

(2) 中国・上海, 深圳における証券取引の 実態と法規制

復旦大学法学院副教授 白 國棟 著
小樽商科大学助教授 道野真弘 監訳

目 次

- 1 問題の提起
- 2 証券取引の展開と取引状況の概観
- 3 証券取引所をめぐる法規制
- 4 証券取引上の問題点と法の検討
- 5 終わりに—今後の展望

1 問題の提起

中国における証券取引は、1980年代のいわゆる模索段階を経て、90年代に入ってから国有企業の改革とともに、急ピッチな発展を遂げてきている。

2000年末まで、上海および深圳両証券取引所では、合わせて1086社の株式が上場され、その市場価値の総額はすでに中国国内総生産（GDP）の53.4%に達している。今日では、両証券取引所は中国国民経済にとってきわめて重要な資本市場としての役割を果たしているといえよう。

ところが、中国における証券取引は曲折な変遷を経ており、未だ多くの問題点を抱えていることは後述するとおりであるが、これらの問題点は発足したばかりで不完全な市場であるがゆえに、普遍的に存在する問題もあれば、中国特有の構造的な問題もある。以下では、中国における証券取引の変遷を辿りながら、証券取引の実態およびそれをめぐる法規制を概観し、そして現在抱えている問題点とその法的検討をおこなったうえ、今後の展望を考察してみたい。

2 証券取引の展開と取引状況の概観

1. 証券取引の展開

中国における証券取引の展開は、およそ以下の三つの段階に分けられよう¹⁾。

第1段階（1984年から1993年まで）は、いわゆる模索段階であり、この段階では“株式制企業および証券市場は資本主義と名づけるべきか、それとも社会主義と名づけるべきか”という激しい議論を伴いながらも、まず1984年から幾つかの会社たとえば、北京の天橋、上海の飛樂音響、延中実業および深圳の宝安などが相次いで株式を公開発行すること、次に1986年に上海では中国工商銀行上海市信託投資会社静安証券業務部において店頭取引が、また深圳では1988年に深圳経済特区証券会社において店頭取引が始められること、そして上海では1990年11月26日に上海証券取引所、深圳では同年12月25日に深圳証券取引所がそれぞれ設立されることは、中国における証券取引の展開を物語る代表的な事例である。また、この段階では会社が設立され、とりわけ1992年3月より上場会社の数が増え、上海・深圳両証券取引所の上場会社は合計53社となり、市場規模は一応拡大されてきたこと、そして取引の対象には国債先物取引や国内外資投資株（B株）も登場したが、しかしながらこの段階では、証券市場が小規模であり国民経済に対して重要な存在にはなっていないこと、上場会社や市場の主体を担う証券会社または投資会社が上海や深圳の会社がその大半を占め、証券市場はいわば地域的存在にすぎなかったといえること、そして証券市場に対する全国統一的な監督管理体制も整えられていないことは、この段階の特徴といえよう。

第2段階（1993年から1999年まで）は、飛躍的に発展する段階である。

1) 範永進「新中国証券市場の回顧と展望」範永進・強紀英（編著）『中国株式市場を振り返って』（上海人民出版社、2001年）1-19頁。

この段階は、国務院証券委員会、中国証券監督管理委員会および各地方に証券管理弁公室が相次いで成立したことをきっかけに、市場規模は急ピッチに増大しかつ全中国としての資本市場となったのである。

第1に、監督管理体制について、証券市場に関する専門管理機関である国務院証券委員会、そしてその執行機関である中国証券監督管理委員会、さらに各地方政府の管轄下に置かれる証券管理弁公室が成立し、全国統一的な監督管理体制が初めて整えられた。さらに、1998年には、国務院証券委員会が廃止されその権限は中国証券監督管理委員会に移譲され、各地方の証券管理弁公室も中国証券監督管理委員会の管轄下に移され、監督管理体制は一本化された。

第2に、市場規模の増大について、1993年以降上場会社の数は急ピッチに増加し、1994年2月24日に上海証券取引所には11の株式新規銘柄が上場され、1日の新規上場銘柄数の最高記録を作った。また、1996年および1997年の2年間には、両取引所で合計400以上の会社が新規上場され、1999年末では、国内上場会社の数は949社に達している。さらに、証券経営機構も大きく発展し、そのうち証券会社は101社、証券営業部は2600箇所、証券従業者は10万人に及んでいる。このほか、公認会計士や弁護士の数も大きく増えた。

第3に、全国各地方の会社が取引所に上場され、証券会社も各地方に設立され、取引所は小規模で地域的な存在から脱皮し、中国全体規模の資本市場と化した。

第3段階（2000年から現在まで）は、未来に向けての新しい段階であり、この段階は、市場の健全化、国際化を目標とし、具体的には上場会社や証券会社の経営の健全化（コーポレート・ガバナンス、独立取締役の立法化）や国際会計基準の導入などがすでに動き出されている。

2. 取引状況の概観

現在証券取引所において取引されている証券の種類は、株券（A株B

株)²⁾、証券投資基金、債券である。以下では、2000年末までの統計数字を紹介し、取引の状況を概観してみよう。株券のうち、A株については、両証券取引所では合計1174銘柄（上海617銘柄、深圳557銘柄）が上場・取引されている。B株については、合計114銘柄（上海56銘柄、深圳58銘柄）が上場・取引されている。また、B株は、上海証券取引所では米ドルで、深圳証券取引所では香港ドルで売買される。株式のうち、流通株式と非流通株式とに分けられ、国家株の全部および国有法人株の大部分は取引所では流通できないことになっており、取引所で売買取引されているのは、いわゆる流通株式だけである。例えば、上海証券取引所の場合、流通株は上場会社全株式の33.5%あまりにすぎない。株式の取引売買をしているのは、ほとんど個人投資者であり、例えば1999年末に個人投資者の保有している株式市価総額は流通株市価総額の90%を占めており、個人投資者の多くは退職者、準失業者（下崗職員・労働者）がほとんどで、職業的個人投資者はわずか6.5%に過ぎない³⁾。ちなみに、株価は今年に入ってから若干低迷しているが、2000年において、上海証券取引所総合指数は52%、B株指数は136%、深圳証券取引所総合指数は58%、B株指数は68%、というように両取引所ではいずれも大幅に上昇している。

次に、証券投資基金については、2000年末まで両取引所では合計10社の投資基金管理会社が管理している33銘柄の基金が取引売買されているが、これらはいずれもクローズ型であり、今年に入って、1銘柄のオープン型投資基金が初めて導入されており、今後その数は徐々に増加するように思われる。

また、債券についてであるが、債券には国債、社債および転換社債が含

2) 証券法2条において証券に関する定義規定も置かれているが、「深圳、上海証券取引所取引規則」17条によれば、文中に掲げた証券のほか、“証券監督管理委員会が認めたその他の取引種類”が追加されている。これは、いうまでもなく将来の需要に備えた規定であろう。

3) 前掲注(1)21頁。

まれるが、銘柄数は非常に少ない。深圳取引所では、国債は16銘柄、社債と転換社債をあわせて5銘柄に過ぎない。

両証券取引所における流通株の取引のほか、非流通株の一部は、主管機関の審査を経て合併や競売などによって譲渡されることもある。さらに、最近一部の証券会社の店頭では、一部の非上場会社の株式も個人投資者間で取引されているが、その詳細は未だ把握できていない。

3 証券取引所をめぐる法規制

「株券の発行および取引の管理に関する暫行条例」(1993年4月22日国務院令)、証券法および会社法は、わが国における証券市場に関する基本法であるが、以下では、主に前記の基本法に基づいて制定された証券取引所をめぐる行政法規や規則を概観してみることにする。これに加え、1998年までは国務院証券委員会を中心に、当該委員会が廃止された後には中国証券監督管理委員会を中心に、証券市場について数多くの規則を制定してきた。ここでは、その中の重要な規則および上海証券取引所が制定された上場規則のみを取り上げてみよう。

1. 証券取引所管理方法(国務院証券委員会, 1997年11月30日)

証券取引所管理方法(以下、管理方法と略称する)は、第一章では総則として、証券取引所の法的性格を会員制事業法人とし中国証券監督管理委員会の監督管理に服することを明らかにし、第二章では証券取引所の設立と解散の要件を定めその設立と解散のいずれも国務院証券委員会の審査・批准を経てさらに国務院の批准を要することを定め、第三章では、証券取引所の職能内容を定め、第四章では、証券取引所の組織すなわち権力機関である会員総会、意思決定機関である理事会、さらに執行機関である総経理についてそれぞれ定めた。第五章から第七章までは、それぞれ証券取引活動、会員および上場会社に対する証券取引所の監督管理を定め、第八章では証券登記決算機構、第九章では証券取引所およびその執行者に対する管

理と監督を定め、第十章は罰則、第十一章は附則となっており、全部で103条の条文により構成されている。

しかしながら、管理方法は主として証券取引所の基本を定めた重要な規則ではあるが、実体としての証券取引とはそれほど密接な関係をもっているわけではない。

2. 深圳, 上海証券取引所取引規則

深圳, 上海証券取引所取引規則（以下は、取引規則と略称する）は、両証券取引所に適用し証券取引に関する一般的規則を定めたものである。これを概観すると、第一章は総則、第二章の取引市場では、取引場所、取引会員、取引席、取引証券の種類、取引時間、取引情報について定め、第三章の証券取次業務および自己売買業務では、証券の取次業務および自己売買業務の細則を定め、第四章の証券売買では、証券取引の単位（株式は100株、基金は100口）、株式および基金のストップ高とストップ安の制限幅（10%、ただしST株は5%とする）、価格優先の原則および時間優先の原則等を定め、かつ証券売買についての払込と受け渡しは翌営業日の取引が始まる前までとしている。そして第五章のその他の取引事項では、証券の取引中止、上場廃止、除権日の計算、大口取引などについて定め、第六章の債券取引の特別規定では、回転取引（買い付けた債券の全部または一部を当日に売りつけること）を認め、かつ債券の買い戻し取引について定め、第七章の取引異常状況の処理では、不可抗力、意外事故、技術故障およびその他の予想外の問題が発生した場合の処理方法について定め、そして第八章において取引についての争い、第九章取引費用、第十章罰則、第十一章附則と定め、全部で129条が定められている。

以上でみたように、取引規則は証券取引につき具体的・技術的な規定が盛り込まれているが、しかしより詳細かつ具体的に定めているのが両証券取引所がそれぞれ制定した証券取引所株券上場規則である。次に、上海の上場規則を取り上げてみることにする。

3. 上海証券取引所株券上場規則（上海証券取引所，2001年版）

上海証券取引所株券上場規則（以下は，上場規則と略称する）は，株式上場の要件と具体的手続き，取引停止と上場廃止，情報公開と関係者の責任義務，上場会社が財務状況等が異常状態に陥る場合の特別処理などについて，幅広くかつ詳細に定めを置いている。その重要性から，上場規則はほぼ毎年改正版を出している。以下は，株上場を中心に検討してみる。

新規株式上場について，2001年版上場規則3.1.1条では，「中国証監会の認可を得た後に限り，発行会社は本所に対し株券の上場を申請することができる」と定められているが，これに相当する1997年版上場規則3.1.3条の2項では，発行会社は取引所に対し株券の上場を申請をする場合の提出書類として「証券委員会の批復または中国証監会がその株券発行を批准した文書」等を掲げている。実は，従来から用いられていた「批准」という言葉から「認可」へと変更したのは，株式上場につき許可主義から認可主義への法政策の変更を象徴しているのである。すなわち，従来では株式を新規上場するには，まず地方レベルの企業については地方政府（直轄市，省または自治区政府に限る），中央レベルの企業については国务院主管官庁が審査をおこなったうえ，中国証監会に推薦し，証監会の審査をパスした場合は，いわゆる「予選」をパスしたことしか意味せず，証監会の2回目の審査すなわち「復審」を待たなければならない。いわゆる中国特有の厳格的許可主義（審査・批准主義）である。ところが，過度の行政介入は腐敗をもたらし，「東鍋（東方ボイラ株式会社）⁴⁾事件」はその典型である。世間でよく言われているように，「上場会社の業務は一年目は利益あり，二年目はとんとん，三年目は損」を出してしまう。厳重な審査は不効率だけではなく，上場適格会社か否かにつき必ずしもチェックで

4) 当該会社はまったく上場会社の条件を満たしていないにもかかわらず，額面価額で会社の株式を地方政府の責任者たちに譲渡することの見返りに，難なく公開上場することができたが，結局複数の関係者が刑法違反で逮捕された事件である。

きていないのである。このような弊害をなくすため、2000年3月に中国証監会は「株券発行上場の指導に関する暫行方法」および「証監会株券発行認可手続き」を制定し、従来の「予選」手続きを廃止し、基本として認可主義を導入した。

株式上場制度を修正する一方、上場廃止制度もいっそう整備されつつある。すなわち、証監会は2001年版「欠損上場会社の取引停止および上場廃止に関する実施方法」(2001年12月5日)において、従来の規則では会社法157条の定めにより取引停止とされる株式にもかかわらずなお証券取引所において特別取引を利用できるというPT (Particular Transfer) 株制度が存したのを、PT制度を廃止し、取引停止とされた株式は半年間の猶予期間中に取引停止とされた要素を取り除かなければ、上場廃止とすることに改めた。この規則に先立って、2001年4月23日には、PT水仙はすでに四年間引続き債務超過の状態に陥り、かつ不実の記載等の違法行為によって上場廃止を宣告され、そのうちさらに複数の会社が上場廃止されるのであろうと推測されている。

4 証券取引上の問題点と法の検討

ここでは、幾つかの代表的事件を検討してみることにする。

1. 琼民源事件

琼民源事件は、中国では最も有名な相場操縦の事件であり、事件の内容は、以下のとおりである。⁵⁾

行為者A (民源海南会社) と行為者B (深圳有色金属財務会社) は、いずれも琼民源 (海南民源現代農業発展株式会社、以下Cと称する) の大株主であり、AとBとは、共謀した上、単独でまたは共同で大量的にCの株式を売買し、そしてAの法定代表者を兼ねているCの董事長兼総経理個人

5) 任自力『中国証券法』(中国檢察出版社, 2000年) 379-381頁。

も内部情報を利用して大量に当該株式を買い集めた。これによって、Cの株価は1996年7月から12月11日までの期間に、1株6元から29.6元に暴騰した。同年8月24日まではAとBとがあわせてCの流通株の10.51%をもっていた。これにあわせて、翌年1月と2月にCは証券時報という新聞に偽りの大幅増益情報を発表した後、AとBは、保有しているCの株式のほとんどを売却し、それぞれ6651万元と6630万元の利益を得た。

相場操縦行為について、まず中国証券法は、71条1号から3号までそれぞれ現実の取引、馴合取引および仮装取引の三態様を定め、4号はさらにその他の方法で証券取引価格を操縦する行為を禁止し、さらに同法184条は、相場操縦行為による行政責任を定めた。次に「証券詐欺行為の禁止に関する暫行弁法」(国務院証券委員会、1993年9月2日)は、7条と8条では相場操縦行為を含む禁止行為を列挙し、16条と17条では禁止行為による行政責任を定めたが、証券法と同様相場操縦行為による民事責任については、まったく触れていない。ところが、「株券の発行と取引管理に関する暫行条例」(国務院、1993年4月22日)は、74条でもって禁止行為を定め、さらに、77条においては、“本条例の定めを違反し、他人に損害を与えた場合には、法にもとづき民事賠償責任を負う”と、漠然と民事責任を定めている。

結局、この事件に対し、証監会は違法行為による収入の没収と罰金などの行政罰を課したことで済ませ、民事責任については、まったく問われていなかった。

2. 銀広夏事件

銀広夏は、深圳取引所に上場されている広夏(銀川)実業株式会社の略称であり、当該会社はその天津子会社の1999年度および2000年度の粉飾により業績株として2000年ではその株価は4倍ほど上昇し両取引所上げ幅第2位という素晴らしい記録を作ったが、2001年度中期報告では突然2000万元弱の損失を発表したことをきっかけに、粉飾決算の事実が暴露された。

その株価は粉飾決算の事実が暴露される前の30.5元から10月8日現在6.35元まで下落し、取引停止期間を挟んで、15日間のストップ安が続いている。

この事件に対し、証監会は当該会社の財務報告書の監査を担当していた会計事務所および会計士に対し、それぞれ事務所を解散し、公認会計士の資格を剥奪するという処分を出している。ところで株価の下落により多大な損害をうけた多数の個人投資者は幾つかの地方裁判所に対し当該会社およびその関係者への損害賠償の訴えを提起したが、最高裁は当初にきわめて慎重な対応をとり、しばらくは受理しないことを表明すると同時に、関係有識者を集めいかに対応すべきかを急いで検討していた。というのは、不実の記載による民事責任について前記の「株券の発行と取引管理に関する暫行条例」77条および証券法63条においては、いずれも民事責任を負うことを漠然と定めているだけである。このことに関し、2002年1月16日に、中国最高裁判所は各下級裁判所に対し、「証券市場において虚偽の記載による不法行為に関する事件の受理についての通知」を出し、証監会によってすでに認定および処罰されていることを前提に、このような事件の訴訟を受理するように指示した。この通知にもとづき、現在すでに同種の事件である大慶聯誼株式会社は訴訟を提起され、近時不実の記載によって処罰を受けていたPT紅光株式会社、上場廃止された元PT水仙および本件の銀広夏などは、いずれも近いうちに損害賠償責任を問われるであろう。

5 終わりに—今後の展望

証券取引上の問題は、結局上場会社自体の問題と密接に関わっているが、それは証券取引の主たる対象—株式は結局上場会社が発行しているからである。とりわけ、中国において生じてきている証券取引上の問題点の多くは、形としては行為者が法規範を遷守していないというかたちで現れるが、しかしながら、本質的には上場会社の構造に問題があるように思われる。すなわち、現在全上場会社の総株式数のうち、その54%ほどが国家株または国有法人株であり、全上場会社の取締役のうち、その73.3%は国家株

(27.9%) または国有法人株 (45.4%) の背景をもっている。ここでは、会社重役の席に居座っている一部の人たちは会社の利益を害し自分自身の利益を図る、というリスクが生じてくる。いわゆる「59歳現象」という言葉は、その象徴的表現である。従来、国有企業の抱えていた問題が、株式会社に組織変更しさらに株式上場したからといって、直ちに解決できないことはいうまでもないであろう。

上場会社の構造的な問題点を解決するため、現在以下の2つの方法が考案されている。一つは、国有株を個人投資者に分散し、国有株の持株比率を下げることである。このために、国務院はすでに「国有持株を減らし社会保障基金を調達するための管理暫行弁法」(2001年6月)を制定公布した。もう一つは、コーポレート・ガバナンスである。具体的には2000年11月に上海取引所では、「上海証券取引所上場会社コーポレート・ガバナンスガイド」(意見徴収案)を公表し、つづいて2001年8月に証監会は、「上場会社において独立取締役の設置に関する指導意見」を公布し、現在ではOECDのそれをモデルにしてコーポレート・ガバナンスの基本原則の制定を急いでいる。以上は、いずれも公正な市場の形成および会社の健全化に関わる基本問題であるだけに、その実現を期待したい。