企業化と小規模国有企業の民営化を推進した。前者は上場により個人投資家が株を保有するという意味において混合所有制に該当するが、国有企業改革はあくまで国有と私営という二元論で進められ、

混改は国有企業改革の柱ではなかった。

江沢民政権を引き継いだ胡錦濤政権は、中央政府の各部の傘下にあった大規模国有企業を国資委のもとに集約することによって、所有と経営と分離を進めた。しかし、分離は不完全で、経営に対する政府の介入が続いたことから、国有企業の収益性や効率性が改善されることはなかった。高成長下で国有企業の業績が表面的に好調であったこともあり、同政権は是が非でも国有企業改革を推進しなければならないという危機感が希薄であった。

それに対して習近平政権は、潜在成長率の趨勢的な低下という誰も経験しなかった厳しい環境下における政権運営を任されており、過剰生産能力や過剰債務の元凶となっている国有企業の改革を避けて通るわけにはいかない。しかし、同政権は「一帯一路」の実現や「中高速成長」の維持には、グローバル市場で競争力を持つ国有企業が欠かせないとも考えている。この相反する二つの目標を達成する改革手法として注目されているのが混改である。混改は国有企業を民営化によって手放すことなく、収益性や効率性を改善出来る唯一の方法と考えられている。

このため習近平政権下の混改は、これまでの国有企業改革で「聖域」と見なされてきた央企を対象にすることをためらわない。混改と並行して「重組」と称される央企の合併が進められているのも、「大而不強」（大きい、強くない）の国有企業を「做强做優做大」（強

く、優良で、大きい）に変えるための措置と考えれば理解しやすい。また、混改は「公有経済の主体的地位の堅持」というイデオロギー上の制約に抵触することなく、非公有経済の発展という実利的な政策を推進出来るという点でも都合がよい。

央企を「聖域」としない習近平政権の意向は、2015年9月の「国有企業が混合所有経済を発展させることに関する国务院の意見」（以下、「意見」とする）に反映されている。ここでは、商業類に属するいくつかの重要な分野について、国家資本の割合をどの程度にするか、そして、民間資本の参入方法について方針が示された。混改の対象に通信や交通などのインフラだけでなく、軍需産業も含まれる点、また、コンセッション方式（注5）で民間の資本やノウハウを取り込む方針が示された点から（図表3）、意見は先進国の経験を参考にした意欲的な内容と評価出来る。

また、習近平政権は国有企業の収益性や効率性を改善するために様々な改革に取り組んでいる。2016年2月に発表された国有企業改革を進めるための「十項改革」では、混改の推進、央企の合併・再編、従業員持ち株制度の推進だけでなく、董事会の権限強化により経営の自由度を高める、あるいは、外部経営者の登用や報酬差別化を進めるという方針が示された（図表4）。混改が資本構造の多元化により国有企業の収益性や効率性の改善に向けた圧力を高めるものだとすれば、これらは



図表3 商業類の国家の安全および経済の根幹にかかわる領域に属す国有企業における国有資本の割合

分野		国有資本の割合	民間の参入方法
インフラ	通信インフラ、交通インフラ、水利と水力発電、地域間の水資源管理	国有独資あるいは国有持ち株	コンセッション方式（中国語で「特許経営」、政府が民間からサービスを買って提供する政府サービス購入方式
資源	水資源、森林資源、戦略的な鉱物資源開発	国有独資あるいは国有絶対持ち株	環境や安全に配慮し、法律に従い参入
ネットワーク	河川の幹線水路、天然ガスパイプライン、送電網	国有独資あるいは国有絶対持ち株	競争性の業務に参入
技術	原子力発電、重要な公共技術、気象などのデータ収集・利用	国有独資あるいは国有絶対持ち株	コンセッション方式、政府が民間からサービスを買って提供する政府サービス購入方式
備蓄	食糧、石油、天然ガスの備蓄	国有独資あるいは国有持ち株	-
国防	軍需産業、戦略的兵器の研究・生産、国家戦略に係る軍需産業の能力領域	国有独資あるいは国有絶対持ち株	競争性の入札制度を構築し、民間企業の参入を促す

(注) 国有独資とは国有資本が100%を占める企業。国有持ち株企業とは、国有資本の割合が他のどの単独の出資者よりも高く、政府が経営を支配している企業で、「国有絶対持ち株」と「国有相対持ち株」を合わせたもの。  
 (資料)「国有企業が混合所有経済を発展させることに関する國務院の意見」(国発 [2015] 54号) より日本総合研究所作成

図表4 十項改革

国資委からの権限委譲による 董事会の権限強化
経営者の外部からの登用
プロ経営者（職業經理人）の採用
インセンティブを高めるための報酬差別化
国有企業の国有資本運営会社への改組
央企の合併・再編
独占・寡占産業における混合所有制推進
混合所有企業における従業員持ち株制の導入
国有企業の情報公開
国有企業が担う社会的機能の分離

(資料)「三部委詳解十項改革試点：試什麼？誰來試？怎麼試？」2016年2月25日 新華社 ([http://news.xinhuanet.com/2016-02/25/c\\_1118157271.htm](http://news.xinhuanet.com/2016-02/25/c_1118157271.htm)) より日本総合研究所作成

- (注1) 「肖慶文：混合所有制企業數量、類型和行業分布」2016年2月1日 國務院發展研究中心 (<http://www.drc.gov.cn/xsyzcfx/20160201/4-4-2890134.htm>)
- (注2) 法人としては、私営企業と外資以外にも有限責任企業と株式有限企業が想定出来る。企業研究所は、こうした企業からの出資をどのように分類するかを明らかにしていない。仮にこれらの企業が民間資本100%の企業であれば、その出資は混改に相当する。ただし、有限責任企業と株式有限企業には国家資本が入った企業が少なくない。混改を国家資本100%の企業が非国家資本を取り込むことと広く定義すれば、これも混改に相当する。
- (注3) 「央企混改“排隊”入場 三批試点正有序推進」2017年4月14日 中国証券報 (<http://news.cnstock.com/theme/201704-4063220.htm>)
- (注4) 「国資国企改革這五年：為国有企業發展注入澎湃動力」2017年7月27日 国資委 (<http://www.sasac.gov.cn/n2588025/n2588119/c7461705/content.html>)
- (注5) コンセッション方式とは、官民が連携して公共サービスの提供を行うPPPのスキームの一つで、施設の所有権を移転することなく、事業運営に関する権利を民間企業に長期間にわたって付与する方式。

経営者の専門性とインセンティブを引き上げることで、収益性や効率性を改善しようとする試みといえる。

---

## 2. 混合所有制改革の成果をどうみるか

習近平政権が国有企業改革の突破口と位置付ける混改は、どのような成果を上げているのであろうか。成功とされるいくつかの事例を紹介したうえで、鉱工業統計を用いて改めて混改の成果を検証する。

### (1) 混改の成功例

混改は中央政府だけでなく地方政府のレベルでも広く進められており、国内ではいくつかの成功例が紹介されている。以下では、先行研究（王・龚・朱 [2017]）をもとに、出資構造の多元化がどのように進められてきたのか、また、何をもって成果とされているかについて概観する。

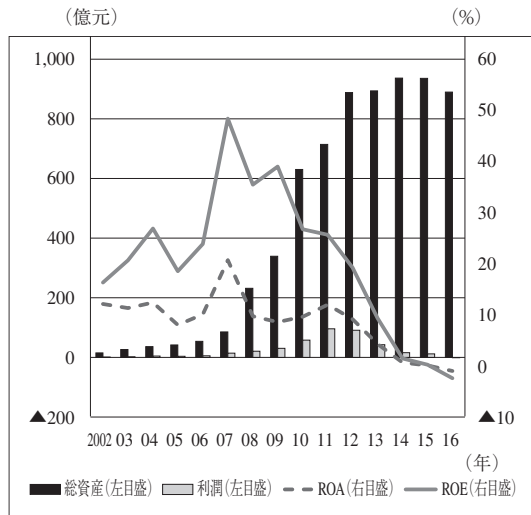
第一は、上場によって国家資本の割合が下がるとともに、成長を遂げた中聯重科股分有限公司（以下、中聯重科とする）である。中聯重科の前身は1992年に湖南省に設立された建設機械を製造する国有企業である。同社は、1997年に株式企業に転換された後、2000年に上海市場に上場した。国家資本の割合は2005年まで49.8%を占めたものの、全体上場を経て、その割合は大幅に低下した。湖南省国資委は最大の株主ではあるものの、保有比率は16.8%にとどまる。同社は順調に成長し、2006年に24億元であった純資産は2013年に420億元に増加した。

第二は、国家資本と民間資本の合弁企業として誕生し、急成長を遂げた国薬控股股分有限公司（以下、国薬控股とする）である。国薬控股は央企である国薬集団と民間企業の上海復星医薬集団の出資により2003年に上海市に設立され、2009年に香港市場に上場した。国薬集団が株式の51%、上海復星医薬集団が49%を保有し、董事会と称される取締役会のメンバーは出資比率に応じ、両社から選出されている。上海復星医薬集団は、「中国のウォーレン・バフェット」と称される郭広昌氏が率いる民間複合企業復星集団の子会社である。国薬控股は医薬品卸売りの国内最大手に成長し、国薬集団の資産の8割、売上の9割を占める稼ぎ頭となり、国薬集団による業界の再編や市場の拡大を支える基盤となっている。

第三は、国有企業が民間企業に出資するかたちで誕生した新興鑄管（新疆）金特鋼鉄股分有限公司（以下、新興金持とする）である。同社は、新疆和静鋼鉄廠という新疆ウイグル自治区に拠点を置く鉄鋼やガラスの生産を手掛ける国有企業を前身とし、2002年の破産により、広東省の民間企業金特建材実業有限公司に買収され、民間企業として再スタートを切った。2007年に央企である新興際華集団の出資を受け、再び国有企業となったものの、技術力の向上と製品の多角化により、成長企業の仲間入りを果たした。

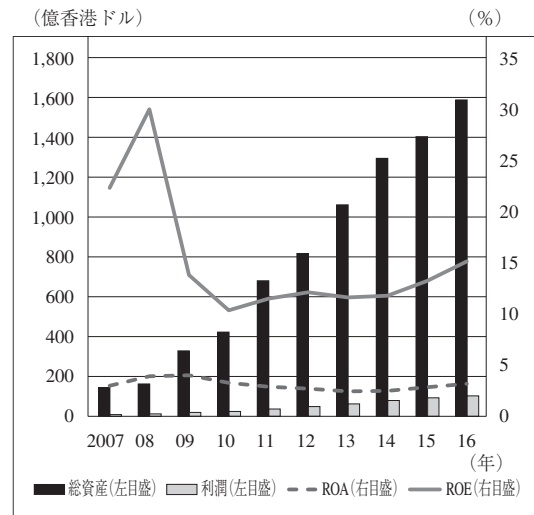
これらの混改に共通するのは、国家資本と

図表5 中聯重科の業績



(資料) Bloomberg LPより日本総合研究所作成

図表6 国薬控股の業績



(資料) Bloomberg LPより日本総合研究所作成

民間資本がそれぞれの強みを生かし、企業の業績が改善し、全ての出資者にとって好ましい結果となったとされる点である。しかし、肝心の混改の成果は、中国が高成長を遂げ、企業の収益も総じて好調であった期間を対象にしているため、成長の要因が収益性や効率性が改善したことによるものか、あるいは、単に好景気によるものかが判然としない。成果を検証するには、成長率が7%に鈍化した2012年以降の業績についても検証する必要がある。

中聯重科はフォーチュンの2016年の「中国企業500強」で261位に、国薬控股は22位にランクされる大企業である（新興金持はランク外）。後者の業績は堅調であるが、前者については2011年から急速に悪化し、2013年にはROA（総資産利益率）、ROE（自己資本利益率）

ともにマイナスとなった(図表5、6)。また、新興金持も2013年から損失を計上し、親会社の新興鑄管股分有限公司は、2016年5月、保有する株式の48%を売却する方針を固めたとされ（注6）、業績悪化が懸念される状態にある。同社は、2017年7月、社債を上場している上海証券取引所から2016年の事業報告がなされていないとして警告を受けた（注7）。

## (2) 混改の成果検証－混合所有制企業は国有企業に近い

中国における混改の評価は、出資構造の多元化のプロセスに焦点を当てたものが多く、混改によって企業がどのように生まれ変わったのかについてはほとんど関心が払われていない。混改の成果は、本来、出資構造が多元化する前と後、そして、混改の対象となった

企業とならなかった企業を同一産業で比較し、収益性や効率性が改善したか否かによって判断することが望ましい。しかし、出資構造の変化を正確に捉えることは上場企業でも難しいことから、こうした評価は行われていない。

このため、以下では、企業形態別の詳細な企業分類から混合所有制企業の特定を試みた浙江省統計局の先行研究（注8）をもとに、混改の成果を検証する。浙江省統計局は、株式合作、その他有限責任、株式有限責任、私営有限責任、私営株式有限など12の形態の企業を混合所有制企業とし、2005年の鉱工業に占める混合所有制企業の割合を6割と算出した（注9）。

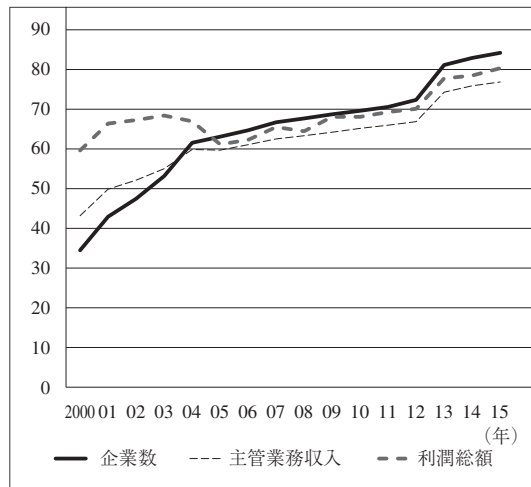
同様の方法で中国の鉱工業分野における混合所有制企業の割合を算出したのが図表7である（詳細は巻末資料を参照）。混合所有制企業は、2015年で企業数の84.1%を、そして、主管業務収入と利潤総額の76.8%と80.3%を占める。いずれも順調に増えていることから、鉱工業分野では既に混合所有経済への移行がかなり進んでいるといえる。前出の図表2に比べ混合所有制企業の割合が高くなるのは、図表7が鉱工業分野の一定規模以上の企業だけを対象にしているためである。私営企業の多くは卸・小売業といった第三次産業で設立されており（三浦 [2015]）、全産業でみると混合所有制企業の割合が極端に低くなる。

混合所有制企業は、政府がいうように国有

企業と私営企業がお互いの長所を生かすかたちで成長を遂げているといえるであろうか。そのパフォーマンスを国有企業や私営独資企業と比較したのが次の図表8である。ここでいう国有企業は国有持ち株企業や有限責任会社の形態を採る国有独資企業を含まない純粋な国有企業を、私営独資企業は出資者に国家資本を含まない私営企業を指す。これらと比較することで、混合所有制企業の特徴が浮かび上がる。

混合所有制企業の売上高利益率は、国有企業より高いものの、私営独資企業より低く、両者の中間にあるといえる。その水準は低く

図表7 鉱工業に占める混合所有制企業の割合 (%)



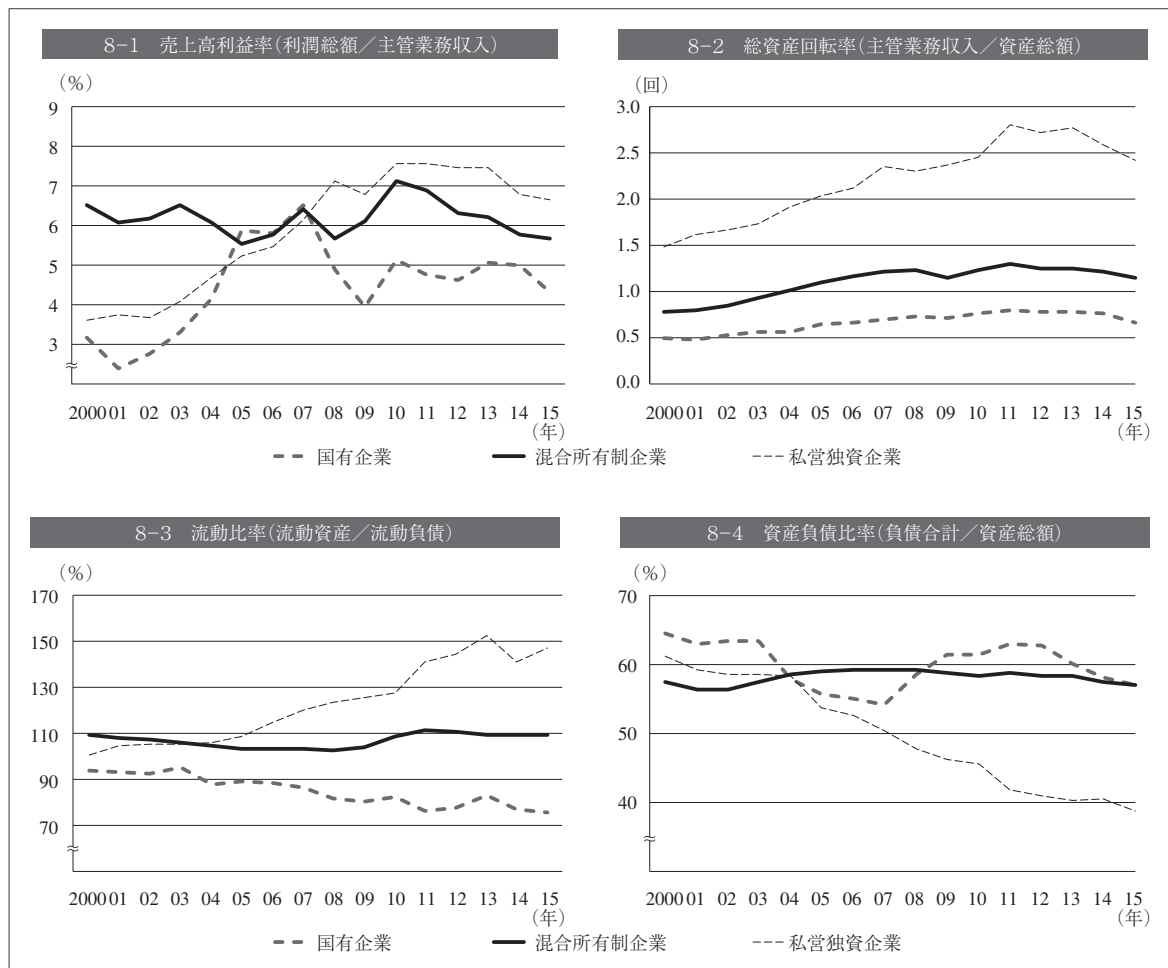
（注）混合所有制企業は、①株式合作、②その他有限責任、③株式有限責任、④私営有限責任、⑤私営株式有限、⑥香港・マカオ・台湾合資経営、⑦香港・マカオ・台湾合作経営、⑧香港・マカオ・台湾投資株式有限責任、⑨中外合資経営、⑩中外合作経営、⑪外商投資株式有限の合計。浙江省統計局が集計の対象とした有限責任は、国家統計局（NBS）では特定出来ないため除く。  
（資料）国家統計局（NBS）資料より日本総合研究所作成

ないが、国有企業と私営企業の売上高利益率が起伏を伴いながらも2000年比で上昇していることから、伸び悩みが顕著である。混合所有制企業の特徴が最も顕著に現れるのが、保有する全資産でどのくらいの売上を生み出したかという資本効率を示す総資産回転率であ

る。混合所有制企業は私営独資企業をかなり下回り、国有企業に近い。これは売上に結び付かない資産を多く抱えていることを意味する。

また、経営の健全性を示す流動比率と資産負債比率をみても、混合所有制企業は私営独

図表8 鉱工業における混合所有制企業のパフォーマンス

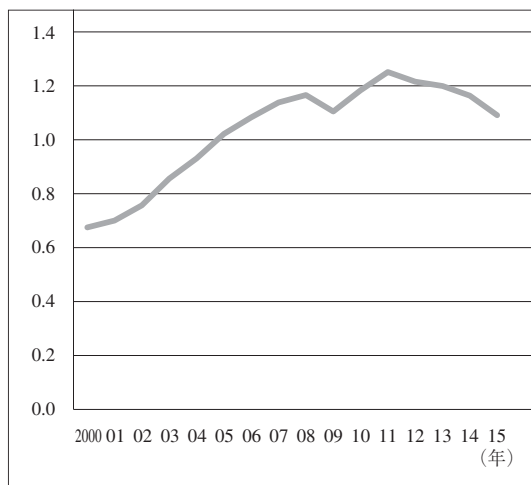


(注) 図表7に同じ。  
(資料) NBS資料より日本総合研究所作成

資企業よりも国有企業に近い。私営企業が流動比率を引き上げると同時に、資産負債比率を引き下げることで健全化を進めてきたのに対し、国有企業にはそうした動きが全くみられない。これは混合所有制企業にも当てはまる。混合所有制企業は、国家資本が入ることで銀行からの融資が受けやすくなり、結果的に健全化に向けたインセンティブが働かなくなるという国有企業の悪い部分を引き継いでいる可能性が高い。

図表8は、混改を国有企業改革の突破口にするという政府のシナリオが極めて楽観的な期待に基づいていることを示唆する。混改によって一部の企業の業績が上向いたとしても、中国経済が直面する過剰生産能力や過剰債務といった問題が改善に向かうという保証はない。そもそも、混合所有制企業が増え、

図表9 鋳工業分野全体の総資産回転率  
(回)



(資料) NBS資料より日本総合研究所作成

大宗を占めるようになったにもかかわらず、鋳工業全体の総資産回転率が2011年の1.2をピークに低下し始めたことは(図表9)、混改が期待された成果を上げていないことを端的に示している。

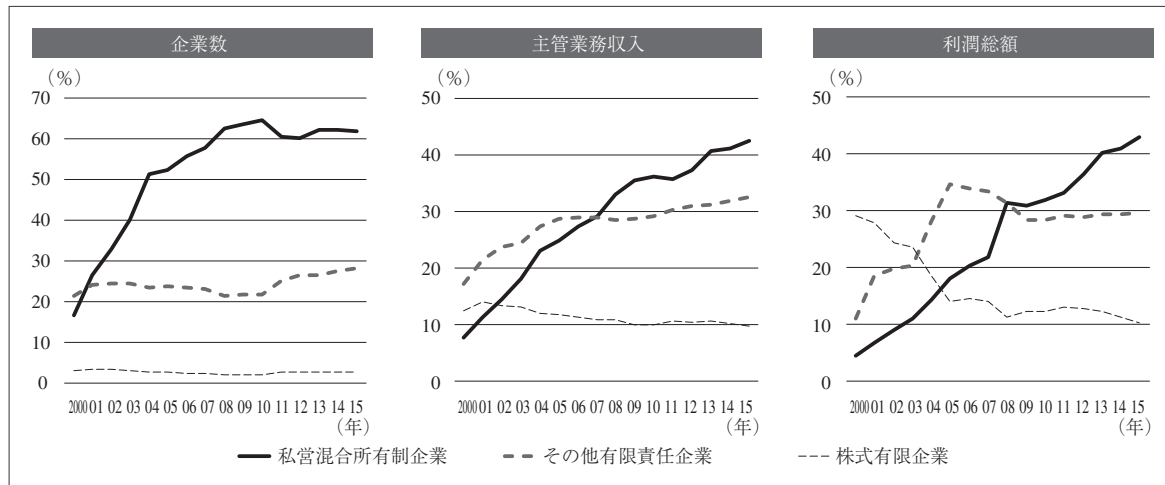
### (3) 「駆逐」される私営独資企業

中国はもちろんわが国においても、混改によって国有企業が株式企業に転換されることが注目されている。また、それによって中国経済に好影響が及ぶと期待する見方もある(注10)。その一方で、混改の副作用についてはほとんど議論されていない。副作用とは鋳工業において最もパフォーマンスが優れた私営独資企業が減少していることである。

この問題を明らかにするために、まず混合所有制企業を構成する企業の内訳を改めて整理しておこう。混合所有制企業は、前述したように様々な所有形態の企業から構成されるが、主な構成主体としては、①私営企業のなかの私営有限責任企業と私営株式有限企業(以下、二つを合わせて私営混合所有制企業とする)、②有限責任企業から国有独資企業を除いたその他有限責任企業、③株式有限企業の三つが挙げられる。

鋳工業における混合所有制企業の企業数、主管業務収入、利潤総額に占めるそれぞれの割合をみると、混合所有制企業の増加は私営混合所有制企業によるものといえる(図表10)。同企業が企業数、主管業務収入、

図表10 鉱工業の混合所有制企業に占める私営混合所有制企業、その他有限責任企業、株式有限企業の割合



(資料) NBS資料より日本総合研究所作成

利潤総額に占める割合は過去15年間で急速に上昇しており、混合所有制企業の中核をなす存在となっている。このことは混改が民間企業の国有企業に対する出資ではなく、国有企業の民間企業に対する出資を推進力として進められてきたことを示唆する。

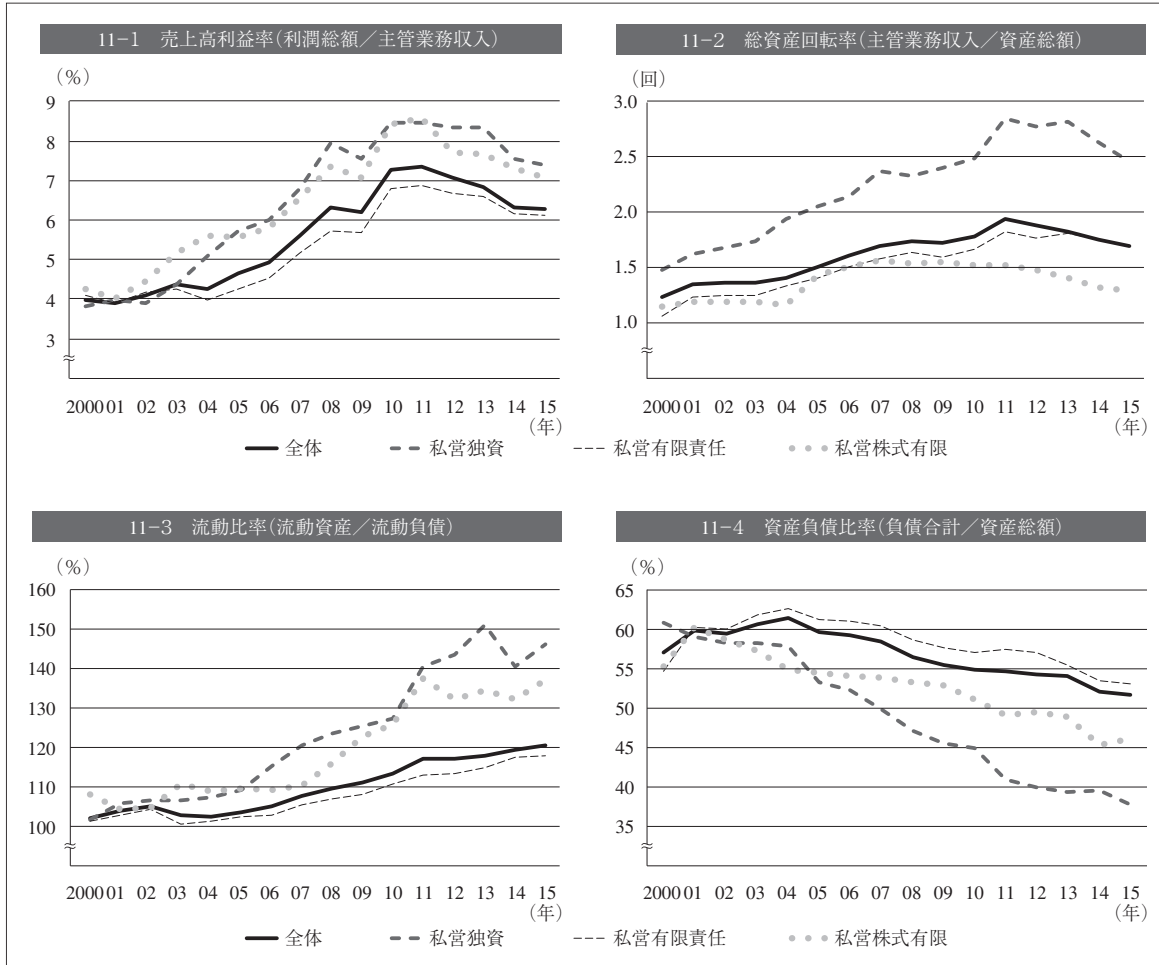
問題は私営混合所有制企業の増加に伴い私営企業全体のパフォーマンスが低下していることである。図表11では鉱工業における私営企業全体とその内訳を構成する各企業のパフォーマンスを比較した。私営混合所有制企業は、私営有限責任企業と私営株式有限企業に分けた。また、そのパフォーマンスを比較する対象として、同じ私営企業に属す私営独資企業を再掲した。私営有限責任企業、私営株式有限企業、私営独資企業の三つを合わせると、私営企業全体の企業数、主管業務収入、

利潤総額の99%を占める。

三つのパフォーマンスは2000年代初めの時点では大差がないものの、次第にその差が鮮明となる。私営企業のなかで格段にパフォーマンスが優れているのが私営独資企業である。これと反対にパフォーマンスが劣るのが私営有限責任企業である。それはさながら鉱工業全体における国有企業の位置、つまり、私営企業全体のパフォーマンスを低下させる役割を果たしている。私営株式有限企業はちょうど両者の中間にあるといえる。

私営企業は、国有企業に代わり中国経済を支える役割を担ってきた。しかし、その私営企業のなかでも国家資本が入っているか否かでパフォーマンスに大きな違いがある。この問題は中国国内でさえ全く議論されていないが、混改の先行きを展望するうえで非常に重

図表11 出資構造で異なる私営企業（鉱工業）のパフォーマンス



(資料) NBS資料より日本総合研究所作成

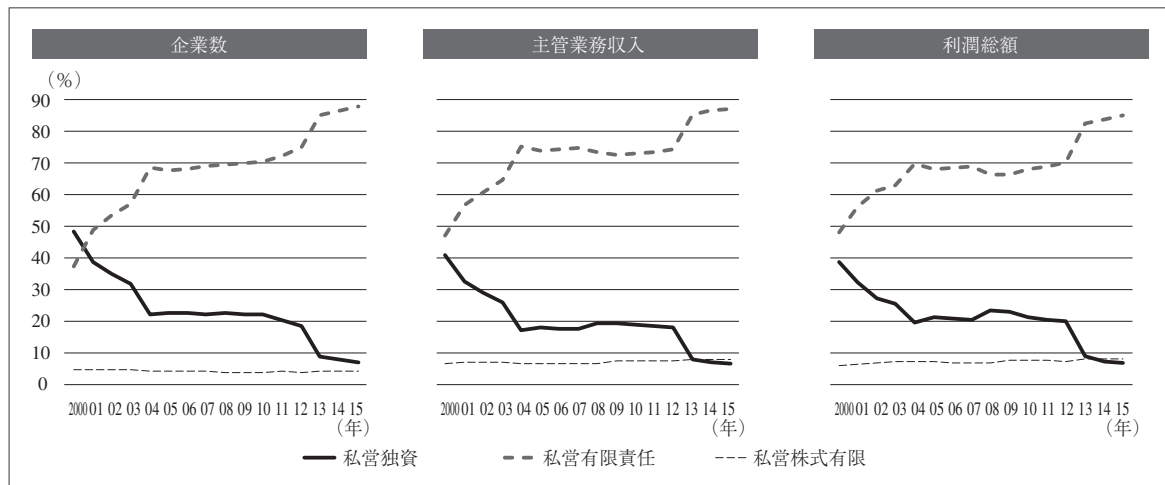
要な意味を持つ。パフォーマンスの劣る私営有限責任企業が台頭する一方で、パフォーマンスの優れた私営独資企業が後退していることは、混改を契機に「悪貨は良貨を駆逐する」現象が起きていると考えられるからである。

実際、その変化は劇的である。図表12は私営有限責任会社、私営株式有限公司、私営独

資企業が私営企業に占める企業数、主管業務収入、利潤総額の割合の推移をみたものである。私営有限責任企業と私営独資企業が占める割合は2000年時点では大差がなかったものの、後者は前者に駆逐されるかのように低下している。2000年に10,673社であった私営独資企業は2010年に59,926万社に増加したもの



図表12 私営企業における私営独資企業、私営有限責任、私営株式有限の割合



(資料) NBS資料より日本総合研究所作成

の、同年をピークに急速に減少し、2015年には14,671社となった。私営独資企業は国家資本を受け入れることで私営有限責任企業に衣替えしたと思われる。

中国では、リーマン・ショック後に導入された4兆元の景気刺激によって固定資産投資に占める国有企業の割合が増えたり、有力民間企業が国有企業に買収されたりしたことから、「国進民退」が懸念されたものの(三浦[2015b])、その後、鉱工業統計や投資統計で国有企業の占める割合が低下し始めたことから、「国進民退」は否定され、メディアで取り上げられることもなくなった。

しかし、中国の「国進民退」は新たな次元に突入しているといえそうである。「国進民退」は「国有」と「私営」という所有形態に基づく二元論ではなく、もう一つ下のレベル

の出資構造の変化に焦点を当てなければ浮かび上がってこないのである。出資構造という点からみると、中国は密かに、そして、着実に「国進民退」を進めてきたといえる。これは、将来、中国経済史のターニング・ポイントと評価される出来事になるかもしれない。

(注6) 「新興鋳管出讓公司駐疆鋼鐵企業股權」2016年5月19日 中証網([http://www.cs.com.cn/ssgs/gsxw/201605/t20160519\\_4973462.html](http://www.cs.com.cn/ssgs/gsxw/201605/t20160519_4973462.html))

(注7) 「新疆金特鋼鐵未及時披露年報 被上交所監管警示」2017年7月17日 和讯網 ([http://www.sohu.com/a/157815429\\_639898](http://www.sohu.com/a/157815429_639898))

(注8) 「浙江混合所有制經濟的發展現狀与对策研究」浙江統計信息网 ([http://tjj.zj.gov.cn/ztzl/lcpc/jjpc/dyc\\_1983/ktxb\\_1985/201408/t20140827\\_143790.html](http://tjj.zj.gov.cn/ztzl/lcpc/jjpc/dyc_1983/ktxb_1985/201408/t20140827_143790.html), 2017年8月4日アクセス)

(注9) 国家統計局によれば、実収資本に占める国家資本の割合は2015年時点で私営有限責任企業が3.8%、私営株式有限企業が0.7%と非常に少なく、私営独資企業(0.2%)とほとんど変わらない。浙江省でもこの状況は変わらないと考えられるにもかかわらず、同省統計局が私営有限責任と私営株式有限を混合所有制企業としたのは、法人資本の属性を考慮し、法人は実質的に国有企業であると判断したためと考えられる。また、法人株の6割を国家法人株とする先行研究もある(今井

[2003]。  
(注10)「中国、国有企業が年内に消滅か」2017年8月15日  
読売新聞 (YOMIURI ONLINE)

### 3. 混合所有制改革の課題

混改は、中国経済の持続性を高めるという明確な証拠がないままに進められている。ただし、混改の目玉となる案件が動き出すのはこれからである。政府がこれまでの失敗を踏まえながら軌道修正を図るのであれば、混改が中国経済再活性化の切り札になる可能性は残されている。注目される事例を紹介しながら、解決すべき課題について考える。

#### (1) 鈍い民間資本の動き－「羊入虎口」と「官熱企冷」

混改によって国有企業はどのように変わると考えられているのか。「意見」では、熾烈な国際競争における生き残りや中高速の経済成長の維持という点から、混改は不可避であるとされる。混改のアウトプットとして期待されているのは、近代的な企業制度の完成と企業統治制度の改善である。政府はこれらが現実のものとなれば、国有経済の活力、支配力、リスクコントロール力、経済けん引力が強まると同時に、国家資本の機能強化や国有資産の増価を図ることが出来ると考えている。

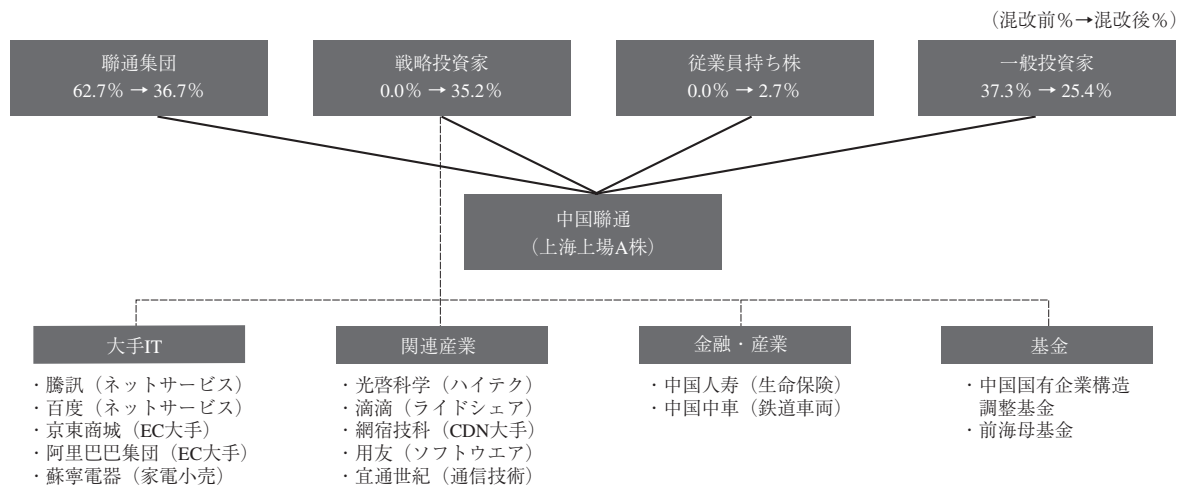
こうした混改に対するイメージをわかりやすく具体化したのが、通信キャリア大手の

中国聯合網絡通信集団（聯通集団）の混改である。同社は、上海市場に上場する中核子会社中国聯合網絡通信集団有限公司（中国聯通）に、IT大手の百度、阿里巴巴（アリババ）集団、騰訊（テンセント）などの戦略的投資家から35.2%の出資を受け入れることを表明した（図表13）。これら企業がお互いの強みを発揮することで、中国移动通信集团公司（中国移动）と中国电信股份有限公司（中国电信）という他の通信キャリア大手に比べ業績が劣る中国聯通の再生に、また、全てのものがインターネットでつながる「IoT」やAI（人口知能）といった新興産業の育成・強化に寄与すると期待されている。

確かに、通信キャリア大手と大手IT企業やライドシェアの滴滴といったITを活用した新興企業が組む相乗効果は大きいようにみえる。しかし、実際にどの程度の相乗効果が現れるかはやはり未知数とせざるをえない。ネックとなるのは、経営上の重要事項の決定には董事会ないし株主総会で三分の二以上の賛成を必要とする会社法の規定である（注11）。中国聯通の親会社である聯通集団は依然として36.7%の株式を保有しており、董事長（取締役会の議長）の解任など意に沿わない提案に対する実質的な拒否権を有する。

こうしたことから、民間企業にとって混改は「羊入虎口」（弱者が危機的状況に陥り、命の危険にさらされる）と評する見方もあ

図表13 中国聯通の出資構造の変化



(注) CDNとはコンテンツデリバリーサービスの略。  
 (資料) China Unicom [2017] より日本総合研究所作成

る (注12)。合弁相手との対立が深まり、董事会が機能不全に陥ることは外資企業で散見されるが (野村 [2017])、同じことが混合所有制企業でも起こる可能性がある。混改が「官熱企冷」 (注13) (政府は熱心であるが、企業は冷めている) や「国企熱民企冷」 (国有企業は熱心であるが、民間企業は冷めている) とされるのはこのためである。

こうした民間企業の不安を煽る事件も起こっている。宝能控股有限公司 (宝能集団) が仕掛けた万科企業股份有限公司 (万科企業) に対する敵対的買収である。宝能集団は、1992年に深圳に設立された物流、金融、医療を手掛ける歴史の浅い無名の民間企業であるが、生命保険事業で得た資金を元手に、2015年末にフォーチュンの中国500強で24位の不

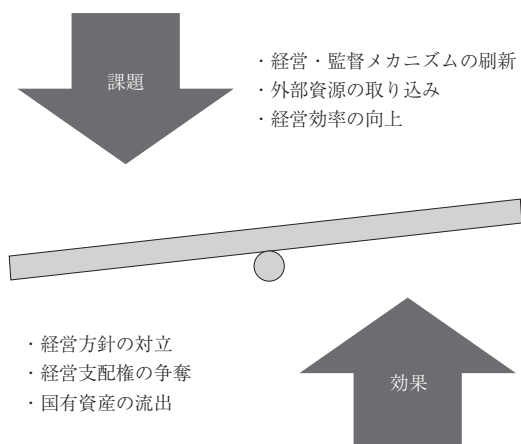
動産最大手の万科企業の株を買い占め、央企の筆頭株主である華潤集団を上回る保有比率に達した。

この買収劇は、2017年2月、株式市場の動揺を危惧した政府が保険法違反を理由に宝能集団に保険業への参入を10年間認めないとする (注14)、一応の幕引きが図られた。これは投機的な動きを抑制し、市場の安定化を図るという点では効果があったものの、混改の観点からみると大きな問題が残った。宝能集団は依然として万科企業的主要株主であり、董事会に2~3人の董事を送り込む権利を有するにもかかわらず、6月の董事会改選では1人も選出されなかったのである (注15)。これは出資比率に応じた発言権の確保という原則が不動産という非独占産業

でも政府の意向によっていかようにでも変えられることを示した。

混改は出資構造の多元化であり、「民営化」ではない。政府は、民間資本が入ることによって監視機能が高まると同時に民間企業のノウハウなど、国有企業にないものが持ち込まれ経営効率が高まると期待する。しかし、混合所有制企業は国家資本の出し手が経済成長、雇用確保、産業競争力の強化、一帯一路の推進といった政策課題を実現しようとする一方、民間資本の出し手は利潤の最大化を追求するという根本的な矛盾を抱えている。中国では、定款を変更し、共産党の経営介入を容認する上場企業が増えたとされるが（注16）、経営方針が対立し、経営支配権の争奪という問題に発展した場合、どのように解決するかという「出口」についてはほとんど議論されていない（図表14）。

図表14 混合所有制改革の効果と課題



（資料）現地報道より日本総合研究所作成

この矛盾を解消するためには、商業類に属す企業については国家資本の割合を3割以下に下げるとともに、出資比率に応じた発言権が確保されることを明示するなど、政府は民間企業が享受出来るメリットを改めて明確にしていく必要がある。また、国家資本が最大の株主である混合所有制企業では民間資本が経営を掌握することは難しいという民間企業の不満に応えるため、普通株に比べて配当金を優先的に受けとれる一方で、会社の経営に参加する権利が制限される優先株を導入し、国家資本を優先株に転換するといった措置を積極的に検討すべきであろう。

## (2) 公平な競争条件の創出に貢献するか—「強強連合」の落とし穴

高い相乗効果が期待される中国聯通は、独占ないし寡占状態にある国有企業の混改のテスト・ケースとされる。2017年後半には中国聯通に続き、独占ないし寡占状態にある19の国有企業の混改が本格的にスタートする見込みである（注17）。これが改革に対する政府の意気込みを示す意欲的なものとなれば、混改に対する民間企業の見方は変わり、新規参入が相次ぐことで公平な競争条件が創出されるという混改に期待されるもう一つの効果が発現する可能性がある。

中国では、数こそ増えているものの民間企業は6割がインフォーマルな市場からの資金調達を余儀なくされ、金利も2割高いな

ど（注18）、国有企業に比べ不利な環境下に置かれているため、有力企業に成長する企業が少ない。これは目にみえない壁があるという意味で「硝子門」（ガラスの扉）と称され、長い間民間企業育成における障害の一つとされてきた。政府は国有企業の独占ないし寡占の状態にあった市場に民間企業が参入することでこの「硝子門」が壊され、産業の活性化や効率化につながると期待する。

しかし、混改が公平な競争条件の創出に寄与するか否かは定かではない。独占ないし寡占産業における混改が有力民間企業からの出資を仰ぐことによって進められているからである。国薬集団のパートナーである復星集団や聯通集団のパートナーである百度、アリババ、テンセントはいずれも有力民間企業で、フォーチュンの中国500強（2017年）でそれぞれ89位（注19）、92位、49位、43位に名を連ねる。独占ないし寡占産業における混改は大規模国有企業と有力民間企業の組み合わせを意味する「強強連合」で進められることが多い。

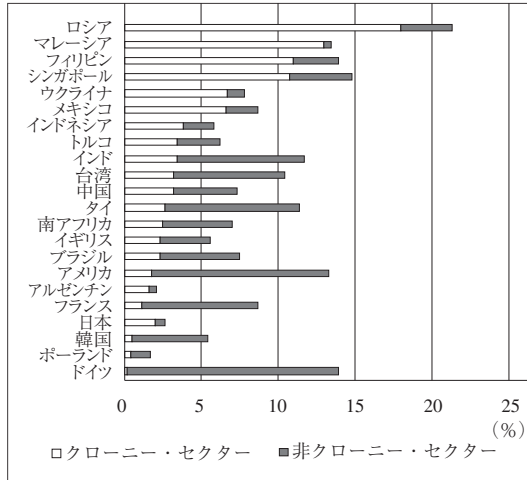
独占ないし寡占産業における国有企業は規模が大きいことから、出資する民間企業も必然的に潤沢な資金を有する民間企業とならざるをえないという事情はある。問題は参入が一部の有力民間企業に限られることによって、壊されるはずの「硝子扉」が維持される可能性が高まることである。「ビッグバン」と呼ばれる急進的な市場経済化によって国営

企業の民営化が進められたロシアでは「オリガルヒ」と呼ばれる新興財閥が台頭し、自らの立場を危うくする改革に抵抗し、新規参入を阻害する役割を果たしたとされる（Mitra and Selowski [2002]）。

混改を契機に中国はロシアに近い経済構造、つまり、寡頭支配に陥る可能性がある。英エコノミスト誌は、規制が残るクローニー・セクターで財をなした億万長者の資産がGDPに占める割合から主要国の「縁故資本主義」（クローニー・キャピタリズム）の度合いを測り、ロシアが突出していることを明らかにした（図表15）。中国は現段階で「縁故資本主義」の度合いが高いといえない。しかし、混改によって経済主体としての国有企業の存在感が低下すれば、中国は必然的に「国家資本主義」（ステート・キャピタリズム）から「縁故資本主義」に移行する。混合所有制企業の経営者の報酬は国有企業のように制約されないことから、参入規制が撤廃されなければ、クローニー・セクターで億万長者が増えるのは時間の問題である。

民間企業の経営者が成功を収め、財をなすことは決して悪いことではない。問題はそれが政府との癒着によるものか、あるいは、経営努力によるものかである。非クローニー・セクターで億万長者が誕生することは、民間企業育成の観点から歓迎されるべき現象といえる。そのためには、混改によって有力民間企業が独占ないし寡占産業に参入した後も規

図表15 億万長者の資産（2016年、GDP比）



(資料) "The Economist's crony-capitalism index", May 5 2016  
 Economist (<https://www.economist.com/blogs/graphicdetail/2016/05/daily-chart-2>)

制を緩和し続ける必要がある。その役割を果たすと期待されるのが参入規制産業だけを明示し、その他の産業は参入自由とするネガティブ・リストである。

政府は、2015～17年をネガティブ・リスト導入の試験期間とし、上海市や天津市などで先行導入し、その成果を踏まえ、2018年に全国統一のネガティブ・リストを公表するとしている（注20）。ここに国有企業が独占ないし寡占状態にある産業が出来るだけ含まれない、つまり、民間企業に開放されることが期待されるが、その可能性は低そうである。試験的に導入されたネガティブ・リストには、96の参入禁止分野と232の参入禁止分野が列記されている。153ページにおよぶ詳細なリスト（注21）は、独占ないし寡占状態にある

産業の参入規制が容易には撤廃されないことを暗示する。

### (3) 問われる出資構造多元化の効果

混改の課題として最後に指摘したいのが、資本構造多元化の効果である。政府は、民間資本が入ることで、国有企業の企業統治が改善されることを期待する。これは一見すると理にかなっているようにみえるが、実際にそうした変化が起こるかどうかは疑問である。前出の図表13で示した中国聯通の混改後の株主構成をみると、戦略的投資家は35.2%の株式を保有するものの、それは14社全体の合計であり、1社当たりの平均ではわずか2.5%に過ぎない。14社が一致団結しない限り、発言権を確保することは難しい。

一般投資家も同じである。上海証券市場の株主構成をみると、機関投資家の株式の保有割合は2015年で14.5%と極端に低く、売買に占める割合も10.5%に過ぎないことから（図表16）、企業統治の改善に寄与するとは考えにくい。また、機関投資家の保有割合は統計が遡及出来る2007年と比べ大幅に低下するなど、地位の後退が顕著である。一方、個人投資家は25.2%しか保有していないにもかかわらず、売買の86.9%を占める。彼らの株式保有の目的は短期の売買にあり、企業統治に対する関心は薄い。こうした中国特有の株主構成は、市場を値動きが激しい不安定なものにするだけでなく、株式市場を通じた企

業統治機能を弱める一因となっている。

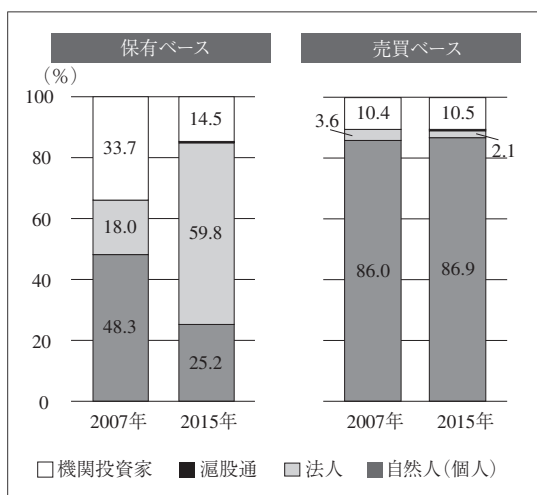
企業統治の改善に重要な役割を果たすと期待されるのは、保有割合が大幅に上昇した法人である。しかし、法人は売買額に占める割合は非常に低いことから、法人による株式の保有はわが国で問題視された「持ち合い」に近い状態にあると考えられる。わが国では「持ち合い」が企業統治機能の低下を招来する一因であったされるように（新田 [1999]）、中国でも「持ち合い」によって、もともと弱い株式市場を通じた企業統治機能がさらに弱体化することが懸念される。政府は、「資本構造の多元化→企業統治の改善」という文脈で混改の効果を宣伝するものの、もの言う株主が増えなければ期待される効果は発現しない。「国有企業の株式企業への転換→資本構

造の多元化→企業統治の改善→国有企業の再生」というシナリオの実現性は期待されるほど高くない。

資本構造の多元化の効果が疑われるもう一つの問題として、混改を機に政府が出資者としての役割を縮小しようとしているのかが必ずしも自明でない、というより根本的な問題を指摘出来る。混改の出発点は国有企業が民間資本を受け入れることにあり、払込資本金に占める国家資本の割合は必然的に低下していくはずである。しかし、鉱工業統計をみる限り、国家資本は、近年、法人資本や個人資本を上回るペースで増加しており、払込資本金に占める割合は2011年を境に上昇に転じている（図表17）。

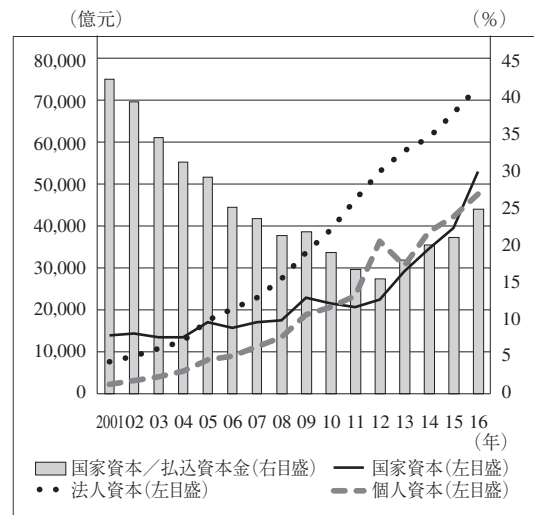
国家資本はどこに向けられているのか。そ

図表16 上海証券取引所の株主構成（金額ベース）



(注) 滬股通は香港証券取引所経由で行われる売買。  
(資料) 上海証券取引所統計年鑑より作成

図表17 鉱工業分野における払込資本金

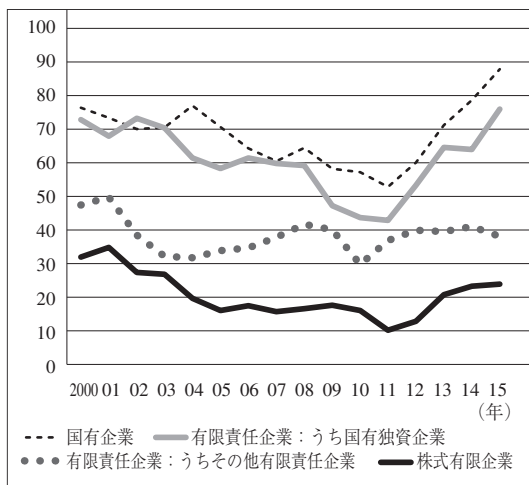


(注) 鉱工業統計は、2007年と2011年に集計対象企業が主管業務収入規模の大きい企業に絞られました。  
(資料) NBS資料より日本総合研究所作成

の割合を所有形態別にみると、国有企業、国有独資企業、有限責任企業における上昇が顕著である（図表18）。これは、独占ないし寡占状態にある国有企業を混改の例外としない、という政府の方針に反する動きといえる。この問題を所有形態別の企業数と払込資本金の変化と合わせてみると、混改のもとで政府がどのような経済体制を構築しようとしているかをうかがい知ることが出来る。

図表19は、鉱工業分野における所有形態別にみた企業の数と払込資本金の推移をみたものである。このうち国有企業についてみると、2013年に企業数と払込資本金が大幅に減少している。2013年に雇用情勢が悪化した事実はないこと、また、国家資本が減少することなく増え続けていることから、これは国有企業が他の形態の企業に変わったことを示す。同

図表18 払込資本金に占める国家資本の割合 (%)



(資料) NBS資料より日本総合研究所作成

じ期間に企業数の増加が著しいのは、有限責任企業の一つである国有独資企業と、その他有限責任、そして、株式有限企業であり、国有企業が2013年にそれらの形態へと衣替えしたとみるのが妥当であろう。

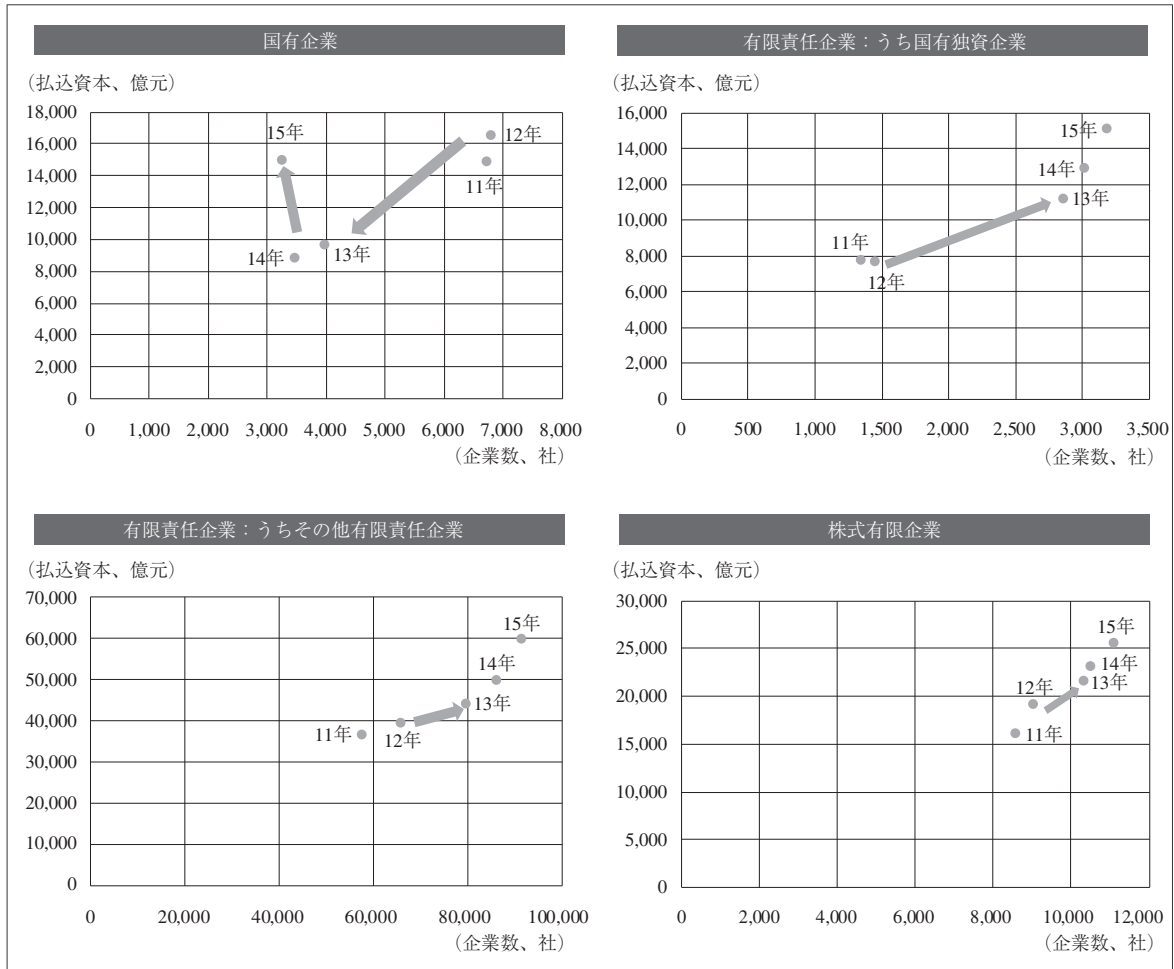
問題は、図表18みたように株式有限を除く企業で国家資本の割合が上昇していることである。また、国有企業は2015年に企業数の減少に歯止めがかかると同時に国家資本の投入により払込資本金が大幅に増強されている。こうしたことから、混改は国有資本の縮小や退出を意味するものではないといえる。政府は、国有企業を有限責任などの形態の企業に変えながら経済全体に対する国家資本の優位性を高めていることから、一部の専門家による「混改の先に民営化がある」という指摘（注22）は希望的な観測に過ぎないといわざるをえない。

資本構造の多元化を企業統治の改善に結び付けるには、従前から指摘されている機関投資家の育成が急務である。また、情報開示を徹底することによって「持ち合い」の解消を進めてきたわが国の経験を参考にして、法人が保有する株式の流動性を高める必要がある。これは証券市場を混乱させる可能性があるものの、企業統治の改善や証券市場の健全化という点からは避けて通れない課題といえ、機関投資家の育成と並行して進めていくことが望ましい。

一方、国家資本の増強については、財政部



図表19 鉱工業分野における所有形態別にみた企業数と払込資本金の推移（2011～2015年）



(注) 鉱工業統計は、2011年から調査対象企業が変更されたため、2010年以前のデータは連続性がない。  
 (資料) NBS資料より日本総合研究所作成

がさらなる資本注入を検討していること（注23）から、国有資本はより深く、また、広く浸透していくと見込まれる。国有企業数は減少するかもしれないが、国有企業がマージナルな存在になるという冒頭で紹介した見方は、混改の本質を捉えていないかに

も剣呑なものといえる。目にみえる国有企業からみえない国家資本へ変えながら、経済に対する支配力を強めるというのが習近平政権の目指す混改であると思われる。習近平国家主席は「前代未聞」と言われる腐敗撲滅運動を展開し、権力基盤を強固にした。混改はそ

の経済版と位置付けることが出来るのかもしれない。

- (注11) 「董事会、股東大会的“三分之二以上”事項【規則整理】」2017年4月19日 搜狐網 ([http://www.sohu.com/a/135029852\\_733484](http://www.sohu.com/a/135029852_733484))
- (注12) 「趙農：混合所有制改革 民營不占主導地位就是羊入虎口」2014年3月3日 鳳凰網 ([http://finance.ifeng.com/a/20140303/11789599\\_0.shtml](http://finance.ifeng.com/a/20140303/11789599_0.shtml))
- (注13) 「探索国企混合所有制改革路徑選取」2016年12月8日 中国財經時報網 (<http://www.3news.cn/news/guonei/2016/1208/173219.html>)
- (注14) 「保監会对前海人寿保險股份有限公司有關違法案件作出行政處罰」2017年2月24日 保監会 (<http://www.circ.gov.cn/web/site0/tab5207/info4060447.htm>)
- (注15) 「宝万之争, 是商鞅的立柱, 還是周幽王的烽火?」2017年6月22日 搜狐網 ([http://www.sohu.com/a/151179703\\_465442](http://www.sohu.com/a/151179703_465442))
- (注16) 「中国企業、『党の介入』明文化 上場企業288社が定款変更 今春から急増」2017年8月17日 日本經濟新聞 ([https://www.nikkei.com/article/DGXLASGM16H41\\_W7A810C1MM8000/](https://www.nikkei.com/article/DGXLASGM16H41_W7A810C1MM8000/))
- (注17) 「【招商策略】国企混改2.0階段的投資機會」2017年8月22日 和讯網 (<http://news.hexun.com/2017-08-22/190529174.html>)
- (注18) “China’s private sector misses out on credit boom”, 3 July 2016, *Financial Times* (<https://www.ft.com/content/833c5208-3eba-11e6-8716-a4a71e8140b0>)
- (注19) ここでランクインしているのは、復星集團ではなく、子会社の復星國際有限公司である。
- (注20) 「國務院關於実行市場准入負面清單制度的意見」国發〔2015〕55号 2015年10月2日 中国政府網 ([http://www.gov.cn/zhengce/content/2015-10/19/content\\_10247.htm](http://www.gov.cn/zhengce/content/2015-10/19/content_10247.htm))
- (注21) 「市場准入負面清單草案（試点版）」2016年3月2日 国家發展改革委員会 (<http://www.ndrc.gov.cn/gzdt/201604/W020160412311161765167.pdf>)
- (注22) 「混合所有制：“民進”還是“国収”」2016年8月19日 中国經濟新聞網 (<http://www.cet.com.cn/ycpd/sdyd/1805743.shtml>)
- (注23) 「財政部明確国有企業資本金注入採取三種方式」2017年3月29日 中証網 ([http://www.cs.com.cn/xwzx/201703/t20170329\\_5225387.html](http://www.cs.com.cn/xwzx/201703/t20170329_5225387.html))

## おわりに一わが国企業にとっての混改

混合所有制改革は国内民間資本をパートナーにして進められており、外資の導入事例

はそれほど多くない。わが国では、2015年に国有複合企業の中信集団が全体上場を果たす際に、伊藤忠商事がタイの財閥チャロン・ポカパン（CP）グループとともに資本・業務提携した事例が有名である（注24）。アメリカ企業はわが国より積極的で、世界有数の資産運用会社KKRが2014年に中国最大の食品会社である中糧集団（COFCO）の食肉部門と、三大石油メジャーの一つである（Sinopec）の小売部門に出資したほか、デルタ航空が2015年に中国東方航空に出資し、戦略提携関係の強化に踏み切った事例がある（注25）。

混改は国有資本の縮小や退出を意味するものではないことから、過剰な期待は禁物である。それでも独占ないし寡占してきた産業が部分的であれ開放されることで、外資は中国市場へ食い込む機会を得ることが出来る。中国政府は、8月、参入規制の緩和や投資環境の整備に加え、外資の混改参入により、対内直接投資を促進する意向を示した（注26）。1～7月の対内直接投資は前年比▲6.5%と低調であり、混改のパートナーとしてこれまで以上に外資を活用しようと機運が高まる可能性はある。

混改を実施する企業については、央企を中心にメディアで様々な企業が取り上げられている。しかし、国有企業が混改を進める際のパートナーは公開入札によって選ばれるわけではないため、投資機会の多寡は築いた信頼関係の広さと深さによって左右される。また、

混改は当該国有企業を管轄する政府の事前承認が必要であることから、一朝一夕には進まないことも留意しておかなければならない。外資を都合のよい財布と見なす企業ではなく、「小さく生んで大きく育てる」という事業戦略を共有出来る企業に恵まれれば、混改はわが国企業にとって中国事業を前進させる機会になる可能性がある。

(注24) 「CITIC・CPグループとの取り組み」伊藤忠商事 (<https://www.itochu.co.jp/ja/business/alliance/index.html>、2017年9月11日アクセス)

(注25) 「デルタ航空と中国東方航空、戦略提携関係を強化」2015年7月26日 デルタ航空 (<http://news.delta.com/Delta-and-China-Eastern-Solidify-Strategic-Partnership-JP>)

(注26) 「国務院關於促進外資増長若干措施的通知」国発〔2017〕39号 2017年8月8日 国務院 ([http://www.gov.cn/zhengce/content/2017-08/16/content\\_5218057.htm](http://www.gov.cn/zhengce/content/2017-08/16/content_5218057.htm))

#### 参考文献

(日本語)

1. 今井健一 [2003]. 「中国国有企業の所有制度再編—大企業民営化への途—」 東京大学社会科学研究所 『社会科学研究』 第54巻第3号 (<http://hdl.handle.net/2261/15354>)
2. 新田敬祐 [1999]. 「株主構成とコーポレートガバナンス」 ニッセイ基礎研究所 『ニッセイ基礎研報』 Vol.10, Summer 1999 ([http://www.nli-research.co.jp/files/topics/35255\\_ext\\_18\\_0.pdf](http://www.nli-research.co.jp/files/topics/35255_ext_18_0.pdf))
3. 野村高志 [2016]. 「日中合弁事業の最新実務状況—内販強化に向けた中国企業との連携戦略—」 西村あさひ法律事務所 『中国ニューズレター』 2016年4月号 ([https://www.jurists.co.jp/sites/default/files/newsletter\\_pdf/ja/newsletter\\_201604\\_china.pdf](https://www.jurists.co.jp/sites/default/files/newsletter_pdf/ja/newsletter_201604_china.pdf))
4. 三浦有史 [2012]. 「中国『国家資本主義』のリスク—『国進民退』の再評価を通じて」 日本総合研究所 『環太平洋ビジネス情報RIM』 2012 Vol.12 No.45 (<https://www.jri.co.jp/MediaLibrary/file/report/rim/pdf/6056.pdf>)
5. — [2015a]. 「中国における新規雇用は誰がどこで生み出しているか—経済政策を左右する新たな指標の読み方—」 日本総合研究所 『環太平洋ビジネス情報RIM』 2015 Vol.15 No.56 (<https://www.jri.co.jp/MediaLibrary/file/report/rim/pdf/7962.pdf>)
6. — [2015b]. 「中国の国有企業はどこに向かうのか—成長の持続性を左右する改革の暫定評価—」 日本総合研究所 『環太平洋ビジネス情報RIM』 2015 Vol.15 No.58 (<https://www.jri.co.jp/MediaLibrary/file/report/rim/pdf/8337.pdf>)

(英語)

7. China Unicom [2017]. Mixed-Ownership reform & Interim results 2017, 16 August 2017 (<http://www.chinaunicom.com.hk/en/ir/presentations/pre170816.pdf>)
8. IMF [2017]. 2017 ARTICLE IV CONSULTATION—PRESS RELEASE; STAFF REPORT; AND STATEMENT BY THE EXECUTIVE DIRECTOR FOR THE PEOPLE'S REPUBLIC OF CHINA, IMF Country Report No. 17/247 (<https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2017/07/31/Japan-2017-Article-IV-Consultation-Press-Release-Staff-Report-and-Statement-by-the-Executive-45149>)
9. Mitra, P. and Selowski, M [2002]. Lessons from a Decade of Transition in Eastern Europe and the former Soviet Union, *Finance & Development*, IMF, June 2002, Volume 39, Number 2 (<http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2002/06/mitra.htm#author>)

(中国語)

10. 王華・龚珏・朱博雅 [2016]. 「混合所有制改革的典型模式与案例分析」 湖北省中央企業會計学会 『財政監督』 2016 (7) :77-80

巻末資料 鉱工業分野の所有形態別企業分類の詳細 (2015年)

企業分類	混合	企業数		資産		主管業務収入		利潤総額	
		社	構成比 (%)	億元	構成比 (%)	億元	構成比 (%)	億元	構成比 (%)
合計		383,000	100.0	1,023,398	100.0	1,109,853	100.0	66,187	100.0
内資企業		330,390	86.3	822,095	80.3	864,155	77.9	50,281	76.0
国有企業		3,234	0.8	71,515	7.0	45,202	4.1	2,108	3.2
集団企業		2,637	0.7	5,093	0.5	6,727	0.6	509	0.8
株式合作企業	○	1,136	0.3	940	0.1	1,499	0.1	109	0.2
聯営企業		147	0.0	190	0.0	272	0.0	11	0.0
国有聯営企業		18	0.0	53	0.0	45	0.0	▲ 1	▲ 0.0
集団聯営企業		57	0.0	34	0.0	69	0.0	4	0.0
国有・集団聯営企業		29	0.0	61	0.0	33	0.0	▲ 1	▲ 0.0
その他聯営企業		43	0.0	42	0.0	125	0.0	8	0.0
有限責任企業		94,299	24.6	374,095	36.6	321,610	29.0	16,712	25.3
国有独資企業		3,179	0.8	85,437	8.3	46,618	4.2	1,285	1.9
その他有限責任企業	○	91,120	23.8	288,658	28.2	274,992	24.8	15,427	23.3
株式有限企業	○	11,061	2.9	139,031	13.6	99,631	9.0	6,448	9.7
私営企業		216,506	56.5	229,006	22.4	386,395	34.8	24,250	36.6
私営独資企業		14,671	3.8	8,497	0.8	20,812	1.9	1,540	2.3
私営合夥企業		2,501	0.7	1,548	0.2	3,273	0.3	231	0.3
私営有限責任企業	○	190,410	49.7	198,077	19.4	335,262	30.2	20,563	31.1
私営株式有限企業	○	8,924	2.3	20,884	2.0	27,048	2.4	1,916	2.9
その他企業		1,370	0.4	2,225	0.2	2,821	0.3	134	0.2
香港・マカオ・台湾投資企業		24,488	6.4	83,244	8.1	96,926	8.7	5,948	9.0
香港・マカオ・台湾合資企業	○	7,436	1.9	31,112	3.0	31,870	2.9	2,198	3.3
香港・マカオ・台湾合作経営企業	○	625	0.2	1,716	0.2	2,269	0.2	190	0.3
香港・マカオ・台湾独資企業		15,854	4.1	45,707	4.5	58,644	5.3	3,223	4.9
香港・マカオ・台湾投資株式有限企業	○	487	0.1	4,429	0.4	3,820	0.3	327	0.5
その他香港・マカオ・台湾投資企業		86	0.0	279	0.0	324	0.0	11	0.0
外商投資企業		28,270	7.4	118,059	11.5	148,772	13.4	9,957	15.0
中外合資経営企業	○	9,958	2.6	56,275	5.5	69,030	6.2	5,445	8.2
中外合作経営企業	○	630	0.2	2,346	0.2	2,504	0.2	184	0.3
外資企業		17,024	4.4	52,851	5.2	71,947	6.5	3,996	6.0
外商投資株式有限企業	○	465	0.1	6,070	0.6	4,686	0.4	317	0.5
その他外商投資企業		193	0.1	517	0.1	605	0.1	15	0.0
混合所有制企業		322,252	84.1	749,541	73.2	852,610	76.8	53,124	80.3

(資料) NBS資料より日本総合研究所作成

本稿は、情報提供を目的に作成されたものであり、何らかの取引を誘引することを目的としたものではありません。  
 本稿は、作成日時時点で弊社が一般に信頼出来ると思われる資料に基づいて作成されたものですが、情報の正確性・完全性を保証するものではありません。また、情報の内容は、経済情勢等の変化により変更されることがありますので、ご了承ください。