

ISSN 2187-4182

ISBN 978-4-907635-07-7 C3033

成城大学経済研究所  
研究報告 No. 74

# 中国株式市場の形成と発展のロジック を考える

—「移行経済型市場」の形成を中心に—

王 東 明

2016年2月

The Institute for Economic Studies  
Seijo University

6-1-20, Seijo, Setagaya  
Tokyo 157-8511, Japan





# The Evolution and the Role of the Chinese Stock Market in a Transition Economy

Dongming Wang

## **Abstract**

The Chinese stock market was established in 1990. It has experienced a growth in market capitalization from nearly zero to over 37 trillion yuan (RMB) at the end of 2014 and has become the second-largest market in the world now. Not only does it play an essential role in raising capital, but it also changes the ownership structure of state-owned enterprises into the stock market. These points have helped in the establishment of China's modern enterprise system and have given the Chinese stock market a crucial role in the transition economy.

This paper introduces some of the processes in the evolution of the Chinese stock market. It reveals some of the Chinese characteristics in decision making and provides an analysis of the ownership structure and the corporate governance of the listed companies. This study also discusses the adoption of the corporation system, the role of individual investors and the creation of the stock market.

Finally, this article explains the concept of the "Sanpo Yoshi", which brings benefit to all three parties such as listed companies, investors, and government, and how the idea is helpful for the Chinese stock market, and describe why the government policy and the reform of state-owned enterprises have had such a strong impact on the development of the Chinese stock market.



# 中国株式市場の形成と発展のロジックを考える

— 「移行経済型市場」の形成を中心に —

王 東 明

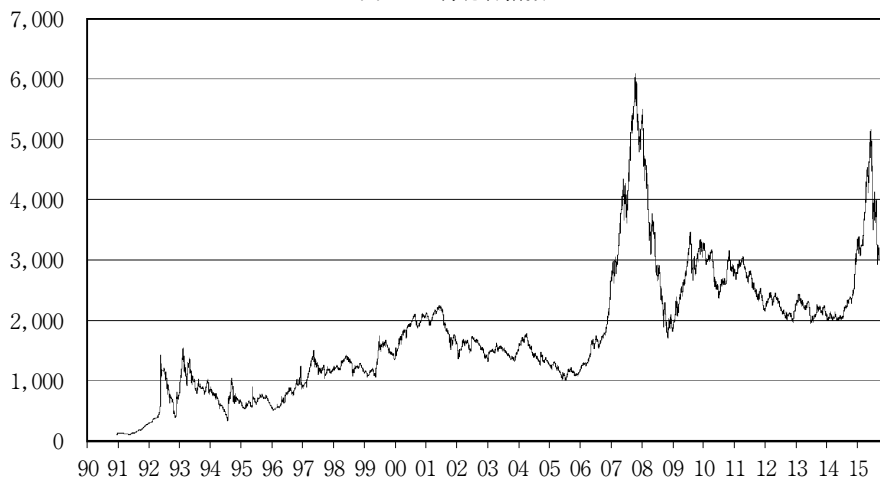
## 一、はじめに

近年は、中国の経済成長が鈍化し、「新常态（ニューノーマル）」<sup>1)</sup> という段階に入ったといわれている。この「新常态」の状況は、改革・開放以降の30数年間に続けていた年平均10%前後の高速の経済成長が終わり、7%ないし6%前後の中高速度の成長段階に入ったことを意味している。今後の中国は、経済成長が減速するなか、雇用問題や格差問題などの様々な社会問題が深刻化する恐れがあり、改革・開放以降に経験しなかった低成長という新しい試練に直面している。

この状況の中で、近年中国の経済成長が減速しているにもかかわらず、株式市場は、2014年末から上昇し始め、2015年6月12日に、上海総合指数が史上2番目の高値（5178.19ポイント）を付けた。その後、株価は暴落し、2か月余りで、上海総合指数が45%の下げ幅（8月26日、2850.71ポイント）を記録した（図1）。今回の株価の暴落を受けて、中国政府は、金融のシステムミック・リスクを防ぐため、株式市場に対して様々な救済措置を実施した<sup>2)</sup>。なぜ中国の株価は、実体経済と乖離しているのか、株価の乱高下の原因は何か、これらを明

- 
- 1) 「新常态（ニューノーマル）」とは、近年中国の経済成長が10%前後の高速成長から7%前後の中高速成長へと転換し、この経済成長の減速の状況を「新常态」という。習近平政権は、「新常态」という新しい局面に対して、平常心を持ちながら、社会全体のイノベーションに力を入れ、様々な社会経済問題を解決していくと説明している。各種の新聞報道による。
  - 2) 張榮旺「張育軍做錯了什麼：清理2萬億配資，損失20萬多萬億市值」『中国経済報』2015年9月19日、「中国株はなぜ急落したの？＝個人投資家がパニック売り」『時事通信』2015年7月12日を参照。

図1 上海総合指数



（出所） 天風証券の投資資料による。

らかにする必要があると考える。

中国の株式市場は、90年代に上海と深圳の証券取引所の設立によって形成された。その後の25年間、株式市場は急速に拡大し、様々な試行錯誤を経験しながら今日まで発展してきた。2014年末現在の株式市場は、上場企業が2613社を数え、有効な投資家口座数が1億4,000万口座を突破し、時価総額も37兆元に達し、世界2番目の市場規模となった<sup>3)</sup>。しかし、中国の株式流通市場は、主に個人投資家を中心に売買されるため、短期売買が多く、市場の投機性が強い。また、株式市場は、政府の政策に左右されやすく、株価が実体経済と乖離して「政策市」（政策的な相場）といわれている。そのうえ、インサイダー取引や株価操作および会計問題などの問題点も頻発し<sup>4)</sup>、株式市場は、新興国市場の共通の問題点を持ちながら、依然として「発展途上国型市場」とみられている。

一体なぜ中国の株式市場は、わずか20数年間で形成され急成長を遂げたの

3) 2014年末現在、中国株式市場の時価総額は、6兆ドル（上海市場：3.93兆ドル、深圳市場：2.07兆ドル）に達し、香港市場（3.23兆ドル）を含むと、その合計は9.23兆ドルである。中国の時価総額は、すでに日本市場（東京市場：4.38兆ドル）を超えた。中国証券監督管理委員会とThe World Federation of Exchangesのホームページ (<http://www.world-exchanges.org/statistics/domestic-market-capitalization>) を参照。

4) 株式市場の問題点については、王東明(2000)、張志雄・高田勝巳(2007)、郭熙(2010)を参照されたい。

か、その原因は何か。また、「社会主義市場経済」の下で、中国の株式市場は、どのような構造的特徴を持ち、先進国の市場とどこが違うのか。本報告は、以上の問題意識に基づいて、改革・開放以降に形成された中国株式市場を考察し、市場形成の背景と要因を分析しながら、株式市場発展のロジックを明らかにしたものである。

## 二、中国株式市場の形成

### 1、企業投資制度の変化と中小企業の「資金難」

1978年に、中国は「改革・開放政策」が実施され、計画経済から市場経済への転換が始まった。そのため、市場経済に適応するために、企業の投資制度は、計画経済時代の財政投資制度から銀行融資制度（「撥改貸」）へと変更した<sup>5)</sup>。この銀行融資制度への変更は、企業投資制度の大転換だと言ってもよいと考える。つまり、計画経済の時代に継続してきた企業の財政投資制度では、企業側は投資資金を返す必要がなく、その代わりに、企業の利益を政府に上納しなければならない。しかし、企業投資制度における銀行融資への変更は、企業側からみれば、投資資金の元本と利息を返済する義務が発生する。この企業投資制度の変更は、企業にとって大きな負担になっていると考えられる。銀行融資制度が導入された後、実際の状況としては、85年に、国家予算内の企業投資額（386億元）の95%は、銀行融資（368億元）によるものであった<sup>6)</sup>。ここで、企業投資における銀行融資制度は、80年代の半ばでほぼ定着したと言えよう。

以上のように、計画経済時代の企業投資制度が大きく変更したことで、銀行は、あちこちに貸しまくり（「八方送款」）、貸出金額が急速に拡大し、84年前後には、貸出のコントロールが出来ない状況になった。銀行融資の拡大は、84

---

5) 財政投資制度から銀行融資制度への変更（「撥改貸」）は、1979年から北京、上海および広東省の繊維、軽工業および観光業に対して、実験が始まった。85年1月から、銀行融資制度は、全国の各業種に導入された。しかし、この投資制度の変更は、企業の立場からみると、銀行融資による元本プラス利息の返済が義務となる。これは、企業のコストの面で負担が重くなると同時に、企業全体、とりわけ中小企業が資金不足の状況をもたらしたと見られている。<http://baike.baidu.com/link?url=qSiQtkrhqx6ty-ZJc4tWq6IKjD5QYinN4O9R2Bbi-qeAnrZPHuwnUFXwCnkCYnBmedpjqoncEqKV3b8-BRbZK> を参照。

6) ちなみに、1984年では、銀行融資の企業プロジェクトは、国家予算内投資額の10%を占めた。馬家駒編（1994）、346ページを参照。

年と 85 年の高成長（GDP 成長率：15.2%、13.5%）をもたらしたが<sup>7)</sup>、その反面、景気の過熱を生み、ついに 86 年に、財政金融の引き締め政策が実施されるようになった。その結果は、全国的に企業の短期資金の不足が発生し、いわゆる「三角債」という企業間の債務問題も表面化した<sup>8)</sup>。さらに、80 年代には、「財政難」の状況が続いている中で、多くの企業は、生産規模を拡大するため、投資意欲が旺盛であるにも拘らず、政府からの投資が期待できず、「資金難」に陥った。そこで、投資資金に困った企業、とりわけ銀行融資を受けにくい中小の国有企業や集団所有制企業は、民間から新しい資金調達の方法を模索し、株式や債券の発行という新しい資金調達の方法に目を向け始めた。

## 2、株式発行と株式会社制度の導入

以上のように、改革・開放以降の 80 年代初頭において、一部の中小の国有企業や集団所有制企業は、生産規模を拡大するため、設備投資などの資金需要が増えた。しかし当時、これらの中小企業は、政府からの財政投資や銀行融資が難しいため、先進国で普及している株式会社制度を学んで、株式を発行して資金調達する実験が始まった。

1978 年から 84 年までは、株式制を導入する萌芽段階である<sup>9)</sup>。この時期では、浙江省、山東省および広東省などの沿海地域の農村において、農家や個人経営者が共同出資の形で「株式合作制」の企業が創設された。このような共同出資の株式合作制企業は、株式会社の「雛型」となり、都市部の企業制度改革にも影響を与えている。83 年に、広東省、福建省、江蘇省および上海市などの地域において、一部農村の株式制企業は、都市部に進出し、ビジネスを展開するようになった。

この一連の動きの影響を受けて、84 年 4 月に、国家体制改革委員会は、常州市で都市経済体制改革の実験に関する会議を開いた。この会議では、都市部の集団所有制企業や小規模の国有企業に対して、従業員の自社株の投資や年末

---

7) 中華人民共和国国家統計局編『中国統計年鑑 2011』中国統計出版社を参照。

8) 馬家駒編(1994)、350-352 ページを参照。

9) 以下の株式会社制度導入の実験段階の動きに関しては、万解秋(1992)、17-18 ページ、曹爾階(1994)、134-140 ページ、李樟喆(2001)、63-75 ページ、曹龍琪・李辛白編(2003)、9-10 ページ、範永進・陳岱松・李濟生編(2007)、216 ページ、範永進・陳岱松・李濟生編(2009)、29-34 ページ、568-569 ページなどを参照。



の株式配当の受け取りを認める提案を出した。この提案を受けて、都市部の一部の集団所有制企業や小規模の国有企業では、株式発行や株式制を導入する実験が始まった。

84年10月、党中央の12回3中全会では、「経済体制改革に関する決定」を発表した。この決定により、経済体制改革の重点は、農村から都市部へと移った。この政策の影響で、株式発行や株式制導入の実験は、一部の大中型の国有企業にも拡大した。84年から86年までの間に、北京、広州および上海などの都市は、幾つかの国有企業を選んで株式制を導入し、本格的な実験が始まった。

80年代の実験段階の株式発行は、主に以下のケースである(表1)。例えば、1980年1月1日、遼寧省撫順市撫順紅磚一廠は、生産規模を拡大するため、「定期2年・元本保証」の280万株式を発行し、200社余りの企業から2,800万元の資金を調達した。今回の株式発行は、改革・開放政策が実施された後の初めての株式発行といわれている。しかし、同社が発行した株式は、形式的に株式というが、その中身は債券に近いものであった。また、83年7月、深圳宝安県聯合投資会社が設立された。同社は公募(新聞紙で公開)による「股金証」(元本・利息保証の株式)を発行し、香港・マカオを含む全国から1,300万元の資金を調達し、初めて公募による株式発行の企業になったと見られている。翌年の84年7月、北京天橋百貨股份有限公司が設立された。同社は、内部募集の形で機関、団体、企業および個人に、「定期3年・元本保証」の株式を発行し、中国初の株式会社(会社登記)と称された。同じ年の11月に、上海飛樂音響会社が設立された。同社は初めて元本を返済しない株式を発行し、「本格的な株式会社」が現れたといわれている。

表1が示すように、実験段階における株式発行や株式制の導入は、主に経済特区や沿海地域あるいは一部の経済発達の地域で展開され、また株式を発行した企業は、主に中小の国有企業や集団所有制の企業であった。当時、一般市民の株式に対する認識が薄いため、発行した株式は、「元本・利息保証」や「期限付き」、「確定配当率」のものが多かった。このような条件で発行した株式は、株式というより、債券の性格が強いことを言わざるを得ない。

86年末現在、全国の株式制企業(共同出資の株式合作制企業を含む)が6,000社ないし7,000社を数え、調達した資金は60億元に達した<sup>10)</sup>。90年末までに、

10) 山内一男(1988), 189-191ページを参照。

（表1）中国株式発行の初期段階のケース

| 時 期         | 会社名・業種・企業形態                            | 株式発行の内容  |
|-------------|--|--|
| 1980年1月1日   | 遼寧省撫順市撫順紅磚一廠<br>(建築材料, 国有企業)           | 80年1月1日, 撫順紅磚一廠は「定期2年・元本保証」の280万株式を発行し, 200社余りの企業から2,800万円の資金を調達した。今回の株式発行は, 改革・開放以降の初めての株式発行といわれている。また, 発行したものは, 株式というが, 実際に債券に近いものである。   |
| 1980年       | 遼寧省撫順市人民銀行撫順支店<br>(金融, 国有銀行)           | 80年に, 撫順市の人民銀行撫順支店は, 企業を代理して債券のような株式(約11万円)を発行した。  |
| 1980年4月2日   | 四川省成都市工業產品展銷股份公司<br>(商業, 新規設立)         | 80年4月2日, 成都市工業產品展銷股份会社が設立された。同社は法人を対象に株式を発行し, 最初はなかなか売れなかったが, 83年までに1,400万円の資金を調達した。   |
| 1980年       | 山東省煙台市政府<br>(電力, 国有部門)                 | 80年に, 山東省煙台市政府は, 地方電力開発(龍口発電所)の資金を調達するため, 電力部門と協力して初めて電力債のような株式を発行した。当時, 市政府は建設銀行煙台支店に委託し, 地元企業と農村の郷, 鎮, 村を対象に, 利息・配当付きかつ元本保証の株式を発行し, 1.1億元を調達した。  |
| 1980年       | 山東省淄博市周村区淄博毛巾廠周村分廠<br>(繊維, 集団所有制の郷鎮企業) | 80年に, 山東省淄博市周村区は, 株式制組織を作り, 共同出資の形で初めて株式合作制の淄博毛巾廠周村分廠を創設した。  |
| 1981年       | 広東省仏山市綿績二廠<br>(繊維, 国有企業)               | 81年に, 広東省の仏山市綿績二廠, 順徳県勤流供銷社および仏山市第二飲食服務公司などの企業は, 実験的に株式制を導入し, 株式発行して資金を調達した。   |
| 1983年7月8日   | 深圳保安県聯合投資公司<br>(都市開発の投資会社, 国有企業)       | 82年に, 広東省保安県政府は, 20万円を出資し, 広東省保安県聯合投資公司を設立した。83年7月, 深圳保安県聯合投資公司が設立された。同社は香港の上場企業の規約や株式(株券)のサンプルを参考にし, 政府の許可を得て, 83年7月25日に『深圳特区報』で初めて株式を公募し, 香港・マカオを含む全国から「元本・利息保証」の株式を発行し, 1,300万円を調達した。     |
| 1984年7月20日  | 北京天橋百貨股份有限公司<br>(商業, 国有企業)             | 84年7月, 北京天橋百貨股份有限公司は, 初めて株式会社として会社登記し, 中国初の株式会社といわれている。同社はもともと国有の百貨店であったが, 内部募集の形で, 「定期3年・元本保証」の株式を発行し, 機関・団体, 企業および個人から資金を調達した。   |
| 1984年11月18日 | 上海飛樂音響公司<br>(電子, 新規設立の集団所有制企業)         | 84年11月, 上海飛樂音響会社が設立された。同社は人民銀行上海支店の許可を得て, 初めて元本返済のない株式(発行済み株数が1万株, 額面が50元)を法人(35%)と一般大衆(65%)向けに売り出し, 50万円の資金を調達した。中国工商銀行上海信託投資公司静安分公司は, 同社の株式発行業務を引き受けた。また, 個人株主に対して, 同社は「元本・利息保証」の優遇措置を取った。 |
| 1984年12月    | 上海愛使電子有限公司<br>(電子, 集団所有制企業)            | 84年12月, 上海愛使電子有限公司が設立された。翌年の1月に, 同社は額面30元の株式1万株を公募発行した。  |

中国株式市場の形成と発展のロジックを考える

| 時 期          | 会社名・業種・企業形態                       | 株式発行の内容  |
|--------------|-----------------------------------|--|
| 1985年 1 月14日 | 上海延中実業公司<br>(総合, 集団所有制企業)         | 85年 1月, 上海延中実業公司是、すべての資本を株式発行によって調達した。同社は、10万株(額面50元)を発行し、500万円の資金を調達し、購入する株主は18,000人を超えた。                         |
| 1987年 1 月24日 | 上海真空電子器件公司<br>(電子, 国有企業)          | 87年 1月, 上海真空電子器件公司是、公募で額面100元の株式10万株を発行し、1,000万円の資金を調達した。88年 4月 26日, 同社は国内で初めて増資を行い、新規発行と合わせて、合計4,000万円余りの株式を発行した。 |
| 1987年 3 月20日 | 上海中華電工聯合公司<br>(電子, 集団所有制の郷鎮企業)    | 87年 3月, 上海中華電工聯合公司是、公募で額面100元の株式1万株を発行し、100万円の資金を調達した。同社は、上海市の郷鎮企業として初めて株式を発行した。                                   |
| 1987年 5 月10日 | 深圳發展銀行<br>(金融, 農村信用組合による新規設立)     | 87年 5月, 深圳發展銀行は6つの信用組合を改組して設立され、株式制の銀行となった。同行は、公募で額面20元の株式39.65万株を発行し、793万円を調達した。                                  |
| 1987年 9 月 8日 | 上海飛樂股份有限公司(電子, 国有企業と集団所有制企業の聯營企業) | 87年 9月, 上海飛樂股份有限公司が設立された。同社は額面100元の株式2.1万株を発行し、210万円の資金を調達し、中国初の比較的「規範化」された株式会社といわれている。                            |
| 1988年 3 月 8日 | 上海豫園商場股份有限公司<br>(商業, 集団所有制企業)     | 88年 3月, 上海豫園商場股份有限公司は、公募で129.1万円の株式を発行した。同社は上海の商業企業として初めて株式を発行した。  |
| 1988年 5 月    | 瀋陽金杯汽車股份有限公司<br>(自動車, 国有企業)       | 88年 5月, 瀋陽金杯汽車股份有限公司が設立された。同社は全国的に株式を公募し、当時最大の株式会社となった。  |
| 1988年11月 1日  | 深圳万科企業股份有限公司<br>(総合, 国有企業)        | 88年 11月, 深圳万科企業股份有限公司が設立された。翌12月 28日, 同社は公募で額面1元の株式2,800万株を発行した。   |
| 1989年 2 月 8日 | 深圳金田実業股份有限公司<br>(商業, 国有企業)        | 89年 2月, 深圳金田実業股份有限公司は、公募で額面10元の株式45.2万株を発行した。  |
| 1989年 3 月    | 浙江鳳凰化工股份有限公司<br>(化工, 国有企業)        | 89年 3月, 浙江鳳凰化工股份有限公司は、公募で株式を発行した。  |
| 1989年12月     | 蛇口安達運輸股份有限公司<br>(運送, 国有企業)        | 89年 12月, 蛇口安達運輸股份有限公司は、株式制を導入した。翌年 1月に、同社は公募で額面1元の株式1,250万株を発行した。  |
| 1990年 3 月 3日 | 深圳原野実業股份有限公司<br>(繊維, 中外合弁企業)      | 90年 3月, 深圳原野実業股份有限公司は、公募で額面10元の株式245万株を発行した。   |

(出所) 株式会社制度導入の実験段階の動きについては、金建棟・肖灼基・許樹信主編(1991)、66ページ、万解秋(1992)、17-18ページ、王喜義・雷志衛・肖世優(1992)、55-56ページ、曹爾階(1994)、134-140ページ、禹国剛(2000)、93ページ、李璋喆(2001)、63-75ページ、曹龍琪・李辛白編(2003)、10-18ページ、範永進・陳岱松・李濟生編(2007)、214-225ページ、範永進・陳岱松・李濟生編(2009)、29-34ページ、568-569ページ、李勇・哈学勝編(2010)、7-11ページ、各種のネットサイトを参照。

様々な形で株式を発行した企業が4,750社となり、調達した資金は42.01億元にのぼった。そのうち、公募による株式発行は、17.39億元で、全体の4割以上(41.39%)占め、非公開(私募発行)で調達した資金は、全体の6割前後(24.62億元)に達した<sup>11)</sup>。また、91年末までは、全国の株式制の実験企業(株式合作制の郷鎮企業、中外合資企業および聯営企業を除く)は、3,220社になった。そのうち、従業員持株の企業は2,751社、全体の86%、法人持株の企業は380社、全体の12%、大衆向け株式発行した企業は89社、全体の2%を占める<sup>12)</sup>。初期段階の株式発行は、従業員や関連企業を対象とする内部発行や私募発行が多いが、公募による株式発行の企業は、まだ少ないのが現状である。

以上のように、80年代の実験段階の株式発行は、地方の中小国有企業や集団所有制企業を中心に展開され、主に従業員や関連企業から資金を調達し、公募発行は少なかった。また、発行した株式は、債券に近いものが多かった。その理由は、一般市民の株式に対する知識が少なく、株式を発行しやすいためである。そのうえ、株式を発行した企業の業種は、主に繊維、電子などの軽工業やサービス業に集中し、中小企業の多い業種である。これらの中小企業は、市場経済に適應するために、生産規模の拡大を望み、設備投資などの様々な資金需要が増えている。しかし、当時の財政における企業投資制度および銀行融資制度では、これらの中小企業の資金需要に対応できなかった。そのため、投資意欲の旺盛な中小企業は、資金需要の限界を打開するために、先進国で普及している株式会社制度を学んで、株式発行して民間から資金を調達するようになった。地方政府は、地元企業の株式発行および株式制の導入に対して、支持する立場を示した<sup>13)</sup>。ここで、実験段階の株式発行および株式制の導入は、主に

11) 以上の数字は、金建棟・肖灼基・許樹信主編(1991)による。また、『中国金融年鑑(1993)』によると、1990年末までに、全国の株式発行による資金調達の累計金額は、45.90億元に達した。馬慶泉編(2003)、36-39ページを参照。

12) 聂慶平・蔡笑(2011)、4-5ページを参照。

13) 地方政府は、株式発行および株式制の導入実験に対して積極的に支持してきた。84年8月、上海市政府は、人民銀行上海支店が公布した「株式発行に関する暫定管理弁法」を許可した。同管理弁法は、株式発行に関する最初の地方規定である。当時、慎重に対処するため、株式発行の対象は、新規設立の集団所有制企業のみ限定し、国有企業と私営企業が株式発行の対象から除外された。また、86年11月、深圳市政府は「深圳経済特区国营企業株式化実験の暫定規定」を公布した。同暫定規定は、国有企業の株式制導入に関する最初の規定であるが、経済特区の政策を利用する形となった。地方政府は、地方企業の発展を考え、中央政

地方の企業および地方政府の行動であり、いわば「下からの改革」であるが、現状として、企業の関心事は、企業制度の改革というより、むしろ株式発行による資金調達の方に集中しているように思われる。

### 3、上海市場の形成

以上述べたように、80年代に、地方の一部の中小国有企業や集団所有制企業は、従業員や地域社会の住民を中心に株式を発行した。ところが、株式を購入した従業員や住民は、いつか株式を換金したい時が必ずやってくる。この個人の換金需要があるから、上海と深圳の店頭市場が生まれたのである。

#### (1) 上海の店頭市場の創設

上海市の株式発行は、集団所有制企業から始まった。1984年に、飛楽音響(84年11月)の株式発行を皮切りに、その後は延中実業(85年1月)、愛使電子(85年1月)などの企業も公募で株式を発行した。飛楽音響と延中実業の株式発行業務は、中国工商银行上海信託投资公司静安分公司(以下、静安分公司と略称)が担当した。株式発行の後には、静安分公司的窓口には、株式を売りたい人が現れてきた。その中には、留学費用を捻出したい青年、国から配分した新しいマンションの内装費用が欲しい人、お墓を買いたい老人、入院費用を待つ人など様々な理由で株式を売りたい人がいた。とにかく、彼達は、自分が持っている株式を売って換金したいということで、株式を発行した静安分公司的窓口に来てきた。しかし、窓口には、株式を買いたい人がいなかった。このように、株式を代理発行した静安分公司的窓口には、株式を売りたい人が増えている中、買う人が現われず、それに失望して帰った人が多かった。この状況を見ていた静安分公司的の黄貴顕経理と胡瑞荃副経理は、商機と思い、株式発行業務を代理した2社の株主がすでに2万人(飛楽音響:2千人、延中実業:1万8千人)に達し、株式を売買できる店頭市場を創った方が商売になると考え始めた。そこで、

---

府の政策が発表される前に、できる限り地方政府の政策で企業を支援した。そのため、地方企業は、株式発行という新たな資金調達の実験に乗り出した。上海と深圳の他に、北京市、天津市、武漢市、浙江省、広東省および福建省などの地方政府や金融機関は、株式発行や株式転売などに関する規定をそれぞれ公布した。範永進・陳岱松・李濟生編(2007)、214-225ページ、範永進・陳岱松・李濟生編(2009)、568-569ページ、李韓喆(2001)、85ページを参照。

静安分公司は、株式売買という新しい業務を人民銀行上海支店に申請した。一回目の申請には、返事がなく、二回目の申請にも返事はなかった。株式売買という新しい業務をするために、政府の許認可が必要になるが、静安分公司はそれを申請しても返事が来ないので、黄氏と胡氏が無力感を感じた。この状況の中で、株式を売りたい株主は、自ら買い手を探し、取引が成立すると、金融機関の窓口に来て、株式の譲渡と登録の手続きをするケースが増えている。公認の流通市場がないなか、このような自主的な売買が増えていた。

転機が来たのは、86年夏（8月）の上海市の座談会であった。当時の上海市のトップである江沢民氏（市長）と黄菊氏（副市長）は、経済関連の座談会を開き、静安分公司の胡副經理の株式流通市場に関する報告を聞いた。この座談会で、胡氏は、株式流通市場の重要性について、「株式の命は、その流通性にあるが、株式を流通しないと、その生命力はない」と訴えた。座談会終了後の帰り道に、胡氏は人民銀行上海支店の李祥瑞支店長と個別で相談し、株式店頭市場のメリットをさらに強調した。その数日後、人民銀行上海支店は、静安分公司の株式店頭取引業務を許可した。この地方政府の動きは、勿論86年夏の中央政府の北戴河会議で上海市を株式制企業改革の実験都市に指定したことと関連しているのではないかと思われる。

そして、86年9月26日に、静安分公司は、中国初の株式店頭市場を開業した。最初に売買されたのは、延中実業と飛楽音響の2銘柄であった。その後、銘柄数は4銘柄まで増え、営業所も8箇所増加した。90年に入ると、店頭市場の「静安指数」が公表され、90年末現在、証券経営機関は26個、証券販売窓口は50箇所余りになった。86年から90年までの株式店頭市場の累計売買金額は1.2億元に達し、上海市の累計証券売買代金72億元の2%前後を占め、店頭市場の規模は、まだまだ小さいことがわかる。

その一方、店頭市場の外で、株式と債券の闇市場も存在し、様々な混乱が生じた。当時、法整備が立ち遅れており、健全な市場を育成するために、集中取引ができる正式な証券取引所の設立への期待が高まってきた。さらに、90年代に入ると、中央政府は、上海浦東新区の開発に踏み切った。この政策は、今まで広東省と福建省の経済特区に重視した開発戦略を上海市にシフトし、上海を全国の金融センター、そして将来的に国際金融センターの一つとして構築しようという戦略である。この気運の中で、90年12月に、上海証券取引所が設

立されたのである<sup>14)</sup>。

## (2) 上海証券取引所の設立

90年12月19日に、上海証券取引所が開業された。この出来事は、1950年代初頭に閉ざされた証券取引所を40年ぶりに再開したことであり、また市場経済の象徴的な存在として、社会主義中国の初めての証券取引所が誕生したことになる。

最初の上場企業は8社となり、上海企業が7社、浙江省の企業が1社で、上海地元の企業が中心であった。また、上場企業は、大企業の真空電子（従業員1万5千人）1社を除けば、すべて中小の国有企業や集団所有制企業であり、集団所有制企業が多かった。また、発行済株式は268万株に達し、その内、国家株が66.32%、法人株が7.87%、個人株が25.81%を占めている。ここで、国家株は発行済株式の6割以上を占め、支配的なシェアを保っているが、当時、国有資産の流出を防ぐため、国家株と法人株は、非流通株として設定され、株式市場で売買することができない。流通市場で売買できるのは、発行済株式の4分の1前後を占める個人株のみであった。

証券取引所は、会員制を採っているが、資本金100万元以上、2年以上の証券業の実績を持っている企業は、会員になることができる。取引所の理事は9名であり、うち会員理事は6名（選挙）、非会員理事は3名（人民銀行上海支店の指名選挙）である。日常業務を担当する総経理は、取引所の法定代表人であり、理事会によって任命される。また、監事会のメンバーは、4名から構成され、うち監事長と副監事長が非会員監事（人民銀行上海支店による委任）であり、残り2名が会員監事である。90年末現在の取引所会員数は25社であり、うち上海会員は16社、上海以外の会員は9社であった。

上海証券取引所を設立する時の上場条件を見ると、上場企業は株式会社の登記が必要となり、資本金が500元以上、一般公募株式が資本金の25%以上、株主数が500人以上、二年連続の計上利益などの条件を満たす必要があると規定されている。

上海証券取引所が設立された後、株式の闇市場の取引を取り締まるため、全

---

14) 上海店頭市場の形成に関しては、金建棟・肖灼基・許樹信主編(1993)、中国証券行協会編(1993)、李嶂喆(2001)、馬慶泉編(2003)、範永進・陳岱松・李濟生編(2007)、(2009)を参照。

ての株式売買は、取引所の登記が義務づけられた。また、過度な投機を防ぐため、売買の値幅制限は±5%以内、売買金額の制限は、個人が最低1,000元以上、法人が最低5,000元以上と規定されている<sup>15)</sup>。

上海証券取引所が創設された初期段階の92年に、新株発行の「予約抽選券」の販売を巡って混乱が発生した。なぜ混乱が起きたのか。新株発行の「予約抽選券」は、一枚30元であり、抽選が当たれば、一枚の抽選券で一年間発行する株式の30株を購入することができる。しかも、抽選券は、数量限定の販売である。91年に、新規上場はなかったが、92年に、38銘柄を上場する予定であり、抽選券の販売量は、270万枚に限定された。当時、株式市場の管理経験が不足しているが、抽選券は限量販売のため、需給バランスが崩れ、抽選券の供給不足が生じ、価格が高騰した。一枚30元の抽選券は、闇市場で50元、200元、300元まで上昇し、上海市第一百貨店の抽選券は、12,000元まで高騰した。元々抽選券の転売は、禁止されたが、管理の混乱で、実際には、この規定を守れなかった。当時、抽選券の販売を巡っては、販売現場の混雑と一部の内部不正があったため、負傷者が出るなどの混乱があった<sup>16)</sup>。そこで、もし抽選券が当たらなかった場合は、紙切れになるから、抽選券が法外な価格に高騰したこの現象では、まるで17世紀オランダの「チューリップ現象」が、20世紀90年代の中国で再現されているように思われる。

以上のように、初期段階の上海の株式発行および株式会社制度の導入は、実験的な段階にあり、主に中小の国有企業や集団所有制企業を中心に展開され、集団所有制企業が多かった。しかし、発行した株式に対して、換金する場所はなかった。そこで、換金したい人は、自ら買い手を探さなければならない。株式を発行した金融機関の窓口の前に、換金したい人が増えているが、窓口の売買ができないため、自主的な売買、つまり闇市場の取引が増えていた。金融機関は、この換金需要を商機として捉え、株式売買という新しい業務を開拓する行動に移るようになった。このように、企業の株式発行と個人投資家の換金需要は、金融機関の行動を促し、店頭市場の創設に繋がり、いわば「下からの改革」が実を結んだ形となったと考える。

そして、上海証券取引所の設立は、90年代の浦東開発という国家戦略と関

15) 上海証券取引所については、金建棟・肖灼基・許樹信主編(1991)、15-16ページを参照。

16) 新株発行の抽選券の販売を巡る混乱について、周俊生(1995)、86-96ページを参照。



連している。つまり、89年の「天安門事件」の閉塞を打開するために、「改革・開放」政策の継続を謳える必要があり、証券取引所の設立は、市場経済化のシンボルとなり、上海を中国の金融センター、そして国際金融センターとして育成していく決意の表われでもある。取引所市場は、浦東開発という機運の中で形成され、「下からの改革」と国家戦略と一致するところで、上海証券取引所が誕生したのである。しかし、取引所の設立当初の管理監督は、人民銀行と上海市政府の共同管理であり、独立した監督機関がまだなかった。また、株式市場の管理経験が不足のため、新株発行の抽選券を巡って様々な混乱が生じた。

#### 4、 深圳市場の形成

深圳の株式発行は、比較的早い段階で行われ、香港の「隣人効果」の影響があった。80年代初頭の深圳特区は、「隣の町の香港には、沢山の株式会社と株式市場があり、なぜわれわれはできないのか」という深圳人の疑問の声がよく聞かれる<sup>17)</sup>。この深圳人の声から、83年7月に、中国最初の株式制企業とみられる深圳宝安县聯合投資会社が誕生した。同社は初めて公募による「股金証」(元本・利息保証の株式)を発行した。86年10月に、深圳市政府は、「深圳経済特区国営企業の株式化実験の暫定規定」を公布した。同暫定規定は、国営企業に関する株式制度を導入する最初の規定である。そこで、深圳市政府は、10社の国営企業を選んで、株式制企業の実験を開始した。そして、87年5月、6つの信用組合を改組して深圳発展銀行が設立された。同行は、株式制の銀行となり、公募による株式を発行し、793万元の資金を調達した。しかし当時、社会全体は、株式に対する認識が薄く、株式の知識を持つ人が少なかった。そのため、同行の株式発行はうまくいかず、公募計画(79.5万株)の49.9%(39.65

---

17) 1982年に、中国共産党前主席の胡耀邦氏が深圳特区を視察したとき、地元宝安县の幹部は、これから都市開発の資金が足りないという苦情を胡氏に陳情した。胡氏は政府の「財政難」という理由で、個人から資金調達して企業に投資することを提案した。それを受けて、宝安县の幹部は、胡氏に次の意見を述べた。つまり、川の向こう側の香港には、多くの株式会社と株式市場があり、大勢の人たちが株式に投資しているのに、なぜ中国はできないのか。もし社会主義の経済に、西側先進国の経営管理の方法を利用して有利であれば、それを利用すべきだ。その後、宝安县は胡氏の提案に行動に移し、83年7月に、中国最初の株式制企業とみられる深圳宝安县聯合投資会社が誕生した。同社は初めて公募による「股金証」(元本・利息保証の株式)を発行し、香港・マカオを含む全国各地から1,300万元の資金を調達した。王喜義編(1994)を参照。

万株)しか発行できなかった。売れ残った半分の株式に対して、政府は幾つかの国営企業を動員して買わせ、さらに、深圳市の党員・幹部も動員して買寄せた。例えば、政府のある処長(課長クラス)は、深圳発展銀行の株式(100株、1株20元)の購入が勧められ、奥さんと相談して渋々と購入した経験があった。その後、88年2月に、国営企業の金田実業が株式会社に改組された。89年2月に、同社は発行済株式が1,070万株に達し、そのうち、公募で522万株を発行した。88年12月に、万科企業股份有限公司は、額面1元の株式2,800万株を公募した。しかし、同社は発展銀行と同じように、公募計画の予定通りに売れず、売れ残りの一部を証券会社が引き受けた。このような発行困難の状況に対して、深圳市政府は、党員・幹部を動員して先頭に立って株式を購入するよう呼びかけ、株式の宣伝キャンペーンが始まり、いわゆる「愛国株」を買う運動が行なわれた。この時期は、株式の宣伝・動員の時期である<sup>18)</sup>。

#### (1) 深圳の店頭市場の創設

87年9月27日に、中国人民銀行の認可を受けて、深圳特区証券会社が設立された。同社は、建設銀行深圳支店、中国華能財務公司等の10社の金融機関から550万元の資本金の出資により設立され、社会主義中国の最初の証券会社となった。88年4月1日に、深圳特区証券会社の窓口で店頭売買が開始され、深圳の店頭市場が創設された<sup>19)</sup>。

店頭市場の売買銘柄は、5銘柄(深圳発展銀行、金田実業、万科企業、安達運送、原野実業)になり、売買代金は、400万元(88年)、2,300万元(89年)、17.6億元(90年)と年々急増した。特に、深圳発展銀行は、高い配当を出すことで、株式の投資ブームを引き起こした。同行の87年度の配当案は、1株2元(配当率10%)が実施された。89年2回目の配当は、1株7元(配当率35%)が実施された。また、同行は既存株主に対して、2対1の比率で株式分割(株配)を行い、32.5万株を株式配当し、1対1の比率でワラント(新株引受権証書)も発行した。

その後、深圳発展銀行以外の企業もハイリターンの配当案を発表した。これ

---

18) 深圳の初期段階の株式発行は、肖志家・黄文俊編著(1994)、24-27ページ、105ページ、中国(海南)改革發展研究院編(1995)、69ページ、禹国剛(2000)、53-96ページを参照。

19) 禹国剛(2000)、58ページを参照。

らの企業のハイリターンへの配当政策の影響で、深圳市民は、株式投資の関心が高まり、投資ブームが到来した。90年に、株主数は年初の2万人足らずから、一気に10万人以上まで増えた。当時、深圳市の常住人口は、40万人に達したが、株主数は15万人前後になり、ほぼ全ての家庭が株式を持ち、「株式を買うと儲かる」という神話が広がっていた。

その一方、深圳は上海と同じように店頭市場の外に闇市場もあった。なぜ闇市場が存在したか。深圳の場合は、店頭売りの窓口が少なく、オフィスも狭い。当時、取引の窓口には、常に超満員の状態であった。この状況の中で、一部の投資家は、止むを得ず場外取引に走り、その結果、闇取引が行われるようになった。さらに、当時、店頭市場の決済や名義変更などのサービスが立ち遅れており、売買手続きの効率が悪かった。例えば、株主の名義変更の手続きは、完了するまで、何と半月もかかる。しかし、相場は毎日変動し、それに伴うリスクが大きい。そのため、一部の投資家は、店頭市場を避ける行動を取り、闇取引に参加した。しかし、闇市場には、偽札や偽株券が出回っていた。また、一部の悪質業者は、大衆の投機心理を利用し、政府の許可なしで株式あるいは資金調達券（「集資券」）を発行したり、私設店頭市場を設けたりするなどの違法行為に走り、様々なトラブルが発生した。しかも、闇市場の価格は、一般的に店頭市場より2倍前後高く、この価格差こそが闇取引を生む原因ではないかと考えられる。

闇市場の混乱を防ぐため、深圳市政府は、違法な場外取引を取り締まり、総合的な整理・整頓の措置を実施した。それは店頭市場の値幅制限の調整や党・政府の幹部に対する株式の売買禁止などの措置を取った。これらの措置は、闇取引に対して一定の抑止効果があったと考えられる。

闇取引、つまり場外取引は、金融市場の秩序を脅かす恐れがあると深圳のケースから明らかである。深圳の闇市場の混乱から得た教訓は、取引ルール（ソフト面）と取引機構（ハード面）が整備されないと、市場の混乱が起こりやすいからである。闇市場の混乱から、逆に市場集中取引の制度づくりや証券取引所の設立に求められるようになり、市場制度や法制度などの制度面の整備と取引機構としての証券取引所の設立が急務となった<sup>20)</sup>。

20) 深圳の店頭市場の創設について、賀宛男・張金泉(1991)、19-20ページを参照。

## （2） 深圳証券取引所の設立

90年12月に、一年余りの準備を経て、深圳証券取引所の試営業が開始された。試営業の上場企業は2社であったが、91年7月から取引所が正式開業により、上場企業は6社となり、その全てが地元深圳の企業である。深圳証券取引所は、上海市場と同じように、開業の時からコンピューターシステムを導入し、システム売買を開始した。その後、ペーパーレスも実現し、株式の清算・保管業務は、全て機械（コンピューター）で処理することになった。中国は、比較的早い段階でペーパーレスを実現した国であり、これは「後発優位性」の表れと考えた方がよいと思われる。

深圳証券取引所の設立の初期段階においては、二つの大きな出来事があった。一つは、鄧小平の「南巡講話」である。もう一つは、新株発行の抽選券を巡る「8・10事件」（「股市風波」）である。

92年に、鄧小平氏は、深圳などの中国南方を視察し、「南巡講話」を発表した<sup>21)</sup>。南巡講話の背景としては、80年代後半から、株式会社制度の導入や証券市場の創設をめぐるさまざまな議論があった。すなわち、株式会社や証券市場は、資本主義的なものであり、それを導入すれば、中国は資本主義の国になるという批判があった。鄧小平氏は「計画経済イコール社会主義ではない。資本主義にも計画がある。市場経済イコール資本主義ではない。社会主義にも市場がある。……株式会社制度の導入とその実験をもっと大胆に進めよう。間違ったら、ストップすればよい」と指摘した。つまり、鄧氏の南巡講話では、生産力の促進と発展に有利であれば、中国は資本主義国の優れた生産管理方法と経験を吸収すべきであり、株式会社制度の導入や証券市場の育成に支持する立場を示している。その後、証券市場を巡って、「資本主義か、社会主義か」というイデオロギー的な論争が沈静化し、南巡講話は、政治的な意味で株式会社制度の導入と証券市場の育成に拍車をかけたと考えられる<sup>22)</sup>。

92年8月、深圳における新株発行では、上海と同じように大きな混乱が発生し、いわゆる「8・10事件」があった。この事件は、8月10日前後に、新株発行を巡って、「抽選申請表」を500万枚まで限量販売することにより、事件が発生した。当時、株式投資ブームの中で、一般市民は、株式を買えば儲かる

21) 鄧小平 (1993), 372-375 ページを参照。

22) 株式会社制度の導入を巡る論争は、王東明 (1996)を参照。

という認識が広がっていた。抽選券販売の8月10日前後の三日間、約百万人が300くらいの窓口に殺到した。結局、抽選券を買えない大勢な投資家は、不満が頂点に達し、暴動が発生するなどの大混乱が起こった。混乱の原因は、抽選券の限量販売の問題のみならず、当時の管理体制の混乱や当局の事件に対する予測と対応の不十分さ、さらに、一部の内部不正があったことなどが挙げられる<sup>23)</sup>。

今回の事件は、市場管理部門の経験不足や管理の混乱および不正などによるものであるが、証券市場は、独立かつ強い権限を持つ監督管理機構が求められている。92年10月に、設立された中国監督管理委員会は、この市場の要請を応える形になったと考えられる。

### 三、株式所有構造

上海と深圳の証券取引所が設立されてから、特に、鄧小平の「南巡講話」が発表された後、中国は「社会主義市場経済」の方針を決め、株式会社制度の導入や証券市場の育成を進めるようになった。国務院と地方政府は、94年から2,700社余りを選んで「現代企業制度」つまり株式会社制度の導入実験を開始した。さらに、95年から、国務院は、中央レベルの国有大中型企業100社を選んで、現代企業制度の実験を着手し、株式会社化を本格的に推進するようになった<sup>24)</sup>。このように、90年代の後半から株式会社化が進むなか、上場企業が増え、特に96年と97年は、新規上場が2年連続で200社を超え、株式市場の規模も拡大した(表2)。

今までの中国株式市場は、非流通株と流通株に分類されている。図2が示すように、非流通株は、発起人としての国家株、法人株(国有法人株、外資法人株、募集法人株)および従業員持株から構成される。なぜ非流通株が設定されたのか。これは、中国の国是である社会主義市場経済の枠組みと関わっており、つまり、国の方針を維持するため、株式会社化という企業改革を実施する際に、

---

23) 「8・10事件」の後、株式新規発行の抽選券の販売は、無制限販売の措置を取った。「8・10事件」について、中国(海南)改革発展研究院編(1995)、65-105ページ、郭傑(1996)、40-43ページを参照。

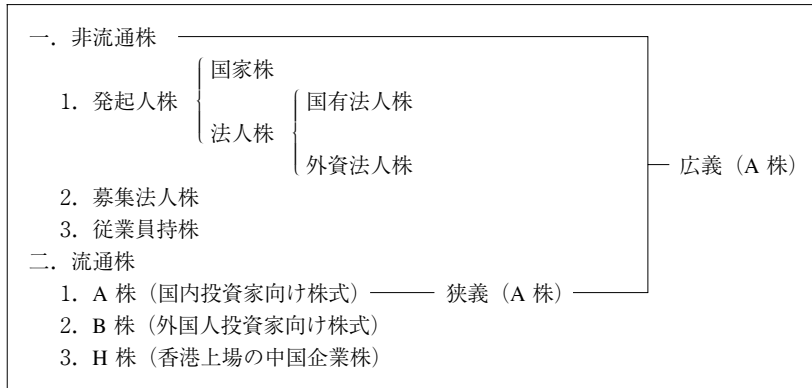
24) 「現代企業制度」については、王東明(1997)を参照されたい。

(表2) 中国株式市場の規模

| 年 度               | 1993  | 1994  | 1995  | 1996  | 1997  | 1998   | 1999   | 2000   | 2001   | 2002   | 2003   | 2004   | 2005   | 2006   | 2007   | 2008    | 2009    | 2010    | 2011    | 2012    | 2013    | 2014    |         |     |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|-----|
| 1. 上場企業数(社)       | 53    | 183   | 291   | 323   | 530   | 745    | 852    | 949    | 1,088  | 1,160  | 1,224  | 1,287  | 1,377  | 1,381  | 1,434  | 1,550   | 1,625   | 1,718   | 2,063   | 2,342   | 2,494   | 2,489   | 2,613   |     |
| A株(社)             | 53    | 177   | 287   | 311   | 514   | 720    | 826    | 923    | 1,090  | 1,136  | 1,200  | 1,263  | 1,353  | 1,358  | 1,411  | 1,527   | 1,602   | 1,696   | 2,041   | 2,320   | 2,472   | 2,468   | 2,592   |     |
| B株(社)             | 18    | 41    | 38    | 70    | 85    | 101    | 106    | 108    | 114    | 112    | 111    | 111    | 110    | 109    | 109    | 109     | 108     | 108     | 108     | 108     | 108     | 107     | 106     | 104 |
| 中小企業ボード(社)        |       |       |       |       |       |        |        |        |        |        |        | 38     | 50     | 102    | 202    | 273     | 327     | 327     | 331     | 646     | 701     | 701     | 774     |     |
| 創業ボード(社)          |       |       |       |       |       |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |         | 36      | 153     | 281     | 355     | 355     | 489     |         |     |
| 新規上場企業(社)         | 41    | 134   | 117   | 36    | 212   | 222    | 111    | 100    | 143    | 79     | 71     | 67     | 100    | 15     | 66     | 126     | 76      | 99      | 347     | 282     | 154     | 0       | 124     |     |
| 2. 時価総額(A株、B株、億元) | 1,048 | 3,531 | 3,691 | 3,474 | 9,843 | 17,529 | 19,514 | 26,485 | 48,122 | 43,583 | 38,339 | 42,478 | 37,081 | 32,446 | 89,441 | 327,291 | 121,541 | 244,104 | 265,423 | 214,758 | 230,358 | 239,077 | 372,547 |     |
| A株(億元)            | 978   | 3,328 | 3,516 | 3,311 | 9,449 | 17,154 | 19,299 | 26,108 | 47,456 | 42,246 | 37,527 | 41,521 | 36,309 | 31,811 | 88,114 | 324,588 | 120,567 | 242,127 | 263,221 | 213,310 | 228,775 | 237,403 | 370,823 |     |
| B株(億元)            | 70    | 214   | 175   | 164   | 394   | 375    | 206    | 304    | 635    | 1,277  | 803    | 957    | 746    | 620    | 1,290  | 2,553   | 800     | 1,812   | 2,202   | 1,448   | 1,382   | 1,674   | 1,724   |     |
| 中小企業ボード(億元)       |       |       |       |       |       |        |        |        |        |        |        |        | 413    | 482    | 2,015  | 10,647  | 6,270   | 16,873  | 35,365  | 27,429  | 28,804  | 37,164  | 104,445 |     |
| 創業ボード(億元)         |       |       |       |       |       |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |         |         | 1,610   | 7,365   | 7,434   | 8,731   | 15,092  | 56,131  |     |
| 流通株(億元)           | 832   | 969   | 938   | 2,867 | 5,204 | 5,750  | 8,221  | 16,098 | 14,489 | 12,487 | 13,185 | 11,701 | 10,638 | 25,021 | 93,141 | 45,303  | 151,342 | 193,110 | 164,921 | 181,658 | 199,580 | 315,624 |         |     |
| 流通株時価総額の割合(%)     |       | 24    | 26    | 27    | 29    | 30     | 29     | 31     | 33     | 33     | 31     | 32     | 33     | 28     | 28     | 37      | 62      | 73      | 77      | 79      | 79      | 83      | 85      |     |
| 3. 発行済株数(億株)      | 73    | 329   | 641   | 770   | 1,111 | 1,771  | 2,347  | 2,911  | 3,616  | 4,852  | 5,464  | 6,003  | 6,715  | 7,164  | 12,084 | 17,000  | 18,900  | 20,006  | 26,984  | 29,745  | 31,834  | 33,822  | 43,610  |     |

(出所) 中国证券监督管理委员会編「中国証券期貨統計年鑑」各年版、深圳証券取引所のホームページより作成。

(図2) 中国株式の分類



(出所) 上海証券交易所編『上海証券交易所年鑑(1996)』上海財経大学出版社, 4ページより作成。

国有資産の流出を防ぐ必要があり、そのために取った措置である。非流通株は、株式流通市場での売買が禁止されている。その一方、流通株は、国内投資家向けのA株、外国人投資家向けのB株および香港上場のH株があるが、A株とB株は、国内の流通市場で売買されている。

上場企業の株式分布状況は、表3に示している。すなわち、非流通株は発行済株式の6割前後を占め、流通株は全体の3割前後である。非流通株のうち、国有株(国家株と国有法人株)は、発行済株式の半数以上を占め、これが株式所有の構造的特徴である。現在、上場企業の半数前後は、旧国有企業を改組して上場した企業であり、こうした企業では、国有株の比重が高く、政府部門が経営支配権を握っている。この国有株を中心とする株式所有構造は、中国株式市場の最大の特徴である。

国有株のために設定された非流通株は、長い間で株式市場の構造的な問題として見られ、株式市場の発展の障害になっていると言われている。この構造的な問題を解決するために、2005年4月から非流通株改革が開始された。今回の非流通株改革は、非流通株を流通する措置である。同措置は、上場企業の非流通株主が流通株主に現金や株式の無償譲渡を対価として支払って非流通株の流通権利を得ることである。さらに、非流通株改革案を通すためには、株主総会で流通株主の三分の二の賛成を条件とし、流通株主に有利な条件を与えている。ここで、非流通株改革を実施することによって、株式市場における株主間の最大規模の利益譲渡が発生した。なお、非流通株の絶対多数が国有株である

(表3) 中国上場企業の株式分布状況 (割合: %)

| 年 度         | 1992  | 1993  | 1994  | 1995  | 1996  | 1997  | 1998  | 1999  | 2000  | 2001  | 2002  | 2003  | 2004  | 2005  | 2006  | 2007  | 2008  | 2009  | 2010  | 2011  |     |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-----|
| 1. 非流通株     | 69.25 | 72.18 | 66.98 | 64.47 | 64.75 | 65.44 | 65.89 | 65.02 | 64.28 | 65.25 | 65.33 | 64.72 | 63.95 | 61.95 | 62.28 | 54.02 | 0.55  | 0.52  | 0.36  | 0.30  |     |
| 国家株         | 41.38 | 49.06 | 43.31 | 38.74 | 35.42 | 31.52 | 34.25 | 36.16 | 38.90 | 46.20 | 47.20 | 47.39 | 46.78 | 44.82 | 30.70 | 26.85 | 0.04  | 0.01  | 0.01  | 0.00  |     |
| 法人株 (a+b+c) | 26.63 | 20.66 | 22.53 | 24.63 | 27.18 | 30.70 | 28.34 | 26.00 | 23.81 | 18.29 | 17.32 | 16.63 | 16.40 | 13.33 | 5.03  | 3.83  | 0.51  | 0.51  | 0.35  | 0.29  |     |
| a. 発起人法人株   | 13.14 | 9.02  | 10.79 | 15.93 | 18.42 | 22.64 | 20.90 | 19.13 | 16.95 | 12.71 | 11.31 | 10.89 | 10.59 | 7.21  | 3.79  | 3.22  | 0.27  | 0.29  | 0.22  | 0.19  |     |
| b. 外資法人株    | 4.07  | 1.05  | 1.10  | 1.40  | 1.23  | 1.34  | 1.42  | 1.31  | 1.22  | 0.88  | 0.91  | 0.92  | 0.98  | 2.95  | 0.46  | 0.39  | 0.20  | 0.05  | 0.04  | 0.03  |     |
| c. 応募法人株    | 9.42  | 10.59 | 10.64 | 7.30  | 7.53  | 6.72  | 6.03  | 6.16  | 5.65  | 4.70  | 5.10  | 4.82  | 4.83  | 3.17  | 0.77  | 0.22  | 0.04  | 0.17  | 0.09  | 0.07  |     |
| 従業員持株       | 1.23  | 2.40  | 0.98  | 0.36  | 1.20  | 2.04  | 2.05  | 1.19  | 0.64  | 0.46  | 0.27  | 0.17  | 0.13  | 0.05  | 0.02  | 0.00  | 0.00  | 0.00  | 0.00  | 0.00  |     |
| その他         |       | 0.05  | 0.16  | 0.74  | 0.95  | 1.18  | 1.25  | 1.08  | 0.92  | 0.31  | 0.54  | 0.53  | 0.65  | 3.74  | 26.54 | 23.33 | 0.00  | 0.00  | 0.00  | 0.00  |     |
| 2. 流通株      | 30.75 | 27.82 | 33.02 | 35.53 | 35.25 | 34.56 | 34.11 | 34.98 | 35.72 | 34.75 | 34.67 | 35.28 | 36.05 | 38.05 | 37.72 | 45.98 | 99.45 | 99.48 | 99.64 | 99.70 |     |
| A株          | 15.87 | 15.82 | 21.00 | 21.21 | 21.92 | 22.79 | 24.06 | 26.34 | 28.43 | 25.26 | 25.69 | 26.67 | 27.87 | 29.78 | 22.08 | 21.53 | 27.69 | 67.62 | 71.59 | 75.14 |     |
| B株          | 14.88 | 6.37  | 6.06  | 6.66  | 6.45  | 6.04  | 5.30  | 4.00  | 4.00  | 3.13  | 2.85  | 2.73  | 2.76  | 2.85  | 1.53  | 1.12  | 1.10  | 1.32  | 1.04  | 0.99  |     |
| H株          |       | 5.63  | 5.96  | 7.66  | 6.88  | 5.74  | 4.75  | 4.03  | 3.28  | 6.36  | 6.13  | 5.87  | 5.42  | 5.42  | 14.10 | 23.33 | 22.22 |       |       |       |     |
| 流通解禁待ち株式    |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       | 48.44 | 30.54 | 27.01 | 23.57 |     |
| 3. 合計 (1+2) | 100   | 100   | 100   | 100   | 100   | 100   | 100   | 100   | 100   | 100   | 100   | 100   | 100   | 100   | 100   | 100   | 100   | 100   | 100   | 100   | 100 |

(注1) その他は、非流通株の応じない増資に対して、非流通株主以外の個人、法人、証券投資ファンドおよび戦略的投資家が購入した部分を指す。2005年～2007年の数字は、流通解禁待ち株式を含む。

(注2) A株は国内投資家向けの株式であり、人民元で売買されている。B株は海外投資家向けの株式であり、上海市場では米ドルで売買され、深圳市場では香港ドルで売買されている。B株市場は、2001年6月から外貨を持つ国内投資家にも開放された。H株は中国国内で会社登記し、香港などの海外市場に上場している企業の株式を指す。

(注3) 2009年以降の数字は、H株を除いた。

(出所) 中国証券監督管理委員会編「中国証券期貨統計年鑑」各年版より作成。



ため、国有株主が流通株主に支払った対価は、国有資産の流出になると考える。その意味では、今回の非流通株改革は、最大の国有資産の流出事件だと言わざるを得ない。この問題の核心は、中国には「創業者利得」の概念が浸透していない点にある。つまり、国有株を中心とする非流通株主は、株式流通の権利を得るために、流通株主に無償で利益を譲渡する必要がない。今回の改革で流通株主に譲渡した利益は、そもそも非流通株主が「創造者利得」として得るべきだと考える。結局、今回の非流通株改革は、非流通株主が流通株主に利益を払うことで、2005年後半からの株価の急上昇をもたらし、中国株式市場の「最後の晩餐」といわれている<sup>25)</sup>。これは、中国の株価が实体经济と乖離し、政府の政策に左右されやすい、いわゆる「政策市」(政策的な相場)といわれる所以である。

非流通株改革後、一部の問題企業を除けば、現在、ほとんどの非流通株は、流通株に変更された(表3)。しかしながら、非流通株は、制度上で流通株に変更されても、必ずしもすべての変更後の流通株が売却されるとは限らない。特に、国の基幹産業においては、政府は国有経済の支配的な地位を維持するために、暫くの間、国有株を大量に売却しない方針を表明した<sup>26)</sup>。実際の状況としては、国有株の大量売却が見られず、逆に、2008年のアメリカ金融危機の際に、一部の経営不振の民営上場企業を救済するために、国有株支配企業は、これらの企業の株式を買い支え、「国進民退」と批判される程の現象が起こった。このように、少なくとも基幹産業においては、国有株は恐らく長期的に支配的な地位を保持するだろう。その意味では、中国株式市場は、「移行経済型市場」の特徴を呈していると考えられる。

しかし、国有株を中心とする株式所有構造の下で、上場企業の企業ガバナンスは、恐らく党政支配の構図になっていると判断できる<sup>27)</sup>。そこで、市場経済の競争原理の下で、党政支配の企業ガバナンスは、果たして機能するかどうかを分析する必要がある。少なくとも国有支配株式会社の企業ガバナンスは、上場企業の重要な課題になることが間違いない。上場企業の企業ガバナンスにつ

25) 非流通株改革については、王東明(2008)、357-358ページ、黄孝春(2006)を参照。また、「創業者利得」の概念については、ヒルファディンク著・岡崎次郎訳(1955)を参照されたい。

26) 有資産管理委員会の前主任である李融榮氏の談話による。「李融榮：国有股在相当長時間内不会大量减持」『中国証券報』2008年8月11日を参照。

27) 上場企業の企業ガバナンスについては、王東明(2002)、71-133ページを参照されたい。

いて、別の機会で述べたい。

#### 四、個人投資家と株式市場

株式市場は投資家がいないと成り立たない。その意味では、投資家は市場の参加者として株式市場の形成と発展を支える最も重要な要素の一つである。中国の株式市場は、個人投資家を中心に売買されている市場であり、流通市場の取引金額の8割前後が個人投資家によるものである<sup>28)</sup>。証券取引所が設立された後の20数年間に、個人投資家はどのように変化し、その投資状況がどう変わってきたかをみる必要がある。さらに、一般的に個人は生活の余裕がないと株式に投資することができないので、中国の経済成長が個人投資家に与える影響を把握する必要があると考える。

改革・開放以降の中国経済は、この30数年間に、年平均10%前後の高成長が実現したため、少なくとも5億人以上の貧困人口（1人当たり1日の消費が1ドル以下）が減少した<sup>29)</sup>。国民のフローの所得が上昇し、ストックの資産も増えている<sup>30)</sup>。経済成長が続く中、中国の国内総生産（GDP）は、すでに日本を超えて世界第2の経済大国となり、2014年の一人当たりのGDPが7,000ドルを超えた<sup>31)</sup>。また、上海、北京、深圳および広州など多くの沿海地域の都市においては、その一人当たりのGDPがすでに1万ドルを突破した<sup>32)</sup>。このように、

28) 深圳証券取引所「深市投資者結構与行為的分析」, 2012年4月20日, <http://www.szse.cn/main/investor/fxjy/39747560.shtml> を参照。

29) 世界銀行の報告によると、1人当たり1日の消費が1ドル以下の基準で計算された中国の貧困人口は、1981年から2004までの間に、総人口の65%から10%まで減少し、5億人以上が貧困から脱出したとみられている。Poverty Reduction and Economic Management Department, East Asia and Pacific Region, World Bank (2009) を参照。

30) 2014年農村1人当たりの名目純収入は9,892元に達し、78年の74倍増（78年から2013年までの実質純収入は12.86倍増）となり、同じく都市部一人当たりの名目可処分所得は29,381元に達し、78年の86倍増（78年から2013年までの実質可処分所得は12.27倍増）となった。国民の所得が増えるなか、2006年末現在の名目個人金融資産は25.34兆元に達し、78年の674倍増、年平均増加率25.2%である。物価変動を除いた実質個人金融資産は78年の143倍増、年平均増加率は19.7%であった。また、2010年末現在の名目個人金融資産は49.48兆元に達した。張東生主編、劉浩・王小卓副主編(2007), 98ページ、張東生主編、劉浩・王小卓副主編(2011), 84ページ、国家統計局住戸調査弁公室編(2014), 23ページ、29ページを参照。

31) 国家統計局「2014年国民経済和社会發展統計公報」を参照。

経済が成長すると、一部の人々や一部の地域が先に豊かになり、国民全体の所得や生活レベルもアップするようになった。現在、沿海地域の一部の都市部は、中進国に近い生活レベルにまで上昇し、また一部の富裕層は、すでに先進国並みの生活水準で暮らしている<sup>33)</sup>。

しかし、中国の社会は、いわゆる格差問題が深刻化している<sup>34)</sup>。それは都市と農村の格差、経済発展の速い沿海地域と内陸部の格差および所得格差の問題である。近年、所得格差を反映するジニ係数は、0.47-0.49という危険水準に達した<sup>35)</sup>。また、2010年現在においても、中国の貧困人口は依然として1億人前後にのぼると推測されている<sup>36)</sup>。中国では、経済が成長すると同時に、格差も拡大し、貧困層や貧困地域が受ける経済成長の恩恵は少ないという現実が浮き彫りになった。

以上のように、中国経済が成長し、国民全体の所得が上昇する一方、格差間

---

32) 深圳市、広州市、上海市および北京市の『統計年鑑 2010』や『統計公報』などによると、4市の2010年1人当たり国内総生産(GDP)はそれぞれ92,771元(13,581ドル)、88,834元(13,006ドル)、78,989元(11,563ドル)、70,452元(10,314ドル)に達した。また、珠海、仏山、厦門、寧波、杭州、蘇州、無錫、威海、東營、大連などの都市の1人当たりGDPは、すでに1万ドルを超えた。各市統計局のホームページによる。

33) 『2014年胡潤財富報告』によると、2013年末現在、中国では1千万元以上の資産を持っている富豪は109万人、前年比3.8%増、1億元以上の資産を持っている富豪は6.7万人、前年比3.7%増となった。

34) 都市部と農村の所得格差は、80年代と90年代に2倍前後であったが、2002年以降には、それが3倍以上開いた。また、経済発展の速い沿海地域と内陸部の格差については、2014年都市部と農村の一人当たりの所得をそれぞれ地域別で見ると、東部は31,152元、11,857元、中部は22,665元、8,983元、西部は22,363元、7,437元であった。『中国統計年鑑』の各年版を参照。また、中国の所得格差と貧困問題に関する研究は、佐藤宏(2003)、李強(2000)、趙人偉、李実、カール・李思勤主編(1999)、李実、史泰麗、別雍・古斯塔夫森主編(2008)などがある。

35) 劉鋼(2008)、李捷生(2015)、50ページを参照。

36) 新聞報道によると、2010年に、中国の貧困基準(1人当たり年平均純収入)が1,500元以下に引き上げたため、貧困人口は1億人に達する可能性がある。ちなみに、2008年と2009年の貧困基準は1,196元以下である。「貧困人口重返1億怎麼弁?」『人民日報(海外版)』2011年3月31日を参照。また、中国科学院の「中国可持續發展戰略報告」によると、2011年の貧困基準(農村住民1人当たりの純収入が2,300元以下)で計算した貧困人口は、1.22億人に達した。中国科学院可持續發展戰略研究組編(2012)を参照。その他に、世界銀行の基準(1人当たり1日の消費が1.25ドル以下)で計算した2005年中国の貧困人口は、2億5,400万人にもものぼるという研究報告がある。Poverty Reduction and Economic Management Department, East Asia and Pacific Region, World Bank(2009)を参照。

題も存在している。このようなアンバランスな社会構造の中で、誰が株式に投資するのか、株式市場の急成長の原因は何か。一般的に先進国の場合は、経済が成長した後、いわゆるミドルクラスが形成され、このような中間層は、直接・間接的に株式や債券に投資し、そこで資産を形成しながら証券市場を支えている。特に、戦後の繁栄を築いた証券大国のアメリカでは、このような傾向が強く、人口の約8割前後はミドルクラス（世帯年収は3万~20万ドル）と見られている。高度成長期の日本においても、かつて「1億総中流社会」といわれる時代があった。総じていえば、厚い中間層の存在は、社会経済繁栄の一つの象徴であり、証券市場を支える基盤になることは間違いないであろう。

中国では、改革・開放以降の30数年間の経済成長の成果として、国民の実質所得（物価変動を除く）が12倍以上増えた<sup>37)</sup>。所得が増加したため、多くの国民は貧困から脱出し、生活レベルもアップした。この状況の中で、80年代後半に店頭市場が創設され、90年代には、上海と深圳の証券取引所が設立された。株式市場が形成されると、一部のゆとりのある国民は、株式に投資するようになった。それ以来の20数年間、株式市場の規模が拡大すると同時に、投資家も増え、2014年末現在の投資家株式登録口座数（残高ベース）は、1億8,401万口座に達し、そのうち、休眠口座を除く有効な株式口座数が1億4,215万口座に昇った<sup>38)</sup>。上海市場と深圳市場の重複口座を考慮すると、実際の投資家数は少なくとも7,000万人以上に達し、総人口の約5%を占めている。

個人投資家の調査<sup>39)</sup>をみると、中国の投資家は、主に30代と40代を中心とする働き盛りのサラリーマン世代から構成され、その大半は「中間収入者」と呼ばれる中間層である。中国の株式市場は、株式投資の大衆化とミドルクラス化が同時に進行し、都市部における大衆投資家が形成され、一種の「大衆基盤型市場」になっていると考える。2009年現在、中国のミドルクラスは、約5億人と推計されているが<sup>40)</sup>、この中間層は株式投資の主役である。その意味で

37) 1978年から2013年までの農村と都市の実質所得は、それぞれ12.86倍、12.27倍に増加した。国家統計局住戸調査弁公室編（2014）、23ページ、29ページを参照。

38) 中国証券登記結算有限責任公司『中国証券登記結算統計年鑑2014』を参照。

39) 個人投資家調査は、1993年から2008年までの16年間の投資家調査に基づいている。王東明（2011）を参照。

40) 長田博氏の定義によると、中国のミドルクラスは、年間1人当たり所得（GDP）が5,000ドルから15,000ドルまでの層である。2009年現在のミドルクラスは、約5億人と推計されている。長田博（2012）を参照。

は、中国の株式市場は、改革・開放以降に豊かになってきた都市部の中間層や大衆投資家によって支えられていることがわかる。

## 五、株式市場の問題点

中国株式市場の形成過程を振り返ってみると、株式市場は、世界第2位の市場規模まで成長する一方、様々な問題点も露呈している。それは、以上述べた市場形成の初期段階における闇市場の問題や株式発行の抽選券を巡る混乱が発生した他に、会計問題やインサイダー取引および企業がバナンスなどの問題も抱えている。

市場形成の初期段階における闇市場の混乱は、市場集中取引の制度づくりを求めるきっかけとなり、証券取引所の設立に拍車をかけた。また、株式発行の抽選券を巡る問題は、市場秩序の乱れをもたらし、独立した監督管理の機構を求める声上がり、中国証券監督管理委員会を設立する契機となった。このように、市場形成の初期段階の問題を解決するためには、株式市場の制度面の整備が必要になり、取引機構と監督機関の設立に繋がっていると考えられる。

中国株式市場は、会計問題やインサイダー取引が頻発し、長い間「三公原則」（公開、公平、公正）の市場を確立することに悩まされている。例えば、会計問題については、「銀広夏」、「藍田股份」、「紅光実業」などの上場企業は、虚偽な財務諸表を作成し、投資家に大きな損失を被った事件があり、粉飾決算が後を絶たない<sup>41)</sup>。また、「ROEの10%現象」に象徴されるような会計操作もあった<sup>42)</sup>。「ROEの10%現象」とは、以下のような現象を指す。

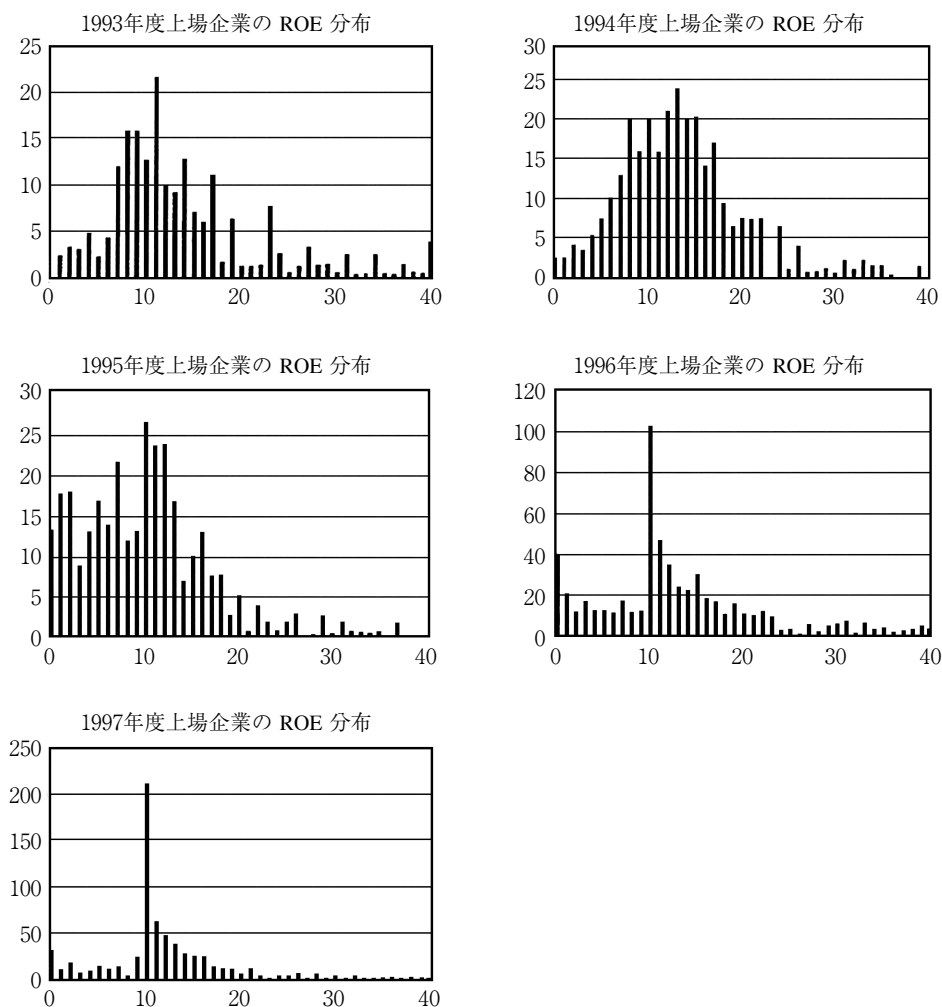
図3は、93年～97年の上場企業のROE（株主資本利益率）の分布状況を示している。それを見ると、95年以前の3年間のROEは、5%～20%の広い範囲に分散している。しかし、96年と97年のROEは、一気に10%～12%の狭い区間に収束し、鋭いピークが現われた。これを「ROEの10%現象」という。

なぜ「ROEの10%現象」が生じたのか。その理由は、ROE指標が上場企業の増資条件となっているが、企業が増資できるかどうかは、ROE指標によって決められるからである。90年代に、上場企業の増資条件は、時期によっ

41) 粉飾決算については、郭熙(2010)、張志雄・高田勝巳(2007)を参照されたい。

42) 「ROEの10%現象」について、王東明(2000)を参照。

（図3） 上場企業 ROE の分布（1993年～1997年）



（注） 縦軸は上場企業銘柄数、横軸は ROE (%) である。ROE (%) は  $0\% \leq \text{ROE}(\%) \leq 40\%$  の区間に限定する。

（出所）『中国証券報』1998年5月28日より作成。

ていくつかの変化があった。例えば、93年は、2年連続して黒字が出れば、上場企業が増資できるという規定があった。94年に、この増資条件は、3年連続して黒字、または3年平均で ROE の比率が10%以上という規定に変更された。さらに、96年に、増資条件は、3年間の各年度とも ROE の比率がすべて10%以上に変更された。このように、政府の政策変更に対して、一部の上市企業は、増資条件をクリアーするために、会計上で ROE 指標を人為的に操作しているのではないかという疑問が残る。この「ROE の10%現象」は、上市

企業の増資に関して、「上有政策，下有対策」（上に政策あれば，下に対策あり）という言葉通りの現象が現われた。

また，インサイダー取引や株価操縦については，証券市場の問題点として取り上げることができる。例えば，2015年の夏に起こった株価の暴落による政府の救済を巡る一連の取り調べや逮捕劇は，インサイダー取引に関わることとみられている。この一連の事件は，中国証券監督管理委員会副主席の姚剛氏，主席助理の張育軍氏などの幹部，中国最大の証券会社である中信証券総経理の程博明氏などの経営トップ，中国のジョージ・ソロスといわれる私募ファンドマネージャーの徐翔氏などの人物が関わっており，自殺者（国信証券総経理の陳鴻橋氏，張育軍の元部下）も出た。この最近の一連の出来事は，監督機関，証券会社，ファンドの責任者がグルになっている可能性があり，証券市場のインサイダーや株価操縦などの違法行為がいかに深刻な問題になっているかを物語っている<sup>43)</sup>。その意味では，中国株式市場は，秩序が乱れ，新興国市場と共通の問題点を抱えながら，依然として「発展途上国型市場」であると言えるであろう。

## 六、株式市場形成のプロセス

改革・開放以降に形成された中国の株式市場は，次のプロセスを経ている。すなわち，計画経済から市場経済へと転換する中国は，競争原理の下で，企業の行動パターンが利益を追求するようになった。そこで，80年代から企業の投資制度は，財政投資から銀行融資へと変更した。この企業投資制度の変更は，一部の企業特に中小の国有企業や集団所有制企業に「資金難」をもたらした。市場経済の競争原理の下で，これらの中小企業は，生産やサービスなどの企業規模の拡大を求め，設備投資などの資金需要が増えている。しかし，既存の企業投資制度では，これらの中小企業に対する銀行融資や財政投資が難しく，企業は「資金難」に陥った。そこで，一部の中小の国有企業や集団所有制企業は，

43) 劉彩萍「証監会主席助理張育軍被查，為程博明同門師弟」『財新網』2015年9月16日，「証監会老虎落馬：還股民一個完整的姚剛」『每日財經』2015年12月13日，<http://news.creaders.net/china/2015/11/13/1606359.html>，「国信証券総経理陳鴻橋自殺，曾担任張育軍副手」『財經資訊』2015年10月23日，「解密徐翔資本版図：敢死隊隊長被查前已謀轉型」『21世紀經濟報道』2015年11月5日などの報道による。

80年代の初頭に、先進国の株式会社制度を学び、従業員や地域社会を対象に株式を発行して資金調達するようになった。当時、一般市民は、株式の知識が少なく、株式を発行しやすいため、債券に近い株式を発行し、「元本保証・利息保証」のものが多かった。最初は、私募発行が多かったが、80年代の後半から公募発行も増えた。また、80年代の株式発行および株式会社制度導入の実験段階の動きでは、殆ど地方の中小国有企業や集団所有制企業が行われ、これは、資金調達するための企業の自発的な行動が多い。地方政府も株式発行の実験企業を支持した。その意味では、初期段階の株式発行および株式会社制度の導入は、いわば「下からの改革」であると考えられる。

このように、企業の株式発行が増えると、市民の手元に株券も増えている。そして、株券を持っている市民は、やがて様々な事情で株式を換金したい時がやって来る。株式を換金したい市民は、最初に株式の発行業務を担当した金融機関の窓口を訪ねてくる。しかし、株式を買う人がいなく、換金することができない。このような換金できない状況が続くと、換金したい市民は、自ら株式を買いたい人を探し、自発的に売買を行い、いわゆる株式の闇市場が出現した。株式の発行業務を担当した金融機関は、増えている市民の換金需要を見て、それを商機と捉え、政府に株式売買という新しい業務を申請し、その許可を得て店頭売買を開始した。店頭市場の生成は、このような株式を発行した企業、発行業務を担当した金融機関および市民の投資や換金需要という自発的な行動によるものであり、その市場生成のプロセスは、自然発生的な形で見ると考える。

しかし、店頭市場が形成されても、市場のサービスや法整備などが立ち遅れており、闇市場も併存した。闇市場では、偽札や偽株券および私設店頭市場などの違法行為が横行し、闇市場と店頭市場の価格差も高く、様々な混乱が生じた。闇市場の混乱から、株式市場は、市場集中取引の制度づくりが求められ、証券取引所の設立を要求する声が増えている。90年代に入ると、上海市は、浦東新区開発という国家戦略の機運と合わせて、90年12月に上海証券取引所を設立した。翌年の91年に、深圳証券取引所も設立された。証券取引所の設立は、基本的に地方政府の行動であり、これも「下からの改革」と考えた方が良いと思われる。

しかし、株式会社制度の導入や証券取引所の設立を巡っては、「資本主義か、



社会主義か」の論争があったが、92年の鄧小平の「南巡講和」が発表されてから、市場経済への政治的な決着をつけ、株式会社制度および株式市場の実験は、進めるようになった。その後、93年の党の14期三中全会で、「社会主義市場経済」の枠組みを設け、「現代企業制度」の確立を目指す方針を決めた。ここから、株式会社化のすべての障害を取り除き、94年に「会社法」が施行され、90年代の後半から、中央レベルの大中型企業の上場がスタートした。また、実験段階にある株式会社制度の導入および株式市場は、拡大の段階に入るが、株式会社化という「現代企業制度」の確立は、株式市場の拡大に繋がったと考える。そこで、92年に証券監督管理委員会が設立され、99年に「証券法」が施行され、2003年に国務院国有資産管理委員会が設立されることにより、今まで実験段階の株式市場における「下からの改革」は、次第に「上からの改革」へと変化するようになった。

## 七、むすびにかえて

以上述べたように、中国の株式市場は、計画経済から市場経済へと転換するプロセスの中で形成され、株式会社化の流れのなかで拡大したと考える。最初の株式発行の実験段階では、80年代の企業投資制度の変更により、中小の国有企業や集団所有制企業の「資金難」が発生した。企業の「資金難」を解決するために、一部の中小企業は、先進国で普及している株式会社制度を学び、株式を発行して資金調達するようになった。株式を発行した後、換金需要が生じ、この換金需要は、80年代後半の店頭市場が生まれたのである。店頭市場は、基本的に自然発生的な形で形成され、金融機関および投資家の自主的な行動によるものだと考える。そして、店頭市場が形成された後、闇市場も併存し、闇市場の混乱から、市場の秩序を維持する必要があった。そこで、市場集中取引の制度づくりが求められ、90年代に入ると、証券取引所が設立され、取引所市場が形成されたのである。以上の株式発行および株式市場形成の初期段階においては、基本的に地方の企業、金融機関、個人投資家および地方政府の「下からの改革」により、株式市場が生成されたと思われる。

株式市場が形成された後、中国は「社会主義市場経済」の方針を決め、90年代の後半から、企業改革は、「現代企業制度」の確立を目指し、株式会社化

を本格的に推進するようになった。この株式会社化という企業改革は、中国を代表する大企業と金融機関の上場を促進し、株式市場の拡大とつながり、世界第2位の市場規模まで発展させた原動力であると言えよう。そこで、株式会社化および株式市場の拡大のプロセスを見ると、基本的に中央政府は、「下」の動きを見ながら、企業改革の方針を決め、それと同時に、市場のルールや法制度などの市場制度を整備したり、監督機構を設立したりするなどの行動を取り、「上からの改革」が始まったと考えられる。

しかし、中国の株式会社化・民営化は、ロシアや東欧の株式会社化・民営化と異なる<sup>44)</sup>。なぜなら、中国の場合は、株式会社化のプロセスを見ると、基本的に大企業の国有資産を売却せず、民間資本および外資を「動員」して国有企业に組み入れ、いわば民間からの増資である。このように、中国の株式会社化は、国有資本と民間資本の「結合資本」になっており、現時点では、私有化ではない。このような株式会社化は、国有株を中心とする株式所有構造が形成され、「漸進的な改革」といわれる所以である。

その一方、ロシアの場合は、「急進的な改革」を進める株式会社化のプロセスを見ると、それはバウチャーを国民に配分し<sup>45)</sup>、一種の「国有資産の分配

---

44) 中国とロシアの株式会社化・民営化については、長岡貞男・馬成三・S・ブラギンスキー編著(1996)、今井健一・渡邊真理子(2006)、加藤志津子(2006)、座間紘一編著(2006)、王東明(2015)を参照されたい。

45) バウチャー(民営化証券)とは、国民一人当たり無償で政府から1万ルーブル相当の民営化する企業の株式と交換可能な小切手をもらう制度という。ロシアの株式会社化・民営化は、バウチャー制度を通じて国有資産を国民に配分する形で進められた。バウチャー民営化後、ロシア産業資産の4割以上は、1億5,300万人の市民の手に渡った。しかし、その後、600余りのバウチャー民営化ファンドが設立され、これらのファンドは、バウチャー制度を十分に理解していない市民から安い値段でバウチャーを買い集めた。その結果、多くのバウチャー・ファンドのマネージャーは、新興財閥になった。また、90年代半ばに、財政赤字に悩まされた政府は、国家予算の歳入を増やすため、「株式引き換え計画」と「現金化オークション」も実施した。それらの民営化措置を実施する過程で、様々な不正が生じたため、結局、国有資産は新興財閥企業や富裕層に譲渡された。以上の民営化を通じて、97年の時点では、ロシア産業資産の6割前後は、国から民間に移譲された。民営化の結果は、「最終的にバウチャーを受け取った1億5,300万人の市民のうち、数百万人が民営化企業の株主になり、さらに、この数百万人の株主のうち、わずか数百人が民営化された資産の90%を握った」という現実が浮き彫りになった。ティム・D・マッカーシー「資本主義経済への移行—国有資産の分配の新興財閥の台頭」、ロシア経済教室(1)、JPBコラム、Vol. 05、2004年3月1日を参照。また、90年代前半に、私有化されたロシアの中小企業は、7.5万社を超えた。曾康霖・黄平(2006)、71ページを参照。

型」の株式会社化・民営化が進行し、肝心な企業の資金調達とつながっておらず、形式だけの改革になっているとみられている。ロシアの株式会社化・民営化は、「大衆的民営化」(mass privatization)といわれ、国有資産を市民にばら撒き、「事実上」の私有化である。この点は、中国の株式会社化・民営化と異なっている。

現在、上場企業の半数前後が旧国有企業から株式会社に改組して上場を果たした企業であり、これらの企業は、企業改革の「先頭部隊」といわれ、国有株支配株式会社が多い。そのため、株式市場は、国有企業のための市場とみられ、発行済株式の半数以上が国有株である。これは、現在中国株式市場の最大の特徴である。

中国の株式市場は、今まで資金調達の間と企業改革の間という二つの「場」の役割を果たしているといわれている。まず資金調達の間としては、2014年末現在の累計資金調達額は、7.5兆元に達した<sup>46)</sup>。株式市場から調達された資金は、新鮮な「血液」として主に国有企業と国有銀行に提供し、企業の設備投資や金融システムの安定化に寄与している。特に、90年代後半から、全体としては、国有企業は、業績が低迷し、「三角債」に悩まされており、国有銀行の不良債権比率も30%前後という危機的な状況になった。もし返済する必要のない株式市場の資金がなければ、場合によって、これらの経営不振の国有企業と国有銀行は、この危機的な状況を乗り越えず、経営破綻になってしまうかもしれない。その意味では、90年代後半から、増えている大企業と銀行の上場は、証券市場から新鮮な「血液」を提供し、国有企業と国有銀行の危機的な状況から救いたと言っても過言ではないと考えている。しかも、この新鮮な「血液」は、H株（香港上場中国企業株）などの外資の「動員」も含まれている。

また、企業改革の間としては、株式会社化は、企業改革の方向性として捉えている。中国の株式会社化は、「社会主義市場経済」の枠組みの中で進められ、その進め方としては、国有企業の株式を全面的に市場に売却するのではなく、政府部門が保有して企業の支配権を維持することである。なぜなら、性急な国

---

46) 国内市場の累計資金調達額は、約6兆元、海外上場H株の累計資金調達額は、約1.5兆元である。1997年の香港返還後、H株（香港上場中国企業株）は、広義の中国株式市場の一部分として捉えている。資金調達の数字は、中国証券監督管理委員会のホームページおよび『中国証券期貨統計年鑑』各年版による。

有株の放出は、アメリカ等の外国資本による経済侵略や国内の利己的な利益を優先する個人経営者による企業支配につながる危険があるからである。また、「漸進的な改革」の下で、株式会社化は、企業改革の痛みを最小限に抑える狙いもある。そのため、株式会社化や株式市場の形成に関わる諸外国制度の導入は、そのまま受け入れるのではなく、必ず「歴史的に形成されてきた諸条件と融合して中国化されながら」<sup>47)</sup> 定着させるプロセスを経ている。現在の株式市場は、個人投資家や機関投資家の十分な成長と、それに裏打ちされた証券市場の成熟を待つ段階にある。

上で述べたように、中国の株式市場は、株式会社制度の導入、株式会社化という企業改革の流れのなかで形成され拡大したと考える。株式市場の形成は、自然発生的な時期を経て、また「下からの改革」の段階から「上からの改革」の段階へと変化するプロセスを経ている。この市場形成の過程は、「社会主義市場経済」の枠組みの下で進められ、自国の条件に適合しながら、国有株を中心とする株式所有構造を維持し、独特な「移行経済型市場」が形成されたのである。

そして、国有企業の株式会社化および株式市場の上場は、基本的に国有株を売却せず、民間資本および外資を「動員」して国有企業に組み入れ、国有企業からみれば、一種の増資である。中国株式市場の形成と発展のロジックは、この株式会社化のプロセスに隠され、その核心的な部分は、国有資本と民間資本を結合して「結合資本」になることである。さらに、中国の国有株を中心とする株式会社化は、「企業よし」（企業は資金調達と経営権の安定化が可能になる）、「投資家よし」（個人投資家は資金を提供して資産運用ができる）、「政府よし」（政府の政策は株式会社化の方向性と一致する）という「三方よし」の形で進められている。この「三方よし」こそが、中国株式市場の形成と発展の原動力である。

このような国有株を中心とする「移行経済型市場」の下で、国有株支配株式会社は、その主役である。しかし、市場競争原理の下で、これらの企業は、株主のために利益を追求する企業になるかどうか、上場企業の企業ガバナンスがその鍵になると考える。そこで、経営者の選任や企業の評価システムおよび国有資産管理の在り方については、重要な課題になることは間違いないであろう。

---

47) 渋谷博史・田中信行・荒巻健二編（2010）、4ページを参照。

参考文献

- 曹爾階 (1994) 『中国証券市場研究と展望』中国財政經濟出版社。
- 曹龍琪・李辛白編 (2003) 『深圳証券市場十二年』中国金融出版社。
- 鄧小平 (1993) 『鄧小平文選 (第三卷)』人民出版社。
- 董輔初・唐宗焜・杜海燕主編 (1995) 『中国国有企業制度変革研究』人民出版社。
- 範永進・陳岱松・李濟生編 (2007) 『中国股市早年歲月 (1984~1992)』上海人民出版社。
- 範永進・陳岱松・李濟生編 (2009) 『見證中国股市』上海三聯書店。
- 郭傑 (1996) 「国内股票發售弁法的演變分析」『証券市場導報』, 4月号。
- 郭熙 (2010) 『造假帳手法大暴光』企業管理出版社。
- 国家統計局住戸調査弁公室編 (2014) 『中国住戸調査年鑑 2014』中国統計出版社。
- 賀宛男, 張金泉 (1991) 『証券市場導遊』復旦大学出版社。
- 金建棟・肖灼基・許樹信主編 (1991) 『中国証券市場 (1991)』中国金融出版社。
- 金建棟・肖灼基・許樹信主編 (1993) 『中国証券市場 (1992)』中国金融出版社。
- 劉鋼 (2008) 「中国基尼係数的未來走勢」『企業經濟』第3期。
- 厲以寧 (1992) 『中国經濟改革与股份制』北京大学出版社。
- 李強 (2000) 『社会分層与貧富差別』鷺江出版社 (李強『中国の社会階層と貧富の格差』ハーベスト社, 2004年)。
- 李実, 史泰麗, 別雍・古斯塔夫森主編 (2008) 『中国居民收入分配研究Ⅲ』北京師範大学出版社。
- 李勇・哈学勝編 (2010) 『冰与火—中国股市記憶』紅旗出版社。
- 李樟詰 (2001) 『終於成功中国股市發展報告』世界知識出版社。
- 馬家駒編 (1994) 『中国經濟改革的歷史考察』浙江人民出版社。
- 馬慶泉編 (2003) 『中国証券史 (1978-1998)』中信出版社。
- 聂慶平・蔡笑 (2011) 『看多中国—資本市場歷史与金融開放戰略』機械工業出版社。
- 万解秋 (1992) 『企業股份化改革指南』復旦大学出版社。
- 王喜義・雷志衛・肖世優 (1992) 『深圳股市的崛起与運作』中国金融出版社。
- 王喜義編 (1994) 『中国股市变奏曲』中国人民大学出版社。
- 肖志家・黃文俊編著 (1994) 『市場化的前奏—深圳股份化改革的理論和实践』紅旗出版社。
- 楊玲玲 (2014) 『我国中等收入階層報告—構建和諧社会条件下我国中等收入階層研究』中共中央党校出版社。
- 禹国剛 (2000) 『深市物語』海天出版社。
- 張東生主編, 劉浩・王小卓副主編 (2007) 『中国居民收入分配年度報告 (2007)』中国財政經濟出版社。
- 張東生主編, 劉浩・王小卓副主編 (2011) 『中国居民收入分配年度報告 (2011)』經濟科学出版社。
- 趙人偉, 李実, 卡爾・李思勤主編 (1999) 『中国居民收入分配再研究—經濟改革和發展中的收入分配』中国財政經濟出版社。
- 曾康霖・黃平 (2006) 『中東歐軌軌經濟国家股票市場制度研究』中国金融出版社。
- 中国証券行協會編 (1993) 『中国証券市場年報 (1993)』中国金融出版社。
- 中国 (海南) 改革發展研究院編 (1995) 『中国走向市場經濟中的証券市場—中国証券市場發展國際研討會文集』民主与建設出版社。
- 周俊生 (1995) 『中国股市遭遇激情』復旦大学出版社。
- 周学曾・智士才・楊企玉主編 (1997) 『中国股份制』中国青年出版社。
- 今井健一・渡邊真理子 (2006) 『企業の成長と金融制度 (シリーズ現代中国經濟4)』名古屋大

- 学出版会。
- 王東明 (1996) 「中国における株式会社制度の導入—論争と問題点について」『証券経済研究』, 第1号。
- 王東明 (1997) 「中国国有企業の『現代企業制度』改革—福州第二化学工場の事例を中心に」『証券経済研究』, 第5号, 1月。
- 王東明 (2000) 「中国株式市場の形成過程—A株 (国内投資家向け株式) 市場を中心に」慶応義塾大学地域研究センター編『アジアの金融・資本市場—危機の内層』慶応義塾大学出版会。
- 王東明 (2002) 「中国の株式所有構造とコーポレート・ガバナンス (第3章)」井村進哉・福光寛・王東明編『コーポレート・ガバナンスの社会的視座』日本経済評論社。
- 王東明 (2008) 「要覧:証券」中国研究所編『中国年鑑2008』。
- 王東明 (2011) 「中国の都市部における大衆投資家の形成—個人投資家調査を中心に (第9章)」菅原陽心編 (共著)『中国社会主義市場経済の現在—中国における市場経済化の進展に関する理論的実証的分析』お茶の水書房。
- 王東明 (2015) 「中国株式市場における「移行経済型市場」の形成—株式市場の形成要因を中心に」SGCIME編『グローバル資本主義と新興経済』日本経済評論社。
- 加藤志津子 (2006)『市場経済移行期のロシア企業—ゴルパチョフ, エリツイン, プーチンの時代』文真堂。
- 黄孝春 (2006) 「中国の株式市場における『非流通株』問題の形成」『アジア経済』第47巻第2号, 2006年2月。
- 佐藤宏 (2003)『所得格差と貧困』名古屋大学出版会。
- 座間紘一編著 (2006)『中国国有企業の改革と再編』学文社。
- 渋谷博史・田中知行・荒巻健二編 (2010)『アメリカ・モデルとグローバル化—外的インパクトと内生要因の葛藤』昭和堂。
- 張志雄・高田勝巳 (2007)『中国株式市場の真実』ダイヤモンド社。
- 長岡貞男・馬成三・S・ブラギンスキー編 (1996)『中国とロシアの産業変革—企業改革と市場経済』日本評論社。
- 長田博 (2012) 「ミドルクラス出現による消費パターン変化と産業構造変化」, Discussion Paper No. 188, GSID, 2012年3月。
- ヒルファディング著, 岡崎次郎訳 (1955)『金融資本論 (上・中・下)』岩波書店。
- 李捷生 (2015) 「中国経済の構造変化と雇用改革」SGCIME編『グローバル資本主義と新興経済』日本経済評論社。
- 山内一男 (1988)『現代中国の経済改革』学陽書房。
- Poverty Reduction and Economic Management Department, East Asia and Pacific Region, World Bank (2009), From poor areas to poor people: China's evolving poverty reduction agenda, An assessment of poverty and inequality in China, March2009.

\* ) 本稿は、2015年6月30日に、成城大学経済研究所が主催した研究会の報告内容をベースにまとめたものである。

(おう・とうめい 大阪市立大学創造都市研究科准教授)

中国株式市場の形成と発展のロジックを考える

—「移行経済型市場」の形成を中心に—

(研究報告 No. 74)

---

平成 28 年 2 月 18 日 印 刷

平成 28 年 2 月 27 日 発 行

非売品

著 者 王 東 明

発行所 成城大学経済研究所

〒157-8511 東京都世田谷区成城 6-1-20

電 話 03 (3482) 9187 番

印刷所 白陽舎印刷工業株式会社

---

