



中国の創業板市場：現状と未来¹

呉 曉求[※]

要約

1. 創業板の開設から1年余りが経過し、主に制度上や規則等に関する9つの問題点が浮び上がった。ナスダックの様な成功を収めるためには、これらの問題点にしっかりと向き合い、解決方法を模索し、同時に創業板の長所を引き出さなければならない。
2. 中国は資本市場の開放後の20年間で、様々な経験と教訓を得て、その全てが創業板を形成する土台となった。また、中国には創業板の発展を支える5つの重要な要素があり、これらを最大限に活かすことで、海外にはない中国特有のベンチャー市場を構築することができる。
3. 創業板は、中小企業の育成と、企業の成長を通じて投資家に資産形成をもたらすという開設当初の2つの役割以外に、中国が国際金融センターになるための基盤を提供するという重要な使命を負っている。創業板の開設から1年余りが経過した今、中国は今後の創業板の有り方について更に検討していかなければならない。

1. はじめに

中国の資本市場の歴史の中で、2009年10月30日は記憶に残る一日である。この日、中国のベンチャー市場である創業板が正式に開設された。創業板を開設すべきか否か、どのような創業板を開設するか、いかに開設するか等の論争は今世紀初頭から絶えず続いてきた。創業板の開設から既に1年余りが経過したが、我々は依然として結論を見出せていない。創業板は将来、どのような道を歩むのだろうか。ナスダックの様な栄光を受け継ぐことができるのだろうか、それとも日本のマザーズやドイツのノイアー・マルクトの二の舞となるのだろうか、はたまた、どちらとも違う第3の道を切り開いていくのだろうか。

長い金融史の中で、ベンチャー市場の歴史はわずか40年に過ぎない。この40年間、輝かしい実績もあれば、そうでないものもある。生命力が強いものもあれば、かろうじて生きながらえているものもある。創業板の発展方法や将来像を考案・設計するにあたり、我々は世界のベンチャー市場を分析してきたが、創業板の将来の発展に影響を及ぼす時代の変化や国内情勢についても研究しなければならない。

¹ 本稿は、中国人民大学金融証券研究所編『資本市場評論』2011年第1、2期掲載の「中国の創業板市場：現状と未来」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、一部を割愛または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、創業板の内憂

創業板の開設から1年余りが経過した。この1年間の実績は客観的に見て評価に値すると考える。一方、まだまだ問題点も山積みである。多くの問題点は創業板の制度にあると思われ、これらの問題点をなおざりにすれば創業板の健全な発展を阻害することになる。具体的な問題点は以下の通りである。

1. 「レントシーキング型（尋租）」株主による駆け込み投資

海外の成熟したマーケットでは、プライベート・エクイティ・ファンドがその研ぎ澄まされた嗅覚と専門的な知識・判断により、潜在能力と価値のある企業を発掘・育成し、最終的にその企業を上場させることで投資資金を回収している。このような仕組みは中小企業の成長を促し、経済の発展・進歩を促進する。しかし、中国の資本市場、特に創業板には一部の特殊な投資家がいる。彼らはベンチャーキャピタルの初期投資やベンチャー企業の育成には参加せず、ベンチャー企業がIPOを行う直前になって、特殊な権利（行政権の行使を含む）を使い突如株主となり、上場後すぐに株式を売却して利益を得ている。筆者はこの様な投資家を「レントシーキング型（尋租）²株主」と呼んでいる。レントシーキング型株主は創業板の株主の利益や市場の公平性を侵害している。レントシーキング型株主は権力と資本取引を通じて、様々な形でIPOの重要な過程に直接的または間接的に影響を及ぼし、高額報酬（利益）を得ている。レントシーキング型株主の出現によって、資本市場の核となる価値観、すなわち起業が富をもたらすという価値観が大きく損なわれ、多くのレントシーキング型株主は企業の発展と成長にとって百害あって一利なしの存在となっている。創業板は上場制度を通じて、このような株主を厳しく取り締まるべきである。

2. 証券会社の直投と保証推薦人制度の利害関係

中国の資本市場には「保証推薦+直投」という運営方式が存在する。直投とは、証券会社が傘下の子会社を通じて自らが引受会社となる上場企業のIPOを購入することを指す。このような方式は、証券会社が、上場企業の保証推薦人や引受会社、財務顧問だけでなく株主になることも意味する。また、直投業務や保証推薦業務、引受業務などの多くの役割を同時に担うことによって複雑な利害関係が衝突し、証券会社の直投業務や保証推薦人による駆け込み投資、プライベート・エクイティの腐敗などといった利益の不正取得が疑われるような行為が起りやすくなる。中国証券監督管理委員会（証監会）のデータによると、証監会が初めて証券会社の直投業務を認可した2007年9月から2010年8月25日までの間、20社の証券会社が直投業務の認可を受け、そのうち8社が55のプライベート・エクイティに投資した。また、証券会社が直投を行った9社のうち8社が創業板上場し、その上場企業の多くが「保証推薦+直投」でのIPO方式を採用した。直投業務と保証推薦業務は完全に切り離すべきであると考えられる。ここで言う、切り離すとは業務の分離だけでなく利害関係の分離も示す。そうしなければ、市場の公開性や公正性、透明性に大きな影響を及ぼすことになるだろう。

3. 超過する資金調達

² 「レントシーキング型」とは訳者注によるもの。レントシーキングとは、経済学で規制や寡占による特殊利益追求を指す。（以上、訳者注）

Wind 資訊の統計データによると、2010年11月12日時点の創業板上場企業数は141社、計画当初の資金調達額は506億元である。しかし、実際に調達された金額は計画を544億元も上回る1,050億元であった。企業にとって起業の初期段階の資金不足は大きな悩みであるが、ベンチャー企業にとっては資金余剰も大きな悩みの一つであり、巨額の余剰資金がもたらす悪影響は軽視できない。その理由は、第一に、巨額の余剰資金は放漫な経営や無造作な事業拡張を招き、創業者たちの従来の理想を深刻に蝕む可能性があるということである。第二に、巨額の余剰資金を適切な投資に充てなければ、単なる資源の浪費となってしまうことである。これは資源の分配効率を大きく下げただけでなく、株主の利益も損なうことになる。第三に、巨額の余剰資金は企業のあらゆる問題や矛盾点等を見えづらくしてしまうことである。財務指標が歪曲され監督・管理が困難となる。余剰資金を適切に管理する方法の一つとして、余剰資金を管理する専用口座を設け、それを独立した第三者に委託管理させることが考えられるが、根本的な解決方法とはならない。

4. 高すぎる株価収益率

企業の収益率や成長率とかけ離れた株価収益率についても憂慮すべきである。この様な高すぎる株価収益率は持続的でないからである。Wind 資訊によると、2010年12月20日時点の創業板上場企業147社の発行時の平均株価収益率は67倍を超え、取引開始後の株価収益率は83倍に達した。高い株価収益率の背景には、創業板上場企業の成長に対する幻想にも似た楽観的な期待がある。株価収益率が60倍あるいは100倍に達していて、収益率がメインボード企業と同じあるいはそれ以下と判明した時、この様な幻想は脆く崩れることになるだろう。現在の株価収益率の高さは、創業板上場企業が全ての産業をリードする企業に成長すると思込んでいる投資家の非現実的で未熟な一面を表している。創業板は実際、ハイリスクな市場であり、リスクの高さは上場廃止率や企業の倒産リスク等に表れている。もし創業板上場廃止制度が完全に整備されれば、10年後には、現在の上場企業数の半数が残っていれば良い方で、殆どの企業が姿を消すことになるだろう。これは世界のベンチャー市場における基本的な法則である。株価収益率の高さを改善するためには創業板のIPOの価格決定制度を見直すと同時に、創業板への企業誘致と有効な上場廃止制度の構築が必要である。

5. 企業幹部の頻繁な辞職

上場企業幹部の辞職は、本来であれば普通の現象である。しかし、ある一定の期間に幹部が頻繁に辞職する背景には、制度上に何かしらの欠落があることを示している。創業板上場を果たし、企業の発展に必要な資金調達が完了した後、多くの幹部が「起業」を辞め、辞職を選択している。その最も重要な理由の一つに株式の現金化がある。深圳証券取引所のデータによると、2010年の初めから9月までの間に60人以上の創業板上場企業の幹部が辞職した。そのうち自社株を所有していた幹部は28人で、幹部の辞職が関係した企業は30社近くにのぼった。これは現在の創業板が投機対象となっていることを示しており、株価が将来の成長を先取りした価格まで上昇することが、創業板の幹部にとって株式を現金化する理由となっている。当然ながら、この様な上場企業に投資家の信頼が集まることはない。幹部の頻繁な辞職問題を解決するための方法の一つとして、幹部の保有株式の譲渡制限期間の延長やストックオプション制度の整備などがあり、彼らが企業の長期的な成長に専念できるようにすることが重要である。

6. 深刻な情報流出

創業板の情報流出はメインボードに比べて非常に深刻である。特別配当を行う前の企業の株価はしばしばストップ高になることがあり、異常な株価変動の裏には、明らかに情報の流出が関係している。情報の流出は、市場の公平性を阻害し、法律を無視した行為であり、また、他の投資家の財産を侵害するものである。もしこの様な現象が続けば、最終的には多くの投資家が創業板を離れ、創業板の長期的な発展に大きな影響が出ることになるだろう。内部者情報を利用したインサイダー取引や相場操縦といった不正行為は厳重に取り締まる必要があり、同時に、創業板の情報開示制度を更に整備する必要がある。

7. 上場廃止制度の設計・構築の難しさ

上場廃止制度は創業板における優勝劣敗機能を担う重要な制度であり、また、新興市場の重要な指標でもある。有効な上場廃止制度が無ければ、創業板の運営効率は大きく低下し投機も規制できない。創業板の上場廃止基準には資産基準、財務基準、規則違反に対する罰則基準等がある。それぞれの基準は監督・管理の概念の違いによって異なるが、どのような概念で上場廃止基準を決定するにしても、創業板の運営効率を高めることを目標とし、ハイリスクおよび高成長という創業板の特徴を十分に表すものでなければならない。上場廃止制度の設計・構築は、単に企業を上場廃止にするだけの問題ではなく、整備された情報開示制度の構築や市場の位置付け、投資家保護、上場廃止後の処理、市場の発展等を総合的に考慮しなければならない。また、上場廃止制度を有効に実施・整備するためには、関連制度を構築した後に、順を追って徐々に進める必要があり、上場廃止基準や投資家の損失に対する補償責任、上場廃止後の処理等の問題を詳細に研究し、その上で、システムを設計する必要がある。秩序と有効性のある創業板の上場廃止制度を構築し、資源の有効分配における十分な役割を發揮することは、創業板の制度構築における重要な任務である。

8. 歪んだ資産創出効果

創業者と初期投資の段階から資本参加するベンチャーキャピタルが重視しているのは、企業の長期的な資産価値である。彼らは初期投資におけるリスクの主な負担者であり、ベンチャーキャピタルの目的は企業の長期的な経営管理ではなく、企業が成長した後に得られる多額の利益である。彼らは投資資金を回収するルートが必要としており、創業板はまさにベンチャーキャピタルにとって重要な資金回収ルートとなっている。企業が創業板上場することは「価値の実現」の過程を意味し、創業者はそれ相応の資産を得て、ベンチャーキャピタルはそれ相応の利益を得る。これは資本市場や創業板の資産効果あるいは創業資産効果と言えるだろう。資産の創出は過度に非難すべきことではないが、社会が資産創出の方向性を明確に確立し、「起業」を支援する環境を作るべきである。創業者がそれ相応の資産を得ることは経済や社会の発展につながるが、創業板には利益のみを追求するレントシーキング型株主が存在し、彼らは資産を創り出すことはせず、ただ資産を享受するだけである。彼らは価値の創造の過程でリスクを負わず、駆け込み投資と企業の上場で、一夜にして巨万の富を得るのである。これは資産形成過程における不公平さを示しており、こうしたことを防ぐためにも、起業当初の株主に報酬を与える制度やレントシーキング型株主の駆け込み投資を制限する制度等を構築し、創業板の資産創出効果が今後も「起業」を支援する環境を整える必要がある。

9. 現金化への強い欲望

深圳証券取引所のデータによると、創業板上場企業の創業者保有株式の売買取引が初めて解禁されてから1カ月も経たぬうちに、ベンチャーキャピタルや大株主、取締役、監査役、高級管理職などが保有する非流通株³が大口取引プラットフォームを通じて25億7,000万元、オークション取引システムを通じて2億8,000万元、合計28億5,000万元が現金化された。情報面で優位な立場にある機関投資家と企業の幹部が、売買価格がディスカウントされる大口取引プラットフォームを使ってまで現金化を急ぐには以下の2つの理由が考えられる。一つ目は、企業に潜在的な成長力があるものの、株価がその成長力を大幅に上回る過大評価を受けていることである。二つ目は、企業の成長力に限界があり、実際の価値が現在の株価を大幅に下回っていることである。成長力のない企業を高成長企業に見せかけ、上場後にすぐに株式を現金化することは、一般投資家の利益を大きく侵害する行為である。深圳証券取引所は、幹部解任後の株式現金化制限期間を延長する等の関連規則を速やかに改訂・整備し、また「窓口指導」を適宜行うことで不公平な取引を取り締まるべきである。

創業板は開設して間もないため制度や規則が十分に整備されていない。現在見受けられるいくつかの欠陥や問題点もこのことが原因と思われる。創業板の抱える問題をあまりおおげさに騒ぎ立てる必要はないが、見て見ぬふりや楽観視はすべきではない。問題にしっかりと向き合うと同時に、解決方法を模索し、創業板の長所を引き出していかなければならない。こうして初めて、創業板はナスダックの栄光を受け継ぐことができるのである。

Ⅲ、創業板が将来発展するための5つの要素

中国はこの20年間、資本市場の開設を経て豊富な経験を積み、多くの教訓を得たが、これらの経験・教訓全てが創業板を形成する土台となった。創業板の将来像について、個人的には楽観的に見ている。中国は、創業板が発展を遂げるための土壌と有効な条件を備えており、筆者が創業板の発展に自信を持つ理由は、以下の5つの要素があるからである。

1. 中国経済の発展という大きな背景

創業板の発展は、国の経済発展とその発展動向に深く関係する。一部の国（地域）でベンチャー市場が発展しない大きな要因の一つに、経済規模の小ささ、あるいは経済の成長力不足による中小企業・上場企業の少なさが挙げられる。金融危機後、世界の経済構造はまさに変化しており、世界経済の中心である米国の地位が揺らぎ始めている一方で、中国経済の国際的な影響力は高まりつつある。2010年、中国のGDPは37兆元（5兆5,000億ドル）に達し、世界第2の経済大国となる見通しである。また、中国の経済規模は2020年までに、米国の80~90%に達する見通しである。経済成長の質と効率を高めることを重視すれば、工業化や都市化によって、高成長を長期間にわたって維持することは可能である。また、中国が高成長を維持できる理由に、中小企業の存在が挙げられる。創業板を巨大な水墨画に例えるならば、中国のような巨大な経済規

³ 原文は「大小非」。これは非流通株改革で売却可能となった従来の非流通株が一度に大量に市場に放出されないように売却制限を付けたものを意味する。「小非」は、保有株式が発行済株式数5%未満の非流通株株主が売却する場合で、非流通株改革後12カ月後に売却が解禁される。「大非」は、保有株式が発行済株式数5%以上の非流通株株主が売却する場合で、非流通株改革後12カ月間は売却できず、その後、次の12カ月以内ならば発行済株式数の5%、24カ月以内ならば10%を超えない範囲で売却が解禁される。この2種類の非流通株を合わせて「大小非」という。（以上、訳者注）

模と力強い潜在能力のもとで誕生した多くのベンチャー企業は、豊富な素材や筆・墨である。この素材・筆・墨があれば、力強いタッチの見事な水墨画を描くことができる。

2. 中国金融市場の構造変革への要求

中国経済の急速な発展には、金融システム改革と金融市場、特に資本市場の発展が大きく寄与している。また、中国経済の市場化の高まりや経済力が増したことで、金融システム改革と資本市場の発展に対する要求はますます高まっている。経済構造の戦略的な調整を推進し、イノベーション型国家を建設し、世界の経済競争に肩を並べるためには、強い資本市場が必要であり、資本市場が持つ合理的な価格決定、資源配分の最適化、リスク分散、資産創出などの機能を更に発揮させることで、創業板のように時代の要求に応えることができるのである。このように大衆の需要に応じて変化する市場は今後、更なる活力を持つようになるだろう。現在、中国の金融システムは依然として銀行主導型となっているが、発展の方向を見ると、市場主導型へと確実に変化を遂げつつあり、金融システムにおける資本市場の役割も日増しに増加している。今回の金融危機によって、人々は市場主導型の金融システムに疑問を抱いた。しかし、米国では市場主導型の金融システムがこれまでの数十年間、経済の持続的な成長のための強力な原動力となってきた。まさにこのような金融システムだったからこそ、米国はリスクを分散させることができ、経済と金融の崩壊を逃れることができたのである。したがって、中国の金融システム改革の基本的な方向性は、依然として市場主導型の金融システムであり、創業板の開設と繁栄はその重要な過程となっている。

3. 戦略的新興産業、特に革新型中小企業の発展には創業板の支援が必要

戦略的新興産業⁴は、重要な技術革新と経済発展への期待を担う土台となり、中国の経済成長のモデル転換と経済成長の質の向上を目指すうえで戦略的な意義を持つ。これらの産業は知識・技術が集約し、物質資源の消費が少なく、潜在的な成長力があり、総合的な利点の多い、高付加価値産業という特徴がある。今日、戦略的新興産業の発展は世界の主要国家の経済・科学技術の発展にとって重要な戦略となっている。「第12次五カ年規画」では、戦略的新興産業の育成が産業発展の重点項目と位置付けられたが、政府は今後、資金・政策の両面から戦略的新興産業とハイテク産業を支援していくべきである。戦略的新興産業の発展においては政府の支援と同時に社会資本の参入が更に重要となる。我々は、戦略的新興産業とハイテク企業への社会資本の参入を促すための仕組みを構築する必要がある。中でも、創業板は重要な役割を担っている。政府の支援や創業板の推進、各方面の資本の参入を通じて形成される資金調達制度は、将来、第12次五カ年規画における戦略的新興産業の重要な推進力となるだろう。

4. 国際金融センターを目指す中国の発展計画

中国の経済と金融の成長は今後10年間にわたり、国際経済にとって非常に重要なポイントとなり、同時に、中国経済にとっても戦略的な目標となる。中国は今後10年間で、世界の経済成長だけでなく、国際金融システムの重要な一端を担い、新世紀における新たな国際金融センター

⁴ バイオテクノロジー、省エネ・環境保護、新素材、次世代IT産業、高付加価値設備製造、新エネルギー、新型エネルギー自動車の7業種（訳者注）。

になることを目指している。国際金融センターになるためには様々な条件が必要であるが、多層的で成長性があり、資産管理機能を持つ資本市場が最も大切な要素であることは明らかである。創業板は、多層的で成長性のある資本市場の構築のための重要な一部であり、資本市場の中で最も活力のある部分でもある。もしベンチャー市場に活気がなければ、その国は現代で言うところの国際金融センターになることはできない。米国では、資産の増加という面においてはナスダックがニューヨーク証券取引所を上回って貢献しており、国際金融センターの重要な役割を担っている。世界の多くのベンチャー企業がナスダックで上場するのは、ナスダックが持つ地位を認識しているためである。中国の資本市場が国際金融センターの地位を確立することと創業板の発展は互いに促進し合うものである。創業板は今後、多層的な資本市場を構築し、国際金融センターとなることで、世界的なベンチャー企業を呼び込み、市場の流動性や成長性を高め、市場の活性化を促すであろう。

5. 絶えず制度を改善し続ける現実主義

創業板の発展に自信を持つもう一つの理由は、中国人の現実主義である。中華民族は異なるものを受け入れる包容力と大国的精神を持ち、権威に盲従せず、また教条主義にならず、学習を実践で活かし、言行一致を心がけるといった特徴を持っている。中国の資本市場は、制度と規則の設計にあたり、先進国の経験を手本とするだけでなく、絶えず改善を繰り返して自国の国情に適應させ、国際的な慣例に照らし合わせながら中国の国情に合った制度・枠組みを構築してきた。これは、創業板を含む中国の資本市場が成功を収めるための重要な前提である。創業板は開設から1年という短い期間で、主に9つの問題点が浮き彫りとなったが、これらの問題点は全て発展段階で起きたものであり、しっかりと向き合えば、制度の見直し・改善を通じて解決できるものである。

現在の創業板の上場審査基準や取引規則、情報開示制度、資本回収制度、上場廃止制度などは、ナスダックのような成功を収めた市場の基準・制度とは異なるが、それほど成功を収めていない市場のものとも異なる。これは、創業板の発展における経済的背景や法制度、社会環境が中国に、「ナスダックに学ばなければならないが、ナスダックをただ真似るだけではいけない」と示唆したためである。このような考えこそが、中国の資本市場の発展を示す真の姿であるといえる。

IV. どのような創業板であるべきか

一年程前、創業板は、中小企業の成長と、企業の成長を通じてもたらされる投資家の資産形成という2つの期待を抱え、開設の日を迎えた。1年が過ぎた現在、筆者は、戦略的な視点から中国の創業板の有るべき姿を考える必要があり、数年後には、以下の機能を備えているべきと考える。

1. 公平かつ透明な取引市場

公平かつ透明な取引環境はいかなる資本市場においても、生存するための基盤となるものである。公平で透明な環境が無ければ、資本市場は投機者と権力者のための楽園にしかならず、また、少数の人間が大勢の人間の富を山分けするための道具にしかならない。偽りの情報開示、インサイダー取引、相場操縦は、企業だけでなく市場も破壊する行為である。発展前の創業板の情報開示には公平性と透明性があり、ナスダックが成功を収めた最大の要因の一つにも、情報の透明性

と公平な取引に対する厳しい監督・管理機能があった。米国証券取引委員会 (SEC) や全米証券業協会 (NASD)、ナスダックの市場監督部門の 3 つの機構は役割分担を明確にし、独立しながらも互いに補い合う監督・管理部門であり、これらに先進的な電子情報技術を加え、ナスダックを監督・管理し、市場の透明性を最大限に保証し、違反反行為を防止している。創業板が開設してから 1 年余りが経つが、レントシーキング型株主による駆け込み投資、直投業務と保証推薦人の関係、企業幹部の頻繁な辞職、異常な株価変動などの問題は、誕生したばかりの創業板にとって既に大きな脅威となっている。創業板は将来、監督・管理を事前に行い、事前の監督・管理と事後の違反行為に対する罰則と組み合わせることで、新たな監督・管理方式を構築し、公平で透明な取引環境を築かなければならない。

2. ベンチャーキャピタルの適切な誘導

これまでの経験からも明らかのように、ベンチャーキャピタルの発展は中小企業の成長や製品のイノベーション、産業の高度化、さらには経済全体の成長にとって、大きな推進力を持っている。米国では、成熟したベンチャーキャピタルやプライベート・エクイティ市場が、将来の収入を証券化する仕組みを形成しており、これによって米国は過去 150 年間以上にわたって世界の科学技術革新の中心的存在になることができた。ベンチャーキャピタルはまさに「ベンチャー」という言葉の通り、ハイリスク・ハイリターンを求める資本である。もし適切な誘導メカニズムや円滑な資金回収ルートがなければ、過度な投機により巨大な金融リスクが発生し、同時に資金回収ルートがないがために失敗を招きやすくなってしまう。創業板はベンチャーキャピタルを適切に誘導する責任があり、ベンチャーキャピタルを「価値への投資を推進するエンジン」という役割を果たすものにしなければならない。また、創業板が企業を選別する基準は、ベンチャーキャピタルが資本参加する企業を選ぶ際の重要な参考となる。このような適切な誘導メカニズムは、産業資金の主要な流れを決定するだけでなく、経済成長の方法におけるマイクロ面の構造転換や創業板の円滑な資金回収ルートの構築を促進する。また、ベンチャーキャピタルが高い報酬を得るための手段を提供し、回収可能な資本を潜在力のある新たな企業への投資に促し、資本の回転と効率を高めることにつながるのである。

3. 企業家精神を奨励するメカニズム

経済や社会の発展の主な原動力は、持続的な起業精神から成るものである。創業板が求める企業は革新型の中小企業であるため、創業板は長期的に企業のイノベーションを推奨する効果的なメカニズムを提供すべきである。米国のベンチャー市場の成功例を研究する際、ナスダックがシリコンバレーにイノベーションを起こさせたことに感心するだけでなく、平等に与えられる機会や持続的な企業家精神、適切な競争が行われる市場システムが創業板の成功にとってどれだけ大切であるかをしっかりと認識しなければならない。筆者が心待ちにしている、あるいは構築しようとしている創業板は、資産の量と権力の多寡に左右されない創業板である。このような創業板では、平等な機会が与えられ、企業家精神を発揮し企業家の夢を実現させることができる。もしこれらが存在しなければ、創業板は最も重要な存在意義を失ってしまう。このため、中国は創業板に関連する制度を絶えず改善し、権力を利用した不正な資産の取得を取り締まらなければならない。こうして初めて、創業板のイノベーションを推奨する効果的なメカニズムが発揮できるのである。資産の創出は人類が追い求める重要な目標であり、想像を超えた原動力を生み出すこと

ができる。公平性と透明性の下で、創業板の資産を創出する機能は、イノベーションを実現する重要なインセンティブ・メカニズムの一つである。

4. 市場競争に基づく真の企業家精神の育成

真の企業家と一般の商人の根本的な違いは、商人は資産形成を唯一の目標とする一方で、企業家は資産形成をただの手段とみなし、創業の過程で自己実現する達成感を重視している点である。企業家精神の概念は幅広く、前述したイノベーション精神や公平な競争だけでなく、成功への意欲や強い意志、強い社会的責任感なども含まれる。中国社会には長い間、このような企業家精神が欠如していた。企業家精神の欠如は、中国経済、特に民間経済の成長の足かせとなった。中国が構築する創業板は、企業家精神のゆりかごである。上場審査制度や上場廃止制度などの構築を通じて、真の企業家が価値の実現を目指し、短期的な投機家が利益を取得しないようにすることは、駆け込み投資や株式保有期間に対する周到かつ慎重な設計をすることと関係する。また、創業板は潜在力のある多くの中小企業を上場させ、株式の社会分散を通じて企業家の権力を制約していかなければならない。権力の制約は、企業の家族的な色合いを薄め、企業家の社会的責任と富の社会化を強めることにつながる。

5. 未来を担う企業を育むゆりかご

産業をリードする企業の多くは他には真似できない技術と管理方式を持っている。特に技術に関しては最も典型的な例といえる。科学技術が日進月歩で発達する今日、これらの企業の多くが、特定の技術分野で大きな優位性を有している。ナスダック開設後、米国のハイテク企業は爆発的に成長した。過去 30 年間、マイクロソフトやアップル、インテル、グーグル、シスコ、オラクルなどの優秀な企業がナスダックで成長してきた。これらの企業はほとんどがハイテク企業であり、ナスダックの機能上の役割とも一致する。深圳証券取引所は、「二高六新（高い成長性、高度な科学技術、新しい経済モデル、新しいサービス、新しい農業、新素材、新エネルギー、新しいビジネスモデル）」を創業板上場する企業の第一選定基準としており、このような基準は未来の産業をリードする企業の卵を発掘することに役立つ。将来、創業板は洞察力の深さと幅広い分野の企業を受け入れる長所を発揮し、未来の産業をリードする企業、特にハイテク企業を育むゆりかごとならなければならない。一方、中国は成功を急ぎ過ぎてはいけぬ。産業をリードする企業は数年間で育成されることはないからである。ナスダックは設立 16 年目の 1986 年になって、後に世界を変えるマイクロソフトを迎え入れた。現在、創業板の中にこのような企業が存在するかどうかは判断できないが、将来、きっと現れることだろう。

6. 中国の資本市場の新たな成長拠点

創業板の開設は、中国の多層的な資本市場の構築に向けた重要な一歩となった。上海証券取引所は資本市場のメイン市場またはブルーチップ⁵市場と位置付けられ、深圳証券取引所は革新型中小企業を主体とするベンチャー市場と位置付けられた。東部と南部の市場は互いに補いながら、明確な役割分担と良好な競争関係を築いてきた。しかし、将来、中国の資本市場はブルーチップ市場の発展だけに頼ることはできなくなるだろう。確かにブルーチップ市場は将来の資産管理に

⁵ 優良株（訳者注）。

における中心的な存在となるが、ブルーチップ市場の産業の多くはすでに成熟しているため、創業板の企業に比べ、資産の創出には限界がある。一方、創業板は様々な新興産業に対応した市場となっているため、多くの上場企業が成長という大きな潜在能力を持っている。ナスダックが近年、時価総額と売買代金でニューヨーク証券取引所と競争を繰り広げているように、創業板も将来、中国の資本市場の新たな成長拠点になることだろう。現在の創業板上場企業の時価総額はメインボードに比べ非常に小さいが、そこに秘められた潜在的な成長能力と、付加価値を生み出す力は軽視できない。創業板は将来、中国の資本市場において、資産形成の中心的な存在となるであろう。

現在、世界では激しい競争が繰り広げられており、金融界で主導権を得た者が、国際舞台で発言権を得る時代となっている。創業板は、中国が新たな国際金融センターとなるための基盤固めとなるものであり、合理的な計画を立て、それを着実に推進し、中国経済の成長に、絶えず力を注がなければならない。

V、結論

中国の資本市場の発展はこの 20 年間、紆余曲折を経ながら素晴らしい実績をあげ、常に新しい話題に満ち、それに深く関われば、その味わい深さを感じ取ることができた。黄河が何度も曲折しながら、最終的には大海へと導かれていくように、中国の資本市場の発展についても、市場化改革という大きなうねりの中で、経済の急速かつ持続的な成長を誰も阻むことは出来なかったのである。人々が市場の力強さに感嘆している間に、資本市場は既に資源配分の重要な媒体となっていた。資源はいつ枯渇するか分からないが、活力や原動力は長期に渡って受け継がれるものである。創業板はまだ発展段階で規模も小さく、内部の制度や外部環境の改善が必要とされる。しかし、困難を乗り越えてこそ強くなれるのである。筆者は人間本来の力でこれらの困難を克服できると信じている。創業板企業が大木に成長し、更に創業板市場が青々と茂る森林に成長したころ、人々は過去を振り返り、自分たちの目標が達成され、国も強大になったと実感することであろう。世界の資本市場は広大であるが、その中でも中国の創業板は独特の魅力があり、時代の変化と共に、創業板にもいつかきっと大きく飛躍する時代が訪れることだろう。筆者はその日が訪れることを期待している。

【参考文献】

- 呉曉求「大国経済の持続可能性と大国の金融システム」『中国人民大学学報』2010年第3号
『中国資本市場分析の意義』中国人民大学出版社、2006年
『金融危機啓示録』中国人民大学出版社、2009年
『世界金融変革における中国の金融・資本市場』中国人民大学出版社、2010年

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、研究生院副院长などを歴任。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、研究生院常務副院长などを務め、現在に至る。主要著書に『資本市場与銀行主導：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