



終盤に入った中国非流通株改革

神宮 健[※]

李 粹蓉^{※※}

要約

1. 非流通株は、中国企業の発行済株式のうち、証券取引所での取引が認められなかった株式である。2005年4月の非流通株改革の開始直前、発行済株式のうち、非流通株が約6割、流通株が約4割を占めていた。
2. 非流通株と流通株の間には、流通の可否、取得コストの点で大きな相違があったものの、株主権利は同様の取扱いであった。これが不正な関連取引の多発、非流通株主による上場会社の資金流用などの弊害を生んだ。
3. 中国政府は、1999年と2001年に非流通株の太宗を占める国有株の売却を実施したが、いずれも失敗に終わった。その原因としては、国有株の売却価格への流通株主の反発、市場の需給悪化に対する懸念があった。
4. 2005年4月末に約4年ぶりに非流通株改革が再開された。以前の国有株売却と比較すると、「流通権」「対価」という概念の導入、非流通株の売却制限期間の導入などの特徴がある。
5. 2006年2月末時点で、非流通株改革が必要な上場会社の約9割で改革が終了した。未改革の会社は、深刻な赤字、非流通株主の対価支払い能力の欠如などの問題を抱えている。このため、会社数は少ないものの、改革の終了にはなお時間を要しよう。
6. 2006年6月より、旧非流通株主が保有する旧非流通株の売却が解禁された。解禁予定から集計すると、2008年前半まで、解禁対象株数は毎月数十億株で推移し、同年後半に解禁スピードが加速した後、2009年半ばからは概ね減少に向かう。解禁株の実際の売却については、2006年8~12月は3.85億株であったが、2007年1月に3.7億株、2月に2.9億株と急増した。
7. 非流通株改革に伴い、株式市場の資金調達機能が回復し、上場会社の質も改善するなどの変化が見られた。但し、中国の株式市場はようやく普通の姿に近付いたところである。資源の最適配分機能が働く「真」の市場になるには、今後も市場の制度、参加するプレイヤーの質を高める改革を進める必要があるだろう。

[※] 神宮 健 (株)野村資本市場研究所 北京代表処 首席代表

^{※※} 李 粹蓉 (株)野村資本市場研究所 主任研究員

I、はじめに

2005年4月末に開始した中国の非流通株改革は終盤に入っている。すでに、改革対象上場会社数の9割方で改革を完了し、非流通株は事実上解消した。

改革は、非流通株主（主に政府や国有企業）が流通株主（一般投資家）に一定の比率の非流通株を無償譲渡することなどによって、非流通株主の保有するすべての非流通株が証券取引所で流通可能になる権利（流通権）を獲得する手法が採用された。難航が予想された業績不振の会社も資産再編などの方法により、非流通株の流通権を獲得することで非流通株の解消を図った。

流通権を獲得した非流通株は、売却制限条件付き株となり、最低12ヶ月の売却制限期間を経た後、はじめて証券取引所で売買することができる。非流通株改革の焦点は、残り1割未満の未改革会社の行方と、売却制限条件付き株の売却解禁に伴う株式需給への影響に移っている。本稿は、非流通株改革の経緯を振り返り、改革の特徴と実施状況を取りまとめた上、売却制限条件付き株の売却解禁状況について分析する。

II、非流通株改革の経緯

非流通株は、中国企業の発行済株式のうち、証券取引所での取引が認められない株式である。その発生は、1980年代後半から90年代初にかけて、中国政府が、公有制を維持しながら証券市場を発展させるために、国有株などの上場流通を認めなかったことに遡る。この流通が認められない株式が非流通株である。非流通株改革が開始する直前、発行済株式のうち、非流通株が約6割、流通株が約4割を占め、さらに非流通株のうち9割が国有株であった。非流通株の存在により、株式市場が十分に機能を発揮できないことが明らかになるにつれ、非流通株問題の解決が望まれるようになった。そこで、中国政府は、1999年と2001年に国有株の売却を実施したが、いずれも株価の急落を誘発したため中止された。

1. 改革の背景

1) 非流通株と流通株の価格差

非流通株と流通株の実態を、両者の価格差から見る。国有株は、国有企業が上場した際にその純資産を転換・換算した株式であり、1株＝（純資産）1～1.54円で換算されている。換言すれば、国有株の取得コストは1元強である。これに対して、一般投資家向けに発行された流通株は、例えば、後述する国有株売却実験がなされた2000年前後には6～9元前後で発行されていた。①1990年代を通じて、IPO（新規株式公開）が計画経済の色彩の濃い割当て制の下で実行されており、流通市場においては、株式の供給が不足していたこと、②非流通株が市場に出てこないこと¹を前提に価格付けがなされていたことなどが背景にあったものと思われる。一方、非流通株は、取引所では売買できないが、相対取引は可能であった。この際の価格は、1株当たり純資産が基準となっていた。ちなみに、2000年前後の1株当たり純資産は2.6元程度

¹ 中国の公表された政府法規には、国有株などの流通禁止に関する規定がない。ただし、上場会社の目論見書に「国が国有株及び法人株の流通に関する新しい規定を実施する前には、この部分の株式は当面流通しない」という一文が掲載されている。

であった。

このように、非流通株と流通株の間には、流通するか否かという性質や取得コストの上で大きな相違があったものの、議決権や利益配当請求権などの株主権では同様の取り扱いであった。両者の性質・コストの相違により、株式市場で弊害が生じた。また、両者を同等に取り扱うか否かという概念上の問題は、価格差の問題と共に、後述する国有株売却の失敗とその後の株価低迷とも深く関連した。

2) 非流通株の存在と証券市場の機能不全

非流通株の存在が、直接あるいは間接的にかかわる株式市場の機能不全の問題としては以下のものがあげられる。第一に、株主総会・取締役会・監査役会の形骸化である。中国の上場会社の大半は、国有企業の再編により設立されたため、株式構成を見ると国有株が大半を占めている。こうした状況下で、株主総会や取締役会はほとんど大株主や国有株主にコントロールされている。2004年3～5月の上海証券取引所研究センターによる上海証取所上場会社208社に対するアンケート調査結果によれば、筆頭株主によって選出された取締役の人数が取締役会メンバーの半数以上、国有株の株主によって選出された取締役の人数が同45%以上占める。これが、社外取締役制度や、委員会の設置、取締役会の細かい運営ルールなどが導入されたが、大きな効果を上げられない一因である。

第二に、不正な関連取引が多いことである。上場会社は、母体の国有企業から優良資産を切り離して設立されたことから、母体企業と人員、業務、財務などの面において密接な関係を持つことが多い。不正関連取引には具体的にいくつかのパターンがある。例えば、①原材料と製品の取引を利用した関連取引である。親会社が上場会社に対し、市場価格よりも安い価格で原材料を提供し、市場価格より高い価格で製品を買い付けることを通じて、上場会社に利益を移転する。②資産のリースを利用した関連取引もある。上場会社は母体企業から切り離して設立されたという経緯から、上場会社と親会社の間に、土地など資産のリース関係が存在している例が多い。上場会社の収益が悪化した時、親会社が上場会社に対するリース料を引き下げたり、上場会社が親会社に対するリース料を引き上げたり、あるいは上場会社から親会社からのリース物件を別の関連会社にリースしたりして、上場会社の収益を粉飾する。他にも、上場会社と親会社間の融資を通じた第三者への違法な融資、上場会社の親会社に対する信用保証の提供などがある。

第三に、非流通株の株主の会社経営への無関心及び、大株主による上場会社の資金流用の問題がある。なお、第一、二の弊害は、家族経営企業などで大株主が存在する場合などでも生じる可能性があるが、この例は、非流通株の性格によるところが大きいと思われる。

非流通株主は、保有株式を取引所で売却できず、取引所で株価が上昇しても自分の利益にならないため、企業価値や株価の動向に無関心になりがちであった。実際、上述したように、流通株と非流通株は、価格形成においても隔離されており、非流通株主の関心は、あったとしても市場株価ではなく、相対取引の際の参考となる純資産価格であった。このため、非流通株主が、株主総会と取締役会における過半数の議決権を利用し、会社や流通株主の利益に反する決定がなされる場合も多かった。

典型的な例は、たびたび有償割当て増資を実施し、調達した資金を会社の利益とは無関係に流用することである。流通株主は、希薄化による不利益などを考慮して払いこみに応じる一方、

非流通株主は事実上応募しない例が多かった。非流通株主は、多少、持株比率が低下しても議決権において過半数を割ることはなく、会社をコントロールし続けることができた。また、市場株価が一株当たり純資産価格より高いことから、市場価格で有償増資すれば、非流通株主が関心を持つ一株当たり純資産も増加することになった。

このように主に流通株主から調達した資金には、いろいろな用途がある。露骨なケースとしては、ほぼそのまま現金配当にまわってしまうという例があげられる。実際、一時期、同一会社が、有償増資と現金配当を相前後して行う例が見られた。例えば、非流通株比率が6割であるとすれば、流通株主から調達した資金の6割がそのまま非流通株主に流れることになる。

第四に、情報の不透明性や虚偽情報などに起因する証券市場への不信である。前述のように上場会社のコーポレート・ガバナンスが機能し難いため、一部の上場会社では内部管理が疎かになっている。証券市場に対する行政の監督・管理や証券業界の自主規制などが整備途上であることも加わって、多くの上場会社の情報開示が不十分になった。虚偽情報や、粉飾決算、株価操作などの例も多く、特に、2000年以降、上場会社による虚偽情報や粉飾決算の案件が明るみに出たこともあり、中小投資家の証券市場に対する不信が増したことがある。

2. 1999年と2001年の国有株売却

中国政府はかつて1999年と2001年に国有株の売却を二度試みたが、いずれも投資家の反発に遭い、失敗に終わった。

1999年12月2日、中国证券监督管理委员会（証監会）は発行済株式に占める国有株の割合が60～70%に達する上場会社10社の国有株を割当方式で売却することを発表した。まず、99年中に10社のうちの2社について実験的に行い、残りの8社を翌2000年に実施する計画であった。しかし、2社とも実施後に株価が急落したことを受け、当局は、残りの8社の売却計画を断念した。

2回目の国有株売却は2001年であった。同年6月12日に国務院は、「国有株放出による社会保障資金の調達の管理の暫定弁法」（以下「弁法」）を公布し、国有株の売却に再挑戦した。「弁法」では、売却方法については、国が株式を保有している株式会社が、一般投資家向けにIPOあるいは増資を実施する際、資金調達額の10%に相当する国有株を売却することと規定された（調達資金は全国社会保障基金に組入れられる）。売却価格は、市場価格が原則である。「弁法」の発表後、上場会社13社がIPO、3社が増資の際に国有株を売却した。しかし、市場の反応は芳しくなく、上海・深圳両証取所の株価指数の下落が続いた。こうした状況を受け、2001年10月22日に国務院は「弁法」の第5条規定「上場企業の新規株式公開あるいは増資の際、資金調達総額の10%分の国有株を放出する」の執行を停止した²。

2002年1月26日、売却再開を目指す証監会は国有株売却案を公表したが、株価は再び急落した。ついに同年6月23日に、政府は、海外上場の場合を除いて、国内株式市場を通じた国有株売却の中止を発表した。結局、2度目の国有株売却も失敗に終わった。

2回の売却失敗の原因は、第一に、国有株の売却価格に対する流通株主の反発であった。前述のように、国有株主の株式取得原価に対し、同一会社の流通株の流通価格はその数倍ないし十数倍であったことから、流通価格での国有株売却により、国有株主である国や国有企業が莫大な売

² なお、停止は国内市場に関する場合で、海外市場の上場については、国有株放出は続いた。

却益を得ることに対し流通株主が反発した。また、国有株の取得価格も売却価格も、国有株の所有者である国が定めたことに対する流通株主の反発も大きかった。性質・生成が異なる流通株と非流通株に対して同株・同権利・同価格の原則を適用しようとした（例えば、市場価格での売却）ことから無理が生じたのである。

第二に、市場の需給悪化に対する懸念であった。前述のように発行済株式に占める国有株の割合約3分の2に対して、流通株は約3分の1であったため、国有株の売却により、需給が大きく悪化することが懸念された。

第三に、2回目の実験のように10%売却が実施されても、国有株主の支配的な局面を変えることができないため、国有株主支配に伴う弊害が残ることもあった。

これらの原因を総合すると、国有株売却は、一般投資家の目に、政府が国有株を売却して資金を調達するだけ調達する一方、問題点は残ってしまうものと映った。これが投資家の政府・市場に対する不信をもたらし、投資家の市場離れにつながった。

Ⅲ、非流通株改革の特徴と実施状況

2005年4月29日、証監会が通達を発表し、非流通株改革が始まった。この改革は、以前の国有株売却と比較して、株主間の協議による改革案の決定、「流通権」・「対価」という概念の導入、非流通株主の売却制限期間の導入などの特徴がある。2006年2月末時点で、非流通株改革が必要な会社の約9割で改革が終了している。

1. 2005年非流通株改革の特徴

2005年4月29日、証監会は「上場会社の株式分断の改革実験に関する問題の通達」（以下「通達」）を発表した。2001年の国有株売却失敗の後、国有株売却の問題に検討が加えられた。「全流通」（国有株に限らず法人株も流通させる）といった概念の変化を経て、最終的に「非流通株問題」に形を変え、約4年ぶりに改革が再開された。2005年に始まった非流通株問題の改革は、1999年と2001年の国有株売却と比較して、以下のような特徴がある。

1) 国有株の売却ではなく、流通株・非流通株の問題の是正に重点

これまで政府が非流通株の大半を占める国有株の売却を試みたことで、国有株売却問題と呼ばれていたが、その後「全流通」問題と呼ばれた後、2003年に証監会の尚福林主席が「股権分置」（株式分断）問題という呼び方を使うようになった。これには、単に国有株を売却して資金を調達するという目的ではなく、非流通株と流通株に分かれている現制度の欠陥を解消し、「同株・同権利・同価格」を実現し、株式市場の資金配分機能をきちんと働かせようとする意図があると思われる。実際、中国では非流通株改革を「股権分置改革」と呼んでいる。また、「国有株売却」というと、国有株を売却・現金化する印象があることや、過去2度の売却失敗で、国有株売却という言葉自体への一般投資家のアレルギーなども考慮されたかもしれない。

2) 株主間の協議による改革案の決定

2005年の改革では、過去の国有株売却と異なり、当局は具体的な案を提示していない。当局は、実施の方針、具体案に関する情報開示、公平性、市場への影響緩和などの面で、基本的

なルールを設けるにとどまった。具体的な改革案は、まず非流通株主の間で合意し、その後、株主会議を開き、投票で改革案の可否を決める。ちなみに、株主会議については、改革の実験段階では、臨時株主総会とされたが、本実施段階では、A株関連株主会議（非流通株とA株主の会議）に変更された。これは、A・B株またはA・H株の同時上場会社の場合、後述のようにB株主とH株主は投票に参加できないため、株主総会となるとB株主とH株主も参加できる意味合いになり、矛盾が生じることを避けるためである。なお、実際の実施において、同時上場でない会社の場合、このような矛盾がないため、株主総会として開催されている。

3) 「分類議決制度」の導入

改革案は、株主の投票により決められるため、投票の公正さが求められる。そこで、今回の改革では、改革案の投票において「分類議決制度」が導入された。具体的には、①株主会議（ネット投票を含む）に出席した全株主の3分の2以上の賛成が必要である他、②出席した流通株主の3分の2の賛成も必要と規定されている。というのも、ほとんどの上場会社において非流通株主が過半数の株式を保有し、なかには7~8割に達するところも多い。このため、①の一般的な投票方法の場合、非流通株主の票数だけで案が可決される可能性が高く、非流通株主に有利な案となってしまう恐れがある。また、分類議決制の採用の他、流通株主の数が多く、また分散していることに配慮して、証監会はネット投票が可能な環境の整備を会社側に求めた。

4) 「流通権」「対価」という概念の導入

非流通株と流通株が異なる株であるという認識が明白に示された。以前の国有株売却では、政府が決めた価格と数量で国有株を売却するという方法が採られ、失敗の一因となった。性質が異なる流通株と非流通株の取り扱い、特に価格面での取り扱いが鍵を握っていることは既に見たとおりである。

2005年の改革では、非流通株主が流通株主に一定の「対価」（見返り）を支払うことで、非流通株主の保有するすべての非流通株が流通可能になる「流通権」を獲得するという方法が採用されている。「対価」は、非流通株が流通する際に発生し得る流通株の株価下落によって既存流通株主の利益が損なわれる可能性に対する考慮である。国有株売却あるいはその後の非流通株問題に関する議論の中で、しばしば流通株主への「補償」が言及されたが、ここで政府があえて「補償」ではなく「対価」を使用したのは、「補償」は、過去の損失を穴埋めするという意味合いが強いためである。「補償」つまり流通株主の過去の損失の穴埋めとなると、どの時点までさかのぼるか、過去に保有したことのあるすべての流通株主をどのように特定するか、などが新たな争点になりかねないため、「対価」という言葉を使用した。「対価」は、後述のように、非流通株主の流通株主に対する株式の無償譲渡や、現金支給、非流通株の株式併合など、さまざまな手段で支払われている。

5) 売却制限期間の導入

以前の国有株売却の失敗で見られたように、市場の需給悪化の懸念への対処も改革の成否を左右する重要な鍵である。今回の改革では、需給が短期的に大きく悪化することを防ぐための措置が講じられた。すなわち、非流通株主が保有する株式の流通について、売却禁止・制限期間が設けられた。具体的には、非流通株の流通が認められた（流通権を獲得した日）後の最初

の12ヶ月は売却できない。更に、この期間満了後、発行済株式数5%以上を保有する非流通株主が株式を売却する場合、売却株式数が発行済株式に占める割合は12ヶ月（すなわち、流通権獲得後の24ヵ月）以内ならば5%、24ヶ月（同36ヶ月）以内ならば10%を超えないことと規定されている。この措置に合わせて、改革が終了した上場会社の株式は、非流通株と流通株の分類がなくなり、代わりに、「売却制限条件付き株式」と「売却制限条件なし株式」に分けられる。「売却制限条件付き株式」は旧非流通株主が保有する株式で、「売却条件なし株式」は旧流通株や非流通株主が対価として流通株主に譲渡した旧非流通株で改革終了と同時に市場に売却することができる。

2. 改革の進捗状況

「通達」の発表を受け、まず、非流通株改革の実験が2005年5月と6月の2回にわたって行われ、9月に、本格的な実施を迎えた。

1) 最初に2回実験

初回の実験対象として選ばれた4社は2005年5月9日にそれぞれの改革案を発表した。6月中旬までの間で各社が臨時株主総会を開催し、改革案への投票を行った。3社が可決、1社が否決とまずまずの結果となった。各社の改革案では、非流通株主の流通株主への対価の支払い方法として、4社とも非流通株主の流通株主に対する株式の譲渡・現金の支給を採用した。また、対価の支払いのほか、非流通株主は保有株式の売却期間、売却株数、売却価格などに関して何らかの特別承諾をした。

6月17日に初回実験企業の最後の1社の臨時株主総会が終了したのに伴い、政府は、6月19日に第2陣の実験企業42社を発表した。その後8月19日に、第2陣の42社すべてにおいて非流通株改革案の投票が終了し、各社の改革案は全部可決された。6月19日の第2陣の実験企業発表後、ちょうど2ヶ月で実験が終了したことになる。

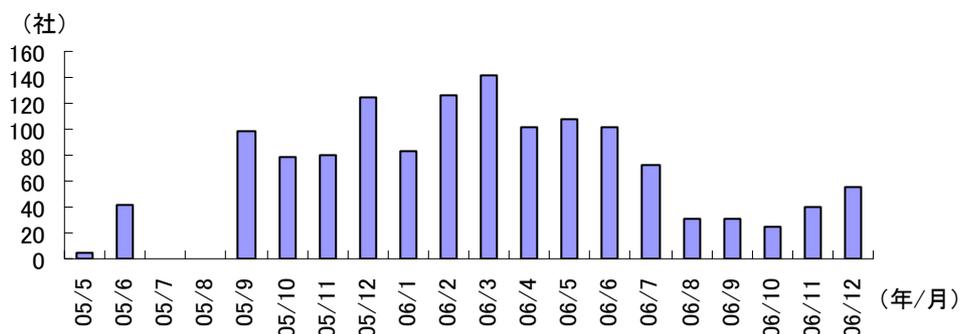
2) 本格実施

第2陣42社の改革実験終了後、2005年9月より本格実施の段階に移った。以来、2006年12月最終週まで、証監会ではほぼ毎週月曜日に非流通株改革の実施会社のリストを発表してきた。特に、2006年6月までは月平均約100社のペースで改革を進めた（図表1）。改革の進展につれ、8月以降は月平均40社弱のペースに落とし、また、毎週月曜日の発表も12月の最終週で終了し、その後は、その都度発表するようになった。2007年2月末現在、非流通株改革が必要な1,340社のうち、すでに1,190社が改革を終了した。これは、改革対象会社の約9割を占める。

3) 改革終了会社と未終了会社の銘柄名の取扱い

2006年9月末まで、改革終了の上場会社の銘柄名は最初に「G」を付け、Gを含む最大4文字の名称に変更され、改革が終了していない銘柄と区別されていた。しかし、改革の進展により、改革終了の会社が大多数になってきたことを受け、国慶節（中国の建国記念日）休み明けの最初の取引日（10月9日）より、G銘柄は従来の銘柄名に戻されると同時に、まだ改革が終わっていない上場会社の銘柄名の最初に「S」が付けられた。S銘柄が非流通株改革を終了

図表 1 非流通株改革の発表会社数の推移



(出所) 中国証券報、中国財經信息网、中国証券監督管理委員会より野村資本市場研究所作成。

すれば、S 表記が取り消され、元の銘柄名に戻る。S 銘柄の取引については、2007 年 1 月 4 日より、値幅制限が 10% から 5% に、取引に関する情報開示制度が ST、*ST 銘柄に準ずるように変更された。

ちなみに、上場銘柄には ST と *ST が付いている銘柄があるが、これらは S 銘柄とは異なる。財務状況などが異常なため投資家が投資判断し難くなった上場会社の銘柄名の前に ST (special treatment の略) が、更に上場廃止のリスクのある会社の前に *ST が付けられる。ST、*ST 銘柄で、且つ非流通株改革が終わっていない場合、銘柄名の先頭は、SST、S*ST になる。

3. 対価と承諾の内容

1) 対価の支払い方法

2007 年 2 月末時点で改革が終了した 1,190 社の改革案をまとめると、対価の支払い方法として採用された主なものは 6 種類である (図表 2)。
 ①株式の無償譲渡。非流通株主が保有株式を一定の比率で流通株主に無償で譲渡する。
 ②現金支給。非流通株主が流通株主に一定額の現金を支給する。
 ③株式分割 (無償増資)。具体的には、準備金を資本金に組み入れて新株を発行し、新株を全株主にいったん割り当てた後、非流通株主が自分の割当分を流通株主に無償で譲渡する。
 ④株式併合。非流通株主が保有株を一定の比率で併合し、非流通株数を減少させる。
 ⑤ワラントの発行。非流通株が流通株主に対し会社の株式を一定の期間で一定の価格で買い付けるまたは売り付ける権利の証書を発行する。コール (買い付ける権利) とプット (売り付ける権利) の両方が発行されており、また、権利行使の時期についてもアメリカ型 (ワラントの満期日までいつでも権利を行使できる) とヨーロッパ型 (ワラントの満期日にのみ権利を行使することができる) の両方が採用されている。
 ⑥資産再編。資産の交換、非流通株主による優良資産の注入など様々な方法が採用されている。

最も多く採用されている方法は株式の無償譲渡である。1,190 社のうち、株式の無償譲渡のみ採用の会社が 808 社、株式分割 (無償増資) のみが 172 社、現金支給のみが 11 社、株式併合のみが 6 社、ワラント発行のみが 6 社、資産再編のみが 15 社、その他の方法 (「差額補填」: 株価が一定の価格を下回った場合、大株主がその差額を補填する) が 1 社である (図表 3)。二つ以上の方法の組み合わせは 171 社であるが、株式の無償譲渡を含むケースが大半で

図表 2 対価の主な支払い方法の比較

対価の支払方法	メリット	デメリット
株式の無償譲渡 非流通株主が保有株式を一定の比率で流通株主に無償に譲渡する。	<ul style="list-style-type: none"> ・簡単で分かりやすい。 ・多くの会社が採用できる。 ・流通株主にとって株式を無償で受け取るため、対価を実感でき案を受け入れやすい。 	<ul style="list-style-type: none"> ・業績の悪い会社の場合、流通株主がこれ以上の株式を保有したがる可能性がある。
現金支給 非流通株主が流通株主に一定額の現金を支給する。	<ul style="list-style-type: none"> ・簡単で分かりやすい。 ・流通株主にとって現金を受け取るため、対価を実感でき案を受け入れやすい。 	<ul style="list-style-type: none"> ・非流通株主のキャッシュフローが潤沢でない場合、現金支給が難しい。
株式分割(無償増資) 準備金を資本金に組み入れて新株を発行し、新株を全株主にいったん割り当て、非流通株主が自分の割当分を流通株主に無償譲渡する。	<ul style="list-style-type: none"> ・流通株主にとって株式を無償で受け取るため、対価を実感でき案を受け入れやすい。 	<ul style="list-style-type: none"> ・業績の悪い会社の場合、流通株主がこれ以上の株式を保有したがる可能性がある。 ・株式の無償譲渡に比べ、流通株主の受け取る対価の計算がやや複雑。
株式併合 非流通株主が保有株を一定の比率で併合し、非流通株数を減少させる。	<ul style="list-style-type: none"> ・実施後、すぐに非流通株の割合が低下するため、コーポレート・ガバナンスの改善効果が出やすい。 	<ul style="list-style-type: none"> ・減資になるため、手続きが比較的煩雑である。
ワラント発行 非流通株主が流通株主に対し会社の株式を一定の期間で一定の価格で買い付けるまたは売り付ける権利の証書を発行する。	<ul style="list-style-type: none"> ・流通株主は、保有株式との組み合わせにより、利益を確定またはリスクをヘッジすることができる。 ・非流通株改革の方法としてだけでなく、中国資本市場に新しい金融商品を提供することができる。 	<ul style="list-style-type: none"> ・ワラントの発行基準を満たす会社が比較的少ない。 ・ワラントの仕組みに馴染まない投資家が多いため、敬遠されやすい。 ・発行されたワラントが投機対象になりやすい。
資産再編 資産交換、非流通株主による資産の注入など様々な方法が採用されている。	<ul style="list-style-type: none"> ・非流通株の解消だけでなく、会社の資産の質の向上、コーポレート・ガバナンスの改善などの効果も期待できる。 	<ul style="list-style-type: none"> ・内容や手続きが複雑である。 ・非流通株主に優良資産がなければ、実施が難しい。

(出所) 各種資料より野村資本市場研究所作成

135社に達する。株式の無償譲渡は、流通株主特に個人投資家にとって最も分かりやすく、対価の受け取りを実感することができ、また多くの会社が採用できる方法である。

対価の水準について、すべての対価支払方法を株式の無償譲渡方式に換算して見ると、平均で流通株10株当たり非流通株約3株が支払われている。

2) 非流通株主の特別承諾

非流通株主は、改革への誠意を示すために、また、改革案に対する流通株主の賛同を得やすくするために、対価の支払いのほか、特別な承諾もした。承諾の内容は、売却制限期間の延長、売却最低価格の設定、最低株式保有比率の設定、株価が一定の水準を下回った場合の非流通株主による株式買い増し、現金配当の実施、株式の無償譲渡の追加、などさまざまであるが、売却制限期間の延長が最も一般的である。基本的に、Ⅲ-1-5)で述べた政府規定を1~2年間延長するものが多いが、中には流通権を獲得して5年以内は売却しないという承諾もあった。

図表 3 非流通株改革の発表会社数の推移

	会社数(社)	シェア(%)
株式無償譲渡	808	67.9
株式分割(無償増資)	172	14.5
現金支給	11	0.9
ワラント	6	0.5
株式併合	6	0.5
資産再編	15	1.3
差額補填	1	0.1
株式無償譲渡+現金支給	51	4.3
株式無償譲渡+株式分割(無償増資)	17	1.4
株式無償譲渡+ワラント	14	1.2
株式無償譲渡+株式買戻し	4	0.3
株式無償譲渡+資産再編	40	3.4
株式分割(無償増資)+株式買戻し	2	0.2
株式分割(無償増資)+現金支給	1	0.1
株式分割(無償増資)+ワラント	3	0.3
株式分割(無償増資)+資産再編	23	1.9
現金支給+ワラント	1	0.1
現金支給+資産再編	2	0.2
株式併合+株式買戻し	1	0.1
株式併合+現金支給	1	0.1
株式無償譲渡+ワラント+資産再編	1	0.1
株式無償譲渡+株式分割(無償増資)+株式買戻し	1	0.1
株式無償譲渡+株式分割(無償増資)+現金支給	2	0.2
株式無償譲渡+ワラント+現金支給	4	0.3
株式無償譲渡+株式併合+現金支給	1	0.1
株式分割(無償増資)+ワラント+現金支給	2	0.2
合計	1,190	100.0

(注) 2007年2月末時点。

(出所) Wind 資訊より野村資本市場研究所作成

3) 特殊会社の対価

非流通株改革の実験段階から、課題の一つとなっているのが、A、B株³の両方あるいはA、H株⁴の両方を発行し、二つの市場で上場している会社、ST銘柄と*ST銘柄といった業績不振の会社の改革方法である。実験段階ではこれらの会社は対象として選ばれず、本実施段階でも最初の1ヶ月は登場しなかった。2005年10月10日に発表された第4陣の改革会社の中に初めてA・B株の同時上場会社が含まれた。続いて翌週16日に発表された第5陣に初めてA・H株の同時上場会社とST会社が含まれ、同24日発表の第6陣に初の*ST会社が登場した。2007年2月末現在、改革終了した会社のうち、A・B株同時上場の会社は72社、A・H株同時上場の会社は26社、STと*ST銘柄は各々26社、45社となっている。

A・B株またはA・H株同時上場の会社の改革案の最大の注目点は、B株主とH株主への対

³ A株は、中国国内上場の人民元建て株式である。B株は、中国国内上場の外貨建て株式（上海証券取引所は米ドル、深圳証券取引所は香港ドル）で、もともと海外投資家（個人も含む）のために1992年に導入されたが、2001年2月に中国投資家にも開放された。

⁴ H株は、海外市場に上場した中国企業（会社登記地が中国）の株式で、海外投資家しか投資できない。現在、海外上場先として最も多いのは香港市場である。

価の支払いの有無である。非流通株改革に関する政府の規定では、B株主とH株主への対価の支払いについて言及していないが、改革案はB・H株主の利益を損なってはならないことが盛り込まれている。このため、株式分割（無償増資）や株式併合など、会社の財務指標（1株当たり純資産など）に変化をもたらす対価の支払方法は、A・B株またはA・H株同時上場会社にとって採用しにくい。2007年2月末現在の改革終了会社のうち、A・B株またはA・H株同時上場会社の対価の支払方法は、主に株式の無償譲渡または現金支給である。

一方、業績の悪い会社の改革については、政府は、大株主による資産注入や資産の交換など上場会社の資産再編を対価の支払方法とすることを勧めている。改革終了のSTおよび*ST会社のうち25社が資産再編の方法を採用した。

IV. 終盤を迎える非流通株改革

約1年半を経過した非流通株改革は、すでに9割の会社が改革を終え、いよいよ終盤を迎える。現在、改革を終了していない（改革中または未改革の）会社は、150社であり、会社数も時価総額も全上場会社に占める割合も小さい。現在、非流通株改革の焦点は、売却制限条件付き株式となった旧非流通株の売却の行方に移っている。

1. S銘柄の改革状況

2007年2月末現在、改革中の会社が102社、未改革（改革を発表していない会社、または株主会議で否決されたことがあり改革し直しとなった会社）の会社が48社あり、併せて150社がS銘柄になっている。改革中の会社のうち35社の改革案はすでに株主会議を通過しており、株の取引が再開されればS銘柄から脱却できる。

未改革の会社には、経営状況が良い会社もあるが、業績が良くない会社が圧倒的に多い。48社のうち、STが10社、*STが26社に達しており、改革済みあるいは改革中の会社に比較して、ST・*STの会社のシェアが高い（図表4）。ST、*ST会社の改革がなかなか進まない原因は、赤字が深刻であることや、一部の株式が差し押さえられていること、大株主が対価を支払う能力がないこと、など様々である。

図表4 改革状況別のST・*ST会社数

非流通株改革の進捗状況	会社数	シェア(%)
改革済み	1,190	100.0
ST会社	26	2.2
*ST会社	45	3.8
改革中(S銘柄)	102	100.0
ST会社	9	8.8
*ST会社	30	29.4
未改革(S銘柄)	48	100.0
ST会社	10	20.8
*ST会社	26	54.2
合計	1,340	100.0
ST会社	45	3.4
*ST会社	101	7.5

（出所）Wind 資訊より野村資本市場研究所作成

図表 5 未改革会社リスト

銘柄名	銘柄コード	時価総額 (億元)	発行済株数		銘柄特徴	銘柄名	銘柄コード	時価総額 (億元)	発行済株数		銘柄特徴
			(億株)	非流通 株割合 (%)					(億株)	非流通 株割合 (%)	
S上石化	600688.SH	439.2	72.0	57.6	H株、上証180、 滬深300	SST秋林	600891.SH	5.2	2.4	46.9	
S深發展A	000001.SZ	281.6	19.5	27.6	外資株、深証成 分、滬深300	S*ST聚友	000693.SZ	5.2	1.9	69.6	
S南航	600029.SH	178.9	43.7	50.3	H株、上証180、 滬深300	S*ST華塑	000509.SZ	5.0	2.5	39.6	
S儀化	600871.SH	154.8	40.0	60.0	H株、滬深300	S*ST朝華	000688.SZ	4.8	3.5	42.9	
S哈藥	600664.SH	82.5	12.4	34.8		SST光明	000587.SZ	4.7	1.9	55.1	
S三九	000999.SZ	75.5	9.8	73.4		S*ST源業	600656.SH	4.6	1.5	45.3	
S三星	000068.SZ	36.1	7.9	71.4	外資株、滬深 300	S*ST大通	000038.SZ	4.4	0.9	78.8	
S*ST磁卡	600800.SH	31.4	5.5	52.6		SST鑫安	000719.SZ	4.4	1.3	62.0	
S百大	600865.SH	27.8	2.7	49.8		S*ST聚脂	600259.SH	4.4	2.1	55.7	
SST天海	600751.SH	18.1	4.9	42.4	B株	SST新智	600503.SH	4.3	1.1	63.6	
S榮凱	600135.SH	16.5	3.4	63.2	外資株	S*ST天香	600225.SH	4.2	2.2	57.0	
S*ST北亜	600705.SH	14.9	9.8	45.0		S*ST海納	000925.SZ	3.9	0.9	66.7	
S佳通	600182.SH	12.9	3.4	50.0	外資株	SST万鴻	600681.SH	3.3	2.1	47.8	
S獅頭	600539.SH	10.3	2.3	46.1		SST湖科	600892.SH	3.0	0.5	69.7	
S蘭光	000981.SZ	10.3	1.6	68.9		S*ST三農	000732.SZ	3.0	2.0	41.9	
SST星美	000892.SZ	9.5	4.1	71.0		S*ST華龍	600242.SH	2.5	1.7	49.5	
SST中農	600313.SH	9.1	2.5	68.3	外資株	S*ST天頤	600703.SH	2.4	1.2	51.0	
SST長嶺	000561.SZ	8.7	4.0	39.0		S*ST天華	600745.SH	2.2	1.2	61.6	
S*ST集琦	000750.SZ	7.4	2.2	43.2		S*ST美雅	000529.SZ	-	4.0	45.5	06/5/15
S*ST奕達	600734.SH	6.9	3.5	62.2		S*ST昌源	000592.SZ	-	2.9	70.3	06/6/16
S*ST新太	600728.SH	6.2	2.1	61.0		S*ST蘭宝	000631.SZ	-	2.4	52.3	06/5/15
S*ST天堯	000670.SZ	5.7	2.7	43.3		S*ST成功	000517.SZ	-	2.3	52.2	06/3/10
						S*ST托普	000583.SZ	-	2.3	43.6	06/5/10
						S*ST佳紙	000699.SZ	-	2.3	58.8	06/5/15
						S*ST亞星	600213.SH	-	1.9	68.4	06/5/18
						S*ST國瓷	600286.SH	-	1.1	34.1	06/5/18

(注) 1. 銘柄コードの表記について、SHは上海証券取引所上場銘柄、SZは深圳証券取引所上場銘柄。
 2. 時価総額は2006年末、発行済株数と非流通株の割合は2006年6月末。
 3. 上証180は、上海証券取引所の主要180銘柄から構成される株価指数。深証成分は、深圳証券取引所の主要40銘柄から構成される株価指数。滬深300は上海または深圳証券取引所の上場するA株のうちの主要300銘柄から構成される株価指数。

(出所) Wind 資訊より野村資本市場研究所作成

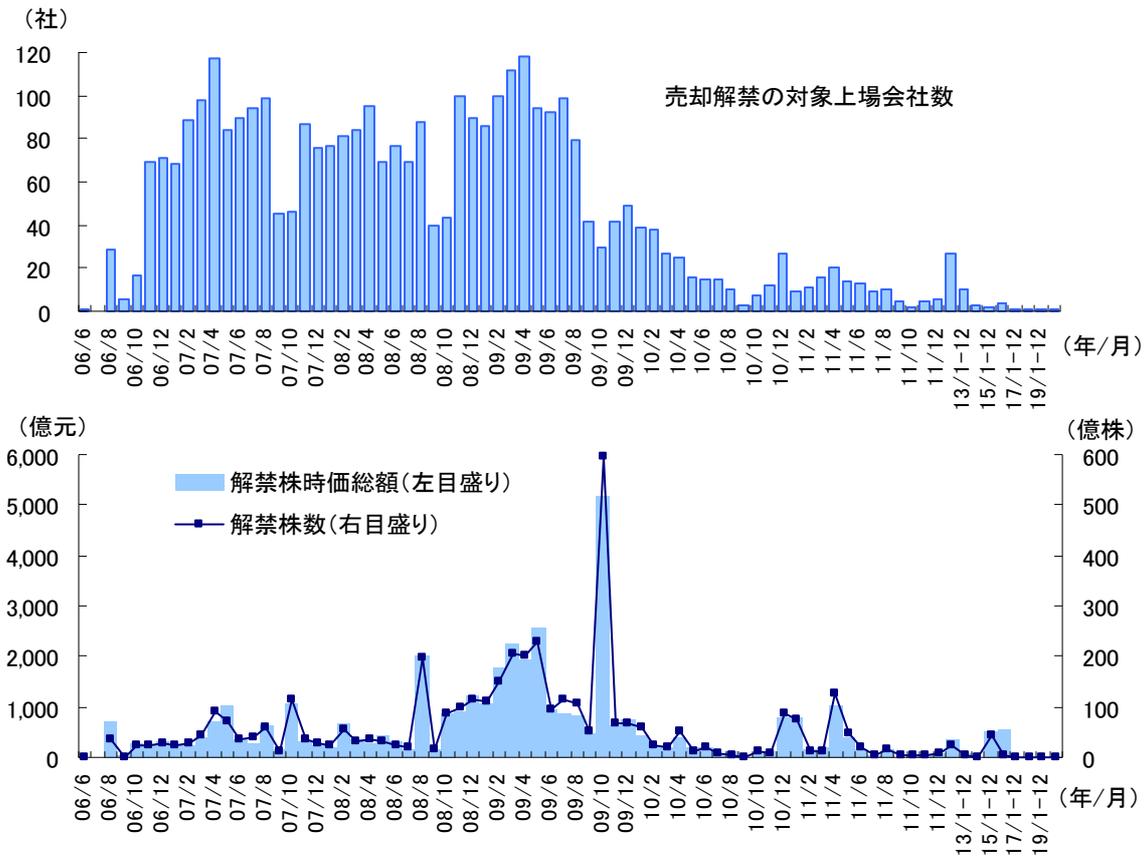
一方、時価総額が比較的大きい会社や、業績が比較的良好な会社では、非流通株の比率が低いことや、国有株の絶対的支配を維持すること、非流通株主が対価の支払いに消極的であること、などが改革の足かせとなっている。例えば、S南航(600029.SH)の場合、唯一の非流通株主である中国南方航空集团有限公司は「国内民生用航空業投資規定」(中国民航総局)に基づき、S南航に対し絶対的支配を維持しなければならないが、現在の株式保有率が50.3%であるため、株式の無償譲渡を対価の支払い方法として採用すると、過半数を割ってしまう(図表5)。また、集団会社は、自身が債務問題を抱えており、現金の支給やワラントという方法も採用できない。非流通株の筆頭株主が外資であるS佳通、S深發展の場合、非流通株主の提案する対価の水準が流通株主の期待する水準と大きくかけ離れている。

このように、未改革の会社は各々、難問を抱えているため、残された会社数は少ないものの、すべて改革が終了するには、なお時間を要すると見られる。

2. 改革に伴う非流通株の流通状況

2006年6月より、旧非流通株主が保有する売却制限条件付株式(旧非流通株)の売却が解禁された。図表6は、改革済み会社の売却制限条件付株式の解禁状況を集計してみたものである。

図表 6 売却制限条件付き株の売却解禁の対象上場会社数・株数・時価総額



(注) 1. 時価総額は、2007年3月6日の終値で解禁株数を乗じた。
 2. 2012～2020年は年間の合計値。

(出所) Wind 資訊より野村資本市場研究所作成

改革実験第1陣の4社が2005年6月に改革を終了したため、12ヶ月の売却禁止期間を経た2006年6月17日に、改革終了1社目に当たる三一重工(600031.SH)の一部の旧流通株(4株主の計1093万株)が売却解禁となった。残りの3社については、紫江企業(600210.SH)の解禁日が8月1日であり、金牛能源(000937.SZ)は唯一の非流通株主が24ヶ月の売却禁止を承諾し、清華同方(600100.SH)は改革案が否決されたことから、6～7月の売却解禁対象は三一重工の1社のみであった。そして、実験第2陣の42社が2005年7月末から8月19日にかけて改革を終了したことから、2006年8月に解禁対象会社が急増した。

その後、改革の全面実施が2005年9月中旬からであったため、2006年9月に解禁対象会社はいったん減少し、10月以降再び増加に転じた。ただし、中小企業銘柄が多いため、会社数の急増に比べて解禁株数及びその時価総額の増加幅は緩やかであった。

2007年の解禁状況をみると、解禁対象株数が最も多い月は10月の123億株で、次いで4月の91億株、5月の72億株となっている。解禁株数が最も多い会社は中石化、次いで民生銀行で、2社とも10月に解禁される(図表7参照)。

今後は、2008年前半まで、解禁対象株数は全般的に毎月数十億株で推移するが、2008年後半から、株数、時価総額ともに増勢が加速する。そして、2009年半ばから会社数、株数、時価総額は、おおむね減少に向かう。ただし、株数と時価総額だけを見ると、2009年10月が突出して

図表 7 2007年の売却解禁株数の上位10社

解禁年月	銘柄コード	銘柄名	解禁株数 (百万株)	解禁株時価総額 (百万元)
2007/10	600028.SH	中国石化	4,916	42,769
2007/10	600016.SH	民生銀行	4,054	46,738
2007/4	600011.SH	華能国際	2,228	17,979
2007/5	600000.SH	浦発銀行	1,930	45,542
2007/5	600050.SH	中国聯通	1,062	5,512
2007/4	000100.SZ	TCL集団	1,038	4,154
2007/8	600019.SH	宝鋼股份	876	7,889
2007/11	600005.SH	武鋼股份	765	6,097
2007/10	600221.SH	海南航空	728	3,663
2007/7	000886.SZ	海南高速	464	1,814

(注) 時価総額は、2007年3月6日の終値で解禁株数を乗じた。

(出所) Wind 資訊より野村資本市場研究所作成

いる。これは、同月の中石化(600028.SH)の解禁分571億株、時価総額4966億元(2007年3月6日終値ベース)が大きく影響しているからである。

一方、売却解禁になっても、実際に売却されるとは限らない。2006年6月に最初に解禁となった三一重工の場合、同月19日に100株のみ売却された。同社は売却解禁の第一号であり、この100株の売却は象徴的な意味が大きい。

解禁株の売却状況について見ると、2006年8~12月に計34社の上場会社が、旧非流通株の株主による解禁株の売却実績を公告した。売却株数は合計3.85億株で、時価総額は50億元であった⁵。なお、非流通株改革の規定に基づき、旧非流通株主が証券取引所を通じて売却した株数が発行済株数の1%以上の場合、売却日から2営業日以内に公告しなければならないが、1%未満の場合は開示義務がない。最初に1%以上の売却を公告した会社は恒生電子(600570.SH)である。2006年8月24日付の同社公告によると、同月に恒生電子の第2位株主である中国経済技術投資担保有限公司(保有比率7.425%)が発行済株数の2.03%に相当する289.6万株を売却した。筆頭株主による1%以上の売却の最初の例は、偉星股份(002003.SZ)である。2006年9月に同社筆頭株主である偉星集団有限公司(保有比率40%)が発行済株数の1.06%に相当する79.5万株を売却した。

2007年に入って、旧非流通株の大株主による1%以上の売却が急増している。1月の売却株数が3.7億株、2月は約1週間の旧正月休みがあったにもかかわらず2.9億株であった⁶。特に筆頭株主による売却が目立ち、また売却株数も大きい。例えば、三一重工の筆頭株主である三一集団は、1月下旬から約1ヶ月間で発行済株数の1.25%に相当する602万株を売却した。また、瀘州老窖(000568.SZ)の場合、筆頭株主である瀘州国有資産管理局が保有する一部の株式(4207万株)が1月12日に解禁となった後、1月27日から2月27日の間に4回にわたって解禁株をすべて売却した。累計売却株数が最も多い会社は中信証券(600030.SH)である。同社の非流通株の12億株分は2006年8月に解禁となったが、複数の非流通株主により、9~12月に計1.4億株、2007年1~2月に計2.2億株売却された。このように、非流通株主による売却の加速は、解禁対

⁵ 2007年2月7日付「毎日経済新聞」、「中国財經信息网」

⁶ 2007年3月11日付「新民晚报」、「証券之星網」

象株が増えていることに加えて、最近の株価上昇の影響も大きいと見られる。

今後、解禁株の増加に伴い、売却も一層活発になろう。ただし、上場会社に対する経営支配権の確保、国の産業政策による国有資本の絶対（過半数）支配の維持などの観点から、大株主が解禁株を全部売却することは考えにくい。

V. おわりに

中国の証券市場改革の最難関とされた非流通株改革が成功裏に終盤を迎えたことに伴い、中国証券市場に様々な変化が起きている。

2005年4月末以降中止になっていたIPO（新規株式公開）と増資が、2006年6月に再開し、株式市場の資金調達機能が復活した。特に、大型銘柄や海外上場銘柄（H株）の国内上場で株式市場がにぎわった。一方、業績不振の上場会社の中には、非流通株改革をきっかけに、大株主による優良資産の注入などの資産再編を通じて、再生したところもある。上場会社の質は全般に改善に向かっていると見えよう。

非流通株改革は、仲介機関である証券会社の業績改善にも寄与した。改革にかかわる業務の手数料が一時的とはいえ、新たな収入源となったほか、対価の支払い方法である株式の無償譲渡、ワラントの発行などは証券取引規模を拡大し、仲介手数料収入の増加につながった。株式市場最大の不透明要因がなくなったことは、2005年半ばまで長期間低迷していた株価のその後の急回復の一因となった。2007年2月末時点の上海・深圳両取引所の株価指数は、非流通株改革前に比べ約140%上昇した。

このように非流通株改革をきっかけに、多くのプラスの変化が見られた。しかし、中国の株式市場はようやく、すべての株式が同株・同権利・同価格で流通可能な「普通」の市場に戻ったばかりとも言える。資源の最適配分機能が十分に働く「真」の資本市場になる土台ができた段階であり、今後も市場の制度、参加するプレイヤーの質を高める改革を進める必要がある。

著者紹介

神宮 健 (じんぐう たけし)

株式会社野村資本市場研究所 北京代表処 首席代表

1961年生まれ。1983年早稲田大学政治経済学部卒、1988年 University of California Los Angeles (UCLA) アンダーソン・スクール卒、経営学修士。

1983年野村総合研究所入社。米国野村総合研究所、経済調査部経済調査室長、同アジア経済研究室長、香港野村総合研究所、野村証券北京代表処などを経て現職。

主要著書に『日本再生への処方箋』（共著）などがある。

李 粹蓉 (り すいよう)

株式会社野村資本市場研究所 主任研究員

1964年生まれ。1988年京都大学経済学部卒業。

1988年株式会社リクルート入社。1990年野村総合研究所入社、野村証券経済調査部を経て、2006年8月より現職。

主要著書に『アジアの発展とリスク』（共著）、『最新中国経済入門』（共著）、『中国の国有企業改革－市場原理によるコーポレート・ガバナンスの構築－』（訳書）、『中国社会保障改革の衝撃』（共著）などがある。



Chinese Capital Markets Research