

2013年1月16日 全4頁

中国：B株市場をどうするのか？

中集集団がB株のH株への転換に成功

経済調査部

シニアエコノミスト 齋藤 尚登

[要約]

- 資金調達機能が失われ、流動性も低下している中国B株市場をどうするのか？基本的な解決方法は、B株を上場廃止にし、その上で条件を満たす企業については、国内外の株式市場に上場することである。B株をH株に転換した初めてのケースとして、A株とB株を同時上場していた中集集団（チャイナ・インターナショナル・マリーン・コンテナーズ）が注目された。

資金調達機能が失われ、流動性が低下するB株市場

中国B株市場（米ドル建ての上海B株市場と香港ドル建ての深圳B株市場）が資金調達機能を失ってから久しい。そもそもB株市場の設立目的は、外貨不足に悩む企業に一つの外貨調達の方法を提供することであったが、既にその歴史的な役割を終えている。具体的には、①企業・銀行ともに豊富な外貨資金を有するようになり、外貨調達のインセンティブが低まったこと、

国内株式市場を通じた中国企業の資金調達動向（単位：億元）

	合計	A株	B株		
			新規公開	増資等	
2000	1,513	1,499	812	686	14
2001	1,182	1,182	534	648	0
2002	738	738	517	221	0
2003	643	639	454	185	4
2004	654	627	353	273	27
2005	338	338	57	281	0
2006	2,424	2,424	1,572	851	0
2007	7,668	7,668	4,591	3,078	0
2008	3,458	3,458	1,034	2,423	0
2009	5,005	5,005	1,879	3,126	0
2010	8,871	8,871	4,883	3,988	0
2011	7,942	7,942	2,825	5,117	0
2012	9,020	9,020	1,082	7,938	0

（出所）中国証券監督管理委員会「中国証券先物統計年鑑」、上海・深圳証券取引所「統計月報」より大和総研作成

②1999年7月に中国証券監督管理委員会（CSRC）が香港上場のH株の上場申請条件を発表し、B株の新規発行が事実上停止されたこと、③外貨を調達するなら、国際的な知名度向上につながるH株など海外上場が選好されたこと、などから、まずは新規発行がストップし、2004年の上工B（ミシン製造会社）を最後に増資も行われていない。2005年以降はB株市場の資金調達機能は完全に停止している。

流動性も低水準である。2001年に流動性が極端に高まったのは、それまで外国人投資家にしか認められていなかったB株の売買が、2月には既に外貨を保有している国内投資家に、6月には新規に外貨を獲得した国内投資家に解禁されたことによる。2007年はA株主導で空前の株式投資ブームに沸くなか、B株の売買も活発となった。しかし、こうした要因を除けば、B株の株式売買代金や売買高は低水準にとどまる。例えば、2012年の1銘柄当たりの上海B株の売買代金は7.7億元と上海A株の173.8億元の4.4%にすぎない。

上海市場の株式売買代金、売買高（単位：銘柄、億元、億株）

年	株式売買代金						売買高			
	A株			B株			A株		B株	
	上場銘柄数 (銘柄)	株式売買代金 (億元)	1銘柄当たり (億元)	上場銘柄数 (銘柄)	株式売買代金 (億元)	1銘柄当たり (億元)	売買高 (億株)	1銘柄当たり (億株)	売買高 (億株)	1銘柄当たり (億株)
2000	559	31,030	55.5	55	344	6.3	2,311	4.1	127	2.3
2001	636	19,877	31.3	54	2,833	52.5	1,430	2.2	390	7.2
2002	705	16,442	23.3	54	517	9.6	1,694	2.4	88	1.6
2003	770	20,541	26.7	54	283	5.2	2,633	3.4	60	1.1
2004	827	26,229	31.7	54	241	4.5	3,551	4.3	57	1.1
2005	824	19,061	23.1	54	179	3.3	3,927	4.8	60	1.1
2006	832	57,245	68.8	54	571	10.6	10,124	12.2	160	3.0
2007	850	301,960	355.2	54	3,474	64.3	23,931	28.2	394	7.3
2008	854	179,762	210.5	54	668	12.4	16,207	19.0	104	1.9
2009	860	345,443	401.7	54	1,069	19.8	33,477	38.9	203	3.8
2010	884	303,216	343.0	54	1,096	20.3	25,812	29.2	152	2.8
2011	921	236,809	257.1	54	746	13.8	21,079	22.9	114	2.1
2012	944	164,047	173.8	54	413	7.7	18,851	20.0	78	1.4

(注) 1銘柄当たりの株式売買代金、売買高は年末の上場銘柄数で計算

(出所) 上海証券取引所データより大和総研作成

(参考) 深圳市場の株式売買代金、売買高（単位：銘柄、億元、億株）

年	株式売買代金						売買高			
	A株			B株			A株		B株	
	上場銘柄数 (銘柄)	株式売買代金 (億元)	1銘柄当たり (億元)	上場銘柄数 (銘柄)	株式売買代金 (億元)	1銘柄当たり (億元)	売買高 (億株)	1銘柄当たり (億株)	売買高 (億株)	1銘柄当たり (億株)
2000	451	29,249	64.9	59	204	3.5	2,247	5.0	74	1.2
2001	494	13,365	27.1	56	2,231	39.8	1,034	2.1	299	5.3
2002	494	10,700	21.7	57	331	5.8	1,166	2.4	69	1.2
2003	491	10,729	21.9	57	562	9.9	1,360	2.8	111	1.9
2004	526	15,347	29.2	56	516	9.2	2,122	4.0	98	1.7
2005	531	12,038	22.7	55	387	7.0	2,544	4.8	93	1.7
2006	566	31,972	56.5	55	680	12.4	5,684	10.0	177	3.2
2007	657	152,811	232.6	55	2,311	42.0	11,753	17.9	326	5.9
2008	727	86,128	118.5	55	555	10.1	7,706	10.6	114	2.1
2009	818	188,446	230.4	54	1,029	19.1	17,172	21.0	255	4.7
2010	1,157	240,250	207.6	54	1,072	19.8	15,994	13.8	194	3.6
2011	1,399	183,530	131.2	54	559	10.4	12,670	9.1	94	1.7
2012	1,528	149,668	98.0	53	455	8.6	13,831	9.1	101	1.9

(注) 1銘柄当たりの株式売買代金、売買高は年末の上場銘柄数で計算

(出所) 深圳証券取引所データより大和総研作成

2006年4月に、中国国内の機関投資家に海外の証券・金融資産への投資を認めるQDII（適格国内機関投資家）がスタートしてからは、中国の個人投資家もファンドなどを通じて海外の証券・金融資産への投資が可能になった。QDIIの株式投資は多くが香港上場の中国企業であるH株に向かった。B株は、H株などと比較されることになったが、H株は香港証券取引所の上場基準に従い、同取引所が求める情報開示義務を負うなど、投資対象としての透明度は高い。さらに、H株発行企業は、インフラや基幹産業を中心に大型企業が多く、流動性も確保されている。B株への選好はますます低下し、市場の流動性も低下したのである。

B株問題の解決方法を模索

資金調達機能が失われ、流動性も低下しているB株市場をどうするのか？基本的な解決方法は、B株を上場廃止にし、その上で条件を満たす企業については、国内外の株式市場に上場することである。具体的には、①上場基準抵触による上場廃止、②MBO（マネジメント・バイ・アウト）による株式の非公開化、③B株のA株への転換、④B株のH株への転換、などが考えられる。②のMBOには、魯泰B（紡績）、南玻B（ガラス）といった例があるが、親会社など買収側に十分な資金力が必要である。③のB株のA株への転換は未だ実施例がない。これは、（1）A株との同時上場の場合、一般的に価格の高いA株との価格差をどうするのか？（A株と同一価格とした場合、B株の投機を助長するリスク）、（2）既にB株に投資している海外投資家は、QFII（適格域外機関投資家）を通じた売買以外のA株取引が認められない現状では、投資機会が失われる、といった問題が未解決であるためである。2012年8月には、深圳証券取引所の宋麗萍総経理（社長）が、B株を単独上場している会社がB株を上場廃止にし、A株を発行・上場する場合、深圳証券取引所は政策的にサポートする旨を表明したが、具体策は未発表であり、（2）の問題が横たわることに変わりはない。

B株のH株への転換については、A株とB株を同時上場していた中集集団（チャイナ・インターナショナル・マリーナ・コンテナーズ）が、B株をH株に転換した初めてのケースとして注目された（A株+B株からA株+H株に変更）。これは、香港証券取引所上場規則の「紹介（Introduction）方式」を利用して、B株の上場先を香港に変更したものである。株主総会での2/3以上の賛成、香港証券取引所の上場審査などを経て、2012年12月19日にH株として香港証券取引所に上場した（B株は2012年12月14日に上場廃止）。従来の中集B株の投資家の扱いは以下の通りとなった。1. 中国国内証券会社（H株の取り扱いができるシステムに更新）を通じて取引を行う投資家は、中国国内投資家、海外投資家を問わず、中集H株の保有と売却のみが可能（購入は不可¹）、2. 海外の証券会社にH株の取引が可能な口座を開設している海外投資家は、売買ともに可能、とされ、ごく一部の投資家は現金支払いを選択した（H株への転換方針を発表するためにB株が売買停止となった前日の2012年7月13日の終値9.36香港ドルに

¹ 中国の個人投資家は、QDIIを通じたファンドなどでしか、H株の売買が認められていない。このため、B株からH株に転換した場合に、H株の保有と売却が認められたのは特例との位置付けであり、購入は認められていない。QDII2と呼ばれる国内個人投資家による海外金融・証券資産への投資が認められるようになるまで、こうした扱いが続くと想定される。

5%上乗せした 9.83 香港ドルで B 株を売却)。

B 株の H 株への転換の最大のハードルは、香港証券取引所の上場基準を満たせるか否かである。PwC (プライスウォーターハウスクーパーズ) によると、2011 年のデータに基づくと条件を満たすのは 30 社程度であるが、2012 年の業績悪化や香港上場のコストなどを勘案すると、2013 年に H 株への転換が可能なのは 3 社~5 社程度と目されている。

B 株市場をどうするのか? という問いに対する完全な回答は未だ用意されていない。一つの方法として、B 株の H 株への転換はテストケースが実施されたばかりであり、今後の動向が注目される。

以上

香港証券取引所の主な上場基準

- ・ 財務要求。3年以上の営業記録があり、以下の3条件のいずれか一つを満たすこと。
 - ①利益条件：直近に終了した会計年度の特別損益を除く純利益が2,000万香港ドル以上、それ以前の2会計年度の特別損益を除く純利益合計が3,000万香港ドル以上であること。上場時の時価総額が2億香港ドル以上であること。
 - ②時価総額・売上高条件：上場時の時価総額が40億香港ドル以上、直近会計年度の監査済み財務諸表における売上高が5億香港ドル以上であること。
 - ③時価総額・売上高・キャッシュフロー条件：上場時の時価総額が20億香港ドル以上、直近会計年度の監査済み財務諸表における売上高が5億香港ドル以上、過去3会計年度の経営キャッシュフローの合計が1億香港ドル以上であること。
- ・ 過去3会計年度の経営陣に大きな変動がないこと。
- ・ 上場時に一般投資家が保有する株式時価総額が5,000万香港ドル以上と想定されること。
- ・ 浮動株比率は如何なる時でも25%以上であること。上場時の時価総額が100億香港ドルを超えると想定される場合、浮動株比率は15%~25%でも認められることがある。
- ・ 一般株主は300名以上であること。浮動株の上位3株主の合計持ち株数は浮動株の50%を超えないこと。

(出所) 香港証券取引所より大和総研作成