

中国株式市場と国有企業株の流通問題

野下 保利（国土館大学） 徐 曉斌（国土館大学大学院）

1 .80年代から急増したクロスボーダーの国際的分散投資はG7諸国間だけでなく、新興諸国に対しても一層活発となっている。新興諸国は外国資本を利用し自国の経済成長を加速するために、証券市場改革を必要とした。新興諸国の資本市場改革は、従来、金融抑圧論の裏返しとしての金融自由化論や、トレーディング・メカニズムなどの近代化に焦点を当てるマーケット・マイクロストラクチャー論の視角から捉えられてきた。しかし、規制を緩和し、取引メカニズムなどを高度化したにもかかわらず、多くの新興諸国の証券市場は意図したようには発展しなかった。他方、中国株式市場は、国際金融市場からの過剰影響にファイアウォールを設置しながら自律的な発展を目指した点でユニークな存在である。しかし、中国株式市場の現状も満足いくものではない。それどころか、株式市場自体が政府による人為的形形成という側面が強く、そのためより深刻な構造問題に直面している。銀行部門の不良債権問題とならび中国株式市場の構造問題は、中国経済が直面する金融システム改革の重大なテーマをなしている。こうした中国株式市場の構造問題が噴出したものが、国有株の流通問題にほかならない。

2 .1980年代末以来、企業統治面の改善を図るため中国政府は、国有企業を株式会社化し、株式取引所へ上場させた。しかし、中国内外の証券取引所に上場している企業の大多数は国有であり、中国政府は現在も企業支配権を確保するため上場企業の約6～7割ほどの株（国家株及びLP株その他）を保有し続けている。

上海取引所及びシンセン取引所が1990年に設立される以前に店頭市場が形成されていたのは事実であるが、本質的に中国株式市場は、産業政策遂行のため国有企業の資金調達源として位置付けられ、政府によって人為的に創り上げられたものである。1990年代を通じて、証券監督当局（CSRC）は、上場した国有企業を保護しようとする政治的圧力に縛られ、証券市場の監督業務を十分に行うことができなかった。産業政策に従属した株式市場政策は、株式会社化した国有企業の改善に失敗し、90年代末に綻びを見せ始めた。政府自身も、財政赤字拡大に加え社会保障支出のため新たな資金源を確保する必要に迫られた。こうした事情から中国政府は、2001年から国有株を流通市場へ放出することを決定した。しかし、国保有株の放出は、中国株式市場の構造問題を顕在化することになった。

中国株式市場は次の特徴を持っていた。取引所への上場は中央政府あるいは省政府によって決められ上場数が制約されていたうえ、3分の2近くの株が自由な売買を禁止されていた。株式市場政策が産業政策に従属していたため、上場企業のディスクロージャーや投資家保護などの証券規制は後回しにされ、全国的なブロッカレッジ・ネットワークも未整備なままにおかれた。投資先の欠如に悩む新興中間階層が、株式へ積極的な投資をおこない、新たな個人投資家層を形成した。証券会社設立による投資運用会社（CSRC公認）や金融機関に加え、多数の民間運用会社が機関投資家をなし、保有株数及び取引の両面で市場を主導している。流通市場においては、証券会社や一部機関投資家によって株価操作が頻繁に行われ、政府も株価下落による社会不安を恐れ黙認したこともあって、株価は乱高下しつつも、総じて高めに維持されてきた。

こうした需給関係の下で決定された国有株の市場放出は、放出価格が流通市場における市場価格とされたため、株価の急落をたらすことになった。こうした事態は、流通株を保有していた個人投

資家の動揺を誘い、保有株の換金をもとめて証券会社に殺到し、国有株の放出実験は僅か6ヶ月で失敗した。それ以降、株価の低迷は回復せず、株式市場から離れた個人投資家を呼び戻すことにも成功していない。

中国は2006年12月までに市場開放を行うことがWTO加盟とあわせて協定されている。いずれは外国為替取引の自由化や対外的な金融開放を行わざるをえない。そのとき、国内資本市場における安定した証券需給を確保しなければ、国際金融市場の変動に直接に晒されることになる。この意味で、中国株式市場の構造問題は、金融グローバリゼーションの進行下において、中国経済の安定的発展の不安材料となる可能性がある。他方、国有株の放出は、証券監督当局の手を縛ってきた政治的制約を解き放ち、株式市場を健全なものに転換させる可能性も持っている。しかし、その可能性を実現するには、株式市場構造を含む旧来の金融構造の抜本的改革が要請される。

3.本報告では、中国株式市場の制度的特徴を概観したうえで、中国証券市場における国有企業の株発行、価格決定及び流通の沿革について説明し、国有株を流通させる政策的意図と、国有株放出に際して、個人投資家の反発などの国有株流通をめぐる生じた諸問題について検討する。国有株の流通をめぐる障害が、どのような株式市場の構造的な要因に起因しており、その克服には何が必要とされるのかを、他の新興国との比較もまじえ述べてみたい。