



資本市場の安定的発展における政府の役割¹

李 永森[※]

要約

1. 中国では、政府と資本市場との関係について論争が続いている。中国の資本市場は市場経済体制の中で不可欠の存在になっており、政府は「指数の救済者」から「市場の保護者」にその役割を転換し、市場による資源の最適配分機能を発揮させなければならない。
2. 政府の役割には、資本市場の制度設計、資本市場への健全な市場メカニズムの導入、投資家保護に向けた資本市場の管理監督がある。政府による市場への介入が正当化される場合は、介入方法を研究し、過度の介入もしくは介入不足を避ける必要がある。
3. 「新興かつ移行期にある」市場として発展期にある中国の資本市場では、①中小投資家・小口株主に配慮した新株発行・増資制度の改善、②国家株保有者の行為のルール化、③株式売買にかかる印紙税変更のルール化、④株価指数先物と信用取引の導入、を進めるべきである。

1. はじめに

中国では、上海総合指数が 6,124 ポイントの高値から 3,000 ポイントの大台を割り込む事態に陥った時に、株式市場にとって追い風となる政策がいくつか発表された。まず、2008 年 4 月 20 日、中国証券監督管理委員会は「上場企業の売却制限解除後の保有株譲渡に関する指導意見」を発表し、上場企業の売却制限付株式（旧非流通株）の譲渡についてルールを定めた上で譲渡行為を解禁した。次に、同年 4 月 23 日、国務院（内閣）で証券会社のルールに基づいた経営を目的とする「証券会社監督管理条例」と「証券会社リスク処理条例」の二つの条例が採択された。さらに、財政部と国家税務総局は国務院の認可を受けて、同年 4 月 24 日から株式取引の印紙税率を現行の 0.3% から 0.1% に引き下げた。これらの施策を受けて株式市場は大きく高騰し、24 日の上海証券取引所は前日比で 304.7 ポイント上昇して、上昇率は 9.29% にまで達した。1 日の上昇率としては 1996 年 12 月に値幅制限制度が導入されてから 2 番目に大きなものであり、この 7 年間で最大の上昇率でとなった。これらの施策について、多くの市場参加者は政府による市場救済策と解釈しているが、筆者はこれらの施策をより深いところに位置づけている。すなわち、資本市場制度を整備するための政府の努力と理解する方が妥当だと考えている。実際、中国では、

¹ 本稿は、中国人民大学金融証券研究所編『資本市場評論』2008 年第 6 期掲載の「資本市場の安定的発展における政府の役割」を邦訳したものである。なお、翻訳にあたり原論文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。

[※] 李永森 中国人民大学金融証券研究所 研究員

政府と資本市場の関係についての論争が現在も続いている。上海総合指数が 1,000 ポイントから 6,124 ポイントに上昇した時には「バブル」の存在の有無をめぐる論争が持ち上がり、バブル対策として政府介入の必要性を強く主張する意見が非常に多く見られた。また、2007 年 10 月から始まった株式市場の大きな下落に際しては、政府による市場救済の必要性をめぐる激しい論争が繰り返された。一連のこうした論争が問いかけているものは、結局のところ中国における政府と市場の関係のあり方なのである。

論争に対する評価はさておくとしても、資本市場の重要性には以下に挙げるような確固とした事実がある。すなわち、健全で安定した資本市場は中国の市場経済体制の中ですでに不可欠な存在となっており、中国のマクロ経済が迅速かつ健全に発展する上で資本市場への依存度はますます高くなっている。また、完成度が高く健全性と安全性に優れた資本市場は、経済発展の加速を促す。直接金融の比重を高めるためにも、資本市場を発展させなければならない。中国共産党第 17 回全国代表大会の政治報告でも「より多くの人々が財産収入を得るための条件を整備する」と提起され、資本市場に良好な運用環境が求められている。資本市場の安定は、上を見れば国家の発展戦略に関係し、下を見れば一般庶民の生活に直結しているのである。

それでは、資本市場の安定した発展のために政府が果たすべき役割は何であろうか。簡単に言えば、政府の役割は資本市場の発展の推進者となり、資本市場の安定化のための保護者になることである。これは市場におけるその他の主体ではなしえないことであり、政府が当然担うべき職責でもある。中国の資本市場は「新興かつ移行期にある」点を特徴とするが、政府はこの特徴に基づいて速やかに「指数の救済者」から「市場の保護者」に転じ、その役割の位置付けを明確にしなければならない。

II、資本市場制度の設計者

「決まりがなければ何事もしえない」と俗に言うが、ゲームを行うにはまずゲームのルール作りが必要である。資本市場では市場のインフラ整備がこれにあたる。中国の資本市場の発展と改革には、制度の設計と規則の制定が不可欠である。市場の構築と発展は、無から有へ、小から大へと必然的に変化していくが、良好で健全な制度と規則が市場の安定した運営の大きな支えとなる。

その一方で、市場が発展して環境が変化する中では、いっそう完備された制度と規則が求められる。そのため、政府が制度の設計者として、落ち度のない、実情に合った扱いやすい制度と規則を作れるか、また、それを高い効率性と機動性によって完備させることが可能かといった点が資本市場の安定かつ健全な発展にとっての決め手となり、政府が力を入れて解決しなければならない重要な問題になってくる。例えば、上場企業の増資に関する規則を早期に改正して、資金の再調達を制限するメカニズムを充実させ、一部の上場企業が行っている悪質かつ詐欺的な資金集めを阻止する必要がある。また、株式発行制度を充実させ、機関投資家に与えられている新株予約権割当の特権を剥奪し、投資家が新株を購入する際の公平性を守らねばならない。

III、資本市場における市場メカニズムの建設者

歴史的な理由から、中国の資本市場は未だ市場化されていない部分も数多く残っている。従っ

て、政府には資本市場の市場化に向けた改革を推進し、健全な市場メカニズムを導入して市場の効率を上げること、また、多様性のある市場を育成し、商品の種類を増加させることが要求されている。市場の資金調達機能を発揮させるには、資本市場を多層的に発展させて、現状のような単一的な市場を改善する必要がある。そのためには、メインボードだけではなく、新興市場や取引所外市場の発展も必要になってくる。さらに株式市場だけでなく、債券市場も発展させることで、資金調達者のさまざまなニーズに応える必要がある。

また、資本市場の運用機能を発揮させるためには、投資家の投資手法に対するさまざまな要望に応えるべく、株式以外に債券やワラント、投資信託などといった各商品を取り扱えるように市場を整備する必要がある。さらに市場がリスク回避機能を発揮できるようにするためには、現物市場のみならず、先物市場などのデリバティブ市場も必要で、これによって投資家、特に機関投資家が求める資産保全とリスク回避の要望に応えることができるようになる。また、市場には買いポジションでの運用メカニズムだけでなく、売りポジションでの運用メカニズムも必要となる。今の資本市場には株価指数先物取引に代表される売りポジションでの運用メカニズムが欠けているため、オープンエンド型投資信託の状況に見られるように、機関投資家が「市場の値動きを助長する」役目を果たしてしまっている。投資家構造の改善のために中国当局は機関投資家の育成に力を入れてきたが、その逆の結果が生まれてしまった。この2年ほど機関投資家は急成長しているため、株価指数先物取引の導入の必要性は高まっている。

再度強調するが、現時点でまず必要なのは株価指数先物取引の推進と市場メカニズムの完備であり、新興市場の発展の推進はその後に行われるべき対策である。それと同時に証券会社による信用取引業務の推進についても積極的に検討しなければならない。

IV. 資本市場運営の管理監督機関

管理効率を高めることやすみずみまで行き届いた管理監督を行うことで、資本市場の安定した運営が可能となる。政府は法律・法規に基づいて健全な資本市場の管理監督体制の確立に力を入れ、問題が起きないように事前の警戒を怠らない一方で、問題が起きた場合には法的措置を講じて市場主体の違法行為を遅滞なく処理しなければならない。また、法律および法規に対する違反行為へのコストを高め、「資本市場の公開・公平・公正」を原則に掲げた良好な市場投資環境を作らなければならない。これによって資本市場のルール化を進め、資本市場を効率的に秩序よく運営し、ひいては投資家利益の保護、特に弱い立場にある中小投資家の利益保護を最も重要なものとして扱えるようになる。

現時点で必要なのは、まず市場参加者による情報開示が適時、完全かつ正確に行われるような管理監督を強化することである。また、中小投資家など弱い立場にある人々の市場における地位を強化することや（例えば、新株購入に際し機関投資家と中小投資家の間で権利に違いが生じないようにすること）、大口株主による小口株主への利益侵害に対する制約（例えば、増資を通じた売却制限付株保有者による流通株保有者に対する利益侵害などを制限すること）を強化することも必要になる。

V. 資本市場の「特殊な」投資家

全体的にみて、上場企業の株式は国家による保有割合が高い。この現象は中国以外の市場では見られない。現時点で中国政府は、中国の株式市場における最大の投資家であると言えるだろう。上海証券取引所の統計によると、2008年3月末現在、上海証券取引所に上場している全企業が発行したA株の株式総数は1兆4,361億株、うち流通株が3,583億株で株式総数の24.95%に過ぎない一方で、売却制限付株は1兆778億株で株式総数の75.05%を占めている。

売却制限付株のうち、国は9,262億4,000万株を保有し、その割合はA株全体の64.5%となっている。政府の関連部門には、投資家として国有資産価値の維持と増加を図り、国有資産の安全を確保する任務があり、国家株の収益を上げるための注意と努力が必要になる。これは国家株が自由に売買できるようになると、株式市場の価格の変化が国有資産価値の変動に直接影響するようになり、株価が下がることで国家株の市場価値が目減りして国有資産の流失をもたらすためである。

その一方で、政府は「特殊な」投資家でもあり、証券市場の健全な発展に努めなければならない。資本市場が不安定になると、国のマクロ経済の安定的運営に影響を及ぼし、国の大局的な利益に見合わなくなるためである。そのため、資本市場における「特殊な」投資家として、政府は自ら保有する株式の収益に関心を寄せると同時に、資本市場の安定的運営に努めなければならない。国家株の実質的な持ち主は概ね分散しており、市場では個々のミクロ的な利益に基づいて行動するため、国有資産の全体構造や利益にまでは思考が及びにくい。碁の対局では一手一手の動きのすべてが全体の流れに関連してくるが、国有資産の管理監督部門にもマクロ的な視点という「一局の碁」と同じ思考が必要である。現時点では、政府自身の利益という点から見ても、国家株保有者に対してその行為をルール化する必要がある。特に投げ売り行為に対してはルール化を図り、国有株保有者による株式の大量放出を防ぎ、資本市場に混乱をもたらす事態を回避しなければならない。

VI. 資本市場の異常時における介入者

政府による市場への必要な介入は、理論的な説明や各国の実例による実証も可能である。政府の資本市場への介入に対して市場参加者は態度を明確にするべきであり、ごまかす必要はない。しかし、介入はどのような形でも市場にマイナスの効果をもたらすものであり、正常時には政府は資本市場から遠く離れた場所で傍観者となって、市場による資源の最適配分機能を十分に発揮させなければならない。

政府の経済に対する介入は現代市場経済の大きな特徴であり、資本主義は、自由段階から独占段階へと発展し、自由放任の市場経済から現代市場経済へと変化した。市場による資源配分に対しては、アダム・スミスによる市場の「神の見えざる手」だけではなく、ケインズの推奨する市場の外にある「見える手」が加わって、自由経済に見られる無分別的な欠陥をある程度補っている。政府は、マクロ経済の周期に対して、放任から積極的介入まで経済周期とは相反する策を採っている。しかしながら、現代的な市場経済国家の中で、経済に対してマクロ調整を行わない政府は一つとしてなく、いずれも経済発展にマイナスの効果をもたらす周期的な変動を抑えることに努め、国民経済の安定した運営と発展を実現している。最近ではサブプライムローン問題に

対処するため、米国政府と関連諸国が大規模な介入措置を採っている。

現在、中国では政府による市場の救済に関して激しい論争が起こっている。議論されているのは政府による市場介入の必要性ではなく、どのような状況であれば政府による市場介入が必要になるか、という問題である。市場が機能不全に陥った場合、政府は適宜市場に介入して市場の効率性を回復させなければならない。資本市場の場合、市場価格が本来の価値から大きく外れている、市場が不安定で金融システムの安全を脅かしている、市場が不安定でマクロ経済が落ち込み不景気になる可能性がある、といった状況に陥った際は政府による介入が必要となる。

緊急事態に対応するメカニズムを構築するという考え方に基づけば、政府による資本市場への介入のメカニズムを構築するために、介入方法の客観性、システム化、制度化を研究する必要がある。市場が機能不全に陥った時には介入のタイミングを的確に把握し、介入の度合いを調節して、過度の介入もしくは介入不足といった状況を極力避けなければならない。

中国の資本市場は、「新興かつ移行期にある」市場として発展段階にある。成熟した市場よりも不安定感が非常に強く、正常時でも投資にはリスクがあり、高い期待収益率を望む投資家は高い市場リスクを負わなければならない。しかしながら、市場制度に欠陥がある、市場メカニズムが不完全である、市場への管理監督が行き届いていない、管理監督の効率が悪い、国有株保有者の行為がルールに合っていないなどの要因から生み出されるリスクは投資家が負うべきものではない。そのため、政府が取り組まなければならないことは、上述の要因が市場の安定的運営に与える脅威をできるだけ減らし、無くすことである。これは政府の役割であり、政府以外には解決が不可能であり、政府が成し遂げるべきことでもある。当然ながら政府は、投資家のために良好な投資環境を作らなければならない。投資環境の整備には政府の行政能力が問われている。例えば、「上場企業の売却制限解除後の保有株譲渡に関する指導意見」の公布により売却制限付株式の譲渡に関わるルールの徹底を図る一方、証券取引に関する印紙税率の引き下げにより取引費用を軽減することで、市場での摩擦を減らし、市場の効率を上げることを目標としている（但し、筆者は、証券取引印紙税率は頻繁に調整せず、調整手続きの健全化とルール化を進め、それによって投資家の期待を落ち着かせるよう提案する）。また、上場企業の増資を制限するメカニズムは、市場の公平性をより徹底させるためにある。さらに、株価指数先物取引と証券会社による信用取引業務の推進は、市場メカニズムを完備していくことを目標としている。もし、政府がこのような政策目標を達成できれば、中国の資本市場は健全かつ安定した発展の軌道に乗ることができ、市場関係者は市場救済の是非などといった論争に陥る必要は全く無くなる。

一般的な状況では、株式市場の変動に政府は必要以上の介入をしてはならず、市場による資源の最適配分機能を十分に発揮させるべきである。政府に求められていることは、資本市場に良好かつ公平で透明性の高い市場環境を提供するために努力することである。

著者紹介

李 永森 (Li Yongsen)

中国人民大学金融証券研究所 研究員

1961年生まれ。1982年鉄道兵工程学院卒業、1986年中国人民大学卒業。

中国青年政治学院経済学部教授、中国青年政治学院金融研究所所長、中国人民大学金融証券研究所研究員および「資本市場評論」執行主編。

主要著書に『消費者ローン Q&A』、『現代金融：理論の探求と中国での実践』（共著）などがある。

- ・中国人民大学金融証券研究所は、中国の重点大学の一つである中国人民大学内に設置された金融分野・証券分野を研究するシンクタンクである。



Chinese Capital Markets Research