

#### IV 海外だより

### 中国の株式市場

NLI International Hong Kong Ltd.

#### 1. はじめに

1990年末から1991年にかけて上海証券取引所と深川証券取引所が社会主義国家中国に相次いでオープンされた。オープン当初は外国人投資家による中国株式の購入は解禁されていなかったが、1992年2月に上海・深圳の両市場で外国人投資家のみ購入を認めたB株が発行されるようになった。

両市場ともにオープン以来非常に活況で、若干の過熱感はあるものの概ね成功を収めていると言えよう。オープン後日が浅くこれから解決していくべき課題も多数あるのはもちろんだが、進行していく中国の改革開放政策とともに中国の株式市場は発展していくものと期待されている。

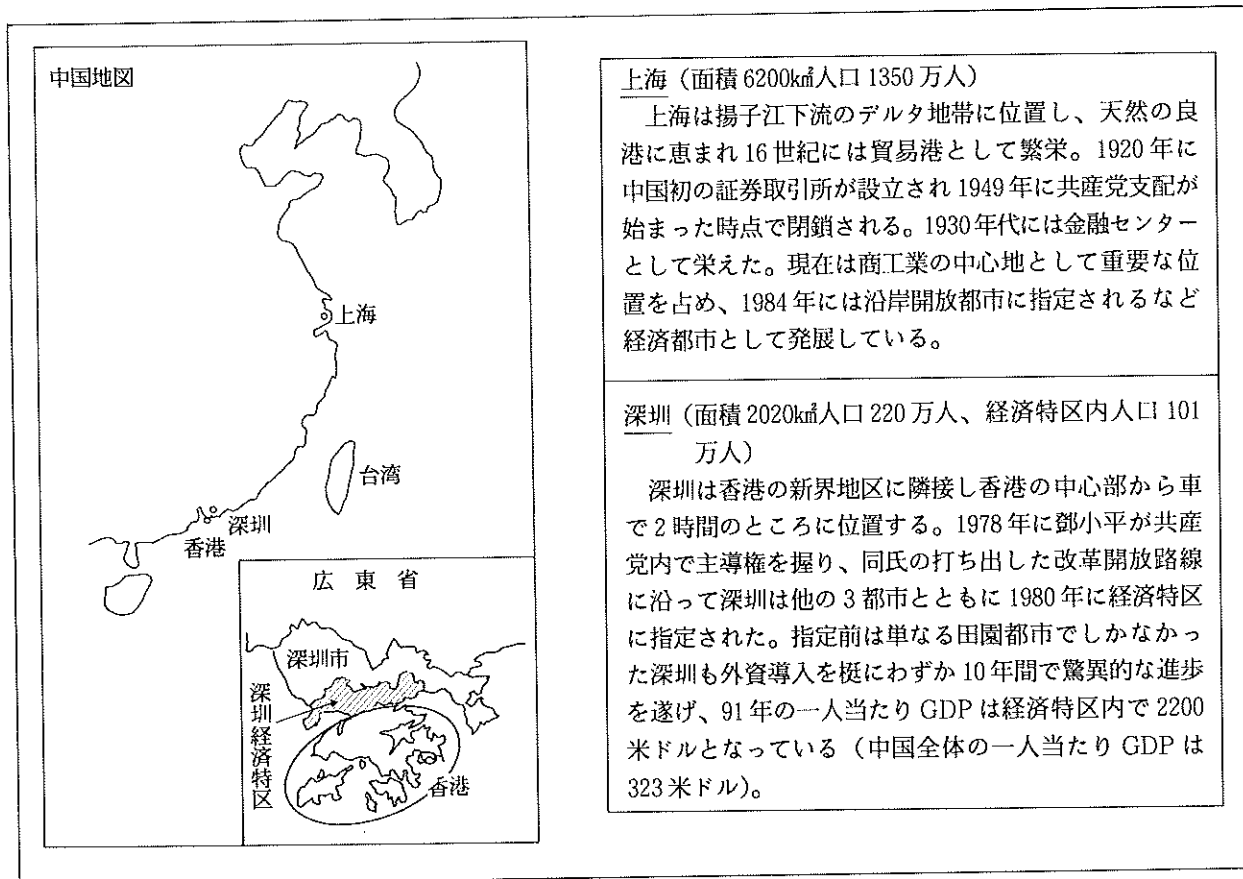
本稿では、中国で証券取引所が開設されるまでの経緯についての簡単な説明、中国の株式市場の概略の紹介、中国の株式市場が抱える問題点の説明を行いたい。但し、中国の株式市場は制度面でも実態面でも急速に動いており、本稿の内容が現状と異なっている場合もあると思われるのでご留意いただきたい。

#### 2. 証券取引所開設までの経緯

中国に証券取引所がオープンされるまでの経緯を簡単に振り返りたい。1981年から中国政府は

財政支出に大衆資金を動員するため国債の発行を実験的に開始した。1984年には国営企業が資本の充実を図るためにその従業員に対して株式を発行することが奨励され同年7月に中国で初めての株式会社“北京天橋百貨商店”が誕生した。1984年12月に上海の飛樂音響というオーディオメーカーの株式公募が行われたが、株式公募は1949年に中国共産党支配が始まって以来これが初めてのものであった。1985年1月にはさらに上海の延中という投資持株会社の株式公募が行われた。このように経済改革推進のために大衆資金を動員する方法として個人による株式保有が行われるようになった。しかし、一般大衆は株式売買の経験もなくそれに対する興味もなかったため、株式売買を行うのは共産党支配以前に上海にあった株式市場の経験がある少数の年配者に限られていた。

この時点ではまだ株式売買のための正式の市場もなく、監督機関もはっきりとは決まっていなかった。このような未熟な体制を整備して株式売買を活性化させるため、1986年に中国人民銀行が中国の証券市場の監督機関となることに正式決定され、中国で初めての店頭市場が上海に開設された。また、同年にニューヨーク証券取引所の会長が北京を訪問した際鄧小平が飛樂音響の株券をプレゼントしたが、そのことは中国の経済改革と株式市場の発展が加速化されるとの明確なシグナルとして内外で考えられた。その結果、より多くの国営



企業が従業員に対する株式の発行を行うようになった。

1987 年には上海の 2 企業 (上海真空電子、飛樂股份) が株式公募を行った。

1988 年には各地で証券会社が設立され店頭市場での株式売買を行うようになり一般市民が株式売買をしやすくなった。しかし、1988 年末からの経済引締政策と 1989 年 6 月の天安門事件のために株式市場の発展は減速した。

そういった中で 1989 年 3 月に中国政府は、証券取引所を設立する可能性を探るための委員会を発足させた。その結果、1990 年 12 月 19 日に共産党支配下の中国で最初の証券取引所が上海にオープンされその翌年には深圳証券取引所が公式にオープンされた。

### 3. 中国の株式市場の概要

#### (A) 上場企業

92 年 7 月現在上海証券取引所に上場されている企業は 13 社、深圳証券取引所に上場されている企業は 18 社を数える。そのうち外国人投資家が購入できる B 株を発行している企業はそれぞれ 2 社、8 社である。中国国内で中国人向けに発行される株式は A 株と呼ばれ国、国営企業、従業員、一般市民向けの 4 つに分類される。

上海・深圳の上場企業の特徴としては、以下の点が挙げられる。

(上海の上場企業の特徴)

- ・上場企業の大部分は製造業
- ・A株のPERは株式の供給不足により深圳よりかなり高い(時価総額は深圳の約半分)
- ・B株のPERは深圳より低い
- ・合併企業の上場は全くなし

(深圳の上場企業の特徴)

- ・製造業が主体だが銀行、不動産会社、コングロマリットなど上海よりも多岐にわたる
- ・A株のPERは上海より低いが他国と較べると相当高目である
- ・B株のPERは上海より高い(深圳は香港に類似しており外国人投資家には上海よりも深圳の企業に馴染みが深く、また、上海よりも深圳とその周辺地域の方が高い経済成長が見込めるためと思われる)
- ・当初は合併企業の上場に当局は否定的だったがB株の発行が一般的になるに従い合併企業の上場が承認されるケースが増加している

中国での株式会社の設立は1984年から認められるようになった。主な形態としては、国営企業が株式会社化されたもの・合併企業・個人の共同出資によるものなどがある。手続き的には、各地の中国人民銀行の支店をはじめとする国務院の下部機関に申請書類を提出することにより行われる。既存の国営企業・合併企業が株式会社に転換される場合は、資産の評価・会計監査・資産の株式への転換といったプロセスを経ることになる。但し、国家安全保障・防衛・重要な戦略的金属鉱山関係の国営企業の株式会社化は国家計画委員会により禁止されている。エネルギー・運輸・通信のように国営企業が産業を独占している場合は、株式会

社は許されるが国は50%超の株式を維持しなければならない。その他の国営企業については、国家産業政策に沿った競争的業務を行っていて資本拡充が必要な場合に株式会社化は認められる。この場合には、国は50%超の株式を維持するのが好ましいとされている。

1992年6月に発表された政府の統計によると3200以上の株式会社が設立されている。その内85%の企業は従業員に対する株式発行から株式会社化を始めたものである。12%は他の企業に株式を売って株式会社化されたもので、一般向けに株式を売って株式会社化されているのは100企業程度である。

上海の上場企業

(1992. 7. 1.現在)

上場企業名	公募日 A株・B株	発行済株数 A株・B株 (百万株)	時価総額 A株・B株 (億人民元)	PER A株・B株 (倍) ('92予)	業種
FEILE ACOUSTICS	84/12・—	0.5・—	2.0・—	219・—	オーディオ
YANZHONG IND	85/1・—	1.0・—	1.7・—	279・—	持株会社
ACE ELECTRONIC	85・—	0.3・—	1.2・—	1450・—	電機
SHANGHAI VACUUM	87/1・92/2	2.0・1.0	43.5・5.2	90・22	真空管
FEILE COMPANY	87/7・—	4.9・—	8.7・—	361・—	電機
SHEN HUA ELEC.	90/3・—	0.5・—	1.9・—	95・—	電機
Z.P.CHEMICAL	91・—	2.5・—	7.5・—	204・—	化学
XINYE HOUSING	91/8・—	2.0・—	7.2・—	120・—	不動産
NO.2 TEXTILE	92/3・92/7	17.9・12.5	45.6・5.8	114・21	繊維機械
SHANGHAI LIGHT	92/3・—	16.5・—	28.4・—	209・—	機械
JIA FENG	92/3・—	7.1・—	15.5・—	147・—	繊維
LIAN GE TEXTILE	92/3・—	10.1・—	23.0・—	153・—	繊維
SPECIAL SHAPE STEEL	92/3・—	3.6・—	7.6・—	254・—	鋼管
			193.6・11.0		

深圳の上場企業

上場企業名	公募日 A株・B株	発行済株数 A株・B株 (百万株)	時価総額 A株・B株 (億人民元)	PER A株・B株 (倍) ('92予)	業種
SHENZHEN DEV.BANK	87/5・—	89・—	35.9・—	N.A.	銀行
VANKE	89/1・—	78・—	17.6・—	48・—	電機
JINTIAN	89/2・—	43・—	14.0・—	N.A.	繊維
ANDA TRANSPORT.	89/12・—	24・—	5.4・—	N.A.	運輸
CHAMPAIGN	90/3・—	90・—	8.6・—	N.A.	繊維
BAOAN GROUP	91/6・—	225・—	62.1・—	31・—	コングロ
CHINA S.GLASS	92/2・92/2	92・16	19.3・2.1	73・46	ガラス
KONKA ELECTRONICS	92/3・92/3	81・58	18.7・10.1	42・31	テレビ
SHENZHEN PROP.	92/3・92/3	228・30	54.4・4.7	82・54	不動産
CHINA BICYCLES	92/3・92/3	81・124	18.4・18.7	39・26	自転車
HUAFU ELECTRONICS	92/4・92/4	123・70	22.0・7.4	90・53	テレビ
DE SHING	92/4・—	21・—	6.9・—	46・—	オーディオ
JIN YE	92/4・—	25・—	12.1・—	44・—	不動産
SHENZHEN PETROCHEM.	92/5・92/5	124・15	27.4・2.3	61・42	化学製品
JIAN XIN	92/5・—	24・—	5.7・—	57・—	食料商社
HUA YUAN	92/5・—	27・—	5.7・—	61・—	PCディスク
VICTOR ONWARD	92/6・92/6	107・20	19.8・2.1	87・50	染色・印刷
ZHONG CHU	92/6・92/6	74・12	15.4・1.4	78・44	食品
			369.4・48.7		

(B) 株価指数と株式市場動向

上海株式市場の最も代表的な株価指数は上海証券取引所指数である。これは1990年12月を100とする指数で全上場会社が対象銘柄となっている。指数に占める各銘柄の比重は時価総額比例となっている。

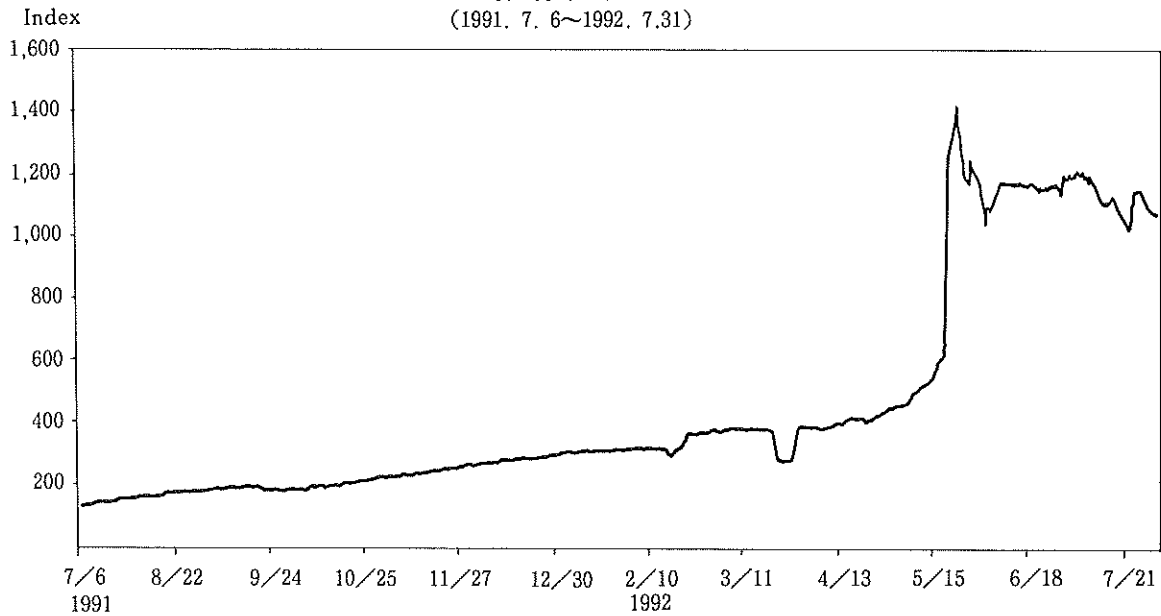
上海では1986年から店頭市場で株式取引が始められた。取引はずっと閑散なものであった。深圳での投機的な株式市場の動きの影響で1990年半ばになって初めて株式市場は活発になってきた。上海株式市場の株価は1990年12月の上海証券取引所オープン後すぐに高騰した。株式の供給が限られた中でより高いリターンを求める個人資金だけでなく投機的資金も大量に株式市場に流入した。市場の過熱に対応して中国人民銀行は1991年7月に1日の値幅制限を5%から1%に引き下げた。しかし、取引量が激減しただけで株価は薄商いの中で上昇を続けた。1992年2月になり、大型の上場予定が明らかになり漸く株価上昇に歯止めがかかった。その後、大型の新規上場と共に株式供

給が増加し1992年5月5日に1日の値幅制限は再び5%に引き上げられた。さらに株式供給増が予想され、また、投機的資金の代表と考えられたグループ投資（複数の投資家が資金を出し合って行う大口取引）を原則的に禁止することにもなっていたので、株価形成を市場原理に任せるべき時期が到来したとの判断に基づき1日の値幅制限は5月21日をもって全く取り除かれた。その直後、株価は300~400%急騰したが5月26日からグループ投資が禁止となりその後調整局面入りしている。

深圳株式市場の最も代表的な株価指数は深圳株価指数である。これは1991年4月を100とする指数で全上場会社が対象銘柄となっている。指数に占める各銘柄の比重は時価総額比例となっている。

1988年4月に深圳発展銀行の株式が店頭市場で取引されるようになったのが深圳での株式市場の始まりである。1989年初めに新たに2社の株式が店頭市場で売買されるようになったが、当初は閑散な状態が続いた。その後深圳市政府が市政

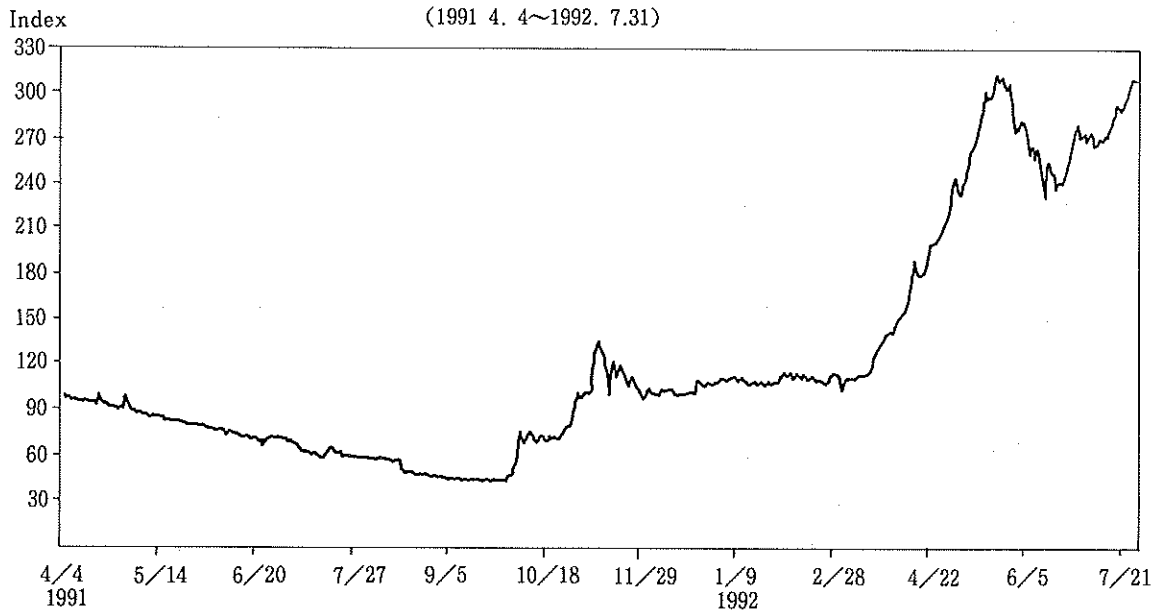
上海証券取引所指数  
(1991. 7. 6~1992. 7. 31)



府の役人に株式の購入を奨励し株式市場に対する支持を表明したのが契機となり、資金力のある一般市民層が役人に続いて株式市場に入ってきた。その結果、1990年2月を境に深圳株式市場は次第に過熱状態になってきた。1990年11月には株価収益率80倍程度まで株価は高騰し、この頃には道路上での株式売買・受渡し(場外ブラックマーケットでの売買)も一般化していた。そういった状況の中で株式市場の監督やブラックマーケット

での売買・株価操作の取締りを強化するため、1991年12月に深圳証券取引所は非公式(中国政府の了解なし)にオープンされた。さらに同じ頃、中国政府からキャピタルゲイン課税の話が出たり深圳市政府の役人の株式保有を禁止する旨の通達があったり、あるいは過熱した市場を冷やすための様々な手段が取られたりした。その結果1991年7月の深圳証券取引所の正式のオープンをはさんで1991年9月まで株式市場の調整が続いた。長

深圳株価指数  
(1991. 4. 4~1992. 7. 31)



引く調整の中で1日の値幅制限が段階的に解除され、新しい規制にも徐々に慣れてきた。また、政府が機関投資家に株式市場に入るように推奨したり中国人民銀行が外国人投資家向けのB株の販売を承認したことなどもあり投資家の株式市場に対する信頼が回復してきた。そして1992年2月の鄧小平の深圳訪問やその後保守派の長老陳雲が経済の更なる改革開放に賛意を表明したことなどで5月まで株式市場は上昇を続けた。しかし、6月初めに上場会社の1つで株式の公募により調達した資金が不正に使用される事件が発覚し株式市場は下落した。その後、8月中旬にVICTOR O'NEWARDの株式が上場当日に急騰したのを契機として再び上昇相場に転じている。

#### 上海上場会社数推移

	A株	B株
1990/12	6 (6)	(0)
1991/12	2 (8)	(0)
1992/2	(8)	1 (1)
1992/3	5 (13)	(1)
1992/7	(13)	1 (2)

#### 深圳上場会社数推移

	A株	B株
1991/7	6 (6)	(0)
1992/2	1 (7)	1 (1)
1992/3	3 (10)	3 (4)
1992/4	3 (13)	1 (5)
1992/5	3 (16)	1 (6)
1992/6	2 (18)	2 (8)

\*数字は新規上場会社数、( )内数字は累計上場会社数

#### 上海取引金額推移 (億人民元)

	取引金額
1985~1990	35.0
1991	110.0
1992/1	0.2
1992/2	1.5
1992/3	3.4
1992/4	8.1
1992/5	36.0
1992/6	38.4
1992/7	54.1
1992/1~7	141.6

\*1米ドル=6.4人民元('92.7末)

#### 深圳取引金額推移 (億人民元)

	取引金額
1991	36.0
1992/1	3.9
1992/2	3.8
1992/3	15.2
1992/4	27.3
1992/5	58.3
1992/6	48.6
1992/7	61.6
1992/1~7	218.7

#### (C) 証券取引所の概要

証券取引所名	上海証券取引所	深圳証券取引所
開設日	1990.12.19	1991.7.3
取引時間	(月)~(金) 9:30~11:00 13:30~15:00	(月)~(金) 9:30~11:00 14:00~15:30
取引単位 決済日	額面1000人民元相当 約定日から3営業日後	2000株 約定日から3営業日後
(B株) 手数料* 名義書換料** 印紙税 クリアリング料	1% (最低US\$20) 0.1% (最低US\$1) 0.3% 取引毎にUS\$24	0.7% 0.3% 0.3% 0.1% (最低HK\$185) (最高HK\$625)
取引税 保管料 (A株) 手数料 名義書換料 印紙税	なし 0.1% p.a. 0.5% 0.1% 0.3%	0.05% 0.15% p.a. 0.5% なし 0.3%
主な上場基準	<ul style="list-style-type: none"> <li>・資本金5百万人民元以上</li> <li>・直近2年黒字</li> <li>・株式の25%以上が公開</li> <li>・株主数500名以上</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・資本金5百万人民元以上</li> <li>・直近3年黒字</li> <li>・株式の25%以上が公開</li> <li>・株主数800名以上</li> <li>・会社純資産1千万人民元以上</li> </ul>
会員証券会社数	29	15
上場会社数	13	18
時価総額('92.7末)	205億人民元***	469億人民元

\*手数料は会員証券会社分と認可済外国証券会社分の合計

\*\*名義書換料は額面金額に対するパーセンテージ

\*\*\*1米ドル=6.4人民元('92.7末)

#### (D) 証券会社

1988年に多数の証券会社が店頭市場での取引を行うために上海、天津、武漢、広州、深圳など中国各地に設立された。上海証券取引所では29社が、深圳証券取引所では15社が会員証券会社となっている。

外国の証券会社には証券取引所の会員権は開放されていない。しかし、中国人民銀行に認可された外国証券会社が中国外での引受、売買取次を行うことが出来る。これらの外国証券会社は外国人投資家からの注文を中国の地場証券会社につなぐことにより売買取次を行う。

上海証券取引所会員会社 (29社)

- SHANGHAI INTERNATIONAL SECURITIES CO.
- SHANGHAI SHENYIN SECURITIES CO.
- SHANGHAI HAITONG SECURITIES CO.
- SHANGHAI FINANCE SECURITIES CO.
- SHANGHAI INVESTMENT & TRUST CO.
- BANK OF CONSTRUCTION, SHANGHAI INVESTMENT & TRUST CO.
- SHANGHAI A.J. FINANCE TRUST & INVESTMENT CO.
- PEOPLE'S INSURANCE CO. OF CHINA
- AGRICULTURE BANK OF CHINA
- BANK OF CHINA, SHANGHAI TRUST & CONSULTANCY CO.
- SHANGHAI TILAN BRIDGE
- SHANGHAI HENGBING BRIDGE
- CITIC, SHANGHAI BRANCH
- SHANGHAI SHANGGONG
- SHANGHAI CHUANBEI
- SHANGHAI WENGMIAO
- SHANGHAI JIANGGPU
- SHANGHAI HUANLONG
- SHANGHAI JIANGWAN CREDIT CORPORATION
- ZHEJIANG SECURITIES CO.
- NORTH SECURITIES CO.
- THE INDUSTRIAL AND COMMERCIAL BANK OF CHINA, SHANGDONG TRUST & INVESTMENT CORP
- CHINA NEW TECHNOLOGY INNOVATION INVESTMENT AND DEVELOPMENT CORP
- CHINA AGRICULTURE DEVELOPMENT TRUST & INVESTMENT
- JIANGXI SECURITIES CO.
- CHINA AGRICULTURE INVESTMENT CORP
- HAINAK GUAYIN INTERNATIONAL TRUST CO.
- ANHUI INTERNATIONAL TRUST & INVESTMENT
- SHANGHAI TIANSHAN

深圳証券取引所会員会社 (15社)

- SHENZHEN SEZ SECURITIES
- SHENZHEN SEZ DEVELOPMENT FINANCE CO.
- THE INDUSTRIAL AND COMMERCIAL BANK OF CHINA SHENZHEN BRANCH TRUST & INVEST. CO.
- SHENZHEN INTERNATIONAL TRUST & INVESTMENT CO.
- PING AN INSURANCE CO.
- THE PEOPLE'S INSURANCE CO.
- MERCHANT BANK
- THE INDUST. & COMMERCIAL BANK OF CHINA PEARL RIVER DELTA FIN. & TRUST ALLIED CO.
- INTERNATIONAL SECURITIES
- NON-FERROUS METAL SHENZHEN TRUST & INVESTMENT CO.
- THE AGRICULTURAL BANK OF CHINA SHENZHEN TRUST & INVESTMENT CO.
- SHENZHEN COMMUNICATION BANK
- GUANGDONG INTERNATIONAL TRUST & INVESTMENT CO.
- BANK OF CHINA
- SHENZHEN DEVELOPMENT BANK

上海証券取引所の認可済外国証券会社 (11社)

BARING	JARDINE FLEMING
STANDARD CHARTERED	MERRILL LYNCH
CREDIT LYONNAIS	SUN HUNG KAI
DAIWA	SWISS BANK CORP
HOARE GOVETT	YAMAICHI
DBS SECURITIES	

深圳証券取引所の認可済外国証券会社 (17社)

BARING	SASSOON
CEF CAPITAL	SWISS BANK CORP
STANDARD CHARTERED	SMITH NEWCOURT
CREDIT LYONNAIS	SOUTH CHINA
CROSBY	SUN HUNG KAI
HOARE GOVETT	TUNG SHING
JARDINE FLEMING	WARDLEY JAMES CAPEL
PEREGRINE	W.I.CARR
MORGAN STANLEY	

#### 4. 外国人投資

外国人投資家による中国株式投資は、外国人投資家のみ購入が認められている株式（B株）を直接購入する方法と、中国株式への投資ファンドの購入を通じた投資がある。

##### (A) B株

中国人（企業）のみに保有が制限されている株式がA株と呼ばれるのに対し、外国人投資家しか保有できない株式はB株と呼ばれている。上場企業のなかにはA株・B株の両方を上場している会社とA株だけを上場しB株は発行していない会社がある。B株の株主権は、配当金を外貨で受け取る点を除いてA株の株主権と全く同じである。

上海証券取引所ではB株は米ドル建てで値が付けられ売買代金決済も米ドルで行われる。深圳証券取引所ではB株は中国人民元建てで値が付けられ売買代金決済は香港ドルで行われる。その際、中国人民元と香港ドルの公定レートを用いて香港ドル建ての決済金額は計算される。公定レートは外国為替取引センターで公示されたレートを用いている（公示レートは月・水・金曜日に出され最新の公示レートが用いられる）。決済は約定日から3営業日目に行われる。

B株の売買はコンピュータ化されたシステムで自動的に株式が譲渡され株式券面の移動を伴わない形で決済される。全ての株券は深圳証券登記公司か上海証券取引所に保管されており、公認の決済銀行との記帳処理により株式譲渡が認識される。預託証書の発行も行われている。全ての取引は証券取引所で行われなければならない、場外取引は禁止されている。株式を保有せずに株を売るとも禁止されている。また、株式購入後の決済と登録手続きの終了前の売却も禁止されている。

キャピタルゲインに対しては課税されない。配当金等のインカムについては、外商投資及外資企業収入納税規定法（THE FOREIGN INVESTMENT ENTERPRISES AND FOREIGN ENTERPRISES INCOME TAX LAW）により10%の税率で源泉課税される。しかし、外国人によるB株保有は外国から中国への投資としては新しい形のものであるため、B株の配当金課税の前例はない。現在、中国の税務当局は株式投資に関わる配当金課税の見直しを進めており、B株の投資家については低減税率または課税免除とされる可能性もある。

これまでのB株の売買状況は、深圳では上場後すぐに300~500%株価が上昇し、その後はマーケットと似たような動きを示している。上海ではSHANGHAI VACUUMが7月までは唯一のB株であったが株価の上昇は20%程度にとどまっております。深圳のB株や上海のA株と較べて株価上昇は非常に緩やかである。その理由としては、深圳は香港に近く外国人投資家は深圳の会社をよく知っていることや、深圳の株価は上海の株価より安いので投機的な買いをし易いことなどが考えられる。

##### (B) 中国株式への投資ファンド

92年2月に中国でB株が初めて上場されて以来、外国人投資家の中でB株の異常な人気が続いた。このような外国人投資家の間での中国株ブームの機を捉えて、中国株投資ファンドが相次いで売り出されている。発行総額は既に250百万米ドルを超えている。しかし、今のところファンドが購入する中国のB株は供給不足で、ファンドの大部分は現金や香港株の中国関連銘柄への投資に当てられている。今年これから上場が予定されているB株は400百万米ドル程ありB株の供給不足も次第に解消されていくものと思われる。



中国株投資ファンド名	発行時期	発行金額 US \$ MIL	上場
(既発行分)			
GT SHENZHEN AND CHINA FUND	92/4	40	香港
BARCLAYS CHINA(PRC) FUND	92/4	40	香港
MORGAN GRENFELL CHINA FUND	92/4	50	香港
JF CHINA FUND	92/5	18	香港
EMERGING CHINA FUND (CREDIT LYONNAIS)	92/5	40	香港
SHK CHINA FUND	92/6	25	香港
WARDLEY CHINA FUND	92/7	40	香港
		253	
(発行予定分)			
JUPITER TYNDALL	(予定)	10	
STANDARD CHARTERED		50	
PAINE WEBBER		60	
JAMES CAPEL		60	

## 5. 問題点と今後の課題

### (A) 株主権

上場企業の大部分は国営企業であるが、国営企業は上場されても国家は50%超の株式を保有し続け、国家は経営支配権を維持すべきだと中国政府は考えている。その裏返しとして、中国政府は国営企業の株式発行を基本的には資本調達手段としてしか見ておらず、企業の所有ベースの拡大という視点は全く持っていない。その結果、国家以外の株主は議決権などの株主権は与えられるものの、国家が過半数の株式を保有するので事実上株主権を行使することができないのと何ら違いはない。また、企業の役員も過半数の株を保有する政府機関の人間に占められたままである。この様に、上場企業の大部分を占める国営企業が株式会社化された企業においては、国家以外の株主が株主権を行使して経営に影響を与えることは事実上できないようになっている。

### (B) 投資家の未成熟

中国国内での株式の公募時には、政府が事前に抽選券を売り、当選者が株式を購入できる。抽選券の売日には何千人もの国内投資家が抽選券の購入のために並ぶが、ヤミ市場では一般労働者の2週間分程度の値段で抽選券が売られるケースもあるという。抽選券なので株式の購入ができるかどうかは抽選結果次第で全く保証の限りではない。また、暴力団員が抽選券購入のために雇われ列に並ぶこともあるという。列に割り込もうとした暴力団員に注意した投資家が殺されるという事件も発生している。

株式購入は金持ちになるための最短の道と考えている人が多く、また、株式投資には価格下落リスクが伴い元本回収が出来なくなる可能性があるのをほとんどの人は知らない。人々は、経営困難に陥った会社はいつも国により救済されるのに慣れており、国は会社を倒産させることはないと感じているのが実情である。

市場の未整備と監督当局の経験のなさが、投資家にとって不要なリスクを発生させることにもなっている。つまり、政府の規則は前触れなしに急に作られたり変えられたりすることがあるので、投資家はファンダメンタルズに注目するのではなく、監督当局の意図の推測に注力するのが普通である。例えば、上海で大口の売却が優先され小口の売却が難しい状況が存在したので、92年6月に当局は小口売り専門のカウンターを設置した。このことが、当局は売り専門のカウンターを作って株式市場を下落させようとしていると解釈され、何千人もの投資家が小口売り専門のカウンターに殺到し暴動に近い状態となったのはこの例である。

この様に中国内の投資家は株式投資にまだ慣れておらず問題も多いが、約50年ぶりに中国に登場した株式市場なので投資家の未成熟という問題は当面は仕方がないことと思われる。

### (C) 会計基準

中国企業の経営自体は必ずしも悪くはないが、実務上の多くの点、特に会計面において国際基準と異なる点が多い。金融財務分野での専門知識の不足も目立っており、会計士や法律家が表立って経済活動に積極的に関わりだしたのはごく最近のことである。

中国の会計基準はあまり統一されておらず、国营企業が合弁企業かで、所在する省、都市、地区によって、あるいは産業によって会計基準は異なっている。また、会計基準は主に課税のために作られており、社会主義体制に基づいたものである。もちろん、会社の財務諸表は中国の会計基準に従って作成され国際会計基準とは程遠いものとなっている。

国際会計基準との主な違いは以下の通りである。

- 現金会計主義を用いている（経過会計主義ではない）
- 在庫の評価替えはされず、不良在庫は在庫処分時まで原価計上される（ただし、在庫価値の減少は公表されることになっている）
- 不良債権の準備金は積み立てられず、実損発生時に損金計上されるのみ
- 決算日以降の事実は全く公表されない
- 為替差損益は実現されない限り損益計算書には反映されない（ただし、為替差損益の公表は行われる）
- 子会社については連結決算は行われず、受取配当のみ決算に反映される

しかし、中国の当局は外国人投資家を引きつけるには会計方法や会計基準を整えて国際水準に合わせる必要があると認識しており、その方向で努力を始めている。深圳では1992年5月より国際基準に近い会計基準を上場会社に対して適用している。上海も同様の新会計基準を作成中である。

既にも上場している会社も国際会計基準に従った会計をするように指導されている。上場を申請する会社は、外部の会計事務所による監査済の財務諸表を準備しなければならない。B株を発行する会社については国際的な会計事務所により監査された財務諸表も要求される。国際的な会計事務所は国際会計基準に従った形になるように財務諸表を調整することになる。

### (D) 株の供給不足

株の需給関係が大きな問題となっている。現在は大量の資金が数少ない株式を追いかけしている状況である。上場されると株価は必ず上昇し、そのことがまた多くの投資家に株価は必ず上がるという印象を与え、その結果、大量の資金がファンダメンタルズに関係なく株式を追い求めている。

外国人投資家の中国株への高い需要に応じて中国株投資ファンドも250百万米ドル発売されており、さらに発売予定のものも控えているなどB株への需要も大きい。しかし、外国人投資家の需要を満たすのにB株の発行量は不足している。例えば、92年6月に深圳に上場されたVICTOR ONWARDの株価は上場初日に6倍に上昇した。

中国の当局は株の供給不足の問題を十分に認識しており、会社の上場認可に力を入れている。7月中旬現在、今年度700百万米ドルの上場株式公募が認可されている。上場企業の増加により株の供給不足はいずれ解決されるものと思われる。

#### (E) 証券市場の監督

現在、中国人民銀行が中国の証券市場の監督機関となっている。しかし、中央銀行を証券市場の監督機関とするのは効率性の面で問題がある。そのため、中国の当局は証券市場を監督するための委員会の設置を考えている。この委員会の役割としては次のようなものが考えられている。

- ・証券市場の日常の監督
- ・上場会社の監督
- ・新規上場の申請の審査および承認
- ・証券会社の監督
- ・証券市場関連の係争の仲裁調停
- ・外国の証券会社との協力関係や交渉のための調整

国務院は証券市場の開発についての法規制定のための枠組みを作成しており監督体制の整備と監督法規の制定を急いでいる。その中で、少数株主の保護と上場会社による重要な事実の適切な開示が目指されている。また、株価形成に影響を及ぼすような情報をより適切に開示させるための厳しい規則も証券取引所により定められると思われる。

このように監督体制の整備はこれからという状況であるが、体制整備に向け動きつつあることは確かである。

#### 6. おわりに

これまで見てきたように、社会主義国家中国での株式市場の実験は始まったばかりで監督体制の不備、投資家の未成熟、会計基準の国際基準からの隔たりなどの様々な問題点が明らかになっている。これらの問題点は香港の証券関係者や会計関係者の協力を仰ぎながら解決に向けて動き始めており、まだ時間を要すると思われるものの次第に解決されていくものと思われる。ただ、株式会社の誕生、証券取引所の開設、株式市場の対外開放と短期間に急激に手続きが進められたので、これからの発展過程においては一時的に株式市場の発展を阻害するような混乱もあろう。しかし、1978年から始まった中国経済の改革開放路線の中で、非効率な国営企業を改革する手段として企業の株式会社化は進められており、株式会社制度と株式市場の発展はその中で重要な位置を占めるものである。現在中国で進みつつある「社会主義体制の下での市場経済の推進」が続くかぎり、中国の株式市場はその為の重要な役割を果たすべきものとして将来にわたって発展していくことは間違いないと思われる。