

「中国企業の配当政策に関する一考察」

仲 伯維氏

亜細亜大学大学院 アジア・国際経営戦略研究科博士後期課程

第1節 はじめに

1997年と1999年の2年に注目すると、中国上場する1,623社の内、無配当企業は1,297社あり、その中で赤字が原因で無配当企業（赤字無配当企業）が119社、利益をあげながら無配当企業（黒字無配当）が1,178社ある。つまり、7割以上の企業が無配当企業ということである。この2年において現金配当を行った企業数は73社であり、6%に過ぎない。中国企業の中には資金不足に悩まされる企業もあれば、膨大な利益を獲得しているにもかかわらず、余剰資金の投資や配当をせずに銀行にそのまま委ねている企業もある。この現象から、いかに合理的な投資や配当を行うかが現在の中国企業の大きな課題の1つである。

配当政策において日本と中国では大きく異なっている。日本企業は配当可能利益があれば現金配当を行うという安定した配当性向¹であるのに対して、中国企業は無配当政策、現金配当政策だけでなく、「現金配当+資本剰余から

の新株発行配当」あるいは「現金配当+株式分割配当+資本剰余からの新株発行配当」という配当政策を採用する企業は珍しくない。日中間にこのような相違をもたらす原因について、本報告では具体的なデータに基づいて検討するとともに、なぜこのような現象が起こりうるかを考察する。

第2節 中国企業の配当政策の現状

本報告は1992年から2011年の間の11年間中国の全上場企業の配当政策に対する大規模な調査に基づくものである。日本の2012年上場企業3,562社を含め、調査企業数は延べ15,882社である。以上から中国式の「混合型配当政策」の内容が明らかにしたい。

本報告における配当政策に分析では、企業データを以下の4段階に分ける。

- (1) 第一段階は中国株式市場スタート初段階の1992年～1996年（1995年と1996年のデータは入手できないため欠

図表1：段階別・配当政策別の企業数と比率

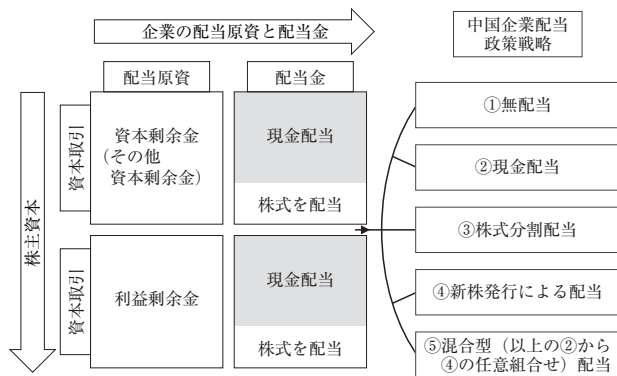
段階別配当政策戦略		政策1			政策2	政策3	政策4	政策5					
	上場企業数	黒字無配当	赤字無配当	無配当合計	A 現金配当	B 株式分割配当	C 資本剰余金の新株発行配当	① A+C	② A+B	③ B+C	④ A+B+C	混合型累計	配当企業合計
第1段階 (1992～1996年)	522	87 16.67%	3 0.57%	90 17.24%	125 23.95%	61 11.69%	27 5.17%	33 6.32%	92 17.62%	48 9.20%	46 8.81%	219 41.95%	432 82.76%
第2段階 (1997～1999年)	2,471	1,631 66.01%	200 8.09%	1,831 74.10%	240 9.71%	226 9.15%	61 2.47%	13 0.53%	24 0.97%	68 2.75%	8 0.32%	113 4.57%	640 25.90%
第3段階 (2000～2007年)	1,072	315 29.38%	85 7.93%	400 37.31%	533 49.72%	10 0.93%	21 1.96%	34 3.17%	32 2.99%	9 0.84%	33 3.08%	108 10.07%	672 62.69%
第4段階 (2008～2011年)	8,255	2,559 31.00%	805 9.75%	3,364 40.75%	3,212 38.91%	7 0.08%	159 1.93%	1,075 13.02%	228 2.76%	5 0.06%	205 2.48%	1,513 18.33%	4,891 59.25%

出所：『CNINFO 巨潮资讯网』、『EASTMONEY 东方财富網』、『中国上市公司基本分析2001』から筆者が統計作成

如)。この1992年～1994年の3年間延べ522社。

- (2) 第二段階は金融引締め政策の中間段階1997年～1999年の3年間の延べ2,471社。
- (3) 第三段階は2000年～2007年（データは2000年ののみ、他は入手できなかった）。この一年間の1,072社。
- (4) 第四段階は2008年～2011年の4年間の延べ8,255社。

中国は「1993年公司法」において株式企業の利益配当に関するルールをはじめて制定した。第3節第103条において「株式企業の株主総会が配当権利（企業の利益配当試案の監査や許可を含む）を行使する」と規定した。



図表2：配当原資と配当政策

現在、中国の上場企業の配当政策は以下の①無配当政策、②現金配当政策、③株式分割配当政策、④新株発行配当政策、⑤現金配当政策と株式分割配当政策と新株発行配当政策の任意組合せによる混合型配当政策に分類できる。

① 無配当政策

無配当政策とは、企業の経営方針としていかなる配当も行わないことをいう。中国企業の無配当企業が多かった。

無配当には何があっても配当しないケースと、何とか言い訳をつけて配当できないとするケースがある。その言い訳には当該年度に赤字が出てその損失に計上するという場合と、当該年度の経営が黒字が出ても未処分利益が赤字だとする場合がある。

② 現金配当政策

株主への配当とは、日本の会社法第105条1項1号において「株主が剰余金の配当を受ける権利を有する」と定義されている。なお、2001年3月から2008年10月までに中国証券監督管理委員会は配当に関する規定や管理方法を続々と発表し、これらの規定化により中国企業の配当政策には大きな影響を与えたと言える。

③ 株式分割配当政策

株式配当とは、利益の配当を株式で行うことをいう。つまり現金の代わりに株式を株主に支給するということである。

④ 新株発行配当政策

中国では、利益剰余金からの配当が行える他に、資本剰余金も資本金の増資に組入れることができ、この解釈により、資本剰余金からの配当を新株発行で行えば増資となるため、払込資本剰余金を活用した新株発行配当も行っている。

「2006年公司法」第169条は企業の資本剰余金（公積金）に関する規定がある。「企業の資本剰余金は企業の赤字のときか経営拡大のために使われるが、企業の資本金の増加にも使うことができるとした」と定めた。

⑤ 混合型配当政策

上で紹介した配当政策のどれか1つを選んで配当するかということになるが、現段階での中国上場企業は規模拡大、収益力増加、資金調達などを考慮して、現金配当、株式配当、資本剰余金配当を組み合わせている。中国では、以下の表で示すように4種類の配当政策がある。このような配当政策を本稿においては「混合型配当政策」と名付ける。

5-①	現金配当+新株発行配当 (利潤派現与公積金転増股本)
5-②	現金配当+株式分割配当 (利潤派現与送紅股)
5-③	株式分割配当+新株発行配当 (送紅股与公積金転増股本)
5-④	現金配当+株式分割配当+新株発行配当 (利潤派現与送紅股与公積金転増股本)

第3節 分析

1 資本構造上により影響

「会社法」では資本剰余金の解釈により中国企業の払込資本剰余金は配当可能となる。この要因としては、①更なる企業の競争力向上と規模拡大のために剰余金の内部留保に努めた。②「一株独大」により少数株主の意見を無視する傾向にあった。③インカム・ゲインよりもキャピタル・ゲインを望む短期投資家も多いため。という3つが考えられる。

2 資金調達により影響

資金調達について、謝東明（2009, p.19）は「利益は企業内部留保に繋がり、日米のような成熟した資本市場では内部資金調達を最優先する」と述べている。また、康玲（2012, p.24）は「中国企業の株主資本はまだ十分でなく、内部資金調達より外部資金調達が主たる資金調達の手段となっている」と述べている。楊之帆（2001, p.50）、李翠霞（2003, p.67）は「中国における資金調達順序は、株式、内部資金、債務資金調達の順で行われ、中国企業の資金調達はベッキング・オーダー理論に一致していない」と述べて

いる。

中国企業資金調達についての最近研究には呂海霞(2009)、羅君名他(2011)、武鵬他(2011)、龍飛他(2012)などがある。

中国企業の貯蓄はまだ浅い、内部資金調達より外部資金調達は主なる資金調達の手段である。中国企業の内部資金調達と外部資金調達の割合を見ると、1998年から2008年の11年間の平均値では内部資金調達割合は28.35%、外部資金調達の割合は71.65%を占めている。

第4節 結び

中国は証券市場の歴史も浅く企業の多くは国有企業からの転換のため、大株主は政府となっている。中国政府にとっては、社会主義経済の下での証券市場の開設は初めの試みであり、証券市場及び中国経済の活性化を図る為先進国における配当内容の変遷を調査し、資本剰余金を原資とした配当も可能にしたのだと推察される。そして、資本剰余金による「新株の配当」は増資になり、資本剰余金は資本金の増加に使うことができるという公司法の理に適った配当として生み出され、これによって、現金配当、株式分割配当、新株発行配当などの単独や組み合わせによる多様な配当政策が採用されるに至った。

配当政策に関しては、日米企業は「おおよそ同じような意識、考え方である」(花枝2009, p13)と指摘し、一時的な利益増では増配せず、長期的な利益増が見込めるときに限り増配する。逆に、配当削減を嫌い、多少の利益減では配当を下げない。「配当政策は硬直的、保守的に決められている」(花枝2009, p13)と指摘している。これに対して、中国企業は上述のようなさまざまな配当政策を行っている。配当政策の実施内容を見ると、企業の成長過程においては配当を行わず利益剰余金として蓄えることが、むしろ企業の継続的発展の経営戦略として必要不可欠であると中国企業は考えていたことが窺え、中国企業はこのような配当政策の随意性が以下の3点を考えられる。

- 1、企業の経営管理者が株主への酬いる気持ちが不十分。
- 2、企業発展の中長期的な計画が欠如。
- 3、企業財務戦略が先進国に比べまだ十分ではない。

利益の処理は企業にとって重要な財務戦略である。中国企業は長期的な成長のために配当政策の持続性と安定性は中国企業にとって不可欠の要素である。

注

- 1) 宮川(2013, pp.87-88)は東証に上場している1966年～2011年の全銘柄の分析を行い、有配企業数最大は1971年の90.0%、最小は2002年の68.9%で平均値は80.1%と安定的配当を行っている。宮川によれば「安定配当は、日本企業の信条のように言われてきたが、配当を安定化させたいと考えるのは米国の企業経営者とも同様である」と述べている。

主なる参考文献

- 1) 神納樹史(2012)「中国の動向」吉岡正道・主査『2012年度国際会計研究学会グループ中間報告：配当財源決定メカニズムの国際的動向』第7節(国際会計研究学会) pp.41-45
- 2) 花枝英樹・芹田敏夫(2009)「ペイアウト政策のサーベイ調査：日米比較を中心に」『証券アナリストジャーナル』(47) 8 pp.11-22
- 3) 広瀬義州(2009)『財務会計』第9版 中央経済社
- 4) 宮川壽夫(2013)『配当政策とコーポレート・ガバナンスー株主所有権の限界』中央経済社
- 5) 中国誠信証券評估有限公司(2001)『中国上市公司基本分析2001』中国財政出版社
- 6) 李盛林(2009)「上市公司資本結構特徴分析」『财会通訊(総合版)』2009年第5期 pp.33-34
- 7) 中国証券監督管理委員会編(2012)『中国上市公司年鑑2011』中国財政經濟出版社
- 8) 康玲(2012)「上市公司資本結構与融資偏好分析」『财会通訊(総合版)』2012年第11期 pp.24-25
- 9) 巨潮資訊網 www.cninfo.com.cn (アクセス2012.9/30)
- 10) S. Johnson, R. La Porta, F. L. Silanes, A. Shleifer (2000) "TUNNELING," Harvard Institute of Economic Research Paper No.1887, pp.1-13.