

## 中国の新興株式市場

小林 和子

春先に中国の北京大学に教えに行くようになって八年になる。北京郊外に近い北京大学から、中国の都会の激しい変化を定点観測している趣がある。北京大学の手前には中関村というハイテク・新テック企業が密集する地域があり、今年は近くの図書城（書店の密集する地域）のあたりも驚くほど開発が進んだ。高架の環状道路が完成したため、ホコリだらけの自由市場は消えうせ、図書城も壊されたかと思目を疑ったほどであった。

中国の今年上半年GDP伸び率は前年比七・九％に上った。ブルドーザーのうなりと個人消費の

上昇が示す高度経済成長と並んで、古い古い歴史の遺物が処々方々に転がっているのが、中国である。昨年から日本の大学で金融史を教えているため、古い中国貨幣の形を資料として学生に見せたいと思い、昨年は図書城の金融書店で『中国古銭目録』を買い求めた。同じ書店で求めた高校生向けだという『中国金融史』の最初は、当然ながらこれらの古幣であった。今年は北京大学の中にある歴史考古学博物館を見ていたところ、古銭目録の中でも古い時代に掲載されていた貨幣の現物を目にした。考古学博物館であるからもちろん本物

である。紀元前七〜五世紀ごろの、家庭用ナイフを象った、長さ一〇センチほどの貨幣である。かつては家庭用ナイフに実物貨幣としての価値が高く、やがてそれがミニチュア化して鑄造貨幣となったものである。目からうるこが落ちた感じ、気がつくと方々で古銭が目に入る。国土監街の孔子廟では土産物のイミテーションを買ってしまった。日本に帰り、はたと気がついて、数年前の学生で北京市政府の人から頂いた記念品を取り出してよく見ると、明代のものではあるが、これぞ本物の中国の古銭であった。なんと我が家に古銭があつたとは——。見れども見えず、というのがまさにわたしであつたのだ。

## 二板市場とはなにか

書物に関しても、見れども見えずということが

ある。図書館の金融書店を毎年ゆつくりと見ているつもりだったが、「二板市場」という文字が目に入ったのは今年が初めてである。「主板市場」すなわちメイン・ボードに対するセカンド・ティア・ボードの意味であるらしい。伝統的証券取引所市場に対する新しい市場として、アメリカではナスダック市場、日本ではジャスダックやマザーズが、共に例示されている。

中国では株式会社の歴史そのものが——社会主義革命以前の例を除いて——一九八四年以来の、二〇年にも満たないものである。その株式を取引する証券取引所が成立したのはさらに遅く一九九〇年、ようやく一〇年たつばかりである。メイン・ボードの歴史が一〇年余りなのにセカンド・ティア・ボードが問題になるところが、中国市場の特異性であろう。この特異性には二つの側面がある。一つは、僅か一〇年の歴史しかない主板市

場そのものが、「社会主義市場経済」の故に存在する国家株、法人株、公衆保有株などのうち、量的に大きい国家株・法人株の上場流通が無く、上場企業側がディスクロージャーにおいて欠けるならば投資家側もディスクロージャーなどほとんど気にせず純粹に投機で対抗する、というような、不安定な市場であることだ。いま一つは、その主板市場の一〇年間で、先進諸国市場とりわけアメリカの株式市場が「株式は死んだか」とまでいわれた一九八〇年ごろのボトムからフェニックスの如く甦り、しかもその中心が「二板市場」たるナスダックの急拡大にある一九九〇年代であったことである。アメリカ市場は伝統的取引所市場と新興・店頭市場との競合が後者の顕著な発展に結果した典型的な例であるが、その他の国々においても店頭市場の基盤拡大と新興株式市場の新設が相次いだ。中国にとっては、先進諸国市場の現段階

が魅力的なモデルとして目の前に差し出されてきたわけである。

とはいえ、中国の二板市場は、先進諸国のような伝統的取引所市場に対する店頭市場でもなければ、さらに後塵を拝する新興株式市場とも単純にはいえないところがある。そもそも取引所市場の伝統がほとんど無いのだから、「伝統」対「新興」という性格が絶対ではない。また、店頭取引自体は細々ながら中国各地に存在しており、これらと新たな二板市場とは一線を画している。成熟産業の成熟企業株式の市場に対する新興株式市場という性格が、先進諸国と共通する大きな特色ではあるが、先に見たように主板市場（上海、深圳両取引所）に上場している企業そのものが、必ずしも先進諸国と同じ成熟産業概念にあてはまるものでもない。ある意味では二板市場こそがまっとうな主板市場である、あるいはその母体になる市場

だ、ということができないのではないかと思われる。

他方で中国の市場関係者には、「二板市場の歴史」ないしは「前史」が存在するという認識がある。そこで把握されているのは「取引所市場ではない、非上場株式の店頭取引ではない」全国的電子取引システムである。STAC系統とNET系統の名称で知られた二つのシステムがかつてあった。上海と深圳の両取引所が設立されたとほぼ同時にこれらは作られた。STAC系統（全国証券取引自動報價系統）は一九九〇年一二月に、NET（中国証券交易系统有限公司）は一九九三年に成立した。会社法も証券監督委員会も存在せず、株式会社制度もいまだ不十分な時期である。もちろん証券法もなかった。取引所一〇〇年の歴史を持つ香港ですら二板市場設立に五年の準備期間を置いたというのに、中国では取引所市場とこれら

の系統はほぼ同時に設立された。STACを創設したのはウォール街を背景に持つ留學帰国者達であった。当初は国庫券の取引から始め、一九九二年七月には珠海恒通置業という会社の法人株の上場で株式取引に進み、翌九三年一月に新規上場を停止した時点では一六社が上場していた。以後は「名存実亡」すなわち開店休業状態となった。NETもほぼ同様である。

これらの系統は、自ら市場取引の設備を作り上げ、中国内の六〇余りの都市に電子取引網をめぐらし、「価格の即時報道、自動注文付け合せ、情報分析、統一決済」を行い、国債・金融債・会社債・法人株を取引の対象とした。なにしろ取引所そのものが創設されたばかりのころであるから、上海取引所等が上場している一般所有の個人・公衆株と競合しないように法人株が選ばれたようだ。前述二ヶ所以外には正規の取引所創設を認め

ない政府方針であったため、これらの系統には取引所の名称は使えないものの「非正規取引所」という性格も見受けられた。債券類はとまかく法人株は本来法人のみが所有するものであるから取引者も法人に限られるはずだが、実質は個人化していたようである。推測するところ、法人株がある程度まで個人所有に移し変えられたところで、これらの市場の歴史的使命が終わったのであろう。これらの系統には当時は二板市場という一般呼称は与えられていなかった。

## 中国の高新科学技术企業

二板市場という呼称と新設の意識が高まってきたのはこの数年で、WTO（世界貿易機関）加盟問題と大きく絡んでいる。ここ数年、中国に行けば必ずといっていいほど「中国のWTO加盟をど

う思われますか」という質問を受けた。そう聞かれてもわたしなど一般論で答えるほか無かったのだが、かれらの声音には国際的な競争力の無い中国企業が息の根を止められてしまうのではないかという恐怖がうかがわれた。その恐怖を克服する具体的な一つの方法が国内の高技術・新技術企業の成長に対する期待で、二板市場はこれらの企業に対する有力な資金提供の場となるだろうとして急浮上したのである。

日本の新興株式市場は必ずしも高技術・新技術というコンセプトを前面に打ち出しているとはいえない。インターネット関連等技術的には一定の業種に偏り、結果としては「新設・赤字企業可」の条項が肥大化して受け止められているくらいがある。これに対して、中国では高技術・新技術をかなり幅広く捉えており、生物医薬、電子、IT産業、精密化学工業、新型材料、レーザー光線等

が含まれる。これらの対極にある伝統的企業というのは例えば重厚長大型国有企業である。山崎豊子著『大地の子』の日中協力事業のモデルとなつたのは上海の宝山製鋼、略称「宝鋼」（ばお・がん）であるが、これは業種としては伝統的だが企業としては比較的新しい。同じ業種で古くからある北京の首都鉄鋼、略称「首鋼」（しょう・がん）は、広大な敷地内に本業の各種工場以外に、保育園から大学まで、病院も食堂も、ほぼ何から何まで具備している。鉄道とバスも走っていた。企業城下町というものは企業の外側に企業によって生きる町が存在するが、「首鋼」では関係する人間の生活のすべてがその敷地内に組み込まれているのだ。いや、正確に言えば、かつて社会主義化したときに、その地域のすべてを「会社（公司）」としてまとめあげたのであろう。

資本金の概念も、利益の概念も無いような、こ

うした伝統的な「会社」に対して、高技術・新技術企業の中核概念はまさに技術にある。技術はどこから生まれるか。民間企業、政府の政策的保護、そして高等教育機関である。ある統計では中国のハイテク企業の数は一九九九年に一〇万社以上と把握されている。ハイテクとは限らない一般の中小企業の数にはさらに多い。別の統計では民間の科学技術企業の数を一九九七年に六万五四五三社としている。これらは中堅の企業としてそれなりの力量を持つが、長い間銀行からも資本市場からも重視されなかった。九七年の統計には含まれず、九九年の統計には含まれると思われるハイテク新産業開発区（高新区）に属する企業は一万六〇〇〇社（九七年）とされる。高新区は全国に五三区あり、高技術・新技術の産業化を進める基地として、今後一〇年の中国産業の支柱と考えられている。

中国の技術開発体制の大きな特色は研究教育機関との密接な連携である。これらの機関がほぼすべて国家あるいは有力な市や省（日本の県にあたる）に属することを考えれば（大学も大方は国立大学である）、産学協同というよりは堂々たる産官協同なのだ。北京大学や隣接する清華大学などの四〇以上の大学科学技術園（科技园、理工系の学部・大学院・研究施設）のなかには数千の高校（高等院校）科技型企業があり、その九五％は小型企業である。その学校の優勢な学科の技術を商品化・産業化するに当たっては、一般に「孵化器方式」がとられる。すなわち卵を孵化器に入れて孵すまでの期間に当たるような初期過程は大学が面倒を見るが、その後ひよこが大きくなる過程の資金はその企業が自力で調達しなければならぬ。また、国家直属の科学研究院や研究所が直接に企業を作る例もある。その代表例は、中国科学

院が創設した北京先進技術發展服務部であろう。すでに三〇〇以上のこうした企業が作られているという。

科学技術の産業化については、一九八六年に開始された「八六三計画項目」一一〇〇のうち三八％に成果があったと評価されている。一九九九年には「高新技术産業化の優先發展の重点領域」指南が出され、同年六月には「科技興貨」行動計画が立てられた。科学技術で力ネを稼ごう、というわけである。国際的には知的所有権の問題で疑問符が付けられている中国であるが、技術立国が国是となればまた別で、企業の発起人が知的所有権やパテント技術を以って出資する「技術入股」も認められるようになった。

こうした科学技術利用企業が多くなるにつれ、初期投資の回収と新たな段階の資金調達のため、二板市場へのニーズが高まってきたのである。

## 二板市場の諸問題

二板市場は具体的にはどついつ形で設立されるか。新たに取引所として設立するのか、かつてのSTAC系統や米NASDAQのように取引所ではない形をとるのか、現存二取引所の双方あるいはいずれかに二板の機能を附加するのか。いろいろ考え方はあつたようだが、結局現実化したのはそのいずれでもなく、現存二取引所のうちの深圳取引所を二板市場に組み替えるというものであつた。二〇〇〇年秋にはこの方針が明確になつていゝる。二板市場を創設した後、伝統的主板の部分は上海取引所と合併すると報じられている。

もともと上海と深圳の二取引所は上場銘柄が異なつてゐる。大半が重複上場という日本の市場とは違つたものである。また、そう古い歴史ではな

くとも革命以前の産業の歴史を持つ上海に対して、深圳は、香港に接しているとはいへ土ほこりのたつ畑の真ん中にそれこそ科学技術で成り立つ新興企業のための企業団地を急造したような都市である。上海が伝統的国有大企業の株式化部分のための市場であるのに対して、深圳は最初から新興科学技術企業向けの市場であつた。市場経済の申し子ともいふべき発展過程、広州を含めたハイテク産業の迅速な発展と民営ハイテク企業の資金調達ニーズ、そして取引所一〇年の経験が、二板市場として深圳を選ばせた理由である。

中国のベンチャーキャピタルは一般に企業、銀行、投資会社、基金、政府等の各種の機関の連合出資で、海外資金が加わることもある。政府部門から出資されることが多く、高収益を得たいという思惑と投資リスクを分散したいという欲求が重なつて、出資連合を望む海外資金との合資も成立

しやすい。国内最初の専門ベンチャーキャピタルは、一九八五年九月に国務院が批准した「中国新技術創業投資公司」で、全国展開の金融機関である。これ以後、それぞれの地区、政府部門、高新技術開発区などで特色を持つベンチャーキャピタルが設立されていった。純粹に企業に属する場合には有限責任投資公司の形式をとり、政府の投資部や弁公室（事務オフィス）、財務部、項目部（事業部）等が出資する場合は、各省や市の科学技術委員会が指導する事業単位（多くは非営利）となる。これらのVCはすでに一〇数年の歴史を持つが、資金が足りず、一般社会の潜在的な投資層と連携して資金を回収するようつながりもない。企業に対する資金の提供手段も貸付が主で、出資形式は普通株一種類のみで、かつ資金の回収がほとんど不可能な状況である。VCの組織自体にも問題があり、経営管理は行政組織から独立し

ていない。初期の投資から一〇数年たって、追加資金は出せず、資金回収・退出もままならない、いわば煮詰まった状況の中で、二板市場が渴望されたというのが実態に近いようである。

投資対象の企業側にも問題はある。ハイテク企業といわれるものの技術が真にハイテクか、みせかけかが、まず判定されなければならない。新しい技術がすべて高技术ともいえない。初期投資者の利益獲得のため、あるいは企業に資産が少なく、担保が無いために銀行融資が受けられず、そのため二板市場に上場したいというものも多い。すなわち、その株券が二板市場の投資者に歓迎される内容があるかどうかということが、必ずしも重要視されていない。「ハイテク企業の二板市場上場政策と実務」シンポジウムで、「中小企業はまず株式制に改造し、家族企業から現代企業になれ。しかし、改造してすぐ上場、そして一攫

千金、という錯覚はダメ」と提言されたのは、そうした感覚が普通にあることを意味している。中国の集団企業は管理業務が幾重にも多元化しており、上場するには多くの問題をクリアしなければならぬ。内部職工持株会や工会（労働組合）が直接間接に所有する会社も、内部者と外部者との関係が問題になる。西欧型の従業員持株にも一定の売却制限はあるが、中国の内部職工持株はむしろ企業内部の労働者しか持つことができず、株券を発行せず、企業外部に売却・移転することはできない。民营企业ではそもそも会計制度が不十分で財務管理が確立していないものも多い。政府の口頭による税務上の優遇なども市場としては評価に困るであろう。二板市場の特色を低い上場基準に求める以上は投資家保護のために厳格な情報開示制度を具備することになるが、その段階でたちまち怪しい実態が暴露される場合も少ないとは

思えない。主板市場自体、情報開示制度が完全ではなく、すでに開示の遅延、虚偽、不十分さ、インサイダー取引などが報告されている。今年四月には四期連続赤字企業が初の上場廃止となった。二板市場もこうした企業行動の影響を免れ得ないであろう。

二板市場の社会的有用性は、アメリカにおけるNASDAQに見られるように、国民経済の高成長と、さらには主板市場の反映にも連動すると把握されているが、さて中国では実際にはどうか。中国の金融市場は日本を上回ると思われるほど間接金融の比重が大きい。これらの銀行預金が二板市場に急激に吸引されるものではないとすれば、現存する主板市場が吸引している投資資金の一部が二板市場に流出することになる。主板市場に余り大きな影響を与えないようにするには当面二板市場を利用できる企業は真のハイテク企業と優

良で潜在的に成長力のある中小企業に限られざるをえないであろう。

## 企業を育てる資本市場

先進諸国の現実に触れ、多様な情報に接するようになつて、中国に現存する資本市場は新興の、不十分な、未成熟なものだと痛感されたようである。これからの二板市場はなおのことそうした性格が強いだらうと、この点は初めから現実的な認識がある。理想論に走りがちのこれまでの中国の議論に照らしてみると、ずいぶん地に足が着いてきたという感が強い。

二板市場議論のなかで、「株式会社」の輪郭が明確になつてきたところに注目したい。従来の国有大企業の「株式化」は、いわば政府出資の一部を市場に公開して、財政資金を回収したにすぎ

ず、その限りでは大株主持株の一部売り出しと同じである。本体の国有大企業が「株式会社化」「民営化」したわけではない。しかし、二板市場に上場すべきハイテク・新テク企業の場合は、初めから株式会社であるか、家族会社や政府事業の一部であるものを株式会社化するところから始まる。実際の上場までの審査過程はまさにまともな株式会社、すなわち上場・投資対象として市場の評価に耐えうるような内容を持つように、選別し、作り上げる機能を持たされるであろう。中国企業には健全なコーポレート・ガバナンスがないといわれるが、問題はそれ以前で、まずは会社を経営組織の面でも会計の面でも確立し、部門ごとに収益把握ができる状況にもっていくことが第一であろう。一つの株式会社のなかに所有者により権利の異なる複数の株式種類が存在する（国有大企業の国家株、法人株、内部職工株、一般公衆

株、外国人株等）ことなく、普通株式はすべて同等の権利を持ち、すべてが二板市場に上場し、流通可能になる。主板市場より上場基準が低い代わり、企業情報開示は厳しく、監督も厳しくなるう。

中国の主板市場は上述のように株式会社を前提にしていなという点で他の先進国市場とは決定的に異なるが、二板市場は初めて株式会社を前提にする市場を、国際的スタンダードを十分に意識しつつ作り上げていくことになる。NASDAQ、香港の創業板市場、カナダのバンクーバーの新興市場——なぜか日本市場は意識されていない——などのレベルを念頭においた、しかし中国国内に存し、中国企業を育てるに相応しい二板市場こそが望まれているのである。

（参考文献）

呉自力、趙広輝著『風険投資与二板市場』広西人民出版社、二〇〇一年。

主編李光栄、黄育華『中国二板市場——創業板市場』中国金融出版社、二〇〇〇年。

中国（海南）改革發展研究院『職工持股150問』外文出版社、一九九八年。

（こばやし かずこ・当研究所理事・主任研究員）