

中国のB株市場

王 東 明

要 旨

本稿の目的は、92年に創設された外国投資家向けB株市場の7年間の状況を紹介し、市場の創設の背景と問題点に焦点をあて、株式市場を通した外資導入という新しい実験を考察することである。

まず第Ⅰ節で計画経済から市場経済への移行期において、旧体制と新制度の間で様々な矛盾と生じた問題を取り上げ、B株市場がこのような経済改革と対外開放の状況の下で創設された理由と市場の特徴を考察する。

第Ⅱ、Ⅲ節ではB株市場の上場基準、上場企業の変化および市場状況を紹介すると同時に、株式の発行・取引に関する幾つかの市場の問題点を分析し、なぜ近年の株価が低いのかを明らかにし、アジア金融危機以後の市場低迷の原因を探る。

そして第Ⅳ節以下で創設段階から過渡的な性格を持っている市場の様々な制度的な問題も考察し、外国投資家の関心が高いA株とB株の重複上場による「一株二価」の問題、国内投資家の参入問題、内外の異なる会計基準による財務諸指標の差、およびディスクロージャーの問題などを取り上げて検討する。

以上のように市場の問題点と制度的な問題を検討したうえで、現在「瀕死」状態に陥っている市場は一体どのように評価したらよいのかを考察する。ここで90年代以後、積極的に取り組んでいる国有企業の株式会社制度の導入という企業制度改革の実験に触れ、直接金融という資金調達方法の変化、外資導入の多様化、国内企業・国内市場と海外投資家・外国市場をつなぐ接点という観点からB株市場の評価を試みる。

最後に、アジア金融危機の教訓、人民元の自由兌換およびA株（国内投資家向け株式）とB株の統合問題に触れ、「改革・開放」政策の長期性の観点からB株市場の今後を考える。

目 次

はじめに

I. B株市場の創設

1. B株市場の特徴
2. B株市場の創設背景
3. 過渡的な性格を持つ市場の設定

II. 上場基準

III. 上場企業の変化

1. 上場企業数と業種の変化
2. 重複上場の問題
3. 上場候補企業

IV. 市場状況

1. 発行状況
2. 取引状況

3. 市場低迷の原因

4. 市場規模

V. 投資家

1. 投資対象
2. 国内投資家の参入問題
3. 投資家の変化
4. 日本の投資家

VI. 資金調達

VII. 会計基準の問題

VIII. ディスクロージャーの問題

IX. 評価

むすびにかえて

はじめに

1992年、中国は上海、深圳の両証券取引所において外国投資家向けに「人民元特種株」、つまりB株市場を創設した。この措置によって、中国の国内で株式市場を通じた外資利用の道を開き、証券市場の国際化に新たな一步を踏み出した。それからわずか7年、98年末現在、上場B株は106社になり、46.8億米ドルの資金を調達し、海外投資家の関心を集めている¹⁾。

しかし、直接金融による外資導入の新しい方法として評価されているB株市場は、97年夏のアジア金融危機以降、市場の低迷が続き、99年に入ると、株価は連続して最安値を更新し、3月9日に上海市場は21.38ポイント（3月10日一時的に21.25ポイント）、3月10日に深圳市場は41.56ポイントという史上最安値を付けた²⁾。99年の1月頃、上海・深圳のB株上場企業の約7割はその株価が発行価格を割り込み、5割以上の株価が純資産額／1株より低く、また一部の企業の株価は額面さえも割り込んだ³⁾。3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：97年5月99.61ポイント、深圳：96年12月201.87ポイント）から80%の低下であった⁴⁾。

以上のような深刻な状況を受けて、柳州五菱汽車、徐州工程机械などの一部の上場候補企業が上場をキャンセルする事態が起ったり⁵⁾、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⁶⁾。

このような悲観的な雰囲気の中、逆に、一部の市場関係者は21世紀の中国経済の成長と市場の将来性に期待し、今後の外資系企業・民営企業の上場、ディスクロージャーの改善および中外合資ファンドの設置などの政府の具体的な市場促進策に注目し、B株市場は「忘れられた金鉱」と評価している⁷⁾。

一体中国のB株市場はどんな理由で創設され、どのようなプロセスを経て外資を導入し市場を形成したのか。この外国投資家向けの市場は現在どんな問題を抱え、国有企業の制度改革にどんなインパクトを与えているのか。またアジア金融危機以降、なぜ市場の低迷が続き、現在の

「瀕死」状態に陥ったのか、その原因は何なのか。そして今後、B株市場には「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。

本稿ではまずB株市場の特徴と創設の背景を考察し、市場の創設段階の問題点を指摘する。そして上場基準の変化に触れ、この7年間の上場企業の変化と市場状況を整理し、市場の問題点と近年の市場低迷の原因を探り、市場の発展状況をまとめる。

それからB株市場が抱えている幾つかの制度的な問題を分析し、特に外国投資家の関心が高いA株とB株の重複上場による「一株二価」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ディスクロージャーの問題などを検討し、それらの問題の改善策を考える。

以上の市場状況と問題点を考察したうえで、株式市場の形成に伴って、90年代から本格的に取り組んでいる国有企業の株式会社制度の導入という実験に触れ、B株市場を通して直接金融という資金調達方法の変化、外資導入の多様化および海外の経験から企業の制度改革に何を学ぶべきかという側面を検証し、B株市場の評価を試みる。

最後に、経済のグローバル化、金融・資本市場の国際化、自由化という時代の流れの中、資本市場の開放という観点から、将来のA株市場（国内投資家向け）とB株市場の統合問題を考え、中国株式市場の今後の発展を展望してみた。

I. B株市場の創設

1. B株市場の特徴

92年に創設されたB株市場とは中国の国内で

外国投資家向けに上場している「人民幣特種株」のことであり、また「国内上場外資株」ともいわれる。B株の額面は人民幣で表記され、現在上海証券取引所では米ドルで発行・取引され、深圳証券取引所では香港ドルで発行・取引されている。また投資対象は海外投資家に限定され、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株市場と完全に分断された市場である。

2. B株市場の創設背景

なぜ国内の市場で海外投資家を対象にB株市場を創設したのか、その主な理由については次の7点を挙げることができる。

すなわち（1）人民幣は諸外国の通貨と自由に兌換できないという状況に置かれている。一方「改革・開放」以後、国内企業は外国の技術・生産設備の導入、生産原材料の輸入などを増やしており、そのために外貨が必要となっている。（2）80年代後半から90年代初頭にかけて、中国の外貨準備が不足していた。92年当時は200億ドルにも達していないうえ（表1）、輸入も増え、外債償還のピーク期も来ており、外貨の需給関係が非常に緊迫していた。（3）国

表1 中国の外貨準備の推移（年末数）

年	外貨準備 (億米ドル)	年	外貨準備 (億米ドル)
1979	8.40	1989	55.50
1980	-12.96	1990	110.93
1981	27.08	1991	217.12
1982	69.86	1992	194.43
1983	89.01	1993	211.99
1984	82.20	1994	516.20
1985	26.44	1995	735.97
1986	20.72	1996	1050.29
1987	29.23	1997	1398.90
1988	33.72	1998	1449.59

（出所）国家統計局編「中国統計年鑑1998」中国統計出版社、670頁。「人民日報（海外版）」1999年1月13日より作成。

内と海外の上場基準が異なる。一般的に言えば、海外の上場基準は国内より厳しく、普通の国内企業は海外での上場は難しい。このため、一般の国内企業はB株を通じて国内市場で海外の資金調達することが可能になった。(4) 国内企業は経営の改善と外国の経験を習うチャンスを与えられる。つまり近年、国有企業は株式会社制度の導入を軸に一連の企業改革を進めており、企業の経営システムの転換と国際競争力の強化を企業の努力目標としている。B株を発行している企業もできるだけ国際的なルールに接近し、企業経営の慣習、会計基準およびディスクロージャー制度などを根本的に見直す機会となる。(5) 国内投資家向けのA株市場と分断することによって、国内企業の支配権に影響を与えることを避ける。(6) 中国証券市場の国際化を促進する。(7) 対外開放政策と金融制度改革の一環として位置付けられている。

以上のように、人民元と諸外国通貨の間で自由兌換ができないという制約の下で、92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株市場が採用された。実験的に創設したB株市場は直接金融による外資の導入に止まらず、海外の様々な経験を参考にし、企業の抜本的な制度改革を図ることも目的の一つであり、また今後資本市場開放のための試験場としての狙いもあった。そもそも中国の金融・資本市場は殆ど開放されておらず、B株市場はこのような状況の下で創設された独特な市場であり、為替市場の自由化が実現されていないという前提で、B株市場がどのような性格を持っているのかを次に見ていこう。

3. 過渡的な性格を持つ市場の設定

現時点では人民元と外貨の自由兌換ができな

いという理由で創設したB株市場は、その投資対象が海外投資家に限定されているため、国内投資家向けのA株市場と全く別個の市場である。

しかし、中国政府は96年7月から外資系企業を対象に貿易などの経常取引での人民元の兌換を正式に認め⁸⁾、同じ年12月に経常取引における人民元の兌換つまりIMF協定の第八条国入りを果たした。そもそも経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、このように予定の4年程前倒しで実現したことで、市場関係者の間では今世紀末まで、あるいは21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自由兌換も実現の可能性が高いという予測が生まれた。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金融危機の影響で、資本取引の自由化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⁹⁾。ただし最近、一部の銀行関係者は2010年頃、中国は自由兌換の条件を整え、その時点から資本取引の兌換を実現する可能性があるという予測が出ていると報道された¹⁰⁾。

これからの中長期的な視点から見れば、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ず、現在は金融・資本市場開放の準備過程にあると考えられる。そして中長期的に21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」にあり、過渡的な性格を持つ市場であると言える。この点については、中国証券監督管

理委員会の初代主席劉鴻儒はB株市場の設定が最初の段階から一種の過渡的な措置としており、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り、最終的にはA株とB株を統合し一本化することを何度も強調した¹¹⁾。

「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された。B株市場もこのような市場経済への移行期に行われた新たな実験の1つであり、このような新しい市場を創設することに伴って、旧体制と新制度の間では様々な矛盾と問題が生じた。例えば、A株とB株の重複上場による「一株二価」の問題、中国企業に不慣れな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、新しい企業制度と健全なコーポレート・ガバナンスの確立が必要であると考えられる。次に、B株市場の上場基準と近年の上場企業の変化を見ていこう。

II. 上場基準

1992年2月から上海と深圳の両証券取引所にB株が上場されるに際し、両証券取引所はそれぞれ独自の基準でB株関連法規を制定した(91年11月「上海市人民元特種株管理弁法」、91年12月「深圳市人民元特種株管理暫定弁法」)。95年12月25日、政府はB株制度の整備とその市場拡大を図るため、上海、深圳両証券取引所のそれぞれのB株「規則」を廃止し、全国統一のB株

規則(「株式会社の国内上場外資株に関する國務院の規定」、以下「規定」と略称)を公布した¹²⁾。

重要な点は以下の諸点である。全国統一の「規定」ではB株の発起人は発行株式総額の少なくとも35%(91年上海の旧規定ではA株と同様に30%以上であった)の株を保有し、出資額も1億5千萬元を下回ってはならない(91年深圳の旧規定ではA株と同様に500萬元以上であった。93年4月國務院の「株式発行と取引管理暫定条例」では3千萬元以上と規定した)。同時に、B株上場企業の純資産は1億5千萬元以上(91年深圳の旧規定では純資産はA株と同様に1千萬元以上であった)に達しなければならないと規定している。また中央政府の監視を強化するため、3千萬元ドル以上の大口B株発行については証券委員会¹³⁾を通じて國務院の認可取得を義務付ける。その他、B株の発行額は国が決めた総枠内(計画枠)に抑えなければならないなどの措置をとっている(表2)。

94年7月1日から「会社法」が実施された。上海・深圳両証券取引所は「会社法」に基づいて株式発行の払込株式資本を5千萬元以上と規定していたが、しかし全国統一のB株「規定」はそれより大きく上回っている。従来B株上場企業は上海と深圳の地元企業と中小企業に片寄っていたが、95年末の全国統一上場基準の制定によって、全国範囲で優良企業を選ぶことが可能になり、それと同時に、一連のB株関連法規の実施も市場の健全化と上場企業の質の向上に寄与していると思われる。

III. 上場企業の変化

1. 上場企業数と業種の変化

上場企業の変化について、1991年11月29日、

表2 中国B株の関連法規と上場基準・増資規定

適用範囲	法規名称	上場基準・増資規定	法規公布日
上海	「上海市人民元特種株 (B株) 管理弁法」	発起人株式数: 全株式の30%以上 2年連続と本年度の第1四半期黒字	1991年11月22日
	「上海市人民元特種株 (B株) 管理弁法 実施細則」		1991年11月25日
	「上海市証券取引所取引市場業務 (B株) 補充規則」		1992年1月8日
深圳	「深圳市人民元特種株管理暫定弁法」	発起人出資額: 500万元以上 公募株式数: 全株式の25%以上 純資産額: 1千万元以上 株主数: 800人以上 三年内違法行為なし	1991年12月5日
	「深圳市人民元特種株管理暫定弁法実施 細則」		1991年12月16日
	「深圳市人民元特種株登記暫定規則」		1992年1月29日
	「深圳証券取引所B株取引清算業務規則」		1992年1月31日
全国	国務院「股份有限公司の国内上場外資 株に関する規定」	発起人出資額: 1億5千万元以上 発起人株式数: 全株式の35%以上 公募株式数: 全株式の25%以上 三年連続黒字	1995年12月25日
	国務院「股份有限公司の国内上場外資 株に関する規定の実施細則」		1996年5月3日
	「国内外証券経営機構の外資株業務の資 格管理暫定規定」		1996年10月23日
	「国内上場外資株 (B株) の増資暫定弁法」	三年連続黒字, 配当可能 増資価格: 1株当り純資産額以上	1998年3月13日

(出所) 済峯証券房地産律師事務所・海南証券交易中心編「中国证券法規及規範性文件汇编」中国工人出版社, 1993年。中国证券業務培訓中心編著「最新中国证券法規与公司運作規則」中国民主法制出版社, 1997年。「中国证券報」1998年3月14日より作成。

上海真空電子部品株式会社は中国最初のB株 (100万株, 額面100元) を発行した。このB株は翌1992年2月上海証券取引所に上場され, 同時に深圳南方ガラスのB株が深圳証券取引所に上場された¹⁴⁾。表3が示しているように, この7年間に, B株上場企業数は18社から106社へと増加し, 現在上海・深圳両市場ともそれぞれ50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片寄り, 地元の企業が多かった。深圳市場では不動産業が多く, 同じく地元の企業を中心であった。95年以降, 上海・深圳以外の企業が多くなり, 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業種と, それから機械, 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93年の13社と94年の12社が最も多く, また株価低迷の95年とアジア金融危機以後の98年はわずか2社に止まった。深圳市場では最も多いのは93年と95年の10社で, 少ないのは94年の5社と98年の3社であった。

2. 重複上場の問題

A, B両株の重複上場については, 92年B株市場を創設した時, 上海, 深圳両市場にA株を上場している企業それぞれ9社を選んで私募で海

表3 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, 中国证券监督管理委员会の年報・年鑑・月報の各年・月版より作成。

外投資家に売り出したことから、18社すべてが重複上場であった。それ以降、大部分のB株企業はA株と重複上場しており、98年末現在でも7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、いわゆる「一株二価」の問題が現われ、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ることが問題視されている。98年6月上海市場の資料を見れば、殆どの銘柄は発行価格を割り込んでおり、同じ企業のA株価と比べれば、大部分がA株価の1割前後になった(表4)。もちろん、B株価の低迷は97年夏以降のアジア金融危機の影響も大きかったが、2年前の資料を見ても同じような傾向があった(表5)。このように、「同株同権利」という会社法の原則の下で、同じ企業のA株とB株の価格の差が大きいことが将来のA株とB株の統合において大きな障害となるであろう。

これに対して、中国证券监督管理委员会は、98年3月17日から中国企業は原則として2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¹⁵⁾。この通達を受けて、98年に上場した

5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による「一株二価」の現象が減り、当然の結果として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ないことになるであろう。

3. 上場候補企業

また近年、政府はB株市場を育成するため、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とっている。97年1月に国务院の証券委員会は33社のB株候補企業リストを発表した¹⁶⁾。98年2月にさらに新たな候補企業18社を選定した¹⁷⁾。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、上場を通じた資金の重点的配分を見ることができる。しかし97年夏以降のアジア金融危機の影響で、株価の低迷が続き、前回発表された候補企業33社の多くはいまだに上場を果たせないまま、株価の回復を待っている(表6, 表7)。

表4 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 (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 子 部 品	0.196	10.05	-84	0.7087	92. 2.21	145.20
上 海 二 紡 機	紡 績 機 械	0.094	8.94	-91	0.61	92. 6. 1	232.925
上 海 大 衆 タ ク シ ー	タ ク シ ー	0.550	15.98	-72	0.65	92. 7.22	202.80
上 海 永 生 製 筆	文 具	0.156	14.40	-91	0.84	92. 7.22	34.5
中 国 第 一 鉛 筆	文 具	0.168	10.62	-87	0.52	92. 7.28	92.347
中 国 紡 績 機 械	紡 績 機 械	0.084	8.07	-91	0.61	92. 7.28	109.2
上 海 ラ バ ー ベ ル ト	ゴ ム ベ ル ト	0.138	13.58	-92	0.55	92. 7.28	37.95
上 海 ク ロ ル アル カ リ	化 学	0.136	15.30	-93	0.8	92. 8.20	369.6
上 海 タ イ ヤ & ラ バ ー	タ イ ヤ	0.172	15.80	-91	1.1	92. 8.28	221
上 海 冷 蔵 庫 圧 縮 機	圧 縮 機	0.170	10.66	-87	0.461	93. 1.18	179.4
上 海 金 橋 出 口 加 工 区	不 動 産	0.300	15.75	-84	0.3442	93. 3.31	143
上 海 外 高 橋	不 動 産	0.326	18.09	-85	0.38	96. 6.26	165.75
上 海 聯 華 合 織	織 維	0.124	9.65	-89	0.38	93. 9.28	36
上 海 新 錦 江 大 酒 店	ホ テ ル	0.142	8.65	-86	0.3792	93.10.18	101.673
上 海 永 久 自 転 車	自 転 車	0.090	10.28	-93	0.355	93.11.15	60
上 海 鳳 凰 自 転 車	自 転 車	0.106	7.70	-89	0.405	93.11.18	110
上 海 海 欣	ぬいぐるみ用毛皮	0.346	12.75	-78	0.7	93.12. 6	46.2
上 海 耀 華 ビ ル キ ン ト ン	ガ ラ ス	0.138	7.28	-84	0.72	93.12.10	125
上 海 大 江 食 品	食 品	0.118	11.80	-92	0.4023	93.12.15	50.05
上 海 柴 油 机	エ ン ジ ン	0.178	11.24	-87	0.523	93.12.28	217
上 海 英 雄 文 具	文 具	0.184	12.21	-87	0.439	93.12.28	52.325
上 海 三 毛 紡 績 織 維	織 維	0.116	9.90	-90	0.34	93.12.31	36.3
上 海 友 誼 華 僑 商 業	商 業	0.236	10.65	-82	0.44	94. 1. 5	52.8
上 海 工 業 ミ シ ン	ミ シ ン	0.086	7.86	-91	0.42	94. 1.18	97.5
上 海 上 菱 電 器 家 電	家 電	0.186	14.00	-89	0.75	94. 1.31	94.8
上 海 鋼 管 鉄 鋼	鉄 鋼	0.080	8.23	-92	0.394	94. 3.15	88
上 海 物 資 貿 易 商 業	商 業	0.088	8.25	-91	0.258	94. 3.30	55
上 海 オ ー ト メ ー シ ョ ン	精 密 計 器	0.154	9.90	-87	0.248	94. 4.29	88.55
上 海 中 国 国 際 旅 行 旅 行	旅 行	0.260	-	N.A.	0.36	94. 9.28	60
上 海 郵 電 通 信 設 備 通 信 設 備	通 信 設 備	0.286	19.44	-88	0.396	94.10.20	78
上 海 水 仙 電 器 洗 濯 機	洗 濯 機	0.084	8.90	-92	0.265	94.11.10	110
陸 家 嘴 金 融 貿 易 区 不 動 産	不 動 産	0.498	21.42	-81	0.668	94.11.22	364
華 新 水 泥 セ メ ン ト	セ メ ン ト	0.142	6.80	-83	0.233	94.12. 9	87
新 亞 集 団 ホ テ ル, レ ス ト ラ ン	ホ テ ル, レ ス ト ラ ン	0.226	11.50	-84	0.35	94.12.15	100
上 海 金 泰 建 設 機 械	建 設 機 械	0.076	-	N.A.	0.277	95. 7.27	80
エルドス・カシミヤ・プロダクツ	織 維	0.246	-	N.A.	0.469	95.10.20	210
黒 龍 江 電 力 電 力	電 力	0.420	14.39	-76	0.2436	96. 4.22	180
天 津 海 運 海 運	海 運	0.360	16.96	-82	0.262	96. 4.30	90
上 海 匯 麗 建 材 塗 料	建 材 塗 料	0.122	-	N.A.	0.185	96. 6.28	80
上 海 華 源 織 維	織 維	0.278	9.76	-76	0.28	96. 7.26	115
東 方 通 信 通 信 設 備	通 信 設 備	0.642	21.10	-75	0.8	96. 8. 9	100
黄 山 旅 游 観 光	観 光	0.406	13.14	-74	0.258	96.11.22	80
上 海 開 開 実 業 衣 料	衣 料	0.188	-	N.A.	0.256	97. 1. 8	80
濟 南 輕 騎 摩 托 車 オ ー ト バ イ	オ ー ト バ イ	0.294	9.35	-74	0.482	97. 6.17	230
海 南 航 空 空 運	空 運	0.262	-	N.A.	0.47	97. 6.26	71
上 海 振 華 港 口 機 械 機 械	機 械	0.420	-	N.A.	0.433	97. 8. 5	100
内 蒙 古 伊 泰 煤 炭 石 炭	石 炭	0.304	-	N.A.	0.4073	97. 8. 8	166
浙 江 東 南 発 電 電 力	電 力	0.300	-	N.A.	0.346	97. 9.23	600
五 菱 柴 油 机 エ ン ジ ン	エ ン ジ ン	0.296	-	N.A.	0.52	97.10.16	100
大 連 化 工 化 学	化 学	0.194	-	N.A.	0.311	97.10.21	100
錦 州 港 務 港 湾 サービス	港 湾 サービス	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ない。
 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 1 US\$ = 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。

表5 A株、B株における株価差

上海市場

コード	銘柄名	A株	B株		A株/B株 (倍)
		(元)	(米ドル)	(元)	
900901	真空電子部品	5.22	0.196	1.63	3.20
900902	二 紡 機	4.31	0.128	1.07	4.05
900903	大衆タクシー	17.30	0.794	6.61	2.62
900904	永生製筆	10.56	0.204	1.70	6.22
900905	第一鉛筆	7.98	0.360	3.00	2.66
900906	中 紡 機	4.30	0.150	1.25	3.44
900907	ラバーベルト	7.05	0.160	1.33	5.30
900908	塩素アルカリ	8.92	0.242	2.01	4.43
900909	タイヤラバー	7.10	0.238	1.98	3.58
900910	冷蔵庫圧縮機	12.53	0.554	4.61	2.72
900911	金 橋 開 発	16.88	0.410	3.41	4.95
900912	外高橋開発	21.59	0.422	3.51	6.15
900913	聯 華 合 織	7.08	0.168	1.40	5.06
900914	新錦江ホテル	12.30	0.280	2.33	5.28
900915	永 久	5.74	0.140	1.16	4.93
900916	鳳 凰	6.36	0.160	1.33	4.78
900917	上 海 海 欣	12.99	0.372	3.10	4.20
900918	ビルキントン	12.05	0.610	5.08	2.37
900919	上 海 大 江	11.18	0.520	4.33	2.58
900920	上海ディーゼル	11.18	0.426	3.54	3.15
900921	上 海 英 雄	10.50	0.316	2.63	3.99
900922	三毛テキスタイル	7.05	0.202	1.68	4.19
900923	友 誼 華 僑	8.80	0.372	3.10	2.84
900924	工 業 ミ シ ン	7.61	0.128	1.07	7.14
900925	上 菱 電 器	11.39	0.550	4.58	2.49
900926	上 海 鋼 管	6.09	0.122	1.02	6.00
900927	物資貿易センター	7.90	0.144	1.20	6.59
900928	上海オートメーター	7.44	0.200	1.66	4.47
900929	国 際 旅 行 社	—	0.332	2.76	—
900930	郵電通信設備	12.10	0.510	4.24	2.85
900931	水 仙 電 器	7.25	0.206	1.71	4.23
900932	陸 家 嘴 開 発	33.00	0.740	6.16	5.36
900933	華新セメント	6.25	0.250	2.08	3.00
900934	新 ア ジ ア	—	0.530	4.41	—
900935	上 海 金 泰	—	0.198	1.65	—
900936	オールドスカシミア	—	0.486	4.04	—
900937	黒 龍 江 電 力	—	0.300	2.50	—
900938	天 津 海 運	—	0.270	2.25	—
平均		10.25	0.321	2.67	3.84

深圳市場

コード	銘柄名	A株	B株		A株/B株 (倍)
		(元)	(香港ドル)	(元)	
2002	万 科 企 業	6.05	3.30	3.55	1.71
2003	金 田 実 業	4.80	2.90	3.12	1.54
2011	物 業 発 展	5.82	3.18	3.42	1.70
2012	南 方 ガ ラ ス	8.60	4.60	4.94	1.74
2013	深 圳 石 化	4.75	2.70	2.90	1.64
2015	深 圳 中 浩	4.68	2.10	2.26	2.07
2016	康 佳 電 子	11.90	7.35	7.90	1.51
2017	中 華 自 転 車	4.15	2.07	2.22	1.87
2018	中冠紡織印染	4.18	2.07	2.22	1.88
2019	深 宝 実 業	4.96	1.98	2.13	2.33
2020	華 發 電 子	4.38	2.20	2.36	1.85
2022	赤 湾 ワ ー フ	7.37	3.85	4.14	1.78
2024	蛇 口 ボ ー ト	8.13	3.78	4.06	2.00
2025	特 力 機 械	3.90	2.04	2.19	1.78
2026	飛 垂 達	10.12	5.02	5.40	1.88
2028	深圳ヘルスウォーター	5.78	2.30	2.47	2.34
2029	特 区 不 動 産	6.10	2.87	3.08	1.98
2030	美 英 達	4.47	2.25	2.42	1.85
2037	南 山 電 力	5.79	2.59	2.78	2.08
2039	国 際 コ ン テ ナ	14.00	6.69	7.19	1.95
2041	深圳ベネクラス	—	2.88	3.10	—
2045	深圳テキスタイル	5.08	2.14	2.30	2.21
2053	赤湾石油基地	—	3.30	3.55	—
2054	北 方 バ イ ク	—	2.85	3.06	—
2055	深 圳 方 大	7.36	3.10	3.33	2.21
2056	インターナショナル	—	2.68	2.88	—
2057	深圳大洋海運	—	3.23	3.47	—
2505	海南珠江実業	3.90	2.14	2.30	1.70
2512	厦門燦坤実業	—	4.40	4.73	—
2513	珠海麗珠医薬	5.20	2.71	2.91	1.79
2539	広 東 電 力	8.00	4.84	5.20	1.54
2541	仏 山 照 明	13.43	6.59	7.08	1.90
2550	江 鈴 自 動 車	3.37	1.82	1.96	1.72
2581	無錫フュエル	—	3.38	3.63	—
2596	安徽古井貢酒	—	4.37	4.70	—
平均		6.53	3.30	3.55	1.84

注1：平均は比較的可能な銘柄のみを対象とした単純平均値。

注2：株価は1996年6月21日までの直近終値とした（但し、A・B株とも値がついた日の株価を採用）。

注3：為替レートは、8.3214元/米ドル、1.0748元/香港ドル。

注4：B株上場銘柄は全て掲載したが、そのうちA株を上場していないものについては破線で示してある。

(出所) (株) 大和総研「DIR海外情報」1996年6月25日。

表6 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	山東電機電氣	武漢ボイラー◆
本溪鋼鉄廠	済南バイク集団◆	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：◆は既の上場した企業。

(出所)「人民日報 (海外版)」1997年1月11日より作成。

表7 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
吉林安源石油開発	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
安徽省化肥連合開発	安徽省	化学肥料
山西豐喜肥業 (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。

IV. 市場状況

次に今までのB株の市場状況を整理し、市場の問題点と近年市場低迷の原因を見ることにしよう。

1. 発行状況

B株の発行状況を見ると (表8), 98年末現

在、上海・深圳両市場で合計106社が上場され、その発行済株式数は約141億株である。これはA株の発行済株式数 (2,204億株) の6.4%に過ぎず、両市場とも100億株を超えないという小規模である。上海市場を見れば、5億株を超える企業は1社 (浙江東南発電: 6億株) だけで、3億株台の企業は2社に過ぎず、大企業の上場は少ない (表4)。深圳市場を見ても、4億株の企業は1社 (本鋼板材) だけで、2億株台の企業は4社、他の企業は2億株以下と発行量が小さい¹⁸⁾。

全体で見れば、B株市場は中小規模の企業が多く、大手企業が少ないため、市場全体の株式発行量が小さいことが一つの特徴である。また近年、香港市場を中心に展開されている中国企業の海外上場つまり中国を代表する大企業、いわゆる大手「一流企業」の上場が多いH株 (香港上場中国企業株) と比べると¹⁹⁾、B株には中小規模の「二流企業」が多いのがもう一つの特徴である。

現在まで、93年6月上海外高橋保税区分開発が香港で一部のB株 (4,250万株, 2.95香港ドル/株) を公募したことを除けば²⁰⁾、殆どのB株企業は私募で株式を発行している。私募発行は資金調達のコストが比較的低く、ディスクロージャーも海外市場より緩やかで、一部の海外上場が実現できない企業にとってメリットがあった。一方、私募発行によって、株式が海外の機関投資家に集中され、市場の流動性に影響を与え、海外の個人投資家が発行市場にタッチできないため、不満の声も出ている²¹⁾。また、発行枠と企業の選別が政府によって決められ、発行市場のアンダーライティング機能が欠如しているのではないかとされている。

表 8 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、中国证券监督管理委员会の年報・年鑑・月報の各年・月版より作成。

2. 取引状況

売買状況について、97年に上海・深圳両市場の売買は最高を記録し、売買代金は各々200億元を超え、両市場を合わせて約427億元に達した。また、96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200億元を超え、279億元になった(表8)。

96年、97年の市場活況の原因は、96年末に經常取引の交換性を実現したことに関連していた。つまり近い将来、資本取引において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株の統合の際に利益が出るという投資家の予測にあった。もう一つの要因は97年の香

港返還であり、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98年の売買は、97年夏以前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81億元で、97年の6割以上の減少であった。深圳市場では97年と比べほぼ8割の減少で、年間の売買代金は44億元に止まった。

3. 市場低迷の原因

市場低迷の主な原因は、第一には今回のアジア金融・経済危機の影響であり、また第二には今後のA株とB株の統合問題の具体的なスケジュ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ことであった。さらに98年度の中間決算

では、両市場とも半数以上の企業が減収・減益となり、赤字企業も上海が6社、深圳が7社となり、企業の業績悪化が目立った（表9、表10）。その他、98年10月に広東国際信託投资公司（GITIC）の経営破綻により、中国企業の信用不安が広がり、中国関連銘柄が売られ、市場はさらに冷え込んでいた（図1、図2）。

近年の資料を見ても、企業の収益力が落ちていることがわかる。93年以前上海・深圳に上場した41社の資料では、1株当たり利益（EPS）が0.53元（93年）、0.38元（94年）、0.29元（95年）と年々減っている²³⁾。また96年、97年の年末決算を見ても、EPSは0.275元（96年）、0.228元（97年）までに落ちている（表11）。

また値幅制限（±10%）があり、取引コストも比較的高く、そのことが市場低迷のもう一つの理由にもなっているであろう。例えば、取引コストについて、国内A株のコミッション料は取引金額の0.35%であり、それに対して、B株では上海は取引金額の0.6%、深圳は取引金額の0.43%であった²⁴⁾。また一回の取引に掛かる手数料、印紙税および清算などの諸費用合計は取引金額の2%前後に達し、1%以下に抑えている日・米・英三国の平均を上回り、市場の流動性が低い理由の一つとして指摘されている²⁴⁾。

その他、93年から展開されている中国企業の香港上場（H株）は、B株の上場とほぼ同時期に進行してきたものであり、上場基準とディスクロージャーが香港の制度でB株より厳しいため、海外投資家の一部はいわゆる中国を代表する「一流企業」のH株に関心を集めてきた。そのことも国内の「二流企業」の多いB株市場に一定のマイナス効果をもたらしたと考えられる。

4. 市場規模

現在106社あるB株企業の市場規模を時価総額を通して見ると（表8）、上海市場では97年末の時価総額が最も多く185億元で、200億元を超えていない。98年末は100億元（約12億ドル）まで縮小した。この市場規模は98年末時点の上海A株市場の最大時価総額企業である四川長虹（323億元）の三分の一にも及ばず、同社の流通可能な株式の時価総額（流通時価：99億元）とほぼ同額であった²⁵⁾。

一方深圳市場の96年末の時価総額は200億元を超えて232億元のピークを記録し、98年末は105億元（約12.7億ドル）で96年末の半分以下になった。この時価総額は98年末の深圳A株市場の最大時価総額企業である深圳発展銀行（230億元）の半分以下で、同社の流通可能な株式の時価総額（流通時価：159億元）にも及ばなかった²⁶⁾。

上海・深圳両市場を合わせても98年末の時価総額は200億元余りで、A株市場の1%に過ぎず、「袖珍市場」と呼ばれ、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小さいために、機関投資家が入りにくい市場といわれている。

V. 投資家

1. 投資対象

B株の投資対象は原則として海外の投資家に限定されている。91年11月上海の旧規定第十四条では、B株の投資対象は（1）香港、マカオ、台湾の法人と自然人。（2）外国の法人と自然人。（3）主管機関が許可したその他海外法人または自然人と定められた²⁷⁾。また、91年12月

表9 上海B株企業中間決算一覧

銘柄	現地コード	決算期	単位	売上高	基準	前年増減率	純利益	基準	前年増減率	EPS
上海外高橋	900912.SS	98.6.30	百万元	224.20	C	-44.7	50.88	C	-31.59	0.083
上海鋼管	900926.SS	98.6.30	百万元	172.59	C	-25.98	1.78	C	-37.95	0.007
上海耀華ビルキントン	900918.SS	98.6.30	百万元	277.21	C	-8.93	9.64	C	-80.06	0.02
上海金橋出口加工区	900911.SS	98.6.30	百万元	80.34	C	-82.1	34.81	C	-7.68	0.055
上海大衆タクシー	900903.SS	98.6.30	百万元	1,250.00	C	17.92	99.77	C	16.74	0.23
上海柴油机	900920.SS	98.6.30	百万元	950.98	C	25.44	45.44	C	20.03	0.095
上海上菱電器	900925.SS	98.6.30	百万元	202.09	C	-48.64	-13.62	C	赤字転落	-0.041
上海オートメーション	900928.SS	98.6.30	百万元	467.90	C	-7.45	23.99	C	24.75	0.066
中国紡績機械	900906.SS	98.6.30	百万元	267.19	C	112.55	0.44	C	-76.81	0.001
塩素アルカリ化工	900908.SS	98.6.30	百万元	943.72	C	-14.25	-71.67	C	赤字転落	-0.068
上海タイヤ&ラバー	900909.SS	98.6.30	百万元	2,255.14	C	12.15	65.37	C	-9.80	0.081
上海二紡機	900902.SS	98.6.30	百万元	161.65	C	-8.96	-26.88	C	赤字転落	-0.047
上海鳳凰自転車	900916.SS	98.6.30	百万元	668.85	C	28.76	14.84	C	黒字転換	0.032
上海ラバーベルト	900907.SS	98.6.30	百万元	142.66	C	-3.99	0.86	C	-84.89	0.008
上海真空電子	900901.SS	98.6.30	百万元	1,448.19	C	28.63	64.51	C	24.12倍	0.12
上海永久自転車	900915.SS	98.6.30	百万元	227.39	C	-36.55	-73.43	C	赤字転落	-0.2764
上海物資貿易	900927.SS	98.6.30	百万元	507.66	C	34.97	2.38	C	-56.99	0.01
新錦江大酒店	900914.SS	98.6.30	百万元	103.31	C	-17.53	11.25	C	-61.38	0.03
上海冷蔵庫圧縮機	900910.SS	98.6.30	百万元	662.52	C	5.66	29.06	C	-60.88	0.069
上海海欣	900917.SS	98.6.30	百万元	326.12	C	-10.3	40.42	C	-11.90	0.1468
中国第一鉛筆	900905.SS	98.6.30	百万元	125.51	C	4.57	22.12	C	-20.07	0.1142
上海英雄	900921.SS	98.6.30	百万元	245.57	C	-4.35	34.66	C	6.31	0.131
上海工業ミシン	900924.SS	98.6.30	百万元	163.32	C	-20.7	0.76	C	-61.76	0.003
上海聯華合機	900913.SS	98.6.30	百万元	98.86	C	-14.74	1.91	C	-64.62	0.011
上海友誼華僑	900923.SS	98.6.30	百万元	338.87	C	4.92	27.16	C	29.86	0.19
上海大江集団	900919.SS	98.6.30	百万元	1,099.32	C	-13.68	-46.52	C	赤字転落	-0.069
上海中国国際旅行	900929.SS	98.6.30	百万元	202.91	C	4.65	10.27	C	-51.71	0.077
上海郵電通信設備	900930.SS	98.6.30	百万元	310.94	C	104.9	26.09	C	26.52	0.137
上海水仙電器	900931.SS	98.6.30	百万元	96.44	C	-67.27	-6.07	C	赤字転落	-0.026
陸家嘴金融貿易区開発	900932.SS	98.6.30	百万元	336.00	C	-7.58	133.49	C	-25.58	0.1
華新水泥	900933.SS	98.6.30	百万元	143.70	C	-0.75	0.57	C	62.86	0.002
上海新亞集団	900934.SS	98.6.30	百万元	323.92	C	-8.17	75.38	C	56.00	0.1771
上海金泰	900935.SS	98.6.30	百万元	77.86	C	1.14	0.60	C	黒字転換	0.003
エルドスカシミア・プロダクツ	900936.SS	98.6.30	百万元	397.70	C	19.19	40.29	C	-43.25	0.09
黒龍江電力	900937.SS	98.6.30	百万元	253.90	C	29.43	131.92	C	39.70	0.224
フィリー建材	900939.SS	98.6.30	百万元	127.98	C	30.7	0.21	C	-97.78	0.001
東方通信	900941.SS	98.6.30	百万元	2,480.61	C	1.43	162.25	C	-4.91	0.284
天津海運	900938.SS	98.6.30	百万元	183.13	C	-8.09	10.50	C	-88.08	0.045
黄山旅游	900942.SS	98.6.30	百万元	47.14	C	5.93	33.79	C	-11.62	0.145
上海華源	900940.SS	98.6.30	百万元	246.56	C	-0.08	40.19	C	-17.07	0.14
上海開開実業	900943.SS	98.6.30	百万元	203.61	C	-9.73	26.50	C	-23.38	0.134
上海永生製筆	900904.SS	98.6.30	百万元	109.77	C	113.18	0.59	C	-89.92	0.005
濟南輕騎摩托車	900946.SS	98.6.30	百万元	886.20	C	-33.87	162.76	C	-18.06	0.17
海南航空	900945.SS	98.6.30	百万元	635.25	C	13.46	76.79	C	9.61	0.163
振華港口機械	900947.SS	98.6.30	百万元	526.06	C	16.23	67.50	C	18.53	0.2
内蒙古伊泰煤炭	900948.SS	98.6.30	百万元	222.98	C	-29.46	19.65	C	-63.92	0.054
浙江東南発電	900949.SS	98.6.30	百万元	993.60	C		217.89	C		0.11
江蘇五菱柴油机	900950.SS	98.6.30	百万元	456.50	C		30.48	C		0.121
大連化工	900951.SS	98.6.30	百万元	414.67	C		10.75	C		0.039
錦州港務	900952.SS	98.6.30	百万元	134.82	C	37	70.33	C	3.09	0.123

(注) 基準のIは国際会計基準、Cは中国会計基準。EPSの単位は元。

(出所) 東洋証券「中国株投資ガイド'98/'99」, 29頁。

表10 深圳B株企業中間決算一覧

1998年9月3日現在

銘柄名	現地コード	決算期	単位	売上高	基準	増減率%	純利益	基準	増減率%	EPS
深圳特區房地產	2029.SZ	98.6.30	百万元	313.17	C	-24.93	0.88	C	-98.34	0.00087
深圳物業	2011.SZ	98.6.30	百万元	185.80	I	-14.92	3.74	I	-24.75	0.007
深圳金田	2003.SZ	98.6.30	百万元	318.55	C	-3.52	-35.93	C	赤字転落	-0.1077
中国南方ガラス	2012.SZ	98.6.30	百万元	306.55	I	-4.8	20.34	I	-60.95	0.03
中華自転車	2017.SZ	98.6.30	百万元	101.54	C	-68.69	-61.99	C	赤字転落	-0.13
深圳康佳電子	2016.SZ	98.6.30	百万元	3,059.40	C	28.92	170.17	C	3.38	0.4655
華発電子	2020.SZ	98.6.30	百万元	38.74	I	-68.46	-21.56	I	赤字転落	-0.076
中国万科	2002.SZ	98.6.30	百万元	914.48	C	9.64	82.51	C	25.62	0.18
赤湾港航	2022.SZ	98.6.30	百万元	45.78	I	-30.04	20.29	I	-57.17	0.053
深圳燦坤	2512.SZ	98.6.30	百万元	533.11	I	12.72	27.09	I	-9.73	0.094
深圳中浩	2015.SZ	98.6.30	百万元	12.79	C	-55.44	-40.88	C	赤字転落	-0.26
深圳深宝實業	2019.SZ	98.6.30	百万元	39.80	I	-31.85	4.21	I	147.65	0.025
珠海特區麗珠薬	2513.SZ	98.6.30	百万元	400.61	C	3.61	27.89	C	9.07	0.09
南山電力	2037.SZ	98.6.30	百万元	178.07	C	-29.6	39.54	C	-34.02	0.111
深圳飛亜達	2026.SZ	98.6.30	百万元	176.44	C	-11.3	35.87	C	-26.12	0.14
深圳紡織	2045.SZ	98.6.30	百万元	77.10	C	-23.01	1.73	C	-82.92	0.011
広東電力	2539.SZ	98.6.30	百万元	1,211.38	C	15.48	306.00	C	15.55	0.238
深圳益力鋁泉水	2028.SZ	98.6.30	百万元	47.64	C	12.44	3.22	C	297.53	0.02
北方建設摩托車	2054.SZ	98.6.30	百万元	638.34	C	-33.69	7.42	C	-68.40	0.02
江鈴汽車	2550.SZ	98.6.30	百万元	944.47	C	7.16	3.61	C	-87.00	0.005
中国国際コンテナ	2039.SZ	98.6.30	百万元	2,631.35	C	60.07	139.99	C	40.33	0.411
深圳国際企業	2056.SZ	98.6.30	百万元	186.00	C	-2.58	11.64	C	-36.32	0.0634
無錫威孚	2581.SZ	98.6.30	百万元	263.95	C	-1.42	48.36	C	46.86	0.26
蛇口招商港務	2024.SZ	98.6.30	百万元	151.68	C	-83.52	44.84	C	11.90	0.124
深圳本魯克斯	2041.SZ	98.6.30	百万元	39.19	I	-46.95	1.07	I	-72.35	0.017
石家庄宝石電子	2413.SZ	98.6.30	百万元	24.31	C	N.A.	-171.81	C	赤字転落	-0.449
方大実業	2055.SZ	98.6.30	百万元	291.12	C	23.62	108.18	C	43.00	0.451
深圳賽格(SEG)	2058.SZ	98.6.30	百万元	1,045.37	C	20.22	81.48	C	0.51	0.18
無錫リトル・スワン	2418.SZ	98.6.30	百万元	1,004.45	C	13.79	130.45	C	15.65	0.429
海南明珠	2505.SZ	98.6.30	百万元	108.41	C	2.22	-134.91	C	赤字転落	-0.357
佛山照明	2541.SZ	98.6.30	百万元	250.19	C	15.11	80.11	C	-9.42	0.29
広東省高速公路	2429.SZ	98.6.30	百万元	112.13	C	7.94	75.95	C	-3.48	0.099
合肥美菱	2521.SZ	98.6.30	百万元	768.38	C	2.51	43.90	C	-35.43	0.106
グレートオーシャン	2057.SZ	98.6.30	百万元	61.58	C	-18.38	16.26	C	10.76	0.09
海南大東海	2613.SZ	98.6.30	百万元	16.15	C	-64.3	1.64	C	-92.55	0.005
重慶長安汽車	2625.SZ	98.6.30	百万元	1,470.00	I	-3.92	53.97	I	-57.14	0.044
常柴(チャンチャイ)	2570.SZ	98.6.30	百万元	1,463.61	C	-2.45	76.94	C	-44.83	0.219
赤湾石油基地	2053.SZ	98.6.30	百万元	50.46	C	4.11	24.02	C	-0.37	0.1
安徽古井貢酒	2596.SZ	98.6.30	百万元	542.12	I	-18.07	78.20	I	-44.20	0.33
瓦房店軸承	2706.SZ	98.6.30	百万元	556.12	C	-7.71	31.55	C	-43.34	0.096
湖北沙隆達	2553.SZ	98.6.30	百万元	492.47	C	4.63	49.29	C	-19.46	0.166
南京普天(南京郵電)	2468.SZ	98.6.30	百万元	194.14	C	-19.53	18.27	C	-32.48	0.085
シンミン紙業	2488.SZ	98.6.30	百万元	570.77	C	43.61	96.43	C	0.21	0.25
北京東方電子	2725.SZ	98.6.30	百万元	105.80	I	-4.77	31.77	I	-53.77	0.065
深圳石油化工	2013.SZ	98.6.30	百万元	1,732.67	C	45.5	9.53	C	-53.63	0.031
中冠印染	2018.SZ	98.6.30	百万元	161.83	I	-9.69	2.26	I	-40.21	0.013
深圳特力機械	2025.SZ	98.6.30	百万元	166.36	C	-8.81	14.78	C	黒字転換	0.067
深圳葉英達	2030.SZ	98.6.30	百万元	478.93	C	40.27	-142.80	C	赤字転落	-0.495
本鋼板材	2761.SZ	98.6.30	百万元	2,338.30	I	14.81	159.19	I	-16.47	0.14
魯泰紡織	2726.SZ	98.6.30	百万元	139.59	C	-2.81	26.43	C	37.01	0.167
ヤン台張裕ワイン	2869.SZ	98.6.30	百万元	302.05	C	54.82	52.06	C	64.64	0.228
武漢ボイラー	2770.SZ	98.6.30	百万元	110.89	C	-56.01	6.58	C	-82.78	0.0222
大連冷凍機	2530.SZ	98.6.30	百万元	316.49	C	3.31	52.97	C	-6.78	0.151
杭州汽輪機	2771.SZ	98.6.30	百万元	142.70	C	13.96	40.95	C	37.23	0.19

(注) 基準のIは国際会計基準, Cは中国会計基準。EPSの単位は元。

(出所) 東洋証券「中国株投資ガイド'98/'99」, 34頁。

表11 B株の業績表

項目	売上高 (億元)			純利益 (億元)			EPS (元)		
	1996	1997	伸び率	1996	1997	伸び率	1996	1997	伸び率
上海B株 (50銘柄)	469.19	497.78	6.1%	43.93	44.52	1.3%	0.247	0.229	-7.4%
	462.80	495.06	7.0%	36.43	36.52	0.3%	0.205	0.188	-8.4%
深圳B株 (53銘柄)	518.70	560.66	8.1%	48.26	40.66	-15.7%	0.303	0.227	-24.9%
	499.80	543.61	8.8%	44.14	40.35	-8.6%	0.277	0.226	-18.5%
両市場 (103銘柄)	987.89	1,058.45	7.1%	92.19	85.18	-7.6%	0.275	0.228	-17.1%
	962.60	1,038.67	7.9%	80.57	76.87	-4.6%	0.241	0.207	-14.1%

注：上段は国内会計基準，下段は国際会計基準に基づく96年，97年の12月期決算。
(出所) 大和証券・大和総研「中国株投資ハンドブック1998年」，21頁～24頁より作成。

図1 上海B株指数

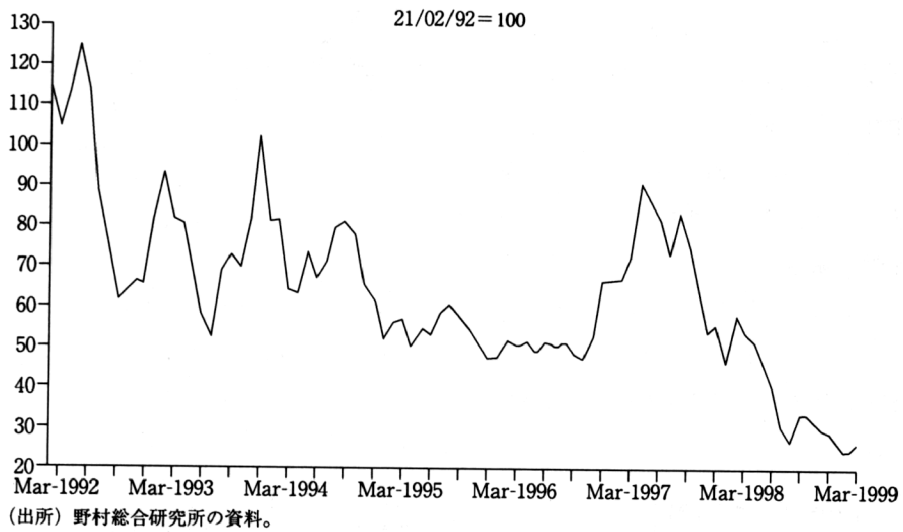
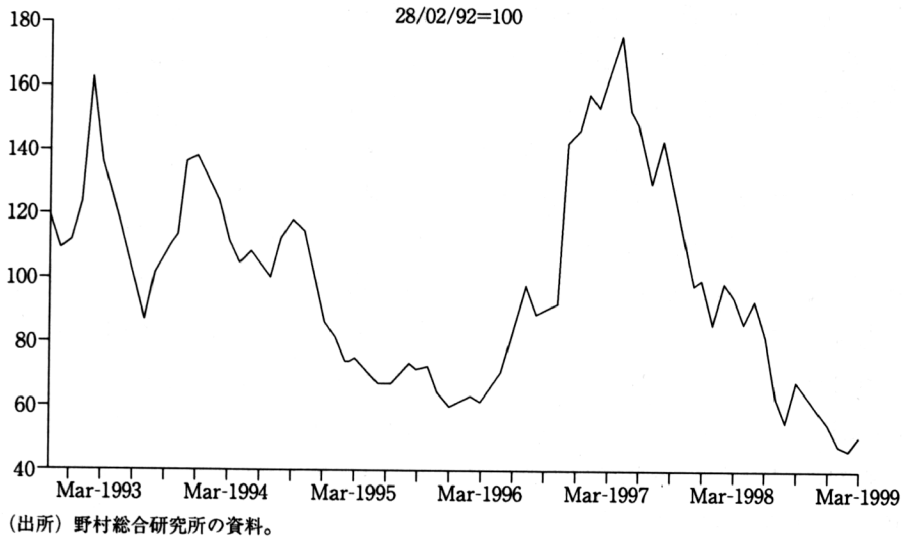


図2 深圳B株指数



深圳の旧規定第二条では、B株の投資対象は
(1) 外国の法人と自然人。(2) 香港、マカオ、
台湾地区の法人と自然人。(3) 主管機関が許
可したその他の対象と規定された²⁸⁾。

そして95年末全国統一のB株新「規定」(「股
份有限公司の国内上場外資株に関する規定」)
も海外投資家に限定されている。すなわちB株
の投資家は以下のものに限られる。(1) 外国
の自然人、法人その他の組織。(2) 中国香港、
マカオ、台湾地区の自然人、法人その他の組
織。(3) 外国に定住している中国公民。(4)
国務院証券委員会が定める国内上場外資株のそ
の他の投資家(第四条)²⁹⁾。

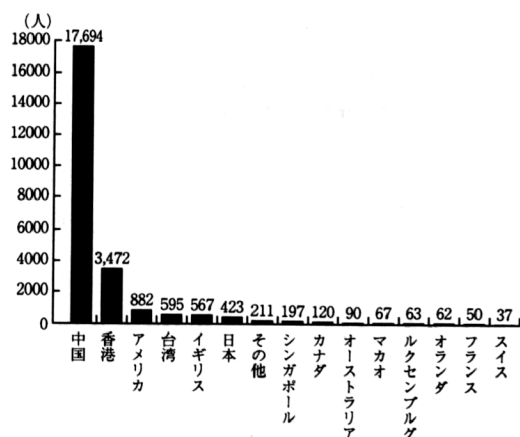
以上のように、上海、深圳の旧規定または全
国統一の新「規定」のいずれもB株の投資対象
を海外投資家に限定していた。しかし、現状で
は必ずしもこの「海外投資家」という原則は守
られていない。近年、B株投資では国内投資家
が増えており、国内投資家の参入が問題視され
ている。

2. 国内投資家の参入問題

国内投資家の参入について、図3が示すよう
に、95年末の上海B株の株主総数2万4,980名の
うち、中国の投資家が70.8%(1万7,694人)を
占め、国別で株主数の第1位になっている。第
2位は香港(3,472人)、第3位はアメリカ(882
人)であり、日本の投資家は1.7%(423人)で
6位に止まっている。また全株主のうち、個人
株主は2万1,362人(居住者[境内]は9,497人、
非居住者[境外]は1万1,865人)、機関投資家
は3,618人(居住者[境内]は2,264人、非居住
者[境外]は1,354人)になっている³⁰⁾。この資
料から推計すれば、少なくとも中国の投資家1
万7,694人のうち、個人と機関投資家を合わせた

居住者[境内]株主は1万1,761人であり、これ
らの投資家は国内投資家ではないかと考えられ
る。

図3 95年末国(地区)別のB株株主数(上位15位)



(出所)「上海証券交易所成立五周年」, 32頁より作成。

また98年末上海の数字を見ても中国の投資家
口座数は5万1,712人(66.32%)、香港は8,981人
(11.52%)、アメリカは5,032人(6.45%)、台湾
は2,253人(2.89%)、日本は1,868人(2.40%)と
いう順になっており(表12)、いずれも中国の
投資家口座数が一番多くなっている。当初国内
の証券会社は必ずしも「海外投資家」という原
則を守っておらず、一部の国内投資家に対しても
外貨さえ持っていれば、外国人のパスポート
あるいは海外定住している中国人のパスポート
を借りてB株口座を開くケースが多かった。そ
のため、投資家の一部は不適格の国内投資家で
あると考えられる。

本来海外投資家向けに創設されたB株の投資
家は資格審査が必要で、全国統一の新「規定」
は「国内上場外資株(B株)を買い受け、売買
しようとする投資家は、その投資家の身分及び
資格を証明する有効な文書を提出しなければならない」と定めている。たしかにB株に投資す

表12 1998年末B株投資家の国・地区別の分布状況（登録口座数）

国・地区	口座数（個）	割合（％）	国・地区	口座数（個）	割合（％）
中国	51,712	66.32	シンガポール	810	1.04
香港	8,981	11.52	マカオ	295	0.38
アメリカ	5,032	6.45	ドイツ	276	0.35
台湾	2,253	2.89	フランス	224	0.29
日本	1,868	2.40	韓国	230	0.29
イギリス	1,200	1.54	オランダ	169	0.22
カナダ	1,133	1.45	その他	2,677	3.43
オーストラリア	1,109	1.42	合計	77,969	100

（出所）上海証券取引所の資料より作成。

る国内投資家のなかには実際に海外投資家から委託を受けて購入した者もいるが、大部分は国内証券会社を通じた自らのための投資であると見られている。

B株市場への国内投資家の参入については、証券管理当局は95年から一年以上低迷しているB株市場を活性化するため、これを事実上黙認する姿勢をとっていると見られている。特に96年6月以来B株指数は急上昇したが、この上昇相場を支えている主役は国内の投資家ではないかと市場関係者は見ている³¹⁾。

しかし96年6月29日付の「中国証券報」によると、中国証券監督管理委員会はこのほど上海と深圳の両証券取引所に対しB株投資の適格条件を欠く投資家の取引を禁止させるよう要請し、全国統一の新「規定」第四条に基づいて海外投資家の購入を積極的に促進することを強調した³²⁾。96年9月20日、さらに同委員会は「B株口座の整理に関する通知」（第1号、第2号）を出し、不適格投資家が持っているB株について、売り出すことだけを認め、再購入することを禁止する措置をとった³³⁾。つまり政府はあくまでも「海外投資家」という原則を守り、海外の資金を導入するという当初の目的を堅持するものと思われる。もしここで多くの海外投資家が国内投資家に入れ替われば、外資を調達する意味が無く

なり、市場が存在する理由を問われることになるからである。

一方、現在中国の個人保有外貨は既に300億ドルを超えている³⁴⁾。一部の専門家はこれらの外貨をB株市場に吸収することによって、低迷しているB株市場にてこ入れできるだけでなく、今後のA株とB株の統合に影響力を及ぼすためにも現在の規制を緩和し、B株市場への国内投資家参入の許可をより明確に規定する必要があると主張している³⁵⁾。たしかにA株とB株の今後の統合と市場の活性化を図るためには、現在国内投資家のB株市場への参入は積極的な意義を持っているが、市場創設の目的を考えると、問題が残る。国内投資家の参入を今後どのように取り扱うべきか、あるいはどのようなかたちでB株市場に参入させていくのが検討されるべき課題であると考えられる。

3. 投資家の変化

B株投資家数の推移を見ると（表13）、98年末現在上海、深圳の両証券取引所の投資家登録口座数は18万人を超え、うち個人は17万人、法人・機関投資家は約1万4千人となっている。投資家の7年間の変化を見ると、最初の3年間は各年とも1万人以上増え、95年では前年度よりさらに2万人増加した。特に96年の増えかた

表13 B株投資家の推移 (登録口座数)

(単位: 万人, 年末数)

年	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
上海投資家数 (1)	—	1.02	1.89	2.70	4.57	6.54	7.80
個人	—	0.83	1.57	2.32	4.11	5.91	7.10
法人・機関投資家	—	0.19	0.32	0.38	0.46	0.63	0.70
深圳投資家数 (2)	0.37	0.88	1.10	2.23	9.36	10.25	10.63
個人	0.26	0.68	0.80	1.86	8.91	9.61	9.94
法人・機関投資家	0.10	0.20	0.30	0.37	0.45	0.64	0.69
投資家合計 (1+2)	0.37	1.90	2.99	4.93	13.93	16.79	18.43
個人	0.26	1.51	2.37	4.18	13.02	15.52	17.04
法人・機関投資家	0.10	0.39	0.62	0.75	0.91	1.27	1.39

(出所) 上海・深圳証券取引所各年版の統計年鑑, 月報より作成。

が一番多く9万人であり、深圳市場だけでも7万人増え、両市場の投資家数は約14万人に達した。投資家急増の原因は96年末經常取引の人民元の兌換を実現したことの影響が大きいと考えられる。しかし、B株投資家数は、3,800万人を有する国内のA株投資家数と比べると、まだまだ少ない。

4. 日本の投資家

日本のB株投資について、日本証券業協会は94年3月に上海証券取引所を、続いて4月に深圳証券取引所をそれぞれ「指定外国有価証券市場」に指定し、これにより日本の一般投資家が日本の証券会社を通じてB株の売買ができるようになった³⁰⁾。近年の投資状況を見れば(表14)、96年の売買代金は157億円で、97年には約600億円と、96年の3倍に増え、その後、アジア金融危機の影響で98年は72億円と大きく減っている。そして日本全体の外国株取引に占めるB株の割合はまだまだ小さく、取引が一番多い97年でもその比率はわずか1.6%にすぎず、今後の拡大が期待される。

B株市場の規模がまだ小さいため、B株投資に対して、大手の証券会社は比較的消極的な対応をとっていた。一方東洋証券、内藤証券など

の中堅・中小証券会社は中国投資という特色のある新しい市場を開拓するため、個人投資家を中心にB株取引を積極的に展開してきた。

例えば、内藤証券の資料を見ると(表15, 表16)、B株取引を開始した94年では、同社の売買代金は1億円にも満たず、預り資産はわずか5,500万円であった。しかし、96年の売買代金は一気に87億円に増え、日本のB株売買代金の半数以上を占め、株式取得だけを見れば、7割以上になり、預り資産も47億円に増えた。97年では売買代金は約150億円となり、過去5年間の最大であり、預り資産も50億円を超えた。同社がアジア金融危機以前の2年間において、B株業務を急速に拡大させていることがわかる。

また、一部の証券会社は今後高い成長が期待できる中国企業に注目し、上海・深圳のB株、香港のH株とレッド・チップス(中国系香港現地法人銘柄)、ニューヨーク上場の中国企業のADR(米国預託証券)またはN株などの中国関連銘柄を対象に様々な投資ファンドを設定している。例えば、94年10月に野村証券は「チャイナオープン」という追加型株式投資信託を設定した。野村の「チャイナオープン」は中国企業、中国系企業および香港企業の株式を主要投資対象とし、300億円の限度額(追加信託)

表14 日本投資家のB株取引状況

年	1996		1997		1998	
	金額 (億円)	外国株取引 比率 (%)	金額 (億円)	外国株取引 比率 (%)	金額 (億円)	外国株取引 比率 (%)
株式取得 (1)	83.00	0.6	329.25	1.8	38.88	0.3
株式処分 (2)	74.09	0.7	268.34	1.5	33.78	0.3
売買代金 (1+2)	157.09	0.6	597.59	1.6	72.66	0.3

(出所) 日本証券業協会「証券業報」の各月版より作成。

表15 内藤証券のB株取引状況

年度	1994		1995		1996		1997		1998	
	金額 (億円)	全国B株 (%)	金額 (億円)	全国B株 (%)	金額 (億円)	全国B株 (%)	金額 (億円)	全国B株 (%)	金額 (億円)	全国B株 (%)
株式取得 (1)	0.66	—	1.21	—	60.42	72.80	81.44	24.74	7.38	18.98
株式処分 (2)	0.11	—	0.16	—	26.60	35.90	67.98	25.33	6.17	18.27
売買代金 (1+2)	0.77	—	1.37	—	87.02	55.39	149.42	25.00	13.55	18.65

注：1) B株 (%) は日本全国のB株取引に占める内藤証券の割合である。

2) 94年、95年の日本全国の数字は統計上で得られなかった。

(出所) (株) 内藤証券「会社概要」、4頁。98年の数字は(株) 内藤証券より提供。日本証券業協会「証券業報」の各月版より作成。

表16 内藤証券のB株預り資産残高の推移

年度	1994	1995	1996	1997	1998
期末預り株数 (千株)	981	3,200	67,912	103,748	110,491
期末預り金額 (億円) [評価額]	0.55	1.51	47.61	52.84	24.64

(出所) 内藤証券(株)「会社概要」、4頁、5頁。98年の数字は(株) 内藤証券より提供。

で、10年という長い信託期間を設けており、その発行・運用は野村アセット・マネジメント投信に、信託財産の保管・管理は野村信託銀行となっている³⁷⁾。しかしアジア金融危機以降、「チャイナオープン」の価格は急落し、ピーク時の3分の1前後になった(図4)。もちろん価格の下落は分配金落ちによる影響も含まれる。

東洋証券も中国関連銘柄を主な投資対象に、94年3月にドラゴンオープン(図5)、97年5月に東洋チャイナF97-5(図6)という投資信託を設定した。その他、大和、日興、内藤などの証券会社もチャイナファンドを設定しており、投資家はそれを通じて中国関連銘柄という新しい市場に投資し始めた。同じようにアジア金融危機以降、これらの中国関連投信は価格が

下落し、その運用は厳しい状況に置かれていると考えられる。

VI. 資金調達

98年末までの中国株式市場の資金調達状況は、国内外を通じて既に3,510億元に達し、うちH株(香港上場中国企業株)を中心とする43社の海外上場企業は累積100億米ドル余り、106社のB株企業は46.8億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銘柄(レッド・チップス)は株式市場を通じて115.5億米ドルの資金も調達した³⁸⁾。以上の数字で推計すれば、海外上場(H株、ADRなど)とB株市場を合わせた資金調達額は146.8億米ドルであり、現

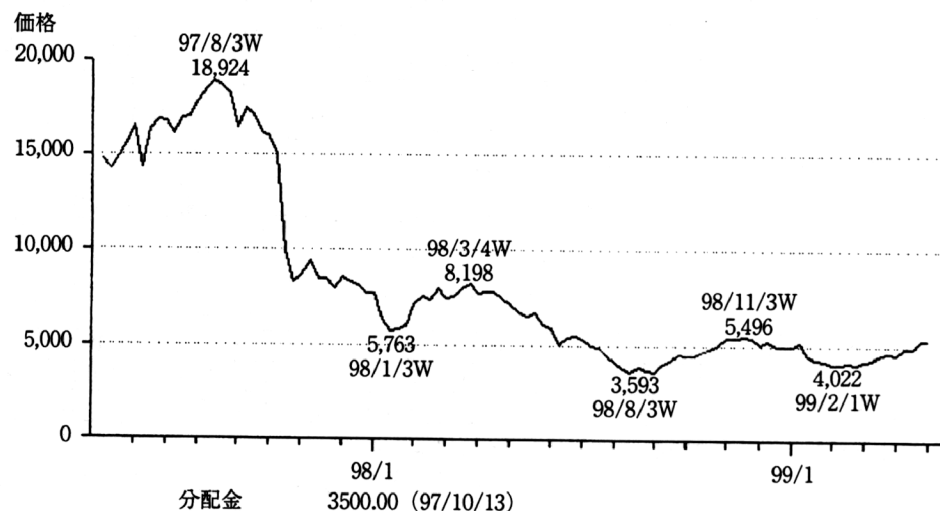
在の為替レートで換算すれば約1,218.44億元になり、全資金調達額の34.7%となる。B株市場は388.44億元で全体の11%に止まった。

この7年間のB株市場での資金調達状況を見ると(表17)、深圳市場では148.81億香港ドル

(約19億米ドル)となった。上海市場では約28億ドルを調達し、深圳より資金調達額が多かった。両市場とも97年度の資金調達額が一番多かった。しかし97年夏以後の株価の暴落により市場が低迷し、98年の新規上場はわずか5社しか

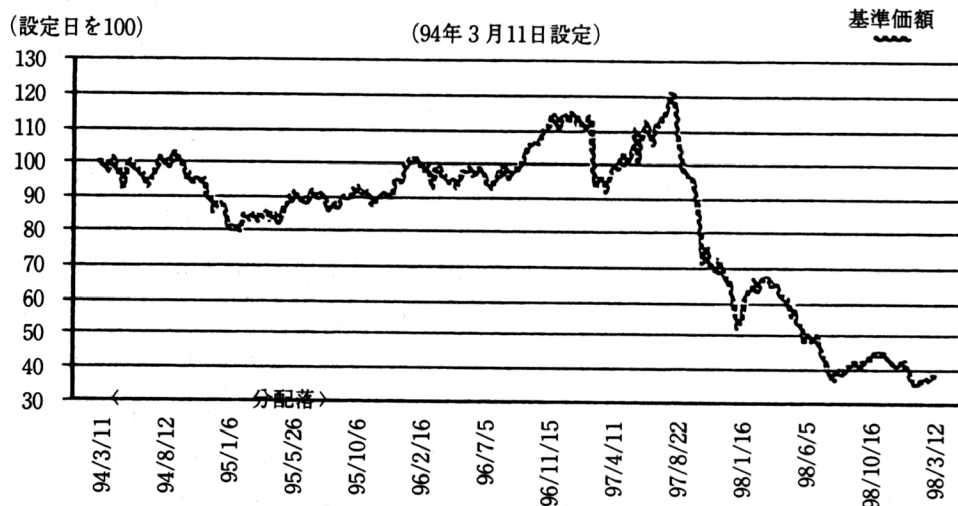
図4 チャイナ オープン価額推移チャート

(基準価額) 週足 97/5/2W-99/5/1W
99/5/1W
基準価額
5324
解約価額
5324
買取価額
5324
分配金累計
3800.00
4/26現在



(出所) (株) 野村総合研究所の資料。

図5 ドラゴンオープン価額推移チャート



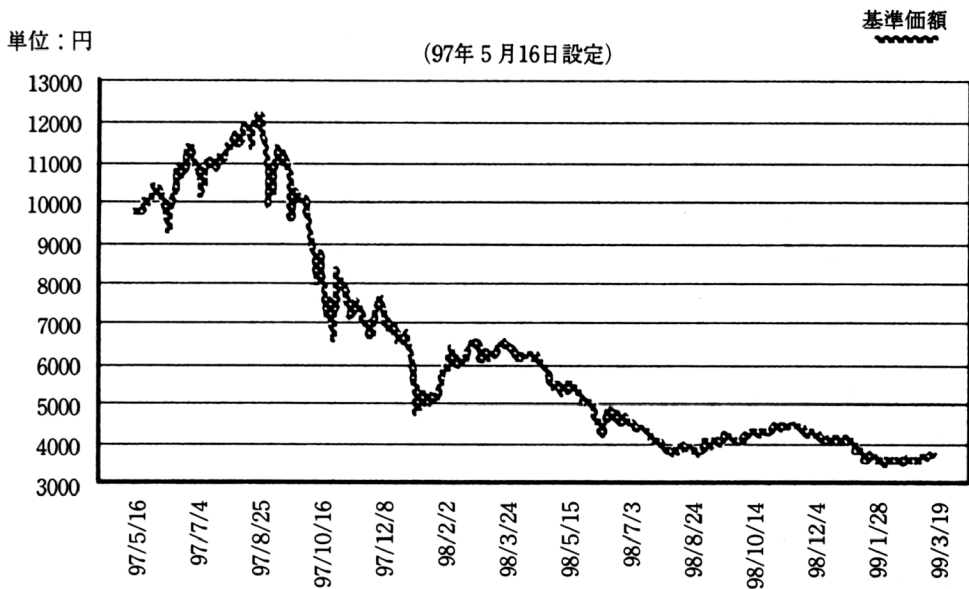
注：基準価額の推移(週足・設定時を100として指数化)
(出所) (株) 東洋証券の資料。

なかった。その結果として、資金調達額は29億元に止まり、97年の105億元を大きく下回り、有償増資も難しくなっている。そして現在までのB株市場による資金調達額はH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。

Ⅶ. 会計基準の問題

今まで中国企業は国内の会計基準に基づいて財務諸表を作ってきた。しかし、B株市場の創設と中国企業の海外上場に伴い、国際会計基準

図6 東洋チャイナファンド97-5 基準価額の推移（日足）



(出所) (株) 東洋証券の資料。

表17 中国B株式市場の資金調達状況

年	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	合計
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
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・上海証券取引所より提供。
(出所) 上海・深圳証券取引所、中国证券监督管理委员会の年報・月報の各年・月版。「中国证券報」1998年12月17日、1999年1月1日。莫文光・楊瑞輝編「中国证券市場透視」中文大学出版社、1997年、90頁より作成。

あるいは上場相手国の会計基準に基づいて財務指標を作ることも要求されるようになっている。

しかし、中国会計基準 (CAS) に基づいて計算された財務指標と国際会計基準 (IAS) に基づいて計算された財務指標の間には大きな差が存在し、問題視されている。例えば、A株とB株の重複上場72社の96年度の年度報告を見ると、それを中国の「企業会計準則」(93年実施)と「国際会計準則」に基づいて各々に会計審査した結果、72社のうち50社の純利益は国際基準の方が国内基準より小さく、さらに9社は国内の基準では利益が出たが、国際基準では巨額の損失が出た。またB株上場企業103社の97年度の年度報告を見れば、国内基準で10社赤字が出たが、国際基準で赤字企業が18社になった³⁹⁾。

98年6月26日付け「中国証券報」の資料 (B株、H株) を見ても、国際基準と中国基準の間は差が出ており、うち東方航空の純利益は2億7千万元の差、深圳物業 (1億8千万元)、深圳金田 (1億2千万元)、陸家嘴 (1億1千万元) の純利益はそれぞれ1億元以上の差が出ており、両基準の格差はあまりに大きく (表18)、投資家の信頼を損なう恐れがあると考えられる。

中国の会計基準と国際会計基準の差の問題は、主に在庫評価、短期投資項目、長期投資項目、固定資産評価および減価償却、不良債権引当金、受取勘定 (売掛金) などの計算方法の相違によって生じた問題であると指摘されている⁴⁰⁾。例えば、在庫評価については、中国の会計基準 (「股份制試点企業会計制度」92年実施) は在庫を原価評価で貸借対照表 (資産負債表) に入れることになっている。一方、国際会計基準 (IAS) は在庫を低価法で評価し、時価評価が低い時、在庫損を計上し、原価評価が低い時、原価評価を採用することになっている。また資産評価に

ついては、中国の基準は原価評価で、国際基準は時価評価になっている。

内外の異なる会計基準による財務諸指標の差の問題に対して、中国政府は98年1月から「会社法」と「企業会計準則」に基づいて新しい「股份有限公司会計制度」を実施した⁴¹⁾。この新しい会計制度は旧制度 (「股份制試点企業会計制度」) に対して様々な改正を行ない、基本的には国際会計基準 (IAS) を参照して資産、在庫などを「原価評価」から「時価評価」へと調整し、短期投資減価準備金、不良債権準備金、在庫減価準備金および長期投資減価準備金という四つの準備金項目を新しく設け、以前の「財務状況変動表」を「現金流動表」に変更するなどの措置をとっており、財務データの合理性と企業の透明性を高め、国際会計基準 (IAS) との差を縮めたと考えられる。今後、新しい会計制度に基づいて内外会計基準の差の問題は改善していくと見られている。

VIII. ディスクロージャーの問題

上場企業のディスクロージャーについては、主に「会社法」、「株式発行と取引管理の暫定条例」、「公募発行株式会社情報開示の実施細則 (試行)」などで規定されている。それらの規定では、ディスクロージャーの内容については、主に株式募集説明書 (目論見書)、上場公告書、定期報告 (年度報告、中間報告、臨時報告)、重大事件公告および吸収・合併公告などが含まれている。ディスクロージャーの言語は中国語で記述されなければならない。B株の場合は必要であれば英文で記述される。英文と中国語の差異が出た場合、中国語に準ずることと規定されている⁴²⁾。現在のところ、ディスクロージャ

表18 国内外会計基準による上場企業業績の対照表 (B株, H株)

コード 番号	銘柄 (上海市場)	発行済 株数 (万株)	97年度1株 当たり税引後 利益(元)	中国会計 基準による 純利益 (万円)	国際会計基準 (調整後) (万円)	差額 (1)-(2) (万円)	コード 番号	銘柄 (上海市場)	発行済 株数 (万株)	97年度1株 当たり税引後 利益(元)	中国会計 基準による 純利益 (万円)	国際会計基準 (調整後) (万円)	差額 (1)-(2) (万円)
600054	貴州航空	233000	0.32	7490	8127.3	637.300	0002	万科企業	45085.74	0.415	18712	18249	463
600115	東方航空	486695.00	0.074	36241.2	36313.4	27272.200	0003	深圳金田実業	33343.36	0.10	3373	12771	12771
600600	青島ビール	90000.00	0.114	10222.7	2839.4	7383.300	0011	深圳市物業發展	54179.92	-0.95	-51564	-33127	18437
600602	上海真空電子	53108.79	0.296	15707.3	8155.8	7551.500	0012	中国南方ガス	67897.54	0.15	10317	10623	306
600604	上海二紡機	56644.92	-0.307	-17413.1	-21396.8	3983.700	0013	深圳石化集团	30335.50	0.07	2003	1145	858
600611	中国紡機機械	35709.15	0.011	409	-3404.6	3813.600	0015	深圳中浩	15721.34	-1.26	-19845	-25617	5772
600613	上海大衆タクシー	42585.16	0.40	17117.8	14539.4	2578.400	0016	康佳集团	36957.26	0.95	34862	34862	0
600612	中国第一鉛業	19367.65	0.234	4528.1	2642.2	1866.900	0017	深圳中華自転車	47943.24	-0.41	-1206	-1158	48
600613	上海水産製菓	12861.67	0.075	963.3	-148.4	1112.000	0018	深圳市冠利印刷	16670.77	0.18	3018	2428	590
600617	上海ラバーベルト	10466.67	0.067	411.3	826	46.700	0020	深圳華電電子	38316.12	-0.29	-6927	-5725	1202
600617	上海通業聯合	16719.48	0.047	775.3	1863.1	531.300	0022	赤湾フーズ	38151.70	0.25	9334	9334	0
600618	上海通業アルカリ化工	105862.10	0.166	17531.8	842	9619.000	0024	蛇口ボートサービス	32080.95	0.29	10455	9573	882
600623	上海冷凍冷蔵コンプレッサー	42258.28	0.248	10461	13629.6	662.200	0025	深圳市特力(集团)	22028.16	0.15	3376	1840	1536
600629	上海タイヤンラバー	80860.70	0.1767	14291.8	1537.50	1603.800	0026	深圳成達(集团)	24931.80	0.47	7787	8633	266
600639	上海金橋出口加工区	36440.10	0.1136	-6651.1	5605.8	1537.500	0028	深圳益力康(集团)	16008.30	-0.19	-2973	-3824	851
600648	上海外高橋保税區開發	61575.00	0.213	13122.8	12126.8	996.000	0029	深圳特区房地產	101166.00	0.10	10502	8506	1996
600650	上海新銀江ホテル	41780.64	0.102	4270.8	5777.5	1506.700	0030	深圳美通	28842.00	0.15	4334	-1706	6040
600663	上海陸家嘴金融貿易区開發	133406.00	0.33	44532	32774	11758.000	0037	深圳南山熱電	30927.40	0.27	9770	12143	2373
600679	上海電通通信設備	4432.28	0.006	235.1	154.1	389.200	0039	中国国際コンテナ	16341.60	0.63	19401	1783	1624
600685	廣州造船	194657.83	0.272	5181	3337.8	1843.200	0045	深圳紡織	24000.00	0.54	12890	13049	159
600688	上海石油化工	49467.76	0.0802	3967.8	3597.7	370.100	0056	深圳方大実業	18408.43	0.22	4097	1259	2838
600689	上海三毛紡織	720000.00	0.101	72647.2	—	—	0055	深圳国際企業	40248.00	0.87	22520	22520	112
600695	上海大江集团	56358.81	0.065	652.8	104.9	547.900	0058	深圳華絡	38300.00	0.56	23393	-34227*	834
600698	濟南輕騎オートバイ	58770.66	0.48	47040	2992.7	1090.800	0413	石家荘宝石電子ガラス	30425.32	0.86	26286	25796	490
600754	南京アジヤ集团	58770.66	0.51	47040	45761.4	1278.600	0418	無錫リトル・スワン	76426.00	0.26	17422	17361	61
600775	南京アジヤ電子	42556.98	0.229	20026	20055.5	20.500	0429	広東省道公路	37765.06	0.01	412	-1526	1938
600801	昆明鉄鋼	65501.50	-0.4872	-31910.1	8905.7	930.300	0505	珠海特区蘭花実業	41364.30	0.14	4319	3583	726
600806	昆明鉄鋼	25140.00	0.03	754.7	610.7	144.000	0521	合記実業電器	23501.50	0.49	11793	10809	984
600806	馬鞍山鋼鉄	645300.74	0.0095	6162.2	119.5	0.000	0530	大連冷凍機	128770.20	0.61	11398	11352	46
600818	上海永入自転車	25265.94	0.0051	135	-3112	3247.000	0541	佛山照明	27586.21	0.49	60165	60759	594
600831	上海羅華ビルメンテナンス	487500.00	0.14	6994.4	3883.1	3131.300	0550	江鈴汽車	69321.40	0.06	13406	11605	1801
600827	上海物産貿易センター	22974.57	0.03	697.5	463.4	234.100	0553	湖北沙隆達	29696.16	0.33	9874	6991	3108
600832	上海友誼華聯	14586.00	0.25	19144	19144	1711.700	0570	常熟	35200.00	0.64	22355	21619	736
600835	上海上電電器	32838.11	0.233	7654.1	3093.7	4560.400	0585	東北傳動機械*	87397.00	0.10	8958	8379	579
600841	上海紫油機	48030.93	0.2027	9734.4	7084.1	2650.400	0596	安徽土庫源達	23500.00	0.81	19014	18652	362
600843	上海工業ミシン	25246.64	0.03	745.4	-8437.3	9182.700	0613	海南大東海旅遊	33100.00	0.08	2614	2515	99
600845	上海鋼管	26483.90	0.242	6408.8	4397.2	1811.600	0618	吉林仁泰*	341107.80	0.03	9301	9879	678
600851	上海オリ	26224.41	0.021	538.2	-2574.5	3112.700	0625	重慶长安汽車	122666.60	0.23	20011	20120	109
600861	上海海吹	36298.81	0.2085	7966.8	4708.6	2858.200	0666	桂林紡織機械*	42380.00	0.10	4090	3499	591
600871	上海海吹	27529.17	0.042	11607.6	11447.2	160.400	0761	本鋼板材*	113600.00	0.34	38131	38131	0
600874	天津渤海化工	400000.00	0.001	454.3	4430.2	3975.900	0898	鞍鋼鋼軋機*	250900.00	0.20	51070	49348	1722
600875	東方電機	133000.00	0.02	2688.2	2714.5	26.300							
600876	洛陽ガラス	45000.00	0.125	5615.2	4915.2	700.000							
600876	洛陽ガラス	70000.00	-0.313	-21943.1	-22344.5	401.400							

(注) 1) ※は香港上場の中国企業株 (H株) である。

2) 表18の数字は1997年の年度報告の数字である。

3) 上海石油化工、深圳中華自転車、中国国際コンテナは1997年度の国際会計基準による税引前利益。

4) *の数字は石家荘A株の国際会計基準による税引前利益。

(出所) 「中国証券報」1998年6月26日による。

ーは主に国内外の新聞を通じて開示されており、国内では「中国証券報」、「金融時報」、「China Daily」などであり、海外では「The Asia Wall Street Journal」、「South China Morning Post」(南華早報)などとなっている⁴³⁾。また市場情報はロイターなどの通信社を通じて世界へと発信されている。

しかし、一部の企業はディスクロージャー制度に慣れておらず、財務データを随意に変更したり、公表する前の財務データを事前流布したり、吸収・合併の情報が事前に流布したりするなどの様々な問題が出ており、投資家の信頼を損なっている⁴⁴⁾。特に、海外の投資家は中国国内の情報を正確に把握できず、また国内の監督・管理にも様々な問題があったため、B株市場はディスクロージャーが規範化されておらず、信頼性を欠く市場と言われている⁴⁵⁾。

昨年末、全国人民代表大会常務委員会で「中華人民共和国証券法」が通過し、今年の7月1日から施行された。新しい「証券法」は投資家を保護するため、第3章第3節でディスクロージャーについて規定し、ディスクロージャーを強化する立場をとっている。今後、このようなディスクロージャーに関する制度面の整備が強化され、投資家の市場に対する信頼を取り戻すことが期待される。

IX. 評価

以上紹介してきたように、B株市場は92年の創設の段階から市場設定の問題、重複上場による「一株二価」の問題、国内投資家の参入問題、会計基準による内外差の問題、ディスクロージャーの問題および近年の市場の低迷など様々な難問を抱えていたが、それを乗り越えて

7年後の現在では106社の企業が上場を果たし、46.8億米ドルの外資を調達し、海外の投資家が中国企業に投資できる市場が形成された。

市場の規模がまだまだ小さいとは言え、直接金融による外国資金の調達の場としての市場の創設には重要な意味がある。また、市場の形成は中国の金融・証券市場の開放にも寄与し、海外の投資家をつなぐ役割を持つ市場を通して様々な国際的なルールに接し、国際会計基準およびディスクロージャー制度などの外国の制度を習うチャンスを与えられ、国内企業・国内市場と海外投資家・外国市場をつなぐ接点の役割を果たしている。さらに、株式会社制度を軸とする企業の制度改革にも影響を与え、「会社法」、「証券法」など様々な制度面の整備を通して今までの国有企業の体制と慣習を一新し、健全なコーポレート・ガバナンスと新しい企業制度の確立に一定の役割を果たしたと思われる。

しかし、市場経済に即した企業経営が行なわれるためには、以上のような様々な問題に対して、今後、抜本的な企業制度改革と市場制度面の整備が必要であり、それについて長い時間と相当な努力が必要になると考えられる。

むすびにかえて

中国では20年前から「改革・開放」政策が実施されてきた。それに伴って、国の経済体制は計画経済から市場経済へ方向転換し、経済システムと企業制度において様々な改革が行われてきた。財政・金融制度の改革もその一つである。その政策転換の理由は言うまでもなく、計画経済が行き詰まり、赤信号が出たことにあると考えられる。

政策転換の目的は「崩壊の危機」に瀕した経

済を如何に再建し発展させ、また西側先進国と比べ非常に立ち遅れてきた生活水準を如何にアップさせ、国民全体を豊かさへと導く事、つまり「共同富裕」が政策の目標である。

最終的に「共同富裕」という政策目標を実現するために、現在「社会主義の初期段階」にある中国社会では、一部の人々、あるいは一部の地域が先に豊かになることを容認する「先富論」が必要になっている。

「先富」を実現するため、そして「共同富裕」という目標に到達するためには、一体どんな政策手段をとるべきなのか。中国社会は市場経済を導入し、競争原理に基づいての経済システム改革を選択した。

一方、「社会主義市場経済」に移行するためには、今までの行政、財政・金融システムおよび企業制度などを根本的に改革しなければならない。改革に伴って、旧制度と新制度の間に様々な矛盾と問題が出てくるのは当然なことであり、例えば、経済の効率性を高めれば、企業改革と金融制度改革に伴うリストラ、倒産および不良債権の問題などが発生する。それに如何に適切に対応し、新しい企業制度と金融システムを確立させるかが政策をめぐる争点になるであろう。

経済改革に伴い企業の資金調達場つまり発行市場としての資本市場は80年代から自然に現われ、80年代の後半から企業の株式会社制度の導入によって、株式売買の店頭市場が形成された。90年代に入ると、上海、深圳の両証券取引所を創設することによって、株式市場が正式に発足した。

B株市場も、漸増する企業の外貨需要と、国内の金融市場が未発達であるという背景の下で創設された特殊な市場であり、それを通じて国

内企業は外資を導入する一方、外国企業の情報開示、会計原則等のルール、また企業経営原則も学習するチャンスを与えられた。近年、外国からの直接投資も増えており、今年の3月までに、既に32.8万社の外国企業が中国に投資し、累積投資額は2,747.93億ドルにも達し⁴⁶⁾、中国の経済成長の一つの大きな支えにもなっている。今後「改革・開放」政策は変更なく、さらに拡大していくと考えられる。

現在では金融・資本市場の開放の準備過程にあり、その最終目標は人民元の自由兌換と資本市場の自由化・国際化であるが、ここでB株市場は直接金融による外資導入の実験場としての意義が大きいと思われる。さらに将来のA株とB株の市場統合問題、金融・資本市場の開放を考えると、B株市場の実験の意義は大きく、中長期的に学習の場として必要がある。今後市場制度の整備と優良な企業の選別が重要になり、また企業ガバナンスの健全化と信頼できる市場の確立が重要課題にもなるだろう。

そして、現在、低迷するB株市場を振興させるため、政府は99年の6月1日から、今まで0.4%のB株取引印紙税を0.3%に引き下げ、取引コストの削減による市場の促進策を打ち出した⁴⁷⁾。また「三資企業」(外資系企業)の上場⁴⁸⁾、国内投資家参入の解禁⁴⁹⁾、中外合資ファンドの設置⁵⁰⁾などの市場促進策も検討されている。今後、市場の透明性を高めるため、監督・管理機能を強化し、海外投資家が安心して投資できる魅力ある市場を作ることが急務であると思われる。

特に、A株とB株の統合を考えると、将来人民元の自由兌換が実現されれば、B株市場は自然にA株市場と一体化になり、また21世紀に、企業制度と金融システムの改革が進むであろう。

その間、中国経済の成長とともにB株市場も中長期的に発展することが期待できるだろう。

とはいえ、今回のアジアの金融危機の教訓として、発展途上国の金融・資本市場をどのような形で開放するのかを改めて考えなければならない。また、現代資本主義社会は市場の制度的限界に対して依然無力であり、金融・資本市場のリスクを如何に最小限に抑え、実物経済に役立つのかも今後の課題であろう。

注

- 1) 「人民日報 (海外版)」1999年1月23日による。
- 2) 野村総合研究所, 東洋証券の資料, 「人民日報 (海外版)」1999年3月27日による。
- 3) 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)』1999年1月9日による。
- 4) 「日経金融新聞」1999年3月24日。
- 5) Catherine McKinley, "Chinese Firms Cancel Plans For Class B Issues" The Asia Wall Street Journal, March 18, 1999.
- 6) James Harding, "China B shares left for dead" Financial Times, January 22, 1999.
- 7) 韓国建「中国B股市场: 一座被遺忘的金鉱」『経済導報』(香港) 第2614期, 1999年4月5日, 14頁~15頁。
- 8) 「人民日報 (海外版)」1996年6月21日。
- 9) 「中国改革報」1998年5月25日。「中国証券報」1998年12月1日。
- 10) 中国銀行副会長の劉金宝は, 2010年前後に中国の国有銀行が商業銀行化のプロセスを完了し, その時点から人民元自由兌換の条件が整い, 資本取引の自由化を実現する可能性が出てると予測した (『民報』(香港) 1999年5月7日。http://www.minpao.com)。また, 中国人民銀行副頭取の劉明康も同じような見方を示した (『経済導報』(香港) 第2622期, 1999年5月31日, 33頁)。
- 11) 「中国証券報」1997年7月21日。
- 12) 「人民日報 (海外版)」1996年1月4日。
- 13) 1992年10月に國務院証券委員会は設立された。同委員会は主に法律, 規定, 政策および証券市場発展計画の制定, 中国証券監督管理委員会の管理に責任を持ち, 98年3月に國務院の機構改革により解散され, そして, その機能は中国証券監督管理委員会に移された。
- 14) 「金融時報 (毎日証券)」1996年2月4日。
- 15) 「中国証券報」1998年6月11日。
- 16) 「人民日報 (海外版)」1997年1月11日。
- 17) 「中国証券報」1998年2月10日。
- 18) 深圳証券取引所「上市公司年鑑1997」中国金融出版社, 1998年, 8頁~13頁。
- 19) H株 (香港上場中国企業株) について, 拙稿「香港株式市場の中国企業株 (H株) について」『証券経済研究』(第7号), 1997年5月を参照されたい。
- 20) 「北京週報」(日本語版) No.30, 1993年7月27日号, 34頁。
- 21) 「B股市场概述」中国証券業協会編『中国証券市場年報 (1997)』, 14頁~17頁。
- 22) 「B股市场概述」中国証券業協会編『中国証券市場年報 (1997)』, 16頁。
- 23) 中国証券監督管理委員会編「中国証券期貨統計年鑑1998」中国財政経済出版社, 1998年, 224頁, 225頁。
- 24) 「B股市场概述」中国証券業協会編『中国証券市場年報 (1997)』, 16頁。
- 25) 上海証券交易所「上証統計月報」1998年12月号, 19頁, 20頁。
- 26) 深圳証券交易所「深圳証券交易所市場統計」1998年12月号, 19頁, 20頁。
- 27) 中国人民銀行, 上海市人民政府「上海市人民元特種株管理弁法」1991年11月22日, 中国証券業協会編『中国証券市場年報 (1993)』中国金融出版社, 383頁, 384頁。
- 28) 中国人民銀行, 深圳市人民政府「深圳市人民元特種株管理暫定弁法」(1991年12月15日), 中国証券業協会編『中国証券市場年報 (1993)』中国金融出版社, 405頁~407頁。
- 29) 中国証券業培訓中心編著「最新中国証券法規与公司運作規則」, 中国民主法制出版社, 1997年, 410頁。
- 30) 上海証券交易所「上海証券交易所成立五周年」, 30頁。
- 31) 大和総研「DIR海外情報」1996年6月25日。
- 32) 「中国証券報」1996年6月29日。
- 33) 中国証券監督管理委員会「B株口座の整理に関する通知」(1996年9月20日, 証監交字 [1996] 1号, 証監交字 [1996] 2号), 中国証券業培訓中心編著「最新中国証券法規与公司運作規則」, 中国民主法制出版社, 1997年, 420頁, 421頁。
- 34) 魏興耘「發展B股市场的基本思路」『中国証券報』1999年3月10日。
- 35) 範粵龍, 彭慧慈「浅析我国B股市场發展存在的問題和对策」, 『中国証券報』1996年5月4日。洪流「中国B股市场研究」上海証券期貨学院信息資料中心『專題報告』第17号, 1998年5月。李雪峰「B股市场振興与証券市場國際化」『中国証券報』1998年7月16日。
- 36) 東洋証券「中国株投資ガイド (1995年)」, 20頁による。
- 37) 野村証券の資料による。
- 38) 「人民日報 (海外版)」1999年1月23日。
- 39) 「中国証券報」1998年5月14日。
- 40) 劉鴻儒編「中国企業海外上市回顧与展望」中国財政経済出版社, 1998年, 48~65頁。胡志勇, 陳国祥「我国會計準則与国际慣例差異因素の実証分析」『証券市場導報』1998年8月号, 31頁~38頁。
- 41) 中華人民共和國財政部制定「股份有限公司會計制度—會計科目和會計報表」中国財政経済出版社, 1998年。
- 42) 「公募發行株式会社情報開示の実施細則 (試行)」中国証券業培訓中心編著「最新中国証券法規与公司運作規則」, 中国民主法制出版社, 1997年, 240頁~245頁。
- 43) 上場企業のディスクローチャーについて, 中国証券監督管理委員会は国内の「中国証券報」, 「金融時報」, 「中国改革報」, 「証券市場 (週刊)」などを指定し, 上場企業

がその一つ以上を選んでディスクロージャーする。英文紙では「The Asia Wall Street Journal」, 「China Daily」, 「信報（英文版）」などが指定された。非指定の新聞としては主に「上海証券報」, 「深圳商報」, 「深圳特区報」, 英文紙では主に「South China Mornig Post」(南華早報) などになっている。

- 44) 楊瑞輝, 莫文光編著「中国証券市場透視」中文大学出版社, 1997年, 291頁~301頁。陳久紅「我国B股市场存在的問題及其發展思路探討」申銀万国証券研究報告, 1998年7月号。大鵬証券綜合研究所「質量逐年提高, 問題尚待解決—沪深上市公司信息披露實証分析」『中国証券報』1999年1月7日。
- 45) 洪逸倫「B股的投资價值」『証券月刊』1996年7月号, 16頁, 17頁。
- 46) 「人民日報（海外版）」1999年4月26日。
- 47) 「人民日報（海外版）」1999年5月29日。
- 48) 謝聯勝「發展離岸市場為特徵的B股市场」上海証券取引所(SSE)研究報告, 1998年9月。
- 49) 馬振江「眼睛向內, 当有坦途」『中国証券報』1998年1月22日。
- 50) 滕泰「B股市场」『人民日報（海外版）」1999年4月3日。

参考文献

1. 中港股市研究小組「前進中的中国証券市場」世界出版社, 1996年。
2. 楊瑞輝, 莫文光編著「中国証券市場透視」中文大学出版社, 1997年。
3. 劉鴻儒編「中国企業海外上市回顧与展望」中国財政經濟出版社, 1998年。
4. 陳曉雲「中国股票市場」商務印書館国际有限公司, 1998年。
5. 洪流「中国B股市场研究」上海証券期貨学院信息資料中心『專題報告』第17号, 1998年5月。
6. 中華人民共和國財政部制定「股份有限公司會計制度—會計科目和會計報表」中国財政經濟出版社, 1998年。

[追記: 本稿は, 石井記念証券研究振興財団平成10年度研究助成金の成果の一部である。]

(当所大阪研究所研究員)