

Title	中国株式市場の生成と拡大のプロセスに関する一考察(上)
Author	王, 東明
Citation	経営研究. 72(2); 61-84
Issue Date	2021-08-31
ISSN	0451-5986
Textversion	Publisher
Publisher	大阪市立大学経営学会
Description	

Osaka City University

In April 2022, Osaka City University and Osaka Prefecture University merge to Osaka Metropolitan University

中国株式市場の生成と拡大の プロセスに関する一考察（上）

王 東 明

目次

はじめに

- 1 株式発行および株式会社制度導入の実験期（1978～1985年）
 - 2 店頭市場の生成（1986～1989年）
 - 2.1 上海店頭市場の生成
 - 2.2 深圳店頭市場の生成
 - 2.3 小括
 - 3 上海と深圳の証券取引所市場の創設期（1990～1992年）
 - 4 地方市場から全国市場への拡大期（1993～1998年）
（以下、次号）
 - 5 株式市場の規範化、国際化および中小企業・ベンチャー企業の育成の時期（1999～2011年）
 - 5.1 株式市場の規範化
 - 5.2 非流通株改革
 - 5.3 株式市場の国際化
 - 5.4 中小企業ボードと創業ボードの創設
 - 6 株式市場を通じての大企業の再編（2012～2018年）
 - 7 「科创板」の設立とIPO登録制度の導入（2019～2020年）
- おわりに

はじめに

1990年代初頭に、上海と深圳の証券取引所が創設された。その後の30年間、中国の株式市場は急速に拡大し、現在世界第2位の市場規模になった¹⁾。とはいえ、80年代後半から、株式会社制度の導入および株式市場の創設を巡って様々な論争があった。この論争は、「資本主義か、社会主義か」というイデオロギー的な論争であるが、論争の焦点は、社会主義の中国において、資本主義先進国の株式会社制度および株式市場の利用ができるかどうかということであった。結局は、92年の春に、鄧小平の「南巡講話」が発表され、政治的に改革路線が継続したことで、以上の論争が沈静化し、株式市場および株式会社制度は、継続的に実験してもよいと

いう結論に辿り着いた²⁾。

初期段階の株式市場は、いわば自然発生的な形で生成された。これは主に地方の企業、個人投資家および金融機関が自発的な行動によって達成したものであり、「下からの改革」と見られている³⁾。しかし、「南巡講話」以降、92年10月に、共産党の第14回大会では、「社会主義市場経済」の枠組みが定められた。それに合わせて、93年11月に、党の14回三中全会では、企業改革の方針を決め、それは株式会社制度を中心とする「現代企業制度」の確立を重点に置くことになった。この時点から、株式会社制度の導入および株式市場の創設を巡っては、「地方企業、地方市場、地方管理」という地方の時代が終わり、地方を中心とする改革は、転換期を迎えた。

以上の企業改革方針の下で、94年末に、国務院は中央レベルの国有大中型企業100社を選んで、「現代企業制度」の実験に着手した。さらに、90年代の後半から、国務院と地方政府は、2700社余りの国有企業を選んで、「現代企業制度」を実施し、株式会社化を本格的に推進するようになった⁴⁾。このように、中央政府主導の下で、「現代企業制度」の構築が全面的に展開されるため、多くの国有企業が株式会社に改組され、それに伴って大企業の上場も増えた。90年代の後半から、中央政府主導の「上からの改革」は本格的に始まり、株式会社化が進めるなか、大中型国有企業の上場が増え、株式市場の規模の拡大へと繋がっていると考えられる。

本稿では、改革・開放以降に形成された中国株式市場の生成と拡大のプロセスを考察する。そこで、まず株式市場形成の各時期の特徴をまとめ、株式市場の生成と拡大の原因を探る。そのうえで、株式市場形成のロジックを考え、株式市場の構造的特徴を明らかにする。改革・開放以降に形成された中国の株式市場を振り返ってみると、大まかに7つの時期に区分することができる。以下は、各時期の主な動きと市場の特徴を考察する。

1 株式発行および株式会社制度導入の実験期（1978～1985年）

80年代前半、計画経済から市場経済への転換が始まり、国有企業の投資制度は、財政投資から銀行融資へと変更されていった⁵⁾。そのため、中小企業の「資金難」が発生した。そこで、地方の一部の国有企業や集団所有制企業は、事業を拡大するため、株式を発行して民間から資金を調達したことから、株式会社制度の導入が始まった⁶⁾。

78年から84年までは、株式会社制度を導入する萌芽段階である⁷⁾。この時期では、浙江省、山東省および広東省などの沿海地域の農村において、農家や個人経営者が共同出資の形で「株式合作制」の企業が創設された。このような共同出資の株式合作制企業は、株式会社の「雛型」となり、都市部の企業制度改革にも影響を与えた。83年に、広東省、福建省、江蘇省および上海市などの地域において、一部農村の株式制企業は、都市部に進出し、ビジネスを展開するようになった。

この一連の動きを受けて、84年4月に、国家経済体制改革委員会は、常州市で都市経済体

制改革の実験に関する会議を開いた。この会議では、都市部の集団所有制企業や小規模の国有企業に対して、従業員の自社株の投資や年末の株式配当の受け取りを認める提案が出された。この提案を受けて、都市部の一部の集団所有制企業や小規模の国有企業では、株式発行や株式制企業の実験が始まった。

84年10月、共産党中央の12回3中全会では、「経済体制改革に関する決定」を発表した。この決定により、経済体制改革の重点は、農村から都市部へと移った。また、この政策の影響で、株式発行および株式制企業の実験は、一部の大中型の国有企業にも拡大した。84年から86年までの間に、北京、広州および上海などの都市は、幾つかの国有企業および集団所有制企業を選んで株式制を導入した。

80年代に、初期の実験段階における株式発行および株式会社制度の導入は、主に次のケースがあった（表1）。例えば、撫順市撫順紅磚一廠、深圳保安県聯合投資公司、北京天橋百貨股份有限公司、上海飛樂音響公司等の企業は、比較的早い時期に株式を発行した。これらの企業の株式発行は、株式市場を生成する条件を与え、これは80年代後半の上海と深圳の店頭市場形成の誘因となっているといえよう。

80年代の実験段階の株式発行および株式会社制度の導入は、地方の中小国有企業や集団所有制企業を中心に展開され、主に従業員や地域住民および関連企業から資金調達し、公募発行は少なかった。初期段階の株式発行は、基本的に企業自らの行動によるものであり、「乱集資」（正規ルート以外の資金調達）ともいわれている⁸⁾。

また、発行した株式は、債券に近いものが多かった。なぜ債券に近い株式を発行したのか。その理由としては、一般市民は株式に対する知識が少なく、企業が株式を発行しやすいために取った措置と考えられる。

この時期の株式発行は、主に地方の中小国有企業や集団所有制企業が行ない、発行企業の業種も商業や軽工業などの非重厚長大の産業に集中していたので、実験的な意味が大きかった。また、これらの地方企業の株式発行および株式会社制度の導入は、企業自身の努力によるものであることが明らかである。この初期段階の株式発行は、店頭市場を生成する条件を与えたものと考えられる。

一方、初期段階の株式発行は、株式に関する知識が少ない状況の中で行われ、一部の企業は株式発行しやすいため、利息付きや期限付き・元本返済の株式、つまり債券のような株式を発行した。このような利息付きおよび定期性の株式は、大塚久雄が『株式会社発生史論』で紹介した株式会社の原型である海上商業のコンメンダや船舶共有組合などの企業形態から出てきた「無機能出資」や「当座性」の出資形態とよく似ている⁹⁾。その意味では、中国の初期段階の株式発行および株式制企業は、民間からの資金調達に重点を置き、株式投資のリスクに対する配慮があり、いわば自然発生的な株式会社の要素が多く含まれていると思われる。

このように、80年代における初期段階の株式発行および株式会社制度の導入は、主に地方

表1 中国の初期段階における株式発行および株式制導入のケース

時期	会社名・業種・元の企業形態	株式発行の内容
1980年1月1日	遼寧省撫順市撫順紅磚一廠 (建築材料、国有企業)	80年1月、撫順紅磚一廠は「期限2年・元本保証」の280万株式を発行し、200社余りの企業から2,800万円の資金を調達した。今回の株式発行は、改革・開放以降の初めての株式発行といわれている。また、発行した株式は、株式というより、実際に債券に近いものであった。
1980年	遼寧省撫順市人民銀行撫順支店 (金融、国有銀行)	80年に、撫順市の人民銀行撫順支店は、企業を代理して債券のような株式を発行し、約11万円の資金を調達した。
1980年4月2日	四川省成都市工業產品展銷股份公司 (商業、新規設立の株式制企業)	80年4月、成都市工業產品展銷股份会社が設立された。同社は法人を対象に株式を募集した。しかし、最初は株式をなかなか売れなかったが、83年までに、同社は最終的に1,400万円の資金を調達した。
1980年	山東省煙台市政府 (電力、国有部門)	80年に、山東省煙台市政府は、地方電力開発(龍口発電所)の資金を調達するため、電力部門と協力して初めて電力債のような株式を発行した。当時、煙台市政府は建設銀行煙台支店に委託し、地元企業と農村の郷、鎮、村を対象に、利息・配当付きかつ元本保証の株式を発行し、1.1億円の資金を調達した。
1980年	山東省淄博市周村区淄博毛巾廠周村分廠 (繊維、集団所有制の郷鎮企業)	80年に、山東省淄博市周村区は、株式制組織を創り、共同出資の形で初めて株式合作制の淄博毛巾廠周村分廠を創設した。
1981年	広東省仏山市綿績二廠 (繊維、国有企業)	81年に、広東省の仏山市綿績二廠、順徳県動流供銷社および仏山市第二飲食服務公司等の企業は、実験的に株式制を導入し、株式を発行して資金調達した。
1983年7月8日	深圳保安県聯合投資公司 (都市開発の投資会社、国有企業)	82年に、広東省保安県政府は、20万円を出資し、広東省保安県聯合投資公司を設立した。その後の83年7月、会社名を変更して、深圳保安県聯合投資公司が設立された。同社は香港の上場企業の規約や株式(株券)のサンプルを参考にし、政府の許可を得たうえで、「元本・利息保証」の株式を発行した。83年7月25日に、同社は『深圳特区報』で株式を公募し、初めての公募による株式発行の企業になったといわれ、香港・マカオを含む全国から1,300万円の資金を調達した。
1984年7月20日	北京天橋百貨股份有限公司 (商業、国有企業)	84年7月、北京天橋百貨股份有限公司は、初めて株式会社として会社登記し、中国初の株式会社といわれている。同社はもともと国有の百貨店であり、内部募集の形で「期限3年・元本保証」の株式を発行し、機関・団体、企業および個人から資金調達した。

1984年11月18日	上海飛楽音響公司 (電子、新規設立の集団所有制企業)	84年11月、上海飛楽音響公司が設立された。同社は人民銀行上海支店の許可を得て、初めて元本返済しない株式(発行済み株数が1万株、額面が50元)を発行し、法人(35%)と一般大衆(65%、従業員持ち株を含む)から50万円の資金を調達した。中国工商银行上海信託投資公司静安分公司は、同社の株式発行業務を引き受けた。上海飛楽音響公司は、個人株主に対して「元本・利息保証」の優遇措置を取り、年末に、経営状況により配当も出す。さらに、同社は個人株主と集団所有制企業の株主に対して、「株式の購入は自由、売り戻しも自由」の措置を取った。同社の株式発行は、11月18日付けの『新民晩報』で、ニュースとして公表した。
1984年12月	上海愛使電子設備公司 (電子、集団所有制企業)	84年12月、上海愛使電子設備公司が設立された。翌年の1月に、同社は公募で額面30元の株式1万株を発行した。
1985年1月14日	上海延中実業有限公司 (総合、集団所有制企業)	85年1月、上海延中実業有限公司は、すべての資本が株式発行によって調達した。同社は10万株(額面50元)を発行し、500万円の資金を調達した。同社の株主は18,000人を超えた。
1987年1月24日	上海真空電子器件公司 (電子、国有企業)	87年1月、上海真空電子器件公司是、公募で額面100元の株式10万株を発行し、1000万円の資金を調達した。 88年4月26日、同社は国内で初めて増資を行い、新規発行と合わせて、合計4,000万円余りの株式を発行した。
1987年3月20日	上海中華電工聯合公司 (電子、集団所有制の郷鎮企業)	87年3月、上海中華電工聯合公司是、公募で額面100元の株式1万株を発行し、100万円の資金を調達した。同社は、上海市の郷鎮企業として初めて株式を発行した。
1987年5月10日	深圳發展銀行 (金融、農村信用組合による新規設立)	87年5月、深圳發展銀行は、6つの信用組合を改組して設立された株式制の銀行である。同行は、公募で額面20元の株式39.65万株を発行し、793万円の資金を調達した。
1987年9月8日	上海飛楽股份有限公司 (電子、国有企業と集団所有制企業の聯營企業)	87年9月、上海飛楽股份有限公司が設立された。同社は中国初の比較的「規範化」された株式会社といわれ、額面100元の株式2.1万株を発行し、210万円の資金を調達した。
1988年3月8日	上海豫園商場股份有限公司 (商業、集団所有制企業)	88年3月、上海豫園商場股份有限公司は、公募で129.1万円の株式を発行した。同社は上海の商業企業として初めて株式を発行した。
1988年5月	瀋陽金杯汽車股份有限公司 (自動車、国有企業)	88年5月、瀋陽金杯汽車股份有限公司が設立された。同社は全国的に株式を公募し、当時最大の株式会社となった。

1988年11月1日	深圳万科企業股份有限公司 (総合、国有企業)	88年11月、深圳万科企業股份有限公司が設立された。99年12月28日、同社は公募で額面1元の株式2,800万株を発行した。
1989年2月8日	深圳金田実業股份有限公司 (商業、国有企業)	89年2月、深圳金田実業股份有限公司は、公募で額面10元の株式45.2万株を発行した。
1989年3月	浙江鳳凰化工股份有限公司 (化学工業、国有企業)	89年3月、浙江鳳凰化工股份有限公司は、公募で株式を発行した。
1989年12月	蛇口安達運輸股份有限公司 (運送、国有企業)	89年12月、蛇口安達運輸股份有限公司は、株式制を導入した。翌年の1月に、同社は公募で額面1元の株式1,250万株を発行した。
1990年3月3日	深圳原野実業股份有限公司 (繊維、中外合弁企業)	90年3月、深圳原野実業股份有限公司は、公募で額面10元の株式245万株を発行した。

出所) 初期段階における株式発行および株式制企業の動きについては、金・肖・許主編(1991)、万(1992)、17-18頁、王・雷・肖(1992)、55-56頁、曹(1994)、134-140頁、禹(2000)、93頁、李(2001)、63-75頁、曹・李編(2003)、10-18頁、範・陳・李編(2007)、214-225頁、範・陳・李編(2009)、29-34頁、568-569頁、李・哈編(2010)、7-11頁、各種のネットサイトより作成。

の中小国有企業や集団所有制企業の自己努力によって実現した。そこで、地方政府は地域経済を発展させるため、株式発行および株式会社制度の導入を支持する立場にあったが、一方で、中央政府は比較的に慎重な態度を取っていた。その意味では、初期の実験段階の株式発行および株式会社制度の導入は、自然発生的な要素が多く含まれ、基本的に「下からの改革」であり、国有企業と集団所有制企業に民間資本の「動員」を達成している。このように、地方企業の株式発行と従業員・地域住民の株式購入がうまくマッチすることは、株式市場生成の条件を与えたのである。

2 店頭市場の生成（1986～1989年）

以上で述べたように、80年代前半では、一部地方の国有企業や集団所有制企業が株式を発行した。これらの株式を購入した地域住民や従業員は、手元の株式を換金する場所はなかった。そこで、株式の換金に困った市民は、自ら買い手を探して自主売買が始まった。この自主売買が増えるとともに、金融機関の窓口で株式の譲渡・登録を行う人も増えていた。しかし当時、金融機関の窓口において、株式の売買業務を行うことはできなかった。この株式の自主売買が増えるなか、金融機関での名義変更のケースも増えたが、それを見ていた金融機関の担当者は、株式売買が商機と思い、株式の売買業務を政府に申請するようになった。このように、企業の従業員や市民の株式の自主売買は、店頭市場を創設するきっかけとなったのである¹⁰⁾。以下は、上海と深圳の店頭市場生成のプロセスを見ることにしよう。

2.1 上海店頭市場の生成

上海店頭市場の生成は、次のプロセスを経た¹¹⁾。すなわち、表1が示すように、84年に飛樂音響（84年11月）の株式発行を皮切りにして、その後は延中実業（85年1月）、愛使電子（85年1月）などの企業も公募で株式を発行した。このように、個別企業の株式発行市場が現われたが、その流通市場はまだ存在しなかった。

当時、飛樂音響と延中実業の株式発行業務は、中国工商银行上海支店の信託投資公司静安分公司（以下、静安分公司と略称）に委託した。両社の株式が発行された後、静安分公司の窓口で、株式を売りたい人が現れてきた。特に、両社の利息と配当を支払った後、株式を売りたい人が増えていた。その中には、留学費用を捻出したい青年、国から配分した新しいマンションの内装費用が欲しい人、お墓を買いたい老人、入院費用を必要とする人など、つまり様々な理由で株式を売りたい人が出てきた。とにかく、彼達は、自分が持っている株式を売って換金したいので、株式の発行業務を担当した静安分公司の窓口に来てきた。しかし、窓口には、株式を買いたい人がいなかった。

当時、人民銀行上海支店が公布した「株式発行に関する暫定管理弁法」（84年7月）では、株式の持ち主は、株式を転売する際に、必ず株式の発行代理会社を通じて転売先を探さなければ

ばならないという規定があった。しかし、株式を代理発行した静安分公司は、株式の転売先が見つからなかった。このように、静安分公司の窓口には、株式を売りたい人が増えているが、買う人が現われず、それに失望して帰った人が多かった。転売できない一部の株主は、「株式を持って、配当だけもらい、売買できない。このような株式は、株式と言えない。」と不満を持った。

以上の状況を目前とした静安分公司の責任者である黄貴顕（経理）と胡瑞荃（副経理）は、それを商機と判断した。株式発行業務を代理した2社の株主がすでに2万人（飛楽音響：2千人、延中実業：1万8千人）に達し、株式売買の店頭市場を創設について考え始めた。そこで、静安分公司は、株式売買という新しい業務を人民銀行上海支店に申請した。一回目の申請は、返事がなく、二回目の申請も返事がなかった。株式売買という新しい業務に従事するためには、政府の許認可が必要になる。黄氏と胡氏は、人民銀行の無返答に対して、無力感を感じた。この状況のなかで、株式を売りたい株主は、自ら買い手を探し、取引が成立すると、金融機関の窓口に来て、株式の譲渡と名義書換の手続きをするケースが増え、公認の流通市場がないなか、このような自主売買が増えていった。

転機が来たのは、86年8月上海市政府のある座談会であった。当時、上海市市長の江泽民と副市長の黄菊は、経済関連の座談会を開き、そこで、静安分公司の胡副経理が用意した株式流通市場に関する報告を聞いた。この座談会で、胡氏は「株式の命は、その流通性にある。株式を流通させないと、その生命力もない。」と流通市場の重要性を訴えた。座談会が終了した後の帰り道に、胡氏は人民銀行上海支店の李祥瑞支店長と話し合い、株式流通市場のメリットを再び強調した。その数日後、人民銀行上海支店は、静安分公司が申請した株式店頭取引業務を許可した。この地方政府の動きは、86年夏に、中央政府の北戴河会議で上海市を株式制企業改革の実験都市に指定したことと関連するのではないと思われる。

そして、86年9月26日に、静安分公司は、閉店した12平方メートルの理髪店（南京西路1806号）を借り、そこで、改革・開放以降の中国最初の株式店頭市場が創設された。株式店頭市場で最初に売買されたのは、飛楽音響と延中実業の2銘柄であった。その後、取引銘柄数は4銘柄まで増え、営業所も8箇所増加した。

90年に入ると、上海店頭市場の「静安指数」が公表され、90年末現在の証券経営機関は26社、証券販売窓口は50箇所余りとなった。86年から90年までの5年間、上海店頭市場の累計売買金額は1.2億元に達し、上海市の累計証券売買代金72億元の2%前後を占める。この時期に、店頭市場の規模は、まだまだ小さいことがわかる。そのうえ、店頭市場の株式売買代金がさらに小さく（表2）、店頭市場が存続した5年間の累計株式売買代金は、6,000万元前後であったが、株式売買代金の対前年比の伸び率が高く、89年の天安門事件は、株式売買に一定の影響があったと考えられる。

表2 上海株式市場の売買代金

年	1986	1987	1988	1989	1990	1991
株式売買代金（万元）	20.0	76.0	445.0	776.8	4,963.0	80,662.4
前年比（%）		380.0	585.5	174.6	638.9	1625.3

注）86年～90年12月19日までの数字は、上海店頭市場の数字である。90年12月19日以降の数字は、上海証券取引所の数字である。

出所）上海申銀証券会社『股票年報（1991）』、13頁より作成。

2.2 深圳店頭市場の生成

深圳の株式発行は、比較的早い段階で行われた。これには、香港の「隣人効果」の影響があったと考えられる。80年代初頭の深圳特区では、「隣の町の香港には、沢山の株式会社と株式市場があり、なぜわれわれはできないのか」という深圳人の疑問の声がよく聞かれた¹²⁾。この深圳人の声から、83年7月に、中国最初の株式制企業とみられる深圳宝安県聯合投資会社が誕生した。同社は初めて公募による「股金証」（元本・利息保証の株式）を発行した。

86年10月に、深圳市政府は、「深圳経済特区国営企業株式化実験の暫定規定」を公布した。同暫定規定は、国営企業に関する株式制導入の最初規定となった。その後、深圳市政府は、10社の国営企業を選んで、株式制企業の実験を開始した。そして、87年5月、深圳発展銀行は、6つの信用組合を改組して設立された。同行は株式制の銀行であり、公募により株式を発行し、793万元の資金を調達した。しかし当時、社会全体は、株式に対する認識が薄く、株式の知識を持っている人も少なかった。そのため、同行の株式発行はうまくいかず、公募計画（79.5万株）の約半分（49.9%、39.65万株）しか発行できなかった。売れ残りの株式に対して、政府は幾つかの国営企業を動員して買わせ、さらに、深圳市の党員・幹部も動員して買わせた。例えば、政府のある処長（課長クラス）は、深圳発展銀行の株式（100株、1株20元）の購入を勧められ、家族と相談のうえで渋々と購入した。

その後、88年2月に、国営企業の金田実業が株式会社に改組された。89年2月に、同社の発行済株式数は1,070万株に達し、そのうち、公募による発行が全体の約半数（522万株）を占めた。また、88年12月に、万科企業股份有限公司は、公募で額面1元の株式2,800万株を発行した。しかし、同社の株式発行は深圳発展銀行と同じように、公募計画の通りに売れず、証券会社がその売れ残りの一部を引き受けた。このような発行困難の状況に対して、深圳市政府は、党員・幹部を動員して先頭に立って株式を購入するよう呼びかけ、株式の宣伝キャンペーンが始まり、いわゆる「愛国株」を買う運動が行なわれた。この時期は、株式の宣伝・動員の時期である¹³⁾。

この時期では、株式発行による資金調達に対して、地方企業が積極的に行動し、一部の企業は企業組織を株式会社に変更するケースも出てきた。地方政府は、企業の株式発行に対して様々

な形で支持し、深圳のような「愛国株」を買わせる運動まで出て来る地方自治体もいた。この一連の株式発行における地方企業と地方政府の動きは、「下からの改革」であることは明らかである。

そして、87年9月27日に、中国人民銀行の認可を受けて、深圳特区証券会社が設立された。同社は、建設銀行深圳支店、中国華能財務公司などの10社の金融機関から550万元の資本金の出資により設立され、社会主義中国の最初の証券会社であるといわれている。また、同社は、最初の株式発行業務として深圳発展銀行の発行業務を引き受け、同行の株式店頭売買も契約した。それにより、88年4月1日に、深圳特区証券会社の窓口で店頭売買が開始され、深圳の店頭市場が創設されたのである¹⁴⁾。

90年末現在の店頭市場の売買銘柄は、深圳地元企業の5銘柄であり、金融の深圳発展銀行を除けば、基本的に商業や不動産および運送の企業であり、重厚長大の企業はなかった。この時期の店頭市場は、まだ実験的な市場と位置付けられている。しかし、店頭銘柄の株式売買代金は、400万元(88年)、2,300万元(89年)、17.6億元(90年)と年々急増し、89年と90年の売買代金は、上海店頭市場の売買代金を大きく超えた。特に、深圳発展銀行は、高い配当金を支払ったことで、株式の投資ブームを引き起こした。同行の87年度の配当は、1株2元(配当率10%)、89年2回目の配当は、1株7元(配当率35%)が実施された(表3)。また、同行は既存株主に対して、2対1の比率で株式分割(株配)を行い、32.5万株を株式配当し、1対1の比率でワラント(新株引受権証書)も発行した。

その後、深圳発展銀行以外の企業もハイリターンの配当案を発表した。これらの企業のハイリターンの配当政策の影響で、深圳市民においては、株式投資の関心が高まり、投資ブームが到来した。90年に、株主数は年初の2万人足らずから、年末に一気に10数万人まで増加した。当時、深圳市の常住人口は、40万人に達していたが、株主数は15万人前後になり、ほぼ全ての家庭が株式を持ち、「株式を買うと儲かる」という神話が広がっていた。例えば、90年4月に、深圳発展銀行の株価は、1株176.78元に達し、発行価格の784%になったが、株式分割後の6月末に、同行の株価は、1株24.85円で、4月の株価よりさらに598%上昇した。6月末に、他の銘柄の株価は、金田実業が1株83元、発行価格の730%、万科企業が1株7.13元、発行価格の613%、安達運輸が1株8.76元、発行価格の776%、原野実業が1株53.21元、発行価格の432%までそれぞれ上昇し、深圳は株式投資ブームになっていた。

その一方、深圳は上海と同じように店頭市場の外に場外取引、つまり闇市場もあった。なぜ闇市場が存在したのであろうか。深圳の場合は、店頭売買の窓口が少なく、オフィスも狭い。当時は、店頭売買業務を行っている深圳特区証券会社、深圳国際信託投資公司証券業務部および中国銀行深圳分行証券業務部の3社であった。この3社は、四つの取引窓口しかなかったが、その窓口は、常に超満員の状態であった。この状況の中で、一部の投資家は、止むを得ず場外取引に走り、その結果、闇取引が横行するようになった。特に、90年3月から6月の株式ブー

表3 深圳店頭市場の売買銘柄の状況

会社名称	元の企業形態、業種	株式制導入時期	株式公募時期	株式資本金 (万元)	株式資本金の内訳			額面 (元)	1株当たり配当 (元)	1株税引き後利益 (元)	個人株主数 (人)
					国家株資本金 (万元)	法人株資本金 (万元)	個人株資本金 (万元)				
深圳發展銀行	農村信用組合 銀行	1987年5月	1987年4月	4,850	2,522(52)		2,328(48)	20、現在1	7(1988年) 10(1989年) 0.7(1990年)	39.8(1988年) 38.5(1989年) 1.45(1990年)	42,000
深圳万科企業股份有限公司	国有企業 実業・貿易・不動産	1988年12月	1988年12月	4,133	1,300(31)		2,833(69)	1	0.165(1989年) 0.2(1990年)	0.275(1989年) 0.425(1990年)	14,500
深圳金田実業股份有限公司	国有企業 実業・貿易・不動産	1989年2月	1989年2月	2,103	988(47)		1,115(53)	10、現在1	3.5(1989年) 0.2(1990年)	3.85(1989年) 0.326(1990年)	6,500
蛇口安達運輸股份有限公司	国有企業 運送	1989年12月	1990年1月	1,250	550(44)	200(16)	500(40)	1	0.2(1990年)	0.222(1990年)	4,350
深圳原野実業股份有限公司	中外合弁企業 繊維・貿易・不動産	1990年3月	1990年3月	9,000	32(0.4)	4,707(52)	4,261(47)	10、現在1	0.2(1990年)	0.313(1990年)	15,000
合計				21,336	5,392(25)	4,907(23)	11,037(52)				82,350

注1) 株式資本金の内訳の括弧内の数字は、出資比率である。国家株資本金と法人株資本金は、主に資産からの出資である。

注2) 深圳金田実業股份有限公司の数字は、計算ミスがあり、訂正した。

出所) 金・肖・許主編 (1991)、66頁より作成。

ムの時期では、証券会社の前に、常に1,000人、2,000人、多い時に3,000人前後が集まり、株式の場外取引つまり闇取引が行われた。人が多い時には、交通が遮断され、警察が出動して秩序を維持するなどの混乱もあった。

さらに、当時、店頭市場の決済や名義変更などのサービスが立ち遅れており、売買手続きの効率が悪かった。例えば、株主の名義変更の手続きは、完了するまで、半月もかかっていた。しかし、相場は毎日変動し、それに伴うリスクが大きい。そのため、一部の投資家は、店頭市場を避ける行動を取り、闇取引に参加した。しかし、闇市場には、偽札や偽株券が出回っていた。また、一部の悪質業者は、大衆の投機心理を利用し、政府の許可なしで株式あるいは資金調達券（「集資券」）を発行したり、私設店頭市場を設けたりするなどの違法行為に走り、様々なトラブルも発生した。しかも、闇市場の取引金額は、店頭市場より2倍ないし3倍前後多く、闇市場の価格も一般的に店頭市場より2倍前後高かった。この価格差こそが闇取引を生む原因ではなかったかと思われる。

闇市場の混乱を防ぐため、深圳市政府は、90年5月28日に違法な場外取引を取り締まり、総合的な整理・整頓の措置を実施した。それは店頭市場の値幅制限の調整や党・政府の幹部に対する株式の売買禁止などの措置を取った¹⁵⁾。これらの措置は、闇取引に対して一定の抑止効果があったと考えられる。

2.3 小括

80年代後半の店頭市場は、地方の企業、金融機関および地方政府の協力の下で形成された市場であるが、そのきっかけは、投資家の換金需要によるものであった。地方企業の株式発行と投資家の換金需要は、株式市場形成の自然発生的な要素であるが、店頭市場の生成は、基本的に地方の市場関係者の努力によるものであり、「下からの改革」であると考えられる。

また、店頭市場で売買されていた株式は、ほとんど上海と深圳の地元企業の株式であり、市場の管理・監督も地方政府と人民銀行の地方支店の共同で行われた。その意味では、店頭市場は、地方市場の性格が強く、実験的な意味が大きいと考えられる。また、深圳店頭市場の株式売買代金は、上海の店頭市場を大きく超え、市場の人気度が高かった。当時の深圳は、市場経済化の進展が他の地域より速く、深圳市民の株式に対する認知度が高く、その株式投資の意欲も上海市民より高かったことが明らかである。

その一方、店頭市場の外で、場外取引、つまり闇市場も存在し、様々な混乱が生じた。80年代の後半には、店頭売買の窓口が少なく、オフィスも狭く、さらに、決済や名義変更などのサービスが立ち遅れており、売買効率は悪かった。一方、闇市場の価格は、一般的に店頭市場より高く、この価格差こそが闇取引を生む原因となっていた。闇取引では、偽札や偽株券が取引された他、私設店頭市場などの違法行為も発生し、金融市場の秩序を脅かす恐れがあった。

上海と深圳の闇市場の混乱から得られた教訓は、取引ルール（ソフト面）と取引機構（ハー

ド面)を整備する必要があるということであった。また、その時期に、社会全体としては、市場集中取引の制度づくりや証券取引所の設立を求める声が増えており、市場制度や法制度などの制度面の整備と取引機構としての証券取引所の設立への期待が高まってきていた。

3 上海と深圳の証券取引所市場の創設期（1990～1992年）

89年夏に、「天安門事件」が発生した。その後は、西側先進国からの制裁があり、この政治的な閉塞感を打開するために、国際社会に「改革・開放政策」の継続性を謳え、新しい戦略とメッセージを出す必要があった。そこで、90年4月に、中国政府は、上海浦東新区の開発という政策を打ち出した。この政策は、今まで四つの経済特区における開発戦略を上海にシフトし、上海を全国の金融センター、そして将来的に国際金融センターとして構築しようという戦略が立てられた。この浦東開発政策の目玉の一つが上海証券取引所を設立することであった¹⁶⁾。

90年12月19日に、浦東開発という国家戦略の機運の中で、上海証券取引所が設立された。また、翌年の7月3日に、経済特区の新たな実験として、深圳証券取引所も設立され、正式に開業した¹⁷⁾。上海と深圳の証券取引所の創設は、国家戦略と関連しているが、それは市場集中取引ができない店頭市場の制度的な限界を打開し、闇市場の混乱から秩序ある市場の確立に役立つものであった。

創設期の証券取引所は、上海と深圳の地元企業の上場を中心に展開され、監督・管理も地方政府と人民銀行の地方支店の共同で行われたが、株式市場は地方市場の性格が強かった（表4）。また、株式市場の管理経験がないため、92年夏、深圳市場では、新株発行の「抽選券」を巡る「8.10事件」が発生し、大きな混乱をもたらした¹⁸⁾。その後は、証券市場のリスクが認識

表4 上海証券取引所上場企業の状況

(1990年末)

上場銘柄 (コード)	延中実業 (601)	真空電子 (602)	飛樂音響 (651)	愛使電子 (652)	中華電工 (653)	飛樂股份 (654)	豫園商場 (655)	鳳凰化工 (656)
上場日	90.12.19	90.12.19	90.12.19	90.12.19	90.12.19	90.12.19	90.12.19	90.12.19
発行済株数(株)	100,000	2,000,000	32,938	8,000	10,000	210,100	65,000	256,352
額面価格(元)	50	100	50	50	100	100	100	100
発行価格(元)	60	100	70	60	95	60	100	10
上場日初値(元)	185.30	365.70	320.30	193.00	327.90	323.50	470.70	260.00
株主数(人)	9000	30000	6406	546	560	3500	2300	
企業所在地	上海	上海	上海	上海	上海	上海	上海	浙江省

出所) 上海証券取引所『交易統計年報(1992)』、1993年、30-33頁、金・肖・許主編(1991)、67頁、武編(1997)、161頁を参照。

され、独立かつ強い権限を持つ監督管理機構が求められ、92年10月に、国務院証券委員会とその執行機構である中国証券監督管理委員会（以下は、証監会と略称）が設立されたのである。

その一方、90年代初頭、上海と深圳以外の地域では、株式と債券の発行が増え、証券市場を創設する動きもあった。例えば、武漢証券取引センター（92年4月17日に設立）、瀋陽市証券取引センター（92年4月28日に設立）、天津証券取引センター（92年8月28日に設立）および海南株式内部取引センター（92年3月26日に試営業）などの市場が存在した一方、成都の「紅廟子市場」のような民間の自発的な市場もあった¹⁹⁾。これら地方の取引センターは、債券の売買が中心であったが、その一部の取引センターは、上海と深圳の上場銘柄の売買を代理し、また地元企業が発行した株式の売買も行っていた。当時、株式の売買は、許可された上海と深圳の証券取引所だけに制限しており、他の省・市に対して、許可なしに株式の発行と取引が禁止されていた。しかし、実際には、人民銀行の許可なしに、株式を売買する地方があった。海南株式内部取引センターは、このようなケースであった。結局、海南株式内部取引センターの株式売買は、その試営業（3月26日）から1か月足らずの4月24日に中止された。その後、同センターに上場した3社（琼化織、琼能源、琼港澳）は、92年末に、深圳証券取引所に上場を果たした²⁰⁾。

このように、90年代初頭、地方企業の株式発行が増えるなか、各地方においても証券市場を創設する動きがあったが、これらの地方の動きは、主に企業、従業員と個人投資家、金融機関の自発的な行動によるものであり、自然発生的な要素が多かった。しかし、株式売買の闇市場や証券市場の乱立現象は、金融秩序を脅かす恐れがあり、地方市場に対する整理・整頓が求められた。そこで、地方で発行した株式は、次第に上海と深圳の証券取引所に上場させるようになり、株式市場における地方市場の時代は終焉し、全国市場の時代へと向かったのであった。

4 地方市場から全国市場への拡大期（1993～1998年）

創設段階の株式市場においては、株式の発行および取引に対する監督管理は、幾つかの機関によって行われ、統一した監督機関がなかった。人民銀行は証券市場と証券会社を主管する、国家体制改革委員会は株式制改革を推進する責任を負う、国有資産管理局は国有資産の変動を監督する、国家計画委員会は株式と有価証券の発行規模をコントロールする、財政部と税務局は財務、会計、税収を監督・管理する、という状況であった。この多くの主管部門が証券市場を監督・管理することは、「九龍治水」といわれている²¹⁾。これらの政府部門を調整するのは、92年7月に設立した国務院証券管理弁公会議であった。

上ですでに触れたが、深圳の「8.10事件」を受けて、中央政府は、92年10月に設立されたばかりの国務院証券管理弁公会議を廃止し、国務院証券委員会とその執行機構である証監会を設立した。92年12月に、国務院は「証券市場のマクロ管理をさらに強化することに関する通知」を発出し、中央政府として初めて証券市場を統一的に管理する体制を確立した。当時、朱

鎔基副総理は、國務院証券委員会の初代主任を兼任した²²⁾。その後、97年8月に、中央政府は上海と深圳の証券取引所の監督管理を証監会に移管し、人民銀行の証券経営機構に対する監督管理も証監会に移管された。そして、98年4月に、國務院証券委員会と証監会が合併され、合併後の証監会は省クラスの機構となり、全国の証券・先物市場の監督管理の全責任を負うことになった²³⁾。このように、証券市場の監督管理は、最初の地方政府と人民銀行との「共同管理」の時代から、92年の「8.10事件」および95年の「327国債先物事件」²⁴⁾の後、次第に新しく設立された証監会に移管され、98年4月以降、完全に証監会の「統一管理」の時代に入ったのであった。

上海と深圳の取引所市場の形成と同時期に、一部の地方では、上級部門の許可がないにもかかわらず、株式の発行や株式の売買が行われた。このことは、金融市場の秩序を脅かす恐れがあった。例えば、海南株式内部取引センターと成都の紅廟子市場は、政府の許可なしに形成された市場であった。また、一部の株式発行は、人民銀行本店の許可なしに、地方の人民銀行支店が認めたケースがあった。例えば、92年4月に、人民銀行遼寧省支店が認めた鞍山合成（集団）の3,800万円の株式発行と鞍山信託投資の5,000万円の株式発行は、このようなケースであった。92年5月に、人民銀行重慶支店が認めた渝港鈦白粉、重慶市房屋開発、西南薬業の3社の6,120万円の株式発行も人民銀行の許可がなかった²⁵⁾。また、90年12月に設立された場外取引の全国証券取引自動価格システム（STAQ：Securities Trading Automated Quotations System）は、92年7月に、法人株の売買市場となった。93年4月に、中国証券取引系統有限公司が設立した全国電子取引系統（NET：National Exchange and Trading System）は、法人株の取引にも参入した²⁶⁾。これらのケースは、金融市場の整理・整頓および処罰の対象となった。整理・整頓の措置は、地方の株式売買を取り締まり、全国市場に発展する上海と深圳の取引所市場の確立に役立つものであった。

表5が示すように、創設段階の上海と深圳の株式市場は、地元企業の上場を中心とする地方市場であった。93年以降、両市場では、上海市と深圳市以外の上場企業が増え、全国市場へと発展するようになった。また、上海市と深圳市以外の取引所会員数は、92年に一気に増え、この時点から、上海と深圳の証券取引所で全国の各地方の上場企業の株式を売買されるようになった。

上海と深圳の株式市場が全国的な市場へと発展するなかで、新規上場の会社が増加した。93年と94年の新規上場は、それぞれ100社を超え、96年と97年の新規上場は、それぞれ200社を超えた。特に、90年代後半から、株式会社化が進むことにより、青島ビールや上海石油化工などの大企業の上場が増え、株式市場の規模は急速に拡大した。

上海と深圳の証券取引所は、全国的な市場へと成長すると同時に、地方の証券会社や証券営業拠点も増えた。98年末時点において、全国の証券会社は90社を数え、証券営業部は2,412箇所となった。また、証券業務に従事する会計事務所は107箇所、法律事務所は286箇所、資

表5 初期段階の上海と深圳の株式市場

年末	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
上海市場上場企業数(社)	8	8	29	106	171	188	293	383	438
うち上海市上場企業数(社)	7	7	27	70	94	95	105	112	120
うち上海市以外の上場企業数(社)	1	1	2	36	77	93	188	271	318
上海市場株式売買代金(億元)		8	249	2,341	5,735	3,103	9,115	13,763	12,386
上海市場株式時価総額(億元)	12	29	558	2,196	2,600	2,526	5,478	9,218	10,626
上海証券取引所会員数(社)	25	29	171	481	550	553	524	467	330
うち上海市取引所会員数(社)	16	20	40	43	49	49	46	43	12
うち上海市以外の取引所会員数(社)	9	9	131	438	501	504	478	424	318
上海A株投資家登録口座数(万口座)	3	11	111	423	573	683	1,203	1,707	1,992
うち上海A株個人投資家登録口座数(万口座)	3	11	110	421	571	682	1,200	1,702	1,986
うち上海A株機関投資家登録口座数(万口座)			0.7	1.4	2.0	2.5	3.3	4.6	5.6
うち上海市A株投資家登録口座数(万口座)		11				216	246		
うち上海市以外のA株個人投資家登録口座数(万口座)		0				467	957		
上海A株投資家新規登録口座数(万口座)		11	100	311	151	110	521	503	293
うち上海A株個人投資家新規登録口座数(万口座)		11	100	311	150	109	520	502	293
うち上海市A株個人投資家新規登録口座数(万口座)		8	60	89	38	27	30		
うち上海市以外のA株個人投資家新規登録口座数(万口座)		3	40	221	112	82	490		
うち上海A株機関投資家新規登録口座数(万口座)			0.7	0.7	0.6	0.5	0.8	1.3	1.0
深圳市場上場企業数(社)	2	6	24	77	120	135	237	362	413
うち深圳市上場企業数(社)	2	6	19	30	46	48	51	64	63
うち深圳市以外の上場企業数(社)	0	0	5	47	74	87	186	298	350
深圳市場株式売買代金(億元)	18	36	434	1,287	2,393	933	12,217	16,959	11,158
深圳市場株式時価総額(億元)	19	81	495	1,335	1,090	949	4,365	8,311	8,880
深圳市場取引所会員数(社)	11	15	177	426	496	532	542	373	329
うち深圳市取引所会員数(社)	11	15	20	28	30	34	34	24	15
うち深圳市以外の取引所会員数(社)	0	0	157	398	466	498	508	349	314
深圳A株投資家登録口座数(万口座)	1	26	105	353	483	555	1,090	1,610	1,901
うち深圳市A株投資家登録口座数(万口座)	1	26	83	153	166	174	200	213	220
うち深圳市以外のA株投資家登録口座数(万口座)	0	0	22	201	317	381	890	1,396	1,681

うち深圳 A 株投資家新規登録口座数（万口座）	1	25	79	248	130	72	534	520	291
両市場の上場企業数（社）	10	14	53	183	291	323	530	745	851
両市場の時価総額（億元）	31	110	1,048	3,531	3,691	3,474	9,843	17,529	19,514
全国の証券会社数（社）	44	66	61	87	91	97	94	90	90
全国の証券営業部（箇）		913		1400	2,262		2,420	2,412	2,412

注 1) 1990 年深圳市場の数字は、90 年 12 月 1 日から試営業期間の数字である。

注 2) 数字は四捨五入の数字である。

出所) 上海と深圳の証券取引所年報、年鑑、市場資料の各年版、中国証券監督管理委員会の年鑑の各年版、金・肖・許主編（1991）・（1992）、劉（1994）より作成。

産評価機構は 116 社に達した²⁷⁾。90 年代の後半に入ると、株式の発行と売買の仲介業者と仲介業務は、さらに拡大し、基本的に全国的な営業拠点と業務のネットワークが形成された。

株式市場の規模が拡大すると同時に、株式市場のルール作りも急がれた。証監会の推進の下で、政府は、「株式発行と取引管理暫定条例」（国務院、93 年 4 月）、「株式公開発行会社の情報開示実施細則」（証監会、93 年 6 月）、「証券取引所管理暫定弁法」（国務院証券委員会、93 年 7 月）、「証券詐欺行為を禁止する暫定弁法」（国務院証券委員会、93 年 9 月）、「証券市場操縦行為を禁止することに関する通知」（証監会、96 年 10 月）、「証券投資基金管理暫定弁法」（国務院証券委員会、97 年 11 月）などを公布した。また、94 年 7 月に「会社法」が施行され、98 年 12 月に「証券法」（99 年 7 月に実施）も公布された²⁸⁾。これらの法規の施行は、証券市場のルールの確立や違法行為の取り締まりに貢献した。

すでに述べたように、92 年の鄧小平の「南巡講話」により、政治的な決着で株式制企業および株式市場の実験が可能になった。その後、92 年 10 月に、党の 14 回大会では、「社会主義市場経済」の枠組みが定められた。そのうえ、93 年 11 月の党の 14 期三中全会において、企業改革の方針は、株式会社化を中心とする「現代企業制度」の確立に進むようになった。この政策的な方針変化に合わせて、94 年 11 月に、国務院は 100 社の大型中央国有企業を選んで、「現代企業制度」の実験が開始した。また、企業改革の目標として、2000 年までに、国務院と地方政府（省、直轄市）は、中央企業 1000 社、地方の国有企業 2000 社をそれぞれ選定し、「現代企業制度」を完成させるとした²⁹⁾。それに合わせて、90 年代の後半から、中央レベルの大中型企業の上場が本格的にスタートしたため、株式市場は、このような株式会社化の進展によって拡大の段階に入ったのであった。

90 年代の後半から、株式市場の規模が急速に拡大したが、証券市場の監督管理は、地方政府と人民銀行の「共同管理」の時代から、証監会の「統一管理」の時代へと移行し、監督管理の強化が図られた。それに合わせて、市場集中取引を徹底するために、証監会は、「株式場外違法取引の整理整頓案」（98 年 3 月）、「証券取引センターの整理整頓案」（98 年 9 月）を公布

した。その後、証監会は、41社の違法な場外取引および証券取引センターなどに対して、整理・整頓の措置を取った³⁰⁾。99年前後に、全国的に有名な武漢、天津、瀋陽、青島、大連などの26の地方証券取引センターおよび法人株取引のSTAQとNETシステムが閉鎖されたが、最後に残った海南証券取引センターは、2003年6月に閉鎖された³¹⁾。この時点において、地方の証券取引センターは、全て閉鎖され、全国の株式売買は、上海と深圳の証券取引所に集中するようになった。

さらに、「商業銀行法」(95年7月)と「保険法」(95年10月)の施行により、人民銀行は、96年末までに、商業銀行、保険会社などの金融機関が持っていた証券営業部と取引所の会員シートを撤廃させた。これらの金融機関は、その証券営業部と証券業務を撤廃するか、あるいは証券会社と信託投資会社に譲渡する措置を取った。この時点から、全国の証券業務は、証券会社と信託投資会社に集中され、証券取引所の会員数も減少し、銀行、証券、保険の業界の垣根が構築されるようになった。

以上のように、この間の上海と深圳の株式市場は、地方市場から全国市場へと発展し、90年代後半の株式会社化の展開によって株式市場の拡大期を迎えた。それと同時に、株式市場の監督管理は、基本的に地方管理の時代から、証監会管理という中央政府の統一管理の時代へと変化するようになった。この時期の株式市場全体は、創設の実験段階におけるいわゆる「下からの改革」が終わり、中央政府の監督管理や指導という「上からの改革」がスタートしたといえよう。

証券市場における中央政府の役割について、陸一(2008)の研究は、次のように指摘している³²⁾。中央政府は、95年までに、受動的に証券市場の具体的な問題に対して介入した。96年以降、国の発展計画に証券市場が含まれ、ここから、中央政府は主導的かつ全面的に証券市場に介入し、その目的は、企業改革という政治目標を完成させるためであった。ここで、株式会社化という企業制度改革は、株式市場を拡大する条件を準備した。中央政府は、それに合わせて、監督管理機関の設立や法制度の整備に力を入れるようになったと思われる。

この間、92年夏の新株発行の抽選券を巡る「8.10事件」、95年2月の上海証券取引所の国債先物市場の「327国債先物事件」および97年のアジアの金融危機が発生した。これらの証券市場を巡る事件や金融危機から得られた教訓として、監督管理の重要性と金融リスクの脅威が認識され、また、証券関連の法体制の構築がいかに重要であるかが認識されるようになった。この一連の国内外の金融事件や金融危機により、証監会の設立や「証券法」の施行につながり、金融秩序の重要性が認識されたと考えられる。

注

- 1) 2020年末現在、中国の株式市場は、その上場企業数が4,154社を数え、時価総額が79.72兆元に達し、世界第2位の市場規模になった。米ドルに換算すると、中国株式市場の時価総額は、12.22兆ドル(上海市場：6.98兆ドル、深圳市場：5.24兆ドル)に達し、香港市場(6.13兆ドル)を含むと、その合

- 計額は 18.35 兆ドルとなった。中国の時価総額は、すでに日本市場（6.72 兆ドル）を超えた。ちなみに、同時期の世界最大資本市場である米国の時価総額は、45.29 兆ドル（NYSE：26.23 兆ドル、Nasdaq：19.06 兆ドル）に達した。中国証券監督管理委員会のホームページ、The World Federation of Exchanges（<https://focus.world-exchanges.org/issue/March-2021/market-statistics>）のホームページを参照。
- 2) 株式会社制度の導入および株式市場の創設を巡る論争については、王（1996）を参照されたい。
 - 3) 初期段階の株式市場における自然発生的なプロセスは、王（2000; 2016）を参照。
 - 4) 「現代企業制度」については、王（1997a）、中共中央党史研究室（2001）を参照。
 - 5) 改革・開放以降の企業投資制度は、計画経済時代の財政投資制度から銀行融資制度へ（「撥改貸」）と変更された。企業の財政投資制度は、計画経済期の企業投資制度である。すなわち、企業の投資は、財政による投資であり、投資資金は基本的に財政資金である。その一方、計画経済の仕組みの中で、企業の利益は、財政に上納することになっている。計画経済期の銀行は、財政の出納係であるといわれている。銀行融資制度の導入は、79 年からスタートした。最初は、北京、上海および広東省の繊維、軽工業および観光業を対象に、実験が開始した。85 年 1 月から、銀行融資制度は、全国の各業種に実施された。その後、企業の財政投資は、基本的にやめた。しかし、企業投資制度の変更は、企業からみると、銀行融資による元本プラス利息の返済が義務付けられた。この制度の変更は、企業から見ると、その資金利用のコストの面で負担が重くなると同時に、企業全体、とりわけ中小企業の資金不足の状況をもたらしたと見られている。<http://baike.baidu.com/link?url=qSiQtkrhqx6ty-ZJc4tWq6IKjD5QYinN4O9R2Bbi-qeAnrZPHuwnUFXwCnkCYYnBmedpjqoncEqKV3b8-BRbZK>、2021 年 5 月 1 日アクセスを参照。
 - 6) 初期段階の株式発行については、王（2000）を参照。
 - 7) 以下の株式会社制度導入の実験段階の動きに関しては、万（1992）、17-18 頁、曹（1994）、134-140 頁、李（2001）、63-75 頁、曹・李（2003）、9-10 頁、範・陳・李（2007）、216 頁、範・陳・李（2009）、29-34 頁、568-569 頁などを参照。
 - 8) 聂・蔡（2011）、3-4 頁を参照。
 - 9) 大塚（1969）、47-102 頁、155-178 頁を参照。また、コンメンダとは、中世末期の西ヨーロッパ諸都市で海上商業を営む共同出資企業で採用された出資関係の形態という。この企業形態については、資本の貸主（コンメンダール）と借主（トラクタール）とが双務契約を結び、貸主は無機能の有限責任的な出資を行い、借主は自身でも出資すると同時に機能資本家として企業経営の主導権を握っている。『ブリタニカ国際大百科事典』「小項目事典」の解説による。<https://kotobank.jp/word/%E3%82%B3%E3%83%B3%E3%83%A1%E3%83%B3%E3%83%80-67624> を参照。
 - 10) 店頭市場の生成については、王（2000;2015;2016）を参照されたい。
 - 11) 上海店頭市場の生成のプロセスについては、李（2001）、範・陳・李（2007）、範・陳・李（2009）、陸（2013）を参照。
 - 12) 1983 年 2 月に、中国共産党前主席の胡耀邦が深圳特区を視察したとき、地元宝安県の幹部は、これから都市開発の資金が足りないという苦情を胡氏に陳情した。胡氏は政府の「財政難」という理由で、個人から資金調達して企業に投資すればよいと提案した。それを受けて、宝安県の幹部は、胡氏に次の意見を述べた。つまり、川の向こう側の香港には、多くの株式会社と株式市場があり、大勢の人々が株式投資しているのに、なぜ中国はできないのか。もし社会主義の経済に、西側先進国の経営管理の方法を利用して有利であれば、それを利用すべきだ。その後、宝安県政府は、胡氏の提案に対して行動に移し、83 年 7 月に、中国最初の株式制企業とみられる深圳宝安県聯合投資公司を誕生させた。同社は初めて公募による「股金証」（元本・利息保証の株式）を発行し、香港・マカオを含む全国各地から 1,300 万元の資金を調達した。王喜義編（1994）を参照。

- 13) 深圳の初期段階の株式発行は、肖・黄（1994）、24-27頁、105頁、中国（海南）改革發展研究院編（1995）、69頁、禹（2000）、53-96頁を参照。
- 14) 深圳店頭市場の創設については、禹（2000）、58頁、曹・李（2003）、31-35頁を参照。
- 15) 以上の深圳の店頭市場の創設については、賀・張（1991）、19-20頁、水（1991）、10-59頁、王・宋（1992）、23-28頁、王・雷・肖（1992）、55-76頁、曹・李（2003）、19-37頁、劉（2008）、62-73頁を参照。
- 16) 上海証券取引所の設立については、金・肖・許主編（1991）、15-16頁、範・陳・李（2009）、125-130頁、劉（2010）、188-204頁、陸（2013）、132-138頁を参照。
- 17) 深圳証券取引所の試営業は、1990年12月1日からスタートした。91年7月3日に、同取引所は、人民銀行の許可を得て、正式に開業した。証券取引所の創設については、王（2000;2015;2016）を参照されたい。
- 18) 92年8月の深圳の新株発行では、大きな混乱が出ており、いわゆる「8・10事件」が発生した。この事件は、8月10日前後に、新株発行を巡って、「抽選申請表」を500万枚まで限量販売することにより、事件が発生した。当時、株式投資ブームの中で、一般市民は、株式を買えば儲かるという「神話」が広がっていた。抽選券販売の8月10日前後の三日間は、約百万人が300くらいの販売窓口に殺到した。結局、抽選券を買えない大勢の投資家は、その不満が頂点に達し、暴動が発生するなどの大混乱が起きた。混乱の原因は、抽選券の限量販売の問題のみならず、当時の管理体制の混乱や当局の事件に対する予測と対応の不十分さ、さらに、一部の内部不正があったことなどが挙げられる。新株発行の「抽選券」を巡る混乱については、王（2000）を参照されたい。
- 19) 「紅廟子市場」とは、1992年末から、四川省成都市の紅廟子街という200メートル足らずの小さな路地で、市民が手元に持つ四川企業の株式を売買する市場をいう。当時、四川省金融市場証券取引センターのオフィスは、紅廟子街に設置された。オフィスの周辺で、個人投資家が自由に株式を売買し、紅廟子市場は個人投資家の自発的な株式を売買する民間市場となった。紅廟子市場で売買されているのは、株式のみならず、転換社債もあった。1992年8月11日に、四川省金融市場証券取引センターは、初めて成都工益冶金股份有限公司の「工益転債」という転換社債を発行した。同転換社債は、最初に1枚500元の値段であったが、その後、市場価格が上昇し、1枚は1000元前後となり、人気を呼んだ。それと同時に、深圳の大口投資家は、紅廟子市場で大量に「川塩化」（四川塩業化工股份有限公司）の株式を購入し、それにより、同社の株価が3元から8元まで上昇した。それ以降、四川省未上場の8社（塩化、金路、天歌、樂電、長鋼、金頂、長虹、東碳）の株式は、紅廟子市場で売買された。これらの企業の株価が上昇するに連れ、紅廟子市場は、民間の人気市場として有名となった。当時は、投資家の数が多いときに、1日1万人ないし5万人前後に達した。成都の紅廟子市場の影響により、四川省の樂山、徳陽、南充、綿陽などの地方は、株式売買の「小紅廟子市場」といわれる市場も現れてきた。しかし、94年1月に、紅廟子市場は闇市と見なされ、政府により閉鎖された。90年代初頭、上海と深圳の証券取引所が設立された初期段階であり、両市場はまだ全国的な市場になっておらず、上海と深圳以外の地方企業の上場が殆どなかった。そのため、地方の住民は地元で発行した地方企業の株式を売買し、紅廟子市場のような民間市場が形成されたのである。李（2001）、212-214頁、中国証券監督管理委員会（2008）、7頁、『中国証券報』2010年12月3日、陸（2013）、152-156頁および各種の報道を参照。
- 20) 李（2001）、211-218頁を参照。
- 21) 1998年以前の証券市場は、それを監督管理する機関が多く、混乱を発生しやすい監督管理の体制であった。この状況は、「9龍治水」といわれている。劉（2008）、204頁を参照。
- 22) 中国証券監督管理委員会（2008）、10-11頁、陸（2013）、157-163頁を参照。

- 23) 陸 (2013)、266-272 頁、<http://baike.baidu.com/view/634957.htm#4> を参照。
- 24) 「327 国債先物事件」は、92 年に発行した 3 年定期国債の一種である 327 銘柄（コード番号）の先物契約の売買を巡る事件であり、「327 国債先物事件」と呼ばれている。95 年 2 月 23 日に、上海証券取引所で万国証券の国債先物取引は、巨額の決済不履行が発生し、取引が停止に追い込まれた。当事者であった万国証券は、申銀証券と合併され、95 年 5 月に国債先物取引も一旦停止されることとなった。今回の事件は、過度な投機によるものであり、法体制や規則の不備、情報開示などの問題点が露呈された。今回の事件を受けて、国債先物市場が閉鎖されたが、当時の万国証券の社長である管金生が逮捕され、上海証券取引所の総経理である尉文淵が辞任し、責任を取る形となった。陸 (2008)、77-88 頁、陸 (2013)、201 頁、李 (2013)、<https://baike.baidu.com/item/327%E5%9B%BD%E5%80%BA%E4%BA%8B%E4%BB%B6>、2021 年 5 月 1 日を参照。
- 25) 李 (2001)、211-218 頁を参照。
- 26) 法人株を売買する STAQ と NET は、99 年 9 月に、運営が停止された。馬 (2003)、235-237 頁、<http://baike.baidu.com/view/1304185.htm>、http://www.csrc.gov.cn/pub/ningbo/xxfw/tzzbh/201407/t20140708_257405.htm を参照。
- 27) 中国证券监督管理委员会 (2008)、16 頁を参照。
- 28) 中国证券监督管理委员会 (2008)、21 頁、<http://baike.baidu.com/view/541046.htm#1> を参照。
- 29) 「統一思想、協同歩調」『中国改革報』、1996 年 1 月 12 日を参照。
- 30) 中国证券监督管理委员会 (2008)、15 頁を参照。
- 31) 馬・呉 (2009)、104-114 頁、<http://baike.baidu.com/subview/6919451/7056913.htm> を参照。
- 32) 陸 (2008)、163 頁を参照。

参考文献

- 王東明 (1996) 「中国における株式会社制度の導入—論争と問題点について—」『証券経済研究』、第 1 号、5 月、73-86 頁。
- 王東明 (1997a) 「中国国有企業の『現代企業制度』改革—福州第二化学工場の事例を中心に—」『証券経済研究』、第 5 号、1 月、15-40 頁。
- 王東明 (1997b) 「香港株式市場の中国企業株 (H 株) について」『証券経済研究』、第 7 号、5 月、141-166 頁。
- 王東明 (1998a) 「上海の A 株市場 (下) —市場状況と問題点を中心に—」『証研レポート』(No. 1557)、4 月号、39-53 頁。
- 王東明 (1998b) 「中国上場企業の配当政策」『証研レポート』(No. 1560)、7 月号、30-39 頁。
- 王東明 (1999) 「中国の B 株市場」『証券経済研究』、第 20 号、7 月、21-47 頁。
- 王東明 (2000) 「中国株式市場の形成過程—A 株 (国内投資家向け株式) 市場を中心に—」慶応義塾大学地域研究センター編 (共著) 『アジアの金融・資本市場—危機の内層—』慶応義塾大学出版会。
- 王東明 (2001) 「中国国有企業のニューヨーク上場」『証券経済研究』、第 29 号、1 月、1-24 頁。
- 王東明 (2002a) 「中国国有企業のニューヨーク上場によるインパクト」渋谷博史・首藤恵・井村進哉編 『アメリカ型企業ガバナンス—構造と国際的インパクト—』東京大学出版会。
- 王東明 (2002b) 「中国の QFII 制度の導入」『証研レポート』(No. 1613)、12 月、11-20 頁。
- 王東明 (2002c) 「中国の株式所有構造とコーポレート・ガバナンス (第 3 章)」井村進哉・福光寛・王東明編 (共著) 『コーポレート・ガバナンスの社会的視座』日本経済評論社。
- 王東明 (2004) 「中国上場企業の株式所有構造と企業効率—424 社上場企業の分析—」『証券アナリストジャー

- ナル』社団法人日本証券アナリスト協会、第42巻第12号、12月20日、92-107頁。
- 王東明（2008）「要覧：証券」中国研究所編『中国年鑑2008』毎日新聞社、2008年5月30日。
- 王東明（2009a）「中国の都市部における大衆投資家の形成—個人投資家調査を中心に（上）」『証券経済研究』、第67号、2009年9月、63-83頁。
- 王東明（2009b）「中国の都市部における大衆投資家の形成—個人投資家調査を中心に（下）」『証券経済研究』、第68号、2009年12月、日本証券経済研究所、79-108頁。
- 王東明（2015）「中国株式市場における「移行経済型市場」の形成—株式市場の形成要因を中心に」SGCIME編（共著）『グローバル資本主義と新興経済』日本経済評論社、12月。
- 王東明（2016）「中国株式市場の形成と発展のロジックを考える—「移行経済型市場」の形成を中心に—」『成城大学経済研究所研究報告』No. 74、成城大学経済研究所、2月、1-34頁。
- 大塚久雄（1969）『株式会社発生史論』（『大塚久雄著作集』第1巻）岩波書店。
- 黄孝春（2006）「中国の株式市場における『非流通株』問題の形成」『アジア経済』2006年2月、35-61頁。
- 神宮健・神山哲也（2008）「中国におけるプライベート・エクイティ市場の現状」、『季刊中国資本市場研究』夏号、公益財団法人野村財団、69-88頁。
- 神宮健（2009a）「中国の店頭株式市場（三板市場）の現状と課題」『季刊中国資本市場研究』夏号、公益財団法人野村財団、127-138頁。
- 神宮健（2009b）「中国の創業板市場について」『季刊中国資本市場研究』秋号、公益財団法人野村財団、64-75頁。
- 神宮健（2009c）「中国の財産権取引所について」、『季刊中国資本市場研究』冬号、公益財団法人野村財団、57-66頁。
- 齋藤尚登（2019）「科创板（Science and technology innovation board）SSE STAR Market について」（第三回中国金融研究会、資料6）『Passion for the Best』2019年6月18日、大和総研、1-10頁。
- 関根栄一（2019）「上海での新興市場（科创板）の創設と今後の展望—イノベーション型企業の資金調達を支援—」『野村資本市場クォーターリー』秋号、183-194頁。
- 田中信行（2003）「中国証券法の生まれ出づる悩み」『社会科学研究』第54巻第3号、東京大学社会科学研究所、2003年3月、61-86頁。
- 田中信行（2009）「中国株の急落と株式会社の改革」『中国研究月報』2009年3月号、1-16頁。
- 張承恵（2008）「中国の資本市場における民営企業」『季刊中国資本市場研究』2008年秋号、公益財団法人野村財団、43-51頁。
- 西村晋（2006）「中国の非流通株改革が国有企業統治に与える影響」『創価大学大学院紀要』2006年度、1-18頁。
- 萩原陽子（2018）「MSCI 組み入れを機に加速する中国の株式市場の開放と求められる改革」『経済レビュー』株式会社三菱UFJ銀行・経済調査室、8月2日。
- ヒルファディング著、岡崎次郎訳（1955）『金融資本論（上・中・下）』岩波書店。
- 姚星明（2018）「中国の株式発行における保証人推薦制度の現状と問題点について—株式発行制度の変遷と不正行為を中心に—」、大阪市立大学大学院創造都市研究科修士論文。
- 李永森（2013）「国債先物取引の再開」『季刊中国資本市場研究』冬号、2-12頁。

【中国語文献】

- 曹爾階（1994）『中国証券市場研究与展望』中国財政経済出版社。
- 曹龍琪・李辛白（2003）『深圳証券市場十二年』中国金融出版社。
- 儲益權・倪建文（2020）「控股股東股權質押提高了上市公司信用風險」『証券市場導報』11月号、40-48頁。

- 董少鵬（2015）『読懂中国股市』人民出版社。
- 範永進・陳岱松・李濟生主編（2007）『中国股市早年歲月（1984～1992）』上海人民出版社。
- 範永進・陳岱松・李濟生主編（2009）『見証中国股市』上海三聯書店。
- 辜宏強（2011）『中国股票發行監管制度研究』經濟管理出版社。
- 賀宛男・張金泉（1991）『証券市場導遊』復旦大学出版社。
- 金建棟・肖灼基・許樹信主編（1991）『中国証券市場（1991）』中国金融出版社。
- 李成立（2004）『逆光：目睹中国股市之怪現象』中華工商聯合出版社。
- 李若馨・陸洲（2008）「明年大小非為今年 4.23 倍、解禁市值近 3.5 万億」『中国証券報』12 月 19 日。
- 李楊（2018）「李楊直指中国股市三大問題：当前政策過於期待牛市行情」『澎湃新聞』2018 年 11 月 13 日。
- 李嶂喆（2001）『終於成功中国股市發展報告』世界知識出版社。
- 劉遜等著（2010）『上海証券交易所史』上海人民出版社。
- 劉鴻儒主編（1994）『中国証券市場年鑑』改革出版社。
- 劉鴻儒編（2008）『突破—中国資本市場發展之路（上卷・下卷）』中国金融出版社。
- 劉鴻儒等（2009）『變革—中国金融體制發展六十年』中国金融出版社。
- 劉興強主編（2003）『軌軌期証券監管研究』廣東經濟出版社。
- 陸一（2008）『閑不住的手—中国股市體制基因演化史』中信出版社。
- 陸一（2013）『陸一良心說股市—你不知道的中国股市那些事』浙江大学出版社。
- 馬慶泉主編（2003）『中国証券史』中信出版社。
- 馬慶泉・劉釗主編（2015）『中国証券簡史』山西出版傳媒集團・山西經濟出版社。
- 馬慶泉・吳清主編（2009）『中国証券史第二卷（1999～2007）』中国金融出版社。
- 聶慶平・蔡笑（2011）『看多中国—資本市場歷史与金融開放戰略』機械工業出版社。
- 深圳証券取引所綜合研究所股權分置改革研究小組（2006）「股權分置改革的回顧与總結」（内部報告、謹供参考）、深証綜研字第 0147 号、12 月 20 日、1-44 頁。
- 水運憲（1991）『股票、叩擊中国大門—深圳股市大震蕩』三環出版社。
- 孫亮（2016）「註冊制下对中国新股發行體制變遷歷程的回顧」『上海經濟』、第 2 期、106-118 頁。
- 万解秋（1992）『企業股份化改革指南』復旦大学出版社。
- 王林・宋宏宇編（1992）『深圳股份制度改革』海天出版社。
- 王喜義編（1994）『中国股市變奏曲』中国人民大学出版社。
- 王喜義・雷志衛・肖世優（1992）『深圳股市的崛起与運作』中国金融出版社。
- 吳曉波・朱克波編（2015）『讀懂中国製造 2025』中信出版社。
- 肖志家・黃文俊編（1994）『市場化的前奏—深圳股份制度改革的理論和实践』紅旗出版社。
- 禹国剛（2000）『深市物語』海天出版社。
- 中共中央党史研究室（2001）『中国共產党簡史』中共党史出版社。
- 中国（海南）改革發展研究院編（1995）『中国走向市場經濟中的証券市場—中国証券市場發展國際研討會文集』民主与建設出版社。
- 中国証券監督管理委員會（2008）『中国資本市場發展報告』中国金融出版社。
- 中国証券監督管理委員會（2014）『中国資本市場法制發展報告（2013）』法律出版社。

付記

本稿の作成にあたっては、大阪市立大学の同僚である高橋信弘教授と王亦軒准教授、成城大学名誉教授の福光寛先生および中京大学名誉教授の入江恭平先生から有益なコメントを頂きました。記して感謝申し上げます。もちろん、本稿の誤りはすべて筆者に帰するものである。

Development of the Chinese Stock Market Based on Different Time Periods

Dongming Wang

Summary

The Chinese stock market was established in 1990. It has experienced a rapid growth, from near zero to over USD 12.22 trillion until the end of 2020, and has become the second largest stock market in the world. In addition to playing an essential role in raising capital, but it also elevates a number of state-owned enterprises (SOEs) into the stock market. These things have helped the establishment of China's modern enterprise system.

This paper describes the process of the evolution of the Chinese stock market. It reveals Chinese characteristics in decision making and provides an analysis of the ownership structure and the stock market in a transitional economy. This paper also analyzes the different roles and functions of the Chinese stock market, such as raising equity capital, listing state-owned public companies, and executing reform of non-tradable shares. Finally, this paper discusses why the political system and the government policy have had such a strong influence on the development of the Chinese stock market.