

中国株式市場の形成と国有企業改革

王 東明

1 はじめに

中国の株式市場は、一九八〇年代後半の株式会社制度の導入と店頭市場の創設という実験的段階を経て、九〇年代初頭に上海、深圳証券取引所の誕生によって形成された。一〇年余りを経過した二〇〇一年末現在、上場企業数は一、一五四社、投資家は六、六四〇万人（登録口座数）、時価総額は四三、五二二億元（約六五兆円）をそれぞれ達成し、アジアで日本に次ぐ第二位の市場規模となつて、内外の関心を集めている⁽¹⁾。また、近年では、国有大企業の上場が増え、一部の民間企業も上場し始めている⁽²⁾。今後、株式市場は有力企業の資金調達の間として、また市場経済にふさわしい「現代企業制度」（近代的な企業制度）の確立、つまり企業ガバナンス改善の実験の場としても益々重要視されることが予測される。

しかし、中国の株式市場は、特に、海外投資家から見れば、A株市場（国内投資家向け）がある一方、B株市場（海外投資家向け）もある。また一般売買できる流通株と売買できない国家株、法人株などの非流通株も存在し、その市場分類や市場概念が複雑でなかなか理解しにくい市場でもあることは確かである。そして、二〇〇年前後の歴史ある英米の株式市場の発展過程と違って、中国の株式市場はわずかに一〇年余りで急速に形成し拡大した。その急成長の理由は何なのか。小稿では、中国の株式分類と近年の市場状況を紹介し、市場の形成要因をまとめ、株式市場の形成と国有企業改革との関連性を整理してみたい。

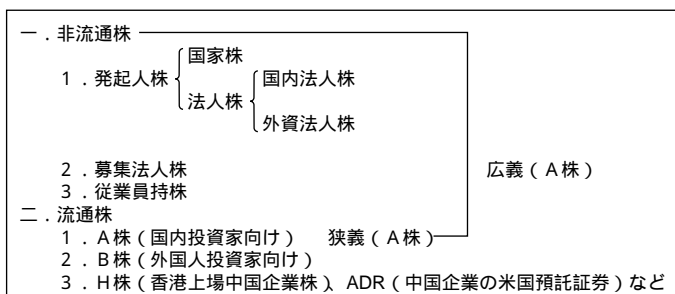
2 株式分類

中国株式の分類は、主に一般売買できる流通株と売買できない非流通株の二つに分けられる(図1)。流通株のうち、国内投資家向けA株、海外投資家向けB株(二〇〇一年二月から国内の外貨を持つ投資家にも開放)および海外上場のH株(香港上場中国企業株)・ADR(ニューヨーク上場中国企業の米国預託証券)などの三種類がある。また、非流通株のうち、(1)発起人としての国家株、国内法人株および外資法人株、(2)一般応募法人株、(3)従業員持株がある。これらの株式は原則としては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。その他、国内投資家向けの株式という点から、非流通株と一般流通できるA株(狭義)と合わせて広義のA株を指している。

3 市場状況

現在、上海と深圳市場の上場企業は一、〇〇〇社を超えた(表1)。市場の形成と発展には三つの時期(形成期、確立期、発展期)があったと考えられる。⁽³⁾ 最初の段階では、店頭市場で売買されている数社の中小国有企業・集団企業の株式を、設立された取引所に移して取引をスタートした。一九九〇年から九二年の三年間は、市場創設にあたる形成期であり、上場企業は上海・深圳地元の企業が中心の市場構造であった。ところで、九二年に鄧小平は南方を視察し、市場経済や証券市場をさらに発展しようという著名

図1 中国株式の分類



(資料) 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。

表 1 中国上場企業数の推移

年末	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
上海上場企業数(社)	8	8	29	106	171	188	293	383	438	484	572	646
A株	8	8	29	101	169	184	287	372	425	471	559	636
B株	-	-	9	22	34	36	42	50	52	54	55	54
新規上場数(社)	8	0	21	77	65	17	105	90	55	46	88	78
深圳上場企業数(社)	2*	6	24	77	120	135	237	362	413	463	514	508
A株	2*	6	24	76	118	127	227	348	400	450	499	494
B株	0	0	9	19	24	34	43	51	54	54	58	56
新規上場数(社)	2*	4	18	53	43	15	102	125	51	50	51	0
上場企業数合計(社)	10	14	53	183	291	323	530	745	851	947	1,086	1,154
A株	10	14	53	177	287	311	514	720	825	921	1,058	1,130
B株	-	-	18	41	58	70	85	101	106	108	114	110
新規上場数合計(社)	10	4	39	130	108	32	207	215	106	96	139	78

* 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)。

(注) A株とB株の重複上場は1社と計算する。

(出所) 上海証券取引所・深圳証券取引所年鑑・月報の各年版より作成。

な「南巡講話」を発表した。それを受けて、九三年から国有大企業の上場は促進されるようになった。九三年から九五年の間、基本的には市場の確立期である。この時期は上場企業が増えると同時に、両市場とも地域の市場から全国的な市場へと変化してきた。九六年から現在までは市場の発展期である。九六年、九七年の二年間は、新規上場は各年度とも二〇〇社を超えた。九七年以降はアジア金融危機の影響があつて、新規上場は減少した。この時期は、上海市場は全国的な金融センターに発展しつつある。深圳市場はNasdaqのようなベンチャー企業の育成市場に発展しようという動きがあつたが、最近のネットバブルの影響を受けて、計画は延期されるようになった。それらの影響によって、二〇〇一年の深圳新規上場は一時的に停止した。

市場の状況は、表2が示している。九六年以降の時価総額は大きく増えた。現在時価総額の規模はGDPの四割前後である。取引金額も九六年以降の増え幅が大きい。国内の資金調達は累計六、〇〇〇億元以上、投資家は六、六〇〇万人以上、二〇〇〇年までの株式取引印紙税は累計一、四〇〇元以上になった。各指標をみれば、二〇〇〇年度のパフォーマンスが最も良好であった。

4 市場の形成要因

一九八〇年代の後半から、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、自然発生的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投資ブームが生じ、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資金需要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。市場の形成要因は次のようにまとめることができる。⁽⁴⁾

(1) 政策転換

「改革・開放」政策以降、計画経済から市場経済への移行という政策的要素があつて、このような政策転換は株式市場形成の前提条件となつた。

(2) 直接金融の重視

八〇年代に、中小企業の銀行からの資金調達は非常に困難な状況があつて、株式と債券を発行して直接金融による資金調達が始まった。九〇年代の半ば頃から、大企業の上場が増えることによって、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ている(表3)。

(3) 株式会社制度の導入と国有企業改革

表2 中国株式市場の概要

時期 (年)	時価総額 (億元)	時価総額対 GDP比率(%)	取引金額 (億元)	国内資金調達 (億元)	海外資金調達 (億元)	国内外資金調達 (億元)	投資家 (登録口座数:万人)	印紙税収入 (億元)
1990	12.34	0.07	0.01	4.28		4.28		
1991	109.19	0.54	43.37	5.00		5.00		
1992	1,048.13	3.93	681.24	50.00	44.09	94.09	216.65	
1993	3,531.01	10.20	3,667.02	276.41	99.06	375.47	777.66	22.00
1994	3,690.62	7.89	8,127.63	99.78	227.00	326.78	1,058.98	48.77
1995	3,774.00	5.94	4,036.47	85.51	64.81	150.32	1,242.47	26.38
1996	9,842.37	14.50	21,332.16	294.34	130.74	425.08	2,307.23	127.99
1997	17,529.23	23.44	30,721.84	856.06	469.53	1,293.82	3,333.33	250.76
1998	19,505.64	24.52	23,544.25	778.02	63.50	841.52	3,911.13	225.75
1999	26,471.17	31.82	31,319.60	896.83	47.17	944.56	4,481.19	248.07
2000	48,090.94	53.79	60,826.65	1,498.52	576.21	2,103.08	5,801.14	485.89
2001	43,521.64	45.37	38,305.17	1,192.22	228.91	1,421.13	6,639.68	

(出所) 中国証券監督管理委員会編『中国証券期貨統計年鑑』の各年版、『人民日報(海外版)』2002年1月26日などより作成。

上場企業の殆ど（九割以上）が元々国有企業であった。⁽⁵⁾ 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た。中国株式市場の形成は国有企業の制度改革と密接に関連し、また様々な市場の問題点や企業ガバナンスの問題も旧国有企業体制と深く係わっていることが注意すべきである。

(4) マクロ経済的要因

この二十年間、中国は経済の高成長を実現した。それに伴つて個人所得が増加し、貯蓄も大幅に増えたことが株式投資の資金源になり、直接金融に資金シフトする条件が揃った。現在個人貯蓄は七兆元を超え、また三〇%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いる。⁽⁶⁾

(5) 直接的要因

まず八〇年代の後半、店頭市場が形成された。しかし店頭市場の未整備と闇市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、これが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。そして、上述のように、鄧小平の「南巡講話」という政治的要素もあつて、株式市場の発展に促進的な効果をもたらした。また、一九九七年九月に開催された中国共産党の第一五回全国代表

表3 中国企業の直接金融と間接金融の比率

年	1993		1994		1995		1996	
	金額(億元)	%	金額(億元)	%	金額(億元)	%	金額(億元)	%
1. 間接金融(銀行新規貸出)	6,335.40	92.52	7,216.62	96.50	9,339.82	96.03	10,683.33	94.99
2. 直接金融	512.25	7.48	261.53	3.50	386.31	3.97	563.26	5.01
社債	235.84	3.44	161.75	2.16	300.80	3.09	268.92	2.39
株式	276.41	4.04	99.78	1.33	85.51	0.88	294.34	2.62
資金調達合計(1+2)	6,847.65	100.00	7,478.15	100.00	9,726.13	100.00	11,246.59	100.00

年	1997		1998		1999		2000	
	金額(億元)	%	金額(億元)	%	金額(億元)	%	金額(億元)	%
1. 間接金融(銀行新規貸出)	10,712.47	90.60	11,490.94	92.54	10,846.36	91.14	13,346.61	89.41
2. 直接金融	1,111.29	9.40	925.91	7.46	1,054.83	8.86	1,581.52	10.59
社債	255.23	2.16	147.89	1.19	158.00	1.33	83.00	0.56
株式	856.06	7.24	778.02	6.27	896.83	7.54	1,498.52	10.04
資金調達合計(1+2)	11,823.76	100.00	12,416.85	100.00	11,901.19	100.00	14,928.13	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2001』百家出版社、10頁～13頁より作成。

大会第一五回党大会では、今後国有企業改革は株式会社制度の導入を軸にした「現代企業制度」の確立を目指す方針を決め、国有大企業の上場を促進するようになっていく。この三つの要素は株式市場の発展に直接にインパクトを与えたと考えられる。

(6) 投資家心理

中国の株式市場は個人投資家が中心の市場構造であり、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、相場操作や投機をしやすい市場といわれている。一般大衆も短期売買が多く、株価の変動が激しい。また一部投資家のばくち心理が強く、市場に影響している。

以上のように、中国の株式市場は最初の段階で、中小国有・集団企業の資金調達の間として自然発生的に形成された。その後は、取引所が設立されたが、九四年「会社法」が成立された後、株式市場は主に大中型国有企業の資金調達の間となっている。市場の形成要因はまとめて見ると、主に企業の直接金融による資金調達と国有企業改革のために集約することができる。特に、国有企業改革は単に一時的な資金調達より、市場経済にふさわしい企業制度の確立という中国経済の長期的な戦略と課題に関わる問題であるゆえに、今後健全な株式市場の維持は企業制度改革の「先頭部隊」といわれる上場企業の所有構造や企業ガバナンス構造の変革にも重要な役割を果たすことになるだろう。以下では国有企業改革の経過を紹介し、むすびにかえることにしよう。

5 おわりに

一九八〇年代後半から実験的に導入した株式会社制度に関しては、すくなくとも民間からの資金調達と国有企業改革という二つの目的があつて、株式市場の形成要因となっていることを述べてきた。ここで国有企業改革の

プロセスに簡単に触れることにしよう。国有企業改革に関して、八〇年代の前半では、企業の活性化と効率を図るため、「放権譲利」（国家が次第に経営権を手放し、利益を企業に譲る）を中心に、「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。⁽⁷⁾「経営請負制」では、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から、経営者は短期的な経営の立場に立ち、企業の長期経営に不利になるといふ制度的限界が露呈した。

他方、八〇年代の後半から、既に一部の企業は株式会社制度を導入し、株式会社を創設した。九三年前後から、政府は株式会社制度を軸とした「現代企業制度」の確立に方向転換した。⁽⁸⁾その狙いは、「所有権と経営権の分離」を図り、今までの「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を確立することである。このような具体的な政策変化は株式会社制度の導入と株式市場の急成長に促進効果をもたらした。また、証券市場の流動化機能を利用して、資産の合理化と流動化を図り、効率の悪い国有企業の統廃合と吸収・合併などを促進する狙いもあった。さらに、近年では、市場の情報開示および会計制度の整備などの面にも力を入れ、企業経営の透明性を図るようになっていく。

中国は既にWTOに加盟した。今後の市場開放は、中国企業も外国企業と同じ土俵で競争しなければならない。その意味から、中国の経営者に残される時間は少ない。このような大競争の時代において、国有企業あるいは国有企业から株式会社（上場企業）へと改組した企業には一層厳しい市場環境に臨むことは間違いない。ここで証券市場が果たす役割は単に民間と企業間の資金調達のパイプ役だけではなく、市場の圧力と監視機能を通して企業ガバナンスの改善にも重要な一端を担うことは言うまでもない。

注

- (1) 『中国証券報』二〇〇二年一月四日。
- (2) 一九九八年末に、民営企業の上場は五三社、全体の六・二三%である。陳湘永「我國民企上市の動因、環境、特徴と
効応分析」『証券市場導報』一九九九年七月号を参照。
- (3) 拙稿「中国株式市場の形成過程」慶應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』慶應
義塾大学出版会、平成二二年。
- (4) 拙稿「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」『証研レポート』（No. 一五七七）
一九九九年七月号を参照されたい。
- (5) 陳湘永・張劍文・張偉文「我国上市公司『内部人控制』研究」『管理世界』、二〇〇〇年第四期、一〇四頁を参照。
- (6) 国家統計局国民經濟核算司、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。
- (7) 徐之河、李令徳『中国公有制企業管理發展史統篇（一九六六—一九九二）』上海社会科学院出版社、二二〇〇頁、参照。
- (8) 一九九三年一月共產党の一四期三中全会は「社会主義市場經濟」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轉換を中心に据え、「現代企業制度」の確立を正式に決定した。

(おう) とつめい・主任研究員