

中国深圳のA株市場(上)

—市場の形成過程と取引所の誕生を中心に—

王 東明

1 はじめに

香港隣接の町深圳は二〇年前わずか三万人の小さな漁村であった。しかし、「改革・開放」政策の実施後いち早く外資を導入し、「経済特区」として「奇蹟的な成長」を遂げた。現在深圳は三八〇万人の新興都市に発展し、九七年国内総生産(GDP)は一、一三〇億元で七九年(GDP:一・九億元)より五〇〇倍以上増え、外国からの直接投資額は一七〇億ドルに達し、世界企業ランキング五〇〇社の半数以上は深圳に投資している。⁽¹⁾

中国経済改革の実験場の一つとなった深圳は、八〇年代の初頭から一部の企業がより早く株式会社制度を導入し、株式を発行して資金調達をした。株式を発行することによって八〇年代の後半から株式売買の店頭市場が形成された。また九一年七月三日深圳証券取引所は正式開業した。最初、上場企業はわずか六社であった深圳証券取引所は七年の歳月を経て、九八年九月末現在上場企業は四〇一社、発行済株式は約一、〇一七億株(うち流通できる株式数は約三四三億株)、時価総額は約九・三〇二億元(うち流通時価は約二、九二七億元)に達し、上海に次ぐ全国的な市場に成長した。一体、深圳市場はどのようなかたちで生成し、そして急成長を遂げたのか、その急成長の要因は何なのか。小稿では深圳の株式会社制度の導入過程と市場の形成過程を概観し、株式会社制度

導入の背景および市場の形成要因に触れ、A株市場(国内投資家向け)を中心に取引所誕生前後の市場状況をめぐって紹介することにしよう。

2 八〇年代深圳市場の生成

(1) 萌芽期

八〇年代に入ると、都市部の集団企業と農村の郷鎮企業の発展に伴い資金需要が増え、これらの企業は特に中小企業は銀行からの借り入れが難しく、一部の企業が一般個人あるいは従業員に株式を発行し資金調達が始まった。

八二年当時の共産党主席胡耀邦が深圳特区を視察したとき、宝安県の幹部は新しい都市開発に必要な資金が足りないという苦情を胡氏に陳情した。これに対して胡耀邦は現在国家財政が困難であり、一方「改革・開放」後の個人貯蓄が増えており、個人から資金を調達し企業投資に繋がればよいのではないかを提案し、それをうけ宝安県幹部は川の向こう側香港には沢山の株式会社があり、大勢の人達が株式に投資しているのに、なぜ中国はできないのか、西側先進国の有効な経営管理方法を吸収・利用する事は社会主義経済に有利ではないかとの認識から、最終的に株式会社をつくらう、株式を発行しようということに合意した。

そして一九八三年七月初の株式制企業—深圳宝安県聯合投資公司(現在深圳上場企業—中国宝安集団株式会社)が誕生した。同社は初めて公募による元本・利息保証の株式(「股金証」)を発行し、「深圳特区報」を通じて「目論見書」を公告し、全国二〇数の省・市および香港・マカオから資金を調達した。最初の株式応募は国家株から二〇〇万元(発行済株式の一五・四%)、法人株から一六〇万元(発行済株式の二二・三%)、個人株か

ら九四〇万元（発行済株式の七二・三％）で三者合わせた資金調達額は一、三〇〇万元になった。当時、株式会社がどんなものであるか、一般の人々は殆ど知らず、そこで宝安県聯合投資公司是海外の株式会社制度を参考にし、宝安県の場合とあわせて株主総会を開いた。最初の株主総会では株主代表大会と取締役会という制度づくりを合意し、また年度の企業利益に基づいて配当すること、株式証明書（「股金証」）および株主手帳の製作などを決意した。それにより国家、企業法人、個人の共同出資・共同管理および社会から監督できる「社会主義株式制企業」が誕生し、そして企業の資産関係が明晰化され、資本も証券化され、公有株主（国家株、企業法人株）は大株主になり、依然として企業の支配権を握っていることが評価されている。⁽³⁾

八二年から八四年の間、宝安県聯合投資公司の他に、一部の村が農家から株式による出資で幾つかの郷鎮企業をつくった。また宝安県のいくつかの集団企業は株式を公募し、資金を調達した。例えば深圳銀湖旅行センター、深圳万豊村のいくつかの郷鎮企業はこのような株式制企業である。当時一般的に株式の転売・流通ができると同時に、一方株式を購入した者に対して「購入自由、退出自由」あるいは「元本・利息保証」という方法をとった企業が、株式というよりもはや債券の性格が強いものであった。また一部の企業は「同株同権利」ではなく、特に国家株に対して少ない配当を支払うあるいは配当しないなどの措置をとっていた。⁽⁴⁾

萌芽期の株式の発行および株式制企業の試みは、民間あるいは地域自治体の自発的な行動であり、当時、株式に関連する法律・制度もなく、発行した株式あるいは株式制企業のかたちも様々であり、このような債券化された「元本・利息保証」の株式の発行は企業にとっても、個人にとっても一番受け入れやすい方法であると思われる。

(2) 宣伝・動員期

以上のような萌芽期を経て、深圳市政府は企業改革を推進するため、一九八六年一〇月に「深圳経済特区国营企業株式化の試験に関する暫定規定」（以下「暫定規定」と略称）を公布し、株式会社制度を導入する実験を正式にスタートさせた。この「暫定規定」は株式会社制度導入の指針となり、国营企業は正式に株式会社へ組織変更した後、元の行政所属関係から離脱し、完全に自主的な経営権を持つ独立の企業法人であることが当時大きな意義を持った。

この「暫定規定」を受けて、一九八七年五月深圳の二一箇の信用組合から編成された深圳發展銀行は株式を公募した。最初予定した株式発行数は七九・五万株であったが、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いため、結局発行はうまく行かず、発行した株数は三九・六五万株、応募計画の四九％しか発行できなかった。発行価格は二〇元／一株に設定しており、実際に調達した資金は七九三万元に止まった。売れ残った半分の株式については、政府が幾つかの国营企業を動員して買わせた。その後、八八年二月、八九年三月の二回にわたって一〇〇万香港ドル／一株の発行価格で優先株一〇万株、七・一万株を発行し、それによる資金調達はそれぞれ一、〇〇〇万香港ドル、七二二・五八万香港ドルであった。深圳發展銀行の開業は中国初の個人株式投資の銀行、中国初の店頭売買金融株、中国初の外貨優先株を発行した銀行であることが注目されている。

一九八八年二月深圳市初の国营企業から株式会社へ組織変更した企業—金田実業株式会社が市政府の許可を得て設立された。同社の発行済株式は二・七四万株（額面一〇〇元）で、その構成は国家株（市紡績工業公司持ち）は一・二万株、全体の四〇・一％、企業集団株（自社株）は一・一万株、全体の四〇・一％、法人株（發展銀行持ち）は一、〇〇〇株、全体の三・六％、従業員持株は四、四〇〇株、全体の二・六％であった。また八九年二月

同社は一般公開で五二二万株を新規公募し、発行済株式は一、〇七〇万株に達した。同社は自社株を持っていることに関心を集めている。

一九八八年二月深圳万科企業株式会社は額面一元で二、八〇〇万株を公募した。しかし發展銀行と同じように公募計画の予定通りには売れず、売れ残りの一部を証券会社が引き受けて購入した。このような発行困難の状況に對して、市政府は幹部を動員し、先頭に立つて株式を購入するように呼びかけ、また株式の宣伝キャンペーンも始まった。

八六年〜八九年の時期では、一般の人々が殆ど株式の知識を持っていないため、市場全体に活気がなく、政府主管部門は株式市場の役割と株式会社制度のメリットを積極的に唱え、企業と社会が関心をもたらずように懸命に宣伝した。⁽⁵⁾

(3) 店頭市場と株式ブーム

一九八七年九月中国人民銀行の認可を受け、中国初の証券会社—深圳特区証券会社が設立された。⁽⁶⁾翌年四月二日深圳特区証券の窓口で店頭取引を開始し、深圳發展銀行の株式がいち早く売買された。その後、証券営業機関は三社となり、証券業の従業員も七人から三〇人までに増えた。そして店頭取引銘柄は五銘柄(深圳發展銀行、金田実業、万科企業、安達運送、原野実業)になり、売買高は四〇〇万元(八八年)、二、三〇〇万元(八九年)、一七・六億元(九〇年)と急増し、店頭取引は深圳証券取引所の開業前に行なわれていた。

同時期に、深圳發展銀行は店頭取引を開始したと同時に、八七年度の配当案(配当率は一〇%つまり一株につき二元)を実施した。八九年三月二回目の配当は配当率三五%(一株につき七元)で、また古い株主に対しては

二対一の比率で株式配当し、三三・五万株を株式配当した。さらに一対一の比率でワラント(新株引き受け権証券)を古い株主を対象に発行した。このようなハイリタインの配当政策の影響で、深圳市民の株式投資の関心が高め、株式の需給は急増した。八九年二月金田実業の株式公募は順調かつ活発であった。同じ年、同社は一〇対一の比率で株式配当し人気を呼び、額面一〇元の株価は二〇元までに上昇した。

九〇年初頭、深圳發展銀行の業績を発表し、税引前利益は前年度の六、七四八万元から今年度の一億二二九万元に増えたが、そのため配当も以前より高いと予測された。同年三月、原野実業株式会社は今まで深圳最大規模の株式公募(記名式、九〇〇万株、額面一〇元、応募金額九、〇〇〇万元)で、初めて「予約抽選制」による発行を導入し注文を殺到し、四・八億元の予約金を集めた。その後、一年余り新規の店頭公開はなく、原野実業の公募で抽選できなかつた資金は流通市場に流れ、そのことが九〇年の株式ブームに拍車をかけた。特に九〇年五月以後売買高は急増し、一月四九五万元の売買高は五月に一・一五億元で一月の二三倍になった。九〇年の売買高は一七・六五億元に達し、前の二年間合計数の六五倍である。当時、株価も急騰し、一月中旬頃、各銘柄は平均で年初より一〇倍上昇した。P E R(株価収益率)も年初の五倍から、六月中旬の一五倍、一月中旬頃七〇倍以上になった。株主数は年初の二万人足らずから一気に一〇万人以上になり、深圳常住人口四〇万人のうち約一五万の株主がおり、ほぼ全ての家庭は株式を持っていたと言われている。九〇年末まで、深圳の株式発行額は二・七億元、その四〇%は大衆向けの個人株であった。⁽⁷⁾

(4) 闇市場

以上のように八〇年代後半から、一部の企業はハイリタインの配当政策が実施され、また好調な企業業績が株

式の店頭売買に影響を及ぼし、市場は過熱状態になった。しかし当時、店頭公開の銘柄数は少なく、市場全体の規模も小さく、しかも店頭売買の場所がわずか四方所であったため、取引の窓口は常に超満員状態であった。このような状況が続いているうち、止むを得ず場外取引つまり闇取引が行われるようになった。また当時、取引成立後の清算決済および株主名義変更の手続を行う手段とサービスが立ち遅れており、売買手続の効率が非常に悪かった。例えば、株主名義変更の手続は全て完了するまで何と半月もかかっていた。しかし相場は毎日変動し、それに伴うリスクも高い。そこで大部分の投資家はこのようなリスクを回避するため場外の闇取引に参加した。

このような需給のアンバランスな状況下では、場外取引が大量に行われた。闇市場では一般的に相対取引であり、お互いに価格を交渉し、合意をしたら売買証明にサインし、お金を支払い、相手から株券を引き渡すことになっていく。場外闇市場の価格は一般的に場内より二倍前後高い。闇取引が盛んに行われているうち、偽株券、偽札、取引後の株価の大幅変動によるトラブル、最初の株主の身分証明書の受け取り確認ができないなど様々な問題が出ている。また一部の悪質企業は大衆の投機心理を利用し、許可なしで株式または「集資券」(資金調達券)を発行したり、私設店頭市場を設けたり、取引と名義変更の手数を徴収するなどの違法行為に走った。闇市場の混乱は金融市場の秩序を脅かす恐れがあった。

闇市場の混乱を防ぐ、金融市場の秩序を戻すため、市政府は様々な対応措置をとっていた。まず九〇年五月二十八日「証券市場の管理を強化し、違法な場外取引の取り締まりに関する通知」を公布した。また五月二十九日から株価の値幅制限を±10%に設定し、半月後は±5%に改め、六月二十六日再び±10%〜±5%に調整することにした。さらに売手に対し売り金額の6%印税を徴収し、一般個人の年度配当収入は一年定期預金の利息を超える部分について10%の調節税を徴収する。また売買手数料を増やし、一律売買金額の5%にすることが決まった。

その他、党・行政幹部、証券管理部門および証券業従業員の株式売買の禁止、発行管理の強化、違法行為の取り締まりおよびリスク管理の宣伝などの措置をとっていた。

これらの措置は一定の効果をあげ、闇取引は一時的に沈静化した。しかし需給のアンバランスは依然解消せず、七月以後、闇取引は再び活発化し、特に二月中旬頃、闇取引はピークに達した。闇市場の株価は場内より10%〜40%高く、一月以後はさらに一・五倍〜二倍にも上がった。深圳発展銀行の株価(額面一元)は闇市場で一時的に二三〇元一株までに高騰した。この時期は、場内の株価も最低の銘柄は額面の一八倍、最高の銘柄は額面の七〇倍に上昇した。⁽⁸⁾

九〇年一二月下旬、市政府は総合的な整理・整顿措置を実施した。印税は6%から一二%に高く調整し、値幅制限は1%から5%までに縮小した。そして再び党・行政幹部、証券管理部門および証券業従業員の株式売買の禁止を強調し、既に購入した株式を登記し、期限つきで売り出すこと、また断固たる場外取引の取り締まりなどの措置をとっていた。これらの政策は市場に大きなインパクトを与え、市場の投機心理をかなり抑える効果が出ているようであり、また他の様々な原因も含めて、市場は連続八カ月の過熱状態から株価が下落し、低迷期(九〇年十二月〜九一年一〇月)に入り、取引所の創設に伴い、闇市も次第に消えてしまった。

闇市の混乱から得た教訓は、大きく言えば取引ルール(ソフト面)と取引機構(ハード面)の未整備が問題を起した主な原因であると指摘され、これから法制度などの制度面の整備および証券取引所の設立が急務になった。

3 深圳証券取引所の誕生

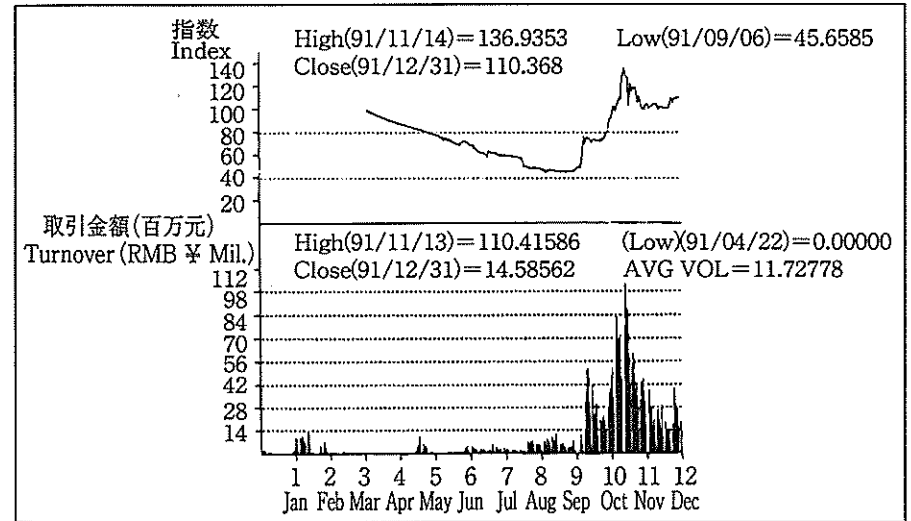
一九八九年一月から市政府のバックアップで深圳証券取引所設立の準備作業が始まった。一年余りの準備を

経て、九〇年二月一日深圳証券取引所の試営業が開始した。試営業で二月一日にいち早く上場した企業は蛇口安達運送股份有限公司で、二月一日深圳原野実業股份有限公司も上場を果たした。株式ブームから低迷期に入った取引所の試営業でもあり、九〇年深圳市場の取引高は一七・六億元、取引所会員は一社であった。

九一年に入ると、深圳發展銀行、金田実業、万科企業および宝安企業(集団)は取引所の正式開業の前にそれぞれ上場を果たした。七月三日深圳証券取引所は上海証券取引所より半年余りに遅れて正式開業した。

開業直後八月一日の各銘柄の株価は去年二月下落時の株価と比べると、發展銀行は七一・六一元から二九・五四元、万科企業は一八・四七元から五・二元、金田実業は二二・一元から六・一五元、安達運送は二二・五四元から四・〇五元、原野実業は一八・四元から一〇元までに値下がりした。今回の値下がりは一〇ヵ月前後に続き、値下げ幅の大きな銘柄は七〇%〜八〇%という大きなものであった。取引所の開業はこのような低迷期中

(図1) 深圳A株指数と取引金額(1991年)
(INDICES FROM 04/03/91 TO 12/31/91)



(出所)「深圳証券交易所(1991)年報」P 40。

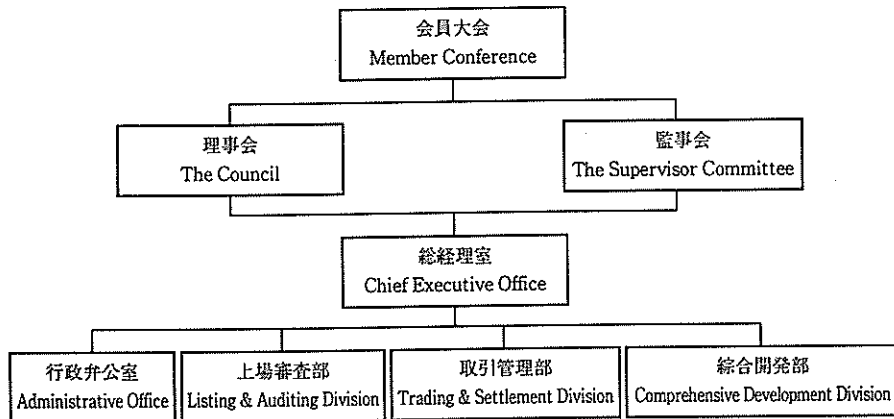
でスタートし、不安と期待が両方交わっている時期でもあり、しかし一〇月以後は図1が示すように、株価が上昇の軌道に乗り始めた。開業後の取引所は、市場管理について「公平、公正、公開」という「三公」原則を立てて、市場集中取引を守ると同時に、投資家の利益を保護することに努力してきた。取引所は政府の関連部門と協力し、「深圳株式発行および取引管理の暫定弁法」に基づいて証券業従業員の違法行為の取り締まりに積極的に乗り出し、市場のルールづくりと秩序の維持に力を入れていた。また取引所の開業と同時に、「深圳証券取引所章程」および「深圳証券取引所業務規則」が公布・実施された。

取引所の組織は会員制で(図2)、九一年の会員数は一五社、九〇年より四社増えた。

また九一年上場企業数は六社、その全てが地元深圳の企業である。取引高は三五・五九億元で前年より倍増、時価総額は八〇・七六億元、前年(一八・五八億元)の四倍以上になった。

取引所の開業は店頭取引から取引所取引への大きな一歩を踏み切り、これから市場集中取引を行うことで意味を持つ。

(図2) 深圳証券取引所の会員組織図



(出所)「深圳証券交易所(1991)年報」P 25。

4 むすびにかえて

以上、深圳A株市場の形成過程と取引所の誕生前後の市場状況について紹介した。市場の形成は紹介してきたように直接的な要因の他に、次のいくつかのマクロ経済的な要因も取り上げることができる。深圳経済特区の実験は九〇年代に入ると既に一〇年の歳月をへり、しかも高成長が続いている。経済特区建設の成果は深圳の人々に特区未来の期待感をもたらし、年々収入が増え、個人貯蓄も増加した(表1)。そしてそれが株式投資の意欲を高めることにつながっている。特に個人の場合は、今までわずかな金額で投資することが出来なく、政府の政策も許されていなかった。このような政府の政策転換とマクロ経済面の安定は市場形成のもう一つの大きな要因であると考えられる。

また市場形成の初期段階において、政府は市場経済の経験が不足で、店頭市場の混乱と闇市場の横行に対する予測と対応が不十分であり、混乱が収まらなかった。市場の混乱は逆に市場集中取引の制度づくりと証券取引所の設立に要請されるようになった。今回検討できなかった九二年以後の状況と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) 「人民日報(海外版)」一九九七年二月三日、九八年二月七日。深圳市統計信息局編「深圳市統計信息年鑑一九九八年」中国統計出版社。「經濟導報」第二五九七期、一九九八年一月二三日、四、五頁。

- (2) 「深圳証券交易所市場統計」一九九八年九月号、一頁。
- (3) 王喜義編「中国股市變奏曲」中国人民大学出版社、一九九四年、三、五頁。
- (4) 肖志家、黄文俊編著「市場化的前奏—深圳股份制改革的理論和实践」红旗出版社、一九九四年、二二、二三頁。王林、宋宏宇編著「深圳股份制改革」海天出版社、一九九二年、一一頁。
- (5) 肖志家、黄文俊編著「市場化的前奏—深圳股份制改革的理論和实践」红旗出版社、一九九四年、二四、二七頁、一〇五頁。中国(海南)改革發展研究院編「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、一九九五年、六九頁。
- (6) (財) 日本証券經濟研究所「中国の株式会社制度と証券市場の生成」、八五頁。
- (7) 賀宛男、張金泉編「証券市場導遊」復旦大学出版社、一九九一年、一九、二〇頁。
- (8) 賀宛男、張金泉編「証券市場導遊」復旦大学出版社、一九九一年、一九、二〇頁。
- (9) 「深圳証券取引所(一九九二)年報」。

*本文特に注のない部分は参考文献によるものである。

参考文献

- (1) 中国(海南)改革發展研究院編「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、一九九五年。
- (2) 肖志家、黄文俊編著「市場化的前奏—深圳股份制改革的理論和实践」红旗出版社、一九九四年。
- (3) 王喜義編「中国股市變奏曲」中国人民大学出版社、一九九四年。

(億元)

(表1) 深圳市個人貯蓄の推移

年	1979	1980	1985	1990	1995	1996	1997
個人貯蓄	0.37	0.53	7.99	57.45	466.42	582.23	707.67

(出所) 深圳市統計信息局編「深圳市統計信息年鑑1998」中国統計出版社、100頁。

- (4) 王林、宋宏宇編著「深圳股份制改革」海天出版社、一九九二年
- (5) 「深圳證券交易所（一九九二）年報」。
- (6) 陳曉雲「中國股票市場」商務印書館、一九九七年。