



# 中国の資本市場における民営企業<sup>1</sup>

張 承恵\*

## 要約

1. 近年、上場する民営企業は増えているが、民営企業が中国経済において果たしている役割に比較すると、その数は依然として少ない。多くの優れた民営企業が証券市場に参入できないでいることは、民営企業の発展を阻むだけでなく、証券市場の強化にとっても望ましくない。
2. これまでは、①イデオロギーや上場制度・政策面での制限、②資本市場の構造上の歪み、③民営企業の側の欠陥、④財産所有権の帰属などの歴史的な問題などが、民営企業の資本市場への参入にマイナス影響を及ぼしてきた。
3. 新「会社法」、「証券法」（2006年1月実施）が民営企業の資本市場参入に与える影響は大きい。株式発行の条件の緩和、上場基準の引き下げ、発行審査の透明度の向上などにより、民営企業は資本市場へ参入しやすくなった。
4. 従来のメインボードよりも上場条件が緩い市場が存在することも民営企業にとって望ましい。①中小企業板の継続的な発展、②創業板市場（新興企業向けボード）構築の加速、③場外市場の構築が考えられる。
5. 新たな発展のチャンスが生まれる中で、民営企業は資本市場に参入できるように能力を高める必要がある。具体的には、企業の革新能力と競争力の強化、コーポレートガバナンスの改善、監督管理への適応などである。
6. 地方政府は、ハイテク企業や革新型企業の成長を促進する役割を果たす。一部の地方政府は、既に民営企業に対して効果的な指導と援助を提供している。

## I、民営企業の中国の資本市場への参入に関する基本的状況

### 1. 民営企業の資本市場参入の発展段階

国内及び海外の証券市場に上場している中国の民営企業は、2006年時点で605社を数える。その内訳は、中国の上海証券取引所及び深セン証券取引所434社、香港証券取引所133社、米ナスダック及びニューヨーク証券取引所38社である。A株市場における民営企業の割合は29.8%に上る。605社の民営上場企業の売上高総額は約7,740億元、1社当たりの平均は約13.3億元であり、売上高の平均成長率は38%である。これら上場民営企業の純利益の総額は552億元、1社

<sup>1</sup> 本稿は「中国の資本市場における民営企業」を邦訳したものである。なお、翻訳にあたり原論文の主張を損なわない範囲で、一部を割愛したり抄訳としている場合がある。

\* 張承恵 國務院發展研究中心金融研究所 副所長

当たりの平均は1.26億元で、総資産収益率の平均は4.97%となっている。

民営企業のA株市場上場の歴史を振り返ると、三つの段階に分けることができる。

第一段階は1992～1995年である。この時期に民営企業による株式市場への参入が始まった。1995年末時点で、上場企業の中で民間が株式を保有している企業は9社のみであり、A株上場企業286社のうち2.8%を占めるにすぎなかった。

第二段階は1996～1999年である。民営企業の上場が着実に進展した時期である。上場会社数も着実に増えた（毎年約17社増加）。1999年までに上場した民営企業の数86社に達し、上場企業949社のうち9.06%を占めるようになった。

第三段階は2000年以降である。上場民営企業の数が急速に伸びている。特に、2004年5月、深セン証券取引所に中小企業板が創設されてからは、民間が支配株主である中型企業が多数上場するようになった。現在では、深セン証券取引所の中小企業板に上場している企業の3分の2以上を民営企業が占めると推定される。2005年5月、中央銀行は銀行間債券市場でコマーシャルペーパー（「短期融資券」）市場を立ち上げ、発行利率についての制限がない満期1年以内のコマーシャルペーパーの発行を許可した。万向銭潮株式会社と中国横店集団東磁有限公司の2社が、民営企業で初めてコマーシャルペーパーの発行を許可された。2006年1月には、中関村サイエンスパーク内に店頭市場が設立され、非上場の株式有限会社の株式が初めて取引された（現在、29社の非上場企業の株式がこの市場で取引されている）。これらの画期的な出来事により、中国の民営企業は、長い間の偏見や政策による制限などによる桎梏を徐々に脱し、資本市場の資源を活用することで、自らの急速な発展を促している。

## 2. 民営企業の上場形式と手段の変化

1997年までは、民営企業が上場するには直接市場に上場する方式が主に採られていた。しかし、1998年以降は、裏口上場<sup>2</sup>が盛んになり、徐々に上場の中心的な方式となった。2002年に上海証券取引所と深セン証券取引所に上場した民営企業194社を見ると、直接上場は34.54%にすぎず、裏口上場が65.46%に達した。多くの場合、民営企業はまず裏口上場し、その後で株式割当増資や公募増資を行って資金調達していた。このような方式が、民営企業が株式市場を利用して資金を調達する主要な手段となっていた。

中国国内の株式市場が長期にわたって民営企業の上場を制限してきた、あるいは私有財産に対する有効な保護が欠けていたなどの理由により、1990年代から、上場条件を満たす一部の民営企業は海外上場による資金調達を模索し始めた。その一般的な方法は、まず、ケイマン諸島、英領ヴァージン諸島、バミューダ諸島などの租税回避地で上場目的のペーパーカンパニーを登記した後で、その社名義で米国、カナダ、香港などの株式市場に上場する、というものである。こうした上場方法を採用した企業の大多数は、中国証券監督管理委員会（CSRC）による監督を回避しており、CSRCの許可を得た企業は聯想集団などごく一部にすぎなかった。

そこで、1997年6月に、国務院が「海外における株式発行と上場管理のさらなる強化に関する通知」を公布した。この通知は海外上場の際、CSRCへの審査許可申請と登録を求めることで上場手続きの規範化を図ると同時に、企業の海外上場に対する認可についてもその基準を明確に

<sup>2</sup> （訳注）未上場会社が上場会社に資産を注入し上場会社の看板を未上場会社に変えることにより上場すること。

した。

2002 年以降、中国は新たな経済成長の段階に入り、多くの企業が発展のチャンスを前にして、資本市場での資金調達を急いだ。このような状況にもかかわらず、中国の株式市場の発展は遅く、これに加えて、多くの中国の民営企業が市場、販売ルート、技術、ブランド、信望、増資などの問題を考慮して、香港、シンガポール、米国などの市場に上場するようになり、その数は目立って増加した。

ただ、最近の 2 年間でこうした状況に変化が生じている。まず、米国の企業改革法（SOX 法）の影響を受け、企業が米国で上場を維持するコストが大幅に増加した。また、シンガポール市場は規模が小さすぎることから、増資が困難であるほか、その他の地域の資本市場も、一部の民営企業にとっては上場コストが高すぎる、その地域の商習慣になじまない、などの問題がある。その一方で、当局が、上場する企業に中国本土市場を優先的に選択することを奨励し始めたことから、2006 年 3 月以降、A 株市場に上場する企業数と資金調達額が顕著に増加している。こうした状況下、民営企業は中国本土の資本市場での上場を改めて考慮し始め、IPO 方式によって直接上場する企業が再び主流を成すようになっている。

## II、民営企業の資本市場参入に影響する主な要因

近年、民営企業の上場は大きく増えているが、私営経済の国民経済における地位と比較すれば、その数は依然として少ない。中華全国工商業聯合会が編纂する『私営経済青書』によると、2006 年時点で民営経済が GDP に占める比率はすでに 65%に達しており、「第 11 次 5 ヶ年計画（2006～2010 年）」の期間に、この比率は 75%まで上昇するとみられている。民営企業の中国証券市場における地位とその GDP に対する寄与との間に大きな差が存在しているのは明らかである。多くの優れた民営企業が中国の証券市場に参入できないでいることは、民営企業自身のさらなる発展を阻むだけでなく、中国証券市場自体の強化にとっても望ましくない。

十数年にわたる中国の資本市場の発展の歴史において、民営企業の資本市場への参入に影響を及ぼしてきた主な要因は以下の 4 つである。

第一は、イデオロギー、制度設計（上場枠、行政による審査・認可など）、政策面のハードル（資本金、収益などについての厳しすぎる上場要件）などによる制限である。

一般的に民営企業は、規模が比較的小さく設立からの期間が短いものの、収益性が比較的高いという特徴を持つ。一方、中国の資本市場は、設立当初、国有企業の苦境からの脱却を助ける役割を与えられていた。このため、株式上場制度は、業績は中程度ではあるものの規模が比較的大きい国有企業に明らかに有利となっていた（当初の上場基準の下では、資本規模、収益実績、資金調達額などの制限によって、多くの高成長期の民営企業が上場候補から外された）。同時に、政府は資源をコントロールするために、株式市場における上場企業数も厳格に規制した。こうした状況下では、資金調達を急ぐ民営企業は様々な合法的手段、または抜け道的な手段を駆使して上場枠を獲得することで、IPO による資金調達の機会を得るしかなかった。また、比較的高い実力を備え、かつ上場を急ぐ一部の民営企業は裏口上場により資本市場へ参入した。しかしながら、前者の上場枠を獲得する方式は非常に困難で、上場機会を獲得し得る民営企業が極めて限られたばかりでなく、レントシーキング行為が政治腐敗問題を誘発し、民営企業に対する差別をさらに悪化させてしまった。一方、後者の裏口上場は企業が高いコストを払って買収リスクを負わなけ

ればならない上に、買収後には、買収先企業の資産と従業員に関する問題を確実に処理しなければならず、実際、この段階で失敗している事例は少なくない。

中国における市場経済体制の構築が進むに伴って、現在、イデオロギー面での障害は徐々に取り除かれている。また、行政面では、上場枠の規制はすでに廃止されており、理論上、民営企業の上場について差別的な政策はすでに存在しない。しかしながら、様々な要素の影響により、民営企業の上場は依然として困難で、特に債券市場への参入はかなり難しい状態が続いている。

第二に、資本市場に深刻な構造上の歪みが存在している。例えば、株式市場に比べて債券市場の発展が緩慢であり、債券流通市場の発展はさらに遅れている。また、監督当局は、市場のリスクを懸念して、長期にわたって証券取引所の場内取引と集中取引制度のみを許可し、場外市場の発展は基本的に禁止してきた。さらに、証券現物市場に比べて、証券先物市場の発展が著しく遅れているなどの問題が見られる。これらの問題により、資金調達者の参入が制限されるだけでなく、投資家も長期的かつ安定した自信を持てなくなる。また、資本市場全体の深さ、広さ、柔軟性が不足し、直接金融の大規模な発展も難しくなっている。

第三に、民営企業自体に顕著な欠陥がみられる。国有企業と比べて、民営企業は家族的色彩が濃く、株式の所有関係が複雑で、企業家の文化レベルも低い。管理面を見ても、民営企業家の管理理念、精神、方式はあまりにも大ざっぱであり、組織においても職責に応じた分業体制が確立されていないことが多い。

同族による株式支配も民営企業の顕著な特徴の一つである。大株主間の関係が強く、多くの場合親族関係が存在し、企業の株式は、通常、親子、夫婦、兄弟が 60~70%を保有している。また、発起人の持ち株比率が高くなくとも、発起人の直系親族が間接的に企業の株式を保有しており、実質的な支配権は最終的に家族の手にあるといった企業もある。このほか、企業の経営層と大株主との間に親族関係が存在する場合も多く、実質的な支配権はかなりの程度で集中している。すなわち、所有と経営は真の意味で分離しておらず、家父長的な管理モデルが主導的地位を占めている。

こうしたコーポレートガバナンスの構造上の欠陥は、経営者の素養や企業の管理水準のみならず、企業運営の透明度も低下させる。「人治」的な色合いが濃厚になり、企業の意思決定をめぐる恣意性や非持続性といった現象が普遍的に見られるようになる。多くの企業家がすでに家族的な管理方式に慣れてしまっており、上場企業としての現代的な経営管理モデルに適応することは困難である。このため、上場企業に求められる透明度や信用を備える気構えも準備も欠如している。これらの問題はいずれも、民営企業の上場や上場後の持続的な経営に大きな影響を及ぼしている。

第四に、多くの民営企業が、歴史的な経緯により残された問題を抱えている。株式制会社への改組はこれらの歴史的問題を解決して初めて実現可能であるが、民営企業の多くは問題の解決に伴う「痛み」を恐れて、上場に尻込みしてしまう。これらの歴史的な問題としては主に以下のものがある。①優れた民営企業の中には 1970~80 年代に、家庭内手工業の延長で始まった企業が多く存在する。これらの企業では長年にわたって、政府機関または社会団体に頼った経営が行われ、意思決定の主体が出資者とは異なる、といった問題が存在している。このため、これらの企業が株式制へ改組する際には財産権をめぐる紛争が生じやすく、過去の問題の清算には、大量の労力、物資、時間が必要となる。②中国では 1986 年に初めて「土地管理法」が施行された。この法律が公布・施行される前に、行政からの許可を得ずに占有していた生産経用地がある場合、

現在の地価に基づいて土地譲渡を行うための手続きをとるならば、企業は巨額の資金流出に直面する。③企業がこれまで地方税・費用に関する優遇措置を受けている場合、優遇措置の多くは過去の地方政府あるいは前任者が下した決定で、合法的な形で行政から受けた権利でないことがある。このため、株式制への改組が行われると、企業が税金・費用の優遇部分を追納あるいは返還せねばならない可能性が生じる。

### Ⅲ、民営企業上場に対する障害の多くを取り除いた最近の環境変化

#### 1. 関連法律の改正

2006年1月1日、中国は新たな「会社法」と「証券法」を施行した。これら2つの法律の上場企業に関する主な改正点は以下の通りである。

第一は、株式会社の設立と株式発行についての規定である。

- ① 株式会社の設立条件が引き下げられ、株式会社の株式発行、上場に関する条件および要件などが大幅に変更された。改正後の法律は株式有限会社の法定最低登録資本金を1,000万元から500万元に引き下げ、公開・上場時の最低株式資本の要件を5,000万元から3,000万元に引き下げた。同時に、株式会社が新株を公開発行する際の収益性指標についても、企業設立後3年以上、過去3年連続黒字との要件を取り消し、「持続的な収益性を備えており、財務状況が良好であること」という要件のみとした。このほか、企業の上場条件について、「保有株式の額面価格が1,000元以上の株主数が1,000人以上いること」という規定を取り消した。
- ② 発行審査の透明度をさらに高めるため、証券発行前の情報開示制度を確立した。
- ③ 発行の取り消し、発行の失敗に関する規定を加えることで、発行人のリスクに対する意識と法的責任を強化した。
- ④ 上場保証推薦人（スポンサー）制度を設け、株式、転換社債の公開発行の申請、または法律、行政法規が保証推薦人制度の実施を定めているその他の証券を公開発行する際、発行人に保証推薦人の招聘を求めるとともに、保証推薦人の義務と責任を規定した。
- ⑤ 証券の上場に関する審査・許可権を証券取引所に与え、取引所の監督管理機能を強化した。改正後の「証券法」では、CSRCが証券の発行審査の責任を負い、証券取引所が証券の上場審査、証券の上場条件の決定に責任を負うものとし、両者の役割分担が明確になった。同時に「証券法」は証券取引所間の上場条件の差別化も許可した。各証券取引所が自らの状況に基づいて異なった上場基準を定めることで、証券の上場における市場性がさらに増し、各証券取引所間で良好な競争状態が形成されることとなった。

第二の改正点は、株式の譲渡についての規定である。発起人は会社設立日から3年間は株式を譲渡してはならないとする規定が1年間に短縮された。また、取締役、監査役、高級管理職も任期内に株式を譲渡することができることとされた。ただし、一年あたりの株式譲渡の上限（25%）が定められるとともに、上記の人々は、離職後半年以内は持ち株を譲渡してはならないと規定された。

第三の改正点は、取引方式の調整で、マーケットメーカー制度を含む大口取引に向けた前提条件がもたらされた。同時に、多くのレベル、多くの形式による証券市場体系を認め、公開発行された証券は証券取引所に上場できるだけでなく、国务院の認可を得たその他の証券取引の場所で

取引することも可能であるとした。

第四の改正点は、上場企業の買収制度の整備である。買収元の実質的な支配者が監督管理の範囲に組み込みこまれた。また、公開買付けの際の強制的な全部買付けの規定を取り消し、部分買付けを可能にし、買収制度を活用しやすくした。

全体的に見て、改正後の「会社法」と「証券法」が民営企業の資本市場参入に与える影響は巨大かつ奥深い。株式会社の設立および株式の発行・上場に関する条件の緩和、企業の上場基準の引き下げ、発行審査の透明度の向上などにより、民営企業は資本市場へ参入しやすくなった。また、合併・買収制度の調整によって、上場企業の強化化、合併・買収、再編、譲渡なども行いやすくなっている。

## 2. 上場に関する政策の調整

近年、上場に関する政策にも新たな変化がいくつか生じている。これらの変化は民営企業による発行・上場にとって有利となるだけでなく、上場企業の増資にとっても望ましい。

- ① IPO指導期間を取り消し、発行条件のさらなる細分化、手続きの簡略化を図り、財務指標上の要件<sup>3</sup>を明確に規定することで、企業自身が上場可能か否か、上場までにどのぐらい時間がかかるかを判断できるようになり、以前のように政府部門が上場までの過程を完全にコントロールすることはなくなった。
- ② いくつかの制限的な規定が取り消された。例えば、資金調達額は純資産の2倍を超えてはならない、株価収益率は20倍を超えてはならない、関連取引の比率は30%を超えてはならない、発行・上場前12ヵ月間は増資によって新たに株主を増やしてはならない、などの規定が取り消された。これによって、上場企業の市場における発展の空間が広がった。
- ③ 発行方式と価格決定方式がよりいっそう市場性を備えるようになり、機関投資家によるブックビルディングおよびインターネットによる価格決定・発行方式が増えた。
- ④ 増資についても、増資の方法により異なる収益条件を設けて、市場の運営効率を高めた。例えば、公募増資や転換社債については、直近3年間の加重平均自己資本利益率（ROE）が6%以上であればよいとした。このほか、割当増資については、3年連続の黒字計上でよしとし、これまでのROE6%以上の要件を取り消した。第三者割当増資については、利益に関する要件を取り消した。
- ⑤ 「上場企業買収管理弁法」が公布された。この新弁法は、買収をめぐる審査手続きを簡略化し、買収方式を増やすことで、上場企業の買収行為の整備、活発化に向けた基盤を固めた。

## 3. 資本市場構造のさらなる改善

資本市場構造を最適なものにするには、多層的な資本市場の発展に力を入れる必要がある。民営企業は規模が一般に小さく、往々にして、メインボード市場の上場条件に合致しないことから、上場条件が比較的低い市場形態の増設は、民営企業にとって有利である。現在の中国における多層的な資本市場の発展に関する政策の主な方向性は以下の通りである。

<sup>3</sup> a. 純利益：直近の3会計年度のいずれも黒字で、かつ累計が3,000万円を上回っていること。b. 営業収入または営業活動による純キャッシュフロー：直近3会計年度の純キャッシュフローの累計が5,000万円を上回っていること、または、直近3会計年度の営業収入の累計が3億円を上回っていること。c. 発行前の総株式資本：3,000万円を上回っていること。

第一は、メインボード市場のさらなる発展強化を踏まえて、中小企業板の継続的な発展を図ることである。中小企業板は2004年に設立されて以来、急速に発展しており、2007年11月23日現在、中小企業板で株式を発行した企業は196社に上り、うち188社が上場している。時価総額は7,889億元に上る。今後も、監督管理部門は「厳格な監督管理、発展の加速、構造の最適化、革新の推進、サービスの育成」という原則に従い、中小企業板市場の発展を図るとともに、成長性を備え、科学技術を持つ中小企業中心の市場にシフトさせていく方向にある。

第二は、創業板市場（新興企業向けボード）の構築を加速することである。現時点で、深セン証券取引所における創業板市場の設立の意義と役割について、各方面の識者は共通の認識を持つに至っている。創業板市場の組織および制度の設計も基本的に完了しており、監督管理部門は適当な時機に創業板市場を世に送り出すことになるだろう。

第三の方向性は、場外市場の構築を積極的かつ着実に推進することである。一つは、「中関村サイエンスパーク」にある未上場企業を、試行中の店頭市場に組み込み、市場範囲を徐々に拡大していくことである。もう一つは、既存の財産権取引市場を資本市場の範疇に組み込むとともに、その機能や形式を研究し、他の資本市場との連係を確立することである。このほか、プライベート・エクイティ市場の発展の加速も挙げられる。

#### IV. 資本市場の発展に適応するために民営企業に必要とされる意識と行動の変革

中国の資本市場はすでに新たな発展期に入り、市場の規則も規範と公平性の確立に向けて発展し始めている。民営企業にとって、これは新たな発展のチャンスを意味する。しかしながら、上場可能な企業が限られている中で、民営企業はこれからも自己変革を進め、資本市場に参入できるように能力を高めていく必要がある。

第一に、企業の革新能力と業界内における競争力の強化を図ることで、業界上位に食い込むよう努力する必要がある。現状では、民営企業の多くは、革新能力が低く、特に技術革新の能力に欠けており、持続安定的に成長する能力と収益力が不足している。多くの民営企業は、規模は小さくはないものの、ほとんどが従来型産業に属し、かつサプライチェーンの中下流に位置している。最も低い技術水準の単純な組み立て・加工では、コア技術もなく、多くの企業が低い技術レベルで重複した業務を行ったり、同じような製品を生産したりする事態を招いている。

目下のところ、中国では、多層的な資本市場体系が整っておらず、市場の容量にも限りがあることから、上場を計画している幾千万もの企業を受け入れることは難しい。上場に向けた激しい競争を勝ち抜くためには、企業は、例えば新興産業、エネルギー・資源節約型産業、環境保全型産業において地位を確立する、または業界内において技術面で他をリードする地位に立つなど、優位性を備えていなければならない。特色もなく技術革新に基づく優位性もない企業は資本市場や投資家によって簡単に淘汰されてしまう。

第二に、日に日に規範化が進む資本市場に直面する民営企業の経営者は、たえず意識を変革し、コーポレートガバナンスについてのより高い要件やより厳格な監督管理に進んで適応していく必要がある。中国の資本市場の発展の初期段階において、上場企業の主体は国有企業であった。監督部門が国有企業の支援という観点から動いていたため、上場企業に対する監督管理は必然的に疎かになり、大株主による上場企業の支配、中小投資家の影響力の全くの欠如、上場企業の経営

層による度重なる市場ルール違反などを招いた。

しかし、今日ではすでに状況に変化が見られる。一つには、資本市場の構築に関する監督当局の方針が根本的に変化し、効率的な資源配分が中国の資本市場の発展の中心的な機能と位置づけられたことがある。もう一つは、市場化の進展に伴い、監督管理部門は、「公開・公平・公正」の三公原則を維持するため、中小投資家を保護しその影響力の強化を図る一方、上場企業の大株主・経営層や情報開示に対する監督管理を強化している。このため、民営企業家にとっては、厳格な情報開示要件を自ら進んで受け入れ、財務諸表などの管理の規範化を図り、自らの信用を守るとともに責任を確実に果たせるか否かが、上場企業の信用と持続可能性に直接影響することになる。

第三に、より高いレベルから上場の意義を認識し、上場によってより多くの価値を獲得していくことが挙げられる。中国の資本市場は、過去長期間にわたって、あたかも合法的に見える手段で資金を獲得する市場であった。そして「包装」上場<sup>4</sup>による資金調達を、多くの企業が追求した。しかしながら、資金調達は資本市場の機能の一部分にすぎない。企業は資本市場という舞台へ参入することで、より多くの希少な資源を獲得し、資本の運用によってより速く強大になることができる。また、上場は企業ブランドの全体的なイメージの向上と市場の開拓にとってもプラスである。

当然のことながら、資本市場への参入と同時に、企業家は株式の希薄化、経営権や家族の利益の一部の放棄、経営の透明性向上、非上場企業とは異なる課税といった代価を払わねばならない。上場は企業の総合的な実力の象徴であり、経営上の十分な蓄積を表すものであり、短距離走のような瞬間的なものではない。このため、民営企業家は利害得失を比較衡量し、上場の真の価値や直接金融と銀行融資の相違をはっきりと理解し、衝動にかられることは避けなければならない。

## V. 民営企業の資本市場への参入に大きな役割を果たす地方政府

資本市場は、地方における経済構造調整の促進、企業制度の最適化、地方経済の価値の上昇、地方の重要なインフラ整備のための資源の動員、地方のハイテク企業や革新型企業の成長の促進などの面で積極的な役割を果たす。このため、現在、多くの地方政府が、企業の資本市場への参入に対する支援と推進に着目している。その主な施策は以下の通りである。

第一は、業界を牽引する民営企業の再編による発展と強大化に対する支援である。様々な業界・業種における主導的、中核的な企業を業界・業種の「巨人」に育成すべく、支援、鼓舞し、成長するための条件を整備して、優良な上場企業への発展を図る。また、国内外の実力を備えた戦略投資家や機関投資家が、市場に将来性があり優れた成長性を備えた中小企業に資本参加することを奨励・支援する。

第二は、企業の改組の推進である。上述した通り、一部の民営企業は株式会社への改組の過程で、いくつかの現実的な問題に直面している。財産権、土地などの問題について、地方政府は大きな支配力を持っている場合が多い。一部の地方政府は、企業の改組を促進するため、上場を計画している企業が改組を行う際に、自ら利益の一部を放棄して、課税、土地、資産の所有権の確定、関連サービス費用の徴収などについての政策的な問題や歴史的に残されてきた問題に対して、

<sup>4</sup> (訳注) 未上場企業の優良資産を集めて一つの会社にして、その会社のみを上場させること。



支援の観点から適切に処理している。

第三は、指導と監督管理の強化である。これまで、資本市場に参入する民営企業が少なかったため、企業には国内外の資本市場を利用して自社の発展を図るという意識と経験が欠けていた。相当数の企業は資本市場に参入する方法を見つけることができず、程度は異なるものの「市場における幼稚性」が見られる。このため、一部の地方政府はこれらの企業に対して、有効な指導と援助を提供していくことになる。例えば、メディアにおけるコラムの開設、企業の上場に関するハンドブックの発行などによって、証券に関する知識の宣伝・普及をさらに図り、また、資本（投資家）とプロジェクトをマッチングさせる商談会、上場企業の投資フォーラム、民営企業の海外上場に関する研修、ハイテク企業の上場に関するセミナーなどを開催することで、市場に参入する企業の視野を広げ、資本市場の重要性に対する認識を継続的に深め、市場を理解し、利用する能力を徐々に高めていく必要がある。

第四は、現地の民営企業、中小企業の改組を奨励し、上場を成功させるため、段階別な奨励策を打ち出すことである。例えば、深セン地区では、改組を完了すれば、深セン市政府から 30 万円の奨励金を受けることができるほか、上場指導活動を終えた企業は 80 万円、深セン証券取引所の中小企業板に上場した企業は 200 万円、その他の市場に上場した企業は 100 万円の奨励金をそれぞれ受けられる。また、寧波では 2006 年 5 月に一時的に中止されていた中国本土での新株発行が再開された後、上場企業数と募集資金額の新規増加が過去最高を記録した。消息筋によると、これは現地政府の通常を上回る奨励策と密接に関わっているという。さらに、南京政府は、中小企業が規範に即した運営や上場による資金調達を通じて、よりいっそう大きな発展を求めることを支援・奨励し、同市を中小企業の成長基地にすべく、「中小企業上場育成プロジェクト」の実施を手配し、上場を計画している企業の上場へ向けた推進強化を図った。江蘇省でも新規上場企業に対する関連税制優遇策の公布・施行を準備している。

## 著者紹介

張 承恵 (Zhang Chenghui)

国務院発展研究センター金融研究所 副所長

1957 年上海生まれ。1994 年中国社会科学院大学院卒業、経済学博士。

中国金融学院助教授、国務院発展研究センターマクロ部などを経て、2003 年 2 月より現職。主要著書に『高技術産業：発展規律とリスク投資』（共著）などがある。

- ・国務院発展研究センター（DRC）は国務院直屬事業單位で、総合的な政策研究に従事する政策決定の諮問機関である。マクロ経済政策、発展戦略と地域経済政策、産業経済と産業政策、農村経済、技術経済、対外経済関係、社会発展、市場流通、企業改革と発展、金融、国際経済などの分野で、国内外の著名な経済学者、専門家及び研究者を多数有する。



Chinese Capital Markets Research