

(月刊 国際法務戦略 連載)

## 中国ビジネス・ローの最新実務 Q & A

### 第31回

#### 中国の株式市場における問題(その1)

黒田法律事務所 黒田健二・萱野 純子

Kenji Kuroda, Sumiko Kayano / Kuroda Law Offices

中国の株式市場は1990年代初めから形成され、ほぼ10年が経過した。その間、徐々に株式市場に関する制度が整備されてきたが、特に近年、中国のWTO加盟に伴い、外商投資企業の上場及び証券市場の開放など、株式市場をめぐる政策が大きく変化し、個人投資家だけでなく、中国へ進出する企業も株式市場に関する動向に注目している。そこで、今後2回にわたり、中国の株式市場に関する法的問題を取り上げることとする。

#### 一 中国の株式市場

Q. 中国における株式市場にはどのような種類がありますか。また、外国投資家の株式取引について、何か制限があるでしょうか。

A. 中国の株式市場には、人民元により取引されるA株市場、外貨により取引されるB株市場及び香港において香港ドルにより取引されるH株市場があります。外国投資者はB株市場及びH株市場においては株式を取り引きすることができますが、A株市場においては株式を取り引きすることができません。しかし、今後、外国人投資家に対して、段階的にA株市場における取引を認める方向にあります。

##### 1. 中国における株式市場の種類

中国の株式会社が上場する株式市場は、その市場で取り扱われる株式の名称に応じて、大きくA株市場、B株市場及びH株市場に分けられている。

A株は、正式には人民元普通株券といい、「中国国内の会社が発行し、香港、マカオ、台湾の

投資者を含まない国内の機構、組織また個人が人民元により購入及び取引する普通株の株券」をいう。2002年6月末現在、A株市場への上場会社数は約1150社である。

B株は、正式には人民元特殊株券といい、「中国国内の会社が発行し、国内の取引所において上場する株券のうち、人民元を額面とし、外貨により購入及び取引する株券」をいう。2002年6月現在、B株市場への上場会社数は約110社で、A株市場の約10分の1である。A株との大きな違いは、A株の取引通貨が人民元であるのに対し、B株の取引通貨が外貨である点である。

H株は、中国国内の会社が発行し、香港株式市場において取引される外貨株券をいい、香港の英文頭文字「H」を取って名付けられたものである。2002年6月末現在、H株市場への上場会社数は64社で、A株市場の約20分の1、B株市場の約2分の1にあたる。香港株式市場で香港ドルにより取引される点がA株、B株と異なる。

## 2. 外国投資者による株式取引が可能な株式市場

外国投資者は、B株市場及びH株市場において株式の取引を行うことができるが、中国最大の株式市場であるA株市場では株式を取引することができない。その理由としては、(1)B株市場が外国投資者を対象に、株式市場を通じた外貨導入を目的として、1995年の「株式有限公司の国内上場外資株に関する国務院の規定」に基づき、新たに開設されたという歴史的経緯、(2)中国国外における人民元の流通の規制等が挙げられる。

しかし、証券監督管理委員会は中国株開放の柱として、外国機関投資家に対しA株市場における取引を解禁する方向性を示しており、今後、段階的に外国投資家に対しA株市場における取引を認めることが予想される。

また、他方では、中国国内の個人がB株市場において株式を取引できるようになったこと、外商投資企業も上場要件を具備すればA株・B株を問わず上場可能であること等から、A株市場とB株市場を区別する必要性自体がなくなっているため、両市場が統合されることも予想される。

## 二 上場会社の株式購入による中国進出

Q. 日本法人A社は、撤退を容易にし、かつ投資リスクを減少させるため、中国のA株及びB株上場企業であるT社の株式を購入し、T社の経営に参入することを考えています。

(1) T社の株式をB株市場において購入する場合、一般的にどのようなリスクが考えられるでしょうか。

(2) A社の調査によれば、T社は、もともと国有会社であったため、いわゆる国有株がT社の総株式の70%を占めています。A社は、T社の国有株を直接購入することができるでしょうか。

A. (1) 中国の上場企業には収益力及び情報公開について問題がある企業が多く、また、インサイダー取引、株価操作等の違法行為も多いという大きなリスクがあります。また、中国の上場企業の株式の約3分の2が株式市場で流通しない非流通株であるため、株式市場で株式を購入しても少数株主にとどまり、株主としての保護を十分に受ける事ができないリスクがあります。

(2) 外国の会社が上場会社の国有株を購入することは禁止されていますので、A社がT社の国有株を直接購入することはできません。

## 1. 上場会社の問題点

投資者の観点からすると、一般に、中国の上場企業は以下のような問題点を抱えている。

- (1) 会社自体の収益力が低く、投資先として魅力のある企業が少ない。
- (2) 投資判断をする上で重要な企業の情報公開が徹底していない。
- (3) インサイダー取引、株価操作等の違法行為が多い。

特に問題となるのは情報公開の不徹底であり、具体的には、①重要な情報の非開示、②虚偽情報の開示、③会計制度及び会計準則の恣意的変更などの問題点が多く見られる。

これらの背景には、多くの上場企業が国有企業改革により成立しているという構造上の問題点がある。

### (1) 収益力

計画経済においては、国家の庇護の下、国有企業はあえて収益力を上げる必要性がない。また、国有株はそもそも株式市場において流通していない株式であるため、株価の変動と大きな関係はなく、収益力を上げて、企業に対する評価を高め、株価を上昇させる必要性もあまりない。

### (2) 情報開示

国有企業改革により上場した企業が情報を開示すべき先は、監督者及び大株主である国家であり、一般の株主ではない。

#### ① 監督者としての国家

国有企業改革による上場企業に対して、国家は、董事をはじめとする高級管理職を指名・派遣する権限を有していることが多く、特に実際にこれを行行使する地方政府が、当該上場企業に対して過度に干渉し、またコントロールを行っていることがある。その結果、高級管理職は、自己の利益を保護するため、地方政府の指示に従うことになり、上場企業自体及び株主に対する誠実義務や責任の意識が低い。

また、地方政府により指名・派遣される高級管理職は必ずしも高級管理職としての能力を有し

ているわけではなく、地方政府機関との人脈によって上場企業に指名・派遣されるケースも多いため、そもそも高級管理職の法的義務を知らないこともよくある。

## ②大株主としての国家

中国の株式制企業は、国有の大型・中型企業を改造して成立したものが圧倒的多数で、企業の資産の絶対的大部分が国有資産に属するため、中国の上場会社の株式構成において、いわゆる国有株(後述)が大きな割合を占めている。

従って、国家は上場企業の過半数の株式を保有する大株主として上場企業に対し多大な影響力を及ぼすことができる。

## 2. 国有株と法人株

中国の上場会社の株式のうち、全体の約3分の2を占めているのは、株式市場に流通していないいわゆる非流通株である。非流通株には、大きく分けて国有株及び法人株がある。

国有株(政府株)とは、国家を代表して投資する政府の関連部門または機構が国有資産を会社に投資して形成された株式を指し、会社の現有資産の割合によって形成される株式を含む。また、法人株とは、企業法人または法人格を有する事業単位及び社会団体が、当該単位の法に従った経営資産を会社に対し非上場流通株部分として投資し、形成される株式をいう。

中国の公司法上は、公开发行した株式が発行予定株式総額の25%(資本金総額が4億人民元を超える場合は15%)を下回らないことが条件であるため、各上場会社において、この条件がクリアされていれば、非流通株の割合が高いことは公司法上の問題にはならない。

しかし、非流通株の割合が高い結果、株式市場において株式取引をするその他の投資者は中小株主にしかなり得ない。しかも、中国の公司法では多数決を原則としており、少数株主の保護はほとんど考慮されていないから、国家または上場会社を設立した法人が上場企業の過半数の株式を所有する大株主として上場企業に対し多大な影響力を及ぼす一方で、中国の国内・国外を問わず、株式市場において株式取引をするその他の投資者は、大きなリスクを負うことになる。

なお、上場会社の国有株または法人株を直接購入することにより、上記のようなリスクを回避することも考えられ、実際にも、かつて、直接、上場会社の国有株を購入することを試みる外国企業もあった。

しかし、上場会社の国家株及び法人株の譲渡に関する法規がまだ不完全であることから、国有資産の流出を避け、株式市場の健全な発展を保証する必要があるとして、1995年に「上場会社の国家株及び法人株を外商に譲渡することを暫定的に停止することに関する国务院弁公庁の国务院証券委員会に対する通知」により、外国企業が上場会社の国有株及び法人株を購入することは暫定的に禁止されている。

ただ、最近では、非上場の持株会社の株式を保有することで、持株会社及びその子会社が一定

の株式を有する上場会社に対し、間接的に持分を確保する例もある。

### 3. 上場企業の問題点に対する法制度の整備

上場企業の問題点については、外国投資者のみならず、中国国内の投資者からも批判が強い。そこで、中国政府は1999年7月に証券法を改正した他、独自董事制度を設け、上場する際の情報開示を厳格に規定する等、法整備をすすめている。

#### (1) 証券法の改正

1999年7月における証券法の改正点のうち、上場企業に関する主なものは、①上場基準及び審査制度の改正、②新株発行及び募集資金の用途に関する規制、③企業の投機的取引に対する制限、④上場申請における不実な情報に対する法的責任の明確化、⑤会計監査、資産評価および法律事務所の職責に関する規定、及び⑥不正な取引行為（インサイダー取引、価格操作、詐欺）に対する規制などである。1999年の証券法の改正は、東南アジアの金融危機の際に改正作業が行われているため、規制的色彩が強いものであるが、WTO加盟を機に、規制を緩和し、証券先物取引の解禁や株主への民事賠償制度の創設などを盛り込んだ改正が行われる予定である。

#### (2) 独立董事制度の導入

2001年8月、「上場会社において独立董事制度を設立することに関する指導意見」（2001年8月16日公布）が公布され、上場会社における独立董事制度が義務化された。

指導意見によると、独立董事とは、上場会社において董事以外の職務を有せず、その上場会社及び主要株主との間に独立の客観的判断が妨げられるような関係のない董事をいい、日本でいう社外取締役に対応するものである。

独立董事のうち1名は会計専門職でなければならないほか、上場会社は、2002年6月30日までの移行期間の間に、董事会の構成員のうち、最低2名、かつ3分の1が独立董事となるように定款を修正しなければならない。

#### (3) 国有株の減少

国有株の減少については、国有企業の改革と合わせて社会保障資金の不足を填補する目的で、「国有株を減少し、社会保障資金を計画的に集める管理暫定弁法」（2001年6月11日公布）が公布された。

しかし、この暫定弁法は、一度に国有株の減少を促進する効果を有するものではないことに注意が必要である。

すなわち、この暫定弁法は、証券市場以外における取引（場外取引）を認めているのではなく、

あくまでも証券市場における取引を原則としているが、多量の国有株が株式市場において売却されれば、その市場に与える影響は大きく、市場に混乱を招くため、この暫定弁法による国有株の減少割合は、融資額の10%にとどまっている。

さらに、この暫定弁法については、国有株を売却する際の価格等の問題点があったため、公布後約4ヶ月経った2001年10月22日、証券監督管理委員会がその執行を停止することを宣言し、さらに2002年6月、国務院が国有株の放出停止を決定した。従って、証券市場を利用した国有株の減少は当面期待できない。