



中国の創業板（新興市場）の リスクに関する考察¹

李 永森*

要約

1. 中国では、創業板（新興市場）の設立に向けた準備が進められており、関連法令の草案も発表されている。新興市場のリスクのうち、透明性の高い投資環境の下で市場が運営される中で形成されるリスクは投資家が負担すべきで、人為的な市場機能の阻害によって生じるリスクは投資家が負担すべきではない。
2. 中国で新興市場を設立する場合、①上場企業の成長性に関するリスク、②市場の制度に関するリスク、③新興かつ移行期にある市場への参加者の認識に関するリスクがある。①は上場企業自身が解決すべきリスク、②は政策担当者が解決すべきリスク、③は市場参加者が認識を改善すべきリスクである。
3. 中国の場合、機関投資家が株式市場で本来果たすべき機能を発揮するためには、まずは空売りメカニズムを構築して株価指数先物取引を導入し、その上で新興市場を設立すべきである。

1. はじめに

現在、創業板（新興市場）の設立に向けた準備が、関連部門によって積極的に進められている。新興市場の設立を前向きに、かつ円滑に進めていくため、中国証券監督管理委員会は、2008年3月21日、「IPO および新興市場での上場に関する管理方法」を公開し、パブリックコメントを求めた。さらに「新興市場取引特別規定」も制定中である。深圳証券取引所や証券会社も技術面での準備を積極的に進めている。新興市場の設立が必要であることはあらためて言うまでもないが、新興市場の存在は、中小企業の発展、資本市場の構築や投資ルートの拡大、ひいては国民経済の持続的発展に対しても極めて重要な意義がある。1998年から10年間にわたる準備段階を経て、新興市場設立の準備は最終段階へと入った。ただし、関連部門は新興市場の設立準備作業を積極的に進める一方で、市場のさまざまなリスクに対して懸念があることから、同時に慎重な態度を以って設立を検討している。今日、中国は引続き新興市場のリスクについて体系的に分析し、

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4期掲載の「中国の創業板（新興市場）のリスクに関する考察」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

新興市場のリスクをコントロールするメカニズムを構築する必要がある。

Ⅱ、中国の新興市場のリスク分析

中国の現状を見ると、新興市場のリスクは3つに分類される。上場企業の成長性に関するリスク、制度に関するリスク、および新興かつ移行期にある市場への参加者の認識に関するリスクである。

1. 上場企業の成長性に関するリスク

上場企業の質は株式市場の基盤であり、長期的には、上場企業が持続的かつ実質的な成長力を有しているかどうかは株式市場の根本的なリスクとなる。株式市場が持続的、安定的かつ健全に発展するためには、良好なマクロ経済環境——マクロ経済の持続的、安定的かつ健全な発展が必要である。望ましいマクロ経済環境のもとで国民所得は安定的に増加し、ひいては株式市場に絶え間なく資金が流入することになる。また一方では、優れたマイクロ主体、すなわち望ましい発展の可能性と収益が予測される上場企業が必要である。上場企業は持続的な成長を維持してこそ、投資家を集め、投資家に高額の配当を行い、投資家の信頼を得ることができるのである。上場企業は株式市場における資金需要者であり、上場企業が持続的な成長を維持してこそ、経営規模の拡大や再投資といった真の需要が生まれる。新興市場に上場する企業は、高い成長性が見込まれる一方、企業の成長性の高さは経営が不安定であることの裏返しでもあり、市場の安定性を脅かすことになる。上場企業の成長性の問題は新興市場が有する根本的なリスクであり、こうしたリスクは常に株式市場に存在する（もちろん、メインボードといえども常にこうしたリスクの脅威はある。しかしながら新興市場はこのリスクが著しく高い）。

2. 新興市場の制度に関するリスク

新興市場の制度に関するリスクとは、新興市場での制度の構築がメインボードと異なるために発生するリスクである。新興市場設立の理由は、主に創業期にあつて成長が見込まれ、かつ科学技術力が高い中小企業に対して、資本市場を利用することで大きく発展するための資金調達方法を提供することにある。メインボードとは異なるこうした「三高一小」（高成長、ハイリスク、ハイテク、小規模）という市場の位置づけが、新興市場のリスクの根源となっている。

第一のリスクとして、上場企業の経営リスクが挙げられる。新興市場に上場する企業の多くが新興ハイテク企業で、この上なく大きな成長力を保持している。驚くべき成長性を有する企業も少なからずあり、急速に力強い成長を達成して投資家に大きな配当を行う企業も出てくるだろう。しかしながら、ハイテク技術の開発コストとリスクはいずれも高く、ハイテク技術を製品として市場で販売することにも多くの不確実性が存在する。また、企業が小規模のため、リスクに対応するための管理能力が低い。このため、多くが成熟期に入ったメインボードに上場する企業と比較すると、新興市場に上場する創業段階の企業は製品開発や市場開拓に失敗する可能性が非常に高く、高収益が期待できる一方でリスクも高い。

第二のリスクとして、コンプライアンス上のリスクが挙げられる。創業期におけるハイテク企業の特徴を考慮して、新興市場はメインボードよりも上場基準が緩くなっている。創業期の中小企業に資金調達の機会を提供するため、株式発行の条件は「発行前の純資産が 2,000 万元を下回

らない」、「発行後の株式総額が 3,000 万元を下回らない」と定められており、収益性などの規定もメインボードより低めに設定されている。しかしながら、新興市場の上場基準が比較的緩いことにつけ込んで、質的に劣った詐欺行為を企てる企業が、粉飾や詐称といった方法を使って上場資格を取得し、資金を詐取するなど、市場に信用不安をもたらす可能性がある。

第三のリスクは、評価リスクである。新興市場に上場する企業は多くが創業期にあり、歴史が浅いこともあり良好な収益だけが記録されていることが多い。このため、投資家の株式評価は主に、企業の将来への成長性に対する予測に基づいて行われる。しかし、メインボードの上場企業と比べて、新興市場に上場する業種は、特殊なあるいはハイテク産業が多い。しかもハイテク産業は日進月歩で技術が進歩している上に、社会一般の人々にしてみれば馴染みの薄いものである。投資家の多くにとっては、既によく知っているメインボードに上場する企業に比べ、新興市場に上場する企業の評価は難しい。このため、新興市場に上場する企業に対する投資の価値をどのように評価するかについては、大きな恣意性や確実な知識に基づかない判断が避けられず、これが株価のボラティリティ（変動性）を高めている。

第四のリスクは、管理リスクである。創業期のハイテク企業の管理者の多くがハイテク技術の開発者であり、管理者が経営面での専門知識や経験に欠けるという問題が広く存在する。また、新興企業は成長過程において、管理、技術、市場に関してこれまでにない規模での不安定性に数多く直面することになる。従って、管理者の経営能力と市場運用能力への要求はこれまでよりも高くなる。このため、新興企業の管理リスクはより大きくなる。

第五のリスクは、投機に巻き込まれるリスクと流動性リスクである。新興市場に上場する企業の株式数は少ないため、市場では、多くのいわゆる「小規模」な上場企業によって市場操作やインサイダー取引が行われる可能性が大きく、投機性も高まることになる。このほか、過度の投機に伴い市場の流動性に関して現れるもう一つの極端な状況としては、特定の企業の株式に取引が集中し、ほかの企業の株式が取引されず、流動性不足が生じる可能性もある。

第六のリスクは、制度の整備が遅れるリスクである。中国における新興市場の設立は市場制度の革新（イノベーション）であり、市場制度の構築は、これまでの運営実績を振り返りながら大胆かつ迅速に整備する必要がある。もし制度を是正するメカニズムの効率が低ければ、市場の安定した運営は難しくなる。メインボードでも、増資のメカニズムや空売りメカニズムの欠陥が市場の激しい変動をもたらし、投資家の利益を大きく損ない、市場運営のリスクを高めたことが既に見られている。

3. 中国の新興かつ移行期にある市場への参加者の認識に関するリスク

中国の新興市場について言えば、新興かつ移行期にある市場の特徴をもっているため、我々が市場を分析する際は、成熟した市場の基準をすべて適用して評価すべきではない。市場が急成長する過程では、ダイナミックかつ継続的に整備が行われるといった特徴が見られる。市場全体の認識は段階的に成熟していくため、かなり長い期間、中国の資本市場に見られる市場参加者の非市場的な考え方が、新興市場の運営にリスクをもたらすであろう。

第一は投資哲学に関するリスクである。メインボードの運営状況から見ても、現時点で中国の投資家の投資哲学はまだ成熟しているとは言えない。いくつかの理由から、投資家には長期的な投資を行うという認識が欠如しており、投機を行うという雰囲気が濃厚であるため、株価の変動が大きくなってしまい、機関投資家にも常軌を逸した行動が見られる。特に過去二年間における

オープンエンド型投資信託の急成長は、市場における理性的な行動を促すのではなく、むしろ価格変動をさらに大きくする作用を果たしてしまっている²。市場メカニズムが整備されなければ、もともと過剰な投機リスクが存在する新興市場での未成熟な投資哲学に起因するリスクは、メインボードに比べ大きくなることは明らかであろう。

第二は企業の上場の考え方に関するリスクである。中国企業の間では上場に関する考え方と市場化を求める意識にはいまだに大きな隔たりがあり、企業統治（コーポレートガバナンス）を一層充実させていかなければならない。上場企業は全体的に信用を守る意識が欠落しており、上場の前後で異なってくる法律上や財務上の制約を考慮せず、株式市場を現金自動支払機のように捉えており、投資家への配当まで配慮するに至っていない。一部のより悪質な企業は、上場による資金調達を急ぐために偽装を行い、業務記録や成長の可能性など投資家の利益に関わる事柄について虚偽の内容に基づいて勧誘を行う。このように詐欺行為によって資金調達を行う考えがあるために、新興市場の緩い上場基準は、新興市場をこれまでよりも簡単に詐欺行為や裁定取引を行える場にしてしまっている。例えば、メインボードの上場企業と比べると、新興市場への上場を予定しているハイテク企業の場合、無形資産の企業純資産に対する比率がより高いこともこのような行為につながる可能性がある。中国の新興市場の上場基準では、無形資産が企業純資産に占める比率についての制限はない。これはハイテク企業が発展する形態には適っているが、無形資産の適切な評価は難しく、評価を行う機関が異なれば、同じ無形資産であったとしても評価された価値が大きく異なることもあり得る。このため、一部の不良資産を「無形資産」として偽装し、企業が詐欺行為を通じて資金を調達するための表看板に利用することもできてしまう。その結果、新興市場の投資家に悪い結果をもたらす可能性がある。

第三は仲介の考え方に関するリスクである。保証推薦人制度は新興市場におけるリスクを回避するための重要な制度である。保証推薦人は、優良企業の発掘、上場企業に対する関連業務履行の督促、情報開示による監督を通じて、新興市場の運営に関するリスクを防ぎ、回避する防火壁（ファイアーウォール）となっている。また、新興市場がその独自の機能をきちんと発揮できるかどうかは、保証推薦人が第一の関門をきちんと守れるかどうかにかかっている。メインボードと比べても、新興市場の保証推薦人はより大きな責任と義務を負っている。このため保証推薦人は、高い信頼性と、専門知識、職業倫理を備えていなければならないし、慎重な姿勢も求められる。証券会社、弁護士、会計士、資産評価士などの仲介機関は利益と健全さに関する義務を果たそうとする時に、両方を取ることができない場合、多くは前者（利益）を選択する。さらに利益を過剰に追求した結果、メインボードではかつて一部の仲介機関と上場企業が共謀して詐欺を行い、投資家の利益を大きく損なったことがある。現在の状況から見て、新興市場においてこうした状況を根絶することは非常に困難である。これも中国の新興市場に潜むリスクの一つである。

第四は管理監督面に関するリスクである。中国の証券市場の管理監督メカニズムは着実に整備が進んでおり、管理監督機関のレベルは絶えず向上している。しかし、越権行為や監督不行き届きなどの現象は依然として存在する。証券市場の管理監督機関による業務の重点は、上場企業の

² 市場に空売りメカニズムが欠如しているため、機関投資家はリスクを回避する手段を持っていない。従って、取引高を多くすることでしか利益を上げることができない。ファンドマネジャーはどのような価格であっても投資信託の投資家の要求に受動的に応じて、市場で株式を売買しなければならない。つまり、投資信託の購入がより多く発生すると株式を購入して収益を上げ、償還がより多く発生すると償還要求に応じなければならない。多くの場合、投資信託の投資家は株式が上昇した際に次々と購入し、下落すると償還するため、投資信託が株価の変動を助長することとなる。

情報開示の適時性、真実性、有効性を保証し、透明性の高い、整然とした正常な市場運営秩序をいかに構築するかにかえられるべきである。このような管理監督が実現することによって、中小投資家の利益を適切に保証することができる。新興市場では、メインボードに比べ、上場する企業が経営に失敗する可能性や、上場企業の質の二極分化、企業のレベルのばらつきなどが避けられない。さらに、新興市場の上場基準は緩く、メインボードに比べ、新興市場における管理監督の難度はさらに高くなる。このため、新興市場の管理監督については、情報開示を中心とした管理監督方針を強化するという認識を持つべきである。長い期間にわたり、市場運営に関する証券取引所や証券の登録決済機関への管理監督は本来の役割を果たしておらず、管理監督のシステム化も遅れ、管理監督の効率は損なわれたままである。従って、現在の管理監督の考え方や体系では新興市場の問題に対応しきれず、新興市場を効果的に監督することもできないと考えられる。新興市場では管理監督に関するリスクが生じるため、管理監督機関はより高い水準が求められ試練に直面することになる。

Ⅲ、新興市場におけるリスクへの正確な認識

投資にはリスクが伴うものであり、高い収益が予測される一方でそれ相応のより高いリスクが存在する。メインボードと比べ新興市場にはより高いリスクがあることに疑う余地はない。しかし、リスクが高いからといって、新興市場の設立を行わない、あるいは新興市場のリスクが全く無くなってから設立すべきと言う意見は正しいだろうか。リスクに対してマクロ面で慎重な対応をとり、リスクをコントロールする完全なメカニズムを構築することが必要である。まさにこれが新興市場の誕生を延期してきた理由であった。さらに、2000年に起こった世界的なITバブルの崩壊は、中国にも大きなリスクをもたらしたが、中国側関係者はこのような国際的な新興市場の経験と教訓もより踏み込んで研究しなけりならなかつた。今日では、中国側関係者は新興市場の運営方式とそのリスクについて、以前よりも深い認識を有している。それでは、新興市場におけるリスクをどのように認識すべきであろうか、つまり、リスクに対してどのような考え方を確立すべきであろうか。

どの市場にも独特の運営方式があり、その方式に基づいて市場が運営されている場合、必然的に一定のリスクを有することになる。これは市場の運営方式がもたらす作用と言える。公開、公正、公平という性質を保ち、透明性の高い投資環境の下で市場が運営される中で形成されるリスクであれば、それらはいずれも正常なものである。しかもこうしたリスクは、いつの時代でも消滅することのない不可避的なものである。当然のことながら、こうしたリスクは市場によって利益を得る人々が担うべきであり、市場の正常な変動による損失も投資家自身が担うべきである。

いかなる市場にもリスクはあり、リスクと収益は常に表裏一体である。このため、投資家は収益を得ようとする時はそれ相応のリスクを負うことになる。最も重要なことは、リスクの性質である。市場化のリスクは恐れるべきものではない。恐れるべきは人為的な市場機能の阻害によって生じるリスクである。例えば市場メカニズムの欠陥、市場規則や監督の不備などによるリスクは、投資家に負担させるべきではない。このほか、人為的な圧力や虚偽の情報開示など市場の信頼性を損なう行為によるリスクは、市場の透明性を低下させ、投資家の市場に対する信頼を損なうため、市場の安定した発展に対して大きな破壊力を持つ。投資家が市場への信頼を失えば、証券市場もその存在と発展の基盤を失うことになる。これも新興市場の制度的枠組みの構築やメイ

ンボードの運用の際に備えなければならない重要事項である。

IV、新興市場のリスクには理性的に対応すべき

新興市場のリスクへの対応に当たっては、中国側関係者は上述した分析と認識に基づき、それぞれのリスクの性質にふさわしい対応をとるべきである。

一つ目のリスク、つまり上場企業の成長性に関するリスクは、マイクロレベルの主体、すなわち上場企業によって解決されるべきである。これは現在、成熟した市場を持つ先進国がこの種のリスクに対応するときの基本的な姿勢である。管理監督機関にできることは、望ましい信用体系と整備された信用原則を構築すること、良好な信用環境を作り出すこと、市場の公開、公正、透明性を保つことであり、これによってマイクロ主体に圧力をかけ、信用に基づくコーポレートガバナンス体制の確立や企業の運営メカニズムの充実を促し、新興市場の運営規則を遵守させ、この種のリスクを最小限に抑えることである。投資家はリスクに対する正しい認識を持ち、自分で引き受けることのできるリスクの大きさに応じて投資を決定すべきである。また投資家は、新興市場に上場する企業には成長性に関するリスクがあることをきちんと認識すべきである。

次に新興市場に特有の資金調達制度がもたらす制度面のリスクは、政策担当者が解決に向けて尽力すべき問題である。政策担当者が解決できるのは制度的リスクのみであり、経済の新興かつ移行期にある市場が持つ特徴や市場化に向けた要求水準、加えて新興市場がもつ特徴に基づいて各種の制度を制定すべきであり、制度の枠組みにおいてこうした制度的リスクを減少させなければならない。例えば、上場・廃止制度における上場・廃止基準の制定、保証推薦人制度、取引制度の制定、上述した「三高一小」の状態にふさわしい企業の情報開示制度、発起人の株式規制制度や流通予告制度などは、いずれも新興市場の制度的リスクを回避するための効果的な制度である。

最後に新興かつ移行期にある市場への参加者の認識に関するリスクについては、まず中国側関係者が認識を改善しなければならない。どのような株式市場も、設立当初は市場化の水準は高くない。市場が発展を続ける中でルールが確立され、ルールの確立によってさらに発展が進むという形で、市場化の過程を段階的に実現しなければならなかった。このような発展と前進の過程においては、市場化が阻害されるリスクは避けられない。各市場参加者の新興市場に対する認識を絶えず向上させ、市場における活動の実践に根ざした発展に基づいた市場化に向けた改革を進めていくことで、このような市場化が阻害されるリスクを取り除いていく必要がある。市場化改革の核心は革新（イノベーション）であり、市場化の要求に適さない認識、規則や体制を革新によって取り除くことが重要である。このうち最も肝要なことは認識の革新であり、体制、規則やその他の分野における市場化を阻害している障壁は、結局のところ市場参加者の認識が束縛されていることにある。新興市場の制度の策定は、新興市場の具体的な状況に基づいて行われるべきであり、メインボードの規則とは異なることに注意すべきである。例えば、取引規則（値幅制限制度、T+1 または T+0 取引、異常事態による取引停止メカニズムなど）、売却制限付株式の規制制度、情報開示制度、増資の制限メカニズムなどは、新興市場の現状を把握した上で策定されるべきである。

とりわけ強調すべきことは、メインボードの急成長や空売りメカニズムの欠如がもたらす市場へのマイナスの影響はますます増加しており、オープンエンド型投資信託に代表される機関投資

家が「価格変動を助長する」現象は、機関投資家を今までにない形で大きく発展させるという中国側関係者の当初の考え方と大きく隔たってしまった状況にあるということである。この問題を根本的に解決しなければ、機関投資家は新興市場で依然として「問題児」の役割を演ずることになるだろう。従って、筆者はまず空売りメカニズムを構築して株価指数先物取引を推進し、その上で新興市場を設立すべきであると考えている。

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