

中国上場企業の配当政策

王 東明

1 はじめに

九七年度中国上場企業の年度報告書が最近公表された。上海、深圳両取引所に上場しているA株企業（国内投資家向け）七一九社（琼明源一社を除く）の年度報告書を見ると、無配企業（現金配当なし、株式配当なし）は三九一社で、全体の半数以上（五四・三八%）を占め、九六年度（三一・三五%）を大幅に上回った。現金（金銭）配当を行わない企業は五三三社で全体の七割を超える。上場企業のうち無償増資（株式配当、無償交付）する企業も増え、株式配当の企業数は一六五社、全体の二割以上を数え、無償交付企業は二二一社、全体の三割近くになり、無償増資に偏る傾向を表わしている。⁽¹⁾ 小稿では近年の上場企業の利益処分状況を紹介し、なぜこのような「無配現象」が生じたのか、またその原因などを分析し、そこから上場企業の配当政策を見ることにしよう。

2 一九九七年度の配当と無償増資の状況

湖南証券投資諮問公司は一九九七年度上場企業A株七一九社の業績、配当案および増資状況の調査報告書を公開した。⁽²⁾ それによると、全上場A株企業の総資産は九二九二・四〇億元、前年度比二二・七〇%の増加、純資産は四五八六・三四億元、同じく三六・六六%の大幅増となった。負債比率は四八・二七%、前年度比五・二六ポ

イント低下、これは全国国有工業企業の平均負債率七〇%以上を二〇数ポイントも下回る。また総利益は五九八・〇二億元、前年度比約一三%増、純利益(税引後利益)は四九一・五一億元、約一三%増、黒字企業数は六七九社で全体の九四・四五%を占める。特に一株当たり収益〇・五元以上の高収益企業は一〇九社に増え全A株企業の一五・一六%になり、逆に赤字企業の割合は前年度より〇・四七ポイント低下して四〇社となり、全体の五・五六%を占める。

企業業績がある程度改善したことを受けて、純利益(税引後利益)四九一・五一億元の中から前年度の欠損四・一三億元(〇・八四%)を補填した。また法定積立金(準備金)は四八・七四億元(九・九二%)、法定公益金は三六・〇三億元(七・三三%)、任意積立金は三三・三〇億元(六・五七%)で、これら三項目の合計額は一七・〇七億元、純利益に占める割合は二三・八二%になっている。

以上のように年度間純利益から欠損補填額と「三金」(法定積立金、法定公益金、任意積立金)を差し引いた残余利益額は三七〇・三一億元だが、それに前年度からの繰り越し利益を合算すると、九七年度の分配可能利益は六二五・二〇億元になる。原則としてこの利益を株主に分配しなければならぬ。

しかし現金(金銭)配当の企業は一八六社でA株全体の四分の一(二五・八七%)に過ぎず、配当金額は一〇八・七二億元で、分配可能利益に占める割合はわずか一七・三九%、配当性向(配当金÷当期税引後利益)は二二・一二%である。有配企業の平均配当は一株につき〇・一九元、〇・五〇元以上の高配当を行なう企業はわずか八社で全配当企業の四・三%に止まっている。

また株主に対する現金配当を避け、株式配当する企業は一六五社、全A株の二二・九五%を占める。株式配当(額面一元/株)の総額は七〇・六七億元、分配可能利益の二一・三〇%を占めている。この金額に相当する七

〇・六七億株を資本に組み入れ、無償増資する。株式配当は平均一株につき〇・二三株だが、〇・五株以上の高い株式配当をする企業は一四社あり、なかには一対一の株式配当をする企業(湖北興化)も出ている。

無償交付企業は二二一社で全A株の二九・三五%になる。そのうち二二三社は現金配当ゼロと株式配当ゼロの無配企業で、無償交付全体の五八・二九%に当る。無償交付率は一株当たり平均〇・三二株、最高は一対〇・八株の冀東セメント、燃気股份である。残る八八社が有配(現金配当または株式配当)と無償交付を組合せ実施している。全無償交付企業のうち二五社は一対〇・五株以上の無償交付を実施する予定である。

以上のように九七年度A株七一九社については、利益を株主に分配する企業は三二八社、全体の半数(四五・六二%)を下回っている。特に現金配当の企業はわずか一八六社で全体の四分の一に過ぎない。逆に無配企業(現金配当なし、株式配当なし)は三九一社で全体の半数以上(五四・三八%)を占める。もし現金配当だけを狭義の有配企業とすれば、無配企業は五三三社を数え、全体の四分の三にもほり、「無配現象」は深刻である。また株式配当をする企業は全体の二割、無償交付企業は全体の三割前後で、企業の無償増資すなわち株式分割が目立つ。

3 「無配現象」

無配企業(現金配当なし、株式配当なし)三九一社のうち、赤字企業は四〇社、無配企業の二〇・二三%を占める。一株当たり利益が〇・〇五元以下の低収益企業は四四社、全体の一一・二五%を占める。一株当たり利益が〇・〇五元以上〇・二〇元以下の中・低収益企業は八一社、無配企業の二〇・七二%、一株当たり利益が〇・二〇元以上〇・四〇元以下の中・高収益企業は

表1 1997年度収益別無配企業の状況

1株当たり利益(人民币元)	赤字	0~0.05	0.05~0.20	0.20~0.40	0.40以上	合計
無配企業数(社)	40	44	81	160	66	391
全無配企業に占める比率(%)	10.23	11.25	20.72	40.92	16.88	100

(出所)「中国証券報」1998年6月2日より作成。

一六〇社、同じく四〇・九二%、一株当たり利益が〇・四〇元以上の高収益企業は六六社、無配企業の一六・八%である。無配企業では中収益企業が最も多く二四一社で、全体の六割を占めている(表1)。

「無配現象」の原因は以下の四点にまとめることができる。まず(1)赤字企業と低収益企業はそもそも配当することが困難である。(2)一部新規上場企業の中には公開前利益を新しい株主に配分しないことを公募目論見書に明記した企業もある。ちなみに九七年度の新規上場企業は二一五社にのぼった(外国投資家向けのB株を含む)。(3)九七年中間配当をした企業の一部は年度決算で配当しないところが出ている。(4)会社の長期利益と発展計画のため、あるいはその他の理由で利益を配当しない企業がある。

関連規定によれば、以下の幾つかの状況に該当する場合は企業は無配にすることができる。(1)当該年度利益が出ない場合。(2)当該年度の利益を持ってしても過去の累積欠損を補填しきれない場合。(3)当該年度の利益から法定積立金(税引後利益の一〇%)、法定公益金(税引後利益の五%〜一〇%)を組み入れたあとの残余利益は株主総会が会社発展のため内部留保の決議をした場合、その全額を任意積立金に組み入れることができる。この第一と第二の規定はそもそも利益が出ていないか、あるいは過去の損失補填で利益を計上できない場合であるが、しかし第三の規定では、任意積立金に関して何の制限規定も定めておらず、これが「無配現象」を引き起こす直接原因と考えられる。また発行済株式の過半を掌握する国家関連株主は企業の発展のため配当を強く要求しないのが一般的であり、また中小個人株主はもともと株主総会に対し影響力をもたず、一般的にキャピタル・ゲインへの関心は強いが、配当への関心は薄い。そのため企業側にとって大株主にしろ、中小株主にしろ、配当に對する株主の圧力は小さいと言える。

無配企業三九二社のうち、有償増資案を出した企業は七二社あり、この数字は有配企業の有償増資案(七〇社)より二社多く、上場企業が「圏銭」(資金調達)しか考えていないと批判されるゆえんである。

また無配企業を産業別で見ると、不動産業の比率が最も高く五九・三%、工業と総合業はそれぞれ五割を超えている。公共事業(三五・二%)と商業(四七・七%)の比率は低い(表2)。

地域別に見ると、西北、西南および中南地方に無配企業が多く、いずれの地方も五〇%を超えている。逆に華北、華東、東北地方は比較的低く、いずれも四〇%台で、地方の経済環境と配当の関係を表わしている(表3)。

上場年度別に見た無配企業の状況は表4が示すように、九六年以前は半数(五四・七%)以上が無配となり、九六年度も五四・八%、九七年度はやや低下して半数(四九・七%)近い企業が無配企業であった⁽³⁾。

このような「無配現象」は近年の企業業績の低下によることはもちろんだが、⁽⁴⁾上場企業の配当政策の影響も受けている。

表2 1997年度業種別無配企業の状況 (単位: %)

業種	不動産	工業	公共事業	商業	総合業
業種別無配企業の比率	59.3	53.3	35.2	47.7	50.8

(出所)「中国証券報」1998年6月2日により作成。

表3 1997年度地域別無配企業の状況 (単位: %)

地域	東北	華北	華東	西北	西南	中南
地域別無配企業の比率	49.4	40.0	47.2	65.2	58.0	53.6

(出所)「中国証券報」1998年6月2日により作成。

表4 上場年度別無配企業の状況 (単位: %)

年度	1996年以前	1996年	1997年
上場企業に占める無配企業の比率	54.7	54.8	49.7

(出所)「中国証券報」1998年6月2日により作成。

4 無償増資の偏重

以上述べてきたように、九七年度は無償増資（無償交付、株式配当）が多く見られ、無償交付は全体の三割近く、株式配当の企業は全体の二割以上である。九七年上海証券取引所上場企業の配当実施状況（九六年度配当案の実施）を見ると、現金配当企業は一〇〇社、全上場企業の三四・三%、株式配当企業は一二〇社、同四〇・九六%、無償交付企業は八〇社、同二七・三〇%、無配あるいは一時的無配企業は六五社、全体の二二・一八%である。株式配当企業数が現金配当企業より二〇社も多い⁽⁵⁾。さらに九七年全国上場企業の配当実施状況（九六年度配当案の実施）を見ると、株式配当企業数は二六八社で一番多く、全上場企業の五〇・五七%を占めた。無償交付企業は二二二社で全体の四〇%、現金配当企業は少なく一七七社で全体の三三・四〇%である。このように無償増資企業が多く、現金配当企業は少ない⁽⁶⁾。

その理由は、上場企業の多くは企業規模が小さいため、無償交付というかたちで資本積立金および利益積立金を資本に組み入れることよって企業の資本金を増加させ、今後の有償増資に有利である。株式配当は現金の社外流出を食い止め、未処分利益剰金を資本に組み入れて新株を発行することで、資本規模を拡大できる。現在資金難に悩む多くの企業の本音は、できるだけ資金の外部流出を抑え、それを有効に内部活用することである。一方株主はわずかの現金配当より、無償増資への期待が高く、無償増資があるかどうかで株価は大きく左右されている。こうした両面から現金配当よりも株式配当と無償交付が多くなった。

しかし、無償増資すなわち株式分割は一株当りの資産と利益を希薄化し、株価を下げる可能性があり、それが企業の発展と株主の長期利益につながるかどうかは疑問である。株式市場の健全な発展のためには過度な無償増資は抑制すべきであり、一方現金配当は企業の収益力と深く関連している。今後高収益企業が増え、現金配当の

増加と高株価の循環が生まれるならば、企業経営に積極的な影響を与えることになるであろう。

5 配当性向

配当性向は一決算期の利益のうち、配当金がどれだけの割合を占めるかを示すものであり、企業の配当能力をみる一つの重要な指標である。その計算方法は配当金÷税引後利益×一〇〇である。ここで配当金とは現金のみである。

表5 上海市所属の上場企業の配当状況

年 度	1993	1994	1995
上場銘柄数 (社)	70	94	95
配当企業数 (社)	33	67	27
配当企業率 (%)	47.14	71.28	28.42
配当額 (億元)	17.9	33.59	19.14
税引後利益 (億元)	48.62	59.30	54.23
配 当 性 向 (%)	36.83	56.64	35.29

*配当とは現金配当のみである。
(出所)「上海証券年鑑」上海社会科学院出版社、1993年～1997年の各年版より作成。

表6 深圳上場企業の配当状況

年 度	1993	1994	1995	1996
配当額 (億元)	17.00	33.90	26.81	27.58
税引後利益 (億元)	66.79	89.05	72.98	120.45
配 当 性 向 (%)	25.45	38.07	36.74	22.90

*配当とは現金配当のみである。配当企業はB株を含む。
(出所) 深圳証券取引所「深圳証券市場統計年鑑」各年版。
中国誠信証券評估有限公司編「中国上市公司基本分析」1997年版、中国科学技術出版社、65頁より作成。

九三年度から九五年度までの三年間の配当性向について見ると、まず上海市に所属する上場企業（上海市に会社設立登記の企業）の配当性向は九四年度が一番高く五六・六四%、次に九三年度は三六・八二%、九五年度は三五・二九%の順になっている。有配企業（現金配当のみ）が上場企業に占める割合は、九四年度は七一・二八%（六七社）、九三年度は四七・一四%（三三社）、九五年度は二八・四二%（二七社）で同じ順になっている（表5）。

また深圳上場企業の配当性向を見ると、九三年は二五・四五%、九四年は三八・〇七%、九五年は三六・七

四％、九六年は二二・九〇％という数字が出ています。深圳の配当性向は九四年と九五年に一つのピークをつけたあと、九六年は一気に二二％に落ち込んだ(表6)。

九七年度全国上場企業の配当実施案を見れば、配当性向は二二・一二％に止まっている。要するに近年上場企業の配当性向は低下に向かっており、二〇数％という低い水準で推移している。この傾向は「無配現象」、無償増資の偏重という配当政策を反映していると思われる。

また配当性向の国際比較について、最近東証上場企業九八年三月期決算概況が発表されたが、それによると配当金総額は二兆千二百七十八億円で九七年三月期に比べ一・〇％増、四期連続増加した。一方税引利益は三兆千三百六十二億円、前年比三二・八％減となったため、配当性向は六七・九％へ二二・七ポイントも大幅に上昇した⁽⁸⁾。また表7は最近二〇年間の日米配当性向を示しているが、米国の配当性向は四〇％台、五〇％台が多く、いわゆる株主重視の配当政策を特徴としている。日本の場合は、バブル崩壊以前の一五年間は三〇％台が多く、バブル崩壊後は四〇％台、六〇％台が見られるようになり、経済不況が配当政策の上にも影を落としている。

海外の状況と比べれば、中国の配当性向が一段低いことは一目瞭然である。もちろん中国の経済システムは日米と違っており、単純に比較できない。しかし企業利益の株主還元率を表わす指標の配当性向を厳格的に見守る必要があると思われる。

表7 日米配当性向の推移

年 度	76	77	78	79	80	81	82	83	84	85
米 国	40.7	43.9	42.2	37.5	42.3	43.5	54.3	48.6	42.0	50.6
日 本	47.3	41.9	36.9	28.6	28.5	35.6	33.7	34.8	30.6	32.3

年 度	86	87	88	89	90	91	92	93	94	95
米 国	58.9	45.3	43.9	45.3	52.2	75.9	68.2	58.8	40.4	44.1
日 本	44.9	36.6	30.8	29.2	29.7	37.0	62.0	76.6	63.1	41.8

注：米国の決算は暦年(12月)、日本の決算年度(翌3月)。(出所)財団法人日本証券経済研究所「現代企業と配当政策」平成9年、64頁より作成。

6 むすびにかえて

以上中国上場企業の利益処分状況を紹介し、近年の配当政策を見てきた。全体的に言えることは「無配現象」の流行と無償増資の偏重であり、それと関連して配当性向が一段と低下した。これが中国配当政策の特徴である。一方、海外投資家向けのB株は国内投資家向けのA株より現金配当する企業比率は高く、これは海外投資家に配慮した配当政策の結果ではないかと思われる。さらに一部企業の配当案を見ると、個人株主には現金配当、国家関連株主に株式配当を行い、また海外投資家に対して国内投資家と別個の配当案を実施するなど株主ごとに違った配当政策を出しており、これは明らかに「会社法」の「同株同権利」の原則に違反しており、今後は統一基準の配当政策を実施すべきである。また中国特有の企業統治(コーポレート・ガバナンス)が配当政策にどのような影響を与えるか、重要な課題になるであろう。

注

- (1) 湖南証券投資諮詢公司、劉振雲、張滢「分紅熱、配股冷、轉增倍、不分配公司比例上昇」『中国証券報』一九九八年五月六日。
- (2) 湖南証券投資諮詢公司、劉郎、曹桂香「盈利明顯提高、二極分化現象加劇」『中国証券報』一九九八年五月五日。湖南証券投資諮詢公司、劉振雲、張滢「分紅熱、配股冷、轉增倍、不分配公司比例上昇」『中国証券報』一九九八年五月六日。
- (3) 周軍「九七年報印象」『中国証券報』一九九八年五月四日。湖南証券投資諮詢公司、劉振雲、張滢「分紅熱、配股冷、轉增倍、不分配公司比例上昇」『中国証券報』一九九八年五月六日。孫議政「大面積利益不分配為哪般」『中国証券報』一九九八年五月六日。

「証券報」一九九八年六月二日。

(4) 上場企業の業績について、拙稿「中国上場企業の業績について」『証研レポート』(20・1558)一九九八年五月号を参照されたい。

(5) 「証券市場週刊」九七年四三期、一九九七年五月三二日、五一〜五三頁による計算。

(6) 「証券市場週刊」九八年九、一〇、一一、一二期、一九九八年一月七日、七八〜八七頁による計算。

(7) 劉振雲、張滢「分紅熱、配股冷、轉增俏、不分配公司比例上昇」『中国証券報』一九九八年五月六日。

(8) 「日本経済新聞」九八年六月二二日。