

2014年5月23日 全20頁

中国：株式市場制度改革の現状と展望¹

経済調査部
シニアエコノミスト 齋藤 尚登

[要約]

- 2011年10月に、朱鎔基・元首相を支えた「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。郭樹清氏は、2013年3月に山東省・省長に転じたが、CSRC主席在任中の短い間に、株式発行制度改革、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た。本稿では、後任の肖鋼 CSRC主席の下での株式市場制度改革を含めて、その背景と概要を解説し、評価を行う。
- 2013年11月に開催された中国共産党第18期第三回全体会議（三中全会）は2020年までの諸改革の方針を示し、資本市場の改革も重点の一つとされた。これを受けて、2014年5月8日付けで国務院は「資本市場の健全な発展をさらに促進することに関する意見」を発表した。通常、資本市場については監督官庁であるCSRCが通達や意見を出すのが、国務院という上位組織がこうした「意見」を出すのは2004年以来10年ぶりとなる。2020年を見据えた株式市場改革では、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、企業債券（社債）市場の発展が極めて重要な意味を持つ。

¹ 本稿は大和総研調査季報2012年秋号「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」をベースに、その後の新たな政策発表などの状況変化や、2014年5月上旬の深圳証券取引所への取材を踏まえ、大幅に加筆・修正したものである。

1章 郭樹清・前 CSRC 主席（2011年10月～2013年3月）と肖鋼 CSRC 主席（2013年3月～）の株式市場制度改革

中国の代表的な株価指数である上海総合株価指数は、2007年10月16日に6,092.057ポイントの史上最高値（終値ベース、以下同）を付けた後、暴落した。2008年11月4日は1,706.703ポイントと、わずか1年あまりで史上最高値からは72.0%もの下落を記録した。リーマン・ショック後の4兆元の景気対策の発動とそれによる世界に先駆けた景気回復から、上海総合株価指数は2009年8月4日には3,471.442ポイントまで回復したが、その後は再び値を崩した。2010年は年間14.3%下落、2011年は同21.7%下落、2012年は同3.2%上昇、2013年は同6.7%下落となり、直近2014年4月末時点でも昨年末比4.2%安と冴えない展開が続いている。ちなみに、2014年4月末の上海総合株価指数2,026.358ポイントは、2000年末の2,073.477ポイントとほぼ同水準である（図表1）。

図表1 上海総合株価指数の推移（単位：ポイント）



（出所）Bloomberg より大和総研作成

中国の株式市場の状況を風刺する「韭菜姑娘」（韭娘。作詞：海星砂）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。韭娘は、「デマが真実といわれたら私はどうしたら良いのだろう」と、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を嘆き、2010年以降、IPO（initial public offering、新規公開）価格が、発行会社や証券会社のつり

上げにより高くなりすぎ、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を、「胴元＝発行会社や証券会社は善良じゃない」とこぼしている。

2011年10月に、朱鎔基・元首相を支えた「四天王」²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。郭樹清氏は、2013年3月に山東省・省長に転じたが、CSRC主席在任中の短い間に、株式発行制度改革、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した。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た。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停止になった企業の上場再開の条件に、非経常利益（特別利益）を計上する前と後の利益がともに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、郭樹清氏と後任の肖鋼 CSRC 主席が主導した株式市場制度改革の背景と概要を解説し、評価を行う。

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た。

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、発行価格を上げようとする傾向が強かった。

こうした問題は、発行済株式数が比較的少なく、ハイテク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PER、高募集金額）問題である。新株発行価格が上げられ、新規公開株数が減少しなければ、資金調達額は当初計画を超過することになる。2010年の中小企業ボードでは、この超過額だけで当初計画を150.2%上回り、新興企業ボードに至っては同様に234.6%も上回った（図表2-1）。規定では、口座入金後6カ

² 朱鎔基「四天王」とは、周小川・中国人民銀行総裁、郭樹清・山東省省長（前CSRC主席）、楼繼偉・財政部長、李劍閣・前CICC（中国国際金融有限公司）会長の4人。

月以内に超過募集資金の活用計画を策定するが、限られた期間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。発起人は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IPO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、IPO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。「韭菜姑娘」（菲娘）の嘆くところである。

図表 2-1 新株発行資金調達額における計画調達額を上回る「超過調達額」の割合（単位：％）

	全体	メインボード	中小企業ボード	新興企業ボード
2006	2.2	2.4	1.3	—
2007	67.7	84.3	9.6	—
2008	19.0	25.2	6.1	—
2009	56.4	35.5	96.1	144.9
2010	124.4	37.8	150.2	234.6
2011	93.9	58.0	96.5	154.2
2012	43.5	4.8	66.0	84.6
2013	2013年にIPOは行われていない			

（注）メインボードは上海証券取引所と深圳証券取引所の合計。中小企業ボードと新興企業ボードは深圳証券取引所に開設

（出所）中国証券先物統計年鑑 2013年版より大和総研作成

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IPO価格を割り込む銘柄が続出した（図表 2-2）。IPO神話の崩壊である。2000年～2009年にIPOを実施した842社のうち、上場初日終値の株価がIPO価格を割り込んだのは、わずかに3社（2004年）を数えるのみであった。しかし、2010年は347社中26社（全体の7.5%）、2011年は282社中77社（同27.3%）、2012年は154社中41社（同26.6%）が上場初日の株価がIPO価格を下回る事態となった。

図表 2-2 上場初日の株価終値がIPO価格を下回った銘柄の割合（単位：％）

	全体	メインボード	中小企業ボード	新興企業ボード
2000	0.0	0.0	—	—
2001	0.0	0.0	—	—
2002	0.0	0.0	—	—
2003	0.0	0.0	—	—
2004	3.0	1.6	5.3	—
2005	0.0	0.0	0.0	—
2006	0.0	0.0	0.0	—
2007	0.0	0.0	0.0	—
2008	0.0	0.0	0.0	—
2009	0.0	0.0	0.0	0.0
2010	7.5	19.2	7.8	4.3
2011	27.3	39.5	27.8	23.4
2012	26.6	32.0	29.1	23.0
2013	2013年にIPOは行われていない			

（注）メインボードは上海証券取引所と深圳証券取引所の合計。中小企業ボードと新興企業ボードは深圳証券取引所に開設

（出所）中国証券先物統計年鑑 2013年版より大和総研作成

こうしたなか、CSRC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、IPO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PERが、上場済み同業他社の平均PER（適当な比較対象がない場合は、上場ボードの平均PER）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PERが上場済み同業他社の平均PERを25%以上上回る場合（例えば、同業他社の平均PER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、③CSRC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PERが上場済み同業他社のPER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）、CSRC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PERが同業他社の平均PER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（図表2-3）。しかし、何故「25%」なのかについては、説明はなく、その合理性には疑問符が付けられた。

図表 2-3 発行価格 PER（単位：倍）

	全体	メインボード	中小企業ボード	新興企業ボード	【参考】流通市場全体のPER
2000	28.6	28.6	—	—	—
2001	30.5	30.5	—	—	81.9
2002	19.1	19.1	—	—	62.5
2003	17.9	17.9	—	—	45.9
2004	17.3	17.3	17.1	—	32.2
2005	20.7	20.8	20.7	—	28.6
2006	23.2	18.6	24.4	—	29.7
2007	30.1	38.4	28.3	—	44.1
2008	26.9	31.4	26.6	—	19.3
2009	51.7	46.5	45.4	62.6	29.8
2010	58.8	39.1	54.6	70.5	20.3
2011	47.4	39.4	43.9	53.0	14.2
2012	30.2	23.4	28.7	33.6	15.0
2013	2013年にIPOは行われていない				

（注）メインボードは上海証券取引所と深圳証券取引所の合計。中小企業ボードと新興企業ボードは深圳証券取引所に開設（出所）中国証券先物統計年鑑2013年版より大和総研作成

新株発行制度をさらに改善すべく、CSRCは2013年11月30日付で「新株発行体制改革をさらに推進することに関する意見」（以下「意見」）を発表した（CSRC主席は肖鋼氏）。その骨子は以下の通りである。

(1) 新株発行プロセスの市場化推進

- ① 株式新規公開時に、3年以上株式を保有する株主が一部の保有株式（親株、旧株）を投資家に譲渡し、上場会社の流通株比率を高めることを奨励する。ただし、親株譲渡後の実質的な支配株主の変更は認められない。新株発行による調達金額が計画調達金額を上回った場合、それに応じた親株譲渡（新規公開株式数は減少）が求められる。
- ② 株式新規公開を申請している企業に対して、会社債を先行発行する申請を行うことを認めるなど、普通株発行以外の資金調達を奨励する。
- ③ CSRC の新株発行承認文書の有効期間は 12 ヶ月（従来は 6 ヶ月）であり、その期間内に発行人は自主的に発行のタイミングを決定する。

(2) 発行人とその支配株主などの誠実義務の強化

- ① 発行人の支配株主や取締役などの管理層が、ロックアップ期間終了後 2 年以内に保有する株式を売却する場合、その売却価格は発行価格を下回ってはならない。上場後 6 ヶ月以内の株価終値が、20 取引日連続して発行価格を下回る場合、もしくは上場 6 ヶ月後当日の終値が発行価格を下回る場合、ロックアップ期間は 6 ヶ月以上延長される。
- ② 発行人とその支配株主や取締役などの管理層は、上場後 3 年以内の株価が 1 株当たり純資産を下回る場合に、株価安定策（実施条件や具体策）を公募・上場書類に予め記載しなければならない。具体策とは、発行人による自社株買い戻しや取締役など管理層の自社株買い増しなどを含む。

(3) 新株発行価格決定プロセスのさらなる市場化

- ① 価格諮問後、発行人とスポンサーは購入申請のうち価格の高い上位 10%以上を除去した上で、購入申請価格と購入申請状況に基づき発行価格を決定する。
- ② 発行価格 PER が、上場同業他社の平均 PER を上回る場合（従来は平均 PER を 25%以上上回る場合とされていた）、一般投資家への売り出し前に、発行人とスポンサーは投資リスクに関する特別公告を行い、価格設定が高いが故に投資家に損失をもたらすリスクが存在する可能性を明示し、投資家に注意喚起しなければならない。

今回の「意見」で特筆されるのは、株式新規発行における「三高」問題への対応強化である。上記 (1) の①では、実際の資金調達が計画を上回る場合、相当する新規公開株数を減らし、親株の譲渡を行うとされた。親株の譲渡による資金は、当該上場会社ではなく親株株主に帰属するため、当該上場会社の資金調達額は、計画と見合いとなることが求められる。上場会社の超過資金調達を制度的に抑制するのである。(3) の①の発行価格決定の際の購入申請価格の上位 10%以上の除去は、高い発行価格を抑制することを、(3) の②で発行価格 PER が上場同業他社の平均 PER を上回らないことを推奨しているのは、従来の「25%以上上回らない」という推奨よりもさらに一段、発行価格 PER を抑制することを意図している。

ちなみに、中国国内の IPO は 2012 年 9 月～2013 年 12 月までストップしていたが、2014 年 1 月以降、再開。再開後、2014 年 4 月末までに合計 48 社が上場したが（上海は 6 社、深圳は 42 社。深圳はうち 24 社が新興企業ボード）、上場初日終値が IPO 価格を下回ったのはゼロである。

もう一つ特筆されるのは、株式新規公開を申請している企業に対して、会社債を先行発行する申請を行うことを認めたことである。従来、会社債の発行は上場会社に限られていたが、今後は、「申請中」の企業にも門戸が開かれた。上場審査が否決され、上場会社になることはできなくても、会社債の発行は認められることになる。資金調達手段の拡充という点では、重要な一歩といえる。

2-1. QFII の認可額上限引き上げと資格要件の大幅緩和

QFII (Qualified Foreign Institutional Investors) とは、適格域外機関投資家に中国国内の人民元建て証券・金融資産への投資を認める制度で、2002 年 12 月にスタートした。

この投資認可額が急増したのが 2012 年であり、年間 158.03 億米ドルは、2006 年～2011 年の過去 6 年の合計 (159.45 億米ドル) に匹敵するほどであった。2013 年も 122.58 億米ドルと高水準の認可が続いた (図表 3)。

図表 3 QFII への年間投資認可額と認可額累計、認可額上限 (単位: 億米ドル)

	年間認可額	認可額累計	認可額上限
2003年	17.00	17.00	～2005年8月まで40億米ドル
2004年	17.75	34.75	
2005年	22.20	56.95	2005年9月～2007年11月は100億米ドル
2006年	34.00	90.95	
2007年	9.50	100.45	2007年12月～2012年3月は300億米ドル
2008年	33.98	134.43	
2009年	32.27	166.70	
2010年	30.50	197.20	
2011年	19.20	216.40	
2012年	158.03	374.43	2012年4月～2013年6月は800億米ドル
2013年	122.58	497.01	2013年7月以降は1,500億米ドル
2014年1月～4月	47.17	544.18	

(注) 認可額取消分を控除

(出所) 国家外貨管理局より大和総研作成

この間、QFII の投資認可額上限は、2012 年 4 月に 300 億米ドルから 800 億米ドルへ、さらに 2013 年 7 月には 1,500 億米ドルへ引き上げられている³。

2012 年 7 月には QFII に対する規制が大幅に緩和された。「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」によると、具体的な内容は以下の通りである。

³ QFII 全体の投資認可額上限は制度開始当初は 40 億米ドル、2005 年 9 月以降は 100 億米ドル、2007 年 12 月以降は 300 億米ドルとなっていた。

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3億米ドル以上と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

QFII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、CSRCが認めたその他の金融商品に加え、株価指数先物と銀行間債券市場（固定収益商品）への投資を新たに認める。株式新規公開・増資・割当の際の購入・申込申請も可能である。上場株式の持株比率制限については、全てのQFII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（単一QFIIの持株比率は、当該上場企業の発行済株式数の10%以下との制限は変わらない）。ただし、「外国投資者による上場会社への戦略投資管理方法」に基づく戦略投資家は上記持株制限を受けない。

さらに、国家外貨管理局は、2012年12月に「適格域外機関投資家による国内証券投資に関する外貨管理規定」を改定した。主な改定点は、①SWF（ソブリン・ウェルス・ファンド）、中央銀行、通貨当局に限り、10億米ドル以上の投資認可額を認める（他の機関は従来通り、1機関当たり10億米ドルが上限）、②QFIIはロックアップ期間終了後（年金基金、保険基金、共同基金、慈善基金、寄付基金、政府・通貨当局、およびQFIIが設立したオープンエンド型の中国ファンドのロックアップ期間は3ヵ月、その他は1年）、投資元本と収益を分割して海外に持ち出すことができる。毎月の海外持ち出し額は、QFIIの前年末の中国国内総資産の20%以下とする。オープンエンド型中国ファンドについては、購入・売却の差額に基づき、カストディアンが毎週、資金の出し入れを処理し、毎月の海外持ち出し額（ネット）は、ファンド総資産の20%以下とする。QFIIが全ての元本を海外に持ち出す場合は、書面申請と国家外貨管理局の承認が必要である、の2点である。

国家外貨管理局によると、2014年4月末のQFIIの認可額は544.18億米ドルであり、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1.7%にすぎない計算である。1,500億米ドル全てが投資されても、そのウェイトは4.7%にとどまる。

2-2. RQFII の導入と投資上限枠の拡大

中国域外で保有されている人民元を中国の金融・証券市場に投資する RQFII (Renminbi Qualified Foreign Institutional Investors、「適格域外機関投資家による人民元域内証券金融投資」) は、2011 年 12 月にスタートした。既述の QFII が、域外から持ち込まれた外貨を人民元に両替して中国の金融・証券市場に投資するのに対し、RQFII は中国域外で保有されている人民元をそのまま中国の金融・証券市場に投資する点が異なる。

RQFII は当初、香港からの投資に限定され、投資上限枠は 200 億元だったが、2012 年 4 月に 700 億元、2012 年 11 月には 2,700 億元へ拡大されている。

2012 年 4 月以降は、香港証券取引所に上場される人民元建 A 株上場投信 (ETF) の発行にも利用可能とされ、2013 年 3 月以降は、投資額の 80%以上を債券など固定収益商品に投資するとの規制は適用されなくなった。RQFII による自由な商品設定ができるようになり、例えば、株式に 100%投資することも可能である。

現在、RQFII が投資可能な中国国内人民元建て証券資産は、①取引所上場株式 (含む新株発行・増資・割当増資)、②上場債券、③証券投資ファンド、④上場ワラント、⑤CSRC や中国人民銀行が認めるその他の金融商品である。ただし、単独の域外機関投資家の単一の上場会社株式の持株比率は 10%を超えてはならず、全ての域外機関投資家の単一の A 株上場会社の持株比率の合計は 30%を超えてはならない。これは QFII に適用されている規制を RQFII にも適用したものである (後述する中国・香港双方向の株式投資にも同様に適用)。

RQFII の投資主体は、2013 年 3 月以降、従来の中国本土のファンド管理会社・証券会社の香港子会社に加え、中国本土の商業銀行・保険会社などの香港子会社と、香港で登記・経営されている金融機関に拡大された。2014 年 4 月末時点で、累計 72 社の金融機関に RQFII 資格が認められ、そのうちの 62 社に合計 2,156 億元の投資枠が与えられている。

RQFII は香港以外にも拡大されることが既に決まっている。CSRC、中国人民銀行、国家外貨管理局は 2013 年 7 月に RQFII のテスト地域として、台湾、シンガポール、ロンドンを加える方針を正式に発表。当局は新規増加投資枠として、台湾に 1,000 億元、シンガポールに 500 億元、ロンドンに 800 億元の RQFII 投資枠を付与することを決定した。RQFII の上限枠は従来の 2,700 億元から 5,000 億元に拡大したことになる。

2-3. 中国・香港双方向の株式投資直通列車が開通へ

CSRC と香港証券先物事務監察委員会 (SFC) は、2014 年 4 月 10 日付けで中国の投資家が香港上場株を、香港の投資家が上海上場株を売買する、双方向の株式投資のテストを認める旨の公告を発表した。制度の概要は以下の通りである。

- ・香港の投資家は香港のブローカーに委託し、香港証券取引所が設立する証券取引サービス会社を経由して上海証券取引所に売買注文を出し、規定の範囲内で上海証券取引所の上場株式

を売買する。中国の投資家は中国国内のブローカーに委託し、上海証券取引所が設立する証券取引サービス会社を経由して、香港証券取引所に売買注文を出し、規定の範囲内で香港証券取引所の上場株式を売買する。

- ・テストの初期段階では、香港の投資家は上海証券取引所の「上証 180 指数」と「上証 380 指数」の構成銘柄、並びに A 株と H 株を同時上場している銘柄の A 株の売買を行うことができる。中国の投資家は香港証券取引所のハンセン総合大型株指数、ハンセン総合中型株指数の構成銘柄、並びに A 株と H 株を同時上場している銘柄の H 株の売買を行うことができる。
- ・テストの初期段階では、人民元のクロスボーダー投資額の総量管理を行う。香港から上海市場への投資は 1 日当たり 130 億元、残高総額 3,000 億元（約 5 兆円）を上限とし、上海から香港市場への投資は 1 日当たり 105 億元、残高総額 2,500 億元（約 4.1 兆円）を上限とする。
- ・テストの初期段階では、香港側は香港市場に投資する中国本土の投資家について、機関投資家と、口座残高 50 万元以上の個人投資家に限定する（上海市場に投資する香港の投資家についての制限は明記されていない）。
- ・「中国・香港双方向の株式投資」が正式にスタートするには 6 ヶ月程度の準備期間が必要。

中国では 2007 年 8 月に中国の個人投資家による香港への証券投資（いわゆる「直通列車」）を解禁する旨が発表されたが、その根拠となる通知は 2009 年 12 月 18 日付けで失効。「直通列車」は発車することのないままに路線廃止となった経緯がある。中国の個人投資家は、QDII（Qualified Domestic Institutional Investors＝適格国内機関投資家）を通じて域外証券投資を行うことが可能であったが、今回の規制緩和により、口座残高 50 万元以上の個人投資家に香港株への直接投資が認められるようになる。上海市場に投資する香港の投資家についての制限は明記されていないが、個人投資家が含まれるとみるのが自然であろう。いわば「双方向の直通列車」が開通するのである。

中国と香港の当局は、今回の規制緩和により、①双方の市場の開放度が高まり、取引が活発化する、②中国の資本取引の段階的な自由化や人民元の国際化が進展する、③香港のオフショア人民元センターとしての地位がより向上する、といったメリットを強調している。香港から上海市場への 1 日当たりの投資上限は 130 億元、2014 年 4 月の 1 日当たり上海 A 株売買金額は 802.5 億元、同様に中国から香港市場への 1 日当たり投資上限は 105 億元、香港市場の株式売買代金は 506.8 億香港ドル（402.5 億元）であり、「中国・香港双方向の株式投資」実施後の短期的なインパクトは決して小さくない。

もちろん、どちらか一方への資金流入のみが活発化する可能性もある。可能性が高いのは中国から香港への資金流入であろう。①香港市場の投資主体は域内外の機関投資家・個人投資家がそれぞれ存在感を持ち、上海市場との比較でより合理的な株価形成が期待される、②香港市場の規則や情報開示はより透明性が高く、厳格に適用されている、③株式新規公開（IPO）が活発な香港では、より多くの新たな投資機会が提供されている（株価対策もあり、上海市場では

2012年9月～2013年12月までIPOはゼロだった)、ことなどから、中国の国内投資家が上海株を売却して、香港株に資金をシフトさせる(香港の投資家は引き続き香港株を選好)といったことも十分に考えられる。今回の「双方向の株式投資」は、上海株式市場の健全化と魅力向上を一段と推進するきっかけともなりえよう。

このように、2011年、2012年あたりから中国株式市場の「対外開放」は大きく加速している。現時点での最大投資上限枠は、QFIIが1,500億米ドル、RQFIIは5,000億元、香港から中国の株式投資直通列車(2014年10月頃「開通」予定)は3,000億元であり、その全てが中国A株に投資されると仮定すると、2014年4月末のA株流通時価総額の8.8%を占める計算である。

もっとも、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域外投資資金の導入効果を期待するのであれば、さらに大胆な「対外開放」は不可欠であろう。

3. 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月に「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、2年連続で赤字決算となった会社を*ST銘柄(上場廃止リスクを警告する特別処理銘柄)に指定し、3年連続で赤字の場合に上場暫定停止にし、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⁴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*ST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。

2012年6月の新規定では、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利益の控除前、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

⁴ 裏口上場とは、非上場会社が既存の上場会社を買収して経営権を握り、CSRCの正規の審査を免れて上場を果たすこと。

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たことも事実であった。

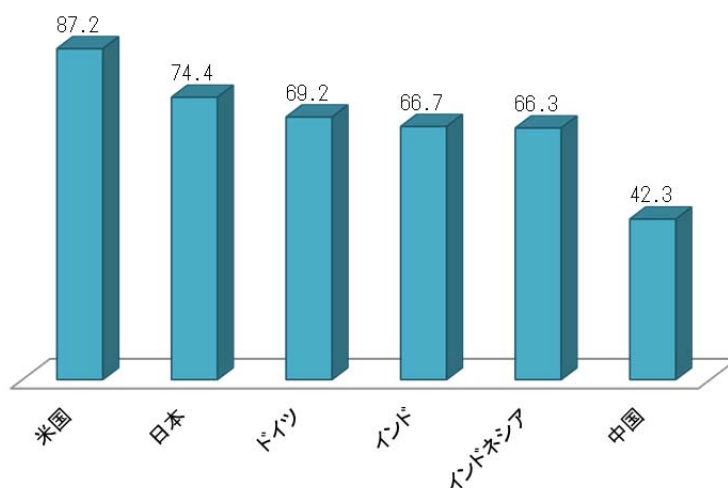
こうした状況を受け、2013年11月にCSRCは「裏口上場審査に株式新規公開発行基準を厳格に適用することに関する通知」を発表した。通知によると、今後の裏口上場については、メインボードでは、株式新規公開発行と同様の条件・基準を厳格に適用する一方で、深圳市場の創業板（新興企業ボード）では、今後、裏口上場が禁止されることになった。

従来、裏口上場については、インサイダー取引の温床となり、株式投機を助長するとの批判がある一方で、①上場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、裏口上場はひとつの有力な選択肢である、②全くの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、とのプラスの評価があったことも事実である。結局のところ、裏口上場問題の解決、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。

2章 2020年を見据えた制度改革の行方

2013年11月に開催された中国共産党第18期中央委員会第3回全体会議（三中全会）は、2020年までの改革方針を提示した「全面的改革深化の若干の重大な問題に関する党中央の決定」を採択した。資本市場については、「重層的な資本市場システムを整え、株式発行の登録制への改革を進め、複数ルートによるエクイティファイナンスを推進し、債券市場の発展と規範化を図り、直接金融の割合を引き上げる」旨が強調された。

図表4 主要国の直接金融比率（2012年末）（単位：％）



（出所）CSRC

これを受けて、2014年5月8日付けで国務院は、「資本市場の健全な発展をさらに促進することに関する意見」を発表した。通常、資本市場については監督官庁である CSRC が通達や意見を出すのが、国務院という上位組織がこうした「意見」を出すのは 2004 年以來 10 年ぶりとなる。その骨子は、以下の通りである。

- ① 多層的な株式市場の発展（株式発行の登録制への改革、メインボード・中小企業ボード新興企業ボード・全国中小企業株式譲渡システムの発展、区域性株権市場の整理と多層的株式市場への編入、上場会社の質的向上、マーケットを活用した M&A の奨励、上場廃止制度の整備など）
- ② 債券市場の発展（様々な投資家層の投資ニーズに即した多様な債券の発行、健全な地方政府債券制度の構築、中小企業向け債券の多様化、格付けサービスの発展）
- ③ 私募市場の育成（株式・債券・ファンドの健全な私募発行制度の構築、私募投資ファンドの発展）
- ④ 先物市場の建設推進（現状は商品先物が 38 種、金融先物が 2 種）
- ⑤ 証券先物サービス業の競争力向上（参入の容易化、仲介機関のイノベーションを促進、機関投資家の育成）
- ⑥ 資本市場の対外開放の拡大（QFII、QDII、域外個人投資家による対内投資、域内個人投資家による対外投資）など。

中長期的な観点からは、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、2007 年 10 月 16 日には 6,092.057 ポイントの史上最高値を付けた。わずか 2 年 3 ヶ月の間に株価は 6 倍もの急騰である。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前提とされ、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有、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つ

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。

残念ながら、こうした情報の非対称性による市場の歪みは現在に至るまで是正されていない。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⁵。

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たことがない、との調査結果もある。

郭樹清氏の主席就任後、CSRC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、矢継ぎ早の摘発を行った。上場会社による適正な情報開示と、インサ

⁵ もちろん中国でも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。

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。2014年5月初旬に訪問した深圳証券取引所では、異常取引が瞬時に分かるシステムが導入され、銘柄、数量、価格、注文者の口座番号・氏名などが自動的にディスプレイ表示されるという。

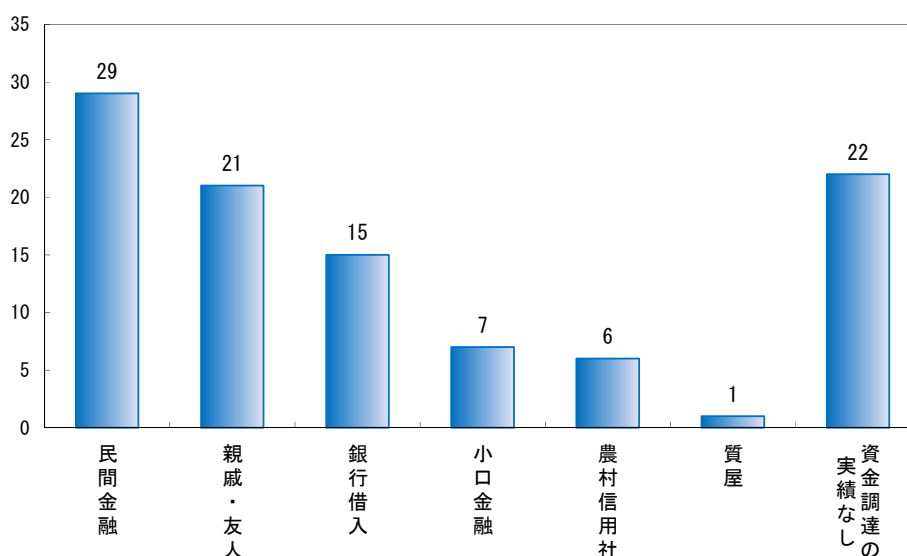
中期的には証券行政改革も不可欠であろう。現行の制度では、株式の発行市場と流通市場の両方をCSRCが一元的に監督管理しているが、将来的には、発行市場は証券取引所に権限を委譲し（審査制から登録制へ）、CSRCは流通市場の監督管理に特化すべきであろう。情報の透明性と公平な取引の実現のために、限られた人材を集中させるのである。三中全会決定がいうところの株式発行の登録制への改革である。

2. 多層的な株式市場の構築

中小企業は、中国経済にとって極めて重要である。2012年時点の全国一定規模以上の工業企業における中小企業のウェイトをみると、企業数は97.4%、従業員数は66.1%、売上は59.6%を占める。その一方で、中小企業は資金調達に苦しむところが多い。

北京大学が2011年7月に発表した「中小企業の経営難・資金調達難に関する調査・研究報告」によると、寧波市、台州市、紹興市など浙江省7都市の中小企業の資金調達方法は、民間金融（高利貸しなど）が29%、資金調達の実績なしが22%、親戚・友人が21%を占める一方、正規の金融機関からの資金調達は全体の3割弱にとどまっていることが明らかとなった（図表5）。

図表5 中小企業の資金調達方法別ウェイト（浙江省7都市）（単位：％）



（注）北京大学が浙江省の7都市の中小企業94社と銀行12行への直接訪問、中小企業2,313社のネット調査を実施

（出所）北京大学「中小企業の経営難・資金調達難に関する調査・研究報告」（2011年7月）より大和総研作成

これは、国有企業を中心に大企業が、間接金融（銀行融資）に大きく依存しているのとは対照的である。中国には、日本のかつての中小企業金融公庫（2008年10月1日に解散）のような中小企業向けの専門の金融機関はなく、中小企業金融のノウハウはなかなか蓄積されにくい。銀行にしてみれば、過去からの取引実績があり、国家政策を担う国有企業向けや国家プロジェクト向けの貸出を優先する一方で、中小企業向けにはこうしたインセンティブは働かないのが現状である。

銀行が中小企業への融資に慎重な理由は、①家族経営が中心であるが故に、コーポレート・ガバナンスが確立されず、財務制度を含めた企業の管理レベルが低い、②資産規模が小さく、担保力も低い、③技術力やマーケティング能力の低さなど、製品や市場の先行きに大きな不確実性があり、経営リスクが高い、といった問題を抱えるところが多いためである。

中小企業にとって、株式上場による資金調達はさらに狭き門である。そもそも、2004年6月に開設された中小企業ボードの役割は、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、2009年10月開設の新興企業ボードは、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」型のハイテク企業向けの資金調達の場として位置付けられていた。2014年5月初旬の深圳証券取引所への取材によると、2013年末の新興企業ボードの上場会社355社のうち、高技術企業資格を有するのは331社を数えるなど、ハイテク企業向け市場とのコンセプトは有効である。

しかし、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。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いる⁶が、IPO時では約6割が中型企業、約4割が大型企業に分類され⁷、小型企業はゼロである。

このように、中小企業の資金調達難の改善には、銀行が融資に躊躇する理由に解決の道筋を付けることが肝要である。特に、コーポレート・ガバナンスについて、家族経営が中心であることは、創業の初期段階では、意思決定の速さや経営資源の集中などのメリットが大きい。しかし、規模が大きくなるにつれて、(1) 企業の所有権と経営権が分離されず、コーポレート・ガバナンスを形成する、株主会、取締役会、監査役会が形骸化し、経営決定権、経営権、監督権が一体化してしまう、(2) 家長を中心とした集権的管理により、企業の意思決定失敗や、企業競争力低下の可能性が高まる、(3) 家族経営が続くことによる、人材育成、抜擢・登用のインセンティブの低下や、家族以外の優秀な人材の流出リスクが高まる、といった問題が銀行（資金供給主体）に対する不透明感をもたらすことを意味している。

こうしたなか、中小企業向け店頭市場である「全国中小企業株式譲渡システム」が、2013年

⁶ 新興企業ボードでは、2014年5月に上場基準の緩和が行われ、直近2年の利益が持続的に増加していることや、営業収入増加率が30%を下回らないことなどが求められなくなった。

⁷ 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通りである。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。

1月16日に正式にスタートしたことが注目されている。全国中小企業株式譲渡システムの前身は、中国証券業協会が2000年に一部の証券会社に認めた店頭市場の「株式譲渡代行システム」であり、当初は非流通法人株の売買と、上海・深圳証券取引所で上場廃止となった株式の売買が行われていた。中国では、メインボードを「一板」市場、新興企業ボードを「二板」市場と呼ぶことから、上記店頭市場を「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。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場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なりつつあった。ちなみに、新三板登録企業では、2014年4月末までに8社が深圳証券取引所への上場を果たしている。

このような設立の背景により、2014年4月末現在、「全国中小企業株式譲渡システム」には、従来の新三板市場の727銘柄、老三板市場の58銘柄の合計785銘柄が登録されている。ちなみに新三板市場の登録銘柄は、この1年で500銘柄程度増加するなど、発展のスピードは加速している。

「全国中小企業株式譲渡システム」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拓く、(2) 登録事前準備として、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、登録希望企業のコーポレート・ガバナンスの確立に関与する、(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。

(1) に関連して、従来の新三板市場はハイテク企業の登録に特化していたが、全国中小企業株式譲渡システムは、国有や民間といった所有制を問わず、産業もハイテクに限定されない。さらに、登録基準は利益要件や資産要件が要求されないことが最大の特徴となっている(図表6)。ハイテク産業に限定されない「中小企業向けの店頭市場」というコンセプトを打ち出すことで、今後の産業の裾野の広がりや、登録企業数の増加が期待されよう。

(2) について、スポンサー証券会社が、登録希望会社の事前調査と内部審査を行い、「全国中小企業株式譲渡システム」への登録推薦を行うなど、極めて重要な役割を担う。

スポンサー証券会社は、登録推薦を予定する会社毎に事前調査を行う内部専門家チームを設立する。構成メンバーは、証券従業者資格を持つ公認会計士・弁護士・登録予定会社が属する産業分野のアナリストが最低1名ずつ必要であり、当該会社の成長性を検証し、登録会社にふさわしいコーポレート・ガバナンスや会計制度が確立されるべく、指導を行う。登録推薦を行うか否かは、スポンサー証券会社の内部に設けられる審査会による審査で決定する。審査通過後の同システムへの登録には、全国株式譲渡システム会社の同意とCSRCの認可が必要である。ただし、全国株式譲渡システム会社の審査は、形式審査であり、登録推薦を行うスポンサー証券会社の役割・責任が極めて大きいといえる。さらに、スポンサー証券会社は、「全国中小企業

株式譲渡システム」への登録後も、登録企業が情報開示義務を履行しているか、コーポレート・ガバナンスがしっかり機能しているかなどを監督・指導することが求められる。

図表 6 全国中小企業株式譲渡システムの登録基準と新興企業ボード、メインボードの上場基準

項目	全国中小企業株式譲渡システム	新興企業ボード（深圳）	メインボード（上海、深圳）
経営年数	2年以上	3年以上	3年以上
利益要件	なし	・直近2年連続して利益を計上し、その累計額は1,000万元を下回らないこと。もしくは、 ・直近1年で利益を計上し、直近1年の営業収入が5,000万元を下回らないこと	①直近3年連続して利益を計上し、かつ3年間累計の純利益が3,000万元を下回らないこと ②直近3年の営業キャッシュフローの累計が5,000万元以上であるか、もしくは、累計の営業収入が3億元以上であること
資産要件	なし	直近1年の純資産額は2,000万元を下回らないこと	直近年度末の無形資産（土地使用権や水域養殖権、鉱物探掘権を除く）が純資産に占める割合が20%を超えないこと
株式資本要件	なし	発行後の株式資本総額は3,000万元を下回らないこと	株式発行前の株式資本総額は3,000万元を下回らないこと
主要業務への集中	業務が明確なこと	1種類の業務を主に営んでいること	なし
実質支配株主など	なし	直近2年において、主要業務、取締役、高級管理者に重大な変化および実質支配株主に変更がないこと	直近3年において、主要業務、取締役、高級管理者に重大な変化および実質支配株主に変更がないこと

（出所）全国中小企業株式譲渡システム、上海証券取引所、深圳証券取引所資料より大和総研作成

この他、「全国中小企業株式譲渡システム」では、①2013年1月1日の「非上場公衆会社監督管理方法」発効により、従来、株主数は200人以下とされていたのが、200人超となることが認められた、②「全国中小企業株式譲渡システム」の正式スタートにより、これまでの北京市の中関村所在のハイテク企業向け店頭市場との位置付けから、ハイテク産業に限定されない全国の中小企業向け店頭市場へと発展する素地が形成された、③本人名義の前営業日終値の証券資産が300万元（約5,000万円）以上といった厳しいハードルはあるものの、個人投資家にも売買が解禁された、など、資金調達機能や投資家の裾野の広がりにも寄与する措置も打ち出されている。これらの規制緩和の効果にも期待したい。

CSRCによると、2014年4月17日時点で、上海・深圳証券取引所のIPO審査待ち企業は606社（上海証券取引所は165社、深圳証券取引所の中小企業ボードは226社、新興企業ボードは215社）であるが、規模の小さい本来的な意味での中小企業は、この順番待ちリストに入ることさえ難しい。「全国中小企業株式譲渡システム」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。

「全国中小企業株式譲渡システム」はまだまだ小規模にとどまっているのが現状であり、ある程度の存在感を持つには、さらなる規制緩和が実施され、登録企業数が少なくとも1ケタ増える必要がある。同システムの発展は活力ある中小企業の育成に不可欠であり、今後の動向に注目したい。

3. 企業債券（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今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。

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、CSRCが発行を認可する上場会社とIPO申請会社の会社債、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の他、中小企業集合債券（複数の中小企業をパッケージにしたもの）、中小企業私募債がある。要件を満たす一部の地方政府融資平台に限り起債が認められている「城投債」（都市投資債券）は、国家发展改革委員会や中国銀行間市場取引業者協会の承認を経て発行される。

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。中小企業集合債券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、上場会社とIPO申請会社、地方政府融資平台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ろう。

企業の資金調達手段の多様化と並んでもう一つ重要なのは、家計・企業の資産運用手段としての企業債券の役割である。

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おり、消費拡大には、収入増加が不可欠である。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7%、米国の13%、香港の30%に対し、中国は3%程度にとどまっている。

企業債券は、低リスク低リターン銀行融資や国債→高リスク高リターンの株式の間を広い範囲で埋める可能性を秘めており、将来的には個人投資家が容易にアクセスできるようになることが肝要であろう。この点で、最低投資金額が5万元（約85万円）と手頃でリスクが比較的限定される理財商品は、魅力的な商品となり得る。理財商品の投資先の一つとして、企業債券が有力視されるのである。

最後に、急膨張している地方政府債務問題の改善策として、企業債券発行が注目されていることもある。日本の会計検査院に相当する中国審計署によると、2013年6月末の地方政府債務・

偶発債務残高は 17 兆 8,909 億元、名目 GDP 比は 34.4% だった。2010 年末との比較では金額は 66.9% 増加し、名目 GDP 比は 7.7% ポイントの上昇であった。

こうしたなか、2013 年 12 月 31 日に国家発展改革委員会は (1) 地方政府融資プラットフォームを中心とした高利債務を中長期の社債 (2013 年の城投債 = 都市投資債券の発行利回りは単純平均で 6.3%、期間は最長 15 年) に置き換えるなど、債務再編を強化する、(2) 資金不足に直面するプロジェクトに対して債券発行による債務返済とプロジェクト再開を認可する——ことを発表した。潜在的不良債権の抜本的な処理をするのではなく、低利債券への借り換えによる金利負担軽減と返済期限の長期化・分散化によって問題を先送りしつつ、徐々に処理を進める方針を示したといえる。

このように、企業債券市場の発展は、①国有大企業以外の資金調達手段の拡大、②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、そして③地方政府債務の金利負担軽減や返済期限の長期化・分散化、といった観点から、極めて重要な課題といえるだろう。

以上