

中国上場企業の有償増資状況について

王 東明

1 はじめに

近年、中国の上場企業は資金調達的手段として有償増資を重視し、主に既存株主を対象に株主割当の方法で増資をしてきた。周知のように、中国上場企業の株式所有はその六割以上が国家株、法人株と言った非流通株つまり「不動株」であり、一般流通できる個人株は全体の三割前後に過ぎない⁽¹⁾。有償増資に当たっては、国家あるいは国有法人の株主の大部分は資金不足のため、株主割当増資に応じず、その権利を放棄したりあるいは個人株主に譲渡するケースが増えてきた。しかし個人株主はこのような国家株、法人株から権利を譲渡されても、それはもともと「非流通株式」であったため、現時点ではこの種の株式は統計上は非流通株の「その他」(転配股)に分類され転売できない。個人株主が所有しても一般流通ができない。国家株、法人株有償増資の権利譲渡部分は流通できないのである。

また、有償増資には現制度は様々な条件を設けている。例えば株主資本利益率(ROE)については、最近三年間連続して一〇%以上を要求され、エネルギー、原材料及びインフラ関連企業はこれよりやや低いが、しかし九%以上でなければならないという規定がある⁽²⁾。この規定が公布された九六年以後は、上場企業の株主資本利益率(ROE)は次第に一〇%に集中する現象がみられ、ROE比率が政策的に操作されているのではないかという問題が生じている。

小稿では九〇年以後の上場企業有償増資に関する幾つかの政策変化と時期を整理し、近年の有償増資状況を紹介しながら、権利譲渡された「国家関連株」(転配股)がなぜ流通できないのか、またなぜ株主資本利益率(ROE)一〇%現象が生じたのか、その原因などを分析し、有償増資の側面から現在中国株式市場が抱えている構造的な問題に接近してみたい。

2 有償増資の政策変化

有償増資の政策変化については以下三つの段階に分けることができる。まず第一段階は「上場企業の無償増資・有償増資に関する暫定規定」(九三年二月一七日)公布以前の時期である。この時期は「中華人民共和国会社法」がまだ成立しておらず、有償増資に関する規定は全くなかった。有償増資の比率、価格などの具体的な規定がないため、上場企業は自らさまざまな増資を行なった。例えば九三年氣碱化工は一〇対四、一株につき二元で増資した。また九四年の初め頃に、鞍山合成は一〇対九、一株につき二・六元、四川峨鉄は一〇対八、一株につき三・八元、北京天橋は一〇対八、一株につき二・七元、広華化織は一〇対六、一株につき二・九元でそれぞれ増資した。この時期の特徴は、大部分の企業はその後規定された有償増資比率の一〇対三より高く、増資価格は多くが一株につき二元〜四元で、有償増資価格は比較的低いことである。また、有償増資に対しては、この時期の国家株主はしばしばその権利を放棄し、国家株の増資枠を無償で個人株主に配分することがあった。その他、有償増資で調達した資金の使途、企業営利状況などについての明確な規定はなかった。

第二段階は九四年から九七年までの時期である。この時期有償増資に関する一連の規定が相次いで公布され、増資の条件と手順が次第にルール化された。中国証券監督管理委員会は「上場企業の無償増資・有償増資に関する

る暫定規定」(九三年二月一七日)、「会社法」の施行および上場企業有償増資の規範に関する通達」(九四年九月二八日)、「一九九六年上場企業の有償増資に関する通達」(九六年一月二四日)などを公布した。また国有資産管理局からは「上場企業無償・有償増資の際の国家株権益の維持・保護に関する緊急通達」(九四年四月四日)も出された。これらの規定は有償増資に関して幾つかの主要な条件を設けた。その条件とは(一)有償増資で得た資金の用途は国家の産業政策の規定に適合すること。(二)前回発行した株式を全額消化したあと1年以上を経過すること。(三)最近三年間の株主資本利益率(ROE)は各年ともすべて10%以上、エネルギー、原材料、インフラ関連企業はやや低くてもよいが、しかし9%以上を保持すること。(四)会社が有償増資で発行した株式数は当該企業の発行済株式数の30%を超えないこと。但し今回の有償増資で調達した資金が国家の重点プロジェクトと技術更新に用いられた場合は、この制限を超えてもよい。

以上のような有償増資条件は国家の産業政策の方向に沿い、国の重点プロジェクトを支援するものと言えよう。それを受けてこの時期、多くの企業は有償増資方式で資金を調達した。なかには四川长虹のように九五年、九七年二回有償増資しあわせて三〇億元余りの資金を調達し、通化東宝は同じく二回の増資で五億元余りの資金を調達した。

また、九四年四月国有資産管理局は国家株の有償増資の権利放棄あるいは増資権利の個人株主への無償譲渡が国家利益に反することは明らかで、国家株の「株主」は有償増資に応じまたは有償で増資権利を譲渡すべきであり、如何なる状況下でも随意に有償増資の権利を放棄してはならないという「緊急通達」を出した。この「緊急通達」によって、個人株主に有償で増資権利を譲渡するケースが増えたが、しかし現時点ではこの種の株式は転売できない(九四年一〇月一七日中国証券監督管理委員会の「通達」)。個人株主が購入しても一般に流通できない

表1 中国上場企業の有償増資状況

年	有償増資 企業数(社)	最高価格 (元/株)	平均価格 (元/株)	有償増資 株数(億株)	有償増資額 (億元)
1994	51	7.00	3.20	6.13	19.6
1995	56	7.35	3.80	7.23	27.5
1996	46	7.80	4.70	20.66	72.17
1997	110	14.00	5.45	54.07	246.57

(注) 最高価格、平均価格および94年、95年の数字は王作功等「上市公司配股面面観」『中国改革報』1998年6月3日によるものである。

(出所) 『中国証券報』1998年4月16日、『中国改革報』1998年6月3日より作成。

い問題は残ったままである。有償増資の円滑な遂行に向けて新たな時期を迎える。

第二段階は九八年以後の時期である。九八年初、国有資産管理局は証券監督管理委員会と協議したうえ「上場企業の国家株株主有償増資の応募問題に関する通達」(九八年二月)を出した。この「通達」は国家株の株主は必ず現金または資産で有償増資の株式を購入することを要求し、特殊な状況で止むを得ない場合のみ増資権利の一部放棄あるいは譲渡を許される。この新しい政策の実施で国家株の株主は今後基本的には有償増資の権利放棄や譲渡はできなくなった。九八年以後についてみると、有償増資を実施した企業のほとんどは国家株の増資権利を個人株主に譲渡しなくなっている。この政策の影響で、今後はより多くの国家資金⁽³⁾または国有資産が上場企業に投入されるものと予測されている。

3 有償増資の状況

以上のような政策過程を通じて、有償増資の条件と手続は次第に整備され、増資量も拡大してきた。特に九四年七月一日「会社法」の実施後、中小企業が多数を占める既存の上場企業は上場基準、特に最低資本金を満たすため、無償増資(株式配当、無償交付)あるいは有償増資を大量に行った。また九五年は一連の緊縮金融引締政策の実施と預金金利の引き上げが企業の「資金難」を招き、各社は有償増資に走った。表1が示すように九六年

表2 中国上場企業国家株・法人株の有償増資権利譲渡（転配股）残高

年	有償増資権利譲渡企業数 (社)	有償増資権利譲渡残高 (億株)
1994	18	1.10
1995	49	6.27
1996	23	11.60
1997	75	22.87

(出所) 中国证券监督管理委员会編「中国証券期貨統計年鑑1997」中国統計出版社、1997年、59頁。「中国証券報」1996年7月15日、98年4月16日、6月1日。「証券市場導報」1996年12月号、13頁。中国证券监督管理委员会編「中国証券統計年報1995」中国法制出版社、1996年、160～164頁により作成。

の有償増資企業は四六社だったが、九七年は一気に一一〇社と二倍以上に増え、調達した資金は九六年の七二億元から九七年は二四七億元と三倍にもなった。

4 有償増資における国家株、法人株の権利譲渡（転配股）問題

有償増資が増えているなか、殆どの企業は株主割当増資を行なったため、発行済株式の六割以上を占める非流通の国家株、法人株株主の大部分は払い込み資金に困り、増資権利を放棄あるいは個人株主に譲渡せざるを得ない。国家株、法人株の権利譲渡（転配股）残高は年々増え、九七年では二・八七億株となり、有償増資企業一一〇社うちの七五社（六八％）がその増資権利を個人株主に譲渡した（表2）。

一方個人株主は国家株、法人株の権利譲渡株式を購入しても、現時点ではそれを一般流通ができない。これは現在中国特有の株式分類つまり「国家株」、「法人株」、「個人株」または「流通株」、「非流通株」の区別が引き起こした問題であり、明らかに「会社法」の「同株同権利」の原則に違反し、個人株主の権利を侵害することになっている。

5 ROEの10%現象

株主資本利益率 (ROE: Rate of Return on Common Stockholders' Equity) は中国では純資産税引後利益率 (ROE=税引後利益÷純資産×100) と理解され、上場企業有償増資の主な条件として重視されている。これらで有償増資に必要な企業利益の条件には幾つかの変化があった。

まず九三年中国証券監督管理委員会の「上場企業の無償増資・有償増資に関する暫定規定」では二年連続の黒字という条件があった。しかし九四年同委員会は増資条件を最近三年間連続黒字であることに引き上げ、また株主資本利益率 (ROE) は三年平均で10%以上、エネルギー、原材料、インフラ関連企業は10%より少し緩く規定した（「会社法」の施行および上場企業有償増資の規範に関する通達「九月二八日」）。さらに九六年同委員会は「一九九六年上場企業の有償増資に関する通達」（二月二四日）の中でより厳しい条件を設け、最近三年間株主資本利益率 (ROE) は各年ともすべて10%以上、エネルギー、原材料、インフラ関連企業は少し緩和して9%以上であることとした。

以上のような政策変更に対し、上場企業は増資を実現するためのような行動を取ったか、そして増資の必要条件となった株主資本利益率 (ROE) は近年どのように変化してきたかを上海財経大学の蔣義宏・魏剛氏の研究報告書にみることにしよう。⁽⁵⁾

両氏の研究をもとに近年の株主資本利益率 (ROE) の分布状況の変化をみると、九五年以前の三年間は5%～10%の比較的広い範囲に分散した（図1、2、3）。しかし九六年、九七年の二年は一気に10%～11%の狭い区間に収束し、鋭いピークが現われた（図4、図5）。つまり当局の設定した増資条件に上場企業は敏感に反応し、いわゆるROE10%現象が生じている。また表3は上場企業に占めるROE10% (10%≦ROE<11%) 企業の比率を示すものであり、ここでROE10%企業は年々増えていることがわかる。

上場企業は増資基準をクリアしようと努力するあまり、なかには経常利益以外の様々な収入で10%ラインを

図1 1993年度上場企業のROE分布

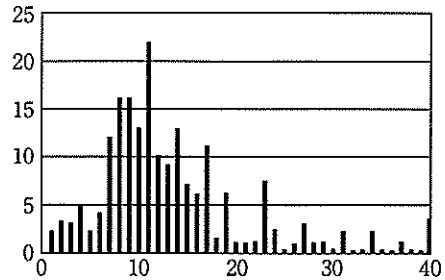


図3 1995年度上場企業のROE分布

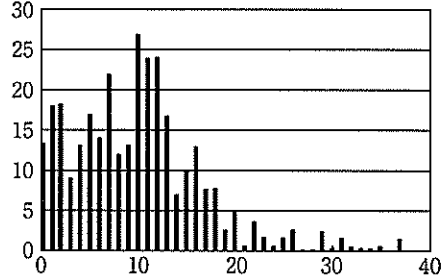


図5 1997年度上場企業のROE分布

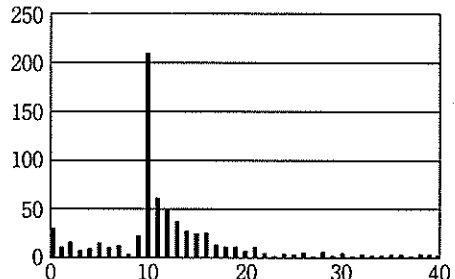


図2 1994年度上場企業のROE分布

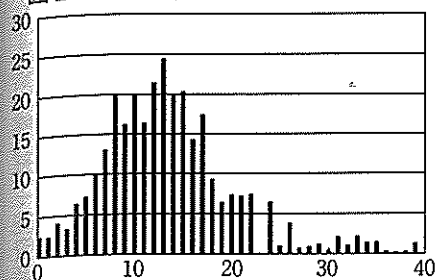
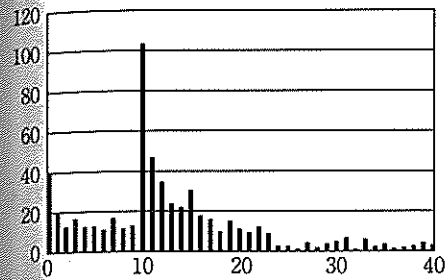


図4 1996年度上場企業のROE分布



(注) 縦軸は上場銘柄数、横軸はROE(%)である。ROE(%)は $0 \leq ROE \leq 40$ の区間を取っている。
(出所)「中国証券報」1998年5月28日

表3 上場企業に占めるROE10%企業の比率

年 度	1993	1994	1995	1996	1997
ROE10%($10\% \leq ROE < 11\%$) 企業数(社)	13	20	27	104	211
年末上場銘柄数(社)	186	291	343	530	755
比率(%)	6.99	6.87	7.87	19.62	27.95

(出所)「中国証券報」1998年5月28日。

守るものもあり、あるいはまた公認会計士の保留意見があってもそれを無視して一〇%を計上する。基準がある限り何年でも一〇%を維持しそこに固定しようとする。いわば一〇%は上場企業の「生命線」のようなものであり、企業はこの線を守るのに必死で、ROEによって振り回されているのではないかという疑問が残る。⁽⁶⁾ 上場企業の増資については「上有政策、下有対策」(上に政策あれば、下に対策あり)という言葉どおりの現象がみられる。

6 むすびにかえて

以上近年の有償増資状況を紹介し、それと関連する政策変化の過程を見てきた。ここで有償増資における国家株、法人株の権利譲渡(転配股)問題およびROEの一〇%現象を取り上げて、現在中国株式市場が抱えている幾つかの構造的問題を有償増資の側面から考察した。今後法制度と市場の要求の細やかな摺り合せがますます重要な課題になるであろう。

注

- (1) 上場企業の株式所有状況について、拙稿「中国の株式分布状況について」『証研レポート(No.154)』一九九七年六月号を参照されたい。

- (2) 中国证券监督管理委员会「一九九六年上場企業の有償増資に関する通達」(一九九六年一月二四日) 証監発字「一九九六」二七号、「中国证券监督管理委员会公告」一九九六年第一期、三月二五日、五頁〜七頁。
- (3) 王作功等「上市公司配股面面觀」『中国改革報』一九九八年六月三日。

- (4) 株主資本利益率 (ROE : Rate of Return on Common Stockholders' Equity) は「目」資本利益率」または「資本利益率」ともいう。その計算式は以下である。ROE (%) = 当期純利益 ÷ 当期平均資本合計 × 100。当期平均資本合計 = 前期末資本合計 + 当期末資本合計 ÷ 2。株主資本利益率 (ROE) は現在中国では純資産税引後利益率あるいは純資産収益率 (ROE = 税引後利益 ÷ 純資産 × 100) という指標で理解されている。
- (5) 蔣義宏、魏剛「ROE是否已被操作——關於上市公司純資産収益率的美証研究」『中国証券報』一九九八年五月二十八日。
- (6) 周軍「百分之十現象」『中国証券報』一九九八年五月二十八日。