



中国の資本市場が抱える課題と改革の展望¹

張 承恵※

要 約

1. 中国では、非流通株改革と「会社法」、「証券法」の改正に伴い、資本市場の基盤が改善され、株式市場が急速に発展している。しかし、現段階では、上場企業の非流通株比率が依然として高いゆえに、市場が操縦されやすく、投資家からの信認が得られていない。
2. 資本市場の構造も歪められたままである。まず、株式の取引はメインボード市場に一極集中しているので、メインボード上場を実現できない多くの新興企業と中小企業は、株式市場からの資金調達ができない。また、資本市場は株式市場に偏り、社債市場の発展が遅れている。さらに、投資家の構造が不合理であり、個人投資家の割合が非常に高いゆえに、市場の投機色が強くなっている。
3. 資本市場のさらなる改革に向けて、関連する法制度、会計制度、株式発行システムなどといったインフラ整備を進めるとともに、多層的な株式市場システムの推進や、国内機関投資家の育成、適格外国機関投資家（QFII）の枠の拡大などを通じて、より透明で厚みのある市場に育てていく必要がある。

I、非流通株改革後の中国の資本市場が抱える課題

1. 資本市場構造をいかに完備させていくか

非流通株改革と《会社法》、《証券法》の改正により、中国の資本市場の制度基盤は改善され、2006 年以降、株式市場は急速に発展してきた。2007 年 12 月末現在、A 株市場の上場企業数は 1,550 社に達し、発行済み株式数は 2.24 兆株、時価総額は 32.7 兆元に上り、世界ランキング第三位、新興市場ランキング第一位に位置する。2007 年の中国株式市場の IPO 総額は 4,596 億元で世界第一位となり、一日当たりの売買代金は 1,903 億元と、取引が非常に活発な市場になった。

しかし、先進国と比べて、中国の資本市場の発展はまだ遅れており、経済規模の割には資本市場の規模が依然として小さい。アメリカの株式市場、債券市場及び住宅モーゲージ・ローン市場の時価総額は、それぞれ GDP の 156%、210%、90% である。これに対して中国のレベルは、132.6%、49.6%、21% に過ぎない。ここで指摘しなければならないのは、第一に、2006 年時点

¹ 本稿は「DRC-NOMURA Seminar：全株流通時代の中国株式市場の強化と整備」（2008 年 4 月 19 日開催）で発表された「中国の資本市場が抱えている課題と改革の展望」の内容を邦訳したものである。なお、翻訳にあたり発表内容の主張を損なわない範囲で、一部を割愛したり抄訳としている場合がある。

※ 張 承恵 國務院發展研究センター金融研究所 副所長

で株式市場の時価総額の対GDP比は僅か 43%であったが、2007 年の株式市場の高騰により、時価総額が前年の 3.66 倍に膨らんだため、当該比が大幅に上昇したという点である²。第二に、債券市場では、2007 年末現在の 7 兆 9,756 億元の債券残高のうち、政府債券が 2 兆 1,883 億元と 27%を占め、中央銀行手形（中銀手形）が 4 兆 721 億元と 51%を占め、政策銀行債が 1 兆 932 億元と約 14%を占めており、合計すると政府債が全体の 92%を占めている。一方で、社債の 1,720 億元、CPの 3,349 億元を合わせても民間債は全体の僅か 6.4%に過ぎない。

中国国内の直接金融による資金調達額の同時期の銀行貸出しの増加分に対する比率は、2001 年の 9.5%から 2007 年の 21.9%に増えてはいるものの、依然として非常に低い。

中国の資本市場は、以下の三つの構造問題を抱えている。

1) 資源は公募市場に集中し、私募市場の発展が遅れている

長年にわたり、中国では資本市場の範囲は証券取引所での取引に限定され、上場が中国企業にとって唯一の直接融資の手段であった。しかし、公募市場の規模を無限に拡大できるわけではない。中国の年商 1 億元以上の企業は 2 万社を超え、年商 5,000 万元以上の企業は 5 万社を上回る。これほど多くの企業に対し、取引所市場だけでは全ての企業に平等な資金調達のチャンスを提供することは到底不可能である。私募市場と取引所以外の流通市場の整備は避けられない課題である。

まず、株式会社の設立条件が厳しすぎるという問題がある。株式会社は重層的な株式市場の発展のための基礎である。改正前の「会社法」では、株式会社の最低登録資本金は 1,000 万元とされていた。法改正によって資本金の下限は 500 万元に引下げられたが、他国と比べるとやはり高すぎる。欧州の一部の国では、株式会社の設立時の資本金が人民元で 50 万元以下であり、アメリカの一部の州ではそもそも最低資本金に関する制限がない。

また、中規模企業の資金調達が非常に困難である。統計によると、近年の IPO 案件の内、大型企業が全体に占める割合は 90%を超えている。社債の発行状況を見ると、2007 年の中央企業（中央政府が管轄する大型企業）の債券発行額は 1,204.5 億元に達し、全体の 70%を占めていた。地方企業の債券発行額はわずか 30%であった。社債の残高のうち、中央企業の残高は全体の 80%以上を占めている。

さらに、株式の私募と譲渡に関する規制が厳しすぎる。1993 年に制定された「会社法」によると、発起人が保有する株式は会社設立日より 3 年以内は譲渡してはならず、しかも株主による株式の譲渡は法律に基づいて設立された証券取引所内で行われなければならないことになっていた。法律に基づいて設立された証券取引所としては上海・深圳の二つの証券取引所および三板市場（過去に存在した取引システム STAQ、NET で取引されていた株式と上場廃止になった株式が取引される店頭市場）しかない。上海・深圳の証券取引所は公開会社の株式の取引しか行わず、三板市場も原則として一般の株式会社の株式譲渡を受け付けないため、非上場の株式会社の株式譲渡はなかなかできない。大量の非上場会社の株式譲渡活動は「違法取引」として何度も取り締まられてきた。2005 年 10 月に改正（2006 年 1 月施行）された「会社法」と「証券法」は、株式会社による証券の非公開発行と譲渡制限を廃止したとはいえ、証券の非公開発行と譲渡に関する使い勝手の良い制度が整備されていないため、私募ベースの資本

² もっとも、株価が急落した結果、時価総額は大幅に下がっている。

市場の発展を妨げる障害は依然として大きく残っている。特に改正「証券法」の中に、上場会社が特定の第三者に新株を非公開発行する際、中国证券监督管理委员会（CSRC）の承認が必要という内容が盛り込まれ、「簡素・迅速」という非公開発行のメリットがなくなっている。

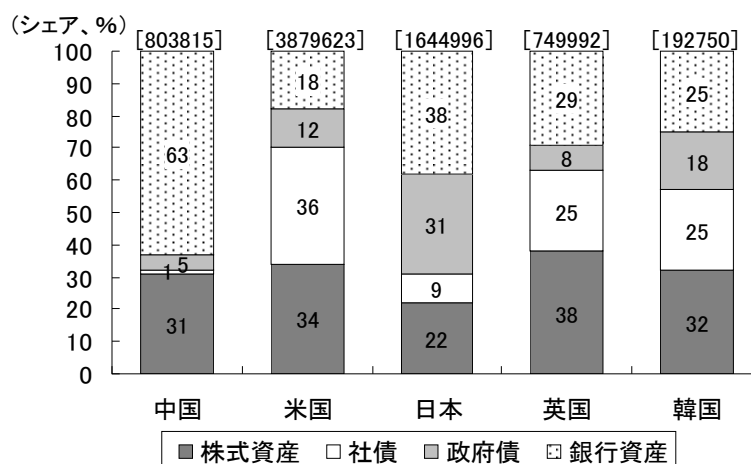
2) 資本市場の取引対象は株式に一極集中し、社債の発展が遅れている

中国の債券、中でも社債の発行額は、株式の時価総額と比べてはるかに小さい（図表 1）。このことは、中国の金融資産の構造が歪められた主な原因である。

3) 投資家の構造が不合理である

個人投資家とりわけ資金規模の小さい個人投資家の比率が高すぎる（図表 2）。機関投資家のうち、投資信託の比率が高く、保険会社など長期投資をする機関投資家の比率が非常に小さい。

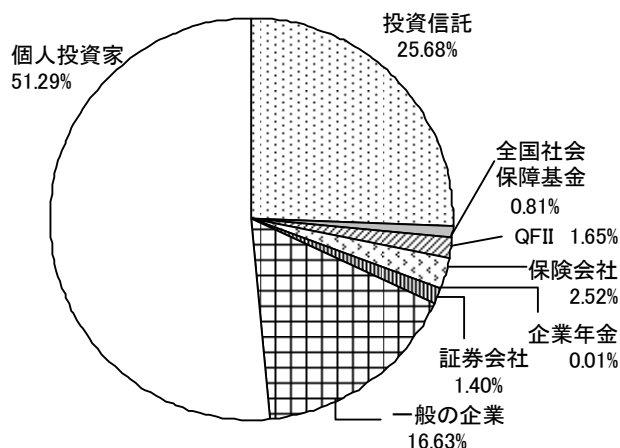
図表 1 主要国の金融資産の構成



(注) [] 内は金融資産総額（億元）、中国のデータは 2007 年 9 月現在、他の国のデータは 2006 年末現在。

(出所) 中国证券监督管理委员会『中国資本市場発展報告』（中国金融出版社、2008 年）

図表 2 中国の株式市場における投資家構造（2007 年末）



(出所) 中国证券监督管理委员会『中国資本市場発展報告』（中国金融出版社、2008 年）

2. 市場への信認を如何に向上させ、資本市場の安定性を強化するか

1) 上場会社の流通株の比率が低く、市場が操縦されやすい

非流通株改革の実施前は、流通株の比率は全体の約三分の一であったが、改革後、非流通株の比率は全体の 28.4%に下がった。しかし、大企業株の非流通分の比率は極めて高い。例えば工商銀行、中国銀行、中国人寿（生保）、中信銀行の個人投資家の持株比率は全株式の僅か 2%~4%に過ぎない。（上海証券取引所：全株式に占める流通株の割合は 25.3%、全株式の時価総額に占める流通株の時価総額の割合は 29.2%。深圳証券取引所：全株式に占める流通株の割合は 61.5%、全株式の時価総額に占める流通株の時価総額の割合は 51.9%）。上海総合指数の設計上の欠陥も加わり、このような株主構造の下では、株価を非常に操縦しやすくなり、過剰流動性の中でバブルが発生しやすくなっている。上海総合指数に占める工商銀行と中国銀行の二つの銘柄のウェイトは 33%に達しているが、その流通株の時価総額は全体の 2.7%しかない。

2) 上場会社のガバナンス問題が深刻で、信用度が低い

体制、運営メカニズムなど様々な要素の影響で、上場会社は依然として大きな問題を抱えている。例えば支配株主による上場会社の業務への干渉、一部の上場会社のガバナンスの「有名無実」化、「株主総会、取締役会、監査役会」が形だけの存在になっていること、一部の国有持株上場会社の所有者の欠如、深刻なインサイダー支配の問題、個別の上場会社の高級管理職員が勤勉忠実義務を怠っていること、上場会社の収益力が低い（工商銀行の時価総額は HSBC を超えているが、利益は後者の 1/4 しかない）ことなどが挙げられる。2007 年度、上場会社の利益は大幅に増加したが、その多くはガバナンスの改善を反映した本業からの利益ではなく、資本市場からの投資収益である。

3) ファンド・マネージャーによるインサイダー取引問題が深刻

今年年初に、「個人の秘密口座」を開設して不正に私腹を肥やしたため、CSRC は南方基金管理会社と上投摩根基金管理会社（JP モルガン系）のファンド・マネージャー二名を処罰した。これにより、投資信託業界全体の信用が失墜した。

4) 不合理な投資構造が短期的行動を誘発

個人投資家、とりわけ資金力が弱い個人投資家は小型株、低価格株、業績の悪い株や PER の高い株の保有と取引に偏り、しかも保有期間が短く、頻繁に取引する傾向がある。機関投資家は全体の規模が小さく、短期的投資行動が顕著である。主要な機関投資家である投資信託は投資理念、投資目標などが横並びで、高い業績評価を得るために、長期運用よりも短期的な取引が目立っている。

5) 従業員持株制度の不備

現在の従業員持株制度は主に管理職にインセンティブを与えるために整備されており、一般従業員の株式保有比率が極めて小さい。現行制度の制限措置を回避するため、最近一部の上場会社の高級管理職は相次いで辞任し、保有株式を売却し現金化した。

3. 国際市場からの挑戦にどう立ち向かうのか

近年、海外の資本市場の発展は非常に速く、M&A 案件が急増している。国際的な資本市場は大規模な統合再編により、証券取引の電子化が進行し、市場間の垣根が低くなり、取引商品の種類がより豊富になり、監督も一層規範化されている。これらの変化によって、中国の資本市場は更に大きな圧力とリスクに直面している。

- ① 海外市場は積極的に中国の優良企業の上場を誘致している。
- ② 競争圧力がもたらす市場イノベーションは、新商品と取引システムに新しいリスクを引き起こしかねない。
- ③ より高い市場効率が求められ、取引所は自らの体制を改善していかなければならない。取引所は競争力が弱く、取引商品の種類と銘柄が少なく、取引メカニズムが不完全で、収入モデルが単一であるなどの弱点を抱えている。
- ④ 証券会社の総合競争力が弱い。まず、2007 年末現在、中国の証券会社は 106 社あり、時価総額（未上場証券会社の資本金を含む）が 1.5 兆元、資産総額が 1.7 兆元に上るが、海外の大手投資銀行と比べると、規模が依然として非常に小さい。第二に、収益モデルが同質的で、ブローカレッジ業務に頼りすぎ、直接投資、買収に関するコンサルティングなどの業務がまだ有効に展開されていない。第三に、業界の集中度が低く、大型化、全面化を目指すプロセスが始まったばかりである。第四に、ガバナンス構造と内部統制システムが不完全である。第五に、業界全体のイノベーション能力が欠如している。

Ⅱ、中国の資本市場の展望

1. 急速な資産の証券化は中国の資本市場に絶好の発展のチャンスを与える

中国の改革の歴史を振り返ると、市場経済への移行、大規模な民営化、企業間の買収再編、社会保障制度改革、金融分野の再編と都市化が中国の資産の証券化を推し進める重要な要素であった。

第一に、計画経済から市場経済への移行により、中国の資産の証券化レベルは次第に高まり、多くの商品の価格規制が撤廃され、国有企業による独占状態が打破されつつある。同時に、民営経済は急速に発展し、民営企業と株式制企業の数が増え続けている。

第二に、ますます増大する競争の圧力に対応するため、M&A を通じてコストを削減し、経営効率を高め、規模の経済性を目指すことは企業の必然的な選択となる。世界貿易機関（WTO）加盟後、中国の対外開放が一層拡大したため、多国籍企業との競争に直面する地場企業間の M&A は活発になり、資本市場は企業買収の重要な手段となっている。

第三に、従来、国有企業が社会保障と福祉の担い手だったが、それに代わる新しい社会保障システムを整備して行かねばならない。公的年金、企業年金、個人貯蓄という「三つの柱」からなる年金保障システムの整備には高度に発達した資本市場による投資チャンネルと関連する金融サービスの提供が不可欠である。社会保障システム改革のもう一つの重要な要素は住宅関連の改革である。1998 年にスタートした従業員福祉住宅の商品化に向けた改革によって、大量の物件が市場に供給され、自由に売買できる対象となった。

第四に、不完全な銀行システムは中国金融体制の安定性と経済全体の発展に悪影響を与える。そのため、1998 年以降、中国政府はかなり積極的に、銀行体制の改革と再編を行った。2002 年

より四大国有商業銀行の株式会社化に向けた改革は加速し、株式公開をした工商銀行、中国銀行、建設銀行に続いて、農業銀行が上場を目指して株式会社化に向けた改革の最中にあり、国家開發銀行の商業銀行化と上場も準備されている。四大国有商業銀行及びその他の株式制銀行、都市商業銀行の上場は、中国の資産の証券化と資本市場の発展にとって極めて重要な意味を持っている。これらの銀行は資産規模が大きく、資本市場全体の時価総額を押し上げている。また、商業銀行自身の経営メカニズムの完備とサービスの向上は経済全体の一層の活性化に繋がる。

第五に、急速に進んでいる都市化と工業化は資産の証券化を促す重要な触媒になる。都市化と工業化は人口の移動と地域間取引の増大をもたらすだけでなく、住宅、都市内及び都市間の道路網や教育施設など極めて大きな都市インフラの需要を生み出す。これらのインフラの整備には膨大な資金が必要である。

要するに、資産の証券化の急速な進展によって、計画経済時代では取引が不可能だった大量の資源が取引可能になり、各種資源の流動性を高めるため、資本市場のさらなる発展が求められる。

2. 課題を解決するための考え方

1) 当面の改革

まず、重層的な資本市場の整備に向けて、①創業版（新興市場）の開設、②非上場会社の株式発行と流通チャンネルの整備、③非上場会社の三板市場のテスト範囲の拡大、メインボードへの指定変更メカニズムの整備、が予定されている。

CSRC の責任者は、重層的な資本市場の整備に関し、様々な場で明確な姿勢を表明している。範福春副主任は「非上場公開会社の株式発行に関する管理規則」の素案が概ね纏まっていて、年内に公表して意見を求めると明言している。また、尚福林主席は「2008 年度の重点業務の一つは重層的な市場体系の構築に向けて進むことである。まずは制度体系と関連規則の整備、……非上場公開会社の株式譲渡と OTC 市場の発展方向を積極的に検討する。」と発言している。様々な情報から、重層的な資本市場体系の構築は年内に進展するとみられ、市場構造の最適化が期待できる。

第二に、社債市場を積極的に発展させる。現行の企業債の監督管理に関する条例は厳しすぎる。社債発行には特定事業のニーズがあることが必要要件とされ、許認可手続きも非常に煩雑である。通常、社債を発行する場合、許認可手続きに要する期間は最低 6 ヶ月である。しかも担当部局によって具体的な許認可ルールが大きく異なり、債券商品の種類によって適用される審査基準が異なっている。現行の企業債の発行審査体制は、依然として枠管理という従来の許認可方式を踏襲している。長い申請過程と結果の不確実性から、債券発行コストは割高になっている。同時に（許認可当局である）国家發展改革委員会が、過剰投資を抑制し、経済過熱を防ぐマクロ・コントロールの職責を担っているため、実力があり、事業が国の經濟發展計画に合致する国有企業を優先させ、民営企業を冷遇しがちである。また、インターバンクの債券市場、取引所の債券市場及び銀行窓口の債券市場の相互間の連携が不十分であるため、債券の取引コストが高く、効率も低い。さらなる改革に向けて、複数部局による管理という問題を解決し、統一的な債券市場を整備しなければならない。

第三に、保険会社に対する投資規制を緩め、株式の直接保有禁止から徐々に規制緩和し、機関投資家の比率を高める。

第四に、監督理念を見直す。まず、投資家保護の視点に立脚して、上場会社、高級管理職、大株主、情報を知りうる関係者及び証券会社に対する監督を強め、罰則を強化する。現在、関係当局は、違法な情報開示、上場会社の高級管理職による株主利益の損害、インサイダー取引、相場操縦、受託財産の流用等の五大犯罪の明確化させるなど経済犯罪の刑事訴追基準の改正作業をしている。また、政府と市場の関係を調整しなければならない。海外の資本市場と比べて、中国の証券市場のボラティリティは比較的大きい。投資家は政策に頼りがちである。政府は自分の市場における役割をどのように考え、市場の動きにどう対応すべきかを見直すべきである。

2) 中長期的な課題

中長期の課題としては、以下の9点が挙げられる。

- ① 発行メカニズムの市場化に向けた改革を更に深めていかなければならない。株式の発行は既にある程度市場的手法によるプライシングを実現しているが、現行の発行メカニズムは依然として様々な行政コントロールが義務付けられ、審査手続きが複雑であるという問題を抱えており、改善していかなければならない。
- ② 重層的な資本市場を更に完備させ、集中および分散取引を結合する OTC 市場を整備すべきである。証券業協会が管理している三板市場は中国のナスダックになるのか、それとも他の場外取引市場が必要なのか、さらなる検討が必要である。
- ③ 合理的な従業員持株制度を整備し、保険会社、社会保障基金、企業年金等長期投資する機関投資家の比率を高め、資本市場の安定性を高める必要がある。
- ④ 資本市場と金融サービス業の活力を更に向上させなければならない。具体的には取引商品の多様化、税制の見直し、市場参入規制の緩和による効果的な競争を促し、私募資本市場の更なる発展、証券取引所の競争力の向上などを計る。
- ⑤ 制度環境を改善し、中国の資本市場の公信力を高め、市場の公正性と透明性を確保すべきである。具体的には監督体制の一本化、海外当局との協力、法制度の透明性と予見可能性の向上、監督対象との対話メカニズムの構築、監督当局の体制強化などが挙げられる。
- ⑥ 先物とデリバティブ市場を発展させる。先物の商品体系を完備させ、金融デリバティブ商品を着実に発展させ、デリバティブ商品の取引体制を整備していく。
- ⑦ M&A 市場の規範的な発展を促進し、上場会社の上場廃止制度を完備させる。
- ⑧ 証券業に対する規制を緩め、イノベーションと公平な競争に有利な環境を整備しなければならない。証券経営機関のガバナンスの強化、リスク管理制度の完備を図り、業務内容を拡大し、コア競争力を高めるよう証券会社を促していく。
- ⑨ 対外開放を引き続き推進し、国際競争力のある資本市場を構築する。

このような改革が実施されれば、中国の資本市場自身がさらなる発展を遂げるだけでなく、資金の有効利用を促すことを通じて、中国経済の発展にも貢献するだろう。

著者紹介

張 承恵 (Zhang Chenghui)

国務院発展研究センター金融研究所 副所長

1957年上海生まれ。1994年中国社会科学院大学院卒業、経済学博士。

中国金融学院助教授、国務院発展研究センターマクロ部などを経て、2003年2月より現職。主要著書に『高技術産業：発展規律とリスク投資』（共著）などがある。

- ・国務院発展研究センター（DRC）は国務院直属事業単位で、総合的な政策研究に従事する政策決定の諮問機関である。マクロ経済政策、発展戦略と地域経済政策、産業経済と産業政策、農村経済、技術経済、対外経済関係、社会発展、市場流通、企業改革と発展、金融、国際経済などの分野で、国内外の著名な経済学者、専門家及び研究者を多数有する。



Chinese Capital Markets Research