

第7章

交渉過程としての流通化改革

——中国における株式制度改革について

随 清遠 横浜市立大学教授

【要約】

本章では、2005年5月に始まった中国の株式流通化改革を対象として、改革の前提条件の一つである、非流通株主から流通株主への補償規模がいかなる要因に影響されたかを、企業の開示データに基づいて検証した。

株式市場における流通化改革とは、非流通株主が流通権を得るための改革であることを考えれば、当事者同士が交渉して補償規模などを決める過程は、非流通株主に流動性プレミアムを付与するプロセスであると解釈できる。言い換えれば、流通化改革における交渉過程は、流動性プレミアムを当事者同士でいかに分け合うか、に関するものだと考えることができる。

こうした観点に立って、改革の背景、また関連する諸問題を議論したほか、改革に当たって非流通株主から株主への補償過程が、バーゲインニングモデルにどれほど当てはまるかを実証的に検証した。それにより、補償規模は流通株主の保有割合に強く依存するという、バーゲインニングモデルの分析と整合的な結果を得た。また、企業の収益力に対する株価水準である株価／純利潤も、補償規模に正の影響を与えた。ただ、我々の検証では、流動性プレミアムの代理変数について必ずしも十分とらえていない可能性がある。

1. はじめに

本研究は、中国で2005年5月以降、株式流通化改革¹を実施した企業を対象に、改革の前提条件の一つである、非流通株主から流通株主への補償規模がいかなる要因に影響されたかを企業の開示データに基づいて検証するものである。

中国は、社会主義理念を維持しながら、株式制度を導入した。このような独特の事情もあって、同じ配当権と議決権を持つ株式でも、保有主体によって市場での売買（流通化）が認められるものと認められないものに分かれてきた。上場企業の発行済み株式総数のうち、改革するまでの時点において60—70%がその流通化が認められないものであった。全株式の流通化は長年の課題であり、それまで何度か改革の試みがあったが、いずれも失敗に終わった。2005年5月にスタートした今回の改革は、それまでの経験と教訓に基づいて満を持して改革とも言える。

今回の改革の最大な特徴は、非流通株主が流通権を得るための前提条件について、規制当局が一律のルールを設定するのではなく、当事者同士が交渉して決定することである。交渉過程におけるもっとも重要な事項は、非流通株主がいかなる方式で、また、どの程度の規模で流通株主に補償を与えるか、である。本研究の対象期間において、97%以上の上場企業が改革の実施を完了した。

標準的株価決定理論に基づいて考えれば、流通株主が補償を受けなければならない理由は必ずしも自明ではない。もし、ほとんどの市場関係者が認めるように、株式の流通化が企業のガバナンス環境を改善するものであるなら、流通化改革が企業のキャッシュ・フローの改善を通じて、流通株主を含めて、配当権を持つものに利益をもたらすはずである。そうすると、全株式流通化によって生じる流通株主の「損失」を補償する根拠は、健全な資本市場を想定する限り、理論的には不明確になる。しかし、バーゲインニングゲームに基づいて考えれば、流通化改革は非流通株主が流通権を得るための改革であり、交渉過程は結局、非流通株主に流動性プレミアムを付与するための改革であると解釈できる。つまり、改革における交渉過程は、流動性プレミアムを当事者同士でいかに分け合うか、に関するものである。この解釈では、非流通株主から流通株主への補償は、改革によって発生する損失の補填ではなく、流動性プレミアムの分け前である。

そこで本研究の実証部分では、データが開示された1306社の改革実施企業のうち、補償規模が比較的簡単に計算できる株式贈与方式に限定して、その補償規模が当事者の交渉力の代理変数、流動性プレミアムの代理変数にどのように依存するかを検証する。検証の結果、補償規模が当事者の交渉力や株価収益率（PER）に強く依存すること、企業規模や株価資産倍率にほとんど相関を持たないことが検証された。つまり、改革の補

¹ 中国語では、この改革を「股權分置改革」（株式が分離して配置された状態の改革）というが、本研究では、この改革を流通化改革と呼ぶ。

償案は基本的にバーゲインニングモデルと整合的である。しかし、我々の研究においては、流動性プレミアムの代理変数を必ずしも十分とらえていないことが課題として残る。

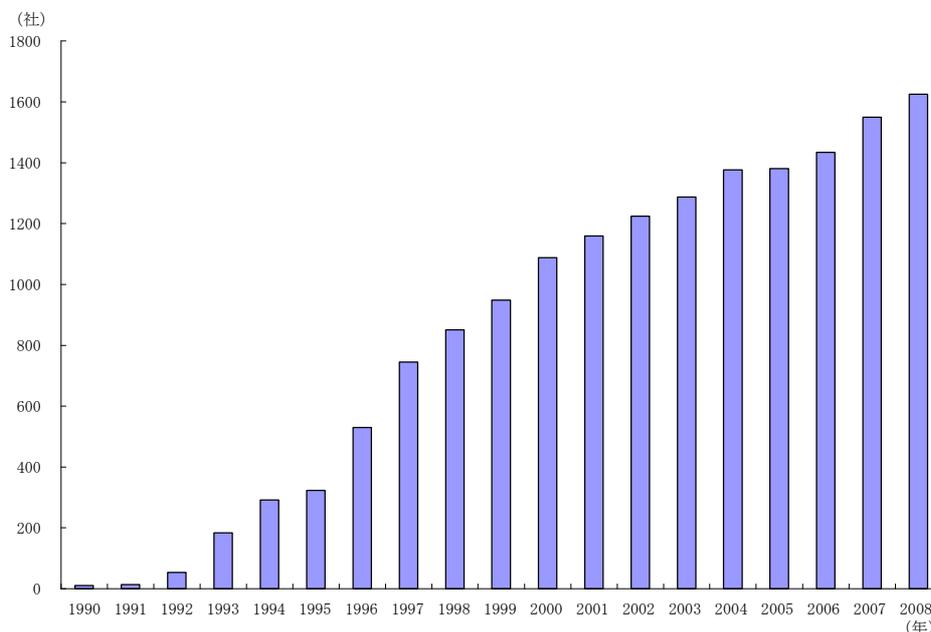
論文以下の構成は次の通り。まず第2節では、中国の株式制度と市場発展の推移を概観する。またこれまでの改革の経緯および2005年の改革におけるルール設定を解説する。また第3節では、個別企業の改革案に基づき注目すべき事例を吟味する。第4節では、簡単なバーゲインニングモデルに基づいて補償規模の決定要因を理論的に説明する。第5節では、対象サンプルとデータを説明し、推計結果を紹介する。そして最後の第6節では、要点をまとめ、残された課題を検討する。

2. 中国における株式制度の発展と改革の背景

いわゆる資本主義経済における株式制度は、完璧な制度でもなければ、完成した制度でもない。事実、先進諸国のどの国においても、株式に関する制度改革作業は、これまで一度も中断されることなくずっと行われ続けてきた。中国では、憲法でその経済システムの性格があくまで社会主義的なものとしながら、改革開放スタートの約10年後、株式制度の導入を認めた。しかし、株式制度と社会主義の原則や公的所有制度との整合性、矛盾点をどう判断するかについては、ずっと曖昧のままであった。事実、株式制同導入の初期頃、社会主義原則の放棄ではないかという戸惑いは少なくなかった。そこで、1992年の鄧小平氏の有名な南巡講話²という鶴の一声の後押しもあって、株式市場は順調に発展したように見えた。図表1では、株式市場上場企業数の推移を示している。

² 1992年1月19日、深圳を視察した鄧小平氏は次のような指示を関係者に示した。「証券、株式、これらがいいものかどうか、危険なものかどうか、資本主義独自のものかどうか、社会主義が使えるかどうか。やってみていいのではないか。勇気を持って試すべきである。」

図表 1 中国国内企業上場企業数



個人株主が企業の配当を請求する権利を持つこと、また株価変動リスクを負担すること、また、不特定多数のものが参加する市場で売買できることなどの点については、先進諸国と同じである。このような制度の導入は長年計画経済をやってきた中国にとっては画期的なことに違いない。しかし、中国の株式制度は、先進諸国のそれと重要な相違点をずっと維持していた。つまり、株式市場で売買が認められるのはごく一部の株式で他の部分はその流通を認めないことである。いわゆる流通株と非流通株の存在である。流通の可否を除けば、配当を享受する権利、株主総会で議決を行使する権利については、全く同じである。後の改革においてこのような状態が「分置（分離配置）」と表現された。

1992年5月、国家体制改革委員会、中国人民銀行、財政部、国家計画委員会と国務院生産センターが連名で公布した『株式制企業施行試案』では、株式が国有株、法人株、個人株と外資株の4つに分類され、通常国有株と法人株が非流通株とされていた。国有部門が保有する部分が非流通とされた背景には、社会主義の原則との建前上の整合性の維持と考えられるが、もう1つの背景は、もともと株式制度の推進は国営企業改革の一貫として進められたので、安易な流通化は国有資産の流失に対する危惧も考えられる。しかし、国有株と法人株を流通市場で売買してはならないという規定は、いずれの明文化された法律や通達にも見つからない。非流通とされた株式は、保有者間での移動がまったくできないわけではない。企業の統合合併、提携、再編成に伴い、株式の移動が必要とされた場合、監督機関の許可を得たうえ、移動がありうる。しかし、その譲渡価格は流通価格ではなく、あくまで協議に基づくものである。

非流通株の存在が健全な資本市場や企業ガバナンスにとってマイナスであることについて、早くから多くの専門家に指摘されてきた。まず、(1) 流通株主が保有する株式は全体のごく一部なので、議決権を行使して会社の経営を左右することが不可能である。その結果として流通株主の関心は必然的に会社経営の実態より株式市場の価格変動に向いてしまう。中国の株式市場はその投機的性格が特に強いと思われる。図表2では、投資家が株式を売買する頻度を示す回転率について中国と日本を比較している。ファンダメンタルズの相違を配慮せず、単純な比較であるが、中国の投資家の売買頻度が日本のそれよりはるかに高いことがうかがえる。逆に株式の大部分を握っている国有部門は、キャピタルゲインを実現させる手段を持たず、必然的に株価軽視の経営を求めてしまう。これでは株式制度の本来の機能が期待できない。いうまでもなく、非流通株式が存在するシステムでは、企業買収を通じて割安な株式を取得して経営を改善するメカニズムが元から機能しない。

さらに、3節後段で紹介する各企業の改革案にも示されたように、特に法人株主は当該企業と関連した業務を行っているので、往々にして国有部門である大株主はその地位を利用して保有先企業に不利な取引を強いてしまうケースが少なくない。

図表2 日本と中国の株式取引回転率比較 (%)

年	東証一部	東証二部	上海市場	深せん市場
1998	34.40	18.94	453.63	406.56
1999	50.33	57.32	471.46	424.52
2000	59.46	56.04	492.87	509.10
2001	60.38	31.07	269.33	227.89
2002	68.65	37.81	214.00	198.79
2003	88.94	43.27	250.75	214.18
2004	94.98	102.15	288.71	288.29
2005	114.35	141.46	274.37	316.43
2006	123.40	88.84	541.12	609.38
2007	137.83	53.37	927.19	987.42
2008	150.10	40.18	395.76	503.46

計算方法)

東証の場合：100*年間売買代金合計/月末時価総額年間平均値

中国の場合：年間売買高/流通株年末時価総額