

## 本格化する中国上場企業の非流通株問題の解決

井上 武

### 要 約

1. 中国では上場企業の発行する株式は、取引所に上場され一般投資家による売買が可能な株式（流通株式）と、市場での自由な売買が認められていない株式（非流通株式）に大別できる。発行済株式の 6 割以上を占める非流通株の存在は、株式市場の発展にとって最大のボトルネックとなっており、この処理をどうするかは中国政府の積年の課題となっていた。
2. 2005 年 4 月 29 日、政府は中堅企業 4 社を対象に非流通株問題の解決へ向けた改革を実施し、2005 年 6 月 17 日には対象をさらに 42 社に拡大することを発表した。
3. 中国政府は過去にも非流通株の市場への放出を試みてきたが、いずれも市場の反発に会い失敗に終わってきた。今回の改革では、過去の失敗の経験から①画一的な方式を強制せず柔軟性を持たせる、②最終的な判断は株主、特に流通株主に任せる、③短期的な株価変動に配慮する、といった点に特徴がある。
4. 臨時株主総会が終了した第一弾の 4 社では、1 社が流通株主による賛同が得られずに改革案が否決された。今回の改革に対する市場の反応を見ると、改革の対象となった企業の株価には当初はプラスの効果をもたらすが、権利落ち以降、大幅な下落を経験している。非流通株主による株式の売却は早くても 1 年後であり、今後、徐々に市場への影響があきらかとなっていこう。
5. 改革の実行をサポートするために、税制だけでなく、株式デリバティブや自社株買い、TOB 規制の緩和など様々な制度変更が実施されているが、早急な市場改革が市場に混乱を招くこととならないかが懸念される。一方で、非流通株への換金性の付与によって、国有企業の事業再編や海外からの企業投資が活発化することが期待される。

### I. 本格的な改革に乗り出す中国政府

中国では上場企業の発行する株式には、取引所に上場され一般投資家による売買が可能な株式（流通株式）と市場での自由な売買が認められていない株式（非流通株式）がある。発行済株式の 6 割以上を占める非流通株の存在は、株式市場の発展にとって最大のボトル

ネックとなっており、この処理をどうするかは中国政府の積年の課題となっていた。

中国政府は 2004 年 1 月に資本市場改革に関する 9 つの意見（国九条）<sup>1</sup>を発表して以降、本格的な資本市場改革に乗り出しており、非流通株問題の解決はその重要な一つに位置づけられている。こうした中、2005 年 4 月 29 日、中国政府は中堅上場企業 4 社を対象に非流通株問題の解決へ向けた改革を開始した。

さらに、2005年6月17日、中国政府は新たに42社を非流通株問題の解決へ向けた改革を実施する企業として発表した（末尾の参考資料2を参照）。

非流通株の放出は過去にも何度か試みられてきたが、大量の株式が市場へ供給されることに対する懸念や、売却価格に対する反発から、株価に大きな悪影響をもたらし、いずれも失敗に終わってきた。2001年のピーク以降、現在までにわたる長期の株価低迷の発端となったのも、2001年6月に発表された国有株放出の政策に端を発している<sup>2</sup>。

過去の失敗の経験から、今回の改革は流通市場や流通株を保有する株主（以下、流通株主）に配慮する仕組みを取り入れている。また、企業の独自性を重視した内容であるため、市場や投資家の反応は、過去のように一様ではなく様々である。

以下では、まず、4月より開始された今回の非流通株の解決のしくみについて概観し、先行した4社のケースに対する市場及び投資家の反応を分析する。さらに新たに今回対象に加わった42社の顔ぶれについて紹介し、今後の中国株式市場への影響を考えてみたい。

## II. 非流通株問題の解決方式

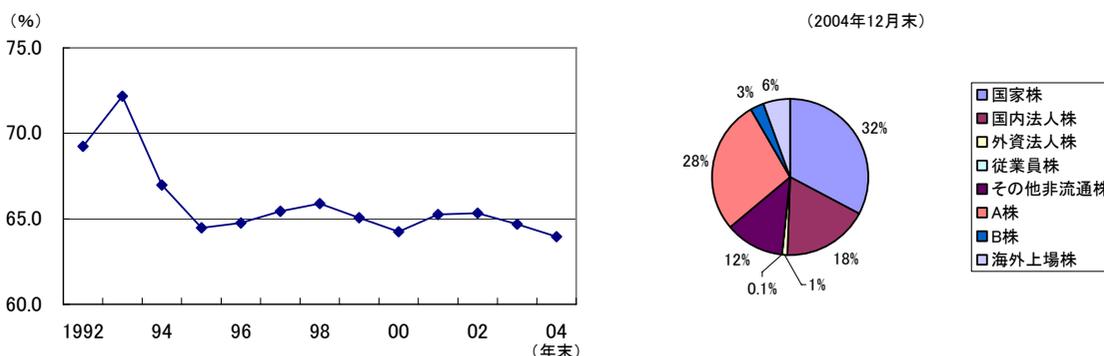
### 1. 非流通株の問題

流通株と非流通株では株式に付随する基本的な権利である議決権や配当を受け取る権利などは全く同一であるが、その所有者と流通性に大きな違いがある。流通株式の大部分は、IPO時に一般向けに発行された株式やその後に増資された株式であり、国内の証券取引所に上場され人民元建てで取引されるA株、外国人向けに外貨建てで取引する株式として当初導入されたB株<sup>3</sup>、香港やニューヨークなど海外市場に上場される株式などがある。

非流通株式には企業の設立時（株式会社化時）に発起人に対して発行された株式や、その後、企業の経営上、戦略的パートナーに対して発行された株式、従業員向けに発行された株式などがある。これらの非流通株式は、上場企業の発行済み株式の6割以上を占めている（図表1参照）。

中国では、企業がIPOを行う際には、新規に発行された株式のみが市場で売買可能で、原則として既存株主の持分は取引所での売買は認められていない。つまり、中国では、通常、企業の上場時に既存株主に与えられるで

図表1 上場企業の発行済株式に占める非流通株の割合



(出所) 中国证券监督管理委员会、深セン証券情報社等より野村資本市場研究所作成

あろう換金の機会が提供されていないのである。このような仕組みを採用しているのは、証券市場設立当初の主要な目的が国有企業の資金調達であり、一方で、国有企業に対する政府のコントロールを維持したいという二つの目的があったからである。

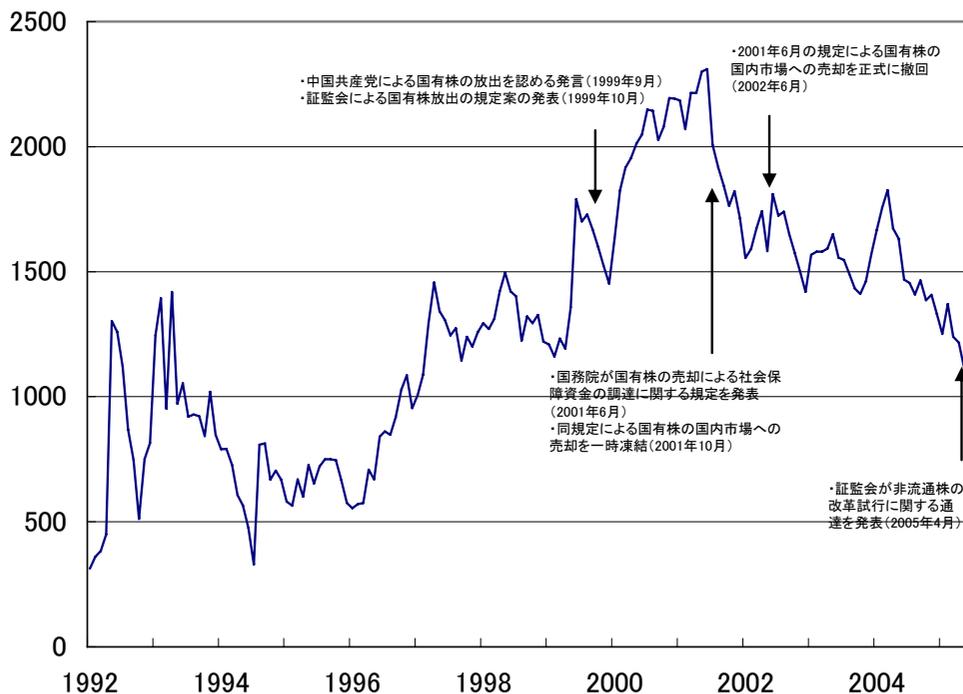
しかし、既存株主にとっては、換金性の付与という形で IPO によるメリットが直接得られないため、その他の手段によって投資先企業の上場によるメリットを享受しようというインセンティブが生じ、大株主としての権利を乱用した様々な不正の原因となってしまった。特に少数株主に株式が集中する場合（一股独大）に、上場企業が増資によって得た資金を親会社や関連企業への不正な融資にあてたり、上場企業に不利な資産取引を強要するなどのケースが生じた。

1990 年の証券取引所の設立以降、中国の株式市場は、過剰なブームと不正、その後の

規制強化というサイクルを繰り返す中で、主要国を参考にしながら制度を整えてきた。現在では、証券関連規制やディスクロージャー制度、コーポレート・ガバナンスの仕組みなど制度面では先進国市場と比べても遜色のない仕組みが導入されてきている。しかし、このように市場の整備が進んだ一方で、依然として上場企業や大口投資家による不正が後を絶たず、株式市場も 2001 年以降長期にわたる低迷が続いている。問題の背景には諸外国に例のない非流通株の存在があることが最近ではクローズアップされるようになってきた。

先述したように、過去の非流通株の売却はいずれも株価ピーク時、すなわち、市場の好況に紛れて実施され、結果的に市場の反発を受けて失敗に終わってきた（図表 2 参照）。今回は株価が低迷し、株式市場対策の必要性が求められている環境下での実施となった。この点からも、非流通株の問題に取り組む当

図表 2 上海 A 株指数の推移



(出所) ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

局の今回の姿勢に過去との違いが伺われる。政策の発表以降、株価インデックスが下落し、市場では今回も政府は政策を撤回するのではないかと噂されたが、証券監督管理委員会（証監会）の尚福林主席は「弓は引かれ矢は戻らない（開弓没有回頭箭）」と発言し、改革の実施を強く訴えた<sup>4</sup>。また、6月27日には、証監会主席として初めて国务院において、非流通株の改革に関する記者会見を行い、改革への強い意志を再度提示した<sup>5</sup>。

さらに、2005年5月30日には、株式市場にとっての非流通株の改革の重要性や市場関係者に対して積極的な取り組みを訴える意見<sup>6</sup>を証監会と国务院国有資産監督管理委員会が出すなど、国家レベルで政策を後押しする動きとなっている。

## 2. 流通株の株主に配慮した今回の方式

過去の非流通株の放出がいずれも市場の不信をかけて失敗した苦い経験から、今回は、流通市場や既存の流通株主への影響について配慮する仕組みとなっている。主な特徴としては、①画一的な方式を強制せず柔軟性を持たせる、②最終的な判断は株主、特に流通株主の自主性に任せる、③短期的な株価変動の問題に配慮する、の3点があげられる。

### 1) 柔軟性を持たせた内容

4月29日に証監会が公布した通知<sup>7</sup>では、非流通株問題の解決方法について具体的な中身については規定していない。非流通株問題の解決策については、過去に証監会が公募を実施した際には4,000以上の案が集まったが<sup>8</sup>、どの案も、良い面、悪い面があり、決定的なものがないこと自体が問題解決の最大のネックといえる状況にあった。

今回、証監会は、一刀両断的な方式を採用することはせず、企業自ら改革案を策定するという方式を採用した。この点については、当局が自ら判断を放棄し責任を回避する仕組

みであるとの批判もある一方で、企業にとっては、異なる株主構成や財務状況に応じて、自ら最適な方法を選択できるという利点もある。さらに、多様な方式が出てくることにより、過去のケースのように市場全体に対して一方向的な影響がもたらされることを緩和する効果も期待できる。

既に改革の可否が臨時株主総会によって問われた4社においては、非流通株を保有する株主（以下、非流通株主）が流通株主に対して、株式の無償譲渡や現金交付によって一定の補償をする内容が提示された。この補償自体が妥当かどうかという問題は別として、流通株主への補償の方法や考え方には各社で大きな違いが見られ、株主や市場関係者を交えて様々な議論が展開された。第二弾の42社では、補償の方式として、株式の部分併合やワラント、オプションなども活用されており、バリエーションはさらに拡大している。2005年7月15日までに改革案を公表した40社では、株式併合と自社株買いを活用した企業がそれぞれ1社、さらに株式オプションを利用した企業が4社あった。また、株価低迷時などに非流通株主が株式を買付ける方式を11社が採用した（図表5および参考1を参照）。

### 2) 流通株主の自主性の尊重

企業が策定した改革案は、取締役会での決議を経た後、臨時株主総会にかけられる。決議の内容は一般に公告され、株主は改革の詳細を記した説明書（改革説明書）をもとに臨時株主総会で議決を問うこととなる。つまり、最終的に企業が提示する改革案を受け入れて、実行に移すか否かは株主自らが決定するという仕組みとなっている。

決議には、臨時株主総会に参加する株主の議決権の3分の2の同意が必要であり、会社の合併や分割、定款変更など、重要事項を決定する際の特別決議と同様の取り扱いとなっ

ている。

更に、株主全体だけでなく、流通株主だけを取り出して、その3分の2の議決権を必要とする分類議決の制度を採用している。2004年12月に、証監会は流通株主の権益の保護を強化するために、増資や重大な資産取引などについて分類議決の制度を導入した<sup>9</sup>。非流通株の問題も流通株主にとっては重要な問題であるため、同様の仕組みを採用している。

その他、流通株主の参加を促すために、少なくとも臨時株主総会の開催通知を3回行い、インターネット経由での投票を5日間以上受け付ける仕組みの提供を義務付けている。さらには、社外取締役に相当する独立取締役が流通株主の議決権の収集を行うといった制度も採用されている。

### 3) 株価変動に配慮

発行済み株式の3分の2に相当する非流通株式の処分は、当然ながら株価に大きな影響をもたらす。また、こうした株価への影響を利用して、不正に利益を得ようとする行為が出てくることも考えられる。中国の株式市場では、従来からインサイダー取引や相場操縦などの問題が絶えず、投資家の証券市場に対する不信の原因の一つにもなっている。今回の通知は、取引の透明性を十分に確保し、こうした問題が生じないように神経を使っている。例えば、企業が改革の実施を宣言してから具体案が公表されるまでの期間や、臨時株主総会への参加株主が確定する基準日以降、総会の結果が公表されるまでの間、当該企業の株式の取引は一時的に停止される。取引の停止によって、投資家は売買の自由を奪われることとなるが、取引の継続性よりも不正な取引を排除することが優先されるという中国ならではの措置といえよう。

さらには、改革の実施について企業が自ら誤解を招くような情報を流すことを禁じ、報

道機関などから改革に関する噂などが流れた場合にも、その真偽について企業が速やかに発表を行うことが必要とされている。

また、大量の株式が一度に市場に放出され需給を圧迫しないようにも配慮している。改革案が議決された後、実際に非流通株の株主が株式を市場で売却できるのは早くても1年後からであり、さらに、発行済み株式の5%以上の非流通株式を保有する大株主においては、1年以内には最大で発行済み株式の5%、2年以内には10%の株式しか売却できないとなっている<sup>10</sup>。また、1%株式を売却する毎に、公告する義務も課されており、大株主の株式売却の動向について透明性を持たせている。

## Ⅲ. 流通株主への補償を提供する改革

### 1. 改革案と株主の反応

第一弾の4社では、金牛能源、三一重工、紫江企業において改革案が臨時株主総会で可決され、清華同方1社では株主全体では3分の2の賛同は得られたものの、流通株主の3分の2の賛同が得られずに改革案は否決された。

各社とも改革の内容は、株式及び現金を流通株主に対する補償として交付するという方式を採用した(図表3参照)。本来、議決権や配当請求権、残余財産分配請求権、新株引受権などの権利が同一であれば一株の価値は全て同じのはずであり、株価もそれを反映したのものとなるはずである。しかし、中国では過去に実施された国有株の放出で株価が大きく下落したことや、非流通株が実際に相対で取引されるときには純資産価格をベースに取引されていたこと、非流通株は上場しないことが前提となっていたことなどから、非流通株の上場が株価の下落を招くことが暗黙の想定となり、株価の下落によって損失を被るであろう流通株主に対して何らかの補償が必要

であるという世論が形成された。また、大株主が上場企業に対して不公正な取引を強要し利益を得るケースが頻出したこともこうした意見を助長する結果となった。

実際の改革案では、非流通株主が流通株主から株式の流通権を獲得する対価として補償を実施すると表現されている。各社で交付す

る株式数などに違いが見られたが、投資家による可否の判断に最終的に影響を与えたのは、単純な交付株式数の違いではなく、むしろ、その計算根拠の背景にある企業の考え方や流通株主への配慮の違いだったように思われる。

改革案が否決された清華同方の案を見てみよう。改革案では、株式分割を実施し、分割

図表3 第一弾の対象となった4社の改革の比較

略称	清華同方	G金牛	紫江企業	G三一
正式社名	清華同方株式有限会社	河北金牛能源株式有限会社	上海紫江集団株式会社	三一重工株式有限会社
上場市場	上海	深セン	上海	上海
主要事業	PC及び周辺機器、設備、ソフトウェアの生産、販売	石炭生産、加工	ペットボトル等、プラスチック製品製造	建設機械等
売上	81億元	24億元	27億元	26億元
総資産	90億元	36億元	67億元	43億元
非流通株比率	52.48%	72.11%(注2)	58.47%	75%
大株主	清華控股(持株)会社(国有株) 50.4%	耶台磁業集団(国有株) 72.11%(注2)	上海紫江集団有限会社(民間法人株) 36.83% ?氏達投資有限会社(外資法人株) 21.30%	三一集団有限会社(民間法人株) 72.42%
改革案	1:1.47515609の株式分割を実施し、大株主(非流通株の株主)が分割による増加持分を流通株の株主に交付。流通株の株主は、10株につき10株を受け取る(実質的な非流通株主からの補償は3.56株)。	流通株の株主に対して、非流通株の株主が所有する株式を10株につき2.5株交付	流通株の株主に対して、非流通株の株主が所有する株式を10株につき3株交付	流通株の株主に対して、非流通株の株主が所有する株式を10株につき3.5株、また、現金8元を交付
計算根拠	特になし。(改革実施後、一般株主の持分比率が47.52%から64.42%に上昇することで一般株主に利益が還元されることを説明)	全株流通後の株価を国際的な同業他社のPERの水準から推定(株価は下落する)。一般株主が保有する時価総額を全流通前後で同水準とするよう一般株主に交付する株数を算出。	全株流通前の企業価値を(非流通株数×一株当り純資産)+(流通株数×改革前の30日平均株価)として、これを全株数で割ることで改革後の理論株価を算出。この株価をもとに、非流通株の株主が株式の流通によって得られる理論的な利益を算出。即ち(理論株価-一株当り純資産)×非流通株数。この利益を全て株式の交付で流通株の株主に還元。	全流通の場合の理論的なPER(10倍)とIPO時のPER(13.5倍)を超過PERとして、その分を非流通株の株主が株式の流通によって得られる利益(流通権)と設定。その額に見合う以上の株式と現金を流通株の株主に還元。
大株主への制限	12ヶ月間は株式の売却は実施せず。その後、12ヶ月内は5%の売却上限、24ヶ月内は10%の売却上限。	24ヶ月間は株式の売却は実施せず。その後、18ヶ月内は5%の売却上限かつ売却株価の下限は8.71元(下限株価は利益配分や資本異動により調整)。	12ヶ月間は株式の売却は実施せず。その後、12ヶ月内は4%の売却上限(ただし、株価が2005年4月29日以前の30日平均株価の110%を上回った場合にのみ売却が可能。株価は利益配分や資本異動により調整)。また、36ヶ月内は10%の売却上限。	12ヶ月間は株式の売却は実施せず。筆頭株主の三一集団においては、24ヶ月間売却は実施せず。その後、12ヶ月内は10%の売却上限(ただし、連続5営業日の株価が2005年4月29日の終値の112.1%、即ち19元を上回った場合にのみ売却が可能。株価は利益配分や資本異動により調整)。
追加変更		売却の際の下限株価を設定。	第二位の株主(外資)については以下の制限。12ヶ月間は株式の売却は実施せず。その後、12ヶ月内は5%の売却上限、24ヶ月内は10%の売却上限。	株式を0.5株増額。

(注) 1.金牛能源、三一重工の略称は、改革実施中であることを示すGが付された名称に変更されている。

2.売上は2004年度、総資産は2004年12月末の値。

3.既発行の転換社債が全て流通株式に転換された場合、66.1%。

(出所) 各社資料より野村資本市場研究所作成

で増加した非流通株主の株式を全て流通株主に交付する仕組みとなっている。この際、流通株主への交付株式が 10 株につき 10 株となるように株式分割の割合を決定している。しかし、なぜ、10 株につき 10 株を交付するかについて明確な計算根拠は示されていない。

また、非流通株主が保有する株式をそのまま流通株主に渡すのと基本的に同じ効果であるにもかかわらず株式分割を実施するのは、見た目の交付株式数を増加させる意図があったのではないかと疑われる。すなわち、10 株につき 10 株を交付するように見えるが、10 株の中には分割によって流通株自体が増加した部分も含まれているため、実際の非流通株主からの補償は 10 株につき 3.56 株となる<sup>11</sup>。さらに、株主価値の保護に関する説明も非常に誤解を招きやすい説明となっている<sup>12</sup>。そして、大株主の譲渡制限についても、他社が通知の規定よりも厳しいものを採用したにもかかわらず、清華同方は通知の最低基準にとどまった。

このように、清華同方の改革案は、相対的に見て説明や流通株主への配慮が不十分なものであったため、株主から反発を受けたものと思われる。

金牛能源と三一重工については、改革後（全株流通後）の想定 PER を現在の PER よりも低く設定し、改革後の株価を算定し、株価下落による流通株主の損失を株式の無償交付で補償するという計算根拠を示している。つまり、改革前の PER は流通株が少ないことで、本来の（あるべき）PER よりも高くなっていたという前提である。両社はほぼ同じ方式を採用しているが、改革後の想定 PER について金牛能源は同業者との国際比較から算出しているのに対して、三一重工は説明が不十分であった。また、大株主への譲渡について、通知よりも長期化した制限や、株価による制限を付加している。

紫江企業は、清華同方の方式に類似してい

るが、改革後の想定株価の計算に利用する企業価値の説明がより一貫性があるものとなっており、さらに、非流通株主の譲渡制限も厳しいものとなっている。

また、三一重工と金牛能源は、改革案の提示後に流通株主の意見を考慮して、追加の変更を実施した。三一重工では、0.5 株交付する株式を上乗せし、金牛能源では大株主の株式売却について、売却価格に下限を設定した。

このように、流通株主への配慮の違いも最終的な可否に影響をもたらしたといえよう。

## 2. 市場の反応

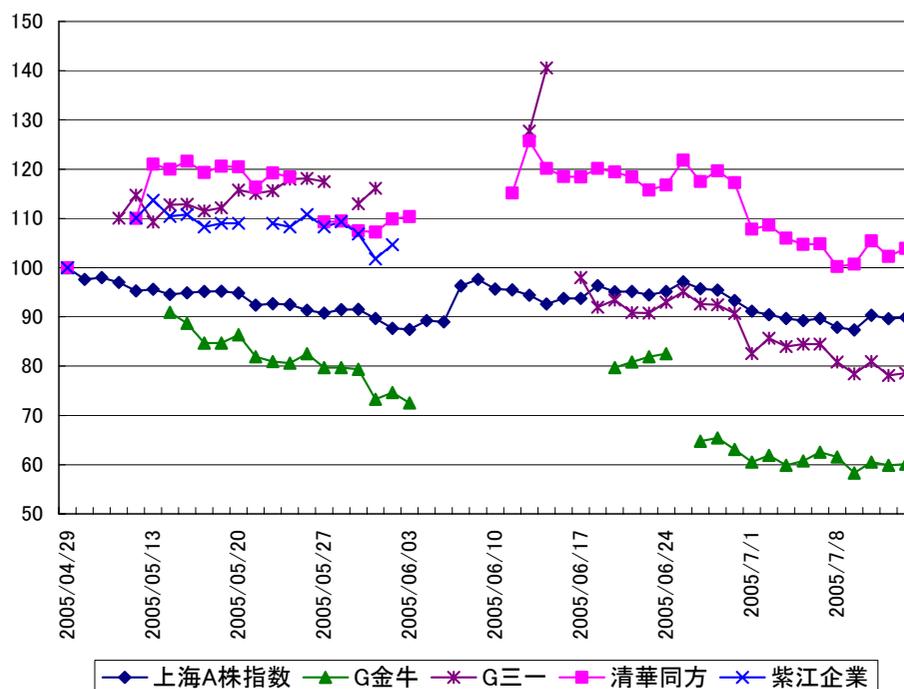
今回の政策について市場はどのように受け止めているのだろうか。上海 A 株指数は、4 月 29 日の証監会による通知の発表以降低下し、その後横ばいを続けている。報道などでは、株価インデックスの下落、低迷は今回の政策に対する市場評価の現れであり、今回も過去と同様に、市場からの反発を受けていると伝えている。

しかし、今回の政策は、これまで見てきたように、過去の国有株、非流通株の放出と比べると、市場への影響について慎重に配慮した内容となっている。図表 4 は第一弾の 4 社について改革の発表以降の株価推移を見たものである。転換社債を発行し、改革前に駆け込みの株式転換が進んでいる金牛能源を除いて、株価は軒並み改革の実施を公表した 2005 年 4 月 29 日の水準から上昇して推移し、流通株主に無償で交付された株式の上場取引が開始された日に大幅な下落を記録している。

先述のように、いずれの会社の改革案においても非流通株主が流通株主に対して、株式の無償譲渡や現金交付によって一定の補償をする内容であったため、実際に改革が実施される企業においては、投資家は改革を株価にプラスと判断したようである。

一方、改革で想定したように、流通株式の増加は株価を下落させる結果となった。その

図表4 4社の株価の推移



(注) 2005年4月29日の値を100として指数化。  
 (出所) ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

水準は、既に無償交付分を含めた投資家の保有価値とほぼ同じか若干低い水準となっている<sup>13</sup>。したがって、まだ先の話ではあるが、非流通株が上場する際に再度株価が下落する事態となった場合、流通株主からの批判が生じる可能性も考えられよう。

また、興味深い点として、改革案が否決された清華同方において、否決直後の株価は下落せず、その後も堅調に推移していることが挙げられる。否決後、企業は継続して改革に取り組むことを宣言しており、補償内容が変更されて、再度企業が改革を提案することが株主から期待されているのであろう。

### 3. 42社に拡大された改革

2005年6月17日には新たに改革の対象として42社が追加され、ある程度の拡大を予想していた市場からも大きな驚きをもって受け止められた。

リストには、時価総額2位と3位の宝山鋼鉄、中国長江電力などの大型国有企業が含まれており、42社の時価総額は市場全体の10%に達する。また、上海証券取引所のブルーチップ指数である上証50に含まれる7社が対象となっており、指数全体に占めるウェイトは4分の1に達している。発表の翌日より42社の株式の取引は、正式な改革案が提示されるまで停止されることとなるため、市場への影響は相当大きなものとなることが予想される。このように市場へのインパクトが大きいにもかかわらず、大胆な政策に踏み切ったことから、今回の当局による非流通株問題の解決に向けた意気込みと自信が伝わってくる。

今回のリストには、前回の4社同様に国有企業以外にも多数の民営企業が含まれている。発行済み株式のうち、政府によって直接保有されている株式や国有企業によって保有され

ている株式の割合が 3 分の 1 未満の企業は 28 社で<sup>14</sup>、全体の 3 分の 2 を占めている。非流通株全体の割合については、前回よりも幅が拡大し、80%を越す高い企業から 40%を

図表 5 42社の改革案と株価の動向

企業名(第二陣)	上場市場	流通株主への補償	非流通株主への制限	改革案の変更	6月17日(売買停止前日)から7月15日までの株価騰落率	騰落率-インデックス騰落率	6月17日から8月22日までの株価騰落率	株数調整後株主価値騰落率
深セン市農産品	深セン	プットオプション	延長、価格		8.5%	16.8%	-	-
吉林アオ東農業集団	深セン	1:0.6074併合、1.86元		現金	-	-	7.5%	31.1%
広東韶鋼松山	深セン	3.5株、(株式報酬制度)	延長、価格、買付	株数、延長、価格	1.9%	10.2%	-6.9%	25.7%
山東魯西化工	深セン	4株	延長、価格	株数	2.0%	10.3%	-	-
浙江新和成	中小企業板	3.5株	延長、価格	株数、延長、価格	7.6%	15.9%	-5.2%	28.0%
浙江偉星	中小企業板	4株	価格	株数	-3.1%	5.2%	-	-
浙江伝化	中小企業板	4.5株	価格	価格	6.7%	15.0%	-7.0%	34.8%
黄山永新	中小企業板	4株	延長、価格	延長、価格	7.9%	16.2%	-	-
浙江杭州シン富生化	中小企業板	4.5株	延長、価格	株数、価格	-1.4%	6.9%	-23.6%	10.8%
中捷縫?機	中小企業板	4.5株	延長、価格、買付	価格	11.0%	19.3%	-	-
四川海特高新技術	中小企業板	3.8株			1.5%	9.8%	-22.7%	6.7%
蘇寧電気連鎖集団	中小企業板	2.5株	延長、価格、買付		-2.5%	5.9%	-11.6%	10.5%
福建七匹狼実業	中小企業板	3株、プットオプション、業績による追加	価格		4.5%	12.8%	-7.5%	20.3%
浙江蘇泊染炊具	中小企業板	3.5株	延長、価格	価格	5.7%	14.0%	-16.9%	12.2%
上海港集裝箱	上海	2.2株、10元	保有維持、配当性向	株数	-1.8%	3.6%	-23.2%	-6.3%
宝山鋼鉄	上海	2.2株、コールオプション	保有維持、価格、買付		3.3%	8.7%	-5.3%	15.5%
中信証券	上海	3.5株、(株式報酬制度)		株数	-1.0%	4.4%	-17.2%	11.7%
河南銀鶴実業投資	上海	4株	延長、価格	株数	-2.1%	3.3%	-	-
武漢人福高科技産業	上海	2株、業績による追加	延長、価格、買付	価格	-4.8%	0.5%	-3.6%	15.6%
広州発展実業控股集团	上海	2.8株	保有維持、買付	株数、買付	-10.1%	-4.7%	-23.5%	-2.1%
鄭州煤電	上海	3.8株、自社株買い	延長、保有維持、価格	株数、保有維持	-2.9%	2.5%	-20.2%	10.1%
広州金発科技	上海	3株、1.4元、(株式報酬制度)、業績による追加	延長、価格		10.1%	15.4%	-8.3%	19.1%
吉林物華集団	上海	5株	延長、価格		13.3%	18.7%	-10.2%	34.7%
珠海華發実業	上海	3株(従業員株は0.7株)	延長、価格、買付制限		4.3%	9.7%	-	-
浙江龍盛集団	上海	4株	買付		8.0%	13.4%	-18.0%	14.8%
北京華聯綜合超市	上海	2.3株、業績による追加、(株式報酬制度)	延長、価格、買付		-	-	-	-
凱諾科技	上海	3株	延長、価格	株数、価格	12.2%	17.5%	-3.9%	24.9%
風神輪胎	上海	4.2株	延長、価格		9.3%	14.7%	-17.3%	17.4%
江蘇亨通光電	上海	4.5株	延長、買付	株数、買付	8.6%	14.0%	-11.0%	29.1%
中化国際控股	上海	1.75株、5.58元、(株式報酬制度)	延長、価格	株数	-4.8%	0.5%	-14.0%	1.1%
江西長力汽車彈簧	上海	3.5株	保有維持、価格	株数、価格、保有維持	-5.9%	-0.5%	-12.1%	18.7%
浙江華海薬業	上海	2.5株、4.643元	価格、買付	現金、価格	12.1%	17.5%	-8.4%	14.5%
保定天威保変電気	上海	4株	延長、保有維持、買付		-0.1%	5.3%	-9.5%	26.7%
杭州恒生電子	上海	4株、(株式報酬制度)			15.0%	20.4%	-10.0%	26.0%
浙江臥龍科技	上海	3.5株	価格、買付	価格	8.5%	13.8%	-3.4%	30.4%
河南中孚実業	上海	1株、株価による現金追加	価格		-	-	-	-
申能	上海	3.2株	延長、保有維持、配当性向、買付		-4.8%	0.6%	-25.8%	-2.0%
上海宏盛科技発展	上海	5株			7.5%	12.9%	-7.9%	38.1%
上海東方明珠集団	上海	4株	保有維持		9.5%	14.9%	-10.4%	25.4%
国投華靖電力控股	上海	2.6株	延長、保有維持		-0.7%	4.6%	-14.4%	7.9%
中国長江電力	上海	1.42株、4.14元、(業績up、ワラント)	保有維持	ワラント	3.1%	8.4%	-3.4%	10.3%
宝勝科技創新	上海	3.5株	延長、価格	延長	1.2%	6.6%	-10.1%	21.4%
			平均		3.5%		-11.7%	17.7%
			上海A株指数		-5.4%		6.8%	
			深センA株指数		-8.3%		5.6%	

- (注) 1. 補償は原則 10 株に対するもの。  
 2. 流通株主への補償の中にある株式報酬制度は当該上場企業の役職員に対するものであり、流通株主への補償ではない。  
 また、長江電力では電力価格上昇による業績向上へのコミットメント及びワラントの付与が提示されているが、必ずしも流通株主のみへの補償には該当しない。  
 3. 非流通株主への制限の説明  
 延長…通知に規定されている譲渡制限期間をさらに延長  
 価格…非流通株主の売却時の株価に制限  
 買付…将来の株価低迷時などにおける非流通株主の株式買付のコミットメント  
 保有維持…大口株主が一定期間、一定以上の株式を保有  
 配当性向…配当性向を一定以上とするため大口株主が株主提案をすることを約束  
 買付制限…大口株主が一定以上の株式を保有しない  
 4. 株数調整後株主価値騰落率は補償によって増加した株数を調整して株主価値の騰落率をみたもの。

(出所) 各社資料、ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

下回る企業まで多様な企業が選ばれた。

会社の規模も分散しており、宝山鉄鋼のように時価増額が 800 億円を超えるものから市場平均の半分にも満たない 10 億円以下のものまで様々な規模の企業が選ばれている。また、PER や PBR、ROE といった株価や収益については市場平均と比べてみても、一定の水準以上というよりも色々な水準のものが選ばれているようである。

今回注目されるのは、2004 年 6 月に開始されたばかりである深センの中小企業板上場する企業が 10 社と数多く含まれていることである。中小企業板上場企業には民間企業が多く、ROE などの収益率が比較的高い企業が多い。また、上場から間もないため資本異動もほとんどなく、株主間の利害調整が比較的容易であることから多くが選ばれたものと思われる。一方で、H 株や B 株を発行する企業については、今回も対象とはならなかった。

改革案のほとんどは第一弾の 4 社と同様に、非流通株主が株式の無償交付や現金交付により流通株主に補償を提供する内容となっている。交付する株式数にかなり偏りがある点が指摘されるが、先述したように、補償の方式として株式の部分併合やワラント、オプションなど新しい方式を採用する企業もある。また、非流通株主の株式の売却制限についても様々な方式が採用されている。このような改革案の違いは取引再開後の株価にも影響をもたらしている。

2005 年 7 月 15 日現在、改革発表時点から株価が上昇した企業は 26 社、下落した企業は 14 社となっている（インデックスの騰落率を下回った企業は 2 社）（図表 5 参照）。第一弾のケースでは、改革発表以降、株価は上昇したが、その後、流通株主に無償で交付された株式が上場された後は、株価が大幅に下落した。こうした経験もあり、第二弾では対象企業が大幅に拡大する中で、投資家によ

る改革案への相対的な評価が株価に反映されているものと考えられる。第一弾の 4 社のうち 2 社が実施したように、投資家の意見を反映して今後改革案を修正するケースも出てこよう。

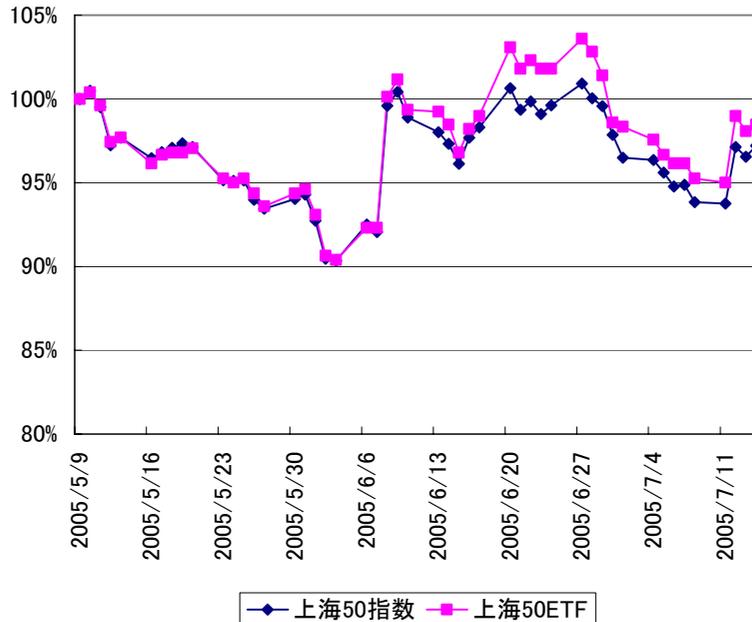
#### IV. 今後の注目点

##### 1. 制度の未整備による問題

先述したように、今回の非流通株問題の解決に対して、中国政府は非常に強い姿勢で臨んでいる。非流通株問題の解決に伴う株式の譲渡や現金交付にかかる印紙税や所得税の免除など、次々と改革をサポートする制度が追加されていることから明らかである。ただし、これまで、強い要望があったものの投資家や株価への影響から導入が見送られてきた株式関連のデリバティブが導入されたり、会社法で禁止されていたはずの自社株買いの規定の整備や、大口株主による流通株式取得における TOB 規制の条件付の緩和<sup>15</sup>など、株価対策を意識する余り、制度変更が性急となっており、投資家の理解不足や当局の対応不足によって市場に悪影響をもたらさないかが心配される。

例えば、今回新しく導入されたオプションを活用した補償の場合、非流通株主の機会損失が拡大した場合に取引の実効性をどのように担保しているかなどに疑問が残る。同様の問題は、株価低迷時に非流通株主に買い入れを約束させている場合にも存在する。さらに、非流通株改革の制度自体にも事前の整備が不十分ではなかったのかと思われるケースがみられる。例えば、非流通株主に外国人投資家がいる企業で、外国人による株式譲渡の取り扱いが明確でなかったため、市場取引の再開が遅れているケースも見られた<sup>16</sup>。また、個別株式の取引が停止されているにもかかわらず ETF の取引が継続しているため、対象としている株価指数と ETF の価格に乖離が生

図表 6 上海 50 インデックスと ETF の価格推移



(注) 2005年5月9日を100として指数化。

(出所) ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

じるなどの現象も生じている（図表 6 参照）。この他にも、今後、制度が不十分であったり、整合性が取れないことなどから様々な問題が出てくることが予想される。

## 2. 企業再編の活発化

一方で、非流通株への換金性の付与が、企業への投資を活発化させることが期待される。中国では、IPO 時に既存株主による売出しができなかったため、未上場企業への投資のエグジットは純資産価格をベースとした相対での売却などに限られていた。2005年6月27日の証監会主席の発言では、IPO の再開時には、新規上場企業に対しては流通株と非流通株の区別を置かないことが示唆された。市場への売却の道が開かれることにより、今後、プライベート・エクイティなどの投資が活発化し、中国で現在最も必要とされている国有企業の再編が進展することが期待される。

また、株価の低迷により経営状態が厳しくなっている証券会社には事業拡大のチャンス

となる。過去に IPO の主幹事業務を獲得する営業活動の一環として非流通株を保有し不稼動資産となっていた証券会社にとっては、資産の有効活用が図られる。

日本企業など中国に進出している外資系企業にとっても、M&A による進出や現地子会社の売却における選択肢が拡大し、効率的な企業投資や再編が可能となることが期待されよう。

(参考1) 第二弾の対象企業の主な改革案

企業名	流通株主への補償	非流通株主の売却制限等
宝山鋼鉄	流通株の株主に対して、非流通株の株主が所有する株式を10株につき2.2株と行使価格4.5元、期限378日のヨーロピアンタイプのコール・オプション(1株購入できるカバード・ワラント)を交付。	12ヶ月間は株式の売却は実施せず。また、24ヶ月内は市場での売却は実施せず。その後、12ヶ月内は5%の売却上限。ただし、株価が5.63元を上回った場合にのみ売却が可能(株価は利益配分や資本異動により調整される)。改革実施から3年内の保有比率は67%を下回らない。改革実施から2ヶ月内に株価が4.53元を下回った場合、20億元の範囲で株式を買い付ける。
中国長江電力	1:1.421の株式分割を実施し、非流通株の株主が分割による増加持分を流通株の株主に交付。流通株の株主は、10株につき1株を非流通株主から受け取る。全株主に対して企業が10株当たり1.74元の現金配当を行い、非流通株主が受け取る分を流通株主に分配。流通株主は10株につき4.14元の補償を得る。その他、非流通株の株主が所有する株式を10株につき0.2496株交付。電力料金の引き上げによる一株当たり利益0.025元の増加。(株主全体に対して、10株につき1.5株分の期間18ヶ月、行使価格5.5元のヨーロピアンタイプのワラントを発行。)	12ヶ月間は株式の売却は実施せず。筆頭株主は24ヶ月間は株式の売却は実施せず。また2015年まで保有比率は55%を下回らない。
上海港集装箱	流通株の株主に対して、非流通株の株主が所有する株式を10株につき2.2株、また、現金10元を交付	12ヶ月間は株式の売却は実施せず。筆頭株主は24ヶ月間は株式の売却は実施せず。その後、12ヶ月内は5%の売却上限。また、5年内は51%以上の株式を保持。さらに、改革以降、毎年、配当性向を50%以上とする提案を株主総会に提案する約束。
中信証券	流通株の株主に対して、非流通株の株主が所有する株式を10株につき3.5株交付。また、株式報酬制度の一環として、経営陣に対して、3000万株(発行済株式の1.2%)を純資産価格で譲渡。	12ヶ月間は株式の売却は実施せず。その後、発行済株式の5%以上を保有する株主については、12ヶ月内は5%、24ヶ月内は10%の売却上限。
深セン市農産品	改革実施後12ヶ月目の最終5日間に4.25元(改革前の株価の26.87%増、株価は利益配分や資本異動により調整される)で、流通株を深セン市国有資産監督管理委員会に売却できるオプションを流通株主に交付。保有株式の半数を管理職に改革前の株価3.4-3.66円で売却できるオプションを国家株以外の法人株主(非流通株主)に交付。管理職は一株当たり0.8元の保証金を積む。	12ヶ月間は株式の売却は実施せず。国有株については、3年以内の市場での売却は行わない。1年以内に譲渡は行わず、その後、2年も譲渡する際には大口取引で取引し、オプションの行使価格以下では売却しない。管理職が取得した株式は3年間市場で売却できない。改革実施後2年以内に市況に応じて、深セン市国有資産監督管理委員会は発行済株式の5%を限度に株式を買い付け、買い付けた株式はその後6ヶ月間は売却しない。
吉林アオ東薬業集団	全非流通株について1:0.6074の株式併合を実施。その後全株主に対して企業が10株当たり1.07元の現金配当を行い、非流通株主が受け取る分を流通株主に分配。流通株主は10株につき1.86元の補償を得る。	12ヶ月間は株式の売却は実施せず。その後、筆頭株主については、毎年の売却上限を発行済株式の2%に制限。第二位の株主については、12ヶ月内は5%、24ヶ月内は10%の売却上限。
広東韶鋼松山	流通株の株主に対して、非流通株の株主が所有する株式を10株につき3.5株交付。また、株式報酬制度の一環として、経営陣に対して、合計で6705万株(発行済株式の5%)を純資産価格で譲渡。	12ヶ月間は株式の売却は実施せず。その後、発行済株式の5%以上を保有する株主については、24ヶ月内は売却せず(除く株式報酬制度によって割り当てられた株式)。売却価格は5元を下回らない(株価は利益配分や資本異動により調整される)。改革実施後2ヶ月以内に株価が改革発表前の権利落ち価格の115%を下回った場合、2億人民元もしくは持株会社の自己資本の5%を限度に持株会社が株式を買い付け、買い付けた株式はその後6ヶ月間は売却しない。
福建七匹狼実業	流通株の株主に対して、非流通株の株主が所有する株式を10株につき3株交付。改革後連続20営業日中10営業日の株価が5元を下回った場合、流通株主は一株5元で保有株式の20%を上限に、持株会社に対して株式を売却できるオプションを保有(株価は利益配分や資本異動により調整される)。2005年、2006年の経常利益が前年比20%以上とならなかった場合、流通株の株主に対して、非流通株の株主が所有する株式を10株に付き0.5株交付。	12ヶ月間は株式の売却は実施せず。その後、12ヶ月内は5%、24ヶ月内は10%の売却上限。ただし、2007年12月31日以前は株価が改革発表以前の株価の110%を上回った場合にのみ売却が可能(株価は利益配分や資本異動により調整される)。
武漢人福高科技産業	流通株の株主に対して、非流通株の株主が所有する株式を10株につき2株交付。2005年の経常利益が前年比20%以上とならなかった場合、もしくは、決算報告に適正意見が付されなかった場合、流通株の株主に対して、非流通株の株主が所有する株式の10%を追加交付。	筆頭株主については、60ヶ月間は売却は実施せず。その後、毎年、保有株の15%の売却制限。改革実施後2ヶ月以内に株価が連続5営業日の間3元を下回った場合、発行済株式の5%を限度に筆頭株主が株式を買い付け(株価は利益配分や資本異動により調整される)。買い付けた株式はその後6ヶ月間は売却しない。その他の非流通株主については、12ヶ月間は株式の売却は実施せず、12ヶ月内は5%、24ヶ月内は10%の売却上限。全ての非流通株主は、改革発表以前の30日平均株価の185%(6.00元)を上回った場合にのみ売却が可能(株価は利益配分や資本異動により調整される)。
鄭州煤电	流通株の株主に対して、非流通株の株主が所有する株式を10株につき3.8株交付。改革実施後、非流通株主が保有する株式に対して2億株もしくは自己資本の24.69%を限度に自社株買い、消却を実施。購入価格は、改革実施以降30日の平均株価の86.17%で上限は3元、下限は純資産価格。自社株買いについて株主総会で否決された場合、非流通株主は戦略的投資家に2億株を限度に株式を売却。	24ヶ月間は株式の売却は実施せず。ただし、株主総会での議決による自社株買いや戦略的投資家などへの売却は例外。その後、12ヶ月内は5%、24ヶ月内は10%の売却上限。筆頭株主は最低51%の保有を維持。さらに、連続5営業日の株価が4.6元以上の場合にのみ売却が可能(株価は利益配分や資本異動により調整される)。戦略的投資家が非流通株主から株式を取得した場合には、24ヶ月の売却制限。その後、12ヶ月内は5%、24ヶ月は10%の売却制限。

(注) 時価総額大手3社と改革案に特徴がある7社を抜粋した。

(出所) 各社資料より野村資本市場研究所作成

(参考 2) 非流通株式の改革の対象となった企業一覧

略称	主な製品、業務	上場市場	スポンサー証券会社	総資産 (億元)	時価総額 (億元)	純利益 (万元)	前年比伸 び率	PER (倍)	PBR (倍)	ROE (%)	非流通株 比率 (%)	国有株比 率 (%)	筆頭株主 持株比率 (%)	上位5株 主株比率 (%)	上位10株 主株比率 (%)	
農產品	農産物卸	深セン	渤海証券	41.0	13.2	1,058	-84.5	113.3	0.9	0.8	38.6	25.1	22.9	34.2	38.5	
吉林アオ東	医薬品	深セン	民生証券	25.2	20.7	11,685	17.9	17.9	1.6	9.0	46.4	14.2	16.3	49.0	52.4	
韶鋼松山	鉄鋼	深セン	西南証券	110.1	47.7	94,826	-3.4	5.0	1.0	18.9	55.8	55.8	55.8	57.0	57.6	
魯西化工	化学薬品	深セン	華西証券	30.9	16.1	11,779	47.8	10.5	1.0	9.4	71.2	67.0	67.0	71.2	71.9	
新和成	有機化合物等	中小企業板	第一創業証券	16.0	12.4	7,261	4.8	17.0	1.7	10.0	73.7	0.0	69.1	72.5	74.1	
億星股份	ボタン	中小企業板	東莞証券	3.8	6.2	2,494	25.3	25.0	2.6	10.6	71.9	0.0	47.5	71.9	73.0	
伝化股份	化学薬品	中小企業板	東方証券	4.6	10.1	5,256	33.6	19.2	2.7	13.9	75.0	3.8	24.6	67.5	77.9	
永新股份	包装紙	中小企業板	東方証券	4.8	6.8	4,368	2.2	15.4	2.0	12.8	75.0	1.1	43.1	73.8	75.6	
シン富業業	ビタミンなど	中小企業板	申銀万国証券	3.6	10.8	3,252	25.7	25.6	2.7	10.5	71.4	0.0	37.9	70.0	74.6	
中捷股份	ミシン	中小企業板	光大証券	9.3	10.0	3,475	16.6	18.1	1.5	8.6	69.8	0.0	33.5	69.1	73.7	
海特高新	航空機整備	中小企業板	興業証券	5.1	12.7	3,654	9.4	23.0	2.0	8.8	69.4	0.0	47.3	66.5	76.8	
蘇寧電氣	電気機器小売	中小企業板	長江巴黎証券	20.5	60.1	18,120	83.2	16.5	3.6	21.8	73.2	0.0	35.1	69.5	77.2	
七匹狼	服飾	中小企業板	大通証券	3.5	7.7	2,889	15.7	20.4	2.0	9.6	70.6	0.0	52.9	72.6	76.2	
蘇泊業	調理器	中小企業板	国信証券	13.6	20.3	6,315	-17.4	24.5	2.3	9.5	74.9	0.0	45.5	69.9	76.6	
上港集箱	コンテナ輸送	上海	国泰君安証券	130.1	292.1	115,574	15.7	25.3	4.3	17.0	76.7	75.2	75.2	78.1	80.9	
宝钢股份	鉄鋼	上海	国泰君安証券	642.6	856.3	938,523	34.7	6.5	1.5	22.4	77.9	77.9	77.9	80.0	81.3	
中信証券	証券	上海	華夏証券	132.1	146.9	16,569	-54.7	84.6	2.7	3.1	83.9	0.0	32.4	57.5	68.7	
銀禧投資	製紙パルプ	上海	海通証券	14.7	12.5	4,530	48.0	28.0	2.6	9.6	60.8	39.3	39.3	61.0	61.3	
人福科技	医薬品	上海	東海証券	18.3	6.7	4,022	31.1	16.6	1.2	7.4	42.5	3.3	28.7	42.7	43.3	
広州控股	電力	上海	中信証券	108.3	114.7	78,444	-2.5	9.8	1.0	10.7	74.2	74.2	74.2	79.5	80.5	
柳州煤電	石炭生産、加工	上海	華政国際	26.4	30.5	15,826	85.9	18.8	2.0	10.2	73.3	73.3	73.3	73.8	74.2	
金発科技	プラスチック	上海	広発証券	16.6	26.7	10,465	13.1	19.6	2.5	12.7	74.3	0.0	24.1	64.5	70.5	
物華股份	PC、周辺機器販売	上海	西南証券	7.6	7.7	2,998	77.4	24.8	1.9	7.4	57.3	0.0	28.8	57.2	58.1	
華発股份	不動産開発	上海	国聯証券	23.2	13.8	8,579	52.5	16.1	1.4	8.7	70.0	41.0	36.2	42.7	44.2	
浙江龍盛	染料	上海	華政国際	21.3	28.8	15,684	25.8	13.9	2.4	16.9	74.9	0.0	17.9	51.8	69.7	
華聯線超	小売	上海	中金公司 (CICC)	22.8	20.3	9,725	50.6	20.7	2.9	13.8	60.2	0.0	30.7	63.1	67.3	
凱諾科技	服飾	上海	德邦証券	16.2	11.5	10,422	19.3	11.0	1.1	10.4	48.3	0.0	25.8	52.7	57.1	
風神股份	タイヤ	上海	中原証券	22.0	16.9	7,665	20.3	22.1	2.4	10.9	70.6	69.6	63.6	71.1	74.5	
亨通光電	光ケーブル	上海	平安証券	11.6	8.6	4,036	10.4	21.4	1.4	6.5	72.3	0.0	52.3	69.2	72.5	
中化国際	化学製品販売	上海	中信証券	53.3	70.2	79,770	204.5	5.9	1.8	30.8	67.8	0.0	64.4	69.2	72.6	
長力股份	トラック部品	上海	国信証券	13.4	8.5	7,518	43.9	5.7	0.7	12.8	60.0	58.3	56.7	61.1	61.8	
華海業業	医薬品	上海	招商証券	9.0	31.3	11,911	50.2	20.3	3.1	15.2	65.0	0.0	29.2	67.8	75.9	
天威保姿	変圧設備	上海	方正証券	26.7	25.8	5,109	28.5	52.1	2.7	5.3	72.7	63.0	63.0	75.5	77.4	
恒生電子	金融業務システム	上海	中信証券	4.5	6.3	2,239	-38.4	18.8	1.2	6.1	75.0	7.4	30.0	51.3	67.5	
臥龍科技	モーター	上海	山西証券	8.7	8.3	6,054	68.4	13.5	1.7	12.2	67.9	7.8	44.4	56.7	64.4	
中華実業	アルミ	上海	国盛証券	36.2	7.8	8,075	8.6	9.7	1.0	10.1	63.0	0.0	30.0	53.6	56.0	
申能股份	投資(電力、エネルギー)	上海	中信証券	179.5	208.7	115,959	2.2	18.0	2.3	12.9	77.1	62.1	58.7	64.6	66.6	
宏盛科技	デジタル家電	上海	広発証券	18.7	10.6	3,908	31.2	27.4	5.6	20.5	86.4	0.0	45.3	58.1	65.8	
東方明珠	メディア	上海	国泰君安証券	56.0	122.2	31,700	22.1	38.5	3.8	9.8	77.2	73.4	52.4	72.9	76.0	
国投電力	電力	上海	国泰君安証券	90.1	45.4	32,846	52.9	13.9	3.4	24.4	61.9	57.6	57.6	65.1	70.7	
長江電力	電力	上海	広発証券、中信証券	331.3	641.8	303,897	111.4	20.9	2.9	13.9	70.4	67.2	63.0	70.0	72.6	
宝勝股份	電線、ケーブル	上海	華泰証券	9.7	6.8	3,952	25.3	17.2	1.2	7.1	62.5	57.5	56.9	62.5	64.3	
G金牛	石炭生産、加工	深セン	国泰君安証券	36.4	71.0	38,126	178.7	10.1	1.9	19.1	67.8	67.8	76.5	81.0	83.0	
G三一	建設機械	上海	華政国際証券	43.2	40.7	32,729	0.8	12.5	2.1	17.2	75.0	1.8	72.4	77.9	81.4	
清華同方	PC、周辺機器生産、販売	上海	西南証券	90.6	50.0	11,590	2.3	43.1	1.7	3.9	52.5	50.4	50.4	52.7	54.0	
紫江企業	プラスチック製品	上海	国信証券	67.3	39.9	21,582	-9.1	18.5	1.5	8.0	58.5	0.0	36.8	61.9	64.7	
上場企業平均				46.2	22.73	12,631	32.1	21.75	2.07	9.0	63.8					

- (注) 1. 株価は2005年6月17日の終値。ただし、G金牛、G三一、清華同方、紫江企業については2005年4月29日の終値。純資産は2004年度末、純利益は2004年度の数値。  
 2. 上場企業平均のPER、PBRは2004年末の数値。  
 3. 国有株には政府の直接保有分と国有企業による間接保有も含む。  
 4. 宝山鉄鋼の株主構成は2005年4月末、G金牛は2005年6月22日時点の数値。  
 (出所) 各社資料、全景ネットワーク(ネットワーク)等より野村資本市場研究所作成

<sup>1</sup> 「資本市場の改革開放と安定的発展の推進に関する若干の意見」 国務院、2004年1月31日。

<sup>2</sup> IPOや増資の際に、調達額の10%に相当する国有株を市場で売却し、売却代金を社会保障基金に充填するという内容であったが、株価の急落を招き、直ぐに中止された。

<sup>3</sup> 2001年2月より外貨を保有する国内投資家にも取引が解禁された。上海証券取引所は米ドル建て、深セン証券取引所は香港ドル建てで取引される。

<sup>4</sup> 中国証券報インターネット版5月17日号。

<sup>5</sup> 同記者会見では、非流通株式の改革について、第三弾の対象企業リストは存在せず、今後、改革の動向を見ながら対象企業を全上場企業に拡大していくことや、今後のIPOにおいては非流通株を設けないという方針が述べられた。

<sup>6</sup> 「株式二重構造改革の試行を確実に実施するための意見」 中国証券監督管理委員会、国務院国有資産監督管理委員会、2005年5月30日。

<sup>7</sup> 「上場企業の株式二重構造問題の解決を試行する際の問題点に関する通知」 (証監発「2005」32号)

<sup>8</sup> 関志雄「中国における国有企業改革」『資本市場クォーターリー』2005年春号参照。

<sup>9</sup> 「社会公衆株の株主の権益の保護を強化することに関する若干の規定」 (証監発[2004]118号) 2004年12月7日公布施行。類別議決制に加えて、独立取締役制度の強化、ディスクロージャーの強化、株主への利益配分の強化などが規定されている。

<sup>10</sup> したがって非流通株式が少数の株主に集中している場合のほうが、広く分散して保有されている場合よりも市場への放出がより段階的となる。今回、第一陣として選ばれた企業はいずれも非流通株を保有する株主数が少ない企業であり、市場への影響を考慮したものと思われる。

<sup>11</sup> 分割による増加分=4.75

非流通株主からの交付=10-4.75=5.25

10株に対する補償=(5.25/14.75)×10=3.56株となる。

<sup>12</sup> 以下のように株主価値が保持されると説明している。

①改革前の非流通株主が保有する企業価値=一株当たり純資産×非流通株式数

②改革前の流通株主の保有する企業価値=改革前株価×流通株式数

③改革後株価=改革前株価×分割前発行済株式数÷分割後発行済株式数

④改革後の非流通株主が保有する企業価値=改革後株価×改革後の保有株式数(改革前と変わらず)

⑤改革後の流通株主の保有する企業価値=改革後株価×改革後の保有株式数

①と④、②と⑤を比較し、双方とも増加していることで株主の権利が保護されていると主張している。しかし、企業価値の計算について、改革前は、純資産と株価を併用し、改革後の株価を計算する時には、株価一本しか利用していない点に整合性がとれない。

<sup>13</sup> 金牛能源の場合、流通株主に無償交付された株式が上場された日(6月28日)に株価は22%下落し

5.84元となった。ただし、無償交付によって、改革前の1株は1.25株となっているため、株主の保有価値は実質的には7.3元(5.84×1.25)となっており、無償交付の権利が確定する基準日6月24日の株価7.44元よりも1.8%の下落となっている。同様に、三一重工の株価は30%下落し8.305元となったが、投資家の保有価値は11.2元(8.305×1.35)となっており、権利確定日の株価11.91元よりも5.9%の下落となった。ただし、三一重工の場合、株式に加えて現金(一株当たり0.8元)が交付されている。

<sup>14</sup> 単純に政府や国有企業が直接株主となっている部分から判断したものであり、この他にも、複数の持株会社などを經由して間接的に政府が保有している部分もあるものと思われる。

<sup>15</sup> 非流通株改革の実施後2ヶ月間の間、通常、30%以上株式を保有する大口株主に課せられているTOB規制が緩和される。実施に際して大口株主は改革案と同時に株式取得の計画を公表し、取得した株式については6ヶ月間売却することが禁じられる。

<sup>16</sup> 紫江企業では、既に2005年6月13日に臨時株主総会で改革案が決議されたが、外国人投資家の取り扱いの問題から7月15日現在、まだ株式の売買は再開していない。