



株価を抑える要因となる 「非流通株の売却解禁」

関 志雄※

要 約

1. 2005 年春から始まった非流通株改革を経て、中国の証券市場における発行済株数の七割を占めていた非流通株のほとんどが、一定のロックアップ期限を過ぎれば、自由に売却できるような仕組みができた。その結果、非流通株主と流通株主の利益が一致するようになるだけでなく、国有株が市場で売却されることを通じて、大型国有企業の民営化への道も開かれるようになった。これによってもたらされるコーポレート・ガバナンスの改善、ひいては企業の収益の増大への期待は、株価を押し上げている。
2. しかし、その一方で、流通可能になった国有株と法人株が大量に売却されることは、日本における「持ち合いの解消」と同じように、市場の需給関係を悪化させることを意味する。各社の株主総会で承認された改革案をベースに試算すると、2010 年までに解禁となる金額は 22.5 兆元に上る。中でも、2009 年（7.6 兆元）と 2010 年（9.5 兆元）に集中している。現在の中国市場時価総額は 29 兆元（2007 年 11 月 30 日現在）に上るが、これと比べても、これから解禁となる非流通株の規模は如何に大きいかが分かる。株式市場における供給の急拡大が、株価の下落と資金流出という悪循環を誘発することを警戒しなければならない。

I、大量の非流通株の売却解禁を迎える 2009 年

2005 年春から始まった非流通株改革を経て、中国の証券市場における発行済株数の七割を占めていた非流通株（国有株、法人株）のほとんどが、一定のロックアップ期限を過ぎれば、自由に売却できるような仕組みができた。これにより、非流通株と流通株の共存という証券市場の二重構造が次第に改められ、最終的には解消されることになる。その結果、非流通株主と流通株主の利益が一致するようになるだけでなく、国有株が市場で売却されることを通じて、大型国有企業の民営化への道も開かれるようになった。これによってもたらされるコーポレート・ガバナンスの改善、ひいては企業の収益の増大への期待は、株価を押し上げている。

しかし、その一方で、流通可能になった国有株と法人株が大量に売却されることは、日本における「持ち合いの解消」と同じように、市場の需給関係を悪化させることを意味する。特に、株

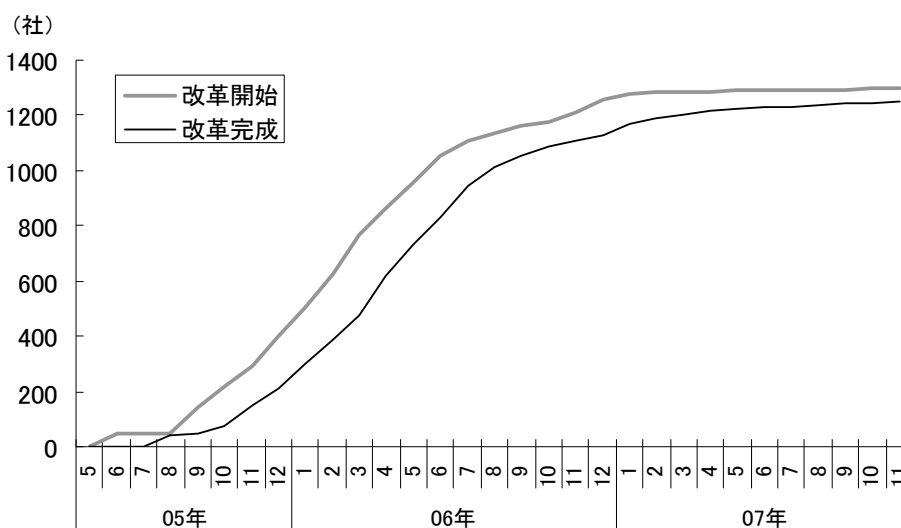
※ 関 志雄（榊野村資本市場研究所 シニアフェロー）

価は、調整局面に入っているとはいえ、PER（株価収益率）が 50 倍（2007 年 11 月 30 日現在）を超えるなど、割高感がまだ解消されておらず、非流通株の売却が、株価低下に拍車をかけかねない。実際、1999 年と 2001 年の二回にわたって、当局が数社を選んで実験的にその国有株を売却したときに、実験の対象となる企業の株価だけでなく、売却の対象範囲を他の上場企業の株に拡大させるのではないかという思惑から、市場全体の株価も急落した。

この教訓を踏まえて、今回の非流通株改革においては、市場の需給関係に配慮して、国有・法人株が流通株に転換されてからも、売却が認められないロックアップ期間が設けられている。具体的に、実際の市場への売却は、最初の 1 年間は一切認められない上、発行済株数の 5%以上を保有する非流通株主については、売却株式数が次の 12 ヶ月（流通権取得から 24 ヶ月）以内は 5%、24 ヶ月（同 36 ヶ月）以内は 10%を超えてはならないと規定されている。当局の規定に加え、一部の企業では、非流通株の売却を認めないロックアップ期間をさらに延長するなど、これより厳しい売却条件が付け加えられている。これらの措置により、これまで市場における需給の悪化を防ぐことができたが、大量解禁の期限が間近に迫ってきている。

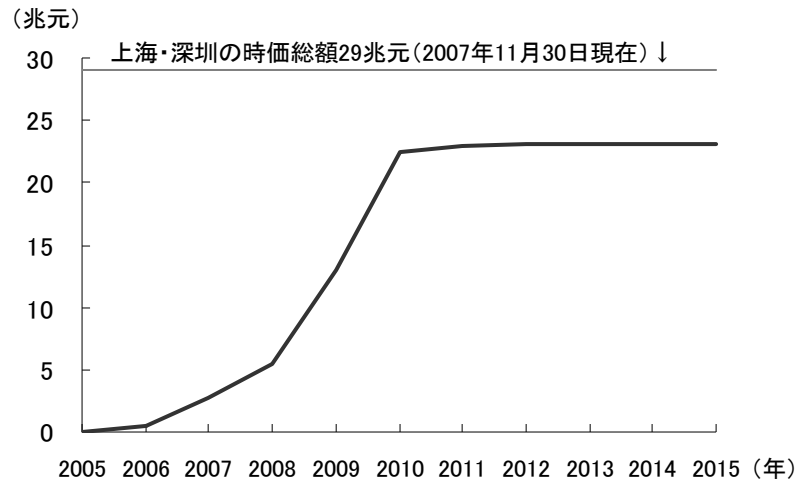
2007 年 11 月現在、一部の赤字企業を除けば、対象となる上場企業のほとんどが改革の手続きを終了した（図 1）。各社の株主総会で承認された改革案をベースに、今後の非流通株売却の解禁の日程はほぼ確定している。これによると、2010 年までに解禁となる金額は 22.5 兆元に上る。中でも、2009 年（7.6 兆元）と 2010 年（9.5 兆元）に集中している。現在の中国市場時価総額は 29 兆元（2007 年 11 月 30 日現在）に上るが、これと比べても、これから解禁となる非流通株の規模は如何に大きいかが分かる（図 2、3）。

図 1 非流通株改革の進展



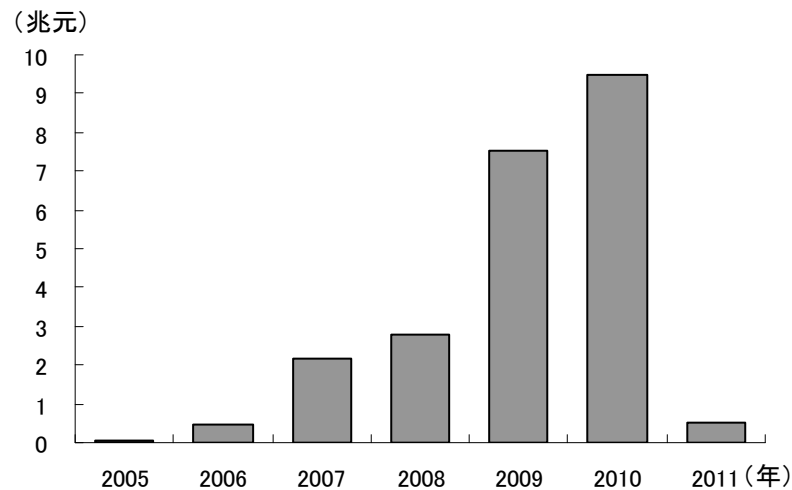
（出所）Wind 資訊より作成

図2 売却解禁の対象となる非流通株（累計、金額ベース）



(注) 2006年6月のIPO再開以降に上場した企業を含む。
(出所) Wind 資訊より作成

図3 非流通株売却解禁のスケジュール（金額ベース）



(注) 2006年6月のIPO再開以降に上場した企業を含む。
2007年11月30日現在。上海と深圳の時価総額は計29兆元（約430兆円）。
(出所) Wind 資訊より作成

Ⅱ、懸念される需給関係への影響

もっとも、非流通株が自由に売却できるようになっても、株主には従来通り、保有し続けるという選択肢もある。しかし、これまでの中国市場の特異性を考えれば、大量の非流通株が売却される可能性が大きいと見られる。当初、国有企業が株式会社に転換された際、株価は一株純資産を基準に決定された。その価格は現在の株価よりはるかに安かったため、非流通株主は、株売却を通じて、巨大な利益を上げることができる。その上、株価がすでにバブルの域に達しているこ

とは、彼らに、所有している株を売却することによって利益を確定する絶好のチャンスを与えている。一般の投資家と比べて企業の経営状態と成長性について最も正確に知りうる立場にある大株主でもある非流通株主は、現在の株価がすでに割高になっていることを十分認識しているはずである。

非流通株売却の解禁に加え、H株の本土市場への回帰を含めて、大型IPOが今後も相次いで行われる見込みである。現段階では、株価の上昇と資金の流入が「好循環」を成しているが、供給の急拡大などをきっかけに、株価が調整局面に入れば、逆に株価の下落と資金流出という「悪循環」を警戒しなければならない。こうした配慮から、2007年6月に、国务院国有資産監督管理委員会、中国证券監督管理委員会は、「国有株主が保有する上場会社の株式の譲渡に関する暫定弁法」を発表した。今後、3つの連続した会計年度内に、国有支配株主が証券取引所を経由して譲渡した株式数の累計が当該上場会社の株式総数の5%未満で、かつ支配権に影響がない場合、譲渡するか否かは、国有支配株主次第であるが、5%を超えた場合、または5%を超えないものの支配権に影響がある場合は、当局の許可が必要となる。これにより、市場における需給関係の悪化に一定の歯止めがかかると期待される。

著者紹介

関 志雄 (かん しゆう)

株式会社野村資本市場研究所 シニアフェロー

1957年香港生まれ。香港中文大学卒、1986年東京大学大学院博士課程修了、経済学博士。

香港上海銀行、野村総合研究所、経済産業研究所を経て、2004年4月より現職。

主要著書に『円圏の経済学』（1996年度アジア・太平洋賞）、『円と元から見るアジア通貨危機』、『日本人のための中国経済再入門』、『人民元切り上げ論争』（関志雄／中国社会科学院世界経済政治研究所編）、『共存共栄の日中経済』、『中国経済革命最終章』、『中国経済のジレンマ』、『中国を動かす経済学者たち』などがある。



Chinese Capital Markets Research