

Title	中国における株式会社化に関する一考察：A・B株の一本化を中心として
Sub Title	An Analysis of the New Corporate System in China : With Emphasis on the Combination of A & B Stocks
Author	李, 維安(Li, Weian)
Publisher	
Publication year	1995
Jtitle	三田商学研究 (Mita business review). Vol.38, No.2 (1995. 6) ,p.73-
JaLC DOI	
Abstract	今日,海外証券市場において中国株式会社の上場株(H株)が急速に増大している。この中で,国内市場での海外投資家向けのB株の役割の変化が新たな課題になってきている。本稿では,中国株式会社化における株式市場の「二重構造」の解消という視点から,B株とA株,B株とH株との相互関係を中心に実証分析することにより,B株における問題点を指摘し,A・B株の一本化の解決策を提言する。
Notes	
Genre	Journal Article
URL	<a href="https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=AN00234698-19950600-00685647">https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=AN00234698-19950600-00685647</a>

慶應義塾大学学術情報リポジトリ(KOARA)に掲載されているコンテンツの著作権は、それぞれの著作者、学会または出版社/発行者に帰属し、その権利は著作権法によって保護されています。引用にあたっては、著作権法を遵守してご利用ください。

The copyrights of content available on the KeiO Associated Repository of Academic resources (KOARA) belong to the respective authors, academic societies, or publishers/issuers, and these rights are protected by the Japanese Copyright Act. When quoting the content, please follow the Japanese copyright act.

## 中国における株式会社化に関する一考察

—A・B株の一本化を中心として—

李 維 安

### <要 約>

今日、海外証券市場において中国株式会社の上場株（H株）が急速に増大している。この中で、国内市場での海外投資家向けのB株の役割の変化が新たな課題になってきている。本稿では、中国株式会社化における株式市場の「二重構造」の解消という視点から、B株とA株、B株とH株との相互関係を中心に実証分析することにより、B株における問題点を指摘し、A・B株の一本化の解決策を提言する。

### <キーワード>

中国の株式会社、証券市場、上場会社、A株、B株、H株、A・B株の一本化

### はじめに

市場経済への移行による経済改革に取り組んできている中国にとっては、株式会社制度の導入と普及が、経済改革の一つの中心的な課題であり、市場経済体制の成否を占うカギとなっている。現在、中国においては、54,539社の株式会社が存在しており<sup>1)</sup>、上海、深圳等の都市にある株式市場は活気に溢れている。93年12月時点で、上海での上場銘柄は、A株101銘柄、B株18銘柄、合計119銘柄（前年比213.2%増）、深圳での上場銘柄は、A株70銘柄、B株8銘柄、合計78銘柄（同143.8%増）となっている。さらに、93年から中国の大手会社は香港、ニューヨークの海外証券取引所において次々に上場しており、また世界九大証券取引所から株式上場の呼び掛けを受けている<sup>2)</sup>。これは中国の株式会社制度の発展と株式市場の国際化を示しているといえる。

1) ここでは、『人民日報（海外版）』1994年8月30日による。

2) 「中国証券監督管理委員会は九月上旬、北京の香山飯店に世界の主要証券取引所の幹部を集めてシンポジウムを開いた。‘世界主要証券交易所上市制度及実務比較国際研究会’と題するこの会合には、東京、ニューヨーク、ロンドンなど世界九取引所の代表者が参加し、中国企業三百社に株式上場を呼び掛けた。」（『日経金融新聞』1994年10月12日）。

第二次大戦後、40年もの間、中国には株式会社は存在せず、証券市場も存在しなかった。従って、これらに関する研究も乏しいというのが現状である。そのため、株式会社制度の発展のためには、解決しなければならない問題が多数存在する。現在のところ、中国株式会社制度の導入に関する一般的な論述は多くなっているが、海外投資に対して大きな意義を持つB株に関する研究はまだ不十分であろう。特に海外証券市場での上場株（H株）が急速に増大している背景の下では、同じ海外投資の形態であるB株の役割の変化は重要な課題になってきている。

そこで、本稿ではまず中国株式会社化における株式市場の「二重構造」の問題点を検討し、次にB株とA株、B株とH株との相互関係を分析した上で、B株の役割がどのように変化しているのかについて述べ、最後にA・B株の一本化の必要性を提言していくこととしたい。

## 1. 株式市場の「二重構造」とB株の導入

各国株式会社制度の確立の歴史と現状をみると、(1) 欧米先進工業国の場合には、概して個人企業の形態から出発し、合名・合資の両形態を経て株式会社形態に至るといって、いわば自然的な移行、(2) 東欧と旧ソ連の場合には、全国有企業の資産の私有化を基礎とした全面的な移行、(3) 中国の場合には、多数の国有企業が存在するという起点からの漸進的な移行、という三つの道がある。中国の株式会社システムへの移行は、(1) と (2) の道と異なって、資本と所有権の「分散」から「集中」へのプロセスではなく、資本と所有権の「集中」から「分散」へ、つまり国有企業の民営化のプロセスである<sup>4)</sup>。従って、計画経済の企業形態（国営企業）と市場経済の企業形態（株式会社）の時期が併存するのは当然のことといえよう。

このような特徴から、現在、中国で導入されている株式会社制度と株式市場には「二重構造」が生じていると思われる。ここでの「二重構造」の意味には、二つの種類がある。一つは非公開の公

3) 中国の経済改革以降の政策展開の中で株式会社化の意義及び株式会社形態を採用している企業の特質等については、つぎを参照されたい。

須田成人、曾根康雄「中国国営企業の活性化と株式会社制度」、『財界観測』2(1)。1993、pp.46-85。

劉国光「中国国有制経済改革的探索」、『中国経済体制改革』1991年8月号。

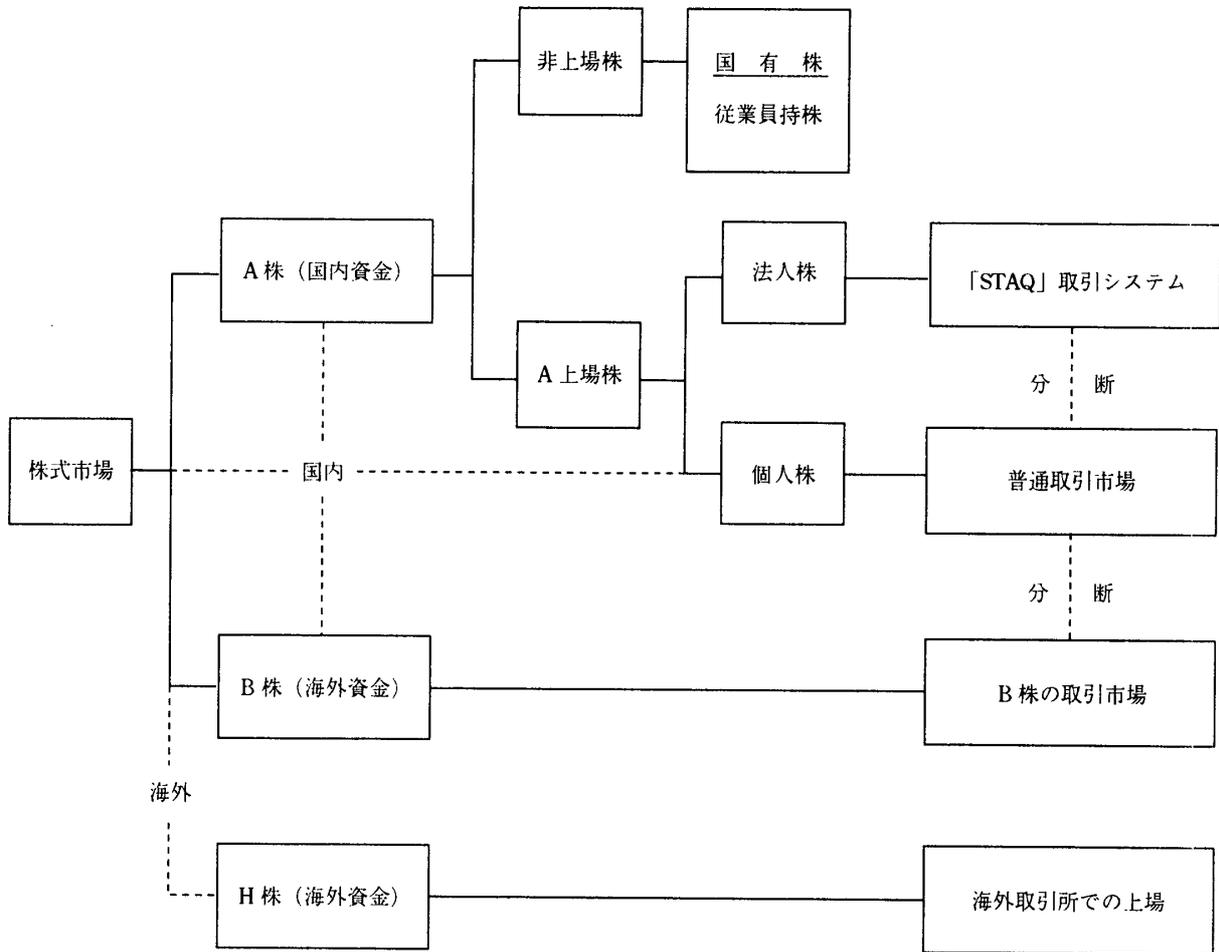
朱光華、李維安『社会主義股份經濟探索』河北人民出版社、1988年、第4章。

4) 周知のように、旧ソ連諸国では株式会社制度の導入の際には、国有企業の資産を「民営化証券」の形で国民全員に等額的に無料配布するという「分散化」（私有化）であったが、株式市場等が整備されるなかで、多数の個人株主は経済的な事情により配布された株券をすぐ売り出さねばならず、かわって資本と所有権が大株主に「集中化」するという事態に至っている。この意味で(2)の道（東欧と旧ソ連の場合）も「分散」から「集中」へのプロセスであるといえる。

この点については、「企業の民営化加速」（『日本経済新聞』1995年2月21日）を参照されたい。

5) 株式会社システムを導入している現段階の中国では公有株の非公開性、普通のA株市場とかB株市場の未整備等個別の問題及び解決策がよく論じられているが、これらを「二重構造」概念を用いて分析するのは筆者自身の試みである。他の論者とは異なり、ここでの二重構造論とは、個別の問題だけではなく、株式会社制度には元国有と集団所有資産を株式化されている公有株に対して主に増資の部分からなっている私有株、かつ内資株に対して別のタイプの外資株が設けられること、従って株式市場には↗

図表1 「二重構造」関係図



注1 「STAQ」取引システムは中国版 [NASDAQ] とも言われる。

有株と公開の私有株の分離であり、もう一つは内資株（A株）と外資株（B株）が分離的に設けられ、取引されているということである（図表1参照）。このうち、本稿では後者のA株とB株の分離的關係に絞って分析することとしたい。

内資株としてのA株は、国有株、法人株及び個人株の三つのタイプに分類できる。国有株とは、中央・地方政府が所有する株式である。国营企業が株式を発行する場合、国家株が登録資本金の50%を占めなければならない。法人株には二つ種類がある。一つは、発行企業が留保金などで投資した自社株である。もう一つは、自己資金<sup>6)</sup>で購入した他社の株式である。個人株とは、一般の個人

\\ 公有株と私有株、内資株と外資株を分離的に取引されているという相互關係に焦点をおいて分析することを意味する。

この点については、拙著『股份制的安定性研究』（陝西出版社、1995年）第4章を参照されたい。

6) すなわち、生産發展基金、労働者福祉基金など税引後利益である。株式会社、集団所有制企業と信託投資公司の場合、登録資本金も含まれる。

投資家と発行企業の従業員が購入する株式である。個人株が登録資本金に占める割合は、原則として10%以上でなければならないが、国有企業が株式を発行する場合は30%、集団所有制企業の場合は70%を超えてはならない。上場したA株の中で、上海と深圳の取引所で売買されるのは個人株と一部の法人株である。しかも、上場法人株においては、証券取引自動相場システム（STAQS）と全国電子取引システム（NETS）を通じて、国内「非私営法人」間でのみ取引される。<sup>7)</sup>

一方、同じ会社、同じ証券市場でありながら、A株に対して別の外資株B株が設けられ、取引されている。B株とは、中国国内向けのA株と異なり、売買対象が外国と台湾、香港、マカオなどの海外投資家に限られる。海外投資家は中国の外国為替市場である外貨調達センターの交換レートによって人民元額面の株式を購入し、投資家が得た売買益や配当などは同センターで再び公定レートで外貨に交換し海外へ送金することができる。1991年秋に初めてB株が発行され、その第一号として、上海真空電子株式会社のB株発行が1991年11月29日中国人民銀行上海分行によって発表された。発行株数は100万株、額面総額は1億元である。発行価格は1株100元の額面に対し、420元（1991年11月29日A株の時価は829.53元）を設定していた。94年9月現在までに、51社のB株が発行された。B株の発行会社は「証券取引管理弁法」によって定めた条件のほかに、(イ) B株の発行によって調達外貨の用途は国家の外資政策に合致すべきであること、(ロ) 安定的かつ十分な外貨収入があり、年度内外貨収入でB株の配当を支給することができること、(ハ) 国有企業の場合は、株主資本に占めるB株の割合は中国人民銀行、対外貿易部の許可を得ない限り、49%を上回ってはいけな

図表2 上場会社のA・B株の構成状況

(万株)

証券取引所	上場会社数	A株	A株構成			B株	株式総額 (A株+B株)
			国有株	法人株	個人株		
上海	139	3,152,980	2,122,530	588,640	441,810	386,080	3,539,060
深圳	78*	1,090,920	498,110	268,910	323,900	87,400	1,178,320
合計	217	4,243,900	2,620,640	857,550	765,710	473,480	4,717,380
(%)		(90.0)	(55.6)	(18.2)	(16.2)	(10.0)	(100)

出所：「証券市場情報研究センター」（1994年2月末）の資料より作成。

\*1994年2月末時点における深圳での上場会社数は90社であるが、内12社のデータはない。

1. 個人株数は、会社内部の従業員持株を含む。
2. B株数は、元合弁企業の外資株を含む。

7) 証券取引自動相場システム（STAQS）は、アメリカのNASDAQを参考にしながら開発したものであり、コンピューター・ネットワークを使って、各会員間の営業所を連結し、いわゆる店頭市場を形成する。1990年12月5日から稼働している。1993年6月末現在、10銘柄の法人株が取引された。全国電子取引システム（NETS）は、中国証券取引システム会社によって管理・運営されるシステムであり、1993年6月9日に正式に稼働し始めた。1993年6月末現在、7銘柄の法人株が取引された。

いこと、などの規定を守らなければならない。

94年2月現在までに、上海と深圳の両取引所で上場した217社のデータによれば、A株は4,243,900万株であり、発行済みの株式総額の約90%を占めた。B株は473,480万株であり、発行済みの株式総額の約10%を占めた。A株の内、国有株が55.6%、法人株が18.2%、個人株が16.2%をそれぞれ占めた（図表2参照）。

こうしたB株とA株の分断的導入の目的として、以下の点が挙げられる。<sup>8)</sup>（1）元と外貨との自由交換はできず、二つの為替市場が存在する為替管理制度の下で、為替市場と株式市場を安定的に発展させること、（2）B株の売買は海外投資家に限れば、外資比率25%以上と規定される合弁企業のステイタスを守れること、つまり合弁企業の政策管理を安定させること、（3）外貨が海外へ流失することを防止すること、（4）外資を導入することなど。このような目的により、分断的に導入されるB株の実際のメリットとデメリットを明らかにするため、B株とA株、B株とH株の相互関係を分析しなければならない。

## 2. B株とA株との相互関係

上述のように、B株とA株との間に交換性はなく、分離的に取引されているにもかかわらず、ある程度の連携関係も存在する。この連携関係は、主に補完的關係であり、つまり各自の役割は非代替的である。

供給の面からみれば、まずB株の発行は、発行企業にとって新たな外貨資金調達の方法であり、企業自主権と国際的な知名度が高まるというメリットがある。例えば、上述の上海真空電子株式有限公司は、B株100万株の発行によって同社株式の25%が海外投資家によって所有されることになり、同社は合弁企業になった。これによって、輸出入貿易の自主権の拡大、所得税率の低下（55%から33%へ）などの優遇措置が適用されている。同社によれば、B株の発行によって調達した外貨はカラーブラウン管の部品生産設備の輸入に使用された。<sup>9)</sup>1992年現在までに上海取引所でA・B両種の株式を上場した8社の株式構成状況を示した図表3から、各社B株の比率は49%（ガードライン）以下と25%（合弁企業の最低制限）以上の間分布し、企業の外貨資金調達と合弁企業のステイタスの獲得というB株の発行動機が窺われる。

また、B株の発行は外資導入の一つの方式であり、しかも企業の負担にならず、中国の対外債務も増加しない方式である。そのため、上海の浦東開発資金調達のために、関連企業が95年までに、

8) この点に関しては、胡堅「B股与其相關市場的聯動關係」（『北京大學學報』1994年第2期）を参照されたい。

9) ここでは、『信報』1991年11月20日による。

図表3 A・B株両種の上場会社の株式構成状況

(1992年)

%	二紡機	中紡機	大衆出租	第一鉛筆	永生制筆	上海膠帶	氣鹼化工	輪胎橡膠
国有株	46.3	52.9	59.3	45.2	54.3	49.2	60.8	69.5
法人株	2.6	6.3	5.8	7.9	8.6	7.3	8.4	0.6
個人株	9.9	7.2	5.8	7.8	6.2	7.3	2.0	2.6
B株	41.1	33.6	29.1	39.1	30.9	36.3	28.9	27.3

出所：『証券市場週刊』（1992），『上海証券新聞』（1992）からの資料により作成。

1. 上海証券取引所でB株を上場する8社の数である。

毎年1億ドル相当のB株を発行することが認められている。94年においても、全国の総額10億ドルのB株を拡大発行することが計画され、この内、上海と深圳の会社がそれぞれ1億ドルずつ、他の省市の企業が8億ドルの発行が予定される。<sup>10)</sup>

またB株とA株の補完的効果として、内資と外資の両方の融資が経済の高度成長を助長し、さらにそのことがB株とA株両方の成長を助けているという側面がある。<sup>11)</sup>

一方、需要の面からみれば、B株は外国投資家同士が、外貨によりオフショアの的に中国企業の株式を取引できる仕組みであり、人民元と外貨との交換を伴わないという点がある。1991年秋にB株が発行されてから、香港ではB株を投資対象とする投資信託および投資会社が次々と設立されている。その数は、日興リサーチセンター香港事務所によると、92年現在までに18社に達し、募集総額は9億4000万米ドルで、発行済みのB株の時価総額約13億8000万米ドルの60%強を占めた。<sup>12)</sup> またアメリカの投資信託会社もアメリカの金融当局の許可を得て、B株に正式に投資できるようになった。

日本では、日本証券業協会が94年3月に、上海B株も、日本国内の証券会社を通じて売買できる「指定外国有価証券市場」に上海市場を加えたことで、国内投資家向け販売の基礎ができた。大和証券が同年9月末に上海市場のB株を個人投資家向けに取り次ぎ始めたほか、野村証券も10月3日、日本の投資信託としては初めて中国株・中国関連株専門に投資するファンド「チャイナオープン」（総額百億円）の募集を開始し、数日で完売となった。野村証券の外国株式部長は「狙いはズバリ中国B株」と語る。山一証券、日興証券も同様の中国株投信の設立に乗り出しており、このような日本からの投資ブームが中国B株の株価を押し上げる力となっているとみられる。<sup>13)</sup>

10) 『人民日報（海外版）』、1994年11月4日。

11) この点については、つぎを参照されたい。

Far Eastern Economic Review, Dec. 10, 1992, p.55.

朱心坤「中国企業の株式会社化の現状と展望」、『アジア経済』1994年1月号。

平威「上海B股現状分析」、『中国証券報』1993年5月16、23日。

12) 小川隆平・徐丹編『中国の証券市場と上場企業』（日興リサーチセンター、1992年）。

13) 『東京新聞』、1994年10月18日参照。

こうした側面からみると、B株に対する需要は、会社の業績関連だけではなく、A株及び将来の中国の経済に対する外国投資家の評価いかんによって大きく左右されよう。

ところで、A・B株の分断の結果として、いろいろなデメリットも生じてきている。まずA・B株両種の株価の乖離である。1993年5月12日現在では、A株の平均株価は21.5元、平均株価収益率は64.65倍であるが、他方B株の平均株価は5.93元、平均株価収益率は17.74倍であった。つまり、A株の平均株価と平均株価収益率は、それぞれB株の3.63倍、3.64倍にそれぞれに達した(図表4参照)。同じ株式市場で同じ会社の株価に、このような格差があるのは正常な姿であるとはいえない。

こうした大きな株価の格差の形成要因を検討するため、A・B株の発行価格を比較してみよう。

B株とA株はいずれも時価で発行されるが、両方のプレミアムの幅は同じではない。92年現在、上海取引市場でA・B株の発行済みの9銘柄の内、A株よりプレミアムが高いB株が4銘柄、A株よりプレミアムが低いB株が4銘柄、A株と同じプレミアムのB株が1銘柄であり、プレミアムが一番高いのは真空電子のB株(3.2倍)である。深圳取引市場ではA・B株の発行済みの9銘柄の内、A株よりプレミアムが高いB株は7銘柄であり、他の2銘柄のB株のプレミアムはA株と同じである。平均的にみれば、B株発行のプレミアムの幅はA株よりかなり高いことが認められよう(図表5参照)。従って、B株上場の際、すぐ株価が下落したケースはA株より多くなったため、B株の株価の不振は高い発行のプレミアムのためであると考えられる<sup>14)</sup>。しかし、これはA・B株の大きな価格差の根本的な原因だとは必ずしもいえない。以下で、この点について考察する。

まずA・B株の市場規模と構成を比較してみよう。前頁の図表3の数字により計算すれば、発行市場ではA株の市場規模は、B株の33.3%より30%以上も上回っており、B株の市場規模より大きいとみられる。一般の論理によれば、発行市場ではA株の市場規模がB株のそれより大きくなれば、取引市場でもB株よりも大きくなるはずである。しかし、逆に取引市場ではA株の市場規模はB株より小さくなっている。図表6からみて、全10社のB株の流通額はA株の流通額を上回ってい

図表4 A, B株の株価収益率の比較

(1993年5月12日)

会社名	真空電子	二紡機	大衆出租	中紡機	第一鉛筆	永生制筆	上海膠帶	氣鹼化工	輪胎橡膠	氷箱圧縮
A株の時価	9.27	21.1	31.95	17.1	20.55	25.9	16.86	22.3	27.1	23
株価収益率	37.7	43.7	92.3	52.5	50.12	63.2	56.2	103.2	75.3	72.3
B株の時価	3.05	5.85	9.39	4.7	4.7	7.33	4.2	5.44	9.23	5.44
株価収益率	12.4	12.1	27.2	14.4	11.5	17.9	14.0	25.2	25.6	17.1
A/B	3.04	3.61	3.40	3.64	4.37	3.53	4.01	4.10	2.94	4.23

出所：『中国証券報』1993年5月16日、5月23日日期により作成。

14) 例えば、日本では最近JTの株価が上場した後すぐ下落したのは、売出し価格(143万8千円)が高過ぎだからであると考えられる。(『日本経済新聞』、1994年10月20日)参照。

る。二紡機会社の場合、B株の流通額は株総額の41.1%を占め、A株の約3.8倍に達している。なぜならば、A株の中で、比重の高い国家株や大部分の法人株はいまだ取引ができず、個人株だけが取引できるにすぎないのに対し、B株の場合、発行済みの株式は全部取引できるからである。例えば、同じ二紡機会社のケースで、A株の内、国家株が46.3%、法人株が2.6%、個人株が9.9%であるが、一番大きなウェートを占める国家株は流通できないため、取引市場ではB株がA株を上回っている。そして、需給関係の逼迫により小規模な流通でバブル化したA株より、相対的に大規模な流通のB株の株価は低くなっている。つまり、A・B株の市場規模と構成の相違は両株の格差を出してきている。根本的に言えば、A・B株の格差の原因は構造的な問題であるといえる。

次は、A・B株の株主権利の相違である。B株の株主は、A株と同様の権利を持つことが規定されている<sup>15)</sup>。その主なものは、(イ)株主総会での議決権、(ロ)配当請求権、(ハ)新株引受権などで

図表5 A, B株発行価格の比較

(1992年)

会社名 (上証)	額面 価格 元	上場 時間 月/日	A株 発行 価格・元	B株発行 価格 (元換算)	会社名 (深証)	額面 価格 元	上場 時間 月/日	A株 発行 価格・元	B株発行 価格 (元換算)
真空電子	100	2/21	102	420	南方玻璃	1	2/28	3.38	3.98
二紡機	10	7/1	38	38.8	康佳電子	1	3/27	3.90	3.90
大衆出租	10	7/22	49	43	物業發展	1	3/30	3.60	3.72
永生制筆	10	7/22	72	53	中華自転車	1	3/31	3.75	3.86
第一鉛筆	10	7/28	40	34.7	華發電子	1	4/28	1.90	1.90
中紡機	10	7/28	38	40	石油化工	1	5/6	2.80	3.24
上海膠帶	10	7/28	35	35	深圳中厨	1	6/25	2.78	1.90
氣鹼化工	10	8/28	54	52.2	中冠紡印	1	6/1	1.50	3.21
輪胎橡膠	10	8/28	68	72.08	深宝実業	1	10/12	2.10	3.02

出所：『証券市場週刊』（1992）、『上海証券新聞』（1992）からの資料により作成。

図表6 A, B株の流通に関する比較

(1992年)・万元

会社名	真空電子	二紡機	大衆出租	中紡機	第一鉛筆	永生制筆	上海膠帶	氣鹼化工	輪胎橡膠	水箱圧縮
株総額 (C)	36,500	30,399	8,590	20,810	6,400	8,104	6,895	83,181	62,201	11,991
A株の流通額 (A/C)	9,100 (24.9)	3,250 (11.6)	400 (4.7)	1,200 (5.8)	400 (6.3)	400 (5.0)	400 (5.8)	1,310 (1.6)	1,280 (2.1)	800 (6.7)
B株の流通額 (B/C)	11,000 (30.1)	12,500 (41.1)	2,500 (29.1)	7,000 (33.6)	2,500 (39)	2,500 (30.8)	2,500 (36.3)	24,000 (28.9)	17,000 (27.3)	5,000 (41.7)

出所：「上海証券取引所」（1993）の資料により作成。

15) 中国国家体制改革委員会『股份有限公司規範意見』（第二十四条、第二十九条、第三十九条、第四十一条、第四十二条）参照。

ある。しかし、実際にはこのような「同株同権」は実現できなかった。同じ配当率で配分しても、A・B株でそれぞれ異なるため、A・B株の株主の投資収益も異なったものになってしまう。また、新株の引受もなかなか難しくなっている。同じ会社のA・B株の株価に格差があるため、株主が新株引受けをするとき、A株の時価により引受価格を決めたら、B株の株主は引受けしたくないであろう。他方、もしB株の株主にA株の株主より低い価格で引き受けさせれば、A株の株主の同意は得られないと考えられる。<sup>16)</sup>

以上述べてきたように、A・B株の分断はいろいろなデメリットがあるにもかかわらず、B株が唯一の外資導入の株式として存在するのであれば、A・B株が代替的ではなく補完的であるため、このような分断は継続される必要があるかもしれない。しかし、B株と同じ役割をもつH株を登場させたならば、この関係はどう変わってくるであろうか。以下の節で検討することとしたい。

### 3. B株とH株との相互関係

従来、中国では外資導入の形態は、直接投資と外国借入に限られていた。株式市場を通じての外資調達も、直接投資や外国借入に比べ、法的な手続きが簡単であり、直接投資に伴う水道、電力等インフラの整備も不要である、など海外投資家にとって多くのメリットがあるため、魅力的な投資方式であり、外資導入の新たな手段になっている。株式発行による外資導入としては、B株の発行のほか、1993年6月29日からの青島ビール株式会社を始めとして海外株式市場へ次々と上場すること（いわゆるH株）になっている。94年10月現在、国有企業11社が香港株式市場に上場し、「山東華能発電」等国有企業2社がニューヨーク証券取引所にも上場した。こうした第一陣の国有企業の上場に続いて、第二陣の22社が香港とニューヨークなど証券取引所へ上場することも計画されている。<sup>17)</sup>

こうしたH株は実際国内B株の海外の延長線上にあり（図表1参照）、B株と同じ海外資金導入の役割を果たしている。この意味で、B株とA株の補完的關係に対して、B株とH株の關係は代替的關係にあるといえよう。従って、この代替性の実態及び今後の動向が問題になってくる。この点に焦点を絞って、前節のA・B株の分析に基づいて、需要と供給の両面から考察してみよう。

まず需要面からみれば、中国の株式に対する投資の重点がB株からH株へと移行する動きが既に出てきている。華僑資本の投資の中心地としての香港と、国際資本の最大投資の中心地としての米・日証券市場の需要動向は、現在かつ将来のH株を支える重要な要素であろう。この三つの証券

16) 「電真空的苦惱」(『証券市場週刊』1992年10月25日) 参照。

17) 「中国国有企業の株式上場」、『週刊東洋経済』1994年2月26日。

18) H株とは、狭義では香港証券市場に上場する中国国内企業の株を指す。広義ではほかの海外証券市場に上場する中国国内企業の株も含まれる。本稿では広義でH株を使っている。

図表7 香港証券市場におけるH株

銘柄	抽選率 (倍)	発行株価 (港ドル)	H株時価 (港ドル)	A株時価 (元)	A株時価 (港ドル)
上海石化	1.7	1.58	2.15	2.35	2.13
青島ビール	110.5	2.80	7.25	5.38	4.88
広州造船	77	2.08	2.80	3.15	2.86
北人印刷	25	2.08	3.58	6.29	5.71
昆明機械	600	—	3.10	3.29	2.98
平均	162.8	2.14	3.78	4.09	3.71

出所：『上海証券報』1994年5月28日からの資料により作成。

1. H株の時価は1994年5月25日時点の時価である。
2. A株の時価は1994年5月27日時点の時価である。

市場におけるH株はいずれも需給の逼迫の状況で、主に売り手市場である。

香港の投資家はH株に対する関心が非常に高い。香港取引所で上場したH株の平均申込率（抽選倍率）は100倍以上であり、その内、昆明機械会社のH株に対する申込率は実に600倍以上にも達した（図表7参照）。いまの香港証券取引所は、成長株としてのH株などの上場の結果、世界七大証券市場になっており、一層のH株の上場を呼び掛けるためハンセン株価指数のほか、特別のH株（94年4月現在、10社のベース）の株価指数を公表することにもなっている。<sup>19)</sup>

他方、アメリカの場合は、ニューヨーク証券取引所に上場が決まっている中国企業は現在4社にとどまっているが、米大手証券のメリルリンチは上場企業数を一挙に三倍にすることを狙っているといわれる。<sup>20)</sup>大規模な会社にはニューヨーク取引所で、小規模な会社にはナスダック取引所でそれぞれ上場させるという計画を出している。

日本の場合は、今までのところ東証に上場する中国の株はないが、香港のH株は日本からの注文が売買の三分の一を占めるほど日本の投資家の関心も高いといえよう。しかも、外国株市場の「空洞化」への危機感を強めている東証は1994年10月から、本国の取引所に上場していなければ東証への上場を禁止するという上場審査基準を撤廃することになった。また、審査基準に上乘せする形で厳しく運用するために設けていたガイドラインも同時に廃止する。東証によると、このような上場規制の緩和により、中国企業の上位50社程度が東証への上場が可能になりそうである。<sup>21)</sup>東証は、この規制緩和を公表した同日（10月25日）に、上場部と株式部の担当役員らが翌月（11月）から中国を訪れ、政府機関の幹部と、民営化企業の東証上場に向けた協議を始めることを明らかにした。シンガポールやトロント証券取引所も税制などの優遇措置まで持ち出して上場を呼び掛けている。

19) 『人民日報（海外版）』、1994年8月6日。

20) 『日経金融新聞』、1994年10月12日。

21) 「外国株上場制限を緩和」、「中国企業の東証上場協議」（朝日新聞1994年10月19日、26日）参照。

このようなH株に対する高い需要の背景の下では、海外の証券、投資業などの仲介を行なう組織はB株からH株へと重点を転換する傾向が徐々に強まってきている。中国証券監督管理委員会は1994年9月上旬、北京に世界の主要証券取引所の幹部を集めてシンポジウムを開いた。「世界主要証券交易所上市制度及実務比較国際研究会」と題するこの会合には、東京、ニューヨーク、ロンドンなど世界九取引所の代表者が参加し、中国企業300社に株式上場を呼び掛けた。<sup>22)</sup>

また、同年10月24日、米国の大手投資銀行、モルガン・スタンレーは中国人民建設銀行などと合併による投資銀行（証券引受会社）の設立に合意した。この投資銀行は中国企業が海外で株式上場する際の仲介を行う。設立されるのは中国国際金融有限公司（C I C C）で、資本金は1億ドル、うち建設銀行が42.5%、モルガンが35%をそれぞれ出資するほか、シンガポール政府投資会社や香港名力グループ、中国の投資会社の3社が7.5%ずつ出資する。モルガンなどは、これまでもB株などの引き受けに実績を上げてきた。今後はC I C Cを通じて国有企業の業務内容の近代化のアドバイスも担当し、将来海外上場が見込める企業と接触を深める狙いも強いとみられる。<sup>23)</sup>

一般の投資家の立場から検討すれば、H株への投資の意欲はB株より人気がある。このような高い需要により、H株の株価は持続的に上昇している。したがって、同じ会社のH株とA株の間には、B株とA株のような大きい株価の格差がなくなっており、かえってH株の平均株価（3.78）はA株（3.71）を少し上回っている。94年5月現在、A株とH株の両方に上場した会社の株価データによれば、5銘柄の内、A株より株価が高いH株が3銘柄、A株より株価が低いH株が2銘柄となっている。為替レートで換算すれば、平均的にH株とA株の株価は大体同じであるといっていよい。

需給関係からだけ考えると、H株とB株には代替性があるので、H株の発行価格が高くなるほどB株の需要量は増えているはずであるが、実際にはこのような動きはまだ出てきていない。H株とA株との株価が平準化の傾向を示しているのに対して、B株の株価がA株より低いという株価の格差はまだ続いている。こうしたH株を主流とした趨勢の発生は、投資家が需給関係よりもH株とB株との制度上の完備性の違いを重視しているからである。H株の投資家にとって、長期的な動機はかなり高い。野村証券の分析によれば、「日本の株価は30年前の百倍近くになったが、もう頭打ち。中国の経済成長率は二けたを超え、かつての日本と同じ。長い目でみれば大きな夢をみられる余地があり、世界の先進国のマネーが中国に集まっている」<sup>24)</sup>。今の投資が10年後には百倍になる可能性は十分であるという投資専門家の予測もある。<sup>25)</sup>こうした長期的な投資は成長性だけではなく、安定性もある株を追求している。そのため、H株に比べB株の短期性や不完備性などが特に問題となってくる。その第1は、情報の非対称性である。これは中国国内取引市場で上場されるB株を所有し

22) 『日経金融新聞』、1994年10月12日。

23) 『人民日報（海外版）』（1994年10月26日）、『朝日新聞』（1994年10月26日）参照。

24) 『東京新聞』、1994年10月18日。

25) 『週刊中国巨龍』（1994年11月8日）参照。

図表 8 B・H株の取引コストの比較

名 目	深圳取引所のB株の取引費用	香港取引所のH株の取引費用
取引手数料	0.6 %	0.5 %
印紙税	0.3 %	0.15%
取引所徴収	0.05%	0.02%
特別徴収	—	0.03%
清算費	0.1 %	—
口座管理費	0.15%	—
登録費	0.3 %	—
合 計	1.5 %	0.7 %

出所：胡堅「B股与其相関市場的聯動關係」『北京大学学報』1994年第2期，p.43より作成。

ている海外投資家にとって、A株の株主と最も大きな違いであろう。一方、海外取引市場で上場されるH株はB株と違って、地理的や時間的な要因が解消されるほか、より完全な情報公開システムにより会社情報の透明度が高められている。次は、上場基準の相違である。香港などの取引所では、H株の上場を呼び掛けるため上場基準を緩和したが、それにもかかわらず、中国国内でのB株の上場基準より、会計制度、上場報告書などの面ではまだ厳しい。会計制度については、国営企業で現在広く用いられている「増減複式記帳法」は、資金の動きを「増加」と「減少」という観点からのみ捉えて記帳しているため、損益計算書が明示されておらず、従って利潤の創出過程が明示されていない。株式会社の会計制度にとって、国際的会計慣行に準拠している「貸借複式記帳法」に変更されるべきであると「株式制試行企業会計制度」（92年5月23日，財政部・体制改革委）に明記されたが、会計専門家の不足などのため問題は依然として残っている。一般的に言えば、上場基準は投資家の保護のため作られる。従って、より厳しい上場基準で上場された会社は投資家からより多くの信用を得られる。つまり、投資家の信頼は上場基準の厳しさに比例するといつてよい。さらに、取引コストの面でも投資家の立場からみれば、B株よりH株のほうが低い（図表8参照）。

こうした分析から、H株よりいろいろな不完備性を持っているB株は国際的な上場ルールと違っているため、これを短期の間に改善しなければならず、また前にも述べたようにA株との間には株価の二重化や株主権利の不平等など問題は構造的であるため、その根本的な解消はA・B株の分断の解消しかない。こういう不確定な要素を含めて考えると、B株が一般には短期的な性格を有するものとみられる。そのため、期待の長期性を持っている投資家には、これよりH株に対する信頼が高く、H株を投資したいという意欲がより強いといつてよい。

また、供給面からみれば、海外市場で上場した13社は、いずれも国内各業界における寡占企業であり、いわゆる重厚長大型の巨大企業が多い。従来は、国家からの受注が保証され、設備投資も国家計画に盛り込まれていた企業ばかりである。しかし、市場経済化と現代企業制度の導入という改

革は、いやおうなしに自主的な設備の近代化、自主的な資金調達を迫っており、上記の13社はこうした環境の変化にいち早く対応しているといえよう。設備の近代化には外貨が必要であり、国家の割り当てに依存しない新たな外貨の調達方法として、企業にとって、外貨資金の調達や一流企業という知名度・信用力の向上などの面ではB株の上場に比べてH株のほうがはるかに魅力的である。しかも、上述のような非常に高いH株への需要の下では、会社が海外上場の意欲を高めるのは必至であろう。工業分野の国営大企業上位100社程度は、すべて香港ないし海外市場での上場を希望しているといっても過言ではない。94年に海外上場の候補とされた22社の選定はこのような多数の応募会社の中で行なわれていたことから、会社は役割の代替性がある外資調達の両手段を選択するとき、H株へ傾斜するとみられる。

供給面からみれば、H株とB株の代替的な関係は、まずH株の株価が高くなれば、B株の供給は減少することであろう。一般的に、会社は時価で株式発行するため、株価の高低と資本の調達コストの間には直接的な関係があり、株価が高いほど、資本のコストは低くなるからである。前述のように、H株とA株の間には、B株とA株の間にあるような大きい株価の乖離がなくなっている。このような非正常的な株価の格差の解消により、H株の資本調達のコストは安くなっているほか、資本調達の安定的な環境が提供されているため、投資家だけではなく会社もH株への参入意欲を高めている。

理論上、H株の上場コストが低くなれば、B株の供給量は下がるという関係にある。上場コストは有形コストと無形コストに分けられる。有形コストを比較すると、上海取引所でのB株の上場費用16,380~57,720（初費11,700~39,000、年費4,680~18,720）香港ドル<sup>26)</sup>に対して、香港取引所でのH株の上場費用は608,000~1730,000（初費500,000~650,000、年費108,000~1080,000）香港ドル<sup>27)</sup>であり、かなり高い。無形コストでも、海外の上場基準はB株より厳しいので、H株の上場基準の達成のため、①資産の再評価、②会計制度の変更、③企業情報開示（ディスクロージャー）などの面ではよりコストをかけなければならない。たしかに、B株よりH株の上場コストは高い。しかし、他方、上場コストは全資本の調達コストの一部でしかないという視点から、高株価という資本の調達コストを減少させる要因があれば、資本の調達コストを上昇させる要因としての上場費用の影響は軽くなっているはずである。また、H株の上場のためにかかる色々な無形コストは、長い目でみれば、企業の経営システムの転換、安定成長、国際競争の加入に対して、必要であろう。そのため、H株の当座の上場コストは高くても、H株の上場の主流は変わらないと考えられる。

以上、ここでは需給の両面から、B株とH株との代替関係を指摘し、H株の主流化の傾向を明らかにしてきた。そこで、最後にこれまでの検討をふまえ、A・B株の一本化について試論的な検

26) 上海亜州研究所主編『大牛鬪市——中国股市透視』（三聯書店（香港）有限公司1992年5月），p.244。

27) 香港聯合交易所有限公司『1991年股市資料』1992年，p.89。

討を行なうこととしたい。

#### 4. まとめ——A・B株の一本化の提言——

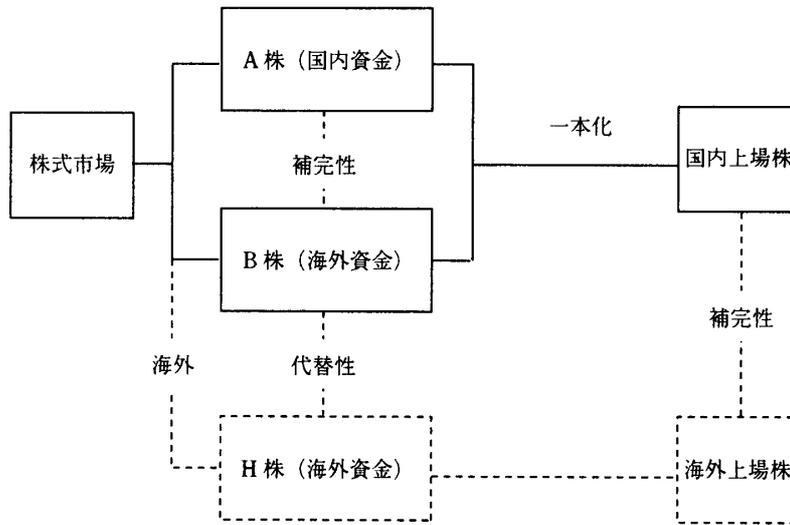
今まで述べてきたように、B株は、外国人投資家同士が、外貨によりオフショア的に中国企業の株式を取引できる仕組みであり、人民元と外貨との交換を伴わないという点で画期的なアイデアといえる。H株が登場するまでは、B株は唯一の外資導入の株式として、A株との間には補完性があったため、発行企業にとっては外貨資金導入の促進と、国際的な知名度が高まるというメリットを有していた。しかし、このような役割との代替性があるH株が登場したことから、B株の従来の問題点（デメリット）が突出してきている。つまり、外国人は国内投資家向けのA株とは異なる株式を取引することになり、A・B両種の株価の乖離が激しくなり、同じ会社の株式をもつ株主の権利が異なるといった事態が生じる。長い目でみれば、株式会社制度の発展と株式市場の整備のために、同じ市場で同一会社の株価の一本化と株主の権利の同一化を達成しなければならない。これまで検討してきたように、この問題は構造的であるため、適合的な解決策はA・B株の一本化であると考えられる。

A・B株の一本化の必要性として、まず以下のB株とA株の分断導入の条件（背景）が既に変わってきていることが挙げられる。すなわち、第1に、B株の導入の背景は、人民元と外貨の自由交換ができないということのほか、二つの為替市場（政府系銀行の相場と企業間の相場）が併存した特殊時期の為替管理制度である。ところが、このような為替市場は昨年から既に一本化されることとなった。しかも、中国はガット加盟後、2000年までに人民元と外貨との自由交換を実現する方針も明らかにした<sup>28)</sup>。このように為替市場の自由化の動きに対して、旧管理為替制度に適応してB株を導入する必要性はなくなってきており、むしろA・B両株の一本化が、為替市場と株式市場の新たな発展のために、要求されているとあってよい。

第2に、B株の比率が25%を超えると、合弁企業のステイタスが与えられるということが企業がB株を発行する重要な動機であることは既に述べた。しかしながら、株式会社制度の導入は、本来広く社会に散在する資本の集中を達成するとともに、「所有と経営の分離」を実現することによって、企業に行政部門の統治からの自立性を与え、主管部門の企業に対する行政的干渉を減少させ、企業の経営自主権を拡大させる点にあるはずである。もし、今の株式会社化が進んで、株式会社自身に対して十分な自主権が与えられれば、合弁企業の有するステイタスの魅力は相対的に低下するものと期待される。従って、差別的な優遇措置ではなく、内資企業と合弁企業の平等な競争条件の提供のためにも、A・B株の一本化は必要であろう。

28) 『日本経済新聞』1994年11月14日。

図表9 A・B株の一本化



第3に、上述のように、B株に最も期待されている役割は外資の導入である。B株は唯一の外資導入の株式として存在する限り、A・B株が補完的であるため、このような分断は継続される必要があるかもしれない。しかし、B株と同じ役割をもつH株が登場したことから、この関係は変わり、B株とH株の代替的關係が生じてきている。しかも、その中でH株の主流化の傾向が明らかになってきたことにもとない、実際には、A・B株の補完的關係の中でB株の役割はだんだん弱くなっているといえよう。そのため、A・B株の補完關係のかわりに、国内上場株と海外上場株との新たな内資と外資の導入の補完關係が必要になっている（図表9参照）。外資導入からみると、A・B株が一本化すれば株式の海外上場で外資導入が促進されるほか、国内での外資導入の増大も期待できて、全国内上場株が海外投資家に開放されることにもなるからである。

前にも述べたように、B株式を登場させた理由は、一般的には外資導入を促進させ、また企業の国際的なイメージをアップさせて外国企業との協力關係を促すのに役立つと理解されているが、実際はそれだけにとどまらない。その他に、株式取引をA株とB株に分けることにより、海外投資家の株式投機がB株に限定され、国内の株式市場に影響が及ばないこと、即ち株式制度と株式市場を安定化させるという役割がある。一方、A・B株の一本化とは全株式市場が外国投資家に開放されることであることから、A・B株を一本化するとしても、急速な株式市場の自由化にそなえて、閉鎖的なB株の代わりに、新しい開放的で安定的な形式を導入しなければならないであろう。日本などの経験からみて、このような安定的な形式は、長期的にみれば、法人相互間の株式持ち合いや従業員持株制度などにより安定株主を育成することであり、短期的にみれば、ある段階まで外国人に対して特定の業種や持ち株比率などの面で何らかの制限が必要であると考えられる。例えば、現在アジア諸国の株式市場では、外国投資家に対する持ち株比率の制限は、韓国の12%以下、フィリ

ピンの40%以下、マレーシアの15%以下、タイの49%以下となっている。<sup>29)</sup>

以上のように、A・B株の一本化の必要性を認識した上で、一本化のためのコストの要因を考えると、何よりもまずA・B株の株価の格差の存在が問題となろう。勿論、その格差の根本的な解消は、A・B株の分断の解消しかないが、以下の措置を講じれば、その格差をある程度、縮小させることができるであろう。すなわち、(1) 国有株・法人株の上場規制の一層の緩和によりA株の浮動株を増加させ、A・B株流通市場のバランスを整えること、(2) 長期性がある機関投資家を株式市場に誘致すること、(3) B株の時価発行のプレミアムをA株のプレミアムに平均的に接近させること、などである。

したがって、長期的・最終的にはA・B株の一本化の目標を持ちながら、目下のところは以上のようなA・B株の株価格差の幅を減少させることによりA・B株の一本化のコストを減少させるという方策を取るべきである。このような長期と短期的な戦略をとれば、中国の株式会社制度と株式市場は今後とも一層の発展と一層の国際化が期待されよう。

[大学院商学研究科後期博士課程]

---

29) 濱田博男編『アジアの証券市場』(東京大学出版会1993年) p.225。