

A Reconsideration of China's Non-Tradable Share Reform

メタデータ	言語: jpn 出版者: 公開日: 2017-10-05 キーワード (Ja): キーワード (En): 作成者: Kanaoka, Katsufumi メールアドレス: 所属:
URL	http://hdl.handle.net/2297/35882

中国非流通株改革の帰結 (注1)

金岡克文^{1*}

2012年9月20日受付, Received 20 September 2012

2012年10月17日受理, Accepted 17 October 2012

A Reconsideration of China's Non-Tradable Share Reform

Katsufumi KANAOKA^{1*}

Abstract

The term 'non-tradable share' means the shares that are restricted on the sale in the China's stock market. Many of those shares are state-owned. In 1999 and 2001, the Chinese authorities tried to decrease the number of non-tradable shares being sold to general investors. (*i.e.* non-state holder). These attempts however were not successful. After the non-tradable share reform of 2001, China's stock market plunged. The non-tradable share reform of 2005 was different from past reforms, since its purpose was equalizing the rights of tradable shareholders with non-tradable share holders. As a result, the ratio of non-tradable shares in China's equity market decreased to about 20 % by 2011. However, problems remain concerning state owned shares. China's equity market system has improved a little, an improvement which was not attributed to the reform itself but to the preparations of the reform. This research aims to evaluate the share reform process and its possible consequences following its continuing future development.

Key Words: Non-tradable share reform, China's equity market, China stock market, China capital markets

キーワード: 非流通株改革, 中国株式市場, 中国資本市場

I. はじめに

2005年から本格化した中国の非流通株改革は急速に進み、当局も、すでに当初の目的を達成したものとして、人民元改革とともに、資本市場改革を次の段階へと進めようとしている。実際、人民元の国際化と歩調を合わせるようにして^(注2)、株式市場を中心とした資本市場においても急速な改革が次々と進められている。

非流通株とは、取引所での売買が制限された株式

のことである。市場で一般的に取引される流通株に対して、非流通株はその保有者によって国有株、法人株、従業員株に分けられる。国有株は、国家が行政機関や持ち株会社を介して直接に保有する国家株と国有企業（法人）が保有する株を合わせたものであり、非流通株の大部分を占める。法人株は事業法人などの法人格を持つ団体が、企業に出資して取得した株式であり、従業員株は企業が従業員向けに公開前に発行した株（1993年に発行禁止）と公開時に10%を上限に従業員に発行された株（1998年に発行

¹高岡法科大学 〒939-1193 富山県高岡市戸出石代307-7 (Takaoka University of Law, 307-7 Toidekokudai, Takaoka, 939-1193 Japan)

*連絡著者 (Author for correspondence)

禁止)で構成されたものである。

非流通株の存在は、株式市場において取引される流通株の公正な価格形成を攪乱する要因となり、適切にコーポレート・ガバナンスが機能することを阻害する。また、非流通株改革による国有株売却の可能性は、それ自体が株式市場への株価下落の圧力となって経済拡大の阻害要因となる可能性がある。よって、中国当局は非流通株改革を資本市場改革の最重要項目として取り組んでいったのである。

前稿^(注3)において、中国における株式市場の分断問題の中でも、最も重要な課題として非流通株問題を取り上げた。非流通株問題がどのように生じ、いくつかの段階を経ていわゆる「股権分置」改革に至った経緯を検討し、2009年頃までの展開を分析した。非流通株改革の始まりは国有株など、株式市場において実際に取引されない株式を売却することによって本来の株式市場の資本配分機能を正常なものとし、資本主義国の一般的な株式市場と同じようなガバナンス機能を実現することにあったはずであった。実際、確かに改革によって非流通株は減少しはじめており、その傾向は市場にも影響を与えようとしていた。しかし、流通株となっても他の所有者への売却は全く進まず、非流通国有株は国有の流通株となっただけであり、旧非流通株はある意味固定株として株式市場に沈殿したままになろうとしていた。

ただし、その時点では2008年9月のリーマン・ショックの影響による国際的な金融危機の影響もあり、売却を無理に進めるのは、損失が大きく、また市場に与える影響から考えても、困難であった。そして、まだ改革は道半ばであり、改革の成果をその時点において評価することには限度があった。そこで、本稿では非流通株問題をこの改革の展開に絞って、再度取り上げて論じていく。

すなわち本稿は、現在に至るまでの中国非流通株改革の展開の分析を通じて、非流通株問題の本質を再検討することを目的とする。まず非流通株の成立と改革の進展について概観したのちに、非流通株の比率の推移について検討を加える。ついで、2011年までの非流通株の売却制限の解禁状況と売却状況を分析していく。そして最後に、それらを基に非流通株改革の評価と問題点、および今後の課題を明らかにし、中国の非流通株改革の本質に光を当てていく。

II. 非流通株改革の展開

非流通株は、国有企業が株式会社化される過程で必然的に生じてきたものであった。改革開放路線において1980年代までに多くの国有企業は多額の赤字を抱え、それは金融機関の不良債権として中国経済発展の桎梏となっていた。この問題を解決するために国有企業の株式会社化が進められ、その過程において不採算部門の整理、不良債権の処理が行われていった^(注4)。

その間に中国経済は急激な発展を遂げていく。そして、株式会社化された国有企業の株式は、国家機関及び地方政府(またはそれらが保有する法人組織)によってその大部分が保有されることとなった。しかし、これらの国有株が勝手に売却されることで公有制の基盤が急速に崩れることがないように、またやっとな形成の途についたばかりの株式市場(上海市場1990年、深圳市場1991年創設)を安定化させるために、それらは自由な売却を制限された非流通株とされ、株式会社化によって発行される、自由に市場で売却することが可能な流通株とともに、中国株式市場を構成することとなった。しかし、自由に売却できない非流通株が市場の大部分を占めることになり、そのことが市場の存在意義にかかわる重要な問題として浮き彫りになってきた。そのことは当初から問題視されており、ゆえに改革は不可避であった。

とはいえ、市場が成長しないうちの改革は、市場自体を崩壊させる恐れもあり、本格的な非流通株改革のはじまりは、ようやく1999年、上場企業10社の流通株主に対する割り当て方式での国有株の売却実験であった^(注5)。ところが、これも最初の2社の売却実施による株価の急落から中止された。

しかるに当局は、この失敗にもかかわらず2001年には、国有株が存在する企業が新規発行・増資を行う場合、その10%分の国有株を市場で売却するとして改革を進めようとした。これは企業の新たな資金調達・規模拡大に応じて国有株を減少させていこうとするものであり、その収益は社会保障費に回すとしていた。当初、この方針を市場は好感し、株価上昇の局面すら生じた。

しかし、流通株の増加による株価の低下圧力は徐々に強まり、その一方で当局がある程度の株価低下を織り込み済みとして計画を推し進めたことから、株価低下に歯止めがかからなくなり株価の暴落が生

じた。当局は国有株の放出を一時的に停止したが、その後再び新たな売却を提示し、これが更なる株価低下の圧力となって、2000年代前半の中国株式市場の低迷の端緒となったのであった。

このような失敗の経験によって、非流通株改革は国有株の削減ではなく、削減のための基礎となる流通制限の撤廃のみに絞られていく。これが2005年に始まった「股権分置」改革である。その改革内容は非流通株主と流通株主の権利の不平等を改めるものとされ、目的として社会保障費の獲得をあげており、直接的に国有株を削減するものとはしていない。また、それまでの国家当局による一律の解決策の提示ではなく、各企業においてそれぞれ非流通株主が流通株主に条件を提示し（多くの場合は株の譲渡または現金）、同意を得ることによって個別に進められていった。これによって急激な一律売却による株価暴落の恐れは低下した。また皮肉にも2001年の改革を機にはじまっていた株価低迷によって、市場はこの「股権分置」改革を好感し、その進展を後押しすることにもなった。

さらにこの改革では、改革後に非流通株は売却制限付株となって、1年間売却・譲渡禁止となる。そして制限が解除されても、大口株主の場合、最初の1年に売却できるのは発行済株式の5%まで、2年目で前年と合わせて10%でしかない。そのために売却が行われるとしても、各企業によってタイムラグが生じることになる。それゆえ、以前の株改革とは異な

り、一挙に非流通株の売却が生じることによって株価が暴落する恐れは低下する。そのような意味で、この「股権分置」改革は市場の動向を把握したうえでの改革であったといえる^(注6)。

そのような股権分置改革には2007年までに対象企業の9割以上（時価総額で98%）が着手・終了しており、改革は以前の場合とは比較にならない程スムーズに進展していった。流通株主の同意を適正に得ていないまま改革を進める企業がある等の問題も生じたが、改革の進展は株価にも好影響を与えた。そしてその株価上昇はまた、株主たちが改革を受け入れるために重要な役割を果たしたと考えられる。

以上のように非流通株改革は進んでいった。それでは、株式市場にはこの改革の影響がいかなる変化としてあらわれていったのであろうか。次に、株式市場の実際の変化、つまり非流通株比率の変化、また非流通株の流通株への転換の実態、さらに転換された旧非流通株の売却の推移について検討していく。

Ⅲ. 非流通株改革による市場の変化

3-1) 非流通株比率の推移

前節で述べたように2005年にはじまる股権分置改革は円滑に進展していった。それが市場をどのように変化させたかを考察するのが本節の目的である。まず、ここでは非流通株の中国株式市場における比率について検討していく（図1）。非流通株の比率は、

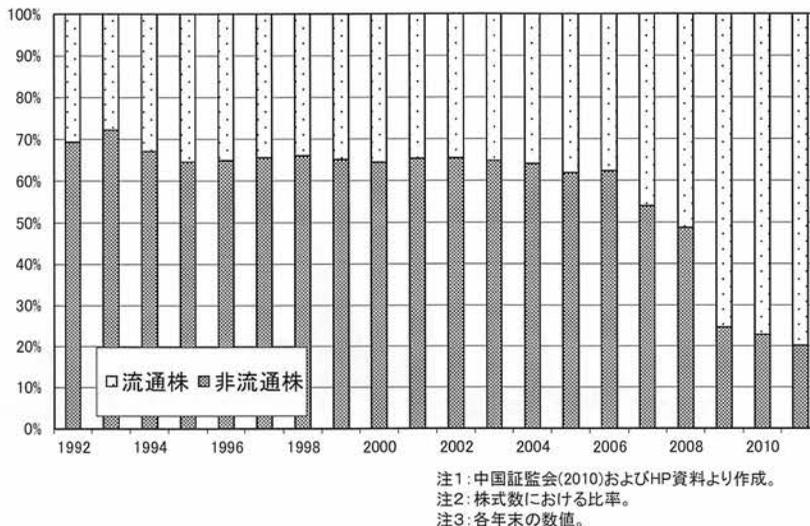


図1 中国株式市場（上海・深圳）における非流通株式比率（1992年～2011年）。

Fig. 1 Share of non-tradable shares in China's equity market 1992-2011.

1990年代からこの改革が本格的に実施される2006年頃までは、ほぼ60～70%の間で推移している。これはつまり上場企業の株式のうち、実際に市場で取引されているのは3～4割程度であり、残りは市場で取引されない、価格形成と関係しない株式であったことを意味している。非流通株は、その所有主体によって異なるが、一部が国家機関同士で譲渡されたりすることを除けば、基本的に市場で取引されることがないからである。この間に中国経済は著しい発展を遂げているが、市場の動向はこれと必ずしも一致せず、投機的な市場であることを示していたといわなければならない^(注7)。

しかし、ようやく2007年頃から市場に変化があらわれてくる。非流通株が占める割合が市場全体の6割を切る。そして2008年には非流通株の比率が49%と、はじめて流通株が半分を超えることになり、その傾向は2009年には明確になる。完全に非流通株と流通株の比率が逆転する。非流通株は25%を占めるに過ぎなくなり、中国株式市場ではじめて実際に市場で取引される株式が大部分を占める状態になった。2010年には23%、2011年には20%と、徐々に非流通株比率は低下している。株価総額ベースでも2011年末で約77%を流通株が占めている。

現在も残る2割の非流通株の存在は大きいものの、市場の8割が取引されて価格形成に関係することが

可能な株式となったことは、大きな変化である。市場における株価の形成の適正化は大きく進展したように見える。では実際の非流通株から流通株への転換は、どのように進んでいるのであろうか。そこで、次は中国の中央証券決済・清算機関である「中国証券登記結算公司（CSD&C）」の発表しているデータを参考に非流通株の流通株への転換状況をみていく。

3-2) 売却制限株の解禁状況

非流通株は前述のような改革が個別企業で行われると、まずは売却制限株と呼ばれるようになる。この売却制限株は、すでに述べたように制限解除1年目に5%、2年目に前年と合わせて10%、そして3年目に全株の売却制限が解除されて売却可能となる。つまり売却制限株の解禁、つまり非流通株から流通株への転換は漸進的に進むこととなる。

第一に注目すべきは、2006～2007年までの第1期とよぶべき時期の解禁が、主に当該企業の発行株式の5%未満を保有する小口保有者の保有部分を対象に行われていることである（図2）。この改革は、まずは主に小口保有者の保有する売却制限株（旧非流通株）の解禁から開始されたわけである。しかし、企業経営等に関して影響力の弱い小口保有者の保有する非流通株は、中国の株式市場における非流通株問題の主要な部分を占めるものではない。しかし、次

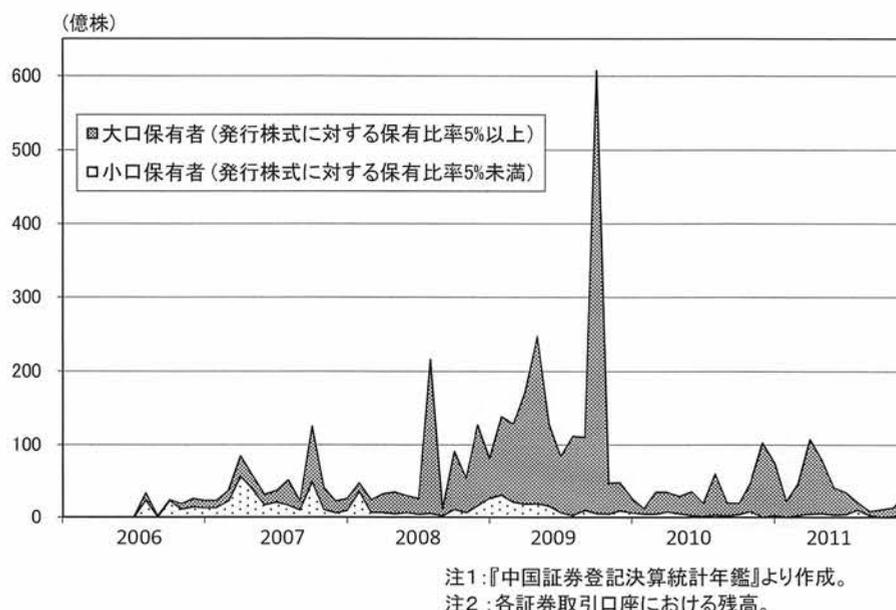


図2 旧非流通株の売却制限解除状況（2006年6月～2011年12月）。

Fig. 2 Volume of released restricted shares (reformed non-tradable shares) (Jun. 2006 - Dec. 2011).

にみるように、2008年以降徐々に、発行株式の5%以上を保有する大口保有者の売却制限解除が増大していく。

すなわち、第2期となる2008～2009年においては、大口保有者の非流通株の解禁が大部分を占めるようになってくる。もともと国家・地方政府などの所有が大部分を占める非流通株の所有においては、大口所有の比率が高いと考えられる。さらに小口保有者の保有部分は第1期のうちに多くが解禁されてしまっているため、その比率は全体的に低くなる。そして最初に大口の解禁が増加している2007年後半を1年目とすれば、幾分かのずれはあるものの、翌2008年の同期にも大きな増加をみせている。特に、2009年にはそれらの株式が3年目の全株の売却制限の解禁を迎えて、大口の売却制限解除が急増して600億株にも達している。当然ながら、この急増には売却制限解除が1年目、2年目の企業の解禁も重なっており、最大の増加が生じたものと考えられる^(注8)。

非流通株の売却制限の解除は2009年でその大部分を終了する。2010年以降も解除は続いているものの、激減する。特にいち早く制限の解除が進んでいった小口所有者による保有分の解除はほとんどなくなる。大口所有者の保有部分に関しても、2009年の急増時期に1年目、あるいは2年目の解除に当たった部分が、徐々に解除に向かうためにある程度の額が存在するものの、大きくは増加していない。全体としては、図2のように2009年とは比較にならない程に減少している。

以上のように旧非流通株の売却制限の解除、つまりその流通株への転換は進んでいった。2009年にその峠を越えたことは確かである。しかし、2011年末で、売却制限株（これまでに改革が終了した企業の株式）の内、制限が解除されていない株がまだ14%（693.66億株）存在し、その85%が大口所有者による保有である。今後も、流通株比率の増加はある程度進むであろう。

しかし、このように市場で売却が可能な流通株となっていく、かつての非流通株は、実際に市場において取引されているのであろうか。次にこの点に関して、同じく「中国証券登記結算公司」のデータを利用して検証していく。

3-3) 旧非流通株の売却の展開

改革によって前述のように徐々に売却制限を解除された以前の非流通株（旧非流通株）であるが、これがそのまま売却されなければ、以前の保有者の下に留まることになる。そうであれば非流通株から流通株への転換も形式的なものとなってしまふ。この売却状況がどのように推移しているかについて、ここでは検討していく（図3）。

旧非流通株の売却状況の変化は、2006～2007年を第1期、2008～2009年を第2期とし、それと2010年以降という3期に分けて検証すべきだと考えられる。これは、前述の売却制限の解除と同じ分け方である。以下、それぞれの期間の売却動向について詳しく検討していく。売却における変化は解除と必ずしも同じではないことが明らかになるであろう。

最初の2006～2007年の期間は、最も売却が進んでいる。絶対値としての売却株数も多いが、この期間はまだ売却制限が解除された累積量が多くないために、時期によっては売却株式数が解除累積株数の10%に達していることが注目される。ただし、その構成をみても分かるように、これらは解除の第1期において主要な部分を占めた5%未満の株式しか保有していない小口所有者の保有部分である。

つまり、これらの部分は会社の経営に強い影響力がなく、それゆえ制限解除とともに、利益を求めて積極的に売却されていったと考えられる。更にこの時期は、まだこの改革によって生じた株価の上昇局面にあり（図4）、2007年に株価上昇が最高潮に達している。売却可能になった旧非流通株でいち早く利益を得たい小口の保有者（多くは経営に関与していない機関または従業員株を持つ個人）にとっては、まさに売り時であったと考えられる。

ところが第1期が終わると、次の2008年にはこの小口保有者の売却が伸びなくなってくる。これは第1期とは逆に、この時期から主に沿岸部を中心に経済成長が行き詰まりをみせ、中国株式市場において株価が下落していった影響が大きいと考えられる。更に2008年後半に発生したリーマン・ショックの影響も徐々に実体経済にあらわれ、市場全体に下方圧力が生じていた。2009年になると、ようやく大口所有者の売却株数が増加してくる。とはいえ、小口所有者のそれを上回る場合もあるが、ほぼ同程度であり、図2のように大口所有者の解禁株数が2009年に急激

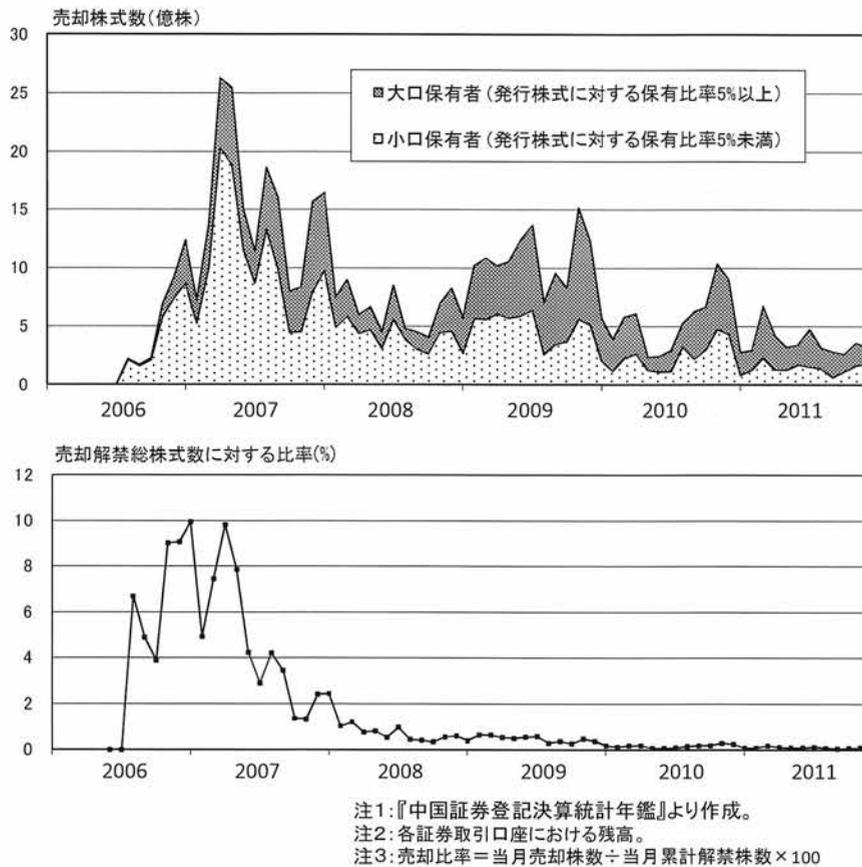


図3 売却制限解除株の売却株式数および比率 (2006年6月～2011年12月)。
Fig. 3 Release and reduction sales of restricted shares (Jun. 2006 - Dec. 2011).

に増加していることからすれば、実質的に売却は進んでいないといえる。

実際、売却制限の解禁に比して売却が進んでいないことから、改革以降の売却制限解除株の累積数に対する売却株数の比率は急速に低下している。前述のように、2007年には累積残高に対して売却される株が月で10%にも達していた(図3下)。しかし、2008年には2%を切ってしまい、それ以降は1%に満たない部分しか売却されていない。当然ながら、売却解禁された株の残高の増加によって月ごとの売却株の比率が低下するのであるが、月に1%にも満たないのでは、一方で解禁も進むことも考えればほとんど保有者に変化がみられないことになる。

2010年以降は、さらにこの傾向が強くなる。小口所有者部分の売却も少なくなり、大口保有者の売却も以前に比べれば減少する。それでも2010年の売却動向は、売却制限の解禁の増減とある程度一致している動きが多い。ところが、2011年になると、売却制限が解除された株式数が増加しても、実際の売却

はあまりそれを反映しなくなってくる。累積売却制限解除株式数に対する売却される部分の比率は低い状態のままである。

このような状況は、株式市場における傾向を反映したものである(図4)。制限が解除された旧非流通の売却、特に小口株の売却が進んだ時期は、前述のように株価が急激に上昇している時期であり、企業の所有・経営に関係しない小口保有者、特に個人所有者に関しては積極的に売却するのが当然の時期であった。逆に2008年以降は、株価が下落・低迷し、売却制限は大口の保有者の解除が増加してくるが、ほとんど売却は行われない。

売却の進展には、もちろん個々の企業の事情や、国有株の保有者(機関)に対する売却規制^(注9)、さらには公有制の維持など、様々な問題が存在する。しかし、前述のようにこの改革は本来社会保障費の確保を重要な目的のひとつとしており、ある程度の売却は前提とされているはずである。しかし、これまでみてきたようにほとんど売却は進んでいない。

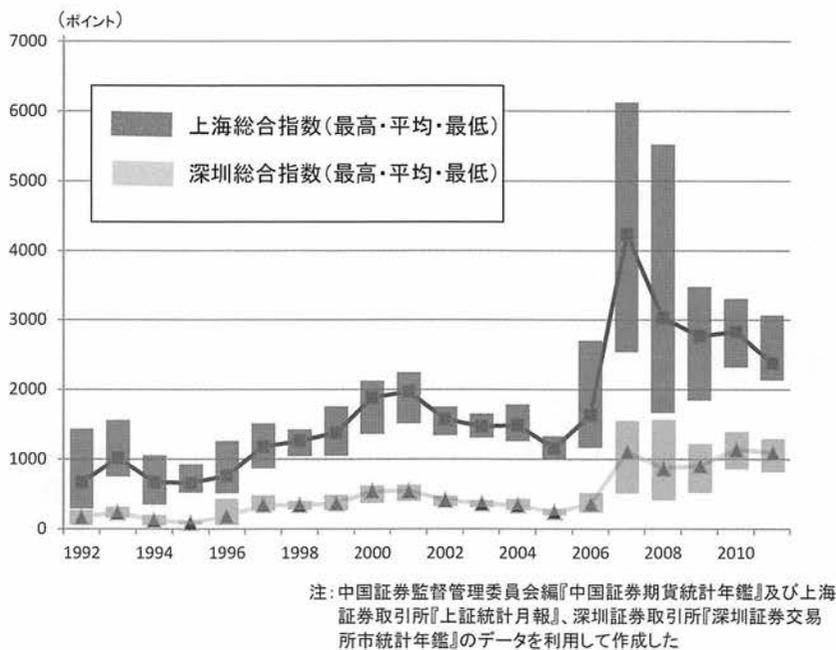


図4 上海総合指数・深圳総合指数の推移（1992年～2011年）.

Fig. 4 Shanghai Stock Exchange composite (SHCOMP) index and Shenzhen Stock Exchange composite (SZCOMP) index.

この株価の低迷期には、当局も制限解除株の積極的な売却を控えさせようとしている。そして、周知のように、リーマン・ショック以降の2008年後半より中国当局による積極的な財政政策で経済成長は回復し、株価も安定する。これが2009年の売却が、低いなりにある程度安定して推移した理由であろう。

非流通株改革の真の成否を握るだろう売却制限解除株の売却は、株価の推移によって左右される。では、株価が回復すれば改革は進展するのであろうか。この問題は、この非流通株改革全体に関わる問題である。当然ながら、株式市場システムの改革において、最も重要な要因の一つは株価の問題である。2001年の改革のように株価の下落を引き起こすことは改革全体を停滞させるものである。2005年からの股権分置改革はこの問題をクリアし、円滑に改革を進めていったように見える。この改革は、全体としてどのように評価すべきなのであろうか。次に、この改革の成果と問題点、今後の課題を明らかにしていく。

IV. 非流通株改革の評価と課題

4-1) 股権分置改革の成果と問題点

これまで検討してきたように、2005年からの非流

通株改革は、株価低迷の影響がありながらも、ここまでは円滑に進んできている。とはいえ、それによる市場の変化は限定されたものであった。そこで、この非流通株改革の成果、また改革自体の問題点及びそこから導かれる課題について論じていく。

股権分置改革の成果としてあげられるのは、第一に当然ながら流通株比率の上昇である。これまでみてきたように、市場の8割を市場で取引可能な株が占めるようになったことは、株価形成の適正化、また適切な株主のガバナンス機能の発揮には不可欠なものであり重要である。また第二に、直接的には改革によって2001年以來の株価低迷を脱したことも重要な成果と言えるかもしれない。そして第三に、改革を行った上場企業において、限定的ではあるもののコーポレート・ガバナンスの改善がみられたことであろう^(注10)。

こうして一見すれば、形式的にも内実も十分な成果をあげているように見える。しかし、それらは非流通株改革によるものなのであろうか。

まず、流通株比率の上昇であるが、最初に明らかにしたような非流通株減少の動きのみでは、流通株比率の急激な上昇全体を説明することはできない。このことを明らかにするには流通株となった売却制

限解除株と市場規模を比較しなければならない。2011年末で売却制限株は累計で4,200億株程度にまで達しているが、株式市場全体の発行済み株式数は約3兆6,000億株に達している^(注11)。流通株比率が急上昇した2009年に関してみると、年末で株式市場の発行済株式数は2兆6,163億ドル、それに対して非流通株から改革によって転換した売却制限株は累積で約3,260億株と、全体の約12.5%程度を占めるものの、実際にこの年に制限を解除されたのは約1,900億株であり、7%程度に過ぎない。この年の非流通株比率は24%程度低下しているから、これだけではすべてを説明できない。

ここで目を向けるべきは非流通株の減少の一方で流通株の増加、つまり新規の流通株の増加が生じていると考えるべきであろう。その点からして、上場企業数が急激に増加していることが重要であると考えられる。2008年から2009年にも1,625社から1,718社へと93社、前年度比で6%程度増加している。これが流通株の増加に重要な役割を果たしたと考えられる。

ただし、これ以降も上場企業数の増加は激しくなっていき、2010年2,063社へと345社、20%増加し、さらに2011年には2,342社と279社増加し、14%程度の増加である。その一方で流通株比率は大きく変化していない。これまでみてきたように、この時期には売却制限の解除が大きく低下しており、このことからすれば、上場企業の増加による流通株式比率の増加は、ある程度限定されたものとみるべきであろう。

また、2001年の非流通株改革を契機に低下していた株価が、上昇したことであるが、これは改革自体が成功したことによって生じたものではない。改革への期待が、低迷する株式市場のカンフル剤となったものであり、改革とは関係なく改革が最も進んだ時期に株価が低迷し、改革の進展の妨げとなったことはみてきた通りである。もちろん、改革の期待による株価の上昇自体も、広くとれば改革の意義ととらえられなくはないが、その影響がどの程度続くかを見極めなければならないと考えられる。

そして最後に、上場企業のガバナンスの改善や全体的に経営効率の向上であるが、これを本当の改革の成果とするには無理があると思われる。これを改革の成果と評価するのが難しい理由の第一は、市場

自体がこの改革による成果を示すには上述のごとくあまりにも公的所有を離れた部分が少なく、市場において取引対象として新たに売買された部分が小さすぎるためである^(注12)。ほとんど旧非流通株の売却が行われていないと言わざるを得ない現状では、売却が進んでいる個別企業において成果が表れたとしても、市場全体としては改善が大きく進展したとは考え難い。

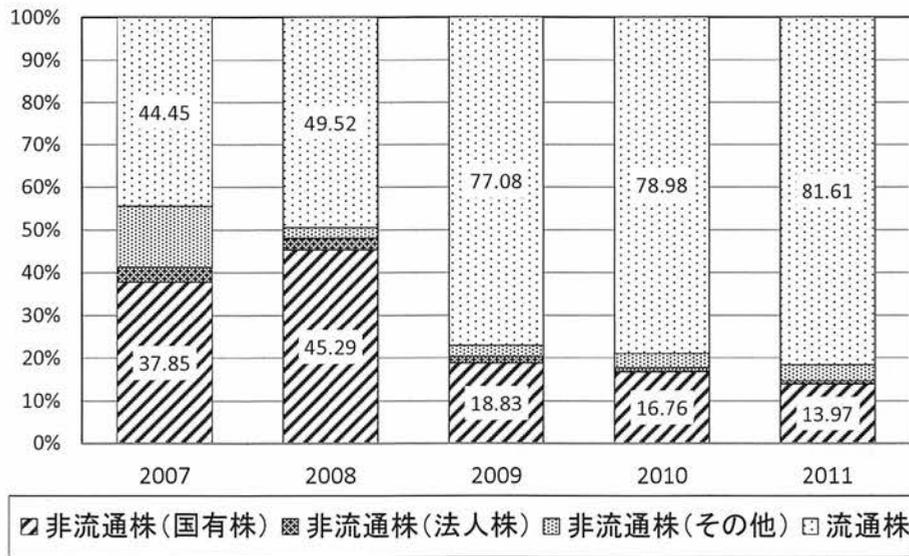
前述のようにこの改革は、流通株主と非流通株主の権利を平等なものとするのが目的である。これは非流通株主から流通株主が流通権を買い取るという形となる。そのために流通株主、また市場に対して適正な取引をアピールする必要がある。そのためには、以前と比べてその意向に沿った取り組みを行う必要がある。このことがガバナンスや経営効率へ影響を与えたのではないだろうか。とすれば、これらの成果は改革の成果というよりも改革を行うための基礎づくりによる副産物であると考えられる。

もちろん非流通株を市場で売却できるようになったことによって、キャピタルゲインに対するインセンティブが強化された影響もあると考えられる。国家・地方政府にとっても市場からの評価の重要性は高まったと思われる。しかしながら、その公的所有者による市場からの評価を高めようとするインセンティブは、結局それを売却して社会保障費などを捻出しようとするものであり、本来の投資家の行動とはかけ離れたものである。その面においては公的所有者の株主としてのガバナンス効果の発揮は重要ではあるが、必ずしも適切な効果を与えるとは限らないと考えられる。

結局のところ、改革の成果は全体的に改革に至る過程の副産物的なものであると考えられる。本当の改革の成果はまだ明確になっていないと言わざるを得ない。そして成果がこれから生じてくるのであるとすれば、その残された課題を認識することが重要である。

4-2) 残された課題

股権分置改革は、形式上はその目的をほぼ達成し、副産物的ではあるとはいえ成果がみられることをみてきた。では、残された課題は何であるのか。図5は上海株式市場の上場企業における株式構成である。これによると、ほとんどを国有株で占められている



注1: 上海証券取引所『上証統計月報』より作成。
注2: 各年末のデータ。

図5 上海株式市場の上場企業株式構成。

Fig. 5 Stock composition of listed company in Shanghai Stock Exchange.

非流通株が急激に流通株に置き換えられていっていることがわかる。しかしながら問題は、これまでに確認してきたように、それが売却制限を解除されて流通株となったとしても、まったく売却は進んでいないことである。つまり、非流通の国有株は売却可能な国有株として、存続されている。つまり、1999年と2001年の改革で直接的に行われた、本当の意味での非流通株改革、つまり本当に市場で活発な取引が行われ、株主が企業ガバナンスに貢献するような株式の増加はまだ進んでいない。それは旧非流通株の売却の進展によってはじめて可能となると考えられる。これこそが、非流通株改革の課題である。

非流通株改革を無駄にしないためには、旧非流通株が現在の株式市場の株価形成をある程度健全なものとするほどに、またガバナンス機能がその機能を十分に果たせる程度には、保有者のバランスが改善されることが必要であろう。それはどうすれば達成されるであろうか。

これには、前述のように公有制の問題も重要であるが、それを阻害しない範囲であっても問題は残る。2011年度の中央政府の国有資本による収入は765億100万元であり、これは当初予定の90.6%にあたるものであったが、その差は国有株の売却数が予定を下回ったことによるものであったとされる^(注13)。実際

のところ、中国の年金は十数兆元の原資不足となるといわれる。これを解消するための主要な手段は、売却制限を解除された国有株の売却であり、この非流通株改革のもっとも重要な目的の一つなのであるが、株価低迷のなかでそれを行うのが困難なことは明らかである。また、実際それを強行すれば、かつて非流通株改革の強行によって長期の株価低迷を招いたことの二の舞になる恐れもある。

現在、ある意味で踊り場にある中国の経済成長が、そこを脱する一つの方策として、主要産業における国有化の強化を進めている。いわゆる「国進民退」の状況であるが、このような動きの中で、どのように非流通株改革を位置付けていくかによって、今後の中国における資本主義の方向性も定まっていくと考えられる。

V. おわりに

中国の非流通株改革は、2005年の改革の表面的な目標の達成という点では十分な成果をあげた。しかしながら、先送りにした国有株の問題は、日本における株の持ち合いのように市場の底に沈殿し、市場の正常な発展の桎梏となっていくと考えられる。前稿においてもこの点を指摘したが、改革が非流通株

比率の急低下という一応の成果が表れたことで、そのことがいよいよ明確になってきたと考えられる。

股権分置改革の進展によって、2001年のように国家による大規模な株式売却の集中から株価大暴落へ向かう不安が市場に下方向の圧力を生じさせた事態だけは、少なくとも解消されると考えられた。しかしながら、中国中央政府、地方政府の財政難が悪化すれば、国有株は一時に積極的に売却されていく可能性も否定できない。そうなれば、株価下落への不安の解消効果すら打ち消してしまう可能性もある。個人投資家による投機的な動きに左右される側面は依然として強いものの、機関投資家の増加やQFIIの認可条件の緩和などによって中国株式市場は流通株の増加に対応するような市場の変化も進んでいる^(注14)。とすれば、股権分置改革の成果とは何だったのであろうか。

結局、資本市場改革全体としてみれば、非流通株改革は更なる経済発展のための国際的な資本集中の促進、そしてそれを支えるための人民元の国際化のための手っ取り早い成果の提示であったようにもみえる。現在、アフリカやアジアの国家の中には、人民元を準備通貨に組み入れようとする動きもみられる。また、周小川人民銀行総裁が、ドルに代わる国際通貨としてSDR等の利用拡大について述べたこともまだ記憶に新しい。人民元取引市場の拡大、更には海外企業向けの株式市場である国際板の創設を含む上海の金融センター化など中国の人民元国際化の取り組みは急速に進展している。

中国資本市場の展開は、単純な後発国的な市場形成としてのみではとらえきれない部分がある。非流通株改革も、国有株を保有し管理する中央政府と自らも積極的に企業経営に関係する地方政府、投機的利益を得ようとする個人投資家と積極的に経済活動を拡大させる民営企業、さらに海外資本などの影響の下において進められているのである。中国資本市場の発展は、国家資本主義としての強い要素を持ちながら、共産国家成立以前の資本主義的要素や地方における独自要素、さらにはグローバル経済への順応という様々な特徴を重層的にはらんでいる。中国株式市場におけるこのような要因は、経済全体においてもある程度共通するものとして様々な指摘される^(注15)。このような視角からの分析もあってはじめて中国資本市場の本質を明らかにでき、その改革の

現在の状況、今後の方向性も十分に検討できるのではないかと考えられる。

非流通株改革の成果は、市場や株主による評価が反映されることが可能となる程度に旧非流通株が売却されることによって、はじめて実質的な意義をもつようになると考えられる。そして、他の株式市場改革、さらには資本市場全体の改革の進展によって、本当の意味での評価が下せるであろう。本稿では、中国資本市場改革の進展に関して、その一部しか取り上げることができなかった。非流通株改革を基礎とした中国資本市場改革の全体の分析は今後の課題としたい。

注

- (1) 本研究は科研費(20402024)「国家社会主義からの離脱・進化の多様性：市場経済化の国家戦略・制御能力の比較研究」(代表者：堀林巧(金沢大学)、分担テーマ「中国証券市場における国家制御能力」)の助成を受けた。
- (2) 2012年にも人民元と日本円の直接取引の開始や人民元建て国債の海外中央銀行への販売など、積極的な人民元国際化政策が進められている。
- (3) 金岡(2011)。
- (4) 詳細に関しては中屋(2001)等を参照
- (5) 第一次の非流通株改革に関する詳細な検討は金岡(2011)107~108ページを参照。
- (6) これに加えて、事前に改革について市場のコンセンサスを得ていったことも重要である(金岡(2011)109~110ページ参照)。
- (7) 金岡(2011)104~106ページ参照。
- (8) 翌2010年同期には増加がみられるものの、2011年同期にはほとんど増加がみられないことから、2009年急増に3年目の制限解除株の次に貢献したのは制限解除2年目の株式であったと考えられる。
- (9) 国有株の保有者(機関)が、売却制限付株を3年間で売却できる株数は、当該企業の発行済株式数が10億株以下の場合には発行済株式の5%未満、10億株超の場合には5,000万株未満か発行済株式の3%未満とさらに厳しい制限がある。
- (10) 非流通株改革と企業ガバナンス等との関係に関しては、Pu and Xin(2007)、Yeh *et al.*(2009)、劉(2012)等を参照。
- (11) 非流通株改革を行ったかつての国有企業は中国の産

業・経済において重要な位置を占める大企業が多く、改革を行ったことによる株式市場全体に対する影響力が大きいものであったことは考慮すべきである。

- (12) 市場を通じての取引であれば公的機関であっても、取引が市場における価格動向に反映されることになるため、株価形成は以前より向上したとみることができる。それゆえ、公的所有の割合自体が直接問題にはならない側面もあると考えられる。
- (13) 人民網(<http://j.people.com.cn/94476/7859233.html> (2012.06.28))。
- (14) ただし、これらの政策は直接的には株価の維持のための政策である。
- (15) 加藤・久保 (2009), 梶谷 (2011), また実際上の考察として呉 (2008), Bremmer (2010), Halper (2010)等を参照。

文 献

- Beltratti, A. and Bortolotti, B., 2006: *The Non-tradable Share Reform in the Chinese Stock Market*. The European Financial Management Association, FEEM Working Paper, 131, 24p.
- Bremmer, I., 2010: *The End of the Free Market: Who Wins the War between States and Corporations?* Penguin Books, London, 230p. (有賀裕子訳, 2011: 自由市場の終焉—国家資本主義とどう闘うか. 日本経済新聞社, 東京, 266p).
- Cheng, L. T. W., Fung, H.-G. and Leung, T. Y., 2009: Dividend preference of tradable-share and non-tradable-share holders in Mainland China. *Accounting and Finance*, **49**, 291-316.
- 中国证券监督管理委员会編, 2008: 中国資本市場発展報告. 中国金融出版社, 北京, 146p. (大和総研/大和総研(上海) 諮詢有限公司訳, 2009: 中国資本市場の発展—2020年への挑戦—. 中央経済社, 東京, 178p).
- 呉 軍華, 2008: 中国 静かなる革命—官製資本主義の終焉と民主化へのグランドビジョン—. 日本経済新聞社, 東京, 256p.
- Halper, S., 2010: *The Beijing Consensus: How China's Authoritarian Model will Dominate the Twenty-First Century*. Basic Books, New York, 296p. (園田茂人・加茂具樹訳, 2011: 北京コンセンサス—中国流が世界を動かす?. 岩波書店, 東京, 260p).
- 神宮 健・李 粹蓉, 2007: 終盤に入った中国非流通株改革. 季刊中国資本市場研究, **1** (1), 27-42.
- 徐 涛, 2007: 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～. 北海学園大学経済論集, **55**, 29-57.
- 徐 涛, 2010: 「非流通株解消」とコーポレート・ガバナンスの変化. 北海学園大学経済論集, **57**, 77-95.
- 梶谷 懐, 2011: 現代中国の財政金融システム—グローバル化と中央—地方関係の経済学—. 名古屋大学出版会, 名古屋, 258p.
- 金岡克文, 2011: 中国における非流通株改革に関する一考察—中国株式市場の分断と統合—. 人間社会環境研究, **21**, 101-118.
- 加藤弘之・久保 亨, 2009: 進化する中国の資本主義. 岩波書店, 東京, 200p.
- 黄 孝春, 2006: 中国の株式市場における「非流通株」問題の形成. アジア経済, **47**, 35-61.
- 李 飛, 2006: 中国の金融制度改革の歩み—地方分権型から中央集権型へ—. 社会環境研究, **11**, 299-308.
- 馬 庆泉編, 2003: 中国証券史1978-1998. 中信出版社, 北京, 570p.
- 中尾茂夫・大平浩二・宋 立水, 2007: 中国金融システムの不良債権分析—国際金融市場におけるチャイナマネーの影響力—. 中央経済社, 東京, 224p.
- 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, **55**, 1-20.
- 中屋信彦, 2002a: 中国における国有企業の株式会社化と資本結合: 資金調達と国有資本支配の構造. 現代中国, **76**, 126-141.
- 中屋信彦, 2002b: 中国における国有企業の株式会社化と国有資本支配: 王京浜氏の批判に答える (小特集 株式会社制度の現段階). 中国研究月報, **56**, 13-22.
- 王 東明, 2002: 中国株式市場の機能について. 証券レポート, 日本証券経済研究所, **1612**, 1-10.
- 王 東明, 2003: 中国株式市場の問題点について. 証券レポート, 日本証券経済研究所, **1616**, 1-13.
- Pu, Li and Xin, Zhang, 2007: Has China's the non-tradable shares improved listed companies' performance? A DEA evaluation of China's listed companies. *European Financial Management Symposium 2007*, Bocconi University, Italy, 44p.
- 耿 志民, 2007: 中国証券市場制度研究. 中国金融出版社, 北京, 264p.
- 劉 永鶴, 2012: 「股権分置」改革と中国のコーポレート・ガバナンス. 比較経営研究, **36**, 49-63.

- 田中信行, 2009 : 中国株の急落と株式会社の改革. 中国研究月報, **63**, 1-16.
- The World Bank and Development Research Center of the State Council, the People's Republic of China, 2012: *China 2030 –Building a Modern, Harmonious, and Creative High-Income Society-*, The World Bank, Washington DC, 448p.
- Yeh, Y. -H., Shu, P. -G, Lee, T. -S. and Su, Y. -H., 2009: Non-tradable share reform and corporate governance in the Chinese stock market. *Corporate Governance: An International Review*, **17**, 457-475.
- 中華人民共和国国家統計局編, 中国統計年鑑. 1995～2010.
中華人民共和国国家統計局, 中国統計摘要. 2000～2011.
- 中国証券登記決算公司, 中国証券登記決算統計年鑑. 2004～2011.
- 中国証券監督管理委員会編, 中国証券期貨統計年鑑. 2008～2010.
- 上海証券取引所, 上証統計月報. 2007～2012.
- 深圳証券取引所, 深圳証券交易所市統計年鑑. 1998～2011.
- 中国証券監督管理委員会
<http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/>
- 中国人民銀行 <http://www.pbc.gov.cn/>
- 上海証券取引所
<http://www.sse.com.cn/sseportal/ps/zhs/home.html>
- 深圳証券取引所 <http://www.szse.cn/>
- 中国証券登記決算有限責任公司 <http://www.chinaclear.cn/>