

## 中国B株の市場状況について

王 東明

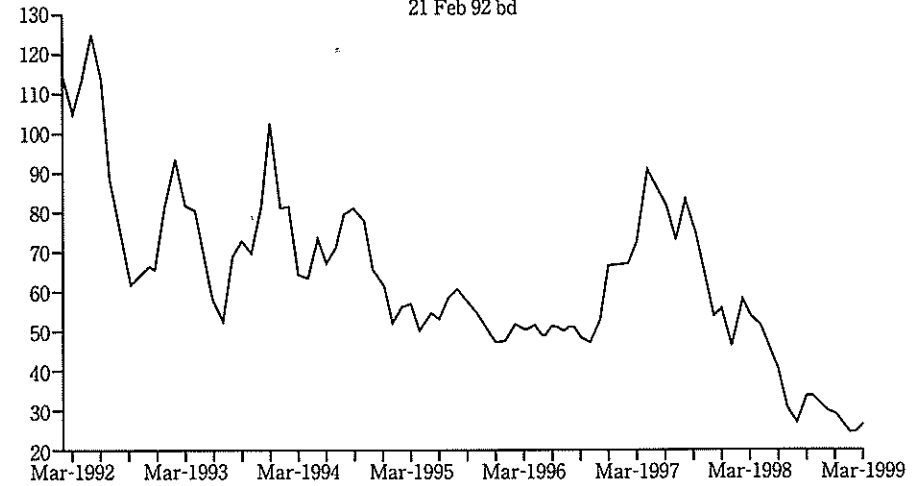
### 1 はじめに

九七年のアジア金融危機以降、中国の外国投資家向けB株市場は低迷が続き(図1、図2)、今年に入ると、株価は連続で最安値を更新し、三月九日に上海市場は二二・三八ポイント(三月一〇日一時的に二二・二五ポイント)、三月一〇日に深圳市場は四一・五六ポイントという史上最安値を付けた<sup>(1)</sup>。今年の一月頃、上海・深圳のB株上場企業の約七割はその株価が発行価格を割り込み、五割以上の株価が純資産額/一株より少なく、また一部企業の株価が額面さえも割り込んだ<sup>(2)</sup>。三月の史上最安値の株価はアジア金融危機以前ピーク時(上海・九七年五月九九・六一ポイント、深圳・九六年二月二〇一・八七ポイント)のほぼ八割も安かった<sup>(3)</sup>。以上のような深刻な状況を受けて、柳州五菱汽車などの一部の上場候補企業は上場計画をキャンセルする事態が起こったり、また一部の市場関係者の間では「B株市場は死を待つばかり」という声も出てきた<sup>(4)</sup>、<sup>(5)</sup>。

一体なぜ中国のB株市場は現在の「瀕死」状態に至ったのか、その原因は何なのか、またこれからB株市場は「再生」の道があるかどうかということが外国投資家と市場関係者の注目するところであろう。小稿では近年のB株市場状況を整理し、市場低迷の原因を探り、市場の創設に関する問題点を考察することにしよう。

図1 上海B株指数

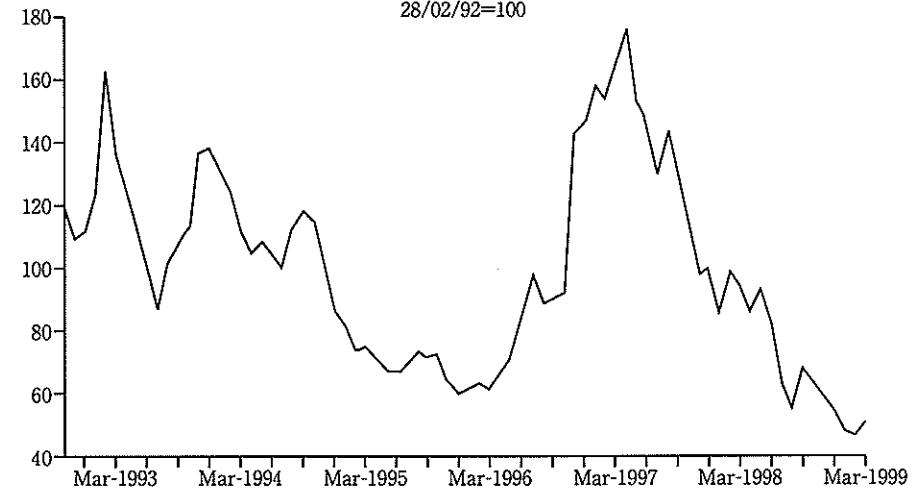
21 Feb 92 bd



(出所) 野村総合研究所の資料。

図2 深圳B株指数

28/02/92=100



(出所) 野村総合研究所の資料。

## 2 過渡的な性格を持つ市場の設定

そもそも外国投資家向けのB株市場を創設した背景は、現段階では人民元と諸外国通貨の間で自由兌換ができないという理由で、九二年から株式市場を通じた外資導入の一つの方法としてB株が採用された<sup>(6)</sup>。そのため現在B株の額面は人民元で表記され、上海市場では米ドルで発行・取引され、深圳市場では香港ドルで発行・取引されている。またB株市場の投資対象は外国投資家に限定され、国内投資家が投資できないため、国内投資家向け株式のA株市場とは完全に分断された市場でもある。

しかし九六年一二月から中国政府は外資系企業を対象に貿易などの經常取引での人民元の兌換を正式に認め、IMF協定の第八条国入りを果たした。そもそも經常取引での人民元の兌換は今世紀末までに実現する予定であったが、このように予定通り四年程前倒しに実現したことで、市場関係者の間では今世紀末まで、あるいは二一世紀の初頭という近い将来の何れかの時点で資本取引の人民元の兌換も実現の可能性が高いという予測があった。要するに、もし資本取引の人民元の兌換が実現すれば、A株とB株を分ける必要がなくなり、当然ながらA株とB株が統合される可能性が出てきた。しかし今回のアジア経済危機の影響で、資本取引の人民元の兌換または人民元の完全自由兌換は「具体的なスケジュールは無い」ということになってしまった<sup>(7)</sup>。

その意味でB株市場は中長期的に存続しなければならない。そしてこれからの中長期的な視点で見れば、中国は既に市場経済へと方向転換し、人民元の自由兌換が金融市場開放の最終的な目標であり、今後資本市場の自由化と国際化も欠かせなく、現在は金融・資本市場開放の準備期間にあると考えられる。そして中長期的に二一世紀の何れかの時点でA株とB株が統合される可能性が高いと予測される。このような観点から、B株市場は設定の段階からA株市場といずれ「統合される運命」におかれ、過渡的な性格を持つ市場であると言える。この点

(表1) B株上場企業数の推移

(社、年末数)

年	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
上海証券取引所							
B株のみ	0	5	2	4	6	11	13
A株・B株重複上場	9	17	32	32	36	39	39
上場企業数	9	22	34	36	42	50	52
新規上場	9	13	12	2	6	8	2
深圳証券取引所							
B株のみ	0	1	2	8	10	14	17
A株・B株重複上場	9	18	22	26	33	37	37
上場企業数	9	19	24	34	43	51	54
新規上場	9	10	5	10	9	8	3
両所合計							
B株のみ	0	6	4	12	16	25	30
A株・B株重複上場	18	34	54	58	69	76	76
上場企業数	18	41	58	70	85	101	106
新規上場	18	23	17	12	15	16	5

(出所) 上海・深圳証券取引所、中国証券監督管理委員会の年報・年鑑・月報の各年・月版より作成。

連企業が多く、同じ地元企業が中心であった。九五年以降、上海・深圳以外の企業は多くなり、また国の産業政策の調整に伴って、上場企業の業種もエネルギー、交通、通信および原材料などの企業に、また機械、電子、石油・化学、自動車などの基幹産業に傾斜するようになった。

新規上場について、上海市場では九三年の二三社と九四年の一二社が最も多く、また株価低迷の九五年とアジア金融危機以後の九八年はわずか二社に止まった。深圳市場では最も多いのは九三年と九五年の一〇社で、少ないのは九四年の五社と九八年の三社であった。

重複上場について、まず九二年B株市場を創設した時、上海・深圳両市場に上場しているA株それぞれ九社を選んだ、私募で外国投資家に売り出し、言わば一八社とも重複上場であった。それ以降、大部分のB株企業はA株と重複上場し、九八年末現在でも七割以上が重複上場企業であった。重複上場することによって二重価格が生じ、現在では国内のA株は同一企業のB株よりかなり割高であり、A株とB株の二重価格が問題視されている(表2)。これに対

については、中国証券監督管理委員会の初代主席劉鴻儒氏はB株市場の設定が最初の段階から一種の過渡的な措置を採っており、それは企業の支配権に影響を与えないという前提で、資本市場を通じて外資を導入する方策である。最終的にはA株とB株を統合し一本化する何を何度も強調した<sup>(8)</sup>。

「改革・開放政策」の実施以後、中国社会は次第に計画経済から市場経済へと転換し、様々な模索と実験が開始した。B株市場もこのような市場経済への移行期に行なわれた新たな実験であり、新しい市場を創設することに伴い、A株とB株の重複上場による二重価格の問題<sup>(9)</sup>、中国企業に慣れていないディスクロージャーの問題および内外の異なる会計基準による財務諸指標の差の問題など様々な新しい問題が出ており、それらの問題に上場企業と市場関係者は悩まされている。市場経済への移行過程において、このような問題は避けられず、それを乗り越えるために企業制度の抜本的な改革が必要になり、今までの国有企業の体制と慣習を革新し、新しい企業制度の確立と健全なコーポレート・ガバナンスの在り方が必要であると考えられる。次に、近年のB株上場企業の変化を見ていこう。

### 3 上場企業の変化

一九九一年一月二十九日、上海真空電子部品株式会社は中国最初のB株(一〇〇万株、額面一〇〇元)を発行した。翌一九九二年二月、同社のB株および深圳南方ガラスのB株は上海、深圳両証券取引所に上場された<sup>(10)</sup>。表1が示しているように、この七年間に、B株上場企業数は一八社から一〇六社へと増加し、現在上海・深圳両市場ともそれぞれ五〇社を超えた。

市場創設の段階では、上海の上場企業は軽工業と商業に偏り、地元企業が多かった。深圳市場では不動産関

して、中国証券監督管理委員会は、九八年三月一七日から中国企業は原則として二種類以上の株式を発行してはならないという通達を出した<sup>(1)</sup>。この通達を受けて、九八年に上場した五社は全てB株のみの企業であった。今後、このような「重複上場現象」が減り、当然な事で二重価格も生じなくなり、上場企業はA株、B株、H株（香港上場中国企業株）のどれかを選択しなければならぬということになるであろう。

また近年、政府はB株市場を促進するため、全国で比較的規模が大きく、業績の良い企業を選んで上場させる措置を採っている。九七年一月に國務院の証券委員会は三三社のB株候補企業リストを発表した<sup>(2)</sup>。翌年九八年二月にさらに新たな候補企業一八社を選定した<sup>(3)</sup>。これらの中にエネルギー、インフラ関連および基幹産業の企業が多く見られ、それは国の産業政策を反映し、上場を通じて企業の資金調達重点的配分を見ることができるといえる。しかし九七年夏以降のアジア危機の影響で、市場の低迷が続く、前回発表された候補企業三三社の多くは回復を待っている（表3、表4）。

(表3) B株の上場候補企業リスト (1997年1月)

社名	社名	社名
北京化二公司	浙江東南発電◆	湖北大冶特鋼
北京東方電子集団◆	杭州汽輪機◆	湖北沙隆達集団◆
天津港倉庫運送	山東電機電気	武漢ボイラー◆
本溪鋼鉄廠	濟南バイク集団◆	湖南韶峰セメント集団
遼寧錦西化工総廠	山東魯泰紡績◆	湖南正虹飼料
沈陽化工	煙台張裕ワイン◆	湖南医薬
大連冷凍機◆	山東寿光製紙集団	珠海格力電器
南通順達コンテナ	青島海信電器	海南新大洲バイク
徐州工程機械	青島海冷蔵庫	海南高速道路
揚州江揚船舶	洛陽春都集団	内モンゴル伊泰煤炭◆
南京郵電通信設備◆	新郷化機	江西贛南高速道路

注：◆は既に上場した企業。  
(出所)「人民日報(海外版)」1997年1月11日より作成。

(表2) 上海B株のデータ (ディスカウント率と上場株数)

上海B株	業種	B株価 元(US\$, 6月 19日終値)	A株価 元(6.19)	対A株 ディスカウント (%)	B株第一 次発行価格 (US\$)	B株 新規上場日	B株上場株数 (百万株)
上海真空電子	電機部品	0.196	10.05	-84	0.7087	92.2.21	145.20
上海紡織	紡績機械	0.094	8.94	-91	0.61	92.6.1	232.925
上海大衆	タグシ	0.550	15.98	-72	0.65	92.7.22	202.80
中国第一	製筆文具	0.156	14.40	-91	0.84	92.7.22	34.5
中国紡績	鉛筆機械	0.168	10.62	-87	0.52	92.7.28	92.347
上海ラバ	ベルゴム	0.084	8.07	-91	0.61	92.7.28	109.2
上海クロー	アルカリ	0.138	13.58	-92	0.55	92.7.28	37.95
上海クロー	アルカリ	0.136	15.30	-93	0.8	92.8.20	369.6
上海クロー	アルカリ	0.172	15.80	-91	1.1	92.8.28	221
上海クロー	アルカリ	0.170	10.66	-87	0.461	93.1.18	179.4
上海金橋	出口加工	0.300	15.75	-84	0.3442	93.3.31	143
上海金橋	出口加工	0.326	18.09	-85	0.38	96.6.26	165.75
上海新錦	江大酒店	0.124	9.65	-89	0.38	93.9.28	36
上海永鳳	自転車	0.142	8.65	-86	0.3792	93.10.18	101.673
上海永鳳	自転車	0.090	10.28	-93	0.355	93.11.15	60
上海永鳳	自転車	0.106	7.70	-89	0.405	93.11.18	110
上海永鳳	自転車	0.346	12.75	-78	0.7	93.12.6	46.2
上海永鳳	自転車	0.138	7.28	-84	0.72	93.12.10	125
上海永鳳	自転車	0.118	11.80	-92	0.4023	93.12.15	50.05
上海永鳳	自転車	0.178	11.24	-87	0.523	93.12.28	217
上海永鳳	自転車	0.184	12.21	-87	0.439	93.12.28	52.325
上海永鳳	自転車	0.116	9.90	-90	0.34	93.12.31	36.3
上海永鳳	自転車	0.236	10.65	-82	0.44	94.1.5	52.8
上海永鳳	自転車	0.086	7.86	-91	0.42	94.1.18	97.5
上海永鳳	自転車	0.186	14.00	-89	0.75	94.1.31	94.8
上海永鳳	自転車	0.080	8.23	-92	0.394	94.3.15	88
上海永鳳	自転車	0.088	8.25	-91	0.258	94.3.30	55
上海永鳳	自転車	0.154	9.90	-87	0.248	94.4.29	88.55
上海永鳳	自転車	0.260	-	N.A.	0.36	94.9.28	60
上海永鳳	自転車	0.286	19.44	-88	0.396	94.10.20	78
上海永鳳	自転車	0.084	8.90	-92	0.265	94.11.10	110
上海永鳳	自転車	0.498	21.42	-81	0.668	94.11.22	364
上海永鳳	自転車	0.142	6.80	-83	0.233	94.12.9	87
上海永鳳	自転車	0.226	11.50	-84	0.35	94.12.15	100
上海永鳳	自転車	0.076	-	N.A.	0.277	95.7.27	80
上海永鳳	自転車	0.246	-	N.A.	0.469	95.10.20	210
上海永鳳	自転車	0.420	14.39	-76	0.2436	96.4.22	180
上海永鳳	自転車	0.360	16.96	-82	0.262	96.4.30	90
上海永鳳	自転車	0.122	-	N.A.	0.185	96.6.28	80
上海永鳳	自転車	0.278	9.76	-76	0.28	96.7.26	115
上海永鳳	自転車	0.642	21.10	-75	0.8	96.8.9	100
上海永鳳	自転車	0.406	13.14	-74	0.258	96.11.22	80
上海永鳳	自転車	0.188	-	N.A.	0.256	97.1.8	80
上海永鳳	自転車	0.294	9.35	-74	0.482	97.6.17	230
上海永鳳	自転車	0.262	-	N.A.	0.47	97.6.26	71
上海永鳳	自転車	0.420	-	N.A.	0.433	97.8.5	100
上海永鳳	自転車	0.304	-	N.A.	0.4073	97.8.8	166
上海永鳳	自転車	0.300	-	N.A.	0.346	97.9.23	600
上海永鳳	自転車	0.296	-	N.A.	0.52	97.10.16	100
上海永鳳	自転車	0.194	-	N.A.	0.311	97.10.21	100
上海永鳳	自転車	0.224	-	N.A.	0.21	97.5.19	100

(注) 98.6.19現在の上海B株上場企業を掲載。N.A.はA株が未上場等の理由によりディスカウント率は算出できません。ディスカウント率=(B株価÷A株価-1)×100%。ディスカウント率算出のための為替換算値は1US\$=約8.3元。  
A株は中国の国内投資家向け、B株は中国の非居住者(海外投資家)向け。

(出所) 東洋証券「中国株投資ガイド'98/99」、25頁。

#### 4 発行・取引の状況

B株の発行状況を見ると(表5)、九八年末現在上海・深圳両市場の一〇六社上場企業は約一四一億株を発行し、この発行量はA株発行量(二、二〇四億株)の六・四%に過ぎず、両市場とも一〇〇億株を超えないという小規模である。上海市場を見れば、五億株を超える企業は一家(浙江東南発電・六億株)だけで、三億株台の企業はわずか二社に過ぎなく、大多数の企業の発行量は少ない(表2)。深圳市場を見ても、四億株の企業は一家(本鋼板材)だけで、また二億株台の企業は四社で、他の企業は二億株以下で発行量は少ない。

売買状況について、九七年の上海・深圳両市場の売買は最も多く、売買代金は各々二〇〇億元を超え、両市場を合わせて約四二七億元に達した。また、九

六年両市場の売買代金は株価の年末の上昇で市場創設以来初めて二〇〇億元を超え、二七九億元になった。

九六年、九七年の市場活況の原因は、九六年末の経常取引の人民元の兌換を実現したことと関連し、つまり投資家は近い将来、資本取引も人民元の兌換を実現する可能性が高く、現時点ではA株と比べかなり割安感のある

B株を買っておけば、A株とB株の統合が実現すれば利益が出るという予測から売買が頻繁になった。もう一つの要因は九七年香港の中国返還ということ、H株、B株などの中国関連銘柄が買われたと考えられる。しかし九八年の売買は、九七年の活発状況と比べかなり冷え込み、上海市場の売買代金は八一億元で、九七年の六割以上を減った。深圳市場では九七年と比べほぼ八割の減少で、年間の売買代金は四四億元に止まった。その主な原因は今回のアジア金融・経済危機という影響で、また今後のA株とB株の統合問題は具体的なスケジュー

(表5) B株発行・取引の状況

年	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
上海証券取引所 発行済株式数 (億株)	8.05	17.95	31.43	34.65	45.28	67.61	74.23
年間売買代金 (億元)	14.45	78.86	108.35	60.89	94.57	212.94	81.88
年末時価総額 (億元)	37.85	128.04	116.59	91.95	161.68	185.61	100.54
平均株価収益率 (PER)	17.40	15.60	9.94	8.36	14.04	11.99	6.04
深圳証券取引所 発行済株式数 (億株)	4.16	10.54	15.58	26.90	40.06	57.48	67.14
年間売買代金 (億元)	16.63	25.79	16.20	17.03	185.30	213.69	44.65
年末時価総額 (億元)	32.20	84.31	57.98	71.75	232.14	189.43	105.82
平均株価収益率 (PER)	35.56	20.11	7.02	6.01	14.07	10.67	5.76
両所合計 発行済株式数 (億株)	12.21	28.49	47.01	61.55	85.34	125.09	141.37
年間売買代金 (億元)	31.08	104.65	124.55	77.88	279.87	426.63	126.53
年末時価総額 (億元)	70.05	212.35	174.57	163.70	393.82	375.04	206.36

(出所) 上海・深圳証券取引所、中国証券監督管理委員会の年報・年鑑・月報の各年・月版より作成。

(表4) B株の上場候補企業リスト(1998年2月)

社名	所在地	業種
平頂山天安煤鉱	河南省	石炭
上海電気(集団)	上海市	機械
吉林宏源石油開發	吉林省	石油
青海油田天然ガス	青海省	天然ガス
江蘇宝勝集団	江蘇省	電線
ハルビン航空機製造	黒竜江省	航空機
柳州五菱自動車	広西チワン族自治区	自動車
長沙自動車電器廠	湖南省	電器
広東三茂鉄路	広東省	鉄道
浪潮電子情報産業集団	山東省	電子
安徽省化肥連合開發	安徽省	化学肥料
山西豊喜肥業(集団)	山西省	化学肥料
山東タイヤ廠	山東省	タイヤ
杭州華塑実業	浙江省	樹脂
寧波錦綸	浙江省	化繊
浙江海門薬業	浙江省	医薬
内モンゴル鹿王羊絨実業	内モンゴル自治区	カシミヤ
江蘇陽光	江蘇省	化繊

(出所) 「日経金融新聞」1998年2月12日による。

ールの予測が出来ず、市場の方向性が不明瞭であったため、投資家の市場に対する信頼を損なった。さらに九八年度中間決算では、両市場とも半数以上の企業が減収、六割以上の企業が減益となり、企業の業績悪化が目立った。<sup>(15)</sup>

時価総額について、上海市場では九七年末の時価総額は最も多く一八五億元で、二〇〇億元におよばなかった。去年では一〇〇億元までに縮めた。一方深圳市場では九六年末の時価総額は二〇〇億元を超え(二三二億元)ピークになり、去年では一〇五億元で九六年ピーク時の半分以上になつた。両市場を合わせても去年の時価総額は二〇〇億元余りで、A株市場の1%に過ぎず、市場の規模が極めて小さいことが分かる。このように市場規模が過小ということで、機関投資家が入りにくい市場といわれている。

## 5 資金調達

九八年末までの中国株式市場の資金調達状況は、国内外の株式市場を通じて既に三、五一〇億元を調達し、うち四三社の海外上場企業は累積一〇〇億米ドル余り、一〇六社のB株企業は四六・八億米ドルの資金を調達した。その他、香港中国企業の現地法人(レッドチップ)は株式市場を通じて一一五・五億米ドルの資金も調達した。<sup>(16)</sup>以上の数字で推計すれば、海外市場(H株、ADRなど)とB株市場を合わせた資金調達額は一四六・八億米ドルで、現在の為替レートで換算すれば約一、二二八・四四億元、全資金調達額の三四・七%になり、B株市場は三八八・四四億元で全体の一一%に止まった。

この七年間のB株市場資金調達の状況を見ると(表6)、深圳市場では一四八・八一億香港ドル(約一九億米ドル)を調達した。上海市場では約二八億ドルを調達し、深圳より資金調達額が多かった。両市場とも九七年度の調達額は一番多かった。しかし現在B株市場による資金調達額は日株(香港上場中国企業株)を中心とする海外上場企業の半分程度で、今後の拡大が期待される。

## 6 むすびにかえて

以上、B株市場の近年の状況を整理し、主に上場企業の変化、発行・取引の状況および資金調達をまとめ、市場の創設の背景と問題点に触れ、また九七年アジア金融危機以降の市場低迷の原因を見てきた。

過渡的な性格を持つB株市場は、市場の方向性が不明瞭という問題を指摘され、今後、より明確な発展方向を決め、投資家の信頼を取り戻すことが必要である。特に外国投資家の関心が高いディスクロージャーの問題、内外の異なる会計基準による財務諸指標の差の問題および経営改善などの問題を改めて検討する必要がある。また政府の市場促進策と企業制度改革の進展も注目されることころであろう。これらの問題は別の機会に紹介することにしよう。

(表6) 中国B株式市場の資金調達状況

年	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	合計
1.深圳市場								
新規発行(億HK\$)	8.70	17.63	7.03	21.37	27.90	32.52	17.67	132.82
有償増資(億HK\$)		7.66	0.11	0.38	2.07	5.29	0.48	15.99
資金調達額(億HK\$)	8.70	25.29	7.14	21.75	29.97	37.81	18.15	148.81
為替レート	1:0.74	1:0.75	1:1.09	1:1.07	1:1.07	1:1.07	1:1.07	
人民元換算額(億元)	6.44	18.97	7.78	23.27	32.07	40.46	19.42	148.41
2.上海市場								
新規発行(億US\$)	6.55	3.90	4.24	0.74	2.12	7.48	1.18	26.21
有償増資(億US\$)		0.09	0.27		1.11	0.39		1.86
資金調達額(億US\$)	6.55	3.99	4.51	0.74	3.23	7.86	1.18	28.06
為替レート	1:5.75	1:5.80	1:8.46	1:8.30	1:8.30	1:8.30	1:8.30	
人民元換算額(億元)	37.66	23.14	38.15	6.14	26.81	65.24	9.79	206.93
両市場合計(億元)	44.09	42.11	45.94	29.41	58.88	105.70	29.21	355.34

注：1) 人民元額は各年度の為替レートで換算した金額。  
2) 一部の数字は深圳・上海証券取引所により提供。

(出所) 上海・深圳証券取引所、中国証券監督管理委員会の年報・月報の各年・月版。「中国証券報」1998年12月17日、1999年1月1日。莫文光・楊瑞輝編「中国証券市場透視」中文大学出版社、1997年、90頁より作成。

※本稿の作成にあたり、(株)野村総合研究所の歐陽延軍、内藤証券(株)の孫昌齡、柳林の各氏より大変お世話になりました。記して感謝したい。

注

- (1) 野村総合研究所、東洋証券の資料による。
- (2) 国信証券研究発展センター章明「歴尽慢慢熊途、投資価値凸現」『人民日報(海外版)』一九九九年一月九日による。
- (3) 「日経金融新聞」一九九九年三月二四日。
- (4) Catherine McInley, "Chinese Firms Cancel Plans For Class B Issues" The Asia Wall Street Journal, March 18 1999.
- (5) James Harding, "China B shares left for dead" Financial Times, January 22 1999.
- (6) B株市場の特徴と創設背景については、拙稿「中国のB株市場—その特徴、背景及び現状—」一五三六号、一九九六年七月を参照されたい。
- (7) 「中国改革報」一九九八年五月二五日。「中国证券報」一九九八年二月一日。
- (8) 「中国证券報」一九九七年七月二日。
- (9) A株とB株の二重価格については、拙稿「中国のB株市場(2)—新しい上場基準、国内投資家の参入問題、A株とB株の価格差を中心に—」一五三八号、一九九六年九月を参照されたい。
- (10) 「金融時報(毎日証券)」一九九六年二月四日。
- (11) 「中国证券報」一九九八年六月一日。
- (12) 「人民日報(海外版)」一九九七年一月一日。

- (13) 「中国证券報」一九九七年二月二〇日。
- (14) 深圳証券取引所「上市公司年鑑一九九七」中国金融出版社、一九九八年・八頁〜一三頁。
- (15) 東洋証券「中国株投資ガイド」、二九頁、三四頁。
- (16) 「人民日報(海外版)」一九九九年一月三日による。

参考文献

- (1) 洪流「中国B股市场研究」上海証券期貨学院信息資料センター「專題報告」第一七号、一九九八年五月。