

中国株式市場の海外投資家自由化

小原 篤次

1. はじめに
2. 中国と世界の株式市場
 - (1) 海外資金調達と株式
 - (2) 中国市場の成長
3. 株式市場の海外投資家自由化の変遷
 - (1) 金融・資本自由化手順の議論
 - (2) 韓国、台湾の海外投資家自由化
 - (3) 中国の株式市場の概要
 - (4) 中国の海外投資家自由化の変遷
4. 結語

キーワード：中国、株式市場、資金調達、海外投資家、金融・資本自由化の手順

1. はじめに

中国の経済成長に伴い、中国株式市場に対する米国をはじめとする海外投資家の注目度が高まっている。1990年12月に上海証券取引所、翌年7月に、深圳証券取引所が開設され、中国の上場企業は現在、約1300社⁽¹⁾にのぼる。さら

に、中国企業が、ニューヨーク証券取引所(NYSE)に初めて上場して10年が経過した⁽²⁾。NYSE上場の中国企業は現在⁽³⁾、16社にのぼっており、5社の台湾や韓国を上回り、日本の19社に次いでアジアでは2番目に多くなっている。短期間の間に、中国企業の世界的な成長の一端を象徴的に示している。

中国にとっての株式市場の役割は、民間企業に対し間接金融に加え、直接金融⁽⁴⁾による資金調達を提供するにとどまらず、国有企業の株式会社化という重要な責務を担っている。中国は2001年12月の世界貿易機構(WTO)加盟などを契機に、株式市場の一層の自由化を進めていかなければならない。

しかし、中国の株式市場の自由化は、株式だけでなく通貨、債券、デリバティブと世界の金融・資本市場がグローバル化する枠組みのなかで対応を迫られる。中国が長年の懸案である香港返還を実現した翌日の1997年7月2日、タイ政府が通貨パーツの変動相場制移行を発表し、

(1)2003年6月末現在、1302社。中国証券監督管理委員会ホームページ(<http://www.csrc.gov.cn/CSRCSite/default.htm>)による。

(2)石油化学メーカーの上海石油化学股份有限公司がADR(American Depositary Receipts:米預託証券)を活用して、1993年7月26日に上場している。

(3)2003年8月23日現在。ADR預託銀行の最大手ニューヨーク銀行(Bank of New York)のデータベース(http://www.adrbny.com/dr_directory.jsp)による。アジアではインド8社、香港3社、フィリピン、インドネシア各2社。

(4)アジアの金融の特徴として、直接金融よりも間接金融に重きを置いているとの指摘がある。中兼和津次「中国における金融発展とその課題」、国際金融情報センター『中国の金融制度改革とその課題』2002年3月。また Asli Demirguc-Kunt and Ross Levine, "bank-based and market-based financial systems: cross-country comparisons", World Bank, Working Paper No.2143, June 1999は1960年代から1980年代にわたり150カ国(中国は含まれていない)の統計を用いて直接金融と間接金融の関係を詳細に検証している。

その後、アジア通貨危機として東アジア全域に広がっていった。アジア通貨危機はその深刻さゆえに、金融・資本取引の自由化について議論を深化させた。

中国政府は、株式市場への外資導入について、海外投資家を国内市場や中国国内の投資家から分離することで、資本流出や通貨危機の伝播を抑制しながら、資金調達の便益を享受してきた。中国政府は、上海、深圳証券取引所のB株市場、香港証券取引所のH株市場、さらには米国、ロンドンなどの海外市場に「海外投資家専用市場」を育成していくことで、海外投資家に投資の機会を与えてきた。これまでのアジア諸国における株式市場の進展を見ても、市場整備段階では、海外投資家の投資を規制し、段階的に自由化してきたが、中国のように包括的な海外投資家専用市場による外資規制策、段階的開放策は特異な制度である⁽⁵⁾。

本稿は、中国の対外資金調達や株式市場の特徴を傍観し、次に金融・資本自由化の手順(sequencing)の議論や中国に先行した韓国、台湾の株式市場の自由化にも言及する。それらを分析の視角とし、海外投資家専用市場の変遷を示していくことで、今後本格化する中国株式市場の海外投資家への開放の方向性を展望したい。

2. 中国と世界の株式市場

(1) 海外資金調達と株式

第2節では、中国株式市場の自由化の変遷を考察する前提として、東アジア諸国はじめとす

る途上国・中進国の海外資金調達状況(1998年から2002年まで)を株式、債券、ローン別に傍観していくこととする。それまでの途上国・中進国の海外資金調達は、1980年代までは、大手民間銀行によるシンジケート・ローンや債券が中心だったが、株式による調達は1980年代後半⁽⁶⁾から注目され、1990年代、ロシア、東欧、中国などの移行経済のなかで重視されるようになってきた。

近年、国有企業を中心とする大型の新規株式公開(IPO)が相次ぎ、中国の対外資金調達のなかで、株式市場の比重が膨らんだ。アジア中心に他の株式市場と比較すると、その姿は顕著である⁽⁷⁾。1998年から2002年までの5年間の途上国・中進国全体の新規資金調達金額は、2000年の2164億ドルをピークに合計8275億ドルにのぼる。その資金調達源の構成は、債券が最も大きく47.5%にあたる3929億ドル、ローンが40.2%の3326億ドル、最後に株式で12.3%にあたる1020億ドルとなっている。次に地域別では、アジア⁽⁸⁾が最大規模で2988億ドルと全体の36.0%を占め、34.3%を占める南米⁽⁹⁾の2835億ドルを上回っている。この後、欧州⁽¹⁰⁾(1518億ドル)、中東⁽¹¹⁾(617億ドル)、アフリカ⁽¹²⁾(321億ドル)の順となっている。

アジアは、通貨危機中の1998年の355億ドルから資金需要が回復し、2000年には858億ドルに増加している。2001年、2002年はそれぞれ674億ドル、547億ドルと低下したものの、2002年、ピークの2000年の半分に落ち込んだ南米⁽¹³⁾ほどの大きな落ち込みは見られない。さ

(5) タイ証券取引所に外国人専用市場があるが、一般の市場ですでに外国人持ち株上限を超えた株式が取引される。フィリピン証券取引所では外国人用にB株を発行している企業もある。

(6) 国際機関の国際金融公社(IFC)は1988年3月、ブラジル、メキシコ、インド、韓国など19カ国の株価指数を開発したと発表している。

(7) International Monetary Fund, *Global Financial Stability Reports, World Economic and Financial*

Surveys, Washington, March 2003, pp.138-143

(8) アジアには19の国・地域が含まれている。

(9) 南米には19の国・地域が含まれている。

(10) 欧州には26カ国が含まれている。

(11) 中東には12カ国が含まれている。

(12) アフリカには22カ国が含まれている。

(13) アルゼンチンのデフォルト、ブラジルの大統領選挙による政情不安が理由として挙げられている。IMF, March 2003, p.35

らに資金調達源の構成を見ると、アジアは株式の割合が25.6%を占め、株式の割合の高さが際立っている。南米は3.3%、欧州は6.0%、中東は8.5%、アフリカは6.4%のいずれも一桁台である。

アジアにおける株式の構成比の高さに大きく影響を与えているのが、中国である。中国の1998年から2002年までの451億ドルの資金調達のうち61.5%の227億ドルが株式から調達されている。台湾の41.9%、タイの30.6%、韓国の20%などと、他のアジア諸国も世界的に見れば、高い傾向を示しているが、中国の株式の比重は際立っている。1998年からの5年間で、全体の27.2%、とくに2000年が、202億ドル⁽¹⁴⁾で全体の48.5%も占めるなど突出している。これは、電話会社の中国聯通股份有限公司 (China Unicom Ltd.) 57億ドル、石油会社の中国石油天然気股份有限公司 (Petro China Co. Ltd.) 29億ドル、石油会社の中国石油化工股份有限公司 (China Petroleum & Chemical Corporation) 35億ドル、電話会社の中国移動有限公司 (China Mobile Ltd.) 69億ドルと巨大な新規株式公開 (IPO) が、米国市場で行われたことが影響している。国際通貨基金 (IMF) は、ナスダックはじめとする米国株式低迷のなかで、途上国・中進国の株式による資金調達を増加させたのは、こうした中国の大型企業と指摘し、「チャイニーズ・ジャンボIPO」⁽¹⁵⁾と評している。

表1 世界時価総額上位10市場 (2002年末)

単位：百万ドル

1	米	国	11,052,403
2	日	本	2,126,075
3	英	国	1,864,134
4	フ	ラ	ン
		ス	966,962
		(中国・香港)	926,188
5	ド	イ	ツ
			685,970
6	カ	ナ	ダ
			575,316
7	ス	イ	ス
			555,316
8	イ	タ	リ
			477,075
9	香	港	463,108
10	中	国	463,080

出所：Standard&Poor's, *Global Stock Markets Factbook 2003*, New York, 2003

(2) 中国市場の成長

さきに株式による資金調達、つまり発行市場を傍観したが、次に流通市場について中国と世界各国の株式市場をスタンダード・プアーズの統計⁽¹⁶⁾を用いて比較してみる。株式市場の規模は、発行株数に株価を乗ずる時価総額で比較されるのが通例である。2002年末の時価総額で、中国は4630億ドルで、先進国も含めた世界10位にランキングされ、アジアでは日本、香港に次いで3位となる。(表1)中国と香港市場を合計すると9261億ドルでドイツを抜いて5位に相当し、3位の英国の約半分で、4位のフランスとはわずかの差になっている。規模的には、途上国・中進国の株式市場との位置づけを越えているといっても過言ではないだろう。

1993年から時系列変化で他のアジア市場と比べると、アジア通貨危機が発生した1997年前後を境に、他の市場が縮小もしくは横ばい傾向を

(14)中国の2000年の株式資金調達額は、世界銀行は海外で214億ドル (World Bank, *Global Development Finance 2003: Striving for Stability in Development Finance*, Washington, 2003, p.217) や海外211億ドル、国内165億ドルとの統計もある。(United States-China Economic and Security Review Commission, "Report to Congress of the U.S.: The National Security Implications of the economic relationship

between the United States and China", July 2002) (http://www.uscc.gov/ch6_02.htm)

(15)International Monetary Fund, *International Capital Markets 2001*, Washington D.C., 2001, pp.74-75

(16)Standard&Poor's, *Global Stock Markets Factbook 2003*, New York, 2003

表2 中国とアジア株式市場の時価総額の GNP 比

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
中国	10.1%	18.0%	7.1%	31.4%	41.1%	29.7%	38.0%	66.8%	38.7%
韓国	61.2%	71.1%	37.9%	3.8%	4.0%	3.7%	18.4%	22.4%	166.7%
台湾	155.6%	295.1%	147.2%	172.7%	314.3%	495.5%	316.1%	317.2%	193.8%
マレーシア	239.4%	174.4%	88.0%	172.1%	153.0%	41.2%	61.4%	65.2%	23.6%
タイ	69.4%	55.5%	33.9%	24.5%	16.2%	19.4%	34.1%	19.0%	31.1%
日本	21.8%	23.3%	23.3%	26.7%	29.0%	24.1%	41.2%	56.5%	44.4%

出所：表1と同じ

示しているのに対して、中国はほぼ順調に増加している。IPOが相次いだ2000年には5809億ドルに急成長している。アジア株式市場のなかで特異な動きをしている。しかし、その巨大な規模も、経済規模（GNP）対比で見ると、相対的に小さな比率⁽¹⁷⁾にとどまっている。（表2）時価総額がピークの2000年で66.8%、2001年には韓国や台湾が100%を大幅に超えているのに対して、中国は38.7%で日本（44.4%）やタイ（31.1%）に近い水準である。但しこの時価総額は発行株式ベースで算出されているので、政府保有株式や持ち合い株式など実際に流通しない株式も含まれ、過大評価される恐れがある。たとえば、中国証券監督管理委員会は1998年で、発行株式総数ベースの時価総額の GNP 比を24.4%とし、流通株式ベースでは7.2%としている。このため海外投資家の間では、実際に流通する株式（浮動株）を投資の目安にする動きが広がっている⁽¹⁸⁾。

株式流通市場の流動性は、売買回転率で示される。流動性は株式売上の円滑さには必要不可欠だが、過度な売買回転率は短期的な投機市場の様相を示すことになる。1996年の329.0%をピークとして、2001年以降は100%を割り込んでいる。このため、2002年では、アジア市場の下位に位置している。1993年から2003年の売買回転率を平均すると、中国が164.5%、韓国が

228.8%、台湾が273.3%、タイが70.8%、マレーシアが48.4%で、中国、韓国、台湾の売買回転率は世界の市場のなかでも高位に入る。中国の売買回転率の低下は、IPOラッシュで市場規模が拡大したにもかかわらず、株価の低迷による取引量の低迷が影響している。

アジア通貨危機後の5年間で、海外の株式発行市場のなかで中国は巨大な存在に成長し、IMFのほか、アンダーライティング（株式引受）業務を営む世界の主要投資銀行からも大きな収益源として期待が集まる。時価総額では、世界の先進市場と肩を並べる存在となった。しかし、回転売買率の高さとそのぶれの激しさは、個人投資家中心の偏在した投資家層が背景にある。

3. 株式市場の海外投資家自由化政策の変遷

(1) 金融・資本自由化手順の議論

アジアやメキシコ通貨危機などが相次いだ1990年代以降、通貨危機の発生とその伝播のメカニズムについて、IMFなど国際機関、各国通貨・金融監督当局、学会などで検証が行われ、金融・資本取引自由化の手順の重要性が有力な考え方のひとつとなってきた。たとえば、IMFは評価報告書⁽¹⁹⁾で韓国に対して自由化政策を推し進めた過程の問題点として、監督体制

(17)100%は GNP と時価総額が同一規模であることを示す。

(18)拙稿「アジア通貨危機後の米国のアジア株式投資」

『東アジア研究』第35号、2002年、「国際株式ベンチマーク改定と年金基金の投資国選定基準」『国際開発研究』第12巻第1号、2003年参照。

とともに手順の視点が不十分だったことを指摘している。

金融・資本自由化に関しては1970年代以降、McKinnon⁽²⁰⁾による経済発展についての金融の役割の理論などを嚆矢として、通貨危機が相次いだ1990年代になり、危機との関係から金融・資本自由化の手順についての議論が本格化している。手順の議論は、経済自由化のなかで、財政、金融、通貨政策など国内市場の開放政策について、順に段階を追って実施されるべきとする考え方である。短期的な投機の対象となる要因として、過度な財政・金融政策や、経常赤字の蓄積、金融や資本制度の構造的な問題などが存在するため、投機資金の存在を指摘し、経済のファンダメンタルズを重視する考えがある。自由化の手順の議論も、このファンダメンタルズを重視する立場から導かれるとされる⁽²¹⁾。

金融自由化の手順では、金融自由化は、財政収支の均衡、物価の安定などマクロ経済、経済ファンダメンタルズの安定を前提として始めるべきだと考える。そのうえで、国内金融の自由化に着手する。預金・貸出金利の自由化、銀行の新規出店や新規設立の規制緩和、また外資規制などを行うことで間接金融部門を強化し、さらに直接金融部門で、株式市場や証券市場を育成していく方向につなげていく。国内金融の自由化の次の段階としては、貿易取引など実物部門の経常取引を行い、最後に対外資本取引の自由化につなげていく。このなかでも、長期資本移動の自由化を行ったうえで、最後に短期資本

の自由化が続くというプロセスが想定されている。

(2) 韓国、台湾の海外投資家自由化

それでは、株式市場の自由化において、海外投資家への開放はどういう手順で進めるべきであろうか。1980年代後半から1990年代にかけて途上国・中進国の株式市場投資が本格化するなかで、中国に先行して株式自由化を進展させてきた韓国、台湾の海外投資家の開放の変遷を見ていこう。(表3)

まず韓国の海外投資家への株式取引開放は1981年11月、投資信託を通じて始まった。韓国の投資信託会社「韓国投資家中心」が「コリア・インターナショナル・トラスト」を設定し、日本や欧州で総額1500万ドルを募集した。日本では山一証券が機関投資家向けに販売を担当した⁽²²⁾。さらに、韓国の上場企業を投資対象とするカントリー・ファンド「コリア・ファンド」が1984年8月に、ニューヨーク証券市場に上場され、海外投資家はこのファンド経由で間接的に韓国企業へ投資が可能となった。次に、1985年11月、韓国企業の海外市場での証券発行が認可された。解禁第一号として、三星電子が200万ドルの転換社債(CB)をユーロ市場で発行し、転換された株式は、海外市場で外国人投資家同士による売買を認められている⁽²³⁾。1992年1月に、海外投資家の対内株式投資を認可した。株式総数の上限10%で開始した投資制限は段階的に引き下げられた。

(19)Independent Evaluation Office, International Monetary Fund, "Evaluation Report IMF and Recent Capital Account Crises Indonesia, Korea, Brazil, Washington, D.C., 2003, pp.160-195

(20)McKinnon, Ronald I., *Money and Capital in Economic Development*, Brookings Institution, Washington D.C., 1973、____, *The Order of Economic Liberalization*, 2nd ed., Johns Hopkins University Press, Baltimore, 1993

(21)金融・資本自由化についての学説についての動向は、

副島豊「金融・通貨危機が残した課題」日本銀行金融市場局ワーキングペーパーシリーズ2000-J-1、2001年、柳坪めぐみ「資本自由化と金融危機」『国際開発フォーラム』第123号、2003年、武田美紀「金融自由化の手順と脆弱性の問題」国宗浩三編『アジア通貨危機』、アジア経済研究所、2000年を参照。

(22)『日本経済新聞』1981年11月1日

(23)『日本経済新聞』1985年11月12日、『日経金融新聞』1988年12月3日

表3 韓国、台湾の海外投資家自由化の年表

年	月	韓 国
1956		韓国証券取引所の開設
1981	3	外国証券に事務所開設認可
	11	海外投資家専用ファンドの設立認可
1984	8	コリア・ファンドのニューヨーク市場上場
1985	5	国内証券の海外進出認可
1985	6	外国証券の資本参加認可
	11	韓国企業の海外証券発行認可
1987		国内機関投資家の対外証券投資開始
1991	7	国内証券の海外現地法人認可
	10	外国証券の支店設置認可
1992	1	海外投資家の対内株式投資認可（上限10%）
1994	12	海外投資家の対内株式投資制限緩和（上限12%）
1995	7	海外投資家の対内株式投資制限緩和（上限15%）
1997	12	海外投資家の対内株式投資制限緩和（上限55%）
1998	5	海外投資家の対内株式投資制限原則撤廃
年	月	台 湾
1962	2	台湾証券取引所の開設
1983	10	台湾ファンドのニューヨーク市場上場
1988	7	居住外国人の証券投資認可
1989	5	外国証券の支店開設、外資系合弁証券の設立認可
1991	1	外国機関投資家（QFII）で対内株式投資開始（上限25億ドル）
1993		外国機関投資家（QFII）で対内株式投資緩和（上限50億ドル）
1994		外国機関投資家（QFII）で対内株式投資開始（上限100億ドル）
1996	3	外国個人投資家（GFII）の株式投資開始
1998	1	海外投資家の投資制限緩和（上限10%→30%）
1999	4	海外投資家の投資制限緩和（上限50%）
2001	1	海外投資家の投資上限撤廃

出所：日本経済新聞、河合正弘・QUICK 総合研究所アジア金融研究会『アジアの金融・資本市場』、大和総研『2001年版アジアの証券市場』を参考に筆者作成。

その後、投資制限はアジア通貨危機のなかで、IMFの要求を受け入れる形で、1997年12月に上限を55%とし、ついに翌年5月には金融機関を除いて制限が撤廃された。

韓国は海外投資家の対内株式投資に一時慎重な政策を示した。1980年代後半、経常収支の黒字化とウォン・レートの切り上げ圧力を受けるなか、対内投資より対外投資の促進により対外債務の償還を優先したためである。海外投資家の対内株式投資は当初計画では、1988年以降とされていたのが、1992年に延期されていたもの

だった⁽²⁴⁾。

台湾でも韓国同様、投資信託経由の間接投資で海外投資家による株式取引が開放された。1983年10月、「国際証券投資信託公司」が海外投資家専用「台湾ファンド」を販売し、4900万ドルの募集に成功している。この当時、上場企業数は120前後であった⁽²⁵⁾。海外市場での直接調達には1992年5月、国営企業の中国鋼鉄がADR、GDRと預託証券を発行する形式で、3億6000万株（約430億円相当）で販売された。しかし、海外で調達された外貨の台湾ドルへの転

(24) 河合正弘・QUICK 総合研究所アジア金融研究会『アジアの金融・資本市場』、日本経済新聞社、1996年、

34ページ
(25) 『日本経済新聞』1983年12月27日

換は、為替相場安定を理由として通貨当局から認められなかった⁽²⁶⁾。また、海外機関投資家の台湾株式市場への直接投資は1991年1月から認められているが、資格要件、投資制限は厳しい。海外機関投資家の資格要件は、銀行は総資産が世界500位以内、証券資産の総額が3億ドル（以下、米国ドル）以上、保険会社は営業年数3年以上で、保有証券資産5億ドル以上などとなっている。1投資家当たりの投資額は最低5億ドル、最高5000万ドルまでと枠をはめ、さらに上場企業1社当たりの発行済み株式の上限は海外投資家全体で10%、1投資家で5%と詳細に規定していた。この枠内で、キャピタルゲインによる投資回収は年1回に限定されていた⁽²⁷⁾。第一弾の認可から10年をかけて資格要件、投資制限は時間をかけて緩和されてきた⁽²⁸⁾。

韓国、台湾ともまず海外投資家専用のファンドを利用した間接投資を認め、代表的主要企業による海外株式の直接募集・販売を経て、国内株式市場への直接投資を限定的に開放するという自由化の手順を踏んでいる。海外での間接投資から国内市場への直接投資まで、約10年前後の期間がかかっている。証券取引所の開設（韓国1956年、台湾1962年）からでは、約半世紀経過している。その後、海外投資家に対する株式自由化の速度は、韓国と台湾には差が生じている。両者のアジア通貨危機の影響度合いの違いから、韓国はIMFの政策関与を受けていることが大きな要因となっている。

(3) 中国の株式市場の概要

まず中国の株式市場について、1990年代の上場制度⁽²⁹⁾、発行済み株式の種類、上場企業数の3点を中心に傍観する。中国政府は毎年の株式発行限度を政府が、厳重にコントロールして実施していた。国家計画委員会が、國務院証券管理委員会とともに市場の状況に基づいて、年度あるいは複数年度にわたる発行株式限度額、発行会社数を定め、各省、自治区、直轄市など地方政府及び中央政府の産業所管部門に示達される⁽³⁰⁾。株式会社への組織変更を希望する企業は、まず中央政府の産業所管部門から許可を得なければならない。次に、株式発行や上場を希望する場合、地方政府に対して申請する。そのうえでその企業を所管する地方政府もしくは中央政府の産業所管部門が、国家計画委員会から割り当てられた株式発行限度の範囲内で、株式発行を審査する。さらに、國務院証券管理委員会の執行機関である証券監督管理委員会に対する申請・審査・許可を経て、最終的に株式発行を希望する証券取引所に申請、審査⁽³¹⁾されるという多重な仕組みになっていた。株式発行が、こうした3重、4重もの審査制度になっている背景には、民間企業が主体の韓国や台湾とは違い、上場を希望する企業の大半⁽³²⁾が国有企業で、計画経済を取っていた中国の特別な事情がある。

このような事情は、発行済み株式の種類や構成にも影響している。通常株式は議決権や配当の有無、債務の返済の優先順位など株主の企業に対する権能で分けられるが、中国ではまず流

(26) 『日経金融新聞』1992年4月27日

(27) 日本証券経済研究所『図説アジア・オーストラリアの証券市場1994年版』、日本証券経済研究所、1993年、72ページ

(28) 大和総研『2001年版アジアの証券市場』、大和総研、2001年、102～103ページ

(29) 最近の上場審査については、虞建新「中国における株式発行審査制度について」『法政論集』193号、2002

年が詳しい。

(30) 戴相龍『中国金融読本』、中央経済社、1999年、93ページ、虞建新「中国における株式発行審査制度について」『法政論集』193号、2002年、35ページ

(31) 前掲、虞、35ページ

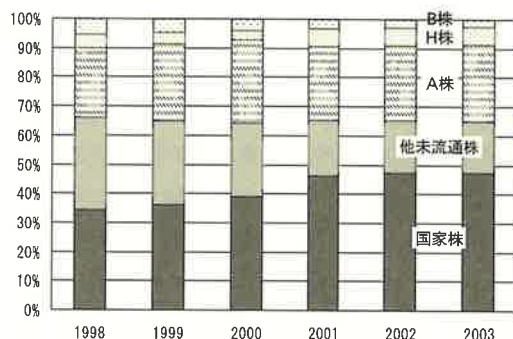
(32) 上場企業の95%前後が元国有企業とされている。王東明「中国株式市場の問題点」『証券レポート』1616号、2003年、3ページ

通性、つまり証券取引所で取引対象となるかどうか、次に株式発行企業の流通市場によって分類される。流動性の観点からは、「未流通株」と「流通株」に分類することができる。未流通株には、国家株、法人株、従業員株などがあり、流通株には、株式の発行企業の流通市場に対応して分類されている。海外投資家が原則投資できない中国本土の上海と深圳証券取引所（交易所）上場で人民元建の「A株」、海外投資家が投資できる「B株」（上海証券取引所は米国ドル建、深圳証券取引所は香港ドル建）、さらに香港、ニューヨーク、ロンドン、シンガポールなど海外に上場される「H株」である。

発行済み株式数の総数は1998年12月末の2526億株から、2001年末には5218億株と5000億株を超え、2003年6月末には6110億株に増加している。（図1）しかし、未流通株と流通株の割合は横ばい状態が続いている。1998年末で未流通株の割合は65.9%、2001年末で64.3%、2003年6月末で64.6%である。このうち政府が保有する国家株は、大型国有企業の上場の影響などから、1998年末の47.2%から2003年6月末では47.2%とその割合が高くなっている。一方、A株は1999年末の24.1%から2003年6月末の26.4%とやや割合を上げ、H株は4.7%から6.0%に上昇し、B株は5.3%から2.9%に下落している。

1990年の証券市場開設以来、上場企業数は順調に増加してきた。（表4）1993年末で183社と100社を超えて、株価も上昇するなかで、2000

図1 中国上場企業の発行済み株式の構成（1998年～2003年）



注：2003年は6月末。それ以外は年末
出所：表4と同じ

年には1071社と1000台を突破し、2003年6月末現在で1302社となっている。その内訳では、上海と深圳証券取引所のA株単独上場が、1110社で全体の85.3%を占めている。上海と深圳証券取引所の重複上場はない。次いでA株とB株重複上場が6.7%の87社である。2003年6月末で、H株単独上場は52社、A株との重複上場を加えると81社が香港や米国など海外市場で上場している。一方、1998年以降、B株単独上場は20社台で横ばい状態で、A・B株重複上場企業を含めても100社程度で増加していない。

(4) 中国の海外投資家自由化の変遷

まず、中国の株式市場の海外投資家開放の変遷を韓国、台湾の視角で捉えるうえで留意点を整理する。時代背景では、韓国、台湾の株式市

表4 中国の上場企業数の推移

単位：社

	1990	1991	1992	1993	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
A株のみ	10	14	35	140	227	242	431	727	822	955	1,023	1,085	1,110
A&H株	0	0	0	6	4	12	16	18	19	19	25	29	29
A&B株	0	0	18	34	54	58	69	80	82	86	88	87	87
B株のみ	0	0	0	3	6	11	14	26	26	28	24	24	24
H株のみ	—	—	—	—	—	—	—	25	27	33	34	46	52
合計	10	14	53	183	291	323	530	876	976	1,121	1,194	1,271	1,302

出所：中国証券監督管理委員会HP

表5 中国の海外投資家自由化の年表

1990	12	上海証券取引所開設
1991	5	上海証券取引所、売買高の公表開始
	7	深圳証券取引所開設
1992	2	上海真空電子部品有限公司、上海証券取引所に初のB株上場
1993	7	青島ビール、香港証券取引所H株に初の上場
	7	上海石油化学股份有限公司、中国初のNY証券取引所上場
1994	8	山東華能発電、NY証券取引所上場、初の直接上場
1995	11	MSCI、中国インデックス開発
1999	10	保険会社のファンド経由で証券投資認可
2001	2	上海、深圳証券取引所B株市場を国内投資家へ開放
	4	上海水仙電器、中国市場初の上場廃止
	12	中国、世界貿易機構(WTO)加盟
2002	4	株式売買手数料自由化
	12	適格外国機関投資家制度(QFII)創設、A株の外資部分開放
2003	7	スイス系のUBS、QFIIでA株初取引

出所：日経金融新聞、人民日報海外版、中国証券報等を基に筆者作成。

場の海外投資家開放は1980年代に着手され、南米とともに途上国・中進国株式投資の第1期に、そして1990年代に取り組み始めた中国は移行経済のロシア、東欧などととも第2期に位置づけることができる。そのなかで中国は、第1節で見たように規格的に突出している。韓国、台湾が証券市場の開設から20~30年という準備期間を経て、上場企業や国内投資家を育成した後に、海外投資家開放を企図したのに対して、中国は国有化から市場化へと、株式会社制度、証券市場開設、上場企業・国内投資家育成、さらに海外投資家開放をほぼ同時に取り組まなければならなかった。(表5)

中国では、証券取引所の開設前、1980年代初め、国有企業の資金調達方法が見直されるなか、企業が社債を発行し、また株式会社へ組織変更して株式を発行し始めていたとされる⁽³³⁾。1984年には、北京で初めて全民所有制会社を改造した株式会社制の「北京天橋百貨」が誕生している。その後、上海や瀋陽で株式の店頭取引に発

展していった⁽³⁴⁾。

中国政府は、1990年12月に上海証券取引所、1991年7月に深圳証券取引所を開設した。当初半年間は、個別銘柄の取引情報は株価の公表だけで売買高も投資家の混乱を理由に公表されないほど⁽³⁵⁾、試行錯誤のスタートだった。

B株、つまり海外投資家が初めて投資できる上場株式第一号は1992年1月、上海証券取引所に上場された上海真空電子部品有限公司である。さらに翌1993年7月、青島啤酒股份有限公司(青島ビール)が香港証券取引所H株、上海石油化学股份有限公司がニューヨーク証券取引所上場とそれぞれ初上場を遂げた。まだこの時点で、B株やH株を規定する全国的な規定がなかった⁽³⁶⁾。前者については、1995年12月、「株式会社の国内上場外資株に関する國務院規定」、後者については1994年7月、「株式会社の国外での株式募集および上場に関する特別規定」が、それぞれ國務院から出されている⁽³⁷⁾。このころから証券関連の諸規則が整備されていった。

(33)前掲、虞、30ページ

(34)前掲、88ページ

(35)『日経金融新聞』1991年5月28日

(36)小林和子「中国B株の行方」『証券レビュー』第42巻11号、48ページ

(37)前掲、戴、93ページ

表6 ニューヨーク市場で取引される中国企業

企 業 名	業 種	A株	香港上場	A D R発行
中国石化上海石油化工	化学	上海	1993年7月26日	1993年7月1日
吉林化学工業	化学	深圳	1995年5月23日	1995年5月1日
広深鐵路	運輸		1996年5月14日	1996年5月1日
中国東方航空	航空	上海	1997年2月5日	1997年1月30日
中国石化北京燕化石油化工	化学		1997年6月25日	1997年6月20日
中国南方航空	航空		1997年7月31日	1997年7月24日
中国移动(香港)	通信		1997年10月23日	1997年10月16日
華能國際電力	電力	上海	1998年1月21日	1994年10月5日
ヤン州煤業	エネルギー	上海	1998年4月1日	1998年3月27日
ペトロチャイナ	エネルギー		2000年4月7日	2000年3月30日
華晨中国汽車	自動車		2000年4月17日	1999年10月22日
中国聯通	通信		2000年6月22日	2000年6月16日
中国石油化工	エネルギー	上海	2000年10月19日	2000年10月18日
中国海洋石油	エネルギー		2001年2月28日	2001年2月19日
中国ロ業	鉱業		2001年12月12日	2001年12月5日
中国電信	通信		2002年11月15日	2002年11月6日

注：華能國際電力のA D R発行は、ニューヨーク上場日
出所：The Bank of New York、中国証券市場網

「中国人民共和国会社法」(会社法)は1994年7月、「中国人民共和国証券法」(証券法)は1998年12月に公布されている。

証券法の登場から、政策の振幅はあるものの、基本とする方向性としては、株式発行や上場審査、証券監督などが計画経済的要素の強い政策から市場経済化の政策へ移行を促進する政策がより明確になってきた。海外上場について、1992年10月から1998年12月まで、合計5回、海外上場企業リストが発表⁽³⁸⁾されているが、1998年12月以降は発表されていない。A D R方式でニューヨーク証券取引所に上場されている中国企業は16社にのぼり、すべて香港市場にも重複上場されている。(表6)さらに6社は上海証券取引所や深圳証券取引所のA株にも上場されている。石油開発、石油化学、通信、航空などと元国有企業の基幹企業が多く含まれている。国内上場については、株式発行総額や企業数の

割当制度は廃止されている⁽³⁹⁾。

国家株の売却も具体的な検討課題にあがった。国家株は、株主資本のうち国有資産の出資によって発生する株式權益であり、株式市場で流通したり、企業資産交換の際に売却したりすることは禁止されていた。つまり、株式上場後も、政府は国有資産を保護するとの主旨である。しかし、発行済み株式総数の半分近くを占め、市場における流通性や外資も含めた企業間の資本提携など多様な企業経営を制約する。2001年6月、國務院は国有株の一部を売却して社会保障基金に当てるとする暫定弁法を発表している⁽⁴⁰⁾。

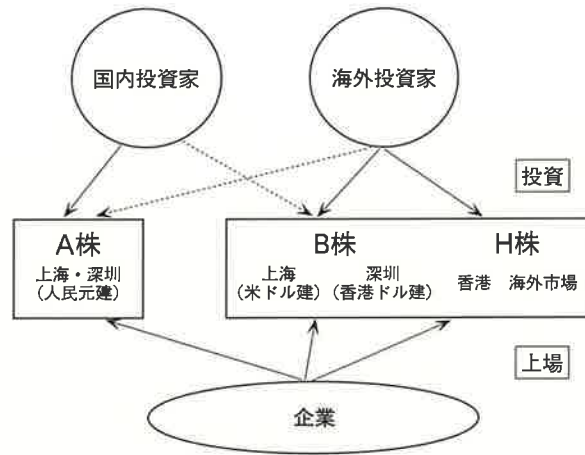
次に1990年代後半から、国内投資家育成の政策が顕在化する。中国証券監督管理委員会と中国保険監督管理委員会は1999年10月、保険会社に対して間接方式で株式投資を認可している。その方法は、B株に上場している証券投資基金(ファンド)やA株市場で新規発行の割り当て

(38)王東明「中国国有企業のニューヨーク上場」『証券経済研究』第29号、8ページ

(39)前掲、真、52ページ

(40)株式市場の混乱などから、証券監督管理委員会は2001年10月、国家株売却の執行を停止すると発表し、國務院は2002年6月、国家株の放出停止を決めている。

図2 投資家・企業と株式市場の関係



注：破線は2001年以降に自由化された投資を示す。
出所：筆者作成

を受けたファンドを売買することである⁽⁴¹⁾。後者は、国内機関投資家が間接ながら、海外投資家専用市場だったB株投資を可能とすることを意味する。2001年2月には、国内個人投資家のB株投資の規定も公布されるに至った。(図2)国内銀行の外貨建て預金保有者に限定しているが、まず国内投資家にB株へのアクセスを認めたわけである。このころ中国国内の株価は堅調で、国内個人投資家の人気が沸騰し、A・B両方の株式を発行する企業で、A株の株価がB株の価格を大きく上回る傾向が顕著になっていた⁽⁴²⁾。

最後に2002年6月、海外機関投資家のA株に対する部分開放の方針が認められた⁽⁴³⁾。適格外国機関投資家制度(QFII)で、国家外為管理局、中国证券监督管理委员会、中国人民銀行(中央銀行)が認可する国内機関投資家を通じた投資である。海外機関投資家一社当たりの投資総額を最低5000万ドル、最高8億ドルと

決めている。たとえば、日本の追加型株式投信は2096本で、このうち1ファンド当たり50億円を超えるものは533本、500億円を超えるのは90本である⁽⁴⁴⁾。これらは途上国・中進国投資だけではなく、日本株式や米国債券や米国株式など先進国の市場も含まれており、QFIIは規模的には十分な規模と見られる。しかし運用を開始した元本は、クローズドエンド型ファンドの場合は3年間、その他ファンドでは1年間経過しないと海外送金はできない。1回の送金額は元本の20%を上限とし、次の送金までにクローズドエンド型ファンドは1ヵ月以上、その他ファンドは3ヵ月以上の空白期間を置かなければならないなど、海外送金が厳しく制限されている。また、投資資金の一日当たりの出し入れが5000万ドルを超えた場合、届け出が必要など短期売買がしにくい仕組みとしている。

上海証券取引所の規則では、海外機関投資家1社の上場企業への投資制限は発行済み株式総

(41)『人民日報』1999年10月27日

(42)2001年2月時点で、同一企業で3-5倍あった価格差が、半年後の9月には約2倍に縮小している。神宮健「改革が進む中国資本市場」『知的資産創造』2001

年11月号、2001年、63ページ

(43)『日本経済新聞』2002年6月17日

(44)大和総研HP (<http://ita.dir.co.jp/top.html>) による検索。2002年9月6日

数の10%とし、Q F I I 制度全体の投資制限は同20%としている⁽⁴⁵⁾。そのため、Q F I I による特定A株に対する持ち株比率が16%を超えた場合、2%増加するとその情報をホームページで公表するとの情報開示規定、海外機関投資家側の報告義務、賞罰なども規則に含まれている。海外機関投資家に必要最低限の規定が明文化されている。

2003年7月9日、スイス大手銀行のUBSが実際にこの制度を利用して、海外投資家として初めて、A株市場で取引を行った。この資格はシティグループ、モルガン・スタンレー、ゴールドマン・サックス、野村証券、ドイツ銀行、HSBCの合計7社が保有している⁽⁴⁶⁾。たとえば、投資限度額はUBSグループが3億ドル、野村証券は5000万ドルと報道⁽⁴⁷⁾されている。

4. 結語

第2節では、途上国・中進国の海外資金調達状況は、ローン、債券に加え、株式による調達は1980年代後半から本格化し、ロシア、東欧、中国などの移行経済の過程で重視されるようになってきた。さらに、アジア通貨危機後の1998年から2002年までの海外資金調達では、世界的に見て中国の存在の大きさ、株式市場による資金調達に特徴があることを示した。

第3節では、韓国、台湾の株式市場の海外投資家開放は1980年代に着手され、南米とともに途上国・中進国株式投資の第1期に位置づけることができる。韓国、台湾は証券市場の開設から20~30年という準備期間を経て、(1) 上場企業や国内投資家を育成、(2) 海外投資家専

用のカントリー・ファンド（投資信託）による資金調達、(3) 海外投資家への部分開放、(4) 海外投資家への部分開放の進展と撤廃の段階に整理することができる。これに対して、中国は1990年12月の上海証券取引所上場から、上記(1)と(2)の段階をほぼ同時に進めてきた。中国の場合、(2)の手法として、カントリー・ファンドではなく、主に海外投資家専用のB株、H株専用市場を利用する形態で実施された。形態は異なるが、「海外投資家専用」という目的では共通し、外資開放の手順としては全国的な諸規則も整備されない状態で進められた。さらに2002年6月には、Q F I I 制度により海外投資家に資格要件や投資総額、一日当たりの投資金額に報告を求めるなど制限つきながら国内投資家専用だったA株市場への参入に踏み切った。これに先立って、国内投資家のB株投資も認めている。

最後に今後の展望について触れる。現在、発行済み株式の7割近くが市場では実際に流通されていない。上場企業には国有企業が多く、今後の上場予備軍も国有企業が多く含まれ、資金力のある海外投資家を必要としている。一方、中国政府の中で、人民元レートへの影響、資金流出への警戒は根強い。このため、台湾や韓国が進めたようにQ F I I の資格要件や投資上限を段階的に引き下げてくるだろう。その過程でA株とB株という国内で取引される株式、海外投資家と国内投資家を分けてきた制度は、初期の役割を失うだろう。つまり、海外投資家専用市場という特異な存在は、自由化までの過渡的な制度と言える。

(45) 上海証券交易所合格境外機構投資証券交易実施細則 第6条

(46) 深川証券取引所 <http://www.sse.org.cn/>

(47) 『人民網日本語版』2003年6月7日