

BTMU

中国月報

第48号 (2010年1月)



CONTENTS

■ 巻頭言

- ◆ 挑戦者中国の誕生

■ 特集

- ◆ ますます存在感を高める中国経済

■ 経済

- ◆ 輸入の大幅増は輸出の本格回復を示唆しているのか？

■ 産業

- ◆ 香港の住宅価格の現状と見通し～中長期的視点からの考察

■ 人民元レポート

- ◆ 人民元決済の行方について

■ スペシャリストの目

- ◆ 経営戦略：M&Aのキモ～交渉で起こりがちな問題点と解決策
- ◆ 税務会計：中国の税務～租税条約における「受益者」の認定に関する新通達について
- ◆ 人 事：中国上場企業における株式報酬を巡る新たな動きと日系企業へのインプリケーション

■ MUFG中国ビジネス・ネットワーク



目次

■巻頭言

- ◆ 挑戦者中国の誕生
財団法人 国際通貨研究所 理事長 行天 豊雄

■特集

- ◆ ますます存在感を高める中国経済
三菱UFJリサーチ&コンサルティング 調査部長 五十嵐敬喜……………1

■経済

- ◆ 輸入の大幅増は輸出の本格回復を示唆しているのか？
三菱UFJリサーチ&コンサルティング 調査部……………5

■産業

- ◆ 香港の住宅価格の現状と見通し～中長期的視点からの考察
三菱東京UFJ銀行 企業調査部 香港駐在……………11

■人民元レポート

- ◆ 人民元決済の行方について
三菱東京UFJ銀行（中国）市場業務部……………18

■スペシャリストの目

- ◆ 経営戦略：M&Aのキモ～交渉で起こりがちな問題点と解決策
三菱UFJリサーチ&コンサルティング 国際事業本部……………21
- ◆ 税務会計：中国の税務
～租税条約における「受益者」の認定に関する新通達について
プライスウォーターハウスクーパース中国……………25
- ◆ 人 事：中国上場企業における株式報酬を巡る新たな動きと
日系企業へのインプリケーション
マーサー チャイナ
マーサー ジャパン……………27

■MUFJ中国ビジネス・ネットワーク……………35



挑戦者中国の誕生

財団法人 国際通貨研究所
理事長 行天 豊雄

二〇〇九年は異形の大国中国に対する世界の期待と危惧が飛躍的に高まった年だった。

まず、中国経済は内外で発生した様々な困難を乗り越えて一〇%近い成長を達成した。二〇〇八年秋のリーマン・ショックで世界を襲った需要崩壊と信用収縮の津波は、それ迄希望的に語られてきた「アジア経済デカップリング論」を一瞬にして霧消させ、中国経済も輸出激減による甚大な被害を受けた。

しかし、中国指導部は迅速果敢に対応した。五十兆円に上る景気刺激策で投資と消費の拡大が図られ、それを支持するために百兆円を越すというほぼ無制限の貸出が国有銀行を中心に実行された。輸出産業を保護して雇用を確保するため、二〇〇五年七月からの人民元相場弾力化政策はストップし、対ドル・ペッグを復活させた。

高度成長が維持された結果、中国は従来の世界の工場という役割に加えて、世界の市場としての重要性を高めている。回復途上の世界経済にとって中国はいまや最大の需要創出者であり、殆ど救世主に近い期待をもって見られるようになっている。

国際経済関係においても中国の存在感、発言力は著しく向上した。G二〇会合、温暖化交渉、二国間・多国間の自由貿易協定、アフリカ等途上国への開発援助、資源や技術の獲得をめざして全世界的規模で展開しているM&A、ドル覇権に挑戦する国際通貨制度論争、周辺国の人民元圏化、上海の国際金融センター化等々、いまや世界経済の殆どの話題が中国に集中している。

しかし、このような華やかな舞台の裏で、躍進する中国に対する世界的な不安、懸念の底流が二〇〇九年に著しく水位を高めたことも否定できない。

豊富な資金力を背景とした強引とも思える資源、エネルギー獲得政策、温暖化対策における持説への固執もさることながら、巨額の黒字を生みながら人民元相場の弾力化に応じないことへの米欧の反発は危険水域に迫っている。中国の人民元相場に関する主張はいろいろである。曰く、「人民元相場の安定が中国の高成長を可能にし、世界に貢献している」「米中不均衡の原因は人民元相場ではなく、米国の消費過剰、対中禁輸出政策にある」「米国の低金利、ドル安が過剰流動性

を生み、バブルを拡散している」等々。しかし巨額の黒字と、介入による相場維持という事実が併存する限り、中国の主張に説得力は乏しい。鍵は米国の失業率であろう。今秋に中間選挙を控え、夏が近付いても一〇%を割らない状態が続くと、議会と政府は何等かの対中保護主義政策をとらざるをえなくなる。これは極めて憂慮すべき事態である。

二〇〇九年の経緯を経て中国は世界経済とくに対米経済関係において自分が持っている交渉力が何であるかについての認識を飛躍的に高めた。その結果採られる政策は次のようなものだろう。

①国力の増強を至上命令とする。人民元上昇や温暖化対策における負担増には最大限抵抗する。
②共産党一党体制下での政治的・社会的安定を維持する。③国際的には、中国は覇権を求めず、平和的発展を目指すという路線を一貫して主張を続ける。米国に公然と対抗するような行動は避ける。

云うなれば、二〇〇九年という年は、中国が世界の覇者を目指す挑戦者としての自信と自覚を持った年として歴史的に記憶されることになるだろう。しかし、米国にとって一九四五年がそうであったような、本当の覇者となる日が来るのかどうか、神のみぞ知るところであろう。

エグゼクティブ・サマリー

特集「ますます存在感を高める中国経済」は、経済危機を挟んだ世界経済における中国経済の位置付けについての分析と今後の中国経済について展望しています。今回の経済危機に伴う先進国の大幅な景気悪化が新興国の成長率の大きな鈍化を招いたことで、世界経済の「デカップリング」の発想は崩れ、2000年以降続いた好況な世界経済の構図は、中国を中心とする新興国が消費大国アメリカを初めとする先進国への輸出を伸ばしたものであることが明らかになり、アメリカの消費に依存した成長モデルは崩壊した可能性があると見ています。然しながら、中国はこうした状況のなか、公共投資を増やし内需を支える政策の強化により見事に立ち直り、2009年の目標である8%成長の実現も確実視されていますが、その過程で銀行貸出の大幅増加とマネーサプライの伸びの加速が資産バブルやインフレに繋がることが懸念され、増えすぎたマネーのコントロールを誤ると、成長に急ブレーキを掛けかねない恐れがあることに注意が必要と指摘しています。

経済「輸入の大幅増は輸出の本格回復を示唆しているのか？」は、加工貿易を中心とする中国では輸入が輸出に先行する傾向があると言われる中、2009年11月の輸入が大幅に増加したことを捉え、今後輸出の本格回復が期待できるかどうか検討しています。輸入の輸出に対する先行性の相関関数を推計すると、輸入の輸出に対する有意な先行性は見出せないと検証した上で、11月の輸入の大幅増加が意味するところは、①比較対象となる2008年11月の輸入が大幅に落ち込み、前年比伸び率が高く出やすいというベース効果、②品目別、産業別に見て、内需振興策による国内消費の拡大の反映であるとし、必ずしも輸出の回復を示唆するものではなく、中国の輸出の本格回復には先進国の景気回復が欠かせず、それまでにはもう少し時間がかかるものと見ています。

産業「香港の住宅価格の現状と見通し～中長期的視点からの考察」は、足元でバブルを懸念する声も聞かれている香港の住宅価格の動向を考察しています。80年以降の香港の住宅価格の推移を3つの局面、①80年～97年：価格上昇期、②98年～2003年：価格下落期、③2004年～現在：価格上昇期、に大別してその要因を整理し、さらに不動産価格と経済成長率との連動性にも着目して2つの要素のトレンドを分析した上で、現在の住宅価格の水準感については、2004年以降上昇ペースの比較において住宅価格が名目GDPを上回っているものの、水準としては名目GDP並みに戻ったところで、価格上昇ペースが加速した97年との対比ではバブルの懸念が相対的に小さいものと見ており、今後の住宅価格については、堅調に拡大する需要と低位安定した供給との見通しのもと、中長期的に穏やかな上昇基調を辿ると考えられるとしています。但し、高級物件については、既に名目GDPの水準を大幅に超過し、97年のバブル期の状態に近づいている為、今後金利上昇や過剰流動性の解消が進めば、相応の価格調整リスクもあると指摘しています。

人民元レポート「人民元決済の行方について」は、決済取引を巡る現在の中国当局の管理集中と自由化に向けた規制緩和という相反する2つの方向性を、今後中国がどのように両立させていくかについて、人民元決済の国際化の動きを通して考察しています。昨今、為替・資金・証券取引における規制緩和が着実に進む中で共通して見て取れることは、当局がモニタリングを通じた集中管理により、一連の決済取引に存在する様々なリスクの把握と軽減を図っている点で、この体制は2009年7月に解禁されたクロスボーダー貿易の人民元決済の一部解禁においても踏襲されていると指摘した上で、金融危機以降、米ドルの基軸通貨としての地位が低下するなか、相対的に人民元の地位が高まり、当局の人民元の国際化に向けた動きも徐々に拡大していくと思われるものの、そのアプローチの方向性は、引き続き取引の集中管理を行うことにより、自国が抱えるリスクの所在を管理する体制を基本とするものと見ています。

スペシャリストの目

経営戦略「M&Aのキモ～交渉で起こりがちな問題点と解決策」は、M&Aプロセスに関するシリーズの解説で、今回はLOI（基本合意書）調印後の交渉における留意点を取り上げています。交渉段階で中国側との間で発生しやすい問題点として、①スピード感の差による交渉破綻、②市場や企業の全体像の把握が欠けており判断できない、③会議の場の設定が不十分で会議が空転、④中国企業に比して日本側企業がM&Aプロセスに不慣れ、というポイントを指摘した上で、その対応策として、①ロードマップの明確化と進捗管理の徹底、②外部専門家とのチームアップの早期実現、③事業・ファイナンス・法律面で情報収集、状況判断が可能な事務局の編成と相応の権限を持った意思決定者の選任、に留意が必要としています。

税務会計「中国の税務」は、日系企業から受ける税務に関する質問のうち実用的なテーマを取り上げ、Q&A形式で解説しています。今回は租税条約における配当金、ロイヤルティー、利息等の不労所得に関連する租税条約待遇を享受する際の「受益者」認定に関する新通達のポイントです。

人事「中国上場企業における株式報酬を巡る新たな動きと日系企業へのインプリケーション」は、有能な人材獲得の一手段として中国にも浸透し始めている株式報酬制度についての解説です。中国の株式報酬制度は当局の厳しい管理下にあり、加えて金融危機の試練に立たされる中、株式報酬制度を導入した、或いは導入しようとしている中国企業の間では、①役員報酬決定の透明性向上、②株式報酬制度の業績条件の重視、③業績指標の整備、④コーポレート・ガバナンスの改善要求への対応等により、株式報酬制度を見直す動きが見られるとした上で、日系企業は今後中国現地企業との人材獲得競争を視野に入れ、こうした中国企業の人材戦略の中から、①中国事業の役員層の責任権限の明確化、②業績責任に応じた魅力ある報酬の提供、③現地人材の役員層への登用といった点を学ぶべきと指摘しています。



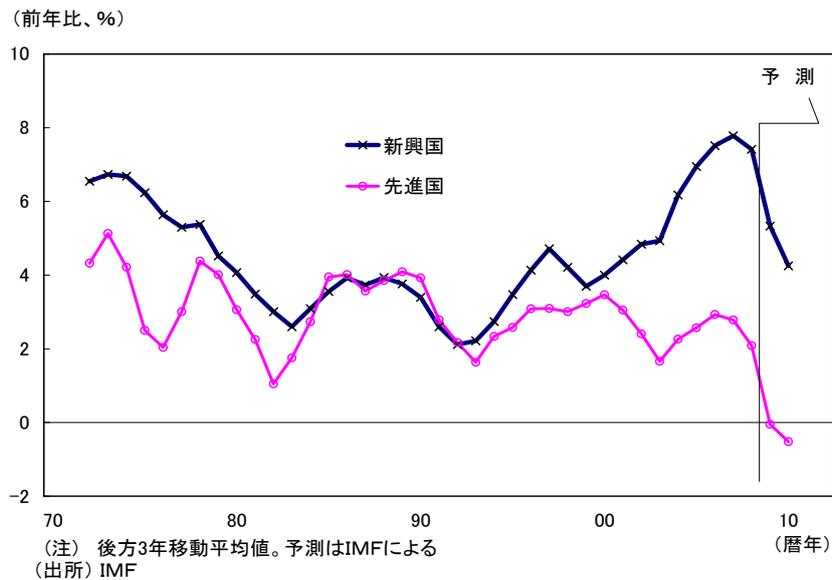
ますます存在感を高める中国経済

三菱UFJリサーチ&コンサルティング
調査部長 五十嵐敬喜

世界経済のもう1つのエンジンになった中国経済

図1はIMFが統計を把握している世界180カ国ほどの国を先進国と新興国との2つのグループに分け、それぞれのグループの成長率の推移を示したものだ。これを見ると、90年代の後半頃から両グループの成長率が大きく乖離し始めていることがわかる。すなわち、今回の経済危機が起こった08年の前までは、新興国グループの成長率が右肩上がりなのに対し、先進国グループの成長率は右肩下がりになっている。

図1 先進国と新興国の成長率

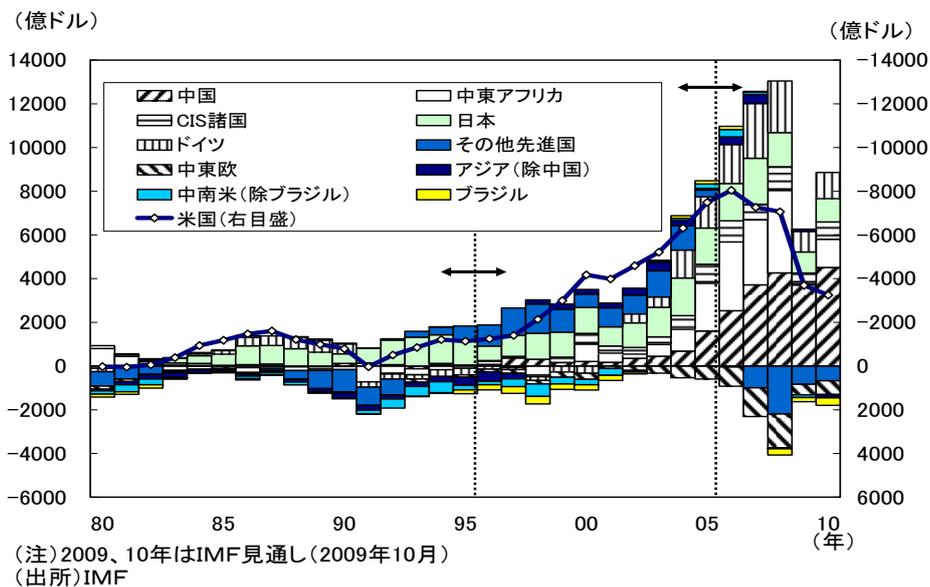


(注) 本稿ではIMFの分類に基づき、G7、その他ユーロ圏主要17カ国、アジアNIEs、豪州、ニュージーランド、イスラエルの合計31カ国を「先進国」、先進国に含まれないその他すべての国(150カ国程度)を「新興国」としている。

先進国と新興国との間に見られるこうした関係は、「デカップリング」の発想につながった。つまり、かりに先進国の景気が悪化しても、新興国の力強い成長が世界経済を支えるだろうという考え方である。しかし実際に今回の危機が起こってみると、先進国、中でもアメリカの景気が大幅に悪化するのに伴って、新興国の成長率も大きく鈍化してしまった。両グループの成長率に大きな差があるという点ではデカップリングの状況に変わりはないが、新興国の経済が先進国の経済の影響を受けないとは決して言えないことは明らかだ。

世界経済が必ずしもデカップリングしているわけではなかった理由は、新興国の成長の主たる原動力が輸出であり、その輸出を牽引したのが先進国の筆頭であるアメリカだったことである。こうした経緯を図2で確認しておこう。このグラフは世界の国・地域別の経常収支の推移を見たものだ。90年代後半からアメリカの赤字が急速に拡大するのと並行して、アメリカ以外の国々の黒字が急拡大していったことが分かる。とくに2000年を過ぎてからは、中国や中東諸国の黒字の拡大が目立つ。

図2 世界の経常収支（対世界 GDP 比）



アメリカは消費がGDPの7割を占める消費大国であり、しかも国内産業における製造業の比率が低く(国内でさほどモノを作っていない)、消費の増大が輸入拡大に直結する体質を持っている。2000年代に入ってから、そのアメリカに向けてとくに輸出を増やしたのが中国であった。

2000年から07年にかけて世界経済は平均して年率4%成長というほぼ30年ぶりの好況を実現したが、そのうちの1%が中国の寄与によるものだった。中国は世界経済の成長に対して、単独では最大の貢献国であったのだ。

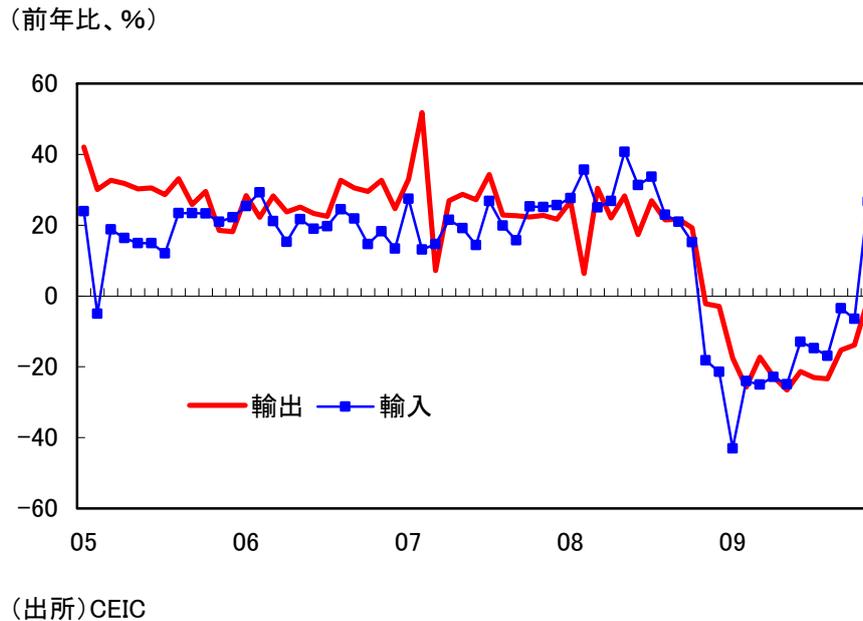
その中国の成長エンジンは2つあったが、その1つが輸出である(もう1つは固定投資)。もっとも、中国の輸出の大半は中国に進出している外国企業によるものだったから、まさに中国は「世界の工場」であったわけだ。

中国は、その高成長に必要な資源や投資財、あるいは資本財を大量に輸入した。そのことが、たとえばわが国の輸出を大幅に拡大させたのだが、同時に多くの新興国の輸出を引き上げることによって、これらの国々の成長率をかさ上げした。とりわけ2000年以降に新興国の成長率が高まったのは、こうした中国の輸入拡大が大きく寄与したのである。

アメリカというメインエンジンが止まった

しかし、今回の危機の勃発によって、この成長モデルは崩壊した可能性がある。アメリカの景気が大幅に落ち込み輸入が急減したことで、輸出を成長のエンジンにしていた国々に強烈なブレーキがかかってしまった。中国も例外ではなかった。

図3 中国の輸出入の推移



上の図3は中国の輸出入の増減率の推移を示しているが、08年9月のリーマンショックを契機に急激に落ち込んでいることが分かる。中国の経済成長の重要なエンジンである輸出が急減しただけでなく、新興諸国の経済を牽引していた輸入も同様であった（資源価格が暴落したため、名目ベースでみた輸入額の落ち込みぶりはずさまじい）。

アメリカの消費減少が一時的なものであればよいが、今回の金融経済危機は、アメリカの消費に頼った世界経済の成長モデルが崩壊してしまったことを意味している可能性がある。超低金利が続く下で住宅バブルが膨らんでいったのだが、アメリカの家計（とくに富裕層）は保有する住宅資産の値上がりをテコに、実物と金融の両面で投資を大幅に拡大させた。その過程で富裕層を中心に負債（住宅ローン）も大幅に増加したが、他方で、消費も好調さを維持していた。

しかし、サブプライムローン問題をきっかけにしてバブルが崩壊すると、こうした投資に失敗した家計は「損切り」（値下がりする資産を手放し、負債を返済する）せざるを得ない状況に追い込まれたのである。負債の返済を優先すれば消費は減る。まさに家計がリストラに励むわけだが、それが続く限り消費の減少や低迷から抜け出すことは出来ない。

アメリカという世界経済の最大のエンジンが止まってしまったことは、中国というエンジンをも止めかねない事態をもたらした。実際、中国の成長率は09年第1四半期に前年同期比6.1%に鈍化したが、前期比年率の成長率を試算すれば、明らかに大幅なマイナスであった。

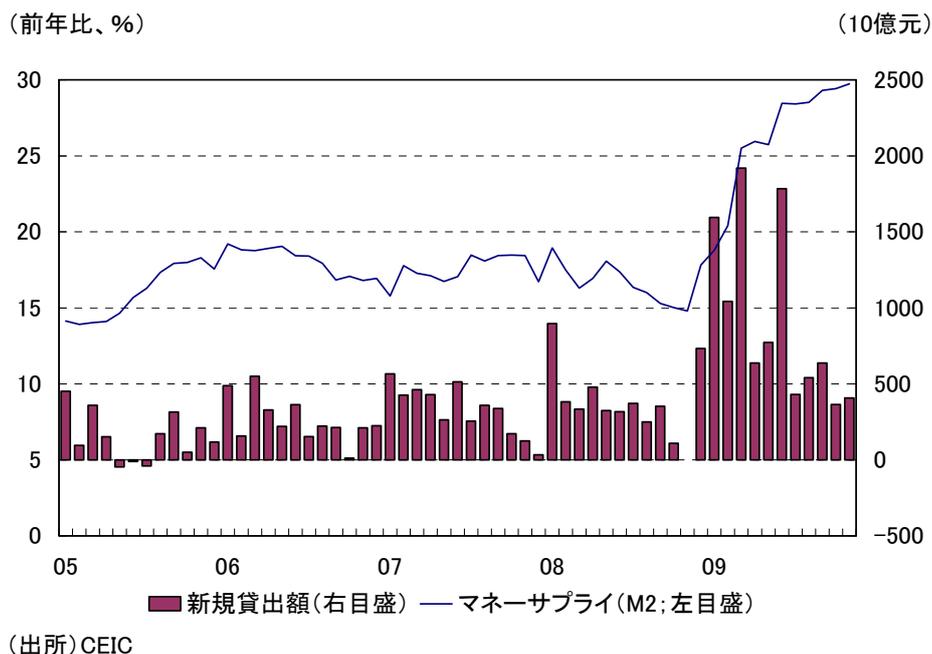
中国の景気刺激策とそのリスク

幸いにして、中国は財政にゆとりがあった。輸出が駄目なら内需で踏ん張るしかないわけで、公共投資を増やして内需を支える政策が強化された。4兆元規模（日本円で50兆円超）の財政支出を2年間で実施するという非常に意欲的な景気刺激策である。公共工事をはじめ自動車や家電の購入支援など、外需の落ち込みを内需の増加で補うことを目指している。

その結果、中国経済は見事に立ち直ってきた。09年第1四半期の前年同期比6.1%成長から、第3四半期には同8.9%まで回復し、年間でも目標である8%成長の実現はほぼ確実だと言えそうだ。

とはいえ、その過程で銀行貸出が大幅に増加し、マネーサプライの伸びも前年比30%程度にまで加速している。実体経済の拡大ペースをはるかに上回ってマネーが増えれば、資産価格の大幅な上昇（バブル）やインフレにつながる恐れもある。新年の中国経済は、財政の力で内需の勢いが持続する一方で、増えすぎたマネーをうまくコントロールしないと、成長に急ブレーキをかけかねないトラブルに見舞われる恐れがあることには要注意だ。

図4 中国の新規貸出額とマネーサプライの推移



(執筆者の連絡先)

三菱UFJリサーチ&コンサルティング

E-mail : chosa-report@murc.jp



輸入の大幅増は輸出の本格回復を示唆しているのか？

三菱UFJリサーチ&コンサルティング
調査部 研究員 野田麻里子

1. 大幅増加に転じた輸入

12月中旬に発表された貿易統計によれば、11月の輸入は前年比26.7%増と前月の同6.4%減から一転、前年比大幅増となった。また輸出も前年比1.2%減と前年比マイナス幅が大きく縮小した。

加工貿易が中心の中国では輸入が輸出に先行する傾向があると言われる。このため11月の輸入の大幅増加を受けて輸出の本格回復への期待が高まっている。実際、中国の輸出入構造を見ると、輸出入とも機械類（一般・電気機械、輸送機械、精密機械の合計）が全体の約5割を占めており、機械類（部品）を輸入し、機械類（製品）を輸出するという加工貿易型の貿易構造が見て取れる（図表1）。

図表1. 中国の輸出入品目別シェアの推移

(%)

	輸出						輸入							
	一次 産品	製造業 品	製造業 品				一次 産品	鉱物	製造業 品					
			化学品	原料別 製品	機械類	雑品			化学品	原料別 製品	機械類	雑品		
05年	6.6	93.3	7.0	31.7	48.6	6.0	15.8	12.0	83.8	13.5	17.6	52.4	0.3	
06年	6.2	93.6	7.2	30.7	49.7	6.0	17.4	14.0	82.4	13.6	16.6	51.9	0.3	
07年	5.3	94.5	7.0	31.4	50.4	5.7	18.6	15.6	81.2	13.0	15.1	52.9	0.3	
08年	4.8	94.9	7.2	30.8	51.3	5.7	20.4	16.9	79.4	12.9	15.1	51.1	0.4	
09年	5.2	94.5	7.7	30.0	51.0	5.8	27.4	23.0	72.1	12.2	13.3	46.4	0.3	
09年11月	5.1	94.7	7.1	25.6	56.4	5.7	23.9	19.8	75.9	12.0	13.6	49.9	0.4	

(注) 2009年は1-11月実績ベース。機械類は一般・電気機械、輸送機械、精密機器の合計。

(出所) CEIC

政府の景気テコ入れ策により著しい回復を見せる投資や消費に加えて、輸出が本格回復に転じるとすれば、中国経済の先行きはかなり明るい。しかし、こうした見方に対してこれを「根拠の乏しい楽観」と警戒する向きもある。そこで本稿では、改めて中国の輸出と輸入の関係に焦点を当て、11月の輸入の大幅増加が意味するところは何か、果たしてここから輸出の本格回復を期待できるのかどうか検討してみた。

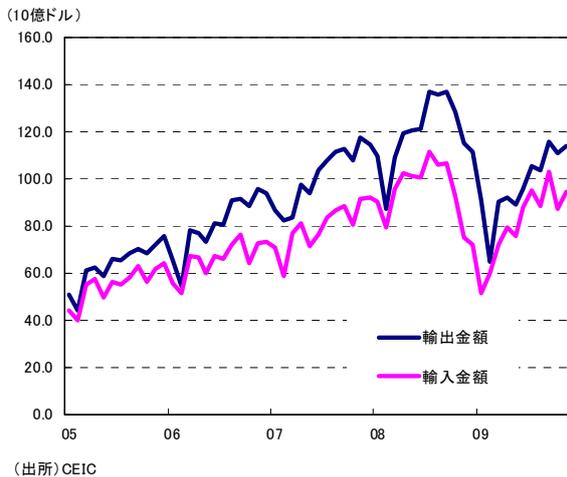
2. 輸入の先行性は必ずしも強くない

まず、輸入の輸出に対する先行性について相関係数¹により確認してみた。次頁図表2、3は通

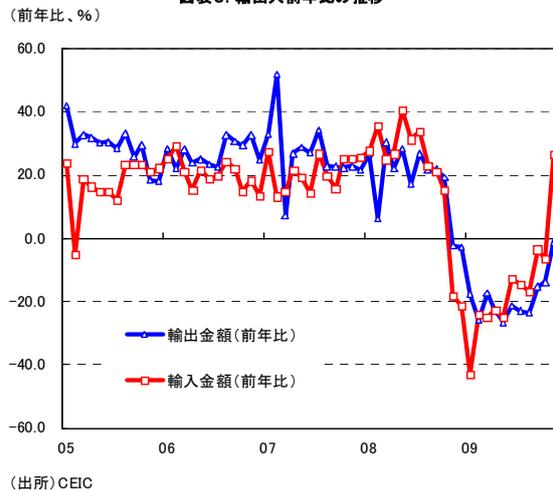
¹ 相関係数 (c) : データの相関の程度を表す指標。cの値の範囲は $-1 \leq c \leq 1$ で $c=1$ のとき、正の完全相関、 $c=-1$ のとき、負の完全相関、 $c=0$ のとき、無相関を示す。

関ベースの輸出入金額とその前年比を图示したものである。それぞれについて輸出データを3ヶ月先まで先行させて相関係数を推計してみた結果が図表4である。金額ベースについては輸出を先行させると相関係数が低下してしまう。図表2からもわかるように輸入金額の輸出金額に対する先行性は強いとは言えず、両者はほぼ同時に同じ方向に動いているようである。輸出入金額の前年比については輸出を1ヶ月先行させた場合に相関係数がやや高くなるが、それ以外のケースと有意な差異は認められず、ここからは輸入が輸出に1ヶ月先行するとは言えない。

図表2. 輸出入金額の推移



図表3. 輸出入前年比の推移



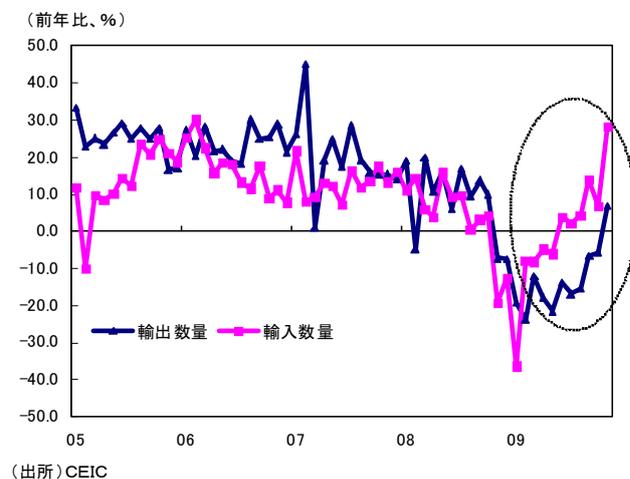
図表4. 輸出金額と輸入金額の相関係数

	輸入金額の輸出金額に対する先行月数			
	0ヶ月	1ヶ月	2ヶ月	3ヶ月
通関金額ベース	0.933	0.908	0.859	0.840
同前年比ベース	0.792	0.830	0.792	0.774

(出所) CEICデータをもとに推計。推計期間: 2005.01~2009.11。

次に、輸出入金額から価格の影響を取り除いた数量ベースで同じように相関係数を推計してみた(図表5、6)。相関係数は先行月数とともに高くなっているが、そもそも係数の水準が低く、両者の間に時差相関関係があるとは必ずしも言えない。むしろ図表5では2009年2月以降、連続して輸入数量の伸び率が輸出数量の伸び率を上回っていることが注目される。これは統計が入手できる2005年以降、これまでに見られない特徴である。

図表5. 中国の輸出数量と輸入数量の推移



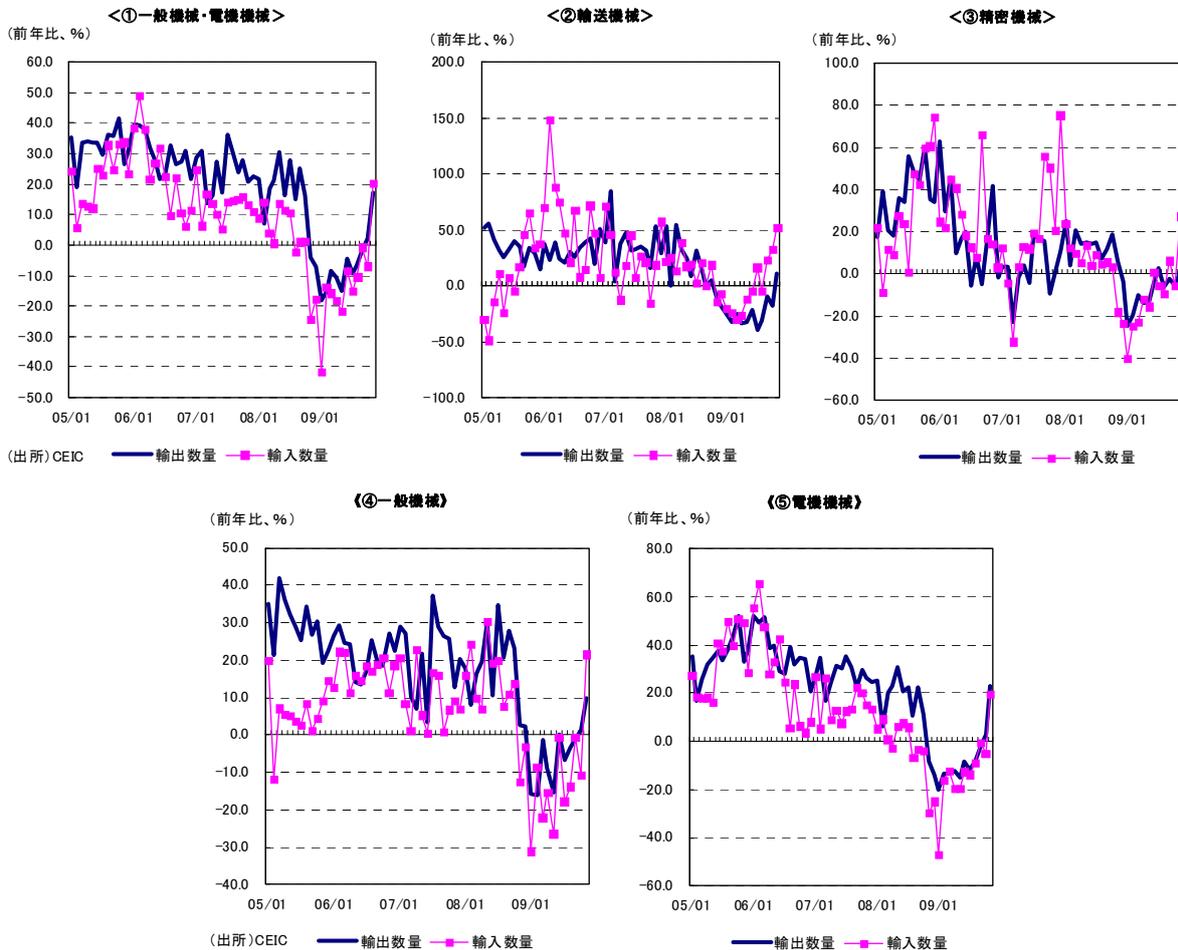
図表6. 輸出数量と輸入数量の相関係数

相関係数	輸入数量の輸出数量に対する先行月数			
	0ヶ月	1ヶ月	2ヶ月	3ヶ月
	0.619	0.685	0.647	0.688

(出所) CEICデータをもとに推計。推計期間: 2005.01~2009.11。

さらに輸出入それぞれの約5割を占め、加工貿易の主体である機械類について、加工貿易は大分類で見た場合に同じ品目内でのやり取りであるとの仮定のもと、同一品目内で輸出数量と輸入数量の相関関係を見てみた(図表7、8)。輸送機械、精密機械については輸出数量と輸入数量の相関係数はどの期間でも強いとは言えないが、電気機械については先行月数0のケースで比較的強い相関関係が観察された。

図表7. 機械類の輸出入数量の推移



図表8. 機械類の輸出数量と輸入数量の相関係数

	輸入数量の輸出数量に対する先行月数			
	0ヶ月	1ヶ月	2ヶ月	3ヶ月
一般・電機機械類	0.857	0.813	0.813	0.752
一般機械	0.654	0.554	0.561	0.523
電機機械	0.848	0.836	0.840	0.801
輸送機械	0.283	0.337	0.304	0.421
精密機械	0.528	0.579	0.559	0.464

(出所) CEICデータをもとに推計。推計期間: 2005.01~2009.11。

3. 輸入の大幅増加の一因は政府の内需振興策

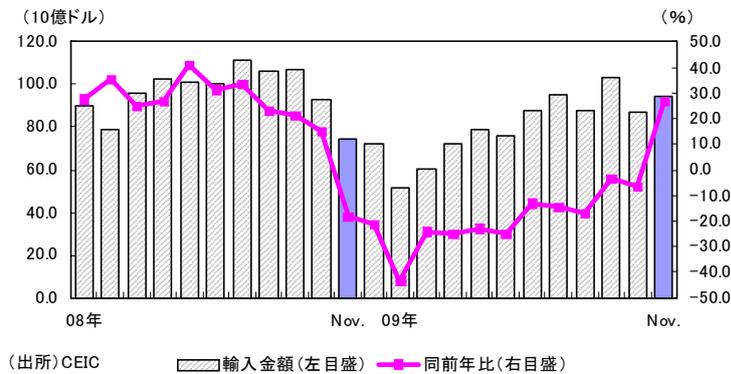
以上の相関係数による検証からは輸入の輸出に対する有意な先行性は見出させなかった。では、輸出の伸びと大きく乖離した11月の輸入の大幅増加は何を意味しているのだろうか。

(1) ベース効果

11月の輸入が前年比26.7%増と大幅に増加した一因として、比較対象となる2008年11月の輸入が前年比18.1%減と大幅に落ち込んでおり、前年比伸び率が高く出やすかったというベース効

果が指摘できる（図表9）。ちなみに輸出も2008年11月以降、前年比減少に転じているが2008年11月の段階では同2.2%減にとどまっている。

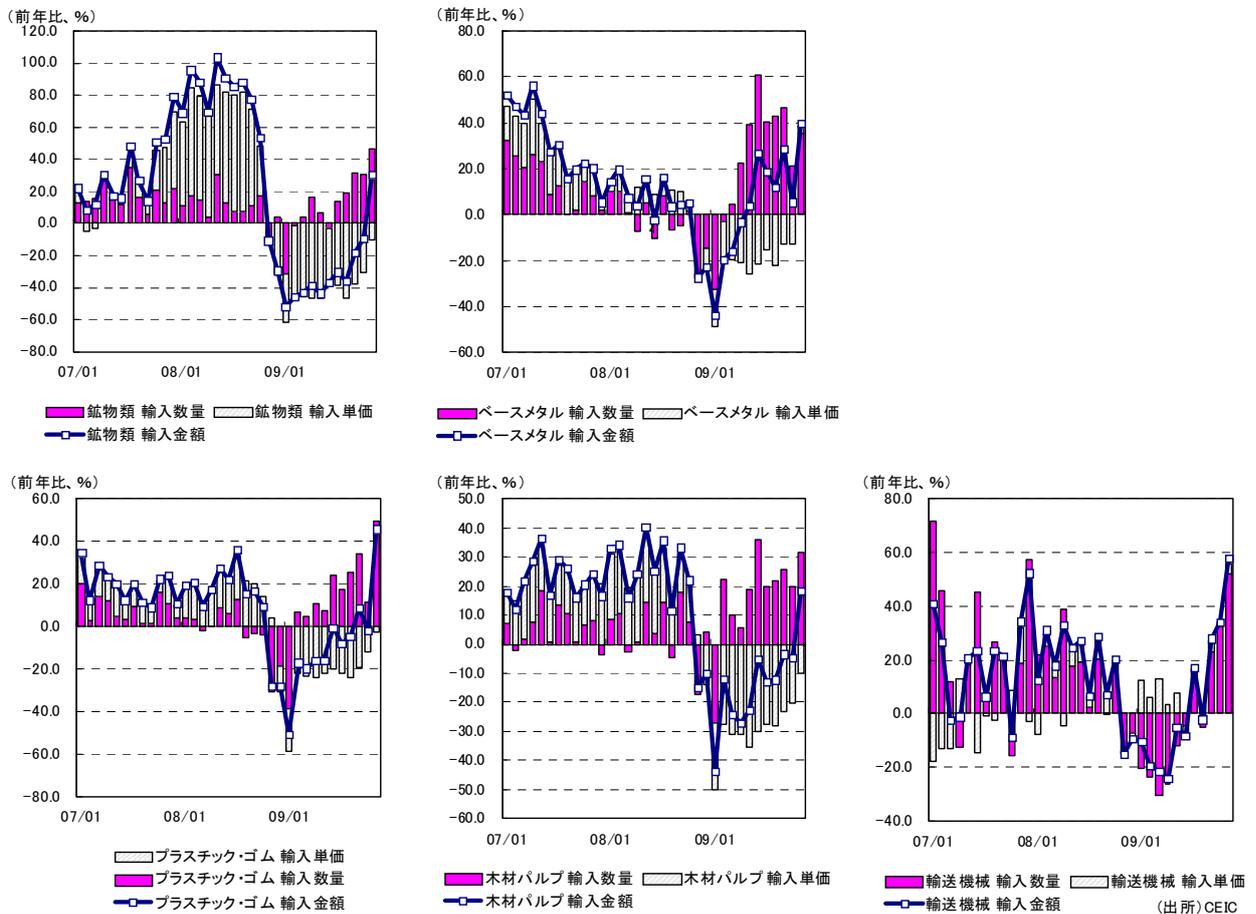
図表9. 中国の輸入の推移



(2) 内需振興策との連動

貿易のHS品目コード別に輸入動向を見ると、足元、輸入数量が大きく伸びている品目は鉱物類、プラスチック・ゴム、木材パルプ、ベースメタル、輸送機械である。これらの輸入数量増加品目のうち鉱物類とベースメタルについては同時に輸入単価の下落が観察され、輸入数量増の背景には単価下落を受けた資源備蓄拡大といった要因があることが伺われる。一方、プラスチック・ゴム、木材パルプについては輸入単価の下落要因もあるが、輸送機械同様、内需振興策による国内消費の拡大が輸入数量増につながっているのではないかと考えられる（図表10）。

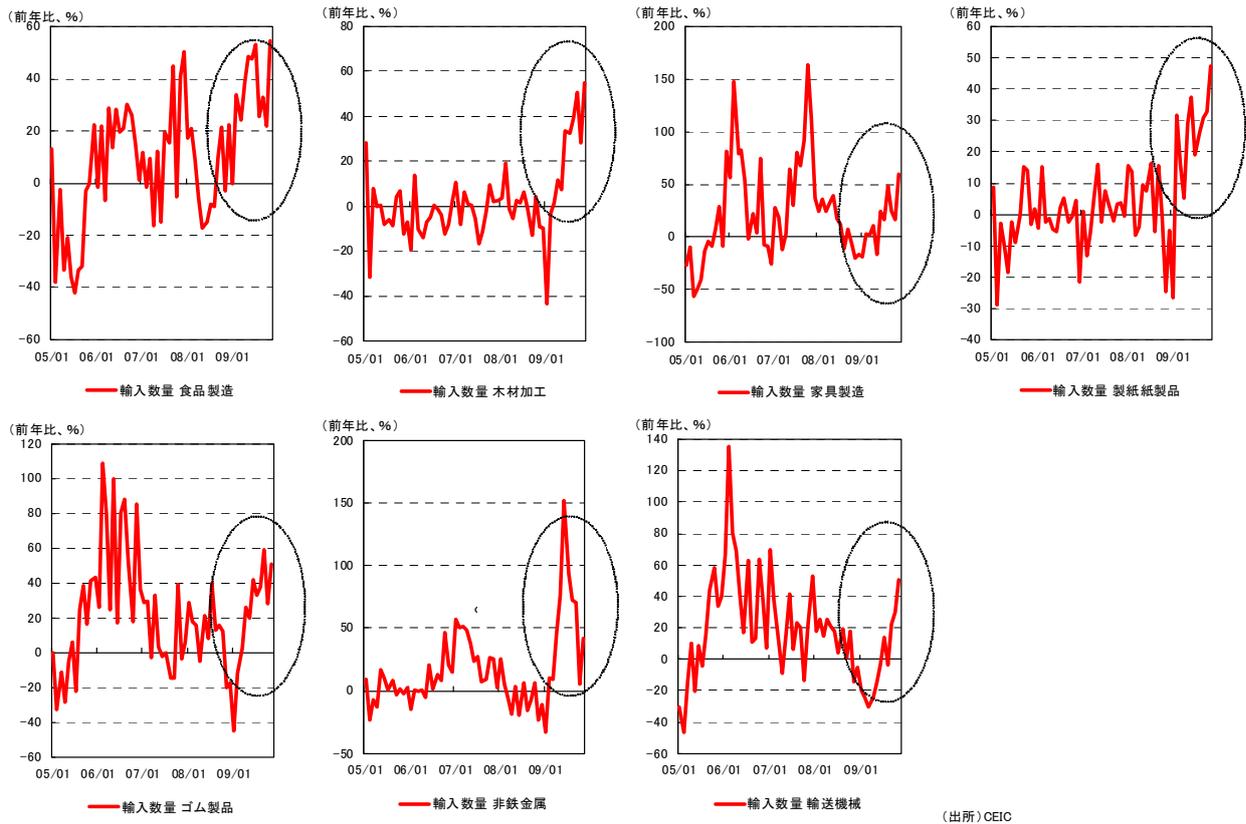
図表10. 品目別輸出数量と単価の推移



さらに産業別に見ると、食品製造、木材加工、家具製造、製紙・紙製品、ゴム製品、非鉄金属、輸送機械の各業種で2009年以降、輸入数量の大幅な伸びが観察される(図表11)。これらは総じて内需との関連が強いと見られる業種である。

中国の内需振興策はインフラ建設が中心であり、当初、海外にはあまり恩恵が及ばないのではないかとの見方もあった。しかし、こう見てくると、輸入の拡大という形で十分に中国の貿易相手国にもメリットをもたらしていると言えそうである。12月初旬の中央経済工作会議では2010年も大枠でこれまでの内需振興策を維持することが確認された。中国の需要に応えられる輸出国は引き続き中国の経済成長の恩恵を享受することになると考えられる。

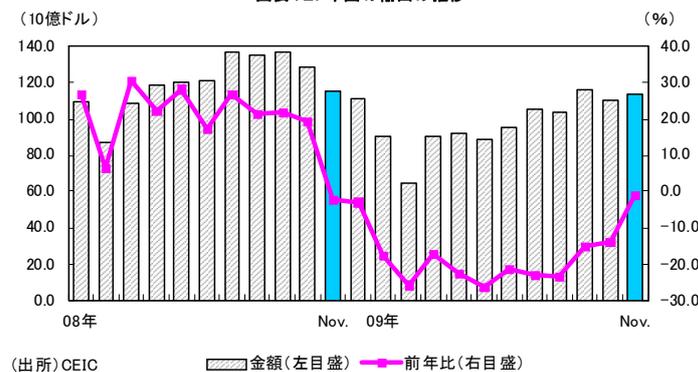
図表11. 産業別輸入数量の推移



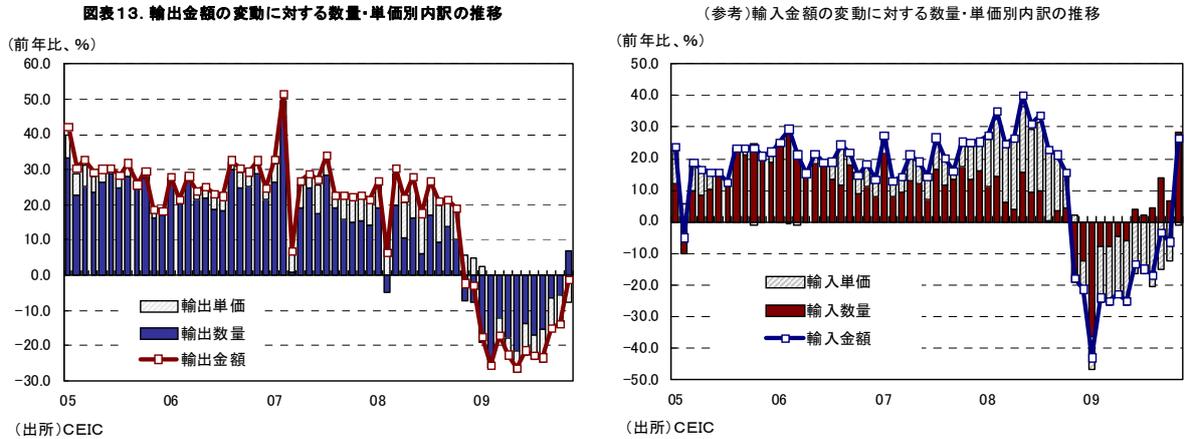
4. 輸出の先行きは依然として厳しい模様

足元の輸入の大幅増加は必ずしも輸出の本格回復を示唆するものではないと言えそうだが、輸入同様、輸出もベース効果からの前年比伸び率自体は今後、プラスに転じよう(図表12)。

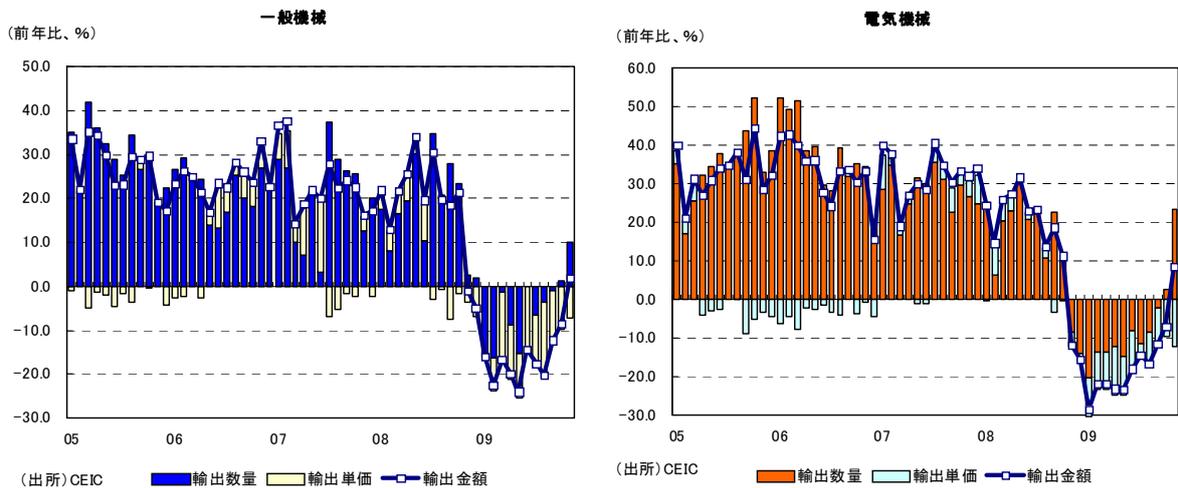
図表12. 中国の輸出の推移



しかし、足元、持ち直し傾向にある輸出もその中身には厳しいものがある。図表13は輸出全体、図表14は輸出の主力である一般機械と電気機械それぞれの変動要因を数量と単価に分けて示したものだが、輸出数量持ち直しの一方でこれまでになかったような輸出単価の大幅な下落が見られる。



図表14. 一般機械・電気機械の輸出金額、数量、単価の推移



これは先進国向けの輸出が伸び悩む中で、相対的に所得水準の低い先進国以外に販路を拡大した結果(図表15)だと見られるが、輸出採算的には厳しい状況と言えよう。こう見てくると、中国の輸出の本格回復にはやはり先進国景気の回復が欠かせないと考えられ、それまでにはもう少し時間がかかりそうである。

図表15. 機械類輸出の仕向け先別シェア(金額ベース) (%)

	一般機械				電気機械			
	EU	日本	米国	その他	EU	日本	米国	その他
05年	25.3	9.3	24.2	41.2	17.6	8.2	21.2	53.0
06年	24.1	8.0	24.8	43.0	17.1	7.0	20.3	55.5
07年	25.7	7.5	22.7	44.1	19.1	6.4	18.7	55.9
08年	25.5	7.4	20.5	46.6	19.1	6.4	17.1	57.4
09年	23.2	7.2	22.7	46.9	18.1	6.1	17.2	58.6
09年11月	24.8	5.9	22.4	46.9	18.8	6.1	16.5	58.7

(注)09年は1-11月実績ベース。
(出所)CEIC

(執筆者のご連絡先) 三菱 UFJ リサーチ&コンサルティング
E-mail : chosa-report@murc.jp



香港の住宅価格の現状と見通し～中長期的視点からの考察

三菱東京UFJ銀行
企業調査部 香港駐在
シニアアナリスト 黄美艶

香港の住宅価格は、歴史的に大幅な上下動を繰り返してきた経緯にあり、2004年から2008年半ばにかけての持続的な住宅価格の上昇に、リーマンショック以降の価格下落幅が小さかったことやその後の回復が早かったことなども加わり、足元ではバブルを懸念する声も聞かれている。そこで本稿では、中長期的視点に立ち、1980年以降の住宅価格の変動とその要因を整理することで、現在の住宅価格の水準感を確認するとともに、今後の見通しについてまとめた。

1. 現状

(1) 現在までの住宅価格の推移

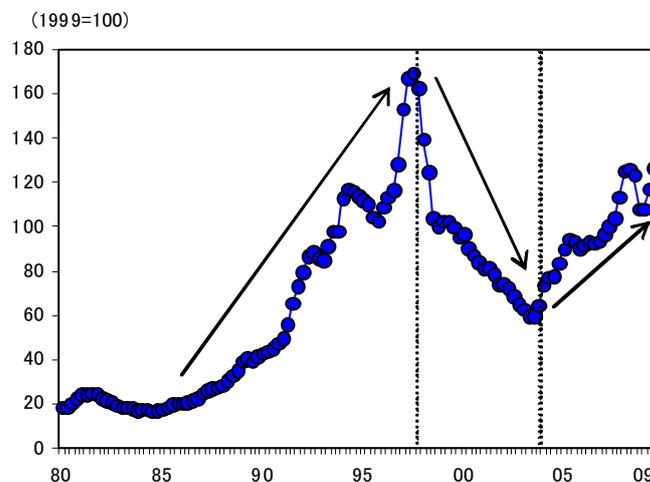
1980年以降の香港の住宅価格のトレンドは、概ね以下の3つの局面に大別できる(図表1)。

第一の局面は1980年～1997年で、住宅価格は約17年の長きにわたり上昇基調を辿った。1980年の住宅価格インデックスは20.0に過ぎなかったが、1997年9月には、その8倍以上に当たる169.5に達した。特に1996年から1997年にかけての住宅価格の上昇振りは目覚しく、1980年～1995年の年間上昇率が平均12%であったのに対し、同時期には平均23%に達した。

第二の局面は1998年～2003年で、この時期には住宅価格が急落した。2003年の住宅価格インデックスは61.6で、ピークである1997年の3分の1の水準に落ち込んだ。

第三の局面は2004年～現在で、振れを伴いつつも住宅価格は上昇基調を辿っている。2008年10月のリーマンショック以降、住宅価格は一時的に下落したものの、さほど間を置かずして再び上昇基調を回復している。2004年以降、住宅価格は1998年から2003年にかけての下落幅の概ね6割を取り戻した状況にある。

図表1：香港の住宅価格インデックス



(注) 四半期ベースの数字。

(資料) Rating and Valuation Department, HKSARのデータに
もとづき三菱東京UFJ銀行企業調査部作成

(2) 背景

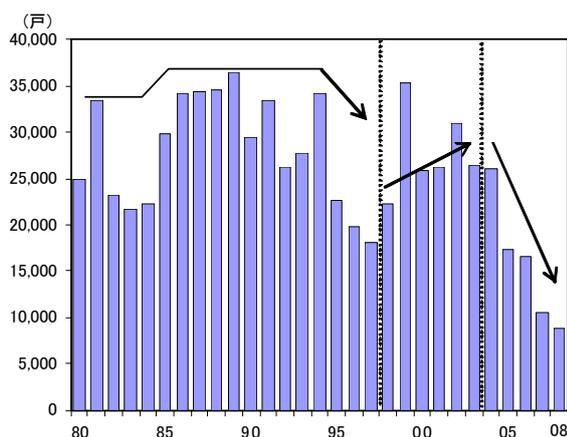
①第一局面 (1980年～1997年：価格上昇期)

この時期には住宅価格が持続的に上昇したが、住宅の新規供給が活発に行われた時期でもあった。住宅供給量の推移をみると(図表2)、1985年から1994年にかけての供給量は年平均32,000戸に達し、1980年から1984年にかけての供給量(年平均25,000戸)を大きく上回った。

しかしながら、そうした大量の新規供給を上回る勢いで需要が急拡大した。これは、人口の増加(図表3)や経済の高成長が続いたことに伴う所得の拡大(図表4、図表5)などが背景にあり、結果として、業界全体の住宅空室数(1次市場における販売在庫のほか、2次市場における未居住物件も含む)は低水準で推移した(図表6)。

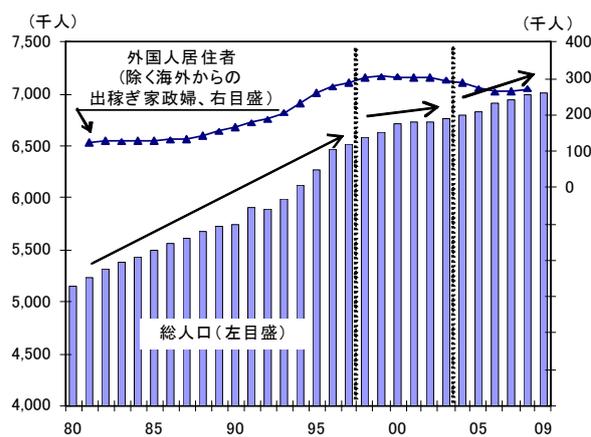
さらに1995年から1997年にかけては、多くのデベロッパーが香港の中国返還を控えた事業環境の不透明さを背景に供給を絞り込んだ一方で、キャピタルゲイン狙いの投資需要が大きく膨らんだことから、住宅価格の上昇ペースが一段と加速した。図表7は、通常2ヵ月かかる売買契約手続きが完了する前に次の買い手に転売した取引の件数をみたものであるが、1996年から1997年にかけて、そうした取引の件数が急増、中古住宅の取引件数全体の10%近くにまで達しており、この時期に短期的なキャピタルゲイン狙いの投資が大きく膨らんだ様子が窺える。

図表2：香港における住宅新規供給量



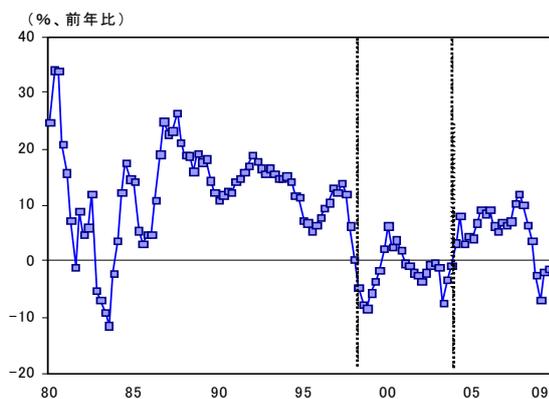
(資料) CEIC Data Co.,Ltd.のデータにもとづき三菱東京UFJ銀行企業調査部作成

図表3：香港の人口



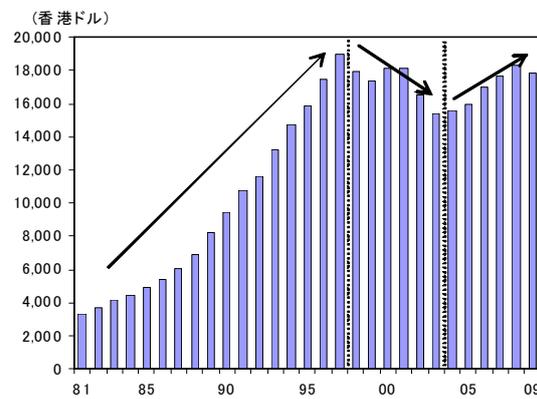
(注)1. 1980年-1995年は、Extended De Factor Approachを用いて計算。1996年-2009年は、Residents Population Approachを用いて計算。
2. 2009年は見込み。
(資料) CEIC Data Co.,Ltd.のデータにもとづき三菱東京UFJ銀行企業調査部作成

図表4：香港の名目GDP成長率



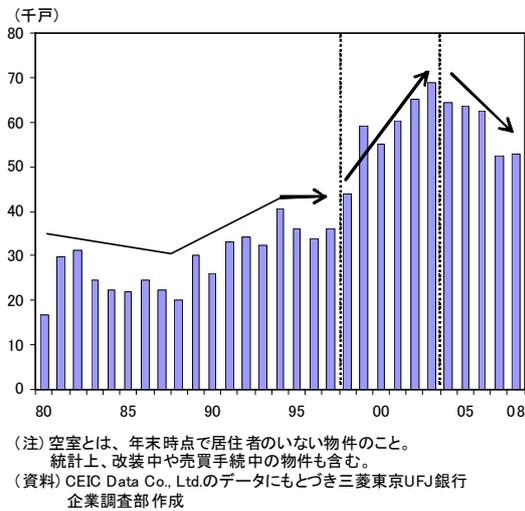
(注) 四半期ベースの数字。
(資料) CEIC Data Co.,Ltd.のデータにもとづき三菱東京UFJ銀行企業調査部作成

図表5：香港の平均世帯月収

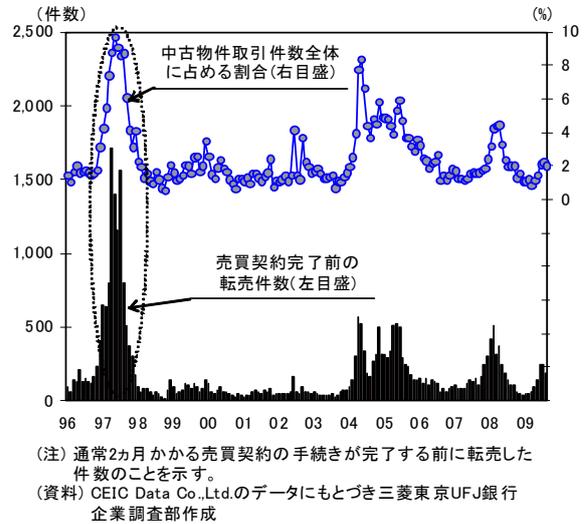


(注) 2009年は1～6月の数字を年率換算。
(資料) CEIC Data Co.,Ltd.のデータにもとづき三菱東京UFJ銀行企業調査部作成

図表6：香港の住宅空室数



図表7：売買契約手続き完了前 転売件数

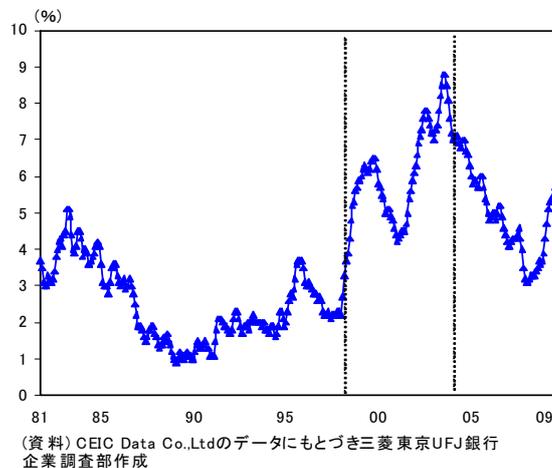


②第二局面（1998年～2003年：価格下落期）

この時期には住宅価格が急落したが、これには香港の中国返還後に人口増加ペースが鈍化したことに加え（図表3）、アジア通貨危機の影響で香港経済が後退したことが大きい（図表4）。失業率が1997年の2%前後から2003年8月には9%近くに上昇したほか（図表8）、平均世帯月収も1980年以降で初めて減少に転じた（図表5）。また、1996年から1997年にかけて住宅価格を押し上げたキャピタルゲイン狙いの投資の動きも一気に沈静化した（図表7）。

このように需要が低迷した一方で住宅供給量が増加したことも、価格を下押しする要因となった。この時期、香港政府は、市民生活の安定化を目的に住宅供給を増やす方針を打ち出し、住宅開発向けの土地供給を増加させた。このため、1999年には住宅の新規供給量が1997年（18,202戸）のおよそ倍に当たる35,322戸にまで増加し、その後も高水準で推移した（図表2）。つれて業界全体の住宅空室数は増加基調を辿り（図表6）、住宅価格の先安感を煽る結果に繋がった。

図表8：香港の失業率

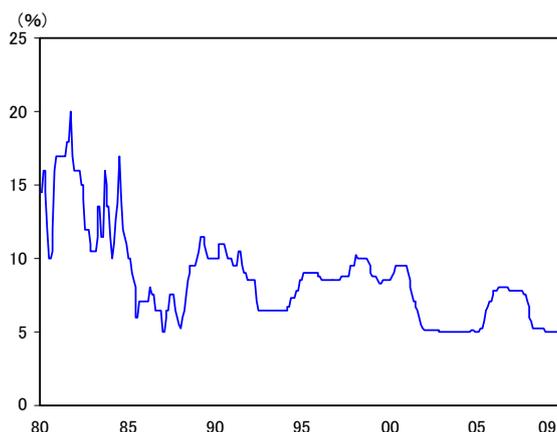


③第三局面（2004年～現在：価格上昇期）

この時期には住宅価格が回復軌道を辿ったが、これは香港経済が回復に転じたことが大きい（図表 4）。平均世帯月収が増加に転じたほか（図表 5）、失業率も 2003 年の 8.8% をピークに 2008 年には 3.1% に低下した（図表 8）。同時に、2003 年に 26,397 戸に達していた住宅の新規供給量が 2008 年の 8,776 戸へと大幅に落ち込んだことから（図表 2）、住宅空室数が減少に転じ（図表 6）、住宅価格が上昇傾向を辿った。

2008 年半ば以降は、リーマンショック後の景気後退で、失業率が 5.8% に上昇するなど雇用所得環境が悪化し、一時的に住宅価格も下落した。しかしながら、2009 年半ば以降、住宅価格は早くも回復軌道を辿っている。これには、失業率が 4.9% に改善するなど足元で景気持ち直しの兆しが窺われていることや、2009 年の住宅の新規供給量が 15,000 戸程度と 2004 年以前に比べて低い水準にとどまったことも寄与しているとみられるが、今のところは低金利（図表 9）や中国本土をはじめとする海外からの資金流入を背景とする住宅投資需要の拡大による影響が大きいと考えられる。事実、香港の金融当局は、海外からの資金流入が資産価格に与える影響について警戒を促すコメントを発表している。

図表 9：香港のプライムレート



(注) 香港上海銀行のレート。
(資料) CEIC Data Co., Ltd. のデータにもとづき三菱東京UFJ銀行企業調査部作成

2. 今後の見通し

(1) 中長期的視点から見た現在の住宅価格の水準感

将来の需給バランスについて触れる前に、現在の住宅価格の水準感、とりわけバブルの可能性について確認してみたい。

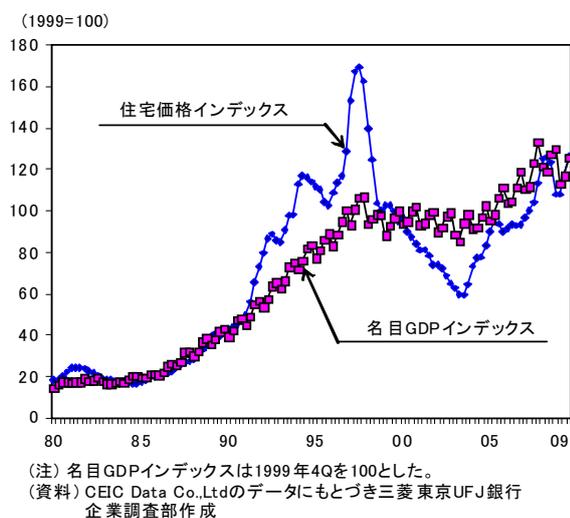
経済規模が拡大するにつれ、使用している不動産から得られる収入も増加するであろうことを踏まえると、不動産価格は基本的には経済成長率に連動するものと考えられる。そこで、図表 10 では、香港の住宅価格と名目 GDP のトレンドを対比してみた。

これをみると、1980 年から 1992 年にかけては住宅価格と名目 GDP は概ね同じペースで上昇したが、1993 年から 1997 年にかけては住宅価格の上昇ペースが名目 GDP を大きく上回り、バブルの様相を強めていった。その後、景気後退局面入りを契機にバブルが崩壊して住宅価格は急落したが、世帯収入に占める住宅ローン返済負担率が、1997 年時点で香港の金融当局が危険水準と見做していた 50% を大幅に上回っていたこともバブルの 1 つの証左と考えられる（図表 11）。

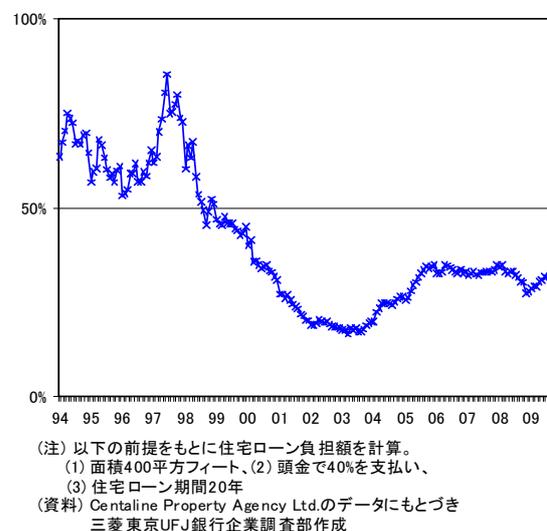
1998年から2003年にかけては、バブル期の住宅価格の過剰上昇分が剥落したばかりか、名目GDPの落ち込みを大きく上回る勢いで住宅価格が急落した。住宅購入希望者や投資家のマインドが極端に冷え込み、住宅価格が実際の経済情勢以上に調整された時期と見ることができる。

2004年から現在にかけては、上昇ペースの比較においては住宅価格が名目GDPを上回っているが、水準という観点からみれば、ようやく名目GDP並みに戻ったところであり、1998年から2003年にかけての住宅価格の過剰調整分を取り戻しただけとの見方も可能である。また、世帯収入に占める住宅ローン返済負担率も、住宅価格の低迷期に比べ若干上昇したとはいえ、1997年前後のバブル期に比べると低水準にとどまっている。これらのことから、現在の住宅価格の水準は、少なくとも1997年との対比においてはバブルの懸念が相対的に小さいものと考えられる。

図表 10：住宅価格と名目GDPの比較



図表 11：世帯収入に占める住宅ローン返済負担率



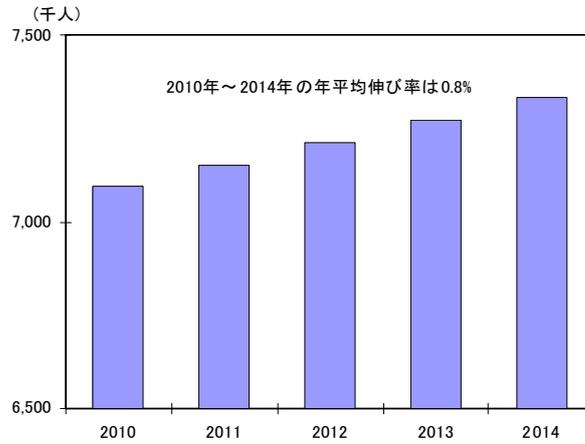
(2) 需要および供給の見通し

そのうえで今後の需給について考えると、まず住宅に対する実需は、この先、緩やかに拡大していく公算が大きい。

第一に、人口が出生率の上昇と平均寿命の長期化を背景に、2010年から2014年にかけて緩やかなながらも年率0.8%のペースで増加していくものと予想される(図表12)。香港市民の平均寿命は、2008年の男性79.4歳、女性85.5歳から、2016年の男性80.6歳、女性86.3歳へと長期化することが見込まれている(図表13)。加えて、香港は税制面で有利なうえ、子供を香港の学校に入学させたいとする中国本土市民も多く、投資移民制度や才能移民制度を活用した外国人、とりわけ中国本土出身者の香港への移民も増加傾向を辿ることになる。

第二に、経済情勢という観点からみても、この先、香港経済は緩やかな拡大基調を辿ることが見込まれる。目先の2010年に関しては、多くの調査機関が個人消費の拡大や輸出の持ち直しを背景に3~4%の成長率を確保すると予想しているし、その後についても、例えば著名経済誌「エコノミスト」を発行しているビジネスモニターインターナショナル社は、欧米景気が回復していくに従って香港経済は2011年から2014年にかけて年3~4%の成長を持続するとの見方を示している。つれて住宅需要のベースとなる香港市民の雇用所得環境も改善傾向を辿ることになる。実際、最近では在香港企業の経営者のマインドが好転しつつあり、2010年の平均賃金を3%程度引き上げるとのアンケート調査結果もみられる。

図表 12：香港の人口の見通し



(資料) Census and Statistics Department, HKSARのデータに
もつぎ三菱東京UFJ銀行企業調査部作成

図表 13：香港市民の平均寿命の見通し

(単位：歳)

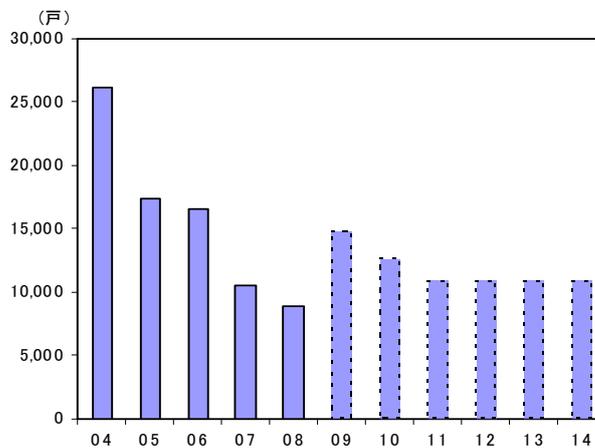
	1981	2005	2006	2007	2008	2016	2008→2016
男性	72.3	78.8	79.4	79.4	79.4	80.6	+1.2
女性	78.5	84.6	85.5	85.5	85.5	86.3	+0.8

(資料) Census and Statistics Department, HKSARのデータに
もつぎ三菱東京UFJ銀行企業調査部作成

その一方で、住宅供給量は低位安定した水準で推移することになりそうだ。

香港政府によれば、2010年から2014年にかけての住宅供給量は、かつての年間2～3万戸という水準に比べると低位にとどまる年11,000戸程度で推移することが見込まれている(図表14)。香港政府は、住宅開発向けの土地供給の鍵を握っているが、バブルが崩壊した1998年以降に住宅供給を増やして住宅価格を冷え込ませた二の舞を避けるべく、安定した住宅供給を指向しているように思われる。

図表 14：住宅新規供給量の見通し



(資料) Rating and Valuation Department, HKSARおよび
Transport and Housing Bureau, HKSARのデータに
もつぎ三菱東京UFJ銀行企業調査部作成

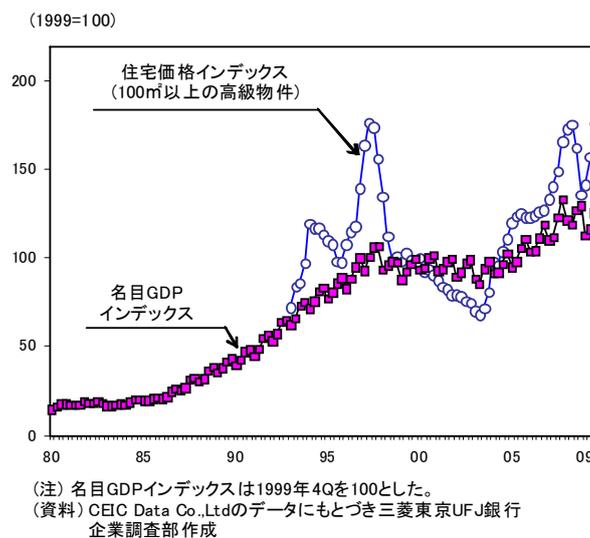
(3) 住宅価格の見通し

このように堅調に拡大する住宅需要と低位安定した住宅供給という見通しのもと、住宅価格は中長期的に緩やかな上昇基調を辿ると考えられる。香港の住宅市場全体としてみれば、経済成長率と同程度の価格上昇は十分に蓋然性があると言えよう。

この間、将来的に金利が上昇に転じる公算が大きいことや、住宅価格の上昇ペースが世帯収入の増加ペースを上回る可能性があることなどを踏まえると、この先、香港市民の世帯収入に占める住宅ローン返済負担率が上昇するリスクがあるが、既述の通り、その場合にも一段の上昇を許容できるだけのバッファは依然あるとみて良からう。

ただし、住宅のなかでも高級物件の価格については注意が必要である。図表 11 は、図表 10 と同様の手法を用いて、面積 100 m²以上の高級物件の価格と名目 GDP を比較したものであるが、すでに名目 GDP の水準を大幅に超過し、1997 年のバブル期の状態に近づいている。これは、とりわけ高級物件に対して中国をはじめとする海外からの投資資金が大量に流入しているためとみられる。今後、金利上昇や過剰流動性の解消が進んだ場合には、価格調整のリスクも相応にあるとみておくべきであろう。

図表 15：高級物件の住宅価格と名目 GDP の比較



以上

(執筆者の連絡先)

(株)三菱東京UFJ銀行 企業調査部 香港駐在 黄美艶 (日本語不可、英語可)

大榎 靖崇 (日本語でのご照会はこちらまで)

住所：6F AIA Central, 1 Connaught Road, Central, Hong Kong

黄 TEL：852-2249-3028 FAX：852-2521-8541 Email：Bee_Yen_Ooi@hk.mufg.jp

大榎 TEL：852-2249-3030 FAX：852-2521-8541 Email：Yasutaka_Oenoki@hk.mufg.jp



人民元決済の行方について

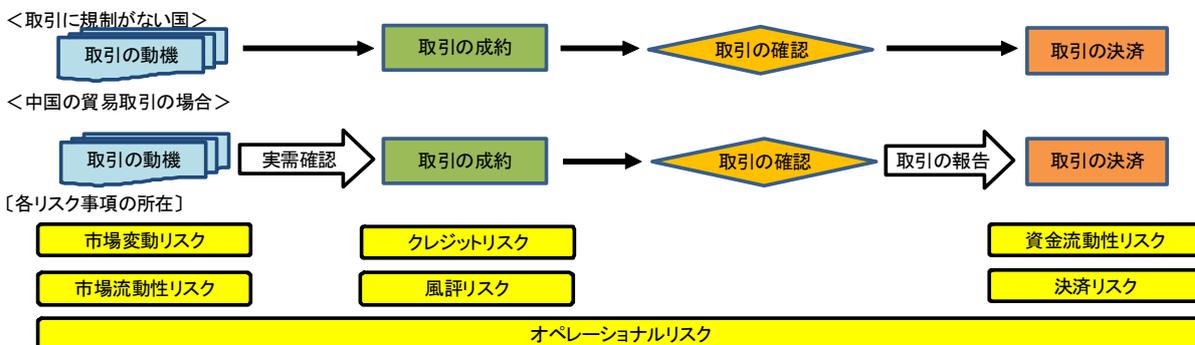
三菱東京UFJ銀行（中国）
市場業務部
為替資金課長 田中 裕公

金融危機以降、グローバルに各国の行政が店頭デリバティブ等金融取引の管理を集中する機運が高まっている。一方中国は従来から、為替取引・資金取引・証券取引といった商品について当局が積極的に関与し管理を集中して来た。現在管理集中と国際化・自由化に向けた規制緩和という相反する2つの方向性を、どのように両立させているか中国が行おうとする試みについて考察してみたい。

《取引の流れ》

中国は従来、貿易取引や資本取引といった取引毎に決済口座を分けるなど厳格に取引を管理してきた。【図1】のように、取引から資金決済に至るまで取引の一連の流れを見ると、各取引行為でいろいろなリスクが存在している。企業自身のリスク管理も当然求められているが、行政も市場全体をモニタリングし、突発的な事象が発生した場合に対処できるよう管理している。その方法は各取引行為を報告させ、極端に偏ったリスクについてモニタリングする体制を取っている。

●取引が決済に及ぶまでの流れ【図1】



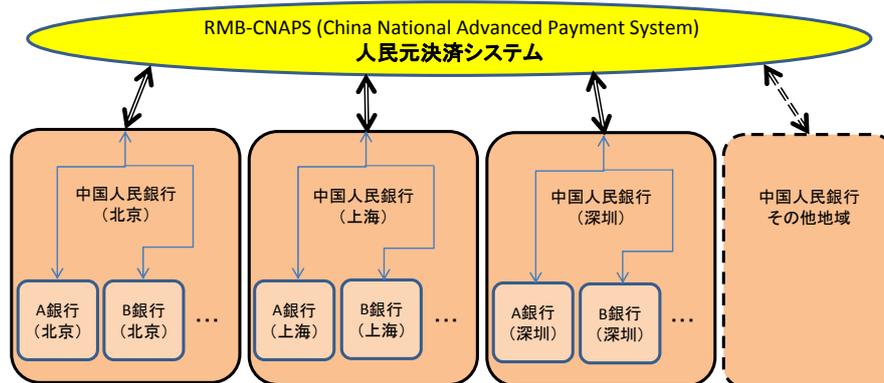
更に、取引行為自体が集中されればリスクの所在は減少し管理がし易くなる。銀行は顧客との取引をカバーするため為替取引・資金取引・債券取引を銀行間で行うが、これらの取引は全て中国外為交易センター（CFETS：China Foreign Exchange Trade System）を通して行われる。上場物の株式や債券は上海・深圳証券取引所を通して行われ、取引成約にかかわる市場全体の取引集中と管理・モニタリングが行われている。

《決済リスクについて》

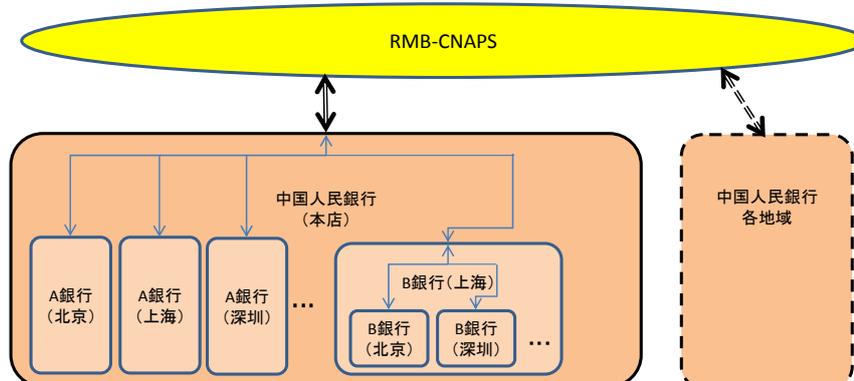
上記取引の流れの中で集中化が遅れリスクに対する手当てが遅れていたところがあった。それは決済リスクである。為替取引については2009年6月より一部の銀行間の取引が売りと買いの取引金額をネットして資金決済を行う体制が構築されている。対象の銀行については、人民元為替取引マーケットメーカー行（2010年より25行）と呼ばれる主要銀行である。（詳しくは筆者第37号（2009年2月）「グローバル水準を目指す中国」参照）

更に資金取引についても決済リスクを軽減する体制の構築が進められつつある。現在人民元については【図 2】のように各銀行の各支店は各地域の中国人民銀行（中央銀行）に決済口座を保有している。各支店の資金については各支店でしか管理できない。従って、ある銀行全体では資金を十分に保有していたとしても、その1つの支店で資金不足となった場合、資金決済が滞ってしまう。しかしながらこの状況を改善する取り組みが計画されつつある。【図 3】のように各銀行は中国人民銀行の本店に口座を持つことにより、決済を集中することが可能になる。資金の決済がスムーズに進むことが予想され、各銀行は銀行全体の資金決済を一元化し管理することができる。中国人民銀行としては集中管理することでモニタリングがし易くなることに加え、決済リスクの軽減につなげることができ、中国自体が抱えていた構造的問題を解決する方向で動き出したことになる。実施は2010年の中旬を見込んでいる。

●現在の人民元資金決済の方法【図2】



●将来の人民元資金決済の方法【図3】



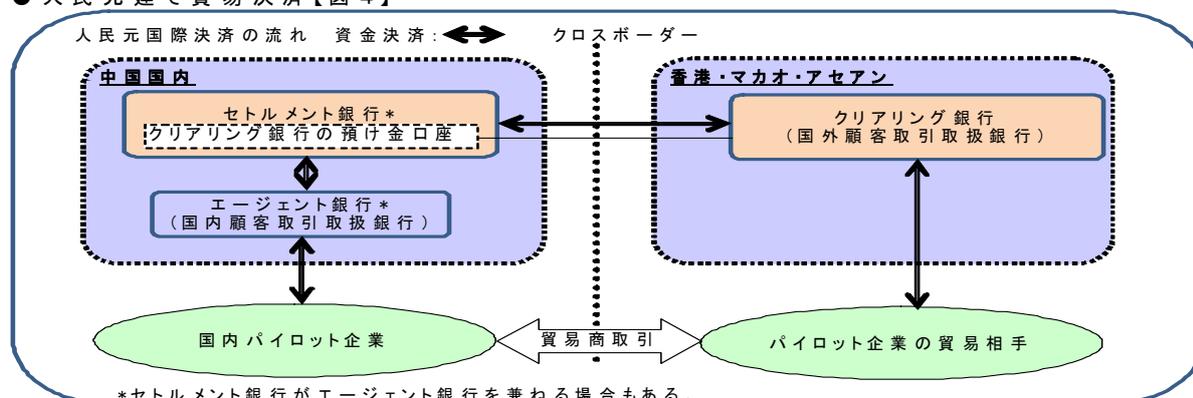
《国際決済とは》

為替取引については海外の銀行にも門戸を開こうとしている。米国のサブプライム問題に端を発した金融危機以降、米ドルの基軸通貨としての地位が低下する中、世界最大の外貨準備金を保有する中国の人民元について国際化が求められている。中国は2009年7月3日に「クロスボーダー貿易人民元決済試行管理弁法実施細則」を公布し、中国国内5都市（上海、広州、深圳、東莞、珠海）と香港・マカオ・アセアン各国との間の貿易取引につき試行的に人民元貿易決済を一部解禁した。（現在日中貿易取引において人民元建ての決済は認められていない）

その決済スキームの概要は【図 4】のように中国本土でパイロット企業に指定された会社の貿易決済を実施するために、海外の企業は人民元のクリアリング銀行（海外の人民元口座保有銀行）に人民元口座を開設する。クリアリング銀行は中国本土のセトルメント銀行（クリアリング銀行の口座を保有している銀行）を通してエージェント銀行（国内のパイロット企業の口座を保有する銀行）と決済を実行する。現在、非貿易取引は含まれないことから出資金など資本取引等の決

済は実施不可能である。ここでも実需確認を行い、取引の確認を行う体制に変化はない。つまり集中管理を行い、どんな取引が発生しているか、為替の持ち高が買い持ちか、売り持ちか、どちらに傾いているか把握できる体制は引続き踏襲されたままである。

● 人民元建て貿易決済【図4】



《今後の決済国際化について》

米ドルが基軸通貨としての地位を後退させる中、相対的に中国人民元の地位が高まっている。2010年の年末にはIMFの加盟国が保有する潜在的請求権SDR(Special Drawing Right)のバスケット通貨割合の見直しが予定されているが、人民元の通貨割合が拡大するのは確実と見られる。中国に課せられた責任は今後も拡大するであろう。それゆえ中国の国際化に向けた動きについては徐々に拡大してゆくと思われる。一方で取引の集中管理や決済の集中管理を行うことにより、自国が抱えたリスクの所在を管理する体制は崩すことがないものと思われる。中国の試みとして国際化の推進は見られるが、自由化については限定的であり、欧米各国が辿った道のりとは一線を画している。管理を行うためにはシステム構築や各銀行等とのシステム連携等、課題は多いが着実に前進している。今後も管理を基本としたアプローチを進めてゆくものと見られる。

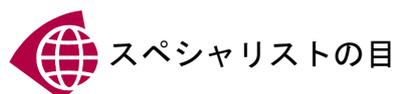
● 中国の国際化における動きと日本の比較【表1】

	中国における動き	実施時期	【ご参考】日本の動きとの比較	実施年
通貨の交換性	人民元の経常項目における交換性を実現 (=IMF8条国への移行)	1996年12月	経常項目における交換性を実現 (=IMF8条国への移行)	1964年
対内証券投資の自由化	QFII(適格海外機関投資家)による中国国内への投資条件付で開放 ※QFII: Qualified Foreign Institutional Investors	2002年12月	対内証券投資の自由化開始	1967年
為替制度改革	人民元為替制度改革 (人民元の切り上げ、通貨バスケット参考式の管理フロート制へ移)	2005年7月	ニクソンショック 円の暫定フロート制移行	1971年
債券発行の自由化	国際金融公社(IFC)とアジア開発銀行(ADB)による人民元建て債券 (ロンダ債)の発行を認可。 外資系銀行による海外市場(香港市場)での人民元債券発行を認可 外資系銀行による国内市場での人民元債券発行を認可	2005年10月 2009年7月 2009年12月	非居住者による円建て債券発行の開始	1970年
対外証券投資の自由化	QDII(適格国内機関投資家)による中国国外への投資を認可 ※QDII: Qualified Domestic Institutional Investors	2006年3月	対外証券投資の自由化開始	1970年
非居住者勘定の導入	中国国内5都市(上海・広州・深圳・東莞・珠海)と香港・マカオ・ASEAN間の貿易取引について人民元建て決済が一部試験的に解禁	2009年7月	非居住者円勘定を導入 (対外決済への円の使用を容認)	1960年
為替の変動相場制移行	未定	未定	円の完全変動相場制に移行	1973年
資本規制の自由化	未定	未定	外為法全面改正(資本取引の自由化)	1979年
オフショア市場の開設	未定	未定	東京オフショア市場(JOM)の創設	1986年

出所)東京三菱UFJ銀行 決済事業部作成 一部市場業務部追加

以上
(2009年12月30日)

(執筆者の連絡先とメッセージ)
三菱東京UFJ銀行(中国)市場業務部
E-mail:hirokuni_tanaka@cn.mufg.jp
TEL:+86-(021)-6888-1666(内線)2940



経営戦略:M&Aのキモ～交渉で起こりがちな問題点と解決策

三菱UFJリサーチ&コンサルティング
国際事業本部 チーフコンサルタント
窪寺 暁

初期交渉およびLOI（基本合意書）を終えると、いよいよ本格交渉となる。

交渉自体は、決めるべきことを一つ一つ決めていくということには変わらないし、また国内向けのM&Aの書籍などでの記述で情報量は多く存在するため、本稿では交渉の項目などは簡単に記述するにとどめる。逆に、本稿では中国側との間で発生しやすい問題点、とくに中国案件に特有なものについて説明することを主眼としたい。

1. 交渉の項目・流れの概要

案件の内容によって進め方が大きく変わるものの、基本線としては下記のようなものを想定すべきである。

(1) 交渉前期

投資後の事業実行にかかり必要な合意事項につき、その内容を決定する段階である。各種条件詳細は、後の契約書ドキュメンテーションの段階で詰めることになるので、この段階では投資・事業実施の基本方針のようなものを議論することになる。

具体的には、下記のようなものになるろう。

- ・ M&A の目的
- ・ それぞれの役割分担（獲得ポジションを含む）・獲得すべき権益（配当、エグジットの手法等）
- ・ M&A のスキーム
- ・ M&A 実施までのスケジュール感 など

なお、並行して、会計（財務・税務）、法務、ビジネスの各デューディリジェンスと、バリュエーション（企業価値評価）を実施することとなる。

この段階は、各種作業を含めて3ヶ月程度で終わりたいところだが、実際には半年近くかかることも多い。

(2) 交渉後期

交渉前期で議論・合意した内容をドキュメント化、つまり契約書に落としていくことになる。前期では大筋の話しかしていないはずなので、双方で契約書のドラフトを見ながら詳細な点を決定していくことになる。

また、基本合意の段階で買収価格を提示する欧米向けのM&Aと異なり、中国では価格の議論は通常後期に行うことになるケースが多い。ひとつには技術的な理由で、バリュエーションの結果が後期にならないと出てこないことである。また、交渉戦術的には、価格が先に出るとその段階で議論の軸がそこに集中してしまうことを避ける効用がある。

当社が担当した案件の場合、投資対象が非上場企業であれば業績が不安定であることが多く、将来のキャッシュフロー見込みをどう見るかによって大きくその企業価値が異なるため、早い段階で迂闊なことが言いにくいということを経験している。後で行う初回の価格提示では、数倍程

度の大きな価格の開きができることが多いからである。

期間としては、ごくスムーズに行けば2ヶ月程度だが、実際には3~4ヶ月かかるケースが多いだろう。もちろん、合意が得られず長引くこともあるが、ここで半年以上かかるようだと、実際には交渉は破綻する可能性が高い。

以降、交渉がすべて済んだら契約書へのサイン、資金の移動などクロージングに移ることとなる。

2. 交渉時の問題点

実際に交渉が始まってみると、国内案件と同様かそれ以上に様々な問題があるのだが、多くの案件で発生し、かつ交渉に影響するものとしては下記のような点がある。

(1) スピード感の差による交渉破綻

交渉の進め方、判断にどの程度の時間がかかるか、つまりスピード感では日中で大きく異なる部分である。この部分は交渉破綻に結びつく、大きな要因のひとつである。あまりにも日本側の回答が遅く、先方が席を立ってしまうというケースがままある。

この理由としては、ひとつには作業が間に合わないことによるずるずるした遅れである。中国への出張会議ということも多く、ひとつの会議セッションで、1ヶ月に一回程度、一度に2~3日程度の交渉ということが多くある。本来、この会議には十分に準備された状態で望まないと、具体的な議論が前進しないのだが、事前の情報収集や、ドキュメンテーションが間に合っていないということがある。

意外かもしれないが、先方の問題もあるが、どちらかというとなら日本側の問題が多いように思える。たとえば、先方から自社組織や市場に関する資料を出してもらっているのに、日本側でその情報を咀嚼しきれておらず、議論の場で「そんな情報あったっけ？」ということがよくある。あるいは、こちらが要求している資料と微妙にずれた内容の資料しか出てきておらず、先方に要求をしながらおこなっている間に会議期日が到来してしまい、その議論はさらに次回にというようなケースが結構多い。

別に日本側がサボっているわけではないのだが、日本国内での書類作業と同じ程度に緻密にやろうとするには、語学力の問題もあり日本側の事務局の力が不足しているということがある。

もうひとつ、組織として意思決定までの時間の掛かり方である。筆者は個人的には、日本人、中国人個人々々で意思決定力に大きな差があるとは思っていない。それよりは、組織構造や、意思決定プロセスによるところが大きいのと思われる。

これは日本の大きな組織構造で仕事をしたことがある人なら良くわかるが、社内の各部門を説得している、あるいは複数の会議全体の決裁を取っている間に、どんどん時間が過ぎていくということである。特に、出張で会議を行う場合は、一回の会議のタイミングを逸すると、次の会議まで時間が空いてしまう。このようなことが数回続くとそれだけで、すでに数ヶ月の交渉期間が延長されていることになる。

(2) 市場・相手が見えず判断できない

中国企業を調べる場合、確かに見えにくいケースが多い。資本関係が複雑な場合や、オペレーション手法が日本と異なる場合などは、日本の感覚からすると理解しにくい部分がある。また、相手が中堅・中小企業の場合は、そもそも日本的な精巧な管理をしていないために、先方から出される情報が不明確であったり、あるいは、オーナーも詳しく自社の事情を述べることをためらうため、情報自身に矛盾があるようなケースも多い。

そのため、日本企業からすると信頼が置けないとか、理解できるまで時間がかかる（それにより相手も苛立ってくる）という事態が発生する。

しかし、これもどちらかというと、日本企業側で、中国の状況を踏まえた分析を行えば事足りるようなケースが多い。理解ができない背景として見られるのは、断片的に情報を収集しているということである。たとえば、中国の企業の資本構成は一般的にはどうなっているか、納税意識や管理体制は一般的にどのレベルか、中国市場の中での対象企業のポジショニングなど、全体視点を欠いたままの M&A、提携交渉で起こるケースが多い。

全体像の把握が欠ける例としては、M&A 対象を分析する際に、知り合いに少しずつ話を聞いて自らのイメージを作り上げてしまうケースがある。市場視察といっても、行くのは実際には日本人向けの商店・デパートであったり、競合の話聞くのも取引のある商社・金融機関のみ、というような例である。そのような場合、「中国での取引の特徴は XXX である」「中国での M&A では XXXX が当たり前」というようなちょっとした話題程度の情報が出てくるだけで、全体像をつかむことはできない。このような中で先方からの情報をもらっても、バランスのとれた分析が行えないことは容易に想像できる。この傾向は、日本市場では勝ち組であった企業に多いのだが、自らの経験からポイント的に必要な情報があれば、市場や企業についての全体的理解が可能であるという過信からくるものだろう。ただ、実際には中国の市場は日本とは異なる部分があり、理解のポイントも同じでないことが多い。やはり、数字ベースでの状況把握や、耳の痛いことを言ってくれる外部者の意見を、多面的に収集することが必要だと思われる。

(3) 場のセッティングが不十分で会議が空転する

基本的なことなのだが、今でも単純に会議が空転してしまうことが実際には多い。当社でも、たまに単なるオブザーバーの立場で参加する（言い換えると通訳・事前根回しというコーディネーター役は担当しない）ことがあるが、会議そのものが非常に非効率であることが多い。中国語・日本語という言語の問題だけでなく、ビジネス習慣の背景から話題がかみ合っていない、準備不足で具体的な前提が設定できないまま『仮』の状態での話が続けている、などがある。

(4) 日本側のほうが、M&A プロセスに慣れていない

最近是中国企業のほうが、通常の M&A プロセスに慣れていることも多い。中小のオーナー企業は別として、会社組織の中堅企業であればデューディリジェンスなどのプロセスには慣れており、逆に日本企業より知っているというようなケースも多い。中国企業はこの分野では会計事務所や弁護士などの外部者をがっちりとアドバイザーに入れる傾向が強いため、先方をチームとしてみると内部にこの知識が蓄えられている状態で交渉に臨んでくる。企業評価などで、先方が評価士という中国での資産・事業評価の有資格者を入れてくる場合、下手をすると日本側がつけている会計事務所・コンサルタントよりも精緻なバリュエーションを出してくる。

このことをもって、すぐに日本側の交渉がうまくいかないということはないのだが、やはり知識量の多さというのは交渉にじわじわと影響してくる。

3. 対応策

上記のような問題点について、本来はそれぞれスピードアップや、事前準備の努力など一対一の対応をしていくことが基本ではあるが、そもそもそれが難しいからうまく進まないという事情がある場合がほとんどであろう。そのため、次善の策、あるいはより根本的な対応として下記の点に留意したい。

(1) ロードマップを明確にし、常に進捗管理を行う

もちろん、交渉のスピードアップを行うことが理想ではあるが、現状の日本の組織の中では担当者自身がいくら頑張っても限界がある。

その場合でも、交渉のロードマップを作成し、自社内部での進捗コントロールを行うだけでなく、必要に応じ交渉相手とも共有することが有効だろう。交渉相手の不満は、時間が遅いことに

加え、「いったいいつになったら、あとどのようなステップを踏んだら日本企業の投資判断がなされるのか」という点が不明瞭なことに起因することも多い。この点は、お互いに社内事情の察しがつく日本企業同士の M&A と大きく違う点である。当社の経験上も「こんなことが相手にはわかっていなかったのか」というようなことも多いため、たとえば「月に一回の経営会議と取締役会の決裁を得てからでないと、契約内容が確定しない」というようなごく基本的なことから説明していかなければならない。

(2) チームアップを一気に行う

デューディリジェンスを行う会計士事務所、契約書のドラフティングなどを行う弁護士事務所の選定は早めに行うよう気をつけることが必要である。交渉前期の間に各種作業を行うには交渉に入った段階で、すでに決まっていることが望ましい。

ここは自社で決めるだけなので、選定にはさほど時間はかからないという風に思いがちであるが、デューディリジェンスのような一見定型的に思える業務でも、見積り・企画書入手、その内容確認・見直し作業、相見積り入手・価格交渉、(場合により) 選定しなおしなどの作業を行っていると、開始までにすぐに1ヶ月程度はかかってしまう。

ここをおざなりにし、作業内容を細かく詰めなかった為に逆に後で時間がかかった例や、選定プロセスの途中で他の役員から別の事務所を紹介されて対応せざるを得ない、などの例を多く見ている。デューディリジェンス・バリュエーション実施の際の留意点は別途述べることにしたいが、この選定・業務発注の部分は相応に手間がかかるとしておいたほうが良い。

(3) 十分な作業力を備えた事務局と、相応の意思決定者の選任

日本企業側の担当者としては、根回し文化・多層な意思決定文化の中でしか動けない状況というのは致し方ないことではあっても、先方にとってはあまり関係のないことである。とって、コンプライアンス重視という世間の流れは変えることができない。

現実的な解決策としては、合理的な体制を組むことだろう。

ひとつには、事務局のマンパワーを必要なだけ用意することである。外部者にどこまで依頼するかにもよるが、原則、事業・ファイナンス・法律各面で、情報収集・状況判断ができる体制を準備する必要がある。加えて、中国語を外部コンサルタントや外部通訳・翻訳会社に完全に依存することは、不可能ではないがコスト面で効率が悪い。自社で日中バイリンガル、一般的には中国人スタッフを先立って雇用しておくことが必要になるだろう。

また、事務局のトップ、あるいは直接のレポーティング対象者は相応の権限を持った方にご担当いただくことが必要だろう。意思決定を集約化させスピード化を図るという点と、その責任者を通じて関連部門を説得することにより組織決定がぶれないようにするためである。

以上、交渉上の問題点と対策を書いてきたが、あくまでも大きなところだけである。実際には、国内案件以上に細々したトラブルが続出する。最後は根気良くひとつひとつ解決し、経験値を上げることしかないのだろう。

以上

税務会計:中国の税務

プライスウォーターハウスクーパース中国

税務について、日頃日系企業の皆様からご質問を受ける内容の内、実用的なものについて、Q&A形式で解説致します。

◆税務（担当：後藤 洋一）

Question :

租税条約における「受益者」の認定に関する新通達について教えてください。

Answer :

2009年10月1日より非居住者企業が中国から取得する不労所得に関連する租税条約待遇を享受するために、国税発〔2009〕124号の関連規定に基づき認可を得ることが必要になりました。2009年中に国家税務総局（以下は「国税総局」と略す）が一連の規定を公布し（例えば、国税函〔2009〕81号、国税函〔2009〕507号等）、不労所得に関連する租税条約条項に係る問題に注意を向けています。

2009年10月27日には国税総局が『租税条約の「受益者」認定に関する通知』（国税函〔2009〕601号）（以下は「601号」と略す）を公布し、租税条約における配当金、ロイヤルティー、利息等の不労所得に関連する租税条約待遇を享受する際の「受益者」認定について指針を与えました。以下に関連の要点について検討し、弊社の見解及び提案を紹介させていただきます。

1. 「受益者」の定義

一般的に言えば、租税条約待遇享受の申請可能な非居住者は関連する不労所得の「受益者」でなければならないと規定されており、申請者を「受益者」と如何に認定するかの決定が非常に重要です。601号では「受益者」は次の様に定義されています：

- 受益者は所得あるいは所得を発生させた権利や財産の所有権および支配権をもつ；
- 個人、企業あるいは組織が受益者たり得る；及び
- 601号の第一条によれば受益者は通常、製造業、貿易業あるいは管理活動等として言及されている「実質的事業活動」に従事している。

2. 「受益者」の認定時の不利要素

601号は「受益者」と認定する際、技術面又は国内法の角度からのみ定義するべきではなく、むしろ「形式より実質」の原則に従い、租税条約の目的（つまり二重課税の回避や脱税・税金逃れの防止）から具体的な実状に基づき分析と判定を行わなければならないと強調しています。通達はさらに、「受益者」認定に際して不利になる次の7つの要素を説明しています：

- (一) 税法上居住者は所得の一部（例：60%以上）あるいは全てを所定の期間内に（例：所得を得てから12ヶ月以内）に支払うあるいは分配するよう義務付けられている；
- (二) 税法上居住者は所得を生み出す資産あるいは権利を所有している以外には全くあるいはほとんど他の経済活動を行っていない；

- (三) 税法上居住者が会社である場合で、その資産、業務規模、従業員数が比較的小規模であり、所得と釣り合っていない；
- (四) 税法上居住者が所得あるいは所得をもたらす資産・権利に対して全くあるいは殆ど支配権ないし処分権を持たず、リスクも殆どあるいは全く負っていない；
- (五) 租税条約の相手国（地域）が課税を行わない、あるいは免税ないし非常に低い税率で所得に対して課税する；
- (六) 利息の発生する貸付契約のほかに、貸出人（税法上居住者）が元本、利率および契約期間がほぼ同じである他の貸付あるいは預金契約を第三者と結んでいる；及び
- (七) 使用料の発生する著作権、特許および技術供与契約の他に、税法上居住者が関連著作権、特許および技術に関連して第三者と別個の供与契約あるいは譲渡契約を結んでいる。

3. 弊社見解及び提案

「受益者」という概念は国際税法の分野において従来論争の多い概念であり、変化し続けています。租税条約において明確な規定がない場合、601号の公布に基づき中国税務機関が「受益者」認定に有力な国内法律根拠となります。

実務上では、国家税務総局が既に「受益者」の判定権限を地方税務機関に委譲しているようです。複雑で判断が難しいケースについては、地方税務機関が国家税務総局の国際税務部に報告および判定がなされる事が考えられます。

また、601号は「受益者」認定を行う際の具体的な申請書類を明確にしておりません。よって、国家税務総局が具体的処理に関する規定作成権限を地方税務機関に委譲する可能性があります。国家より標準統一の書類が示されない場合、地方税務機関と非居住者企業との間で争議が持ち上がる事が我々の懸念であります。

国税発 [2009] 3号、国税函 [2009] 81号、国税函 [2009] 507号、国税発 [2009] 124号等の一連の通達からは、国家税務総局が租税条約待遇享受に関する管理強化を行っている事が伺えます。中国税務機関に質疑されることを避けるために、税法上居住者の実質を査定し、十分でない場合には更なる実質を確立し、適切な書類整備および保存を行う事が重要となります。

加えて、601号にある不利要素の第六及び第七番目は明らかにバックトゥーバック・ローンおよびライセンス契約を対象としています。よって、税法上居住者は現行の中国との融資取決めやライセンス契約を見直し、潜在的な中国課税の危険度を見積もることを提案致します。

最後に、601号は非居住者企業が取得する資本利得収入に適用しない点です。国外持株会社（主な経営活動は中国にて行われている）の株式を譲渡することにより取得する資本利得収入について、現在中国税務機関が関連税務規定を作成している模様です。今後とも非居住者企業の租税条約待遇享受に関する政策変更注目し、弊社見解を引き続き紹介させていただきます。

(執筆者のご連絡先とメッセージ)

プライスウォーターハウスクーパース中国
日本企業部統括責任パートナー 高橋忠利
中国上海市湖滨路 202 号普華永道中心 11 楼

Tel : 86+21-23238888

Fax : 86+21-23238800

人事:中国上場企業における株式報酬を巡る新たな動きと 日系企業へのインプリケーション

マーサーチャイナ プリンシパル 郑 伟
マーサージャパン コンサルタント 小寺 宏昌

中国経済が発展を続ける中、ストックオプションに代表されるような株式を活かしたインセンティブ制度（以降、株式報酬制度と呼ぶ）が、有能な人材を獲得する一手段として中国の人材市場でも浸透し始めている。

2005年までの株式報酬に関する法制度が未成熟な環境下では、中国の国内上場企業のほとんどが、企業戦略と役員報酬を連動させる方法として現金報酬のみに頼らざるを得なかった。そのような市場環境の中、多国籍企業や海外株式市場に上場する中国企業では、株式報酬を使って有能な人材の獲得に成功していた。このような成功を目のあたりにし、中国上場企業は現金報酬主体の報酬戦略に限界を感じはじめていた。

その後、法整備が進み、2006年には中国企業が従業員に株式報酬を提供するための素地がほぼ固まり、株式報酬を活用した有能な人材の獲得に動き始めた。

そうした動きの中、今回の金融危機の影響を受けて株式報酬制度の見直しを迫られた中国企業は、コーポレート・ガバナンスの強化と併せて株式報酬制度を発展させ、今回の危機を梃子にして企業基盤の強化に活かそうとしている。

本稿では、中国における株式報酬制度に関する特徴をその発展の歴史も交えて示しながら、中国企業が株式報酬を人材戦略上どのように位置づけているかを説明する。併せて、中国に進出している（ないしは今後進出を検討している）日本企業にとって、中国市場における人材戦略上考慮すべき点を検討する。

中国の株式報酬を巡る歴史的経緯

まず、中国における株式報酬制度に関わる法制度の整備や、同制度の導入状況を概観する。

会社法の整備

中国における企業改革は、農業改革の成功の後、1980年初めから始まった。1984年、その時点で企業活動の法的根拠となる会社法が存在しなかったため、政府の指導の下、初の持株会社が設立された。1994年7月1日、初の会社法が施行され、3種類の法人設立形態（有限会社、国営企業、持株会社）が明確に規定された。なお、この法律は法人設立と資本構造の変更に関するもので、企業が従業員に新株を付与する事を禁じていた。

証券市場／証券取引法の整備

中国には深圳証券取引所と上海証券取引所の2つの株式市場が存在し、いずれも1990年前後に設立され、取引を開始した。また、国務院傘下の中国証券監督管理委員会が1992年10月に設立され、国の規制当局として、中国の資本市場の発展の促進と監督の役割を担っている。中国初の証券取引法は1999年7月1日に施行された。この時点では同法は、従業員の株式報酬についてはいかなる法的枠組みも提供しておらず、従って中国企業が従業員に対して株式報酬を付与することは依然として不可能であった。

2008年末時点で深圳／上海の両市場を合わせて1,604（深圳証券取引所は740／上海証券取引所は864）の企業が上場し、そのうちの70%以上が国有企業である。両株式市場に流通する資本総額は12兆1,400億人民元（1兆7,000億ドル）にものぼっている。

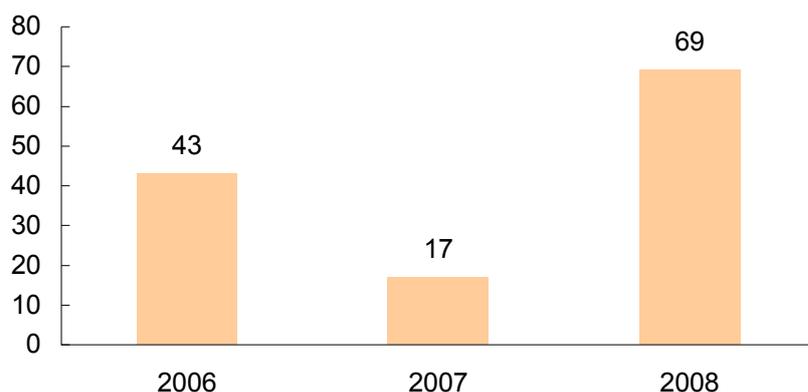
従業員向け株式報酬制度の法整備

上場企業の従業員向け株式報酬制度導入に際し、大きな役割を果たした3つの法整備がある。1つ目は2006年1月に実施された会社法と証券法の変更、2つ目は同年に中国国務院国有資産監督管理委員会（SASAC）が公布した「国有上場企業における株式報酬の実施に関する指針」、3つ目はストックオプション費用化を義務づけた、2007年導入の新会計基準である。

これらの動きにあわせて、中国証券監督管理委員会（CSRC）は2008年、株式報酬の実施を規制する3つの関連法令を公布した。同委員会は株式報酬に関する追加行政指導も発表し、2008年には国有上場企業が導入する株式報酬制度の詳細な要件を定めた。

これらの法整備を受け、中国企業においても2006年より従業員向け株式報酬制度の導入が始まった。（図表1参照）

図表1：2006年～2008年に公開された株式報酬制度導入企業数



これらの導入企業の35%は国営企業である。また、株式報酬制度の一形態である譲渡制限付株式とストックオプションは、公開されている制度の中で最も一般的であり、ストックオプションは全体の75%を占めている。

なお、マーサーチャイナが金融危機以前の2006年末に行った調査によれば、株式報酬を導入している企業は、そうでない競合他社よりも投資家利益が大きくなるという結果が得られた。これは、中国の資本市場において株式報酬という新しい慣行が受け入れられ、定着しつつあることを示していると推察される。また、従業員に株式報酬を提供する企業に対し、資本市場を通じてより多くの投資が行われる結果、成長著しい中国市場において事業拡大に必要な資金が確保されたのではないかと推察される。

金融危機（リーマンショック）の影響

このようによく始まったばかりの株式報酬制度であるが、今回の金融危機により、普及する初期段階で早くもその意義が試される形となった。

ストックオプション制度を導入していた78社においては、株価が権利行使価格を大幅に下回る結果となった。これは2006年以降（2008年12月31日まで）ストックオプション制度の導入を公表した企業の81%に相当した。また、その多くがストックオプション制度を中止し、さらに34社がストックオプションの廃止に踏み切った。

なお、ストックオプション制度の廃止に踏み切った企業は同制度を導入した企業の26%に相当し、導入して間もないストックオプション制度をこれだけ多数の企業が廃止した例は、世界でも類を見ない。

株式報酬制度を取り巻く法制度上の特徴

次に、株式報酬制度を取り巻く法制度上の特徴を概観していく。大きくは以下の2点となる。

- 当局による規制・監督
- 業績条件の設定

当局による規制・監督

2006年1月に中国证券监督管理委员会 (CRSC) が公布した「上場企業の株式報酬に関する行政指導方針(「管理弁法」)」では、株式報酬制度の導入企業に対して以下の義務および制約を課している。

- 制度内容の報告義務
- 従業員株式報酬制度に使用できる株式数
- 従業員一人あたりの付与株式数
- 権利確定期間と付与回数

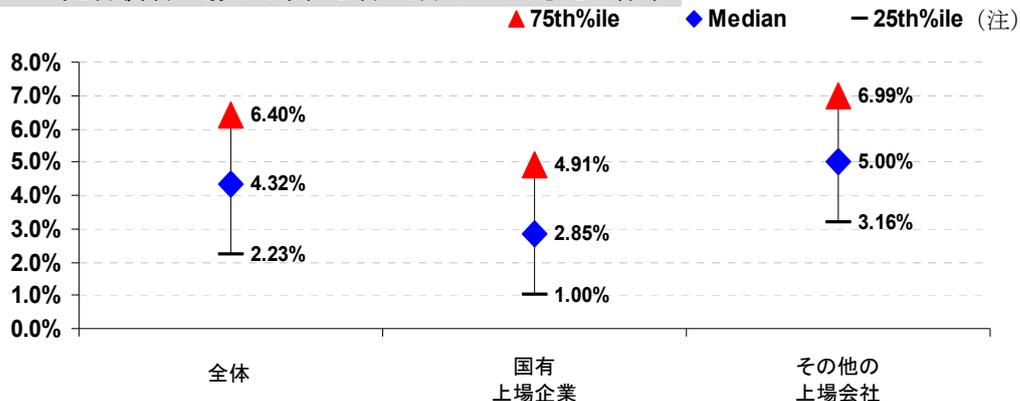
制度内容の報告義務

「管理弁法」の下では、企業は CSRC に対して株式報酬制度の内容を報告しなければならず、報告後 30 日以内に同委員会が意見を付さなかった場合には、承認されたものと見なされる。2008 年末時点で委員会の承認を得られたのは、株式報酬制度を公表した企業の 35% に過ぎなかった。制度承認までの期間を見ると、最短で 28 営業日、最長で 180 営業日となっている。報告義務の存在は、株式報酬の導入が当局の管理下にあることを示している。新たに株式報酬制度を導入する企業は、既に公開され、CSRC の承認を得た制度をベンチマークすることで、認可が降りないリスクを最小限に留めようとしている。

従業員株式報酬制度に使用できる株式数

「管理弁法」は、発行済株式数の 10% までを従業員株式報酬制度用に使用してよいとしている。しかし、中国国務院国有資産監督管理委員会 (SASAC) による株式報酬ガイドラインでは、国有上場企業は、どんな株式報酬でも初回付与数として発行済株式数の 1% 以上を割り当てることはできないと規定している。マーサーの分析によると、国有上場企業に比べてその他の上場会社は、より高い比率の株式を従業員に配分している (図表 2)。

図表 2 : 発行済株式数に対する株式付与の大きさ (%)

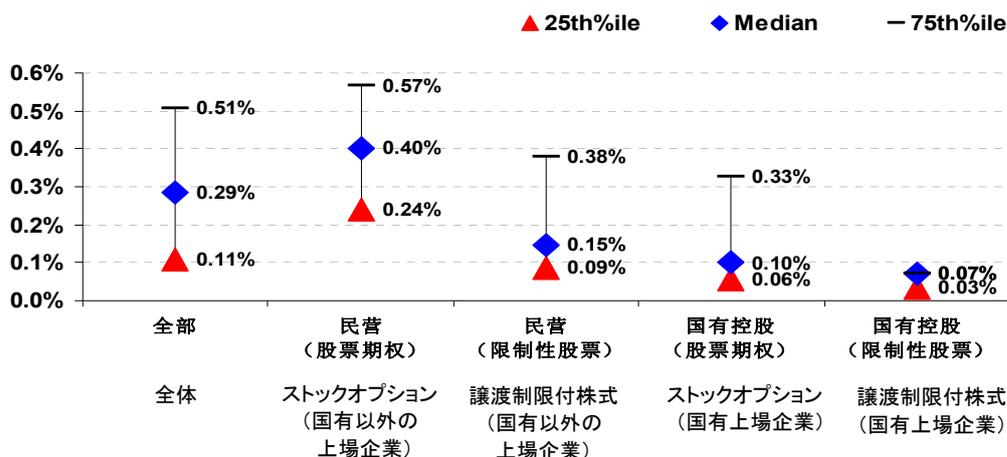


(注) th%ile : 全回答サンプルを小さい順に並べ、下から 25%、中央、75% にそれぞれ位置する値。

従業員一人あたりの付与株式数

さらに「管理弁法」では、年次株主総会で承認を得ない限り、個々の従業員は発行済株式数の1%以上の付与を受けられないとしている。付与数は企業形態により異なり、株式報酬を有する国有上場企業の役員報酬額については、株式報酬ガイドラインによって、個々人の総報酬水準に応じた付与比率の上限が決められている。個人レベルで見ると、国有上場企業の役員が受け取る株式付与はその他の上場会社の役員より、発行済株式数比でより少なくなっている。株式報酬付与資格は、取締役会メンバー（独立取締役を除く）、役員クラス、会社が既定した幹部に限られる（図表 3）。

図表 3：発行済株式総数に対する個人への最大株式付与率（%）



権利確定期間と付与回数

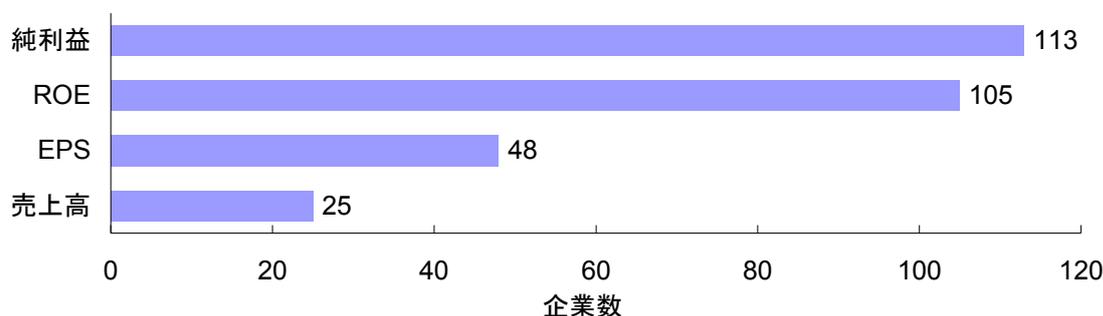
権利確定期間と付与回数もまた、「管理弁法」に規制されている。最初の権利行使までの期間は、国有以外の上場会社においては最低でも1年間、国有上場企業においては最低でも2年間としなければならない。中国证券监督管理委员会（CSRC）の覚書では、将来付与するために確保しておく株式は、従業員の株式報酬として認められた株式数の10%を超えてはならないと定めている。一般的にCSRC規則では、承認された制度内で複数回の付与は行なえないとされている。すなわち、企業は株式報酬付与を実施する度にCSRCに届け出る必要があるということになる。

業績条件の設定

このように当局からの様々な規制のある中国の株式報酬制度であるが、さらに特筆すべき特徴として、ほとんどの制度が付与に際して業績条件を設けている点である。これは主としてCSRCやSASACの要請によるものであり、SASACは国有上場企業に対し、株式報酬を付与する前に業績条件を達成することを求めている。SASACは株式付与を行なうための制度設計に、通常の権利確定の期間要件に加え、相対的な業績評価基準を導入した。例えば企業の業績は、業界平均水準並みかそれ以上、もしくは業績比較対象企業群の上位25%に入る業績であることが求められている。

こうした制度に使用される最も一般的な業績指標は、純利益と自己資本利益率（ROE）である。一株当たり利益（EPS）や売上高も比較的良好に使用される業績指標である。株式報酬制度の業績指標として、大半の企業は2つの業績指標を使用しており、3つ以上の業績指標を使用する企業は少数となっている。（図表 4）。

図表4：株式報酬制度で使われる業績指標



株式報酬の新しい傾向

このような市場環境の下で、上場している中国企業の役員報酬戦略と株式報酬制度について、以下のような取り組みがトレンドとして存在する。

- 役員報酬決定の透明性向上
- 株式報酬制度における業績条件の重視
- 業績指標の整備
- コーポレート・ガバナンスの改善要求の高まり

役員報酬決定の透明性向上

2006年以降、上場企業は全役員について個人の報酬情報をアニュアル・レポートで公開することが義務付けられている。CSRCにより命じられたこの新たな要請は、企業がどのように役員に報酬を与えているかについて、より高い透明性を求めている。また「管理弁法」は、株式報酬制度を導入している企業に対し、詳細な制度内容の公表を義務付けている。近年の金融危機に鑑みて、個人投資家や世論は、企業が役員をどう処遇しているかについてますます関心を強めている。これによって報酬慣行には、以前に増して企業業績との間の整合性が見られるようになっている。個人投資家や世論は、企業が役員をどのように処遇しているか、今では競合他社と比較しながら判断することもできる。報酬制度に関する透明性が高まったことで、企業がベスト・プラクティスを見本にして自社制度を整備し、有能な人材を獲得するために市場に対して競争力のある役員報酬水準や株式報酬制度を提供することが可能となりつつある。

株式報酬制度における業績条件の重視

中国企業は、有能な人材の獲得における株式報酬の有利さに気付いた一方で、欧米で、いかなる財務業績条件も付さずに行った、過度の役員報酬付与によってもたらされた好ましくない結果も目の当たりにしてきた。株価動向と企業の財務指標との間に関連が必ずしもないことを認識し、多くの企業は、ストックオプションであれ譲渡制限付株式であれ、株式報酬付与には財務業績条件を設けるようになってきている。大株主からの業績に対する圧力、および株式報酬を現金化する前段階でのCSRCやSASACによる規制要件があり、役員は、株式報酬に業績条件を設けるという考え方を受け入れざるをえなくなっている。これは、G20や米国・英国・オーストラリアの最大級機関投資家の動きや提言に先んじた、もしくは少なくとも矛盾しない結果と言えよう。

経済危機によって役員報酬制度に対する圧力が増し、中国企業は多くの課題を抱えている。企業はこれまで以上に、企業業績向上を目指すという組織全体の目標と矛盾しない、業績に連動した株式報酬の実現に注力していく必要がある。

株式報酬制度に財務業績条件を設けてきた中国企業にとって、現在の課題は財務業績を測る「公平な」指標を見つけることである。企業内部の予算/目標や財務指標のみを業績判断の基本に据えている企業は、こうした指標が社内に限定的なものである事を理解している。英国や米国では、金融危機に伴う株式市場の大暴落により株価が権利行使価格を大きく下回り、権利行使ができない状況となった結果、株価は役員業績の測定指標として公平でないと認識され、ストックオプションは長期インセンティブとしての魅力を既に失っているとみなされている。

「業績」が役員報酬および株式報酬制度にとってどのような意味を持つのかという本質的な問題に中国企業が直面し、制度の再考を行っているといえよう。

業績指標の整備

役員業績を測定するには、マクロ経済要素、業界特性、企業規模、市場におけるポジション、企業目標に対する従業員の貢献度といった企業内指標など、考慮すべき要素が多数存在する。上場企業にとってもっとやっかいな課題は、短期的な成果のみならず、長期的な成果に対する指標も適切に設定しなければならないことである。

欧米企業の多くは、ストックオプションはあくまで市場がどのように推移しているかを測るものであり、役員がどれほど業績を上げたかを測るのに必ずしも適切とは限らないと認識している。業績評価のハードルを課さないストックオプション制度は、財務業績条件を伴う株式・現金ベースの報酬制度やオプション制度等の別の制度に、次第に取って代わられてきている。

企業が業績指標を定義する際に注意すべき点として、より多くの企業が業績指標を定義するにあたって外部データを用いようとしている点である（例えば証券業界）。SASACのガイドラインは、株式報酬支払の業績指標として相対的な業績評価を義務付けている。競合他社との相対的な業績比較に頼る傾向が強まっているものの、外部比較データを得ることが難しく、国有上場企業が株式報酬制度を運用する際の最大のハードルとなっている。

コーポレート・ガバナンスの改善要求の高まり

2007年に発効したCSRC基準は、企業が自らのガバナンス体制を評価するよう義務付けており、株式報酬制度を実施する前に、取締役会メンバーとして最低数の独立取締役を迎え入れるなど、ガバナンスの要求基準に則った行動を取るよう提言している。またSASACのガイドラインは、国有上場企業は取締役会の半数のメンバーを外部取締役にしなければならず、報酬委員会は100%外部取締役（独立取締役、社外取締役、その企業と同業界の株主と関係を持たない取締役）で構成しなければならないとしている。

良好なコーポレート・ガバナンスが企業運営上必要である事を理解している企業は、たとえその実現に多少コストがかかったとしても、しっかりしたコーポレート・ガバナンス体制を整備している。

またこうした企業は、報酬ポリシーに則した報酬を維持する上で、報酬委員会が極めて重要な役割を担っており、また業績指標と報酬は最も厳しい世論の吟味を受け、正当化されるべきとの認識を持っている。

人材戦略への影響

株式報酬制度に関するこれらの取り組みに成功することで、役員層における責任・権限が明確化され、その達成状況が適切な業績指標の下で客観的に把握可能になる。このことは役員層の責任・権限と報酬の関係が透明になり、その責任や業績に応じた公正性・納得感の高い報酬が提供できるということになる。

また、株式報酬制度を導入した企業はその内容を公に開示することが求められていることから、

企業は適切なベンチマーキングを行いながら、自社の人材戦略に合致した市場競争力のある制度を構築することがより容易になるであろう。

このように、この度の金融危機は株式報酬制度を導入した（ないしは導入しようとしている）中国企業に対して、制度の見直しという試練を与える反面、この試練を乗り越えることでコーポレート・ガバナンスを強化するだけでなく、有能な人材の獲得の面でも高い効果を享受することが可能になるのである。

日本企業へのインプリケーション

このように未だ発展途上にある中国の株式報酬制度であるが、中国市場における現地企業のプレゼンスが増し、従来の欧米系企業に加えて中国現地企業との競争も視野にいれないといけない状況にある中、日本企業が学ぶべき事項は以下の3点にある。

- 中国事業の役員層の責任権限の明確化
- 業績責任に応じた魅力ある報酬の提供
- 現地人材の役員層への登用

中国事業の役員層の責任権限の明確化

中国事業の中での役員層の責任権限を明確にすることは言うまでもないことだが、日本企業にとって重要になるのは、本社との関係の中でどの程度の権限・責任を与えて自律的に意思決定させるか、という点になる。本社との間での権限・責任を適切に分担することで、現地での意思決定スピードが高まると共に、本社からみると一定のリスクマネジメントが担保できることになる。

業績責任に応じた魅力ある報酬の提供

役員層の業績を適切に測る指標を整えてモニタリングする仕組みを構築すると共に、責任権限や業績に応じた透明性の高い魅力的な報酬を提供することで、役員層のリテンションを高めていくことが重要になる。魅力的な報酬水準を検討する上では、競合企業をベンチマークしながら、自社の人材戦略に合致した市場競争力のあるものとしていくべきことは言うまでもない。

なお、本社において株式報酬制度を既に導入している場合には、同様の制度を中国現地法人に適用することも検討されたい。中国現法と本社との一体感が増すことで中国企業にないリテンション上の強みを得られる可能性がある。

現地人材の役員層への登用

日本企業は「ガラスの天井」という言葉に代表されるように、上位役職への登用において目に見えない制約があると受け止められている。

今後、有能な人材の獲得の上では、欧米企業のみならず中国企業も競合相手となることから、有能な人材に対して管理職・役員への登用が可視化でき、キャリアアップへの期待が持てるような仕組みや体制を整えることが必要になる。

結論

株式報酬は中国企業において始まって間もない慣行であり、規制当局の厳しい監督下にある。金融危機によって株式市場が不安定になった結果、株式報酬の有効性は、その初期段階で早くも試練にさらされたことになる。しかし法的な環境は整いつつあり、中国企業は株式報酬のベスト・プラクティスを市場で探そうとしている。

中国企業は、役員報酬の重要な要素となる株式報酬の複雑な状況に適応しつつある。役員報酬

の透明性が確保されるにつれ、中国企業が有能な役員を適切に処遇するためのプロセスを整えたという事例も増えてきている。

資本市場が成熟途上であり、法整備も未だ不十分な上、株式報酬の発祥の地である欧米との文化的な違いがある中で株式報酬の基本理念を理解しなければならないという複雑さのため、困難な課題が待ち受けているだろう。中国経済は現在、二桁の成長率を謳歌していた時期から小休止に入っており、次の成長期が訪れるまでの間、中国企業はその株式報酬戦略を練り直すこととなるだろう。

日本企業もこの動きを傍観するのではなく、中国企業との人材獲得競争を視野にいれ、有能な人材のリテンションの観点から取り組むべき施策を検討していく必要があるだろう。

(執筆者へのお問い合わせ/メッセージ)

日本：マーサー ジャパン 株式会社
東京都新宿区西新宿 3-20-2 東京オペラシティタワー37階
TEL：03-5354-1540 (代表) FAX：03-5333-8137
小寺 宏昌 E-mail：hiromasa.kodera@mercer.com

上海：美世諮詢 マーサー・コンサルティング
上海市淮海中路 300 号新世界大厦 36 階
TEL：021-6335-3358 (代表) FAX：021-6361-6533
前川 尚大 E-mail：takahiro.maekawa@mercer.com



MUFG中国ビジネス・ネットワーク



三菱東京UFJ銀行(中国)有限公司

拠 点	住 所	電 話
北 京 支 店	北京市朝陽区東三環北路5号 北京發展大廈2樓	86-10-6590-8888
天 津 支 店 天津濱海出張所	天津市南京路75号 天津国際大廈21樓 天津市天津經濟技術開發区第三大街51号 濱海金融街西区2号楼A座3階	86-22-2311-0088 86-22-5982-8855
大 連 支 店 大連経済技術開發区出張所	大連市西崗区中山路147号 森茂大廈11樓 大連市大連經濟技術開發区金馬路138号 古耕国際商務大廈18階	86-411-8360-6000 86-411-8793-5300
無 錫 支 店	江蘇省無錫市新区長江路16号 無錫軟件園10樓	86-510-8521-1818
上 海 支 店	上海市浦東新区陸家嘴環路1233号 匯亞大廈20階	86-21-6888-1666
深 圳 支 店	深圳市福田区中心4路1号 嘉里建設広場 第一座9階・10階	86-755-8256-0808
広 州 支 店	広東省広州市珠江新城華夏路8号 合景国際金融広場24階	86-20-8550-6688

三菱東京UFJ銀行

成都駐在員事務所	四川省成都市總府街31号 成都總府皇冠假日酒店(ホリデイインクラウンプラザ)2617号室	86-28-8674-5575
瀋陽駐在員事務所	遼寧省瀋陽市瀋河区悦賓街1号 方圓大廈7階705号	86-24-2250-5599
香 港 支 店	7F AIA Central, 1 Connaught Road, Central, Hong Kong	852-2823-6758
九 龍 支 店	15F Peninsula Office Tower, 18 Middle Road, Kowloon, Hong Kong	852-2315-4333
台 北 支 店	台湾台北市民生東路3段109号 聯邦企業大樓9階	886-2-2514-0598

【本邦におけるご照会先】

国際業務部 海外業務支援室

東京：03-5252-1648（代表） 大阪：06-6206-8434（代表） 名古屋：052-211-0944（代表）

発行：三菱東京UFJ銀行 国際業務部 海外業務支援室

編集：三菱UFJリサーチ&コンサルティング 海外アドバイザー事業部 中国グループ 情報開発チーム

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さい。宜しく申し上げます。当資料は信頼できるとされる情報に基づいて作成されていますが、当行はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。