

香港株式市場の 中国企業株（H株）について

王 東 明

要 旨

中国の「改革開放」政策の実施以来、外資導入は盛んに行なわれた。直接投資だけでなく、様々な商業融資や外債発行による資金調達も増加している。近年特に目立つのは、中国企業が海外の株式市場に直接上場し資金を調達するという新しい外資導入の方法である。93年からスタートした中国企業の海外上場は香港株式市場を中心に、わずか3年余りの間に28社（香港：26社、ニューヨーク：ADR方式で直接上場2社）に達し、約52億米ドルの外資を調達した。中国企業の海外上場は現在進行中の国有企業制度改革と密接につながり、また今までなかった中国国有企業の海外上場は内外証券市場の大きな関心を集めている。

本稿では、まず香港株式市場に上場している中国企業株（H株）を焦点にあて、「返還」が迫っている現在の香港と中国の経済関係にふれ、H株の上場背景を紹介する。

次に中国企業の海外上場に必要となる幾つかのプロセス及び諸段階を整理し、香港株式市場の上場基準、会計制度およびディスクロージャー制度を含めて紹介する。そして上海石油化工股B有限公司のケースを取り上げ、国有企業が如何に企業制度改革を行ない、株式会社に改組して海外の上場基準および諸制度に則って上場を果たしたか、一企業レベルから国有企業組織再建のプロセスと海外上場の問題点を考察する。

最後に香港上場を果たした20数社のH株の特徴を概観し、H株とA株（中国国内投資家向け株式）の価格差について検討する。試験段階から発展段階を迎えた中国企業の香港上場が、今後の国有企業制度改革の前進及び中国経済の安定成長に寄与するかどうかという観点からH株企業の潜在発展力を展望する。

はじめに

I. 中国企業香港上場の背景

- 1. 返還前夜の香港と中国の経済関係
- 2. H株の上場背景

II. 中国企業海外上場のプロセス

- 1. 海外上場のプロセス
- 2. 香港株式市場の諸制度

はじめに

周知のように今年7月1日香港が中国に返還される。返還後の香港（一国二制度）の政治、経済構造は維持されるか、また今まで築いてきた世界有数の国際金融センターとしての機能は今後も変わりなく発揮されるか、世界の関心を集めている。1978年の「改革・開放」政策の実施以来、香港と中国の経済関係は一段と緊密化し、貿易・投資の拡大だけでなく、金融・証券などさまざまな分野での交流も着実に深まり、両者は「前店後廠」（店は前の香港に、生産工場は奥の中国大陸に置くこと）という言葉に象徴されるように相互依存の関係から一体化へと進んでいる。

中国と香港の経済が益々一体化するなか、香港は中国の対外開放政策後の十数年間に多大な恩恵を受け、中国の海外進出の窓口として重要視され、同時に重要な資金調達市場になった。一方中国国内においては、80年代に入り計画経済体制から徐々に市場経済へ転換し、経済の高度成長に伴って企業は大量の資金需要が出てきた。しかし旧来の財政支出をベースとする金融体制ではこのような急増する資金需要にうまく応えられない。そこで80年代後半から株式会社

目次

3. 上海石油化工股份有限公司のケース

III. H株の発展状況

- 1. H株の特徴
- 2. H株の発展状況
- 3. H株とA株の価格差

むすびにかえて

制度の試験的導入など企業改革が始まり、それとともに民間からの資金調達：直接金融方式が重視されだした。90年代に入ると、上海、深圳両証券取引所がそれぞれ開設され、中国にも証券市場がその新しい姿を現わしはじめた。しかし国内市場からの資金調達は量的に限界があり、また国家の外貨準備不足のため、企業は外国の先端技術の導入による設備投資に大量な外貨が必要であるにも拘らず、これらの要求になかなか応えられない（表1）。そのため企業は香港市場を中心に海外市場での資金調達に強い希望をつないだ。

表1 中国の外貨準備の推移

(年末数)

年	外貨準備額 (億米ドル)	前年比 (%)
1986	20.72	-21.6
1987	29.23	41.1
1988	33.72	15.4
1989	55.50	64.6
1990	110.93	99.9
1991	217.12	95.7
1992	194.43	-10.5
1993	211.99	9.0
1994	516.20	143.5
1995	735.97	42.6
1996	1050.00	42.7

(出所)「中国統計年鑑」1996年版、中国統計出版社、616頁。中国人民銀行「中国金融展望1996」91頁。「中国証券報」1997年1月14日より作成。

あてて考察し、H株市場今後の見通しを展望してみたい。

I 中国企業香港上場の背景

1. 返還前夜の香港と中国の経済関係

「返還」を控えている現在の香港にとって、中国は最大の貿易相手であり、95年の貿易総額（再輸出を含む）約3,600億米ドルのうち2,800億米ドル（78%）は中国との取引であった。また中国は、香港の最大投資相手であり、香港からの累積直接投資額は既に786億米ドルに達し、海外投資総額の58%を占めている。広東省の珠江デルタ地区だけで香港の進出企業は2万3,000社を数え、8万軒の加工工場を有し、約400万人を雇用しているといわれている。一方香港の返還が目前に迫った現在、中国企業の香港進出も急増しており、進出企業数は既に1,800社を超え、その総資産額は約425億米ドル（中国銀行が純資産で計算）、直接投資額は250億米ドルに達し、米国、日本を抜き英国に次ぐ第二位となっている¹⁾。

また金融・証券の分野においても、香港は中国の重要な資金調達市場である。現在中国国内企業は海外商業貸付の90%までを香港の銀行を通して行い、その融資額は2,382億香港ドル（1香港ドル=約14円）に達している²⁾。債券による資金調達も増え、95年末時点で、香港市場での中国の金融・企業債の発行額は既に41.9億香港ドルにのぼっている³⁾。さらに近年では香港株式市場においてH株（香港上場の中国企業株）を発行し、H株とレッド・チップス（「紅籌股」という中国系香港現地法人銘柄：その大部分は中国企業が香港現地子会社を通じて既存の上場

中国企業の海外証券市場上場の目的は単に資金調達だけでなく、現在進行中の国有企業改革とも密接につながっている。現在国有企業を中心に展開されている海外上場のもう一つの狙いは、旧計画経済体制下にある国有企業の経営メカニズムを転換させるために、海外証券市場から国際的な上場基準、会計基準およびディスクロージャー制度に準拠した企業経営方法を学びとり、国際競争力を強め、最終的には自主経営を実現して新しい「現代企業制度（近代的な企業制度）」⁴⁾を確立することにある。

このような海外上場という新しい外資導入の方法による資金調達、そして国有企業改革、さらに今年7月香港の中国への返還という政治的な要素も含めた背景の下で、1993年7月、中国最大のビールメーカー、青島ビールを第一号とする中国企業の海外上場は香港証券取引所を中心にスタートした。わずか3年余、今年3月の時点で中国企業は既に28社（香港：26社、ニューヨーク：ADR方式で直接上場2社、香港と同時上場4社、ロンドン：香港と同時上場1社）の海外上場を果たし、約52億米ドルの外資を調達した⁵⁾。

本稿では、現在香港株式市場に上場しているH株（中国企業株）の上場背景を紹介し、これらの海外上場国有企業は如何にその国有資産を評価し、企業組織を変革して株式会社に改組されたか、そしてどのように香港株式市場の上場基準、会計制度およびディスクロージャー制度をクリアし、上場を果たしたか、そのプロセスと諸段階を紹介する。上海石油化工股份有限公司の株式会社化改革の実態および海外上場の問題点をケース・スタディーとして検討する。そしてH株の特徴、発展状況およびH株とA株（中国国内投資家向け株式）の価格差などに焦点を

表2 主なバックドア・リスティング (裏口上場) 例

現企業名	買収年月	買収元
嘉華銀行	86.3	CITIC北京
友聯銀行	86.8	招商局集団
粤海投資	87.4	粤海集団
CITICパシフィック	90.2	CITIC香港
華潤創業	92.8	華潤集団
首長国際	92.10	首鋼
第一上海投資	92.12	中創, 上海万国証券
新海康航業	92.12	CITIC北京 (保利)
東方有色	93.3	中国有色金属総公司
中国光大国際	93.3	光大集団
三泰実業	93.4	首鋼
上海万国	93.4	第一上海投資, 上海万国証券
海嘉国際	93.5	鹏源 (精油食品)
首長四方	93.5	首鋼
華人銀行	93.7	華潤集団

(出所) (財) 日本証券経済研究所「図説中国・香港の証券市場」, 105頁。

企業を買収するいわゆる裏口上場の方法をとっている) は注目的となり (表2), 中国関連銘柄の人気は増している。96年8月20日時点の統計によると, 香港株式市場の中国関連上場企業数は76社 (H株: 21社, レッド・チップス: 55社) に及び, 時価総額は1,820億香港ドル (1香港ドル=約14円), 香港株全体の時価総額の6.8%を占めている⁶⁾。なかでも主要レッド・チップスの時価総額は1,475億香港ドル (96年8月末) と94年末の2倍強に増え, 香港株全体の時価総額に占める比率も3.3%から5.2% (96年7月末) に上昇した⁷⁾。またCITICパシフィック, 広東インベストメントなどのレッド・チップス企業はハンセン指数の33銘柄に加えられ, 香港株式市場の代表銘柄に成長している。さらに去年末, H株とレッド・チップスの時価総額はそれぞれ315億香港ドル, 2,530億香港ドルに達し, 両者を合わせた時価総額は2,845億香港ドル, 香港株全体の時価総額の8.2%にのぼった⁸⁾。

香港株式市場は中国国有企業の海外上場の実

験場となり, H株とレッド・チップスという中国関連の銘柄は海外投資家の対中投資のパイプとなった。特にH株は国有企業の香港直接上場であり, わずか3年余りで以上のような成果を遂げ, 外資導入の新しい方法として重視されている。中国企業の海外上場はなぜ香港市場を中心に展開したか, その背景について次に見ていこう。

2. H株の上場背景

93年から香港市場を中心にスタートした国有企業の海外上場は以上のような成果を上げ, 海外投資家の関心が高まりつつある。今までに中国政府が国有企業を選んで香港上場を果たした理由については, 次の五点を指摘することができる。

まず第一に, 中国経済は「改革・開放」後の18年間平均で10%前後の実質経済成長率 (GDPの実質ベース) (図1, 図2) を達成し, 経済成長に伴って企業の大規模な設備投資は増える一方で, そのため大量の資金需要が起きている。しかし国内市場での資金調達量は量的に限界があり, また一部の企業は外国の先端技術を導入するにあたり, 大量に外貨の獲得が必要になる。従って長期的に投資資金と外貨の不足に悩まされている国有企業は海外の資本市場に目を向け始めた。海外上場を果たした結果, 企業は今までにない大規模な資金調達を実現した。そのなかで香港株式市場史上最大規模といわれている馬鞍山鉄鋼の資金調達は39.34億香港ドルに達し, 儀征化繊は33.60億香港ドル, 上海石油化工は26.54億香港ドルの資金を調達した⁹⁾。

第二に, 80年代以降十数年間にわたる国有企業の改革は経営権拡大の段階から自主経営の段階に移り, いわゆる「現代企業制度」の改革は

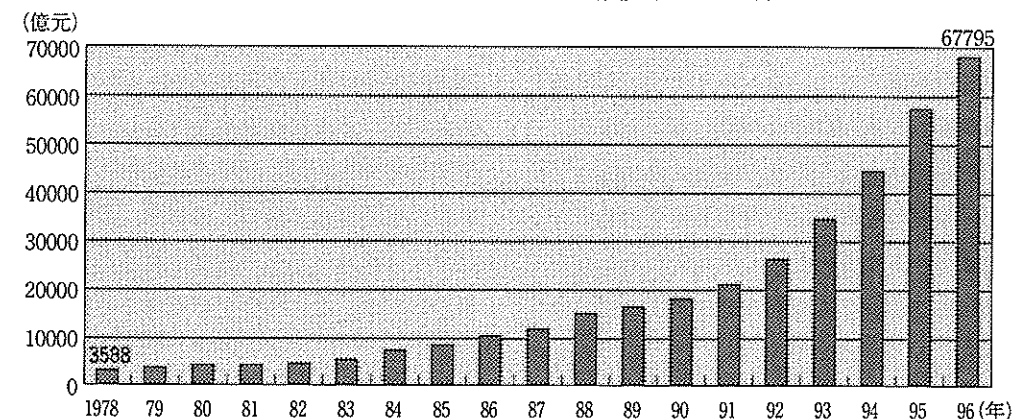
株式会社制度の導入を軸に進められている。中国企業は海外市場に上場するなかで外国の法律制度, 会計基準およびディスクロージャー制度などの知識を吸収でき, それが国有企業の経営メカニズムの転換, 国際競争力の強化を早めることに役立っている。つまり外国企業の経験から学び国際的基準に立った企業経営を展開することが目的である。

第三に, 今年香港が中国に復帰することがあり, 今後香港の繁栄と安定を維持するため, 中国政府は「一国二制度」という基本原則を決めた。そこで, 国際金融センター, 貿易センターおよび運輸センターとしての香港がより一層

発展することを期待して, 有力国有企業の香港市場上場を促進した。このことは海外に対する中国企業の存在感をアピールし, 経済的效果をもたらすのはもちろんのこと, 政治的にも大きな意義をもつ。

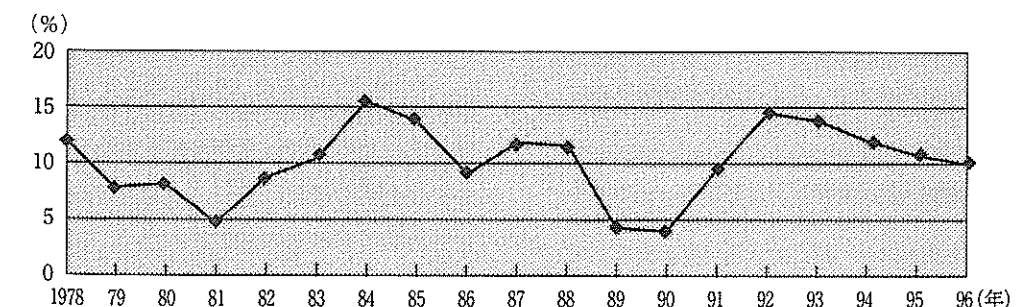
第四に, 80年代以降香港企業は, 労働力の豊かな, 土地使用料の安い中国に相次いで工場を移し始め, いわゆる「前店後廠」(店は前の香港に, 生産工場は奥の中国大陸に置くこと) の構造を形成している。これらの工場は加工業を中心とする軽工業で, 重工業は殆んどなかった。このような産業構造は株式市場に反映し, (表3・図3) が示すように上場銘柄は不動産, 金

図1 中国の国内総生産 (GDP) の推移 (1978~96年)



注: 金額は当年価格で計算。
(出所) 「中国統計年鑑」1993~96年の各年版, 中国統計出版社。「人民日報 (海外版)」1997年4月5日より作成。

図2 中国の実質GDP成長率の推移



(出所) 同上。

表3 H株上場前の香港株式市場業種別時価総額の構成
1993年6月末

業種分類	上場銘柄数	時価総額	
		百万香港ドル	構成比率
金融	55	378,395.76	21.17
公益事業	9	253,985.83	14.21
不動産	87	454,670.78	25.44
コングロマリット	128	510,318.80	28.56
工業	146	133,999.59	7.50
ホテル	15	44,886.91	2.51
その他	9	10,767.68	0.60
合計	449	1,787,025.35	100.00

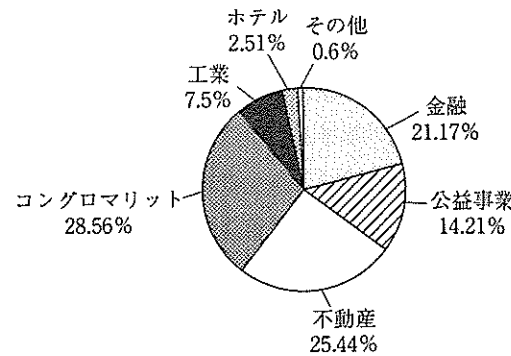
(出所)「The Securities Journal」August 1993. Trading Records, P10.

融業に片寄り、工業銘柄はわずかである。93年当時香港連合交易所の主席李業広氏は「現在香港の株式市場は不動産に偏重し、工業も軽工業が多く、これは好ましい現象ではない。中国の大型工業、特に重工業を香港に上場させ、香港株式市場の基盤を拡大して、よりメリットのある市場に転換することが大事である。これまで世界の投資家はあまり香港市場を重視してこなかった。しかし今後中国の大型企業を上場することで彼らの香港市場を見る目も変わるとおもう」と語り、中国の基盤産業を中心としてH株を積極的に取り扱う姿勢を示した¹⁰⁾。このように香港証券界も国際金融センターとしての自己の地位を守るため、中国の優良大型国有企業の招致に懸命になっている。

第五に、現在香港の人口620万人のうち90%以上を中国人が占め、文化と言語を共通していることは一つの重要なポイントであり、また地理的に隣接していることも他の国・地区に比べて有利な条件である。こうして見ると中国企業が香港市場と強いきずなで結ばれるのも自然であろう。

以上見た通り、中国企業の香港上場は中国と香港の経済が一体化へと進んでいるなか双方の

図3 H株上場前香港株式市場の業種別時価総額の構成図
(1993年6月末)



(出所)「The Securities Journal」August 1993. Trading Records, P10.より作成。

経済的かつ政治的要請を受けて実現したものであり、中国の「改革・開放」政策と国有企業改革の一つの成果と言える。現在香港市場に上場しているH株26社のうち広東科龍電器（郷鎮企業の海外上場第一号）1社を除いて25社はすべてその前身は国有企業である。これらの国有企業が如何にその国有資産を評価し、企業組織を変革して株式会社に改組されたか、そしてどのように香港株式市場の上場基準、会計制度およびディスクロージャー制度をクリアし、上場を果たしたか、次にそのプロセスを考察することにしよう。

II. 中国企業海外上場のプロセス

1. 海外上場のプロセス

国有企業の海外上場は、まず中国政府の許認が必要である。政府は国有企業の海外上場を促進するため、これまで海外上場を果たした幾つかの企業の経験に基づいて関連省庁が九つの海外上場のプロセスをまとめた¹¹⁾。

まず第一に、海外上場を希望する企業は計画案を申請する。地方所属の国有企業は省・市の

証券委員会など4つの省庁は国家の産業政策などを基準に選考し、第一次候補企業リストを作成する。作成した第一次リストは国務院に提出され、国務院が審査して海外上場の候補企業を決定する。現在まで4回、計76社を発表した（表4、表5、表6、表7）。

第二に、株式会社化の全体計画案を制定する。これは企業組織改革の準備段階にあたり、

表6 第3回海外上場候補企業リスト（7社）

中国第一汽車集団公司、深圳市高速公路開発公司★、皖通高速公路股份有限公司★、山東新華製薬股份有限公司★、天津中薬集団股份有限公司、広東科龍電器股份有限公司★、北京北大方正集団公司。（国務院証券委員会、1995年9月27日）

注：★は香港株式市場に上場した企業。
(出所)「中国証券監督管理委員会公告」1995年第4期、1995年10月23日、44頁。

表7 第4回海外上場候補企業リスト（38社）

上海電力股份有限公司、武漢陽邏發電股份有限公司、貴州烏江水電開發（集団）有限公司、吉林電力股份有限公司、広西桂冠電力股份有限公司、安徽新集能源開発公司、中国水産総公司、江蘇寧滬高速公路股份有限公司、浙江杭甬高速公路股份有限公司、成渝高速公路股份有限公司、鞍鋼三新公路股份有限公司、重慶鋼鉄（集団）有限公司、攀枝花鋼鉄（集団）公司、山西銅業公司、青海鋁業股份有限公司、北京燕山石化公司、盤錦エチレン工業公司、四川川化集団公司、済南ポリエステル股份有限公司、安徽寧国セメント工場、河北太行セメント股份有限公司、第一トラクター工程機械集団公司、天津汽車工業公司、河南安陽彩色顕像管玻璃有限公司、彩虹顯示器股份有限公司、中国長城計算機集団公司、青島澳柯瑪電器公司、江西華意壓縮機股份有限公司、華北製薬集団股份有限公司、ハルビン医業股份有限公司、三九医業股份有限公司、広州薬業集団股份有限公司、中国国際貿易中心、北京北辰実業發展公司、中国寰島（集団）公司、雲南旅遊集団股份有限公司、招商局蛇口工業区実業股份有限公司、中国航空技術進出口公司深圳公司。

(出所)「人民日報（海外版）」1996年12月30日

人民政府を通じ、中央所属の国有企業は所属各省庁を通じて国家経済体制改革委員会、国家経済貿易委員会、国家計画委員会および国務院証券委員会に海外上場申請書を提出する。申請には次の内容が含まれる。1. 企業の概況、製品および今後の発展計画。2. 企業の資産状況など財務データ。3. 企業の設備投資計画に基づく、海外株式発行による資金調達規模あるいは国内の株式発行の方法、調達した資金の用途および投資予測を明示する。4. 海外上場の国名・地区および上場予定日を明記し、資本構成と上場規模を明示する。5. 中国のガット（GATT）加盟後、企業の国際競争力および業績にどのような影響を与えるかについての予測。

表4 第1回海外上場候補企業リスト（9社）

上海石化総廠★、青島啤酒廠★、広州造船廠★、北京人民機器廠★、馬鞍山鋼鉄公司★、東方電機廠★、天津渤海化工集団★、儀征化纖工業聯合公司★、昆明機床廠★。（国務院、1992年9月）

注：★は香港株式市場に上場した企業。
(出所)「The Securities Journal」August 1993, P6.

表5 第2回海外上場候補企業リスト（22社）

華能国際電力股份有限公司※、山東華能發電股份有限公司※、大唐發電股份有限公司★、山東国際電源開発股份有限公司、中国南方航空（集団）公司、中国東方航空★、東風汽車公司、慶鈴汽車股份有限公司★、武漢鋼鉄（集団）公司、天津鋼管公司、広深鉄路総公司★、西飛国際股份有限公司、鎮海石化総廠★、吉林化学工業公司★、東北輸变电設備集団股份有限公司★、ハルビン電站設備集団股份有限公司★、経緯紡績機械廠★、上海海興輪船股份有限公司★、成都電纜廠★、洛陽浮法ガラス股份有限公司★、広東仏陶集団股份有限公司、南京バンダ電子股份有限公司★。（国際証券委員会、1994年6月4日）

注：★は香港株式市場に上場した企業。
※はADR方式でニューヨークに上場した企業。
(出所)「中国証券監督管理委員会公告」第2-3期、1994年10月17日、9頁。

証券コンサルタントを加えての国内外の関連法規、政策および上場企業の経験の習得が主な活動である。ついで専門機構（組織）を設立し各方面と協調しつつ、株式会社化による効果と、それが中央・地方の財政、持株会社、投資家および会社自身の発展に有利かどうかを分析する。最後に株式会社化の改革案を制定する。国有企業株式の海外市場上場は特殊なもので、そのためこの立案はきわめて重要で、改革の行方を左右する。

第三に、資産評価の立案と財産の清算。資産と在庫を評価し、会計上の処理意見を提出する。元の管理部門あるいは政府との間で財産権の代表を明確にする。株式会社化の制度改革では資産の評価と財産権代表の確定は将来の利益配分にかかわる微妙な問題であるだけに非常に重要で手間がかかる。例えば上海石化総工場の場合、資産評価と財産権の確定にあたり、国内外から招集した200人あまりの公認会計士、弁護士、資産評価士および引受業者の専門家集団が石化総工場に住み込み、100日以上にかかって資産評価と財産権（所有者）確定の仕事に取り組んだ。国有資産評価と財産権確定の作業はそれほど複雑かつ困難であった。また国内外の会計基準は異なり、それによって資産評価の差が出てくる。同じ上海石化総工場の場合、92年12月31日現在帳面上記載されている企業の純資産額は28億人民元があったが、しかし海外の会計基準で企業資産を再評価して、77億人民元の純資産があった。国内外会計基準の大きな差は固定資産に対する評価である。92年現在、上海石化総工場の帳面上の固定資産総額は55億人民元であったが、同資産を再評価して、土地の価値は元の資産より23億人民元、工場の設備は元の資産より13億人民元でそれぞれ増やした¹²⁾。

第四に、仲介機関を招請する。株式会社化および証券市場への上場には専門的な知識が要求され、それには法律、会計審査、資産評価および引受ルールなど特定の内容が含まれる。上場を計画する企業は実務経験のある仲介機関の仲介が必要である。具体的には以下の内容である。1. 有資格法律事務所を招請し、海外上場に関する法律文書、重大な企業契約の変更および会社規則、弁護士の法律意見書を制作する。2. 有資格資産評価機関を招請し、国有資産を評価する。3. 有資格登録会計事務所を招請し、直近三営業年度の業績の審査、来年度の業績予測、債権・債務の整理計算、資産の再確認をする。4. 有資格証券発行機関を招請し、株式発行案、発行説明書、引受シートの組織、推薦会社の申請を提出する。5. 有資格土地評価機関を招請し、国有土地の使用権を評価する。

第五に、会社再組織の申請報告を提出する。地方所属の企業は省・市の人民政府を通じ、中央所属の企業は所属各省庁を通じて国家経済体制改革委員会に会社再組織の申請報告を提出する。申請報告は以下の内容である。1. 会社の分離と合併、株式会社の設立、株式会社と元の企業との関係および企業再組織の計画案。2. 資産と負債の区分および債務の処理。3. 業績・利潤予想、税金見込み額。4. 株主構成および株式発行計画案。5. 企業再組織の計画案。

国有企業を再組織し海外上場を果たすことは大事業である。国有企業は旧計画経済の管理モデルから脱出し、国際的な市場経済のルールに乗ることが必要で、それには「現代企業制度」（近代的な企業制度）を確立しなければならない。そこで国家株の管理、所有権代表の派遣では国家政策に従い、また分離した各企業間の経

済関係を明確にすることが必要になる。

第六に、会社設立を申請する。資産評価、財務審査および会社の再組織案などを完成したうえで、地方所属の企業は省・市の人民政府を通じ、中央所属の企業は所属各省庁を通じて国家経済体制改革委員会に株式会社の設立を申請する。国家経済体制改革委員会は国家経済貿易委員会と協議して許可する。申請文書は政府関連部門の許可書、会社の財務諸表、会社規則および法律意見書などを含む。

第七に、会社の設立総会を開き、工商登記を行なう。企業は政府許可を得てはじめて設立総会を開くことができる。設立総会は以下の決議案を通過する。1. 発起人による会社設立の報告。2. 会社規則の採択。3. 法人代表権をもつ取締役の選任。

設立総会后、会社は工商行政管理局に工商登記を行ない、営業許可証を取得して正式に発足する。

第八に、株式発行および上場計画案の申請書を提出する。会社は株式発行案および発行説明書を企画し、國務院証券委員会、中国証券監督管理委員会に申請書を提出する。この段階は主に引受業者の業務で海外投資家の関心を引き出すための国際マーケティング活動に力を入れる。また企業は適当な上場時期を判断するために、国内の経済状況および海外証券市場の動向を把握する必要がある。

第九に、一般公募の会社に転換する申請書を提出する。新設立の会社は株式発行および上場計画案の申請と同時に、関連部門を通じて国家経済体制改革委員会に一般公募会社への転換申請書を提出することができる。申請文書は政府関連部門の許可書、会社の規則および法律意見書などを含む。国家経済体制改革委員会は国家

経済貿易委員会と協議して申請を審査し、一般公募会社への転換を許可する。

以上の九つのプロセスにあわせて、国有企業の海外上場は四つの段階に大きく分けることができる。すなわち、第一段階は準備段階（可能性調査、株式制準備室の設立など）である。第二段階は株式会社化による企業の再組織段階（仲介機関による計画案の策定、資産評価、財務審査、会社規約の立案、会社設立など）である。第三段階は株式発行と上場段階（引受業者による販売推進活動、株式発行など）である。第四段階は上場後の運営段階（配当、増資、ディスクロージャー、投資家保護など）である¹³⁾。

次に海外株式市場の上場基準および諸制度について、特に香港株式市場の上場基準および諸制度を見ることにしよう。

2. 香港株式市場の諸制度

国有企業は香港上場を果たすために、以上紹介した海外上場の九つのプロセスを経て、さらに香港の上場基準、会計制度およびディスクロージャー制度をクリアしなければならない。1993年6月19日、香港証券取引所と証券先物取引委員会は、中国証券監督管理委員会、上海証券取引所および深圳証券取引所と共同で、中国企業の香港上場に際しての「監督・管理協力に関する覚書」に調印し発効した¹⁴⁾。それによって、国有企業の香港上場の外部環境が整備され、上場が可能になった。以下、香港の上場基準、会計制度およびディスクロージャー制度について紹介することにしよう。

1) 香港の上場基準

中国企業の香港上場については香港の上場基準に合致することはもちろん、同時に国有法人

企業という特殊な事情があって、幾つかの追加条件も付けられている。

表8 香港証券取引所の上場基準

- 同一経営陣のもとでの過去最低3年間の事業実績があること。
- 市場における当初の資本金が1億香港ドルあること。
- 一般株主保有分の時価総額が、5,000万香港ドル以上か上場証券価格の25%以上(いずれか大きい方)であること。
- 経営に直接関与しない役員が最低2名以上いること。
- 新規に上場を申請する企業は原則、上場直前の決算期の純利益が2,000万香港ドル以上、かつ上場から2期前及び3期前の純利益の合計が3,000万香港ドル以上。
- 時価総額が40億香港ドル以下の場合是一般株主の所有が発行株式の25%、40億香港ドル超の場合10~25%を要する。
- 上場時の株主数が発行額100万香港ドルにつき3名以上、株主数は100名を下回らないこと。
- プライマリー・リスティングの場合、最低2名の取締役は香港に在住していること。
- 香港において株主名簿を管理するため、正式な株主名簿を用意すること。
- 本取引所の「証券の公式上場管理規制」(「上場規制」)、その他の制定法、制定法以外の法律に従うこと。

(出所) (財) 日本証券経済研究所「図説中国・香港の証券市場」平成8年、171頁。香港証券取引所資料。

まず香港市場上場については、香港証券取引所が定めた「証券上場管理規則 (Rules Governing the Listing of Securities)」による基準がある。その主な内容は表8の通りである。例えば、上場申請する企業の資本金は1億香港ドル以上、同一経営陣による過去最低3年間の事業業績が必要になる、などである。

また中国企業上場の場合は、以上の上場基準に加えて、国有法人企業上場のための追加条件を満たさなければならない。この追加条件は表9が示すように、国内で株式会社を設立するこ

表9 中国国有法人企業上場のための追加条件

1. 株式会社としての法人化
1993年6月、中国体制改革委員会が「株式会社に関する標準的判断」の補遺を発効させた。上場会社は、これに基づいて組織された株式会社でなければならない。
2. 会社定款に明記すべき事柄
以下の事柄を明示した諸条項が会社定款に記載されていなければならない。
・株主の権利
・役員及び監査役などの株主/債権者に対する利益保護義務
・企業管理方式
・財務内容の開示
・A株主とH株主の別々の承認を必要とする事柄
3. 仲裁
H株主に関する紛争の調停は、中国国際経済貿易仲裁委員会が香港国際仲裁センターのいずれかで行わなければならない。
4. 一般発行株式
H株はすべて一般に発行されていなければならない。
発行済みH、A株の合計は、発行済みの資本総額の25%以上でなければならない。さらにH株発行済み資本総額の10%以上でなければならない。
5. 現行の上場規則に則って、上場開始から最低3年間はスポンサーあるいはその他適切な専門アドバイザーを有すること。

(出所) (財) 日本証券経済研究所「図説中国・香港の証券市場」平成8年、175頁。

と、株主の権利、企業経営方式などを明記すること、上場開始から最低3年間にスポンサーあるいは専門アドバイザーを有することなどである。この中国国有法人企業上場のための追加条件は現在進行中の国有企業改革に合わせたものと考えられる。

2) 香港の会計制度

会計基準については、香港では香港の会計基準と国際会計基準の両方が採用されている。会計実務については、香港会計師公会在公表して

表10 香港の会計原則の内容

(一) 会計実務基準書……財務諸表作成の際の会計原則	
1.	会計方針の開示
2.	特別項目および過年度修正項目
3.	棚卸資産
4.	財政状態変動表
5.	1株当たり利益
6.	減価償却会計
7.	連結会計
8.	偶発債務に関する会計
9.	決算日以降の発生事項に関する会計
10.	関連会社の業務に関する会計
11.	外貨換算
12.	繰延税金に関する会計
13.	投資不動産に関する会計
14.	リースおよび割賦に関する会計
(二) 会計指針……上記が当てはまらない場合の実務上の指針	
1.	不完全な会計記録に基づく決算書の作成
2.	国際会計基準の効力
3.	証券会社の財務諸表
4.	営業権
5.	借入コストの資産計上
6.	セグメント情報の開示
7.	繊維輸出割当権の会計

(出所) (財) 日本証券経済研究所「図説中国・香港の証券市場」平成8年、191頁。

いる「会計実務基準書 (Statement of Standard Accounting Practice)」および「会計指針 (Accounting Guideline)」が基準となっている(表10)。国有企業の香港上場にはこの基準が適応される。去年4月末、香港証券取引所は19社のH株企業(5社:国際会計基準、14社:香港会計基準)に対して95年度事業業績審査を行なった。その結果、全ての企業が決算公開期限を守り、1株あたり配当金の記載漏れが2社あっただけで、他の企業はすべて「上場協議」の財務公開規定を遵守していると高い評価を受けた¹⁵⁾。また香港会計師公会在H株の財務諸表の公開状況に対して調査を行ない、満足のいく調査結果を発表した¹⁶⁾。

3) 香港のディスクロージャー制度

ディスクロージャーについて、香港の制度は決算情報などの開示を要求している。それによると、決算発表の翌日に英語および中国語の新聞それぞれ1紙以上に前事業年度の業績、中間報告書、今年度の見通し、配当金の提案、株主総会の日時および損益計算書などを含めた決算公告を掲載することを義務づけている。その他、増資、企業買収および組織変更など企業の営業権、業績に関わる重大事項について公表することも定められている、などである。これらの開示事項は投資家保護のための「会社条例 (Companies Ordinance)」, 「証券条例 (Securities Ordinance)」および「証券上場管理規則 (Rules Governing the Listing of Securities)」によって定められている¹⁷⁾。

現在、H株企業は香港証券取引所の上場規則とディスクロージャー制度を遵守しており、95年度事業業績の公開が「証券上場規則」の標準以上に達していると同証券取引所は評価している。また一部の香港証券アナリストによれば、H株企業は全体で見ると香港の2、3流製造企業よりも徹底してディスクロージャーしていることが明らかになった。さらに最近、香港証券取引所によって、上海石油化工有限公司が1996年度企業別開示度(ディスクロージャーの進捗度)ランキング第一位に選ばれた。これに象徴されるように、大部分のH株企業のディスクロージャーが改善していることは明らかである¹⁸⁾。

しかし一部のH株企業のディスクロージャーについては投資家から不満が出されている。例えば、中国政府は95年1月から重点産業向け新規融資の優遇金利を廃止し、実施済の融資についても95年7月から廃止した。この政策変更によって一部の企業は収益に影響が出ている。し

かし、この情報が香港の投資家に伝えられたのは、95年11月に入ってからで、情報開示の遅れが香港の議会でも問題になり、証券先物取引委員会 (SFC) の監督が甘いという批判があった¹⁹⁾。このような幾つかの政府政策変更による情報開示の遅れは、企業と監督当局に責任がある。長年に亘って国有企業体制下にあった企業は海外のディスクロージャー制度に不慣れである。今後、経営努力はもちろん、これらの海外の企業経営ルールにしたがって投資家保護、ディスクロージャーの徹底などに努める必要があると考えられる。

以上、中国企業の海外上場のプロセスを紹介し、香港の上場基準、会計制度およびディスクロージャー制度を見てきた。国有企業は海外上場を果たすため、まず国内で企業の制度改革を行ない、そして国有資産の評価、海外上場の申請、株式会社の設立など諸プロセスを経て、次に海外の上場基準、会計制度およびディスクロージャー制度をクリアしなければならない。その諸段階を経たうえで、最終的に海外上場が可能になる。海外上場を目指す国有企業の制度改革にはどのような問題があるのか、特に国有企業は如何にこれらの問題を解決して海外上場を果たしたかという点について、次に現在香港株式市場に上場している中国石油化学業界の最大手である上海石油化工股份有限公司のケースを取り上げ、一企業レベルから考察したい。

3. 上海石油化工股份有限公司のケース

1) 改革前上海石油化工総工場の状況

93年7月に香港上場を果たした上海石油化工股份有限公司 (以下石化有限公司と略称) の前身は全人民所有制の国有企業上海石油化工総工

場 (以下石化総工場と略称) である。1972年に設立された同工場は中国最大の石油化学メーカーであり、石油精製から最終製品まで一貫生産を行なっている。現在年間の原油処理能力は530万トン、エチレンの年間生産量は45万トンに達している。石化総工場は56セットの生産装置を持っており、六種類の石油化学製品を生産し、そのなかの主製品は合成繊維 (26%)、合成樹脂・プラスチック (30%)、石油製品 (29%) などである。92年度の売上は51.77億元、税引き後利潤は4.43億元、総資産は115.78億元であり、企業の設立から93年に至る21年間の国家上納利潤と税金の累積額は165.3億元にのぼった。石化総工場は最初は元紡績部 (廃止された紡績省) に所属していたが、83年から中国石油化工総公司 (國務院の直轄企業) に所属することになった²⁰⁾。

株式会社に改組する前の石化総工場は、生産工場と生産補充部門の他に独自の水、電力、ガス、汚水処理システムなどインフラ施設をもっており、また専用の港湾・鉄道施設ももっていた。その他、住宅、商店、学校、病院などの生活関連部門を運営し、公安局、人民法院 (裁判所)、検査院までも設けていた。工場自体は完全に一つの町 (「石化城」) を形成し、約6万5,000人の従業員数に対して、「石化城」に暮らす工場関連総人口は11万人もあった。社会保障制度が整備されていない中国では、従業員の福利・厚生費はすべて国有企業が丸ごと負担してきた。石化総工場も例外ではなく、「石化城」内にすべての生活関連施設をもっており、従業員の「生老病死」 (出産・退職・病気・死) の面倒をみた。しかもこれらの福利・厚生費用は年々25%のスピードで増加し、企業の重い負担となった。

企業制度改革以前の石化総工場は、税引き前利潤の55% (企業所得税) を中央財政に、27% (調節税) を石油化学官庁に上納した。また税引き後利潤の中からさらに「両金」 (国家エネルギー交通建設基金、国家予算調整基金) を政府に上納する必要があり、企業の留保利潤は全利潤のわずか4.33%にすぎない。92年の一年間に、税金と上納金を差し引いた企業の留保利潤額はわずか7,000万元に止まった。高率の税金および上納金を徴集されたことは工場の企業経営のインセンティブを失わせただけでなく、今後の企業発展の足を引っばるものであった。また企業には生産自主決定権がないため、生産計画に対して企業側にできることは「聴、等、幹、要」 (聴く、待機、遂行、要求する) ことだけであった。

第7次五カ年計画期 (1986年～90年) に、石化総工場は米国、日本の技術を導入して30万トンエチレンプラント建設を中心に大規模な設備投資を行い、そのため国内・外で大量の企業債を発行し、各種の融資も受けた。これらプロジェクトの完成によって、石化総工場は中国第一位の石化生産能力と最先端の技術を持つことになったが、同時に元本・利息を合わせ58億人民元にのぼる内・外の債務を抱え込んだ。平均利率は年12%であった。

企業改革前、国家と国有企業の資産関係及び責任所在は不明確のままに置かれていた。製品の生産、販路および価格は国家計画によってコントロールされ、資産は国家の所有だが、債務だけは企業が負担しなければならなかった。93年度当時、石化総工場が持っていた外債は4.7億米ドル、企業債は13.5億人民元、その他の国内債務は30億人民元となり、当該年度の返済資金の不足分は10億人民元にもなった²¹⁾。

石化総工場は他の国有企業と同じように、累積債務の他に企業の社会的負担、余剰人員 (2,700人)²²⁾ に悩まされている。抜本的な企業制度改革を行わないかぎり、経営上の難問は解決できない。難局を打開するため石化総工場は、大胆な企業制度改革を行ない、93年国有企業から株式会社へ改組し、国内の上海証券取引所 (A株)、そして海外の香港証券取引所 (H株) に上場を果たした。以下、石化総工場の株式会社化への変革過程を考察し、国有企業海外上場の問題点に接近してみたい。

2) 国有企業から海外上場企業へ

企業制度改革以前の石化総工場は、計画経済下の他の国有企業と同じように福利・厚生、生産補充施設などのサービス部門が肥大化し、これらの非生産部門に大量の人員を配置して企業の負担となった。93年企業制度改革当時、石化総工場の非生産部門の従業員数は全工場従業員数の40% (約2万6,000人) に達し、10億元以上を上回る資産を持っていた²³⁾。企業制度改革が行われる際、これら非生産部門の従業員と資産をそのまま改革後の株式会社に引き継ぐことになれば、資本構成から見ても、効率から見ても、国内外の上場は不利である。そこで石化総工場は企業の株式会社化改革にあたり「二分法」 (分離法) という方法を取った。すなわち石化総工場は生産部門と非生産部門に大きく二分し、生産工場と生産補充部門は上海石油化工股份有限公司 (株式会社) に改組し、残った非生産部門は上海金山実業公司 (中国石油化工総公司全額出資の子会社: 全人民所有制企業) に編入するという方策を取った。このような組織改革によって、一つの企業 (石化総工場) は完全に分離して二つの企業法人 (石化有限公司、

表11 上海石油化工股份有限公司に編入した元石化総工場の部門

精製部	アクリル工場
第一化工工場	ダクロン工場
アレーン工場	第二ダクロン工場
エチレン工場	プラスチック工場
油貯蓄・運送工場	電熱工場
第二化工工場	水工場
ビニロン工場	水質浄化工場
実験工場	技術開発部
公用事業会社	精密化学研究所
倉庫・航運会社	機械研究所
鉄道運送会社	触媒研究所
海運港	化学技術研究所
供給販売部	環境保護研究所
新金山新聞社	科学技術情報所
有線テレビ局	情報センター
総工場弁公室	聯合営業部

(出所) (株)大和証券、大和総研編著「企業重組導論」中国経済出版社、1996年、199～200頁。

表12 上海石油化工股份有限公司の全額出資子会社

1. 上海石化聯管開発公司 (設立日: 1984年11月7日, 資本金: 100万人民元, 業務内容: 投資・管理)
2. 上海石化聯管開発公司第二営業部 (設立日: 1988年5月18日, 資本金: 25万人民元, 業務内容: 石油化学製品の貿易)
3. 深圳金山聚脂有限公司 (設立日: 1988年8月17日, 資本金: 600万人民元, 業務内容: 石油化学製品の貿易)
4. 上海石化市場経営開発公司 (設立日: 1992年9月17日, 資本金: 100万人民元, 業務内容: 石油化学製品の貿易)

(出所) (株)大和証券、大和総研編著「企業重組導論」中国経済出版社、1996年、200頁。

金山実業公司)に分けることにした。

新しく成立した上海石油化工股份有限公司(株式会社)は石化総工場の生産・生産補充関連の資産を接収すると同時に、一部の債務も負担するようになった。石化有限公司が接収した石化総工場の部門は表11の通りであり、これらの部門が最組織され新しい株式会社の総合管理部門と生産部門となる。その他、石化有限公司

表13 上海石油化工股份有限公司の部分出資子会社

1. 金潤石油化工有限公司(香港)(設立日: 1985年3月22日, 資本金: 160万香港ドル, 株主の出資比率: 石化有限公司【55%】、華潤石油化工有限公司【45%】、業務内容: 石油・石油製品の生産、販売)
2. 上海金山聯合実業公司(設立日: 1985年4月16日, 資本金: 134万米ドル, 株主の出資比率: 石化有限公司【51%】、華商実業有限公司【30%】、伊藤忠商事株式会社【19%】、業務内容: プラスチック製品の生産および色染め加工)
3. 上海金環石油奈開発公司(設立日: 1990年4月24日, 資本金: 184万米ドル, 株主の出資比率: 石化有限公司【65%】、アメリカWestech国際公司【25%】、上海工業技術創業公司【10%】、業務内容: 石油関連製品の生産)
4. 上海石化金山新聯汽車儲運公司(設立日: 1990年9月3日, 資本金: 157.6万人民元, 株主の出資比率: 石化有限公司【63%】、金山県経済貿易総公司【37%】、業務内容: 運送サービス)

(出所) (株)大和証券、大和総研編著「企業重組導論」中国経済出版社、1996年、200～201頁。

は石化総工場の全額出資子会社4社(表12)と部分出資子会社4社(表13)もそれぞれ接収して自分の全額出資子会社と部分出資子会社に編入した。

石化総工場の株式会社化は具体的には図4が示すような組織改革が行われた。すなわち上海石油化工股份有限公司は計画部、生産部および市場営業部など7つの管理部とその他関連部門を有し、それらの管理部門が企業の総合管理を担当する。その下に直接生産を担当する精製部、化工部およびプラスチック部など6つの生産部門を設けている。他に全額出資子会社4社、部分出資子会社4社を持っている。従業員は約3万8,000人(元企業の58%)を有する²⁰⁾。

そして石化有限公司は今まで国から投資した資本(帳面上: 35億人民元の純資産)を40億株

表14 上海石油化工股份有限公司発行済株の分布状況

	株数(億株)	比率(%)
国家株	40	61.07
法人株	1.5	2.29
個人株(A株)	7.2	10.99
H株(外資株)	16.8	25.65
合計	65.5	100

(出所) (株)大和証券、大和総研編著「企業重組導論」中国経済出版社、1996年、71頁より作成。

表15 上海金山実業公司に編入した元石化総工場の部門

機械修理工場	不動産管理部
汽車運送公司	体育館
機電サービス部	金山病院
海堤指揮部	金山賓館
科学技術協会	療養院
石油化学中学校	行政処
文化センター	地区事務室
設計院	公安局
技術工業学校	建築公司

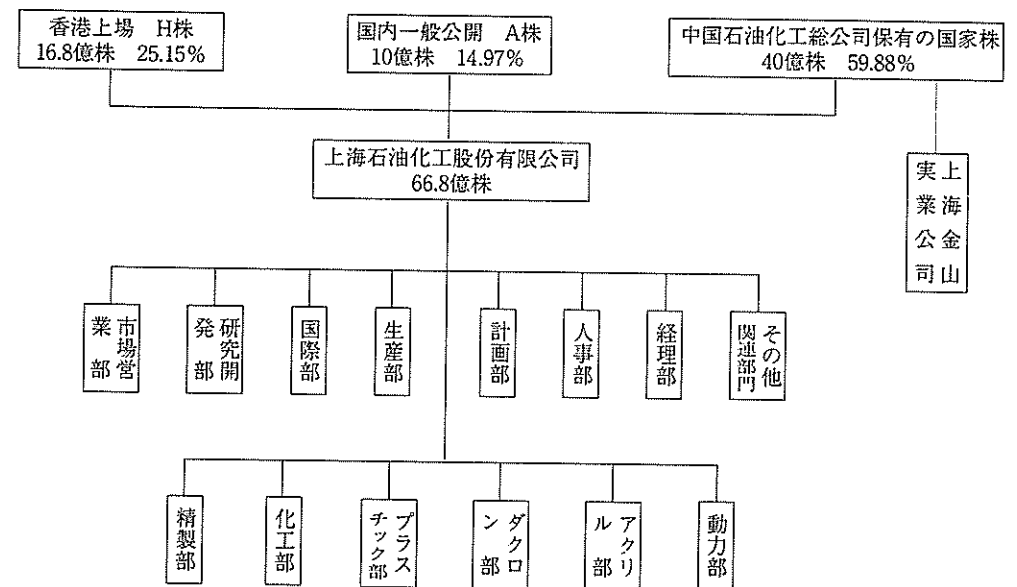
(出所) (株)大和証券、大和総研「企業重組導論」中国経済出版社、1996年、201～202頁。

(1株額面: 1人民元)に換算し、国家株として中国石油化工総公司(國務院の直轄企業)に保管することになっている。また香港市場でH株、国内の上海市場でA株をそれぞれ発行し上場した。石化有限公司の株式構成は表14の通りになっている。すなわち中国石油化工総公司是発行済株の61.07%(40億株)、香港市場に発行したH株は発行済株の25.65%(16.8億株)、国内のA株(一般個人向け)は発行済株の10.99%(7.2億株)、法人株は発行済株の2.29%(1.5億株)という構成になっている。

さらに石化有限公司は自分の持株会社である中国石油化工総公司与協議し、上海金山実業公司の債務について今後は負担しないという約束に合意した。つまり石化有限公司は上海金山実業公司与完全の分離というかたちを取っている。

一方分離された金山実業公司是、表15が示すように石化総工場の非生産部門を接収し、それ

図4 上海石油化工総工場株式会社化改革の構図



(注) 国内一般公開される予定の10億A株には、第一次(1993年11月)発行済の株数は5.5億株(法人: 1.5億株、個人: 4億株)、第二次(1994年4月)発行済の株数は3.2億株(個人)である。

(出所) (株)大和証券、大和総研編著「企業重組導論」中国経済出版社、1996年、70～71頁より作成。

ら非生産部門の総資産は26億7,300人民元、純資産でも19億8,200人民元に達し、そして元企業（石化総工場）従業員25%約1万6,000人を正式の社員として企業に編入して中国石油化工総公司全額出資の子会社になっている²⁹⁾。

余剰人員の問題は国有企業改革において難問中の難問といわれているが、石化総工場の場合、社会サービス部門の元従業員1万1,000人（全体の17%）については、とりあえず金山実業会社が一時的に受け入れ、将来は上海市政府に移管する予定になっている³⁰⁾。しかし2,700人について解雇せざるをえず、彼らは再就職先を探さなければならないという状態になっている³¹⁾。

以上のように石化総工場は大胆な企業リストラを実行し、企業組織を再構成して、生産・販売を中心とする石化有限公司（株式会社）とサービス運営を中心とする金山実業公司（全人民所有制企業）に完全に二つの企業法人に分かれることとなった。

1993年6月29日上海石油化工股份有限公司は株式会社として正式に成立し、以前国有企業が持っていたさまざまな社会的負担から自由になり、生産・販売中心の会社に生まれ変わった。それによって、国内外証券市場への上場条件を揃え、93年7月26日香港証券取引所（H株）に上場を果たし、同11月8日国内の上海証券取引所（A株）にも上場を果たした。

3) 上場後の上海石油化工股份有限公司の

発展状況

香港上場後の上海石油化工股份有限公司は香港の上場基準、会計制度およびディスクロージャー制度に基づいて経営され、企業情報の開示、投資家保護などに努めている。一方持株会社である中国石油化工総公司（国家株として石化有

限公司の株61.07%を持つ）との関係については、中国石油化工総公司是石化有限公司の日常経営に干渉しない。経営は石化有限公司の取締役会に任せる。

中国石油化工総公司是国家持株会社の試行企業として中国最大の石油化学企業グループであり、現在38社の生産企業（22社：石油精製、7社：石油化学製品、9社：石油精製および石油化学製品）を持っており、グループ内各企業の石油、その他原材料の配分計画を担当し、生産・販売計画の確認にも努めている。また国家物価局と共同で一部の石油化学製品の価格を設定している。

石化有限公司は同企業グループ内の最大の生産企業で株式会社として生産・投資により大きな自主決定権を持つ。またグループ内他社との取引関係については、中国石油化工総公司与協議して他社と平等な待遇を有する。株式会社として経営自主決定権を持つ一方、改革前と同様にグループ内の他社と平等な取引関係を持ち、競争により有利な状況に置かれている。

また、石化有限公司は上海金山実業公司与協議して、相互にサービスを提供することで合意した。石化総工場から分離したあとも両社はサービス面で緊密な関係を保っている³²⁾。

石化有限公司は香港上場によって大量の外資を調達し、今まで悩みの種だった投資資金不足の問題をある程度解決でき、企業の設定投資に大いに役立った。また持株会社およびサービス会社とは良好な協力関係を持ち、生産と販売を伸ばし上場後わずか3年余りで優れた企業業績をあげている。

現在石化有限公司は23.3億株（最初の16.8億株と最近二回の増資で6.5億株）全発行済株数の32.4%のH株を発行し、約40億香港ドルの外

中国工業企業売上ランキングと利益ランキングのベスト10位内にそれぞれ入った³³⁾。さらに香港証券取引所から96年度のディスクロージャーの進捗度でみた企業ランキングの第一位に選ばれた。96年の一年間だけで外国アナリストおよびファンドマネージャーが150回にわたり石化有限公司を訪問し、同社の徹底した経営管理およびディスクロージャーを高く評価している³⁴⁾。

香港上場後の石化有限公司は海外の諸基準と諸制度を厳しく守り、企業の経営管理に力を入れ好業績を達成して内外から高い評価を受け、中国のモデル企業に成長している。

以上、上海石油化工股份有限公司の株式会社化への変革過程および海外上場にあたる幾つかの問題点を紹介した。要するに、国有企業の株式会社化および海外上場の最大の問題は、旧計画経済が内包してきた様々な社会的負担（福利・厚生など）や、過大な債務および大量の余剰人員をどのように元の企業から分離・解決である。

さまざまな社会的負担から自由になり、生産・販売を主業務とする有限責任制の株式会社に生まれ変わった国有企業を、今後も海外証券市場に上場させ、積極的に国際市場に参入していくことが、ますますめられている中国国有企業改革の大きな狙いといえよう。

III. H株の発展状況

前I、II章では香港株式市場に上場しているH株（中国企業株）の上場背景、海外上場のプロセスおよび香港株式市場の諸制度について紹介し、上海石油化工股份有限公司のケースを通して国有企業制度改革の状況および幾つかの問題点を考察してきた。次にH株の特徴、その発

表16 上海石油化工股份有限公司の財務諸表
損益計算書 (単位：千元)

	1992	1993	1994	1995
売上高	5,177,000	7,582,573	9,464,256	12,061,493
税引後利益	443,000	870,094	1,493,466	2,126,796
一株当利益		0.140元	0.228元	0.325元
国際基準調整		0	+134,707	+163,411
調整後利益		870,094	1,628,173	2,290,207
一株当利益		0.140元	0.249元	0.350元

貸借対照表 (単位：千元)

	92.12.31	93.12.31	94.12.31	95.12.31
流動資産	3,591,795	5,754,598	5,121,511	5,854,394
固定資産	7,386,733	9,116,947	10,004,196	10,103,470
その他	599,131	490,000	711,843	946,334
資産計	11,577,659	15,361,545	15,837,550	16,904,198
流動負債	5,346,876	4,502,649	4,432,041	4,539,933
固定負債	3,382,810	3,068,883	2,169,987	1,853,609
資本	2,847,973	7,790,013	9,235,522	10,510,656
負債資本計	11,577,659	15,361,545	15,837,550	16,904,198
自己資本比率	25%	51%	58%	62%
一株当純資産	1.00元	1.25元	1.41元	1.60元

(出所) 邱永漢編「中国株会社情報」評伝社、1996年、275頁。

資を調達した³⁵⁾。改革後石化有限公司は売上および純利益などを着実に増加している（表16）。企業改革前の92年石化総工場の売上は51.8億元、純利益は4.4億元だった。93年から95年までの売上増加率は93年：46.5%（売上：75.2億元）、94年：24.8%（売上：94.6億元）、95年：27.4%（売上：120.6億元）と年々増え、純利益の増加率も93年：96%（税引後利益：8.7億人民元）、94年：72%（税引後利益：14.9億人民元）、95年：42%（税引後利益：21.2億人民元）と大幅に伸ばしている。その他、配当は93年：0.050元/株、94年：0.085元/株、95年：0.090元/株と上昇³⁶⁾、株主に対して有利な利回りを出している。

昨年末石化有限公司は「Asia Money」誌から96年度中国優良経営管理企業ランキングの第一位に選ばれた³⁷⁾。また国内において、96年度

展状況およびH株とA株の価格差などの問題点について検討することにしよう。

1. H株の特徴

H株とはその額面が中国人民元で表記され、香港ドル建てで香港連合交易所（証券取引所）に上場・取引される中国国内企業の株式を指す。このように海外市場に上場する株式は中国国内では「境外上市股票」と呼ばれている。通常、H株を発行しようとする中国企業はまず中国政府の許可を得ることが必要で、同時に他の一般香港上場企業と同様に香港証券取引所の定めた上場基準、ディスクロージャー制度および香港の会計基準または国際会計基準を満たさなければならない。H株発行企業の決算および配当金はまず人民元建てで行われ、H株の配当は国内の外貨調整センターの定めた為替レートで香港ドルに換算し支払われる。H株は取引通貨、支払い配当金の通貨および外国人投資家に対する規制を除き、原則としてA株（国内一般投資家向け株式）と同等の権利を有する。

1993年7月15日、中国最大のビールメーカー

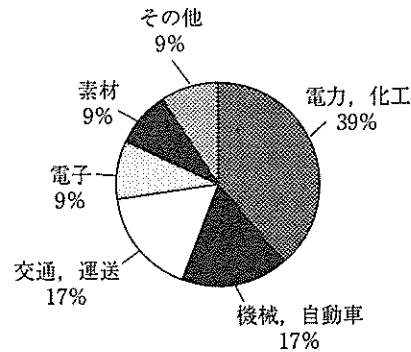
表17 H株企業数の推移

(年末数)				
年	1993	1994	1995	1996
H株企業数	6	15	17	23
香港全上場銘柄数	477	529	542	583
H株構成比 (%)	1.3	2.8	3.1	3.9

(出所)「The Securities Journal」各号より作成。

青島ビールが中国企業として初めて香港証券取引所に上場を果たしたが、大変な投資家人気を集め、応募倍率は110倍、公募価格2.80香港ドルに対し7.55香港ドルで寄り付き、その後の中国企業海外上場の先鞭となった³⁰⁾。表17、表18が示すように、96年12月末現在23社の中国企業

図5 H株の業種別構成図 (1996年末)



(出所)「The Securities Journal」February 1997より作成。

が香港市場に上場されていたが、今年に入って3月末現在、さらに3社（東方航空、深圳高速道路、北京大唐発電）が香港上場を果たした。去年7月23日上場した中国郷鎮企業の第一号である広東科龍電器を除いて残る25社はすべてその前身が国有企業であり、しかも全国的にもっとも知名度の高い、利益も比較的良好な大型の優良企業である。また業種別に見れば、図5が示すように多くはエネルギー、機械、交通・運送、電子および素材などの企業であり、中国経済の発展に欠かせない戦略的な基盤産業に属するいわゆる「精英（エリート）企業」である。

2. H株の発展状況

去年12月末現在23社のH株総発行株数は141.30億株、その時価総額は315.3億香港ドルとなり、香港市場全体の時価総額に占める比率は0.91%であった（表19）。香港株全銘柄（12月末583銘柄）に占めるH株はわずか3.9%に過ぎない。発行済み株数も全体の6.97%に止まっている（表20）。確かにH株は銘柄数、時価総額および発行済み株数のどの面でも香港株全体に比べると規模的にまだまだ小さいが、しかしH株は中国の国有企業の中から選ばれた代表的な

エリート企業ばかりで、その大部分はエネルギー、機械、素材および電子など基幹産業である。それは現在不動産、金融業に片寄っている香港証券市場の構造の是正に貢献し、また株式市場に活気を呼ぶとして投資家の新たな注目を集め

つつあり、その潜在発展力には大きな期待が寄せられている。

最近、香港証券取引所（聯合交易所）は取引所会員（487名）、投資基金公会会員（45名）および中央決済システム加入者（67名）を対象に

表18 H株一覧表

(1996年12月末)

会社名 (香港上場)	上場日	発行済 H株数 (百万株)	公募価格 (HK\$)	株価 '96/12/31 終値 (HK\$)	時価総額 (HK\$百万)	業種	備考
青島ビール	93/07/15	347	2.800	2.950	1,023.65	ビール	創業90年。世界に有名な老舗ブランドであり、名実ともに中国一のビールメーカー。
上海石油化工	93/07/26	2,180	1.580	2.350	5,123.00	石油化学	高度な技術力と上海中心の華東経済圏をバックに持つ。中国最大級の石化メーカー。
北人印刷機械	93/08/06	100	2.080	1.900	190.00	機械	70%のシェアをもつ中国最大の輪転機メーカー。技術力・生産性・品揃えが強い。
広州造船	93/08/06	157	2.080	1.960	307.72	造船	造船及びコンテナメーカーで国家保有比率が90%を割り、独立性が高い。
馬鞍山鉄鋼	93/11/03	1,733	2.270	1.660	2,876.78	鉄鋼	八大鉄鋼所のひとつ。採鉱から圧延までを一貫生産する。
昆明機床	93/12/07	65	1.980	1.190	77.35	機械	工作機器メーカー。高い技術力で中国国内市場をほぼ独占している。
儀征化纖	94/03/29	1,400	2.380	1.880	2,632.00	化学繊維	中国最大級の大規模工場を有し、化学繊維で50%の国内シェアを持つ。
天津渤海化工	94/05/17	340	1.200	0.920	312.80	化学	工業用化学原料。(精製ソーダ・苛性ソーダ・PVCレジン等)
東方電機	94/06/06	170	2.830	2.700	459.00	発電設備	水力・火力発電機で圧倒的シェアを占める。(火力:50% 水力:30%)
洛陽ガラス	94/07/08	250	3.650	2.375	593.75	ガラス	板ガラスでトップシェアを誇る中国最大のガラスメーカー。
慶鈴汽車	94/08/17	980	2.070	4.275	4,189.50	自動車	いすゞの技術提携により軽トラックを生産する。重慶自動車の子会社。
上海海興輪船	94/11/11	1,080	1.460	0.900	972.00	海運	中国三大海運会社のひとつ。華北・華東地区での石炭石油輸送で9割以上のシェア。
鎮海煉油化工	94/12/02	600	2.380	2.850	1,710.00	化学	中国十大石油化学メーカーのひとつで多種類の石化製品を扱っている。
成都電纜	94/12/13	160	2.800	1.190	190.40	電線	中国郵電工業総会社の三大工場のひとつで、中国最大の銅ケーブルメーカー。
ハルビン動力設備	94/12/16	469	2.580	1.260	590.94	発電設備	水力・火力発電設備の製造。日・独・加との技術提携による高い品質が特色。
吉林化工	95/05/23	965	1.589	1.200	1,158.00	化学	化学工原料メーカー。石油化学、有機化学製品、染料、合成ゴム、化学肥料も取扱う。
東北輸電設備	95/07/06	258	1.800	1.350	348.30	送変電設備	中国最大の高電圧送電設備メーカー。
経緯紡織機械	96/02/02	181	1.290	1.380	249.78	繊維機械	中国最大の繊維機械メーカー。
南京パング電子	96/05/02	242	2.230	1.700	411.40	電子	電子メーカー。
広深鉄路	96/05/14	1,431	2.910	3.350	4,793.85	鉄道	広州-深圳間の鉄道。
広東科龍電器	96/07/23	383	4.410	5.000	1,915.00	家電製造	電気冷蔵庫の製造販売のトップ企業。郷鎮企業の第一号。
安徽高速公路	96/11/13	493	1.770	2.175	1,072.28	道路	安徽省地域の高速度道路の建設管理。
山東新華製薬	96/12/31	146	1.820	2.300	335.80	製薬	中国第3位の製薬会社。鎮痛剤、鎮静剤では中国最大。
合計		14,130			31,533.30		

(出所)「Securities Journal」February 1997.

大和証券・大和総研「中国株投資ハンドブック」1996年などの資料より作成。

表19 H株時価総額の推移
(億香港ドル, 年末数)

年	1993	1994	1995	1996
H株時価総額	182.3	199.9	164.6	315.3
全香港株時価総額	29,753.79	20,851.82	23,483.10	34,759.65
H株構成比 (%)	0.61	0.96	0.70	0.91

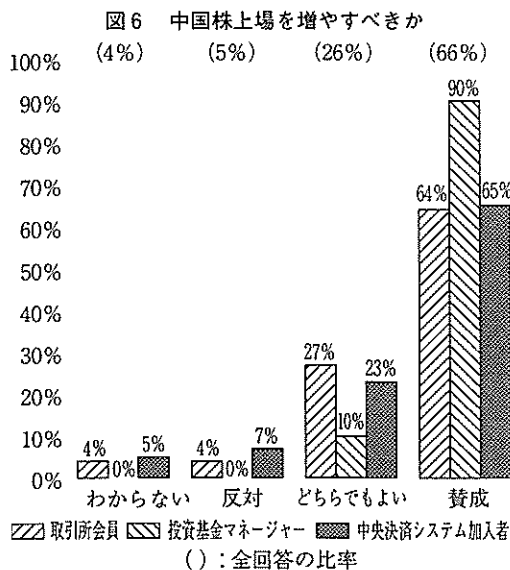
(出所) 「The Securities Journal」各号より作成。

表20 H株発行済株数の推移
(億株, 年末数)

年	1993	1994	1995	1996
H株発行済株数	40.82	90.97	107.54	141.30
全香港発行済株数	1640.62	1775.68	1804.23	2028.61
H株構成比 (%)	2.49	5.12	5.96	6.97

(出所) 「The Securities Journal」各号より作成。

アンケートを行い、64%から回答があり、ある程度信頼性のある調査結果が得られた。調査項目のうち中国関係の部分を見ると、まずH株の取引に関して自信があるかどうかについては、63%が自信を持っており、自信を持っていないと答えたのはわずか2%だった。またH株企業に対する監督および規制については、大部分が中立的態度をとっており、不満とするものは



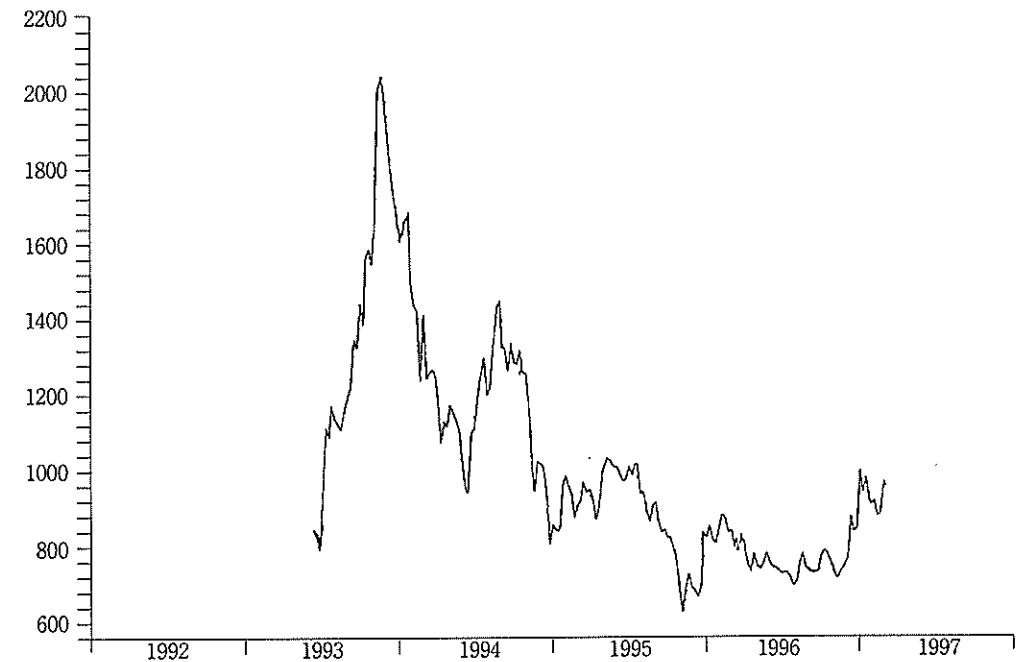
(出所) 「The Securities Journal」 November, 1996, P.8.

25%、逆に満足とするものは23%という結果が得られた。さらに、香港株式市場を経由する中国大陸に対する投資の将来性については、楽観的な回答が70%あり、悲観的な回答はわずか2%であった³⁵⁾。H株に対する調査の最終的結果を見れば、図6が示しているように大部分の市場関係者はより多くの中国企業を香港市場に上場させることに賛成の立場をとっている。

中国企業の潜在発展力に期待寄せている海外の投資家はそれをH株指数に見ることができる。H株指数とはH株香港上場が実現された1年後の1994年8月8日、香港のハンセン指数を発表しているハンセン・インデックス・サービス社はハンセンH株(中国企業株)指数の公表を始めた。中国国内企業だけを対象としているハンセンH株指数は、当然ながらハンセン指数に比べ中国国内の政治・経済の動向を反映している。H株指数の起点は1993年7月15日、H株の第一号である青島ビールの上場日となっており、基準日は1994年7月8日H株上場の第二グループの第一号である洛陽ガラスの上場日、基準値は1000ポイントとそれぞれ指定された³⁶⁾。

過去3年余りのH株指数の変動を振り返ってみると、図7が示しているように93年の後半から94年の初頭にかけて、H株は史上初の国有企業の海外上場という特別な意味を持って人気を呼び、一時的に取引のピークを迎え、H株指数は最高値の2056.72ポイント(93年12月15日)を記録した。それ以後、H株指数はいったん基準値以下の900ポイント台前後まで反落し、94年後半のH株指数公表の直後、9月に再び一時的に1500ポイント台まで上昇したが、それ以来約2年間低迷状態が続いた。昨年末から再び上昇をはじめ、現在では1000ポイント台前後まで回復した。

図7 ハンセンH株(中国企業株)指数の推移



(出所) 「The Securities Journal」各号より作成。

図8 ハンセン指数の推移



(出所) 「The Securities Journal」各号、「Hong Kong Monthly Digest of Statistics」各号などより作成。

H株指数低迷の動きとは正反対に、香港ハンセン指数は図8が示しているように80年代後半から大きな上昇基調に乗り、特に「返還」を迫っている昨年の10月9日に12250ポイントを付け、94年1月4日の史上最高値(12201ポイント)を抜き、さらに今年に入ってから引き続き好調で、活気にあふれる株式市場は金融、不動産関連株が大幅に値を上げたが、一方中国関連のH株(中国企業株)とレッド・チップス(中国系香港現地法人銘柄)の上昇も市場の目を引

き、1月20日の終値は過去最高の13868.24ポイントを記録した³⁹⁾。

ハンセン指数が連続して史上最高値を更新している中で、なぜH株はこの2年間低迷状態が続くのか。その主な理由として、93年以降の金融引き締め政策の影響を受けて鉄鋼、石油化学製品などの国内需給が緩和に転じ、そのため関連企業の業績が低迷し、一部の企業では減益となっていることがあげられる。また輸出付加価値税の還付率が引き下げられたため、輸出率の

表21 H株発行企業の半期業績動向(百万人民元 上段:売上高,中段:税前利益,下段:純利益)

	94年上		94年下		95年上		95年下		96年上		95年		94年		95年/94年 (前年比)		95年上期 (前年比)(前年同期比)		95年下期 (前年比)(前年同期比)		96年上期 (前年比)(前年同期比)		
	売上高	利益	売上高	利益	売上高	利益	売上高	利益	売上高	利益	売上高	利益	売上高	利益	売上高	利益	売上高	利益	売上高	利益	売上高	利益	
石油・化学 (5社)	13,731	2,312	14,942	2,254	18,510	3,582	19,079	2,395	18,946	2,128	28,673	4,566	37,589	5,978	31.1%	23.9%	34.8%	3.1%	27.7%	-0.7%	2.4%	-11.2%	-40.6%
除く石油・化学 (16社)	n/a	n/a	n/a	n/a	14,543	1,689	16,605	1,766	15,529	1,510	27,800	4,566	31,149	3,455	12%	n/a	n/a	14.2%	n/a	-6.5%	6.8%	-14.5%	-10.6%
建設資材 (2社)	3,658	908	3,363	361	3,576	255	3,582	189	3,613	70	7,021	1,269	7,158	444	2.0%	6.4%	-2.2%	0.2%	6.5%	0.9%	1.0%	-62.6%	-72.4%
機械 (5社)	n/a	n/a	n/a	n/a	2,750	208	3,605	351	3,262	361	5,555	1,104	6,355	559	14.4%	n/a	n/a	31.1%	n/a	-9.5%	18.6%	-31.0%	-15.7%
電力・通信設備 (4社)	n/a	n/a	n/a	n/a	2,382	197	2,910	250	2,007	113	4,816	533	5,292	447	9.9%	n/a	n/a	22.1%	n/a	-31.0%	-15.7%	-54.7%	-42.3%
運輸 (2社)	n/a	n/a	n/a	n/a	2,470	695	2,862	659	2,714	522	4,833	1,760	5,332	1,354	10.3%	n/a	n/a	15.9%	n/a	-5.2%	9.9%	-20.7%	-24.9%
消費財 (3社)	n/a	n/a	n/a	n/a	3,365	334	3,647	317	3,933	443	5,576	548	7,012	651	25.8%	n/a	n/a	8.4%	n/a	7.9%	16.9%	39.8%	32.4%
H株発行企業合計 (21社)	n/a	n/a	n/a	n/a	33,053	5,272	35,684	4,161	34,476	3,638	56,474	9,780	68,738	9,433	21.7%	n/a	n/a	8.0%	n/a	-3.4%	4.3%	-12.6%	-31.0%
(参考) 15社ベース (*1)	22,091	4,203	23,613	3,504	27,111	4,198	28,840	3,028	28,545	2,534	45,705	7,707	55,951	7,226	22.4%	14.8%	22.7%	6.4%	22.1%	-1.0%	5.3%	-16.3%	-39.6%
除く石油・化学 (10社ベース) (*2)	8,360	1,891	8,671	1,250	8,600	615	9,761	633	9,598	407	17,032	3,141	18,362	1,248	-7.8%	-0.8%	2.9%	13.5%	12.6%	-1.7%	11.6%	-35.8%	-33.9%

(*1) H株発行企業のうち94年以降連続して半期決算の数値が入り得る15社

(*2) (*1) から石油・化学5社を除いたベース

(出所) 大和総研(香港)有限公司「Hong Kong Quarterly」October1996 No.13, 19頁。

表22 H株資金調達額の推移

(億香港ドル, 年・月末数)

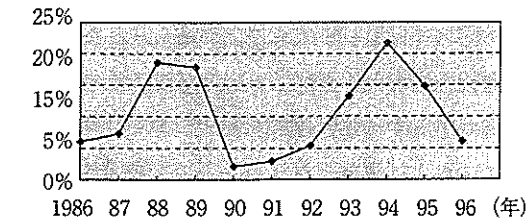
年	1993	1994	1995	1996	1997.3
H株銘柄数	6	15	17	23	26
H株資金調達額	81	180	209	272	324

(出所)「中国証券統計年報1995」58頁。「The Securities Journal」。「人民日報(海外版)」1996年10月10日。中国人民銀行「中国金融展望1996」58頁。「中国证券報」1997年1月29日, 3月12日, 4月1日。「日経金融新聞」1997年3月3日などより作成。

比較的高い企業にとっては不利であることが指摘されている³⁹⁾。表21が示しているようにH株発行21社の96年上半期純利益は対前期比16.4%減, 前年同期に比べ31.0%の減益となった。H株相場低迷のいまひとつの要因として取り上げられるのは「中国企業(内容)の不透明性」(日系投資顧問)である³⁹⁾。つまり一部H株企業の情報開示の遅れに対して海外投資家が不信感を持っていることであろう。

昨年末, 香港返還後の初代行政長官に董建華

図9 中国の小売物価上昇率(前年比)



(出所)「中国統計年鑑1996」中国統計出版社, 255頁。「人民日報(海外版)」1997年3月2日より作成。

氏が選出された。昨年中国経済は9.7%の実質成長率を実現し, 6.1%という低い水準にインフレ率(小売物価の上昇率)(図9)を抑える安定成長を見せ, いわゆる経済のソフトランディングを基本的に実現したという認識を広がっている。また年末の2度目の利下げ, 500億米ドルを超える外資導入(直接投資: 423.5億米ドル, 現在までの累積で1,772億米ドル。融資: 110億米ドル), 1,050億米ドルという世界第2位の外貨準備の実現など一連の安定・成長材料を背景に⁴⁰⁾, H株の将来性が注目され, ハンセンH株指数は去年の800ポイント台前後から1000ポイント台前後までに上昇している。

今年新たに上場した3銘柄(東方航空, 深E高速道路, 北京大唐発電)を含め現在H株は26社を数え, その資金調達額は約324億香港ドル

にのぼっている(表22)。H株は国有企業の新しい資金調達源になる同時に, 海外投資家が注目する新しい投資対象になっている。最近中国政府は, 第4回目の海外上場候補企業38社のリストを発表した(表7)。その企業リストを見ても中国の基盤産業で今後香港市場を中心にニューヨーク, シンガポール, 東京, ロンドンなど他の海外市場に上場をすすめる予定である。わずか3年余りでH株は最初の試験的な段階から発展の段階に入っている。

3. H株とA株の価格差

H株26社のうち12社は, 中国国内の上海, 深E両取引所にもA株(国内一般個人向け株式)を上場している。A株は現在国内一般個人向けの株式で, 外国人投資家の参加は禁止されている。H株は取引き通貨, 支払い配当金の通貨および外国人投資家に対する規制を除き, 原則としてA株と同等の権利・義務を有する。しかし, H株とA株では上場市場が違い, 取引き通貨も異なり, 投資家も海外と国内に完全に分かれるので, 株価に差が出て来るのは自然なことであろう。現在, H株はA株より低い価格で取引される傾向にある。表23が示しているように, 全体で見ればA株はH株に比べ4.43倍になっており, 同一企業の株に対する人気は国内の方が香

表23 H株、A株における株価差の現状

(1996年10月18日終値)

	銘柄名	A株 (元)	H株 (香港ドル)	H株 (元)	A株/H株 倍
上	青島ビール	5.90	2.775	2.97	1.99
	広州造船	4.88	1.67	1.79	2.73
	上海石油化工	7.19	2.125	2.27	3.17
	昆明機床	4.08	0.89	0.95	4.29
	馬鞍山鉄鋼	3.81	1.51	1.62	2.35
	北人印刷機械	5.00	1.59	1.70	2.94
	儀征化繊	5.22	1.92	2.05	2.55
海	天津渤海化工	4.79	0.65	0.696	6.88
	東方電機	7.80	1.94	2.08	3.75
	洛陽ガラス	6.67	1.41	1.51	4.42
深 圳	東北輸変電	11.34	1.26	1.35	8.40
	吉林化工	21.98	1.08	1.16	18.95
平均値		7.39	1.57	1.67	4.43

注：1 香港ドル=約1.07人民元で計算。
(出所)「中国証券報」1996年10月24日より計算。

港市場より数倍強い。現在香港の投資家は不動産、金融および一部のレッド・チップス（中国系香港現地法人銘柄）銘柄に売買を集中しており、また一般の中国国内投資家はH株を取引できないことが価格差を生む原因と考えられる。

国内でも上海、深圳両取引所で外国投資家向けに上場しているB株は、H株と同じような現象が起きている⁴¹⁾。つまり同一企業のA株とB株の間に価格差が出ていることである。しかしB株とH株ではその価格差の生じ方は根本的に違う。すなわちB株はA株と同じ国内市場に置かれており、人民元を諸外国通貨と自由に兌換できないという状況の下で創設されたもので、したがって近い将来人民元の自由兌換が実現すれば、A株とB株は統合される可能性が極めて大きい。そうなればA株とB株の価格差は自然に解消する。一方H株は香港市場に上場されており、そこでは国内と全く別の上場基準、会計制度およびディスクロージャー制度の規制をうける。また通貨問題として香港ドルは返還後もそ

の独自性を保つことに変化はない。とうぶんの間は「香港ドルの人民元化」の可能性は極めて小さく、したがってH株とA株の統合は考えられない。統合しない限りA株とH株の価格差は長期的に存在するだろう。しかし21世紀に入ってから20、30年先のことを考えると、「香港ドルの人民元化」の可能性がないとは言いきれない。もしそうとなればH株のあるべき姿をあらためて検討しなければならないであろう。

むすびにかえて

香港の「返還」まであと2カ月余りとなった。返還後香港の経済繁栄と政治的安定をどのように維持するか、また国際金融センター、貿易センターおよび運航センターとしての機能を将来に向けてどういうふうに進展させるか、は中国・香港双方の重大課題である。中国政府は「一国二制度」、「港人治港」（香港人による香港統治）という方針を定め、要するにこれからの50年間香港が資本主義制度をそのまま残すということを約束している。その意味で現在の法律と経済制度は基本的に変化なく維持される。中国企業の香港上場はこのような大前提の下で3年前からスタートし、実験的な段階を経て、上場企業は現在26社を数えるまでになった。

中国企業の海外上場の狙いの一つは外資導入であり、もう一つの目的は現在進行中の国有企业改革を促進することである。つまり国有企业はどのように海外の諸制度とルールに準拠した有限責任制の株式会社として企業経営を行い、最終的に新しい「現代企業制度（近代的な企業制度）」を確立させることが海外上場の狙いでもある。香港株式市場は既に中国国有企業の海外資金調達場となり、同時に中国企業モデル

を作り出す実験場ともなっている。

香港は中国の海外進出の窓口として重要視され、「返還」後も中国との経済一体化は維持されるであろう。H株はこのような中国と香港双方の経済的かつ政治的結合の中から創出され、その潜在発展力を注目すべきで、長期投資の対象にもなるのではないかと。

今年3月に中国全国人民代表大会（全人代、国会に相当）が開かれた。この会議は国有企业改革を今年経済改革の重点とし、企業の吸収合併、一部長期赤字企業の倒産、企業の合理化、余剰人員の再配置、再就業の助成など促進策を提起した⁴²⁾。また政府は300億人民元の支援金を国有商業銀行の企業不良債務処理資金から支出し、企業の制度改革に力を入れる措置を取っている⁴³⁾。

去年末現在43.7%の国有工業企業は赤字が出ている⁴⁴⁾。また全国のいわゆる企業間の「三角債」は9,200億元以上に達し、そのうち回収困難な不良債権が3,000億人民元にもものぼり⁴⁵⁾、その大部分は国有企業が抱えている債務である。さらに国有企業は推定2,000万人の余剰人員を抱えている⁴⁶⁾。社会保障制度がまだまだ整備されていない中国において、国有企業の制度改革前途には課題が山積している。

国有企業の抜本的な改革が円滑に進めば、今後企業経営の改善は期待でき、経済全体の発展にもつながる。中国経済が今後安定成長を維持できれば、香港の繁栄と安定はもちろん、株式市場の成長、そしてH株（中国企業株）とレッド・チップス（中国系香港現地法人銘柄）の将来性は明るいと見ることができるとであろう。

注

1) 「現代企業制度（近代的な企業制度）」の改革について

は、拙稿「中国国有企業の現代企業制度改革—福州第二化学工場の事例を中心に—」『証券経済研究』1997年1月第5号を参照されたい。

- 2) 「人民日報（海外版）」1997年1月29日。「金融時報（毎日証券）」1996年2月14日。「中国証券報」1997年3月11日、3月25日、4月1日。「日経金融新聞」1997年3月3日などを参照。
- 3) 「金融時報」1996年7月3日。「人民日報（海外版）」1995年8月12日、96年8月6日。
- 4) 「人民日報（海外版）」1995年6月19日、「金融時報」1996年7月3日。
- 5) 中国证券监督管理委员会編「中国证券統計年報1995」中国法制出版社、1995年、44～49頁。（財）日本証券経済研究所「図説中国・香港の証券市場」平成8年、39頁による計算。
- 6) 「中国改革報」1996年9月17日。
- 7) 「日本経済新聞」1996年9月11日。
- 8) 「The Securities Journal」December Trading Record, 1996。「文匯報」（香港）1997年1月27日による計算。
- 9) 「中国証券報」1995年9月2日。
- 10) 「The Securities Journal」August 1993, P5.
- 11) 大和証券、大和総研編著「從国有企业到境外上市公司—理論と実務」中国社会科学出版社、1994年、10～16頁。
- 12) 「中国証券報」1996年11月23日。
- 13) 「金融時報（毎日証券）」1995年12月6日。大和証券、大和総研編著「從国有企业到境外上市公司—理論と実務」中国社会科学出版社、1994年、16～18頁を参照。
- 14) 「金融時報（毎日証券）」1996年2月14日。
- 15) 「中国証券報」1996年7月9日。
- 16) 「中国証券報」1997年1月15日。
- 17) （財）日本証券経済研究所「図説中国・香港の証券市場」平成8年、186～189頁。大和総研「アジアの証券市場」1995年7月、28～29頁を参照。
- 18) 「中国証券報」1996年7月9日、1997年1月15日。
- 19) 「日経金融新聞」1995年12月15日。
- 20) 「金融時報（毎日証券）」1996年2月15日。邱永漢編「中国株会社情報」評伝社、1996年、274～275頁。
- 21) 「金融時報（毎日証券）」1996年2月14日。
- 22) 大和証券、大和総研編著「從国有企业到境外上市公司—理論と実務」中国社会科学出版社、1994年、11頁。
- 23) 範恒山、彭建國主編「現代企業制度全書」中国物価出版社、1995年、2428頁。
- 24) 「The Securities Journal」August 1993, PP.7-8.
- 25) 「The Securities Journal」August 1993, PP.7-8.
- 26) 「The Securities Journal」August 1993, PP.7-8.
- 27) 大和証券、大和総研編著「從国有企业到境外上市公司—理論と実務」中国社会科学出版社、1994年、11頁。
- 28) 大和証券、大和総研編著「企業重組導論」中国经济出版社、1996年、202～203頁を参照。
- 29) 「中国証券報」1995年9月2日、97年1月7日。「金融時報（毎日証券）」1996年8月24日による計算。
- 30) 邱永漢編「中国株会社情報」評伝社、1996年、274～275頁。

- 31) 「Asia Money」 December 1996/January 1997, P23.
- 32) 「中国証券報」1997年3月10日。
- 33) 「中国証券報」1997年1月4日。
- 34) (株)大和総研「アジアの証券市場」1995年7月, 230頁。(財)日本証券経済研究所「図説中国・香港の証券市場」平成8年, 174頁。
- 35) 「The Securities Journal」November 1996, PP.4-8.
- 36) 大和証券, 大和総研「中国株投資ハンドブック1996」, 44頁。
- 37) 「人民日報(海外版)」1996年10月10日。「日経金融新聞」1997年1月21日。
- 38) 大和総研(香港)有限公司「Hong Kong Quarterly: October 1996」No.13, PP.19-25を参照。
- 39) 「日経金融新聞」1996年8月6日。
- 40) 「人民日報(海外版)」1997年1月9日, 1月21日, 3月2日。「中国証券報」1997年1月14日。
- 41) 拙稿「中国のB株市場(2)」『証研レポート』No.1538, 1996年10月を参照されたい。
- 42) 「人民日報(海外版)」1997年3月17日。
- 43) 「人民日報(海外版)」1997年1月31日, 3月4日。
- 44) 「中国改革報」1997年1月28日。
- 45) 「中国証券報」1997年1月14日。
- 46) 「中国情報報」1996年8月15日。

(当所大阪研究所研究員)