

中国における株式市場の生成と発展

汪 志 平

はじめに

- I 中国経済における所有権改革と株式市場導入の必要性
- II 株式会社設立の具体例
- III 中国株式市場の生成と発展
- IV 中国株式市場の問題点と最近の動き
むすび

はじめに

1980年代末まで、中国の経済学者の多くは、国有企業の株式会社化に対して異論を唱えていた。しかし、事情は一変し、いまや学者のみならず、政策担当者の間でも、国有企業の活性化には、株式会社化が最善策と考えるようになった。本稿の目的は、こうした政策の変化を念頭におきつつ、中国の株式市場の発展の現状と問題点を検討することである。

本稿の構成は次のとおりである。第I節では、中国における株式市場生成の主要な原因と考えられる国有企業の株式会社化の背景について簡単に紹介する。続いて第II節では、2つの企業を取り上げて、国有企業から株式会社に転換する動機と過程を具体的に示す。第III節では、現在中国に存在している2つの株式市場（上海と深圳）の発展過程と特徴を検討する。第IV節では、株式市場に現存する問題点を指摘し、最近の動向を踏まえながら、今後の発展方向を展望し、「むすび」とした。

I 中国経済における所有権改革と株式市場導入の必要性

中国の経済体制改革は1979年に着手されたが、当初は農業が中心であり、国有企業については、企業自主権（利潤の留保権、計画外生産権、外貨留保権など）の拡大だけが実験的に行なわれていた。都市改革、特に国有企業の改革が提起されたのは、1984年10月に開催された中国共産党12回3中全会においてであった。5年間にわたる農村改革の成功を受けて、いわば改革の第2ステップと位置づけられるものである。以後、企業と行政との関係、工場長の権限、経営請負責任制など多くの分野で、試行錯誤が繰り返された。10年に及ぶ企業改革の中で、企業の自主権拡大による労働者への分配の強化、計画外生産の拡大だけをみれば、進展しているようにもみえる。しかし反面、国有企業の経営と生産効率の低下も無視できない事実である。独立採算制を採用している国有企業の資本利益率は、1980年の16.0%から、88年には10.4%まで低下し、史上最低の水準に陥った。1990年1～9月に、企業の利潤は前年比で57.9%も減少し、国有企業の35%が赤字となった。1989年には、国家財政の企業に対する赤字補填額は600億元に達している^(注1)。また、行政が企業経営に干渉する状況は基本的には変わっていない。主管部門と企業の間は一種の「親子関係」であり、企業の経営権は

実質上、依然として主管部門の手の中にある。

さらに現在ほとんどの企業で行なわれている「経営請負責任制」^(注2)について、多くの問題点が指摘された。たとえば、(1)効率の悪い企業は低く設定された利潤、納税請負額で操業するから効率の向上にはならない、(2)現在の歪められた価格体系では企業成績に対する合理的判断基準を出しえない、(3)必ずしも適格者を経営者に選べるわけではない、(4)請負に期限があることから短期的な経営ビヘイビアとなる、などである。株式会社化は、このような問題点の一掃を狙って、改革の徹底を目標として浮上してきたのである。

株式会社化の推進は、次のような効果をもたらすと考えられた。

(1) 国有企業の所有権を抽象的なものから具体的なものに変える。国有企業において、国家財産の所有権が抽象的で誰が責任を負うかが不明確で混乱していることから、企業もまた国有資産の管理に対して責任を負わないという現実が生じている。劉国光(中国社会科学院副院長)の言葉でいえば、所有権改革を通じて「所有関係をより明確にして、誰でも全人民所有制企業財産の所有者であるが、実際に誰もその財産について責任を負わない」ような事態を終結させることができる^(注3)。すなわち、所有権改革により、国有企業の管理部門と国有企業間の温情主義的な関係を変え、企業がその経営に対して自己責任を負うようになる。

(2) 単一な銀行融資チャンネルから社会の遊休資金を集めて、多様な資金調達ルートに変える。国有企業への資金供給をみれば、改革後の資金の供給ルートは国家財政から銀行に変わった。しかし、銀行と国有企業との関係は市場経済にみられるような正常な契約関係でないため、企業が赤字で借金を返還できなくても銀行には打つ手がない。

そればかりか、銀行は企業の主管省庁の圧力の下で、赤字企業を救済するために新たに融資を行なわざるを得ない。1992年5月に、銀行はすでに1000億元以上の未回収貸出金を抱えている^(注4)。したがって銀行資金に対する需要を減らし、企業行動に自己規制メカニズムをもたせるためには、株式市場の発展が不可欠である。発達した株式市場では、企業は株式を発行して資金を調達できるが、同時に多数の株主の監視を受け、株式市場のチェックの下で経営活動を展開しなければならないからである。

(3) 株式制度は資金の流動化を容易にし、産業構造の調整に役立つ。発達した株式市場では、株価は企業や産業の将来性を測るバロメーターであり、産業構造の調整や企業の発展と淘汰は市場メカニズムによって実現できる。

(4) 従業員に株をもたせることによって、従業員の被雇用者意識を払拭し、主人公意識をもたせる。従業員を株主にすれば、一所懸命働いて企業業績が向上した場合、それだけ配当も期待でき、所有者の一員としての実感がもてる。

これらの期待について、少し私なりにコメントしておこう。(1)は社会主義の枠内で、ややもすれば曖昧になる経営責任を、所有権を明確にすることによって強化する試みである。国家所有に触れることは社会主義国では長い間のタブーであった。これに手をつけたことは、ひとつのエポックであり、また国有企業の状況が深刻であったことを示している。(2)はきわめて当然のことであるが、このことによって、社会主義中国の銀行が近代化することも期待される。(3)は将来への期待表明である。日本の株式市場をみても分かるように、株価はさまざまな原因で上下し、その変動に明瞭性を欠く場合も多い。後に述べるが、中国の株価の乱

高下は相当に激しい。企業監査制度や情報公開などの整備が伴わなければ、(3)が実現されないのはいうまでもない。(4)のような形でしか人民が主人公意識をもてないのは、社会主義の理想からいえば問題であろうが、しかしこれが過渡期の現実である。

(注1) 「發揮証券市場的資源配置功能」(『金融時報』1991年1月7日)。

(注2) 「経営請負責任制」とは、全人民所有制の基礎の上に、経営権と所有権の分離の原則にのっとり、経営請負契約形式によって、国家と企業の責任・権限・利益の関係を確定し、損益は企業が責任をもつ経営管理制度である。特に重要な利潤請負形式としては、次の5つがある。「(1)毎年、上納利潤率を増やすことを請け負う(1986年を基数とし、毎年5～10%ずつ増やす企業が多い)。(2)基数を請け負い、超過利益は国家と企業が分け合う。(3)利益の少ない企業は定額の利潤を請け負う。(4)赤字企業は赤字を減らすか、補助金を減らすことを請け負う。(5)その他の請負(石炭、石油、郵政などで行なわれた投入、産出請負など)」。中嶋誠一「中国の国営企業改革」(下)(『海外事情』[拓殖大学]第40巻第11号 1992年11月)を参照。

(注3) 劉国光・趙人偉「当前中国经济体制改革遇到的幾個問題」(『経済学週報』1985年9月28日)。

(注4) 趙自明「股份制：当前深化经济体制改革的重点」(『湖北社会科学』1992年第5号)12ページ。

II 株式会社設立の具体例

株式の発行形態によって、中国においては現在4種類の株式会社が存在している。すなわち、企業法人持株型(取引関係のある企業から株式によって資金を集める)、企業内従業員持株型(企業の従業員から集めた資金に対して株式を交付する)、上場株式公募型(公開した株式を証券取引所に上場する)および非上場株式公募型(非上場であるが広く社会に株式を発行して資金を集める)、がある。1991年末に株式会社は合計3221社あったが、その内訳は上に

挙げた型の順に各380, 2751, 30, 60社であり、85%以上の企業は企業内従業員持株型である(注1)。また、1993年4月15日現在、株式会社総数は5000社を超えており、そのうち、70社余りが上場されている(注2)。

株式会社生成には、次の5つの方法がとられてきた(注3)。(1)行政組織であった工業会社が、その下に所属する企業の資産を統合して、株式会社に転換させる。(2)国有企業が株式の公募発行を行ない、株式会社に転換する。(3)国有企業と集団所有制企業が連合して、それぞれが所有していた資産を株式に換算して、株式会社に転換する。(4)複数の企業法人が共同出資して株式会社を設立する。(5)株式を公募発行して資金を集め、新しい株式会社を設立する。

また、設立された株式会社は株式の種類構成に従って「四川モデル」、「上海モデル」および「深圳モデル」の3つに分けることができる。

「四川モデル」は、「国家株+企業株+従業員株」という株式の所有構造を基本とする。国家株は、国有資産を株式に換算したものであり、いわば、国家の現物出資に当たる。国家株は優先株であり、一定の配当が保証される。企業株は、企業の自己資金で購入した資産の現在価値を株式化したものであり、発行企業の所有となる。従業員株は従業員から集めた資金に対して交付されるものであり、その配当は基本部分と利益連動部分によって構成され、基本部分の配当率は銀行の預金利率よりやや高く設定される。したがって、利益変動のリスクは主に企業株によって負担される。このモデルの欠陥は、閉鎖性・排他性と非規範性にある。すなわち、株式が企業外に発行されないため、社会の遊休資金を吸収できない。配当は株式の種類によって異なり、取締役会の構成も規範

化されていない。このモデルは主に1980年代中頃および後半の株式会社の実験段階に多くみられた。

これに対して、現段階の主流となっているのは「上海モデル」と「深圳モデル」である。この2つのモデルの違いは、企業株の有無にある。すなわち、「上海モデル」では、「国家株+法人株+個人株」だけなのに対して、「深圳モデル」では企業株を設けることが許されている。企業株を設けられる企業は、もともと集団所有制企業、または国家による投資が割合少なく、銀行からの借入金が返済済みの国有企業に限られる。つまり「深圳モデル」の株式保有構造は「国家株+(企業株)+法人株+個人株」である。

法人株は、資金的に余裕のある他の会社（多くの場合は取引先）に割り当てられる株式である。個人株は、従業員株と一般個人投資家の株とから成る。取引所で売買できるのは一般個人投資家向けの個人株に限っている。後で述べるように、数社の法人株は実験的に売買されているが、国家株の売買はまだ検討中である。次に、「上海モデル」と「深圳モデル」について、それぞれ一例を挙げて具体的に説明しよう。

1. 上海真空電子器件股份有限公司^(註4)

上海真空電子器件股份有限公司（以下、「真空電子」）は、もともと6つの国有企業とひとつの研究所によって構成され、主にブラウン管や蛍光灯などを製造していた。中国におけるカラーテレビ需要の増大に対応するため、1986年、電子工業部と国家計画委員会は、18インチ・カラーブラウン管工場（年産100万個の能力）を上海に建てる計画を立てた。このプロジェクトには5億円の投資（うち5000万円の企業の自己調達資金）が必要であった。しかし、当時同社はそれほどの資金的な余裕がなかったため、株式公募発行の許可を上海市から得

た。こうして、同社は1987年1月に株式会社に改組された。

資本金は2億元（200万株）であった。そのうち、もとの6つの国有企業とひとつの研究所の資産、1億5000万元相当分（150万株）は国家株となり、新たに公募発行された株式は5000万元相当分（50万株）であった。うち200万元相当分（2万株）が他の企業に購入され法人株となり、残り4800万元相当分（48万株）が従業員と一般個人に売り出され個人株となった。「真空電子」はこの新規発行で得た5000万元と銀行の借入金を利用して、香港資本と合弁で上海永新彩色顯像管有限公司（カラーブラウン管メーカー）を設立した。工場は1990年に稼働し、91年に年産100万個の目標を達成した。

国民の生活水準の向上に伴ってより大きなサイズのカラーテレビが求められるようになった。そこで、「真空電子」は25インチ・カラーブラウン管の生産ラインを導入することを決定したが、そのための設備は日本から輸入しなければならず、ここに巨額の外貨が必要となった。

この調達のために、「真空電子」は外国人投資家向けの株式を発行することを上海市政府に申請した。中国人民銀行と上海市政府の支持を受け、まもなくこの申請は認可され、1992年には早速1億元（100万株）の「人民幣特種株式」が発行された。この株式は額面こそ以前と同じく100元であるが、海外の法人および個人が外貨でしか購入できないものであった。従来の株式と区別するために、従来のものは「A株」、今回のものは「B株」と名づけられた（その後、これが先例となって、中国で発行される国内向けの株式は「A株」、海外向けの株式は「B株」と一般に呼ばれるようになった）。B株の発行後、「真空電子」の資本金は3億元となった。その内訳は、国家株1億5000万元（50.0

株), 国内法人株200万元 (0.7%), 国内一般個人株4800万元 (16.0%), 外国法人・個人株 (B株) 1億元 (33.3%) である。

A株は額面発行であったが, B株は時価発行で行なわれた。B株が発行されたのは株式会社への改組から4年後であり, その頃までに「真空電子」の資産はかなり増大していた。当時, 同社の資産は7億2000万元に達し, 資本金の3.6倍と増大していた。したがって, B株の発行価格は計算上額面の3.6倍, すなわち360元以上でなければならなかった。最終的な価格は400元であり, その他に20元の発行費用を加えて420元に決定された。

したがって, 海外の投資家は420元相当のUSドル (当時の換算レートは1US\$=5.9232元) でB株1株を購入することになった。同社は1992年1月末までに1億元のB株の発行を完了し, 4億元に相当する外貨を手に入れたのである。「真空電子」のB株が上海証券取引所に上場されたのは1992年2月21日であった。

2. 深圳万科企業股份有限公司^(注5)

深圳万科企業股份有限公司 (以下, 「万科」) はもともと科学教育用設備の輸入を行なう国有企業であった。1986年に, 同社は株式会社に改組する計画に着手した。改組の過程で, 香港証券会社の専門家を招いて顧問とし, 各種の経営指標を作成し, それを新聞に公開した。

「万科」の純資産1325万元は額面1元の株式に分けられ, そのうち, 国家株は795万株, 企業株は530万株であった。1988年12月, 新たに2805万株を発行し, うち従業員と一般個人が1729万株, 外資が1076万株を購入した。その結果, 同社の株式所有構造は, 国家株19.2%, 企業株12.8%, 個人株41.9%, 外資株26.1%となった。

株式会社に改組されて以来, 「万科」は急速な

成長を遂げた。売上高は1988年の1億8000万元から91年の3億5000万元に, 利潤総額は583万元から3072万元に, 純資産は1325万元から1億9470万元に増加した。国家株は当初の795万元から, 配当金による購入と株主無償割当ての繰り返して増大し, 1992年には3700万元に達した。業務範囲も, 当初の輸入業務一辺倒から, 輸出, 不動産, 印刷, 機械, 電気製品, 広告などの各分野へと拡大した。

当初の取締役会の構成は, 取締役9名のうち, 株主代表6名, 経営者3名であったが, その後経営者の割合が拡大し, 現在では取締役10名のうち, 株主代表と経営者はともに5名である。所有と経営の分離が進んだといえる。第I節で述べた株式会社化の目標はほぼ達成されたのである。

(注1) 『中国経済体制改革』1992年5月号。

(注2) 『中華工商時報』1993年4月16日。

(注3) 蔣鉄柱「上海股份制企業和股票市場的発展」(『管理世界』1992年第1号) 116ページ。

(注4) 上海真空電子器件股份有限公司「発行A, B種股票籌集国内外資金的探索」(『改革』1992年第5号) 128~130ページを主に参照。

(注5) 「実施股份制改造以後——記国営企業深圳万科企業股份有限公司——」(『人民日報』[海外版] 1992年10月6日) / 「股道上的万科模式」(『中華工商時報』1992年9月26日) を参照。

III 中国株式市場の生成と発展

中国の新聞・雑誌などに, 株式制度のメリットを積極的に紹介する記事が現われたのは1980年からであり, それ以後, 株式発行のケースが散見されるようになる。たとえば, 1980年武漢市政府は, 商業ビル建設に際して株式を発行し, その株式の大部分は国有企業と集団所有制企業によって購入された。また山東省では, 1981年に, 火力発電所建設にあたって株式発行によって資金調達を行な

い、その株式は現地の国有企業、集団所有制企業および地方政府によって購入された(注1)。

1984年に入ると、都市における工業企業の改革の進展とともに、資本市場の導入が政策課題となってきた。株式の発行はいくつかの都市で実験として認められ、上海では「株式発行暫定管理弁法」が公布された。1984年11月、上海飛樂音響股份有限公司(音響設備・電子楽器の販売)が中国で初めて株式を公開発行したが、これが新中国における株式市場の嚆矢とみなされている(注2)。その後、広東省など南部の地域を中心に、株式や債券を発行して資金調達を行なう企業が急増した。こうした急速な動きを受けて、國務院は1986年に、国有企業が従業員・関係企業に対し株式を売却することを認めた。

こうして株式ブームが発生したが、ブームは1987年に一時鎮静化した。国有企業の株式会社化に対し、否定的見解が相次いだからである。1987年4月に、中国人民銀行は株式制度を国有企業ではなく集団所有制企業を中心に試験的に実施することを決定した。しかし、一度動き出した流れは止まらなかった。インフレの昂進に伴う必要な運転資金需要の増大、また金融引き締めによる資金不足から、企業は株式の発行によって資金集めを行なわざるを得なかったのである。中国人民銀行の統計によると、株式発行額は1987年に10億元、88年に25億元に達した(注3)。

その後、金融改革の実験都市や特区では株式発行に関する規定が公布された。その典型は深圳市で、1988年11月に国有企業への株式制度の全面導入を決定した。

1989年の天安門事件以降、約1年間目立った動きはなかったが、90年中頃には、上海・深圳での公募発行が正式に許可され、年末に上海証券取引

所が開業した。同時に、証券会社を会員とするコンピュータ・ネットワーク取引システムがSEEC(中国証券市場研究設計センター)の手により稼働した。上海に続いて、1991年には深圳証券取引所が開業した。また1992年海外に向けてB株を発行し始めた。

次に、現在中国で最も発達した、上海と深圳の2つの証券市場の生成と発展の過程を比較概観した上で、それぞれの特徴を明らかにしたい。

1. 上海市場

(1) 証券取引所開設までの動き

1984年11月、上海飛樂電声総廠(オーディオメーカー)が一般個人と工場の従業員に向けて、1万株(1株額面50元)の株式を発行した。同年12月、中国工商銀行上海信託投資公司静安証券業務部が、上海飛樂音響の株式販売業務を代理し、中国の株式市場の発端となった。その1カ月後、上海延中実業股份有限公司(事務機器メーカー)も静安証券業務部を通じて株式を発行した。1986年9月26日には、上海飛樂音響と上海延中実業の株式が正式に公開された。1988年に入ると、上海では公開企業が6社に達したので、上海申銀証券会社の前身である静安証券業務部は「静安株価指数」(注4)を作成し、『上海股票年報』を発行し始めた。

1986年以後、上海で開始された株式取引は、一時賑わいをみせたものの、まもなく閑散状態に陥った。ひとつの理由は、上場した企業の規模が、例外はあるものの、おしなべて小さかったことである。最小の愛使電子設備会社の資本金はわずかに40万元であった。第2の理由は、市場に出まわるいわゆる浮動株の少なさである。たとえば、前述の「真空電子」は2億元もの株式を発行したが、取引可能な個人株(すなわち一般個人向けの株式)は総発行株数の20%弱にすぎなかった。上海上場

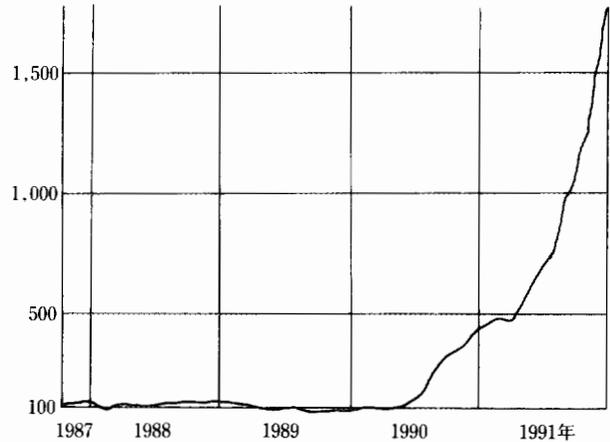
企業の一般個人株数のうち、年間実際に売買された株数の占める比率は、1987年7%、88年15%、89年23%であった(注5)。多くの株式はただ配当を待つだけの長期貯蓄証書と同じようなものであった。

閑散な取引は、株価の長期的な低迷を伴った。「静安株価指数」の基準値は1987年11月2日を100としている。1990年4月末までの2年半に、「静安株価指数」はずっと100~110の間で上下していた。特に1989年4月(天安門事件の寸前)以降は、株価が継続的に下落し、100を割って83まで下落した。このような状況はその後1年以上も続き、100を回復したのは1990年5月であった(第1図を参照)。

株式流通市場の閑散と株価の長期低迷によって、株式発行の動きも沈滞した。たとえば、1989年の年頭、「真空電子」が増資発行2200万元を計画したが、売れたのは400万元にすぎなかった。これを見て、株式会社制度を実験的に導入しようと考えていた他の企業も躊躇し始めた。

しかし幸運なことに、スタートしたばかりの中国株式市場は息絶えたのか、という不安が関係者の頭をよぎった頃、株価は持続的な上昇を示し始めた。直接の原因は国庫券(国債)の満期償還であるといわれる。上海市民が保有する6億元余りの国庫券が1990年6月末に満期となり、その資金の一部が株式に向かったのである。しかし、もっと重要な原因は深圳株式市場の活況であった。当時深圳では株価はすでに額面の数倍に達していた。ところが、上海の株価はまだ株面割れの状態で、深圳の人々には魅力的に映った。彼らは大量の資金をもって上海にやってきた。この南方資金がカンフル剤の役目を果たし、上海の投資家の投資意欲が回復し、株価の上昇が始まったのである。大

第1図 「静安株価指数」(1987~91年)



(出所)『上海証券年鑑 1992』上海 上海人民出版社 1992年 308ページより作成。

量の資金が流入すると、今度は逆に株式の供給過少が株価の急騰を招いた。

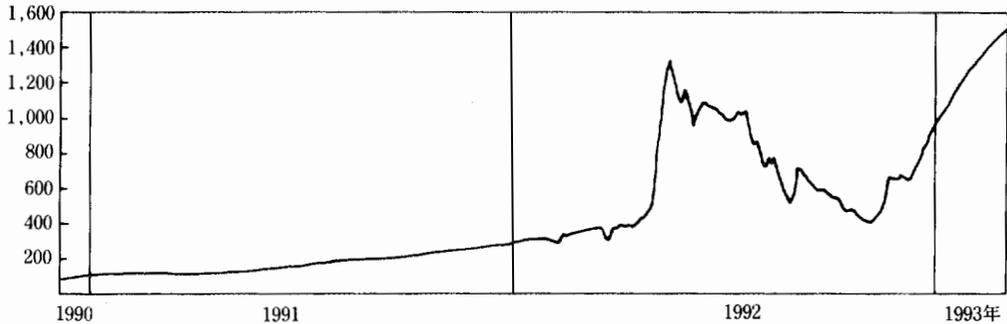
(2) 上海証券取引所設立後

1990年11月26日、上海証券取引所の創設が浦江飯店で正式に宣言された。営業が開始されたのは12月19日で、8銘柄でのスタートであった。取引所の第1回会員は24社で、うち上海の会員が14社、外地(取引所がある都市以外の地域)会員が10社であった。

1992年に入ってから、2つの重要な出来事があった。ひとつは先に触れたB株の発行と上場、他は株価に対する値幅制限を撤廃したことである。B株の発行は発達途上の中国証券市場が海外資金を取り入れる意思を示すものであり、重大な転換点であった。

また、上海証券取引所が開業して以来、株価に値幅制限が課されてきた。これは株式市場の安定にある程度貢献したが、同時に投資家のリスク意識を稀薄なものにした。そこで、1992年2月18日にまず上海延中実業と上海飛樂音響の株価につい

第2図 上海証券取引所株価指数 (1990年12月9日～93年2月20日)



(出所) 『上海証券年鑑 1992』上海 上海人民出版社 1992年 307ページ、および『証券市場研究週刊』各号のデータにより作成。

て制限を解除した。

1993年2月12日現在の上海証券取引所の取引銘柄は、A株が36、B株が10である^(注6)。開業時と比較すると、額面総額は17倍、時価総額は30倍にも増大している。また、取引所の会員数も当初の24社から171社(うち131社は外地にある)、登録した証券投資従事者も3万人から120万人に増大した^(注7)。

上海株式市場の株価動向を把握するには、「静安株価指数」の他に、上海証券取引所株価指数(以下、「上証指数」)がある。上海証券取引所設立から最近までの「上証指数」の動きを第2図に示した。

2. 深圳市場

(1) 証券取引所設立前

深圳株式市場の発生は上海に比べてやや遅かった。1987年初め、全国で初めて株式会社である地方総合銀行として、深圳発展銀行を設立することが深圳市政府により決定された。資本金として、50万株(額面20元)の人民幣株と17万株(額面100元)の香港ドル優先株が発行されることになった^(注8)。当時証券会社は設立されていなかったので、深圳発展銀行自身が販売活動を開始したが、

計画額の79%しか達成できなかった。初めての株式発行を成功させるために、深圳市政府が株式販売の努力をしたが効果はあまりなかった。最終的に売れ残った分はいくつかの国有企業に割り当てたのである。1988年12月に、2番目の公開募集企業である「万科」が4130万円の株式を売り出した際にも、売れ残りが生じた。売れ残った150万円も同じく国有企業に購入させた^(注9)。

1988年4月、深圳証券会社が設立され、株式は深圳証券会社で売買されるようになったが、閑散とした状態が続いた。

しかし、1990年3月、深圳原野会社が1650万円の株を発行した際に、深圳証券会社に長い行列ができた。その後、深圳市金田実業股份有限公司と蛇口安達運輸股份有限公司の株式の発行があって、深圳市場は「五馬奔騰」(5銘柄とも高騰し続ける)の局面に入った。

深圳市場がこの時期になって高騰し始めたのは、次の2つの条件が整ったからである。第1に、深圳発展銀行が成立した後、良好な経営パフォーマンスが示されたことである。1988年末と89年末には、株主に対して1:0.5の無償増資が実施された。当時の相場は高値圏にあり、「株を買えば必ず儲か

る」という神話が市民に広がった。第2に、1990年に入ってから、消費財市場が不振に陥り、銀行預金の利子率が下げられたことから、大量の資金が株式市場へ流れ込んだことである。

しかし、株価が急上昇すると同時に、場外取引、インサイダー取引、賄賂などの違法行為が目立つようになった。中国人民銀行と国家体制改革委員会の指導の下で、深圳市政府は株価相場変動制限に乗り出した。最初は、株価の値幅を前日価格の10%以内に決めたが、株価は依然上昇し続けたので、1990年6月26日に、上げ幅1%、下げ幅5%の制限に変更した^(注10)。このことは、株価の上昇よりも下落を歓迎する当局の姿勢を暗に示したものであった。

さらに同年7月1日に、深圳市政府は証券税に関する規定を公布した。その内容は、配当収入で1年の銀行預金の利息を超えた分に対しては10%の個人調節税を徴収し、株を売る時に株価の0.6%の印紙税を徴収するものであった。この措置が発表されて、株価は安定を取り戻したが、1日の出来高は従来の700万元から3万5000万元に急落し、いわゆる「有価無市」の状況に陥った。

8月になると、さらに厳しい規制措置が間もなく出るとのうわさが流れて、一時的に静止した株式取引が急増し始めた。8月21日、取引開始以来の出来高記録を更新し、その後の10日間の出来高総額は1億6000万元に達した。しかし、政府と専門家が心配していた株価暴落は起こらなかった。株価は毎日1%で「規則的に」上昇を続けていた。1日1%上昇すると、70日後に倍となり、1年後に20倍となる計算である。11月に、深圳証券公司以取引されている前述の5銘柄(1991年6月25日まではこの5銘柄のみが取引されていた)の株式時価総額は額面の30倍になった。

しかし、その頃から、深圳市場の空気は一変した。政府が厳しい措置を打ち出したからである。下げ幅制限を5%のままにして、上げ幅制限を0.5%に下げ、かつ株を買う時にも0.6%の印紙税を徴収することにした。11月20日、5銘柄がそろって暴落した。その後、政府は下げ幅制限を2%に縮めたが、下落は止まらなかった。「株式は紙切れだ」という株主の嘆きが新聞の紙面を飾った。

翌1991年4月に株価は最高値から約40%の下落を示した。4月22日には5銘柄の出来高ゼロの記録が作られた。市場は「冷凍状態」に入った。

(2) 深圳証券取引所設立後

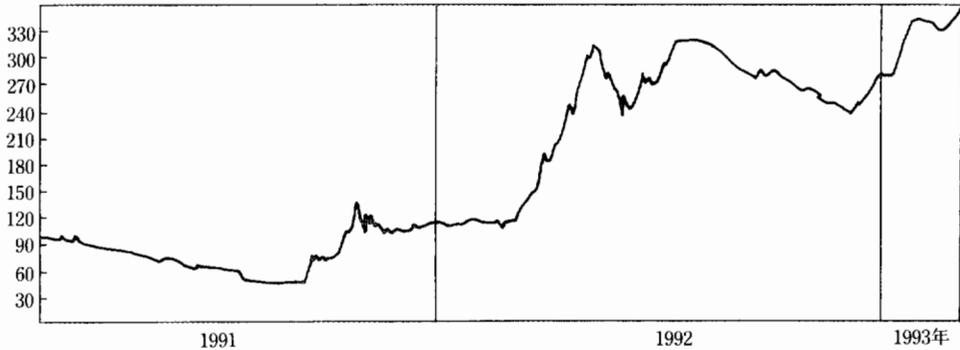
株式流通市場が長期低迷する中で、1991年7月初め、深圳証券取引所が正式に営業を開始した。祝いの式典で年内に10数社が新規上場する予定のニュースが伝えられたが、供給過多を懸念して株価はいつそう下落した。

8月に入って金融関係の専門家の要請に基づき、深圳市場の株価が全面的に自由化されたが、大方の投資家の予想を超えて、深圳発展銀行の株価は1時間余りの間に41.6%も下落した。9カ月前に100元以上であった同銀行の株価は15元まで下がった^(注11)。これによって「株を買えば必ず儲かる」という神話は一時的に崩壊し、株式投資のリスクが認識されることとなった。

9月に入ると、深圳の株式市場はまさに崩壊寸前になった。深圳市政府は市場救済の方策を検討した。この「深圳株式市場大救出」作戦行動の詳細は、現在も公開されていないが、間違いないことは、機関投資家が介入したことである。

この救済行動後、1カ月も経たないうちに、株式市場は正常に戻った。国慶節(10月1日)前に、深圳発展銀行の株価はすでに回復し始めたが、祭日が明けてからは全面高となった。10カ月の下落

第3図 深圳証券取引所株価指数（1991年4月3日～93年2月20日）



（出所）『中華工商時報』および『証券市場研究週刊』各号のデータにより作成。

を経験した後、深圳市場には再び熱気が溢れた。

10月末に、深圳市物業發展股份有限公司と中国南方玻璃股份有限公司の2社が新規上場した。1週間後、さらに11社の新規株購入申請が始まった。それまでは、新規株公開があると、平均株価はつねに下落したが、1991年の最後の3カ月はそうならず、株価は堅調に推移した。

1992年に入ると、株価はほぼ一本調子で急上昇を続けた。年初の鄧小平による「改革加速」の大号令が油を注いだ。3月中旬116であった深圳証券取引所株価指数が、6月初めには315に達した。その頃、株式の公募により調達した資金が不正に使用される事件が発覚し、このショックで株式相場は一時的に下落したが、間もなく再び上昇相場に転じた。8月になると、どの銘柄の株価も額面の4倍以上に高騰した。上場銘柄数および浮動株が少ないため、一方的な「買い」の相場展開が、株価を青天井にしていた。「株を買えば必ず儲かる」という神話がまた復活した。

8月8日から、新規上場14社の株の購入予約抽選券を求めるために、全国各地から100万人の市民がかけつけ、暑い夜を3晩も徹して並んだ。し

かし、一部の幹部が不正に抽選券を入手したので、販売窓口では予想以上に早く売切れの通知が出された。このため、市民の怒りが爆発し、当局批判のデモを行ない、武装警察隊との衝突にまで発展、後に有名な8月10日の「深圳株騒ぎ」となった。そして、窓口に並び続ける市民を納得させるために、当局は抽選券を追加発行せざるを得なかった^(注12)。

この株騒ぎの後、政策の見直しが心配されて、株価指数は一時238まで反落したが、その後は270前後で推移した^(注13)。11月23日に160の底値から持ち直して、1993年2月20日に350を超えている^(注14)。深圳証券取引所株価指数は、1991年4月3日を基準日として計算されている。その最近までの変化は第3図に示した。

深圳証券取引所には、1992年11月末現在、A株が19銘柄、B株が8銘柄上場されている^(注15)。また1993年度に新たに12社が上場する予定である^(注16)。

3. 上海市場と深圳市場の比較

上海市場と深圳市場は中国において代表的な存在であるが、両者にはいくつか大きな違いがあ

る。

(1) 上海では、上場企業の大部分が製造業であるのに対し、深圳では製造業に加えて、銀行、不動産、コングロマリットなど業種が多様である。

(2) 上海では合弁企業の上場はないが、深圳では最近合弁企業の上場が承認されるようになった。

(3) 深圳では、数万に達する法人投資家（製造業、不動産、社会福祉機関）が、株式市場に参加することによって、市場の活力が増大した。上海市場の参加者は個人に限られている。

(4) 上海市場のA株のPER（株価収益率、1株当りの企業収益に対する株価の比率）は深圳のそれよりかなり高いが、B株のPERは深圳より低い。これは、外国人投資家には上海よりも深圳の企業が馴染みが深く、また深圳とその周辺地域の方が高い経済成長が見込まれると、彼らが考えているからである。

（注1） Bowles, P.; G. White, "The Dilemmas of Market Socialism: Capital Market Reform in China," *Journal of Development Studies*, 第28巻第4号, 1992年7月, 578~579ページ。

（注2） 修培生・鄭水泉「上海、深圳証券市場的発展与啓示」（『金融研究』1992年3月号）38ページ。

（注3）『上海証券年鑑 1992』上海 上海人民出版社 1992年 295ページ。

（注4）「静安株価指数」は「静安平均株価」とも呼ばれ、1987年11月1日を基準日（指数は100）とする。

（注5） 來相蔭「発展中的上海股票市場」（『社会科学』1992年2月号）25ページ。

（注6）『証券市場研究週刊』第7期 1993年2月13日。

（注7）「上海証券市場健康發展」（『人民日報』[海外版] 1992年12月28日）。

（注8） 余金燦「深圳股票的建立与發展」（『港澳經濟』1991年3月号）29ページ。

（注9） 張国慶「探索發展中的深圳証券市場」（『銀行与企業』1991年第9号）21ページ。

（注10）以下の叙述は、王喜義・雷志衛「深圳股票市

場の実践与思考」（『財貿經濟』1991年12月号）29~33ページによる。

（注11） 深圳市經濟体制改革委員会「深圳股份制試点的進展与成效」（『企業管理』1992年5月）29ページ。

（注12）「中国・深圳：市民デモで株取引停止」（『日本經濟新聞』1992年8月12日）／「中国・深圳の新規上場株騒ぎ」（『朝日新聞』1992年8月14日）／“After Shenzhen Chaos: China Mulls Better Ways to Allocate Shares,” *Far Eastern Economic Review*, 1992年8月27日, 53ページ, などの記事で詳しく報道された。

（注13）『中華工商時報』1992年10月7日。

（注14）『証券市場研究週刊』第8期 1993年2月20日 11ページ。

（注15） *Far Eastern Economic Review*, 1992年12月10日, 55ページ。

（注16）『中華工商時報』1993年1月17日。

IV 中国株式市場の問題点と最近の動き

中国の株式市場はすでに5年の模索期間を経験した。この間、株式市場は次のような役割を果たした。(1)社会の遊休資金を吸収して、企業に供給することで生産資金不足の矛盾を緩和させ、重点プロジェクトの建設を支援した。(2)国家税収の増大に貢献した。1992年5月15日から国家は株式売買の双方から0.3%の印紙税を、また1年の銀行預金の利息を超える配当に対して20%の個人調節税を課している（国家經濟体制改革委員会「股份有限公司規範意見」）。(3)企業に直接金融の道を拓いた。(4)個人に新しい金融資産を提供した。(5)B株の発行によって、新しい外資利用の道を拓いた。

しかし、同時に以下のような問題点が存在している。

問題点1 —— 証券市場の地域性が強いこと。

発達した市場經濟においては、証券市場は最も均一な市場であり、各地域の証券価格が強い相関

をもっている。中国の株式市場の一体化の程度はまだ低く、各地域の銘柄構造、市場規模、政策、法規、価格変動などにおいて、大きな違いが存在している。1992年前半、深圳市は「深圳市股份有限公司暫行規定」、上海市は「上海市股份有限公司暫行規定」をそれぞれ制定したが、内容上大きな違いがあった。たとえば、深圳証券市場では、企業法人与事業法人は市場で個人の株式を購入することが許されているが、上海では、現在までのところ禁止されている。法人株の上場について、上海では、1992年5月から可能になったが、深圳では許されていない。また、この2つの市場の価格の連動性は弱かった。前掲の第2図と第3図を比べてみれば明らかだが、2つの株価指数が連動することはめったになかった。時には、相反する動きもみせている。1991年春以降、深圳の株価は下げていたが、上海の株価は一本調子の上昇であった。

問題点2——証券市場に関する法律が未整備のため、インサイダー取引が横行すること。

証券市場での取引において守らなければならない原則は公平・公正・公開であるが、中国の株式発行市場には、多くの不公平が存在している。たとえば、上場予定の企業が株のかなりの部分を企業の従業員や関係企業に配ってしまうため、実際に公開販売される数量が公表した数字より大きく下回る。証券会社内部ではさらに一部の株を自分の関係する顧客に販売しようとするため、一般の個人が買える株の数量がいっそう少なくなる。

また、証券市場に関する15の法律や規定が公布されているが、ほとんどが暫定措置や地域性の強いもので、全国に統一的な株式会社法や証券法は策定中の段階である。現在公布されている法律でも、株式会社の組織、設立、内部管理、取締役の

責任および株主の権利と義務などについての規定は、改善すべき点が多い(注1)。

問題点3——上場企業の財務内容の開示義務が不徹底であること。

株式市場の資源配分機能を発揮させるには、上場企業の情報が完全・正確・迅速に公表されなければならない。また、投資者が適切な判断と評価を下せるように、各企業は統一した会計基準に基づいた財務情報を提供すべきである。

しかし、現在中国では上場企業でも、いまだ従来の慣習的なやり方、すなわち、所有性質(全人民所有か集団所有か)と業種によって異なる会計制度に基づいて財務諸表を作っている。たとえば、1991年に、上海証券取引所に上場している9社は、7種類の会計制度に基づいて全く形式の異なる財務諸表を作った。納税基準や利益の計算方法もまちまちであり、相互に比較できない(注2)。また、企業の資産、負債および株主利益に対して重大な影響を与える契約なども十分に開示されていない(注3)。

問題点4——基幹産業の企業の上場がまだまだ行なわれていないこと。

現在深圳と上海の両証券取引所に上場されている企業には、以下のような3つの特徴がみられる。すなわち、第1に、85%の企業は工業と商業に関連する企業である。第2に、85%の企業が東部の沿海地域にある。第3に、85%の企業は国有企業から改組されたものである。また、現在上場している企業規模は大きくないので、株価の安定度が低い。株価と企業業績との関連がほとんどなく、数百億元の資金が純粋な投機に費やされている。したがって、上場企業の業種構成を調整して、投資家の投資目的を中長期的な方向へ誘導することが重要な課題である(注4)。

問題点5 — 浮動株式が過少のため株価が乱高下すること。

1993年2月下旬現在、中国の株式市場で取引されているのは上海で36銘柄、深圳で19銘柄しかなく（付表a, bを参照）、発行された株式数ももともと少ない。そのうえ証券取引所で売買できるのは一般個人向けの個人株だけであるが、それが株式全体に占める比率は非常に低い。結果として総株式のうちの浮動部分はきわめて少なく、株式流通市場の規模は非常に小さい。

1992年10月に、中国の国民の銀行預金は1兆1000億元を突破している（注5）。多額の貯蓄に対して非常に限られた株式しか発行されていない。このことも一因であると思われるが、中国株式市場でのPERは異常に高い。たとえば、上海の飛樂股份有限公司（上海飛樂音響とは別の企業）のPERは600以上に達したこともある（注6）。さらに、政府要人の発言や政策変更のうわさが飛び出すたびに、株価は大きく振れて、その騰落のスピードには他の国ではみられないものがある。たとえば、「上证指数」は、1990年12月19日には100であったが、92年5月29日には1233に達した。年平均上昇率は493%であった（注7）。株価は企業の経営状況とほとんど無関係に決まるため、株取引は合法的ギャンブルにすぎないとの批判もある。

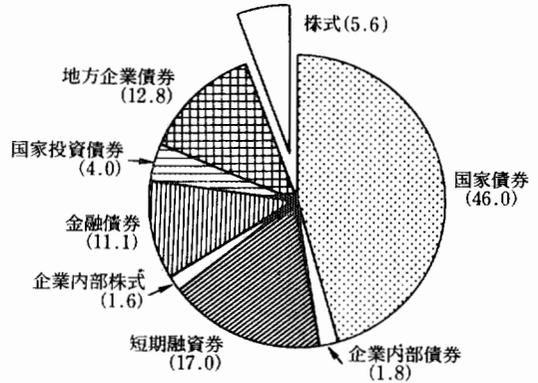
問題点6 — 証券資産に占める株式の割合が過小であること。

証券全体の中で株式の地位はまだ非常に低い。

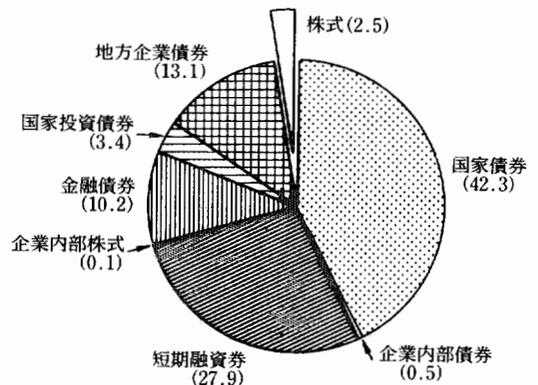
1989年に、証券資産全体に占める株式の割合はわずか1.54%にすぎなかった。1991年末までに2000億元の有価証券が発行されたが、その内訳は、国家債券（主に国庫券より成る）54%、企業債券17%、金融債券14%であり、株式はわずか3%である（注8）。たとえば、上海証券市場においては第4図

第4図 上海証券市場における株式の割合

① 1991年有価証券発行額の構成（%）



② 1981～91年有価証券発行累計額の構成（%）



（出所） 第1図の資料（293～294ページ）より作成。

（注） 国家債券のうち証券市場で取引可能なものは国庫券のみである。国家債券は9割以上が国庫券で占められるが、他に財政債券、国家重点建設債券、特種国債、保值公債を含む場合もある。

のようになっている。現在の証券市場はまだ国庫券を中心とした債券市場であり、株式市場は生まれたばかりの段階にある。さらに、企業の資金調達において、証券市場は限界的な役割しか果たしておらず、企業の投資行動に対する影響力はまだみられない。

問題点7——株式投資家が未熟であること。

中国の株式投資家は現在「五多三少」という特徴を有している。「五多」とは、若い投資家が多い、短期投資をする人が多い、中小投資家が多い、公職にある投資家が多い、ショッピングをするような感覚の投資家が多い、である。「三少」とは、長期保有をする投資家が少ない、リスクヘッジを考え分散投資を行なうような投資家が少ない、株式投資のリスクに対する認識が少ない、である(注9)。

上海の株式投資家に対する調査結果によると、現代中国の株式投資家の特徴は次のようである(注10)。(1)投資家の年齢が若く、40歳未満が68%、40～49歳が16%、50歳以上が16%を占めている。(2)中小投資家が多く、5万元(約100万円)未満の投資が91%を占め、そのうち、5000元(約10万円)未満が26.5%を占めている。(3)投資家の職業をみれば、80%が企業の従業員と政府機関の職員である。(4)短期投資家が多く、46%の投資家は売買価格の差益を目指している。株式の保有期間が1カ月以上1年未満の者が77.6%を占め、長期保有者(日々の価格変動に関心をもたない者)は7.2%しかない。(5)投資家のポートフォリオが非常に単純であり、54%の株式投資家が債券をもたず、株式の保有構造も単一である。(6)リスクの意識が稀薄であり、大部分の投資家は「株を買えば必ず儲かる」という心理をもち、78.5%の投資家が証券投資をしてから「損をしたことが一度もない」と答えた。

以上の諸問題を短期間に一挙に解決することは不可能であるが、最近いくつか注目すべき試みがなされている。

(1) 中国証券市場の発展と統一市場の形成を促

進するために、1992年10月に銀行と保険会社が出資して全国規模の3大証券会社が設立された。すなわち、中国工商銀行が中心となる華夏証券(本社・北京)、中国人民建設銀行系の国泰証券(本社・上海)、中国農業銀行系の南方証券(本社・深圳)である。各社とも株式会社で、資本金は10億元、経営は独立採算制で行なう(注11)。また、チベットのラサ市を除いて、全国各省・自治区の首都にある証券会社はすべて上海市場および深圳市場とリンクするようになった(注12)。さらに、中国の株式市場を総合的に判断するために、統一株価指標「中華株価指数」が1993年6月23日から発表され始めた(注13)。

(2) 上場企業の対象を全国に拡大した。1992年8月に瀋陽金杯汽車股份有限公司の株式が上海市場に上場された(注14)。それまで、上海で上場している全国唯一の外地上場企業は浙江省の浙江鳳凰化工股份有限公司だけであった。1992年末から、企業が一定の条件を満たせば上場できるようになった。これは上場の対象企業を全国に広げ、株式制度を一段と普及させることを目的としている(注15)。これを受けて、1993年5月24日に、北京市の天橋百貨股份有限公司と天竜実業股份有限公司が上海市場で上場した(注16)。また、廈門にある燦坤電器股份有限公司が1993年6月30日に、深圳で上場することが予定されている(注17)。

(3) 証券市場の公平・公正・公開と効率・秩序・統一性を維持し、投資家の合法的權益を保護するために、1992年12月、株式市場の規制・監督権限を中国人民銀行の上海支店と深圳支店から、中央に新設された証券取引委員会に移管した。同委員会を率いるのは改革派リーダーの朱鎔基副首相である。証券法は現在策定中であるが、この中には上場企業の財務内容開示義務の強化や、各市場

共通の規則づくりに向けての枠組が盛り込まれるものとみられている。株式の公開発行を行なう企業の透明度を高めるために、1993年6月末には中国証券監督管理委員会（以下、証監委）が「公開発行股票公司披露実施細則」（株式公開会社の情報公開を実施する細則）を公布した^(注18)。また同月株式発行審査委員会が発足した。同委員会は20名の委員によって構成されているが、その中に証監委幹部が含まれている他、委員の半数は全国の金融、財務、会計、法律の専門家から成る^(注19)。

(4) 1992年7月から、法人株の法人間の流通が実験的に始められた。これにより機関投資家および法人企業はSTAQ（中国証券取引気配値自動システム）を通じて株式売買を行なうことができるようになった。最初選ばれたのは、珠海恒通置業、広西玉柴機器、成都蜀都大厦の3社である^(注20)。1993年5月、北京の五星啤酒会社の法人株もSTAQに上場した^(注21)。1993年7月現在、全部で7つの銘柄がSTAQで取引されている。さらに、法人株の流通を可能にするため、広東省では、法人株取引センターの設立を準備している。

(5) 株式の供給を増やすために、大型国有企業が次々と株式会社化されている。1992年10月28日、中国最大の製薬企業である華北製薬廠が株式会社に改組された。同社の株式保有状況は、国家株が89.35%、個人株が10.65%である。個人株主は全部この工場の従業員である^(注22)。中国の大鉄鋼企業のひとつである馬鞍山鋼鉄会社が1993年中に株式会社に改組されることが決定され、それが実現すると、中国最大の株式制国有企業になるという^(注23)。広東省は、1993年中に大型および中型の国有企業の3分の1を法人持株を主要形態にした株式会社に改組することを目標としている^(注24)。

(6) 国有企業の所有権改革を促進するために、

青島啤酒会社をはじめとする大企業9社が1993年中に、香港証券取引所に上場する^(注25)。これまで中央政府にお伺いを立てていた国有企業の経営者が、株主に配慮した経営の効率化に取り組むようになることが期待されている。また、これによって、中国企業は「国際慣行」というこれまで経験したことのない新しいルールを強いられることになり、中国企業の国際化を促すことができる^(注26)。これらの企業は、香港での上場につき、上海証券取引所にも上場することが予定されている。

(7) 現在2つある証券取引所はともに南部の沿海地域にある。これに対して、北方および内陸地域の省が資金の沿海地域傾斜の現状を打破する必要性を唱えており、武漢と重慶が中国における第3の証券取引所の開設を目指して活発に活動している^(注27)。また天津も、解放前の金融センターとしての歴史と経験、また北京に近いことを強調して、証券取引所の開設を要請している^(注28)。現在、武漢はすでに中国最大の国債取引センターになっており、さらに膨大な資金を必要とする三峡ダムの建設計画を考えると、この3つの候補都市の中では、武漢が有利な立場にあると思われる。

(注1) 「海外上市：中国企業的新課題」（『中華工商時報』1993年4月21日）。

(注2) 朱榮恩・徐建新「建立与完善上市公司公開制度」（『上海會計』1992年第8号）24ページ。

(注3) 孫錚「完善股票上市公司的財務報告公開制度」（『財會通訊』1992年第9号）21ページ。

(注4) インフラストラクチャーの建設に株式制度を利用するために、地下鉄、空港、港湾、電力などの事業活動を株式会社によって担わせる構想が広州、珠海、大連などの都市で打ち出されている。「公司掛牌深滬，基礎産業緘黙」（『中華工商時報』1993年2月10日）。

(注5) 「城鄉居民貯蓄達一万一千億」（『人民日報』[海外版] 1992年11月28日）。

(注6) 陳明森「中国股票市場發育中的困境与出路」

『財貿経済』1992年第7号)30ページ。PERの国際比較を示せば、中国250.1、日本59.0、台湾50.0、韓国34.1、アメリカ13.6、イギリス11.3、香港10.4となっている(ただし、中国は上海証券取引所上場企業1992年5月の平均値で、その他は90年の平均値)。中国の数値は『中国物価』1992年第9号 25ページ、その他は同論文 31ページ。

(注7) 台湾の株価上昇幅は国際的に有名であったが、台湾の場合、1966年を100として、86年末やっと1000を突破して、年平均上昇率は12.2%であった。1986~89年の間に、台湾の株価が1000から1万まで急騰したが、それでも年平均上昇率は132.3%であり、上海の記録には及ばない。魯曉竜「我国証券市場发育状況及未来政策選択」(『中国物価』1992年第9号)24~25ページ。

(注8) 丁時中「有碍我国証券市場順暢發展的八大問題」(『技術經濟与管理研究』1992年第2号)45ページ。

(注9) 金樹萍「中国股市現状与未来發展趨向研究」(『經濟体制改革』1993年第1号)35ページ。

(注10) 「大陸股民尚处嬰兒期」(『中華工商時報』1993年2月5日)。

(注11) 「我国將組建三大証券公司」(『人民日報』〔海外版〕1992年9月23日)。

(注12) 「滬深股市転為全国市場」(同上紙 1993年6月29日)。

(注13) 『朝日新聞』1993年6月25日。これは上海と深圳にある2つの証券取引所に上場されている代表的な銘柄を選び、株価水準を加重平均して指標にしたものである。指数は、A株が1992年9月30日、B株が93年3月22日を100として算出されている。

(注14) 上場の予告は、「金杯股票將進上海市場」(『人民日報』〔海外版〕1992年7月21日)。

(注15) 「株式上場、全国に対象企業拡大」(『日本經濟新聞』1993年2月11日)。

(注16) 『中華工商時報』1993年2月17日、5月24日。

(注17) 同上紙 1993年6月9日。

(注18) 『人民日報』〔海外版〕1993年6月30日。

(注19) 「中国成立股票發行審核委員會」(同上紙 1993年6月24日)。

(注20) 「中国股份制發展有新進展」(同上紙 1992年12月12日)。

(注21) 『中華工商時報』1993年5月24日。

(注22) 「中国大型製薬企業実行股份制」(『人民日報』〔海外版〕1992年11月2日)。

(注23) 「馬鋼迎接企業股份制改革」(同上紙 1993年1月13日)。

(注24) 「広東春迅：股声陣陣 三分之一大中小型国有企業將逐步改組為股份制」(『中華工商時報』1993年2月19日)。

(注25) 香港で上場する9つの企業は、青島啤酒、北京人民機器、上海金山石化、江蘇儀征化纖工業、昆明機床、広州造船、馬鞍山鋼鉄、天津渤海化工、四川東力電機である。「大隆九家企業股票將在香港上市」(『人民日報』〔海外版〕1993年6月21日)。

(注26) 「国際ルールと接し、迫られる企業改革」(『日本經濟新聞』1993年6月28日)。

(注27) 「重慶：西部股市第一人？」(『中華工商時報』1993年5月14日)／「武漢搶搭証交舞台」(同上紙 1993年6月7日)／「華中該設証交所」(同上紙 1993年5月24日)。

(注28) 「天津応成為第三家」(同上紙 1993年4月26日)／「第三家証交所、何日進津？」(同上紙 1993年5月28日)。

むすび

中国はすでに社会主義市場經濟を確立することを体制改革の目標として定めており、株式会社制度の導入と株式市場の育成が熱心に進められている。国有企業の経営メカニズムの転換を図り、長期資金の調達を行ない、産業構造の調整を進めるために、株式会社制度の導入の必要性はすでに広く認められている。しかし、株式市場の順調な發展を実現するためには、次のようないくつかの課題を優先的に解決しなければならない。第1に、国有企業の資産評価など財務・会計上の基礎作業を適切に行なうこと。第2に、株式保有構造を改善し、特に個人株のウェイトを増大させること。第3に、公平かつ公正な競争環境をつくり、株式会社組織と株式市場の規範化を図ること。第4に、関係法律を整備・改善すること、である。

(北海道大学助手)

〔付記〕 本稿はその作成過程において、北海道大学経済学部の濱田康行教授、中西徹助教授、吉田賢一助手、斎藤一郎大学院生から貴重な意見をいただき、非常に参考になった。また北海道大学

農業経済学科の呉奇研究生（当時）から、上海株式市場に関する貴重な資料を提供していただいた。記して感謝の意を表したい。

付表 a 深圳証券取引所に上場している銘柄一覧（1993年2月下旬）

銘柄	資本金 (万元)	株式構成 (万株)				主な事業内容
		国家株	法人株	個人株	B株	
1 発展	8,975.16	5,026.09		3,949.07		銀行業
2 金田	4,271.63	379.33	1,477.92	2,414.38		紡績・捺染・服装
3 万科	9,236.46	1,559.45	2,004.35	5,672.66		金属製品・日用雑貨・建材・機械
4 安達	1,250	550	200	500		自動車による運輸・船舶の修理
5 原野	9,000	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	紡績・捺染・軽工業・不動産
6 宝安	22,503	6,425	6,952	9,126		工業・不動産
7 南玻*	10,753.26	7,123.55		2,030	1,600	ガラス製品・工芸品
8 康佳	13,886.9	9,871.9		3,015	1,000	家電・計算機・エアコン
9 物業	25,751.19	18,601.19		4,150	3,000	不動産開発・電気製品
10 中華	20,138.6	14,308.6		3,280	2,550	自転車
11 達声	2,123.35	1,041.1	242.25	840		家電・通信設備・計測機器
12 華発*	19,303	14,022.66		2,963	2,350	家電・計算機・電子ゲーム機
13 石化	13,889.88	10,039.88		2,350	1,500	貿易・不動産開発
14 振業	2,531	972	25	1,534		不動産開発
15 錦興	2,376	950.4	287.15	1,138.45		加工基地の開発
16 華源	2,656.2	1,556.2		1,100		フロッピーディスク製造
17 深宝	8,931.29	6,991.29		1,940		食品・飲料・缶詰・特産物
18 中厨	8,635	5,995		1,440	1,200	貿易・飲食サービス
19 中冠	12,707.92	9,187.92		1,520	2,000	各種綿布の捺染と処理

(出所) 各社の1992年中間決算財務諸表による。

(注) 株式の額面は1元。

*数値の不一致は原資料のままである。

研究ノート

付表b 上海証券取引所に上場している銘柄一覧 (1993年2月下旬)

銘柄	資本金 (万元)	株式構成 (1,000株)				主な事業内容
		国家株	法人株	個人株	B株	
1 延中実業	2,000		180	1,820		事務機器・プラスチック製品
2 真空電子	30,000	14,900	200	4,900	10,000	真空電子部品・カラーブラウン管
3 興業房産	2,000		1,500	500		不動産・建築材料
4 二紡機	30,398.7	14,078.7	800	3,020	12,500	紡績機械
5 軽工機械	16,516	15,516		1,000		軽工業機械の設計と製造
6 嘉 豊	7,063.1	5,913.1	150	1,000		紡績
7 聯合紡績	6,176.6		5,076.6	1,100		紡績
8 異型鋼管	3,632	2,356.7	475.3	800		各種類の特殊鋼管
9 金杯汽車	62,831.2	38,037.8	14,793.4	10,000		自動車製造
10 中紡機	20,810	11,010	1,300	1,500	7,000	紡績機械および一般機械
11 大衆出租	8,590	5,090	500	500	2,500	タクシー
12 第一鉛筆	6,400	2,892.1	507.9	500	2,500	鉛筆・化粧用筆
13 永生金筆	8,104	4,404	700	500	2,500	各種の筆
14 膠帶股份	6,895	3,395	500	500	2,500	各種のベルト
15 豊華圓珠	5,672	3,872	1,200	600		ボールペン
16 第一食品	2,838.7	968.7	1,140	730		食品
17 聯華合織	7,288.6		4,788.6	500	2,000	合成繊維および樹脂
18 氯碱化工	83,181	50,538	7,000	1,643	24,000	化学工業原料
19 冰箱壓縮機	11,991	7,991	3,000	1,000		冷蔵庫・コンプレッサー
20 聯農股份	2,500	800	1,100	600		農産物・食品・飼料
21 金陵股份	5,099.3		3,499.3	1,000	600	通信設備・電子電気製品
22 嘉宝実業	10,626.2		9,626.2	1,000		照明電器・家電
23 輪胎橡膠	62,200.5	43,200.5	400	1,600	17,000	タイヤ・ゴム製品
24 復華実業	4,339.1	431.6	2,407.5	1,500		計算機・通信機・計測機器
25 水仙電器	8,577.8	6,077.8	1,700	800		電気製品の輸出と国内販売
26 申達紡績	13,655	10,155	2,300	1,200		紡績捺染・服装の輸出入
27 電器股份	40,650.6	36,150.6	2,000	2,500		電子電気製品・合金材料
28 新世界	1,500	820	39	641		百貨店
29 棱光実業	3,379.9	1,879.9	400	1,100		ガラス・シリコン製品
30 竜頭股份	17,447.3	12,947.3	3,000	1,500		紡績
31 飛楽音響	500		70	430		音響設備・電子楽器
32 愛使電子	270		81.5	188.5		計測機器・電子部品
33 申 華	1,000		140.4	859.6		商業・不動産・客運送・工業
34 飛楽股份	4,860	3,140	1,300	420		オーディオ機器
35 豫園商城	11,290.4	1,619.4	8,088.6	1,582.4		百貨店・観光・ホテル
36 鳳凰化工	2,466.5	1,956.4	60	450.1		化学工業製品

(出所) 各社の1992年中間決算財務諸表および証券会社内部資料による。

(注) 株式の額面は10元。

作表時点以降に、華聯商厦、市百一店、天橋百貨、天竜実業の4銘柄が上場した。なお、1993年8月現在、この4銘柄の株式構成等のデータは入手していない。