



全面的な法整備が日程に入った中国資本市場

関根 栄一※

要約

1. 2011年の中国資本市場では、全面的に法改正が行われる見通しである。中国証券監督管理委員会（証監会）は、場外市場の構築、基金（投資信託）、先物取引、上場企業の管理監督、司法制度の五つの観点から新規法令の制定や既存の法令の改正を進める方針である。
2. 特に、基金の法的根拠である「証券投資基金法」の改正では、証監会は、基金管理会社（運用会社）のガバナンス整備、販売ルートの改革、商品のイノベーションといった改革も同時に進める方針である。
3. こうした資本市場の法整備や投信業界の改革では、海外の経験が取り入れられるとともに、クロスボーダーの証券取引が活性化されよう。また、基金管理会社の専門子会社の設立等の規制緩和や従業員持株会の法的位置づけの明確化は、海外運用業界にとって新たな進出分野が創出されることとなる。

1. 中国証券監督管理委員会による法整備の方針発表

2011年の中国資本市場では、全面的に法整備が行われる見通しである。2010年12月4日に開催された「上海証券取引所法治フォーラム」で、中国証券監督管理委員会（証監会）の尚福林主席は、中国資本市場における法整備を五つの面で進める方針を以下の通り発表した。

1. 多層的（多様）な資本市場の法整備の促進

全国レベルの場外市場の構築と統一的な管理監督を行うために、北京市で大学やベンチャー企業が集積する中関村開発区での店頭取引テストの拡大の基礎の上に、「非上場株式有限会社の株式上場弁法」¹を可能な限り早く制定し、同時に「非上場公衆会社監督管理弁法」の検討と制定を進め、非上場公衆会社の管理監督法令を構築する方針である（図表1）。

また、上場企業に認められた証券取引所で発行する社債である公司債について、「公司債券発行試行弁法」を改正し、発行方法を整備し投資家構造を最適化して、ルールを統一化し、中国人民銀行が管理する銀行間債券市場との相互接続を進める方針である。

¹ 「弁法」とは、行政上の規則やルールを意味する。

※ 関根 栄一（榊野村資本市場研究所 北京代表処 首席代表）

2. 基金（投資信託）に関する法改正と整備

中国では、投資信託に関する「証券投資基金法」（基金法）が、2003年10月28日に公布され2004年6月1日から施行されている（図表2）。この基金法については全面改正を行う。特に中国国内での私募ファンドの発展の現実と需要に適応するよう、海外の経験を参照して適切な私募ファンドの管理監督制度を構築する方針である。

3. 先物取引に関する法整備

中国では、先物取引に関する「先物取引管理条例」が、2007年3月6日に公布され、同年4月15日から施行されている。この条例の施行以来の経験を総括した上で、先物市場の長期的かつ安定的な発展の視点に立って、先物市場の法的位置づけを明確にし、先物取引とリスク管理制度を整備するために、新たに「先物法」を制定する方針である。

4. 上場企業の管理監督法制の整備

新たに「上場企業監督管理条例」を制定し、上場企業の支配株主や実質支配者に対する管理監督を強化する方針である。

また、M&Aに関する制度について市場メカニズムを取り入れて更に整備する方針である。同時に上場企業の上場廃止制度の改革の研究を進める方針である。

図表1 中国資本市場における当面の法整備の対象

| 新規制定 | 改正 | | |
|------------------|------------|-------------|------------|
| 名称 | 名称 | 公布日 | 施行日 |
| 非上場株式有限会社の株式上場弁法 | 公司債券発行試行弁法 | 2007年8月14日 | 同左 |
| 非上場公衆会社監督管理弁法 | 証券投資基金法 | 2003年10月28日 | 2004年6月1日 |
| 先物法 | 先物取引管理条例 | 2007年3月6日 | 2007年4月15日 |
| 上場企業監督管理条例 | | | |

（出所）証券監督管理委員会より野村資本市場研究所作成

図表2 証券投資基金法の概要

| | |
|------|--------------------------------|
| 第1章 | 総則（第1条～第11条） |
| 第2章 | 基金管理人（第12条～第24条） |
| 第3章 | 基金管理受託者（第25条～第35条） |
| 第4章 | 基金の募集（第36条～第46条） |
| 第5章 | 基金持分の取引（第47条～第50条） |
| 第6章 | 基金持分の購入申込み及び払戻し（第51条～第56条） |
| 第7章 | 基金の運用及び情報開示（第57条～第64条） |
| 第8章 | 基金契約の変更、終了及び基金財産の清算（第65条～第69条） |
| 第9章 | 基金持分保有者の権利及びその行使（第70条～第75条） |
| 第10章 | 管理監督（第76条～第82条） |
| 第11章 | 法律責任（第83条～第100条） |
| 第12章 | 附則（第101条～第103条） |

（出所）証券投資基金法より野村資本市場研究所作成

5. 専門的な資本市場の管理監督と法執行制度の構築

海外の経験を参照して、資本市場に関する行政面と司法面の管理監督を有効につなげ、資本市場の管理監督の需要に適合した専門的な司法制度を構築する方針である。また、証券先物に関する刑事、民事、行政執行に関する司法政策文件²を制定する方針である。

II. 注目される証券投資基金法の改正

前後して、証監会の姚剛副主席は、12月2日に開催された「第9回中国証券投資基金国際フォーラム」の席上で、今後、投信業界について以下の四つの面から改革を進める方針を明らかにしている³。

1. 「証券投資基金法」の改正

前述の尚主席同様、「証券投資基金法」（基金法）と関連規則を全面改正する方針である。改正に関する基本的な考え方は、行為規範を厳格にし管理監督を強化する一方で、投信業務に対する制限を緩和し、同業務の創新（イノベーション）を促進する点にある。また、資産運用商品の管理監督基準を統一し、管理監督の対象範囲を適切に拡大し、管理監督から外れることによる利得行為を防止、減少させる点にもある。

2. 基金管理会社（運用会社）のガバナンスの整備

運用業界に相応しいインセンティブメカニズムを構築するとともに、基金管理会社（運用会社）の株主と実質支配者に対する管理監督を強化する方針である。また、取締役会内の牽制機能を強化するために、非株主からの取締役の割合を段階的に高め、独立取締役の役割を発揮させるとしている。

他には、株式会社及びパートナーシップ型企業の運用業界への参入を検討するとともに、長期的かつ効果的なインセンティブメカニズムを確保するための従業員持株制度を研究し、運用業界の長期的かつ安定的発展のための原動力と活力にする方針である。

3. 販売ルートの改革

投資信託の販売ルートを更に拡大する方針を打ち出している。具体的には、販売専門会社の参入基準を調整したり、専門販売員による投信販売会社の設立を奨励としている。

また、全ての基金管理会社の登録・登記データの集中バックアッププロジェクトを完成させ、オープン・エンド型投資信託の登記業務を適切に集中させる方針である。

4. 商品のイノベーション

審査・認可面では、投資信託の商品毎の審査・認可制度を総括し、成熟した商品については規格と契約を標準化して、審査・認可手順を簡素化し、更に（審査の不要な）登録制度の確立を研究としている。また、新商品の評価・審査メカニズムを整備する方針でもある。

² 中国の最高人民法院（最高裁に相当）が出す司法解釈は、裁判規範性を有し、下級人民法院を拘束するため、立法的な機能も有しているとされる。

³ 他にインサイダー取引等の違法行為の取締り強化も掲げている。

管理監督面では、先ず基金管理会社の分類に応じた管理監督方法を検討する方針である。次に、条件を満たした基金管理会社には親会社とは異なる業務を行う専門子会社の設立を容認し、経営のグループ化のテストを行う方針である。

業務面では、SMA（ラップ口座）⁴やQDII（適格国内機関投資家）商品を展開する基準を下げ、各社が特色を出した経営を行うための条件を整備するとしている。うち海外業務については、条件を満たした基金管理会社が国際業務を展開することを奨励し、合わせて外国投資信託の国内での試験販売を進めるとしている。

Ⅲ、海外運用業界にとっての示唆

以上のような証监会による資本市場の法整備や投信業界の改革は、海外運用業界にとっても対中資産運用ビジネスを展開する上で大きな意味を持つ。

一つ目は、海外の経験の伝達である。中国資本市場の全面的な法整備に当たり、海外運用業界にとっては、自国市場での関連法令やその執行の経験を中国側に伝達する機会が今後増えていくこととなる。特に中国では、私募ファンドも含めた横断的なファンド法制を視野に基金法の改正を進めようとしており、日本の金融商品取引法の考え方や制度設計も中国にとって参考となる部分が出てこよう。中国の私募ファンド業界の発展は、今後の同国の新興企業や新興産業育成とも密接に関わっており、証监会も重要視している。

二つ目は、クロスボーダーの証券取引の活性化である。全国的な場外市場の構築は、外資系PEファームにとって、深圳証券取引所の創業板（新興市場）に加え、市場での持分の売却の機会が増えることを意味する。また、QDII商品の認可基準の緩和や外国投資信託の中国国内での試験販売は、海外の運用業界にとって自国の金融商品の販売拡大につながるものでもある。

三つ目は、海外運用業界による中国の新たな資産運用分野への進出である。基金管理会社の専門子会社の設立、商品の販売ルートの拡大、SMA口座開設に関わる規制緩和の中で、海外運用業界が新たに取り組める分野が創出される可能性がある。また、従業員持株会が資本市場関連法制の中で法的根拠を与えられることで、中国に進出している外国企業が持株会を導入する場合の法的安定性が高められることとなる⁵。

中国のオープン・エンドの公募証券投資信託の残高は、既に世界トップ10の仲間入りをしている（図表3）。証监会としても、基金管理会社の「差別化、特色化、国際化」を進める方針もある。今後、中国の資産運用業界が更に成長していくためには、2011年以降進めようとしている全面的な法整備が鍵を握ることとなる。引続き中国資本市場の法整備に向けた動きが注目される。

⁴ SMA（Separately Managed Account）を中国語では「専戸理財」と呼ぶ。

⁵ 中国の従業員持株会の現行制度については、関根栄一「中国での従業員持株会の設立を巡る動向」『季刊中国資本市場研究 2009年春号』を参照。

図表3 投信残高上位10カ国・地域

| 2010年3月末 | | | 2010年6月末 | | |
|----------|---------|---------------|----------|---------|---------------|
| 順位 | 国・地域名 | 残高 (10億ドル) | 順位 | 国・地域名 | 残高 (10億ドル) |
| 1 | 米国 | 11,205 | 1 | 米国 | 10,500 |
| 2 | ルクセンブルク | 2,321 | 2 | ルクセンブルク | 2,115 |
| 3 | フランス | 1,727 | 3 | フランス | 1,486 |
| 4 | オーストラリア | 1,254 | 4 | オーストラリア | 1,136 |
| 5 | アイルランド | 885 | 5 | アイルランド | 837 |
| 6 | ブラジル | 803 | 6 | ブラジル | 807 |
| 7 | 英国 | 732 | 7 | 英国 | 687 |
| 8 | 日本 | 681 | 8 | 日本 | 671 |
| 9 | カナダ | 608 | 9 | カナダ | 556 |
| 10 | 中国 | 345 | 10 | 中国 | 298 |

(注) 国際投資信託協会がオープン・エンドの公募証券投資信託を対象に集計。

(出所) 社団法人投資信託協会より野村資本市場研究所作成

著者紹介

関根 栄一 (せきね えいいち)

株式会社野村資本市場研究所 北京代表処 首席代表

1969年生まれ。1991年早稲田大学法学部卒業、1996年北京大學漢語センター修了、2002年早稲田大学社会科学部研究科修士課程修了(学術修士)。1991年日本輸出入銀行(現・国際協力銀行)入行、北京駐在員事務所、開発金融研究所等を経て、2006年5月野村資本市場研究所に入社。2010年7月より現職。主要論文に「動き始めた中国の対外証券投資」『資本市場クォーターリー』2006年秋号、『中国証券市場大全』(共著)などがある。



Chinese Capital Markets Research