

# 中国で再び関心が高まるDES

## 「債務の株式への転換」によるデレバレッジの展望

みずほ総合研究所

調査本部 アジア調査部

03-3591-1385

- 中国では現在、企業のデレバレッジが喫緊の課題で、2016年10月には総合的な施策も公表。なかでも再び本格導入が決まったデットエクイティスワップ（DES）の行方に注目が集まっている
- 1990年代後半に実施されたDESは政府主導で、企業の財務状況の一時的な改善や銀行の不良債権処理には奏功したが、対象企業の経営効率改善や出口戦略の面では課題が存在
- 今回のDESは市場メカニズムを重視。生産能力過剰業種や国有企業中心に既に複数の計画が発表され、滑り出しは好調だが、DESが企業の経営効率改善を実現できるか否か、注視が必要

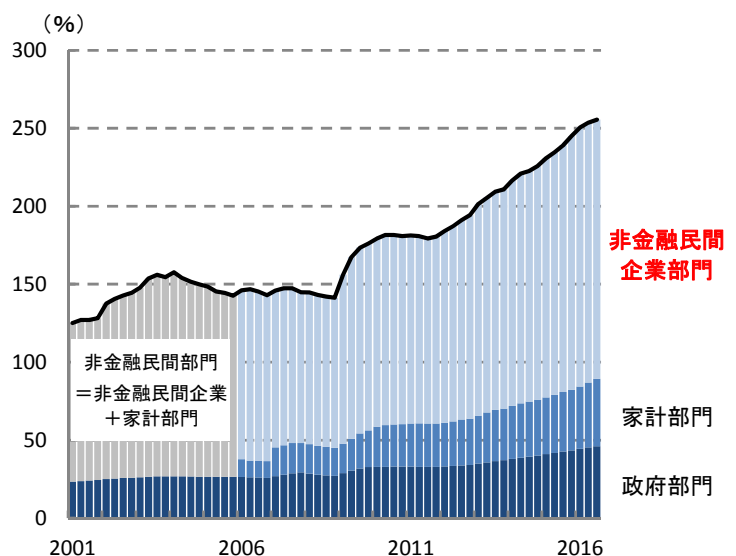
### 1. はじめに

中国では、2008年末から実施された4兆元もの大規模景気刺激策を契機に企業の債務が急増した。その後も債務増加のペースは衰えることなく、2016年9月末時点で企業債務残高は120兆元（対GDP比166.2%）にのぼる水準まで拡大している（図表1）。

中国政府は、この企業債務の問題が経済の下押し圧力や金融システムの不安定化を招く火種になるとして警戒感を強めており、過剰生産能力淘汰や住宅在庫消化と並ぶ重要な経済構造改革の取り組みとして企業のデレバレッジ（債務への依存度の引き下げ）に力を入れ始めている。2016年10月には、その基本方針である「企業のレバレッジ比率の積極的かつ安定的な引き下げに関する意見」を公表し、企業の合併再編の促進や保有資産活用による債務削減、法規に基づく破産の実施、エクイティファイナンスの発展促進など多岐にわたるデレバレッジの手段を示した<sup>1</sup>。

なかでも期待が高まっているのが、デットエクイティスワップ（中国語で「債转股」、以下DES）だ。DESは、一見目新しくみえる手段だが、現在と同様、一部企業の過剰債務問題や金融機関の不良債権の処理が重要な経済課題となっていた約20年前にも実施されている。そこで本稿では、過去のDESの評価を踏まえたうえで、今回のDESによるデレバレッジの先行きを展望したい。

図表1 中国経済の債務残高の対GDP比



(資料) BIS より、みずほ総合研究所作成

## 2. 1999年に実施されたDESの特徴と評価

### (1) 1999年にDESが実施されるに至った背景

前回のDESは1999年に実施された。当時過剰債務が発生し、DESが実施されるに至った主な経緯は次の通りである。当時中国では、鄧小平氏の南巡講話が行われた1992年以降、市場経済化に向けた規制緩和の加速などの経済改革を受けて景気が過熱し、国有企業の負債が増加していた<sup>2</sup>。その後、景気過熱とインフレの高進を抑えるために中国政府が金融引き締めを行い、その結果、1990年代後半、国有企業は収益の落ち込みと利払い負担の増加に直面し、苦境に陥った。加えて、国有企業の債務の大半は、当時の金融システムで現在以上に大きなシェアを占めていた4大国有商業銀行による貸出でもあったことから、国有企業の苦境が金融システム不安にも直結するような状態となった。

そこで、1990年代後半に国有企業の経営改善策や改革が重点的に実施されることとなり、1998年には、期間を3年間とする国有企業の苦境脱出目標も定められた。こうした政策対応が進められる中で、1999年4月に銀行の不良債権処理を目的とした初の資産管理会社（AMC）が設立されるとともに、同年7月に「DES実施に係る若干の問題に関する意見」が公表され、①商業銀行の不良資産の再生や回収の加速、流動性の増強を通じた金融リスクの防止・解消、②DESを実施した大型・中型の国有赤字企業の黒字転換の実現加速、③企業の経営メカニズム転換促進と現代的企業制度の構築加速、の3点を目的としたDESが実施されることになった。

### (2) 今回のDESとの比較を踏まえた前回のDESの特徴

こうした状況下で実施された過去のDESは、今回のDESと比べてどのような特徴があるのだろうか。両者について主要なポイントを整理したのが次頁図表2だ。

前回のDESにおいては、実施に係る資金が全額財政から拠出されたり、実施のプロセスにおいて国務院が最終認可をしたりと、「政府主導」の色彩がかなり強かったことが分かる。また、対象企業については上述の目的からも明らかなように国有企業が念頭におかれている。このほか、当時は資本市場が未発達であったこともあり、株式価値も簿価とされていた。4大商業銀行の不良債権比率が1999年末時点で、推計で39%に達するなど（4頁図表3）、前回のDESは、経済・金融の悪化が顕著となるなか、危機対応的な性格を有していたことがうかがわれる。

これに対して今回のDESでは「市場原理に基づく」ことが強調され、その考えが細部にも反映されている。例えば、実施に係る資金は市場化された方法・チャネルで調達することとされ、PE（プライベート・エクイティ）ファンドや一般の投資家などから広く資金を募ることが奨励されている。また、実施のプロセスについても、前回のDESのような明確な規定はない。実施主体となる金融機関や対象企業など、DESの直接の当事者が実施の判断をすることを前提としているためだろう。他方、政府の役割は、必要な制度整備や監督の実施等に限定され、実施に係る判断や対象企業の選定、諸条件の設定を関係者に強制してはならないとされ、政府の関与に制限が設けられた。

このように、前回と今回のDESでは、中心的な役割を果たすのが「政府」か「市場」か、という点で大きな違いがあることが分かる。ただ、対象企業選定に関する条件等には類似点もみられる。例えば、いずれにおいても、その企業の設備や製品等が先進的で市場を有しており、環境保護等の基準に合致していること、また企業の改革に関する有効なプランがあること等が条件とされている。また、

DES実施等を経て黒字転換が見込める先が対象企業として念頭に置かれていることが分かる。

図表2 前回のDESと今回のDESの比較

	前回	今回
根拠文書	債権の株式所有権への転換実施に係る若干の問題に関する意見	市場化された銀行債権の株式所有権への転換に関する指導意見
対象企業 (債務者)	<p>○選定範囲（主なもの）</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>1986年～1997年にかけて主に銀行からの借入金で投資を行い、自己資本不足等の要因により、重い債務負担が赤字を招いており、元利返済が困難だが、DES後には<b>黒字転換できる工業企業</b></li> <li>国家指定の521社のうち、改造・拡張投資により債務負担が重くなり赤字等が発生しているが、<b>資産負債構造の最適化を通じて黒字転換できる工業企業</b></li> <li>選定された企業は、1995年以前に発生した銀行借入について不良債務が発生している工業企業でなければならない</li> </ul> <p>○条件（主なもの）</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>製品が消費者のニーズに合っており、質に関する条件を満たし、競争力を有する</li> <li>製造設備が国内外で先進的な水準にあり、<b>環境保護の条件に合致している</b></li> <li>企業管理の水準が高く、債権債務関係が明確で、財務が規範的で、財務通則・会計準則に合致している</li> <li><b>経営改革プランが現代的企業制度の条件に合致している</b></li> </ul>	<p>○条件</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>将来性があり、<b>改革や苦境脱出に関する実現可能な具体的プラン</b>がある</li> <li><b>設備や製品等が産業発展の方向性に合致しており、先進的な技術、市場を有し、環境保護および安全基準</b>を満たしている</li> <li>信用状態が良好で、故意のデフォルト等の不良信用記録がない</li> </ul> <p>○奨励対象</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>景気変動の影響で困難に陥っているが、<b>好転する見込みがある企業</b></li> <li>債務が多いために財務負担が重い成長企業（戦略性新興産業の成長企業）</li> <li><b>生産能力過剰業種の業界で上位に位置する中核企業</b>および国家安全保障に関わる戦略的企業</li> </ul> <p>○禁止対象</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>黒字転換の見込みがなく、存続の将来性がない「<b>ゾンビ企業</b>」</li> <li>債務逃れを図ろうとする悪意がある企業</li> <li>債権債務関係が複雑で不明瞭な企業</li> <li><b>生産能力過剰や在庫増加を助長する恐れのある企業</b></li> </ul>
実施主体 (株式の引き受け手)	<ul style="list-style-type: none"> <li><b>AMC（資産管理会社）</b></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>AMC、保険会社、国有資本投資運営企業など<b>多様な機関の参加を奨励</b>。銀行傘下の条件を満たした企業の参入も支持（ただし親子間でのDESには制限あり）</li> <li>※銀行が直接DESを実施することは禁止</li> </ul>
資金調達方法	<ul style="list-style-type: none"> <li><b>財政資金</b>（政府全額出資のAMCが引き取った不良債権についてDESを実施）</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li><b>市場化された方法・チャネルで資金を調達</b></li> <li>PEの資金をはじめ、受託管理資金を含む投資家からの資金を広く募ることを奨励</li> <li>市場化されたDES専用の金融債の発行を支持</li> </ul>
実施のプロセス等	<ul style="list-style-type: none"> <li>国家経済貿易委員会やAMC、商業銀行が財務状況等につき調査をしたうえで、協議</li> <li>最終的に、国家経済貿易委員会、財政部、人民銀行が諸条件等について審査した後、<b>国務院が認可をして実施</b></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>明確な記載はなし</li> <li><b>政府は、DES実施の諸環境を整備するのみで、DES実施や、その対象企業、諸条件について関係主体に強制をしてはならない</b></li> </ul>
株式価値の算定	<ul style="list-style-type: none"> <li><b>簿価</b></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li><b>当事者間の協議により算定</b></li> <li>承認を受ければ、セカンダリーマーケットでの株価や、競争的なマーケットでの相場等を参照できる</li> </ul>
出口戦略	<ul style="list-style-type: none"> <li>譲渡、対象企業による買戻しなど</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>（上場企業）譲渡、（未上場企業）上場等の方法を通じて譲渡を実現</li> </ul>
実施規模	<ul style="list-style-type: none"> <li>580社、4,050億円</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>○2017年3月5日時点で4,300億円分が契約済み</li> </ul>

(注) 日本語訳は、みずほ総合研究所による仮訳。

(資料) 「关于实施债权转股若干问题的意见」1999年7月30日、「关于市场化银行债权转股的指导意见」2016年9月22日、李佩珈（2016）「全面辩证看待“债转股”重启对商业银行的影响」（中国银行『中银研究 宏观观察』2016年10月28日）より、みずほ総合研究所作成

### (3) 政府主導のDESの効果と限界

それでは、政府主導で進められた前回のDESは、どのような成果を上げることができたのだろうか。実施の目的とされた①商業銀行の不良債権処理、②赤字国有企業の黒字転換の実現加速、③企業の経営メカニズム改善、の3点に即してみると、①と②については一定の成果をあげたといえる。例えば①については、ピーク時の残高2.5兆元の約16%にあたる4,050億元分の不良債権がDESにより切り離された。②についても、DESが実施された504社を対象にした2000年の調査では、87%の439社が「今年は黒字となる」と回答し、平均利払い費も減少したとの報告を国家統計局が行っている<sup>3</sup>。

他方、③に関しては、DESの成果は不十分だったと考えられる。例えば、上記と同様、DESが行われた企業を対象に国家統計局が2002年に実施した調査では、景気が回復基調にあったにもかかわらず「今年は黒字となる」との回答企業が7割に低下したとの指摘がある<sup>4</sup>。上述のように対象企業の選定に際しては「黒字転換が見込める」「製品が消費者のニーズに合っている」等の諸条件が設けられていたにもかかわらず、業績改善が持続しなかったことから、政府主導での対象企業選定の能力には限界があったことが示唆される。その後、2000年代中盤からリーマンショックが発生する前の2007年までは景気回復のペースが更に加速していったため、国有企業の非効率性の問題は表面化しなかったものの、2010年代に入ると、4兆元の景気刺激策実施時に増加した債務の返済負担と成長鈍化を受け、再び財務状況が悪化し、現在に至っている。当時DESの対象となった企業の中には、今回再び債務負担を理由にDESを実施することになった企業もあるようだ。財務状況悪化の一因として健全なコーポレートガバナンスの体制が構築されていなかったことも指摘できよう。

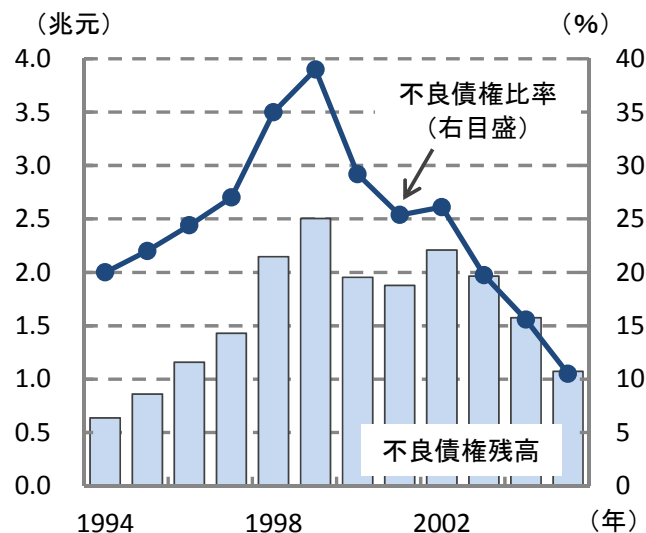
このほか、資本市場が整備途上であったことを背景に、AMCの出口戦略、すなわち株式売却も順調に進まなかったようだ。工商銀行の不良債権を引き取ったAMCである華融資産管理公司是、1999年に実施したDESの対象企業280社あまりのうち、2015年6月末時点で約7割にあたる196社の株式を保有していた<sup>5</sup>。

## 3. 今回のDESの先行きの展望

### (1) 政府方針公表後の滑り出しは好調

2016年10月にDESの基本方針が公表されて以降、DESの組成件数は急速に増えている。銀行業監督管理委員会の郭樹清主席は2017年3月2日の記者会見の席上で「現時点で市場化されたDESの契約金額は4,300億元超で、実施金額は400億元超」と述べている。同席上で具体的な案件に関する言及はなかったものの、現地メディアや研究機関の調べによると、これまでに明らかになっている主な案件は図表4の通りで、以

図表3 中国の不良債権残高・比率



(注) 2003年までは工商銀行、中国銀行、建設銀行、農業銀行の4行を対象とした推計値。2004年以降はこれに交通銀行を加えた5行を対象とした銀行業監督管理委員会公表値。

(資料) 施华强 (2005) 「国有商業銀行帳面不良貸款、調整因素和严重程度」(金融研究杂志编辑部『金融研究』2005年12期)、中国銀行業監督管理委員会、CEIC Dataより、みずほ総合研究所作成

下のような特徴がみられるという<sup>6</sup>。

まず対象企業は、国有企業、とくに各地方を代表する地方系の国有企業であることが多い。業種に関しては、石炭や鉄鋼、非鉄金属など資源・素材産業が中心で、このほか交通運輸などもみられる。

次に、実施主体の金融機関については、建設銀行をはじめとする国有商業銀行の子会社が中心となっている。具体的には、同子会社や対象企業などがファンドを設立し、DESを実行するスキームが多く、理財商品や年金基金などから資金を調達しているケースもみられる。対象とする銀行債権は、正常先か要注意先の債権で、不良債権は含まれておらず、他行の貸出債権のこともあるようだ。今回のDESでは、自行の債権を対象として同行子会社がDESを実施することに対して制約が設けられていることが背景にあるとみられる。このほか、出口戦略に関しては株式市場での売却をメインとしつつ、対象企業による買戻しも予備の選択肢として考慮されている。

## (2) 市場化の原則が貫徹されるか否かがDESの真の成否を決めることに

このように、順調に組成が進んでいる今回のDESだが、今後の企業のデレバレッジにどの程度貢献するだろうか。

まず、DES実施対象企業の収益改善に対しては、一定の効果が期待できる。例えば、DESに関する指導意見公表後の2016年10月に国家発展改革委員会が開いた記者会見では、対象企業の負債比率（負債÷資本）を10～20%下げ、財務費用の削減を実現できるとの見通しが示されている<sup>7</sup>。

図表4 2016年10月以降の主なDESの概要

時期	対象企業			実施主体（※）	契約金額
	企業名	所有形態	業種		
2016年10月	武漢鋼鉄集団	中央国有企業	鉄鋼	建設銀行	240億元
	雲南錫業集団	地方国有企業	非鉄金属	建設銀行	100億元
2016年11月	広州交通投資集団	地方国有企業	交通運輸	広州市国有資産監督管理委員会、建設銀行	100億元
	山東能源集団	地方国有企業	石炭採掘	建設銀行、山東国有資産監督管理委員会	210億元
2016年12月	山西焦煤集団	地方国有企業	石炭採掘	建設銀行、山西省国有資産監督管理委員会	250億元
	中鋼集団	中央国有企業	鉄鋼	中国銀行、交通銀行、国家開発銀行、農業銀行、輸出入銀行、浦東発展銀行	270億元
	陝西能源集団	地方国有企業	石炭採掘	工商銀行	100億元
	甘肅公路航空旅游集団	地方国有企業	交通運輸	中国銀行	100億元
2017年2月	中国鉄路物資股份	中央国有企業	卸売	長城資産管理公司	278億元
	南京鋼鉄股份	民営企業	鉄鋼	建設銀行	30億元
	山東高速集団	地方国有企業	交通運輸	農業銀行	300億元
2017年3月	陝西煤業化工集団	地方国有企業	石炭採掘	中国人寿資管	100億元

（注）（※）銀行は対象企業とDESに係る契約を締結するものの、スキーム上は子会社等が設立したファンドがDESの実施主体となる。

（資料）管清友等「債转股的目标企业梳理」（民生証券『固定收益专题』2017年3月8日）等より、みずほ総合研究所作成

一方、経済全体でみた場合の効果は限定的となるだろう。今回のDESの規模は2兆元近くになるとの見方も中国国内ではみられる<sup>8</sup>が、それでも足元の企業債務残高120兆元と比べればわずかな規模だからだ。また、上述の国家発展改革委員会の記者会見でも述べられているように、今回は市場化された方法を原則としており、数値目標が設定されているわけでもないため、規模の大小は今後の実践に委ねられているというより他ない。

ただ、前回のDESの成果と課題、そして今回「市場化」を強調していることを踏まえると、より重要なのはこれら短期的、量的な成果というよりも、実施対象企業の体質改善の実現という長期的、質的な成果だろう。その点で、今後のDESの効果を評価するにあたり、下記の点に注視が必要だ。

1点目が、DESの対象企業の選定基準だ。前節で述べた通り、前回のDESでは将来性の有無や設備の先進性等の選定条件が設けられていたにもかかわらず、結果的には再び苦境に陥る企業が少なくなかった。今回も同様の選定条件が設けられているが、これまでのところ、実施対象の企業には、石炭採掘業や鉄鋼業など生産能力過剰業種の企業が多くみられる。これらの業種であっても中核企業はDES実施の奨励対象とされているほか、個別企業それぞれが置かれている状況も異なるため、現時点でその成否は評価できないが、設けられた諸条件を真に満たす企業を選定できるか否か、商業銀行やAMC等のDES実施主体の査定能力が問われるだろう。また、選定プロセスに対する政府関与の有無も重要なポイントだろう。今回のDESでは、企業選定に関しては市場原理を重視し基本的に政府は関与しないということになっているが、少なくともこれまでの事例に関しては、国有企業あるいは国有商業銀行など政府との関係を見捨てることはできない関係当事者が多い。DES実施に対する判断を下すうえで、過度な政府の関与がないかどうかにも注意すべきだろう。

2点目が、DESが対象企業の経営効率の改善につながるかどうかという点だ。前回のDESでは、経営効率改善も目的のひとつとされていたにもかかわらず、その成果が不十分で、DES実施後も再び経営が悪化する企業が多く存在したことは上述の通りだ。その要因として、DES実施対象企業に対する地方政府の影響力の大きさを背景に、株式の引き受け手となったAMCが経営に関する意思決定に十分に参画できなかったという事情がある<sup>9</sup>。取締役会で議論される経営に係る決定事項は、対象企業とそれを管轄する地方政府の間で事前に決定され、AMCの代表は取締役会でそれに同意するだけだったり、経営陣の人事が取締役会や株主総会を経ずに地方政府により決められていたりといった状況であったようだ<sup>10</sup>。今回のDESでも、経営改善や競争力強化の重要性は意識されているが、DESの対象が国有企業である場合には、地元の雇用維持など経営効率の改善以外の要素も重視する地方政府がその影響力を行使するなど、企業の経営効率改善の難度が高まる可能性も否定はできない。この点についても、商業銀行やAMC等のDES実施主体が株主としてどの程度力を発揮することができるか、その能力と力量が成否を握るポイントとなると考えられる。

そして3点目が、株式保有機関の出口戦略が明確になっているか、そしてそれを実行に移せるかという点だ。前回のDESで主に利用された出口戦略は、株式譲渡ではなく、国有企業の保有する土地などの売却益によって資金を回収するという方法が主だったため<sup>11</sup>、当時のDES実施主体であったAMCは依然として多くの株式を保有したままである。一方、今回のDESでは、前回の政府主導の出口戦略の反省から「多様な市場化された方法」によって株式の処分を行うことが目指されている。具体的には、DESの対象が上場企業の場合であれば株式市場での売却、非上場企業であれば企業合併、

全国中小企業株式譲渡システムへの登録、地域性株式市場での取引、証券取引所への上場などの方法が挙げられている。ただし、中国では株式市場が未成熟であり、また投資家層の厚みにも限界があるため、現在提示されている出口戦略を実際に実行に移すには困難を伴うと予想される。

以上で指摘したD E S実施の入り口から出口までの各プロセスで仮に市場化の原則が貫徹されず、安易なD E Sが実行されれば、目下の債務削減という目標は達成できたとしても経営効率は改善されず、対象企業が再び苦境に陥るという前回と同じ過ちを繰り返すことになりかねない。また、そうなれば、最終的に投資家である商業銀行等にも悪影響が及ぶほか、理財商品等を通じて資金の出し手となっている一般の投資家にも損失が発生する恐れがある。したがって、単純にD E Sの組成件数や実施額のみをもって、D E Sの実質的な進展度を評価すべきではないだろう。

中国政府は2017年3月上旬の全人代で、経済・社会の安定を前提としながらも改革の重要性を強調し、「2017年の重要活動任務」の筆頭に、デレバレッジを含む「改革による『3つの解消、1つの引き下げ、1つの補強』（過剰生産能力の解消、不動産在庫の解消、過剰債務の解消、ビジネスコストの引き下げ、経済・社会の脆弱な部分の補強）」を挙げた<sup>12</sup>。企業債務の削減という目先の目標だけにとらわれず、企業の経営効率改善に資するようなD E Sを進められるかが、2期目を迎える習政権の改革手腕を測る一つの指標となろう。

<sup>1</sup> 劉家敏「企業のレバレッジ比率の積極的かつ安定的な引き下げに関する意見」（みずほ総合研究所『みずほ中国政策ブリーフィング』2016年11月15日）。

<sup>2</sup> なお、1984年に「撥改貸」と呼ばれる改革が実施され、それまで国家財政から直接供給されていた国有企業の投資等に係る資金が、銀行貸出に切り替えられたことで、国有企業の負債は既に高水準にあった（「債转股 温故 1999」（『経済観察報』2016年10月17日））。

<sup>3</sup> 「国家统计局；近九成债转股企业今年有望盈利」（『经济日报』2000年12月6日）。

<sup>4</sup> 「国金证券：1999年债转股的北京、经验和启示」（『中国证券网』2016年10月13日）。

<sup>5</sup> 「债转股疾行挑战」（『财经网』2017年1月22日）。

<sup>6</sup> 「债转股的天津实践」（『财新网』2017年2月16日）。

<sup>7</sup> 「国家发改委就宏观经济运行情况举行发布会」（『中国网』2016年10月13日）。

<sup>8</sup> 「五问五答看懂 3270 亿债转股」（『证券时报网』2017年3月20日）。

<sup>9</sup> このほか、AMC自体もあくまで臨時的株主という姿勢で対象企業の経営に積極的に関与する意思が弱かった、対象企業に派遣する人員が不足していた等の問題も指摘されている。

<sup>10</sup> 「久华：市场化债转股如何以史为鉴？」（『观察者网』2016年10月14日）。

<sup>11</sup> 脚注5参照。

<sup>12</sup> 伊藤信悟・玉井芳野「2017年中国全人代のポイント～党大会を見据えた習政権の『安定重視』路線と課題～」（みずほ総合研究所『みずほインサイト』2017年3月16日）。

【共同執筆者】

アジア調査部中国室主任研究員

三浦祐介

アジア調査部中国室主任エコノミスト

玉井芳野

yoshino.tamai@mizuho-ri.co.jp