

中国株式市場の問題点について

王 東明

1 はじめに

近年、中国経済は七％～八％の高成長を続けているにもかかわらず、株価は二〇〇一年六月ピーク時の四〇％前後まで落ち込み（図1・図2）、株式市場は経済の実態を反映していないと指摘されている。一般的に、先進国の株式市場は景気と連動し、株価は経済の状況を映す「鏡」であると認識されている。一体、なぜ中国の株式市場は実態経済と乖離しているのか、株式市場はどのような問題を抱えているのか。

小稿では、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幾つかの構造的問題を分析し、その背景を考察する。それと同時に、発行市場と流通市場の問題、会計不信や情報開示などの問題点もまとめ、またこれらの問題に対して、どのような改善策を取っているかを紹介することしよう。

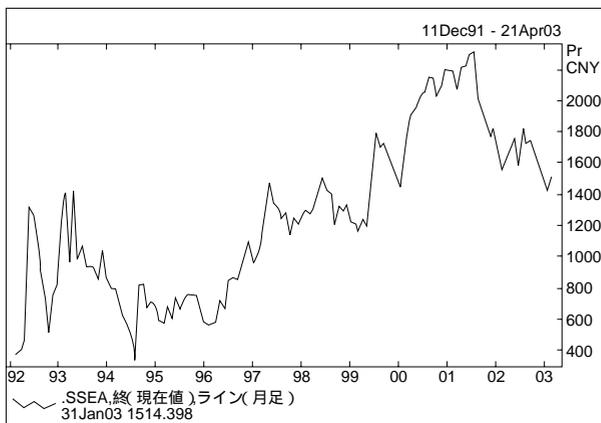
2 株式分類

現在、中国の株式市場は、発行済株式を一般に売買できる流通株と売買できない非流通株とに分類される。流通株のうち、国内投資家向けA株、海外投資家向けB株⁽¹⁾および海外上場のH株（香港、ニューヨーク上場など）の三種類がある。また、非流通株のうち、（1）発起人としての国家株、国内法人株および外資法人株、（2）一般応募法人株、（3）従業員持株⁽²⁾がある。これらの株式は原則として流通市場での取引が禁止されている。その

他、国内投資家向け株式という点から、非流通株および一般流通できるA株（狭義）と合わせて広義のA株を指している。現在では、非流通株は発行済株式の六割以上を占め、流通株は全体の三割前後になっている。

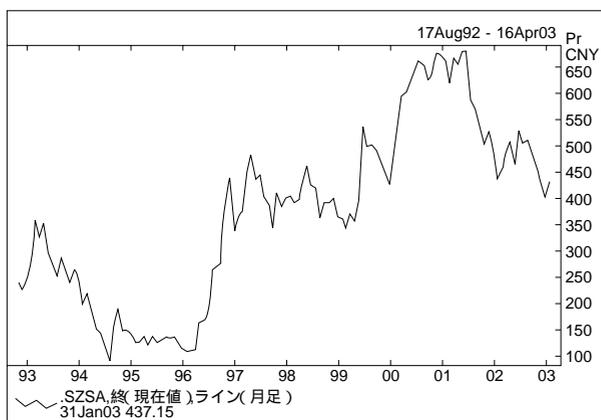
一般的に、先進国の株式市場は、その株式がすべて流通できる株式である。なぜ中国の株式市場は以上のように複雑に分類され、また流通できる株式とできない株式と区別されているのか。そもそも一〇年余り前に創設された中国の株式市場は、その主な目的は二つある。一つは、国有企業のために民間から資金を調達することであ

図1 中国上海A株指数(SSEA)



(出所) ロイターグラフィックススタンダード

図2 中国深圳A株指数(SZSA)



(出所) ロイターグラフィックススタンダード

る。もう一つは、国有企業の制度改革と関連し、つまり株式市場を通じて国有企業から株式会社へ転換させ、その実験場になることである。そのため、現在上場企業の九五%前後は元の国有企業であり、株式市場は事実上国有企業のための資金調達場となっているのである。⁽³⁾

また、国有企業の上場の際に、その殆どのケースは企業の国有資産をそのまま国有株（国家株と国有法人株）に換算し、また国有株の流出と転売を防ぐために、制度的にそれを一般流通できないように設定され、これによって現在の流通できる株式と流通できない株式の分類になったわけである。

しかし、先進国の国有企業の民営化は、国有株を民間に放出するのが一般的であるが、中国の場合は、国有企業の上場は国有株を民間に放出しない形となっている。さらに、政府の政策としては「社会主義市場経済」を掲げ、できる限り国有資産の維持と拡大を図り、その結果として、発行済株式の五〇%以上は国有株（国家株、国有法人株）が占めるようになっているのである。

一方、近年、政府は社会保障制度を整備するために、国有株の一部を売却して社会保障基金を捻出しようという動きがあった。二〇〇一年六月、国務院は「国有株の一部を売却して社会保障基金に充てることに関する管理暫定弁法」を発表した。⁽⁴⁾ それを受けて、株式相場は暴落し、上海A株指数は二、三〇〇台から一、四〇〇台前後まで落ち込んだ。結局、国有株の放出計画は、一年余りの株式市場の低迷によって中止せざるを得ない状況に追い込まれた。⁽⁵⁾

このように、国有株の流通問題は中国株式市場にとって極めて敏感な問題であり、株式市場の「時限爆弾」とさえいわれている。また、この問題はそもそもも国有企業改革と密接に関連し、漸進的な改革手法によって生じた株式市場の構造的な問題でもある。それを解決するために、さまざまな利害関係者を配慮する知恵と長い時間が

必要で、先進国の民営化の経験を参考にすべきであると考えられる。

3 株式所有構造とコーポレート・ガバナンスの問題

表1で示すように、中国株式所有構造の最大の特徴は、政府と国有企業が株式の大半（国有株が全体の五〇%以上）を所有していることである。特に、国家株比率は最も多く、発行済株式の四割前後を占めている。また、法人株は全体の二割前後を占め、その大部分は発起人としての国内法人株と応募法人株であり、外資法人株は極めて少なく、全体の一%前後に過ぎない。ここで、上場企業の九割以上はその前身が元の国有企業であることを考えると、法人株の大部分は国有法人株と推定できる。その意味から、国家株と国有法人株を合わせた国有株の比率は、少なくとも全体の六割前後を占めることがわかるだろう。実際に、株式市場で売買できる流通株の比率は全体の三割前後に止まっている。

このように、国有株が株式の大半を占め、支配的な立場になっている株式所有構造が原因となつて、さまざまな問題を引き起しているが、その一つは、コーポレート・ガバナンスの問題である。つまり国有企業から株式会社へ組織変更して上場を果たした企業の多く

表1 中国上場企業の株式分布

(単位：%)

年末	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
1. 非流通株	69.25	72.18	66.98	64.47	64.75	65.44	65.89	65.02	64.28	65.25
国家株	41.38	49.06	43.31	38.74	35.42	31.52	34.25	36.16	38.90	46.20
国内法人株	13.14	9.02	10.79	15.93	18.42	22.64	20.90	19.13	16.95	12.71
外資法人株	4.07	1.05	1.10	1.40	1.23	1.34	1.42	1.31	1.22	0.88
応募法人株	9.42	10.59	10.64	7.30	7.53	6.72	6.03	6.16	5.65	4.70
従業員持株	1.23	2.40	0.98	0.36	1.20	2.04	2.05	1.19	0.64	0.46
その他	0.00	0.05	0.16	0.74	0.95	1.18	1.25	1.08	0.92	0.31
2. 流通株	30.75	27.82	33.02	35.53	35.25	34.56	34.11	34.98	35.72	34.75
A株	15.87	15.82	21.00	21.21	21.92	22.79	24.06	26.34	28.43	25.26
B株	14.88	6.37	6.06	6.66	6.45	6.04	5.30	4.60	4.00	3.13
H株	0.00	5.63	5.96	7.66	6.88	5.74	4.75	4.03	3.28	6.36
合計(1+2)	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	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)』百家出版社、132頁より作成。

は、旧国有企業の経営管理などの慣習が依然として上場企業の中に残され、株式会社化という企業改革は形式的なものに止まっており、上場企業は「準国有企業」とさえいわれている。

コーポレート・ガバナンスの問題は、具体的に次のように表われている。すなわち(1)株式会社組織の「新三会」(株主総会、取締役会、監事会)と旧国有企業の「旧三会」(党委員会、従業員代表大会、工会・労働組合)との関係は、なおスムーズに調整できるようになっておらず、特に取締役会と企業内党委員会の間は「摩擦」を起こしやすく、企業内に二つの権力中枢(党組織と経営組織)が存在している。(2)多くの上場企業党組織の幹部は会社役員を兼任し、企業内党組織は依然として意思決定や人事、労使関係の調整と企業幹部のチエックなど広範囲に亘って役割を發揮し、企業経営に関与している。(3)経営者は国有大株主だけを重視し、株主総会も「国有大株主の会」(「一股独大」)になる恐れがあり、中小株主の利益を軽視している。(4)企業の子エック体制は不健全であり、株主総会、取締役会および監事会は形骸化している。⁽⁶⁾

特に、近年、支配株主(国有株主)たる会社は、上場企業に不利益をもたらす関連取引や、上場会社の資金や資産の占用または融資担保人の強要などのケースが増えており、上場企業の経営不振や様々な債務・信用トラブルの発生につながっていることが、株式市場およびガバナンスの問題点として指摘されている。上場企業の済南軽騎はその典型的な例である。⁽⁷⁾そこでは、支配株主(国有株主)たる会社に上場企業の資産、財務および人員などの面において様々な不明朗な関係が存在し、上場企業と完全に分離していないことを示し、コーポレート・ガバナンスの大きな問題点を露呈している。⁽⁸⁾結局、国有企業の株式会社化および国内外の上場は、このような国有株主と上場企業の分離問題をスムーズに解決しない限り、株式市場はコーポレート・ガバナンスなどの構造的な問題を抱えるだけでなく、経営不振や粉飾決算などによる市場リスクも背負うことになっているのである。

これらの株式市場の構造的問題に対して、二〇〇一年一月、中国証券監督管理委員会（以下、CSRCと略称）と国家経済貿易委員会は、上場会社を対象に「上場会社コーポレート・ガバナンス原則」を施行した。同「原則」は、「会社法」の不備を補い、コーポレート・ガバナンスの規範化を図り、上場会社の独立性を強調し、支配株主（特に国有株主）の「暴走」に歯止めをかけ、歪んだ証券市場を是正することに乗り出した。⁽⁹⁾

4 発行市場の問題

以上、みてきたように、中国株式市場の形成は国有企業改革と密接に関連し、⁽¹⁰⁾またさまざまな市場要素と計画要素は相互に交わって存在し、計画経済時代の色が濃く残され、その典型的な例は株式市場の発行制度である。

株式市場の発行制度は、九八年以前に発行計画が存在していた（表2）。つまり政府は年度ごとに株式の新規発行の計画枠を設定し、それを各省に配分する制度であった。このような発行制度は、政府が株式の発行量と配分先をコントロールでき、一部の優秀な企業が上場基準をクリアしても、発行の計画枠が配分されないと上場できない状況になる。このように、発行市場における非市場的要素（計画経済）の影響は、つい数年前まで発行計画枠という形で残されていた。

九九年「証券法」が施行された後、株式の発行制度は大きく変化し、計画枠内の審査許可制（審批制）からCSRCの株式発行審査委員会による審査上場制（核准制）へと切り替わった。つまり、上場したい企業は上場基準さえクリアすれば、上場できるようになっているのである。このような発行制度の変更によって、株式市場はより市場経済の方向に接近していると考えられ

表2 中国の株式発行計画

単位：億元

年	1993	1994	1995	1996	1997
発行計画	50	55	55	150	300

（出所）『中国証券報』1997年5月16日などにより作成。

る。

発行市場のもう一つの問題は「包装上場」である。つまり一部の企業は上場基準をクリアするために、優良企業と経営不振の企業をセットで上場したり、あるいは会計上の良い部分だけを見せて悪い部分をできるだけ隠すという「包装上場」の現象が現われている⁽¹¹⁾。そして、上場を果たした一年目は黒字、二年目は利益なし、三年目は赤字という悪循環に転落する企業は少なくない。なぜこれらの企業は上場の一年目だけ黒字を計上するのか、これは利益操作や粉飾決算という会計不信の問題につながっているのではないか。会計不信の問題は後で述べる。

また、中小企業や新興企業のための資金調達市場がないことも発行市場の問題点である。深圳市場は Nasdaq のようなベンチャー企業の育成市場に発展しようという動きがあつたが、最近の ITバブルの影響を受けて、計画は延期されるようになった。

5 流通市場の問題

流通市場の問題は、まず発行済株式のうち、一般流通できる株式数が少なく、全体の三割前後に止まっていることである。国内投資家向け A 株市場では、流通株式数はさらに少なく、全体の二五%前後しかない。このような流通できる株式数が少ない市場は、相場操作や投機をしやすい市場ともいわれている。

また、中国の株式市場は個人投資家が中心の市場構造であり、個人投資家比率は何と九九%に達し、機関投資家は極めて少ない。しかも、一般大衆は株価に影響されやすく、短期売買が多く、株価の変動が激しい、投機性の強い市場とみられている⁽¹²⁾。

二〇〇〇年現在、一％に満たない機関投資家の株式投資額は二、五〇〇億元で、流通株時価の二割前後を占めると推計されている。⁽¹³⁾ 確かに先進国と比べると、中国の機関投資家は少ないことがわかる。しかし、わずか一年余りの株式市場ではあるが、九七年に証券投資ファンド（新基金）⁽¹⁴⁾を導入し、また、二〇〇二年にQFII制度（適格外国機関投資家）⁽¹⁵⁾も導入し、機関投資家の育成に力を入れていることは認めざるを得ない。加えて、機関投資家は保険や年金などの社会保障制度と関連しているので、中国の社会保障制度がまだ不完備な現状では、機関投資家の育成に限界があるであろう。

流通市場には、A株とB株の市場分断問題もあり、これは人民元の自由交換を実現していない現段階において取った市場措置である。⁽¹⁶⁾ B株の創設は、市場経済への移行過程の中に生じたさまざまな矛盾の一つであり、二〇〇一年二月に、外貨を持つ国内投資家にもB株を開放したことで、株価が急騰した。このような政策変更による株価の変動は「政策相場」や「官製相場」ともいわれている。

6 会計不信と情報開示

近年、鄭百文や銀広夏などの上場企業では相次いで粉飾決算が発覚し、大きな社会問題となっており、銀広夏は「中国のエンロン」とさえいわれているが、投資家保護のための情報開示の重大さもここからうかがわれる。⁽¹⁷⁾

特に、会計不信は深刻であり、有償増資の条件として現われている「ROEの一〇％現象」が、利益操作や粉飾決算をする企業が如何に多いかを示している。⁽¹⁸⁾ 会計不信を是正するために、財政部とCSRCは、粉飾決算の公認会計士の処分や会計事務所の業務停止などに力を入れている。⁽¹⁹⁾ また、会計監査も以前より厳しくなっている。

情報開示について、二〇〇二年から四半期ごと決算を導入し、情報開示制度を強化するようになっている。

7 法令遵守

「会社法」(九四年七月)と「証券法」(九八年七月)が施行され、市場制度面の整備が進んでいる。CSRCは組織を改め、人員や地方の駐在事務所を増やすと同時に、香港SECの人材も登用し、投機現象やインサイダー取引に対して厳しく取り締まり、「黒基金」(違法ファンド)や証券会社の違法取引などは以前より難しくなっている。²⁰⁾

8 むすびにかえて

以上みてきたように、計画経済から市場経済への移行期において、中国株式市場の形成は国有企業改革と密接に関連し、またガバナンスの問題や様々な市場問題点も旧国有企業体制と深く係わっている背景を紹介した。特に、国有株が発行済株式の大半を占める株式所有構造は、中国株式市場の最大の特徴であった。株式所有構造や株式の分類問題はさまざまな市場問題を引き起す原因でもある。また、市場経済化が進行する過程の中で、株式市場の問題点を見詰めるとき、さまざまな改善点も見逃せない。このような改善によって、株式市場はより市場経済への方向に進化していくことになるだろう。さらに、健全な株式市場を確立するために、「社会主義市場経済」の核となるべき株式所有構造やコーポレート・ガバナンスの変革は必要不可欠で、それは中長期的な課題として取り組む必要があるであろう。

注

(1) B株市場は、二〇〇二年二月から国内の外貨を持つ投資家にも開放した。

- (2) 従業員持株については、現制度の規定により上場三年後から一般に流通できる。
- (3) 国有企業のための資金調達の場合と企業改革の場合について、拙稿「中国株式市場の機能について」、『証研レポート』(No. 一六二二)・二〇〇二年一月号を参照されたい。
- (4) 國務院「国有株の一部を売却して社会保障基金に充て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」二〇〇一年六月二二日)によると、新規発行・増資による資金調達額の10%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。『中国証券報』二〇〇一年六月一四日。
- (5) 二〇〇一年一月二日、中国証券監督管理委員會(CSRC)は、「国有株の一部を売却して社会保障基金に充てることに関する管理暫定弁法」の第五条の執行を中止することを発表した。つまり第五条で定められている「新規発行・増資による資金調達額の10%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」という規定の執行を中止した。また、その一年後の二〇〇二年六月二四日、國務院は国内証券市場における国有株の売却(「停止通過国内証券市場減持国有股」)を停止することを発表した。万国華『中国証券市場問題報告』中国發展出版社、二〇〇三年、第一章、『中国証券報』二〇〇二年六月二四日を参照。
- (6) 中国の株式所有構造とコーポレート・ガバナンスについて、拙稿「中国の株式所有構造とコーポレート・ガバナンス」、井村進哉・福光寛・王東明編『コーポレート・ガバナンスの社会的視野』日本經濟評論社、二〇〇二年を参照されたい。
- (7) 濟南輕騎のケースは、次の通りである。濟南輕騎はバイクを生産する大手企業であり、九七年以前の業績はハイアー(海爾)・長虹などの有名企業と肩を並べる優良企業であった。しかし、九七年から二〇〇〇年までの四年間に、同社の支配株主つまり「親会社」である中国輕騎集團總公司(国有企業、以下輕騎集團と略称)は、同社から大量な借

入金を発生させた。この四年間の借入残高はそれぞれ一〇・七億元、一六・七億元、二三・四億元、二五・八億元で年々増えており、仮に、二〇〇〇年の借入残高とその他の資金占用額を合わせれば、その金額は二七億元余りに達し、同社が上場八年間の株式市場からの資金調達額（一六億元）と純利益総額（一一億元）の合計額にのぼった。その他に、同社は支配株主およびその関連企業の融資の担保人となり、担保金額が六億元余りになった。これらの資金の用途は、次のように説明されている。すなわち、（１）軽騎集団の借金・債務の返済。つまり軽騎集団は、上場会社の上場する前の事業体に投資した資金に対しての返済である。（２）部品工場の建設。（３）国内外の販売網の設立。（４）集団総公司の規模拡大のため、三〇社余りの吸収・合併による資金利用。しかし、現実には、軽騎集団の規模拡大路線は行き詰まっていた。

ここで「済南軽騎」と「親会社」である軽騎集団との関係は、資金面の混同および上場会社に不利益な関連取引を行うだけではなく、資産、財務、機構および人員においても両者混在し、完全に分離していないことが判明している。特に、両社の役員および上級管理者のほとんどが相互に兼任し、済南軽騎の取締役会長、社長および中間幹部は軽騎集団によって任命され、上場会社の意思決定も軽騎集団が直接介入し、取締役会は形骸化し、企業ガバナンスには深刻な問題を抱えていると指摘されている。このように、市場競争の要素を除けば、支配株主による大量の資金占用および企業ガバナンスの問題によって、済南軽騎は近年の資金繰りが緊迫し、業績も低迷して、二〇〇〇年は二・七億元の赤字に転落し、債務危機にも陥っている。拙稿「中国上場会社のコーポレート・ガバナンス原則（１）」『証研レポート』(No. 11609)、二〇〇二年八月号を参照。

(8) 支配株主（特に国有株主）と上場企業の分離問題は、拙稿「中国国有企業のニューヨーク上場によるインパクト」、渋谷博史・首藤恵・井村進哉編（共著）『アメリカ力型企業ガバナンス 構造と国際的インパクト』東京大学出版会、二

〇〇二年を参照されたい。

- (9) 拙稿「中国上場会社のコーポレート・ガバナンス原則」(1)、「証研レポート」(No. 一六〇九、No. 一六一〇)、二〇〇二年八月号、九月号を参照。
- (10) 中国株式市場の形成は国有企業改革について、拙稿「中国株式市場の形成と国有企業改革」『証研レポート』(No. 一六〇五)、二〇〇二年四月号を参照されたい。
- (11) 拙稿「中国株式市場の形成過程」A株(国内投資家向け株式)市場を中心に、「慶応義塾大学地域研究センター編『アジアの金融・資本市場 危機の内層』慶応義塾大学出版会、平成二二年を参照。
- (12) 個人投資家について、拙稿「中国の個人投資家」『証研レポート』(No. 一六〇七)、二〇〇二年六月号を参照されたい。
- (13) 王開国等『中国証券市場發展と創新研究』上海人民出版社、二〇〇二年、六三九-六六九ページを参照。
- (14) 証券投資ファンドについて、拙稿「中国の証券投資ファンド」、中国の『証券投資基金管理暫定弁法』、『証研レポート』(No. 一五八二)、二〇〇〇年五月号、六月号を参照されたい。
- (15) QFII制度について、拙稿「中国のQFII制度の導入」『証研レポート』(No. 一六一三)、二〇〇二年二月号を参照されたい。
- (16) A株とB株の市場分断問題について、拙稿「中国のB株市場」『証券經濟研究』一九九九年七月号、「中国的B股市场」、楊棟梁編『國際貨幣金融体系与東亜』天津人民出版社、二〇〇〇年を参照されたい。
- (17) 『中国証券報』二〇〇一年九月六日、『人民日報(海外版)』二〇〇二年八月一〇日を参照。
- (18) 拙稿「中国株式市場の形成過程」A株(国内投資家向け株式)市場を中心に、「慶応義塾大学地域研究センター編

『アジアの金融・資本市場 危機の内層』慶応義塾大学出版会、平成二二年を参照。

- (19) 『中国証券報』二〇〇一年九月六日、拙稿「中国の証券行政」『証研レポート』(No. 一六〇六)、二〇〇二年五月号を参照。

- (20) CSR Cについて、拙稿「中国の証券行政」『証研レポート』(No. 一六〇六)、二〇〇二年五月号を参照されたい。

参考文献

- (1) 万国華『中国証券市場問題報告』中国發展出版社、二〇〇三年。
- (2) 龔浩成・金徳環編『上海証券市場十年』上海財經大學出版社、二〇〇一年。
- (3) 張衛星『中国股市向何処去』中国商業出版社、二〇〇二年。
- (4) 王開国等『中国証券市場發展与創新研究』上海人民出版社、二〇〇二年。
- (5) 王東明「中国株式市場の形成過程 A株(国内投資家向け株式)市場を中心に」、慶応義塾大学地域研究センター編『アジアの金融・資本市場 危機の内層』慶応義塾大学出版会、平成二二年。
- (6) 王東明「中国国有企業のニューヨーク上場によるインパクト」、渋谷博史・首藤恵・井村進哉編(共著)『アメリカ型企業ガバナンス 構造と国際的インパクト』東京大学出版会、二〇〇二年。
- (7) 王東明「中国の株式所有構造とコーポレート・ガバナンス」、井村進哉・福光寛・王東明編『コーポレート・ガバナンスの社会的視野』日本経済評論社、二〇〇二年。

(おつ とつめい・主任研究員)