

## 研究ノート 中国の株式市場における「非流通株」 問題の形成

著者	黄 孝春
権利	Copyrights 日本貿易振興機構（ジェトロ）アジア 経済研究所 / Institute of Developing Economies, Japan External Trade Organization (IDE-JETRO) <a href="http://www.ide.go.jp">http://www.ide.go.jp</a>
雑誌名	アジア経済
巻	47
号	2
ページ	35-61
発行年	2006-02
出版者	日本貿易振興機構アジア経済研究所
URL	<a href="http://hdl.handle.net/2344/00007492">http://hdl.handle.net/2344/00007492</a>

# 中国の株式市場における「非流通株」問題の形成

こう こう しゅん  
黄 孝 春

はじめに

株式市場の分断構造  
投資主体による株式の分類  
国有株の譲渡制限  
さまざまな補完措置  
株式制論争がもたらしたもの  
立法と現実の乖離  
非流通株の市場流通  
固有株などの上場流通が放置された理由  
おわりに

## はじめに

中国の株式市場は1990年末上海証券取引所と深圳証券取引所の設立以来、合計1378社（2005年2月末現在）の上場をはたし、飛躍的な成長を遂げた。他方、中国の代表的株価指数である上海総合株式指数は、2001年以降中国経済の高成長にもかかわらず、大幅に下落している。その理由のひとつとして、中国独特といわれる株式市場の分断構造が挙げられ、その是正が株式市場の正常化にとって避けて通れない課題といわれている。

ここでいう株式市場の分断構造は、下記の内容を含んでいる。まず、上場企業の株式は国有株、法人株、個人投資家株（中国語で「社会公衆株」と呼ぶ）のように投資主体によって分類されている。次に、公開発行する新規株式（個人投資家株が中心）は株式市場で自由に流通（転

売）されるのに対して、大半の株式（国有株、法人株が中心）は最初から転売できないこととなっている。つまり中国の株式市場は、取引所で転売できる「流通株」と、転売できない「非流通株」という2大ブロックに分断されているのである。最後に、その非流通株は取引所外での協議による譲渡が認められるものの、その譲渡価格は取引所の転売価格をはるかに下回っている。

株式の大半を占める国有株と法人株の流通権利の制限は、株式価格の形成やコーポレート・ガバナンスの再編および国有資産の管理運営に重大な影響を及ぼすものと考えられる。これまでの研究は、この分断構造が株式市場に与える歪みの経済分析、またそれを解消するための政策提言に集中しているが、そもそもなぜ中国政府は、これら株式の自由流通に制限を設けてこのような分断構造をつくり、しかも長期にわたってその存続を放置したのか。この疑問への解明が、この論文の目的である<sup>(注1)</sup>。

まず統計データに基づき、株式市場の分断構造の実態について概観する。次に、1992年までの株式制改組に関する地方と中央政府の規定を中心に、分断構造の形成経緯およびその理由を分析する。続いて、1992年以降本格化する株式制度および国有資産管理に関する法制化の内容

と現実との乖離を明らかにした上で、株式市場における分断構造の規模拡大に伴う弊害に直面しながら、1999年まで国有株の市場売却に着手しなかった理由およびその結果について検討する。

結論を先に述べると、およそ次の通りになる。中国の株式市場は新興市場としての発展と、計画経済から市場経済への体制転換という二重の性格を帯びている。国有企業を中心とする株式制改組に際しては、公有制の支配的地位堅持というイデオロギーの要請から非流通株と流通株が併存する制度が設計され、株式市場の分断構造を生み出した。他方、この分断構造が長期にわたって温存された理由として、国有資産管理体制の不備、株式市場における需給関係への配慮、および国有企業の経営支援などが挙げられる。この制度設計は結果的には、株式市場の規模拡大、国有企業の資金調達に寄与したものの、この制度の下では、資源の有効的配置や、国有企業の経営メカニズムの転換という、当初株式市場に期待した役割は実現されなかった。

## 株式市場の分断構造

表1は、1990年末から2003年までの深圳と上海の両証券取引所における上場銘柄数の推移と、中国企業の香港証券取引所への上場状況を示している。両取引所は、まず1990年末に国内投資家向けのA株、続いて1992年に海外投資家向けのB株の取引市場をそれぞれ開設した。B株市場の開設は、人民元を自由に外貨に兌換できない（資本項目の自由化が実現していない）という状況の下で、国内企業による外国資金の調達を図るための施策であったと考えられる。結局、A株の公開を行った会社数は圧倒的に多く、2002年末に1200社に達したのに対して、B株の公開を行った会社数は110社程度にとどまり、そのうちA株を同時に発行している企業は相当数ある。2001年にB株の国内投資家への解禁が行われ、A株との統合に向けて動き出した。

中国の株式市場の特徴をより象徴的に示しているのは、取引所で自由に売買できるかどうかという権利の有無によって、株式を流通株と非流通株に分けていることである。

表1 A株、B株、H株の銘柄数の推移

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
A <sup>(1)</sup>	10	14	53	177	287	311	514	720	825	923	1060	1136	1200	1263
B			18	41	58	70	85	101	106	108	114	112	111	111
A/B <sup>(2)</sup>			18	35	54	58	69	76	80	82	86	88	83	87
新 <sup>(3)</sup>	10	4	39	129	109	32	207	215	106	98	139	72	71	63
計 <sup>(4)</sup>	10	14	53	183	291	323	530	745	851	949	1088	1160	1224	1287
H				6	15	18	25	42	43	46	52	60	75	93

(出所) 中国証券監督管理委員会(各年)より筆者作成。

(注)(1)「A」、「B」、「H」はそれぞれA株、B株、H株の銘柄数を指す。

(2)「A/B」とはA株とB株を同時に発行している会社の数を指す。

(3)「新」はA株、B株を新規公開発行(上場)した会社の数である。

(4)「計」はA/Bを差引いたA株とB株発行会社数の合計である。

(5)空欄はデータが存在しない。B株は1992年、H株は1993年に公開開始。

上場企業の大半はその前身が国有企業、集団所有企業などの公有制企業で、株式制改組を経験している。つまり、国有企業の場合、政府が投資して形成した固定資産や流動資産を再評価し、それを政府の持分とされる国家株に換算すると同時に、外部の企業や内部従業員から新たな出資を募集するのである。

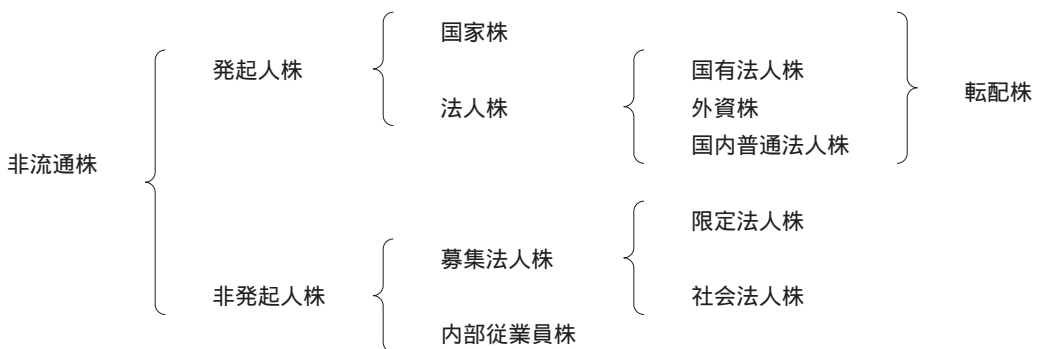
中国ではこのように株式制改組を行った企業の中から、株式市場への上場を推薦するのがほとんどであった。上場が許可された会社の株式公開は、既存の株式を投資家に売り出すのではなく、新規の株式を募集するという形をとっている。そこで、新規募集した株式（A株、B株）は流通株、それ以外の株式は非流通株とする「一刀両断」的なやり方であったから、会社発起人の所持する株式がすべて非流通株になった（図1）。当然のことであるが、国有企業から改組した会社の発起人は、政府を代表する投資部門や国有企業であり、また集団所有企業から改組した会社の発起人には、所在地政府機関や集団所有企業が多い。民営企業の場合、その発起人は創業者やその関連企業である。合併企業の場合、外国資本も発起人として株式を所有している。なお上場後の株主割当て増資に応じられな

い場合、その新株引受権を他人に譲り形成した株式は「転配株」と呼ぶ。他方、非流通株という分類には非発起人株、たとえば募集法人株と内部従業員株をも含んでいる。

表2によると、流通株と非流通株の比率は年によって若干差があるが、35パーセント対65パーセントでほぼ一定している。他方、非流通株は1992年の47億株から2004年の4500億株以上に増え、そのうち国家株は28億株から3300億株以上に上昇し、非流通株に占める国家株の比率は50パーセント以上である<sup>(注2)</sup>。国内法人株のそれはおよそ20～30パーセント程度で、残りは外資法人株、募集法人株、内部従業員株およびその他となっている。なお、注意すべきは1990～91年に両取引所に上場している十数社の株式はすべて流通株として扱われ、非流通株が統計に登場したのは1992年以降のことである。

このように中国は普通株、優先株のように権利の相違によって株式を分類するのではなく、同じ普通株とされる株式を所有主体によって国家株、法人株、個人投資家株のように分別している。また日本では浮動株と安定株という業界用語が示唆するように株式の所有期間に明確な違いがあるが、それはあくまでも株式取得目的

図1 非流通株の分類と構成



(出所)筆者作成。

表2 株式の構成およびその推移

単位：億株，%

	1990	1992	1994	1995	1998	2000	2002	2004
<b>流通株</b>	2.61	21.18	226.04	429.85	861.94	1354.26	2036.77	2577.18
A株	2.61	10.93	143.76	267.32	608.03	1078.16	1509.22	1992.53
B株		10.25	41.46	78.65	133.96	151.56	167.61	197.01
H株			40.82	83.88	119.95	124.54	360.07	387.64
<b>非流通株</b>		47.69	458.50	789.69	1664.85	2437.43	3838.68	4572.23
発起人株		40.35	377.86	671.63	1429.34	2163.87	3491.20	4171.82
国家株		28.50	296.47	432.01	865.51	1475.13	2773.43	3344.20
国内法人株		9.05	73.87	224.63	528.06	642.54	664.51	757.32
外資法人株		2.80	7.52	14.99	35.77	46.20	53.26	70.30
募集法人株		6.49	72.82	91.82	152.34	214.20	299.70	345.02
内部従業員株		0.85	6.72	14.64	51.70	24.29	15.62	8.94
その他 <sup>(1)</sup>		0	1.10	11.60	31.47	35.07	32.02	46.45
<b>株式総数</b>	2.61	68.87	684.54	1219.54	2526.79	3791.71	5875.45	7149.43
<b>流通株比率</b>	100.00	30.75	33.02	35.25	34.11	35.71	34.67	36.01

(出所) 中国証券監督管理委員会(各年)より作成。

(注)(1)「その他」は「転配株」を指す。

(2) 空欄は、データが存在しない。

に基づき、株主の自由意思によって決定されるのに対して、中国は株式市場で売買できるものとできないものを政策的に決めている<sup>(注3)</sup>。この意味では、中国の上場企業は「半公開企業」といえる。

個人投資家や機関投資家などは株式市場で流通株の売買に参加できるが、その目的はもっぱらキャピタル・ゲインの獲得にある。流通株の取得によって会社の支配権を獲得する、いわゆる会社乗っ取り、企業買収は皆無とはいえないが、非常に少ない。この意味では、流通株は株式保有による利益獲得(配当と売買差益)を目指す利潤証券の性格が強いといえる<sup>(注4)</sup>。

一方、非流通株は株式市場で取引ができないが、法人同士での協議による株式の譲渡が認められている。この場合、株式の値上がりをおねらった譲渡もあるものの、株式の大量所有に基づく経営参加権の獲得が主要な目的とされる。こ

の意味では、非流通株は株式の所有を通してその発行会社への経営参加をねらう支配証券の性格をもっている。このように、中国の株式市場における流通株と非流通株の分断は、利潤証券と支配証券の分離と言い換えられる。

そして取引所外での法人同士による非流通株の協議譲渡価格は、基本的には1株あたりの純資産を基準に決められるので、市場で取引される流通株価よりかなり低いのが実態である。

投資主体による株式分類、それに基づく流通株と非流通株の分割、また両者の価値相違を暗示する価格差、このような分断構造は、1992年以降上海と深圳の両取引所に上場するほとんどの会社の所有構造に見られる共通現象である。なぜ後発の中国株式市場に先発の欧米のそれとかなり異なる構造が生成したのか。その形成過程を解明するには、株式制の導入が始まる1980年代にまで遡る必要がある。

## 投資主体による株式の分類

1949年の共産党政権成立後、中国では株式取引所は廃止され、また従来の株式制企業は「社会主義改造」を通じて資本概念のない国有企業 [ 渡邊 2000, 153 ], 集団所有企業に変身した。株式制は法的制度として大陸から途絶え、例外的に農村で利用された例があるぐらいである [ 陳大斌 2004 ]。

1970年代末からの農村改革に伴い、資金難などの解決策として株式制は農村部で自発的に復活し、企業の新設や既存企業の拡張に導入された。当時の金融制度下で融資をまったく受けられない農村企業は、おもに従業員向けに半ば強制的に債券か株式かの区別もつかない証券を発行して、資金の調達を敢行した。のちに注目されるようになった、株式制と協同組合を組み合わせた株式合作制の原型は、ここまで遡ることができる。

1984年以降、都市部経済体制改革の実験の本格化にともない、地域、産業別主管部門、および所有制の垣根を越えた、企業間の生産技術協力から資本的結びつきによる経済連合体の形成の必要性が強調され、株式制が有力な手段のひとつとして模索され始めた。1987年10月の共産党13回党大会報告では、「改革のなかから生まれた株式制には、国の保有株、部門、地区、企業の参入株、個人の購入株などの諸形態があるが、これは社会主義企業における資産組織方式のひとつであり、ひきつづき試験的に実施してもよい。一部の小型全人民所有制企業の財産権は、集団または個人に有償で譲渡できる」と株式制改組の方針を明確に打ち出している [ 中国

経営会計研究資料叢書編集委員会 1994, 721 ]。

ただそれまでの株式制改組は、農村集団所有制企業から都会集団所有制企業、国有企業にも及んできていたが、実施対象はコントロールされた範囲に限られ、しかも中小企業が多く、実験という域を超えていなかった。また内部従業員向けの株式発行と企業間株式の相互持合いが主な試行内容で、株式の公開発行には慎重であった。

このように30年の空白を経て、関連の情報や知識が不足したまま、株式制は各地で模索されるようになった。国有企業の株式制改組の場合、既存の国有資産を国有株に置き換え、新規発行した株式は応募者別に個人株、集団株と呼ぶのが普通であった。

たとえば、「深圳経済特区国营企業股份化試点暫行規定」(1986年11月施行)では、国营企業の株式化(股份化)とは、国营企業の純資産を国有株に置き換え、その一部を他の企業と個人に譲るか、または新株を発行して株式会社に改組することであるという。各種の株主(個人株主、集団企業株主、国家と国营企業株主、国外と香港・マカオ・台湾地区株主の4種類)の持ち株総数、1株主あたりの持ち株数およびその比率について会社の定款で明示し、また株式は売買、贈与、相続および抵当に供することなどができるとしている。このように既存の国有企業を対象とする深圳の株式制改組はその国有資産を国家所有株に置き換えたうえで、その国家所有株の売り出しが、新株の発行という2つのアプローチを想定するとともに、すべての株式は自由に流通できるとしている。ここで、異なる所有者の所持する株式に同様の権利を認めるという原則が示されている<sup>(注5)</sup>。

表3 株式制度と国有資産管理に関する主な法令

年月日	株式制度関連	国有資産管理関連
1992年 5月15日	股份制企業試点弁法 股份有限公司規範意見 有限責任公司規範意見	
1992年 7月27日		股份制試点企業国有資産管理暫行規定
1993年 4月22日	股份発行与交易管理暫行条例	
1993年12月29日	中華人民共和国公司法	
1994年11月 3日		股份有限公司国有股權管理暫行弁法
1998年12月29日	中華人民共和国証券法	
2004年 1月 8日		企業国有産権轉讓管理暫行弁法

(出所) 筆者作成。

ところが、上述の原則は深圳發展銀行が1988年4月に店頭市場に上場した時から問題となった。国家所有株式の転売によって公有制支配の地位が揺らぐのではないかという懸念が強まり、国家株、公株、私株という分類の意味が、より強く意識されるようになったという[李・苑2002, 140-141]。

たとえば深圳人民政府が1991年5月15日に公布した「深圳市股票発行与交易管理暫行弁法」では、株式を国家株、法人株、個人株、特種株(外資株のこと)の4種類にわけ、国家株の比率とその譲渡は政府国有資産管理部門の管理とし(第33条)、また国家株と個人株の区別を厳格にし、国有資産管理部門の許可がなければ、その交互取引ができないとしている(第45条)<sup>注6)</sup>。

上述の流れは、1992年に本格化する株式会社制度と国有資産管理に関する規則づくりの先行事例になったと考えられる。表3がその主要な法令をまとめたものである。株式会社制度について初めて系統的な規定を設けたのは、1992年5月に国家經濟体制改革委員会(以下、体改委)によって公布された「股份有限公司規範意見」である。同意見は、同日に公布した「有限責任公司規範意見」(体改委)と「股份制企業試点

弁法」(体改委ほか)と合わせて、当時の株式制改組と株式市場の実験ガイドラインであった。ここで会社の設立、株式の構成に関する「股份有限公司規範意見」の規定をみてみよう。

まず株式会社の設立について、発起方式<sup>注7)</sup>もしくは募集方式を採用することができる(第7条)という。

「募集方式には限定募集と社会募集との2種がある。限定募集方式を採り設立するものは、会社が発行した株式を発起人が引き受けるほか、残りの株式を個人投資家には発行せず、その他の法人に一部株式を発行でき、許可を経れば当該会社の内部職員にも一部の株式を発行できるものである。社会募集方式を採り設立するものは、公司発行の株式を発起人が引き受けるほか、残りの株式を個人投資家に公開發行するものである」。

周知のように、中国は社会主義計画經濟を遂行するため、国有企業、集団所有企業主導の企業体制を構築してきたが、これら既存企業の改組による会社組織への変更が企業改革の課題となった。実際、多くの企業改組は限定募集方式(私募)を選んだが、1990年末の証券取引所の設立で社会募集方式(公募)の選択にも道が開

かれた<sup>(注8)</sup>。なお現在上場している企業は、限定募集から社会募集へという2段階の改組を経験しているところが多い。

いずれの方式をとるにせよ、既存企業を会社に改組するときは、同企業の債権や債務を洗い出し、資格のある資産評価機構に資産の評価を委託し、同企業の純資産の財産権を確定しなければならない。そして資産評価によって確定した企業の純資産は株式に置き換えられ、それに新規募集株式を加え、新しい会社が成立するのである。

改組によって新設した会社の株式は「投資主体により、国家株、法人株、個人株および外資株に分かれる」(第24条)と規定されている。具体的には次の通りである。

国家株は、国家投資を代表する権利のある政府部門もしくは機構が、国有資産を会社に投入して得た株式である。

国家株は一般に普通株でなければならない。国家株は国務院が授権した部門、もしくはは国務院の決定により、地方人民政府の授権した部門もしくは機構が所持し、また株主権利代表を任命する。

法人株は、企業法人が合法的に支配できる資産を会社に投入して得た株式である。もしくは法人資格の事業単位および社会团体が、国家から経営に用いることを許可された資産を会社に投資して得た株式である。

個人株は、個人投資家もしくは当該公司内部の職員が、個人の合法財産を会社に投入して得た株式である。

外資株は、外国およびわが国香港、アモイ、台湾地区の投資家が、人民元の特種株式を購入する形式で会社に投資して得た株

式である。

このように、株式は同じ普通株であっても、投資主体によって異なる名称を用いることになっている。

## 国有株の譲渡制限

ところで、個人、金融機関、事業法人および機関投資家、外国投資家など投資主体別の持株比率を比較するデータが発表されることは先進諸国でも一般的に行われているが、投資主体によって株式そのものを分類する例は、まずない。前述の内容が示唆するように、中国でこのような分類法をとったのは、国家株などの譲渡権利に制限を加えることによって株式の流動化に伴う公有株の支配的地位の喪失を事前に防ぐねらいがあった。「股份制企業試点弁法」の第1条で「公有制を主体とすることを堅持し、共有資産が侵害されないよう的確に保護する」と強調するのもそのためと考えられる。

いうまでもなく、こうした公有株の絶対支配とその固定化の発想に対して、株式市場のエッセンスともいえる株式の流通権利を擁護する主張も多かった。公有株の転売で得た資金を基幹産業や優良企業に再投資することによって産業構造の調整を促し、国有資産の増殖につながることで、公有株の流動化は株式市場の需給調整にも寄与することなどが、そのおもな根拠であった〔王健ほか1991, 91〕。しかし、当局は折からの株式制論争を背景に、国有株の転売に制限を加える方向へ傾きつつあった。

たとえば、中国人民銀行、国務院研究室、深圳市人民政府および中国证券協会の共催で行われた『証券市場発展政策フォーラム』(1991年



10月20～23日)において、公有制主導と私有化防止をはかるための公有株の支配的地位堅持という基本原則が確認された〔吳曉求 2004, 34〕。また1991年に、体改委、中国人民銀行および国家外匯(外貨)管理局の連合調査チームが、上海での現地調査を踏まえ、公有株の絶対支配に関する具体的な提案を行った。それは、国有企業が株式制改組を行うとき、国家株、その他公有制企業の所持株を含む公有株の比率は51パーセントを下回ってはならない、国家株は勝手に転売してはならない。市場の動きを調節するための売却は国有資産管理部門の許可が必要である、公有株を主体とする上場会社が増資する場合、公有株と私有株の比率調整を行い、公有株の占めるべき比率を確保し、場合によっては公有株の強制的増資も辞さない、如何なる企業も法人の名義で購入した株式を内部従業員に配分してはならない〔王健ほか 1991, 91〕というものである。

このように公有制支配堅持の原則が強調され、結局公有株の売却にさまざまな規制を設ける方向へ動き出すことになった。再び「股份有限公司規範意見」を見よう。

第30条 株主は国家の関連規定と公司定款の規定に基づき株式を譲渡でき、また贈与(公有株式は贈与できない)、相続、抵当に供することができる。ただし、以下の規定に背いてはならない。

発起方式で設立した公司(会社)は、公司株主権利証の譲渡を法人間で行うこと。限定募集方式で設立した公司については、その株主権利証は元の所有者の身分に従い、法人間および内部職員間で譲渡できる。当公司内部職員が所有する株主権利

証は当公司内部に厳しく限定し、当公司以外の如何なる個人にも発行および譲渡してはならない。

各種法人は所有している公有株券、株式引き受け権利証書および優先株主権利引受権を当該法人の職員に譲渡してはならず、集団福祉基金、奨励基金、公益金で購入した株式を職員に割り当ててはいけない。

国家株、外資株の譲渡は国家の関連規定に則り行わなければならない。

発起人が引き受けた株式は公司成立の日より1年以内に譲渡してはならない。

公司内部職員の株式は(離職者もしくは死亡者の株式は除く)公司が配給売りのち3年以内に譲渡してはならない。

以上のように、投資主体によって分類される諸株式の譲渡条件が異なっている。別途規定される国有株の譲渡については、国家国有資産管理局(以下、国資局)と体改委の連名で1992年7月27日に公布した「股份制試点企業国有資産管理暫行規定」がその基本方針を示している。同規定はまず第3条で国有株の定義を行っている。

第3条 株式会社の設立にあたって、国有資産をもって算入した株式は、株式権利の管理状況によって「国家株」と「国有法人株」に分ける。

国家株は、国家を代表して投資を行う権限のある機構または部門が株式制実験企業に出資して形成した株式(既存企業の国有資産から換算した株式も含む)のことである。

国有法人株は、全民所有制企業(国

有企業の以前の呼び名)が国家から授権される国有資産を自己以外の株式制実験企業に投資して形成した株式のことである。

国家株と国有法人株は国家所有の性格に属し、国有資産株(国有株と略称)と総称する<sup>(注9)</sup>。

続いて第19条で、国有株の譲渡について下記のように規定している。

第19条 国家が支配すべき株式制実験企業の国有株比率を変更する場合、その代表機関は、国有資産管理部門またはその授権機構に報告し、国家の規定にしたがって審査批准されてからそれを実行すべきである。それ以外の株式制実験企業の国有株比率を変更する場合、国有株主として代表(役員など)を派遣した機関に審査批准されるべきである。国有資産から置き換えた株式を外資に売却する場合、国家が別途公布した規定にしたがうものとする。

このように、上述の国有株の譲渡に関する規定は大まかなものであったが、2年後の1994年に公布した「股份有限公司国有股權管理暫行弁法」(第29条)がその具体的条件を列挙している。

第29条 1. 国家株の譲渡は、投資構造の調整を主な目的とすべきである。  
2. 国家株の譲渡は、国家の国家株に関する譲渡の規定を遵守し、国家株の所持機関が申請を提出し、譲渡目的、譲渡収入の使用方向、譲渡数額、譲渡先、譲渡方式と条件、譲渡価格、譲渡時間およびそ

の他具体的な計画を説明しなければならない。

3. 国家株譲渡の申請は、国家国有資産管理局と省人民政府国有資産管理部門によって審査許可される。国有株(株主割当増資権を含む)の海外譲渡は、国家国有資産管理局に審査許可される。譲渡数が大きく、絶対支配権および相対支配権の変更ににかかわる場合、国家国有資産管理局は国家体制改革委員会およびその他関連部門との合同で審査許可する。
4. 非国有資産管理部門は、所持する国有株譲渡後、国有資産管理部門に対して譲渡収入の金額、その使用計画および実施結果について報告しなければならない。

以上、1992年に公布した「股份有限公司規範意見」と「股份制試点企業国有資産管理暫行規定」は上場企業に限らず、株式会社一般における株式譲渡について規定しているが、その内容は次の2点に要約できる。

株式の譲渡は原則として認めているものの、株式の種類によって異なる条件がつけられている。

国有企業の株式制改組は置き換えた株式の売り出しではなく、新株の発行を原則としている。上場企業が新規募集した株式(A株、B株)の自由売買について明確な規定はない。また国有株の譲渡に関する条件と手続きは複雑であるが、譲渡そのものは否定されていない。ただその譲渡は取引所内での市場売却なのか、それとも取引所外の

相対取引なのか、明確な規定はない。少なくともこの2つの基本文献からは、国有株などが取引所での転売ができないという、いわゆる非流通株の法的根拠は見つからないのである<sup>(注10)</sup>。しかし一方、実際の取引現場では国有株は1999年まで取引所での転売がなかったのも事実である。国有株の上場流通を事実上不可能にしたのは深圳などで実施してきた公有株と個人株の交互取引禁止の方針であった可能性が高い<sup>(注11)</sup>。すなわち国有株の上場流通は個人投資家を取引相手にせざるを得なくなることを意味するが、これは交互取引禁止の方針に抵触するのである。

### さまざまな補完措置

ところが、公有制支配の所有制を堅持するために導入した株式の分類と国有株の譲渡規制だけでは、所定の目的を達成することは難しい。日々変化している株式会社の経営において、さまざまな「隙間」があるからである。それを防ぐための補完措置を用意しなければならない。

#### (1) 国有企業の資産評価

国有資産の過小評価は国有資産の流失をもたらすだけでなく、その評価額が改組される企業に対する国家持株の換算根拠となるので、国有株の支配的地位の維持に直接関係している。そのため、国有資産の評価は国有資産管理の中心的課題として位置付けられ、それに関する規則、法令が多く定められた。評価の手続き以外に、土地使用権、特許や商標等の無形資産についても詳細な規定を設けられている。

#### (2) 国有株の支配的地位の確保

この点について、国有株の比重維持とその他の株式の比率制限という2つの側面がある。

「股份有限公司規範意見」では「募集方式で設立する会社の発起人が引き受ける株式は、会社が発行する株式総数の35パーセント以下であってはならない」(第8条)とされる。発起人の資格は国内の法人とし、自然人はいうまでもなく、私企業、外国の独資企業(100パーセント外国資本の企業)も排除される(第10条)。当時株式会社への改組は国有企業がほとんどであったことを考えると、国有株の支配的地位は、これによってかなりのレベルまで確保されたといえる。

一方、「社会(一般)募集会社が個人投資家に発行する株式は、公司株式総額の25パーセント以下であってはならない。国家が別に規定したものは除外される」(第24条第3項)。1996年まで毎年各地域に公開発行の株数を割当てる制度が実施されたので、各地方政府は、割当てられた株数をできるだけ多くの企業に配分する対策をたて、結局上場企業の規模が相対的に小さく、1社あたりの公開発行株の比率は総株数の25パーセントを辛うじて維持する程度であった<sup>(注12)</sup>。比較的規模の大きい企業が上場する場合、「国家が別に規定したものは除外」条項を適用して25パーセント以下になっている<sup>(注13)</sup>。

なお25パーセント以上というのは、無制限に拡大することを必ずしも意味していない。國務院の派遣で1990年に3回にわたり深圳で株式市場の調査を行った体改委副主任劉鴻儒(初代中国证券监督管理委员会[以下、証監会]主席:1992~1995年)は総理に報告し、いかに公有制を主体とする社会主義原則を具体的に堅持するかについて、次のように述べている。「われわ

れの調査では、当時上場している12の会社は流通株が40パーセントを超えるところがない。つまり私有部分が少数にとどまっている。実験に対する反対を和らげ、それを促進するため、政府内部で流通株は40パーセント以内に抑えるとの決定を行った」[劉ほか 2003, 50]

また「股份有限公司国有股權管理暫行弁法」は、国有株の支配権の基準や持ち株比率の計算方法などを詳細に規定している。

たとえば第11条では、国有株の支配権を絶対支配と相対支配に分け、絶対支配とは国有株の持株比率が50パーセント超、相対支配とは国有株の持株比率が30パーセント超～50パーセント以下とし、しかも「持株比率の計算は一般的には同一の持株機構が持っている株式を基準とし、2つないしそれ以上の国有株所持機構の持株数を合計してはならない」。

なお国家株の譲渡が絶対支配権および相対支配権の変更にかかわる場合、国資局が体改委およびその他関連部門との合同で審査許可するものとし、また上場企業に対する公開買付について厳しい規定を設けている<sup>(注14)</sup>。

### (3) 国有株が支配する業種の選定

1992年の「股份制企業試点弁法」では、以下のように規定されている。「国家安全、国防先端技術にかかわる企業、戦略的意義のある希少金属の採掘プロジェクトおよび国家専売の企業は、株式制企業の実験をしない。エネルギー、交通、通信など独占性の強い業種は株式制実験を行うが、国家株の支配的地位を維持する。競争産業とくに資金技術密集型および規模の経済性の要求が高い産業においては、株式制の実験を奨励する」。

### (4) 国有株の配当、株主割当て増資

国有株主は、当然ほかの株主と同じように配当を得られる権利と増資に応じる義務がある。しかし、実際はなぜか国有株主だけが現金配当を受け取らないで会社に残すとか、法定準備金を株式に組み入れるとき、持株比率に応じてすべての株主に新株の配分を行うべきなのに国有株主だけに株式を配当しないとか、また国家株主に現金配当、ほかの株主にそれと等額(額面価格で計算)の株式配当を行う<sup>(注15)</sup>など、国有株主に対する差別によってその利益が損なわれ、国家株の比率の縮小にもつながっている。

一方、国家株主は株主割当て増資の権利(新株引受権)を放棄することも問題であった。中国の上場企業は頻繁に既存の株主に割当て増資を行う傾向があるが、国家株主による増資権の放棄は国有株の比率縮小につながりかねない。

それに関して国資局は「關於在上市公司送配股時維護國家權益的緊急通知(1994年4月4日)および「股份有限公司国有股權管理暫行弁法」で、国家株主は国家株の權益を擁護すること、また大株主として安易な増資に反対すること、阻止できなかった場合できるだけ増資に応じること、どうしても応じることが困難な場合、株主割当て増資権を有償で譲渡することなどを定めている<sup>(注16)</sup>。

### (5) 国有株の譲渡価格と譲渡収入の使途

株式の譲渡価格は、会社の1株あたり純資産や純資産収益率、実際の投資価値(投資利回り率)、直近の市場価格および合理的株価収益率(PER)などの要素を総合して確定すべきだが、1株あたり純資産額を下回ってはならないこと、また国家株の譲渡収入は国有資産の経営予算収入に計上し、国家株支配企業の株主割当て増資または他の株式の購入などに使うことなどが決ま

っている。

### 株式制論争がもたらしたものの

以上述べたように、所有主体による株式の分類、国有株の譲渡制限および関連補完措置は、公有制支配の原則を堅持するためのものであった。このような方針は、あきらかに株式市場の機能を歪めるものであり、市場原理とは相容れないにもかかわらず、それが選択され、しかも長期にわたって存続した。なぜ現実的・合理的な考えではなく、このような社会主義原理が株式制改組を主導したのか。それは次に述べる株式制論争からわかるように、経済合理的選択というより、当時の特殊な政治的雰囲気と公有制イデオロギーとの妥協であった。

市場経済のシンボリックな存在としての株式市場は資本主義制度の一環とする考えが強かった社会主義中国では、株式制の復活と同時に株式市場利用の是非について論争が繰り返された。最初は、社会全体に株式についての知識が少なく、株式制についての法律も整備されていなかったため、株式制の実験が活発化する反面、問題も露呈した。たとえば改組企業に内部従業員株が圧倒的な比率を占めている、つまり個人所有の意欲が強いこと、また国家株はほかの株主と同様の権利を享受していない、つまり国家財産の利益が侵害されることなど。所有権の改革にまだ強いアレルギーがあった当時の中国では、株式制の導入が社会主義公有制経済の根幹を揺るがすものとする論調が台頭し、1989年の天安門事件をきっかけに、それは社会主義か資本主義かのイデオロギー論争にまで発展した。

反対側の意見は、次の3点に要約できる。国有企業が個人向けに株式を発行することは公

有財産の分散につながり、形を変えた私有化ではないか、株式と債券の発行は住民の貯蓄を分流させ、国家銀行中心の資金チャンネルに影響しないか、証券取引所の開設は新しいブルジョア世代を生み出すのではないか。ある人は一夜にして百万長者、ある人は逆に財産のすべてを蕩尽する証券売買の賭博的な性格は、投機を助長し、社会的安定と精神文明の建設に反するのではないか。

論争は学界レベルにとどまらず、党、政府の上層部まで及び、ことの重大さを認識した国務院は、劉鴻儒をリーダーとするチームを3回深圳に派遣して、証券取引の実態調査と対策の検討を急いだ。また1990年11月、深圳特別区設立10周年の祝賀会に出席した江沢民総書記は、自ら現地で株式実験の報告会を開き、北京に帰る飛行機の中で劉を呼んで事情を聞き、対策を討議した。そのとき劉は、次のような陳情を行ったという。「株式市場の実験は止めてはいけない、拡大はしなくても撤回はいけない。撤回は対外的に後退のシグナルを送り、改革のイメージに与えるダメージが大きい」。劉によると、飛行機を降りる直前に江沢民は「株式市場の実験は継続すべきである。ただししばらくは拡大しない」との指示を出したそうである<sup>(注17)</sup>。

このように株式制をめぐる論争は、社会主義か資本主義かという政治論争に発展し、株式制の推進派にとっては株式制の実験の存続が何より重要であった。結局、株式制の実験は中断することなく、逆に天安門事件の影響で株式市場の存続が危ぶまれた1990年の末に、深圳証券取引所と上海証券取引所が相次いで開設されたのである<sup>(注18)</sup>。

その路線論争にけじめをつけたのは、鄧小平

の「南巡講話」であった。鄧は停滞している中国の改革開放政策に再び前進の号令を発し、株式市場についても重要な発言を残した。「証券、株式市場、このようなものはほんとうによいものかどうか、リスクがあるかどうか、資本主義独特なものかどうか、社会主義に使えるかどうか、観察するのがよいが、思い切って試行しなければならない。1、2年を試行してみてよければ拡大するが、間違えば、直し、また閉めればよい。早く閉めるのもよし、ゆっくり閉めるのもよし。あるいは少し残してもよし。恐れることはない。このような態度で臨めば問題はないし、大きな過ちを犯すことはない」[劉 2003, 46]

この発言は株式制度、株式市場が必ずしも資本主義だけのものではなく、社会主義もそれを利用してよいという明確なメッセージによって上述のイデオロギー論争に終止符を打った。改革推進派は、それを盾に改革のテンポを速め、同年10月の14回党大会で社会主義市場経済の一環としての金融市場を積極的に育成する方針を打ち出した<sup>(注19)</sup>。証券市場は、国民経済の重要な構成部門として政治のレベルで認められ、逆転のできないところまで突き進んだ。株式の実験という言い回しは不必要な誤解を防ぐためになおしばらく用いられたが、実際は実験の範囲をはるかに超え、拡張の段階に入ったと考えられる。たとえば、上海証券取引所に新規上場した会社数は1991年にたった3社であったが、92年には51社に急増した。また上海と深圳の両取引所は他地域の企業に開放し、全国の統一市場という地位を獲得した。

もっとも、株式市場の実験は無条件に行われなものではなかった。社会主義経済にも株式市

場を利用することができるのお墨付きを得たが、社会主義という経済制度は株式市場によって侵蝕されてはならない、つまりいかに株式市場の機能を利用しながら私有化回避と公有制堅持という原則を貫くかという課題が課されたのである。

当時政策責任者のひとりであった劉鴻儒は非流通株の制度設計が間違っているというのちの批判に対して、「これは当時の歴史的背景を知らないからだ」と一蹴したうえで次のように述べている。「改革を継続させるか、それとも実験を取りやめるか、1990年が株式市場の生死を決する分かれ目であり、その焦点は私有化であった。結局当時の知識水準にも制約され、機械的に国有株の比率を決めるしか解決の方法がなかった」。「その結果、株式市場の改革は生き残ったが、国有株の流通という難題を抱え込んでしまった」[劉 2003, 60]

### 立法と現実の乖離

鄧小平の「南巡講話」を契機に再び改革開放に向けて動き出した中国では、株式市場に関して管理監督体制の構築と本格的法制化に取り組んだ。それまで証券行政は中国人民銀行が統括するとされたが、実際の監督管理は、国債は財政部、株式市場は人民銀行、株式制改組は体改委のように手分けしていた。1992年深圳「8.10」事件(新株発行の不正行為に抗議する大規模デモ)をきっかけに、香港の例を参考に証券監督管理機構として、国务院証券委員会と証監会が設立された<sup>(注20)</sup>。他方、法制化に関しては前述の「股份有限公司規範意見」は体改委、「股份制试点企業国有資産管理暫行規定」は同委員会と国資

局によって1992年に制定公布されたが、これはあくまでも行政部門が主導して策定した暫定的な規定であった。現実への配慮、妥協や条文間の不整合などさまざまな問題が指摘され、その法的限界を認識した政府は、より高次元の法令または立法機関による法制定に着手した。1993年4月に国务院条例の形で公布した「股票発行与交易管理暫行条例」や同年12月に全国人民代表大会で通過した「中華人民共和国公司法」、また同じ時期に審議を始めたものの、98年12月に通過した「中華人民共和国証券法」がそれであった。これらの条例・法律は前述の「股份有限公司規範意見」と「股份制試点企業国有資産管理暫行規定」が国有企業よりの姿勢をとるのに対して、程度の差があるものの、株式制度と株式市場本来の機能を重視する理念に重きを置いている。

「股票発行与交易管理暫行条例」では条例制定の目的を「社会主義市場經濟の發展に対応して、全国統一的、効率的株式市場を設立し、投資者の合法的權益と社会公共利益を保護し、国民經濟の發展を促進するため」(第1条)とし、「公司法」では会社法制定の目的を「現代企業制度の建設、会社組織と行為の規範、会社、株主と債権者の合法的權益の保護、社会經濟秩序の保護、社会主義市場經濟の發展の促進」のため(第1条)としている。また「証券法」では「証券発行と取引の行為を規範し、投資家の合法的權益を保証し、社会經濟秩序と社会公共利益を保護し、社会主義市場經濟を促進する」(第1条)ことを制定の目的として挙げている。

上述の3法律は「股份有限公司規範意見」と「股份制試点企業国有資産管理暫行規定」と比べると、次のような特徴が見られる。

まず、3つの法律とも投資主体によって株式を分類する方法はとっていない。「暫行条例」と「公司法」は国有企業の株式制改組のための法律という印象をできるだけ避けようとしているが、やはり国有企業による改組で設立した会社のことを意識せざるを得なかった。たとえば「公司法」は有限公司の一形態として国有獨資有限公司(1人会社)について規定している。ただ国有資産や国家が所持する株式に言及する場合、同じ種類の株式に同じ権利がつく原則(いわゆる「同股同権同利」)を強調している<sup>(注21)</sup>。

次に「股票発行与交易管理暫行条例」は「股份有限公司規範意見」の趣旨を受け継ぎ、株式の譲渡、個人投資家の持ち株比率について制限を設けているが、「公司法」と「証券法」は個人投資家の持ち株について制限を設けず<sup>(注22)</sup>、また株式の譲渡について法に従い譲渡することができるとの原則を明確化している。「公司法」では「国の授權投資機構は、法に従い、その所持する株式を譲渡することができ、またその他の株主の所持する株式を買受けることもできる。株式の譲渡または買受についての認可権限、管理方法は、法律、行政法規により別に規定される」。これに対して「証券法」は国家が所有する株式について言及せず、「法に従って発行した株式、会社債券およびその他証券は、その譲渡期間に制限的規定がある場合、その期限内において売買してはならない」という一般規定があるのみである。なお、上場企業の株式譲渡について「公司法」には「上場が認可された会社の株式は、関係法律、行政法規にしたがって、上場して取引される」(第154条)とあるのに対して、「証券法」では「法的手続きを経た上場企業の株式、会社債券およびその他証券は証券

取引所で取引しなければならない」(第32条)、また「証券が取引所で取引される場合、公開かつ集中競売方式を取らなければならない」(第33条)と単純明快である。

最後に、公有制や国有資産の流失についての規定に温度差がみられる。「股票発行与交易管理暫行条例」では「株式の発行と取引は社会主義公有制の主体的地位を維持し、国有資産への侵害から守らなければならない」(第4条)としているのに対して、「公司法」では公有制主体の原則について触れず、「国有企業が株式会社に改組される場合、国有資産を株式へ低価で換算し、低価で譲渡し、または個人へ無償で分配することを禁止する」(第81条)とあるように、改組時における国有資産流失の具体例を挙げている。「証券法」となると、国有資産の流失について言及していない。

ところで、公司法と証券法の制定をめぐるもつれがあったといわれる<sup>(注23)</sup>。前述の「股份有限公司規範意見」などが1992年5月に公布された直後に、全国人民代表大会常務委員会付設の法制工作委员会が公司法、同財經委員会が証券法の制定にほぼ同時にではあるが、情報の交換がないまま別々に取りかかった。しかし1993年末に通過した公司法の内容に、株式会社の設立だけでなく、上場企業を含む株式の発行と譲渡に関する規定も盛り込まれていることがわかると、2つの法律の内容や位置付けなどをめぐって確執が生じた。総じていえば公司法は現実への妥協姿勢がみられるのに対して、証券法は証券市場の発展を先取りした市場指向の理念を貫いている。そのこともあってか、その通過は1998年末にずれ込んだ。

ともあれ、「股票発行与交易管理暫行条例」

は両論併記で過渡的性格を残しているが、証券市場本来の機能を強調する精神は「公司法」、「証券法」の順に強くなっている。また、たしかに会社制度に関して國務院所屬行政部門の規則(「股份有限公司規範意見」)から立法機関の法律(「公司法」)へ、また証券取引に関して國務院の条例(「股票発行与交易管理暫行条例」)から、立法機関の法律(「証券法」)へ、法的位置付けが格上げされている。しかし、現実の株式会社の設立、株式の譲渡に関しては、廃止されたはずの「股份有限公司規範意見」がより大きな実効力を持っている。形式的には「股份有限公司規範意見」を実質的に法のよりどころとする株式市場の分断構造は、のちの法律によって否定されているが、なお存続している。明らかに現実と立法の間に乖離が見られるのである。この乖離は証券市場の位置付けを国有企業改革のためから投資家のためへと切り替える難しさを端的に示唆するものである。

## 非流通株の市場流通

すでに述べたように、株式市場における分断構造の核心は、国有株にあるといっても過言ではない。中国政府はさまざまな関係者の利害にかかわり、しかもリスクが高く、前例のない国有株の市場売却に慎重にならざるをえなかった。他方、図1が示すように、非流通株は発起人株と非発起人株、法人株と個人株、国内株と外資株、公有株と私有株など、実にさまざまに性格の異なる株式を内包している。当然、上場流通に対する要求の度合も、またそれを実現する条件も違うので、異なる対応が不可欠であった。以下、その取組みについて、内部従業員株、外



資株，転配株，法人株の順に追ってみる。

(1) 内部従業員持ち株

1980年代末の株式制改組で内部従業員株の発行拡張傾向が問題になったが，90年代初頭において従業員の報酬を企業の長期的な業績とリンクさせ，企業経営に対する従業員の参加意識を高めるためにアメリカで広く実施されている従業員持ち株制度が，再び注目を浴びた。1992年5月に公布された「股份有限公司規範意見」は，当時高く設定しがちだった従業員持ち株の比率について，「限定募集会社の内部職員が引き受ける株式は会社株式総数の20パーセントを超えてはならない」との制限を設けた。ところが1994年7月1日「公司法」の施行までの2年間，「股份有限公司規範意見」に則って設立した限定募集会社は5964社にのぼり，総株数は3942億株，そのうち国家株と国有法人株を含む法人株は2464億円で62.5パーセント，約37パーセントは内部従業員持ち株であった〔新疆証券研究所2002〕<sup>注24</sup>。

また限定募集会社が発行した株式の流通については，体改委が1993年7月1日に公布した「定向募集股份有限公司内部職工股管理規定」が詳しい。これによると，株式権利証書は内部従業員ではなく，会社が委託した証券経営機構が集中管理し，その株式は3年以内は譲渡してはいけない。3年後の譲渡も内部従業員の間には認められず，市場での一般譲渡取引は認めない。ただし，所有者の会社離脱，死亡およびその他特殊なケースでは，譲渡制限の期限を待たずに同会社の他の従業員に譲渡することができ，また会社が買戻してもよい。いかなる場合でも，内部従業員株には株式の公開譲渡と公開流通の権利がない。ただし，限定募集会社から社会募集会社へ

変わったとき，内部従業員株は取得時から満3年後に，上場して流通できる。

ところが，この限定募集会社の株式発行と流通に関する関連の規則は守られず，いわゆる「法人株個人化，内部従業員株外部化」の問題が表面化した。すなわち法人に向けて発行する株式の一部は，実際個人投資家に購入され，すなわち自然人の個人が法人株を所持している。また多くの会社では内部従業員株は福利やギフトとして従業員だけでなく，会社の管理層，証券管理部門または地方政府の役人に贈呈され，広く行き渡った<sup>注25</sup>。

その後，上述約6000社の限定募集会社の中から株式の一般公開を果たす会社が相次いだ。上場申請に際して本来の趣旨から外れた従業員株の認定に困難が伴ったが，従業員株の発行比率について，「股票発行与交易管理暫定条例」では内部従業員が購入できる株数は一般公開する株式数の10パーセントを越えてはならないと定め，またその上場流通の条件について，取得後満3年という従来の方針を踏襲している。

当時政府部内で内部従業員株を上場させるかどうか，また上場の場合，一気に公開するか，それとも数回に分けて公開するか，について議論されたが，結局内部発行で非流通株とされるべき従業員持ち株は，その現金化需要が高いことから，転売の制限を緩めざるを得なかった。実際，多くの上場企業では転売条件を満たした従業員株は従業員の手から離れ，所期の目的は達成されなかった。上場企業の株式総数に占める内部従業員株の比率は，1993年に2.4パーセントで最高であったが，2003年には0.17パーセントまで下がっている。

株数で見ると，1998年の51.7億株が最も多く，

2002年には15.6億株に低下している。なお一部の企業では、従業員株を管理する従業員持ち株会を組織しているが、その管理運営の実態は明らかではない。

#### (2) 外資株

ここでいう外資株とは、外国企業が所持する上場企業（B株発行）の非流通株を指している。2000年までの統計数字によると、B株会社110社のうち、外資株があるのは24社である。発起人として外資株を所有する合併企業の外資側には、特異な株式譲渡制限措置に対する不満が強かった。

2000年9月1日、証監会は「関於境内上市外資股（B股）公司非上市外資股上市流通問題的通知」のなかで、非流通外資株の上場流通問題について、証監会の許可を得れば、外資発起人株は会社成立3年後、また外資非発起人株は直接、B株市場に上場流通してよいとの方針を公表した<sup>(注26)</sup>。

#### (3) 転配株

1993年から上場企業による株主割当て増資が相次いだ。機関投資家や個人投資家が、その権利を資金不足との理由で放棄する国家株と法人株の所有者から有償で譲り受けて購入した株式のことを転配株という。だが、非流通株に派生した転配株が上場流通できるかどうかについては、明確な方針はなかった。

1994年6月、証監会は、株式配当や増資によって増加した国家株と法人株は上場流通させないとの方針を明確にしたが、機関投資家や個人投資家が増資権の授受で購入した転配株の上場流通の有無については、言及を避けた。転配株が上場できると思惑から、機関投資家や個人投資家が積極的に新株引受権を譲受、増資

に応じたが、同年10月、証監会は、転配株はしばらく上場しないとの決定を下した。それは結果的に投資家の強い反感を招き、上場企業の増資による資金調達にも支障をきたした。

統計数字によると、1999年6月22日現在、166社の上場企業で合計31.8億株の転配株がある。そのうち、四川長虹を含む10社の転配株は5000万株以上にものぼる。2000年3月、証監会は、転配股を同年4月から24カ月をかけて段階的に上場させることを決定したが、結局1年ですべての転配株の上場流通が実現した。

#### (4) 法人株

以上のように非流通株の上場流通について、まず従業員持ち株のような個人所有株は早い段階から認められ、やや遅れながら外資株と転配株のそれが2000年に実現した。

ところが、非流通株の大半を占める国有株と法人株の市場流通は、はるかに困難な作業であった。いうまでもなく国有株主にも国有株の市場売却の誘因があった。1993～94年の株価調整を経てそれ以降株価が上下するものの、全体的には上昇の傾向へ向い、国有株主にとって高値での市場売却による現金化誘因が強かった<sup>(注27)</sup>。しかし、非流通株の半分以上を占める国有株の放出は、市場の需給関係を悪化させる懸念が大きい。そこで、比較的規模の少ない法人株の市場流通を試験的に行い、経験を積んだうえで肝心の国有株の市場流通に着手するという、中国流の漸進的アプローチを採ったのである。

法人株は、文字通り法人企業が合法的に支配している資産、または法人格のある事業単位や社会団体が経営に用いることのできる資産を出資して形成した株式のことである。法人株は、国有法人株とその他法人株に分けられるが、時

期を遡るほど国有法人株の比重が高い。法人株の株式権益は、所持企業によって行使することになっており、また経営上の理由からその流通意向が強いので、法人株の流通は株式制改組の本格化にともない、課題となった。

#### 専門市場の開設

体改委は1992年2月19日に「1992年経済体制改革要点」の中で「若干条件のある株式制企業と企業集団を選んで指定の証券市場を通して法人株の内部流通を行う」ことを打ち出した。それを受けて同年7月に中国証券市場研究設計中心が開発したSTAQS (Securities Trading Automated Quotation System), それに続いて翌年4月に中国証券交易系統有限公司が開発したNET (National Electronic Trading System) が法人株の流通市場として指定され、それぞれの市場に3～4社の法人株が上場し、一時取引量も急増した。しかし、その後相当数の自然人が取引に参加し、法人株の個人化現象が表面化した。こうして両取引市場と証券取引所の関係をどう位置付けるかなどの問題が問われ、1993年5月に國務院証券委員会は両取引市場に対する厳しい制限措置を加えた結果、自然消滅に向かった。

#### 取引所流通

一方、上場企業の法人株流通に関する動きがあった。たとえば上海証券取引所は1992年2月に同取引所は法人株が上場流通でき、しかも個人に転売できるとの決定を行った。しかしその方針は早くも8月に「法人株はしばらく上場しない」という上海証券管理委員会の規定によって中止された。その背景には法人株の上場流通に関する上海証券取引所の決定を受け、法人株に対する需要が高まり、法人株の発行にさまざま

まな不正行為があったためといわれるが<sup>(注29)</sup>、当時同取引所の株価が急落したことも無視できない。

なお、発起人株ではないが、募集法人株という法人株の上場流通も長年の課題であったが、実現できなかった<sup>(注30)</sup>。

以上のように国家株に比べ、株数が少ないこと、株式の流通に対する需要が高く、しかも所有主体が明確であることなどから非流通株の公開流通の実験対象として法人株が選ばれたが、うまくいかなかった。1994年の株式市場の政策的問題に関する國務院証券委員会の談話は、それを認めている。「現在上場流通しているのは個人株以外に少量の法人株があるが、国家株は全く上場していない。この問題は長い目で見た場合解決しなければならないが、実際の運用において法人株の上場に少なからず問題があり、万全な管理方法はまだない。したがって今後関係の法規の制定や解決方法の検討を急がねばならないが、とりえず法人株の上場流通に対する新たな審査許可をしばらく停止する<sup>(注31)</sup>。また同年10月に証監会は通知の形で「新しい規定が公布されるまで、国家および法人が所有する株式はしばらく流通させない」ことを通達した。

#### 国有株などの上場流通が 放置された理由

たしかに、当時政府部内で、投資主体による株式の分類とそれに基づく株式権利の分断について暫定的措置と見る向きがあった。たとえば1994年3月11日付けの「股份制試点企業国有股管理の実施意見」(國資局)では、「証券取引

と資本市場の管理にとって、国家株、法人株とその他類型の株式は同等の権利を持つべきで、長い目で見ればその間に差別なく、区別すべきではない」と述べている。しかし、前述証券委員会の談話を契機に、法人株と国有株の市場売却の模索は、事実上1999年まで停止状態になってしまった。その結果、上場企業数の増大にともなう非流通株の累積拡大が加速し、さまざまな方面に影響を及ぼした。

第1に、株式市場に与える影響。総株数の3分の2を占める株式が市場で売却できないという条件のもとでは、市場で取引できる株数は3分の1にすぎず、とくに初期頃の株式市場では、株式の供給不足という環境の下で1社あたりの新規発行株数が少ないため、株価は高く設定されがちであった。そして非流通株に関する政策の不確実性は株価の投機性をさらに助長し、株価の乱高下を招いた。

第2に、上場企業の経営に与える影響。国有株主は国有株が市場で売却できず、キャピタル・ゲインが得られないため、市場株価よりも、場外の譲渡価格の基準となる純資産額の増減に関心を示しているのに対して、流通株主は上場企業からの配当を期待できないこと<sup>(注31)</sup>から、もっぱら株式の売却差額に目を向けている。すなわち、大株主としての国家（親会社）と中小株主としての一般投資家との間に、会社経営に対する目標の不一致が際立ち、大株主は、上場企業の経営支配を通して中小株主の利益を侵害することがしばしばみられる。たとえば、上場企業との複雑な関連取引による利益移転が、一例である。そして非流通株の設置は、敵対的買収を防ぎ、所有構造を安定化させる効果が考えられるが、それは国有企業に関する限り、国有企

業固有の統治課題の承継、すなわち国有企業の活性化の妨げを意味するものである<sup>(注32)</sup>。

第3に、国有資産の管理運営に与える影響。非流通株の設置は結局国有資産の固定化をもたらし、その固定化は国有資産の戦略的配置と調整を阻害し、よって国有資産の価値増殖という資本の目的の実現を困難にした。

ところで、中国政府はなぜ「しばらく停止する」といいながら、すでに明らかになってきた非流通株問題の累積を長期に放置したのであるうか。

いうまでもなく、公有制支配の堅持という非流通株の制度設計の趣旨はなお生きている。たしかに公有制イデオロギーに対する信仰が揺らいだものの、公有制支配の理念は消えたわけではない。私有化と国有資産の流失に対する懸念が、国有企業の株式制改組の行方に常につきまとっている。そして国有資産管理体制の不備が国有資産の流失への心配を強め、国有株の市場売却を遅らせたことも否めない。

もともと1990年末の取引所設立は、中国における市場経済の成熟の産物とは言いがたい。実際、発行した株式のヤミ取引を排除するために1986～87年に深圳と上海で店頭市場を設けたが、1990年の株式ブームにともない、店頭を通さない場外取引、つまりヤミ取引が盛んであった。政府はヤミ取引に株式の名義変更を認めないなど厳しい規制策を打ち出したにもかかわらず、それまで分散的で非公開的に行われてきたヤミ取引は逆に相対的に固定した場所で半公開的に行うようになった〔陳郁 1995〕。そこで、ヤミ取引の対策として、公開かつ集中の株式取引市場である上海と深圳の両取引所が、1990年末に設立されたのである<sup>(注33)</sup>。

しかし取引所の開設は、必ずしも中国で株式市場が有効に機能するための条件の完備を意味するものではなかった。まず何より、当時の中国は株式市場の基礎となる市場経済の発展開始から日が浅く、計画経済の根幹がなお残っており、政府による資源配分が主流であった。次に株式制度の利用に関するイデオロギー論争はまだ決着していなかった。また取引所の上場基準を満たす民営企業はほとんどなく、各産業で主導的地位にあるのは例外なく国有企業であった。そして株式制度に関する法律、また証券会社や資産評価機構、会計・法律事務所、機関投資家など株式取引を支えるインフラの整備がほとんど進んでおらず、それに株式制度と株式取引に関する正確な知識を持つ投資家が少なく、社会的信用制度や株式市場の管理監督を行う独立体制も欠如したままであった。

さらに国有資産管理体制の不備が明らかであった。まず国有株の代表主体は国資局や国有資産経営公司、集团公司、財政局、地方政府などのようにばらばらで、その管理、運営の規則も明確化していない。次に、いったん国有株の市場売却が決まっても、国有資産の運用に関する具体的な指針と責任主体が欠けている。最後に、国有資産の売却価格に関する評価基準についてのコンセンサスが形成されていなかった。

国有資産管理に関する法制は「股份制試点企業国有資産管理暫行規定」から「股份有限公司国有股權管理暫行弁法」へかわったが、基本的な枠組みが踏襲され、その精緻化を図っただけである。しかもその運用可能性が低いことが指摘される。実際当時20数万社の国有企業が持つ国有資産、株式制改組を終えた株式会社の国有株の管理運営に関する環境が複雑性を極めるが

ゆえに、統一した取引契約の締結は不可能か、可能だとしても法外に高い取引コストが発生する。「国有資産法」が、10数年経ってもいまだに制定できないのはそのためであろう。したがって、公司法や証券法などが国有株を特別視しなくても、現存の国有資産管理体制と公有制支配のイデオロギーのもとでは、国有株は特別な存在でありつづけたのである。

一方、株式総数の3分の2を占める非流通株の市場放出は、市場参加者に与える心理的影響が大きく、事実それまで非流通株に関する政策が変更されるたびに株価は激しく騰落する傾向がみられた。株価が投機的に暴騰を続けたときに国有株などの放出によって市場の動きを抑える提案もあったが、基本的には需給関係を崩す国有株の放出による株価の暴落を心配する考えが一貫して強かった。そして中国政府は株価の暴落を心配する背景には国有企業に株式市場で資金調達を行う有利な環境を提供したいという目論見があったとみられる。

周知のように、国有企業は計画経済の根幹を成すセクターである。一方、株式市場は市場経済のシンボリックな存在である。両者の結合は計画経済から市場経済への移行、いわば体制の転換をはかる手段であるとされるが、公有制主導の原則を堅持しながらどうやって国有企業の改革に貢献するかという難題を抱えることになった中国の株式市場は国有企業体制と切っても切れない関係にある。

1990年代初期頃まで中国は集団企業を含む非国有企業の成長が著しかったが、企業の規模はなお相対的に小さかった。他方、国有企業は非国有企業の成長によってその相対的地位が低下したものの、1990年代中頃までその絶対規模(企

業数と売上高)は拡大し続け、国民経済における支配的存在であることに変わりはなかった。ただ、1980年代から経営自主権の強化というアプローチから改革を模索してきたが、90年代になってもその経営効率に明確な改善が見られなかった。

伝統的計画経済体制では、政府は主に財政支出を用いて国有企業に資金を供給してきたが、改革開始後、財政事情の悪化と住民貯蓄の急増などの環境変化に対応して、1984年に「撥改貸」(供与から融資へ)という方針に転換し、国有銀行による貸出主導の融資方式へ切り換えた。しかし、それは国有企業の負債率の上昇と国有銀行の不良債権の急増という結果を招いてしまい、そこで融資方式の多様化、とくに個人投資家を巻き込んだ証券融資方式の導入が急務となった。

事実、上場企業に関する最低資本金の規定は国有企業に有利といわれる。「股份有限公司規範意見」では公司登記資本の最低限度額を1000万元、また「股票発行与交易管理条例」と「公司法」では上場企業の株式総額は上場後5000万元を下回らないこととしているので、株式会社への改組や株式市場への上場は、必然的に規模が相対的に大きい国有企業を中心に行わざるを得なかった。

また経営資源の配分も地方政府を含む行政の主導で行われ、企業経営への行政関与が甚だしく、国有資産管理機能が社会管理機能から分離していなかった。しかも証券市場に関する法制化があまり進まず、それに関する管理監督体制も整備していない。さらに株式市場の発展にとって欠かせない証券仲介サービス機関はノウハウが少なく、営業基盤が脆弱である。たとえば1988年に各地に20数社の証券会社が設立したが、

資本金が少なくほとんど国営に近い状態で、上場企業に対する諮問や監督を行うよりも、ほとんど地方政府のいいなりに業務を行っていたといっても過言ではない。その結果、上場申請の過程で地方政府や発行企業、証券サービス機関の共謀による詐欺行為が後を絶たなかった。このように経営不振にあえぐ国有企業は株式制の導入、株式市場の利用に興味を示す一方、証券市場は国有企業の改革に手を貸し、国有企業を自らの存在の基礎とする、つまり証券市場と国有企業の相互依存局面が形成されたのである。

このような状況において新興の株式市場の位置付け、具体的には国有企業への資金供給を株式市場の最優先的課題とするのか、それとも当時株式市場における国有企業の重要性は認めるが、やはり国有企業のことを特別視せず、長期的に希少資源の有効配置などの経済機能を株式市場に求めるのか。つまり株式市場に何を期待するかをめぐって政府部内でも意見が微妙に割れていたが<sup>(注34)</sup>、結局、中央政府はより多くの国有企業の資金需要を証券市場によって満たすことを最優先させたのである。

株式市場の分断構造下では過半の株式が上場流通せず、1社あたりの公開発行株式数が制限されるため、より多くの会社に上場機会が与えられ、その結果株式市場の規模拡大がきわめて短期間に達成された。株式公開を通じて大量の資金を調達できた最大の受益者は、地方政府の推薦を受けて株式の優先的発行権を獲得した国有企業であった。株式市場の資金調達機能をより露骨な形で利用しようとして、「大中型国有企業の大半を3年程度で経営苦境から脱却させる」との目標を1997年に設定した当時の国务院副首相朱鎔基は、株式市場にも協力を要請した。

それを受け、証監会は「株式市場を利用して国有企業改革を促進する座談会を開いて、「株式市場の発展は大中型国有企業の改革という主題にコミットし、大型国有企業の上場を優先させる」との方針を決めた<sup>(注35)</sup>。結果的には、1991年から2002年末まで上場企業は株式市場（新規公募、増資など）を通して合計約9000億円の資金調達に成功している（表4）<sup>(注36)</sup>。

いうまでもなく株式市場での資金調達には高株価の維持が不可欠であるが、それは国有株と法人株の流通権利制限措置を存続させることで、一応達成できた。ただそのことによって公正な価格形成、資源の有効配置など株式市場のより高次元の機能が大きく歪められた。また非流通株主にとってそのコストは大きい。キャピタル・ゲイン実現機会の喪失だけでなく、その停止している株式の流通権利を獲得するには、非流通株の放出という市場予期のもとで起きる株価の下落に、相応の対価を強いられるからである。

### おわりに

中国の株式市場は、新興市場と、計画経済から市場経済への漸進的移行という二重の性格をもっている。さらに、公有制支配の原則を堅持するために出資主体による株式の分類、非流通株と流通株の分割など、株式市場の分断構造が形成された。この制度設計によって上場企業における私有化の道を機械的に閉ざそうとしたが、上場企業は半公開企業になってしまった。

株式制度や株式市場を規定する基礎的法律である会社法と証券法は、意識的にこの分断構造を否定しているが、それが長期にわたって現実的に存続してきた背景には、公有制支配のイデオロギーのほか、国有資産管理体制の不備、株価下落への配慮、国有企業への資金的支援の意図などがあつたと考えられる。

結局、この分断構造の下で株式市場の規模拡大と、国有企業のための資金調達機能はある程度達成されたが、上場企業の会社統治構造は旧国有企業の積弊を受け継ぎ、本来の役割とされる公正な価格形成や資源の効率的配置は実現しなかった。いいかえれば株式制改組と株式の一般公開、つまり株式制度と株式市場の機能を利

表4 各年における株式の発行数と資金調達金額

単位：億株、億元

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
株数	95.79	91.26	31.60	86.11	267.63	105.56	122.93	512.04	141.48	291.74
A株	42.59	10.97	5.32	38.29	105.65	86.30	98.11	145.68	93.00	134.20
B株	12.79	10.40	10.90	16.05	25.10	9.90	1.77	7.10	0.00	0.00
H株 <sup>(1)</sup>	40.41	69.89	15.38	31.77	136.88	12.86	23.05	359.26	48.48	157.54
金額	375.47	326.78	150.32	425.08	1293.82	841.52	944.56	2103.08	1252.34	961.75
A株	194.83	49.62	22.68	224.45	655.06	443.05	572.63	1007.41	751.50	723.14
B株	38.13	38.27	33.35	47.18	80.75	25.55	3.79	13.99	0.00	0.00
H株	60.93	188.73	31.46	83.56	360.00	37.95	47.17	562.21	70.21	181.99
増資 <sup>(2)</sup>	81.58	50.16	62.83	69.89	198.00	334.97	320.97	519.46	430.63	56.61

(出所) 中国証券監督管理委員会（各年）より筆者作成。

(注)(1)「H株」にはN株の発行数と調達金額が含まれている。

(2)「増資」はA株とB株の増資額の合計であるが、B株の金額が小さい。

用して国有企業の経営に規律づけるという当初の目標は達成されなかったのである。

ところで、非流通株の累積拡大はもはやそれ以上放置できず、その解消が急務とされた。具体的には国有企業のための株式市場の制度設計から、投資家のための株式市場へ転換する前提として投資主体による株式の分類とそれに基づく譲渡制限措置の廃止である。

この分断構造に本格的にメスを入れ始めたのは、1999年に開催した中国共産党15回4中全会であった。国有経済の戦略的調整・縮小と国有株の市場売却の方針に沿って同年末に上場企業における国有株の市場売却が試験的に実施したが、市場価格での売却方針が市場の反発を買い、中止に追い込まれた。

続いて2001年に、折からの株式ブームに乗じて国有株の市場売却に再度挑戦した。具体的には株式の新規発行や増資の際に、発行金額の10パーセントに当たる国有株を市場価格で売却し、得た資金を社会保障資金として活用するという、社会保障資金の捻出という形で展開したのが特徴である。だが、株価は再び、国有株の放出で需給関係を崩すという市場心理から動揺し、下がり止まらなかった。それを受け、半年後の10月にその試みは再び停止する羽目になった。再度の挫折でショックを受けた中国政府は、分断構造の解消案を公募すると同時に、国有資産管理体制の再構築と、機関投資家の育成や投資資金の規制緩和など流通市場のインフラ整備に取り組んだ。

そして2005年4月29日に証監会は「關於上市公司股權分置改革試点有關問題的通知」を公布して、3度目の賭けに出た。今回は分断構造の解消に関する全国一律の方針を示さず、各企業

レベルに権限をおろして非流通株主と流通株主の協議に任せること、また非流通株の市場価格での売却ではなく、非流通株の流通権獲得の条件、たとえば流通株主への補償が焦点となっている。その成否は今後の株式市場、コーポレート・ガバナンスおよび国有資産の管理運営などに大きな影響を与え、中国の市場経済の行方を左右するものといっても過言ではない。

(注1) 株式市場の分断構造に関する経済的分析や政策提言の中でその形成理由について触れるものがあるが、それに関する系統的研究は行われてこなかった。

なお、非流通株の解消を本格的に取組み始めたのは1999年に実施した国有株の試験的市場売却とされるが、以後その中止と再開を繰り返しながら現在に至っている。本稿は2005年6月末までの動きを記述している。

(注2) 自社株(国有株)購入や増資権利の譲渡などから個別の上場企業における非流通株比率の減少がみられるものの、全体として下がらなかったのは高い非流通株比率(80パーセント以上)をもつ大型国有企業の新規上場があるからである。

(注3) なお日本では証券恐慌対策として1964年に株式会社日本共同証券と日本証券保有組合を設立して銀行や日銀からの融資を受け、市場から当時全発行株式の5.1パーセントに当たる株式を購入し、その取引を一時凍結したことがあるが、この「凍結株」はあくまでも緊急避難的な措置であった[有沢1995]

(注4) ただし、上場企業の配当が少ないし、また流通株の転売率が高いことなどから、中国の流通株主は配当に関心が低いとよくいわれる。

(注5) 上海の場合、1984年7月中国人民銀行上海分行の公布した「關於発行股票の暫行管理弁法」では株式を集団株と個人株に分類している。理由は不明だが、上海市人民政府が87年5月23日に公布した「上海市股票発行暫行弁法」では投資主体による株式の分類を行っていない。

(注6) 約半年前の1990年11月5日「關於当前股票



転讓 過戸有關問題的通知」(中国人民銀行深圳分行)の中で同じことが強調されている。

(注7)「發起方式による設立は、公司株式を發起人が引き受け、發起人以外の如何なる人に対しても株式を募集しない。国家大型建設プロジェクトは發起人方式を採用し公司を設立する」(第7条)

(注8)当時株式取引所を通さない社会募集も一部ではあるが行われた。

(注9)国有株を国家株と国有法人株に分けたのはその管理方法を区別するためと思われる。たとえば1994年公布の「股份有限公司国有股權管理暫行弁法」第16条では「投資主体としての国有法人單位が国有法人株を所持し、その株式權益を行使する」と明記している。しかし国有法人株の認定基準があいまいで不合理なところがあり、国有法人株に関する正確な統計数字はないのが実情である。たとえば同第8条2(2)では「国家を代表して投資を行う権限のある機構または部門によって直接設立された国有企業がその部分資産(部分負債とともに)をもって株式会社へ改組される場合、たとえば、株式会社へ投入する純資産(評価前の純資産を指す)の合計が同国有企業の純資産の50パーセント以上、あるいはコア生産事業の全資産または主要資産を株式会社に投入した場合、その純資産によって置き換える株式は国家株とする。株式会社へ投入する純資産が50パーセント未満の場合、その純資産によって置き換える株式は国有法人株とする」とあるように50パーセントという基準が挙げている。しかし企業にとって国有株の權益行使権の有無は雲泥の差があるため、国家株を国有法人株に変更する意向が強い。

(注10)実際「股份有限公司規範意見」と「股份制試点企業国有資産管理暫行規定」の中に流通株と非流通株という用語はない。のちに政府文献の中にこのような用語が散見するが、業界用語の色彩が強いと思われる。実際非流通株は取引所外で協議による譲渡が認められているように流通性はまったくないわけではない。

(注11)1994年3月に非流通株の上場流通に関するうわさが株価の暴落を招いたのに対して中国証券監督管理委員會主席劉鴻儒は年内公有株と個人株の交互流通を認めない方針を再確認したという[吳曉求 2004,

43]

(注12)「股份有限公司規範意見」は個人の持株制限を設けている。「一自然人が所有する株式(外国およびわが国香港、アモイ、台湾地区の投資者が所持する外資株は含まない)は公司株式總額の0.5パーセントを超えてはならない」。

(注13)「股票發行与交易管理暫行条例」第8条(5)では「發行株式總額は4億株元を超える場合、証監会は状況によってその一般公開發行株式の比率を引き下げることができるが、株式總額の10パーセントを下回ってはならない」となっている。なお「公司法」ではそれが15パーセント以上と変更している。

(注14)たとえば「股票發行与交易管理暫行条例」の規定では、法人がある上場企業の普通株の5パーセント以上を所有するようになった場合、関係機関に書面報告を送付し、また公告する。その後持株が2パーセント増減する度に、同様のことが要求される。その所有株比率が30パーセントに達したとき、公開買付の申込みを公告しなければならない。

(注15)額面価格は一般的には株式の時価、株主割当て増資価格および1株あたり純資産額より低い。

(注16)中央政府としては国有株の支配的地位を守るために国有株主に増資に応じるように指導しているが、実際の国有株主には増資に応じる資金がない。そもそも国有株主が増資に反対しなかったのは、流通株主からの増資によって1株あたりの純資産を増やす効果が期待できるからという見方がある。

(注17)劉は続けた。「総書記、信じてください。私たち老共産黨員は中国で私有化をやらない。必ず中国の国情に適した社会主義資本市場の發展道路を見つかる。もちろん、経験がないので回り道するかもしれないが、安易に私たちに資本主義道路や私有化の帽子を被せないでほしい。でないと誰も改革の実験ができないのである」[劉 2003, はしがき]

(注18)株式市場の実験をめぐる論争は両取引所の命名にまで影響したようである。深圳証券交易(取引)所の場合、当時の中国人にとってセンシティブだった証券交易所という名称は深圳証券交易市場、深圳証券交易中心のように数回変更し、最終的に深圳証券交易所に戻ったという。また上海証券交易(取引)所は設

立申請の際に、「証券」の英訳を政治的にまだセンシティブだった stock という語を避け、securities にしたという [ 万 2003, 495 ]

(注19) なお、資本市場という概念が党の文献に初めて認知されるようになったのは翌1993年11月に開催される党の14回3中全会であった。

(注20) 1998年に國務院証券委員会を廃止し、証監会は全国集中統一管理監督機構となる。

(注21) たとえば「股票発行与交易管理暫行条例」と「公司法」は、株式の一般公開に発行される普通株は一種類に限定し、同じ普通株と同じ権利がつくことを強調し、国有資産、国家が所持する株式を特別視していない。「証券法」となると、国有資産や国有株のような用語すら登場しない。

(注22) 「証券法」は個人と法人の区別をもせず、単に「投資者」と呼んでいる。

(注23) 証券法の制定経緯については 王・李 (2000) を参照。

(注24) 因みに1994年6月19日に体改委は限定募集株式会社の審査を停止すると同時に内部従業員株の審査と発行の停止についても改めて確認した。

(注25) 体改委、国家工商管理局、国资局「關於对原有股份有限公司規範中若干問題的意見」1996年9月3日による。

(注26) 外資株の実際の動向をみると、2000年46.20億株から翌年の45.8億株に微減したが、2002年には逆に53.2億株に増加している。このように外資非流通株に上場流通を認めたのは株数が少ないこと、また合併企業の経営に参加しているので、転売を認めても外資側はそれを実行しないであろうとの判断があったからと考えられる。

(注27) やや極端だが、深圳發展銀行の例をみると、1987年5月10日500株を1万円で購入した同社の株式は、1997年8月30日現在1047万に値上がっているという計算がある(もし同社の増資に応じた場合、その価値はさらに倍増する) [ 李 2002, 105 ]

(注28) たとえば法人株は従業員が集金して会社の名義で購入したり、一部の人は権力とコネを利用して法人株の卸売りをしたり、また法人株のヤミ市場も生まれるなどが挙げられた [ 吳曉求 2004, 45 ]

(注29) 募集法人株とは、1992と1993年に一部の上場許可された企業が株式の一般公開以外に対象限定の法人株募集を行い、発行した株式のことである。当時上場企業が発行できる個人投資家株は割当の形で証券主管部門によって与えられたが、その割当数では調達できる資金の量に自ずと限界があった。一方、募集法人株の発行は発行会社によって自由に決められ、しかも個人投資家株の価格と同じであるので、上場企業にとってきわめて便利な融資方法であった。

1993年以前、国家は募集法人株の上場取引について禁止しなかった。当時地方の主管部門には個人投資家株上場半年後に募集法人株が上場できると承諾したところがあるし、また上場企業の株式募集説明書の中にも同様な承諾がみられる。このような約束と投機的期待が混じって多くの企業や事業部門、個人が個人投資家株と同じ価格で募集法人株を購入したと考えられる。2000年末に上海に上場している会社572社のうち124社、深圳に上場している会社514社のうち81社が募集法人株を発行している。募集法人株は2000年の時点で合計214億株、全上場企業総株数の5.65パーセントを占める [ 蔣・胡 2001, 18 ]

発起人株ではないこと、個人投資家株と同じ価格で購入したこと、個人投資家も混じっていることなどから募集法人株の上場流通がしばしばうわさされたが、結局実現しなかった。

(注30) 「今後法人株の上場流通に関する管理方法が公表されても長年累積してきた法人株の問題を一挙に上場させることができず、市場の資金と技術が耐えられる範囲内で徐々に解決すべきである。国家株の上場流通は法人株のそれよりもさらに複雑で法人株に先んじて解決することがありえず、必ず手続きを踏む必要がある」1994年2月4日 [ 上海上市公司資産重組領導小組弁公室 2002, 1030 ]

(注31) 基本的には上場企業の収益力が問題となっている。たとえば2000年に上場企業は株式市場から2100億元の資金を調達したが、同年の利潤総額は640億元で株式取引印税と手数料の合計の900億元よりも少ない。しかし業績のよい上場企業も配当しない傾向がみられる。かつて日本の企業が金利にある程度リスク・プレミアムを上乗せした安定配当を実行する背

後に資本コスト概念に対する誤解があったとすれば、中国企業の無配政策は資本コスト概念を持たないことの現れだと思われる。

(注32) 親会社と上場企業の関連取引や会社統治構造については川井(2003)と黄(2000)を参照。なお上場企業の所有構造と経営成果に関する日本側の研究には今井(2002)と王東明(2004)がある。中国側の研究に関しては両論文が紹介している。

(注33) 1989年末から開設準備作業に取組んだ深圳証券取引所は1990年12月1日試営業を開始し、政府に正式に許可されたのは91年4月である。それに対し、上海証券取引所はその開設準備がやや遅れたが、90年11月26日に政府に許可され、12月19日に営業を開始した。なお両取引所はこの段階ではまだ全国的な市場なかった。『中国人民銀行關於嚴格控制股票發行和轉讓的通知』(1990年12月4日付け)では目下の株式の公開発行と上場取引は上海と深圳に限り実験を行うと明記しており、また実際両取引所に上場しているのはそれぞれの地域に属する企業だけであった。

(注34) たとえば「股份制企業試点弁法」は株式制改組の目標について「1. 企業経営メカニズムを転換し、政企職責を分け、企業の自主経営、損益自己負担制、自己発展、自己拘束を実現する。2. 新しい融資の道を切り開き、建設資金を調達し、最終消費支出の生産建設資金への転化を導き、資金の使用効率を高める。3. 生産要素の合理的な流動を促し、社会資源をより有効的に配置する。4. 国有資産の運営効率を高め、国有資産の価値を高める」と同時達成が難しい項目を列記している。

(注35) 「株式市場を利用して国有企業改革を促進する座談会」における陳耀先(証監会副主席)の談話(1997年10月6日)[上海上市公司資産重組領導小組弁公室2002, 1042]

(注36) 中屋(2001)は、国有企業の株式会社化の構造を、企業の公有制的性格を維持したまま、外部資金の導入を可能にしようとする政府・企業側の意図を反映したものととらえている。

## 文献リスト

### < 日本語文献 >

- 有沢広巳監修 1995. 『日本証券史2』日経文庫.
- 今井健一 2002. 「上場企業の所有構造と企業統治」丸川知雄編『中国企業の所有と経営』研究双書No. 520 アジア経済研究所.
- 編 2002. 『中国の公企業民営化』アジア経済研究所.
- 王東明 2004. 「中国上場企業の株式所有構造と企業効率424社上場企業の分析」『証券アナリストジャーナル』2004年12月号.
- 川井伸一 2003. 『中国上場企業』創土社.
- 黄孝春 2000. 「国有と非国有の相克」『アジア経済』第41巻第8号.
- 徐華聡 2003. 『中国の証券市場』東洋経済新報社.
- 中国経営会計研究資料叢書編集委員会編 1994. 『中国経営・経済関係資料集1949-1992』愛知大学経営総合科学研究所
- 中屋信彦 2001. 「中国における国有企業の株式会社化と資金調達システムの変革 鉄鋼業における改組事例をもとにして」『中国研究月報』第55巻第9号.
- 丸川知雄編 2002. 『中国企業の所有と経営』研究双書No.520 アジア経済研究所.
- 渡邊真理子 2000. 「中国の金融システム改革」霧見誠良編『アジアの金融危機とシステム改革』法政大学出版局.
- < 中国語文献 >
- 曹鳳岐編 2003. 『中国資本市場發展戰略』北京 北京大学出版社.
- 陳大斌 2004. 「台州民營經濟快速崛起的觀察與思考 推動力」連載(30)『人民日報』海外版 2004年6月.
- 陳郁 1995. 「制度變遷, 市場演進與私人契約安排」『經濟研究』1995年第7期.
- 成思危編 2003. 『診斷與治療 揭示中国的股票市場』北京 經濟科學出版社.
- 董輔初 2002. 『在爭論中發展的中国証券市場和期貨市場』武漢 武漢大學出版社.

- 韓志国 2001. 『中国資本市場の制度缺陷』北京 經濟科学出版社.
- 洪銀興編 2002. 『資本市場 結構調整和資産重組』北京 中国人民大学出版社.
- 華生 2004. 『中国股市的經濟学思考』北京 經濟科学出版社.
- 蔣鉄柱・胡瑞荃 2001. 『中国法人股投資指南』上海 上海遠東出版社.
- 李茂生 2002. 『中国証券市場透析』北京 中国社会科学出版社.
- 李茂生・苑德軍編著 2002. 『中国証券市場問題報告』北京 中国社会科学出版社.
- 劉鴻儒ほか著 2003. 『探索中国資本市場發展之路』北京 中国金融出版社.
- 馬慶泉編 2003. 『中国証券史1978-1998』北京 中信出版社.
- 上海上市公司資産重組領導小組弁公室編 2002. 『証券法規汇编』上海 中国金融出版社.
- 万国華編 2003. 『中国証券市場問題報告』北京 中国發展出版社.
- 王健ほか編著 1991. 『中国股票市場問題争鳴』天津 南开大学出版社.
- 王連洲・李誠編著 2000. 『風風雨雨証券法』上海 上海三聯書店.
- 吳敬琏 2001. 『十年紛紜話股市』上海 上海遠東出版社.
- 吳曉求編 2004. 『中国資本市場 股權分裂与流動性变革』北京 中国人民大学出版社.
- 鄭学軍 2002. 『中国股市的結構与变遷』北京 人民出版社.
- 中国証券監督管理委員会編 『中国証券期貨統計年鑑』各年版 上海.
- 鐘瑛 2003. 『資本の激情与理性 改革開放以来的中国証券市場』北京 当代中国出版社.
- 新疆証券研究所 2002. 「定向募集公司股份流通」『資本市場雜誌』10月期.
- (弘前大学人文学部助教授, 2004年10月22日受付, 2005年8月12日レフェリーの審査を経て掲載決定)