

## 中国市場——非流通株解消の進展

小林 和子

### はじめに

中国の株式市場には他国にない一大「歴史遺留問題」がある。

社会主義体制下では一つの村や事業が職域・生活の「単位」であり、国有企業は所属する人々の「生老病死」のすべてに無限責任を持った。その資産はすべて全人民の「公有」であり、管理・支配権は国あるいは各レベルの政府組織が掌握していた。組織を経済面で「会社」にし資産の一部を

株式化しても、所有権や支配権に関する考え方をそう簡単に切り替えられる道理がない。いやむしろ、社会主義型の国家の全民代理権時代に比し、資本主義的な国家の所有権が明確に意識されたと見るべきではないか。

国家株は国家の所有権を示す。とはいえ、「国家」が歩いて株主総会に出席することはできない。権利の行使は以下の三種類の部門が代表して行う（\*持株組織）。

全民—国家（政府）—財政（国有資産監督管理

委員会等）部門\*

— 財政（同上）部門 — その  
他の部門（國務院、地方  
人民政府等）\*  
— 政府授權機關 — 授權投資  
機關（國家投資會社等）\*  
國家株及び国有企業が持つ法人株の上場流通は  
禁止されてきた。

昨年来、これらの非流通株の解消政策が急進展  
しているのは、国内的には民営企業の發展により  
国有企業の非効率性を強く認識させられ、國際的  
にはWTO加盟により二〇〇六年内の対外開放を  
目前に銀行業の競争性を高めねばならなくなった  
ことによる。非効率的な国有企業に対する傳統的  
な銀行の政策融資の累積こそが中国の構造的な不  
良債権を形成してきた。累積した負債と余剰労働  
者を処理し、退職労働者への社会保障基金の資金  
源を確保し、企業本来の業務とは異なる社会福利

的事業を切り離すという、全面的なリストラの、  
根幹となる原動力が國家株の流通化に求められて  
いるのだ。

### 国有株政策の歩み

中国に株式会社制度が復活したのは一九八四年  
で、一九九二年五月に「株式会社規範意見」その  
他により、中国の証券市場には國家株、法人株、  
公衆株、外資株の四種類が並存していることが明  
確にされた。とはいえ、市場の安定的發展を期  
し、国有資産の流出を防止し、国有企業の支配株  
主としての地位を確保し、かつは市場監督を有利  
にするために、國家株・法人株の上場流通は暫時  
停止された。同年七月にはSTAQ市場、九三年  
四月にはNET市場（共に気配の自動通報システ  
ム）が認められ、法人株の場外流通の場となった

が、九九年九月に政府の場外取引禁止政策で停止させられた。この他の方法、すなわち法人間で協議して相対で譲渡する、社会公衆向けの譲渡（「転配株」すなわち株主割当増資引受権の譲渡を含む）、担保・質入、株式に転換しうる債券の発行、現金買入れ（多く証券会社による）、親会社の資産で買入れるなどは可能だった。国有株の権利が侵害されないように関係当局の審査を経た上ではあるが、場外協議方式による譲渡が一般に行われてきた（九四年四月最初の国有株譲渡に始まる）。

国有株の流通要求が強くなった時期は三回ある。一九九九年一〇月には「国有株売出し」政策が実施され（第一回）、二〇〇〇年四月には国有株・法人株の転配株の上場が決まり（第二回）、八月に協議方式は暫時停止された。二〇〇一年六月には国有株減少弁法が出されて、市場への国有

株売出しが始まったが、同年一〇月二二日には新株発行・増資の最中は国有株減少政策を暫時停止することを定めた。政策実施は段階的に行うとされ、二〇〇二年一月に国務院発展研究中心の主催した公開討論会では関係者・市場のすべてに「ウイン、ウイン」となる状況を目標とし、同年六月二四日に国務院は市場における国有株減少の執行停止について公表した。この後、再び協議譲渡方式が復活、拡大し、当局の審査も迅速化した。とはいえ、停滞する国有企業に対比して力をつけた民営企業が買い手に回ることも多く、国有資産の適正評価、買い手企業の信用・資力、安易な上場達成の手段にされるなど、いろいろの面で問題が生じた。

現在の中国では国有株減少に向けた個別企業の改革に関して「股權分置改革」の語が多用されている。この語が初めて使用されたのは二〇〇三年

一月に証券監督管理委員会主席の発表した「視点」の中であり、以来学会も市場もこれを用いるようになった。二〇〇四年二月の國務院発表「資本市場の改革開放と安定的発展の推進に関する若干の意見」は中国市場における「股權分置」、すなわち各種の異なる権利を持つ株式が並存していることを「問題」と承認し、積極的に、かつ穏やかに解決する方針を提出した（第三回）。この改革の過程は「公開」「公平」「公正」原則に乗って行われ、インサイダー取引や相場操縦などを厳に排し、労働者の合法權益を十分に保護、社会の安定を維持することを標榜している。その後、同年一二月には非流通株をC株と称して取引所取引が開始されたが、強い反発を受けてすぐに停止された。

非流通株保有・大株主と流通株・公衆株主との利害の対立を一刀両断に解決することはできない

が、放置しておいては株価が合理的に形成されず、証券市場は投機市場と化し、市場經濟の発展を妨げよう。上場会社であるのに大株主は株価の変動に無関心、他方で少数派の中小株主の議決権行使は有効な規制とならない。これではコーポレート・ガバナンスなど考えても無駄というものだ。しかし、国有中小企業 of 株式化時代から重要大企業の株式化時代になり、さすがに「公有制」で「国家大株主が支配」では株式市場はうまくいかないことが痛感された。停滞する国有企業の資産を順調に流動化し、資産価値の増大を求めて有効に管理運営するには、まともに機能する資本市場が必要である。

総株式資本の株数実額は二〇〇四年には九〇年の一〇倍以上だが、九五年以後国有株の比率はむしろ上昇し、他を遠く引き離れた圧倒的大株主の座を維持している。業種で見ると採掘・電力・ガ

## 上場会社の各種株式タイプ（％、1990－2004）

	未流通株	国有株	法人株	外資法人株	流通株	A株	B株	海外上場外 資株（万株）
1990	61.29	45.50	2.78	8.50	38.70	38.70	0.00	0.00
1991	56.67	37.14	1.32	4.04	43.33	43.33	0.00	0.00
1992	69.82	43.99	12.48	4.18	30.18	15.88	14.30	0.00
1993	72.24	51.18	9.65	2.01	27.76	16.10	5.56	6.09
1994	67.21	46.00	11.80	1.94	32.79	20.83	5.63	6.33
1995	64.75	41.87	13.33	1.89	35.25	21.33	5.69	8.23
1996	64.90	41.26	13.01	1.74	35.10	22.27	5.37	7.46
1997	65.57	42.25	12.42	1.52	34.43	23.68	4.48	6.27
1998	66.07	44.16	11.48	1.33	33.93	24.73	4.09	5.12
1999	65.31	43.53	11.97	1.18	34.69	26.88	3.52	4.29
2000	64.37	43.72	12.11	1.10	35.63	29.03	3.11	3.47
2001	65.42	49.64	9.56	0.78	34.58	25.38	2.58	6.60
2002	65.46	49.86	8.83	0.79	34.54	25.89	2.33	6.32
2003	64.78	49.42	8.68	0.86	35.22	26.96	2.22	6.05
2004	63.94	48.62	9.04	1.04	36.06	28.16	2.21	5.69

[出所] 何如主編『股権分置改革操作実務と后股権分置時代』

\* 未流通株にはこの他内部職工株が含まれる

ス・交通運輸・穀物保管倉庫・金属非金属・情報技術などでとりわけ比重が高い。「国家大株主」型企業では上場取引される株式の数量は極めて少なく、中小・個人株主の間で投機的な価格形成が行われてきた。上場会社とはいえファンダメンタルズなど一顧の余地もなかったのである。

## 改革管理弁法の概要

二〇〇五年四月二十九日、証券監督管理委員会は「上場会社股権分置改革試行に関連する問題の通知」を出し、改革試行が正式に開始された。第一次試行会社四社は五月九日に公表され（三一重工、紫江企業、金牛能源、清華同方）、数日以内に改革方案が公になったが、一社（清華）は臨時株主大会で承認されなかった。同月三十一日には第二次試行活動が開始され、六月二十九日に四二社の社

名が公表された（宝鋼股份、長江電力、中信証券他）。市況は七月から上向き、選択された企業も良く、このたびは全社の改革方案が承認された。指導方針は九月四日発布の「上場会社股權分置改革管理弁法」（証監発〔二〇〇五〕八六号）にまとめられた。

#### 上場会社股權分置改革管理弁法

- 第一章 総則
  - 第二章 操作程序
  - 第三章 改革方案
  - 第四章 改革後の会社の原非流通株式の売出し
  - 第五章 デイスクロージャ―
  - 第六章 仲介機関
  - 第七章 監督管理措置と法律責任
- 改革の基本は非流通株と流通株の間の利益均衡を図り、A株市場における株式流通の制度的差異を解消することであり、その過程は公開、公平、

公正の原則により行われる。まず非流通株主全員の、あるいは三分の二以上の合意で改革動議を提出し、会社役員会はこれについて関係各方面の同意を得た上で、株式の売買停止を申請する。A株市場関連株主会議の通知を出して一〇日以内に、会社役員会は投資者座談会、メディア説明会、ネット上の説明、機関投資家への訪問説明、一般からの意見受付など多様な方式を通じて非流通株主に協力して、流通株主に十分に説明し、広範な基盤の上に合意を形成することに努める。意見募集はホットライン、ファックス、電子メールなどによる。

両種株主全体の意見をまとめ、関係政府部門、法律家などのチェックを入れて調整した上で、役員会はこれを公告し、株式の売買再開を申請する。改革方案を審議する関連株主会議（ここで再び売買停止）では（三日以上のネット投票も含

む) 議決に参加する株主の議決権の三分の二以上、かつ議決に参加する流通株主の議決権の三分の二以上の賛成で、議決される。議決後、役員会は一両日以内にその結果を公告し、取引所の定めた時間内に改革方案の実施と売買再開を公告しなければならぬ。否決されたときには、非流通株主は三カ月後に再度改革方案を提出できる。

数ある国有企業の中には「問題児」も存在する。上場会社が次のような異常な状況にあるときには、改革はどうするのか。関係者に調査中のインサイダー取引案件がある、株式取引が相場操縦の件で調査中である、あるいは機関乃至個人に株式の違法集中保有がある、支配株主が会社利益を侵犯した件で調査中である、等々の場合には、調査が終了し、こうしたリスクを解消した後に、改革を進めることができる。その他の異常状況については証券監督管理委員会の判断に委ねられ

ている。

改革方案は株主全体の現在及び将来の利益、会社の発展と市場の安定化を考えて、各会社の現実に即して支配株主の持株数増大、上場会社の株式買戻し、非流通株式が実際に売出されるとき条件・価格の設定、管理層へのストックオプションなど、種々の実行可能な価格安定措置を採用する。非流通株主は、取引所・証券会社等の関連実務部門と検討して、これらの措置に対する「承諾」を声明しなければならず、その承諾が完全に履行されるまでは株式を売却することはできない。

改革方案が成立した後はどうなるか。方案実施の日より二ヶ月間は上場取引あるいは譲渡できない。上場会社株式総数の百分の五以上を保有する非流通株主はこの期間満了後、上場取引により持株を売却しうるが、売出し数量は二ヶ月間

は百分の五、二四ヶ月間は百分の十を超えることができない。保有株式数がかなり多い場合には特定投資者向けに割り当てる方式も採用する。この改革方案（A株対象）の実施後に、外資株主の保有株式（B株）については別に管理弁法を設ける。

改革方案の提案と実施には何段階かのディスクロージャーが必要になる。まず改革説明書に会社設立以来の資本構成の変動、非流通株株主の所有株式の数量、係争中・担保使用中・凍結の状況など詳細情報が公開され、次いで専門家である仲介機関（保薦機関）が出す保薦意見書に方案実施に影響する争議などの状況がないこと、流通株株主に対する影響の評価、書類の審査結果、非流通株株主の「承諾」の実現性分析などを踏まえた結論と理由が示される。これら及び株主会議の通知・結果などは指定の新聞で公開され、さらに独立取

締役の意見、法律意見書、改革実施方案などを含めすべての情報は会社と上場取引所のホームページで公開される。「保薦機関」となるのは証券会社で、法に従って改革方案の作成を助け、非流通株株主が適切な対価を定め執行する能力、承諾事項を履行する能力について意見を発表し、会社と株主の利益を守るために忠実に職責を果たす。虚偽の記載、誤った記述及び重大な遺漏などがあつてはならないからである。

股権分置改革を利用してインサイダー取引や市場操縦を行う、あるいは虚偽の情報提供・伝播などをを行うことは誰にも認められない。非流通株株主が「承諾」を履行しなかった場合、保薦機関や法律事務所・弁護士の実務怠慢、会社などが投資者の正常な決議を不当な手段でねじまげて株主会議の議決結果を操作したような場合など、いずれも証券監督管理委員会に厳しく責任を追及され



る。とりわけ議決結果の修正があると責任者は市場への立ち入りを禁止され、一定期間あるいは永久に上場会社と証券関係業務を行う機関の高級管理者になることができない。

この弁法は、改革に関して証券取引所の直接的監督機能を認め、改革動議の前提条件を簡略化、特殊事情のある会社には個別指導をし、価格の安定と大推薦機関の責任を明確にした。改革の道を敷いただけでなく実質的な指導に重点をおいたことで、市場は弁法に好意的である。

### 多種多様な「承諾」

二〇〇五年一月段階で二六三社が改革を実施あるいは開始しており、いわゆるG株（股權分置改革をした会社の株式の簡略な呼称）の時価総額は全体の二二・三四％に達した。二〇〇六年八月

七日段階では一一二五社、時価で上海市場の七六・三五％、深圳市場の八九・九三％となった。

改革方案では大多数の非流通株株主は流通株株主に何らかの「対価」を支払う。対価の性格は、非流通株株主から流通株株主への贈与とも、一種の違約賠償であるとも捉えられている。非流通株株主はこの支払いと同時に、流通株式数急増の圧力を軽減し、市場を安定化するため何らかの「承諾」をする。

この「承諾」には四つの類型がある。一つは大株主が一定期間の最低持株比率維持を承諾することである。例えば長江電力では二〇一五年までは大株主の持株比率が五五％を下らないとしている。二つは売却禁止条件の承諾である。華海薬業では支配株主は三年以内に一株二〇元以下で売却することはしないとした。三つは持株増大の承諾である。宝鋼股份の支配株主は方案通過後二ヶ月

以内にもし株価が四・五三元以下になれば、二〇億元を超えない範囲で資金を投入し、流通株を増加保有することを承諾した。四つは株式の「激励」配分（ストックオプション）である。中華国

際の支配株主である中華集団は、流通株株主への対価支払いの剰余分の株式から二〇〇〇万株を管理層への「激励」株式として用い、申込価格〇・五元、行使価格五元で、管理層に会社業績を上げて株主に報いるよう督励する。この他、実施後一定期間内に株価が下がった場合に、流通株株主に株式を追加供与する方法や支配株主が流通株株主から一定価格で買取る取決めなどもある。

さて、この「承諾」に法的拘束力はあるのか。非流通株大株主が相対で、単独に約束したようなものは拘束力がないが、関係株主会議で正式に決議されたものには拘束力がある。

## 試行段階を経て本格化

第一次試行会社はすべて筆頭大株主の持株比率が高く、株式が担保に入っている、凍結されているなどの問題はなく、また流通株はA株だけで、B株・H株の発行はなかった。改革の交渉対象が比較的まとまっており、会社業績も良く、対価支払いの形式も単純であった（株を渡す、あるいは現金をプラスなど）。三一では一〇株に対して三・五株を渡し、現金八元をプラスした。非流通株株主が保有株式の一部を無償で流通株株主に渡すことは最も簡単な方法であり、非流通株株主の保有比率を下げるので、多くの会社がこれを採用した。また、いずれも上場流通までの期間をおく補助条項が付された。株主会議の議決状況は賛成が三一で九三・四四％、紫江七六・九七％、金牛八

一・〇七%で可決、清華(六一・九一%)は否決となった。

第二次試行会社は四二社と急増し、宝鋼や長江電力のように超弩級の大株式会社が入るとともに、二〇〇四年上場の深圳中小企業市場会社も登場した点が注目される。株式はさほど集中しておらず、流通株は主にA株で、A+H会社、A+B会社及び前年赤字会社は含まれなかった。対価はやはり一〇株に三株前後が多いが、支払い形式は多様化した。株式を渡すことが中心であるが、株式プラス現金、株式プラス「株式購入権」(ワラント)など混合方式も増えた。吉林敖東は非流通株を減らして流通株の比率を高める「縮股」方式をとったが、これは少数派である。宝鋼と長江電力は「株式購入権」方式をプラスした。中国市場では一九九〇年代前半にワラント方式が用いられたが失敗し、ここで再び活用されたものである。

宝鋼方式ではこのワラントは宝鋼自身の株ではなく、その持株会社たる宝鋼集団の株式に対するものである。現金をプラスする、あるいは現金配当を渡すことは「派現」という。当初の対価支払い方式はほぼ六種類に分けられるようだ。

純「株式無償供与」型…一〇株に対し一〇五株を供与、八割を占める

「株式無償供与」プラス「現金」型…現金は一〇株に対し二〇〇元

「株式無償供与」プラス「株式購入権」型…宝鋼の例では購入権は一〇株に対し〇・〇一元、行使価格四・五〇元、三七八日有効

「非流通株削減」プラス「現金」型…吉林の例では一対〇・六〇七四の比率で削減

「株式無償供与」プラス「現金」プラス「株式購入権」型

「支配株主の買戻し承諾」型…農産品の例で

は支配株主の深圳市国家資本委員会が、方案実施後二ヶ月の最後の五取引日に、流通株株主の所有株を四・二五円で買い戻すことを承諾

これらの試行を踏まえ、管理弁法発布を経て、股權分置改革は九月九日から正式施行された。さらに一一月一〇日の大規模な「股權分置改革工作座談会」で改革は全面展開の段階に入ったと認識され、国家レベル・地方レベルの改革対象のスケジュール化が明確にされた。以後、毎週月曜に数十社の改革方案が発表され、B株・H株の発行会社や、赤字上場会社も一部に含まれるようになり、前述のさまざまな条件もより細かく複雑になった。承諾は最低限の「法定」承諾と、支配株主毎の特別承諾にわかれ、さらに「所有株式を質入・担保その他に使用せず」が入ることもある。

説明書の内容は弁法に規定されたとおりであるが、他に改革過程中のリスクとその対応策及び

コーポレート・ガバナンスへの影響なども入っている。議決後の実施公告の具体例には「内容について役員会全員が保証」の文言があつて、一、改革方案を可決した関係株主会議の状況、二、改革方案実施内容、三、株式権利登記日、上場日、現金供与日、四、証券略称変更状況、五、改革実施弁法（実施対象の基準日、対価の計算方法等）、六、株主構成変動表、七、売却禁止条件付株式の上場流通スケジュール、その他関連文書等が入る。改革提示の後上場株式の取引は一旦停止され、実施公告後の取引復活の際に、証券の略称は例えば「馬鋼股份」（馬鞍山鉄鋼）が「G馬鞍」のように変わる。

株主構成の変動実例を見ておこう（天津一汽夏利汽車、七月二四日発表）。

#### 改革前

未上場流通株式

八四・九七%

国家株

五〇・九八%

「株式」になる。

国有法人株

三三・九九%

流通株式（A株のみ）

一五・〇三%

## 改革後の市場をどうみるか

改革後

売却禁止条件付流通株式

七九・五六%

二〇〇五年一月以後、怒涛の勢いで進められてきた股權分置改革だが、二〇〇六年七月一日

国家持株

四七・七四%

第四〇次発表社数が開始以来最少の八社となり、

国有法人持株

三一・八二%

以後も眼に見えて縮小した。股改一年、改革の第

自由流通株式

二〇・四四%

一段階はこの六月末を目標としており、可能な会

この会社の対価支払いは「一〇株に三・六株、

売却禁止期間は三年で、大株主持分の減少分五・

社はほぼ実施方案を可決し終えたのである。もつ

四一%が自由流通株式の増大となった。注目すべ

とも「六月末」はいわば紳士協定であり、無理で

きは「非流通株式」「未上場流通株式」「国家株」

あれば九月末までに、最後の処理は一二月末まで

「国有法人株」の用語がなくなることで、改革が

にといい三段構えである。それでも無理な場合に

終了すれば「流通株式」の歴史的用語も消滅す

はメインボードから外される予想だ（場内の主

る（同表では過渡的に流通株式と表示）。G株は

板」「二板」から場外の非上場会社株式流通のた

すべて上場され、ただし売却禁止条件の有無で

めの「三板」市場へ）。七月一日段階で改革実

区別されるが、最終的には条件が消えて単なる

施・進行中の会社は上場一三四八社中一〇九八社

(八一・五%)、時価総額で八〇・二九%に達した。残るのは、統合整理が先で簡単には改革方案が作成できない超弩級の大有企業系列(中国石油化工、中国鋁業)、業績不振企業、非流通株式数が少ないなどで、兩種株主間の合意が得られにくい企業である。とはいえ、その大半は一〇月末までには法案作成を急いでいるようだ。八月二日には中石化、九月三日には山東鋁業、青島啤酒の名前が発表され、改革社数は一一五五社、時価総額で上海市場は一気に九二%超に達した。

「股権分置改革」という概念が明確になって以来、中国の株式市場に関する把握の仕方は変わったといつてよい。現存株式の三分の二に及ぶ国有・非流通株の存在が市場の根本問題であることを認めれば、これを解消してこそ市場「発展の初期段階」があることが理解される。昨年停止された新株発行が復活されたことと併せて、中国市場

は新たな発展段階に入ったといえよう。

コーポレート・ガバナンスの面で、また合併・吸収、整理統合の面で、上場会社にとって改革の影響は極めて大きい。国有大株主が支配する国有大企業の場合、国は利益追求第一の合理的「経済人」たることはできない。政府・政府機関・政府持株組織の改革なくして国有企業の改革を行うことはほとんど不可能であった。しかし、段階的にはあれ国有大株主が縮小し、機関投資家程度の保有比率となるとすれば、あるいはその見通しがあれば、中国企業のガバナンス問題には大きな転機となる。中小投資者の利益は保護され、機関投資家の発言権も増して、企業経営担当者の運営能力は信頼されるようになる。

他方で、改革の過程を「公開」「公平」「公正」であるとする原則(会社法第一三〇条の株式発行の原則と同じ)は、市場の活用が遵法精神を高め

て根付くことを期待させる。しかし、迅速な改革案の実施は違法行為を内包している可能性を排除できない。また現実にはなお絶対的国家株支配（五〇％以上所有）、同相対的支配（三〇～五〇％所有）は残る。国家の適切な支配権の保持には五～一五％所有で可との考えもあるようだが、改革実施方案を見る限り大半は三〇％ラインを保持している。ただし法的性格は非流通「国家株」ではなくなり、流通株の「国家保有」であるから、株主総会は機能し始めるわけである。

対価の支払い方法と大株主の「承諾」が千差万別であることは、改革実施後といえども中国株式の個別銘柄を客観的なファンダメンタルズで比較判断することはまだ難しいことを示す。売出禁止条項と会社法（発行人株は満三年譲渡禁止）を考えると、今後一～三年の市場に急激な変動はないと思われる。数年後に、各種「承諾」がほぼ自然

消滅して銘柄ごとの特殊条件が消えたときに初めて、中国市場の新たな基盤が全貌を現すことになる。国有株の「一股独大」（上場会社の半ば近くは筆頭株主が絶対多数、残りは筆頭株主が二位株主の五倍以上にも）の解消はその後としても、過度の投機傾向の是正と適切な市場管理・監督はすぐにも可能であり、現実に種々の対応策が出されつつある。

（参考文献）

何如主編『股權分置改革操作実務与后股權分置時代』二〇〇六年

祝捷、郭涛、馮聖超著『股權分置改革中国有股流通問題研究』二〇〇五年

魏烈著『中国企業制度創新』二〇〇六年  
『中国証券報』

（こばやし） かずこ・当研究所主任研究員