

中国証券法の生まれ出ずる悩み

田 中 信 行

概 要

中国の証券法は激しい論争を経て98年によりやく成立したが、論争の成果を反映したものとはならず、時代に遅れた姿のまま誕生した。証券法が施行されてからまもなく、中国はWTO体制の構築へと転換に動き始め、法制度の整備が進められた。証券市場も国際化とそのため規範化を急ピッチで進めているが、証券法は蚊帳の外に置かれたままになっている。本来、国有企業改革における法的支柱のひとつとして期待されて登場したはずの証券法が、なぜかくも惨めな境遇に貶められているのか。本論文は、それが置かれている現在の正常とはいいがたい状況の根源を明らかにし、そのことが提示する問題の意味について考察することにより、今後の改革のなかで証券法に課せられている課題とは何かを展望する。

キーワード

中国、証券法、会社法、国有企業改革、WTO、

はじめに

激しい論争と紆余曲折の長い道のりを経て、中国証券法は1998年によりやく成立を見た。しかし、そのようにして成立した証券法は、論争と苦節の道のりから多くの成果や示唆を得ることにより、それらを見ずからの財産としたわけではなく、それとは反対に、論争や対立を封印したまま、過度に抑制された簡素な姿で生まれ出たのであった。証券法に期待された役割の大きさに比較して余りにもみすぼらしいその姿に、将来への不安が予見されていた。あるいはそれは、自明のことであったというべきかも知れない。

証券法が施行されてからまもなく、不安はたちまちにして現実のものとなった。中国はWTO加盟を間近に控えて、WTO加盟後の体制構築へと転換に動き始めた。社会主義的市場経済という独自の経済システムを、できる限りグローバル・スタンダードで規範化

しようという、新たな改革がスタートしたのである。そもそも中国の証券法は、国有企業改革を株式制度の導入によって推進させるため、93年に成立した会社法とともにワンセットで立法されるはずのものであった。ところが、順調に成立した会社法とは対照的に、証券法は苦難の迷路に迷い込み、5年も遅れて成立することになった。しかも順調に成立した会社法がすでにその当時、WTO体制への転換をも視野に入れ、グローバル・スタンダードを強く意識して構成されていたのに対し、遅れて生まれてきたにもかかわらず、証券法はその点で極めて禁欲的な姿勢を保持していた。生まれ出たときから証券法は、早くも1週遅れの状況にあったといえよう。

2001年12月に10年越しの懸案であったWTOへの加盟が実現したのち、WTO体制への転換が急速に進められつつある現在、証券市場においても新たな改革が展開する渦中において、証券法はひとり蚊帳の外にある。もとより法体系の形式的な構成という点からみれば、証券法分野において証券法は基本法としての位置を占めているが、現実的な証券制度の枠組みから見た場合には、証券法が実効性をともなった規制の対象に含めている範囲は、一定の分野に限定されている。WTO体制への転換を軸として進められている現在の証券制度の改革は、証券法があえて規制の対象から外した部分に集中しているため、改革はあたかも証券法とは何のかかわりもないかのように進められているのである。かかる状況は正常とはいいがたい。本来、国有企業改革における法的支柱のひとつとして期待されて登場したはずの証券法が、なぜかくも惨めな境遇に貶められているのであろうか。

本稿では、証券法の置かれている現在の正常とはいいがたい状況の根源を明らかにし、そのことが提示する問題の意味について考察することにより、今後の改革のなかで証券法に課せられている課題とは何かを展望してみたいと思う。

I. 起草過程の混迷

1. 混迷の予兆

92年初頭のいわゆる南巡講話において鄧小平が株式制の実験を提唱したことをきっかけとして、それまでの激しい論争に終止符が打たれ、国有企業改革に株式会社制度を導入する方針が確立することになった。同年秋に開催された中国共産党第14回大会がこの方針を公認したことを受けて、中国では社会主義制度のもとで株式会社形態の企業が活動するという、前例のない実験に取り組むことになったのである。

党大会より前の5月に国務院の国家経済体制改革委員会など企業改革関連部門は、株式

制実験弁法、株式有限会社規範意見、有限責任会社規範意見という3つの法規を制定して、株式会社の本格導入に対応する準備を始めた。その一方、全国人民代表大会（以下、全人代と略す）は株式会社の法制化に備えるため、会社法、証券法、先物取引法など関係法律の立法作業に着手することになった。会社法の起草作業は国务院の関連部門に委ねられたが、証券法の起草作業は通常のプロセスとはやや異なり、全人代の財政経済委員会に委ねられた。全人代の目論見としては、会社法と証券法とを短期のうちに同時に成立させるため、効率を優先させて分担させたものと考えられるが、証券法にとってはこの分業関係がかえって災いし、会社法が翌93年に順調に審議を経て成立したにもかかわらず、証券法は98年にようやく成立するまで、じつに足掛け6年に及ぶ論争に明け暮れ、紆余曲折を余儀なくされたのである。

証券法の成立に至るまでの混迷の始まりは、起草組織の設置のときにまで遡る。92年6月に開催された全人代常務委員会委員長会議は、「証券取引法」の制定に着手することを正式に決定した。同時に、同法がきわめて専門性を重視される法律であるという点を考慮し、全人代の代表でもある経済学者の励以寧北京大学教授を責任者とする起草小組を設置して、作業をすすめることを決定した。励教授は全人代の代表として全人代財政経済委員会の委員に任じられていたため、この起草小組は財政経済委員会のもとにおかれ、同委員会からもメンバーが参加することになった¹⁾。

起草小組は92年7月末に発足し、アメリカ、日本、韓国、台湾、香港などの証券制度を参考にしつつ、10月には証券取引法草案第1稿を取りまとめた。法案草稿の取りまとめにあたって合意された基本方針は、以下の3点である。

- ①中国の現状を基礎に、先進諸国の経験を参照し、証券業の規範化と国際化を目指す。
- ②証券市場に法的保障を与え、公平な競争の実現を目指す。
- ③集中的統一管理をおこない、責任と権利の明確化を目指す。

こうした方針のもとに作成された第1稿は、関係機関との調整を経て修正を加えられ、11月に第2稿、12月には第3稿とあわただしく稿を重ねていった。

ところで、通常の立法過程においては、まず政府の関係部門が草案の叩き台を作成し、これをもとにして全人代常務委員会の法制工作委员会²⁾が関係各部門との調整をおこない

1) 起草小組のメンバーは、組長が励以寧教授、副組長が高程徳北京大学教授、以下組員は、王連洲財政経済委員会委員、劉修文（同）、曹鳳岐北京大学教授、他2名（北京大学修士課程大学院生）である。本章の記述は、新聞報道などのほか、王連洲委員と李誠全人代常務委員会弁公庁研究室経済研究室副主任とが中心になって取りまとめた、当事者達による起草作業の総括報告とも言える内容の、王連洲、李誠編『風風雨雨証券法』（上海三聯書店、2000年）に多くを依拠した。

2) 財政経済委員会や法律委員会は、全人代に設置されている常設の専門委員会で、委員は全人代の代表によって構成されている。これに対し法制工作委员会は全人代常務委員会に属する事務機関であり、法律の草案作成を担当する専門のスタッフによって構成されている。

つつ草案を取りまとめ、全人代常務委員会に上程するという手続きがとられている。重要な法律の場合には、証券法起草小組のような専門家集団による起草グループが設置される例も珍しくはないが（刑事訴訟法、契約法、物権法などに例がある）、その場合にも法制工作委員会が関係部門との調整役をつとめるのが一般的である。証券法の場合には財政経済委員会のもとに起草小組が設置されたため、草案作成の初期段階で法制工作委員会との関係が希薄になり、実務サイドとの調整役を欠いたことが、後に大きな問題として浮上することになった³⁾。

2. 証券取引法から証券法へ

93年1月、この第3稿の内容を検討するため、政府関係機関、全国の業界関係者、専門家などが北京に招請されて、関係部門による最初の討論会が開催された。検討された問題は多岐にわたったが、この会議を経て、「証券取引法」は「証券法」と名称を変更されることになった。当初、全人代常務委員会が示していた構想では、株式の発行については会社法において規定し、株式を含めた証券の取引について証券取引法が規定するという分担関係が採用されていた。第3稿の第2章には「証券の発行」という一連の条文が用意されていたが、それは会社法との分担を前提とする内容であった。会議ではこの点についての異論が強く提起され、株式の発行も含めた包括的な内容の「証券法」に変更すべきという合意が形成された。この変更は全人代常務委員会にも受け入れられるところとなり、これ以後、法案は「証券法」と名称を改めて稿を重ねていくことになる。

93年3月1日、起草小組は「証券法」として修正された第4稿を携え、10日間の香港調査旅行に出発する。香港での調査を経たのち第4稿は修正されて第5稿となるが、ここでは先物証券取引や信用取引など、それまでの草稿では認められていなかった行為についての規定が追加されるなど、大きな変更が生じている。また3月には全人代の任期が改まり、第8期全人代が発足したことを契機に、起草小組のメンバーが一部入れ替えられ、強化された⁴⁾。

さまざまな論点を抱え、いくつかの曲折を経ながらも、この頃まで関係者は立法の見通しを比較的楽観視していた。年内には会社法ともども成立するという前提で立法手続きが

3) 財政経済委員会に起草小組が設置されたこと自体が問題というわけではない。そのような例は珍しいものではなく、最近5年間では全人代常務委員会が立法した経済法分野の法律のおよそ3割が、財政経済委員会のもとで起草されている。「陳光毅指出：証券法發揮重要作用」、『証券日報』2003年2月12日、インターネット版。

4) 組長の励以寧教授は財政経済委員会委員から法律委員会副主任に昇任し、組員の北京大学院生に代わって、楊志華中国証券監督管理委員会法律部処長、夏治平証券業協会法律部副主任、梅慎実弁護士が新たにメンバーに加えられた。

計画され、それを疑う者はほとんどいなかった。WTO の加盟交渉が本格化するに合わせて、市場の法的整備を求める声は強くなっていたし、93年7月15日に青島ビール株式有限会社が中国企業としてはじめて香港市場に上場したことも推進力となって、全人代の指導者たちや証券業界からは証券法の早期立法を待望する意見が繰り返し表明されていた。全人代常務委員会への草案上程を控えて、新しい起草小組は法案第6稿を取りまとめ、財政経済委員会は関係機関と最終的な調整をおこなうための検討会を7月7日に招集した。ここで大きな論争となったのは、以下の3点である。

- ① 証券市場での取引にかんして、取引数量、株価の値幅などについて一定の制約を設けるべきか否か。設ける場合の方法はいかにすべきか。
- ② 証券業の管理体制は中央集権とするか、地方分権とするか。それぞれの場合について、その体制をいかに構築するか。
- ③ 国有株の取扱いをいかにすべきか。流通の制限をいかにして確保すべきか。

会議の場では、①、③の問題については大方の意見を集約することができたものの、②については関係機関の利害対立が厳しく、最後まで合意を得られることはなかった。結果から見ても、②の問題点が最後までもっとも深刻な争点として存在し続けたといえるであろう。

7月の会議を経て、起草小組は第6稿に修正を加えた第7稿を、最終草案として全人代常務委員会に提出した。通常の立法手続きでは、国务院の関係機関で起草された法案は、全人代常務委員会に設置されている立法事務機関である法制工作委员会に提出され、同委員会による調整作業を経て、正式の草案として常務委員会の審議に上程される。ところが証券法については、起草小組が全人代財政経済委員会のもとに設置されたため、通常の手続きとは異なり、法制工作委员会を経由することなく、財政経済委員会から直接常務委員会に上程されるという、やや変則的な手続きをとることになった。だが、正式の審議手続きに入った93年8月の常務委員会会議以後、議事規則にもとづいて法案はまず法律委員会の審議に委ねられることになった。そのため、必然的に法律委員会の審議にともなう修正作業は、法制工作委员会が担当することになった。一方、起草小組は常務委員会における審議期間中も法案成立まで修正作業を継続する意欲を示したため、修正作業は起草小組と法制工作委员会とが分立したまま並行してすすめるという複雑な状況に陥ったのである。

常務委員会の審議過程に入った後も起草小組が存続して、修正作業に参加するという事態は異例である。起草小組があえてそうしたルール破りを犯したのは、法制工作委员会によるその後の修正作業に強い不信感を抱いていたためと思われる。しかも後述するように、修正作業のなかで草案作りに強くかかわっていたのは起草小組と法制工作委员会だけではなかった。証券法の立法作業はこれ以後、これら立法関係機関相互の複雑な対立とねじれ

現象に、どこまでも苦しめられることになったのである。

3. 証券管理体制をめぐる争い

立法の過程で最大の争点となった証券市場の管理体制について、その経緯の概略を示せば、おおよそ以下のようである。

証券や株式の発行は、全国統一的な制度が形成されていない状況のもとで、すでに80年代前半から各地方で散発的かつ実験的におこなわれていた。それらの証券業務は各地方政府の指導のもとで、おもに中国人民銀行など一部銀行の地方支店とわずかな数の証券会社によって取り扱われていた。90年に上海証券取引所が、91年に深圳証券取引所がそれぞれ営業を開始したが、上場された企業の数は百社を超える程度であった。しかし92年に株式制の本格導入が決定されたことを受けて、国務院は証券市場の全国統一的な管理体制を早急に構築する必要に迫られた。10月に国務院証券委員会と中国証券監督管理委員会（以下、証券監督委員会と略す）を成立させた国務院は、12月17日に「証券市場のマクロ管理を一層強化するについての通知」を出し、中央は国務院証券委員会と証券監督委員会が管理し、地方は各省証券監督管理機関が管理するという、分権的な管理体制を採用する方針を明らかにした。この方針にしたがって、上海と深圳の証券取引所はそれぞれ地元省政府が管理し、証券監督委員会が監督するものとされた。

あわせて、国務院は証券市場の規範化を早期に実現するため、以下の関係法規を各担当機関で起草することを決定した。

表1 関係法規起草作業の分担関係（カッコ内は具体的な担当機関）

【証券監督委員会の担当】

- ・株式発行・取引管理暫定規定（国家経済体制改革委員会、証券監督委員会）
- ・証券経営組織管理弁法、投資基金管理弁法（中国人民銀行）
- ・証券業者行為規範（証券監督委員会、証券業協会）
- ・株式発行資格審査管理弁法（証券監督委員会）

【国家経済体制改革委員会の担当】

- ・証券法

証券法は国家経済体制改革委員会の担当とされたが、前述のように全人代常務委員会に起草小組が設置されたため、証券法そのものの起草作業は起草小組がすすめ、国務院はそれとは離れて、証券法が成立するまでの暫定的な行政法規を作成するという、奇妙な分業関係が成立することになった。ただし、起草小組による作業が予想をはるかに越えて遅延したため、国務院サイドの立法作業が事実上先行し、結果としてその内容が実務的な側面では起草小組の作業に大きな影響を及ぼすことになった。

国によって正式に認可された証券取引所が国内に2ヵ所しかないことの弊害は、闇市場の登場によって明らかとなった。91年以降、中国人民銀行、各地方政府はおもに法人株の取引を仲介する目的で、主要都市29ヵ所に証券取引センターの開設を認可したが、個人の株式投資熱が高まると、瞬く間に闇市場が広がっていった。闇市場では非合法の株取引がおこなわれただけでなく、正規の上場企業ではない企業の株式が取引されたり、株式会社ではない企業の発行する「株式」が取引されたりした。これらの闇市場では投機行為や詐欺事件、不正な「株式」の発行などが多発し、しばしば多くの個人投資家を巻き込んだ社会的重大事件を引き起こした。国はこうした混乱を是正するために、中央による集権的な統一管理体制に転換しようとしたが、地元国有企業の資金調達などに権限を確保したい地方政府の抵抗は根強く、容易に合意を形成するには至らなかった。

また、中央と地方との関係に加えて、中央でも政府内の官庁間に利害の対立関係が存在していた。証券の発行、取引にかかわる行政上の権限を有していたのは、証券委員会、証券監督委員会のほか、国家計画委員会、国家経済体制改革委員会、財政部、中国人民銀行など多くの部門があり、それぞれが担当する範囲内で管理権や監督権を行使していた。これらの関連部門はいずれも、それらの権限が証券委員会ないし証券監督委員会に集約されることを警戒していた。

4. ボタンの掛け違い

ひとまず全人代常務委員会での審議にまでこぎつけた証券法ではあったが、ここで思わぬ障害に直面した。証券法と並行してすすめられていた会社法の草案も完成し、常務委員会の審議のために上程されたのであるが、その際、常務委員会は会社法と証券法を同時に成立させるという当初の方針を変更し、会社法を先行して審議する方針を決定したのである。会社法草案は国务院の関係部門が起草し、法制工作委員会によって修正されたのちに上程されたのであるが、この起草作業の期間中、証券法の起草グループとのあいだにほとんど実質的なすり合わせはおこなわれてこなかったのである。そのため会社法が先に成立した場合には、証券法は会社法に規定された関連規定を受け入れざるをえず、会社法を前提としてそれとの整合性にも配慮しなければならなくなったのである。加えて、常務委員会のこのような決定の基礎には、証券法草案に対する常務委員会の否定的な判断があったことは疑いなく、起草小組は少なからぬ衝撃を受けることになった。

常務委員会の草案に対する批判をひと言で要約すれば、草案の内容が先進資本主義国の証券制度に影響を受けすぎているということ、いいかえれば、アメリカ・モデルに近づきすぎているということにあった。起草小組はこの批判に配慮して、93年末に修正第8稿

をまとめたが、法制工作委員会が提出した修正草案は、起草小組を震撼させるに足る内容のものであった。

証券法の起草に遅れて参加した法制工作委員会は、それ以前の起草作業の内容を検討した結果、常務委員会に提出された草案は市場経済を理想化する観点に傾きすぎて、中国の経済的な実情とすでに存在している証券関係の諸制度、行政の実態とはかけ離れたものとなっており、むしろ第1稿の方に現実味があると判断した。法制工作委員会から見れば、起草小組は経済学者の集まりであるため、中国における法律の現状を理解できていないという思いもあった。94年1月、法制工作委員会は上海で同市の関係部門、証券業関係者、研究者を集めて検討会議を開き、起草小組による草案第1稿をベースにした、法制工作委員会修正草案第1稿を作成した。その内容は基本的に証券法から証券取引法へと後退させたものであった。起草小組が積み上げてきた一連の修正作業を否定するような法制工作委員会の草案は、起草小組の反発を招くに十分であった。

通常の立法手続きにしたがえば、常務委員会の審議に入った時点で起草小組は解散し、修正作業は法制工作委員会に引き継がれることになる。しかし証券法の起草小組は解散するどころか、最後までコミットする姿勢をとり続けた。法制工作委員会にしてみれば権限は自分たちの手に移ったわけであり、そのような起草小組の姿勢は迷惑であったともいえるが、起草小組の背後には財政経済委員会が控えており、さらに起草小組の責任者が法律委員会の副主任でもあるという事情があったため、起草小組の意向をまったく無視するわけにはいかなかった。そこで法制工作委員会は起草小組の激しい反発に配慮し、3月18日までに2回の小刻みな修正を施した第3稿を作成した。常務委員会はこうした対立関係を解消し、早期に法案の成立を図るため、合意の形成に向けた調整を積極的にすすめることとし、3月28日に法律委員会、法制工作委員会、財政経済委員会の共催による検討会議を北京で開催した。同日は関係各部門が一同に会し、法制工作委員会が用意した修正第4稿を叩き台にして、激しい議論が戦わされた。しかしこの会議を経ても基本的な見解の対立は解消されず、財政経済委員会と法制工作委員会とでそれぞれ別個に修正案を作成し、それらをすり合わせて調整を図るという点だけが合意された。

この合意にもとづいて、財政経済委員会は4月18日に、法制工作委員会はその翌日の4月19日に修正案を提出し、両者のあいだで調整作業が続けられた。両者のあいだの隔たりは大きく調整は難航したが、早期の立法が必要との認識では一致していたため、あわただしい妥協が成立して調整案が完成し、6月の常務委員会における2回目の審議のために提出された。しかしこの草案は、余りにも妥協を急ぎすぎたために、常務委員会での審議において対立の溝を埋めることができず、常務委員会の会議としては稀有の決裂に至った。この事態に立ち至って、証券法の立法作業は出口の見えない袋小路にはまり込み、長

い休眠期間に入らざるをえなくなったのである。

5. 空しい努力

証券法の立法作業が頓挫した翌年の95年2月、上海の国債先物取引市場で巨額な不正取引事件が発生し、市場を混乱に陥れた。これは巨額の損失を生ずる危険に直面した証券会社だが、損失を回避するため市場の閉鎖時間直前に大量の売り抜けをしたもので、証券会社にとっては窮余の一策であった。後にこの行為を国家監察部と証券監督委員会は違法行為と認定し、取引を無効とするとともに関係者を処分したが、こうした事件を引き起こす根本的な原因は、いまだ証券法が制定されていないことにあるという批判が、証券業界から強く指摘された。そこで法制工作委員会は休止状態に陥っていた証券法の修正作業を再開し、同年10月24日に新たな修正案を取りまとめた。全人代常務委員会はこの草案をもとに調整をはかるため、10月末に再び法律委員会、財政経済委員会、法制工作委員会による3者会議を招集して、成案を得るよう強く促した。この草案には、起草小組組長でもある励以寧法律委員会副主任と卞耀武法制工作委員会副主任の署名がなされ、王漢斌常務委員会副委員長が承認を与えていた。要するに、この草案にかかる権威づけをすることによって異論を封じ込めようとしたのであり、言い換えれば、この草案は常務委員会としての最終通告のようなものと受け取られた。とはいえ、その内容に大きな変更はなく、起草小組には到底受け入れられないものであったが、反対の姿勢を貫く選択肢は残されていなかった。法制工作委員会はこの会議の後、形ばかりの修正を施した法案を11月2日に提出し、常務委員会の3回目の審議にかけることを決定した。

ところが、この決定に思わぬところから待ったがかかった。国務院は12月4日の常務会議でこの草案を検討したところ、内容に問題が多いという意見が大勢を占め、李鵬首相(当時)を通じて常務委員会に審議の延期を申し入れることになったのである。国務院は、証券法の成立が遅れているあいだに、独自に証券管理制度にかかわる一連の行政法規を整備しつつあり、政府の方針と必ずしも一致しない証券法を急いで成立させる必要はどこにもなかったのである。常務委員会は国務院の申し入れを受け、やむなく審議の延期を決定した。この措置は証券法の立法にとって回復しがたい痛手となり、これ以後はしばし完全な休眠状態を余儀なくされたのであった。証券業界の関係者は遅々として進まない立法作業に対して強い懸念を表明していたが、事態に改善の兆しは一向にみえなかった。97年2月に業を煮やした証券監督委員会は独自の修正案をまとめ、全人代に提出したが、全人代はいかなるアクションも示さなかった。

II. 誕生へ至る経緯

1. 金融工作委員会の成立

証券法を長い休眠状態から救い出したのは、97年に生じたアジア金融危機であった。97年9月の第15回党大会は3大改革を任務として掲げたが、そのひとつに金融改革があげられていた。アジアの金融危機から中国の金融市場を守るという課題のもとで、あらためて証券市場の規範化の必要性が確認された。アジアの金融危機、WTOへの加盟問題などは、証券法の制定にとって確かに重要な要素ではあったが、そうした経済的な要因に加えて、反腐敗闘争という政治的要因も見逃せないインパクトのひとつであった。中国は90年代以降、党、政府高官による腐敗現象の深刻化に悩まされているが、そうした事件の多くに株式、証券などの発行、譲渡をめぐる不正行為がかかわり、事件の巨額化に寄与していた。腐敗現象の予防、摘発という観点からも、証券市場の一層の規範化は喫緊の課題とみなされた。江沢民、李鵬、朱鎔基らが相次いで証券法の早期制定の必要性について言及したため、もはや証券法は眠り続けているわけにはいなくなった。

第15回党大会の決定を受けて、党中央は97年11月に全国金融工作会議を開催し、金融改革を統一的にすすめるため、党中央に金融工作委員会を設置することを決定した。金融工作委員会の成立は証券市場について言えば、それ以前の分権的な管理体制に代えて集権的管理体制に転換することを意味したため、必然的に証券法の起草において争われていた主要な争点のひとつが解消されることになった。

じつはこれより前、96年8月21日に国務院証券委員会は「証券取引所管理弁法」を公布し、そのなかで証券取引所を証券監督委員会の監督、管理のもとにおくと規定した。この規定にしたがって97年8月15日に、上海、深圳の両証券取引所は地元政府の管轄から証券監督委員会の管轄に移管された。しかしこの措置は証券取引所にのみかんするもので、証券市場全体を対象とするものではなかった。これに対し金融工作会議の決定は、証券市場全体を金融工作委員会と証券監督委員会の直轄管理のもとに置くというものであった。その結果、国務院証券委員会は廃止され、地方政府と中国人民銀行の証券管理業務も廃止されることになった。その一方で、証券監督委員会の組織と機能が強化されることになり、証券監督委員会は天津、瀋陽、上海、済南、武漢、広州、深圳、成都、西安に弁公室を、北京、重慶に直属の弁事処、その他の省、市に特派員事務所をもつなど、全国的なネットワークが形成されることになった。98年6月16日に中央金融工作委員会は正式に成立し、

新体制がスタートした。

2. ゴールへ急ぐ

党指導部の強力なテコ入れを受けて、98年後半に証券法の立法作業は再開されると同時に、ゴールへ向けてまっしぐらに走り始めた。アジアの金融危機を教訓として、市場防衛的な証券法を制定するという党の方針は、統制的な内容の立法を目指した法制工作委員会の意図と合致するものであった。法制工作委員会は98年10月末に開催された全人代常務委員会の審議に間に合わせるために、新たな修正草案を用意した。中央集権的な管理体制のもとで統制色の強い証券市場を運営しようという修正草案の基本的内容は、起草小組の当初の方針からは大きく隔たったものであったが、すでに状況は起草小組の手の届かないところで大きく動いてしまっており、財政経済委員会にも抵抗する余地はまったく残されていなかった。98年10月と12月、2度にわたる常務委員会での審議において細部の調整を経た証券法草案は、12月29日に、最初の上程から足掛け6年半、4度の審議を経てようやく採択され、成立したのであった（99年7月1日施行）。

しかし、長期に及ぶ幾多の曲折を経てようやくに成立した証券法であったが、この結末はいかにもほろ苦いものであった。アジア金融危機から中国を救い、あるいはWTO加盟に備えるという大義の前に、真剣な論争は封じられ、あっけない幕切れを宣言される結果となった。そこに成立した証券法は、とうの昔に反故にしたはずの草案ときわめて似ており、起草小組の立場からすれば、歴史の歯車が逆に回ったような印象を受けざるをえないものであった。証券業界の関係者たちにとっても、中国の証券市場の発展もしくはWTO加盟後の外資の攻勢に対して、この証券法が有効な武器になりうるのかという点について、一様に強い懸念を表明せざるをえないものであった。

おおよそ以上のような経緯をたどって、難産の末に誕生した中国の証券法は、いくつかの点で先進資本主義国の証券制度とはやや異なる特徴を有するものとなっている。すでに述べてきたように、それらの基本的な特徴は、中国が証券市場の自由な発展を促そうとする方針をとるのではなく、国が統一的に市場を管理し、厳格な統制のもとに置こうとする姿勢をとっていることに由来している。この方針は、証券法の以下のような内容に端的に表明されている。

- 株式の発行を届出制ではなく認可制にしたこと
- 信用取引、証券先物取引を禁止したこと
- 銀行資金の利用を禁止したこと
- 証券会社の顧客に対する融資を禁止したこと

特集 WTO 加盟後の中国

- 国有企業による投機的取引を禁止したこと
- 場外取引を禁止したこと
- 証券業者（従業員を含む）の資格審査を厳格にしたこと
- 違法行為に対する処罰を強化したこと

信用取引や先物取引を禁止し、銀行融資などを利用した取引も禁止したことは、必要以上に証券市場が活性化し、利益のみを目的とした取引が拡大し、さらにそれらが投機行為に結びついていくような、証券市場の反公益的、反社会的な拡大は厳しく制限するというメッセージにほかならない。

年表：証券法の起草過程

年月	
1984. 9	中国工商銀行上海支店静安出張所証券業務部成立
87. 9	深圳経済特別区証券会社成立
90. 12	上海証券取引所営業開始
91. 8	深圳証券取引所営業開始
11	中国証券業協会成立
92. 5	上海真空電子器件株式有限会社 B 株発行
7	株式制実験弁法, 株式有限会社規範意見, 有限責任会社規範意見
10	全人代常務委員会「証券取引法」起草小組を設置 証券取引法草案 10月第1稿, 11月第2稿, 12月第3稿
93. 2	國務院証券委員会, 中国証券監督管理委員会成立
4	第4稿「証券法」に改称
7	國務院「株式発行・取引管理暫定条例」
8	「証券取引所管理暫定弁法」
12	全人代常務委員会, 証券法草案(第7稿)について第1回審議(12月第8稿)
94. 1	全人代常務委員会, 会社法採択
3	法制工作委员会主催上海会議 → 法制工作委员会草案第1稿
4	3月18日第3稿, 3月28日第4稿 → 北京会議で白熱の論争
6	財政経済委員会4月18日稿, 法制工作委员会4月19日稿を提出
8	全人代常務委員会, 証券法草案について第2回審議
11	「株式有限会社の国外での株式募集と上場についての特別規定」
95. 9	「株式有限会社国有株管理暫定弁法」
11	「上場会社の国家株および法人株の外国企業への譲渡を一時禁止するについての通知」
97. 5	「株式有限会社の外貨株国内公募規定」
98. 10	「国外での株式発行と上場の管理を一層強化するについての通知」
12	全人代常務委員会, 証券法草案について第3回審議
	全人代常務委員会, 証券法草案について第4回審議, 採択

III. 問題はどこにあるのか

1. 隠れた争点

ところで、証券法の立法にあたって事実上最大の争点とされたのは、国有株の流通をいかにコントロールするかという問題であった。中国における株式会社の大半は国有企業から改組されたものであり、株式会社への改組にあたって最も懸念されたのは、株式に姿を変えた国有資産が株式市場を通じて流出する危険はないかという問題であった。ただし、会社法や証券法は国際的な法原則を優先させて株式の平等を基本原則として採用したため、これらの法律のなかに国有株⁵⁾という概念は存在していない。そのため、上述した証券法の起草過程では表立ってこの問題が議論されるということはなかったが、証券の発行、流通の問題をめぐって、その制度化をめぐる激しい論争の背後に存在したのは、国有株と非国有株、流通株と非流通株をいかにして明確に区分し、国有株の管理を厳格にするかという課題にほかならなかった。株式の発行を認可制にしたのも、まさにそのような観点から採用されたものである。

会社法と証券法の起草が始められた直後の93年4月22日、国務院は「株式発行・取引管理暫定条例」を定め、流通株と非流通株の割合についてひとつの基準を定めた。すなわちそれは、株式を発行する企業は株式発行総額の25%以上を流通株としなければならない、という内容であったが、株式発行総額が4億元を超えるときは10%以上まで引き下げられた。ただしこの基準は、93年12月に成立した会社法によってわずかに修正され、株式発行総額が4億元を超えるときの基準が15%以上に引き上げられた。

また、94年11月に国有資産管理局（当時）が定めた「株式有限会社国有株管理暫定弁法」は、国有株の支配的地位なるものを規定し、非国有株の発行と国有株の流通を厳しく制限する方針を打ち出した。これによれば、国有企業から改組された株式会社は、国有株について一定の比率を保持しなければならず、企業によってその基準は以下のふたつに区分される⁶⁾。

① 国有株が絶対的支配の地位を占める株式会社

5) 国有株とは、国の資産管理部門が直接保有する国家株と、国有企業などが保有する国有法人株の両者を合わせた株式を指している。

6) この点は会社法上の重要な問題であるにもかかわらず、同法にはこれについての規定が存在しない。そのことの意味については、拙稿「中国会社法の隠れた問題点」（『ジュリスト』1174号、2000年3月）で検討した。

国有株が株式全体の50%超を占める⁷⁾

②国有株が相対的支配の地位を占める株式会社

国有株が株式全体の30%~50%を占めるが、同時に株式を分散すること

言うまでもなく、国有企業を株式化した後も、国が企業経営により深くかかわる必要性を認めている企業が①に属し、その必要性がやや少ない企業が②に属すことは、詳しく説明するまでもなからう。②の場合に株式の分散が条件となっているのは、国有株が50%以下であっても、筆頭株主としての国の地位を保障するためである。また、中小企業などの場合には、これらの基準が適用されない場合もある。

2. 形だけの改革

さて、それでは会社法の施行後、国有企業の株式会社化という政策がどのように進められてきたかについて、簡単に概略を述べておこう。会社法は94年から施行されたのであるが、施行後のほぼ5年間は、ほとんど立法の目的を達しえなかったと言える。すなわち、会社法が主要な改革の課題としていたのは、およそ1万5,000社を数える大・中型国有企業に会社法を適用して、組織改革を実行することであったが、その目標はおよそ半分しか達せられなかった。しかも、重要な大型国有企業は会社法の適用を受けたといっても、国有独資会社に転換しており、その実態は国有企業とほとんど異ならなかった。また、目標どおりに株式有限会社に転換した場合でも、それらが発行した株式の大部分は国有資産管理部門によって国有株として保持され、多数の株主に配分されることはなかった。言い換えれば、会社法の施行によって相当数の国有企業は、会社法にもとづく株式会社に再編されたが、株主構造を多元化することによって国による経営の支配から脱却させ、自立的な経営を実現するという会社法本来の目的は、ほとんど絵に描いた餅に終わっていたのである⁸⁾。

会社法にもとづく組織的な再編によって、国有企業がどのようなかたちで株式会社に転換したかという点については、全体を把握する具体的な統計数字が公表されていないので、明確な数字で確認できる上場企業について、この事情をみておくことにしよう。

2000年末の時点で上海と深圳の証券市場に上場している企業の数は合わせて1,088を数え、上場企業による発行株式総数は約3,800億株、時価総額にして5兆元弱（日本円で約75兆円）に達している。上場企業のうち、国有企業から株式有限会社に改組した企業

7) 有限責任会社の場合は、原則として国有株が絶対的支配の地位を占めることが求められている。

8) この時期、国有企業改革の分野で顕著な進展がなかった原因については、拙稿「中国的コーポレート・ガバナンスの展開——政治的中核論と戦略的再編論の確執」（『中国研究月報』、2000年11月号）で検討した。

表2 証券市場概況

	上場企業数	株式発行総数 (億株)	時価総額 (億元)	うち流通株総額 (億元) (%)	
1999年	949	3,088.95	2,6471.17	8,213.97	31.0
2000年	1,088	3,791.70	4,8090.94	16,087.52	33.5
2001年	1,160	5,218.01	4,3522.20	14,463.17	33.2
2002年	1,224	5,875.46	3,8329.13	12,484.56	32.6

出所：証券監督委員会のホームページ（統計数字は各年末時点のもの）。

は約95%を占めている。しかし実際に国内外の証券市場で流通しているのは、このうち約1,350億株（全体の約35%）、時価総額でも約1兆6,000億元（33.5%）にすぎない。表2は、上場企業数の増加にもかかわらず、流通株の割合には大きな変化がないことを示している。非流通株の割合そのものは、欧米などに比べて低いわが国とそれほど差のない数値であるが、問題はその中身である。すなわち、流通していない残りの株には、従業員持株制の対象とされているわずかな株（非流通株の約6%）と、非国有企業などの保有株が含まれているものの、約80%（全体の約55%）は国が直接または間接に保有する国有株なのである。以上の数字は上場企業全体の平均値であるから、それらのなかには国有株をまったくもたない純粹の民間企業も少数ではあるが含まれているので、これを除けば、国有企業から転換した株式有限会社における国有株の比率は、非流通株の割合が示す数字よりさらに高くなることになる。

このような元国有企業上場会社の実態に着目すれば、証券法の立法過程における争点の現実的な意味あいも、一層理解しやすいであろう。株式の発行が認可制になったのは、新規株式の発行が国有株の比率変動に及ぼす影響を、国として厳格に管理する権限を残す意図にもとづくものであり、管理体制を中央に集権化するか地方に分権化するかは、個々の企業の国有資産を中央で管理するか、あるいはその管理権を各地方政府に授権するかという問題にほかならず、地方政府にとってその権限を中央に召し上げられることは、大きな既得権益の喪失にほかならなかった。言い換えれば、証券法が規定するような強力な中央集権体制を構築するには、党中央金融工作委員会という強力な指導機関の登場が不可欠であったといえよう。

IV. 重い課題

1. 国有株の売却問題

国有企業が株式会社化された後も、国有株の絶対的支配という条件のもとにおかれている現状は、決して会社法が目指した改革の方向に一致するものではない。株式会社は国有企業を国の管理から解放し、自立的な経営権を確保しうるための土台づくりを目指したのであって、そのためには国という株主が絶対的支配の地位を占めることは排除されねばならないはずであった。この点が改めて問題とされ、会社法施行後の企業改革の方向が改めて問い直されたのは、97年の第15回党大会のときであった。国有経済の戦略的再編というテーマのもとに新たに提起されたのは、大中型国有企業は国有経済の範囲内で改革をすすめる一方、小型国有企業については大胆に非国有経済に開放する〔抓好大的企業，放活小的企業〕（これを略して〔抓大，放小〕ともいう）という基本的な方針であった。

この基本方針は、99年9月の第15期中央委員会第4回総会が採択した「国有企業の改革と発展に関わるいくつかの重要問題についての決定」（以下、「決定」と略す）において、より具体的な内容を明らかにして提示された。「決定」は、大中型国有企業について「規範化された会社制」＝〔現代企業制度〕への改革を強調しており、その中心課題はチェック・アンド・バランスにもとづくコーポレート・ガバナンスの確立であるとし、次のように指摘している。

「国有大中型企業については、規範化された会社制への改革を実行する。会社制は現代企業制度の有効な組織形態のひとつである。コーポレート・ガバナンスは会社制の核心である。株主総会、董事会、監事会および経理陣の職責を明確にし、おのおのがその責任を果たし、協力して運営にあたり、チェック・アンド・バランスが機能するコーポレート・ガバナンスを確立しなければならない」。

そのうえで「決定」は、「株式の多元化が規範化されたコーポレート・ガバナンスの形成に貢献するよう、国が独占経営すべききわめて少数の企業を除いては、多元化された投資主体をもつ会社を積極的に発展させなければならない」と指摘したのである。

株式の多元化という点をさらに具体化させれば、以下の通りである。

- ①国が独占経営する企業、すなわち国有独資会社は、きわめて少数でなければならない。
- ②その他の株式有限会社および有限責任会社については、投資主体を多元化しなければならない。

表3 上場企業の国有株比率上位ランク

会社名	発行株式 総数(億株)	流通株の 比率(%)	国有株の 比率(%)	総合 順位
宝山鋼鉄	125.1	15.00	85.00	2
中国石化揚子石油化工	23.3	15.02	84.98	3
天津一汽夏利汽車	14.5	15.03	84.97	4
北京首鋼	23.1	15.15	84.85	5
武漢鋼鉄	20.9	15.31	84.69	6
湖南華菱管線	15.7	15.97	83.85	7
中国石化齊魯	19.5	17.95	82.05	10
遼河金馬油田	11.0	18.18	81.82	11
広州発展実業控股集团	12.5	18.68	81.32	12
中国石化石家庄煉油化工	11.5	20.27	79.73	14
中国石油化工	867.0	32.29	77.42	16

*本表は、上場企業の国有株比率上位20社のうち、発行株式総数が10億株を超える企業をランキングしたもの。社名の末尾にある「株式有限会社」の部分は省略した。2002年末時点。

②の点について言えば、コーポレート・ガバナンスが機能しうる程度にまで投資主体を多元化するためには、国有株の絶対的支配という条件を廃止して、株主総会や董事会で民主主義が機能しうるような状況を作り出さなければならない。しかるに現状(99年末)はといえば、国有株が上場企業でさえ平均で7割前後を占めており、投資主体の多元化というには程遠い状況にある(表3参照)。しかも株式構造の問題点は、国有株の割合にだけあるのではなく、その国有株の大半が筆頭株主によって占められている点にも存在している。すなわち、上場企業のうち筆頭株主が発行株式総数の過半数を保有している企業は、全体の約80%にも上るが、そのうちの95%は国有株の株主である。さらにそのうちの5%強にあたる63社では、筆頭株主の保有株が発行株式総数の75%を超えているのである。要するにこれらの企業では、たんに国有株が絶対的支配の地位を占めているだけでなく、筆頭株主もまた単独で絶対的支配の地位を占めているのである。これらの筆頭株主は国の持株会社か、母体となる国有企業ないしはその持株会社であるから、このような株式会社は実質的にはそれら親会社に従属する子会社のような存在でしかなく、これを自立した企業とみなせるかはきわめて疑わしいといわざるをえないであろう。

2. 手痛い失敗

かかる現状に警鐘を鳴らした「決定」の方針を受けて、政府は国有株の比率を引き下げるために、まず上場企業について証券市場を通じて国有株を売却する施策に着手した。財政部は99年末から実験的な国有株の放出を始めたが、まず10社が実験の対象とされ、99

年にそのうちの2社が、翌年に残りの8社が国有株を売却することになった。この時期、財政部は上場企業における国有株の売却の目安を51%に設定していた。また本格的な売却の実施にあたっては、関係法規を制定したうえで、法にもとづいて実施する方針も明らかにしていた。こうした方針のもとに、国務院は2001年6月12日に「国有株売却による社会保障資金の調達を管理するについての暫定弁法」を定め、国有株の本格的な売却に乗り出した。「暫定弁法」によれば、国有株を保有する上場企業は、新規株式発行および増資株式発行にあたって売却価額の10%にあたる国有株を市場で一般投資家に売却しなければならず、売却価格は売却時の市場価格によるものとされた。

このような政府の売却策について、証券市場関係者の見方は大きく2つに分かれた。国有株の流通は市場の規模を拡大させ、発展させるという積極的な評価をする意見がある一方、大量の国有株が時価で売却されることになれば、おそらく一般投資家にはそれを買って支えるだけの資金力がないため、株価が大きく低下すると悲観的な見方も少なくなかった。2001年春に中国の証券市場は史上最高値を更新していたが、実際に国有株の売却が始まった夏以降は急速に値を下げ、平均株価は30%も下落する事態となった。結果として悲観論が的中したのである。そこで世論が沸騰するなか、証券監督委員会は10月22日に、急遽国有株の売却を一時的に停止する措置を発表した。

事態の成り行きに困惑した証券監督委員会は、増幅する批判を鎮静化させるため売却方法の再検討を表明し、関係各方面に意見の提出を求めた。求めに応じて、2003年1月末までに4,300件余りの意見が寄せられ、証券監督委員会はそれらについて検討を続けていたが、2002年6月23日に国務院は突如一時停止を撤回し、この措置の廃止を決定してしまった。売却の決定からちょうど1年を経たところで、国有株の売却という政策は惨めな失敗に帰したのである。

しかし国務院の決定は、国有株の売却という基本方針までをも断念させるものではなかった。この基本方針を撤回することは、国有企業の改革を放棄することにもつながっているため、ここは何としても踏ん張らねばならないところであった。とはいえ、残された政策の選択肢は極めて限られていた。国内に十分な資金がない以上、国外に不足分を求めるほか方法がないのは、自明のことである。だが中国の証券市場は、上場会社の流通株でさえ国の内外ではA株、B株というように厳しく差別化されており⁹⁾、ましてや自由な流通を禁じられている国有株ともなれば、外国からの資金を導入することについては、高く強固な壁が築かれていた。

9) いずれも国内市場に上場している企業が発行する株式で、A株とは国内投資家に対し人民幣で発行される株式、B株とは国外投資家に対し外貨で発行される株式の通称。

3. 外国企業への国有株の譲渡

国有株もしくは法人株が外資に譲渡された例が、過去になかったわけではない。有名な事例として、95年に起きた北京市の北旅自動車、江西省の江鈴自動車をめぐる買収のケースをあげることができる。

95年7月にいすゞ自動車と伊藤忠商事は北旅自動車とのあいだで、国有法人株を含まない非流通法人株4,200万株を、いすゞ、伊藤忠の両社に譲渡することで合意した。これは北旅自動車の発行株式総数の25%を占めた。続けて同年8月にはフォード自動車が、江鈴自動車が新規に発行したB株を時価4,000万米ドルで購入したが、これは同社が発行したB株の80%、発行株式総数の25.1%を占めた。

こうした事態の展開に驚いた国務院は95年9月に通知を出して、国有株および法人株を外国企業に売却することを全面的に禁止した。したがって、時期的にみればこれ以降ということになるが、この問題にかかわる方針が明らかにされてからは、国有株と法人株を外資に譲渡することは、一貫して禁止されてきたといえよう。その後も、上場会社の株を外国企業が証券市場を通じて大量に買い付けるというケースはいくつか発生し、市場の話題になることもあったが、基本的には全面禁止の政策に変化はみられなかった。

ところが、国有株売却停止の決定から半年を経た2002年11月1日に、証券監督委員会、財政部、国家経済貿易委員会は合同で、「上場会社の国有株および法人株を外国企業に譲渡する問題についての通知」を出し、それまでの全面禁止の方針を変更したのであった。ただし、この大胆な政策転換は、国有株の売却という問題からのみ導かれたものではなく、基本的にはWTO体制への転換を軸としながらも、具体的には中国への直接投資をめぐる基本政策の変更という問題により深くかかわっていると考えられるので、そちらの方へ話題を転じてみていくことにしよう。

V. 新しいステージへ

1. 中国型合併企業の特徴

外資に対する株式譲渡の問題は、基本的には合併事業にかかわる政策によって統制されていた。中国では中外合資経営企業について、外資の出資比率を25%以上と定めているが、同時に経営権のマジョリティーを確保するという政策にもとづいて、外資の比率を一

一般的には25%~50%の枠内に誘導してきた¹⁰⁾。

外資導入政策を推進するという意味合いから、外資系企業に対しては税などの優遇措置がとられているため、国有企業からは不公平を指摘する不満の声が強く、そのためB株を発行して外貨による株式の発行比率が全体の25%を超える国内の株式有限会社に対しては、外資系企業と同等とみなして優遇政策を適用する措置もとられてきた。したがってこれらの政策から明らかなように、外資の持株比率が25%~50%の枠内にあることはむしろ政策の上からは歓迎されてきたと言えるが、同時に、50%の枠を超えることは基本的に禁止され、厳しい監視がおこなわれていたといっておくべきであろう。

北旅自動車や江鈴自動車の場合は、問題となった株式の譲渡自体は20~25%の水準にあったため、譲渡を取り消すなどの対応はとられなかったが、そうした規模の譲渡がまとめておこなわれ、これによって外資の大株主が突然生まれるという事態が、政策の想定外であったという意味で、問題視されたものと思われる。

ただし合弁事業の展開に当たって、外資の出資比率をどこまで認めるか、あるいは外資側に経営権のマジョリティーを与えても良いか、という問題について、実のところ当局の姿勢は揺らいでいた。遡れば、88年に趙紫陽党総書記は「沿海地区経済発展戦略問題について」という報告のなかで、外国側に主体的な管理権を与えるべきだとの、当時としては画期的な認識を示した。彼はここで、「これまで、外国人に企業を管理させるのは主権を喪失するにひとしいという間違った考え方があった。こうした考え方は改めなければならない」と指摘するとともに、「合資・合作経営企業も、一定期間は外国人に管理させるか、主として外国人に管理させ、国際慣例にしたがって企業を管理すべきである」と主張した。外資側が経営権のマジョリティーを掌握することは、ただちに資本主義による侵略行為につながるというイデオロギー的な反発に考慮して、80年代の外資導入政策は外資に対して厳格な統制を余儀なくされていた。趙総書記の主張は、そうした厳格な統制主義から踏み出して、対外開放を推進しようという姿勢を示したものだが、彼が天安門事件で失脚してしまったことも、対外開放政策のいっそうの拡大を目指すには不利な条件となった。

この厚い壁に風穴を開けようとしたのは、会社法である。会社法は既存の法律にもとづく外資系企業については、そのまま既存の法律¹¹⁾を適用すると規定しつつも、これらの法律が外資系企業を有限責任会社に限定していることに対応して、会社法が規定する株式有限会社の形態による外資系企業の設定という新たな可能性に道を拓いていたのである。

10) 中外合作経営企業については25%以下も可能であるが、外資優遇政策の適用基準が25%以上に設定されていることを考慮すれば、例外的とみなせるであろう。

11) 既存の法律とは、中外合資経営企業、中外合作経営企業および外資企業にかかわる個別の法律を指す。

会社法の成立より前の91年5月に、国家経済体制改革委員会は「経済体制改革10年計画および“第8次5ヵ年計画”綱要」を提出したが、そこではじめて「外国企業による株式保有を導入して、中外混合持株による株式会社を実験せよ」と指示した。中央政府の指示にもとづくこの実験は、上海と深圳の両市に限定されたものであったが、海南経済特別区とアモイ市はそれぞれ独自に同様の実験に着手していた。翌92年5月に国家経済体制改革委員会は会社法の成立を目指して、その骨格を「株式有限会社規範意見」にまとめて公布したが、そのなかで外資を含む株式有限会社の設立条件について規定を設けていた。この「規範意見」に対応するため、対外経済貿易部（当時）は92年8月に「中外株式有限会社の設立に関連する問題についての通知」を出し、株式有限会社形態を採用した外資系企業の設立に向けて準備を進めたのである。

そして、会社法の成立からほぼ1年を経た95年1月に、対外貿易経済合作部は「外国投資株式有限会社設立のいくつかの問題についての暫定規定」を制定し、会社法にもとづく外資系企業の設立についての法制度が、ひとまず整えられたのである¹²⁾。

2. 外資系株式会社の新たな可能性

既存の外資系企業にかかわる法律はすべて、中国に設立される外資系企業の組織形態を有限責任会社とすることを定めている¹³⁾。会社法はこれに加えて、株式有限会社形態の外資系企業を設立することに道を拓こうとしたのである。外資系企業が有限責任会社の形態に限定されているのは、出資者の数を制限することによって外資側に対する管理を厳格におこなおうとする政策目的によるものだが、外資系企業に会社法を適用することは、この目的の遂行に重大な制約をもたらす危険性をともなっており、そこにはたんなる有限責任会社と株式有限会社との違い以上の問題が含まれていた。

中国の合資経営企業は、基本的には発展途上国型の特徴をそなえているのだが、重要な点で国際的なルールとは大きく異なった原則を採用している。合資経営企業に示される中国型合弁企業の最大の特徴であり、同時に最大の問題点でもあるのは、経営権と出資比率とが完全に切り離されているところである。合弁企業の一般的なルールでは、投資者に出資比率に応じて経営権を配分するため、合弁企業的意思決定にかかわる役員会の役員数などは、出資比率に応じて投資者に配分される。そのために、外国側投資者に経営権を支配

12) 以上の詳しい経緯については、拙稿「中国の外資系株式会社認可問題」（『中国研究月報』1998年1月）で検討した。

13) 会社法は有限責任会社と株式有限会社について規定するもので、中国の法律はこのふたつの企業形態をとくに株式会社とみなしている。

されたくない国では、外国側投資者の出資比率を50%未満に抑えているのである。ところが中外合資経営企業法は、外国側投資者の出資比率に上限を設けるどころか、反対に下限を設けて、25%以上の出資を義務づけた(第4条)。そのため、外国側投資者は50%を超えることはもとより、100%に近い投資も可能となっている。同法はそう規定したうえで、さらに出資比率に応じて役員の数と損益を投資者に配分することも規定した。ただしその一方で、経営上の重要事項について決定する役員会の議決は、全会一致でなければならないと規定したのである。

すなわち、中外合資経営企業法実施条例の規定によれば、合資経営企業の経営管理にかかわる最高の意思決定機関は、「董事会」と呼ばれる役員会である(第33条)。董事会の役員である董事は、出資比率に応じて各投資者に配分されるのが原則であり(第34条)、董事会での決定は一般的な事項については多数決を原則としている。だが、合弁企業の定款の変更、中止、解散、合併、登録資本の増額、譲渡など、重要な事項とされるものについては全会一致でなければ議決できない(第36条)ものとされている。したがって極端な場合を想定すれば、中国側パートナーはたとえその出資分が1%であっても1名の董事を参加させる権利をもっており、董事会はその董事の同意がなければ、重要事項を決定することはできないのである。いかにいえば、外国側パートナーはいかに出資比率で圧倒的な優位を占めようとも、経営管理上の実質的なマジョリティーを確保することは不可能という仕組みになっているのである。

これに対し、会社法が直接適用される株式有限会社の場合は、中外合資経営企業とは経営上の重要問題にかかわる意思決定の方法について決定的な違いが生ずることになる。合資経営企業では董事会の重要事項に含まれているため、全会一致でなければ議決しえない事項が、株式有限会社では株主総会の3分の2以上の賛成によって議決できるのである。このように株式有限会社の場合には、株式平等の原則にもとづく民主主義が機能するため、理屈のうえでは外国側パートナーは、株式総数の3分の2を支配していれば、経営管理上の絶対的なマジョリティーを確保することが可能になるわけである。

株主総会における意思決定の枠組みはいうまでもなく、会社法が自立した会社経営の実現という改革の目標にたち、さらにWTO加盟交渉の展開を意識して国内企業と外資系企業とを差別しない原則を採用したことの証明として持ち込まれたものである。その結果、既存の法律にもとづく合資経営企業における外国側パートナーの経営権に対する厳しい統制は、株式有限会社形態の外資系企業には及ばないことになったのである。この点は中国の外資導入政策における歴史上、統制主義の緩和という問題にかんして、まさに画期的な転換を示したものと評価されるべきであろう。

3. 進む法整備

しかしながら実際には、法制度が整備されたにもかかわらず、株式有限会社形態を採用した外資系企業はその後ほとんど設立されなかった。表4が明らかにしている通り、設立件数は年間わずか数件にとどまっており、10件を超えるようになったのは2001年以降という極端なスローペースである。しかも設立された企業はほとんどがあまり注目されることのない、中小のプロジェクトである。この現実には、法整備の実現にもかかわらず、実際にはこの政策が定着するものとなっていないことを証明している、と判断しなければならないであろう。要するに、中国の外資導入政策に画期的な転換をもたらすはずであった法律は、実際には大きなインパクトを与えることができないまま、ほとんどお蔵入り同然の状態に置かれていたのであった。

表4 外国投資株式有限会社の認可件数

1997年	1998年	1999年	2000年	2001年	2002年
6	9	3	9	11	19

出所：対外貿易経済合作部のホームページ。

だがWTOへの加盟の条件として、加盟後5年以内に資本市場を開放するという課題を背負いこんだ中国としては、いつまでもこの問題に蓋をしておくわけにはいかなかった。表面的な膠着状態のなか、水面下では政策課題に応えるための準備がゆっくりとしたペースではあったが、着々と進められていたのである。

まず99年8月に経済貿易委員会は、「外国企業による国有企業の買収についての暫定規定」、「外資系企業の合併と分割についての決定」を公布して、外資が国有企業に資本参加することを認め、事実上95年の禁止措置を解除した。しかしこの規定には具体的な方法や対応などが示されておらず、実際には新しい方針を示しただけにとどまっていた。だが2001年になると、この方針は急速に具体的な展開を見せ始める。同年5月に対外貿易経済合作部は、「外国投資株式会社関連問題についての通知」を公布し、95年に公布された「外国投資株式有限会社設立のいくつかの問題についての暫定規定」の有効性を再確認すると同時に、同規定にもとづく外国投資株式有限会社設立の申請を受理する旨通知したりえ、さらにそうして設立された外国投資株式有限会社が中国の証券市場に上場することも許可する方針を明らかにしたのである。この方針にもとづいて、11月に対外貿易経済合作部と証券監督委員会は合同で、「上場会社の外国投資にかかわる問題についてのいくつかの意見」を公布し、外資系株式有限会社がA株またはB株を発行することや、外資系企業が上場会社の非流通株を購入することについて、原則的に認める規定を設けた。

「意見」は、上場後に株式市場で発行される外貨株の割合について、株式発行総数の10%以上と定める一方で、中国側出資者の持株比率が、絶対的支配(50%以上を指す)ないしは相対的支配(35%~50%を指す)、または特別な規定がある場合にはその規定にもとづく比率を維持するように要求している。すなわち外国投資株式会社の場合は、その設立の時点で少なくとも25%以上の外国投資を含んでいるので、さらに上場によって10%以上の外資が増えると、最低でも外資の比率は35%を超えることになる。「意見」は外国投資株式有限会社が上場後の増資によって、無制限に外資比率を増加させることができないように歯止めをかけているのである。

また11月22日に対外貿易経済合作部と工商行政管理総局は合同で、「外資系企業の合併と分割についての決定」を改正し、この問題にかかわる原則などを規定した。

2001年になって制定されたこれら一連の関係法規によって、それまでは休眠状態にあった外資系株式有限会社の設立という問題は、法的な環境を整えると同時に、それ以前には例のなかった大企業の設立認可へと具体的に動き始めた。これによって会社法が外資系企業に事実上の門戸を開いただけでなく、証券市場もまた外国企業に門戸を開かねばならなくなったのである。

さらに付け加えれば、2002年11月8日に経済貿易委員会、財政部、工商行政管理総局、外貨管理局は合同で、「外資利用による国有企業改組暫定規定」を公布したが、ここでは国有株の比率に制限を設けている国有企業を除いては、国有株を含むすべての国有資産を外国企業に譲渡することも可能としている。要するに、中小の国有企業については、外資に全資産を売却することが選択肢のひとつに加えられたのである。

以上の経緯が明らかにしているのは、国有株の外国企業に対する譲渡の解禁は、その背景に中国の外資導入政策における画期的な転換があり、この転換にともなう一連の対応のなかではじめて可能になった施策にほかならないということである。

2002年11月に、「上場会社の国有株および法人株を外国企業に譲渡する問題についての通知」が出されたことを契機として、中国の証券市場は対外開放の扉を大きく開くための準備に入った。同月7日、証券監督委員会と中国人民銀行は合同で「有資格国外機関投資家による国内証券投資管理暫定弁法」を公布し、12月1日から施行した。

これは政府による認可を受けて指定された国外機関投資家(QFII=Qualified Foreign Institutional Investors)に、国内証券市場における株式の取引を認めるというもので、外国企業による株式の売買に便宜を図ると同時に、その管理を規制しようとするものである。

これに関連して、国内の特定の金融機関(QDII=Qualified Domestic Institutional Investors)に、香港株式の売買を許可したり、香港企業が中国国内市場で預託証書(CDR=China Depository Receipts)を発行したりすることなども視野に入れた準備が進められて

いと、報道されている。しかし QFII とは異なり、国内の資金を香港市場に流出させることになるこれらの措置は、国有株の売却問題で市場の購買力が問題になってばかりの現在、早急に実現する可能性は乏しいのではないかと思われる。むしろこうした報道は、中国の証券市場にかかわる政策が、対外開放という点において、今やいかなる原則上の制約も受けてはいないことを強調する狙いがあるように見受けられる。

おわりに

さて、振り返って証券法に話を戻すと、すでに問題は明らかであろう。以上述べてきたような証券制度の新たな展開に対して、現行の証券法はほとんど何も具体的なかかわりももっていないのである。したがって上述の問題にかかわる政策の実施は、すべて証券法によることなく、これとは別に単行の法規を制定することによっておこなわれてきた。新たな政策の展開にあわせて、証券法が改正されたということもないのである。文字通り、証券法はこれらの問題から疎外され、蚊帳の外に置かれてきたのである。それは繰り返すまでもなく、そもそも証券法の誕生にあたって、証券法がそれら近い将来に生起する可能性のあった変化の兆しからあえて目をそむけ、ひたすら身を縮めて内に籠ろうとしたことの代償にほかならない。

しかし、この10年のあいだに中国の証券市場は急速に発展し、今やアジアでは証券市場の時価総額が日本、香港に次いで第3位となるまでに至った。宿願であった WTO への加盟を実現した現在、加盟と引き換えに背負った証券市場の国際化という課題が、そうした証券法の内向的な姿勢を今後も長く許容するとはとても考えられない。証券法が近い将来に、上述した法整備の成果を反映して大きな修正を受けざるをえないことは、誰の目にも明らかである。とはいえ、たとえそのようにして証券法分野の法律が整備されていったとしても、それらがかつての会社法のように空手形に終わらないという保障はどこにもないし、むしろこれまでの経緯を省みれば、その危険性がかなり高いことも懸念せざるをえない。すでに改正作業に入っている証券法についての報道から判断する限り、予定されている近時の改正には、余り大きな期待をかけられないようでもある。

今後、証券法がどのように成長していくのかという将来図は、現在のところまだ極めて見通しにくいのが、これを取り巻く環境には確かな変化の兆しが生まれている。

混沌の淵に沈んでいた証券法を、強力な指導力によって成立へと導いた党の中央金融工作委員会は、朱鎔基首相がみずからのリーダーシップのもとに98年に設立した組織であり、彼の右腕である温家宝副首相が書記をつとめてきた。2002年11月に開催された第16回党大会では江沢民体制に代わる新しい胡錦濤体制が成立したが、この人事によって温は

朱首相の事実上の後継者となった。この体制交代が確定的となった11月上旬に、上述した証券市場の対外開放を促進する関連法規が集中的に立法されたことは、たんなる偶然の巡り合わせではないように思われる。それは金融工作委員会が積み重ねてきた改革の確かな成果であると同時に、胡錦濤体制がその誕生にあたってみずからの姿勢を内外に示したメッセージのようでもある。

2003年3月、温は朱の後をついで首相の座についたが、これを機に金融工作委員会はその役割を終えて廃止された。温はすでに新設された中央金融安全指導小組の組長を兼任しているが、この組織改革は改革の主たる担い手が党から政府に移ったことを示しており、改革の基本方針はすでに定まっているということなのであろう¹⁴⁾。そのように考えれば、証券法の将来もおぼろげながらではあるが見えてくるような気がする。

* 本稿は、財団法人松下国際財団より2000年度に助成を受けた調査研究の成果の一部である。
記して謝意を表したい。

14) 党の中央金融工作委員会と中央企業工作委員会はともに廃止され、国有企業の管理にかかわって分散していた中央の権限は、國務院に新設された国家資産委員会に統合されることになった。