



全人代・全国政協における株式市場への 提案について¹

呉 曉求*

要約

1. 中国経済及び資本市場について、中国政府は安定を重視して運営すべきである。現在の最大の課題は「創業板」（新興市場）の設立であるが、起業時のリスクはベンチャーキャピタルや創業者が負担すべきで、創業板を通じて中規模・小規模の投資家に転嫁されるべきではない。
2. 非流通株改革については、市場の安定を確保するため、株主に追加的なコストを負担させることも考えられる。また、タイミングを見て、IPO を再開すべきである。株価指数先物取引はいつでも導入可能であり、信用取引も証券会社の業務の多様化に資するものである。
3. 世界的な金融危機がもたらした教訓を検討する必要がある。中国の資本市場でも、レバレッジ取引やデリバティブを通じた金融商品の開発は重要であるが、それらの使い方を誤ってはならない。

I、当面の資本市場は安定維持をメインにすべき

2009年3月の第11期全国人民代表大会（全人代）における温家宝総理による「政府活動報告」では、中国の経済発展の安定を極めて重視するとともに、資本市場の安定した発展も重視する考えが示されている。こうした方針の背景には、世界的な金融危機という外部環境のもとで、資本市場の安定的な発展を維持し、かつ中国経済の安定的な発展を維持することは容易ではないという当面の経済情勢への判断があったものと考えられる。

安定の実現は今後の浮揚に向けて一つの基盤や前提となるだろう。世界全体が金融危機という環境の中にあっても、中国の経済や資本市場が比較的安定していれば、危機が緩やかに去っていった後に中国の資本市場は次第に好転すると考えられる。しかも、好転の兆しは現時点ですでに現われている。

¹ 本稿は、中国人民大学金融証券研究所サイト「呉曉求コラム」掲載の「呉曉求教授が全人代・全国政協における株式市場への提案について語る」を邦訳したものである。これは、2009年3月6日に、中国人民大学金融証券研究所の所長を務める呉曉求教授が新浪ネットからのインタビューの中で、全国人民代表大会（全人代）や中国人民政治協商会議全国委員会（全国政協）における株式市場関連の議案や中国資本市場をめぐる重要問題について見解を述べたものである。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。

* 呉 曉求 中国人民大学金融証券研究所 所長

II、創設のロジックを見いだせない創業板（新興市場）

中国の資本市場の発展や金融改革が現在直面している最大の問題は創業板（新興市場）を創設するか否かではない。そもそもなぜ創業板を創設しなければならないのだろうか。中国にはすでに（深圳証券取引所に）中小企業板（中小企業ボード）があり、しかも上場基準についても小幅ではあるものの調整が行われた。創業板の創設は、この基準をさらに引き下げることには他ならない。

グローバルな金融の改革や資本市場の発展や経済成長が、創業板の創設とどれほど関係があるのか、また創業板が金融システム全体の改革の中でどのような位置を占めるのかについてもさらに検討が必要である。

現在、中国において多くの中小企業が直面している資金調達難に対して、創業板の創設がひとつの解決策となるという見方がある。つまり、中小企業による創業板への上場が資金調達の問題を解決し、さらにある程度内需拡大も促すとの見解である。しかし、こうした解釈には問題がある。なぜなら、中小企業が銀行から融資を受けられないことは、その企業に大きなリスクが確実に存在することを意味している。こうした企業に資本市場で資金調達を行わせた場合、リスクを中小企業株に投資する人に転嫁することになりはしないだろうか。実際、これはリスクとリターンのバランスという資本市場の原則には合致していない。

中小企業が銀行からの資金調達ができない時に、中規模・小規模の投資家から資金を集めた場合、万一企業の経営が破綻すれば、大きなトラブルを招くことになる。さらに、銀行はリスク回避体制を比較的整備させているが、創業板のリスク回避体制は銀行のそれに遠く及ばないことも考慮に入れなければならない。

巨大な潜在的リスクをかかえる企業を、なぜ一般投資家の投資対象にしなければならないのだろうか。企業の状態が不安定であるため、銀行から融資を受けられないというだけの理由であろうか。私は、いかなる金融制度も、必ずそのリスク負担能力に見合った形で運営されなければならないと考えている。創業板もメインボードも、資本市場のひとつの構成部分である。資本市場の投資家は、企業の成長過程で生じるリスクを支えることはできるが、起業時のリスクを負担することはできないしその義務もない。起業時のリスクは、ベンチャーキャピタルや創業者が負担すべきものである。中国の資本市場はベンチャーキャピタルの発展に力を入れるべきであり、起業時の投資はベンチャーキャピタルに任せ、これらの企業が成熟するのを待って中小企業板上場させるべきである。また、中小企業板上場する場合は、資本規模が比較的小さくとも、起業時特有のリスクがすでに排除されているという条件を必ず満たしていなければならない。

私は、起業時のリスクが創業板という仕組みを通じて中規模・小規模の投資家に転嫁されるべきではないと考える。このため、創業板を創設するための理論的根拠を見いだすことはできない。ただし、これは創設のタイミングとは別問題である。

III、非流通株の放出について

市場が不安定であることは、国有株など非流通株の売却解禁に伴う株式放出によって引き起こされた問題であると考えの人が少なくない。しかし、私は、持ち株比率 5%以下の非流通株の放出は問題ではなく、現時点で一部の株式に対して特別な処置を行う必要は断じてないと考える。

なぜなら、非流通株改革の早い段階で、非流通株の放出についてすでに規定が打ち出されていたためである。もし、さらに特別な規定を設けるとすれば、第二次非流通株改革を行うことを意味し、これには制度改革の大きなコストを伴う。

このため、通常の株式放出については過大視する必要はなく、既存の取引ルールに従って進めれば十分である。ただし、上場会社の全株主に追加的なコストを負担させることは可能だろう。これまでの非流通株改革には盛り込まれなかったものの、現時点では市場の安定を考え、ある種の追加的なコストを負担させても良いのではないだろうか。企業の支配権を有する国有持株会社（株主）は、追加的なコストが存在すれば、非流通株のロックアップ期間（売却禁止期間）が終了した後も、相当の期間にわたって株式を売却しないだろう。例えば、招商銀行の株主である招商局は、現在、支配権を有する株主ではなくなったが、依然として筆頭株主である。同局は招商銀行の展望に確信を持っているため、持ち株を売却するどころかむしろ買い増している。また、国有資産監督管理委員会（中央政府直属企業の管轄部門）や財政部、中央匯金有限責任会社とその親会社である中国投資有限責任公司（CIC）がそれぞれ保有する上場企業株については、特別規定を設けることが望ましい。これにより、市場の需給関係のバランスも取れるだろう。

IV、IPOの再開について

IPOの再開はいつか行わなければならない。もしIPOを再開しなければ、市場への新たな株式の供給が止まり、市場が停止してしまうことになる。IPOの再開は、タイミングの問題にすぎない。投資家は、IPOの再開を恐れる必要はない。なぜなら、厳重な審査をクリアし、投資先として将来の見込みがある企業の上場は望ましいことであり、株式投資家に新たな銘柄や金融商品を提供することもできる。

ただし、現状を考えれば、資本市場発展の重点として中国ではIPOの再開を重視することよりも、市場の再編作業に着目していく必要がある。再編は今後、市場における最大の重要事項になるだろう。中国の市場規模は巨大とは言えないものの、以前と比べれば格段に拡大し、時価総額は15兆元規模に達している。このため、市場が有する資源の再配分機能を向上させる必要がある。現在、市場はまだ息を吹き返したばかりの段階にあるが、市場にやや活力が戻るのを待つて、IPOを再開することが望ましい。

一方、大して成長が見込めない、かつ行き過ぎた再編が行われた大型企業は上場させるべきではないことに特に注意が必要であろう。これらの企業の上場は、市場のリスクを増大させることになるためである。IPO再開のネックとなるのは、新規上場企業の将来的な成長性であり、成長性に優れているのであれば問題ないが、もし成長性が低ければ問題が生じかねない。

V、株価指数先物取引は随時導入可能

株価指数先物取引の導入は、創業板の創設に比べればいくらか現実的であると思われる。少なくとも、株価指数先物取引の導入については理論的根拠を求めることができる。研究者が一つの問題について検討する場合、あるいは一つの政策を打ち出す場合、まずは根拠の所在や、根拠を支えるのは何であるかなど、理論的な基礎や根拠の有無を考えなければならない。株価指数先物取引の導入については、理論的な裏付けがあると私は考える。株価指数先物取引の導入には三つ

のメリットがある。一つ目は市場の価格決定メカニズムをより円滑に運営できるようになる点、二つ目は市場の価格変動を相対的に小さく抑えることができる点、三つ目は株価指数先物がリスクヘッジ商品になる点である。株価指数先物取引はいつでも導入可能であり、タイミングの問題は存在しない。タイミングを選んで導入するということは、株価指数先物取引が株価上昇あるいは下落を促すという潜在的意識があることを意味するが、実際のところ株価指数先物取引はそうした効果を持たない。

「株価指数先物取引を株価の高いタイミングで導入すると株式市場に冷水を浴びせることになるため、株価が低いタイミングで打ち出すべきである」と考えている人も少なくないが、それは誤解である。株価が高値で推移している時には若干のバブル要素が存在しているため、こうした考えには実質的な意味はなく、少なくとも株価指数先物取引が株価の上昇あるいは下落を助長することはあり得ない。

ただし、中国で株価指数先物取引を導入する場合、他の市場とは全く異なる制度的背景に注意しなければならないことは確かである。中国では株式市場の公開株式の40%が国有株で占められ、株主の支配権が偏在している。株価指数先物取引の開始に当たっては、必ず前提条件を設ける必要がある。つまり、40%以上の株式支配権を持つ国有株保有者を株価指数先物取引に参加させないことである。例えば株価指数先物取引が実際に導入されても、中央匯金有限責任会社が取引に参加することを認めてはならない。あまりに多くの株式を保有する同会社が株価指数先物の売り建てを行えば、確実に株価指数が下落してしまうためである。同様に、現時点で国有資産監督管理委員会が保有する株式をすべて国有資産運営会社へと集中させるようなことがあった場合には、その国有資産運営会社も株価指数先物取引に参加させてはならない。大量の株式を保有する国有資産運営会社が株価指数先物の売り建てを行えば株価指数の下落は必至であり、市場操作を行ってしまう。このため、株価指数先物取引の導入に当たっては、中国市場の制度的背景を深く理解しておかなければならない。中国は、株式支配権が高度に分散化し、誰にも操作することのできない成熟市場とは異なるのである。

VI. 証券会社を通じた信用取引は実行可能

信用取引は技術的に高度な取引であり、取引市場のシステム全体もより高い技術水準が求められることになるが、本質的にはさほど複雑ではない。このため、証券会社の業務の多様化にとって望ましく、同時に投資家にも利便性をもたらす。したがって、信用取引は制度面の問題は存在せず、導入すべきである。ただし、取引を行うために必要な情報システム、技術システムが非常に高度となる。また、信用取引が証券会社の資格で行われる以上、証券会社が取引対象となる証券を保有しているかどうかの問題を適切に対処する必要がある。最悪の場合、全ての証券会社が本来保有しない銘柄を闇雲に借り合い、揃って売り建てを行うことになるが、こうなれば混乱を免れない。

中国の金融システムの最大の特徴は、レバレッジ取引が導入されていない、あるいはレバレッジ比率が低いことである。現在の金融危機では、どこの国でも金融システムに問題が表れているが、中国の金融システムだけは問題がない。また、信用取引は連鎖的な危機を引き起こすものではなく、ある投資家自身の資産がなくなったとしても、これによって全体が損失をこうむる事態にはならないことは保証できる。

Ⅶ、全人代・全国政協に株式市場の浮揚効果を期待すべきではない

全人代や中国人民政治協商会議全国委員会（全国政協）の提案事項が資本市場にもたらしうる効果について、過大な期待を寄せる人もいるが、あまり現実的ではない。

全人代や全国政協は重大事項を討論する場であり、中国経済の持続的かつ安定的な成長をどのようにして実現するかを話し合う場である。議題には金融改革が含まれるが、全人代や全国政協は政策を打ち出す場ではなく、考え方や方向性を打ち出すのみである。全力で中国の経済的な安定性を維持し、金融危機に全力で対応していくなど、考え方や方向性は明確であるが、具体的な資本市場政策が打ち出されることはない。

Ⅷ、資本市場制度の構築の展望

私が中国の資本制度に対して持っている展望は以下の三点に集約される。

一つ目は、中国の資本市場や経済に対して、私は依然大きな期待を寄せ、強い自信を持っているということである。

二つ目は、資本市場の発展も含めた中国の金融システムの改革にあたっては、開放が非常に重要になってくるということである。開放という意識を持つことが必須であり、いかなる保護主義も認められない。

三つ目は、中国の資本市場改革に際して、今回の世界的な金融危機がもたらした教訓を深く考察することが非常に重要だということである。このように深刻な金融危機はなぜ起きたのだろうか。昨日（2009年3月5日）のダウ・ジョーンズ株価指数は6,500ポイントまで落ち込み、シティバンク株も60ドルから1ドルに下落、AIG株は99%の下落幅となった²。なぜこのように深刻な問題が生じたのかを考察する必要がある。これは幅広い論点を含むものの、最も重要なことは、レバレッジ取引の導入を急ぎすぎてはならないということである。レバレッジ取引の導入が金融危機を深刻化させた一つの要因となったことは確かであるため、たとえ導入が多少遅れたとしても、深刻な金融危機を繰り返さないように検討する必要がある。

多くの人が中国と米国の金融市場の差を以下のように喩える。つまり、中国の株式市場は火薬発明以前、つまり刀や槍を使う白兵戦の時代である一方で、米国の資本市場はさまざまなデリバティブ商品という核兵器が存在する、核戦争の時代であるということである。しかし、こうした兵器は諸刃の剣であり、扱いが難しい。核兵器の使用を誤れば地球全体が壊滅してしまうように、デリバティブ商品も運用を誤れば危機をもたらす。先進的な兵器の使用はある程度必要ではあっても、全面的に頼るべきではない。

中国の金融の管理監督においては、確かに、高いレバレッジ効果のある金融商品に力を入れる必要はあるが、金融商品や金融機関には過度に追求させるべきではない。

² 株価の比較対象期間については特に言及されていない（訳者注）。

著者紹介

呉 曉求 (Wu Xiaoqi)

中国人民大学金融証券研究所 所長

1959年生まれ。1983年江西財經大學経済学部卒業後、中国人民大学で博士号取得。

1987～2002年、中国人民大学の経済研究所マクロ室主任、財政金融研究科副研究科長、研究生院副院長などを歴任。1996年より中国人民大学金融証券研究所所長、2002年より同大学学術委員会委員、2006年より同大学校長補佐、研究生院常務副院長などを務め、現在に至る。

主要著書に『市場主導与銀行主導：金融体系在中国的一种比較研究』、『中国資本市場分析要義』などがある。

- ・中国人民大学金融証券研究所は、中国の国家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