



# 中国の四大金融資産管理会社の 今後の方向性と発展のあり方<sup>1</sup>

顧 雷\*

## 要約

1. 中国では、四大国有商業銀行の不良資産処理を目的として、1999年に母体行ごとに設立された金融資産管理会社（AMC<sup>2</sup>）4社のモデル転換を巡る議論が行われている。AMC自身も、当初の不良資産処理業務から、証券や投資信託など既に新たな業務を手がけ始めている。
2. AMCのモデル転換に当たっては、母体行との一体化、金融持株会社、事業投資集団を目指すパターンが想定されている。特に金融持株会社への転換を図る場合、①本来の政策的性格、②コーポレートガバナンス、③業務範囲と担当地域、④人材が課題となる。
3. 所管官庁である財政部はAMC4社の存続期間を10年と定めているが、不良資産処理に加え、市場に投資銀行業務の需要がある限り、AMCの役割に終わりはない。

## I、四大金融資産管理会社のモデル転換について

中国政府は1999年、中国銀行、中国農業銀行、中国工商銀行、中国建設銀行の四大国有商業銀行の不良資産処理を目的として、それぞれ母体行ごとに東方資産管理会社（東方）、長城資産管理会社（長城）、華融資産管理会社（華融）、信达資産管理会社（信达）の金融資産管理会社（AMC）4社を設立した。銀行業監督管理委員会の公表資料によると、2006年12月30日現在、AMC4社が購入した不良資産1兆4,000億元のうち、転換社債の4,050億元を除いた1兆元近くが処理された。現金回収額は累計1,805億6,000万元で、不良資産の24.20%に達した。設立から7年にわたる努力を経て、AMC4社は所期の目標をほぼ達成したことになる。

設立当初、財政部は政策金融機関であるAMC4社に10年間の「期限」を設定していた<sup>3</sup>。2003年には、政策的に行う不良資産処理を2006年12月31日までにすべて終えるように財政部が決定したことから、AMCの寿命は大きく縮められた。このため、AMC4社の今後の役割について、

<sup>1</sup> 本稿は、中国人民大学金融証券研究所編『資本市場評論』2007年第6期掲載の「中国の四大金融資産管理会社の今後の方向性と発展のあり方」を邦訳したものである。なお翻訳にあたり原論文の主張を損なわない範囲で、一部を割愛したり抄訳としている場合がある。

<sup>2</sup> Asset Management Corporationの略称。

<sup>3</sup> 張培娟「四大資産管理公司可能面臨被關閉結局（四大資産管理会社が直面しうる閉鎖の結末）」『北京現代商報』、2005年8月2日

\* 顧雷 中国人民大学金融証券研究所 研究員

さまざまな説や憶測、議論が飛び交っている。

2007年に開かれた全国金融工作会議では、AMCのモデル転換問題について「金融資産管理会社の商業化に向けたモデル転換を加速する」と触れられたのみである。このためAMC4社は、申請したモデル転換の計画が承認されるのか、どのようにモデル転換を進めるのか、中央銀行からの再融資はいつ行われるのかなどといった問題に対する明確な見通しを持っていない。AMC4社の見通しは以前にも増して不透明である。

2005年には既に、AMC4社の経営者は総合的金融会社への移行という野心を公の場で表明し、実務面でも対応できるような態勢の構築を急いでいる。移行を目指す最初の契機となったのは、証券会社の危機である。2004年9月3日、華融は証券監督管理委員会から徳隆傘下の徳恒証券、恒信証券、中富証券の管理を委託された。その後、信達は漢唐証券、遼寧証券の管理を、東方は閩發証券などの管理を任されている。AMCに証券会社の管理を任せしたのは、当初は不良資産処理の経験と知識を活かした企業再編が目的だったようである。しかし、後にAMCにも資産の購入が認められ、傘下に証券会社を持てるようになった。

華融を例に挙げてみると、浙江省にある金融リース事業会社の華融金融租賃の運営が好調であるほか、徳隆系列の証券会社の再編により設立した華融証券も上場を控えている。また、華融は信託会社の設立も予定しており、現在、先物会社の買収も交渉中である。華融証券は工商行政管理局での企業登録を終え正式に開業した。また、中国本土では初の中外合弁経営のAMCとなる融徳資産管理有限公司も設立した。登録資本金は17億8,800億元で、華融が筆頭株主として株式の51%を保有、その他の株主はCathay Capital Company(No.2) Limitedおよび国際金融公社(IFC)である。ちなみに、Cathay Capital Company(No.2) Limitedはドイツ銀行とAIGが設立した会社であり、融徳に対する持株比率は35%で、残りの14%をIFCが保有する。以上のように、華融は金融持株会社が行う各業務の枠組みを構築している段階にある。

華融証券のほか、信達は管理を委託された漢唐証券や遼寧証券の投資銀行部門を分割して信達証券を設立した。東方は、管理を委託された閩發証券の社名を変更して東興証券を設立した。

長城の資産管理部門は、1年にわたりモデル転換への道を探っているが、興業証券や信託会社の買収に失敗し、かつ三峡銀行の再編も実現できず、現在に至るまでモデル転換の方向性を見いだせないでいる。しかし、2007年1月中旬、長城は韓国のAMCと覚書を締結し、合弁AMCの設立が決定され、当該合弁AMCが長城および他の金融機関の不良資産管理・処理を手がけることになった。また前後するが、2006年7月27日、長城は上海で中国長城投資控股(集団)有限公司を設立し、続いて約1ヶ月後の同年9月7日には、深圳で長城国盛投資控股有限公司を設立した。

総じて、商業化や市場化に向けた過程において、AMCが証券、信託、投資信託の設定・運用、リースなどの総合金融サービスを展開することは必然的と言える。積極的な事業拡大を図るAMCもあれば、機を捉えたモデル転換で金融業の免許獲得を図るAMCや、独自のアプローチを探るAMCもある。しかし、全体的には、各社の動きに一貫性はなく、目玉や優先順位を欠く雑然とした状況であり、金融のデパートの様相を呈しながらも、柱となる業務を欠いている。

## II. それぞれの発展を模索する四大金融資産管理会社

現在、多数の研究者や専門家あるいは金融監督機関の高官が、AMC4社のモデル転換の必要性

を多くの場で述べている。その中でも4社の同時転換という見方が主流となっているようだ。設立当初から4社はそれぞれ独自の性質を持っていたと筆者は考えるが、7年間の発展を経て各社の違いが拡大する中で、いかにして同時にモデル転換を図るかが争点となっている。しかし、現在、AMC4社の間に沸き起こっているモデル転換に向けた動きは、AMC4社のすべてが市場化された商業機関への転換を目指していることを意味してはいない。筆者はAMC4社の活路が複数存在しても良いと考えている。単一のモデルに依存したり、行政命令のみに頼って問題を解決したりすることに留まってはならない。

## 1. 回帰合併モデル（母体行との一体化）

多角的経営が主流となりつつある中、AMCが国有銀行との協力を強化することで、より幅広く金融事業を展開することができ、業務を成功させる見込みが高まることになる。銀行とAMCの協力により、営業免許、経営資源、ノウハウなどの強みが共有できるばかりでなく、総合的な競争力の形成も可能となり、「1+1=2」以上の効果を期待できる。

華融を例にとってみよう。工商銀行董事長（会長）の姜建清氏によれば、工商銀行は今後さらに多角的経営を進め、政策的に許される範囲でリース、資産管理、信託、保険などの業務を展開する方針という。現在、工商銀行は華融との協力強化を検討している最中であり、これには工商銀行が株式取得あるいは買収など適切な形で華融の統合を行い、工商銀行の重要な構成部分とする構想も入っている。これにより、工商銀行はリース、証券、資産管理などの業務ライセンスを容易に取得することができ、円滑な業務展開が可能になる。華融との合併が工商銀行の新たな業務展開にとってより良い足がかりとなるのは明らかで、華融も業界での地位を一挙に高めることができるであろう。

中国は今後も政策的な不良債権処理の問題に直面する可能性があるため、政策的なAMCの存在はなお必要であろう。そのため、4社のうち1社を政策的AMCとして残すことも考えられる。全国の国有銀行、商業銀行、地方銀行などで発生した不良資産の管理と処分を行うことで、国有資産の流失を防ぎ、中央による銀行の不良資産の抑制にも拠り所を与えることができる。

## 2. 金融持株会社モデル

WTO加盟後の移行期間が過ぎ、中国は海外の総合金融機関との競争にさらされており、国内でこれに対抗しうるだけの実力を持つ金融持株会社が必要となっている。しかし現在、工商銀行、農業銀行、中国銀行、建設銀行の四大銀行をそのまま金融持株会社とするのはリスクが大きい。その一方、AMCは規模が小さく、コントロールしやすいため、金融持株会社の格好の実験例となりうる。

しかし、AMC4社はいずれも自社のモデル転換に躍起になっているものの、形が替わったのみで実態は変わっていない。公務員が制服のまま業務を手がけているとも言え、市場組織でもなければ行政組織でもない中途半端な組織のままである。銀行の株式会社化前からの欠点は、現在のAMCにも受け継がれており、その見通しは明るいとは言い切れない。これはすでに単なるモデル転換の問題ではなくなっている。AMCのモデル転換は、まず出資構造や制度の市場化が先決となる。もし戦略的投資家<sup>4</sup>の受け入れもなく、株主構成の調整もなければ、新たな活力が生じ

<sup>4</sup> 「戦略的投資」とは、投機目的の投資ではなく、一定規模の中長期的な投資を指す（以上、訳者注）。

ることはない。事実がすでに証明している通り、財政部の直接指導により、運営を市場化できている会社は1社としてない。

このため、戦略的投資家を受け入れ、AMCの徹底的な再編を行うことが必須となる。なぜなら、AMC4社そのものにモデル転換への大きな障害が存在するためである。第一に、AMCには強い政策的性格があるため、真の意味での企業組織とはなっていない。企業文化、理念、意識、効率のいずれの面においても、競争の中で市場化された運営を行える段階には達していない。第二に、有効な企業統治（コーポレート・ガバナンス）が形成されておらず、株式会社への移行や資本構造の調整をそのまま進めるのは困難である。現行の経営モデルでは効果的な企業統治や財務基盤（収益モデル、キャッシュフロー、発展の展望）を欠き、今後、外資系金融機関との競争に耐えうるだけの経験も少なく、企業化の水準も低く、そのままの状態ですべての移行や資本構造の調整を行うのは難しい。第三に、現行の行政区をベースにした拠点分布では、担当する業務範囲が広すぎ負担も重く、採算に見合うように参入と退出を自由に行うという企業ではごく当たり前の市場メカニズムに基づく戦略展開が困難になっている。第四に、内部管理システムが未整備で、インセンティブ制度も十分に機能しておらず、市場条件において必要な競争意識、開拓意識、費用対効果の意識の形成が困難であり、人員構成、資質ともにモデル転換の必要性に対応できていない。このため、モデル転換の過程において、現在、冷静に考え解決策を出すべき重要な問題が多く存在している。こうした問題や困難を克服してようやく、AMC4社は真のモデル転換を実現できるだろう。

2006年9月、財政部は四大金融資産管理会社に関する「政策的不良資産清算弁法（政策的不良資産の清算ルール）の意見募集稿」（以下、「意見募集稿」）<sup>5</sup>を発表した。「意見募集稿」ではAMCに1社当たり約100億元の資本金を提供し、国が筆頭株主として25%の持株比率を確保すれば良いとしている。したがって、AMCはさらに資本金として300億元の出資金を受け入れることができる。華融、信達は海外の戦略的投資家4、5社を株主に迎える計画をすでに財政部に出しているが、名前が挙がっているのはいずれも世界の有名金融機関であり、モデル転換の一つの方向性を示している。

財政部、銀行業監督管理委員会、人民銀行（中央銀行）などの部門も、開かれたAMCへのモデル転換計画を共同で打ち出している。条件が許せば、信託、金融リース、自動車ローン、投資信託の設定・運用、証券、ベンチャー投資、商業銀行への資本参加など10分野への参入が可能になる。このことは、AMC4社のさらなる統合に政策的な拠り所を与えている。

さらに、モデル転換においてAMCが参入できる金融分野としては、以下が挙げられる。

## 1) 証券

AMC4社は過去数年、証券引受で優れた成果を上げており、さらなるモデル転換に向けて株式発行、上場などの事業展開に向けた基礎を固めた。証券監督管理委員会は2006年9月15日、証券会社の設立を申請した信達、華融、東方のAMC3社に「関于金融資産管理公司新設証券公司有関意見的復函（金融資産管理会社の証券会社新設にかかる意見に関する回答書）」の中

<sup>5</sup> 意見募集稿の規定によれば、2007年1月1日より、AMC4社の政策的業務の再融資および国家開発銀行向け発行債券にかかる利息の計上を停止し、同時にAMCの政策的業務による回収資金を制度改革を行った銀行向け発行債券の利息不足部分の支払いに充て、財政部が特別に補充資金を準備する。AMCが商業銀行に対し発行した債券は、債券の償還期限日の到来前に、財政部が時期を選んで特別国債を発行することで置き換える。

で、AMC系証券会社の業務範囲を明確にした。ブローカレッジ、投資銀行、投資アドバイザーの3業務を認めたほか、開業後の申請で承認を得れば他の証券業務も展開できることとなった。

## 2) 投資信託の設定・運用

投資信託の設定・運用も今後の金融証券分野の目玉であり、安定した収益性と低リスクという強みがあり、AMCにとっては今後の発展への一つの方向性となるはずである。2006年7月20日、信達はCommonwealth Bank of Australia傘下のColonial First State Groupとの合併で信達澳銀基金管理有限公司を設立した。現在、新会社が開発と管理を担当する最初の投資信託は証券監督管理委員会の認可待ちであり<sup>6</sup>、このこともAMCが今後投資信託分野において事業を発展させる可能性があることを示唆している。

## 3) 銀行

国内外の戦略的投資家に大きな収益をもたらした国有商業銀行の上場をモデルに、AMCは商業銀行への資本参加を始めている。

2006年10月、工商銀行のA株発行の過程において、華融、東方の2社が国内の戦略的投資家のリストに名を連ねた。華融は15億元分の株式を取得して4番目の大株主となり、東方は5億元分の株式を取得して17番目の株主となった。東方は2006年11月、戦略的投資家として江蘇銀行への正式な資本参加に成功した。

## 3. 事業投資集団モデル

AMCは、不良資産の運用や処理を柱とする業務では、優れた競争力を持つ。AMCの第一の強みは、顧客資源である。数年にわたる処理業務により、AMCは不良資産を解消した顧客のデータベースを得た。第二の強みは、資産処理のノウハウ面にある。不良資産処理はかつて、わが国にとっては珍しいものであったが、AMCの実践を通して成熟した業務になりつつある。こうした強みは銀行、証券会社といった大型金融機関にもないものであり、投資銀行、資産管理を主要業務とする民営企業や株式会社も及ばないところである。第三の強みは、すでに投資銀行業務に関わった知識と経験を持つことである。数年にわたる処理業務において、AMCは鄭州百文株式有限公司の不良資産の処理や優良資産の注入による再編、中国紡織機械会社の業界再編、河北凌雲の株式競売、酒鋼宏興の上場など、資本市場において一定の実績を上げており、AMCの事業モデル転換を後押しする人材が育っていると同時に、投資銀行業務に対する評価も得ている<sup>7</sup>。このため、筆者はAMCの事業投資集団へのモデル転換を完全には排除していない。関連業界から金融、マイクロエレクトロニクス、非鉄金属、化学工業、食品・飲料、鉄鋼、不動産などの業界を選び、再評価を行い、これらの強みのある産業を土台に投資銀行業務を発展させることができる。

<sup>6</sup> 同公司による第一号の投資信託は、2007年3月に設定・販売された（以上、記者注）。

<sup>7</sup> 陳義斌「10年大限定生死？四大資産管理公司転型大投行（10年の期限が生死を定めるか？四大金融資産管理会社の大投資銀行への転換）」『中国投資』2007年第1号

## IV. 結び

総じて、AMC4社は大きな試練と好機に直面している。財政部はAMC4社の存続期間を10年と設定していた。つまりAMCは生まれながらにして10年の寿命を知らされていた奇妙な組織であり、AMC業界全体の今後の動向に不透明感をもたらしていた。市場化に向けた改革が進む今日から見れば、こうした判断は性急すぎたばかりか、不公平ですらあった。

振り返れば、2004年の時点では、AMCが証券業界に参入する能力や展望について、疑問を呈した人々もいた<sup>8</sup>。しかしわずか2年後には、AMC3社が証券会社の営業許可を取得し、小さいながらも収穫を得たことがはっきりと示された。資本市場では近年、華融や信达、長城が投資銀行の主要業務の一つとして引き受けた株式十数銘柄が相次いで上場を果たした。AMCは企業財務向けのコンサルタントとしての役割もしっかりと果たした。このため、AMCに疑問を呈した人々は、市場を十分に研究し、資本市場の環境を十分に研究した上で改めて結論を下すべきであろう。「市場を前にして価格を論ずることなかれ」である<sup>9</sup>。

「十年の生死、両（ふたつ）ながら茫々たり」——。かつてAMC4社の職員は、会社や個人の不安定な将来に対する気持ちを、昔の詩を引用して表現した。しかし今や、職員たちはすでに十分な心の準備ができたようである。私の見るところ、市場に不良資産処理の需要がある限りAMCは存続し続け、市場に投資銀行への需要がある限りAMCは生存し続ける。自身のたゆまぬ努力さえあれば、事態は必ず好転しつづけるであろう。

<sup>8</sup> 易憲容「四大資産管理公司何去何従？（四大金融資産管理会社はどこへ向かうのか？）」『中国経済時報』、2004年12月3日

<sup>9</sup> 「大限即将来临 四大資産管理公司転型悄然上路（期限まもなく到来 四大金融資産管理会社のモデル転換ひそかに進行）」<http://www.fx120.net/>（2006年1月20日）

## 著者紹介

顧 雷 (Gu Lei)

中国人民大学金融証券研究所 研究員

1964年生まれ。85年上海大学文学院卒、2003年中国人民大学法学院（大学院）卒業、博士。

上海市人民政府、海通証券、上海財経大学法学院を経て現職。

主要著書に『証券犯罪の傾向と処罰』『証券市場における新しい犯罪の見分け方と賠償手段』などがある。

- ・中国人民大学金融証券研究所は、中国の重点大学の一つである中国人民大学内に設置された金融分野・証券分野を研究するシンクタンクである。



*Chinese Capital Markets Research*