

中国 B 株の行方

小林 和子

毎春の北京大学通いも今年で九年目になった。

中国では歴史学や考古学、文学等には何千年の蓄積があるが、経済学は新興の学門であつて、数十年の研究実績を持った学者はいないといつてよい。これまで歴史学や文学、あるいはマルクスレーニン主義を専門にしていた人たちが、日米の経済学を学び、市場経済を解説し、日本のバブル経済とその崩壊を説明する。テーマには自ずと流行があるようので、書店でぐるりと書棚を眺め渡すと、「最新流行」のテーマが向こうから飛び込んでくる。

これまではちょっと取り上げにくい気がして、手にとることの無かつた B 株関係の書物が、今年が増えていた。中国の株式会社の発行する株式でありながら、外国人のみが購入することのできた B 株は、これまで中国人にとって「どうでも良い」とはいわないまでも縁の薄いものであつた。かえつて一部の日本人の方がよく知つていたかもしれない。それが急に注目を浴びているのは、国内の中国人にも B 株の購入が認められたためである。

一、日本の種類株式

日本では株式の種類は少ない。多くの株式会社は普通株式ただ一種類を発行するのみという時期が歴史的には長かった。一八九九（明治三二）年商法はすでに第二一条「会社八其資本ヲ増加スル場合ニ限り優先株ヲ発行スルコトヲ得此場合ニ於テ八其旨ヲ定款ニ記載スルコトヲ要ス」を持ち、優先株の発行を可能としていた。第二二条ノ三後段では「数種ノ優先株ヲ発行スル場合ニ於テ八株式申込人八株式申込証ニ其引受クヘキ株式ノ種類及ヒ各種ノ株式ノ数ヲ記載スルコトヲ要ス」とされ、複数種類の優先株発行も考えられていた。ただし発行は増資の場合に限られ、会社の事業不振その他の事情により普通株式を発行することが困難なときに、または会社の整理改造に必

要なときに、多く利用されたようである。現実に電気事業会社、地方鉄道・軌道会社等が優先株を発行した。

一九三八（昭和一三）年商法改正で初めて、第一六八条定款記載事項に「二 数種ノ株式ノ発行並ニ其ノ各種ノ株式ノ内容及数」が入り、同時に設立時でも増資時でもこれらの発行が可能になった。当時の商法注釈によれば数種の株式とは「平等価値の普通株式」の他、「優先株（普通株式に比し利益配当を優先し又は高率となすもの）」「後配株（一定の期間利益配当を受けず又は低率となすもの）」等である。後配株は劣後株（Deferred Stock）の日本語表現である。この規定ができる前には、特殊会社の政府持株（南満州鉄道株式会社等）および地方鉄道法、軌道法が認めるのみで、一般に商法では後配株の発行ができるとは解釈されてこなかった。

実際に優先株や、後配株を発行した会社には以下に見るように電力、鉄道、特殊会社が多かった（『株式会社年鑑』一九四三（昭和一八）年による）。後配株は特に電灯・電力と鉄道・軌道の二業種に集中した。

優先株 鉄道・軌道（岡山電気軌道、小倉鉄道、富士山麓電気鉄道、南満州鉄道）
汽船・運輸・通信（東海汽船、富士箱根自動車）
鉱業・石油（基隆炭鉱、北海道炭鉱汽船、南満鉱業）
機械工作（帝国製鉄）
綿糸紡織等（日本絹糸紡績）
製糖（沖繩製糖、台東製糖）
食品工業（日魯漁業）
拓殖開発（満州重工業開発）
土地建物（千日土地建物）

後配株 電灯・電力（関東配電、関西配電、四国配電、中国配電）
鉄道・軌道（関西急行鉄道）

注目されるのは優先株を発行した満州重工業開発（一九一四（大正元）年久原鉱業として設立）の例で、一九三八年三月増資で甲種（政府株式）、乙種（一般持株）に分け、一九四一年六月増資で丙種（議決権を持たない優先株）を設けた。

優先株式や後配株式は設立後何年か経てば普通株式になり、あるいは当初の設定条件で配当優先・劣後が成立しなくなれば普通株式になって、消滅した。日本の戦前期に關していえば、これらの種類株式の存在や区別よりも、商法が五〇円以上額面株式に四分の一払込みから開始することを認めためたために生じた払込み金額による普通株式「種類」といべき差異のほつが、よほど重要視された。満額払込み済みの旧株（親株）、一部払込み

の新株（子株）は、同じ会社の普通株式であつてもまったく異なる価格形成となつた。しかし戦後は額面満額払込みのみとなり（代わつて授權資本制度が採られた）、手続きが煩瑣なために優先株も後配株もあまり利用されない時代が長く続いた。優先株式が実務的に復活したのはBIS規制がらみで金融機関が議決権のない優先株で資金調達を進めるようになった一九九四年以降である。

現在優先株式で上場されているものはない。普通株式以外で上場されている株式はソニーの子会社業績連動型トラッキング株式のみである。

二、中国の種類株式

多くの会社が発行するのは一般公衆の保有する普通株式ただ一種類というシンプルな日本の状況に比して、中国の株式は実にバラエティに富んで

いる。

- 1、国家株（国有企業の政府持分）
 - 2、法人株（法人のみが保有できる株、発起人法人株を含む）
 - 3、内部職工株（企業内部の職工のみが保有しうる株、職工会保有も含む）
 - 4、高級管理人株（職工株と区別され、経営者持株に近い）
 - 5、一般公衆株（公募で一般投資家が入手しうる株、公衆A株ないし流通A株）
 - 6、外国人保有公衆株（B株、H株、N株等）
- 法人株は国有企業による保有を意味するため、国家株と法人株を合わせて公有株とも言われる。これらの区別の基準はただ一つ、「保有者は誰か」であつて、一から三ないし四までは売り買いが行われない「未流通株式」である。法人株のみは専用の取引市場があるが、上海・深圳の証券取引所

では取引されない。一から三までの株式種類が発行した根拠は、大国有企業の（民営化ではなく）株式化（株式制度の導入）はしたが株主総会における経営議決権は確保しておきたい ↓ 政府株、新株を発行して資金調達をしたいが資金を提供できるのは関連法人しかない ↓ 法人株、国有企業の株式化に当たって長く勤続した功労者等の功に報いる必要がある ↓ 内部職工株、——という具合である。これらが「未流通株式」として一般株式流通から切り離されており、しかし市場経済化の進展状況によっては膨大な「流通」待機株式として存在することが、中国株式市場の大きな特徴でもある。

個別の企業の発行株式構成は例えば「流通 A 株、流通 B 株及び法人株」「国家株及び流通 B 株」などと表現される。たとえば B 株上場会社で最大級の東電（浙江東南発電、国内電力会社で三位）

は二〇〇〇年末の段階で国家株（六五・四％）、発起人法人株（〇・三％）、B 株（三四・三％）で構成されている。個別の大株主は浙江省電力開発会社と浙江省電力公司以、両社で六五・四％を占める（国家株の比率に一致）。三位から一〇位までは外国投資家で占めるが、東洋証券系、内藤証券系など日系を含めて、いずれも個別には一％に満たない。もっともこの「保有者」の区別は法制度としてそうなっているということであって、ひそかに利益を求めて外国人が A 株を保有する、中国人が B 株を保有するという「非法交易」が完全に排除されているわけではない。

「流通株式」である一般保有株式は、A 株、B 株、H 株の三種に分かれる。中国以外の上場流通を入れれば、N 株（ニューヨーク市場上場）のような表現もある。かつては H 株（香港市場上場）も外国上場流通を示したが、一九九七年香港の中

国返還により広義の国内株扱いとなり、上場発行は顕著に増大した。B株は、中国国内の投資家が購入することはできない株式として、証券取引所ではA株とは別の専用市場で取引されてきた。A株は、中国国内の投資家のみが購入ことができ、中国元で取引される株式である。すなわち、日本人が考える、普通の意味で誰にでも開かれた株式の売買市場は、中国には無かったのである。二〇〇一年に、B株の取引が中国国内の投資家にも開放されたが、外貨預金使用の取引である点ではやはり真のオープンマーケットではない。

三、B株の歴史

B株の正式名称は「人民幣特殊株式」であり、人民幣（中国元）で額面が表示されるが、外国貨幣で購入・売買され、上海・深圳両取引所に上場

されている。外国人が外国貨幣で購入し、取引するため「外資株」とも呼ばれる。株主の権利としては同じ普通株式を区分して、A種に対してB種と呼んだ点では、戦前期日本の甲種、乙種に近く、より直接にはアメリカのA種、B種区分の名称をそのまま取り入れたものであろう。

外資株の市場を区別することは外形的には一八八八年以来のシンガポールの例に学んだようでもある。シンガポールでは金融・新聞・国防等の業種に外資持株の制限比率を設けていた。そのうちの一社、シンガポール航空は一九八五年一月上旬後、外資比率が高まり、再三上限を引き上げてもなお高まったため、一九八八年五月からシンガポール取引所における上場取引を外資株と内資株に分離することを要求し、認められた。他の企業一六社もこれに続いた。一九九〇年一〇月には国内投資家の外資株取引参入を認めたため、人気が

沸騰した。最終的に一九九七年八月にシンガポール科技集団が傘下の五社の内外分離上場を廃止して統一銘柄とし、他社もこれに続いたため、分離上場は消失した。外資保有の制限比率も同時に廃止された。

開放政策を開始した中国にとって当初の外資導入手段は政府借款と国際的債券発行、さらに外国企業による直接投資であったが、一九九〇年代に入りこれらのみでは資金不足となった。そうなれば当然に民間レベルの証券投資吸引が頭に浮かぶ。一九九〇年当初には、ニューヨーク市場や香港市場を通じて中国企業に株式を発行させることが考えられた。後の N 株や H 株のようなタイプである。日本市場はあまりに敷居が高かった。しかし、中国の通貨（人民元）は自由兌換されず、資本の自由流出入を認める政策は採られなかった。外国為替のコントロールは困難で、株式市場はい

まだ未成熟、法律・監督も不十分な状況では、外資の自由流入を認めるにはリスクが大きすぎた。そこでアジアの他国の経験に学び、B 株を発行することにしたのである。

B 株は額面が人民元で表示され、外国法人と自然人に対して、米ドル（上海 B 株）あるいは香港ドル（深圳 B 株）で売買されるように設計され、売買参加者は厳重に海外投資家に限定された。この方式であれば B 株の形で吸収した外資は、持ち手は変わっても安定持続投資となり、経営の一部を半永久的に構成する。他方で、国内投資家の保有するドル資金が流出することを防止し、外国為替相場の安定問題を惹起せず、外国投資家が中国の株式市場に衝撃を与えることを防止した。この外国人には香港、マカオ、台湾、シンガポール及び国外に定住する中国人が含まれた。主要な投資家は機関投資家であり、中国 B 株専門投資ファン

ド（英系中国指数基金）もある。国内の投資家は認められないはずだが、海外の親戚友人の名前で買われたものもあった。

B株発行が開始されたのは、中国に証券取引所が正式発足した一年後の一九九一年末である。一九九一年一月二八日に深圳南玻集団有限公司が額面一元のB株一六〇〇万株を外資向けに発行し、翌一九九二年二月二八日から深圳証券交易所に上場した。続いて、一九九二年一月二〇日に上海真空電子機件有限公司も額面一〇〇元のB株一〇〇万株を発行し、二月二一日に上海証券交易所に上場した。このときをもって中国のB株市場が成立したとされる。

当初は物珍しさもあって相当な国際投資資金を集め、流通市場も盛況であったため発行市場はさらに人気を高めた。一九九三年には流通市場不振で発行も減少したが、一九九六年にA株市場や香

港市場の大発展によりB株市場も再び甦った。発行のピークは一九九七年で、一九九八年アジア金融危機の影響で、再び沈滞した。発行市場における利益率はきわめて低くなった。B株に対する法規制は、当初は上海市、深圳市の条例あるいは「管理弁法」のみであったが、一九九五年二月二五日施行された「株式会社の国内上場外資株に関する國務院の規定」（國務院關於股份有限公司境内上市外資股的规定）が初のB株に関する全国的な法規となった。最終的に、二〇〇一年二月に証券監督委員会と国家外国為替管理局は共同で「国内居住個人の国内上場外資株に関する若干の問題通知」（關於境内居民個人投資境内上市外資股份若干問題的通知）を発し、国内住民が合法的に保有する外国為替でB株購入口座を開設し、B株株券を売買することを認め、B株市場振興策に乗り出した。合法的に保有する外貨資金とは「パ

テント・版權等の譲渡、原稿料、顧問料、賠償性の保険金、対外直接投資による利益、外国からの年金・退職金、労働報酬、遺産・扶養料・寄贈等」である。ただし二〇〇一年六月一日まではすでに二月一九日以前に国内商業銀行の外貨預金口座に預け入れられている資金を使うことだけが認められ、六月一日以後は二月一九日以後に預け入れた資金を使うことができた。実質的には六月一日「完全解禁」となったのである。B株投資資金口座開設には最低一〇〇〇米ドルを必要とする。解禁時点で上場していたB株発行企業は一四社であった（うち八九社はA株を同時に発行）。二〇〇二年一〇月時点では、B株は上海で四七銘柄、深圳で四九銘柄が取引されている。

B株の発行方式は基本的に私募である。公募は外高橋（上海市外高橋保税区開発）B株の一部分に見られただけである。公募に比べて、発行企業

に要求される規模・業績もディスクロージャーのレベルも低く、発行コストも相対的に低い私募は、中国企業が外資を吸収する最初の方法として適していると思われた。しかし、少数の外国機関投資家向けの私募であるため、株式が本来持つべき流通性に劣ることが大きな欠点となった。そのうえ香港市場上場のH株発行企業に比べて、B株発行企業は質的にも（業績が良くない）規模的にも（中小企業が多い）劣ったため、主として香港周辺からくる投資者には魅力が薄かった。一九九六年にはADR（アメリカ預託証書）、一九九七年九月にはGDR（グロバル預託証書）形式でも発行された。一九九九年には新たな方式として、深康佳（康佳集団）、真空電子、深招港（蛇口招商港務）等の、A株とB株を並存発行している企業が均しく、B株の発行ではなくA株発行により株式資本の拡大を進めた。

B株の流通市場は長期にわたって極度に低迷した。一九九七年アジア金融危機を暴風雨に例えて、B株の株価はこの後「秋風に漂い揺れる落ち葉の如く」下落の一途に入った、などと表現される。一九九八年、一九九九年には多くの上場会社の株価は発行価格を割り込み、ときには純資産価値をも割り込んだ。ボトムは九九年三月一〇日の上海B株指数二一・二五、深圳B株指数四一・二六である。この後株価は回復し始め、二〇〇〇年五月には流入資金量が格段に増えた。二〇〇一年二月一九日、市場が突然停止され、証券監督委員会が外国資金を保有する国内居住者にB株市場を開放する措置が公布された。二〇日から二三日まで取引停止の後、再開された流通市場は「貫通した井戸から爆発的に水が噴出すように」相場が上昇し、同年四月一三日には両市場ともに一九九二年のピークを超えた。

四、B株市場の今後

B株市場は資本市場対外開放の過渡的な形式であり、最初の段階として設けられた。最終的には完全開放して、A株市場とB株市場を統合することを目指したものである。しかし現実を見るとB株市場の基本的な役割はだんだん薄れ、これが無くてはならないという独自性は減ってきた。現在はずでにB株市場は国内投資者に開放され、投資者の範囲は急速に拡大している。では新たなB株市場の存在価値はどこに求められるか。

一つは、金融の領域において「経済特区」となることにある。これまでの経緯から、B株市場関係者は国内外の証券監督機構や証券会社と協同して国際的なルールに習熟しており、資本市場の国際化の窓口として基礎を固めてきた。資本市場の開

放過程で、WTO加盟後の中国企業の開放と、国際市場に如何に融合していくかは大きな問題であり、B株市場の経験を生かす道があると考えられる。

いま一つは、国際市場を目指す国内企業が準備し、待機する場所となることである。中国企業にとってこれまで主たる外資調達の場所はB株市場であり、直接に国際資本市場上場を狙う企業は数少なかった。いきなり国際市場に出て行くとしても、いろいろな面で必要レベルに達しない憾みがある。これらの企業がB株市場でいわば待機して力をつけ、条件が整ったところで国際市場に挑戦する、ということが考えられる。市場の監督管理に関しても、B株市場では国際的な投資家の要求に対応して法令を整え、国内の証券会社や仲介機関の業務レベルも国際水準に合わせるよう指導している。

これまでB株の流通がうまくいかなかった理由

は、私募発行のため株主が極端に少なかったことに求められる。しかも、特に市場が上向きの時には、純粹の海外機関投資家が往々にして株式を手でできなかった。なぜなら、そういうときには新株購入が明らかに有利であるため、引受人が自ら分配額を決定し、一部を自らのために取り置き、残りを関係者に「私募」した（関係株、日本語では縁故株であろう）。結果として純粹の海外機関投資家には回らなかったのである。機関投資家にB株が回ってくるのはすでに市場が下向いたときになる。「難入難出」、市場に参入するのも退出するのも難しいといわれた所以である。公募発行にする、あるいは私募と公募を結合させて発行する方式を導入すれば、この面での弊害は少なくともきたらう。またB株市場の規模を大きくするには、既上場外資株企業の非上場外資株（B株企業の外資発起人株等）の上場承認（設立三年経過）を早

める、新企業のB株市場上場のスピードを速める、一定比率の国家株をB株に転化させるなどが考えられる。国家株のB株転換は、うまくいくとすれば懸案の国家株流通問題を解決するものでもある。

B株市場の「対内」開放（本土化ともいわれる）はB株投資家層を拡大し、流通性を増大させることが大きな目標であるが、実態としては顕著な外国為替資金の増加と国内滞留に活用之道を開いたものでもある。二〇〇〇年末の段階ですでにB株保有者の八割がたは国内投資家と香港・台湾の投資家であると言われている。香港はすでに返還され、台湾は中国の「省」という中国の感覚では、これらはすべて「国内」である。その相当部分は中小投資家であるらしい。さらに狭義の国内投資家が参入すれば、短期的には相場の上下動を大きくさせたとしても、様々の制度改善も行われ、長期的に見れば中国証券市場の発展につながる

と思われる。

ある企業がA株とB株の両方を発行しているとき、理論的にはその同じ企業の純資産を共有し、同じ株主の権利を享有する。すなわち議決権にも配当にも差は無い。しかし、現実の株価には大きな差がある。A株の方がB株の五〇%から一〇〇%相場が高いのである。そもそも公募発行よりも私募発行価格は低く、これまで保有者の大多数を占めた機関投資家は配当収入を重視する長期投資者であり、短期売買を行わない。また長いこと外国投資家が外貨を用いて購入してきたため、外国為替収支からの制限が資金供給に大きく影響もした。価格差が生じて当然であった。

五、A株・B株市場の統合

資本の完全自由化の下で実現されるべき最終目

標として、A 株市場と B 株市場の統合がある。国内 A 株に外国投資家が投資できるようになり、外国投資家向けの B 株に国内投資家が投資できるようになって、時期が成熟すれば可能になる。人民元の完全自由兌換の実現は両市場統合の絶対条件ではないとされている。二〇〇二年九月二六日の報道は中国証券監督管理委員会の副主席が A 株市場の外国投資家への開放を急ぐと話したと伝えられた。両市場統合の前提条件成立へ、第一歩が踏み出されたといえる。第二歩は国家株・法人株の上場流通問題の解決であり、第一歩・第二歩を進めながら財務会計制度の統一とディスクロージャーの充実・国際標準化を伴わせなければならない。統合された市場は、しかしながらなお、外国投資家の参入に対する一定の制限が必要だと考えられている。例えば、国家が認定した共同基金を通じて投資をする、投資先企業の発行株式の一〇%

までに限る、投票権の制限、空売買や先物取引の禁止、投資の回収期間（一年後）設定などである。

B 株投資は金鉱を掘り当てるのか、それとも失敗して転がり落ちる落とし穴なのか、中国人にもわからない。大方の日本女性よりも美しい日本語を話す某女性大学教授も B 株投資をすべきかどうか悩んでいた。日本円を持っていれば米ドル（あるいは香港ドル）に替えて B 株投資が堂々可能になった多くの中国人がいるのだ。

〈参考文献〉

栗栖起夫 『公社債株式論』現代金融経済全集第九巻、昭和一〇年。

証券引受会社統制会編 『株式会社年鑑』昭和一八年版。

主編・潘沛 『B 株市場投資指引』二〇〇一年。

鄭自強主編 『B 株・操作与預測』二〇〇一年。

（こ）ばやし かずこ・当研究所理事・主任研究員