



国際板の創設に向けた重視すべき諸問題¹

李 永森*

要約

1. 国際板は、海外企業が中国本土へ上場するための市場であり、約5年の構想の末、資本市場の対外開放や国際化に向けて実質的な準備段階に入った。国際板の創設によって中国株式市場は世界に与える影響力が増すだけでなく、国際競争力も向上するだろう。
2. また、国家発展戦略の一つとして、2020年までに創設を目指している上海国際金融センターにおいても、金融機関や市場、人材の国際化という観点から国際板の担う役割は非常に重要といえる。
3. 一方、国際板の創設をめぐるには、いくつか解決しなければならない問題がある。例えば、①人民元の国際化の推進、②多層的な資本市場の整備、③メインボードの安定的運営と健全な発展の促進、④B株市場の廃止問題の解決、⑤上場企業の経営資源のクロスボーダー移動の推進、⑥レッドチップ株の中国本土回帰の推進、⑦投資家・証券会社の国際化の実現、⑧証券管理監督システムの整備である。
4. 特に、人民元の国際化の推進では、クロスボーダーでの資本の自由移動が課題であり、これを実現するためには、資本市場が発達し、かつ開放されていることが不可欠である。2009年4月8日のクロスボーダー人民元建て貿易決済の試験以降、人民元オフショア市場は拡大し、人民元為替相場は柔軟化している。しかし、最終的には世界の主要な国際通貨同様、人民元の完全な自由交換を実現する必要があるだろう。

I. はじめに

中国本土の株式市場へ上場する海外企業のための市場は「国際板」と呼ばれる。上海証券取引所の国際板の創設は、5年近くにわたる構想の末、資本市場の対外開放や国際化に向けた重要な措置として既に実質的な準備段階に入った。国際板の創設により、中国の株式市場が世界に与える影響力や波及力が一層強まり、資本市場における国際競争力も向上するだろう。これは、中国が「大国の金融」から「金融大国」へ変貌するための重要な一歩となる。金融分野の対外開放を円滑に進め、資本市場の健全な発展を促すため、国際板の創設や発展にあたっては、建値通貨や発行・上場条件、情報開示等の技術的問題だけでなく、次に挙げるいくつかの関連問題にも注意

¹ 本稿は中国青年政治学院 2011 年テーマ研究補助金事業の支援を受けて作成された、中国人民大学金融証券研究所編『資本市場評論』2011 年第 7 期掲載の「国際板の創設に向けた重視すべき諸問題」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。

* 李永森 中国人民大学金融証券研究所 研究員

する必要がある。

II、国際板は上海国際金融センターの創設における重要なテーマ

国家発展戦略の目標の一つに、2020年までに上海に21世紀型の国際金融センターを創設することが盛り込まれている。ここでいう「国際」とは、世界の金融・経済に対し強い求心力や影響力をもつことを意味する。国際金融センターを創設するにあたっては以下の条件を整える必要がある。第一に、金融機関の国際化である。これは多くのグローバル金融機関が拠点を構え、商業銀行や投資銀行等の仲介機関も国際化が進んだ状態を指す。第二に、市場の国際化である。これは金融商品が多様で、世界に通用する市場メカニズムを持ち、建値通貨の国際化が進み、国内外の金融機関が金融商品の発行体や投資者に携っている状態を指す。第三に、人材の国際化である。これは金融知識や市場での実践力に優れたグローバルな人材を多く集積できることを指す。国際板の創設によって、上海株式市場の国際化が高まり、国外からも株式発行体が集まるため、上海証券取引所の国際的地位の向上につながり、上海国際金融センターの創設に大きく資するであろう。

国際金融センターの重点機能は、従来の通貨決済や通貨取引から、資産取引や資産運用に移っている。したがって、中国にとって、国際金融センターの創設における最重要課題は資本市場の大幅な発展と国際化であり、国際板の創設はその重要な一環となるであろう。

中国の株式市場は従来、米国の株式市場と連動することが多かったが、国際板の創設後は、上海国際金融センターの国際的な影響力が強まり、世界の株式市場に対する中国の株式市場の影響力も強まるであろう。

III、国際板と人民元国際化の相互推進

中国金融の台頭を実現するためには、人民元の国際化と金融市場、特に資本市場の大幅な発展を推進する必要がある。人民元の国際化は、国境を越えた資本の自由移動を可能にし、ひいては人民元建て資産市場の国際化を実現させる。国際板の創設によって株式市場の発展が促進され、中国の株式市場の影響力・波及力の向上につながり、中国の金融システムでもグローバルな資源配分が可能になっていくであろう。

人民元国際化の可否は資本市場の整備に左右され、発達し、かつ開放された資本市場を柱とする金融市場が前提となる。幅広い資本市場への投融資ができない限り、真の通貨国際化を進めることは困難である。発達した金融市場は、通貨の世界的普及を下支えする基礎であり、通貨の自由交換や流通の場を提供する。最終的には、外国で発行した自国通貨建て債券の償還を円滑に行えるようになって、ようやく自国通貨の国際化が実現するのである。その意味から言えば、国際板の創設は人民元の国際化に寄与し、国際金融市場における人民元の地位向上にもつながるものである。

人民元の国際化は、自国通貨から国際通貨（決済通貨、取引通貨、準備通貨）へ向かう過程であり、漸進的な長い道のりである。現在、中国は人民元の国際化を積極的に進めている。2009年4月8日、中国は上海市と広東省内の4都市で、クロスボーダー人民元建て貿易決済の試験を始めた。試験対象地域が徐々に広がり、海外にある人民元の量も次第に増えたことで、人民元オ

フショア市場が形成され、人民元為替相場の柔軟性も増している。国際板の創設後（筆者は国際板の創設にあたり、人民元を建値通貨に採用すべきと主張する）、海外企業が調達した資金の送金方法や、国際板上場企業の配当支給方法、海外投資家の A 株市場への投資方法、人民元資産の海外から国内への還流方法等を整備する必要があり、人民元資産の双方間のクロスボーダー取引における新たなシステム作りが求められる。また、企業も国際決済・投資において人民元を多く使う機会が増えたため、資本項目に対する規制を緩和し、人民元の国際化を一層進める必要がある。国際板の創設が中国の資本市場の国際化に寄与すると同時に、資本市場の国際化が進むことは人民元国際化の推進にとっても有利である。

現在、世界の主要国際通貨の発行国は、いずれも通貨の完全自由交換を実現しており、人民元の国際化にあたっては自由交換が求められるであろう。中国はまだ資本項目に対する規制が厳しく、これが国際板の創設の障害となっている。もし、資本項目での完全自由交換を実現せずに国際板での為替交換に対応するならば、運用性の高い方法を検討する必要がある。

IV、国際板と多層的な資本市場の整備

国際板は、多層的な資本市場の重要な構成部分である。中国の資本市場は長い間、急成長が続く一方で市場構造の不均衡という問題を抱えており、市場の範囲拡大や深化が一層待たれる。例えば、各資本市場間のバランスが崩れ、株式市場に比べ債券市場の発展が遅れていること、取引所市場に比べ店頭市場の発展が遅れていること、一般の金融商品に比べデリバティブ商品の開発が遅れていること、市場の国際化が進まず中国に上場する海外企業が存在しないこと等の問題が挙げられる。投資家・出資者の多様な投融資ニーズを満たし、資本市場の構造改善や調和の取れた発展を実現するために、政府は近年、多層的な資本市場の整備を重視している。国家发展改革委員会が国务院の承認を経て発表した「経済体制改革推進作業にかかる意見の通知」には、毎年のように多層的な資本市場の整備に関する内容が盛り込まれている。これまで、中小企業板や創業板（ベンチャーボード）、三板市場（店頭株式市場）の拡大、メインボードの更なる拡大等の措置が取られたほか、債券市場の発展も重視され、これが急成長の足掛かりとなった。

国際板が創設された場合、上場企業の地域分布が広がるほか、投資家の選択肢の拡大、資源配分の多様化、多層的な資本市場システムの更なる整備によって、資本市場の完成度も高まるだろう。

V、国際板の創設の前提となる国内メインボードの安定運営

メインボードは 20 年間、目覚ましい発展を遂げた。時価総額・資金調達額はともに拡大し、市場の効率化も進み、市場規則や監督システムも整備されつつある。上場会社の地域・業界の分布も拡大し、投資家の数も増え続け、国民の経済運営との関連性も強まり、メインボードは既に資本市場の中で重要な地位を占めている。メインボードの安定的運営と健全な発展は、資本市場全体やマクロ経済の安定的運営・健全な発展と関連している。資本市場改革の過程において、中国は慎重な立場を貫き漸進的な発展を図っているが、国際板を創設する際もこの原則を維持する必要がある。既存の市場、特にメインボードの安定的運営を前提に、メインボード（中小企業板も含む）、創業板、今後創設される国際板の調和の取れた発展を促進し、市場化や国際化を推進

していかなければならない。

国際板の創設により、国内投資家には新たな投資の選択肢が提供されるが、一方で市場の資金需要が増えることにより国内 A 株市場は資金流出という試練に直面するであろう。各市場間で投資利回りやリスク、価格評価が異なるため、各市場内または各市場間で資金が移動し、こうした資金移動によって各市場間の収益、リスク、価格評価のバランスが保たれる。しかし、資金供給量が変わらない場合、新たな市場が創設されれば市場の受け入れ可能量が増えるため、既存の市場から資金が流出し既存市場の時価総額が下がることになる。創業板の創設時に市場への株式供給が増えた一方、メインボードの相場が全体的に下がったことは、その一つの例といえる。株式の供給量を増やす場合、市場全体の需給バランスを重視し、同時に市場への資金供給を増やすことも検討する必要がある。現在、中国の株式市場では市場化に向けた改革が進みつつあるが、市場の安定運営を保つためには、例えば企業の株式発行ペースの調整等、市場化とはいええない措置もある程度必要となる。国際板の創設にあたっては、メインボードの安定を保ち、株式市場におけるメインボードの中核的役割を維持しなければならない。

VI. 国際板の創設と切り離すべき国内B株市場問題

中国 B 株市場とは、外貨建てで取引される株式市場のことである。海外投資家は適格外国機関投資家 (QFII) 制度による投資枠の制限を受けずに投資ができるため、一定の国際性を備えている。国際板は資金調達者が海外資本であるため、国際性は更に強い。しかし、B 株と国際板の上場企業は、それぞれ国内企業と海外企業とに分かれており、位置づけは異なる。このため、B 株市場の廃止問題は国際板の創設と切り離して解決し、国際板の創設にこれ以上の障害をもたらさないようすべきである。

B 株市場は 1990 年代初めの特殊な時期に作られた制度で、株式市場を通じて海外資本を獲得する主旨で創設された。現在、B 株市場は多くの問題に直面しており、資金調達機能は失われ、市場規模も小さく、流動性も劣る。海外上場による資金調達の道が開かれると、多くの国内企業は香港レッドチップ、H 株 (香港上場の株式)、N 株 (NY 上場の株式)、S 株 (シンガポール上場の株式)、海外ベンチャー市場等に資金調達の場を求めるようになり、2002 年 10 月に広東雷伊集団会社が B 株市場に上場したのを最後に新規上場はない。また 2001 年には B 株市場が中国本土の一般投資家にも開放され、2003 年には QFII 制度が創設されたことで海外投資家も A 株を直接取得できるようになり、B 株市場に対する海外投資家の関心は失われていった。現在、外国機関投資家が B 株上場会社の主要株主となっている例はごくまれで、国内の個人投資家が B 株の主要投資家となっている。更に、中国の外貨準備高が急増し、外貨資金が潤沢になるとともに、マクロ経済、ミクロ経済の両観点からも、B 株市場を通じて外国資本を集める必要性は失われていった。急成長する A 株市場とは対照的に、B 株市場は影が薄れており、設立当初の位置づけや目標を踏まえると、存続の必要性は既に失われていると考えられる。B 株市場の廃止問題は国際板の創設後に、歴史的に残された課題として改めて検討すべきであろう。B 株上場企業が国内企業であることを考慮すれば国際板への移転も考えにくく、また、国際板の創設当初からその健全な発展に対する責任を担うべきではない。各上場会社の具体的な状況を考慮しつつ、①A 株・B 株の統合、②発行企業の買い取りによる B 株の減資、③A 株を対価とした B 株の消却 (B 株保有者に対し、持分相当の A 株取得資金の支払いや、A 株の割り当て)、④増資による B 株

の消印（B株保有者を売り手とし、他の投資家が当該B株を買い入れた後に、増資したA株へ交換）等の方法による廃止が考えられる。

VII. 国際板の創設と国内企業の海外上場による上場企業の経営資源のクロスボーダー移動

企業の上場をめぐる「海外進出の促進、外資参入の緩和」は、中国における資本市場の対外開放の重要テーマであり、国内外の市場や経営資源を活用する重要な戦略的手段である。

「海外進出の促進」に関して、中国企業の海外上場が始まったのは1990年代からである。近年、海外の証券取引所が中国企業の上場誘致に乗り出し、現地政府もこれを支援している。企業の発展に伴い資金調達が必要となる一方、中国国内では上場条件や審査が厳しく、手続きに時間がかかることから、海外での上場を選択する企業が相次いでいる。中国証券監督管理委員会のデータによれば、2009年7月末現在、160社が様々な方法で海外上場し、累計1,135億米ドルを調達している。しかし、今年に入ってから中国企業にとって重要な上場先である米国で中国企業が投資家や関連団体から提訴される事例が相次ぎ、厳しく管理監督されているほか、市場では中国関連株の空売りが大量に行われる等大きな試練に直面している。企業は海外上場に関する法律・法規を更に把握し、コンプライアンス体制の構築に努める必要がある。また、中国の管理監督部門も海外上場に関する政策規則を早期に改訂し、企業の海外上場活動を規範化することで良好な政策環境を整える必要がある。

国内企業の海外上場は「海外進出の促進」の具体例である一方、国際板の創設は海外企業を中国株式市場に上場させる「外資参入の緩和」の要である。二つの政策がバランスよく推進されて初めて、上場企業の経営資源や調達資金の国際移動が行われ、国際収支の不均衡を抑制することができる。国際板の創設によって海外企業が上場誘致されれば、中国の国際収支のバランス改善に役立ち、外貨準備高の増加が抑制され、国内企業が海外上場で調達した外貨資金の国内流入も軽減され、企業の海外進出にも有利な条件を整えることができる。

VIII. 国際板とレッドチップ株の中国本土回帰

レッドチップ株とは、一般的に、海外に法人登記した中国資本かつ主要業務が中国本土にある企業の海外上場株式を指す。レッドチップ株という呼称は1990年代の香港株式市場で生まれた。香港証券取引所の統計によれば、2011年6月末時点で香港のメインボード及びベンチャーボードに上場するレッドチップ株は103銘柄に上り、米国やシンガポールに上場するレッドチップ株も増えつつある。香港のレッドチップ株には中国移動（チャイナモバイル）や中国网通（チャイナネットコム）、中国海洋石油等の大型国有企業が含まれる。

レッドチップ企業の支配株主、主要業務はいずれも中国本土に属するが、法人登記地が海外であるため、国際板への上場も可能である。一方、香港のH株企業は、法人登記地が中国本土にあり海外企業にあたらないため、国際板の上場対象とはならない（これら企業は①H株上場後にA株上場、②H株・A株同時上場、③A株上場後にH株上場等、中国本土と香港の両方で上場することができる。2011年7月末時点で既に69社が香港と中国本土の両方のメインボードまたは中小企業板に上場している）。

国際板は、まずレッドチップ株の中国本土回帰を進め、ノウハウを蓄積し、条件が整ってから、海外企業、特にグローバル企業を誘致し市場の国際化を進めるべきである。レッドチップ企業は性質上、海外企業であるが、支配株主・主要業務はともに中国本土に属するため、中国の色彩が強く中国の投資家にもなじみがあり、実質的には海外企業とはいえない。また、登記地、支配株主、主要業務がいずれも海外に属する海外企業と比べて国際性は低い。そのため、国際板が本来の役割をより発揮するには、将来、世界的な大企業を上場させ、海外企業と国内企業を中国の同じ舞台上で競わせ、中国の資本市場の資源配分機能を更に広範囲に発揮させる必要がある。我々は中国企業と海外企業を間近で比較する機会が得られるのである。

IX. 国際板と投資家の国際化

投資家の国際化は、資本市場の国際化の重要テーマであり、資本市場の対外開放にあたっては二つの市場、二種類の資源を活用することになる。つまり、企業の上場をめぐる「海外進出の促進、外資参入の緩和」の推進同様、投資家に対しても「海外進出の促進、海外投資家の参入緩和」を推進することである。これは国内市場の投資家に占める海外投資家の比率が高まると同時に、国内投資家の資産構成に占める海外資産の割合も増加することを意味する。資本項目の完全自由化までの過渡的措置として、中国は 2002 年に適格外国機関投資家 (QFII) 制度、2006 年に適格国内機関投資家 (QDII) 制度を設けた。海外投資家による国内資本市場への投資や国内投資家による海外市場への投資は、QFII や QDII 資格を持つファンド、保険会社、証券会社を通すことが義務づけられており、資本の国際移動は双方向で規制されている。国家外為管理局のデータによれば、2010 年末時点の QFII 投資枠は 197 億 2,000 万ドル、QDII 投資枠は 683 億 6,100 万ドルである。QFII 制度は外国資本の流入による資本市場への大きな影響を抑制しながら、外国資本に中国資本市場への直接投資の機会を提供し、投資家の国際性を高め、中国資本市場の投資家構成の改善を可能にした。QDII 制度は規制を設けつつも国内投資家に海外市場への投資機会を提供し、国内資金の投資先を拡大し、全世界を対象とした合理的な資産配分とリスク分散投資を可能にした。QFII 制度と QDII 制度がもたらしたクロスボーダーの資金流動メカニズムは、資金の流れや規模の合理的な管理・誘導・調整に寄与し、中国の国際収支の均衡を促進したといえよう。

国際板の創設は、上場会社の国際化、株式市場の上場会社構成の改善に寄与する。同時に、市場への株式供給が増え、調達資金が国外送金されるようになれば、市場や国際収支のバランスにも影響が出るとみられる。資金供給量の拡大や海外投資家の増加に対し、QFII 投資枠を更に拡大するとともに、海外投資家の国際板への投資条件を緩和し、投資家の国際化を高める必要があるだろう。特に、近く中国本土の証券市場への投資が可能となる人民元建て適格外国機関投資家 (RQFII) 制度が導入され、これにより、海外にある人民元の中国本土への還流ルートが開かれ、投資家の国際化も進むと期待される。

X. 国際板と証券会社の国際化

国際板の創設により、証券会社は新たな業務開拓の機会を得ると同時に、これまで以上に新しい高度な課題に直面することになる。競争・発展に対応するため、国内証券会社、特に大手証

券会社は必然と国際化を迫られているが、証券会社の国際化が進めば、国際板の健全な発展に寄与するだろう。

国際板の創設に合わせ、証券会社は国内市場だけでなく、関連の法律規定や投資家の方針、志向、ニーズも十分に把握し、更に国際市場のルールや慣例も熟知する必要がある。また、国際市場で豊富な情報チャンネルを有し、多くの海外顧客のリソースを把握できれば国際板のルールに対応できるだけでなく、国内投資家から高い評価を受けられるだろう。更に海外企業の株式発行において、企業側の要求に対応することが可能となり、海外企業からも評価されるだろう。一部の国内証券会社は国内企業の海外上場を手がけた経験や、B株の上場や株式引受である程度のノウハウを蓄積しており、国際板における仲介サービスの土台となるだろう。しかし、市場シェアやプロジェクト開拓、資金力、国際化のノウハウ等においては、国内証券会社全体のレベルは外資系大型投資銀行に及ばないが、当然ながら国情を熟知しているという点ではこれらの投資銀行よりも優位性が高い。合併証券会社は両者の強みを兼ね備えているため、国際板では急速な発展が見込めるだろう。

XI. 国際板と証券管理監督システムの整備

金融リスクの防止や投資家の利益保護、公開・公平・公正な市場秩序の確立に向け、国際板の安定的運営を維持するためには、証券管理監督システムの更なる整備と改善が必要となる。証券管理監督システムの整備過程では、「新興かつ移行期」という中国資本市場の特性を踏まえながら、確立・調整・補充・改善の各段階を経て、発展と変化を続ける市場の管理監督に概ね対応できるようになった。同時に、管理監督の実施過程においては、監督効率の低さ、監督手法の未整備、監督要員の配分の遅れ、円滑な連携システムの欠如等、多くの問題が浮き彫りとなっている。

国際板の創設に伴い、より高度な証券監督システムの整備が求められ、証券法や外国為替管理、会計規則、情報開示規則等の関連法規の整備・改正が必要とされる。このほかに、国際板の上場企業の殆どが既に海外上場していると想定されるため、中国証券監督管理委員会や証券取引所は証券監督をめぐる国際的な連携システムも強化しなければならない。国や国境、市場の枠を超えた監督機能を高め、クロスボーダーでの情報開示やインサイダー取引、相場操縦の対策等、必要な措置を打ち出さなければならない。

国際板の上場企業は、登記地が海外で既に海外上場している企業であることから、中国以外に、登記国や海外の株式市場からも管理を受けることになる。また、海外の管理監督規則だけでなく、中国A株市場の管理監督規則も遵守しなければならない。一方、投資家は国内外の監督機関や司法機関による二重の保護を受けることができる。中国にとっては海外市場の管理監督機関の力を借りながら、証券管理監督の向上を図り、上場会社の運営を規範化することで、投資家の利益保護ができる。実際の管理監督においては、中国の証券監督機関や証券取引所は二国間あるいは多国間で協力覚書を締結し、既に多くの国・地域と証券管理監督に関する協力・連携システムを構築している。また、中国企業の海外上場についても、管理監督機関と証券取引所で情報が共有され、国際法執行協力等のノウハウが蓄積されている。国際板についても同様に、中国証券監督管理委員会と証券取引所は海外の管理監督機関および証券取引所と上場会社の管理監督に関する二国間あるいは多国間の協力覚書を締結し、国際板の上場会社に対する管理監督の規範化や連携を図り、的確で効率的な管理監督体制を図ることが望ましい。

【参考文献】

1. 中国証券監督管理委員会『中国資本市場發展報告』中国金融出版社 2008年
2. 呉曉求ほか「中国資本市場：全球視野与跨越式發展（グローバルな視野と飛躍的發展）」
中国人民大学出版社 2008年
3. 呉曉求ほか 中国証券監督管理委員会委託研究プロジェクト「中国資本市場：2011-2020
關於未来10年發展戰略的研究（今後10年の發展戰略に関する研究）」 2011年

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）等がある。

・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