

## 中国の国有株政策

小林 和子

二〇〇三年五月現在、中国について語るとき、SARS（重症急性呼吸器症候群）にふれずにはすますことはできない。私は四月半ばに北京に滞在したが、病の都から抜け出て帰る場所を持ち、実際に帰れる人間と、そこに住み、どこへも出て行けない人間には、大きな壁があった。私は帰って来た。私の学生たち、北京大学の関係者、友人たちは北京にいる。

国際交流基金からの派遣で北京大学現代日本研究班の教授としていく契約はすでに二月末に交わっていた。三月も半ば、国際的にはアメリカの対

イラク開戦が、中国国内では第一期全国人民代表大会が紙面のトップであったころ、新型の悪性肺炎のニュースが急速に拡大した。中国でも「非典」（非典型性肺炎）の報道はされていたが、大したことはないという政治的判断で、四月三日には「制圧できている」と発表された。危険性はあるけれども注意すれば大丈夫だろうと私も思っていた。ところが、四月六日、タイから北京に入ったILO事務局長が死亡したという報道が出た。これはかなりの衝撃であり、すぐさま北京の知人や国際交流基金に問い合わせたが、「現地は平

静です」「ご自分が元気であれば大丈夫です」という。つまりは、自己責任の範囲だということだ。

北京に消毒用アルコールの用意を頼み、自分では総合ビタミン剤とビタミンC剤、マスクとウエットティッシュをたっぷり持って出発した。着いて二日ぐらいはマスクをして外出すると、「日本人だ、日本人だ」と神経質ぶりを笑われた。三日目頃から、中国人のマスク姿が増え、大学構内の診療所「口腔科」の前には列ができていた。四日目朝に大学内で感染者が出たことが発表された。さあそれからが狂騒状態である。消毒、消毒、換気、換気……。朝の八時に部屋に入ってきて、カーテン全部はがして持っていく。急に衛生観念に目覚めて、「洗濯しないもの」と決まっていたカーテンの洗濯をするのだ。レストランでは食器類の煮沸消毒を行い、とてもさわれない熱さ

の湯呑みが置かれたテーブルでは、薄いビニールのカバーが目の前で溶けた。天津の人は「北京に行きたくない」、北京の人は「北京大学に行きたくない」という状況になってしまった。

当初、日本人のきれい好きが感染者を出さないのだろうといわれ、私もそう思った。しかし実際には、WHO西太平洋事務所の専門家がいう「幸運と防御体制」によるものだろう。感染者の乗った飛行機に乗り合わせなかった、席が離れていた、体力があった（免疫力があった）という幸運、地上では中国人が感染者であった場合、日本人は現地医療関係者でも家族でも友人でもなく、看護も見舞いもせずにすんだ、という「距離」が大きい。感染地域の人々に少なくとも「体力」という幸運があることを祈りた

## 中国国有株の現状

最初に中国市場における上場会社の資本構成を見ておきたい。流通しない株式の多さには目を見はらされるばかりである。

株式制度は現代企業制度の中心的形態であるが、中国では国有経済の重要な現代的形式でもある。社会主義国有経済は株式の資本としての性質を排し、生産を社会化する組織としての形式を「吸収し、借用する」というわけだ。「社会主義市場経済」というのは市場に重点をおいた表現で、国有経済の観念からすれば「社会主義現代企業制度」が株式制なのである。その実態は、自己評価による資産の現物出資である。条件の整った国有企業はその状況に応じて独資企業（国家が100%出資・保有する企業）から株式制企業に体制を

上場会社の資本構成（％）

	1992	1995	2000
非流通株 計	69.2	64.4	64.3
国家株	41.4	38.7	38.9
発起法人株	13.1	15.9	16.9
外資法人株	4.1	1.4	1.2
募集法人株	9.4	7.3	5.6
内部職工株	1.2	0.4	0.1
その他（転配株）	0	0.1	0.9
流通株 計	30.8	35.6	35.7
A株	15.9	21.2	28.7
B株	14.9	6.7	4.0
H株	0	7.7	3.3
合計	100.0	100.0	100.0

（出所）『中国証券期貨年鑑（2001）』（内訳の数字が不正確で、計が合わない）

変え、政府と企業の関係を明確に区分し、経営を合理化し、競争力を高めることが期待された。旧来の国有経済の中で循環しなくなった社会的余剰資金を株式投資の形式で市場から吸収し、社会から新しい資金を入れることで企業として甦らせようとしたわけである。しかし、生産力の水準が低く生産の社会化も進んでいない国有小型企業の場合にはこうした株式化はできず、株式合作制の形をとった。株式合作制とは一種の協同組合で、労働者全員が多少の額の差はあれ株式の形で投資し、共同して働き、運営する。極小企業の場合は個人経営あるいは少人数の共同経営になった。

大国有企業が株式制を採れば、経営難の企業や競争力のない企業に対して合併、買収、提携、持株会社化等が行い易くもある。その企業の労働者に株式を持たせることはまた労働者と企業の間を密接にし、企業の発展に関心を持たせ、積極的

に生産に関与することを可能にした。カラーテレビ、空調機器、冷蔵庫、印刷、化学工業、石油化学、化学繊維、医薬品、電力、紡織、鋼鉄、建材、航空、建設機械、商業等の分野では、上場会社が主導的な、あるいは重要な地位にある。しかし中核の観念は「公有制」「国有資産」であり、資本の中では国有資本に支配的な地位を保たせねばならなかった。

とはいえ、中国経済が「市場化」し、「株式化」した最初から、「国有株」という言葉があったわけではない。深圳経済特区が株式制への改革を始めた当初はまったく使われず、学者の世界にはあっても証券界では受け入れてこなかった。一九八六年一月一日の同市政府初の関係規定（「国营企業株式化試点暫行規定」）は「普通株と優先株への区分」を明確にしただけである。しかし一九八八年四月、深圳發展銀行の株式が上場流通を開

始した後、関係当局は国有の株式・法人企業保有の株式の流失を恐れて、基本的にこれらの流通を禁止した。同じく普通株ではあるが、個人株主が持つ部分は売買自由なのに、国有株主や企業株主が持つ部分は売買できない。このため、深圳の個人投資家たちはだんだん前者を「個株」「私株」、後者を「国家株」「公株」などと呼ぶようになった。一九九〇年にはすでに深圳の上場会社は文書中に持ち手で区分した「国家株」「企業株」「社会公衆株」などの語を用いた。国家レベルの機関としては、一九九〇年一月五日中国人民銀行深圳経済特区分行の出した通知が初めて「国有株」「企業法人株」「個人株」「公株」などを用いた。この通知は「国有株」「企業法人株」が流通過程で流失し、「公株」が「個人株」に変わってしまつことを防ぐ目的で出された。理論界にも証券界にも、国際的な慣例は普通株・優先株の区分で

あり、「国有株」などの概念は中国に特有のもので、いわばローカルな特産物のようなものであるとして、反対するものがあつた。しかし、中国株式市場の試行段階では先に見たように国有株の支配力は維持されねばならなかつた。また実際に相当の長期にわたり、国有株は大きな比重を占め、他の国の証券市場にはない中国市場の特性を生み出した。「国有株」の現実的意義がその名称を定着させたといえる。

国有株誕生の源は国有資産にある。過去にあつては国有資産の存在には資産権利は現実的な意味をもたず、責任を負う者も無かつたが、国有株に変わった後の現在は当然に誰かが責任を負い、資産権利も現実的なものになった。この変化の過程で、中国特有の、国有株の「人格化」問題も生じた。日本を例にとれば、旧電電公社の民営化に当たって、まず全体の資本金額を確定し、大蔵大臣

所有としたのと類似の問題である。ただし、日本には民営化企業は片手で数えられるぐらいしかなかったが、中国には数万あり、今後の株式化の進行を考えれば母体は数百万ともいわれている。

国有株とその具体的な保有者名、すなわち個別の国有企業毎の国有株授権機構（例えば○○省○○局など）との間の関係には決まった形式はなく、規範もない。すなわち国有株権代表の資格と身分、代表委員派遣の方式、委員の明確な権利と義務、委員に対する監督制度などはまだ形成されていない。国有株権の代表人を持たない企業も少なからずあり、その場合には企業の法人代表である董事長が国有株権の代表となる。国有株は上場流通しないだけでなく、株式の割当や株式配当もない（現金配当のみ）。また割り当てられたとしても資金が無いためその権利を放棄せざるを得ない。結果として、株式制国有企業における国有株

の比重は下がり、国有株保有者側から見れば流通株との不平等が拡大する。国有株の存在には一定の合理性があるとはいえ、市場の側からすればいつ流通に出てくるか、企業のガバナンスの歪みなど問題点も多い。何より素朴な疑問として、流通しない株式は株式といえるのか。中国市場の発展のためには国有株の流通こそが最大の難所ではないか、と考えられてきた。

中国の統計には強い信頼性は置けないが、ざっとみたところ二〇世紀末から二一世紀にかけての数年間、上場企業の国有株比率はほぼ三分の二に達する。市場流通株式の二倍もの量の非流通株式が存在するのだ。この眠れる国有株を全部流通させるという大問題については、一九九〇年代前半からすでに少なからぬ学者と投資家達から提案があった。一九九六年六月には当時の國務院証券委員会が専門家を集めた座談会で、中国社会科学院

のある研究員から具体的な案が提起されてもいる。しかし、まずは国有企業を株式化して、市場を通じて業績を改善することが先決であり、そのために株式市場の確立を急ぎ、国有株式の流通問題は後に回された。これが前面にでてきたのは、世紀を越えて、WTO加盟見通しを控えて、株式市場の好調が継続した時期である。

## 国有株減少政策

国有株の減少は部分的には一九九〇年代半ばから始まっている。一九九四年四月に珠海恒通集団は上海建材集団保有の棱光実業株式三五・五%を買取り、筆頭株主となった。これが最初の国有株の転讓例であり、売り手の財務上の理由によるものであった。同年九月には陸家嘴が資本構成の不合理性等を理由に、一株二元の価格協議で国有株

二億株を初めて買い戻した。ややあって、一九九九年に入り雲天化が集団会社保有の国有法人株買取りを提出するなどの事例が出始めたため、同年九月中国共産党は「国家支配に影響しないという前提の下で国有株の適当な減少」を認めた。翌一〇月中国証券監督管理委員会は国有株放出の試行方案をまとめた。上場会社国有株の一定部分を同社の流通株株主に優先放出し、残額は証券投資基金に再放出する、価格は純資産価格以上、PER一〇倍以下の範囲とされた。個人が持った分は直ぐに上場流通可能で、基金の分は二年内に可能となった。一一月には一〇企業が選定され、中国嘉陵と貴州黔輪胎の二企業から開始した。その後、残る八企業では実施されず、別の二企業が実施した。

二〇〇〇年六月に財政部の責任者は、社会保障制度に新たな資金調達の方法を開拓する計画があ

り、国有資産の一部を用いることがあると指摘し

た。同年八月下旬には、一〇月下旬にも国有株の

減少が実施されるとの噂で市場は暴落した。一〇

月に入ると國務院の体制改革関係者が国有株を減

少させる方法は、放出、買戻し、量を圧縮して流

通させる、入札売買、株権の債権への転換の五方

法だと示し、年内にも開始することを示唆し、実

際二企業が買戻しを実施した。二〇〇一年に入

り、さらに数企業が試行した後、國務院が六月一

二日に以下の法律を正式に発布したことにより、

国有株減少政策は正式に動き始めた。

国有株減少により社会保障資金を調達する管理

暫定法（減持国有股参集社会保障資金管理暫行弁

法）

第一条 社会保障体制を確立し、社会保障基金に

新たな資金調達の方法を開拓し、国有企

業の改革と発展を支持する為に、本弁法

を制定する

## 第二条

本弁法で国有株（国家株と国有法人株を

包括）の減少というのは社会公衆及び証

券投資基金等の公共投資者に向けて上場

会社（これに準ずる会社を含む）国有株

を転讓する行為である

## 第三条

國務院は国家を代表して国有株所有権を

統一行使する。本弁法が国有株主授權代

表単位とするものは、国有資産「国家所

有、分級管理、授權經營」の原則によ

り、国家を代表して上場会社の国有株を

授權される単位である。

## 第四条

国有株を減少して調達された資金は全国

社会保障基金に渡され、理事会が管理す

る。具体的な管理弁法は財政部が制定し

國務院の承認後実施される。

## 第五条

国有株減少は主に現存国有株を社会向け



に発行する方法を取る。全国性の国有企業である株式会社（海外上場会社を含む）は、公共投資者向けに初めて株式を発行するとき、および増資のときに、その資金調達額の一〇％に相当する金額の国有株を放出しなければならない。設立後三年未満の株式会社は、国有株売出しに替えて一部株式を全国社会保障基金理事会の持分にし、その会社が株式を公募するときに一回あるいは数回に分けて放出する。現存国有株式の放出収入はすべて全国社会保障基金に支払われる。

第六条 国有株の減少は原則として市場価格方式を取る。

第七条 国有株の減少は部門共同（部際連席）会議により審議、実施される。この会議は財政部が招集の責任を持ち、国家計画委

員会、国家経済貿易委員会、労働保障部、中国证券監督管理委員会、全国社会保障基金理事会で構成される。主な職責は国有株減少の資金調達計画と定価原則を確定し、関連するその他の重大問題を研究解決することである。

第八条 部門共同会議事務局は財政部に置き、具体的な事務を引き受ける。

第九条 部門共同会議は国有株減少を確定し、その株主授權代表單位に次の資料の提供を求める。(1) 国有株減少説明書（草案）及び放出引受けの協議、(2) 国有株主授權代表單位、引受主幹事の、株式放出収入の支払いに対する書面承諾、(3) その他

第一〇条 中国证券監督管理委員会は上場会社の国有株減少に関する情報公開と市場監督管理規則を制定する責任を持つ。

第一条 全国社会保障基金の創設と理事会の設

立。全国社会保障基金は国有株減少・放出で得られる資金と中央財政予算からの

拠出及びその他の方式で調達された資金で構成される。その理事会の主な職責は

(1)各種調達資金の管理、(2)財政部と労働保障部共同の指令と確定方式に基づき、

資金を拠出する、(3)国内外の専門投資管理機構を選択し、基金の運用を委託し

て、その保持増殖を実現する。(4)基金の資産、収益、資金フロー等の財務状況を

社会に公表する、(5)国務院の定めるその他の事項

第二条 現存国有株売出しの収入は、引受主幹

事とその収入を取得して二日以内に、財

政部予算が設置する指定科目に振り込む責任を負う。財政部はこれを五日以内に

全国社会保障基金理事会に移転し、関係

単位の国有資本金を減少する手続きを行う。

第三条 基金の運用を受託した専門投資管理機

関は全国社会保障基金理事会に対して定期的にその経営状況と業績を報告し、基金理事会を通じて社会に情報公開して監督を受けねばならない

第四条 部門共同会議は社会保障資金の需要と

証券市場の発展状況によって、現存国有株の放出と同時に、一部上場会社の国有株の割当及び一定の買い戻し等の方式を試すことを選択できる。試験的方式は部門共同会議の審議を経て、国務院の批准

後、組織・実施される。

第十五条 本弁法実施後、上場会社国有株の「市

場外での」協議転讓は、非発起人国有株

を含め、財政部の確認を経て行われる。

協議転讓により国有株権が発生し減少し変化するに際して、国有株主授權代表単位はその転讓収入の一定比例部分を全国社会保障基金に支払う。具体的な比率や操作方法等は部門共同會議が制定し、國務院の批准後に実施される。証券登記会社は財政部の發出文書により、株権の氏名変更手続きを行う。国有株主授權代表單位は上場会社国有株を銀行貸出と企業債券發行の抵当担保となしうるが、その上場会社の国有株総額の五〇％を超えて使用することはできず、具体的な管理弁法は財政部が制定する。

第一六条 本弁法は頒布の日より施行される。

この法律に基づき、二〇〇一年七月に、北生業、烽火通信、華紡股份、江汽股份の四企業が、

新株發行説明書に一〇％の国有株を放出することと、新株發行価格を時価とすることを表示して、新株發行と並行する国有株減少の先鞭をつけた。同月、社会保障基金は初めて機関投資家として中国石油化学のA株發行に参加した。九月には天大天財、新華製薬、全興股份の三企業が、A株發行と並行して国有株を減少する初の上場会社例となった。

しかし、この間、株価は下がり続けた。六月一四日の上海証券取引所総合指数は二二四五、一月二二日には一五一四である。増資新株發行を一〇〇とすれば国有株放出は一〇なので、数量的には株価の下落の理由を後者にのみ求めるわけには行かない。とはいえ、この調子で多数の国有企業が株式放出を続ければ、既存流通株式の株主権は希釈化される。新株發行価格での放出は予想に反して高すぎた。そもそも一般の投資家の大半は退

職した労働者と失業者であり、市価の下落は死活問題である。恐怖を持って膨れ上がる市場のこの不安心理を抑えることはできなかった。二〇〇一年一月二二日、中国证券监督管理委员会は國務院に報告した後、前述弁法の第五条の執行を停止した。深圳・上海両取引所の個人株はすべて息を吹き返し、値幅制限実施以来、一日では最大の上げを結果した。

## 失敗後の百家争鳴

それなりに準備を重ねて正式に発布された政策が僅か四ヶ月で中断されることは、たとえ暫定的な措置であるとしても珍しい。政府の威信にも傷がつく。それでもこうせざるを得なかったのは、市場の激しい拒否反応を放置できなかったためである。とはいえ、市場は市場として、政府には

政府の立場、すなわち社会保障基金のための資金調達が必要がある。最終的に国有株の減少政策は停止されるのだが、そこに至るまでには多くの議論が重ねられた。

二〇〇一年一月三日、証券監督管理委員会には国有株減少政策について一般からの意見提案を公開で求めることを宣言した。二月一八日に発表された結果では四二三七件の建議・提案が集まった。内容的には①国有株の割当、②流通株に対して国有株の比率を調整（買戻し、圧縮して戦略的投資基金に持たせる、増大して流通株主に無償贈与するなどを含む）、③第二市場の開設、④将来の一定期日を流通開始の日と予告する、⑤ワラントの発行、⑥保有のための基金設立、⑦その他（現存量売出し、国債への転換、社会保障基金への一部直接拋出等を含む）の七種類に分けられる。委員会はホームページで、四証券研究機関が

まとめた「国有株減少（流通）基本方案の第一集」報告を公開した。

年が明けて、二〇〇二年一月二日、國務院發展研究中心は専門家を集めた公開討論会を開き、七種類の方案を比較検討した結果、以下の折讓割当方式に集中することとした。一月二六日には証券監督管理委員会がネット上で「国有株減少方案の段階性成果」（一部の非流通株を用いて、全流通の予想下に公開競争入札で「全流通株価」を形成させ、時価との差額を流通株主に補償する。補償の方法は非流通株の低値・無償割当あるいは引受権の割当など）を発表した。この影響で株価はまた下がった。

上海新金融工程研究員の王林と中国社会科学院金融研究中心の李茂生たちは、「直ちに国有株の増加を止め、五年の緩衝期間を置いて、一〇年後には全部流通株に転化する予定で、国有株現存

量を漸減する」ことを提案した。株式市場の受容能力と投資家の心理を考えれば「漸減」の具体的な進め方は慎重でなければならず、この五年、一〇年という目安は悪くはないと受け止められた。

この提案は二〇〇一年に行われたので五年後とは二〇〇六年、すなわちWTO加入後金融サービス貿易が全面開放される年である。この間に国有企业改革を進め、業績が上がっていれば、開放された市場に流入する外国資金が市場の規模を拡大し、その後の一〇年で市場がゆるりと国有株放出を受け入れることが可能になるだろう、という提案である。年限の妥当性だけでなく、中期・長期的な漸減のスケジュールが明確であれば、市場心理の起伏は抑えられ、市場価格に与える衝撃は大きくは無いただろう、と考えられた。他方で、社会保障基金の原資については、国有企业の資産が相当の責任を持って当然ではあるが、この提案の

ように五年も待つことはできない。国有経済の戦略的調整や、国有独資企業の体制改革・売却、国有上場会社国有株の売出し等を償還資金とする特殊債券の発行などが考えられた。

二〇〇二年六月二十四日の『中国証券報』は国務院が国内証券市場を通じて国有株を減少する政策の停止を決定したと報じた。財政部と証券監督委員会のスポークスマンによると、この減少政策の方向性は正しく重要性も高いが、時間をかけて慎重に検討しながら進める性格のものであり、系統的であつ市場全体に受け入れられる実行方を制定するのは困難である。また、全国社会保障基金については国家財政からの抛出と海外上場時の上納等の形式で現在相当の規模に達しており、国内市場から調達する必要は当面は大きくないとされた。さらに、国有株の一部分を必要に応じて株式配当する、戦略的投資家向けの協議転讓等の形式

で資金化することも考えられている。

## 全株流通への道のり

中国の国有株減少（流通株化）政策は試行期間の後正式に発動されたが、僅か四ヶ月で一部条文の施行を停止し、数ヶ月の公開討論に基づいて一つの方向を出したにもかかわらず、結局正式発動から一年で停止された。投資者と証券業界の巨大な圧力に妥協させられた結果だと批判する学者もあるようだ。SARSに対する当初の隠蔽策に見られるように、政治が何より優先する中国で、政治が市場に負けた珍しい例ともいえる。いくらかほとぼりが冷めた現在、この問題を見直してみると、そもそも政治の側の論理構成にお粗末などころがあり、市場の側はあくまで市場の論理で対応したというにすぎないのではないか。

社会保障基金の資金調達には政治の側の大問題である。日本でも年金問題は頭の痛いところであるが、社会主義中国では建国の苦しい時代を耐え忍んだ国民に安定した老後を保証できないようでは政治は崩壊する。この資金調達は国有株の放出で安易に市場から行おうとしたことに無理があった。市場の反応を過小評価した放出は、かえって国有株問題の市場にとっての恐ろしさを浮かび上げさせる結果となったのではないか。中国市場の実態は、一〇数年にわたりこの問題を棚上げにして形成された、目先の需給と、これ以外の政策に一喜一憂する投機的市場である。国有株問題は確かに市場の問題ではあるが、中国国有経済の根幹を揺るがす所有と支配の問題でもある。

「中国証券市場が「種姓制度」（普通株・優先株以外の所有者による株式の種類）をなくして、普通株の全流通を実現することは抗すべくも無い歴

史の過程である」といわれる。しかしこれは学者と市場関係者の観念であつて、政治の側には国有株の所有による企業支配の「権力」を手放す根拠は無い。今回の減少の目途も基本的には五〇％超の保有を確保することが暗黙の了承であらう。遠い将来を見据えて国有株の全流通を本気で考えるとするならば、先ずはこの所有による支配の放棄を国家レベルで明確にした上で、隣国日本の経験に学んで市場状況を考慮した民営化株式の放出をすることにあらう。

〈参考文献〉

- 方軍編著『国有股减持透视』二〇〇二年  
 李茂生、苑德軍主編『中国証券市場問題報告』二〇〇三年  
 宗寒著『国有經濟読本』二〇〇二年

(こ)はやし かずこ・当研究所理事・主任研究員