

中国国有企業の資金調達*

裴 桂 芬

要 旨

中国が改革解放により閉鎖的な社会主義計画経済を社会主義市場経済の方向に転換してほぼ20年が経つ。新たな株式会社の設立も増えた。しかしトータルで見ただけではなお国有企業の資産は全体の社会総資産の半分以上を占めており、またその国有企業資産の半分以上は数の上では20分の1にも満たない大中型企業によって占められている。国有企業が直面する問題は、従業員の過剰と債務の過剰に集約される。本稿はこの二つのうち債務の過剰問題とその対応策の面から、国有企業の資金調達の変遷を歴史的に明らかにし、当面する改革の方向について示唆するものである。

計画経済の段階（1949－1978）では、投資主体は中央政府であり、存在する企業のほとんどは国有企業、その資金の8割は財政出資金、2割が国内銀行のクレジット融資であった。計画と市場の結合段階（1979－1992）では、地方政府、国内企業、国内外の投資家が重要な主体となり、財政出資金は1割以下に下がった。代わって銀行融資が前面に出る。市場経済の段階（1993～）では、さらに投資リスクの制約メカニズムが確立され、国家予算内からの出資金は5%以下に減った。

この結果として、国有企業の負債率は著しく高まった。企業の平均利潤率を上回る貸出平均利率の下で、この高負債率は企業を破綻させかねない。利益の上がない企業への膨大な貸出の継続は銀行の不良債権増大となる。中国の不良債権は諸外国の不動産貸出によるそれとは異なり、景気が回復すれば自動的に解消できる性格のものではないのである。破綻に瀕した国有企業を救済するために銀行はさらに貸出を増し、かくして両者の経営は共に不良化の一途を辿る。

* この論文は最初に日本証券経済研究所の『公社債市場研究会』で発表したもので、研究会の諸先生達から貴重な御意見を頂きました。特に小林和子先生には丁寧に論文を修正して頂き、心から感謝を致します。そのほかに、東京大学経済学部の堀内昭義先生と大東文化大学の小島麗逸先生、武蔵大学の岡正生先生のご指導を頂きました。

共倒れを防止するための方策が直接金融の利用を拡大することであるが、株式市場は非常に投機的で未成熟である。社債の発行はまだ少ない。最新の変化として、債務の株式化、格付の進展による社債発行の公正化、銀行による勝者企業の選別が見られる。しかし、それぞれにデメリットも見られ、中国企業の将来はまだまだ前途多難といえよう。

目 次

- I. 中国国有企業の資金調達の変遷
 - 1. 計画経済の段階 (1949-1978)
 - 2. 計画と市場の結合段階 (1979-1992)
 - 3. 市場経済の段階 (1993-)
- II. 現段階の企業資金調達：特徴と問題点
 - 1. 企業の高い負債率と過度の銀行依存
- 2. 直接金融と間接金融とのアンバランス
- 3. 直接金融では社債と株式のアンバランス
- III. 企業資金調達における最新の変化
 - 1. 債務の株式化
 - 2. 社債市場が新しいチャンスを迎える
 - 3. 銀行による勝者企業の選別

中国の改革開放以来20年経つが、相変わらず国有企業が国民経済に大きな役割を果たしている。国有企業の資産は全社会総資産の52.9%を占める。1998年末の国有企業（金融企業を除く）の数は23.8万社あり（1997年より2.4万社減）、うち大中型企業が9,357社で、国有企業の総資産額の56.4%に当たる¹⁾。とはいえ、国有企業の経営改善は余り進捗しておらず、大中型企業の三分の一は赤字経営の状態にある。このため、1998年3月、朱鎔基首相は「3年以内に大多数の大中型国有企業を赤字から脱出させる」方針を発表したが、これまでにすでに半分の時間が経過しているのに、著しい変化は見られない。国有企業が苦悩する問題の中で、最大のものは従業員の過剰と債務の過剰である。過剰債務と企業の資金不足はコインの両面を形成し、共に国有企業の発展を制約している。以下、国有企業資金調達について、その変遷を明確にしながら取りまとめた。

I. 中国国有企業の資金調達の変遷

国有企業の資金源には投資融資体制の改革に伴い、重大な変化が発生しつつある。国有企業の資金源は大きく分けて三つの異なる段階の、それぞれに異なる特徴がある。

1. 計画経済の段階 (1949-1978)

この時期の投資主体は中央政府である。地方政府と企業は投資能力と権限を持っていないので、独立した投資主体にはなり得ない。また個人投資は完全に禁止されていた。この当時、企業はほとんどが国有企業である。国有企業の資金のうち80%が財政出資金、20%が国内銀行のクレジット融資である。投資の戦略決定権は高度に集中し、投資総額、投資構造から、単独プロジェクトの投資戦略の決定まで、すべて政府の手中にあった。中央政府と、地方政府が一定

限度額まで、プロジェクトに対する行政的な審査を行って、許可を与える。

2. 計画と市場の結合段階（1979－1992）

1979年から、中国は計画投資体制へ向けて改革を試みた。中央政府のみが投資主体であった局面を打破し、各級の地方政府、各種の国内企業、国内外の投資家が直接投資の重要な主体となった。最大の特徴は財政的な出資金の減少であった。1979－1992年の間に、この比率は80%から10%以下に下がり、代わって、銀行貸付が企業の重要な資金源になった。中国語では「撥改貸」と言う。その他に、各種投資主体の資本自己調達、外資の利用、株、債券などの利用が行われるようになった。これらの全体に対して、政府による間接的なマクロコントロール・メカニズムが初歩的に形成された。政府は指令性計画の範囲を縮小し、指導的な計画方式を導入し、産業政策を駆使し、利率、税率を区別し、手当て、価格などを経済的な梃子として、投資の動きを調節した。この段階の問題点は、投資のリスク制約メカニズムが確立されていなかったことである。政府の投資主体に対する、特に地方政府の投資主体に対する有効な責任制約メカニズムが欠け、地方政府は、自らの地方経済を発展させるため、投資規模拡大の意欲に燃えた。地方政府は自分の能力を超える投資、或いは市場需要のない投資を行い、往々にして、これらの投資は失敗に終わった。その失敗の結果がまた国有商業銀行に転嫁され、必然的に銀行の不良債権の増加をもたらしたのである。

3. 市場経済の段階（1993－）

1992年1月に鄧小平氏の「南方講話」が発表

された後、中国の改革開放政策は著しく加速された。企業の資金調達においても、1993年から投資体制に対して一層の改革が行われた。今回の改革の重点は投資リスクの制約メカニズムの確立である。また政府は建設プロジェクトを競争的プロジェクト（工業プロジェクト）、基礎的プロジェクト（道路など）と公益的プロジェクト（都市のガス、水道など）の三種類に分けた。競争的プロジェクトは企業を投資主体とし、その投資融資活動は市場で展開され、企業は市場を通じて資金を調達し、政府は徐々に競争的なプロジェクトから身を退く。さらに、建設プロジェクトの資本金制度を実行した。即ち、総投資中に一定の比例で各出資者が納めた出資金を含まなければならないとした。この部分の資金はプロジェクト法人から見れば非負債資金である。国有企業の資本金は主に、国家予算内の投資、国の各項目の特別基金、国家開発銀行が供与する長期低利子貸付、国有企業が持つ発展基金及び株式会社が株式を発行して得た資金である。

国有企業の固定資産投資の資金源として、1985－97年の間に、国家予算資金がどう変化したかを見るのが表1である。70年代には、固定資産投資源に、国家予算資金が8割を占めていたが、80年代に入って漸減し、90年代には激減した。

こうなると国有企業は必然的にその他の資金源を見出さざるを得ない。表2は1997年中国企業の資金調達の内訳である。金融機関からの資

表1 固定資産投資における国家予算資金のウェイト
(単位: %)

	1985	1990	1995	1996	1997
国家予算内資金	24.0	13.2	4.9	4.6	4.7

〔出所〕『中国統計年鑑』1998年

表2 1997年企業部門資金調達の内訳

	調達資金額 (億元)	ウェイト (%)
資金調達総額	14 795	100
金融機関借入れ (内国, 外国)	11 400	77
直接金融	3 395	23
株式 (内国, 外国)	1 285	8.7
債券	250	1.7
商業手形	1 860	12.6

〔出所〕 中国人民銀行調査統計司のデータより。『金融時報』1998年8月1日。

金調達が全資金調達の77%を占め、金融市場における株式、社債、商業手形による資金調達は23%に過ぎない。

II. 現段階の企業資金調達： 特徴と問題点

1. 企業の高い負債率と過度の銀行依存

1993年に、国有企業の総資産における負債率は67.5%で、そのうち流動資産のほとんどは銀行に依存、流動資産負債率は95.6%に上った。1994年12月、国有資産管理局が全国の2万社の資産の評価データを基に発表したものによれば、企業の平均の総資産負債率は79%で、銀行貸出への負債率は70%以上である。1994年は、『中国統計年鑑』によると、国有企業の短期資産負債総額は15,328億元、長期負債総額は8,126億元、合わせて23,434億元の負債を抱えている。国有企業における7兆元余りの資産は、他人資本は約5兆元、自己資本は2兆元前後である。これは国有資産の大体の見積り額で、国有資産の減価と流失などを考慮すれば、国有企業の自己資本比率が約16%で、負債比率が驚くべきことに84%に上る²⁾。

90年代以後、国有銀行の貸出伸び率が高く、1992-97年平均では2割以上で、1997年の貸出

額は74,914億元に上った³⁾。その内に6割が国有企業向けの貸出であることから（表3）、国有企業と国有銀行との密接な関係が窺える。現在、国有大中型企業は銀行からの借入れ残高が8,000億元で、利息負担は年に何百億元にも上る。国有資産管理局が行った調査によると、1994年貸出平均利率は12%に対して、企業の平均利潤率はせいぜい6-7%であるので、企業の利益では利息を払えない。企業は銀行の為に働いている、と経営者がよく皮肉っぽく言うのにも一理ある。

近年、企業の利息負担を減らすために、金利が引き下げられた。1993-99年の金利の変遷を表示したのが表4である。1年物定期預金利率は1996年5月以前まで10.98%だったものが、1999年6月には2.25%と、四分の一近く低下した。短期資産貸出金利も10.98%から5.85%と、半分低下した。長期資産貸出金利も12.24%から5.94%と、半分以上の低下であるが、それと同時に、企業の経営収益も低下しているため、効果が相殺され、国有企業の救済にはならないだけでなく、国有銀行の経営に悪い影響を及ぼす可能性がある。

現在、国有企業の赤字額がGDPの約1%に相当し、国有企業生産額の3%に達する状態で、銀行からの借入れに、期限切れ、延滞（2年以上）、貸倒れなどを合わせれば、25%以上

表3 1995年国内借入れの受け手の内訳

(単位 %)

	国有企業	集団所有	個人所有	株式制	外資など	その他
国内借入れ	61	20	2	6	9	1

〔出所〕 China Financial Outlook'96, Peoples's Bank of China

表4 金利水準推移

(年利率%)

	1993年7月	1996年5月	1996年8月	1997年10月	1998年12月	1999年6月
預金金利						
普通預金	3.15	2.97	1.98	1.71	1.44	0.99
定期預金						
3ヶ月	6.66	4.88	3.33	2.88	2.79	1.98
6ヶ月	9.00	7.20	5.40	4.16	3.33	2.16
1年	10.98	9.18	7.47	5.67	3.78	2.25
2年	11.70	9.90	7.92	5.94	3.96	2.43
3年	12.24	10.80	8.28	6.21	4.14	2.70
5年	13.86	12.06	9.00	6.66	4.50	2.88
流動資産貸出						
6ヶ月	9.00	9.72	9.18	7.65	6.12	5.58
1年	10.98	10.98	10.08	8.64	6.39	5.85
固定資産貸出						
1年以内	10.98	11.52	10.08	9.36	6.39	5.85
1－3年	12.24	13.14	10.98	9.36	6.66	5.94
3－5年	13.86	14.94	11.70	9.90	7.20	6.03
5年以上	14.76	15.12	12.42	10.53	7.56	6.21

注) 表中の利率は単利である。

〔出所〕『中国経済』1998年3月の資料と『人民日報』海外版1999年6月12日により作成。

の借入れが返済できず、銀行の不良債権になる可能性がある。ここから、中国の銀行不良債権問題の核は不動産貸出よりも国有企業の経営悪化であるとの一説がある⁹⁾。中国の不良債権は諸外国の不動産貸出による銀行の不良債権問題とは違って、景気が回復しても自動的に解消できない性格のものである。というのは、中国の四大銀行では、五分の一の貸出資産が国有企業向けのもので、国有企業の赤字経営が解消されないと、銀行不良債権の解決の目処がつかないからである。

企業の負債率が高すぎると、経営リスクが不平等に金融機関に転嫁される可能性がある。負債を持つ企業と金融機関の関係から見れば、企

業の過剰な負債が銀行の不良債権になりやすい。さらに、一部の企業は銀行からの融資に対して、不正な「廃債」(債務放棄)の考え方がある。即ち、銀行からの融資を国からの財政支出と見なして、返済しなくてもかまわないという間違った考え方をしている。近年、銀行側は訴訟によって貸出債権を保全する機会が多くなり、企業の安易な「廃債」の考え方はある程度抑制されるようになった。中国では、企業間の売掛代金債務の付け替えを「三角債」と呼ぶ。A企業が経営悪化によって、B企業への代金を支払えなくなると、B企業がC企業への支払いを調達することができなくなる……この連鎖は市場経済原理の中ではやがては各企業を破産に

導くに違いない。しかし、中国政府は90年代の初めに破産法を公布したにもかかわらず、大企業の破産はあまり多くなかった。なぜならば、90年代には政府主導で、企業間の「三角債」を解消するために、何回も銀行に巨額の資金を出させたからである。このように銀行は貸し出した資金が焦げ付きになった場合が多いが、この実態は政策貸出に等しい。その外、企業が従業員の給料を調達するために受けた銀行融資を、銀行の立場で、「安定団結貸出」と見なす。銀行はこの貸出をしなくてはならないが、返済されるとは考えていないものである。銀行が国有企業を救済するために貸出を増やし、結果として自己の不良債権を増加させることが少なくないのである。

外国の経験から見れば、正常な銀行利子負担と企業の利潤レベルの関係においては、総資産における銀行への負債率は55%以下の企業のリスクが低く、安全な水準であるが、55%から70%までは中間的なリスク水準、70%以上の負債率は高いリスクゾーンに入ると考えられる⁵⁾。東アジアの経験では、企業の負債率が高くなればなるほど、金融危機の被害が酷かったと言えるであろう。

2. 直接金融と間接金融とのアンバランス

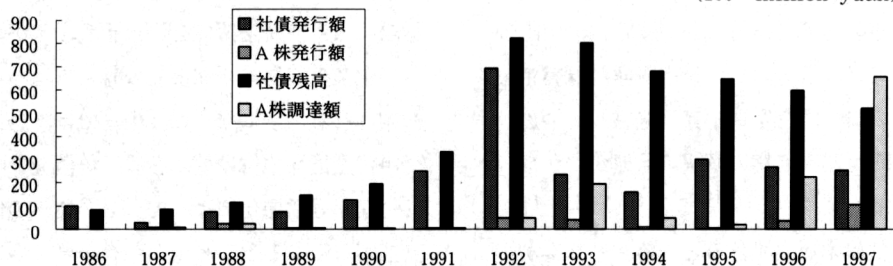
中国企業が直接金融を利用して、株式、社債により市場から直接資金調達を始めたのは1984年からである。最初の株式を発行したのは1984年北京天橋百貨公司であった。1986年から、株式の流通市場が創られた。この過程で、株式についての考え方は最初から次々と変化した。1984年に北京天橋百貨公司が株券を発行し始めて、社会主義経済として初めての株式制を導入した時、政府は慎重なテストケースから始めようと考えて、1986年1月の中国人民銀行の『金融改革テスト5都市工作会議』で、一部の企業に条件付で株式発行を認めることにしたが、90年代まで、株式で資金を調達することはあまり多くなかった。図1で表すように、A株で調達された資金額は90年代初めの低迷期を経て、1993年には発行した株式は42.59億元で、資金の調達額は194.83億元に上った。1997年にはA株による資金調達額は社債の残高を上回って、655億元に達する。

株式制導入企業の株式は、国家株、法人株、社員株と一般公衆株との四種類に分けられる。

国家株は国有資産を株式化したものであり、

図1 1986-97年中国企業の社債と株式の比較

(100 million yuan)



注) A株調達額は株式の時価発行による資金を調達したものである。1992年まで額面発行で、A株の発行額と資金調達額とは同じだった。

(出所) 中国证券监督管理委员会編集『中国证券先物統計年鑑』 1998年版。

その存在は企業の国有性という性格を損なうものではない。国有資産管理局や国有専門投資会社、或いは企業の所管官庁が国家の代表として国家株の權益を保全する。現在、国家株の上場、転売譲渡は禁止されている。1996年の統計では、国家株が43%を占めた⁶⁾。

法人株は法人格を有する企業が所有している株である。1996年法人株の比率は25%だった⁷⁾。法人株は正式に上場が認められていないが、一定の範囲で流通が可能である。現在、三つの市場で法人株の試験的取引を行っている。第一は、STAQ (Securities Trading Automated Quotation) 法人株市場である。中国民航の予約システムを通じて、証券会社などの会員がコンピュータを使って証券販売を行うネットワークである。1990年開始され、200の会員を有している。第二は1993年設立したNET (National Electronic Trading) 法人株市場である。これは中国人民銀行決済システムの有価証券取引部分である。第三は南方法人株取引所である。これは、広東省、深圳経済特別区政府など華南地方の関係政府機関が共同で設立、運営している試験的な法人株取引所である。

以上の三つの内、最初の二市場の運営は順調に進んでいて、市場の取引データが毎年の中国投資年鑑に掲載されている。

社員持ち株は、企業の従業員が投資した株式であり、上場されていない。従業員に対する優遇措置として使われる。1996年のシェアは5.9%だった⁸⁾。

一般公衆株は非国有企業と個人投資家を対象とした一般公募による株であり、全額上場されている。1996年のシェアは26%であり⁹⁾、1997年末のシェアは32%に達した¹⁰⁾。現在証券取引

所に上場できる株式は一般公衆株しかない。

一般公衆株の中にA株、B株と海外上場株の三種類がある。A株は中国大陸で発行、流通している人民元建ての一般公衆株である。B株は額面を人民元で表示しているが、外貨建てで発行、流通している株式である。B株の発行と流通は中国大陸に限定されていて、原則として外国人、台湾、香港とマカオ及び海外に居住している中国国籍の人しか購入できない。海外上場株はそれぞれ海外の上場基準に従い、海外の取引所に上場している株式である。海外上場株は、上場の場所によって、H株(香港)、N株(ニューヨーク)、L株(ロンドン)、S株(シンガポール)とT株(東京)と名づけられている。

1990年上海証券取引所、1991年深圳証券取引所が相次いで設立された。上海は中国最大の取引所で、製造業の大手企業を中心に上場されている。深圳証券取引所の上場企業は流通業の大手と製造業の中小企業がメーンとなっている。1999年7月には、中国株式市場は上場銘柄が900を超えて、投資家総数が4,000万人を突破した¹¹⁾。

急発展してきた中国株式市場の最大の問題は、以下の二点である。

第一点は、株価の頻繁な上昇と下落の繰り返しである。中国では株式市場の成立以来、ほとんど毎年大きな株価の起伏があり、上昇下落の幅は、場合によって数倍或いはそれ以上に達している。上海市場を例に取れば、1992年の総合株式指数の最低は292.76ポイントで、最高は1429.01ポイントであった。1994年7月株価指数は334ポイントまで下落し、8月末には1052ポイントまで上昇した。1995年5月には株価指数は524.43ポイントまで下落し、同じ月には再

び926.41ポイントまで上昇した。1996年には、年初の512.83から年末の1258.68まで上昇した。1997年前半には、870から1510ポイントまで変動した¹²⁾。1998-99年も大きな変動を見せた。このような株価の変動は経済のファンダメンタルとは対応しておらず、何らかの操作の結果といえる。例えば、一部の大口機関が市場のルールに違反し、当座貸越あるいはコール資金を株式投資に使って、暴利を貪り、また、多くの中小投資家はリスク意識が欠如しているため、いたずらに相場に追随したことが変動を激しくしたものである。これらは中国の株式市場が未成熟であることを示している。

二つ目は、過度の投機が存在である。中国株式市場の年間売買回転率は高い(表5)。

上海、深圳市場の年間売買回転率は、年間取引銘柄数/年末流通株式数から計算した。高い売買回転率は人々が長期的に株券を保有し配当を狙うより、短期的に売買差額を狙う為に株券を購入するほうが多いということを意味している。株式の長期投資収益率が低すぎることも投機に走る原因の一つである。上海取引所の1997年株価収益率は40倍に達した。外国の株価収益率を見れば、1996年では、台湾：29倍、ニューヨーク：15.7倍、韓国：18.7倍、香港：16.4倍、日本：85.4倍であった¹³⁾。日本を除く諸外国の取引所より中国の株価収益率ははるかに高

い。40倍の株価収益率から推定すれば、中国株式の長期収益率は僅か2.3%で、同時期の銀行1年物定期預金の金利7.47%を大幅に下回っていた¹⁴⁾。

中国の社債発行には中央企業債券と地方企業債券の二種類があり、これは基本建設と技術改造の資金調達のために発行するものである。一部の企業は1984年から自発的に社債を発行し始めた。発行条件や発行資格については統一された基準がなかったので、社債は一種の資金集めの証書ということに過ぎなかった。

国務院は、1987年3月に『企業債券管理暫定条例』を發布し、中国人民銀行は地方企業債券の管理を強化するため、90年に国家計画経済委員会との連携で企業債券申告制度を設けた。各地方の企業が社債を発行する場合には、発行体の資格と発行金額につき、国家計画経済委員会の審査、認可が必要とされる。発行された社債は主に三峡ダムの建設、上海の浦東開発、北京から香港九龍に至る京九鉄道の建設、北京西駅などのエネルギー、交通、素材産業の国家重点プロジェクトや都市再開発に使われた。社債の発行によって、企業の財政、銀行への資金供給依存が緩和されたことは確かである。企業にとって、市場から直接資金を調達することは、市場の厳しさを感じ、経営の合理化と市場化を図ることに繋がる。

表5 株式年間売買回転率の主な株式市場の比較

Year	上海	深圳	台湾	ニューヨーク	東京	韓国	香港	タイ
1993	341	213	252	53	26	187	61	133
1994	787	472	366	53	25	174	40	63
1995	396	180	227	58	26	105	37	39
1996	591	902	243	51	26	90	43	29
1997	326	466	407	65	32	145	90	49

注) 1997年のデータはFIBV 年度報告により

(出所)：『中国証券先物統計年鑑』1998年版により作成。

初期の社債取引は基本的には店頭取引で、上場社債は少なかった。1992年には上海証券取引所で15銘柄の企業社債が取引され、1994年に18銘柄に増えたが、その後段々減り、1997年には5銘柄に、深圳証券取引所では1993-97年にそれぞれ8, 6, 1, 1, 2の銘柄しか取引されず、社債の取引回数も売買金額もあまり多くない¹⁵⁾。

1986年以来の社債の発行と残高は前掲図1の通りである。1992-93年に、社債の発行額と社債の残高はともにピークに達し、その後徐々に低下した。1992年までの社債残高の最高は822億円で、GDPの30%を占めるほどであった。しかし、以下に見るように、いろいろの問題が出てきて、政府は社債の発行にブレーキをかけた。問題点は発行市場と流通市場の両方にある。発行市場では違法な社債発行が横行していた。例えば、企業が高いリターンを餌として社会から資金を集め、利息だけでなく、元金まで返済しないケースが少なくなかった。中国語ではこれを「乱集資」と呼ぶ。また、流通市場では満期社債の返済不能が問題になった。一部の地方では、企業債券が満期に償還されないため、大衆が団体で押しかけ、関係主管部門に抗議するなど社会問題化する現象が出ている。1992年に、全国を震撼させた沈太福資金集め事件が発生した。当時の北京長城機電科学技術会社は技術共同開発を名目として、技術共同開発契約書を締結することにより、毎月投資家に高利(24%)の技術開発補償費などを支給する方法で、公開の資金集めを行った。結局、この資金集めに参加した人数は十数万人にも上り、20余りの省市に及び、10数億元の資金を集めて、その被害は各レベルの機関と個人投資家に及んだ。

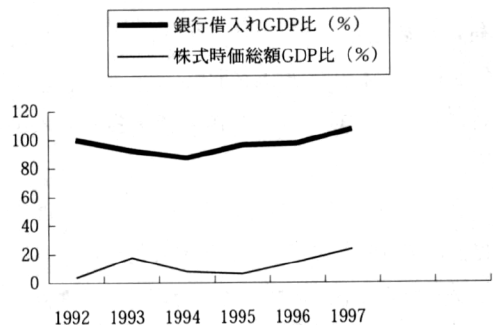
1993年、国務院が『社債管理条例』を公布したことによって、社債発行に対して、『集中管理、量的制御、各レベル審査』という原則が確立され、社債の発行・流通はようやく市場運営の軌道に乗せられたのである。

1997年の統計によると、株式・社債合計の資金調達額は1,176.08億元に上り、前年を43%上回った。

とはいえ、株式と社債が如何に増加しても、銀行貸出に比べれば遥かに少なく、間接金融優位の構造は相変わらず変わらないと言える。

日本の経済企画庁調査局が編集・出版した『アジア経済1998』は、東アジアの企業の資金調達方法を調べているが、企業資本調達方法と金融危機との間には密接な関係が窺える。要約すれば、間接金融を利用した資金調達として「商業銀行の非金融機関向け貸付残高」を取り、直接金融を利用した資金調達として「株式市場に時価総額」(一部の国は社債市場の時価総額も対象)を取って、それぞれのGDP比の各国比較を行ったものである。比較結果から見れば、インドネシア、タイ、韓国、日本などの金融危機が深刻化した国々では、総じて間接金融のウェイトのほうが高かった。マレーシア、香港、台湾、シンガポール、アメリカ、フィリピンは総じて直接金融のウェイトが高いという

図2 中国企業資金調達方法のGDP比



〔出所〕1998年『中国证券先物統計年鑑』により作成。

傾向が見られる。同じ前提で中国の融資構造を調べると、図2のようになる。中国はタイ、韓国、日本などの国と同じように、間接金融の比率が高く、不安定な融資構造を持っている。

3. 直接金融では社債と株式のアンバランス

前掲図1で分かるように、中国企業の直接金融では、ストックでは社債より株式の資金調達額が多い。フローでは社債の発行額は株式の2倍しかないということから見れば、社債と株式のアンバランスがあると言えるのではないか。アメリカの例を見ると、1995年の直接金融では1,065億ドルの株式が発行されたのに対して、社債は4倍の4,360億ドルが発行された¹⁶⁾。中国の上場会社には、1997年まで社債を発行した会社はほとんどなかったが、1998年には社債発行総額142億元のうち、僅か2%を上場会社が発行した¹⁷⁾。ここで次の二つの疑問が出る。一つはなぜ上場会社は社債発行に興味を持たないか。今一つは、上場会社が参加しないまま、社債市場はうまく発展できるか。上場会社の中には負債率が低すぎ、高い自己資本比率のせいで、自己資本利益率あるいは株主資本利益率(ROE)を高めることができないものもあるし、銀行からの借金に依存し過ぎて、インタレスト・カバレッジ・レシオ $\{(\text{営業利益} + \text{受取利息} \cdot \text{配当金}) \div \text{支払利息割引料}\}$ が1より低い会社もある。社債の発行は、こういう上場企業にとっては検討すべき課題であるといえよう。

上場企業が社債に特に関心を持たない理由は、市場経済化の過程で、いまだ社債のメリットが分からないためである。実際は、社債発行のコストは銀行融資より低い。『金融時報』の

1999年5月28日の試算によると、5,000万元の資金を調達した場合、銀行借入れと比べて社債発行では四半期毎に15.85万元が、全資本コストは125.88万元が節約できる。社債と株式を比べると、上場会社の増資あるいは株式割当については3年のうちに資産収益率が10%を超えないと、株式割当または増資をすることができないと明文化されていて、上場会社が株式市場で追加資金を調達するのは難しい。これに対して、債券の発行条件は比較的に緩和され、許可を得る時間も株式増資の許可より短い。また社債の発行タイミング、期間、リターン、利息の支払い方は弾力性を持っている。社債の期間は3年から5年まで、最高では10年に達し、企業は中長期的な資金を巨額に調達することができる。例えば、1997-1998年の間に、鉄道部が2回、それぞれ35億元、37億元の資金を調達した。

その他、近年、国民が消費、投資を手控えて、余剰資金を銀行へ預け、7回の銀行利子の引き下げによっても、銀行の貯蓄残高は増えつつある。これもアンバランスの一つの証拠である。1999年3月末には、国内貯蓄は99,439億元(1元=約15円)で、前年より18%も増え、特に個人預金は18.8%増の57,815億元に達した。貯蓄の増加は景気減速や国有企業改革で失業問題が深刻化したため、消費や投資より貯蓄を優先する傾向が強まり、貯蓄に代る適切な投資商品がないことが一つの原因と考えられる。1993年以前の「乱集資」の後遺症によって、投資家が社債を買うことに恐怖心があり、高利率で安全な国債にしか関心を寄せなかった。1999年発表された500億元の国債の発行条件は、70%が3年債で、利率4.72%、30%が5年で、利率5.13%であり、4大商業銀行を通じて販売さ

れ、市場では流通・譲渡不可とされている。1999年6月以降改定された預金金利では、定期預金の3年物が2.7%、5年物が2.88%であり、国債の方が民間預金金利より遥かに有利に設定されている。1999年8月発行の8年物国債160億元の利率は3.28%、毎年利息を支払う利付債である。外国人は本来最も信用力の高いはずの国家債券の利率が民間預金金利より高いことを理解しにくいであろう。1998年国債発行額は史上の最高の6,591億元で、1998年当初予定の2,808.6億元の2.3倍となった。国有銀行の資本金を充実する為に発行した2,700億元の特別債券を算入しなかったとしても、発行額は予定より38.53%も多いものであった¹⁸⁾。これほど多くの国債が発行されても、国民の国債に対する需要は充足されず、国債を発行する時にはいつも、長蛇の購入風景が見かけられる。社債市場が整備されれば、魅力ある投資商品として社債が国民に利用される可能性は大きいといえる。

総体として見れば、社債市場の発展に伴い、企業の過剰債務問題で銀行システムが抱える不安を解消できるだけでなく、投資家が蒙っている株式市場の過剰変動性からの悪影響をも避けようと思われる。

Ⅲ. 企業資金調達における 最新の変化

1. 債務の株式化

企業の過剰債務と銀行の過剰不良債権を解消するために、中国では現在債務の株式化（デット・エクイティ・スワップ）を実施したのである。中国語でこれを「債转股」と呼ぶ。これは

多額の債務を持っている企業の将来性を考えて、銀行と企業の債権債務関係を金融資産管理会社と企業の間での、投資家と経営者の関係に変化させるものである。

国務院は、新たに許可して設立された華融、長城、東方の三つの金融資産管理会社と1999年4月に成立した信達金融管理公司¹⁹⁾及び政府系国家開発銀行に、条件が揃った優れた国有企業の貸付債務を銀行保有株式に転換させるように命じた。即ち、元来の商業銀行と企業の債権債務を、債務を株式化して前記の管理会社に企業の株式を持たせることによって、株主と経営者の関係に置き換えるものである。

転換対象になる条件は五つあると国務院は規定する。第一は、企業は製品の質と競争力が高く、製品の販売状況が良い。第二は、企業は生産技術と設備の新鋭度が高く、国内、あるいは国外の先進水準に達している。第三は、企業は高い経営管理能力を持ち、財務諸表が明確である。第四は、企業の経営陣が有能で、良好なマネジメントができる。第五は、企業のリストラ対策が現代的企業制度²⁰⁾に合致する。

中国第1号の債務株式化の実験是北京建築材料グループの北京セメント工場である。銀行が貸出先の国有企業と新会社を設立、債権を新会社への出資金に切り替え、国有企業側は収益が回復し次第、新会社の株式を買い戻す仕組みである。同セメント廠は1998年末で、9.68億元の銀行借入れを抱え、元利合計年間1.2億元で、事実上経営が破綻した。北京セメント廠の債権銀行の中国建設銀行が信達資産管理会社に同セメント廠向け債権を移転した。信達会社は同セメント廠の親会社と新会社を設立し、債権を出資金に充当した。これによって、企業の負債率が本来の80.1%から32.4%になった。試算で

は、年間2千万元以上の経常益を上げられる見通しである²¹⁾。

これらを示す「債转股」は新しい言葉であるが、内容は新しくない。数年前出てきた「貸改投」をさらに一ひねりしたものといえる。近年、銀行の不良債権を解消するために、中国のエコノミストは色々な方策を提出した。アメリカと日本などの債権流動化の方法も盛んに議論された。しかし中国の証券市場は整備されていなかったもので、いかに不良債権に市場性を持たせ、買い手である投資家を呼び込むかという実質的な工夫が伴わなければ、どんな枠組を作ってもワークはしない。「貸改投」というやり方は貸出先の企業が将来性があれば良いけれども、破綻の瀬戸際に、あるいは粉飾決算で実際の破綻を隠した企業に対する債権を投資に変えても、経営破綻となれば債務はそのまま財政の負担になる。したがって、政府はこの方法に余り積極的に興味を持たせなかった。現在、考えを変えて、政府がこのような積極的になったのはいささか不思議である。「債转股」は政府が国有企業と国有銀行を苦境から抜け出させるための「切り札」だといわれている。

政府は、国有企業と国有銀行が長い間悩んでいた問題をこの「切り札」によって解消することを期待している。国有企業から見れば、前述のように、多額の債務を抱えて、毎年の利益の大部分を利息支払いに当てて、一部の企業は全部の利益だけでは利息支払いに足りないほど、過剰債務が企業自身の発展の足枷になっていた。債務の株式化によって、企業の負債率が低下し、自己資本比率が高くなることは大いに望ましい。銀行から見れば、不良債権をバランスシートから切り離し、不良債権の重荷を下して、国有銀行を商業化経営の軌道に乗せる為に

この「切り札」は必須である。債務の株式化がうまく実施されれば、国有企業と国有銀行にとって一石二鳥である。同時に、債務の株式化によって、国有企業の主力株²²⁾が恩恵を受ける。『上海証券報』の統計によれば、上海、深圳二つの市場の国有企業主力株は117社ある。これらの企業は各分野の中堅として活躍しているが、資産負債率から見れば、117社の中で、40-50%の負債率が72, 50-60%負債率が46, 60-70%の負債率が21, 70%以上が8, 80%を超える会社も二つあるそうである。これらの企業に対して何か有効な措置を取らないと、債務の罠に落ちる可能性が高いであろう。債務の株式化はこれらの企業に一縷の望みをもたらし、また、投資家にとっては恩恵を与えることになる。銀行、企業、投資家の三者それぞれにとって有益なことと言える。

にもかかわらず、債務の株式化を実行する場合には、色々な問題点が見出される。第一に、企業と銀行のモラル・ハザードを招致しやすい。債務株式化の五つの条件が公布されても、きちんとその条件に適った企業を対象として実施されるかどうか問題がある。本当のリストラ対策を怠けて、表面的に色々と思案を回らして、債務の株式化の対象になるように努力している企業があるかもしれない。これまでに債務の株式化を請求した企業が500社以上を超えた。企業が銀行からの借り入れを踏み倒し、あるいは廃債の手段として利用する可能性もある。この方式で銀行のバランスシートから不良債権を切り離すことは、銀行が貸出のリスク管理を疎かにすることにもなろう。債務の株式化を実施すると同時に、以上のような企業と銀行のモラル・ハザードを防ぐインセンティブを作り出すことが一番重要なのである。

第二は、銀行からの不良債権の切り離しと企業の利息負担の軽減だけでは実際に不十分である。債務の株式化の最終目標は切り離した不良債権をいかに証券化できるか、流動化しうるか、どのように企業の経営効率を高めるかということである。これも今後3年のうちに大中型企業が苦境から抜け出す際、具体的な目標になるものである。資金調達は企業にとって大きな問題だが、製品戦略、マーケット戦略、組織管理戦略などが同時に作られなければ、何の役にも立たない。債務株式化の対象企業が経営利益を出せなければ、金融資産管理会社の保有する株は紙くず同然となり、財政の負担になるのである。

2. 社債市場が新しいチャンスを迎える

1999年に入って、企業は社債を発行する意欲を増やした。債券発行企業に対する格付けをする会社—中国城信評価有限公司は門前市をなす状況となり、多くの企業債券に次々A格以上の評価を出した。1999年6—8月を見れば、中国城信評価有限公司は6月12日に江蘇ハイウェーグループの99—I期のAA+格付けをはじめ、12の会社の格付けを発表し、7月17日には、湖南省ハイウェー建設開発会社のAAをはじめ、11の会社の格付けを発表した。8月21日には、中華人民共和国鉄道部の98—II期のAAAを始め、8の会社の格付けを発表した。1999年1月発行した98三峡ダム債券の格付けも最高のAAAなので、大変人気を集めた。社債の発行は、北京、上海、重慶、武漢、深圳などの地域に同時に公開發行され、3日のうちに20億元の債券が売り切れた。98三峡ダム債券は3年物と8年物があり、3年物は発行総額10億元で、年利5.6%、単利計算し、満期に元利を一括償還

する。8年物は発行総額10億元で、年単利6.2%、毎年利息を支払い、満期に元利を償還する。発行され次第すぐに、上海証券取引所に上場した。

1997年に政府が『転換社債管理暫定方法』を公布した後、二つの会社が転換社債を発行した。しかしこれらは上場会社ではないので、投資家の投資意欲を喚起しえなかった。最近では上海上場の虹橋空港が転換社債を発行するというニュースが注目されている。

社債市場が順調に発展するために、政府がすでに工夫したこと、あるいは今後整備しなくてはならないことには以下がある。

第一、社債発行企業の格付けとリスク管理方法の充実

中国には格付け機関が色々存在している。中国城信評価有限公司は中国人民銀行の許可を取った一番信用できる会社であるが、同時に各地方では、それぞれの政府の格付け機関、社債信用評価委員会、企業信用評価事務所などを設立した。とはいえ各地方の評価方法においては科学性が不十分であるだけでなく、格付けの公正性、透明性、平等性が確保されていないので、中国人民銀行はこれらの中で、九つの会社のみを社債信用評価機構として認めた。これらの会社は社債発行前に企業の信用を格付けするほかに、既に発行した債券に毎年一回格付けをして、その結果を各地方の新聞に載せなければならない。

企業が発行した企業債券により調達する資金は、審査許可機関が承認した使途に従い、その企業の生産経営に充当しなければならず、不動産の売買、株式売買、先物取引などの企業の生産経営とは無関係の、リスクある投資に使ってはならない。起債企業は、債券償還準備金口座

を設け、毎年の利益から一定比率の資金をこの口座に繰り入れなければならない。償還資金の使途は厳格に限定される。企業社債の違法行為に対しては、厳しい処罰が規定されたのである。

第二、社債の流通市場を拡大させることが大切である。前述のように、社債の発行が進んでも、流通市場の取引が不調であれば、社債発行の制約になる。後述の証券法が実施されれば社債流通市場の道を開くことになるであろう。

第三、社債金利規制を緩和する必要がある。企業社債の金利は、同じ時期の銀行個人定期預金利率の40%以上を上回ってはならないと規定されている。1996年からの3年間に銀行は7回利率を引き下げたため、企業債券の金利と銀行預金の金利の利ざやが縮小して、利ざやを稼ぐ投資家の投資意欲は冷えた。3年物社債を例にとれば、1996年現在の社債と銀行預金の利ざやは3.31ポイントであったが、1999年6月以後の現在の利ざやは1.08ポイントにまで下がった²³⁾。

最後に、法律の整備が必要である。1999年7月1日『中華人民共和国証券法』が実施された。この証券法は、これまで試行的に行われ、また一部には規制がないまま混乱することもあった証券発行と取引について、投資家保護のための規制、市場経済の深化に応じた発展とを目的として検討されてきた。新しい証券法は全12章、214条を擁し、証券の発行、取引、上場会社の買収、証券取引所、証券会社、証券登記決算機構、取引サービス機構、証券業協会、証券監督管理機構などについてルールを定めた。同法の制定は中国の証券市場を国際的なルールに乗せる重要な役割を果たすと思われる。社債関係では上場の条件、申請、許可の条件などが

6条で規定された。

3. 銀行による勝者企業の選別

1996年6月、中国ではメインバンク制度を導入し始めた。目標は1,000に及ぶ大規模国有企業を、徐々に、個別の国有銀行と密接な繋がりを持たせ、次第に世界的競争力を持つような、自給自足かつ利益志向型の国家所有企業へと変換させることである。中国の大規模国有企業改革の基本的アプローチは、企業財務管理を強めながら、技術向上のための資金調達を助けた債務救済を増やすことである。例えば、1996年の国務院公報では銀行が主要企業の資本運用を管理監督できるよう、主要企業と国有銀行が共同でコンピュータネットワークを設立することを呼びかけた。ちなみに、1,000の大規模企業のうちに、国家経済貿易委員会が最優良業績企業として選んだ300の大規模国有企業に対し重点的に政府が支援をすることによって、96年にこの戦略が実行され始めた。新規銀行貸出のほとんどはこれらの企業に対し実行された。選ばれた300の企業のほとんどが個別の国有銀行と協力契約を結び、融資への特恵的アクセスを確保した。1997年に入っても、引続き選ばれた大企業に重点を置いて進められ、銀行とメインバンク関係を結んだ企業数は511に増加した。『中国通信』によると、中国銀行は国有企業の構造調整、赤字から黒字への転換を支援するため、業務の規範化と金融リスクの解消を図ると同時に、使途を限定した融資²⁴⁾を積極的に進め、赤字企業の苦境脱出を支援している。1999年2月までに、赤字企業の326社に29.8億元と430万ドルの融資が行われた。

翻って、日本では企業と銀行の間のメインバンク関係は終ろうとしている。こういう時に中

国では新しい制度としてメインバンク制度を導入するのはおかしいと思われるかも知れない。しかし中国と日本の発展段階の違いを考えると、おかしくはないとも言える。また、今後3年の内に、国有企業改革の目標を達成する有効なツールが他には余り多くないことも考えねばならない。市場経済の後発国としての中国は、日本の経験と教訓を基に、今後のすばらしい発展を期待しているのである。

もっとも銀行による勝者企業選別の結果、中小企業の資金調達は一層難しくなっている。すなわち中小企業向けの貸し渋りが酷い。一方で大企業を苦境から救い出すと、中小企業が底なしの淵に沈みかけるような状態が招来されつつある。中国企業の将来性はまだまだ多難であるといえよう。

注

- 1) 『人民日報』海外版, 1999年8月7日よる。
- 2) 『復旦大学学報』(社会科学版), 1997年7月。
- 3) 中国証券監督委員会 [1998]。
- 4) 藤川鉄馬 [1999], 51頁。
- 5) 周天勇 [1998], 71頁。
- 6) 樊勇明, 岡 正生 [1998], 98頁。
- 7) 樊勇明, 岡 正生 [1998], 98頁。
- 8) 樊勇明, 岡 正生 [1998], 98頁。
- 9) 樊勇明, 岡 正生 [1998], 98頁。
- 10) 『人民日報』海外版, 1999年2月13日。
- 11) 『人民日報』海外版, 1999年6月2日。
- 12) 戴相龍 [1999], 95頁。
- 13) 戴相龍 [1999], 95頁。
- 14) 中国証券監督委員会 [1998]。
- 15) 『金融時報』1999年6月11日。
- 16) 『金融時報』1999年6月11日。
- 17) 『金融時報』1999年6月11日。
- 18) 『中国経済』1999年5月, 45頁。
- 19) 1999年4月20日に、商業銀行の不良債権を取り扱う初の会社として発足した。同会社は、独立の法人格を持つ国有独資(全額出資)の金融企業で、銀行から切り離された不良債権の取引、管理、処分にあたるとともに、最大限に資産を保全し、損失を少なくする。同会社の資本金は100億元で、財政省が全額支出した。会社の総裁、副総裁は國務院が任免する。監事会は会社の重大な意思決定の審議、監督機能行使する。
- 20) 現代的企業制度は西側世界で発達した所有と経営が分離された、市場経済にメカニズムにより運営された企業

を言う。中国の場合は会社組織で、財産権が明確で、自ら損益責任を負う企業を言う。

- 21) 『人民日報』海外版, 1999年7月22日。
- 22) 国有企業主力株は国家株の比率が50%を超えて、流通株が1億株以上の国有企業の株である。
- 23) 『人民日報』1999年9月6日。
- 24) 使途を限定した融資は単独でコストを計算し、銀行に専有口座を設ける。輸出前貸しや引き受け、割引などの各種の融資方法を取り、代金支払い引き換え証を追跡管理の中心として、資金の使途限定と期間通りの回収を保証する。

参考文献

- 戴相龍 [1999], 『中国金融読本』中央経済社。
- 樊勇明, 岡 正生 [1998], 『中国の金融改革』東洋経済新報社。
- IMF [1998], International Financial Statistics.
- 中国金融年鑑編集部 [1997, 1998], 『中国金融年鑑』。
- 中国証券監督委員会編 [1998], 『中国証券先物統計年鑑』。
- 経済企画庁調査局, 『アジア経済1998』。
- 『海外投資研究所報』 1998年9月10日。
- 「中国における貸付の新分類方法導入」 『中国経済』 1998年5月。
- 王東明 [1999], 「中国のB株市場」『証券経済研究』 第20号。
- 米国中央情報局 [1998], 「1995-97年の中国経済」『中国経済』, 5月。
- 藤川鉄馬 [1999], 「中国の金融改革と国有企業改革」『国際金融』, 2月1日。
- 増井 憲 [1999], 「最近の中国金融を巡る動きと今後の展望」『中国経済』, 2月。
- 古島義雄 [1999], 「中国金融機関の諸問題」『国際金融』, 1月1日。
- 『人民日報』, 『人民日報(海外版)』, 『経済日報』, 『金融時報』, 『日本経済新聞』などの新聞。
- 章瑞 [1996], 「国有企業の債務リストラの基本考え方」『経済評論』(武漢), 3月。
- 殷醒民 [1997], 「企業融資方法と工業構造改革について」『復旦大学学報』(社会科学版), 7月。

周天勇 [1998], 「高い負債率モデルの金融リスク」

『経済研究』(北京), 5月。

『中国通信』 1999年各号

山本理 [1999], 「中国の財政構造」『中国経済』, 5月。

加藤広之 [1998], 「鉄腕朱鎔基への期待と不安」

『中国経済』, 6月。

川福泰治 [1998], 「中国とアジア通貨危機」『中国経済』, 3月。

梶田幸雄 [1997], 「中国の国有企業改革」『朝日新聞』, 8月2日。

(はい けいふん 中国河北大学日本研究所副教授, 執筆時は東京大学経済学部客員研究員)