

日系企業における所有形態の多様化* ——日系株式会社の増加の可能性を考えて——

常 紅

1. はじめに
2. 日系企業の規模の変化
3. 中国の株式市場
4. 中国株式市場における日系企業の上場
5. 結びにかえて

キーワード：日系企業、日系株式会社、中国株式市場、外資系企業の上場

1. はじめに

中国における日系企業のほとんどが、有限責任会社の所有形態を採っている⁽¹⁾。株式会社としての設立、あるいは有限責任会社から株式会社への転換が法律上可能である⁽²⁾中で、株式会社の形態を採る日系企業が極めて少ない理由の1つとして、現段階においては、中小規模の日系企業が多いことが挙げられる。中国で株式会社として登録する場合、登録資本の最低額が3,000万元（約4億5,000万円）と決められており、その規模に達している日系企業はまだ少ない。2つ目の理由として、中国の株式市場はまだ発展途上にあり、日系企業にとって、魅力のある資金調達の間となるまでは、さらなる改善が必要であることが挙げられる。さらに、3つ目の理由として、外資系企業の中国株式市場での上場が極めて困難であり、株式市場を通じての資金調達が望みにくいことから、日系企業において、株式会社の形態を採る動機が欠けていることが挙げられる。

この事実を背景に、筆者は今まで、有限責任会社の所有形態を採る日系企業を中心に、その優れたコーポレート・ガバナンスの解明を進めてきた。しかし、日系企業のコーポレート・ガバナンスは、企業の所有形態によって相違することはいうまでもない。そこで、今後、日系企業の所有形態はどのように変化し得るのか、つまり、株式会社の所有形態を採用する日系企業の増加の可能性はあるのかという問題の解明が必要となってくる。

本論文では、上記の問題について考察する。まずは、日系企業の規模の変化について議論する。

次いで、中国株式市場の現状を分析し、その将来像を展望する。さらに、近年における外資系企業の中国株式市場への上場に関連する動向を整理した上で、今後の日系企業における所有形態が多様化する可能性について検討し、日系企業のコーポレート・ガバナンスを研究する上での新たな課題を提起したい。

2. 日系企業の規模の変化

日本企業の対中国直接投資は、中国の経済改革・対外開放後に、とりわけ1990年代に入ってから、著しい成長を遂げた。

表1と図1は1990年以降、日本企業における対中国直接投資1件あたりの金額の推移を示したものである。これらの図表に示されているように、日本企業における対中国直接投資の規模が拡大してきていることが明らかである。

発展途上にある経済社会において、一般に企業の規模が徐々に拡大していくのは、むしろ当然のことであるが、中国における日系企業の規模の拡大にはもう1つの理由があると考えられる。それは、1995年に「外商投資産業指導目録」⁽³⁾(以下、「指導目録」)が公布されたことである。

その後の1997年と2002年において、2回にわたって改正された「指導目録」では、外国企業の投資内容を奨励項目、許可項目、制限項目および禁止項目の4種類に分類し、それぞれの項目に属する具体的な投資内容を規定している。奨励項目には、荒れ地の開発事業、ローカル鉄道、都市地下鉄、自動車道、民用空港、火力発電所、水力発電所、原子力発電所、エチレン工場、送油パイプライン、ガス供給パイプラインの建設および経営、民用飛行機、航空エンジン、民用衛星の製造、マイクロエレクトロニクス、バイオテクノロジー関連事業などといった技術レベルの高い大型の項目が多い。

それまでは、安価な労働力の活用を最も重要なメリットとして捉え、投資リスクから生じる撤退の可能性も大きく視野に入れ、中国への直接投資に踏み切った日本企業が多かったため、日系企業の規模が自ずと小規模なものになっていた。一方、中国各地の管理部門も、国家建設に悪影響を与えない限り、すべての直接投資を無条件に歓迎し、認可していたことから、日本企業は、自ら投資規模を決定することができた。

しかし、このような手法では、外資の導入による事業内容が重複し、技術レベルの上昇も期待しにくいことから、中国政府が「指導目録」を公布し、外国による直接投資の内容を選別するようになった。当然ながら、中国における産業構造の改善を目的とする「指導目録」が、外国による直接投資に影響を及ぼすとして、議論を呼んでいる⁽⁴⁾。

日本の財務省および中国の国家統計局が公表している統計資料の分類によるだけで、「指導目録」が定める奨励項目、許可項目、制限項目のそれぞれに属する日本企業の対中国直接投資の件数を確

表1 日本の対中国直接投資1件あたりの金額

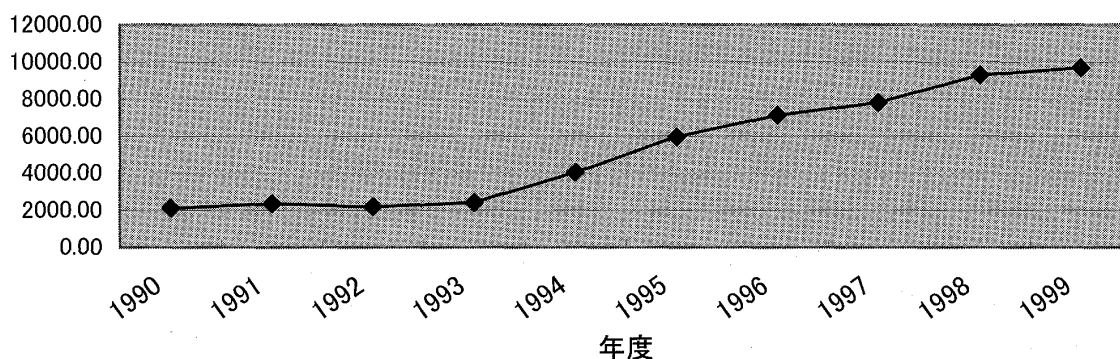
(単位：件、千ドル)

年 度	件 数	金 額	金額／件
1990	165	349,001	2,115.16
1991	246	579,197	2,354.46
1992	490	1,069,595	2,182.85
1993	700	1,691,497	2,416.42
1994	636	2,565,128	4,033.22
1995	770	4,592,122	5,963.79
1996	365	2,599,292	7,121.35
1997	258	2,015,092	7,810.43
1998	112	1,041,242	9,296.80
1999	76	735,247	9,674.30
合 計	3,818	17,237,413	4,514.78

注：1994年までの金額は『財政金融統計月報』の金額のまま、1995年以降の金額は、『財政金融統計月報』の百万円単位を年平均為替レート（1995年、94.06円；1996年、108.78円；1997年、120.99円；1998年、130.91円；1999年、113.91円）で千ドル単位に換算した金額を用いた。

出所：大蔵省『財政金融統計月報』1995年12月524号34-35ページ、60-61ページ；2000年12月584号32-33ページ、58-59ページより筆者作成。

金額(千ドル)



出所：表1より筆者作成。

図1 日本の対中国直接投資1件あたりの金額の推移

認することはできないが、近年における日系企業の規模の拡大が「指導目録」の施行に関係している可能性は、十分にあると考えられる。今後も、「指導目録」の存在は、日系企業が大型化する一要因として、影響を与えつづけていくであろう。現在のような有限責任会社が日系企業のほとんどを占める状況に、やがて変化が起き、株式会社の形態を採る比較的規模の大きい日系企業も出現し、日系企業における所有形態の多様化が進むものと予測される。

3. 中国の株式市場

3-1 株式市場の現状

中国における証券取引所は1990年12月、上海で初めて開設されたのに続き、1991年7月、深センにおいても開設された。現在、中国においては、国内投資家向けのA株と、主に外国人投資家向けのB株の二種類が取引されている。表2および表3は、中国の株式市場の概要を示したものである。

上海と深センの両証券取引所が開設されてわずか10年目の2000年には、株式時価総額が両市場を合わせると、日本市場と香港市場に次ぐアジア第3位の水準に達した（表4を参照）。株式時価総額/GDPの数字においては、米国、日本、そして、ASEAN4が軒並み1999年の水準より低下したのに対して、中国は、GDPが前年度比8%増だったにもかかわらず、20ポイントも上昇して

表2 中国における証券取引所の設立と取引高

	上海証券取引所	深セン証券取引所
開設年月	1990年12月	1991年7月
年間取引高	2兆2,709億元	1兆5,596億元

注：年間取引高の数値は2001年のものである。

出所：経済産業省の資料より筆者作成。

表3 中国におけるA株とB株の相違点

	対 象	決 済 通 貨
A 株	国内投資家向け	人民元のみ
B 株	主に外国人投資家向け	米ドル（上海）、香港ドル（深セン）

表4 世界の株式時価総額および国内市場企業数の比較

	株式時価総額（億ドル）		株式時価総額/GDP（%）		国内上場企業数	
	1999年末	2000年末	1999年末	2000年末	1999年末	2000年末
米 国	166,351	166,351	178.9	169.1	7,651	7,651
日 本	45,469	45,469	104.6	93.9	2,470	2,470
ASEAN4	3,160	2,248	75.9	51.1	1,652	1,696
香 港	不 明	6,091	不 明	375.1	不 明	695
中 国	3,370	5,810	33.4	53.8	950	1,086

出所：経済産業省の各種資料より筆者作成。

資料：世界銀行「WDI」による。

表5 中国の株式市場の現状

	上場企業数	株式時価総額 (億ドル)	一日あたり平均取引高(百万ドル)	
	2001年10月	2001年8月	2000年1~9月	2001年1~9月
上海 A株	586	3,519	1,449	1,089
B株	54	70	21	180
深セン A株	501	2,141	1,396	760
B株	59	76	13	141
香港	732	4,882	1,734	1,077

出所：萩原陽子（2001b）、11 ページ。

資料：Bloomberg による。

いる。さらに、2001年には、上海と深セン両市場の株式時価総額の合計が香港市場のそれを上回り（表5を参照）、日本に次ぐアジア第2位の市場となった⁽⁵⁾。

中国の株式市場の規模が本格的に拡大したのは、1999年半ば以降のことである。これは、政府が本格的に株式市場活性化のために、政策の策定に乗り出したことが投資家の市場への期待を高めたためと考えられる。1999年半ば以降における中国株式を巡る主な動向は表6に示される通りである。

証券取引に関する基本法である『証券法』が、草案の提出から5年間の審議期間を経た1999年7月によりやく施行された。これによって、証券取引に関する法整備は、一歩前進した。同法は、株式の発行・売買、証券会社や証券取引所の管理について規定しているほか、インサイダー取引、株価の操作を禁止しており、これらの不法行為に対する罰則も設けている。

また、政府は、国有企業や保険会社の株式投資を条件付けながら解禁し、証券会社における株式担保付き融資にも許可を出した。それらと並行して、政府は、B株の印紙税率や両証券取引所の手数料を引下げ、個人預金の利子に対しても、20%課税するなどして、株式市場の活性化につながる措置を相次いで導入していった。

さらに、B株に対しても本格的なてこ入れ策が講じられた。B株は、A株と同等な権利と義務を有しているにもかかわらず、外国投資家から敬遠され、その株価がA株よりも大幅に低く、市況の低迷がつづいた。それを受けて、中国政府は、2001年2月に、外国投資家向けのB株の取引を外貨保有する国内投資家にも開放し、その結果、短期間にB株の水準は倍以上に上昇した。このことは、750億ドルにも達する個人外貨預金の国外流出を回避し、B株市場の活性化に貢献しているといわれている。

このようにさまざまな政策が打ち出され、実行に移された結果、中国の株式市場は、特に1999年半ば以降から、著しい発展を遂げた。その反面、中国の株式市場には、依然として多くの問題点が残されている。以下、その主なものを挙げてみる。

まず、法律の整備が依然として不完全である。中国において、株式市場自体が目新しいことであり、政府としても、証券監督管理委員会としても、法律・法規、政策の整備を急いでいるものの、

表6 中国株式市場における主な動向（1999.6～2002.6）

年	月	動 向
1999	6	B株の印紙税率を引下げ
	7	『証券法』を施行
	9	国有企業と上場企業の株式売買を条件付きで解禁
	10	証券会社に対する株式担保付き融資を解禁、生損保の証券投資ファンド購入を解禁
	11	個人預金の利子課税を導入（利子所得の20%）
	12	生損保の証券投資ファンド購入上限額を総資産の5%と決定
2000	2	株式保有者に対する新株優先割当制を開始
	5	株式の公募による増資を認可
	12	上海証券取引所手数料を引下げ
2001	1	生損保の証券投資限度比率引上げ
	2	外貨預金を保有する国内投資家のB株への投資を解禁 『上場企業新株発行管理弁法』公布・施行
	4	初の上場廃止
	6	すべての国内投資家のB株への投資を解禁 上海・深セン両証券取引所が株式上場規則を改正 証券監督管理委員会は投資信託運用を規範化する具体的規定を導入 「国家株放出による社会保障資金調達に関する暫定規則」を公布
	7	「外商投資株式会社の関係問題に関する通知」を公布、よって、外資系企業のA株市場への上場が可能に
	8	優良企業である銀広夏株式会社の財務報告捏造が発覚、株式市場が一時混乱に
	9	米国ナスダックに上場している中国のインターネット関連企業ネットイーズが、その財務報告に売上高の過大申告など虚偽の内容が含まれていたため、取引停止
	10	2001年6月に導入された国家株放出措置を一時停止
	11	深セン証券取引所手数料を引下げ
	12	国家株放出措置を再開
2002	3	上海と深センの証券取引所が「上場企業の臨時報告書の手引き」を公表
	6	ファンド業に関連する法律・法規を整備する方針が明らかに
	7	国家株放出措置を半永久的停止

出所：各種報道サイトおよび萩原陽子（2001b）、12ページより筆者作成。

市場の成長に追いつけていないのが現状である。

また、市場経済が依然として未成熟である。現在の中国の株式市場は、経済動向よりも政府当局の政策に影響を受けやすく、国際的な結び付きも希薄である。

その他、流動性リスクが大きい。中国の株式市場の規模が依然として小さいため、銘柄ごとの取引量に格差があり、銘柄によってはその日に値段がつかないこともある。また、日本の証券取引と異なるルールがある⁽⁶⁾上、そのルールが予告なしに変更されることもある。

上述した問題点は、中国株式市場の発展の足枷となっている。中国の株式市場規模を株式時価総額でみた場合、2000年末において、日本市場の12.8%、米国市場のわずか3.5%にすぎない。中国

の株式市場は、まだ発展途上にあるといえる。逆にいえば、株式市場を取り巻く環境が改善され、ルールの確立が進めば、中国の株式市場が今後さらなる飛躍を目指せるといえよう。以下、中国の株式市場の将来について、展望してみる。

3-2 株式市場の展望

WTO加盟により中国の市場経済化は大きく進展すると予想される。その典型的な事例として、株式を含む証券市場の改革が挙げられると日本の経済産業省は注目している⁽⁷⁾。

前述した通り、中国の株式市場は、株式時価総額にして日本に次ぐアジア第2の市場に成長している。とはいうものの、株式時価総額/GDPの数値をとってみると、米国の169.1%、日本の93.9%（いずれも2000年末現在）に比べ、53.8%と低い水準にある（表4を参照）。言い換えれば、中国の株式市場の規模は国の経済規模と比べて、まだ小さい。

また、外国人投資家が参加できるB株市場の時価総額は、2001年2月にB株の取引が外貨保有する国内投資家に開放されたにも関わらず、中国の株式市場全体の2.6%にすぎない（2001年8月の数値、表5を参照）。

中国株式市場を活性化させ、規模を拡大させていくために、前述したいくつかの問題点を解決していくことが不可欠である。

まずは、法律の整備である。株式の取引で、最も重要とされる上場企業の情報開示については、以下のような内容が『証券法』によって定められている。

中間報告書の提出および公告については、このように規定されている。「株式もしくは社債を上場取引する企業は、各会計年度の上半期の終了日から起算して2ヵ月以内に中国証券監督管理委員会および証券取引所に次に掲げる内容を記載した中間報告書を提出するとともに」、「①企業の財務会計報告書および経営状況、②企業に関わる重大な訴訟事項、③発行済み株式および社債の変動状況、④株主総会に提出した重大な審議事項、⑤中国証券監督管理委員会が定めるその他の事項」を「公告しなければならない」⁽⁸⁾。

また、年次報告書の提出および公告に関しては、以下の規定が設けられている。「株式もしくは社債を上場取引する企業は、各会計年度の終了日から起算して4ヵ月以内に中国証券監督管理委員会および証券取引所に次に掲げる内容を記載した年次報告書を提出するとともに」、「①企業の概況、②企業の財務会計報告書および経営状況、③取締役、監査役、経営者および高級管理職の略歴並びに株式の保有状況、④発行済み株式および社債の状況、株式保有数上位10名の株主の名簿並びにその持株数、⑤中国証券監督管理委員会が定めるその他の事項」を「公告しなければならない」⁽⁹⁾。

その他、臨時報告書の提出および公告についても、「上場企業の株式の取引価格に重大な影響を与える恐れがあり、かつ、投資者にいまだ知られていない重大な事件が発生したとき、上場企業は直ちに当該重大な事件の状況を中国証券監督管理委員会および証券取引所に臨時報告書として提出

するとともに、それを公告し、事件の実情を説明しなければならない」と定めている⁽¹⁰⁾。

以上の情報開示は、『証券法』第59条により、「真実で、正確かつ完全でなければならず、虚偽の記載、誤解を招くような陳述または重大な遺漏があってはならない」と要求されている。そして、「中国証券監督管理委員会は、上場企業の年次報告書、中間報告書、臨時報告書内容およびその公告の状況、または上場企業の分割および新株の発行の状況を監督する」とされている⁽¹¹⁾。さらに、これらの報告書を、上場企業が「国家の関係機関が定める新聞または専門の公報に掲載するとともに、企業および証券取引所に備えて置き、公衆の閲覧に供さなければならない」ことも規定されている⁽¹²⁾。

こうした情報開示を重視する動きが、中国のWTO加盟を契機に、さらに顕著になってきている。中国証券監督管理委員会は、証券市場の管理を強化するにあたって、特に情報開示の推進に重点を置いている。その表れとして、中国証券監督管理委員会は、IPO⁽¹³⁾又は増資を目標とする企業に対して、5大監査法人による追加監査の実施およびその監査結果の開示を義務づけた。また、資産構成の変更など不正の操作に利用されることの多い事項においても、以前より厳格に監査され、その結果が開示されることになった。

さらに、2002年3月に、上海と深センの証券取引所が、情報開示の規範を定めた「上場企業の臨時報告書の手引き」を公表した。この手引きでは、上場企業が臨時報告書で資産の売買、債務、関連取引、対外保証、訴訟や仲裁、対外投資など14項目にわたり適時性のある情報開示を行う必要があるとしている⁽¹⁴⁾。この手引きの公表により、上場企業の情報開示の内容が充実し、証券取引所の管理機能の強化も見込まれる。

このように、中国における上場企業の情報開示制度は、政府をはじめ、証券監督管理委員会や証券取引所の指導の下で、完備されつつある。現在のところ、各年度の定期報告以外に信用できる情報が少なく、情報開示に対する意識が企業に浸透するまで、まだかなりの時間を要するものとみられる。しかし、情報開示制度が確立されていくに連れて、投資家の権益の保護、株式市場の秩序の維持などがより期待できる。

その他、中国では、株主代表訴訟制度の導入を図っており、企業に対する責任追及ルールを明確化することで、欧米並みの投資環境をつくるなどといった市場経済化に向けた法律の整備が進められている⁽¹⁵⁾。これも結果的に、投資家の保護につながっていく。

次に、中国株式市場における国際的な結び付きが希薄という点を改善するために、中国政府は、2001年2月に、外国人投資家に限定していたB株の取引を国内投資家にもできるようにしたのにつづき、国内投資家に限定しているA株の取引も、今後段階的に外国人投資家に開放することを予定している。

現在、A株市場における株主の構成が極端に偏っており、その実に90%以上が国内の個人投資家であると言われている⁽¹⁶⁾。これらの個人投資家が、利ざやを狙って短期間のうち株式の売買を繰

り返すため、相場の変動が極めて激しい。ここで、長期的な視野で資金を投入する機関投資家を呼び込むことによって、相場の安定が図れる。また、国有企業の株式会社化を進め、株式市場を通じて外国の資金を呼び込むことによって、国有企業の経営不振を一掃するメリットもある。したがって、A株市場の外国人投資家への開放に時間はかかると思われるものの、今後確実にこなわれていくであろう⁽¹⁷⁾。

中国証券監督管理委員会の周小川主席は、2002年6月16日に、ファンド業の発展は、新興市場である中国の資本市場の成熟を加速させるカギであり、「ファンド業の適度な対外開放は資本市場全体の発展を促進する」と強調した上で、同委員会が関連する法律、法規を整備して、政策上でもファンド業の環境を整えて行く方針を明らかにしている⁽¹⁸⁾。

その他に、中国政府は、上海株式市場に既存市場を統合し、深セン市場を中国版ナスダックともいえる第二部市場にする方針も打ち出している。第二部市場では、一部市場に比べて、上場基準を緩和し、申請企業の将来性も考慮して上場の可否を決定し、米国のようにハイテク関連のベンチャー企業のみではなく、大部分を占める中小企業も受け入れて育成しようとする構想されている。それが実際に実現されれば、中国の株式市場の魅力が増し、機関投資家を含むより多くの外国人投資家の投資を引き付けられることになるとと思われる。

上述した一連の政策の改善および法律の整備によって、国内の個人投資家を中心とする現在の不安定な株式市場に、中国国内および外国の機関投資家が参入してくることによって、市場安定化の進行が期待される。

中国の株式市場は、本来、国有企業改革の一環として、1990年に、40年ぶりに再開されたが、現在では、中国政府が唱えている市場経済への転換を促進するために、ますますその重要性を高めており、株式市場を取り巻く環境が、上述したような株式市場に関する法律の整備および政策の改善によって、整備されていくものと思われる。その結果、今後の中国の株式市場は、より健全化、かつ活性化し、日系企業にとって、資金調達に活用できる場に成長していくことが期待される。

4. 中国株式市場における日系企業の上場

株式市場の活性化を図るために、中国政府によるさまざまな試みがなされている。上述した内容の他に、今後の日系企業に大きな影響を与えるであろうと思われるのは、外資系企業の上場する可能性が大きくなることである。

今まで、外資系企業のB株市場への上場は許可されていたが、A株市場への上場は不可能であった。B株市場への上場でも、外資系企業における上場割当数に限りがあるため、極めて困難であった。その結果、現在において、中国の1,000社以上ある上場企業のうち、外資企業は70社弱しか存在しない⁽¹⁹⁾。

しかし、外資系企業の A 株市場への上場は、次の 4 つの変革を引き起こすものと認識されている。

第 1 に、国有企業をメインとする中国企業による中国株式市場の独占の枠組が打ち破られることである。

第 2 に、A 株と B 株の価格の差を縮小させ、両株式が最終的に一体化することである。現在、中国の A 株市場に上場している企業が中国企業であり、その上、2001 年 2 月まで、国内の投資家が A 株の取引にしか参加できなかったことから、現在の中国の株式市場は、A 株の価格が B 株のそれよりはるかに高いという局面に陥っている。外資系企業が A 株市場で上場することは、国内投資家のための新しい投資ルートを開き、さらに、外資系企業が同時に B 株市場での上場も果たせば、外国人投資家の投資する自信を増強でき、A 株市場と B 株市場との合併のために、条件を作り出すことに役立つ。

第 3 に、中国の金融機関の発展に貢献することである。外資系企業が中国 A 株市場で上場するにあたって、条件に適った銀行を選んで引き受け側にすることは重要なことである。銀行や証券会社がそのために、自身の業務水準の向上に努めることになる。

第 4 に、中国における上場企業の情報開示の透明度を高めることである。これは結果的に、投資家の権益保護につながっていく。

これらの変革の下に、多くの証券専門家および業界の代表は、外資系企業の中国での上場が中国証券市場の国際化の推進に役立つとみている。中国経済体制改革研究会会長の高尚全氏も、「外資系企業の中国での上場を許可することは、疑いもなく中国の証券市場が発展するのに、必然的な要求でもあれば、必然的な結果でもあり、同時に中国の証券市場が成熟に向かう標識の 1 つである」と指摘している⁽²⁰⁾。

そこで、2001 年 7 月 12 日に、対外貿易経済合作部より、「外商投資株式会社の関係問題に関する通知」が発表され、外資企業の A 株市場への上場も許可された⁽²¹⁾。

それから 1 年近く経って、台湾資本の中国南京金桐石化会社が、合資企業として、初めて上海 A 株市場に上場する予定であることが報道された⁽²²⁾。他方、世界大手企業 500 社に名を連ねるコダック、レフエア、ミシュランなどはすでに株式会社への制度改革を終えており、まもなく中国の証券取引所で上場され、中国株式市場の現有の枠組みを変えるものと予想されている。

このように、A 株市場への上場を外資系企業に開放することが、着実に進行している。

外資系企業は、中国株式市場での上場を通じて、資金調達するだけでなく、企業の現地化を速めることもできる。また、上場を果たせた企業には、ストックオプションや従業員持株制度などの手法が採用でき、それによって、高級管理職に対するインセンティブの付与、従業員に対する凝集力の増強が実現されると考えられる。

今日の中国において、外資系企業の上場に、政策の「扉」が開かれつつあるが、それに関する具体的な実施方法がまだ制定されていない。その実施方法が制定されてから、初めて真の意味で、外

資系企業が上場操作のプロセスに入ることができるといえよう。

また、外資系企業の株式会社への制度改革およびその後の上場するための準備も大量な時間を要するため、外資系企業が本格的に中国株式市場で上場するまでにはまだ時間がかかるものと思われる。

いずれにしても、中国の株式市場を資金調達の間として、今後、上場を目指す日系企業が増えるであろう。そのためにも、将来の上場を視野に入れ、株式会社の形態を採る日系企業が増加するものと予測される。

以上で分析したように、今後における日系企業の規模の拡大、中国株式市場の健全化および活性化、日系企業における中国株式市場への上場可能性の増大を背景に、中国において、株式会社の形態を採る日系企業は、徐々に増加し、有限責任会社が主で、株式会社も少なからず存在するといった日系企業における所有形態の多様化が進むものと思われる。そのため、将来において、株式会社の形態を採る日系企業（上場企業を含む）のコーポレート・ガバナンスについて議論することも必要となってくるとと思われる。

5. 結びにかえて

本論文では、今後において、株式会社の形態を採用する日系企業の増加の可能性について考察した。

現在において、日系株式会社が極めて少ない理由の1つとして、中小規模の日系企業が多いことが挙げられる。中国で株式会社として登録するのに、最低でも約4億5,000万円の登録資本が必要であり、その規模に達している日系企業はまだ少ない。

ところで、日本企業の対中国直接投資の規模は1990年代に入ってから、絶えず拡大していることが統計データによって明らかになった。日系企業の規模の拡大は、1995年に公布され、その後、1997年と2002年の2回にわたって改正され、施行されている「指導目録」に負うところが大きいと思われる。なぜなら、「指導目録」において、多くの優遇政策を受けられるとされる奨励項目には、技術レベルの高い大型の項目が多く挙げられているからである。

「指導目録」の存在は、日系企業が大型化する一要因として、影響を与えつづけていくであろう。現在のような有限責任会社が日系企業のほとんどを占める状況に、やがて変化が起き、株式会社の形態を採る比較的規模の大きい日系企業も出現し、日系企業における所有形態の多様化が進むものと予測される。

現在において、日系株式会社が極めて少ないもう1つの理由として、中国の株式市場がまだ発展途上にあり、日系企業にとって、魅力のある資金調達の間となるまでは、さらなる改善が必要であることが挙げられる。

ところで、1999年半ば以降、中国政府が本格的に株式市場活性化のために、政策の策定に乗り

出し、投資家の市場への期待を高めた結果、中国の株式市場の規模が本格的に拡大し始めた。株式時価総額/GDPの数値では、アメリカや日本に比べ、まだ低い水準にあるものの、2001年には日本に次ぐアジア第2位の市場に成長している。

中国の株式市場は、本来、国有企業改革の一環として、1990年に、40年ぶりに再開されたが、現在では、中国政府が唱えている市場経済への転換を促進するために、ますますその重要性を高め、株式市場を取り巻く環境が、関連する法律の整備および政策の改善によって、整備されていくものと思われる。今後の中国の株式市場は、より健全化、かつ活性化し、日系企業にとって、資金調達に活用できる場に成長していくことが期待される。

さらに、日系株式会社が極めて少ないもう1つの理由として、外資系企業の中国株式市場での上場が極めて困難で、日系企業にとって、株式会社の形態を採る動機を欠いていることが挙げられる。

ところで、中国政府は、従来外資系企業の上場が許可されているB株市場に加えて、A株市場の開放も許可した。それに関する具体的な実施方法がまだ制定されていないため、外資系企業が本格的に中国株式市場で上場するまでにはまだ時間がかかるものと思われるが、外資系企業の中国株式市場での上場に、政策の「扉」が開かれつつある。将来の上場を視野に入れ、株式会社の形態を採る日系企業が増加するものと予測される。

このように、今後における日系企業の規模の拡大、中国株式市場の健全化および活性化、日系企業における中国株式市場へ上場する可能性の増大を背景に、中国において、株式会社の所有形態を採る日系企業は、徐々に増加し、有限責任会社が主で、株式会社も少なからず存在するといった日系企業における所有形態の多様化が進むものと思われる。したがって、将来において、株式会社の形態を採る日系企業（上場企業を含む）のコーポレート・ガバナンスについて議論する必要性も出てくると考えられる。

【添付資料】

表7 A株市場およびB株市場への上場基準

A株	B株
株式が公開発行されていること。	株式が公開発行されていること。
資本金総額が5千万元以上であること。	発起人の出資総額（純資産）が1.5億元以上であること。
開業後3年以上経過し、直近3年間継続して利益を上げていること。	開業後3年以上経過し、直近3年間継続して利益を上げていること。
所有する株券の額面金額が1千万元以上で、株主の人数が1千人を下回らず、公開発行した株式が企業株式総数の25%以上であること。（企業の資本金総額は4億元を越えている時は、その公開した株式の比率が15%であること）	公開発行した株式が企業株式総数の25%以上であること。（企業の資本金総額は4億人民元を越えている時は、その公開した株式の比率が15%であること）
社員持株数は、公開発行株式数の10%以下であること。	なし。
発起人持株比率が、総発行株式数の35%以上であること。	発起人持株比率が、総発行株式数の35%以上であること。
会社に最近3年以内に重大な違法行為がなく、財務会計報告書に虚偽の記載がないこと。	会社に最近3年以内に重大な違法行為がなく、財務会計報告書に虚偽の記載がないこと。

注：外資系企業の場合は、①上場後も産業政策に合致しなければならない。②流通しない外資株比率は、総発行株数の25%を下回ってはならない。

出所：『証券法』および「外商投資株式会社の関係問題に関する通知」より筆者作成。

【参考文献&サイト】

（和文文献）

経済産業省編（2001）『通商白書2001—21世紀における対外経済政策の挑戦—』ぎょうせい。

大蔵省編（1989～2000）『財政金融統計月報』各12月号。

萩原陽子（2001b）「WTO加盟に向け正念場の中国の金融改革」『調査月報』（東京三菱銀行）No.69、1～15ページ。

長谷川貴弘（2002）「中国の外国直接投資政策に関する一考察」『経済研究年誌』（東北学院大学大学院経済学研究科）1～25ページ。

三菱総合研究所（2000）『中国進出企業一覧[2001-2002年版]』蒼蒼社。

（中文文献）

勝家国（2001）『外商対華直接投資』武漢大学出版社。

中国対外経済貿易合作部編（1997）『中国対外経済貿易年鑑』中国統計出版社。

張徳修（1999）『大接軌 走向全球化的中国開放型経済』経済日報出版社。

『証券法』（1998年第9期全国人民代表大会常務委員会第6回会議採択・1999年7月1日施行）

『外国投資者の投資による株式会社の設立に係わる若干の問題に関する暫定規定』（1995年1月10日、中国

対外貿易経済合作部令第1号として公布、同日施行)

『外商投資産業指導目録』(1995年6月20日公布・同日施行、1997年12月改正・1997年12月29日国务院承認・1998年1月1日施行、中国国家発展計画委員会・中国国家経済貿易委員会・中国対外貿易経済合作部第21号令により2002年3月11日公布・同4月1日施行)

『中外合作経営企業法』(1988年4月13日第7期全国人民代表大会第1回会議採択、2000年10月31日第9期全国人民代表大会常務委員会第18回会議における「『中外合作経営企業法』の改正に関する全国人民代表大会常務委員会の決定」に基づき改正)

『中外合作経営企業法実施細則』(1995年8月7日国务院承認・同年9月4日対外貿易経済合作部公布・同日施行)

『中外合資経営企業法』(1979年7月1日第5期全国人民代表大会第2回会議採択・同月8日全国人民代表大会常務委員会委員長令第7号公布・同日施行、1990年4月4日第7期全国人民代表大会第3回会議改正採択・同日主席令27号により公布・同日施行、2001年3月15日第9期全国人民代表大会第4回会議改正採択・同日施行)

『中外合資経営企業法実施条例』(1983年9月20日国务院公布・同日施行、1987年12月21日国発110号により改正)

『独資企業法』(1986年4月12日第6期全国人民代表大会第4回会議採択、2000年10月31日第9期全国人民代表大会常務委員会第18回会議における「『独資企業法』の改正に関する全国人民代表大会常務委員会の決定」に基づき改正)

『独資企業法実施細則』(1990年10月28日国务院承認・同年12月12日対外貿易経済合作部公布・同日施行、2001年4月12日改正)

(サイト)

茨城県上海事務所 (http://www.pref.ibaraki.jp/shanghai/business/repo0008_01.htm)

経済産業省 (<http://www.meti.go.jp/report/tsuhaku/h13/html/1312z100.htm>)

中国情勢24 (<http://news.searchina.ne.jp/>)

中国新聞網 (<http://www.chinanews.com.cn/>)

北京週報関連 (www.bjreview.com)

(<http://www.pekinshuho.com/2002-2/chinal.htm>)

* 論文の作成にあたり、日頃、中垣昇教授から大変有益なコメントをいただき、心から感謝を申し上げます。当然のことながら、本論文に誤りがあるとすれば、それはすべて筆者の責任である。

注

- (1) 日系企業を含む外資系企業は、一般的に有限責任会社の形態を採ることになっている（独資企業に関しては、『独資企業法実施細則』第18条1項、合資企業に関しては、『合資企業法』第4条1項、『合資企業法实施条例』第19条1項、合作企業に関しては、『合作企業法実施細則』第14条1項において定められている）。日系アパレル企業を例にとってみると、2000年末現在確認された508社のうち、有限責任会社は実に500社があり、所有形態が不明の5社を除けば、99.4%と極めて高い割合を占めている（三菱総合研究所（2000）に基づいた筆者の統計による）。
- (2) 1995年1月に、中国対外貿易経済合作部により『外国投資者の投資による株式会社の設立に係わる若干の問題に関する暫定規定』（中国語、『関与外国投資者投資設立股. 公司的若干問題的暫行規定』という）が公布された。当該『規定』において、日系企業を含む外資系企業が認可を経て、株式会社化することについて規定している。これによって、すでに設立されている外資系企業の組織変更、または新設、あるいは株式の買取りによる外商投資株式会社の設立が可能となった。
- (3) これとともに、『外国企業投資ガイドラインにおける暫行規定』が公布されている。当該規定は、「外国企業の投資の方向を指導し、外国企業の投資の方向を我が国の国民経済と社会発展計画に適応させ、また投資者の合法的權益の保護」を目的としている（中国対外経済貿易合作部編（1997）、251ページ）。
- (4) 勝家国（2001）、8ページ、張徳修（1999）、259ページ、長谷川貴弘（2002）、14～15ページを参照されたい。
- (5) 萩原陽子（2001）、10ページ。
- (6) 中国株式取引の代表的なルールとしては、取引制限というものがある。1つはSTと呼ばれる特別処理銘柄（Special Treatment）である。上場企業が2年連続で赤字となった場合、または1株あたり純資産が1元を下回った場合、ST銘柄として他の株式とは別に取引処理される。1日の株価変動幅は上下限ともに5%に縮小される（普通は10%）。もう1つはPTと呼ばれる特別譲渡銘柄（Particular Transfer）である。上場企業が3年連続赤字を計上した場合、証券取引所は株式の取引を一時停止、金曜日にもみ特別譲渡（取引）が認められる。PT銘柄の1日における株価変動幅の上限は5%、下限はない。
- (7) 経済産業省（<http://www.meti.go.jp/report/tsuhaku/h13/html/1312z100.htm>）を参照されたい。
- (8) 『証券法』第60条による。
- (9) 『証券法』第61条による。
- (10) 『証券法』第62条による。
- (11) 『証券法』第65条1項による。

- (12) 『証券法』第64条による。
- (13) initial public offering の略で、新規株式公募のことを指す。
- (14) 『中国新聞網』2002年3月11日付報道による。また、両証券取引所は、上場企業の参考となるように、インターネット上で報告内容や注意事項を具体的に指導しているという。
- (15) 経済産業省編(2001)、38ページ。
- (16) 茨城県上海事務所サイト (http://www.pref.ibaraki.jp/shanghai/business/repo0008_01.htm) を参照されたい。
- (17) 現在、構想されている方法は以下のようなものである。政府が、「中国外資ファンド」を設立し、外国人投資家は当該ファンドを通してという形でA株を購入できるようにする。外資系保険会社に対しては、政府の定める条件をクリアすることを前提とし、自社で設立した株式購入ファンドを通じて事実上A株の直接購入を認める。
- (18) 中国情報局の中国情勢24 (<http://news.searchina.ne.jp/>)、2002/06/19号を参照されたい。
- (19) その全部が合資企業である。中国の『公司法』第75条1項によると、株式会社は、少なくとも5つの株主をもたなければならないと定められている。昨今の独資企業は、明らかにその条件に合致していないため、株式会社への制度改革を行わない限り、株式会社として存在することすら不可能である。
- (20) 北京週報 (<http://www.pekinshuho.com/2002-2/chinal.htm>) による。
- (21) A株市場およびB株市場への上場基準については、章末にある添付資料を参照されたい。
- (22) 「中国新聞網」(<http://www.chinanews.com.cn/>) 2002年4月29日付を参照されたい。