

上海のA株市場(上)

市場の形成過程と発展時期を中心に

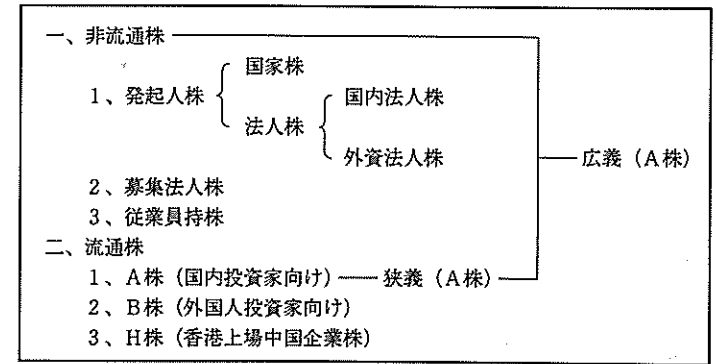
王 東明

1 はじめに

上海証券取引所は一九九〇年二月一九日開業した。それからわずか七年間上場企業数は最初の八社から九七年末の三八三社に増え、上場銘柄数は四三三銘柄、発行済株数は一、〇六一・三八億株、時価総額は九、二一八・〇六億元、投資家数(登録口座数)は一、七二三・三二万人、取引所会員数は四六七社になった。また九七年度公社債の取引金額は一兆五、三九六・〇六億元に達し、全国シェアの九五%を占めた。現在上海証券取引所は全国最大規模の証券市場に成長した。昨年末、取引所は浦東開発新区金融街の新しい証券ビルに移転した。ここはアジア最大級の三、六〇〇平方メートルの立会場を設け、最先端のコンピュータシステムと電子通信手段を持つている。この地上二七階地下三階「パリ凱旋門」を思わせる外観の証券ビルは発展段階に入る中国証券市場の新しい象徴となっている。

以上のような成果を遂げた上海証券取引所は、現在国内投資家向けのA株市場と外国投資家向けのB株市場の二つの市場を設けており、A株は人民元、B株は米ドルで取り引きされている。小稿ではA株市場の形成背景、形成過程および各発展時期を紹介することにしよう。

(図1) 中国株式の種類



(出所) 上海証券交易所編「上海証券交易所統計年鑑1996」
上海財経大学出版社、4頁より作成。

2 A株の定義

まずA株の定義については、一般的に言えば上海と深圳二つの証券取引所に上場している国内投資家向けの株式のことである。A株発行企業の前身(上場前の企業形態)は殆ど国有企業あるいは集団企業であった。公有性企業に株式制度を導入した企業制度改革の歴史的経緯から、現在のところA株は非流通株と流通株二つに区分されている。非流通株には(一)発起人としての国家株、国内法人株および外資法人株、(二)一般募集法人株、(三)従業員持株があり、これらの株式は現在原則として流通市場での取引が禁止されている。しかし従業員持株については現制度の規定により上場三年後から一般に流通できる。一方、流通株は国内投資家向け現在おもに個人投資家が流通市場で自由に売買できる株式をいう⁽²⁾。

このようにA株は広義には国内投資家向け非流通株と流通株に分かれるが、狭義には一般流通できるA株を指している(図1)。

3 A株市場形成の背景

一九七八年「改革・開放」政策の決定以後、中国経済は段階的に計画経済から市場経済へ転換し、それに伴って国有企業の投資も徐々に財政投資から銀行融資(元本・利息返済)に転換した。八五年時点で国家予算内企業設備投資三八六億元の九五%(三二八億元)は銀行融資に切り替わった⁽³⁾。このような政策転換を背景に、銀行はあちこちにカネを貸しまくり(「八方送款」)、貸し出し額が急速に拡大して、八四年前後にはコントロールできなくなった。銀行融資の拡大は八四年、八五年経済の高成長(GDP成長率:一五・二%、一三・五%)をもたらししたが、反面景気過熱を生み、ついに八六年財政・金融の引き締め政策が発動された。その結果、全国的に企業の短期資金不足が発生し、いわゆる「三角債」の企業間債務問題がこの時期から表面化した⁽⁴⁾。資金不足に陥った企業、とりわけ銀行融資を受けにくい中小企業、農村の郷鎮企業は資金調達の方法として新たに株式・債券の発行など直接金融に目を向けはじめた。

証券市場形成のもう一つ背景は企業制度改革の一方法として株式会社制度導入の実験開始である。八四年以後、経済改革の重点は農村から都市部に移り、企業経営効率の追求、経営自主権獲得のために「政企不分」(行政と企業の不分離)から「二権分離」(所有権と経営権の分離)を目指し、株式制企業の試みが始まった。

4 上海証券取引所開業前の状況(一九九〇年二月以前)

株式・債券など新しい資金調達の方法(直接金融方式)を模索しているなか、八〇年代から農村部では農民が共同出資して企業組織を作り、株式制の導入を始めた。また都市部の一部中小企業でも株式の発行を始めた。ただし、株式に対する一般の認識が低い。当時は株式といっても一定期間後償還する元本・利息保証の株式であった。このような発行条件の株式は株式というより債券の性格が強いものであった。一九八〇年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て地元企業と農村の郷・鎮・村を対象に利息・配当付き元本保証

(表2) 上海市未上場株式会社 (1990年末)

会社名	元企業の形態	会社設立時期	従業員(人)	株式資本金(万元) A=(1+2)	国家払込資本金(万元) (1)	法人払込資本金(万元) (2)	募集方法	額面金額
交通銀行上海支店	国営企業	87年4月	883	62,391	50,000	12,391	私募	10,000
興業不動産	新設立	88年8月	58	697		697	私募	
万国証券	新設立	88年7月	120	1,100		1,100	私募	
新世界貿易	国営企業	88年9月	210	69	30	39	私募	
合計			1,276	64,257 (100%)	50,030 (77.86%)	14,227 (22.14%)		

(出所) 全建棟等編「中国証券市場(1991)」中国金融出版社、1991年、P67。

(表3) 上海証券取引所上場企業の株式分布状況 (1990年末)

	発行済株数 (1+2+3)	国家株 (1)	法人株 (2)	個人株 (3)
延中実業	100,000		16,000	84,000
真空電子	2,000,000	1,489,100	19,900	491,000
飛楽音響	32,938		7,000	25,938
愛使電子	8,000		2,500	5,500
申華電工	10,000		3,000	7,000
飛楽股份	210,100	124,100	65,000	21,000
豫園商場	65,000	16,500	35,590	12,910
鳳凰化工	256,352	149,141	62,200	45,011
合計	2,682,390	1,778,841	211,190	692,359
発行済株数割合(%)	100	66.32	7.87	25.81

(出所) 全建棟等編「中国証券市場(1992)」中国金融出版社、1993年、P30~P33。

の株式一・一億元を発行した。一九八〇年山東省淄博市周村区が株式組織を作り、初めて株式合作制企業—淄博毛巾廠周村分廠を創設した。一九八三年深圳宝安鼎聯合投資会社が初めて公募による元本・利息保証株式「股份証」を発行した。一九八四年七月中国初の株式会社—北京天橋百貨株式会社(内部募集、定期三年、元本保証株式)が誕生した。⁽⁵⁾

一九八四年一月上海飛楽音響会社が初めて元本返済のない株式を一般大衆向けに売り出し、四〇萬元余りの資金を調達した。一九八五年一月上海延中実業会社はすべての資本を株式発行で調達した。一九八七年九月中国初の比較的「規範化」された株式会社—上海飛楽株式会社が成立した。⁽⁶⁾

一九九〇年年初頃、上海市の株式発行企業数は一、二五五社に達し、累積発行金額は一〇億元になった。そのうち株式を外部募集した企業はわずか一社で、大部分は内部発行であり、株式発行金額は八・七九億元であった。⁽⁷⁾

(表1) 上海証券取引所上場企業の基本状況 (1990年末)

	延中実業 (601)	真空電子 (602)	飛楽音響 (651)	愛使電子 (652)	中華電工 (653)	飛楽股份 (654)	豫園商場 (655)	鳳凰化工 (656)
上場銘柄 (コード)								
上場日	90.12.19	90.12.19	90.12.19	90.12.19	90.12.19	90.12.19	90.12.19	90.12.19
発行株数 (株)	100,000	2,000,000	32,938	8,000	10,000	210,100	65,000	256,352
額面価格 (元)	50.00	100.00	50.00	50.00	100.00	100.00	100.00	100.00
発行価格 (元)	60.00	100.00	70.00	60.00	95.00	60.00	100.00	10.00
上場日初値 (元)	185.30	365.70	320.30	193.00	327.90	323.50	470.70	260.00
会社設立 時期	85年1月	87年1月	84年11月	85年1月	87年3月	87年9月	87年12月	88年10月
元企業の 形態	集団企業	国営企業	集団企業	集団企業	集団企業	国営・集団 聯営	国営企業 集団企業	国営企業
従業員数 (人)	85	15,000	52	29	180	2,784	1,115	2,000
株主数	9,000	30,000	6,406	546	560	3,500	2,300	
企業所在地	上海	上海	上海	上海	上海	上海	上海	浙江省

(出所) 上海証券取引所「交易統計年報(1992年)」、1993年、P30~33。
全建棟等編「中国証券市場(1991)」中国金融出版社、1991年、P67。
武鳳儀編「'97深沪股票基金投資必読」海天出版社、1997年、P161。

(表4) 中国個人貯蓄の推移

(億元、年末数)

年	1985	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
個人貯蓄預金	1.508	6.043	7.962	10.087	12.941	15.040	22.158	38.532	46.300

(出所) 「中国金融展望'96」 中国人民銀行、P88。「中国证券報」1977年4月17日。

九一年末現在、株式制を導入した実験企業一社(工業四社、商業四社、金融業二社、不動産一社)の資本金総額は八・八七億元、その構成比は国家株が六・六三億元、全資本金の七四・七五%、法人株は一・五八億元、全資本金の一七・八一%、個人株は〇・六六億元、全資本金の七・四四%を占めた(表1、表2)。またこれら一社のうち七社は逸早く開業したばかりの上海証券取引所に上場し、取引所で売買できるようになった(表1、表3)。

一方、流通市場をみると、八五年一月から八六年八月までの段階では、株式売買は株主が自分で取引相手を探し出し、取引が成立すると金融機関の窓口で譲渡・登録の手続を行なった。その価格は額面金額プラス短期金利と株式保有期間から計算した利息相当分と規定されていた。例えば、八五年一月発行され上記計算方法によって譲渡された上海延中実業有限公司の株式は、八六年末まで一万一、四三三株、発行済株式の約一〇%であった。この時期はいわゆる金融機関の窓口株式譲渡・登録の時期であった。

一九八六年九月二六日、中国工商银行上海投資信託会社の静安証券部は最初に株式の店頭売買業務を開始し、延中実業と飛楽音響がその最初の銘柄になった。その後店頭売買銘柄数は四銘柄に増加し、営業所も八箇所に加大、八七年一月から株主は自由価格で直接取引相手と売買できるようになった。さらに一九九〇年から中国工商银行上海投資信託会社の静安証券部は店頭市場の「静安指数」を公表した。九〇年末、証券経営機関は二六(取引所を含む)に増え、証券売買の窓口は五〇余り箇所になった。この五年間(八六年―九〇年)の店頭売買高は約一・二億元、全上海市の証券売買代金約七二億元の二%前後で、株式流通市場の規模はまだまだ小さい。

上海証券取引所の開業前、上海市人民政府と人民銀行は市場の管理強化するための一連の関連法令を公布した。順に追ってみると、八四年七月人民銀行上海支店の「株式発行に関する暫定管理弁法」、八七年一月上海市人民政

府の「証券店頭取引暫定規定」、同年五月「上海市株式管理暫定弁法」、「上海市企業債券管理暫定弁法」、九〇年一月二七日上海市人民政府の「上海市株式会社暫定規定」などである。これら関連法令は株式発行と流通市場の管理に一定の役割を果たした。しかしなお株式、債券などの証券取引の闇市場の存在が大きな問題となり、法整備も立ち遅れていたため、健全な市場育成のため、正式な証券取引所設立への期待が高まってきた。

また、経済の発展に伴って八〇年代の後半から個人貯蓄は著しく増加し、八五年一、五〇八億元だった個人貯蓄預金は九〇年には一気に四倍の六、〇四三億元に急増した(表4)。個人貯蓄の増加は自然に株式、公社債などリターンの高い金融商品の供給を催促することになった。

「改革・開放」政策の実験段階であった八〇年代は、経済開発の重点は広東省、福建省の経済特区に置かれていた。元々中国経済の中心であった上海に対する優遇措置はなく、上海は経済特区と比べ発展のスピードが遅れた。これは改革の実験段階でもし中心城市に大きな混乱が生じれば、経済全体に大きな影響を与えるという配慮からだと思われる。この一〇年間経済特区の実績が政府に大きな自信をもたらし、九〇年代に入ると、政府は思いきって上海浦東の開発に踏み切った。

九〇年四月、中央政府は上海浦東新区の開発を発表した。九〇年代の経済開発の重点をそれまでの広東省、福建省の経済特区から上海に移した。それは上海を全国の金融・貿易センター、そして将来は世界の金融センターの一つにするという戦略転換であった。

以上のように政府の政策転換、個人貯蓄の増加、そして市場経済への期待感という背景のもと

で、上海証券取引所の設立へとすすむ。

5 上海証券取引所の誕生

一九九〇年二月一九日上海証券取引所が正式に開業した。このできごとは一九五〇年代初期に上海証券取引所の閉鎖以来、四〇年ぶりのことであり、「改革・開放」以後の中国初めての証券取引所が誕生した。

最初に上場の八企業は上海が七社、浙江省は一社で、上海企業が中心であった。従業員数二万五、〇〇〇人、発行済株数二〇〇万株の真空電子以外はすべて中小企業であり、そのいずれも前身は国営企業、集団企業あるいは国営・集団企業の聯営企業であった。これは中国株式市場の形成と企業制度改革の深い結び付きを証明している。総発行済株数二六八万株のうち、国家株は六六・三二%、法人株は七・八七%、個人株は二五・八一%を占め、国家株は全体の六割以上を占め、支配的シェアを保っている。一般に売買できる個人株は全体の四分の一、これは株式流通市場が発行済株数の四分の一しか一般流通できないことを意味している。以上は株式所有構造の特徴である(表1、表3)。

取引所は会員制である。資本金一〇〇万元以上、二年以上証券業の実績を持つ企業は会員になることができる。取引所の理事は九名、うち会員理事は六人(選挙)、非会員理事は三人(人民銀行上海支店指名選挙)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。また四名で構成する監事会の監事長、副監事長は非会員(人民銀行上海支店による委任)で、残り二名は会員監事である。九〇年末現在取引所会員数は二五社、うち上海会員は一六社、上海以外は九社になった。⁽¹²⁾

上海証券取引所設立時期の上場条件は、まず企業は株式会社の登記が必要、資本金は五〇〇万元以上、一般公

募株式資本金は全資本金の二五%以上、株主数は五〇〇人以上、二年連続の利益計上などを条件としていた。取引所の成立後、闇取引を取り締まるため、全ての売買の取引所登記を義務づけた。そして過当投機を防ぐため、五%以内の値幅制限を定めた。その他、最低売買金額(個人:一、〇〇〇元以上、法人:五、〇〇〇元以上)も規定した。

当初は上場企業も少数、流通量もわずか一億元足らずで、株式供給量が不足していた。

6 上海A株市場の形成

(一) 市場形成期(一九九〇年—一九九二年)

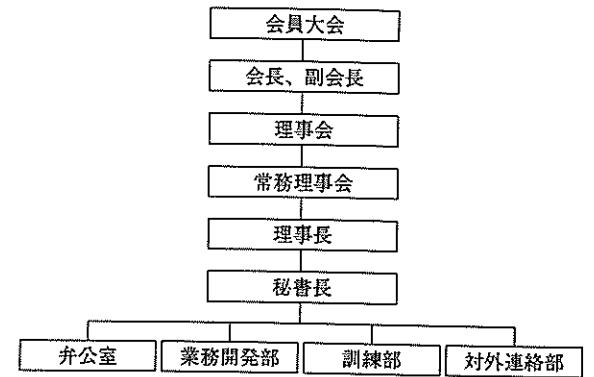
市場形成期は市場創設の実験段階に当たる。以上述べたように九〇年末上海証券取引所の開業、取引所会員組織の創設、理事の選任、会員の募集、上場企業の選定などがあつた。

九一年の一年間新規上場企業はなかった。株式売買高は一六・二三億元、全上海証券売買高の一・二・七二%を占め、取引所売買代金の一七・八二%になった。この時期は取引にコンピュータシステムを導入し、ペーパーレスの取引が実現した。その他、株価指数が制定された。取引所開業日(九〇年二月一九日)の株価を基準指数一〇〇と定め、九一年末A株指数は二九二・七六ポイントになった。年末の投資家数は一〇万人に達し、株式は依然供給量不足の状態にあり、値幅制限を一日一%以内に抑えた。

一九九一年八月中国証券業協会が成立した。協会は会員制の非営利社團組織で、団体会員と個人会員で構成する(図2)。

九二年に入ると、一月に鄧小平氏が南方を視察し、重要な「南巡講話」を発表し、株式会社制度と証券市場を

(図2) 中国証券業協会の組織図



(出所) 金建株等編「中国証券市場 (1992)」中国金融出版社、1993年、P68。

肯定する旨の発言を行ない、株式会社制度導入の実験と証券市場の育成に拍車をかけた。そして五月に上海証券管理委員会が成立、七月に國務院証券委員会、一〇月に中国証券監督管理委員会(中国版SEC)が相次いで設立され、政府は証券市場の管理に力を注いだ。

九二年から新株発行とあわせて株式購入予約抽選券の販売が始まった。この抽選券は一枚三〇元、一枚の抽選券で一年間に発行する株式三〇株を買うことができる。九二年は三八銘柄が上場されたが、抽選券の販売数は二〇七万枚に限られたため、抽選券をめぐる大きな混乱が生じた。九一年の一年間新株の発行がなく株式の供給不足に陥ったことに加え抽選券の限定販売が混乱の原因になった。抽選券の当選率は八六・九%と高く、そのため一枚三〇元の抽選券は闇市で五〇元、二〇〇元、さらに三〇〇元まで上昇した。華聯商厦、市百一店の抽選券は一万二、〇〇〇元まで高騰した。元々抽選券は転売を禁止する規定があったが、しかし当時は管理の混乱で実際はこの規定を守れなかった。抽選券販売部は一部無記名の抽選券を販売したり、知り合いに名義変更したり、また販売現場の混雑で負傷者を出すなどかなりの混乱があった⁽⁴³⁾。

九二年の上場は依然として上海企業が中心で、また工業企業が多く、金杯汽車、上海輪胎ゴムなど大企業の上場が始まった。この年値幅制限は解除、B株の上場を開始した。取引所会員数は一七二社に増え、上海以外の会員は一三二社、全体の七六・六%を占めた。

市場形成期の市場は基本的に上海地域の市場であり、実験段階としては経験不足も手伝って発行市場の混乱が目立った。

(2) 市場確立期(一九九三年—一九九五年)

市場確立期は市場創設の段階から市場確立の段階に入った時期である。まず市場規模は拡大し、上場企業銘柄は一〇一銘柄に増加、時価総額は二、〇六七・六五億元になった。かつて中小企業を中心だったが、次第に大企業の上場が増え、上海以外の企業の増加が目立つ。

九三年は七二社が新規上場した。新株の発行計画は五〇億元、悪評の新株購入予約抽選券販売の量的制限を取り消し、無制限発行を開始した。その結果九二年のような混乱はなかった。さらに流通市場を促進するため回転売買を高め、T+〇回転取引制度を導入した。この年はで二つの企業買収ケース「宝延事件」と「万申事件」があり、二つとも深圳の企業が上海企業を買収するケースだった。その他、偽買収情報流布による株価操作の「蘇三山事件」があった。

九四年の証券市場は調整過程に入り、新規発行については、投資家の取引口座番号による電子Net上で競売発行するようになった。七月「会社法」が実施され、法整備がすすんだ。取引所会員数は五五〇社、うち上海以外の会員は五〇一社、全体の九一%になった。

九五年も市場低迷がつづき、新規上場企業は一七社にとどまった。取引金額は前年度の五、六二六・七三億元から今年度の三、〇四二・六三に急減した。二月二三日「国債先物三二七」違法取引事件が発生し、四月二六日万国証券会長徐慶熊、社長管金生がこの事件の責任を取って辞職した。五月一八日中国証券監督管理委員会は国債先

物取引を停止する緊急通達を出した。また「現代企業制度」改革の実験が始まり、上海石油、広船国際、安徽馬鋼、儀征化纖、洛陽ガラスなど中国を代表する大企業が上場され注目を浴びた。

上海以外の上場企業は九三社に増え、全体の半分に占め、発行株式の六〇%になった。市場確立期の上海市場は地域市場から全国市場への発展の道をたどった。

(3) 市場発展期（一九九六年—一九九七年）

市場発展期は市場確立の段階から発展段階に入る時期である。この二年間は各年連続して約一〇〇社が新たに上場を果たした。

九六年株価は上昇し、取引も増加した。一〇〇億元の新株発行計画の発表、二回の利下げ、株価の一時的下方調整がみられ、また上海三〇株価指数が発表された。

九七年は政府が九七年度の株式発行計画を三〇〇億元に拡大し、発行量をコントロールしながら上場企業数も制限するという方法を取ったが、その狙いは大企業の上場を積極的に支援することにあった。政府の方針では中小企業の市場構造から大企業中心に転換することになっている。過当投機を防止する措置として、六月人民銀行は銀行融資を使った株式投資を禁止する通達を出し、これに違反した一部金融機関と証券会社トップの責任追求に乗り出す。また政府は国有企業と上場企業に対し株式投資を禁止する通達を発表した。証券市場の管理を強化するため、八月國務院は中国証券監督管理委員会が上海、深圳両取引所を直接管理することおよび取引所の総経理、副総経理を任命することを決定した。理事長、副理事長は管理委員会が指名し理事会で選挙する。これを受けて、上海取引所の総経理は楊祥海氏から屠光紹氏（三代目）に代わった。一月「証券投資基金管理弁法」が

実施された。その目的は機関投資家と投資ファンドの育成である。

市場発展期は規模の拡大、管理の強化が特徴で、上海市場は上場企業数、時価総額および取引高など主要な面において既に全国一となり、全国的金融センターへと成長しつつある。

7 むすびにかえて

以上、上海A株市場の形成過程と発展時期を紹介した。わずか七年間前ほぼ〇からスタートし、現在では全国的な市場へと発展してきた。今回十分に検討できなかった取引状況、投資家・取引所会員数の変化状況および発行市場と流通市場の問題点などについては別の機会に紹介することにしよう。

注

(1) 上海証券取引所「一九九七年度信息統計公報」、二頁。

(2) 中国証券監督管理委員会編「中国証券期貨統計年鑑一九九七」六五頁。

(3) 馬家駒編「中国経済改革の歴史考察」浙江人民出版社、一九九四年、三四六頁。

(4) 馬家駒編「中国経済改革の歴史考察」浙江人民出版社、一九九四年、三五〇—三五二頁。孔祥俊「股份合作企業法概説」経済科学出版社、一九九七年、四六—五六頁。

(5) 曹尔階「中国証券市場研究与展望」中国財政經濟出版社、一九九四年、一三四—一四〇頁。

(6) 万解秋編「企業股份化改革指南」復旦大学出版社、一九九二年、一七一—一八頁。

(7) 蕭灼基編「中国証券全書」中国商業出版社、一九九五年、七四頁。

- (8) 金建棟等編「中国証券市場（一九九二）」中国金融出版社、一九九一年、七頁。
- (9) 蕭灼基編「中国証券全書」中国商業出版社、一九九五年、七五頁。
- (10) 蕭灼基編「中国証券全書」中国商業出版社、一九九五年、七五頁。
- (11) 金建棟等編「中国証券市場（一九九二）」中国金融出版社、一九九三年、二二頁。
- (12) 金建棟等編「中国証券市場（一九九二）」中国金融出版社、一九九一年、一五—一六頁。
- (13) 周俊生「中国股市遭遇激情」復旦大学出版社、一九九五年、八六—九六頁。

参考文献

- (1) 上海証券交易所「交易統計年報（一九九〇—一九九二）」、一九九二年。
- (2) 上海証券交易所「交易統計年報（一九九二）」、一九九三年。
- (3) 上海証券交易所「一九九三年市場統計年報」華東師範大学出版社、一九九四年。
- (4) 上海証券交易所「上海証券交易所一九九三年年報」百家出版社、一九九四年。
- (5) 上海証券交易所「上海証券交易所一九九四年年報」。
- (6) 「上海証券年鑑一九九五」上海社会科学出版社、一九九五年。
- (7) 「上海証券年鑑一九九六」上海社会科学出版社、一九九六年。
- (8) 上海証券取引所「上海証券交易所統計年鑑一九九六年卷」上海財經大学出版社、一九九六年。
- (9) 金建棟等編「中国証券市場（一九九二）」中国金融出版社、一九九一年。
- (10) 金建棟等編「中国証券市場（一九九二）」中国金融出版社、一九九三年。

- (11) 中国証券業協会「中国証券市場年報（一九九三）」中国金融出版社、一九九三年。
- (12) 中国証券監督管理委員会編「中国証券市場年鑑（一九九四）」改革出版社、一九九四年。
- (13) 中国証券監督管理委員会編「中国証券市場年鑑（一九九五）」中国金融出版社、一九九六年。
- (14) 中国証券業協会「中国証券市場年報（一九九六）」中国金融出版社、一九九六年。
- (15) 中国証券監督管理委員会編「中国証券期貨統計年鑑一九九七」、一九九七年。