

タイトル	中国上場企業の国有株放出と「株権分断改革」：政策論争の展開
著者	徐，涛
引用	季刊北海学園大学経済論集，55(3)：29-57
発行日	2007-12-00

## 《論説》

# 中国上場企業の国有株放出と「株権分断改革」 政策論争の展開

徐 涛

## はじめに

「株権分断問題」（「股権分置問題」）の解決は中国株式市場の重要な課題である。「株権分断」とは上場企業の株式が証券取引所で取引できる株式と取引できない株式、いわゆる流通株と非流通株に分断されている状態を指している<sup>1)</sup>。「株権分断改革」（「股権分置改革」）は非流通株に証券取引所で取引できる権利を与えるための改革であり、つまり非流通株解消を意味する<sup>2)</sup>。

2004年末、上場企業総発行済み株式の64%は非流通株である。約3分の1の株式しか取引できない株式市場では、株価形成、市場の管理と監督、上場企業のコーポレート・ガバナンスにおいて多くの問題が生じている。たとえば、株価と企業業績の掛け離れ、インサイダー取引の多発、上場企業の合併・買収の投機的傾向などが存在している。また、たとえ企業業績が低下し、株価が下落しても、大株主の資産価値が増加するため、大株主と中小株主の利益が対立している（呉2004）。非流通株の解消は株式市場の発展にとって不可欠である。

2004年末、非流通株の73%は国家株である。国家は直接に国家株を所有するほかに、国有企業・事業単位を通じて上場企業の株式を間接に所有している。この2つ形態の株式は総じて国有株と呼ばれている。従来、国家は上場企業に対する株式支配を維持するために、国有株の取引所取引を禁止してきた。非流通株の解消は国有株放出の制度的な障壁を排除する。それゆえ、非流通株の解消は国有株放出の第1歩とみることができる。

これまでの中国の民営化は中小企業中心であった。また、国有企業と党・政府の癒着によって、石油採掘、自動車、鉄鋼をはじめとする「重要業種」に民間資本の参入は困難である。国有株が大量に放出されれば、上場企業は民営化される。その結果、民営化は大型国有企業、「重要業種」に波及するであろう。したがって、非流通株の解消は資本市場改革のみならず、上場企業の所有権改革にとっても不可欠であり、これからの中国の経済移行に大きなインパクトを与える。

実際に国有株の放出は「株権分断改革」より先に試行された。国有株放出から「株権分断改革」へと改革の内容はいかに変化したのか、どのように論争が展開されたのか、「株権分断改革」の実施にどんな特徴があるのかについて考察することは本稿の目的である。

中国上場企業の非流通株に関して幾つかの先行研究がある。徐（2004）は1990年代からの大規模な株式会社制度導入にともなって、国家株の事実上の取引禁止、所有制別の株式分断、および党役職と経営陣役職の兼任が「公有制の維持」、「共産党のリーダーシップ」と株式会社制度を融合させる装置として導入されている、と論じている。黄（2006）は中国の株式市場における非流通株問題の形成に注目し、公有制支配のイデオロギー、国有資産管理体制の不備、株価下落へ

の配慮、国有企業への資金支援の意図などがその原因であると結論づけた。また、小林（2006）は政策内容および試行状況を中心に「株権分断改革」を解説している。

これまで形成された非流通株の解消が実施されているが、本稿は「株権分断改革」の本格的実施までの政策形成プロセスにスポットライトを当てる。つまり、国有株放出の実施から「株権分断改革」の断行までの間、国有株の所有者、資本市場の監督者、中小株主および経済学者の主張と行動を整理し、国有株ならびに非流通株に関する論争を考察し、一連の改革の特徴を明確にし、「株権分断改革」の問題点を提示する。

まず第I節で統計資料を用いて、上場企業の株式分類を示し、国有株が形成された経緯を説明する。第II節で国有株放出の理由を踏まえて2度の国有株売出しを顧みる。国有株放出が失敗した後、「国有株放出案」が公募されたが、第III節で応募案と応募案に対する修正を詳細に分析し、国有株放出に関して提示された意見と方針をまとめる。第IV節では、「全流通」と「株権分断問題」の解決に関して、主に国務院、中国証券監督管理委員会（通称証監会）、国務院国有資産監督管理委員会（通称国資委）、および中小株主の間の駆け引き、ならびに学者の議論を考察する。第V節で「株権分断改革」の試行と改革の全面実施への急展開を分析し、最後に、一連の改革の特徴と問題点をまとめる。なお、「株権分断改革」はまだ進行中であるが、本稿は基本的に改革の全面展開が始まった2005年8月までの期間に関して記述する。

## I 上場企業の株式分類

中国の上場企業の株式は証券取引所で取引できるか否かによって、流通株と非流通株に分類されている（図1）。流通株をもっている株主は流通株主、非流通株をもっている株主は非流通株主と呼ばれている。流通株には国内上場の株式、いわゆるA株（国内上場人民元建て株式）なら

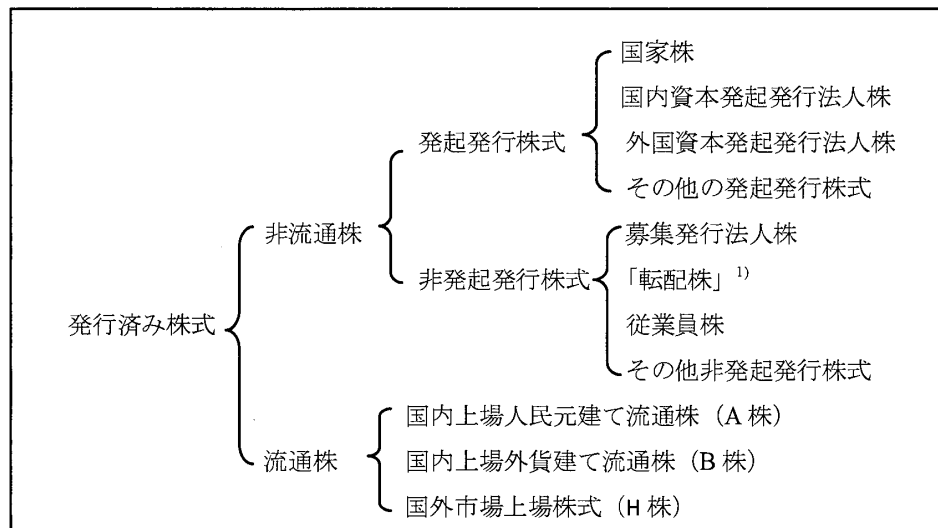


図1 中国上場企業の株式分類

出所) 徐 (2006: 22)。「上場企業株式分類に関する業務処理事項の通知」(「关于上市公司股份分類有關業務処理事項的通告」, 中国証券監督管理委員会 2000年5月通達)より作成した。

注1) 「転配株」とは株主割当による新株発行の場合、国家や国有法人が新株引受権を放棄し、その代わりに、他の株主が引受けた株式のことである。

びにB株（国内上場外貨建て株式）、それに海外上場の株式、いわゆるH株がある。非流通株は主として国家が直接に所有する株式、いわゆる国家株、と法人単位が所有する法人株がある。法人株の大半は国有企業・事業単位に所有されている株式、いわゆる国有法人株である。国家株と国有法人株をあわせて国有株と呼ばれている（徐 2006）。

非流通株は株式全体の約3分の2を占めており、その7割が国家株である（表1）。国有法人株を含めた国有株の比率はさらに高い。非流通株の大半は国有株であるため、非流通株の解消は国有株放出と密接に関連している。

ところで、国有株はどのように株式の種類として設置されたであろう<sup>3)</sup>。国有企業に株式会社制度を導入する試みは1980年代から始まったが、株式会社化において国家株という株式種類が設けられた。正式に全国範囲で株式を所有者別に分類したのは、1992年5月15日に国家経済体制改革委員会、国家計画委員会、財政部、中国人民銀行および国務院生産辦公室が発布した「会社制企業試行辦法」（「股份制企業試点辦法」）と「株式会社規范意見」（「股份有限公司規范意見」）である。1992年早春の鄧小平南巡講話後、指導部は経済改革の方針を大きく転換し、同年10月の第14期党大会で「社会主義市場経済システム」の構築を改革の目標として打ち出した。国有企業に会社制度を導入することがその重要な柱の1つである。上記の両規定は鄧小平南巡講話と第14期党大会の間で公布され、株式会社制度試行の道筋を規定するものである。そこで公的所有の主導的な地位の堅持が明記されており、株式が国家株、法人株、個人株と外資株の四種類に分類され、国家株の譲渡は政府の規定に従うと定められている。さらに、7月に国家国有資産管理局と国家経済体制改革委員会が公布した「会社制試行企業国有資産管理暫定規定」（「股份制試点企業国有資産管理暫行規定」）は、国有株の売却について国有資産管理部門の許可を必要条件と規定し、私有化をもたらしかねない国有株の取引に制限を加えたのである。翌年に成立した「会社法」（「公司法」, 1993年12月29日成立, 1994年7月1日より実施）は、所有者別株式分類の規定項目を設けていないが、国家授權投資機構に所有される株式の譲渡は法律・行政の規定に従うと定め、国有株の売却による国有企業の民営化を牽制している。

なお、国有資産の代表者は1980年代末から数回変わった。1988年に国家国有資産管理局が国有企業の財産権代表として設立された。しかし、国家国有資産管理局は、財務部の管轄下にある

表1 上場企業の株式構成の推移 (%)

株式種類	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
非流通株	69.5	72.2	67.0	64.5	64.8	65.4	65.9	65.0	64.3	65.3	65.3	64.7	64.0
国家株	41.8	49.1	43.3	38.7	35.4	31.5	34.3	36.2	38.9	46.2	47.2	47.4	46.8
發起法人株	13.0	9.0	10.8	15.9	18.4	22.6	20.9	19.1	16.9	12.7	11.3	10.9	10.6
外資法人株	4.0	1.1	1.1	1.4	1.2	1.3	1.4	1.3	1.2	0.9	0.9	0.9	1.0
特定募集法人株	9.4	10.6	10.6	7.3	7.5	6.7	6.0	6.2	5.6	4.7	5.1	4.8	4.8
従業員株	1.2	2.4	1.0	0.4	1.2	2.0	2.0	1.2	0.6	0.5	0.3	0.2	0.1
その他非流通株	-	0.0	0.2	0.7	1.0	1.2	1.2	1.1	0.9	0.3	0.5	0.5	0.6
流通株	30.5	27.8	33.0	35.5	35.2	34.6	34.1	35.0	35.7	34.7	34.7	35.3	36.0
A株	15.8	15.8	21.0	21.2	21.9	22.8	24.1	26.3	28.4	25.3	25.7	26.7	27.9
B株	14.8	6.4	6.1	6.7	6.4	6.0	5.3	4.6	4.0	3.1	2.9	2.7	2.8
H株	-	5.6	6.0	7.7	6.9	5.7	4.7	4.0	3.3	6.4	6.1	5.9	5.4
合計	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

出所) 中国証券監督管理委員会編 (2006: 178) より算出した。計算した1992年および1999年から2004年までの各年次の株式合計値が示されている「合計」の数値に合致しないため、計算値を用いた。

ため、国有資産の管理権限を行使する時、上級行政機関からの関与を拒否することができず、実際には多くの行政部門と共同して所有権代表の機能を果たすことが強いられていた。そして、1998年、所有者の役割を果たせなかった国家国有資産管理局が廃止され、国有企業の資本金管理は財政部に、日常的管理は国家経済貿易委員会に、経営者の任命は人事部にそれぞれ企業管理の権限が分割された。さらに、2003年4月、国資委が設立された。その主な目的は中央政府所轄国有企業196社(当時)の管理であるが、上場企業の国有株が非国有の企業・事業単位に譲渡される時、国資委の審査権行使が求められている。

## II 国有株放出の実施

国有企業の再建と社会保障資金の充足は国有株の放出を促した。1990年代末から国有株放出の機運が高まりつつある<sup>4)</sup>。1997年、国有経済の戦略的転換、つまり、国家資本を一般的な競争分野から撤退し、戦略的な部門に集中的に投下する政策が打ち出された。その後、中国共産党第15期第4回全体会議の決議——「国有企業の改革と発展の若干重大問題に関する決定」(「中共中央关于国有企业改革和发展若干重大问题的决定」, 1999年9月22日成立)は、「国家の株式支配に影響を及ぼさない前提の下で、適切に一部の国有株を放出する」と明言し、国有株放出の政策を緩和した。

資本市場は国家資本の再構築にとってより重要になってきた。2001年末、上場国有企業の資本と利潤はそれぞれ国有企業の1/3と2/3を占めている(盧2003)。国有経済の戦略的転換のもとで、国有株放出の試行が始まった<sup>5)</sup>。

1999年の国有株放出は流通株主に対する割当売出し方式を採用した。1999年11月29日、証監会が国有株割当売出しの試行案を発表し、10社の候補モデル企業(冀東セメント、華一投資、恵天熱電、陸家嘴、中国嘉陵、天津港、富龍熱力、成商集団、黔輪胎、太極集団)を公表した。具体的には、売出し価格の株価収益率(PER)を10倍以下に抑えるように売出し価格を設定し、年内2社で実施すると定めた。12月2日、モデル企業リストが公表され、中国嘉陵と黔輪胎が選ばれた。しかし、この2社は企業業績が低迷しており、設定した売出し価格が高かった<sup>6)</sup>。その結果、中国嘉陵と黔輪胎の国有株売出し達成比率はそれぞれ81.99%と74.32%に止まり、株価はモデル企業リスト公表から割当売出し終了日までの間、それぞれ37.9%と20.5%下落した(表2)。この方式の国有株放出は試行の失敗に終わった<sup>7)</sup>。

再び国有株放出が実施されたのは社会保障基金を充足するためである。2000年6月、財政部長項懷誠<sup>8)</sup>は国有資産売却が社会保障の資金源の1つであると説明した(上官2000)。人口高齢化にともなう将来の社会保障資金の巨額の不足(表3)に対処するため、9月に全国社会保障基金が設立され、その資金源に国有株の放出が挙げられた。

2001年6月12日、国務院が「国有株放出による社会保障資金調達に関する暫定辦法」(「国務院关于减持国有股筹集社会保障资金管理暂行办法」, 以下「国有株放出辦法」と略す)を發布し、公募増資の時、公募額の10%に相当する国有株を同時に売出し、売却資金はすべて全国社会保障基金に納める(第5条)と定めた。また、売出し価格は「原則として市場による価格決定を採用する」とし(第6条)、現に新株の公募価格が売出し価格になっている。

項懷誠は社会保障資金の充足、国有株比率の低下による株式構造ならびに上場企業のコーポレート・ガバナンスの改善、国有経済の戦略的転換、全国社会保障基金資金運用による証券市場

表2 流通株主割当売出し方式の試行

業種	中国嘉陵	黔輪胎
EPS(1株あたり利益)(元/株)		
1996年	0.51	0.80
1997年	0.46	0.38
1998年	0.38	0.26
1999年	0.11	0.05
割当売出し内容		
売出し価格(元/株)	4.50	4.80
売出し量(万株)	10,000	1,710.53
割当比率(割当株式数/10流通株)	8.361	1.59097
株価		
モデル企業リスト公表日	1999.12.2	1999.12.2
モデル企業リスト公表日前日株価終値(元) <sup>1)</sup>	8.03(1447.12)	8.29(428.42)
売出し価格公表日	1999.12.14	1999.12.14
売出し価格公表日前日株価終値(元) <sup>1)</sup>	7.86(1429.19)	8.40(423.18)
売出し終了日	1999.12.28	1999.12.29
売出し終了日株価終値(元) <sup>1)</sup>	4.99(1348.82)	6.59(399.22)
売出し株上場日	2000.1.11	2000.1.12
売出し株上場日終値(元) <sup>1)</sup>	5.64(1479.78)	6.40(427.94)
売出しの結果		
売出し達成率(%) (流通株主取得株式数/売出し株式数)	81.99	74.32
国家株比率(%)		
売出し前	74.76	57.73
売出し終了後	53.66	51.00

出所) 各社の公告により作成した。

注1) 括弧内は中国嘉陵と黔輪胎がそれぞれ上場している上海証券取引所と深圳証券取引所の株価指数(上証指数と深証総合指数)である。

表3 中国基本養老保険制度の資金不足額の推計<sup>1)</sup>

測定機関	実施時期	金額(億元)
労働社会保障部	2000年	18,000-28,800
国務院体制改革辦公室	2000年	67,145
世界銀行	1996年	19,716
労働部社会科学研究所	1995年	28,753

出所) 項(2005)。

注1) 基本養老保険制度改革によって、もっぱら賦課制度から部分的に資金積立の個人口座を導入した。この過程において、退職者およびその他旧型養老保険制度の加入者の個人口座の資金積立が不足している。

の安定的発展、この4つのメリットを挙げて、国有株放出の決定を評価した(劉興祥2001)。証監会主席周小川も国有株の放出は上場企業のコーポレート・ガバナンス改善と証券市場の長期的かつ健全な発展にとって有利であり、株式流通市場に与える影響は限定的であるとの見方を示した(劉倩2001)。

7月24日、烽火通信、北生薬業、江汽股份、ならびに華紡股份の4社は、上場の際、「国有株放出辦法」にしたがって新株発行と同時に国有株を売出すと公告した。公募増資にともなう国有株放出は実施段階に入った<sup>9)</sup>。

ところが、国有株放出の実施が始まった途端、株価の下落が加速した。上海証券取引所株価総合指数(通称「上証指数」)は6月12日の「国有株放出辦法」公布から7月23日までの間2.1%低下したが、7月24日からは8営業日連続して合計9.8%下落した。

株式市場の暴落の影響で、「国有株放出辦法」に対する評価が変わった。「国有株放出辦法」の実施状況を調査するために、國務院發展研究中心副主任・黨組書記陳清泰が経済学者を招集して専門家会議を開いた。6月下旬の1回目の専門家会議においては、「国有株放出辦法」に反対したのは1人だけであったが、実施が始まった後の8月に開かれた2回目の専門家会議においては、9名の参加者の中で反対の立場を明確にした専門家は4名にも上った(朱2002)<sup>10)</sup>。

1990年代にわたって、A株の発行市場の拡大が大きい。2000年のA株資金調達額は前年度よりさらに7割以上増加した(表4)。株式市場が国有株放出を反対する理由は市場受容能力の問題よりも、国有株の売出し価格にある。

国有企業が株式会社化の際、0.65の換算率(換算した国有株数/評価後の国有純資産)を下回ってはいけずと規定されている(「股份有限公司国有股權管理暫行辦法」第12条, 1994年11月国家国有資産管理局, 国家体改委發布)。つまり、国有株(額面1元)の1株あたり純資産(BPS)は1.54元を超えてはならない。新株公募価格と比較すれば、国有株の取得価格は格段と低い(表4)。また、実際に国内で「国有株放出辦法」を実施した16社を見ても、売出し価格はBPSよりかなり高い(表5)。

ところで、国有株主と一般投資家の間における株式取得価格の差額は創業者利得と理解することもできる。しかし、上場企業の3分の1の株式しか取引所で取引できない中国株式市場においては、この問題はそう単純に理解できない。中国上場企業の株価は、国有株などの非流通株が取引しないという前提のもとでの価格であり、この価格と国有株主の株式取得価格の差額は創業者利得と同等に議論することはできない。つまり、国有株放出問題は同時に株式市場価格の決定、いわゆる株価形成メカニズムの問題でもある。また、自動車、鉄鋼ならびに石炭など国有企業が独占力を有する「重要業種」以外のほとんどの会社は増資後業績が急速に悪化した(表5)。このような増資は「資金囲い込み」と批判されている。

株価は下げ止まらなかったが、10月18日、財政部副部長金立群は国有株の放出は量的にそれほど多くなく、しかも国有企業改革と資本市場の構築にとって重要であると財政部の見解を重ねて述べた(朱麗2001)。しかし、上証指数は10月22日に1,520.66ポイントまで低落し、「国有株放出辦法」發布後31.3%も低下した。

中小株主をはじめとする流通株主の「国有株放出辦法」に対する強い反対は株価の暴落をもた

表4 上場企業の新株発行(有償増資)

	1991	1992 <sup>1)</sup>	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
株式数(億株)	5.00	20.75	95.79	91.26	31.60	86.11	267.63	105.56	122.93	512.04	141.48	291.74	281.43	227.92	567.05
A株 <sup>2)</sup>	5.00	10.00	42.59	10.97	5.32	38.29	105.65	86.30	98.11	145.68	93.00	134.20	83.64	54.88	13.80
B株		10.75	12.79	10.40	10.90	16.05	25.10	9.90	1.77	7.10	0.00	0.00	1.00	1.53	0.00
H株			40.41	69.89	15.38	31.77	136.88	12.86	23.05	359.26	48.48	157.54	196.79	171.51	553.25
資金調達額(億元)	5.00	94.09	375.47	326.78	150.32	425.08	1293.82	841.52	944.56	2103.24	1252.34	961.75	1357.75	1510.94	1882.51
A株	5.00	50.00	276.41	99.78	85.51	294.34	825.92	778.02	893.60	1527.03	1182.13	779.75	819.56	835.71	338.13
新規公開増資		50.00	194.83	49.62	22.68	224.45	655.06	409.09	497.88	812.37	534.29	516.96	453.51	353.42	56.74
上場後公募増資								30.46	59.75	166.70	217.21	164.68	110.66	168.72	278.77
割当増資			81.58	50.16	62.83	69.89	170.86	334.97	320.97	519.46	430.63	56.61	74.79	104.54	2.62
轉換社債								3.50	15.00	28.50	0.00	41.50	180.60	209.03	0.00
B株		44.09	38.13	38.27	33.35	47.18	107.90	25.55	3.79	13.99	0.00	0.00	3.54	27.16	0.00
H株			60.93	188.73	31.46	83.56	360.00	37.95	47.17	562.21	70.21	181.99	534.65	648.08	1544.38
A株IPO発行価格(元/株)			4.57	4.52	4.26	5.86	6.20	4.74	5.07	5.58	5.75	3.85	5.42	6.44	4.11

出所) 中国証券監督管理委員会編(2006:29-30)。

注1) 1992年の資金調達額は概算値である。

注2) A株の新株発行数は新規公開(IPO)にともなって発行される新株である。

表5 増資にともなう国有株放出の実施<sup>1)</sup>

会社名	主要業務	募集日	公募 新株 (万株)	売出し 国有株 (万株)	公募・売 出し価格 (元)	増資後の 国有株比率 <sup>2)</sup> (%,ポイント)	上納額 <sup>3)</sup> (万元)	BPS <sup>4)</sup> (元/株)	EPS (元/株)						
									2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
江汽股份	自動車製造	2001/7/26	8,000	800	9.90	45.7(1.8)	7,734	1.87	0.54	0.39	0.58	0.90	0.78	0.55	0.45
華紡股份	紡織	2001/7/26	8,500	850	5.92	61.3(1.3)	4,887	1.60	0.21	0.09	-0.20	0.01	-0.42	0.04	0.05
烽火通信	通信設備製造	2001/7/26	8,000	800	21.00	75.2(0.5)	16,405	1.74	0.34	0.41	0.16	0.06	0.09	0.10	0.13
北生薬業	製薬	2001/7/26	4,120	412	9.60	23.6(3.3)	3,830	1.75	0.21	0.17	0.36	0.45	0.45	0.46	-0.68
貴州茅台	白酒製造	2001/7/31	6,500	650	31.39	70.8(0.7)	19,995	3.04	1.36	1.31	1.37	1.94	2.09	2.37	1.59
瀏陽花砲	花火製造	2001/7/31	2,000	200	10.00	44.2(1.6)	1,909	1.66	0.24	0.25	0.11	0.01	0.02	-0.33	-0.04
冰山橡塑	ゴム・プラス チック製機械	2001/8/1	3,500	350	5.36	60.8(1.3)	1,813	1.83	0.20	0.15	0.08	0.04	0.05	0.03	0.03
獅頭股份	セメント製造	2001/8/1	8,000	800	6.98	61.6(1.3)	5,423	1.51	0.20	0.16	0.10	0.10	0.11	0.04	0.04
洪城股份	バルブ製造	2001/8/1	4,000	400	7.80	30.8(2.5)	3,000	2.28	0.22	0.17	0.13	0.07	0.07	0.08	0.08
安陽鋼鉄	鉄鋼業	2001/8/1	25,000	2,500	6.80	64.7(0.6)	16,630	2.42	0.45	0.35	0.40	0.61	0.36	0.22	0.28
天房発展	不動産	2001/8/6	11,000	1,100	5.00	43.2(1.5)	5,336	3.39	0.21	0.16	0.08	0.05	0.04	0.05	0.08
新安股份	農薬	2001/8/6	4,000	400	7.30	39.5(1.8)	2,866	2.19	0.25	0.15	0.24	0.26	0.60	0.96	1.12
上海能源	石炭採掘	2001/8/7	10,000	1,000	9.00	72.3(0.7)	8,847	1.86	0.35	0.41	0.42	0.43	0.91	1.01	0.62
全興股份	白酒製造	2001/9/6	3,660	366	11.06	48.4(0.8)	3,917	1.98	0.44	0.39	0.03	-0.36	0.14	0.16	0.21
新華製薬	製薬	2001/9/3	3,000	300	13.00	46.9(0.7)	3,705	2.28	0.16	0.18	0.15	0.09	-0.12	0.01	0.05
天大天財	家電、ソフト・ システム開発	2001/8/30	2,000	200	21.30	50.3(1.6)	4,081	5.26	0.55	0.49	0.26	-3.11	0.05	-3.40	0.21

出所) 各社の公告により作成した。

注1) 中国国内上場企業に対する集計である。海外市場における国有株放出は計上されていない。会社名と主要業務はともに増資当時のものである。なお、全興股份、新華製薬、ならびに天大天財の3社は上場後の増資であり、その他の13社は新規公開にともなう新株募集である。

注2) 括弧内は仮に国有株が売られなかった場合の国有株比率の上昇幅である。

注3) 国有株売出し金額から売出しのための費用を差し引いた全国社会保障基金への上納額である。

注4) BPSは2001年上半期証券報告書に記載されている2001年6月30日時点のものである。

らし、株式市場の混乱は「国有株放出辦法」に対する証監会の態度を変化させた。10月中旬、周小川は「国有株放出の方向性は正しい。具体的なやり方は不断に改善すべきである。証監会は一定の役割を果たすことはできるが、決定権をもっていない」と証監会の見解と立場を示した(江2001)。

約1週間後の10月22日、証監会が国务院の許可を受けて「国有株放出辦法」第5条の実施中止を公表した<sup>1)</sup>。翌日、上証指数が1,670.56ポイントに9.9%上昇した。その後、3回目の専門家会議が開催され、「国有株放出辦法」の実施は株式市場に危害をあたえていると専門家の認識が一致した(朱2002)。実際に、国有株放出による国有株比率の低下は非常に小さく、全国社会保障基金が調達した資金も11億元だけであった(表5)。その後、全国社会保障基金の国有株放出による資金調達は海外市場に限られており、中国株式市場が回復する2006年までその調達資金ならびに運用利益は停滞した。国有株放出は再度失敗した(表6)。

このように、国有株放出は国有経済の戦略的転換と全国社会保障基金の充足のために、主に流通株主割当売出しと公募増資にともなう売出しの2つの方式で実施された。国有株放出の規模はそれほど大きくないが、売出し価格が受け入れられなくて、2度の国有株放出はともに失敗した。上場企業の大半の株式が取引できないといった中国独特の株式市場構造が存在しており、国有株放出を実施するためには、株式市場構造を改革しなければならない。

### III 国有株放出案の公開募集

国有株放出は国有経済の戦略的転換の手段、また、国有株売却収入は全国社会保障基金の収入源として期待されている。さらに、国有株放出は4割以上の株式が筆頭株主に支配されている上



表6 全国社会保障基金の資金調達と運用収益(億円)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
財政資金調達	200.0	595.3	415.8	49.1	278.5	228.7	574.2
財政交付金	200.0	473.5	303.9		171.0	100.0	100.0
国有株売出し		121.8	88.1	4.1	47.0	82.7	114.4
宝くじ収入			23.8	45.0	60.5	46.0	73.7
国有株受入							292.7
国有株移出							6.5
基金運用純利益	0.2	9.7	21.0	34.1	45.9	52.9	195.8
委託投資収益				1.6	9.2	10.4	131.6
債券利息収入	0.2	5.9	7.8	7.8	11.1	9.9	5.7
預金利息収入	0.0	3.8	12.9	24.6	21.9	27.2	34.1
指数投資収益						0.5	4.8
株式キャピタル・ゲイン							11.5
信託投資収益							1.0
資産証券化商品収益						0.0	0.3
株式資産収益			0.3		4.4	7.7	11.3
基金権益 <sup>1)</sup>	200.2	805.1	1241.9	1325.0	1659.9	1954.3	2724.3

出所) 全国社会保障基金理事会(2007)より作成した。

注1) 全国社会保障基金の権益であり、個人口座基金の権益は含まれていない。

場企業の所有構造(徐2006)を変え、深刻なコーポレート・ガバナンス問題の解決に寄与できる。したがって、国有株放出が失敗したとはいえ、直ちに国有株放出政策が放棄されたわけではない。

証監会は株式市場に配慮を払いながら国有株放出の新しい道を模索した。2001年11月13日、中国証監会規制発展委員会が国有株放出案の公開募集を発表し、12月3日まで4,137件の応募案を集めた。証監会は4つの証券研究機関に応募案の取りまとめを依頼し、その結果、応募案が7種類に分類されてまとめられ、12月18日に「国有株放出(流通)基本方案の初歩的総括」(「国有股減持(流通)基本方案的初歩匯総」,以下「総括案」と略す)の形で公表された<sup>12)</sup>。

その後、証監会は8つの証券研究機関に依頼して「総括案」を分析した。12月、4回目の専門家会議において総括案が討論されたが、7種類の提案は何れも不備が多いため、採用されなかった。会議において林義相と韓志国の提案(いずれも後述)が重点的に議論されたが、意見が一致しなかった(劉雪梅2002)。

2002年1月11日、国务院発展研究センターが「国有株放出公募案の専門家評議会」(「公開征集国有股減持方案專家評議会」)を開催し、7種類の提案に対して評価と議論を行なった。その後、総括案に対して、8つの証券研究機関が共同で修正案をまとめ、研究報告書「国有株放出・流通方案の評価と修正」(「国有股減持流通方案評価与改進」,以下「修正案」と略す)を提出した(劉雪梅2002;中国証監会規制発展委員会2002)。

表7に「総括案」が示した7種類の放出案と「修正案」を整理した。ここでは特に注目されている第1,第2,ならびに第3の提案を詳述する。

「総括案」が示した第1種類の提案は国有株の一部ないし全部を流通株主に売出し、また、国有株の放出に起因する株価下落が流通株主に損失を及ぼすため、国有株主が流通株主に対して補償することを勧めている。国有株放出応募案の中、この種の提案はもっとも多い。

売出し価格はBPS,PERなどの株価関連指標に基づく算出方法,株価を割引く方法,および競争入札方式が挙げられている。とりわけ、韓志国の「BPSプラス $\alpha$ 」案が有力視されていた

表7 国有株放出に関する「総括案」と「修正案」の概要<sup>1)</sup>

	「総括案」	「修正案」
7種類の応募案	放出方法	修正案の主な内容
1. 流通株主に対 する割当売出し になる。	非流通株主(主に国有株主)が流通株主に非流 通株の一部を売出す。売出された株式は流通株 になる。	株式市場に対する資金圧力が大きい、流通株主の国 有株購入資金の制約、流通株主への補償金額を精 確に決めることができない。 「全流通株式の決定: ①部分の国有株を競争入札で売出し、または新株 の公募増資する時(すめその後全ての株式が流通できると告知)の株価、 ②「合理的PER」、③「合理的株価純資産倍率(PBR)」に基づいて計算。取 引所取引権を獲得した非流通株の放出に制限期間を設ける。
2. 株式数の調整	①上場企業による国有株の自社株消却 ②非流通株の株式合併 ③流通株の株式分割	放出方法の①はすべての非流通株の問題を解決で 「自社株消却+国有株主割当新株発行」の2段階解決: まず、②と③が「国有資産流失論争を引き起こす。ま た、H株主、一般(非国有)法人株主のフリーライダー 問題もある。
3. 国有株・法人 流通市場の別 途設立	国有株・法人株取引専門市場—C株市場の設 立、新興企業ボード(「創業板」)、NET-STAQ市 場、協議譲渡市場、B株市場、H株市場などの利 用	A株市場は大幅な資金不足になる。流通株主に対す る補償制度が欠落している。株式市場の分断を一層 深刻化する。この案の実施の必要性と有効性が疑わ しい。
4. 最低放出価 格の設定	予め将来のある営業日(基準日)、基準日から週 の期間(特定期間)、割増率を定め、国有株・法 人株の最低放出価格を決める。	最低放出価格の設定には人的要因が入り、市場メ カニズムが反映されていない。また、市場の低迷が統 くと国有株が放出できないため、国有株放出のベネ フィットは予想できない。
5. カバードワラ ントの発行	国有株を投資産としてコール型のカバードワラ ントを流通株主に発行する。流通株主は権利行使 価格(国有株放出価格)で国有株を購入する、な いワラントの売却で国有株の取引所取引による 株価下落の補償を受け取る。	市場構造の問題、およびワラント商品についての知識 の不足がこの案の実施にとってリスクになる。 ①予め国有株放出の計画を周知させたうえで、一部の 国有株を競争入札で売出す。その収入を全国社会保障基金に納入する。 ②売出し価格と売出し以前の流通株の株価に基づいて権利行使価格なら びにワラントあたり国有株数を算出し、無償でアリカンタイプのカバード ワラントを発行する。③全国社会保障基金が国有株放出ファンドを設立 し、権利の未行使で取り残される国有株を管理する。
6. 国有株放出 ファンドの設立	①国有株をファンドに組み入れ、国有株放出フ ンドを設立する。②ファンドを募集・上場し、募集 金額は全国社会保障基金に納入する。③アン ドマネジャーが漸次に国有株を売却する。	株式流通市場にとって国有株の市場価格での放出は 大きな圧力である。また、流通株主に対する補償は困 難であり、ファンドへの組み入れ価格の設定は合理性 を欠く。
7. その他(部分 的に上記6種類 と重複)	新規公開の上場企業では非流通株の株を掛け ないこと、新規公開にともなう国有株放出、国有 株の優先株式、B株への転換と償還など。	なし

出所) 中国証監会規畫發展委員會 (2001)、中国証監会規畫發展委員會 (2002) より作成。

注1) 「総括案」は「国有株放出(流通)基本案の初歩的総括」を指し、「修正案」は「国有株放出・流通案の修正」と「修正案」を指す。

注2) 部分流通株とは国有株が取引所取引できない現状での株価であり、「全流通株」とは全ての株式が取引所取引できる場合の株価であり、国有株流通価格とは国有株の売出し価格であり、国有株協議譲渡価格とは相対取引における国有株売却価格である。

(韓 2002a, 以下「韓志国案」)。

「韓志国案」は BPS に過去 3 年間の ROE 平均 ( $\bar{R}$ ) を加味した価格 ( $BPS \times (1 + \bar{R})$ ) を売出し価格として提案している<sup>13)</sup>。国有株放出は国家が所有する株式の量的変化ないし国家資本の現金化だけではなく、デュアル・トラックの資本市場の統一を意味する。それゆえ、国有株はほかの非流通株と同じ方法で取引所取引の権利を取得しなければならないと、韓 (2002a) が論じている。つまり、「韓志国案」にとって解決すべき課題は国有株放出から非流通株放出へと変化した。また、「韓志国案」は株主総会における放出案の決議に、「流通株主認可率制度」の導入を提案している。つまり、放出案に対する流通株の賛成が半分以下であれば提案が否決され、賛成率が高ければ高いほど同社の放出案の実施が優先される。この制度は大株主の絶大な株式支配力に対抗するための中小株主保護措置といえる。

第 1 種類の提案に対して、「修正案」は主に株式市場に対する資金圧力が大きいこと、流通株主の国有株購入資金に対する制約の存在、流通株主に対する補償額が精確に算出できないことなどの問題点を指摘している。

その上で、「修正案」は次の対案を提示している。まず、すべての株式が流通できる場合の株価、いわゆる「全流通株価」を決める。また、「全流通株価」が流通株の株価より低いので、非流通株主が流通株主に対して補償する。そのうえで、非流通株に取引所取引の権利を与える<sup>14)</sup>。「全流通株価」の決定について 2 つの方法が提示されている。1 つは「総括案」同様に合理的な PER や BPS などの指標に基づいて決定する方法である。もう 1 つは競争入札による価格決定方法である。つまり、予め競争入札終了後にすべての国有株に取引所取引の権利を与えると公表し、国有株の一部を競争入札方式で売出して、「全流通株価」を決定する方法である。

詳しい経緯は不明であるが、この「修正案」は「総括案」にまとめられた第 7 案の一部を詳しく説明したものであり、天相投資コンサルタント有限会社の提案とほとんど同じである (国有股問題聯合研究小組 2001, 以下「天相案」)。「天相案」は国有株の放出よりも、その前に国有株に取引所取引の権利を与えることが問題の核心であると指摘している。「天相案」は具体的に次のように提案している。国有株の取引所取引によって、流通株主は所有する流通株の株価下落で損失を被る。そのために、国有株主は流通株主に補償しなければならない。流通株が L, 国有株が G, 流通株の株価が P, 「全流通株価」が P', 流通株割当てで売出される国有株が aG, 割当価格が P<sub>0</sub> とする。国有株放出による流通株主の損失をちょうど補償した場合、次の式が成立する。

$$L \times (P - P') = aG \times (P' - P_0) \quad (1)$$

国有株 aG が流通株主に割当てで売出される時、割当価格 P<sub>0</sub> は次の式になる。

$$P_0 = P' - L(P - P') / (aG) \quad (2)$$

また、「天相案」は重点的に割当価格がゼロの場合 (P<sub>0</sub> = 0), つまり国有株主が流通株主に対して国有株を割当贈与するケースを強く薦めている。このとき、求められるのは a である。

$$a = L(P - P') / (GP') \quad (3)$$

流通株に対する割当比率は次の式になる。

$$aG/L=(P-P')/(P') \quad (4)$$

このように、「天相案」では流通株主に対する補償方法として、「全流通株価」を組み入れた割当価格と割当比率の組み合わせで、流通株主に対する国有株の割当売出しが提案されている。とりわけ、株式の無償贈与は流通株主と株式市場にとって資金圧力が小さいため、強く勧められている。また、流通株主に対して、国有株主による権利行使の優遇価格を設定したコール・オプション型カバードワラント (Covered Warrant) の発行、ならびに現金の贈与も想定されているが、オプション市場の欠如および資金需要が大きいなどの理由から勧められないと指摘されている。

「総括案」の第2種類の提案——株式数調整案も注目されていた。株式数調整案は売出し案につぐ2番目に応募が多い提案である。具体的には、上場企業が国有株の一部を買い戻す方法、いわゆる自社株消却、非流通株の株式併合、ならびに流通株の株式分割の3つの方法が提案されている。「総括案」の第1種類提案と同様に、自社株消却の場合の株価、および株式併合・分割の比率を決めるのに、国有株の価値評価が回避できない問題である。国有株主が投下した資産の価値、BPS、PER、法人株協議譲渡価格、新規公開 (IPO) にともなう新株発行の公募価格などに基づく価格決定が提案されている。

第2種類の提案の中、張衛星の提案はもっとも注目を集めた (張2002, 以下「張衛星案」)。「張衛星案」は国有株をはじめとする非流通株と流通株の取得価格の相違に着目して、非流通株の株式併合ないし流通株の株式分割で両者を均一化したうえで、全株式の取引所取引の実施を提案している。張は中国株式市場で流通株と非流通株が同時に存在し、株式市場が分断されていることを最初に議論した学者の1人といわれている。「張衛星案」は次のように論じている。国有株主を中心とする非流通株主はBPSに近い価格で上場企業の前身企業の資本を株式化した。その一方、流通株主はその数倍の価格で新株発行を引受けた。また、株式市場において流通株と非流通株が同時に存在するため、株価は公募価格よりかなり高い。その結果、中国の株式市場は国有大株主が作った「資金囲い込み」の罠になっている。国有株が6割以上の株式を占め、株主総会で圧倒的に大きな議決権をもっていることはその原因である。したがって、流通株と非流通株が形成された歴史を尊重し、非流通株の問題を根本的に解決すべきである。

「修正案」は第2種類の提案に対して、①価格決定が難しい、②非流通株の併合・流通株の分割による国有株比率の低下は「国有資産流失」議論に発展し、政治的リスクが高い、③B株、H株および非国有の法人株に対する調整の方法が説明されていないと指摘している。また、自社株消却について、消却されない国有株は依然として取引所で取引できないとその問題点を提示している。

そのうえで、「修正案」は大胆に独自の「自社株消却+国有株主割当新株発行」を提案している。これは上場企業が自社株消却の方法を用いてBPSに基づく価格で国有株をすべて消却したうえで、国有株主に対して取引所取引できる新株を市場価格で発行する2段階の解決方法である。しかし、この対案自身もまた「修正案」が指摘した価格決定の問題と自社株消却の問題にあたるであろう。

第3種類の提案は国有株・法人株流通市場を別途設立する方法である。国有株・法人株取引専

門市場、いわゆる C 株市場を創設し、ないし新興企業ボード、廃止された NET 市場と STAQ 市場、協議譲渡市場、B 株市場、H 株市場などを利用して、国有株・法人株を取引することが提案されている。

「修正案」はこの案は小利大害であり、実施の必要性和有効性が疑わしいと一蹴した。その理由として、①たとえ A 株市場以外の市場で国有株が放出されても、株式市場全体が資金不足になり、A 株市場は依然として大きな資金圧力を受ける、②流通株主に対する補償制度が欠落しているため、投資家の投資マインドは悪化する、③新たな市場設立は株式市場の分断を一層深刻化するなどの問題点が挙げられている。

7 種類の応募案において、とりわけ「韓志国案」と「張衛星案」は中小株主から広く支持されている。1 月 11 日の評議会は次回の会議で「総括案」の第 1 種類の応募案に絞って議論を深めることを決定した(劉雪梅 2002)。やはり「張衛星案」の主張、つまり、国有株と流通株の株式取得の歴史を重視して、取得価格のギャップを完全に埋めることは許されないのである。一部の学者も「張衛星案」は上場企業の前身企業の株主が所有すべき創業者利得を無視していると批判している(華 2002)<sup>15)</sup>。その後、「流通株主に対して、BPS に近い価格での国有株売出しを通じて補償する案」に期待が寄せられていた。

1 月 21 日、国務院発展研究センターは再度評議会を開き、予定通り第 1 種類の応募案を議論し、既述の第 1 種類応募案に対する修正案を採択した。しかし、「全流通株価」の決定方法については、BPS ないし PER などの指標に基づく算出方式が棄却され、競争入札制度が採用された。「全流通株価」の決定方法と流通株主に対する補償方法は「天相案」とほぼ同じである。また、上場企業の実施順位を作成して 10 年以上の長い期間をもって漸次を実施すること、非流通株主に最低入札価格の設定権を与えること、落札比率がクリアすべき最低ラインを設けること、非流通株が解消された後に 1 年から 3 年の取引制限期間を設定すること、具体的な方案の実施には非流通株主の同意と大部分の流通株主の支持を必要条件とすることなどの事項が追加されている。その内容は「天相案」に非常に近いが、ある証券研究機関によって「国有株放出方案の段階的成果」(「国有股減持方案的階段性成果」、以下「成果案」と略す)にまとめられ、2002 年 1 月 26 日に中国証監会の公式サイトに公表された(中国証監会規劃發展委員会 2002)。

「成果案」はその利点について、簡単に実施できること、既存の法制度と経験が利用できること、すべての非流通株に適用できること、流通株主に対する完全な補償が実現されること、実施にかかる証券取引の費用が低いことを取り上げている。また、関係者が非協力的であったり、市場が乱高下したりすれば、合理的な「全流通株価」が形成されないおそれがあると指摘している。

しかし、「成果案」も実施されることはなかった。競争入札による大量の追加的な資金需要発生の恐れ、国有株主の「資金囲い込み」疑惑、BPS に基づく流通株主補償案の棄却に対する不満の結果、「成果案」も中小株主に受け入れられなかった。そして、とうとう、2002 年 6 月 23 日、国務院は海外市場を除いて、「国有株放出辦法」に基づく証券市場経由の国有株放出を実施停止とし、今後も具体的な実施辦法を發布しないと決定した。

とはいえ、国有株放出の議論が全く無意味だとはいえない。まず、証監会は国有株放出案を公募したが、まとめられた「総括案」では「国有株放出」に限らず、国有株をはじめとする非流通株全体に関する提案も多数ある。とりわけ、中小株主に支持されている「張衛星案」は明確に「非流通株の解消がすべての中国株式市場の問題を解決する唯一の方法」と主張し(張 2002)、「韓志国案」は「国有株、法人株、その他の非流通株の放出は同じ枠組みの中で考えなければな

らない」と論じている(韓 2002 a)。

また、「韓志国案」は独自に「流通株主認可率制度」の設置を提言しており、政府に対して中小株主の保護を促している(韓 2002 a)。株主総会において、流通株主に比べて非流通株主は圧倒的な力をもっている。非流通株の解消は市場ルールの変化を意味するので、「流通株主認可率制度」の導入は株式市場の安定化と放出案実施の円滑化に有利である。また、政府は放出価格設定のルールと放出プロセスについての枠組みだけを決定し、具体案の策定は上場企業と流通株主に任せるべきだと、彼はさらに主張した(韓 2002 b)。

このように、国有株放出の議論は非流通株の解消といった株式市場の構造問題の議論に移った。放出案の決定についても、中小株主の保護に対する世論が高まり、政府による一元的な意思決定から、流通株主と非流通株主の間が交渉して、各上場企業において個別に意思決定される方向へと議論が展開されている。これらの学者の議論はどのように、またどの程度政府の政策決定に影響を及ぼしたかは明確ではないが、2002年1月11日の専門家会議における陳清泰の発言からはその一斑を伺うことができる。

陳清泰は応募案において以下の4つの共同認識が達成されたと発言した。①「社会公平」の実現と Win-Win 関係の確立、②国有株放出は証券市場の長期的な発展と安定に有益になるように実施すること、③新規公開企業の株式に非流通株を設けないこと、④流通株主損失の補償と市場メカニズムに基づく国有株売却価格の決定、この4点である。

つづいて、陳清泰は「総括案」は研究機関や証券監督管理部門の意見ではないと断ったうえで、次の見解を述べた。①具体的な実施案は各企業の状況に応じて、国有株主と仲介機関が「総括案」を参考にしてデザインすべきである。②国有株の放出と非流通株の解消はわけて考えるべきであり、上場企業の非流通株の解消は現段階における証券市場の重要な任務である。取引所取引権を取得した非流通株は必ずしも売却されない。③証監会は証券市場を組織・監督する機関であり、中小株主の保護を最も重要視すべきであると指摘した<sup>16)</sup>。

後に実施された「株権分断改革」の内容と照らし合わせて検証すると、この専門家会議の方針は重要な意味をもっている。まず、この会議は政策重点を国有株放出から非流通株解消へと導いた。また、流通株主に対する補償の必要性を認め、株式市場改革における中小株主保護の重要性和証監会の権威を強調した。さらに、政府は改革の枠組みを模索するが、各社に統一的に改革実施の具体案を提示せず、各社の大株主と仲介機関が企業の状況に応じて改革案をデザインし、非流通株が解消されても必ずしも売却されず、国有株の放出価格は市場メカニズムに基づいて決定されると改革の方針を示した。1月26日公表の「成果案」においては、流通株主に対する完全な補償、すべての非流通株における実施可能性、取引所取引権を取得した非流通株についての売却制限期間の規定などは上記の専門家会議の意見を表している。

#### IV 「全流通」と「株権分断問題」の解決

「国有株放出」応募案において、「韓志国案」と「張衛星案」のように、国有株放出の問題を非流通株全体の枠組みの中で解決すべきだという主張がなされている。また、専門家会議における陳清泰の発言からも国有株放出よりも非流通株の解消が政策的に重要視されるようになったと判断できる。「国有株放出辦法」の実施が停止された後、非流通株の流通権取得は国有株放出の前提条件だと論じられているように(劉紀鵬 2002; 陽 2003)、非流通株の一種類である国有株の放

出ではなく、むしろ非流通株全体の解消が議論の中心になった。

非流通株解消は当時「全流通」という表現で議論されていた。しかし、「全流通」は必ずしも明確な概念とは言えない。当初、「全流通」は非流通株を含むすべての株式の取引所取引、言い換えれば、非流通株全体の放出に用いられる傾向があったが、この概念についての理解は一致していないようである。たとえば、張(2003)は「全流通」は単に字面どおり「全部流通(取引所取引)」ではなく、流通株と非流通株が同時存在している株式市場のもとで、公正かつ合理的に非流通株解消の問題を解決することを意味する、と「全流通」の概念を正している。何れにせよ、非流通株解消に議論の中心が移ったことは間違いない。たとえば、郭・張(2002)では国有株放出は停止されたが、非流通株の存在は株式市場の発展を阻害するため、株式市場における非流通株と流通株の統一を実施すべきであると主張しており、その実施にあたって中小株主に発言権を与えることを提案している。また、学者たちによって「全流通」案は多く提案されているが、基本的に既述の「総括案」の枠組みが踏襲されている<sup>17)</sup>。

2003年10月末、証監会規制発展委員会主任李青原は、株式市場における非流通株と流通株の分断問題の解決は証券市場発展の先決条件であるとその解決に意欲を示した上で、株主、とりわけ流通株主の利益を保護しなくてはならないと中小株主保護の改革原則を示した(上官2003)。11月10日、証監会主席尚福林が「積極的に資本市場の改革開放と安定的な発展を促進せよ」という談話の中で、初めて「股権分置」(「株権分断」)という言葉を用いて、この問題の解決に際して、大衆投資家保護と市場安定の維持を指示した(尚2003)<sup>18)</sup>。

証監会監管部主任謝庚によれば、「株権分断問題」の解決とは株式市場における流通株と非流通株の分断問題の解決、つまり、非流通株に場内取引の権利を与えることである。また、非流通株の解消は非流通株の取引所取引の前提条件であるが、非流通株が解消されると、直ちに取引所で取引されることとは異なる概念である(聞召林2004)。

11月12日、李振寧が『中国証券報』で「全流通制度改革の実現」と題した論文を発表した(李2003)。李は証監会の「全流通研究グループ」のメンバーであり、ほかの2名のメンバーは李青原と規制発展委員会委員の波涛である。この論文は「全流通研究グループ」の提案の理論部分(「全流通構想」と呼ぼう)に当たる(郭・孫2006)。李論文は次のことを主張している。①これまでの改革の模索は放出価格の決定方法の統一に拘っているから失敗した。「全流通」は、政府の統一的な規定ではなく、各上場企業による個別的な意思決定(「分散決策」)に基づいて実施すべきである。その際、上場企業は国有株放出の経験と「全流通」案を参考にすべきである。②中小株主の利益と証券市場を保護するため、「全流通」案の決議は、2/3以上の議決権の賛成、ならびに流通株主と非流通株主の議決権のそれぞれの過半数賛成によって成立すべきである。③仲介機関は非流通株主および流通株主と意見交換して改革案を提示し、非流通株主と流通株主が交渉し、両者の意見が一致すれば改革案は成立する。李論文はこのような改革は「真の市場化改革」であると強調し、はじめて市場メカニズムの適用についての証監会の理解を示した。

このように、「全流通構想」は2002年1月11日の専門家会議の方針を具体化してより明確に実施方法を示している。また、「全流通構想」はさらに政府が放出価格についての改革枠組みを提示しないことを初めて明確に示した。さらに、「韓志国案」で提案されている「流通株主認可率制度」<sup>19)</sup>の「証監会バージョン」、後に「株主分類決議」と呼ばれる決議方法の実施こそ「真の市場化改革」だと主張し、非流通株解消の突破口を見出した。

11月18日、国务院発展研究センター金融研究所主催の「株権分断と証券市場の規範的な発展

に関する座談会」(「股権分置与証券市場規範發展座談会」)が開かれた<sup>20)</sup>。国務院發展研究センター、国家發展改革委員会、ならびに中国社会科学院、証監会、証券会社、および投資ファンドの研究者が会議に参加した。参加者の間で、流通株主が被る損失に対する補償メカニズムの確立、市場メカニズムに基づく非流通株の譲渡、および証監会に非流通株解消の試行権限を与えることについて意見が一致した。また、上場企業の重要事項の決定に際して、「全流通構想」同様に株主が種類別に決議する制度を実施して、流通株主に否決権を与えることについても意見が一致した(秦 2003)。

このように、「全流通構想」が支持され、改革の方向性が漸次に明確になり、「全流通」実施の準備が整えつつあった。2004年1月、中国人民大学金融証券研究所主催の「第8回中国資本市場論壇」において、李青原は「全流通」の改革方針を再確認したうえで、「2004年は「全流通」にとってよい時期である」と「全流通」試行の意欲を見せた(郭 2004; 鄧 2004)。

2004年2月、国務院が「国務院の資本市場改革開放と安定的發展に関する若干意見」(「国務院關於推進資本市場改革開放和穩定發展的若干意見」, 通称「国九条」)を發布した。その第3条において、「株権分断問題」を積極的かつ適切に解決する。上場企業の非流通株譲渡を規範化し、国有資産の流失を防止する。着実に今上場企業に存在している取引所取引できない株式の問題を解決する。この問題を解決する際、市場メカニズムを尊重し、資本市場の安定と發展を促進し、株主、とりわけ大衆株主(「公衆投資者」)の合法的權益を切実に保護しなければならない」と指示している。この国務院の通達は株式市場改革の指針になった。

証監会は流通株主保護のため、2004年9月に「大衆株主權益保護の強化に関する若干規定(意見募集稿)」「關於加強社会公衆股股東權益保護的若干規定(征求意见稿)」を公表し、同年12月7日に修正したものを發布し、同日より実施した。その中でもっとも強力な措置は上場企業の増資や重要資産の再構築などの重要事項、および流通株主の利益に大きく影響を与える事項の決議において、流通株主の過半数の議決権の賛成が必要であるという「大衆株主決議制度」(「社会公衆股股東表決制度」)の規定である。「全流通」は流通株主の利益に重大な影響を及ぼすので、「韓志国案」、「全流通構想」、および国務院發展研究センターが主催した「座談会」合意内容の重要な部分——決議方法についての制度構築は大きく前進した。

しかし、国資委は上記の「全流通構想」を受け入れなかったと思われる。国資委主任李榮融は「国有株放出」と「国有株解消」は異なる概念であると認めたが、すべての株主を平等に保護することは改革の基本的な出発点であり、利益関係者全員が納得できる改革案はまだ見付からないと主張した(于 2003)。

ところで、2004年は李青原が期待した「全流通」の年ではなかった。2つの出来事があった。1つは2004年6月からの「国有企業財産権改革大論争」である。もう1つは、証券市場の番人である証監会と国有株の代理人、つまり2003年4月に設立された国資委の間における、財産権取引市場での国有株放出についての駆け引きであり、その後のC株市場の創設である。

「国有企業財産権改革大論争」は直接に「全流通」に焦点を当てたものではない。2004年6月から8月までの間、香港中文大学の郎咸平は、TCL、ハイアールおよび格林柯爾3社の経営者が国有資産を略奪しているとの研究報告を發表し、国有企業財産権改革の中止を呼びかけた。議論は大勢の経済学者を巻き込んだ大論争に發展し、論争は2004年末まで続いた(郎 2006; 劉・張編 2005)。その間、国資委は大型国有企業のMBO(management buyout)を禁止し、中小国有企業のMBOを規制して、国有企業改革の点検を行った。この論争の記述は別稿に譲るが、



「全流通」の場合、国有株主が流通株主に対して補償することは国有資産流失というタブーに踏み入るため、当時の政治環境は決して「全流通」の実施にとって適切とはいえない。

より直接に「全流通」に影響を与えたのは、国資委の国有株取引専門市場の設立計画である。2003年7月、国資委研究センターは国有株放出に関する報告書を作成した。同報告書は国有株取引専門市場ならびに店頭取引市場の創設、新株上場規模の縮小、国有株放出ファンドの設立、および優先株式、転換社債への転換などの手段による国有株放出を提案している(高・劉2003)<sup>21)</sup>。また、2003年12月31日、国資委と財政部が連名で発布した「企業国有財産権譲渡管理暫定辦法」(「企業国有産権転讓管理暫行辦法」, 通称「3号令」, 2004年2月1日より実施)は、「上場企業の国有株譲渡は国家の関連規定に従って実施する」と規定している。これは国資委の国有株取引専門市場設立の法的根拠になっている。

すでに国有株放出が失敗し、取引所外の相対取引、いわゆる協議譲渡は国有株譲渡の主要方法になったが、この譲渡方法も国資委に批判された。2004年1月、前述の「第8回中国資本市場論壇」において、国資委研究室主任季曉南は国資委成立の目的は国有資産流失の防止と国有資産価値の拡大としたうえで、今の非流通株の譲渡価格はBPSに非常に近いと指摘し、「全流通」の実現には市場経済に相応しい価格決定メカニズムを確立しなければならないと、国資委の立場を示した(董2004)。

現に国有株の取引所外の平均譲渡価格は2003年では2.53円で、期末のBPSの1.11倍であり、2004年では2.989円で、期末のBPSの1.187倍である。国資委が設立されてから「企業国有資産監督管理暫定条例」(「企業国有資産監督管理暫行条例」, 2003年5月国务院発布)や「国有企業制度改革活動の規範化に関する意見」(「關於規範国有企業改制工作的意見」, 2003年12月国資委発布)などの規定が実施されているが、譲渡価格は小幅な上昇に止まっている(朱・全2004)。

国資委は証券取引所取引ならびに協議譲渡と異なった新たな国有株放出ルートを模索しはじめた。2004年8月25日、「国九条」発布の半年後、国資委が「企業国有財産権譲渡の問題に関する通知」(「關於企業国有産権轉讓有關問題的通知」, 通称「268号文」)を発布した。「268号文」によれば、上場企業の国有株が非国有企業・事業単位に譲渡された場合、「国有資産監督管理部門が選定した財産権取引機構で財産権譲渡の情報を公示し、購入者を広範に募集すべき」であり、購入者を確定し仮契約書を結んだ後に、国有株譲渡の関連事項を国資委に報告し審査を受けるべきである。譲渡後は「証券登記清算機構で上場企業の国有株変更登記の手続きをすべきである」。このように、国資委は「3号令」を具体化して、国有株の財産権取引市場での放出を始めた。

しかし、証監会は証券取引所での集中取引を強く求め、国資委の株式市場新設を激しく反対した。証監会の主張の法的根拠は2001年9月30日に発布した「証監会の上場企業非流通株協議譲渡の管理強化に関する通知」(「關於加強對上市公司非流通股協議轉讓活動規範管理的通知」)である。この通達は「証券取引所は上場企業株式譲渡の唯一の合法的場所である」と明記しているため、国資委の通達は取引所集中義務に抵触している、と証監会が主張している。

2004年12月15日、証監会管轄の上海証券取引所、深圳証券取引所、ならびに中国証券登記結算有限責任会社が連名で「上場企業非流通株譲渡業務處理規則」(「上市公司非流通股股份轉讓業務辦理規則」, 2005年1月1日より実施)を発布した。「上場株式の譲渡は証券取引所で行なわれなければならない」と取引所集中義務を主張し(第2条)、規定に違反した場合、譲渡の確認、株式分類の変更および名義書換に応じない(第21条)と、取引所外での国有株取引を認め

ない姿勢を強く示した。さらに、2004年12月31日、上海証券取引所、深圳証券取引所、ならびに中国証券登記結算有限責任会社が連名で「上場企業非流通株譲渡業務処理実施細則」(「上市公司非流通股股份転讓業務辦理實施細則」, 2005年1月1日より実施)を發布し、証券取引所での非流通株譲渡の実施方法を詳細に規定した。その結果、国資委が企てた取引所外での国有株取引は証券取引所の管理下に収められた。

ところが、上記の証監会の政策は取引所外の株式譲渡を禁止したと同時に、新たな取引所株式市場、いわゆるC株市場を創設した。C株市場とは、証券取引所の取引システムを利用した非流通株専門の株式市場である。その意味で、証監会は国資委と妥協したといえる。

C株市場の創設は新たな市場分断をもたらすと世論に猛反対された。2005年1月13日、『中国証券報』主催の非流通株譲渡問題シンポジウムが開かれた。参加した韓志国、呉曉求などの学者は、C株市場の創設はA株市場の資金を分流するため、流通株の株価下落をもたらし、株式分断問題の解決を一層困難にしたと指摘し、「国九条」に基づいて流通株主の利益を保護し、C株市場の廃止を求めた(楊2005)。

1月15日、中国人民大学金融証券研究所主催の「第9回中国資本市場論壇」が開かれた。証監会規劃委主任李青原は、政策立案者はC株市場設立に対する株式市場の消極的な反応を重視し、株式市場に対してなるべく早く説明責任を果たすべきである、と見解を示した(于2005)。また、2日後の17日、証監会市場監管部主任謝庚は「中国経済情勢報告会」(「中国経済形勢報告会」)において、市場の安定を維持するために証監会は必要な段階的措置の実施を排除しないと表明した(盧2005)。とうとう、1月24日、上海証券取引所と深圳証券取引所はと正式にマスコミにC株取引の受理停止を明らかにした(鐘2005)。このように、C株市場は誕生して1ヶ月も経たずに廃止された。

C株市場の設立は中小株主や学者たちに反対された一方、株主分類決議の方法を用いた非流通株解消の試行に期待が寄せられた。2004年7月、証監会指定の上場企業情報開示雑誌『証券市場週刊』は李青原の「全流通」に関する議論をまとめて掲載した。「全流通」の核心問題は決議方式の突破であり、株主分類決議制度は流通株主に非流通株主と対等な立場を与え、流通株主と非流通株主の間の対立と不信の緩和に有利である。また、流通株主に対する補償は流通株主と非流通株主の交渉で決定し、政府が押し付けるべきではない。このような補償額決定のプロセスは市場メカニズムによる価格決定である、という(陳玉潔2004)<sup>22)</sup>。その2ヵ月後、証監会は既述の「大衆株主權益保護の強化に関する若干規定(意見募集稿)」を公表し、12月に「大衆株主決議制度」の名のもとで株主分類決議制度を実施し始めた。さらに、C株市場論争の間最中に、國務院發展研究センター金融研究所副所長巴曙松は、公表された株主分類決議制度は非流通株主と流通株主双方の利益を保護するので、別途株式分断問題の解決策を模索する必要はないと主張した(馮2005)<sup>23)</sup>。

2004年12月、李青原は資本市場の根本的な改革には「株権分断問題」の解決が不可欠であり、2005年はこの問題を解決するよい年であると強調した(陳中2004)。また、2005年1月、前述の「第9回中国資本市場論壇」において、李はさらに「早ければ、今年前半で問題の解決に着手するであろう」と楽観視した(胡2005)。2日後、前述の「中国経済情勢報告会」において、謝庚は「株権分断問題」を解決するために、複数の政府部門をまたがる「活動グループ」が設立されており、仕事は順調に進んでおり、条件を整えたらなるべく早く解決策を実施すると表明した。また、「全流通」は本来非流通株を流通株に転換させることを意味するが、言葉的に誤解されや

すいたため、株式市場の制度的な問題の解決を強調する「株式分断問題」の解決に表現を変えた、と説明した(盧 2005)。2005年以降、「全流通」の言葉はあまり使われなくなった。

「全流通」と「株権分断問題」の解決についての議論は、国有株放出が中止され、国有株放出案公募の中で提示された改革方針、つまり、2002年1月11日の専門家会議における陳清泰発言の内容をさらに明確にした。中小株主保護、流通株主補償の原則、政府の統一的な改革案決定に代わって上場企業の個別的な意思決定による改革実施が、証監会の積極的な推し進めで専門家、ならびに中小株主に広く支持されるようになった。また、「韓志国案」で提示されている「流通株主認可率制度」は「大衆株主決議制度」として証監会の中小株主保護の重要措置に採用された。さらに、国務院が「国九条」を發布し、上記の中小株主保護とともに、市場メカニズムの適用と国有資産流失の防止を指示し、「株権分断問題」の積極的かつ適切な解決を求めた。国資委はA株市場以外の国有株専門市場の設立を企てたが、証監会、学者、ならびに中小株主の反対で失敗した。国有株放出、「全流通」、および「株権分断問題」解決の「場」は再びA株市場に戻った。問題の核心は流通株主に対する補償や国有株の放出価格などの市場化決定にあるであろうが、証監会は「大衆株主決議制度」のような株主分類決議制度のもとで、非流通株主と流通株主の交渉で各社の独自の改革案を決定するプロセスこそ、市場メカニズムを用いた「真の市場化改革」であると主張している。

証監会と国資委の意見が一致せず、「国有企業財産権改革大論争」も交えて、財産権取引市場での国有株放出とC株市場の創設が予想外に実施されて、株式市場が混迷していた(図2)。国務院が国有株放出を停止した2002年6月23日から、C株市場の廃止が確認された2005年1月24日までの間、上証指数はさらに19.6%低下した。しかし、上記のように、改革案に関する議論が漸次に明確になり、試行錯誤の結果、次段階改革の方向性が見えてきた。

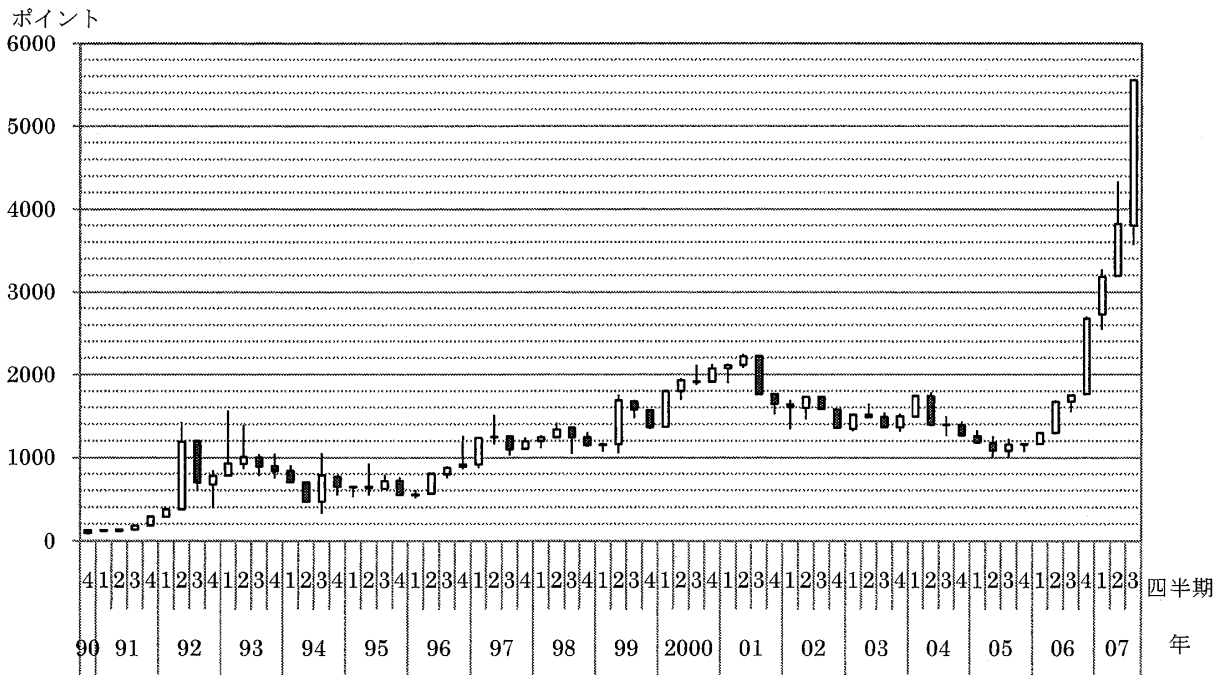


図2 上海証券取引所株価総合指数(上証指数)の四半期株価チャート

出所) 湘財証券有限責任公司『湘財圓網超強版』より作成した。

## V 「株権分断改革」の試行と展開

2005年4月12日、証監会は新華社記者に対して「株権分断問題」解決の試行をスタートする条件が整ったとの認識を示した。また、「国九条」の中心は流通株主の合法的な権益の保護であり、この方針は証監会の「株権分断問題」解決の基本原則であるとの見解を示した(林2005)。

4月30日、証監会は「上場企業株権分断改革試行関連問題に関する通知」(「上市公司股権分置改革試点有關問題的通知」)を公布し、「株権分断改革」、つまり「株権分断問題」解決の試行を始めた。この通達は次のように改革の手続きを規定している。①上場企業が具体的な改革案を臨時株主総会に提出して決議する。②3分の2以上の株主かつ3分の2以上の流通株主の議決権が改革案を賛成した場合に実施する。③非流通株主は取引所取引権を取得してから1年以内に譲渡しないと誓約する。また、総株式数の5%以上の株式を所有する非流通株主は、上記の期間が経過した後取引所において売却する株式について、1年以内で総株式数の5%、2年以内で総株式数の10%を超えないことを誓約する。

非流通株主が改革案を提示し、流通株主が臨時株主総会で株主分類決議のルールに基づいて議決権を行使し、両者の交渉で「株権分断問題」を解決することは通達の中心内容である。証監会の役割はモデル企業の選定だけであり、具体的な改革案の決定は上場企業各社に委ねられている。この通達の内容は、明らかに「全流通」議論において証監会が推し進めた「全流通構想」に若干の修正を加えて具体化したものである。しかし、改革案の作成に際して専門家の「全流通」提案を参考にする要件は除外されている。これによって、流通株主への補償は専門家が提案した放出価格と補償額の算出方法の拘束から解放され、国資委にとって受け入れやすい内容になっている<sup>24)</sup>。

5月に第1陣の株式分断改革モデル企業として、三一重工、紫江企業、金牛能源、および清華同方の4社が選ばれた。6月17日まで相次いで開かれた臨時株主総会で清華同方を除く3社の改革案が可決され、6月20日、42社の第2陣モデル企業が公表された。6月27日、証監会主席尚福林は、試行は第2陣モデル企業をもって終了する計画を公表し、比較的短期間で「株権分断改革」を完成すると改革の意気込を見せた(林・周2005)。

7月22日、国務院が一部の省・直轄市責任者を招集して株権分断改革会議を開き、2007年までの温家宝内閣の任期内に「株権分断問題」を解決しなければならないと指示した。翌日、李青原は「株権分断改革」を実施した上場企業の株価総額が上場企業全体の6割ないし7割に達すれば、非流通株を設けずに新規公開を再開する、と企業の新規上場計画を示した<sup>25)</sup>。さらに、8月3日、証監会副主席庄心一は今後の政策は「株権分断改革」実施済み企業に傾けると言明した(呉2005)。このように、国務院と証監会が「株権分断改革」を強力に促進した。これは2005年5月からの「株権分断改革」の急進的な展開の一因であろう。

非流通株の7割以上が国有株なので、大半の上場企業において、「株権分断改革」に関する提案は大株主としての国有株主の意向によって左右されている。第2陣モデル企業には長江電力、宝鋼股份など大型国有企業が入っているため、国資委はその立場を上場企業に明確に示すことが必要になった。ところが、改革試行段階における国資委の流通株主補償についての態度は、公表資料から判断できない。「株権分断改革」の試行において、国資委が最も深く関与したのは6月17日における「国務院国資委の国有資本支配上場企業株権分断改革に関する指導意見」(「国務院国資委关于国有控股上市公司股権分置改革的指導意見」)の発布である<sup>26)</sup>。国資委は国有大株

主に対して、所属業種を考慮し、改革後維持すべき国有株最低保有率、つまり総発行済株式に占める国有株の比率を明示して国有資産監督管理部門に提出し、審査と許可を受けてから改革案とともに公表することを求めている。その目的は「国家安全と国民経済の命脈に関わる重要業種と分野、および国民経済の基盤産業と支柱産業において、国有資本の支配力を確保し、国民経済における国有経済の主導的地位を確保する」(第3条第1項)ことである。一言でいえば、「重要業種」の上場企業に対する支配力の維持である。この「指導意見」を明確化するために、国資委が業種の分類基準と各業種の国有株最低保有率の設定を検討したと報道されている<sup>27)</sup>。

この国資委の指導意見は2つの面で「株権分断改革」に大きな影響を与えている。まず、国有株最低保有率の設定によって、国有株は取引所取引権を取得しても、将来放出される国有株は大幅に制限され、株式市場に対する資金圧力は小さくなる。国有株が集中している上位6業種は採掘業、金属・非金属製品、石油化学、機械設備、交通運輸、電力・都市ガス・水道事業であり、この6業種に77%の国有株が分布している。これらの業種はすべて重要度の高い業種とされており、国有株の比率が高い(表8)。「重要業種」の国有株放出が強く制限を受けるならば、将来、株式市場に放出される非流通株は大幅に減少する。

同時に、この国資委の指導意見は流通株主補償としての国有株贈与の規模に対する大幅な制限を意味する。実際に46社のモデル企業の内、44社は流通株主に対して、非流通株主が株式贈与の補償方法をとっている。しかも、10流通株にあたって3株前後の株式を贈与する案は最も多く、平均して3.38株が贈与されている(劉2005)。

国資委が考えている各業種の適正な国有株最低保有比率は、公表されていない。ここでは、流通株の増加率を想定して各業種の国有株比率の変化を計算した(表8)。上記6業種について、採掘業を除けば、50%前後の国有株比率を維持するならば、やはり流通株の増加率を30%前後に抑えること必要である。言い換えれば、流通株主に対する「10株の流通株に対して非流通株主が3株を贈与する」補償案は、国資委の指導意見を守るという制約条件のもとで、非流通株主が提示できる最大の補償条件である。国資委は意図したか否かは判断できないが、結果的に国有株の支配力の維持は、「重要業種」における流通株主に対する可能な補償範囲に制約を設けることになっている。

7月25日から8月19日までの間に開かれた第2陣の「株式分断改革」モデル企業の臨時株主総会において、すべての改革案が可決された<sup>28)</sup>。

2回のモデル企業改革試行の結果について、『証券時報』はアンケート調査を行い、5200を超える回答をえた。7%の回答者は試行結果に「非常に満足している」、68%の回答者は試行結果に「比較的満足している」、62%の回答者は10流通株あたり最低3株の株式贈与が必要だ、と答えている(冉2005)。また、第2陣モデル企業の株式の取引が再開されると、ほとんどの企業の株価が上昇したように、株式市場の反応も好転した(何・張2005)<sup>29)</sup>。

第2陣のモデル企業改革後、改革が成功したとの評価が多かったが、多くの問題点も指摘されている。張(2005)によれば、この改革の試行はA株に内在している株主資本が非流通株より高い、つまりA株の「権利含み」の事実を認めた。しかし、この「権利」の測定方法はまだ統一されておらず、流通株主に対する補償が不足している。また、各社の非流通株がすべて売却制限なしで放出可能になるのはそれぞれの改革始動から3年先になるので、今の時点で改革の試行の成敗を判断するのは早い。

華(2005)も改革の試行はA株の「権利含み」を認めた点について評価している。また、株主

表8 国有株の業種別特徴(2005年末)と「株権分断改革」後の国有株比率の試算

業種 <sup>1)</sup>	国有株		「株権分断改革」後の国有株比率試算(%) <sup>4)</sup>				
	平均比率(%) <sup>2)</sup>	シェア(%) <sup>3)</sup>	20%	30%	40%	50%	70%
A 農林牧漁業	45.7	1.2	39.9	37.1	34.2	31.4	25.6
B 採掘業	75.4	18.9	70.4	68.0	65.5	63.1	58.1
C 製造業	54.3	46.7	46.7	43.0	39.2	35.4	27.9
C0 食品、飲料	50.3	3.1	43.6	40.2	36.9	33.5	26.8
C1 繊維、アパレル	42.2	2.2	35.2	31.7	28.1	24.6	17.6
C2 木材、家具	9.1	0.0	7.8	7.2	6.6	6.0	4.7
C3 製紙、印刷	47.0	0.9	37.5	32.8	28.0	23.3	13.8
C4 石油精練、化学製品、ゴム、プラスチック	57.7	9.2	50.5	46.8	43.2	39.6	32.4
C5 電子	46.0	2.5	39.0	35.6	32.1	28.6	21.6
C6 金属、非金属製品	64.1	15.9	56.3	52.3	48.4	44.5	36.7
C7 機械設備	48.0	9.2	40.8	37.2	33.6	29.9	22.7
C8 医薬、バイオ製品	47.1	2.9	39.5	35.6	31.8	28.0	20.3
C9 その他製造業	70.6	0.9	59.2	53.5	47.7	42.0	30.5
D 電力・都市ガス・水道事業	56.4	8.8	50.6	47.6	44.7	41.8	36.0
E 建築	17.2	0.4	15.0	13.9	12.8	11.7	9.5
F 交通運輸	54.1	7.2	47.1	43.6	40.1	36.6	29.7
G 情報技術	45.4	4.9	39.5	36.6	33.7	30.8	25.0
H 卸売り・小売	38.5	2.5	32.6	29.6	26.6	23.7	17.7
I 金融保険	26.1	2.1	23.5	22.2	20.9	19.6	17.0
J 不動産	48.1	2.6	38.4	33.6	28.8	24.0	14.4
K 社会サービス	39.5	2.1	35.5	33.6	31.6	29.6	25.7
L マスコミ・文化	31.1	0.2	27.7	26.0	24.4	22.7	19.3
M コングロマリット	33.7	2.5	26.0	22.1	18.2	14.3	6.5
全業種	53.0	100.0	46.4	43.2	39.9	36.6	30.1

出所) 国有株は李(2007:204-206)より整理・算出した。流通株は中国証券監督管理委員会編(2006:182-183)より算出した。

注1) 業種コードは「上場企業業種分類ガイド」(「上市公司行業分類指引」;中国証券監督管理委員会編2004:349-358)を用いた。

注2) 各業種の国有株平均比率(%)=各業種の国有株合計/当該業種の株式合計×100。

注3) 各業種の国有株シェア(%)=各業種の国有株合計/全業種の国有株合計×100。

注4) 流通株が20%,30%,40%,50%,70%の増加率で増加した場合の国有株の比率の試算である。試算では流通株の増加は国有株を含むすべての非流通株が均一の減少で達成されると想定している。つまり、非流通株主は全員同じ方法で流通株主に流通権取得の「対価」を支払う。また、ここでは補償方法として、非流通株主が流通株主に株式を贈与することを想定している。つまり、総発行済株式は変わらない。なお、各業種において、国有株を有しない上場企業も一部存在しているが、試算は各業種全体の計算になっている。

分類決議制度の採用や、証券取引所の取引システムを用いて流通株主の投票率を高めたことについても評価している。しかし、流通株主補償の具体的な算出方法について統一的な基準がない。また、非流通株主は大株主であり、企業情報の保有などで優位に立ち、流通株主より交渉力が強い。さらに、非流通株の売却制限期間の設定は株式流通市場の需給関係の緩和には有益であるが、流通株主の「全流通株価」の予想を混乱させた、と批判している。

このように、専門家の「全流通」提案は「全流通構想」に「参考」という形で取り入れられたと対照的に、今回の改革試行では採用されなかった。その結果、補償額の決定については、大株主に有利になり、中小株主の利益が損なわれていると学者たちが指摘している。

他方で、指導部はモデル企業の改革試行が成果を収めたと判断した。8月23日、証監会、国資委、財政部、人民銀行、および商務部が連名で「上場企業株式分断改革に関する指導意見」(「中国証監会、国資委、財政部、人民銀行、商務部関于上市公司股權分置改革的指導意見」)を發布し、改革の全面展開を宣言した。約2ヶ月前に尚福林が示した改革スケジュールが現実になった。同「指導意見」では株主分類決議制度(初めて「分類決議」の言葉が政府文書に使用さ

れた)の実施と国有株最低保有率の要件が再度確認されている。また、改革済み上場企業のエクイティー・ファイナンスに優先権を与えること、適時に流通株と非流通株を区分せずに上場企業の新規公開を再開することが示されている。さらに、改革案の決議に関して、B株主とH株主の議決権が除外されること、改革案の実施による上場企業の外資株比率の変化は外資優遇政策の適用に影響しないことが規定されている。

8月26日、証監会は「上場企業株式分断改革管理辦法(意見募集稿)」「(上市公司股權分置改革管理辦法(征求意见稿))」を公表し、8月30日までの間に意見を公開募集して、修正したうえで、9月4日に正式に発布した<sup>30)</sup>。4月の改革試行に関する通達と同様に、同「管理辦法」では株主分類決議制度、売却制限期間の設定、各社の非流通株主と流通株主の間の交渉による個別的な意思決定の原則が貫かれている<sup>31)</sup>。

第2陣のモデル企業がすべて臨時株主総会を開いて、改革案の決議を終えたのは8月19日であり、上記の張(2005)の議論は8月22日、華(2005)の議論は8月25日に新聞に掲載された。国有株放出が実施された1999年と2001年ほどではないが、学者の間にモデル企業の改革案について反対論も根強く存在していた。また、当時の株価は落ち着いてはいたが、まだ上昇基調が形成されていなかった。それにもかかわらず、8月23日、政府は計画とおり「指導意見」を発布し、改革の全面展開を断行した。「株権分断改革」の本格的な展開は政府主導のもとで、急ピッチで推進されたといえる。

9月8日、国資委は「上場企業株式分断改革における国有株の株権管理問題に関する通知」(「関于上市公司股權分置改革中国有股股權管理有關問題的通知」)を発布し、地方政府管轄の国有上場企業が提出する改革案の審査権を省レベルの国有資産監督管理部門に委ねた。また、国有株最低保有率の審査も省レベルの国有資産監督管理部門に委譲され、統一規定の作成は棚上げになった<sup>32)</sup>。

そして、9月12日、上場企業40社が「株権分断改革」の実施を公表し、「株権分断改革」の本格的な実施が始まった。

改革の試行が始まった2005年4月29日から株式市場は各社の改革案の内容と決議結果によって騰落するものの、比較的安定になってきた。政府の強力な政策支援のもとで、2004年以降証券投資基金の規模が急拡大し、2005年に保険資金と社会保障基金の直接の株式購入が許可され<sup>33)</sup>(郭2005)、QFII(Qualified Foreign Institutional Investors, 適格海外機関投資家)の投資も急増した。機関投資家の急成長(表9)のもとで、2006年以降株価が大幅に上昇し(図2)、市場環境の改善は「株権分断改革」の円滑な実施に寄与した。

2006年6月、深圳証券取引所では中工国際、上海証券取引所では大同煤業が上場し、1年間中断したIPOが再開された。株式を流通株と非流通株に分類せずに上場し、新規上場企業において非流通株を設置しない方針が実現できた。その後、中国銀行、上港集団、大秦鉄道、中国国航、工商銀行、大唐発電、中国人寿、中信銀行、交通銀行、中国鋁業、建設銀行、中国神華、中国石油など大型国有企業は新株を公募して上場した。また、2006年末、改革を始動・実施した上場企業は企業数では93%、時価総額では96%を占めている(禹2006)。2007年10月17日現在、まだ「株権分断改革」を始めていない企業はわずか31社に減少し、改革は終盤を迎えている(周2007)。

表9 機関投資家の株式投資の拡大

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
証券投資基金規模(億元)	120	510	562	804	1,319	1,615	3,309	4,714	6,221
QFIIのA株投資枠(億ドル)	0	0	0	0	0	17	34	56	90
保険会社の株式関連投資残高(億元)	0	15	134	209	308	463	678	1,258	1,841
証券投資基金保有残高(億元)	0	15	134	209	308	463	673	1,099	912
株式投資残高(億元)	0	0	0	0	0	0	5	159	929
全国社会保障基金の株式関連投資残高(億元)	0	0	0	13	13	319	729	867	1,641
委託投資残高(億元) <sup>1)</sup>	0	0	0	0	0	319	613	730	1,057
株式投資残高(億元)	0	0	0	0	0	0	0	0	243
株権投資残高(億元) <sup>2)</sup>	0	0	0	13	13	0	116	137	341
流通株の株価総額(億元)	5,746	8,214	16,088	14,463	12,485	13,179	11,689	10,631	25,004

出所) 証券投資基金規模ならびに流通株株価総額：中国证券监督管理委员会編 (2007：4-5)；QFIIのA株投資枠：国家外匯管理局公告；保険会社の証券投資基金保有残高：中国保険监督管理委员会 (2007)，盧 (2006)；保険会社の株式投資残高：盧 (2005；2006)；全国社会保障基金委託投資，株権投資ならびに株式投資残高：全国社会保障基金理事会 (2007)。

注1) 委託投資の一部が株式投資である。

注2) 2001年と2002年は新株購入である。2006年現在，株権投資は交通銀行，中比基金，中国銀行，工商銀行，および渤海産業投資基金に対する投資である。

## おわりに

本稿は国有株放出から、「全流通」，「株式分断改革」の試行，そして「株式分断改革」の全面展開に至るまでの中国株式市場の歴史を顧み，証監会，財政部，国資委，経済学者，および中小株主の議論と行動，ならびに株式市場の変動が政策の展開にどのように影響を与えたのかを考察した。「株式分断問題」という中国株式市場の構造問題の解決が実施されるまでの経緯，そして改革の手法が明らかになり，次の結論が得られている。

第1に，決定的に改革の方向を左右したのは株式市場であろう。株価の急落は国有株放出の中止，および関連法規定の国内市場適用廃止，それに財産権取引市場にける国有株売却計画の実施停止，ならびにC株市場の撤廃を促した。「株式分断改革」の試行と本格的実施は株価の安定と回復によって支えられている。したがって，この改革は「市場志向型の改革」といえよう。

第2に，株式市場の動向が重要視されているので，その監督機関である証監会は改革のイニシアティブをとっている。証監会は国有株放出案の募集を組織したり，李青原をはじめとする証監会官僚を通じて「全流通」や「株権分断問題」の議論において頻繁にマスコミに意見を発表したりして，議論のかじを取りながら，市場参加者が一致して受け入れられる改革案を模索した。

第3に，インターネット，新聞などマスメディアの影響力が大きい。学者たちはマスメディアの力を活かして，様々な提案，主張および批判を発表した。現に，国有株放出を「全流通」ないし「株権分断問題」の解決の枠組みの中で実施する考え方，株主分類決議制度，非流通株が取引所取引権取得の代わりに流通株主に損害を補償する方針など，学者が提示した国有株放出応募案の多くの内容が「株権分断改革」に取り入れられている。

第4に，証監会は国有株放出案，「大衆株主権益保護の強化に関する若干規定」，ならびに「上場企業株式分断改革管理辦法」の発布について，意見を公開募集し，より多くの中小株主の合意がえられるように慎重に行動した。とはいえ，国有株が非流通株の7割以上を占めている株式市場において，改革の実施には国家株主の支持も欠かせない。現に，国資委は市場メカニズムに基づく「全流通」の実現に固執している。そこで，証監会は株主分類決議制度の実施によって，流通株主の交渉力が強化され，流通株主補償の公正性は保障されると主張し，そして，「株権分断



改革」についての提案権を非流通株主に委譲し、このような改革プロセスは「真の市場化改革」と力説している。また、「全流通構想」に取り入れられた専門家の「全流通」提案などを参考にする要件を除外した。その結果、「韓志国案」や「張衛星案」などが提示している流通株主補償方法が利用されておらず、流通株主に対する補償は大幅に不足していると指摘されている。このように、証監会は中小株主と国有株主がともに政策を受け入れられるように、「 balancer」の役割を果たしている。

第5に、当初から「株権分断改革」は改革の目標として建てられたわけではない。1999年と2001年の2度の国有株売出し、国有株放出案、「全流通」議論、2004年の財産権取引市場での国有株放出計画、2005年年初のC株市場の創設など改革の試行錯誤の結果、改革の方向が決まった。その意味で、この改革は漸進主義 (gradualism) 改革といえる。また、現に、「株権分断改革」は比較的実施しやすい非流通株解消、つまり流通株主補償を通じて非流通株に取引所取引権を与えるステップ、および株式市場に資金圧力をもたらし、株価の暴落を引き起こしかねない取引所取引権を取得した非流通株を放出するステップ、この2段階に分けられている。非流通株解消を急ピッチで実施し、非流通株の放出については長い制限期間を規定するこの改革は、増進主義 (incrementalism) 改革といえる。さらに、第2陣「株権分断改革」モデル企業のリストが公表された1週間後、すぐに第2陣の試行をもって改革試行段階を終了するスケジュールが示された。これらの企業の改革案が各社の株主総会で決議されて4日後、専門家の意見と中小株主の反響はまだ十分に伝わらなかった状況のもとで、すぐに改革の全面展開が宣言された。この時期に限定して評価すれば、この改革は急進主義 (radicalism) 改革ともいえる。資本市場改革と大型国有企業改革をまたがる「株権分断改革」は複合的な改革手法によって実施されている。

第6に、「株権分断改革」が順調に実施されている背景には、株価上昇の影響が大きい。流通株主は非流通株主に対して補償の増額を要求するよりもキャピタル・ゲインの拡大を求めている。現に、流通株主に対する非流通株主からの補償は「10流通株あたり3株の株式贈与」が平均的水準になっているが、2005年4月30日改革試行から2006年末までの間、株価は2.3倍に高騰した(図2)。流通株主に対する補償が不足していると主張する学者たちの声は、株価の高騰によってもみ消された。

本稿は「株権分断改革」の本格的実施段階について考察していない。また、株価の上昇は改革の円滑な実施に貢献したが、同時に売却制限期間を過ぎて放出される非流通株が引き起こす潜在的な資金圧力も増大させている。本稿は非流通株の放出が株式市場に与える影響について分析していない。さらに、国有株最低保有比率の制約は取引所取引権を取得した国有株の放出を困難にするため、「株権分断改革」によって上場企業のコーポレート・ガバナンスが改善されるかどうかは大きな疑問である。上記のことは今後の研究課題にしたい。

〈付記〉 本稿は日本証券奨学財団平成19年度研究調査助成金による研究成果の一部である。

## 参考文献

(日本語)

黄孝春(2006)「中国の株式市場における「非流通株」問題の形成」『アジア研究』47(2):35-61。

小林和子(2006)「中国市場——非流通株解消の進展」『証券レビュー』46(9):56-70。

徐涛(2004)「中国国有企業における株式会社制度導入の歴史——社会主義理念の変容と経営者支配の形成——」

『立命館経済学』53(3・4):102-132。

——(2006)「中国上場国有企業の民営化と資本再編」『アジア研究』52(4):20-38。

(中国語)

陳為(2005)「股改進程与国資戰略進入蜜月期」『証券市場週刊』第1146期年内第31期。

陳玉潔(2004)「李青原:全流通必須果斷試点」『証券市場週刊』第1042期年内第27期。

陳中(2004)「中国証監会規劃委主任李青原表示資本市場需要根本性改革」『中国証券報』12月20日。

鄧妍(2004)「再放“全流通”口風 李青原二探市場神經」『財經時報』1月17日。

董硯龍(2004)「全流通試点今年有望啓程」『中華工商時報』1月12日。

方泉(2004)「從“減持”到“分置”」『証券市場週刊』第1042期年内第27期。

方原(2005)「60%到10%:国資持股五道紅線」『21世紀經濟報道』7月21日。

馮飛(2005)「業內專家呼吁尽快試点解決股權分置」『証券時報』1月20日。

郭鳳琳(2004)「今年是解決全流通的好時機」『中国証券報』1月12日。

——(2005)「社保基金新聞發言人李克平表示 直接投資ETF和A股已獲特批」『中国証券報』8月17日。

郭宏超·孫建芳(2006)「李青原離開証監会」『經濟觀察報』2月20日。

郭勵弘(2002a)「走不通的《減持辦法》和必須走通的国資減持(上篇)」『中国經濟時報』1月19日。

——(2002b)「走不通的《減持辦法》和必須走通的国資減持(下篇)」『中国經濟時報』1月22日。

郭勵弘·張承惠(2002)「“市上減持”停止之後股市全流通沒理由放棄」『中国經濟時報』11月9日。

国有股問題聯合研究小組(2001)「国有股流通方案」『天相投顧網』11月26日, インターネット, <http://www.txsec.com/view/pop-news.asp?id=18347>, <http://www.txsec.com/view/pop-news.asp?id=18336> (2007/9/20にアクセス)。

韓志国(2002a)「国有股減持的淨資產——權數定價方案」『証券日報』1月18日。

韓志国(2002b)「韓志国:国有股減持中引入流通股股東認同率制度」『上海証券報』1月24日。

——(2003)「在股市中全面導入“用手投票”機制」『上海証券報』11月25日。

何軍·張喜玉(2005)「第二批股改試点獲得“滿堂彩”」『上海証券報』8月22日。

胡朝輝(2005)「李青原緘默背後全流通啓程在即?」『中国經營報』4月11日。

華生(2002)「激辯国有股減持」『南方週末』1月31日。

——(2005)「總結試点經驗 推動股改順利進行」『中国証券報』8月25日。

江波(2001)「周小川縱論市場熱點」『中国証券報』10月15日。

金燁(2001)「法人股上市沒有時間框架」『証券時報』10月22日。

郎咸平(2006)『誤區——中国企業戰略思維誤區分析』東方出版社。

李新(2007)『国有股減持:淵源, 歷程与路径選抉』首都經濟貿易大學出版社。

李振寧(2003)「實現全流通改制」『中国証券報』11月12日。

林堅(2005)「解決股權分置已具備啓動試点条件」『上海証券報』4月13日。

林堅·周獅(2005)「尚福林:力爭短期內基本完成股改」『上海証券報』6月28日。

劉浩波(2005)「梳理46家方案 挖掘後市潛力」『証券日報』8月30日。

劉紀鵬(2002)「縮股全流通可為資本市場利好」『國際金融投資』11月25日。

劉倩(2001)「建立社保基金有利于証券市場長遠發展」『証券時報』6月14日。

劉興祥(2001)「国有股減持意義重大」『証券時報』6月14日。

劉雪梅(2002)「從“減持”到“全流通”:幕後角力加劇」『21世紀經濟報道』1月21日。

劉貽清·張德勤編(2005)『“郎旋風”實錄』中国財政經濟出版社。

盧懷謙(2005)「不排除採取階段性措施保持市場穩定」『中国証券報』1月18日。

盧曉平(2003)「国有股轉讓新規框架初現」『上海証券報』7月16日。

——(2006)「保險資金投資股票158.88億」『上海証券報』3月21日。

- (2007) 「去年 929.24 億險資投向股票市場」『上海証券報』4月28日。
- 路易 (2003) 「国資委尚無“国有股減持新方案”」『証券時報』7月23日。
- 秦炜 (2003) 「解決股權分置是突破点」『証券日報』11月19日。
- 全国社会保障基金理事会 (2007) 「社保基金年度報告」『全国社会保障基金理事会』, インターネット, <http://www.ssf.gov.cn/web/Column.asp?ColumnId=10> (2007/9/20 にアクセス)。
- 冉慧敏 (2005) 「75%投資者滿意試点成果」『証券時報』9月15日。
- 尚福林 (2003) 「積極推進資本市場改革開放和穩定發展」『中国証券報』11月10日。
- 上官衛国 (2000) 「要優先突出改革和重組功能」『中国証券報』6月14日。
- (2003) 「股權隔離嚴重阻碍資本市場發展」『中国証券報』10月31日。
- 『深圳商報』記者 (2002) 「張衛星回答市場各方詰問」『深圳商報』2月7日。
- 王一琳 (2005) 「“全流通”補償方案胎動待產」『東方早報』2月3日。
- 魏建華 (2005) 「股權分置改革方案中的对価分析」『經濟理論与經濟管理』第8期。
- 聞歌 (2004) 「解決股權分置将有統一安排」『中国証券報』7月30日。
- 聞召林 (2004) 「解決股權分置条件漸趨成熟」『中国証券報』7月26日。
- 聞召林・夏麗華・鐘正 (2005) 「股權分置改革不再進行第三批試点」『中国証券報』6月28日。
- 吳德銓 (2005) 「股改前景 公平与效率孰重」『証券市場週刊』第1146期年内第31期。
- 吳君強 (2006) 「尚福林：股改没有造成国資流失」『中華工商時報』1月23日。
- 吳曉求 (2004) 「股權流動性分裂的八大危害——中国資本市場為什麼必須進行全流通變革」『財貿經濟』第5期。
- 項懷誠 (2005) 「全国社会保障基金管理運營的幾個問題」『全国社会保障基金理事会』6月10日, インターネット, <http://www.ssf.gov.cn/web/NewsInfo.asp?NewsId=526> (2007/9/20 にアクセス)。
- 肖正根 (2006) 「非理性市場, 政府幹預与股改对価博弈」『經濟理論』第4期。
- 楊光 (2005) 「五專家建議暫停C股轉讓」『北京青年報』1月15日。
- 陽生 (2003) 「国有股減持与全流通方案全攻略」『新浪財經』11月20日, <http://finance.sina.com.cn/yched/20031120/1545528065.shtml>, <http://finance.sina.com.cn/yched/20031121/1238529696.shtml> (2007/9/20 にアクセス)。
- 禹剛 (2006) 「尚福林定調：股改基本完成」『上海証券報』12月27日。
- 于揚 (2003) 「国有股流通還沒有可行方案」『証券時報』11月12日。
- (2005) 「各路專家為資本市場支招」『証券時報』1月17日。
- 周悅 (2007) 「31家公司股改征途漫漫」『証券時報』10月19日。
- 周翀 (2005) 「上市公司股改管理辦法正式發布」『上海証券報』9月5日。
- 朱紅・全晗 (2004) 「国有股轉讓均價同比上升18%」『中国証券報』12月17日。
- 朱江 (2002) 「国有股減持中止的背後」『21世紀經濟報道』12月30日。
- 朱麗 (2001) 「金立群重申国有股減持重要性」『証券時報』10月19日。
- 朱茵 (2001) 「如何看待減持与市場压力」『中国証券報』7月25日。
- 張衛星 (2002) 「中国股票市場非流通株的全流通解決方案」『新浪財經』1月15日, インターネット, <http://finance.sina.com.cn/t/20020115/164363.html>, <http://finance.sina.com.cn/t/20020115/164370.html> (2007/9/20 にアクセス)。
- (2003) 「不要濫用“全流通”概念」『中国經濟時報』4月2日。
- (2005) 「股改試点的巨大功績与存在的制度漏洞」『經濟參考報』8月22日第10面。
- 中国保險監督管理委員会 (2007) 「保險業經營情況表」『中国保險監督管理委員会』12月13日, インターネット, <http://www.circ.gov.cn/Portal0/default454.htm> (2007/9/20 にアクセス)。
- 中国証監会規劃發展委員会 (2001) 「公開征集国有股減持方案情況的初步匯總」『中国証券監督管理委員会』12月18日, インターネット, <http://202.106.183.108/n575458/n575667/n642011/1992143.html> (2007/9/20 にアクセス)。

- (2002)「国有股減持方案階段性成果」『中国证券监督管理委员会』1月26日、インターネット、<http://202.106.183.108/n575458/n575667/n642011/1995933.html> (2007/9/20にアクセス)。
- 中国证券监督管理委员会編 (2004)『中国证券期貨統計年鑑 (2004)』百家出版社。
- (2006)『中国证券期貨統計年鑑 (2006)』学林出版社。
- (2007)『中国证券期貨統計年鑑 (2007)』海天出版社。
- 鐘和 (2005)「交易所人士証実：C股確已暫停」『羊城晚報』1月24日。

## 注

- 1) 証監会主席尚福林が2003年11月の談話の中で最初に「股權分置」の言葉を使ったといわれている。また、政府文書にこの言葉が初めて使用されたのは2004年2月発布の「國務院の資本市場改革開放と安定的發展に関する若干意見」である(方2004)。この言葉が定着するまでは、たとえば証監会規劃發展委員会主任李青原は「股權割裂」という言葉で同じ問題を指摘した(郭・孫2006)。また、「株権分断問題」は、歴史的に「国有株放出」、「全流通」、および「株権分断改革」の3段階にわたって議論されてきた(聞召林2004)。
- 2) ほとんどの時期において、中国では店頭取引も存在しない。また、非流通株は証券取引所で取引できないが、取引双方の相対取引、いわゆる協議譲渡などの方法で譲渡できる(小林2006)。しかし、取引の量が少なく、取引価格も取引所の株価よりかなり低い。
- 3) 国有株の形成について、黄(2006)や徐(2004)が詳細に論じている。参考されたい。
- 4) 1993年に新規上場企業の急増で株価が暴落したため、一部の学者が新株発行を中止し、その代わりに一部の非流通株を放出することを提案した。しかし、1994年、「証監会」が通達した「「上場企業新株割当發行の申請と情報開示の実施についての具体的規定」の発布に関する通知」(「中国证券监督管理委员会關於頒發「上市公司辦理配股申請和信息披露的具体規定」的通知」)で、「国家所有と法人所有の上場企業の株式はまだ上場・取引されていない。…この問題を全面的に解決する客観的な条件はまだ整っていない」とその可能性を事実上否定した。
- 5) 1999年以前、新規公開の前に流通株主に国家株を売出す事例があった。1992年5月、陸家嘴が新株を公募し、1993年6月に上場した。上場前の4月に、流通株主は1株2.9元の価格で1流通株あたり2株の比率で3000万の国家株を引受けた。
- 6) 中国嘉陵と黔輪胎はともに1株当たり利益の過去3年間平均の10倍、つまり規定されているPERの上限を用いて売出し価格を算出した。両社の1株当たり利益(EPS)は大幅に低下したため、売出し価格は高すぎると批判された(表2)。また、1999年の両社のEPSはそれぞれ0.11元と0.047元まで低下した。
- 7) なお、申能股份と雲天化の親会社はそれぞれ1999年と2000年に、上場企業の自社株消却で国有株を減らした。しかし、この方法はキャッシュ・フローが潤沢な企業でしか採用できないため、本格的に実施されなかった。
- 8) なお、本稿が記述している人物の肩書はすべて当時のものである。項懷誠は2003年3月に全国社会保障基金理事会黨組書記・理事長に就任した。
- 9) この4社は新株発行と同時に、新規に發行される株式の1割に当たる国有株を株式發行市場で売出し、売出し価格は新株公募価格と同じと決めた。これによって「国有株放出辦法」で規定されている放出価格についての「市場による価格決定方式」の意味が明確になり、株式市場に大きな衝撃を与えた(朱茵2001)。
- 10) 國務院發展研究センターの意見は翌年(2002年)に発表された同センター技術經濟研究部長郭勵弘の議論からうかがえる。「国有株放出辦法」は①財産権の曖昧さ(中央政府が地方政府所属の国有上場企業の国有株売却収入を所有している)、②政府の行政管理と資本管理の混同(多省庁聯席會議が審議し、財政部門が日常的な業務を管理し、証監会が実務的に操作し、社会保障基金がお金を使う)、③所有者不在の問題で上手く実施できない。また、「全流通」はかなりの時間がかかるので、国有株放出を別の方法で実施しなくてはならない。対案として、①海外上場国有企業の場合、海外の戦略投資家に売却する方法、②全流通の市場を創設し、いままで採用されていた新株公募に伴う上場方式を廃止して、国有株を売出して上場する方法、

- ③戦略投資家に国有株を譲渡して上場企業を合併企業に転換させる方法、などが提案されている(郭2002a, 郭2002b)。
- 11) なお、海外の上場企業には同規定は引き続き適用されている。
  - 12) この経緯と「総括案」は中国証監会規畫發展委員会(2001)より閲覽できる。
  - 13) たとえば、BPSが2.5元で、過去3年間のROE平均が10%だとすれば、非流通株の売出し価格が $2.5 \times (1+0.1) = 2.75$ 元になる。
  - 14) 「修正案」は株式市場で流通株主を対象に入札最低価格を設定したうえで、一部の国有株を競争入札方式で売出す案も提示している。残りの国有株について取引所取引権を付与するかどうかは競争入札実施前に公表するとされている。残りの国有株に取引所取引権を与えない場合、有効入札比率が7割を下回れば入札無効にし、逆の場合、競争入札で売れ残る国有株は証券会社によって引受けられる。入札価格には国有株が取引所で取引できるという予想が織り込まれているため、流通株主に対して補償を実施する必要はない。
  - 15) なお、張衛星は中国株式市場において、IPO価格とBPSの差額は創業者利益のほか、株式市場分断からも大きく影響を受けていると反論した。彼はH株のIPO価格・BPS比率が1.2であるのに対して、A株の同比率は1.59であると、中国株式市場における国有株主の「資金囲い込み」を批判した(『深圳商報』記者2002)。
  - 16) その前に、証監会は既に株式市場における流通株と非流通株の統一を提起した。2001年10月証監会副主席史美倫は上海APECで、将来の中国資本市場では流通株と非流通株の区分はなくなり、すべての株式が流通されると株式市場の統一について述べた(金2001)。
  - 17) 「全流通」提案については、「第8回中国資本市場論壇」会議紀要から確認できる。なお、会議紀要は<http://www.fsi.com.cn/fsi900/communion903/9031/9031.htm>にて公表されている。
  - 18) なお、「股權分置」について、「股權割裂」、「市場分裂」、「市場分割」、「股權割離」などとも呼ばれていた(郭・孫2006, 張2003, 郭・張2002, 李2003)。
  - 19) 韓志国は「韓志国案」で上場企業の非流通株解消に「流通株主認可率制度」を提案したが、2003年、彼はさらに上場企業の特別決議に当たる事項、融資、配当、資産リストラ、および非流通株解消などすべての重要事項の決議に「流通株主認可率制度」の実施を主張した(韓2003)。もっとも、彼は2004年の「第8回中国資本市場論壇」において、「流通株主認可率制度」では非流通株主の提案が否決されると上場企業の新株募集の資格が中止されるので、株主分類決議制度と異なっていると強調した。
  - 20) 李青原が國務院發展研究中心金融研究所夏斌所長に会議の召集を呼びかけたと報道されている(郭・孫2006)。
  - 21) 国資委は国資委研究センターが直属の事業単位であり、職能部門ではないと指摘したうえで、この報告書は研究者個人の見解を述べたものであり、国資委の立場を代弁していないと、国有株放出案模索の再開を否定した(路2003)。
  - 22) その後、李青原は記事は許可なしで掲載されており、また記事の内容はあくまでも個人の意見であり、政府機関の意見を代表しないことを説明した(聞歌2004)。
  - 23) 2005年に入って、株式市場は政府がどのような非流通株解消案を採用するか推測に神経質になった。2005年2月、流通株主補償および流通株主と非流通株主の交渉による非流通株解消という原則が確定したと報道されると、株価が急上昇した(王2005)。
  - 24) また、2005年の「株權分断改革」試行より、流通株主に対する「補償」は非流通株を取引可能にするための「対価」の支払いへと文言が変わった。尚福林は、「補償」は上場企業の歴史に基づく一方的な行政的な行為であるのに対して、「対価」の支払いは未来志向の流通株主と非流通株主双方がWin-Winの達成のために行われる民事行為である、と論じた(呉2006)。しかし、「対価」支払いの根拠は「特定の歴史的条件のもとでの制度の欠陥」だとの理解も根強く存在しており(華2005, 肖2006)、「対価」は非流通株上場によって流通株主が被る潜在的な株価下落損失に対する「補償」として理解することもできる(魏2005)。本稿では一律に「補償」の言葉を用いる。

- 25) 2005年6月より新株発行が中止されている。
- 26) 第1陣のモデル企業が公表される前に、国務院が証監会、国資委、財務部および人民銀行が参加する「株権分断改革指導グループ」を設立した(聞・夏・鐘 2005)。したがって、この改革に関する諸政策は上記の4政府機関の協議の結果といえよう。
- 27) 国資委が証監会、財務部など各部門と共同研究し、草案として8つの業種を5種類に分類し、各種類の国有株最低保有率を10%から60%までに設定したと報道されている(方 2005)。
- 28) なお、42社の第2陣モデル企業において、23社は流通株主に提示する補償条件を改善した(何・張 2005)。国資委は流通株主に対する補償の実施に協力的になったと思われる。ただし、中央政府の指導者が国資委に圧力をかけた、また、最初に提示された補償条件に対する流通株主の不満が株価の大幅な下落を引き起こし、株式市場の反発が国資委の態度に影響を及ぼしたとも報道されている(陳 2005)。
- 29) これは流通株の権利落ちを考慮したうえでの株価の比較である。なお、第1陣4社については、2社の株価が取引再開後下落した。第2陣のモデル企業の大株主は、持株の放出に際して、株式最低保有比率、最低放出価格、および売却制限期間について自己規制し、株価下落の場合の買い増し計画を立てるなどをして対策を採った。
- 30) 証監会は350の意見書を参考にし、45カ条にわたる151箇所を修正した(周 2005)。
- 31) 大きな違いは、①非流通株主の間で意見の不一致があった場合、3分の2以上の非流通株を所有する株主が改革案を提出できる。その際、反対する非流通株株主が所有する株式の処理に関する合理的な解決案を改革案に盛り込まなくてはならない(第5条、第25条)、②改革案の決議にはB株主とH株主が除外され、A株市場の関係株主だけ参加できる株主総会で株主分類決議によって決議される(第5条、第20条)、以上の2点である。
- 32) さらに、11月5日に商務部と証監会が連名で「上場企業株権分断改革における外資管理関連問題に関する通知」(「关于上市公司股權分置改革涉及外資管理有關問題的通知」)を發布した。外資株比率が変化した場合、外資企業優遇政策の適用を具体的に規定し、海外投資家が戦略投資家としてA株を相対取引で取得できると定められている。具体的な法規定として、2006年1月5日に商務部、証監会、国家税務総局、国家工商行政管理総局、国家外貨管理局の連名で「上場企業に対する外国投資家戦略投資の管理辦法」(「外国投資者对上市公司戰略投資管理辦法」)が發布され、1月30日より実施されている。そこで、株権分断改革全面展開のための法令がほぼ整備された。
- 33) 2004年10月24日、中国保険監督管理委員会と証監会が連名で「保険機関投資家株式投資管理暫定辦法」(「保險機構投資者股票投資管理暫行辦法」)を公布し、2005年2月に関連細則を發布した。