

岐路に立つ中国の証券市場

小林和子

春に北京大学に教えにいった。当初は一年のつもりだったのに、今年で二二年目である。北京にも慣れた、もう大概のことには驚かない、といいたいところだがなかなかそうはいかない。中国自体は高度経済成長の結果、目覚しい変貌を遂げ、自由化も進んでいるのに、反対にわたしの行動は不自由になった。五六年以前には日本人旅行者の女性が金目的で殺されたため、一昨年はサーズのため、今年は反日デモの激化のためである。不自由という点では今年が一番その度合いが強かつた。

四月の第一週末から拡大した反日デモは第二週末に強く激化の様相を見せた。わたしが北京空港に降り立ったのはその翌日、第三週の初めである。迎えに来てくれた大学院生に日本の新聞を見せる、食い入るように読み、嘆息を漏らした。

彼らは日本で、あるいは欧米諸国でも、このように批判的かつ詳細に報道されているとは知らないという。インターネットは確かにあるが、彼らのパソコンは大学あるいは所属単位のもので、許可が無ければ国際的なネットには接続できない。国内ネット上ではNPOが盛んにデモを呼びかけて

いるが、中国のNPOとは政府の別組織である。北京の人間は北京のことを知っているが、広州や上海のことを知らない。それなのに日本で容易に中国全土の情報を知りうるのは、デモに日本人留学生が混じってビデオを撮り、日本のジャーナリズムに流したとも聞いた。

北京の反日デモ発祥地は「北京のシリコンバレー」中関村である。「村」といっても町の名前で、中関村は北京大学正門を出てすぐ左手にある。どう見ても日本人に見えるわたしにはきつい禁足令が出され、キャンパスの外に出るときには必ずガードが付く有様となつた。不自由極まりないが、昔の学生たちは大学の中まで会いに来てくれた。日本人と個人的に付き合うことには、とりわけ旧交を温めることには何の違和感も無いらしく、さりとて反日デモを批判もせず、参加はしないが見守っているという感じであった。生身の人

間の「朋友」「老師」は尊重される国で、しかし日本は「国」としては「朋友」でも「老師」でもないことを思い知らされる日々であった。

中国市場の発展段階

政治的にはすでに香港は「中国」であり、台湾はもともと「中国」だという認識であるが、証券市場の歴史を見るときにも当然のごとく第二次世界大戦後の香港と台湾の発展を最初においたりする。とはいえることは建て前で、「港台」を除いた「大陸中国」の証券市場の発展はようやく一九七〇年代末からだ。第二次大戦前、上海、天津、大連、ハルビンなどに商品・有価証券を兼業する取引所がいくつか存在したが、それらは新生社会主義中国では無用のものとなつた。以後、復活のきざしまで、三〇年以上の時間が経過したのであ

る。

第二段階 一九九一～一九九六年

大陸中国を代表する制度的取引所市場は旧体制時代からの大都市・上海と、市場時代に入り人工的に作り上げられた新都市・深圳の二ヶ所であり、これらの基盤は大きく異なる。そこでまず、両市場に共通する発展段階を簡単に確認しておきたい。歴史把握に時期区分は必須であるが、中国証券史としては市場、機構、管理監督、法制等から、通例四あるいは五段階に区分される。

第一段階 一九七八～一九九〇年

市場の回復と基盤固めの時期で、国債の発行・流通から株式の発行・流通に至る最初の試みが進められ、証券市場が形を現し始めた。証券業を兼営する組織と専業組織が出現し、この時期の終わりには両証券取引所が設立され、初期の法制が作られた。監督主体は（政府を代表する金融部門であり、中央銀行である）中國人民銀行であった。

急発展の時期で、相当な規模の株式発行・流通が全国的に展開され、初期の証券投資基金（投資信託）も出現、証券会社・仲介機構も急速に発展した。関連法制も「中華人民共和国会社法」「株券発行・取引暫定条例」と統いて出され、監督庁も国务院証券委員会、中国証券監督管理委員会（証監会）、地方証券監督管理部門などが前後して成立した。しかし急発展と放漫拡大は裏腹でもあり、市場はいろいろな問題を惹起した。証券市場の管理監督は中國人民銀行の証券会社審査と中国証監会の業務監督管理とが並行・交差して行われ、さらに国务院その他の経済管理部門も上から関わり、下には地方政府に隸属する地方の証券監督管理部門があった。中央とはいえ肝心の中国証監会の権能が十分に發揮できるわけもなかつたといえる。

第三段階 一九九七～一九九八年

となれば次に来るのは統一的な市場監督管理体系の形成になる。証券市場規制、不法行為の取締り、新しい証券投資基金の出現と監督制度の設立がこれである。他の東南アジア諸国の市場であれば、金融危機がエポックになるであろうが、対外開放していなかつた中国市場では直接的な危機は発生しなかつた。次に見るよう中国は対岸の危機から多くを学んで法制に取り入れたのである。

第四段階 一九九九年

一九九八年末の「証券法」正式発布・一九九九年七月実施は第三段階の終了と同時に第四段階の開始を示す重要な標識となつた。一九七八年から見て二〇年、一九九〇年からでも一〇年の長きにわたり基本法規なしで来るなど（行政法規・規章はあつたが）日本では考えられないが、そこは中国である。一九九二年八月に全国人民代表大会財

経委員会が証券法起草小組を成立させて一年後には草案が作られた。これをもとに全国各レベルの関係諸方面に意見を求め、市場管理体制を各レベルの分級管理とするか統一集中管理とするか、場内・場外取引の具体形式、投資基金設立の免許制などが問題になつた。一九九四年六月の新たな修正案は九八年までの四年間に起きた市場の「悪弊」の経験から、インサイダー取引、価格操作、虚偽の情報提供などが犯罪行為と認識され、アジア金融危機が教えた証券市場の孕む高リスク性を遅れて登場した中国市場の状況に対比させて、法律に強い指導性を持たせるべく改定された。なかなか公布施行されなかつた裏には、上海市、深圳市がそれぞれ個別の条例を持つていれば「全国法などいらない」と無視したような事情もあつたらしい。一九九九年五月には目覚しい市場の高騰が見られ、証券投資基金では開放式基金も開始され

た。

ところが、二〇〇〇年一〇月、上海取引所の研究報告「基金黒幕」（証券投資基金による市場操作の分析）が北京の雑誌『財経』に転載され、証券市場に関する世纪の大論争を惹起した。二〇〇一年一月一四日には著名な経済学者である吳敬

璉が中国証券市場について、①賭博場のようだ、
②全国民が株に熱中、③株価収益率が高すぎると

主張、董輔初などは「まだ生まれたばかりの子供なのだ」と「嬰兒論」で対抗した。嬰兒であっても市場は市場、規律を持たせて保護育成を図り、持続させるしか方法はない。二〇〇一年一月には証監会が「赤字上場企業の上場一時停止と上場廃止実施便法」を発布し（二二月改正）、証券市場からの退出が正式に制度化された。

二〇〇一年一二月のWTO正式加盟をもって第五段階と区分することもできるが、ここでは一応

第四段階後半としておく。WTO加入が直接に影響するのは証券業務の外資への開放であるが、創業株市場、B株の国内開放、国有非流通株の流通化、上場企業のコーポレート・ガバナンス問題などはようやくこの時期に議論されるに至った。

伝統を踏まえた上海市場

市場の歴史が一九七八年まで遡るのは、同年末の中国共産党第一回三中全会が鄧小平の主導下に経済改革の転換を宣言したからである。この時点ではまだマルクス主義思想路線を掲げているが、要は旧習を打破し現実を踏まえて民衆の創造的精神を尊重する、耳慣れた言葉に直せば「民の活力」を生かす、という内容である。伝統的社会主义が生み出してしまった階級格差に対する社会的不満を、思い切った「経営管理権の下放と、企

業と農村生産隊に多くの自主権を付与」して創造精神を發揮させる目的であった。しかし、全民所有制（強力な上級政府による大規模国有企業）、集体所有制（下級政府による中小規模国有企業）と個人所有制の三種混在で数十年経過してきたものをいきなりすべて転換することはできない。まずは集体所有と個人所有、特に多くの小企業の発展を保護し鼓舞する政策として、株式発行方式が取られた。飛楽音響、延中実業、申華電工など早期に株式を発行した企業は中国証券市場最も早い上場会社の一つとなつた。当時の小企業で、資本市場における資金調達その他を利用して、今や立派な株式制大企業になつたものは多くある。

歴史は前にしか進まない。現在から見れば、この当時の政策は明らかにまずは農村経済・企業に刺激を与えたもので、伝統的巨大国有企业は温存されていることがわかる。これが現在の市場の上

に吊るされた、いや以前から吊るされていたのが今になって明確な形を取つた国有企業非流通株という「ダモクレスの剣」につながる。

さて農村企業が投資を行おうにも農村には資金はない。国家資金を注入することも、国有銀行から借り入れることも不可能だった。農民は自分で資金を集めしかなかつた。そのころ、西安郊外のいくつかの村の幹部がありあわせの普通の領収書にボールペンで「股票」（株券）と書いて「発行」し、一農村企業のために資金を集めた例が、瞬く間に全国各地に広がり、一九八四年には株式制企業が温州で一・二万社、上海郊外で二七〇〇社に及んだ。多くの企業は数百元から数千元の資金拠出を規定したが、株式制といえども実態は「保本保息」（元本保全、確定利息）のうえ、数年後に元利ともに返還する規定を持つ債券のようなものが多かった。しかしともかくも、これらの

「直接金融」による資金調達と（正規の取引所ではないが）流通の経験が、上海地域の経済発展とともに、最初の資本市場形成の背景となつたのである。法制面では、一九八四年八月一〇日に地方政府レベルで初めて、中国人民銀行上海市分行が「株券発行に関する暫定管理弁法」を制定した。一九八七年三月二八日には国務院が政府最初の株券関係専門通知「株券、債券管理に関する通知」を発布した。

証券市場の発展はまずは一九八一年七月の国庫券発行から始まったが、初期の国庫券は売買・流通を認められず、認められた後も流通金額は少なかつたようだ。その後企業債券の発行が増大して、一九八八年四月二一日国務院の批准を経て上海、沈陽など七都市が国庫券流通の試行地となり、八九年から上海は正式にその業務を開始した。他方、株式制の試行も進められ、一九八四〇

八年には飛楽音響、延中実業の新設・公開發行が行われ、一九八七〇九〇年には真空電子、上海飛樂株式など大中型国有企業が株式化の試行を開始した。上海申華電工、上海愛使電子、上海予園旅遊商城、浙江鳳凰化工を含めた最初の上場会社八社は「老八株」といわれる。これらは国有企業あるいは集体企業を発起人とするいわゆる「第二代企業」で、全株式を新規発行したため、国有資産の評価問題や旧体制からの支配などがなく、經營の自主権は比較的に保持された。

株券の形で社会的遊休資金を吸収して株式会社が新設された場合は、所有関係は明確で、企業經營の自主権はまあまあ十分にあり、コーポレート・ガバナンスも相対的には評価できる。しかし、もとが国有企業と集体企業であるものが連合して株式制企業となつた場合には、公有が主体

であり、経営の自主権もガバナンスも不十分となる。また、もとが行政組織に所属する企業群が企業集団的な株式会社を組成した場合、その所有関係は一層複雑になる。株式が発行されれば次には流通が期待されるが、当時の上海市長江沢民は状況をよく理解し、一九八六年九月二六日、新中国最初の株式場外取引、すなわち工商銀行上海市分行信託部静安分部の株式店頭取引を正式に開始させた。独立した証券会社の設立はその後で、一九八八年から九〇年一月までに上海万国証券会社、上海申銀証券会社、上海海通証券会社、上海財政証券会社が設立された。

解放前の上海は中国の、ないしは遠東地区の金融センターであり、銀行や証券取引所などが集中していた。解放以後の計画経済下ではこの地位を復活させることができなかつたが、七〇年代末以後の改革開放以後ようやく金融体制改革も動き始

めた。中国最大の工業都市であり、商業センターであり、さらに国内外の貿易港である上海は、金融が経済発展の要であることを強く認識していた。店頭取引がそれなりに成功すれば、次には証券取引所の設立が重要な課題となる。一九八九年未に、当時の朱鎔基市長は人民銀行他の要人と議論して設立の方向性を固めた。論点は、①国有企業が株式発行をすれば、とりわけ個人が購入した場合に、国有財産を分散させ、公有制の基礎を揺るがすのではないか、②株式・債券発行に資金が吸収されれば、国有銀行の資金吸収に影響が出るのではないか、③証券売買はある種赌博に類似しており、投機思想を助長するのではないか、④証券取引所は旧時代のように貪婪に中小投資者を食い物にする資産家階級を生み出すのではないか、などであった。これらをすべて「ノー」とした上で、「中国特色の証券取引

所」を発展完成させ、「証券取引は社会主義建設のために服務する」ことを掲げて、上海取引所は出発した。

証券取引所ができてからの市場制度の動きは、「中國特色」の展開と「先進国モデル」の導入が並行して行われ、市場の実態は相当に投機的なものに結果した。一九九〇年末に三万人だった上海の個人投資家は二年後には一二〇万人になったといわれる（株主名簿に載る個人）。一説ではその半分が外国投資家であった。ある調査では国内投資家の多くは若く、（それまで市場がなかったのだから）投資経験は少なく、企業労働者・関連団体勤務者で、投資額は五万元（約七〇〇八〇万円）以下で、リスクの意識はさっぱりなかった。「株を買えば必ず儲かる」「政府が人民に損させることは無い」という楽観意識が初期の市場を支えた。あまりの人気に、新株発行時の悪弊を防止

し、交通・治安問題を解決するため、政府は株式「認購証」方式を編み出した。すなわち、金融関代理人がまず一般に向けて「認購証」を無制限に発行、身分証を提示させて購入させる。認購証発行数量と発行新株数量の比率により抽選で当選番号を決め、最後に認購証を用いて新株を購入させる（一年有効）。認購証の購入費（一件三〇元）からコストを引いた残りは社会福祉事業に贈与される。これを活用して上海市場は大きく全国市場へと拡大したが、反面投機性も拡大、闇取引問題も生じた。

正式名「人民幣特殊株式」（額面は人民幣表示、取引は外貨、上海では米ドル）、いわゆるB株發行による外資導入方式は早くも一九八九年に上海申銀証券が提案しているが、天安門事件で進まず、その余波が退いた後の一九九一年末に実行が可能になった。上場第一号が真空電子B株であつ

たように上海企業から始まつたが、徐々に全国の企業にも広まつた。

証券取引所の設立により国債も店頭取引から取引所取引に切り替わつた。直前に初の商品先物取引市場が鄭州に設立されており、一九九二年後半に国債発行市場の低迷により流通市場も低迷した

おりに、国債期貨（先物）市場が設立された。直近発行国債二銘柄で、三か月四期、計一二種類の商品で、取引単位は二万元、保証金五〇〇元で始まつた。とはいへ、理論的な必要性はともかく、現実的にはまだ条件が整わず、一九九四年には非常に投機化し、一九九五年二月二三日の過熱（一・二三事件）と違法問題で一九九五年五月には証監会通知で「一時停止」となり、今に至つてはいる。いまだ小規模の現物市場の低迷を先物市場投機で活性化しようというものがそもそも本末転倒であるが、それ以前に金融市場が金

利で動く市場になつておらず、金融体制改革もいまだ遠かつた。上海以外の各地でも形式不統一なまま個別に行われ、証拠金も低すぎた。停止されるべくして停止されたというしかないようである。

投資者層は当初個人投資家が中心であったが、一九九三年末に規定ができる機関投資家が増大した。個人のA株（国内限定）投資家は上海が約三割と多く、これに廣東、江蘇、四川、浙江、安徽、山東各省が続いた。株式会社の普及と株式投資は密接不可分のものであった。B株投資家は中國大陸と香港地区（在中外資）、米国、台湾、英、日などであった。

証券取引所設立を前にして始まつた証券投資基金も一九九二年鄧小平の南方談話以後、急速に発展した。

取引所がでけて投資家層も形成された。しかし

上場して市場で資金調達できる企業はおいそれとは増えない。となると既存企業の合併買収を通じてそれなりに収益性を備えた上場企業たろうとする試みが生じて当然であり、一九九七年ごろから上海ではいくつもの例が見られた。何しろ中国では上場していない大規模国有企业がごろごろあるかたわら、上場企業で業績不良のものも多かつた。非上場の有力企業が上場企業で狙いやさしいところをターゲットに、話し合いで、あるいは攻撃的にM&Aを仕掛けることは容易であったのだ。

上場企業もまた新株発行、支配株主の株式移譲、吸収合併方式、法人株の分散と増発など「資産重組」を進めた。結果として、民営企業の形式で上場、科学技術株の形式を借りて上場、地域を越えた合併、伝統産業が情報・高度科学技術産業に接近するなどの明らかな変化が生じた。他方で上場企業の違法行為も露呈し始めた。成都紅光（利益短期間に発展を遂げることができたのは、グルー

水増し等で上場資格偽るなど）、東方鍋炉（虚偽の財務報告）、大慶連誼（大株主による職工株の関係者への提供など）、藍田株式（各種証券詐欺行為）、軽騎集団（配下の証券部による違法行為）、棲光実業（ディスクロージャーせず）などが有名である。

辺境に出現、深圳市場

深圳市場は歴史（の無さ）、立地条件ともに上海と対照的である。ニューヨーク、ロンドン、東京などがそれぞれ首都であり、上海が中国唯一の経済都市であるのに対して、香港から車で一時間の深圳はもとはただの荒地、優れた自然条件も、経済・金融の基礎も無く、情報通信面でも遅れ、いわんや金融関係の人材は欠乏していた。それが短期間に発展を遂げることができたのは、グルー

としての人材の育成、最先端の技術の導入、制度改善の能力、理論研究、そして各方面から信頼を得たからといわれる。改革開放政策の中で一九八〇年創設された深圳經濟特区は、対外開放の窓口的存在となつた。古くからの国有企业は非常に少なく、特区の新しい国有企业については株式制が最も重要な改革の方向とされて、計画的に・重点的に株式制改造が進められてきた。經濟特区には国家財政からの支援は少なく、内資、外資の吸引が急務であった。特区への投資主体は、内地企業の横断的連合を形成し、各レベルの政府や企業集団、個人も含め、多様であった。また隣接する香港やマカオ（株式会社が普及）との接触から、株式制への抵抗が少なかったことも発展の要因となつた。

一九八五～八六年にかけて、政府の緊縮政策の結果、流動資金の乏しく困った企業が株式発行を行なった。

進め、いくつかの都市で株式制熱が出現した。深圳市では一九八六年一〇月に「深圳經濟特区国有企业株式制試行暫定規定」を制定し、株券、株式会社、株主等の株式制企業の基本概念を明確に規定した。地方法規ではあるがこの規定を持つたことが同市の株式制経済を大きく前進させたと同時に、一九九〇年五月に上海と並んで全国にただ二ヵ所の株式制試行都市として選択される基盤を作った。このとき株式公開発行額は上海と四川が抜きんでていたが、四川にはこうした法規、ルールは無かつたのである。

上海市場最初の上場会社八社が「老八株」といわれたように、深圳市場にも「老五株」がある。一九八七年未設立された深圳發展銀行（旧農村信用合作社を母体に株式制銀行を新設）を始めとし、万科企業（工業・貿易・不動産、現・不動産開発）、金田実業（軽工業・紡績品）、蛇口安達運

輸、原野実業（紡績・ファッショング・各種工業品）である。いすれも同市の店頭取引に上場しており、共通の特徴として、①国有企业が発起人となり、まず規範に従って内部改革を行い、その後に株式を発行して社会遊休資金を吸収した、②まず既存国有資産を基本の資本金とし（公有制主体）、その上で増資して同企業集体、職工、社会公開発行で資金吸収する「混合所有制」となる、

③一部には元来行政組織であった企業に所属する下位企業を分割独立させたものもあつた。とはいえて株式制の目的が十分に理解されていたとはいえ、株式発行は企業に対する融資の一手段と捉えられたり、特区の特色を生かし外資を株主とした（発展銀行）、自然人を発起人とした（原野）など大胆な創意工夫が見られたが、失敗もあつたらしい。

一九九一年末には深圳上場の深南玻が初めて海

外向けにB株を発行した。深圳のB株取引は当初香港ドル、ついで米ドル、再び香港ドル取引と遷した。並行して海外上場方式の外資導入も進められ、一九九三年六月に中国政府と香港取引所が備忘録を交わして（B株と区別して）H株方式が開始された。最初に選ばれた九大型国有企业のうち六までが「昆明機床」など深圳上場企業である。

深圳市場は一九九二年の不祥事で打撃を受け、九四年、九五年と低迷し、危機感がもたれる状況となつた。一九九七年七月一日香港が中国に復帰、その翌日タイが替フローディング制移行を発表して、アジア金融危機が勃発した。中国ではそのさなかに第一次全国金融工作会议が開かれ、金融リスクの重要性・切迫性を強く認識して、改革論議が開始された。金融開放以前で、国内では大国有企业の改革を迫られていた中国とし

ては、この「対岸の危機」から大きな教訓を得た。管理監督体制の統一強化、法を遵守する市場の新秩序確立、証券法の最終的な完成、そして

非流通株解消への「指導」

「高薪技板市場」（高度新技術株式向け市場）の設立である。当該市場の名称はその後「二板市場」、さらに「創業板市場」に変わった。元来広東省の高度科学技術企業を後ろに控える深圳では新市場に関心が深く、二〇〇〇年六月末に第二取引清算系統を確立し、翌月には深圳単独開設の正式宣布を得た。九月下旬に「主板市場」（在来市場）上場企業の新株発行を一時停止したのも、創業版市場中心で行くためであった。その結果として伝統的市場に関する上海市場に対する深圳市場の地位低下は否めない状況となつた。もともと、必要性は十分に認識されながらリスクの高さなど種々の事情で、深圳創業版市場にはなおゴーサインが出でていない。

一〇〇五年八月二三日、國務院の同意を経て、証券監督委員会、國務院国有資産監督管理委員会、財政部、中國人民銀行、商務部の政府五機関は「上場会社株式分置改革の指導意見」を提出した。一〇〇一年六月の國務院の「国有株減少」正式宣言以来五年、非流通国有株式の流通化問題は今春のテスト段階を経てようやく全面改革の第一段階に入った。指導意見の概要是以下のとおりである。

一、改革の正確な認識 健全な資本市場体系を形成するために必要なもので、資本市場を通じて国有株を減少させることを目的としない。A株市場上場会社の流通株と非流通株の制度の差異を解消することが目的である。

二、指導思想 改革と市場の安定発展を結合して進める。市場規律を尊重し、投資家、とりわけ大衆投資家の合法権益を保護する。

三、総体要求 関係者は「公開、公平、公正」を原則として統一組織として行う。実行はそれぞれ個別に決定する方式で、流通株主の株主総会のやり方に沿って非流通株主の総会を開く。非流通株株主との間の利益の差異は非流通

株主が現金や株式を支払う対価方式で平等化する。全体として「市場化」の方向性を堅持し、流通株と非流通株を再度区分することは認めず、完全

に流通株化した企業には優先的に再資金調達を認める。A株市場で両種株主間の利益平等化問題

が解決すれば、順次H株あるいはB株を併用する企業は同様にして解決を進める。

四、厳格な規範・秩序 上場企業は厳格なディスクロージャー、投資家保護に努め、証券会社・

機関投資家は誠実、公正に事に当たる。関係者全體がこの実行を利用した詐欺、インサイダー取引、市場操縦などの違法行為を防止し、取締まる。マスコミにも適切な対応を求める。

五、資本市場の安定発展促進 この改革を機に、上場企業のコーポレート・ガバナンスを完全なものにし、支配的株主あるいは実際上の支配者が企業の資金問題を占有している現実を解決し、上場企業が違法に対外担保を行うことを制止し、非公認の関連取引を利用した利益侵食行為を禁止する。その上で、企業の吸収合併、市場自体のイノベーション、法律の改正など発展改革を進めること。

A株の流通株と非流通株併存問題が円滑に解決されるかどうか、中国市場の今後はこれによって大きく左右される。基本的に外国人が保有するB株・H株と異なり、国内保有に限られるA株の均

質化は国内の社会問題でもあり、いわゆる「小康」社会維持への岐路ともなる。日本市場としても目を離せない段階となつたようである。

(参考文献)

- 馬慶泉主編『中国証券史』一〇〇三年
龔浩成・金德環主編『上海証券市場十年』一〇〇一年
曹龍騏・李辛白主編『深圳証券市場十一年』一〇〇二年
張育軍『国家競争中の資本市場戦略』一〇〇三年
『中国証券報』一〇〇五年八月二十四日号

(「ばやし かず」・当研究所主任研究員)