

## 中国上場企業における国有株の売却問題

魯 煊

### はじめに

#### 1 背景

##### 1-1 国有株の独占性と非流通性

##### 1-2 上場企業の統治制度の形骸化

##### 2 「証監会」の主導による国有株割当売却の試行

##### 2-1 試行実施過程

##### 2-2 試行の問題点

##### 3 部分的国有株の売却実行

##### 3-1 「暫定方法」の内容と実施背景

##### 3-2 「暫定方法」の問題点

むすび

### 参考文献

### はじめに

1990年代初めから、中国国有企业は株式会社に改組する企業改革を本格的に行っている。国有企业の株式会社化の狙いは、資金調達を可能にし、同時に国有企业の経営に対する監督の仕組みを整備して、有効な企業統治の形成と経営効率向上をはかることである。しかし、政府は上場企業の支配を確保するため、国有資産、企業の公的資産から転換した国有株（一般に国家株と国有法人株を併せて通称で国有株という）、法人株の約6割以上を握っているが、これらの株の株式市場での流通が認められていない。国有株の独占性と非流通性は、企業の統治制度を形骸化させ、経営者を有効に監督できないため、経営効率が低下する要因となっている。さらに非流通株の過剰集中は、株式市場に過度投機性をもたらし、歪んだ株式市場を形成した悪の根源である。国有株の売却、流通は、所有権改革と上場した国有企业の民営化を行うために必要である。大量の国有株を株式市場に放出すると、必然的に株価の低迷を招くため、株式市場を崩壊させ、投資者の利益に深刻な損害を与えるという難点があり、インフォーマルな慣行、イデオロギー、既得権益層の抵抗など様々な困難が伴い、その実行は容易ではない。

そのため、邵「1998」を始め、王開国「1999」、汪「2001」、藍・王「2001」、呉「2001」等の殆どの先行研究は、国有株持株率の引き下げと国有株売却問題を取り扱う中で、市場の安定化と各利益主体の均衡を図る立場から、割当売却、株式構造調整、新規取引市場の創設、新株引受権利証(ワント)

の発行、債券への転換、基金、内部売却と譲渡、部分の国有株を直接に上場流通、従来の場外取引による国有株の有償譲渡、国有株の競売など多様な手法を用い、国有株持株率の引き下げ、間接的に流通株との合流を目指すことを主張している<sup>1)</sup>。彼らは、国有株の売却価格について、上場企業に株式所有構造、産業、経営業績、流通株の株価など大きな格差が存在したため、上場企業の実状に応じて主に純資産、株価収益率を基準とする定価方法、中間価格の制定方法などを主張している。これらの先行研究は、上場企業に市場化主体として非国有资产主体を導入したことにより、国有株持株率の引き下げと売却を促し、効率的な企業統治が形成されることに期待している。だが、政府は、国有株の売却収入を資金調達源とする企業の救済、社会保障財政の原資への充当という目的を優先させ、割当売却や部分の直接上場の方法で、株式市場で国有株を部分的に放出した。売却収入の最大化に基づく高価の売却価格の設定が株式需給関係を悪化させ、一般投資者に補償を与えず、投資者からの信頼がもらえず、株価の暴落がもたらされた。政府は、株価の低迷を抑制するために国有株の売却を中止し、国有株の上場売却計画が頓挫した。従って、理論の検討と政策の実践から見れば、いずれも国有株問題に関する認識に欠陥がある。国有株は市場経済制度への移行期に生じた産物であり、その問題の本質は、株式の「同価同権同利」により、自由売買ができ、流通することである。だが、既存研究は、国有株の流通問題があくまで副次的なものだと位置づけており、これは国有株持株率を引き下げる手段の一つであり、その所有権限を非国有资产主体又は個人へ移転させ、国有株の支配状況を改善することだと考えている。しかし、確かに上場企業の非効率性を解決するために、民間への所有権の移転が重要であるが、株式資本が流動しない限り、資源配分の効率を高めることは達成しにくい。そのため、国有株売却目的は、国有株を流通させるためであるべきだ。歴史的な経験から、多種多様な企業統治構造が特殊性を持ちながら、その効果にいざれも限界がある。効率的な企業統治制度を構築するのは、競争的な市場の存在が前提条件である（林・蔡・李「1999」）。従って、株式所有構造が分散しても、集中しても、この前提がなければ、企業経営の効率性を高めることができなくなる。競争的な市場を構築するためには、当然に競争的な製品・生産要素市場が必要である。そのため、株式市場の需給関係に基づく市場均衡価格で国有株を流通させ、国有株の閉鎖性と硬直性を解決するべきである。しかし、国有株はどうにしたら市場均衡価格で評価され、取引できるかという問題がある。また、取引を行うと、国有株主と既存の一般公衆株株主との間に必ず利益と不利益をもたらすことになる。

中国の市場経済制度への移行の経験からみると、経済改革は、漸進主義の下で、常にできるだけ大きな摩擦を避け、既得利益層の損失を最小限に抑えたことに成功した。株式市場での国有株の売却、流通問題では、経験と教訓を積み重ね、移行による被害者に補償が行われながら、改革の範囲を徐々に広げ、最後に解決に道が開けるだろうと考えている。そのため、既存の一般公衆株投資者への補償を行う政策を立案する上で、国有株を売却させ、流通を実現するべきだと考えている。さらに制度移行における制度の整合性と補完性から、国有株の売却に関する政府の役割の重要性も注目すべきである。

以上の問題意識に基づいて、本稿は、まず国有株問題の由来、背景と国有株流通の意義を述べる。次に、「証監会」主導の試行及び政府主導の国有株売却政策実施と問題点を要約する。一般公衆株株を中心とする一般投資者に補償を与えないのは、売却における失敗であったことを明らかにする。最後に、一般投資者に補償を与える視点で、株式市場の需給関係に基づく市場均衡価格で国有株の売却が行う重要性を述べる。

## 1 背景

### 1-1 国有株の独占性と非流通性

国有企业に株式会社制度を導入したことにより、上場会社の株式所有は、国家株、法人株、一般公衆株(A株とB株)、内部従業員持株で構成される<sup>2)</sup>。すべての株式の中で、発行済み株式の大部分を占める国家株、法人株は原則として売買を認められない。一般に国家株と国有法人株を併せ、国有株と通称する。大半の上場企業は、国有企业から改組された国家持株企業であり、そこでは法人株の大半が国有発起法人株で占められており、慣習的に国有法人株と見なされている。

表1が示すように、上場企業の株式所有構造をみると、国家株、法人株が圧倒的部を占めており、明らかにこれらの未流通株の割合が大きい。

表1 上場企業の株式所有構造

	単位：%									
	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	
未流通株合計	69.2	72.2	67.0	64.5	64.8	65.4	65.9	65.0	64.3	
国家株	41.4	49.1	43.3	38.7	35.4	31.5	34.3	36.1	38.9	
法人株合計	26.6	20.7	22.5	24.6	27.2	30.7	28.3	26.6	23.8	
国内発起法人株	13.1	9.0	10.8	15.9	18.4	22.6	20.9	19.1	16.9	
外資法人株	4.1	1.1	1.1	1.4	1.2	1.3	1.4	1.3	1.2	
募集法人株	9.4	10.6	10.6	7.3	7.5	6.7	6.0	6.2	5.6	
内部従業員持株	1.2	2.4	1.0	0.4	1.2	2.0	2.0	1.2	0.6	
その他	0.0	0.0	0.2	0.7	1.0	1.2	1.2	1.1	0.9	
流通株合計	30.8	27.8	33.0	35.5	35.2	34.6	34.1	35.0	35.7	
A株	15.9	15.8	21.0	21.2	21.9	22.8	24.1	26.3	28.4	
B株	14.9	6.4	6.1	6.7	6.4	6.0	5.3	4.6	4.0	
H株	0.0	5.6	6.0	7.7	6.9	5.7	4.7	4.0	3.3	
総計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	

出所：中国証券監督管理委員会編『中国証券期貨統計年鑑2001』，百家出版社，2001年，138頁より作成。

流通株の比重は徐々に増加し、国家株が1992年の41.4%から2000年の38.9%に低下したものの、依然として上場企業において国家株が支配的地位を維持しており、筆頭株主が国家である上場企業は未だ圧倒的に多い。2001年4月までの全上場企業の中には（合計1120社）、筆頭株主が国家株株主である企業が約65%を占めており、法人株株主である企業が31%である<sup>3)</sup>。法人株の比重も相対的に大きく、1992年の26.6%から2000年の23.8%に低下したが、その大半比重を占める国内発起法人株が、1992年の13.1%から2000年の16.9%に上昇する趨勢が見えた。しかも筆頭株主の持株率は、第二、第三大株主より大きく上回っている。2001年6月までの全上場企業の1120社には、筆頭株主の平均持株率が44.9%であり、第二株主の平均持株率が僅か8.2%であるため、筆頭株主への高度集中な株式所有構造を示している<sup>4)</sup>。

中国で、国家株、国有法人株を握る国家が筆頭株主として上場企業を集中的に支配している状況に対して、国有株の「一股独大」だと揶揄している。

株式流通市場以外では、国家株、法人株の協議譲渡（有償譲渡と無償譲渡）だけが認められる。一般公衆株でも、国内にA株、B株が異なる株式流通市場に分断された。流通株市場の分断や国家株、法人株に対する流通の制限は、株式市場の二重構造を生み、近代的な株式会社制度における「同価同権同利」などの株式平等化原則が否定され、株式の差別化をもたらした。

国有株が株式所有構造の中で支配的となり、株式市場で非流通となったのは、公有制主体を維持するイデオロギー、政府による上場企業への介入の正当性と支配地位の確保などの要因による。特に株式制度の導入と証券市場の創設では、漸進主義改革路線の下で、「双軌制」など改革手法を用い、国有資産における財産権の画定と評価、明確性及び取引など所有権制度の改革に関する本質問題を避け、「双軌制」の発想から実験企業が上場する際には、比重が小さい一般公衆株を流通させたが、議論のある国家株、法人株の流通を棚上げさせ、人為的に流通株と非流通株を分断させたのである。株式市場の創生期には、国有株などの非流通株の割合が比較的に低い水準にあり、国有株流通問題も特に目立つていなかった<sup>5)</sup>。90年代後半から国有企業が本格的に株式会社制度へ移行したことにより、上場した国有企業は漸次的に増え、国有株の比重も徐々に膨んだ。巨大規模の国有株の存在と国有株の上場流通に対し、広範な一般投資者は極度な不安を持っている。いったん国有株が株式市場で放出する風説の流布があれば、株価を急落させる結果となる。政府と証券監督当局は、国有株問題がもたらす諸種弊害の深刻さを認識していても、国有株の流通による負の影響が大きいため、その実行が決断できず、これは歴史遺留問題となつた。

## 1-2 上場企業の統治制度の形骸化

一般的に株式所有構造は、企業統治構造の基礎であり、上場企業のコントロール権、財産権の配分、経営効率に大きな影響を与える。国有株の独占性は、筆頭株主である国有株主の行為をねじ曲げ、上場企業の企業統治制度を形骸化させた。国有株の所有権限行使主体の違いは、企業統治の性格に大き

く影響を与えていた（今井「2002」、木崎「2002」）。政府関連機関と「看板換え」の国有持株会社が国有株の所有者権限を行使する場合は、これらの政府関連機関、国有持株会社が残余請求権を持たないため、出資者としての企業残余利益の受益者ではなく、財産権からの制約が弱く、企業の経営者を監督するインセンティブも乏しいが、依然として所有権の人格化が明確できない。結局、部分的な資本出資の関係で委託—代理関係が形成されても、有効な財産権にならず、「共有地の悲劇」、各層代理者のフリーライダー問題が解消しないため、株式会社制度への改組以前の統治構造と基本的に変わらなかつたのである。国有株の権限行使主体と経営側との間に情報の不对称性が一層に拡大したため、経営者によるインサイダー・コントロールを発生しやすいのである<sup>6)</sup>。インサイダー・コントロールの実状は、上場企業の董事会（取締役会）、監事會（監査役会）、経営管理層の人事配置からみることができる。株式所有が国家株、法人株などに高く集中するほど、元の国有企业を中心とする経営者の内部支配も強い傾向がみられている（何「1998」、今井「2002」、王東明「2001」）。

一方、単独の公司・工場、母体の国有大型企業集団の主体企業が、国有資産の「授権経営」の下で、国有株の株主権限を行使については、有能な経営者が、強いインサイダー・コントロールを行っており、経営効率の改善を図る一方、企業資産の横領、経営者による汚職・背任問題が多発し、拡張志向の冒険的な投資や拡大な役員報酬などの弊害を生じて、上場企業の経営の不安定原因になりうるという両面性がある（「今井2001」）。インサイダー・コントロールのもとで、上場企業には大株主が中小株主の利益を損害しかねない行動をとることもある。実際に今井「2002」が指摘したように、母体企業である企業集団の主体企業は、筆頭株主の権限行使の地位にあり、上場企業が株式市場から調達した資金又は企業の財産を恣意的に占有し、さらに上場企業との取引を通じて上場企業の利益を移転する行動が普遍的に行われている。この点について高「2001」は、深圳証券取引所に上場された企業の中で、2000年度報告を公開した516社を対象に、大株主が直接又は間接的な手段で上場企業の資金、資産を占有した例が企業数全体の約52%を占めており、企業全体の純資産の約20%に相当することを明らかにしている。大株主の小株主に対する侵害行為の深刻さの一端を反映しているといえる。

他方、株式所有構造が国有株である筆頭株主に集中する結果、株式市場が外部統治としてのモニタリング機能を果たしていない。しかし、流通株が株式所有に占める割合が少ないと、ある上場企業の流通株を全部買い占めても、企業の経営支配権を獲得するができない。イデオロギー、公有制などの基礎制度など経路依存性の影響で、政府は政策的に株式市場を支配している。株式市場には、国有企业の資金調達のみを重視し、基本的に民間企業、外資系企業の上場と参入を強く制限し、排除する傾向が見られる。民間企業は、国有株の協議譲渡など「場外取引」により、業績が悪化した上場企業の株を買い占め、経営支配権を獲得することができる。だが、国有株の協議譲渡が依然として行政認可制によって強く制限されるため、株式市場を通じた代理権の競争や敵対買収など外部ガバナンスからのモニタリングの役割はなお小さいと考えている。株式市場における殆どの合併・買収は、主に国有株主間で行う譲渡取引であり、大幅な赤字を出した上場企業の救済措置として政府主導で行われる

場合が多い。こうして、赤字上場企業の上場資格はなかなか剥奪されず、資本の撤退ができない一方、優良上場企業に対する資産の最適配置も実現しにくい<sup>7)</sup>。結局、国有株などの大株主への集中と非流動性は、資本の円滑な再配置を阻害することとなった。また、国有株などの非流通株の過剰集中は、株式市場の過度投機性をもたらした。未成熟な株式市場と健全な機関投資家の不在は、株式市場におけるインサイダー取引や相場不正操作など違法行為を蔓延させた。筆頭株主としての国有株株主は、企業の経営健全化を図らず、増資資格を獲得するために、虚偽情報の提供と粉飾決算を行い、株式市場での投機的な行為に向かった。大多数の中小投資者ばかりではなく、一部の機関投資者のあいだでさえも、株式の長期収益である配当を獲得するために株式を保有するのではなく、売買差額を狙い、短期的なリターンを優先する行動が目立っている。株式市場の過剰投機性により、株価と企業の業績との関係が大きく乖離し、歪んだ株価が形成されたため、企業の経営状況は十分に株価に反映されず、経営者を監督する効果を持たない。そのため、国有企業が株式式制度を導入し上場しても、こうした株式市場に上場企業の企業統治行動が極度に歪曲され、経営効率の改善効果が一向に現れない。表2に示すように上場企業の業績が全体として低下し、その収益力も減少する傾向がある。また、殆どの上場企業は、上場年次が長くなればなるほど、業績が悪化する傾向を示している。

表2 1992年～2000年上場企業の業績と収益力

年度	純資産利益率 (%)	一株当たり純資産 (元)	一株当たり純利益 (元)
1992	14.28	2.44	0.35
1993	14.68	2.44	0.36
1994	13.15	2.39	0.31
1995	10.78	2.31	0.25
1996	9.59	2.41	0.23
1997	9.69	2.47	0.24
1998	7.83	2.50	0.20
1999	8.23	2.49	0.20
2000	7.52	2.60	0.20

出所：中国証券監督管理委員会編『中国証券期貨統計年鑑2001』、百家出版社、2001年、142頁より作成。

流通できない国有株の問題は、株式市場に様々な矛盾を蓄積させ、歪んだ企業統治制度と資本市場の未整備をもたらした。これらは経済発展及び市場経済体制への移行の制約要因となる可能性がある。特に、所有権の明確性と公平な資本市場の構築に関する改革を先送りにし、こうした市場経済体制への制度転換が延滞すればするほど転換コストが高くなる。従って、企業統治の強化という側面だけではなく、証券市場の育成・発展と投資者保護を図るといった証券市場の行政監督側面から、経営者の監視、情報開示のルール作りを強化し、企業統治の根底にある国有株問題を解決することが求められる。さらにWTOの加盟により、多元的な投資主体の形成の趣旨を徹底し、株式市場での国有株の放出や国

際資本への開放問題を解決する必要性がある。

## 2 「証監会」の主導による国有株割当売却の試行

### 2-1 試行実施過程

経済学界の議論を受け、政府も国有株持株率の引下げ・上場流通の模索を着実に進めてきた。1999年9月に開かれた党第15回4中全会で、今後の国有企业改革の一環として、業績優良かつ潜在発展力を持つ上場企業を選択し、国有株の支配地位が変わらない前提のもとで、国有株の持株率を部分的に引き下げ、市場で売却し、売却資金を企業の改革と発展に充当させる実験を行うことが決められた。この方針を受け、1999年10月に「証監会」は、国有株割当売却の方法で、国有資産の増殖と一般投資者の利益を配慮した上で、当企業の一株当たり純資産<割当売却価格<一般公衆株の一株当たり利益×10倍株価収益率という中間定価原則により、国有株を優先的に当企業の一般公衆株株主に売却し、割当残した株式を証券投資信託ファンドと証券売買代理業者（一部の証券会社）に引き受ける試行方案を公布した<sup>8)</sup>。11月に「証監会」は上場企業から10社の試行企業を選定した<sup>9)</sup>。1999年12月に、二輪車製造業の「中国嘉陵」とタイヤ製造業の「黔輪胎」等の試行両社は、率先して国有株持株率の引下げと上場流通の試行を実施し、画期の一歩を踏み出した。「中国嘉陵」と「黔輪胎」はそれぞれ国有株の約28.2%、11.6%を引き下げる目標を確定させ、総額の10,000万株、約1710.52万株を一般公衆株株主に10株ごとに8.63株、10株ごとに1.59株の比例で、国有株割当売却を行った。表3-1、表3-2に示したように「中国嘉陵」と「黔輪胎」両社は、「証監会」の方針に基づいて、前三年(1996年、1997年、1998年)平均一株当たり利益の10倍という基準から、それぞれ4.5元、4.8元である国有株割当売却価格を算出し、公布した。

表3-1 「中国嘉陵」の経営財務指標と国有株割当売却状況

	1996年	1997年	1998年	1999年(売却前)	2000年
一株当たり利益(元)	0.51	0.44	0.38	0.11	0.05
一株当たり純資産(元)	2.69	3.37	3.71	3.11	3.21
純利潤(万元)	20,962	20,888	18,087	5,272	2,354
対前年度純利潤伸び率(%)	—	-0.35	-13.41	-70.85	-55.34
負債率(%)	—	57.39	50.43	55.95	59.77
国有株持株率(%)	74.76	74.76	74.76	74.76	53.66
一般公衆株(A株)持株率(%)	25.24	25.24	25.24	25.24	46.34
一般公衆株(A株)株式総額	11,960	11,960	11,960	11,960	21,960
国有株株式総額(万株)	35,427	35,427	35,427	35,427	25,427
国有株割当売却価格(元)	前3度一株当たり利益(0.51+0.44+0.38)/3×10=4.50				
国有株売却総資本(万株)	10,000万株、割当売却前の国有株の28.22%				

出所：中国誠信証券評価有限公司編『中国上市公司基本分析2001年』、中国財政経済出版社、745頁、2001年；『中国嘉陵工業股份有限公司（集團）2000年年度報告書』、2001年3月より作成。

表3-2 「黔輪胎」の経営財務指標と国有株割当売却状況

	1996年	1997年	1998年	1999年(売却前)	2000年
一株当たり利益(元)	0.80	0.38	0.26	0.05	0.06
一株当たり純資産(元)	3.36	2.93	2.99	3.14	3.42
純利潤(万元)	9,496	8,338	5,665	1,188	1,476
対前年度純利潤伸び率(%)	—	-12.19	-32.06	-79.03	19.51
負債率(%)	—	54.63	59.12	62.93	61.91
国有株持株率(%)	66.26	61.78	61.78	57.77	51.00
一般公衆株(A株)持株率(%)	33.74	36.66	36.66	40.89	49.00
国有株株式総額(万株)	13,469	13,469	13,469	14,681	12,971
一般公衆株(A株)株式総額(万株)	7,993	7,993	7,993	10,400	12,462
国有株割当売却価格(元)	前三年度一株当たり利益(0.80+0.38+0.26)/3×10=4.80				
国有株売却総資本(万株)	1,710.53万株、割当売却前の国有株の11.64%				

出所：中国誠信証券評估有限公司編『中国上市公司基本分析2001年』，中国財政經濟出版社，2001年，314頁；『貴州輪胎股份有限公司2000年度中期報告』，2000年8月年より作成。

両社の1999年末の国有株売却価格に対する株価収益率(PER)は、約43.6倍と90.0倍である。このような株価収益率は割高感があるため、二社の試行売却方案が公布した後、一般公衆株株主は損害を避け、大規模に捨て売りを行い、二社の株価は大幅に下落した。結果、「中国嘉陵」と「黔輪胎」に割当売却総量の約18%、約25%の国有株が売却できないため、割当売却の残株請負売買を参与する諸証券投資信託機構と代理業者が多額の国有株を引き受けしており、大量の資金を束縛したと同時に、巨大なリスクを負担しなければならないことになった。2000年1月に「証監会」は市場の安定性を優先し、当初に選定された他の8社の国有株割当売却をすべて棚上げし、試行は失敗をもって終止符が打たれた。

## 2-2 試行の問題点

国有株を株式市場で売却を行う最大の焦点は、売却価格をどのように確定し、各利益主体の損害をいかに最小限に抑え、利益均衡を保つかということである。上場企業の株式所有は、名義上普通株であるにもかかわらず、株式所有主体が誰であるかにより、その株主権限の差異が大きい。公有制の確保だという大義名分の下で、上場企業の発起人としての国有株株主は、1株1元の額面価格という少ない資本で巨額の国有株を引き受け、筆頭株主として上場企業の支配を維持する。一方、一般公衆株の時価発行(プレミアム発行)により、一般投資者は、株式流通市場での取引を通じ、額面価格により遙かに高い時価で、少量の一般公衆株を取得する。従って、取得コストの点から、一般公衆株株主と国有株株主との間に大きな格差がある。そのため、矛盾を回避させ、全ての国有株株主と一般投資者が受け入れる国有株売却価格の確定は、国有株売却、流通を行う上での難しい点である。

特に、株式会社への改組過程で、国有資産の資産評価を経て1株1元での額面価格で株式資本に換算することにより、国有株の純資産は大幅に増加した。さらに、上場企業における発行済み株式資本

の25%以上を占める、一般公衆株の時価発行(プレミアム発行)により調達された資金が、巨額の資本公共積立金となり、国有株の一株当たり純資産を大幅に上昇させた。従って、多くの先行研究は、国有株売却価格の最低限を国有株の純資産に基づいて設定しても、国有株株主が、比較的多くの利益を獲得できると認識している。また、呉「2001」、藍・王「2001」は、一般投資者の期待収益の視点に基づいて、該当企業の一株当たり税引き利益と株価収益率を参照し、その売却価格を設定するべきだと考えている。従って、先行研究の提案を踏まえて、「証監会」が中間売却価格を採用したのは、国有資産の増殖と一般投資者の利益を配慮し、純資産と株価収益率との長所を取り入れたためであると考えられる。以下に国有株割当売却の試行実状を踏まえ、主な問題点を挙げる。

①試行の失敗原因是、明らかに不合理な売却価格の設定である。

国有株割当売却価格の確定は、試行直前、1999年末の指標に依拠すべきである。「証監会」の原則により、「中国嘉陵」と「黔輪胎」の売却価格は一株当たり利益0.11元×10=約1.1元< P 「中国嘉陵」 < 3.11元 (一株当たり純資産) であり、一株当たり利益0.05元×10=約0.5< P 「黔輪胎」 < 3.14元 (一株当たり純資産) 元となつたため、中間価格の上限と下限を逆転させ、根本的に「証監会」の基準と合致しない。「証監会」の主導による試行には、人為的な国有株割当価格の設定方式が明らかに市場原理違反であり、市場の不信感が買われたのである。国有株株主の権益主体に傾く売却価格の設定は、一般公衆株主との利益均衡を失い、一般公衆株主にその期待収益が少なく、大きな損害を与えた。

例えば「中国嘉陵」の場合、国有株株主の純収益=(割当売却収益10,000万株×4.5元) — (割当增资支払い費用4,620万株×4.5元) — (資本払込金15,400万株×1元) =8,810万元である<sup>10)</sup>。国有株総額の28.2%だけ売却したことにより、国有株株主は、株式会社に改組した際に投資した資本を全て回収させ、なお純収益を獲得した上で、株式所有の53.66%持株率を持つ筆頭株主の地位で、依然として上場企業を支配している。一方、一般公衆株は、国有株割当売却後、10,000万株増加し、21,960万株となつた。割当売却前に「中国嘉陵」の一般公衆株の一株当たり株価が約8.0であるため、理論的に国有株割当売却後の平均一株当たり株価=[(11,960万株×8.0元)+(10,000万株×4.5元)]÷(11,960万株+10,000万株)=約6.4元だ。そのため、割り当てられた国有株が上場流通しても、一般公衆株株主の期待収益は僅か6.4元−4.5元=1.9元だと粗略的に試算できる。1999年度末の一株当たり利益の0.11元により、株価収益率が6.4÷0.11=58倍となり、非常に高いため、一般投資者にとって利益が殆どない。実際に、一般公衆株株主を対象とする割当国有株の引受支払いの最終日(1999年12月28日)に、「中国嘉陵」の終値は4.85元となり、上場取引して以来の史上最低値となって、国有株割当売却価格を割り込んだ。また、2000年1月11日に割当国有株が一般公衆株となる流通解禁日に終値が5.64元で、放出後の平均株価試算値より低く、国有株割当売却株価より少し上回ったが、株式転売率が僅か5.8%である<sup>11)</sup>。取引の実状により、国有株株主が1株一元の額面発行で国有株を取得したため、巨額の売却収入が容易に獲得できたことに対し、一般公衆株株主には収益が少ないどころか、投資した資本も回収できない損害と

なった。

②試行企業の選択と「証監会」の監督に問題がある。

定価原則の側面から、「証監会」の試行企業の選択に問題がある。また、表3-1、表3-2に示したように試行両社は製品の大量在庫を抱えているため、負債率を上昇させ、純利潤も連続的に減少しマイナスであり、経営業績が年々に悪化したため、一株当たり利益と一株当たり純資産も急落した。1999年12月には「中国嘉陵」と「黔輪胎」との株価収益率がそれぞれ80.3倍、182倍になり、明らかに投資価値がない上場企業となった。従って、試行両社は、もともとどちらも業績優良かつ潜在発展力を持つ上場企業ではないが、投資者にも魅力がないものとなった。「証監会」が、なぜ二社を試行企業に入選させたか、又は試行企業の選考基準が何かに関しては不透明のままである。「証監会」の標準をねじ曲げる二社の株価設定に対し、「証監会」は全く監督管理を介入させず、これは試行の失敗の一因である。

③試行目的が変質した。

試行目的について、「証監会」は国有株比重の引き下げにより、企業の所有構造の合理化と企業統治制度の改善に期待している<sup>12)</sup>。だが、国有株割当売却の方法には、本来外部から投資者を広範的に受けて入れない弱点があったため、国有株を一般公衆株の既存株主だけに売却することは、企業統治の改善効果を限定的なものにする。二社とも割当売却後、当年度会社決算報告において、国有株比重の引き下げにより、売却目的にある所有構造の合理化と企業統治の改善がなされたことを明言していない。また、国有株の売却収入も明記せず、売却収入の使途が不明である。国有株売却後、「中国嘉陵」と「黔輪胎」との国有株持株率が依然として50%以上の過半数を持ち、絶対支配権を維持している。「中国嘉陵」と「黔輪胎」との第二大株主持株率が僅か3.8%と0.3%であり、所有構造の合理化が全く達成できないが、企業統治の改善もさらに困難である<sup>13)</sup>。国有株持株率の引き下げ・上場流通に対する認識が実質的に割当増資だけに止まったが、二社の国有株株主は、試行を通じて、部分的な国家株を放出し、調達した資金で、二社の経営窮境を救済しようとする思いがあると考えられる。試行の執行主体として上場企業に試行政策の展開を任せた結果、筆頭株主としての国有株株主は、簡単に自らの権益を放棄せず、当然に企業を支配している国有株株主の権益を映した価格を設定した。試行方案の制定と株価の設定に関する議決は、いずれも株主臨時総会を招集せず、国有株株主と企業の取締役会だけで強行採決した。試行においては、一般投資者の合法的な権益への保護政策及び筆頭株主の独占性への制限策が整合的に欠け、既存利益主体の国有株株主による利益調整に期待する限り、国有株の売却流通問題は根本的に解決できない。

### 3 部分的国有株の売却実行

#### 3-1 「暫定方法」の内容と実施背景

試行の失敗を反面教師として、官民各界とも深く反省し、試行の欠陥を克服するために新たに検討

し始めた。1999年9月に開かれた党第15回大会四中全会では、社会保障体系の市場化が確立することが国有企業改革を順調に深化させる重要な条件だと提起され、社会保障の原資を充実させるために社会保障の資金調達ルートを開拓し、一部の国有資産の売却を認めた。特に2000年以後、WTO加盟に伴う市場開放がもたらす産業再編や国有企業改革の加速による雇用不安が高まる中、政府も内需拡大による積極的な財政政策を行う同時に「社会の安定」にも重点を置いた。社会保障基金の積立不足を緩和するために、政府は、一部の国有資産を現金化して社会保障基金の運用へ充実することを選択した<sup>14)</sup>。結局、2001年6月13日に国務院は「減持国有股筹集社会保障資金管理暫定方法」（社会保障資金を募集するために国有株持株率の引き下げと上場売却に関する暫行方法）を公布し、正式に国有株の放出が行われるようになった。即ち、すべての国家持株上場会社に対して、株式公開上場、新株増資を行う際に、融資額の10%が相当する国有株を直接上場の形で、市場原理に基づく株価で売却し、その収入を社会保障基金へ上納する方法である（以下に「暫定方法」を略称する）<sup>15)</sup>。6月末から上場企業は相次いで「暫定方法」による増資計画を発表した。7月末から「華紡股份」、「烽火通信」、「江汽股份」、「北生薬業」等をはじめ、13社の新規上場公開企業も、初めて新規発行株を売り出した際にも、一般公衆株の発行時価と同価で、発行融資額の10%を相当する国家株が売却され、「暫定方法」の先例を作った。

### 3-2 「暫定方法」の問題点

しかし、上場各社には、「暫定方法」に従い、増資、公開発行を行う同時に国家株持株率の引き下げと上場流通を実施してから、一般投資者への損害を与えた欠陥が徐々に現れてきた。

①「暫定方法」に一般公衆株の発行時価と同価する株価確定原則は、国有株に関する市場の需給関係を反映する市場均衡価格ではない。

中国の株式市場は、基本的に政府の財政投入を肩代わりし、国有企業に資金調達を提供している特徴がある。そのため、株式会社制への改組と上場企業の選択、株式公開発行、増資などは、すべて国有企業の救済のためである。株式市場において、株式行政主導は、株価の設定と株価指数の運営にも影響を及ぼし、歪んだ株価を形成させ、株式市場の資源配置の機能を失わせた。

中屋（2001）は、上場企業の株式発行について、国有企業が多額資金調達を獲得するため、株式発行価格をできるだけ吊り上げ、最大限のプレミアム獲得を行うことが株式会社化の命題となっているため、需給関係が反映されない歪んだ発行株価の形成に直接に影響していると指摘している。株式流通市場にはわずか三割に過ぎない一般公衆株に集中したため、さらに投機的な株価が形成しやすい。

従って、「暫定方法」は一般公衆株と同様に時価発行を採用すれば、国有株の実際資産価値を過大に評価することになり、それらの需給関係を反映する市場原理に基づく市場価格とは言えない。国有株と一般公衆株における株価形成の相違状況を考慮せずに、何十倍もの株価収益率で、一般公衆株へと

強行的に転換した結果、「中国嘉陵」と「黔輪胎」の国有株割当売却のように、一般投資者に損害を与えたため、前者の徹を踏むことになった。

たとえば表5に示したように新規上場諸企業では、企業の本質の価値、将来の収益性・発展状況に従わず、発行株価収益率が20倍～50倍の水準と過大に設定した。

表5 2001年部分新規上場企業の発行状況

企業略称	業種	公開日	発行数(万株) (一般公衆株数+ 国有株売却数)	発行株価 (元/株)	発行株価 収益率(倍)	資金調達 総額(万元)
烽火通信	通信設備製造	7.26	8,800.00 (8,000+800)	21.00	52.37	163,329.00
華紡股份	紡績	7.26	9,350.00 (8,500+850)	5.92	41.36	48,292.75
北生製藥	製薬	7.26	4,532.00 (4,120+412)	9.60	46.24	38,302.00
江汽股份	自動車部品 製造	7.26	8,800.00 (8,500+850)	9.90	41.36	77,339.00
貴州茅台	製酒	7.31	7,150.00 (6,500+650)	31.39	25.94	199,814.00
瀏陽花炮	その他 花火製造	7.31	2,200.00 (2,000+200)	10.00	37.02	20,997.00
洪城股份	機械製造	8.1	4,400.00 (4,000+400)	7.80	50.20	30,000.00
永山橡塑	ゴム製造	8.1	3,850.00 (3,500+350)	5.36	53.60	17,908.00
獅頭股份	セメント製造	8.1	8,800.00 (8,000+800)	6.98	46.53	54,040.00
安陽鋼鉄	冶金	8.1	27,500.00 (25,000+2,500)	6.80	30.91	166,247.00
新安股份	化工	8.1	4,400 (4,000+400)	7.30	48.67	282,222.00

注：資金調達総額は発行費用、国有株売却収入を控除したものだ。

出所：各上場企業資料、中国証券監督管理委員会<http://www.csirc.gov.cn/CSRCSite/default.htm>より作成。

その中で、「烽火通信」は新株公開上場を行う際、発行株価収益率が52.5倍となり、上場後の取引価格がさらに値上がりし、終値が27.1元で、約104倍（一株当たり利益0.26元）となった。株式流通市場の一般投資者にとって、新株が必ず値上がりしても、バブルの危険性が大きくなる。一方、政府にとって

てまさに僅かな国有株を売却することで、巨利を占めることができる。「烽火通信」は国有株比重の約2.6%を売却で、 $800\text{万株} \times 21\text{元} = 16,800\text{万元}$ の収入を獲得し、社会保障基金に振り替えた<sup>16)</sup>。なお、国有株の額面発行（1株1元）により、社会保障基金の純収益 $16,800\text{万元} - (800\text{万株} \times 1\text{元}) = 16,000\text{万元}$ である。一方、一般投資者には、損失がかなり大きくなつた。現在2002年11月27日まで上場発行価格以下の13.6元となり、下げ幅が約50.7%である。

「暫定方法」を実施してから、業績悪化、企業の成長性がない株も、国有株売却の名目で、高価発行を行つたため、投資者は、大いに失望した。結局、新株増資株価をはじめ、新規発行株も、発行価格の以下に値下がりした。たとえば、高価しかも劣績株である「安陽鉄鋼」は、上場公開後の翌日に、終値5.9元となり、発行価格の6.8元以下に割り込んだため、バブル的な「新株不敗」の神話が破られた。既存上場企業の新株増資の場合に、既存の一般公衆株株主に何も補償策が講じられず、彼らに不利益を与えるだろう。

②「暫定方法」は、国有株持株率の引き下げと上場流通の目的を歪曲した。

「暫定方法」の売却目的が一目瞭然で社会保障基金の原資調達である。融資額の10%と相当する国有株の売却は、上場企業の所有構造の多元化と企業統治構造の改善に対する影響が極めて僅かである。その結果、国有株の高価売却は、上場企業が株式市場での資金調達効能だけを重視し、企業統治改善の促進を軽視するという中国株式市場における最大の弊害を誘発させた。国有株の売却を行う名目で、国有株を一般公衆株と強行に抱き合させて売却したことが、客観的にできるだけの資金を獲得する行為を助長させた。国有株の売却は、新規株式発行、新株増資を行うことだけ限定するため、株式上場公開、増資の条件となつた。上場基準を満たしていない（たとえば直近三事業年度連續して利益を計上していない）新規上場企業に対しても、国有株持株率の引き下げと国有株の売却が行使できることを承諾したため、これらの企業も新規株式発行の優先権を獲得し、容易に上場し、資金の調達を果たせるようになった。既存上場企業も、国有株の売却を融資調達の道具として利用した。増資条件を満たさず、株式市場の需給関係と企業の財務実状を少しも配慮せず、新株増資を濫用しており、その規模も日々に拡大する傾向がある。2001年3月25日から6月1日まで66社が新株増資計画を公布したが、「暫定方法」を実施してから、7月30日まで総計110社となり、一ヶ月の間に44社激増した<sup>17)</sup>。

「暫定方法」は規範的な方案と言えない。「暫定方法」により、国有株の売却は企業の新規株式発行、新株増資を行う時に限定し、従来の国有株の売却、流通問題を全く視野に入れなかつた。一部企業は、制度の隙に乘じ「暫定方法」に従わず、国有株の売却を行われなかつた。たとえば、超大型国有企業である「中国石化」は、新規上場の際に、財政部が默認した上で、国有株の売却を行わず、調達された資金の10%を社会保障基金に上納したことだけで、「暫定方法」に応じて済んだ<sup>18)</sup>。「中国石化」のように融通をきかすことは、社会保障基金の補充が「暫定方法」の唯一の目的であることを明らかにした。

「暫定方法」を実施してから、歪んだ株価の設定、新株増資の濫用で、一般投資者の心理が冷え込み、株を続々と手放した。さらに上場企業における虚偽会計の偽造と違法な取引、不法投資資金の存在などが明らかとなり、上海深圳両市場の株価は大幅に下落した。10月22日に上証総合指数は、今年の最低点である1520.67点まで下がり、下げ幅は30%を超えてた。結局、10月22日に「証監会」が緊急声明を公布し、財政部主導の「暫定方法」の実施を暫時的に中止させ、国有株持株率の引き下げと国有株の売却は、再び失敗した。

財政部が主導的に制定した「暫定方法」は、国有株株主の利益最大化から出発したため、その失敗は必然である。

### 結び

本稿は、主に国有株の売却を巡る「証監会」の試行と政府の実行について、分析を行った。二回にわたった国有株売却は、いずれも政府の実施主導部門が、政治的な目的を満足させるために、国有株株主の権益に傾斜し、市場の需給関係と相違する売却価格を設定し、売却収入の最大化を図る成果に期待し、割当売却や部分的な国有株の直接上場流通の方式で行われた。

具体的な株価設定と売却操作では、株式市場に対する政府の過剰介入と計画経済の慣習や規則が依然として強い影響を及ぼした。株式市場での市場競争環境、資本市場の基礎条件に関する財産権の保護や株主権益の確保などの法律制度整備が遅れた。結局、制度の整合性と補完性に欠けたままで、株式需給関係の変化による売却企業の一般公衆株の既存株主の損害を補償しなかったため、既存の一般公衆株株主を中心とする一般投資者は売却インセンティブを持たず、さらに不合理的な売却価格に反感を感じ、資本の逃避を行った結果、株価が暴落し、売却は失敗した。

これらの売却政策の実施については、国有株売却を巡る一般投資者の意気込みを挫いた悪影響は非常に大きい。従って、以上の痛恨の教訓から、国有株の流通を目指す国有株の売却は、国有株株主と一般公衆株主との間に株式取得コストの差額を配慮し、流通株に転換する際に既存の一般投資者株主を中心とする一般公衆投資者に補償を与える重要性が明白になった。

また、国有株の売却には、株式市場の需給関係に基づく市場均衡価格で株式取引を行う重要性も明らかになった。特に、長年にわたって温存され市場化進展を阻害された要因である国有株流通問題の抜本的な改革が行うのは不可回避の趨勢である。国有資産の財産権の明瞭性と効率性を図るために、公私を問わず誰でも、市場競争により形成した均衡価格で公開に取引を行うことが必要である。「公有制主体性の確保」というイデオロギー的制限で、未だ国有株の流通が阻害されている。現在、民間企業が行政許認可制を経て「場外取引」することにより欠損を出した上場企業を買収しても、「国有資産の流失の回避」の大前提のもとで、一株当たり純資産以上の価格で国有株の有償譲渡が行われている。このような価格の確定方法は、その国有株が取得した際に生じた費用を反映しており、損失を隠しただけで、現資産価値との関連が少ない。従って、開放かつ公開の資本市場の競争の下で、コース定理

に言わされたように、最も高く評価する人の手に譲渡すべきである。イデオロギーに支配されない市場を形成する必要がある。

過去の市場移行の経験と教訓で、非国有企業の成長は、国有企業改革の前提条件となる（関志雄「2002」）。非国有企業に対する上場の参入制限を排除し、株式市場での国有資本の支配を打破し、実質的な「增量的改革」を行うことも重要である。このように漸次的に国有株を流通させ、その所有権が株式市場で自由に売買できることにより、上場企業に非国有资产主体の外部株主を受け入れ、新たな株式所有構造の均衡を形成した上で、企業の所有者が適任の経営者を選択し、経営管理を有効な監督を行うことは、有効に機能する企業統治構造の形成にも寄与することだと考えられる。

最後に、国有株売却を巡る政策の試行、実施の失敗による経験と教訓から学習することが必要であることを指摘したい。即ち、今後国有株を放出する際、最大の焦点である価格の確定に関する政策の立案に対し、一般投資者から支持を貰えるためには、株式市場での需給関係に基づく市場価格で売却を行う際に既存株主としての一般投資者の損害を適切に補償することを盛り込むのが成功するカギとなるであろう。2001年10月以来、諸矛盾を回避するために、株式市場での国有株の売却は、無制限に中止された。

一方、2002年11月の党第16回大会前後に私有企業経営者の入党、外資系企業の上場と国有株の取得に関する解禁、国有資産管理制度に関する分級所有権の確立などのイデオロギーの緩和により、国有株の協議譲渡など「場外取引」で、民間企業による上場企業の買収、経営陣の買収(MBO)方式の国有株持株率の引き下げと売買が頻繁に行われ、加速する趨勢をみせている。これらの方による国有株持株率の引き下げと売買は、国有株主権限の調整が行いやすく、株式市場の安定化が達成できるので、上場企業が自発的に実施する同時に、政府も主導的に進めている。しかし、これらの方法では、上場企業の民営化と所有者の明確化問題は解決できるが、株式所有の帰属が国有株から社会法人株に転換しても、依然として流通問題が解決できない。「場外取引」で、民間企業による上場企業の買収、内部経営陣の買収(MBO)方式は、買収価格の設定にも不透明であり、いずれも、新たな大株主の独占性、強いインサイダー・コントロールなどの問題を生じさせかねない。これらの方での国有株の売却により、いかに企業の効率を高めることができるか否かが、今度の課題である。

## 参考文献：

### 日本語文献：

上原一慶「所有制構造改革と国有企業改革のゆくえ」愛知大学現代中国学会編『中国21』臨時増刊号、風媒社、1998年。

今井健一「コーポレート・ガバナンスの中国的な課題」中兼和津次編『現代中国の構造変動2 経済』、東京大学出版会、2000年。

今井健一「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』、アジア研究所、2002

年。

王東明「上海証券取引所のコーポレート・ガバナンス調査(2)――監事会、経営陣及び意志決定のあり方を中心に―」、財団法人日本証券経済研究所編『証券レポート』No.1595、2001年。

王東明「中国上場企業の株式所有構造と企業効率」財団法人日本証券経済研究所編『証研レポート』No.1603、2002年。

川井伸一「国有企业改革における統治機構問題――上場企業を事例について――」、中国経営管理研究創刊号、2000年。

関志雄『日本人のための中国経済再入門』、東洋新報社、2002年。

木崎翠「市場経済化と企業制度――過渡期の「中国モデル」」『開発援助研究』Vol.7,no.4、1996年。

木崎翠「中国型市場経済に関する考察――企業所有の将来像」、国分良成編『グローバル化時代の中国』、財団法人日本国際問題研究所、2002年。

黄孝春「研究ノート 国有と非国有の相剋――美爾雅紡績服装実業集団公司の事例を中心に---」、アジア経済研究所『アジア経済』第41巻第8号、2000年。

国谷知史「国有企业と株式制度」『中国研究月報』第555号、1994年。

小林熙直編著『チャイナリスクを検証する』、ジェトロ(日本貿易振興会)、2002年。

胥鵬「連載 入門コーポレート・ガバナンス(2)・会社法とコーポレート・ガバナンス」、『経済セミナー』第532号、日本評論社、1999年。

田中信行「中国における株式制度の実験過程」、『中国研究月報』第555号、1994年。

中屋信彦「中国における国有企业の株式会社化と資本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643号、2001年、10頁。

樊勇明・岡正生『中国の金融改革』、東洋経済新報社、1998年。

中兼津和次『中国経済発展論』、有斐閣、1999年。

林毅夫・蔡昉・李周共著、関志雄・李粹蓉訳『中国の国有企业改革――市場原理によるコーポレート・ガバナンスの構築』、日本評論社、1999年。

#### 中国語文献：

藍学欽・王学英『減持之路――国有股減持の環境、途径和策略』、上海遠東出版社、2001年。

高春涛『大股东“掠奪”行為及其治理』、『上市公司』2001年第11期、2001年。

何浚『上市公司治理結構の実証分析』、『経済研究』1998年第5期、1998年。

邵建雲『上場公司資産重組実務』、中国發展出版社、1998年。

王開国『中国証券市場跨世紀發展思考』、上海財經大学出版社、1999年、113頁。

汪异明『国有股減持の理性思考』、『中国工業経済』2001年第4期、2001年。

吳曉求『国有股減持修正案の設計原則、定価機制和資金運作模式研究』、『金融研究』2001年第1期、2001年。

国家国有资产管理局企业司编『国有股股东手册』, 東北財経大学出版社, 1998年。

『人民日报海外版』

中国証券監督管理委員会編『中国証券期貨統計年鑑2001』, 百家出版社, 2001年。

中国誠信証券評估有限公司編『中国上市公司基本分析2001年』, 中国財政経済出版社, 2001年。

<sup>1)</sup> ①割当売却とは株主割当増資の形で、一定数量の国家株と一定の価格を流通株の既存株主また他の機関投資家に、優先的に譲渡することだ。譲渡後、その株式が流通株となる。②株式構造調整とは、国有株の資産価値を再評価した上で、自社株の買い戻し、株式圧縮計上などの手段で、国有株の比重を引き下げ、流通株の比重が増大する目標を達成し、今後の上場流通の条件を創造する。③新規取引市場の創設は、新たに専門的に国有株の取引市場を創設し、大口の国有株を売買することにより、国有株持株率を引き下げる方案。⑤新株引受権利証(ワラント)の発行とは、上場企業が、売却される国有株の資本総額に基づいて流通株の既存株主、その他の投資者にワラントを発行する。証券市場でワラントが取引でき、ワラントを保有する投資者が、決まられた期間内に、権利行使価格で、国有株を引き受けることにより、国有株の上場流通を実現する方法だ。既存株主はワラントの売買で収益を獲得するため、国有株の引き受け権利を行使しなくとも、その権益が補償される。⑥債券への転換とは、国債、社債、転換社債の発行による国家株持株率の引き下げを行う構想。⑦機関投資家の育成及び株式市場の安定化などの目的から、投資信託基金を用いて国有株持株率の引き下げと漸進的な上場流通を実現する提案だ。⑧内部売却と譲渡は、国有株を経営陣、従業員に譲渡又は売却することで、国有株の引き下げを達成する同時に経営者にインセンティブを与えた上で経営責任の明確を図るという「一石二鳥」の提案だ。⑨その他には、一部分の国有株の直接的上場流通、従来の場外取引による国有株の有償譲渡、国有株の競売が含まれる(「証監公布国有股減持七類方案」(「証監会」は国有株持株率引き下げの七種類方案を公布した)『人民日报海外版』2001年12月22日版;藍学欽・王学英『減持之路——国有股減持の環境、途径和策略』, 上海遠東出版社, 2001年)。

<sup>2)</sup> 「国有株」とは、「国家株」と「国有法人株」を指す。「国家株」とは、国家から投資権限を付与された部門・機構が、国有资产をもって会社に出資または投資して形成された株式である。「国有法人株」とは、一般に法人格を持つ全人民所有制企業と社会团体が、法律に基づき支配できる法人財産を持って会社に出資または投資することにより形成された株式である。国有企业を株式会社へ転換し形成される法人株は、その財産権の最終所有者が国家であるためこう呼ばれる。また、「法人株」とは、「国有法人株」と「社会法人株」を指す。「社会法人株」とは、主に非国有法人格を持つ企業と社会团体が、上場されている国有または民間会社に投資して取得した株式のことである。殆どの上場会社の法人株は、国有企业から改組された国家持株会社であり、大半は国有発起法人株で占められており、慣習上「国有法人株」と見なされている。「内部従業員持株」と「一般公衆株」は、両者とも個人の合法的な財産で会社に投資する株式であり、合わせて「個人株」と呼ばれる。「内部従業員持株」は、規定された経過期間(一般的に上場公開3年後)を経て売却できる。一般公衆株は、一般公衆に向か、公開発行された株式であり、「A株」(中国国民に向か、国内に上場されて売買できる株式)と「B株」(内外投資家に向か、中国国内に上場されて外貨決済を通じて売買できる株式)に区別されている。さらに上場企業で香港株式市場に上場を果たし、発行された株式が「H株」と呼ばれ、統計上に「流通株」に属している(国家国有资产管理局企业司编『国有股股东手册』, 東北財経大学出版社, 1998年;国谷(1994年)参照)。

<sup>3)</sup> 吳鋒『股市亟順解決の十大問題』、『人民日报海外版』2001年9月22日版。

<sup>4)</sup> 高春涛『大股东“掠奪”行為及其治理』、『上市公司』2001年第11期、2001年。

<sup>5)</sup> 最初に実験企業の選択にも、計画経済体制の色濃い大中国有企業ではなく、多くの中小集団所有制企業、中小規模の国有企業と集団所有制企業との合資企業、従業員の共同出資で成立した従業員持株会社を中心に、株式会社制が導入され、上場した。現在、株式所有構造に非流通株が全然ない上場企業、一般公衆株持株比率が50%以上である上場企業は殆どその頃に上場した。

<sup>6)</sup> 政府や関連機関が国有株である筆頭株主権限を行使する場合には、元の国有企業と変わらず、青木昌彦氏が指摘した「状態依存のインサイダー・コントロール」が発生しやすい（木崎「2002」）。

<sup>7)</sup> 証券市場が創設10年間からようやく2001年2月26日上場企業として上海水仙電器が初めて上場廃止（「水仙“花謝”退市機制正式啓動」、『人民日報海外版』2001年4月21日版）。

<sup>8)</sup> 「中国証監会新聞発言人就保険資金入市和国有股配售有關問題答記者問」（中国「証監会」スポーツマンは保険資金の証券市場での運用及び国家株割当増資（国家株配售）に関する記者の質問に対する返答）、『上海証券報』、1999年10月28日版。

<sup>9)</sup> 即ち、「冀東水泥」、「福龍熱力」、「黔輪胎」、「華一投資」、「惠天熱電」、「太極集団」、「陸家嘴」、「天津港」、「成商集団」、「中国嘉陵」（全て略称）等の十社である。殆どの選定企業は割当増資が97年以降未だ実施していない上場企業だ。

<sup>10)</sup> 1988年から1992年まで株式制企業へ改組する際に、企業の国有资产の約15,400万元が額面価格1元1株で、約15,400万株の国有株に転換したが、上場後、発起人としての国有株が国有資本の不変の下で、株式分割で（株式配当）約35,400万株を拡大させた（『中国嘉陵工業股份有限公司（集団）上市公告書』、1995年10月；『中国嘉陵工業股份有限公司（集団）1996年度度報告書』1997年3月参照）。

<sup>11)</sup> 中国誠信証券評価有限公司編『中国上市公司基本分析2001年』、中国財政経済出版社、745頁、2001年；上海証券交易所のホームページhttp://www.sse.com.cn上場企業資料検索での「中国嘉陵」に関する取引情報を参照するもの。

<sup>12)</sup> 「中国証監会新聞発言人就保険資金入市和国有股配售有關問題答記者問」（中国「証監会」スポーツマンは保険資金の証券市場での運用及び国家株割当増資（国家株配售）に関する記者の質問に対する返答）、『上海証券報』、1999年10月28日版。

<sup>13)</sup> 『中国嘉陵工業股份有限公司（集団）1999年年度報告書』、2000年3月；『貴州輪胎股份有限公司2000年度中期報告』、2000年8月参照。「中国嘉陵」の第二大株主が国有株割当売却の証券売買代理業者である「華夏証券」である。一方、「黔輪胎」の第二大株主が個人である。

<sup>14)</sup> 地域間の経済発展水準の制約によって、各種社会保障基金（養老保険・医療保険・失業保険）の運用に、地域間での不均衡な問題があるため、旧工業基地や中西部地域は相対的に苦しい。また、国有企業改革を本格的に進める一方、倒産企業や失業者の増加によって、個人納付と企業負担分の徵収が困難である。特に急速な高齢化の進展により加入者に閉める受給者の割合が高まり、年金収支が悪化し、個人口座に積立部分を現在の年金支払いに使用される「空口座」の問題が発生している（小林「2002年」、65頁参照）。

<sup>15)</sup> 「国有股減持 大幕正式拉開」（国有株持株率の引き下げが正式に幕開け）『人民日報海外版』2001年6月16日版。

<sup>16)</sup> 「烽火通信」は上場公開前、国有株式総額が31,635万株である。

<sup>17)</sup> 「減持暫停60社公司増発案将‘回炉’」（国有株持株率引き下げと売却が暫時停止させ、60社の新株増資案が白紙に戻った）『人民日報海外版』2001年10月27日版。

<sup>18)</sup> 『中国石油化工股份有限公司公開発行A股股票招股説明書』、2001年7月12日参照。