



中国資本市場の戦略目標と戦略転換¹

呉 曉求※

要 約

1. 中国の資本市場は、非流通株改革を経て、新たな発展段階に突入している。その象徴として、全株式を流通株とする「全株流通市場」の枠組みが生まれ、リスク・リターンに見合った資産価格メカニズムが登場し、資金調達額の拡大から M&A など既存資源の配分の重視といった動きが出てきている。
2. 中国が目指すものは市場主導型金融システムであり、2020 年までの戦略目標は、上海・深圳を時価総額 60 兆～80 兆元規模の世界有数の取引所とし、世界の多極的な金融センターの一角を占めることである。この戦略目標の実現のためには、既に海外上場を果たした大型国有企業の段階的な国内 A 株市場への回帰、未上場の大型国有企業の国内 A 株市場での上場促進ならびに中国版ブルーチップ銘柄の形成が重要である。さらに、投資家構造の戦略転換として、国内機関投資家の育成に加え、適格国内機関投資家（QFII）を活用した継続的な対外開放が必要である。
3. 中国が世界の多極的な金融センターの一つとなるためには、人民元の国際化プロセスや、透明性・国際慣例を踏まえた資本市場の法整備といった条件面の継続的な改善も必要である。

1. はじめに

2006 年末までに、中国の資本市場では、今までの中で最も重要な制度変革となる非流通株改革がすべて完了した。今回の制度変革には重要な意義があり、我々が 2006 年に出版した研究報告『非流通株改革後の中国の資本市場』の中で指摘したとおり、「非流通株改革の試みの本質は、制度面から中国資本市場を“再構築”することにあり、これまで最も重大かつ複雑な構造変革であるばかりでなく、中国資本市場の発展や制度構築にとっても画期的な意義がある。その歴史的意義は、1990 年代の資本市場創設に匹敵するとも言える」²のである。時間が経つにつれて、非流通株改革が中国資本市場の発展にもたらす多大な影響が顕在化しつつある。一つには、市場

¹ 本稿は、中国人民大学金融証券研究所編『資本市場評論』2007 年第 1、2 期掲載の「中国資本市場の戦略目標と戦略転換」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、一部を割愛したり抄訳としている場合がある。また、本稿の基となっているのは、中国人民大学金融・証券研究所（FSI）の中国資本市場 2007 年度報告『中国資本市場：從制度変革到戰略轉型』（中国の資本市場：制度変革から戰略転換へ）である。

² 呉曉求ほか『股權分置改革後の中国資本市場』、中国人民大学出版社、2006 年 4 月、p.3。

※ 呉 曉求 中国人民大学金融証券研究所 所長

の参加者が利益の追求という同じ目標を持ち、リスクとリターンの組み合わせに基づいて行動するインセンティブメカニズムをそなえた資本市場が、まさに形成されようとしている。中国の資本市場は非流通株改革を終え、新たな発展段階に突入している。

Ⅱ、中国資本市場の新たな発展段階突入の象徴

非流通株改革や資本市場参加者の資金管理体制の整備などを始めとした制度変革によって、中国における資本市場の運営メカニズムは根本から変わり、中国の資本市場は新たな発展段階に入った。こうした動きを示す象徴的な出来事として以下を挙げることができる。

1. 株式を流通株と非流通株に分断する制度がほぼ終わりを告げ、全株式を流通株とする「全株流通市場」の枠組みが生まれた。全ての株式が流通株として取り扱われる市場の枠組みができたことで、市場に対する見通しが安定し、上場企業の全ての株主が、同じような利害関係のもとで同じように収益を求めることができるようになった。これによって、資本市場の発展に持続的な利益をもたらす原動力が備わった。
2. 「全株流通市場」の枠組みに合わせて、中国資本市場の運営ルールも大きく調整された。これまでの中国における資本市場の運営ルールは、発行から上場、取引、合併・買収（M&A）、情報開示、コーポレートガバナンス、上場廃止制度などに到るまで、すべて流通株と非流通株の分類があることを前提に構築され、流通株・非流通株を分断する制度の影響が強く残っていた。2006 年以降、（行政主導ではない）市場原理に基づく価格決定メカニズムやグリーン・シュエ・オプション³の導入など IPO 制度の改革を受け、信用取引を中心とする取引制度の大幅な変革が進んでいる。また、市場による価格決定をもとに、新しい取引手段を用いる（行政主導ではない）市場原理に基づく M&A システムが形成された。こうした動きは、全ての株式が流通する時代（「全株流通時代」）における資本市場運営ルールがまさに形成されつつあることを示しており、そのルールは資本市場の中核的な理念を体現している。
3. 資本市場参加者の資金管理体制と資金運用システムは現在、根本から変わろうとしており、資本市場のリスクの「増幅器」であった証券会社の負の側面が解消されつつある。1990 年の資本市場創設から 2005 年まで、中国の資本市場における資金管理体制の中核的理念では、証券業は「銀行に類するもの」と理解されてきた。こうした考えに基づいて、証券会社を中心に形成されてきた中国資本市場の資金循環システムも「銀行に類する」システムとなっていた。資本市場が「銀行に類する」資金運用システムを備えていたために、証券会社は何の制約も受けずに顧客の保証金を流用できた。顧客の保証金を流用する証券会社のこうした「自己売買」は、当然ながら自身の経営リスクを高め、ひいては資本市場のリスクを絶えず拡大させてきた。近年整備が始まった顧客保証金の第三者寄託制度により、今後は資本市場の「銀行に類する」資金運用システムが根本から変わり、市場リスクの「増幅器」という証券会社の負の側面も大幅に変革され、中国の資本市場におけるリスク発生源やリスク構造も改善されるだろう。
4. 資本市場の中核的機能が回復しつつある。回復しつつある資本市場の中核的機能とは、市

³ 新規公開株数が 4 億株以上の場合、当該発行数量の最大 15% までのオーバー・アロットメントが利用できる。

場による価値評価、価格決定のことである。中国銀行の A 株上場および中国工商銀行の A 株・H 株上場はこうした動きの反映といえる。資産の価格評価や価格決定の機能は資本市場の最も基本的な機能であり、資産の M&A も含め、資本市場の他の機能が正常に発揮されるための前提となる。

5. 現在、市場は資金調達額の拡大から既存資源の配分を重視する方向へと転換しつつある。流通株・非流通株が分断されていた時期は、制度の構造からもたらされる収益パターンの影響から、上場企業、特にその大株主は株式発行による資金調達の拡大ばかりを望み、非合理的な行動も見られた。株式発行による資金調達の拡大を狂信的に追い求める資本市場は、非合理的な市場である。こうした行為は、市場成長の原動力を枯渇させるのみで、市場発展の持続的な原動力を失わせる。多くの場合、こうした市場は資金を調達するばかりで収益をもたらさないからである。我々が 2004 年に出版した研究報告『中国の資本市場：株式の分断と流動性の改革』⁴の中で分析した通り、非合理的な株式発行による資金調達の拡大には、流通株・非流通株の分断という背景がある。そうした制度的背景が失われたことで、株式発行による資金調達の拡大に熱狂的なまでの執着を示していた上場企業、特にその大株主は、市場原理に基づく収益メカニズムによって制約を受けることになった。株式発行を通じたあらゆる資金調達拡大がつねに時価総額の最大化をもたらすとは限らなくなったためである。これに代わるのが、M&Aをその特色とする既存資源の配分（または既存資産のM&Aを通じた取引）であり、今後は市場から大きな注目を受けることになるだろう。先進国における資本市場の成長の歴史から見ても、企業間で頻繁に行なわれるM&Aは資産価値を高める重要な手段となっており、企業もまた資本市場が絶えず発展するための重要な原動力となっている。今後の中国の資本市場での最も活力に富む活動は、M&Aとなるだろう。
6. 現在、上場企業の株主、特にその筆頭株主の利益実現メカニズムは徐々に変わりつつあり、利益をめぐる株主間のゲームは、企業間の市場でのゲームに取って代われつつある。流通株・非流通株が分断されていた時期、上場企業の大株主の利益はまず株主間の内部のゲームによりもたらされ、時には中小株主（流通株の保有者）の利益が犠牲にされた。だからこそ、流通株・非流通株が分断されていた時代には関係者間取引が頻繁に行なわれ、熱狂的と言えるほど非合理的な高いプレミアムでの資金調達となったのである。「全株流通市場」においては、資産価値を測る市場評価メカニズムが大株主による不公平な関係者間取引を自ずと制約し、ひいては大株主による上場企業の資金流用や違法な使用に対する抑止力にもなる。このため、大株主が利益を最大化する道は、上場企業の資産価値を最大化することのみに絞られる。一方、上場企業の資産価値の最大化は、企業の利益、コア・コンピタンス、産業の中での優位性などのさまざまな要素に左右される。こうした関係から、大株主と中小株主の利害、および会社全体の利害が、資産の市場価値を通じて結びつけられ、市場での最大利益の獲得が共通の目標となるのである。
7. 「全株流通市場」の確立により、中国の資本市場には上場企業の発展を促す長期的なインセンティブメカニズムを構築する条件が整った。「全株流通市場」という条件の下、大株主の目標と会社全体の目標は統一されつつあり、時価総額の最大化が株主全体の共通目標、

⁴ 吳曉求主編『中国資本市場：股權分裂与流動性改革』、中国人民大学出版社、2004年4月

- さらには経営陣を評価する主要指標の一つともなった。また、全株流通市場への移行に伴い導入されたストックオプションは、企業の長期的発展に重点を置く経営陣への長期的なインセンティブメカニズムであり、株主・企業・経営陣という三者の利害を一致させている。これは、中国の資本市場の持続的かつ健全な発展にとって、格別の意味を持っている。
8. 流通株・非流通株が分断された時代の資本市場の資産価格メカニズムはすでに崩壊し、代わって、リスク・リターンに見合った資産価格メカニズムが登場している。このことは、強者はさらに強く、弱者はさらに弱くなることを意味する。これに加え、市場での投資機会とリスクが同時に増加することを意味する。
 9. 人民元の上昇予測と国際化が加速している。これは、中国の資本市場の新たな発展段階への移行に関係する最も重要な外部金融環境である。資本市場の成長や自国通貨の為替変動に関する国際社会の経験からも分かるとおり、自国通貨高は自国通貨建て資産の価値の上昇をもたらす。2006 年の中国の資本市場における株価の大幅な上昇は、人民元の上昇傾向とも関係している。

以上の 9 つの点からはっきり認識できるのは、2005 年までに比べ、現在の中国の資本市場が新たな発展段階に確実に進んでいることである。こうした新たな発展段階は、今後の中国の資本市場における制度変革や戦略転換の強固な土台となるだろう。

Ⅲ、中国資本市場の戦略目標と戦略転換

戦略的な観点から見ると、非流通株改革は中国の資本市場における最も重要な制度改革である。しかし、まだ若い中国の資本市場にとって、これは新段階のスタートに過ぎず、今後の発展の道程には考慮すべき問題がまだ数多くあり、常に解決を図っていく必要がある。このうち最も重要な問題としては、中国の資本市場をいかにして戦略的に位置づけるか、世界の金融市場において中国の資本市場は今後いかなる役割を果たすべきか、中国の資本市場が追求する戦略目標とは何か——などが挙げられよう。資本市場の制度変革、すなわち非流通株改革を終えた今、我々は発展途上にある中国の資本市場にかかわる戦略的問題をじっくりと考えた上で系統的な研究を進めなければならない。中国の資本市場の戦略的位置づけ、戦略目標およびこれらにより決定される戦略転換は、中国の資本市場が直面する重要な任務である。

1. 中国の資本市場の戦略的位置づけと戦略目標

28 年にわたる改革開放を経て、中国はすでに貧困で立ち遅れた国から、経済大国へと変化を遂げた。生産力の驚異的な成長を遂げた製造業が中国を経済大国の地位に押し上げたのだとすれば、中国を経済大国から経済強国へと押し上げるためには、強力な自主革新能力だけでなく、資本市場を基礎とする強力な資源配分能力や富を生み出す現代的な金融システムも不可欠となろう。開放が進む国際経済システムにおいて、経済のグローバリゼーションは一つの基本的な潮流となっている。開放が絶えず進む中で、経済安全保障や基本的な経済秩序を守りながら、いかにして自国の経済発展を促し Win-Win の関係を基礎とするグローバル経済の成長を図るかが、世界各国に突きつけられた共通課題となっている。同時に、競争が激化しつつある現在、自国経済の相対的な優位性をいかに守っていくか、あるいは自国資源の最適な配分と並行して自国の経済発展のために他国の資源をいかに活用していくかも、世界各国が政策を実行し制度を構築する上で

の重要な課題となっている。周知の通り、現在の経済システムでは、金融システムは資源配分のための主要メカニズムであり、どのような金融システムを構築し将来の経済資源をめぐる競争で優位を確保できるかが非常に重要になっている。我々が 2005 年に出版した中国の資本市場に関する研究報告『市場主導型の金融システム：中国の戦略選択』で明確に指摘した通り、十分な流動性と透明性をそなえ、大きな包容力を有する資本市場とこれを土台に形成された現代的な金融システム（市場主導型金融システム）が、中国の金融システム改革の中で追求すべき戦略目標となる⁵。なぜなら、市場主導型金融システムにおいては、リスクを効果的に分散することが可能であり、金融システムが必要とする流動性が保たれ、さらには経済成長によって富の創造が実現され、既存資源の移転や最適な配分が促されるためである。

具体的には、対外開放や金融市場のグローバル化という視点に立った場合、2020 年までの中国の資本市場や金融システムの戦略目標は次のようなものとなる。

上海・深圳の両市場を軸に形成される中国の資本市場を、重要性、規模、流動性の各方面において世界有数の取引所とし、時価総額を 60 兆～80 兆元とする。

その頃には、人民元は世界の三大国際通貨となり、比較的発達した資本市場を中核とする中国の金融システムは、世界の多極的な金融センターの一角をなすだろう。また、人民元及び人民元建て資産の価格決定センターとなり、人民元及び人民元建て資産の価格決定権を握るだろう。

上述の戦略目標を実現するに当たり、我々はタイミングにも土台となる現実的条件にも恵まれている⁶。世界の金融センターの一極は、現在中国へとシフトしつつある。我々は歴史的潮流に合わせて、歴史的なチャンスを掴まなければならない。

2. 中国資本市場の戦略転換

上述の戦略目標を実現するため、我々は中国の資本市場の発展戦略や政策措置を改めて見直さなければならない。全体として中国の資本市場を単に一つの資金調達メカニズムと位置づけたり、金融システムの付随物と考えるような発展戦略や政策措置は不適切で、転換の必要がある。我々は中国の資本市場の戦略転換に当たって重点に置くべき課題が次の二点になるとみている。

一つ目として、資産の供給源や供給構造を根本から調整する、つまり既上場の資産を効果的に保護しつつ、上場企業の構造に対する戦略転換を行なう必要がある。政策や実践という観点から見ると、こうした戦略転換には主として二つの側面がある。①すでに海外上場を果たした大型の国有企業を、段階的に国内A株市場に上場させる必要がある。これは、中国の資本市場を発展拡大させるための戦略的措置となる。2006 年 12 月末現在、中国銀行、中国国際航空はすでに中国本土のA株市場に上場しており、中国人寿もすでにA株発行の審査を完了した。中国工商銀行はこれまでにない試みとしてA株・H株の同時発行・同時上場のモデルを打ち立て、既存資産をA株市場に留めている。今後数年のうちに、中国建設銀行、交通銀行、中国人民財産保険、中国神華能源、中国電信、中国鋁業、中国遠洋といったH株⁷、中国石油天然ガス、中国移动通信、中国海洋石油、中国网通といったレッドチップ株⁸も、A株市場に上場するはずである。②いまだ

⁵ 吳曉求ほか『市場主導型金融体系：中国的戰略選択』（市場主導型の金融システム：中国の戰略選択）、中国人民大学出版社、2005 年 4 月を参照。

⁶ 具体的論述は、脚注 1 で触れた中国人民大学金融・証券研究所（FSI）の中国資本市場 2007 年度報告『中国資本市場：從制度變革到戰略轉型』（中国の資本市場：制度變革から戰略轉換へ）の第一分論、第二分論を参照。

⁷ 香港上場企業。

⁸ 香港設立の中国系企業。

海外市場に上場していないが、上場の条件に合致する大型の国有企業、特に資源分野の大型国有企業をA株市場に上場させ、同分野の企業の海外上場を奨励しないか、あるいは制限する。

我々は、こうした戦略転換が中国の資本市場の今後の発展にもたらす深い意義を戦略的な視点から認識しなければならない。業績が良好で、規模が大きく、しかも中国経済の柱となっている大型企業が、徐々に中国本土のA株市場での上場を果たし、本土版ブルーチップ市場を形成するよう積極的な措置を打ち出していく必要がある。数多くの質の高い長期投資に値する優良銘柄が揃って初めて、中国の資本市場により多くの投資者を惹き付けることができる。また、優良上場企業が次々と市場に登場してこそ、資本市場の持続的発展を維持することができる。こうした意味から言えば、我々は中国の優良企業、特に国有の超大型企業が先を争って海外上場を目指すことには賛成しない。2006年3月の第10期全人代第4回会議では、中国人民大学の学長を務める紀宝成教授が、国家経済の安全や中国本土の資本市場育成といった戦略的視点から、中国の大型・超大型企業（金融機関を含む）が相次いで海外上場していることに対して警告を発したが⁹、これには重要な現実的な意味合いがある。なぜなら、こうした大型・超大型企業は中国経済の命脈にかかわっており、多くの希少資源を独占しているためである。こうした希少資源の独占により生じた利益を海外投資家ばかりが享受するのは、不公平でもあり、正常な事態ではない。

もちろん、企業にとっては海外での上場が利益の最大化をもたらす選択かもしれない。ニューヨークや香港といった国際的な資本市場では、多額の資金調達が可能であるほか、企業の国際的な影響力の拡大にもつながるからである。ただし、視点を企業レベルから国家レベルに引き上げて考えれば、こうした選択は不適切である。政府の政策構想においても、このような選択は奨励されるべきではない。我々が認識すべき点は、新しい時代において、優良企業は上場の見込まれる戦略資産であり、すでに各国の資本市場が奪い合う希少資源となっていることである。これは、ニューヨークやナスダック、ロンドン、シンガポールの取引所が争って中国本土でのPRに力を入れていることから、その一端をうかがうことができる。我々は、現代の金融活動において、上場の見込まれる資産が最も重要な金融資源であることを強く認識しなければならない。我々は、中国の優良企業が国内の資本市場に留まり、コア・コンピタンスを持つこれらの企業がもたらす富を中国国内の投資家が享受できるようにしなければならない。同時に、上場企業の構造改革を通じて中国の資本市場の競争力を高め、従来の金融構造を変革し、リスク配分能力や国際競争力を具えた現代的な金融システムを構築すべく努力する必要がある。

現状では、「中国の資本市場が超大型企業の上場を支えるのは難しい」といった意見もある。超大型企業のIPOや上場により、資本市場に負担がかかり、相場下落を招くというのがその理由である。しかし、これは一面的な見方であり、中国銀行の国内市場への回帰や工商銀行のA株・H株同時上場といった事例が、こうした見方に対する反証となるだろう。中国の資本市場の規模は現在のところそれほど大きいとは言えず、資金にも限りがあるが、IPOを行なう企業が実際に高いリターンをもたらすのであれば、投資先を求める資金が次々と市場に流入し、市場全体の資金調達場としての能力も高まるだろう。もし我々が市場の規模が小さいことを理由に超大型企業による本土市場での上場を制限すれば、中国の資本市場は永久に発展できないことになる。一歩踏み出すことによって、資本市場と企業上場の相互補完をもたらす好循環が形成されるだろう。

⁹ 紀宝成ほか「論大規模企業盲目海外上市的缺失」（大規模企業の盲目的な海外上場による損失を論ず）、『中国人民大学学報』、2006年第5号。

二つ目は、資金源や投資家構造の戦略転換を図ることである。市場のニーズや資金という観点から行なわれる戦略転換の柱となるのは、単一の自国資本市場から、自国および外国資本の双方を重視した市場への転換である。中国の資本市場にとって、資金源や投資家構造に関する戦略転換がなければ、大型国有企業による大規模な A 株市場回帰がもたらす圧力を解消するのは困難であり、市場の柱となるべきブルーチップ銘柄も形成できず、資本市場の資産構造を根本から調整するのも不可能である。世界の多極的な金融センターの一角を目指す戦略目標も、手の届かない妄想に過ぎなくなる。

大型国有企業による大規模な A 株市場への回帰および中国版ブルーチップ銘柄の形成に取り組み、中国の資本市場における資金源や投資家構造の戦略転換を実現するためのプロセスとして、主に次の二つが挙げられる。

プロセス①：中国の金融システムの内部資源から見ると、合同運用を特色とする証券投資ファンドの大量育成を図るとともに、保険会社の保険料（主に生命保険）や社会保険基金の市場運用の割合を徐々に増やし、私募型投資ファンドも含め、資本市場で資産運用を行なう機関投資家を積極的かつ着実に増やしていく必要がある。資本市場の投資家構造の根本的な改善を図り、中国の資本市場のダイナミックな需給バランスを確保するためには、こうした措置が不可欠となる。資本市場の資金源や資金構造に対するこうした戦略の調整は、必然的に中国の金融システムや金融構造に重要な影響を与え、さらには中国の金融システムの弾力性や構造的な効率性を大幅に高め、リスク構造の改善をもたらすだろう。

プロセス②：中国の金融システムの外部資源から言えば、投資という視点から資本市場の開放を進める必要がある。対外開放の幅やテンポは、大型国有企業の A 株市場回帰やブルーチップ銘柄の形成プロセスに歩調を合わせていかなければならない。資金の出入りが封じられたままでは、中国の資本市場を世界の多極的な金融センターの一角とする大事業は成し遂げられない。適格国内機関投資家（QDII）を増やして中国国有企業が海外で上場した株式を取得させることに力を入れるよりも、大型企業の A 株市場への回帰を図るべきである。また、市場への負担を恐れて大型国有企業を海外で上場させるよりも、大型国有企業の A 株市場上場を維持しつつ、外国投資家の中国市場への投資条件を引き下げること（適格外国機関投資家（QFII）の一般化など）で、市場の負担力への懸念を解消すべきである。継続的な対外開放が、中国の資本市場を世界有数の金融市場とするための基本要件となる。

資金源や資金構造という面から考えると、中国の将来の資本市場を腐った池の水としてはならず、良好な流動性を持った大海原の一部としなければならない。

IV、中国の資本市場の戦略転換を実現するための外部条件

中国の資本市場が上述のような戦略転換を実現し、さらに 2020 年までに世界の多極的な金融センターの一角を担うという戦略目標を実現するには、一連の外部条件による後押しが必要になる。我々の考えるところでは、国民経済の安定成長や十分な経済規模、比較優位を有した経済構

造を維持するだけでなく¹⁰、次の二つの外部要因、あるいは外部環境の継続的な改善が必要になるだろう。

1. 人民元の国際化プロセス

中国の経済力の強化や経済開放の進展に伴って、人民元の国際化プロセスも加速しつつあると我々は考える。また、人民元は 2010 年までに国際金融市場で完全な自由兌換が可能な国際通貨となり、2020 年までには米ドルに次ぐ世界有数の国際準備通貨となると確信している¹¹。人民元のような国際化への動きは、中国における資本市場の発展や金融構造改革に望ましい外部環境をもたらすだろう。これは、中国の資本市場を世界の多極的な金融センターの一角にするという大事業のための、最も重要な基本要件の一つとなる。人民元が、優れた信用、十分な流動性、自由兌換性を有せば、人民元建ての資産にも高い期待が持続的にもたらされることになるだろう。

2. 市場の透明性向上を柱とする資本市場をめぐる法整備

優れた法制度や法環境は、中国の資本市場の戦略転換や戦略目標を実現する上で非常に重要である。その柱となるのが、資本市場に関する法制度や、これを土台とする規則体系の継続的な整備である。中国の資本市場に関する法制度および規則体系の整備に当たっては、次の二つの基本原則を反映する必要がある。一つ目は、透明性の原則である。つまり、資本市場関連の法制の構築や規則体系の整備においては、十分な市場の透明性を確保しなければならない。世界各国の実態をみれば、透明性こそが資本市場の存在や発展を支える前提条件であり、資本市場の機能を十分に発揮させるための必要条件であり、「三公（公開・公平・公正）」の原則を実現するための基礎である。透明性の柱となるのは、情報の真実性と公開性である¹²。中国の資本市場に関する法制度や規則体系は、過去数年である程度整備されたものの、全体としては依然として大きな欠陥を抱えている¹³。不十分な透明性は、今後、中国の資本市場が戦略転換を進め戦略目標を実現していく上で直面する最も深刻な課題となるだろう。

二つ目は、国際慣例の原則である。流通株・非流通株の分断などによる影響で、中国の資本市場に関する法制度や市場規則の体系には、かなり多くの面において「中国的特色」が見られる。

「中国的特色」の濃厚すぎる資本市場関連の法制度や規則体系が、中国の資本市場の戦略転換を阻害し、中国の資本市場を世界の多極的な金融センターの一角としていく上での最大の足かせになることは明白である。全体的に見れば、資本市場に関する法制度や規則体系は「国際慣例」を柱とすべきであり、そうでなければ、法制度が中国の資本市場の国際化を妨げることになる。

中国の特色ある資本市場の法制度や規則体系の制度的な根拠である流通株・非流通株の分断は、

¹⁰ 中国が 8% 程度の経済成長を維持した場合、2020 年の GDP は 80 兆元となる計算である。経済成長のプロセスにおいて、経済構造にも大きな変化が生じ、経済競争力が大きく向上するとみられる。具体的には中国人民大学金融・証券研究所 (FSI) の中国資本市場 2007 年度報告『中国資本市場：從制度变革到戰略轉型』（中国の資本市場：制度变革から戰略転換へ）の第一分論を参照。

¹¹ 海外の有名投資家であるジム・ロジャース氏はこのほど、ユーロは今後 20 年以内に“消失”するリスクがあると述べた。さらに、自らの一貫した観点を繰り返し、人民元は今後、国際準備通貨としての米ドルの地位を脅かす可能性が最も高い、と述べている。詳しくは「羅傑斯：人民幣有潛力挑戰美元地位」（ロジャース：米ドルの地位を脅かしうる人民元）、『上海証券報』、2006 年 11 月 8 日を参照。

¹² 吳曉求『中国資本市場分析要義』（中国の資本市場分析の要点）、中国人民大学出版社、2006 年 1 月 p.166～168。

¹³ 吳曉求『中国資本市場分析要義』（中国の資本市場分析の要点）、中国人民大学出版社、2006 年 1 月 p.170～176。

すでに過去のものとなり、「全株流通市場」の時代が到来した。我々は、戦略的な視点から強い資本市場の構築を目標として、将来を見据えつつ中国の資本市場の戦略転換や今後の戦略目標に見合った法制度、規則体系を整えなければならない。平等、自由、透明、発展という理念や精神を反映した法制度は、将来の中国を強く豊かで調和の取れた国にするだろう。

参考文献

- 紀宝成ほか「論大規模企業盲目海外上市的缺失」（大規模企業の盲目的な海外上場による損失を論ず）、『中国人民大学学報』、2006年第5号
- 吳曉求 「關於当前我国金融改革和資本市場發展若干重要問題的看法」（我が国の金融改革と資本市場の發展をめぐる若干の重要問題に関する見解）、『金融研究』、2006年第6号
- ロジャース「人民幣有潛力挑戰美元地位」（米ドルの地位を脅かしうる人民元）、『上海証券報』、2006年11月8日付
- 吳曉求ほか『市場主導型金融体系：中国的戰略選択』（市場主導型の金融システム：中国の戰略選択）、中国人民大学出版、2005年
- 吳曉求ほか『股權分置改革後的中国資本市場』（非流通株改革後の中国の資本市場）、中国人民大学出版社、2006年
- 吳曉求 『中国資本市場分析要義』（中国の資本市場分析の要点）、中国人民大学出版社、2006年
- 吳曉求ほか『中国資本市場：股權分裂与流動性变革』（中国の資本市場：株式の分断と流動性の变革）、中国人民大学出版社、2004年

著者紹介

吳 曉求 (Wu Xiaoliu)

中国人民大学金融証券研究所 所長

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

1987～2002年、中国人民大学の經濟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年より同大学學術委員会委員、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種比較研究』、『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