

中国証券市場の改革とコーポレート・ガバナンス*

——株式市場の発展を中心に——

侯 惠 英

Chinese securities market has developed since the late 1970s, when China started changes from planned economy to market economy. In this paper, I consider securities market's reforms and corporate governance in China. I also examine the reform of listed state enterprises, and how efficient corporate governance regarding state enterprises is built up. Moreover, I find that the reform of the Chinese securities market needs institutional investors. As Chinese securities market is still under-developed, it is important to provide a safe and efficient environment for investors. Therefore, this paper illustrates the situation and issues facing institutional investors in the contemporary Chinese market, and proposes a method to improve this situation.

I 序

経済発展にとって、健全な証券市場を国民経済に提供することが不可欠である。中国においても、市場経済のインフラ構築と共に、投資家の金融資産の安全かつ効率的な運用や、国有企業の株式会社化やハイテク企業などの成長企業への稀少資金の効率的配分を実現させる証券市場の役割はますます重要になっている。

中国では証券市場は株式会社の誕生に伴って生まれたが、特殊な歴史の条件の下で、すなわち、計画経済から社会主義市場経済への転換の中で実現したものである。そうした背景の下で、市場原則が無視される場合が起こりかねない。この問題は投資家の利益と資源配分の効果に影響を与えるので、政府の行為を分析する必要がある。

さらに、健全な市場は移行期における経済

にとって、特別な意味を持っている。すなわち、株式市場は、市場の主役の一つとしての国有企業を改革するという役割、つまり、資金の効率的な配分を通じて、国有企業の合理化・効率化を図るという役割がある。従って、国有企業の株式会社化についての議論とも関連が深い。

また、証券市場では資金を調達する企業はたして投資家の資金を有効に利用できるか、企業の質が問われる。すなわち、企業の運営実態を探究する必要がある。従って、証券市場の健全化は上場企業のコーポレート・ガバナンスの構築には欠かせないであろう。中国の企業のコーポレート・ガバナンスの構築を通じて、株式会社は効率化、合併・統合、清算・整理などの改革を促進し、ひいては投資家にとっての安全で効率的な市場を目指すことが期待される。

健全な証券市場の達成には、機関投資家の

*この論文は、名古屋大学大学院経済学研究科博士後期課程の修了に際して、研究成果の一部をまとめたものである。(編集委員会)

役割も重大である。証券市場が投資家に安全で効率よく資産運用を行いうる場となることが期待される。この観点から、機関投資家及び資産運用管理業の発展の程度が議論されなければならない。

II 国有企業の株式会社化

1 国有企業の株式会社への改組と株式構成

中国では 1970 年代末に改革開放政策が開始されて以来、「社会主義市場経済」の体制が確立されてきた(1993 年 11 月の中共第 14 回三中全会で「社会主義市場体制確立の若干の問題に関する決定」が採択)。市場経済を進展させるための多くの方法の中で、最も重要な方法は国有企業制度を改革し、現代的な企業制度を確立することである¹⁾。この現代的な企業制度を導入した結果、中国の「公有制」は大きく変化した。すなわち、公有制の中心は、国有企業から株式会社、または個人・集団・外資企業へと転換され、国有企業も他の所有制企業からの資本参加(例えば、外資企業の出資)などの形で一部民営化されている。

株式会社化については、1989 年以後国家経済体制改革委員会が公有制を主とする株式制を少しずつ実験に移した。そして、政府は公有制を続けることを強調し、公有制を中国の社会主義市場経済の特徴の一つとした。これにより、国有企業の株式会社への転換が行われたが、公有制を消滅させないように、政府は株式構成において国家株、法人株、個人株等多種の株式形態を規定した。これらの株式の性格は厳重に区別されており、自由に流通できるのは個人株だけである。法人株は試験的・部分的に流通が可能であるが、株式発行額の 70% を占める国家株の上場と市場取引

は認められていなかった。従って、株式構成における国家株優位の問題が今後の市場改革における議論の焦点となる。

2 株式発行への政府介入の問題点

中国においては株式発行の決定が政府により行われる。言うまでもなく完全な市場経済のもとでは、株式発行の決定権は企業にある。企業は、経営成績、財政状態、企業の将来性などを良く考慮した上で株式を発行するかどうかを自ら決めるはずである。しかし、中国では計画経済の原理から、株式の発行はその年度の信用計画に組み入れられる。すなわち、國務院の承認が得られると、株式と企業債の発行は国家経済発展計画に関する国家計画委員会の総合分析を経て、各地方や各部門に当該年度の発行金額が割当てられる。このような「株式の計画発行」によって、証券市場の資源配分メカニズムは、単純な資金割当に変形されている。株式の計画発行は社会資源の配分権を政府に渡すことになり、モラル・ハザードの温床になる。

最近、「康セイ現象」と言われる高級指導者の株式スキャンダルが摘発された。すなわち、湖北省副省長、国家経済貿易委員会の副主任、元紡績総会会長など 3 人の上級指導者が、株式発行量の決定権を利用して湖北省の一つの上場会社から賄賂を受けたという事件である²⁾。中国には約 1,000 社の上場会社が存在しており、その設立時期、背景、条件など多くが康セイ株式会社に類似しているため、このような問題はほかにも存在するかもしれないと想像される。一言で言えば、このような政府の腐敗は透明性、公正性を失わせ、そして投資リスクを増大させ、証券市場の発展を阻害するものである。この点に政府の過度介入

入の問題点が指摘されている。

中国政府は最近になって、証券行政・制度に対して一連の改革を行っている³⁾。株式の審査・「核準」（基準と要件に基づいて一項目ずつ評価・評議すること）の制度を採用した。「株式発行審査と核準委員会条例」など一連の通達を公布し、審査方式の透明度を増加させようと努めており、さらなる株式発行の市場化が期待されるのである。

III 上場企業のコーポレート・ガバナンス

1 コーポレート・ガバナンスと市場改革との関連性

市場化が進行する中で、コーポレート・ガバナンスは中国の市場改革にとって不可欠である。市場改革の中で、証券市場は社会主義市場経済の発展と改革のため安全かつ効率的な資源配分の間として機能する必要がある。この目標を達成するため、証券市場はルール化及び透明化を実現しなければならない。つまり、証券行政が市場化へ転換する必要があり、従来の計画性行政管理方法を減少させ、代わって法律によって管理することが必要である。しかし、現実には証券市場に関する法律が不備であれば、（例えば、証券市場が誕生以来10年ほどを経過した1999年に初めての証券法が誕生）、市場関連者としての上場企業にはルールが存在しないに等しい。証券市場発展の歴史を振り返ると、中国の証券行政機関は常に行っていたのは上場企業の不正行為に対する対処である。世の中にどの国の証券市場にも企業の不正行為があることが否定できない。しかし、中国の場合、企業内部運営の非効率的な運営や、上場企業の制度改革が不十分という点を示している（詳しくは次の

節を参照）。コーポレート・ガバナンスとは企業利害関係者(stakeholders)間のバランスのとれた統治システムを確立していくことにあるが、この観点から中国のコーポレート・ガバナンスをみた場合、証券市場がルール化及び透明化がされないことが、上場企業の統治制度上の非効率的な運営の一因である。従って、株式会社制度の活用を通じて、株主総会、取締役会、監査役を中心とした調整機能へと統治システムを転換していくことが求められる。そうなれば、証券市場はルール化及び透明化を実現し、中国の市場改革を押し進めることが期待できるであろう。

2 上場企業のコーポレート・ガバナンスの実態

上場企業のコーポレート・ガバナンスの構築は上場会社の質を改善し、証券市場を健全化し、投資家保護を充実するための重要措置である。中国における企業の株式会社化の改革は1984年以来15年以上を経過し、資金調達、企業管理の有効な方式として、重視されている。1990年代に入って以来現在まで、中国の学界と政府当局は近代的企業制度に沿った企業コーポレート・ガバナンスの構築を改革の中心としている。

国有企業の株式会社化への転換は中国経済改革の正念場ともいえるが、その転換は決して徹底して行われたとはいえない。株主総会はただ形式上のものにすぎない。現代企業の健全なコーポレート・ガバナンスの下では、取締役会が有能な経営者を選任・監督することが期待される。ところが中国の会社は国家株が全株式の70%を占めているので、国家が最大株主になり、社長、取締役が政府から派遣されることが、自然なこととなっている。

さらに、所有と経営の分離は、株式会社の最も基本的な条件である。中国の株式会社は、そのほとんどが国有企業あるいは集団所有制企業が組織を変更し、株式会社に転換したことによって生じたものである。所有と経営の分離が十分に確立しておらず、権限の内容と範囲が曖昧である。それゆえ、中国の企業では、内部機関における相互のチェックが弱くなり、内部機関が形骸化している。また、現代企業のルールにおいては、取締役会の使命は経営者を選任し、その経営内容をモニターして経営者をチェックすることにある。しかし、中国の場合、取締役会長と社長(一部の会社では共産党書記が就任)を1人が兼任する 경우가多く、一体誰が誰を、或いはどのようにチェックするかが分からなくなっている。上場企業のコーポレート・ガバナンスが十分に機能していないのが現実である。

3 有効なコーポレート・ガバナンスの構築

政府(証券監督管理委員会)は、コーポレート・ガバナンスの構築について、一連の方針を打ち出した。例えば、「独立取締役制度」、「上場会社コーポレート・ガバナンス準則」(検討稿)等がある。2001年8月30日の「上場会社における独立取締役制度の導入について」によって、すべての上場会社は2002年6月30日までに2名以上の社外・独立した取締役を採用し、取締役会メンバーの三分の一以上に達することを要求した。その主旨は希薄化した取締役の責任、権利、義務を強化し、法律責任を強めることである。さらに、これに加えて、政府は国家株の放出問題に急いで取り込むことになった。

(1) 国家株の放出

国家株の優位性の問題、つまり国家の持株比率が過大であることについて、政府当局と学者らの間で議論が行われた。国家株の放出は1999年後半になって始まった。すなわち、1999年9月19日、財政部が国家株の放出計画を制定し、この計画によって国家株と法人株の合計比率を合わせて67.8%から51%までに減少させる第一段階と51%から30%までに減少させる第二段階を設定した。この二段階は国家株の放出が証券市場に与えるインパクトの大きさや第二段階の時期設定の問題などから見て、大変困難な問題である。今後、紆余曲折が予想される。

流通しない国家株が大部分の上場会社の中で圧倒的な持株比率を占めており、コーポレート・ガバナンスの構築には大きな障害となってきた。このような国家株の優位性を解決するには、政府は二つの選択を行う必要がある。一つは、国家株の放出を必ず行わなければならない。もう一つは、転換期にある証券市場を十分に保護する必要がある。2001年6月12日「国家株を放出して社会保障基金を調達する管理暫行弁法」によって、国家株の一部を放出する際に、その資金の10%を社会保障基金に組み入れるという方針を打ち出した。しかし、国家株の放出自体は適切であるが、社会保障基金を補填する目的で国家株を放出することは納得できないという議論があった。いずれにしても国家株の放出は、低迷する市場においてさらに株価を下落させた。上海総合指数は6月13日から19日までの一週間で2183.74から2065.72まで1997年以来最大下落を記録した。

国家株の放出は国有企業の株式会社化と証券市場の健全化にとっても意義深いことであ

る。国家株の減少は、企業の内部統治をより合理化させ、企業の財務ディスクロージャー、株主総会の開催などを通じて、今まで必ずしも公開されていなかった企業の非効率や技術革新・合理化の遅れ、赤字などを株式市場の評価に晒すことになるであろう。

また、国家株を流通させることは、株主の多様化を実現し、株主総会の役割を定着させ、企業内部機関の相互監視・チェック機能を高め、株式会社が本来の機能を果たすことに寄与するであろう。

しかし、国家株の放出については、プラス効果と同時に、そのマイナス面にも注意を払う必要がある。すなわち、証券市場の健全化にどのような影響を与えるかについて注意を払わなければならない。中国の証券市場の規模はまだ小さいので、国家株の放出は株式の供給を増加させ、株価暴落を招く恐れがある。従って、投資家の利益や市場の安全性を考慮すれば、証券市場の現状にとって適切な方法を採用すべきである。例えば、国家株を優先株に転換すること⁴⁾が適切だと思われる。国家株を優先株に転換すれば、優先株は市場の需給関係によって普通株に転換されると共に、企業のガバナンスの健全化、国有企業の株式会社化へ向けて重要な役割を果たすことが期待される。

(2) 合理的なガバナンスの構築

中国の上場会社のガバナンスの構築において重視すべきことは、誰が企業の利益にもっとも強い関心を持つかということである。理論的には、株主が最も企業の利益に関心を持つ。しかし、中国の株主は次のように分類される。第一に、国家株を持っている政府。上場企業の国家株が優位にあるので、政府から

派遣される取締役や社長はこの企業との利害関係は少なく、経営者のインセンティブメカニズムが作動しない。加えてこれらの取締役は企業の経営には必ずしも詳しいとは限らないので、有能な経営者であるとは言えない。第二に、法人株を持っている法人。法人間で株式の相互持ち合いが行われており、その結果、法人が役員を派遣しあうことになるが、実際にはお互いに相手企業の経営管理に干渉しない。派遣された取締役は当該企業に対する関心が弱い。第三に、個人株主。彼等は企業の直接の受益者とリスク負担者であり、まさに誰よりも企業に関心を持っているはずである。しかし、国家株優位の条件の下では個人株主の発言権は小さく、経営に与える影響力は殆どない。加えて個人は投機気分が濃いので、最も関心を持つのは株式の価格である。

従って、現実には中国の上場企業において企業に関心を持つのは従業員しかいない。雇用の安定、昇進の可能性、給料の上昇など彼等は最も企業に関心を持つインセンティブを持つことになる。したがって、社長、取締役の選挙や会社経営のモニターなど従業員によるチェックを中心とする企業統治の確立が重要であろう。

4 情報開示とモニタリング

企業内容の開示の目的は投資家保護を達成することである。証券投資によって得られる将来収益のほとんどは企業の損益や財政状況によって左右される。もし企業が投資判断資料となる企業情報を隠匿したり、虚偽の経営情報を発表したりすると、投資家は誤った情報を基にした証券投資を余儀なくされ、その結果として成立する株価も誤ったものとなる。従って、情報開示は証券に関する法・規

定によって上場会社の義務とされる。

中国においても、「証券法」第 63 条(99 年)によって、公募説明書や上場報告書において虚偽の記載、誤解を誘導する表現または重大な遺漏があり、そのために投資家が損失を被った場合には、発行人と公開を引き受けた証券会社は賠償責任を負わなければならないと規定した。近年の中国企業の情報開示の状況を見ると、上場株式会社等に不祥事の発生が相次いでいる⁵⁾。開示制度の規則やルールなどを無視するケースが多いと言わざるを得ない(表 1)。虚偽の開示は投資家にダメージを与え、健全な証券市場の達成にマイナスの影響を与えるものである。

情報開示に際して証券法の不備を利用し、法定の範囲で最小限の情報を開示するか、或

いは虚偽の開示をして悪化した業績を隠し、社会を騙すような企業の経営者は、投資家の意思決定のための財務情報を提供するという意識が薄いという事実と共に、上場企業の運営に関する有効なモニタリングが不足していることを示している。委託—代理問題が存在する場合、エージェントである経営者は彼自身の利益を追求し、常に株主の最善の利益になるよう行動するとは限らない⁶⁾。こうしたエージェント問題が会社の運営に支障をきたさぬよう、経営者が委託者の利益を守るように動機づけをしたり、監視したりするシステムが必要である。国有企業から株式会社への転換が進む中、所有者(株主)が企業の経営管理と実績を監督・コントロールできるような制度の導入が、中国企業システムの

表 1 1999 年度上場会社の市場違反事件の概要

| 会社名 | 違反事実 | 処罰内容と公表日付 |
|------|---|--|
| 綾光実業 | 1998 年度報告には担保と控訴事件の開示無し | 6 月 29 日上海証券取引所の批判 |
| 北海銀河 | 1998 年 6 月 29 日公開した情報が事実と合わず、情報が虚偽である | 8 月 9 日深土川証券取引所やマスコミの批判を受けた |
| 中国高科 | 1997 年中期報告で虚偽の増益情報の開示 | 6 月下旬、証監会の処罰；社長に警告と罰金 |
| 飛龍実業 | 1997 年度報告に虚偽の増益の情報開示 | 4 名の取締役と会社に警告、罰金それぞれ 3 万、50 万元 |
| 順金農業 | 1998 年に会社職員株を発行した時募集した資本金は不足 | 証監会は 7 名の取締役に警告の処分を与えた |
| 華僑投資 | 1999 年中期報告には“公開不可能”の内容があると宣言した。 | 上海証券取引所が批判した |
| 東方鍋炉 | 上場時に虚偽の文書を作る | 証監会が会社に警告処分を与えた |
| 藍田株式 | 虚偽の増益の開示株式発行申請書類に政府文書と銀行証明の偽造 | 証監会が会社、取締役会長と取締役に警告しそれぞれ罰金 100 万、10 万と 5 万元 |
| 四通高科 | 1996、1997 年度報告で、資産、損益、募集資金の運用について虚偽の情報を開示し、1998 年中期報告では虚偽の募集資本金を開示し、資産抵当の状況を隠す。 | 元取締役会長、社長が市場禁止者とされ、5 名の元取締役と監事会主席が警告され、罰金を課された。うち会社側は 100 万元とされる |

資料：王春濤等「中国株式市場の変遷と今後十年の展望」、2001 年 1 月 21 日、p. 6。

緊急課題である。

IV 機関投資家の育成とコーポレート・ガバナンス

機関投資家は金融専門家を通じて投資行為や資産運用を行う。機関投資家は個人投資家とは比較にならない情報及び知識面での優位性をもっているため、個人より正確に市場に関する分析や予測を行うことができる。従って、合理的な投資が行われ、リスクの減少、資源の効率的配分、及び証券市場の安定に大きな役割を果たすことができる。しかし、中国ではそのような役割は果たされていない。

では、中国における機関投資家の実態はどうであろうか。1999年10月現在の証券市場において投資家総数は4471万に達している。うち、機関投資家は19万⁷⁾であり、0.42%を占めているにすぎない。証券取引所市場で流通している株式については、個人投資家が大きな割合を保有している。上海取引市場の1998年末の全流通株の株価総額は379.7億元であり、うち個人の保有株価総額は357.87億元で、全体の94.25%を占め、法人投資家の保有株価総額は15.26億元で、全体の4.02%を占めている。証券会社の保有総額は6.57億元で、全体の1.73%を占めている。深圳市場の状況もほぼ同様である。機関投資家の運用資産は主として国債と金融債など安全資産から成っており、しかもその運用規模もわずかである。これはなぜであろうか、そして現実にはどのような機関投資家が存在しているか、企業のガバナンスにいかに関与しているかといった問題について考察する。

1 中国機関投資家の特徴

(1) 法人投資家の優位

「機関投資家」という証券関係の慣用語はアメリカの“institutional investor”から来ていて、一般に「証券投資を固有の業務とする法人ないし団体」と理解されている。この定義によれば、証券投資信託、保険会社（損害と生命）、年金基金などがそれに相当すると考えられる。しかし、中国の証券市場では個人投資家が中心となっていて、機関投資家は市場全体の比率では非常に低い。とりわけ活躍しているのは事業会社または主に自己売買を行っている証券会社のような「法人投資家」である。金融機関や保険会社のようないわゆる国際基準に該当する機関投資家による資産運用、特に株式や企業債などの資産運用はいまだ行われていない。以下では、法人投資家を中国の機関投資家と見なして分析を進める。

(2) 法人投資家の資金源

「機関投資家」の運用する資金は総じて「他人の資金」である。例えば、投資信託の資金源は零細貯蓄者から委託された資金であるし、保険会社の運用資産は保険契約者によって支払われた保険料である。しかし、中国の法人投資家の株式購入のための資金の大部分は法人企業の剰余資金または他のルートを通じて調達した短期性資金である。これは例えば法人投資家としての証券会社についてその資金源を分析すれば、明確になる。証券会社の資金源は主に自己資金、ユーザーの保証金及び調達資金から成り立っており、三者の構成比率は自己資金が10%、ユーザーの保証金が50%前後、調達資金が40%である。政府は金融リスクや証券会社の市場操縦を防止する

ため、証券会社の資金調達ルートを厳格に規制し、証券会社は商業銀行から中長期貸付を受けられないことになっている。その結果、その投資規模は非常に小さい。

しかし、証券会社の資金調達ルートを拡大するため、最近になって銀行からの資金調達に対する厳しい制限が緩和された。すなわち 1999 年 8 月 19 日付の人民銀行の「証券会社のインターバンク市場の参入管理規定」によって、初めて 7 社の証券会社が証監会の推薦を経て、人民銀行の許可を得た上で、インターバンク市場から資金調達（7 日以内）を行った。

(3) 法人投資家の投資行動

発達した証券市場では、機関投資家の投資行動は合理的であり、分散投資することによって、リスクの減少と収益の最大化を求める。また、証券市場が機関投資家の資産運用の場になるとすれば、証券市場における価格形成は合理的な動きをするだろうという期待がかけられる。

しかし、これまで中国の機関投資家としての法人投資家は多少の証券を保有しているが、そのほとんどが堅実な資産運用のための投資ではなく、むしろ投機的な運行動機である。結局、その投資行動は個人投資家の利益を考慮せずに自己の利益ばかり考えて投機を行っている。短期的な投資行動を繰り返すことによって、人為的に価格を変動させ、利益を追求している。

法人投資家の行為から見て、中国の証券市場はまだルール化されていない未成熟な市場であり、これには次のいくつかの原因があげられる。一つはルール化されていない市場では、法人投資家は自分の利益を追求するため、

普通の個人投資家より先に有利な情報を受けて取引を行う、いわゆるインサイダー取引が発生しやすい。第二は、現在政府の政策が変わりやすい時期にあたるので、政府の施策を先取りして投機を行う。第三は自己資金が少ないので、銀行資金や株式発行により獲得した資金などを利用して株式の売買を行う。これらの結果として証券市場の投機を増大させ、個人投資家の投資意欲と利益を損なうことになっている。

(4) 本来の機関投資家の未発達。

保険資金、社会保障資金が相当な規模に達しているが、企業年金や保険基金のような主要な機関投資家は政府の政策によって株式市場への資金運用が禁止されている。運用できるのは銀行預金及び国債だけであり、その結果、これらの基金は資金運用ルートが狭くなり、預金と国債の金利も低い水準となり、基金の収益率の低下が一層顕著となった。また、機関投資家を育成するための関連法律（投資基金法など）が全くない状態にある。

2 機関投資家の成長が遅れている原因

機関投資家の成長が遅れている原因は、①中国証券市場は当初から正式な法律がない状態で発展してきたので、政府が機関投資家の証券市場への参入を厳しく制限するなど、機関投資家が成長する土壌がなかった。②市場経済への転換の中で、金融機関や保険会社の分野の改革がまだ手探りしながら進んでいるので、機関投資家として証券市場へ参入するのはまだ先のことになると考えられる。③中国では、計画経済時期から間接金融が圧倒的に優位であるという事情がある。例えば、1998 年時点での間接金融の比重をまとめてみる

と、93.3%を占めている。また、1999年8月末時点の株式市場のデータから見ると、国内の上場企業と海外証券市場への上場企業の合計数は920社であった。株式時価総額は29,655億元であり、対GDP比は35%にすぎない(中国統計年鑑, 1999年, pp. 624, 628を参照されたい)。要するに、未発達な証券市場と未成熟な市場経済という状況の下で、機関投資家も成長できなかったのである。

3 育成を必要とする機関投資家

(1) 保険会社と銀行

保険会社の保険資金は証券投資を行って成功すれば、予定利率で定めた一定の利回りを確保できること、収益を得て契約者配当として契約者に還元し、実質保険料負担の軽減を図りうること等色々メリットがある。

1995年10月実施した「保険法」(第104条)は保険資金の運用について厳格に規定している。それは保険会社の資金運用は必ず安全性原則を守って、資産価値の増加を確保するということである。事実、保険資金の運用は銀行預金、政府債券(国債など)、金融債券に対して行い、さらに、資産運用の中で保険資金の国債への投資を増加させるという傾向が顕著に見える。しかしながら、1999年10月、国家は商業保険会社が投資資金を通じて株式市場で資産運用することを許可した。具体的なやり方はまだ明らかにされていないが、少なくとも保険資金の一部が証券市場の長期投資に運用されれば、以下の利点があるであろう。

第1に、証券市場に必要な長期資金の資金源が増加する一方、保険基金価値の増加にも有利になる。

第2に、機関投資家の育成や不合理な投資家構成の是正及び証券市場の発達に大きな意

味を持つであろう。

銀行資金に関しては、「商業銀行法」により、証券、銀行、保険の分業管理が実施されており、銀行資金の株式市場への参入が禁止され、他方では国債、金融債を保有することが許可されている。

ただし、最近になって、国営企業の改革と証券市場の発展を支持するため、管理部門が銀行資金の証券市場への流入を初めて認めた。

(2) 養老基金

中国の養老基金は社会保険の主要部分であり、都市企業従業員養老保険、農村社会養老保険から成り立っている。前者は1984年の従業員定年養老基金から始まり、後者は1991年から始まったのである。

基金の運用については、国務院による1995年「企業人員養老保険改革を推進する通知」公表後、1997年8月に全国養老体制会議が開かれ、基金の運用は運転資金以外は全部、財政部が基本養老基金を通じて、国債と銀行預金に運用するという事になった。従って、株式等リスクの高い資産には運用されていない。

基金の管理と運営に内在する問題としては、①基金の徴収において、滞納や納入すべき額より少なめに納入するなどの現象がある。②基金の流用、無断使用が多い。③年金の運用手段は80%を国債に充て、残り20%を銀行預金とすることが義務付けられている。近年、基金はインフレの影響を受けて目減りしており、実質基金額の価値の上昇はもちろん、その維持さえ保証できない現状にある。

(3) 証券投資基金 (投資信託) の導入

証券投資基金は大衆的な投資方法であり、イギリス (1860 年より)、アメリカ (1890 年より)、日本 (1951 年より) といった先進国では投資信託業が非常に発達している。例えばアメリカの場合、投資信託制度の法律はかなり整備され、特に、1940 年の「投資会社法」が成立して以後、アメリカの投資信託は貯蓄性資金を吸収し、それを安定的に資本市場へ流入させる基本的な仕組みを制度的に確立することに成功し、世界各国の投資信託のなかで、最大の資産額を達成することができた。

中国の投資信託は、証券投資基金と呼ばれ、1993 年から、試験的に始まっている。基金管理 (資産運用) は信託投資会社及び証券会社が設立した「基金部」によって行われている。「基金部」の株式の上場はその年の 8 月から始まったが、基金資産の規模は小さく、市場全体の取引の中で 2% しか占めていなかった。1995 年前半になっても投資基金の資金総量は全国株式総資本の 4% しかなく、これは株式時価総額の 2.2% にあたる。基金管理法の整備が遅れているので、基金運用はほとんど国際基準に符合しない状態で行っているということである。しかし、新しく設定された投資商品であり、専門家が資金を運用するので、個人投資家に好まれている。

基金の発展と安全性の達成を促進するため、1997 年 11 月に「証券投資基金管理臨時弁法」という全国レベルの法規が公表された。1998 年 3 月 23 日に、中国証券監督管理委員会がこの新法規に基づいて審査して許可した基金が運営を始め、証券取引所で正式に売買できるようになった。これによって、いわゆる中国の投資基金の正式な運営がスタートしたと言われている。最近の状況を考察すれば、

まず、6 件の新基金が発行され、基金はほとんど契約型であり、規模は 20 億元であった。次に、中国証券監督管理委員会は 6 社の基金管理会の設立を許可した。また、工商银行、農業銀行など五銀行の基金委託管理の資格を審査し認めた。

1998 年から現在まで継続して 10 社の基金管理会社が設立され、その資産規模は 99 年末に 520 億元になる⁸⁾。他方、証券投資資金を専門的に運用する基金管理会社はわずかであり、基金の規模が少額に (20 億元) に止まっている。

なお、2000 年に入ってから、投資基金管理について、従来の投資基金を整理し、再編と統合という新しい方式によって制度の整備をし始めた。例えば、当年の 3 月に「陝信基金」、「長安基金」、「常信基金」など 5 基金をあわせて「興科証券投資基金」⁹⁾ として再編し、新しい時代の発展に対応できる上場企業を投資対象にして、スタートした。

基金管理の方式から見ると、基金の投資方式としてはほぼ全部の基金が総合性クロズド・エンド型投資信託であり、証券取引所に上場している。投資のポートフォリオは主に株式、債券及び不動産のような実物投資である。また、証券の投資比率は極めて低く、1996 年に上場された 19 社の財務報告によれば、基金投資ポートフォリオ中で証券は 20.81% しか占めていなかった。

他方、資産管理方法のもう一つの方式、アメリカで最も多く運用されているオープン・エンド型は、現在の中国において、存在していない。

しかしながら、オープン・エンド型の基金は投資家の換金要求に常に応じる点に特徴があり、投資家にとっては流動性が高いという

メリットもあるので、政府は最近、積極的に検討しており、その導入にはそれほど時間がかからないであろう。

(4) コーポレート・ガバナンスへの関与

現存の機関投資家は現在までのところ企業経営への影響力をほとんど持っていない。基金管理会社は、国家政策上の積極的な主張がない限り、企業経営管理への介入や上場企業の経営に対するモニタリングを行うわけではない。持株比率は当該企業全株数の10%を上回らないので、上場企業に対する圧力は極めて限定的なものである。また、機関投資家の未成熟により、積極的な株主として、企業経営管理への介入や長期投資利益の追求を行うことが現実にはまだ不可能である。

従って、いま必要なことは機関投資家を積極的に育成することである。具体的には次のことが必要である。

1) 機関投資家を成長させる環境を整備すべきである。第一に、法制度の整備以外に養老基金と保険基金の株式市場への投資制限を解禁する必要がある。これにより保険基金と養老基金は全面的に証券投資を行うことが可能となる。ただし、この場合は、株式先物市場の創設が肝要であろう。なぜならこの市場は現物市場より流動性が高いし、有価証券のリスク回避の機能も持つからである。そしてこの市場を創設することによって、機関投資家はより少ないマーケット・インパクトのもとで株式指数を取引することが可能となる。第二に、投資信託方式の導入を行うべきである。オープンエンド型の養老基金等の導入を提案したい。オープンエンド型は養老基金の流動性、安全性と収益性などの要求に適應できる。また、リスクの分散という観点からみ

ても、投資信託は、リスクと収益のさまざまな組合せを可能とする。このこと自体が証券市場全体の効率性の向上を通じて経済全体に対してプラスに作用するのである。

2) 現状に照らして機関投資家の育成を政策上工夫すべきである。まず国家株を普通株化し、それを証券投資信託が保有するように仕向けるべきである。次に機関投資家の機能を働かせるよう株主の権利を強化する。これによって、上場会社の業績改善への圧力をかけることが可能になるからである。機関投資家は積極的なガバナンス活動を通じて自身の収益性を促進する一方、健全な証券市場、つまり、安全性や効率性の達成に貢献することが期待されるのである。

V 結 び

中国証券市場の歴史はまだ浅いものの、中国経済改革に伴って、著しい発展を遂げたと言える。しかし、その成果の内実には、様々な問題がある。本稿では、中国証券市場の健全化をめぐる、コーポレート・ガバナンスという視点に着目して考察してきた。

健全な証券市場は企業のガバナンスの状況に繋がっており、社会資源の効率的な配分に対して寄与するように期待もされている。そして、投資家の利益保護も今後中国証券市場の重要課題である。

グローバル化・情報化が進む21世紀初頭の今日、引き続いて市場経済・証券市場を大いに発展させる必要があることはいうまでもないことである。特に、中国はWTO(世界貿易機関)への加入に伴い、証券市場の完全開放(証券市場の国際化)も迫られている。証券市場を市場規律を軸とした市場へと改革して

いくことが必要不可欠である。特に、中国の証券市場を一層開放を必要とする競争メカニズムが必要となり、証券市場健全化の形成に圧力がかけられるからである。これにより、市場の透明度を高め、公開された市場環境の中で公平な競争を実現することが可能となろう。しかし、今の状態から見て、証券市場の完全開放の時点まで、中国の証券市場はもっと厳しい挑戦や困難等に直面しなければならない。中国証券市場は規模が小さいため、加速して発展させないと、巨大な国際金融資本のインパクトに対抗することは困難であろう。これは国際金融市場リスクの防止の観点から無視できない課題である。

注

- 1) 望ましい現代企業の特徴としては、①国家の国有資産所有権と企業の法人財産権の明確化、②出資者の所有者権益と責任および企業の損益自己負担の明確化、③行政府の企業経営への不介入、④科学的な管理制度である。現代企業制度を確立する方法は、「公司制」の実行とされている。つまり大型と中型の国有企業を「独資公司」、「有限責任公司」、「株式有限公司」などに再編成させることである。
- 2) 「人民日報」(海外版：中国上場会社週刊)2000年12月23日。
- 3) 「人民日報」(海外版：中国上場会社週刊)2000年5月20日。
- 4) 川合一郎・一泉知永の「証券市場論」, p. 22を参照されたい。
- 5) 渤海企業集団等数社が国家会計制度に違反した。また、1997年紅光株式会社は上場の資格を取得するため、1996年の赤字の5377.8万元を隠し

て、利潤1億元という虚偽の財務報告を投資家に提供した。また、詳しくは、侯惠英「中国証券市場の発展と問題点」(2000年6月・p. 31)を参照されたい。

- 6) 詳しくは、赤石雅弘・小嶋博・濱村章共編『コーポレートガバナンス論の最前線』p. 14を参照されたい。
- 7) 「人民日報」(海外版：中国上場会社週刊)2000年1月29日。
- 8) 「人民日報」(海外版：中国上場会社週刊)2000年1月1日。
- 9) 『中国経済』2000年5月, p. 138。

参考文献

日本語文献

- 伊丹敬之(2000)『日本型コーポレート・ガバナンス』中央経済新聞社, 221-230頁。
- 王東明(2000)「中国上場企業の株式所有構造とコーポレート・ガバナンスの実態」『証券経済研究』第23号, 1-39頁。
- 河本一郎・大武泰南(編)(1998)『証券取引法』日本経済新聞社, 51-65頁。
- 川合一郎・一泉知永(編)(1972)『証券市場論』有斐閣双書, 19-22頁。
- 久保幸年(2000)『マーケットサイド・ディスクロージャー』中央経済社, 26-32頁。
- 侯惠英(2000)「中国証券市場の発展と問題点」『経済科学』第48巻1号, 15-31頁。
- 資本市場研究会(編)(1996)相沢幸悦「中国の資本市場の現状及び改革の動向」『国際資本市場の新たな動向』財形詳報社, 51-53頁。
- 丸淳子(2001)「証券市場の構造改革と資産運用管理産業」『証券経済研究』第32号, 1-18頁。
- 樊勇明・岡正夫(編)(1998)『中国の金融改革』東洋経済新報社, 95-103頁。

(大連大学工商管理学院)