

# 中国上場企業のディスクロージャー

## Disclosure of Listed Companies in China

趙 家 林 (麗澤大学助教授)  
Zhao jia Lin

### 要 約

国民所得の分配構造の変化及び財政投資から銀行融資に切り替えて、中国の金融構造は大きく変貌した。家計部門が企業の資金不足を補い、銀行の仲介を通じて投資資金を提供するようになったが、金融システムは資本を効率的に配分できないため、収益性の高い企業が資金不足に悩み、巨額の不良債権が経営悪化の国有企业に累積されている。

「所有者の不在」による弊害を克服するために導入された株式会社では、国有株は過半数を占め、行政関与が残される。このため、企業統制が機能せず、株主の無力化とインサイダ経営者の支配をもたらす。ディスクロージャの不備、会計制度や監査の欠陥が投機を助長し、資源の効率的配分を妨げている。

資源配分の効率性を向上するには資本市場の整備が不可欠である。国有企业を民営化してリスクを負う投資家を育成し、経営者選別を通じて企業の新陳代謝を促進すれば、資源が効率の悪い企業に滞留する問題が解決される。株主が企業の所有者であり、受託者となる経営者から企業内容の全面開示を受けて資本配分を行う関係を明確にしなければ、合理的投資が不可能である。

中国のディスクロージャ制度は国際基準に合わせて形を整えたが、権利の平等と均等な情報アクセスが未達成であり、情報の偏在が解消されていない。会計制度の改善、監査の独立、経営者間の競争及び投資家の学習努力によって情報開示のレベルが向上することが期待される。

### Summary

Economic reforms in China have changed the national income structure, making households become the biggest sector to provide funds through the banking system to corporate finance. But because these capitals were not efficiently allocated, private companies with high ROE suffer from the lack of capital for expansion, while un-efficient state owned companies are accumulating bad debts due to low rentability.

The shareholding system introduced in early 1993 aimed to solve the ownership problem. However, more than 50% of the shares remained in the government's hands, which did not allow the functioning of corporate control, leaving place for insider management command without any consideration to the shareholders. The lack of independent auditing and accounting standards coupled with a weak disclosure system cannot give investors confidence in the credibility of financial reporting. Therefore, stocks are not picked by the company's earning power and value but traded based on rumors or misleading illusions.

In order to improve the allocation of resources, it is indispensable to organize the capital market. The privatization of government owned corporations, creating investors bearing risks, and selecting efficient managers would solve the problem of un-efficient resource allocation. Stockholders are the owners of the corporation. So, a reasonable investment cannot be achieved if a fully disclosure of the company is not made by the managers as consignees.

China has made an effort to bring Chinese GAAP closer to IAS and improve its disclosure system. The success of capital markets depends on the quality of disclosure to the investors providing the capital. Without investors' confidence, the market cannot allocate capital efficiently. To foster investors' confidence in listing companies and stock markets, China shall put forward privatization and improve the quality of accounting standards to make sure that all shareholders are treated equally, and reporting does not vary depending on the nature or sophistication of the investors.

### はじめに

中国の経済改革は「上からの改革」であり、指導階層が命令経済の体制に見切りを付け、見える手による資源配分を徐々に諦めるプロセスでもあ

る。長い試行錯誤を経て、「市場は決して完璧で理想的な仕組みではないが、リスクに対処するのに一応機能する」との認識は中国で徐々に浸透してきた。資源配分を官僚の見える手から市場の見える手に少しつつ譲るに連れて、中国経済は幾

度の危機を乗り越えて高い成長を記録した。成長に大きく寄与したのは非国有経済セクターであり、国有経済セクターの衰弱化と経営不振が周知の事実である。

ところが、20年以上の改革もたらした二つの結果、つまり、第一に、「放権譲利」政策および、世界最高の貯蓄率により、家計部門が資金余剰になり、国内資本だけで成長をファイナンスする資金源が形成されたこと。第二に、市場競争の試練を乗り越えた経営人材が頭角を顕したことは、企業改革に新しい選択肢を与えた。株式会社制度や上場制度を整備し、資本市場を育成すれば、これまで行政の許認可制度と国有銀行を中心とする間接金融制度もたらした資源配置の歪みが是正され、より効率的な資本配分が期待される。

資本市場がうまく機能するには、公平で透明な取引ルール、情報の非対称性を是正するディスクロージャー、経営者の暴走を防ぐ企業統制、及び投資家の理性的行動が不可欠である。これまで国有企業改革、株式市場の発展、会計制度、会計監査問題、銀行と不良債権問題、経営者と企業統制などについて多くの研究成果が発表されたが、資源の効率的配分という視点からディスクロージャーと投資家育成について議論するものが欠けていた。本文はディスクロージャーに焦点を当て、投資家が合理的投資行動を通じて企業・経営者を選別し、企業統制の改善と効率的資本配分に働くための情報開示のあり方を検討してみる。

## 一、 計画経済とリスク

計画経済時代では中央官庁の経済官僚が経済資源、物価、情報をすべて統制できたが、人間の働き意欲と消費者の欲求までは統制できなかった。現在の経済官僚なら、恐らくこの最後まで統制で

きなかった要素が経済リスクの根源だという認識を共有しているだろう。

計画経済が消費者の欲求に対応できないため、命令経済の時代ではノルマ通りの製品が大量に生産される一方、市場では消費者が求める商品が極端に不足し、配給制と闇市場が横行する現象が現れる。売れない製品を造りつづける結果、そのために投入された資源が無駄になり、国営企業の経営状態は悪化の一途を辿る。こうした悪循環を断ち切るべく、東欧諸国の改革とアジア新興国の急成長経験を参考に、共産党指導部が79年に「改革・開放」路線を採用し、分権化・自由化・権限と責任の明確化を軸に経済制度の改革に取り組み、20年間続く高成長を記録する成果を上げてきた。

ところが、こうした高成長の陰に、腐敗と汚職の広がり、所得格差の拡大、国営企業の累積赤字と巨額な不良債権などの問題も深刻化し、「所有者の不在」がもたらす弊害が依然残されている。アジア経済危機をきっかけに、中国経済が孕んでいるリスクがクローズアップされ、国営企業の経営悪化と銀行貸出額の25%以上が不良債権化になっている問題が関心を集めるようになった。これまで大成功だと認められた中国の漸進的改革モデルを疑問視する声も出てきた。

国有企業の経営不振をもたらす要因が複雑である。大別して、①計画時代の遺産によるもの：例えば過剰な社会福祉負担、過剰人員、資本維持を阻害する財務制度、経営人材の不足など、②資本増殖のインセンティブ不足：政府の官僚、銀行、企業経営者、従業員は「全人民所有」の資金を運用する受託者であるが、出資者ではない。資金を提供する「人民」が理論上の仮定であり、リスク・マネーの増殖を求める資本所有者は現実には存在しない。③制度的要因による資本配分の歪み：権限と責任のアンバランスを克服し、受託者義務

を守る仕組みは確立されていないため、地方政府、銀行、経営陣が無責任な投資決定を行い、巨額な不良債権が累積されたことは典型的な例である。④新陳代謝の機能不全：市場経済では商品の需給関係を示す価格信号は資本市場を通じて資本（資源）の移動を引き起こし、結果的に効率的な資源配分が達成されるが、中国では資本分野において行政の論理がまた強く残されるので、資本の円滑な移動は阻害される。高成長が続く非国有セクターの資金調達制限される一方、不振な国有企業から資源を引き上げる障壁が高い。

国有企業の活性化や苦境脱出は永く訴えられたが、上記の問題の解決、特に②、③、④の要因に真剣に取り組まない限り、これは絵に描いた餅になる可能性が大きいと思われる。

巨額な不良債権とGITIC（広東信託公司）の破綻に代表される乱脈経営をもたらす原因は、企業統制の機能不全、つまり、権限と責任の明確化を犠牲にして分権化を進めたことにあると思われる。地方官僚と経営者が経済リスクを負わずに乱脈融資と無責任な投機が行われてもチェック機能が不在のため、危機が表面化するまでそれを抑制する力が働かない。国有銀行の地方支店がリスク判断と審査能力が不足する半面、地方官僚の圧力に屈して経済的な合理性を欠ける政策融資、情実融資、企業を延命させる追加融資を行ってきたことは不良債権の増加を助長し、問題の表面化を妨げてきたこともよく指摘される。

中国の一般国民が金融危機に未経験であり、国有銀行に絶大な信用を置いてあることと政府が迅速に行動して2700億元の特別国債を発行し、銀行資本の充実を計ったことにより、当面、不良債権の問題が金融不安に直結する懸念があまりない。しかし、生産・販売・給与などの面において決定権を経営者に与え、商品生産の分野ではほぼ完全に市場原理を導入し、優勝劣敗の競争原理を認

める一方、資本配分と投資決定に「計画経済」の要素を残し、行政の関与と競争制限を認める漸進的改革手法は果たして市場リスクに対応できるかどうか、間接金融体制で効率的な資本配分を行えるかどうかは、今、問われている。

## 二、 株式会社制度の導入

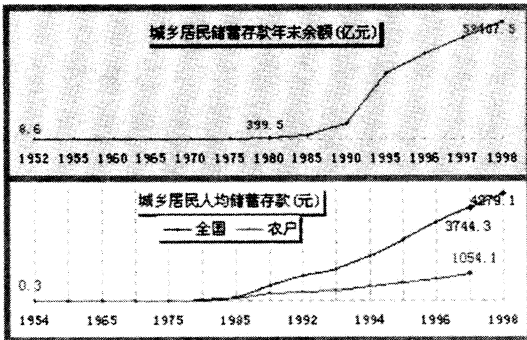
### 1) 急増する金融資産と個人投資家

20年以上の改革を経て、中国経済の市場化は大きく進展し、生産・流通領域において、価格の自由化と競争が定着してきた。改革の方針である「放権譲利」を西側の流行語に直せば、規制緩和と分権化、自由化および国民所得の再配分だと言える。

「譲利」の結果として、国民所得の配分は民間に傾き、政府支配の割合が縮小しつつある。マクロ指標を見れば、国民所得に占める財政の割合、国営経済の比率がいずれも低下の傾向にあることが分かる。一方、家計の世帯平均可支配收入は78年以降、インフレの影響を除いた伸びは都市部で2.3倍、農村部で4.6倍を記録し、計画経済のなごりである低い生活コストを考慮すれば、生活水準の向上は事実である。手厚い社会福祉待遇、食費と消費財が中心の消費構造、年金保険などの社会保障制度の不備により、中国の民間貯蓄率が改革以来、増加を続け、80年代初期の10%未満から国際的に見ても高い水準の30%前後に達した。

民間が経済的余裕を持ち始める証拠は、金融資産の増加である。銀行預金は99年末には既に6兆元を突破し、毎年10%以上伸びており、一人当たりの貯金も5千元に近づく。民間預金の一部が公金を不正に個人名義で預けたものだと指摘もあるが、金融資産の増大、特に90年代に入ってから高い伸びは、証券市場を育つ土壌となる。

図1-1 民間預金残高の推移及び世帯平均貯金額



出所：国家経済情報センタ

## 2) 証券市場の急成長

1990年、朱熔基が上海市長在任中に、上海証券取引所が設立された。当初、株式会社制度は地方や企業の自発的改革のひとつであり、株券も性格は社債に近く、資金調達手段だけであった。92年の「鄧小平南巡講話」を境に中国が「社会主義市場経済」路線を採用し、株式会社制度の導入と証券市場の育成を国営企業改革の一環として取り入れた。その後、国営企業の株式会社化、「公司法」の設定、会計制度の改定、証券監督委員会の設置、公認会計士制度の導入など一連の資本市場育成策が打ち出され、上場企業の数と株券発行は急速に増えてきた。99年末の上場社数や時価総額は国際レベルから見ればまだ取るに足りないが、個人投資家層の広がりが目覚ましい。証券口座数は既に4480万以上に達し、個人投資家の数は4300万人を超え、都市人口の1割以上を占めるようになった。8割の投資家がサラリーマンであり、約半数は資金が10万元以下の小口投資家である。

ある。

一方、毎年上場できる会社数や資金調達額及び株式分割・増資などの指標が国の割り当てによって決められるが、上場会社数は毎年100社前後のペースで増えており、年間の資金調達額は1000億元に達する。昨年の金利引下げや証券市場への挺入れ策により株価が上昇し、全上場会社の時価総額はGDPの約35%を占めるようになった。

株式市場からの資金調達額は未だ銀行の貸し出し増加額の約1割しかなく、銀行融資が依然として主流となっているが、アジア経済危機や日本の金融不安問題、銀行の不良債権問題がクローズアップされてから、証券市場が不必要で間接金融を重視すればよいとの議論が途絶えた。

## 3) 変貌する資金の流れと資本効率

国民所得の分配構造変化及び国有企業への資金提供を財政支給から銀行融資に切り替えた結果、中国の金融構造が大きく変貌した。家計部門が最大の資金余剰部門となり、政府部門による貯蓄（投資）が73%から4%へ急低下した。一方、企業部門が一貫して最大の資金不足部門であり、その資金不足が家計部門の貯蓄によってファイナンスされる構図が定着した。

国有企業に限って言えば、設備投資と流動資金の資金源を銀行融資に頼り、間接金融の比率が圧倒的に高い。しかし、表1-3で示したように、国内の全社会固定資産投資を見ると、財政投資及び国有銀行・ノンバンクの融資による資金調達が徐々に後退し、地方政府や管轄官庁、企業間の融資、民間金融や外国投資の割合が拡大してきたこ

表1-1 中国証券市場の概況

	上場社数	時価総額	株数	年間資金調達額	流通株の時価額
1992/12	53社	1048億元	68億株	50億元	N.A
1998/12	851社	19505億元	2526億株	N.A.	5745億元
1999/12	949社	26471億元	3088億株	940億元	8213億元

出所：中国証券監督委員会（上場社数には香港、アメリカなどの海外上場を含む）

表 1-2 貯蓄構造の変化

	1978	1985	1993	1996
家計部門	14.9%	40.1%	57.8%	55.2%
企業部門	11.8%	38.9%	39.8%	40.8%
政府部門	73.2%	21.0%	5.4%	4.0%

注：各部門の総貯蓄 = 可支配所得 - 消費支出 = 実物投資 + 金額投資

出所：陳玉光「貯蓄主体、投資主体と金融仲介」《経済研究参考》1996年96期

表 1-3 国内固定資産投資の資金源

	国家予算資金	国内融資	外資	自己調達*	その他**
1982	22.7%	14.3%	4.9%	58.1%	
1987	13.1%	23.0%	4.8%	47.9%	11.2%
1997	2.8%	18.9%	10.3%	55.7%	12.9%

\*：自己調達は地方政府、管轄官庁、企業自身が調達した資金である。減価償却や利益留保も含まれるが、企業間の投資・融資、債券による調達も含む。

\*\*：その他の項目が86年の統計から計上。未分類の資金源を指す。

出所：国家統計局「中国統計年鑑」より

表 1-4 所有形態別企業のROE指標\* (%)

	国営企業	集団企業	外資	株式会社	上場企業**	私営企業	1年定期金利
1994	6.7	10.9	13.1	13.3	13.98		10.98
1995	4.1	9.2	8.5	10.3	10.8	10.2***	10.98
1996	2.2	9.7	7.4	8.1	9.62		9.22
1997	2.1	9.5	7.1	8.0	9.54		7.17
1998	1.9	11.2	6.1	6.7	7.86		4.86

\*：ROE = 利潤総額/所有者權益で計算。

\*\*：上海、深セン両取引所の上場企業平均値、「中国上市公司基本分析1997-1999」より

\*\*\*：私営企業はROA数値、国家統計局工業交通統計司編「大透視」1998、p.149

出所：国家統計局「中国統計年鑑」より作成。

とが分かる。

国有四大銀行は民間預金の主な受け皿であり、近年登場した地方銀行や民間銀行を遥かに勝る預金量を獲得しているが、これまで政策上、国有企業への傾斜融資義務がある。非国有企業、特に私営企業が長期融資の対象外とされ、短期流動資金しか貸しさない。

しかし、国有銀行から融資や債券発行、株式公開などの資金調達を認めず、長期資金へのアクセスが制限される非国有企業の資本効率が、資金面で優遇される国有企業より高いことは事実であ

る。所有形態別企業のROE指標で示したように、資本効率を表す純資産利益率では、私営企業、株式会社（上場企業）、外資系企業、集団企業、国有企業の順になっており、「公有制」と逆相関関係になっている。優先的に融資を受ける国有企業が預金利率の半分以下の収益力しかなく、財務状況が一貫して悪化している。こうした状況は、金融システムの資本配分の非効率性、非合理性を表している。投資家に魅力がないため、政府が中小規模の国有企業を「放小」という方針で売り出しても買い手がなかなか現れない。

### 三、上場企業の諸問題

中国の上場企業のほとんどは国営企業を株式会社に変換して、国が保有する株の3割前後を市場に売り出す形で登場したものである。従来の国営企業は生産・営利の組織体でありと同時に、思想統制の道具、従業員の間接生活共同体でもある。ベンチャー企業家や創業者一族による株の放出と異なり、上場の主な目的は創業者利益を得ることではなく、国営時代の複雑であいまいな利権関係を整理し、官僚体質の企業に「企業家精神」を持たせ、経営スタイルの変革を図ろうとするものである。こうして登場した上場企業はいつくか生まれつきの問題を抱えている。

#### 1) 紙上の「同株同権利」

93年に発効した「公司法」では、株式会社の「同株同権利」原則を規定しているが、現実の上場企業には、A株、B株、H株の投資対象別、国家株、法人株（企業同士の持ち合い株）、従業員株（98年以降は発行中止となる）、一般公衆株などの所有別の区別があり、会計基準、流通範囲、ディスクロージャ、配当・割り当て増資などの面で待遇が異なっており、権利の平等が未達成である。政府が株を売り出す当事者であると同時に、ルールを作る市場監督者でもあるが、それをチェックする勢力が最初から不在である。

#### 2) 許認可制度と隠れた「親」

理論上「全人民所有」の国営企業は実質上、それを管轄する中央官庁や地方政府の役所の支配下にあり、複雑な利権関係と絡んでいる。企業を支配する所管官庁は、資源や人事を掌握しており、官僚固有の縄張り習性と利権争いのため、企業の「親」みたくの振る舞いをする。企業の上場はCSRCの「総額規制、社数限定」方針の元で審査・許可制度となっているので、限られた「上場枠」を巡り、上場企業の「親」となる地方政府の

働きかけと業績を粉飾して「包装上場」することは公開の秘密である。（2000年4月以降、上場枠を割り当てる制度が廃止され、原則上、経営状態良好の企業が審査をパスすれば上場できるようになった）。

また、上場企業をショー・ウィンドウのように使い、不採算部門を切り離したり、資産を過大評価したり、資産注入や債務と資産を交換したりして、上場企業の資産内容を陳列商品のように差し替える操作を行い、投資家の金を囲い込むことも、この「親」が存在しなければ出来ない。規制当局はROEが10%未満の場合、株の時価発行増資を認めないルールを打ち出すと、多くの企業は会計操作をして、一斉に10%すれすれのROE実績を公表することは、奇妙な演出である。

#### 3) 独断する経営者

「公司法」では、株式会社組織を董事会（取締役委員会）、監事会、総経理（社長・CEO）の三権分立と規定しているが、多くの上場会社の場合、企業のトップが会長・社長・党書記を兼任する三位一体の体制になっている。取締役と監察役は無力で、特に監察役はほとんど機能しないと報道される。

形式上、大株主である国が国有資産経営会社を通じて役員会をコントロールできるが、実際には、刑事罰を受けない限り、経営不振や投機失敗による経営者の更迭が少ない。経営者の金銭的な報酬は限られるが、「社用」名目での役得は大きい。しかも、ほとんど個人的なリスクを負う必要がない。経営者は無責任な投資決定を思うままに出来ることは不良債権と低収益を生み出す一因である。さらに、一般株主が地域的に広く分散し、その合計投票権が3割前後しかなく、会社の経営方針や重大決定に影響できないため、経営者から軽視される。多くの上場企業が収益率、成長性などの指標に関係なく、無配当や低配当政策をと

る。情報開示の面でも消極的である。

## 四、ディスクロージャの進展

### 1) 投機抑制と証券法

経営者が無謀な投機を行ってもそれをチェックする体制が機能せず、しかも合法的に粉飾できるなら、企業が市場の信認を失うのは当然な成り行きである。『中国証券報』の調査では、98年の企業ディスクロージャに対して、89%の投資家は不満と思ひ、その理由は不真実（47%）、遅すぎ（27%）、不正確（14%）、不十分（16%）などによるものである。

国営企業の時代では、経営者が二重帳簿や闇金庫を作り、国を騙すことは公然の秘密であるが、上場企業になっても同じ手法で投資家を騙すなら、市場はギャンブル所になってしまう。90年代中期、経済の急成長とともに株式市場が急拡大し、国民の間に「炒股」——株の回転売買投機ブームが起きたが、株価が乱高下の末、投資の知識や企業の経営内容への理解を欠ける一般投資家は高値掴めてバブルの犠牲者となり、公金を流用

し株式投機やインサイダ取引に走る一握りの投機家だけが私腹を肥やした結果となった。

90年代後半、中国でバブル退治と過度投機を抑制する議論が盛んになり、アメリカなどの先進国に比べて割高の40倍前後のPER および4-5倍くらいの売買回転率（流通株が3割しかないことを考慮すればもっと高い）が問題視された。投機を抑制して金融リスクを押さえなければ、中国もアジア経済危機の嵐の中で安定を維持できない危機感を背景に、長年棚上げられてきた「証券法」は、ようやく1998年12月29日、第9期全人代常務委員会において可決された。

投機抑制の視点から「証券法」では、銀行と証券業の分離、銀行借入れによる株式の取引、国有企業による株式の投資売買、信用取引、株貸しなどが禁止されている。同法は、総則、証券の発行、流通、上場企業の買い付け、取引所、証券会社、登録決済機関、サービス機関、証券業協会、証券監督機関、法律責任、付則など全12章214条からなる。同法の成立と合わせて、証券監督委員会（CSRC）はディスクロージャ関連の7つの規則を修正・公表した。「証券法」は中国初の政

表4-1 証券法の主な内容

#### 証券取引：公開・公正・公平の「三公原則」

- ① 発行と流通 審査と認可制度、有償増資の制限、競争売買の原則、信用取引禁止
- ② 情報開示 継続とタイムリ開示、決算書類、重大事項、虚偽・不実報告の禁止
- ③ 禁止行為 インサイダ取引、不正利得、風説流布、詐欺、公金流用の株売買

#### 上場企業の買収：公開買い付けまたは協議買収

保有株が5%、30%超すときの公表義務、6ヶ月以内の転売禁止

#### 取引所と証券会社

ブローカ業務と自己売買の資産分離管理、銀行資金の流入を禁止、名義貸しの禁止

#### 証券監督機関

規則の策定、証券業務への監督、調査・処分権、行政指導

#### 罰則

違法所得の没収、1—5倍の罰金、業務停止、資格取り消し、業界から追放

府主導ではない立法だと言われ、先進国の証券法規を参考に、①投機抑制、②経営者責任の強化、③市場ルールの確立、④情報開示の強化、⑤企業改革の促進などを重視して策定された法案である。現在、中国には250を超す証券関連の法令が存在するが、98年成立した「証券法」を中心に、証券市場に関する体系的な法規制が形成され、今後、投資信託法、基金管理法などの関連法案も整備される予定である。

湧きおこす批判と不満の圧力を受け、当局は90年代後半からディスクロージャ制度の整備に力を入れはじめた。ここ数年、会計基準の改定（財政部）、監督体制の整備（証券監督委員会CSRC、取引所）、公認会計士監察の強化（会計事務所）、メディア公表の指定（CSRC）、罰則の強化（CSRC）など一連の施策が行われ、体系的なディスクロージャ制度が一応形を整えた。

## 2) 会計制度

財政部が「企業財務通則」、「株式会社会計制度」（98年改定）、「連結決算報告書暫行規定」（95年）、「公認会計士業務遂行規定」、「キャッシュフロー報告書」、「関係者取引の開示」などの会計関連法令を通じて株式会社の会計制度を規定する。近年に策定・修正された多くの会計基準は、国際会計基準（IASXX号）を強く意識しており、国際の先進レベルに合わせる意欲が感じられる。

改定された連結決算報告書（BS/IS）では項目が99個に増やされ、投資や在庫の低価法の採用、未収金の開示、投資と在庫の損失引当金の計上、連結対象の持分基準、実効支配基準の導入、住宅投資、重要事項の付注などが追加され、売上の確定もリスクと収益の移転基準に改定された。IASに比べてまた項目数が少なく、年金債務の未導入、住宅投資の温存などの問題点が残るが、98年中間決算から導入されたキャッシュフロー計算書は直接法（間接法の計算を同列して開示）を採

用しており、一部の基準がより保守的であると評価する声が多い。また、利益操作を防ぐため、売掛金や未払い金の明細も開示するようになった。今回の改定において、資産内容を細かく開示するより、利益操作の余地を狭めることが優先されたと思われる。

## 3) 「三公原則」と開示内容

証券監督委員会（CSRC）は、中間・年末決算、上場目論見書、配当・増資、買収、関係者取引など7つの強制的ディスクロージャ内容と形式を規定する法令を発表しており、株式の発行と取引を「公開・公正・公允」（公開・公正・公平）三原則に従い、上場企業に情報の①十分かつ全面的、②真実かつ正確、③適時の開示を要求する。

また、重要な契約、損失、訴訟、担保、関係者取引、人事などの重大事項については、迅速な開示を求める。経営陣による業績予想が強制開示ではないが、既に慣行になっているため、開示形式の中に含まれている。

さらに、一割以上の業績修正、経営者・役員個人の報酬額、持ち株数も開示されるが、経歴の開示を要求しない。99年の公表された年報から見れば、8割以上の企業が経営者別の報酬額を規定とおりに開示した。

## 4) 連帯責任と厳罰主義

ディスクロージャの不正や違法取引が多いため、CSRCは毎年数百件の処分を行っているが、不正をなくすことが簡単ではない。そもそも中国で処罰は見せしめの要素が大きい。証券関係の犯罪に対しても厳罰主義をとる。証券監督委員会は、インサイダ取引や経営者在任中の株売買を禁止し、情報操作や不正開示に対しては、会社・法人に対して不法所得の没収以外に、1—5倍の罰金を課する。経営者と役員に対しては連帯賠償責任を課す。証券関係の犯罪者に対して、資格停止から、上場企業の業務や証券業務から永久追放す



表4-2 開示内容の概要

項目	アメリカ	日本	中国
根拠法令	33年証券法 34年証券取引所法	48年証券取引法 99年省令・ガイドライン	98年証券法 95年公司法
対象企業	上場企業及び資産が100万ドル以上の非上場企業	上場企業	上場企業
発行開示内容	Form s-1, s-3	届出目論見書	招股説明書
継続開示内容	Form 10-k 事業内容、財務データ、役員構成・報酬、財務諸表・付属明細	有価証券報告書 決算短信	年度報告書 中期報告書
	Form 10-q 四半期経営状況	一部自主公表	なし
	Form 8-k	臨時報告書	臨時公示
財務会計の特徴	時価主義、連結決算、低価法多用、CF、純利益、ROE重視	原価主義、単体決算、含み経営、経常利益、売上重視から連結・CFへ移行中	原価主義、連結決算、主營業務収益重視、CF導入で利益操作防止
開示方法	電子・ネット・印刷物	印刷物、一部ネット	新聞・ネット
自主的開示（IR）	アニュアルレポート CEOが株主宛てに、業績の推移、当面の課題、競争状況やリスク要因、部門別の実績、経営方針や今後の見通しなどをエッセイ風に分かり易い文章でメッセージを送る。一部の手紙が名文として愛読される。	株主通信 形式的・意味不明なものが多い。	なし
財務データの提示方法	文章の中で引用、部門別、地域別の業績変動を検討、3-5年の推移を示しながら経営者の見解、対策を説明、データを生かす工夫	規定様式に従うだけ、文章説明が少なく、流れと傾向を掴みにくい。	規定様式とおり、不必要に煩雑（小数点2位まで）、文章説明少なく公式的、部門、地域別データなし。

るまでの厳しい罰則を設けている。

## 5) 会計士と監察

中国が90年代から公認会計士、公認弁護士の制度を復活させてからまた10年ほどしか経っていない。市場経済の経験のある専門人材の不足が短期で克服できる問題ではない。現時点で全国に500近くの会計事務所があり、そのうち100軒を超える証券業務免許を持つ事務所がある。

多くの事務所は大学の教師や実務経験者が独立して作られたもので、熟練人材の数が少なく資金も不足である。決算発表が遅い（4ヶ月）原因の

一つは会計士の不足だと言われる。会計事務所の活動範囲も所在地に限られるものが多い。規模の小さい事務所はモラルが未確立で収入を獲得するために値下げ競争に走る現象が見られる。「証券法」が実行してから会計士による意見留保が増えており、一部の企業が頻繁に監査法人を変え、不正の発覚を逃れるのではないかと指摘が多い。そのため現在、会計事務所を変える場合、取引所での公示が求められる。

公認会計士の業務レベルと社会的信用がまた低いことはディスクロージャーを制約する大きな障害

となるが、外国の会計事務所の進出と業界内の競争を通じて淘汰と整理が進めば、状況が改善されるだろうと期待したい。

## 6) 情報サービスとメディア

情報は最終ユーザが簡単に入手でき、正しく理解されない限り、ディスクロージャが有効だとは言にくい。したがって、情報の伝達方法、メディア、情報を加工するサービスもディスクロージャの効果を制約する要素である。

中国では、大口投資家は「大戸」（金持ち）または「股東」（株主）と言い、一般投資家は「散户」（ばらばらのゴミ投資家）または「股民」（株を持つ庶民）と呼ばれる。後者の人数が多く、しかも分散しているため、企業から決算書類を送るのにコストがかかる理由で、年報や中間決算報告書を郵送することはなかった。

従来では企業の決算結果を調べるためには、SRCが指定するディスクロージャ新聞を購読するか（年報の要約を一面ほど掲載）、証券会社に問い合わせるか（手帳サイズの薄い小冊子をもらえる）、本屋で出版物を買うか（CDもある）などの手しかなかった。99年の決算からCSRCが上海・深せん取引所のホームページを指定開示サイドと決め、年報をPDF形式で全文載せることにした。

これまで企業決算書類を集めるのに苦勞する状況に比べれば、インターネット上の公表は飛躍的な進歩と言える。しかし、証券口座数が4千万超に対して、中国のインターネット人口が高く見積もっても数百万人しかいないことを考慮すると、一般投資家が情報の面で不利な立場にある状況がまだ変わっていない。

証券会社が大口投資家を優遇することは万国共通の現象である。しかし、中国ほど露骨に行うことが少ないと思う。証券会社では金持ち専用の「大戸室」という個室が複数設けられ、ソファに

座ってパソコンでニュース、株価、罫線図を調べ、ボタンひとつで売買できるようになっているが、一般投資家は株価ボードを見て手書きの注文伝票による取引しかできない。

株式ブームが起きてから、たくさんの証券関係の新聞雑誌類が登場したが、競争の結果、「中国証券報」、「上海証券報」、「証券時報」などの指定メディアが7割の投資家の情報源になっているとの調査結果がある。しかし、国営の新聞が仕手戦の様子を熱心に報道する記事を書き載せるのは不適切であろう。メディアはディスクロージャを高める責務があり、投機を煽るような風説を助長すべきではない。

## 五、民営化の流れと情報開示課題

### 1) なぜ情報を開示が必要か

米国では、資本の効率的配分、投資家保護、投資家の信頼によって市場の効率性を向上させることはディスクロージャの目標とされる。情報開示の理念が「太陽が最良の消毒剤であり、蛍光灯はもっとも有能な警官である」という米国のブランド判事の言葉によく表現されている。経営者に開示を求め、その正確性を担保するために刑事責任を課すが、価値判断を投資家に委ねる。ディスクロージャの意味は、情報の非対称性を修正し、アウト・サイダーである不特定多数の一般投資家に、投資対象に対するアカウントビリティ（判断材料になる情報）を持たせ、合理的な投資判断の根拠を提供することにある。

中国の証券法では「投資家の合法的權益を保護する」条項があるが、市場の効率性を高め、資本の効率的配置を図る記述がなかった。株主の位置付けが不明瞭のままである。

経営者が支配的株主であるかどうかに関係なく、公開市場から株を購入する形で企業にリス

ク・マネーを提供する一般投資家の立場から見れば、所有と経営の分離は避けられない現実である。企業経営陣は財産の支配、意思決定、情報などの面において優位に立ち、他人の資産を自由に運用できるが、企業を「所有」する株主は自分の資産がどうなっているのか、損益がいくらであるかを言う権利がなく、利益を留保するか配当にするかを定めることもできない。総会での投票権と市場での「足の投票権」以外に、自分の財産を動かす力がない。

このアンバランスな力関係を、国の法規および取引所ルールなどの規制で強制的に変え、均衡を保つような状態を作り出さなければ、経営権が悪用される恐れは常にある。一方、投資家は企業の財務内容に関心がなく、経営陣を信用せず、株を持つことは企業の一部を所有することだという投資の原点を忘れて株価だけを追いかけるよう行動するならば、株式市場がバブルと崩壊を繰り返すギャンブル相場になる恐れも常にある。

## 2) 個人投資家への偏見

これまで中国の株式市場が乱高下を繰り返し、「庄家」（仕手グループ）による株価操作が時々行われ、噂を信じて仕手戦の投機に参加する個人投資家が多かった。分散して投資額の小さい個人投資家の数が多いことは投機ブームの原因であり、機関投資家を育成すれば、投機の抑制とコーポレート・ガバナンスの確立に寄与すると言われた。

機関投資家は情報収集や企業調査・分析などの面で資源に恵まれ、大株主の立場から経営陣に働きやすく、影響力あることは明らかであるが、運用額が大きいから投機に走らないとは限らない。90年代の不動産投機や株式投機の多くは多額の金を動かせる銀行支店やノンバンク、地方政府と国営企業によって行われてきた。合理的投資行動できるかどうかは、個人であるか組織された集団であるかことに関係なく、正しい情報を入手し健

全な投資判断を下せるかどうかことによる。ディスクロージャにより正確で迅速な情報が伝達されても、それを理解して判断するのは決定者の個人的責任である。したがって、合理的投資家の育成は、自分が何を買おうとするか、なぜ買うかという判断に役立つ情報を与え、事実を知らせるだけでは不十分であり、間違った投資判断をしたら資金が失われ、資源配分に参加できなくなるペナルティからの学習も大切である。

企業の経営者、経済官僚、金融機関の融資責任者が広い意味で言えば、みんな「機関投資家」に当たる。情報と運用額の面では私営企業の経営者や個人投資家より有利な立場にある。しかし、残念なことに、経営不振や不良債権をもたらした投資はこうした組織力、情報力、資金力を持つエリットの決定であることも事実である。その原因は彼らの判断力に問題があるというより、微妙な判断に直面して射幸心と慎重さとの間に揺れる際、自分の金を失う痛さ、あるいは委託者から見捨てられる怖さという抑制力が働かないことにあると思う。

資産の「最終所有者」が実質上不在であることは、官僚組織による命令経済の弱点であり、国営企業不振の根源だと指摘されて久しい。中国の経済改革は「民営化」という言葉こそ使っていないが、経済活動における決定権を民間に移転しつつある方向にそって行われてきた。今回成立した「証券法」の最大のポイントは、個人による上場株所有率制限の撤廃と企業買収（敵対買収も含め）を可能にする規制緩和である。今まで市場での流通が禁じられた国の保有株式も、憲法の私有経済認知に合わせて、取引自由化を検討されるようになり、国が上場企業の株を50%以上保有する規定は近く廃止される見込みである。ほとんどの先進国では、政府が企業を所有・経営しなくても、企業利益の半分を税金で取れるから、そう言

う意味で国がすべての企業のパートナーであり、共同所有者である。企業の盛衰は一国の財政事情に直結してある。「国有」の名義があって税収や社会に寄与しない不振な企業を抱えるより、国有の名義なしで国富に寄与する企業が繁栄した方は望まれる。

### 3) 官庁より所有者への開示が大切

冒頭で示したように、民間の金融資産増加、経営人材の登場、及び国民意識の変化により、民営化は現実味を帯びてきた。国営企業を株式の放出、あるいは企業の売却という形で民間に売り出し、資源配分を市場原理に任せれば、中国の市場経済は初めて本物になる。こうした本物の市場経済に資本の効率的配分を担わせるには、ディスクロージャー制度において、以下の充実・改善策が期待される。

第一に、「同株同権」の株主権利を実現すること。投資額や身分によって待遇が異なり、国有株主や法人株主が情報へのアクセス、経営参加、利益配分、増資などの面で一般株主より優遇されることは公平の原則に反する。とくに一般投資家の情報アクセス条件を改善し、より分かりやすく、低コスト、迅速な開示が望まれる。さらに、これまで管轄官庁しか知らせない事項や四半期決算情報、セグメント情報などの内容を追加し、経営者による説明を充実させて企業内容の「全面開示」を推進することが望ましい。

第二に、より保守的、正確に企業経営状態を反映するように会計制度を改定すること。国際会計基準に合わせて連結決算、キャッシュフロー、引当金等の導入で利益操作の余地が小さくなったが、在庫評価、資産評価、未収金などの項目を利用して会計操作を行う余地が依然ある。資産項目に信用をおけないと、期間収益の計算は信憑性を失う。

第三に、監察役と会計監査の独立性を確保する

こと。会計情報への信頼は資本市場、企業への信頼の基礎である。監査の独立性がなければ、最先端の会計制度は操作の道具になる恐れがある。これまで最先端の国際会計基準を導入したが、それに合わせた監査制度を確立されていないため、経営者の裁量権は旧制度より大きくなったと言われる。独立性を確立するには、会計事務所のレベル向上と司法制度の改良が期待される。

株式は売買できるが企業は売買できないような資本市場では、市場による経営者選別が空論に終わる。非効率的経営を続けても退場がないので、競争による資源配分も危うくなる。こういった市場での情報開示も、形式的なものになる恐れがある。経営権を含む企業全体の価値を判断しようがない場合、その一部である株式の評価も歪んでしまう。

情報を与えずに投機抑制を期待するには無理がある。中国の上場企業は行政の関与、所有者の不在、インサイダの支配、独立した第三者のチェックが弱いと、コーポレート・ガバナンスがうまく機能しなかった。それを直すには、株主の地位を明確にし、企業と経営者を選別する条件を整備しなければならない。一般投資家に「買った株券はくじのような紙切れではなく、実体企業の一部である」ことを信用してもらえるかどうかことは制度改革の成否を問う試金石になる。

#### 〈参考資料〉

- 中国国家统计局 「中国統計年鑑」1987-1998 中国統計出版社  
 中国国家统计局 「中国統計摘要」1999 中国統計出版社  
 中国证券監督委員会 「中国証券期貨統計年鑑」1995-1998 中国統計出版社  
 財政部 「股分有限公司會計制度」中国財政經濟出版社 1998.4  
 財政部 「企業會計準則-現金流量表」經濟科学出版社 1998.7  
 財政部 「企業會計準則1999」 經濟科学出版社 1999.3  
 中国誠信証券評価有限公司主編「中国上市公司基本分析」1997-

- 99 中国科学技術出版社  
 北京海融資訊・実達銘泰 「中国上市公司資料大全 CD」 97.98  
 人民郵電出版社  
 上海金溪計算機信息服務有限公司「金溪股票好帮手 CD」 1999  
 www.chinajinxi.com  
 鄭海航 主編 「国有企業 損研究」 經濟管理出版社 1998  
 劉偉 「中国私営資本」 中国經濟出版社 2000.1  
 劉偉・梁均平 「衝突与和諧的集合：經濟与倫理」 北京教育出版  
 社 1999  
 康紹邦 主編 「金融危機後 中国的政策選択」 現代出版社  
 1999.3  
 劉云 「中国製造業所面臨的困境与对策」 西南財經大學出版社  
 1999.5  
 高程德 「經濟法」 上海人民出版社 1998  
 高程德 「公司管理中的法律問題」 北京大學出版社 1999.6  
 白建軍 「証券詐欺及対策」 中国法制出版社 1996.7  
 王保樹、ほか 「中国公司法」 中国工人出版社 1995  
 李益前 主編 「中国証券法知識解答」 經濟科学出版社 1999.1  
 庄恩岳 主編 「中外審計準則比較」 中国審計出版社 2000.1  
 曹洪波 「最新股份制企業審計」 中国財政經濟出版社 1998  
 張文賢 主編 「中国會計案例選」 復旦大學出版社 1998.8  
 趙滄網 「財務報表分析」 經濟日報出版社 1997.3  
 趙海寬 「中国金融体制改革20年」 中州古籍出版社 1998.12  
 盛 洪 「中国的過渡經濟学」 上海三聯書店 1994  
 樊 綱 「走進風險的世界」 廣東經濟出版社 1999.5  
 貝多廣 「中国資金流動分析」 上海三聯書店 1995  
 何清漣 「現代化的陷阱」 今日中国出版社 1998.5  
 胡繼之 「中国股市的演進与制度變遷」 經濟科学出版社 1999.2  
 劉洪 主編 「大透視-中国工業現狀・診斷与建議」 中国發展出版  
 社 1998.9  
 汪祥耀 主編 「最新國際會計準則」 浙江人民出版社 1997.10  
 朱德林 ほか 「中国的灰黑色金融」 立信會計出版社 1997.2  
 日本証券經濟研究所 「図説 中国・香港の証券市場」 平成  
 8年  
 日本証券經濟研究所 「中国の株式制度と証券市場の生成」 平  
 成6年  
 吉田明 「中国の上場会社」 商事法務研究会 平成10年  
 渡邊慎一 編 「金融危機と金融規制」 アジア經濟研究所 1998.3  
 渡邊真理子 編 「中国の不良債権問題」 アジア經濟研究所  
 1999.10  
 翁百合 「情報開示と日本の金融システム」 東洋經濟新報社  
 1999  
 白鳥榮一 「國際會計基準-なぜ日本の企業会計はだめなのか」  
 日経BP 1998  
 企業會計臨時増刊 「企業内容開示制度の規則・ガイドライン集」  
 中央經濟社 平成11年  
 中国証券報 1999.3 「我看九八証券市場」 系列報道、  
 www.chinasecurities.com.cn  
 中国証券報 1999.3 「新會計制度」 系列報道、  
 www.chinasecurities.com.cn  
 易東雁 1999.2 「注意企業財務報表信息失實的隱性因素」 《上  
 市公司》第108期  
 証券管理委員會 1997.3 「証券市場禁入暫行規定」  
 www.csrc.gov.cn  
 金堅敏 1999 「中国上場企業のコーポレート・ガバナンス」  
 FRI研究レポートNo.62  
 王東 明 1999 「中国上場企業のコーポレート・ガバナンス」  
 証研レポートNo.1573  
 王東 明 1998 「中国上場企業の有償増資状況について」 証  
 研レポートNo.1561  
 王東 明 1999 「中国B株市場の制度的問題について」 証研  
 レポートNo.1571  
 George Lasry, 1979, Valuing Common Stock, the power of  
 prudence, amacom.  
 Benjamin Graham & D. Dodd 1934, Security Analysis, whittlesey  
 house.  
 Benjamin Graham 1973, The Intelligent Investor, Harper & Row  
 John Train, 1987, The Midas Touch, perennial library  
 John Train, 1985, Famous Financial Fiascos, Fraser.  
 Janet Lowe, 1994, Benjamin Graham on Value Investing, A  
 penguin Book.  
 Janet Lowe, 1998, The Rediscovered Benjamin Graham, Wiley.  
 Philip A. Fisher, 1958, 1996, Common Stocks and Uncommon  
 Profits, Wiley  
 Peter J.Tanous, 1997, Investment Gurus, Nyif.  
 Peter Krass, EDT. 1999, The Book of Investing Wisdom, Wiley  
 L.A. Cunningham, EDT. 1997, The Essays of Warren Buffett:  
 Lessons for Corporate America, Cunningham. 増沢 浩一 訳  
 「バフェットからの手紙」 Pan Rolling 2000.2  
 Robet G. Hagstrom, 1994, The Warren Buffett Way, Wiley.  
 Charles J.P. Chen, F.A. Gul & Xijia Su, "A Comparison of  
 Reported Earnings Under Chinese GAAP vs. IAS: Evidence  
 from the Shanghai Stock Exchange", Accounting Horizons,  
 Vol.13, No.2, June 1999, pp. 91-111.  
 Chen, Y.,P. Jubb and A. Tran. 1997. Problems of accounting  
 reform in the People's Republic of China. The international  
 Journal of Accounting、 32 (2): 139-153.  
 Davidson, R. A., A.M.G. Gelardi, and F.Li. 1996. Analysis of the  
 conceptual framework of China's new accounting system.  
 Accounting Horizons 10 (1): 58-74  
 Levitt, A. 1998, The Importance of High Quality Accounting  
 Standards. Accounting Horizons 12 (1): 79-82  
 Rogero, L.H.1988. Characteristics of High Quality Accounting  
 Standards. Accounting Horizons 12 (2): 177-183  
 Partha Sengupta, 1998. Corporate Disclosure Quality and the Cost  
 of Debt, Accounting Review 73 (4): 459-474  
 Stephen B.Salter, 1998, Corporate Financial Disclosure in  
 Emerging Markets: Does Economic Developmnet Matter?. The  
 International Journal of Accounting 33(2) 211-233  
 Bing Xiang 1998, Institutional Factors Influencing China's  
 Accounting Reforms and Standards.. Accounting Horizons 12  
 (2): 105-119