

「中国の非流通株改革が国有企業統治に与える影響」

Share Structure Reform and its impact of SOE's corporate governance in China

経済学研究科経済学専攻博士後期課程在学

西 村 晋

Susumu Nishimura

はじめに

中国の国有企業改革の中でもっとも慎重に行われた、ないし結論が遅れた分野は、企業の所有権をどの程度株式市場に委ねてよいかということである。何度か非流通株を売却可能にする非流通株改革¹が検討されてきたが、2005年からようやく、有力国有企業の非流通株改革が実施された。非流通株改革は国有企業においても、実質的に私有となった企業においても行われたが、本稿では国有企業のケースを中心に検討する。

流通株の改革は中国の証券市場改革の一環としても捉えられる問題である。しかし、本稿では、非流通株改革の問題を企業統治の視点から、中国企業の株主間の力関係を変化させる問題として理解する。また、国有企業にとって株主間の力関係の変化は、社会主義的所有の強弱を決める要因ともなる。

まず、I章とII章において中国上場企業の所有構造、特に、社会主義的所有制度である公有制を実現させる国有資産管理体制、および、国家の代理人として存在する国有持株会社について述べる。国有持株会社が中国企業の公有制を具体化させる存在であり、非流通株の主要な所有主体だからである。

そして、III章において、非流通株の制度の意義と弊害について述べ、IV章において2005年以降に実施された非流通株改革について述べる。今回の非流通株改革は、一般株主によって最終的に承認される性質のものであり、また、一般株主の利害を強く意識したものとなっている。一般株主の利害が軽視されてきた中国の企業統治の歴史の中で、これは大きな変化である。また、一般株主の重視は支配株主である持株会社の影響力を弱める事と表裏一体の問題となる。

さらに、V章においては、試験改革第1弾対象企業の金牛能源の事例と、全面改革第1弾対象企業の上海汽車の事例について述べる。両社とも国有企業であり、持株会社を通じた迂回所有、ならびに支配株主から一般株主に支払われた対価について述べる。さらに、両社とも不十分ながら支配株主の持株比率を一定以上にする枠組みが存在していた。非流通株の制度は国家の代理人に上場企業を所有させるための重要な枠組みであって、今回の改革はその枠組みが消失するということになる。しかし、個別的に持株会社の持株比率を維持する対策を立てており、今回の非流通株改革が直ちに持株会社の

支配力の喪失に繋がるわけではない。

最後に、今回の改革の特徴と問題点、および、今後の懸念、特に公有制との矛盾について論じる。

I. 国有資産管理体制と所有構造

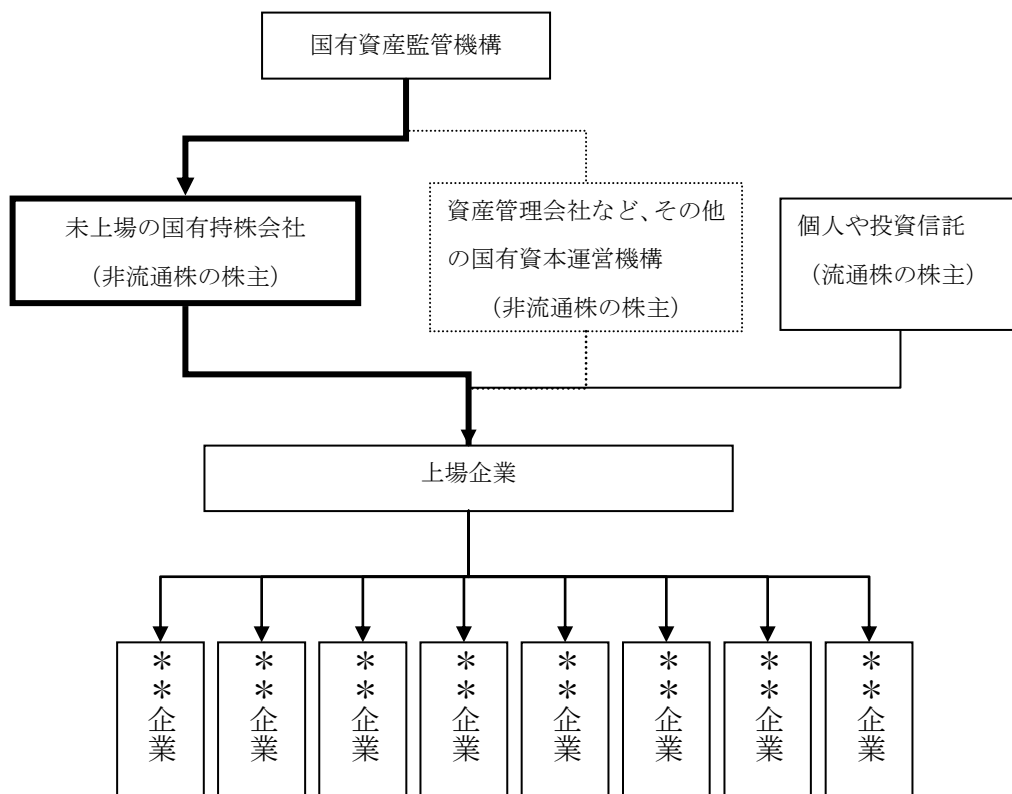
非流通株改革は単に証券市場の改革となるだけではなく、企業統治構造の基盤となる所有構造に影響を与え得る改革である。非流通株の主要な所有主体は政府の代理人たる国有持株会社である。ここでは、上場している国有企業の所有構造で特に重要な、国家による迂回所有を実現する制度である国有資産管理体制について述べ、次章で支配株主である持株会社について論じる。

国有企業の所有構造に決定的な影響を及ぼす制度は、国有企業への自主権拡大とほぼ平行して整備された国有資産管理体制である。国有企業の所有者は全国の人民である。ただし、国有企業の資産や組織をバラバラにして国民に所有させ、その上で生産活動を継続させることは不可能である。そのため、具体的には、人民を代表する国家→政府機関である国有資産監管機構→国有持株会社などの国有資産運営機構→個々の企業といったように、複数の委託代理関係を経て所有される²。資本主義国の株式会社と比べ、より長いプロセスを経て個々の企業が所有される点に特質がある。国有資産管理体制を通じて、上場企業であっても、国家の代理機関・法人によって保有される。

国有資産監管機構には中央レベルの国有資産監督管理委員会（略称は国資委）と地方レベルの国有資産監督管理委員会が含まれる。これらの政府機関は出資者としての立場から傘下企業をコントロールする。国有資産監管機構は証監会などのその他の行政機関や監督官庁とは全く異なった役割を持ち、個々の国有企業の所有者として機能し、傘下企業の価値の維持・増大に責任を持つ。中央レベルの国有資産監督管理委員会は國務院直属の委員会であり、中央レベルの国有企業の監督を担当するとともに、地方政府レベルの国有資産監督管理委員会の指導や監督を行う³。中央および地方政府レベルの国有資産監管機構の下に国有資産運営機構、即ち、国有持株会社や国有の資産管理会社が設置される。これらの政府から個々の国有企業の所有権を授けられた法人・機関は政府の代理人として個々の企業の持分・株式を保有する。これらの株式が国有法人株であり、後述する非流通株の大部分を占める。

このような複雑な所有方式は、国有企業改革における重要な方針である行政と企業の分離（政企分開）の目的から生まれたものだ。行政機関と別個の中間層を配置することで事業会社に対する所有者の軽率な決定や過剰な政府干渉を排することができると考えられた⁴。計画経済体制のもとでの伝統的国営企業においては行政機関と企業は不分離の関係にあり、より単純な構造をとっていた。あえて屋上屋を重ねるような迂回所有は、斬新的な国有企業改革の所産であり、出資者としての役割が純粋かつ明確である主体に事業会社を所有させるという目的が背景にある。

図表 1：上場している国有企業の所有主体の位置づけ（線は所有関係）



（出所）筆者作成

*持株会社は2～3の層を経る場合がある。また、資産管理会社等の持株会社以外の非流通株の株主にまったく保有されていないケースも多々見られる。

投資信託や金融機関などの一般の機関投資家は通常、僅かな所有比率しか持たず、先進資本主義国にみられる機関化現象は中国においては見られない。言い換えれば、一般の機関投資家は企業の支配権を脅かす、あるいは、上場企業のトップ人事や経営に影響を及ぼすような存在には今のところ成り得ない。個人株主の持株は高度に分散しているだけでなく、彼らの持株を合計しても政府の代理人である大株主の持株には及ばない。さらに、一般の個人株主の株式所有の動機の多くは投機目的であり、彼らは短期的な利得を得ることを第一の目的としており、中長期にわたって企業を監視する誘因は薄いと見られる⁵。

II. 上場企業の「筆頭株主」としての持株会社

国有資本運営機構のうち、個々の上場している国有企業の公有制を維持する上で、最も重要な役割

をもつものは国有持株会社であろう。概ね、持株会社は上場企業の株式の4割強～8割程度を保有する。国有の資産管理会社なども国家の代理人としての位置づけを持つ所有主体であるが、個別の国有企業に対して最も大きな株式所有比率と影響力を直接持つのは国有持株会社である。また、殆どのケースにおいて第二位以下の株主の持株比率は数%にも満たない僅かなものであり、筆頭株主の支配力を脅かすものとはならない。

国有であるか、それ以外の所有形態であるかを問わず中国の上場企業において、筆頭株主に過半数の株式を保有されているか、筆頭株主と二位の株主に20%以上の持株比率の差がある「筆頭株主突出（一股独大）」現象⁶が広く見られる。これは、中国企業の統治構造に特徴的な現象として認識され、また、しばしば先進資本主義国の企業統治を中国企業に適用しようとする研究において問題視されることもある。この筆頭株主は殆ど全てのケースにおいて持株会社である。中国において、筆頭株主の上場企業に対する過度の影響力が問題とされる場合、ほぼ持株会社と傘下の上場企業との関係の問題と捉えて間違いない。

徐涛（2005）による1998年から2002年の上場企業151社を対象とした調査では、筆頭株主は平均で発行済み株式の45%を所有していた⁷。ちなみに、徐の研究においても上場企業の筆頭株主を、上場企業の親会社と同様のものとして扱っている。

また、表1は『中国製造業発展研究報告2004』に掲載された利潤上位50社⁸のうち、上海証券取引所に上場している企業を選び、その筆頭株主とその持株比率、さらに第二位以下の株主の特質を調査したものである。若干の例外はあるものの、ほぼ全ての企業において筆頭株主はグループ中枢、あるいはグループ内のより上位に位置する持株会社である。さらに、殆どのケースで、筆頭株主たる持株会社は第二位以下の株主の持株比率を大きく引き離している。筆頭株主突出現象は、改革の遅れた企業や、あまり先進的でない企業、あるいは問題を抱える企業にのみ見られる特異的な現象では決して無い。成長する中国経済を支える存在であるとともに、世界中から注目を集めつつある超優良企業でも持っている、中国企業の一般的特質なのである。

国有持株会社は次の国有資産管理上の特殊かつ重要な役割を担う⁹。①国有資産の授権経営を行う、②国有資産の価値増大の責任を負う、③上意下達の役割を担う（上級管理主体と個々の企業とのキーとして作用する）。

中国において、国有持株会社は、次のようなプロセスを経て開設された¹⁰。①政府行政主管部門を国有持株会社に改組する、②産業別総公司を国有持株会社に改組する、③企業集団内の「核心企業」に国有資産の授権経営を行わせる（国有資産管理の権限責任を集団内の中核的な規模・役割をもつ企業に授ける）。国有持株会社は100%の株式をさらに上位の国有持株会社か、各レベルの国資委即ち国有資産監管機構に所有されている¹¹。また、国有持株会社には事業兼営型持株会社のもので純粋持株会社とが並存している¹²。

国有持株会社と上場国有企業の結合は、前述の株式所有に基づくものだけではない。資本主義国の

親会社と子会社の関係と一見共通する取引関係や人的結合が存在する。中国におけるグループ内企業同士の融資や取引は特に「関連取引（関聯交易）」と呼ばれており、しばしばグループ内企業の不透明・不公正な取引の温床になるとみなされ、問題視される場合が多い¹³。しかし、ここでは、上場企業の支配により大きな影響を与える人的結合、トップ・マネジメント¹⁴の派遣についてみてみることにしよう。

徐（2005）は、前述の151社の上場企業の調査におけるトップ・マネジメントの出自についても調査しており、親会社のトップが上場企業のトップとなるケースが非常に多いことを明らかにしている¹⁵。執行担当者のトップである総経理において、上場国有企業の場合は46.7%（民間上場企業においては51.6%）が親会社の取締役会会長出身者であり、6.7%（民間上場企業においては19.4%）が親会社の総経理を出身とし、1.7%（民間上場企業においては13.3%）が親会社の監査役会会長を出身とし、約6割の総経理が親会社のトップを経験していた。さらに、上場している国有企業の監査役会会長の7割強（民間上場企業においては6割）が親会社のトップ出身者であった。そして、取締役会会長においては、親会社のトップ出身者の割合は8割にも上っている。ただし、1999年5月6日に証監会が「上場企業の総経理及び上級管理者が支配的株主の会社で兼職する事を禁止する事に関する通知」を発布し、親会社の総経理の出身者が上場企業の総経理を兼任する事ができなくなったため、調査対象企業の総経理に親会社の総経理の出身者が占める比率は減少している。

図表 2 : 主要上場企業の筆頭株主とその比率・特徴

名称	筆頭株主	筆頭株主 持株比率	筆頭株主の性質	備考 流通株の株主の特徴など
宝山鋼鉄株式会社	上海宝钢集团	85.00%	国有法人 中央	流通株は内外の金融機関などに所有され高度に分散
馬鞍山鋼鉄株式会社	馬鋼鉄集团有限責任会社	62.50%	国有法人	香港H株の代理人 (25.3%)。以外の流通株は高度に分散
安阳鋼鉄株式会社	安阳鋼鉄集团有限責任会社	64.70%	国有法人 河南省	流通株は内外の金融機関などに所有され高度に分散
邯鄲鋼鉄株式会社	邯鄲鋼鉄集团有限責任会社	65.25%	国有法人 河北省	国有企業の河北省情報産業投資有限責任会社が1.65%保有。残りは流通株で分散。
莱芜鋼鉄株式会社	莱芜鋼鉄集团有限責任会社	76.82%	国有法人 山東省	国有の山東省経済開発投資会社が1.19%。残りは流通株。
武漢鋼鉄株式会社	武漢鋼鉄集团会社	75.81%	国有法人 中央	残りは流通株で投信など。
内蒙古包鋼鋼鉄聯合株式会社	包頭鋼鉄集团有限責任会社	71.02%	国有法人 内蒙古自治区	2～4位の株主は非流通株の法人株主。
杭州鋼鉄株式会社	杭州鋼鉄集团有限責任会社	74.32%	国有法人 浙江省	残りは流通株で投信など。
山東鋁業株式会社	中国鋁業株式会社	71.43%	国有法人の中国鋁業会社の子会社	残りは流通株で投信など。
江西銅業株式会社	江西銅業集团有限責任会社	47.88%	国有法人 江西省	外資のHKSCC NOMINEESが43%を保有。
南京鋼鉄株式会社	南京鋼鉄連合有限責任会社	70.95%	持株会社は半官半民の出資。国有法人の南京鋼鉄集团40%と郭広昌氏が所有する複数の企業が計60%を保有。	
凌源鋼鉄株式会社	凌源鋼鉄集团有限責任会社	57.58%	国有法人 朝阳市	凌源鋼鉄のグループ企業が上位に連なる。
新疆八一鋼鉄株式会社	新疆八一鋼鉄集团有限責任会社	62.69%	国有法人 新疆自治区	邯鄲鋼鉄集团有限責任会社が1.59%保有。
広州鋼鉄株式会社	広州鋼鉄企業集团有限責任会社	51.44%	国有法人 広州市	外資の金鈞有限会社が14.5%、粵海有限会社が10.47%保有。
中国石化工株式会社 (傘下の上海石化と斎魯石化)	中国石化集团	67.92%	国有法人 中央	国家株の代表権主体が3社、香港H株の代理人が19%保有。残りは流通株で分散。
哈藥集团株式会社	南方証券有限責任会社	58.38%	流通株	国有法人の哈藥集团有限会社は34.76%を保有。
安徽海螺水泥株式会社	安徽海螺集团有限責任会社	49.57%	国有法人 安徽省	香港H株の代理人が34.31%保有。残りは分散。
福耀玻璃工業集团株式会社	香港三益發展有限公司	22.49%	外資	国内の法人株主が2位に存在。
貴州茅台酒株式会社	中国貴州茅台酒厂有限責任会社	64.68%	国有法人 贵州省	貴州茅台酒厂技術開発会社が4%保有、残りは分散。
雅龍尔集团株式会社	宇波盛進發展会社	26.59%	李如成氏が23%保有する私有企業	集体企業の宇波青春服装工場が14.43%、私有企業の宇波青春投資持株会社が13.9%保有。

夏新電子株式会社	夏新電子有限公司	56.38%	国有法人の中国電子産業工程会社の子会社	内外の法人株主多数。
上海機電株式会社	上海電気集団株式会社	47.28%	国有法人の上海電気集団総公司の子会社	残りは分散。
青島海尔株式会社	海尔電器国際株式会社	29.95%	根源的な所有者は不明	海尔集団会社が12%保有。
三一重工株式会社	三一集団有限公司	72.42%	私有企業	国有企業の所有権を場外取引によって私有企業に移転したケース。
上海振華港口機械集団株式会社	中国港湾建設総公司	31.26%	国有法人中央	中外合資の香港振華工程有限公司が18.7%保有。
上海汽車株式会社	上海汽車集団株式会社	70.00%	国有法人の上海汽車工業(集団)総公司の子会社	その他の株主は分散。

(出所) 李廉水・杜占元 主編 (2004) 『中国製造業発展研究報告2004』 科学出版社pp. 344～345の利潤ランキングを利用し、そのうち上海証券取引所に上場しているものを選び筆者が作成。各社の主要株主やその持株比率等については2004年度の各社の年次報告書を参照した。

Ⅲ. 非流通株の制度

シンセン・上海両証券取引所に上場している企業の株式の3分の2が非流通株である。非流通株は市場での売却が許されない(正確には「しばらく停止」されてきた)。

非流通株と流通株の間には、議決権や配当を受ける権利についての差は全く無い。流通株の大部分は上場時に新たに発行された株式や、上場後に増資された株式である。流通株は投資信託などの機関投資家や個人投資家が所有しており、こちらは自由に売買ができる。

非流通株は国家やその代理人である国有法人、それ以外の国内法人が所有する発起人株と、募集法人株、従業員持株などである¹⁶。非流通株のうち、従業員持株や募集法人株の占める割合は僅かであり、そのほとんど(9割近く)が発起人株である¹⁷。ゆえに、非流通株の大部分を持株会社が保有しているものとみて間違いない。ちなみに、場外取引で私有企業等に発起人である国有法人の所有する株が譲渡された場合も、非流通株のまま存続された¹⁸。

非流通株と流通株を分離させる制度は、政府の支配の維持と新規上場による資金調達を両立させるものであり、非流通株は政府の代理人である前述の法人・機関、特に国有持株会社の上場企業に対する持株比率を一定以上に維持する役割を担ってきた。公的な所有主体の支配的地位を維持することと、国有企業が私有経済に侵食されることを防ぐために非流通株と流通株の分離が維持されてきた¹⁹。

しかし、非流通株の存在は企業に対して資本市場の規律を働きにくくさせ、また、中国の証券市場の健全な発展を阻害する要因となってしまった。

非流通株の問題について、黄（2006）は、株式市場の公正な価格形成、経営資源を各企業に有効に分配させる株式市場の経済機能を活用する事、株式市場によって国有企業の経営者への規律付けを行う事等が後回しにされたことを指摘している²⁰。

また、陽と李（2005）は、株価がファンダメンタルを反映しない事、非流通株の株主が株価に関心を抱かないため非流通株の株主と流通株の株主の利害が一致しない事、国有株の価値が市場の株価を反映しないために場外取引で会社の所有権を譲渡する場合に不透明な取引や腐敗の原因となった事、等を非流通株の問題として挙げている²¹。

さらに、非流通株の制度は、発起人に株式を換金する機会を与えないことになる。つまり、上場による創業者利得が得られないということである。これは、支配株主が株価に関心を抱かない大きな原因となる。発起人は別の方法で上場企業からの利得を得ようとするため、支配株主による権利の乱用を行い、上場企業に関連企業との不公正・不透明な取引を行わせるといったケースがしばしば生じた。上場企業が増資によって得た資金を持株会社やグループ内企業に融資するなど、上場企業に不利な関連取引を行わせるのである²²。

非流通株の制度は、国有持株会社の支配権の維持という点では有効な方法であったが、上場企業の企業価値の向上や一般株主の利害が阻害される背景をつくり出して来たことになる。また、政府の支配の維持のためにつくられていた非流通株の制度は、皮肉な事に国有資産流出の温床ともなってしまうていた。非流通株はこのような数多くの問題の原因となったため、非流通株の制度を廃する非流通改革が試みられる事となった。

非流通株改革は、上場している国有企業の私有化を許す事を目的として行われたものでは決してない。今回の改革は上場企業の所有構造に影響をもたらす改革であるが、あくまで非流通株の制度が生んだ弊害を解決したいという企業改革の手段として行われているという事に注意しなければならない。この点では、先進資本主義国と共通する制度を移入して漸進的な改革を行うというこれまでの国有企業改革と同様の特徴を持つ。

これまで、非流通株改革のアナウンスは株式市場の活況期に行われた。共産党が国有株の放出を正式に認めたのが1999年9月であり、1999年10月にはそれを受けて証監会による国有株放出の規定案発表がなされた。また、2001年6月には国資委が国有株売却によって、社会保障資金（国有企業のリストラなどで生まれた失業者に対する手当等）を調達する計画を発表した²³。

しかし、いずれも市場の反発を受け、アナウンス直後から株価は急落した。非流通株が市場に流れる可能性は大きな売り圧力となる。株価の急落を受けて、2001年10月に国資委は6月に決定した国有株売却の計画を取り消し、国有株放出の凍結を発表する。大量の国有株が市場に放出される懸念が広がれば、一般投資家は不安になり、株式市場全体が弱気になってしまうのも無理は無い。00年代前半は、中国企業の利益や成長率が低迷しているわけでもなく、むしろ中国の実体経済は活況を呈していた。にもかかわらず、上海A指数は売却案発表直前の2001年夏がピークで、売却案発表を契機に急落

し、売却案凍結後も伸び悩んできた。

この非流通株改革の取り消しは、一般投資家の反対が激しく、かつ、彼らの懸念が株式市場の低迷となって現れた事が主な背景であると見て良い。後述するように、2005年以降の非流通株改革案は、個人投資家などの流通株の株主の利害や意思に大きく配慮したものとなっているが、これは当時の失敗を受けた方向変化である。

IV. 2005年以降の流通株改革

2005年4月29日に証監会が非流通株の試験改革（「股権分置改革试点工作」）を布告し、5月9日に第一弾の対象企業の4社を発表した²⁴。今回の試験放出の特徴は、株式市場の低迷期に非流通株の改革を決定・発表したことである。

また、今回の試験改革の発表は、社会保障資金の調達など財政的な要因ではなく、資本市場の基礎的・重大な弊害を取り除くためという目的であり、証監会主導で行われた。2005年5月に第1弾の4社、6月に第2弾の42社、合計46社の試験企業が発表された。これまでの放出案と異なり、国务院や党の命令によって国有株が放出されるのではなく、対象企業での臨時株主総会での議決が必要となった。

臨時株主総会における放出案の可決には、総会に参加した株主だけではなく、流通株主の3分の2の賛成を必要とした²⁵。つまり、非流通株の改革に関しては一般の案件と異なり、支配株主による賛成だけでは議案を通すことができないのである。企業の所有権に関わる重要な問題の最終的な決定権を、国資委等の政府機関やその代理人ではなく、個別企業の株主総会、それも一般株主に決定を委ねた事はこれまでの中国の国有企業改革の流れの中では異例である。事実上、これまでの中国国有企業の株主総会は、筆頭株主即ち国有持株会社が、その圧倒的な持株比率を背景にして議案の追認や役員を選任を行う機関であるとみなすことができたが、今回は個人株主などの流通株の株主の賛否を問う場となったのである。

（1）第1弾試験放出対象企業の特徴

第1弾の試験対象企業4社のうち2社は既に私有企業となっている企業であり、典型的な企業が対象になったわけではない²⁶。金牛能源は河北省の国有独資企業が筆頭株主の国有企業である。清華同方は国有独資企業である清華控股有限公司（かつての北京清華大学企業グループである）が50.4%を所有している国有企業である。三一重工の非流通株は国有法人2社と域内私有法人3社が保有し全株式の75%を占めている。三一重工はもともと公有制企業であったが、場外取引によって私有企業に支配権が移転している²⁷。筆頭株主は多角化企業体である三一集団で72.42%を所有している。紫江企業の筆頭株主は私有企業の上海紫江（集団）有限公司であり、持株会社は全株式のおよそ3割を保有し

ている。紫江企業の国有法人株と従業員持株は0%であり、完全な私有企業である。

第1弾の放出対象企業であったパソコンメーカーの清華同方では、株主全体の賛成が91.29%であったが、流通株主の賛成が61.91%しかなかったため放出案は否決された²⁸。これを受けて、他の放出対象企業では、流通株主との交流の機会を増やして理解を促し、議案の修正にも応じるなどの対策を行った。放出に関わる議案の追加条項には、株式売却の凍結期間を延長する、業績連動で株式を譲渡するなどの項目が加えられた。また、非流通株の株主が流通株の株主に一定比率の株式などを譲渡することで了承を得た。

試験改革の後、ほとんど間を置かず全面非流通株改革（全面股改）対象企業が公表された。試験改革と同様に、株主総会において流通株の株主の3分の2の賛同が必要になる。説明会などを開いて株主と会社側の交流の機会を設けたり、メールやFAXや電話などを用いて株主が意見を表明する機会を増やし、また彼らが納得する対価を与えることで非流通株改革に賛同してもらうという方法は、試験放出だけではなく全面改革を行う企業でも用いられるようになった。

2006年7月14日現在、対象企業は第40弾まで公表されており²⁹、この時点までで既に1000社近い企業が対象企業となった。ただし、この内訳には新興企業や中堅企業向けの二部市場である「中小板」公開企業も多数含まれる。

対象企業のうち全てで議案が可決されたわけではなく、多数の企業で、株主の反対によって改革案が否決されている。対価が十分でない事などが反対の主な理由である。しばしば中国企業の株主総会の形骸化が指摘されてきたものの、今回の改革においては株主総会が株主の利害を代弁する場として機能しており、一般株主が積極的な議決権の行使を行っている様である。可決・否決された企業は証券情報のポータルサイトや企業のニュースリリース等によって、全て公表されている。

（2）対価の是非

流通株の株主に対して支配株主である非流通株の株主が対価を支払うことについてはその後大きな議論の的となった³⁰。5社の独立取締役を勤める管維立氏は国有株放出自体を批判し、対価を与える必要など無いと言い切った。非流通株の放出に関して「非流通株の株主は流通株の株主に対して何ら約束を破っていない」とするのが対価支払い反対の論拠である。非流通株は「暫不止流通株（しばし市場で流通しない株）」と明示されてきたため、いずれ流通することが明らかなものである。また、上海宝钢の独立取締役の単偉健氏は、非流通株の株主が対価を支払う必要など無いとして、放出議案に不賛成の意思を示し、書簡を有力経済誌「財経」に発表した³¹。単氏の論拠の一つは、国有資産管理の観点から述べられている。非流通株の株主の権利は、持株会社でも国资委でもなく全国の人民に帰属するという主張であり、対価支払いは国民の財産を毀損するものであるとみなしている。

先進資本主義国にならい、一般株主の利益の保護のために独立取締役制度を上場企業に強制的に導入させたが、独立取締役が無機能化していることがしばしば指摘されてきた。今回の論争では、独立

取締役が代表すべき流通株の株主の利益のためではなく、彼らが本来けん制すべき支配株主の利害を代弁しているという非難が起こった。

流通株の株主に対価を与えるべきでないとする独立取締役の主張には、投資家・コラムニスト・法曹界などから非難があがった³²。独立取締役は支配株主の意向だけが通ってしまうことを防ぐために設置されたものであり、流通株主の利益を代表しなければならない。しかし、彼らは非流通株の株主の利益を優先しているといった批判が起きた。さらに、大株主、即ち非流通株を所有する持株会社が上場企業に不公正な取引を強要して利益を得るケースが頻発していたことも流通株の株主に対価を与えるべきとする意見を助長した³³。

また、非流通株の株主は手持ちの株を売却できる便益を受けるのだから、流通される株が増えて不利益を被る流通株の株主に補償をするのは当然といった主張がなされた。証監会は論争後の2005年8月に発布した指導意見において、「流通株の株主に対価を与える事は有益な試みである」と推奨した³⁴。これは、流通株の株主に対価を支払ってでも非流通株の問題を解決したいという政府の姿勢の表われと見ることができる。試験改革をめぐる議論を受け、続いて実施された全面非流通株改革においても流通株の株主に非流通株の株主が対価を支払う方法が用いられている。

非流通株の株主が対価を支払う事について留意しなければいけないことがある。流通株の株主への対価の大半は国家の代理人たる持株会社から支払われるものであり、これは国有資産の減損とみなすこともできるものである。国有持株会社の資産が、流通株の株主を納得させるために費やされたということは、一般株主の利害を政府の代理人たる持株会社の利害よりも重く受け止めたということにならないだろうか。証監会はあくまで証券市場の規制や育成に関わる行政機関であって、直接的に国有企業の資産に責任を持つ部門ではないものの、国民から受託している資産の一時的な減損を招いたとしても株式市場に参加している一般投資家の利害を尊重するという決定を下したという事になる。

中国企業のガバナンスが論じられる際、頻繁に中小株主の利益が軽視されていることが指摘され、しばしば問題視されてきた。しかし、今回の流通株改革に関しては、中小株主の利害に配慮した改革案が出されたため、中小株主の利害を軽視する姿勢は見られなかった。これは国有企業改革の流れの中では異例とも言える。

少なくとも株式市場はこのような政府の姿勢を評価しているようである。上海_180指数は改革前の2005年4月には1900～2200ポイントのレンジで変動していたが、2006年4月は2500ポイント前後、5～6月は2900～3200ポイント前後で変動し、2006年上半年は上昇局面を迎えている³⁵。当然、これは非流通株改革以外の要因も大きく働いているものであろう。しかし、過去の非流通株改革案が一般投資家の大きな反発と、数年間に跨る株式市場の低迷を招いたことを考えるならば、今回の改革が、一般投資家に歓迎されているか、さほど嫌気されていないとみることはできるだろう。

V. 非流通株改革を行った企業の事例

(1) 金牛能源株式会社のケース

第1弾の試験対象企業である金牛能源株式会社（以下：金牛能源）は、石炭採掘、セメント製造・販売、ガラス繊維製品の製造・販売を主な事業としている。邢台礦業（集団）有限責任会社が国有法人株の100%を所有する唯一の非流通株の株主である³⁶。邢台礦業（集団）有限責任会社は省レベルの国有独資企業である河北金牛能源集団有限責任会社の100%出資を受けており、河北金牛能源有限責任会社の唯一の出資者は河北省の国有資産監督管理委員会である。つまり、金牛能源は河北省に迂回所有される国有企業である。

邢台礦業（集団）は石炭・電力・建材・機械設備などを事業領域とする企業で、河北金牛能源集団における核心企業として位置づけられている。河北金牛能源集団有限責任会社は河北省人民政府国有資産監督管理委員会の100%出資を受けている。邢台礦業（集団）は2005年末の時点で金牛能源の発行済み株式の57.92%を保有している（2005年株主総会の時点では76.47%を保有していた）。それ以外の株主は分散しており、第二位の株主は機関投資家の全国社保基金零零一組合でありわずか0.45%を保有するに過ぎない³⁷。

図表3：非流通株改革決定直後の金牛能源の株式所有構造

単位：1株

	2005年度変更前		2005年度の変更後の増減（＋，－）				変更後の結果	
	数量	比率(%)	社債からの転換	流通株改革の対価	「公種金」からの転換	小計	数量	比率(%)
国有法人持株 邢台礦業（集団）	325000000	76.47		-65799732	195000000	129200268	454200268	57.98
それ以外の株主	100000000	23.53	87959173	65799732	75405224	229164129	329164129	42.02
株式総数	425000000	100	87959173		270405224	358364397	783364397	100

（出所）金牛能源股份有限公司「2005年度報告全文」p.6。

<http://www.jnny.com.cn/info/20060301001/~1~.doc>を筆者が要約・和訳したもの

このケースでは、持株会社の他に非流通株の株主は存在しないため、邢台礦業（集団）の株式が市場での売却を許されるということになる。株主総会の結果、一般株主に対し、持株会社は10株あたり2.5株の対価を支払うこととなった³⁸。

筆頭株主の持株が流通株に変化するといっても、直ちに全ての株式が売却可能となるわけではない。図表4にあるように、売却の凍結期間が定められ、段階的に売却が許可される。さらに、売却価格には下限が定められる。これらの措置は流通株の所有者の権益を守るためのものである。

そして、株式の売却の条件として、「資源性企業の金牛能源の支配に足る持株比率を保持するという主管部門の要求に厳格に従うこと」が付け加えられる。しかし、ここでは「支配に足る持株比率を保持」が一体どの程度のものであるかは明示されていない。どの程度の株式所有で企業を支配できるか、

また敵対的買収の脅威から免れ得るか、という問題を明らかにすることは非常に困難かつ不確実な作業であり、明確な基準や目標とする数値を示さず、判断を主管部門に任せてしまう事には大いに疑問が残る。

図表 4：金牛能源の非流通株の売却の条件

単位：1株

売却条件を有する株式の総数	市場への売却を許す時期	新たに市場取引がなされる株式の増加数	売却の条件
454,200,268	2007年 6月28日	22,710,013	2005年4月29日の時価（14.39元）を基準とし、株式数の増減によって調整された最低売却価格（8.71元）を下回らない事。
	2008年 12月28日	431,490,255	支配に足る株式を維持するための主管部門の要求に厳格に従う事。

（出所）金牛能源股份有限公司「2005年度報告全文」p.10。

<http://www.jnny.com.cn/info/20060301001/~1~.doc>を筆者が要約・和訳したもの

（2）上海汽車株式会社のケース

上海汽車株式会社（以下：上海汽車）は全面非流通株改革の第1弾として選ばれた企業である。ちなみに、全面改革の第1弾では、上海汽車を含め40社が対象となっている。試験改革では曖昧であった改革後の支配株主の持株比率が全面非流通株改革においては示されるなど、試験改革と全面非流通株改革には相違点があるようだ。

上海汽車は、上海市国有资产监督管理委员会→上海汽車工業（集団）総公司→上海汽車集団株式会社→上海汽車という多層構造を介して上海市によって迂回所有される国有企業である。2005年の改革前の時点で、全株式のうち70%が非流通株であった、この全てを持株会社である上海汽車集団株式会社が保有している³⁹。

改革後は、持株会社の保有する非流通株は、「売却条件を有する流通株（存在限售条件的流通股）」と称される特殊な流通株となり、流通株は「売却条件を有しない流通株（不存在限售条件的流通股）」と称される。10株あたり3.4株を対価として流通株の株主に持株会社が支払うこととなった。この時点で、持株会社の株式所有比率が若干低下し市場に流通する可能性のある株式が増加する。その後、段階的に「売却条件を有する流通株」の売却が許可される仕組みになっている⁴⁰。具体的には、2006年4月27日に257百万株の売却が許され、2006年10月24日に163百万株の売却が許され、2007年10月24日には残りの1795百万株の売却が許され、全ての株式（3276百万株）が「売却条件を有しない流通株」となる。しかし、改革案に示される改革後の所有構造として、上海汽車集団の持株比率59.80%、「売却条件を有しない流通株」40.20%と示されている⁴¹。つまり、全ての株式に区別が無くなっただけで、持株会社の所有比率は59.8%を下回って売却される事はなく、今回の非流通株改革を経ても持株会社は依然として過半数の持株比率を維持できる。上場企業への持株会社の支配権を揺るがすほどの持株

比率の変化の可能性は無い様である。ただし、上に示される改革後の所有構造が将来どのくらいの期間を通じて保証されるのかは明記されていない。

また、一般株主に対して表明された、同社の取締役会の非流通株改革に関する見解は次のとおりである⁴²。

- ① 非流通株改革は、非流通株の株主と流通株の株主の利益を一致させるものである。改革後、非流通株の株主の持分の価値は市場の価格を反映したものとなる。株価が株主の価値と評判を決める主要な基準となる（ここでの株主とは、支配株主＝持株会社を意味するものであろう）。非流通株の株主と流通株の株主の利益が相反する状態を除去するものである。共同利益の財産権の基礎を形成し、上場企業にとって強固で安定した発展の礎となるであろう。
- ② 非流通株改革は、企業が有効な規律を形成する上で有利である。改革後、株価は企業の価値を正しく示す形式となり、株価の変化は株主の利益の実現に直接関係する、従って、多段階での企業内外の監督および規律を形成する。支配株主が支配権を背景に不当な利益をもし求めるならば、自らの資産にさらなる大損失を招く事になる、従って、わりあいに整備された市場の規律と市場の監督力を形成する。
- ③ 非流通株改革は企業の発展をさらに促進するであろう。この改革は企業の今後の発展のための歴史的な機会であり、改革後、全ての株主は企業利益に対する積極性と最大限の結集を擁護し、企業の未来の発展に有利である。

上海汽車の取締役は改革に極めて前向きかつ楽観的な主張を公表している。支配株主によって任命されている役員が多数を占めているにもかかわらず、持株会社のコントロールから上場企業が離れる可能性を危惧する意見は見当たらない。この意見が表明された「上海汽車集団非流通株改革説明書（上海汽車股份有限公司股權分置改革説明書）」は、流通株の株主に改革案に賛同してもらうための資料であり、取締役が楽観的な展望を述べるのは当然であるといえれば当然である。しかし、持株会社が支配力を失った場合に、現在の地位を失うのは彼らである。その取締役自身が今回の改革によって持株会社の支配力が無くなる可能性を危惧していない。この点からも、現時点では、上海汽車の非流通株改革は持株会社の支配力の喪失をもたらすものとはならないと見る事ができよう。

おわりに

今回の改革の大きな特徴として、以下の3点をあげることができる。これらの特徴は、中国の企業統治や上場している国有企業に対する公有制に大きな影響を与え得るものである。

第一に、今回の流通株改革では、一般株主の利害が重視され、支配株主の権益は相対的に軽視され

た。一般株主に非流通株改革の是非が問われ、また一般株主が納得する水準で支配株主より対価が支払われた。一般株主の重視が今後の中国企業に対する政策の傾向であるのか、株式市場の分断を排除するための必要悪であったのかは判断しかねる。しかし、今回の改革の過程で、一般株主が重要な案件の決定に参加し、また、そのために上場企業が活発なIR活動を行ったことは中国企業と株主の今後の関係や、これまで投機のみに関心を示した一般株主の行動を変化させる可能性を秘めている。

ところで、一般株主を重視することは、支配株主の権力が相対的に低下することと表裏一体であり、それは公有制が希薄になることを意味する。先進資本主義国の企業において一般株主重視の姿勢を示すことは、株式会社の大衆化・民主化をすすめることとして捉えることができるが、社会主義的所有が行われている国有企業において同様の評価を当てはめることはできない。現在の中国の国有企業において一般株主を重視することは、公有制の視点から見れば「民主的（全人民が国有企業を所有し労働者が主人公として扱われるという意味において）」な企業から遠ざかることを意味し、私有経済による公有制経済の侵食を許していることになってしまう。言い換えれば、少数株主の権利の確保と公有制の実現はトレード・オフの関係にある。

第二に、非流通株改革は筆頭株主の支配力を喪失させる直接の原因とはならず、今回の改革を経て市場の規律は依然として限定的にしか機能し得ない。今回の非流通株改革は非流通株が流通株に変化するものである。しかし、支配株主の持株の大半が市場に流れるわけではなく、短期的に中国企業の所有構造が大きく変わるわけではない。個々の改革対象企業で支配株主の持株比率を維持する対策が不明瞭ながらも採られているため、近い将来、市場で売却される支配株主の株式は比率から見れば少数である。

今回の改革の目的の一つには、市場の規律を機能させたいということがあった。しかし、ここでの市場の規律とは非効率な企業を敵対的買収にさらしたり、経営者を投資家の権力によって交代させることではない。あくまで、今回の改革で生まれる「規律」は上場企業の企業価値に支配株主である持株会社が関心を抱き、上場企業の利害と支配株主の利害を一致させる程度の極めて限定的なものである。株式市場の発達した先進資本主義国と同様に市場の規律を働かせるならば、国家による上場企業の支配など維持できなくなってしまう。今後、上場企業に対しどの程度まで市場の規律を働かせるか、という問題は中国における企業の存在意義を変化させる極めてデリケートな問題である。

第三に、今回の流通株改革は多分に対処療法的な特徴を持っている。企業の所有権に関わる事柄は、企業の活動から生まれる権力や利益を誰が受け取るのかという事に関わる問題であり、企業の目的や存在意義に関わる事である。しかし、今回の改革では国有企業の存在意義や目的が議論された結果ではなく、国有資産流出の防止や、不公正な取引の防止や、また、持株会社に上場企業の価値への関心を抱かせるという事が目的とされ、あくまで企業改革の手段として行われてきた側面が強い。大規模国有企業が私有の経済主体に侵食されても良いのかどうか、あるいは、どの程度までそれを許容するか、さらに、それを防ぐにはどうすれば良いのか、を十分に議論する前に対処療法を施した点には大

きな疑問が残る。

これらの特徴と関連して、果たして今後も上場企業に対する社会主義的所有が維持しつづけられるのか、という問題を提起する必要がある。

筆頭株主が支配に足る持株比率を維持するために主管部門による指導がなされたり、改革後の持株比率を示すなど、改革後の公有制維持の枠組みは示されている。しかし、個々の事例でみたように、支配株主の持株比率についての基準や期間は曖昧であった。今後の改革の方向性にもよるが、将来、持株会社の保有する株式についての管理が緩くなり、支配株主の持株がより一層多く市場に流れる可能性は有る。それは上場企業に対する国家の支配権の喪失の危険性を孕むものである。仮に持株会社の保有株が過度に売却された後に、上場企業に対する支配権が危うくなった場合、その上場企業が優良なものであればあるほど、再び市場から「支配に足る」ほどの十分な株式を買い戻す事は困難である。この点で企業の所有権を市場に委ねる事は不可逆的な性質をもっており、公有制を前提とするならば、市場の規律や一般株主の圧力を企業改革の手段として利用する事には賛同し難い。

仮に、株式市場の機能を企業改革の手段として用いるにしても、例えば黄金株を国有持株会社に付与するなど、国有持株会社と上場企業の間を維持する仕組みを代わりにつくらなくても良いのだろうか。国有資産管理の観点からみれば、国有企業への政府機関の支配力はある程度維持する必要がある。

株式会社制度と社会主義は矛盾しないという立場で、これまでの中国の企業改革は行われてきた。しかし、株式会社や株式市場の機能を先進資本主義国と同様に働かせるという事になれば、それは公有制と両立できる性質のものではなくなってしまう。中国の企業改革は、これまでの様に先進資本主義国と共通する方法を対処療法的に採り入れるだけではもはや不十分な段階に入ってきていると思われる。中国が目指す社会主義市場経済に即した企業の将来像をより明確にし、それに基づいて企業改革を行うことが今後必要とされる。

¹ 原語では、「股権分置改革」であるが、「非流通株放出」と和訳される場合がしばしばある。しかし、今回の改革で直ちに非流通株が株式市場を通じて売却されるわけではないので、本稿では「非流通株改革」の訳語を使用した。

² 王保平『国有資産監管的理論与实践』中国財政経済出版社、2003年、pp.114~124、および、王書堅『国有企業経営者任職生命周期及制度環境設計』中国對外經濟貿易出版社、2003年、159~162。

³ 各レベル（中央・省・市）における国有資産監管機構の階層構造については王保平、前掲書のpp.115~117を参照。見かけ上は、現段階の国有資産管理体制はピラミッド状の構造をとっている。ただし、その具体的な行動において各レベルの国有資産管理の主体が一枚岩になっているわけではないようだ。中央政府は国有資産の価値の維持増大と国有資産流出の防止に重点的な関心を置き、地方政府は国有企業の成長に伴う税収増や雇用創出により関心がある。そのため、しばしば中央政府と地方政府の間で衝突が起こるケースもある。国有企業をめぐる中央政府と地方政府の対立については朱紅軍・陳繼雲・喻立勇「中央政府、地方政府和国有企業利益分岐下的重博弈与管制失効」『管理世界2006年第4期』2006年、pp.114~129を参照せよ。

- 4 王保平、前掲書、pp.120-121に国有資産管理の多層構造の目的・意義について記されている。
- 5 中国の個人株主の意識や行動については、川井伸一『中国上場企業－内部者支配のガバナンス』創土社、2003年、83～86ページを参照。
- 6 この筆頭株主突出現象の2種の形式については鄭徳理・沈華珊・張曉順『股權結構理論、実践与创新』経済科学出版社、2003年、p. 107に従った。「一股独大」を和訳する場合は「一株独大」と直訳される場合が多いが、「一股独大」は筆頭株主が他の株主と比して突出した持株比率をもつ現象を表した用語であるので、筆者は「一股独大」を「筆頭株主突出現象」と和訳する事が適切であると考えた。
- 7 徐涛「中国上場企業における党・所有制の実証研究」『中国経営管理研究第5号』中国経営管理学会、2005年、2ページ。
- 8 李廉水・杜占元 主編『中国製造業発展研究報告2004』科学出版社、2004年、pp. 344～345。
- 9 鄭海航・徐烤「完善我国国有控股公司制度」『企業管理研究2005年第7期』中国人民大学書報資料中心、2005年、p.44。
- 10 同上論文、p.42。
- 11 筆頭株主が未上場企業であっても、個々の上場国有企業の根源的な出資者を迎える事は容易である。上場している国有企業の場合、支配株主の所有者である国有資産監管機構まで遡って年次報告書で開示される。
- 12 鄭海航・徐烤、前掲論文、p.43。
- 13 関連取引についても上場企業の年次報告書において開示される。
- 14 中国の株式会社の会社機関構造は日本の監査役設置会社の制度を移植したものである。株主総会・取締役会・監査役会が日本の監査役設置会社とほぼ同じ位置づけで設置される。取締役会の下に上級執行機関である経理が設置され、その責任者が総経理である。
- 15 徐涛、前掲論文、3～7ページ。
- 16 黄孝春「中国の株式市場における「非流通株」問題の形成」『アジア経済第47巻第2号』2006年、37～38ページ。
- 17 同上稿、38ページの表を参照。
- 18 例えば三一重工や無錫小天鵝のケースがこれにあたる。
- 19 非流通株の制度と公有制の堅持の関係の歴史的経緯については黄孝春、前掲稿を参照せよ。
- 20 黄孝春、前掲稿、55～56ページ。
- 21 陽嘉瑛・李江「股權分置改革給我国証券市場帶來什麼」『財經科学2005/4総211期』2005年、p. 7。
- 22 井上武「本格化する中国上場企業の非流通株問題の解決」『資本市場クォーターリーVol.9-1』2005年、137ページ。
- 23 同上稿、135～136ページ。および、黄孝春、前掲稿、57ページ。
- 24 陽嘉瑛・李江、前掲論文、p. 6。
- 25 日経公社債情報、「中国の証券市場改革 - 株安の構造にメス テスト進め、ガイドラインも公表 -」『日経公社債情報No.1503』2005年9月5日、3ページ。
- 26 ここでは対象各社の2005年度の年次報告書を参照し、支配株主の名称とその持株比率を調査した。
- 27 陳文科「産權改革変形: 対国企改制典型案例的剖析」『企業管理研究2005年第7期』中国人民大学書報資料中心、2005年、pp.52-57に三一重工の所有権移転に関する詳しい経緯が記されている。
- 28 日経公社債情報、前掲稿、3ページ。
- 29 全景網絡有限公司・証券時報「股改比次」<http://gqfz.p5w.net/gqfz/gugaibatch.jsp> 閲覧日2006年7月14日 における改革対象企業のリスト等を参照した。
- 30 日経公社債情報、前掲稿、6ページ。
- 31 単偉建「我為什麼反对票」『財經第16期総139期』2005年8月8日。なお、財經ウェブサイトのアーカイブに本文が掲載されている。<http://caijing.hexun.com/text.aspx?sl=2328&id=1268951> 閲覧日2006年7月13日。
- 32 日経公社債情報、前掲稿6～7ページ。
- 33 井上武、前掲稿、140ページ。
- 34 日経公社債情報、前掲稿、7ページ。
- 35 指数の調査には、東洋証券のチャートを利用した。http://toyo.searchina.ne.jp/data/chart.cgi?span=90&asi=0&code=SS_180&market=SZ、閲覧日2006年7月13日。
- 36 金牛能源股份有限公司「2005年度報告前文」p.9。
<http://www.jnny.com.cn/info/20060301001/~1~.doc>、閲覧日2006年7月13日。
- 37 同上資料、pp.7～8。

38 同上資料、p.7。

39 上海汽車股份有限公司 国泰君安証券股份有限公司「上海汽車股份有限公司股權分置改革説明書」p.15。
<http://www.china-sa.com/default.htm>、閲覧日2006年7月13日。

40 同上資料、p.18。

41 同上資料、p.18。

42 同上資料、p.23。

主要参考文献

- ・ 王保平『国有資産監管的理論与实践』中国財政經濟出版社、2003年。
- ・ 王書堅『国有企業經營者任職生命周期及制度環境設計』中国對外經濟貿易出版社、2003年。
- ・ 阳嘉瑛・李江「股權分置改革給我国証券市場帶來什么」『財經科学2005/4総211期』2005年、pp.6-10。
- ・ 鄭海航・徐烤「完善我国国有控股公司制度」『企業管理研究2005年第7期』2005年、pp.42-47。
- ・ 川井伸一『中国上場企業－内部者支配のガバナンス』創土社、2003年。
- ・ 劉永鵠「中国の企業統治構造」佐久間信夫編『企業統治構造の国際比較』ミネルヴァ書房、2003年、159～190ページ。
- ・ 黄孝春「中国の株式市場における「非流通株」問題の形成」『アジア經濟第47卷第2号』2006年、35～61ページ。