

中国株式市場の形成要因

（A株（国内投資家向け株式）市場を中心に）

王 東明

1 はじめに

八〇年代の後半から、中国の一部の中小企業では株式発行による資金調達が始まり、株式を発行することによって、自然に店頭市場が形成された。九〇年代に入って、個人投資家による株式ブームが生じ、国有企業改革も次第に株式会社制度の導入の方向へと進み、株式を発行して資金調達する企業が増えた。このような企業サイドの要請と個人投資家の投資意欲に応じ、上海と深圳の二つの証券取引所がそれぞれ創設された。

取引所の創設から現在までわずか九年間で、上場企業は九〇〇社を超え、資金調達の累積額は約四千億元に達し、時価総額は二兆九千億元前後の規模となった。そして証券会社は九十社前後になり、証券業の人口も一〇万人を超え、投資家数（登録口座数）は四千万人に達し、株式市場が重要な資金調達場になった。⁽¹⁾

このように急成長した株式市場は、一体どんな要因によって形成されたのか。小稿では、一九七八年以降、「改革・開放」政策が実施された後の経済体制改革という政治・政策的要因をまとめ、株式会社制度の導入と企業制度改革、直接金融の重視、そして、幾つかのマクロ経済的、市場的要因を検討し、政府の政策転換、企業の資金需要、個人投資家の投資心理などの側面から市場の形成要因を整理してみたい。

2 政策転換

中国は一九七八年末の共産党第一期三中全会を契機に「改革・開放」政策が実施され、経済体制改革が始まった。要するに、一九四九年新中国成立以降、数十年間に亘って築いてきた中央集権的な計画経済から次第に市場経済の方向へと転換し、「石を確かめながら川を渡る（摸着石頭过河）」という漸進的な手法を採用し、経済改革に取り込んでいっている。この二〇年間、農村の「生産請負制」の実施、郷鎮企業の急成長、そして、経済特区の開発、外資の導入、都市部の企業制度改革などさまざまな改革実験に着手し、比較的安定成長を実現し、国民全体の生活水準も以前と比べるとかなりアップし、平均で九・七%の高成長を遂げた。⁽²⁾

中国は社会主義の建設という大きな目標があり、計画経済を長期に継続した結果、社会全体に「不足経済」が続いており、悪平等や、効率の悪さあるいは技術革新インセンティブの欠如などさまざまな問題が出てきた。しかし、改革・開放以降、中国の社会が現在どのような歴史段階にきているのかについて、八七年一〇月の共産党第二三回大会においては「中国は社会主義の初期段階にある」と認識された。⁽³⁾

「社会主義の初期段階」において、一部の人々、あるいは一部の地域が先に豊かになることを容認し、それを「先富論」という言葉で表現している。⁽⁴⁾ このような「先富論」の下で、一部の個人経営者は「万元戸（年収一万元の家庭）」、「百万元戸」、最近では「億ドル戸」⁽⁵⁾ までにもなり、富裕層を政策的に認めるようになった。しかし、政策の目的は、最終的に「共同富裕」⁽⁶⁾ を実現する事、つまり社会全体が豊かになることが、中国の大きな政策の目標でもある。

この政策目的を実現するためには、中国の指導者が認識しているように、生産力の発展に有利であれば、資本主義的な要素であっても取り入れるべきである。⁽⁷⁾ つまり社会システム全体の効率と生産力のアップに繋がること

であれば利用すべきであるという考えで、例えば、個人経営と私営の企業や、外資系企業あるいは株式会社と証券市場などを認めることで、これは大きな政策転換である。

以上のように、「社会主義の初期段階」論の下で、生産力の発展を再優先にし、悪平等の社会から一定の所得格差を認め、さらに私的所有制企業あるいは多様な所有制企業（株式会社、有限会社、合弁企業など）を承認することが、株式市場形成の政策的前提条件になったと考えられる。

3 直接金融の重視

改革・開放以前、国有企業の資金調達に主に財政投資から賄った。改革以後、大部分の企業は、銀行融資に切り替えた。金融市場は全体として間接金融が支配的であった。しかし、一部の中小企業はなかなか銀行から融資を受けることが難しく、特に非国有企業、例えば農村の郷鎮企業あるいは都市部の一部の中小企業にとっては非常に困難であった。それを解決するために、直接金融つまり株式と債券を発行して資金調達するという形をとらざるを得なかった。これらの企業は従業員あるいは大衆から資金を募集した。特に、九〇年代に入って、上海と深圳の二つの証券取引所がそれぞれ創設され、また大企業の上場が増えることにより、社会全体は直接金融を重視するようになり、近年直接金融の比重も増

えた（表1）。

また、企業側にとって、株式市場での資金調達のコストが低いというメリットがあり、元本返済の必要がない資金であるという事が企業を魅了した。

さらに、近年赤字企業が増え、銀行の不良債権も膨らみ、銀行からの資金調達は難しくなり、直接金融が一層重視されるようになった。

4 株式会社制度の導入と国有企業の制度改革

現在、中国上場企業の殆どが元々国有企業であり、これらの企業は株式会社制度を導入して、企業組織を変更し、株式会社となつてから上場を果たし、株式市場の形成は国有企業の制度改革と密接に関連している。

国有企業の改革に関して、八〇年代の前半では、「放権讓利」（国家が経営権を手放し、利益を企業に讓る）を中心、「経営自主権の拡大」が進められた。八〇年代の後半から、大部分の企業において「経営請負制」が実施された。「経営請負制」というのは、一般的に企業側（経営者）と政府の間で個別交渉が行なわれ、一定の期間内で請負の責任と義務が決められることである。これは経営者にとっては、一般的に請負期間が二年、三年という短い期間であるため、経営面から見れば、どうしても短期的視点で企業を経営することになり、企業の設備投資と長期成長という観点からは非常に不利になるといふ制度的限界が露呈した。「経営自主権の拡大」にしても、「経営請負制」にしても、基本的には企業組織は国有企業のまま、経営メカニズムの改善という経営面の改革であり、企業の組織・制度改革を行わないのが特徴である。

ところで八〇年代の後半から、既に一部の企業が株式会社制度を導入し、株式会社を創設した。九三年前後か

表1 中国企業の直接金融と間接金融の比率

（単位：億元）

年	1993		1994		1995		1996		1997		1998	
	金額	%	金額	%	金額	%	金額	%	金額	%	金額	%
1. 間接金融	6335.40	92.52	7216.62	96.50	9339.82	96.03	10683.33	94.99	10712.47	90.60	11490.94	92.54
銀行の新規貸付	6335.40	92.52	7216.62	96.50	9339.82	96.03	10683.33	94.99	10712.47	90.60	11490.94	92.54
2. 直接金融	512.25	7.48	261.53	3.50	386.31	3.97	563.26	5.01	1111.29	9.40	925.91	7.46
社債	235.81	3.41	161.75	2.16	300.80	3.09	268.92	2.39	255.23	2.16	147.89	1.19
株式	276.41	4.04	99.78	1.33	85.51	0.88	294.34	2.62	856.06	7.21	778.02	6.27
資金調達合計 (1+2)	6847.65	100.00	7478.15	100.00	9726.13	100.00	11246.59	100.00	11823.76	100.00	12416.85	100.00

（出所）中国証券監督管理委員会編『中国証券期貨統計年鑑』中国財政経済出版社、1999年版、3頁、9頁より作成。

ら、政府は今までの「経営請負制」を主とする企業改革の方針から、今後株式会社制度を軸に「現代企業制度」(近代的な企業制度)の確立に方向転換し、「有限責任制」という原則に基づいて企業の制度改革に取り組むことになった。⁽¹⁰⁾ その狙いは、「所有と経営の分離」を図り、今まで「政府と企業の不分離」問題を解決し、市場経済にふさわしい新しい企業制度の確立にある。このような企業の制度改革に対する政府の具体的な政策の変化は、これ以降の株式市場の急成長と株式会社制度の導入に重要なインパクトを与えるようになった。

もう一つの国有企業の制度改革に関連する要因は資産の合理化と流動化を図るため、証券市場が欠かせない存在になっていることである。今まで国有企業の効率が悪く、赤字企業も沢山出ており、一部の企業は既に倒産した。また近年、国有企業の不良資産と不良債権も増えており、今後、企業改革が進めば、企業の合理化と組織変更を図るため、証券市場を通じての吸収・合併と資産の流動化が必要になり、その意味で証券市場の育成が重要になってくるのである。

5 マクロ経済的要因

市場形成のマクロ経済的要因は、この二十年間、経済の比較的安定高成長を実現し、それに伴って個人所得を増加し、貯蓄も大幅に増えたことが株式投資の資金源になっている。

経済の成長について、この二十年間、マクロ経済全般は成長の軌道に乗り、二十年平均の成長率(GDP)が九・七%前後という高成長を遂げた(表2)。国全体の経済状況は現在も色々な問題があるが、全体で見れば安定成長という経済環境にあると考えられる。

個人所得については、改革以後の二十年間、農村の個人所得は、七八年一人当たり年間平均収入は一三三元であ

表2 中国国内総生産(GDP)の推移

年	GDP 億元	対前年比 (%)
1979	4038.2	7.6
1980	4517.8	7.8
1981	4862.4	5.2
1982	5294.7	9.1
1983	5934.5	10.9
1984	7171.0	15.2
1985	8964.4	13.5
1986	10202.2	8.8
1987	11962.5	11.6
1988	14928.3	11.3
1989	16909.2	4.1
1990	18547.9	3.8
1991	21617.8	9.2
1992	26638.1	14.2
1993	34634.4	13.5
1994	46759.4	12.6
1995	58478.1	10.5
1996	67884.6	9.6
1997	74772.4	8.8
1998	79552.8	7.8
平均		9.7

(出所)「中国統計摘要」中国統計出版社、1999年版、11頁、16頁。

ったが、九八年は二、一〇〇元を超え、十六倍になった。都市部においては、七八年の一人当たりの年間平均収入は三百四十三元で、二十年後の九八年は五、四二五元になり、同じように約十六倍増えた。⁽¹¹⁾ しかも近年、三〇%前後の家計貯蓄率と四〇%前後の国民貯蓄率という高い貯蓄率を維持して

表3 中国個人貯蓄の推移

(億元、年末数)

年	1978	1985	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
個人貯蓄預金	210	1622	7034	9107	11545	14762	21518	29662	38520	46279	53407

(出所)「中国統計年鑑」中国統計出版社、99年版、318頁。

いる。⁽¹²⁾

個人貯蓄については、表3にみるように、金額ベースで二十年前より二百倍以上増加した。

それは九七年に四兆六千億元になり、九八年になると既に五兆三千元を超えた(表3)。

以上のように、二十年間の経済高成長の下、個人収入と貯蓄が大幅に増えることで、直接金融に資金シフトする条件が揃った。

6 直接的要因

(1) 店頭市場の未整備と闇市の混乱

八〇年代の後半、店頭市場が形成された。しかし店頭売買の窓口が少なく、オフィスも狭く、サービスが非常に立ち遅れ、売買手続きの効率が悪かった。同時に、店頭市場の外で闇市が横行するようになった。例えば、深圳市場では、一部の企業はハイリタインの配当政策を打ち出し、株式ブームとなり、店頭市場の対応ができず、大混乱が起こった。店頭市場の未整備と闇市の混乱から得た教訓は、取引機構（ハード面）が整備されていないことが混乱を引き起こすということであった。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を要請するようになり、これから市場制度と法制度などの制度面の整備および証券取引所の設立に拍車をかけた。

(35)

(2) 鄧小平の「南巡講話」

九二年春、鄧小平は中国の南方を視察し、重要な「南巡講話」を発表した。「改革・開放」以後、体制改革、株式会社制度の導入などをめぐって激しい社会主義対資本主義のイデオロギーの論争がおきたが、「講話」の中で鄧小平は「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実験はもっと大胆に進めよう。間違つたら、ストップすればよい」と述べ、生産力の発展を重視する意思を示した。それ以後改革に対する「姓資姓社（社会主義か、資本主義か）」の議論は沈静化し、より大胆な改革実験を可能にする政治的環境が整った。

(3) 第一五回党大会

一九九七年九月に開催された中国共産党の第一五回国代表大会（以下中共一五大と略称）では、国有企業改革は「現代企業制度」の確立を目指し、今後大中型の国有企業を中心に、有限責任制に基づく株式会社制度の導入を軸に企業の制度改革を展開する方針を打ち出した。中共十五大の「国家関連株」（国家株、国有法人株）を主とする株式会社化の狙いは、現在大量の余剰人員、赤字および不良債権を抱えている国有企業が経営難から脱出し、企業の活性化を図り、市場の競争環境に適応し、新しい企業制度を構築することにある。

(7) 投資家の投資心理

現在四千万人を超える投資家の九九％は個人投資家であり、しかも発行済株式の三割前後しか一般流通できない市場であるため、相場の操作と投機をしやすい市場といわれている。一般大衆の投機心理が強く、短期売買が多く、短期の株式投資を通じて儲けたいという心理状態が市場形成のもう一つの要因になっている。

(8) むすびにかえて

以上、株式市場形成の政策的要因、企業の制度改革と直接金融による資金調達の側面、マクロ経済的条件および幾つかの直接的要因と投資家の投資心理を見てきた。これらの要因と条件は今日までの株式市場形成と発展の重要な要素になっていると考えられる。今後市場制度の整備、情報開示の徹底、会計制度の完備およびコーポレート・ガバナンスの問題は市場の発展と健全な企業経営に繋がる重要な課題になると思われる。

(36)

- (1) 『中国証券報』一九九九年九月二五日、十月十五日。『人民日報（海外版）』一九九九年一月三日、九月十二日。
- (2) 『中国統計年鑑』中国統計出版社、各年版による計算。
- (3) 一九八七年、中国共産党第一三回大会の規定による。
- (4) 『先富論』について、『鄧小平文選（第二卷）』人民出版社、一五二頁を参照。
- (5) 『日本経済新聞』、一九九九年十一月十七日。
- (6) 『共同富裕論』について、『鄧小平文選（第三卷）』人民出版社、一九九三年、一二三頁、一三九頁を参照。
- (7) 鄧小平『鄧小平文選（第三卷）』人民出版社、一九九三年、三七三頁。
- (8) 個人経営は八人未満を雇う企業、私営企業は八人以上を雇う企業と指す。
- (9) 徐之河、李令徳『中国公有制企業管理発展史統編（一九六六—一九九二）』上海社会科学院出版社、二六〇頁、参照。
- (10) 九三年一月共産党の一四期三中全会は「社会主義市場経済」の改革方針を定め、今後国有企業の改革目標として経営メカニズムの転換を中心に据え、「現代企業制度」の確立が正式に決定した。
- (11) 『中国統計年鑑』中国統計出版社、九九年版、三二八頁。
- (12) 国家統計局国民経済核算司、中国人民銀行統計司編『中国資金流量表（一九九二—一九九七年）』、一九九九年、九頁。
- (13) 『中国統計年鑑』中国統計出版社、九九年版、三二八頁。
- (14) 鄧小平『鄧小平文選（第三卷）』人民出版社、一九九三年、三七三頁。
- (15) 江沢民の中共十一大報告による。『中国証券報』、一九九七年九月二三日。
- (16) 中国証券監督管理委員会編『中国証券期貨統計年鑑』九九年版、六九頁。