



現在の中国における資本市場整備について¹

李 永森*

要約

1. 資本市場制度の整備に向けた動きが最近相次いでいる。資本市場を整備することは、資本市場を規範化し、安定的に発展させるための大前提であり、長期的な任務でもある。資本市場制度の整備を巡っては、改善が期待される問題がなお多く存在しており、公布から一定期間を経た法律・法規は、市場を取り巻く状況の大きな変化や、資本市場に対する人々の認識向上を踏まえ、改正を加える必要がある。
2. 「証券法」の改正に当たっては、中国の資本市場の実情に立脚し、市場の今後の展開を十分に考慮すべきであり、現在直面する証券事業運営の規範化にも配慮しつつ、市場の発展やイノベーションの余地を十分に残す必要がある。
3. 「証券投資基金法」の改正に当たっては、私募投信を法規範の対象範囲に加えるほか、投信組成の形態の多様化や投資信託会社の投資家の対象拡大、投資信託会社のガバナンス改善、公募投信の投資規制の適度な緩和、ファンドマネージャーの責任強化による投資家の利益保護などを考慮すべきである。
4. 「上場会社管理監督条例（パブリックコメント稿）」は、2007年9月から国务院法制办公室によるパブリックコメントの募集が開始されたものの、4年余りを経ても正式な公布・施行には至っていない。同条例の制定の遅れは、資本市場向け監督システム構築の進展にも影響を及ぼしており、上場会社への監督業務の展開や、監督効果の向上を阻んでいる。監督部門は同条例の早期制定に向けた作業を急ぐ必要がある。
5. 「上場会社における社外取締役制度の設置に関する指導意見」は法律としてのレベルが低く、強制力に乏しい。社外取締役の選任や辞任、報酬基準の制定、問責制度の設置などについて重点的に検討し、社外取締役の独立性の問題を解決すべきである。
6. 創業板の創設は、中国における多層的な資本市場の整備に向けた重要な一歩であったが、創設から2年以上を経て、多くの問題が噴出している。こうした問題は、制度的欠陥によって生み出された部分が大きく、制度の改善による解決が待たれる。
7. 中国の資本市場は、投資家構成の改善や多層的な市場の整備に向けた新たな飛躍の時を迎えており、市場の刷新も絶えず深化かつ活性化していくとみられる。資本市場の制度も、市場の変化に素早く対応していく必要があり、その対応により市場の発展かつ改善を図るのみならず、市場の秩序ある規範的な運営が保証できるだろう。

¹ 本稿は、中国人民大学金融証券研究所編『資本市場評論』2012年第5期掲載の「現在の中国における資本市場整備について」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

I. はじめに

資本市場制度の整備に向けた動きが最近相次いでいる。例えば、2012年4月28日には中国証券監督管理委員会（証監会）が「新株発行体制改革の一層の深化に関する指導意見（原文：關於進一步深化新股發行體制改革的指導意見）」を公布した。同年4月20日には深圳証券取引所が改正後の「創業板上場規則（原文：創業板上市規則）」²を正式に発表し、創業板における上場廃止規定を明確化した。同年5月4日には、証監会が「上場会社の現金配当関連事項の一層の実行に関する通知（原文：關於進一步落實上市公司現金分紅有關事項的通知）」を出した。同年5月21日には、「新株発行体制改革の一層の深化に関する指導意見」の内容を実行に移すため「証券発行・引受管理弁法（原文：証券發行與承銷管理弁法）」の修正版を公布した。資本市場を整備することは、資本市場を規範化し、安定的に発展させるための大前提であり、長期的な任務でもある。

中国の資本市場は過去20年余りの間、ゼロからの出発を経て成長を遂げ、今や中国金融市場システムの重要な一部として、資源配分の最適化や、中国経済の持続的かつ安定的な発展への重要な原動力となっている。資本市場の規範的な発展や秩序ある運営の基盤となる市場制度の整備は、資本市場の成長に伴って創設、整備、改善の道を進んできた。その核となる「会社法（原文：公司法）」、「証券法」、「証券投資基金法」といった国の法律に加え、さらに「先物取引管理条例（原文：期貨交易管理條例）」、「証券会社管理監督条例（原文：証券公司監督管理條例）」、「証券会社リスク対策条例（原文：証券公司風險處置條例）」などの行政法規や証監会の行政規程、立法・司法部門の関連司法解釈、規範文書などを含め、市場に関する基本法規体系は初歩的ではあるものの、すでに比較的完成された形に整備されており、制度構築も市場の発展に合わせて改善され、資本市場の規範的發展と安定運営にほぼ対応できている。一方で、資本市場制度の整備を巡っては、改善が期待される問題がなお多く存在していることも無視できない。公布から一定期間を経た法律・法規は、市場を取り巻く状況の大きな変化や、資本市場に対する人々の認識向上を踏まえ、改正を加える必要がある。また、「上場会社管理監督条例（原文：上場公司監管條例）」、「上場会社社外取締役条例（原文：上市公司獨立董事條例）」などの主な行政法規やその関連規則はまだ制定に至っていない。さらに、多層的な資本市場の建設に関する制度構築も、一層の強化と改善が期待される。資本市場の発展は、法制度のたゆまぬ改善にかかっているため、資本市場の新たな動向・問題・状況を踏まえ、マクロプルーデンスに基づく金融制度の枠組み構築を進め、多層的な資本市場の整備作業を図るほか、関連の法律を改正し、システムの整理統合を進め、必要な関連規程・規則を制定し、市場制度の構築を適宜機動的かつ迅速に進め、資本市場の基盤を固め、市場が継続的、健全かつ前向きに発展するよう期する必要がある。本稿では、現在の中国における資本市場制度の整備において重点を置くべき点を四つの方向から論じることとする。

II. 適宜改正が待たれる「証券法」、「証券投資基金法」

「証券法」、「会社法」、「証券投資基金法」の三つの法律は、中国の資本市場に関する法体

² 創業板とは、ベンチャー企業向け株式市場を指す（訳者注）。

系の核をなしており、資本市場の改革と発展の法的な裏付けである。市場における実際の運営を踏まえ、新たな動向・状況・問題に合わせて適宜改正する必要がある。

1. 「証券法」の再改正

「証券法」は証券市場に関する基本法である。中国の「証券法」は 1998 年に公布され、1999 年 7 月 1 日から正式に施行された後、2005 年には大幅な改正が加えられ、初回の施行から 6 年半を経て現行の「証券法」として 2006 年 1 月 1 日から正式に施行された。以降、すでに 6 年が経過したが、この間中国の資本市場は多くの面で大きな飛躍を遂げ、決定的な変化が起きた。市場では活発なイノベーションが続き、証券デリバティブ市場や創業板が誕生したほか、証券市場の国際化も徐々に進み、国境を越えた証券業務が大きく増え、証券市場の法制化・市場化・国際化の必要性も高まっている。こうした新たな状況や特徴に対応した法整備が求められており、「証券法」の適用範囲を拡大し、イノベーションの余地を与え、市場化に関する規定を強化し、国際化に関する法律的事項を盛り込む必要がある（徐明, 2011）。現行の「証券法」は、証券を取り巻く実情の変化から取り残された部分が多く、再改正の必要に迫られている。市場の状況変化や、中国の「第 12 次五カ年計画」に伴う資本市場への新たな要望を踏まえ、証監会は各方面の力を結集して「証券法」の実施効果を評価し、改正作業の下地作りを進めている。筆者は、「証券法」の改正に当たっては、中国の資本市場の実情に立脚し、市場の今後の展開を十分に考慮すべきであり、現在直面する証券事業運営の規範化にも配慮しつつ、市場の発展やイノベーションの余地を十分に残す必要がある、と考える。中国における多層的な資本市場整備の必要性（特に店頭市場と債券市場の発展の必要性）や、証券市場の国際化という大きな流れに伴う要請を踏まえれば、改正過程においては、証券の発行・上場・上場廃止といった制度の整備や、債券市場の発行・取引・管理監督に関する制度の改善と一本化、国際板（外国企業向け株式市場）の創設に向けた必要な制度構築に重点を置くべきである。

2. 「証券投資基金法」の改正

現行の「証券投資基金法」³は 2004 年 6 月 1 日に正式に施行された。実施から 8 年近くの間、中国の投資信託業は資本市場の急発展に伴って急成長してきた。中国の株式市場では、ここ数年にかけて大きな変化が生じており、投資信託業全体の発展状況は良好であり、新たな投信商品が絶えず開発され、投信の形態の多様化が進み、投資信託会社の種類も増え、私募投信も絶えず拡大している。実際の運用において、現行の「証券投資基金法」の内容は、すでに投信業の新たな進展や市場監督の新たな要請には対応しきれなくなっている。中でも突出した問題として、急成長を遂げる私募投信が「証券投資基金法」の適用対象に含まれておらず、法規定に空白が存在していることが挙げられる。監督業務に必要な法律的根拠がないため、「証券投資基金法」の改正・改善が急務となっており、さらには同法に関連する法的規程・規則の改正や拡充を図り、投信業の規範化や健全な発展に必要な法的基盤を整える必要がある。筆者は、法改正に当たっては、私募投信を法規範の対象範囲に加えるほか、投信組成の形態の多様化や投資信託会社の投資家の対象拡大、投資信託会社のガバナンス改善、公募投信の投資規制の適度な緩和、ファンドマネージャーの責任強化による投資家の利益保護などを考慮すべきである、と考える。「証券投資基金

³ この場合の「基金」は日本の投資信託に相当する（訳者注）。

法」の改正は、資本市場制度の整備への重要な一環であり、改正作業の早期かつ大幅な進展が期待される。

2004年7月に中国証監会が公布した「証券投資基金運営管理弁法（原文：証券投資基金運作管理弁法）」は、実施から8年近くが経過している。実際の運用において、同制度は投資信託業の運営の規範化や業界の健全な発展を促してはいるものの、一部の内容は業界の発展に向けた要請にそぐわなくなっており、改正が必要である。例えば、規制緩和の必要性を踏まえ、投資信託会社の投信商品の申告本数に対する制限を緩和し、複数の投信商品の募集を同時申請できるようにすべきである。管理・監督を強化する一方で投信業の発展を促し、また、将来、投信商品の登録制の実行に向け、制度作りのための余地を残しておくべきである。

Ⅲ、なお空白が存在する資本市場の行政法規

上場会社の監督やガバナンスにとって極めて重要な法規となるべき「上場会社管理監督条例」、
「上場会社社外取締役条例」は、様々な要因により長い間制定に至っておらず、このことは資本市場の法体系の完全性を損なっているばかりか、中国における上場会社の質的向上を大きく阻害している。

1. 「上場会社管理監督条例」及び関連規程

資本市場の二大参加者である上場会社と証券会社を対象とする法律は、資本市場の規律のある発展や市場化に向けた改革の重要な基盤である。「証券会社管理監督条例」が2008年6月1日に施行されてから3年半が経つが、上場会社にとって「証券法」に次ぐ重要法規となる「上場会社管理監督条例（パブリックコメント稿）」は、2007年9月から國務院法制弁公室によるパブリックコメントの募集が開始されたものの、4年余りを経ても正式な公布・施行には至っていない。このことは中国の資本市場における法体系の完全性を大きく損ねている。上場会社に対する監督は、証券監督業務の重要な一環であるが、同条例は上場会社に対する管理・監督や規範など様々な側面に関わるため、内容は煩雑である。同条例の制定の遅れは、資本市場向け監督システム構築の進展にも影響を及ぼしており、上場会社への監督業務の展開や、監督効果の向上を阻んでいる。監督部門は同条例の早期制定に向けた作業を急ぐ必要がある。条例の制定は、監督対象となる上場会社の健全な発展や、上場会社の透明性向上、上場会社における現代的な企業制度の構築、上場会社の取締役・監査役・上級管理者・支配株主・実質支配人の行動に関する法的規範の向上、さらには上場会社の質の向上にも役立つと見られる。監督という視点からみれば、上場会社に対する監督を法により強化し、監督の手法を多様化し、監督の質や効率を上げることにつながるほか、証監会が他の関連監督部門との連携を強め、総合的な監督システムを構築して総合的な監督を実施し、上場会社の運営を規範化する上でも役立つ。

2. 「上場会社社外取締役条例」

上場会社の社外取締役制度に関する法的根拠は、証監会が10年前の2001年に公布した「上場会社における社外取締役制度の設置に関する指導意見（原文：關於在上市公司建立獨立董事制度的指導意見）」である。同文書は、上場会社の取締役会の構成員のうち少なくとも3分の1を社外取締役とすることを規定し、これにより中国で初めて上場会社の社外取締役制度が正式導入さ

れた。その後、2006年に施行された改正「会社法」では、上場会社における社外取締役制度の10年間の運用状況について、上場会社の質の向上や、会社のガバナンス構造の改善、会社の内部統制メカニズムの強化に役立ったことを確認している。その一方、解決が必要な問題も多く噴出している。特に、社外取締役の選任や報酬の決定は、主に大株主によって左右されており、9割近くの社外取締役の指名は大株主や上級管理者によるもので、うち55%の社外取締役は大株主からの推薦で株主総会での協議にかけられ、27%は会社経営陣からの推薦を受けており、これ以外の株主から推薦された社外取締役は少ない(毛可・鄧義虹, 2008)。現行制度の規定では、社外取締役の報酬は、上場会社が決定し、支払うこととなっている。つまり、社外取締役が職権を行使する場合、大株主や上場会社との暗黙の合意がないまま、大株主や上場会社側の意向に大きく反する行動を取った場合、次の任期は任用されない結果になりかねない。社外取締役の指名行為は、大株主や会社経営陣から親戚や知人に対する贈答品と同様に考えられており、社外取締役の独立性はもはや建前にすぎず、こうした制度的欠陥のため、社外取締役の独立性を徹底させるのは困難である。また、社外取締役の知る権利、閲覧権など、職務の履行に必要な権力についても、制度的な保証が存在せず、社外取締役の権利・責任・利益の関係はアンバランスである。その結果、社外取締役が職務に関心を持たず、責任を負おうとしない問題がしばしば発生する。つまり、上場会社の社外取締役制度とその実施状況は、もはや創設当時の趣旨から全く乖離しており、現行の「上場会社における社外取締役制度の設置に関する指導意見」は法律としてのレベルが低く、強制力に乏しい。「上場会社社外取締役条例」も準備開始の2006年から5年余りが経過しており、市場では「上場会社管理監督条例」制定後の早期制定を望む声が聞かれる。筆者は、社外取締役の選任や辞任、報酬基準の制定、問責制度の設置などについて重点的に検討し、社外取締役の独立性の問題を解決すべきである、と考える。

上場会社に対する外部からの規律付けや内部統制を強化し、規定違反か否かの境界をより細かく定め、処罰を強化し、違反行為のコストを高くし、会社運営の規範化を促し、信用構築を進めるために、今後は「上場会社社外取締役条例」のほか、「上場会社の取締役、監査役、上級管理者の行動規範(原文: 上市公司董事、監事、高級管理人員行為準則)」、「上場会社の支配株主と実質支配人の行動規範(原文: 上市公司控股股東、實際控制人行為準則)」などを「上場会社管理監督条例」の他の関連法規として順次制定すべきである。

IV. 市場の発展に合わせた既存制度・規則の改革と改善

1. 創業板制度の改善

創業板の創設は、中国における多層的な資本市場の整備に向けた重要な一步であったが、創設から2年以上を経て、批判や疑念の声が止まらない。実際の運営において、創業板市場では確かに多くの問題が噴出している。具体的には、上場廃止制度が未整備であることや、IPO以前に出資した原始株主の保有株が暴騰し、資産効果が極めて歪められたこと、上級管理者が辞職して株式を現金化する行為が常態化していること、新規上場で簡単に利益を手に入れることができるため創業者の企業家精神が極度に減退していること、原始株主の巨額の利益と対照的に流通市場では投資家の損失が常態化していること、上場基準が厳しすぎる上に成長性ではなく企業の経営力ばかりが重視され、上場会社のイノベーション能力が創業板市場の想定に遠く及ばず、創業板市場はベンチャー企業向け市場という本来の姿には程遠く、むしろ中小企業板のようであることな

どの問題が挙げられる。こうした問題は、制度的欠陥によって生み出された部分が大きく、制度の改善による解決が待たれる。

1) 上場廃止制度の検証とダイナミックな改善

創業板市場は、上場会社の成長性が高い一方でリスクも高い点が主板（メインボード）市場とは異なる。優勝劣敗は創業板市場の活力を維持するための基盤であり、整った上場廃止制度を持たなければ、市場の効率的かつ秩序ある運営を保証し、資源配分の最適化を実現するのは困難である。同制度は、創業板市場の健全かつ持続可能な発展を実現するための基礎的かつ不可欠な制度である。2012年4月20日、深圳証券取引所は正式に改正「創業板上場規則」を制定し、同年5月1日から正式に施行した。これにより、創業板における上場廃止に関する規定が明文化され、上場廃止制度は創業板市場の核をなすルールの一つとなった。改正規則の制定により、投資家や市場全体のリスク意識が向上するとみられる。上場廃止制度の導入後は、実際の運営を通じた検証が待たれているほか、発行・上場制度の改革とも足並みを揃えなければならず、これから更に機動的な改善を進める必要がある。

2) 売却制限付き株式のロックアップ（売却禁止）期間の延長

出資者の保有株の価格は、IPOと株式上場の2回にわたり暴騰するとされる。このことは、創業板が極度に歪められた資産効果を作り出していることを示しており、創業者の企業家精神をむしばんでおり、創業板は出資者が暴利を得る楽園となり果てている。流通市場の投資家にとって、創業板市場はリスクが高い一方、高い成長性と高いリターンが期待される市場である。投資家は創業板上場会社の将来の不確実性という高いリスクを負担しなければならない一方、草創期にある企業の成長性は高く、投資家により大きな投資回収をもたらす可能性がある。しかし、制度導入から現在までの現実として、流通市場では投資家が負担するリスクが高い一方、得られたリターンが低い。出資者が暴利を得る一方で、流通市場の投資家の損失が常態化している。

この問題を解決する方法の一つは、出資者の保有株のロックアップ期間を延長することである。IPO以前の株式については、会社上場の3年後から段階的に売却制限を解くが、解禁比率は最初を低く抑え、後に引き上げるべきである（たとえば、満3年を迎えた後、1年目は10%について取引を解禁。同様に2年目は20%、3年目は30%、4年目は40%と引き上げる）。上級管理者が辞職する場合もこうした制限を受け、特にIPOの前に駆け込みでの出資については、ロックアップ措置を重点的に手当てするべきである。ロックアップ期間の延長により、出資者と流通市場の投資家との利害を一時的に一致させることができるため、出資者、特に企業の創業者は現金化を急ぐことなく、会社の発展や成長に引き続き関心を寄せられるだろう。

3) 条件の成熟後、創業板上場条件を適宜引き下げ

創業板の創設当初は、プルデンシャル・ルールから、上場基準が比較的厳しく設定されていたが、これは市場のリスクを引き下げるためであった。また、上場基準が厳しいばかりでなく、企業の成長性でなく経営能力に重点が置かれすぎていたため、上場会社はイノベーション能力が強いとは言えず、企業のライフサイクルの面から見ると、上場できる会社はすでに草創期を過ぎ、成長期の後期に差し掛かった段階にある案件が多数を占めた。

一方、最も資金が必要な草創期の企業が市場の蚊帳の外に置かれている。草創期の企業は、不確実性が大きい反面、イノベーション性が高いが、資金は極度に不足しており、ひとたび資金が投下されれば、急速な成長を遂げ、投資家に思わぬ喜びをもたらすことも有りうる。当然ながら、相当多くの企業が、資金を得たとしても成長を果たせず、淘汰されてしまう。創業板市場は、こうした企業を受け入れてこそ、ハイリスク・ハイリターンという創業板の本来の在り方を体現できよう。

解決方法は、条件が熟すのを待って、創業板における発行・上場の基準を引き下げることである。また、現在の発行・上場基準では、たとえ上場廃止制度が実施されても、当初は上場廃止となる会社は非常に少ないと考えられるが、上場基準が緩和された場合、上場廃止となる可能性も増え、会社の上場と同様に上場廃止も当たり前となり、市場の新陳代謝が実現し、イノベーション型企業の成長に良好な市場競争環境を提供できるようになるだろう。

4) 創業板上場会社の増資制度の構築

増資制度と上場廃止制度は、市場における優勝劣敗メカニズムの二つの側面をなしている。上場廃止制度を整えれば、質で劣る会社を淘汰する市場の役割の発揮が期待できる。一方、増資制度の構築により、市場内の質の高い会社が持続的発展に必要な資金の獲得が保証され、質の高い会社に対する市場のマインドを示し、市場における資源配分の最適化を実現し、イノベーション型企業が持続的に発展するための市場環境を生み出すことができる。上場廃止制度の導入後は、早期に創業板上場会社による増資制度の整備に着手すべきである。

2. 新株発行制度の改善

新株発行制度は、株式市場の健全かつ安定的な発展のための重要な基盤であり、実際の運営を踏まえると、中国の新株発行制度の改革には、二つの考え方が見られる。

一つの考え方は、人為的な規制を強くするもので、これには発行数の規制（たとえば、かつて実施されていた割当限度額制度）、発行価格の規制、発行頻度の規制などが含まれる。こうした手法では、市場の運営状況に照らして新株発行を人為的に規制することができ、その最大の利点は、株式市場が十分成熟していない場合に、人為的な調整によって新株発行と市場発展の足並みを調節できることにある。他方、その欠陥も明白で、資源配分の基盤としての市場メカニズムの役割が活用されず、市場の効率性が上がらず、上場する会社が人為的に決められるため、透明性が低く、上場会社の質的向上が阻まれる。1990年から2000年にかけて、資本市場が創設及び発展初期の段階にあった時期は、株式の発行に対し審査認可制が採られていた。2001年3月になると、審査認可制に替わって届出制（中国証券監督管理委員会、2008）が正式に実施されたが、依然として行政色が濃く、新株発行・上場にかかる引受主幹事会社については通道制が適用され、上場推薦数が規制されていた。全体として、2004年以前の株式発行制度は、上述の考え方に基づいて設計されていた。

もう一つの考え方は、市場化された発行方法を採用するもので、2004年から新株発行・上場に関する保証推薦制度の改革が実施されて以来、新株発行・上場制度の改革はこの考え方に沿って進められてきた。2004年2月、「証券発行・上場における保証推薦制度の暫定弁法（原文：証券発行上市保薦制度暫行弁法）」が実施され、発行・上場の引受主幹事会社の推薦制が、正式に保証推薦制度に切り替えられた（中国証券監督管理委員会、2008）。その結果、資源配分の基盤と

しての市場メカニズムの役割が徐々に強まり、市場の効率性がやや向上し、市場参加者の自主規制の意識がやや強まり、情報の透明性が増した。2009年6月と2010年11月の二度にわたる新株発行制度改革を経て、ブックビルディング制度と保証推薦人制度を核とする新株発行メカニズムが構築かつ整備され、さらに価格申告及び割当発行、ブックビルディングへの参加者の拡大、価格決定にかかる情報透明性の向上、クローバック制度や発行中止制度など、具体的な規定も設けられ、新株発行の市場化に向けた改革が進んだ。

過去1年間の実際の運営状況を振り返ると、発行時の価格決定の市場化は大きく進んだが、発行株価の高騰、株価収益率（PER）の高騰、超過募集資金の「三高」問題はまだ十分には解決されておらず、上場した新株の初値が発行価格を下回る状況が頻発している。新株購入のリスクが増大したことは、あたかも市場化の当然の結果のように見える。これについては、発行価格決定メカニズムの合理性の問題や、新株発行に当たって発行者や引受会社が情報面で優位な立場を利用し、中小の投資家を弱い立場に置いているという問題が指摘されがちである。しかし、流通市場の市況が低迷した大きな要因は、新株発行制度改革により、新株発行・上場の頻度に対する人為的規制が緩和され、新株発行・上場は流通市場の市況にかかわらず頻繁に行われた一方、市場の資金供給が追い付かず、大幅な需給ギャップが生じたことにある。このほか、改革において関連する他制度との体系性や整合性が十分に考慮されず、企業の出資者とIPOにおける新株購入者、流通市場における投資家の間で、株式購入価格に大きな価格差が生じ、利益のバランスが大きく崩れたことが挙げられる。出資者がIPOや株式上場で暴利を得る一方、新株の相次ぐ発行・上場と株式市場の長期的低迷により、投資家は巨額な損失を抱えている。新株発行制度改革においては、株式市場の投資家、特に流通市場の投資家の利益保護が長い間著しく軽視されており、新株発行制度改革のコストを流通市場の投資家のみ押し付けるこのような手法は、市場の公平性という原則に著しく反している。

2012年4月28日、証監会は「新株発行体制改革の一層の深化に関する指導意見」を公布した。これにより新株発行制度の更なる整備を図り、市場化をさらに推し進め、市場化に伴う制約を強化し、情報開示の要件を強化し、市場参加者の位置づけや履行責任を強調し、新株発行時の価格決定制度を改善するなど、大幅な改革を進める一方、既存株式の譲渡についての措置も打ち出した。しかし制度構築の観点から言えば、さらに関連細則を制定し、運用性を高める必要がある。改革の効果についても、実際の運用の中で検証し、改善を継続する必要がある。

筆者は、抜本的な対策を見出すには、新株発行制度改革の成果について踏み込んだ研究・総括を行い、問題解決の根本的な道筋を探るべきである、と考える。現在検討すべきことは、いかにして出資者とIPOに参加した新株主との利益格差を解決するかである。まず解決が必要なのは出資者の株式購入価格とIPO発行価格の大きな格差である。出資者の創業者利益を十分に考慮した上で、両者の株式購入価格との格差を制度的に規制し、発行価格と実質的価値の乖離による出資者の暴利獲得を根絶するのが望ましい。当然ながらこの場合、出資者と投資家の流通権は同等となるべきであり、出資者の保有株に対するロックアップ期間（会社経営職の在任期間を除く）は撤廃すべきである。筆者はこの手法について、真摯に検討し、検証を深めるべきと考える。

3. 資本市場の信用制度システムの整備

信用は資本市場の基盤である。中国の証券市場の現状において、信用に対する「ハードな（絶対的な）制約」に関する最大の問題は、制約力の不足である（李永森, 2011）。市場参加者に対

する「ハードな制約」を強化するためには、法的制度の構築や整備に力を入れなければならない。監督部門や司法部門が法に基づく効果的かつ迅速な監督を行い、信用に対する違反者に相応のペナルティを課していく必要がある。中国の証券市場では長年、相場操縦や偽装上場、会社側が社外の人間と結託した株価操作、インサイダー取引、開示書類の虚偽記載、フロントランニングなど、さまざまな不正行為が相次ぎ、証券市場の健全な発展に著しい影響をもたらし、公平性の原則を損ねている。近年、監督部門は証券先物をめぐる不正行為に対するペナルティを強化し、インサイダー取引などの重大な違法行為に対して「ゼロ容認」⁴の強い姿勢で臨んでいる。

資本市場の信用構築は基礎的な工程であり、信用構築は法律制度による保証・支持が必要であり、現行の信用記録を土台に、資本市場の信用記録データベース・システムを整備すると同時に、資本市場の信用制度体系も整えていく必要がある。中国の資本市場の実情に即して、各種市場参加者の基本的な信用ルールや行動基準を検討かつ制定し、現行の法律・法規の信用関連規定を強化し、資本市場の信用に関する法律規範体系や資本市場における信用管理制度を完備していく必要がある。証監会は現在、「証券先物市場の信用の管理監督にかかる暫定弁法（証券期貨市場誠信管理監督暫行弁法）」（パブリックコメント稿）について、社会各界に広く意見を求めているところである。

V、資本市場の制度刷新

資本市場の制度刷新は、市場発展の根幹を成すものであり、市場機能を発揮するための土台でもある。中国の資本市場は、投資家構成の改善や多層的な市場の整備に向けた新たな飛躍の時を迎えており、市場の刷新も絶えず深化かつ活性化していくとみられる。資本市場の制度刷新も、これに素早く対応していく必要があり、これにより市場の発展かつ改善を図るのみならず、市場の秩序ある規範的な運営が保証できるだろう。

1. 各種長期資金による株式市場投資を奨励する政策の制定

資本市場の安定的な運営には、合理的な投資家構成が求められる。中国の資本市場において、機関投資家の力は徐々に強まっており、資産配分の必要性から、全国社会保障基金や保険資金の株式市場での運用がすでに始まっている。ただし、企業年金、医療保険基金、地方社会保障基金、住宅積立金などの機関保有の資金については、株式市場への投資の道筋は開かれていない。各種機関に蓄積される資金規模が絶えず増加する中、投資先の拡大や、保有資産の多様化を進め、リスクや収益構造の異なる資産を適正に組み合わせることで、資産価値の維持・向上を実現することが急務となっている。しかし、実態では、前述の各種機関が保有する巨額の資金は長い間株式市場の外部に蓄積されている一方、株式市場は急速な発展を遂げ、株式の供給速度が市場資金の増加速度を上回っている。このため、市場の需給関係は長い間崩れたままで、流通市場の低迷が続き、投資家の大幅な損失が常態化しており、上海証券取引所指数は過去 10 年間にわたり低下傾向が続いている。マクロ経済の急成長が株式市場の現状に反映されにくく、株式市場における投資資金の充実が急務となっている。機関投資家の株式市場参入を奨励すれば、前述の各種機関が保有する資金の資産価値の維持・向上と、株式市場の資金確保が同時に解決できる。証監会の

⁴ 絶対に認めないの意（訳者注）。

主席に新たに就任した郭樹清氏は、2012年全国証券先物管理監督工作会議で、社会保険基金や企業年金、保険会社などの機関投資家による資本市場への投資比率拡大を奨励し、全国養老保険基金、住宅積立金などの長期資金の市場参入を積極的に促す方針を示した（郭樹清, 2012）。中国の年金制度の整備の進展に伴い、基本養老保険基金、基本医療保険基金などが投資活動を通して資産価値の維持・向上を図ることについては、関係者の理解も徐々に得られつつある。

こうした長期資金にとって、銀行預金と債券市場のほか、株式市場も重要な投資先の一つであり、各種機関の保有する長期資金が段階的に株式市場に入ることは、もはや大勢の流れとなっている。具体的な運用に当たっては、まず制度構築を進め、関連する政策規範を整え、政府各部門の関係を調整するほか、公共性・公益性を有する基金であることを踏まえ、税制面などの優遇政策によって投資や発展を奨励かつ支援するべきである。米国の 401K プランなど、海外の先行事例も参考にできるだろう。具体的な状況に応じて、①既存の投資信託会社を通じた委託運用、②新たに設立した専門運用機関を通じた運用、の二つの運用モデルからの選択が考えられる。

2. 国際板の創設に必要な制度面の準備

中国の資本市場は急速な発展を遂げているものの、国際金融センターとなるためには、規模、構造、資源配分、資産管理、世界的な位置づけなどの面で、一層の取り組みが必要になる（呉曉求, 2010）。中国資本市場の対外開放の重要な一環として、国際板の創設に向けた準備が現在積極的に進められており、証監会は『中国資本市場発展報告』の中で、中国の資本市場が直面する問題は発展過程で出現した問題であり、発展過程の中で改革を絶えず深めることでしか解決できないと指摘している（中国証券監督管理委員会, 2008）。歴史的背景から、国内向け A 株（人民元建て株式）市場では、発展を進めながら規範化を図り、規範化を進めながら発展を図るモデルが取られたが、中国の証券市場が創設からすでに二十年余りを経たことを踏まえれば、国際板の創設に当たってはこうしたモデルを捨てるべきである。成熟した市場ノウハウや、中国市場での実例を参考に、無駄な回り道を避けて、当初から高い出発点での国際板創設を進めるのが望ましい。このためには、制度整備を先行させ、ゲームのルールをあらかじめきちんと定めた上で、実際の運営に入るべきである。長期的には、国際板を創設し、外国企業が中国 A 株市場で株式を発行し、上場することが望まれており、これは資本市場の対外開放に対する中国国内からの要望であるとともに、資本市場の国際化に向けた重要な一歩でもある。

国際板の創設は、資本取引の自由化や外貨管理、上場会社の法的地位の承認など、他の問題にも関係しており、これらの問題は国内企業向け市場よりはるかに複雑である。中国の現行の「会社法」、「証券法」にはこれに対応できる規範条項が設けられておらず、国際板に関する発行制度、上場制度、取引制度、情報開示制度なども合わせて整備していく必要がある。資本市場の現行法律規定や制度規則体系に対して必要な改善や補充を行うためには、国際的な監督協力メカニズムを一層整え、国際板市場の運営のために良好な制度環境を整え、国際板市場の整備推進や、創設後の安定的発展を期する必要がある。筆者は、国際板の創設は、国内 A 株メインボード市場の安定運営を前提に、外国人投資家の A 株市場への投資規模をさらに増やした上で、改めて検討すべきである、と考える。現状では、レッドチップ銘柄（香港設立の中国系企業）以外の海外外国企業が A 株市場で株式発行や上場を行う条件は整っていないが、条件が許せば、国際板創設に向けた先行措置としてレッドチップ銘柄の A 株市場への回帰を検討できるだろう。レッドチップ企業は海外で登記された会社であり、法的な位置づけとしては外国企業であるため、

中国本土への回帰とはいえ、外国企業による中国株式市場での上場に当たるため、そのための道筋や制度設計については、事前準備が必要になる。ここでノウハウを蓄積した上で、大型グローバル企業など海外資本の外国企業の国際板への株式発行・上場の誘致を検討する。

3. 証券の市場間流通制度の構築と整備

温家宝総理は 2012 年初頭に開かれた全国金融工作会議で、株式先物市場の安定的かつ健全な発展を促進すると言明した。また多層的な（多様な）資本市場体系の整備を加速し、規模・類型・成長段階がそれぞれ異なる企業向けに、サービスの差別化を図っていくほか、引き続きメインボード、中小企業板、創業板の各株式市場の整備を進め、店頭市場の発展を積極的に模索している（温家宝, 2012）。中国において多層的な資本市場が形成され、整備されるに伴い、必然的に証券の市場間流通のニーズも出てくる。このため、異なる階層の市場間において適切な相互アクセスの道筋を構築し、制度を準備する必要がある。これにはメインボード・中小企業板・創業板・株式譲渡代行システム（及びその他店頭市場）間の株式の市場変更や、銀行間市場・銀行窓口・取引所市場での債券の市場間預託・取引制度、メインボード・中小企業板における上場廃止制度の改革及び創業板市場における上場廃止制度の構築と改善及び相互連携、などが挙げられる。中でも指摘すべき点は、中国の債券市場が飛躍的な発展を遂げつつあるが、中国の債券市場の三つの構成部分をなす証券取引所（上海・深圳）、銀行間市場、商業銀行店頭取引は著しく分断している。國務院は 2004 年 1 月に公布した「資本市場の改革開放と安定的発展の推進に関する若干の意見（原文：關於推進資本市場改革開放和穩定發展的若干意見）」の中で、「集中管理と相互に一括してアクセスが可能な債券市場を段階的に構築する」としたものの、実際の運用においては債券市場の相互アクセスに向けた進展は非常に遅い。2012 年初頭の全国金融工作会議では、条件整備を積極的に進め、参入と監督の基準を一本化し、規範化され統一された債券市場を整備することが改めて提案された（温家宝, 2012）。

債券市場における債券・資金の市場間流通の障害は、債券市場の効率性に著しい影響をもたらし、債券市場の発展を制約しており、債券市場の発展のために早期解決が求められる重要問題となっている。このため、人民銀行や銀行業監督管理委員会（銀監会）、証監会、証券取引所（上海・深圳）、全国銀行間コール取引センターなどを含む関係機関が相互に連携して矛盾の解決を図る必要がある。さらに、局部的利益より資本市場全体の発展を重視する姿勢で、債券市場のインフラ整備を強化し、制度面からの解決の道筋を模索しなければならない。

4. 非上場会社への監督制度及び株式譲渡制度の早期構築

店頭市場の発展と整備は、多層的な資本市場の構築の重要な一環である。現在、中国の株式市場は取引所市場（場内市場）を除けば、公開会社株式の合法的な取引の場は、（北京市にある）中関村株式譲渡代行システムのみである。市場の許容量に限りがあるため、これらシステムを通じての取引が可能な株式は極めて少数であるが、中国には取引所に上場している会社のほかにも、膨大な数の非上場会社があり、中には各種原因により上場を望んでも実現が困難な会社もあれば、上場条件を満たしているものの上場を望まない会社、上場条件を満たさない会社、一旦上場したものの上場条件を満たさなくなり上場廃止となった公開会社も含まれる。大量の非上場会社の株式は、流通市場からはじき出されており、流通できない状態にある。このほか、制度上の制約で株式を公開できない会社も多くあり、これら会社はひとたび規制が緩和されれば雪崩を打って公開

会社になると見られ、潜在力は大きい。現代企業の主流をなす会社形態は株式会社（中国語では株式有限公司）であり、会社の拡張、ガバナンス、資金調達手段、情報の透明性などの面で、他の形態の企業に比べ優位性が高い。中国経済において、株式会社設立を目指す潜在的な要望は極めて大きい。証監会は 2008 年 3 月、非上場公開会社管理監督部を設置し、非上場会社に特化した監督を行っているが、非上場会社の監督に関する法律は今なお空白のままである。国務院の指示を受け、証監会は 2007 年の立法事業計画に、非上場公開会社の管理規定の制定に向けた検討作業を盛り込んだ。議論・制定中の「非上場公開会社管理監督弁法（原文：非上市公衆公司監管弁法）」とその関連規程はすでに起草されたが、パブリックコメントには至っていない。上場会社に比べ、非上場会社の監督は複雑で、より多くの事項に関連するほか、監督対象となる企業の規模に大きなばらつきがあるため、店頭市場の整備と併せて研究と検討を重ねる必要があり、適切な時期を選んで非上場公開会社の監督制度を定め、多層的な資本市場システムの整備に対応すべきである。

「会社法」では、株式会社の株主に対し、保有株を法に基づいて譲渡する権利を与えており、非上場会社についても株式譲渡のニーズが非常に強い。数万社に及ぶ非上場会社の株式には、合法的な譲渡の場が存在せず、店頭市場の発展と整備が強く求められており、店頭取引市場の発展に向けた模索が、現在、急務となっている。非上場株式会社の監督制度や株式の公開取引に対する監督原則を整備した上で、株式預託システムを構築かつ整備し、すべての株式会社が預託業務を利用できるようにし、一括した監督に基づく店頭市場の構築に向けた基盤づくりを図るべきである。また、中関村株式譲渡代行システムの試行を引き続き拡大し、上場企業及び投資資金の拡大を図り、さらに店頭取引を土台とする全国的あるいは地域的な店頭取引市場の創設を検討し、着実に推進することが望まれる。

【参考文献】

1. 徐明「『証券法』をさらに改正かつ改善し、証券市場の持続可能な発展を促進する」、『証券法苑』第4巻（2011年6月）
2. 毛可・鄧義虹「中国・西洋の社外取締役制度の比較と現実的評価」『会計之友』2008年第5期下旬
3. 中国証券監督管理委員会『中国資本市場発展報告』p.45,64-65（中国金融出版社、2008年）
4. 李永森「証券監督における信用システム構築の強化」、『中国金融家』2011年2期
5. 郭樹清「資本市場構造を改善し、実体経済の健全な成長を促進」『中国証券報』2012年2月2日付
6. 呉曉求「中国における国際金融センター構築の基本路線分析」『金融理論と実践』、2010年第9期
7. 温家宝「経験を総括し、方向を明確化し、金融事業の新局面を絶えず打ち開く」『人民日報』2012年1月30日付

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