中国資本市場の発展と展望

周　勤業

はじめに

皆さん、こんにちは。先ほど御紹介いただきました周です。

皆さんに「中国資本市場の発展と展望」についてお話しするチャンスを与えてくださった日本証券経済研究所に大変感謝しております。今日在席の皆さんはプロでございます。また、中国の証券市場に非常に関心を持っていらっしゃる方なので、私は非常にプレッシャーを感じて、緊張しております。多分いろいろ変な話をしてしまう可能性もありますが、できる限り全力を尽くして頑張っていきたいです。また、何かあったら御指摘をいただければ、次のチャンスのときには進歩するので、よろしくお願いいたします。

プロの皆さんの前では、中国の資本市場の発展の歴史を簡単に触れて進めていきたいと思いますが、まず第一の部分では、中国資本市場が今抱えている課題に重点を置いて話を進めていきたいと思います。第二の部分では、中国資本市場の今後の展望について、八つの方向から展望させていた

だきます。

ここで一つ前置きをさせていただきたいのは、ここで申し上げる中国資本市場は、中国大陸の上海証券取引所と深圳証券取引所です。香港と台湾の証券取引所は、ここでは申し上げません。できるだけ新しいデータを使って話を進めていきたいですが、特別に説明がなければ、今年九月末の時点のデータを使用させていただきます。

一、中国資本市場の発展：簡単な総括

まずは一番目ですが、簡単に中国資本市場の発展についてお話をします。

(1) 中国資本市場の発展の経緯と現状

資料のように、（一）、（二）、（三）と分けてあります（巻末資料参照）。これは中国の資本市場の大体三つの発展の段階ですが、細かいことはここでは申し上げません。重要事件と法律の整備のことはここに書いてありますので、ごらんになっていただければ、私のほうでは詳しくは申し上げません。

幾つかのデータを使用して、一九年の発展の歴史を説明してから、今の中国の資本市場の現状について、簡単に説明させていただきます。

今年の九月末の、上場企業は一六五一社になっています。このうち、一三〇〇社ぐらいがメインボードに上場している企業数です。また、メインボードの中に中小企業向けの市場もありますが、これは二九七社です。このほかに、皆様御承知のように、先週（一〇月二三日）の金曜日に創業ボードを開場し、今週（一〇月三〇日）の金曜日に実際の取引を始めます。これは約二八社ありま

す。全上場企業の時価総額は、アバウトですけれども、約二〇兆元です。時価総額は株価によって当然変化しますが、中国の市場のＰＥＲは二四倍です。

また投資家数ですけれども、株式売買の口座を持っている投資家は一億三四〇〇万ですが、実際に株式取引がある口座は四九六四万です。もちろん四九六四万口座にしても、これはかなり大きな数字です。株式投資口座数だけを見ても、中国の株式市場の性格は大体見当がつくかと思いますが、個人投資家を中心とする株式市場であるということです。中国の株式市場は、成立の年数が一九年しかないので、このようなデータができたのは中国の株式市場の発展のスピードが非常に速いことを物語っていると思いますが、速いだけにいろいろな問題を抱えております。

(2) 中国資本市場に存在する問題と直面する課題

①全体の規模の拡大及び構造の改善

次は、中国資本市場の抱えている問題と直面する課題ということについて申し上げます。

まず一つは、規模を拡大しなければならないし、また、資本市場の構造も改善の余地があると思います。規模の問題については、四つに分けて申し上げます。

まずは、規模が小さい。そして、直接金融の比率は低い。株式市場と債券市場のアンバランスです。九月末では、中国の資本市場の資産総額は、金融資産総額全体の三三％しか占めていない。私の知っている限りでは、二〇〇六年のこの比率は、アメリカは八二％です。日本は六二％です。

次は、直接金融の比率が低いということです。例えば、二〇〇七年の、銀行新規貸し出しに対する直接金融市場の資金調達額は二二％です。二〇

〇七年が一番高かった。二〇〇八年は、中国の株価が暴落しまして、直接金融市場による資金調達額の比率は七％まで低下しました。金融危機対策で、今年の一月から九月、銀行の新規貸し出しは急増しましたので、この比率は三％までさらに低下しました。

株式市場と債券市場のアンバランスという問題があります。株式市場の資産総額に対して、債券市場の発行残高は八四％しか占めていません。同じ比率が二〇〇六年に、日本は一七九、アメリカは一六二です。

二番目の問題は、中国の独特の問題で、株式市場で流通できる株式の比率が低いことです。そして、多元的な資本市場は今始まったばかりです。発行後、流通できる株式は分割することができ、今年の年初に流通できる株式の比率は三三％だったんですが、九月にはもう五三％まで上昇しました。

しかし、先ほど申し上げましたように、時価総額は約二〇兆元ですけれども、流通できるのはその半分しか占めていません。メインボードの企業は一三〇〇社ぐらいです。メインボードの中の中小企業向け市場は三〇〇社ぐらいです、創業ボードは先週始まったばかりです。ですから、この意味ではまだ多元的な市場が始まったばかりです。

そして、中国には店頭市場（ＯＴＣ市場）は基本的には存在していません。ただ、深圳市場では、第三取引システムと言って、実際にはＯＴＣ市場みたいなものがありますが、これは上場廃止となった銘柄の売買を中心にやっております。

三番目の問題としては、債券市場の発展が非常におくれていることです。中国の債券の発行残高は一六・五兆元しかありません。そして、この一六・五兆元の中では、社債はわずか一兆元です。

つまり、債券市場の中では六％しか占めていません。

資本市場の構造の問題の一つですが、金融派生商品市場は始まったばかりです。金融派生商品としては、今は株の購入と売却の権利証書しかありません。しかも、この量は非常に少ないです。例えば、インデックス先物取引とか金利先物取引とか、あるいは株式のオプション取引とか、このような典型的な金融派生商品は、今はまだゼロです。

②市場システムの改善と効率の向上

次の課題に移りたいのですが、中国の市場の特徴としては、社会主義計画経済から社会主義市場経済に移るということもありまして、中国の資本市場の中に、市場メカニズムがまだ健全に機能していないところが大いにあるということです。市場の効率性ももっと高めなければなりません。

この中でも、まず第一は、株式の発行システムで、まだ市場化していない部分が相当あります。要するに、市場原理がまだ有効に働いていないのです。例えば、上場の審査は基本的には行政手段によるものです。そしてまた、手続は非常に煩雑で効率性が低い。また、株価の決定においても、仲介機構や、株式市場にサービスを提供する機関はそんなに機能はしていません。そして、先ほど申し上げましたように、市場の規模がまだ小さく、さらに流通株式の比率も低いので、流通市場の価格が割高となる結果をもたらしてしまったのです。

これは発行システムだけではなくて、取引機構にも大いに問題がある。今、中国の場合は現物取引しかないし、空売りすることもできません。つまり、信用取引は認められていません。そして、

価格を安定させるマーケットメーカーの制度もありません。その意味では、中国の株式市場の機能は非常に欠けている。取引もストップ高とストップ安で一〇％という制限を設けておりますので、これがかえって非合理的な株価の変動をもたらしてしまった。

次の問題は、市場が分割されていますので、資本市場の効率性を低下させてしまう。皆さんも御存じのように、中国の株式市場はA株市場とB株に分かれております。債券市場も、銀行間市場と取引所市場に分割されております。

③上場企業全体の実力の向上、企業内部のガバナンスと外部規制のシステムの強化

三番目の課題に移りたいのですが、株式市場のベースになっている上場企業の質の問題です。今、中国市場に上場している企業の質にはいろいろあって、全体から見ればまだ質は高くないです。コーポレートガバナンスは非常に低水準に推移しています。これも中国の独特の事情がありまして、例えば、今上場している企業の多くは、昔国有企業でした。これらの国有企業の中には、親会社が大多数の株式を持っている会社が多数あります。こうした上場企業の親会社は、飛び抜けて比率の高い筆頭株主です。これが一つの現象。

これと対照的に、もう一つは、株式が非常に分散している。非常に分散していれば、コーポレートガバナンスはなかなかできないわけです。そうすると、コーポレートガバナンスはあっても、形だけで終わってしまうことがあります。筆頭株主の占める比率が非常に高い、あるいは分散してしまうとなれば、内部者コントロールの問題は非常に深刻になっている。

二番目の問題は、市場原理がよく働いていない

と、上場廃止のメカニズムが有効に働いていないので、質の悪い企業でもなかなか上場廃止はできないということです。あるいは上場廃止をさせようとしても行政が関与します。行政の審査の手続もまた時間がかかります。

さらに、もう一つはM&Aです。これも有効に機能していません。M&Aを実行しようとしても、行政の認可が必要です。これも時間がかかって、効率性が非常に低くなるんです。

④証券会社の総合競争力の弱さ

四番目の課題に移りたいのですが、これは、証券会社の全体的な競争力が弱いことです。中国の証券会社は規模が小さいです。二〇〇八年末のデータですけれども、中国の証券会社の資産総額は一・二兆元にも満たないです。営業収入は一二〇〇億元、利益総額は五〇〇億元未満です。また、一社の平均資産は一一二億元です。規模が小さい。

証券会社の二番目の問題は、規模が小さいだけではなくて、利益獲得のモデルがまた同じです。証券会社の主な収入は仲介業務によります。例えば、今年の一月から八月の仲介業務の収入比率は八二%を占めております。証券業全体が管理している資産総額は、二〇〇九年の八月では一二五五億元しかないです。大体外国の中規模の証券会社一社に相当する規模です。

そして、証券業の集中度が低いと思います。中国の証券会社は全部で一〇六社あります。上位五社の営業収入の全体に占める比率は、去年は三二%です。今年の一月から八月は、二五%まで低下しました。証券業の集中度をあらわすHHIという指標は、二〇〇八年のときは三四〇ですが、今年の一月から八月は二三〇に低下しています。こ

の同じ指標は、二〇〇六年のときには、アメリカは一七〇〇ですが、日本は二〇〇〇です。

証券会社の四番目の問題は、これも上場企業と同じですが、コーポレートガバナンスの問題があり、内部統制のメカニズムは有効に働いていない。これは細かいことは省略いたします。上場企業と同じ問題です。

五番目の問題に移りたいのですが、証券会社全体のイノベーションの力は不足しています。中国の証券市場の新しい金融商品のイノベーションは、基本的には行政命令に応じて進められております。ですから、証券会社同士は余りそういうような活力は持っていません。

⑤投資家の構造の非合理、機関投資家の規模の小ささと発展のアンバランス

五番の課題に移りたいのですが、投資者の構造の問題です。中国の特徴としては、個人投資家の比率は非常に高いです。取引は頻繁に行われております。例えば、今年、個人の持っている株式は、流通時価総額の三七％です。取引金額は全体の八七％を占めています。今年の一月から九月、上海証券取引所の株式売買回転率は四・四倍です。つまり、一月から九月、九カ月間で四・四回売買をしました。個人投資家は、この九カ月間の株式売買回転率は九倍です。つまり、一カ月に一回売買する。機関投資家の回転率は二・三倍です。

投資家の構造の問題として、二番目は機関投資家の規模が小さ過ぎる。機関投資家の持っている株式の比率は六三％ですが、取引金額に占める比率は一三％です。ここで少し説明する必要があるのは、機関投資家が持っている株式の比率は六三％を占めていると申し上げましたが、皆様御承知

のように、二〇〇五年のときには株式の流通化改革があって、一部法人が持っている株式は流通できるようになったんです。その部分も含まれております。もしも、今まで法人が持っていて流通化したその株式の部分を除いたら、恐らく全体の五〇％を割り込んでいると思います。

次に、投資家の構造の問題の三番目は、投資信託の発展がまだおくれていることです。例えば、今年の九月、投資信託の資産総額は二・二兆元です。持っている株式の時価総額は一・五兆元です。投資信託の持っている株式の全体に占める比率は一五％です。さらに投資信託と比べたら、保険会社、そして公的年金基金は、資本市場に参加する度合いはもっと低い。

民間の保険会社が持っている株式は、全部の一・七％しか占めていないです。中国の公的年金は、全国社会保険基金ですが、これは全部の株式の〇・九％しか占めていません。企業年金は〇・一％です。そしてまた、私募基金もあるんですけれども、発展がおくれているだけじゃなくて、いろいろ非規範的なものが大いに含まれております。

⑥法律と信用環境の改善、規制の有効性と法律執行における効率の向上

最後に、課題としては六番ですが、法律の整備はおくれています。

中国の市場はどんどん成長しておりますので、成長した市場に応じて法律の整備を急がなければならないのですが、法律の整備がおくれているだけじゃなくて、監督体制もおくれています。ですから、監督の人材の養成も今急務となっております。

そして、証券取引所とか証券業協会のような、

自主規制組織の機能は余り有効に働いていません。法律の整備と同時に、証券業の従業員のモラルの問題も大きな問題になっている。このモラルの問題と、信用というような環境づくりにももっと力を入れなければなりません。

以上の六つの課題がありますが、中国の資本市場のこれからの発展には、以下の八つの方面にもっと力を入れなければならないと思います。また、日本の市場を含めて、成熟した市場の経験と教訓を学ばなければなりません。

二、中国資本市場の発展の見通し

次に、中国資本市場の発展とその展望に移ります。

(1)《会社法》と《証券法》の改定による資本市場の法律環境の向上

①発展を促進し、イノベーションを奨励する

まず申し上げたいのは、二〇〇六年一月に、中国は会社法と証券法を改正しました。これからの中国の資本市場の発展には、法律の環境整備が非常に重要な意味を持つと思います。

例えば、中国の証券法は九九年に制定されました。東南アジア金融危機の後ですので、九九年のときには慎重につくって、証券市場の発展には余り余地を与えなかった。しかし、二〇〇六年の証券法の改正は、証券市場の発展を促進し、イノベーションを奨励することが主な内容であると思います。

例えば、証券法第六条では、国務院の認可を得て、証券業、銀行業、保険業、信託業の兼業は認められる。また、今までの証券法は現物取引に限

ると書いていたんですが、新しい証券法は、現物取引とその他の方式を認める。この証券法の改正によって、二〇〇六年九月八日、上海に、証券取引所以外の中国金融先物取引所を新たにつくった。皆様御存じのように、この取引所をつくりましたが、当然株価インデックス先物取引という商品はまだ売買されてはおりません。私は、流通比率が高まるにつれて、インデックスの先物取引の売買の機運も高まっていくと思います。

新しい証券法では、合法的な資金の市場参加を奨励すると定めております。合法資金とは何かというと、保険会社の資金の他に、社会保障基金の資金と企業年金とＱＦＩＩなどの資金も含まれると思います。また、新しい証券法も、資金の融通と証券の融通、つまり信用取引は認めると定めています。ですから、タイミングを見て信用取引を始めたいと思います。

②コーポレートガバナンスの強化

次の問題に移りたいのですが、会社法の改正で、上場企業のコーポレートガバナンスに対しては、もっと高い、あるいは厳しい注文をつけていると思います。これは詳しいことは省略させていただきます。

③証券発行と上場システムの改善

三番目は、発行制度と上場制度の改革です。二〇〇四年から始まった推薦人（スポンサー）制度、企業が上場するときには、中国の場合は推薦人が必要です。この推薦人制度は、二〇〇六年の証券法には正確に書き入れました。そして、創業ボードの開場を考えて、証券法では企業上場と発行の条件を少し緩和しました。同時に調達資金の使用の規制を強化したのです。

そして同時に、発行制度の市場化改革を行いま

した。つまり、発行失敗の規定を新たに設けました。以前は新規発行にしても、あるいは増資発行にしても、アンダーライト業務は、売り残りは主幹事が全部自分で買い取らなければならなかった。今は、買い残りは承諾した部分だけ買ってもよいという状況に変わったんです。もしも募集で比率が七〇％未満であれば、発行失敗ということも認められるようになった。

④M＆A制度の向上

四番目はM＆Aです。今まで市場化に制限条件を多く設けました。証券法、会社法の改正によって、法律の環境は整備されたということです。

⑵　上場企業の質向上の一連の措置により資本市場の市場基礎が固められた

二番目は、上場企業の質の向上について、これから一連の措置を講じるかと思います。何といってもまずは、コーポレートガバナンスの強化です。二番目は、内部統制制度の関係です。三番目は、大衆会社ということで、情報開示をもっと強化します。

また、今、上場企業の特に深刻化している問題について、次の三つの措置をとることを考えた。

一つは、筆頭株主は、上場企業の資金を取り上げること、あるいは侵害することを厳禁する。上場企業の資金を取り上げた筆頭株主には、すぐ返還するような措置をとります。まずはお金を返還させます。その資金がなければ、筆頭株主が持っている株式を強制的に返還させます。さらに、この二つの要求にも応じなければ、上場企業の増資発行を制限する、あるいは増資発行を認めない。

次に、非常に深刻になっている問題は、上場企業が気軽に担保をしてしまうことです。これから

は、担保をする際の審査を強化していく。審査を強化させると同時に、担保しましたら、その情報を即座に投資家に公開させる。もしも余りにも外に対して担保し過ぎましたら、増資発行のときには制限を加える。

三番目は、関連会社間の取引です。皆さん御承知のように、今上場している企業の大半は、昔国有企業だったんです。そうすると、自分の親会社も国有企業です。この親会社との間の関連取引は非常に頻繁に行われています。また、その取引も公平性が非常に欠けています。これから関連取引の公正性と透明性を強化していきます。

上場企業の質の向上について、あと二つの措置を考えていますが、一つは、筆頭株主の行為をもっと規制していきます。そして、上場企業の監視を強化します。

(3) 多層的市場システムの整備を促進させ、資本市場の市場構造を改善する

展望の三番目の問題ですが、これは多元的な市場の建設です。

①新興企業向け市場である「創業板」

まずは創業ボードの市場です。創業ボード市場は、二〇〇一年のときにも考えたのです。その当初は、創業ボード市場をつくることによって、ベンチャーキャピタルの退出メカニズムをつくる。それで中小企業の融資条件を改善することが目的だったんです。

二〇〇一年のときは、皆様御存じのように、ちょうどアメリカのＩＴバブルの崩壊の年ですが、そういう状況の中では、中国政府は創業ボードをつくる決断がなかなかできなかった。けれども、そのときに考え出したのは、これを二段階に

分けてやる。つまり、創業ボードの市場の開場は後にして、まずはメインボードで、中小企業向けの市場をつくる。それで、この中小企業の上場は深圳市場に集中するという考え方を出したんです。

二〇〇四年に深圳市場に中小企業ボード、メインボードの中は中小企業向けの市場を設けまして、今まで二九七社が上場することができた。四～五年間の中小企業に対する監視監督の経験を積んで、今年、新しい創業ボードを開場することができたのです。八年間をかけて、二段階に分けて創業ボード市場の開場にたどり着いた。九月、一〇月、二八社の上場を果たしまして、資金調達額は一五〇億元です。今月の三〇日には取引が始まりますが、私の推測では、取引その日には、時価総額は多分一〇〇〇億元に達するのではないかと思います。

先ほども申し上げましたように、二〇〇六年の証券法の改正で、創業ボードの開場を考えて上場基準を緩和したのです。創業ボード市場の上場企業は、重点を主に成長性に置きます。メインボードの場合は、上場する前に三年間の黒字が出なければならないですが、創業ボードの場合は、一年間もしくは二年間黒字でさえあればよい。二年黒字の場合については、税引き後の利益は一〇〇〇万元です。この一〇〇〇万元は、前年比で増加しなければなりません。増加しなければならないというのは、つまり、二年間黒字です。二年目は一年目よりは黒字額は大きくなるのが条件です。もしも一年黒字の場合でも、可能です。この一年の利益は五〇〇万元以上でなければならない。営業収入は五〇〇〇万元以上でなければならない。

そして、もう一つの条件としては、ここ三年間の利益は三〇％のスピードで増加している。メイ

ンボードの最低資本金額は五〇〇〇万元ですけれども、創業ボードは三〇〇〇万元でいいです。この三〇〇〇万元は、上場する前に二〇〇〇万元でいい。そして、一〇〇〇万元の新たな新規発行をして三〇〇〇万元になるということです。

この基準を満たしている企業は、中国においては、一〇〇〇社以上はあるかと思います。中国の創業ボード市場の将来にまだ関心を寄せているようですが、特に世界のどこを見ても、創業ボードが成功しているのはそんなにはありません。中国の場合は、世界じゅうの創業ボードの市場を見ているんですが、まず第一は、創業ボードに上場する企業をいろいろ審査しなければならない。審査すると思いますが、これは、企業が一番成長盛りじゃなくて、将来性があるときに上場させて、彼に力を入れて助走させるということ。成長し切ったら、業績はどんどん悪くなるというのでは困るので、タイミングが非常に重要です。

次は、上場廃止制度を設けます。つまり、将来性を見て、結局余り将来性がないときは退場させます。私の考えでは、成功しない原因が二つあるんですが、一つは機関投資家があまり参加していないということです。もう一つは、ボードからボードへ転換していくものがあります。そうすると、成長しましたら、メインボードに転換してしまうのです。それで、残りは全部悪い企業ばかりです。ですから、機関投資家の参加と、ボードとボードへのチェンジのメカニズムにも考慮する必要があるのではないかと思います。

創業ボードですので、当然リスクが高いです。その意味で、投資家に対してリスク教育も欠かせないことですが、あとは取引を厳重に監視する体制も非常に重要です。当然私たちも、これからも世界じゅうの創業ボードの市場の経験と教訓をき

ちんと勉強して、できるだけ中国の創業ボード市場を成功させるようにしたいと思います。

②ＯＴＣ市場

もう一つ、これからも整備しなければならないのは、上場できない株式の売買、つまり店頭市場です。このＯＴＣ市場も整備しなければならないですが、例えば一年ちょっと前に、中国政府が天津市の総合改革の計画を認可した中では、天津市は店頭市場の試みをやってもよいという文言があったのです。多分皆様御存じかと思いますが、二〇〇一年のときに、深圳には第三取引システムをつくりました。その第三取引システムは何かというと、上場廃止の銘柄の取引をすることだったのです。それもある意味では店頭市場です。

深圳の第三取引システムの中にも、上場廃止銘柄の取引だけではなくて、北京の中関村の科学技術企業、中小企業ですね、上場してないですけれども、その株式の売買のサービスを提供することになっているのです。中国は今上場していない株式会社は数十万社以上もあるんですが、深圳の第三取引システムあるいは天津の店頭市場だけでは、当然この株式の売買のニーズを満たせません。今、北京、上海、重慶も、中国政府に店頭市場の開設を申し込んでおります。

⑷　債券市場を全力を挙げ発展させることは、資本市場の資金調達機能を健全にする

次は四番目の展望ですが、債券市場は発展が非常におくれていますので、これから債券市場の規模拡大に力を入れなければならないのですが、債券市場の中では、特に社債市場の発展は非常に重要です。先ほど申し上げましたように、債券市場は証券取引所市場と銀行間市場に分割されており

ますが、これから、この二つの市場を統合しなければなりません。もう既に北京政府に認められました。つまり、上場した一四社の商業銀行は、証券取引所市場の売買に参加してもよいと認められたのです。この上場した商業銀行が証券取引所市場の取引に参加することによって、これから取引所市場も完全な市場になりつつあると思います。また、取引所市場の債券収益曲線（イールドカーブ）の形成にも有利です。

(5) 合法な資金の市場投資は、資本市場の需給関係のバランスをとる

次は五番目の展望ですが、これから合法的な資金の市場参加にもっと力を入れなければなりません。

まずは、投資信託の発展に力を入れます。あとは公的年金です。社保基金ですが、これから社保基金の株式持ち比率の上限を高めていきます。今の上限は二五％です。民間の保険会社の持ち比率の上限は二〇％です。中国の企業もどんどん成長していますので、企業の業績の向上によって、企業年金の資本市場参加の比率も高めていくと思います。当然リスクを管理した上で、企業年金の市場参入をしていただきたい。

五番目の合法的な資金というのはＱＦＩＩですが、今、ＱＦＩＩの投資枠は三〇〇億米ドルです。今年の九月末では、もう既に一五七・二億米ドルの投資枠を認可しました。恐らくこれからＱＦＩＩの認可のスピードを速めていくと思います。また、三〇〇億の枠を満たしましたら、もっと新しい枠をつくると思います。

そして、二〇〇六年の二月には、中国も外国の投資家に「戦略投資家」という制度を設けました。つまり、上場企業のＡ株を買うことを認めた

のです。戦略投資家というのはどういうものかというと、払い込み資本金の一〇％以上を持たなければなりません。そして、三年間は売らないことを承諾しなければならない。例えば中国の場合は、今、セメント産業とか鉄鋼産業に戦略投資家のケースが何件かあります。戦略投資家も、実際には経営にも参加することができるようになっています。つまり、戦略投資家となれば役員会に参加することもできます。

(6)　投資家保護の強化は資本市場の利益関係を順調にする

六番目の展望としては、これから投資家保護の仕事をやらなければなりません。この点では細かくは申し上げませんが、もしも何か質問があったらお答えいたします。

(7)　取引システムと商品イノベーションは、資本市場の内在機能を活発化させる

七番の展望は、金融商品のイノベーションです。

これからは大型取引の市場を促進したい。大型取引によって合理的な価格形成ができて、流通市場の価格の変動をリードすると考えています。二番目は、資金と証券の融通、信用取引をします。三番目は、ＥＴＦ市場の開設です。多分、中国のＥＴＦは、これから三つの段階に分けてやると思いますが、一つは証券取引所をまたがるＥＴＦです。例えば、上海証券取引所と深圳証券取引所をまたがるＥＴＦの商品です。二番目は、国境線をまたがるＥＴＦ。例えば、アメリカ、ヨーロッパ、そして、上海よりは一時間の時差のある東京市場の指数とリンクするＥＴＦ。それと、私の知っている限りでは、中日のハイレベルの経済戦

略会議の中で、もう既に日本の金融商品の中国市場での上場を承認すると約束したそうです。

皆様御存じのように、中国も既に二〇二〇年までに上海を国際金融センターにつくり上げるというスローガンを出しましたので、上海市場を通じまして、全世界の範囲内で資金を配置することをやらなければならないので、そのときには一番有力な商品はＥＴＦなのではないかと思います。私たち上海証券取引所としては、早く東証の主要指数と関係のあるＥＴＦ商品を、我が上海証券取引所で上場したいと思います。これは三つの段階です。ルートマップの中では、最後の段階は商品をまたがるＥＴＦ商品です。例えば、金とまたがるＥＴＦ商品です。

四番目は、証券売買の権利証書の取引を促進する。五番目は、資産証券化のイノベーションです。そして、タイミングを見て、株価インデックス先物取引を開始したいと考えています。

⑻ 積極的かつ確実に対外開放を促進させることで、資本市場のグローバル化を推し進める

最後に八番目の展望ですが、二〇〇一年、ＷＴＯ加盟のときに承諾した金融市場の開放を着実に進めていくと思います。

まず第一は、合弁証券会社の持ち株比率を高めていく。そして、営業範囲を拡大していくと思います。データとしては六月末ですけれども、実際には九月も多分変わってないと思いますが、もう既に中国と外国の合弁の証券会社は九社設立しました。資産管理会社は三三社ありますが、この三三社の資産管理会社の中では、十六社の外資の株式の持ち株比率は四九％に達しました。

二番目の開放は、中国市場への外資の参入の比率を高めていく。その中で最も重要なルートは、

先ほど申し上げました戦略投資家ですが、例えばＱＦＩＩは上限があります。その枠があるんです。三〇〇億米ドルです。新しい枠を増設することはできるのですが、枠があります。ところが、戦略投資家には上限はないです。

今月の一〇日に、中国国家外国為替管理局は新しいＱＦＩＩに関する規定をつくりました。ＱＦＩＩ、一社の上限は、今までは八億米ドルだったんですが、一〇日には一〇億米ドルまで引き上げた。ＱＦＩＩの中長期投資を奨励していますが、期間は三カ月まで短縮したそうです。

もう一つは、中英そして中米戦略経済対話において、中国政府はもう既に外国企業の中国市場への上場を承諾したのです。この事項に基づいて着実に準備を進めていくと思います。今、外国企業の中国証券市場への上場を目指して法律の整備を急いでいます。例えば上場規則とか取引規則とかは、今急いでやっています。リスクが管理できる範囲内で、外国企業の中国上場のコストをできるだけ低目にコントロールする。成長している中国市場の成果を、できるだけ外国の企業も享受できるように、それで外国企業が成長することによって、中国の国民もその富を享受すること。つまり、ウイン・ウイン・ゲームです。これは実現していくと思います。

私の話は以上でございますが、私が一方的にしゃべってしまいましたが、これから少し時間がありますので、できるだけ皆さんの質問とか感想とかいろいろの面で聞かせていただきまして、私の知っている範囲内で、皆さんの御質問なりに何とかお答えさせていただきたいと思います。

御清聴ありがとうございました。（拍手）

髙橋理事長　周副総裁、大変ありがとうございま

した。大変詳細に中国の資本市場、株式市場のいろいろな発展についてお話しいただきましたし、また、その問題点についても率直にお話をいただいたかと思います。また、近い将来どういうことを展望しているかということについてもお話を伺えて、大変参考になったかと思います。

それでは、お時間をいただいておりますので、どうぞ御質問あるいは御意見おありの方、御発言をいただきたいと思います。――いかがでしょうか。

質問者　今日は大変いい話をありがとうございました。戦略投資家ですとか、あるいはＱＦＩＩとか、こういう話で外国の資金を取り込むということでお話があったんですけれども、香港市場は別にしまして、上海と深圳の本土市場で言えば、個人の投資家、海外の投資家を受け入れるＢ株市場というのがあると思うんですが、それの将来というか、このＢ株市場については、どういうふうにお考えになっているんでしょうか。

周　大変おもしろい質問をしていただきました。中国の改革開放政策の初期の段階で、外国の資本を取り込むためにＢ株市場をつくりましたが、上海市場では米ドル建てですが、深圳市場では香港ドル建てです。Ｂ株を上場している企業は、上海は五五社、深圳も五五社、全部で一一〇社ぐらいですが、この中では、Ｂ株もＡ株も同時上場しているのは八〇％、二〇％はＢ株しか上場していないです。Ｂ株上場は規模が小さいので、取引も非常に低迷していて、活発ではない。そうすると何が出てくるかというと、同じ会社ですけれども、Ａ株の株価とＢ株の株価は非常に差が大きいです。

私の個人の推測ですが、この問題の最終的な解決は人民元の交換性が実現する時まで待たなけれ

ばならないかと思います。これは長い道のりが必要です。当然、それまでは色々工夫をすることも可能ではないかと思います。例えば、B株資産とA株資産を分離するとか、株式を買い戻す方法とか、いろいろ方法があるかと思います。もちろん、このような試みは中国証券監督管理委員会の認可が必要です。多分適当な時期にこのような改革措置を講じるのではないかと思います。

そして、これは中国証券監督管理委員会の判断で解決する問題でもないです。中国国家外国為替管理局と中国商務部、当初B株を発行するときには商務部の認可が必要だったんです。ですから、ほかの政府の部省も一緒にかかわっていますので、それは複雑になると思います。

済みません、答えになっていないですけれども、以上です。

質問者　大変いいお話をありがとうございました。中国の株式市場が、創業一九年でスケールも質的にもここまで前進しているのはよくわかるんですが、周さんのお考えで、今現在は市場の改革の何合目ぐらいで、向こう三年後にはどのぐらいになって、あるいは上海をフィナンシャルセンターにするのはいつごろなのかというのを教えてください。

周　非常に難しい質問ですが、御質問ありがとうございます。資本市場の発展のバックグラウンドは、やっぱり経済の発展が必要です。三〇年前から鄧小平の指導で改革開放を始めたんです。年平均値九・八％の成長率を実現してきたんですが、恐らく比較的安定な成長は続くだろうと思いますが、これからの三〇年間はこの成長率は多分無理です。皆様御存じのように、〇七年は中国は株式市場の暴騰の時期だった。〇八年、去年は暴落の時期です。この暴騰と暴落を経験して、皆さんは

相当勉強になったと思います。予測としては規模も拡大していくと思います。

幾つかの企業はまだ上場はしていません。例えば中国農業銀行はまだ上場していません。あとは、中国の電力の送電企業はまだ上場していません。鉄道会社も上場していません。軍需産業の企業も上場していません。香港に上場したH株の企業も、まだ本土市場には戻っていません。この中では中国電信です。もう一つは、レッドチップ会社、海外に登録した企業です。その中では携帯電話の「中国移動」です。

外国の企業も中国に上場することがあれば、これからまだまだ発展の規模拡大の潜在力があると思いますが、先ほど申し上げましたように、創業ボードの基準に合っている企業も一〇〇〇社以上です。上場のニーズがある企業は一〇〇〇社以上あります。ここは上場の面だけですが、恐らく中国の資本市場がもっと開放しましたら、外国の資金も中国に入ってきますので、資金面の潜在力もまたあると思います。

先ほど申し上げましたように、今確かに中国の時価総額は二〇兆元です。しかし、ＰＥＲは二四倍です。中国の株式市場の成熟と発展によっては、ＰＥＲは下がっていくかと思います。予想としては、潜在力と現在の規模は、もしもＰＥＲが下がっていけば規模は小さくなります。しかし、もう一つの要素を考えなければならないのは人民元の問題です。多分人民元は切り上がっていくだろうと思いますが、切り上がれば、米ドルで考えてみたら、中国市場の規模も拡大していくと思います。漠然とした言い方ですけれども、山の五合目ではないかと思います。二〇〇七年のときには、上海総合指数は六〇〇〇ポイントを突破したことがあったんですが、直近は三〇〇〇ポイント

です。ですから、てっぺんまで行って、また五合目まで。

そしてまた、中国の資本市場のさらなる発展においては、中国の経済の構造の改革のいかんによってまた違ってくると思います。あとは資源の利用です。また、経済発展と環境との調和も非常に重要です。その調和があるからこそ持続可能な成長は実現可能です。また、いろいろな改革によって、中国国民のいろいろな面でのイノベーションの意欲を引き出す。

山の何合目の御質問に対して、私の考え方は以上です。

次は、上海国際金融センターのお話ですけれども、これは多分私たちの目標です。皆様御承知のように、中国の主要な金融機関の本店は全部北京です。ですから、金融資産の大半は北京にあります。成熟度から見ても規模にしても、管理のノウハウとかいろいろな面から考えてみても、上海と香港と比べたら、香港ははるかに上です。ですから、上海に国際金融センターをつくることはそんなに簡単なことではないです。

これから長い将来にわたって、香港は、恐らく中国の金融市場の、あるいは中国企業が国際金融市場に参加する一つの役割を演じてくれるのではないかと思います。つまり、香港は、これから中国の企業が外へ出る役割を演じる。上海は、恐らく中国本土の経済に対するサービスを提供する。そして、外国の先端技術と資源を取り入れる役割を分担していくのではないかと思います。国際金融センターになるのには、また制度の改革とか人材の養成とか、非常にいいメカニズムが有効に働くかどうか、いろいろ要素があります。

先ほど申し上げましたように、中国の抱えている問題は六つある。これからの展望は八つある。

恐らく上海も展望がある、しかし、問題もたくさんある。漠然とした回答ですけれども、これでよろしいでしょうか。

髙橋理事長　どうもありがとうございました。

ほかに何か御質問、御意見等ございませんでしょうか。

質問者　創業ボードについてお伺いしたいんですけれども、機関投資家の参加が少ないということで、機関投資家の参加を促したいというようなお話があったと思うんですが、もし具体的な策がおありなようでしたらお教えいただければと思います。

二点目なんですが、上場廃止制度も設けるということで、これは具体的にはどういう状態になったら、例えば時価総額であるとか、どういった状態になれば上場廃止をするということについてお伺いできればと思います。よろしくお願いいたします。

周　中国も創業ボードをつくるときには、いろいろな方面から意見が寄せられたんです。一つは、中国の創業ボードの募集をするときには多くの投資信託会社も参加したんです。中国の法律上では、今、保険会社、公的年金、企業年金とかＱＦＩＩの創業ボードへの参入を禁止する項目はないです。ただ、個人投資家が創業ボードに投資するときには、この市場のリスクを十分承知したという承諾書を書かせます。特に最近上場した二八社は、それぞれ営業モデルは違うのです。非常に特色のある営業モデルを持っています。また、成長性にも非常に富んでいるということですから、多くの機関投資家は非常に関心があるかと思います。

上場企業の廃止は、今まで中国の場合は大体利益率を見ます。基本的には、三年間赤字であれば

上場廃止です。これは上場基準と同じですが、三年間は黒字でなければならない。上場してから三年間赤字であれば、もう退場。多分創業ボードも、上場廃止基準は今のメインボードと同じです。例えば利益率とか資産総額とかです。もちろん大きなリスク、経営状況が非常に大きく変わったとか、あるいは虚偽の記載をしたりとか、ルール違反の行為があったら、そのときは上場廃止する。私たちにとってはみんな新しいものですから、恐らくこれからは成熟した市場を見ながら徐々に考えて、この項目を入れていくと思います。

髙橋理事長　どうもありがとうございました。

まだいろいろ伺いたいことも多いかと存じますが、予定した時間を過ぎておりますので、この辺で終了したいと思います。

周副総裁、どうも大変丁寧に御説明いただき、ありがとうございました。また、童先生にも通訳をお願いいたしまして、ありがとうございました。厚く御礼申し上げます。（拍手）

（しゅう　きんぎょう・上海証券取引所副総裁）

（本稿は、平成二一年一〇月二六日に行われた講演会の記録で、文責は当研究所にある。）

周　　勤　業　氏

略　　歴

現　職

上海証券取引所副総裁

1952年　　上海市生れ

1979年～1983年　上海財経大学経営学部会計学科在学

1983年～1986年　当大学大学院会計研究科修士課程在学

1986年より　　助手、講師、副教授、教授

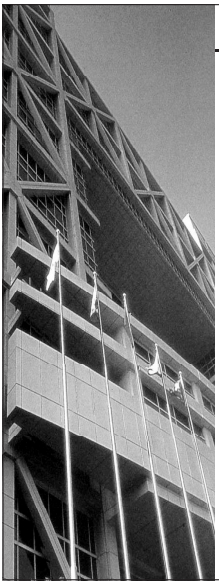
1995年より　　上海証券取引所研究部長

1998年より　　上海証券取引所上場部総経理

2001年より　　上海証券取引所副総裁

上海財経大学、復旦大学管理学院非常勤教授

主な研究業績：資本(株式)市場と財務情報のディスクロージャ問題研究など多数。



上海證券交易所 SHANGHAI STOCK EXCHANGE

中国資本市場の発展と展望

上海証券取引所

周勤業　副総裁

2009年10月

上海證券交易所 SHANGHAI STOCK EXCHANGE　内容

内容

一、中国資本市場の発展:簡単な総括

二、中国資本市場の発展の見通し

2

上海證券交易所 SHANGHAI STOCK EXCHANGE

中国資本市場の発展:簡単な総括

3

（一）中国資本市場の芽生え（1978-1992）

- 1978年 改革開放政策を実施
- 1984年 株式制度を試験的に開始
- 1986年 上海が率先して株OTC取引を推し進める
- 1990年 上海証券取引所と深圳証券取引所が営業を開始
- 1991年末 上海証券取引所が8銘柄上場株、25メンバー所有
  深圳証券取引所が6銘柄上場株、15メンバー所有

4

上海證券交易所 SHANGHAI STOCK EXCHANGE　一、中国資本市場の発展：簡単な総括

（二）全国的資本市場の形成と初段階の発展（1993-1998）

- 1992年 国務院証券管理委員会と中国証監会が成立
- 1993年《株の発行と取引の管理暫定条例》を公布
- 1994年《会社法》を実施
- 1997年《証券投資基金管理暫定条例》を公布
- 1998年末 851上場企業、時価総額 1．95兆元、90の証券会社、2412証券営業部、4260万投資家、証券投資基金120億元、証券業務に従事する107の会計事務所、286の弁護士事務所、116の資産評価機構

5

上海證券交易所 SHANGHAI STOCK EXCHANGE　一、中国資本市場の発展：簡単な総括

（三）資本市場のさらなる規範化と発展（1999-2009年）

- 1999年《証券法》を実施
- 2004年 国務院が《資本市場の改革開放と安定的発展に関する意見》を公布
- 2005年 株式分置改革（非流通株の流通化）を実施
  《上場企業の質の向上に関する意見》を公布
- 2006年《会社法》、《証券法》を改定、及び実施
- 2009年9月末 1650上場企業、時価総額 19．69兆元、累計株式による資金調達額2．49兆元、平均株価9．77元、実質株価PER24．2倍、PBR3．17倍、投資家口座総数1．34億（そのうち株所有口座4964万）

6

（四）中国資本市場に存在する問題と直面するチャレンジ

1. 全体の規模の拡大及び構造の改善

- ❑ 全体の規模が比較的小さく、直接金融の比率が低い。株式市場と債券市場の比率がアンバランスである。
- ❑ 株式市場において実際に流通する株の比率が低く、又多層的な資本市場が始まったばかりであり、多様化する投資と資金調達のニーズに満足に応えることができない。
- ❑ 債券市場、とりわけ企業の債券市場の発展が遅れている。
- ❑ 金融派生商品市場の更なる発展が必要である。

2. 市場システムの改善と効率の向上

- ロ株式発行システムの更なる市場化が必要である。
- ロ取引メカニズムの改善。
- ロ市場の分割が資本市場の効率性を下げている。

3. 上場企業全体の実力の向上、企業内部のガバナンスと外部規制のシステムの強化

- □コーポレートガバナンスのレベル向上の必要性。
- □市場化における評価と淘汰システムの改善の必要性。

9

4. 証券会社の総合競争力の弱さ

- □全体の規模が小さい。
- □ビジネスモデルが同一である。
- □産業集中度の不足。
- □コーポレートガバナンスと内部統制システムの不完全。
- □全体のイノベーション力が弱い。

10

5. 投資家の仕組みの不合理、機関投資家の規模の小ささと発展のアンバランス

- ❑ 個人投資家の比率が高く、取引が頻繁である。
- ❑ 機関投資家の全体規模が小さい。
- ❑ 証券投資基金商品が豊富でなく、イノベーション力の不足。
- ❑ 保険会社、全国社会保険基金、企業年金等その他の機関投資家の参加の不足。
- ❑ 私募型投資基金の発展が規範に合っていない。

11

6. 法律と信用環境の改善、規制の有効性と法律執行における効率の向上

- □法律体系と法律制度の更なる整備。
- □証券市場の規制システムが市場の発展より遅れており、監視管理人員の強化が必要である。
- □自主規制機関の機能が弱く、自主規制の強化が必要である。
- □エクイティ文化と信用環境づくりの更なる強化が必要。

12

上海證券交易所 SHANGHAI STOCK EXCHANGE

二、中国資本市場の発展の見通し

13

上海證券交易所 SHANGHAI STOCK EXCHANGE

（一）《会社法》と《証券法》の改定による資本市場の法律環境の向上

1．発展を促進し、イノベーションを奨励

□分業経営と分業管理を打ち破る

□現物取引制約を打ち破る

□合法な資金の市場投資を奨励

□証券貸借取引の解禁

14

2．コーポレートガバナンスの強化

3．証券発行と上場システムの改善

- ❑ 証券発行上場スポンサー（保薦）制度を実施
- ❑ 証券発行と上場の条件を緩和
- ❑ 募集資金の使用に対する制限の新しい規定
- ❑ 証券発行の失敗の新しい規定

4．M&A制度の向上

15

（二）上場企業の質向上の一連の措置により資本市場の市場基礎が固められた

1. コーポレートガバナンスを整える
2. 内部統制システムを築く
3. 企業運用の透明性を高める
4. 上場企業の資金横領を厳禁する
5. 違法な対外保証を抑える
6. 関連会社取引（related party transaction）を規制する
7. 大株主の行為の規制
8. 上場企業の監視と管理を強化する

16

（三）多層的市場システムの整備を促進させ、資本市場の市場構造を改善する

1．新興企業向け市場である「創業板」

2．OTC市場

17

（四）債券市場を全力を挙げ発展させることは、資本市場の資金調達機能を健全にする

1．企業債券市場を全力を挙げ発展させる

2．証券取引所と銀行間取引市場の融合

18

（五）合法な資金の市場投資は、資本市場の需給関係のバランスをとる

1. 証券投資基金
2. 全国社会保険基金
3. 保険会社
4. 企業年金
5. QFII
6. 戦略投資家

（六）投資家保護の強化は資本市場の利益関係を順調にする

1. 証券投資家保護基金の設立
2. 顧客資金の第三者管理制度を実施する
3. 直接訴訟と派生訴訟
4. 民事賠償責任を増やす

（七）取引システムと商品イノベーションは、資本市場の内在機能を 活発化させる

1. ブロックトレーディング
2. 証券貸借取引
3. ETF
4. ワラント
5. 資産証券化
6. 株価指数先物

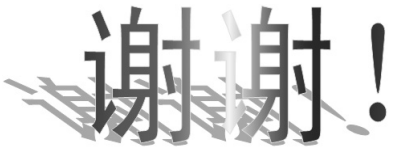
21

（八）積極的かつ確実に対外開放を促進させることで、資本市場のグローバル化を推し進める

1. 合弁証券経営企業に関する外資の持ち株比率を徐々に高め、経営業務の範囲を拡大する
2. 中国資本市場における外資の投資の比率と範囲を徐々に高める
3. 国内の証券取引市場での外国企業の上場を推し進める

22

上海證券交易所
SHANGHAI STOCK EXCHANGE



23