

# 中国の株式市場制度改革 の新たな動きと5年後を 見据えた制度改革の行方

齋藤 尚登

## 要 約

2011年10月に、朱鎔基・前首相を支えた「四天王」の一人で、強い改革志向を持つとされる郭樹清氏が中国証券監督管理委員会（CSRC）主席に就任した。その後、CSRCは株式発行制度改革、現金配当政策の強化、QFIIの認可額上限の引き上げと資格認定要件の緩和、上場廃止基準の強化など、矢継ぎ早の制度改革を実施している。これらの諸改革は、株式市場の健全化に向けた具体的な措置として、肯定的な評価が可能である。しかし、「上に政策あれば、下に対策あり」といわれる中国では、政策に抜け道がないか判明するには、1年程度の時間が必要であり、その後に評価が確定しよう。投資家から、投資市場としての信認を得るには地道な改革の継続と、ある程度の期間が必要であろう。

5年後を見据えた株式市場制度改革としては、情報開示の透明性向上など情報の非対称性に起因する市場の歪み是正と、多層的な株式市場の構築が不可欠である。資本市場改革というより広い範囲では、社債市場の発展が極めて重要な意味を持つ。

## 目 次

- 1 章 中国の株式市場改革の新たな動き
- 2 章 5年後を見据えた制度改革の行方

## 1章 中国の株式市場改革の新たな動き

2011年の上海総合株価指数は年間21.7%下落。2012年8月末時点でも昨年末比6.9%安とさえない展開が続いている。ちなみに、2011年までの10年間で中国の経済規模は4.3倍となったが、2012年8月末の上海総合株価指数2,047.522ポイントは、11年前の01年5月とほぼ同水準である。

中国の株式市場の現状を風刺する「韭菜姑娘」(韭娘)という歌が、2011年4月に中国のインターネットで発表されるや、瞬く間に流行した。韭には「何度も収穫が可能であるが、収穫量はだんだん減少する」とのイメージがあり、「株式投資で損切りを繰り返すうちに投資元本が減っていく」ことを揶揄している。韭娘の嘆きは、投資家が市場のうわさを投資判断の主要な材料としていることや、2010年以降、IPO価格が高くなりすぎ、上場初日に株価が発行価格を割り込む銘柄が増えたことなどに続いていく。景気や企業業績の悪化といったファンダメンタルズ以上に、株式市場が一般投資家の信頼を回復できていないことが、株価低迷の根本的な要因なのだろう。

2011年10月に、朱鎔基・前首相を支えた「四天王」<sup>1</sup>の一人で、強い改革志向を持つとされる郭樹清氏が中国証券監督管理委員会(CSRC)主席に就任した。その後、CSRCは、株式発行制度改革、現金配当政策の強化、QFII(Qualified Foreign Institutional Investors = 適格域外機関投資家)の認可額上限の引き上げと資格認定要件の緩和、上場廃止基準の強化など、矢継

ぎ早の制度改革を実施、あるいは計画している。このうち、株式発行制度改革は、IPO価格のつり上げ回避を目的とし、発行価格PERが同業の平均PERを25%以上上回らないことを推奨している。上場廃止基準の強化では、3年連続の赤字決算で上場暫定廃止になった企業の上場再開の条件に、非経常利益を除く前と後で、いずれの純利益も黒字になることを求め、親会社やグループ会社からの優良資産の注入による、起死回生策を防ぐ規定が設けられた。これは資産注入をしても、マネジメントが変わらなければ、抜本的な業績改善策とはならないとの判断であろう。

以下では、中国の株式市場制度改革の新たな動きとして、株式発行制度改革、現金配当政策の強化、QFIIの認可額上限の引き上げと資格認定要件の緩和、上場廃止基準の強化の4つを取り上げて、制度改革の背景と概要、その評価について解説する。

### 1. 株式発行制度改革

2012年の株式発行制度改革は、新株発行価格のつり上げ防止を狙っている。

新株発行価格の決定は、機関投資家による発行価格仮諮問に基づき発行価格帯が設定され、機関投資家を対象としたブックビルディングを実施して、発行人とスポンサー証券会社が発行価格を決定するというプロセスを踏む。発行価格が高くなるほど、発行人は資金調達額が増え、スポンサー証券会社は通常の引受手数料に加え、資金調達額が予定を上回った部分にかかる超過手数料が増えることになる。さらに、スポンサー証券会社やその他の証券会社は、子会社を通じて上場前に新株

1) 朱鎔基「四天王」とは、周小川・中国人民銀行総裁、郭樹清・CSRC主席、楼繼偉・CIC(政府系ファンドの中国投資有限責任公司)会長、李劍閣・CICC(中国国際金融有限公司)会長の4人。

発行予定会社の株式を安価で取得し、上場後に売却することで大きなリターンを得ることが可能になる。このため、発行人とスポンサー証券会社は、新株発行会社の業績や成長性を誇張することで、発行価格をつり上げようとする傾向が強くなった。

こうした問題は、発行済み株式数が比較的少なく、高技術型の企業が多い新興市場ボードに色濃く現れた。2010年以降のいわゆる「三高」（高発行価格、高P E R、高募集金額）問題である。規定では、口座入金後6カ月以内に超過募集資金の活用計画を策定するが、基本的には会社の主要業務に充当し、証券投資や信託・資産運用、金融デリバティブ商品への投資、ベンチャー投資等のハイリスク投資、他社への財務支援に充ててはならず、超過募集資金を運転資金や債務返済に充当する場合は、12カ月の累計金額が超過募集金額の20%以内であることが求められる。6カ月以内にきちんと練り上げた投資計画を策定するのは難しく、不要不急の設備投資や不動産投資が増えたり、あるいはそのまま遊休資金とされるケースが多い。結局のところ、資金調達額が増えても業績拡大には結び付かず、新興企業ボード上場銘柄にとって、最も重要な「成長性」に対する投資家の信頼が失われることになった。この他、新興企業ボードの上場会社は民間企業が多く、1年間のロックアップ期間が切れると、株式を売却し、会社を去る高級幹部が続出した。発行人は1株＝1円で株式を取得しているため、仮に流通市場の株価がI P O価格を下回っても、大きな利益を得ることが可能になっている。株価下落で損失を被るのは、I P Oで株式を取得し、流通市場で株式を売却する一般投資家である。

2010年以降は、市場全体が低迷したこと、さ

らには新株発行価格が高すぎるとの判断から、上場初日にI P O価格を割り込む銘柄が続出した。I P O神話の崩壊である。2011年はA株の新規上場会社282社のうち77社が、上場初日の株価がI P O価格を割り込んでいる。

こうしたなか、C S R Cは2012年4月28日に「新株発行体制改革をさらに深化させることに関する指導意見」を発表した（同日発効）。「指導意見」の最大の特徴は、I P O価格つり上げ回避のための様々な措置が講じられていることである。具体的には、①事前に予想された発行価格P E Rが、上場済み同業他社の平均P E R（適当な比較対象がない場合は、上場ボードの平均P E R）より高い場合は、目論見書や発行公告に、関連するリスク要因を補足説明し、募集資金額が合理的かどうか、自らの言動が価格つり上げに影響していないかを明らかにする、②目論見書の正式公開後に、価格諮問の結果確定した発行価格P E Rが上場済み同業他社の平均P E Rを25%以上上回る場合（例えば、同業他社の平均P E Rが10倍である時に、12.5倍以上となる場合）、発行人は取締役会を開催して、よりふさわしい価格決定方法を検討し、価格決定の合理性とリスク要因を分析し、募集資金の使用による会社の主要業務への貢献と業績への影響、特に、業績変動へのリスク要因を分析し、これらを補足開示しなければならない、③C S R Cは補足開示事項などを総合的に勘案し、発行人とスポンサー証券会社に対して、再度、価格諮問を行うことを要求することができる、④発行価格P E Rが上場済み同業他社のP E Rを25%以上上回った発行人の上場後の利益が、利益予想を下回った場合（不可抗力を除く）、C S R Cは情状の軽重により、当該上場会社とスポンサー証券会社に対して問責を行う。

要は、発行価格P E Rが同業他社の平均P E Rを25%以上上回らないことを「推奨」するガイドラインが出されたのである。2012年4月28日の実施日以降、4カ月間の新規上場企業では、同業他社の平均P E Rを25%以上上回る発行価格P E Rとなったところはないとされる。ガイドラインは現在のところ有効に機能しているといえよう。

ロックアップ期間終了後に、経営陣や高級管理職が株式を売却し、経営から手を引いてしまう問題については、国有資産の保護のための売却規制がない民間企業のリスク要因である。現在の規定では、株式の売却にロックアップ期間が設定される個人投資家（創業者や経営陣、高級幹部など）が、株式を売却した際には、売却益に20%の税率で個人所得税が課されている。今後は年間で売却できる比率を規定するとか、あるいは売却益の多寡による累進課税を導入した上で、長期間保有するほど税率を引き下げるなど、長期的な視野に立った経営を後押しするような制度改革（税制改革）が必要であろう。

## 2. 現金配当政策の強化

C S R Cによると、2001年～10年の上場会社の配当性向は25.3%にとどまり、2010年は30.1%であった。中国の株式市場の特徴の一つは、銀行セクターの利益規模の大きさであり、2011年は中国工商銀行、中国建設銀行、中国銀行、中国農業銀行の四大国有商業銀行だけで純利益の3割以上を占めた。成熟産業である銀行セクターの配当性向は高く、全体を押し上げており、銀行以外では配当性向が低水準にとどまるところが多い。

上海証券取引所は2012年8月16日付で「上場会社の現金配当指導手引き（意見聴取版）」を発表した。同手引きでは、株主への利益分配の方

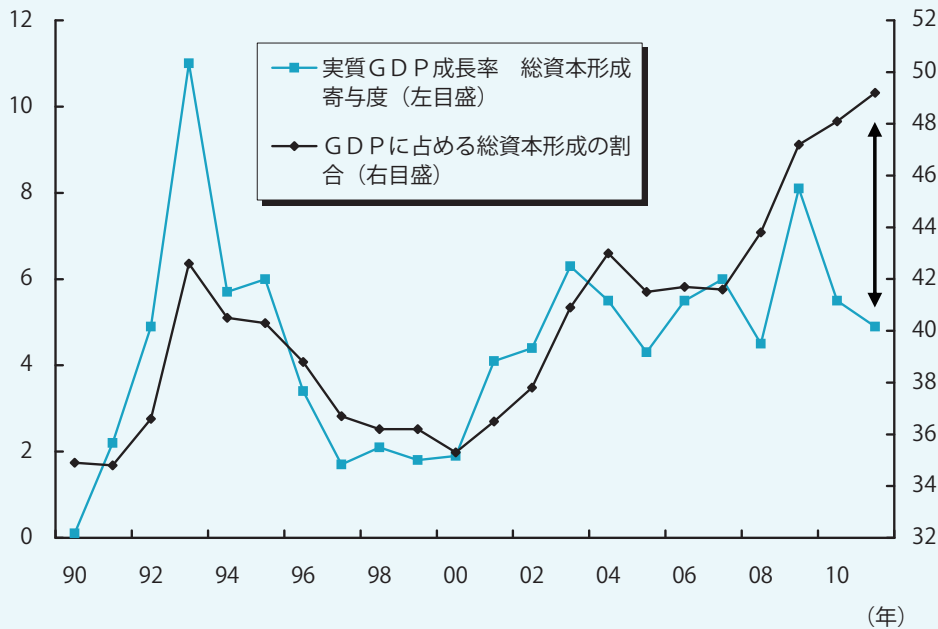
法として、現金配当を最重視すること、配当性向は30%以上が望ましいこと、を強調している。後者については、利益を計上し、かつ累計未分配利益がプラスであるのにもかかわらず、配当性向が30%未満の上場会社は、取締役会の公告のなかで、①産業特性、発展段階、経営モデル、利益水準、資金需要などを総合的に勘案して、現金配当を行わない、もしくは配当性向が30%を下回る理由の説明、②未分配利益の適切な用途とそれにより予想される収益状況、③取締役会の審議・評決状況、④現金配当を行わない、もしくは配当性向が低いことに関する合理性についての社外取締役による独立意見の発表——など詳細な情報開示を行わなければならないとしている。

現状では、株式市場のキャピタルゲイン・キャピタルロスが大きく、中国の投資家には配当性向は投資尺度として注目されていない。また、高い配当性向を選好するのは、長期投資家であるが、中国に本当の意味での長期投資家は存在していない（中国社会科学院への取材）。配当性向を高めると同時に、年金基金、企業年金、保険などの機関投資家の育成が同時に行われるべきであろう。

ガイドラインが示すように、配当政策は、産業の特徴（成長産業か、成熟産業か）や企業の発展段階によって、異なるべきである。しかし、マクロ的な観点からは、内部留保を増やして投資を拡大させるより、配当を増やす方が、株主還元としての合理性が高くなっていることが示唆される。図表1は、G D Pに占める総資本形成のウエイト（投資比率）と、総資本形成の実質G D P成長率寄与度の関係を見ている。もともと中国の投資比率は高かったが、2008年以降は過去最高を更新し続け、2011年は49.2%と、50%に迫ろうとしている。その一方で、総資本形成の実質G D



図表1 投資効率の低下（単位：％）



（出所）「中国統計摘要2012年版」から大和総研作成

P成長率寄与度は2009年をピークに低下しており、投資効率が大きく低下している可能性が高い。

### 3. QFIIの認可額上限引き上げと資格要件の大幅緩和

QFII資格と投資額の認定が2011年12月頃から急ピッチで進められ、2012年4月にはQFIIの投資認可額上限が従来の300億米ドルから800億米ドルへ引き上げられた。さらに、2012年6月にはQFIIの資格要件を大幅に引き下げる方針が示されている。

CSRCは、2012年6月20日に「適格域外機関投資家による域内証券投資管理方法を実施する際の問題に関する規定」（意見聴取版）を発表、QFIIに対する規制を大幅に緩和する方針を示した。詳細は以下のとおりである。

#### 1) 資格要件の引き下げ

- ①ファンドマネジメント会社、保険会社、その他の機関投資家（年金基金、慈善基金など）の経営年数もしくは設立後経過年数を従来の5年以上から2年以上に短縮し、証券資産規模は従来の50億米ドル以上から5億米ドル以上に引き下げる。
- ②証券会社の経営年数は従来の30年以上から5年以上に短縮し、従来は払込資本金10億米ドル以上を求めていたものを純資産5億米ドル以上に緩和し、預かり証券資産規模は従来の100億米ドル以上から50億米ドル以上に引き下げる。
- ③商業銀行は、従来は総資産が世界上位100位以内にランクしていることを求めていたが、それがなくなり、新たに、銀行業務経営年数10

年以上、コア資本3億米ドル以上の要件が設けられた。管理証券資産規模は従来の100億米ドル以上から50億米ドル以上に引き下げる。

## 2) 投資対象の拡大と持株比率制限の緩和

Q F I Iの投資対象として、従来の取引所上場株式、取引所上場債券・ワラント、証券投資ファンドに加え、株価指数先物と銀行間債券市場への投資を新たに認める。上場株式の持株比率制限について、全てのQ F I Iの持株比率合計は、従来の20%以下から30%以下に制限が緩和される。ただし、単一Q F I Iの持株比率は、当該上場企業の発行済み株式数の10%以下との制限は変わらない。

今回の規制緩和が実行に移されれば、Q F I Iの資格認可がスピードアップし、投資認可額の認定も大きく増加していこう。2011年秋以降、中国の景気減速や貿易黒字の縮小、欧州危機による資金の本国回帰などで、中国から外貨が流出する局面が出ており、Q F I Iによる中国の証券資産への投資は大いに歓迎されるはずである。

2012年8月末のQ F I Iの認可額は298.68億米ドルにとどまる。その全てがA株に投資されたとしても、A株流通時価総額の1.2%にすぎない計算である。800億米ドル全てが投資されれば、そのウエイトは3.2%である。長期投資やファンダメンタルズに基づく投資手法の伝播などQ F I Iの導入効果を期待するのであれば、現在の上限800億米ドルまでの投資額の早急な認定と、さらなる投資枠拡大は不可欠である。投資枠は1ケタ大きくてもいいほどである。Q F I Iの大胆な拡大をはじめ、既述の長期投資を行う機関投資家の育成の重要性はますます高まっている。

## 4. 上場廃止基準の強化

上海証券取引所と深圳証券取引所は、2012年6月28日付で「上海証券取引所上場会社上場廃止制度の改善に関する方法」と「深圳証券取引所メインボード・中小企業ボード上場会社上場廃止制度の改善に関する方法」を発表した。上場廃止基準を強化すると同時に、上場廃止決定プロセスの迅速化と上場廃止後の店頭での取引といった一連の流れの透明性を高めるとしている。メインボードでは、①純資産が3年連続でマイナス、②売上が3年連続で1,000万元未満、③売買高が連続120営業日累計で500万株未満、④終値が20営業日連続で額面未満、⑤4年連続の赤字決算（3年連続赤字決算で売買停止）——の場合などで上場廃止となる。

中国では、以前から上場会社の質的向上を目的に、3年連続で赤字決算となった会社の上場を暫定停止にし、4年連続で赤字の場合に上場廃止としていたが、実際のところ、吸収・合併を除き、上場廃止となることはほとんどない。特に地方政府にとって、メインボードの上場会社はその地方を代表する大切な存在であり、地方政府の意向で上場暫定停止後に親会社やグループ会社から優良資産の注入が行われたり、あるいは、別会社を買収（別会社が裏口上場を行う）されたりして、上場廃止目前の会社が不死鳥のごとくよみがえるためである。従来は、上場再開審査に必要とされる補足資料の提出期限が定められていなかったために、意図的に提出を先延ばしにし、何年も上場暫定停止のまま、打開策を探るというケースもみられた。このため、マーケットでは、ファンダメンタルズでは評価されないはずの「\* S T銘柄」（上場廃止リスクを警告する特別処理銘柄）が、今後

の起死回生策の導入を期待して人気化するといったことが日常化していた。

今回の新规定では、上場暫定停止後の上場再開に必要な条件として、直近事業年度で非経常性損益の控除前、控除後の純利益がともにプラスとなることを求め、上場再開申請に必要とされる補足資料の提出期限は累計 30 営業日以内と定めた。これらは、上場暫定停止後の起死回生策をある程度抑制し、円滑な上場廃止が図られると評価する声もある。しかし、起死回生策の導入が前倒しになるだけで（上場暫定停止となる前の「\*ST」の段階で対策を行う）、実態はあまり変わらないと強く懸念されることも事実であろう。

2012 年 7 月に取材した中国社会科学院の専門家は、親会社やグループ会社からの優良資産の注入による起死回生策には、経営そのものが変わらなければ、単なる延命策にすぎないと批判的である。一方、別会社による買収（裏口上場）は、①IPO の順番待ち会社が数百社に上るなか、上場予備軍にとって、経営の立ち行かなくなった上場会社を買収して上場を果たす「裏口上場」はひとつの合理的な方法である、②別会社による買収なので、利益獲得能力等のない会社が消滅し、質的に優れた上場会社が誕生する可能性がある——との声が聞かれた。今回の新规定でも、裏口上場は奨励もしないし、禁止もしないとの扱いになっている。結局のところ、裏口上場の問題の解決、さらには株式市場の健全化のためには、資金調達をしたい健全な会社が、株式市場に容易にアクセスできるよう、株式発行制度の改善が同時に行われる必要がある。

以上、これらの諸改革は、株式市場の健全化に向けた具体的な措置として、肯定的な評価が可能

である。しかし、「上に政策あれば、下に対策あり」といわれる中国では、政策に抜け道がないか判明するには、1 年程度の時間が必要であり、その後評価が確定しよう。投資家から、投資市場としての信認を得るには地道な改革の継続と、ある程度の期間が必要であろう。

## 2 章 5 年後を見据えた制度改革の行方

より長い目で見た場合、中国の株式市場制度改革は、情報開示の透明性向上など情報の非対称性に起因する市場の歪み是正と、多層的な株式市場の構築が不可欠である。資本市場改革というより広い範囲では、社債市場の発展が極めて重要な意味を持つ。

### 1. 情報の非対称性に起因する市場の歪み是正

上海総合株価指数は 2005 年 7 月 11 日の 1,011.499 ポイントを底に急騰し、07 年 10 月 16 日には 6,092.057 ポイントの史上最高値を付けた（終値ベース）。わずか 2 年 4 カ月の間に株価は 6 倍もの急騰を演じたことになる。主因の一つが、全株流通改革に伴う制度的な歪みを突いた投機であった。

そもそも中国の株式市場開設の当初の目的は、国有企業改革のサポートであり、株式を上場しても国家が上場会社の支配株主となることが求められ、国有資産流出を防ぐ目的から国家株などは非流通とされた。非流通株株主（支配株主）と流通株株主（投資家）の間に利益対立が生じた場合、優先されるのは当然のことながら支配株主の利益である。特に、上場会社の母体である企業集団に

してみれば、集団の優良資産を切り離して設立した上場会社が、集団に対して様々な貢献をするのは当然との考えがあった。このため、支配株主による上場会社の資産や資金の占用、上場会社に不利益をもたらす取引、例えば、上場会社が借り入れた資金を支配株主が使用したり、支配株主のために実在しない取引の商業引受手形や伝票を発行したりすることなどが横行した。これが、上場会社の業績悪化の直接的な要因となるケースも少なくなかった。

上場会社の利益が犠牲にされる問題や経営の独立性の問題の根本にあるのは、支配株主との資本関係そのものである。それを意識したのが、全株流通改革といえる。これは、発行済み株式数の3分の2を占めていた非流通株を流通株に転換する改革であり、支配株主の持株比率の段階的な低下が意識されていた。

2005年5月にテストが始まった全株流通改革では、流通株増加による株価下落への対価として、例えば支配株主から流通株株主に対して10株につき3株を無償で提供することが行われた。売買再開後は、その分株価が低下すれば問題がなかったのだが、十分に株価は下がらず、全株流通改革実施前の株式を買っておけば、必ず儲かるという、投機のチャンスを提供してしまった。全株流通改革は、条件の整ったところから順次実施されたため、どの企業が全株流通改革を行うか、インサイ

ダー情報を取得した支配株主や証券会社は、効率よく資金を移して、巨額の利益を手に入れたとされる。全株流通改革後も、国有株の売却は厳しく制限されており、支配株主と一般投資家の利益対立の構図は、根本的には変わっていない。このため、全株流通改革は単なる投機の間を提供したにすぎないと批判する向きもある。

その後も情報の非対称性による市場の歪みは是正されていない。資産注入を理由に取引一時停止となる直前に大量の買いが入ったり、特に新興企業ボードでは特別配当を発表する前に、株価がしばしばストップ高になったり、といった事例に事欠かない。CSRCによれば、多くの人々が「インサイダー取引は犯罪ではない」との認識を持っているとのことであった<sup>2</sup>。

このように、中国の株式市場では、一般投資家が正確な情報を知ることは困難である。上場会社は、支配株主の利益最大化を目的としがちであり、重大事件の非開示、虚偽の情報開示、会社業績の粉飾、インサイダー取引の横行など、市場秩序を損なう行為が続いている。このため、投資家による公開情報への不信感が高まり、口コミ情報やうわさが投資家心理を大きく左右することが常態化してしまった。従って、会社のファンダメンタルズは、投資家の投資行動を決定する要因とはなりにくく、9割の投資家は上場会社の決算報告書を一度も見ることがない、との調査結果もある。

2) もちろんインサイダー取引は犯罪行為である。中国最高人民法院・最高人民検察院は2012年5月22日に「インサイダー取引、インサイダー情報漏洩刑事事件処理の具体的法律適用の若干の問題に関する解釈」を発表し、次のいずれかに該当する場合、情状が重いとの判断を示した。①証券取引契約額が50万元以上、②先物取引保証金額が30万元以上、③利益獲得・損失回避額が15万元以上、④インサイダー取引・情報漏洩が3回以上。

インサイダー情報を知る者とは、発行人の取締役、監査役、高級管理者。会社の5%以上の株式を保有する株主とその取締役、監査役、高級管理者、会社の実質的支配者とその取締役、監査役、高級管理者、発行人が過半出資する会社とその取締役、監査役、高級管理者である。

不正にインサイダー情報を取得したものは、(1) 窃取、詐取、不正取得、盗聴、利益誘導、偵察または個人取引等の不正な手段でインサイダー情報を取得したもの、(2) インサイダー情報を知り得る者の近親者その他密接な関係のあるもの、(3) インサイダー情報の微妙な時期にインサイダー情報を知るものと連絡・接触したもの——と定義された。



郭樹清氏の主席就任後、C S R Cはインサイダー取引に対して、「零容忍」（少しも容赦しない）という姿勢を打ち出し、2012年前半だけで96件の調査に着手した。上場会社による適正な情報開示と、インサイダー取引・株価操作・粉飾決算など市場秩序を乱す一切の行為への徹底的な監督管理の強化は、株式市場健全化の前提条件である。

中期的には証券行政改革も不可欠であろう。現行の制度では、株式の発行市場と流通市場の両方をC S R Cが一元的に監督管理しているが、将来的には、発行市場は証券取引所に権限を委譲し（審査制から登録制へ）、C S R Cは流通市場の監督管理に特化すべきであろう。情報の透明性と公平な取引の実現のために、限られた人材を集中させるのである。

## 2. 多層的な株式市場の構築

中小企業ボードは2004年6月に、新興企業ボードは09年10月に開設された。そもそも、中小企業ボード開設の意義は、中小企業の株式市場における資金調達機会の拡大であり、新興企業ボードは、成長性は高いが経営年数は短く、規模が小さく、利益変動性・経営リスクが高い「ハイリスク・ハイリターン」型企業向けの資金調達の場としての役割が期待されていた。しかし、中小企業ボードはメインボードの一部と位置付けられ、上場基準もメインボードと同じである。新興企業ボードは、上場基準を一部緩和してはいるが、上場会社の約6割が中型企業、約4割が大型企業に分類され<sup>3)</sup>、小型企業はゼロである。両ボードともに、真に中小企業向けに開かれた市場とは言

い難い。

そこで、今後注目されるのが、店頭市場の発展である。店頭市場への登録は、①中小企業ボードや新興企業ボードで対応できていない、中小企業に資金調達の道を開く、②店頭登録の過程で、証券会社、公認会計士、弁護士など専門家の指導を受けることで、コーポレート・ガバナンスの確立が促される、③店頭登録による信用力向上で、銀行借入が容易になる——といったメリットが期待される。店頭市場のなかでも「新三板」市場は、中国の中長期的な発展に欠かせない戦略的新興産業を担う民間中小企業の資金調達の場として、その発展が期待されている。

中国証券業協会は、メインボードで上場廃止となった株式の譲渡を行うことなどを目的に、2000年に一部の証券会社に対して、店頭取引を認めた。中国では、メインボードと中小企業ボードを「一板」市場、新興企業ボードを「二板」市場と呼ぶことから、上記店頭取引を「三板」市場と呼んだ。しかし、「三板」市場は、当然ながら増資など資金調達機能はなく、また小規模で流動性も低く、注目度も低いままであった。

その後、資本市場多層化の観点から、店頭取引市場を発展させ、ハイテク・高成長の新興企業の育成を目指す動きが活発化した。こうしたなか、中国科学技術部、C S R C、中国証券業協会、深圳証券取引所、北京市中関村管理委員会の5部門により設立されたのが「新三板」市場である。これにより、従来の「三板」市場は「老三板」市場と呼ばれるようになった。2006年1月に、「証券会社の株式譲渡代行システムによる中関村科学技

3) 2011年の「中小企業分類標準規定」によると、工業企業の種類は以下のとおりである。大型企業は売上4億元以上、従業員数1,000人以上、中型企業は売上2,000万元～4億元、従業員数300人～1,000人、小型企業は売上2,000万元以下、従業員数は20人～300人。

術パークの非上場株式会社株式の株価提示・譲渡の試行方法」とその関連規則が中国証券業協会により発表され、新三板市場が本格的に動き出した。試行方法の改訂版は2009年6月12日付で発表され、同年7月6日に発効している。新三板市場は、第三者割当増資が可能であるため、ハイテク技術企業の資金調達の間を提供するとともに、メインボード、新興企業ボードの上場を目指す企業のプラットフォームにもなりつつある。

新三板市場は従来、ハイテク企業が集積し中国のシリコンバレーと呼ばれる北京市中関村科学技術パーク内の企業のみを対象にしていた。中国証券業協会によれば、2012年8月末時点で、新三板市場登録銘柄は127社である。

中国証券業協会によると、2012年8月末時点で、老三板・新三板合計で183銘柄が登録され、時価総額は85億元、流通時価総額は36億元であった。2012年8月末時点での上海・深圳証券取引所上場のA株、B株の時価総額は20兆9,565億元、うち、中小企業ボードは2兆7,861億元、新興企業ボードは8,541億元である。このように、現段階では新三板市場の規模は小さい。

新三板市場での株式譲渡は低調であり、2011年末の発行済み株式数32億5,698万株に対し、

年間売買高は9,544万株と、売買回転率は2.9%にとどまっている。株式譲渡が低調な理由は、①資金調達の最終手段として、証券取引所への上場を希望するところが多く、新三板での株式譲渡による資金調達に大きなインセンティブはない、②株主数は200人以下に限定されており、投資家の裾野が広がっていかない、③マーケットメイカー制が導入されていない——などである。

上記②に関連して、新三板市場で取引に参加できる投資家は、(1)機関投資家、(2)新三板市場登録前の自然人株主、(3)第三者割当増資、ストックオプションにより株式を保有する自然人株主、(4)資産相続、法律裁決により株式を保有する自然人株主、(5)中国証券業協会が認定するその他投資家——である。新三板市場登録企業の自然人株主は、自らが保有する自社株のみが譲渡可能となっている。よって、一般個人投資家による売買は認められていない。

新三板市場の最大の問題点は、株主数が200人以内に制限されていることであろう。株式を発行し、株主数が200人を超え、証券取引所に上場していない会社は、厳格に言えば非合法であった。株主数が200人以内に限定されているため、株式譲渡や第三者割当増資も低調で、資金調達手

図表2 新三板市場概況

年	登録会社数 (社)	発行済み株式数 (万株)	売買高 (万株)	売買代金 (万元)	第三者割当増資 調達額 (万元)	売買回転率 (%)
2006	10	57,664	1,511	7,814	11,000	2.6
2007	24	123,603	4,325	22,472	8,190	3.5
2008	41	188,634	5,381	29,259	19,704	2.9
2009	59	235,892	10,702	48,216	15,226	4.5
2010	74	268,977	6,886	41,678	32,525	2.6
2011	97	325,698	9,544	56,028	66,239	2.9

(出所) 深圳証券取引所株式譲渡代行システム資料から大和総研作成

段としては株式上場への依存を高めざるを得なかった。

このような状況を改善する動きとして、2012年6月にCSRCが発表した「非上場公衆会社監督管理方法（意見聴取版）」では、株主数200人超の非上場会社（店頭登録企業）に法的な根拠を与えようとしている。「非上場公衆会社監督管理方法（意見聴取版）」によると、非上場公衆会社とは、①株式が特定の対象に対して発行され、もしくは特定の対象に譲渡された結果、株主が200人を超えた会社、②株式が公開方式で社会公衆に譲渡されている会社——のいずれかで、かつその株式が証券取引所で取引をされていない株式有限会社である。非上場公衆会社の株式は、中国証券登記決済会社が集中登記と保管を行い、株式の公開譲渡は法律に基づいて設立された証券取引機構（店頭市場）で行うとされている。

今後の重点は新三板市場の対象を全国に拡大し、登録企業数を大きく増やすことである。具体的には、①登録銘柄は北京市中関村科学技術パークに設立された企業に限定していたが、段階的に全国の国家級ハイテクパークに設立された企業に拡大する、②将来的には、ハイテクパーク以外でも、一定基準・条件を満たすハイテク技術企業、もしくは優良な未上場企業が、新三板市場に登録できるようにする——ことが検討されている。①に関連して、CSRCは、2012年8月3日に、北京市中関村科学技術パークで試験的に実施されている新三板市場を、上海張江高新技術産業開発区、武漢東湖高新技術産業開発区、天津濱海高新区の企業にも拡大することを決定している。2010年末時点の全国84のハイテクパーク内企業数は5万3,692社を数えており、潜在的な発展余地は大きい。

この他、中国証券業協会は、流動性向上を目的に、①取引の最低単位を3万株から1,000株に引き下げる、②新三板市場での株式譲渡を投資経験2年以上、資金規模50万元以上（2012年7月の中国証券業協会の新三板会議で提案されたのは証券口座資産30万元以上）の個人投資家に開放、③証券会社による直接投資（上限は登録銘柄総株式数の10%）を認める、④マーケットメイカー制を導入する——ことなどを検討している。

既述のとおり、中小企業にとって、証券取引所への上場は極めて狭き門である。新三板市場における資金調達機能がもっと重視されるべきであり、これが結果的に証券取引所への上場圧力の低下につながる可能性がある。CSRCが、株主数が200人を超える新三板登録企業に法的根拠を与え、資金調達機能や流動性を高める方針を示したことは、前向きな大きな一歩と評価できよう。

中国の民間の中小企業の平均寿命は諸説あり、2.9年とも3.7年ともいわれている。短命の最大の要因が資金調達難とコーポレート・ガバナンスの欠如である。新三板市場を代表とする店頭市場への登録の際には、スポンサー証券会社を中心に公認会計士、弁護士、産業アナリストなどが、コーポレート・ガバナンスの確立に関与し、登録後は情報開示が求められる。また、新三板市場では、第三者割当増資による資金調達が認められるほか、登録後は銀行の信用ランクが向上し、銀行貸出が増えるなどのメリットももたらされている。新三板市場の発展は、活力ある中小企業の育成に不可欠であるといえよう。

### 3. 社債市場の育成

以上、中国の株式市場制度改革の新たな動きと5年後の制度改革の行方をみてきたが、資本市場

発展の観点からは、企業債券（社債）市場の育成・発展も不可欠である。

中国人民銀行が発表した「社会資金調達規模」によると、中国の資金調達は間接融資に過度に依存しており、2011年は74.4%が貸出関連によるものであった。直接融資では、企業債券が全体の10.6%を占め、近年そのウエイトが拡大している。

債券の発行市場と流通市場は、銀行店頭取引市場（一部国債のみ）、証券取引所債券市場、銀行間債券市場（規模や売買高は債券市場全体の9割以上を占める）の3つに分けられており、発行・流通市場と銘柄によって、それぞれ監督官庁と準拠法が異なるなど、独自のスキームが形成されて

いる。

このうち、企業債券には、国家发展改革委員会が発行を認可するプロジェクト債である企業債、C S R Cが発行を認可する上場会社の会社債、上場会社に発行が認められるコマーシャルペーパーや中期手形その他、中小企業集合手形、中小企業私募債がある。

企業債券の利回りを見ると、基本的には預金基準金利<企業債券利回り<貸出基準金利となるが、一部では同じ期間の定期預金金利より企業債券利回りの方が、低い場合もある。これは、発行体の信用が高いこと、流動性が高いこと（流動性を重視する投資家の存在）によるものである。

図表3-1 社会資金調達規模（単位：億元）

時期	社会資金調達規模	内訳						
		人民元貸出	外貨貸出	委託貸出	信託貸出	未割引の銀行引受手形	企業債券	非金融企業の域内株式発行
2002年	20,112	18,475	731	175	—	-695	367	628
2003年	34,113	27,652	2,285	601	—	2,010	499	559
2004年	28,629	22,673	1,381	3,118	—	-290	467	673
2005年	30,008	23,544	1,415	1,961	—	24	2,010	339
2006年	42,696	31,523	1,459	2,695	825	1,500	2,310	1,536
2007年	59,663	36,323	3,864	3,371	1,702	6,701	2,284	4,333
2008年	69,802	49,041	1,947	4,262	3,144	1,064	5,523	3,324
2009年	139,104	95,942	9,265	6,780	4,364	4,606	12,367	3,350
2010年	140,191	79,451	4,855	8,748	3,865	23,346	11,063	5,786
2011年	128,286	74,715	5,712	12,962	2,034	10,271	13,658	4,377
2012年1月～8月	100,689	60,990	3,579	7,154	4,933	5,469	13,340	2,019

図表3-2 社会資金調達規模の構成比（単位：%）

時期	社会資金調達規模	内訳						
		人民元貸出	外貨貸出	委託貸出	信託貸出	未割引の銀行引受手形	企業債券	非金融企業の域内株式発行
2002年	100.0	91.9	3.6	0.9	—	-3.5	1.8	3.1
2003年	100.0	81.1	6.7	1.8	—	5.9	1.5	1.6
2004年	100.0	79.2	4.8	10.9	—	-1.0	1.6	2.4
2005年	100.0	78.5	4.7	6.5	—	0.1	6.7	1.1
2006年	100.0	73.8	3.4	6.3	1.9	3.5	5.4	3.6
2007年	100.0	60.9	6.5	5.7	2.9	11.2	3.8	7.3
2008年	100.0	70.3	2.8	6.1	4.5	1.5	7.9	4.8
2009年	100.0	69.0	6.7	4.9	3.1	3.3	8.9	2.4
2010年	100.0	56.7	3.5	6.2	2.8	16.7	7.9	4.1
2011年	100.0	58.2	4.5	10.1	1.6	8.0	10.6	3.4
2012年1月～8月	100.0	60.6	3.6	7.1	4.9	5.4	13.2	2.0

（注）未割引の銀行引受手形のマイナスは回収超過  
（出所）中国人民銀行資料から大和総研作成



企業債券利回りが貸出金利より低ければ、発行体にとって、資金調達のしやすい順番は、企業債券発行、銀行融資、株式発行、となるはずである。しかし、現状では起債は認可制であり、機動的な資金調達はできない。さらに、中小企業集合手形や中小企業私募債は発行額が小さく、基本的に、起債が可能なのは、国家プロジェクトを担う大型国有企業か、上場会社に限定されているのが現状である。

将来的には、複数の行政機構によって分断されている企業債券発行を統一し、その発行は行政による厳格な審査認可制から登録制に移行すべきである。さらに、発行体の裾野を大きく広げるべく、多種多様な企業による起債を認めることが不可欠である。企業債券市場にはまだまだ大きな発展余地がある。

流通市場は国内の機関投資家にほぼ独占されている。中央国債登記決済有限責任会社によると、2011年末の投資家別社債保有比率は、商業銀行48.1%、ファンド会社22.0%、保険会社13.3%と、国内機関投資家が圧倒的なシェアを占める一方、個人投資家はわずか0.001%にとどまった。これは、個人投資家には、債券市場規模の9割を占める銀行間債券市場へのアクセスが認められていないためである。個人投資家は証券取引所で債券売買を行うことができるが、取引対象となる債券銘柄は少なく、取引コストも高い。これらが、個人投資家の投資選択肢が増えない要因の一つとなっている。

中国は、従来の輸出・投資主導型成長モデルから消費・内需主導型成長モデルへの転換を図ろうとしている。消費拡大には、収入増加が必要不可欠である。そして、収入増加には、毎年10%程度増加している給与収入のほか、財産性収入（銀

行預金、有価証券、不動産、車両、所蔵品などから得られる収入）の増加も大切な要素である。中国では、財産性収入が収入全体に占める割合が小さく、日本の6.5%、米国の13.0%、香港の30%に対し、中国は3.0%にとどまっている。中国の投資家にしてみれば、低リスク低リターンの銀行融資や国債→高リスク高リターンの株式の間を広い範囲で埋めるのが、企業債券といえる。企業債券市場の発展は、国有大企業以外の資金調達手段の拡大と、財産性収入増加に伴う消費拡大による経済の持続的安定成長の観点から、極めて重要な課題といえるだろう。

【参考文献】

- ・高岱 [主編] 『中国場外交易市场発展報告 2011 ～ 2012』 社会科学文献出版社、2012 年
- ・胡濱 [主編] 『中国金融監管報告 2012』 社会科学文献出版社、2012 年
- ・張力公 「中国株式市場制度と投資家の特性分析」 『経済縦横』 2010 年 11 期
- ・齋藤尚登 「投機市場から投資市場への脱却を目指す中国株式市場」 『証券アナリストジャーナル』 2004 年 12 月号

[著者]

齋藤 尚登 (さいとう なおと)



経済調査部  
シニアエコノミスト  
担当は、中国経済・株式市場制度