

中国の企業債務問題の法的処理¹ — 信託商品と公司債のケース —

関根 栄一

■ 要 約 ■

1. 2014年に入ってから、中国の企業債務問題が世界の市場参加者からの注目を集めている。一つ目は、信託商品の返済問題のケースである。富裕層を対象にした山西省の民間石炭会社向け信託商品については、運用期間が終了する2014年1月31日に償還できない可能性があったが、第三者が元本を返済することで決着した。
2. 中国では、信託業、信託会社に対する法規制の下、山西省のケースのように、複数の適格投資家から資金を集めて組成する集合資金信託の法規制もある。集合資金信託の信託財産にリスクや損失が発生した場合にも規定があり、実務的に取り得る方法もいくつかある。
3. もう一つ目は、公司債（公募上場社債）のデフォルトのケースである。深圳証券取引所に上場している上海の太陽光電池・パネルメーカーの公司債について、2014年3月5日の利払いにデフォルトが発生した。中国本土の社債市場では初のデフォルト事例となる。
4. 公司債については、法令上、受託管理人（社債管理者）に債券保有者に代わって債権保全措置を講じる義務がある。この利払いのデフォルトのケースでは、受託管理人が債権者集会（社債権者集会）を開催する予定で、同集会では発行体への民事訴訟提訴も含めた受託管理人への授権に関する議案が審議されることとなっている。
5. 信託商品については他にも問題事例が発生しているが、信託市場全体からすると、現時点では個別の地方や特定のセクターに留まっている。今回の公司債のデフォルトのケースでは、既に証券取引所での上場取引が一時的に停止されており、投資家にとっても予想できない事態ではなかった。
6. 中国の主要企業の資産負債比率は、2008年の世界的金融危機を機に上昇（＝悪化）し続けている。中国の企業債務問題の背景には生産能力過剰や企業改革の問題があり、金融改革と併せて進めていくことが重要である

¹ 本稿は、公益財団法人野村財団の許諾を得て、『季刊中国資本市場研究』2014Vol.8-1より、一部加筆修正の上、転載している。

I 信託商品の返済問題

1. 山西省・民間石炭会社向け信託商品の返済問題

1) 信託商品の組成と銀行経由の販売

2014年に入ってから、中国の企業債務問題が世界の市場参加者からの注目を集めている。それは、1998年10月に発生した地方政府の窓口会社であるGITIC（広東国際信託投資会社）の破綻の再来を想起させるものとなっている。

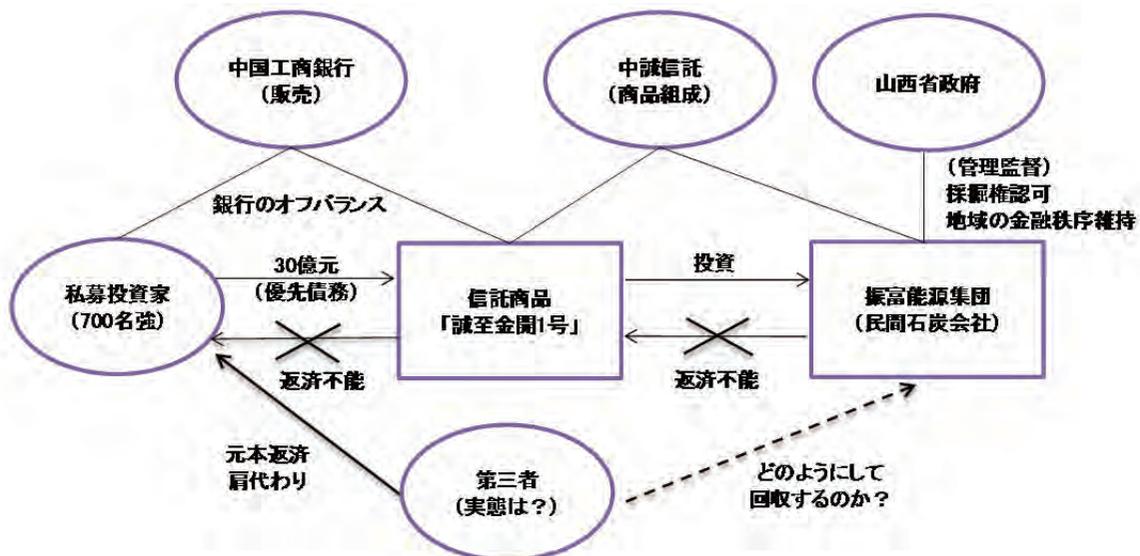
一つ目は、信託商品の返済問題のケースである。2011年2月、中国の大手信託会社の中誠信託は、適格投資家を対象に私募形式で「誠至金開1号」を組成した（図表1）。調達資金は、山西省の民間石炭会社である振富能源集団に融通された。この信託商品の運用期間は3年、調達金額は30.3億元となった。

調達金額のうち、0.3億元の劣後ポジションは同集団のオーナーが保有し、残りの30億元の優先ポジション（期待収益率は年利9.5～11%）²は、中国工商銀行を通じて投資家に販売された。このように銀行が販売会社として組成される信託商品は「銀信合作」とも呼ばれる。

2) 返済問題の発生と結末

同集団は調達資金を石炭の開発資金に充当したが、石炭価格の下落、地元住民とのトラブル、採掘権の未認可の発覚で、2014年1月31日の償還期限に返済できないこ

図表1 中国・中誠信託の信託商品の事例



(出所) 中誠信託、2014年1月28日付中国証券報より野村資本市場研究所作成

² 中国人民銀行の定める普通預金金利は0.35%、1年物定期預金金利は3.00%（いずれも2012年7月6日より適用の金利）。

とが 2013 年 12 月 20 日に発覚した。このため、販売会社の中国工商銀行（上海支店）は、2014 年 1 月 23 日、投資家に対し、①責任逃れはしない、②1 月 28 日までに解決案を通知すると表明した（1 月 24 日付上海証券報）。

その後、1 月 27 日午後、中誠信託は、700 名強の投資家に対し、①第三者による返済（元本のみ、利払いに相当する収益分配は無し）か、②信託期間の延長（元利ともに返済保証無し）のオプションを提示し、事実上、30 億元の元本を返済する意向を表明した（2014 年 1 月 28 日付中国証券報）。折しも、中国本土では 1 月 31 日から春節（旧正月）の休暇に入ることが見えており、その前に決着を図ったものとされている。但し、元本返済を肩代わりする第三者が誰かや、その返済原資は不明である。

2. 信託商品の法的位置付け

1) 信託業及び信託会社に対する法規制

信託業及び信託会社については、法規制の下に服している。

第一に、信託業については、前述の GITIC 問題の経験と教訓を基に、信託会社の整理再編を進める中で、全国人民代表大会（全人代、国会に相当）常務委員会によって、「信託法」が 2001 年 4 月 28 日に制定・公布され、同年 10 月 1 日から施行されている³。

信託法は、第 1 章の総則（1 条～5 条）、第 2 章の信託の設定（6 条～13 条）、第 3 章の信託財産（14 条～18 条）、第 4 章の信託当事者（1 節の委託者が 19 条～23 条、2 節の受託者が 24 条～42 条、3 節の受益者が 43 条～49 条）、第 5 章の信託の変更及び終了（50 条～58 条）、第 6 章の公益信託（59 条～73 条）、第 7 章の附則（74 条）の計 74 条から構成されている。

第二に、信託会社については、信託業の所管官庁である中国銀行業監督管理委員会（銀監会）によって、「信託会社管理弁法」が 2007 年 1 月 23 日に公布され、同年 3 月 1 日から施行されている⁴。

信託会社管理弁法は、第 1 章の総則（1 条～5 条）、第 2 章の機構の設立、変更及び終了（6 条～15 条）、第 3 章の経営範囲（16 条～23 条）、第 4 章の経営規則（24 条～42 条）、第 5 章の監督管理（43 条～57 条）、第 6 章の罰則（58 条～63 条）、第 7 章の附則（64 条～66 条）の計 66 条から構成される。

2) 信託及び信託財産の定義

次に信託及び信託財産の定義について見てみる。

第一に、「信託」について、信託法 2 条は、「委託者が受託者に対する信任に基づきその財産権を受託者に委託し、受託者が委託者の意思に基づいて自己の名義を以つ

³ http://www.pbc.gov.cn/publish/tiaofasi/272/1384/13844/13844_.html

⁴ http://www.cbrc.gov.cn/chinese/home/docDOC_ReadView/2007020146C75FE4EC42DAA9FFADADCB71D8A300.html

て受益者の利益または特定の目的のために管理または処分を行う行為を指す」と定義している。

第二に、信託会社の経営範囲について、信託会社管理弁法 16 条は、①金銭信託、②動産信託、③不動産信託、④有価証券信託等を列挙している。その上で、前述の信託財産の管理・処分について、同管理弁法 19 条は、①信託会社は信託財産を管理運用または処分する場合、信託契約の約定に従い、投資、売却、銀行間預金、売戻条件付買入、リース、貸付等の方式を採用することができる、②但し銀監会に別途規定がある場合はその規定に従う、と規定している。

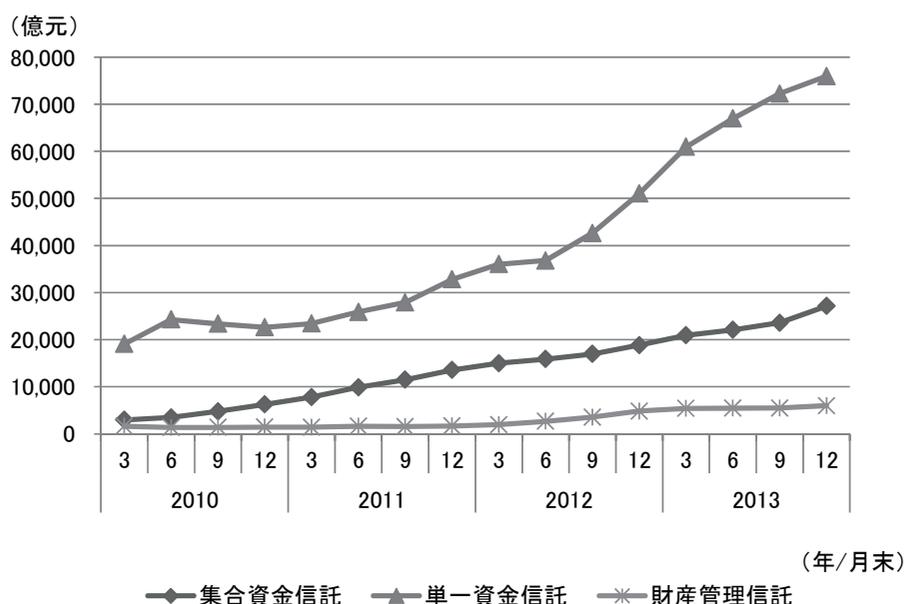
3) 資金源別の違い

それでは、信託会社の資金源別の違いを見てみる。

第一に、信託会社の資金源は、①集合資金信託、②単一資金信託、③財産管理信託の三つから構成される。①集合資金信託とは複数の投資家から受託するもの、②単一資金信託とは一つの投資家から受託するもので、受託者は信託貸付や債券投資などで受託資産を運用する。冒頭の「誠至金開 1 号」は、①の集合資金信託に相当するものである。③財産管理信託とは、信託本来の財産管理機能に基づく信託資産である。

2013 年 12 月末時点の残高 10 兆 9,071 億元のうち、①集合資金信託が 2 兆 7,155 億元、②単一資金信託が 7 兆 5,930 億元、③財産管理信託が 5,986 億元となっている（図表 2）。また、集合資金信託と単一資金信託を合わせた 2013 年 12 月末時点の資金信託残高 10 兆 3,085 億元のうち、最大金額の「貸付」は 4 兆 8,581 億元（全体の 47.13%）、次に「満期保有投資」が 1 兆 9,089 億元（同 18.52%）となっている。

図表 2 中国・信託資産残高の内訳（金額）



(出所) 中国信託業協会より野村資本市場研究所作成

3. 集合資金信託に対する法規制

1) 「信託会社集合資金信託計画管理弁法」の存在

冒頭の「誠至金開1号」のような集合資金信託を用いた計画（商品）については、特別の法規制が設けられている。

それは、「信託会社集合資金信託計画管理弁法」で、銀监会から2007年1月23日に公布され、同年3月1日から施行されている⁵。その後、同管理弁法は、2009年2月4日に修正版が公布・施行された⁶。同管理弁法は、第1章の総則（1条～4条）、第2章の信託計画の設立（5条～18条）、第3章の信託計画財産の保管（19条～22条）、第4章の信託計画の運営及びリスク管理（23条～28条）、第5章の信託計画の変更・終了・清算（29条～33条）、第6章の情報開示と管理監督（34条～40条）、第7章の受益者大会（41条～46条）、第8章の罰則（47条～51条）、第9章の附則（52条～55条）の計55条から構成される。同管理弁法のポイントは以下の通りとなる（図表3）。

第一に、「集合資金信託計画」を、「信託会社を受託者とし、委託者の意向に基づき、受益者の利益のために、二人以上の委託者が交付する資金を集中して管理、運用、処分する資金信託業務活動」と定義している。

第二に、集合資金信託計画への投資家に、適格投資家制度を設けているという点である。原則、一計画当たり最低投資金額として100万元以上を投資できる投資家が想

図表3 中国・集合資金信託計画に対する主要規制

法令名	「信託会社集合資金信託計画管理弁法」(2009年2月4日に修正版公布・施行)	
集合資金信託計画の定義	2条	・ 信託会社を受託者とし、委託者の意向に基づき、受益者の利益のために、二人以上の委託者が交付する資金を集中して管理、運用、処分する資金信託業務活動。
委託者の定義	5条1項	・ 委託者は、適格投資家でなければならない。
適格投資家の定義	6条	・ 以下のいずれかに該当する投資家。 ① 一つの信託計画に最低金額100万元の投資を行う自然人、法人、その他組織。 ② 個人または家計の金融資産残高が購入時に100万元を超えている自然人。同時に、当該関連財産の証明ができること。 ③ 過去3年間で毎年の年収が20万元を超えている個人、または過去3年間で毎年の年収が合わせて合計30万元を超えている夫妻。当該関連収入の証明ができること。
信託計画の設立要件	5条3項	・ 単一の信託計画の自然人の人数は50名以下である。 ・ 但し、委託金額が1件当たり300万元以上の自然人投資家及び適格機関投資家は、かかる人数制限を受けない。
商品設計	5条4項 5条5項	・ 信託期間は1年以上。 ・ 信託資金は明確な投資方向と投資戦略を有し、国家の産業政策及びその他関連規定に適合しなければならない。
商品設計上の規制	8条1項 27条1項 27条2項 27条3項	・ 信託資金が損失を受けないことを承諾することを禁止、または信託資金の最低収益の承諾も禁止。 ・ 信託計画は、他人に対し保証を提供してはならない。 ・ 他人に提供する貸付金額は、信託計画残高(実収ベース)の30%を超えてはならない。但し、銀监会の規定がある場合を除く。 ・ 信託資金を信託会社の株主及び関連者向けに直接・間接に運用してはならない。但し、信託資金の原資の全てが株主及び関連者に由来する場合を除く。
信託財産のリスク、損失	14条	・ 信託会社が信託契約の約定に基づき管理する信託財産にリスクが発生した場合、信託財産がこれを負担する。 ・ 信託会社が信託契約に違反したり、信託財産を適切に処理せずに、信託財産に損失を形成する場合、信託会社は固有財産を以て賠償する。賠償が不足する場合は、投資家自身が負担する。

(出所) 中国銀行業監督管理委員会より野村資本市場研究所作成

⁵ http://www.cbrc.gov.cn/chinese/home/docDOC_ReadView/2007020140E41E8F4749E6F4FF15F12F68C86600.html

⁶ http://www.cbrc.gov.cn/chinese/home/docDOC_ReadView/200909155AD71D59AFD82FB5FFA27E225216B800.html

定されている。

第三に、集合資金信託計画での信託資金の損失保証や最低収益の承諾を信託会社に対して禁止しているという点である。

2) 集合資金信託の信託財産のリスクや損失への対応

同管理弁法は、集合資金信託計画での信託財産のリスクや損失についても規定している。

第一に、信託会社が信託契約の約定に基づき管理する信託財産にリスクが発生した場合、信託財産がこれを負担する。

「リスク」の定義については同管理弁法上明示はされていないが、実務的には、信託期間の延長が考えられる。この場合は、受益者大会の開催が必要となる。また、別の計画による買い取りや、信託期間終了時点での回収や収益分配を優先する場合には、投資先に設定している担保を実行するという方法も考えられる。

第二に、信託会社が信託契約に違反したり、信託財産を適切に処理せずに、信託財産に損失を形成する場合、信託会社は固有財産を以って賠償する。賠償が不足する場合は、投資家自身が負担する。

信託会社の法令違反や案件管理の精査（デューデリジェンス）不足の場合には、この条項が適用されることとなる。その場合でも、投資家は共同で賠償を負担しなければならない。

3) 「誠至金開1号」のケース

「誠至金開1号」のケースでは、上記のいずれの条項が適用されたかは明示されていないが、第三者による買い取りや信託期間の延長が投資家に提案されたことから、前者の条項が適用された可能性が高い。

一方、第三者については、①中誠信託、中国工商銀行、山西省政府の三者という説と、②中国工商銀行系の不良債権処理会社である中国華融資産管理公司という説とがあるが、銀行、省政府、華融ともに否定している。いずれにせよ、振富能源集団向け原債権は残ったままであり、今後どのように管理・回収されるのかが焦点となる。

II 公司債のデフォルト問題

1. 「公司債」とは？

中国の企業債務問題のうち、2014年3月に入ってから、中国本土での初の社債のデフォルト事例が世界の市場参加者から注目を集めている。まずは事例の解説に入る前に、中国の社債市場の銘柄と認可機関を整理しておく。すなわち中国の社債市場は、発行体によって、管理監督機関と発行市場が異なっている。

第一に、国家発展改革委員会が認可する「企業債（Enterprise Bond）」がある。証券取引所に上場するが、銀行間債券市場への重複上場も可能である。

第二に、中国人民銀行傘下の中国銀行間市場交易商協会（NAFMII）に登録される「短期融資債券（CPに相当）」と「中期手形（MTNに相当）」がある。銀行間債券市場で発行される。

第三に、中国証券監督管理委員会（証監会）が認可する「公司債（Corporate Bond）」がある。証券取引所に上場されるため、公募上場社債と位置付けられる。

発行市場が異なることで、それぞれの銘柄への投資家層も異なってくる。銀行間債券市場は、商業銀行を始めとする金融機関（機関投資家）が中心の市場である。証券取引所は、証券会社・基金管理会社（投信会社）を中心とする機関投資家と個人投資家が参加する市場である。

2. 上海市の太陽光電池・パネルメーカーの公司債のデフォルト問題

1) 公司債の銘柄概要

2012年3月7日、太陽光電池・パネルメーカーの上海超日太陽能科技株式会社（Shanghai Chaori Solar Energy Science & Technology Co.,Ltd、以下、超日太陽）は「公司債」を発行し、同年4月20日、深圳証券取引所に上場した。債券名称は「11超日債」とされた。本件公司債の発行に当たっては、2011年10月20日に証監会が認可を出していた。

発行金額は10億元、発行期間は5年、発行金利は8.98%であった。利払いは2013年から毎年3月7日に支払われるが、発行から3年経過後（2015年3月以降）、発行体は表面金利の調整権と投資家からの買取権を保有する契約である。スポンサー、主幹事、受託管理人（社債管理者に相当）は、いずれも中信建投証券となっている。

2) 利払い不足への経緯

格付け会社は鵬元資信評価有限公司で、発行当初の発行体・債券格付けはそれぞれAAであった。その後、超日太陽は2011年と2012年の2年連続で赤字決算となり、発行体・債券格付けは2013年5月18日にそれぞれCCCに引下げられた（投資不適格）。また、2013年7月8日から「11超日債」の上場が一時停止された。

2012年末には、超日太陽は流動性危機に直面した。受託管理人の中信建投証券は、超日太陽に対し追加担保の提供を要求した。追加担保設定手続き完了後、同証券は2013年1月18日にその旨を開示した。

その後、2014年3月5日、超日太陽が7日に予定していた8,980万元の利払いのうち、400万元しか支払えないことが判明した。

3. 公司債の法的位置付け

1) 公司債に対する法規制

公司債は主に次の法規制の下に服している。

第一に、「証券法」（直近の修正版は2005年10月27日公布、2006年1月1日施行）⁷で、公司債の発行・上場の規定を定めている⁸。「11 超日債」のように、2年連続で赤字決算を出した場合は、同法60条5項で証券取引所は当該社債の上場取引の一時停止を決定するとしている。

中国の証券取引所では、2年連続赤字を計上した上場銘柄は、銘柄名の前に「ST（Special Treatment）」の文字が付されている（1998年4月に導入）。更に、上場廃止リスク警告制度の下で、2年連続赤字を計上したりなど上場廃止のリスクが極めて高い銘柄には「*ST」が付される（2003年5月に導入）。この為、「11 超日債」も2013年5月から「*ST」銘柄に指定されている。

第二に、「証券法」の実施細則として、2007年8月14日、証監会は「公司債発行試点弁法」⁹を公布、即日施行している。試点弁法は、第1章の総則（1条～6条）、第2章の発行条件（7条～11条）、第3章の発行手続き（12条～22条）、第4章の債券保有者の権利保護（23条～27条）、第5章の管理監督（28条～31条）、第6章の附則（32条）の計32条から構成される。

「11 超日債」の利払いのデフォルト問題との関係では、以下の条文が重要となる。まず、試行弁法25条で、受託管理人は、発行体及び保証人の信用状況を継続して監視し、債券保有者の重要な利益に影響する事項が発生した場合、債権者集会（社債権者集会に相当）を招集しなければならないと規定している。次に、同27条で、債権者集会の開催を義務付けるケースとして、発行体が期日通りに元利払いをできないケースを規定している。まさに、「11 超日債」の利払いのデフォルト問題については、債権者集会の開催で、今後の対処案を確定する必要がある。

2) 利払いデフォルトに対する受託管理人の反応

2014年3月5日の受託管理人の中信建投証券の公告¹⁰では、第一に、受託管理人は、「募集説明書」、「受託管理契約」等の規定に基づき、支払いが出来なかった利払い予定日（2014年3月7日）から5日以内（具体的には3月11日）に債権者集会の開催通知を行い、適時に債権者集会を開催するとしている。

第二に、債権者集会では、受託管理人への授権事項に関し、発行体への訴訟等債権者の合法的利益を維持する為の案や、合理的かつ実行可能な法的措置・担保処理案を

⁷ http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/flb/flfg/flxzs/201312/t20131205_239325.htm

⁸ 「証券法」に基づく中国の証券発行制度については、野村資本市場研究所編『中国証券市場大全』日本経済新聞出版社、2007年を参照。

⁹ http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublic/zjh/200804/t20080418_14512.htm

¹⁰ <http://disclosure.szse.cn/m/finalpage/2014-03-05/63638382.PDF>

審議するとしている。

なお、試点弁法 25 条では、発行体が返済が出来ない場合は、受託管理人の義務として、①発行体に対して追加担保を要求したり、法に基づき法定機関に財産保全措置を申請すること、②整理、和解、リストラ、破産といった法的手続きに、受託管理人が債券保有者から受託されて入ること等を規定している。

3) 債権者集会は 2014 年 3 月 26 日に開催

その後、受託管理人の中信建投証券は、2014 年 3 月 11 日の公告¹¹で、同年 3 月 26 日 14 時に上海市で債権者集会を開催することを債券保有者に通知した。議案は、①利払いデフォルトに対する民事訴訟提訴等の受託管理人への授権、②「11 超日債」の担保実行による利払いに関する受託管理人への授権、③超日太陽の整理、和解、リストラ、破産¹²といった法的手続きに関する受託管理人への授権、④債権者集会の開催方法及び投票方法、の 4 件が提示されている。投票については、代理投票も可能である。その後、3 月 26 日開催予定であった債権者集会は、事前登録状況から、未償還額面金額の 50%超という債券保有者数の有効決議条件を満たさないことが判明したため、3 月 21 日付で受託管理人から延期の公告がなされている。

超日太陽の一部利息の支払い不能が、利息の支払いだけに留まるのか、将来的に元本にも影響が及ぶのかはこの段階では定かではないが、以上の議案からは、受託管理人が、最終的に超日太陽の破産も念頭に置いている可能性が伺える。超日太陽自身は、ギリシア向け設備販売交渉が上手く行けば、今回、追加利払いが可能としている (Xinhua News Agency, 6 Mar 2014)。いずれにせよ、先ずは債権者集会での審議状況を見守る必要がある。

4) 市場関係者の見方

現地報道によれば、市場関係者は、太陽光電池・パネルのような生産過剰業種の社債の利息支払いのデフォルトについて、発行体や投資家のモラルハザードを防ぐものと積極的に評価している。金融当局にもこうした政策的意図があると市場関係者は見ている。

実際、2014 年 3 月 6 日、全人代の代表でもある証監会・上場会社監管一部・欧陽澤華主任 (局長に相当) は、証券・先物分野の記者会見で、超日太陽のデフォルト事件について、①今回のデフォルトは公募社債市場では初の利息のデフォルトであること、②管理監督部門としても、局所的あるいはシステミックリスクにつながるのかどうか非常に注視している、と述べている¹³。民事訴訟提訴も想定した債券受託人の動きは、市場の規律強化を促すものとして歓迎する一方、システミックリスクの発生は

¹¹ <http://disclosure.szse.cn/m/finalpage/2014-03-11/63660439.PDF>

¹² 中国の「企業破産法」に基づく破産清算手続きの概要は、関根栄一「中国の地方債務をどのように捉えるべきか」『季刊中国資本市場研究』2013 年秋号参照。

¹³ http://www.financialnews.com.cn/yw/jryw/201403/t20140307_51076.html

押さえないという金融当局の思いが感じ取れる。

III 企業債務問題の背景と今後

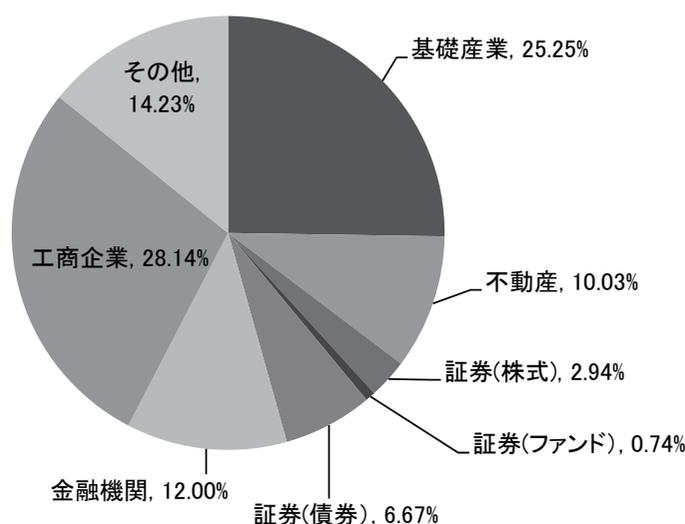
1. 信託商品の他の問題事例

信託商品の問題事例は、実は冒頭の中誠信託のケースだけではない。2014年1月27日に発行された経済誌『新世紀』では信託商品の特集を行っており、その中で2013年に問題が発生した事例11件の概要を紹介している。11件のうち、6件が不動産、2件が資源となっている。

一方、中国信託業協会によれば、この数年の中国の新規信託件数を見てみると、2010年が8,090件、2011年が1万3,428件、2012年が1万6,729件、2013年が2万672件となっている。また、2013年12月末時点の資金信託残高10兆3,085億元のうち、これを投資分野別に見ると、最大金額の「工商企業」が2兆9,005億元（全体の28.14%）、次に「基礎産業」が2兆6,029億元（同25.25%）、「金融機関」が9,513億元（同12.00%）、「不動産」が8,119億元（同10.03%）と続いている（図表4）。問題が発生している民間企業の石炭事業は、上記のうち「工商企業」に分類されているものと思われる。また、最大金額の「基礎産業」は、地方政府が融資プラットフォームを通じて行うインフラや公益事業が入るものと考えられる。

以上の件数と資金信託残高から見ると、問題案件は、現時点では個別の地方や特定の業種に留まっているものと思われる。但し、石炭事業については、2014年2月12日付上海証券報によれば、吉林省の吉林信託が組成し、中国建設銀行が販売した民間石炭会社であ

図表4 中国・資金信託残高（投資分野）（内訳）



(注) 2013年12月末時点。

(出所) 中国銀行業監督管理委員会より野村資本市場研究所作成

る山西聯盛能源向けの信託商品が期日の2月7日までに投資家に元利金を返済できず、支払いが遅延していることが明らかになっている（投資家から調達した金額は2億8,900万元、期待収益率は年利9.8%）。国内外の投資家は、個別の地方や特定のセクターであっても、今後の問題の発生に広がりが見られるかどうか、また金融当局、信託会社、販売銀行がどのように対処するかを金融市場のリスクとして注視している。

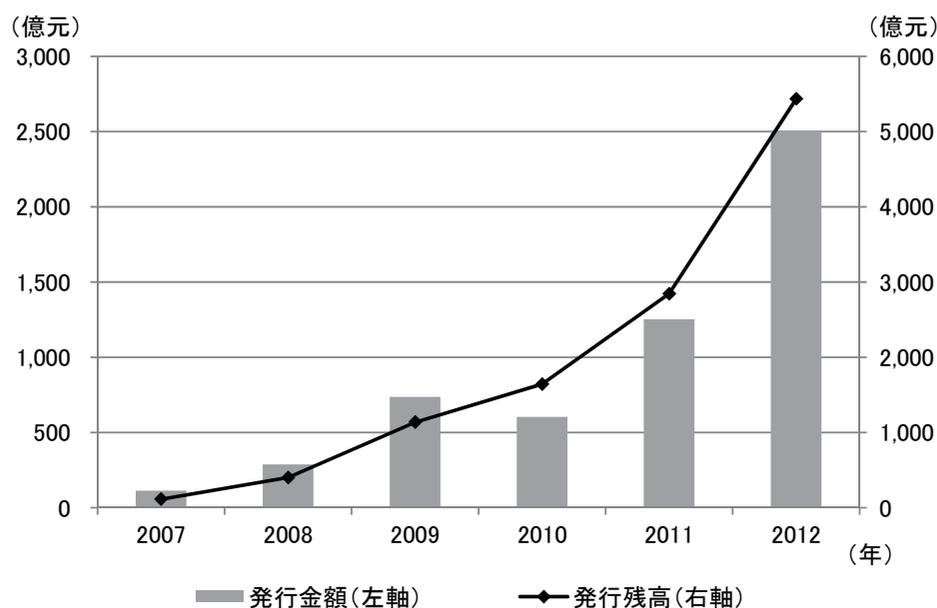
2. 公司債の市場規模と主要業界

公司債は、2007年に導入されて以来、その発行金額は、証監会によれば¹⁴、導入初年度の2007年の112億元から2012年には2,507億元と、過去5年間で約22.4倍に増加している（図表5）。発行残高も、2007年末時点の112億元から2012年末には5,433億元と約48.5倍に達している。

また、統計ルートは異なるが、Wind 資料によれば、2011年の公司債の発行金額1,291億元のうち、原材料が508億元（全体の39.30%）、工業が447億元（同34.62%）となっている。2012年の発行金額は2,603億元で、うち工業が746億元（全体の28.67%）、原材料が576億元（同22.11%）となっている。

2013年3月10日時点で深圳証券取引所に上場している上場会社は1,578社、うち「*ST」に指定されている銘柄は26となっており、業種では製造業が20銘柄を占める。また、2014年2月末時点で、192社の公司債が同取引所に上場している。うち、超日太陽は

図表5 公司債の発行金額と発行残高



（出所）中国証券監督管理委員会『2013中国証券期貨統計年鑑』中国統計出版社、2013年より野村資本市場研究所作成

¹⁴ 中国証券監督管理委員会編『2013中国証券期貨統計年鑑』中国統計出版社、2013年。

製造業に分類されており、同公司の債券保有者に対しては、上場廃止リスク警告制度に基づき前広に問題の所在が明らかにされ、併せて上場取引も停止されていた。従って、今回のような「*ST」指定銘柄のデフォルトの発生に対して、債券保有者としても特にサブライズは無く、心理面の準備が出来ていたものと思われる。

3. 今後考え得るリスクシナリオ

中国企業の資金調達は、銀行借入や資本市場での調達に加え、最近では前述の信託商品に見られる通り、シャドバンキング（影の銀行）に分類されるものもある。2014年になって顕在化した信託商品や公司債の返済問題について、今後、以下のリスクシナリオが考えられる。

第一に、信託商品について、販売会社である商業銀行には投資家への償還責任は無いが、仮にレピュテーションを考慮し、一部でも償還に応じた場合には、海外の格付け会社からバランスシート上の偶発債務と見なされ、同行の格付けが見直される可能性がある。特に海外に上場している銀行で格付けの見直しが発生した場合は、海外の金融市場の動揺につながる（リスクシナリオ1）。

第二に、個別の地方や特定のセクターでも、信託商品についてデフォルトが多発し、公司債市場で同種企業の格付けの見直しが行われた場合、国内を中心に金融市場が動揺する可能性がある。その場合、海外の投資家心理にも影響する（リスクシナリオ2）。

いずれのシナリオでも、金融市場が動揺した場合には、金融当局を含む政府の初動、特に市場関係者への情報発信と、市場関係者が納得し得る処理スキームの提示・実行が重要である。

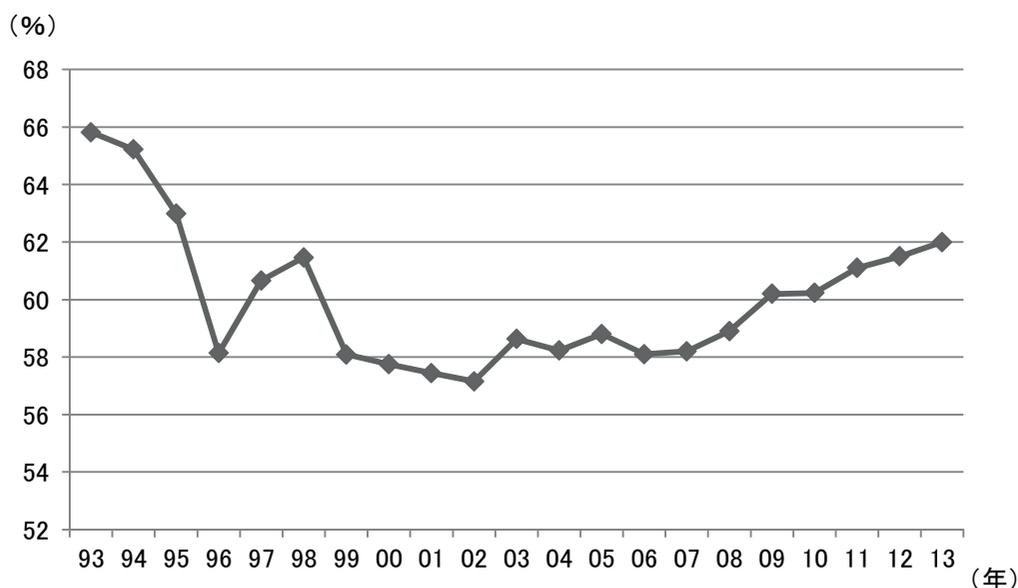
IV むすびにかえて

中国企業の負債について、中国人民銀行は主要 5,000 社の財務指標の一部として公表している。うち、資産負債比率（（流動負債+長期負債）／総資産×100%）は、世界的金融危機前の 2007 年の 58.3%から、2008 年には 58.9%、2009 年と 2010 年には 60.2%へと悪化している（図表 6）。その後も、2011 年には 61.1%、2012 年には 61.5%、2013 年 8 月末には 62.0%へと上昇（＝悪化）し続けている。

資産負債比率の悪化は、中国の企業債務問題の悪化の兆候を表すものであるが、2013 年 11 月の中国共産党第 18 期 3 中全会で決定された改革プランでは、生産能力過剰を防止、解消する長期的な仕組みを構築することや、企業再編を容易にするための国有資本—民間資本間の混合所有制経済を発展させる方針が確認されている¹⁵。実際、生産能力過剰問題を抱える太陽光電池・パネル業界については、2013 年 7 月 4 日、国务院（内閣）は「太

¹⁵ 関根栄一「証券市場から見た中国新政権の第 18 期 3 中全会」『季刊中国資本市場研究』2014 年冬号。

図表 6 中国・主要 5,000 社の資産負債比率の推移



(注) 1.各年ともに12月末時点の数値。2013年は8月末時点の数値。

2.原データは中国人民銀行。

(出所) CEICより野村資本市場研究所作成

陽光発電産業の健全な発展の促進に関する意見」を公布し（実際の公表は7月15日）¹⁶、業界の市場競争力のある有力企業の発展を重点的に支援し、質の劣る企業を淘汰する方針を打ち出している。この国务院の意見を受け、同年9月16日、個別の業界を所管する工業情報化部はガイドラインを公表し¹⁷、生産能力の拡張のみを目的とした新規設備投資を禁止し、工場新設の際は研究開発への投資も併せて義務付けることなどの指針を示した。続いて、第18期3中全会後の2013年12月30日には、同部は上記ガイドラインを満たす優良メーカー109社を公表した¹⁸。この109社の中には、今回、社債の利払いデフォルトを起こした超日太陽も入っていることから（リストの60番目）¹⁹、前述の通り、デフォルトの原因が一時的なものなのか、元本返済にまで及ぶ企業経営の構造的なものなのか、今後の債権者集会での審議等の過程で明らかになっていこう。

また、中国企業の債務問題は、こうした企業改革の問題と、それを可能にするための金融改革とセットで進めていくことが重要である。こうした包括的なアプローチに関して、中国の政治指導部のコンセンサスも形成されているように思われる。いずれ稿を改めるが、金融面では、中国企業の債務調達を支えてきたシャドーバンキングの健全化も必要である。また、中国企業の債務問題の後ろにある「政府は企業を救済するはず」という「暗黙の政府保証」を解消するためには、政府の投資認可制度改革も不可避である。当面は個別案件の処理方法の後ろにあるこうした改革のパッケージを見極めていくしかならう。

¹⁶ http://www.gov.cn/zwgk/2013-07/15/content_2447814.htm

¹⁷ http://www.gov.cn/zwgk/2013-09/17/content_2490100.htm

¹⁸ <http://www.miit.gov.cn/n11293472/n11293832/n12845605/n13916898/15809356.html>

¹⁹ <http://www.miit.gov.cn/n11293472/n11293832/n12845605/n13916898/n15809356.files/n15808982.pdf>