

証研

レポート



No.1569

1999年4月

銀行経営の健全化と証券市場 二上季代司（1）

オンライン投資銀行をめぐって 伊豆 久（9）

ノルディック取引所構想の核心
—ストックホルム証券取引所のSAX2000— 吉川 真裕（18）

中国深圳のA株市場（下）
—上海市場との比較を中心に— 王 東明（29）

財団法人 日本証券経済研究所

銀行経営の健全化と証券市場

一一上 季代司

大手一五行に対する総額七兆五千億円にのぼる公的資金投入の条件として各行が二月初旬に金融再生委員会に提出した「経営の健全化のための計画」は、財務体力の強化と、事業再構築の一いつのパッケージからなっている。前者は、不良債権の前倒し処理、株式含み損の大幅圧縮と、その結果、毀損する自己資本の補強策としてグループ企業等への第三者割当増資と並んで公的資金導入の申請を内容としている。他方、後者では収益力強化を目標に、業務の絞り込みと資源の再配分（選択と集中）、経費節減が内容となっている。そして二つのパッケージは、公的資金が贈与ではなく優先株や劣後社債での取り入れなので配当・返済資金確保のため収益力の裏付けが必要であり、公的資金の申請は事業再構築による収益力強化を必要条件とするという関係にある。

ここで取りあげたいのは、この「経営健全化のための計画」の総体的な検討ではなく、証券市場に及ぼす影響である。これらの計画が実行に移されれば証券市場のどの局面にどのような影響がもたらされるか、に关心があるのである。もとよりその影響を量的的に予測することはここではできない。というのは、それを可能にする統計数値を持ち合わせていないこともあるが、なにより計画自体の実行可能性も問題だからである。

1 株価への影響

まず第一に考えられるのは、直接、間接的な株価への影響である。公的資金導入が本決まりになつた時期と並行して相場は一時的に活況を呈した。このうち、「健全化のための計画」の直接的な影響と目されるのは当該大手銀行および一部の不動産・建設会社や証券会社の株価上昇である。当該大手銀行株の上昇は公的資金導入による財務体力改善と信用不安の後退を好感したものであり、一部の不動産・建設会社の株価上昇は融資先銀行が不良債権の前倒し処理により債務減免の余地がでてきたため、その恩恵を受けると思われたからである。さらに、一部の準大手・中堅証券株の上昇は、大手銀行が業務再構築の観点から証券業務へのとりくみを本格化させ、系列証券の再編に乗り出すとの思惑が絡んでいたからである。特に興銀が系列証券二社の合併に乗り出したことは、他行による系列証券の再編を連想させることになった。

したがつて、公的資金の導入は株式市場にはプラスである。しかし、これが一時的なものに終わらず、これら大手銀行株、不動産・建設株、証券株はもちろん株式市場全般の上昇が持続するかどうかは、収益力強化という裏付けが必要であり、各産業、各企業の事業再構築が成功するかどうかと言う点にかかっている。ファンダメンタルズの側面からみると、株価は将来キャッシュフローの割引価値によって決まるのであり、これは公的資金導入のあるなしとは関係がない。この間、株価は日銀の金融緩和策に支えられつつ外人買いに触発されて商いを伴つて上昇してきたが、事業再構築と言ふ点ではまだ理想買いの域を出てないのである。

2 証券ビジネスのマーケットへの影響

第二に考えられるのは証券ビジネスのマーケットへの影響である。各行の「経営の健全化のための計画」には経営資源の最適配分の観点から、注力すべきコアマーケットに資源を重点的に投入すると同時に貸出金利、スプレッドの改善によって収益力強化を図ろうとの考えが見られるのである。もし、これが着実に実行されれば、社

債市場の拡大、資産証券化市場の拡大につらなる効果がある。

国内普通社債の発行市場は九八年度、月間一兆円の規模であり、一頃に比べれば飛躍的に拡大しているが、発行企業は実質的に格付けでA格以上の企業に限られ、裾野は広くない⁽¹⁾。その理由は、銀行のBBBB格企業に対する貸出レートが低すぎるためにBBBB格企業が社債発行よりも借入を選好するからだとされる（松尾「一九九九」）。したがって、もし、銀行が信用リスクに応じた適正なスプレッドを確保すべく貸出レート引き上げに動けばBBB格以下の間から社債発行にシフトする企業が現れてくるだろう。

今一つの効果は、資産証券化市場の拡大である。貸出レートが信用リスクに応じたレベルに引き上げられれば、その融資資産を証券化して売りさばくことは以前より容易になる。現在のように低い融資レートの債権を証券化しようと思えば発行レートとの関係で逆ざやになり、売却損が発生することになろう。期末になれば不良債権の「バルクセール」が活発になるが、このビジネスは証券化ビジネスの本筋とはいえない。不良債権は大目に見ても簿価ベースで一〇〇兆円程度、時価ベースでも一〇数兆円程度のマーケットであり、それほど大きいとはいえないからである。それよりも数倍多い正常債権が簿価に近い価格で売りに出される方が証券化ビジネスにとってもつインパクトは大きいだろう。

さらに信用リスクに応じたスプレッド融資の浸透は、信用リスクだけを切り離して売買するクレジットデリバティブ市場拡大に連なり、同業務を活発化させて行くであろう。

また、健全化計画には資産効率化の観点から、コアマーケットの取引先企業以外の企業の保有株式について引き続き売却を促進、圧縮していくことがうたわれている。このことは、これまで株式持合いによって不活発とされてきたM&A市場を拡大させ、M&Aがらみのアドバイザリービジネスの活性化に導こう。

3 貸出レート適正化の条件

他方、普通社債発行市場の裾野拡大、資産証券化市場の拡大の必要条件である銀行融資レートの適正化が実行に移されるかどうかは疑問のあるところである。融資レートの引き上げは銀行批判の風潮を搔き立てるので難しいといつたことを度外視しても、これまで融資レートが信用リスクを反映しない低いレベルにとどまってきた原因を明らかにし、これを除去しなければ根本的な解決にならないからである。

その原因に関する一つの見解は「オーバーバンキング」である。銀行の数が多く、過当競争のため利ざやが縮小しているというものである。そうであれば、解決策は銀行の数を減らすこと、つまり銀行合併の促進ということになろう。各行の「経営の健全化のための計画」を審査し、公的資金の投入を決めた「金融再生委員会」の見解はこれに近いと推察される。

今一つの見解は、大手銀行には中堅企業以上のメインバンク取引先に対しても総合取引のメリットがあるため、取引先企業単体での貸出で稼げなくとも、預金取引や金利スワップ、外為取引その他の手数料取引、従業員との職域セールス（給与振り込みを系団とする預金取引、口座振り込み等の為替取引、住宅ローンへの深耕）、さらには子会社・関連会社との取引を含め総体として稼ぐことができればよい、との営業判断が働くため、なかなか貸出レート引き上げに動かないであろうというものである。実際、この間、貸出レート引き上げの対象とされたきたのは、この様な総合取引を期待できない取引先、すなわちメインバンク取引先以外のぶら下がり融資か、中小・零細企業であったとされる。

この総合取引のやり方は、いつてみれば銀行の営んでいる業務間の内部補助（cross-subsidiary）である。したがつて銀行の経営組織の在り方、管理会計のやり方に規定されるという関係にある。これに関連して、大手銀行一五行の「経営の健全化のための計画」では経営組織における改革も唱わっている。そこでは、各行とも、法人顧客、個人顧客それぞれにおいて顧客をセグメントし、コアマーケットを選択、経営資源を重点投資しようとしていることである。例えば三和銀行では、個人顧客を、①一般顧客（決済業務が取引の中心）、②コア顧客（住宅ローンが取引の中心）、③ゴールド層（高齢者を中心に運用資産規模が大きい層）、④ファイナンシャルアドバイス層（運用資産規模が大きくアパートローン等事業性の借り入れニーズのある層）等にセグメントし、②以下の顧客をコアマーケットとして重点対象にし、それぞれにふさわしいデリバリー・チャネル、商品サービスの提供などとの点で異なる営業手法を開拓しようとしている。

同様に法人顧客に対しても、①マーケットⅠ（主として大企業であり、金融ニーズが高度化し、商業銀行業務のマーケットとしては成熟、外資系・他業態との競争が激化）、②マーケットⅡ（中堅企業が主であり、決済サービスから投資銀行業務、取引先紹介までニーズが多様）、③マーケットⅢ（中小企業が主であり、資金調達では銀行との結びつきが強く、貸出以外の機能・サービスへのニーズ拡大が期待できる）、④マーケットⅣ（公共団体・非営利法人など景気動向に左右されないマーケット）、⑤マーケットⅤ（零細企業が主で他のマーケットと同様の手法ではリターン確保が困難なマーケット）等にセグメントしている。そして、銀行本体としては②と③をコアマーケットと位置づけている。法人顧客においても、セグメント別に営業対応は異なるものとなつておなり、マーケットⅤはリテール部門への移管が予定されている。このようにみると、貸出レート適正化の対象はマーケットⅤだけであり、マーケットⅠはもちろん、ⅡやⅢにおいても範囲の広狭はある、総合取引の余地を残した営業が展開されそうである。

以上は三和銀行の例であるが、住友銀行では、中堅・中小企業を個人顧客とともに「支店業務グループ」に包含し、国内大企業を担当する「企業金融グループ」とは区別される。したがつて、「支店業務グループ」に含まれた中堅・中小企業に対しては、企業格付けを加味した適正な取引条件を設定し、貸出レート適正化に向けた営業を開拓する一方、「企業金融グループ」の大企業に対しては、子会社取引、従業員との職域取引をはじめ、その商い筋まで含めると裾野の広い取引内容であることを踏まえ、多様な商品・サービスの提供に努めようとしているのである。すなわち、調達では長期短期の融資のみならず、CP、社債、売掛債権流動化の提案、シンジケーションのアレンジ、リースの斡旋、運用面では定期預金の他、CD、外貨預金、債権流動化商品、公共債の販売による対応が挙げられている。また資金決済・経理事務合理化ニーズに対するキヤッショーマネジメントサービス等があげられている。

このようにみると、たしかに貸出レート適正化の対象とされる企業群はあるが、そうではなく依然として総合取引追求の対象企業群もあり、その線引きは銀行によって多少異なるということであろう。

5 証券関連業界への影響

最後に考えられるのは証券関連業界への影響である。先にも見たように大手銀行は個人であれ、法人であれ顧客をセグメントし、それぞれにふさわしいデリバリー・チャネルで商品・サービスを提供しようとしているのであるが、その中には従来の銀行サービスだけではなく証券商品・サービスも含めようとしている。その結果、当該

分野におけるマーケットの拡大が期待できる反面、競争も激しくなるだろう。

大手銀行が当面、力点をおくのは債券関連業務全般ならびにアセットバックスファイナンス（流動化）やストラクチャードファイナンス、プロジェクトファイナンスの他、株式関連業務では新規公開アドバイザリー、株式デリバティブ、M&Aであり、資産運用業務（投信、年金関連）である。ブローカー業務についてはインターネット取引に関心がみられる程度で、伝統的な個人向けの株式営業に関心を向けるところはみられない。

この証券業務に関しては目前で子会社を設立して乗り出す反面、提携によって対処しようとするところもあり、対応は一様ではない。各行間で戦略的にもつとも違ひがみられる分野である。メインバンク関係の維持の観点から投資銀行業務もメニューの一つに揃えようかという程度なのか、それ自体を収益源とみなして投資しようと言ふのか、明確に位置づけている銀行はまだ一部である。それ以上に投信ビジネスの位置づけもはつきりしない。個人顧客への多様な提供商品としての品揃えなのか、ペイオフ対策なのか、収益源としての位置づけなのか、明確にしていいる銀行はさらに少ない。そして準大手・中堅証券を系列下におく銀行は多いが、これをグループ内でどう位置づけるか明確になっていないようである。一応、ホールセールの証券会社に対してリテールの系列証券という位置づけであろうが、かつての総合証券経営は歴史的な意義を失っており、大手証券でさえホールセールとリテールの分離分割という途に踏み出しているだけに、ホールセールとリテールの新しい関係構築が摸索されていくことになる。

参考文献

松尾「一九九九」「普通社債市場の課題と展望」『証研レポート』一五六八号。

注

- (1) 一九年中、普通社債の起債額は一二兆七八百億円、うちBBB格は四社一九五億円のみである。なお、格付けは日本格付投資情報センター（R&I）による。ちなみにR&Iによると、格付け対象企業のうちBBB格は一一社（全体の三八%）をしめる。

オンライン投資銀行をめぐり

伊豆 久

1 はじめに

インターネットに代表される情報技術革命は米国の証券市場をどこまで変えるのだろうか。証券取引所に関しては、PTS／ATSの台頭によって取引所が独占的な流通市場ではなくなりてすでに久しく、新しいところでは、オンライン・ブローカーのエトレード社が電子オプション取引所（ISE）を来年開設の予定である。ブローカー業務に関しては、すでに個人の注文の三割はオンライン経由で発注されており、今年末にはその口座は一〇〇〇万に達すると予想されている。また、情報開示においても、電子的形態での日論見書の作成・送付が認められ、SECのEDGARシステムでは簡便な開示資料閲覧が可能である。さらには証券犯罪においても、SECは昨年一〇月、電子掲示板などを利用した相場操縦を摘発している。

このように、証券市場のあらゆる面でオンライン革命が進んでおり、しかもそれは、既存のシステムの効率化というより、従来の制度、組織、業者、慣行のリストラクチャーリングという形で進行している。そして、こうした動きが、最近、投資銀行業務にまで広がりつつある。インターネットを武器にIPO（新規株式公開）などを手掛けるオンライン投資銀行がそれである。所詮はインターネット・バブルの一コマとの見方が有力ではあるが、投資銀行業務や発行市場に変革をもたらす可能性を指摘する声もある。以下、オンライン投資銀行の現状について紹介する。

2 ウィット・キャピタル社の躍進

オンライン投資銀行に先鞭をつけたのはウィット・キャピタル社（Wit Capital, <http://www.witcapital.com>）である。九六年三月、ニューヨークの小さな地ビール会社が、インターネットを利用することや自ら公募増資を行い、さらに電子掲示板上に自社株の売買市場を設立することに成功した。⁽¹⁾ 証券会社も取引所も介在させることなく、株式を公開し、その流通市場を自前で作ったのである。SECが条件付きながらOKサインを出した」ともあり、インターネットがウォールストリートに代替しうることを示したとして、世界中の注目を集めることになった。ビール会社オーナーは、殺到する問い合わせに新しいビジネスチャンスを確信し、証券法専門の弁護士だったという経歴も活かして、オンライン専門の投資銀行ウィット・キャピタル社を設立（九六年四月）したのである。その後、同社は、ウォールストリートの有力人材を次々とスカウトすると同時に資金を調達し、今年三月末時点でIPOなど約六〇件の案件を取り扱うに至っている。

同社の特徴は、一言で言えば、インターネットを使って個人投資家に新規公開株式を配分するところにある。米国では伝統的に、新規発行株式は、引受証券会社によって機関投資家に優先的に配分されてきた。個人投資家は、上場後の市場で買うしかなく、初値天井で損失を被ることも少なくない。これに対してウィット社は、IPOの引受シンジケートに参加し、個人投資家に上場前の公開株式取得への道を開いたのである。

その手順は次の通りである。①投資家は、ウィット社の会員となる（口座を開設する）。②会員には、ウィット社が参加するIPO銘柄の案内がメールで自動的に送付される。（ウィット社は、口座を開設していない人も含んだマーリングリスト・サービスを行っており、自分のアドレスを登録しておけば、誰でも案件があるたびに同様のメールを受け取ることができる）③会員をもつた会員は、リンクされている仮日論書を読み、申し込み

を行う。ただし、口座に一〇〇ドル以上の残高が求められる。^④主幹事と発行会社で公開価格が決定され、またウイット社での配分が決まる、メールで通知される。^⑤決済日に受渡決済がなされる。

では、申し込みが同社の配分株数を上回った時はどうするのだろうか。同社は、原則として申し込みメールの先着順方式をとっているが、長期保有株主の形成を発行体（と主幹事証券会社）にアピールするため、短期売却を抑制するポイント制を附加している。すなわち、IPO銘柄の買入実績株数をプラスにカウントする一方で、六〇日以内に売却したり口座から移したりした場合には、ポイントをマイナスするのである。

ウイット社は以上のような方法で、IPOの他、公開後の公募増資、私募（適格投資家であるかの審査がなされる）、ベンチャーキャピタルなど、これまで事實上機関投資家に限定されていた（発行）市場に、個人投資家が参入することを可能にしたのである。

とは言え、当初は、その販売力が未知数だったため、主幹事証券会社からウイット社への割当株数が少なく、実際にウイット社から個人投資家に配分された新規発行株式はごくわずかだったと伝えられている。しかしながらその後、元ソロモン・スミス・バーニー副会長のロバート・レッシン氏を会長兼CEOに、元チャールズ・シユワブ副会長のロナルド・レッドモンド氏を社長兼COOに迎えるなど、証券界の大物を次々に迎えいれる」とで、参加案件を増やすと同時に、すでに一〇件近くの共同幹事入りも達成している。

3 WRハンブレクト社の挑戦

ウイット社のインターネット利用が今のところ販売チャンネル中心なのに対し、WRハンブレクト社（WR Hambrecht, <http://www.wr.hambrecht.com>）は、公開価格と配分先の決定そのものを「ネット化」しようとしている。

今年六三歳になるビル・ハンブレクト氏は、ハイテク産業に強い中堅投資銀行ハンブレクト・クイスト社（Hambrecht & Quist）の創業者としてその名を知られていたが、九六年に退社、新しく証券会社WRハンブレクト社を設立した。

同社が「オープンIPO」と呼ぶシステムは、主幹事となつた銘柄の公開価格および配分をインターネットを使つた入札（ダッヂオーダークション方式）で決定するというものである。同社は九八年七月に発足したばかりであるが、今年に入つて最初の単独主幹事を獲得（ワイン製造のラベンズウッド・ワイナリー社）、二月から四月にかけて実際に入札をおこなつてている。入札の仕組みは、①参加資格は、同社またはオープンIPOに参加している他のオンライン・ブローカーに口座を持ち、かつ、適合性と信用リスクを判断するための「オープンIPO参加契約」を結んでいること。②投資家一人につき、一〇〇株から公開株数の最高一〇%まで入札可能である。ただし、一定の投資家数を確保するため、大口落札者に対しては、一定比率で落札株数をカットすることがあります。③WRハンブレクト社は公開価格レンジを発表しているが、それはあくまで参考値であり、投資家はそれ以上でも以下でも入札することができる。④オークション終了以前なら、入札の取消・変更も可能。⑤公開株式は全株数がオークションで配分される。⑥取得株式に関して特段の売却制限などはない、などとなつていて。

これまでロードショーやブックビルディングは機関投資家のみを対象としてきており、公開株式の価格と配分は、事実上、機関投資家と投資銀行（と発行体）だけで決められきた。⁽²⁾それを全投資家のオークションに委ねることで、発行市場に直接的に市場メカニズムを導入しようというわけである。従来ウォールストリートでは、公開後半年から一年の間インデックスを五%程度上回るパフォーマンスを上げるIPOが、理想的なIPOとされてきた。しかしそのためには、公開価格を市場実勢より割安に設定することが必要になる。発行会社にとつては

その分調達資金が少なくなるが、公開後の価格急落による信用失墜に比べればわずかなコストと見なされてきた。しかしながらそうなると、割引価格で発行される公開株は短期間で高い收益率を上げることになり、しかもその割当は、引受証券会社の優良顧客である機関投資家に優先的になってきたのである。

WRハンブレクト社の試みは、こうした慣行に対する挑戦と位置づけられている。発行体は市場実勢価格で株式を公開でき、個人投資家は公開株に平等な条件でアクセスすることが可能となる。しかも、インターネットを利用することで、同社は引受手数料をこれまでの六一七%から三一五%程度に引き下げるとしている。

4 評価と展望

本稿で紹介した二社の他にも、同様の業務を始めるEオファーリング社や、証券会社なしの直接公募増資の情報ネットワークなどが注目を集めしており、投資銀行におけるネットの役割は無視できないまでになっている。これに対応して、大手投資銀行も、自らの子会社や提携先のオンライン・ブローカーを使って公開株の販売を行うところが現れ始めている⁽⁴⁾。

では、こうしたオンライン投資銀行の展開をどのように考えればよいのだろうか。第一には、これまでのIPO等の発行市場のあり方に対する強い批判の存在である。かねてより投資銀行と機関投資家中心の発行市場のあり方に一般個人投資家は不満を抱いていたが、最近特に、スピニング（spinning）やフリッピング（flipping）といつた不公正不適切な取引の存在が取り沙汰されるようになつた。スピニングとは、引受証券会社が新規公開株を取引先企業役員や有力顧客に優先的に割り当てる行為を、フリッピングはそれを取引初日など短期間で売り抜けることを指す⁽⁵⁾。どちらもそれ自体で違法行為となるわけではないが、こうした特殊な利益を特定の投資家のみ

が受けたことに強い批判が浴びせられたのである。こうした現状に対して、情報技術の飛躍的な発達がいわば「民主化」を可能にしたと言える。そしてSECも新しい技術の利用に前向きであり、例えば、九七年七月三〇日付けのノード・アクション・レターでは、それまでは、テレビやラジオなどの媒体を使うことが禁じられ、対面（ライブ）でなければならないとされてきたロードショーに関して、一定の条件の下でインターネット上でおこなうことを認めていた。となると、発行市場への参加者数を制限する技術的理由はなくなる。まさしく、ネットを活用する証券会社の決まり文句へ *Level the Playing Field*（均等な競争条件の実現）▽が謳い上げているように、技術の発達による個人投資家の参加が、機関投資家や大手証券会社の特権と裁量性を排除し、公平な市場を作り出そうとしているのである。このように、まずは、情報技術革命が、機関投資家と個人投資家、投資銀行の裁量と市場メカニズムに関する既存の枠組みを変えようとしているという図式で、現状を整理することができるであろう。

第二に、しかし、こうした「インターネット革命」論に対して疑問を呈する向きも少なくない。ウイット社にしても、インターネットは、主に、新しい（とは言え、実効性よりも話題性先行の）販売チャンネルとして利用されているにすぎず、その投資銀行業務の中心は大手証券会社で活躍してきた従来型の人材に依存している。どこが新しく、どこが旧来型なのかは、冷静に判断する必要がある。さらに、WRハンブレクト社のダッヂオーナークションの試みも、個人参加の入札制度にしたがらといって価格が「適正化」するとは限らない。日本の経験が証明した通りである。また、個人投資家に直接IPOに参加させるとの危険性を懸念する意見も多い。機関投資家に比べて企業評価能力に劣り、かつ分散投資も困難な個人に、流通市場での評価を経ていない企業に投資させることは余りにリスクだからである。投資家保護のためには、適切な能力を欠いた投資家をハイリスクな取引

から排除することも必要との見方も有力である。

第三に、オンライン投資銀行が、最近の証券市場全体のネット化とも言うべき状況の中で誕生している点である。オンライン投資銀行の扱う銘柄は、インターネット関連企業を中心であり、また、そうした銘柄は特にネット経由で注文を出している投資家に好まれている。同時に彼らは、インターネットを日常的に利用する人たちでもあるため、こうした企業の中心的顧客層ともなっている。つまり、オンライン投資家は、ネット企業の最良の顧客であると同時に株主となり、両者の間をこれまでインターネットを活用する証券会社が仲介しているのである。ネットを軸に企業、消費者＝投資家、証券会社がぐるぐる回っており、こうした潮流がダウ平均一万ドル乗せの大きな原動力ともなりながら、いわばヘッドの、ネットによる、ネットのための／＼市場を形成しつつあるのである。オンライン投資銀行ももちろんそれに十分意識的であり、それらが取り上げる企業は、ネット関連のリテールビジネス中心であり、そのため、例えばウィット社がアナリストをリクルートする場合も、それはインターネット分野担当者に絞られていたのである。

問題は、これをどう評価するかという点である。もちろん一つの見方は、ネット・バブルが生じているというものである。情報通信技術の目覚ましい発達は認めるとしても、現在の株価は行き過ぎており、しかもその背後には増大するデイトレーダー（daytrader・手数料の低いオンライン・ブローカーを使って回転売買をおこなう個人投資家）が存在している。彼らのネット評価をそのまま公開価格に取り入れることになれば、発行会社にとって喜ばしいのは当然としても、長期的に考えれば市場にとってプラスではないという見方である。

その反対に、情報革命の影響をより大きく捉える考え方もある。現在のネット関連企業の株価の妥当性は描くとしても、産業構造ばかりか個人の生活スタイル、そして何より証券市場のインフラストラクチャに対す

るインターネットのインパクトは極めて大きい。ネット・ブームは、流行歌やファッショングランジや景気などの一時的循環的なブームではなく、印刷技術や自動車の発明が世界を変えたのと同様の、不可逆的な変化をもたらしつつある。現在のウィット社等の試みが成功するかどうかはともかく、インターネットが、既存の投資銀行業務をアンドリング（分解）し、その再構築を迫る可能性を否定できない。委託手数料の自由化とオンライン・ブローカーの登場によって、ブローカー業務が、激しい価格競争を伴いながら、資産管理業務、注文取次業務、クリアリング業務等に分解したのと同様に、引受け業務においても、企業の発掘、発行条件の設定、投資家への紹介、販売、引受けリスクの負担、諸手続の負担、公開後のマーケットメイクやリサーチ、など、これまで一体化していた業務が一旦分解され、再編成に向かうことも長期的にはあり得ないことはない。いずれにせよ、証券市場における情報技術革命はまだまだ始まつばかりである。

- (1) スプリング社に始まるインターネットを利用した資金調達については、大崎貞和「インターネット・ファイナンス」日本経済新聞社、一九九七年、参照。また、拙稿「米国地ビール会社のインターネット・ファイナンスをめぐって」「証研レポート」一五三七号、一九九六年八月、参照。

- (2) 米国（と日本）における公開株式の価格決定・配分方法については、五内川拡史・近藤哲夫・大谷貞教「株式公開制度の改革に向けた提言」「財界観測」一九九五年六月号、参照。

- (3) 企業の（証券会社を介在させない）直接增资の場合、投資家にとっても発行体にとっても、最初のネックとなるのは相互の情報交換ルートが存在しないことであるため、こうした情報を仲介するサイトが数多く作られている。それらについては、ウェルチ助教授（UCLA）のサイト (<http://www.agsm.ucla.edu/ipo>) のリンクが便利である。

- (4) 投資銀行とオンライン・ブローカーとの提携関係（子会社を含む）は以下の通り（Wall Street Journal, Sept.9 1997）。

△大手投資銀行▽

モルガンスタンレー・ディーンウイツタ

ディスカバー・プローカレッジ・ダイレクト

ドナルドソン・ラフキン・ジェンレット(DLJ) DLJダイレクト

ソロモン

クレディスイス・ファーストポストン

シュワブ

J.P.モルガン

シュワブ

ハンブレクト・クイスト

Eトレーディング

なお、配分方法は、例えばDLJダイレクトでは口座残高一〇万ドル以上の顧客を、シュワブでは富裕顧客や売買頻度の高い顧客を優先しているとされるが、そもそも、こうした大手投資銀行のIPOでのオンライン・プローカーの利用は話題作りにすぎず、実際の配分株数は「くわざかに過ぎないとも言われている。

(5) スピニング、フリッピングについては、ウォールストリートジャーナル紙が九七年一一月一二日付けで大々的に取り上げた。それによると、公開株式割当の連絡もないまま、取引初日になつて公開価格との差額だけが、近々公開が見込まれる会社役員の一任勘定口座に振り込まれるといったこともあるという。主幹事獲得のためのヘサービスの環境である。またフリッピングについては、五内川他、前掲論文、五九一六〇頁も参照。

〔付記〕本稿脱稿後、ウォールストリートジャーナル紙(三月三〇日)が、ゴールドマンサックス社がウイツタ社に二五〇〇万ドル(持株比率三一%)を出資すると報じた。また同紙によると、ウイツタ社は今年中に株式を公開する予定。

ノルデイツク取引所構想の核心 ～ストックホルム証券取引所のSAX-1000～

吉川 真裕

一九九九年三月一二日、ストックホルム証券取引所は新取引システムSAX-1000による株式取引を開始した。一九九七年六月にスウェーデンのストックホルム証券取引所とデンマークのコペンハーゲン証券取引所はノルウェーとフィンランドを加えた北欧四カ国の証券取引所の統合を目指したノルデイツク取引所（NOREX）構想に関する覚書を取り交わし、一九九八年一月にはこの計画を正式に立ち上げることで合意して、ストックホルム証券取引所が従来の取引システムであるSAXを改良する形でSAX-1000の開発を進めてきた。一九九九年五月一四日からはコペンハーゲン証券取引所でもSAX-1000の導入が予定されており、英独証券取引所提携やこれを核としたヨーロッパ統一取引所構想に先駆けて取引システムの統合が北欧地域で開始される見通しとなっている。ただし、ストックホルム証券取引所主導のNOREX構想にノルウェーのオスロ証券取引所とフィンランドのヘルシンキ証券取引所は反発しており、四カ国の証券取引所による地域統合が成立するのかどうかはまだ明らかではない。

本稿では、NOREX構想を打ち出したストックホルム証券取引所を取り巻く状況と新取引システムSAX-1000の特徴を紹介する。⁽¹⁾

1 ストックホルム証券取引所を取り巻く状況

スウェーデンにおける取引所の歴史は一七七八年に遡り、商品や手形、海運保険などの取引が中心であったが、一八五〇年代には株式や債券が取引されていた記録も残っている。一八六三年にはストックホルム証券取引所が設立され、毎週水曜日に取引が行われていたが、一九〇七年からは毎日一時間取引が行われていた。一九一八年には電子表示システムが導入され、ヨーロッパで最も近代的な証券取引所となり、世界で最も静かな取引所と呼ばれていた。

一九七二年には中央証券保管機関が株式登録をコンピューター化し、一九七四年にはストックホルム証券取引所の機械化が始まった。一九八七年にはSIX (Stockholm Information Exchange) と呼ばれる市場報道システムが導入され、一九八九年六月にはSAX (Stockholm Automated Exchange) と呼ばれる取引システムが株式取引に導入され、一九九一年一月にはSOX (Stockholm Bond Exchange) と呼ばれる取引システムが債券取引に導入された。

一九九二年にはストックホルム証券取引所の株式取引に関する独占権が撤廃され、一九九三年一月にはストックホルム証券取引所は有限会社となつて、会員業者と発行会社に等しく所有されることになった。そして、一九九四年には遠隔地会員制度を導入し、一九九六年には主としてアメリカの投資家のために取引時間を一七時まで一時間延長し、同年九月からは顧客の注文を会員業者が自動回送することが認可された。

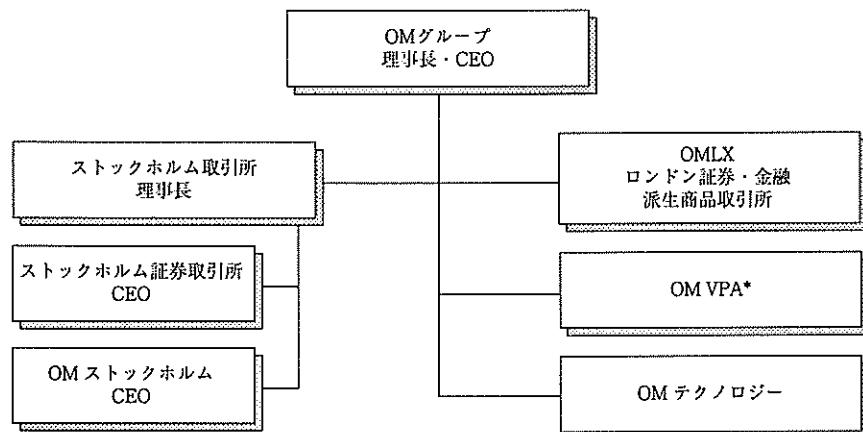
こうした経過を経て、一九九七年六月にストックホルム証券取引所は北欧四カ国の証券取引所の統合を目指したNOREX構想を打ち出していたのである。もちろん、他のヨーロッパ大陸諸国と同様、一九八五年のロンドン証券取引所によるSEAQ-Iの導入以後、スウェーデンでも株式取引の流出が見られ、その程度においてはオ

ランダ」と並んで最も著しかったわけであるが、ヨーロッパ主要

国に比べて小さな自国市場のハンディキャップを克服すべく、取引所の組織改革や遠隔地会員制度、取引システムの共有といった現在の趨勢をいち早く採り入れていたという先見の明は高く評価されるべきであろう。他方、ヨーロッパにおける証券取引所のもう一つの趨勢としては金融先物取引所とのグループ化が上げられるが、一九九八年三月にストックホルム証券取引所は金融先物取引所(OMストックホルムとOMロンドン)を持つOMグループの傘下に入り、一国内の証券取引所と金融先物取引所のグループ化も実現している(図1)。

一九九八年一月、NOREX計画でコペンハーゲン証券取引所と正式に合意し、ストックホルム証券取引所は既存の取引システムであるSAXを改良する形でSAX-1000の開発を進めてきた。一九九九年三月一二日の株式取引におけるSAX-1000の導入はストックホルム証券取引所にとって新たな躍進に向けてのスタートとなるべき日と位置づけられている。そして、一九九九年五月一四日からはコペンハーゲン証券取引所でも株式取引にSAX-1000の導入が予定されており、英独証

図1 ストックホルム取引所の組織図



(注) OM VPA は銀行やブローカー会員との間のバックオフィス業務を行う会社。
[出所] 岩田健治「欧州各国の証券取引所」

券取引所提携やこれを核としたヨーロッパ統一取引所構想に先駆けて取引システムの統合が北欧地域で開始される見通しとなっている。

2 SAX-1000の概要⁽³⁾

SAX-1000は一九八九年に導入されたストックホルム証券取引所のSAXが改良された取引システムであり、一九九〇年以降、ストックホルム証券取引所ではフロアでの取引は廃止されている。

SAX-1000は我が国と同様のオーケーション形式の取引システムであり、価格と数量およびその他の条件が満たされた場合に売り注文と買い注文は自動的に付け合わせられる。ただし、大口取引については電話で交渉によって取引を成立させる」ともできるが、その場合にはマニュアルでSAX-1000システムに入力しなければならない。

SAX-1000は市場における変化をすべて継続的に報道し、情報は注文板・市場短信・指數情報・公報といった形でリアルタイムで表示される⁽⁴⁾。あらゆる利用者はこうした情報を同時に入手でき、利用者は第三者との接触なしに入力をを行うことができ、同時に市場の状況を即座に見通すことができる。

さらに、SAX-1000はストックホルム証券取引所が利用者にメッセージを送ることも可能としている。こうした点がSAX-1000を非常に効率的にしている特徴である。

ほとんどの取引は取引単位の倍数で取引する取引単位市場で行われているが、取引単位に満たない端株取引も効率的に実行するために、SAX-1000では端株市場も包含している。取引単位を超える注文の端株部分は自動的に端株市場へと転送される形で二つの市場は統合されており、端株市場の価格は取引単位市場の直近取引価

格で自動執行されることになる。また、寄り付き時には端株市場の注文はまとめて取引単位市場の注文と付け合わせるという形でも二つの市場は統合されている。

3 SAX-1000の特徴

SAX-1000への注文は成り行き注文と指し値注文からなるが、成り行き注文は銘柄⁽⁵⁾とに注文量が約一千万クローネから一亿クローネに対応する規定サイズ（Board-Lot size）未満の注文についてのみ認められている。

指し値注文には一括執行条件（Fill-Or-Kill）や未執行注文廃棄条件（Fill-And-Kill）をつけることができ、注文全体の一部分のみを板上に表示し、板上の注文が消化されるごとに全注文量が消化されるまで注文の一部分が繰り返し表示される一種の条件付き注文⁽⁵⁾を利用することもできる。

呼び値の大きさ（tick-size）は各銘柄の価格水準⁽⁶⁾と最小の値動きが1%を超えないように設定されている（例えば、一〇〇〇クローネから五〇〇〇クローネの間では〇・一クローネ）。

大半の銘柄では寄り付きの板寄せ（コール・オーケーション）の後、ザラバ取引（継続オーケーション）が行われているが、流動性の低い銘柄を扱う部分市場（Aktietorget）では一日に三回の板寄せが行われている。

また、現在何らかの形でのサーキット・ブレーカー（値幅制限または一時的取引停止措置）の導入が検討されているが、現時点ではサーキット・ブレーカーは存在しない。

4 SAX-1000の注文付け合わせメカニズム

SAX-1000システムにおける注文の付け合せは、自動執行と場外登録 (off exchange registration) という二つの方法で行われる。

(1) 自動執行

取引単位の一〇倍以下の注文はすべてSAX-1000を通じて自動執行によって付け合せが行われる。これは注文を集中し、流動性が高く、透明な効率的な市場を維持するためである。自動執行は注文板上の注文に基づいて行われ、寄り付き前を除けば利用者はすべての注文をパソコンを通じて見ることができる。注文板は売りと買いに二分されており、左半分に買い注文が値段の高い順に上から表示され、右半分には売り注文が値段の低い順に上から表示される（図2上）。すべての注文には入力時間が記録されており、同一価格の注文では注文時間が早いものが上に表示される。SAX-1000システムは価格・数量・その他の条件にしたがって継続的に売り注文と買い注文を付け合わせ、利用者は取引の情報を即座に入手することができる。

(2) 場外登録

場外登録と呼ばれる注文の付け合せは取引単位の一〇倍を超える取引についてのみ認められており、電話で売り手と買い手の取引条件が一致した場合に行われる大口取引専用の注文付け合わせ方法である。ただし、利用者は日中の取引の場合には五分以内にSAX-1000に価格と数量を報告しなければならず、SAX-1000の取引終了後の場合には翌日の取引開始一五分前までに価格と数量を報告しなければならない。また、同一利用者では気配値スプレッド以内の価格で行われなければならない。

の内部クロス取引の場合にも同じ規則が適用される。そして、最も流動性の高い銘柄の取引の場合には取引単位の五〇〇倍以下の取引ではSAX-1000の気配値スプレッド以内の価格で行われなければならず、その他の銘柄の場合には取引単位の一五〇倍以下の取引では気配値スプレッド以内の価格で行われなければならない。

(3) 自動執行の注文付け合せ例

いま、エリクソン (LME B) の注文板 (Detailed Order Book) 上では、最良買い気配一一一一・五〇クローネで一五〇〇株という注文がCARと略称された会員業者から出ている（図2上）。

そして、MATと略称された会員業者が一一一一・五〇クローネで五〇〇株の売り注文を注文入力ウインドウ (Fill Order) に出したとする（図2下）。

すると、一一一一・五〇クローネで五〇〇株の取引が成立し、取引結果はトレード・ティッカー (Trade Ticker) に一五時一四分一九秒という時間とともに、LME BでMATがCARに一一一一・五〇クローネで五〇〇株を売り渡したという形で表示される（図3上）。

そして、取引後のエリクソンの注文板 (Detailed Order Book) に

図2 Before trading

DefOrderBook3 : Detailed Order Book LME B - SAX Equities II								
Bid Member	Ol	Bid Volume	Bid	Ask	Ask Volume	Ol	Ask Member	
CAR		1 500	222,50	223,00	1 400	MLI	223,00	100
BTL		10 000	222,50	223,00	5 000	EPF	223,00	
SEB		25 000	222,50	223,00	1 945	SEB	222,50	
CAR		10 000	222,50	223,00	5 000	SHB	222,50	
SHB		25 000	222,50	223,00	8 000	ARO	223,00	
SHB		7 000	222,50	223,00	1 000	AGN		

Fill Order - SAX Equities							
B/S	Amount	Instrument	Price	D/Amount	Cond.	DL	Reference
S	500	LME B	222,50				KALLE
Expiry date				1999-02-01			
				Enter	Close		

[出所] OM Stockholm Exchange, SAX2000 – OM's Trading System

(23)

(24)

は最良買い気配二三一・五〇クローネで一〇〇〇株というCARの注文が板上に残ることになる(図3下)。

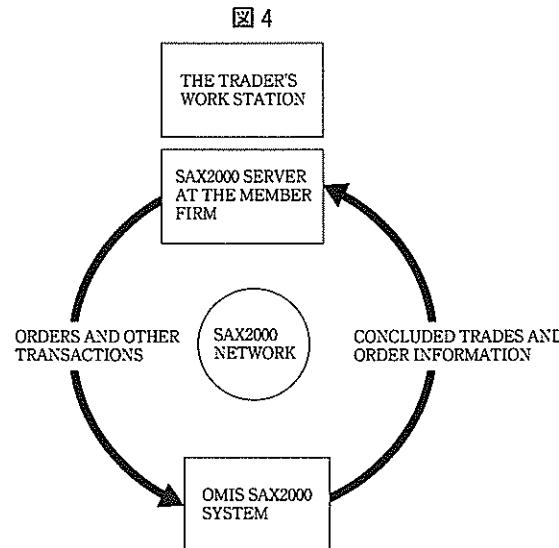
5 SAX-1000での取引要件

SAX-1000を通じて直接取引ができるのはストックホルム証券取引所の会員業者のみであり、スウェーデンで証券業務を行う企業はスウェーデン金融監督庁に認可されている必要がある。ただし、スウェーデンに営業拠点を持たない会社の場合には母国で証券業務を行なう認可を受けており、母国の監督当局の監督下にあればSAX-1000を通じての取引を行うことができる。

しかし、実際にはより細かな規定があり、当該会員業者は一〇〇〇万クローネ以上の自己資本を持ち、SAX-1000を通じて取引を行う資格を持つトレーダーを最低二人雇用していなければならぬ。

6 SAX-1000の技術的側面

SAX-1000システムは中央SAX-1000システム、会員業者のローカル・システム、両者を結ぶネットワーク・システムの三つの部分からなる。会員業者のローカル・システムは通常、サーバーを経由してネットワークに接続された複数のワークステーションからなる(図4)。会員業者はSAX-1000システムとコミュニケーションするためにローカル・システム環境を自分自身で開発するか、あるいはサード・パーティ・サプライヤーからシステムを購入するか、OMテクノロジー社のサクセスII(Saxcess II)というソフトウェアを利用している。



[出所] OM Stockholm Exchange, SAX2000 - OM's Trading System

図3 After trading

TradeTick1 - Trade Ticker - SAX Equities IL									
Instrument	Price	Amount	Buyer	Seller	Time	Type	Del	Id	Internal
LME B	222,50	500	CAR	<	MAT 15:24:19	A	55		
ASTRA	168,00	1 000	DEU	<	ARO 15:24:17	A	97		
LDEX	263,00	100	SEB	>	SEB 15:24:15	A	74		
NCOM B	316,50	500	SBN	<	AZA 15:24:15	A	63		
OMG	103,00	200	AZA	<	EPF 15:24:07	A	76		
ASDO	152,50	200	INT	<	NET 15:24:05	A	19		
ASDO	152,50	800	ABG	<	NET 15:24:05	A	18		
SECUB	122,50	4 000	SWB	>	SWB 15:24:04	A	18		
IBS B	166,00	900	HQF	<	SWB 15:24:03	A	17		
FSPAA	212,00	50	AGN	>	SWB 15:24:02	A	56		
FSPAA	212,00	50	AGN	>	SBN 15:24:02	A	55		
ASTR B	166,50	1 000	DEU	<	BGM 15:24:02	A	35		
ASTRA	168,00	2 000	DEU	<	SEB 15:24:01	A	96		

Det OrderBook3 - Detailed Order Book LME B - SAX Equities IL								
Bid Member	Or	Bid Volume	Bid	Ask	Ask Volume	Or	Ask Member	Last
CAR		1 000	222,50	223,00	4 400	EPF		222,50
BTI		10 000	222,50	223,00	1 945	SEB		223,00
SEB		25 000	222,50	223,00	5 000	SHB		223,00
CAR		10 000	222,50	223,00	8 000	ARO		223,00
SHB		25 000	222,50	223,00	1 000	AGN		223,00
SHB		7 000	222,50	223,00	1 000	EPF		

[出所] 図2と同じ

取引システムの主要原理は以下のような形である。まず、ワークステーションから送られた注文は中央SAX-1000システムによって受け取られ、タイム・スタンプを受け取る。そして、SAX-1000はすべての利用者が市場の変化にそれぞれのワークステーションから対応できるように、最新の注文情報を同時に送信する。SAX-1000の重要な特徴は同時発信(multicasting)にある。」の機能によって、中央システムから交信ノードへ送信は複製され、すべての接続されたワークステーションやコンピューターへと同時に発信される。

」の同時発信機能は迅速で正しい注文板の変化と取引結果に関する情報を、すべての投資家に利用可能とするために用いられている。

注

- (1) 本稿の作成にあたって資料を提供していただきいたストックホルム証券取引所の Weronica Nordmark、質問にお答えいただいた Rune Atling に感謝します。
- (2) 「リードの品揃え」 Stockholm Stock Exchange, "History" ([http://www.xsse.se/eng/borsen.nsf/\(Docs\)/Historia?OpenDocument](http://www.xsse.se/eng/borsen.nsf/(Docs)/Historia?OpenDocument))、中村寛「証券市場を取り巻く環境変化と証券取引所の対応（その四 北欧その他の欧洲証券取引所②）」〔証券〕、一九九五年七月、東京証券取引所、若田健治「欧洲各国の証券取引所」〔図説 EU の証券市場一九九九年版〕、一九九九年、日本証券経済研究所、大和総研「ヨーロッパの証券市場」（一九九八年、日本証券経済研究所）等を参照。
- (3) 以下の記述は OM Stockholm Exchange, SAX2000-OM's Trading System, 1999 年 4 月 Rune Atling 出の講話による。

- (4) SAX-1000では一秒間に1000個の注文を処理する。SAXでの一秒間に10個、ドイツ証券取引所のXETR Aでも一秒間に100個を大規模へ上回る。Anette Jonsson, "Sweden's New Equity Trading System Launched Without Problems, Dow Jones Newswires, March 12, 1999
- (5) 」の種の条件付き注文は従来はブローカーの判断でその都度入力されていたものであるが、パリ証券取引所やトレーディングボイント証券取引所（イギリス）でも採用されている。

中国深圳の△株市場（下） —上海市場との比較を中心にして—

王 東明

1 はじめに

以上、二回に亘って八〇年代の深圳A株（国内投資家向け株式）市場の生成過程および九〇年代の深圳証券取引所成立以後の取引所市場の形成過程を見てきた。今回は上海市場との比較という観点から深圳市場の発展状況を考察し、市場間競争の状況を見ながら、深圳市場の特徴と問題点を探つて見たい。

2 上場企業の変化

（1）上場企業数

深圳市場の上場企業の変化について、まず九〇年一二月に店頭市場の二銘柄（蛇口安達運送、原野実業）を選んで試営業の取引所に上場させた。九一年に入ると、店頭市場に残された三銘柄（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（七月三日）の前にそれぞれ上場を果たした。九一年末の上場企業は六社、九二年は一八社になった。

九二年以後の二年間、新規上場はさらに増加し、九三年は五〇社以上、九四年は四〇社以上に増えた。新規上

場が増加した結果、九四年末の上場企業数は一〇〇社の大台を超えて一二〇社になり、そのうちA株が一一八社になつた。九五年は市場の低迷が続き、その影響で新規上場はわずか一五社、うちA株が九社に止まつた。

九五年以降、市場規模が急速に拡大した。九六年、九七年一年間の新規上場は二年連続で一〇〇社を超える、九八年も五〇社を超えた。また上場企業数を見ると、九六年は二三三七社（うちA株・二二七社）、九七年は三六二一社（うちA株・三四八社）、九八年は四一三社（うちA株・四〇〇社）となり、この三年間は言わば「三段跳び」的な発展を遂げた（表1、表2）。新規上

場急増の理由は政府の株式発行計画（九五年五五億元、九六年一五〇億元、

表1 中国上場企業数の推移

(年末数)

年	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
上海上場企業数（社）	8	8	29	106	171	188	293	383	438
A株	8	8	29	101	169	184	287	372	425
B株	0	0	9	22	34	36	42	50	52
深圳上場企業数（社）	2*	6	24	77	120	135	237	362	413
A株	2	6	24	76	118	127	227	348	400
B株	0	0	9	19	24	34	43	51	54
全国上場企業数（社）	10	14	53	183	291	323	530	745	851
A株	10	14	53	177	287	311	514	720	825
B株	0	0	18	41	58	70	85	101	106

注1) *1990年深圳の上場企業数は深圳証券取引所仮営業の2社である（取引所の開業は91年7月3日）。

2) 上場企業数はA株とB株の重複上場を1社と計算する。

(出所) 上海・深圳証券取引所の年報・月報の各年・月版より作成。

表2 中国新規上場企業数の推移

(年末数)

年	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
上海新規上場企業数（社）	8	0	21	77	65	17	105	90	55
A株	8	0	21	72	68	15	103	85	53
B株	0	0	9	13	12	2	6	8	2
深圳新規上場企業数（社）	2*	4	18	53	43	15	102	125	51
A株	2	4	18	52	42	9	100	121	52
B株	0	0	9	10	5	10	9	8	3
全国新規上場企業数（社）	10	4	39	130	108	32	207	215	106
A株	10	4	39	124	110	24	203	206	105
B株	0	0	18	23	17	12	15	16	5

*1990年深圳の上場企業数は深圳証券取引所仮営業の2社である（取引所の開業は91年7月3日）。

(出所) 上海・深圳証券取引所の年報・月報の各年・月版より作成。

九七年三〇〇億元) の拡大と直接関連することで、また企業が直接金融を重視するようになつた結果であるとも思われる。

以上のように取引所成立後の八年間、深圳市場は上場企業数の変化から見れば、市場の形成(九〇年～九二年)、確立(九三年～九五年) および発展(九六年～九八年) という時期を経て、現在四〇〇社という規模にまで成長してきた。

一方、上海市場は九〇年一二月に取引所成立以来、深圳市場と同じような発展段階を経て、表1・表2が示しているように、上場企業数は毎年とも深圳市場より多く、新規上場企業数も九一年、九七年を除けば深圳市場をリードしている。

(2) 上場企業の地域分布状況

上場企業の地域別分布を見れば、深圳市場は九二年以前、深圳地元の企業を中心に上場を果たした。九三年から深圳以外の企業数は初めて地元の深圳企業を超えて、九八年現在は三四六社、深圳地元企業(六七社)の五倍にもなつた。この八年間、深圳市場は一地方市場からスタートし、それから広東省を中心とする華南地域を重点に置く市場、そして現在は全国的な市場にまで成長してきた(表3)。

一方上海市場では、九五年までは上海地元の企業が上海以外の企業より多く、その後の三年間、上海以外の企業の上場は増え続け、地元の上海企業数を超え、九八年現在、七割以上の企業が上海以外の企業である(表4)。

また全国を東部、中部、西部と分けて、九五年から九七年まで三年間のA株企業地域分布の資料(表5)を見ると、深圳市場は、経済発達の東部地域において、その上場企業数が圧倒的に多く、九五年は七割以上、九六年

表3 深圳証券取引所上場企業の地域・業種別分布状況
(単位:社、年末数)

年	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
地域分布									
深圳企業	2	6	19	30	46	54	55	64	67
深圳以外の企業	0	0	5	47	74	81	182	298	346
業種分布									
工業	1	1	11	47	67	74	149	238	280
商業			1	4	9	11	23	36	37
金融		1	1	1	3	3	3	3	3
不動産			2	3	16	17	18	18	20
公共事業			0	6	12	15	18	23	28
総合類	1	3	7	12	13	15	26	44	45
その他	1	1	2	4					
上場企業数	2	6	24	77	120	135	237	362	413

注: 1) 1990年深圳の上場企業数は深圳証券取引所仮営業の2社である(取引所の開業は91年7月3日)。

2) 一部の数字は深圳証券取引所より提供。

(出所) 深圳証券取引所・中国証券監督管理委員会年報・月報の各年・月版。「中国証券報」1999年1月1日。深圳証券管理弁公室、深圳市新蘭德証券投資諮詢有限公司編「深圳証券市場年報(1998)」広東経済出版社、1998年より作成。

表4 上海証券取引所上場企業の地域・業種別分布状況
(単位:社、年末数)

年	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
地域分布									
上海企業	7	7	27	70	94	95	105	112	120
上海以外の企業	1	1	2	36	77	93	188	271	318
業種分布									
工業	5	5	22	67	95	109	168	218	257
商業	2	2	3	15	33	34	46	50	49
不動産	1	1	1	8	9	9	9	9	9
公共事業	1	1	2	8	12	12	25	33	38
総合類				8	22	24	46	73	85
上場企業数	8	8	29	106	171	188	293	283	438
合計									

(出所) 上海証券取引所の年報・月報の各年・月版より作成。

は六割以上、九七年は五九%を占めていたが、但し全上場企業数に占める割合は年々減っていることも分かる。それと逆に、経済発展がより遅れている中部、西部において、近年上場企業が増えており、一部少数民族の地域（寧夏、青海、チベットなど）も数社が上場を果たした。それは企業が直接金融による資金調達を重視するようになった結果でもあるが、経済発展の地域格差を是正するため、株式市場を通じて中部、西部に資金をシフトする政府の政策にも反映されているのではないかと思われる。

上海市場も深圳市場と同じような傾向が見られる。東部地域の上場企業が全体の六割以上を占め、近年その比率が年々減っている。一方中部、西部では上場企業が増え続け、九年両地域合わせた上場企業数は全体の三四%にもなった。
しかし現在、全国上場企業の三割以上（三六%）は最も経済発達している華東地域（山東、江蘇、浙江、福建、江西、安徽、上海）に集中し、その上場企業数が既に三〇〇社を超えて⁽¹⁾いる。全国の上場企業は依然経済発達の東部地域あるいは華東地域・華南地域に多く分布していることが分かる。

（3）上場企業業種別の分布状況

業種別に見ると、現在深圳市場の上場企業は六つ（工業、商業、金融、不動産、公共事業、総合）に分類されている。そのうち工業企業が最も多く、近年全体の六割以上を占め、九八年では二八〇社、全体の六七・八〇%を占めていた。総合類企業を除けば、上場企業が比較的多い業種は商業と公共事業であり、九八年では商業は三七社（全体の八・九六%）、公共事業は一八社（全体の六・八〇%）であった。上場企業がより少ない業種は金融（九八年三社）と不動産（九八年二〇社）である（表3）。このような上場企業の業種別分布状況から国の産業政策つまり基幹産業とインフラ関連の公共事業を重視する政策を見る事ができる。

上海市場では、深圳市場と同じように工業企業が最も多く、九八年は二五七社、全体の五八・六八%を占め、深圳よりやや少なかつた。しかし商業企業が深圳より遅れて、一面を現している。また不動産企業が深圳より少なく、九八年は九社で上海の都市開発が深圳より遅れて、側面も見ることができる。その他、公共事業は深圳より一〇社多く、また金融が上海証券取引所の業種分類されていないため、二社の金融企業が総合類企業に入れられた（表4）。

またハイテク産業の上場について、近年中国証券監督管理委員会は積極的に支援する政策を打ちだし、ハイテク産業の上場が発行計画の枠内に制限されず、優先的に上場させる方針を採っていた。去年一一社のハイテク関連企業が上場を果たし、それによる資金調達は二九億元に達し、政府のハイテク産業に対する上場促進策を見ることができる。⁽²⁾

表5 中国A株企業の地域分布

末	地域	上海 市場		深圳 市場		合 計	
		社	%	社	%	社	%
1995	東部	145	78.8	91	71.7	236	75.9
	中部	19	10.3	13	10.2	32	10.3
	西部	20	10.9	23	18.1	43	13.8
	小計	184	100	127	100	311	100
1996	東部	199	69.3	140	61.7	339	66.0
	中部	46	16.0	48	21.1	94	18.3
	西部	42	14.6	39	17.2	81	15.8
	小計	287	100	227	100	514	100
1997	東部	248	65.96	207	59.48	455	63.2
	中部	66	17.55	83	23.85	149	20.7
	西部	58	16.49	58	16.67	116	16.1
	小計	372	100	348	100	720	100

注：東部（北京、天津、上海、遼寧、河北、山東、江蘇、福建、廣東、廣西、海南、浙江）
中部（黑龍江、吉林、內蒙古、山西、河南、安徽、江西、湖北、湖南）
西部（山西、甘肅、寧夏、新疆、四川、貴州、雲南、青海、チベット）
(出所) 上海証券取引所「上市公司」1998年2月号、36頁による。

(4) 上場企業の株式資本規模

上場企業の株式資本規模を見ると、九七年末現在深圳市場の四億元未満の中規模の企業は上海よりやや多く、逆に四億元以上の大企業は上海市場の方が深圳より多かった（表6）。ここで多くの大企業が上海市場を選んだ理由は、上海市場は今後中国の金融センターあるいは国際金融センターへと成長する戦略が立てられており、企業側にとって知名度のアップという宣伝効果は勿論のこと、上海を中心とする政府の資本市場の発展戦略にも密接に関連しているのではないかと思われる。

総じて言えば、深圳市場は上場企業数が上海よりやや少なく、両市場とも取引所成立後の最初段階において中小企業を中心に上場を果たした。また深圳市場は華南地域を重点に置き、上海市場は華東地域を重点に置き、両市場とも一地方市場に過ぎなかつた。九三年以降、両市場とも大企業の上場が増え、また地元以外の企業の上場も増え、全国的な市場にまで成長してきた。現在では大企業と地元企業の上場は上海市場の方が深圳より多く、地元以外の企業と中小規模企業の上場は深圳市場がややリードしている。しかし九七年末現在までに上海地元企業の深圳上場と深圳地元企業の上海上場という相互上場が全く無く、それは両市場の強いライバル意識を現しているのではないかと思われる。

3 取引所会員

取引所は会員組織であり、その会員数の変化を見ると、上海市場の会員数は九二年を除けば深圳市場よりも多く、九四年～九六年の三年間、各年とも五〇〇社を超えた。それ以降、会員数が減つており、九八年は三一八社にまで大幅に減った。深圳市場も同じように、九五年、九六年の会員数は一時的に五〇〇社を超えて、それ以降大幅に減り、九八年では三四四社になつた（表7）。

近年、取引所会員数が減つた理由は、まず一九九五年七月一日以降、「商業銀行法」が実施され、この法律は銀行業務と証券業務の分離という原則が定められており、そのため商業銀行などの金融機関の証券子会社、証券部門および信託投資公司が整理・整頓の時期に入り、つまりこれらの証券子会社、証券部門および信託投資公司は銀行から独立するのか、あるいは吸収・合併されるのか、また業務停止するのか何れかに選択を迫られていた。

この影響を受けて、証券業も一連の吸収・合併と証券会社の新設が始まった。つまり一部の証券会社、銀行の証券子会社および信託投資公司的証券部門などが吸収・合併されたり、業務停止・撤廃したり、また資金一〇億元を超える幾つかの新しい大手証券会社（聯合証券、東方証

表7 上海・深圳証券取引所会員数の推移
(社、年末数)

年	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
上海会員	16	17	40	44	49	49	45	43	12
上記以外の会員	9	9	131	437	501	504	478	424	318
会員数合計(社)	25	26	171	481	550	553	523	467	330
取引シート	36	37	284	1,667	4,315	4,900	5,313	5,700	5,466
深圳会員		15	20	28	30	34	34	24	15
深圳以外の会員		0	157	398	466	498	508	349	314
会員数合計(社)		15	177	426	496	532	542	373	329
取引シート		15	17	340	792	897	1,125	1,343	1,385
両所会員数(社)	25	41	348	907	1,046	1,085	1,066	840	659
両所取引シート	36	52	301	2,007	5,107	5,797	6,438	7,043	6,851

(出所) 上海・深圳証券取引所、中国証券監督管理委員会の年報・月報の各年・月版。「中国証券報」1999年1月1日より作成。

表6 中国上場企業の株式資本規模

(1997年末)

株式資本規模	上海証券取引所(社)	%	深圳証券取引所(社)	%	計(社)	%
1億元未満	82	21.41	89	24.59	171	22.95
1億元～2億元未満	166	43.43	141	38.95	307	41.21
2億元～3億元未満	64	16.71	63	17.40	127	17.05
3億元～4億元未満	19	4.96	32	8.84	51	6.85
4億元以上	52	13.58	37	10.22	89	11.95
合計(社)	383	100	362	100	745	100

(出所) 中国証券監督管理委員会編「中国証券期貨統計年鑑1998」中国財政経済出版社、65頁より作成。

券、北京証券など)が創設されたりなどの動きがあった。

この一連の動きが近年の取引所会員数の減少に繋がっていると思われる。

また取引シードは上海市場が多く、深圳が少ない。それは逆に深圳市場が取引のコンピューターシステムが上海より進んでいることを意味しているであろう。

4 取引所諸費用の比較

両取引所の諸費用について、表8が示しているように、

現在深圳取引所の新規上場に関する諸費用は、まず新規上場費は一律三万元(A株、

B株)で、また上場維持月費は五〇〇元(五、〇〇〇万株)/月を基本料とし、それを超えた場合、つまり株式を一、〇〇〇万株毎に増加すれば一〇〇元/月を追加する、上限は二、五〇〇元以下に設定されている。特に新規上場費は九四年以前の五万元より下がり、上場維持月費も九四年以前の四、五〇〇元/月の基本料より大幅に下がった。⁽⁴⁾

深圳市場と比較して、上海市場の新規上場費は発行済株式の額面金額の〇・〇三%、上限は三万元以下になっており、それは発行済株式一億株以下の中小規模の企業にとって深圳より有利であることが分かる。また上海の上場維持月費は発行済株式の額面金額の〇・〇〇一%、上限は五〇〇元以下で、それは二、五〇〇元以下という上限を設定した深圳よりはるかに低い。

上場諸費用に関しては、両取引所はその基本料金の設定と上限の設定がそれぞれ違うが、現在のところ、特に中小規模の企業にとって上海市場は深圳市場より上場諸費用が低いことが明らかである。

一方、取引費用については、深圳市場はコミッショナル料と印紙税という二項目があり、コミッショナル料は取引金額の〇・三五%、五元からのスタート料金に設定され、印紙税は取引金額の〇・四%である。

深圳に対して上海市場は、コミッショナル料は取引金額の〇・三五%以下、一〇元からのスタート料金で、深圳よりスタート料金が高く、コミッショナル料一〇元以下の小口注文に対してもや不利である。特に、コミッショナル料と印紙税の他に、上海市場では名義登録・変更料(取引金額の〇・一%)、取引手数料(取引金額の〇・〇一%)および証券管理料(取引金額の〇・〇〇三%)という項目を設けている。これらの項目は深圳市場では設定されておらず、それらの諸費用がコミッショナル料(取引金額の〇・三五%)の中に含まれているため、深圳市場の取引費用は上海より安くなっているのである。

表8 上海・深圳証券取引所の諸費用

上海証券取引所			深圳証券取引所				
株式上場費用	新規上場費	額面金額の0.03% 3万元以下	上場企業から取引所に支払う	株式上場費用	新規上場費	3万元 (A株、B株)	上場企業から取引所に支払う
	上場維持月費	額面の0.001% 500元以下	上場企業から取引所に支払う		上場維持月費	月500元(5,000万株)を基本料とし、それ以上は1,000万株毎に増加すれば、100元/月を追加、上限: 2,500元以下	上場企業から取引所に支払う
A株取引費用	コミッショナル料	取引金額の0.35% 以下、スタート料金: 10元から	投資者から証券会社に支払う	A株取引費用	コミッショナル料	取引金額の0.35%、 スタート料金: 5元から (うち取引所コミッショナル料: 0.1925%)	投資者から証券会社に支払う (証券会社から取引所に支払う)
	印紙税	取引金額の0.4%	投資者から税務当局に上納		印紙税	取引金額の0.4%	投資者から税務当局に上納
	名義登録・変更費	額面金額の0.1%、 スタート料金: 1.00元から	投資者から証券会社に支払う (うち額面の0.05%は証券会社から清算会社に支払う)		名義登録・変更費	なし	
	取引手数料	取引金額の0.012%	証券会社から取引所に支払う		取引手数料	なし	
	証券管理費	取引金額の0.003%	証券会社から証券監督機関に支払う		証券管理費	なし	

(出所) 中国証券监督管理委员会編「中国証券期貨統計年鑑1998」中国財政経済出版社、1998年、224頁～225頁より作成。

以上両市場の諸費用を比較した結果、上場諸費用に関しては上海市場は深圳より低く、取引費用に関しては深圳市場は上海より低いという特徴を持っている。ここで深圳市場が取引費用をより低く設定した理由は上海市場との市場間競争に配慮し、活発な市場を維持したいためと思われる。

5 A株発行状況

発行市場について、深圳市場は九一年以前、株式の発行量は上海より多く、それは深圳發展銀行、原野實業など幾つかの大企業の上場があつたことで、逆に、上海上場企業の規模が小さく、中小企業も多く、また当時の額面が五〇元／株、一〇〇元／株というものが多々、一〇元／株、二〇元／株という深圳の額面より高いため、株式の発行量が少なかつた。九二年以降、新規上場のラッシュが始まり、九二年度上海は二一社、深圳は一八社の新規上場があつた。また当時株式分割も始まり、上場企業の額面が一元／株に統一するようになり、そこで上場株式の発行残高は一気に増え深圳を超えた。

その後の六年間、九七年を除けば、新規上場数は上海市場の方が多く、また大企業の上場も多いため、上海市場の株式発行量は深圳より多く、九八年未現在では二〇〇億株以上リードしている（表9）。

6 A株取引状況

取引状況について、九一年以前の深圳市場は上海市場より活氣がある。株式の売買代金を見ると、九〇年深圳市場取引所の試営業の段階でその売買代金と店頭銘柄の売買代金を合わせた金額は一七億元を超えた⁽⁵⁾。一方、上海市場は九〇年一二月一九日、正式に開業してから年末までの売買代金が九三万元で、それと店頭市場五年間の

表9 中国の株式発行残高の推移
(単位：億株、年末数)

年	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
深圳証券取引所	1.02	3.57	26.56	122.05	220.59	267.38	439.54	795.85	1,065.01
A株	1.02	3.57	22.11	111.51	205.00	240.48	399.47	738.37	997.86
B株			4.16	10.54	15.58	26.90	40.06	57.48	67.15
上海証券取引所	0.0268	0.0444	46.94	206.62	419.06	498.25	670.82	975.37	1,280.35
A株	0.0268	0.0444	38.89	188.67	387.63	463.60	625.54	907.76	1,206.11
B株			8.05	17.95	31.43	34.65	45.28	67.61	74.23
合計	1.05	3.61	73.50	328.67	637.65	765.63	1,110.36	1,771.22	2,345.36
A株	1.05	3.61	61.00	300.18	592.63	704.08	1,025.01	1,646.13	2,203.97
B株			12.21	28.49	47.01	61.55	85.34	125.09	141.38

注) 1990年深圳の上場企業は深圳証券取引所仮営業の2社である（取引所の開業は91年7月3日）。

(出所) 上海・深圳証券取引所、中国証券監督管理委員会の年報・月報の各年・月版。
莫文光・楊瑞輝編「中国証券市場透視」中文大学出版社、1997年90頁より作成。

表10 上海・深圳証券取引所A株の市場状況

年	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
上海市場 売買代金 (億元)	0.0093	8.07	232.73	2,379.79	5,626.73	3,042.63	9,020.24	13,550.24	12,304.23
一日平均売買代金 (億元)	0.0010	0.0317	0.91	9.19	22.33	12.12	36.52	55.76	50.02
取引出来高 (億株)	0.00002	0.0426	15.70	133.21	634.33	494.50	1,074.00	1,166.01	1,085.42
一日平均出来高 (万株)	0.029	1.67	615.85	5,143.28	25,171.73	19,701.00	43,482.00	47,984.00	44,122.74
時価総額 (億元)	12.34	29.43	520.55	2,076.65	2,483.54	2,433.71	5,316.13	9,032.45	10,525.38
A株流通時価 (億元)	3.08	8.07	N.A.	294.40	470.37	495.05	1,247.06	2,327.86	2,846.912
P E R (倍)	28.05	81.83	72.65	51.43*	29.67	30.54	32.65	43.43	34.36
深場市場 売買代金 (億元)	17.61	35.30	417.44	1,260.87	2,376.35	915.96	12,032.05	16,744.97	11,113.49
一日平均売買代金 (億元)	—	0.12	1.62	4.87	9.54	3.75	48.71	68.91	45.18
取引出来高 (億株)	0.85	2.99	17.66	75.48	353.69	186.55	1,390.92	1,305.28	1,007.98
一日平均出来高 (万株)	—	99.53	687.31	2,914.51	14,204.68	7,646.18	56,312.84	53,715.48	40,938.27
時価総額 (億元)	18.58	79.76	457.54	1,251.01	1,032.50	876.87	4,132.43	8,121.74	8,773.91
A株流通時価 (億元)	—	37.67	157.26	388.63	343.51	295.89	1,266.95	2,528.23	2,703.10
P E R (倍)	—	26.71	57.52	44.21	10.67	9.80	38.88	42.66	38.33

注：1) 90年深圳市場の数字は深圳証券取引所仮営業の2社と店頭銘柄を合わせた数字である（取引所の開業は91年7月3日）。

2) * 93年上海市場のP E Rは年末取引最終日の数字である。上海証券取引所提供。

(出所) 上海・深圳証券取引所の年報・月報の各年・月版より作成。

売買代金（一・二億元）と合わせても一・三億元を超える、深圳市場と比べれば非常に小さい。九一年深圳の売買代金は上海の四倍以上、九二年は上海の一倍に近くになっていた。それは九一年以前の兩市場はそれぞれ地方的な市場であり、深圳は中国の「経済特区」であり、「改革・開放」政策の実験場でもあるが、上海より遅く株式ブームになった。

九二年以降、兩市場は全国的な市場になり、上海市場は逆に深圳市場をリードし、九三年～九五年の三年間は売買代金、一日平均売買代金、出来高、一日平均出来高を見ても、上海市場の方が深圳より多い。

しかし九六年、九七年の二年間はこれらの指標は逆転し、深圳市場の方が上海より多くなり、市場間競争の激しさを見ることができる。当時、九六年四月深圳証券取引所が上場企業の業績順位を公表し、優良銘柄が投資家から注目されるようになった。さらに五月上旬、取引所は優良銘柄二十九社の番付を公表したことによって、市場が一気に活発になり、五月の売買代金は一九〇億元に達し、それは四月の二・七倍、一月の四・八倍になり、三年ぶりに初めて上海市場を超えた。⁽⁶⁾

九八年に入ると、上海市場は取引の面で再び深圳をリードするようになつた。

A株時価総額を見れば、九一年以前の深圳市場は上海より多く規模が大きかつた。しかし九二年から九八年までの六年間、上海市場は逆転し深圳より市場全体の規模が大きかつた。但し、一般流通できるA株の時価総額を見れば、九二年上海A株流通時価の資料が得られず比較できないが、九一年、九二年、九六年、九七年は深圳市場が上海市場を超え、九四年、九五年、九八年は逆に上海市場の方が深圳を上回り、流通市場をめぐる兩市場間の競争は激しいものであった（表10）。

以上のように、深圳市場は近年、時価総額から見る市場規模は上海より小さいが、流通市場の活気、特に九六

年、九七年売買の活発状況は全国の金融セ
ンターへと成長しつつある上海市場に脅威
感を与えているのではないかと思われる。

7 資金調達

兩市場の資金調達状況を見ると、九三年以前深圳市場は上海より多くの資金を調達した。九四年から九六年までに、上海市場は新規上場が増えると同時に、資金調達額も増え深圳を上回った。一方、九七年深圳の新規上場は一二一社で上海の八五社より三六社も多く、また一汽轎車（二〇・四〇億元）、広東福地（九・三〇億元）、賽格中康（八・一八億元）、石煉化（七・〇七億元）など幾つかの大企業の上場があつて調達金額を増やした。九八年上海新規上場による資金調達額は二三三〇億元となり、再び深圳市場を超えた（表11）。

表 11 中国株式市場の資金調達状況

年	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	合計
1.深圳市場										
(1)A株(億元) 新規発行(億元) 有償增资(億元)	2.01 2.01	8.70 8.70	17.36 N.A. N.A.	132.72 N.A. N.A.	46.88 20.49 21.75	24.92 4.43 25.95	114.69 88.74 29.97	438.90 374.81 37.81	347.04 186.39 18.15	1,133.22 — 148.81
(2)B株(億HK\$) 新規発行(億HK\$) 有償增资(億HK\$) 為替レート 小計(億元) (1)+(2)*			8.70	25.29	7.14					
			8.70	17.63	7.03	21.37	27.90	32.52	17.67	132.82
			10.74	10.75	11.09	11.07	11.07	11.07	11.07	15.99
	2.01	8.70	23.80	151.69	54.66	48.19	146.76	479.36	366.46	1,281.63
2.上海市場										
(1)A株(億元) 新規発行(億元) 有償增资(億元)	10.11 10.11	0.24 0.24	13.39 10.85 2.53 6.55	84.93 57.52 27.40 3.99	102.34 71.06 31.29 4.51	52.04 24.29 27.76 0.74	175.41 130.46 44.95 3.23	409.57 278.57 131.00 7.86	369.93 230.69 139.24 1.18	1,217.96 813.55 404.41 28.06
(2)B株(億US\$) 新規発行(億US\$) 有償增资(億US\$) 為替レート 小計(億元) (1)+(2)*			6.55	3.90	4.24	0.74	2.12	7.48	1.18	26.21
			15.75	0.09 15.80	0.27 18.46	18.30	1.11 18.30	0.39 18.30	1.80	1.86
	10.11	0.24	51.05	108.07	140.49	58.18	202.22	474.81	379.72	1,424.89
兩市場合計	12.12	8.94	30.75 44.09	217.65 42.11	149.22 45.94	76.96 29.41	290.10 58.88	848.47 105.70	716.97 29.21	2,351.18 355.34
(1)A株(億元) (2)B株(億元) 合計(億元) (1)+(2)*	12.12	8.94	74.85	259.76	195.15	106.37	348.98	954.17	746.18	2,706.52

注：1) (1)+(2)* の数字は、B株について各年度の為替レートで人民元に換算した金額である。

2) 一部の数字は深圳・上海証券取引所より提供。
(出所) 上海・深圳証券取引所、中国証券監督管理委員会の年報・月報。「中国証券報」1998年12月17日、1999年1月1日。莫文光・楊瑞輝編「中国証券市場透視」中文大学出版社、1997年、90頁より作成。

また深圳市場はハイテク関連企業の上場と資金調達に力を入れており、九二年ハイテク関連企業はわずか三社であったが、九八年未現在何と六〇社に達し、それによる資金調達は一五四・七五億元で、

うち新規上場による資金調達は一〇六・六一億元（全体の六八・八九%）、株主割当増資は四八・一四億元（全体の三一・一一%）であった。それがハイテク関連企業であり、これは深圳市場の一つの特徴であると言えよう。

九〇年に入ると、企業は直接金融による資金調達を重視により全上場企業の約一五%がハイテク関連企業であり、これは深圳市場の一つの特徴であると言えよう。

九〇年に入ると、企業は直接金融による資金調達を重視

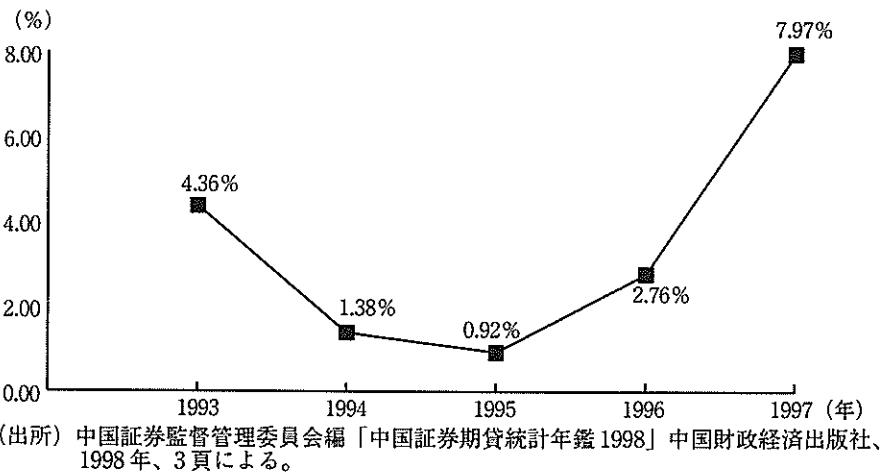
表12 A株市場の資金調達額と銀行新規融資の比率

年	株式市場の資金調達額 (億元)	銀行新規融資 (亿元)	比率 (%)
1993	276.41	6,335.40	4.36
1994	99.78	7,216.62	1.38
1995	85.51	9,339.82	0.92
1996	294.34	10,683.33	2.76
1997	853.06	10,702.97	7.97

注：株式市場の資金調達額はA株の新規発行と有償増資によるものである。有償増資に関してはA株とB株（外国投資家向け株式）の重複上場の場合、B株有償増資額を含まれる。

（出所）中国証券監督管理委員会編「中国証券期貨統計年鑑1998」中国財政経済出版社、1998年、3頁より作成。

図1 中国A株市場の資金調達額と銀行新規融資の比率



（出所）中国証券監督管理委員会編「中国証券期貨統計年鑑1998」中国財政経済出版社、1998年、3頁による。

するようになり、九八年未現在まで中国企業が、国内外の株式市場を通じて調達した資金は三、五一〇億元になりました、うち四三社が香港、ニューヨークなどの海外市場で上場を果たし、累積で一〇〇億余りの米ドル資金を調達し、また一〇六社が国内のB株（外国投資家向け株式）市場を通じて四六・八億米ドルの資金を調達した。その他、香港の中国現地企業は香港株式市場を通じて一一五・五億米ドルの資金を調達しました。⁽⁸⁾これらの資金は主に企業の設備投資とインフラ関連の事業に運用し役割を果たしていると思われる。

近年国内のA株市場による資金調達額と銀行の新規融資の比率を見ると（表12）、図1が示しているように、株式市場から見た直接金融と間接金融の関係は直接金融の方が依然低く、一番高い九七年にしても七・九七%という数字で一割にも足りなかつた。その意味で今後証券市場の発展潜在力が大きいと思われる。

そもそも中国の株式市場は個人投資家が中心の市場であり、九一年以前、深圳、上海とも地方市場の性格が強く、投資家の大部分も深圳、上海の地元の投資家であった。九三年以降、深圳、上海市場は段々全国的な市場になりました、投資家も全国各地に拡大するようになり、九八年未現在両市場とも一、九〇〇万人を超え、合わせた投資家数は既に三、八〇〇万人を超えていた。投資家の九九%は個人投資家であるため、投機性の強い市場ともいわれている。

8 投資家

表13、表14は投資家状況が示されている。両市場を比べると、九一年を除けば上海市場は深圳より投資家の登録口座数が多いが、九四年からの五年間は、深圳の法人・機関投資家の登録口座数が上海より多かつた。両市場とも九三年、九六年、九七年の登録口座数の増え幅が多かつた。

そもそも中国の株式市場は個人投資家が中心の市場であり、九一年以前、深圳、上海とも地方市場の性格が強く、投資家の大部分も深圳、上海の地元の投資家であった。九三年以降、深圳、上海市場は段々全国的な市場になりました、投資家も全国各地に拡大するようになり、九八年未現在両市場とも一、九〇〇万人を超え、合わせた投資家数は既に三、八〇〇万人を超えていた。投資家の九九%は個人投資家であるため、投機性の強い市場ともいわれている。

機関投資家数は少ないため、去年から幾つかの大型投資ファンドが両市場を通じて発行され、両市場とも機関投資家の育成に力を入れている。

9 むすびにかえて

以上、深圳市場八年間の発展過程を考察し、主に上海市場と比較する立場から深圳市場の特徴と問題点に触れ、両市場の市場間競争の状況を見てきた。

総じて言えば、深圳市場はこの八年間、一地方市場から華南地域を中心とする市場、それから全国的な市場へと発展してきた。現在上場企業と会員数は上海よりやや少なく、市場規模も小さいが、取

引費用が上海より低く、市場のメリットが出ている。また九六年、九七年の二年間、流通市場の売買状況も上海を上回った。さらにハイテク関連企業の上場を積極的に取り込み、ハイテク関連企業数が上海より多く全上場企業の一五%を占め、深圳市場の特徴として注目されるようになっている。

深圳市場はアジア太平洋地区の一流の証券市場を目指しており、今後どのような特徴を引き出し、魅力のある市場へと成長するのか課題であり、全国の金融センターまたは国際金融センターを目指している上海市場との関係はどのように競争するのか、さらに将来、隣の香港市場とはどのように対応するのか。市場関係者と投資家には関心のあるところである。特に最近、香港市場は中国、台湾などの中小企業とベンチャーエンジニア企業を狙つて一部市場を創設する計画を発表しており⁽⁹⁾、これに対して深圳市場はどう反応し、内外の市場間競争に対してもどのような具体的な対策を構築していくのかが期待されているのではないかと思われる。

※本稿の作成にあたり、深圳証券取引所信息管理部經理李鳳梧、陳梅、上海証券取引所發展研究センターの謝聯勝の各氏より大変お世話になりました。記して感謝したい。

注

- (1) 「証券市場信息」一九九九年第三期、一九九九年一月三日、八頁。
- (2) 上海証券取引所「上市公司」一九九九年第三期、一頁。
- (3) 上海証券取引所「上市公司」一九九八年二月号、三六頁。
- (4) 中国証券監督管理委員会編「中國証券統計年報一九九五」中国法制出版社、一九九五年、一二〇五頁。

表13 上海投資家数の推移（登録口座数）

（単位：万人、年末数）

年	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
A株投資家数(1) 個人 法人・機関投資家	3.50 3.50	11.00 11.00	111.23 110.53	422.49 0.70	573.00 1.40	682.50 2.00	1,203.30 2.50	1,706.77 3.30	1,991.61 4.59
B株投資家数(2) 個人 法人・機関投資家					1.02 0.83 0.19	1.89 1.57 0.32	2.70 2.32 0.38	4.57 4.11 0.46	7.80 5.91 0.63
投資家合計(1+2) 個人 法人・機関投資家	3.50 3.50	11.00 11.00	111.23 110.53	423.51 421.92	574.89 572.57	685.20 682.32	1,207.87 1,204.11	1,713.31 1,708.09	1,999.41 1,993.14
				0.70	1.59	2.32	2.88	3.76	5.22

（出所）上海証券取引所各年、月版の統計年鑑、月報。（財）日本証券経済研究所「中国的株式会社制度と証券市場の生成」、平成6年、125頁より作成。

表14 深圳投資家数の推移（登録口座数）

（単位：万人、年末数）

年	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
A株投資家数(1) 個人 法人・機関投資家	1.06 1.06	25.69 25.63	105.05 104.91	353.28 352.22	483.00 480.72	555.04 551.90	1,089.58 1,085.30	1,609.78 1,601.88	1,901.09 1,892.47
B株投資家数(2) 個人 法人・機関投資家				0.37 0.26 0.10	0.88 0.68 0.20	1.10 0.80 0.30	2.23 1.86 0.37	9.36 8.91 0.45	10.25 9.91 0.64
投資家合計(1+2) 個人 法人・機関投資家	1.06 1.06	25.69 25.63	105.42 105.17	354.16 352.90	484.10 481.52	557.27 553.76	1,098.94 1,094.21	1,628.03 1,611.49	1,911.73 1,902.40
				0.06 0.24	1.25	2.57	3.51	4.72	8.54

（出所）深圳証券取引所「市場統計年鑑1997」中国統計出版社、1997年、133頁。深圳証券取引所「市場統計」1998年12月号、59頁より作成。

(5) 金建棟等編「中國證券市場（一九九二）」中國金融出版社、一九九三年、二二頁。

(6) 深圳證券取引所「深圳證券市場概覽」一九九六年七月、二八頁～三三頁。

(7) 「中國證券報」一九九九年一月一日。

(8) 「人民日報（海外版）」一九九九年一月二三日。

(9) 「中國證券報」一九九八年一二月四日。