

中国株式市場の機能について

王 東明

1 はじめに

現在、中国の上場企業は、二〇〇社を超えているが、その殆ど（九割以上）が旧国有企業から株式会社に変更して上場を果たした企業である。このような旧国有企業を中心とする上場企業の構造は国有企業改革と密接に関連し、また計画経済から市場経済への移行期における中国株式市場の特徴をも現わし、「中国の株式市場は国有企業のための資金調達の間である」とさえいわれている。一体、株式市場はどのような機能を持ち、市場経済への転換過程の中でどのような役割を果たしているかを考察する必要があると考えられる。以下では、移行経済期における中国株式市場の機能を整理し、株式市場が果たす役割をみることにしよう。

2 株式市場の機能

(1) 資金調達の場

計画経済時代の企業金融は財政投融資の体制であった。しかし、改革・開放以後では、企業の資金調達は次第に財政投融資から銀行融資へ（「撥改貸」と切り換えられ、いわゆる間接金融を中心とする金融システムになっている）。ところで、八〇年代の後半から株式会社制度の導入および株式市場の形成によって、直接金融のウェイトが徐々に増え、現在では一〇%前後を占めるようになってきている（表1）。二〇〇二年四月末現在では、国内株

表 1 中国企業の直接金融と間接金融の推移

年	1993		1994		1995		1996	
	金額(億元)	比率(%)	金額(億元)	比率(%)	金額(億元)	比率(%)	金額(億元)	比率(%)
1. 間接金融(銀行の新規貸出)	6,335.40	92.52	7,216.62	96.50	9,339.82	96.03	10,683.33	94.99
2. 直接金融	512.25	7.48	261.53	3.50	386.31	3.97	563.26	5.01
社債	235.84	3.44	161.75	2.16	300.80	3.09	268.92	2.39
株式	276.41	4.04	99.78	1.33	85.51	0.88	294.34	2.62
資金調達合計(1+2)	6,847.65	100.00	7,478.15	100.00	9,726.13	100.00	11,246.59	100.00

1997		1998		1999		2000		2001	
金額(億元)	比率(%)	金額(億元)	比率(%)	金額(億元)	比率(%)	金額(億元)	比率(%)	金額(億元)	比率(%)
10,712.47	90.60	11,490.94	92.54	10,846.36	91.14	13,346.61	89.41	12,912.90	90.67
1,111.29	9.40	925.91	7.46	1,054.83	8.86	1,581.52	10.59	1,329.15	9.33
255.23	2.16	147.89	1.19	158.00	1.33	83.00	0.56	147.00	1.03
856.06	7.24	778.02	6.27	896.83	7.54	1,498.52	10.04	1,182.15	8.30
11,823.76	100.00	12,416.85	100.00	11,901.19	100.00	14,928.13	100.00	14,242.05	100.00

(出所) 中国証券監督管理委員会編『中国証券期貨統計年鑑』2002年版、百家出版社、13ページ、15ページより作成。

表 2 中国株式市場の資金調達の推移

(億元)

年	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	合計
1. 国内の資金調達	4.28	5.00	94.09	314.54	138.05	118.86	341.52	933.82	803.57	897.39	1,540.86	1,182.13	6,374.11
A株	4.28	5.00	50.00	194.83	49.62	22.68	224.45	655.06	443.05	572.63	1,007.41	751.50	3,980.51
B株				44.09	38.13	38.27	33.35	47.18	80.76	25.55	3.79	13.99	325.11
A株・B株による増資				81.58	50.16	62.83	69.89	198.00	334.97	320.97	519.46	430.63	2,068.49
2. 海外の資金調達 (H株・ADRなど)				60.93	188.73	31.46	83.56	360.00	37.95	47.17	562.21	70.21	1,442.22
国内外の資金調達(1+2)	4.28	5.00	94.09	375.47	326.78	150.32	425.08	1,293.82	841.52	944.56	2,103.07	1,252.34	7,816.33

(出所) 中国証券監督管理委員会編『中国証券期貨統計年鑑』の各年版より作成。

式市場(A株、B株⁽¹⁾)から累積八、〇〇〇億元(一元≒約一五円)を超える資金を調達し、海外上場の調達額(レッド・チップを含む)を合わせれば、一兆元を超える資金調達を達成した⁽²⁾。特に、九〇年代の後半から、株式会社化が進み、上場企業も増え、株式市場は資金調達の場として重視されるようになって(表2)。

その一方、市場経済化が進むにつれて、競争が激しくなり、市場競争に適應できない国有企業は業績が悪化し、赤字の出る企業も少なくない。そのため、近年銀行の不良債権や企業間の不良債権(三角債)が大量に発生し、深刻な問題になっている⁽³⁾。そのため、銀行の貸出業務が以前よ

り厳しくなり、逆に、株式・債券という直接金融による資金調達には選択肢としてますます重要視されている。とはいえ、冒頭で見てきたように、現状では上場企業の九割以上は旧国有企業であり、株式市場が「事実上」国有企業の資金調達の間になっていると言わざるを得ない。今後、民営企業の上場を促進させると同時に、中小企業やベンチャー企業のための資金調達の市場の創設も緊急な課題となっている。その意味から、金融・資本市場の中で資金調達の間としての株式市場は、より大きな役割を果たすことが期待されている。

(2) 企業改革の間

中国の改革は「漸進主義」的な改革といわれているが、しかし「時には急激な計画経済体制から市場体制への移行が見られた」と指摘されている。⁴⁾ おそらく株式市場の形成は、体制移行の中で急激な変化の一つになるであろう。

現在、一、二〇〇社以上の上場企業は企業制度改革の「先頭部隊」といわれている。これらの企業は、株式会社化および上場の過程を通して、企業組織の変更だけではなく、企業ガバナンスの在り方の変革も求められている。つまり上場企業の企業ガバナンスは、国有企業の「旧三会」(企業内党委員会、従業員代表大会、工会…労働組合)体制から株式会社の「新三会」(株主総会、董事会…取締役会、监事会…監査役会)体制への移行という主役変更が求められたが、これは、国有企業にとって大きな組織変革であろう。

しかし、一部の上場企業は資金調達のみ(「圈銭」)を重視し、真の意味の企業改革が行われず、「換湯不換薬」(湯を換えても薬は取り換ええない)という中身を変えないままの形式的な企業改革に止まっている。その結果として、株主総会と監事会は形骸化されつつあり、場合によっては董事会も機能しない事態が発生している。そし

て、政府部門あるいは国有持株会社は上場企業の大半の株式を保有することによって、「政企不分離」（政府と企業的不分離）の問題が依然として存在し、また「六会併存」（新三会・旧三会）という企業ガバナンスの現状では、はたして企業の子エック機能を全うできるかどうかが問題となっている。そこで、企業改革の場としての株式市場は、「会社法」や上場基準および情報開示制度などの諸制度面の整備を通じて、上場企業の企業ガバナンスの改革に影響を与えるだけでなく、企業改革の全体にも上場企業の「模範的役割」を波及させることが求められている。

（3）国民金融資産の形成と運用

計画経済の時代では、中国は株式を発行していないことは勿論、また「内債も外債もない国」と自賛し、恐らく手持ち現金以外の唯一の金融資産は銀行預金であった。しかし、改革・開放以後では、八一年から国債が発行され、八〇年代の半ばから株式も発行されたため、新中国成立以降の数十年の間に、姿を完全に消していた株式と債券は再び復活するようになった。

その一方、この二〇年余りの間に、経済の高成長が継続され、個人の収入や貯蓄も増えている。現在中国の家計貯蓄は既に八兆元を超え、しかも四〇%前後という高い貯蓄率を保っている。⁶⁾ 株式市場の形成は、直接金融による資金調達という金融システムの構造変化をもたらしただけでなく、株式や投資信託などの金融商品が現われることによって、国民の投資選択も増えている。表3が示すように、近年、個人の株式投資は増えており、国民金融資産の形成と運用の場としての株式市場はますます重要視されることになるであろう。

表3 中国の個人金融資産の推移

(単位：%)

年	現金	預金	債券	株式	保険	合計
1992	19.3	60.6	15.1	3.9	1.2	100.0
1993	22.4	66.6	5.9	3.9	1.2	100.0
1994	13.7	79.4	5.6	0.5	0.7	100.0
1995	5.0	87.1	6.6	0.3	1.0	100.0
1996	7.1	77.5	11.5	2.8	1.2	100.0
1997	10.9	67.1	11.9	7.7	2.5	100.0
1998	6.8	74.3	11.3	6.2	2.4	100.0
1999	15.0	60.0	13.2	7.1	4.7	100.0

(出所) 陳耀先『中国証券市場の規範と発展』中国金融出版社、2001年、211ページ(原資料：中国人民銀行統計司)より作成。

の一部を売却して、社会保障基金を捻出しようという政府の計画⁽¹¹⁾もあったが、結局、株式相場の急落で国有株の売却計画を中止せざるを得ない状況になったのである⁽¹²⁾。

ここで少なくとも、政府は株式市場を通じて資産(特に国有資産≡国有株)の流動化を促進させ、国有企業の民営化および戦略的再編に役立てるだけでなく、現在発行済株式の大半(約六割)を占める国有株を段階的に放出し、社会保障基金を充実させるという政策的意図もあったので、今後、株式市場を通じた吸収・合併や国有株の譲渡・売却などがますます増えることは間違いない⁽¹³⁾。一九九一年から九八年六月末までに、協議による上場企業の株式譲渡は四、一二二件に達し、譲渡株数は一二〇億株(うち無償譲渡は六〇・六億株、有償譲渡は五九・四億株)、譲渡金額は一三〇億元になり、五三五社の上場企業は株式譲渡を行なったと報道されている⁽¹⁴⁾。また、

(4) 資産流動化の場

株式市場は大衆資金の吸収という「資本の動員」⁽⁷⁾の機能を持っているが、その一方で、「資本の動化」つまり資本の流動化機能もある。近年、株式市場を通じての国有株の譲渡・売却や合併・買収(M & A)などが行なわれるようになり、一部の民間企業では経営の悪化した企業の国有株を買収して経営主導権を握るケース、いわゆる「裏口上場」⁽⁸⁾、「買殻上市・殻買い上場」⁽⁹⁾が出てきている。また最近、外資系銀行および投資ファンドが上場銀行の国有株を購入して資本参加する動きも現われている。さらに、株式市場と社会保障基金との関連において、近年、社会保障基金は一部の潜在力のある企業の株式を購入するケース⁽¹⁰⁾が現われると同時に、新規発行・増資による国有株

近年、「裏口上場」「買殻上市」の件数も増えている(表4)。さらに、株式市場を通じた合併・買収(M&A)は、全体として企業の業績を改善させる実証研究の結果も出ている。⁽¹⁵⁾ その意味で、今後、資産流動化の場としての株式市場は欠かせない存在になるであろう。

(5) 企業の監視の場

今までの国有企業は主管部門に企業情報を報告する義務があるが、それを公開する義務はない。しかし、国有企業から株式会社会社に改組し上場を果たした企業はそのままでは通らない。株式市場には情報開示制度(ディスクロージャー)があり、すべての上場企業が企業情報を開示しなければならない。そして、株主は開示された企業情報をチェックし、企業経営を監視する権利があるが、それは会社の意思決定の最高機関である株主総会を通じて企業経営をチェックする仕組みになっている。公開企業の市場(投資家)からのチェックは、経営者に圧力をかけることになり、旧国有企業体制に慣れきた企業にとって大きな変化になるであろう。

近年、一部の企業の大衆株主は、企業経営および報告データの信憑性を疑問視し、企業の年度報告、董事会の活動報告、監事会の活動報告および利益分配案に反対の意見を提出し、それを否決するケースが現われている。⁽¹⁶⁾ このような変化は、形骸化している株主総会が次第に「火薬の匂い」を嗅ぐようになり、依然として弱い中小株主の声も重視されるようになってきている。また、証券監督機関などの証券行政および証券取引所は様々な政策および制度を構築し、株式市場と上場企業に対する監視の目を強化し、上場企業の監視の場としての株式市場に変化の兆しがみえてきた。

表4 中国株式市場の「裏口上場」「買殻上市」の推移

年	1994	1995	1996	1997	1998.9
「裏口上場」(件数)	2	1	9	33	47
買収金額(億元)	0.94	5.70	6.00	72.16	79.77

(出所) 呂愛兵など「売殻上市行為分析」『中国証券報』1998年12月14日より作成。

3 むすびにかえて

以上のように、この一〇数年間の中国株式市場の形成過程を振り返ってみると、株式市場は少なくとも直接金融による資金調達の場合（特に、国有企業の資金調達の場）、企業改革の場、国民金融資産の形成と運用の場、資産流動化の場および企業の監視の場という五つの「場」の機能を持ち、市場経済化および株式会社化という変革の中で一定の役割を果たしていると考えられる。特に、西側先進国の株式市場で一般的に強調されていない機能、つまり企業改革の場としての株式市場は、移行経済期における企業制度改革の一面面を反映し、中国株式市場の特質を現わしていると言えよう。

注

- (1) A株とは、中国の国内投資家向けの株式をいう。B株とは、中国国内の上海と深圳の市場において、海外投資家向けの株式をいう。二〇〇一年一月から、外貨を持つ国内投資家もB株を投資できるようになった。
- (2) 二〇〇二年四月末現在、上場企業数は一、一七五社あり、国内の株式市場から累積で八、一〇一億元の資金を調達した。周小川「在第二届中国証券市場國際研討会上的講話」二〇〇二年六月六日、<http://www.csrc.gov.cn>を参考。海外上場の資金調達額は、H株（香港上場の中国企業株：国内会社登記）、ADR（米国預託証券）の他に、香港上場の中国系現地法人のレッド・チップ銘柄も含む。『中国証券報』二〇〇一年三月二日、五月二三日を参照。
- (3) 二〇〇一年末現在、国有商業銀行の不良債権比率は二五％である。『中国証券報』二〇〇二年三月二五日、『人民日報（海外版）』二〇〇二年八月三日を参照。
- (4) 中兼和津次編（二〇〇〇）、五ページを参照。

- (5) 「旧三会」は中国語で「老三会」と呼んでおり、つまり党委員会、工会（労働組合）および従業員代表大会を指し、企業制度改革前の意思決定の中核的な企業内組織である。株式会社化以後の株主総会、董事会および監事会は、「新三会」と呼ばれている。中国語の董事会、監事会それぞれ日本語の取締役会、監査役に相当する。
- (6) 二〇〇二年五月末現在の家計貯蓄は八・〇四である。『人民日报（海外版）』二〇〇二年六月二三日を参照。また、近年の貯蓄率については、家計貯蓄率は三〇％前後、国民貯蓄率は四〇％前後という水準で推移している。国家統計局国民経済核算司・中国人民银行統計司『中国資金流量表（一九九二—一九九七）』、『中国統計年鑑』の各年版を参照。
- (7) 「資本の動員」については、ルドルフ・ヒルファディング（岡崎次郎訳）『金融資本論（上）』岩波文庫、昭和三〇年の第二編「資本の動員。擬制資本」を参照。
- (8) 国有株の譲渡・売却や吸収・合併（M & A）については、儲興華「国有股権向民企転讓值得關注」、『中国証券報』二〇〇二年七月二五日参照。「裏口上場」（買殻上市）については、今井健一編（二〇〇二）一四二—一四三ページを参照。
- (9) Karby Leggett, Citigroup Nears Deal With China for Bank Stake, *The Asia Wall Street Journal*, August 21, 2002. Henny Sender, U.S. Buyout Fund Will Take Control of Shenzhen Bank, *The Asia Wall Street Journal*, September 25, 2002を参照。
- (10) 二〇〇一年度、社会保障基金は中国石油化工の新規発行A株の三億株（一一・六六億元相当）を購入し、この金額は総資産（八〇五・〇九億元）の一・五七％を占める。『中国証券報』二〇〇二年七月二二日。
- (11) 「国有株の一部を売却して社会保障基金に充てられることに関する管理暫定弁法」（減持国有股籌集社会保障基金管理暫定弁法）、『中国証券報』二〇〇一年六月二四日）によると、新規発行・増資による資金調達額の一〇％に相当する国有株を売却し、その金額を社会保障基金に組入れるという規定がある。

(12) 『中国証券報』二〇〇二年六月二四日。

(13) 近年、国有企業を再編するために、政府は外資企業による国有企業の吸収・合併(M & A)や国有株の譲渡・売却などを促進する政策を採っている。「允許国有企業向外商出售股權」『人民日報(海外版)』二〇〇二年九月二日を参照。

(14) 伐木人「資産重組の深層思考」『中国証券報』一九九九年一月二一日を参照。

(15) 張文樟・顧慧慧の研究は、一九九六年から二〇〇〇年末までに、上場企業の九九九件の合併・買収(M & A)ケースを取り上げ、実証分析した。その結果は、全体としては合併・買収(M & A)企業の六〇・〇八%は業績を改善し、三九・九二%の企業は業績を悪化させた。張文樟・顧慧慧「我国上市公司并購績効の実証研究」『証券市場同報』二〇〇二年九月号。

(16) 上場企業である東源の流通株主は、株主総会で年度報告、董事会の活動報告、監事会の活動報告および利益分配案に反対の意見を提出し、それを否決した。邱賢成「ST東源年報遭否決」『中国証券報』二〇〇二年七月五日、吳英華「股東大會雷聞「火柴味」」『中国証券報』二〇〇二年七月一八日を参照。

参考文献

- (1) ルドルフ・ヒルファディング(岡崎次郎訳)『金融資本論』(上) 岩波文庫、昭和三〇年。
- (2) 中兼和津次編(二〇〇〇)『現代中国の構造変動Ⅱ 経済 構造変動と市場化』東京大学出版会。
- (3) 中兼和津次編(二〇〇二)『中国の経済発展と体制移行』名古屋大学出版会。
- (4) 今井健一編(二〇〇二)『中国の公企業民営化 経済改革の最終課題』アジア経済研究所。

(5) 国家統計局国民経済核算司・中国人民銀行統計司『中国資金流量表（一九九二—一九九七）』。

(おう) とつめい・主任研究員)